



台商因應人民幣匯率波動的策略

文《王國臣》中華經濟研究院第一研究所助研究員

近期人民幣匯率走勢

自美國總統川普（Donald Trump）宣布，對中國大陸實施第 1 波關稅制裁以來，人民幣兌美元匯率便持續走弱，從 2018 年 4 月 2 日的 6.2764 跌到 2019 年 9 月 3 日的 7.0884，累計貶值 12.9%。直至美中經貿談判露出曙光，人民幣方止住頹勢。12 月 31 日人民幣兌美元匯率勉強拉回到 6.9762。惟 1 年期遠期匯率仍落在 7.0479，預期貶值 1.0%，顯示人民幣匯率前景依舊看淡。

進一步而言，2019 年前 11 個月，中國大陸出口 22,601 億美元，較去年同期衰退 0.3%，且連續 4 個月負成長；惟進口衰退更多，前 11 個月進口 18,825 億美元，較去年同期衰退 4.5%；直到 11 月方擺脫連續半年負成長的窘境，這還是因為大量進口禽肉所致。進出口相抵，前 11 個月實現貿易順差 3,776 億美元，年成長率高達兩位數（26.3%），顯示人民幣匯率尚無立即貶值的必要性。

惟經濟疲軟將無力支撐強勢的人民幣。2019 年第 3 季，中國大陸經濟成長率僅 6.0%，連續三

季下滑，並創歷史新低。甚者，若干國際機構與法人智庫——國際貨幣基金（International Monetary Fund, IMF）、瑞士聯合銀行集團（United Bank of Switzerland, UBS），以及中國社會科學院皆預期，中國大陸經濟將持續下探，2020 年經濟成長率僅剩 5%。換言之，人民幣具有長期趨貶的壓力。

人民幣匯率波動與美中經貿談判

人民幣匯率與美中經貿談判具有高度關連。例如：白宮貿易顧問納瓦羅（Peter Navarro）將人民幣低估，視為七大致命結構性罪惡（seven deadly sins）。因此，我們不難理解，2019 年 8 月 5 日，人民幣兌美元匯率破 7，川普立即責成財政部長梅努欽（Steven Mnuchin），將中國大陸列為匯率操縱國（currency manipulator），這是自 1994 年以來，中國大陸再度納入貨幣操縱國正式名單。

中國大陸列為匯率操縱國的直接影響有二：首先，美方可援引《特別 301 條款》（Special 301），繼續向中國大陸加徵關稅。其次，2019

年 5 月 25 日美國商務部亦已研擬對匯率操縱國課以反補貼稅 (countervailing duty)，理由是壓低匯價等同於政府補貼出口。由此觀之，中國大陸納入匯率操縱國正式名單，僅是關稅制裁的延伸，並非金融制裁。

所幸的是，2019 年 10 月 11 日美中就貨幣與匯率議題初步達成共識。中國大陸允諾避免競爭性貨幣貶值，並提高外匯市場的自由度；甚或參酌《美國—墨西哥—加拿大協定》(United States-Mexico-Canada Agreement, USMCA) 與 IMF 的資料透明度標準，逐月公布國際法定準備金與買賣外匯的相關數據。惟最終磋商文本尚待確定，實際成效亦有賴持續追蹤觀察。

人民幣匯率波動與中國大陸內外均衡

人民幣匯率貶值能維繫中國大陸出口競爭力。例如：IMF 估算，人民幣每貶值 1%，約可抵銷 50 億美元的加徵關稅。據此，截至目前為止，美國分別對 2,500 億美元與 1,125 億美元的中國大陸商品，課徵 25% 與 7.5% 的懲罰性關稅，即 709 億美元的加徵關稅，故匯率較 2018 年 4 月 2 日貶值 14.2%，至 7.168 人民幣／美元。中國人民銀行坦言，人民幣暴跌是受到加徵關稅的影響。

惟人民幣貶值亦加大通貨膨脹的壓力。受到非洲豬瘟的影響，中國大陸豬肉消費價格年成長率由 2019 年 3 月的 5.1% 驟升到 11 月的 110.2%，帶動前 11 個月的整體物價上漲 2.8%，逼近年初政府預定上限 (3%)。因此，若人民幣持續走貶，將繼續抬高禽肉進口價格，形成輸入型通貨膨脹，進而削減內需動能，甚至激起民怨，故人民幣貶值速度不宜過猛。

在此脈絡下，我們可以理解，中國大陸政府並未跟隨美國聯邦準備理事會 (Federal Reserve System, Fed) 的降息步伐。2019 年 12 月 31 日人民銀行重貼現利率為 2.25%，2010 年 12 月 26 日迄今未變動；再貸款利率、1 年期存貸款利率亦分別鎖在 3.50%、1.50% 與 4.75%，2015 年 10 月 24 日迄今未調整。易言之，中國大陸希望保持適度的美中利率差距，避免匯率大幅波動。

目前中國大陸採取的是「變相降息」。2019 年 8 月 17 日，中國人民銀行決定改革完善貸款市場報價利率 (loan prime rate, LPR) 機制：在原有的 10 家全國性銀行基礎上，增加 8 家城市商業銀

行、農村商業銀行、外資銀行和民營銀行。12 月 30 日人民銀行再發布聲明，自 2020 年起，金融機構的浮動利率一律參考 LPR。期間，1 年期 LPR 已連續三次下調，共調降 0.16%。

此外，2019 年 11 月 5 日人民銀行調降 1 年期中期借貸便利 (medium-term lending facility, MLF) 利率 0.05 個百分點，為 2016 年 2 月 16 日創設該工具以來的首次調降。12 月 18 日人民銀行再下調 14 天期逆回購利率 0.05 個百分點，為 2016 年 2 月 2 日再度降息。上述跡象皆證實，中國大陸希冀維持人民幣穩定，避免直接更動法定存貸款利率。

人民幣匯率波動與金融危機

人民幣貶值或觸發貨幣競貶。2018 年 4 月 2 日至 2019 年 12 月 31 日，人民幣與寮國幣、韓圓、緬元、越南盾以及新台幣的相關係數分別為



圖／Hanny Naibaho on Unsplash

專家認為，中國大陸內部金融風險已獲得初步控制，並持續緊縮外匯管制。

83.5%、83.3%、80.6%、74.1% 與 70.8%，顯示人民幣為亞洲國家的重要參考貨幣。受此影響，美元指數從 2018 年 4 月 2 日的 107.7 點，爬升到 2019 年 12 月 27 日的 115.3 點，累計升值 7.1%；倘若美元持續走升，國際遊資趁機炒匯，恐重蹈亞洲金融風暴。

值得一提的是，若再發生亞洲金融風暴，中國大陸恐無法倖免於難。2019 年前 11 個月，123 家中資企業發生債務違約，涉案金額達 893 億人民幣。期間，包商、錦州、恆豐、伊川、營口沿海及哈爾濱銀行亦接連爆發信用風險。甚者，截至 11 月底，6,157 家 P2P (peer to peer) 網路借貸平台相繼倒閉，至少造成 2,238 億人民幣的損失，金融風險恐成為 2020 年最大的灰犀牛！

惟持平而論，中國大陸金融風險尚屬可控。例如：2018 年 7 月中國共產黨中央政治局會議決定，房地產問題須「因城施策」。到了 12 月，政治局即無討論此議題。2019 年 4 月，政治局僅再次重申「因城施策」。惟 7 月的政治局轉趨強硬，取消「因城施策」，並積極遏制房地產炒作，顯示中國大陸已有餘力處理最為複雜的房市泡沫問題。

另一個例證是，2019 年 5 月 20 日中國人民銀行副行長潘功勝表示，人民幣兌美元匯率一旦貶破 7，可能衝擊市場信心，加大資本外逃 (capital flight) 壓力。惟 8 月 5 日人民銀行強調，人民幣匯率有如水庫的水位，有漲有落，顯示中國大陸已具備信心，應對貶值可能造成的金融衝擊。這同時也意謂：中國大陸內部金融風險已獲得初步控制。

此外，中國大陸持續緊縮外匯管制，亦是官方對人民幣匯率態度轉變的關鍵因素。例如：2018 年 8 月 6 日，人民銀行將遠期售匯業務的外匯風險準備金比例從零調高到 20%，凍結期為一年，且人民銀行不支付利息，藉此提高炒匯成本。10 天後，人民銀行再要求上海自由貿易試驗區暫停同業往來帳戶，向境外拆存人民幣資金，遏制套利資金做空人民幣。

更嚴重的是，中國交通銀行透露，2018 年底開始，中國大陸境內銀行的美元提領檢查標準已從 5,000 美元調降至 3,000 美元。此外，2019 年 12 月 2 日，中國招商銀行再宣布，將不再接受「海外匯款計劃」下的新匯款，整個服務於 12 月 30 日關閉。甚者，海外投資須向中國大陸駐外使館報備。跨境資金調度若涉及供應鏈產能調整或外移，更是莫大困難！

惟中國大陸資本外逃依舊。例如：2019 年前 10 個月，中國大陸新增 324 億美元的外匯存底，減去 3,452 億美元的貨物貿易順差、1,822 億美元的服務貿易逆差，以及 1,124 億美元的外人直接投資 (foreign direct investment, FDI)，再加上 967 億美元的對外直接投資與 183 億美元的黃金儲備，即資本外逃 1,279 億美元，連續 20 個月都呈現資本外逃的趨勢。有鑑於此，中國大陸外匯管制恐進一步緊縮。

台商的因應策略

綜合上述，中國大陸貿易順差持續擴張，故短期內人民幣並無迫切貶值的必要。甚者，鑑於輸入型通貨膨脹、營造美中和談氛圍以及減緩資本外逃，中國大陸仍將以「維穩」為基調。在此脈絡下，人民銀行或再祭出「逆週期因子」，阻貶人民幣匯率趨穩，將有助於在陸台商以人民幣，作為跨國貿易與投資的計價貨幣。

惟中國大陸經濟持續放緩，形成長期趨貶的壓力，故建議台商選擇美元作為主要的避險貨幣。此外，資本外逃持續擴大，恐促使外匯管制進一步緊縮。特別是，自 2018 年起中國大陸已嚴查螞蟻搬家、地下錢莊、內保外貸、虛構貿易契約，以及虛假轉口貿易等非法匯兌途徑。故有跨國資金調度的在陸台商，宜及早研擬因應計畫。

此外，台商仍須密切關注美中經貿關係。若雙邊磋商再度急轉直下，則在最嚴峻的情境下，華府分別對 2,500 億美元與 3,000 億美元的中國大陸商品懲罰性關稅稅率提高到 30% 與 15%，人民幣兌美元匯率或貶至 7.78，方可抵銷 1,200 億美元的加徵關稅。如果再考量貨幣操縱，則中國大陸還將面臨《特別 301 條款》與反補貼稅。屆時，人民幣匯率恐還會下跌。

最後，人民幣匯率貶值亦增添我國匯率政策的複雜性。例如：新台幣兌美元匯率從 2019 年 8 月 5 日的 31.628 竄升到 12 月 20 日的 30.210，累計升值 4.5%；新台幣與人民幣的連動性大幅降低。對此，中央銀行總裁楊金龍坦言，放手讓新台幣升值的主要考量是，避免列入美國貨幣操縱的觀察名單。惟此恐削減出口競爭力，故值得台灣企業密切關注。🌐

