



近期人民幣

匯率走向成因及其影響

文／魏 艾

當一個國家的總體經濟特別是國際收支出現失衡的狀態，該國政府經常會以調整匯率或管控資本流量作為政策工具，以維持經濟的穩定。惟匯率的調整對進出口貿易、國內貨幣供應、各產業的發展造成不同的影響，同時也將對貿易對手國帶來國家利益的衝擊。因此，各國大都採取極審慎的政策態度。另一方面，匯率的波動根本上也反映實體經濟基本面的興衰，是經濟運行是否穩健的反映，但是它也可能隱含套匯、套利行為的潛在威脅。今（2017）年以來中國大陸宏觀經濟調控的特點之一，便是藉著加強資本管制，推出增加外匯風險準備金，以及在人民幣匯率中間價定價機制中引入逆周期因子等外匯政策，使年初以來人民幣兌美元匯率一改貶值趨勢，進入窄幅區波動，到9月上旬人民幣兌美元匯率達到6.5032，並趨於穩定的狀況。究竟何種因素造成近期人民幣兌美元匯率的貶值和隨後趨於穩定？大陸採取那些調控政策，其政策意涵為何？未來人民幣匯率走向如何？這是極值得探討的重要課題。

一、外匯儲備下滑引發資金外流疑慮

面臨內外經濟情勢的衝擊，中國大陸經濟增長率不斷下滑，中共為維持經濟的穩定，以致近年來持續採取「積極的財政政策和穩健的貨幣政策」的宏觀經濟調控政策，但在2015年年底中共中央經濟工作會議做出「供給側結構性改革」的宏觀調控政策，希望能從供給層面實施「去產能、去庫存、去槓桿、降成本、補短板（改善薄弱環節）」（三去一降一補），強化體系質量和效率，提高投資的有效性，加快培育新的發展動能，增強經濟持續增長的動力。去（2016）年中國大陸GDP較2015年同比增長6.7%，介於預期的6.5%~7%GDP增長目標之間，中共聲稱大陸經濟運行在「合理區間」，而宏觀調控也取得初步成效，但是中國大陸經濟仍面臨諸多必須克服的問題，而短期間必須積極面對的，除了去產能、去庫存之外，如何緩解地方政府債務、提振民間投資和防止資金外流，其中，防止資金外流更是迫在眉睫的重要問題。

中國人民銀行的統計數據顯示，自去年7月份以來，中國大陸外匯儲備連續6個月下滑，分別下滑41.05億美元（7月）、158.9億美元（8月）、187.85億美元（9月）、457.27億美元（10月）、690.57億美元（11月）和410.81億美元（12月）。去年年底，大陸的外匯儲備為30,105億美元。今年1月31日，大陸的外匯儲備規模更減為29,982億美元，較去年年底下降123億美元。這是中國大陸外匯儲備自2011年2月以來首次低於3萬億美元。外匯儲備的不斷下滑引發了中國大陸經濟情勢和外匯儲備安全的疑慮。

外匯儲備的增長是伴隨著中國大陸經濟的高速發展而來的，其基本功能主要體現於兩方面：一是交易性需求，確保進口支付能力；二是償債性需求，確保對外償債能力。鉅額的外匯儲備是國家經濟實力的展現，但它所造成流動性過剩，貨幣供應的大幅增長，也對宏觀經濟調控帶來相當的壓力。

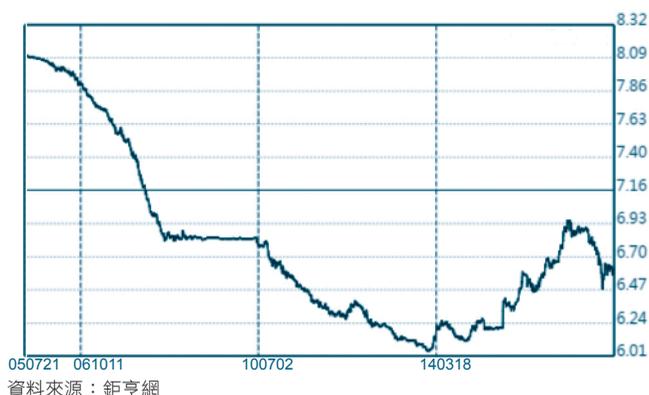
中國大陸外匯儲備持續下滑，有其內外影響因素。在國際因素上，2015年下半年以來，美國聯邦儲備理事會加息預期不斷升溫，年底最終啟動加息步伐，對全球經濟和金融格局產生重大影響，特別是新興市場，普遍遭受匯率大幅貶值，金融市場動盪和國際資本外流的衝擊，對實體經濟發展造成相當的衝擊，而其外溢效應便是透過匯率渠道帶動新興市場經濟體增加持有美元資產，加速償還美元負債，導致國際資本流出新興經濟體，這可解釋何以2015年第二季以來中國大陸跨境資本流動一直呈現逆差的現象。

在國內因素上，主要影響因素包括：（一）近年來經濟下行壓力和經濟增速放緩降低了中國大陸對國際投資者的吸引力。（二）大陸國內企業和個人對外投資，以尋求資產多元化，導致國際資本外流壓力增加。（三）2015年6月和7月的中國大陸股票市場劇烈調整，導致國內投資者出現嚴重的恐慌情緒，以致對包括人民幣匯率在內的大陸資產失去信心，企業和個人增加了購匯的動機和意願。

二、人民幣匯率預期和短期資本外流

除了內外基本因素之外，中國大陸的資本外流與近年來所推行的匯率形成機制改革密切相關。主要是2015年8月11日中共推動以形成新的人民幣參考指數—貨幣籃子指數的匯率形成機制改革，帶來人民幣匯率的不確定性，造成了跨境資本流動的規模和波動性。

事實上，中國大陸匯率形成機制改革在2005年便已開始了。2005年7月21日，中國人民銀行宣布開始實行以市場供需為基礎，參考一籃子貨幣進行調節、有管理的浮動匯率制度，當日人民幣兌美元



人民幣／美元匯率走勢圖（2005-07-21 迄今）

匯率上調2%，人民幣匯率進入單邊升值階段，並持續近9年的時間。截至2013年12月底，人民幣兌美元匯率累計升值24.8%。2014年人民幣匯率升貶互見，也開始存在人民幣匯率貶值的預期。

2015年8月11日，中國人民銀行再次進行人民幣匯率形成機制改革，宣布調整中間價報價機制，要求匯市參考上一日銀行外匯市場收盤匯率提供報價，綜合考慮外匯供求情況，以及主要國際貨幣匯率變化，向大陸外匯交易中心提供中間價報價，目的是使匯率形成機制進一步市場化，以充份反映外匯市場的供求。但是此一匯率形成機制改革及2015年年底美國聯邦儲備銀行宣布加息政策的相互影響，使投資者對人民幣貶值的預期增強。人民幣賣壓增強，以致造成人民幣匯率不斷走低。截至去年年底，人民幣兌美元匯率已貶值11%。

若從2005年7月21日人民幣首次匯率形成機制改革以來，人民幣兌美元的匯率變動可分為三個階段。第一個階段是從2005年7月到2014年1月，人民幣兌美元匯率處在震盪升值狀態。這期間，大陸國際收支的經常帳項目的資本帳項目和金融帳項目均為順差，再加上短期資本大量流進大陸，人民幣兌美元匯率不斷升值。第二個階段是從2014年1月到2015年6月，人民幣兌美元匯率處於雙向波動狀態。這期間，大陸國際收支經常帳項目的資本和金融帳項目仍是順差，但順差已經大幅減少，而短期資本則呈現頻繁地流出和流進中國大陸，但人民幣兌美元匯率升貶值波動幅度一般不超過1%。第三個階段是從2015年6月到2016年年底，人民幣兌美元匯率處於震盪貶值的狀態。人民幣兌美元中間匯率從2015年6月中旬的6.11貶值到2016年12月中旬的6.89，累計貶值12.88%。

究竟何種因素導致人民幣匯率貶值？基本上有兩種不同面向的看法。第一種看法認為，人民幣匯率持續貶值主要源於經濟基本面，包括貨幣發行過多、流動性過剩、房地產泡沫化、金融領域存在潛在風險等，這些因素導致人民幣不得不貶值。另一種看法則認為，人民幣匯率貶值主要是由於預期因素所推動的，因為，貨幣發行過多、流動性過剩、產能過剩、房地產泡沫是大陸經濟長期存在的問題，而人民幣匯率貶值則是這兩年的新發展，其間的因果關係脆弱。

三、以消除匯率預期為主的調控措施

一個國家匯率的短期波動受到消息面、資金面和政策面的各種因素影響。就短期匯率走勢而言，它受到通貨膨脹、經濟增長、貿易餘額和資本流動等因素的影響最大。從全球環境的角度來看，自2008年國際金融危機發生以來，各大國之間通貨膨脹的差異有限，並不構成彼此之間匯率消長的因素。以中國大陸為例，2014~2016年，消費者物

價指數分別為2.0%、1.4%和2.0%，屬於經濟穩健運行的指標，不致構成人民幣匯率貶值的因素。

在經濟增長方面，一國的經濟增長率高，代表勞動生產力高、國民的購買力高，就能吸引外國資本流入，也就意味著貨幣有升值的動源。而一國的貿易長期存在順差，其貨幣也會升值。近年來中國大陸在經濟「新常態」的現實條件下，2016年經濟增長達6.7%的中高速增長，而外貿也持續順差。從純經濟的角度來看，人民幣也缺乏貶值的理由。

從過去10餘年來的實際情況觀察，資本流動的匯率影響遠遠超過經濟增長和貿易餘額。2005~2014年這段期間，在升值預期和高利差的雙重吸引下，大量套匯和套利資本流入中國大陸，導致人民幣產生升值的壓力，但是近兩年由於對人民幣升值預期出現反向的轉變，國際資本大量流出，又使人民幣產生貶值的壓力。資本流出會使貨幣貶值，而由此更自我強化了貶值預期將使更多資本流出。

中國大陸出現了較大規模的跨境資本淨流出，已構成了大陸宏觀經濟穩定和金融安全的潛在風險。為此，中共已採取以銀行為切入點，加強對各類外匯違法違規行為的打擊措施，管理與跨境資金流動有重要影響的機構，以及重要行業領域、主體和關鍵環節的檢查，以抑制「逃騙匯、套匯、非法套利」等外匯違法違規行為和犯罪活動。

去年上半年，面對著人民幣的持續貶值，中國人民銀行推出了增加外匯風險準備金的政策。該政策自去年8月15日起實施，進入銀行間外匯市場的境外金融機構，在境外與其客戶進行遠期賣匯業務產生的頭寸，在銀行間外匯市場平盤後，按月對其上一月平盤額交納外匯風險準備金，準備金率為20%，準備金利率為0。此項政策的目的是為了弱化大陸企業在人民幣貶值時做空人民幣所導致的惡性循環。

今年5月26日，大陸的貨幣主管單位發布，將在人民幣匯率中間價定價機制中引入「逆周期因



今年以來，人民幣對美元匯率強勢爬升，但在全球支付體系中跌回全球第七大支付貨幣，排名在美元、歐元、英鎊、日圓、瑞郎和加幣之後。

2個月獲得正增長，環比增加20.98億元人民幣。

今年以來人民幣兌美元匯率貶值的預期會呈現反向的轉變，以及外匯儲備回升，顯現資本外流得到控制，這有內外在的影響因素。在外部因素方面，美元呈現弱勢走向，全球經濟情勢好轉；在內部因素方面，大陸經濟穩定增長、去產能和去庫存獲初步成效、大陸正積極培育和推展經濟增長新動能。但是最重要的原因是，近年來所採取的一系列管制資金流出的政策和措施產生了某種程度的效果。如果沒有這些對資金管制政策和措施的推出，人民幣貶值的預期是無法只靠外部的因素而轉變的。

子」。在新公式下，人民幣兌美元匯率中間價將變為「前一交易日收盤匯率＋一籃子貨幣匯率變化＋逆周期因子」的形成機制。此一機制的引入目的是要強調匯率根本上應由經濟基本面決定，減少非理性預期對匯率的影響，但是其成效仍有待觀察。

但是依當前中國大陸所面臨的內外經濟形勢而論，人民幣匯率應維持在何種水準才是適當的，將是大陸所必須面對的新問題。基本上必須考慮的面向有：其一，美元加息衝擊、全球通脹預期上升、地緣突發事件，特別是極右翼主義在歐洲勢力興起，「反歐元」聲勢仍在，而美國政府政策的一系列不確定性難以捉摸，世界經濟情勢近期的發展難以樂觀，人民幣匯率的穩定是應對這些可能變化的基本條件。其二，無論是人民幣的國際化、還是正在推行的「一帶一路」的國家發展策略，大陸顯然必須維持較強勢的人民幣。畢竟，如果人民幣貶值將減少其他國家持有人民幣的意願。其三，抑制人民幣過度貶值是今年的重要調控政策，但是也不能讓人民幣過度升值，否則將對中國大陸進出口貿易產生相當的影響，不利於大陸的企業特別是中小企業的經營。

四、未來人民幣匯率走勢的展望

今年5月底以來，人民幣兌美元匯率由6.9不斷升值，到9月8日更升值至6.5032，是2016年5月12日以來最高。人民幣兌美元匯率的快速上漲，遠遠超出市場的預期。

在資金外流方面，今年1月中國大陸外匯儲備跌破「3萬億美元」整數關口後，2月份外匯儲備又重返3萬億美元。截至9月底，中國大陸外匯儲備為31,085.1億美元，呈現連續8個月上升。

今年10月以來，中國大陸外匯佔款和結售匯維持了9月份的「轉正」趨勢。11月16日，大陸國家外匯管理局公布的數據顯示，繼今年9月結售匯差額實現28個月以來的首次順差後，10月的結售匯維持了順差的趨勢，且順差達到183億元人民幣，環比9月，擴大了164億元人民幣。另根據中國人民銀行所公布的外匯佔款數據也顯示，10月外匯佔款同樣連續

基於此，今年9月9日中國人民銀行不得不發布文件調整外匯風險準備金政策，即自9月11日起，外匯準備金率由20%調整為0，其政策意涵便是向市場發出明確信號，不願意看到人民幣過度升值，希望人民幣匯率能維持在某一適度的水準，避免短期間對經濟造成過大的衝擊。

（本文作者為政治大學兩岸政經研究中心主任）