

台北外匯市場發展基金會委託計畫

人民幣匯率制度與國際經貿 關係

計畫主持人： 蔡炯民 中央銀行外匯局副研究員*

日期： 中華民國九十八年十月

*本計畫研究人員感謝任職單位長官與委託單位發展委員會委員們的指正與建議，本研究不代表中央銀行立場

摘要

本研究主要探討當前人民幣匯率制度及變革過程，中國經濟及貿易活動所受影響，並評估國際經貿失衡或中國外部失衡，對中國內部失衡及貿易對象之可能衝擊，最後並討論中國近年來為解決內外部失衡所採行主要措施。報告由中國國際收支鉅額順差，探討外匯存底之累積、運用及代價；並由中國貿易收支變化之實證觀點及匯率制度之討論，來探討中國匯率制度之變革及未來可能抉擇。最後透過國際失衡及區域整合等觀點，探討在中國經濟發展處於當前轉折點時，中國各項為緩和其內外部失衡所採行之改革或開放措施，及其對亞洲各國經貿及匯率制度之影響。

研究報告認為，如就短期觀點而言，基於當前中國經濟發展策略及所面臨經濟結構問題，人民幣匯率制度大幅改革可能性並不大，而目前進行之雙邊換匯或貿易結算等協議，雖有其必要性，但並無法解決上述根本問題。就中長期觀點而言，由於中國在國際經貿或金融市場上之角色日益重要，中國內外部失衡又呈逐漸擴大，因此，無論就人民幣之國際地位或就經濟長期穩健發展等觀點，自出口導向轉為以內需為主之經濟型態，不僅應為政策方向，實際上亦為經濟發展過程之必然結果。在國內消費需求受所得提升引發下，經濟受外部衝擊之影響將逐漸降低，「匯率法則」之重要性亦將下降，此時，匯率制度可更具彈性，同時，資本帳之管制亦可配合此一轉變而逐漸放寬。

本研究結論指出，以內外部均衡觀點，匯率制度或外匯政策之變革仍為經濟發展進程中所不可或缺之一部份，尤其當內部失衡風險因外部失衡擴大而逐漸升高時，對資本移動之限制如能加速放寬，或允許更有彈性之匯率制度，將同時有利人民幣成為亞洲關鍵貨幣，並滿足其具備成為主要國際貨幣之基本條件，同時亦能降低國內資產價格泡沫風險。

對亞洲各國而言，在中國巨大經貿影響力下，本身匯率彈性或制度空間已大幅受限，長期而言，亞洲各國如能透過共同貨幣籃基準來間接整合各國貨幣市場，對其經濟發展及區域金融穩定均有其正面意義。雖然，建立亞洲貨幣同盟或共同貨幣（亞元）仍屬遙遠議題，但受金融危機影響，美元價位大幅波動，區域金融穩定亦受威脅，此議題已顯示出其實質意義。由於目前人民幣匯率缺乏彈性且無法自由兌換，短期仍無法成為主要國際準備貨幣之一，而由歷次金融危機經驗可知，換匯協議對穩定貨幣價格及維持區域金融穩定，有其必要。未來如各國政經差異縮小，金融市場更為整合，即可以多邊換匯協議為基石，並建立共同貨幣籃基準，朝向貨幣同盟或亞元發展，使之與美元及歐元三足鼎立。此發展方向不僅有利亞洲各國經濟發展、金融穩定及國際地位，對人民幣前景而言，其國際地位將較中國所建議「超主權貨幣」之國際貨幣體系為高，對全球之影響力及重要性亦更大。

目 錄

摘 要	i
目 錄	I
壹、 前言	1
貳、 中國國際收支	4
一、 國際收支順差與外匯存底	5
二、 外匯存底之運用	17
三、 鉅額外匯存底之相關議題	28
四、 本章結語	40
參、 中國匯率制度之抉擇	42
一、 中國貿易收支與人民幣匯率	43
二、 人民幣匯率制度之抉擇	57
三、 人民幣匯率制度之未來方向	69
四、 本章結語	83
肆、 中國經濟地位之轉折點	85
一、 全球失衡與中國經濟內外部失衡	86
二、 中國對亞洲鄰國之影響	100
三、 中國影響力之再提升	113
四、 本章結語	130
伍、 結論	132
參考文獻	

圖表目錄

表 1	中國國際收支狀況	7
表 2	國際準備之黃金存量及占國際準備比重	18
表 3	中國國際準備、黃金存量及黃金價值比重	19
表 4	中國持有美國債券金額	23
表 5	中央匯金公司主要參股銀行及持股比例	27
表 6	中國外匯存底適足程度變化	36
表 7	人行資產負債表重要項目(2008 年)	37
表 8	超額外匯存底之機會成本	38
表 9	人行外匯資產因人民幣升值之匯兌損失	39
表 10	人行國外資產、準備貨幣與發行債券餘額	96
表 11	中國及歐美對全球失衡及調整之觀點比較	126
圖 1	中國國際收支概況與人民幣走勢圖	8
圖 2	經常帳與人民幣走勢圖	9
圖 3	金融帳與人民幣走勢圖	10
圖 4	中國外匯存底變化圖	11
圖 5	由國際收支看外匯存底增額	12
圖 6	外匯存底、貿易順差及直接投資累積淨額	14
圖 7	外匯存底月增額及當月貿易順差與直接投資	14
圖 8	熱錢與市場對人民幣走勢預期	16
圖 9	主要國家之國際準備中黃金持有存量	18
圖 10	各國官方及非官方持有美國公債及比重	21
圖 11	中國及日本持有美國公債餘額及比重	21
圖 12	中國持有美國債券餘額及占世界比	22

圖 13	中國各月淨買入美國各式債券	24
圖 14	中國淨買入債券與外匯存底增額比及美元	25
圖 15	高外匯存底國家之外匯存底適足程度	34
圖 16	主要國家商品貿易餘額及貿易比重	44
圖 17	世界主要國家出口及進口年增率	45
圖 18	世界主要國家外貿金額及比重	46
圖 19	中國對全球主要區域之貿易往來	48
圖 20	中國對全球主要區域之貿易餘額	49
圖 21	中國與美國雙邊貿易 (商品及服務)	54
圖 22	中國與主要區域之貿易往來情形	55
圖 23	中國與台灣之貿易往來情形	56
圖 24	人民幣與一籃貨幣走勢	67
圖 25	人民幣 NDF 與一籃貨幣走勢	68
圖 26	新興布列敦森林體制示意圖	88
圖 27	中國 GDP 主要構成因素	95
圖 28	中國外匯存底與人行準備貨幣	96
圖 29	中國外匯存底、貨幣供給額與放款年增率	97
圖 30	中國外匯存底、新增貸款與人行準備貨幣	98
圖 31	中國貨幣供給額與 CPI 年增率	98
圖 32	中國上証綜合指數與人民幣預期升幅	99
圖 33	澳洲主要出口對象比重分析	103
圖 34	中國及亞洲主要國家原油淨進口年增率	104
圖 35	各國或主要地區原油淨進口比重	104

壹、前言

無論就中國經常帳順差之規模或相對 GDP 比例而言，已為當前討論全球經濟或金融失衡之焦點，同時亦為中國本身討論內部經濟失衡之焦點。就西方觀點探討全球失衡問題時，人民幣幣值低估及固定匯率制度，常被視為中國鉅額貿易順差及全球經貿失衡之主因；而對中國內部本身而言，鉅額貿易順差反映內部資源及生產要素未有效加以運用，同時亦可能引發國內資產價格泡沫化等風險。

因此，絕大多數西方觀點均認為，應降低失衡之規模；然而，對於失衡能否持續及應如何縮小失衡規模，卻存在不同見解。有人認為貿易順差為關鍵，故中國應使人民幣大幅升值並改變為自由浮動匯率制度；有人認為此與中國儲蓄過剩有關，因此，宜提高中國政府及民間消費支出；但亦有人認為失衡與全球化進展有關，短期內並無法大幅削減失衡規模，宜由漸進方式來解決，且失衡雖不宜持續擴大，但將會一直存在，此主要反映國際分工之結果。

人民幣大幅升值並改變匯率制度雖常被視為解決國際失衡或其內部失衡之重要關鍵，惟因中國透過與東亞各國生產垂直整合，已成為世界工廠，並對歐美地區輸出最終消費品，此國際分工結構，已使得單就人民幣匯率調整或制度改革能否解決失衡，充滿爭議性，尤其中國官方多不認同此一解決方案。短期內並不易了解人民幣升值對中國貿易順差之真正影響，例如，自人民幣匯率制度改革以來，

失衡規模反而更形擴大；同時，如中國官方認定經濟成長或出口因人民幣升值而受衝擊時，亦會限制其匯率彈性。因此，中國對人民幣匯率制度之抉擇或改革，與其對上述問題之認知及態度所影響，並與其在全球整合過程所願意扮演之角色息息相關，實非西方學術理論範疇所能定論。

當前中國貿易順差及外匯存底已極為龐大，就中長期而言，以中國經濟規模之大，如經濟持續發展，內部需求將被引發出來，出口對 GDP 比勢將下降，則釘住單一貨幣之固定匯率，將不再適合經濟發展所需。以長遠政治考量，中國亦不宜以出口做為經濟發展主軸，國際收支因而處於鉅額盈餘，反映生產要素以過低價格出售。然而，以當前金融開放程度及經濟發展模式，中國似仍須對人民幣匯率彈性加以限制，並對資本移動進行管理；換言之，短期內中國仍將採行偏向固定匯率之管理式中間制度，並視經濟狀況調整人民幣匯率或升值速率。中期而言，中國將以其對亞洲各國具深遠影響力之經濟實力，逐漸增加匯率彈性並透過換匯及貿易清算等協議，來強化其對區域其他貨幣之影響力及地位；就長遠未來，中國希望降低美元及歐元對人民幣之影響，但人民幣能否成為主要國際貨幣，仍視其能否放寬資本管制及允許較大匯率彈性而定；而就亞洲各國而言，各國匯率前景或制度將受中國政策方向所影響。

2007 年夏天由美國次級房貸所引發之金融事件，已於 2008 年發展成全球性金融風暴及經濟衰退，此事件突顯出

全球化浪潮下，一國金融市場與經濟發展受他國所影響之程度日趨擴大，而相對地，一國經濟規模愈大者，如發生重大事件，對他國或全球市場之影響，亦愈來愈難以估計。美國外部失衡同時反映在中國外部失衡上，如兩大國外部失衡持續擴大，亦將同時反映二者內部失衡擴大之風險；目前中國 GDP 規模已為第三大國，並將於近年內超越日本成為第二大國，如美、中經濟發展過程所產生失衡問題，未能妥善解決，將為全球經濟前景帶來極大不確定性。換言之，中國並無法置身於全球失衡問題外，與美國同處於經濟發展重大轉折點，而此又關係著全球經濟金融穩定。

本報告各章節安排如下：第貳章討論中國國際收支及鉅額經常帳盈餘之概況，以了解鉅額外匯存底如何累積及所衍生問題；第參章討論近年來人民幣匯率及中國與各國貿易間之關聯性，並由不同匯率制度之優缺點，探討未來人民幣匯率制度之可能抉擇；第肆章由全球失衡觀點，來探討中國或亞洲內外部失衡問題，並由中國對亞洲鄰國之影響，來探討亞洲各國匯率制度之抉擇；最後，透過中國觀點來探討其對全球失衡之看法或政策，例如，如何縮小失衡規模並同時提升本身在全球經濟上之地位，以符合其當前經濟實力。第伍章總結研究報告主要觀點。

貳、中國國際收支

探討一國經濟是否處於內、外部均衡以及其匯率制度是否適宜，最主要觀察切入點為其國際收支帳及國際投資部位。由於鉅額貿易順差，在 2007 年中國國際收支呈現 4,616.9 億美元順差，2008 年因全球金融風暴，使得金融帳順差大幅減少，致國際收支順差降至 4,189.9 億美元，但與 GDP 比，仍達 9.5%。另一方面，國際投資部位已為淨資產（即淨債權國，含官方準備），2008 年淨資產部位接近 1 兆美元，此亦為近年來所得收支得以自逆差轉為順差之主因。

貿易順差加上所得收支轉為順差，使中國經常帳順差已接近 GDP 之 10%。無論就經常帳順差之規模或相對於 GDP 之比例而言，已成為各界爭議焦點；就中國外部經濟而言，此亦視為當前全球性經濟或金融失衡之重要關鍵，就中國本身內部而言，此常被視為可能引發國內資產價格泡沫化之潛在風險。因此，欲了解相關議題之根源，宜由中國國際收支開始探討。

本章在討論近年來中國國際收支變化情形，以了解其外匯存底係如何累積，以及不同階段或過程中有何不同，藉以探討熱錢之存在及其流動速率或方向；最後，並分析外匯存底之運用及過多外匯存底之可能負面影響，以利於了解後面章節對中國人民幣匯率制度及中國經濟內、外部失衡之討論。

一、國際收支順差與外匯存底

近年來中國國際收支鉅額順差為各界焦點，如觀察 90 年代以來國際收支順差之變化情形，可將 2001 年視為重大分水嶺。在此之後，中國國際收支呈現一路快速增長趨勢，並於 2007 年達到 4,617 億美元高峰。實際上，在此之前，此順差金額並不大，且每年或有增減，並非呈一路增加之趨勢，例如，在 1992 年時即曾出現約 20 億美元之逆差。如分析 1990 年以來，中國國際收支個別項目之變動情形，可了解到近 10 年來，支持中國經濟發展之主要動力，早期主要為大量外國直接投資，近年為逐年增加之貿易順差，而外人直接投資與貿易順差擴增，與 1994 年中國對人民幣原雙軌匯率制加以並軌，隨後匯率並趨於穩定有關。

(一) 中國國際收支變動情形

表一及圖一彙整中國自 1990 年迄 2008 年間各年國際收支餘額與人民幣匯率走勢圖。如進一步觀察，可再將 2001 年分水嶺以前之期間再區分為兩個不同階段；第一階段為 1996 年以前，此時期國際收支順差金額並不大，且經常帳並無明顯順差，金融帳順差為國際收支順差之主要來源。在第二階段（1997 至 2001 年），國際收支順差金額亦不大，甚至在 1998 年亞洲金融風暴期間，一度接近收支平衡，惟此時期與先前時期存在一項明顯差異，即經常帳開始出現順差，並有逐年增加情形，因此，或可將此階段視為中國經濟發展轉向為出口導向之過渡時期。在此階段，金融帳

順差呈縮小，且在亞洲金融風暴期間，一度呈現淨流出約 63 億美元，此應與當時國際資金暫時撤離亞洲有關。

在分水嶺以後，或過渡期以後，經常帳順差出現加速增長現象，並為國際收支順差主要來源；換言之，在第三階段，中國已成功轉向為出口導向經濟體。另一方面，此時期金融帳亦呈順差，但變動幅度加大，此應與近年中國金融改革及金融市場全球化有關；例如，人民幣匯率制度已更具彈性，且資本市場亦較先前階段開放。

由於在第三階段甫開始期間，中國國際收支順差已有明顯擴大現象，尤其對美貿易順差更呈現明顯增長，因此，人民幣幣值問題自然成為國際社會焦點，2003 年中國國際收支順差已逾千億美元，2004 年又倍增至 2,000 餘億美元，國際金融界要求人民幣升值之呼聲及預期亦達高峰，2005 年 7 月中國對人民幣匯率制度進行改革，將匯率自 8.2765 升值至 8.11 兌 1 美元後，並容許每日於狹窄空間內波動並逐日微幅升值。

由於上述匯率制度改革與外界預期，尚有一段距離，反加深市場對人民幣升值預期及投機，因此，在 2006 及 2007 年間，中國國際收支順差仍呈快速擴張，直至 2008 年全球面臨金融風暴，市場對人民幣升值預期消失，甚或預期將貶值，此順差始出現 10 年來首次縮減。(表 1 及圖 1)

表 1、中國國際收支狀況 (10 億美元)

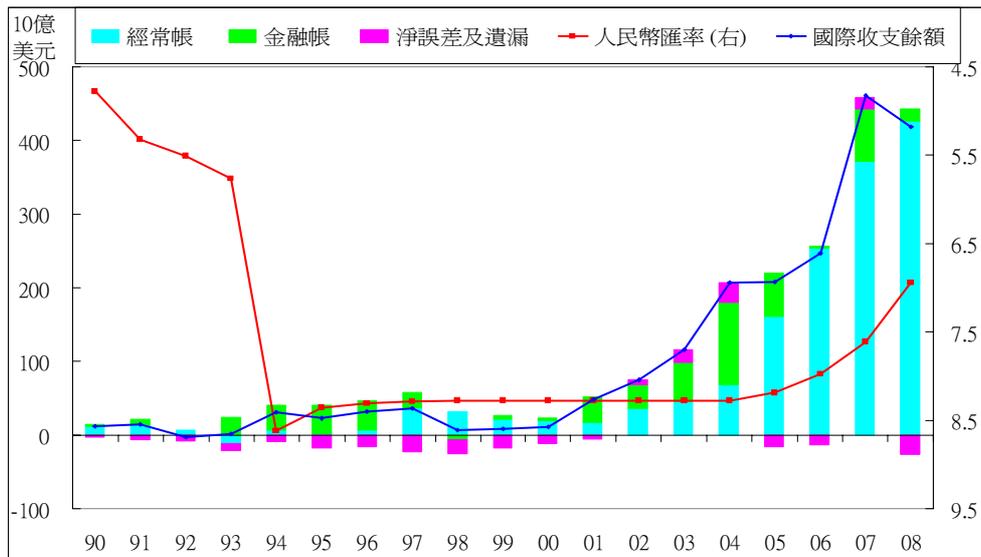
	國際收支 餘額	經常帳		金融帳			其它 ^b
		餘額	貿易 ^a	餘額	直接	證券	
1990	12.05	12.00	10.67	3.26	2.66	-0.24	-3.21
1991	14.54	13.27	11.6	8.03	3.45	0.24	-6.77
1992	-2.06	6.40	5	-0.25	7.16	-0.06	-8.21
1993	1.77	-11.60	-11.5	23.47	23.12	3.05	-10.10
1994	30.45	6.90	7.6	32.65	31.79	3.54	-9.10
1995	22.47	1.62	11.96	38.67	33.85	0.79	-17.82
1996	31.71	7.24	17.55	39.97	38.07	1.74	-15.50
1997	35.86	36.96	42.82	21.04	41.67	6.94	-22.14
1998	6.25	31.47	43.84	-6.28	41.12	-3.73	-18.95
1999	8.65	21.11	30.64	5.20	36.98	-11.23	-17.67
2000	10.69	20.52	28.87	1.96	37.48	-3.99	-11.78
2001	47.45	17.40	28.08	34.83	37.36	-19.41	-4.79
2002	75.22	35.42	37.38	32.34	46.79	-10.34	7.45
2003	116.59	45.88	36.08	52.77	47.23	11.43	17.94
2004	206.15	68.66	49.28	110.73	53.13	19.69	26.76
2005	207.34	160.82	124.8	58.86	67.82	-4.93	-12.34
2006	246.86	253.27	208.91	2.60	56.93	-67.56	-9.05
2007	461.69	371.83	307.48	70.41	121.42	18.67	19.45
2008	418.99	426.11	348.87	15.91	94.32	42.66	-23.03

資料來源：IMF

a) 包含商品及服務

b) 包含淨誤差與遺漏以及資本帳

圖 1、中國國際收支概況與人民幣走勢圖



資料來源：IMF

(二) 經常帳分析

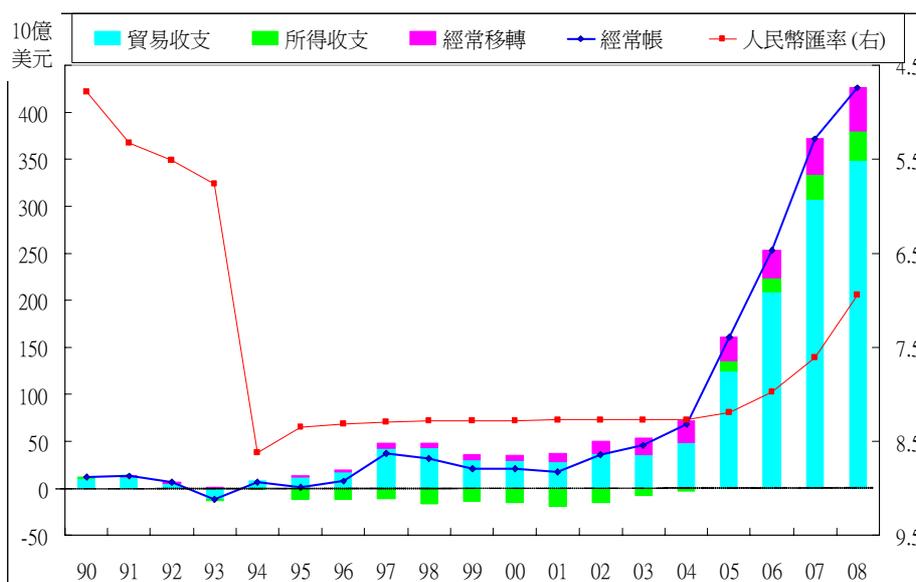
一般而言，一國經常帳最主要項目為該國貿易（商品及服務）收支。如以前述三階段分析方式觀察中國經常帳變動情形，可發現在第一階段時，經常帳並無明顯順差，主要因貿易順差不大，且早期國際投資部位仍屬淨負債（因來自國外之直接投資金額仍大），致所得收支亦為逆差，1993年經常帳甚至出現 116 億美元逆差。

1994 年以前，中國多次調整人民幣官方匯率（貶值），並在 1994 年 1 月，將原雙重匯率加以並軌，使 5.82 元兌換 1 美元之官方價格，調至與市場價格（即調劑價）相同之 8.72 元兌 1 美元。隨後人民幣匯率走勢穩定，且當時工資水準低，使中國商品出口具競爭優勢，因此，在屬過渡期之第二階段，中國對外貿易已開始出現順差並有逐年成長趨勢，經常帳順差亦因而逐年成長。甚至於亞洲金融風暴

期間，其他亞洲貨幣大幅貶值時，中國貿易順差所受影響仍有限，直至 2000 年美國因網路泡沫破滅陷入衰退，中國貿易順差方有明顯減幅（自 466 億美元降至 340 億美元）。

在第三階段時期，中國經常帳順差快速擴大，反映出商品貿易順差快速成長，加上在多年經常帳呈現順差下，國際投資部位亦改善為淨資產部位，所得收支亦於 2005 年轉為順差，以 2008 年資料而言，商品貿易順差達 3,608 億美元，而淨所得收支亦達 315 億美元，二者合併 3,923 億美元，佔經常帳順差 4,261 億美元之 92%。（圖 2）

圖 2、經常帳與人民幣走勢圖



資料來源：IMF

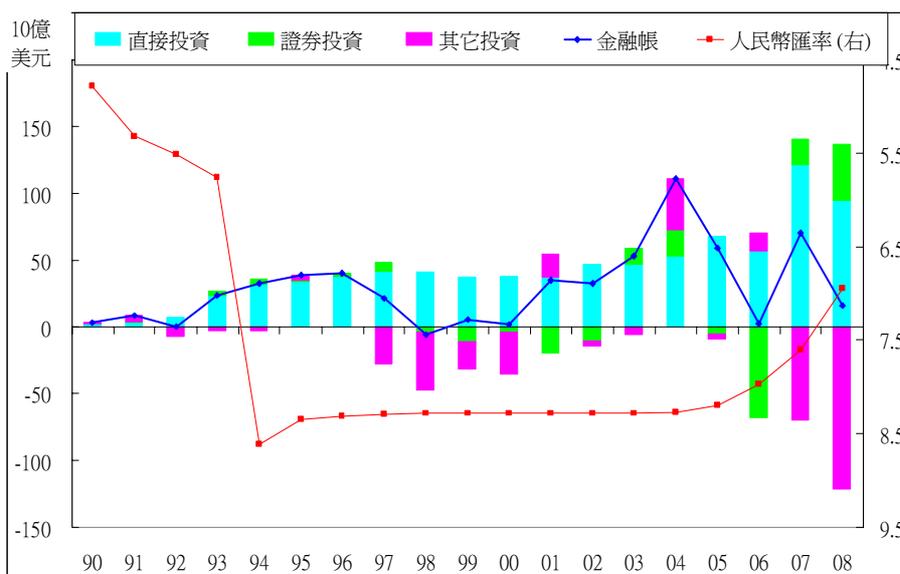
(三) 金融帳分析

在各不同階段中，中國金融帳餘額並未如經常帳呈現一路增加之趨勢，部份因素應與人民幣匯率制度之變革及市場對其制度走向之預期有關。如前述，在屬於發展期之

第一階段，金融帳順差為國際收支處於順差之關鍵，此與中國生產要素價格具有相當競爭性，外國人直接投資大量流入，使此項目成為金融帳出現順差之最重要因素。另一方面，在不同階段，證券投資項目並未有明顯趨勢，金額亦多不大，但曾於 2006 年一度出現高達 676 億美元淨流出。

另較值得注意的是，其它投資項目雖似無明顯態勢，但實際上與市場對人民幣預期走勢可能有關；例如，在 1997 至 1998 年亞洲金融風暴期間，由於亞洲貨幣均大幅貶值，市場因而預期人民幣有貶值壓力，此時其他投資項即出現明顯淨流出；另 2004 年時，市場對人民幣升值之預期達到高峰，當年度此項目則有高達 379 億美元淨流入；而在 2008 年時，市場對人民幣升值預期逐漸轉向為可能貶值之預期時，此項目則出現高達 1,210 億美元之淨流出。（圖 3）

圖 3、金融帳與人民幣走勢圖

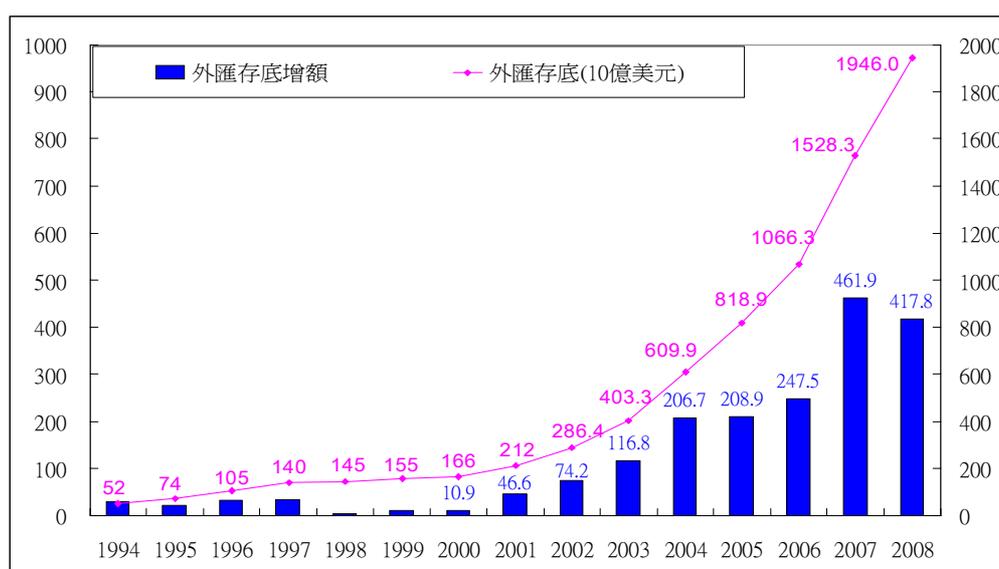


資料來源：IMF

(四) 國際收支與外匯存底

由前述分析可知，自 2002 年以來，中國國際收支走勢邁入第三階段，即以貿易順差帶動之經常帳順差，年年均呈快速擴張，且在中國匯率制度缺乏彈性及資本自由移動受限等因素下，使中國外匯存底因而迅速累積。在 2004 年以後甚至以每年逾 2,000 億美元之增額累積，2007 年當年度增加金額甚至達 4,619 億美元，至 2008 年底，中國外匯存底餘額已達 1 兆 9,460 億美元。鉅額外匯存底常被其它主要經濟體視為國際經濟失衡之重要證據之一，且亦常被認為，亦終將導致中國經濟內部失衡，並可能引發資產泡沫及泡沫破滅之風險。本節重點在於了解中國外匯存底之累積及其運用，以利後面章節後續探討。(圖 4)

圖 4、中國外匯存底變化圖

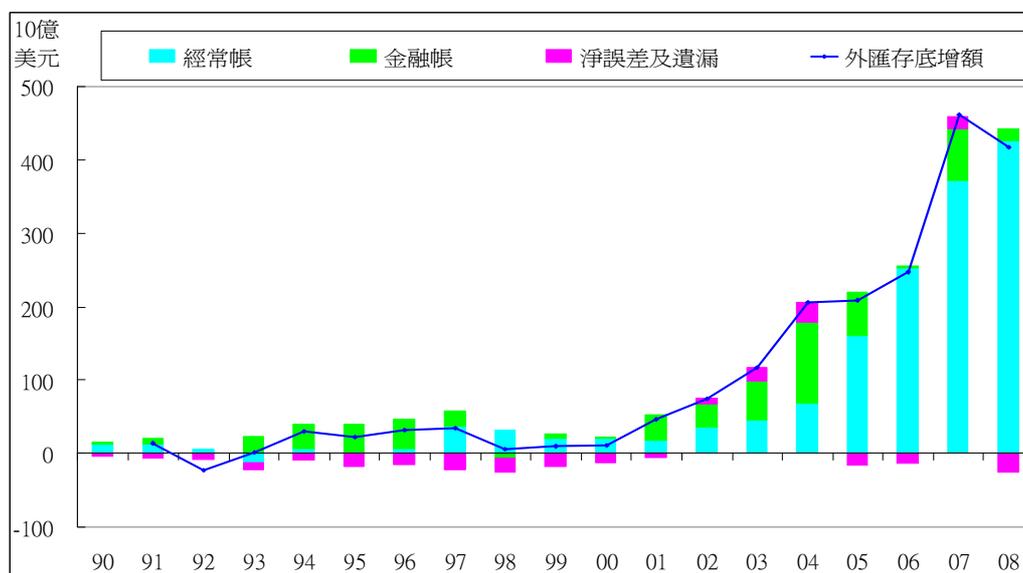


資料來源：中國人民銀行及 IMF

一般而言，一國如允許資本自由移動及匯率自由浮動，當一國經常帳呈現逆差時，金融帳將出現順差（如美國），或經常帳出現順差時，則該國金融帳亦將同時存在逆差現象（如德國）；換言之，該國國際收支大多時候應處於接近平衡之狀況，加上央行不會進行外匯干預，故官方國際準備變動不大。然而，如一國不允許資本自由移動且匯率具僵固性，國際收支可能出現持續存在之順差，此時，國際準備或外匯存底亦將因央外於外匯市場中持續買入外匯，而逐年累積。

換言之，中國所持有鉅額外匯存底，其來源即年年出現之國際收支順差。且由前述分析可知，第一階段時期累積之外匯存底主要來自外人直接投資，而近幾年（第三階段）則來自於迅速暴增之貿易順差。（圖 5）

圖 5、由國際收支看外匯存底增額



資料來源：中國人民銀行及 IMF

一般而言，開發中國家在發展本國經濟朝出口導向過程

中，貿易與外人直接投資等項目所產生之順差多為其政府所歡迎，並視其為經濟發展過程中屬健康且必須存在者；另一方面，相對於此二項目以外之資本流入，尤其在經濟尚處於起飛或發展階段中，多視為廣義性之熱錢。此外，由於中國在此二項目出現明顯順差，對全球經濟失衡或亞洲鄰國經濟而言，均具有極大影響力，後面章節將繼續對此一議題加以探討；因此，本節就此二項目在第三階段之變化，進一步以月資料加以分析。

自 2001 年以來，外匯存底之來源主要為貿易順差，而外人直接投資為第二重要因素。在 2004 年以前，無論就其累積金額或當月增額而言，可發現外匯存底之累積或增加，幾乎與貿易及直接投資等二項目合計之月增額相當。然而，自 2004 年以後，可發現外匯存底累積金額或當月增額中，不能以此二項目解釋之部份，開始出現較大之差異。

尤其在 2008 年下半年，儘管貿易順差縮小，但此順差金額仍大，然而，部份月份之外匯存底卻反而出現較前一月減少之現象，反映當時國際收支可能已出現逆差，亦即第三階段時，金融帳或其它項等項目對外匯存底月增額之影響，已超越經常帳對外匯存底月增額之影響[†]。(圖 6 及圖 7)

[†] 通常一國國際收支係以季資料公布，因此，上述月份出現收支逆差之情形並無法透過每季公布加以觀察，而須由月資料來了解。

圖 6、外匯存底、貿易順差及直接投資淨流入累積額

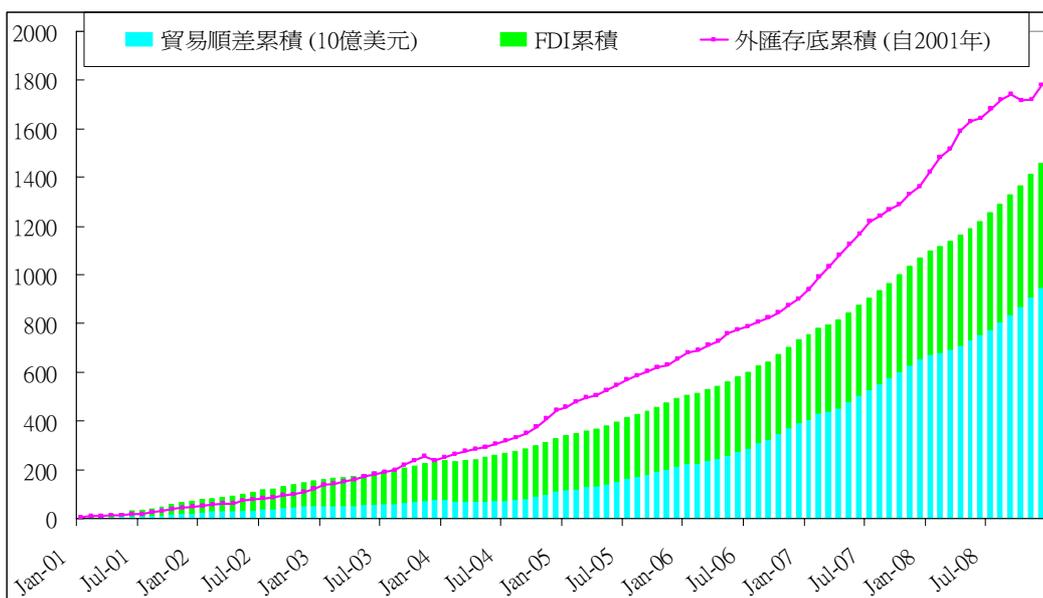
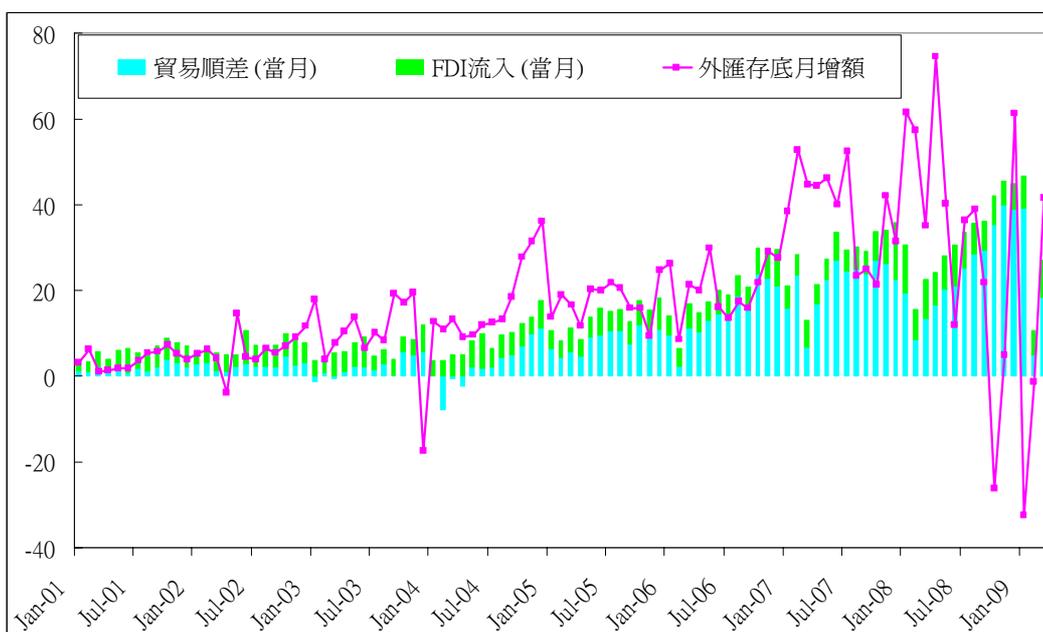


圖 7、外匯存底月增額及當月貿易順差與直接投資



資料來源：中國人民銀行

如前述，扣除貿易順差與直接投資後之資金淨流入，可視為廣義之熱錢。因此，廣義性之熱錢為外匯存底攀升之第三項主要因素；例如，如扣除貿易順差及直接投資項

後，在 2003 及 2004 年間，月平均熱錢流入金額約為 31.4 億及 93.8 億美元，但在 2005 及 2006 年月平均金額分別降為 38.3 億及 5.8 億美元。在 2007 年此廣義性熱錢流入又達另一高峰，當年月平均流入金額達 104.3 億美元，直至 2008 年時金融風暴席捲全球，月平均又降至 23.7 億美元。

如在進一步以人民幣之無本金交割遠期外匯 (NDF) 觀察，可發現此廣義性熱錢之流入速率，與市場對人民幣匯率走勢之預期有關。如以即期匯率與一年後 NDF 匯率之差異，做為市場對人民幣未來走勢之預期[‡]，當差異為正時，代表市場預期人民幣將升值，且數值愈高反映此預期愈強。將即期匯率及一年後 NDF 之差異與廣義熱錢流入做一比較，可發現二者呈正相關，亦即，熱錢移動方向或速度，與市場預期人民幣升貶值呈現明顯相關。

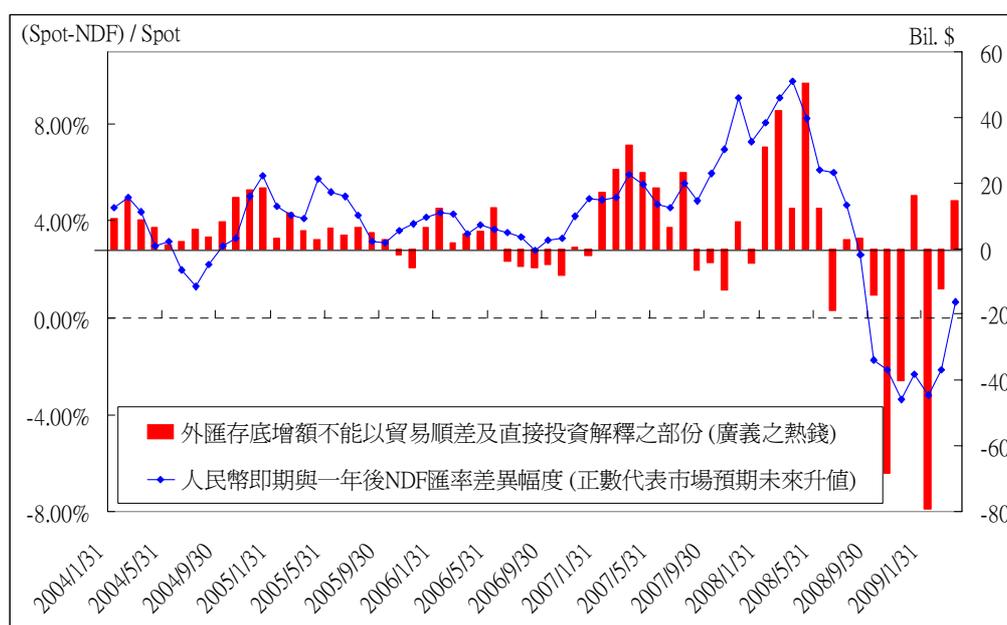
在 2005 年 7 月人民幣匯率制度重大變革之前，市場已先行預期人民幣將大幅升值，因此，外匯存底月增額中無法以貿易順差及直接投資加以解釋之部份，多為正數，且幅度大小與差異大小有關。而在人民幣匯制改革後，此預期呈現降溫，而流入速率亦呈減緩，且一度出現淨流出。

而在 2007 年，美國經濟因房市泡沫破滅影響，開始陷入衰退疑慮之際，美元貶值壓力日增，當時市場亦充滿經濟脫鈎 (decoupling) 觀點，致熱錢流入又達另一高峰。2007 年時月平均流入金額達 104.3 億美元，直至 2008 年

[‡] 此處並未考慮兩國間之利率差異。

金融風暴席捲全球之際，月平均金額甫降至 23.7 億美元。尤其在 2008 年下半年市場開始產生中國經濟將不免受到影響，加上國際美元因市場去財務槓桿 (de-leverage) 大幅揚升，致首度出現人民幣可能貶值之預期心理，熱錢呈現大幅淨流出現象。(圖 8)

圖 8、熱錢與市場對人民幣走勢預期



資料來源：中國人民銀行、Bloomberg 及作者計算

簡言之，中國鉅額外匯存底之累積，早期主要來自於出口導向經濟政策所帶來之貿易順差，及受到獎勵之直接投資等二項目；但近年來，由於中國資本市場日益開放所帶來之證券投資，以及基於人民幣匯率缺乏彈性，所間接引發而來之熱錢等，其重要性亦逐年提高。

二、外匯存底之運用

除了少數匯率屬自由浮動並允許資本自由移動之先進國家外，其餘多數國家央行多不會公布外匯存底之幣別組合或投資標的。自第三階段以來，中國國際收支呈鉅額順差，央行又不斷進場買入外匯，致其國際準備淨增加金額逾 1 兆 7 千餘億美元，對國際金融市場而言，中國人民銀行之各項投資動向已具有舉足輕重之影響。然而，外界並無法直接由中國官方所公布數據來了解其投資配置，惟威信美元資產仍為主要投資目標；因此，或可由美國財政部所公布資料間接了解近年來中國外匯存底之主要用途或投資概況。

(一) 黃金

黃金為外匯存底以外，國際準備之另一項選擇，目前各國國際準備中，黃金為外匯存底以外最重要之組成項目之一，此與早期金本位制度有關。近年來，部份先進國家實際上減持黃金（如瑞士），部份國家則持續維持原持有部位（如美國及德國等），部份國際準備增加較快且屬新興市場國家則小幅增加黃金部位（俄羅斯及巴西）。

整體而言，近 7 年來，世界各國央行（約 103-106 國）所持有之黃金存量，實際上，約減少 3,000 噸 (tonnes)，此主要反映歐美各國降低黃金在國際準備上之重要性。

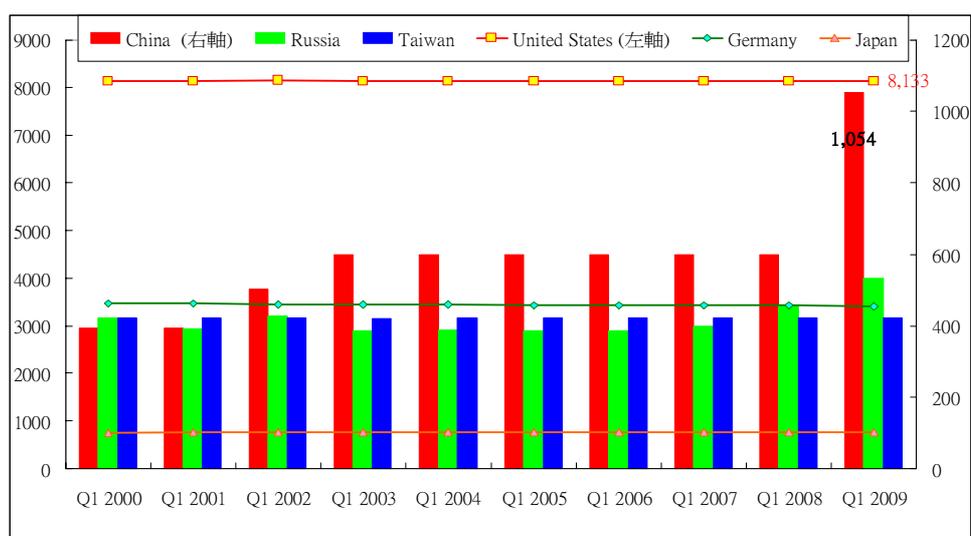
(表 2 及圖 9)

表 2、國際準備之黃金存量及占國際準備比重

	2001 年 12 月		2005 年 1 月		2008 年 12 月	
	Tonnes	比重	Tonnes	比重	Tonnes	比重
美國	8,149.0	55.5%	8,133.5	60.4%	8,133.5	76.5%
德國	3,456.6	36.6%	3,433.2	50.4%	3,412.6	64.4%
瑞士	2,223.8	38.1%	1,290.1	26.2%	1,040.1	23.8%
日本	765.2	1.7%	765.2	1.3%	765.2	1.9%
中國	395.0	1.8%	600.0	1.4%	600.0	0.9%
台灣	421.8	3.2%	423.3	2.4%	422.4	3.6%
俄羅斯	413.3	9.8%	386.8	4.6%	495.9	2.2%
印度	357.8	7.0%	357.7	3.9%	357.7	4.2%
新加坡	127.4	1.5%	127.4	1.8%	127.4	1.8%
巴西	14.2	0.4%	13.6	0.4%	33.6	0.4%
南韓	13.7	0.1%	14.2	0.1%	14.3	0.1%
全球	29,374	11.2%	27,809	9.5%	26,354	8.5%

註：每噸 (Tonnes) 為 32,151 盎司 (troy ounce)，2001 年 12 月價格以每盎司 278.75 美元計算，2005 年以 435.7 美元計算，2009 年以 919.5 美元計算。

圖 9、主要國家之國際準備中黃金持有存量



資料來源：World Gold Council

(單位：Tonnes)

在 2008 年以前，中國曾經於 2001 年及 2002 年分別增加 105.8 噸及 99.2 噸之持有量，但由於其國際準備增加速度更快，因此，黃金價值占國際準備之比重，逐年下滑。以世界主要國家而言，尤其是早年亦由貿易順差累積大量準備之日本，或近年來仰賴石油出口之俄羅斯等，甚或是中國過去歷史比重而言，目前比重處於相對低點；因此，中國官方應有增加黃金持有量之意願及可能。

實際上，如依世界黃金協會 (World Gold Council) 所公布之最新數據，中國 2009 年第一季之黃金存量，已較原存量增加 454 噸 (或 75%) 至 1,054 噸，預估黃金價值占其國際準備之比重，則自 2008 年時之 0.9%，回升至 1.6%。(表 3)

表 3、中國國際準備、黃金存量及黃金價值比重

	2000	2001	2003	2005	2007	2008	09Q1
國際準備(十億美元)	171.7	220.1	416.2	831.4	1546	1965	1986
黃金存量(Tonnes)	3953	500.8	600.0	600.0	600.0	600.0	1054
黃金價值(十億美元)	3.49	4.45	8.03	9.90	16.08	16.9	3.11
黃金/國際準備(%)	2.03	2.02	1.93	1.19	1.04	0.9	1.56

資料來源：World Gold Council 及 IMF 之 IFS

註：2008 年及 2009 年 Q1 之國際準備係由外匯存底及 IFS 資料所求估計值。

(二) 美元資產

國際準備扣除黃金後，最重要之部份即為外匯存底，由於中國仍有外匯管制措施，對資本流出屬其重要政策，因此，可透過美國財政部所公布各國持有美國債券之變動情形，間接了解中國如何運用其外匯存底。如以全球各國持有美國公債而言，自 2000 年以來迄今，各國持有餘額自 1 兆又 850 億美元，攀升至 2009 年 3 月之 3 兆 2,652 億美元，同時，各國官方持有餘額及比重亦呈逐年增加。各國官方自 2000 年持有之 6,356 億美元，增至 2009 年之 2 兆又 2,486 億美元，比重亦自 58.6%，提高至 68.9%；而在最近 4 年，亦為中國外匯存底增加較快時期，全球官方持有量亦呈較大升幅，比重則呈小幅上升，反映美國公債實際上仍為中國外匯存底之主要去路。

如以各國個別數據而言，近年來，中國持有美國資產之金額，亦隨同其外匯存底之增加而逐年增加。在 2000 年 3 月，中國持有美國政府公債 714 億美元，占全球各國持有美國公債總餘額之 6.6%，而日本則持有 3,076 億美元（約占 28.4%）；而到 2008 年 9 月，中國超越日本成為世界持有美國公債最多國家，達 6,182 億美元（約占 22.1%）。如以最新資料而言（2009 年 3 月），中國持有 7,635 億美元之美國公債，占全球各國持有餘額比重達 23.4%。

換言之，由上述資料可推知，美國財政部資料所顯示持有者為中國者，絕大多數即為中國官方所持有，此即其

外匯存底所進行之投資；亦即，在外匯管制及資本移動仍有限制下，中國民間部門持有美國資產餘額應屬極有限，中國官方目前已為美國公債最大持有者。(圖 10 及圖 11)

圖 10、各國官方及非官方持有美國公債及比重

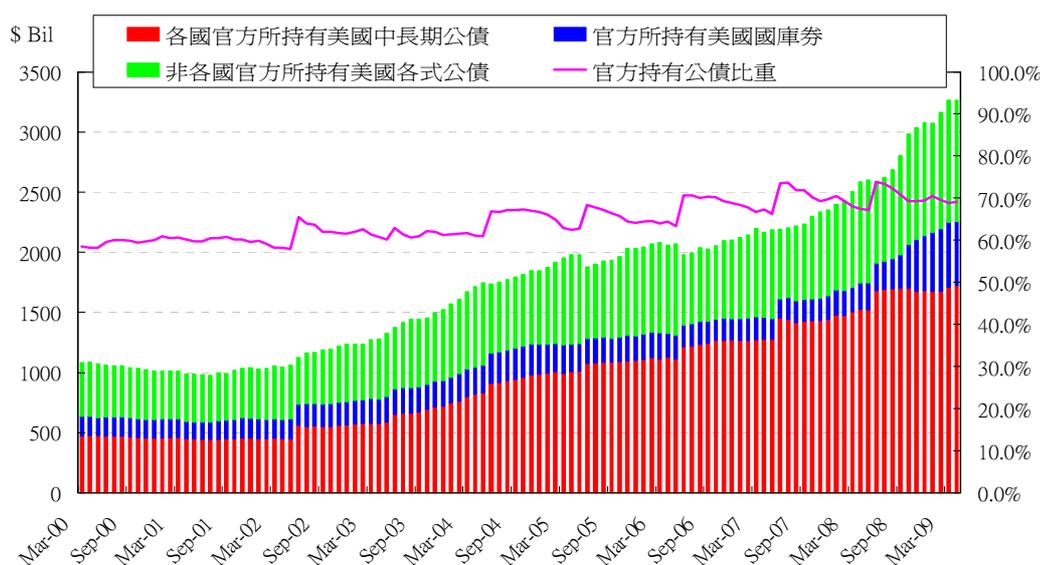
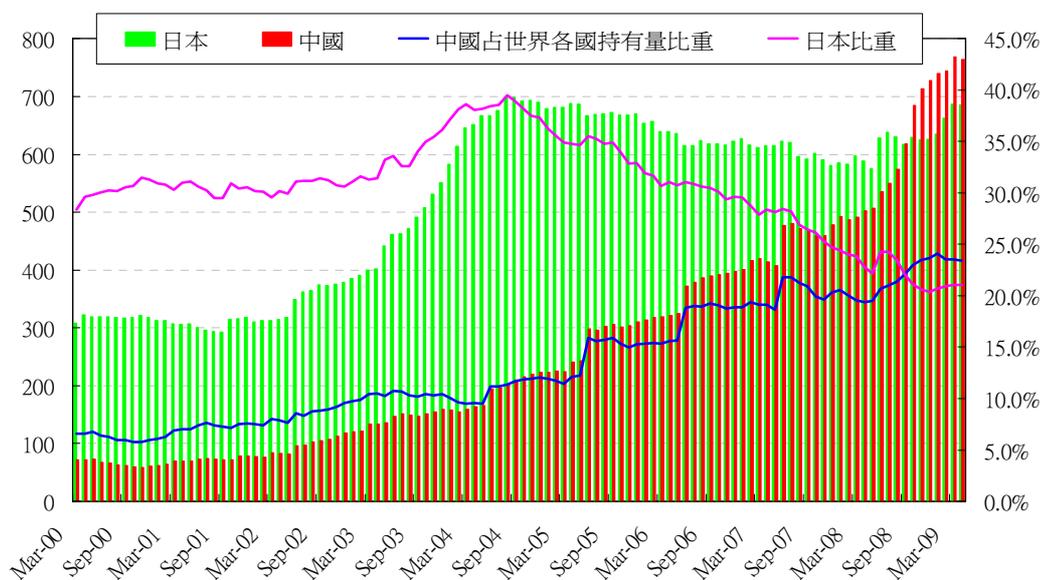


圖 11、中國及日本持有美國公債餘額及比重



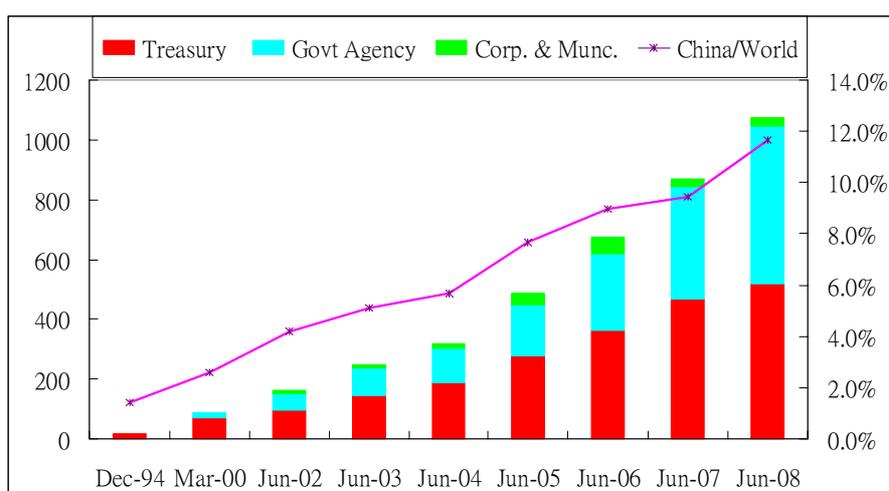
資料來源：美國財政部

中國官方除美國政府公債外，持有其他形式之中長期

債券餘額，亦呈快速成長，總餘額自 2000 年 3 月之 920 億美元，上升至 2008 年 6 月之 1 兆又 2,050 億美元。如以中國持有餘額與世界各國持有餘額相較，可發現此比例呈逐年上升，自 2000 年之 2.6%，上升至 2008 年之 11.7%。

如分析中國所持有各項有價證券之細項及比重，可知中國近年來已分散美元資產投資。在 2000 年 3 月，中國約持有美國機構債券 196 億美元，占其所持有各項有價證券之比重為 21.3%，當時，中國持有公債比重高達 77.2%。至 2008 年 6 月，中國持有機構債券為 5,271 億美元，比重已達 43.7%，超越持有中長期公債之 5,219 億美元(43%)，其他項目持有餘額增加不大，比重亦無太大變化。以中國持有各式美國債券總餘額與其外匯存底之比例而言，可知在 2002 至 2006 年間，此比例約介於 70-75% 之間；最近則降至 70% 以下，但比例仍在 2/3 以上 (圖 12 及表 4)。

圖 12、中國持有美國債券餘額及占世界比



資料來源：美國財政部

表 4、中國持有美國債券金額 (10 億美元)

	Dec.94	Mar.00	Jun.02	Jun.04	Jun.06	Jun.07	Jun.08
1.中長期公債 (1/6) %	18	71.0 (77.2)	95.2 (52.5)	189.2 (55.5)	364.1 (52.1)	467.0 (50.6)	521.9 (43.3)
2.機構債券 (2/6) %	-	19.6 (21.3)	58.6 (32.3)	114.9 (33.7)	255.3 (36.5)	376.0 (40.7)	527.1 (43.7)
3.公司債 (3/6) %	-	0.2 (0.2)	10.9 (6.0)	16.2 (4.8)	58.5 (8.4)	28.0 (3.0)	26.3 (2.2)
4.權益證券 (4/6) %	-	1 (1.1)	4 (2.2)	2.5 (0.7)	3.8 (0.5)	29 (3.1)	99.5 (8.3)
5.短期債券 ^a (5/6) %	-	-	12.7 (7.0)	18.2 (5.3)	17.2 (2.5)	23 (2.5)	30.3 (2.5)
6.中國持有總額	18	92	181.5	341.0	698.9	923.0	1205
7.各國持有總額 中國比重 ^b (6/7) %	1,244 (1.4)	3,558 (2.6)	4,338 (4.2)	6,019 (5.7)	7,778 (9.0)	9,772 (9.4)	10322 (11.7)
8.中國外匯存底 與存底比值(6/8) %	51.6 (34.9)	156.8 (52.3)	242.8 (74.8)	470.6 (72.5)	941.1 (74.3)	1,332 (69.3)	1,809 (66.6)

資料來源：美國財政部

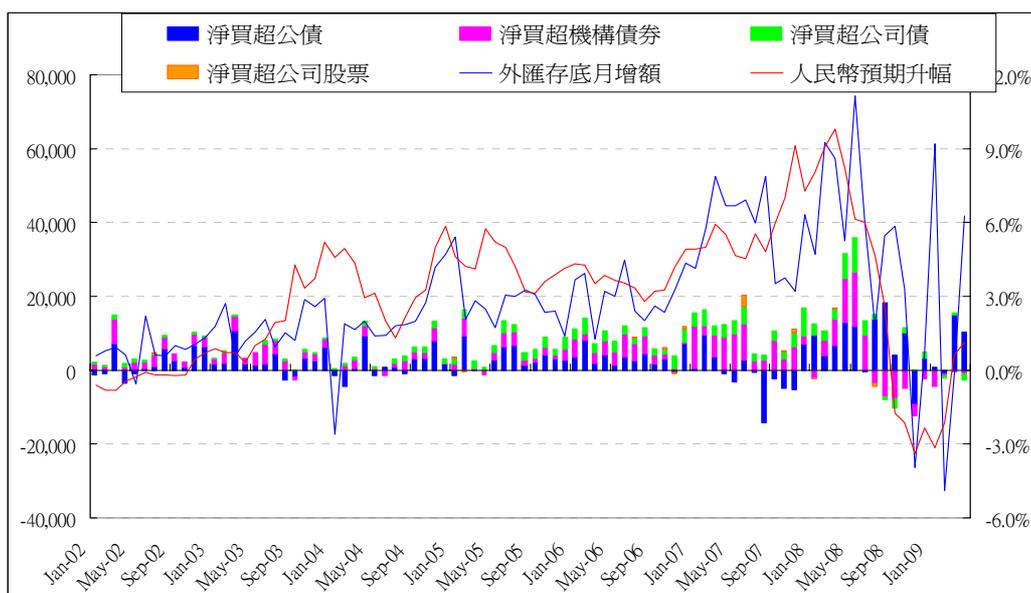
a) 1994 及 2000 年資料無短期債券資料。

b) 指中國持有總餘額占世界各國持有美國債券總餘額之比。

雖然，就中國持有美國有價證券與其外匯存底餘額之比例，近年來，一直維持在 6 成以上，且比例變動不大；然而，如就每月淨買超美國各類有價證券與當月外匯存底增額之比例而言，則呈較大變動。例如，自 2002 年外匯存底月增額擴大以來，每月淨買超美國公債、機構債券、公司債等金額，雖亦呈同步增加，但當月淨買超金額增加

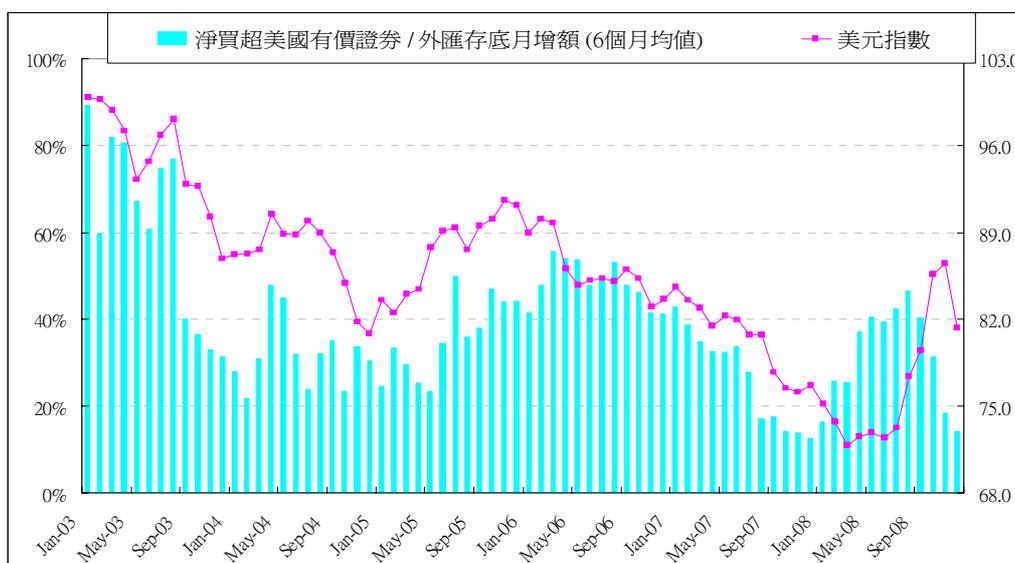
速度卻小於外匯存底增幅，且不同期間二者比例亦有較大變化。在 2003 年年底以前，月淨買超金額約為外匯存底月增額之 80%，但在 2004 年至 05 年第 3 季間，比例降至 40% 以下，而在 2005 年至 06 年第 3 季間，此比例回到 60% 上下，在 2007 年至 08 年第 2 季全球金融風暴發生前，此比例復又降至 40% 以下。在上述比例較低之時期，通常亦為市場對人民幣升值預期較強或美元走弱時期，換言之，由於中國持有之鉅額外匯存底多以美元資產為主，如美國經常帳赤字、財政赤字等隱憂出現或美元利率偏低，美元面臨貶值壓力，中國人行則會面臨外界質疑聲浪；因此，中國購入美國資產比例較低時期，反映其對美國之中長期資產持較為保守心態，亦可能反映由於中國分散其投資至其他幣別或標的，致此一比例降低。(圖 13 及圖 14)。

圖 13、中國各月淨買入美國各式債券



資料來源：美國財政部

圖 14、中國淨買入債券與外匯存底增額比及美元指數



資料來源：美國財政部及作者計算

(三) 其他

如前述，分散外匯存底至其他幣別計價之資產，或為中國運用外匯存底之可能選擇；然而，如美元以外之貨幣亦呈幣值高估情形，分散至以其他貨幣計價之資產，實非最佳抉擇。此時，購買原油、成立戰略基金或主權基金等計劃，即成為中國重要官員或相關人士所常提出之建言，同時並成為市場最常出現之傳言。惟官方在正式場合仍以不予證實之態度面對各項傳言；如在 2006 年 1 月，中國人民銀行行長周小川即表示，對上述類似計劃並無所悉。另一方面，中國亦可能透過如中海油等國營企業進行海外購併策略，此亦可視為消耗其外匯存底之其他選擇。

事實上，中國國務院為國有銀行進行改造，於 2003 年底成立中央匯金投資公司，而該公司資本主要來自中國

外匯存底。以該公司成立時間及運用外匯之時點，與中國人民銀行資產負債表相較，發現在 2003 年年底成立匯金公司並注資國有銀行時，人民銀行之其它資產項亦在當時增加約 3,300 億人民幣，而屬負債項之準備貨幣，亦增加約 4,000 億人民幣。另匯金公司亦於 2005 年 4 到 7 月間，再次動用 200 億美元注資，而人行於 2005 年 5 至 6 月間，對其它金融機構債權及其它負債亦均有大額變化。由此，可概略了解中國人民銀行動用外匯存底注資國營銀行之流程，此亦可視為有效運用外匯存底之方法之一。

中國人民銀行自匯金公司成立以來，已陸續動用了約 1,000 億美元之外匯存底注資國內金融機構，以配合改造國有銀行計劃；然而，中央匯金公司能否成為類似韓國之 KIC 或新加坡之 GIC 等政府投資公司，早期仍存在著不同看法，主要差異在於 GIC 等係以外匯存底投資海外資產，但中國之中央匯金公司則投資於國內市場。

不過，中國已於 2007 年成立中國投資公司，資本額達 2,000 億美元，其中 1,000 億美元已透過注資方式投入國內金融機構；因此，可供進一步對外投資之金額約 1,000 億美元。且早於公司籌建之際，即已先行斥資 30 億美元投資美國黑石集團 (Blackstone Group) 首次公開發行之部份股權；並於 2008 年 10 月間，中國投資公司更提高對黑石集團之持股比重，自 9.9% 增加至 12.5%。此外，中國投資公司亦於 2007 年 12 月投資美國摩根史坦利 (Morgan

Stanley) 銀行 50 億美元。上述股權方面之投資亦可由前述表 4 得到佐證；亦即，依美國財政部資料，在 2007 年 6 月時，中國持有美國股票約 29 億美元，而在 2008 年 6 月時，此金額增加約 70 億美元至 99.5 億美元。

依中國投資公司 2008 年年報顯示，投資於全球組合資產分布之境外投資金額略超過 1,000 億美元，主要投資於低風險之現金管理產品或固定收益證券，分別占 87.4% 及 9%，股權投資僅占 3.2%，此境外投資之整體報酬率為 -2.1%[§]；透過中央匯金公司對國內金融機構之股權投資，為其利潤主要來源，使得中國投資公司當年度資本報酬率達 6.8%；透過外匯存底注資金融機構，中國投資公司實際上可視為中國最大金融控股公司。(表 5)

表 5、中國中央匯金公司主要參股銀行及持股比例

國家開發銀行	48.7%
中國工商銀行	35.4%
中國農業銀行	50.0%
中國銀行	67.5%
中國建設銀行	48.2%

資料來源：中國投資公司 2008 年年報

[§] 僅包含投資黑石集團之金額，其餘股權投資尚未列入 2008 年計算。負報酬率主要因黑石集團股價大跌，使此部份損失大於其餘 96.4% 之低風險資產之收益。

三、鉅額外匯存底之相關議題

如前述，相對於近年來美國經常帳逆差金額與 GDP 比不斷擴大，中國經常帳順差與 GDP 比則屢創新高，並接近 10%；事實上，如單就國際收支順差而言，在 2007 年時，順差曾創下逾 GDP 之 10% 高點。一般而言，國際收支平衡理論認為，一國國際收支如存在順差，貨幣將升值，此將不利其對外貿易，但有利對外投資致資本流出；國際收支順差最後因此而縮小。反之，如國際收支出現逆差，貨幣將走貶，因而有利逆差縮小，並趨於平衡。因此，一國如允許資本自由移動且匯率自由浮動，國際收支將由「商品與服務交易」(貿易帳)與「國際資本移動」(金融帳)共同決定**，並自動趨於平衡。

換言之，一國國際收支帳亦可由經常帳來加以觀察，主要由於經常帳通常被視為實質面因素，因淨出口(即貿易順差)除做為衡量一國 GDP 之一項因素外，並與其製造業競爭力或失業率有關；因此，各界分析一國國際收支狀況時，多以當年度經常帳餘額與其 GDP 比值來加以觀察，如逆差情形偏高，即視為該國面臨外部失衡之重要警訊。

另一方面，有些國家，主要為開發中國家，並不允許資本自由移動或是匯率自由浮動；因此，該國國際收支並無法透過前述機制使之趨於平衡，反可能一直存在持續性失衡。例如，經常帳與金融帳同時出現順差，而該國央行

** 此處忽略所得收支、資本移轉及淨誤漏，因其相對重要性較低。

持續於外匯市場買入過剩之外匯供給，如近年之中國。

就經濟發展階段或國際收支發展階段而言，一國可能於短期內處於上述「雙順差」情形，然而能否長期存在，尚存爭議；而「雙順差」如果一直呈擴大趨勢，則幾無人認為屬可持續狀態，並多認同或警示一國如處於此一狀態過久，所引發之資產價格泡沫等金融危機將更大。且一旦失衡規模過大且該國對全球經濟影響程度大，更將進一步引發全球性經濟危機。因此，本節將就一國國際收支長期處於順差所可能衍生問題，加以探討。

(一) 經常帳順差之探討

如前述，一國如允許資本自由移動且匯率自由浮動，可透過經常帳觀點來分析國際收支與 GDP 之關聯性：

1. 經常帳順（逆）差應等同於金融帳逆（順）差。
2. 經常帳順差約等同於淨輸出，其間差異為要素所得^{††}。
3. 經常帳反映一國國內儲蓄與投資間之差異。

第一種方式表達出國際收支平衡，即代表一國經常帳呈順差，如無央行干預，同時反映民間資本外流，金融帳會出現等額逆差，如德國及日本^{‡‡}。而第二式指出，經常帳最主要項目為貿易收支，要素所得是否具影響力則視國際投資部位及跨國間相對投資報酬率而定；許多開發中國家之經濟發展過程，尤其採出口擴張策略者，淨輸出常扮演

^{††} 事實上其差異尚包括經常移轉項，但因金額相對較小，實質經濟意義不大，此處忽略。

^{‡‡} 日本在 2003 年及 2004 年為例外，日本央行於此二年度進場干預匯市。

重要角色，而要素所得在經濟發展初期通常為負(淨流出)。第三式則是透過國民所得會計觀點來分析經常帳出現順差或逆差之原因，因為單以 GDP 恆等式而言，假設其他條件不變，一國淨輸出即為投資與儲蓄間之差異。

亦可以美國為例來了解上述三式間之關聯性。例如，如投資者預期美國資產投資報酬率上升，資金將流入美國(即金融帳呈順差)，並推升美元，而使美國出口減少、進口增加(經常帳因而呈現逆差)，此即第一及第二式所代表之意義。另一方面；由於預期報酬率上升，在美國國內不同投資管道及乘數效果下，將導致美國投資率上升而儲蓄率下降，而須自國外大量進口來滿足國內產出缺口，此反映第二式及第三式之意義。

由上述一例可知，在相同之基本面因素下——即投資者預期美元資產之投資報酬率將上升，經過跨國間金融活動與貿易行為，及美國國內金融及商品市場交互影響，最終會出現資本流入、美元升值、儲蓄率因消費增加而下降、及國內支出大於產出致貿易出現赤字等各項反應，而上述三式即將各項反應以不同方式，來顯現出美國經常帳赤字不斷擴增之最後結果。惟宜注意的是，此分析並無法反映經常帳與金融帳之因果關係，在允許資本移動與匯率自由浮動下，一國貿易與資本流動，並不存在簡單之因果關係，僅能說貿易帳與金融帳係相互影響並相互連繫著。

如以類似方式分析中國所處情勢，例如，如以第二式

「經常帳順差約等同於淨輸出，其差異為要素所得」而言，中國自 90 年代後期開始出現且不斷擴大之貿易順差（肇因改革及市場開放），為經常帳順差持續擴大之主因；另由於早期外人直接投資大量流入，使中國國際投資淨部位不大且相對報酬率較低，故要素所得一度出現逆差；近年來因國際投資淨資產部位呈現大幅擴大^{§§}，因此要素所得已轉為順差，經常帳順差進一步擴大。

如以第三種表達方式而言，此即學界或相關研究所稱之 Saving Glut^{***}；亦即，如透過國民所得會計帳觀點，中國經常帳呈順差，反映中國民間及政府儲蓄率偏高之事實，此與美國因儲蓄率偏低，須自國外進口以彌補儲蓄與投資間缺口相反，中國因儲蓄偏高致國內產出大於國內需求，進而成為淨輸出國，亦即對外貿易將出現順差。

然而，中國金融帳卻不符上述第一式所稱之「經常帳順差應等同於金融帳逆差」，反同時出現順差，其關鍵在於中國並不允許民間持有外匯，且匯率亦非自由浮動，民間須將出口所得外匯售于央行；因此，如將央行外匯存底亦視為該國資金流出，亦即，將官方金融投資行為，亦視為廣義性金融帳之一部份，則上述第一式仍然成立^{†††}。

因此，中國官方對開放資本帳及匯率自由化之政策，在中國國際收支失衡或經常帳失衡且持續擴大中，扮演著

^{§§} 事實上如扣除官方準備，中國國際投資部位仍為負債，即累積之資本流入仍大於流出。

^{***} 見 Ben. Bernake (2005)。

^{†††} 一般而言，並無如此分類，為便於後續分析，此處暫以此分類。

重要關鍵。而其對上述開放持如此謹慎態度，各界咸認為此與亞洲金融風暴後，亞洲各國均存在所謂「浮動之恐懼」(fear of floating)，及日本「消失的 10 年」等負面經驗有關^{†††}。另一方面，亦有人認為中國儲蓄率偏高與其社會安全體系尚未完備有關，民間須減少今日消費以為未來不時之需，因而導致高儲蓄率及出現貿易順差；亦可能與其長久以來傾向於節制消費而多儲蓄之文化傳統有關^{§§§}。中國主流觀點即傾向前述觀點，並認為在經濟發展過程中，許多開發中國家均經歷類似階段，尤其如亞洲四小龍等，以期使國內部門得以在穩定之外部條件下，如匯率穩定等，擴大投資，提高產能，以利動員鄉村過剩勞動力，提高國民所得。

然而，由許多國家經濟發展過程經驗亦可得知，充足外匯存底有助於穩定經濟，但此亦非沒有代價。國際收支順差持續擴大，央行累積超額外匯存底，有其機會成本；且沖銷式干預雖暫時可解決釋出過多貨幣供給之問題，但中長期而言，仍可能造成國內經濟過熱、通膨或資產價格泡沫等風險，以下章節即就此問題加以探討。

(二) 外匯存底之適足性分析

持有鉅額外匯存底，首先引發之問題為外匯存底餘額之適足性問題；亦即，一國外匯存底與用於衡量適足程度之標準間，是否過高或過低。美國財政部曾就此一問題及

^{†††} 見 McKinnon and Schnabl (2004)，以及 McKinnon (2005) 等。

^{§§§} 見周小川 (2009a)。

相關議題，於 2007 年 3 月發表一篇文章加以探討。該文以「外匯存底足敷進口月數」、「外匯存底與 M2 之比值」以及「外匯存底為短期外債之倍數」等三項指標，來衡量包括中國在內的幾個新興市場國家，外匯存底之適足程度及持有超額外匯存底之機會成本等議題。

除上述三項指標外，一篇 IMF 相關研究報告亦提出以「外匯存底與 GDP 之比值」來衡量外匯存底之適足程度。本節則以此四項指標並延伸上述研究報告，針對中國鉅額外匯存底所衍生之問題加以探討。

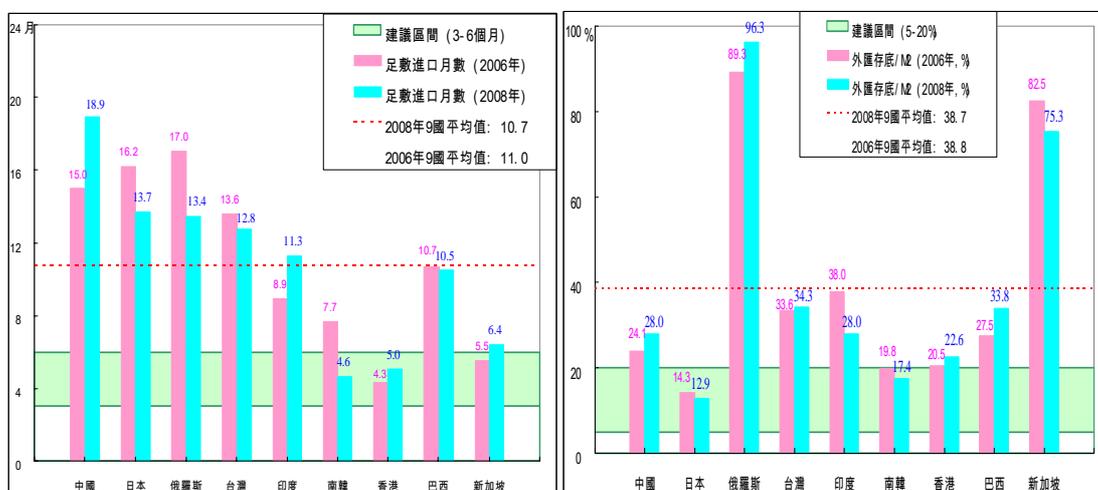
在 2006 年時，依美國財政部致國會報告之相關附件及作者相關研究，外匯存底餘額較高之九個國家，除香港外匯存底與短期外債比值低於建議標準外，各國四項指標均高於研究機構所建議之標準。整體而言，各國外匯存底約足以支應 11 個月進口額（建議標準 3 至 6 個月），約為短期外債之 3.3 倍（標準為 1 倍），且為廣義貨幣供給額之 38.8%（標準為 5-20%），及為國內生產毛額(GDP) 之 42.5%（標準為 10%）。2008 年時，足敷進口月數略降至 10.7 個月，與 M2 比值持平於 38.7%，而與短期外債及與 GDP 比值均呈上升，分別上升至 3.9 倍及 46.6%。

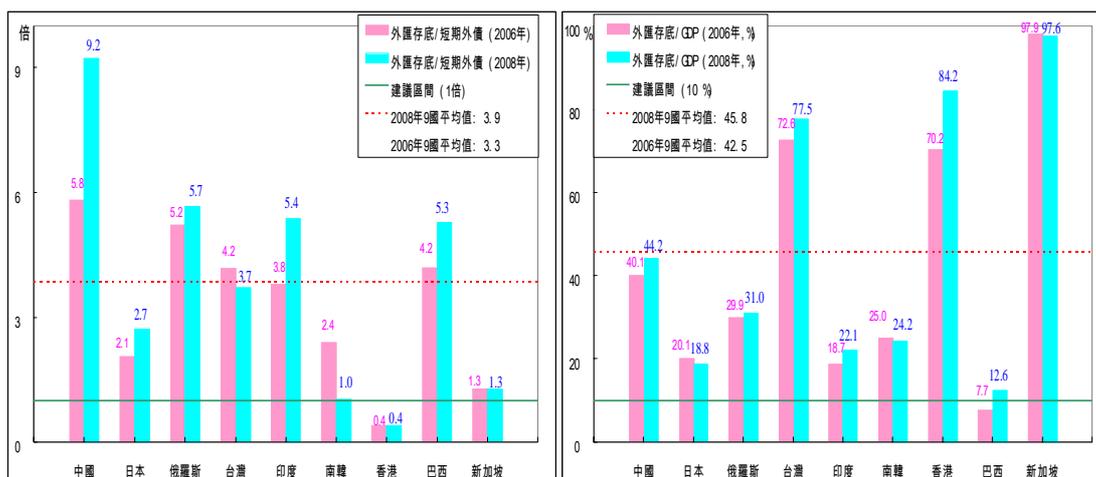
由上述變化大略可知，在全球化下，近兩年貿易活動活絡，使各國平均進口成長率大於外匯存底成長速度，而各國廣義貨幣增長速度與外匯存底成長速度大致相當。然由於各國對資本流入仍或多或少有所限制，因此短期外債

成長速率低於外匯存底成長率；此外，由於 GDP 之計算須包含國內部門，因此，成長率亦低於外匯存底成長率。

另一方面，由上述數據亦可知，外匯存底適足度與其經濟結構或制度有關。例如，香港採聯繫匯率制度，經濟規模小且高度開放，因此，與 GDP 比值偏高（因經濟規模小），但其餘指標均在建議標準內（因聯繫匯率且金融開放程度高）。另新加坡雖亦屬經濟規模小且開放程度高，但因匯率制度屬中間制度，外匯存底與進口及短期外債等比值接近標準（因開放度高），而與 M2 及 GDP 等比值則遠高於標準或各國平均值。（圖 15）

圖 15、高外匯存底國家之外匯存底適足程度





資料來源：IMF、各國央行及美國財政部。

就中國而言，在 2006 年時，其外匯制度剛脫離固定匯率制度，但仍缺乏彈性，且仍有外匯管制，資本移動受限制，加上政府部門無外債；因此，各項比值均高於建議標準。與其他國家相較，各項比值中，除與廣義貨幣供給額比值較低外，其餘比值亦多高於多數國家或平均值。

另一方面，如以 2008 年資料而言，中國各項比值均呈上揚，此一變化反映其外匯存底之增加速率，遠較其他經濟數據之增加速度為快，在經濟意義上，代表在此二年期間，中國外部部門對其經濟成長，扮演著重要之角色。其中，外匯存底與短期外債比之變化幅度接近 60%，反映中國對資本流入仍有限制，以致於短期外債增速較慢；另如考慮人民幣在此期間升值約 12.5% 之影響後，其餘各項比值中，以外匯存底與 M2 之比值增幅較大，反映中國採行沖銷式干預，暫時壓抑國內貨幣供給額年增率。(表 6)

表 6、中國外匯存底適足程度變化

	2006 年	2008 年	建議標準
外匯存底/月進口金額	15.0	18.9	3-6 (個月)
外匯存底/短期外債	5.8	9.2	1 (倍)
外匯存底/M2	24.1%	28.0%	5-20%
外匯存底/GDP	40.1%	44.2%	10%

資料來源：IMF、中國外匯管理局、美國財政部

(三) 持有外匯存底之代價

如外匯存底超過不同基準所建議之適量金額，此「超額」部份將衍生持有代價。主要涉及之代價包含因採沖銷式干預而須付出之利息成本，未能更佳有效運用資金之機會成本，以及匯兌風險等。

1. 沖銷成本

首先，常被討論或觀察之成本為央行沖銷之成本，此可由央行外匯資產之收益，與央行為沖銷所發行之債券或銀行體系存放於央行之存款（準備貨幣，中國稱儲備貨幣）等，所付出之成本來計算。亦即，正常情況下，應可由央行財務報表概略得知此一成本；惟因人行並未對外公布損益表，僅公布資產負債表，因此，須以後者評估此成本。就一般央行資產負債表而言，與此問題相關主要項目包含：外幣資產、準備貨幣以及為沖銷而發行之債券等；其中，由於準備貨幣包含不用計息之通貨淨額，因此，宜將此一部份予以扣除。

以 2008 年人行資產負債表為例，扣除通貨發行之儲備貨幣，計 9 兆 2,107 億人民幣，另所發行之債券餘額為 4 兆 5,780 億人民幣；而外幣資產為 14 兆 9,624 億人民幣。由於人行付予銀行法定儲備之利率，2008 年幾乎持平於 1.89%，而超額儲備僅 0.99%；而發行債券成本則視天期及當時市場利率而定，如以 2008 年年初為例，12 個月期之發行利率約在 4.058%，3 個月期為 3.398%，全年平均發行成本應在 3.65% 上下。另一方面，由於人行並未對外公布其外幣資產之投資報酬率，僅能透過假設來推估其外幣資產收益率；據悉，其外幣資產多以美歐公債及機構債券形式持有（美元應在 7 成以上），如以 2008 年美歐 5 年期債券殖利率為平均收益率，其收益應介於 3-4% 之間。綜合上述各數據，整體而言，外幣資產平均收益率應高於利息支付，因此，人行在沖銷式干預上，應不致於有所謂之損失****。（表 7）

表 7、人行資產負債表重要項目(2008 年)

資 產		負 債	
外幣資產	14,962.4 (3-4%)	扣除通貨之 儲備貨幣	9,210.7 (0.99-1.98%)
		發行債券	4,578.0 (3.398-4.058%)

註：()內為該項目之成本或收益之主要可能區間。 (單位：10 億人民幣)

**** 人行採行沖銷式干預，利息收益可能大於支出，此為為何各界在討論人行採行沖銷式干預之可能缺點時，多半未將焦點著眼於此。

2. 機會成本

第二項常被提及之成本為機會成本，然而，此成本通常無法明確估算，因為機會成本係反映「假設未選擇最佳投資方案」所失去之代價，而最佳投資方案之報酬率，實際上並無法得知，或莫衷一是，故須先予假定一報酬率方能計算。

假設央行未於外匯市場中買入外匯，而出口所得外匯係直接由民間部門所利用，且其進行最佳化資產配置之淨實質投資報酬率為 6%（扣除無風險報酬後），以中國在 2006 年及 2008 年之資料為例，可以下列公式計算在不同標準下，持有超過標準之外匯存底的機會成本^{††††}。

$$\text{外匯存底} \times 6\% \text{淨實質報酬率} \times \frac{\text{實際比值} - \text{標準}}{\text{實際比值}} / \text{GDP}$$

相對於 2006 年，2008 年時中國持有超額外匯存底衍生之機會成本提高；其中，以與短期外債比為指標之機會成本最高，高達 GDP 之 2.37%，最低則為 GDP 之 0.76%。（表 8）

表 8、超額外匯存底之機會成本 (% of GDP)

	標準值	2006 年	2008 年
外匯存底/月進口金額	3 (月)	1.93	2.23
外匯存底/短期外債	1 (倍)	1.99	2.37
外匯存底/M2	20%	0.41	0.76
外匯存底/GDP	10%	1.81	2.05

^{††††} 參見美國財政部 Occational Paper No. (March 2007) 及 Summers (2006)。

換言之，以上述之最高機會成本而言，如中國人民銀行並未持有超額外匯存底，而由民間透過最佳資產配置方式，並以 6% 之實際報酬率加以運用，將可使其當前 GDP 提高 2.37%，而如以超額標準最少之機會成本而言（與 M2 比值），亦可使 GDP 提升 0.76%^{††††}。

3. 匯兌損失

另一方面，央行持有外匯存底亦面臨著匯兌損失問題。由於央行資產項主要為外幣資產，因此，當本國貨幣對外國貨幣升值時，央行資產負債表上國外資產之資產價值在兌換為本國貨幣時即會出現匯兌損失。如以 2008 年為例，人行國外資產達 16 兆 2,544 億人民幣，扣除黃金及其他項後，以外幣形式持有金額達 14 兆 9,624 億，如人民幣升值 10%，此匯兌損失將達當年度 GDP 之 5.0%，如升值 30%，則損失為 GDP 之 14.8%。如以人行之自有資金而言，升值 10% 或 30% 之匯兌損失，可能高達其自有資金之 68 倍或 204 倍。（表 9）

表 9、人行外匯資產因人民幣升值之匯兌損失

人民幣升值幅度	損失為 GDP 之%	為人行自有資金之倍數
情境 1：10%	5.0	68.1 (倍)
情境 2：20%	10.0	136.2 (倍)
情境 3：30%	14.9	204.3 (倍)

註：依人行資產負債表資料，近年來其自有資金均為 219.75 億人民幣。

^{††††} 此處所稱提高 2.27% 或 0.75%，指 GDP 之水準值，而非當年度 GDP 之成長率。

四、本章結語

中國鉅額外匯存底來自於長期國際收支順差，1990 年代中期之順差來自於金融帳（主要為外國人直接投資），隨後雖因亞洲金融風暴一度縮小，但自 2001 年起，國際收支順差再度擴增，2003 年及 2004 年主要來自因預期人民幣升值之金融帳（廣義熱錢）及逐漸擴增之經常帳（淨出口），2005 年以後主要來自於鉅額經常帳順差（貿易順差及淨所得收入）。

另一方面，由本章分析亦概略可知，人行外匯存底每月增額或廣義性熱錢之變動，與人民幣升值之預期心理有關。主要應為如上述增額較高時，此一預期心理因而轉強，但亦可能為預期心理轉強時，熱錢即以各種可能形式流入，導致月增額提高。在 2008 年第 4 季市場出現人民幣可能貶值之預期後，迄 2009 年第 1 季止，熱錢大量流出加上貿易順差大幅縮小，國際收支順差幾乎完全消失，其中竟有兩個單月出現外匯存底較前月減少之難見現象，反映熱錢在當前階段已有愈來愈重要之影響。

2005 年 7 月中國調整原先硬性釘住美元之匯率制度，在小幅度升值後並允許每日以微幅速度升值，此軟性釘住美元一直持續到 2008 年第四季因全球金融風暴而止，在淨出口遽減及熱錢流出下，又恢復硬性釘住美元之匯率制度。近年之匯率制度，實有鼓勵投機之可能，表面上匯率似呈穩定，但如以資金移動觀點，實際上，已造成愈來愈大之波動。

無論中國國際收支順差之來源為何，鉅額外匯存底隱含

不小代價，尤其在美元持有比重偏高之情形下，中國官方易面臨內外部之強烈質疑。然而，分散外匯存底實難於短期內完成，且因市場對其投資策略均持極大關注力，亦加深分散投資之難度。由本章對中國運用外匯存底之分析可知，實證上，中國分散投資之傾向高低與美元走勢強弱有關，但目前尚無法確認二者間之因果關係，對國際投資者而言，中國之動向已漸由早期心理層次之影響，轉為實質上影響。

中國持有極為超額之外匯存底，除本章所述之各項成本外，實際上，對中國或全球之經濟面或及金融面亦帶來未知之風險。中國目前仍以缺強彈性之匯率政策因應各項變局，但超額外匯存底之另一面，即為鉅額準備貨幣及超額準備，此將造成國內貨幣政策收放間之難度提高，一旦過於鬆手，則資產價格泡沫化陰影即快速浮現。在國外，除已成為影響國際上金融性資產（如美國公債）、實質性資產（如商品）及各國貨幣等價格之重大因素外，亦使亞洲各國經濟承受許多壓力；如近一年來人民幣再度釘住美元，其有效匯率實際上呈貶值，亞洲各國貨幣則呈相對升值。因此，中國原著重於出口並配合資本管制及固定匯率所衍生問題，漸漸面臨更多挑戰及質疑。以下章節即就中國對外貿易及匯率制度等相關議題繼續探討。

參、中國匯率制度之抉擇

中國在貿易順差屢創新高及熱錢流入下，出現鉅額國際收支順差，所面臨內外部失衡問題亦愈來愈嚴峻，因此，或迫於國際——主要為美國——之壓力，或基於本身金融改革以及經濟失衡現象日趨明顯等因素，中國於 2005 年 7 月 21 日，宣布放寬人民幣波動區間，並放棄十年來的固定匯率制度，除於當日升值 2% 外，並採行緩步升值及允許人民幣在狹窄區間內波動之管理式浮動制度。且於 2006 年時，允許更具彈性之匯率制度，人民幣開始呈現較具實質意義之升值以及出現較大波動幅度；惟至 2008 年秋，因全球金融風暴影響，人民幣又恢復釘住美元之態勢，使前述問題或將再次浮現。

由於當前人民幣又屬緊釘美元之制度，可能將造成外資大量流入，並導致利率低於應有水準，央行貨幣政策亦難收成效，加上經濟受外部需求趨緩影響，中國須提振內需彌補出口衰退之缺口，如刺激內需之資金流向不當，可能進一步加深內部經濟失衡，雖然，中國可透過行政管制與貨幣緊縮等措施為經濟降溫，但過熱或資產價格泡沫風險一直存在。

簡言之，以如此龐大之經濟規模而言，中國經濟發展、金融政策及其匯率政策之任何變革，不僅對本身意義重大，亦可能對周遭國家產生深遠影響。由於當前經濟內外部失衡之根源與其匯率政策有關，因此，本章著眼於探討中國近期或可預見未來之匯率政策。

一、中國貿易收支與人民幣匯率

在了解人民幣匯率制度之未來走向，宜應先了解人民幣幣值變動對其貿易收支之可能影響。然而，中國自改革開放以來迄今，其間包含計劃經濟、過渡至市場經濟之過渡期及目前之市場經濟等不同時期，由於市場結構改變過於迅速，在此限制下，欲建立一項能包容不同時期特性之適當模型，並不容易，而且在處理時間序列資料上亦將面臨許多困難，遑論能有強而具一致性且備受引用之研究結果。

舉例而言，在 1980 年年代以前，中國對外貿易由國營企業所壟斷，致其貿易活動幾乎不受匯率及相對價格變動等因素影響；而改革開放後匯率又由官方所決定，除一度持平於某特定價位外，近年來雖已較具彈性，但卻又呈現升值之單一方向，且相對於其他貨幣亦呈十分穩定走勢，因此，欲透過此一缺乏動態之時間數列資料，來進行分析或衡量其對另一數列之影響，在實證估測上頗為不易。

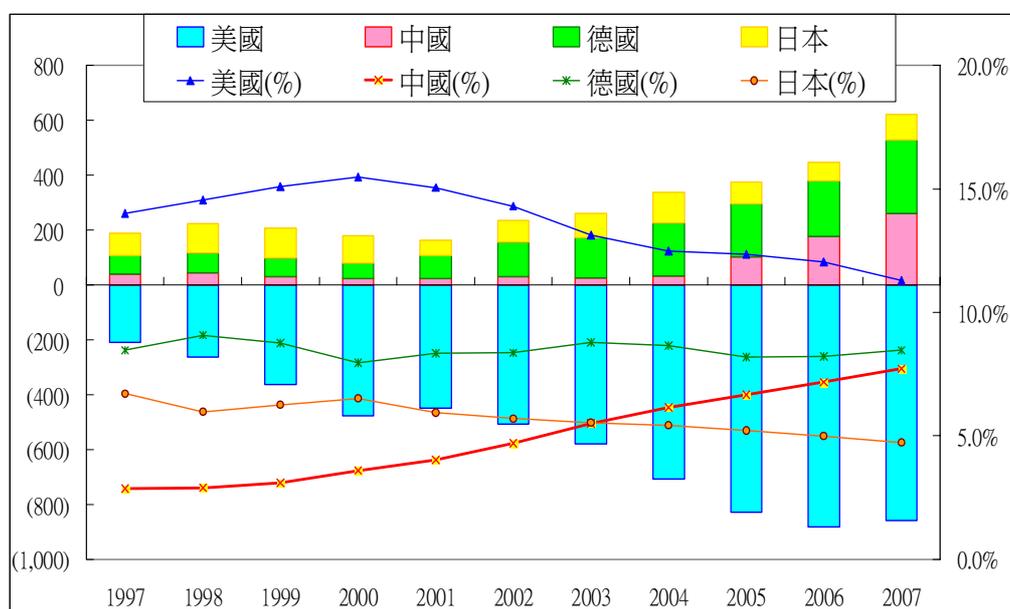
本節先就中國近年來在國際貿易舞台上之轉變及角色加以探討，並對一些有關人民幣匯率變動對中國貿易活動之影響的相關研究，略加討論，以了解不同研究及看法，並以最近之貿易數據，加以回顧或審視。

(一) 中國在國際貿易活動之角色

由前一章分析可知，近年來中國出口成長迅速，其貿易順差年年擴大，至2007年時，其商品貿易之順差金額達2,618億美元，與德國相當。由於近年來中國進口及出口均呈快速

成長，使得其出口或進口額占全球總額之比重，亦呈現逐年提高趨勢，顯示中國在國際貿易舞台角色日益重要。如利用同時計算出口及進口金額之各國商品貿易金額而言，中國對外貿易金額占全球各國對外貿易總額之比重，在1997年時，此一比重僅2.9%，但到2007年時，此一比重已達7.7%，高居世界第三名，僅次於美國及德國。(圖16)

圖 16、主要國家商品貿易餘額及貿易比重



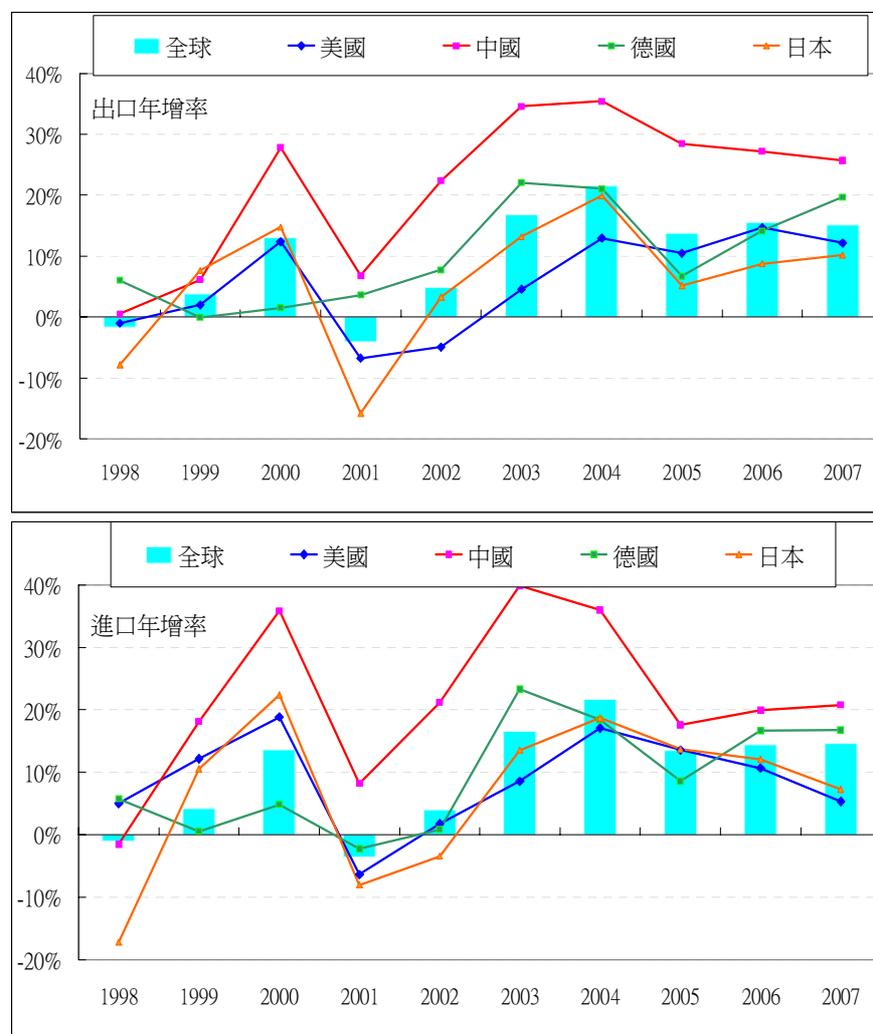
資料來源：WTO

(單位：10億美元)

如進一步探討此期間出口及進口之成長情形可知，中國出口金額之平均年成長率達21.5%，遠高於全球出口總額之年平均成長率(9.88%)；而在進口方面，中國平均年成長率亦與出口相當，約為21.6%，高於全球平均成長率之9.81%。另由於早年進出口金額均不大，而成長速率相當，使得中國對外貿易餘額(順差)並變動不大，惟自2005年以來，出口

平均年成長率明顯大於進口成長率(分別為27.1%及19.4%)，故中國商品貿易順差自2005年以後即呈現快步攀升。(圖17)

圖 17、世界主要國家出口及進口年增率

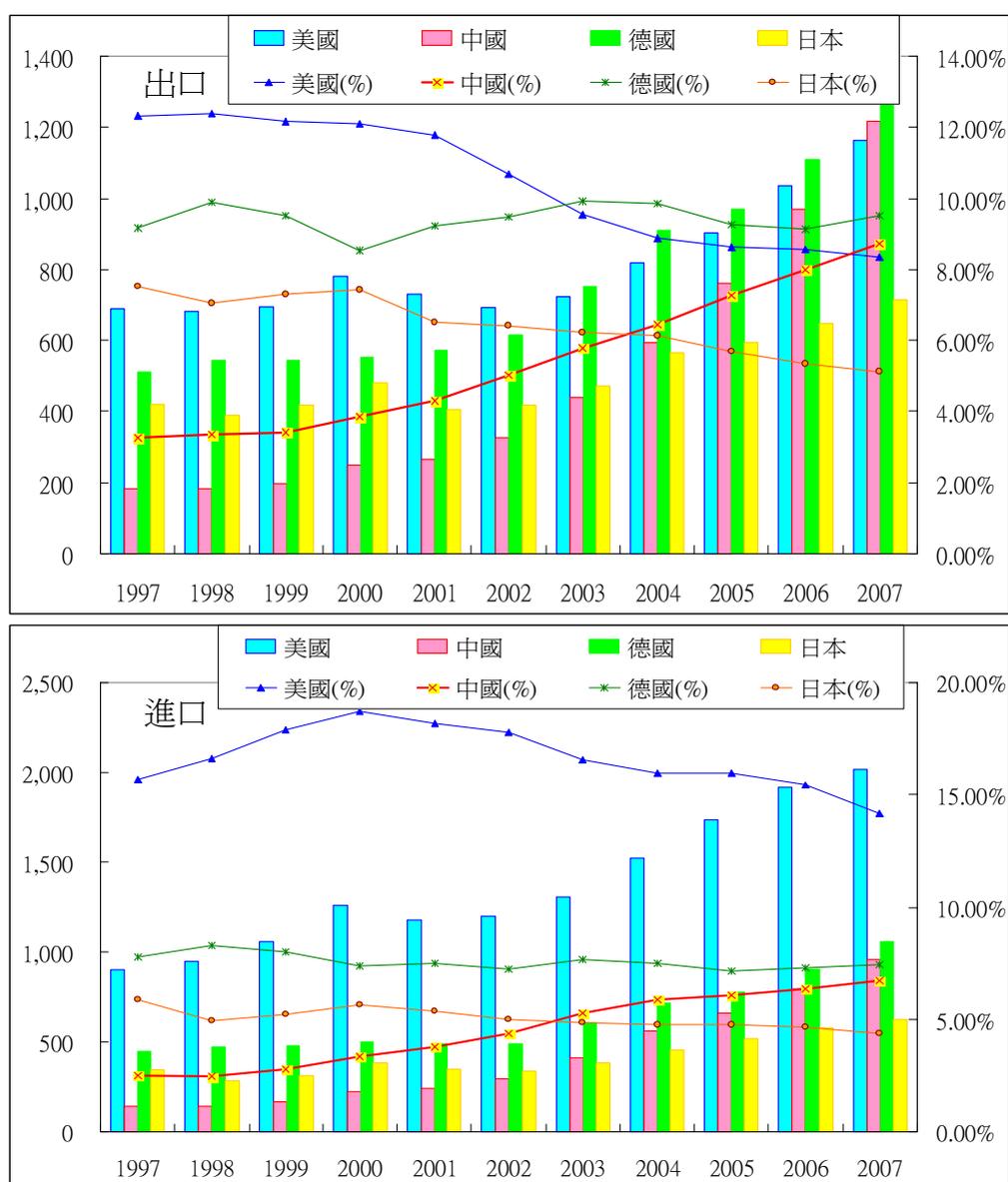


資料來源：WTO

如就占全球比重而言，1997年時，中國出口占全球比重僅為3.27%，遠低於美國之12.33%、德國之9.17%及日本之7.53%；但到2004年時，中國所占比重已超越日本，到2007年更進一步超越美國而成為第二大商品出口國，出口金額達1兆2,178億美元，僅次於德國之1兆3,264億美元，所占比重

更攀升至8.73%。在進口方面，1997年時中國進口所占比重為2.48%，遠低於美國15.67%、德國之7.77%及日本之5.9%；但到2007年，中國進口金額達9,560億美元，成為第三大商品進口國，所占比重達6.71%，次於美國及德國(分別為14.18%及7.43%)。(圖18)

圖 18、世界主要國家外貿金額及比重



資料來源：WTO

(單位：10億美元)

另一方面，中國在國際分工體系亦扮演著特殊角色。如

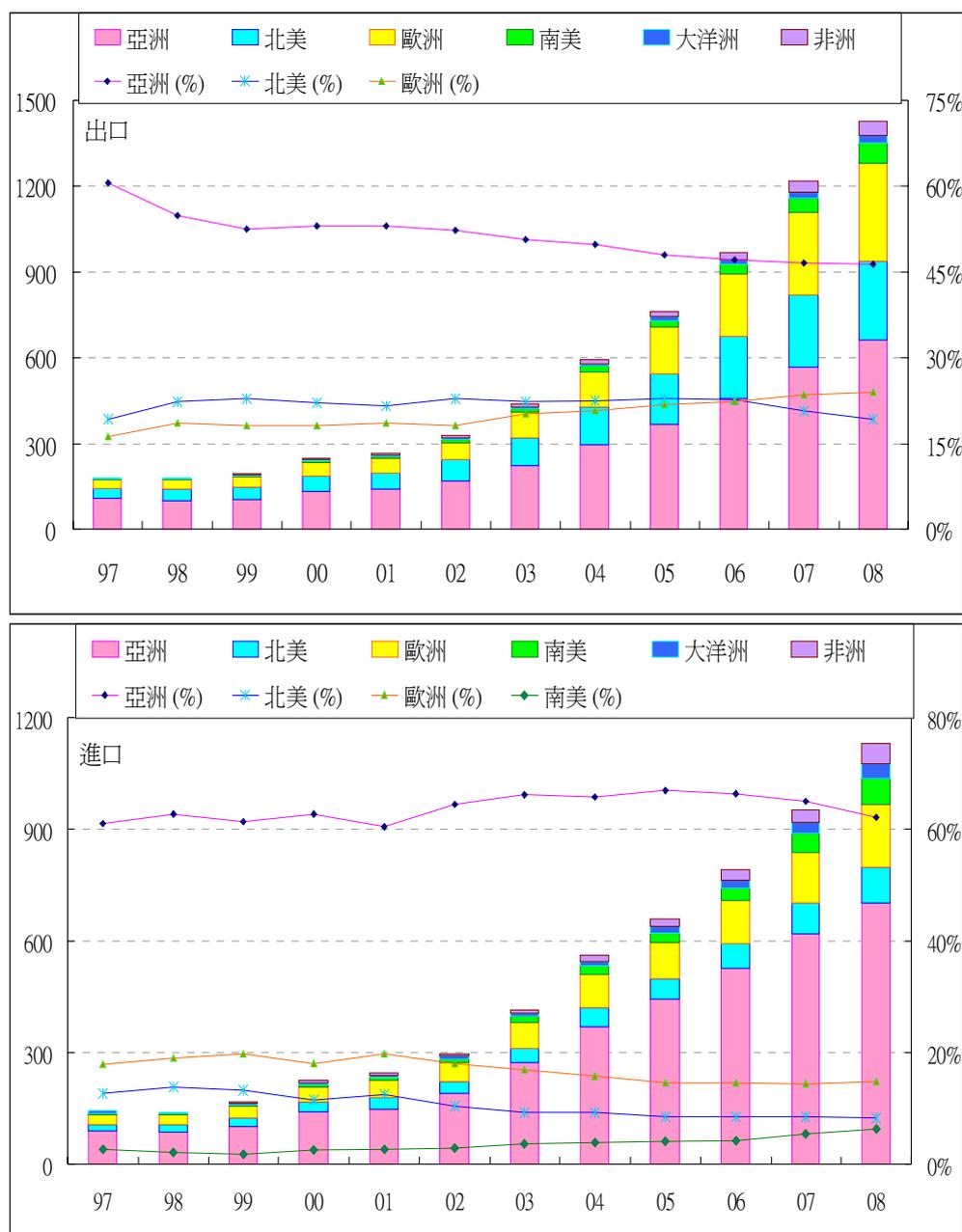
以其與全球不同地區之貿易活動而言，中國主要貿易對象為亞洲其他各國，無論就出口或進口對象而言，亞洲地區所占比重均高居第一。

就出口而言，中國出口至亞洲地區占其總出口額比重呈逐年下滑，自1997年時之60.7%，下降至2008年之46.4%；但對歐洲地區之出口占總出口比重則逐年上升，在1997年，此一比重為16.1%，但至2008年時，已上升至24.0%；而對北美出口所占比重則呈大致持平在20%上下，變化不大，2008年時，對北美出口所占比重為19.2%。

就中國自全球各地區之進口而言，近10年來，分布情形及排名均變動不大，各地區所占比重大致維持在一定水平。例如，中國自亞洲進口占其總進口額之比重多年來一直維持在60%至65%間，變動不大，2008年時比重為62.1%；自歐洲及北美進口之比重亦無太大變化，二者均自早年之比重小幅下滑，但近幾年則一直分別維持在14.5%及8.5%上下；然而自南美進口比重則逐年升高，在1999年，尚不及2%，但到2008年，自南美進口占中國總進口額之比重已提高至6.3%。

如以金額而言，在2008年時，中國對亞洲出口金額達6,634.2億美元，自亞洲進口金額為7,030.3億美元；對第二大貿易區域歐洲之出口金額達3,429.8億美元，自歐洲進口達1,682.5億美元；另對第三大貿易區域北美之出口金額則達2,742.3億美元，但僅自北美進口943.1億美元。(圖19)

圖 19、中國對全球主要區域之貿易往來



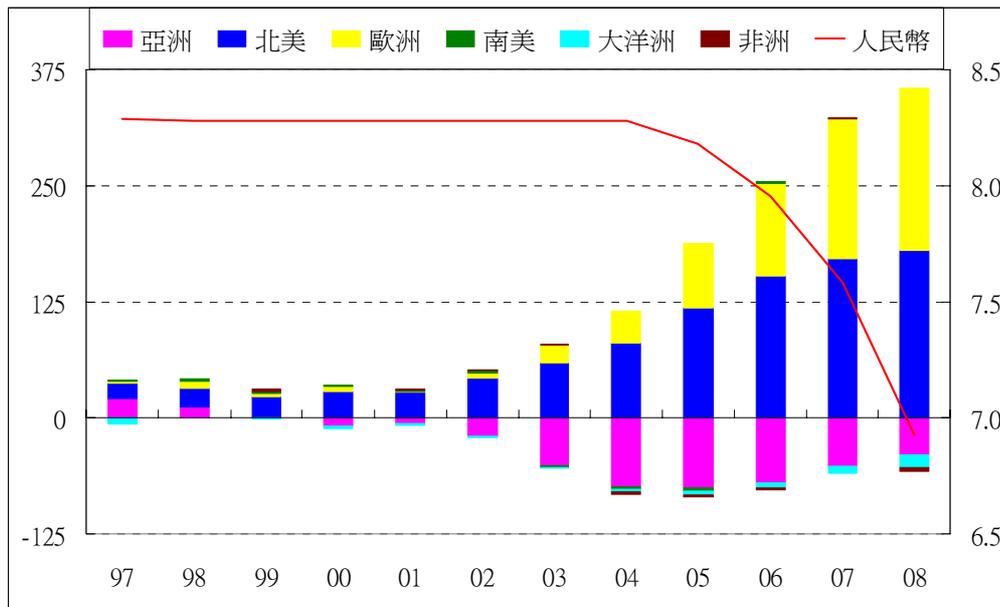
資料來源：中國海關總署

(單位：10億美元)

以此觀之，就中國與全球不同區域貿易行為而言，中國同時扮演著不同類型之角色；亦即，中國對歐洲及北美間之區域貿易，呈現鉅額順差，但對亞洲及大洋洲等其他地區則出現逆差，反映出中國所扮演世界加工廠之角色，一方面自

原物料及關鍵半成品等出口區域或國家，進口原物料及中間成品，再經加工後，將最終消費品出口至歐洲及北美等先進區域加以消費使用。(圖20)

圖 20、中國對全球主要區域之貿易餘額



資料來源：中國海關總署

(單位：10億美元)

(二) 人民幣匯率對中國貿易之影響

一般而言，在研究一國匯率對該國貿易收支之影響時，通常先將名目「進/出口額」透過「進/出口價格」予以平減，以求得「進/出口量」，方能了解價格變動對數量之影響。換言之，如缺乏詳實且完整之進出口價格，在研究此議題時，將受到極大限制；而如以其它國家或地區之進出口價格做為替代，又可能存在較大之偏誤，此一問題為研究人民幣匯率如何影響中國貿易收支時，通常須先克服之問題。

另如前述，資料期間通常會包括不同市場結構之時期，

無論就市場經濟方面或就匯率制度而言。因此，在得以運用之資料受限或不夠詳實等限制下，對於人民幣匯率變動對其貿易收支之影響，並無太多相關研究能受到一致性推崇，而能深入此議題之研究更難能一見，下列彙整部份相關研究，以藉由其研究結果來了解對此一問題之不同見解。

1. Eckaus (2004) 以1985至2002年間之年資料，分別衡量人民幣匯率變動對「中國向美國之出口」，及對「美國自中國進口占所有進口之比重」有何影響；研究顯示，人民幣匯率變動對上述兩項變數，均無顯著影響。
2. Lau, Mo and Li 使用1995年至2003年之季資料，來估計中國進出口價格彈性，並將進口品再細分為最終消費及加工後再出口(即進口之零組件) 兩部份，以分析人民幣升值對中國及亞洲各國進出口，以及對美國貿易赤字之影響。實證結果顯示：
 - (1) 人民幣升值10%，將使中國對美國、歐洲及日本等地之出口下降約14.7%，但有利於亞洲其它各國對上述三地區之出口；
 - (2) 惟中國向亞洲其它各國之零組件進口將下降12.8%；
 - (3) 另中國最終消費所需之進口將增加；
 - (4) 整體而言，人民幣升值對中國向各國之進口，無顯著影響，對亞洲其它各國之淨出口，亦無明顯助益；
 - (5) 對改善美國貿易赤字亦無明顯助益。
3. Liang and Fung (2005) 利用香港進出口價格做為中國

進出口價格之替代變數，以平減1990年至2004年間中國進/出口資料，進而估計中國進出口量對人民幣匯率之敏感度。該研究在運用誤差修正模型(error correction model) 來處理各變數間長期穩定關係後，得到與其它研究不太相同之實證結果，其結論為：中國進/出口（量）對人民幣匯率之變動極為敏感；以及人民幣之實質匯率如升值5%，中國貿易盈餘可能消失，如升值10%，中國甚或可能產生貿易逆差。

4. Kamada and Takagawa (2005) 分析1994-2000年間匯率對中國貿易之影響，並以日本之出口價格做為中國進口價格之替代變數；該實證結果顯示，人民幣升值10%，將使中國次年進口增加1.4%，但出口未受顯著影響，且長期而言，匯率變動對中國進口成長率亦無影響。
5. Thorbecke (2006) 研究1987至2004年間，中國與美國之雙邊貿易所得及匯率彈性，以及1982至2003年間，中國出口至其它30國是否受人民幣匯率變動所影響。其實證顯示，中國上述貿易行為並不受匯率變動影響。
6. Marquez and Schindler (2006) 以直接分析「進/出口額」來了解人民幣匯率變動之衝擊，實證結果顯示，人民幣實質匯率如升值10%，長期而言，「中國出口額與世界其它地區出口額之比例」將下降0.5%，而「中國進口額之比例」則會因外人直接投資增加等因素下，下降0.1%。

7. Anderson (2006) 指出，由於中國出口多屬進口加工再出口產品，人民幣升值10%，將使其出口價格上升3-5%，因此人民幣升值對出口之影響較其它國家為小；但另一方面，因進口彈性較高，因此，升值對進口影響較大。整體而言，人民幣如升值10%後，並維持此水準，中期而言，將使其GDP年增率在下降2.3%，或換言之，即在隨後三年每年年增率約下降1%。

(三) 近年中國貿易收支趨勢

有關人民幣實質匯率升值對中國貿易收支之影響，雖有不同見解，但大多認為，中國對外出口將因人民幣升值或多或少受到負面衝擊，但其進口是否將受影響，其過程或結論則較為複雜。主要因為中國進口許多用來出口所需之原物料及零組件，此部份進口將因出口受衝擊後亦受到負面影響；但因進口亦包括最終消費所需，此部份卻會因人民幣升值所帶來之所得效果，而受到正面影響。不過，上述多項研究結果，除受限於前述之資料正確及完整性等問題外，亦多須假設亞洲鄰國貨幣並不會受到人民幣升值之影響，以簡化問題複雜性；然近年來，由於人民幣升值已為市場所預期，而此一預期已影響金融市場對亞洲各國貨幣之預期，使各國匯率早於人民幣變動而先受到影響，且亞洲地區又為中國之主要貿易對象，此事實，均會降低各項分析結果之可信度。

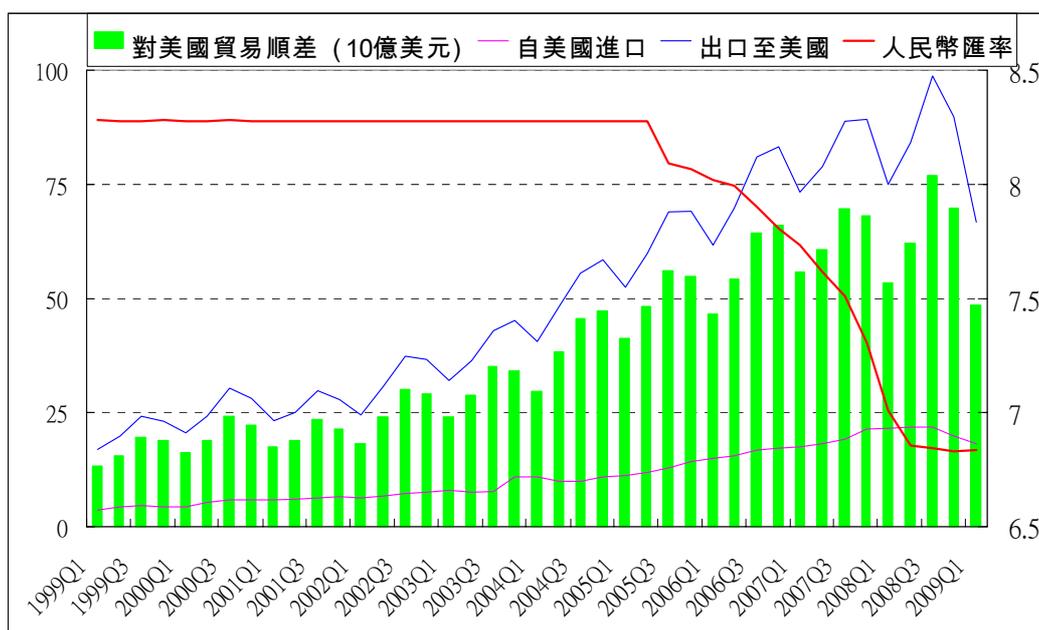
另一方面，對人民幣升值是否影響美國本身貿易赤字

而言，上述研究大多指出並無顯著影響；換言之，欲藉由人民幣升值來解決中國與美國間貿易失衡問題，短期內，並無效果，主要可能反映人民幣幣值仍明顯偏低外，全球國際分工等結構性問題，亦為美國及歐洲等國仍須自中國進口大量消費財之根本原因。

事實上，自 2005 年 7 月迄 2008 年底，人民幣對美元已升值 17%，且此趨勢為單一方向之升值，直至第 2008 年第四季方停止；而同期間，中國對美國貿易順差亦呈單一方向之擴大，直至最近一季方呈現縮小。換言之，近年來人民幣升值並未縮減中國與美國間貿易失衡程度，失衡仍持續擴大，最近中國對美國貿易順差呈現縮小，人民幣卻停止升值，主要反映美國經濟大幅萎縮，美國自外國進口金額因而大幅下降之事實，以及中國官方在美國經濟大幅下挫導致進口大幅縮減下，阻止了人民幣進一步升值，以舒緩中國出口企業所受衝擊。

換言之，以當前人民幣相對於美元之幣值而言，仍屬偏低，加上國際分工等市場結構問題，致中美雙邊貿易與相對匯價間幾乎無明顯關聯，如觀察目前最新數據，此一現象仍大致符合上述提及各項研究之結果。(圖 21)

圖 21、中國與美國雙邊貿易 (商品及服務)

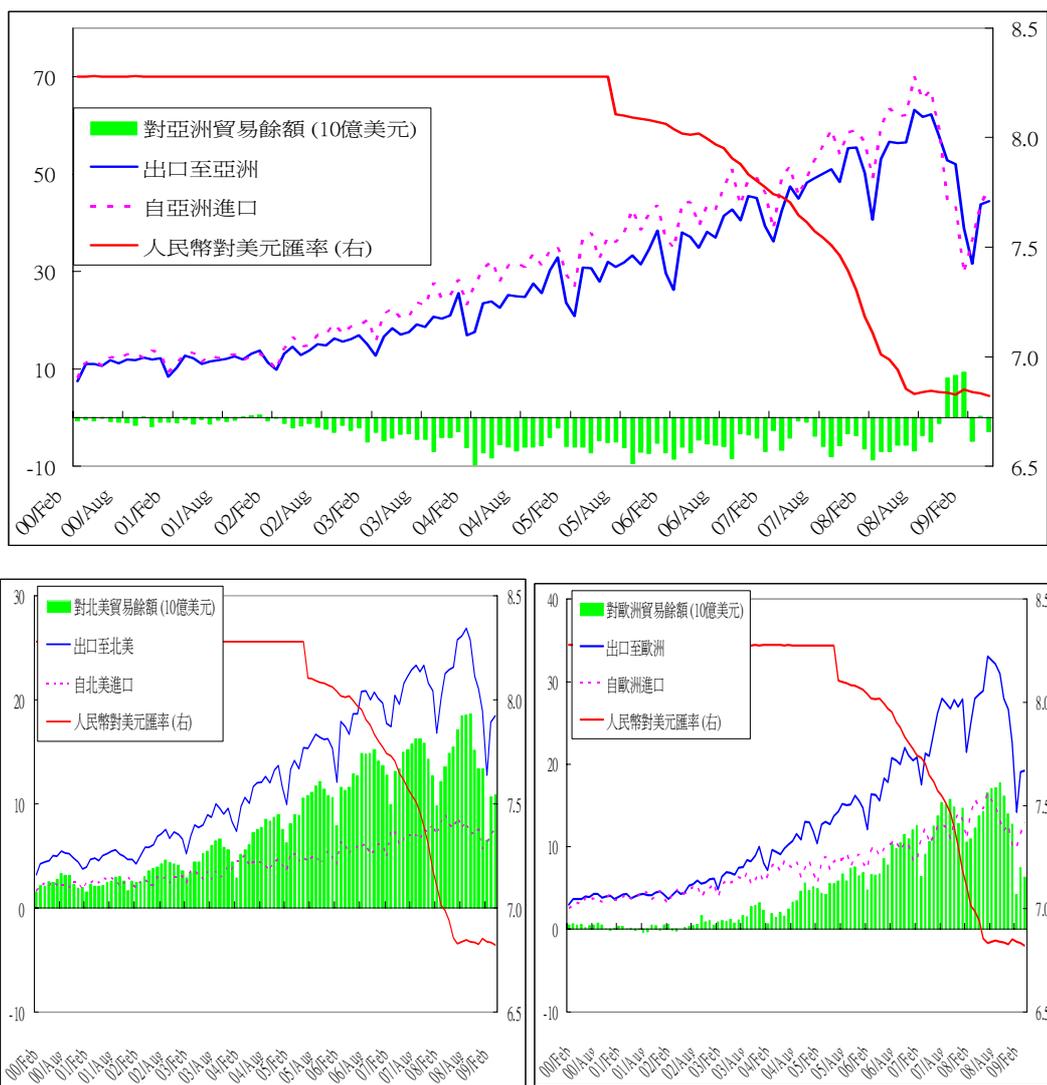


資料來源：美國 BEA

另一方面，如以中國與世界各區域貿易餘額之月資料觀察，亦可發現人民幣升值對中國各區域貿易餘額之影響仍屬有限，同時反映前述國際分工及人民幣相對升值幅度偏低等事實，此又可由中國對亞洲地區之貿易數據來加以說明。無論就出口或進口金額而言，中國與亞洲地區貿易關係日益密切，二者金額均呈逐月增加，2008 年月進口或出口金額均已逾 600 億美元之水準；，但同時亦可發現，中國對亞洲區之貿易逆差並不大，每月金額大多介於 50-80 億美元之間。同時，雖然人民幣自 2005 年以來，呈現逐月升值趨勢，但無論就出、進口或貿易餘額，幾乎無法觀察到應有之變動方向；亦即，出口及進口在人民幣升值過程中，依舊呈現同幅度成長，而中國對亞洲地區貿易逆差卻

反向縮減，甚至考量 J 曲線效果^{§§§§}，亦無法得到應有結果。如由中國與歐美地區之貿易往來亦可發現類似結果，亦即出口及進口在人民幣升值過程中，大致呈同幅度成長，使得中國對歐美之貿易順差卻同步擴張。(圖 22)

圖 22、中國與主要區域之貿易往來情形



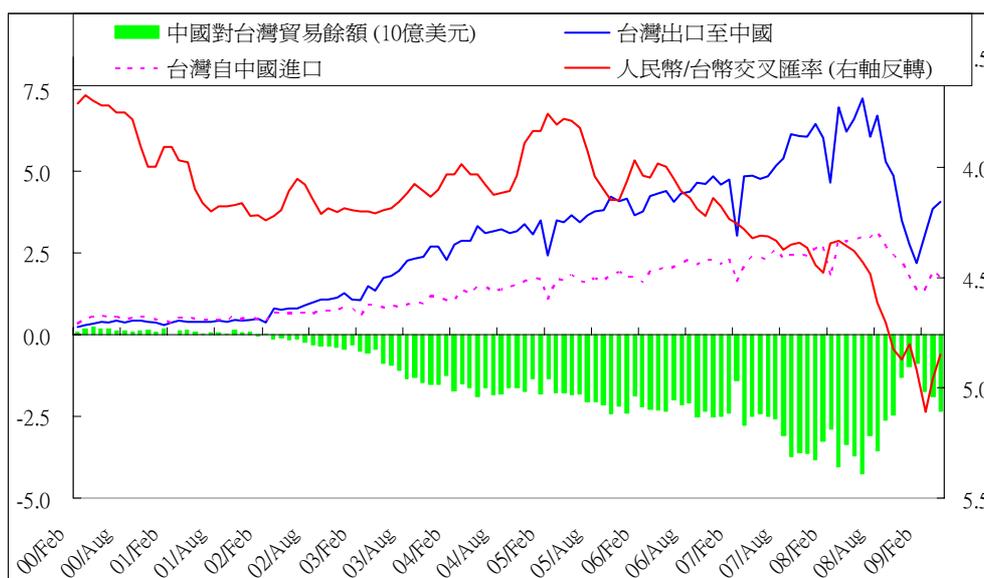
資料來源：中國海關總署

^{§§§§} J 曲線效果 (J Curve effect) 係指一國貨幣貶值後，短期內貿易差未見改善，反可能呈現惡化之情形；換言之，即貿易餘額之變動落後匯率之變動。如本文所述，由於近年來匯率變動為逐月升值之單一方向，因此，估測結果均不理想。

另宜注意的是，如以貿易餘額與出口或進口來比較，中國對歐美地區貿易順差與出口金額差異較小，例如，在2008年12月時，對北美出口金額為210億美元，而其順差金額高達134億美元，此與前述中國對亞洲地區貿易餘額相對於出口或進口金額明顯為小，差別甚大，此更加驗證中國扮演世界工廠或加工者之角色，歐美地區為主要最終需求者或消費者，而中國與亞洲地區在中上游供應鏈相互分工，因此，雙方最終貿易餘額遠小於出口或進口金額。此國際分工之市場結構問題，為分析中國對外貿易與匯率制度之關係時，所面臨之主要問題之一。

如以中國與台灣雙邊貿易為例，人民幣對台幣呈先貶後升之趨勢，但中國對台貿易逆差卻呈一路擴大，亦反映類似市場結構問題；換言之，就二者雙邊貿易與匯率間之關聯性而言，雖比前述略佳，但相同地，亦不明顯。(圖 23)

圖 23、中國與台灣之貿易往來情形



資料來源：行政院主計處

二、人民幣匯率制度之抉擇

如前面章節分析，90 年代初期中國持續調整人民幣匯率並於 1994 年匯率並軌後，人民幣走勢趨於穩定，有助於其吸引外人直接投資，並將經濟轉向為出口導向經濟體，且亦達成穩定金融並提高國內就業等經濟發展目標。以事後發展觀察，此策略對其後經濟高度成長而言，具有極大貢獻。惟近年來貿易順差年年擴增，使各國製造業均感受到極大競爭壓力，國際失衡壓力與日俱增；而因資本管制而累積之鉅額外匯存底，亦可能對中國國內金融穩定開始產生潛在風險。

基此，人民幣在 2005 年 7 月進行匯率機制改革第一步，結束了維持 10 年之固定匯率制度外，並開始緩步升值，但缺乏彈性之匯率制度仍一直為各界焦點，人民幣大幅升值及匯率波幅更具彈性，仍被視為解決當前國際失衡及中國國內經濟過熱之最重要措施。雖然，如前一節分析指出，至目前為止，人民幣升值仍無法改變當前國際經濟失衡現象，此或與國際分工結構及人民幣幣值仍明顯偏低有關；另如以中國本身內部觀點而言，未來匯率制度之抉擇亦存在兩難問題。

本節重點在於了解人民幣過去採固定匯率之得失、近期人民幣走勢幣匯率制度等問題。

(一) 人民幣採行固定匯率制度

中國在 1994 年年初將人民幣由雙重匯率加以並軌，使官方匯價與當時市場調劑價之 8.72 元兌換 1 美元相同，並採行依供需調整之管理式浮動匯率制度，在 1995 年年中

緩步升值至 8.30，而在 97 年亞洲金融風暴後，即一直維持在 8.28 元兌一美元至 2005 年 7 月宣布匯率制度改革為止。

1. 中國採行固定匯率制度之主要背景

如前一章節分析，在 90 年代初期，中國國際收支出現明顯順差前，國內通膨率曾居高不下，幣值呈現走貶趨勢。直到中國對人民幣匯率進行調整並釘住美元，消除了市場認為人民幣將持續貶值之預期心理，國內金融情勢趨穩，通膨率大幅下降，同時亦開始吸引大量外人投資。

在釘住美元匯率之 10 年期間，中國年通膨率自 90 年代高點逐漸回穩至接近美國水準，平均年增率在 2% 上下；以此觀點，釘住美元之固定匯率制度可視為中國貨幣政策之「名目基準」(nominal anchor)；亦即，1994 年年初匯率並軌隨後釘住美元之匯率政策，為其物價水準及投資信心帶來極大之穩定效果。

在此期間，固定匯率制度有助於外國投資信心恢復，大量投資於出口關聯產業，並由於官方出口導向等策略之配合，使中國經濟強勁成長，對於解決大量農村失業人口及貧窮等問題，開始產生明顯成效。另一方面，由於東亞各國對外貿易多透過美元報價並結算，因此，除日圓外，東亞各國貨幣亦多少釘住美元，在匯率及物價相對穩定下，中國與東亞各國經貿往來日益密切，有利於各國貿易及投資快速成長。

換言之，固定匯率制度最大優點在於建立名目基準，

一旦建立具市場公信力且施行上亦具有信譽之基準後，將有利各項經濟及貿易活動之進行。一般而言，一個經濟體如規模較小且與另一大型經濟體之經濟關聯度極高，如其經濟又處於開放起步，通常會透過釘住大型經濟體貨幣之固定匯率制度來建立名目基準。

2. 固定匯率制度之問題

然而，如一國經濟規模已大，且各項市場機制完善，則不宜再透過官方所訂定之匯率來參與國際市場；其主要弊端之一為可能帶來資源之誤置，即無法以最佳且有效率之方式運用國內生產要素，例如，以偏低之價格售出國內生產要素。此問題對經濟規模愈大之國家而言，成本亦大，如以長期而言，所損失之生產力亦愈高。

以目前現況而言，中國經濟規模日益擴大，GDP 規模僅次於美國及日本，且經濟發展亦日益成熟，市場經濟漸取代計畫經濟，因此，似無須再透過固定匯率來取得名目基準。尤其此固定匯率係於 90 年代中期所定，10 餘年來，中國與美國間之相對生產力已有變化，匯率價格並未反映此一事實；另一方面，在面臨開放資本自由移動之壓力下，固定匯率制缺乏彈性，如偏離合理匯價太大且為時太久，通常無法長期持續。

如就內部平衡觀點而言，近年來中國外匯存底激增，管理成本上升，且經常帳順差持續擴大，人行外匯干預之代價或機會成本亦日益提高，同時亦造成執行貨幣政策之

難度增加，並導致國內利率偏離合理水準，引發經濟過熱或資源誤置等資產價格泡沫現象。

而就外部失衡方面，由於國際上普遍認定全球失衡與中國固定匯率制度有關，因此，來自國際及美國國會壓力，均一再要求人民幣應容許較大之升值空間，此亦可能造成國與國間之經貿摩擦日增。

(二) 沖銷式干預之問題

在固定匯率、資本管制及鉅額國際收支順差下，央行必須不斷干預匯市，但為使國內金融市場不受太大衝擊，隨後多須再行沖銷，期使貨幣供給額能維持在較為平穩之成長趨勢；然而，隨著金融開放及國際化程度提高，將使央行沖銷式干預之空間及效果愈來愈受限制。

依過去許多國家經驗，干預後所釋出之資金，短期內，雖可全數予以沖銷，且可達成貨幣政策中期目標——控制 M2 年增率，但長期而言，較不具成效；其可能原因在於各項管制措施之效力，通常僅及於銀行體系，如造成「反金融中介」盛行，政策效力反因此而受到不利影響。

1. 匯市干預、沖銷及貨幣政策管理之相互關係

廣義沖銷包括調整法定存款準備率等貨幣政策工具，但其效果較公開市場操作為差 (Spiegel 1995, Montiel 1996, 及 Reinhart 1998)。中國人民銀行在 2006 年 6 月至 2008 年 6 月兩年間，不斷調高存款準備率，使存款準備率自 7.5%，上升到 17.5%，事實上，此調整除宏觀調控目的之理由外，

與為達成沖銷效果之目的亦有關聯。

如執行貨幣政策缺乏間接管制工具，央行多採行直接管制措施（信用管制、調整法定準備率及道德勸服等），以使 M2 年增率落在目標區內。中長期而言，如無法將干預匯市之影響完全沖銷，其貨幣政策將受匯率政策所影響。

惟如國際收支順差來自國內實質面因素或外在因素，如生產力提高或出口熱絡等，並不適合進行沖銷，因這些衝擊所造成之價格調整，通常不會損及國家長期競爭力。

2. 影響沖銷成效之因素：

資本移動管制程度、匯市發展程度、財政政策、投資者投資管道之多寡、以及國內外資產間相互替代性等均會影響央行進行沖銷之成效。例如，如沖銷工具所付之利息高於國外資產之收益，則沖銷將會帶來「準財政成本」，此成本關係著沖銷之成效及是否能長久執行；另民間部門對政策之反應與回饋，將使央行亦須調整本身沖銷政策，致成效因而打折。簡言之，長期沖銷效果將因民間調整資產組合之決策，及央行「準財政成本」等因素而受到抵銷。

以當前中國各項經濟發展現況，以及前述分析已指出其沖銷成本應低於國外資產收益而言，人行採沖銷式干預仍能發揮其成效，且其持續性亦較不會受到質疑；惟未來中國金融市場將日趨國際化，資本管制及匯市亦將更具彈性，央行沖銷空間將相形縮減。

另一方面，在美國利率水準較低時，美元對其他貨幣

傾向於貶值時，人民幣面臨升值壓力亦較大，亦即，人行干預壓力較大期間，通常亦為沖銷成本可能高於國外資產收益之期間，此時，其沖銷之效果及持續力較受質疑。

3. 其它國家經驗

就短期而言，沖銷式干預或可達到其效果，但中長期而言，其效果及持續性均受到較大質疑。如早年 Hagen (1989) 對德國央行在 1979 年至 1988 年期間之干預所進行之研究顯示，在短期內，沖銷式干預可將國內流動性完全沖銷，但長期則不然。另如 Glick and Hutchison (2000) 對日本央行在 1973 年至 1990 年期間之估計顯示，在短、長期內，均無法完全沖銷干預所帶來之影響。而 Byung (2004) 研究南韓在 1990 至 2001 年間，面對國際資本移動，積極採行公開市場操作來執行沖銷，使貨幣基數不受匯率政策所影響；同時亦採其他管理措施，來控制資本移動對貨幣供給額之影響。該研究亦指出，在短期內，南韓央行干預匯市對資金情勢之影響，亦可全數沖銷，但就長期而言，國內貨幣數量仍呈明顯增加。

(三) 人民幣匯率制度改革之得失

由於固定匯率及沖銷式干預，所帶來之問題與日俱增，在 2005 年 7 月中國進行匯率機制改革，結束維持 10 年之久之固定匯率制度，並開始緩步升值。但由於中國人民銀行讓人民幣僅升值 2%，並因幅度較小，隨後再以明顯緩步升值方式，調整匯率；此一缺乏彈性之匯率制度仍為各界焦點。

尤其熱錢將以各種形式流入，使上述沖銷式干預之機會成本或所衍生之問題更形擴大。如前述，2008年下半年全球金融風暴下，熱錢反轉流出，反不利國內金融穩定。目前人民幣似乎又恢復釘住美元之固定匯率制度，此非固定又非浮動、而屬官方權衡之匯率制度，面臨著下列潛在風險：

1. 日本經驗：資產泡沫及通貨緊縮風險

今日中國有如 80 年代之日本。其時，日本對美國出現創紀錄貿易順差，在美國施壓下，日圓從 1971 年的 1 美元兌 360 日圓，持續飆升至 1995 年 4 月之 1 美元兌 80 日圓。日本經歷了 80 年代末期之股市和房地產泡沫，至 1991 年泡沫破滅後，經濟隨即步入長期通縮問題。事實上，日圓升值並未改變其貿易順差與其 GDP 之比值，因為日圓升值對出口雖帶來負面衝擊，但進口亦因經濟低迷大幅萎縮，致貿易順差變化不大。因此，如人民幣大幅升值，中國或有發生類似日本過去通縮經驗之可能 (McKinnon and Schnabl, 2006)；中國對此了然於胸，因此，對人民幣升值仍採極為謹慎之腳步進行。然而，對於日本經驗，亦有人認為並非因為日圓升值過快，而是資產價格泡沫過大，此與當年日本國內存在過度流動性有關。如以此觀之，人行欲操控匯率同時採適當貨幣政策，已面臨愈來愈大難題

。

2. 政策前景不確定：名目基準暫失，不利投資信心

***** 如 Impossible Trinity。詳後述章節分析。

固定匯率制度可視為原先貨幣政策主要基本原則，但在人民幣匯制改變後，原先固定匯率制度已不復存在，而人行並未明確闡明參考一籃貨幣之管理式浮動匯率制度將如何運作，而市場亦無法知悉人行貨幣政策新準則，如今又再度恢復固定匯率制度，投資者對中國貨幣及匯率政策已開始產生疑慮，未來如何再行恢復其所宣稱之彈性，或不可避免地將會吸引投機風潮，不利未來金融穩定。

3. 貨幣政策效力減弱並可能面臨兩難

中國金融市場已逐漸開放，如投機者開始預期人民幣升值，熱錢流入將壓低市場實質利率水準至低於應有水準以下。人行如未採取措施，資金將四處流竄，並產生資產價格泡沫；但人行如果迅速調升存款準備率或升息以抑制過熱投資，除面臨干預成本提高外，利差擴大反有利匯市投機者，且一旦緊縮過度，亦可能使金融市場或國內經濟陷入低迷，此時如熱錢又在投機風潮結束後匯出，將加重經濟跌勢，使貨幣政策執行難度大增。

(四) 人民幣匯率改制後走勢分析

如前述，2005年7月迄2008年7月間，人民幣匯率制度並不屬於固定匯率制度，其間人民銀行雖曾宣布其一籃貨幣之各項幣別，主要以美元、日圓、歐元及韓圓等為主，另新、英、馬、俄、澳、加及泰國等貨幣亦在一籃貨幣之內；由於該行未公布各項幣別比重，市場多利用常用之貿易權重做為參考依據。然而，一些相關研究，如 Shah, Zeileis and Patnaik

(2006)，等研究即顯示，人民幣係釘住美元而非一籃通貨；又如 Eichengreen (2006) 之研究亦顯示，如以韓圓做為其它亞洲貨幣之替代，顯示亞洲貨幣或許仍有權重，但實質上，人民幣仍釘住美元。如觀察自匯制改革以來人民幣之走勢亦可發現，目前制度尚非其所宣稱之一籃貨幣管理式浮動制度，實際上，係屬軟性釘住美元 (soft pegging) 之制度，而此制度原則上仍屬於固定匯率制度。

例如，如以「一籃貨幣」制度之管理式浮動制度而言，人民幣升值應與「一籃貨幣」中各組成貨幣之升值幅度有關。舉例而言，如將「一籃貨幣」簡化為美元 60%、歐元 30% 及日幣 10% 等權重，在歐元及日圓對美元均升值 1% 時，人民幣對美元應升值 0.4%。

然而，如觀察近年來人民幣走勢，可發現自 2005 年 7 月 22 日以來人民幣走勢，與美國紐約期貨交易所 (New York Board of Trade) 之美元指數相比較⁺⁺⁺⁺，可知人民幣呈現長期升值趨勢，此符合一般所稱之爬行(Crawling)現象，如再透過人為判斷或相關方法來適度移除不同期間之爬行速率 (升值幅度)，可發現人民幣每日變動，實與美元指數之變動，明顯相關。此分析方法所發現重點大致如下⁺⁺⁺⁺：

1. 在去除上述升值趨勢後，在大多數交易日，人民幣波動

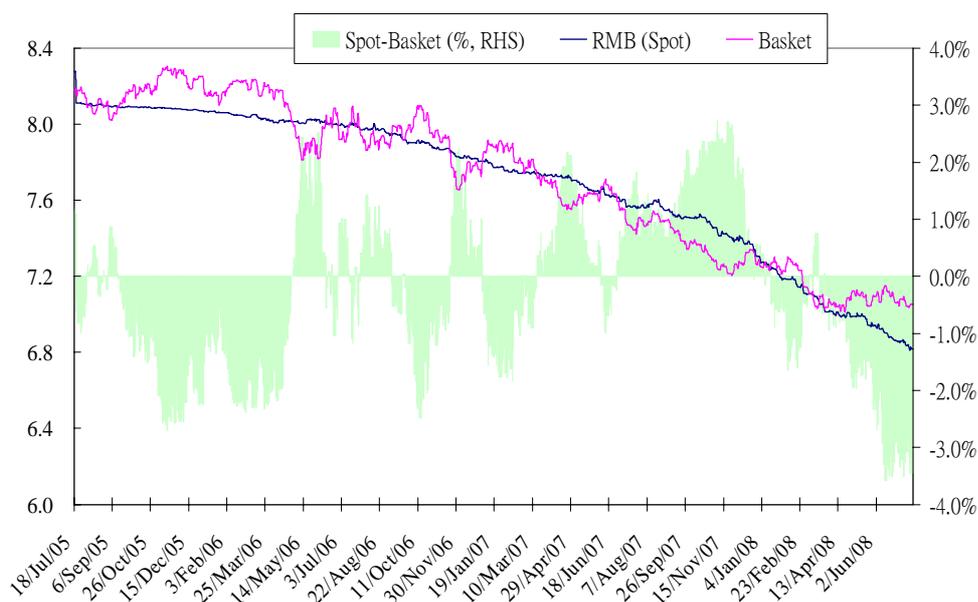
⁺⁺⁺⁺ 此美元指數係由 57.6% 歐元、13.6% 日圓、11.9% 英鎊、9.1% 加幣、4.2% 瑞典幣及 3.6% 瑞士法郎等貨幣及權重所組成。

⁺⁺⁺⁺ 作者未發表之研究。例如，以 1 個月為區間，求出期間趨勢值，並加以扣除，將得一新數列，並可發現此數列變動方向與美元走勢一致，但波動幅度較小。

方向與主要貨幣對美元之波動方向多呈一致；但其波幅仍遠小於主要貨幣之波幅。雖然，自 2006 年年初迄 2008 年 8 月間，上述所稱爬行速率，明顯較改制初期為快，且波幅亦有放寬現象；但整體而言，仍低於管理式浮動制度應有之升幅或波幅；而且，自 2008 年 7 月以來，此爬行速率又降為零，明顯與管理式浮動制度不同。

2. 惟如觀察過去幾年來，人民幣與主要貨幣之變動情形，可發現人民幣之波幅遠小於主要貨幣；此可視為人民幣正處於脫離 hard pegger 之過渡期，目前美元在其「一籃貨幣」中之比重仍極大，如部份研究即顯示，此一比重可能接近 90%；因此，人民幣匯率波幅，遠小於日圓、歐元及其它貨幣之波幅。另一方面，由於中國資本管制仍未解除且國內匯市尚處於初步發展階段，此均可能為人民幣波幅區間過窄之解釋原因。
3. 換言之，在 2005 年 7 月匯率制度改變迄 2008 年 7 月間，人民幣雖似採行類似新加坡 BBC 制度（詳見下一章），但仍有不同之處；例如，人民幣每日在 0.3% 之波幅範圍波動 (Band)，且人民幣亦存在特定趨勢 (Crawling)，如不論幅度大小是否足夠，此均與 BBC 制度精神一致；然因波動方向與美元一致，且波幅甚小，實質上仍屬釘住美元，或美元在一籃貨幣 (Basket) 之比重過大，此則與一般所稱「一籃貨幣」之精神，尚有一段距離。(圖 24)

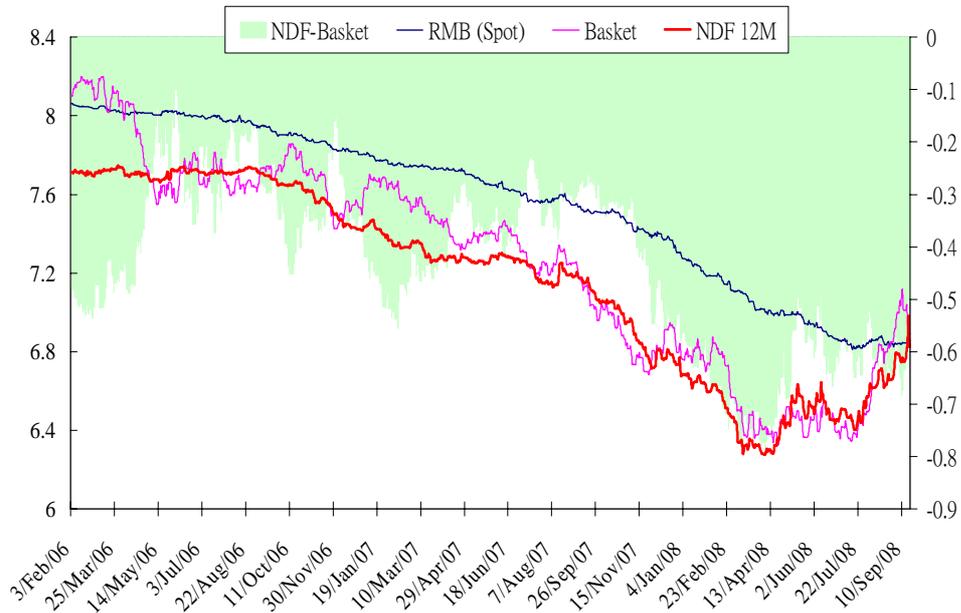
圖 24、人民幣與一籃貨幣走勢



資料來源：作者相關研究

4. 事實上，如以人民幣之無本金交割遠期匯率 (NDF) 加以觀察，可發現金融市場亦以類似概念在交易人民幣遠期外匯。例如，以一年後交割 NDF 而言，可概略算出市場預期人民幣將以每年 5-10% 幅度升值，且所預期之升值幅度快慢並非定值，此與不同時期時之美元強弱有關；另一方面，每日 NDF 之價位變動大致與美元為主之一籃貨幣之變動方向一致，反映市場認為人民幣之變動方向主要受美元影響。(圖 25)

圖 25、人民幣 NDF 與一籃貨幣走勢



資料來源：作者相關研究

綜上，中國匯制改變以後之三年期間，如以人民幣走勢或管理匯率方式觀察，此期間之制度與管理式浮動制度，存在類似之處；但仍存在差異；例如，人民幣每日波幅區間太窄，並受美元走勢影響太大。然而，對一剛脫離 10 年固定匯率制度之貨幣而言，加上外匯等金融市場尚未成熟，要直接跳躍至管理式浮動制，並不容易；而當前人民幣是否適合上述制度，亦值商榷，此問題將在下一節進一步探討。

三、人民幣匯率制度之未來方向

世界各國匯率制度之實際運作，可大致區分為分屬兩極的固定匯率制度(含美元化或使用共同貨幣、聯繫匯率及釘住匯率等制度)及完全浮動匯率制度，及在兩極中間的各類制度(中間制度)等三種類型^{§§§§§}。以亞洲各國而言，除日本外，多不符合所謂自由浮動之定義，各國或採嚴格之固定匯率制度(如香港之聯繫匯率制度)或稍具彈性之管理式浮動等制度(如新加坡之釘住一籃貨幣之區間爬行匯率制度)，或更接近浮動匯率制之精神(如韓國採通膨目標，但仍視狀況而密集干預匯市)。上述制度之所以存在差異，主要反映一國經濟之對外開放程度、貨幣政策目標及資本管制鬆緊程度等，各國經濟現況及政策目標不同，所允許之匯率彈性自不相同。

採完全自由浮動或固定匯率制度之國家相對不多，大多國家多採行中間制度，尤其對開發中國家或新興市場而言。另一方面，由前面分析可知，中國在改變原釘住美元之固定匯率制度後，雖目前人民幣又恢復為釘住美元，但其走勢曾一度類似中間制度；另一方面，以目前資本及金融市場開放程度而言，人民幣亦無法立即轉為自由浮動制度，因此本節係以中間制度為主，來探討人民幣匯率制度之未來方向。

^{§§§§§} 參見 IMF *Annual Report* (2004)，IMF 將匯率制度細分為：使用外國貨幣或共同貨幣、聯繫匯率、一般釘住匯率、區間釘住匯率、爬行釘住匯率、爬行區間匯率、管理浮動匯率及獨立浮動匯率等，前三項可視為固定匯率，另除獨立浮動匯率外，其餘四種可視為中間制度。新興市場或開發中國家之匯率制度多屬中間制度。

(一) 中間制度匯率制度之探討

不同匯率制度均有其優缺點，例如，採行固定匯率有助於建立一國物價之名目基準，但可能須犧牲本身之貨幣政策自主權；且在資本移動日趨頻繁下，一旦匯率偏離合理均衡值，將招致投機客攻擊。另一方面，採行浮動匯率則有實行獨立貨幣政策之空間，但匯率常呈現非必要之過度波動性等現象。實務上，並不易明確衡量此二制度之優劣，一國匯率制度之抉擇與其貨幣政策目標及資本市場開放程度有關，但亞洲等多數國家實質上均採中間制度或折衷制度，其理由及相關問題概述如下*****。

1. 各國實質上採行中間或折衷制度之理由

反對浮動匯率制之理由大致有：

(1) 羊群行為 (herd behavior)

反對自由浮動匯率制度之主要理由，在於匯率市場有時非由市場參與者之理性預期所決定，反因羊群行為 (herd behavior)，而呈現非理性之同方向變動。經驗顯示，一旦羊群行為發生，匯率走勢多無拉回之傾向，反呈現愈向遠端偏離，進而影響金融體系穩定。

(2) 缺乏內含之自我穩定機制

或以另一角度觀察，例如以一年內之較短觀察期間分析，匯率走勢通常符合或近似於隨機漫步走勢；基此，

***** 除本節所述理由外，部份學者，如 Calvo and Reinhart (2002)，則以「恐懼浮動」(fear of floating) 來解釋亞洲於 97 年金融風暴後對匯率多加以干預之現象。

無論依理性預期或適應性預期等不同模型而言，在浮動匯率制度下，遠期匯率變動與即期匯率變動幅度相當，反映出此一制度無法提供內含之自我穩定機制。

(3) 匯率過度波動性 (excess volatility) 現象

所謂匯率過度波動性係指在浮動匯率制度下，匯率水準經常呈現較相關總體經濟變數為大之波動現象。此過度波動性將使投資者或企業面臨較高度之不確定性，不利於長期經濟發展與穩定。

2. 固定匯率制度之缺點

(1) 配合此制度所應具有之各項條件甚嚴

一國採固定匯率制度，須在諸多條件配合下，方有恆久存續可能；例如，該國須屬於小而開放之經濟體，其貿易量主要取決於所釘住匯率之相對國，同時，經濟政策應能確保其通膨率與所釘住之國家相同，或應配合聯繫匯率制度 (currency board) 等相關機制；嚴格而言，要符合或達成上列條件並不容易。

(2) 喪失政策自主權

在一國資本移動日益開放下，欲採固定匯率制度，該國將無法隔絕來自國外部門之衝擊，貨幣當局之貨幣政策效果，亦會受資本移動抵銷，貨幣政策自主性因而喪失；如進一步採行美元化或使用共同貨幣，則將同時喪失匯率與貨幣自主權。另一方面，如發生僅屬本國之衝擊時，貨幣當局採行政策來因應衝擊之空間將受限。

(3) 不易訂定並長久維持符合經濟基本面的固定匯率

由於各國經濟結構不同，所面對之長、短期衝擊，亦不相同，如何決定合理匯率水準，通常存有爭議；在某些狀況或時點，一旦所釘住之匯率偏離了經濟基本面所隱含之水準，極易誘發投機客攻擊。

(4) 短期國際資本大量進出之衝擊

由於金融全球化之影響，國際資本移動日益頻繁，要長久維持一固定匯率，並不切實際。如發生造成短期資本大量移動之負面衝擊時，在固定匯率下，投機客僅須朝單一方向炒作即可，一旦投機未果，其損失與固定匯率失守後之暴利，極不對稱，此為固定匯率制度所以吸引投機客注意並常發生金融或貨幣危機之原因。

3. 中間或折衷之匯率制度

(1) 相較於固定匯率制度，投機客不易藉由炒作獲利

與固定匯率制度相較，投機客較不容易在管理浮動匯率制度下炒作獲利。在固定匯率制度下，市場參與者(或投機客)只須往單一方向炒作即可；但在管理式浮動匯率制度下，如匯率偏離已大，市場將會產生央行可能干預匯市之疑慮，市場反轉可能性提高，投機客將因而有減持部位以避免損失擴大之動機。此自發性動作，將有利市場穩定並減輕央行面對同方向炒作之市場壓力。

(2) 相較於浮動匯率制度，匯率走勢較為穩定

一般而言，在完全自由浮動匯率制度下，遠期匯率

之變動常與即期匯率之變動等幅；但如採中間制度，則遠期匯率變動幅度會小於即期匯率之變動，反映出市場預期匯率將回到某一定點；換言之，此類制度具自發性之穩定機制。

(3) 匯率穩定下仍能保有若干自主之貨幣政策空間

在管理式浮動匯率制度下，央行干預匯市或調節匯市之目的，主要著眼於縮小匯率之變動幅度，故仍能保留匯率彈性，而非固定不變，故央行仍能保有一定程度之貨幣政策自主權；亦即，中間制度給予央行貨幣政策自主權之空間。

(二) 「釘住一籃貨幣、波幅區間並小幅爬行」之管理機制

(Basket, Band and Crawl)

各項中間制度中，近年引起最多討論者為「釘住一籃貨幣、訂定波幅區間並採行小幅爬行」之管理機制(Basket, Band and Crawl, 以下簡稱 BBC)。採此一制度之代表國家為新加坡，其內容概述如下：

1. Basket：釘住一籃貨幣而非單一貨幣

由於一國貿易對象多已多元化，因此宜以一籃貨幣 (basket) 做為其匯率所欲釘住之目標。由於如僅釘住單一貨幣，則一國有效匯率 (effective exchange rate) 將因其它國家匯率波動之差異而改變，出口競爭力或國內情勢經濟因而受到影響。以亞洲國家為例，其貿易對手多呈分散，如匯率僅釘住單一美元，如美元對日圓及歐元升值，該國

出口競爭力將因有效匯率相對升值而受到負面影響。

在此制度下，訂定一籃貨幣之原則主要依：

- (1) 該一籃貨幣應具有穩定該國有效匯率之功能。
- (2) 一籃貨幣內各貨幣權數比重，理論上應考量各國間貿易彈性，實務上可依其與主要貿易國之貿易額加權。

2. Band：匯率波動幅度區間

BBC 制通常容許較寬之波幅區間，主要因：

- (1) 因匯率中心平價通常無法精確估計，較寬之區間可避免央行在設定之中心平價偏離實際均衡值時，並尚未察覺或調整前仍進場干預，所造成與市場間雙輸之局面。
- (2) 可容許央行調整其中心平價而不致引起市場不當預期。
- (3) 容許本國經濟景氣與國際脫軌時，央行仍能獨立行使貨幣政策之空間。
- (4) 容許央行擁有因應大量短期國際資金流入之調節空間。

一般而言，波幅區間通常設定在上下各 10% 或 15% 之間，太窄可能會造成匯率經常超越或挑戰區間上限，因而損及央行公信力，太寬則無太大意義。以一國如允許匯率上下各 10% 之波幅區間而言，即使在利率變動僅為相對國之 95% 時，一國仍能在兩年期間內，達成維持其匯率水準在此波幅區間內變動，而無超越波幅邊界之虞。

3. Crawl: 小幅調整而非大幅變動

爬行或小幅調整 (crawl) 主要反映本國與相對國間之通膨率差異，對經濟成長較快等新興市場而言，此調整

同時反映其與相對國間之生產力差異(Balassa-Samuelson effect)。此調整率 (rate of crawl) 通常以下列公式估計：

$$\begin{aligned} & \text{貶值幅度之調整 (crawling depreciation)} \\ & = \text{國內通膨目標} - \text{國外通膨預期} - \text{生產力差異} \end{aligned}$$

然而，如一國係面對著貿易條件永久性惡化、資本流入永久性減少、相對於 GDP 之應償外債增加、或重要競爭對手貨幣永久性貶值等狀況，且其中心平價在經過調整後仍在波幅區間內，該國貨幣當局宜進行中心平價一次式之調整，藉以平衡其國際收支。

4. 其它相關問題

以上為 BBC 制主要特點，但該制在實行上尚有相關細節值進一步討論。例如：

- (1) 中心平價之決定：通常以能達成一國外部平衡 (external balance) 之基本均衡匯率 (fundamental equilibrium exchange rate, FEER) 做為中心平價；但因 FEER 不易精確估計，且眾人對「外部均衡」之內涵，亦常有不同認定或解釋，此為 BBC 制所面臨之主要問題之一。
- (2) 是否應公開宣示各項相關參數值：BBC 制之重要功能為形成市場預期 (或如 Krugman 所稱蜜月期效果)，故貨幣當局似應定期公布採行此制度時之各相關參數。惟實務上，採行此制度之國家並未加公布全部細節；如以新加坡經驗而言，該國貨幣當局 (MAS) 並未公布各項

相關數據，不過由於該國主要交易商所採用模型，已有預測 MAS 貨幣政策之能力，故市場正確預期仍能形成。

(三) 折衷制度與「不可能之三位一體」

中間制度能否長久存續，一直存有爭議，尤其此制度可能抵觸著名之「不可能之三位一體」(impossible trinity)，以下為各相關討論。

1. 不可能之三位一體 (impossible trinity)

上述分屬兩極的匯率制度之所以具有說服力，乃基於匯率係由各國相對物價，相對通膨率，相對利率水準以及投資組合部位等因素所決定。換言之，匯率制度之選擇等同於貨幣政策之選擇，亦即，固定匯率制度係以匯率做為國內各項價格之名目基準 (nominal anchor)，而一國如以通膨目標做為名目基準，則匯率應有自由浮動之空間。

以另一觀點而言，當前國際金融理論上，由 Mundell 及 Fleming 所提出之「不可能之三位一體」(impossible trinity) 為上述看法之強力基礎。依此理論，一國無法同時達成「匯率穩定、資本自由移動及貨幣政策自主權」等三目標，僅能就其中兩項加以選擇；例如，在金融市場整合之今日，資本移動已為各國得選擇之一，因此各國僅能在固定匯率(如香港)或浮動匯率(如日本)中，再擇其一。

2. 折衷制度

然而，採行如 BBC 等中間或折衷制度，其目的在於

希望能於「資本自由移動、匯率穩定並獨立行使貨幣政策」等三項目標中，取得「折衷」。其所持主要理由為，一國匯率制度、資本移動及貨幣政策間並非彼此獨立；例如，對僅追求貨幣政策獨立性，並不干預匯市之國家而言，亦不能忽略匯率變化對本身貨幣政策之影響，因匯率升貶對其通膨率仍存在影響；而一國對資本移動寬鬆之考量，除與其所容忍之匯率波動程度有關外，亦須權衡資本移動所帶來之得失。因此，多數國家在制定相關匯率或貨幣政策時，均對上述問題採一致性通盤考量。

另一方面，實務上，匯率多呈隨機走勢，如以較短期間觀察，市場匯率多受當時之「盛行趨勢」(fads) 或泡沫(bubbles) 所影響，而非由基本面因素所決定；因此，如能藉由某些措施來改變其盛行趨勢或戳破泡沫，減少不必要之波動，應屬可能，此為支持中間制度之主要基本理由。

3. 中間制度之管理

換言之，可將 BBC 等中間制度視為貨幣政策之互補措施，而非匯率或貨幣政策之另項替代選擇；折衷制度之精神並非在三目標間取捨其一，而是對三項目標同時加以權衡並取得折衷。

至於中間制度能否長久存續，其焦點主要在一國允許資本移動下，可能無法達成匯率穩定之目標。但因中間或折衷制度，匯率並非固定，仍容許一定波幅區間，且貨幣當局亦有一定程度之自主性；因此，一旦匯率偏離基本均

衡匯率過大或流於投機時，或可由下列措施穩定匯率。

- (1) 貨幣政策：貨幣政策被認為是影響匯率最傳統之工具，利率水準高低與匯率強弱之關係，或有不同看法，但在一般情形下，升息將提振匯價；換言之，在折衷制度下，由於一國貨幣當局仍有一定程度之貨幣自主權，因此，得藉由貨幣政策工具來影響外匯市場。
- (2) 沖銷式干預：央行在干預匯市後是否進行沖銷，端視其貨幣政策與後續影響而定。雖一般認定，中長期而言，沖銷式干預對匯率走勢可能無顯著效果，或其效果可能無法持續較長期間；但亦有支持沖銷式干預者認為，如一國央行進行大動作、公開且在他國央行默契下合作，其干預仍具有影響匯率走勢並降低波幅之成效。
- (3) 有限度資本管制：一國面對大量資本流入，在浮動匯率制度下，該國競爭力通常會在貨幣大幅升值下受到嚴重傷害。而中間制度之最後防線為對資本流入施以局部之限制，以扼阻投機性熱錢並降低匯率波幅；例如智利對國際資本流入，尤其是短期外幣放款，課以無償之應提準備 (unremunerated reserve requirement, URR)，曾有效地抑制資本流入之金額及速度。

(四) 人民幣之可能匯率制度

匯率制度是否宜做為一國央行貨幣政策之重要準則，與一國經濟開放程度有關。一般而言，如一國經濟之對外開放程度高，則以「匯率法則」做為貨幣政策之依據，對

總體經濟變數所帶來之穩定效果，將較「利率法則」為佳；換言之，如一國經濟開放程度不高，央行以「匯率法則」而非「利率法則」做為貨幣政策依歸，較不利該國通膨及產出之穩定性。

例如，McCallum (2006) 曾以「出口與產出比」衡量經濟開放程度，並指出如此比值低於 0.15 (即開放度較低)，央行如採「匯率法則」而非「利率法則」，將使該國通膨及產出波動均呈增加。而當比值高於 0.3 時，由「利率法則」轉向「匯率法則」，雖不利通膨之穩定性，但卻有助於穩定產出缺口之波動性。目前中國此比值略大於 0.3，但遠低於新加坡之 0.6，但較英國之 0.2 或工業化國家之 0.15 為高。

另一方面，McCallum (2006) 亦指出，中國係釘住一籃貨幣，而不是對一籃貨幣浮動；因此，無論就經濟開放度而言，或匯率制度實質上所採行制度等觀點，中國相對於經濟屬高度開放且採一籃貨幣管理式浮動之新加坡而言，未來採類似新加坡 BBC 制為貨幣政策準則之可能性不高。惟 McCallum 亦未對中國當前制度屬何種制度或未來宜採或應採何種制度，多加說明或給予建議。

惟如以另一觀點分析，假設人行貨幣政策對產出缺口較為敏感，且較能容忍通膨缺口，亦即該行在權衡物價及產出缺口時，給予產出之權重甚高，則以當前經濟開放度而言，仍有採行「匯率法則」空間。此外，其他一些對於「開放經濟體」(open economy) 之研究，常以貿易餘額或

淨出口，來衡量一國經濟之外部性；以此觀點，中國當前經濟發展策略、過程及外部部門對本身經濟成長之重要性等事實，均與早年新加坡開始積極管理匯率政策時期（80年代初期）類似。

另一方面，如 Eichengreen (2006)及 Williamson (2004)等則認為，如考量經濟規模，中國屬經濟開放程度較高者。Williamson 並指出，中國目前雖未完全符合當年所建議一國採 BBC 制時應有之各項條件，但仍強調中國之匯率制度，宜在一籃貨幣之平價上下，允許有限度匯率彈性，並定期小幅修正平價，以符合經濟現況。換言之，Williamson 認為中國在脫離釘住美元之固定匯率制度後，宜暫採行 BBC 制。

如以近期常用來與中國比較之印度為例，其匯率制度演進過程或可做為參考。Cavoli and Rajan (2006) 指出，或可將印度先前匯率制度，視為與新加坡之 BBC 制略有不同之另類版本 (different versions)；依其研究，印度盧比主要係釘住美元，但歐元對盧比之影響有逐漸增加之趨勢。如回顧 2002 年 6 月至 2003 年 11 月間，盧比自 49 兌 1 美元緩步升值 (爬行) 至 45.2 兌 1 美元，其 20 日樣本標準差約在 1%，與近期人民幣走勢頗為類似。

綜上，以一籃貨幣之管理式浮動制標準而言，人民幣新制與此一標準不同，實質上仍釘住美元，而非一籃貨幣，且雖已不屬於 hard pegger，但仍屬於 soft pegger；換言之，中國目前「軟性釘住美元」，確實不屬於管理式浮動或嚴謹

定義之 BBC 制。此癥結主要在於人民幣實際上之波幅區間太窄，且受美元走勢影響太大。例如，到 2007 年時人民幣匯率波幅雖已為 2006 年上半年平均水準之一倍，但仍僅為新加坡幣波動幅度之 1/3 而已；甚且，人民幣又於 2008 年第 4 季恢復為釘住美元。

如以中國匯率制度改變以來迄 2008 年夏，其管理匯率方式及人民幣走勢等加以觀察，或可視為人民幣正處於脫離 hard pegger 之過渡期，因此，當時所釘住之一籃貨幣中，美元所占比重仍大，此將會限制人民幣之波動幅度。例如，如一籃貨幣中美元佔 80%，歐元及日圓各佔 10%，一旦美元對歐元及日圓均貶值 1%，則人民幣僅須對美元升值 0.2%，即可使人民幣之變動符合貨幣籃之變動；由此可以了解為何人民幣匯率之波幅，遠小於日圓、歐元等之波幅。

人民幣不復釘住美元時期，雖宣稱係改為管理式浮動制度，但實際上距其所宣稱之管理式浮動仍有一段距離，且綜合其走勢，仍較為傾向於 IMF 所稱之一般釘住匯率。未來人民幣波幅如能進一步擴大，且降低美元對其波動或走勢之影響力，則在實務上，即符合較管理式浮動為嚴格之 BBC 制。如然，可預期中國將會逐漸並實質地增加歐元在一籃貨幣中之比重，且可確定的是，其匯率彈性之增加，亦須配合資本管制解除之速度或進展。否則，在匯率尚未達到均衡價位前即全面開放資本帳，將使賭人民幣升值之熱錢呈單一方向湧入，或匯率雖已升至合理價位，但亦將

因欠缺彈性，投機者仍有進行單向炒作空間。

一國之所以採行中間或折衷制度，係希望能於「匯率穩定、資本自由移動且能獨立行使貨幣政策」等三項目標中，取得「折衷」。一般而言，中小型且高度開放國家，其經濟彈性較佳，較可能達成此一折衷目標；基此，就長期觀點，以中國經濟規模之大，及經濟發展政策亦將由過度倚靠出口轉為內需，使得出口與產出比下降，匯率法則之重要性亦將下降，且「不可能之三位一體」(impossible trinity)亦將成為無法避免之問題。換言之，中國未來須在「匯率穩定、資本自由移動及貨幣政策自主權」等三目標中擇二，一般咸信，就中國內外部失衡所衍生之潛在風險而言，後二者應較匯率穩定更為重要。

四、本章結語

中國貿易順差龐大，以當前匯率而言，仍將持續擴大，外匯存底亦然；中國外匯制度應繼續改革，以符合經濟發展所需。早年固定匯率制度、資本管制及出口導向等政策，對當時投資信心及金融改革而言，有其必要性，但因外匯存底累積過速，除面臨國際壓力外，國內金融穩定亦受威脅。

以中國經濟規模之大，一旦經濟持續發展，內部需求將逐漸被引發出來，出口對 GDP 之比值勢將下降，則釘住單一貨幣之固定匯率，可能不再適合經濟發展所需。尤其，單以中國對美國之鉅額貿易順差觀點，人民幣對美元確實呈低估，並不利中國內部資源運用效率；因此，讓人民幣更具彈性或由市場決定，一直為歐美國家認定之較佳解決方式。

然而，在了解中國當前之發展策略、經濟結構及金融市場彈性等限制後，可了解到人民幣一次式或快速升值，雖可能解決因鉅額外匯存底所帶來之問題，但亦可能引發經濟或金融失序。一來，因市場與官方對人民幣升值幅度之認知可能不同，進而導致匯市投機日盛；其二，大幅升值對出口產業所帶來之負面衝擊，其經濟成長、就業市場及金融體系能否順利承受，亦無法事前認定；其三，由亞洲國家經驗，中間制度有其優點。因此，中國依歐美觀點進行一次式大幅升值之可能性甚微；本章認為就當前及可預見中長期而言，人民幣匯率制度將為略偏向固定匯率制度之中間制度。

人民幣升值對中國之經濟成長及貿易等衝擊，其影響

較為複雜；一般而言，中國經濟成長及出口將因人民幣升值而受到負面衝擊，衝擊大小與升值幅度及速率有關。雖目前缺乏明確證據顯示中國對外貿易已受人民幣升值所影響；但以經濟發展模式而言，一旦中國認知其出口或經濟成長已受衝擊，將會大幅限縮人民幣升值空間及匯率彈性。

近年來人民幣走勢並不符合一般或其所宣稱之管理式浮動制度，人民幣實質上仍釘住美元，而非釘住一籃貨幣，但一度曾朝著類似所謂 BBC 制發展跡象，惟在全球性金融風暴後，其走勢又恢復固定匯率之態勢；亦即，當前人行之貨幣政策主要考量仍為穩定匯率或仍以匯率法則為主。未來如全球金融風暴平息，主要國家貨幣政策恢復常態，人民幣或可能再次朝類似 BBC 制等較嚴謹之管理式浮動制進行；中國目前仍希望在逐步開放或放寬資本管制時，能避免損及匯率穩定等政策目標。

匯率制度之抉擇或變革，並無法在一夕間完成，匯率彈性之高低與資本管制解除之進程，及貨幣政策目標之權衡有關。就中國現況而言，在三項目標中，中國保有貨幣政策獨立性及匯率穩定等兩項目標，資本自由移動仍不是其目前所能達成或所願之目標⁺⁺⁺⁺⁺；但在未來，如配合資本移動限制逐漸鬆綁，匯率彈性亦可望逐漸提高。

⁺⁺⁺⁺⁺ 對新興市場經濟體而言，有時資本管制有其必要性；參見聯合國「Trade and Development Report 2009」。

肆、中國經濟地位之轉折點

如前述，短期內，中國匯率制度並無大幅變革可能，但鉅額經常帳順差及外匯存底，所衍生之成本或問題，已超越所帶來之效益。而中國外部失衡與全球失衡相關，全球失衡除帶來各國間經貿摩擦或貿易保護主義等問題外，亦為長久金融穩定帶來潛在威脅。如以中國等順差國而言，外部失衡反映本身資源誤置，國內資源或生產要素以過低價格為他國所用，而非做為本國投資及消費，同時隱含資源過度集中於出口產業，存在不當或過度投資之風險，並伴隨犧牲內需之社會成本。以另一觀點觀察，外部失衡反映國內儲蓄過高，不利國內經濟長期發展；此外，過多外匯存底所衍生之問題及匯率制度過於僵化，亦使內部失衡風險大幅升高。

一般認為，全球失衡調整通常應由美元匯率或中國匯率制度及人民幣匯率等來調整，但亦有以全球化觀點，來看待此一問題者。全球化觀點認為全球失衡主要反映商品、勞務及金融市場之全球化現象，短期內並無法大幅調整；甚或以中長期觀點，各國間經常帳失衡或無須完全消除，美元貶值空間或人民幣升值幅度，可能較當前市場認定為小。

另一方面，中國在全球經濟之地位日益提高，尤其是對亞洲鄰國或拉美等國之重要貿易對象而言，已具有舉足輕重影響力；因此，中國亦希望能透過與上述國家間之各項協議或合作，來處理全球失衡或中國外部失衡等問題，而非僅由人民幣大幅升值或匯率制度大幅變革等方式來進行；例如，

透國雙邊換匯或貿易結算等來提高人民幣影響力，或降低對美元等其他貨幣之倚重。然而，如就內外部均衡觀點而言，匯率制度或外匯政策之變革，仍為經濟發展之長期進程中，所不可或缺者，尤其當內部失衡風險因外部失衡擴大而逐漸升高之際，對資本移動之限制如能放寬，或允許更有彈性之匯率制度，除有利人民幣成為亞洲貨幣之龍頭，亦為人民幣成為主要國際貨幣之先決條件外，同時，亦可降低本身內部資產價格泡沫之風險。

一、全球失衡與中國經濟內外部失衡

中國經濟外部失衡與全球經濟失衡存在一定關聯性。全球失衡之焦點，幾乎均著眼於美國鉅額貿易赤字等相關問題，而相對於此問題者，即為中國鉅額貿易順差；亦即，中國經濟之外部失衡。另一方面，如進一步探討此一問題，中國匯率制度缺乏彈性及人民幣幣值低估等，又常為問題爭議焦點，同時，此制度亦為中國經濟內部失衡種下風險因子。本節即就中國在全球經濟失衡所扮演之角色，重要文獻或理論模型對失衡調整之看法，以及中國內部失衡等問題加以探討。

(一) 中國外部失衡與全球經濟失衡之關聯

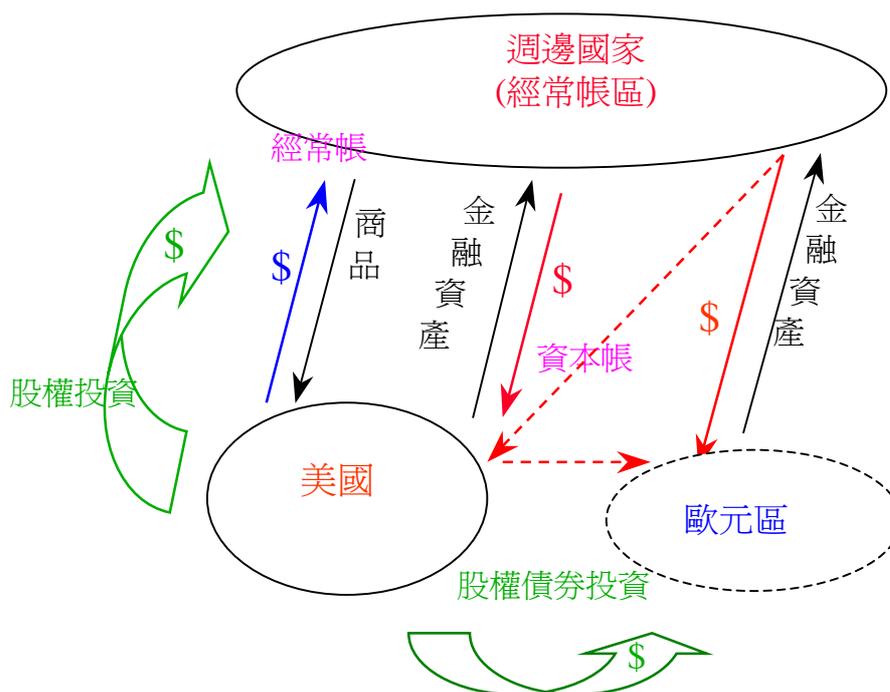
全球經濟失衡焦點，可由美國鉅額貿易赤字以及中國鉅額貿易順差且匯率制度缺乏彈性等特徵來代表，亦即，全球經濟失衡與中國經濟外部失衡存在一定關聯性。對於

此失衡現象，可由所謂之「新興布列敦森林體制」(The Revived Bretton Woods System) 來加以審視，此一體制係由 Dooley、Folkerts-Laudau 及 Garber 所提出，其觀點主要為在美國與以中國為代表等亞洲國家「各取所需」下，當前「全球失衡」本質上與二次世界大戰後之布列敦森林體制類似。其主要論述為：

1. 由於亞洲多數國家受創於 1997 年金融風暴，外匯存底流失，貨幣遽貶；各國政府認知到熱錢瞬間反轉撤離，對經濟造成衝擊極大，原本由出口帶動成長之政策不但重新受重視並更為強化。此類著重於貿易帳順差或經濟成長明顯受國外部門影響之國家，多傾向於採釘住美元之固定匯率制度，且藉由低估幣值，強化出口競爭力。
2. 且因中國出口占全球出口比重持續上升，加上人民幣係釘住美元，因而成為此新興體制要角。尤其當美元處於貶值時期，人民幣之固定匯率制代表人民幣對其它貨幣亦相對貶值，造成亞洲各國面對中國競爭下，處於相對不利條件。因此，這些國家須主動或被動地干預匯市以壓低幣值，來維繫其出口競爭力，進而累積外匯存底。
3. 其外匯存底主要用途仍為購買美國債券。另一方面，美國因本身鉅幅經常帳赤字，有賴國外資金予以融通，亦樂於以較低之成本，取得外部資金彌補赤字。在基於互利共生下，處於中心之美國與位在周邊之亞洲各國，逐漸形成雖無真正協定但卻為密切結合之貨幣體制。

4. 簡言之，東亞等國與美國間之商品及資金流動並整合，促成二者相互依存之隱性合作關係。周邊國家（亞洲）以釘住中心國家（美國）貨幣之固定匯率制度，並維持低估匯率，以支持出口帶動之經濟成長模式。另因周邊國家資本市場較不發達或無法自由移動，故在低估幣值並以出口為導向下，外匯存底迅速累積，周邊各國官方又將外匯存底運用於購買中心國家資產(主要為債券)，以融通中心國家之經常帳及財政等赤字。(圖 26)

圖 26、新興布列敦森林體制



在上述體制中，中心國家在接受周邊國家回流其出口所得資金後，得以低成本之資金持續進行投資及消費，以維持經濟動能；換言之，受益於資金回流所帶來之低融通成本，使中心國家在政府及民間儲蓄不足下，經濟仍持續

擴張。例如，在 2007 年金融危機爆發以前，美國內需強勁，尤其是不動產市場景氣激揚，經濟呈強勁成長，雖然美國民間儲蓄率偏低且財政赤字增加，而聯準會 (Fed) 又一再升息，但美國長期利率並未因上述因素而上升反呈現下滑趨勢，顯示市場對美國長期債券之強大需求。此或可歸因亞洲等國資金大量融通美國，長期利率因此而維持低檔+++++。

或以另一觀點而言，低成本之外部融通亦對房地產與金融資產等價格提供支撐，財富效果持續帶動消費擴張，而需更多進口以滿足其消費，亞洲各國出口亦受益於美國經濟動能。另一方面，由於週邊國家對中心國家債務餘額不斷上升之認知，基於避免匯率及利率風險，將不願增持甚或降低中心國家資產，此將造成過多資金湧入歐洲，使歐元對美元不斷升值，此等同於歐元對人民幣及亞洲貨幣亦相對升值，亞洲各國產品價格因而相對低廉，歐洲各國製造業面臨嚴苛之價格競爭，經常帳將受到負面衝擊，但其金融帳則將受惠於資金流入；換言之，歐元區亦以間接或被動形式，在某種程度上加入此一體制之中。

此制度認為美元將以較長時間達成軟著陸，主要由於中國仍須仰賴出口部門所帶來大量就業機會，以提供廣大農村失業人口工作機會，並吸納原國有企業之勞動人口；亦即，只要中國經濟未達充分就業，中國即不會過早結束

+++++ 美國聯準會前主席 Greenspan 對美國長期公債殖利率偏低現象，曾用「謎思」(conundrum) 稱之。

人民幣與美元間之固定匯兌關係。此外，如以過去日本或東亞各國在鉅額經常帳順差下，幣值被迫大幅升值，隨後經濟或處於流動性陷阱(日本)、或發生金融危機致幣值貶至更低水準(東亞各國)等負面經驗而言，中國應了然於胸，不致於重蹈覆轍。因此，只要人民幣處於低估且資本移動呈管制狀態，此體制即無崩解壓力。另亦因美國貨幣當局維持低通膨之信譽佳，美元實質利率並不會較歐元等其他貨幣為低，亞洲各國持有美元資產仍享有較高報酬率，雖有美國雙赤字或匯兌損失等風險考量，亞洲各國大幅撤出美元資產之可能性亦不高。

(二) 全球經濟失衡之潛在風險或調整

對於全球失衡之調整，各界對於應透過何者方式，或匯率所扮演角色，存在不同見解。有些認為匯率大幅調整為根本之道，但有些則認為匯率所扮演之角色有限。

1. 美元應大幅貶值或人民幣應大幅升值

新興布列敦森林體制之論述，有助於了解全球失衡之背景，但其存續、調整及潛在風險，亦常為各界所討論，如以布列敦森林體制而言，其運作初期對安定國際金融及發展國際貿易頗有貢獻；然而，當 1971 年美國暫停美元與黃金兌換後，迫使主要工業國家放棄固定匯率，改採浮動匯率制度，該體制隨即崩潰，並造成國際金融市場動盪。

因此，對新興布列敦森林體制缺乏信心，主要對美國經常帳赤字能否持續及能否續獲亞洲融通等存疑。由於在

經常帳赤字削減過程中，美元勢將貶值，一旦各國官方或投資者認定美元有重挫可能，債券殖利率將驟升，將迅速降低美元資產比重，在惡循環下，此體制將迅速瓦解。

且由於此體制並無國際機構要求成員恪遵匯率政策，以避免各成員採自我保護措施，進而損及體制健全，例如成員自行減持美元資產以避免匯兌或資本損失，或在經濟情勢不利時，競相貶值以提高出口競爭力等，體制將加速崩解。換言之，此體制與原布列敦森林體制本質並不相同，係屬較不穩定且脆弱之體制，或如美國前財長 Summers 所稱「金融性之恐怖平衡」(balance of financial terror)。

此外，就實務上而言，部份亞洲國家之金融市場並非完全受到管制，匯率制度或金融市場已有相當彈性，因此，要長期維持低估匯率頗為困難；另一方面，亞洲各國外匯存底已呈過剩，並造成管理上之問題；例如，干預匯市之沖銷成本上升，或國內資產價格已偏離合理價位等。因此，上述國家將愈來愈難維持幣值低估，本國貨幣勢必升值，以減輕內外部壓力，屆時各國外匯存底將無法再回流美國。

或如前述，央行沖銷式干預成本，不宜僅以央行利息支出觀點衡量，須將央行在干預匯市後所買入美元資產，當本國貨幣升值後而產生之匯兌損失，一併列入考量。如以此觀點，沖銷式干預並無法長久持續。

基於上述觀點，全球失衡終須面臨調整。以國際收支平衡之傳統觀點認為，經常帳失衡係一國之總合需求大於

總合供給之結果，故應由改變總合需求來消除失衡；亦即，應透過貿易財及非貿易財相對價格之變化，以及國內消費與投資等需求之轉移等，來消除經常帳失衡現象。此觀點可以 Obstfeld-Rogoff 模型為代表，其觀點並指出幣值強弱並非消除經常帳失衡之理由（或工具），而是在消除經常帳失衡之同時，又要確保國內經濟平衡之結果。在此觀點下，美元應貶值，而人民幣則應大幅升值，以解決其外部失衡。

其他較知名研究，如 Roubini & Sester (2004)亦認為，由於外國投資者持續融通美國儲蓄不足，尤其是外國官方機構為維持其匯率穩定，以干預匯市所獲得美元，又持續回流美國並買入債券，此為國際經濟失衡持續擴大之主因之一。由於中國為美國貿易逆差之主要來源，因此，惟有人民幣升值，亞洲等其它貨幣(含日圓)方有升值可能，此方有助於改善美國與亞洲之間之貿易失衡。另如 Wren-Lewis (2004) 亦曾以部份均衡模型指出，設中國經常帳順差維持在 GDP 之 1%，則人民幣匯率應在 6.71。另又如 Blanchard, Giavazzi, and Sa (2005) 認為如人民幣不再釘住美元，中國將調整外匯存底美元資產比例，美元將承受巨大貶值壓力。

2. 美元或人民幣升貶非問題核心或解決之道

除前述新興布列敦森林體制外，亦有以全球化觀點來探討全球失衡問題之見解；例如，Cooper (2005) 則不認同美國儲蓄太少，使經常帳赤字因而過大之看法、亦不認為美元應重貶或人民幣應大幅升值來解決全球失衡。Cooper

認為，各國經常帳失衡係反映全球化之必然結果，如德、日等國，社會高齡化，國內投資機會缺乏，加上經濟成長相對較弱，因而對外輸出其高額儲蓄；且由於美元資產仍深具吸引力，因此鉅額經常帳赤字將伴隨各國資金流入而發生。Cooper 同時強調美國不應營造人民幣應大幅升值之氣氛，人民幣升值此並無助於改善美國或全球經濟失衡，因為美國仍將自其它地區進口，加上亞洲各國對亞洲金融風暴記憶猶新，各國貨幣同時大幅升值可能性不高；因此，中國與美國間貿易失衡，宜由中國增加投資及消費等擴大內需方式來解決，人民幣大幅升值並無助於改善全球失衡。

此外，其他許多研究，如 Gourinchas and Rey (2005) 所提出「過度特權」(exorbitant privilege) 之論點，Hausmann and Sturzenegger (2005) 所提出之「暗物質」(dark matter)，及 Engel and Rogers (2006) 之全球投資者跨期投資決策等，亦以類似之全球化觀點來探討全球失衡問題，結論多認為匯率調整並非問題核心或解決之道。另如美國現任聯準會主席 Bernanke 亦常以全球化觀點來看待全球失衡，並透過「全球儲蓄過剩」(the global saving glut) 觀點，來探討美國經常帳赤字持續擴大及其調整。Bernanke 認為應由儲蓄、投資與國際資本移動等觀點，來檢視經常帳赤字之變動。由於當前主要經濟體多已開放，在國際資本市場整合下，儲蓄得以跨越國界，而富有國家又已步入高齡社會，各國退休基金持續增加，美國以外其它工業國又面臨國內投資

機會匱乏，各國過剩儲蓄向外尋求投資機會，在美國本身科技實力、金融市場深度及美元特殊地位等，使美國成為最佳資金去路，加深並擴大其經常帳赤字所受影響。由於 Bernanke 認為影響經常帳赤字之關鍵屬於外來因素，且與全球化有關，因此，解決之道除美國應採促進本國儲蓄率之政策外，各國亦應同步調整本身經濟發展策略，如經濟疲弱之工業化國家應對本身經濟結構問題進行改革，提振投資，而開發中國家亦應改變當前做為全球資金供應者之角色，而應擴大投資及消費，消除本身過剩儲蓄。

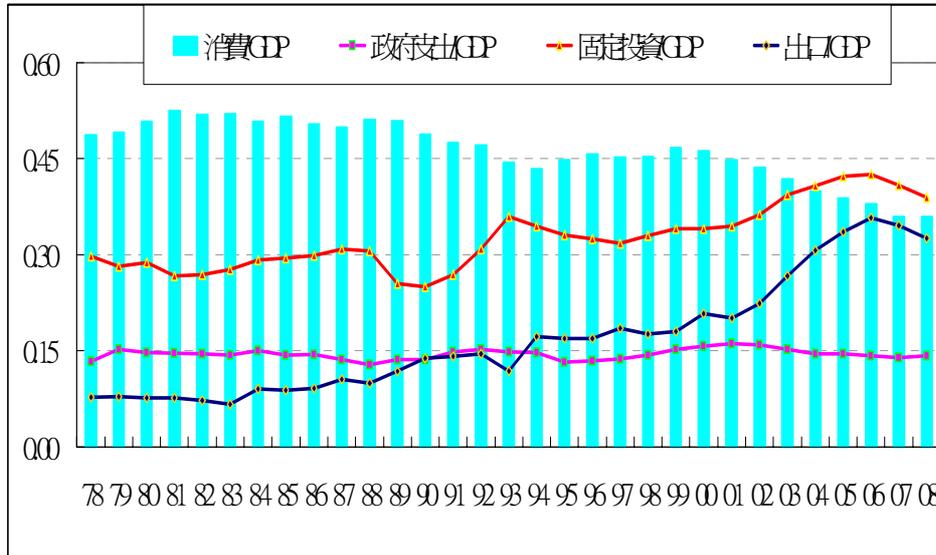
(三) 中國內部失衡

近年來中國經濟發展一直仰賴出口，如與美國之消費支出占 GDP 比重接近 7 成相較，中國消費支出尚不及 GDP 之 40%，此比重更在 1997 年以後明顯加速下跌，顯示出自中國經濟發展方向明顯轉向為出口帶動模式以來，出口占 GDP 比迅速上升，而消費支出占 GDP 比則持續下降。另一方面，由於住宅投資加上出口占 GDP 比已接近 80%，反映經濟發展已過於仰賴此二者表現。如出口與房地產投資等兩大引擎同時失速，經濟動能將面臨迅速下滑風險，此時，政府將必須透過財政及貨幣政策刺激經濟成長。(圖 27)

換言之，中國經濟發展過程中，欠缺穩定且高比重之消費動能，無論以消費金額或其占 GDP 比重而言，並無法做為提振經濟成長之主要動能，因此，過於仰賴外部部門及固定投資，已為本身內部經濟帶來「放鬆即失控、緊縮

即失速」之兩難。

圖 27、中國 GDP 主要構成因素



資料來源：IMF 及作者估計

由於中國經濟外部失衡持續擴大且為時已久，所累積或醞釀之內部失衡壓力亦與日俱增，持續性國際收支順差及外匯管制，人行須不斷於匯市中買入外匯，與此同時，人行準備貨幣亦大幅同步增加。到 2008 年 12 月，當外匯存底達 1 兆 9,460 億美元，人行準備貨幣亦逾 12 兆人民幣，與 2005 年 12 月時 6 兆 4,343 億相較，已成長一倍（當時之外匯存底為 8,188.7 億美元）。由於準備貨幣成長幅度略低於外匯存底之成長幅度，反映中國採行沖銷式干預，亦即，發行債券以吸收強力貨幣，此可由人行發行債券餘額已達 4 兆 5,780 億人民幣，較 2005 年年底之 2 兆又 296 億人民幣增加一倍，單單在 2007 年一年，人行發行債券餘額即增加 1 兆 1 千餘億人民幣。（圖 28 及表 10）

圖 28、中國外匯存底與人行準備貨幣

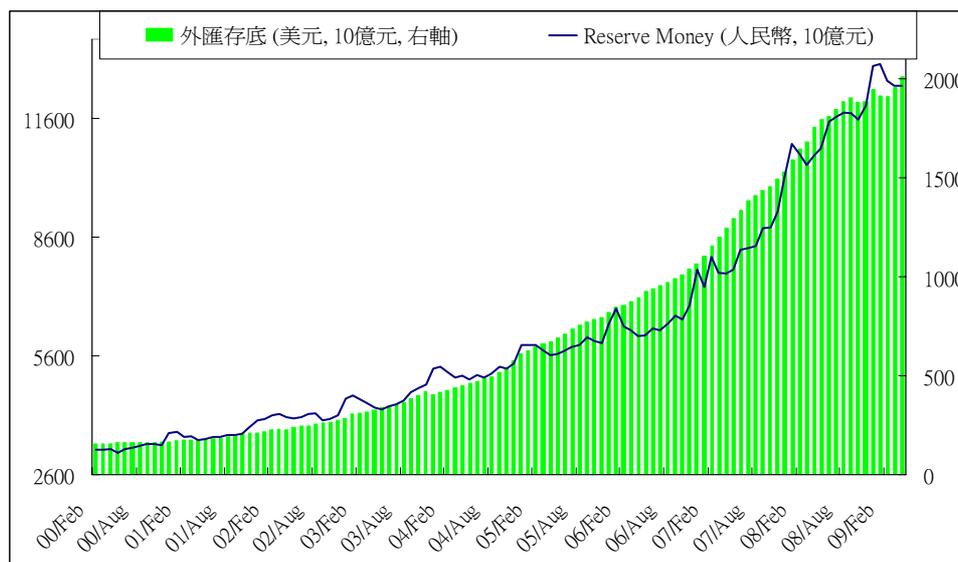


表 10、人行國外資產、準備貨幣與發行債券餘額

	2005	2007	2008
國外資產	63,339	124,825	162,544
準備貨幣	64,343	101,545	129,222
發行債券	20,296	34,469	45,780

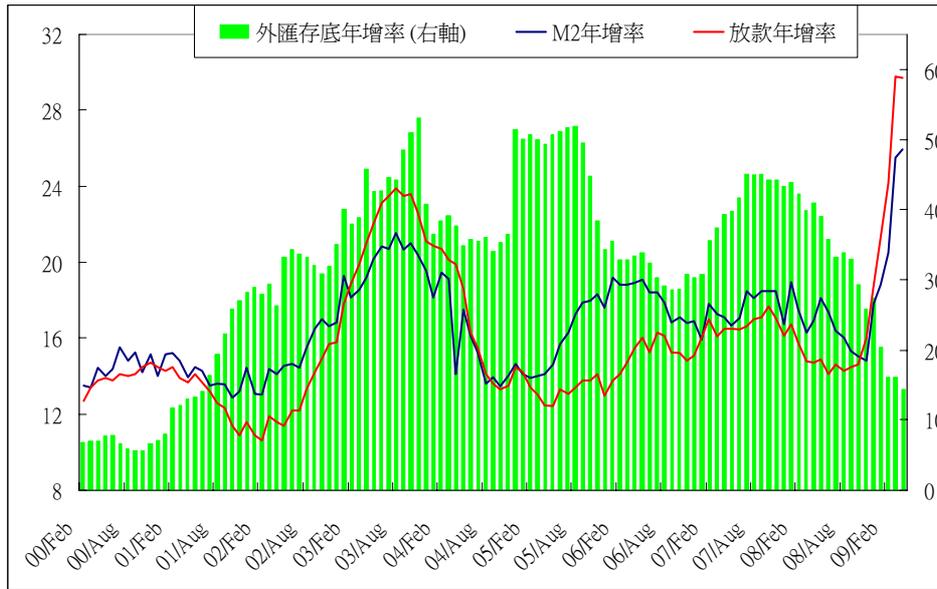
資料來源：中國人民銀行

(單位：人民幣，億元)

如前面章節對沖銷式干預之分析，一國並不易長久且持續性採行沖銷式干預，儘管不考慮沖銷成本及利息損失等問題，沖銷效果終將消退，貨幣供給額終將上揚。如以中國近 10 年資料觀察，貨幣供給額與放款年增率，多隨同外匯存底年增率攀升而上揚，但略為落後外匯存底之上揚時間，此或與人行進行沖銷有關；另一方面，此亦與人行在面對外部需求大幅走緩時，為避免經濟受衝擊，常採行

寬鬆銀根之政策以加以因應有關。由於銀行體系充斥過剩流動性，一旦官方宏觀調控力道鬆綁，銀行體系即釋放出鉅額信用，使貨幣供給額及放款年增率隨同上升。(圖 29)

圖 29、中國外匯存底、貨幣供給額與放款年增率



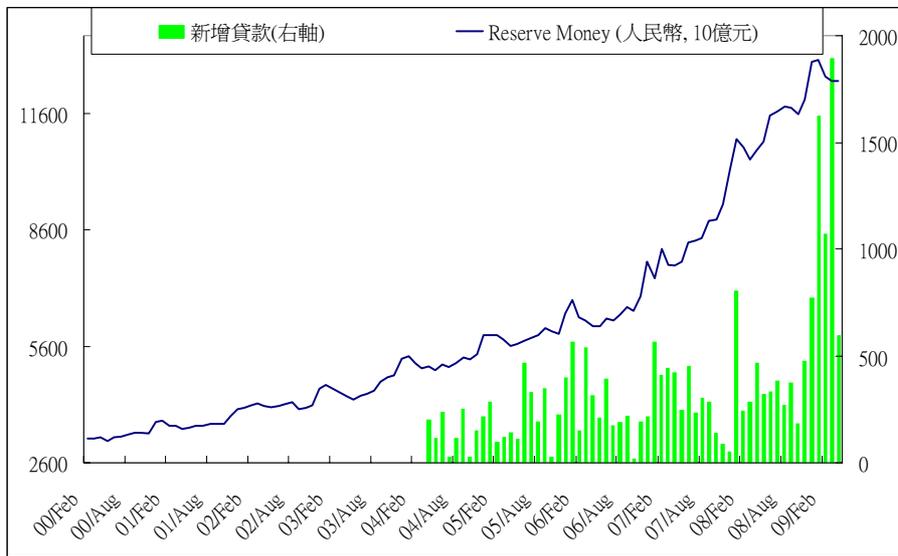
資料來源：中國人民銀行

一般而言，物價與貨幣供給額間存在相關性，當貨幣供給額或信用年增率上升時，物價亦會加速成長，事實上，近年來，在貨幣供給額成長加速後不久，物價上漲壓力亦隨之而來。例如，在 2004 年 7 月，CPI 年增率高達 5.3%，此與前一年之貨幣供給額年增率逾 20% 不無相關；另在 2005 年中期以後，M2 年增率一直至 15-20% 之區間，CPI 亦在 2007 年年初超越 3%，並呈逐月升高趨勢，於 2008 年年初時，CPI 年增率甚且一度高達 8.7%，為中國透過固定匯率及宏觀調控等方式將通膨率在 1996 年壓低至 8% 以下

後首見。2009 年上半年，中國因全球金融風暴，大幅寬鬆貨幣政策，並採行擴張性財政政策，同時亦透過政策促使銀行對公民營企業放款，使得新增貸款快速攀升，月增額甚至逾 1 兆人民幣，此已導致 M2 年增率再次超越 25%，為未來國內通膨及資產價格泡沫等埋下極大之風險因子。

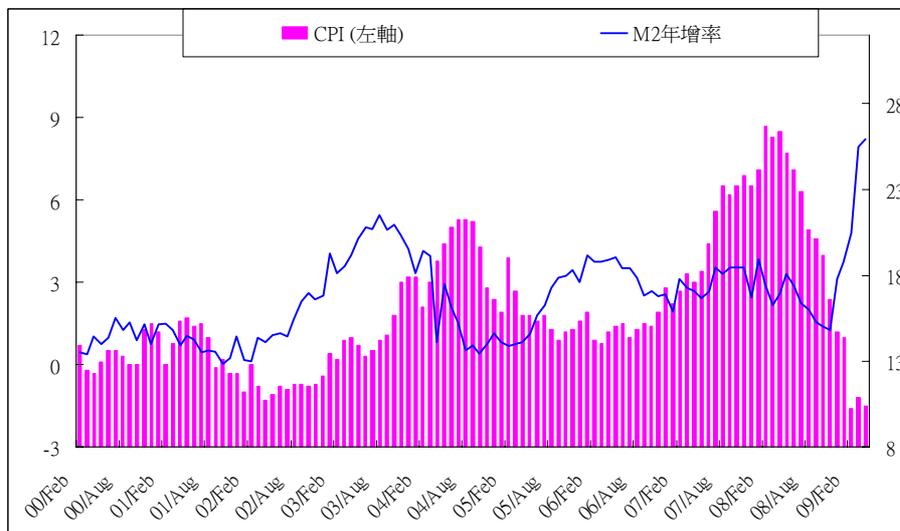
(圖 30 及圖 31)

圖 30、中國外匯存底、新增貸款與人行準備貨幣



資料來源：中國人民銀行

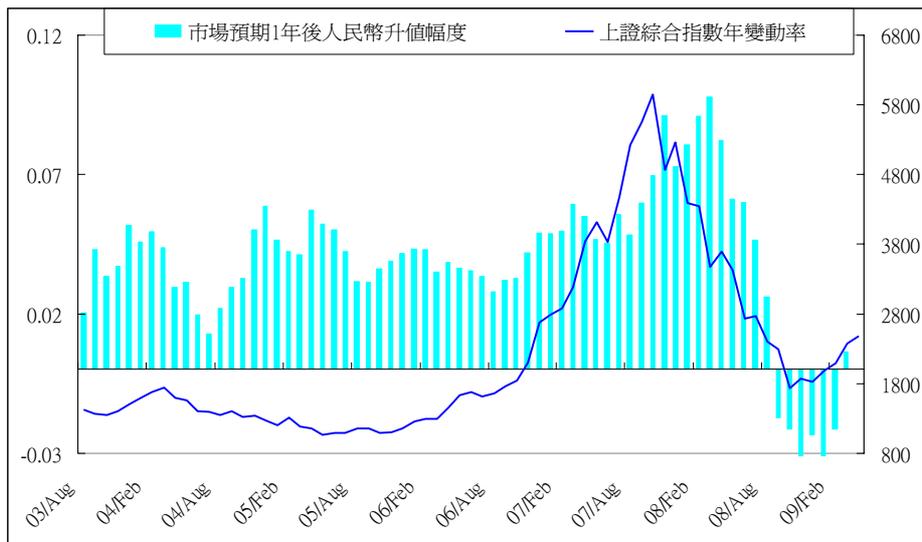
圖 31、中國貨幣供給額與 CPI 年增率



資料來源：中國人民銀行及國家統計局

此外，當實質資產或金融性資產供給不足時，或投資工具有限，超額流動性將無宣洩管道，加上匯率缺乏彈性所引發之投機性熱錢，極易引發資產價格泡沫現象。例如，在 2006 至 2007 年間，中國股市飆升，同時市場對人民幣升值之預期及熱錢湧現，有著一定之關聯度。(圖 32)

圖 32、中國上證綜合指數與人民幣預期升幅



資料來源：上海證券交易所、Bloomberg 及作者計算

二、中國對亞洲鄰國之影響

近年來中國在亞洲之角色日益加重。80 年代後期至 90 年代初期人民幣持續貶值，94 年匯率並軌後人民幣走勢穩定進而吸引大量外人直接投資，幾年內即形成產業群聚效應，出口加速擴張，對亞洲鄰國同時帶來機會與威脅。本節重點在於了解中國經濟成長、吸收外國直接投資及匯率制度等，如何影響亞洲鄰國吸引外資、出口及匯率制度之抉擇。

(一) 中國對亞洲國家出口及外人投資之影響

中國已躍居為全球第三大貿易國，而近年來之全球經濟成長，約有 1/4 係來自中國經濟成長，且中國改革開放後，由於經濟成長快速，吸引大量外國直接投資 (FDI) 流入，致亞洲主要國家均面臨著對各國對中國投資持續增加，本國有產業空洞化之憂慮，其它亞洲國家及拉丁美洲等新興市場，亦擔心流入本國之 FDI，將因中國磁吸而減少。

另一方面，除產業外移空洞化危機外，亞洲各國出口亦面臨中國強而有力之出口競爭力所帶來之衝擊，但同時，亦可能因中國向各國進口增加而受惠。因此，在中國當前經濟快速成長下，亞洲各國對吸引外資、本身出口及貨幣走勢等可能受到之影響，概略分析如下。

1. 中國對鄰國吸引外資之影響

中國目前仍有兩到三億鄉村失業人口，可供工業製造部門所雇用，因此，其勞力密集產業之比較利益優勢極強，非常吸引外國直接投資進入中國設廠生產相關出口產品；另一方面，由於經濟快速成長，中國消費者購買力亦開始

提升，因此，亦吸引對中國市場本身消費能力存在信心者之相關企業或產業進入中國投資。

由於中國吸引大量 FDI 流入，導致亞洲各國，如我國及日、韓等國，均因對中國投資持續增加而有產業空洞化之憂慮，而其它亞洲鄰國及拉丁美洲等新興市場，亦擔心流入本國之 FDI，將因中國磁吸而減少。但另一方面，來自 OECD 之投資者，亦可能為了供應在中國進行生產所需之上下游零組件或機器設備等資本財，而增加對中國鄰國之投資設廠，對周邊國家帶來群聚效應，亞洲鄰國亦因此而吸引更多來自 OECD 等工業化國家之直接投資。

整體而言，對全球大多數國家而言，由於中國近年來大量吸引外資投入，因此，各國之淨外人投資項多已受到負面衝擊；亦即，多數國家製造部門將因中國磁吸效果而受到不利影響。然而，對亞洲各國而言，除以生產內需如食品加工及化學產業為主之國家外，甚他一些生產資本財之亞洲鄰國，實際上將因中國磁吸外人投資所帶來之群聚效應而受惠。

2. 中國出口成長對鄰國之影響

如前面章節所述，中國與亞洲各國間貿易出現逆差，反映中國與亞洲間存在產業垂直整合之現象，以此觀點，中國出口增加，將有利率亞洲各國出口，尤其是對提供給中國生產所需之原物料或零阻件之國家而言；然而，中國出口增長同時亦可能排擠亞洲鄰國對第三國之出口，不過此排擠作用，主要將出現在消費性商品上。換言之，中國

出口增加將排擠低度開發並以生產消費品等國家之出口，惟對生產機器及設備等資本財之較先進國家而言，此排擠作用並不明顯。

另中國經濟快速成長亦增加其對亞洲鄰國之進口，惟與上述情形類似，由於中國對資本財具有較大之需求（相對於對消費財），且此類資本財具有較高之所得彈性，因此，中國進口之增加，主要係增加來自技術先進國家所生產之資本財或關鍵零阻件，而非一般消費財。

因此，中國由出口所帶動之經濟成長，如何影響亞洲鄰國之出口，將視各國本身之出口內容而定。由中國經濟發展經驗來看，其進口需求之所得彈性持續提高，顯示出未來中國增加自亞洲各國進口之所得效果，或將超越中國對亞洲各國在第三國市場（如美國）因競爭所產生之排擠效果。亦即，未來亞洲各國出口或與中國出口呈正相關之趨勢或現象，將更為明顯。

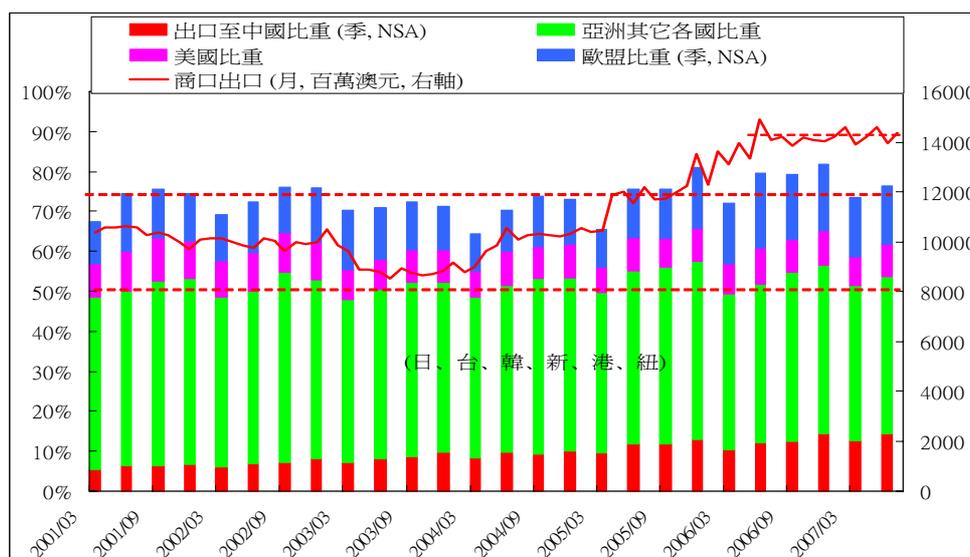
3. 中國成為世界工廠及與亞洲各國之垂直整合

如前述，由中國與主要地區及國家間之貿易變化情形可知，中國透過與亞洲地區間之垂直整合，逐漸成為世界工廠，此亦可由中國對原物料及商品進口以及其成長率來加以觀察。近年來，中國對原物料及商品需求極強且成長快速，此可由中國與澳洲及南美大國—巴西等商品出口國之經貿日益熱絡來了解。

事實上，如以間接方式觀察商品及原物料出口大國—澳洲之出口對象來探討，將發現中國對原物料商品之需求

強勁，並非本身內部消費需求，而是取代部份亞洲國家之生產所需。例如，自2001年第一季以來，中國在澳洲出口對象之比重的確明顯且持續上升；但另一方面，澳洲出口至亞洲其它國家所占比重卻呈現下降；亦即，由於中國所扮演世界工廠角色，使我國、日本及南韓等均大幅設廠於中國，中國對原物料商品需求，一部份係取代了上述國家之需求。近八年來，澳洲出口至主要亞洲國家之比重大致維持在50%，並未因中國快速成長而有等幅增加。(圖33)

圖33、澳洲主要出口對象比重分析



資料來源：Australian Bureau of Statistic

另一方面，中國對原油需求亦呈現相對較快成長率，在2003及04年，中國對原油淨進口之需求均呈快速成長，年成長率分別高達31%及40%，市場通常據此而認定中國對原油之需求強勁。然而，類似上述分析，如將中國及亞洲其他主要國家（含日本及澳洲）之原油淨進口量合併計算，合併後年增率僅屬溫和成長，且仍明顯受歐美經濟景氣所

影響（如2001年）；亦即，中國原油淨進口雖持續增加，但主要在於取代亞洲其他國家對原油之需求。（圖34及圖35）

圖34、中國及亞洲主要國家原油淨進口年增率

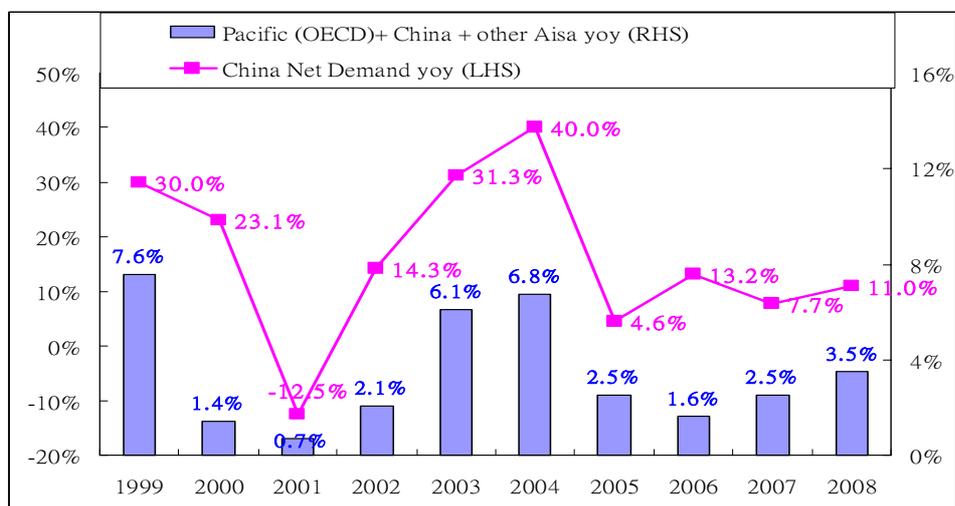
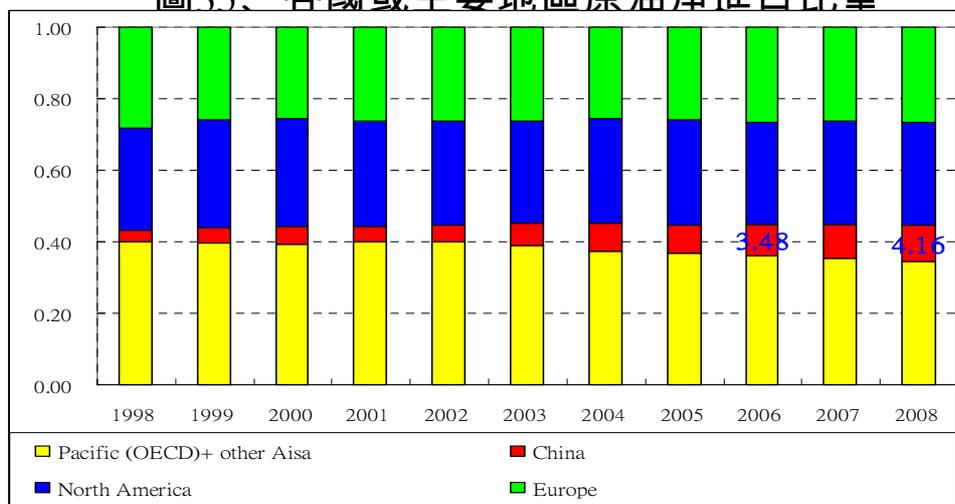


圖35、各國或主要地區原油淨進口比重



資料來源：International Energy Agency

4. 人民幣升值對亞洲鄰國貨幣之影響

在中國以低勞力成本生產並出口之方式，融入全球供應鏈 (supply chain) 之過程中，相關國家所受影響並不相同；一般而言，對同以生產勞力密集產品，並向第三國市場出口之

國家而言，其產品將有受中國產品排擠之疑慮；對於這些國家而言，人民幣升值，有利該國出口及經濟成長，因此，其貨幣亦或升值空間。

但如亞洲鄰國同時生產輸往第三國之出口品以及輸往中國之消費品或資本財，其貨幣能否隨人民幣升值，並不必然。如中國之出口對前項亞洲各國之出口，具有極大之排擠作用或二者出口量呈現負相關（例如，彼此產品在美國市場上存在高替代性），則人民幣升值，此類國家面臨中國出口競爭壓力將獲得舒緩，同時，由於這些國家輸往中國之出口較不會受中國景氣影響，因此，這些亞洲國家貨幣將有升值空間，而對全球失衡而言，歐洲面對亞洲之競爭壓力，將在亞洲貨幣升值後而獲得舒緩。

惟如中國之出口與亞洲各國之出口呈正相關，亦即，前述所得效果及群聚效應大於出口排擠作用，一旦人民幣升值過速，並造成中國國內信用緊縮，經濟下修風險升高，將帶動亞洲各國經濟同步走緩，此時，各國貨幣將無升值空間，甚或面臨貶值壓力。

綜上，中國以出口帶動之經濟成長模式，對亞洲鄰國之出口與吸收外人直接投資等影響，應視排擠作用、所得效果與群聚效應，及中國與亞洲鄰國本身產業結構而定。如果亞洲鄰國之出口及吸收之 FDI 與中國之出口及 FDI 呈同步增加，反映二者經濟存在明顯互補現象，如產業垂直整合等，則中國經濟崛起對這些亞洲鄰國（通常為生產關鍵

零阻件或資本財者)；長期而言，將具有正面經濟意義。

另一方面，人民幣升值對以輸出設備及重要零組件至中國之亞洲鄰國較為不利，尤其一旦市場又主觀認定這些貨幣亦應隨人民幣升值時，且其匯市自由化程度又較高時，所受負面衝擊更大，且一旦人民幣升值至損及中國經濟成長之水準時，亞洲貨幣反可能不易大幅上揚。

(二) 東亞各國匯率制度

在中國成為貿易大國，對同以出口帶動經濟成長之亞洲地區帶來極大影響，亦使得東亞各國貨幣匯率走向開始變得複雜。事實上，東亞國家在 1997 年亞洲金融危機之前，曾同時達到「資本自由移動、匯率穩定及獨立行使貨幣政策」等三項目標；但在亞洲金融危機後，各國匯率制度在名義上多已改變，且亦與之前同時能達成此三項目標之表現不同。儘管如此，各國並未放手採行自由浮動制度，在貨幣或匯率政策上，仍存在著中間制度之影子，此與中國匯率制度不無關聯。主要因中國對該區域經濟之影響力與日俱增，各國在中國採行軟性釘住美元之固定匯率制度及出口競爭下，各國匯率制度之彈性或匯率走勢，均受到極大影響或限制。

1. 東亞各國在亞洲金融風暴前之經驗

東亞各國自 1980 年年末至 1997 年初期，由於各國面臨國內資本市場自由化、匯率穩定及低通膨等總經表現佳等正面內部因素；以及日圓升值導致日本企業尋求海外較低

成本之生產基地等有利之外部因素；國際資本持續且大量流入，進而刺激投資，享有高度經濟成長。另一方面，在匯率制度上，亞洲金融風暴前，並無一國屬完全浮動制，如依 IMF 分類，除泰國為固定匯率制，菲律賓屬自由浮動制度 (independent floating) 外，其餘多為管理式浮動匯率制度。主要因各國央行均擔心如採完全浮動，在資本大量流入下，匯率升值將損及出口競爭力，故各國匯率走勢亦呈相對平穩。另如以各國利率水準是否隨美國利率波動，來判斷各國貨幣政策之獨立性，東亞各國，除香港外，其利率走勢多未跟隨美國，且此期間內，各國利率水準持續高於美國，且差異有擴大現象。一般而言，面對大量資本流入，又要維持匯率穩定，一國利率水準將因干預匯市致本國貨幣供給額增加而下降，但在 97 年金融危機前，各國對干預所釋出之強力貨幣均儘可能地加以沖銷，利率水準因而高於美國利率水準。

由於此「三位一體」並未能長久維持，顯示在 1997 年以前，各國所面臨之經濟金融情勢，本質上屬良性或正面衝擊，故各國得以達成「三位一體」之政策空間。反映出在允許一定程度之資本移動下，東亞各國多藉由所擁有之貨幣政策自主性及政策工具等，來降低匯率波動度。然而，如多數研究多指出，採行沖銷式干預，貨幣當局雖可獲得獨立行使貨幣政策之空間，但沖銷式干預之效果通常無法長久維持；因此，在亞洲金融危機後，各國多已無法繼續

同時達到三項目標，例如，為了維持國際資本移動及獨立行使貨幣政策之空間，大多允許匯率得有較大之波動範圍。

2. 東亞各國匯率制度之發展

事實上，亞洲金融危機後，東亞各國匯率制度實質上尚不屬於完全自由浮動，各國仍因出口競爭力等考量，仍存在非正式地釘住美元之事實，有時亦不得不干預匯市，主要原因與人民幣幣值低估而匯率制度仍欠缺彈性有關。但如就各國干預匯市等反應，對一國而言，或可從中享受到出口競爭力提昇之效果，然而，通常不會是各國共同之最佳抉擇，主要因各國均採行相同策略，將引發惡性競貶，最後將無任一國家出口能從中獲益，反導致各國國內資源無法有效運用或資源錯置。

因此，亞洲各國如能採釘住共同貨幣籃基準，反可能避免上述缺失。由於東亞各國目前尚無法採美元化或聯繫匯率等固定匯率，或允許匯率完全自由浮動，如能採釘住一共同籃貨幣之中間制度—如 BBC 制等，或以 BBC 制來做為未來發展貨幣同盟或共同貨幣之過渡機制，可使各國擺脫競相貶值壓力，有利於本身資源運用效率。

由於上述問題涉及了共同貨幣籃之選定及跨國協議等議題，在當前各國政治氣氛及經濟差異性仍大下，短期內，尚無法看到亞洲共同貨幣之誕生。然而，亞洲共同貨幣或貨幣同盟等，對降低區域內貿易及投資所衍生交易成本，及避免惡性競貶之負面影響等，大有助益，因此，就長期

觀點而言，一旦東亞各國間政治及經濟差異性逐漸縮小，亞洲共同貨幣仍不失為各國所應考量之正確方向。

(三) 東亞共同貨幣籃

在人民幣匯率實質上仍釘住美元，或如人行宣稱係以一籃貨幣為參考之現實下，東亞各國如同時採行類似 BBC 制之中間制度，似為較佳且較屬可行之發展方向。此可由 John Williamson 對此議題之看法加以探討。

1. 東亞各國宜釘住共同貨幣籃

採中間制度，而非固定或自由浮動匯率，第一項問題即為匯率所應釘住之基準為何？東亞各國貿易形態類似，例如，以中國、韓國、台灣、新加坡、香港、泰國、馬來西亞、印尼及菲律賓等九國而言，各國在區域內貿易約占其貿易量四成；而對區域外之美、歐及日本等對象之貿易，則介於一至一成五之間；另各國區域外貿易，多以美國為主要市場，歐洲次之；進口則主要來自日本。

因此，各國如採共同貨幣籃基準將可獲得下列效益。首先，如各國採共同貨幣籃，而非依本身貿易權數所決定之個別貨幣籃，東亞各國間貿易關係（條件）將不會因歐美等第三國匯率變動而受到影響；其次，各國如能釘住共同貨幣籃，將可避免競相貶值之惡性循環。如以美元對歐元走貶為例，各國均面臨相同衝擊，故無須擔心其它鄰國之個別貨幣籃內幣別權數與本國不同，而受到與本國不同之

影響（即無須擔心鄰國有效匯率貶值幅度較大），使得本國競爭力有相對受損之虞。

當各國改採釘住共同貨幣籃基準，遠期外匯市場亦須建立，以利廠商鎖定未來收支價值；在各國釘住本身個別貨幣籃時，各國均須建立本國貨幣之遠匯市場，此對規模較小國家而言，並不容易。因此，如採用共同貨幣籃，則僅須一個活躍之遠匯市場，廠商即能規避匯率風險，規模較小國家亦可透過規模較大國家所發展之遠匯市場來規避匯率風險。Williamson (2005) 並指出，各國採行釘住個別貨幣籃或釘住共同籃，並不存在效益抵換關係，換言之，東亞各國採釘住共同籃時，所得到「穩定區域內各國貿易關係」之效益，並不會損及各國採釘住本身個別貨幣籃時，所得到「穩定本身名目有效匯率」之效益。

2. 共同貨幣籃之組成

上述共同貨幣籃基準之選擇，其考量為各國總體經濟受主要貨幣波動所造成之干擾，降至最低；亦即，在符合最適化釘住法則下，維持有效匯率穩定。至於在計算有效匯率時，不同幣別所佔權數，可利用進出口合計之總貿易量來衡量；並捨却個別貿易量比重不及 5% 之對象，以避免貨幣籃組成過於複雜。例如，在此原則下，Williamson (2005) 曾建議，或可以美元(40.2%)、歐元(31.6%)及日圓(28.2%)，來建立上述東亞九國之共同貨幣籃。

但宜注意的是，此制度並未隱含各國外匯存底之幣別

比重，應與共同貨幣籃一致。以干預匯市觀點而言，由於美元仍為最主要國際準備貨幣且具高流動性，因此，仍可續用美元進行干預，無須以貨幣籃形式來進行干預；另一方面，在此制度下，外匯存底以美元形式持有，亦無不可。不過，如考量一國貨幣當局並不希望本身外匯存底之價值(換算為當地貨幣幣值)，隨美元升貶而受明顯影響時，則可依上述共同貨幣籃之內容來分散其幣別組合。

3. 以共同貨幣籃為基準，訂定波幅區間並小幅調整基準

實務上，各國應採行以共同貨幣籃為基準，而非釘住共同貨幣籃，因為前者容許一國貨幣當局以共同貨幣籃之基準來訂定波幅上下限，而非僅釘住共同貨幣籃，故各國仍具有進行管理式浮動匯率制度之空間。換言之，當一國採行以共同貨幣籃基準之管理式浮動匯率制度，可藉由比較貨幣籃中心匯率與本國貨幣名目匯率之高低，做為判斷本國貨幣強弱，及是否應進行干預之參考指標。同時，在共同貨幣籃基準下，各國應採較寬之波幅區間，或僅公布中心平價而不明確界定波幅區間，避免投機客攻擊並突破過窄之波幅區間來損及公信力及市場信心。

另一方面，各國亦應定期以小幅調整或爬行方式，以確保中心平價符合均衡值，其調整速率反映各國生產力之差異。如面臨中心平價改變之實質性衝擊時，可配合相關貨幣政策，讓貨幣當局所進行一次式調整之調幅相對小於波幅範圍，避免引發市場信心動搖。此外，由於各國同時

採 BBC 制，各國貨幣當局應對協議負保密之責，但實際上各項資訊並無法長久不為人知；因此，當各國以共同貨幣籃管理匯率時，應公布相關數據，以利市場形成正確預期。

綜上，東亞各國仍以出口做為經濟成長之主要動力，而身為出口大國之中國，其貨幣實質上仍釘住美元，因此，其它東亞各國在中國強大影響力下，其匯率制度或主動或被動地採行實質上之中間制度而行；以此觀點，東亞各國雖不存在明示之共同折衷制度，但各國仍隱含地採行折衷制度，惟如能進一步至形成共同貨幣籃基準，對各國貿易及共同或個別利益而言，應屬更佳之政策方向。

三、中國影響力之再提升

中國在全球經貿之影響力日增，如以絕對金額而言，其外匯存底亦已達前所未有之水準，然而，如以人民幣之國際地位而言，似乎仍屬渺小而不對稱。因此，如何以鉅額外匯存底之優勢，並在有效管理基礎下，提升人民幣國際地位，已為當前中國官方管理外匯政策之重要目標之一。

中國日前因擔憂出口受金融風暴衝擊，似又將匯率制度改回固定匯率，但忙於本國金融危機之歐美各國，目前實已無暇亦無法對人民幣幣值或匯率制度加以質疑。中國已趁此時機，挾其龐大外匯存底之實力與影響力，轉移全球失衡之焦點，並放出挑戰美元之全球主要貨幣地位之試探性氣球。

例如，2009年3月中國人行行長周小川提出以國際貨幣基金特別提款權 (SDR) 為基礎，建立「超主權貨幣」來取代美元，以做為全球外匯存底主要貨幣之說法，可得知此轉移焦點之策略。雖然，中國官方對上述提議，隨後即加以降溫，但如與此提議前後，諸如與其他國家之換匯協議或雙邊貿易結算等議題觀之，可知提升人民幣國際地位已成為中國當前重要之政經政策。惟提升人民幣國際地位並非一蹴可幾，要成為各國準備貨幣更屬不易，且人民幣國際化過程存在潛在風險，似宜以漸進方式進行^{§§§§§§}。但如以解決鉅額外匯存底所引發之問題而言，透過外匯管制解除及資本帳自由化將有利人民幣國際化，進而成為各國準備貨幣，此應屬有效且正

^{§§§§§§} 關於人民幣國際化之評估及風險，可參見劉仁伍及劉華 (2009)；該書所彙整之部份研究亦指出，國際化程度與資本限制之放寬及人民幣自由兌換有關。

確之方向，而長期而言，亦將提升中國國際政經影響力。

(一) 加強本身內部經濟穩定與健全

內部經濟健全與穩定發展，為提升國際經濟地位之先決條件，為達成此一目標，中國陸續採行一些金融改革措施。早期，金融改革著眼於改造國有銀行等相關問題，如在 2003 至 2006 年間，中國積極處理國有銀行不良債權問題之歷史包袱，以注資銀行並引進國外策略投資者，藉由清理壞帳、提升經營能力及資本適足率等結構性問題，改善銀行體質。近年來因全球經濟穩定發展，中國經濟快速成長，企業獲利改善及資產價格上揚，使銀行體系問題大幅緩和；同時，因國際收支失衡所衍生之問題或風險有逐漸升高之勢，使目前政策焦點漸轉移至管理資本市場及外匯制度等議題，如開放合格境外機構投資者 (QFII) 與合格國內機構投資者 (QDII) 及對熱錢之監管等相關金融政策。

1. 注資本國銀行

中國國有銀行在長期配合政府政策下，不良資產包袱沉重，且其經營效率普遍偏低，風險控管體系脆弱。整體而言，中國銀行業一直面臨著諸如資本不足之體質問題、銀行業過度競爭、及經營管理能力缺乏效率等問題。中國積極處理國有銀行不良債權問題之歷史包袱，主要由清理壞帳及提高資本適足率等體質結構著手，同時，亦對國有銀行注資並引進國外策略投資者，以強化體質及經營能力。

其中，注資大型國有銀行係以外匯存底所成立之中央

匯金投資公司進行。2003 年時，中國國務院為對中國銀行及中國建設銀行實施股份制進行改造，成立匯金公司管理試點銀行所挹注之外匯存底。由於其資本來自外匯存底，代表中國人民銀行參與金融部門重組，並代表中國對國有大型金融企業，行使出資人之權利和義務；此外，亦可達有效運用外匯存底，及對其保值及增值等目的。至 2008 年時，中國至少已動用 1,000 億美元外匯存底注資國有銀行。

由於 WTO 入會條款，中國須開放外國銀行競爭，基於改善國內銀行體質結構及經營能力以提升競爭力等考量，除注資外，中國亦採行引進國外策略投資者進入銀行體系之措施。目前對投資者之規定仍多，但上述各項投資限制，相信未來均可望進一步放寬。就目前現況觀察，上述政策已達到強化銀行體質及穩定金融體系等效果^{*****}。

然而，如前述，中國金融體系今年上半年之新增貸款高達 7 兆人民幣；換言之，金融機構之資產負債表將大幅膨脹，部份金融機構之資本適足率將因而下降，中國官方（中國中央投資公司）勢必對國內金融機構再次給予注資，否則，一旦新增貸款壞帳比例偏高，金融機構資本適足率惡化，甚或面臨虧損，將危及中國金融穩定。

2. 合格境外及境內機構投資者 (QFII 及 QDII)

中國自 2002 年以來，開始採行合格境外機構投資者 (QFII) 及合格境內機構投資者 (QDII) 等試點政策，使

^{*****} 依規定，單一策略投資者可投資兩家銀行，但不得逾個別銀行資本 20%，所有外資總和亦不得逾銀行資本之 25%，且附有三年內不得撤資之限制。

國內對外或國外對內之證券投資等資本流動，開始有明顯成長；在 2006 年時，中國進一步將試點政策或暫行規定，落實為正式管理辦法，並放寬部份規定之限制，以利資本市場資金使用效率提升。

事實上，透過 QFII 逐步開放金融帳之措施，在我國、印度及韓國等，均曾加以採行並有相當正面之經驗。中國透過 QFII 制度來開放並管理國外機構投資者，有助於促進國內資本市場參與者投資觀念及風險管理技術等之提升，亦可視為使金融帳項目相關之人民幣與外匯間可以兌換之重要措施。而 QDII 制度則可擴展中國國內資金之投資管道及機會，使國內投資者以全球觀點配置其本身資產組合，分散投資風險；同時，亦可以較有秩序方式紓解中國國內過剩資金，進而帶有平衡國際收支之政策意義。

目前計約有 49 家 QFII 並持有市值近 2,000 億人民幣之資產規模，已成為中國資本市場上重要機構投資者。就 QDII 而言，符合相關條件之商業銀行、保險公司、基金公司及證券公司等均可申請對外投資業務，2008 年年初時約核准 50 家國內機構投資者，批准金額約 645 億美元。

此政策有助於金融帳之資金移動，尤其 QDII 更可緩和國際收支順差持續擴張趨勢，惟因官方對核准與否及核准金額等均具有極大之政策權衡權力，且至目前為止，無論就核准或實際匯出入金額而言，規模仍小；因此，此政策對縮減外部失衡或國際收支鉅額順差之成效，目前尚無法觀察，未來成效如何，端視主管當局能否廣開大門而定。

3. 加強對熱錢監管

如前述，2008 年時中國外匯存底快速增長，但如扣除貿易順差和外人直接投資後之部分，其增速更快。以當年上半年為例，外匯存底增加金額中，有逾半數無法由貿易及直接投資加以解釋。事實上，由曾經採行資本移動限制等國家之經驗可知，熱錢亦可能透過貿易管道流入，尤其在一國匯率呈定向之升值時，此問題將更嚴重，一國央行可能因而得買入更多外匯而不利其匯率管理；而 2006 及 07 年期間中國股市呈泡沫化飆漲，亦與熱錢有關。基於內部經濟發展之穩定與健全，中國官方勢必對此採行對策。

為有效管理其匯率制度，中國在 2008 年 7 月間，國家外匯管理局與其他單位，如商務部、海關總署，聯合頒布實施「出口收結匯聯網核查辦法」，以加強對跨境資金移動監管，並完善出口與收結匯的真實性與一致性審核。此一聯網核查，主要通過企業出口收結匯情況與海關貨物出口情況加以核對，了解貿易項下資金流入之實際貿易背景，以保證出口及收結匯間之一致性。

此政策用意在於監管日益嚴重之熱錢問題。如中國前外匯管理局局長胡曉煉（現為人行副行長）即曾表示，為了實施宏觀調控，應採取措施加強跨境資本流動管理；其中，防範套利投機資金通過貿易、商業信用等管道，進行跨境移動即為相關內容之一；另一方面，同時亦應強化對短期外債之控制和管理。透過上述政策，中國將可加強對預收貨款與未來實際出口之跟蹤監管，防止非真實性貿易資金

透過貿易管道流入中國境內，以進行各項投機獲利；同時亦對進口延期付款進行監督管理，防止潛在之債務風險，進而防止未來資金集中且大規模地流出。惟如以近年經驗為例，目前中國對熱錢之監管仍處於摸索階段，主要仍因匯率缺乏彈性，極易成為熱錢投機目標；例如，先是 2006 年至 08 年初熱錢流入，股市呈 3 倍飆漲，而後 2008 年時則又呈大規模流出，一再打擊股市表現，目前熱錢對中國金融市場影響力日增，為中國內部之經濟穩定帶來隱憂。

(二) 跨境貿易人民幣結算試點管理

受國際金融危機影響，美元及歐元等主要國際貨幣之匯率大幅波動，造成中國與亞洲周邊國家進行貿易之企業在使用第三貨幣結算時，將面臨匯率波動風險。加上中國與東盟國家及中國內地與港澳地區之貿易、投資以及人員往來等關係迅速發展，以人民幣支付之呼聲亦愈來愈高。

因此，中國官方在當前全球金融危機之影響不斷擴散之情況下，順應市場需求，基於維持其與周邊國家和地區貿易發展等考量，於 2008 年年底時，中國決定分別對廣東和長三角地區與港澳地區、及廣西和雲南與東盟等之貨物貿易進行人民幣結算試點。2009 年春，並決定以上海市及廣東之廣州、深圳、珠海及東莞等，開始跨境貿易人民幣結算試點。中國對試點管理之原則為，在控制風險下盡量依國際慣例來減少制度障礙，但強調仍須採行嚴格之貿易真實性審核，並實行總量控制，進行跨境貿易人民幣結算試點。在試點時，人行亦會通過反洗錢及人民幣存款帳戶

管理制度等，對試點之商業銀行及企業加強監管。

中國官方對參與試點企業，亦要求應確保跨境貿易以人民幣結算之貿易真實性，對於跨境貿易人民幣結算涉及國際收支時，試點企業亦應依相關規定辦理國際收支統計申報。目前人民幣跨境清算可自由選擇兩路徑，一為通過港澳地區人民幣業務清算行（目前為中國銀行在該地區之子行）進行人民幣資金跨境結算和清算；二是通過境內商業銀行代理境外商業銀行，來進行人民幣資金之跨境結算和清算。港澳人民幣清算行亦可依相關規定，從境內銀行間外匯市場、銀行間同業拆借市場兌換人民幣和拆借資金。

事實上，跨境貿易人民幣結算試點管理與之前之邊境貿易人民幣結算相似，但卻引起各界注目及更大之反應，主要在於二者規模大小明顯不同。邊境貿易規模並不大，因僅限於邊境且交易金額較小；跨境貿易則由上海等 5 大城市進行，使用者可能為大型企業。因此，跨境貿易結算試點之貿易規模，將遠非邊境貿易之規模所能比擬。

此政策更可視為人民幣真正國際化之第一步，但因對試點對象，如貿易地區、城市、企業及銀行等，仍有限制，亦即，試點仍僅限於 5 大城市與港澳地區及東盟間之貿易結算；另一方面，此政策屬新實施政策，效果仍有待觀察。未來如能進一步開放至所有主要城市及外貿對象，並廣為企業及銀行所使用，則人民幣之國際地位將可望藉此跨境結算制度而有所提升。

(三) 擴大與其他國之換匯或雙邊貿易貨幣結算協議

雖然中國本身匯率制度缺乏彈性，但因歐美等各國在本身金融市場受創甚深，且政府採行極度擴張性財政赤字以拯救本身經濟，並須仰賴外國資金來彌補創紀錄之財政缺口等困境，當前實無暇亦無法對人民幣幣值或匯率制度加以質疑。中國在此時機，以其龐大外匯存底之影響力與實力，除一度拋出「超主權貨幣」議題外，並積極透過能提升人民幣國際地位之間接方式，充分發揮國際影響力，適度轉移全球失衡焦點，以舒緩失衡問題及相關質疑。

1. 擴大與其他國家之換匯協議

擴大與其他國間之換匯協議，提供了提升人民幣國際地位立即且眾所著目之最佳舞台。在 2008 年由於全球信用緊縮使南韓銀行業面臨支付國際債務問題，該年度韓元對美元劇貶逾 30%，並跌至亞洲金融危機來最低點。為避免重蹈 97 年金融危機覆轍，除美國聯準會所提供之換匯協議外，南韓與中國、日本達成總金額增至 450 億美元之擴大雙邊換匯協議，以阻止韓圓貶值；其中，中國人行與韓國央行將現行之 40 億美元換匯協議外，亦達成一項為期 3 年的韓圓與人民幣間雙邊換匯協議，金額最多可達 38 兆韓元。

事實上，人行自 2008 年 12 月以來，除陸續與韓國、馬來西亞、俄羅斯和印尼等亞洲國家，以及香港特區政府等簽署雙邊貨幣換匯協議外，更試著將影響力延伸至拉美地區。例如，中國人行與阿根廷央行亦簽署人民幣 700 億元（約 102 億美元）之雙邊貨幣換匯協議，此為中國第一次

與亞洲以外國家簽署雙邊換協議。一般而言，如雙方進行換匯，兩國央行將持有對方貨幣，有助於兩國貨幣間匯率維持穩定，進而間接促進兩國企業間貿易往來及相互投資活動。而換匯協議對中國之國際政策目標而言，可進一步擴大人民幣之國際影響力，並提升人民幣之國際地位。

2. 雙邊貿易貨幣結算協議

除雙邊換匯協議外，中國亦嘗試透過與不同國家貿易結算協議，來提升人民幣之國際地位。例如，較為媒體所矚目者為近期中國與巴西間擬用各自貨幣進行貿易結算。

事實上，中國與其周邊國家間之邊境貿易早已以使用人民幣進行結算，稱為邊境貿易人民幣結算。此可溯及 2004 年中國在其雲南開始施行邊境小額貿易出口貨物以人民幣結算辦理退稅政策，此一政策使邊貿結算貨幣以人民幣來結算之比重一直保持在 90% 之上。另如依人行近期調查，中蒙邊境貿易基本上以人民幣結算，中越邊境貿易及中國雲南省邊境貿易亦有 90% 以人民幣結算。在 2008 年年底，中國並進一步與越南、蒙古、尼泊爾及俄羅斯等八個周邊國家，簽署了自主選擇雙邊貨幣結算協議，近期更擴大為跨境貿易人民幣結算管理。然而，如同中國與阿根廷換匯協議所具有之類似意義，中巴間雙邊貿易結算之所以引人注目，在於巴西位於地球之另一端，不屬中國邊境。

近年來中國自巴西進口之金額快速成長，2008 年雙邊貿易已達 484 億美元，兩國貿易關係或曾傳出一些雜音，但因二者同為近年來外匯存底成長迅速國家，無論就匯兌

損失或國際戰略而言，持有龐大美元資產有其風險；二者官方對降低雙邊貿易或外匯存底對美元之倚重，均為外匯管理之一項目標。因此，在中、巴兩國高峰會前，巴西即指出，以兩國雙邊貿易而言，繼續用第三國貨幣進行交易，並不合理；換言之，巴西有意與中國雙邊貿易以各自貨幣結算，而不是透過美元結算。

兩國間貿易以彼此貨幣結算之意義，與前述雙邊換匯協議不同，換匯協議與雙邊貿易亦無必然關係，其差異為前述換匯係為兩國央行間之協議，其額度大小與資金用途並無限制，且常用於金融情勢較嚴峻時期；但直接以雙方貨幣進行貿易，則為兩國企業於日常貿易，即以彼此貨幣報價並完成支付，因此具有更廣且更深之經濟實質意義，並隱含更強烈之挑戰美元政治意涵。雖然，最後中巴雙方所簽署戰略夥伴關係聯合公報，並未涉及雙邊貿易結算，僅強調「雙方願在財政對話機制下，進一步推動兩國金融合作，加強兩國央行就貨幣政策、貨幣合作、金融穩定及國際金融體制改革等問題的交流與對話」。無論如何，上述動向已使雙方貨幣國際地位受到更多關注。

(四) 中國官方對經濟失衡及匯率制度之重要觀點

相對於歐美各國大多認為全球經濟失衡除與美國消費過度有關外，人民幣幣值明顯低估、匯率欠缺彈性及亞洲國家儲蓄過剩，亦為主要關鍵因素；因此，中國必須針對上述問題加以解決以縮減全球失衡。然而，如以中國官方觀點對各項問題看法而言，雖認同全球失衡所存在之諸多

現象，如中美兩國之儲蓄與消費均呈現失衡等事實，但對如何解決或縮減全球經濟失衡，卻持著不同觀點。

1. 外部失衡

如前述，全球失衡或中國外部失衡實與主要國家儲蓄及消費失衡有關，此大致可簡化為東亞等國高儲蓄或儲蓄過剩，及美國低儲蓄率或消費過度等事實。相對於西方多認為亞洲儲蓄過剩為全球失衡之重要關鍵，此又應以匯率調整來提升各國消費能力，進而增加消費支出，降低本身外部失衡，全球失衡亦將得以因而縮減。然而，中國官方則傾向由本身社會經濟結構等既成事實，及 97 年亞洲金融危機等因素，使各國儲蓄率較高並須增加外匯存底以防止掠奪性投機行為，來解釋其高儲蓄率及政府持有鉅額外匯存底之現象。例如，中國人行行長周小川在許多場合一再指出，東方文化崇尚節約，重視家庭成員互助，且因中國社會安全體系在改革開放後尚未有效建立，人民預防性之儲蓄動機增強；加上人口結構及經濟快速成長等因素，使收入迅速增加，無法透過投資或消費即時加以消耗，剩餘部份即自然地轉為儲蓄 (周小川, 2009a)。

中國亦認為，美國儲蓄率提升關係著全球失衡調整。美國儲蓄率因本身雙赤字問題而顯著下降，此亦與各界對美國經濟過度樂觀有關，進而影響其居民儲蓄傾向。因此，中國官方認為中國經常帳順差雖不小，但實際上僅為全球順差之一部份，其他如產油國等順差國亦與全球失衡問題明顯有關；而逆差國中除美國外，多數經濟體之失衡現象

並不顯著。換言之，美國民間儲蓄率偏低及公共部門赤字問題實為全球失衡之重要關鍵。近期美國儲蓄率提升，已有助於失衡調整，惟此調整能否持續，除與經濟發展情勢有關外，美國醫療體制之改革亦屬關鍵（周小川, 2009a,d）。

此外，中國官方更傾向於認定並不宜或無法透過匯率調整來改變儲蓄率，匯率雖可能影響儲蓄與消費，但實證上二者關係並不顯著。結構性調整之最佳選擇為擴大居民消費，此將可直接提高內需並進而降低儲蓄率，擴大投資雖亦可降低儲蓄率，但仍須慎防產能過剩，且二者在實行上亦均非易事，中國認同以內需調整方式但持謹慎態度。此外，基於中國高儲蓄率，可投資資金金額龐大，因此，中國將鼓勵企業對外投資之「走出去」政策。另一方面，中國希望在國際合作基礎上，各國加強對國際投機資本之監管，合理引導各國儲蓄盈餘流向發展中國家，而不是如當前流向已開發國家之不合理現象，並應對國際金融監理體系加以改革。（周小川, 2009c, d 及郭慶平, 2009）。

簡言之，相對於歐美所持「中國及亞洲各國存在儲蓄過剩現象，與其匯率偏低或缺乏彈性有關，而美國儲蓄率偏低或消費過度又與實質利率因亞洲過剩儲蓄回流而偏低有關」等詮釋全球失衡之觀點，中國官方傾向於認為全球失衡不應歸咎於中國匯率制度或高儲蓄率。中國官方主流觀點認為中國高儲蓄率有其經濟及社會結構因素，同時與亞洲金融風暴所引發之負面衝擊有關，高儲蓄率屬於自發性質，非一朝一夕所能改變，且無法由人民幣升值或匯率

制度之改變來調整。事實上，美國本身儲蓄率之調整對全球失衡及經濟發展影響更大，各國應針對全球化所衍生之各項問題共同協力合作並予以解決，僅由中國或亞洲國家透過貨幣升值方式來解決並不適宜。(表 11)

表 11、中國及歐美對全球失衡及其調整之觀點



2. 內部失衡

如前述，中國內部失衡因外部失衡擴大而日趨嚴重，在 2008 年秋天雷曼兄弟倒閉以前，中國官方對內部失衡多著眼於通貨膨脹及經濟穩健成長等問題。例如，自 2007 年下半年開始，中國消費者物價指數開始出現持續性上漲，除反映全球性通膨因素外，亦反映美元走貶商品價格同時上漲等因素；其時，國際金融市場亦呈現較大動盪，使得國際資本流動不確定性大增，中國所面臨各項壓力亦大，總體經濟不穩定性亦隨之上升。在當時，中國官方面對此

內部經濟發展失衡現象日益嚴重之態度，係希望同時透過宏觀調控及匯率政策，確保經濟穩定發展並控制物價上漲壓力。如透過存款準備率及公開市場操作等傳統貨幣政策工具，同時允許匯率升值以舒緩進口物價上漲壓力，達成保持經濟穩定發展並控制物價等政策目標。同時，對金融機構持續進行改革，以利貨幣政策傳導；並加強外匯管理，對資本流動持均衡管理，監管熱錢移動，期使內部資源能更有效率地加以運用（胡曉煉, 2008）。

然而，由於國外部門對中國經濟發展影響加大，一旦國際金融危機漫延，全球經濟復甦須經歷長而曲折之路，中國所受衝擊亦將持續較長時間。中國官方開始對於外部需求持續萎縮，致出口大幅下降，認知到其經濟社會發展已面臨著另一項困境，部份行業產能過剩，形勢實屬嚴峻。此後，中國開始調整原宏觀經濟政策，並實施積極之財政政策及寬鬆之貨幣政策，以確保銀行體系流動性充裕，並引導金融機構擴大信貸投放，調降存放款之基準利率，以降低企業財務成本（易綱, 2009a）。

中國同時進行經濟結構性調整，以透過擴大內需政策來保持投資合理成長，藉以減輕國外部門需求下降所帶來壓力，同時對產業結構進行調整，淘汰落後產能，並避免重複性建設或產能過剩，以提高投資效益。中國官方認為，金融危機之際，貨幣信貸呈較快增長將利大於弊，一方面得以消弭通縮預期，同時又可穩定資產市場價格。雖然，

上述「保增長、擴內需」政策使貨供額及新增貸款年增率加速上揚，但中國政府亦表示已對此保持警惕以防範通膨風險，以利經濟平穩持續發展。而為刺激內需之財政支出亦受節制，財政赤字占國內生產總值（GDP）將控制在 3% 左右，政府債務規模控制在 GDP 之 20% 左右(易綱, 2009b)。由於中國基礎設施仍有極大建設空間，財政刺激加上銀行借貸擴增之槓桿效應，振興經濟之成效可望較美國為大，且因投資於基礎設施，而非生產部門，將可同時平衡內部經濟結構並有助於矯正全球經濟失衡（林毅夫, 2009）。

換言之，由於中國經濟發展受外部需求影響甚大，在金融危機衝擊後，中國官方對內部失衡看法，已由原經濟過熱或通膨等風險，轉向為經濟成長失速或通縮等風險，因此，開始以合理規模之刺激內需方案及調整經濟結構等政策，解決當前內部失衡風險，並已暫時得到初步成效。

3. 匯率制度及超主權貨幣

在金融危機前，中國對人民幣匯率看法，主要朝加強和改進外匯管理等觀點，除允許人民幣緩步升值外，同時防範國際投機性熱錢之衝擊。在基於國際收支情勢變化和深化外匯管理體制改革等需要下，中國官方對資金流出入之管理政策由「寬進嚴出」轉為均衡管理。(胡曉煉, 2008)

然而，金融危機以後，中國對人民幣匯率及外匯管理政策開始有了轉變；一來人民幣停止升值，二來對於匯率調整無法解決國際收支失衡之論調轉趨堅定；尤其，中國

更進一步拋出當前國際貨幣體系之內在缺陷及系統性風險等議題，使之成為各界討論焦點。例如，中國人行國際司司長謝多在最近 G20 會前之記者會上表示，中國堅持匯率問題無法完全實現調整國際收支之功能，中國將根據市場和經濟形勢，適時調整含匯率在內之宏觀經濟政策。同時，謝多亦重申該行行長之前有關主要儲備貨幣保持幣值穩定對世界經濟穩定與復甦至關重要等觀點。該行副行長易綱亦早在此以前，對匯率問題指出，解決國際收支失衡須採擴大內需、增加進口及調整匯率等綜合措施，不能單單以匯率升值因應；人民幣幣值應自對美元單一匯率觀點轉向有效匯率(一籃子匯率)，如美元貶值幅度大，則更應關注於有效匯率，同時配合其他政策逐步減小國際收支順差。

各項對於匯率或國際準備制度等中國官方觀點之中，最引人注目者為周小川所發表「關於改革國際貨幣體系的思考」一文。該文指出，對於儲備貨幣發行國而言，國內貨幣政策目標與各國對儲備貨幣的要求常產生矛盾，一國貨幣當局可能因抑制本國通膨需要，而無法充分滿足全球經濟不斷增長的需求，也可能過分刺激國內需求，而導致全球流動性泛濫⁺⁺⁺⁺⁺。周小川認為創造一種與主權國家脫鉤、並能保持幣值長期穩定的國際儲備貨幣，能避免主權信用貨幣做為儲備貨幣之內在缺陷，為國際貨幣體系改革理想目標。周小川亦建議應特別考慮充分發揮「特別提款

⁺⁺⁺⁺⁺ 此即所謂之特里芬兩難 (Triffin dilemma)，由 Robert Triffin 於 1960 年時提出。

權」(SDR)的作用，因 SDR 具有超主權儲備貨幣特徵和潛力，其擴大發行亦將有利 IMF 克服經費、話語權和代表權改革方面所面臨的困難 (周小川, 2009b)。

上述觀點或可視為中國國家主席胡錦濤於 2008 年 11 月華盛頓 G20 會議上所說「完善國際貨幣體系，促進國際貨幣體系多元化及合理化」觀點之延伸，但較著眼於以 SDR 取代美元，使國際貨幣體系因而多元化。不過，以超主權貨幣為主之國際貨幣體系，與多個貨幣並立之多元化貨幣體系略有不同，如以人民幣國際化觀點而言，多元化國際貨幣體系或許更能提升其國際地位；因人民幣列入 SDR，其權重或影響力仍有限，但中國如能與亞洲各國區域金融合作進一步深化，並透過共同貨幣籃整合各國貨幣並擴大共同貨幣籃在國際金融市場之重要性，以做為共同貨幣之基礎，此將可望與美元及歐元三足鼎立#####。此「三元鼎立」之國際貨幣體系，或將較當前國際貨幣體系更為穩固，對穩定區域金融或全球金融整合助益更大，且在此架構下，人民幣之地位及重要性將更高。

本研究傾向於亞洲共同貨幣籃或共同貨幣為亞洲各國未來應考慮方向。中國外交學院前院長吳建民亦持類似看法 (吳建民, 2008)。

四、本章結語

相對於超額外匯存底，人民幣之國際地位似乎仍屬渺小亦不相對稱；因此，如何以鉅額外匯存底之優勢，並在有效管理基礎下，來提升人民幣國際地位，為當前中國官方管理外匯政策之重要目標之一。

對亞洲各國而言，在中國巨大經貿影響力下，本身匯率制度空間或彈性已大幅受限，另一方面，又須擔心美元資產價值問題；因此，中長期而言，各國與中國透過共同貨幣籃方式，整合各國貨幣市場或區域貨幣體系，似屬較佳方案。如就長期觀點而言，一旦東亞各國間政治及經濟差異性逐漸縮小，亞洲各國進一步建立貨幣同盟、亞洲共同貨幣(亞元)，仍不失為各國所應考量之正確方向。

中國日前或因擔憂出口受金融風暴衝擊，又將匯率制度改回固定匯率，忙於應付本國金融危機之歐美各國，目前已無暇質疑中國人民幣匯率制度。中國亦趁此時機，挾其龐大外匯存底之影響力，轉移全球失衡焦點，並以「超主權貨幣」做為全球外匯存底主要貨幣之議題，做為挑戰美元之試探性氣球；雖然，中國官方對此隨後又加以降溫，但以其與其他國家簽署雙邊換匯或貿易結算等協議而言，可知提升人民幣國際地位可視為中國官方當前重要政策。未來，一旦人民幣流通性大幅提高，漸或成為亞洲之地區性準備貨幣，中國在世界之政治地位或影響力亦將更進一步提升。

然而，無論就換匯協議或貿易結算而言，目前均屬起步

階段，且仍面臨許多根本或實務上問題。例如，由於中國對部份與其簽署換匯或貿易協議等國間之貿易，多呈現順差，如就貿易結算最後淨額而言，將是中國企業收到外幣，而非外國企業持有人民幣；亦即，要成為國際準備貨幣隱含外國投資者持有人民幣，即資金呈流入故金融帳為順差，如假設國際收支亦應處於平衡，此隱含中國經常帳應呈逆差；另一方面，人民幣升值空間較其他貨幣為大，中國企業持有其他貨幣仍存在匯兌風險。此外，上述協議涉及資金移動及運用管道、境外公司之境外人民幣結算賬戶以及境外銀行之境內人民幣清算賬戶開立等實務面問題，如以當前中國外匯市場開放程度或人民幣國際化程度而言，均仍存在極大限制。

更重要的是，中國並未真正解除資本移動管制，人民幣無法自由兌換，使人民幣距國際化仍有極大距離，並不可能成為國際準備貨幣。換言之，中國希望人民幣國際地位顯著提升，則外匯市場之開放，匯率制度更具彈性，及大幅降低國內儲蓄率，以使經常帳順差大幅縮減等措施，較當前換匯或貿易結算協議等，似乎為更主要或更應採行之政策。惟以當前中國主流觀點而言，並不認同人民幣匯率水準或制度為當前全球失衡之主因，同時又認知外匯管理制度進行大幅度變革亦不是解決經濟失衡之關鍵；基此，短期內，人民幣之實質國際地位尚無法大幅提升。

肆、結論

本研究主要探討當前人民幣匯率制度及變革過程，中國經濟及貿易活動所受影響，並評估國際經貿失衡或中國外部失衡，對中國內部失衡及重要貿易對象之可能衝擊。第貳章討論中國國際收支及外匯存底近年來變化，及超額外匯存底所面臨之分散投資與所衍生之成本等相關問題，第參章討論在中國外部失衡日趨嚴重下，其匯率制度之變化及未來可能抉擇。第肆章以國際及亞洲觀點，探討中國經濟當前所面臨之轉折點，及中國近年來為同時緩和內外部失衡，所採行之改革措施或開放政策。

第貳章分析指出，中國鉅額外匯存底主要來自於長期之國際收支順差，除貿易順差與外人直接投資外，廣義性熱錢之流入，亦為近年來順差之主要因素之一，而熱錢與人民幣升值之預期心理有關，且一旦預期心理轉強，熱錢即以各種可能形式流入；在 2008 年年初以後，熱錢之影響性更大。事實上，當前中國匯率制度，實有鼓勵投機之可能。

本章分析亦指出，鉅額外匯存底隱含不小代價，尤其當美元持有比重偏高時，更易面臨各界之強烈質疑。實證上，雖不易認定中國分散投資之傾向與美元走勢強弱間之因果關係，但二者確呈正相關；另一方面，中國外匯存底之投資組合仍未有效分散，投資標的仍以美元資產為主，惟其分散投資組合之動向，對全球商品價格或金融市場價格，已漸由心理層次影響，開始轉為實質影響。本章最後指出，無論以

何種標準而言，中國已持有超額之外匯存底，隱含著衍生之各項管理問題或機會成本亦高，中國應儘早找出解決之道。

第叁章探討中國中國匯率制度之抉擇。如以當前人民幣幣值而言，加上國際分工結構等事實，目前之升值幅度對其貿易活動之影響並不明顯，中國與世界各地區或主要國家之貿易失衡，將持續存在。如以經常帳失衡觀點，人民幣仍有升值空間，且幣值低估加上鉅額外部盈餘，亦反映內部資源運用效率偏低。本章指出，以當前中國經濟規模，只要經濟持續維持高成長，內部需求終將被引發出來，出口對 GDP 比亦將下降，則固定匯率將不再適合經濟發展所需。然而，大幅升值對出口產業之負面衝擊，進而對經濟成長、就業及金融體系等之不利影響，無法事前認定；中國當局於此時對匯率制度加以大幅變革之可能性低。本章認為，由亞洲各國發展經驗得知，中間或折衷制度有其優點，因此，在可預見未來，中國匯率制度將為略偏向固定匯率之中間制度。

全球金融風暴後，人民幣又恢復固定匯率制度。亦即，當前人之貨幣政策受匯率法則影響仍大，利率法則空間受壓抑。中國容許之匯率彈性與其對資本移動管制及貨幣政策目標間之權衡有關，就當前現況而言，在不可能並立之三項目標中，中國將保有貨幣政策獨立性及匯率穩定兩項目標，至於資本自由移動，仍非當前政策選擇；對資本移動之限制與匯率彈性，可望在全球金融情勢趨穩後，逐漸加以放寬。

第肆章討論中國當前所處於之轉折點。中國外部失衡與

全球失衡相關，全球失衡除帶來各國間貿易保護主義等問題外，亦為長久金融穩定帶來潛在威脅。對順差國而言，外部失衡反映本身資源誤置，國內資源或生產要素以過低價格為他國所使用，而非用來進行投資或消費，同時隱含資源過度集中於出口產業，存在過度投資風險。另一方面，外部失衡反映國內儲蓄過高，不利國內經濟長期發展；外匯存底過多所衍生之問題，將使國內貨幣供給額增加過速，通膨及資產價格泡沫等風險升高，經濟內部失衡問題亦會日益嚴重。

本章指出，雖各界大多認為美元或人民幣匯率以及中國匯率制度等調整有助於縮減全球失衡規模，惟對調整方式或速率，並無一致看法；就本身而言，中國希望在不處理匯率制度或人民幣升值等議題下，透過本身擴大內需、允許企業赴海外購併，以及與歐美以外主要貿易對象進行各項協議或合作等方式，來處理全球失衡或本身外部失衡問題。本章並討論中國各項與國際收支項目有關之開放或改革措施，如以中央匯金公司注資國內金融機構並允許外資投資、合格境外/內機構投資者（QFII/QDII）等開放金融帳措施、對熱錢加強監管、以及與亞洲鄰國或部份拉美國家進行雙邊換匯或貿易結算等措施及政策，一來用以紓解內外部失衡，同時並促進人民幣國際化及國際地位。

研究報告認為，如就短期觀點而言，基於當前中國經濟發展策略及所面臨經濟結構問題，人民幣匯率制度大幅改革可能性並不大，惟透過雙邊換匯或貿易結算等協議，亦無法

解決根本問題。中長期而言，因中國在國際經貿及金融市場之角色日益重要，且其內外部失衡尚未能加以縮減；因此，無論就人民幣國際地位或經濟穩健發展等觀點，自出口導向轉為內需為主之經濟型態，不僅為政策方向，同時亦為經濟發展過程之必然結果。一旦國內消費需求受所得提升引發，經濟受外部衝擊之影響將降低，匯率法則重要性亦將下降，此時，匯率制度可更具彈性，資本帳之管制應配合放寬。

事實上，中國在全球經濟之地位日益提高，尤其對亞洲鄰國或拉美等重要貿易對手而言，已具舉足輕重之影響力；惟相對於鉅額外匯存底，人民幣之國際地位仍屬渺小，亦與其經濟實力顯得不對稱；因此，中國應可以持有之外匯存底為優勢，在有效管理基礎下，除換匯或貿易結算協議等措施外，持續並深化金融風暴前各項改革措施，對人民幣之國際地位而言，方能產生根本且具實質意義之影響。

本研究結論指出，以內外部均衡觀點，匯率制度或外匯政策之變革仍為經濟發展進程中所不可或缺之一部份，尤其當內部失衡風險因外部失衡擴大而逐漸升高時，對資本移動之限制如能加速放寬，或允許更有彈性之匯率制度，將同時有利人民幣成為亞洲貨幣之龍頭，滿足其具備成為主要國際貨幣之先決條件，同時並能降低或預防國內資產價格泡沫等風險。或對此議題反思，如不能開放外匯市場，使匯率更具彈性並允許人民幣自由兌換，同時配合為降低儲蓄率之擴大內需方案及因購買力提升之消費需求上揚，經常帳順差因而

得以縮減，則希望人民幣國際地位僅藉由換匯或貿易結算等協議而顯著提升，並進而成為主要國際準備貨幣，似對當前國際金融問題之複雜程度過於樂觀。

對亞洲各國而言，在中國巨大影響力下，本身匯率彈性或制度空間已大幅受限，長期而言，亞洲各國如能透過共同貨幣籃基準來間接整合各國貨幣市場，對其經濟發展及區域金融穩定均有其正面意義。雖然，建立亞洲貨幣同盟或共同貨幣（亞元）仍屬遙遠議題，但受金融危機影響，美元價位大幅波動，區域金融穩定亦受威脅，此議題已顯示出其實質意義。由於目前人民幣匯率缺乏彈性且無法自由兌換，短期仍無法成為主要國際準備貨幣之一，而由歷次金融危機經驗亦可知，多邊換匯協議對穩定貨幣價格及維持區域金融穩定有其必要。未來各國政經差異縮小，金融市場更為整合，即可以多邊換匯協議為基石，建立共同貨幣籃基準，朝向貨幣同盟或亞元發展，使之與美元及歐元三足鼎立。此發展方向不僅有利於亞洲經濟發展、金融穩定及國際地位，對人民幣前景而言，其國際地位之提升將較中國所建議「超主權貨幣」之國際貨幣體系為高，對全球之影響力及重要性亦更大。

參考文獻

- 周小川 (2009a), “關於儲蓄率的思考” 馬來西亞央行高級研討會(09年2月10日)
- 周小川 (2009b), “關於改革國際貨幣體系的思考” 中國人民銀行(09年3月23日)
- 周小川 (2009c), “2009 陸家嘴論壇主題演講” 中國人民銀行 (09年5月18日)
- 周小川 (2009d), “全球智庫峰會演講” 中國國際經濟交流中心 (09年7月3日)
- 易綱 (2009a), “堅定不移地落實好適度寬鬆的貨幣政策”, 中國人民銀行 (09年4月23日)
- 易綱 (2009b), “第20屆國際貨幣基金國際貨幣與金融委員會部長級會議演講”, 國際貨幣基金 (2009年10月4日)
- 吳建民 (2008), “全球金融海嘯講座”, 南方日報 (2008年12月23日)
- 林毅夫 (2009), “中國振興經濟比美國有效”, 華爾街日報 (2009年10月8日)
- 胡曉煉 (2008), “阿根廷央行貨幣與銀行研討會致辭” 中國人民銀行 (2008年9月4日)
- 郭慶平 (2009), “匹茲堡 G20 金融峰會記者問答” 中國人民銀行 (09年9月16日)
- 劉仁伍, 劉華 (2009), 人民幣國幣化：風險評估與控制, 社會科學文獻出版社
- Anderson, Jonathan (2006), “The Complete RMB Handbook,” 4th ed., UBS Investment Research, Asian Economic Perspectives, September
- Bernanke, B (2005), “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit,” speech to the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics
- Bank for International Settlements (2006), the 76th Annual Report, Ch. 5
- Blanchard, Olivier, Francesco Giavazzi, and Filipa Sa (2005), “The US Current Account and the Dollar,” NBER Working Papers 11137
- Cavoli and Rajan (2006), “The Extent of Exchange Rate Flexibility in India: Basket Pegger or Closet US Dollar Pegger?” unpublished paper

- Cooper, Richard N. (2005), "Living with Global Imbalances: A Contrarian View," Policy Briefs No. PB05-3, Institute for International Economics
- Dooley, M., D. Folkerts-Landau and P. Garber (2003), "An Essay on the Revived Bretton Woods System," NBER Working Paper, No. 9971
- Dooley, M., D. Folkerts-Landau and P. Garber (2004), "The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest & Exchange Rates in Center Countries," NBER Working Paper No. 10332
- Dooley, M., D. Folkerts-Landau and P. Garber (2005), "The Revived Bretton Woods System: Alive and Well," Deutsche Bank
- Eichengreen, Barry (2004), "Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods," NBER Working Paper, No. 10497
- Eichengreen, Barry (2006), "China's Exchange Rate Regime: The Long and Short of It," University of California Berkeley
- Eichengreen, Barry, Yeogseop Rhee and Hui Tong (2004), "The Impact of China on the Exports of Other Asian Countries", NBER Working Paper No. 10768
- Eichengreen, Barry and Hui Tong (2005), "Is China's FDI Coming at Expense of Other Countries?" NBER Working Paper No. 11335
- Engel C. and JH Rogers (2006), "The U.S. Current Account Deficit and the Expected Share of World Output," International Finance Discussion Papers No. 856, Board of Governors of the Federal Reserve System
- Ferguson, Roger W. Jr (2005), speech to the Economics Club of the University of North Carolina at Chapel Hill
- Frankel, J. (2003), "Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies, in Monetary and Financial Cooperation in East Asia," Asian Development Bank, Macmillan
- Garber, P. (2004), "Comment in C. Fred Bergsten and John Williamson, editors, Dollar Adjustment: How far? Against what?" IIE, Washington
- Goldstein, M. (2004), "Adjusting China's Exchange Rate Policies," IIE Working Paper, No. 04-1, Washington,
- Goldstein, M. and N. Lardy (2005) , "China's Role in the Revived Bretton Woods System: A Case of Mistaken Identity," IIE Working Paper Series, WP 05-2

- Gourinchas, Pierre-Olivier and Helene Rey (2005), "From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege" NBER Working Paper 11563
- Greenspan, A. (2003), at the 21st Annual Monetary Conference, Cosponsored by the Cato Institute and *The Economist*, Washington, D.C.
- Greenspan, A. (2005), "International Imbalances," speech to the Advancing Enterprise Conference, London
- IMF (2004), "People's Republic of China: Article IV Consultation—Staff Report," Washington, International Monetary Fund
- IMF (2006), "How will the Current Oil Price Shock Affect Global Imbalance," IMF World Economic Outlook Ch.2
- Kamada, Koichiro and Izumi Takagawa (2005), "Policy Coordination in East Asia and across the Pacific," Hi-Stat Discussion Paper Series d05-101, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University
- Kim, Sun Bae (2005), "Perspectives on CNY Revaluation and Global Rebalancing" Goldman Sachs: Asia-Pacific Economics Analyst
- Lane, Philip R and Gian Maria Milesi-Ferretti (2006), "Exchange Rates and External Adjustment: Does Financial Globalization Matter?" IIS Discussion paper No. 129
- Liang, H. and E. Fung (2005), "China: Will a 5% CNY Appreciation Matter for Trade Balance," Economic Flash, Goldman Sachs, Hong Kong
- Marquez, Jaime and J. W. Schindler (2006), "Exchange Rate Effect on China's Trade: An Interim Report," International Finance Discussion Papers 861, Board of Governors of the Federal Reserve System
- McCallum, Bennett T. (2005), "Is Singapore the Model for China's New Exchange Rate Policy?" prepared for Shadow Open Market Committee
- McKinnon, R. (2004), "The East Asian Dollar Standard," *China Economic Review*, Vol. 15(3), pp. 325-330
- McKinnon, R. (2005), "Currency Wars," *Wall Street Journal*, July 29, 2005
- McKinnon, R. (2006), "Why China Should Keep Its Exchange Rate Pegged to the Dollar: A Historical Perspective from Japan," *International Finance* (forthcoming 2007)
- McKinnon, R. and Gunther Schnabl (2006), "Current Account Surpluses and Conflicted Virtue in East Asia: China and Japan under the Dollar Standard" revised version of paper published in *International Finance* 7 (2004)

- Mundell, R. (2003), "Prospects for an Asian Currency Area," *Journal of Asian Economics*, Vol.14, Issue 1
- Obstfeld. M. and K. Rogoff (2004), "The Unsustainable US Current Account Position Revisited," NBER Working Paper, No. 10869
- Obstfeld. M. and K. Rogoff (2005), "Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments," the Brookings Institution
- Roubini, N. (2004), "BW2: Are We Back to a New Stable Bretton Woods Regime of Global Fixed Exchange Rates?"
- Roubini, N. and B. Setser (2004), "The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances," NYU, August 2004, revised: November 2004,
- Roubini, N. and B. Sester (2005), "Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-2006,"
- Shah, A., A. Zeileis and I. Patnaik (2006), "What is the New Chinese Currency Regime?" unpublished paper
- Swiston, Andrew (2005), "A Global View of the U.S. Investment Position," IMF Working Paper No. 05/181
- Summers, Lawrence H., (2006), "Reflections on Global Account Imbalances and Emerging Markets Reserve Accumulation," L.K. Jha Memorial Lecture, Reserve Bank of India, Mumbai, India
- Thorbecke, Willem (2006), "The Effect of Exchange Rate Changes on Trade in East Asia," Discussion papers 06009, Research Institute of Economy, Trade and Industry (RIETI)
- Williamson, John (1998), "Crawling Bands or Monitoring Bands: How to Manage Exchange Rates in a World of Capital Mobility"
- Williamson, John (1999), "Crawling Bands or Monitoring Bands: How to Manage Exchange Rates in a World of Capital Mobility", Policy Brief 99-3, Institute for International Economics
- Williamson, John (2001), "The Case for a Basket, Band and Crawl (BBC) Regime for East Asia"
- Williamson, John (2004), "The Choice of Exchange Rate Regime: The Relevance of International Experience to China's Decision,"
- Williamson, John (2005), "A Currency Basket for East Asia," Policy Briefs, Institute for International Economics, No. PB05-1

Wren-Lewis (2004), "The Needed Changes in Bilateral Exchange Rates," in Bergsten,
C.F. and Williamson, J (2004), Dollar Adjustment: How Far? Against What? IIE