



議題一

# 人民幣與新台幣 匯率政策的調整

◎ 新台幣與人民幣匯率制度之調整

◎ 人民幣匯率調整的目標與條件

主持人 劉遵義／香港中文大學校長

報告人 許嘉棟／中央信託局董事長

隆國強／中國國務院發展研究中心對外經濟部副部長

開明  
自  
理  
性  
本  
能  
對  
家



## 報告人

### 許嘉棟

美國史丹福大學經濟學博士。現任中央信託局董事長。曾任中央研究院經濟研究所研究員、所長、臺灣大學經濟學系教授、中央銀行副總裁、財政部長、外貿協會董事長。專業領域為貨幣金融。

## 報告人

### 隆國強

北京大學經濟學博士。現任中國國務院發展研究中心對外經濟研究部副部長。曾任中國國務院發展研究中心對外經濟部研究室主任。專業領域為中國對外經濟政策、國際經濟合作、中國宏觀經濟和產業政策等。代表著作有《加工貿易——工業化的新道路》、《大國開放與糧食流通》、中國發展出版社、《中國服務貿易》，中信出版社香港貿發局。



《報告人》

◎許嘉棟／中央信託局董事長

## 新台幣與人民幣匯率制度之調整

人民幣匯率水準以及匯率制度之調整，係近二、三年來國際金融界的熱門話題，最近一、二個月對此問題的討論更是熱烈。由於大陸目前所面對的國內外經濟環境，在許多方面與八〇年代的台灣極為相似，台灣在八〇年代的因應經驗與教訓可能對大陸會有不少值得參考的地方，故我先從台灣八〇年代之經驗談起。

### 台灣八〇年代之經驗

表一所顯示的是台灣在一九八〇年代的總體經濟狀況。台灣在八〇年代中期，國際上正逢美國為日愈擴大的貿易赤字所苦，國內則因內需不足，超額儲蓄導致鉅幅貿易順差，出超占GDP的百分比自一九八四年開始每年都超過一〇%。由於政府不讓新台幣升值，

所以此一順差所帶來的外匯超額供給都由央行吸收，使得外匯存底快速增加，貨幣供給失控， $M_2$ 成長率在一九八六年甚至超過五〇%。資金過剩的結果，隨之而來的是金錢遊戲盛行，玩六合彩、大家樂，以及炒作股票、房地產之風氣極為普遍，以致股市房地產狂飆，形成資產泡沫。以股票為例，股價指數在一九八六年十月十七日才破一〇〇〇點，不到三年的時間，一九九〇年二月十日漲到一二六八二，漲了一二倍，這可以顯示那時候的金錢遊戲是多麼地嚴重。這是國內所面臨的情況（參見表一）。

在這段期間，美國認定台灣與日本、南韓等國有操控匯率之嫌，要求這些國家之匯率大幅升值，並開放市場。面對此一情勢，台灣政府的因應包含三方面：

一是加速推動經濟自由化，以開放出國觀光、降低關稅、開放進口、擴大對美大宗物資採購等方法，減少經常帳順差，並逐步開放對外投資以及國人自由持有與匯出、匯入外匯，希藉由容許部分資金流出縮小國際收支順差，並緩和新台幣升值壓力。

二是採行擴張性的財政政策，自一九八七年起大幅增加公共支出（包括政府的消費支出、投資支出與公營事業的投資支出），使其占GDP比例上升，期以縮小國內超額儲蓄降低貿易順差（參見表二）。

第三方面的因應是在貨幣與匯率政策方面。央行除在一九八六—八八期間發行大量乙

種國庫券、定期存單與儲蓄券，並大幅吸收金融機構轉存款，以沖銷因購入外匯而釋出的過剩資金，於一九八九年更大幅提高重貼現率與存款準備率，有效地抑制了貨幣供給之增長速度。至於匯率，在美國之持續壓力下，央行雖不能不讓新台幣升值，但初期（一九八六—一九八七年第一季初）係採緩慢升值之作法，甚至有一段期間持續每天升值二分或三分。此種升值方式引發新台幣升值之預期心理，以致投機性資金大舉流入，進出口商藉提早出口，延緩進口之方法套取升值利益之現象亦極普遍，故更加深了新台幣升值的壓力，因而央行最終被迫不得不自一九八七第一季末期起改為採取快速升值之策略。

以上就是一九八〇年代台灣的因應經驗。一九八〇年代那一段的資產泡沫，雖然在一九九〇年破滅，但是泡沫破滅以及愛好金錢遊戲心理已經養成，對台灣經濟的後續不良影響，到現在還是持續存在。

我們看日本的泡沫比台灣更大。日本泡沫破滅之後造成一九九〇年代整個十年的表現是滿悲慘的，我們說那是日本失落的十年。當然日本九〇年代表現差還有很多的原因，不過很多人特別強調，日本因為泡沫破滅所導致資產價值的損失，造成他們民間消費能力低落，銀行的貸款能力縮減，企業也不敢投資，這是很重要的原因。

## 新台幣匯率政策

台灣自一九七八年起開始採行機動匯率制度，也就是管理浮動匯率制度。在此制度下，匯率水準及其變動原則上由外匯市場之供需決定，央行於必要時參與匯市調節，影響匯率水準及其波動幅度或走向。至於央行介入匯市之理由及場合，包括：

- 一、於景氣不佳，經濟成長率偏低時，藉壓低新台幣價位促進出口，協助經濟成長；
- 二、於國內物價有膨脹之虞時，拉抬新台幣匯價，以平抑進口價格，穩定國內物價；
- 三、因應投機攻擊（例如一九九七—九八年的東亞金融風暴）或政局變動，緩和匯率波動，穩定匯率；

四、因國情特殊（兩岸關係緊張，且無法參加國際金融合作機制），藉買匯累積較多外匯存底，以思患預防。

我個人最近跟中華經濟研究院的楊雅惠研究員做過一項研究，主要研究新台幣的匯率跟央行干預之間的關係，今年三月刊登在中研院經濟所的台灣經濟預測的雜誌上。這篇文章藉由央行最適干預行為分析，將上述央行干預的前三個主要目的——促進經濟的成長、穩定物價以及穩定匯率，各以一個代表的變數，把它引進了新台幣匯率的決定方程式，



實證的結果也確實顯示，這三個代表央行干預目的的變數，都對新台幣的匯率有一定顯著的影響：當經濟景氣比較不好的時候，央行藉著干預來引導新台幣貶值；國內的物價有膨脹之虞的時候，央行就引導新台幣升值；另外央行藉著買賣外匯，使得匯率的波動呈現 Partial Adjustment。那是一個計量上的術語，基本上就是說，如果讓市場來決定，台幣匯率可能會升個一塊錢的，那麼央行藉由干預，縮小它的升值幅度，例如只讓它升個五毛。我們也曾經做過把央行干預的因素納到方程式裡邊，再跟沒有加入這一些因素的方程式來比較，發現有加入的對新台幣匯率的解釋能力確實是會好一點。

最近這幾年台灣的經濟景氣，尤其經濟成長率的表現不是很好。前幾年大家又擔心所謂的 Deflation（物價緊縮），所以可以看到我們的中央銀行大量地買進外匯來抑低新台幣的匯價。基本上把新台幣儘量壓低一點，這個可以收到一石二鳥的效果。所謂一石二鳥就是說，抑低新台幣匯率的話，出口可以比較好一點，經濟景氣受到幫助。另外，如果壓低匯價的話，進口的東西可以貴一點，對解決 Deflation 也有幫助。事實上這種做法在台灣普遍受到肯定，成效也滿蠻不錯的，而且使得外匯存底累積得很快，但是也引發了一些值得探討的問題。

這些問題包括：中央銀行是不是應該干預匯市？什麼狀況之下才應該干預？干預是不

是有效呢？假定爲了穩定匯率，要干預的時候應該用哪一個標的，是針對經常帳的盈餘來干預，避免它對匯率產生影響，還是應針對資本帳？一個普遍被接受的看法是應針對短期資本帳的部分，我們不希望看到短期資本的進出對匯率產生衝擊，所以短期資本如果呈現淨流入，央行把那部分吸收進來不讓它對匯率產生影響的話，這應該是可以接受的一個做法，故短期資本帳是一個適當的標的。但接下來我們還是必須探究：要把短期資本帳的整個餘額全部吸收，還是只吸收其中的某一個比例？這裡邊還有值得討論的空間，這就是干預強度的問題。又央行介入之後當然影響貨幣供給，要不要沖銷？沖銷的時候，強度應該要全部沖銷還是部分沖銷？這當然也值得討論。另外台灣經常引起爭議的，就是外匯存底是不是太多了？當然因爲國情特殊，我們有必要累積多一點，但是除了累積外匯有沒有更好的做法呢？假定兩岸的關係可以和緩一點，假如大陸也容許我們加入區域金融合作機制，例如央行間的多邊換匯協定的話，我們就不必要累積那麼多外匯了。

在新台幣匯率水準方面，專家學者已有不少討論、預測與建議。影響當前新台幣匯率及其走勢的主要因素，除了台灣的貿易收支、股市變化、國內外利差等經濟變數之外，美元與主要出口競爭對手國家（如日、韓、大陸）貨幣之走勢（尤其是人民幣之變化）、國內政局、以及兩岸關係之演變等都是關鍵。

## 予大陸之借鏡

最後回到有關人民幣的問題。大陸現在所面臨的國內外經濟情勢跟台灣八〇年代很相似。目前國際上是美國出現鉅幅貿易逆差，而且經濟景氣沒有像九〇年代那麼強，所以開始要求造成它貿易逆差的這些國家應該要升值。美國在八〇年代就是這麼做的，現在也是如此。目前美國的壓力，主要是針對人民幣，故大陸國內所面臨的經濟情勢是跟八〇年代的台灣相似，所以我認為台灣當時的一些做法，應有不少值得大陸借鏡的地方。

基本上我認為人民幣是應該升值的。人民幣應該升值可以從二個方面來講。一方面，現在整個國際的經濟是有點失衡，有些國家是超額消費，有些國家是超額儲蓄。要解決國際經濟情勢失衡的問題，除了美國消費太多應該要設法調整之外，超額儲蓄太多的國家也要分攤一點責任。現在歐洲、日本認為它們都分攤責任了，為什麼大陸沒有分攤調整的責任。所謂調整當然包括匯率該有的調整。就是說從國際經濟情勢調整的思惟角度來看，人民幣是應該升值的，也有義務升值的。

另外，從中國國內的經濟情勢的角度來講，假如要避免重蹈台灣八〇年代痛苦的覆轍，也應該有一些做法。一是宜先開放國內市場，減少進口限制及出口補貼，再逐漸放寬

對外投資與外匯管制；二是在國內經濟有基本失衡時，匯率應適時調整，以免問題越拖越嚴重，甚至引發經濟泡沫。又匯率不調整則已，一調整最好一次到位，意即調到至少可保持一段不短期間之價位，以消除進一步升值之預期心理。

我基本上是反對慢慢調整匯率的，台灣八〇年代緩慢升值造成了相當多的困擾。至於在匯率制度方面，我比較認同大陸短期內還是適合採取固定匯率的說法，因為我認為大陸可能還沒有可以採用浮動匯率的條件。因為要企業界能夠適應，能夠習慣，是條件之一；另外要有充分避險的工具，我相信大陸這方面也沒有具備。不過短期內我認為大陸比較適合採取固定匯率，所謂的固定匯率究竟是釘住一個單一的貨幣，還是釘住一籃通貨，這倒是可以研究的。可能釘住一籃通貨會比釘住一個單一的貨幣來得好一點。又所謂固定匯率，也未必就是固定於某一個值，也可以是一個區間，把匯率釘在某一個區間裡面「管理浮動」。採取釘住區間之做法的好處是：沒有人知道均衡匯率是多少，有一個區間的話，至少作「一步到位」之升值時，均衡匯率落在那個區間裡的可能性會高一點，而且必要的時候，匯率還有一些調整的彈性。這是我個人的看法。

另外，我認為目前是人民幣升值很好的時機，它可以收到三方面的效果。一是大陸的景氣過熱可以緩和一點；二是現在對人民幣升值的預期是滿濃厚的，熱錢進入的很多，該

升值就讓它升值以後，這個問題應該可以消除掉。此外，大陸現在有通貨膨脹的問題，升值可降低進口品價格，紓解物價膨脹問題。

最後，大家都談到人民幣升值是一個政治的問題，不是純經濟問題。大陸不喜歡在外國政府的壓力下升值；另一方面有這麼多期待人民幣升值的投機熱錢進來，如果升值的話，他們不就得逞了嗎？所以就是不甘願。這種顧慮雖有道理，但我個人的看法是，大陸若是堅持不升值，可能會贏了政治面的面子，但最後輸了經濟面的裡子，後來所要付的經濟穩定方面的代價可能更大。台灣八〇年代的痛苦教訓，足以為戒。

超額儲蓄→鉅幅出超→貨幣供給成長快速→金錢遊戲→資產泡沫

年	出超 (海關統計) (百萬美元)	淨出口/GDP (%)	外匯存底 (百萬美元)	年底匯率 (NT\$/US\$)	貨幣供給 成長率 (%)		年平均 股價指數 變動率 (%)
					M1B	M2	
1983	4,836	8.64	11,859	40.27	18.4	26.4	37.11
1984	8,497	11.20	15,664	39.47	9.3	20.1	33.35
1985	10,624	13.80	22,556	39.85	12.2	23.4	-14.54
1986	15,680	19.79	46,310	35.50	51.4	25.3	26.71
1987	18,695	17.34	76,748	28.55	37.7	19.0	125.99
1988	10,995	10.73	73,897	28.17	24.4	20.3	143.66
1989	14,039	7.50	73,224	26.16	6.1	18.4	65.62
1990	12,498	4.98	72,441	27.11	-6.7	11.0	-21.36

表1：八十年代台灣總體經濟

年	公共支出成長率 (%)	公共支出/GDP (%)
1983	-0.05	27.10
1984	2.10	24.52
1985	3.73	23.84
1986	2.42	21.17
1987	12.87	21.67
1988	8.45	22.37
1989	15.02	24.27
1990	18.68	27.83

表2：八十年代政府公共支出