

# 中國的外匯制度： 回顧與展望

• 教育統籌局及香港金融研究中心講座

• 曾澍基

• 浸會大學經濟系

• [www.hkbu.edu.hk/~sktsang](http://www.hkbu.edu.hk/~sktsang)

• 2004年12月4日

# 大綱

- 一、 人民幣壓力的歷史背景
- 二、 內地外匯制度的改革歷程
- 三、 內地外匯制度需否改變？
- 四、 人民幣改與一籃子掛鉤？
- 五、 結語

# 一、人民幣壓力的歷史背景 (外在因素)

- 人民幣升值的壓力：主要來自美國，其次是部份歐洲國家。
- 整體來說，中國大陸的貿易順差根本不大，而且未來可能面對持續的逆差。
- 美國競選的政治因素發揮作用，製造業針對中國出口的廉價貨品。
- 美國經濟的對外逆差及淨負債不斷擴大，而美元跌勢又加劇，矛頭因而指向中國。

# 一、人民幣壓力的歷史背景 (內部考慮)

- 人民幣另一升值的壓力，是大陸自去年下半年出現的通脹現象，部份論者認為這和人民幣匯率低估，熱錢流入有關，升值有助紓緩這些壓力。
- 另些則認為升值和具彈性的匯率制度是更有效的宏觀調控機制的構成原素。
- 一些論者強調，長期用低估的匯率刺激出口，方便中國變成世界工廠，有礙產業轉型，效率提升，並非適當的發展策略。

## 二、內地外匯制度的改革歷程

- 外匯制度有(1)外匯管制(foreign exchange controls)與(2)匯率制度(exchange rate regime)兩方面。
- 直至1994年改革的過程，請參考Tsang Shu-ki, ““Towards Full Convertibility? China’s Foreign Exchange Reforms”, China Information, vol. IX, no.1, 1994, pp.1-41 (a version can be downloaded at: [www.hkbu.edu.hk/~sktsang/China\\_forex\\_1994.pdf](http://www.hkbu.edu.hk/~sktsang/China_forex_1994.pdf) )。

## 二、內地外匯制度的改革歷程

- 而1996年底中國達至經常項目可兌換(current account convertibility/Article VIII convertibility)的分析，可參考：Tsang Shu-ki, “Towards the Full Convertibility of the Renminbi?” in Maurice Brousseau, Kuan Hsin-chi, and Y.Y. Kueh (eds.), The China Review 1997, Hong Kong: The Chinese University Press, 1997, chapter 7 (a version can be downloaded at: [www.hkbu.edu.hk/~sktsang/China\\_forex\\_1997.pdf](http://www.hkbu.edu.hk/~sktsang/China_forex_1997.pdf))。

## 二、內地外匯制度的改革歷程： 外匯管制

- (1)外匯管制：
  - 1980年開始自由化
  - 先經常項目(current account)，後資本項目(capital account)自由化
  - 理論基礎：經常項目的波動(volatility)較細。參考Sebastian Edwards, “The order of liberalization of the balance of payments : Should the current account be opened up first ?” World Bank Staff Working Paper, no. 710, 1984.

## 二、內地外匯制度的改革歷程： 外匯管制

- (1) 外匯管制
  - 1980年代貿易(出入口權)逐漸開放、採用外匯留成 (forex quota retention)制度、設立外匯調劑中心 (swap centres)
  - 1994年大改革
  - 1996年底：達致經常項目可兌換 (current account convertibility/Article VIII convertibility)



## 二、內地外匯制度的改革歷程： 外匯管制

- (1) 外匯管制
  - 2001年加入世貿組織(WTO)
  - QFII and QDII
  - 何時達致資本項目(capital account)可兌換？2008年慶祝奧運會？(留意悉尼的「奧運效應」是澳元匯價下跌！)

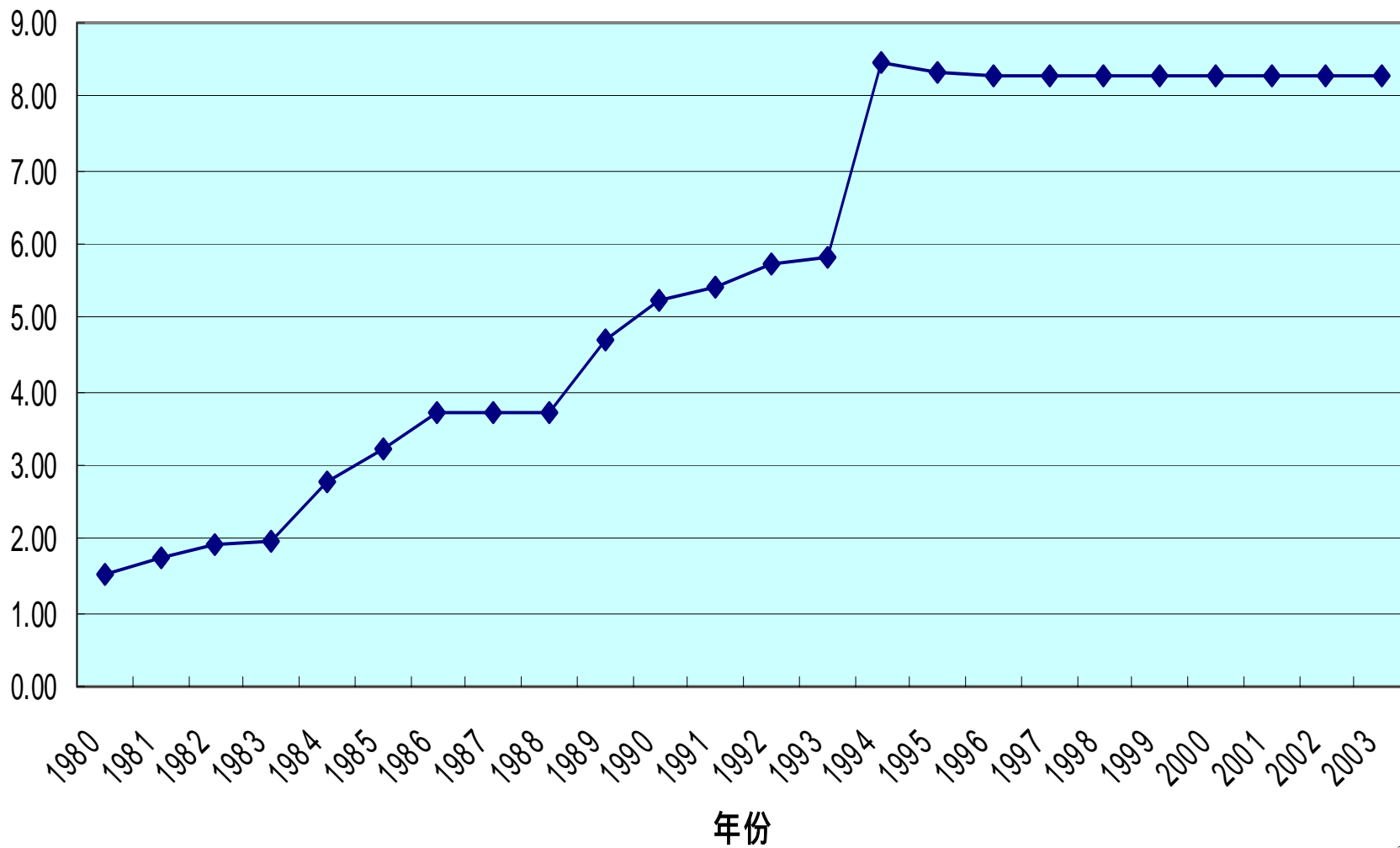
## 二、內地外匯制度的改革歷程： 匯率制度

- (2) 匯率制度
  - 1981-1984：實行官方匯率(RMB1.50/USD)與內部結算價(internal settlement rate: RMB2.80/USD)的雙軌制(dual exchange rate system)
  - 1985-1987：匯率統一，間歇地貶值
  - 1988年外匯調劑中心(swap centres)經試點後全國推行：雙軌制---官價及調劑價再現
  - 1991年開始「有管理浮動匯率制」(managed float)，「微調」代替大幅貶值

## 二、內地外匯制度的改革歷程： 匯率制度

- (2) 匯率制度
  - 1994年大改革：(1)統一匯率；(2)成立銀行間外匯市場(interbank forex market)；(3)取消外匯留成、推行結匯制、但基本上撤除外貿的外匯配給(rationing)
  - 其後人民幣兌美元的匯率十分平穩，形成了跟美元的“軟掛鉤”(soft peg)。1997年第4季至現時，貼近在RMB8.28/USD的水平。
  - 人民幣匯率改革之前高估，改革後大幅向低調整，有利出口及吸引外資。

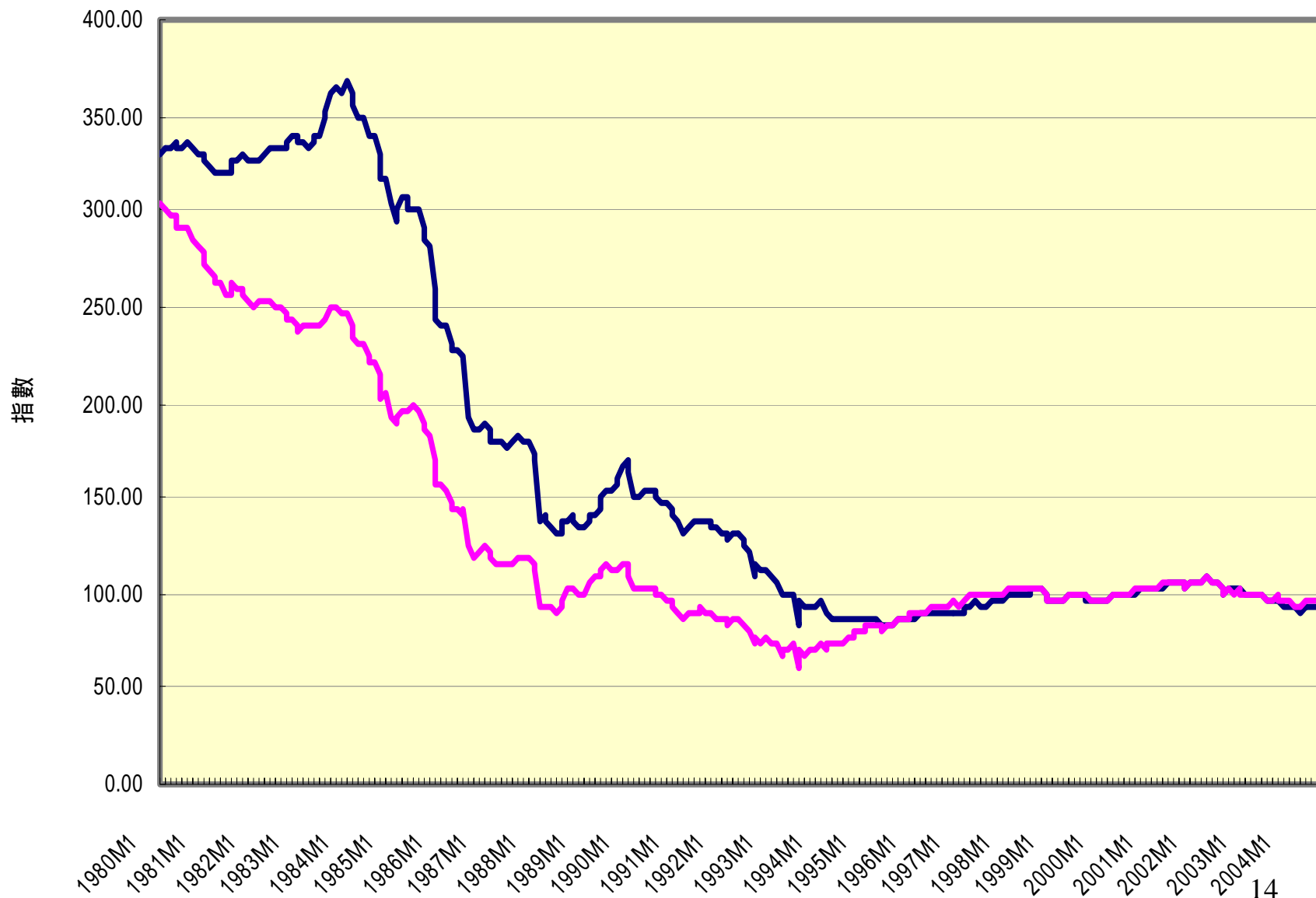
# 人民幣兌美元年均匯率



## 二、內地外匯制度的改革歷程： 匯率制度

- 1994年至今的軟掛鉤則方便外資的平穩流入，以及金融市場(中國最弱的一環)的發展。
- 1997-98東亞金融風暴時，人民幣沒有跟隨其他貨幣貶值，替國際金融穩定作出貢獻。按國際貨幣基金組織(IMF)的數據，自1994年初人民幣的實質匯率指數從72.0左右升至2002年初接近108.0(+50%)，到2004年7月為95.8(+33%)。
- 中國外匯儲備全球第二大，其實不算太多，而且大部份投資為美元資產——出現左手入右手出的問題。

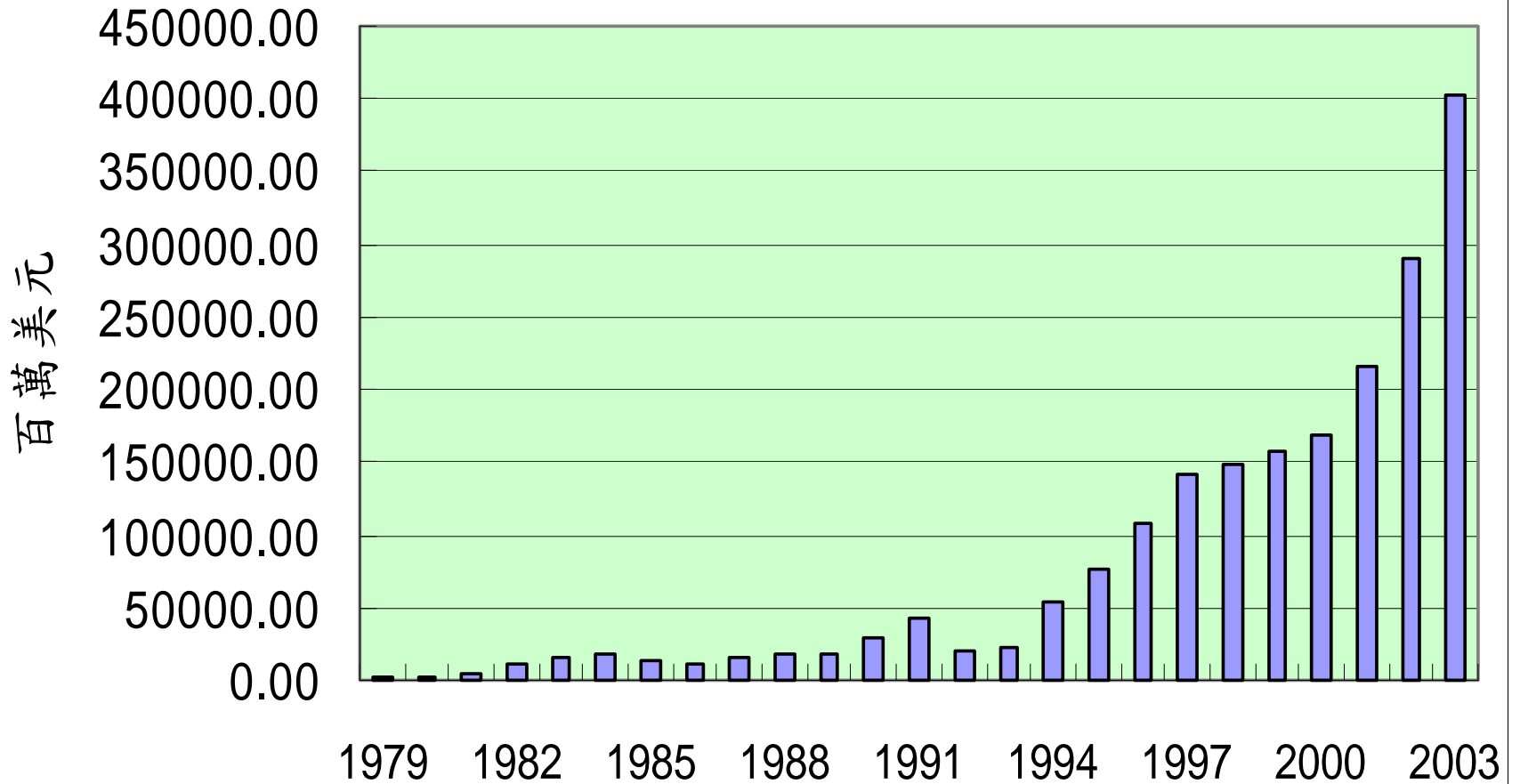
# 人民幣的名義及實質有效匯率(月份)



# 人民幣實質有效匯率指數(月份)



# 中國的外匯儲備





# 三、內地外匯制度需否改變？

## 內部考慮

- 跟人民幣的壓力一樣，這有內外兩方面的考慮。先看內部因素。
- 中國的外匯制度改革方向明顯：(1)資本項目可兌換以至人民幣完全自由兌換(**full convertibility**)；(2)匯率的決定(**exchange rate determination**)由行政轉向市場供求或宏觀政策。兩方面既有連繫，亦有獨立性。
- 關鍵是改革速度、次序與套配措施。

# 三、內地外匯制度需否改變？

## 內部考慮

- 速度不是越快越好(下兩表採自我與其他學者和作者合著的一篇文章 “**The Full Convertibility of Renminbi: Sequencing and Influence**”, HKIMR Working Paper No.9/2002, Hong Kong Institute for Monetary Research, April 2002。可下載於：

[https://www.hkimr.org/cms/upload/publication\\_app/pub\\_full\\_0\\_2\\_39\\_wp200209\\_text.pdf](https://www.hkimr.org/cms/upload/publication_app/pub_full_0_2_39_wp200209_text.pdf)。

Table 1: Currency's Convertibility in Developed Industrial Countries

(in order of the time when establishing capital account convertibility)

Countries	Time when Establishing Current Account Convertibility	Time when Establishing Capital Account Convertibility	Length of the Interval between Current Account Convertibility and Capital Account Convertibility (years)
USA	1946	1973	27
Germany	1961	1975	14
Great Britain	1961	1979	18
Switzerland	1992	1980	- 12
Japan	1964	1980	16
Australia	1965	1983	18
New Zealand	1982	1984	2
Netherlands	1961	1986	25
Denmark	1967	1988	21
France	1961	1989	28
Sweden	1961	1989	28
Austria	1962	1990	28
Italy	1961	1990	29
Belgium	1961	1990	29
Luxembourg	1961	1990	29
Norway	1967	1990	23
Ireland	1961	1990	29
Finland	1979	1990	11
Spain	1986	1993	7
Portugal	1988	1993	5
Greece	1992	1994	2
Iceland	1983	1995	12

Sources: Time when establishing current account convertibility (IMF1994b); Time when establishing capital account convertibility, Quirk (1994a,b).

Table 2: Currency's Convertibility in Developed Industrial Countries

(in order of the interval time between current account and capital account convertibility)

Countries	Length of the Interval between Current Account Convertibility and Capital Account Convertibility (years)
Italy	29
Belgium	29
Luxembourg	29
Ireland	29
France	28
Sweden	28
Austria	28
USA	27
Netherlands	25
Norway	23
Denmark	21
Great Britain	18
Australia	18
Japan	16
Germany	14
Iceland	12
Finland	11
Spain	7
Portugal	5
New Zealand	2
Greece	2
Switzerland	- 12

Source: see Table 1.

# 三、內地外匯制度需否改變？

## 內部長遠考慮

- 中國的匯率制度不應因短期壓力而隨便更改變動，因為高速增長背後，內地經濟面對三大主要難題：(1) 資源制約 (resource constraints) 嚴重影響中國和平崛起的機會；(2) 就業不足與人口老化的吊詭 (paradox)；(3) 金融改革與發展的挑戰。
- 要有效處理它們，匯率最好不要出現太大波動(特別是大幅升值)。中國當然不能亦不應長久地替他國生產廉價貨品，但看來亦難以推行高匯率、高效率的發展模式。

# 三、內地外匯制度需否改變？

## 內部長遠考慮

- (1) 資源制約：中國人口全球最多，但人均資源卻顯著地低於世界平均，例如據估算人均耕地只有世界平均三分之一，人均水資源只有世界平均四分之一。2000年，人均石油可採儲存量為2.6噸，人均天然氣可採儲存量1074立方米，人均煤炭可採儲存量90噸，分別只有世界平均值的11.1%、4.3%和 55.4%。

# 三、內地外匯制度需否改變？

## 內部長遠考慮

- (2)就業不足與人口老化的吊詭：一方面農民須大量轉移，中國要變成世界工廠，但另一方面人口出現「未富先老」，勞動年齡人口的絕對數量，在2020年左右就會開始下降。
- 人口增長放慢好像是好事。但步伐太快使人口紅利(demographic dividend)過急地消失，加重了社會扶養的負擔，特別是中國還未進入全面工業化的階段。這是「未富先老」的意思。解決這個矛盾，必須同時保持競爭力和提高效率。

# 三、內地外匯制度需否改變？

## 內部長遠考慮

- (3) 金融改革與發展：(i) 銀行壞帳與資金外流；(ii) 証券(股票及債券)市場的發展。
- 中國的不良資產問題非常嚴重。1999年，政府成立了四家金融資產管理公司 (asset management corporations---AMCs): 信達、長城、東方、華融來處置四大國有銀行不良貸款。



## 三、內地外匯制度需否改變？

### 內部長遠考慮

- AMC<sub>s</sub>收購了14000億元呆壞貸款之後，四大國有商業銀行的不良貸款問題依然持續，2003年底金額仍達16000億元。四大銀行在醞釀上市，但它們的資本充足率和不良貸款比率並不合乎國際標準與機構投資者的要求。按官方數字，四行的平均不良貸款比率2003年底為16.8%。

## 三、內地外匯制度需否改變？

### 內部長遠考慮

- 故此，內地對國有銀行進行注資。2004年1月初中國政府公布，已運用外匯儲備向中國銀行與中國建設銀行各注資225億美元。有報導謂中國農業銀行及中國工商銀行亦可能分別於2006年前獲注資350億美元和400億美元；果如是，總額會達1200億美元，佔外匯儲備的比例不容輕視。

### 三、內地外匯制度需否改變？

#### 內部長遠考慮

- 除銀行改革的挑戰外，1994年至今的軟掛鉤方便了外資的穩定流入，以及金融市場(中國最弱的一環)的發展。長期資本市場需要相對穩定的匯率及利率環境，以吸引投資者，克服發展中國家缺乏籌集本幣資金能力的所謂「原罪」(original sin)與債務貨幣錯配(currency mismatch)等問題。

# 三、內地外匯制度需否改變？

## 內部長遠考慮

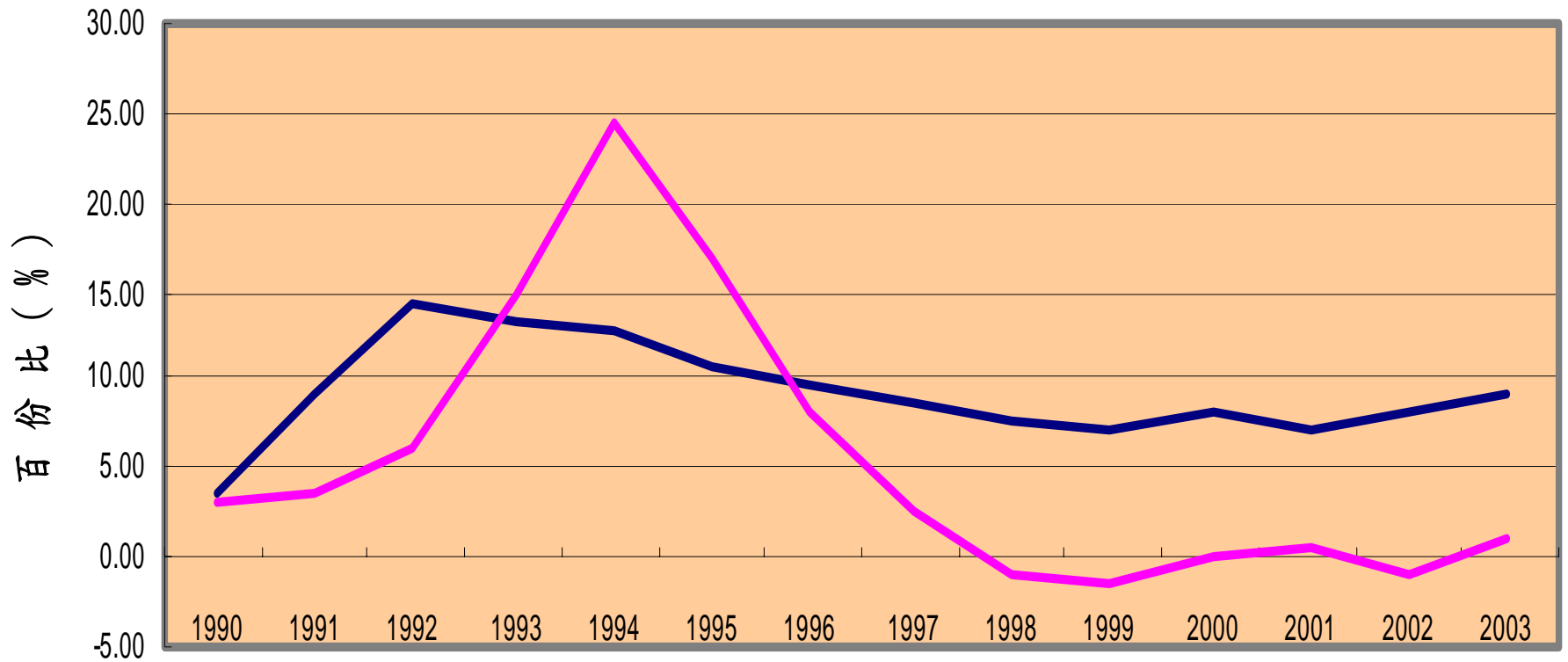
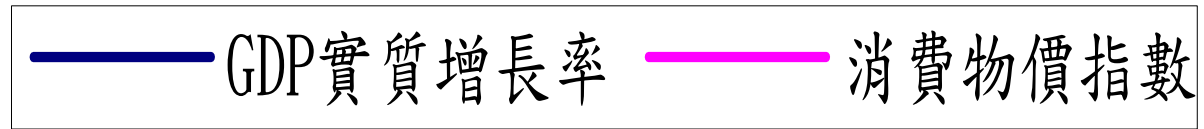
- 參考：Barry Eichengreen, Ricardo Hausmann and Ugo Panizza, “Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why it Matters”, NBER Working Paper, no. 10036, October 2003.
- 總言之，中國沒有足夠的實力和基礎，把人民幣大幅升值，或者儘快推行人民幣的自由兌換。

# 三、內地外匯制度需否改變？

## 內部周期性考慮

- 人民幣升值及增加彈性，是否紓解宏觀經濟周期性過熱(cyclical overheating)的有效辦法？
- 關鍵是這次剛從通縮走出來的過熱的原因是什麼？
- 簡單來說是兩個主因：一是糧食供求問題，二是投資膨脹。

# 中國的經濟增長與通脹



### 三、內地外匯制度需否改變？ 內部周期性考慮

- 首先，內地糧食播種面積連年減少，由1998年的17多億畝下降至2003年的不足15億畝，為1949年以來最低水平；同期糧食產量連續下降，由10246億斤下降到8614億斤，是1990年代以來的最低水平；人均糧食佔有量大幅度減少，由824斤下跌至668.6斤，為22年以來最低水平。結果，2003年農產品生產價格上升4.4%，高於消費通脹率(1.2%)。

# 三、內地外匯制度需否改變？

## 內部周期性考慮

- 其次，固定資產投資亦出現增長過猛，新開工過多，在建規模過大，某些行業和地區投資過度。2003年全社會固定資產投資55118億元，比上年增長26.7%，而固定資產投資價格上漲2.2%，高於消費通脹率(1.2%)。
- 這種高速膨脹，帶動了上中游的價格。原材料、燃料、動力購進價格上升4.8%，高於固定資產投資價格的2.2%。2004年，更被認為扯高了國際的商品價格；雖然不久之前，中國還被一些人士批評為向世界輸出通縮的罪魁禍首。



# 三、內地外匯制度需否改變？

## 內部周期性考慮

- 改變匯率機制對糧食增產(或減低糧食需求)並沒幫助，而不少投資主體，與地方政府或其他公共機構有各種的關係，對匯率的敏感度可能偏低。
- 中國政府的調控手段有兩種，一是收緊信貸銀根：包括提高金融機構的存款準備金，通過央行的公開市場操作—發行更多較長期的央行票據和回籠基礎貨幣，以及實行央行對金融機構再貸款(再貼現)加點浮息制度等。

# 三、內地外匯制度需否改變？

## 內部周期性考慮

- 二是加強了產業政策引導，嚴格市場准入。國家發展改革委會與有關部門先後公佈了鋼鐵、電解鋁、水泥、電石、鐵合金、焦炭行業的市場准入暫行標準。
- 鋼鐵、電解鋁、水泥等行業建設專案資本金比例提高了15%，並進行總量控制，扶優限劣。此外，政府還加強對農業、社會事業等薄弱環節的支持，包括對種糧農民的直接補貼制度（2004年上半年國家安排了100億元的直接補貼）。

# 三、內地外匯制度需否改變？

## 內部周期性考慮

- 這些手段以量控為主，帶有濃厚的行政色彩。
- 國際間有採用扣除食品和能源計算的所謂「核心通脹率」(core inflation rate)。中國如扣除食品價格(權數為33.6%)，消費物價指數的升幅現時還不到1%。當然，要担心的始終是通脹的後勁問題。無論如何，總體來看，中國還未出現全面性的通脹。

### 三、內地外匯制度需否改變？ 內部周期性考慮

- 內部經濟過熱勢頭頗猛，但基礎不穩固，結構亦不平衡，部份行業可能因出現供過於求，令經濟回落。一些論者甚至認為若國際原材料及油價顯著調整，通縮可能在內地重現。（「近期糧油價格必將回落，謹防中國陷入通貨緊縮」

<http://www1.cei.gov.cn/dailynews/doc/YBQAA/200410110941.htm>

# 三、內地外匯制度需否改變？

## 外在因素

- 中國的過熱是否與外資大量流入有關，需要通過升值去冷卻？
- 中國於2001年底加入WTO後，資金的確有加速流入的趨勢，例如外商直接投資的合同金額，2003年便破了1993年(鄧旋風)的紀錄。不過，亦有部份屬投機性的熱錢。

## 中國吸收外資的狀況

單位：十億美元 Unit: US\$ billion

年份	外商直接投資合同金額	外商直接投資實際使用金額
1979-83	7.742	1.802
1984	2.651	1.258
1985	5.932	1.661
1986	2.834	1.874
1987	3.709	2.314
1988	5.297	3.194
1989	5.600	3.392
1990	6.596	3.487
1991	11.977	4.366
1992	58.124	11.007
1993	111.436	27.515
1994	82.680	33.767
1995	91.282	37.521
1996	73.276	41.726
1997	51.004	45.257
1998	52.102	45.463
1999	41.223	40.319
2000	62.380	40.715
2001	69.195	46.878
2002	82.768	52.743
2003	115.070	53.505

# 三、內地外匯制度需否改變？

## 外在因素

- 據海關統計，2004年1至9月份，中國出口4162.4億美元，進口4123.1億美元，累計貿易順差**39.3億美元**。據商務部的統計，2004年1至9月份，中國合同外資金額1074.21億美元，同比增長35.62%；實際使用外資金額**486.92億美元**，同比增長21.01%。
- 不過，中國的外匯儲備大幅攀升。2004年9月末，國家外匯儲備**5145億美元**，比年初增加**1112億美元**。
- 差額何來，按《21世紀經濟報導》的分析，資金分三路入境。

# 三、內地外匯制度需否改變？

## 外在因素

- 貿易領域出現了“外匯順收大於外貿順差”；在非貿易領域，個人因私匯款收入跳躍式增長；資本層面則表現在外資銀行和外商投資企業利用中、外資銀行在外匯貸款結匯以及中、外資企業在外債管理等方面的差別待遇，採用“借國內外匯貸款—國內外匯貸款支付進口—出口收匯結匯—歸還人民幣貸款”、“借國內外匯貸款—國內外匯貸款結匯—歸還人民幣貸款”等形式，進行本外幣債務置換，從而形成國內短期外債和國內外匯貸款雙增的局面。



# 三、內地外匯制度需否改變？

## 外在因素

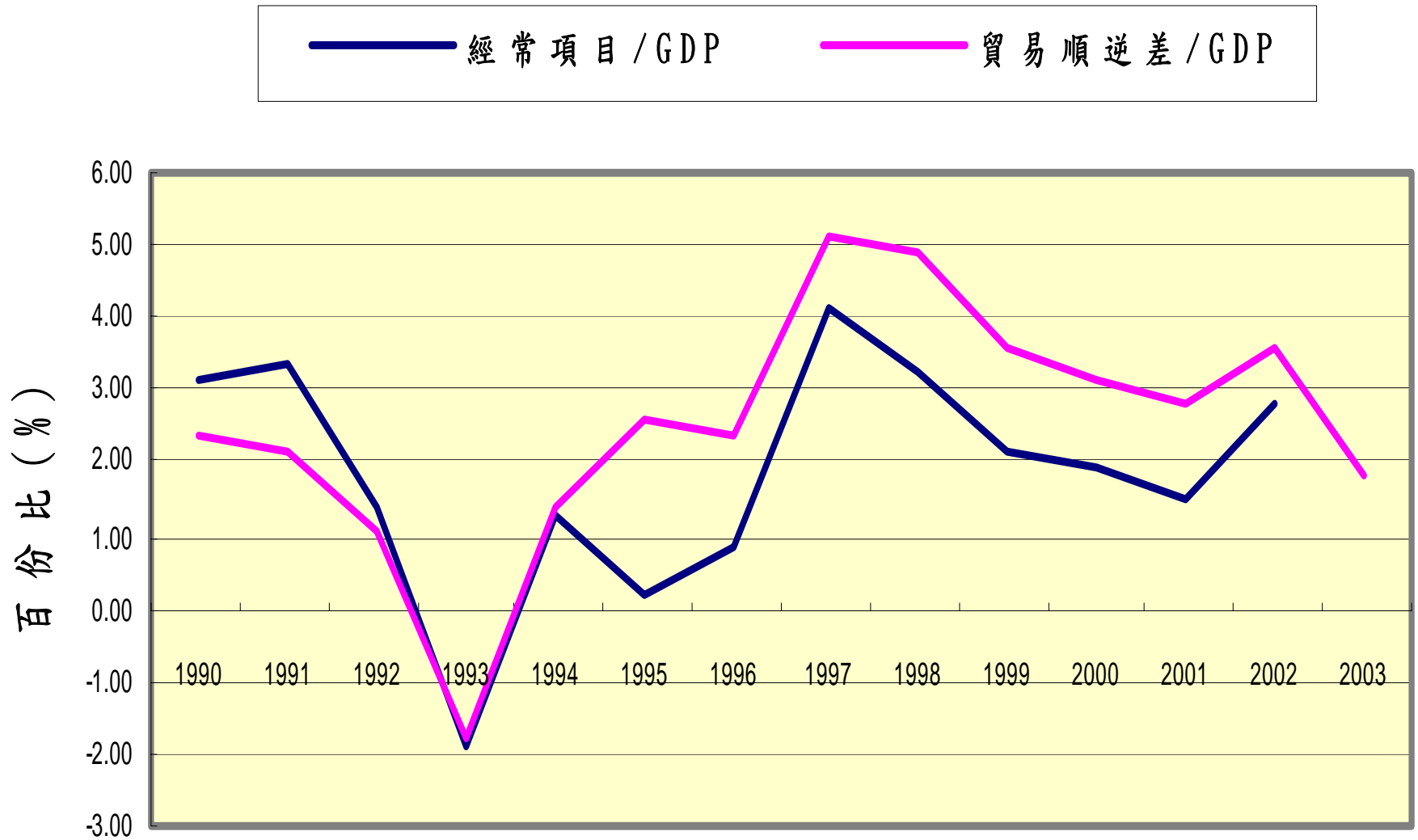
- 同一篇報導(<國際熱錢再襲中國 外匯局拋出三大殺手鐮>，2004年11月8日，  
<http://www.nanfangdaily.com.cn/jj/20041108/jr/200411080030.asp>) 指出，國家外匯管理局於11月初推出了醞釀已久的三項大動作來嚴密控制資本防線——查處違規結售匯、打擊非法外匯交易、反洗錢。
- 另有報導，中國又在積極準備推出外匯市場的(美元)做市商(market makers)制度，利用市場力量來穩定匯價。

# 三、內地外匯制度需否改變？

## 外在(美元)因素

- 目前，人民幣升值的壓力，主要來自美國。
- 中國的經常項目順差(**current account surplus**)佔生產總值的比率2001年為1.5%，2002年為2.9%，都不算大；而2003年比率應會下跌。目前，中國超過一半的出口源自外資企業。
- 中國對美國有貿易順差，但近幾年對其他大部份貿易伙伴都出現逆差(中國對美國以外的全球根本就有逆差)；而2002年美國對中國的逆差只佔它總體逆差的22%，這點是總統首席經濟顧問**N. Gregory Mankiw**也承認的。

# 中國的對外貿易



# 三、內地外匯制度需否改變？

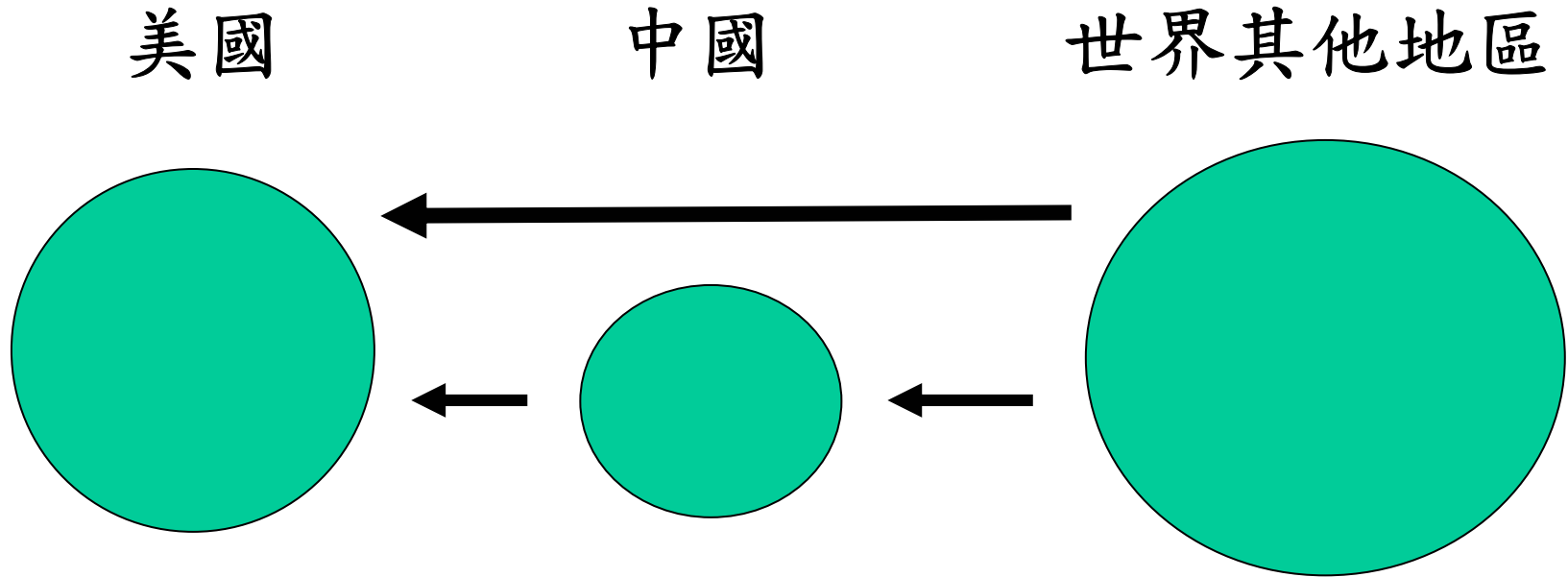
## 外在(美元)因素

- 2004年1至8月，美國貿易逆差再升至創記錄的4130億美元。中美貿易逆差為988億美元，比率為23.9%。美國與它的15大貿易伙伴，除了列第13及14位的新加坡和荷蘭外，全部出現逆差。最大伙伴為加拿大，逆差447億美元，佔10.8%；中國是第3大伙伴，日本第4，逆差達491億美元，佔11.9%。
- 但是，中國除了對美國和部份國家或地區有貿易順差外，對大部份的國家和地區都已經出現逆差，而且是愈來愈大的逆差。

### 三、內地外匯制度需否改變？ 外在(美元)因素

- 逆差主要集中在與日本、印度、韓國、東盟和台灣的貿易。2003年，中國對上述貿易伙伴合計逆差達到954.4億美元。
- 事實上，這種趨勢前幾年就開始。統計顯示，2000年中國與亞洲的貿易逆差90.2億美元，2002年增長至200.1億美元，而2003年則高達503.2億美元，2004年還會進一步擴大。

### 三、內地外匯制度需否改變？ 外在(美元)因素



### 三、內地外匯制度需否改變？ 外在(美元)因素

- 美國經濟的外在不平衡主要並非由中國造成。它源於美國**1990**年代的擴張性宏觀政策以及新經濟泡沫的爆破。
- 另一深層因素，是以美元為主導的國際金融秩序(international financial order)在美元本位制(The Dollar Standard)於**1970**年初崩潰後，缺乏紀律，致令美國可以長期依靠外來資金。

# 三、內地外匯制度需否改變？

## 外在(美元)因素

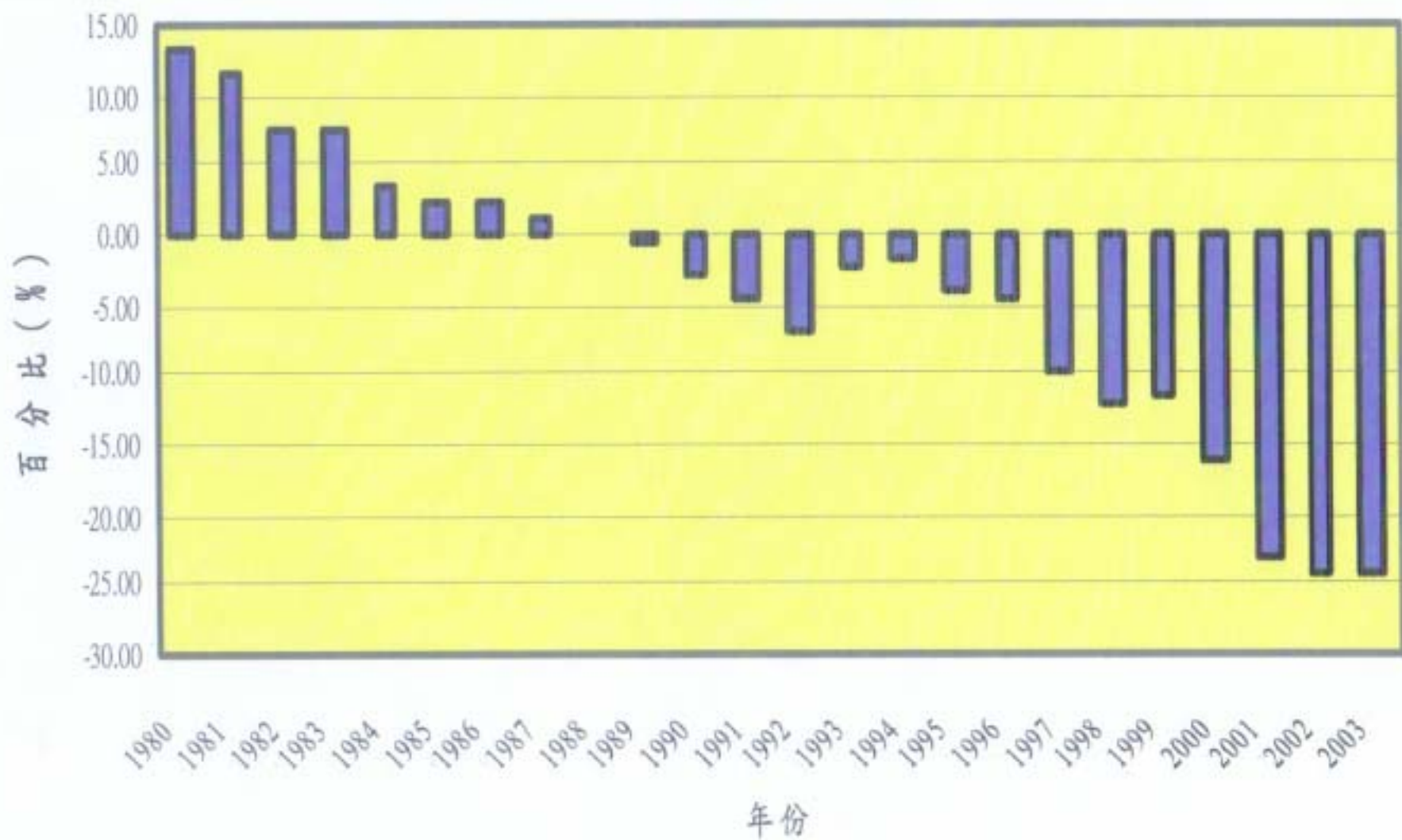
- 實際上，美國對外經濟愈趨失衡，經常項目逆差擴大，2002年等如GDP的4.5%，是個歷史紀錄，2003年更升上至4.8%。
- 美國20世紀80年代末期由全球的金融債主變為欠債者，國際負資產(負債)不斷膨脹，現時乃世界上最大的欠債國。2002年底美國的國際淨投資資產(或譯國際投資頭寸淨值)對生產總值(net international investment position/GDP)的比率為 -24.1%。歐元區的比率是-4.1%，日本作為最大的資金輸出國，比率當然屬正數: +36.8%。



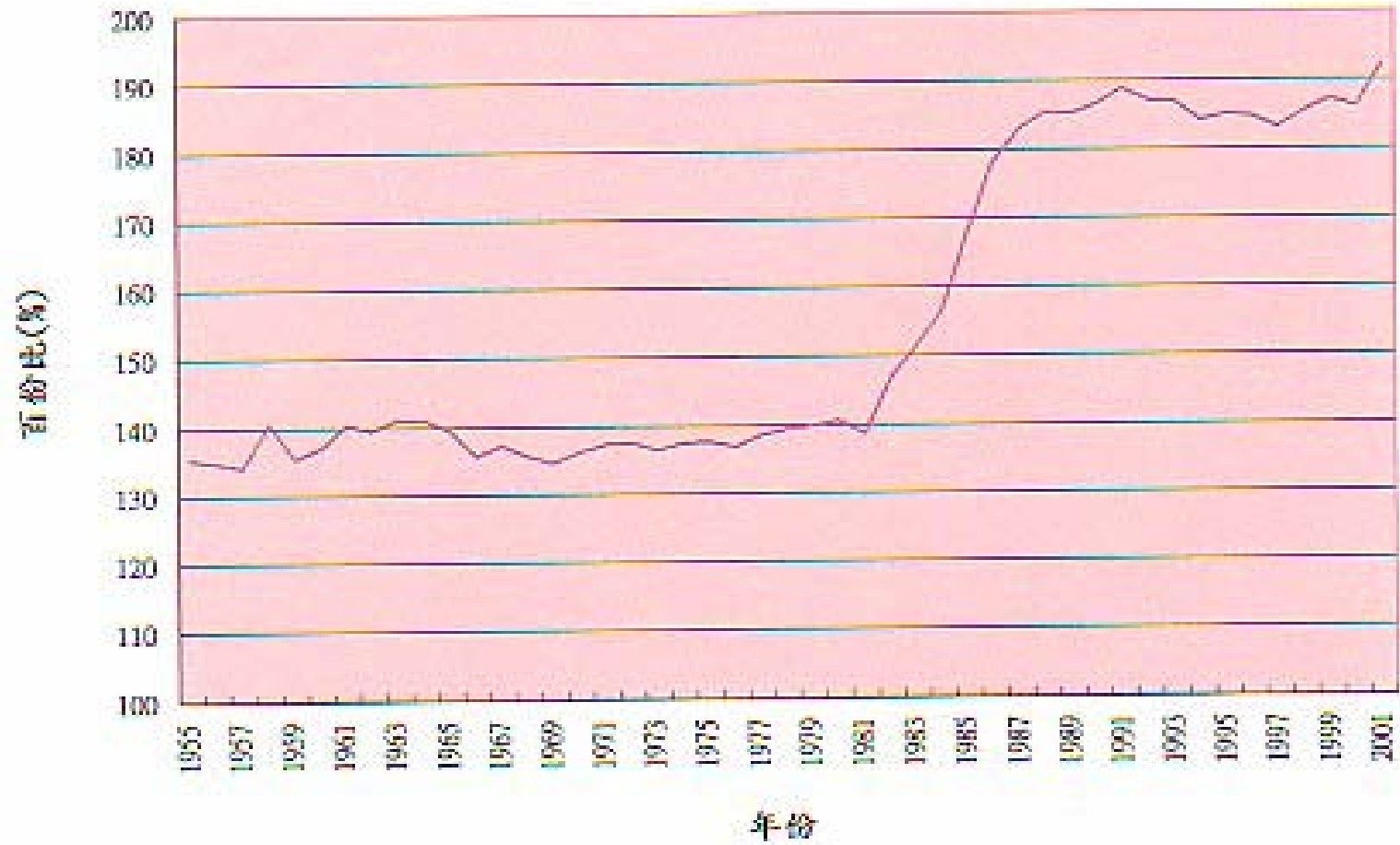
### 三、內地外匯制度需否改變？ 外在(美元)因素

	經常項目 /GDP%		國際淨投資 資產 /GDP%
	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2002</u>
美國	-3.8	-4.5	-24.1
歐元區	-0.2	+0.8	-4.1
日本	+2.1	+2.8	+36.8

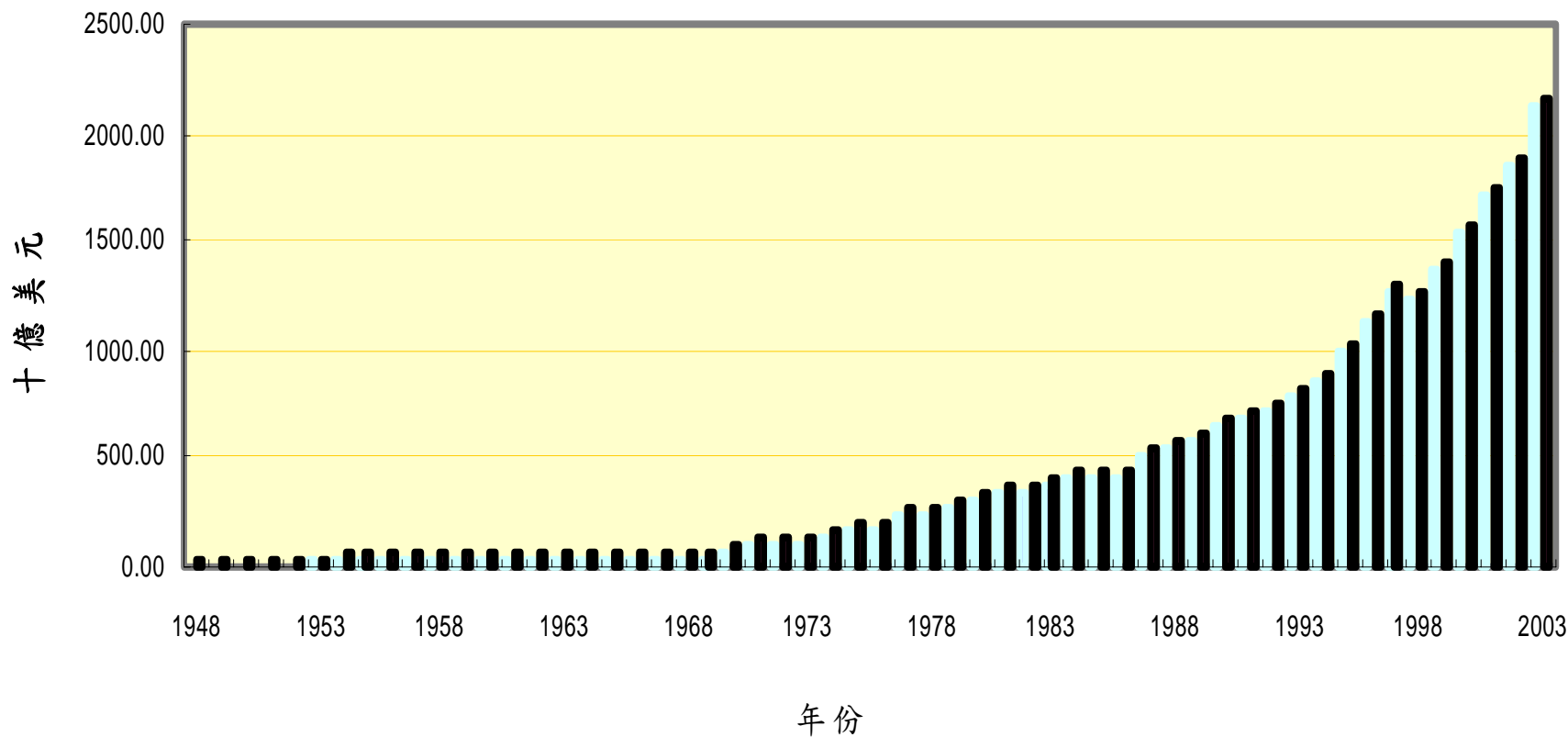
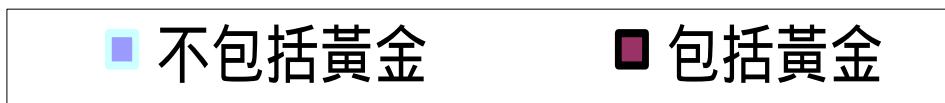
# 美國國際淨資產對生產總值的比率



美國債務對GDP的比率:1955-2001



# 全球的國際儲備：1948-2003

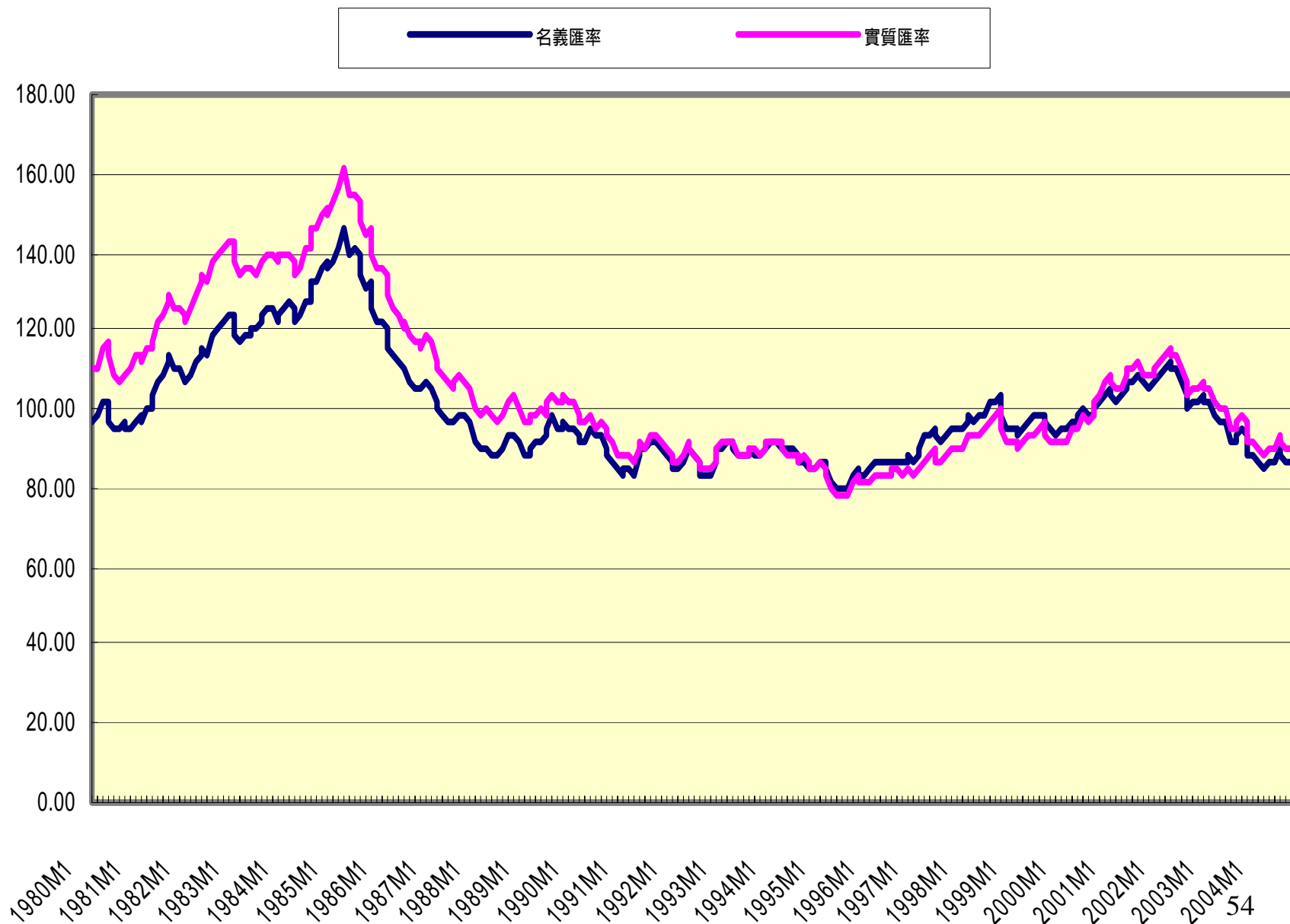


# 三、內地外匯制度需否改變？

## 外在(美元)因素

- 中國的外匯儲備，亦大量地投資在美元債券。人民幣若大幅升值，儲備有可能急降，中國資金便要從美國調走。美國會贏了貿易，輸了投資。這個矛盾不少客觀的評論家都有指出。
- 在布殊減稅的情況下，克林頓年代的財政盈餘迅速變成龐大赤字，內部其他債務又在攀升。若不改善，這將危及美元的地位。換句話說，現實是美元的弱勢，多於歐元、日元、澳紐加元、以至貴金屬的強勢。

# 美國的月份名義及實質匯率指數(1980/1-2004/9)



## 四、人民幣改與一籃子掛鉤？

- 無論如何，對人民幣大唱升值和加快自由兌換的調子雖然缺乏堅實的經濟理據，但政治壓力似乎不容易消失。
- 從中國的角度審察，按根本的分析，要回應美元的走勢，人民幣雖然有升值的空間，特別是美元大跌的話；不過，中國政府不應把人民幣隨便地升值或浮動，而須制訂一個**對策計劃** (game plan)，因為壓力看來不屬短期或者一次過的性質。
- 實際上，中國的外貿形勢不算很好，外匯儲備亦可能有波動性。

## 四、人民幣改與一籃子掛鉤？

- 向前展望，人民幣將漸進式地趨向自由兌換，波幅可能擴闊；或者改與一籃子(basket)貨幣掛鉤，以避開美國的直接政治壓力。中國的最重要貿易伙伴之中，歐盟(最近比重16%)、美國(15%)、日本(14%)分別列頭三位。故此，包括三者貨幣在內的一籃子掛鉤應更符合經濟原則。
- 國際慣例是一籃子貨幣的加權公式並不公開。而且中國的籃子所反映的有效匯率指數(effective exchange rate index)，看來不會代表人民幣的顯著升值。



## 四、人民幣改與一籃子掛鉤？

- 一籃子掛鉤牽涉三個問題。
- (1) 籃子的構成：這並非難題，不外歐元、美元、日元再加/或不加其他貿易伙伴的貨幣。
- (2) 各種貨幣的權數(weights)：最簡單的是採用貿易權數，但這不一定屬最優，因為貿易所使用的貨幣未必是伙伴的貨幣。此外，一籃子掛鉤的目標函數(objective function)很可能不單針對貿易平衡或國際收支平衡，而是包括內在經濟目標。只有非常特殊的情況下貿易權數才會最優。

## 四、人民幣改與一籃子掛鉤？

- 參考Naoyuki Yoshino, Sahoko Kaji and Ayako Suzuki, “The Basket-peg, Dollar-peg and Floating – A Comparative Analysis of Exchange Rate Regimes”, CEI Working Paper Series, No.2001-23, <http://cei.ier.hit-u.ac.jp/working/2001/2001WorkingPapers/wp2001-23.pdf>。
- 在中國目前市場改革還未完成的情況下，一般的均衡分析(equilibrium analysis)未必能夠作為政策制訂的基礎。實際上，中國經濟的內外因素以至目標(增長對穩定)互為影响，情況頗為複雜。

## 四、人民幣改與一籃子掛鉤？

- 參考Yue Ma and Shu-ki Tsang, “The Influence of Current Account Imbalance on Money and Price Stability in China”, paper presented at the 8th Australasian Macroeconomic Workshop, 22-23 September 2003, [https://www.hkimr.org/conferences\\_detail.asp?id=3&callfrom=previous&page=1](https://www.hkimr.org/conferences_detail.asp?id=3&callfrom=previous&page=1)。
- 綜合(1)和(2)的考慮可得出加權平均的有效匯率指數。另外引伸的問題是應採用名義(nominal)指數還是實質(real)指數，與及應以什麼通脹率來平減(deflate)名義指數？

## 四、人民幣改與一籃子掛鉤？

- 此外，就是掛鉤的彈性為何？它可以是緊守式(rigid)，或者是彈性很大的所謂“basket, band and crawl” (BBC)。彈性太大的話，算是一籃子掛鉤還是有管理的浮動(managed float)自然會引起不同看法(例如新加坡)。
- 參考John Williamson, “The Case for a Basket, Band and Crawl (BBC) for East Asia”, <http://www.rba.gov.au/PublicationsAndResearch/Conferences/2001/williamson.pdf>。

## 四、人民幣改與一籃子掛鉤？

- (3) 如何從單一軟掛鉤過渡到一籃子掛鉤：應該分兩步走，先兌美元升值然後轉掛籃子？還是一步到位，直接轉掛？先升值的話，應升多少？
- 這方面，牽涉到如何處理熱錢/投機性資金的流入與流出，以至應付市場對人民幣匯率以至中國整個外匯制度變化的預期等問題。

## 五、結語

- 返回中國內地經濟本身，長遠關鍵在於通過改革，建立資源及資金更合理流動與配置的市場經濟體系，增加投資主體和消費者對價格的敏感度；其時政府才可真正地從以量的行政調控為主轉移至以價格（匯率/利率）調控為主的宏觀經濟政策。

## 五、結語

- 另一方面，內地最近的過熱現象，背後反映的是所謂「低效率、高增長」的特殊發展勢態。在不易克服的資源制約下，這能否長期維持？能夠持續多久？外在形勢是否會於可見將來都對中國有利？方便中國大量進口和吸納國際資金，以使她順利和平崛起？
- 需要思考的，是中國經濟的發展策略，外匯制度只屬其中的一個構成部份。

# 中國的外匯制度： 回顧與展望

• 完了。謝謝！