

國立交通大學

管理學院碩士在職專班經營管理組

碩士論文

人民幣匯率調整決策模式之研析

The Analysis of Decision-Making Adjustment Model for
Renminbi (RMB) Exchange Rate



指導老師：胡均立教授

學生：陳立心

學號：9674509

中華民國九十八年五月

人民幣匯率調整決策模式之研析

The Analysis of Decision-Making Adjustment Model for
Renminbi (RMB) Exchange Rate

研究生：陳立心

Student: Li-Hsin Chen

指導教授：胡均立

Advisor: Dr. Jin-Li Hu

國立交通大學

管理學院碩士在職專班經營管理組



Submitted to Institute of Business and Management
College of Management

National Chiao Tung University

in Partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of Master

of

Business Administration

May 2009

人 民 幣 匯 率 調 整 決 策 模 式 之 研 析

研究生：陳立心

指導教授：胡均立博士

國立交通大學管理學院碩士在職專班經營管理組

摘 要

人民幣幣值的問題，近年來成為一項廣受討論的國際議題。且隨著中國在經濟表現與戰略地位的提升，使得人民幣匯率之變動摻雜許多政治與經濟因素的考量。中國大陸匯率決策當局必須考量中國大陸本身的經濟利益，但同時長期的貿易順差導致人民幣承受國際間要求升值的壓力。面對諸多的變因，人民幣決策當局的匯率決策依據為何？本文以Swan模型為基礎推導人民幣匯率的經濟決策邏輯，依照中國大陸當前面對的內、外部經濟失衡狀況，觀察中國大陸當局如何運用支出增減政策(財政政策)及支出轉換政策(匯率政策)以調節經濟失衡的情況，配合當前的國際政治情勢推導出人民幣匯率調整模式。

本研究主要發現如下：

- (1) 本研究引用 Swan (1960) 模型的理論，可印證中國大陸當局為改變其國內所面臨的經濟失衡狀況，所使用的政策均符合 Swan 模型所主張的政策搭配措施。
- (2) 目前面臨全球性的景氣蕭條的環境中，中國大陸當局以擴張性的財政政策及寬鬆的貨幣政策應對，匯率政策則必須選擇以人民幣升值方式才能收到刺激景氣的效果。
- (3) 人民幣升值為中國大陸擴大內需以刺激景氣的必要條件之一，但考量其內部利益，人民幣兌美金自 2008 年金融海嘯發生以來即維持窄幅波動，但人民幣兌其他主要貿易國貨幣多為升值狀況。
- (4) 在中國大陸失業率未見明顯降低之前，且以美國為主的貿易對手礙於國際現狀不便直接與中國大陸就人民幣匯率問題直接衝突的情況下，人民幣匯率政策短期內會維持相對固定之現狀，不會有明顯改變。

關鍵詞：Swan 模型、內外部經濟失衡、人民幣匯率。

The Analysis of Decision-Making Adjustment Model for Renminbi (RMB)
Exchange Rate

Student: Li-Hsin Chen

Advisor: Dr. Jin-Li Hu

Institute of Business and Management
National Chiao Tung University

ABSTRACT

As the economic and strategic importance of China grows fast, the RMB exchange rate has attracted international attention. The People's Bank of China must take into account China's employment as well as trade interest while managing the RMB exchange rate. This article applies the Swan (1960) model to analyze the RMB exchange rate adjustment decision-making. The Chinese government uses both of the fiscal and exchange rate policies to improve its macroeconomic performance. The major findings are as follows: (1) The Swan model can predict the RMB adjustment decisions very well. (2) For the current global financial turmoil, the Chinese government is very likely to use expansionary fiscal and monetary policies, as well as mildly let RMB appreciate against major currencies other than USD. (3) Before mainland China unemployment rate significantly drops, the RMB exchange rate against USD will still maintain stable.

Keywords: Swan Model; Economic imbalance; RMB exchange rate



致 謝

回顧過往兩年研究所時光，工作和課業總是交替上場督促著我前進，今天終於完成研究所學業，總算對自己的學生生涯有所交代，兩年間的點滴，入學考、作業、考試、討論、報告、論文，無數的假日及下班後的疲憊，這些的點點滴滴都將成為我美好的回憶，不過，老實說就算給我一佰萬讓我重來一次我也不願意…

闊別學校生活多年之後很慶幸能夠來到交大經管所，期間許多老師、同學都讓我獲益良多，有幸與你們一同渡過這段時光，相互討論，享受學習的快樂，因為你們，我的研究所生涯才能順利畢業。

謝謝在這段時間所有幫助過我的人，首先感謝指導教授胡均立老師，在論文撰寫的過程中，提供指引及建議，讓我得以完成本篇論文。同時也感謝口試委員楊雅博教授、張民忠教授及曾芳代教授，在論文口試時給予的修正建議，讓我的論文得以更臻完善。

謝謝玉山銀行陳美滿副總，感謝您的包容，讓我能夠一邊上班一邊進修；感謝所有班上同學的幫忙，謝謝您們的體貼及熱心，在我最需要幫助的時候，適時伸出援手。

最後，特別感謝我的家人，父、母親的支持及關心，讓我在經濟上無後顧之憂；謝謝我最親愛的老婆，有妳的支持，我才能全心全意在課業及工作中努力；感謝你們給我勇氣渡過許多挑戰及低潮，這份畢業的喜悅與你們共享。



陳立心 謹誌

中華民國九十八年六月

目 錄

中文摘要.....	i
英文摘要.....	ii
誌謝	iii
目錄	iv
表目錄	v
圖目錄	vi
壹、緒論.....	1
1.1 研究背景.....	1
1.3 研究目的.....	9
貳、文獻回顧.....	10
2.1 匯率變動理論探討.....	10
2.2 影響人民幣因素相關文獻探討.....	11
參、研究方法.....	14
3.1 資料分析方法.....	14
肆、人民幣幣值變動相關因素分析.....	15
4-1 中國大陸內、外部經濟失衡狀態分析.....	15
4-1-1 國際收支.....	16
4-1-2 物價膨脹率.....	18
4-1-3 失業率.....	21
4-1-4 中國當前失衡狀態分析.....	23
4-2 人民幣匯率決策模式探討.....	23
4-2-1 經濟層面.....	23
4-2-2 政治層面.....	32
伍、結論與未來研究方向.....	38
5-1 結論.....	38
5-2 研究限制.....	39
5-3 未來研究方向.....	39
陸、參考文獻.....	41
附錄一 中國大陸 GDP 狀況 (2001~2008).....	44
附錄二 全球 GDP 排名(2007 年).....	45
附錄三 全球外匯存底排名(2008 年).....	46
附錄四 中國大陸城鄉居民儲蓄存款餘額(2002~2007 年).....	47
附錄五 美國政府公債海外持有者部位表.....	47

表目錄

表 1	中國大陸經濟成長率年表(1994~2008).....	2
表 2	中國大陸經常帳餘額狀況 (2001/12~ 2008/12)	17
表 3	2008 下半年各國失業率水準比較(單位：%).....	22
表 4	內外失衡狀態下支出增減型政策與支出轉換型政策的搭配.....	24
表 5	中國大陸中央財政收支狀況.....	25
表 6	Mundell-Flemming 模型的基本結論	27
表 7	中國大陸主要貿易國 2008 年 1 月~2008 年 11 月.....	30
表 8	美國及歐盟對於「市場經濟地位」認定標準.....	35



圖目錄

圖 1	人民幣匯率變動(1980~1988).....	5
圖 2	人民幣匯率變動(1989~1996).....	6
圖 3	人民幣匯率變動(2005~2008).....	7
圖 4	美元兌人民幣之匯率變化 (2005~2009).....	8
圖 5	Swan 模型圖示.....	15
圖 6	中國大陸 2000~2009 貿易順(逆)差狀況.....	17
圖 7	中國大陸國際收支-金融帳 1997~2008.....	18
圖 8	中國大陸外匯存底 1980~2008.....	19
圖 9	人民幣流動性增加推導流程.....	19
圖 10	中國大陸 M2 貨幣供給額 1994~2009.....	20
圖 11	中國大陸居民消費價格指數 CPI 年增率 2005~2009.....	21
圖 12	中國大陸失業率統計 1980~2008.....	22
圖 13	Swan 模型推導.....	23
圖 14	Mundell Assignment Principle 推導邏輯.....	25
圖 15	自 2009 年起人民幣匯率政策驗證.....	26
圖 16	美元兌人民幣走勢 2008 年 6 月~2009 年 3 月.....	26
圖 17	三元悖論的不可能三角形.....	27
圖 18	中國大陸貿易收支及主要利率變化 2008 年 4 月~2009 年 2 月.....	28
圖 19	Mundell-Fleming 模型及三元悖論的推導邏輯.....	28
圖 20	人民幣匯率政策推導圖.....	29
圖 21	美元指數走勢圖 2008 年 6 月~2009 年 3 月.....	29
圖 22	人民幣兌主要貿易國貨幣升值幅度 2008 年 6 月~2009 年 3 月.....	30
圖 23	中國大陸 2009 達成經濟量化目標作法推導圖(一).....	32
圖 24	中國大陸 2009 達成經濟量化目標作法推導圖(二).....	33
圖 25	近期中國、美國的政治沙盤推演.....	36
圖 26	人民幣匯率變動情況推導.....	39

壹、緒論

1.1 研究背景

從 1994 年中國大陸放棄匯率雙軌制，將 1:5.7 的官方匯率與 1:8.7 的市場匯率合而為一開始，大幅貶值的人民幣幣值促進了大陸的出口競爭力，也加速累積了中國大陸外匯存底，低廉的工資更是吸引包括台灣在內的各國製造商將生產中心轉移到中國大陸；國際訂單的快速移轉使得同為的生產中心鄰近東南亞國家面臨泡沫經濟的危機，在國際投機客狙擊下甚而引發之後的 1997 亞洲金融風暴。

大量累積的外匯存底使得人民幣幣值的合理性一再成為國際金融會議中討論的焦點，2001 年加入世界貿易組織 (World Trade Organization) 後中國大陸面對更多開放國內市場的規範及要求，在國際經濟會議上，人民幣匯率每每成為討論的重點，來自美國等七大工業國不斷施壓要求人民幣升值，致使國際間對人民幣升值的預期心理高漲；到 2005 年 7 月 21 日中國大陸出奇不意調昇人民幣匯率為 8.11，同時宣佈人民幣匯率形成機制改革，人民幣匯率不再盯住單一美元，而是按照中國對外經濟發展的實際情況，選擇若干種主要貨幣，賦予相應的權重，組成一個貨幣籃子。同時，根據經濟金融形勢，以市場供求為基礎，參考一籃子貨幣計算人民幣多邊匯率指數的變化；對人民幣匯率進行管理和調節，維護人民幣匯率在合理均衡水準上的基本穩定。同時終結緊盯美元的匯率政策，改為盯住一籃子貨幣。「一籃子貨幣」匯率制度是指將一國與其主要貿易夥伴國的貨幣，依照往來貿易比重與經濟密切程度予以加權，編制成一個綜合的貨幣指數，即俗稱的一籃子貨幣 (Basket)，亦即依照往來貿易比例予以加權，換算後得出該國與貨幣籃子內各種貨幣的匯率水準。例如新加坡幣的匯率也是與新加坡貿易夥伴國的一籃子貨幣掛鉤，亞洲金融風暴發生前的泰國和以色列，過去匯率也都是釘住一籃子貨幣。且由於一籃子貨幣匯率制度在設計時已經考慮與主要貿易夥伴國的密切程度，因此在匯率調整上，較能反映一國真實對外經貿關係的變化。

匯改之後，人民幣一直維持微幅調升的態勢，但在 2007 年的次級房貸風暴後，接連 2008 年的金融海嘯衝擊下，中國大陸公布的 2008 年經濟數據出現明顯衰退現象，全年經濟成長率跌到兩位數以下的 9.0%，而且第四季的經濟成長率只有 6.8%，中國的經濟成長率將面臨自 2003 年來首次跌破雙位數的狀況 (表 1)，2008 年 11 月 10 日，中國人民銀行行長周小川在巴西出席國際結算銀行會議期間，被問及中國是否會讓人民幣貶值來刺激出口。周小川表示，人行不會排除任何可能性，但一直到現階段，中國的國際收支並沒有出現明顯變化，雖然部分新興國家出現了資金外流的情況，但中國並沒有面對同樣的問題。因此一切仍言之尚早。(康彰榮、楊泰興，2008)這是中國大陸近期首次釋放出對於人民幣持續單邊升值的政策需要進行深入的研究的訊息，周小川表示，大陸不排除讓人民幣貶值，以扶植大陸出口企業並確保經濟成長，雖然表明仍未到調整匯率階段，但卻是大陸自匯改以來首次有財經首長提出「貶值救出口」的說法，也為今後人民幣的走勢，投下更多的變數。

表 1 中國大陸經濟成長率年表(1994~2008)

單位：人民幣億元

年份	國內生產毛額	年增長率(%)
1994	48,200	13.1%
1995	60,790	10.9%
1996	71,180	10.0%
1997	78,970	9.3%
1998	84,400	7.8%
1999	89,680	7.6%
2000	99,210	8.4%
2001	109,660	8.3%
2002	120,330	9.1%
2003	135,820	10.0%
2004	159,878	10.1%
2005	183,217	10.4%
2006	211,923	11.6%
2007	257,306	13.0%
2008	300,670	9.0%

資料來源：英商路透社統計資料庫



1.2 研究動機

匯率水準的高低影響著國際間各國進出口貿易的變化，干預匯率也常是各國中央銀行常用的貨幣政策手段。1950年代初期，中國大陸本身資源有限，需要從國外進口物資，為了降低進口成本，因此高估人民幣對美元匯率。人民幣匯率此時大致上維持穩定，由於同一時間，國際經濟實行固定匯率制度，各國將匯率釘住美元，而此時的中國大陸也由於美國的禁運政策，使得人民幣匯率轉而釘住英鎊和蘇聯的盧布，也是間接釘住美元，因此在全球匯率水準固定的環境下，人民幣匯率也維持固定在每一美元兌換2.462元人民幣的水準。然而在1973年布雷頓森林體系（The Bretton Woods System）¹瓦解後，許多工業化國家開始走向浮動匯率制度，人民幣匯率也在此時開始有所鬆動，接下來呈現升值趨勢一直維持到改革開放時期（1980年）。

1978年中國大陸實施經濟改革開放，海外資金逐漸進入中國大陸市場。1979年到1993年間，由於出口創匯的需求，數度調整人民幣匯率貶值，從一美元兌換1.5元人民幣開始一路貶值到5.7元。而在經濟開放初期，中國大陸實行匯率雙軌制，將匯價分成：一是對外的，適用於非貿易收支的官方牌價；二是適用於貿易收支的貿易內部結算價；三是調劑外匯市場的外匯調劑價。在1985年提高外匯留成比例，並成立外匯調劑中心，由此形成外匯調劑市場匯率；這一個階段的匯率制度改革屬於過渡性的改革，為了解決出口部門轉換成本過高的權宜之計。

1993年11月，中共第14屆三中全會通過「中共中央關於建立社會主義市場經濟體制若干問題的決定」，要求相關單位改革現有的外匯體制，建立以市場供需作為基礎及有管理的浮動匯率制度和統一規範的外匯市場，並逐步使人民幣成為可兌換的貨幣。1993年底開始進行外匯改革，實行以外匯市場供需為基礎的、單一的且有管理的浮動匯率制度。在這個浮動匯率制度之下，人民幣匯率是由外匯指定銀行自行確定和調整，而不再是由政府官方直接制定和公佈。中國政府期望在這外匯管理體制下，人民幣匯率能夠實現三大目標：（王浩，2005）

1. 人民幣匯率不再由官方行政當局直接管制和公佈，而是由外匯指定銀行自行確認和調整，企業和個人按規定向銀行買賣外匯。
2. 由外匯指定銀行訂定的匯率是以市場供需為基礎的，銀行進入銀行間外匯市場進行交易，形成市場匯率。
3. 以市場供需為基礎形成的匯率是統一的，除此之外，由中央銀行設定一定的匯率浮動範圍，並通過調控市場保持人民幣匯率穩定。

1994年在上海建立了中國外匯交易中心，並以銀行間外匯市場交易形成的匯率為人民幣基準匯率，1996年1月中國大陸國務院公佈『中華人民共和國外匯管理條例』，取消經常項目下尚存的其他匯兌限制。

1994年到1997年間人民幣呈現了穩中有升的的走勢，期間累積了4%的升值幅度，到了

¹佈雷頓森林體系”是指二戰後以美元為中心的國際貨幣體系。1944年7月，西方主要國家的代表在聯合國國際貨幣金融會議上確立了該體系，由於此次會議是在美國新罕布希爾州佈雷頓森林舉行的，因此稱之為“佈雷頓森林體系”，該體系實行美元和黃金直接掛鉤以及固定匯率制度，奠定了二戰後的國際金融秩序，在戰後相當一段時間內，確實帶來了國際貿易空前發展和全球經濟越來越相互依存的時代。但到了上世紀六七十年代，在經歷多次美元危機後，該體系逐漸瓦解。但由佈雷頓森林會議誕生的兩個機構——世界銀行和國際貨幣基金組織仍然在世界貿易和金融格局中發揮著至為關鍵的作用。

1997年金融風暴發生時²，中國為求本身經濟情勢穩定，且為防止亞洲周邊地區國家的貨幣陷入貶值競賽的泥沼中使危機更加嚴重，堅守人民幣不貶值及外匯嚴格管制，此時原本定義為有管理的浮動匯率實際上又成為固定匯率，當時人民幣維持穩定，不單是有助於中國本身的經濟穩定，更是有助於區域和世界經濟的穩定，當時如果人民幣大幅貶值，恐怕會帶動東南亞或東亞地區貨幣陷入循環貶值的狀態，使得東亞各國經濟每況愈下，因此中國政府當局一再宣稱為了維護東南亞國家金融市場的穩定，不讓人民幣貶值，實際上形成盯住美元的固定匯率政策，維持一美元兌換8.27人民幣。但接下來八年間人民幣匯率都在極小的範圍波動，導致人民幣匯率的扭曲無法反映出真實價格，人民幣市場化過程因而停頓。在這個固定匯率的過程中，中國不論是在貿易出口、外資流入和外匯存底累積的數額，都呈現大幅成長的經濟表現，且另一方面在2001年又加入了世界貿易組織（WTO），就單經濟層面看來，人民幣升值的預期已更加強烈，再加上國際社會要求人民幣兌換美元匯率應當調降，導致人民幣升值的壓力不斷提高。以2004年為例，中國的外匯存底由年初的4,033億美元暴增到年底的6,099億美元，其中貿易順差增加至320億美元，直接投資的外資流入為606億美元，其餘外匯存底增加的1,140億美元都是短期流入的熱錢。由於預期人民幣升值的心理做祟，國際熱錢不斷擁入，造成國際收支極大的順差；另外，美國為解決自身的貿易赤字問題對其主要貿易對手施壓使得美元兌其他貨幣貶值，但由於人民幣釘住美元的固定匯率政策，使得人民幣隨著美元相繼貶值，同時人民幣對於其他國家通貨也隨之發生貶值的效果；國際社會漸漸對於人民幣被低估的事實，產生了許多抱怨，因中國人民幣的相對貶值造成中國在貿易出口的成长幅度逐漸擴大，對各國在貿易帳和經濟發展將有可能造成嚴重的衝擊或威脅，來自國際社會的輿論，成為人民幣升值問題的首大壓力。但中國政府基於本身對經濟與社會的考量，當時不願讓人民幣立即做大幅度的升值。

各方壓力之下，2005年7月21日中國人民銀行發佈「關於完善人民幣匯率形成機制改革的公告」，以出奇不意的方式調升對美元匯率，由原來的8.27元人民幣兌一美元升值至8.11元人民幣兌一美元，調升幅度為2.1%，並終結近十年來緊釘美元的匯率政策，人民幣不再釘住單一美元，而是按照中國大陸主要貿易國的貨幣組成一籃子貨幣，2005年8月10日，中國人民銀行行長周小川在人行上海總部掛牌儀式上致詞時，首度透露一籃子貨幣的組成原則：一籃子貨幣的確定是以對外貿易權重為主的，目前，美國、歐元區、日本、韓國等是中國最主要的貿易夥伴，相對地，美元、歐元、日圓、韓圓等自然也會成為主要的籃子貨幣。而一籃子貨幣的選取以及權重的確定主要有四個原則：著重考慮商品和服務貿易的權重作為籃子貨幣選取及權重確定的基礎；適當考慮外債來源的幣種結構；適當考慮外商直接投資的因素；經常項目中一些無償轉移類項目的支出，也在權重考慮之中。(周小川，2005)之後人民幣則改釘住一籃子貨幣隨市場浮動，但限制每日變動幅度限制為0.3%，且將在適當時期調整變動幅度。

² 「亞洲金融危機」發生於1997年，起因為泰國中央銀行放棄釘住美元匯率制度，改採浮動匯率，使得高估的泰銖匯價重貶。隨後外資流出，利率上升和股價下跌，致使經營不良的企業紛紛倒閉，而銀行也被迫關門。這是泰國十多年來未遭遇過的災難，積欠的外債幾乎無法償還，須接受國際貨幣基金（International Monetary Fund, IMF）的援助，並使經濟結構相似的印尼、馬來西亞和菲律賓等東南亞國家亦遭其殃。隨後貶值的風暴也波及臺灣、新加坡和香港三個地區，由於這三個地區的經濟體質較為健全，故受害程度相對較輕。但到十一月中，南韓也遭受衝擊，且不支而倒，致使金融風暴蔓延到東北亞地區，金融風暴對亞洲國家的影響很大，幾乎所有國家都受到波及，只是影響程度不同。

筆者將人民幣匯率變動過程整理如下：

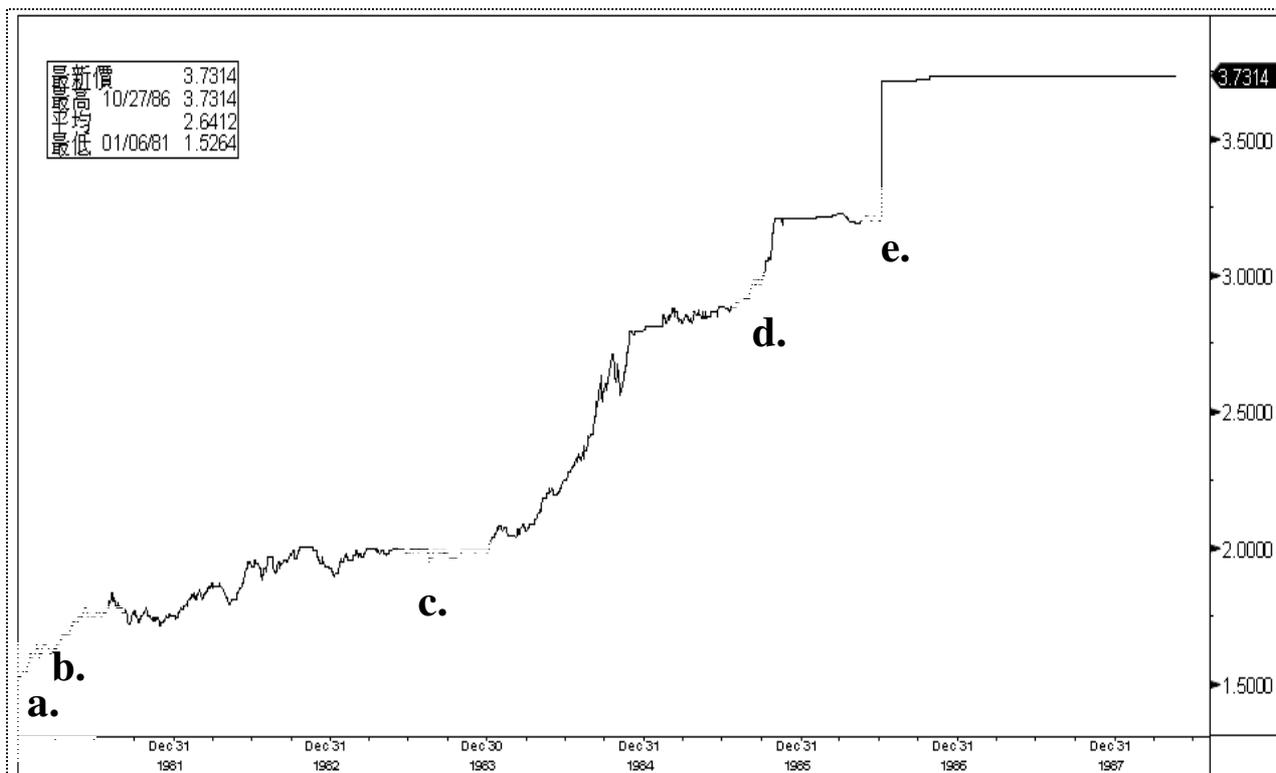


圖 1 人民幣匯率變動(1980~1988)

資料來源：美商彭博社資料庫

- a. **1980年**：1980年10月中國人民銀行和國家外匯管理局制定「調劑外匯暫行辦法」，開始在北京、上海等地辦理外匯調劑業務，持有外幣者可在調劑中心向需要者出售外幣。外匯調劑中心的主要職能是調節解決各地區、各部門及各創匯企業的外匯供求問題，以充分發揮外匯留成的作用。1985年外匯調劑業務由中國銀行移交外匯管理局辦理，並開始允許額度交易，即國家允許有外匯留成的單位可以將閒置不用的外匯額度拿到市場上去調劑，對外匯調劑價格也予以放寬，之後外匯調劑中心趨於活躍，1988年在北京設立了全國外匯調劑中心。
- b. **1981年起**：隨著開辦外匯調劑業務，人民幣同時出現市場匯率及官方匯率的狀況，此時外匯管理原則仍維持「統一經營，集中管理」的方針，其特點為：(1)採行雙重匯率，除官方匯率外，另有調劑市場匯率；(2)對中資外貿企業實行有限度的銀行結售匯制，允許企業留有部分外匯(即外匯留成)；(3)對外商投資企業不實行外匯結售匯制，允許外商企業全額留成並保留現匯。
- c. **1981-1984年**：官方牌價與貿易內部結算價並存。
- d. **1985年1月1日**：取消貿易內部結算價，重新實行單一匯率，1美元合2.7963元人民幣。
- e. **1986年7月5日**：由1美元換3.1983元人民幣調到1美元換3.7036元人民幣。

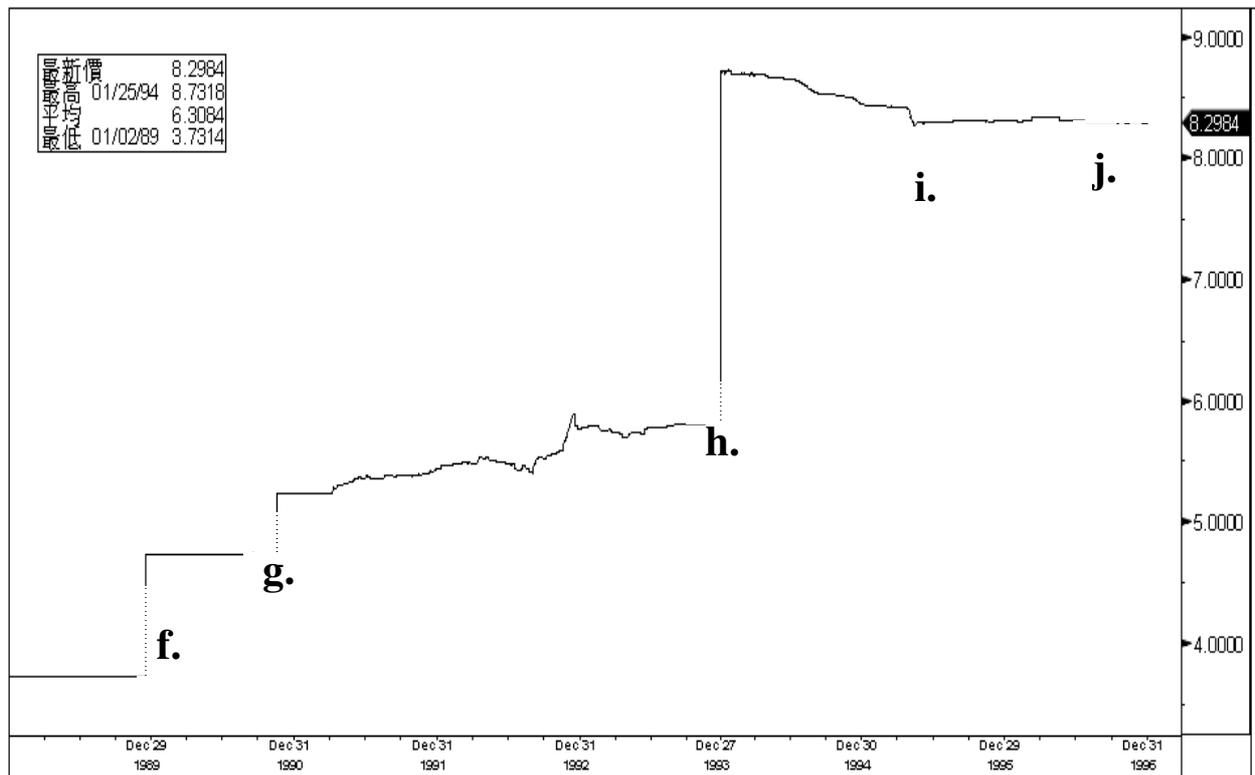


圖 2 人民幣匯率變動(1989~1996)

資料來源：美商彭博社資料庫

- f. 1989年12月26日：由1美元3.7036元人民幣調到1美元換4.7221元人民幣。
- g. 1990年11月17日：由1美元換4.7221元人民幣調到1美元換5.2221元人民幣。
- h. 1994年1月1日：匯率體制重大改革，實施以市場為基礎的浮動匯率制。使人民幣並軌到外匯調劑市場的1美元兌換8.70元人民幣，外匯儲備大幅度上升。自1981年以來人民幣不斷貶值的原因為隨著中國大陸在開放部分農副產品、原物料、工業產品價格後，基本建設投資和個人收入增加太快使財政赤字和貨幣發行大幅增加造成物價上漲，物價膨脹的狀況下中國大陸當局調降人民幣幣值。
- i. 1994-1996年間：出現嚴重物價膨脹和大量資本內流，及亞洲金融危機，人民幣匯率承受巨大壓力。此時禁止外幣在大陸境內流通和私自買賣外匯，抑制資金外逃。
- j. 1996年12月1日：中國大陸實施經常帳兌換，放寬個人用匯範圍，人民幣匯率小幅升值為8.3兌1美元。在此之後，匯價固定在8.28兌1美元，上下浮動的幅度不超過120個基本點，不隨宏觀基本面變動而波動。

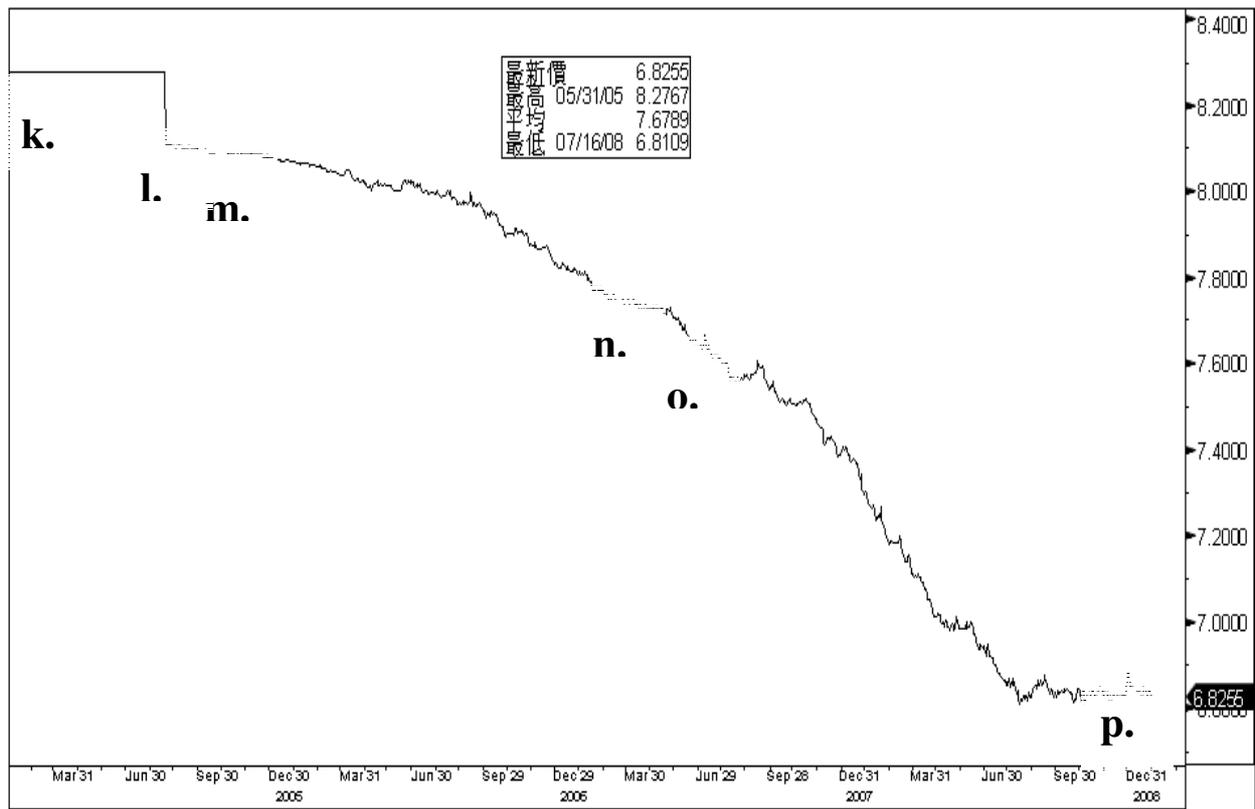


圖 3 人民幣匯率變動(2005~2008)

資料來源：美商彭博社資料庫

- k. **2003 年起**：國際社會強烈呼籲人民幣升值，尤其以巨額貿易逆差的美國為最，關於人民幣升值與否的論戰不斷升級。
- l. **2005 年 7 月 21 日**：人民幣升值，匯率不再盯住單一美元貨幣，參考一籃子貨幣進行調節，人民幣對美元匯率一次性調高 2%，為 8.11 兌 1 美元。
- m. **2005 年 9 月 23 日**：中國人民銀行擴大銀行間即期外匯市場非美元貨幣對人民幣交易價的浮動幅度，從原來的上下 1.5% 擴大到上下 3%。
- n. **2007 年 1 月 15 日**：人民幣對港幣匯率中間價首破 1:1，為 0.99945 兌 1 港元。
- o. **2007 年 5 月 21 日**：銀行間即期外匯市場人民幣對美元交易價浮動幅度由千分之三擴大至千分之五。
- p. **2008 年 11 月 12 日**：全球面臨由次級房貸所引起的金融風暴，出口衰退的狀況下中國人民銀行行長周小川首度提出『貶值救出口』的政策選項。

人民幣自 2005 年 7 月開放有限度浮動匯率以來，一直呈現單邊升值的狀況(圖 4)，持續到 2008 年第三季因次級房貸風暴引發的全球性金融風暴席捲全球為止，在全球經濟衰退、歐美市場萎縮的狀況下，造成中國大陸經濟成長支柱的出口項目大幅衰退。這個情形，不單是經濟層面受到打擊而已，衍生出來的出口企業倒閉、失業潮等社會問題，也都讓中國大陸政府相當緊張。對於人民幣是否應該繼續升值甚至是否應該貶值的爭議又起；在這一個升值的大波段中，人民幣在 2008 年 7 月 16 日美元兌人民幣創下 6.8128 的新高後，至 8 月 15 日中間價報於 6.8649，1 個月的時間裡，人民幣反向滑落了 521 個基點。接下來的人民幣走勢將何去何從？中國大陸官方的觀點如何？都是本研究之重點，並將這些重點歸納如下：

1. 影響人民幣的內、外部因素為何？
2. 人民幣之升值對於中國大陸本身之經濟影響為何？
3. 1997 年起的亞洲金融風暴中，人民幣採取固定匯率制度度過危機；面對 2008 年的全球金融風暴，人民幣未來一年內可能採取的匯率制度為何？

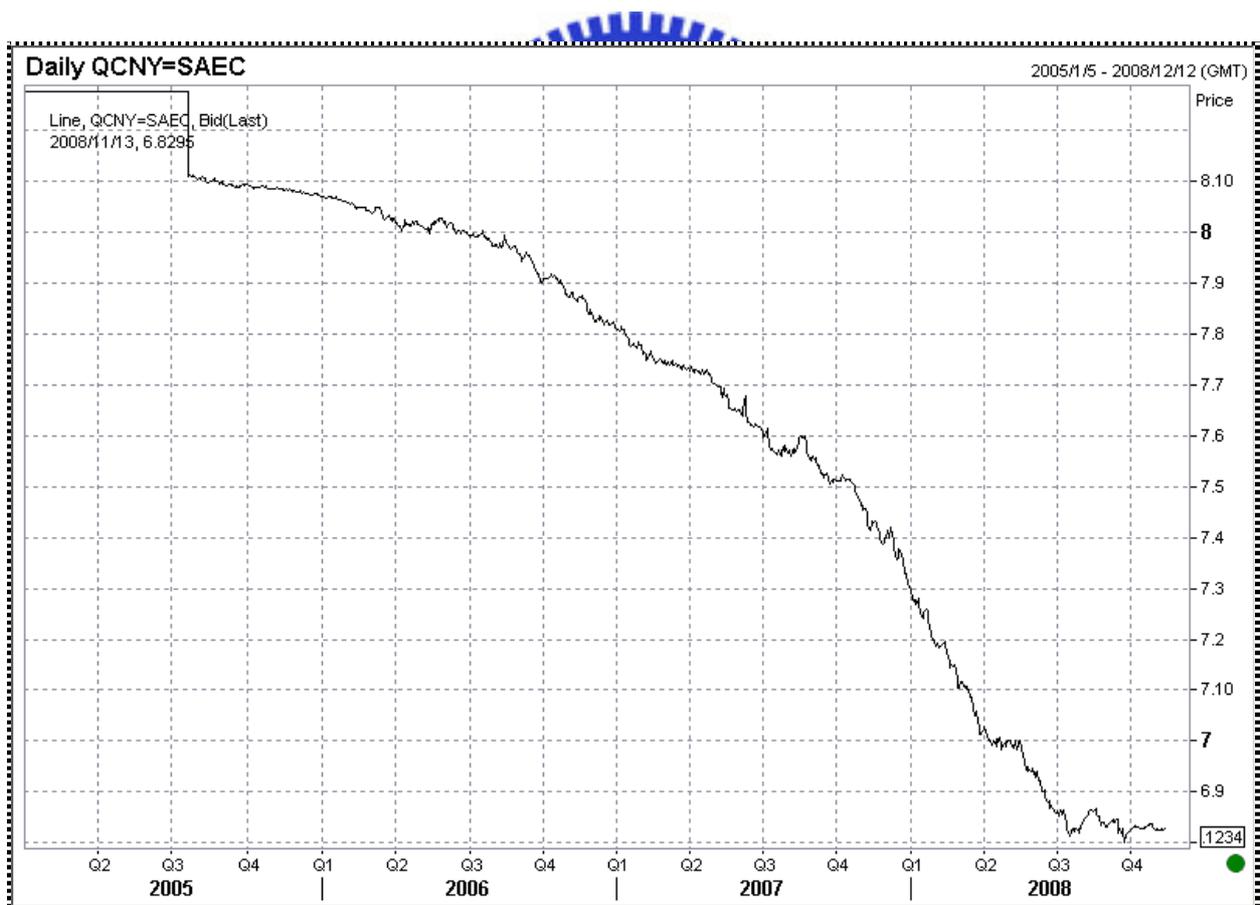


圖 4 美元兌人民幣之匯率變化 (2005~2009)

資料來源：英商路透社資料庫

1.3 研究目的

2005年開放匯率浮動以來，中國將匯率制度改為「一籃子」貨幣政策，當時匯率為8.11，到了2008年7月16日匯率6.8128，人民幣兌美元匯率升值幅度達到16%，現在全球正面臨另一波新的景氣衰退循環，人民幣是否還有持續升值的空間？但若放手讓人民幣貶值，對於同為出口導向的亞洲國家必然造成重大影響；跟10年前亞洲金融風暴時相比，人民幣此時扮演的角色已經不可同日而語，穩定的人民幣匯率有助於區域經濟的安定，中國大陸政府若此時貿然讓人民幣貶值，雖對自身出口產業略有幫助，但勢必衝擊東亞各國，如此「以鄰為壑」，後果不堪設想，甚至會引發新一輪的貨幣競貶危機。人民幣本身涉及的層面擴及到經濟及政治兩個層面，不但關係到中國本身的穩定，在國際間更受到密切的關注，本研究的目的為：

1. 探討影響匯率變動之理論基礎。
2. 按政治及經濟兩個層面歸納出影響人民幣變化的因素為何？
3. 推論金融危機下人民幣幣值未來的走向。



貳、文獻回顧

2.1 匯率變動理論探討

隨著中國大陸開放程度漸高，融入經濟全球化的程度增加，中國大陸管理當局追求的是匯率穩定的政策，但在每個開放經濟體下，都可能面臨著內部失衡及外部失衡並存的可能性，因此解決內外部失衡的支出增減策略及支出轉換策略變得十分重要，Meada (1951) 認為在固定匯率制度下，政府不能運用匯率政策，因此依靠單一的支出增減政策(貨幣政策或是財政政策)尋求實現經濟內、外部均衡的過程中，會出現內部均衡目標及外部均衡目標發生衝突而難以兼顧的狀況，即所謂的「米德衝突」(Meada Conflict)。馮彩(2008)認為，中國大陸隨著國際收支雙順差的增加，在匯率穩定政策及人民幣強制結售制度之下，內部流動性不斷增加，為了解決流動性過剩的問題，央行採取緊縮性的貨幣政策，但在減少國內支出的同時也減少了進口，反而加劇了國際收支順差的程度；內、外均衡的衝突反而愈演愈烈。

除了固定匯率的支出轉換政策之外，Swan(1955) 進一步研究內外均衡衝突，提出同時使用支出增減政策及支出轉換政策解決內外均衡衝突，稱之為「斯旺模型」(Swan模型)，Swan模型以本國實際匯率為縱軸，以本國支出為水平；國內均衡狀態為左上右下的負斜率斜線，代表為保持國內經濟均衡，本國匯率水平與本國支出必為此消彼漲；而在外部均衡條件下，本國貨幣匯率與本國支出則存在同增同減的關係，故為一正斜率曲線；兩條曲線之交點代表經濟處於內外均衡的理想狀態。

針對Swan模型，Mundell(1962, 1971) 進一步修正Swan的理論，將支出增減政策細分為財政政策及貨幣政策，提出「Mundell Assignment Principle」(指派法則)：每個政策都應該用到效用最大化的方面，在固定匯率制度下，財政政策應該用於解決內部失衡，而貨幣政策應該用於解決外部失衡。

Krugman(1979) 在孟岱爾-弗萊明模型(Mundell-Fleming 模型)的基礎上提出開放經濟的三元悖論，又稱克魯格曼不可能三角形，指對一個國家而言，資本自由流動、匯率穩定及保持貨幣政策獨立這三個政策目標只能同時選擇兩個，不可能三者兼顧。

但是Frankel(1999) 又指出，並沒有令人信服的理論說明，為什麼不可以在貨幣政策獨立性和匯率穩定兩個目標中各放棄一半，從而實現一半的匯率穩定和一半的貨幣政策獨立性。

經濟內部均衡的體現在失業率及物價膨脹率的表現上，Salvatore(1998) 認為內部均衡就是充分就業或每年的失業率不高於2~3%，並且每年的物價膨脹率不高於2~3%。

洪淑芬(1999) 探討亞洲金融風暴前後人民幣匯率走勢，認為人民幣匯率的變動不只受到大陸自身經濟及非經濟因素的影響，也受到對比貨幣國家的政治及經濟影響，決定匯率的因素錯綜複雜，其中決定均衡匯率與影響人民幣匯率變動的主要經濟理論與因素包括：購買力平價理論，國際收支理論、利率平價理論及中國大陸的貨幣政策等四種；最後再歸納出亞洲金融風暴之後若東亞各國未繼續興起貶值熱潮，人民幣在1999年第二季之前

應可堅守不貶值的立場，之後須視大陸經濟衰退的程度及中共當局對總體經濟衰退的承受能力、東亞國家經濟復甦程度等而定。

購買力平價理論(Theory of Purchasing Power Parity)：分為絕對購買力平價(Absolute Purchasing-power-parity Theory)與相對購買力平價(Relative Purchasing-power-parity Theory)；絕對購買力平價認為匯率為兩國物價指數之比，代表本國購買力交換外國購買力之比率(周宜魁，2004)，依照1993年5月的經濟學人(Economist)期刊之估算，1993年中國大陸的GDP依購買力平價理論估算為美金2,870 billion，此數字將使中國大陸成為世界第二大經濟國，顯然高估人民幣的實際購買力。相對購買力平價理論則認為，不同國家的物價膨脹率差異是決定匯率的基礎，當大陸物價膨脹率高於美國物價膨脹率，則人民幣貶值；反之則人民幣升值，但由1980年到1996年間的實證中得知相對購買力平價理論並無法完全解釋人民幣匯率的變動。

國際收支理論(The Balance of Payment Theory)：根據國際收支理論，當一國國際收支順差則會引起外國對該國貨幣需求增加及外國貨幣供給增加，則該國貨幣升值；反之，則該國貨幣貶值(柳復起，1992)。大陸的國際收支分為經常項目、資本項目及平衡項目三個部份；從1983年至1997年間資料看出，大陸國際收支狀況多數處於經常帳、資本帳雙順差的情況，依照國際收支理論，人民幣存在升值壓力，但1981年到1993年人民幣卻呈現貶值走勢，1994年中國人民銀行直接進入外匯市場買匯，經常買進美元以維持人民幣幣值穩定，使得大陸官方外匯準備大量累積，顯然中共當局以人為因素干預人民幣匯率走勢。

利率評價理論(Theory of Interest Rate Parity)：依照利率評價理論，任意兩種貨幣存款的預期收益率應該相等，亦即不同貨幣的存款利率差應等於市場預期的匯率變動比；但實證得知在1980~1985年間，大陸利率低於美國利率，根據利率平價理論，人民幣應該升值，但事實上人民幣卻貶值；另外在1994~1997年間，大陸利率高於美國利率，理論上人民幣應該貶值，但事實上人民幣卻升值。

綜上所知，中國大陸是人治色彩濃厚的國家，其決策模式是「由上往下」型，與西方國家「由下往上」型存在根本差異，較難套用傳統經濟理論或政治機制的分析模式。

2 影響人民幣因素相關文獻探討

本研究以Swan模型為基礎開始分析人民幣匯率的可能決策軌跡，馮彩(2008)應用Swan模型分析中國經濟的內外均衡衝突，認為中國大陸正處於國際收支順差、流動性過剩和物價膨脹壓力並存的失衡狀態；應該同時採取減少國內開支和人民幣升值的政策搭配來解決中國大陸經濟的失衡狀態。同時認為在穩定匯率的大政策下，貨幣政策已經不足以解決中國大陸的經濟失衡。

在解決內外部的經濟失衡方法，田文錦(2004)提出為應對國際資本流動對貨幣政策的衝擊，單單調整匯率制度不能解決匯率、利率傳導不通暢的問題，利用利率和匯率的相互作用能夠促使市場自動重新均衡，但是必須建立在自由的國際資本流動、國內利率市場

化及能夠反應真實供給的外匯市場。

研究中國大陸管理當局的政策運用方式，參考廖運源 (2006) 提出，宏觀調控中貨幣政策的主要方法：1.調升準備率，收縮貨幣政策，2003年九月調升存款準備率及銀行資本充足率降溫措施，惟未見成效。2.首度調升利率，緩和貨幣供給，宣布調高利率，期能緩和貨幣供給量，放寬一年期存放款利率浮動區間。3.宏觀調控趨穩下，匯率順勢調控，但國際社會對人民幣升值預期效應，使得熱錢大量流入，人民銀行為維持匯率穩定使人民幣貨幣供給量大增。

人民幣匯價參考一籃子貨幣的組成，宿玉海、于海燕 (2005) 提出，一籃子貨幣的確定是以對外貿易權重為主的，目前，美國、歐元區、日本、韓國等是中國最主要的貿易夥伴，相對地，美元、歐元、日圓、韓圓等自然也會成為主要的籃子貨幣。而一籃子貨幣的選取以及權重的確定主要有四個原則：著重考慮商品和服務貿易的權重作為籃子貨幣選取及權重確定的基礎；適當考慮外債來源的幣種結構；適當考慮外商直接投資的因素；經常項目中一些無償轉移類項目的支出，也在權重考慮之中。並引中國大陸人民銀行行長周小川在2005年8月10日出席人民銀行上海總部揭牌儀式時關於一籃子貨幣構成的講話指出：「綜合考慮對外貿易、外債（如付息）、外商直接投資（如分紅）等外經貿活動中占較大比重的主要國家、地區的貨幣，組成一個貨幣籃子，並分別賦予其在‘籃子’中相應的權重。」

中國大陸長期以來以低價向外輸出產品，導致長期的貿易順差，潘英麗 (2004) 提出由於收入分配的嚴重的兩極化、產品結構不合理、國民的預防性儲蓄傾向強化等因素導致中國大陸消費需求不足的局面，相當部分的社會潛在需求無法轉化為實際有效需求，因此相對過剩的國內產品只能以低價向國外輸出。

趙鵬 (2008) 提出在漸進改革的過程中，中國境內的經濟總需求不足的現象不可能在短期內出現根本性的變化，對國際直接投資(FDI)的依賴依然很強。如果人民幣在經濟尚未成熟的狀況下盲目大幅升值或放開匯率自由浮動，很可能造成中國的物價緊縮、國際直接投資減少、經濟增長速度減緩、失業增加等許多問題。

進入世界貿易組織之後，中國大陸便積極爭取取得「市場經濟地位」，避免被其他貿易會員國以非「市場經濟地位」為藉口進行貿易制裁，王儷容 (2006) 提出美國及歐盟尚未認定中國市場經濟地位的主因皆包括有關匯率決定之課題。另外，根據中國經濟學者及經貿部門的自我評估，認為除貨幣的可兌換程度是較艱難的標準之外，其餘各項標準自中國經濟改革之後出現明顯成績。可知人民幣匯率問題已經成為中國大陸與美國、歐洲等國家政治談判的籌碼，不只是單純的經濟問題。

人民幣近年來面臨來自國際要求改革的壓力，從國家本位的角度出發，有管理的浮動匯率制度仍是中國大陸目前最佳的選擇，楊惠昶 (2008) 認為兩個國家的貨幣一旦按匯率相互兌換，就意味著本國貨幣主權在一定程度上外國化，而外國貨幣主權在一定程度上本國化，但這種貨幣主權相互轉換並非對等，國與國之間在貿易和金融過程中的主動或被動地位在一定程度上由匯率所反映和決定。必須從中國利益出發管理人民幣供給；依中國的情況變動匯率使人民幣成為發展經濟的有效手段；對資本流動加以管理和限制。並指

出人民幣匯率要參考一籃子匯率並行調整，並不是要實行一籃子匯率制度，而是要實行有管理的浮動匯率制度，參考中國主要貿易夥伴國的物價指數及貿易權數來調整人民幣匯率。畢竟人民幣匯率改革不止關係到中國本身的經濟發展，還牽涉到中國大陸主權的敏感議題。

崔世廣（2001）從分析中國社會文化為出發點，嘗試探討與金融制度（政策）有何關係。用解釋性研究法，探討意識形態與社會結構如何影響政府部門或中國人民銀行作決策，包含如何影響金融決策（如利率政策、匯率制度政策）。

就業問題關乎政局的安定，Bala et al. (2006) 認為中國政府不能冒然改變現有匯率政策，尤其是會削弱出口競爭力的相關政策，放任人民幣升值將嚴重傷害已經不濟的中國農村，便宜的進口農產品價格將嚴重危及 70% 的農業人口，間接導致政治的不安定。



參、研究方法

3.1 資料分析方法

(一) 文獻分析法：

對於中國大陸匯率制度的研究方法，利用文獻分析法進行分析。文獻分析法利用文獻資料來對社會所發生的現象進行研究。而本次研究所涉及的問題包括須檢視過去事件再分析現在仍有變化的事件，因此對於相關的文獻資料需加以蒐集，以作為研究探討之用。將蒐集有關匯率理論之相關書籍與文獻，探討影響匯率變化的因素為何，再加上涉及中國大陸之相關的匯率制度之國內外及大陸本身學者的論著、研究報告和期刊，加以彙整、歸納並加以分析。

(二) 政治經濟分析法：

研究過程中，將會以經濟數據來印證相關匯率理論及研究假設是否符合預期結果，以經濟面為主輔以政治面的角度做切入，針對中國人民幣制度與匯率問題，做出符合邏輯之合理推論。

(三) 歷史結構分析法：

歷史結構分析乃提供了一個背景，來確認我們目前環境中不為人知的事情，歷史不僅可以了解當時問題的來源，並可做為後續研究的支持。因此本研究乃利用歷史回顧的方式，整理自1994年至現今有關中國之外匯制度與政策之官方檔案、專書、期刊、雜誌與報紙等，來做回顧分析。



以上三種分析法交互運用，先利用文獻分析法找出目前中國大陸內、外部經濟失衡的現象為何，導致人民幣變化的主因為何？本研究將人民幣匯率變化之原因歸納成來自國際政治因素及國內外經濟因素所導致的，因此將朝此兩方向去作相關探討。國際政治因素主要以美國促升壓力及國際政治局勢等等為主要因素；而國內外經濟影響因素從中國大陸貿易出口、外匯存底、經濟成長率和失業問題，加上來自於全球經濟不景氣、美元升值等等之主要因素。再利用政治經濟分析法先從經濟的角度切入，推導管理當局調整當前的失衡現狀所對應的政策方向為何？其中的匯率政策為何？再利用歷史結構分析法以中國大陸官方資料、大陸領導人發言、國際政治情勢等資料印證政治經濟分析法所推導出來的人民幣匯率政策方向是否吻合。

綜合以上三個部份形成本研究之架構，首先內、外部政治經濟因素將影響政策的形成，然而人民幣匯率政策形成後，在目前的國際政治環境中是否能貫徹？繼而推測未來影響人民幣走勢變動的關鍵因素為何，這些變數之間將形成密不可分的關係。

肆、人民幣幣值變動相關因素分析

2009/2/9 中國大陸人民銀行行長周小川接受英商路透社專訪時表示，人行將繼續允許市場力量在人民幣市場中發揮更大的力量，但人行將努力保持人民幣匯率的穩定。自 2008 年 9 月美國爆發次級房貸風暴以來，已經導致全球性的金融海嘯，影響所及使全球陷入急速的景氣衰退，各國貨幣匯率均呈現大幅度的變動，人民幣在這段期間也停止了自 2005/7/21 開放人民幣浮動匯率以來的持續升值。這是否意味著人民幣對美元匯率開始進入不同的轉折點，還是人民幣匯率只是短暫的喘息，繼續它的升值之旅。判斷人民幣匯率走勢，必須要考察影響人民幣匯率變動的主要因素，實際上影響人民幣匯率變動的因素很多，筆者將分析以下因素的共同作用對人民幣匯率的走勢的影響。

4-1 中國大陸內、外部經濟失衡狀態分析

本研究先以 Swan 模型作為基礎分析中國大陸的內、外部經濟的失衡狀況，從而作為判斷未來人民幣走勢的依據。Swan 模型的基礎概念如下圖：

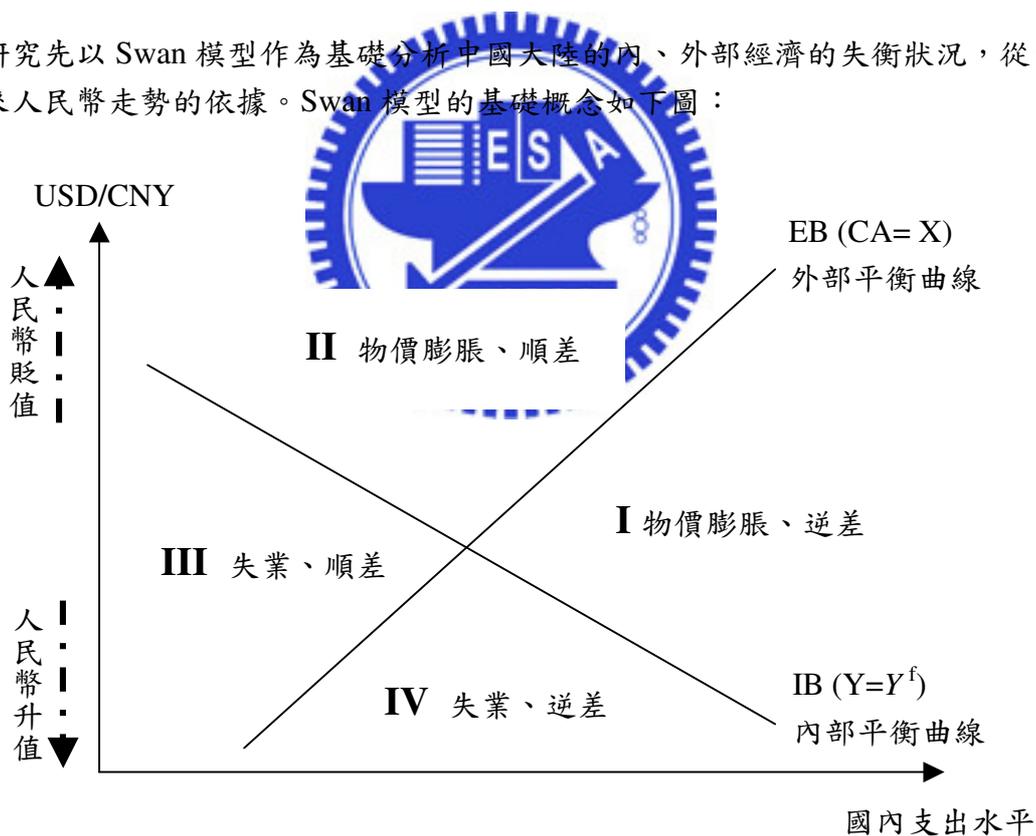


圖 5 Swan 模型圖示

縱軸代表本國貨幣實際匯率水平，橫軸是國內支出水平，包括國內的消費、投資及政府支出，IB 曲線代表同時達到充分就業及物價穩定的內部平衡線，代表國內經濟實現均衡時匯率和國內支出的組合軌跡。EB 曲線是代表國際收支均衡的外部平衡線，代表達到外部平衡時匯率及國內支出的組合。如果實現國內經濟均衡時的國民收入為 Y^f ，則 Y^f 是國

內支出 A (由消費、投資和政府支出組成) 和經常項目 CA 之和。如果政府追求數量為 X 的經常項目，則當 $CA=X$ 時外部經濟實現均衡。經常項目是可支配所得和實際匯率的增函數，則內部均衡及外部均衡條件可以下列算式分別表示：

$$Y^f = A (\text{消費、投資和政府支出組成}) + CA (EP^*/P, Y^f - T)$$

$$CA (EP^*/P, Y^f - T) = X$$

Y^f 國內經濟均衡產出

T 稅收水平

$Y^f - T$ 可支配所得

EP^*/P 實際匯率

IB 曲線上的點表示國內經濟實現了均衡，當本國貨幣升值即 EP^*/P 下降時，經常帳項目 CA 減少，為保持國內經濟均衡 Y^f 不變，國內支出水平 A 必須上升，因而為保持國內經濟的均衡產出，本國匯率水平及國內支出水平必然是此消彼長，即具有負斜率，曲線的左邊的點代表國內經濟處於高失業狀態，右邊的點則代表經濟處於物價膨脹的狀態。

EB 曲線上的點表示國際收支實現了均衡，當本國貨幣升值時使得出口減少、進口增加影響 CA 下降，為實現經常帳盈餘保持在 X 的理想狀態，國內支出必須減少以降低對進口產品的需求，所以實際匯率及國內支出呈現同增同減的關係，代表 EB 曲線具有正斜率。EB 曲線的左邊代表國際收支處於順差，右邊則代表國際收支逆差狀態。

兩線的交點將國內外經濟狀況分為四個區間，分別代表經濟處於物價膨脹及逆差、物價膨脹及順差、失業及順差及失業及逆差的狀態。

本研究首先就目前中國經濟現狀找出在 Swan 模型上的位置，從而推測執政者實施政策調整的分析框架及思路。Swan 模型指出幾個重要的參數：國際收支、物價膨脹率及失業率，以這三個參數為主要分析方向，討論出中國經濟目前的定位。

4-1-1 國際收支

國際收支變化是決定人民幣匯率的重要因素，它反映了外匯市場供給變化對人民幣匯率的影響。如果國際收支盈餘，外匯市場外幣供給將增加，外幣將貶值，人民幣將升值；如果國際收支惡化外匯供給將下降，人民幣會面臨貶值壓力。近期以來中國的貿易項目和資本項目雙順差，人民幣也保持升值的趨勢。但去年全球性的金融風暴之後，中國國際收支盈餘下降，人民幣升值壓力將變緩，匯率雙向變動可能性會增加。

表 2 中國大陸經常帳餘額狀況 (2001/12~2008/12)

年月	單位：百萬美元
2008/12	440,000
2007/12	371,833
2006/12	249,866
2005/12	160,818
2004/12	68,659
2003/12	45,875
2002/12	35,422
2001/12	17,405

資料來源：台灣經濟新報資料庫

雖然國際社會不斷對中國大陸施加壓力要求人民幣升值以減少經常帳順差，但從表 2 中可以明顯看出 10 年來中國大陸的經常帳餘額仍不斷增加。

單位：百萬美元

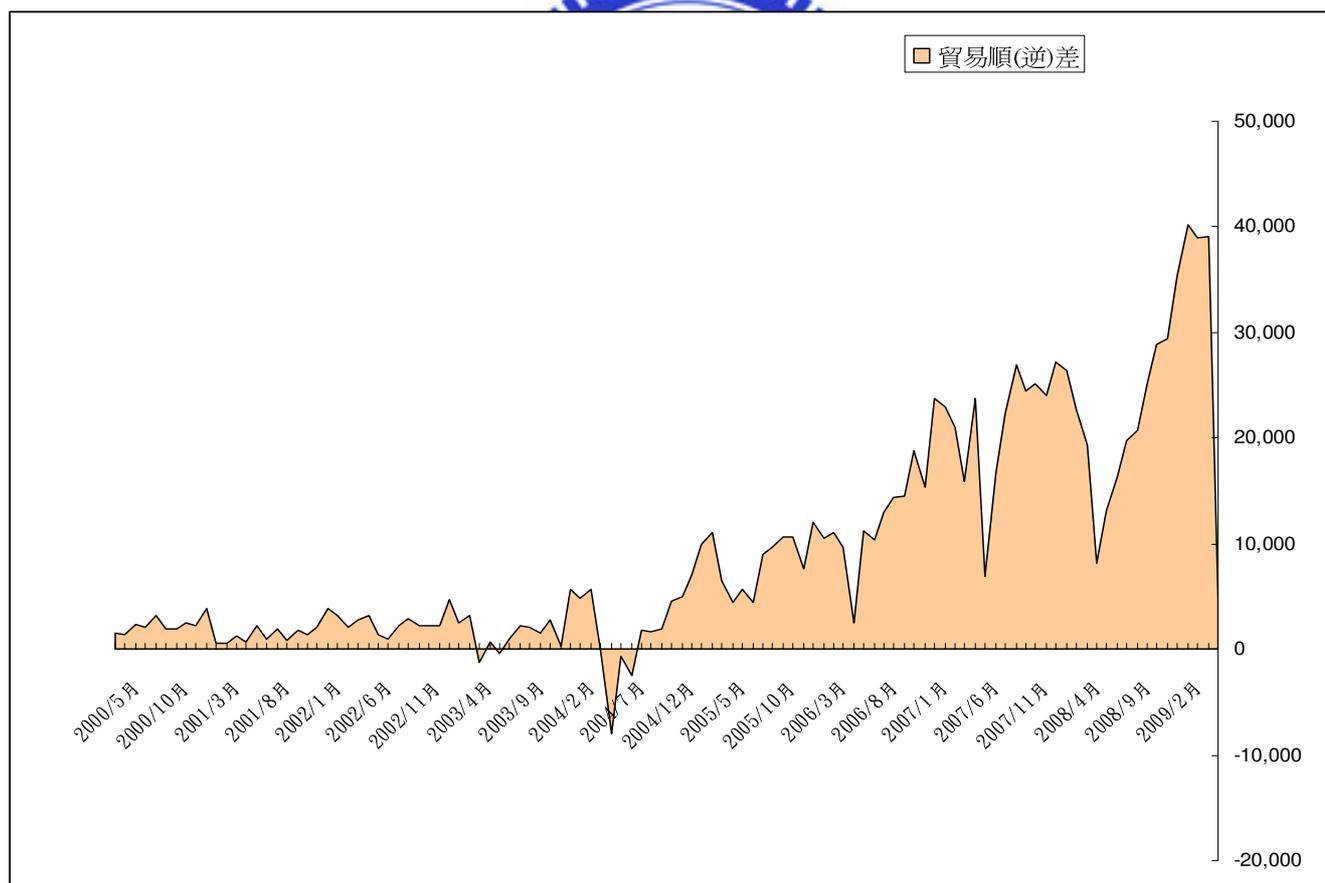


圖 6 中國大陸 2000~2009 貿易順(逆)差狀況

資料來源：台灣經濟新報資料庫

預期人民幣升值的氣氛在國際間瀰漫，投機的國際熱錢也不斷用各種方式流入中國大陸，外匯資金大量流入的原因(余旭，2008)：一是由於中國大陸儲蓄過多、消費不足，資源價格偏低、勞動力價格低，也是促進順差擴大的因素。二是人民幣匯率存在升值空間、

升值壓力、升值預期；三是較為充裕的國際資金尋求穩定而較高收益，期待中國經濟穩定持續快速增長；四是地方政府想要創造政績的驅使和就業的壓力造成出口和利用外資快速增長，外匯資金享有著優惠產生的豐厚利潤；五是國內流動性過剩造成資產價格上漲、經濟泡沫擴大，對國際投機資金形成誘惑進而推波助瀾。種種原因都是國際資金流入中國大陸的原因。

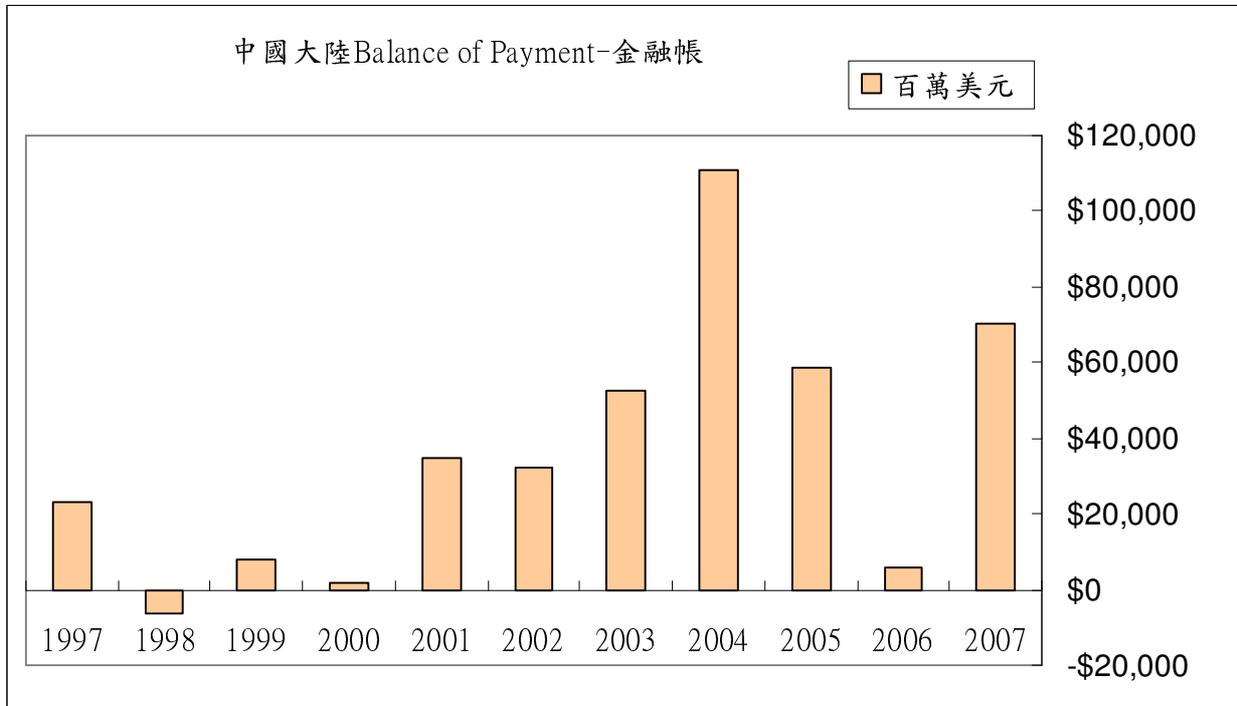


圖 7 中國大陸國際收支-金融帳 1997~2007
資料來源：台灣經濟新報資料庫

多年來中國大陸的經常帳餘額持續增長（如表 2），長期以來的貿易帳（如圖 6）及金融帳（圖 7）雙順差累積成為國際社會要求人民幣升值的主要原因，就實際數據看來，可以推測中國目前的狀況正處於 EB 曲線的左半邊。

4-1-2 物價膨脹率

若中國的物價膨脹率相對美國的物價膨脹率上升，人民幣的相對幣值也就是說其購買力在下降，人民幣升值的壓力將緩解。相反若美國的物價膨脹率高於中國的物價膨脹率，則美元的幣值在下降，人民幣的幣值相對上升，人民幣會有升值的壓力。目前中國的物價膨脹率雖有下降的趨勢，但仍高於美國的物價膨脹率，人民幣的購買力相對下降，人民幣升值壓力也將得到一定緩解。

外部經濟的均衡狀態從國際收支帳上可以體現，中國大陸國際收支雙順差狀況持續的擴大，根據國際收支方程式：

$$\text{經常帳餘額} + \text{資本帳餘額} + \text{金融帳餘額} = \text{國際收支餘額}$$

在固定匯率體系的國家，所以必須在外匯市場動用官方外匯準備進行干預，如果經常帳及資本/金融帳的總和為正數，表示該國貨幣在全球市場上的需求大於供給，政府為了維繫固定匯率水準，必須在外匯市場進行干預，出售本國貨幣，買入外幣或是黃金，中國大陸正是處於這樣的狀態，雖然自 2005 年 7 月 21 日改變人民幣匯率體制為參考一籃子貨幣「有管理的浮動匯率機制」，但是為維持人民幣相對穩定，中國人民銀行採取在外匯市場上買賣外匯的方式，經常買進美元，造成大陸官方外匯準備大量累積（如圖 8），顯然中國當局以人為因素干預著人民幣的走勢。

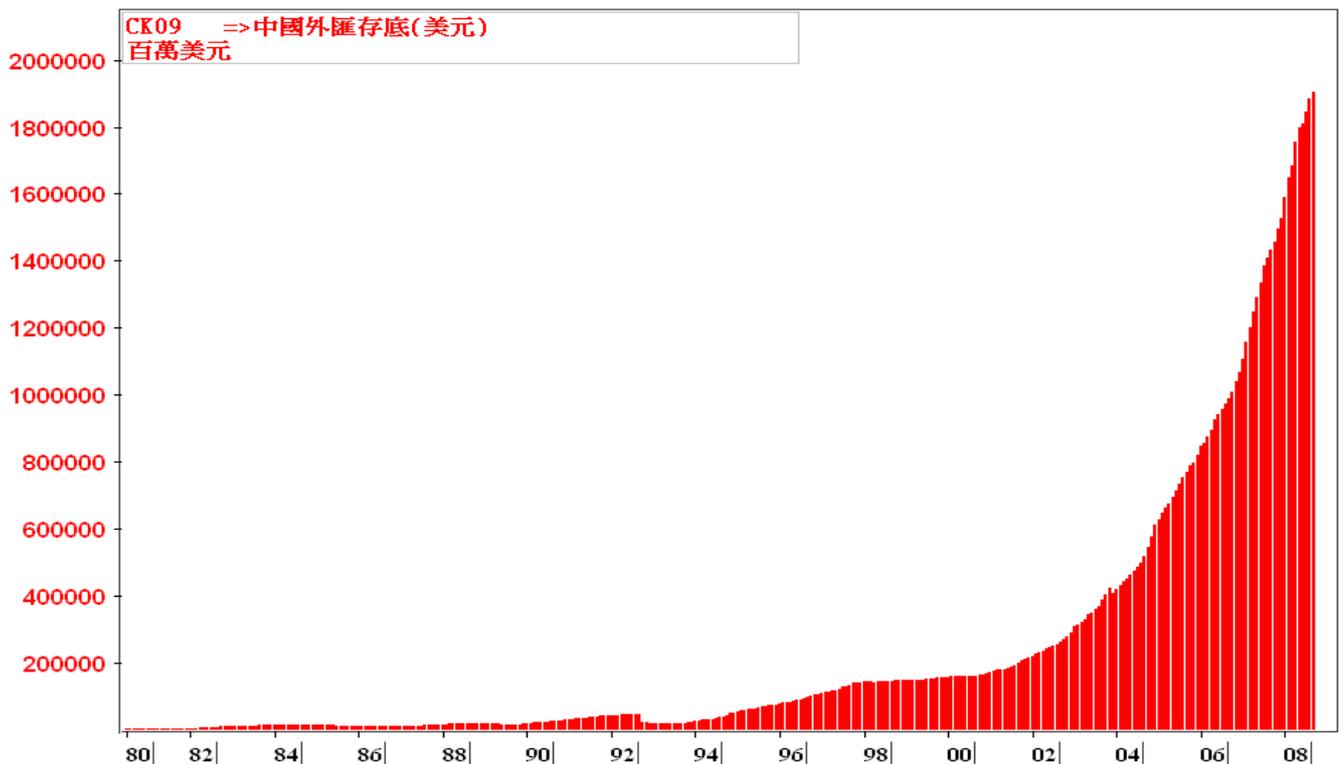


圖 8 中國大陸外匯存底 1980~2008

資料來源：台灣經濟新報資料庫

國際收支順差造成外部失衡，在「有管理的浮動匯率機制」下外匯存底到 2008 年底已經接近 2 兆美元，位居世界第一，已經超過應有的適當規模，為維持人民幣穩定，人民銀行必須賣出人民幣買進外幣，導致人民幣供給不斷增加，貨幣的乘數作用帶來數倍的貨幣供給擴張，也導致中國境內流動性過剩加劇。這個過程可以簡單整理如下：

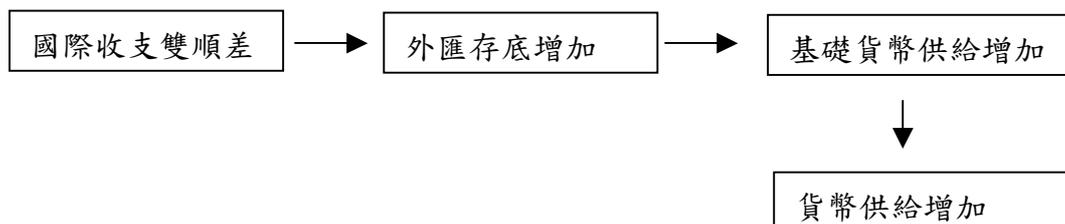


圖 9 人民幣流動性增加推導流程

中國大陸為了維持人民幣匯率的穩定，付出的代價就如同以上所推導將加劇人民幣流動性增加，必須藉由政策工具以避免造成境內的物價膨脹。

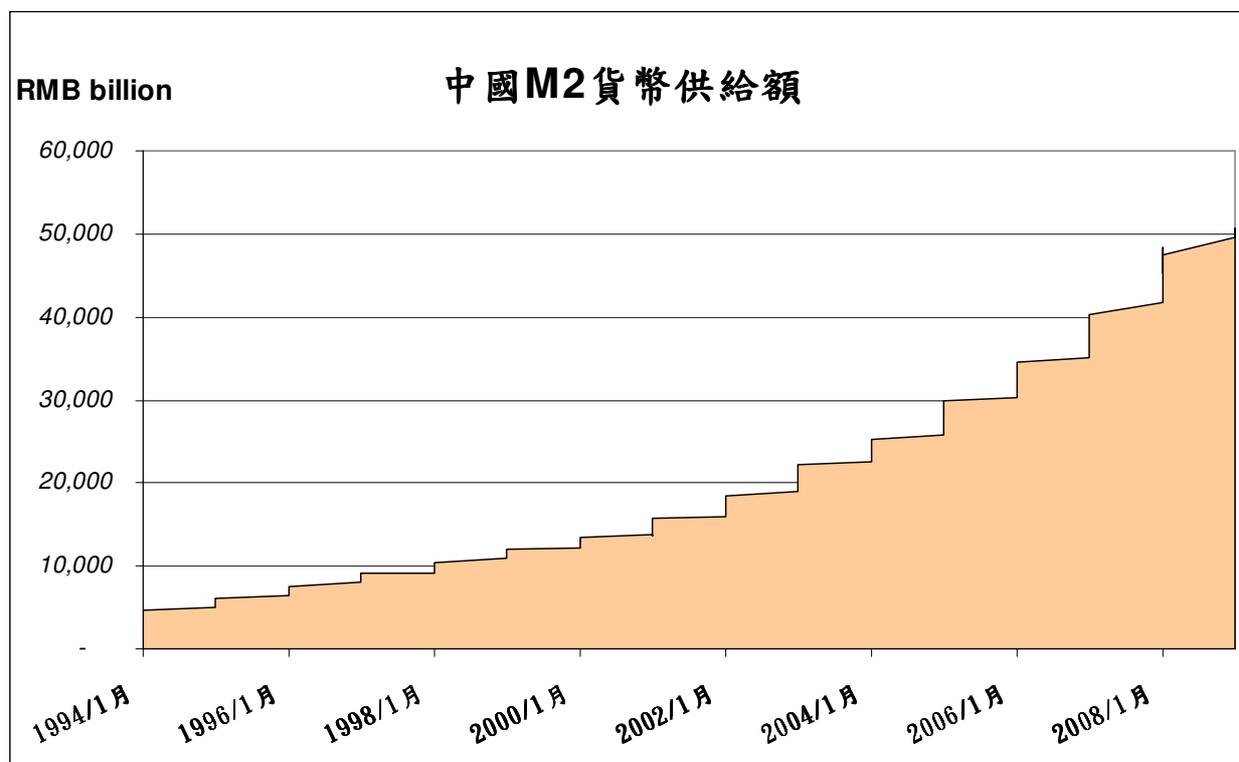


圖 10 中國大陸 M2 貨幣供給額 1994~2009

資料來源：台灣經濟新報資料庫

為了維持匯率的穩定，中國人民銀行必須收購市場上剩餘的外匯，造成中國境內出現流動性過剩的特徵，貨幣供給量 M2 不斷增加（如圖 10），從 2005 年 7 月進行匯率改革以來，M2 增幅已經達到 183%；受到外匯存底高度衝擊的貨幣政策可能會造成物價膨脹，中國大陸居民消費價格指數自 2005 年後有逐漸攀升的現象（見圖 11），但顯然非達不可控制的水準，人民銀行為了降低對貨幣發行的影響採取大量的沖銷政策，一方面增加在公開市場操作的力道，另一方面調高銀行的存款準備率收回多餘的流動性（中國人民銀行貨幣政策分析小組，2008），因此大量外匯存底累積的情況並沒有過於明顯影響中國大陸的物價。但是在 Swan 模型的定位上，從圖 11 可觀察出自從 2008 年國際金融危機後，對中國經濟衝擊逐漸加大，原來對通膨的憂慮逐漸轉為對物價緊縮的憂慮，現階段從物價膨脹的角度來判斷，中國大陸國內經濟正位於 IB 曲線附近的區域。

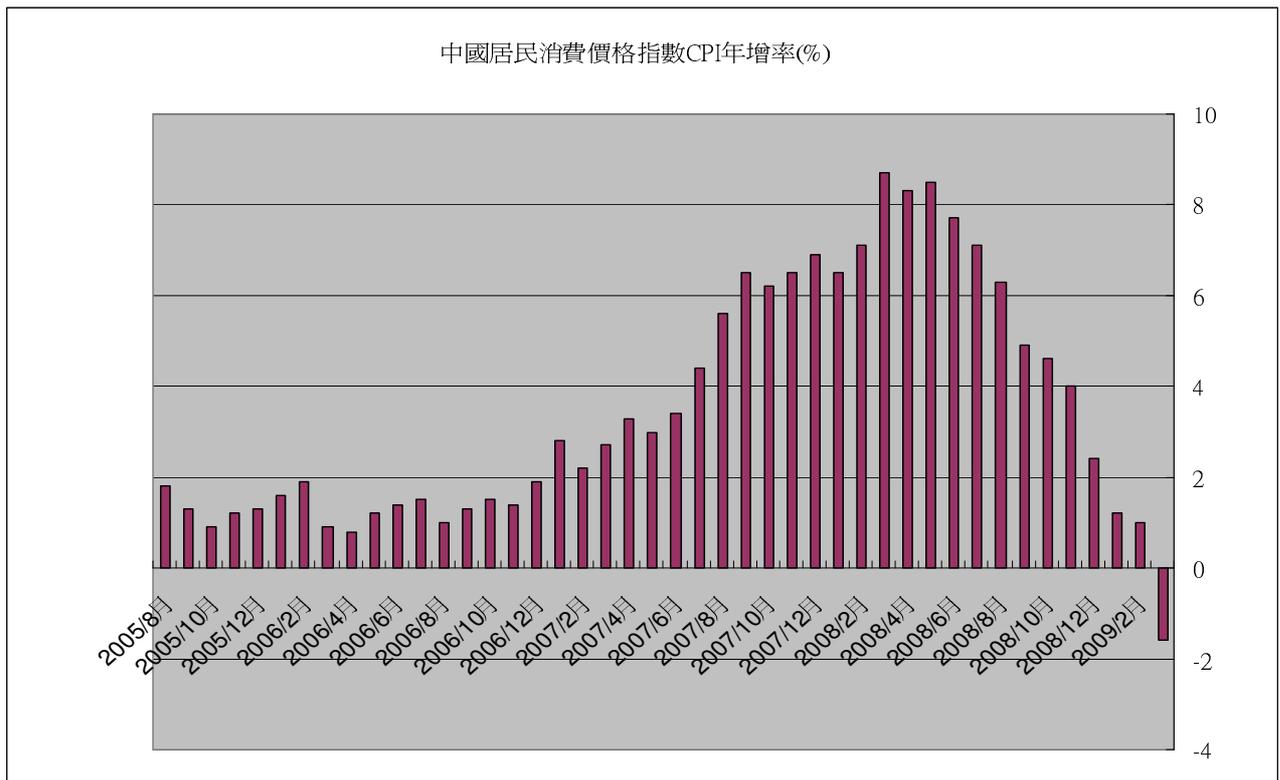


圖 11 中國大陸居民消費價格指數CPI年增率 2005~2009

資料來源：台灣經濟新報資料庫

4-1-3 失業率

Salvatore(1998)認為，內部的均衡就是充分就業或是每年的失業率不高於2%或是3%，並且每年的物價膨脹率不高於2%或3%。近三十年來中國公布的失業率多在2%~5%範圍內(如圖 12)，但是，中國大陸失業率往往只看城市狀況，中國慣用的城鎮「登記」失業率和城鎮「調查」失業率一直存在差距，差異存在的主要原因為中國的失業保險並未包含全部城鎮的職工，沒有參加失業保險的農村地區龐大勞動力，一向沒有計入統計之中，因此社會上失業的問題，往往會比官方統計的，還來得嚴重許多。中國社科院在2008年底發佈的「社會藍皮書」中的「城鎮調查失業率」就高達9.6%，遠高於中國國務院所公佈的數據；另中國國務院發展研究中心旗下的「中國經濟時報」就在2009年初的報導中估計下半年失業人口將暴增3269萬人，2009年上半年城鎮人口失業率將上看11%。中國大陸中央財經領導小組辦公室副主任、中央農村工作領導小組辦公室主任陳錫文在2009年2月2日的例行性記者會中表示，依據先前農業部針對十五個省、一五〇個村的抽樣調查顯示，春節返鄉的農民工約占總數的三八·五%，其中六成是工作仍在的正常春節回家探親，三九·六%屬於失業或未找到工作而返鄉。依此數據測算，外出就業的農民工總數約一億三千萬人，失業者占一五·三%。

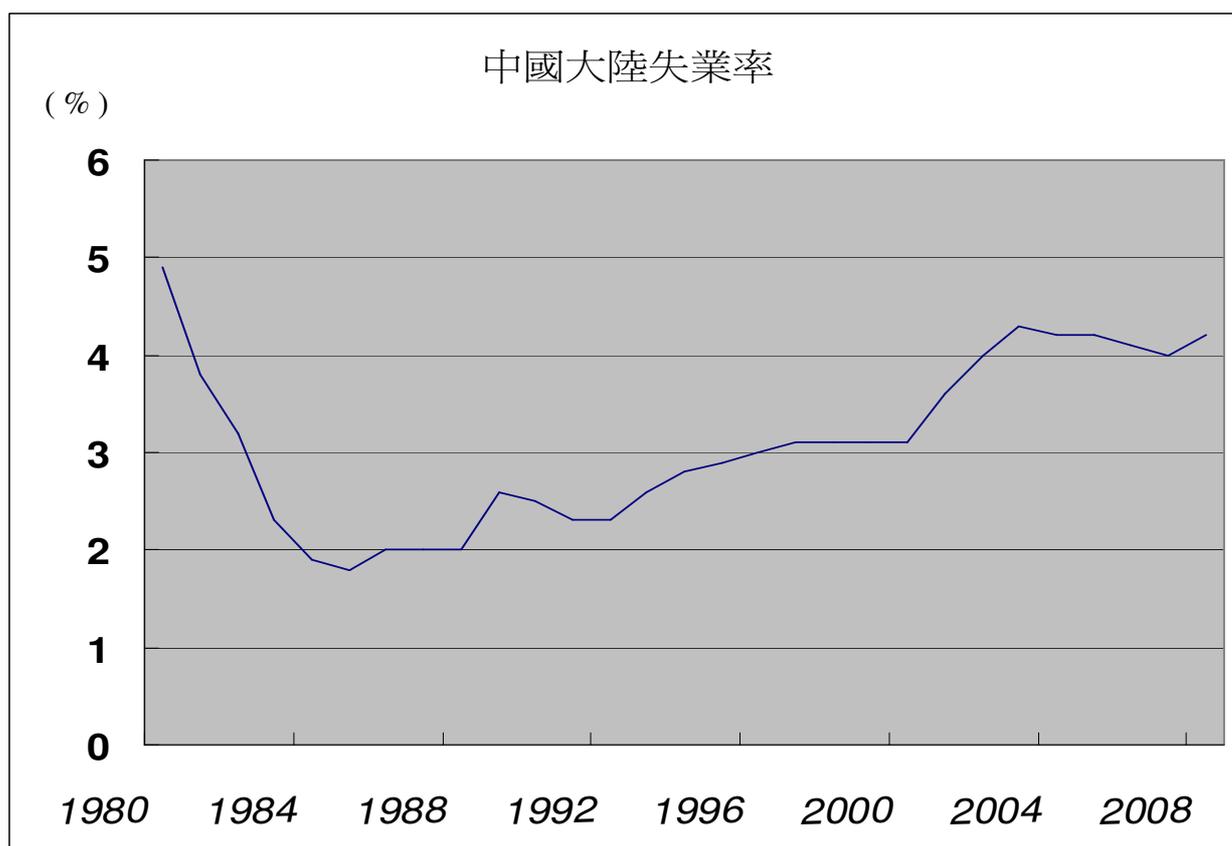


圖 12 中國大陸失業率統計 1980~2008

資料來源：台灣經濟新報資料庫

如果中國公布的數據都正確的話，目前中國的失業率水準相較於其他國家更為穩定(如表 3)，而且顯然中國經濟已經接近內部均衡。

表 3 2008 下半年各國失業率水準比較

單位：%

年月	日本	美國	南韓	香港	歐元區	中國大陸
2008/12	4.3	7.2	3.3	4.1	8	4.2
2008/11	4	6.8	3.1	3.8	7.9	4
2008/10	3.8	6.6	3	3.5	7.8	4.1
2008/9	4	6.2	3	3.4	7.6	4.2
2008/8	4.1	6.2	3.1	3.2	7.5	4.2
2008/7	4	5.7	3.1	3.2	7.5	4.3
2008/6	4.1	5.5	3.1	3.3	7.4	4

資料來源：台灣經濟新報資料庫

但從非國務院的官方統計中可以看出，中國目前的失業狀況非如公布的數據樂觀；中共總理溫家寶 2009 年 3 月 5 日在政府工作報告中指出，大陸今年計畫以 420 億元人民幣的經費，並創造 900 萬個以上的工作機會，來力保城鎮失業率控制在 4.6% 以內。亦即 2009 年的公佈失業率極可能在 4.6% 以上，位於自 1980 年以來的高檔，因而筆者認為目前的就業狀態在 Swan 模型上應偏屬於 IB 曲線左方，存在失業問題的狀態下。

4-1-4 中國當前失衡狀態分析

從以上數據分析，中國大陸的外部失衡狀態明顯處於貿易順差狀態，偏於EB曲線左側的失衡狀態；內部失衡狀態則由2008年中的物價膨脹狀態，在經過美國次級房貸風暴所引發的全球性金融風暴的侵襲之後轉為陷入物價緊縮狀態；加上失業問題可能陷於二十年來最嚴重的狀況，可見中國目前正面臨內外經濟失衡的狀態，推論應位於Swan模型中區間III的位置。

4-2 人民幣匯率決策模式探討

本研究從經濟層面、中國國內政治狀況及國際壓力三個方向來探討當前人民幣匯率走勢的決策方向。

4-2-1 經濟層面

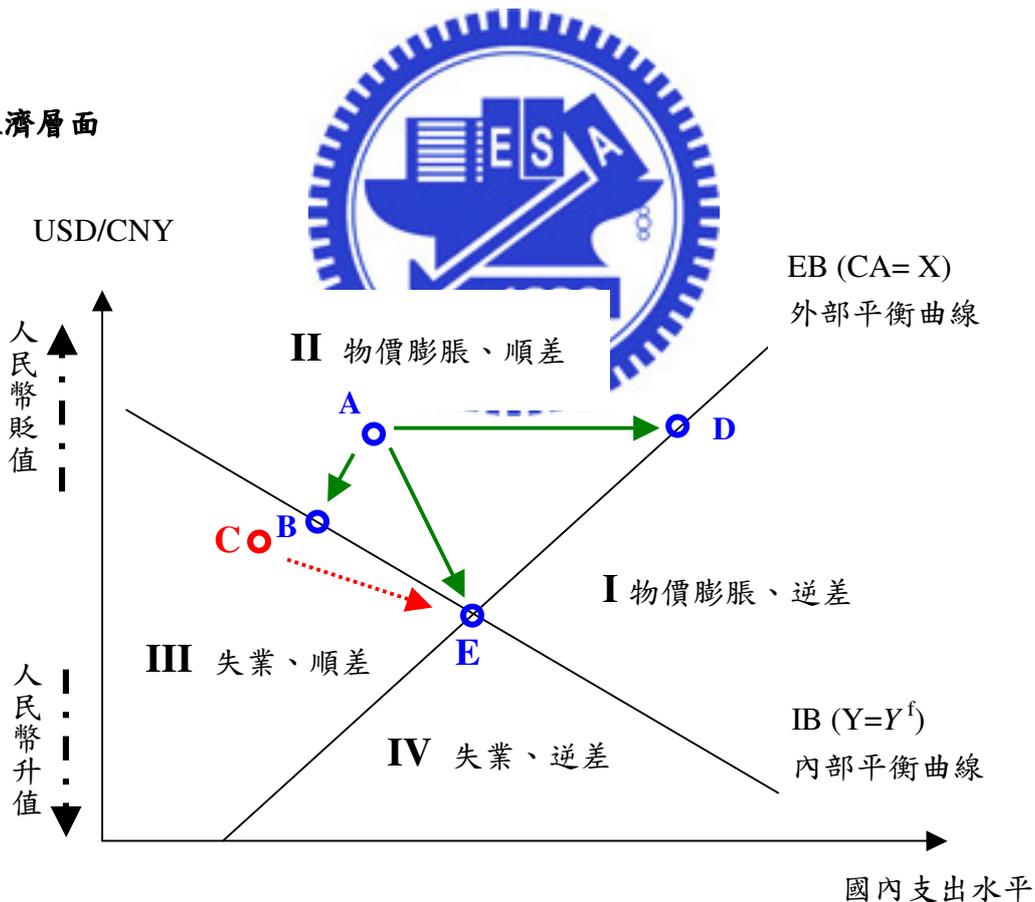


圖 13 Swan 模型推導

根據Swan模型，存在內外經濟均衡點E，如果區間II存在一點A，可知該點經濟處於物價膨脹及國際收支順差並存狀態，如果單獨採用緊縮國內支出的政策，會驅使A點向B點移動，使物價膨脹的狀態減輕，但是隨著國內支出降低，進口隨之降低，結果會使貿易順差進一步增加，亦即雖然內部失衡的問題得以解決，但是外部失衡問題卻進一步加劇。如果政府採取貨幣升值的方式，會使得本國貨幣購買力增加，進口商品變的便宜促使進口增加；反之出口商品因貨幣升值而喪失部份競爭力，造成出口降低，國際收支順差下降，會驅使A點向D點移動，但是進口增加代表國內支出水準增加，使得物價膨脹的程度加劇。在這種狀況下，雖然利用升值手段得以解決外部失衡的狀況，但卻使內部失衡的情況惡化。因此要解決國內、外經濟失衡的狀況，只單用增減國內支出或是本國貨幣升、貶值的支出轉換政策只會導致國、內外其中一種失衡狀態加劇，對此Swan (1960)提出必須同時使用支出增減政策及支出轉換政策以解決經濟內外部失衡，並就不同的失衡狀態提出不同的搭配措施如下表4：

表 4 內外失衡狀態下支出增減型政策與支出轉換型政策的搭配

區間	內部經濟狀況	外部經濟狀況	支出增減政策	支出轉換政策
I	物價膨脹	國際收支逆差	緊縮	貶值
II	物價膨脹	國際收支順差	緊縮	升值
III	失業	國際收支順差	擴張	升值
IV	失業	國際收支逆差	擴張	貶值

資料來源：Swan (1960)

Johnson(1967) 把影響支出水準的政策稱作「減少支出政策」(expenditure - reducing policies)，把影響支出構成的政策稱作「轉換支出政策」(expenditure - switching policies)。減少支出政策主要由凱恩斯理論所表明的需求管理政策,即財政政策和貨幣政策組成。在轉換支出政策中,匯率變動則是最主要的政策工具，雖然其他政策措施諸如關稅、出口補貼、進口數量限制等也可以起到轉換支出的作用，但這些措施的效率不像匯率變動能直接影響一個國家的貿易差額和資本流動，從而更能滿足宏觀經濟管理的需要。從上節推論可知中國大陸目前的狀態屬於區間III，近似於C點的位置，從上表可知必須使用擴張性的支出政策配合貨幣升值的手段推使C點朝均衡點E靠近。接下來從這兩個方向實証分析中國大陸目前的匯率決策軌跡。

4-2-1-1 擴張性的支出政策

Swan 模型提出利用支出增減政策及支出轉換政策的搭配進行以解決經濟內外失衡的想法，但是並沒有對支出增減政策進一步細分，Mundell (1968) 進一步將支出增減政策細分為財政政策及貨幣政策，並提出「指派法則理論」，表示每一個政策都應該用於效用最大之處，在固定匯率政策下，財政政策應該用於解決內部失衡，而貨幣政策應該用於解決外部失衡。

表 5 中國大陸中央財政收支狀況

年份	財政收支總額(人民幣億元)
2000	-2,491
2001	-2,516
2002	-3,150
2003	-2,935
2004	-2,090
2005	-2,281
2006	-2,163
2007	-2,163
2008	-1,800*
2009	-7,500*

資料來源：中華人民共和國國家統計局網站(中國統計年鑑，2007)

*中國總理溫家寶在 2009 年 3 月 5 日在第十一屆全國人大會議的政府工作報告

http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/news.xinhuanet.com/misc/2009-03/05/content_10947010.htm

從表 5 中可以看到中國大陸面對金融風暴採取積極的財政政策，中國大陸總理溫家寶在 2009 年 3 月 5 日的第十一屆全國人大會議的政府工作報告中宣示，因應全球金融海嘯，2009 年將大規模增加政府投資，實施總額 4 兆人民幣的兩年投資計畫，其中中國政府將新增 1.18 兆元，實行結構性的減稅，擴大需求。為彌補財政減收增支形成的缺口，中央財政赤字 7,500 億元，地方發行 2,000 億元債券。全國財政赤字合計 9,500 億元，佔 GDP 比重在 2.93%，也是中共建政 60 年來最高的財政赤字紀錄，利用擴大財政支出政策刺激經濟的決心顯而易見。(康彰榮，2009)

按照 Mundell (1968)提出的「蒙代爾指派法則」(Mundell Assignment Principle)，也稱為“有效市場分類法則”(the Principle of Effective Market Classification)，在固定匯率的背景下，貨幣政策能相對有效地影響外部平衡，因而，應該把貨幣政策運用於外部平衡的目標，而財政政策用於內部平衡的目標。政策工具與政策目標的正確配對應該是：財政政策→內部平衡；貨幣政策→外部平衡。如果政策工具與政策目標配對錯誤，則難以同時實現經濟系統的內外均衡。

根據「Mundell Assignment Principle」的推導邏輯如下：

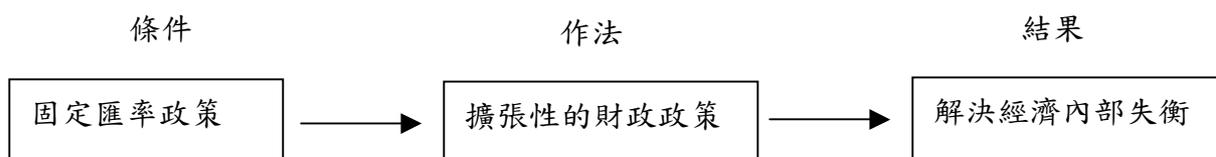


圖 14 Mundell 指派法則理論推導邏輯

顯然中國大陸當局目前亟欲利用財政政策解決中國大陸境內的經濟失衡問題，對當前人民幣的匯率政策雖採名義上的「有管理的浮動匯率政策」，但配合當前的經濟情勢推導近期的人民幣政策如下：

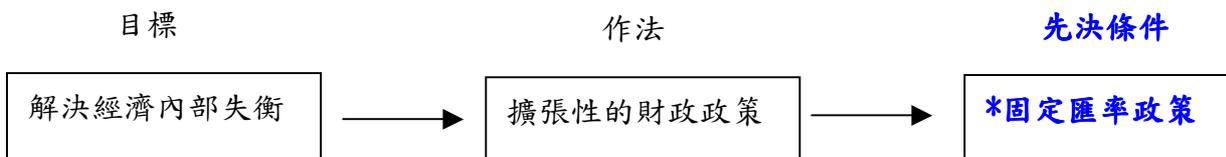


圖 15 自 2009 年起人民幣匯率政策驗證

事實上人民幣匯率自 2008 年 6 月起就幾乎以半固定式的匯率政策盯緊美元，美元兌人民幣匯率波動只在 6.80~6.90 間極窄幅波動（如下圖 16），顯見為了達到解決內部經濟失衡的目標，在中國大陸當局在未感受到境內的景氣明顯復甦之前，維持穩定的人民幣匯率政策是可以預見的。



圖 16 美元兌人民幣走勢 2008 年 6 月~2009 年 3 月

資料來源：中國人民銀行網站

<http://www.pbc.gov.cn/huobizhengce/huobizhengcegongju/huilvzhengce/renminbihuilvjiaoyisho upanjia.asp>

歐元之父 Mundell (1963)和 Fleming (1962)提出的蒙代爾-弗萊明模型(Mundell-Fleming 模型)為開放條件下宏觀穩定政策的所下基本結論是：貨幣政策在固定匯率下對刺激經濟毫無效果，在浮動匯率下則效果顯著；財政政策在固定匯率下對刺激機經濟效果顯著，在浮動匯率下則效果甚微或毫無效果。簡單整理結論如下表 6：

表 6 Mundell-Flemming 模型的基本結論

匯率政策	政策	刺激景氣效果
固定匯率	財政政策	有效
	貨幣政策	無效
浮動匯率	財政政策	無效
	貨幣政策	有效

Krugman(1979) 在 Mundell-Fleming 模型的基礎上提出開放經濟的三元悖論，又稱克魯格曼不可能三角形，只對一個國家而言，資本自由流動、匯率穩定及保持貨幣政策獨立這三個政策目標只能同時選擇三個，不可能三者兼得，下圖 17 表示了三元悖論的結論：

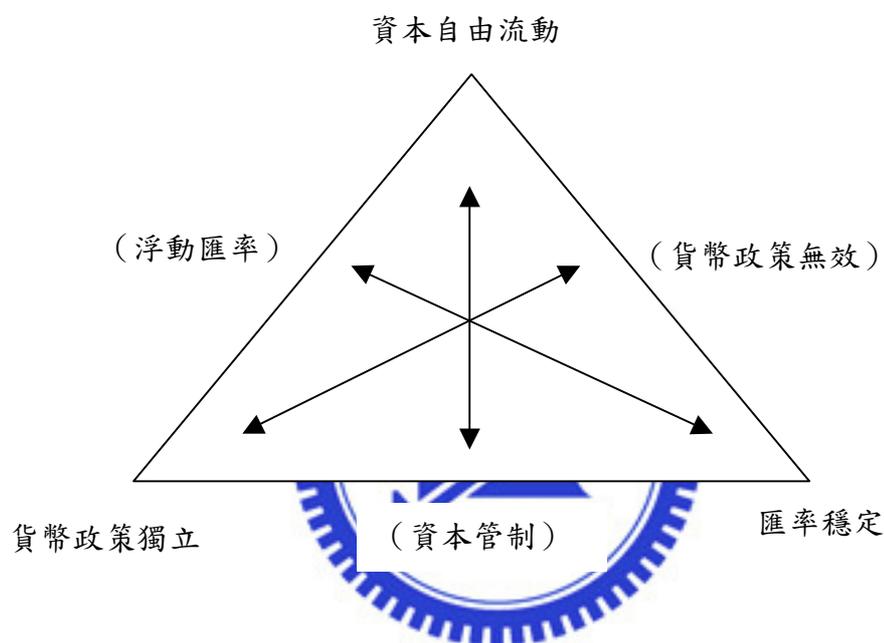


圖 17 三元悖論的不可能三角形

中國人民銀行自 2005 年 7 月 21 日宣布以市場供需為基礎，參考一籃子貨幣進行調節，有管理的浮動匯率制度，但貨幣管理當局事實上還是在努力的維持著人民幣匯率的穩定，而且目前人民幣實行經常項下可自由兌換和結售制度，許多國際資本夾帶在經常項下進出中國大陸，等於是準資本自由流動制度；如果國際收支呈現順差，貨幣管理當局為維持匯率穩定有義務把所有的外匯以一定的匯率兌換為人民幣，過去中國大陸經常帳持續大量的順差，為了穩定人民幣匯率，相對必須釋放出大量的基礎貨幣，為了解決流動性過剩的問題，貨幣管理當局又必須實施緊縮的貨幣政策以免造成物價膨脹，我們可以說，在固定匯率制度下，貨幣政策已經完全的被制約了。

單位：百萬美元，%

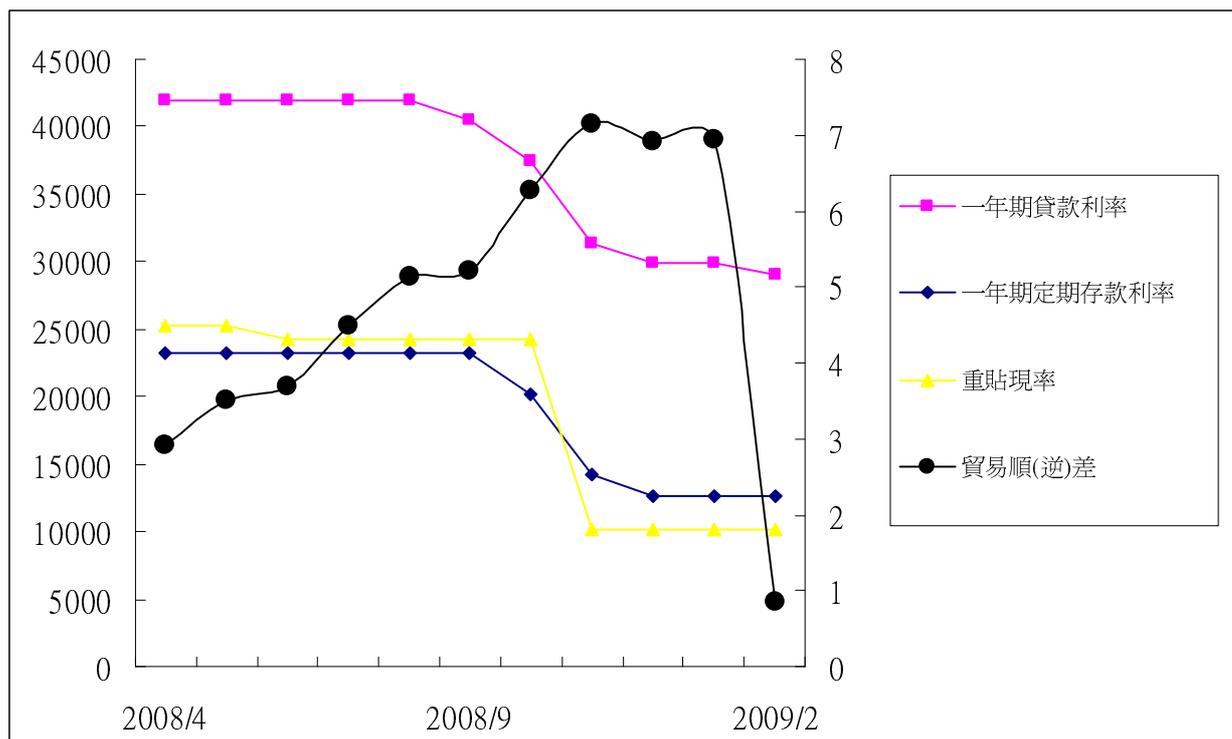


圖 18 中國大陸貿易收支及主要利率變化 2008 年 4 月~2009 年 2 月

資料來源：台灣經濟新報資料庫

上圖 18 可以看出在 2008 年第三季金融風暴爆發之後，隨著貿易順差急劇縮小之下，中國大陸貨幣管理當局隨即引導利率下降，由於貿易順差大幅減少，外匯增量也因而減少，「貨幣創造」的機能由原本的雙邊推動(外匯佔款+銀行信貸)轉為單邊推動(僅靠銀行信貸)；為維繫市場的貨幣創造，加大力度的寬鬆貨幣政策成為營造刺激景氣復甦的必要的條件。

綜合 Mundell-Fleming 模型及三元悖論的觀點，可以推導出的邏輯如下：

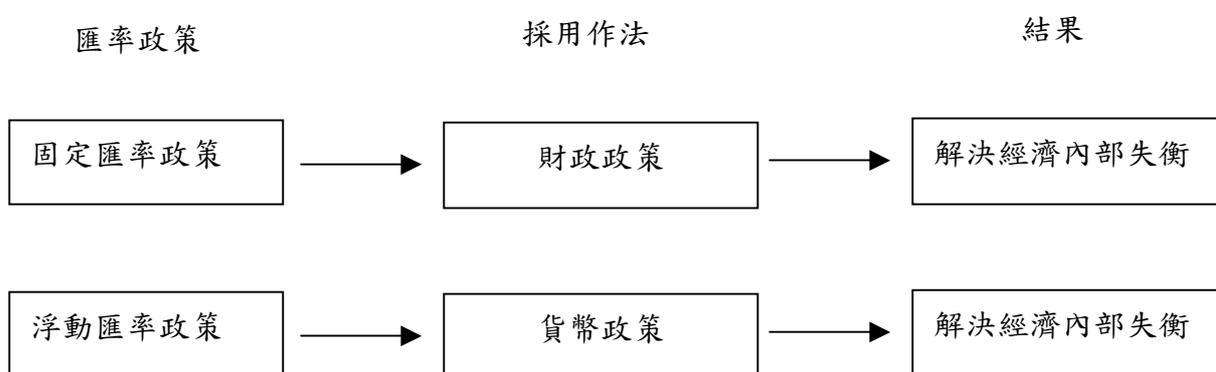


圖 19 Mundell-Fleming 模型及三元悖論的推導邏輯

中國大陸財政部長謝旭人在 2009 年 3 月 6 日的第十一屆人大會議記者會中表示：為了應對國際金融危機，保持中國大陸經濟平穩較快的發展，對宏觀調控政策做了重大調整。從 2008 年第四季，明確決定要實施積極的財政政策和適度寬鬆的貨幣政策(中國人民銀行貨幣政策分析小組，2008)。由此可以推論中國大陸管理當局的匯率決策軌跡為：

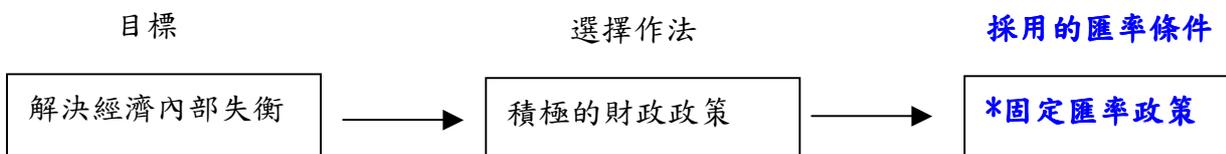


圖 20 人民幣匯率政策推導圖

中國大陸當局已經明白的宣示採用積極的財政政策來解決內部經濟失衡的問題，要使財政政策有效，反推在失衡狀態未明顯改變前，維持固定匯率政策是必要的手段。

4-2-1-2 貨幣升值

前一小節中推得結論為，中國大陸當局為了解決國內的經濟失衡狀況，支出增減政策將採取積極的財政支出政策，要使財政政策有效的前提為保持匯率的穩定，但在 Swan 模型中，若要使內外部經濟狀態達到均衡的狀態下，除了使用擴張性的支出增減政策之外，還需搭配貨幣升值手段的支出轉換政策來解決外部失衡問題，但前一小節已經提到依照經濟理論要使財政政策有效必須保持匯率的穩定，之中難道不會有矛盾產生？關鍵在於，保持匯率穩定是指美元兌人民幣穩定，美元作為全球主要的計價貨幣，中國大陸當局必須保持美元兌人民幣匯價的穩定，換句話說就是盯住美元的匯率政策，但在 2008 年第三季起全球開始遭受金融風暴衝擊之後，基於避險需求國際美元開始升值，升值的趨勢從下圖 21 美元指數的變化可以看出端倪。



圖 21 美元指數走勢圖 2008 年 6 月~2009 年 3 月

資料來源：鉅亨網網站 http://www.cnyes.com/_mem_bin/px_login.asp

美元指數，一般是指美國紐約期貨交易所(NYBOT)的 US Dollar Index(DXY 美元指數) 它是由六種貨幣兌美元的匯率組合而成，包含歐元 57.6%、日圓 13.6%、英鎊 11.9%、加元 9.1%、瑞典克朗 4.2%、瑞士法郎 3.6%，可作為美元相對世界主要貨幣間的強弱研判。美元指數自金融風暴之後自最低點 71.872 最高升至 88.463，升幅達到 23%。

表 7 中國大陸主要貿易國 2008 年 1 月~2008 年 11 月

2008 年 01-11 月 貿易總額		
國 家 別	金額 (百萬美元)	比重(%)
歐聯 25 國總額	392,939.4	16.5
美 國	307,823.6	12.9
日 本	246,229.0	10.4
香 港	187,951.9	7.9
韓 國	174,618.3	7.3
中華民國	122,306.1	5.1

資料來源：經濟部國貿局網站

<http://cweb.trade.gov.tw/kmi.asp?xdurl=kmif.asp&cat=CAT322>

上表 7 是中國大陸的主要貿易國家及其所佔的貿易比重，目前中國大陸的前五大貿易夥伴依序分別為歐元區、美國、日本、香港、韓國及我國。再按照前五大貿易夥伴各自比較自 2008 年 6 月到 2009 年 3 月兌人民幣幣值升貶的幅度如下圖 22。

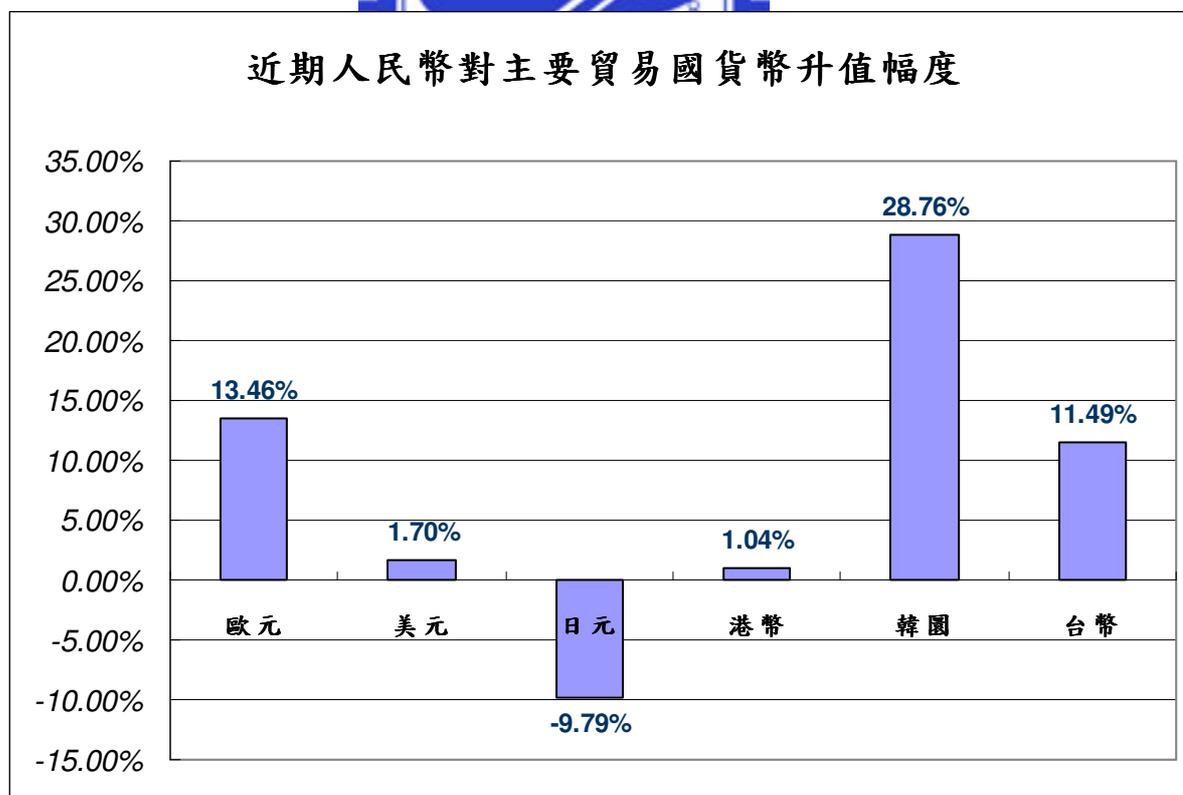


圖 22 人民幣兌主要貿易國貨幣升值幅度 2008 年 6 月~2009 年 3 月

資料來源：中國人民銀行網站 <http://www.pbc.gov.cn>

鉅亨網網站 http://www.cnyes.com/_mem_bin/px_login.asp

從上圖 22 可以明顯的看出，人民幣對美元雖然僅微幅升值，但對於主要貿易國歐元區、韓國及台灣的幣值卻都升值超過 10%，唯一兌日幣呈現貶值的情況，主要由於國際上投機性的利差交易，在低利率的國家(比如日本)借錢,換成較高利率國家(比如澳大利亞, 紐西蘭)的貨幣後出貸,賺取利差，先前在國際間流竄的熱錢由於全球性的經濟動盪導致風險意識升高而回流日本造成日幣兌其他貨幣升值。除了日幣之外，中國大陸貨幣管理當局只要維持兌美元匯率的穩定，在目前的狀況下對其他主要貿易往來國家卻是實際上升值的狀態，依照 Swan 模型的理論，搭配貨幣升值的支出轉換策略能解決外部經濟失衡的狀態，只要繼續維持美金兌人民幣匯率的穩定，實際上就能達成改變外部經濟失衡的目標，據此可以推論,穩定或是半固定的人民幣匯率政策將是中國大陸當局面對金融風暴最好的選擇。



4-2-2 政治層面

中共前領導人鄧小平曾說：「社會主義和市場經濟之間不存在根本矛盾」。社會主義搞市場經濟是社會主義利用市場經濟這種方法來發展社會生產力；亦即採取市場經濟體制是為了更好地實現社會主義：「解放生產力，發展生產力，消滅剝削，消除兩極化，最終達到共同富裕」的目標(鄧小平，1985)。以上的談話明顯點出在發展市場經濟的方向下，任何政策的制定都需配合中國大陸社會主義的架構及國情，因此也決定了中國大陸貨幣管理當局在中國社會主義市場經濟建設中，在發揮宏觀調控和對金融業的監督管理等職能中，將更具有優越性、廣泛性和有效性。以下就中國大陸國內及國際政治情勢來分析對人民幣匯率政策制定的影響。

4-2-2-1 國內政治層面

影響人民幣匯率的經濟因素很多，但由於中國大陸制度性的干擾，國際金融貨幣的主要理論並不足以全然解釋分析人民幣匯率的走勢，雖然經過多年的市場經濟洗禮，但仍不能忽略基本上中國大陸仍屬於人治色彩濃厚的國家，基本決策模式是「由上到下」型，決策者個人的政策意向能夠主導政策走向，是否改變人民幣匯率制度或水平，還有其他的內部經濟考量。

現今中國大陸國家主席胡錦濤，為中共元老鄧小平隔代指定大陸第四代領導人，現年65歲的胡錦濤一直被普遍視為有改革思想的中共第四代領導人。而他與中國總理溫家寶的搭配更被稱為「胡溫新政」。(賀靜萍，2009)目前中國大陸領導人的內部經濟考量為何？中國大陸總理溫家寶在2009年3月的人民代表大會提出的工作報告中訂出了方向，報告中指出，「在一個十三億人口的發展中國家，要擴大城鄉就業，維護社會穩定，就必須保持一定的經濟增長速度。要著重說明的是，提出8%的增長目標，結合考慮了發展的需要和可能。2009年的主要經濟核心數據是：國內生產總值增長8%左右，城鎮登記失業率4.6%以內，CPI(消費物價指數)漲幅4%左右。」(溫家寶，2009)

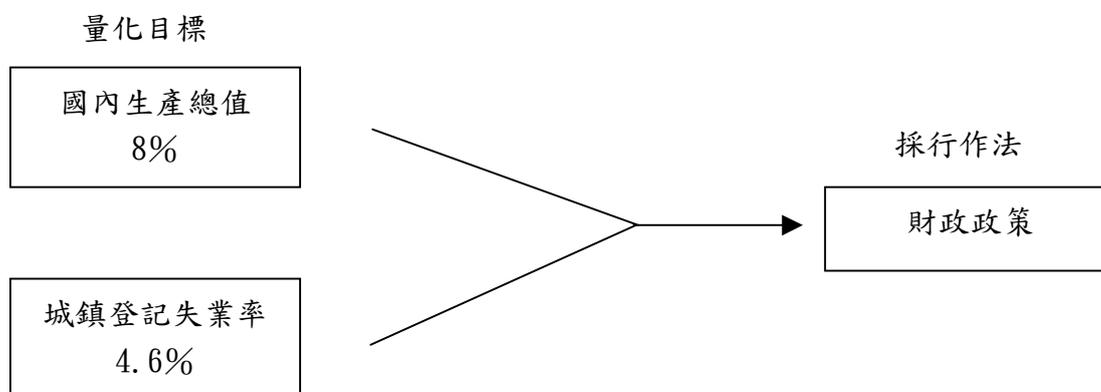


圖 23 中國大陸 2009 達成經濟量化目標作法推導圖(一)



圖 24 中國大陸 2009 達成經濟量化目標作法推導圖(二)

上述量化目標的作法中國大陸中央總書記胡錦濤在 2008 年 12 月 10 日的中央經濟工作會議中提到：「2008 年下半年以來，國際經濟環境急轉直下，中國政府及時把宏觀調控的首要任務調整為保持經濟平穩較快發展、控制物價過快上漲，近期又果斷實施積極的財政政策和適度寬鬆的貨幣政策，採取一系列進一步擴大內需、促進經濟增長的政策措施，全力保持經濟平穩較快發展。」(胡錦濤，2009)

貨幣政策方面，受制於外匯占款減少，營造寬鬆的流動性的方式會著重在減少公開市場操作力道、放寬金融機構信貸規定、調降利率、調降存款準備率等政策工具，為達成上述的消費者物價指數量化目標，中國大陸貨幣管理當局可以藉由政策工具引導達成目標，掌握性較高。

但是另外兩個量化目標，必須藉由擴大財政政策來實現，達成目標的掌握度具有較高的不確定性；其中國內生產總值的目標，在當前中國的政治意義從總書記胡錦濤提出的「科學發展觀」可以看出決策高層保持的立場，胡錦濤提出反對「重數字、輕實質」、「重增長速度、輕民生環保」的「GDP 崇拜」觀念(朱建陵，2009)。即使中國大陸國家統計局在 2009 年 1 月 14 日發布消息，對 2007 年國民生產毛額 (GDP) 數字做出「最終核實」，根據最新公布數據，中國大陸在 2007 年的經濟規模為三·三九兆美元(附錄一)，已超越德國三·三兆美元(附錄二)，成為世界第三大經濟體，僅次於美國、日本。對經濟規模的「超德趕美」，大陸媒體未見張揚，推測中國大陸領導人並非單只追求經濟數字成長，保持經濟成長率的目的在於確保就業，維護社會安定最重要的觀察指標即為失業率，中國大陸的失業問題如同前一節所提到，統計數據只單就城鎮失業狀況，包含農村在內的真正失業狀況，應該才是中國大陸領導人最關心的問題，中國大陸國務院在 2009 年 2 月推出最新公布的就業工作通知，要求各級政府和機構「千方百計擴大就業」，同時「規範企業裁員」。即日起凡企業裁員 20 人或佔職工總數 10% 以上，需提前 30 天向當地人力資源行政部門報告；並要求把「大學生就業」放在就業工作的首位(楊泰興，2009)。種種作為旨在促進農工穩定就業，創造就業機會；就以上資料分析三個量化目標，可以排出其優先順序為(1)失業率(2)經濟成長率(3)物價指數。

4-2-2-2 國際政治情勢

除了經濟面之外，國際政治也是中國大陸決定匯率政策的考量點之一，中國目前已經成為世界第三大的經濟體，透過融入國際經濟體系的全球化進程，中國大陸正逐漸成為一個開放的經濟體，挾著世界第一的外匯準備(附錄三)，及過去 8 年間平均 10.17% 的經濟成長率(附錄一)，高達 17 兆人民幣的居民儲蓄(附錄四)，中國大陸的崛起已經是不爭的事實，人民幣匯率問題已經成為中國大陸第四代領導人體現「和平崛起」戰略的重要議題，中國希望透過國際協調及共同合作的方式，循序漸進調整人民幣機制，藉此說明中國融入國際社會與崛起的本質和方式。

過去人民幣一直面對國際政治壓力要求人民幣升值，但是隨著中國大陸進入 WTO，在加入世貿組織議定書中，中國接受了一些限制性的條款，包括有效期限為期 12 年的中國特別防衛條款，允許任一個 WTO 會員當中國輸入貨品激增，以至於影響該國國內市場穩定可以採取防衛措施；以及有效期 7 年的紡織品特別防衛條款，及有效期 15 年的以非市場經濟體估算傾銷之反傾銷措施等(王儷容，2006)。若是取得「市場經濟地位」的認可，意味著政府無法操控價格，進行反傾銷調查時，就可以依照出口國的實際價格及成本來計算價格；若是無法取得「市場經濟地位」的認可，在貿易糾紛中就會受到不平等的待遇，各會員國可以用與中國大陸經濟發展相當的市場經濟國家作為替代國家，用替代國家的成本資料來計算成本價格，進而確定傾銷的幅度，而不使用出口國的原始資料，再依照傾銷幅度來制定反傾銷稅率。而美國或是歐盟的傾銷調查機構往往以印度或是新加坡做為中國正常價格計算的替代國，而印度或是新加坡的生產成本明顯高於中國大陸，以至於經裁定之後的中國傾銷案件的反傾銷稅往往被高估。

中國隨著全球化日深，國際貿易地位不斷提高，隨之而來的是與其他國家的貿易摩擦，為了避免在國際貿易糾紛中處於不利地位，中國大陸積極爭取取得各貿易夥伴國家的「市場經濟地位」認可，到 2008 年底為止，共有計韓國及東協 10 國等 77 個國家及地區承認中國的市場經濟地位，但是佔中國貿易往來 40% 以上的歐盟、美國及日本至今仍未承認中國大陸的市場經濟地位，其中美國及歐盟所提出的對於「市場經濟地位」認定標準如下表 8。

表 8 美國及歐盟對於「市場經濟地位」認定標準

國家	條件
美國	(1) 貨幣的可兌換程度
	(2) 勞資雙方進行工資談判的自由程度
	(3) 設立合資企業或外資企業的自由程度
	(4) 政府對生產方的所有和控制程度
	(5) 政府介入及對資源分配、企業的產出和價格決定的控制程度
	(6) 其他美國商務部認為合適的判斷標準
歐盟	(1) 市場經濟決定價格、成本、投資
	(2) 企業具有符合國際財務會計標準的會計作業
	(3) 企業生產成本及金融待遇不受前非市場經濟體制的扭曲
	(4) 企業得自由向國外轉移利潤或資本、決定出口價格及數量及開展商業活動
	(5) 企業適用破產法及資產法
	(6) 市場供需決定匯率變化

資料來源：王儷容(2006)

由上表中可以看出，兩大經濟體的有關「市場經濟地位」的認定均涉及匯率決定的議題，在中國經濟改革之後，除了貨幣的可兌換程度是中國大陸難以達到的標準，其他各項標準均有明顯的改善，也因此中國大陸在爭取「市場經濟地位」時，人民幣的匯率問題屢屢成為攻防上的焦點。

在過去幾年之中，人民幣匯率不但是經濟問題，也成為中國大陸與美國進行多邊利益交換的籌碼，不但是國際政治議題，有時也是美國國內的政治運用手段，最近的例子即為 2009 年 1 月 22 日新任美國總統歐巴馬的財政部長提名人蓋特納針對參議院金融委員提問書面回答時說，「歐巴馬總統相信中國正在操縱人民幣匯率，這一觀點得到多位經濟學家支持。新經濟領導團隊將制訂一套完整戰略，力求幣值的最優化調整。」。這個言論使得中國大陸馬上發表強烈的反擊，在中國的強烈反應下，兩週後美國財政部在網站張貼聲明表示，「蓋特納致電中國副總理王岐山，雙邊討論了國際經濟挑戰，中美在面對挑戰的重要角色，中美經濟關係等議題。雙方同意需要在艱難時期保持密切磋商，繼續在不同經濟事務上保持高層階觸。」(白德華，2009)。態度上的大轉變，推論是對美國參議院投其所好的需求，因為他當時仍未正式任命，而正式任命需要得到國會的同意。美國國會一向對中國的匯率問題相當關注，按照美國 1989 年起開始實施的法律，美國政府每年春季都會對美國的貿易夥伴國是否操控匯率作出評估，若是被定義為「匯率操縱國」，則美國將會施以貿易制裁，這當然是中國大陸所不願意見到的。

但是另一方面，根據美國財政部公佈的最新資料，美國公債發行總額 3.16 兆美元，中國持有 7,442 億美元，所占比重 23.5%，已連續 6 個月居冠(附錄五)。身為美國最大的債權國，中國大陸是否持續購買美國債券的態度深深影響美國在金融海嘯中是否有充足的資金運用在美國國內的財政支出振興方案。在蓋特納的國會發言之後，中共總理溫家寶在訪問倫敦時談到中方購買美國債券原則：「未來是否繼續購買美國債券、買多少，都要根據中方需要，以符合外匯存底投資安全、保值要求的原則下去購買。」(楊泰興，2009)，權衡之下，美國想在人民幣匯率上對中國施壓效果有限，畢竟中國是美國債券最大買家。2009 年 3 月 13 日閉幕的兩會閉幕式記者會上溫家寶在談到人民幣匯率是否合理的問題時說：「中國實行有管理的浮動匯率制度，維持人民幣匯率穩定完全正確，不僅符合中國國情，對全世界的所有國家也均有利。三年多來，人民幣有效匯率兌美元升值了 21%。我們的目標是在合理、均衡的水平上保持人民幣幣值的基本穩定，但這是由我們自己決定的，任何國家不能對人民幣升值或貶值施加壓力。」(李書良，2009)，冒然改變現有匯率政策，尤其是會削弱競爭力的相關政策，放任人民幣浮動將嚴重傷害中國農村，危及 70% 的農業人口，間接導致政治的不安定。(Bala，2006)

就目前的國際情勢來看，我們可以歸納出中、美的政治沙盤推演如圖 25：

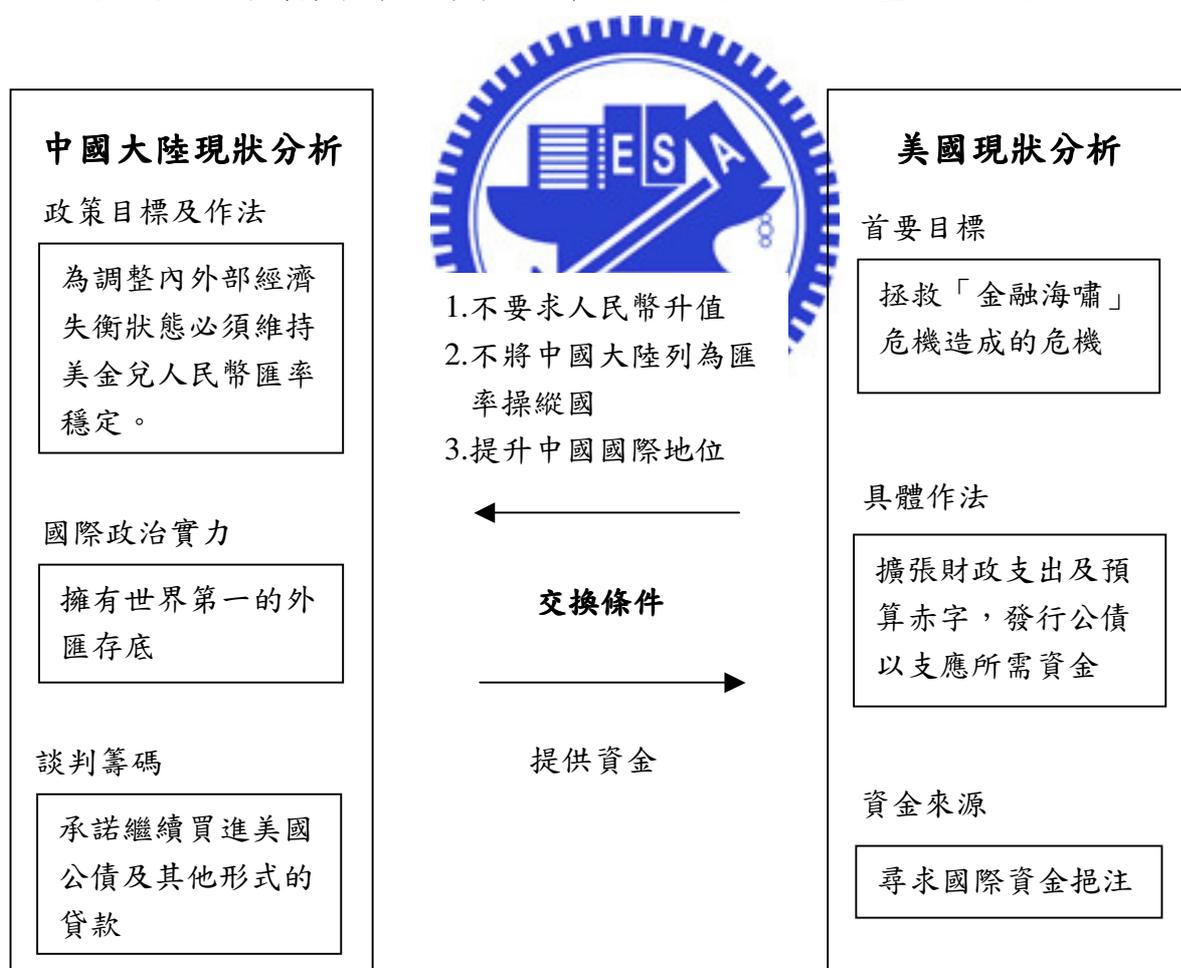


圖 25 近期中國、美國的政治沙盤推演

由以上的圖示可以推測出維持美元兌人民幣的穩定成為維持彼此的利益的關鍵因子，雖然在 2009 年 4 月 2 日舉辦的 G20 會議中，中國方面包含人民銀行周小川在人民銀行網站上拋出的諸多議題包含總體面的國際貨幣儲備問題、中國高儲蓄率及匯率問題、還有個體面的信用評等、會計原則等(周小川，2009)；另中國國家外匯管理局局長胡曉煉也表示，如果 IMF 發行債券，中國會積極考慮購買(胡曉煉，2009)。以上諸多挑戰美國金融霸主地位的發言，或是爭取在國際組織中的發言份量，都只是中國改變過去戰略，為成為大國前所做的準備。在 G20 會議這場以美、中為代表的已開國與開發中國家陣營間的抗爭，短期內難有結果，美國為捍衛本身利益，勢必會全力維護美元為國際幣儲備貨幣的地位，以藉此繼續向全球吸金支應其龐大的財政赤字，而中國方面則會不斷地對美國施壓，尋求在國際間得到其所認為應有的敬意。就以上分析，筆者認為人民幣匯率水準在其中已經成為達成共識，所以在 G20 會議中反而暫時不是各國討論的焦點。



伍、結論與未來研究方向

由於中國在國際經濟與戰略地位提升，人民幣的變化除了經濟基本面的考量之外，還參雜了國際政治的考量，人民幣匯率變化對任何國家而言並沒有絕對的利與弊，一切都須以共同利益的角度來衡量，現在的中國在國際分工中同時提供勞力與市場，必須以不同的視野來推測人民幣匯率的走勢，本章首先提出研究結論，再針對研究限制對後續有志研究者提出個人拙見及建議。

5-1 結論

本決策理論模型是以 Swan 模型為基礎，輔以政治參數推導中國大陸對於人民幣匯率政策決策方向，就過去歷史資料為分析基準，加上近期全球性金融海嘯的經濟數據及國際政治情勢進行研析，筆者認為中國大陸的失業率狀況是當前決策當局調整人民幣匯率政策的主要變數；在失業率未見明顯好轉之前，中國大陸不會放任人民幣升值，並會維持自 2008 年 8 月起的窄幅匯率波動區間；若是之後若是失業率出現好轉的情況，人民幣才有機會繼續自匯改以來的升值之路。

經過當前的統計數據分析，中國大陸現正處於貿易順差縮減、物價緊縮疑慮、失業率增加的內外經濟失衡狀態，應用於 Swan 模型之中，必須運用擴張性的支出增減政策及本國貨幣升值的支出轉換政策來改善當前的經濟失衡狀態；要使擴張性的財政支出對解決內部失衡有效，根據「指派法則理論」則必須保持匯率穩定；人民幣匯率雖然對美金保持穩定，但在金融風暴之中美金卻對其他主要貨幣呈現升值的狀態，所以人民幣對其他主要貿易往來國家呈現實際升值的狀態，意即中國大陸只要保持人民幣兌美金匯率穩定，就可達到貨幣升值的實際效果，同時也解決當前中國大陸經濟外部失衡問題。

就本決策模型研判中國大陸面對的內外部經濟失衡問題，保持匯率穩定是當前人民幣匯率政策最好的選擇；要測量財政政策有效與否的關鍵在於失業問題是否獲得解決，在失業率沒有明顯獲得改善之前，擴大財政政策、寬鬆貨幣政策、人民幣匯率穩定三大基本方向不會改變；過去來自國際上以美國為首要求人民幣升值的壓力聲音，現在也因國際金融情勢丕變而減少許多，尤其美國急需大筆資金挹注處理其國內受損嚴重的金融體系，另外國際貨幣基金（International Monetary Fund）也急需中國大陸注入資金解決其會員國受損的經濟體系，中國大陸挾著世界第一的外匯存底及超高的儲蓄率頓時成為國際間最大的資金供應者及消費市場，權衡各方利益下，人民幣匯率問題短期間已經不再成為國際間對中國大陸施壓的主要藉口；在國際社會對人民幣匯率達成共識下，本研究推測中國大陸在失業狀況未明顯改善之前不會任意更改其匯率政策以免破壞擴大財政支出的效果，綜合經濟及政治因素的考量，未來人民幣變動的推導如下圖 26。

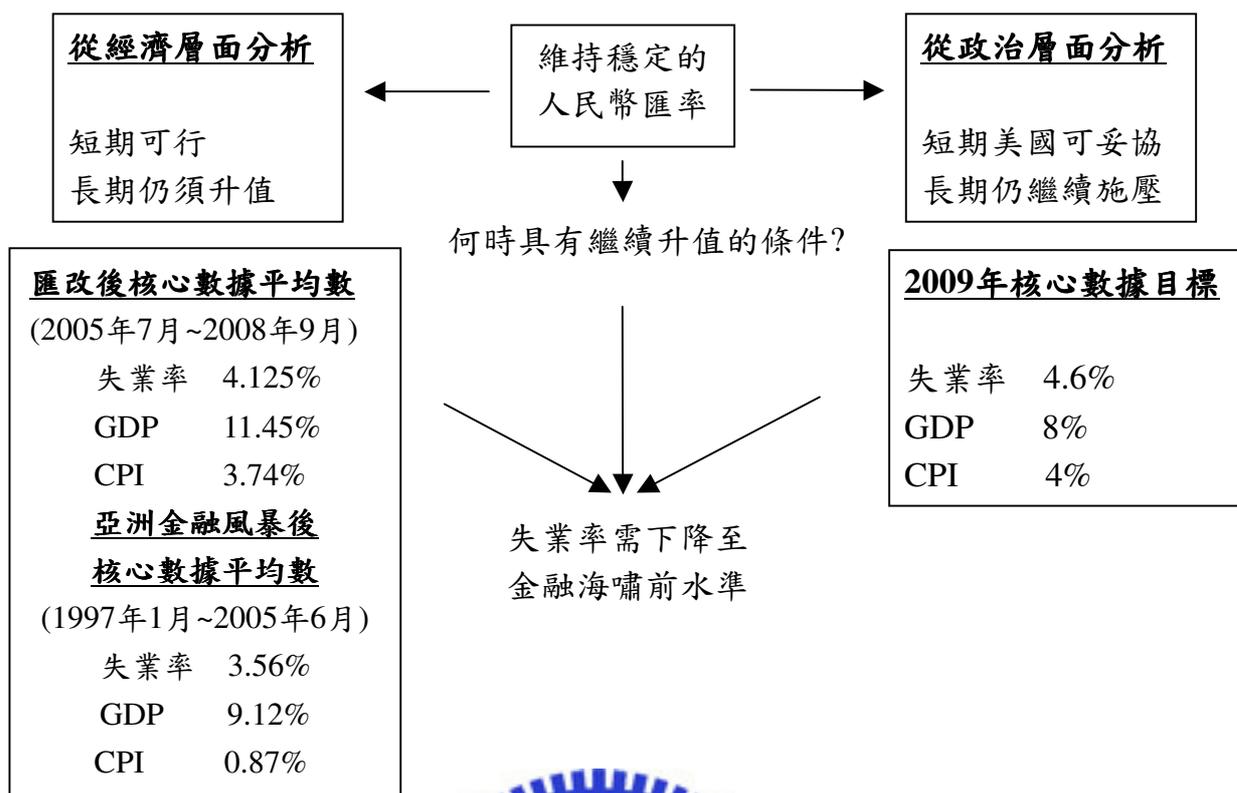


圖 26 人民幣匯率變動情況推導
資料來源：台灣經濟新報資料庫

5-2 研究限制

本研究僅就當前經濟及國際政治情勢分析短期內人民幣的匯率決策方向，定位中國大陸的經濟情勢均以相對過去統計水準來判定目前經濟內外失衡狀況，缺乏精確的強弱判斷模型斷定中國大陸的內外部經濟失衡狀況。

政治層面的判斷僅能就目前國際間主要議題進行利益交換推演，觀察時間內國際社會間均致力於拯救經濟蕭條的氛圍之中，所有推論均假設各國政府以刺激景氣、搶救民生為首要任務。

本文根據 Krugman (1979)三元悖論認為貨幣政策因為要維持匯率穩定而必須放棄其獨立性，但正如 Frankel (1999) 指出，並沒有令人信服的理論說明，為什麼不可以在貨幣政策獨立性及匯率穩定兩個目標中各放棄一半，從而實現一半的匯率穩定性及一半的貨幣政策獨立性；實際上對於中國大陸當局在匯率及貨幣政策的比重調整為何難以評估，對於貨幣政策刺激景氣的成效也難以評估。

5-3 未來研究方向

本研究均以理論為基礎來推斷人民幣匯率可能的決策方向，並未加入量化資料進行研析，建議後續研究者可加入計量模型輔助更精準的判斷經濟失衡的狀況；政治層面的考量多以中國大陸對美國之間的相互利益為研究主軸，未來對於中國大陸與其他主要貿易國之間的關係，可以繼續深入探討針對人民幣匯率政策對其他主要貿易國之政治利益產生

直接或間接影響的程度。



陸、參考文獻

一、中文文獻

1. 于旭、黃琳、劉駿，「我國國際收支形勢和政策研究」，金融與經濟，頁 22~25，2008 年 2 月
2. 王浩，「擠壓下的人民幣匯率制度改革」，台灣經濟研究月刊，第 28 卷第 2 期，頁 70~76，2005 年 2 月
3. 王儷容，「十一五規劃及 WTO 對人民幣匯率決定之影響」，經濟前瞻，頁 115~118，2006 年 1 月 5 日
4. 中國人民銀行貨幣政策分析小組，「中國貨幣政策執行報告-2008 年第四季度」，中國人民銀行貨幣政策報告，頁 7~10，2008 年 2 月 23 日
5. 白德華，「批操縱匯率，美財長去電解釋改口籲對話」，中國時報（台北），版 A9，2009 年 2 月 5 日
6. 田文錦，「利率市場化改革與匯率機制改革的關聯性」，國際經濟合作，第 8 期，頁 61~63，2004 年
7. 朱建陵，「大陸經濟規模，躍居世界第三」，中國時報（台北），版 A13，2009 年 1 月 15 日
8. 克魯爾曼(Krugman, P.) 著，國際經濟學，海聞等譯，中國人民大學出版社，北京，1998 年
9. 李書良，「溫家寶：銀彈充足，隨時救市，對金融危機已預留政策空間，並堅持外匯安全、流動和保值」原則」，工商時報（台北），版 A2，2009 年 3 月 14 日
10. 米德(Meade, J.) 著，國際收支-國際經濟政策理論，李翀譯，首都經濟貿易大學出版社，北京，2001 年
11. 吳怡春，「中國大陸人民幣匯率之演變模式」，國立中山大學大陸研究所碩士論文，2006 年
12. 周宜魁，國際金融，三民書局，台北，2004 年 8 月，頁 254~260。
13. 周小川，「周小川行長在中國人民銀行上海總部揭牌儀式上的講話」，中國人民銀行 <http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=4200&ID=169/>，2005 年 8 月 10 日
14. 周小川，「關於改革國際貨幣體系的思考」，中國人民銀行 <http://www.pbc.gov.cn/hanglingdaojianghua/>，2009 年 3 月 23 日
15. 周小川，「關於儲蓄率問題的思考」，中國人民銀行網站 <http://www.pbc.gov.cn/hanglingdaojianghua/>，2009 年 3 月 24 日
16. 周小川，「關於改變宏觀和微觀順週期性的進一部探討」，中國人民銀行網站 <http://www.pbc.gov.cn/hanglingdaojianghua/>，2009 年 3 月 26 日
17. 胡曉煉，「G20 集團領導人第二次金融峰會新聞實錄」，中國人民銀行網站 <http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=4200&ID=285/>，2009 年 3 月 24 日
18. 柳復起、許振明，現代國際金融，三民書局，台北，1992 年 3 月，頁 314~328、539~540。

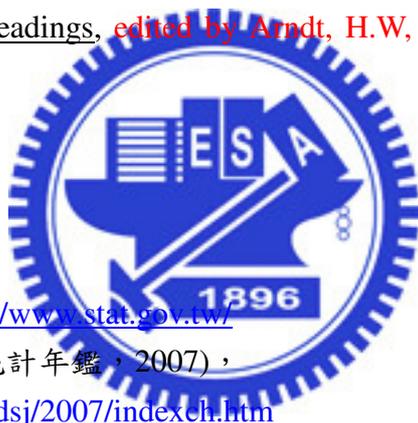
19. 洪淑芬，「人民幣匯率走勢的探討」，中國大陸研究，第 42 卷第 1 期，頁 19~35，1999 年 1 月
20. 馮彩，「中國經濟的內外均衡衝突和匯率制度改革」，金融教學與研究，第 1 期，頁 5~9，2008 年 1 月
21. 宿玉海、于海燕，「人民幣一籃子貨幣最優權重模型的構建」，國際金融研究，頁 50~58，2007 年 7 月
22. 崔世廣、金熙德、馮昭奎、王新生，再生還是衰落-21 世紀日本的抉擇，北京，著者發行，頁 413，2001 年
23. 康彰榮，楊泰興，「救出口，人民幣傾向貶值」，工商時報（台北），版 A1，2008 年 11 月 12 日
24. 康彰榮，「溫家寶：拉高赤字救經濟，高達 9,500 億元人民幣，新增貸款擴大至 5 兆元」，工商時報（台北），版 A2，2009 年 3 月 6 日
25. 鄧小平，鄧小平文選，人民出版社，北京，1996 年
26. 賀靜萍，「中國國家主席、手握 2,800 億美元貿易順差大國的 CEO 掌經濟強權，胡錦濤扮救世主」，工商時報（台北），版 A5，2009 年 1 月 1 日
27. 童振源，「人民幣匯率之國際政治經濟分析」，問題與研究，第 44 卷第 6 期，頁 133~155，2005 年
28. 楊惠昶、付琮，「人民幣匯率改革必須堅持國家本位」，經濟縱橫，第 1 期，頁 76~78，2008 年 1 月
29. 楊泰興，「中國搶救失業，裁員 20 人以上，須提前報告」，工商時報（台北），版 A8，2009 年 2 月 11 日
30. 楊泰興，「中國已成美國最大債權國」，工商時報（台北），版 A7，2009 年 2 月 2 日
31. 廖運源，「今年胡溫宏觀調控發展趨向觀測」，第九屆科際整合管理研討會論文集，頁 547~553，台北，2006 年 5 月 9 日
32. 趙鵬，「貨幣政策困境與人民幣匯率問題研究」，經濟經緯，第 4 期，頁 132~135，2008 年
33. 潘英麗，「人民幣匯率內在不穩定性；結構與制度的原因」，國際經濟評論，第 1 卷第 2 期，頁 37~42，2004 年
34. 鍾滄榮，「中國社會文化與金融制度—中國人民銀行穩定經濟功能之研究」，國立中山大學大陸研究所博士論文，2006 年
35. 魏毓廷，「人民幣匯率變動對中國總體經濟影響之政經分析」，國立成功大學政治經濟學碩士論文，2007 年
36. 薩瓦多爾(Salvatore, D.)著，國際經濟學，朱寶憲等譯，清華大學出版社，北京，1998 年

二、國外文獻

1. Anonymous, 1993, "Chinese Puzzles", The Economist, 327, p.83
2. Bala, M., 2006, "Chinese Currency: To Appreciate or Not to Appreciate ; That's the Question", Academy of Accounting and Financial Studies Journal, Volume 10, Number 1, pp 93-103.
3. Frankel, J.A., 1999, "No Single Regime is Right for All Countries or at All Times", NBER

Working Paper, No.7338.

4. Fleming, M., 1962, "Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates ", International Monetary Fund Staff Papers, 9 (3) , pp. 369-380.
5. Johnson, G .H, 1967, Essays in Monetary Economics , Allen & U, London.
6. Krugman, P., 1979, "A Theory of Balance of Payments Crises", Journal of Money, Credit and Banking , 11, pp. 311-325.
7. Meade, J.E , 1951, " The Balance of Payments " , The Theory of International Economic Policy , 1, Oxford University Press, London.
8. Mundell, R.A., 1962, "The Approach Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability", Staff Papers, IMF, 9, pp. 70-79.
9. Mundell, R.A., 1963, " Capital Mobility and Stabilization under Fixed and Flexible Exchange Rates", Canadian Journal of Economics and Political Science , 29, pp. 475-485.
10. Mundell, R.A., 1968, International Economics , The Macmillan Company , New York
11. Mundell, R.A., 1971, "The Dollar and the Policy Mix", Essays in International Finance, 85, pp: 1-28
12. Swan, T.W., 1955, "Longer-Run Problems of the Balance of Payments", The Australian Economy : A Volume of Readings, edited by Arndt, H.W, Melbourne, Cheshire Press, pp. 384-95



三、網站資料

1. 中華民國統計資訊網，<http://www.stat.gov.tw>
2. 中國國家統計局網站(中國統計年鑑，2007)，
<http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2007/indexch.htm>
3. 中國人民銀行網站
<http://www.pbc.gov.cn/huobizhengce/huobizhengcegongju/huilvzhengce/renminbihuilvjaoyishoupanjia.asp>
4. 鉅亨網網站http://www.cnyes.com/_mem_bin/px_login.asp
5. 經濟部國貿局網站 <http://cweb.trade.gov.tw/kmi.asp?xdurl=kmif.asp&cat=CAT322>
6. 新華網網站，十一屆全國人大二次會議開幕式全文
<http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/www.xinhuanet.com/2009lh/090305a/wz.htm>
7. 中國網網站，2008中央工作經濟會議
http://big5.china.com.cn/economic/txt/2008-12/12/content_16941611.htm

附錄一 中國大陸 GDP 狀況 (2001~2008)

資料 時間	2. GDP*		3. 每人 GDP
	億美元 以當時市價計 (▲匯率)	美元 城市 / 鄉村 (▲匯率)	(GDP)預測
			與去年同期 比較成長%
2001 全年	11,558	827 / 285	7.3
2002 全年	12,337	928 / 298	8.0
2003 全年	16,364	1,021 / 316	10.0
2004 全年	19,262	1,135 / 354	10.1
2005 全年	22,591	1,294 / 401	10.4
2006 全年	26,131	1,450 / 442	11.1
2007 全年	33,856	1,814 / 545	11.4
2008 全年	◇43,575		◇9

i. 中國大陸2009政府工作報告及財政預算草案報告預測；◇初步核算,嗣後或會修改

▲匯率:(人民幣與美元兌換率:2004年之前RMB8.3=USD1.00;2005-06年RMB8.11=USD1.00;2007年RMB7.6=USD1.00;2008-9年RMB6.9=USD1.00)

資料來源：國際貿易局 經貿資訊網站

<http://cweb.trade.gov.tw/kmi.asp?xdurl=kmif.asp&cat=CAT322>

附錄二 全球 GDP 排名(2007 年)

Ranking	Economy	單位(佰萬美元)
1	United State	13,811,200
2	Japan	4,376,705
3	Germany	3,297,233
4	China	3,280,053
5	United Kindom	2,727,806
6	France	2,562,288
7	Italy	2,107,481
8	Spain	1,429,226
9	Canada	1,326,376
10	Brazil	1,314,170
11	Russian Federation	1,291,011
12	India	1,170,968
13	Korea, Rep.	969,795
14	Mexico	893,364
15	Australia	821,716
16	Netherlands	754,203
17	Turkey	657,091
18	Belgium	448,560
19	Sweden	444,443
20	Indonesia	432,817



資料來源：世界銀行網站

<http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/GDP.pdf>

附錄三 全球外匯存底排名(2008年)

百萬美元

國家	2008/12月 外匯存底
中國大陸	1,946,030
日本	1,030,647
中華民國	291,710
印度	255,968
韓國	201,145
巴西	192,844
新加坡	174,193
香港	118,473
泰國	108,661
墨西哥	95,126
馬來西亞	91,055
美國	66,610
印尼	49,597
瑞士	45,061
阿根廷	44,855
英國	44,350
加拿大	43,778
德國	43,137
義大利	37,085
法國	33,617
菲律賓	33,193
澳大利亞	30,691
南非	30,584
瑞典	25,896
智利	23,072
荷蘭	11,476
紐西蘭	11,153
比利時	9,318
柬埔寨	2,292

資料來源：經濟部投資業務處 全球台商服務網站
<http://twbusiness.nat.gov.tw/xls/sec5.xls>

附錄四 中國大陸城鄉居民儲蓄存款餘額(2002~2007 年)

中國大陸各地區城鄉居民人民幣儲蓄存款 (年底餘額)

單位：人民幣億元

地 區	2002	2003	2004	2005	2006	2007
全 國	86910.6	103617.3	119555.4	141051.0	161587.3	172534.2

資料來源：中國國家統計局網站 中國統計年鑑2008

<http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2008/indexch.htm>

附錄五 美國政府公債海外持有者部位表

MAJOR FOREIGN HOLDERS OF TREASURY SECURITIES

(單位：拾億美元)

Country	Feb 2008	Mar 2008	Apr 2008	May 2008	Jun 2008	Jul 2008	Aug 2008	Sep 2008	Oct 2009	Nov 2009	Dec 2009	Jan 2009	Feb 2009
China, Mainland	490.6	502.0	506.8	535.1	550.0	573.7	618.2	684.1	713.2	727.4	739.6	744.2	
Japan	583.3	597.4	588.8	575.3	628.0	637.6	630.3	617.5	629.6	626.0	634.8	661.9	
Carib Bnkg Ctrs 4/	103.9	108.7	117.4	104.5	122.4	106.6	117.6	132.9	203.5	197.5	176.6	189.1	
Oil Exporters 3/	146.1	150.7	153.8	164.2	159.5	162.9	169.6	171.2	176.7	186.2	186.6	181.7	
Brazil	146.6	149.1	149.5	151.4	154.8	152.6	148.3	141.0	133.5	127.0	130.8		
Grand Total	2426.1	2505.8	2586.5	2597.5	2633.5	2587.2	2624.0	2800.1	2980.3	3036.6	3072.2	3162.0	

資料來源：美國財政部網站

<http://www.treas.gov/tic/mfh.txt>