

中國大陸宏觀調控及人民幣 升值對台灣的影響

林建甫 Chien-fu Jeff Lin
台灣大學經濟學系暨研究所教授
<http://ccms.ntu.edu.tw/~clin>
e-mail: clin@ntu.edu.tw

全世界**GDP**成長最可觀的大國-中國

從1979年到2005年的27年間，中國GDP每年平均成長9.6%

2000年 → 8.4%

2001年 → 8.3%

2002年 → 9.1%

2003年 → 10.%

2004年 → 10.1%(修正16.8%)

2005年 → 9.9%

2006年2Q → 10.9%

補充

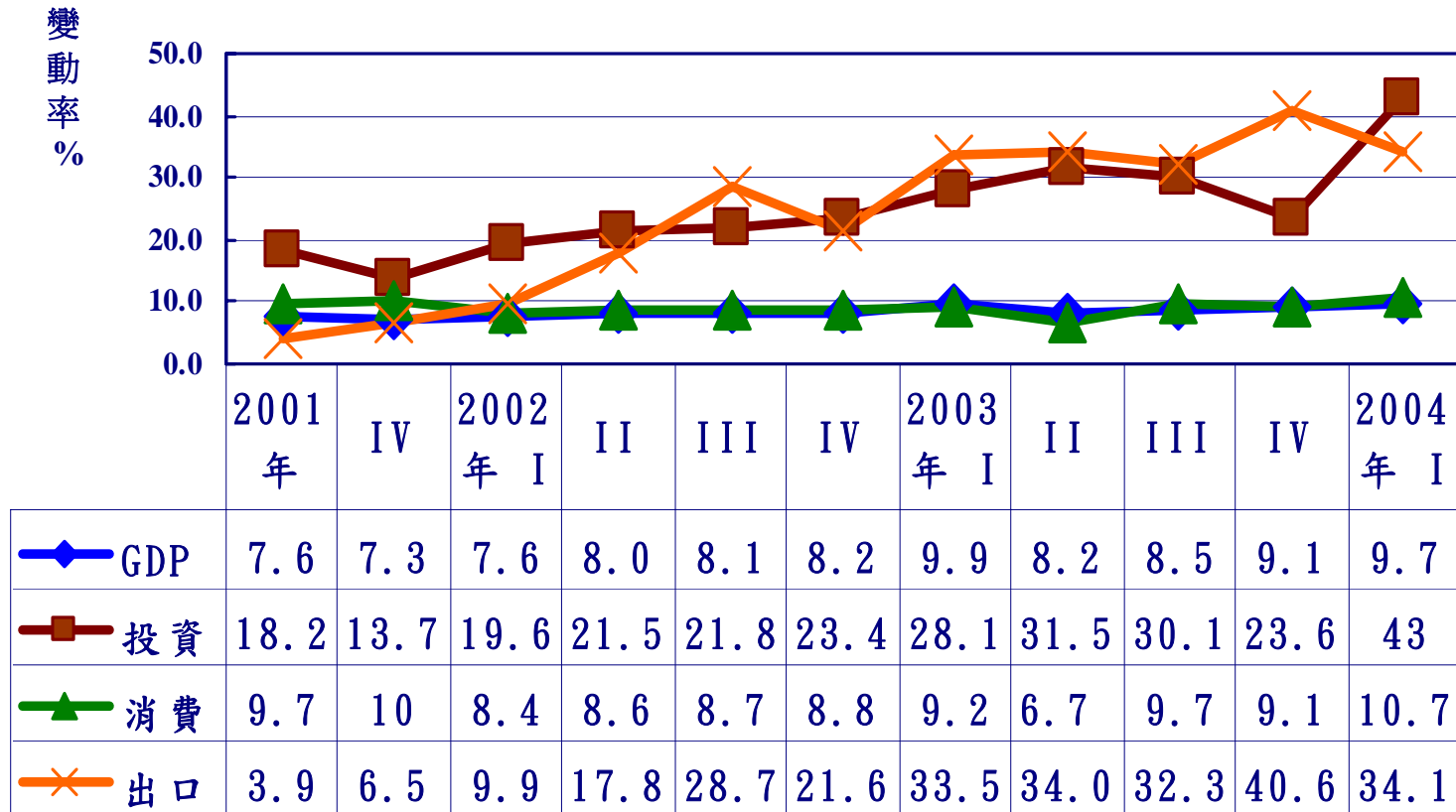
- 2004年經濟成長率 10.1%修正為16.8%是因配合 UN 93SNA(System of National Accounts)修訂
 - 礦藏探勘費用及電腦軟體支出改列固定資本形成
 - 間接衡量之金融中介服務(Financial Intermediation Services Indirectly Measured, FISIM) 改依使用對象分配
 - 政府基礎建設提列固定資本消耗 (Consumption of Fixed Capital, CFC)
 - 引入實際最終消費 (Actual Final Consumption) 觀念
- 影響最大是服務業市場化計入 GDP

中國總共進行五次宏觀調控

- 第一次：1979-1981 國民經濟重大比例嚴重失調
- 第二次：1985-1986 投資與消費需求膨脹
- 第三次：1989-1990 預算外投資膨脹(審批)
- 第四次：1993年下半年-1996年 嚴重通膨
- 第五次：2003年下半年至今

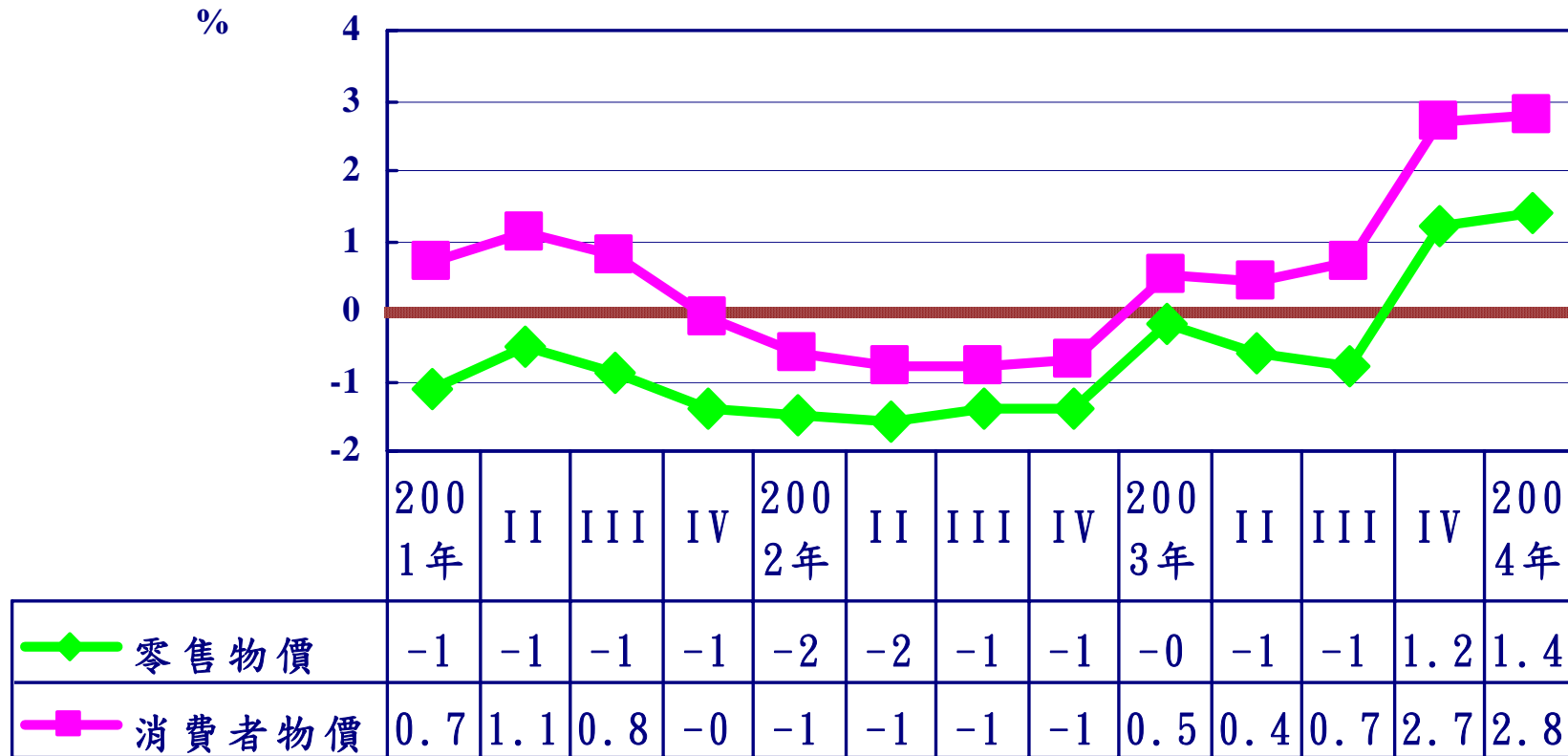
- 中國經濟的轉型，由共產主義到市場經濟是合乎世界的潮流，但其中仍不乏計畫經濟的影子。宏觀調控 尤是。
- 基本上世界轉型經濟的國家，中國算是相當成功。鄧小平三落三起後，**79** 年改革開放的定調，是重大的轉折點。

宏觀調控前之背景說明(一)



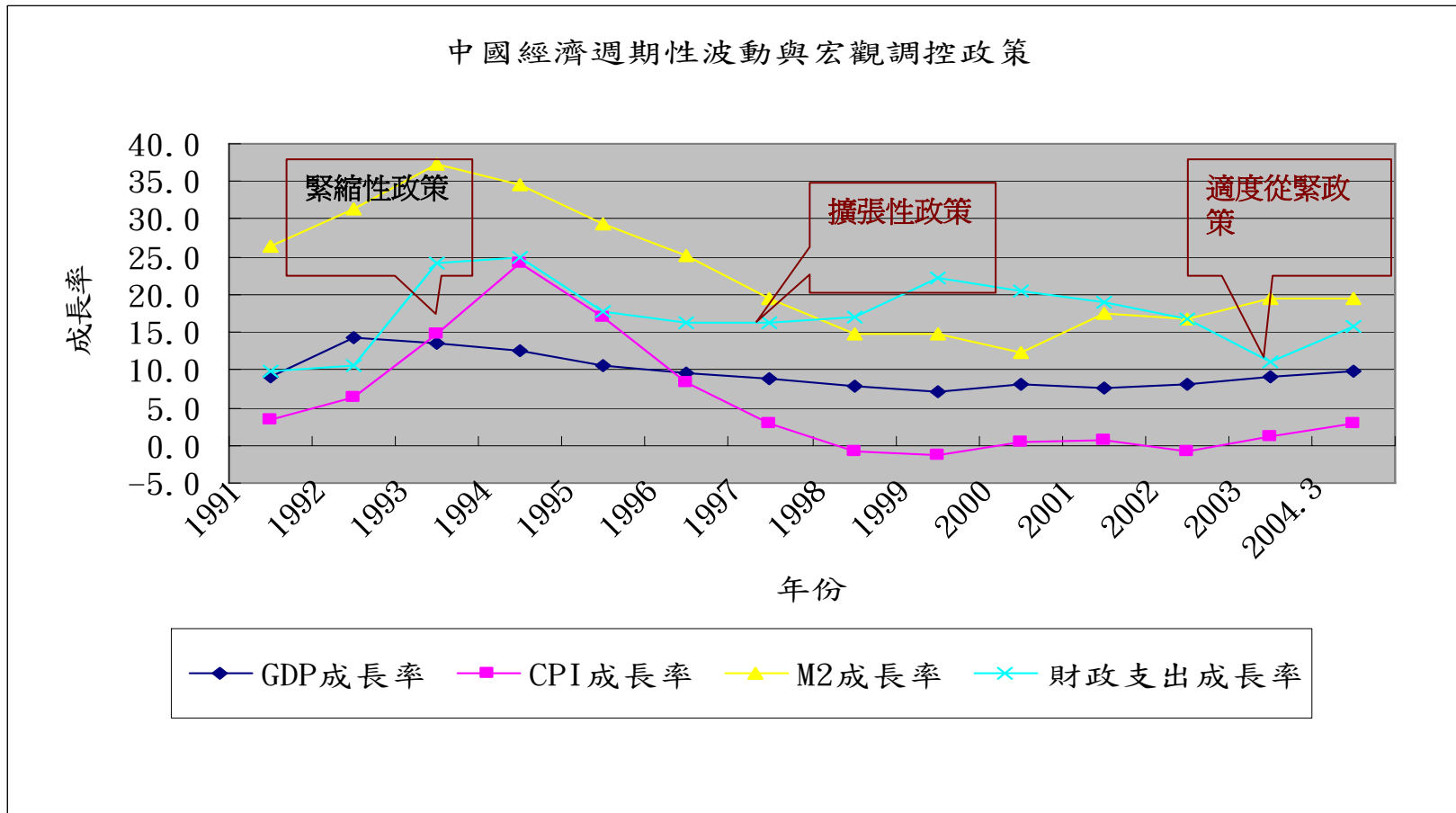
中國大陸重要經濟指標

宏觀調控前之背景說明(二)



中國大陸消費物價統計

宏觀調控前之背景說明(三)



1990年代以來中國經濟週期性波動與宏觀調控措施

中國經濟發展結構性問題

- 對外依存度過高
 - 2004年貿易額佔GDP 57%
 - 2005年貿易額佔GDP 64%
 - 2006年貿易額佔GDP 70% (預估值)
 - $GDP=C$ 消費+ I 投資+ G 政府支出+ $(X-M)$ 進出口

中國創造GDP成長來自固定設備投資與出口外銷，其國內消費投資並不暢旺。
- 高儲蓄、低消費的經濟增長格局
- 投資效益過低
- 國際收支結構問題
- 在全球貿易和貨幣體系開放背景下，內部準蓄及投資失衡
- 高能耗、高污染的增長方式難以為繼
- 就業壓力猶存、金融市場不完善、金融監管不健全

宏觀調控目的

- 中國這次宏觀調控本質上是爲了預防經濟「大起大落」，避免硬著陸，並針對部分發展失衡、失速的產業進行調整，減輕通膨壓力、避免泡沫經濟，主要針對鋼鐵、水泥、電解鋁、房地產、機械、石化、建材、紡織、印刷、有色金屬等過熱行業，透過財稅手段、貨幣政策、行政管制等擴大限制相關產業低階產品產能擴充。

宏觀調控對台商營運的影響(一)

- 全國工業總會2004調查宏觀調控對中國投資事業之影響

	燃料成本	原物料成本	資金調度成本	土地開發與取得	廠房擴建	出口市場	內銷市場	未來投資展望
很有利	0	0	0	0	0	0	0	0
有利	5.0	8.3	2.4	3.5	5.9	9.7	6.5	12.4
無影響	28.9	19.4	43.7	62.0	48.0	43.4	42.0	28.9
不利	54.7	50.0	39.3	24.0	34.7	35.7	42.5	52.2
很不利	11.4	22.3	14.6	10.5	11.4	11.2	9.0	6.5

單位:%

宏觀調控對台商營運的影響(二)

- 全國工業總會2004調查加息政策對中國投資事業之影響

單位:%

	資金調度成本	土地開發與取得	出口市場括展	內銷市場括展	未來投資展望
很有利	1.0	0	0	1.0	0
有利	2.4	3.5	6.5	6.0	9.0
無影響	39.0	55.0	55.7	41.8	2.3
不利	50.7	37.0	34.3	47.8	55.2
很不利	6.8	4.5	3.5	3.5	3.5

2004年宏觀調控措施成效評析

- 投資專案的清理結果不甚理想
- 投資結構不合理的問題也依然存在
- 不良資產增加壓力大
- 市場物價漲幅依然提高

2005年起宏觀調控政策方向

- 修改宏觀調控四項基本原則
 - 適度控制貨幣信貸增長
 - 切實加強土地管理
 - 嚴格控制新開工專案
 - 堅決遏制某些行業中的盲目投資和低水平擴張
- 宏觀調控是讓低收益的投資 (盲目投資) 及房地產等不勞而獲的投資能減緩。

宏觀調控優缺點

- 宏觀調控屬行政調控有其自身無法克服的缺點,如缺乏彈性、執行方面具有一定的隨意性、可能產生非經濟的尋租行爲等等
- 宏觀調控還存在中央與地方的矛盾性。中央訂政策，地方去執行，存在**principal and agent** 的問題。中央要切一刀，地方卻一刀切。

初步影響

- 對於在中國投資的台商而言，不僅資金調度及籌資成本提高，工業投資用地取得難度也增加。蘇州、昆山地區已有台商反映，即使已付訂金、取得建設用地許可證的開發工業用地，後續的工程規劃許可證、建設施工證等審批「幾陷停頓」。

長期影響

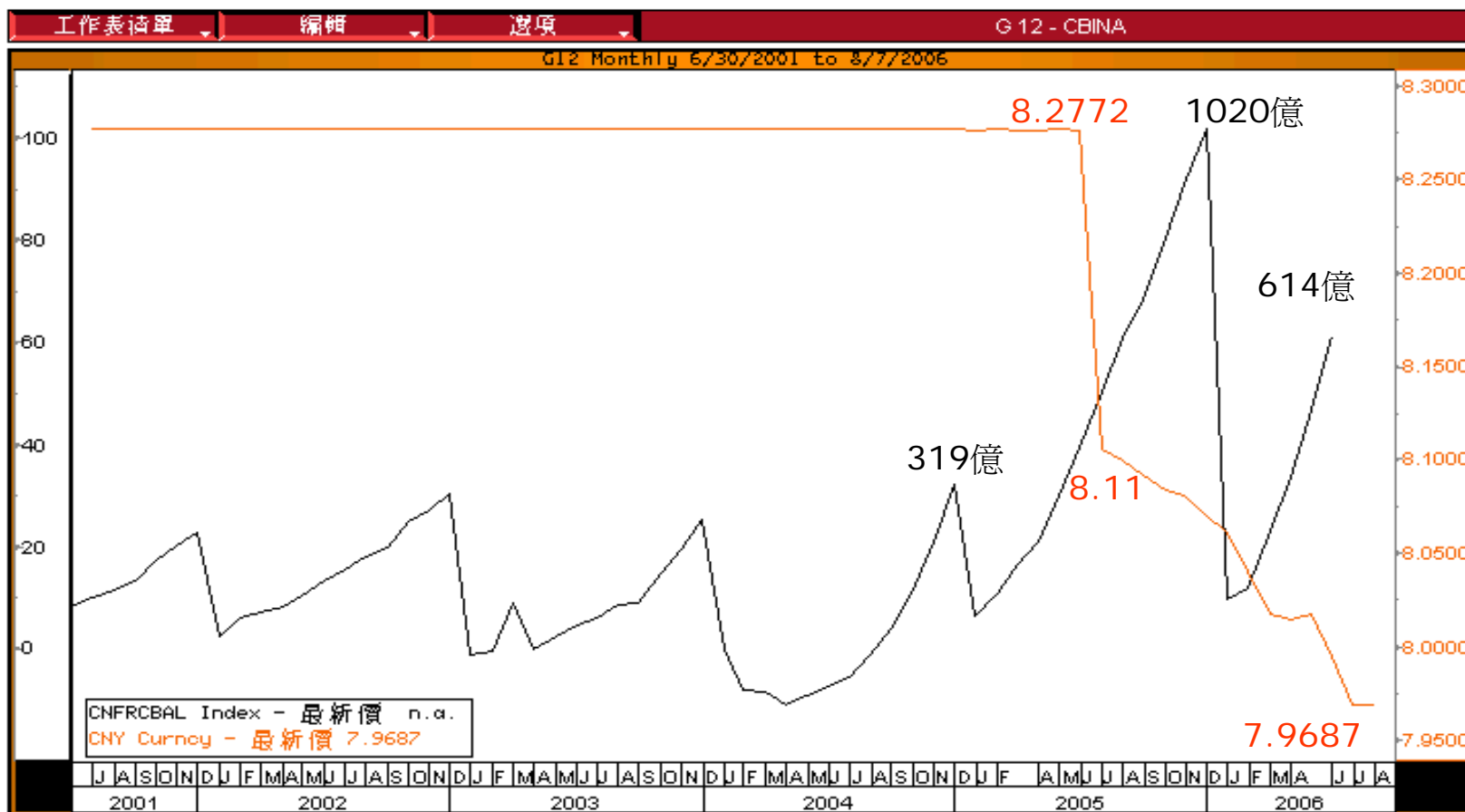
- 台商是真正 FDI (foreign direct investment) 不是 portfolio 投資，因此若宏觀調控是讓中國能走更穩健的路，長期而言，對台商是利多。
- 大陸現在歡迎高技術高附加價值的投資案，已經不是過去黑貓白貓會追老鼠就是好貓。
- 台商若是一昧追求低成本，而不思技術進步，則會受宏觀調控重大影響。

人民幣

- 人民幣於2005年7月21日宣佈重估升值2.1%，中心匯率為USD/CNY=8.11，正式宣佈人民幣升值序幕。
- 2006年6~7月，人民幣“破八”已成常態，7月21日人民幣匯改屆滿週年，人民幣兌美元匯率中間價創下7.9898新高，此為1994年實行有“管理的浮動匯率”以來的新高點。
- 會不會再“重估”升值值得試目以待。

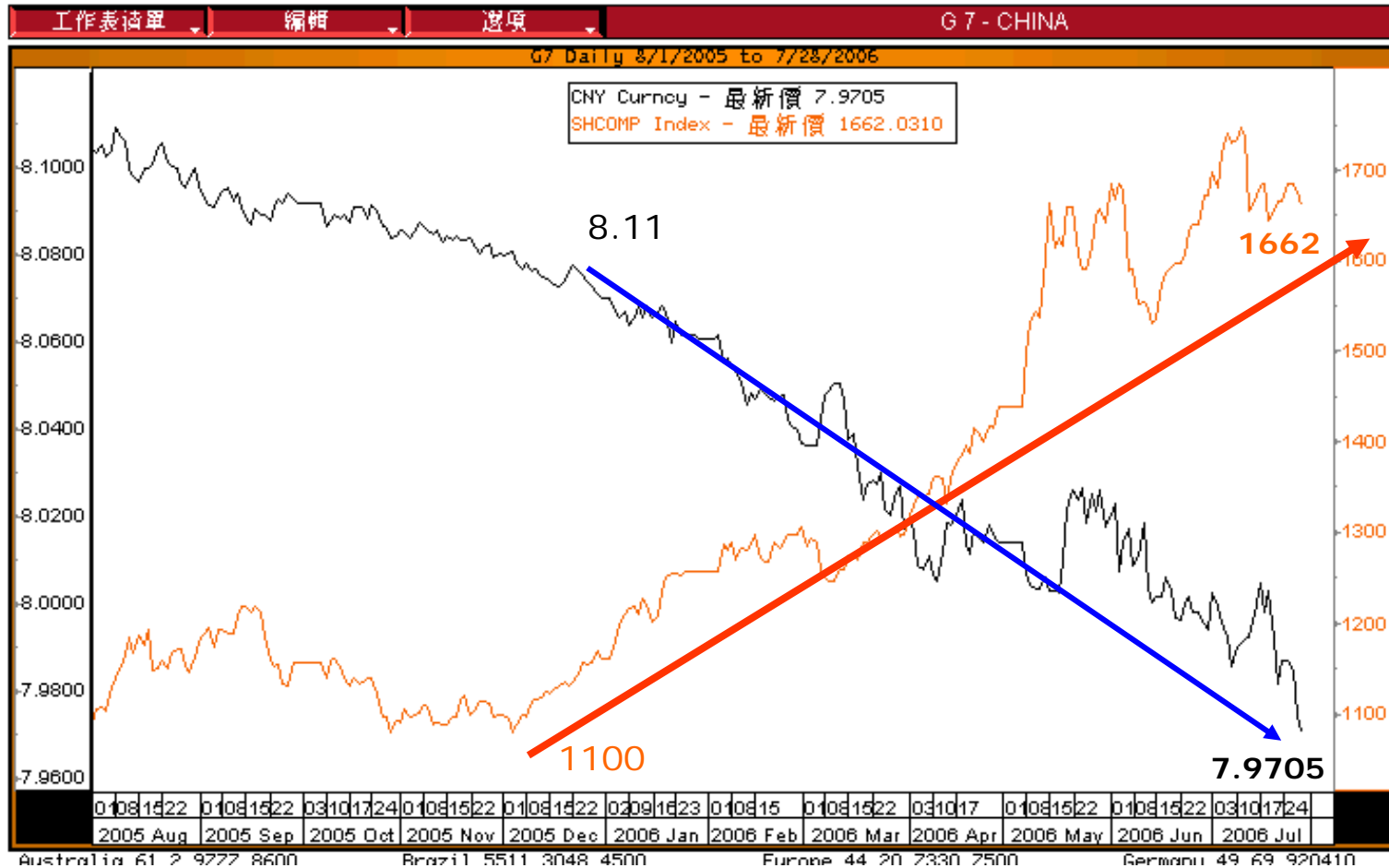


人民幣與中國國際貿易餘額(年)



Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 920410
 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2006 Bloomberg L.P.
 H169-44-3 07-Aug-06 4:15:22

人民幣與上海綜合股價指數



外匯存底排行榜

2006年7月底止

- (1) 中國 9545億美元
- (2) 日本 8506億美元
- (3) 台灣 2610.18億美元 (8月底止)
- (4) 南韓 2266億美元 (8月底止)
- (5) 俄羅斯 1971億美元
- (6) 印度 1626億美元
- (7) 新加坡 1288億美元
- (8) 香港 1265億美元
- (9) 德國 1121億美元
- (10) 法國 916億美元

- 從1994年直到2005年7月21日，中國央行一直將人民幣兌美元匯率固定在人民幣8.28元兌1美元的水平。
- 在此期間，中國消費者價格指數(CPI)的漲幅從25%以上下降到1%至2%，而每年經通貨膨脹因素調整後的國內生產總值(GDP)增長率也保持在9%至10%的健康水平。
- 中國央行2005年7月21日將人民幣匯率與美元脫鉤、允許人民幣兌美元升值2.1%以來，中國的政策制定者一直在默許人民幣緩慢升值。一年來人民幣的累積升值幅度已經達到3.3%。
- 到 2006/9/15人民幣兌美元升值了4%，但從貿易加權的角度來講，僅升值了3.5%。

引導人民幣升值的主要力量(一)

□ 經濟力量 - 經常帳與金融帳雙順差

➤ 從1979年到2005年的27年間，中國GDP每年平均成長9.6%。2006上半年平均GDP10.9%。

➤ 貿易順差大幅成長，00~03年約300億美元，04年319億美元，05年達1020億美元，06年前六月已達614億美元。

➤ 2005年中國外匯存底達8189億美元，全年增加2089億美元，其中外資流入之直接投資為724億美元。

中國外匯存底到2006年三月底為8751億美元，已超越日本8641億美元，躍升全球第一。

中國外匯存底已打破一兆美元大關（佔GDP35%）。

引導人民幣升值的主要力量(二)

□政治力量 – 推升人民幣是美新任財長首要任務

精通中國的美國新任財長-Henry Paulson面臨的問題：

- 加強保護智財權
- 解決美對中貿易赤字居高不下的問題

2005年美國貿易赤字7257億美元，對中國的貿易逆差2016億美元，佔其貿易赤字近1/3，且較前一年度增幅逾20%。

- 改變人民幣跟美元掛鉤的政策

美國參議員要求Paulson對人民幣匯價問題必須採取強硬態度。

Henry Paulson的看法(一)

- 中國央行已允許人民幣對美元的匯率升至10多年來的最高水平，但2006/9 到中國訪問時Henry Paulson警告說，中國做的還不夠。
- 外匯體制改革是Henry Paulson積極倡導中國進行的改革之一。目前，在上海外匯市場，人民幣兌美元匯率單日交易可在中間價上下0.3%的幅度內浮動。不過，實際交易中浮動幅度很少接近這個上限。

Henry Paulson的看法(二)

- 一些經濟學家表示，中國的巨額美元準備使其對美國經濟的槓桿作用達到了相當危險的水平；根據他們的理論，如果中國決定拋售美元或者放慢購買美元的速度，美元將會大幅下挫，美國利率則會飆升。
- **Henry Paulson**在與中國高級官員會晤時提到，目前沒有任何一個組織所持美國證券的比例達到令其擔心的程度。他也不相信海外投資者是出於幫助美國的目的才投資美國證券，他們之所以投資美國證券，是因為這符合他們的最大利益，因為他們對美國經濟抱有信心。

反對人民幣升值的理由(一)

- 贊成人民幣升值的假定前提是，人民幣升值將降低中國龐大且仍在不斷增加的貿易順差，但這種普遍存在的看法可能是錯誤的。
 - 中美間貿易出現不平衡的原因可能是中國的高儲蓄率 and 美國的低儲蓄率，而調整人民幣兌美元匯率對於改變這種局面於事無補。

反對人民幣升值的理由(二)

- 中國政府內反對人民幣升值的人士認為，外匯準備增加主要是由於投機性熱錢為押寶人民幣升值而持續流入中國境內造成的。
 - 但各種跡象均表明：隨著北京給房地產市場降溫並堅決捍衛人民幣匯率的穩定，近幾個月來這種投機活動已經明顯減退。人民幣不可交割遠期合約的交投在去年也明顯減弱，這種合約經常被境外投資者用作押寶人民幣升值的一種工具。
 - 中國今年上半年新增的1,200億美元外匯準備幾乎全部來自外貿、外國直接投資(FDI)和投資美國及其他國家政府債券的收益。但也不排除有一小部分投機性資金打著貿易的幌子進入中國境內。即便如此，這與去年大批高度投機資金競相流入中國的局面也有天壤之別。

反對人民幣升值的理由(三)

- 中國的貿易順差完全是由加工貿易貢獻的。
 - 過去10年中，亞洲在加工貿易方面的對美順差全都轉移到了中國。
 - 人民幣升值對緩解中美貿易失衡狀況並無多大幫助；貿易順差全部來自加工貿易。(2006年7月，美國對華貿易逆差達到了119億美元)，2005年，加工貿易額佔了中國1.422萬億美元外貿總額的一半，相當於當年國內生產總值(GDP)的6.4%
 - 其他形式的外貿就未必能夠產生順差。其餘形式的外貿帶來的卻是404億美元逆差，佔當年GDP的1.8%。
 - 這是因為中國所產制成品的售價中不但要包含原材料成本，還要包括組裝和其他成本。仔細觀察可以看出：在各種貿易中，中國僅有加工貿易一項為順差，其他形式的進出口貿易一律都是逆差。

- 在加工出口外的貿易其他方面，中國更像一個進口大於出口的正常發展中國家。人民幣升值將有助於從事加工貿易的企業降低原材料進口成本，因此，人民幣匯率的調整不大可能對中美貿易順差產生重大影響。充其量也就是使中美貿易順差稍有下降，因為人民幣升值將鼓勵中國企業進口更多的原材料。

反對人民幣自由浮動的理由

- 使人民幣匯率實現自由浮動可能將導致人民幣經歷一次大幅升值。
 - 若中國的貿易順差不會因此而下降，私營部門持續的美元賣盤將迫使人民幣不斷升值，直至央行被迫再度出手將人民幣匯率穩定在一個新的高位上。到那時，一方面人們預計人民幣將會繼續升值，另一方面中國將會出現通貨緊縮。這種局面在上世紀80年代至90年代中期的日本就曾出現，一方面是日圓匯率節節攀升，另一方面日本經濟卻陷入了通貨緊縮下的蕭條，伴隨著零利率導致的流動性陷阱，日本步入了90年代“失去的十年”。
 - 要避免重蹈日本的覆轍，中國央行至少要密切關注美國的通貨膨脹水平和利率水平，並據此制定其以匯率為基礎的貨幣政策。人民幣兌美元匯率應在嚴格控制的前提下逐步升值，就像過去一年中經歷的那樣。

異中有同

- 謝金河：人民幣升值顯然已到了浪頭上，就像地震累積的能量，人民幣升值的能量愈來愈強，也許有一天突然出現七級強震，爲了化解這種貨幣失控的危機，人民幣加大浮動應是最符合中國利益的政策。
- 王志浩*：人民幣匯改將是慢舞曲。中國領導人知道人民幣升值並無法解決最大的政治難題——中美貿易摩擦。因此，人民幣只會緩慢升值，無論即將造訪北京的鮑爾森怎樣施加壓力，恐怕都難以動搖中國領導人的決心。
 - *是渣打銀行駐上海的高級經濟學家。
- 經濟學家：匯率必須是隨機游走，不能被猜到。

有趣的貨幣政策法則

- 中國引出了一個新的貨幣政策法則：先為年度CPI漲幅設置一個目標水平，比如說1%(也可以高達2%)，然後再看美國的年通貨膨脹率(比如說4.1%)比這一目標水平高出多少。二者之間的差額(在上面的例子裡是3.1%)就是未來一年人民幣兌美元的計劃升值幅度。
- 今年5月，倫敦市場上1年期美元債券的收益率報5.7%，而中國央行所發行1年期債券的收益率僅為2.6%，二者之間的差額恰恰是3.1%。值得注意的是，截至2006年7月，人民幣兌美元匯率在過去1年的升值幅度為3.28%，

其他途徑

- 人民幣升值對中美貿易影響有限促使一些經濟學家尋找緩解中國加工貿易巨額順差的其他途徑。
 - － 例如，中國政府正在研究是否加快內外資企業所得稅並軌的步伐。在中國，許多外資企業從事的都是加工貿易。現在，許多外資企業只需繳納不超過**15%**的企業所得稅，有的外資企業在開業的頭幾年里甚至一分錢都不用繳納。而中國的內資企業需要繳納中央和地方徵收的企業所得稅，稅率加起來高達**33%**。有觀點認為實現內外資企業所得稅並軌後一些低端的外資加工企業就會從中國撤資，從而緩解人民幣的升值壓力。

人民幣升值的好處

- 人民幣升值將鼓勵投資從出口行業轉向國內市場。按照人民幣目前的匯率，出口商在與國外同行競爭時可以輕裝前進，但如果人民幣升值就會給他們增加一些壓力，並提升國內市場的吸引力。在中國經濟需要減輕對外貿的依賴之際，這是一件好事。從外貿為去年中國經濟增長做出了近四分之一的貢獻中便可看出中國國民經濟對外貿的依賴程度。同樣，人民幣升值還可促使投資從製造業轉向服務業。而目前服務業正是中國經濟的一個弱項，這在一定程度上是由大量的稅收和其他優惠政策向製造業傾斜造成的。

宏觀調控 & 人民幣升值

- 宏觀調控措施可能使得中國央行必須考慮加息。加息，使得人民幣走強，短期內將吸引更多資金投機人民幣，進而加大人民幣升值的壓力。
- 預期人民幣升值，使得中國利率可以維持在低檔，不利宏觀調控
- 預期人民幣不升值，中國的利率就必須提高，反而有利宏觀調控。

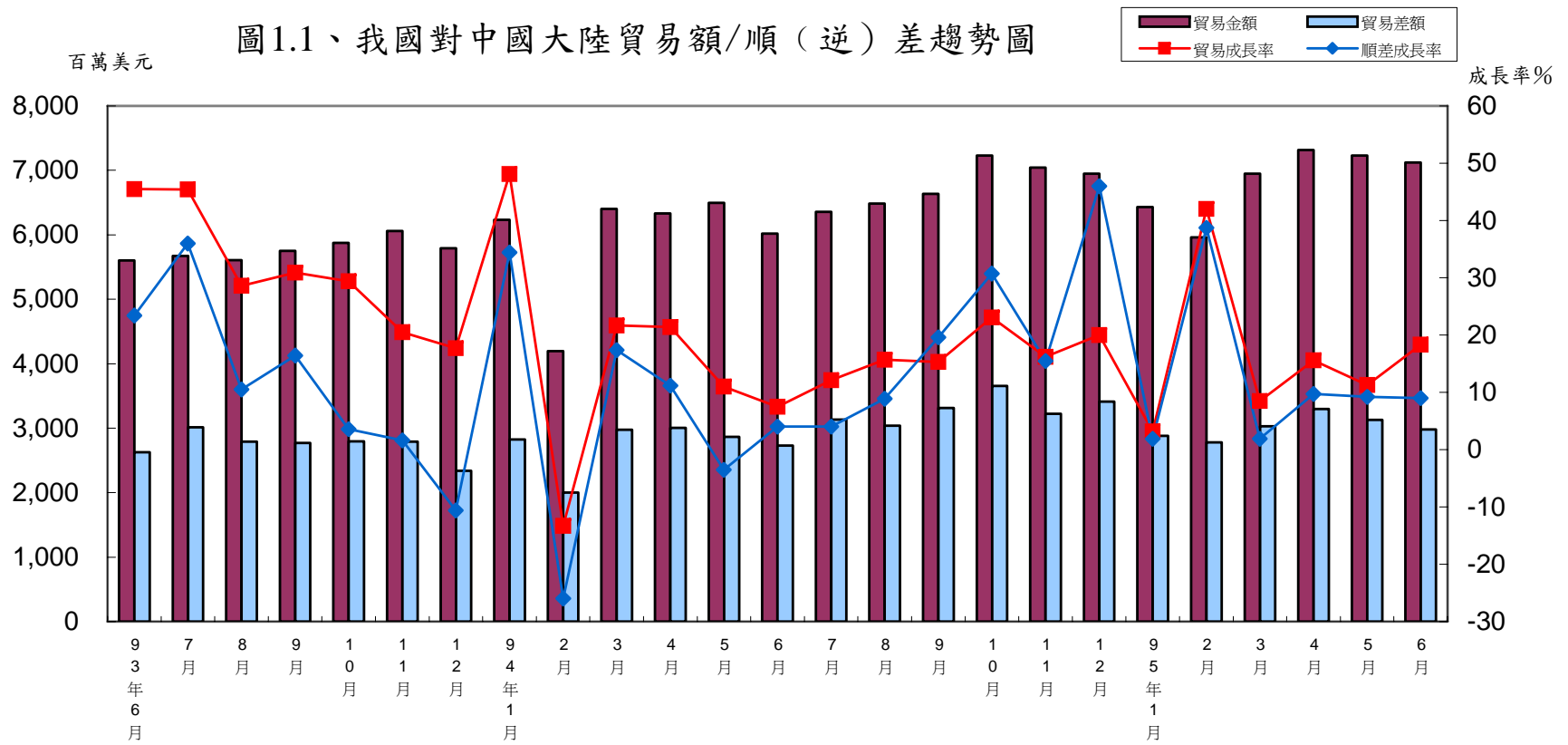
台幣 & 人民幣

- 因為台灣與大陸經濟的脈動密切，台灣又由中國取得大量順差，因此預期台幣 & 人民幣應有同向變動的效果。
- 但台幣 & 人民幣，過去一年的走勢相反。
- 人民幣匯率略昇 8.11->7.79 (2006/9/15)
- 台幣匯率略貶 31.86 ->32.86 (2006/9/15)
 - 原因可能是中國經濟景氣旺，台灣景氣不佳。
- 台幣 & 人民幣升貶決定因素不同。

事實

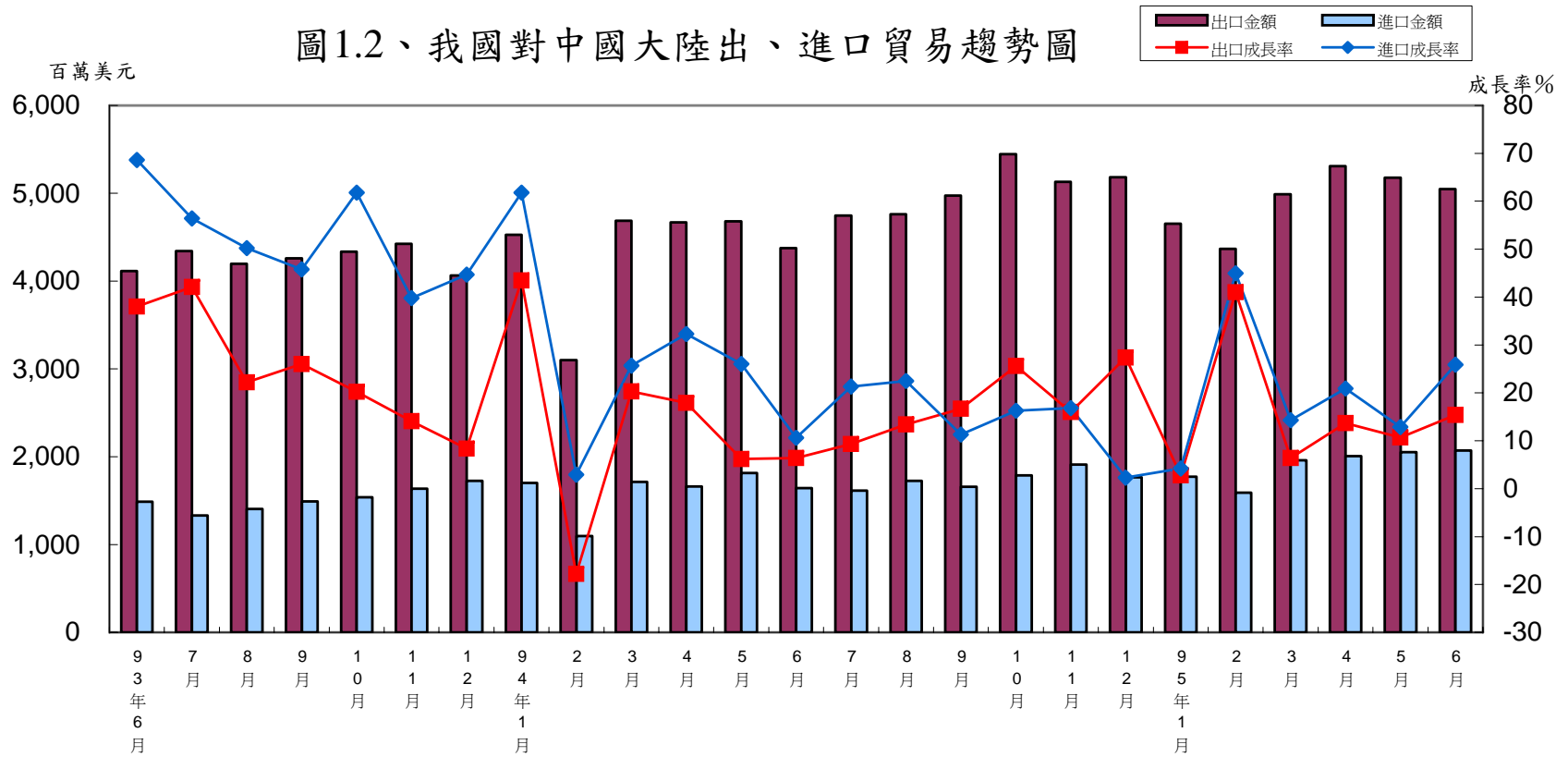
- 1.大前研一：中國是個威脅，中國是個顧客，中國也是個機會。你要成功，就必須把中國變成你的一部份，你絕不能忽視中國。
- 2.季辛吉：過去三十年，中國的蛻變改變了全世界，1973年我到中國，進出口貿易不過是70億美元，如今已躍升一兆四千億美元，中國的蛻變正在改變全世界。
- 3.溫家寶總理：任何很小的數字，只要乘上13億，就可以變很大；任何很大的數字，只要除以13億，也可以變很小。

圖1.1、我國對中國大陸貿易額/順(逆)差趨勢圖



資料來源：經濟部國際貿易局彙

圖1.2、我國對中國大陸出、進口貿易趨勢圖



資料來源：經濟部國際貿易局彙整

總結

- 由上兩圖：宏觀調控 & 人民幣升值對目前兩岸經貿影響不大。
- 兩岸經貿因循基本面在走。
- 宏觀調控會影響台商商情與佈局。
- 人民幣升值會影響台商短期收益。
- 兩岸的良性互動才是政策應追尋的方向。