

## 人民幣自由兌換 不要求自由浮動

何灝生

嶺南大學潘蘇通滬港經濟政策研究中心  
高級研究員、兼任教授

根據過往 20 年的發展經驗，我們深刻地了解到，如要保持經濟穩定健康增長，滙率變化則必須與經濟基本面相適應。日本自上世紀九十年代以來的經濟停滯（「失去的二十年」）、英國加入歐盟滙率機制之後的經濟停滯和失業率高企（直至索羅斯 1992 年狙擊英鎊並使之脫鈎為止）、1997 年爆發的亞洲金融危機、金融海嘯之後不久爆發的歐洲債務危機，都是滙率過高進而危及經濟的有力證據。

### 滙率過高 影響重大

值得注意的是，無論把貨幣與貨幣相聯實行固定滙率制，還是放任貨幣自由浮動，都不足以規避危機。在亞洲金融危機之前，許多亞洲貨幣或多或少與美元相聯。但美元滙率飆升，引致許多亞洲貨幣滙率隨美元升值。在 1992 年那個具有決定性意義的星期三之前，英鎊一路都保持着對歐洲貨幣單位的固定滙率，然而，因歐洲貨幣單位地位強勢，英鎊估價過高的弊病也逐漸暴露。

在 2002 年阿根廷政府宣布放棄聯繫滙率制之前，阿根廷比索和港元都是依貨幣發行局（Currency Board）的模式，保持對美元的固定滙率。對於受累於過強滙率的經濟體而言，只有在容許貨幣大幅貶值之後，本國經濟才真正逐漸走向復甦。

當天歐羅滙率飆升至 1 歐羅兌近 1.6 美元的高位，筆者曾懷疑為何歐洲經濟還未出事；其後，歐洲經濟果然深陷泥淖，舉步維艱。強歐羅下，希臘、西班牙、意大利、葡萄牙的出口和旅遊業均大受影響，經濟衰退，失業率飆升，稅收下跌，各國財政赤字上升，進而演化成歐債危機。

日圓實行浮動，卻亦同樣走上滙率過高的命運。事實上，在日圓高企的情況下，所有的日本主要品牌，例如索尼、豐田等等，均蒙受重大虧損。最後，只有在首相安倍晉三夥同中央銀行新行長黑田東彥，推出非常擴張的貨幣政策，大幅壓低日圓滙率，日本經濟才見起色，日經指數暴漲一倍。

從以上經驗中我們可以看出：人民幣滙率將毫無疑問地成為一項重大政策議題。人民幣滙率倘過於強勁，勢必給經濟發展帶來消極影響。事實上，現今中國面臨的經濟問題或多或少地與人民幣滙率過於強勁有關。雖然不少經濟學者認為中國國內市場龐大，而統計數字顯示出口貿易對經濟增長貢獻卻相對較小，擴大國內需求可以抵消人

人民幣升值造成外部需求減少的消極影響。

這種論調表面看來合情合理。然而，製造業仍然是中國經濟中十分重要的一環，人民幣升值予製造業帶來的損失，將通過乘數效應輻射到中國經濟的多個環節。所以，我們不難得知，當出口減少的時候，國內的需求也相應地遭受了損失；當數以萬計的中小型製造商結業的時候，無數工人失去工作，銀行也隨之必須為數額巨大的商業貸款撥備；隨着商業利潤的減少，房地產價格相應下降，零售業呈現疲軟態勢，地方政府也失去了一部分收入來源。由此可知，出口對中國經濟的重要性絕對不宜低估。

調節、控制匯率以保持經濟健康發展，並非以鄰為壑的表現。目前，國際社會對中國經濟增長放緩表示擔憂。事實上，只有經濟發展健康的國家才有可能向其他國家進口大量商品和服務。其實，我們毋須憂慮某貨幣人為操控長期偏低，當經濟發展強勁，匯率自然會表現堅挺。以英鎊為例，雖然直到現在它一直被視為世界主要貨幣中最弱的，但隨着英國經濟呈現復甦跡象，英鎊也隨之變得強勁。

### 貨幣籃子 切實可行

通過以上論述，我們可以順理成章地得出結論：人民幣國際化將成為中國深化改革過程中的重要環節，合理調控人民幣匯率將成為人民幣國際化過程中的重要任務。人民幣國際化，意味人民幣將完全可自由兌換，但這並不意味人民幣須完全按市場供求浮動（clean float）。

當今世界資本流動迅猛增長，大量資本流入能夠迫使貨幣匯率迅速上升，進而對本國出口業造成難以承受的損失；大量資本流出則能使本國資產價格暴跌。在不存在游資的情況下，「清潔浮動」是最佳的匯率形成機制。但是如今游資在國際資本流通中佔支配地位，因此，保持適度控制，則對穩定匯率起着至關重要的作用。

學者徐奇淵（2015）在近期發表的文章中指出，必須盡快建立相應體系以評估人民幣匯率的變化和影響。他指出，提高人民幣匯率彈性，能夠更好地適應市場的供求需要；與此同時，他也提出了「如果人民幣匯率制度的改革方向是走向浮動，那人民幣匯率這艘大船的駐錨何在」的疑問。但浮動跟駐錨互不相容，如何是好？

筆者的個人研究表明，以一籃子貨幣作為匯率錨正是出路，也切實可行。筆者設計的貨幣籃子，還可透明地和按規則地適度變化，突顯靈活恍如浮動的特色。筆者建構的「以各國的國內生產總值（GDP）加權為基準的貨幣籃子」，在嶺南大學的網頁每天更新資料以 20 種貨幣報價。

拙文（Ho，2012）進一步證明把一國貨幣與此標準貨幣籃子（benchmark currency

basket) 掛鈎效果等同與固定了有效滙率。這種做法尤其適合那些難以抵禦國際資金流帶來的衝擊的小型經濟體。但對於中國這樣規模的經濟而言，央行則應當雙管齊下，積極採取措施調控滙率和利率，以保持宏觀經濟總需求的平衡穩定。

資料來源：何灤生：《信報財經新聞》，版 A17 時事評論，2015 年 8 月 22 日。