

人民幣匯率改革歷程及評析

一、前言

2016 年新春伊始，全球金融市場劇烈震盪。以中國大陸為首的新興市場及以歐美先進國家為主的已開發市場，震盪幅度都超過兩位數。面對此一變局，市場普遍認定人民幣是主要的罪魁禍首。特別是中國大陸的股、匯兩市，超出市場預期的崩跌與急貶，引發國際投資大眾恐懼心理，連帶地也加深中國大陸資金向外竄逃疑慮。而國際禿鷹集團在香港強力狙擊離岸人民幣(CNH)，除拖累在岸人民幣(CNY)匯率價格走勢外，也讓中國人民銀行付出慘烈代價，被迫持續拋售大量外匯儲備資產。根據中國人民銀行最新統計，2016 年 1 月中國大陸外匯儲備僅剩 3.2 兆美元，連續三個月平均每月減幅高達一千億美元，累積存量也創下自 2012 年 5 月以來的新低。此意味著人民幣貶值預期依舊強烈，資金外逃則有加重的跡象。而這樣的趨勢，短期看起來仍是個進行式，並未出現任何扭轉力量或誘因。

對於這樣的局勢發展，雖有點出乎中國大陸本身及國際金融市場的意料之外，但似乎也有跡可循。溯本追源，顯與人民幣匯率改革歷程脫離不了干係。因為自 2014 年 3 月 17 日人民幣兌美元交易價每日波動區間從 1% 擴大至 2% 後，人民幣匯率走勢不再只升不貶，而是順應市場趨勢，呈現雙向波動格局。加上中國大陸市場化改革(包括利率及匯率)與人民幣國際化的推動，例如 2015 年 8 月 11 日人民幣匯率中間價的調整、同年 10 月 30 日人民幣納入國際貨幣基金(International Monetary Fund, IMF)特別提款權(Special Drawing Right, SDR)的計價通貨籃等，更讓人民幣匯率市場化程度大幅提升。而市場化及國際化的加速發展，自然會加大人民幣的震盪幅度。換言之，這樣的結果一方面昭示著人民幣市場化與國際化的重要性，另一方面，也讓市場體會到人民幣對國際金融市場的影響力，並重新認知到中國大陸推動人民幣匯率改革的決心。

有鑑於人民幣匯率改革的影響層面極廣，大致可切分為市場化及國際化兩個面向加以分析。市場化改革主要牽動中國大陸內部經濟及金融市場的發展，而國際化改革則是為應對金融全球化的趨勢，藉機爭取國際話語權，並挑戰美元國際地位。是以，本文除深入探討人民幣匯率市場化歷程外，也將一併分析人民幣國際化歷程，同時探討人民幣與美元在國際上的角力行為，並進一步剖析人民幣匯率改革未來方向，最後作出結論。

二、人民幣匯率市場化歷程

人民幣開始在市面流通並使用，最早可追溯自 1948 年 12 月 1 日，中國人民銀行成立並發行統一的貨幣(人民幣)。不過，在 1979 年市場化經濟改革實施之前，由於對外貿易行為付之闕如(外貿占國內生產毛額的比重極低)，因此人民幣大多做為人行支應國內財政需求及資金分配的角色，並未在國際貿易上被大量使用。直到 1979 年中國大陸實施經濟改革後，為配合外貿經營體制的變革，人民幣才真正成為支應外貿需求與供給的貨幣。此時外匯調劑市場出現，承作外貿業務的企業，可以將外匯留成拿到官辦外匯調劑市場進行交易，並藉此調整外匯資產部位，市場化的機制在此階段正式被導入。於此同時，人民幣匯率也出現雙軌制，在官方匯率之外，另外產生調劑匯率(市場匯率)。

然而，匯率雙軌制隨著市場化進程的演進，逐漸產生失衡問題。由於官方匯率主要是調節計畫經濟內的外匯收支行為，匯率由人行決定；而調劑匯率則是作為因應計畫經濟外的外匯收支行為，均衡匯率大多取決於市場供需力量。當市場化程度愈來愈高時，市場調節外匯收支行為(即透過調劑匯率部分)的比重也不斷升高。加上當時官方匯率與調劑匯率在人民幣貶值的驅動下，差距愈拉愈大，也讓官方匯率失去威信、喪失引導作用。因此中國人民銀行於 1993 年 12 月 28 日，發布「關於進一步改革外匯管理體制的公告」，決定從 1994 年 1 月 1 日起，將官方匯率與調劑匯率併軌(以 1 美元兌人民幣 8.7 元為基準)，開始實行以市場供需為基礎的、單一的、有管理的浮動匯率制度，同時建立全國統一規範的銀行間外匯市場，取消外匯留成、上繳及額度管理制度，實行銀行結售匯制度，允許人民幣經常項目有條件可兌換。至此，人民幣匯率市場化可說是初具雛形。

不過，值得注意的是，在人民幣匯率恢復單軌制後，雖然中國大陸官方強調將實施以市場供需為基礎的有管理浮動匯率制度，但實際上採取的卻是盯住美元的機動式固定匯率制度。此一作法讓中國大陸得以維持高度的出口競爭力，並加快中國大陸對外貿易的擴張速度，造成經常帳順差不斷提高，也讓中國大陸快速累積龐大的外匯存底，帶動經濟成長。而隨著中國大陸經濟快速成長，在國際間的貿易摩擦行為也日漸頻繁，因人民幣匯率所導致的出口價格優勢更遭致外部猛烈批評，認為人民幣幣值嚴重低估，傷害其他貿易夥伴的權益，國際間普遍出現要求中國大陸應加速調整人民幣匯率機制的聲浪。例如 2005 年 4 月七大工業國組織(G7)就聯合達成協議，要求中國大陸要改革匯率機制，減少人為干預，朝更加浮動的匯率機制邁進，並放手讓人民幣升值。

對於國際社會的呼籲，即使中國大陸內部充斥著不認同的聲音，如當時中國大陸總理溫家寶就公開強調人民幣匯率必需堅持主動性、可控性與漸進性原則，

而非屈服於國際壓力，讓人民幣匯率更具彈性也更貼近市場。但為配合 2001 年中國大陸加入世界貿易組織(WTO)開放金融市場的承諾，全面推進市場化改革，北京政府最終還是就人民幣匯率形成機制進行調整，同時鬆綁諸多不必要的外匯交易管制行為。

2005 年 7 月 21 日，中國人民銀行發布「關於完善人民幣匯率形成機制改革的公告」，宣布即日起開始實行以市場供需為基礎、參考一籃子貨幣進行調節、有管理的浮動匯率制度。人民幣匯率不再盯住單一美元，形成更富彈性的人民幣匯率機制。並將美元對人民幣交易價格調整為 1 美元兌 8.11 元人民幣，作為次日銀行間外匯市場上外匯指定銀行之間交易的中間價，一次性升值 2%，同時維持每日銀行間外匯市場美元對人民幣的交易中間價在上下千分之三的幅度內浮動。

自此之後，人民幣匯率呈現一路緩步升值趨勢，直至 2008 年全球性金融海嘯發生，為穩住對外貿易情勢，乃重新盯住美元，放棄參考一籃子貨幣的匯率形成機制。不過，這段期間並未持續太久，隨著中國大陸景氣於 2009 年下半年後強勁復甦，盯住美元的策略也隨之更弦易轍。2010 年 6 月 19 日，中國人民銀行宣佈在參酌國內外經濟金融形勢及中國大陸國際收支狀況下，決定進一步推進人民幣匯率形成機制改革，增強人民幣匯率彈性。這也意味著人民幣匯率重新參考一籃子貨幣進行動態管理及調節，中止與美元掛鉤。但值得注意的是，在這次的人幣匯改重啟過程中，中國人民銀行特別強調中國大陸進出口已漸趨平衡，經常帳順差與國內生產毛額(GDP)的比重也已顯著下降，因此人民幣匯率不存在大幅波動及變化的基礎。某種層面上，此也代表著中國大陸在匯改獲得初步成效並大幅舒緩外部對人民幣幣值低估的疑慮後，首要目標已不再是刻意讓人民幣維持升值趨勢，而是改追求人民幣幣值的相對穩定，以發揮市場配置資源作用，並維護總體經濟及金融市場穩定。

在歷經上述幾次重大的匯率制度調整後，人民幣匯率市場化機制逐漸完善，人民幣在國際貿易及金融上的交易與使用也日益普及，但由於每日波動區間仍被限縮在極為狹隘的上下限空間，不利市場交易的進行。因此，為拓展外匯市場廣度及深度、實現市場化精神，人行乃分別於 2007 年 5 月 21 日、2012 年 4 月 16 日及 2014 年 3 月 17 日，將人民幣兌美元交易價每日波動區間從 0.3%擴大至 0.5%、1%及 2%，以讓市場在決定貨幣相對價格(匯率)及資源配置方面扮演更關鍵的角色。而擴大波動區間也讓人民幣匯率雙向波動成為常態，不再維持單邊升值或貶值的態勢。

此外，為進一步推進人民幣匯率市場化改革、完善人民幣兌美元匯率報價，人行也於 2015 年 8 月 11 日宣布調整人民幣匯率中間價制定政策，將原本向銀行間外匯市場做市商詢價並取其報價加權平均得出中間價的方式，改為綜合考慮外匯供需及國際主要貨幣匯率變化後，參考銀行間外匯市場前日收盤匯率，訂出人民幣匯率中間價。同時為修正人民幣中間價與市場均衡匯率大幅偏離的狀況，降低人民幣價格扭曲程度，人行也讓人民幣匯率中間價一次性貶值 1.86%。

無疑地，就整個人民幣匯率市場化歷程觀之，如何提升人民幣匯率市場性，降低政府在價格調控與指導方面的角色，一直是人行努力的目標。目前雖已持續完善市場化匯率形成機制，但人民幣匯率要實現真正的市場化，或許關鍵還是在於資本帳項目管制的完全鬆綁，即允許資金全面自由進出，就如同 1987 年臺灣解除外匯管制一樣。未來，進一步取消外匯買賣量、價方面的上下限規定，甚至讓銀行間以及銀行與顧客間的大額交易匯率完全由各銀行自行決定，都是過往臺灣在新臺幣匯率市場化的做法與方向，足可作為中國大陸之借鏡。

三、人民幣國際化歷程

隨著中國大陸經濟崛起，經濟規模逐漸逼近美國，作為一國經濟實力表徵與主權象徵的人民幣國際地位，自然也就水漲船高。而 2008 年金融海嘯的發生，讓全球經濟及金融版塊出現大幅度挪移，中國大陸強勢的經濟復甦力道，讓人民幣在國際貿易、投資及儲備的運用上，扮演愈來愈吃重的角色。根據環球銀行金融電信協會(Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication, SWIFT)的統計，截至 2016 年 1 月底止，人民幣在全球支付份額上升至 2.45%，全球支付貨幣排名穩居第 5 位，僅次於美元、歐元、英鎊及日圓。同樣數據在 2012 年 1 月時，不過是 0.25% 及第 20 位，人民幣在全球貨幣支付的成長速度及幅度實不可同日而語。而這樣的表現，背後其實都是中國大陸致力於人民幣國際化的結果。

人民幣國際化歷程的正式啟動，大概可追溯自 2009 年 3 月中國人民銀行行長周小川發表「關於改革國際貨幣體系的思考」一文。透過對當時國際貨幣體系的檢討與省思，重新檢視特別提款權的意義，並點出人民幣在特別提款權計價通貨籃中所應扮演的角色。在周小川這一篇文章刊出後，一系列人民幣國際化政策陸續被推出，包括全面實施跨境貿易人民幣結算、開放人民幣跨境投資業務、推動人民幣債券國際化、廣設人民幣離岸中心、與其他國家或地區簽訂貨幣互換協定、啟動滬港通以及爭取納入 SDR 計價通貨籃等，都是為了普及人民幣在國際

經貿及金融市場的使用，甚至是提升人民幣的國際地位。以下逐一說明。

首先，在跨境貿易人民幣結算部份，2009 年 7 月，中國大陸首度以上海、廣州、深圳、珠海、東莞、香港等六個主要經貿城市與地區作為試點，開展跨境貿易人民幣結算政策。2010 年 6 月，進一步將貿易結算試點地區及範圍擴大至 20 個省、自治區及直轄市。2011 年 8 月，全面放寬跨境貿易人民幣結算的地域限制，將試點地區擴展到境外所有國家和地區。而隨著政策鬆綁，跨境貿易人民幣結算金額也從 2009 年的 35.8 億元人民幣，逐年攀升至 2015 年的 7.23 兆元人民幣，成長幅度高達兩千倍。

其次，在人民幣跨境投資方面，2010 年 8 月，為增加人民幣回流管道，提高人民幣的跨境流動，中國人民銀行宣布境外中央銀行或貨幣當局、香港及澳門地區人民幣業務清算行、以及跨境貿易人民幣結算境外參加銀行等境外機構，可以運用人民幣投資中國大陸銀行間債券市場。此外，為進一步擴大人民幣的跨境交易與投資，人行也分別於 2011 年 1 月、10 月及 12 月，允許境內機構以人民幣進行對外直接投資、允許境外投資者以人民幣到境內開展直接投資 (Renminbi Foreign Direct Investment, RFDI)、啟動香港人民幣合格境外機構投資者試點 (Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor, RQFII)。2013 年 7 月，首次將上海自由貿易試驗區作為人民幣資本項目可自由兌換試點。迄 2015 年底，人民幣跨境直接投資結算金額已高達 2.3 兆元人民幣。

接著，在推動人民幣債券國際化及廣設人民幣離岸中心方面，主要是以香港作為主軸，漸次向外推廣。特別是近年來全球各主要金融中心著眼於人民幣龐大商機，瘋狂追逐人民幣離岸中心的設立，讓中國人民銀行積極在各地建立人民幣貨幣清算安排，並藉此發展人民幣離岸市場。統計至 2015 年底止，中國人民銀行已經在 20 個國家及地區設立人民幣業務清算行，ROFII 試點則擴大至 16 個境外國家及地區，可投資額度高達 1.2 兆元人民幣。此外，2014 年 11 月滬港通的啟動，也更加加強香港離岸人民幣中心的地位，讓人民幣流通管道更加多元，同時也進一步推升人民幣成為區域計價、結算及投融資的貨幣。

而在貨幣互換協定簽署方面，主要是基於國家戰略安全及金融風險防範的考量，讓人民幣成為各國央行的儲備貨幣，並藉此提升人民幣國際地位。從 2008 年 12 月率先與韓國簽署，開啟貨幣互換協定簽署大門後，至 2015 年底，中國人民銀行已先後與 33 個國家或地區的貨幣當局，簽署總額高達 3.3 兆元人民幣的貨幣互換協定。

最後，在爭取納入 SDR 計價通貨籃部分，累積 2010 年申請失敗的經驗，2015

年 10 月 30 日 IMF 終於同意將人民幣納入成為 SDR 計價通貨籃的一員，分配到的計價權重 10.92% 也超越英鎊及日圓，位居第三。這對人民幣國際化進程而言，實屬一大勝利。因為隨著人民幣納入 SDR 計價通貨籃，意謂著人民幣國際儲備貨幣地位大幅提升，IMF 相關成員國自然也會在其外匯儲備中增持人民幣比重，這對人民幣國際化是極為正面的助益。另一方面，原先 SDR 計價通貨籃成員中，都是歐美先進國家的主權貨幣，無形中也造成國際貨幣體系主導權向歐美先進國家傾斜。而人民幣以新興市場國家貨幣進入，除可提升新興市場國際地位外，也可打破這種壟斷局面，爭取中國大陸在國際貨幣體系的話語權。

四、結語

中國大陸自 1979 年啟動市場化的經濟改革以來，經濟實力即開始快速累積。而 2001 年加入 WTO 後，透過全球經貿體系的運作，外貿實力更是大幅成長。伴隨著經濟規模壯大與長年貿易順差累積，具有實質經貿需求與主權象徵意味的人民幣隨之水漲船高，人民幣市場化與國際化也日益受到北京政府的重視。近年來幾次重大的人民幣匯率制度改革，就是基於市場化及國際化的目的，順勢推動。

目前人民幣匯率改革可說是已獲得初步成功，但離真正的市場化及國際化仍有最後一哩路，亟待突破。例如，在市場化方面，由於中國大陸仍未全面鬆綁資本帳管制措施，因此資金進出仍有諸多限制，導致外匯市場無法確切反映市場供需與國際市場變化，也因而形成在岸(CNY)及離岸(CNH)兩地人民幣匯價不一致情形。此外，人民幣匯率中間價雖已改為由參考市場供需及國際主要貨幣匯率變化而訂出，但仍是由官方而非銀行同業間自行決定，加上每日匯率波動區間仍有 2% 的限制，都與真正的市場化認知有段差距。

而在國際化方面，人民幣要達成真正的國際化甚至成為國際通貨，資本帳管制全面鬆綁絕對是必要條件。而當前以市場供需為基礎、參考一籃子貨幣進行調節、有管理的浮動匯率制度，人為干預色彩仍極為鮮明，對照全球普遍認同的國際化貨幣如美元、歐元、日圓及英鎊等，進一步將匯率制度調整為完全浮動匯率制度，或許也是未來人民幣國際化的重要一步。

只是，上述的改革，無論是基於市場化或國際化因素，都有一定的風險存在。特別是當前中國大陸經濟下行壓力加大，資本外流情況嚴重，一旦全面鬆綁資本帳管制，勢將讓這樣的情勢更加惡化，也不利人行貨幣政策的執行。尤有甚者，中國大陸近來正全力推進供給側的結構性改革，在去產能、去庫存、去槓桿、降

成本、補短板的要求下，仍需資金的奧援，也需要穩定的金融市場與環境，但人民幣匯率進一步改革，卻可能加劇市場動盪。魚與熊掌，如何兼得，或許是習李體制未來最大的挑戰。

【參考資料】

1. 中國人民銀行(1993)，「關於進一步改革外匯管理體制的公告」，中國人民銀行網站，12月28日。
2. 中國人民銀行(2005)，「關於完善人民幣匯率形成機制改革的公告」，中國人民銀行網站，7月21日。
3. 周小川(2009)，「關於改革國際貨幣體系的思考」，中國人民銀行網站，3月23日。

<吳孟道>