

大陸匯率政策對國內金融市場 與金融穩定之可能影響

委託單位：行政院大陸委員會

計畫主持人：黃仁德

研究員：王綾炫、鍾建屏

研究助理：吳銘家

中華民國 100 年 11 月

目錄

第一章 緒論	1
第一節 研究緣起	1
第二節 研究目的與內容	5
第二章 中國匯率政策的走向及主要考量	7
第一節 人民幣升值的趨勢與匯率制度	8
一、人民幣的升值趨勢	8
二、人民幣匯率形成機制與匯率制度選擇	12
第二節 人民幣升值對中國經濟的影響	14
一、人民幣升值與中國經濟外部均衡	14
二、人民幣升值與中國經濟內部均衡	18
第三節 人民幣匯率自由化的時機與配合條件	20
一、國際對人民幣升值的聲浪	20
二、人民幣的緩升策略	21
三、人民幣匯率自由化的時機	25
第四節 十二五規劃與人民幣匯率	27
一、完善以市場供需為基礎的管理浮動匯率制度	27
二、改進外匯存底經營管理	29
三、實現人民幣金融帳可兌換性	32
第五節 中國外匯存底的運用及主要考量	35
一、中國外匯存底管理的現況與挑戰	35
二、中國主權財富基金	38
三、中國當前主權財富基金運作存在的問題	40
第六節 人民幣國際化對中國金融市場的影響	43
一、對貨幣市場的影響	43
二、對股票市場的影響	45
三、對債券市場的影響	47
第七節 結語	49
第三章 國際貨幣的演進	51
第一節 國際貨幣的定義及特色	51
第二節 國際貨幣的演進	53
一、早期的國際貨幣	53
二、先令成爲國際貨幣	55
三、布列頓森林制度下的國際貨幣	56
四、布列頓森林制度後的國際貨幣	61
第三節 國際貨幣應具備的條件	62

一、經濟實力.....	63
二、貨幣可兌換性.....	63
三、國際貨幣基金的看法.....	64
第四節 貨幣國際化的利弊.....	65
一、貨幣國際化的利益.....	65
二、貨幣國際化的負面經濟意義.....	66
第五節 中國的經濟實力與人民幣國際化.....	67
一、中國經濟力量的國際比較.....	67
二、中國貿易力量的國際比較.....	70
三、人民幣國際化的利弊得失.....	71
第六節 結語.....	73
第四章 中國外匯制度的變革與金融帳的開放.....	75
第一節 中國外匯管理制度的變革.....	75
一、改革開放前的中國外匯體制——1979年之前.....	75
二、外匯管理暫行條例下的中國外匯管理制度.....	77
三、經常帳可兌換性的實現.....	80
四、金融帳的逐步開放.....	82
第二節 中國金融帳的開放.....	85
一、開放金融帳的方式.....	85
二、智利開放金融帳的經驗.....	87
三、日本開放金融帳的經驗.....	89
四、台灣開放金融帳的經驗.....	91
五、中國開放金融帳的顧慮.....	93
第三節 結語.....	94
第五章 人民幣境外市場的發展現況.....	95
第一節 人民幣區域化與國際化的趨勢.....	96
一、發行國的經濟實力.....	98
二、貨幣的可接受度.....	101
三、貨幣的可獲取性.....	103
第二節 人民幣區域化與國際化面臨的問題.....	103
第三節 人民幣區域化與國際化的進程.....	107
第四節 香港人民幣境外市場的發展與現況.....	110
一、香港境外人民幣存款市場現況.....	111
二、香港境外人民幣債券市場現況.....	112
三、境外人民幣外匯市場的發展.....	121
第五節 人民幣境外市場的問題與未來發展.....	124
一、人民幣境外市場的問題.....	124
二、人民幣境外市場的未來發展.....	126

第六節 其他可能的人民幣境外市場	127
第七節 結語	129
第六章 兩岸貨幣清算機制的建立	133
第一節 國際間的貨幣清算機制	134
第二節 大陸跨境貿易人民幣結算試點發展	135
一、大陸境內商業銀行在境外人民幣結算上的角色	136
二、境外商業銀行如何參與境外人民幣清算	138
三、大陸跨境人民幣結算發展的進程	139
第三節 跨境人民幣清算架構及機制	140
一、香港境外人民幣清算系統及機制	140
二、透過大陸境內商業銀行代理人民幣跨境清算架構	142
第四節 人民幣在兩岸貿易及投資上的角色	143
一、人民幣在兩岸貿易上的角色	143
二、人民幣在兩岸投資及匯款上的角色	145
第五節 兩岸貨幣清算機制的意義、目的、範疇、問題與挑戰	148
一、兩岸貨幣清算機制的意義、目的及範疇	148
二、兩岸貨幣清算機制的問題與挑戰	150
第六節 台灣的銀行與人民幣境外市場	151
一、台灣金融業辦理人民幣業務的法令演變	151
二、央行對台灣金融機構辦理人民幣業務的措施與看法	152
第七節 兩岸貨幣清算機制的建立步驟與談判成功關鍵	155
一、兩岸貨幣清算機制的建立步驟	155
二、兩岸貨幣清算機制的談判成功關鍵	156
第八節 結語	157
第七章 人民幣國際化對台灣經濟與金融市場的影響	159
第一節 人民幣國際化對台灣金融市場發展的影響	160
第二節 人民幣國際化對台灣金融穩定與安全的影響	164
第三節 台灣成爲人民幣境外市場可能性的探討	168
一、人民幣境外市場的發展趨勢	168
二、台灣成爲人民幣境外市場的可能性	169
第四節 人民幣國際化對大陸台商的影响	173
一、人民幣國際化對大陸台商營運模式的影響	173
二、人民幣國際化對台商對大陸投資行爲的影響	175
第五節 人民幣國際化對台灣廠商的影響	178
一、對台灣廠商可能的有利影響	179
二、對台灣廠商可能的不利影響	182
第六節 結語	183
第八章 人民幣國際化與東亞區域貨幣合作	185

第一節 亞洲金融風暴與東亞區域的貨幣合作	185
一、新宮澤倡議與亞洲貨幣基金的設立.....	185
二、清邁倡議與換匯協定.....	187
三、馬尼拉架構.....	188
四、亞洲債券基金與亞洲債券市場.....	188
第二節 東亞的區域金融整合	189
一、東亞各國貨幣、債券及股票市場的相關性.....	190
二、東亞區域內投資與對外持有債權的比重.....	193
三、東亞與歐盟的金融整合程度比較.....	201
四、金融法規與制度的管制.....	202
第三節 中國與東亞區域經濟的關係	202
第四節 人民幣區域化對東亞貨幣合作的影響	206
一、人民幣區域化的推動.....	206
二、人民幣在東亞周邊國家的流通情形.....	207
三、人民幣與日圓的競爭.....	210
第五節 結語	212
第九章 人民幣國際化對國際金融市場的影響	215
第一節 人民幣國際化對國際準備貨幣組成的影響	215
第二節 人民幣國際化對國際金融市場的影響	223
一、對國際金融市場可能的有利影響.....	223
二、對國際金融市場可能不利的影響.....	228
第三節 人民幣匯率波動（升值）對國際經濟與金融穩定的影響	230
第四節 結語	231
第十章 結論與建議	233
第一節 研究結論	233
第二節 政策建議	242
參考文獻.....	247

表次

表2-1: 人民幣對國際主要貨幣的名目匯率走勢—2002 至 2010 年	9
表2-2: 中國國際收支餘額的變動—2001 至 2010 年	18
表 3-1: 奧地利、西班牙、德國、英國、及法國的匯率—1300 至 1500 年	55
表 3-2: 美國的國際收支、國際準備及對外流動負債—1958 至 1973 年	58
表 3-3: 美元購買力的變動—1958 至 1978 年	59
表 3-4: 主要國際貨幣在各國政府持有外匯準備中的比重—1978 至 2010 年	62
表 3-5: 實質國內生產毛額平均年成長率的比較—1986 至 2010 年	69
表 3-6: 主要國家的國內生產毛額佔全世界的比重—1993 至 2010 年	70
表 3-7: 主要國家的出口總額佔全世界總貿易的比重	71
表 5-1: 貨幣國際化的功能與決定構面	98
表 5-2: 中國與主要國際貨幣發行國或地區之 GDP 佔全世界 GDP 的比重	99
表 5-3: 中國與主要國際貨幣發行國或地區貿易佔全世界貿易的比重—2010 年	100
表 5-4: 主要貿易對手國佔中國進出口貿易的比重—2011 年 1 至 7 月	100
表 5-5: 中國與主要國際貨幣發行國或地區在全世界國外直接投資中的比重 ..	101
表 5-6: 全世界外匯存底的主要幣別分配情形	102
表 5-7: 中國與主要國際貨幣發行國或地區貨幣的可接受度指標比較	102
表 5-8: 前 10 大點心債券	116
表 5-9: 在香港所發行的境外人民幣債券—2010 年至 2011 年 3 月	118
表 5-9: 在香港所發行的境外人民幣債券—2010 年至 2011 年 3 月(續 1)	119
表 5-9: 在香港所發行的境外人民幣債券—2010 年至 2011 年 3 月(續 2)	120
表 5-10: 境內、外人民幣貨幣市場利率的比較	123
表 5-11: 境內、外人民幣即期與遠期匯率比較—2011 年 4 月 14 日	124
表 5-12: 成爲人民幣境外清算中心的條件比較	129
表 6-1: 大陸跨境人民幣結算發展的進程	139
表 6-2: 香港人民幣即時總額清算系統的特色	140
表 6-3: 台灣與大陸進出口商的清算貨幣偏好	145
表7-1: 中國大陸對台灣直接投資	164
表7-2: 台商對大陸投資概況	176
表7-3: 各國對中國大陸的貿易依存度	179
表8-1: 東亞各國金融市場結構之比較—1995與2007年	191
表8-2: 東亞各國金融資產對國內生產毛額的比率—1995與2007年	190
表8-3: 東亞貨幣市場的利率相關性—2002至2009年	192
表8-4: 東亞債券市場的利率相關性—2002至2009年	193
表8-5: 東亞股票市場報酬率的相關性—2002至2009年	193

表8-6: 亞洲投資總額的比重分佈——2001與2006年	194
表8-7: 亞洲各國持有債權來源區域的比重分佈——2001與2006年	195
表8-8: 東亞國家投資資產總額的區域比重分佈——2003年	195
表8-9: 歐洲國家投資資產總額的區域比重分佈——2003年	196
表8-10: 東亞國家持有股票資產的區域比重分佈——2003年	196
表8-11: 歐洲國家持有股票資產的區域比重分佈——2003年	197
表8-12: 東亞國家持有短期債券的區域比重分佈——2003年	198
表8-13: 歐洲國家持有短期債券的區域比重分佈——2003年	198
表8-14: 東亞國家持有長期債券的區域比重分佈——2003年	199
表8-15: 歐洲國家持有長期債券的區域比重分佈——2003年	199
表8-16: 東亞國家持有跨境銀行債權的分佈——2003年	200
表8-17: 歐洲國家持有跨境銀行債權的分佈——2003年	200
表8-18: 東亞、歐盟及北美自由貿易區的資本管制指數與金融開放指數	202
表8-19: 東協與中日韓的地理鄰近性	203
表8-20: 中日韓與東協的國內生產毛額——2010年	204
表8-21: 中日韓與東協的人口數——2010年	204
表8-22: 中國對日本、韓國、及東協的貿易密集指數	204
表8-23: 中國對日本、韓國、及東協的貿易互補指數	205
表8-24: 中國對日本、韓國、及東協的產業內貿易指數	205
表8-25: 中國與他國(地區)簽訂的雙邊換匯協定	210
表8-26: 人民幣與日圓的匯率變動率——1997至2010年	211
表9-1: 國際貨幣基金配額與投票權的變化	219
表9-2: 全球金融中心指數排名前二十五的城市	226

圖次

圖 2-1: 人民幣有效匯率走勢圖——2001 年 9 月至 2011 年 7 月.....	11
圖 2-2: 人民幣有效匯率指數變動率——2001 年 9 月至 2011 年 7 月	12
圖 5-1: 香港人民幣存款金額	112
圖 5-2: 人民幣債券市場與監理機關	114
圖 5-3: 香港境外人民幣債券發行規模	116
圖 5-4: 香港境外人民幣債券發行流程	117
圖 5-5: 商務部已核准投資額度內回流中國大陸審批流程	121
圖 5-6: 企業增資增幣形式回流中國大陸審批流程	122
圖 6-1: 兩國的國內支付系統不相連結下的國際清算模式	134
圖 6-2: 兩國的國內支付系統相連結下的國際清算模式	135
圖 6-3: 香港地區銀行成爲境外人民幣參加行提供人民幣結算服務的清算流程	142
圖 6-4: 世界各地銀行成爲境外人民幣參加行提供人民幣結算服務的流程	142
圖 6-5: 台灣對大陸貿易占我外貿比重	144
圖 6-6: 大陸對台灣貿易占大陸外貿比重	145
圖 6-7: 兩岸貿易金額	146
圖 6-8: 台商對大陸投資金額	147
圖 6-9: 台灣全體銀行對大陸匯出匯入金額	147
圖 7-1: 台灣對中國大陸直接投資金額及佔中國大陸直接投資金額比重	164
圖 7-2: 台灣對中國大陸的投資	177
圖 7-3: 台灣對中國大陸貿易額及佔台灣對全球總貿易額的比重	180

第一章 緒論

第一節 研究緣起

近年來，由於美國鉅額的財政收支赤字及國際收支逆差，國際間對以美元為準備貨幣的信心開始動搖，再者，2008年9月15日美國投資銀行雷曼兄弟倒閉，引發全球性金融海嘯，美國為支撐國內次級房貸以及金融機構過度信用擴充以提供美國人民過度消費所需要的資金，乃將其風險透過證券化所創造的債券或受益憑證，散播至全世界，更讓世界各國對美國政府管理金融機構的信心喪失，進而對美元的貨幣價值更加懷疑。雖然目前在國際市場上歐元及日圓亦扮演部分國際準備貨幣的角色，但歐盟各國中亦有幾個國家（如希臘、葡萄牙、西班牙、義大利、及愛爾蘭）其財政赤字問題嚴重如同美國一般，公債餘額對國內生產毛額的比率高達100%以上，歐元本身亦有嚴重的信心危機；而日本經濟二十年來長期不振，公債餘額對國內生產毛額比率近200%，加上政治不穩定，日圓亦有信心危機問題。然而，世界各國的外匯準備總是要有投資的工具，在不得已的情況下，各國央行還是以投資所謂「安全天堂」(safe heaven) 的美國政府債券為主，這種現象主要是目前國際金融市場上尚無一種貨幣受到世界各國的肯定而足以替代美元。

1997年亞洲金融風暴以來中國經濟崛起，對外貿易佔全世界貿易比重快速上升，至2009年底已超越日本成為世界第三大貿易國，加上2008年由美國爆發的全球金融海嘯，世界各國對於美國金融機構與美元貨幣價值的懷疑，更促使世界各國對中國經濟，特別是其內需的提升，產生殷切的期待，中國人民幣也逐漸在中國與鄰國（如外蒙古、朝鮮、俄羅斯、哈薩克斯坦、吉爾吉斯斯坦、塔吉克斯坦、阿富汗、印度、尼泊爾、泰國、越南、孟加拉、馬來西亞、印尼、及菲律賓等國）的貿易中成為清算的貨幣，也有許多國家陸續與中國簽定通貨互換(currency swap) 協議。凡此，均顯示人民幣已逐步扮演區域性甚至國際性貨幣的

角色。在這潮流下，中國政府應該因勢利導，規劃出階段性進程，以使人民幣在區域化與國際化的過程中能夠趨吉避凶。¹ 當然，在獲取人民幣區域化或國際化好處的同時，無可避免是要付出一些代價的。

雖然人民幣國際化是一種無可逆轉的趨勢，但 Cohen (2009)、Cooper (2009)、及 Eichengreen (2009) 等人皆不約而同地指出，即使人民幣成功國際化，仍然不可能在短期間奪取美元在國際經濟上的掌控角色，但世界貨幣體系無可避免的將邁向多幣別體制，人民幣將如同日圓及英鎊一般，扮演較輕的角色。Dobson 與 Masson (2009) 認為中國近年來在經濟成長、世界貿易比重、外匯存底、及物價上漲率控制的實力顯著增加，因為預期人民幣仍將持續升值，世界各國投資人偏好持有人民幣，但為促使人民幣國際化，中國需要大幅改革金融制度，兩個關鍵的問題需要獲得解決，一是中國政府是否鼓勵國際上使用人民幣，二是一個高度管制之經濟體的貨幣是否可以得到國際上的認同。這顯示國際上對於中國政治目的凌駕經濟運作的疑慮仍然存在。

在人民幣國際化這個議題上，Huang (2010) 認為此次全球金融海嘯將加速人民幣管制政策的開放，而人民幣國際化的前提是中國政府必須成功地提升其貨幣政策機制。Park (2010) 認為，決定一種貨幣成為國際性貨幣的長期因素為該貨幣可以金融資產方式持有的深度，而非僅是貿易清算的交易媒介，因此他建議中國應該開放金融帳 (financial account)，讓人民幣可以完全自由兌換，並採取更為浮動的匯率制度，才能加速人民幣國際化，而過程上區域化應優先於國際化，因為國際化的風險較高，後果更難以預料。

人民幣若直接國際化將需要更深廣的金融自由化來支應，但這在短期內似乎超過中國政府對金融市場與機構的管理能力，而區域化亦可考慮兩種策略選擇，一是創造一個東協 (ASEAN) 加新 3 (中國、香港、及台灣) 的人民幣區域 (RMB

¹ 2010 年 11 月 3 日美國宣布二次量化寬鬆 (QE2) 貨幣政策，在未來的 8 個月內購入 6,000 億美元的美國長期公債，加重人民幣升值，香港特區政府中央政策組首席顧問劉兆佳表示此舉將加速人民幣國際化的進程。參閱新華網，〈專家：美量化寬鬆料促人民幣加速國際化〉，http://news.xinhuanet.com/gaogao/2010-11/02/c_12728289.htm。

bloc)，另一是開放中國金融產業與人民幣國際化，中國在東協加 3 架構下的東亞經濟整合中扮演領導的角色。此外，Wu 等人 (2010) 也指出，人民幣若要國際化，中國在經濟、金融、及政策上，尚有很大的努力空間，現階段的情況離這個目標還有一段距離。根據以上學者的研究建議可以看出人民幣走向國際化之路，先採區域化並逐步建立國際化應準備的金融開放深度及廣度，是為較可行的作法。

中國當局管制金融帳，未開放非貿易目的中國人民與外國機構及個人可以自由買賣人民幣。2004 年 2 月起，香港地區的銀行開始試辦個人人民幣業務，參與人民幣業務的香港銀行（香港參加行）提供一系列的零售銀行服務，包括存款、兌換、匯款、扣帳卡與信用卡、支票，以及買賣人民幣債券的服務，跨境貿易人民幣結算業務於 2009 年 7 月 29 日在香港正式推出，而且個人每人每天得兌換上限 2 萬元人民幣，香港居民可將人民幣資金匯到於中國內地銀行開設的同名帳戶，每天每戶上限為 8 萬元人民幣。目前在台灣人民幣與新台幣的雙向兌換，可在金管會核准的各大銀行辦理，但僅限於人民幣現鈔，人民幣存款服務尚未允許開辦，本國人與外國人均可辦理，但每人每次兌換上限為 2 萬元人民幣，因此造成許多台灣投資人將新台幣兌換成美元或港幣匯至香港兌換成人民幣做定存，而海外台商僅能將人民幣存放於大陸內地及香港地區銀行。

除個人客戶外，在香港發行人民幣債券的中國內地金融機構亦可把發債所得匯回內地。自 2009 年 7 月起，境外企業與內地試點企業可以根據實際的貿易金額進行雙向匯款。香港參加行可向選擇與內地企業進行人民幣貿易結算的境外企業提供貿易融資，但融資款項應以有關貿易的實質金額為限，並需直接支付予內地企業。² 根據香港金融管理局 (HKMA) 的統計資料，到 2011 年 2 月底香港的人民幣存款量達到 4,070 億元，中國人民銀行和香港金融管理局亦於 2010 年 7 月份簽署「貨幣清算協議」，開啓香港成為中國境外人民幣離岸清算中心的角色。

² 以上資料參閱香港金融管理局，「香港人民幣業務」，<http://www.info.gov.hk/hkma/chi/renminbi/index.htm>。

目前人民幣仍是外匯管制貨幣，外國人要投資人民幣金融資產，需要以機構型態向中國政府當局申請合格外國機構投資者 (Qualified Foreign Institutional Investor, QFII) 的資格。2005 年起，中國政府開放亞洲開發銀行 (Asian Development Bank) 及世界銀行旗下的國際財務公司 (International Finance Corporation) 可以在中國境內發行以人民幣計價的貓熊債券 (Panda bonds)，並透過換匯換利轉換成外幣匯出，導入了債券發行的國際模式，但發行金額目前仍有限。自 2007 年起，中國內地金融機構可以在香港發行人民幣債券；2009 年起，中國財政部才在香港發行境外人民幣國債，因此人民幣或人民幣資產在境外流通的數量仍有限，國際投資人對人民幣金融資產的需求遠大於供給，這是人民幣要成為區域性，乃至國際性貨幣所必須改進的。

目前廣大台商與在中國營運的外資擁有累積多年的中國境內人民幣存款，他們殷切需要能匯往境外投資於人民幣計價的共同基金、私募基金、或保險產品，但目前僅有香港地區的銀行開辦人民幣存款，而海外投資人預期人民幣的長期升值趨勢，亦期待於境外可購買到人民幣計價的債券、共同基金、私募基金、或保險產品。因此，全面開放中國金融機構或大型企業在海外發行人民幣計價的金融債券或公司債將是一種趨勢，也是加速人民幣區域化，乃至國際化的一種必要措施。

2011 年以來，大陸外匯與金融政策上採取循序漸進的匯改與對外資開放政策，允許香港證券交易所發行大陸境外以人民幣計價的股票，也允許大陸境內證券公司得以 Mini-QFII 方式——即由大陸證券公司向大陸證監會及大陸外匯管理局申請額度，以積極吸收外資進入大陸資本市場。香港地區以人民幣計價的共同基金、公司債券與結構型金融商品，如雨後春筍紛紛湧現。

大陸自 2010 年底開始已超越日本成為世界第二大經濟體，外匯存底也已超過 3 兆美元，穩居世界第一，這使得人民幣的匯率變動與國際化對世界經濟與金融市場將會產生重大的影響。尤其是，我國與大陸有著較其他國家更為緊密的貿易與投資關係，ECFA 簽定後，這種關係更是進一步的提高，人民幣的匯率

變動與國際化對我國金融市場與金融穩定的影響將較其他國家為甚。人民幣的匯率自由化與國際化已是一種無可逆轉的趨勢，人民幣匯率終將更為自由浮動，人民幣將進一步升值；人民幣在解除金融帳管制和匯率自由浮動後，於大陸經濟力量的支撐下，終將與歐元及日圓相抗衡，成為僅次於美元的國際準備貨幣。這種趨勢演變國人應予以高度關注，並及早尋求因應之道。

第二節 研究目的與內容

本研究目的在於探討大陸匯率政策及人民幣國際化對國內金融市場與金融穩定可能產生的衝擊，進一步針對這些衝擊所帶來的機會與挑戰，提出兩岸經貿往來因應的對策，以提供決策機關在制定貿易金融政策之參考。詳言之，本研究的目的為：

1. 瞭解大陸匯率政策的走向及主要考量；
2. 瞭解人民幣境外市場的發展現況及人民幣區域化與國際化之政策措施及跨境貿易情形；
3. 探討兩岸建立貨幣清算機制及台灣成為人民幣境外清算中心的重要性與可能性；及
4. 探討人民幣的匯率自由化與國際化對台灣、區域、及國際金融市場之可能影響。

本研究的內容涵蓋大陸匯率政策的走向及主要，包括人民幣有升值的趨勢，人民幣升值對大陸經濟的影響，人民幣匯率自由化的時機與配合條件，從十二五計畫看人民幣匯率的走向，及大陸外匯存底的運用；人民幣境外市場的發展現況，包括人民幣區域化與國際化的趨勢，人民幣區域化與國際化面臨的問題，人民幣區域化與國際化的進程，人民幣區域化與國際化對國內金融市場的意涵，香港人民幣境外存款、債券、股票與共同基金市場的現況，人民幣境外市場的問題，及未來發展其他可能的人民幣境外市場等議題；兩岸貨幣清算機制的建立與台灣

成爲人民幣境外清算中心，包括兩岸貨幣清算機制的目的與範疇、問題與挑戰、及成功關鍵，台灣成爲人民幣境外市場的條件分析、及人民幣在兩岸未來貿易中的角色；人民幣的匯率自由化與國際化對國內、區域及國際金融市場之可能影響；及研究結論與政策建議。

第二章 中國匯率政策的走向及主要考量

1978 年 12 月，在中國共產黨十一屆三中全會上，鄧小平為首的政治勢力取得中共中央領導權，正式確立經濟改革開放的發展戰略。此後三十餘載，中國乘著經濟全球化的浪潮與善用自身在國際經貿分工體系中的優勢，造就舉世稱羨的經濟發展奇蹟。

但是，在中國經貿快速成長的同時，各國也開始對於中國造成國際經濟的失衡產生疑慮。經常帳長期大幅的順差（特別是對於歐美等國）使得中國以美元資產為主的外匯存底激增，讓人不免懷疑人民幣幣值是否在中國貨幣當局刻意的干涉下過度低估，中國的匯率政策動向或匯率干預措施成了國際政治經濟關切的焦點。

2005 年 7 月 21 日，中國宣布放棄自 1997 年 7 月以來長期釘住單一美元的固定匯率作法，改採釘住一籃子貨幣的浮動匯率政策。³ 究竟中國匯率改革的背景是什麼？貨幣當局為何選在 2005 年 7 月進行匯率改革？人民幣匯率自由化後對於中國的總體經濟會有怎樣的影響？人民幣對國際主要貨幣的升值能否有效減緩中國與其主要貿易對手國之間的貿易失衡？中國貨幣當局如何治理鉅額的外匯資產，皆為本章所要探討的。

人民幣匯率自由化不僅關乎未來中國的經濟發展，並牽動著亞洲新興工業國家的產業布局與匯率動向，更是人民幣國際化的必要條件。本章將對中國的匯率政策進行分析，首先介紹人民幣升值的趨勢；其次，分析人民幣升值對中國經濟的影響；第三，探討人民幣自由化的時機與配合的條件；第四，解讀中國「十二五規劃」中有關人民幣匯率的政策意涵；第五，探討當前中國對於鉅額外匯存底

³ 依據中國人民銀行行長周小川的談話，目前人民幣匯率所參考的貨幣籃是根據中國對各國貿易權重，包括美元、歐元、日圓、韓圓等國家貨幣。參閱〈我首次披露人民幣匯率參考的貨幣籃子主要幣種〉，《新華網》，http://news.xinhuanet.com/fortune/2005-08/10/content_3334597.htm。

的運用與面臨的問題；第六，分析中國外匯政策對中國國內金融市場可能的影響；最後，對本章所討論的各項議題做一總結。

第一節 人民幣升值的趨勢與匯率制度

由於各國幣別不同，匯率成爲兩國進行交易時的貨幣兌換基礎。當一國於某段期間內可用較少單位的本國貨幣換取 1 單位的外國貨幣，則稱該國貨幣對外國貨幣升值；反之，當一國於某段期間內須以較多單位的本國貨幣換取 1 單位的外國貨幣，則稱該國貨幣對外國貨幣貶值。本節從「雙邊匯率」與「有效匯率」的觀念來分析人民幣升值的走勢，並透過歷史回顧介紹改革開放以來中國匯率形成機制與匯率制度的轉變。

一、人民幣的升值趨勢

雙邊匯率係指匯率計算只考慮兩國貨幣彼此的兌換關係。表 2-1 是 2002 至 2010 年人民幣分別對美元、日圓、及歐元的名目匯率走勢。首先，2002 至 2004 年因爲中國匯率採行釘住單一美元政策，始終維持 8.277 元人民幣兌 1 美元的固定比率。2005 年 7 月，中國宣布匯率改採釘住一籃子貨幣政策，該年平均人民幣對美元較前一年微幅升值 1%，之後人民幣呈現穩定升值趨勢。如從 2005 年匯率改革前夕匯率起算，2004 至 2010 年，人民幣對美元的升值近 24.43%（人民幣/美元匯率由 8.277 降至 6.652）。⁴

比起人民幣對美元長期升值趨勢，人民幣對日圓的走勢較爲平穩。2002 至 2004 年，人民幣/日圓匯率約維持在 0.066 至 0.077。即便 2005 年開始人民幣對美元連年升值，人民幣對日圓升值仍不明顯。匯率改革以後，人民幣對日圓的升值只短暫維持兩年，2007 年人民幣對日圓價位觸及匯率改革以來最高水準——0.065 元人民幣兌 1 日圓，人民幣對日圓隨即開始走貶，2010 年

⁴ 人民幣對美元升值幅度的計算爲： $[(1/6.652)-(1/8.277)] / (1/8.277)$ 。

人民幣/日圓匯率甚至回到 2004 年的水準。

為何人民幣匯率改革前後與日圓走勢幾乎「亦步亦趨」呢？因為人民幣與日圓皆與美元連動，人民幣/日圓匯率乃透過人民幣/美元及日圓/美元兩種匯率交叉計算得出。2007 至 2010 年，人民幣對日圓走貶，此乃日圓對美元升值幅度較人民幣對美元升值幅度更大所致，背後原因與外匯避險需求有關。當時全球經濟正遭逢金融海嘯，一方面中國貨幣當局為分散外匯存底過度集中於美元資產的風險，積極收購其他國家政府公債（如日本與韓國政府公債）。另一方面，金融海嘯發生後日本政府為限制「利差交易」（carry trade）的槓桿倍數，⁵ 提高信用交易保證金率，迫使投資者平倉。⁶ 在中國對日本政府公債需求上升與利差交易投資人回補日圓雙重因素影響下，導致日圓從 2007 年 6 月起，由 124 日圓兌 1 美元一路走升，其升值幅度更在人民幣之上。

表2-1: 人民幣對國際主要貨幣的名目匯率走勢——2002 至 2010 年

年別	人民幣/美元	人民幣/日圓	人民幣/歐元
2002	8.277	0.066	8.006
2003	8.277	0.071	9.361
2004	8.277	0.077	10.290
2005	8.192	0.074	10.195
2006	7.972	0.069	10.019
2007	7.604	0.065	10.418
2008	6.945	0.067	10.223
2009	6.831	0.073	9.527
2010	6.652	0.077	8.971

註：表中數據係為年平均匯率。

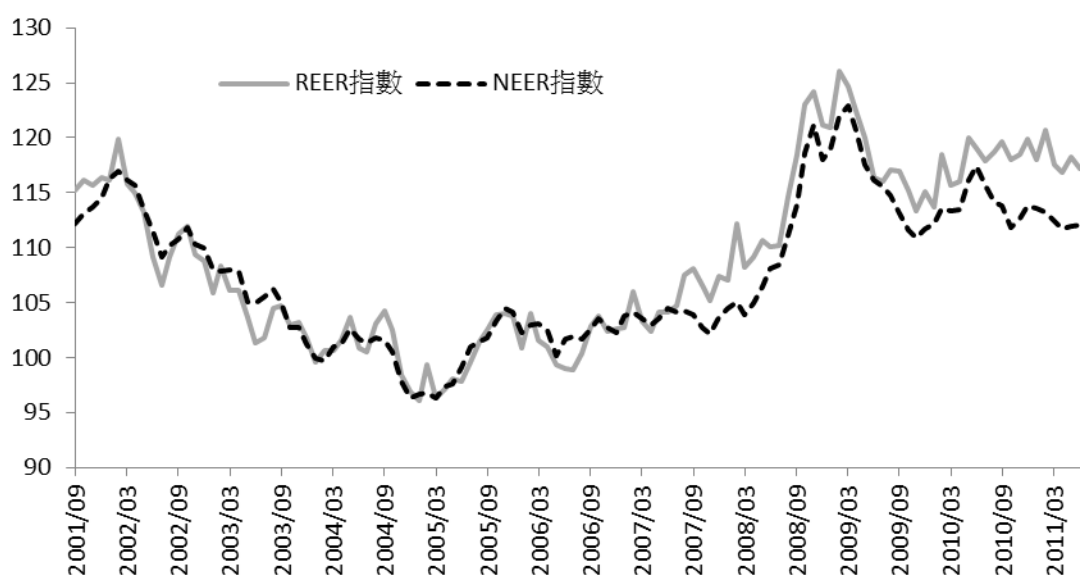
資料來源：2002 至 2009 年數據引自中華人民共和國國家統計局編（2010），《中國統計年鑑——2010》。北京：中國統計出版社。2010 年人民幣 / 美元數據引自中國人民銀行調查統計司網頁，<http://www.pbc.gov.cn/publish/diaochatongjisi/126/index.html>；2010 年人民幣/日圓、人民幣/歐元數據引自德意志聯邦銀行（Deutsche Bundesbank），<http://www.bundesbank.de/index.en.php>。人民幣 / 日圓是透過人民幣 / 歐元及日圓 / 歐元的交叉匯率計算得出。

⁵ 利差交易是指借低利率的貨幣後轉存高利率的貨幣，以賺取其中利率差價的投資策略。由於日圓長期的零利率政策，誘使大量日本國內及國外投資人借入日圓轉存入澳幣、南非幣等高利率的貨幣，賺取其中利差。貨幣利差交易的收益來自於兩種貨幣的利差，而成本則是該兩種貨幣的匯率波動風險。

⁶ 參閱董珮真（2010），〈捍衛匯率 穩定亞幣價位〉，《貿易雜誌》，10 月號，頁 10-14。

人民幣/歐元的匯率也相當平穩。除了 2002 至 2003 年 (歐元流通初期) 曾出現人民幣對歐元較明顯的波動外，匯率改革前後人民幣/歐元匯率走勢幾乎紋風不動。不過歐元對美元強勢的原因與日圓情況不同。一方面美國自 2001 年網路泡沫以後推動弱勢美元政策，部分擔憂美元貶值的資金轉進歐元；另一方面，2004 至 2008 年間歐洲正逢房地產飆漲 (如愛爾蘭、西班牙等國) 與銀行業多頭，歐元資產需求強勁，也推升歐元需求。2008 年 4 月 22 日，歐元兌美元盤中升破 1 歐元兌 1.60 美元，創下 2002 年歐元問世以來歷史新高紀錄。

除了雙邊匯率，我們也可以從有效匯率 (effective exchange rate) 的變化觀察人民幣升值的趨勢。有效匯率 (多邊匯率) 係指匯率計算時依一國對選定多個國家的雙邊匯率進行加權平均，算出一國貨幣對於國外諸多國家貨幣的綜合價值。圖 2-1 是人民幣有效匯率指數走勢圖，該圖顯示過去 10 年間 (2001 至 2011 年)，人民幣名目有效匯率與實質有效匯率大致呈同方向、等比例的變動。



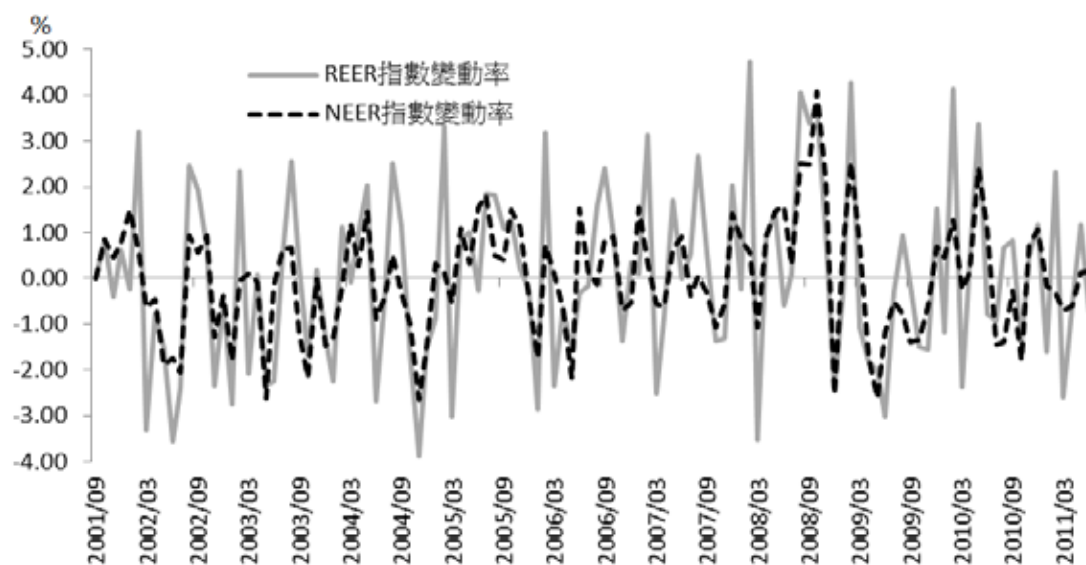
註: REER 表示實質有效匯率指數，NEER 表示名目有效匯率指數。指數編製採 2005 年 7 月為基期，以中國與 60 個國家貿易比重為權數，幾何加權平均雙邊匯率而成，最新貿易權重是採 2008 至 2010 年資料。指數上升表示人民幣升值，反之，則表示人民幣貶值。

資料來源: Bank for International Settlements, <http://www.bis.org/statistics/eer/index.htm>。

圖 2-1: 人民幣有效匯率指數走勢圖—2001 年 9 月至 2011 年 7 月

不論就國際清算銀行 (Bank for International Settlements, BIS) 所公布的名目有效匯率或實質有效匯率來看，2001 年 9 月至 2005 年 6 月為止 (匯率改革前)，人民幣對世界其他國家貨幣整體呈現貶值。2001 年 9 月，人民幣名目有效匯率指數與實質有效匯率指數分別為 112.20 及 115.19；到了 2005 年 6 月，人民幣名目有效匯率指數與實質有效匯率指數分別下降到 99.13 及 97.81，近 4 年間名目有效匯率指數變動率及實質有效匯率指數變動率分別為 -11.65% ($= [99.13-112.20] / 112.20$) 及 -15.09% ($= [97.81-115.19] / 115.19$)。相反地，2005 年 7 月至 2011 年 6 月為止 (匯率改革後)，人民幣則對世界其他國家貨幣整體呈現升值。2005 年 7 月，人民幣名目有效匯率指數與實質有效匯率指數分別為 100.94 及 99.62；到了 2011 年 6 月，人民幣名目有效匯率指數與實質有效匯率指數分別上升到 111.89 及 117.86，6 年間名目有效匯率指數變動率及實質有效匯率指數變動率分別為 10.85% ($= [111.89-100.94] / 100.94$) 及 18.31% ($= [117.86-99.62] / 99.62$)。

接著，我們觀察人民幣匯率改革前後的匯率波動情形。圖 2-2 為人民幣有效匯率指數變動率。首先，該圖顯示人民幣實質有效匯率波動幅度大於名目有效匯率波動幅度，原因可能與這段期間內中國的物價大幅波動有關。此外，若以 2005 年 7 月為分水嶺，則可以發現匯率改革實施以後，人民幣不論名目或實質有效匯率指數每月波動程度都略較匯率改革實施以前來得大。匯率改革前名目與實質有效匯率變化率的標準差分別為 1.12% 及 1.91%，匯率改革後名目與實質有效匯率變化率的標準差則略增至 1.28% 及 1.93%。此乃匯率改革以後，人民幣由原先釘住美元調整到允許每日交易波動區間擴大至中心匯率的上下各 0.3%，這也擴大了人民幣匯率波動風險。



資料來源: Bank for International Settlements, <http://www.bis.org/statistics/eer/index.htm>。

圖 2-2: 人民幣有效匯率指數變動率——2001 年 9 月至 2011 年 7 月

二、人民幣匯率形成機制與匯率制度選擇

回顧中國過去 60 年的歷史，人民幣匯率形成機制有數次轉變。改革開放之前(1953 至 1978 年)，國際社會因資本主義與共產主義兩大陣營相互對抗而進入冷戰時期。在美國及其東亞盟國的封鎖下，中國選擇進口替代 (import substitution) 發展策略。在國窮民困的情形下，中國施行「對外貿易國家化」，包括成立國有外貿總公司以壟斷對外進出口貿易，並以高估人民幣幣值補貼進口工業生產所需的資本財 (Goldstein 與 Lardy, 2009; 吳敬璉, 2010)。當時中國進出口完全遵照國家年度計畫數量辦理，匯率喪失價格訊號 (price signal) 的功能。

改革開放初期 (1979 至 1993 年)，人民幣匯率形成機制的主要特徵是官定匯率與市場匯率並存的「匯率雙軌制」。當時中國正處於進口替代向出口導向 (export orientation) 過渡的轉型期。由於時值計畫經濟向市場經濟換軌的過渡期，一來過去長年刻意高估人民幣幣值 (因實施進口替代) 不利發展出口產業，二來考量人民幣貿然貶值將傷害習於購買力膨脹下的進口產業，因此中國國務院於 1981 年 1 月推出官定匯率 (作為非經常帳結算) 與內部結算匯率 (用於經

常帳結算) 並行的「匯率雙軌制」, 成為改革開放初期最重要的匯率形成機制。⁷

「匯率雙軌制」推行後不久, 人民幣以內部結算匯率計算 (對美元) 的貶值幅度高達 86.67% ($= [(1/2.80)-(1/1.50)] / (1/1.50)$), 有助於改善出口產品的價格競爭力。儘管這段期間官定匯率採取釘住一籃子貨幣政策, 但事實上內部結算匯率仍緊盯美元。1985 年, 中國央行另外推出「外匯調劑市場」取代原先「內部結算市場」的功能, 匯率市場化也向前更進一步。⁸

1994 年 1 月, 中國廢止過去由央行規定官方匯率的作法, 確立今後人民幣匯率由外匯市場供需決定。⁹ 此外, 因為併軌過程中人民幣大幅貶值 (以官定匯率來看), 基本上解決了人民幣幣值長期被高估的問題 (Goldstein 與 Lardy, 2009)。¹⁰ 自 1994 年完成匯率併軌後一直到 1997 年 6 月亞洲金融危機出現之前, 中國央行原則上實施穩中略升的管理浮動 (managed floating) 匯率制度。¹¹

1997 年下半年亞洲各國相繼傳出金融危機, 中國央行承諾人民幣不會跟隨鄰國貶值, 從此人民幣匯率固定以 8.277 元人民幣兌 1 美元的比率釘住美元。然而, 人民幣自亞洲金融危機後長期釘住美元卻引發其他國家的不滿。理由是 2001

⁷ 「價格雙軌制」是計畫經濟轉型至市場經濟的過程中建立市場價格的權宜措施。「匯率雙軌制」是指中國央行在官定匯率之外成立另一個由市場供需決定的外匯交易平台 (稱為「內部結算市場」), 待國內貿易商逐漸適應由市場供需決定匯率的交易模式後再廢除官定匯率, 完成全國匯率由市場供需決定之最終目標。1980 年初, 官定匯率原本是 1.50 元人民幣兌 1 美元。到了 1980 年 10 月, 中國國務院同意國有企業透過央行內部結算市場匯率 (2.80 元人民幣兌 1 美元) 上下各 10% 的浮動區間進行外匯交易 (吳敬璉, 2010)。

⁸ 「外匯調劑市場」源自 1979 年實施的「外匯留成制度」(即「外匯承包制」), 創匯單位 (指企業與地方政府) 只須上繳一定外匯成數給中國央行, 其餘部分依規定可留下自由運用。1993 年, 調劑市場的外匯交易量已佔全國外匯交易總規模 8 成以上 (吳敬璉, 2010), 對於加速人民幣匯率市場化有重要的貢獻。

⁹ 當時官定匯率為 5.80 元人民幣兌 1 美元, 而市場調劑匯率為 8.70 元人民幣兌 1 美元。中國央行宣布從此廢除官定匯率 (等同於當下讓人民幣貶值 33.33%), 完成人民幣匯率形成機制統一的改革目標。

¹⁰ Goldstein 與 Lardy (2009) 之所以認為匯率併軌解決人民幣幣值長期被高估所持的理由包括: (1) 當時調劑市場已佔全國外匯交易量的 8 成以上, 所以其匯率具有代表性; (2) 當時外匯調劑市場匯率充分反映外匯供需, 1988 年上海外匯調劑中心成立, 由於上海調劑交易的規模居全國之冠, 加上以公開競拍方式進行外匯市場交易, 交易價格充分反映市場供需, 逐漸成為全國各地外匯調劑市場的參考價格; 及 (3) 1994 至 1996 年經常帳細餘對 GDP 比率維持在正負 2% 之間, 貿易收支大致接近平衡。

¹¹ 1994 年匯率併軌初期人民幣 / 美元匯率為 8.70, 1997 年人民幣 / 美元匯率略微下降到 8.277。換言之, 這段期間內人民幣對美元升值幅度為 5.11% ($= [(1/8.277)-(1/8.70)] / (1/8.277)$)。

年網路泡沫破裂以後，美國開始實施弱勢美元政策，各個實施浮動匯率的國家，貨幣（如歐元以及日圓）對美元大幅走升，中國央行實施釘住美元的匯率政策，等同人民幣對於其他實施浮動匯率國家貨幣大幅貶值。中國出口貿易的競爭對手國紛紛指控中國刻意壓低幣值以獲取國際貿易競爭上的價格優勢。除了各國要求人民幣升值的壓力，中國經濟也遭受經常帳順差金額擴大及外匯存底激增，招致貨幣供給增長率居高不下，國內投資過熱、物價飛漲的苦果。在國內、外層層壓力下，人民幣匯率改革已是無可避免的趨勢。

2005 年 7 月 21 日，中國央行宣布重新實施浮動匯率制度，此後人民幣匯率形成機制改採釘住一籃子貨幣。不過中國在出口帶動經濟成長的發展思維下，加上美國又是中國主要的貿易對象，一般咸信中國所稱的貨幣籃子中，美元應該還是最關鍵的成分，人民幣匯率走勢因此仍與美元匯率走勢高度連動。

第二節 人民幣升值對中國經濟的影響

自 2002 年開始，中國出口快速增加，經濟快速成長，外匯存底迅速累積，使得中國經濟同時出現外部失衡與內部失衡，各國政府要求人民幣升值的聲浪不斷。¹² 然而，人民幣升值能否解決中國經濟的內外部失衡問題，學界仍有爭辯。本節將分別從外部均衡與內部均衡的觀點，分析人民幣升值對中國經濟的影響。

一、人民幣升值與中國經濟外部均衡

人民幣升值能否減少外部經濟失衡呢？有人認為中國經常帳順差並非中國單方面因素，人民幣升值無助於減緩中國外匯存底累積速度 (Fan, 2007)；也有人認為人民幣擴大升值幅度，將改善中國與貿易順差來源國（特別是美國與歐盟）的貿易失衡 (Goldstein 與 Lardy, 2009)。主張人民幣升值無助於消弭中國的國際收支順差所持的理由主要如下：

¹² 國際經濟理論定義一個國家總體經濟均衡應包括外部均衡與內部均衡，前者指國內經濟達到充分就業產出水準及物價穩定，後者指國際收支平衡。

1. 人民幣升值將降低進口成本。中國對外貿易集中於加工出口業，因此人民幣升值無助於減少經常帳的順差。由於中國出口產業集中於加工製造業，人民幣降低原材料的進口成本，出口廠商可以由原物料進口所節省的成本吸收升值的負面衝擊，因此出口報價漲幅將有限，對於出口產品的國際競爭力將不會有太大的影響。

2. 中國產品具有實質的國際競爭力。中國生產成本仍有競爭優勢，廠商毛利潤足以吸收人民幣升值帶來的衝擊。相較於歐美及其他出口國家所生產的同等級產品，中國生產仍具備低成本優勢，在國際市場相同售價下享有較高的毛利率。即便人民幣升值壓縮中國廠商部分的毛利潤，但對整體營運影響不大，中國廠商仍可維持正利潤而繼續生產。

3. 各國對中國產品的需求缺乏彈性。根據國際經濟理論，唯有本國對外國的進口需求價格彈性與外國對本國的進口需求價格彈性之和（絕對值）大於 1（即 Marshall-Lerner 條件成立時），國幣升值才會導致經常帳收支惡化。但事實上國際市場對於中國出口產品的依賴度高，¹³ 外國對中國產品的進口需求價格彈性很小，因此人民幣升值反而可能造成中國經常帳順差的進一步擴大。此外，根據 J 曲線效果 (J-curve effect) 假說，一國貨幣升貶值對其經常帳的影響存在時間落差 (time lag)，因此國幣升值在短期內也可能使經常帳順差擴大而非縮小。

4. 預期人民幣升值會引發熱錢透過各種管道流入中國。2003 年開始，國際投資人在媒體的推波助瀾下逐漸對人民幣形成進一步升值的預期。儘管中國至今對於金融帳仍有諸多管制，¹⁴ 但一般認為國際熱錢仍可透過各種非法管道流入中國。¹⁵ 為了消除對於人民幣升值的預期，2005 年 7 月匯率改革前中國始終對於維持匯率穩定表達強硬的立場；匯率改革後，中國採行管理浮動匯率政策，

¹³ 有關世界各國對於中國產品 (made in China) 高度依賴的情形，可參閱 Bongiorni (2007)。

¹⁴ 國際貨幣基金自 1995 年起將國際收支帳中的資本帳改稱金融帳，但中國官方仍以舊習資本帳稱之。

¹⁵ 中國於 1996 年 12 月開放經常帳自由兌換，部分熱錢時常經由貿易會計操作出入中國。例如，以高報出口價格、低報進口價格讓資金流入中國；反之，以低報出口價格、高報進口價格將資金流出中國。此外，還可以透過企業預付帳款的手法讓國外熱錢流入中國。

人民幣朝升值方向波動，容易給外界對人民幣將進一步升值的預期。在此情況下，爲了套利，一旦國際熱錢從四面八方透過合法與非法管道流入中國，將使中國的外匯存底持續上升，而無助於抑制國際收支的順差。

主張人民幣升值有助於消除中國之國際收支順差的主要看法如下：

1. 人民幣升值將降低中國勞力密集產品的國際競爭力。中國工資水準低於歐美與東亞鄰國（因爲其勞動生產力較低），導致中國出口集中在勞力密集且高度競爭的代工產品，這些產品的利潤微薄，人民幣升值將對這些出口產業的獲利造成衝擊，而導致出口減少。

2. 中國經濟政策改變，出口產業經營環境日趨嚴峻。2007 年 7 月起，中國政府推出新的出口退稅政策，調降 2,000 多項產品的出口退稅率以抑制過熱的出口情況。¹⁶ 2008 年 1 月起，中國政府實施「勞動合同法」，提高勞動條件，並大幅提升最低工資，帶動東南沿海省份一波的調薪潮與歇業潮。¹⁷ 勞動成本的上升使得中國出口產業對人民幣升值的耐受度大不如前。¹⁸

3. 中國的進出口價格彈性仍大，人民幣升值將導致經常帳順差減少。Kwack 等人 (2007) 研究發現，中國的進口需求的價格彈性約爲 0.5，出口供給價格彈性約爲 0.7，進出口價格彈性之和大於 1；Goldstein 與 Lardy (2009) 亦指出，中國的進出口價格彈性之和大於 1，因此人民幣升值將可以抑制經常帳順差。

4. 人民幣升值可以降低人民幣進一步升值的預期，減少熱錢流入。人民幣幣值低估才是國際熱錢流入中國的主要原因，因爲這導致投資人產生人民幣即將升值的單向預期。在此情況下，中國央行對人民幣緩升的堅定態度反倒讓投資大

¹⁶ 參閱邱詩文 (2008)，〈傳統企業遭殃，肖敏捷：三成台港商受衝擊〉，《經濟日報》，8 月 1 日，版 A7。

¹⁷ 參閱林安妮 (2008)，〈代工愛迪達，台商常登關廠〉，《經濟日報》，1 月 8 日，版 A6。李育真、林安妮、劉煥彥、邱詩文 (2008)，〈台商倒閉潮，珠三角千家歇業〉，《經濟日報》，7 月 29 日，版 A6。

¹⁸ 例如，2012 年 1 月 31 日由海基會主辦的大陸台商春節聯誼會上，多位台商協會會長指出高漲的工資迫使部分勞力密集型台資企業移往工資水準較低廉的東南亞國家發展。又大陸勞工意識抬頭，加上沿海城市生活不易，昔日由內陸到沿海城市謀生的農民工開始有回流內陸省分的二線城市尋求發展的現象，導致沿海城市嚴重缺工（如江蘇崑山地區約 10~20%）。以上參閱劉馥瑜、余研寧、黃欣 (2012)，〈台商經營有三難，壞到下半年〉，《工商時報》，2 月 1 日，版 A10。

眾形成升值預期，吸引更多熱錢流入。因此，唯有人民幣大幅升值才能打破這種預期，降低熱錢流入的誘因，而減少中國的國際收支順差。

以上人民幣升值與中國國際收支關係的兩派觀點，究竟何者能被統計數據支持呢？表 2-2 顯示，2001 年底，中國的國際收支順差為 473 億美元，其中經常帳順差為 174 億美元、資本帳與金融帳順差 348 億美元，當年度外匯存底也僅增加 483 億美元。然而，短短 3 年間 (2001 至 2004 年)，中國國際收支順差已達 2,064 億美元 (增加 3.36 倍)，其中經常帳順差已達 687 億美元 (增加 2.94 倍)、資本帳與金融帳順差達 1,107 億美元 (增加 2.18 倍)，當年度外匯存底更增加 2,067 億 (增加 3.28 倍)。

相較於 2001 至 2004 年國際收支順差的快速增加，2005 至 2010 年已明顯降溫許多。2005 年 7 月 21 日，中國央行發布「關於完善人民幣匯率形成機制改革的公告」，宣布人民幣放棄釘住美元，改採釘住一籃子貨幣的管理浮動匯率制度，宣布當天人民幣對美元升值 2%，此後人民幣對美元一路走升。截至 2010 年底，人民幣/美元匯率已到 6.59，自匯率改革以來人民幣對美元累積升值幅度達 25.6% ($= [1/6.590 - 1/8.277] / (1/8.277)$)。2010 年，中國的國際收支順差來到 4,717 億美元，其中經常帳順差 3,054 億美元、資本帳與金融帳順差 2,260 億美元，當年度外匯存底增加 4,608 億美元。若對照匯率改革當年 (2005 年) 數據，國際收支順差增加 1.28 倍，經常帳順差增加 1.90 倍、資本帳與金融帳順差增加 2.59 倍、全年外匯存底增加 1.21 倍，成長幅度已趨緩和。¹⁹

由上述數據比較可以發現，中國在人民幣對美元升值之前，國際收支順差累積速度較快，升值以後國際收支順差累積速度較慢，故實際統計結果比較支持人民幣升值有助降低國際收支順差的觀點。事實上，無論就理論或各國經驗來看，只要一國貨幣升值幅度夠大，終將使其國際收支順差減少。

¹⁹ 由於歐債危機引發全球投資人對中國 2012 年經濟成長減緩的憂慮，2011 年第 4 季出現大規模資金流出中國，導致外匯存底較前一季減少 206 億美元至 3.18 兆美元。但一般認為此乃短期干擾現象，並不能改變中國擁有逾 3 兆美元的外匯存底此一結構性問題及其背後所隱含的巨大升值壓力。

表2-2: 中國國際收支餘額的變動——2001 至 2010 年

單位: 億美元

年別	國際收支餘額	經常帳餘額	資本帳與金融帳餘額	淨誤差與遺漏	外匯存底變動
2001	473	174	348	49	483
2002	755	354	323	-78	777
2003	1,170	459	527	-184	1,185
2004	2,064	687	1,107	-270	2,067
2005	2,070	1,608	630	168	2,085
2006	2,470	2,499	100	129	2,493
2007	4,617	3,718	735	-164	4,656
2008	4,190	4,261	190	261	4,197
2009	3,984	2,971	1,448	435	4,869
2010	4,717	3,054	2,260	597	4,608

資料來源: 台灣經濟新報資料庫, <http://www.tej.com.tw/twsite/>。

二、人民幣升值與中國經濟內部均衡

對於人民幣升值能否減少中國的國內經濟失衡 (特別指經濟過熱) 也有不同的看法, 一是認為即便人民幣匯率繼續處於失衡狀態, 中國對內仍可維持某種程度的經濟穩定 (Anderson, 2004; Anderson, 2006); 一是認為人民幣幣值持續低估, 中國經濟的外部均衡目標與內部均衡目標皆無法達成 (王愛儉、王景武, 2009; Goldstein 與 Lardy, 2009; 余永定, 2010)。對於人民幣匯率變動可以改善中國國內經濟失衡持否定看法的主要理由為:

1. 人民幣幣值是否低估與中國經濟穩定沒有多大關係。中國並不符合小型開放經濟體的假設, 對於貨幣政策有較大的自主性。²⁰ 由於大型開放經濟體的國際收支順逆差金額對其貨幣供給的比率相對較低, 因此可以較有效地維持貨幣政策的自主性。中國已是世界第二大經濟體, 與小型開放經濟體的前提假設有所出入, 因此即便人民幣幣值低估使得中國出現經濟過熱與物價上漲壓力, 仍可透

²⁰ Anderson (2005) 認為中國既非小型經濟體也沒有特別開放 (因為資本管制), 因此即便中國國內利率及外國利率出現落差, 中國央行仍可有效掌控貨幣供給。

過強勢的宏觀調控政策對過熱的經濟進行降溫。Anderson (2005) 指出，在嚴格的資本管制與鉅額貨幣沖銷措施下，中國的外匯存底增加並不會直接導致中國的經濟失控。童振源 (2005) 也指出，中國雖然外匯存底遽增，但未引發理論所預期的高物價膨脹，其原因乃是執行鉅額沖銷政策的結果。因此，失衡的人民幣匯率對中國的國內經濟運行的影響並不嚴重。

2. 人民幣升值將使中國失業增加。假使人民幣大幅升值造成虧損的出口廠商退出市場，國內失業問題勢必更加嚴峻。Fan (2007) 指出，人民幣升值早已是國內政治問題，長久以來的加工出口模式為中國內陸與農村地區低技術的勞動力（農民工）帶來龐大的就業機會。一旦人民幣大幅升值造成出口產業的倒閉與裁員，大量湧現的失業人口將衝擊社會穩定並危及中國共產黨的政權，反倒更不利於國內經濟均衡的達成。

對於主張人民幣升值才能有效解決中國國內經濟失衡問題的主要理由為：

1. 人民幣升值才能降低外匯存底，從而減輕物價膨脹壓力。因為人民幣低估導致外匯存底增加，外匯存底增加導致央行被迫增加貨幣供給，造成國內經濟過熱情況無法有效解決。基於此一理由，人民幣升值成為解決中國經濟過熱的根本之道。

2. 央行無法長期執行沖銷政策影響貨幣供給。雖然中國當局頻繁使用高度沖銷政策並搭配對價格的行政干預（以糧食與畜產品價格為主），可以暫時抑制物價膨脹速度。然而，央行鉅額沖銷加重央行的利息負擔，特別是當中國利率水準高過於美國利率時，形成向國內金融市場借入高利率資金後，再以較低利率的貸給美國資金，造成央行的營運虧損。²¹ 央行為避免營運出現虧損，沖銷政策較難長期繼續下去。

3. 人民幣幣值低估，助長資產泡沫化的形成。在當前中國的國內名目利率

²¹ 中國央行在市場上拋售公債沖銷外匯增加所引起的貨幣供給增加，而後再以所累積的外匯購買美國的公債，因而形成這種現象。

因受政府管制而存有僵固性的情形下，²² 人民幣升值將有助於抑止國內過度投資。外匯存底不斷累積，中國央行被迫要大量增加貨幣供給，並造成的國內物價上漲的預期。根據費雪方程式 (Fisher equation)，名目利率固定的情況下，預期物價膨脹率上升將導致實質利率下降，甚至出現實質利率為負的情形。實質利率為負（人們存款意願降低、借款意願提高）助長了國內投機風氣與資產泡沫的形成。在中國的利率實現自由化以前，倘若人民幣可以反映其實際價值而適度地升值，將有助於減少外匯存底累積與並抑制物價膨脹。

由上述分析可知，人民幣升值對中國經濟是好是壞仍無定論。在經濟屢屢出現過熱跡象及各國要求人民幣匯率自由化的聲浪紛至沓來的情況下，中國人行終於在 2005 年 7 月實施匯率改革，開放人民幣名目匯率（對美元）浮動區間，但因顧及人民幣升值過快對就業市場及社會穩定可能造成的衝擊，相當程度限縮了中國央行對於匯率改革的推動速度，讓人民幣緩升成為中國恪守的政策立場。

第三節 人民幣匯率自由化的時機與配合條件

2002 年底開始，人民幣匯率自由化問題在各國（主要是美國、歐盟、及日本）施壓下成為眾所矚目的焦點。儘管 2005 年 7 月中國實施匯率改革，人民幣開始對美元升值，但是在中國政府拒絕讓人民幣短期內大幅升值的堅定態度下，人民幣匯率自由化議題至今仍是導致中國與各國經貿關係惡化的引爆點。

一、國際對人民幣升值的聲浪

2002 年 12 月，日本副財務大臣黑田東彥 (Haruhiko Kuroda) 率先於英國《金融時報》(*Financial Times*) 發難，撰文分析中國政府應該讓人民幣升值。2003 年 2 月，日本財務大臣鹽川正十郎 (Masajuro Shiokawa) 於經濟合作暨發展組織 (OECD) 的七國集團會議上正式要求各國通過決議迫使人民幣升值。同年 8

²² 例如，中國央行為保護國內銀行業（國有銀行為主）的獲利，對存放款利率進行不合理的管制，包括對存款利率訂定上限（向上僵固）以及對放款利率訂定下限（向下僵固）。

月，鹽川正十郎於菲律賓舉行的「東協加 3」(ASEAN + 3) 會議上，當面要求中國財政部長金人慶允諾人民幣升值。

在歐洲方面，2002 年以後，由於美元長期走弱與歐洲景氣擴張的雙重因素下，歐元連年對美元走升。面對歐元幣值大幅升值對出口產業的衝擊，就連過去較少對中國匯率問題表態的歐盟，也不得不要求人民幣應該適度對美元升值。2003 年，歐盟執行委員會 (European Commission) 主席普羅迪 (Romano Prodi) 更直陳「中國的人民幣政策為新保護主義」。²³

不過，美國才是最積極要求人民幣升值的國家。由於中國是美國最大貿易逆差來源國，因此美國對於中國匯率議題態度也最強硬。2003 年秋，美國參議員舒默 (Charles Schumer) 與葛拉漢 (Lindsey Graham) 共同提議若中國不願解決人民幣幣值低估的問題，將授權美國財政部對於自中國進口的全數產品施以 27.5% 的懲罰性關稅。2007 年，參議員格拉斯利 (Charles Grassley) 與鮑克斯 (Max Baucus) 更提議修法，要求美國財政部每半年向國會提出匯率報告，說明那些國家貨幣幣值因政府操控而偏離基本面。2011 年 10 月 11 日，美國參議院更表決通過「2011 年通貨匯率監督改革法案」(Currency Exchange Rate Oversight Reform Act of 2011)，作為美國制裁中國操控人民幣匯率的手段，美中貿易大戰看似一觸即發。

雖然各國不斷對人民幣匯率議題施壓，中國政府仍維持一貫立場，不為所動。即便在 2005 年實施匯率改革之後，中國貨幣當局仍然維持緩步升值的作法，不願如外國政府所要求，以一步到位的方式解決人民幣匯率失衡的問題。

二、人民幣的緩升策略

由於人民幣幣值的低估導致外匯存底激增，國內經濟出現過熱情況，中國央行遂於 2005 年 7 月 21 日宣布放寬人民幣匯率波動區間，改採管理浮動匯率制度。然而，匯率改革以後的 6 年內 (至 2011 年 6 月為止)，人民幣對美元累積升

²³ 參閱邱輝龍 (2003)，〈G7 要求人民幣擴大波動幅度〉，《中國時報》，9 月 16 日，版 B2。

值幅度只有 26%，仍落後於一般人及學者所認為應升值幅度一段距離。²⁴ 既然人民幣幣值確實是被低估的，而且低估的人民幣已經造成中國經濟的外部失衡（國際收支順差擴大）與內部失衡（國內物價膨脹率節節升高），為何中國至今仍不願調整原先緩升的立場，而加快人民幣升值的腳步呢？以下將依政治、經濟、及社會三個面向探究影響人民幣匯率自由化的可能原因。

1. 政治上——不屈服於國際政治壓力

中國國內有一部分的人認為外國（主要為美國）要求人民幣升值只是假藉匯率議題，回應國內選民壓力。由於國際的產業分工，昔日美國主要的進口來源（如亞洲四小龍）紛紛先在中國加工生產後，再出口到美國。因此，中國對美國長期的貿易順差只是反映亞洲鄰國將其原本對美國出口能量的轉移，與人民幣幣值是否被低估無關。即便人民幣大幅升值導致中國對美貿易順差消除，美國對全世界的貿易逆差也不可能明顯改善，因為中國境內的出口廠商會另尋他國生產，繼續出口到美國市場。此外，根據國民所得恆等式，因為美國的儲蓄率遠低於亞洲國家，必然會出現貿易逆差的情況，故中國無須替外國政治人物紓緩選民壓力，而大幅讓人民幣升值。

中國之所以抗拒人民幣升值，是有其歷史背景的。自 1842 年鴉片戰爭結束後，中國受西方列強干預與宰制近 1 個世紀。因此，在中華人民共和國成立後不久，中國政府便提出「和平共處五原則」，宣示互不干涉內政等五項外交原則，並奉為與外國交流過程的圭臬。毫無疑問地，匯率政策是一國貨幣政策中重要的一環，而貨幣政策又是主權的象徵，中國對於任何侵犯其主權的一切事物都懷有戒心，抗拒外國對其匯率問題的施壓也就無足為奇了。

最後，民族自尊心也是讓中國抵抗外國催促人民幣升值的聲浪的另一項關鍵因素。由於中國是擁有數千年輝煌文化的歷史古國，難免對於他國的評論或指導容易有排斥感。2005 年 3 月 14 日，中國總理溫家寶在記者招待會上表示，中國

²⁴ 例如，Cline 與 Williamson (2008) 對人民幣幣值低估幅度進行實證研究，得到 2000 至 2004 年人民幣對美元低估 42%，而 2005 至 2007 年人民幣對美元低估 38%。

匯率改革正在進行，具體動作將會「出其不意」。²⁵ 同年 5 月 11 日，中國央行副行長吳曉靈在接受《日本經濟新聞》專訪時表示，中國希望「國際社會讓中國自行決定」放寬人民幣匯率的時機，並表示「如果不是美國造成這樣的環境（指催促人民幣升值），（匯率）改革的步調或許會比大家預期的更快。」²⁶ 因此，在判斷人民幣未來升值的時機或幅度時，民族自尊也是必須考量的因素。

2. 經濟上——維持國內經濟高速成長

儘管中國政府的匯率自由化有其政治上的思量，但人民幣升值後對經濟造成的衝擊才是匯率改革步調快慢的決定性因素。早期中國為追求出口導向的經濟發展策略，保持穩定的匯率有助於降低出口廠商匯率波動風險。近年來，中國政府已定調「促內需、調結構」為新一輪的經濟發展策略，透過匯率自由化及人民幣升值加快廠商轉型及技術升級應當符合中國經濟利益，但擔憂轉型過程中可能的經濟衝擊（產出下滑及失業加劇），中國政府對於匯率自由化仍舊謹慎以對。

出口導向是中國改革開放至今最主要的經濟發展策略，維持出口產品的國際競爭力成為中國經濟成長的必備條件。毫無疑問地，中國經濟奇蹟是透過充分利用其大量且低技術勞動力，發展加工出口業。然而，加工出口業存有高度替代的特性，毛利也普遍偏低（如 2009 年全國工業利潤率約 6.37%），²⁷ 中國政府為了維護廠商出口價格競爭優勢，並藉此帶動出口相關的投資活動，讓人民幣幣值被低估自然成了必要之惡。

即使中國的外匯存底快速累積，造成國內經濟出現過熱跡象，但無可否認的是，鉅額外匯存底也提升了中國在國際社會的影響力（特別是在歐美各國陷入債務危機的今天）。此外，中國在現行以經濟發展作為地方首長政績考核的制度下，

²⁵ 參閱〈溫總：匯率改革或「出其不意」〉，《文匯報》，3 月 14 日，<http://paper.wenweipo.com/2005/03/15/YO0503150002.htm>。

²⁶ 參閱朱小明（2005），〈人民銀行：若非美催逼，人民幣早升值〉，《聯合晚報》，5 月 11 日，版 10。

²⁷ 2009 年中國工業利潤率（利潤總額 / 主要業務收入總額）為 6.37%。若依輕重工業區分，輕工業利潤率為 6.58%，重工業利潤率為 6.28%。若依企業資本來源地區分，內資企業利潤率為 6.23%、台港澳資企業利潤率為 6.74%、及其他外資利潤率為 6.72%。以上數據參閱中華人民共和國國家統計局編（2010），《中國統計年鑑——2010》。北京：中國統計出版社。

追求固定投資增加及產出水準高速成長成了地方首長的施政目標。中央政府面對地方民眾追求發展的龐大壓力，穩定人民幣匯率成爲不得不的次佳選擇。

中國亮麗的經濟表現，加上預期未來人民幣升值，許多以投機炒作爲目的的國際熱錢大量流入中國炒作股票與房地產。如果人民幣匯率採一步到位地調整到均衡水準，使得國際熱錢對人民幣升值預期不再，可能造成投機資金獲利了結且快速外流，導致股票及房地產市場瞬間暴跌。由於政府長期的保護政策，中國金融機構的體質普遍不如已開發國家的跨國金融集團，一旦股市與房地產出現崩盤，連帶影響商業銀行的抵押品的價值，勢必危及中國的金融安全。

最後，經濟結構轉型（例如，出口轉內需、製造業升級、及服務業加大）是中國近年來的首要發展戰略，然而轉型過程中所產生的社會成本與經營風險是中國當局所必須審慎衡量的。例如，2007 年以來，中國沿海城市缺工潮一直沒有獲得解決。一方面是因爲工資上揚，勞資雙方需要重新磨合對工資的共識；另一方面則是大量低技術勞動力無法滿足中國產業升級的需求，造成結構性失業加劇。因爲經濟結構轉型過程需要具備新知識、新技能的勞動力，但人力資本累積通常無法一蹴可及，出口轉內需及發展服務業也需一段時間的準備。中國爲了替國內產業爭取更多的轉型時間，匯率自由化速度也將連帶受到影響。

3. 社會上——掩蓋社會不和諧問題

中國不願人民幣升值過快主要是爲了國內經濟成長，而謀求國內經濟快速成長的目的之一便是降低國內外對於政治、社會的改革訴求。過去中國經濟實力相對於西方國家還不夠強大，因此歐美各國對於中國解除社會管制仍有一定影響力。然而，2007 年至今東西政經實力卻有極大的轉變，昔日強盛的歐美各國相近陷入金融海嘯與主權債務危機，但以中國爲首的開發中國家卻在西方國家陷入經濟危機時急起直追，累積大量外匯存底，甚至成爲西方國家尋求經濟奧援的對象。面對國際局勢的驟變，中國政府掌握更多籌碼抗拒過去國際社會長期要求中國政府結束專制，實施自由民主的壓力。

類似的情形也出在中國國內對於政治民主化的訴求上。1989 年「六四天安

門事件」以後，中國政府採行「做大蛋糕」式的策略，用滿足民眾的溫飽來換取被統治者對現行專制體制的臣服，經濟增長儼然成爲中國有效壓制國內政治及社會改革訴求的保證。²⁸ 然而，經濟快速成長的同時也產生區域發展失衡及所得分配不均等問題，並引發民眾對於執政者的憤怒與不滿。根據北京清華大學教授孫立平的研究顯示，光是 2010 年中國國內便發生 18 萬件抗議及騷亂事件，比 10 年前增加 3 倍之多，且社會動盪仍在加劇。²⁹

雖然人民幣升值可能是迫使中國廠商進行汰弱留強與提升經營效率的重要手段，可是在經濟轉型過程中社會必定出現一批轉型下的輸家（絕大多數是貧苦的低階勞動階級）。中國政府擔心若人民幣升值過快導致出口產業萎縮及湧現大量失業人口，甚至結合社會上對於政府的不滿勢力，可能會危及中國共產黨盤據六十多年的政權，相形之下，人民幣匯率失衡導致的外匯存底激增與國內經濟過熱等問題便顯得微不足道了。

三、人民幣匯率自由化的時機

透過以上分析可以清楚瞭解，中國政府對於匯率自由化改革的思維並不單單只有經濟因素，在分析人民幣匯率自由化的決定因素時，也應考量政治、社會壓力等非經濟因素，才不會失之偏頗。準此，我們認爲人民幣匯率自由化的時機，將取決於以下因素：

1. 政局穩定

2012 年秋，中國共產黨將召開「中國共產黨第十八次全國代表大會」（簡稱「十八大」），會中將決定中國新一代領導班子。政權更迭之際，驟然擴大匯率改革幅度可能對經濟、社會造成不確定性，不利中國領導人的政治接班。此外，「胡溫體制」即將結束，爲提高新一代領導人在國際事務上的聲望及籌碼，應該

²⁸ 參閱劉曉波 (2008)，〈改革三十年的民間動力〉，開放雜誌網站，http://www.open.com.hk/old_version/0805p62.html。

²⁹ 參閱〈中國經濟飛速增長，社會動盪加劇〉，《華爾街日報》(中文版)，2011 年 9 月 26 日，<http://chinese.wsj.com/big5/20110926/bch105945.asp>。

會將更大幅度的匯率自由化留待新任政治領導人將政局穩定以後才實施。是故，在近期「穩定壓倒一切」的保守心理下，2012 年「十八大」以後，人民幣匯率自由化應該會有明顯進展。

2. 金融局勢穩定

在人民幣將會進一步升值的預期下，數千億美元的國際熱錢湧入中國，炒作資產價格。因此，人民幣匯率進一步自由化必須在中國政府有充分信心掌握擴大浮動區間後的一切可能局勢演變才會實現，這包括：

首先，中國經濟能持續穩定成長。只要中國經濟能持續維持較快的成長，企業獲利情況改善，償債能力增強，而使銀行業對於人民幣匯率自由化的耐受力提高（因為呆帳風險有效降低）。

其次，金融機構體質須獲得初步改善。過去中國銀行業負擔過多政策責任（如提供政策性貸款及社福支出），導致銀行業虧損嚴重，財務體質惡劣。雖然近年來中國已透過國家注資改善「四大銀行」（總資產規模佔中國銀行業總資產六成以上）財務結構並完成上市，但其餘四成中小型銀行與農村信用合作社等財務狀況依然嚴峻。因此，讓金融機構及早回歸專業經營，提升獲利並改善財務體質，才有能力因應人民幣升值後可能的匯率風險。

最後，政府金融監理機關有效監控進出的國際資金動向。自 2007 年次貸危機爆發後，嚴格管控取代高度放任已成為各國金融監理規範的新趨勢。由於看升人民幣走勢，國際熱錢大量湧向中國，中國何時才能有效防範炒作資金流入中國，將與人民幣匯率自由化的時機息息相關。

3. 對經濟衝擊較小

可以預期，人民幣匯率自由化將促使人民幣往升值方向走，而大幅升值的結果，將不利於中國的出口及經濟成長。因此，為減少人民幣升值對中國經濟的衝擊，提升內需以取代出口，支撐經濟成長；改善經濟結構，發展資本、技術密集產業，以提升出口產品競爭力，將是中國不得不走的路，而當這些條件成熟時，也將是人民幣匯率自由化時代的來臨。

第四節 十二五規劃與人民幣匯率

因為幅員遼闊且市場機制仍未完備，中國從 1953 年至今已推行 12 次五年經濟計畫，統一中央與地方政府施政方向。³⁰ 2011 年 3 月，中國第 11 屆全國人民代表大會第 4 次會議批准《中華人民共和國國民經濟和社會發展第十二個五年規劃綱要》（簡稱《十二五規劃綱要》），揭櫫中國 2011 至 2015 年「擴內需、調結構」的政策主軸。³¹

《十二五規劃綱要》第 11 篇第 48 章「深化金融體制改革」中明白揭示中國此後五年的匯率政策為「完善以市場供求為基礎的有管理的浮動匯率制度，推進外匯管理體制改革，擴大人民幣跨境使用，逐步實現人民幣資本項目可兌換。改進外匯儲備經營管理，拓寬使用管道，提高收益水準。」以下將就以市場供需為基礎的管理浮動匯率制度、改進外匯存底經營管理、及實現人民幣金融帳可兌換三大重點逐一探討。

一、完善以市場供需為基礎的管理浮動匯率制度

「十一五」期間（2005 至 2010 年）中國匯率政策最大特徵乃採行管理浮動匯率制度，人民幣放棄釘住美元，5 年內人民幣對美元升值達 23.15%（表 2-1）。但是，23.15% 的升值幅度並沒有徹底解決中國經濟外部失衡現象，2010 年底外匯存底累積近 3 兆美元。在 2008 至 2009 年金融海嘯期間，中國刻意縮小人民幣匯率波動區間，減緩人民幣對美元升值速度以維持經濟穩定成長；³² 人民幣匯率仍高度緊釘美元，未來人民幣必須更大幅度升值（15~20%）才可能達到均衡匯率的目標（Goldstein 與 Lardy，2009）。

³⁰ 因為 1958 至 1962 年「二五計劃」的大躍進政策導致大饑荒與 1963 至 1965 年的「調整時期」，「三五計劃」順延至 1966 年才開始。此外，2005 年「十一五」開始，經濟計劃名稱由原先的「計劃」改成「規劃」，目的是淡化外界對於中國非市場經濟的刻板印象。

³¹ 《十二五規劃綱要》全文可參閱〈授權發布：中華人民共和國國民經濟和社會發展第十二個五年規劃綱要〉，《新華社》，http://news.xinhuanet.com/politics/2011-03/16/c_121193916.htm。

³² 參閱康榮寶（2010），〈廉價人民幣的隱喻〉，《工商時報》，10 月 27 日，版 A5。

《十二五規劃綱要》開宗明義指出中國經濟將由昔日「聚精會神搞建設、一心一意謀發展」轉變成「平穩較快發展」，並首度將「加快轉變經濟發展方式」列為第一章標題，中國未來數年的經濟政策核心昭然若揭。當前中國經濟成長高度仰賴出口導向的中、低階製造業，出口導向的特性使得身為全球最大經濟體之一的中國景氣循環與國外經濟榮枯綁在一起，增加國內經濟運行的風險，而中、低階製造業的特性表現在生產過程技術成分不高、自然資源耗用大、賺得毛利潤微薄等方面上。

固然低估的人民幣有助於國內投入更多資源在出口導向的中、低階製造業，帶動經濟增長與減少失業率，但如同過去亞洲新興經濟體的發展經驗，隨著經濟發展到一定程度，原有要素價格優勢不再、環保法規趨嚴，產業轉型是必經的道路，而這些調整必須借重人民幣匯率，使廠商充分感受到國際市場價格競爭的壓力，才可能推動經濟轉型的大戰略。

若就文本進行對照，《十二五規劃綱要》比起《十一五規劃綱要》的浮動匯率政策的差異在於多了「以市場供求為基礎」。³³ 雖然「十一五」期間人民幣實施浮動匯率制度，但礙於長期以來的出口導向型經濟結構一時難以調整，人民幣大幅升值恐有害經濟成長，升值速度始終受中國人民銀行嚴格控管。但以長遠的角度觀之，人民幣升值將有助於產業的汰弱換強與技術升級，更能提高資源使用效率，達成經濟永續發展的長期目標。

儘管人民幣低估具備刺激出口與維繫經濟成長的短期利益，但匯率長期的失衡也造成中國資源分配的無效率與經濟結構扭曲。因此，可以預期在「十二五」期間人民幣匯率決定過程中央行干預程度會較為減少，市場機制角色也會日益加重。當央行干預減少，可望加快人民幣升值速度，早日使中國的匯率與國際收支回歸均衡。

「十二五」期間將是中國經濟轉型最重要，也是最有利的時機點。一方面，

³³ 《十一五規劃綱要》全文可參閱〈授權發布：中華人民共和國國民經濟和社會發展第十一個五年規劃綱要〉，《新華社》，http://news.xinhuanet.com/misc/2006-03/16/content_4309517.htm。

2012 年中國新一代領導班子將走馬上任，而這批新的領導人也將肩負帶領中國於 2020 年進入「全面小康」的重責大任。「全面小康」根本障礙之一就在於區域發展嚴重不均，如何透過財政與貨幣政策使沿海發達省份完成技術提升與產業轉型，並且讓內陸省份經濟獲得發展與增加就業機會，加快人民幣匯率改革將勢在必行。³⁴ 另一方面，回顧 2005 至 2010 年，全球經濟先後遭逢 2007 年爆發的次貸危機與 2010 年爆發的歐債危機，景氣波動劇烈。然而，中國在面對國外一波又一波的衝擊，加上人民幣連年升值的影響，經濟仍然維持高速成長，國際收支順差持續擴大。中國在國際經濟動盪下的優異表現，加上歐美各國經濟始終萎靡不振，讓中國對於未來經濟結構轉型與匯率改革等諸多挑戰態度轉趨積極，且充滿自信。

二、改進外匯存底經營管理

《十二五規劃綱要》中，中國政府首度提出出現「改進外匯儲備經營管理，拓寬使用管道，提高收益水準」，顯示中國貨幣當局將擴大外匯存底管理的改革。截至 2011 年底，中國外匯存底已超過 3 兆美元，外匯存底不斷攀升不僅造成貨幣政策實施困難、國內經濟改革步伐緩慢，³⁵ 更升高外匯存底持有風險。因此，如何訂出最適外匯存底，並針對外匯存底過剩的積極運用，使外匯存底使用效益極大化，將是「十二五」期間外匯政策的重中之重。

對於中國鉅額外匯存底該如何經營的爭辯，大抵可分為穩健管理與積極操作兩種思維。穩健管理論者認為外匯存底是國內貨幣發行的保證，且是國家金融安全的重要屏障。根據此論點，央行最佳的外匯管理政策就是穩健地看守好所有外匯存底，隨時支應民眾不論金額大小的換匯需求，並防止如國際避險基金 (hedge fund) 可能的狙擊。例如，1997 年亞洲金融風暴席捲東南亞國家，泰國政府想要

³⁴ 人民幣升值後，中國國內一部分的出口廠商為降低生產及營運成本可望將生產重心由沿海一線城市移往內陸二線城市，有助於為內陸省分創造就業機會；而不願移往內陸的出口廠商也必須進行產業轉型，開發高附加價值的產品，加快中國製造業的技術升級。

³⁵ 中國的外匯存底不斷攀升一般認為主要是長期低估人民幣所致。當人民幣持續被低估，出口產業所面臨的轉型壓力較小，這將無助於中國經濟朝內需帶動經濟的發展策略前進。

維繫泰銖匯率，卻因外匯存底不足以對抗國際避險基金的攻擊，導致外匯存底用罄，泰銖大幅貶值，被迫向 IMF 求援。與之相對應的是金融風暴中的香港，在國際避險基金的襲擊下，港元與港股同樣面臨龐大的下跌壓力，所幸最後香港政府動用充足的外匯存底穩定匯市與股市，加上中國矢言在必要時候動用一切外匯存底捍衛香港金融穩定，迫使避險基金知難而退。相較於已開發國家，中國金融發展仍未臻成熟，國有銀行長期負擔政策責任（如提供虧損國有企業融資）而體質不善，爲了因應國內可能的金融危機，中國持有鉅額外匯存底是有其必要性的。

積極操作論者則主張外匯存底經營過於保守並無法達成國家福祉最大化，反而增加外匯存底的持有風險。外匯存底雖然是國內發行貨幣的保證，並負擔隨時提供換匯需求的義務，但在一般情況下，外匯市場上民眾的換匯與結匯的需求相抵消後，實際動用到外匯存底的部分有限，而未動用的外匯準備形成閑置資金，除了投資美國公債等高安全性外國資產賺取微薄的孳息之外，其餘資金並未有效率地運用，導致國家福祉下降。另一方面，中國外匯存底高度集中以美元資產形式持有，由於過去 10 年（2002 年至今）聯準會的弱勢美元政策使得中國帳面外匯存底價值有高估的疑慮（美元走貶導致外匯存底購買力下降）。2007 年下半年起至今，歐美各國相繼陷入次貸風暴與政府債務危機，美元與歐元相繼面臨巨大的貶值壓力。中國外匯存底中，美元與歐元佔有很高的比重，一旦美元與歐元出事（重貶），中國的外匯存底不論再如何保守看管，仍然無法置身事外。

但是，若從《十二五規劃綱要》來看，中國政府已爲其今後 5 年內的外匯存底管理政策定調，即「改進外匯準備經營管理」。儘管穩健管理派還是積極操作派的爭論一時難有定論，但面對當前中國激增的外匯存底與所衍生的問題，中國央行必須有所因應。任何國家央行管理過多的外匯存底不外乎「減少累積」與「增加使用」兩種方法，以下對中國央行管理其外匯存底可行的對策進行探討。

1. 強化外匯存底經營專責機構

2002 年以來，中國外匯存底以平均每月 250 億美元的增幅急速累積。2007 年 9 月，人民銀行與財政部聯手成立「中國投資有限責任公司」（中投公司），

作為中國長期外匯存底投資的專責機構。中投公司成立後資本額為 2,000 億美元，為全球第五大主權財富基金 (sovereign wealth fund, SWF)。³⁶ 中國政府為降低外匯存底累積，未來可望進一步為中投公司辦理增資，屆時中國外匯準備管理將更多元化，並且藉由分散投資降低以往過度集中投資特定國家（主要是美國與歐盟成員國）公債的風險。

目前中投公司不論在內部組織架構、外部監督管理、或經營策略上仍存在不少缺陷。首先，中投公司組織結構過於龐雜且不透明，容易造成各國政府對於中投公司投資背後政治意涵的聯想。其次，中投公司為中國央行掌管數千億美元的外國資產，卻無專屬法律規範中投公司的經營決策，容易衍生代理人問題 (agency problem)。第三，由於國際投資經驗不足，中投公司成立至今的海外投資績效並不佳。因此，中國政府如何在「十二五」期間改進當前中投公司諸多缺陷，自然是眾所矚目。

2. 適度加快人民幣升值步伐

除了強化外匯存底經營專責機構，加快人民幣升值的步伐將是能有效降低中國外匯存底的方法。理論上，只要外匯市場具備足夠的價格韌性 (flexibility)，央行的外匯存底就不會有過剩的問題。正如前所述，《十二五規劃綱要》比起《十一五規劃綱要》對於浮動匯率政策多了「以市場供求為基礎」，外界普遍預期中國央行將讓人民幣匯率更有彈性，以反應市場實際的外匯供需情況。

「十一五」期間，人民幣匯率改革正式啟動，改採釘住一籃子貨幣的管理浮動匯率政策。雖然人民幣中長期升值趨勢已確立，但升值幅度仍趕不上經常帳順差擴大速度，導致外匯存底累積出現失控局面。因此，中國央行於「十二五」期間能否貫徹「以市場供求為基礎」的政策宣示，值得拭目以待。

³⁶ 前四大主權基金依序是阿拉伯聯合大公國的阿布達比投資局 (Abu Dhabi Investment Authority, ADIA)、挪威的挪威政府全球退休基金 (Norwegian Government Pension Fund-Global)、沙烏地阿拉伯的沙烏地阿拉伯貨幣管理局基金 (various funds belonging to Saudi Arabian Monetary Agency, SAMA)、及中國的外匯管理局投資公司 (SAFE Investment Company)。參閱盧永山 (2011)，〈主權基金四處覓食，手握 4 兆美元〉，《自由電子報》，11 月 8 日，<http://www.libertytimes.com.tw/2010/new/nov/8/today-e11.htm>。

3. 逐步實現金融帳可兌換性

解決中國鉅額外匯存底的第三種方法便是開放金融帳。儘管《十一五規劃綱要》中已明白指出實現金融帳可兌換性是「十一五」期間的重要政策，但因當時中國金融體系體質較差，中國政府擔心一旦開放資金完全自由進出國境，將造成中國爆發金融危機。然而，即使中國該不該開放金融帳仍是產官學界爭論所在，一般認為「十二五」期間初步達成金融帳開放已是勢在必行，理由為 (1)《十二五規劃綱要》再度重申「逐步實現人民幣資本專案可兌換」，表示中國政府對此政策的重視程度；(2) 隨著國際化程度加深，中國政府對於資本管制逐漸力不從心；及 (3) 近來多位中國財經官員公開表示當前是中國實現金融帳可兌換性的最佳時機，預期中國政府將有近一步動作。³⁷

在金融帳尚未開放以前，中國設有「合格境外機構投資者」(OFII) 與「合格境內機構投資者」(QDII) 作為管制資金流入流出的行政管理手段。「十二五」期間若要實現金融帳可兌換性，可望對 QFII 與 QDII 有更大幅的開放或限制完全解除。倘若人民幣能加快升值速度，待金融帳開放後，中國國內可望有部分資金轉往海外投資，這將減少外匯存底的累積。

三、實現人民幣金融帳可兌換性

人民幣全面可兌換不僅有助於減緩外匯存底的累積，也是實現人民幣國際化的先決條件。1996 年人民幣經常帳已有條件開放，若依國際貨幣基金 (IMF) 統計，通常一國從經常帳可兌換至金融帳可兌換需要 7 至 10 年來看，³⁸ 中國金融帳開放的速度稍嫌緩慢。儘管從金融帳交易細目觀之，人民幣金融帳已實施部分

³⁷ 例如，中國人民銀行副行長兼國家外匯管理局局長易綱重申「十二五」期間金融帳將開放可兌換的立場。此外，中國建設銀行董事長、前中國人民銀行副行長郭樹清亦表示，人民幣已經符合實現完全可兌換的條件。以上參閱黃欣 (2011)，〈人民幣資本帳自由兌換，易綱：5 年內開放〉，《工商時報》，1 月 9 日，版 A10；黃欣 (2011)，〈建行董事長郭樹清：人民幣自由兌換條件成熟〉，《工商時報》，9 月 28 日，版 A10。

³⁸ 王儷容 (2010)，〈人民幣未來走勢及其與大陸經濟之關聯〉，中華經濟研究院，<http://www.cier.edu.tw/ct.asp?xItem=13216&ctNode=61&mp=1>。

可兌換的項目 (30 項) 已佔 IMF 的「金融帳交易分類準則」(共 7 類 40 項) 的四分之三，不過比起金融帳全面可兌換，仍有一段距離。³⁹

一般而言，開放金融帳應具備以下要件: (1) 總體經濟穩定，(2) 金融監理完備，(3) 金融體系健全，及 (4) 其他配套措施 (如充足的外匯存底)。⁴⁰ 近年來，中國國內經濟運行與國際金融情勢演變，使得中國實現金融帳可兌換性的條件已基本具備:

1. 金融海嘯與歐美債務危機提供中國實現金融帳可兌換的有利環境。由於歐美金融市場動盪不安，可以降低開放金融帳資金大舉流出中國的憂慮。

2. 中國近年來經濟快速成長，財政收支尚稱穩健。相對於身陷債務危機的歐美各國，中國亮麗的經濟表現及政府財政殷實使得外國投資者更願意投資中國。

3. 國有企業與銀行改革已有初步成效。繼中國建設銀行於 2007 年 9 月於香港掛牌上市後，中國銀行、中國工商銀行、及中國農民銀行也已陸續上市，不僅有助於中國銀行業朝現代商業銀行發展，更能強化中國銀行業的經營效率，提升對金融帳開放後可能衝擊的應變能力。

4. 中國的經常帳順差與鉅額外匯存底為開放金融帳提供有力支撐。部分人士擔憂開放金融帳後導致中國國內銀行資金大舉外流，造成金融危機 (余永定，2010)，然而擁有鉅額的外匯存底的中國央行應該有能力維持金融市場的穩定。

鑒於時機日趨成熟，2011 年初，中國人民銀行行長周小川接受《中國金融》專訪時表示，下一階段的匯率改革將以深化金融帳項目改革為目標，其中又以金融市場開放為重點，進一步提高證券投資的可兌換程度。⁴¹ 中國國家外匯管理

³⁹ 參閱韓婷婷 (2011)，〈外匯局: QFII 機構投資額度已達 197.2 億美元〉，新浪網，2011 年 1 月 25 日，<http://finance.sina.com.cn/stock/data/20110125/01349303922.shtml>。

⁴⁰ 參閱中投公司副總經理謝平於 2011 年 4 月 20 日「中國金融學會專題研討會」發言稿，〈人民幣資本項目可兌換緩解通脹壓力〉，新浪網，<http://finance.sina.com.cn/review/jcgc/20110509/20249813960.shtml>。

⁴¹ 參閱李丹丹、苗燕 (2011)，〈周小川稱將提高證券投資可兌換程度〉，中國證券網，1 月 7 日，<http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/www.cnstock.com/index/cj/201101/1090124.htm?page=1>。

局官方網站更於 2011 年 2 月 1 日首度刊文指出，「十二五」期間可望在適當條件下完成人民幣金融帳的可兌換性。⁴²

不過就外界預期，中國在「摸著石頭過河」的改革思維下，實現金融帳可兌換性最有可能採取傳統漸進方式逐步推進。實務上，一個國家金融帳開放的原則是：(1) 開放資本流入應先（或同時）於開放資本流出；(2) 開放長期資本應先於開放短期資本；(3) 開放直接投資應先於開放間接（證券）投資；及 (4) 開放幅度可階段性進行（由小到大、由法人到自然人），不宜一步到位。是若以「十二五」期間改革可能的方向而言，推動金融帳可兌換性及強化金融監理將是主要項目。詳言之：

1. 擴大金融可兌換項目

開放金融帳的第一步便是在既有基礎上進一步上解除金融管制。具體方向應該包括：(1) 先從直接投資便捷化出發，實現直接投資基本可兌換；(2) 再從跨境融資便捷化開始，加速改革對外債權與債務的外匯管理；(3) 再以擴大民眾個人用匯自主權為基礎，鬆綁個人其他金融帳項目的跨境交易；及 (4) 最後回到金融市場的開放，逐步提高證券投資的可兌換程度，最終順勢廢除對 QFII 與 QDII 的投資限制。

2. 金融監理

開放金融帳並非「放任資本流入流出」，而是讓資金流動「由暗翻明」，增加跨境交易的透明度。⁴³ 因此，惟有強化的金融監督管理，才能避免金融帳開放的帶來的副作用。「十二五」期間，金融監理部分可能的改革方向有：(1) 監管法規化零為整、化繁為簡——在持續推動金融帳可兌換的進程中，對現有的金融帳法規進行整合，簡化金融帳外匯管理的法規體系；及 (2) 嚴格監控資金跨境移動行為——強化跨境資金移動的統計監測和預警，防範因跨境資本移動所產生的

⁴² 參閱大陸新聞中心 (2011)，〈大陸提人民幣自由兌換日程〉，《中國時報》，2 月 1 日，版 A16。

⁴³ 參閱黃欣 (2011)，〈建行董事長郭樹清：人民幣自由兌換條件成熟〉，《工商時報》，9 月 28 日，版 A10。

金融風險。

第五節 中國外匯存底的運用及主要考量

近年來，面對外匯存底快速累積的中國開始思考如何透過妥善的資產配置，讓外匯存底使用效益達到最大。雖然外匯存底是央行對國內發行法定通貨的依據，也是央行對國外清償債務的保證，但若央行對持有的外匯無法妥善運用、投資，事實上也是一種資源的閑置與浪費。且若大量外匯存底又高度集中於少數特定國家的通貨資產（特別是美元），等同賦予外國政府向本國課徵鑄幣稅 (seigniorage) 的權力，也是另一種國家福利的損失。

外匯存底管理已被中國明確寫入《十二五規劃綱要》，作為 2011 至 2015 年匯率改革的施政重點，其重要性不言可論，值得吾人予以深入的探討。

一、中國外匯存底管理的現況與挑戰

外匯存底為貨幣當局（中央銀行）所持有之外匯資產，狹義的外匯是指央行持有的外國通貨，廣義的外匯則是狹義的外匯加上外幣有價證券。影響一國外匯存底多寡的因素很多，但主要是國際收支的順、逆差，當國際收支出現順差時，外匯存底增加，國際收支出現逆差時，外匯存底減少。央行持有外匯主要目的為清償外債、調節國際收支、及穩定匯率。外匯存底雖然名義上是央行的資產，但實際卻是全民所有，央行取得外匯時必須對應地釋出等額的國幣，做為日後兌換的憑據。由於外匯存底為全民的資產，因此央行運用外匯存底時首重安全性，其次是流動性，最後才是收益性。

中國既是全球外匯存底最多的國家，也是外匯存底累積速度最快的國家。2011 年 6 月，中國外匯存底高達 3.2 兆美元，約佔全球外匯存底的 28%，其中約 95% 的外匯存底是在過去 10 年間迅速累積而成的。2000 年 1 月，中國外匯存底僅 1,561 億美元；2011 年 1 月，中國外匯存底已逼近 3 兆美元。就

組成結構來看，中國外匯存底中美元資產佔絕大多數（約佔整體外匯存底 65% 至 70%）。⁴⁴

中國貨幣當局對外匯存底管理的三大原則是「安全、流動、增值」，⁴⁵ 然而當前中國外匯存底迅速累積的同時卻產生了管理上的兩大風險。首先，過度集中於美元資產造成安全性疑慮。⁴⁶ 2002 年開始美國實施弱勢美元政策，而中國持有的外匯存底大部分為美元資產，倘若美元一再貶值，將導致中國的外匯存底價值減損。2011 年 7 月爆發的美國債務危機更加深中國貨幣當局對於外匯存底過度集中於美元的憂慮。⁴⁷

其次，持有過多的外匯存底使得央行營運成本上升。儘管中國大量外匯存底是高流動性的美國政府公債，但由於美國公債利率低於中國央行票據利率水準，變相成為中國央行以較昂貴的利率向國內籌資後（因為以拋售公債進行沖銷），再以較便宜的利率將資金貸給美國，導致中國央行營運成本增加。因此，如何達成「最適外匯存底」成為近年來中國外匯管理最重要的課題。

一個國家應該持有多少外匯存底才適當呢？傳統探討最適外匯存底規模有進口支付與外債清償兩種觀點，⁴⁸ 前者著眼於外匯存底的交易用途，主張外匯存底與進口量應維持固定倍數關係；後者則側重外匯存底的國際清償用途，主張外匯存底至少應足以支付短期外債。2010 年，中國全年商品進口約 1.4 兆美元，

⁴⁴ 雖然中國貨幣當局視外匯存底的幣別結構為國家機密，一般推估其外匯存底中應有三分之二為美元資產。例如，中國社科院經濟學者楊濤認為中國外匯存底的資產配置，美元約佔 70%、日元約佔 10%，歐元和英鎊合計約佔 20%。以上參閱楊濤（2010），〈中國外匯儲備的積極應變〉，《人民日報》，6 月 29 日。另根據英國 BBC 引述《中國證券報》報導，中國外匯存底的資產配置，美元約佔 65%、歐元約佔 26%、英鎊約佔 5%、日圓約佔 3%。以上參閱〈美元六成五：中國首次公開外匯儲備結構〉，BBC 中文網，http://www.bbc.co.uk/zhongwen/simp/china/2010/09/100903_china_foreignreserves.shtml。

⁴⁵ 參閱「外匯儲備熱點問答」，http://www.gov.cn/banshi/2011-07/27/content_1914976.htm。

⁴⁶ 由於美元是國際間最主要的準備貨幣，美國持續國際收支逆差雖滿足其他國家流動性需求，卻也造成美元信心危機，杜里芬困境依然存在。

⁴⁷ 2011 年美國債務危機（即美國債務上限危機）乃美國參議院就當年度聯邦政府所提出的舉債上限調升案進行政治鬥爭，在野的共和黨在表決前揚言杯葛到底。雖然美國債務危機最終「如預期地」在朝野兩黨妥協下獲得解決，卻也讓全球美國公債投資人意識到美國財政債台高築及預期未來美元長期疲弱的走勢。中國龐大外匯存底中有逾半數以美元及美國公債形式持有，對於美元貶值導致外匯存底的購買力減損自然格外憂心。

⁴⁸ 另也有人從維持外匯市場穩定的觀點來探討最適外匯存底的水準。

若以平均每季 (3 個月) 進口額作為最適外匯存底，⁴⁹ 則最適規模約為 3,500 億美元。2011 年 6 月，中國短期外債約 4,600 億美元 (其中約 75% 為貿易信貸與貿易融資)，佔外債總額的 72%。即便對付疑似的國際熱錢 (2010 年約 1,000 億美元) 而外加預防性持有部位，⁵⁰ 最適外匯存底也應不超過 6,000 億美元。準此，中國的外匯存底確有過多的現象，除非這些外匯能夠妥善地被運用，否則也是一種社會資源的浪費或配置無效率。

面對外匯存底過多所產生的風險，中國的因應對策為：

1. 放手人民幣升值。2005 年 7 月，中國央行擴大人民幣對美元浮動區間，開啓人民幣升值走勢。人民幣升值後，不僅有助於降低淨出口，也能減緩資金流入，使得外匯存底增幅放緩。

2. 成立主權財富基金。2007 年 9 月，中國斥資 2,000 億美元 (主要來自外匯存底) 成立中國投資有限責任公司 (中投公司)，作為官方投資過多外匯存底的專門機構。⁵¹

3. 鼓勵民眾持匯用匯。包括實現經常項目完全可兌換性，充分滿足民眾用於經常項目用途的購付匯需求，金融帳除對高風險的國際金融交易進行管制外，開放企業和個人透過合格境內機構投資者 (QDII) 投資海外金融市場。

4. 取消強制結 (售) 匯制度。2002 年放寬企業自行設立經常項目的外匯帳戶，2006 年取消外匯帳戶開戶的審批規定，2008 年「外匯管理條例」規定經常項目外匯收入可以自行保留。2011 年起，企業出口收入可留置海外，毋須匯回中國境內。

以上這些因為外匯存底過多而採行的措施，也有助於人民幣國際化的推展。事實上，中國推動人民幣國際化的一個重要的原因就是減緩外匯存底的累積。

⁴⁹ 國際間一般以能夠支付 3 個月的進口外匯需求作為最適外匯存底。

⁵⁰ 國際熱錢的估算為當年度外匯存底淨變動金額扣除當年度的經常帳順差金額及外商直接投資的加總。

⁵¹ 嚴格而言，中投公司是由中國財政部在國內發行特別公債，再將取得的資金向中國人民銀行買匯作為資本。

二、中國主權財富基金

除了人民幣升值外，另一個受外界矚目的焦點為中國成立主權財富基金，作為外匯投資的新工具。⁵² 2007年3月，中國國務院副秘書長樓繼偉著手國家外匯投資公司籌備工作。2007年6月，第十屆全國人大常委會第28次會議正式通過國務院有關發行1.55兆元人民幣（約2,000億美元）特別國債議案，作為國家外匯投資公司註冊資本額。2007年9月29日，中投公司正式成立，截止2010年底，中投公司資產規模已達4,000億美元。中投公司成立後，資金流向可分為三部分：三分之一用來投資全球金融市場，尋求海外市場較高的報酬率；三分之一用來投資中央匯金公司，支援中國國營企業與國營金融機構融資需求；三分之一用來融資中國農業銀行和國家開發銀行。⁵³ 詳言之：

1. 海外投資

2007年5月，尚在籌備階段的中投公司斥資約30億美元，以每股29.6美元的價格收購全球最大私募基金——黑石集團（Blackstone Group）近1成的股權，依約中投公司4年內不得出脫持股。2007年6月22日，黑石集團在紐約證券交易所每股31美元價格正式掛牌。不過剛投資後不久，美國接連爆發次貸危機與金融海嘯，受波及的黑石集團股價從此一路下跌，2009年2月26日收盤觸及3.87美元的歷史低點。雖然2008年10月中投公司通過以9~10美元增持黑石集團2.5%的股權（約2.5億美元）進行成本攤平，加上趁2010~2011年上半年美股回升，股價重回16.56美元（2011年6月30日收盤價），中投公司的帳面損失估計約15億美元。⁵⁴

2007年12月19日，中投公司宣布再以56億美元認購摩根史丹利（Morgan Stanley）發行的31月期可轉換公司債，其間依年息9%按季支付利息，轉換價

⁵² 有關全球主權財富基金的介紹，可參閱朱美智、鍾世靜（2008）。

⁵³ 參閱趙曉輝、陶俊潔（2007），〈財政部李勇：中投公司資本金投資方向初定〉，《新華社》，11月8日。

⁵⁴ 黑石集團股價走勢可參閱 Yahoo Finance，<http://finance.yahoo.com/>。

格最高不超過參考價格 (每股 48.1~57.7 美元) 的 1.2 倍。⁵⁵ 到期日公司債全數轉換後，中投公司將持有摩根史丹利的股份 9.9%，但無法參與董事會決策。⁵⁶ 與黑石集團相仿，美國金融海嘯重創美國金融類股，若以當初承購價每股 48.1 美元及轉換日摩根史丹利的收盤價 26.2 美元估算，中投公司的投資虧損超過 4 成。若以 2011 年 6 月 30 日收盤價 23 美元計算，帳面上虧損達 30 億美元。因為投資過度集中金融產業，加上國際投資經驗不足，導致中投公司初期在海外投資出現嚴重虧損。⁵⁷

2009 年開始，中投公司的投資重心由金融業轉向自然資源、固定收益、以及房地產等「防禦型」產業。⁵⁸ 2009 年 6 月，傳出中投公司參與澳洲房地產信託公司嘉民集團 (Goodman Group) 的融資計畫，融資金額約 10.8 億元人民幣。⁵⁹ 2009 年 11 月下旬，《華爾街日報》更傳出中投公司有意競標史丹佛大學旗下管理公司的資產標售案，內容涵蓋風險投資、基金、地產、自然資源等項目，中投公司約投標 10 億美元。⁶⁰ 有了黑石集團與摩根史丹利的失敗經驗，中投公司投資策略轉為金額較小且多樣化的投資組合。

2. 收購中央匯金公司

中央匯金投資有限責任公司 (中央匯金公司) 是中國政府為了實現對國有金融機構出資人的權利和義務而設立的獨資公司。⁶¹ 主要任務包括提供國有金融機構充足資本進行打消呆帳與協助掛牌上市，並於股市大幅波動時對國有銀行

⁵⁵ 參閱賀靜萍 (2007)，〈中投入股大摩，一股約 48.07 至 57.684 美元〉，《工商時報》，12 月 23 日，版 3。

⁵⁶ 參閱 〈中投成績單〉，鉅亨網，<http://news.cnyes.com/Content/20110924/KDZ8Z3YVY80JU.shtml>。

⁵⁷ 參閱大陸新聞中心 (2008)，〈中投 800 億美元資金，招標徵操盤手〉，《中國時報》，7 月 10 日，版 F1。李書良(2008)，〈經驗不足，黃金陣容也失利〉，《工商時報》，12 月 4 日，版 A5。

⁵⁸ 參閱夏幼文 (2009)，〈虧怕了！中投布局全球轉變〉，《工商時報》，2 月 22 日，版 A4；林殿唯 (2010)，〈首次公布在美投資明細，中投鎖定資源產業〉，《工商時報》，2 月 10 日，版 A9。

⁵⁹ 參閱康彰榮 (2009)，〈逢低入市，首度介入房地產；中投出手，投資澳洲房產商〉，《工商時報》，6 月 18 日，版 A8。

⁶⁰ 參閱彭焯琳 (2009)，〈中投出價競標史丹佛資產〉，《工商時報》，11 月 20 日，版 A10。

⁶¹ 由於中央匯金公司高度政府色彩與高度涉及政策性任務，有人認為該公司仍屬於政府機構。由於國有資源監督委員會 (國資委) 不負責管理國有金融資產，故負責金融部門的中央匯金公司又被冠以「金融國資委」的別稱。

進行政策性護盤。2003 年 12 月，中央匯金公司正式成立，是當時中國的最大金融控股公司。2007 年 9 月，中央匯金公司併入中投公司，成為中投公司 100% 持有的子公司。

中央匯金公司於 2007 年 11 月 30 日注資中國光大銀行 200 億美元；2008 年 9 月 23 日通過上海證券交易所購入中國工商銀行、中國建設銀行、及中國銀行股份各 200 萬股；2008 年 11 月 6 日注資中國農業銀行 1,300 億元人民幣 (約 190 億美元)，注資後農行資本金達到 2,600 億元人民幣。2008 年 12 月 2 日，中國建設銀行發布公開資訊表示自 9 月 23 日至 11 月 28 日，匯金公司已通過上海證券交易所增持建設銀行 A 股 7,000 萬股。截至 2010 年底，中央匯金公司已持有中國銀行、中國建設銀行、中國工商銀行、及中國農民銀行 (即四大銀行) 的 30~60% 股份，並參股中國再保險集團、新華人壽等多家國有保險公司。

對比國際投資上的巨幅虧損，中央匯金公司成為支撐中投公司獲利的主要來源，從中國三大銀行獲得的分紅配股 (農民銀行因處於虧損而不發放分紅配股)，2007 年約 595 億元人民幣，2008 年約 683 億元人民幣，2009 年約 710 億元人民幣，2010 年自四大銀行 (含農民銀行) 共獲得分紅配股 876 億元人民幣。⁶² 中投公司董事長樓繼偉亦一再表示，中央匯金公司在國有銀行獲得的分紅配股，緩解中投公司在海外投資虧損與利息支付的雙重壓力。⁶³

如前所述，在金融海嘯與人才不足的影響下，中投公司過去 4 年的投資表現並不理想，若非每年國內金融機構穩定配發的股利收入，整體獲利可能更糟。不過除了獲利能力，中國主權基金運行過程中仍存在許多制度性問題，而這些問題也將影響中國主權基金的長遠發展。

三、中國當前主權財富基金運作存在的問題

⁶² 參閱〈中投成績單〉，鉅亨網，<http://news.cnyes.com/Content/20110924/KDZ8Z3YVY80JU.shtml>。

⁶³ 參閱于寧、張環宇 (2007)，〈匯金將參與國開行農行重組〉，《人民日報》，12 月 25 日，<http://mnc.people.com.cn/BIG5/6697665.html>。

儘管中投公司可望成為中國今後強化外匯存底收益的專職機構，但無可諱言的是，中投公司在操作透明度、公司定位、及監理機制等方面仍存在許多問題有待改進。

1. 主權財富基金的透明度問題

中投公司成立之所以引發國際關注，不僅因為該公司將是全球最大主權財富管理機構之一，更讓西方國家懷疑中投公司背後的政治意圖。近年來，IMF 一直鼓吹各國提高外匯存底管理的透明度。一方面，各國民眾對於自己國家主權基金海外投資標的安全性與獲利性有知的權利（特別是在全球出現系統性風險時）；另一方面，被投資國對於大量具有國家色彩的資金流入，甚至取得重要產業的經營權與所有權，也存有戒懼心理。以新加坡政府投資公司（Government of Singapore Investment Corporation）為例，2008 年因鉅額投資受次貸危機衝擊的跨國銀行，而在國內遭遇了增加投資透明度的要求。相反地，挪威政府全球養老基金（Government Pension Fund Global）則是過去 10 幾年來國際社會公認最透明的主權財富基金的典範。該基金不僅於每個季度提交詳實的投資報告，更及時在其官方網站披露重大訊息，而其行為模式也成為 IMF 正在研擬制定的全球主權財富基金行為準則的參考標準。

2011 年 3 月，日本震災發生後，隨即傳出中投公司所投資多家日本企業停產而股價暴跌，中投公司也蒙受巨幅投資虧損。⁶⁴ 雖然中投公司隨即澄清投資金額與虧損程度不如外界所臆測，但由於中投公司始終無法公開相關投資資訊，中國國內民眾對中投公司透明度不足質疑聲浪四起。

2. 公司定位不清——政策導向與市場導向的混淆

主權財富基金設立主旨是對過多的外匯存底進行投資管理，然而中投公司組織架構卻讓中投公司應扮演的角色出現混淆。中投公司除了為中國外匯存底尋找海外獲利機會，還得肩負國內金融改革的重責大任。此外，中投公司多由政府財

⁶⁴ 參閱徐嵐 (2011)，〈中投公司被指參股東京電力，虧損或已過半〉，《人民日報》，3 月 18 日，<http://finance.people.com.cn/BIG5/14181771.html>。

經官員組成，即便學有專精，投資決策卻不免受到政策影響，加上國際投資經驗的不足，導致投資績效不佳。以 1981 年成立的新加坡政府投資公司為例，其主要工作只有管理外匯存底，積極對海外市場進行投資。加上政府僅要求一定績效，不過問投資內容或干涉投資決策，專業化經營使得過去 30 年平均年報酬率達 10.2%。⁶⁵

2010 年下半年，中國開始考慮重組規模達 3,000 億美元的中投公司，其中最重要的內容便是將中投公司和中央匯金公司分割成各自獨立的法人。⁶⁶ 倘若這個構想可以實現，對中投公司的專業化管理將有正面的影響。

3. 欠缺風險控管與外部監督機制

中投公司早期投資虧損顯示資產多樣化配置的重要性，中投公司初期的投資風格有意仿效華爾街基金投資模式，但這種高槓桿投資相對注重短期，並不適合（為了保障全民的資產）應「穩健」管理外匯存底的中投公司。相對地，新加坡淡馬錫控股公司 (Temasek Holdings)——新加坡另一主權財富基金——投資標的遍及金融、房地產、及直接投資。日本外匯存底海外投資部分也分布在自然資源開發、製造業、房地產、金融、保險、及運輸等項目。多樣化與分散風險使得主權財富基金得以在全球金融市場出現系統性風險時能夠穩健運行。

又世界各國對於外匯存底管理都有完整的法令規範。例如，韓國政府對其主權財富基金——韓國投資公司 (Korea Investment Corporation, KIC) 特別制定「韓國投資公司法」(Korea Investment Corporation Act)，作為主管機關管理韓國投資公司投資行為的重要依據。目前中投公司的規模遠超過韓國投資公司 (200 億美元)，但卻尚未建立外匯管理法、國家外匯投資公司法等法規，因而無法對中投公司進行有效的監理。

「最適外匯存底」為當前中國外匯管理最重要的議題，各界也對中國的主權財富基金寄以厚望。雖然成立初期曾出現投資虧損，但隨著經驗的累積，投資也

⁶⁵ 參閱新加坡政府投資公司網站，http://www.gic.com.sg/ch/biz_portfolio.html。

⁶⁶ 參閱劉馥瑜 (2010)，〈中投擬重組，與中央匯金分拆〉，《工商時報》，9 月 10 日，版 A11。

逐步上軌道。然而，主權財富基金的成立並無法有效解決中國外匯存底過多的問題，唯有持續透過匯率改革與經濟結構轉型來改善國際收支失衡，才是有效治標也治本的方法。

第六節 人民幣國際化對中國金融市場的影響

當前中國金融體系遭逢最大的考驗之一，莫過於人民幣國際化政策的確立。自 1994 年匯率併軌至 2005 年採行浮動匯率制為止，中國金融市場在固定匯率的環境底下，匯率風險完全由國家所承擔。然而進入 21 世紀後，隨著中國對外經貿日益深化，加上 2005 年 7 月以後匯率波動區間加大，匯率因素成爲中國金融市場全新的挑戰。以下將依序就貨幣市場、資本市場（包括股票市場與債券市場）、及金融機構，討論人民幣國際化對於中國金融體系的影響與今後改革方向。

一、對貨幣市場的影響

在人民幣國際化、匯率改革逐步推動的同時，也對中國貨幣市場造成一定的衝擊，其中最重要的莫過於造成利率市場化的壓力。中國目前仍然管制利率，物價膨脹造成借貸的實質利率爲負，除了導致國內過度投資，更加重資本管制逐漸開放之中國經濟失衡的問題。⁶⁷ 另一方面，中國利率並沒有如美國聯邦基金利率 (federal funds rate) 或倫敦銀行間拆款利率 (London interbank offered rate, LIBOR) 完全市場化的基準利率，也導致金融市場上許多金融商品定價的困難，並阻礙貨幣政策的傳導機制。

首先，在存放款利率管制阻礙利率市場化方面。爲實現人民幣國際化，除了必須廢除金融帳管制外，允許資本自由移動，也必然要實現利率的自由（市場）化。雖然中國在過去 15 年內對於解除利率管制已有相當進展，但受限於中國存

⁶⁷ 在資本完全移動的開放經濟下，國內利率應跟隨國外利率連動。倘若央行因故實施利率管制，可能導致國內過高或過低的利率，引發國際資本移動，造成國際收支失衡。

放款利率管制仍未鬆綁，距離全面利率市場化仍有一段差距。⁶⁸ 目前中國利率市場化的最大障礙在於人民幣存款設置利率上限與人民幣貸款設置利率下限。根據過去各國類似經驗，利率市場化後將導致金融機構競爭加劇烈，存放款利差也會逐漸縮小，導致金融機構利差收入明顯縮減。中國多數本土商業銀行存在不良資產的嚴重問題，中國政府爲了協助銀行改善體質，因而強制定存放款利差，保障銀行獲利來源。然而，央行強制定存放款利差也可能使銀行業產生政策依賴的反效果，延緩本土銀行改善體質的決心與步伐。

其次，在上海銀行間拆款利率 (Shanghai interbank offered rate, SHIBOR) 作爲基準利率所面臨的問題方面。由於貨幣市場發展的落後，中國現今仍不存在類似美國聯邦基金利率或倫敦銀行間拆款利率等基準利率。2007 年 1 月，中國仿效銀行間拆款利率作法推出 SHIBOR 作爲中國基準利率的發展雛型。

儘管 SHIBOR 的提出讓中國利率市場化又向前邁出一大步，但現行運作制度仍存在以下的問題 (王利杰，2009):

1. SHIBOR 報價不具有實質交易的約束力，限制了價格決定的有效性和真實性。目前 SHIBOR 報價銀行並無履行報價承諾的義務，同時擔任資金貸出方的銀行可能在利率走升時期傾向高報利率升幅，而利率走跌時期傾向低報利率降幅，造成 SHIBOR 無法真實反映出市場資金供需的狀況。⁶⁹

2. SHIBOR 報價銀行信用好壞不一，信用差異溢價仍然存在。現今中國國內尚無具公信力的專業信評機構，銀行間彼此債信等級不一，實際交易時不易根據風險大小進行訂價。

3. 貨幣市場交易結構和利率期限結構不均，導致 SHIBOR 的中長天期報價

⁶⁸ 1996 年，中國央行正式開放銀行同業拆款市場，揭開中國利率市場化的序幕。2004 年，確立貸款利率只管制下限與存款利率只管制上限的基本原則。

⁶⁹ 由於現行 SHIBOR 採行報價銀行自主提出虛擬報價後平均而成，且報價銀行並不承擔履行先前報價之義務，導致報價利率失真。目前 16 家合格報價銀行皆爲資金貸出方，有誘因在利率看漲時高報 (高報利率升幅)，利率看跌時卻出現低報 (低報利率降幅)。市場利率理應由供需雙方決定，但 SHIBOR 只是資金供給方 (銀行) 爲提高與資金借入方議價時自身利益的片面利率。有關現行 SHIBOR 報價制度的缺陷，可參閱胡蓉萍 (2010)，〈Shibor 定價困境〉，財資網，<http://www.treasury.com.cn/treasury//cash/3376.htm>。

缺乏實際交易支援。貨幣市場交易高度集中於隔夜拆款與 7 天期的短天期利率，而中、長天期 (3 個月以上) 的利率交易僅佔市場總交易量的 0.36%，因此中、長天期的 SHIBOR 較不具參考價值。

4. SHIBOR 的認識度不高，削弱 SHIBOR 的影響力。由於中國幅員遼闊，各地差異大，SHIBOR 對於基層金融的訂價影響有限。

5. 利率市場的雙軌運行狀況短期內難以改變，制約 SHIBOR 的發展性。中國存在市場利率與法定利率雙軌現象，央行長期透過「窗口指導」與利率設限等行政手段干預利率，因而限縮 SHIBOR 的揮灑空間。

隨著利率自由化程度越高，利率風險也將越大。目前中國主要利率避險有銀行間遠期債券交易、遠期利率合約、人民幣利率互換等避險工具。未來中國貨幣市場應加強金融創新 (例如，開發利率選擇權、利率期貨等)，豐富利率相關避險工具，以使貨幣市場的運作更趨成熟，而有能力面對人民幣國際化所帶來的挑戰。

二、對股票市場的影響

人民幣國際化不僅影響中國的經濟發展，也加速中國股票市場的轉變。2005 年匯率改革以後，中國股票市場蓬勃發展。以股票市場市值為例，2005 年 7 月上海及深圳的股市市值分別僅 24 億及 9 億元人民幣，2011 年 9 月上海及深圳股市市值已分別達 184 億及 75 億元人民幣，短短 6 年內滬、深股市市值成長約 7 倍，擴增十分迅速。

有關人民幣國際化對中國股票市場的可能影響如下：

1. 對整體股市的影響

2005 年中，人民幣對美元升值趨勢確立。在中國央行「緩升」的立場下，投資人預期人民幣後續將有更大幅度升值，吸引民眾蜂擁進入中國股市。因此，人民幣升值預期，股票需求上升，短期內股票供給有限，導致股市價量齊揚。2005 年 7 月，上海 A 股指數僅 1,139 點，2007 年 10 月已飆升至 6,252 點 (歷史最高

點)，短短兩年半累積漲幅達 449%，國內「全民皆股」，投資氣氛一片樂觀。⁷⁰

然而，這些搭乘人民幣升值行情的資金多半具有「短進短出」、高週轉率的特點，投機炒作意味濃厚，對股市長期發展並不健康。當股市泡沫推升到最後，一旦國際經濟情勢逆轉，隨時都可能引發「羊群行爲」(herd behavior)，⁷¹ 導致股市一夕暴跌。2007 年 10 月，上海 A 股指數一度創下平均 70 倍本益比(price-earnings ratio) 的歷史紀錄，隨後受次貸危機與全球景氣衰退等利空消息影響，1 年後上海 A 股指數平均本益比暴跌至 14 倍，導致許多躲避不及的投資人蒙受鉅額投資損失。觀察各國開放金融帳的經驗，可以預期中國推動人民幣國際化、開放金融帳，將吸引大量資金流入中國，推動中國股價的上漲，甚至造成股市泡沫的形成。

2. 對不同產業類股的影響

隨著經濟改革開放政策的推行，中國企業對外貿易關係日益加深。一般而言，人民幣長期升值將有助於進口產業提高獲利，但也會為出口產業營運帶來負面衝擊。以中國國家統計局網站 2010 年數據為例，⁷² 中國全年前三大進口商品依序為原油 (1,352 億美元)、鐵礦砂 (794 億美元)、及塑化原料 (436 億美元)，人民幣升值有助於降低進貨成本，提升相關產業 (如能源、運輸、建築、房產、及塑化) 獲利狀況，整體股價表現應該相對強勢。2010 年全年前三大出口商品依序為資訊產品 (1,640 億美元)、服飾 (1,295 億美元)、及紡織 (771 億美元)。由於人民幣走升造成相關產業 (特別是家電、成衣、紡織等高度競爭產業) 出口產品報價上漲、喪失昔日價格競爭優勢，股價表現也會相對疲弱。

3. 對中國股市國際化的影響

除了影響中國股市走勢，人民幣國際化、升值也有助於中國股市邁向國際

⁷⁰ 當時部分券商更揚言中國上海股市中長線將上看 8,800 點，市場上普遍充斥著「滿手股票等暴跌」，能多抱一天就多賺一天的非理性繁榮。參閱徐晨榮 (2007)，〈港陸股大多頭，死抱就對了〉，《工商時報》，9 月 5 日，版 C1。

⁷¹ 投資學上所稱的「羊群行爲」(或稱「從眾行爲) 是指當金融市場發生突發事件致使投資人必須在有限時間內做成決策，投資人往往會傾向追隨輿論買進或賣出投資標的。

⁷² 參閱〈2010 年國民經濟和社會發展統計公報〉，中華人民共和國國家統計局網站，http://www.stats.gov.cn:82/tjgb/ndtjgb/qgndtjgb/t20110228_402705692.htm。

化。因為看好人民幣升值以後的中國股市行情，可以預期外資也將湧入中國股市，而使中國股市朝國際化發展。然而，中國股市具備資訊透明度不足且散戶比重過高的「淺碟型」特性，使得股價投機炒作風氣嚴重。回顧各國股市發展經驗，「淺碟型」市場有賴政策引入機構法人參與股市投資，提升市場長期投資的股票投資人比重，並加強上市公司資訊揭露的監理，才能讓股市運行日益成熟健全。由於目前中國金融帳尚未完全開放，外國投資機構對中國股市持股比重很低，國內散戶以個人名義投資海外仍有諸多限制（因而不得不投資國內股市），導致股票市場的投資人結構改革極為困難。相較於歐美等成熟資本市場以機構法人為主的投資結構，中國股市的改革仍有漫長的路要走。

讓中國股市接軌國際是中國證券管理當局無可迴避的課題，過去一系列開放政策出台展現中國政府對其股市國際化的迫切性與決心。例如，2007 年曾一度推行的「開展境內個人直接投資境外證券市場試點方案」（簡稱「港股直通車」），便開放中國民眾至香港開設證券戶。⁷³ 又如計畫將成立的「上海國際板」，將開放國際企業赴中國股市掛牌上市。⁷⁴ 此外，2011 年 8 月中國副總理李克強更表示未來香港、上海、及深圳三地證券交易所將合併為「港滬深交易所」，⁷⁵ 有助於推展中國企業透過赴港首次公開發行（initial public offering, IPO），提高在國際投資市場的能見度。可以預期，人民幣國際化將加速中國股票市場國際化的實現。

三、對債券市場的影響

受惠於人民幣升值與政策支持，中國債券市場已有明顯的發展。由於市場普遍存在升值預期，對於以人民幣計價的債券也成為投資人投資的新選擇。另一方

⁷³ 「港股直通車」開放後兩個月內（8 月 20 日至 10 月 11 日），中國大陸資金外流到香港證券市場逾 5,000 億人民幣（尚不包括地下管道外流資金），形成資金外逃危機。2007 年 11 月初，中國總理溫家寶正式宣布此一政策暫緩實施。參閱黃元富（2009），〈想起「港股直通車」〉，《自由電子報》，5 月 5 日，<http://www.libertytimes.com.tw/2009/new/may/5/today-o1.htm>。

⁷⁴ 參閱黃欣（2011），〈嚴訂上市年限、總市值、淨利，上海國際板門檻高〉，《工商時報》，7 月 26 日，版 A11。

⁷⁵ 參閱劉馥瑜（2011），〈港滬深交易所將共組公司〉，《工商時報》，8 月 19 日，版 A19。

面，《十二五規劃綱要》在「加快多層次金融市場體系建設」中特別提到「積極發展債券市場，完善發行管理體制，推進債券品種創新和多樣化」，⁷⁶ 可見持續發展人民幣債券市場是今後五年金融改革的重點之一。同樣地，人民幣國際化將加速中國的債券市場國際化。

四、對金融機構的影響

人民幣國際化、升值固然直接對於中國金融市場帶來轉變，但現代金融體系發展過程中，金融機構（特別是商業銀行）為連結貨幣市場與資本市場最重要的橋樑，面對中國匯率改革程度日益深化，將產生怎樣的新的問題與挑戰呢？以下將針對人民幣國際化、升值對中國銀行體系可能的衝擊予以分析。

1. 人民幣升值對銀行體系的衝擊

人民幣升值對於中國本土銀行既是發展的契機，也是艱難的挑戰。就正面來看，人民幣升值帶給中國的商業銀行提升國際競爭力及拓展新種業務的好處。在提高競爭力方面，對於中國國內動輒掌握上千億人民幣資產的商業銀行而言，人民幣升值意謂人民幣購買力提升，商業銀行可透過兌換更多美元或其他外幣資產，充裕銀行可運用資金。在拓展新種業務方面，升值過程中外匯交易需求增加，對外匯資產管理及其他業務創新提供有利的條件。2005年7月，中國開始允許財務體質較健全的商業銀行承作通貨互換（currency swaps）與遠期外匯契約等業務。⁷⁷ 除了外匯業務，商業銀行還能透過行銷外匯及其他金融商品投資組合，開展新的獲利來源。

就負面來看，人民幣國際化、升值也可能帶來商業銀行更大的匯率及資產泡沫化風險。在匯率風險方面，隨著商業銀行日益國際化，海外資產與負債比重將逐漸提高，面臨的匯兌風險也因此上升。在資產泡沫化方面，人民幣升值可能引

⁷⁶ 《十二五規劃綱要》全文可參閱〈授權發布：中華人民共和國國民經濟和社會發展第十二個五年規劃綱要〉，《新華社》，http://news.xinhuanet.com/politics/2011-03/16/c_121193916.htm。

⁷⁷ 參閱李玫、劉冉（2011），〈人民幣升值對我國商業銀行的影響及對策〉，《價格月刊（雜誌）》，6，頁75-78。

發投機性資金炒作股市與房地產，形成資產泡沫。一旦泡沫破裂，銀行將面臨貸款擔保品（包括不動產抵押或是有價證券抵押）價值大幅減損的壓力，導致銀行呆帳激增，影響銀行體系的穩定運行。

2. 人民幣國際化對銀行體系的衝擊

整體而言，人民幣國際化有利於提升中國的商業銀行經營效率，加速中國銀行業與國際接軌。只要人民幣國際化，中國的銀行可自由地在國際市場以更低的利率吸收人民幣存款，並以較高的利率釋放人民幣貸款給海外資金需求者，從而提升銀行利差收益。此外，當中國金融機構走入國際市場，預期未來銀行客源將有大幅成長，並有助於中國的銀行開發利差收益以外的金融商品，甚至透過銀行同業間橫向整併，發揮規模經濟的優勢。

然而，人民幣國際化也讓中國本土銀行遭逢全新的挑戰。過去因為中國銀行體系不對國際市場開放，銀行業在央行保證利差（設定存放款利率上下限）及政策指導（指導國有銀行向虧損連連的國有企業提供優惠貸款）下，經營效率十分低落。一旦人民幣國際化，中國本土銀行必須與歐美先進國家的跨國銀行公平競爭人民幣業務，但中國銀行業長期受政府保護，競爭力相當薄弱。因此，今後能否延攬具備國際金融專業背景的人才，以及如何提升服務品質至國際水準，將是中國銀行業能否在人民幣國際化後脫穎而出的關鍵。

第七節 結語

由於經濟高速成長與國際收支鉅額順差，使得中國外匯存底急速累積。然而，龐大的外匯存底沒有絕對的利與弊，外匯存底讓中國在國際政治及經濟地位大幅躍升，卻也讓中國與其順差來源國經貿關係日益緊張，經濟全球化與跨國產業分工導致中國與其他國家之間的貿易問題更加複雜。毫無疑問地，人民幣匯率朝更大區間浮動乃各國政府為了扭轉對中國貿易逆差的槓桿，即便 2005 年匯率改革至今人民幣對美元已升值逾 20%，各國要求人民幣進一步升值的壓力仍不

見減緩。

中國貨幣當局之所以對人民幣大幅升值游移不定，經濟因素仍是最重要的考量。由於中國高度倚賴勞力密集的出口產業帶動經濟成長，驟然升值可能引發國內經濟成長走緩及造成失業情況惡化，但面對人民幣匯率失衡造成國內過度投資及經濟結構失衡，中國政府也不得不持續進行匯率改革。

面對前一波金融海嘯與當前的歐美債務危機，中國領導人多數認為此時此刻是中國進行經濟轉型與制度改革的戰略機遇期，因此加快腳步積極改革成為「十二五」時期最大的特色。「十二五」時期外匯政策最重要的三個政策核心為以市場供需為基礎的有管理的浮動匯率制度、改進外匯存底經營管理、及實現人民幣金融帳可兌換。

可以預期，人民幣國際化、升值對中國的貨幣市場、資本市場、及金融機構都將產生重大的衝擊，但中國國內金融市場發展尚不成熟，金融監理制度也相對落後已開發國家許多，因此中國政府應把握時間，在人民幣國際化、升值的過程中，加速國內金融革新以因應人民幣國際化所帶來的挑戰。

第三章 國際貨幣的演進

對於國際貨幣 (international money) 的定義有多種說法，並沒有一致的定義。大體來說，多數學者對於國際貨幣的定義是針對國際貨幣的流通範圍與功能作論述的。

第一節 國際貨幣的定義及特色

國際貨幣可定義為一國的貨幣在世界各國廣泛地使用；或是一國貨幣超越該國的國界，在世界範圍內可以自由地兌換及流通，並作為各國經貿往來普遍被接受的可兌換貨幣 (姜凌，1999)。日本的外匯審議會則將日圓國際化定義為「提高國際交易中使用日圓或保有日圓的程度」(姚子青，1992)。李霞 (1998) 則將國際貨幣的定義分成國家貨幣國際化、區域貨幣國際化、及由國際金融機構所創造統一的國際貨幣。Hartmann 與 Issing (2002) 對國際貨幣的定義為：一種經由國家 (country) 或區域 (region) 所發行的貨幣，且本國居民及非本國居民皆願意使用。

在國際貨幣的基本功能方面，貨幣是一種隨時可以動用的購買力或求償權 (claim)，對一國或國際經濟而言，貨幣皆扮演著重要的角色。在一個封閉經濟社會中，貨幣具有交易的媒介 (medium of exchange)、價值的標準 (standard of value)、遞延支付的標準 (standard of deferred payments)、及價值的貯藏 (store of value) 等功能。由於交易成本與計價 (numeraire) 成本的存在，將促使經濟主體在國際貿易中使用貨幣，依公部門 (public sector) 與私部門 (private sector) 對於國際貨幣使用目的之不同，可歸納國際貨幣的功能如下 (Cohen, 1971):

1. 交易功能。私部門將國際貨幣作為國際貿易的清算貨幣；公部門則將國際貨幣作為干預外匯市場的工具。

2. 計價功能。私部門將國際貨幣作為國際間貿易往來的計價單位，且對於

金融機構所開具的匯票、本票、及支票等信用工具具有支付的能力；公部門則將國際貨幣作為本國貨幣在外匯市場上的定錨 (anchor)。

3. 價值儲藏功能。私部門將國際貨幣作為金融投資通貨 (investment currency)；公部門則將國際貨幣作為國際準備 (international reserves) 的組成部位，用來維持一國的國際清償能力。

一般而言，國際貨幣具有下列的特色 (林燮寰，1995):

1. 歷史性。國際貨幣是在一定歷史條件下形成的，並在特定時間與條件下，在國際間流通及發揮作用。當時間及國際經濟的條件發生變化時，國際貨幣亦會隨著改變。例如，英鎊及美元就曾是在不同時代與不同歷史條件下的國際貨幣。

2. 雙重性。國際貨幣應是以世界經濟作為活動領域的貨幣，但目前還沒有出現一種真正為全世界所有國家都接受的國際貨幣。目前國際社會所使用之國際貨幣的國際性只是對一定範圍而言，實際上只是在較多的國家與較廣的地區內流通及發揮作用，仍帶有一定的地域性與國家主權色彩。因此，國際貨幣具有雙重性：一方面作為一個國家的國內貨幣，要服從該國的經濟政策與經濟利益；另一方面又作為國際貨幣，要承擔國際義務與服從國際經濟秩序。

3. 獲得性。這有兩層含義，一是指各國政府獲得國際貨幣的方便性，即是否可經由正常的貿易與非貿易途徑，容易且不受限制地獲得。因此，國際貨幣的發行國必須是一個貿易大國，該國對於商品與勞務具有高度的需求量及供給量；二是指國際貨幣為一種準備貨幣，可以構成一國的國際清償能力。

4. 可兌換性。貨幣的可兌換性原指一種貨幣可以為任何目的而按當時的匯率自由地與各國貨幣進行交換。第二次世界大戰後，「國際貨幣基金協定」(Agreement of the International Monetary Fund) 第八條對會員國的貨幣可兌換性的要求如下：避免限制經常性支付、避免施行歧視性貨幣措施、及有義務兌付外國進行國際經常帳項目下的貿易行為後所持有的本國貨幣。此外，對於非本國居民在國際收支經常帳戶交易項目所獲得的本國貨幣結餘的使用與轉移，不能施加任何限制。

第二節 國際貨幣的演進

雖然現今世界上存在眾多的國家、眾多的貨幣，但某些國家的貨幣會被世界各國所持有，並將其當作進行跨國交易的計價工具，或被各國視為外匯準備的一部分來代表該國的國際清償力，這些會被世界各國持有、使用、及作為外匯準備的一國貨幣，稱之為國際貨幣。國際社會曾在不同的時期採行過不同的國際貨幣制度，在每一個時期下，某些國家的貨幣會被世界各國視為國際貨幣來加以使用。本節將介紹在不同時期、不同國際貨幣制度下的國際貨幣演變。

一、早期的國際貨幣

在一個沒有貨幣存在的社會，交易只能「以物易物」，稱為物物交換經濟 (barter economy)。在以物易物的社會中，買賣雙方的交易行為經常會出現「慾望雙重一致」 (double coincidence of wants) 及「無法找零」的限制，使得交易的買賣雙方耗費很多的時間去找尋交易對象。為了使交易能夠順利地進行與交易成本的降低，人類開始使用貨幣來進行交易。

早期作為交易媒介的貨幣，通常是一些有價值的商品。例如，金、銀、珠寶、貝殼、及鹽等，此等貨幣的價值決定於幣材本身的價值，因此又稱為商品貨幣 (commodity money) 或實體貨幣 (full bodies money)。在多種商品貨幣中，惟有金、銀、銅等貴金屬能滿足貨幣作為交易媒介所應具有的特質，如輕便、耐久、同質性、及易於分割等要求。因此，金或銀所鑄造的硬幣便逐漸取代了其他的商品貨幣，成為能被世界不同區域與不同國家的人們所接受通行的商品貨幣，進而成為國際間貿易往來的媒介與工具。

金、銀等金屬貨幣作為國際間貿易往來的媒介與工具的地位與日俱增，可由以下幾種貨幣的歷史得到進一步的證明。例如，西元前五世紀時，古希臘人為了便利跨國界交易的進行，而鑄造的銀幣——德拉馬克 (drachma)——便是人類的歷史上最早使用的國際貨幣 (Chown, 1994)。西元前 43 年到西元 14 年，羅馬皇帝屋大維 (G. Octavius) 將德拉馬克作為跨國交易貨幣的精神進一步的擴大，同樣

以方便跨國界交易為目的，屋大維對羅馬帝國的貨幣進行改革，將羅馬帝國的貨幣分成金幣 (gold aureus) 與銀幣 (silver denarius) 兩種。此兩種貨幣不僅只在地中海 (Mediterranean) 區域進行流通與使用，使用範圍更遍及歐洲及部分亞洲的地區，屋大維也因此被稱為是德拉馬克的繼承者 (Einzig, 1970)。

西元 306 年，拜占庭帝國 (Byzantine Empire) 的君士坦丁大帝 (Emperor Constantine) 發行的另一種金幣——蘇勒德斯 (solidus)——也表示出金或銀所鑄造的硬幣能成為被世界不同地區與不同國家的人們所接受通行的商品貨幣，而成為國際間貿易往來的媒介和工具。⁷⁸ 拜占庭帝國的皇帝——查士丁尼一世 (Justinian I) 統治期間 (西元 527 至 565 年)，蘇勒德斯被形容是一種「從地球的一端到另一端，無論在那裏都可以流通」(accepted everywhere from end to end of the earth) 的貨幣 (Dwyer 與 Lothian, 2003)。Lopez (1951) 認為，蘇勒德斯的穩定性和價值與現代的美元不相上下，而以「中世紀的美元」(dollar of the middle ages) 來形容蘇勒德斯的重要性。

除了上述金屬貨幣曾作為國際間流通使用的貨幣外，曾在義大利 (Italy) 北部地區流通使用的金屬貨幣，如熱那亞 (Genoa) 的 geonoin 與佛羅倫斯 (Florence) 的 florin 等，也曾扮演過國際貨幣的角色。Dwyer 與 Lothian (2003) 指出，1350 至 1500 年期間的奧地利、西班牙、德國、英國、及法國等國的匯率資料是以 florin 的幣值為基礎，這些匯率資料可視為 florin 作為當時國際間流通使用之國際貨幣的證據，且從上述各國的匯率資料中可看出，除英國的幣值外，大部分國家的幣值均呈現大幅度貶值的趨勢 (表 3-1)。

由上述數種貨幣使用的歷史，我們可看出早期的國際貨幣可能是以一種或多種金屬貨幣作為國際間流通使用的貨幣，且以國家或地區間作為流通的範圍。Cipolla (1967) 認為，早期金屬貨幣在扮演國際間流通貨幣的角色時具有下列特徵：

⁷⁸ 蘇勒德斯也稱為拜占庭金幣 (bezant)，發行於 306 年。1203 年，十字軍 (Crusaders) 攻陷拜占庭帝國的君士坦丁堡後，蘇勒德斯便不再流通 (Dwyer 與 Lothian, 2003)。

1. 具有高的單位價值 (high unitary value)。以 florin 為例，1 單位 florin 的含金量約為 3.5 克，以 1967 年的每盎司黃金價格為 290 美元作計算，1 單位 florin 的價值為相當於 35.7 美元。⁷⁹

2. 與不斷變化的商品與勞務價格相比，金屬貨幣的內在價值 (intrinsic value) 相對穩定。因此，一旦金屬貨幣的品質無法保持時，金屬貨幣便喪失作為國際貨幣的地位。

3. 具有強大經濟力量。尤其是對外貿易表現活躍的國家，其發行的金屬貨幣便可能成為國際貨幣。

上述的金屬貨幣，雖然已經在一定的範圍內流通，且充當國際貨幣的角色，但真正具有國際化特色的一國貨幣，應是以 19 世紀時英國的貨幣——先令 (sterling) 為代表。英國由於其強盛的經濟力量，使先令在當時扮演著國際貨幣的角色，並在世界各國間佔有舉足輕重的地位 (李霞，1998)。

表 3-1: 奧地利、西班牙、德國、英國、及法國的匯率指數—1300 至 1500 年
單位: %

國別	1300 年 (基期)	1350 年	1400 年	1450 年	1500 年
奧地利	100	141	225	333	495
西班牙	100	431	1,138	2,586	6,466
德國	100	336	630	915	1,680
英國	100	100	96	121	147
法國	100	250	220	312	388

註: 表中匯率指數以各國貨幣對 florin 的兌換比率計算。

資料來源: Dwyer 與 Lothian (2003)。

二、先令成為國際貨幣

在 16 至 17 世紀期間，英國的經濟力量尚未興起之前，荷蘭北部七省在 1581 年成立的省會聯邦 (United Provinces) 為全世界船運及貿易的中心，荷蘭 (Holland) 的貨幣基爾德 (guilder) 因此也成為國際間貿易往來所使用的關鍵通

⁷⁹ 1 公克約等於 0.03527 盎司。

貨 (key currency)。1588 年，英國在打敗西班牙的無敵艦隊 (Spanish Armada) 後，便開始掌握世界的海上霸權。17 世紀末葉，英國開始發展其金融勢力，1694 年創立英格蘭銀行 (Bank of England)，1750 至 1797 年，英國的銀行業務量亦隨著英國發展金融勢力的腳步不斷地快速成長，光是倫敦一地的銀行數目便從 1750 年的 334 家增加至 1797 年的 1,810 家 (Ashton, 1955)。

17 世紀開始，荷蘭的經濟成長開始趨緩，英國的經濟則呈現加速成長的趨勢，至 18 世紀末葉，英國取代荷蘭成爲世界貿易的中心，倫敦也取代荷蘭的阿姆斯特丹 (Amsterdam) 成爲世界主要的金融中心。直到 1913 年第一次世界大戰 (World War I) 爆發前，英國的貨幣——先令由於英國國勢的強盛加上英國在貿易與金融方面的卓越表現，扮演著國際貨幣的角色。

1918 年 11 月，第一次世界大戰在德國與協約國 (Allied Powers) 簽訂停戰協定 (Armistice) 後結束。第一次世界大戰造成英國的金融與財政力量的衰退，加上 1929 年時因紐約股票市場崩潰所導致の世界經濟大蕭條 (the Great Depression) 及 1939 年爆發的第二次世界大戰 (World War II) 等因素的作用下，英國的先令雖仍扮演著國際貨幣的角色，但美國的貨幣——美元 (dollar) 在世界的重要性逐漸上升，先令作爲國際貨幣的角色因美元的強勢亦有所變化。1944 年，布列頓森林制度 (Bretton Woods System) 的出現，使美元取代先令作爲主要國際貨幣的態勢更爲明顯。

三、布列頓森林制度下的國際貨幣

第二次世界大戰後，同盟國政府 (尤其是英、美兩國) 認爲第二次世界大戰前國際貨幣秩序的紛亂乃是國際經濟陷入長期蕭條的主要原因，美元從第二次世界大戰後便開始扮演國際貨幣的角色。與先令相比，美元成爲國際貨幣的原因除了是依靠美國強大的經濟實力外，布列頓森林制度的運作更進一步令美元扮演著國際貨幣的角色。

1943 至 1944 年，英、美兩國對於新的國際貨幣體制在經過不斷的討論後，

兩國於 1944 年 7 月在美國新罕布希爾州 (New Hampshire) 召開布列頓森林會議，會議中 44 國的代表通過以懷特方案 (White Plan) 為基礎的布列頓森林制度。1945 年 12 月，國際貨幣基金 (International Monetary Fund, IMF) 正式成立，依「國際貨幣基金協定」的規定，美元成為唯一的可在一定條件之下兌換黃金的貨幣，以 35 美元兌換 1 盎司黃金，以美元與黃金相互轉換作基礎，但僅限外國的政府及中央銀行；各國以美元訂定其通貨平價 (par value)，⁸⁰ 且各國必須將其通貨對美元的匯率維持在平價上下各 1% 的範圍內。

由於各國貨幣都要與美元掛鉤，且各國貨幣與美元間皆要保持一種固定的平價關係，因此美元取得等同於黃金的特殊地位，美元代替黃金在國際間流通，並作為計價、清算、及國際支付的貨幣，故美元在布列頓森林制度的運作下開始扮演起國際貨幣的角色。

在布列頓森林制度下，只有美元可以直接兌換成黃金，其他國家的貨幣均不能直接兌換成黃金，各國持有美元就如同持有黃金般 (美元因此被稱為美金)，只有美元可以作為國際支付的工具，故布列頓森林制度乃是一種以美元為中心的金匯兌本位 (gold exchange standard)，這也是歷史上同一時期內只有一種國家貨幣被用來充當國際貨幣的例子。然而，以美元單獨作為國際貨幣的情況，在 1973 年布列頓森林制度崩潰後發生了改變。

Triffin (1961) 認為，布列頓森林制度長期下必然崩潰，因為美國為了滿足各國國際準備需求的成長，其國際收支必須維持逆差；但若美國的國際收支一直維持逆差，則各國對美元－黃金平價關係的信心必然會降低而拋售美元，這種現象被稱為杜裡芬困境 (Triffin dilemma)。1950 年代中期起，美國的國際收支開始惡化，美國的國際收支呈現長期逆差的趨勢，且隨著美國國際收支逆差的增加，美國的黃金準備也逐漸地減少，而美國的對外流動負債也不斷地增加 (表 3-2)。此外，由於美國國際收支連年出現逆差，美元大量地外流，美元的購買力也不斷地下降 (表 3-3)。

⁸⁰ 由於美元與黃金之間的固定兌換關係，因此以美元事實上也就是間接以黃金訂定通貨平價。

表 3-2: 美國的國際收支、國際準備及對外流動負債—1958 至 1973 年

單位: 億美元

年別	國際收支	黃金準備	對外流動負債
1958	-340	2,058	1,764
1959	-390	1,950	2,160
1960	-340	1,780	2,103
1961	-135	1,694	2,293
1962	-265	1,605	2,426
1963	-194	1,559	2,640
1964	-153	1,547	2,935
1965	-129	1,406	2,956
1966	24	1,323	3,102
1967	-339	1,206	3,566
1968	167	1,089	3,847
1969	274	1,185	4,590
1970	-1,069	1,107	4,695
1971	-3,047	1,020	6,780
1972	-1,105	1,048	8,287
1973	-523	1,165	9,247

註: 此處的黃金準備是以每盎司黃金 35 美元來計算。

資料來源: International Monetary Fund, *International Financial Statistics*。

美國除了面對國際收支出現逆差與美元購買力下降的問題外，與黃金掛鈎的美元也由於國際黃金市場的黃金價格不斷地上升而出現減值 (devalue) 的現象。根據「國際貨幣基金協定」的規定，黃金與美元的法定平價為 1 盎司黃金等於 35 美元，然而市場上的黃金價格仍不斷地上升，1960 年 10 月時，黃金價格上漲至 1 盎司等於 41.5 美元，到 1968 年時，黃金價格更漲至 1 盎司等於 45 美元 (李霞，1998)。

表 3-3: 美元購買力的變動—1958 至 1978 年

年別	美元的購買力
1958	100
1959	99
1960	98
1961	97
1962	96
1963	95
1964	93
1965	92
1966	89
1967	87
1968	83
1969	79
1970	75
1971	71
1972	69
1973	65
1974	59
1975	54
1976	51
1977	48
1978	44

註: 美元購買力的計算是以美國勞工統計局 (United States Bureau of Labor Statistics) 從 1913 年公布的商品價格指數 (commodity price index) 計算得出。

資料來源: McCusker (2004)。

面對黃金價格不斷攀升的問題，美國與歐洲各國在 1960 年 11 月希望藉黃金總匯 (gold pool) 的機制來阻止黃金價格上漲。1968 年，美國宣布採行黃金兩價制 (two-tier gold price system) 希望遏止因黃金價格上升造成美元減值的現象，但是美元對黃金減值的情形仍持續惡化。⁸¹ 1971 年 8 月，美國宣布新經濟政策 (New Economic Policy) 後，美國關閉黃金之窗 (gold window)，停止對外國政府的黃金兌換，並對進口課徵 10% 的附加稅 (surcharge)。

⁸¹ 所謂黃金兩價制指的是，在官方之間的市場上，仍然實行 1 盎司黃金 35 美元的比價。在私人黃金市場上，美國不再按 1 盎司黃金 35 美元這一價格供應黃金，金價憑市場供需關係決定。如此一來，私人市場的金價與黃金官價的距離逐漸拉開。黃金兩價制實際上意謂著以美元—黃金兌換為中心的布列頓森林制度的局部崩潰。

美國新經濟政策宣布後，各國爲了維持以美元爲中心之布列頓森林制度的運作，乃於 1971 年 12 月，由十國集團 (Group of Ten) 在華盛頓簽訂史密松寧協定 (Smithsonian Agreement)，將各國通貨對美元的匯率波動範圍擴大，匯率的波動幅度從原來平價匯率的上下各 1.5% 增加到上下各 2.25%，以利於各國國際收支的調整及維持布列頓森林制度下之可調整固定匯率制度 (adjustable fixed exchange rate system) 的運作 (Meier, 1989)。

但是，在世界各主要國家相繼宣布實施浮動匯率制度 (floating exchange rate system) 的背景下，史密松寧協定在簽訂不久之後便告失敗。例如，英國於 1972 年 6 月時便宣布放棄可調整的固定匯率制度，改採浮動匯率制度；日本政府在 1973 年也宣布日圓將採取浮動匯率制度。1976 年 1 月，國際貨幣基金理事會在牙買加 (Jamaica) 的首都京斯敦 (Kingston) 召開會議，會議中達成「牙買加協定」(Jamaica Agreement)。1978 年 4 月 1 日，「牙買加協定」正式生效，對「國際貨幣基金協定」的內容加以修改，其要點爲：

1. 浮動匯率制度法制化，國際貨幣基金成員國可自行選擇匯率制度，但其匯率政策應受國際貨幣基金的管理和監督；
2. 實行「黃金非貨幣化」，黃金不再作爲各國貨幣匯價的基礎；
3. 廢除黃金官價，會員國可在市場上自由進行黃金交易；
4. 取消會員國與「國際貨幣基金」之間以及會員國之間的黃金支付；
5. 「國際貨幣基金」將以出售和歸還的方式處理一部分黃金準備；及
6. 擴大「特別提款權」的使用範圍，今後應以「特別提款權」作爲主要的國際準備資產，最後取代黃金和準備貨幣的地位。

「牙買加協定」被認爲是宣告布列頓森林制度的正式崩潰 (Meier, 1989)⁸²。在布列頓森林制度崩解後，以美元爲主的國際金匯兌本位制也宣告失敗，美元也失去其所具有的國際貨幣的壟斷性地位。

⁸² 一般認爲在主要國家相繼宣採行浮動匯率制度後，布列頓森林制度在 1973 年 3 月時就已經崩潰了。

四、布列頓森林制度後的國際貨幣

布列頓森林制度崩潰之後，美元喪失其國際貨幣的壟斷地位，某些國家的貨幣（例如，馬克、日圓等貨幣）亦被世界各國作為國際貨幣使用。⁸³ 由各國政府持有外匯準備的幣種結構變化可以看出（表 3-4），美元佔各國外匯準備的比重由 1978 年的 76% 下降至 2010 年的 61.8%；馬克佔各國外匯準備的比重在 1989 年達到 18% 最高，而後一路下滑，至 1998 年比重為 13.8%；英鎊佔各國政府持有之外匯比重在 1994 年達到 3.5% 的高峰後下降，而 2006 年起又維持在 4% 以上，英鎊的國際地位仍然不容忽視；日圓佔各國外匯準備的比重在 1991 年時達到 8.7%，但之後由於日本經濟的泡沫化，日本的經濟長期陷入低迷不振的困境，日圓在國際間的地位也就持續地下降，至 2010 年時比重為 3.8%，與英鎊不相上下；法國法郎佔各國外匯準備的比重於 1991 年達到 2.8% 最高，之後則呈下降趨勢；瑞士法郎佔各國外匯準備的比重從 1980 年最高的 3.2% 之後呈現下降趨勢，1996 年之後則維持於 0.1 至 0.3% 的水準。⁸⁴

1999 年歐元正式推出後，至 2010 年時，其佔各國外匯準備的比重為 25.9%，僅次於美元。由此可知，目前國際社會是採多種國際貨幣共存的體制，短期內要出現一種各國唯一共同使用的國際貨幣有其難度存在。也有人認為在歐元問世之後，國際貨幣或許會出現以美元、歐元、及日圓構成的「三極通貨制度」（tri-polar currency system），國際貨幣體系有可能朝「三元」體系發展（李榮謙，1993）。然而，姑且先不論世界上是否會出現一種各國唯一共同使用的國際貨幣，或者是形成以美元、歐元、及日圓為主要國際貨幣的制度，在目前多種國際貨幣共存的體制下，任何一國的貨幣似乎都有可能成為國際間流通使用的國際貨幣。

⁸³ 自 1999 年後歐元也成為各國外匯的準備貨幣。

⁸⁴ 瑞士法郎佔各國外匯準備的比重雖然很低，但其在國際外匯市場上卻是交易很熱絡的一種貨幣。

表 3-4: 主要國際貨幣在各國政府持有外匯準備中的比重—1978 至 2010 年

單位: %

年別	美元	馬克	英鎊	日圓	法國法郎	瑞士法郎	歐元
1978	76.0	10.9	1.7	6.9	1.0	2.1	--
1979	73.2	12.5	2.0	7.2	1.3	2.5	--
1980	67.3	15.2	3.0	4.4	1.7	3.2	--
1987	56.0	13.4	2.2	7.0	0.8	1.8	--
1988	55.3	14.5	2.5	7.1	1.0	1.8	--
1989	51.9	18.0	2.6	7.3	1.4	1.4	--
1990	50.3	17.4	3.2	8.2	1.4	1.3	--
1991	50.9	15.7	3.4	8.7	2.8	1.2	--
1992	55.1	13.5	3.2	7.8	2.4	1.1	--
1993	56.2	14.1	3.1	8.0	2.2	1.2	--
1994	55.9	14.3	3.5	8.2	2.1	1.0	--
1995	59.0	15.8	2.1	6.8	2.4	0.3	--
1996	62.1	14.7	2.7	6.7	1.8	0.3	--
1997	65.2	14.5	2.6	5.8	1.4	0.3	--
1998	69.3	13.8	2.7	6.2	1.6	0.3	--
1999	71.0	--	2.9	6.4	--	0.2	17.9
2000	71.1	--	2.8	6.1	--	0.3	18.3
2001	71.5	--	2.7	5.0	--	0.3	19.2
2002	67.1	--	2.8	4.4	--	0.4	23.8
2003	65.9	--	2.8	3.9	--	0.2	25.2
2004	65.9	--	3.4	3.8	--	0.2	24.8
2005	66.9	--	3.6	3.6	--	0.1	24.1
2006	65.5	--	4.4	3.1	--	0.2	25.1
2007	64.1	--	4.7	2.9	--	0.2	26.3
2008	64.1	--	4.0	3.1	--	0.1	26.4
2009	62.1	--	4.3	2.9	--	0.1	27.6
2010	61.8	--	4.0	3.8	--	0.1	25.9

註: 上述國際貨幣在各國政府持有外匯準備中的比重計算, 並不包括特別提款權。

資料來源: 1978 至 1980 年的資料取自於衛青 (2003), 1995 至 2010 年的資料取自 International Monetary Fund, 《官方外匯準備通貨組成》(Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves, COFER), <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm>。

第三節 國際貨幣應具備的條件

一國的貨幣若要成為國際貨幣, 依照過去英鎊與美元成為國際貨幣的經驗, 經濟力量是主要的決定因素之一。此外, 一國的貨幣若想要成為國際貨幣, 該國貨幣是否具有可兌換性的條件也是重要的決定因素。若一國貨幣的可兌換性受到

限制，將會阻礙其在全球的流通與使用，也就難以成爲各國願意持有、使用的國際貨幣。

一、經濟實力

根據 Kenen (1983) 的定義，貨幣國際化是指一國貨幣在發行國境外被使用和持有，該貨幣不僅可以在該國居民間交易使用，也是貨幣發行國居民與非居民進行交易的重要貨幣。Chinn 與 Frankel (2008) 指出，一種貨幣要成爲國際貨幣，至少要具備值儲藏、交易媒介、及記帳單位的功能。歷史經驗顯示，經濟實力與政治實力是決定貨幣國際化的重要因素 (Dwyer 與 Lothian, 2003)，經濟實力與政治力量相較，前者似乎更爲重要。

Mundell 與 Swoboda (1969) 也認爲，最強的貨幣由最強大的經濟力量支持，是一個實際的歷史慣例。篠原三代平 (1982) 也指出，作爲國際貨幣的國家應具備的最重要的因素是具有主導地位的經濟實力。Hartmann 與 Issing (2002) 認爲，一國貨幣要能成爲國際貨幣，其貨幣發行國至少要滿足下列條件：經濟規模必須夠大、擁有相當自由與發達的金融市場、及其他國家對於該國貨幣的信賴程度。趙曉芳 (2010) 認爲經濟因素、歷史因素、及政策因素是決定一國貨幣成爲國際貨幣的核心因素。⁸⁵

二、貨幣可兌換性

一國的貨幣若想要成爲國際貨幣，該國貨幣是否具有可兌換性是重要的決定因素之一。若一國貨幣的可兌換性受到限制，將會阻礙其在全球的流通與使用。在經常帳的自由兌換方面，根據「國際貨幣基金協定」第八條第二、三、四節，一國不得對國際交易的經常性對外支付與資金移動施加限制、不得實行歧視性貨幣措施與多元匯率、及有義務兌換外國因經常帳交易而持有的本國貨幣。然而，

⁸⁵ 歷史因素指的是，一國貨幣一旦成爲世界貨幣，其他貨幣很難取代其地位。例如，美國的經濟實力在 20 世紀初期就超過英國，但美元直到 1950 年代才取代英鎊的地位。1970 至 1980 年代，雖然日本和德國的經濟強勁成長，也使美元的國際地位稍降，但美元至今仍是世界最重要的國際貨幣，在外匯準備、國際貿易、及國際投資中的地位仍是其他貨幣所無法取代的。

一國實現經常帳可自由兌換後，並不表示該國居民便可自由地將國幣兌換成外幣，惟有屬於經常帳項目下的國際交易發生時才能將國幣兌換成外幣。⁸⁶

在金融帳的自由兌換方面，則有較多的說法。Guitian (1998) 認為金融帳的兌換性是指貨幣的持有者不受限制地用於任何用途，一國貨幣可自由兌換成其他貨幣且其兌換是按照市場匯率來進行的。印度準備銀行 (Reserve Bank of India) 對於金融帳自由兌換的解釋為，按照市場決定的匯率自由地進行國內金融資產與國外金融資產的轉換 (Schneider, 2000)。按照國際貨幣基金的說法，金融帳自由兌換是指避免對跨國界的資本交易或與資本交易相關的支付與轉移有所限制，以及避免對跨國資本交易進行課稅或補貼，即不論在經常帳或金融帳的項目下，外匯可以自由的流出或流入。

三、國際貨幣基金的看法

國際貨幣基金根據世界主要國家貨幣國際化的經驗指出，一國貨幣國際化所應具備的基本條件主要有：

1. 強大的經濟實力。經濟實力決定一國貨幣能否實現國際化的基礎。綜合國力越強大，企業的國際競爭力越強大，經濟結構和產品結構越多樣，抵抗貨幣國際兌換所帶來的風險能力就越強，作為國際清算貨幣和準備貨幣的地位就越穩固。

2. 充足的國際清償力。一國貨幣追求國際化必須擁有充足的黃金及外匯準備，且具有從國際金融市場融資的能力。⁸⁷ 充足的國際清償力可以滿足隨時可能發生的匯兌要求，以維持外匯市場和匯率的相對穩定。

4. 合理的匯率和匯率體制。外匯市場能夠客觀地反映外匯供需狀況，正確引導外匯資源的合理配置，也是實現貨幣國際化的必要條件。

5. 健全成熟的金融市場。一國貨幣要成為國際貨幣，基本上應解除金融管

⁸⁶ 經常帳的內容包括商品貿易、勞務貿易、薪資所得、投資所得、及經常移轉等項目。

⁸⁷ 英鎊與美元成為主要的國際貨幣，與倫敦和紐約是世界金融中心，容易籌得資金有密切的關係。

制，實現貨幣的自由兌換和資本的自由移動，且該國應有全球性的國際金融中心。

最後，我們可以由下列的指標來衡量一國貨幣國際化的程度：

1. 在境外流通的範圍以及規模。只要其他國家的居民接受，一國貨幣就能夠在境外流通，這也是貨幣國際化的最低層次。在境外流通的範圍及規模愈大，該貨幣國際化的程度也就愈高。

2. 該國貨幣是否充當國際貿易中的計價貨幣及其在國際交易支付中所佔的比重。

3. 在國際投資和國際借貸活動中所佔的比重。成為國際投資貨幣意謂該國貨幣獲得國際社會（公、私部門）的認可，願意以其來儲藏價值。

4. 被用於干預外匯市場的程度。能成為他國外匯市場的干預工具，也就意謂在他國外匯市場中交易的重要性。

5. 在國際準備資產中所佔的比重。被其他國家當成國際準備資產，是一國貨幣國際化程度的最高標準，成為國際準備資產表示一國國家的信用得到其他國家的認可。

第四節 貨幣國際化的利弊

一國的貨幣在國際化後勢必會帶來正負面的經濟衝擊，如降低對外貿易的交易成本、享有鑄幣稅的利益等正面經濟效益，或國際投機的熱錢湧入、資本外逃的等負面損失。

一、貨幣國際化的利益

一國貨幣國際化可能產生的利益如下：

1. 貨幣政策的執行可以不受國際收支的節制。就國際貨幣的發行國而言，由於其貨幣為一種國際交易的媒介貨幣，可用以支付國際債務，因此即使面對國際收支逆差也可以執行擴張性的貨幣政策，而不必顧慮到國際收支持續逆差導致無外匯可用的問題。在沒有國際收支問題的制約下，國際貨幣發行國的貨幣政策

執行上將有更大的空間與自由度。⁸⁸

2. 降低交易成本。一國貨幣想要成為國際貨幣，使用該國貨幣的交易成本必須低於其他國家的貨幣；而當其他國家願意使用該國貨幣後，鉅大的交易量將會使得使用該國貨幣的交易成本下降 (Portes 與 Rey, 1998)。

3. 享有鑄幣稅的利益。鑄幣稅 (seigniorage) 最初被定義為封建領主依靠其權力對金屬鑄造硬幣面值與成本差額課徵的租稅。對今日各國所使用的紙幣與硬幣而言，其生產成本遠小於它們自身所代表的價值 (即面值)，通貨的發行成本是微不足道的 (Cohen, 1971)，因此鑄幣稅幾乎是等於發行通貨的面值。一國貨幣的國際化是指國內貨幣能超越本國流通範圍而在國際範圍內執行貨幣的功能，因此，當一國貨幣實現國際化後，該國便可將本國貨幣作為國際收支支付的工具，亦表示本國貨幣除了取得國內的資源使用權外，也得到了其他國家的資源使用權。換言之，國際貨幣的發行國是持有國的債務人，持有國則是發行國的債權人，持有人在未行使債權人的權利之前，發行國就可以無償使用他國的資源，對他國課徵鑄幣稅。

二、貨幣國際化的負面經濟意義

貨幣國際化除了為一國帶來上述的利益外，亦可能會帶來下列的負面效應：

1. 需長期維持貨幣及財政政策的穩定性。對國際貨幣的發行國而言，保持貨幣政策與財政政策的穩定性是首要之務，惟有穩定的政策，才能確保其幣值的穩定，使其他國家信任而願意使用它 (Tavlas 與 Ozeki, 1992)。若無法維持政策的穩定性，則各國將喪失對該國貨幣的信心，而使得該國貨幣產生大規模流入或流出的現象，進而失去國際通貨發行國的地位。

2. 杜里芬困境。此種負面效應乃由於特殊的時空背景而產生。美國在 1944 至 1973 年的布列頓森林制度運作下，美元的國際地位具有壟斷性。然而，美國

⁸⁸ 例如，為了讓次貸危機發生後的經濟加速復甦，美國可無視世界各國的反對而宣佈二度量化寬鬆 (Quantitative Easing 2, QE2) 政策。

爲了滿足國際準備需求的成長，其國際收支必須維持逆差。1950 年代中期起，美國的國際收支開始惡化，美國的國際收支呈現長期逆差的趨勢，且隨著美國國際收支逆差的增加，美國的黃金準備也逐漸地減少，美國對外的流動負債也不斷地增加。上述原因導致世界各國對美元—黃金平價關係的信心降低，進而使世界各國相繼拋售美元，美元在外匯市場的數量過於泛濫更造成美元價值的不穩定。反之，如果美國要維持各國對美元—黃金平價關係的信心，則美國必須維持國際收支順差，而這又會導致國際流動性的不足。這種對美元信心與流動性無法同時兼得的現象，即爲杜里芬困境。即使布列頓森林制度已經不復存在，但任何作爲準備通貨的國家仍然面對信心與流動性無法兼顧的杜里芬困境。

3. 國際投機活動的衝擊。對國際通貨發行國而言，由於大量的貨幣被外國人所保有而可能形成國際熱錢 (hot money)，而熱錢具有很強的趨利性質，沒有固定的投資額和場所。又一國貨幣成爲國際通貨後，其國內金融市場必然是自由開放的，故大量熱錢的進出，將造成該國匯率的大幅波動 (Garganas, 2003)。

第五節 中國的經濟實力與人民幣國際化

在改革開放後，中國的經濟力量不斷增強。經濟力量是一國貨幣要成爲國際貨幣時應具備的主要條件，這也表示該國的經濟力量在世界上必定佔有一定的地位。本節中將從國內生產毛額及對外貿易量來觀察中國與一些主要國家經濟力量的比較。

一、中國經濟力量的國際比較

中國在 1978 年採取改革開放的政策後，經濟力量不斷提升。比較 1986 至 2010 年中國、英國、美國、德國、日本、及法國的實質國內生產毛額平均年成長率，中國爲 12.5% 大幅領先英國的 4.7%、美國的 5.1%、德國的 4.3%、日本的 4.2%、及法國的 4.3%，也高於全世界的 6.2%，顯示中國的經濟力量的增強 (表 3-5)。

進一步比較中國、美國、日本、德國、英國、及法國等國經過購買力平價 (purchasing power parity, PPP) 調整後的國內生產毛額佔全世界國內生產毛額的比重。經過購買力平價的調整後，1993 至 2010 年間佔全世界國內生產毛額的比重，中國由 4.8% 持續上升至 13.3%，英國由 3.6% 持續下降至 3.0%，美國由 23.0% 持續下降至 20.2%，德國由 5.6% 持續下降至 3.9%，日本由 9.1% 下降至 5.8%，法國由 3.9% 持續下降至 2.9% (表 3-6)。

由以上數據可以看出，中國佔全世界的國內生產毛額的比重不斷提高，目前除了仍低於美國外，已遠高於英國、德國、日本、及法國。經濟力量是貨幣的後盾，隨著中國佔全世界國內生產毛額的比重不斷提升，人民幣將逐漸成爲一種強勢 (high power) 貨幣，而廣爲各國所持有。但是，若從國際貨幣的價值儲存功能來看 (成爲他國外匯存底的資產組成)，人民幣還不具備作爲國際貨幣的條件。儘管歐洲與美國相繼陷入主權債務危機，引發各國央行對於美元、歐元能否維持價值儲藏的功能感到憂心，甚至有部分新興市場國家的央行考慮將人民幣資產納入外匯存底，以規避歐美資產可能的持有損失。⁸⁹ 但是，在現今美元爲主、歐元爲輔的國際貨幣體系下，各國央行都是制度的接受者，短期內仍無法改變各國央行外匯存底高度集中於美元資產及歐元資產的現實。

⁸⁹ 曾表達未來外匯存底將納入人民幣資產的國家包括新加坡、韓國、泰國、智利、奈及利亞、及菲律賓。參閱劉煥彥 (2011)，〈南韓央行拚大陸 QFII 資格〉，《經濟日報》，5 月 5 日，版 A9；〈泰國想納入人民幣資產〉，《經濟日報》，9 月 14 日，版 A10。此外，台灣央行外匯局長林孫源在立法院答詢時表示，若能確保穩定的人民幣貨源 (即建立貨幣清算機制)，就可以將人民幣資產納入外匯存底配置中。參閱陳美君 (2011)，〈央行：一旦建立清算機制，外匯存底將納入人民幣〉，《經濟日報》，版 A2。

表 3-5: 實質國內生產毛額平均年成長率的比較——1986 至 2010 年

單位: %

年別	中國	英國	美國	德國	日本	法國	全世界
1986	11.2	6.3	5.8	4.7	5.1	4.6	5.7
1987	14.8	7.6	6.2	4.4	7.1	5.5	6.7
1988	15.1	8.6	7.7	7.3	10.8	8.1	7.9
1989	8.0	6.1	7.5	7.8	9.3	8.3	7.7
1990	7.8	4.7	5.8	9.8	9.6	6.6	7.1
1991	13.1	2.1	3.3	8.7	7.0	4.6	5.7
1992	16.9	2.5	5.8	4.6	3.2	3.6	12.4
1993	16.5	4.5	5.1	1.4	2.4	1.4	4.3
1994	15.5	6.5	6.3	4.8	3.0	4.3	5.3
1995	13.2	5.2	4.7	4.0	4.0	4.4	5.7
1996	12.1	4.8	5.7	2.9	4.6	3.0	5.6
1997	11.2	5.1	6.3	3.6	3.4	4.0	6.0
1998	9.0	4.8	5.5	3.2	-0.9	4.7	3.6
1999	9.2	5.0	6.4	3.5	1.3	4.7	5.0
2000	10.7	6.2	6.4	5.4	5.1	6.3	7.1
2001	10.7	4.8	3.4	3.5	2.4	4.1	4.5
2002	10.9	3.8	3.5	1.6	1.9	2.7	4.5
2003	12.5	5.0	4.7	1.9	3.6	3.3	5.8
2004	13.0	6.1	6.5	4.1	5.5	4.8	7.9
2005	14.2	5.3	6.5	4.0	5.6	5.2	7.8
2006	16.4	6.1	6.0	6.7	5.4	5.8	8.5
2007	17.6	5.7	4.9	5.7	5.4	5.3	8.3
2008	12.0	2.1	2.2	3.2	1.0	2.3	5.0
2009	10.1	-4.0	-1.7	-3.8	-4.3	-1.7	0.1
2010	11.5	2.6	3.6	4.3	3.8	2.5	5.7
平均	12.5	4.7	5.1	4.3	4.2	4.3	6.2

資料來源: IMF, World Economic Outlook Database, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/weodata/index.aspx>。

表 3-6: 主要國家佔全世界國內生產毛額的比重—1993 至 2010 年

單位: %

年別	中國	英國	美國	德國	日本	法國
1993	4.8	3.6	23.0	5.7	9.1	3.9
1994	5.3	3.7	23.2	5.7	8.9	3.9
1995	5.7	3.6	23.0	5.6	8.7	3.8
1996	6.0	3.6	23.0	5.5	8.6	3.7
1997	6.3	3.6	23.1	5.3	8.4	3.7
1998	6.7	3.6	23.5	5.3	8.1	3.7
1999	6.9	3.6	23.8	5.2	7.8	3.7
2000	7.2	3.6	23.6	5.1	7.6	3.6
2001	7.6	3.6	23.4	5.1	7.5	3.6
2002	8.0	3.6	23.1	5.0	7.3	3.6
2003	8.5	3.6	22.9	4.8	7.1	3.5
2004	8.9	3.5	22.6	4.6	7.0	3.4
2005	9.4	3.4	22.4	4.4	6.9	3.3
2006	10.0	3.4	21.9	4.4	6.7	3.2
2007	10.8	3.3	21.3	4.3	6.5	3.1
2008	11.5	3.2	20.8	4.2	6.2	3.1
2009	12.6	3.1	20.4	4.0	6.0	3.0
2010	13.3	3.0	20.2	3.9	5.8	2.9

註: 表中數據係以經過購買力平價調整的國內生產毛額計算。

資料來源: 同表 3-5。

二、中國貿易力量的國際比較

中國在世界貿易的重要性也是與日俱增。根據《貿易方向統計》(Direction of Trade Statistics) 資料 (表 3-7), 1988 至 2009 年, 佔世界總貿易 (進口加上出口) 的比重, 中國由 1.8% 增加至 8.4%, 英國由 6.0% 下降至 3.3%, 美國由 13.8% 下降至 10.6%, 德國由 10.2% 下降至 8.2%, 日本由 8.0% 下降至 4.5%, 法國由 6.2% 下降至 4.2%, 顯示中國在世界貿易的重要性逐年上升, 目前僅稍次於美國, 與德國並駕齊驅, 大幅領先英國、日本、及法國。

隨著一國在國際市場貿易量的增加, 其貨幣作為國際交易清算的工具也將隨之增加, 國際化的程度因而逐步提升。從這個角度來看, 在中國對外貿易絕對數量及其佔世界貿易比重持續增加下, 中國的人民幣被世界各國作為貿易往來的計

價工具是可預期的，這也表示人民幣是將成爲下一個主要的國際貨幣。⁹⁰

表 3-7: 主要國家佔全世界貿易總額的比重

年別	單位: %					
	中國	英國	美國	德國	日本	法國
1988	1.8	6.0	13.8	10.2	8.0	6.2
1989	1.7	5.8	14.1	10.0	7.9	6.1
1990	1.6	5.9	13.2	11.0	7.6	6.5
1991	1.9	5.5	13.1	11.1	7.7	6.3
1992	2.2	5.4	13.1	10.9	7.5	6.3
1993	2.7	5.1	14.2	9.2	8.0	5.6
1994	2.8	5.0	14.0	9.2	7.8	5.5
1995	2.9	4.9	13.2	9.3	7.6	5.5
1996	2.9	5.1	13.5	9.0	7.1	5.3
1997	3.1	5.2	14.3	8.5	6.8	5.1
1998	3.1	5.3	14.9	9.2	6.1	5.4
1999	3.1	5.1	15.1	8.7	6.4	5.5
2000	3.6	4.8	15.5	8.1	6.6	5.0
2001	3.9	4.7	15.3	8.5	6.0	5.2
2002	4.6	4.7	14.5	8.5	5.8	5.1
2003	5.3	4.5	13.3	8.8	5.6	5.2
2004	5.8	4.3	12.6	8.8	5.5	5.0
2005	6.4	4.0	12.5	8.3	5.3	4.6
2006	6.9	4.0	12.2	8.3	5.0	4.3
2007	7.4	3.8	11.3	8.4	4.7	4.2
2008	7.4	3.4	10.6	8.1	4.7	4.1
2009	8.4	3.3	10.6	8.2	4.5	4.2

資料來源: IMF, Direction of Trade Statistics, http://www.economicsnetwork.ac.uk/links/data_free。

三、人民幣國際化的利弊得失

當一國貨幣國際化後，通常會帶來建立成熟的金融市場、提升國際經貿交流、降低匯率風險、保障外匯存底價值、及鑄幣稅等利益。就人民幣國際化而言，其帶給中國的好處如下：

⁹⁰ 中國人民銀行曾在 2006 年運用貨幣國際化程度指數，估計 2002 年美元、歐元、及日圓的國際化綜合指數，如以美元國際化程度爲 100 進行比較，歐元的國際化程度接近 40，日圓爲 28.2，人民幣爲 2，這些數字也說明人民幣國際化的程度還很低。李瑤 (2003) 也計算出在 2000 年底，美元、歐元、日圓、及人民幣的貨幣國際化程度分別爲 9.11、1.70、1.05、及 0.19。

1. 人民幣國際化將使中國打造多元且成熟的金融市場，作為資金回流的渠道。因此，隨著人民幣國際化的推移，將帶動中國金融發展的深化。

2. 當人民幣成為國際交易的清算貨幣，將消除中國與貿易對手國彼此間部分的不確定因素，提升外國與中國貿易或投資中國的意願。

3. 人民幣國際化將減少匯率因素對中國廠商產品訂價與獲利的干擾。

4. 人民幣國際化將使人民幣具備外匯準備的性質，達成中國央行外匯資產多元化與分散風險的目標。

5. 人民幣國際化使中國具備向國外課徵鑄幣稅的能力。

然而，人民幣國際化後也可能帶給中國金融帳開放的衝擊、貨幣政策的制約、及熱錢投機炒作的干擾等不利的衝擊。詳言之：

1. 人民幣國際化必須相當程度地解除資本管制，開放資本項目將對於國內低競爭力的金融機構可能造成衝擊。

2. 一旦人民幣國際化，中國貨幣政策制定將必須兼顧其他國家總體經濟情勢，造成貨幣政策某種程度的制約。⁹¹

3. 當人民幣國際化後，國際投機資金可能更容易從境外收購人民幣，而對人民幣或中國的金融市場進行炒作或狙擊。

人民幣要能成功國際化必須實現人民幣可兌換性、人民幣匯率韌性、金融市場高度發展、及人民幣境外交易中心。詳言之：

1. 由於人民幣至今仍不是可自由兌換貨幣（主要在金融帳部分），降低了外國民眾或機構法人持有意願。

2. 中國應加速人民幣匯率改革，讓人民幣匯率早日回歸市場均衡。

3. 中國應加速發展金融市場。由歷史經驗可以發現，金融市場高度發達是貨幣成功國際化的重要因素之一。目前中國金融發展程度還不足以與美國、歐洲、或日本等先進國家匹敵，特別是貨幣市場價格機能尚未健全，尚無美國聯邦

⁹¹ 類似例子如 1992 年的歐洲匯率機制 (European Exchange Rate Mechanism) 危機，當時德國因經濟過熱打算升息降溫，卻導致緊釘德國馬克的英國經濟情勢更加惡化，最終導致英國退出歐洲匯率機制。

基金利率、英國重貼現率、日本隔夜拆款利率等市場化利率。因此，推動利率市場化將是人民幣國際化的首要課題。

4. 建立人民幣境外交易中心。中國境內金融市場的發展相對於已開發國家落後，可以透過人民幣境外交易中心來帶動中國的金融改革，並加速人民幣國際化的進程。

第六節 結語

對於國際貨幣的定義有多種說法，並未有一致的定義。大體來說，多數學者對於國際貨幣的定義是針對國際貨幣的流通範圍與功能作論述的。簡單的說，某些國家的貨幣會被世界各國所持有，並將其當作進行跨國交易的計價工具，或被各國視為外匯準備的一部分來代表該國的國際清償力，這些會被世界各國持有、使用、及作為外匯準備的一國貨幣，即為國際貨幣。

國際社會曾在不同的時期採行過不同的國際貨幣制度，在每一個時期下，某些國家的貨幣也被世界各國視為國際貨幣來加以使用。然而，目前國際社會是採多種國際貨幣共存的體制，短期內要出現一種各國唯一共同使用的國際貨幣有其難度存在。在目前多種國際貨幣共存的體制下，只要經濟實力足夠，任何一國的貨幣似乎都有可能成為國際間流通使用的國際貨幣。

一國的貨幣若要成為國際貨幣，依照過去英鎊與美元成為國際貨幣的經驗，經濟力量是主要的決定因素之一。此外，一國的貨幣若想要成為國際貨幣，該國貨幣是否具有可兌換性的條件也是重要的決定因素。若一國貨幣的可兌換性受到限制，將會阻礙其在全球的流通與使用，因此也就不易成為國際貨幣。

第四章 中國外匯制度的變革與金融帳的開放

1997 至 1998 年，中國在亞洲金融危機中堅守人民幣不貶值的承諾，展現人民幣對亞洲各國貨幣匯率的安定力量。2010 至 2011 年，歐美債務危機引發各國央行對外匯存底（以美元、歐元資產為主）價值減損的憂慮。相形之下，自 2007 年次貸危機以來，中國穩定而強勁的經濟表現，使得各國對於人民幣能否加速匯率改革及國際化，為區域（甚至全球）金融穩定盡力，寄以高度的期盼。

中國目前僅在經常帳的交易項目上允許人民幣自由兌換，在金融帳方面仍有諸多的限制。在金融帳尚未完全開放前，中國的人民幣流通及使用的範圍也受到限制，金融帳的開放是中國政府所需面對的課題，開放時程的早晚將會是影響人民幣成為國際貨幣的重要因素。無可置疑地，金融帳的開放將伴隨人民幣匯率的浮動，人民幣國際化、金融帳開放、及人民幣匯率自由化形成為一種密不可分的三角關係。因此，本章將對中國外匯制度的變革及金融帳的開放作一介紹。

第一節 中國外匯管理制度的變革

中國的外匯管理制度在經過不斷的改革後，最凸出的成就是在 1996 年接受「國際貨幣基金協定」的規定，讓中國的人民幣實現經常帳的自由兌換。除了實現經常帳自由兌換，中國的外匯管理制度也有許多的變革。例如，在 1978 年以前，中國的外匯管理為計畫經濟下的管理制度；1979 年之後，中國對其外匯管理更採行過多種不同的措施，例如，外匯留成制度、內部結算價（internal settlement rate）、及外匯調劑市場等。1994 年後，中國的外匯管理體制更有大幅度的改變，諸如匯率併軌、銀行結售匯制度的實行、及外匯留成的取消等政策的採行。本節將對中國外匯管理制度在經濟改革開放前後的變革作一介紹。

一、改革開放前的中國外匯體制——1979 年之前

1949 年之前，外國銀行在中國享有發行鈔票、公布匯率、操縱外匯資金、

及外匯交易等特權，這些特權造成中國出現物價膨脹嚴重、金融與物價秩序混亂、及國際收支長期逆差等現象。1949 年後，中國人民政府指定中國人民銀行為外匯管理機關，同年 9 月，中國人民政治協商會議第一次全體會議通過「共同綱領」，其中有關外匯的規定包括：禁止外匯在中國流通、外匯與金銀買賣都需由國家銀行經營並嚴格取締黑市、允許外匯持有者將其外匯出售給銀行或存入銀行、及公告外幣牌價與發行外幣存單。

1950 年 6 月，韓戰爆發，美國等西方國家對中國實施經濟禁運及採取凍結資產的懲罰，中國的外匯收入因此處於停滯的狀態。1950 年 10 月，中國的政務院頒布「外匯分配使用暫行辦法」，規定中國的外匯收入一律由中央人民政府財經委員會統籌分配使用，以「先中央後地方、先工後商、先公後私」的原則進行分配，對申請購買外匯者也有嚴格的限制。此外，對於進口所需的外匯，中國採取許可證的制度，對外匯進行量的管制，且嚴格禁止人民幣、金、銀、及外幣攜帶出境。

1953 年，中國政府公布的「一五計畫」，更進一步把外匯管理的重點放在有限外匯的充分運用，以及減少在計畫經濟體制內外匯的對外流失兩方面。為達成上述的目標，「一五計畫」將與貿易相關 (trade-related) 的外匯收支交由負責外貿進出口計畫的對外經貿部 (Ministry of Foreign Trade) 來編製，非貿易 (non-trade) 相關的外匯收支計畫則由財政部負責編製，地方、機關、企業、及私人的外匯收支計畫由中國人民銀行編製。最後，上述由對外經貿部、財政部、及中國人民銀行負責編制的外匯收支計畫，經國家計畫委員會進行匯總後，國家計畫委員會再依「統收統支、以收定支、基本平衡、略有節餘」的方針，統一分配使用。此外，「一五計畫」更規定持有外匯及外匯收入者，不得私自保有，必須將外匯賣給或存入國家銀行。對於非貿易的外匯，國家計畫委員會與財政部在 1972 年公布「關於試行非貿易外匯管理辦法」，對非貿易的外匯採取計畫管理。

簡言之，中國在改革開放前對外匯管理的原則是嚴格的管制，在此種外匯制度下，人民幣對外匯率所扮演的角色只是作為計畫結算的工具 (Lin 與 Schramm,

2003)。

二、外匯管理暫行條例下的中國外匯管理制度

中國的外匯制度在 1978 年改革開放後至 1993 年為止，其運作是以 1980 年頒布的「中華人民共和國外匯管理暫行條例」為依據。在此期間，中國對外匯的管制十分嚴格，特別是關於資本移動的管制。此外，內部結算價、外匯留成制度、及外匯調劑市場的建立等，也是此時期的產物。

(一) 外匯管理暫行條例的內容

1980 年 12 月，中國國務院公布「中華人民共和國外匯管理暫行條例」（簡稱為外匯管理暫行條例），並從 1981 年 3 月 1 日起施行。根據「外匯管理暫行條例」的規定，其實施的目的是在加強外匯管理、增加外匯收入、節約外匯支出、促進國民經濟發展、及維護國家權益（第 1 條）。此外，「外匯管理暫行條例」第 3 條指出，對外匯採取「集中管理、統一經營」的方針，且國家外匯管理局為外匯管理的主管機關，經營外匯業務的專業銀行則為中國銀行。「外匯管理暫行條例」對資本移動的管制十分嚴格，關於國家單位與集體組織、個人、僑資企業、外資企業、及中外合資經營企業等的外匯管理，其相關的內容如下：

1. 在國家單位與集體經濟組織方面。中國的境內機構的外匯收入及支出都實行計畫管理，且需經由國家外匯管理局批准後才得保有外匯。經外匯管理局批准持有的留成外匯、非貿易和補償貿易項下先收後付的備付外匯及貸入的自由外匯等，都必須在中國銀行開立外匯存款帳戶或外匯額度帳戶，按規定範圍使用，並接受中國銀行監督（第 9 條）。境內機構非經國務院批准，不得在國內外發行具有外匯價值的有價證券（第 7 條）。國家駐外機構（如設在外國或港澳等地區的企業、事業單位）從事經營所得利潤，除按國家批准的計畫可以留存當地營運外，都必須按期調回、賣給中國銀行或指定銀行。一切駐外機構不得自行為境內機構保存外匯（第 11 條）。

2. 在個人的外匯管理方面。居住在中國境內的中國人、外國僑民、及無國

籍人，由外國或港澳等地區匯入的外匯，除國家允許留存的部分外，皆必須賣給中國銀行 (第 13 條)。此外，中國人、外國僑民、及無國籍人，其存放在中國境內的外匯允許個人持有，但不得私自攜帶、托帶、或者郵寄出境，如需出售，必須賣給中國銀行，同時允許按照國家規定的比例留存部分外匯 (第 14 條)。居住在中國境內的中國人、外國僑民、及無國籍人如需購買外匯匯出或攜出境外者，可以向當地外匯管理局申請，經批准後由中國銀行或指定銀行賣給上述相關的人員。此外，應聘在中國境內機構工作的外籍專家、技術人員與職工，其匯出或者攜出外匯，由中國銀行按照其工作合同或協定的內容辦理外匯的匯出或攜出 (第 19 條)。

3. 在僑資企業、外資企業、及中外合資經營企業方面。這些企業的一切外匯收入都必須存入中國銀行，一切外匯支出，亦從其外匯存款帳戶中支付，國家外匯管理局有權檢查其外匯收支的情況 (第 22 條)。僑資企業、外資企業、及中外合資經營企業的外國合營者，依法納稅後的純利潤與其他正當收入，可以向中國銀行申請從企業的外匯存款帳戶中匯出。倘若僑資企業、外資企業、及中外合資經營企業要將外匯資本轉移到中國境外者，需向國家外匯管理局申請並從其外匯存款帳戶中匯出 (第 24 條)。

(二) 內部結算價制度的實施

內部結算價制度的實施也是中國早期外匯管理中很特殊的設計。在改革開放前，人民幣的幣值是被高估的 (overvalued)，且由於人民幣幣值的高估，⁹² 使中國在從外國進口的交易中存在著利益。然而，此種利益在 1970 年代末期至 1980 年代初期卻不能彌補因人民幣幣值的被高估所導致的對外出口損失 (Lardy, 1992)。為解決上述進出口貿易的問題，中國在 1981 年 1 月推行內部結算價制度。在此制度下，與貿易相關的外匯收支依內部結算價進行結算，非貿易的外匯收支 (如外國對中國投資及海外僑匯等) 則根據官方匯率來進行結算。

然而，內部結算價與官方匯率共存的現象造成許多問題。Wu 與 Chen (1989)

⁹² 1977 年，人民幣兌美元匯率為 1.755 元人民幣兌換 1 美元。

指出，在內部結算價制度下，企業與政府單位在賣匯時會希望銀行依內部結算價進行買匯，企業與政府單位在買匯時則希望銀行能依官方匯率進行賣匯，⁹³ 但是銀行對貿易相關或非貿易相關的外匯收支卻很難加以區別。此外，內部結算價與官方匯率並存的現象，也對海外僑匯與外資的流入造成歧視的現象。

除了因內部結算價與官方匯率並存的現象所造成的問題外，國際貨幣基金與美國對中國內部結算價與官方匯率並存的政策也有所抨擊，國際貨幣基金認為中國雙元匯率的存在與國際貨幣基金的規定有所抵觸，在 1982 至 1984 年間曾多次要求中國廢除該項政策；美國則認為中國雙元匯率的存在乃中國對出口的一種變相補貼政策。在管理上的混亂及國外的壓力下，中國人民銀行宣布自 1985 年 1 月 1 日起廢除與貿易相關的內部結算價，並將官方匯率調整至 2.8 元人民幣兌換 1 美元的水準。

(三) 外匯留成與外匯調劑市場

1979 年，中國當局頒布「出口商品外匯留成試行辦法」及「非貿易外匯留成試行辦法」後，開始施行貿易及非貿易的外匯留成制度。外匯留成主要是指外匯額度留成，即生產外銷產品的廠商將出口所得外匯收入按官方匯率賣給國家指定的外匯銀行，國家按照出口廠商外匯所得的數額及規定的留成比例，再給予出口廠商相應的外匯額度。用匯時，廠商按照經批准的用匯計畫和使用範圍，向外匯指定銀行以國家公布的外匯牌價購買外匯，對外支付。

在外匯留成制度下，有的廠商有外匯留成但需要換取人民幣資金，有的廠商卻出現沒有外匯或外匯不足的現象。為解決外匯供需失衡的情況，1980 年 10 月，中國公布「調劑外匯暫行辦法」，允許有外匯留成的廠商透過外匯管理部門，把多餘的外匯賣給需要用匯的廠商。

在開放外匯調劑業務後，外匯調劑市場逐漸地形成。1980 年 10 月，中國銀行在北京、天津、上海、及廣州等城市開辦外匯調劑業務。外匯調劑價格則以買

⁹³ 1981 年 1 月至 1984 年 12 月，人民幣/美元匯率的內部結算價（即貿易外匯匯率）為 2.80 元人民幣兌換 1 美元，官方牌價（即非貿易外匯匯率）為 1.50 元人民幣兌換 1 美元。

易外匯內部結算價上下各 10% 的波動幅度來計算，即外匯調劑價格將在 2.80 元人民幣兌 1 美元的基礎下，在上下各 10% 的幅度內波動。1986 年 3 月，國家外匯管理局頒布「辦理留成外匯調劑的幾項規定」，規定外匯額度調劑的交割與過戶由國家外匯管理局辦理，現匯（即期外匯）交易的交割和過戶由包括中國銀行在內的金融機構辦理，把外匯調劑業務交給國家外匯管理局進行管理。1986 年 10 月，國務院頒布「關於鼓勵外商投資的規定」，進一步允許中外合資經營企業與中外合資合作經營企業所收入的外匯，可與中央及地方的外匯管理部門與審批機關所審批的合資企業相互調劑使用。⁹⁴ 此外，同一外國投資者在中共境內興辦兩個以上的中外合資經營企業，經國家外匯管理部門批准與合營雙方同意，可在所辦的各個企業之間調劑解決所需的外匯。

1988 年 3 月，國家外匯管理局根據國務院頒發的「關於外匯調劑的規定」，除了在北京設立全國外匯調劑中心外，更進一步在各省、自治區、直轄市、及經濟特區與沿海開放城市都成立外匯調劑中心，藉以辦理地方、部門、國營與集體事業單位、及外商投資企業的留成外匯，同時也一併負責外商投資企業自有外匯的調劑業務。因此，外匯調劑業務的市場進一步擴大至中國各地，外匯調劑的價格則由買賣雙方根據外匯供需的狀況自行議定。

經過上述措施的調整，外匯調劑市場趨於活躍，外匯調劑市場的快速成長，1987 年全年的交易金額達 42 億美元（尚平順、嚴彩郡，1995）。

三、經常帳可兌換性的實現

1993 年，中國人民銀行為落實「中共中央關於社會主義市場經濟體制若干問題的決定」對外匯管理體制改革的要求，公布「關於進一步改革外匯管理體制的公告」，中國的外匯管理制度出現重大的變革。例如，匯率併軌、銀行結售匯制度的設立、及取消外匯留成等。1996 年，中國實現人民幣在經常帳方面的可

⁹⁴ 中外合資經營企業採取股權式經營模式，中外投資者對企業的股權大小取決於雙方的出資比例。中外合資合作經營企業屬於契約式合營企業，中外投資者以契約約定投資或合作條件、風險和虧損的分擔、及經營管理的方式。

自由兌換性，更是中國外匯管理體制的一大突破。

1993 年 11 月，由中國第十四屆三中全會通過的「中共中央關於建立社會主義經濟體制若干問題的決定」後，中國經濟改革的思想指導原則確定為「社會主義的市場經濟」。該決定中也明確提出改革外匯管理體制的方向是建立一個以市場供需為基礎、有管理的浮動匯率制度、及統一規範的外匯市場。

1993 年底，為落實「中共中央關於社會主義市場經濟體制若干問題的決定」中對外匯管理體制的改革要求，中國人民銀行公布「關於進一步改革外匯管理體制的公告」，從 1994 年 1 月 1 日起對外匯管理體制進行改革，陸續公布一系列的法規，主要有「結匯、售匯及付匯管理暫行規定」、「銀行間外匯市場管理暫行規定」、及「外匯帳戶管理暫行辦法」等。1996 年，對 1980 年的「外匯管理暫行條例」進行修改。同年 2 月，「外匯管理條例」公布。根據上述的法規，中國的外匯管理制度也隨之有所改變，重點如下：

1. 匯率併軌。取消過去官方匯率及外匯調劑市場匯率並存的制度，並依照「外匯管理條例」第 33 條的內容，以市場供需為基礎，對人民幣的匯率採取單一的（將官方匯率與調劑匯率合併）及有管理的浮動匯率制度，由中國人民銀行根據銀行間外匯市場形成的價格來公布人民幣的對外匯率，其具體的作法如下：中國人民銀行按照前一營業日銀行間外匯市場形成的加權平均匯率來公布人民幣對美元、港幣、及日圓三種貨幣的基礎匯率。銀行間外匯市場人民幣對美元的買賣價可以在基礎匯率上下各 0.3% 的幅度作浮動，人民幣對港幣與日圓的買賣價可以在基礎匯率上下各 1% 的幅度內浮動。這三種外幣以外的其他外幣匯率，則按照人民幣/美元基礎匯率為基準，並依照國際外匯市場的匯價來套算其基礎匯率（史芳銘，1998）。

2. 實施銀行售匯制度，允許人民幣在經常帳項目下可以有條件的兌換外匯。此處有條件指的是，境內企、事業單位及機關團體在經常帳下的貿易用匯或非貿易項下的經常性支付，只要持具有效力的憑證，便可持人民幣到外匯指定銀行購買外幣，不需再經過指令性計畫與審批制度的允許。

3. 外匯收入結匯制度的實施。外匯收入結匯制度指的是，境內所有企、事業單位及機關和社會團體在經常帳下的各類外匯收入，除國家規定準許保留的外匯可在外匯指定銀行開立外匯帳戶外，都必須及時調回境內，按銀行掛牌匯率，全部售給外匯指定銀行。

4. 取消上繳外匯與外匯留成。過去企業出口創匯收入的一部分必須上繳及按一定比例保留部分外匯收入，改變成企業可將外匯收入按當日匯率賣給外匯指定銀行，即可得到相應的人民幣收入；而當企業需要外匯時，只需憑有效憑證或商業單據，即可到外匯指定銀行購買外匯，對外支付。

5. 建立銀行間外匯市場，改進外匯調劑市場的運作。1994 年 3 月底，全中國有 108 個外匯調劑中心，但外匯調劑市場的組成主體僅限於國營、集體企事業單位，個別的外匯調劑中心依據個別企業單位的外匯供需情形決定調劑匯價，金融機構只是權充經紀商代理客戶進行外匯調劑，造成外匯調劑市場業務的運作十分混雜。為統一外匯調劑業務的運作，1994 年 4 月起，中國政府在上海建立一個銀行間外匯交易市場，以統一全國外匯調劑業務的運作。

此外，為使人民幣更能符合經常帳自由兌換的要求，1996 年 5 月，中國國家外匯管理局發布「境內居民因私兌換外匯管理辦法」及「境內居民外匯存款匯出境外的規定」，進一步取消非貿易及非經常性的用匯限制。1996 年 6 月，中國人民銀行發布「結匯、售匯及付匯管理規定」，將外資企業與外資銀行納入結售匯實施範圍內，使外商投資企業可以同時經由外匯指定銀行與外匯調劑中心買賣外匯，並取消對外商投資企業之經常項目的匯兌限制。

1996 年 12 月，戴相龍（當時的中國人民銀行行長）宣布，中國接受「國際貨幣基金協定」第八條的規定，對經常性國際交易支付與轉移不再加以限制，以及不實施歧視性的貨幣政策，中國的人民幣實現經常帳的可自由兌換性。

四、金融帳的逐步開放

在 1996 年實現經常帳的可兌換性後，人民幣可說已達成部分的貨幣自由兌

換的條件。然而，亞洲金融風暴的發生，使中國放慢開放金融帳的腳步。在亞洲金融風暴後，1999年9月，當時的國家外匯管理局金融帳管理司投資處處長劉欣表示，中國的外匯管理工作仍堅持「三個不變」，即堅持人民幣經常項目可兌換原則不變（即不對經常帳重新實施匯兌限制）、堅持金融帳管理不變、及實行人民幣完全可兌換的最終目標不變。Groombridge (2001) 也指出，中國在面對亞洲金融風暴時，對金融帳的嚴格管制降低了外國投機客可能對中國造成的損失，管制措施的生效也使中國金融帳開放的時程表 (timetable) 不再明示，改以保守的態度來處理金融帳開放的議題。雖然開放金融帳的腳步在亞洲金融風暴後放慢，但中國政府仍逐步放寬金融帳的相關限制。

2003年10月，中國第16屆三中全會通過的「中共中央關於完善市場經濟體制若干問題的決定」指出，要在有效防範風險的前提下，有選擇及分步驟放寬對跨境資本交易活動的限制，逐步實現金融帳的可兌換性。事實上，在中國第16屆三中全會召開前，中國政府對於金融帳的開放便持續有著動作。例如，2002年12月，中國證券監督管理委員會與中國人民銀行公布「合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法」，凡是經過中國證券監督管理委員會與中國人民銀行批准的中國境外基金管理機構、保險公司、證券公司、及其他資產管理機構，便可以在中國境內的證券市場進行投資。同年11月，中國國務院批准中國人民銀行於香港試行辦理個人人民幣業務並提供清算安排，香港金融管理局與中國人民銀行在北京簽署備忘錄，同意在2004年1月起試辦人民幣業務（包括發行人民幣信用卡、設人民幣帳戶、及兌換人民幣等）。

從2002年開始，中國開放金融帳的腳步似乎有加快的趨勢。例如，在2002年開放合格境外機構投資者 (Qualified Foreign Institutional Investor, QFII) 制度，境外投資者可以投資人民幣債券和股票 (A股)。2005年10月，亞洲開發銀行和國際金融公司 (International Financial Cooperation, IFC) 獲准在中國境內發行人民幣債券 (熊貓債券)，但是發行人所籌集的資金不能帶出境外，只能在中國境內使用。2006年再度開放合格境內機構投資者 (International Domestic

Institutional Investor, QDII) 制度，放寬境內居民投資境外證券。

2009 年 7 月 2 日，中國人民銀行和有關政府各部門聯名發布「跨境貿易人民幣結算試點管理辦法」，允許使用人民幣與境外進行貿易結算。當初在中國國內只批准 5 個城市（上海市及廣東省的廣州、深圳、珠海、東莞）的試點企業（365 家）可以用人民幣結算，境外只批准香港、澳門、及東協（ASEAN）等 3 個地區。2010 年 6 月 17 日，中國人民銀行和有關部門對上述試點管理辦法進一步放寬地域限制，可用人民幣結算的境內試點地區從 5 個城市擴大到 20 個省、自治區、及直轄市，還廢除了境外人民幣結算適用地區的限制。人民幣結算的交易種類也從貨物貿易擴大到服務貿易等其他經常帳項目。此外，對於貨物出口以外的經常帳項目收支活動，試點企業擴大到境內試點地區的內所有企業，而對於貨物出口，試點企業仍限於 16 個省市。2011 年 8 月，為滿足企業對跨境人民幣業務的實際需求，進一步發揮人民幣結算對貿易和投資便利化的促進作用，人民銀行、財政部、商務部、海關總署、稅務總局和銀監會聯合發布《關於擴大跨境貿易人民幣結算地區的通知》，跨境貿易人民幣結算地區增加河北、山西、安徽、江西、河南、湖南、貴州、陝西、甘肅、寧夏、及青海省（自治區），地區範圍擴大至中國全國。

在人民幣跨境貿易結算試點之前，中國人民銀行在 2008 年 12 月到 2009 年 4 月，先後和韓國、中國香港、馬來西亞、白俄羅斯、印尼、及阿根廷等六個國家和地區簽署了雙邊換匯協定（currency swap agreement），總金額約 6,500 億人民幣。中國人民銀行在與這些國家或地區簽署的雙邊換匯公告中列舉了各種目的，其中就提到為人民幣貿易結算提供資金。2010 年 8 月 17 日，中國人民銀行公布通知，允許境外中央銀行或境外參加銀行運用人民幣投資中國境內銀行間債券市場，但可運用的人民幣資金僅限於央行雙邊換匯合作及從中國境內支付到境外之跨境貿易獲得的人民幣資金，在境外用外幣兌換得到的人民幣資金不適用。

2011 年 1 月 13 日，中國銀行位於美國紐約的分行已開展針對美國客戶的人民幣交易業務，允許美國的公司和個人通過在該行的帳戶買賣人民幣。2011 年

1 月 13 日，中國人民銀行發布「境外直接投資人民幣結算試點管理辦法」，人民幣跨境貿易結算額在 2009 年僅為 36 億元人民幣，2010 年上升至 5,028 億元人民幣，其中 2010 年上半年人民幣跨境貿易結算額為 670 億元人民幣，下半年則飆升至 4,357 億元人民幣 (何帆等人，2011)。

第二節 中國金融帳的開放

中國若要實現人民幣國際化，開放金融帳的可自由兌換性是不可或缺的必要條件之一。但是，亞洲金融危機的爆發、國際熱錢的湧入可能危及金融市場的穩定、及可能導致人民幣大幅升值而危及出口等因素考量，使得中國當局對於金融帳的開放抱持相當謹慎的態度。雖然中國對金融帳的開放沒有列出明確的時間表，但中國金融帳實現可自由兌換性是可以預期的，剩下的只是時間及方式和步驟的問題。

一、開放金融帳的方式

對於金融帳開放方式的爭論在於，應採用激進或漸進的方式來開放一國的金融帳，金融帳的開放是否應早於或同時於經常帳的開放，及國家整體經濟條件的配合。

(一) 激進或漸進的開放

Lal (1987) 指出，從開發中國家的金融開放經驗來看，漸進式開放有助於逐漸提高本國金融業對金融開放的適應能力，並可根據金融開放程度調整金融開放速度，以避免開放過快而使政府失去對資本移動的控制，且一國金融帳的開放應與其貿易制度的改革、浮動匯率制度的實行、及財政制度的改革同時進行。Edwards (1995) 也認為日本金融帳的開放是採取漸進的方式，其與 1960 至 1970 年代的拉丁美洲國家採激進式開放金融帳的方式是有所不同的。從各國開放金融帳的經驗可知，漸進性、強監管、及長期性是一種普遍規律，除少數國家採取激進式的開放政策外，絕大多數國家採取漸進式的開放。從結果上看，漸進式的開

放可以更好地順應一國的經濟發展，操之過急的開放往往會造成不良的後果。顯然地，目前中國是選擇以漸進的方式來開放金融帳。

(二) 金融帳的開放應早於或同時於經常帳的開放

Bhandari (1989) 認為金融帳的開放應早於或同時於經常項目的開放，因為無論何時開放金融帳，都會引起資本流入及國幣的升值。此外，如果開放金融帳的目的與增進國家競爭力有關，則金融帳應優先開放。McKinnon (1986) 主張金融帳的開放應早於經常帳的開放。他認為，隨著金融帳的開放，大量的國外資金將可引進至國內進行投資，再以降低關稅、增加進口的方式把金融帳自由兌換的衝擊降到最低。⁹⁵ 但是，McKinnon (1993) 另也指出，若在一國的物價水準不夠穩定及政府的財政收支未臻健全的情況下，過早開放金融帳，將出現資金外逃 (capital flight) 及外債高築的情形。

(三) 國家整體條件的配合

Harwood 與 Smith (1997) 指出，在 1995 年及 1997 年分別爆發墨西哥與亞洲金融危機後，為減少開發中國家在金融帳開放過程可能會遇到的陷阱及降低爆發金融風暴的風險，如何設計一套可行及有秩序的金融帳開放方式是重要的。但是，由於開發中國家在法律制度、公司治理結構、銀行監理體系、及總體經濟條件等的差異，要找出一個適用於所有開發中國家有秩序開放金融帳的方案是有困難的。

Hason (1995) 認為，無論是開放經常帳或是開放金融帳都不是無條件的。兩者應在某種條件下進行。例如，經常帳與金融帳的開放都必須先調整國內的經濟結構，以減少因開放經常帳或金融帳時對國內經濟造成的衝擊。Hason 認為，要開放經常帳必須先讓國幣貶值，以避免因為進口增加而造成國際收支逆差。若要開放金融帳則必須先將國幣升值，以避免預期國幣升值而流入過多的短期流動資本。

⁹⁵ 因為這樣可以減少金融帳自由兌換可能導致資金內流、國際順差的幅度，而使國幣不至於大幅度升值。

Johnston 等人 (1997) 在檢視 1990 年代開發中國家的金融帳開放經驗後指出，經常帳與金融帳開放孰先孰後的爭論常是一種公式性的看法，這種公式性的看法將可能使政府在政策執行方面產生錯誤。每一個國家都有其自身獨特的經濟環境及條件，開放金融帳與國家各方面條件的配合是相互關聯的。因此，不同國家在處理金融帳開放的問題時，應是以不同的階段或方式來實現的。

二、智利開放金融帳的經驗

智利在總統阿連德 (S. Allende) 執政時，對於金融帳的管制相當嚴格。1973 年 9 月，智利發生政變，新上臺的軍政府改採自由經濟政策，積極推動經濟改革。例如，推動貿易自由化、大幅度削減關稅、及減少經常帳交易的匯兌限制。1977 年，智利成爲國際貨幣基金第八條款成員國，實現經常帳的可自由兌換性。

智利政府不僅對其經常帳採取開放的措施，也同時進行金融帳的開放。除「中央銀行外匯管制法」(Foreign Exchange Regulations of the Central Bank) 第 14 條款 (Chapter XIV) 的規定不允許金融機構作爲外資的中介進行金融帳的交易外，對個人與企業皆開放金融帳的交易。例如，1974 年，智利政府通過第 600 號法規 (the Decree 600)，該法允許外國投資者與智利政府簽訂相關的投資合約且其資金已到位 3 年的情況下，外商可經由智利官方的外匯市場購買外匯再將其營業所獲得的利潤匯出智利。1975 年，智利政府進一步設立一個獨立的外匯購買窗口，外商無須說明來源便可在該窗口買賣外匯。

1977 至 1981 年期間，智利開放金融帳的腳步開始加快，智利政府對金融帳的開放採取許多的措施。例如，允許外國銀行在智利設立分支機構並開展其業務，分支機構的開放設立使得智利的外國銀行數目及其對智利的放款金額增加。1978 年，智利只有 5 家外國銀行，其提供的貸款佔智利國內貸款總額的 2.4%，到 1980 年，智利的外國銀行數目增爲 14 家，其提供的貸款佔智利國內貸款的 5% (易憲容，1999)。此外，1977 年，智利修改「中央銀行外匯管制法」第 14 條款，允許銀行引入外資，但對銀行引入外資的期限及外資部位 (position) 仍有一

定的限制。

1980 年，智利政府完全取消銀行的外資部位限制，當年度銀行借入的外債成長增加到 16 億美元，同一時間不透過銀行借入的外債及外匯窗口出售的外匯總額為 18 億美元。1981 年，銀行借入的外債及透過其他途徑流入的外債數額，二者大約都為 30 億美元，由這些數據顯示，銀行借入的外債呈現大幅增加的趨勢 (易憲容，1999)。

由於智利放寬金融帳的交易，外國的資本大量流入智利，導致披索 (peso) 的升值，披索的升值抑制了智利的出口。再加上 1979 年石油輸出國家組織 (Organization of Petroleum Exporting Countries, OPEC) 由於兩伊戰爭的爆發，大幅度提高石油價格，引發石油危機，智利的經濟情勢轉趨惡化。智利經濟情勢的惡化表現在其國內生產毛額的減少、失業率的上升、及外匯準備的流失等方面。Mathieson 與 Rojas-Suarez (1992) 指出，智利在 1981 年的經常帳逆差對其國內生產毛額的比率達 14.5%，國內生產毛額年成長率降至 5.5%；至 1982 年時，智利的國內生產毛額較 1981 年減少 14.5%。智利在 1982 年的失業率高達 25%，外匯準備也流失 14 億美元。由於智利經濟情勢的惡化，智利政府乃於 1982 年 9 月關閉其對外的外匯窗口並加強對金融帳的管制 (Mathieson 與 Rojas-Suarze, 1992)。

1985 年起，智利的經濟情況開始好轉，因此開始放寬金融帳的管制，且經歷過 1973 至 1982 年因迅速開放金融帳導致大量外資流入的教訓，智利對金融帳的開放政策改採謹慎逐漸的方式 (Johnston 等人，1997)。在因應資本流入的措施方面，智利在 1985 年先允許外國直接投資以債權換股權的方式流入，並要求這類投資的本金在 10 年內不准撤回及投資的利潤在 4 年之後才能匯出。1987 年，智利設立外國資本投資基金 (foreign capital investment funds, FCIFs) 以便於外國中小投資者經由債權換股權的方式對智利進行直接投資。1990 年，為吸引國外資金流入智利的資本市場，發行美國存託憑證 (American Depositary Receipts, ADRs)。

在開放資本流入的同時，智利也對資本流入進行控制。1991 年 6 月，智利

政府規定，除出口信貸外，所有新借入的外債都要提存 20% 的無息準備金 (unremunerated reserve requirement)，存放於智利的中央銀行，其存放期限為 90 天到 1 年之間。此外，外幣貸款也要同國幣貸款一樣繳納每年 1.2% 的印花稅 (stamp duty)。1992 年 5 月，無息準備金的要求擴展到外幣存款，該準備金的比率也提高至 30 %，且必須存放於智利的中央銀行 1 年。在智利政府對資本流入的開放與管制並行下，智利的資本流入穩定成長。1990 年，智利金融帳的順差對當年度國內生產毛額的比率為 9.9% (Johnston 等人，1997)。

除了資本流入的開放與控制外，爲了因應外國資本的大量流入，智利政府也取消資本流出的限制。1991 年，當局允許居民可用在非官方外匯市場購買的外匯進行海外投資；外國直接投資撤出的最低年限從 10 年縮短爲 3 年。1993 至 1996 年，智利對於資本流出的自由化腳步加快，政策重點爲縮短外國投資者匯出利潤的年限，關於投資本金的撤出年限由 3 年再縮短爲 1 年；提高人壽保險公司、銀行、及共同基金對海外投資的比例；減少海外投資在投資工具與投資地域的限制。Laban 與 Larrain (1998) 指出，智利政府在開放金融帳的過程中，除了能控制資本的流入外，也適時地開放其資本的流出。因此，智利金融帳的順差在 1991 年之後便控制在一個良好的水準。

對於智利在 1973 至 1982 年的金融帳開放，Corbo (1985) 認爲，智利在開放金融帳後，大量的資本流入智利造成其國幣迅速升值，使智利的經常帳出現赤字，企業的獲利下降。McKinnon (1993) 也指出，實質利率上升吸引資本流入，也是造成智利的金融帳開放失敗的原因之一，加上金融監理鬆綁，而使銀行體系壞帳激增。Mathieson 與 Rojas-Suarez (1992) 則認爲，智利在金融帳開放失敗的原因來自於政府的政策配合不協調——如總體經濟政策及金融政策的不一致。

三、日本開放金融帳的經驗

日本在 1964 年 4 月接受「國際貨幣基金協定」第八條款的規定，實現經常帳可自由兌換，1971 年起，日本開始進行各項關於開放金融帳的措施。Cargill

(1986) 指出，日本開放金融帳的原因是由於日本在 1970 年時面臨經濟衰退的問題，日本政府希望在不影響出口貿易的情況下來促進經濟的成長，使日本一直到 1980 年代末期才逐漸開放金融帳。此時日本對金融帳的開放是有限度的，希望藉由債券及證券市場的開放來引進國際資本，以推動日本經濟的成長。

日本開放金融帳後也產生許多的問題。例如，Suzuki (1994) 指出，日本 1980 年代的金融帳開放政策，其目的是要維持日本經濟的穩定及成長，但卻使短期資本大量湧入，致使日本經濟陷入困境。Mano (1998) 也指出，日本開放金融帳後很多金融政策仍不願鬆綁，此種現象也導致長期資本進入日本的數量有限，流入的資金大多為短期資本。由於短期資本多用於非生產工具的投資，因此對日本經濟的健全性及金融體系的穩定性造成不利的影響，大量熱錢流入，造成市場資金浮濫，導致日本金融機構的壞帳激增。總括來說，日本為推動日圓國際化而開放金融帳為日本的經濟帶來以下負面的影響：

1. 對日本經濟後續發展帶來不利影響

在日本政府提出日圓國際化的目標後不久，五大工業國家 (G-5) 先後在 1985 年及 1987 年分別簽訂廣場協定 (Plaza Accord) 和羅浮宮協定 (Louvre Accord)，日圓開始急劇升值。1985 年 9 月至當年 12 月，日圓兌美元由 250 日圓兌換 1 美元上升至 123 日圓兌換 1 美元，在不到 3 個月的時間內，日圓對美元升值超過 100%。

日圓的急劇升值對日本經濟造成很多不利的影響：一是日圓升值嚴重削弱日本產品出口的國際競爭力。二是加劇日本國內資產價格膨脹。面對經常帳順差和日圓升值壓力，日本政府為了穩定匯率而大量購入外匯，使貨幣供應長期寬鬆，而大量資金流向房地產市場和股市，則加劇泡沫膨脹。三是日圓升值造成日本資本大量外流。急劇的海外投資和擴張帶來了不良後果，很多大企業效率急劇下降，為日後銀行不良資產問題種下禍根；日本企業在日圓升值背景下紛紛外移，導致日本本土產業空洞化，不利於日本經濟從低迷調整期中恢復。

2. 形成泡沫經濟

在日圓國際化之前，日本的金融管制一直十分嚴格，經常帳的外匯管制直到1970年代末才取消。然而，日本政府從1980年代開始，爲了實現日圓國際化的目標，實施一系列資本自由化的舉措，也促使跨境短期國際資本移動規模迅速增加。此外，在日圓的持續升值下，日本1986至1987年的經濟表現卻不如1985年，日本政府擔憂日圓的持續升值，以及物價年增率逐漸下滑嚴重衝擊景氣，因此日本央行決定採行寬鬆貨幣政策（重貼現率從1986年1月的 5% 調降至1987年2月的 3%）來提振經濟成長。

貨幣供給成長走揚後，導致市場資金過於浮濫，投資人便開始追逐各項金融資產，使得日經225指數從廣場協議前的 12,600 點攀升至1989年的 39,000 點，房地產、土地價格也從廣場協議後開始急速上揚，東京、大阪、名古屋、橫濱、神戶、及京都等六大城市在1986至1990年的土地價格指數平均增長 3 倍以上，企業或個人也利用財務操作希望能在金融資產上獲利，此時期日本金融機構放款年增率皆維持 10% 以上，1985至1990年這段期間日本處於泡沫經濟而不自知（林聖銘，2009）。

四、台灣開放金融帳的經驗

1973年之前，新台幣兌換美元的匯率是40比1，至1973年2月升值爲38比1，1978年7月再升值爲36比1，而台灣也於1978年4月宣布放棄新台幣盯住美元的固定匯率制度，改採機動匯率制度（陳瓊怡，2005）。此外，由於台灣與美國的貿易順差愈來愈大，新台幣從1986年起就遭受美國要求升值的壓力，美國政府要求台灣應讓新台幣升值以反應台灣的經濟現況（Rierner等人，1986）。

在面對美國龐大的壓力下，1987年，蔣經國總統指示行政院長俞國華加速台灣貿易與金融政策的自由化與國際化，以緩和自來美國對新台幣匯率的壓力，行政院長俞國華也表示解除長期的外匯管制是有必要的，中央銀行總裁張繼正也表示將在條件成熟時解除外匯管制（Goldstein, 1987）。事實上，新台幣對美元從1986年開始大幅度升值，新台幣兌換美元匯率從1986年年初的39.80 比1下降到1986

年底的35.43比1，升值約12%，至1988年年底升值至28.59比1，1989年底升至26.4比1。

1976年開始，台灣對外貿易出現連年貿易順差，貿易順差對國內生產毛額的比率1983年為9.1%，到1986年達到20.66%，於此同時，台灣一直進行外匯管制。在1986年以前，非經允許，私人不得持有外匯，直到1987年7月，台灣貨幣當局才准許自由持有或運用外匯從事貿易，並允許個人或公司在一定金額內自由匯出或匯入外幣，相當程度地解除金融帳管制。由於順差持續擴大，美元供給大量增加，於是新台幣對美元大幅升值，考慮到巨幅升值可能對企業衝擊太大，於是我國中央銀行採取漸進式的升值，以使企業有機會進行調整。新台幣兌換美元匯率，1985年底為39.9比1，1986年底降為35.5比1，到1989年降至26.16比1，新台幣在4年之內對美元升值52.8% (于宗先、王金利，1999)。

由於新台幣緩慢升值，國際熱錢逐漸進入台灣，投機者將大量美元匯入，兌換成新台幣投入股市和房地產市場，推升股票和房地產的價格不斷上漲。投機者在獲得資本利得後，又將新台幣兌換成美元。由於新台幣相對於美元升值，使投機者又獲得了一筆匯兌收入。國際熱錢不斷流入台灣，造成股票和房地產價格的暴漲，國際資本淨流入進一步增加新台幣升值的壓力和預期，導致資金過剩加劇和資產價格飆升。在1980年代末期，台灣經濟因金融帳外匯管制的大幅放寬而出現兩種泡沫現象——股市泡沫及房地產泡沫。

1. 股市泡沫。台灣股價在1985年7月30日為636點，股價指數自1986年開始暴漲，1987年的股價指數比1986年的944.74點上漲126%，1988年比1987年上漲143.7%，1989年比1988年上漲65.6%，1989年股價最高點達到10,121.37點，股價指數到1990年2月達到最高點1,2682點，然後一路狂跌，到1990年10月1日，跌到2,485點 (梁雅磊，2009)。證券開戶人數因股市飆漲而顯著增加，開戶人數1985年僅為40萬戶，占台灣15歲以上人口的2.95%；1986年為47.38萬戶，1990年增加到503.31萬戶，占當時台灣15歲以上人口的三分之一。股票交易金額增長更快，從1986年的6,756.6億元新台幣增加到1989年

的 254,079.6 億元新台幣。

2. 房地產泡沫。台灣的房地產價格在國際熱錢流入下大幅變動，公告地價在 1987 年上漲 9.74%，1988 年上漲 11.54%，1989 年大幅上漲 47.31%，到 1990 年更上漲 103.05%，台北地區的平均房價由 1986 年的每坪 6.7 萬元暴漲到 1989 年的 25.1 萬元，漲幅達到 274.5% (梁雅磊，2009)。

五、中國開放金融帳的顧慮

參照各國的經驗，對於金融帳外匯管制的放鬆應是有計畫及步驟的調整，不可縱容短期外資及外債無限額及無定時的匯入。外國金融機構及 QFII 引入投資證券市場及貨幣市場的金額及比例應有限制，而後視情況逐步放寬。外資匯出時間與匯入時間之間隔亦應管制監控，以避免股市及貨幣市場拆借之投機。許多國家在開放金融帳後產生很多不利的副作用。例如，日本開放金融帳後，日圓的急劇升值削弱日本產品出口的國際競爭力，加劇日本國內資產價格膨脹，以及日圓升值造成日本資本大量外流。因此，國際貨幣基金建議金融帳自由化應遵循以下的原則 (劉科，2002):

1. 具備健全且永續性的總體政策；
2. 改革特定金融部門 (如中央銀行) ；及
3. 健全金融監理制度與金融體系有助於自由化所產生的風險管理及金融部門的穩定。

中國目前仍未開放金融帳，理論上還擁有貨幣政策自主權，並對匯率具有相當的調控力。然而，隨著中國經濟不斷擴大對外開放，人民幣不斷面對升值的壓力，可以預期，金融帳的開放將導致人民幣升值，而造成中國的出口競爭力減弱、經濟成長減緩。此外，中國的金融體系仍十分脆弱，四大國有銀行存在著不良資產過多及缺乏國際競爭力的問題，這也是現階段中國政府對開放金融帳所顧慮的。

第三節 結語

中國的外匯管理制度在經過不斷的改革後，最凸出的成就是在 1996 年接受「國際貨幣基金協定」的規定，讓中國的人民幣實現經常帳的自由兌換。除了實現經常帳自由兌換，中國的外匯管理制度也有許多的變革。例如，在 1978 年以前，中國的外匯管理為計畫經濟下的管理制度；1979 年之後，中國對其外匯管理更採行過多種不同的措施，例如，外匯留成制度、內部結算價、及外匯調劑市場等。1994 年後，中國的外匯管理體制更有大幅度的改變，諸如匯率併軌、銀行結售匯制度的實行、及外匯留成的取消等政策的採行。

1996 年 12 月，中國開放經常帳的可自由兌換性，然而，中國若要實現人民幣國際化，開放金融帳的可自由兌換是不可或缺的必要條件之一。不過，參照各國的經驗，對於金融帳外匯管制的放鬆應有計畫及步驟的調整，不可縱容短期外資及外債無限額及無定時的匯入。外國金融機構及 QFII 引入投資證券市場及貨幣市場的金額及比例應有限制。外資匯出時間與匯入時間之間隔亦應管制監控，以避免股市及貨幣市場拆借之投機。日本開放金融帳後，也曾為日本的經濟帶來負面影響。例如，日圓的急劇升值削弱日本產品出口的國際競爭力，加劇日本國內資產價格膨脹，以及日圓升值造成日本資本大量外流。有鑒於此，中國對於金融帳的開放仍保持審慎態度。

在改革開放後，中國的經濟力量不斷增強，而經濟力量是一國貨幣要成為國際貨幣時應具備的主要條件，隨著中國佔全世界國內生產毛額的比重不斷提升，加上中國對外貿易絕對金額及其佔世界貿易比重持續增加，中國的人民幣被世界各國作為貿易往來的計價工具是可預期的，這也表示人民幣終將成為繼美元與歐元之後另一個主要的國際貨幣。

第五章 人民幣境外市場的發展現況

2008 年第 3 季爆發全球金融海嘯以來，引發全球貿易清算及金融市場對美元強烈的信心危機，接著 2009 年歐洲國家如冰島、希臘、葡萄牙、義大利、及西班牙陸續產生國家外債清償困難問題，歐洲央行也為解決此問題而焦頭爛額，歐元匯率隨之上下起伏動盪，因此國際經濟參與者皆積極尋求強勢貨幣成為貿易清算與投資計價的工具貨幣，中國央行（中國人民銀行）行長周小川在 2009 年 3 月的 G20 高峰會議首先提倡以國際貨幣基金下的特別提款權（special drawing rights, SDRs）進行國際清算貨幣。在此國際經濟、金融動盪不安的時刻，正是經濟力量不斷茁壯之中國大陸提昇其國際經濟地位的良機，中國政府乃主動推動人民幣國際化並積極運作開放香港成為境外人民幣清算中心。

人民幣國際化將為中國大陸帶來許多好處，諸如貿易匯率風險成本下降、賺取貨幣國際化發行的鑄幣稅、及提高國際經濟發言權等等，當然也會帶來對國內貨幣供給量控制與金融市場穩定的衝擊、面臨為了滿足各國國際準備需求成長國際收支必須維持逆差的杜里芬困境、及國際投機活動的衝擊等等。但國際趨勢如此，中國大陸當局只能順水推舟，謹慎規劃推動，先以香港、澳門為人民幣國際化的實驗區域，並以官股主導的中國銀行香港、澳門子公司為境外結算代理行，由中國人民銀行嚴加控管。

由於香港境外人民幣存款、外匯交易、及點心債券發行等等的蓬勃發展，引起新加坡政府當局的高度重視，積極與中國大陸當局交涉，試圖與中國大陸簽定貨幣清算協定，成為第二個境外人民幣清算中心。當然，與中國大陸貿易、投資最密切且金額不斷擴大的台灣，也是境外人民幣清算中心的最佳人選，我國金融業者也不斷呼籲我國央行與大陸當局協商，促使台灣成為另一個境外人民幣清算中心。⁹⁶

⁹⁶ 富邦金控董事長蔡明忠 2011 年 8 月 16 日接受訪問時提出促使台灣成為另一個境外人民幣清算中心的金融業者需求。參閱華夏經緯網，

本章將首先介紹人民幣區域化與國際化的趨勢；其次，探討人民幣區域化與國際化面臨的問題；第三，討論人民幣區域化與國際化的進程；第四，介紹香港人民幣境外市場的發展與現況；第五，提出人民幣境外市場的問題與未來發展；最後，探討其他可能的人民幣境外市場。

第一節 人民幣區域化與國際化的趨勢

近年來，由於美國財政收支赤字及國際收支鉅額逆差，國際間對以美元為準備貨幣的信心越加動搖。美國為支撐國內次級房貸以及金融機構信用擴充以提供美國人民過度消費所需要的資金，乃將其風險透過證券化所創造的債券或受益憑證，散播至全世界，加上 2008 年 9 月 15 日美國投資銀行雷曼兄弟倒閉，引發全球性金融海嘯，更讓世界各國對美國政府管理金融機構的信心喪失，進而對美元的貨幣價值更加懷疑。⁹⁷

雖然目前在國際市場上歐元及日圓亦扮演部分國際準備貨幣的角色，但歐盟各國中亦有幾個國家（如希臘、葡萄牙、西班牙、義大利、及愛爾蘭）其財政赤字問題嚴重如同美國一般，公債餘額對國內生產毛額的比率高達 100% 以上，歐元本身亦有嚴重的信心危機；日本經濟 20 年來長期不振，公債餘額對國內生產毛額比率近 200%，加上政治不穩定，日圓亦有信心危機問題。但是，世界各國的外匯準備總是要有投資的工具，在不得已的情況下，各國央行還是以投資所謂「安全天堂」(safe heaven) 的美國政府債券為主，這種現象主要是目前國際金融市場上尚無一種貨幣受到世界各國的肯定而足以取代美元的地位。

1997 年亞洲金融風暴以來中國經濟崛起，對外貿易佔全世界貿易比重快速上升，至 2011 年底已超越日本成為世界第二大貿易國，加上 2008 年由美國爆發的全球金融海嘯，世界各國對於美國金融機構與美元貨幣價值的懷疑，更促使世

<http://big5.huaxia.com/tslj/lasq/2011/08/2544232.html>。

⁹⁷ 2011 年 8 月 5 日，標準普爾 (Standard and Poor's) 將美國主權評等由 AAA 調降至 AA+，更進一步重創各國對美元的信心。

界各國對中國經濟，特別是其內需的提升，產生殷切的期待。在國際貿易貨幣清算上，中國人民幣也逐漸在中國與鄰國（如外蒙古、朝鮮、俄羅斯、哈薩克斯坦、吉爾吉斯斯坦、塔吉克斯坦、阿富汗、印度、尼泊爾、泰國、越南、孟加拉、馬來西亞、印尼、及菲律賓等國）的貿易中成為清算的貨幣，也有許多國家陸續與中國簽定通貨互換 (currency swap) 協定。凡此，均顯示人民幣已逐步扮演區域性甚至國際性貨幣的角色。在這潮流下，中國政府應該因勢利導，規劃出階段性進程，以使人民幣在區域化與國際化的過程中，能夠趨吉避凶。當然，在獲取人民幣區域化或國際化好處的同時，無可避免是要付出一些代價的。

雖然人民幣國際化是一種無可逆轉的趨勢，但 Cohen (2009)、Cooper (2009)、及 Eichengreen (2009b) 等人皆不約而同地指出，即使人民幣成功國際化，仍然不可能在短期間奪取美元在國際經濟上的掌控角色，但世界貨幣體系無可避免的將邁向多幣別體制，人民幣將如同日圓及英鎊一般，扮演較輕的角色。Dobson 與 Masson (2009) 認為中國近年來在經濟成長、世界貿易比重、外匯存底、及物價上漲率控制等方面的實力顯著增加，因為預期人民幣升值，世界各國投資人偏好持有人民幣。

在人民幣國際化這個議題上，Huang (2010) 認為 2007 年爆發的全球金融海嘯將加速人民幣管制政策的開放，而人民幣國際化的前提是中國政府必須成功地提升其貨幣政策機制。Park (2010) 認為，決定一種貨幣成為國際性貨幣的長期因素為該貨幣可以金融資產方式持有的深度，而非僅是貿易清算的交易媒介，因此他建議中國應該開放金融帳，讓人民幣可以完全自由兌換，並採取更為浮動的匯率制度，才能加速人民幣國際化，而過程上區域化應優先於國際化，因為國際化的風險較高，後果更難以預料。

Wu 等人 (2010) 指出，人民幣若直接國際化將需要更深廣的金融自由化來支應，但這在短期內似乎超過中國政府對金融市場與機構的管理能力，而區域化亦可考慮兩種策略選擇，一是創造一個東協 (ASEAN) 加新 3 (中國、香港、及台灣) 的人民幣區塊 (RMB bloc)，另一是開放中國金融產業與人民幣國際化，

中國在東協加 3 架構下的東亞區域經濟整合中扮演領導的角色。他們認為一種貨幣國際化所需的基本條件如表 5-1。貨幣國際化的三個決定構面，也是區域化的三個構面，在本節我們將檢視中國在這三個構面的現有實力。

表5-1: 貨幣國際化的功能與決定構面

			衡量指標
貨幣國際化的三個功能	交易媒介		全世界貿易以該國貨幣清算的比重
	計價單位		全世界外匯交易中該國貨幣的比重 國際債券市場以該國貨幣為單位發行債券的比重
	價值儲藏		全世界外匯存底以該國貨幣持有的比重
貨幣國際化的三個決定構面	發行國經濟實力		經濟規模: 該國 GDP 佔全世界 GDP 的比重 貿易量: 該國貿易佔世界貿易的比重 直接投資規模: 該國直接投資流量與存量在全世界中的比重
	可接受性	資本市場	該國外匯交易佔全世界外匯交易的比重 股票總市值 金融市場深度與市場開放程度
		貨幣穩定度	物價膨脹率 匯率波動性
	可獲取性		外匯交易限制與跨國資本移動限制

資料來源: Wu 等人 (2010)。

一、發行國的經濟實力

可作為一國經濟實力指標的有該國 GDP 佔全世界 GDP 的比重、該國貿易佔全世界貿易的比重、及該國直接投資流量與存量在全世界中的比重。

(一) 中國 GDP 佔全世界 GDP 的比重

根據國際貨幣基金 (IMF) 2011 年 4 月世界經濟展望資料庫 (World Economic Outlook Database) 的數據 (表 5-2)，雖然在 2010 年中國 GDP 佔全世界 GDP 的比重為 13.6%，仍落後於歐盟 (20.4%) 與美國 (19.7%)，位居第三名，但預估將在 2016 年超越歐盟與美國成爲世界第一大經濟體。經濟力量是幣值的後盾，隨著中國 GDP 佔全世界 GDP 的比重不斷提升，人民幣將逐漸成爲一種強勢 (high power) 貨幣，而廣爲各國人民所願意持有。

表5-2: 中國與主要國際貨幣發行國或地區之GDP佔全世界GDP的比重

單位: %

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
中國	12.9	13.6	14.3	15.0	15.9	16.4	17.2	18.0
日本	5.9	5.8	5.7	5.5	5.4	5.2	5.1	5.0
英國	3.0	2.9	2.9	2.8	2.8	2.7	2.7	2.6
歐盟	21.1	20.4	19.9	19.5	19.0	18.6	18.2	17.7
美國	20.1	19.7	19.4	19.1	18.8	18.5	18.1	17.8

註: 表中數據係經過購買力平價 (purchasing power parity, PPP) 調整後計算而得。

資料來源: IMF, World Economic Outlook Database, 2011 年 4 月,

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01/weodata/index.aspx>。

(二) 中國貿易佔全世界貿易的比重

根據世界貿易組織 (WTO) 2011 年 4 月 7 日所公布的 2010 年各國與各地區貿易佔世界總貿易的比重 (表 5-3)，中國 (9.9%) 僅次於歐盟 (35.1%) 及美國 (10.8%)，位居第三名，在全世界貿易中佔有舉足輕重的角色。隨著一國在國際市場貿易量的增加，其貨幣作爲國際交易清算的工具也將隨之增加，國際化的程度因而逐步提升。

根據中國海關總署所公布的 2011 年 1 至 7 月主要貿易對手國佔中國進出口貿易的比重 (表 5-4)，主要準備貨幣國家 (歐盟、美國、日本、及英國) 約佔中國總貿易量的 39%，而中國 2011 年的進出口貿易總金額佔約 3.46 兆美元。因

此，如果能與剩下貿易量約佔中國總貿易量 60% 的國家貿易全部採用人民幣清算，則人民幣清算金額將高達 2.07 兆美元；即使是部分採用人民幣清算，金額也將是相當巨大。

表5-3: 中國與主要國際貨幣發行國或地區貿易佔全世界貿易的比重——2010年

單位: %

	出口	進口	總貿易
中國	10.6	9.3	9.9
日本	5.1	4.6	4.9
英國	2.7	3.7	3.2
歐盟	34.6	35.5	35.1
美國	8.6	13.1	10.8

資料來源: WTO, Press Release, 2011 年 4 月 7 日,

http://www.wto.org/english/news_e/pres11_e/pr628_e.pdf。

表5-4: 主要貿易對手國佔中國進出口貿易的比重——2011年1至11月

單位: %

	總貿易	出口	進口
歐盟	15.6	18.9	12.1
美國	12.2	17.1	7.0
日本	9.4	7.8	11.2
英國	1.6	2.3	0.8
東協國家	9.9	8.9	11.1
香港	7.7	13.9	0.9
韓國	6.8	4.4	9.3
台灣	4.4	1.9	7.2

資料來源: 中華人民共和國海關總署,

http://www.chinacustomsstat.com/asp/1/newdata/stat_class.aspx?page=2&state=3&t=2

&guid=4634。

(三) 中國直接投資流量與存量在全世界中的比重

根據聯合國貿易暨發展委員會 (United Nations Conference on Trade and

Development, UNCTAD) 的國外直接投資統計資料 (表 5-5)，中國在全世界國外直接投資 (流入與流出) 的比重，無論是流量或是存量，均呈現逐年提高的趨勢，從 2008 年起，中國的國外直接投資流量的比重 (6.1%) 已超過英國 (5.2%)，成為世界第三位。國外直接投資的進行伴隨資金的移動，隨著各國對中國投資的增加，各國持有的人民幣也勢必要跟著增加，這也有助於人民幣的國際化。

表5-5: 中國與主要國際貨幣發行國或地區在全世界國外直接投資中的比重

單位: %

	2008		2009		2010	
	流量	存量	流量	存量	流量	存量
中國	6.1	2.4	8.5	2.7	8.5	3.0
日本	1.4	1.3	1.1	1.1	-0.1	1.1
英國	5.2	6.3	4.1	6.3	3.7	5.7
歐盟	30.3	43.1	32.5	42.0	24.5	36.0
美國	18.3	16.5	11.7	17.6	18.4	18.0

資料來源: United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), Foreign Direct Investment Statistics, http://unctadstat.unctad.org/ReportFolders/reportFolders.aspx?sRF_ActivePath=P,5,27&sRF_Expanded=,P,5,27/。

二、貨幣的可接受度

貨幣區域化的可接受度與該國貨幣佔全世界外匯存底的分配比重、該國外匯交易佔全世界外匯交易的比重、上市股票總市值對 GDP 比率、金融市場深度與市場開放程度、物價膨脹率、及匯率波動性等變數有關。人民幣在全世界外匯存底中的比例仍微不足道，根據國際貨幣基金 (IMF) 2011 年 6 月所公布的全世界外匯存底在主要幣別的分配 (表 5-6)，2010 年各國外匯存底 87% 為美元 (61.82%) 及歐元 (25.89%)，些許為英鎊 (3.96%) 及日圓 (3.76%)，但仍不見人民幣成為各國外匯存底的統計數字。

表5-6: 全世界外匯存底的主要幣別分配情形

單位: %

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
美元	66.90	65.48	64.13	64.10	62.09	61.82
歐元	24.05	25.09	26.28	26.42	27.56	25.89
英鎊	3.60	4.38	4.68	4.01	4.26	3.96
日圓	3.58	3.08	2.92	3.13	2.92	3.76
人民幣	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

資料來源: IMF, Statistics Department: COFER Database and International Financial Statistics, <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/cofer.csv>。

另表 5-7 顯示，與主要國際貨幣發行國或地區相比，中國外匯交易佔全世界外匯交易的比重 (0.4%) 微小，中國上市公司總市值對 GDP 的比率 (45.6%) 也偏低，而物價膨脹率 (2.0%) 與匯率波動性 (4.40%) 則尚稱可以。⁹⁸ 因此，就這些指標來看，人民幣做為國際貨幣的可接受度尚有一段有待努力的空間。

表5-7: 中國與主要國際貨幣發行國或地區貨幣的可接受度指標比較

單位: %

	該國外匯交易 佔全世界外匯 交易的比重 (2010年4月)	上市公司市值 對 GDP 比率 (1998-2007年)	物價 膨脹率 (2000-2010年)	匯率波動性 (1997-2007年)
中國	0.4	45.6	2.0	4.40
日本	7.8	79.1	-0.3	8.15
英國	46.6	148.6	2.0	5.02
歐盟	12.9	66.7	2.4	5.44
美國	22.7	140.4	2.5	4.49

資料來源: Wu 等人 (2010); Bank for International Settlement (2010), Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity—Preliminary Global Results—Turnover, <http://www.bis.org/publ/rpfx10.htm>。

⁹⁸ 人民幣/美元匯率波動性低主要乃因中國政府採行嚴格的管理浮動匯率所致，故此項目與其他國家比較沒有多大意義。

三、貨幣的可獲取性

Pollard (1997) 指出，一國的貨幣若想要成爲國際貨幣，該國貨幣是否具有可兌換性的條件是重要的決定因素之一，若一國貨幣的可兌換性受到限制，將會阻礙其在全球的流通與使用。因此，中國的人民幣若要成爲區域性或國際性貨幣，當然也要具有貨幣的可兌換性。目前人民幣仍是外匯管制貨幣，外國人要投資人民幣金融資產，需要以機構型態向中國政府當局申請合格外國機構投資者 (QFII) 的資格。2005 年起，中國政府開放亞洲開發銀行 (Asian Development Bank) 及世界銀行體系下的國際財務公司 (International Finance Corporation) 可以在中國境內發行以人民幣計價的熊貓債券 (Panda bonds)，並透過換匯換利轉換成外幣匯出，⁹⁹ 導入了債券發行的國際模式，但發行金額目前仍有限。自 2007 年起，中國內地金融機構可以在香港發行人民幣債券；2009 年起，中國財政部才在香港發行境外人民幣國債，因此人民幣或人民幣資產在境外流通的數量仍有限，國際投資人對人民幣金融資產的需求遠大於供給，這是人民幣要成爲國際或區域性貨幣必須改進的。

根據以上貨幣國際化三個決定構面的分析，顯示人民幣在發行國經濟實力上已具區域化或國際化的基礎，然而在貨幣可接受度與可獲取性上則仍需進一步的努力。

第二節 人民幣區域化與國際化面臨的問題

由前節的分析可歸納出人民幣若要區域化，仍存在以下的一些問題需要解決：

1. 中國外匯市場規模佔全世界外匯交易量太低

⁹⁹ 因此熊貓債券的發行有助於減緩中國外匯存底累積的速度。

亞洲貿易對手國的銀行至今仍無法直接參與人民幣外匯市場交易。根據國際清算銀行 (Bank for International Settlements, BIS) 2010 年 9 月所公布的數據 (表 5-7)，中國外匯交易量佔全世界外匯交易量僅 0.4%。¹⁰⁰ 雖然中國人民銀行與許多國家 (如東協各國、韓國、冰島、及阿根廷等) 簽署通貨互換協定，但要成為區域性或國際性貨，一定要能提供貿易對手國人民幣匯率避險工具，包括人民幣遠匯 (FX forward)、外匯選擇權 (currency option)、及換匯換率 (cross currency swap) 等，唯有開放人民幣外匯衍生性工具，中國外匯交易量才能達到人民幣國際化所需要的。

2. 人民幣無法自由兌換

中國當局管制金融帳，未開放非貿易目的中國人民與外國機構及個人可以自由買賣人民幣。2004 年 2 月起，香港地區的銀行開始試辦個人人民幣業務，參與人民幣業務的香港地區銀行 (香港參加行) 提供一系列的零售銀行服務，包括存款、兌換、匯款、扣帳卡與信用卡、支票，以及買賣人民幣債券的服務；跨境貿易人民幣結算業務於 2009 年 7 月 29 日在香港正式推出，而且個人每人每天得兌換上限 2 萬元人民幣，香港居民可將人民幣資金匯到於中國內地銀行開設的同名帳戶，每天每戶上限為 8 萬元人民幣。香港地區銀行對於企業提供人民幣服務，則不限於香港企業，若能提供單據證明為貿易相關，則美元兌換人民幣並無額度的限制。

在台灣，根據「人民幣在台灣地區管理及清算辦法」，經中央銀行會商金管會同意許可之銀行、信用合作社、中華郵政股份有限公司可辦理人民幣雙向兌換業務；另經中央銀行會商金管會同意許可之全國農業金庫及農漁會信用部亦可辦理人民幣雙向兌換業務。金管會與央行亦於 100 年 7 月 21 日發布「台灣地區銀行辦理人民幣業務規定」，OBU 經許可得辦理人民幣業務，包括人民幣存款，海外台商企業可將人民幣存款存放於 OBU。因此，人民幣在台灣已經能與新台幣

¹⁰⁰ 請參閱 Bank for International Settlement (2010), Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity—Preliminary Global Results—Turnover, <http://www.bis.org/publ/rpfx10.htm>。

雙向兌換，本國人與外國人均可辦理，但非貿易相關每人每次兌換上限為 2 萬元人民幣。

除個人客戶外，在港發行人民幣債券的中國內地金融機構亦可把發債所得匯回內地。自 2009 年 7 月起，境外企業與內地試點企業可以根據實際的貿易交易進行雙向匯款。香港參加行可向選擇與內地企業進行人民幣貿易結算的境外企業提供貿易融資，但融資款項應以有關貿易交易的實質金額為限，並需直接支付予內地企業。¹⁰¹ 根據香港金融管理局 (HKMA) 的統計資料，到 2011 年 4 月底，香港的人民幣存款金額達到 5,107 億元，中國人民銀行和香港金融管理局亦於 2010 年 7 月份簽署「貨幣清算協定」，開啓香港成爲中國境外人民幣清算中心的角色。

3. 海外人民幣計價的投資工具不足

2010 年 9 月 16 日，中國人民銀行、財政部、國家發展改革委員會、及中國證券監督管理委員會等對 2005 年初頒布的「國際開發機構人民幣債券發行管理暫行辦法」進行了修訂，修訂後發行人發債所籌集的人民幣資金可以直接匯出境外使用，但這是在中國境內外國開發機構發行的人民幣債券，境外的人民幣存款仍欠缺投資工具。目前廣大台商與在中國營運的外資擁有累積多年的中國境內人民幣存款，他們殷切需要能匯往境外投資於人民幣計價的共同基金、私募基金、或保險產品。目前香港地區的銀行開辦的人民幣存款已經達到相當規模，¹⁰² 而海外投資人預期人民幣的長期升值趨勢，亦期待於境外可購買到人民幣計價的債券、共同基金、私募基金、或保險產品。因此，全面開放中國金融機構或大型企業在海外發行人民幣計價的金融債券或公司債將是趨勢，這也是加速人民幣區域化乃至國際化一種必要的措施。

¹⁰¹ 以上請參閱香港金融管理局，〈香港人民幣業務〉，

<http://www.info.gov.hk/hkma/chi/renminbi/index.htm>。

¹⁰² 世界各地銀行想開辦境外人民幣業務，可與大陸的境內代理行簽定「貨幣清算協定」成爲人民幣境外參加行，或與香港地區的參加行簽訂清算代理行契約。目前新加坡地區亦有匯豐銀行分行於 2010 年 10 月開辦境外人民幣存款，而新加坡政府正積極與大陸當局協商成爲第二個境外人民幣清算中心的可行性。

4. 中國資本市場資金進出受限

中國在 2003 年才開放外國機構性投資人投資中國金融市場，而目前中國國家外匯管理局核准的總投資金額上限為 300 億美元，遠遠無法滿足眾多外國機構性投資人的需求。根據中國國家外匯管理局 2009 年 10 月 10 日所發布的「國家外匯管理局關於基金管理公司和證券公司境外證券投資外匯管理有關問題的通知」，目前中國資本市場資金進出仍為事先審批制，無法與歐、美、日本、香港、台灣、新加坡等國的自由開放相比，這也成為中國發展國際金融中心的罩門。然而在中國大陸銀行間的債券市場交易上，外國央行除與中國人民銀行有簽署通貨互換的國家外，未簽署者，如奧地利央行、菲律賓央行等亦可投資。

5. 以人民幣計價之貿易清算與銀行間貨幣市場借貸受限

根據表 5-4，2011 年 1 至 7 月中國與東協十國、香港、及台灣的進出口貿易佔中國全部對外貿易的比重為 22%，這些與中國往來最密切、關係最近的國家與地區，應該是人民幣推動區域化政策的優先適用地區，建立一個中國與東協十國、香港、及台灣的人民幣區域合作機制，應是刻不容緩的事。但是，除了香港地區與中國簽署貨幣清算協定，香港地區的銀行可以開辦境外人民幣存款外，東協十國及台灣雖與中國貿易、投資眾多，但僅能借道香港買賣人民幣及存款，產生諸多不便。¹⁰³ 此外，人民幣的收益率曲線 (yield curve) 亦有待建立，應開放東協十國、香港、及台灣的銀行得參與中國境內銀行間人民幣拆借，才能有效解決中國境外人民幣需求的問題。

6. 中國金融市場的深度、廣度有待提升

Dobson 與 Masson (2009) 認為為促使人民幣國際化，中國仍需大幅改革金融制度，改革的方向包括：國營銀行民營化並對放款業務採行商業銀行最佳模式；發展證券市場有利企業融資；採行由市場決定的彈性匯率制度；除了絕對必要外，應取消大部分的資本流入、流出的管制；改善金融機構監理、破產法、及

¹⁰³ 目前境外人民幣清算行僅指定中國銀行香港及澳門子公司，東協及台灣的銀行僅能成為境外參加分行，而為了銀行的操作，都僅在香港地區的分行進行人民幣存款業務。

市場相關法令架構；及提高中國人民銀行的獨立性，並以控制物價上漲率為貨幣政策主要目標。在中國的金融市場改革上，由於間接金融市場因政府在各級銀行的持股比重太高，政府介入銀行指導授信政策，國際投資人擔心政策性放款的授信品質；在直接金融市場因企業籌資的股票與公司債的資本市場規模仍然太小且金融商品種類有限，資本市場相關法令無法符合國際水準，產生金融市場深度與廣度皆不夠的情形。人民幣若要國際化，必須解除金融帳管制，允許資本自由移動、人民幣自由兌換，而這有賴具有足夠深度與廣度的金融市場，以使在資本移動的過程中對金融市場之利率、匯率、及金融資產價格的干擾降至最低。

第三節 人民幣區域化與國際化的進程

中國大陸於 2011 年 3 月 6 日公布的十二五規劃提到未來應「建立兩岸貨幣清算機制」，這也意謂著兩岸經貿制度化的層次日益提高；繼貿易、投資、金融產業合作之後，貨幣面的議題應是兩岸下一階段經濟合作的重頭戲。尤其是，人民幣的國際地位正日益提升，2015 年實現讓人民幣可自由匯兌也已排入匯改進程。

中國人民幣若要立即全面國際化，所面臨的挑戰是巨大且無法掌控的。因為國內的貨幣政策與外匯政策必須完全開放，屆時人民幣的利率與匯率的決定，會受到國際市場人民幣資金供需的影響，國內資本市場與房地產市場的交易將會因熱錢的移動而產生波動。雖然政府的貨幣政策與外匯政策可以開放總體經濟模型模擬，但實際執行上將難以掌握。因此，先採取人民幣區域化的策略，順應中國與亞洲各國貿易、旅遊、金融投資需求，做為將來全面國際化的準備，是一較為審慎可行的做法。¹⁰⁴

人民幣區域化乃至國際化發展的路徑可以分為三個階段進行：一是在短期

¹⁰⁴ 2011 年 9 月 7 日包括國務院發展研究中心金融研究所綜合研究室主任陳道富在內的經濟學家說：“在未來很長一段時間內，人民幣都不能和美元媲美，甚至也不能挑戰歐元的地位；因此，人民幣最可靠的道路是，先走區域化，再走國際化。”參閱中國證券報中證網，http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/www.cs.com.cn/hb/08/201109/t20110907_3047981.html。

間使人民幣成爲廣泛使用的國際貿易清算貨幣；二是中期間內逐步開放金融帳，使人民幣成爲國際投資貨幣；三是長期間使人民幣成爲國際準備貨幣。爲達此目的，大陸當局可以考慮採行以下的措施：

1. 普設與鄰國貿易、旅遊的人民幣清算據點

在國內邊界省份與自治區（如雲南、廣東、廣西、遼寧、吉林、黑龍江、新疆、內蒙古、及西藏等地）普設人民幣清算據點，也可以在貿易對手國（如外蒙古、朝鮮、俄羅斯、哈薩克斯坦、吉爾吉斯斯坦、塔吉克斯坦、阿富汗、印度、尼泊爾、泰國、越南、孟加拉、馬來西亞、印尼、及菲律賓等國）由中國的銀行海外分子行開辦人民幣清算業務，¹⁰⁵ 並鼓勵中國國內企業採人民幣做爲貿易報價基礎。此外，亦可考慮進一步與台灣及新加坡簽署「貨幣清算協定」，將香港境外人民幣清算中心的模式擴展至台灣與新加坡。

2. 開放亞洲貿易對手國之中國的銀行海外分子行得直接參與外匯市場人民幣交易

要讓亞洲貿易對手國願意接受人民幣做爲貿易報價基礎，一定要讓這些國家的銀行能夠買賣人民幣外匯，甚至進一步承做人民幣外匯避險交易，這樣可以進一步擴大外匯市場人民幣交易量，做爲人民幣未來全面國際化的基礎。可行的做法爲：優先開放中國的銀行海外分子行得直接參與外匯市場人民幣交易，而後進一步開放亞洲貿易對手國的本地銀行得直接參與外匯市場人民幣交易。

3. 提高中國人民與外國機構及個人非貿易目的每年得買賣人民幣金額

國際貨幣除了提供國際貿易與投資的交易媒介功能外，也必須提供理財的價值儲藏功能。因此，中國政府有必要適度的逐步開放金融帳，以滿足中國人民與外國機構及個人對價值儲藏的需求。推廣香港人民幣境外業務模式至台灣與新加坡，除了繁榮兩地的金融市場外，更可提升華人金融機構的國際競爭力。

4. 鼓勵中國金融機構或大型企業在海外發行以人民幣計價的金融債券或公司債

¹⁰⁵ 中國人民銀行目前僅願意開放中國銀行海外分子行擔任海外清算行，應該開放更多中國的銀行海外分子行亦可擔任清算行的角色。

國際貨幣也應具有遞延支付、籌措資金的功能，因此中國政府應適度的開放金融帳，滿足外國機構與個人投資人民幣計價之金融債券或公司債的需求。自 2007 年起，中國當局已批准中國內地金融機構可以在香港發行人民幣債券，發債體的範圍類別於 2009 年擴展至香港地區銀行的內地子行，而中國財政部亦於同年在香港發行人民幣債券，這也是首次於中國境外地區發行的人民幣國債。¹⁰⁶

5. 放寬國外機構性投資人投資中國金融市場的金額限制

人民幣區域化必須提高其在國際金融市場上的流通量，為達此目的，中國政府應適度放寬外國機構與個人投資中國金融市場的金額限制，並將事先審批制改為申報生效制（例如，申報日起算兩週內主管機關無意見即自動生效）。

6. 放寬匯率波動幅度

在人民幣區域化的過程中，金融帳管制的放寬、資本移動的增加，將無可避免地加大人民幣匯率波動的幅度。因此，中國政府應減少對外匯市場的干預，從管理的浮動匯率制度進階到完全浮動的匯率制度，習慣人民幣區域化所可能帶來匯率波動的增加，並開放中國內地及境外企業與銀行承做人民幣匯率避險工具，包括人民幣遠匯、外匯選擇權、及換匯換率等，以規避人民幣區域化可能帶來的匯率波動加大的風險。

7. 深化及廣化中國國內金融市場

加速中國銀行民營化降低政府持股比重，採行商業銀行自由運作模式，減少政府授信政策指導，才能降低國際投資人對銀行授信品質的疑慮；採行新巴塞爾 (Basel II) 國際金融機構監理機制與國際會計準則 (IFRS)，健全金融市場相關法規、資訊公開揭露，訂定投資人保護相關辦法，鼓勵國內企業掛牌上市，並推動國際企業赴中國首次上市 (initial public offering) 或發行存託憑證 (deposit receipt) 掛牌，鼓勵國內企業取得外部信用評等，建立人民幣收益率曲線，及推動中國國內債券市場的發行與次級交易市場等。如此，可以深化及廣化中國國內

¹⁰⁶ 以上請參閱香港金融管理局，「香港人民幣業務」，
<http://www.info.gov.hk/hkma/chi/renminbi/index.htm>。

金融市場，以減少人民幣國際化後匯率波動與資本移動加大所帶給中國國內金融市場的衝擊。

8. 推動東協加新 3 (中國、香港、及台灣) 的人民幣區域合作

2010 年 3 月 24 日，東協與中、日、韓 (東協+3) 三國的財長與央行總裁及香港金融管理局總裁共同宣布清邁倡議多邊化協定正式生效，¹⁰⁷ 東協十國與中、日、韓三國共出資金額達 1,200 億美元 (中、日兩國出資最多均為 384 億美元) 成立區域經濟穩定基金，其核心目標在 (1) 解決區域內國際收支和短期流動性困難；及(2)對現有國際融資安排加以補充，並同意將透過通貨互換交易向面臨國際收支及短期流動性困難之清邁倡議多邊化的參與國提供資金支持，並同意籌建獨立的區域經濟監測機構。可見中國已成功帶領啓動東亞區域經濟金融整合的機制，¹⁰⁸ 但在這些雙邊通貨互換協定下，仍以美元為彼此通貨互換標的，這意謂著人民幣尚未成為東協國家普遍接受的貨幣 (趙文志，2010)。

黃仁德、張勝峰 (2006) 指出，中國若能持續放寬對金融帳的限制，人民幣未來在東亞貨幣同盟形成過程中的關鍵性角色將愈加鞏固而難以動搖。因此，若能進一步透過雙邊貨幣清算協定，推動人民幣在東協十國、香港、及台灣的自由移動，允許這些地區一定債信評等以上的本地銀行參與中國境內人民幣的銀行間清算、拆借交易 (inter-bank lending and borrowing) 、及貨幣市場換匯交易 (money market swap) ，將可提高中國與東協十國、香港、及台灣貿易以人民幣清算的比重。

以上的這些措施應該可以幫助中國人民幣走向區域化的角色，並建立邁向全面國際化的基礎。

第四節 香港人民幣境外市場的發展與現況

¹⁰⁷ 以上請參閱中華人民共和國中央人民政府，「東盟與中日韓財長宣布清邁倡議多邊化協定生效」，http://www.big5.gov.cn/gate/big5/www.gov.cn/gzdt/2010-03/24/content_1563685.htm。

¹⁰⁸ 雖然中國一再宣稱東亞區域經濟整合將由東協領導，其將不會也不願意扮演領導的角色，但事實上沒有人會否認在這過程中中國將扮演關鍵的角色。

香港是中國政府所選定推動人民幣國際化的試驗場。¹⁰⁹ 大陸國務院副總理李克強於 2011 年 8 月 16 日訪問香港，宣布建立港陸間人民幣流通的循環機制，允許在港發行人民幣債券所籌措的人民幣資金，屬於外人直接投資者得匯入大陸境內，確立了香港作為「人民幣境外中心」的地位。¹¹⁰ 人民幣境外市場於香港的發展，在存款、債券、及外匯交易皆已經達到相當規模，本節將深入分析其成長背景及原因。

一、香港境外人民幣存款市場現況

大陸當局管制金融帳，未開放非貿易目的大陸人民與外國機構及個人可以自由買賣人民幣。2004 年 2 月起，香港地區的銀行開始試辦個人人民幣業務，參與人民幣業務的香港銀行（香港參加行）提供一系列的零售銀行服務，包括存款、兌換、匯款、扣帳卡與信用卡、支票，以及買賣人民幣債券的服務，而且個人每人每天得兌換上限 2 萬元人民幣，香港居民可將人民幣資金匯到在大陸內地銀行開設的同名帳戶，每天每戶上限為 8 萬元人民幣。跨境企業貿易人民幣結算業務於 2009 年 7 月 29 日在香港正式推出，此類人民幣交易則無額度限制。

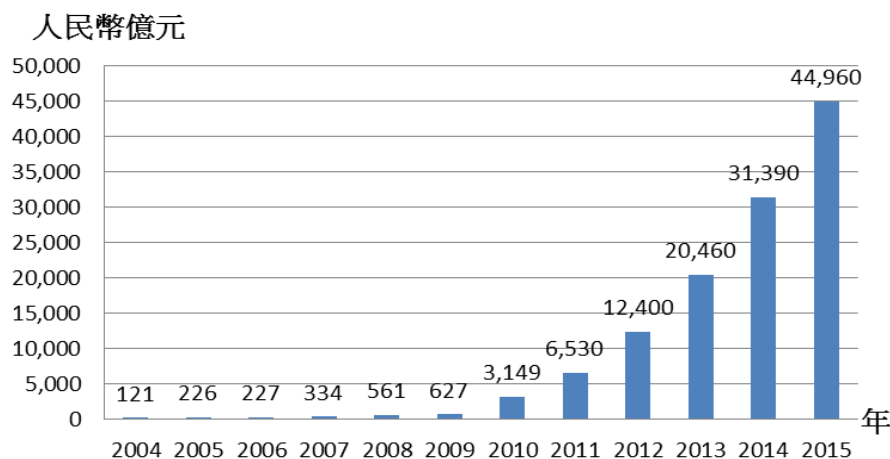
根據香港金融管理局的統計，2009 年底香港人民幣存款餘額為 627 億元，2010 年因大陸政策上推動以香港為人民幣境外清算中心，人民幣存款餘額快速增加累積至 3,149 億元，渣打銀行進一步預估，至 2015 年香港境外人民幣存款將高達 4 兆 4,960 億元（圖 5-1）。如此龐大的存款數字，自然產生許多債券投資與資產管理的人民幣基金需求。

根據大陸中信證券的分析，香港境外人民幣主要有三種來源，一是人民幣跨境貿易結算的沉澱資金，二是賭人民幣升值的兌換資金，三是大陸合格境內機構投資者（QDII）投資於海外的資金。第一類的人民幣資金大多存款於商業銀行，

¹⁰⁹ 香港浸會大學工商管理學院副教授麥萃才接受記者採訪時表示，在金融帳戶尚未完全開放的情況下，人民幣國際化需要香港作為“試驗場”，在風險可控的情況下，循序漸進地推進人民幣國際化。參閱中國經濟網，http://finance.ce.cn/rolling/201105/05/t20110505_16573440.shtml。

¹¹⁰ 參閱李孟洲，〈開放人民幣結算順勢迴避風險〉，金融保險論壇，2011 年 10 月。

第二類的人民幣資金則是外國投資於香港的對沖基金或人民幣共同基金，而這些基金將籌得的人民幣資金投資於香港人民幣債券或不動產證券化受益憑證 (REITs)，而第三類則是大陸的合格境內機構投資者將其人民幣資金投資於香港以人民幣計價的股票或債券商品。¹¹¹



資料來源: 2004-2010 年來自香港金融管理局；2011-2015 年來自渣打銀行預估。

圖 5-1: 香港人民幣存款金額

二、香港境外人民幣債券市場現況

從 2007 年 6 月起，除個人客戶外，在港發行人民幣債券的大陸內地金融機構亦可把發債所得匯回內地。¹¹² 自 2009 年 7 月起，境外企業與內地試點企業可以根據實際的貿易交易進行雙向匯款。香港參加行可向選擇與內地企業進行人民幣貿易結算的境外企業提供貿易融資，但融資款項應以有關貿易交易的實際金額為限，並需直接支付予內地企業。¹¹³ 中國人民銀行和香港金融管理局亦於 2010 年 7 月簽署「貨幣清算協定」，開啓香港成為大陸境外人民幣清算中心的角色。

¹¹¹ 參閱中信證券國際，〈香港離岸人民幣債券融資建議書〉，2011 年 6 月。

¹¹² 中國人民銀行 2007 年初公布合格大陸金融機構得於香港發行人民幣債券，中國國家開發銀行於同年 6 月於香港首發 100 億元人民幣債券。

¹¹³ 以上資料參閱香港金融管理局，「香港人民幣業務」，<http://www.info.gov.hk/hkma/chi/renminbi/index.htm>。

2010年9月16日，中國人民銀行、財政部、國家發展和改革委員會、及中國證券監督管理委員會等對2005年初頒布的「國際開發機構人民幣債券發行管理暫行辦法」進行了修訂，修訂後發行人發債所籌集的人民幣資金可以直接匯出境外使用，但這是在境內外國開發機構發行的人民幣債券，境外的人民幣存款仍欠缺投資工具。

中國大陸在2003年才開放外國機構性投資人投資大陸的金融市場，而目前中國國家外匯管理局核准的總投資金額上限為300億美元，¹¹⁴ 審核時間冗長，無法滿足外國機構性投資人的需求。根據中國國家外匯管理局2009年10月10日所發布的「國家外匯管理局關於基金管理公司和證券公司境外證券投資外匯管理有關問題的通知」，目前中國大陸資本市場資金進出仍為事先審批制，無法與歐、美、日本、香港、台灣、新加坡等國的自由開放相比，這也成為中國發展國際金融中心的罩門。

目前金融帳下的人民幣移動仍受到管制，外國人要投資人民幣金融資產，需要以機構型態向中國政府當局申請合格外國機構投資者(QFII)的資格。2005年起，中國政府開放亞洲開發銀行、世界銀行體系下的國際財務公司、及東京三菱銀行(Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ)，陸續在中國境內發行以人民幣計價的熊貓債券，並透過換匯換利轉換成外幣匯出，導入了債券發行的國際模式，但發行金額目前仍有限。¹¹⁵

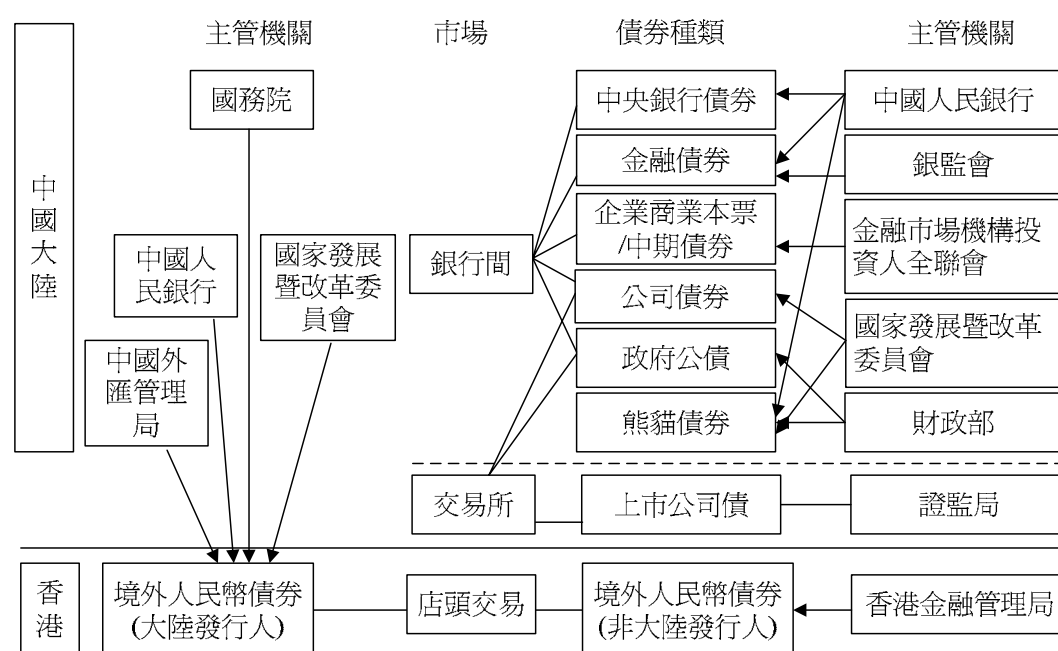
自2007年起，中國內地金融機構可以在香港發行人民幣債券；2009年起，中國財政部才在香港發行境外人民幣國債，因此人民幣或人民幣資產在境外流通的數量仍有限，國際投資人對人民幣金融資產的需求遠大於供給，這是人民幣要成為國際或區域性貨幣所必須改進的。

圖 5-2 顯示人民幣債券市場的主管機關、交易市場、及債券種類。境外人民

¹¹⁴ 2007年12月，中國國家外匯管理局將QFII投資額度，由原來的100億美元提高至300億美元，採事先審核制度。

¹¹⁵ 根據FinanceAsia的“RMB Report 2011”，從2005年開始至2011年5月，國際性金融機構在大陸發行人民幣債券僅3筆，共發行30億元人民幣。

幣債券若發行者為大陸企業，則主管機關為大陸的國務院、中國人民銀行、國家發展和改革委員會、及中國外匯管理局；境外人民幣債券若發行者為非大陸企業，則主管機關為香港金融管理局。大陸境內的人民幣債券交易分為銀行間店頭交易及交易所集中交易，銀行間店頭交易的債券包括中國人民銀行發行的中央銀行債券、銀監會主管的金融債券、企業商業本票/中期債券、公司債、財政部發行的政府公債、及熊貓債券；交易所集中交易的是上市的公司債；境外人民幣債券都是以店頭交易進行。



資料來源: HSBC, “Piping Hot Dim Sum”, March 28, 2011。

圖 5-2: 人民幣債券市場與監理機關

接著，針對香港境外人民幣債券的發行現況及發行審批流程作一介紹。

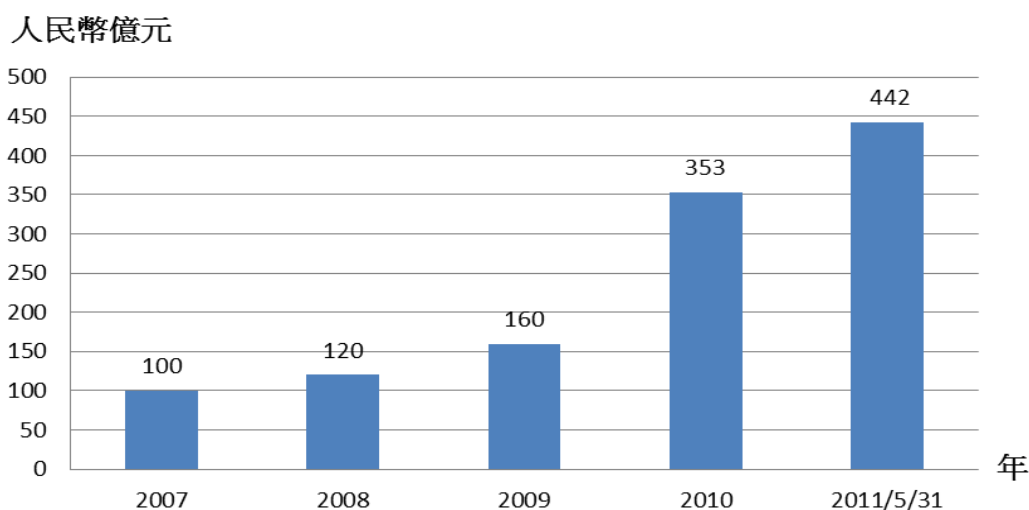
(一) 香港境外人民幣債券發行現況

2007 年 6 月，中國國家開發銀行在香港發行第一支境外人民幣債券，金額為人民幣 100 億元，發行規模從 2009 年的 160 億元快速成長至 2010 年的 353 億元，而 2011 年前 5 個月發行總額已達 442 億元 (圖 5-3)。¹¹⁶ 至 2011 年 5 月

¹¹⁶ 參閱中信證券國際，〈香港離岸人民幣債券融資建議書〉，2011 年 6 月。

31 日，香港境外人民幣債券市場發行規模已累計達 1,175 億元。根據匯豐銀行的預估，2011 年境外人民幣債券發行量將高達 2,300 億元，¹¹⁷ 主要原因是大陸境內的資金吃緊，融資不易，加上 2011 年 6 月 21 日中國人民銀行公布了「中國人民銀行關於明確跨境人民幣業務相關問題的通知」，將人民幣國外直接投資 (FDI) 試點業務制度化，在境外發行人民幣債券籌資，除可用於跨境貿易外，也可透過審批核准匯入中國大陸，進行國外直接投資。

境外人民幣債券發行規模快速成長主要是香港境外人民幣存款餘額增長迅速，而投資工具相對有限，加上中國大陸為對抗物價膨脹，連續提高存款準備率，至 2011 年 6 月已達 21.5%，境內利率上升，造成中國大陸企業與金融機構在香港發債籌資成本遠低於大陸境內融資，加上在香港發行債券將大大提高企業在國際市場的知名度，導致陸企在香港發債籌資形成風潮。這些在香港發行的人民幣債券又被稱為點心債券 (Dim Sum Bonds)。¹¹⁸ 2007 至 2011 年來所發行的點心債券的前 10 大 (以發行金額計)，以中國財政部為最高及次高金額的發行者，第三為中國進出口銀行，顯示中國大陸財政當局及其相關國企業當領頭羊，帶動境外人民幣債券市場的成長。



¹¹⁷ 參閱《經濟日報》，2011 年 6 月 23 日。

¹¹⁸ 稱為點心債券乃因香港人吃點心飲茶為其特色，正如外國機構在日本發行的日圓債券稱“武士債券”，在台灣發行的新台幣債券稱“小龍債券”。

資料來源：中國證券國際，〈香港離岸人民幣債券融資建議書〉，2011年6月。

圖 5-3: 香港境外人民幣債券發行規模

除了由大陸國企為主所發行的以上 10 大人民幣點心債券外，表 5-9 將 2010 年至 2011 年 3 月這段期間在香港所發行的境外人民幣債券列出，國際性知名企業如麥當勞 (McDonald) 在 2010 年 8 月亦發行 2 億元人民幣點心債券以展現其擴展大陸市場的決心，另外經營澳門賭場的銀河娛樂集團 (Galaxy Entertainment Group) 亦在 2010 年 12 月發行 13.8 億元人民幣點心債券，甚至國際性大銀行如德意志銀行、匯豐銀行、及澳紐銀行皆相繼在香港發行人民幣定存單，顯示越來越多的中國大陸及國際企業與金融機構透過發行點心債券籌措在中國大陸發展擴張所需的資金。

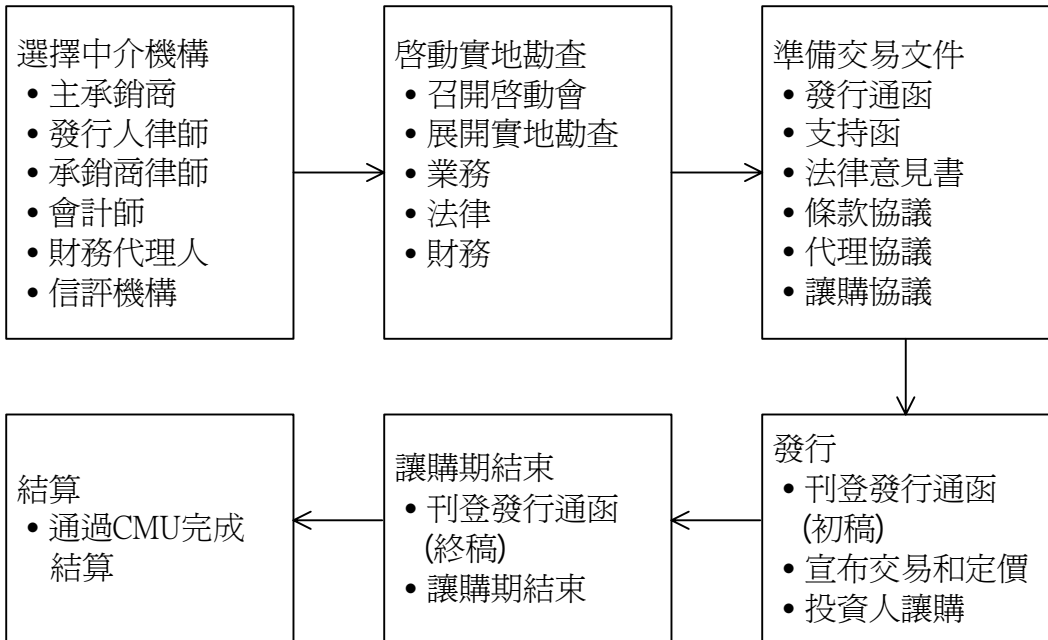
表5-8: 前10大點心債券

訂價日 月/日/年	發行者	型態	金額 (佰萬美元)	帳簿管理者
11/30/2010	中國財政部	主權債	1,202	中國工商銀行 交通銀行 中國銀行
10/20/2009	中國財政部	主權債	879	中國銀行
12/1/2010	中國進出口銀行	國家代理機構	750	渣打銀行 匯豐銀行 中國銀行
9/30/2009	中國銀行香港子行	中期債券	747	中國銀行
6/27/2007	中國國家開發銀行	國家代理機構	656	匯豐銀行 中國銀行
7/20/2009	香港東亞銀行	投資級公司債	586	東亞銀行 中國銀行
4/20/2011	香港 Big Will Investments	高收益公司債	550	高盛 摩根史坦力 瑞士信貸 花旗銀行
1/11/2011	中國中化境外資本 公司	投資級公司債	527	德意志銀行 中信證券
11/11/2010	中國國家開發銀行	國家代理機構	452	渣打銀行 匯豐銀行 中國銀行
7/23/2008	中國交通銀行	投資級公司債	439	交通銀行 匯豐銀行

資料來源: *FinancialAsia*， “RMB Report 2011”， 2011 年 5 月。

(二) 香港境外人民幣債券發行審批流程

企業在香港發行境外人民幣債券所依據的大陸及香港相關法規為：《證券及期貨條例》、《債務工具中心結算系統服務手冊》、及《香港人民幣業務的監管原則及操作安排的詮釋》，主管機關為香港金融管理局及香港證券暨期貨事務監管委員會，前者提供債務工具的中央貨幣市場清算系統 (Central Moneymarkets Unit, CMU)，負責債券保管結算，企業發行人民幣債券結束後需將發行結果向 CMU 報告；後者僅負責審核向個人投資人募集資金的零售債券發行，以保護投資人權益。向機構投資人募集資金的人民幣債券，無需經任何主管機關審批，僅需在發行債券結束後將發行結果向 CMU 報告。香港境外人民幣債券發行流程如圖 5-4。



資料來源: 中信證券國際，〈香港離岸人民幣債券融資建議書〉，2011 年 6 月。

圖 5-4: 香港境外人民幣債券發行流程

表5-9: 在香港所發行的境外人民幣債券—2010年至2011年3月

定價日 月/日/年	發行者	信用評等 (S&P)	債券型態	期限 (年)	金額 (億元人民幣)	債息 (%)
3/14/2011	Orix	A-	優先無擔保	3	4	2.00
3/8/2011	Powerlong	B+	優先無擔保	3	7.5	11.50
2/28/2011	交通銀行	-	定存單	2	10	1.00
2/18/2011	LDK Solar	-	優先無擔保	3	12	10.00
2/18/2011	Road King	BB-	優先無擔保	3	13	6.00
2/18/2011	ICBC(Asia)	A-	定存單	2	30	1.10
2/16/2011	Svenska Handelsbanken AB (publ)	AA-	優先無擔保	2	1.7	1.40
2/14/2011	Beijing Capital Land Limited	-	優先擔保	3	11.5	4.75
1/27/2011	ICBC(Macau)	-	定存單	1	10	1.45
1/27/2011	ICBC(Macau)	-	定存單	2	10	1.55
1/27/2011	YFY Cayman	-	優先無擔保	3	3	3.10
1/25/2011	PCD Stores (Group) Limited	-	優先無擔保	3	7.5	5.25
1/25/2011	International Financial Corporation	AAA	優先無擔保	5	1.5	1.80
1/19/2011	Shui On Land	-	優先無擔保	4	35	7.625
1/13/2011	Evergrande	BB-	優先無擔保	3	55	7.5
1/13/2011	Evergrande	BB-	優先無擔保	5	37	9.25
1/11/2011	Sonochem HK	BBB+	優先無擔保	3	35	1.80
1/7/2011	China SCE property Holdings	B+	優先無擔保	5	20	10.50
1/4/2011	World Bank	AAA	優先無擔保	2	5	0.95
1/3/2011	交通銀行	-	定存單	2	5	1.40
12/17/2010	ANZ	-	優先無擔保	2	2	1.45

表5-9: 在香港所發行的境外人民幣債券—2010年至2011年3月(續1)

12/15/2010	Shui On Land	-	優先無擔保	3	30	6.875
12/15/2010	China Power International Development	-	優先無擔保	5	8	3.20
12/10/2010	VTB capital	BBB	優先無擔保	3	10	2.95
12/9/2010	Galaxy Entertainment Group	B	優先無擔保	3	13.8	4.625
11/30/2010	中國財政部	A+	優先無擔保	3	20	1.00
11/30/2010	中國財政部	A+	優先無擔保	5	20	1.80
11/30/2010	中國財政部	A+	優先無擔保	10	10	2.48
11/26/2010	中國進出口銀行	A+	優先無擔保	2	10	1.95
11/26/2010	中國進出口銀行	A+	優先無擔保	2	40	1.95
11/23/2010	Caterpillar	A	優先無擔保	2	10	2.00
11/17/2010	China Merchant International	BBB	優先無擔保	3	7	2.90
11/9/2010	China Resources Power	BBB	優先無擔保	3	10	2.90
11/9/2010	China Resources Power	BBB	優先無擔保	5	10	3.75
10/28/2010	HSBC	AA-	定存單	1	0.9	1.80
10/22/2010	Sinotruk HK ltd	-	優先無擔保	2	27	2.95
10/18/2010	ADB	AAA	優先無擔保	10	12	2.85
10/15/2010	China Development Bank	-	優先無擔保	2	30	2.70
10/11/2010	China Development Bank	-	優先無擔保	3	20	SHIBOR+10bps
10/8/2010	ICBC(Asia)	A-	定存單	2	1.17	2.30
10/8/2010	ICBC(Asia)	A-	定存單	3	0.47	2.65
9/17/2010	Deutsche Bank	A+	定存單	2	2	2.00
9/16/2010	Bank of Tokyo Mitsubishi	A+	定存單	1	0.2	1.98
9/7/2010	中國銀行	A-	優先無擔保	2	22	2.65
9/7/2010	中國銀行	A-	優先無擔保	3	28	2.90
9/2/2010	China Development Bank	-	定存單	2	5	2.10

表5-9: 在香港所發行的境外人民幣債券——2010年至2011年3月(續2)

9/2/2010	China Development Bank	-	定存單	2	10	2.10
9/1/2010	China Development Bank	-	定存單	1	1	1.95
8/19/2010	McDonald's Corporation	A	優先無擔保	3	2	3.00
8/10/2010	HSBC	AA-	定存單	1	1.1445	2.00
7/7/2010	Hopewell Highway Infrastructure		優先無擔保	2	13.8	2.98
7/6/2010	Citic Bank International	-	定存單	1	5	2.68

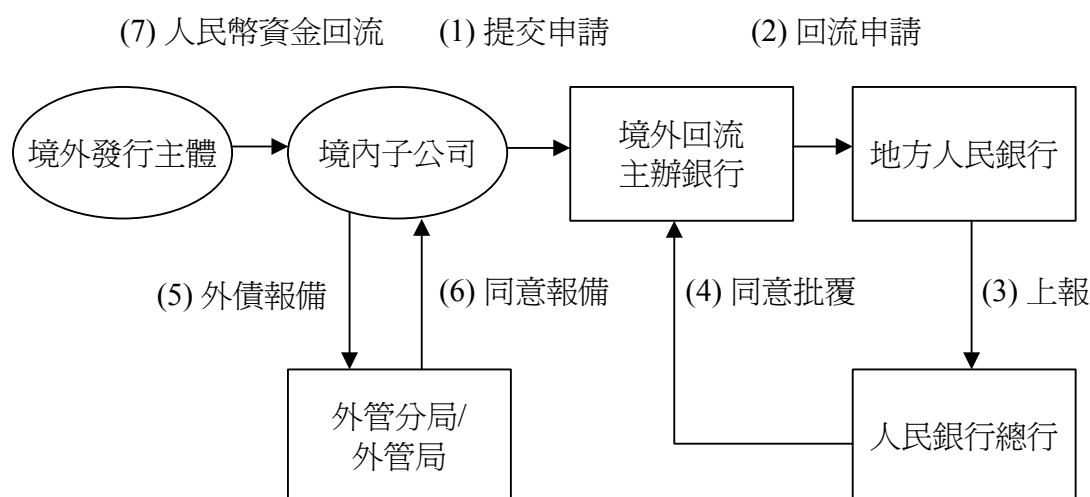
資料來源: HSBC, “Piping Hot Dim Sum”, March 28, 2011。

(三) 境外人民幣債券募集資金回流中國大陸流程

境外人民幣債券所募集資金，可通過經常帳及金融帳項下回流中國大陸，跨境貿易透過經常帳項下回流，無需監管單位的審批，若是透過金融帳項下回流，需要獲得商務部、中國人民銀行、及國家外匯管理局的審批。按企業境外人民幣回流中國大陸的兩種投資額度情形，審批的流程有下列兩種方式：

1. 商務部已核准投資額度內回流中國大陸審批流程

由於已在商務部門核准投資額度內，此類人民幣回流屬於透過經常帳項下回流，此種回流無需監管單位的審批，僅需境內子公司向境內資金回流的主辦銀行提出人民幣回流申請，再由主辦銀行向地方人民銀行提出申請，並由地方人民銀行上報人民銀行總行，待人民銀行總行核准後，境內子公司再向國家外匯管理局(外管局)及其分局報備外債，待同意備案後，境外發行的主體才能將境外債券所籌募的人民幣匯入內地(圖 5-5)。



資料來源: 中信證券國際,〈香港離岸人民幣債券融資建議書〉, 2011 年 6 月。

圖 5-5: 商務部已核准投資額度內回流中國大陸審批流程

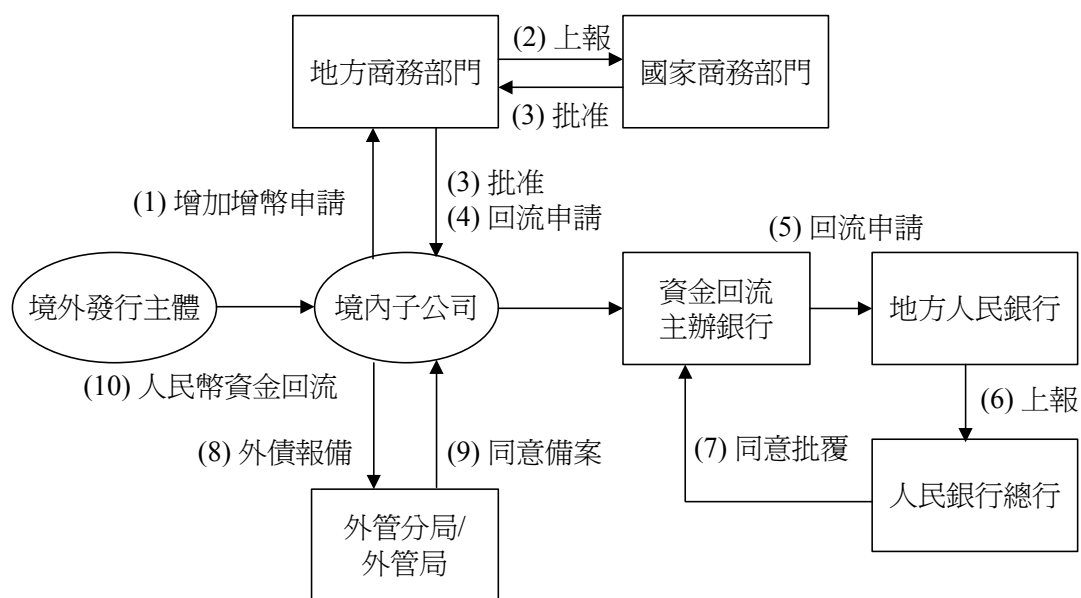
2. 企業增資增幣形式回流中國大陸審批流程

若境外企業想提高投資額度增資境內子公司，則屬於是透過金融帳項下回流，需要獲得商務部、中國人民銀行、及國家外匯管理局的審批。境內子公司首先需向地方的商務部辦公室申請提高投資額度，並由其上報國家商務部取得批准，接下來再循透過經常帳項下回流的申請流程，分別取得人民銀行總行及外匯管理局的核准，境外發行的主體才能將境外債券所籌募的人民幣匯入內地（圖 5-6）。

三、境外人民幣外匯市場的發展

大陸當局為推動人民幣國際化的既定政策，選擇以香港特別行政區為試辦地區，在 2010 年 7 月 19 日香港金融管理局與中國人民銀行簽署「增補人民幣清算協定」，讓香港成為境外人民幣清算中心，香港地區的銀行得向香港金融管理局申請開辦境外人民幣 (CNH) 業務，進行大陸境外外幣與人民幣兌換、境外人民幣存款、境外人民幣債券投資，而與境內人民幣 (CNY) 業務形成境內、外並行的雙元匯率制度，為控制境外人民幣資金回流對大陸境內貨幣供給量的衝擊，所

有境外人民幣資金回流皆需得到中國人民銀行的事先核准。這項協定的簽署開啓了香港境外人民幣的快速成長，及企業在境外人民幣與境內人民幣外匯市場與貨幣市場的套利活動。



資料來源：中信證券國際，〈香港離岸人民幣債券融資建議書〉，2011年6月。

圖 5-6：企業增資增幣形式回流中國大陸審批流程

香港金融管理局所開放的境外人民幣 (CNH) 業務包含所有境外人民幣相關的即期外匯、遠期外匯、外匯選擇權 (currency options)、換利(interest rate swap, IRS)、換匯換利 (cross currency swap, CCS) 等，相較於大陸境內人民幣 (CNY) 業務僅有即期外匯、本金交割與無本金交割遠匯，提供金融機構更多衍生性商品商機與企業更多避險工具的選擇。

由於中國人民銀行控制境外人民幣資金回流到大陸，因此指定中國銀行 (Bank of China) 香港子公司為境外人民幣清算行，所有承作境外人民幣存款的香港地區銀行會將放款及投資後剩餘的人民幣存款轉存中國銀行香港子公司，中國銀行香港子公司再回存中國人民銀行深圳分行。2011年7月，中國人民銀行支付中國銀行香港子公司的利率為年率 0.72%，而中國銀行香港子公司支付給香港

地區的其他銀行同業的人民幣存款利率為年率 0.63%。2011 年 6 月 11 日，中國銀行境外、境內人民幣存款與放款利率，分別出現高達 2.5%及 4.5%以上的差距(表 5-10)，也因此出現套利空間，有出口美元應收帳款的企業可透過借入美元兌換成人民幣，存於大陸境內取得約 3%的年利率，而美元借款利率約在 1.25% 至 1.75% 之間，由於人民幣緩慢升值的走勢，待美元應收帳款收取後再償還美元借款，即可獲得套利與匯兌的雙重利益。

表5-10: 境內、外人民幣貨幣市場利率的比較

單位: %

	境外人民幣 (CNH)		境內人民幣 (CNY)	
	存款	放款	存款	放款
1 個月期	0.10	1.00	2.85	5.85
2 個月期	0.20	1.00	2.85	5.85
3 個月期	0.20	1.00	2.85	5.85
6 個月期	0.30	1.25	3.05	5.85

資料來源: Bloomberg 資訊源系統公司整理各銀行平均報價，2011 年 6 月 11 日。

在境內、外人民幣外匯市場上一開始亦出現雙軌匯率現象。以 2011 年 4 月 14 日為例，由於眾多資金湧入香港兌換成境外人民幣，造成人民幣/美元的即期匯率，境外 (6.5210) 低於境內 (6.5338)——即境外人民幣以美元表示相對較貴，但因境外人民幣存款利率受刻意管制，境內年利率遠高於境外年利率約 2.5%，人民幣/美元 1 年期遠期匯率，境外 (6.4160) 又高於境內 (6.3749)——即境外人民幣以美元表示相對較便宜的現象。¹¹⁹ 善於財務操作且承作進出口的企業，當然可以透過以人民幣買入境內遠期美元，同時賣出相同天期的境外遠期美元，將遠期到期日交割買入的美元，匯往境外交割遠期賣出的美元，即可套匯，而將差價的人民幣留在香港帳戶。以 1,000 萬美元交易本金的 1 年期境內、外遠匯為例，

¹¹⁹ 此現象乃因當時境外美元兌換成人民幣需求遠高於境內美元兌換成人民幣需求，但同時境外人民幣利率與美元利率的利差又小於境內人民幣利率與美元利率的利差。

即可獲利 411,000 元人民幣 [= (6.4160 – 6.3749)人民幣 / 美元 × 1,000萬美元]。留在香港境外的人民幣，可以用於支付進口貨款，如果人民幣進一步升值，則將來從境外人民幣市場所兌換的美元將更多，許多善於套利套匯活動的企業，可以從此雙軌外匯市場上提高其獲利水準。

表5-11: 境內、外人民幣即期與遠期匯率比較——2011年4月14日

匯率 (人民幣/美元)	境內 (CNY)	境外 (CNH)
即期	6.5338	6.5210
遠期		
3 個月期	6.4732	6.4975
6 個月期	6.4371	6.4700
1 年期	6.3749	6.4160

資料來源: Bloomberg 資訊源系統公司所提供報價，2011 年 4 月 14 日。

第五節 人民幣境外市場的問題與未來發展

瞭解了香港境外人民幣市場在存款、債券、及外匯市場的發展現況，本節將進一步探討人民幣境外市場的問題與未來發展。

一、人民幣境外市場的問題

香港金融管理局運用其區域性國際金融中心的經驗與資源，充分配合中國國務院的政策，讓香港境外人民幣市場的快速成長，但因為中國政府當局管控的措施，造成人民幣境外市場存在以下的問題:

1. 境外人民幣同業回存及最終外匯兌換流動性受限

由於中國銀行香港子公司是銀行間最後的人民幣拆放清算行，目前香港地區的各銀行都是人民幣過多的情形，最後都將人民幣存放於中國銀行香港子公司，但銀行同業間拆借金額都依拆放對手的信用評等有其上限，基於單一對手風險考量，各銀行不可能持續無限制增加在中國銀行香港子公司的人民幣存款金額。香

港地區境外人民幣參加行，最終的人民幣即期與遠期兌換對象，也僅限中國銀行香港子公司，此種獨占現象，造成利率及匯率價格的不合理，不僅損及境外人民幣參加行的權益，也不利人民幣境外市場的長期發展。

2. 境外人民幣可投資工具不足

隨著境外人民幣存款成長的趨勢，存款行必須尋求人民幣資金的運用管道，因此對於人民幣的債券需求就相當殷切，香港境外人民幣債券市場將是目前與未來迫切需要發展的方向。此外，在香港以人民幣計價的股權性質工具（如股票、基金、期貨、及選擇權等），仍有待進一步開放及開發。理論上，在簽定貨幣清算協定後，境外銀行可以透過境內結算行，成為人民幣業務境外參加行。但目前除了香港地區外，歐美地區尚未見境外參加行，¹²⁰ 主要是歐美地區以人民幣進行的貿易清算仍然不多。目前世界各地的人民幣存款帳戶，仍舊存在著以人民幣計價的投資工具嚴重不足的問題，因此眾多歐美企業對以人民幣進行貿易清算仍持保留的態度。是故，增加大陸境外人民幣可投資的工具，乃人民幣國際化所不可或缺的一項必要條件。

3. 中國大陸將面臨外債管理問題

不管是大陸企業與金融業到香港發行債券籌資，或是國際性企業與金融業在香港發行債券籌資，都需要經中國人民銀行的核准才能將所籌募的境外人民幣資金回流大陸。此外，人民幣國際化後，中國大陸的政府、企業、及金融機構將可能在境外發行人民幣債券，如何管理外債餘額，以避免重蹈歐美國家外債高築的覆轍，也將是大陸當局必須及早考慮因應的課題。

4. 中國大陸將面臨貨幣與匯率政策的挑戰

展望境內、外人民幣外匯市場及貨幣市場未來的發展，由於套利與套匯牽涉到企業增加美元貸款，銀行為支應美元的大量需求，會進一步推高美元貨幣市場銀行間拆借的流動性貼水 (liquidity premium)，美元借款成本提高後，境內、外

¹²⁰ 歐美銀行可以透過其在香港的分(子)行，向香港金融管理局申請成為人民幣境外參加行，或是直接尋求大陸境內代理行協助開立同存帳戶，開辦人民幣業務。

人民幣外匯市場套利空間將逐漸縮小，但只要大陸的金融帳未完全開放，由於預期人民幣升值的投資需求繼續存在，境內、外雙軌外匯制度與套利套匯的機會將仍可能存在。但金融帳開放後，人民幣匯率將視大陸與國際經濟的互動狀況，完全自由浮動，中國人民銀行如何兼顧國內貨幣供給量及匯率穩定，將會是高難度的挑戰。

5. 中國大陸經濟發展型態將面臨由外轉內的考驗

隨著人民幣的國際化腳步開展，為因應國際上對人民幣的需求，大陸的貿易收支必須減少順差，甚至轉為逆差，經濟發展模式也將面臨以出口為主，轉為以內需為主的經濟體。在人均國民所得尚低的大陸，如何作這樣的轉變，將是另一大考驗。

二、人民幣境外市場的未來發展

未來境外人民幣市場的發展不外乎以解決現有問題為主，因此可預見下列發展的方向：

1. 增加境外人民幣的清算行家數

中國政府應開放更多中國政府持股比重高的銀行（如中國工商銀行、中國建設銀行、及中國農民銀行等）參與境外人民幣的清算行，以達到增加境外人民幣同業回存及最終外匯兌換的流動性。

2. 開放更多境外人民幣可投資工具

當境外人民幣數量不斷增加時，中國應開放更多股票、基金、保險、期貨、及選擇權等人民幣可投資的工具。

3. 建立大陸整體對外債務管理機制

中國政府建立大陸各機構發行境外人民幣債券的上限機制，避免債信出問題，造成金融危機。

4. 學習管理貨幣國際化所帶來的貨幣與匯率政策的挑戰

2008年9月的全球金融海嘯，正是美國過去錯誤的金融政策所導致，中國

貨幣金融管理當局正可以取法，以避免重蹈覆轍。另人民幣國際化將使中國的貨幣供給量與金融市場的波動性加大，如何以貨幣與匯率政策來因應這種挑戰，將是中國政府所應及早準備的。

5. 中國大陸經濟發展型態由出口轉內需

中國應不再以廉價勞工與資源生產輸出產品，而應更重視提高中國全體人民的福祉與環境保護。內需市場的擴大，將使進口增加，若人民幣能夠成功國際化，外國出口商願意接受以人民幣支付，則在外流通的人民幣數量將增加，而有助於人民幣境外市場的蓬勃發展。

6. 建立更多的境外人民幣市場

更多的境外人民幣市場將有助於人民幣國際化進程的推展。目前新加坡、台灣、及倫敦皆有意願爭取建立境外人民幣市場，基於推動人民幣國際化的經濟戰略考量，大陸當局應該會適當地推動更多境外人民幣市場的成立。

第六節 其他可能的人民幣境外市場

新加坡是亞太地區服務高淨財富人士 (high net wealth individual) 的私人銀行 (private banking) 業務中心，因此在新加坡地區的銀行皆希望提供具有明顯升值趨勢的人民幣存款與理財商品，而東協十國與大陸的貿易往來有許多是透過各國企業在新加坡註冊設立的境外公司進行，東協十國的出口商若產生人民幣應收帳款，進口商若產生人民幣的應付帳款，將有境外人民幣對該國貨幣的匯率避險需求，因此新加坡政府當局迫切的與大陸當局協商，促使新加坡成為香港以外的第二個境外人民幣清算中心，就等待中國人民銀行的首肯與指派新加坡地區的清算銀行，以便利實體人民幣的交易進行。

由於香港的境外人民幣實體外匯交易已經進行一年多，開放新加坡成為第二個境外人民幣清算中心，該地區的銀行加入人民幣外匯交易，將會擴大該市場的交易規模，加速人民幣國際化的腳步，提高東協十國與大陸貿易以人民幣清算的

比重，這應該是大陸當局所樂見的。

台灣與大陸的雙邊貿易及投資金額逐年攀升，對於外匯交易無法直接兌換，仍需間接透過新台幣兌美元及人民幣兌美元，兩岸企業貿易及投資往來多產生一次交易成本，因此台灣金融機構及產業界，不斷在各種場合提出要求，盼望兩岸當局可以協商促成台灣為另一個人民幣清算中心。我國行政院亦感受到人民幣國際化的潮流，乃於 2011 年 7 月 21 日也開放台灣銀行業的境外金融分行 (offshore banking unit, OBU) 與海外分行得開辦境外人民幣業務。但由於人民幣的境外存款、放款、外匯、債券發行、及人民幣資金回流大陸等業務，仍然受限於大陸當局是否開放讓台灣銀行業承辦，如果大陸當局不願意開放，則台灣銀行業的 OBU 與海外分行也僅能成為境外參加行的角色，與目前台灣銀行業的香港分行並無差異。

此外，歐洲金融中心倫敦的英國政府當局也看到人民幣在國際貿易清算及金融投資上展現舉足輕重的角色，因此當 2011 年 9 月上旬中國大陸國務院副總理王岐山會同中國人民銀行行長周小川訪問倫敦時，表達希望大陸政府協助倫敦成為在歐洲境外人民幣的清算中心，王岐山也當場表示支持倫敦成為人民幣境外中心。由於新加坡與香港同一時區，但倫敦時區與亞洲、美洲各有幾小時相互重疊，加上其在國際金融市場的地位，若倫敦能夠成為人民幣清算中心，將大大地有利於人民幣的國際化，因此中國政府似乎更青睞倫敦。世界三大貨幣經紀公司之一的利順金融 (Tradition) 認為，受惠於時區優勢，倫敦將成為繼香港之後的第二個人民幣境外中心。¹²¹

比較已經是人民幣境外清算中心的香港及試圖成為人民幣境外清算中心的新加坡、台灣、及倫敦成為人民幣境外清算中心的條件 (表 5-12)，我們可以發現就金融基礎設施、資本移動管制、境外人民幣資本市場法規、外匯市場規模、雙邊貿易金額、境外人民幣存款、及政治關係等比較，不難發現香港、新加坡、及倫敦比台灣更有條件成為人民幣境外清算中心。台灣若想成為人民幣境外清算

¹²¹ 參閱《工商時報》，2011 年 9 月 29 日。

中心，在金融基礎設施、資本移動管制、境外人民幣資本市場法規、及金融市場的深度與廣度等方面，都有待改善；在政治關係上，雙方能否以經濟利益考量優先於政治考量，也將會是台灣能否建立起人民幣境外清算中心的關鍵。¹²²

表5-12：成爲人民幣境外清算中心的條件比較

	香港	新加坡	台灣	倫敦
金融基礎設施	完善	完善	待加強	完善
資本移動管制	無	無	管制	無
境外人民幣資本市場法規	已建立	無	無	無
外匯市場規模	大	大	小	大
雙邊貿易金額	大	大	大	大
境外人民幣存款	大	剛起步	剛起步	無
政治關係	行政特區	良好	對立	良好

資料來源：作者整理。

第七節 結語

本章從經濟實力及金融市場的統計數據，分析人民幣區域化乃至國際化的趨勢，也從大陸當局推動香港成爲境外人民幣清算中心的現況，瞭解香港境外人民幣存款市場、外匯市場、及債券市場的快速成長，帶給香港金融業務成長的契機，也顯示中國政府扶植香港金融市場繁榮及推動人民幣國際化的企圖心。台灣若想成爲人民幣境外清算中心，首先必須突破對等談判的僵局，雙方能否以經濟利益考量優先於政治考量，將會是關鍵，但這無法操之在台灣，大陸當局握有主控權。

台灣政府將面臨國內金融業者要求承做人民幣業務的壓力，如何與中國大陸當局協商談判，取得對方同意協助，將是台灣負責兩岸事務當局的一大挑戰。此外，台灣在金融環境上，也需要開放資本移動管制，加強金融市場的深度及廣度，強化金融基礎設施，才能吸引國際金融機構及投資人與台灣金融機構進行以人民幣計價之金融工具的交易及清算。

¹²² 根據 2010 年瑞士洛桑管理學院 (IMD) 發表的《全球競爭力年報》(World Competitiveness Yearbook) 顯示，在金融指標排名上，香港、新加坡、台灣、及倫敦排名分別爲第 1、4、7、及 23 名。

附錄：香港的人民幣業務¹²³

香港人民幣業務自 2004 年推出以來，業務範圍不斷擴大。在跨境貿易人民幣結算業務於 2009 年 7 月推出之前，參與人民幣業務的香港銀行（香港參加行）提供一系列的零售銀行服務，包括存款、兌換、匯款、扣帳卡及信用卡、支票，以及認購與買賣人民幣債券的服務。自 2009 年 7 月開始，香港參加行提供的服務更多元化，包括新增了貿易融資的服務。為配合人民幣業務的運作，香港的人民幣交收系統在 2007 年 6 月亦提升為人民幣即時支付結算系統。以下為香港有關人民幣業務的概況。

存款

香港居民、「指定商戶」（即從事商業零售、餐飲、住宿、交通、通訊、醫療、及教育服務等 7 類行業的商戶）及貿易企業（自 2009 年 7 月起）可於香港參加行開設人民幣存款帳戶。

兌換

個人客戶可以進行人民幣與港元之間的雙向兌換，現鈔兌換每人每次不超過等值 20,000 元人民幣，通過存款帳戶兌換每人每天不超過等值 20,000 元人民幣。指定商戶可把日常經營業務所得的人民幣兌換為港元（只限於單向兌換），不設限額。在港發行人民幣債券的內地金融機構，可將人民幣兌換港元，以支付發債的相關支出。自 2009 年 7 月起，貿易企業可根據實際貿易需要，以港元兌換人民幣，或以人民幣兌換港元。

匯款

香港居民可將人民幣資金匯到於大陸內地銀行開設的同名帳戶，每天每戶上限為 80,000 元人民幣。除個人客戶外，在港發行人民幣債券的內地金融機構亦可把發債所得匯回內地。自 2009 年 7 月起，境外企業與內地試點企業可以根據實際的貿易交易進行雙向匯款。同時，參加行亦可在香港進行資金劃撥服務，但只限於同一企業於不同銀行開設的「同名」帳戶之間的劃撥，以匯集人民幣資金

¹²³ 參閱香港金融管理局網站，<http://www.info.gov.hk/hkma/chi/renminbi/index.htm>。

作為貿易結算之用。

貿易融資

自 2009 年 7 月開展人民幣結算試點業務後，香港參加行可向選擇與內地企業進行人民幣貿易結算的境外企業提供貿易融資，但融資款項應以有關貿易交易的實際金額為限，並需直接支付予內地企業。

信用卡及扣帳卡

香港參加行可以向香港居民提供在內地使用的人民幣扣帳卡及信用卡，而內地銀行發出的人民幣扣帳卡及信用卡亦可在香港的零售店舖使用。

支票

由香港參加行人民幣支票戶頭持有人簽發的人民幣支票可在香港及內地使用。在香港方面，客戶可以人民幣支票進行與認購及購買人民幣債券有關的付款及資金劃撥。在內地方面，客戶可在廣東省以人民幣支票支付消費性支出，以每戶每天 80,000 元人民幣為限。自 2009 年 7 月起，企業可以利用人民幣支票在不同銀行開設的「同名」帳戶之間進行資金劃撥，以匯集人民幣資金作為貿易結算之用。

人民幣債券

自 2007 年起，獲得內地有關部門批准的內地金融機構可以在香港發行人民幣債券。發債體的範圍類別於 2009 年擴展至香港銀行的內地子行，而中國財政部亦於同年首次在香港發行人民幣債券，這亦是首次於內地以外地區發行人民幣國債。

跨境貿易人民幣結算

自 2009 年 7 月 6 日開展的跨境貿易人民幣結算試點業務是香港人民幣業務持續發展的另一個重要里程碑。銀行的人民幣業務範圍不斷擴大，目前香港認可機構可向選擇對內地貿易以人民幣進行結算的企業提供多項服務。

第六章 兩岸貨幣清算機制的建立

要建立海峽兩岸的貨幣清算機制，必須先瞭解國際性貨幣（例如，美元、歐元、日圓等）的國際間貨幣清算機制，因為這將是兩岸金融機構協助貿易、投資往來頻繁之兩岸經貿的未來清算模式。因為中國大陸仍對金融帳進行外匯管制，爲了推動人民幣階段性國際化，乃以香港作爲推動人民幣國際化的試驗地區。2010年7月19日，中國人民銀行與香港金融管理局簽署了「貨幣清算協定」，讓香港成爲境外人民幣清算中心，因此瞭解香港與大陸內地結算行間的清算運作，將有助於我國中央銀行與商業銀行將來與中國人民銀行及內地結算行的合作模式。中國大陸積極推動人民幣成爲國際性貿易清算貨幣，曾陸續開放 20 個省市區（包括直轄市、大陸臨海、與外國相鄰的省份、及行政特區）進行直接以人民幣做爲貿易清算工具的試點地區，2011年8月23日進一步全面放開放至全國各地皆可以人民幣作爲貿易清算貨幣。¹²⁴

爲增進兩岸的經貿金融關係，兩岸貨幣管理當局盡快簽署「兩岸貨幣清算協定」，應是首要之舉，再進一步與大陸金融及貨幣當局協商，發展人民幣存款及其衍生金融商品等資本市場與外匯市場，發展臺灣爲香港以外另一個人民幣境外清算中心，則是進程目標。未來中國大陸在台灣之分行或子行亦會開立「新台幣存款帳戶」及從事新台幣銀行間拆款業務之需求，新台幣與人民幣在兩岸間流通將難以避免，因此使用新台幣或人民幣爲兩岸貿易計價貨幣應同時開放。

在引言之後，本章第一節將介紹國際間的貨幣清算機制，第二節介紹大陸跨境貿易人民幣結算試點的發展，第三節介紹香港境外人民幣清算中心的貨幣清算機制，第四節探討人民幣在兩岸貿易及投資上的角色，第五節分析兩岸貨幣清算

¹²⁴ 2009年4月8日，中國人民銀行、財政部、商務部、海關總署、稅務總局、及銀監會聯合審定在上海市與廣東省的廣州、深圳、珠海、及東莞等 4 個城市進行國際貿易人民幣結算試點工作。2010年12月3日，又審定北京、天津、內蒙古、遼寧、上海、江蘇、浙江、福建、山東、湖北、廣東、廣西、海南、重慶、四川、及雲南等 16 個省（自治區、直轄市）。2011年8月23日，全面開放至全國。

機制的目的、範疇、問題與挑戰，第六節介紹台灣的銀行與人民幣境外市場，第七節提出兩岸貨幣清算機制的建立步驟與成功關鍵。

第一節 國際間的貨幣清算機制

國際銀行間的跨境匯款依兩國各自的國內支付系統是否相連結而有兩種基本架構。首先，圖 6-1 為在兩國的國內支付系統並不相連結，透過國際代理銀行清算的過程。A 國進口商對本地銀行提出匯款申請檔及向國外貿易對手的付款指示，並備妥本國貨幣向本地銀行購買 B 國貨幣外匯，本地銀行準備好電文後傳輸給國際代理銀行，本地銀行必須已在國際代理銀行開立 B 國貨幣同業往來帳戶，在 B 國的國際代理銀行再透過 B 國的國內銀行間清算支付系統，將該款項匯款至所指示的銀行，而這 B 國的國內銀行間清算支付系統通常是透過 B 國的國內各銀行在其央行開立的清算帳戶，進行最終清算。

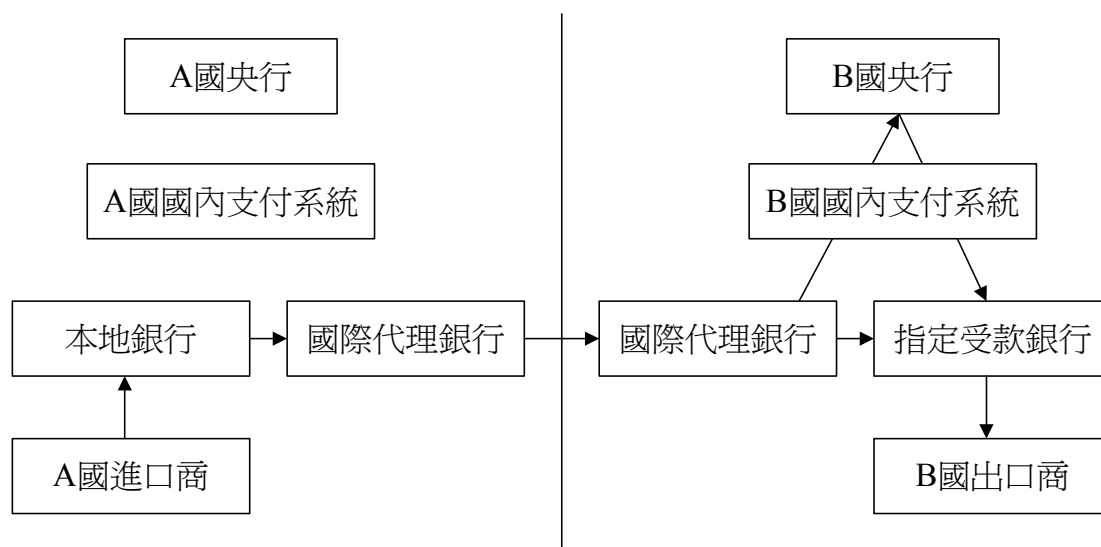


圖 6-1: 兩國的國內支付系統不相連結下的國際清算模式

其次，圖 6-2 為在兩國的國內支付系統相互連結下（例如，美國與墨西哥、香港與大陸）直接透過國內支付系統進行清算的過程。A 國進口商對本地銀行提

出匯款申請檔及向國外貿易對手的付款指示，並備妥本國貨幣向本地銀行購買 B 國貨幣外匯，本地銀行準備好電文傳輸給指示的銀行，透過 B 國的國內銀行間清算支付系統，將款項匯至客戶所指示的銀行。¹²⁵

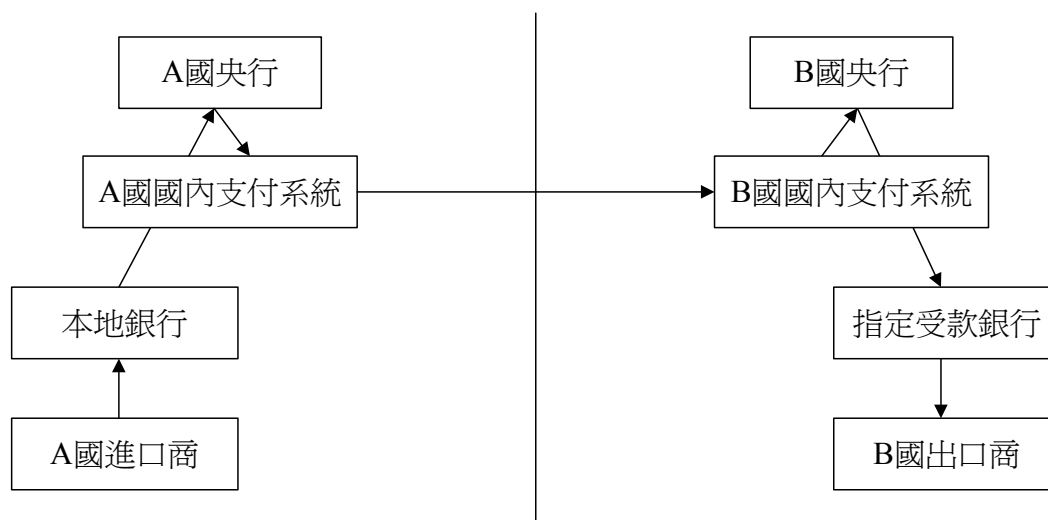


圖 6-2: 兩國的國內支付系統相連結下的國際清算模式

台灣與大陸貿易若以人民幣進行清算，由於台灣與大陸國內的支付系統無法直接連結，因此可以採用圖 6-1 兩國的國內支付系統不相連結下的國際清算模式，也就是一般的國際貿易清算模式。

第二節 大陸跨境貿易人民幣結算試點發展

因受國際金融危機影響，美元、歐元等主要國際結算貨幣匯率大幅波動，大陸與周邊國家進行貿易結算時面臨較大的匯率波動風險。此外，隨著大陸與東協十國及港澳地區的貿易、投資，以人民幣作為支付工具的呼聲越來越高。在全球金融危機的影響不斷擴散的情況下，為順應國內外市場的貿易正常發展、為企業提供更多便利，大陸國務院於 2009 年 4 月 8 日決定在上海市及廣東省的廣州、

¹²⁵ 參閱 Bank for International Settlements (2007), “General Principles for International Remittance Services,” Committee on Payment and Settlement Systems。

深圳、珠海、及東莞等 4 個城市進行國際貿易人民幣結算試點工作，境外地域範圍暫定為港澳地區和東協十國，並由中國人民銀行制定了「跨境貿易人民幣結算試點管理辦法」(以下簡稱試點辦法)。¹²⁶

根據試點辦法，試點地區的省級人民政府負責協調當地有關部門推薦跨境貿易人民幣結算的試點企業，人民銀行、財政部、商務部、海關總署、稅務總局、及銀監會將在總量控制的前提下，審定試點企業名單。¹²⁷ 試點辦法第 6 條允許試點企業與境外企業以人民幣結算的進出口貿易，可以通過香港、澳門地區人民幣業務清算行進行人民幣資金的跨境結算和清算，也可以通過境內商業銀行及境外商業銀行進行人民幣資金的跨境結算和清算。

一、大陸境內商業銀行在境外人民幣結算上的角色

大陸境內商業銀行在跨境貿易人民幣結算上所扮演的角色，試點辦法第 7 條規定，經中國人民銀行和香港金融管理局、澳門金融管理局認可，已加入中國人民銀行大額支付系統並進行港澳人民幣清算業務的商業銀行，可以作為港澳人民幣清算行，提供跨境貿易人民幣結算和清算服務。

試點辦法第 8 條規定，試點地區內具備國際結算業務能力的商業銀行 (以下簡稱境內結算銀行)，遵守跨境貿易人民幣結算的有關規定，可以為試點企業提供跨境貿易人民幣清算服務。試點辦法第 9 條規定，試點地區內具備國際結算業務能力的商業銀行 (以下簡稱境內代理銀行)，可以與跨境貿易人民幣結算境外參加銀行 (以下簡稱境外參加銀行) 簽訂人民幣代理結算協定，為其開立人民幣同業往來帳戶，代理境外參加銀行進行跨境貿易人民幣支付。境內代理銀行應當

¹²⁶ 以上參閱中國人民銀行《跨境貿易人民幣結算試點管理辦法》有關問題答記者問，http://www.pbc.gov.cn/publish/huobizhengceersi/3131/2010/20100915163129546360558/20100915163129546360558_.html。中國人民銀行、財政部、商務部、海關總署、稅務總局、及銀監會共同制定了《跨境貿易人民幣結算試點管理辦法》，並於 2009 年 7 月 1 日公布實施。

¹²⁷ 根據中國人民銀行網站公告: 2010 年 12 月 3 日，中國人民銀行、財政部、商務部、海關總署、稅務總局、及銀監會聯合審定北京、天津、內蒙古、遼寧、上海、江蘇、浙江、福建、山東、湖北、廣東、廣西、海南、重慶、四川、及雲南等 16 個省 (自治區、直轄市)，共計 67,359 家企業參加出口貨物貿易人民幣結算試點。以上資料來自 <http://www.pbc.gov.cn/publish/huobizhengceersi/3130/index.html>。

按照規定將人民幣代理結算協定和人民幣同業往來帳戶呈報中國人民銀行當地分支機構備案。

試點辦法第 11 條規定，境內代理銀行可以依境外參加銀行的要求在限額內購售人民幣，購售限額由中國人民銀行決定。試點辦法第 12 條規定，境內代理銀行可以為在其開有人民幣同業往來帳戶的境外參加銀行提供人民幣帳戶融資，用於滿足帳戶頭寸臨時性需求，融資額度與期限由中國人民銀行決定。試點辦法第 13 條規定，港澳人民幣清算行可以按照中國人民銀行的有關規定於境內銀行間外匯市場、銀行間同業拆借市場兌換人民幣和拆借資金，兌換人民幣和拆借限額、期限等由中國人民銀行決定。

大陸境內結算銀行應遵守人民幣貿易結算的有關規定，為試點企業提供跨境貿易人民幣結算服務。主要規定包括：

1. 按照人民銀行規定，對交易單證的真實性及其與人民幣收支的一致性進行合理審查。境內結算銀行應當按照反洗錢的有關規定，採取有效措施，瞭解客戶及其交易目的和交易性質，瞭解實際控制客戶（法人帳戶）背後的自然人和交易的實際受益人，妥善保存客戶身分資料和交易記錄，確保能足以重現每項交易的具體情況。

2. 對於人民幣跨境貿易結算項下涉及的國際收支交易，按照有關規定辦理國際收支統計申報。按照外債統計監測的有關規定，對人民幣跨境貿易項下涉及的居民對非居民的負債辦理外債登記，但不納入外債管理。

3. 應按人民銀行相關要求，連接人民幣跨境收付資訊管理系統並報送人民幣跨境收付資訊。

境內代理銀行可以與境外參加銀行簽訂人民幣代理結算協定，為其開立人民幣同業往來帳戶，代理境外參加銀行進行跨境貿易人民幣支付。境內代理銀行可以對境外參加銀行開立的帳戶設定鋪底資金要求，並可為境外參加銀行提供鋪底資金兌換服務。境內代理銀行可以依境外參加銀行的要求在限額內購售人民幣，境內代理銀行的購售限額由人民銀行決定。境內代理銀行可以為在其開有人

人民幣同業往來帳戶的境外參加銀行提供人民幣帳戶融資，用於滿足帳戶頭寸臨時性需求，境內代理銀行的融資額度與期限由人民銀行決定。

大陸境內代理銀行需遵守人民幣貿易結算的有關規定，主要規定包括：

1. 應按規定將人民幣代理結算協定和人民幣同業往來帳戶報中國人民銀行當地分支機構備案。
2. 需按照反洗錢和反恐融資的有關規定，採取有效措施，瞭解客戶及其交易目的和交易性質，瞭解實際控制客戶的自然人和交易的實際受益人，妥善保存客戶身分資料和交易記錄，確保能足以重現每項交易的具體情況。
3. 辦理購售人民幣業務時，應按照規定進行購售人民幣統計。
4. 對於人民幣跨境貿易結算項下涉及的國際收支交易，按照有關規定辦理國際收支統計申報。同時，按照外債統計監測的有關規定對人民幣跨境貿易項下涉及的居民對非居民的負債辦理外債登記，但不納入外債管理。
5. 應按人民銀行相關要求連接人民幣跨境收付資訊管理系統並報送人民幣跨境收付資訊。

二、境外商業銀行如何參與境外人民幣清算

境外商業銀行進行人民幣幣跨境清算可自由選擇兩條路徑，一是通過香港、澳門地區人民幣業務清算行進行人民幣資金的跨境結算和清算；二是通過境內商業銀行代理境外商業銀行進行人民幣資金的跨境結算和清算。經人民銀行和香港、澳門金融管理局認可，已加入人民銀行大額支付系統且開辦港澳人民幣清算業務的大陸商業銀行為港澳人民幣清算行。

目前香港地區的人民幣清算行是中國銀行（香港）有限公司，澳門地區人民幣清算行是中國銀行（澳門）有限公司。港澳人民幣業務開辦以來，業務涉及存款、兌換、匯款、銀行卡、人民幣支票、人民幣債券等方面。跨境貿易人民幣結算試點的推出與增加，擴大了清算行的清算地區範圍（如港澳地區和東協國家）。

中國人民銀行將根據試點辦法與清算行簽署有關人民幣業務的清算協定，

確定港澳人民幣清算行提供跨境貿易人民幣結算和清算服務的有關內容。港澳人民幣清算行還可以按照人民銀行的有關規定，從事境內銀行間外匯市場、銀行間同業拆借市場兌換人民幣和拆借資金。¹²⁸

三、大陸跨境人民幣結算發展的進程

中國大陸推動人民幣跨境結算是循序漸進的，並逐年檢討，而後再擴大人民幣跨境結算的試點與結算的種類，表 6-1 為大陸跨境人民幣結算發展的進程。

表6-1: 大陸跨境人民幣結算發展的進程

日期 月/年	措施
7/2007	上海和廣東省的廣州、深圳、珠海、東莞正式開展跨境貿易人民幣試點，境外地區為香港、澳門、及東協地區。
9/2010	<ul style="list-style-type: none"> ● 擴大試點地區至 20 個省份，跨境貿易人民幣結算的境外地區由香港、澳門、及東協地區擴展到所有國家和地區；試點業務範圍擴展到貨物貿易之外的其他經常專案結算。 ● 8 個邊境省 (自治區) 具有進出口經營資格的企業，可以在指定機構與鄰國開展一般貿易和邊境小額貿易出口貨物的人民幣結算試點。
8/2010	允許香港、澳門地區人民幣業務清算行、跨境貿易人民幣結算境外參加銀行、境外中央銀行或貨幣當局均可申請進入銀行間債券市場進行投資。
1/2011	人民銀行發布「境外直接投資人民幣結算試點管理辦法」，允許境內企業機構用人民幣進行海外投資。直接投資包括透過設立、併購、參股等方式，在境外取得企業所有權和控制權。
5/2011	人民銀行表示正研擬境外機構持人民幣到中國大陸境內直接投資的試點辦法。
8/2011	<ul style="list-style-type: none"> ● 跨境貿易人民幣結算地區增加河北、山西、安徽、江西、河南、湖南、貴州、陝西、甘肅、寧夏、青海省 (自治區)，地區範圍擴大至全國。 ● 新增 11 個省 (自治區) 的企業可以人民幣進行進口貨物貿易、跨境服務貿易、及其他經常項目結算。

資料來源: 中國人民銀行, <http://www.pbc.gov.cn/publish/huobizhengceersi/3130/index.html>。

¹²⁸ 以上參閱中國人民銀行《跨境貿易人民幣結算試點管理辦法》有關問題答記者問, http://www.pbc.gov.cn/publish/huobizhengceersi/3131/2010/20100915163129546360558/20100915163129546360558_.html。

第三節 跨境人民幣清算架構及機制

爲了實際瞭解跨境人民幣清算的運作架構及其機制，本節探討大陸境外商業銀行跨境人民幣清算可以選擇的兩種清算方式。

一、香港境外人民幣清算系統及機制

香港已經發展一套高效率且穩定度高的人民幣清算平台——即人民幣即時總額清算系統 (Real Time Gross Settlement (RTGS) System)，以確保人民幣資金流的順利運作，此系統並與大陸境內的人民幣大額支付系統——中國國家先進支付系統 (China National Advanced Payment System, CNAPS) 相連結。香港人民幣即時總額清算系統的特色如表 6-2。

表6-2: 香港人民幣即時總額清算系統的特色

系統支援	<ul style="list-style-type: none">● SWIFT 基礎的即時總額清算平台¹²⁹● 與大陸境內的人民幣大額支付系統 (CNAPS) 相連結● 與人民幣、港幣、美元、及歐元即時總額清算系統 (RTGS) 相連結● 與有價證券交割的中央貨幣市場清算系統(Central Moneymarkets Unit) 相連結
流動性	<ul style="list-style-type: none">● 存款基礎● 銀行間貨幣市場拆借● 有價證券發行● 清算銀行提供融資● 香港金融管理局與中國人民銀行簽署 2,000 億人民幣通貨互換協定
法律保障	<ul style="list-style-type: none">● 根據香港交割清算系統法令 (Clearing and Settlement Systems Ordinance in Hong Kong)

資料來源: 香港金融管理局，《介紹人民幣業務小冊子》，

<http://www.info.gov.hk/hkma/eng/public/hkrmb/hkma-rmb-booklet.pdf>。

至 2011 年 4 月底，總共有 173 家銀行參加香港人民幣清算平台，其中 151

¹²⁹ SWIFT 爲國際性非營利法人組織，總部設於比利時首都布魯塞爾，在美國與荷蘭分別設有作業中心。該組織旨在使全球各國的銀行及金融機構得透過標準化電文格式從事資金調撥及清算、收發信用狀、交易確認和對帳、及傳遞訊息等活動，可加速及簡化國際銀行、金融機構匯款服務作業，提升處理效率，降低通訊成本。

家是外商銀行的分行或子行，其餘則為大陸境內銀行在香港的分行或子行，這代表一個可以處理大陸與海外任何不同市場的人民幣交易全球支付網絡。香港除了有人民幣 RTGS 的運作外，尚有港幣、美元、及歐元的 RTGS，這四個系統同時形成多幣別的清算交割系統，因此外匯交易可以透過付款對付款 (payment-versus-payment, PvP) 的方式進行交割，大大降低因時差所產生的交割風險，進而提升效率。

2010 年，人民幣相關的 PvP 交易金額已高達人民幣 4,090 億元。香港地區或世界其他地區的銀行可以透過清算銀行（目前為中國銀行香港有限公司）開立人民幣帳戶，直接加入人民幣 RTGS 的運作；各國的銀行和金融機構也可以選擇透過香港地區的同業往來銀行，間接加入人民幣 RTGS 的運作。圖 6-3，香港地區的境外人民幣參加行提供人民幣結算服務的流程，首先必須取得香港金融管理批准，並在中國銀行香港子行開立境外人民幣同存帳戶進行交易；境外企業或個人也可以透過參與人民幣 RTGS 的香港地區參加行開立境外人民幣帳戶，獲得香港人民幣 RTGS 的高效率、高穩定度的跨境清算運作服務。¹³⁰ 接著，中國銀行香港子行可進一步透過大陸境內的人民幣大額支付系統 (CNAPS) 與大陸境內銀行或中國人民銀行進行結算業務。由於香港已是世界金融中心之一，資金可以自由移動，且世界各國主要商業銀行皆在此設立分支機構，僅需透過香港金融管理局向中國人民銀行申請審批核准即可開辦人民幣清算業務，目前此種參加香港人民幣清算平台的運作方式最為普遍。

¹³⁰ 以上參閱香港金融管理局，《介紹人民幣業務小冊子》，
<http://www.info.gov.hk/hkma/eng/public/hkrmb/hkma-rmb-booklet.pdf>。

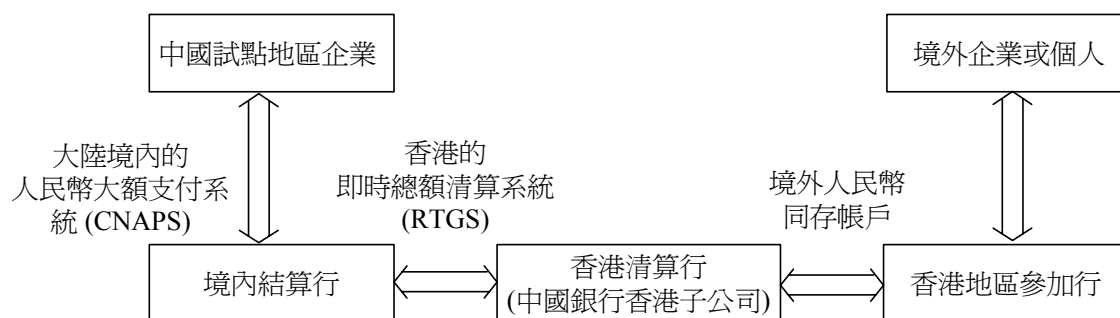


圖 6-3: 香港地區銀行成爲境外人民幣參行提供人民幣結算服務的清算流程

二、透過大陸境內商業銀行代理人民幣跨境清算架構

人民幣跨境貿易清算可以選擇兩條圖徑，一是通過香港、澳門地區人民幣業務清算行進行跨境結算或清算（圖 6-3）；一是通過大陸境內商業銀行代理境外商業銀行進行跨境結算或清算。圖 6-4，境外企業或個人可在境外參行開立人民幣帳戶，而境外參行透過已在境內代理行開立的境內人民幣同存帳戶，經由境內的人民幣大額支付系統（CNAPS），進行其客戶所需求的清算業務。世界各地銀行只要與境內代理行簽訂代理協定，開立人民幣同業往來帳戶後，都可以成境外的參行，展開跨境貿易人民幣結算業務，爲其企業客戶提供服務。

境內代理行透過境內人民幣大額支付系統，代理境外參行進行人民幣結算。由於大陸仍處於外匯管制狀態，資金進出大陸皆需事先通過中國人民銀行的審批，因此境外參行直接透過境內代理行進行人民幣清算的方式仍然不多。

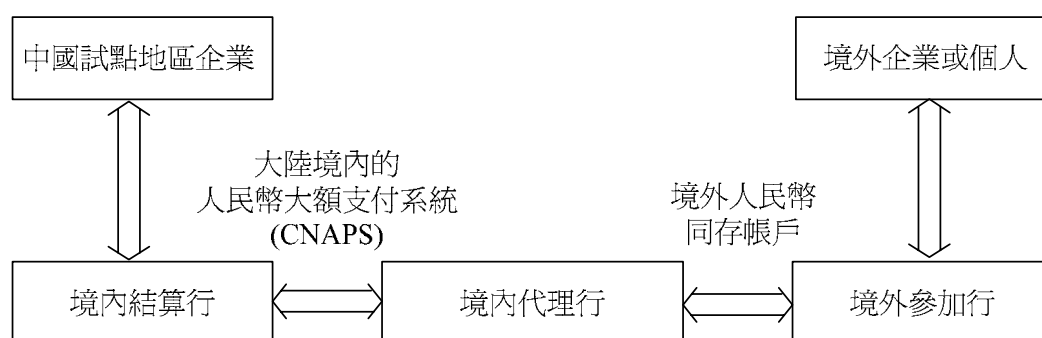


圖 6-4: 世界各地銀行成爲境外人民幣參行提供人民幣結算服務的流程

第四節 人民幣在兩岸貿易及投資上的角色

兩岸之間有著鉅額的進出口貿易及投資金額，如果能以人民幣進行清算將會產生怎樣的影響，這是本節所要探討的。

一、人民幣在兩岸貿易上的角色

過去台灣對外進出口貿易，幾乎多以美元報價。台灣是以貿易出口為導向的經濟體，自從 2008 年 9 月全球金融海嘯爆發以來，各國對國際美元的信心重挫，美元對其他貨幣不斷貶值，新台幣/美元匯率從 33:1 逐步下降到低於 29:1，台灣出口商面臨美元應收帳款的重大匯率損失。新台幣升值也讓台灣的出口競爭力下降，若能以匯率相對穩定或是國際上的強勢貨幣作為出口貿易報價及清算，則出口貿易應收貨款的匯率風險將大幅降低，也可避免因為新台幣升值而使出口競爭力下降的風險。

台灣對大陸的出口貿易比重呈現逐年升高，2010 年已高達 30.89% (圖 6-5)。相對的，大陸對台灣的進口比重，1999 年以前曾經逐年升高至 15.77%，之後逐年下滑，至 2010 年僅剩 6.08% (圖 6-6)。台灣對大陸出口貿易金額，除了 2009 年下降外，逐年攀升至 2010 年的 848 億美元 (圖 6-7)。凡此，均顯示台灣出口貿易對大陸的依賴度不斷升高，但在大陸的經濟體不斷擴大下，雖然從台灣的進口貿易金額不斷增加，但占其全體進口貿易比重卻下滑。圖 6-5 也顯示台灣從大陸進口的貿易比重呈現逐年升高，2010 年已高達 14.30%；圖 6-7 也顯示台灣從大陸進口的貿易金額，除了 2009 年下降外，逐年攀升，至 2010 年達 359 億美元；圖 6-6 顯示大陸對台灣的出口貿易比重呈緩步上升，不過在 2010 年僅占 2.28%。

圖 6-7 顯示台灣對大陸貿易持續出超。例如，在 2010 年貿易出超金額高達 490 億美元，若全部以人民幣持有，則當年台灣將對中國大陸產生約人民幣 3,120 億元的求償權。如果台灣出口商將人民幣外匯賣給央行兌換成新台幣，我國央行

也會因為買入台灣出口商賣出的人民幣，而產生人民幣外匯存底，屆時央行可能需要投資大陸國債來提高人民幣外匯存底的收益率。因此，與大陸當局協商雙邊貨幣清算機制及簽定通貨互換協定，應是相當急迫需要的。



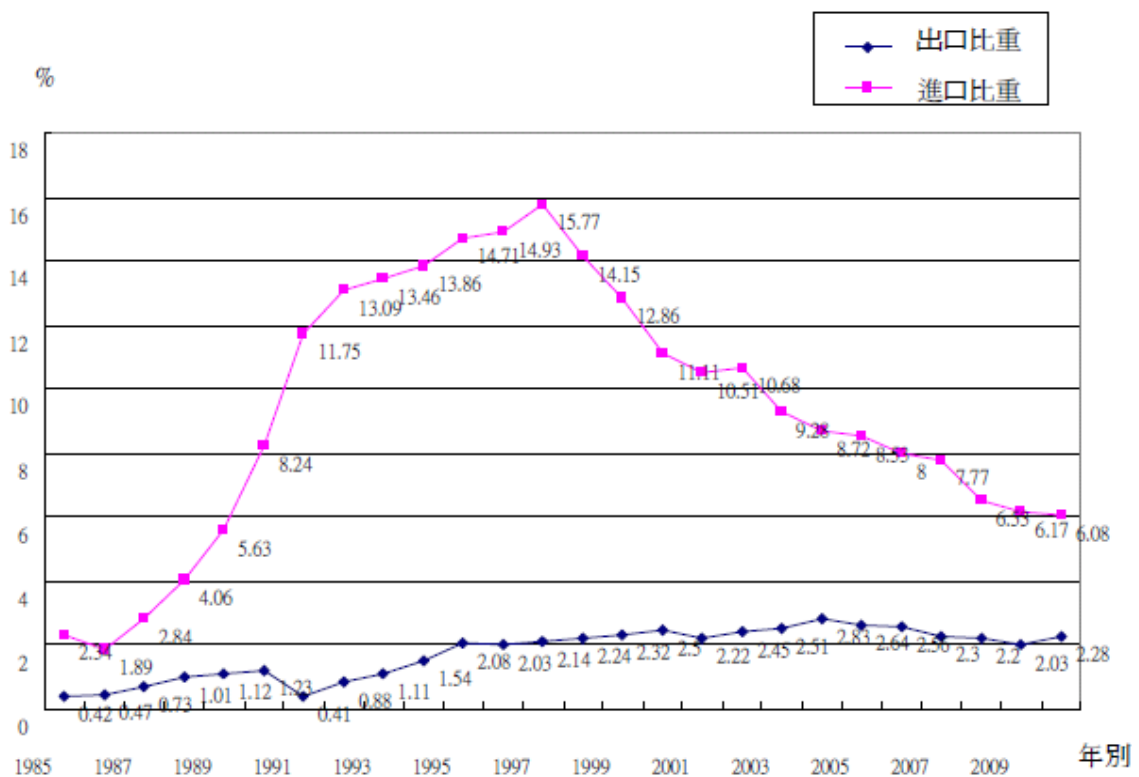
資料來源：行政院陸委會統計資料，<http://www.mac.gov.tw/np.asp?ctNode=5712&mp=1>。

圖 6-5: 台灣對大陸貿易占台灣外貿比重

以上數據顯示兩岸之間有著鉅額的進出口貿易，對大陸出口的台灣貿易商應是偏好以人民幣報價，收到強勢貨幣（人民幣）為基礎的應收帳款，而從台灣進口的大陸貿易商支付人民幣清算貿易應付帳款，完全無匯率風險，應該也是他們的偏好。至於從大陸進口的台灣貿易商，則會較偏好使用有貶值趨勢的貨幣作為貿易清算工具，而對台灣出口的大陸貿易商，則會偏好收入人民幣作為貿易清算貨幣（表 6-3）。因此，以人民幣作為兩岸貿易清算的工具應是兩岸大部分貿易商的一種偏好選擇。

表6-3: 台灣與大陸進出口商的清算貨幣偏好

	清算貨幣偏好	原因
台灣對大陸出口商	收入人民幣	預期人民幣升值
台灣從大陸進口商	支出貶值趨勢貨幣	減少進口台幣支出
大陸對台灣出口商	收入人民幣	預期人民幣升值
大陸從台灣進口商	支付人民幣	無匯率風險



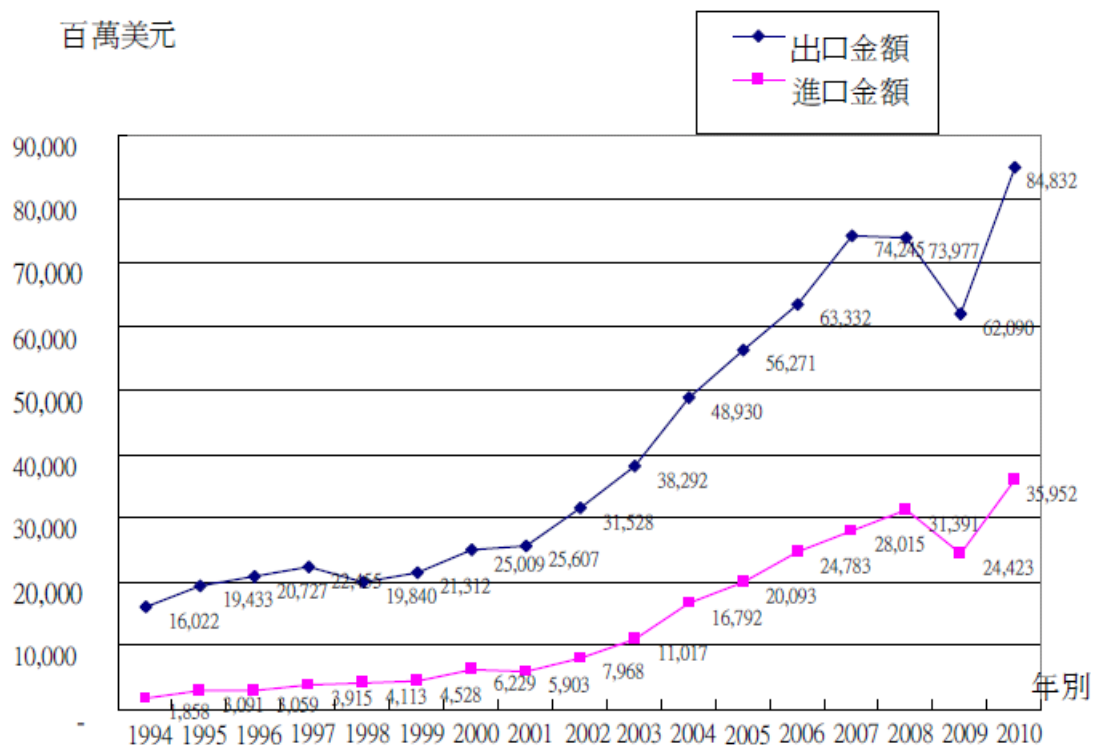
資料來源: 同圖 6-5。

圖 6-6: 大陸對台灣貿易占大陸外貿比重

二、人民幣在兩岸投資及匯款上的角色

進一步從直接投資金額與兩岸銀行間匯出匯入款的趨勢來看人民幣在其中可能扮演的角色。由圖 6-8 可看出經濟部核准的台灣對大陸投資金額呈現出逐步攀升的趨勢，在 2010 年高達 146 億美元。兩岸銀行間匯出匯入款亦呈現出逐年

增加的趨勢，在 2010 年台灣的銀行整體匯出至大陸金額高達 25 億美元、從大陸匯入台灣的金額高達 15 億美元 (圖 6-9)。由於 2010 年台灣對大陸的貿易順差近 490 億美元，將貿易帳順差扣除金融帳逆差後，台灣對大陸尚有國際收支淨順差 334 億。由以上數字可以推論，如果能夠讓兩岸銀行業者直接辦理人民幣與新台幣雙向兌換、直接辦理人民幣的存款及匯款，以後人民的匯款及企業的投資就不必以美元為中介，產生了多一道手續，徒增匯兌及匯款成本，也豐厚了外銀的荷包。



資料來源: 同圖 6-5。

圖 6-7: 台灣對大陸的貿易金額

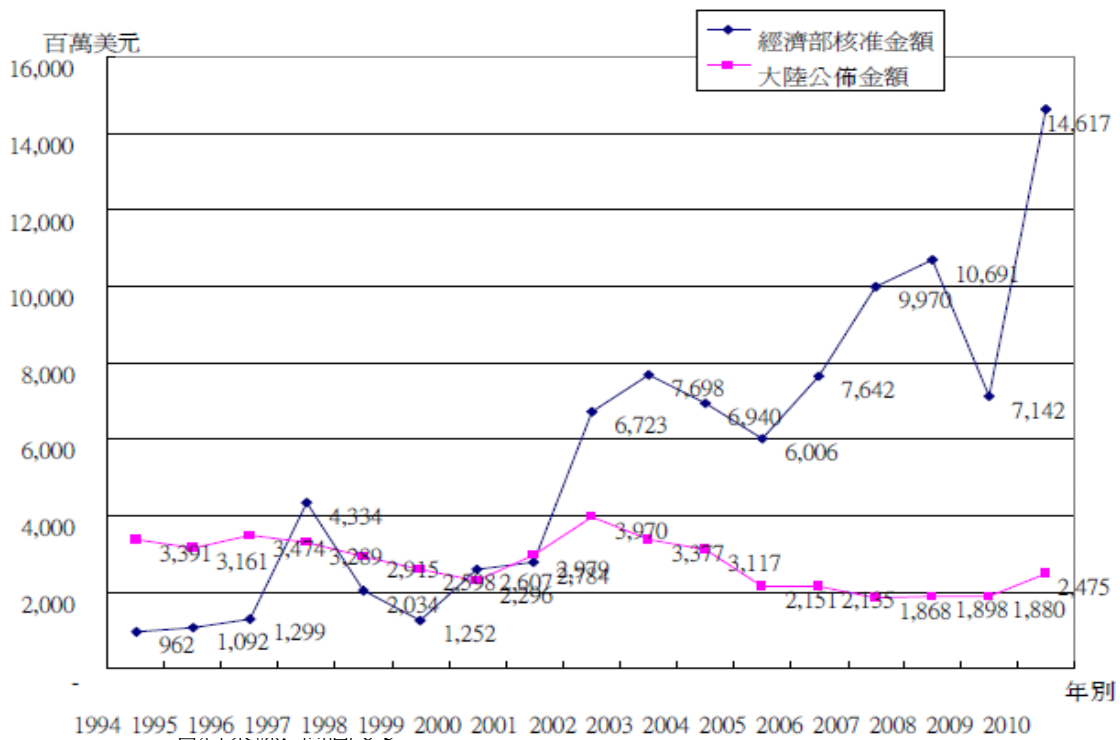
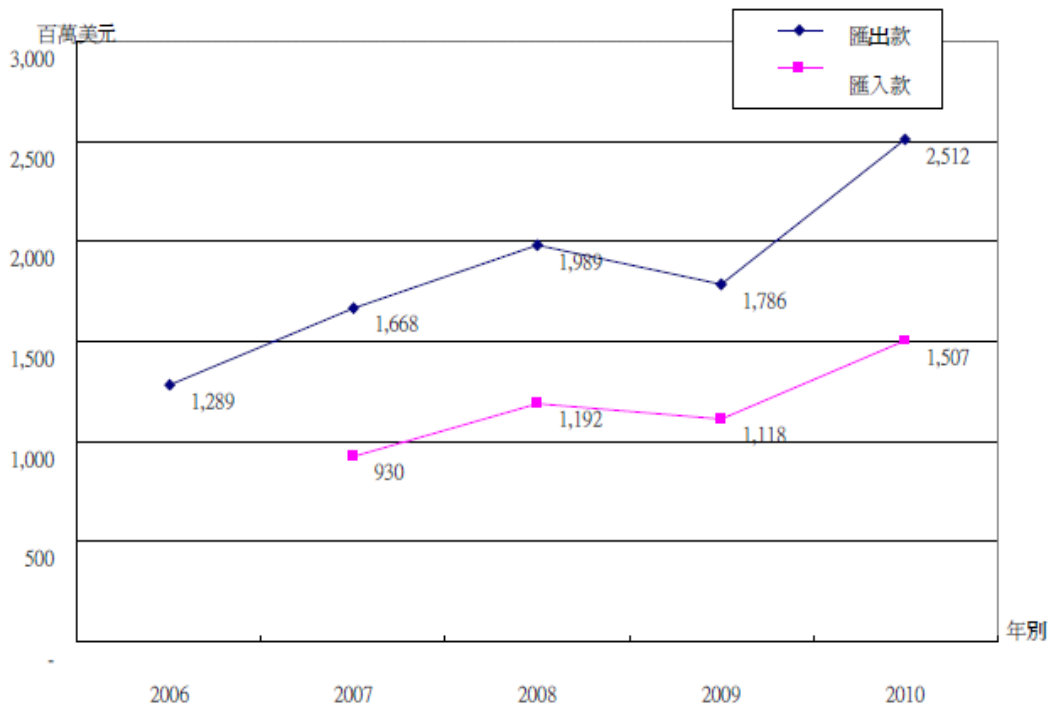


圖 6-8: 台商對大陸投資金額



資料來源：同圖 6-5。

圖 6-9: 台灣全體銀行對大陸匯出匯入金額

第五節 兩岸貨幣清算機制的意義、目的、範疇、問題與挑戰

建立兩岸貨幣清算機制有其實際需要及時代意義，因此本節將探討兩岸貨幣清算機制的意義、目的、範疇、問題與挑戰。

一、兩岸貨幣清算機制的意義、目的及範疇

兩岸金融市場的開放是馬總統 2008 年初競選時金融政策白皮書中的重要政見，馬總統上任以來，兩岸金融開放有明顯的進展。例如，2009 年 11 月 16 日兩岸簽訂金融監理合作備忘錄 (MOU)、開放相互設立分支機構、開放大陸資金投資台股、人民幣現鈔在台兌換等，都已逐步完成。依兩岸金融合作協定，雙方同意先由商業銀行等適當機構，通過適當方式辦理現鈔兌換、供應、及回流業務，再逐步建立貨幣清算機制。一旦兩岸貨幣清算機制建立後，人民幣在台兌換業務納入銀行體系，將有利於從源頭減少地下錢莊交易需求，便於監理機關集中力量打擊地下非法交易，台灣金融及貨幣當局也就可以放心地開放商業銀行承作人民幣存款、匯款、債券、及基金投資等業務。

兩岸若簽署貨幣清算協定，不但可立即使雙方的民眾在兌換當地貨幣時更加方便，進而提升前往觀光的誘因並刺激消費外，未來還可透過兩岸商業銀行管道調運新台幣與人民幣現鈔，降低銀行的成本，提供更好的兌換價格給雙方民眾。當然，貨幣直接兌換的管道一旦建立，彼此拿到的將是全新、整潔的鈔票，將可有效降低偽鈔流通的風險。此外，對於未來進一步的銀行業務開展（包括新台幣與人民幣的存放款業務），也具有正面的意義。

隨著兩岸經貿往來的深化，未來人民幣與新台幣的互動關係勢必更加密切。不論主客觀兩岸政治情勢如何變化，簽訂兩岸貨幣清算協定，或退而求其次，建立某種形式的“兩岸貨幣清算機制”，讓人民幣與新台幣可以全面自由兌換確有其必要性，也符合雙方的利益。大陸“兩會”（人大與政協會議）業已通過“十二

五” 規劃綱要，作為中國從 2011 至 2015 年最重要的施政行動綱領。2011 年 3 月 6 日公布的十二五規劃比較有新意的一點則是提到未來應“建立兩岸貨幣清算機制”，這也意謂著兩岸經貿制度化的層次日益提高；繼貿易、投資、金融產業合作之後，貨幣面的議題應是兩岸下一階段經濟合作的重頭戲。尤其是，人民幣的國際地位正日益提升，2015 年以前讓人民幣可自由匯兌也已排入匯改進程，人民幣成為國際貨幣雖然仍有待努力，但至少已具備區域貨幣的實力，以人民幣結算雙邊貿易的金額也日見規模 (吳孟道，2010)。

中國人民銀行副行長胡曉煉 2011 年 7 月 8 日來台時曾表示，目前兩岸貨幣清算機制只待完成銀行端兌換程式及系統上的建置，即可立即開放，其中最關鍵的三個技術問題，主要在於商業銀行間的現鈔調運、銀行間的帳戶開設、以及相關統計的問題。因此，只要上述三項問題可以加以克服，兩岸貨幣清算機制隨時都可啟動。不過，他亦強調，就算兩岸正式啟動貨幣清算機制，初期仍將僅限於新台幣與人民幣現鈔的現金收付，接著才會進到新台幣與人民幣間的外匯兌換交易，最後才是人民幣存、放款業務。從胡曉煉的談話可知，兩岸貨幣清算機制隨時可以啟動，然其進程並非一次到位，而是需分階段逐步協商並推動的。

央行總裁彭淮南 2010 年 3 月 17 日在立法院的報告亦指出，全面的兩岸貨幣清算機制短期恐難建立，目前最快可以實施的為人民幣和新台幣現鈔的兌換，而包括貿易結算、匯兌、及存放款業務等在內的完整貨幣清算機制，還有「漫漫長路」。

雖然胡曉煉及彭淮南的說法均指出，全面性的兩岸貨幣清算機制還有很長一段路要走，但即使如此，並不表示兩岸貨幣清算協定的簽署可以慢慢的來而沒有急迫性。因為對相互貿易依存度如此高的兩個地區而言，貨幣兌換的實質需求無形中也會大幅提高。尤其是，在未來兩岸貿易與資金的往來勢必會更加頻繁的情況下，相互貨幣兌換的實質需求將只會增加而不會減少。一旦兩岸的貨幣清算協定遲遲無法簽署，只會平白增添有兌換需求民眾 (或廠商) 的匯兌成本。

鑒於兩岸之間經貿關係的廣泛性，因此貨幣清算協定的簽定，內容應包括現

鈔、人民幣存放款、銀行同業人民幣拆放、匯款、外匯交易、境外人民幣債券發行等等，這樣才能滿足雙邊人民旅遊、貿易、及投資等的需求。

二、兩岸貨幣清算機制的問題與挑戰

在兩岸貨幣清算協定簽署後，若未來進一步開放人民幣的業務，貿易往來及旅遊的實質需求，加上預期人民幣升值的投資需求，勢將帶動人民幣的投資風潮，同時也會使得新台幣與人民幣產生高度的連動效果。近年來，人民幣看漲且續漲，引發“價值儲藏動機”的貨幣需求，再度加劇人民幣在台灣供不應求的失衡局面。¹³¹

另從兩岸現行利率水準來看，中國 1 年期的存款年利率約為 3%，顯然高於台灣 5 大銀行平均約 1% 的年利率水準，也讓人民幣相對於新台幣在投資資產組合上更受投資者的青睞。這部分屬於廣義的“通貨替代”(currency substitution)，尤其是人民幣未來如可自由兌換或成為國際貨幣，其作為“良幣”的條件只會更加充分，相對於其他貨幣的持有自然更具優勢。當人民幣成為台灣居民資產組合中的一種選項，其對台灣金融市場可能產生的衝擊，也是我國金融主管機關所應及早思考因應的。

陸資來台也可能逐步開放，若大陸資金大量湧入台灣，將對台灣的金融市場產生不小的干擾，未來兩岸熱錢的流動勢必對央行外匯市場主導性的掌控產生挑戰，並有可能產生台灣股市某些上市櫃股票遭到大陸資金炒做的問題。這些負面的衝擊，恐怕是未來政府在積極推動兩岸金融合作的同時，應特別加以留意的。

最後，在台灣銀行業能夠承做境外人民幣存款業務後，投資境外人民幣債券的需求也將隨之產生，境外人民幣債券若能在台灣發行，金融主管機關就有發行審核的責任，一旦產生人民幣債券到期違約，則牽涉到跨海求償的法律問題，這也是兩岸的金融監理機關及司法審理機關所需面對解決的問題。

¹³¹ 人民幣在台灣供不應求其實有不少的後遺症，例如，衍生地下交易，並滋生偽鈔等管理問題。

開放人民幣掛牌兌換，是馬總統金融政策白皮書中的重要政見之一，目前台灣已可兌換人民幣，但有關人民幣存放款、匯款等業務，則須等兩岸簽訂貨幣清算協定之後才能開辦。兩岸貨幣清算協定需由兩岸央行協商，涉及許多層面，協商時間不確定性仍大，有待雙方共同努力達成。

第六節 台灣的銀行與人民幣境外市場

台灣金融業辦理人民幣業務必須先從適法性開始，當然外匯主管機關央行的態度也將是人民幣金融業務能否在台灣市場推動的關鍵，因此本節將對我國金融業辦理人民幣業務的法令演變及中央銀行對此所採行的措施與看法作一介紹。

一、台灣金融業辦理人民幣業務的法令演變

民進黨執政時期，曾決定為開放大陸觀光客來台，採金門、馬祖試辦人民幣現鈔兌換經驗，在台灣地區金融機構定點試辦。金門、馬祖模式主要以兩岸關係條例第 95 條之一授權訂定之「試辦金門馬祖與大陸地區通航實施辦法」作為法源，修正該辦法第 29 條條文，以作為試辦作業的相關依據。因此，開放台灣地區人民幣現鈔兌換，可以比照金門、馬祖模式取得法源依據。

2008 年國民黨執政後，配合開放大陸觀光客來台，立法院迅速三讀通過兩岸人民關係條例第 38 條規定：「大陸地區發行之幣券，除其數額在行政院金融監督管理委員會所定限額以下外，不得進出台灣地區。但其數額逾所定限額部分，旅客應主動向海關申報，並由旅客自行封存於海關，出境時准予攜出。行政院金融監督管理委員會得會同中央銀行訂定辦法，許可大陸地區發行之幣券進出台灣地區。」；「大陸地區發行之幣券，於台灣地區與大陸地區簽訂雙邊貨幣清算協定或建立雙邊貨幣清算機制後，其在台灣地區之管理，準用管理外匯條例有關之規定。前項雙邊貨幣清算協定簽訂或機制建立前，大陸地區發行之幣券，在台灣地區之管理及貨幣清算，由中央銀行會同行政院金融監督管理委員會訂定辦

法。第一項限額，由行政院金融監督管理委員會以命令定之。」¹³²

依據修正後之「台灣地區與大陸地區人民關係條例」，中央銀行及行政院金融監督管理委員會已訂定「人民幣在台灣地區管理及清算辦法」，並同步廢止「金門及馬祖金融機構辦理人民幣現鈔買賣業務要點」。另亦配合修正「大陸地區發行之貨幣進出台灣地區許可辦法」及「大陸地區發行之幣券進出台灣地區限額規定」。本案所涉法制作業均已完成，並於 2008 年 6 月 30 日正式實施。人民幣可以在金管會和央行指定的銀行於台灣本島兌換。

二、央行對台灣金融機構辦理人民幣業務的措施與看法

我國中央銀行於 2011 年 8 月 14 日發布新聞稿，回應外界對台灣辦理人民幣業務的關切，並協助各界對相關實務的瞭解。以下為央行對相關問題的說明如下：

1. 目前台灣金融機構辦理人民幣業務的情況

央行依據「兩岸人民關係條例」的規定，現階段先開放人民幣現鈔買賣業務，大略如下：

- (1) 自 2008 年 6 月 30 日開放至 2011 年 8 月 11 日止，央行共計核准 223 家金融機構所屬 3,563 家分支單位及 194 家外幣收兌處辦理人民幣兌換業務；累計共賣出 175 億元人民幣，買入 142 億元人民幣。平均每日買入 1,809 萬元人民幣，賣出 2,240 萬元人民幣，每筆兌換金額平均為 6 千元人民幣。
- (2) 人民幣現鈔的拋補，已由原先的匯豐銀行及美國銀行兩家外商銀行辦理，改由台灣銀行與兆豐銀行的香港分行與中國銀行（香港）簽署協定，並自 2010 年 10 月 26 日直接向台灣的金融機構提供全新且價格較優惠的人民幣現鈔，迄今運作順暢。

2. 央行對商家不得以人民幣交易的宣導工作

¹³² 參閱〈兩岸貨幣清算機制的建立與展望〉，工業總會服務網，2009 年 8 月 3 日，<http://www.cnfi.org.tw/kmportal/front/bin/fprint.phtml?Style=1&Part=magazine9808-473-4>。

依「兩岸人民關係條例」的規定，人民幣在台須先兌換成新台幣後方可購買商品及勞務，否則將遭沒入。有關商家不得以人民幣交易的宣導，央行已採多重管道分別辦理：

- (1) 對陸客。印製文宣，並透過交通部觀光局、內政部入出國及移民署等機關協助發送。
- (2) 對本地商家。除透過廣播、影片等媒體播放及個別查訪 175 家商家外，另針對日月潭地區，特別派員對當地商家宣導，並鼓勵設置收兌處以辦理人民幣收兌業務。

3. 台資銀行香港分行辦理人民幣業務的現況

台資銀行香港分行辦理人民幣業務的困難，經央行協助，業已排除。即有關與中國銀行（香港）簽署協定，涉及「內地」的一中定義，經央行與中國人民銀行多次洽商，已予刪除。至 2010 年 8 月 12 日止，17 家台資銀行香港分行已核准報備與中國銀行（香港）簽署協定，並已全數開辦人民幣業務。

4. 兩岸貿易如採人民幣結算，是否能節省匯兌成本，並規避匯率風險

台灣與大陸貿易無論以美元或人民幣結算，台灣貿易商所得的匯價並無太大差異，並無法降低匯兌成本。原因如下：

- (1) 新台幣與人民幣之間並無直接匯率，因此兩種貨幣間的兌換率，仍需透過以美元為基礎的交叉匯率得之。即
新台幣/人民幣 = (新台幣/美元) × (美元/人民幣)。
- (2) 世界各國貿易皆以美元為定價貨幣，雖然國際外匯市場有歐元/日圓匯率，但仍由美元/歐元及日圓/美元匯率交叉計算得之。

又規避匯率風險應以交易雙方使用同一貨幣為前提，否則風險勢必由一方承擔。以歐元區為例，歐元區會員國的德國、法國貿易交易皆使用歐元，因而可避免匯率風險。如只以人民幣為貿易結算貨幣，台灣廠商將不能降低匯率風險。原因如下：

- (1) 大陸賣東西給台灣，如以人民幣結算，匯率風險由台灣進口商承擔。

- (2) 台灣賣東西給大陸，如以新台幣結算，匯率風險由大陸進口商承擔。
- (3) 台灣跟大陸作生意，進出口如只可以人民幣結算，匯率風險則均由我方承擔。

5. 兩岸匯兌業務運作情形

目前台灣的銀行已經可以在大陸的銀行開立美元同業存款帳戶，兩岸間匯款已不須再透過美國紐約銀行業進行劃撥，可以節省時間及成本。

6. 台灣發展人民幣境外中心的可行性

台灣對大陸的貿易順差，2010 年已達 410 億美元。為應台商辦理跨境貿易人民幣結算等需要，央行已會同金管會於 2011 年 7 月 21 日發布「臺灣地區銀行辦理人民幣業務規定」，開放國際金融業務分行 (OBU) 可辦理人民幣業務。有關開放 OBU 辦理人民幣業務，事涉兩岸貨幣清算機制的建立，央行將與中國人民銀行進一步協商。至於台灣發展人民幣境外中心，需與對方 (中國大陸) 協商，可列為努力目標。

7. 兩岸建立貨幣清算的進展

央行除已於 2010 年 10 月派員赴北京與中國人民銀行初步洽談相關議題外，2011 年 3、5、8 月並三度與對方連繫，將於 2011 年下半年進行商談。央行已成立專案小組研擬方案，作為屆時商談的依據。¹³³

中央銀行於 2011 年 8 月 15 日進一步發布新聞稿，說明央行對兩岸貿易採人民幣結算的態度，並未反對兩岸貿易採人民幣結算。兩岸貿易採取何種幣別結算，係屬廠商的選擇。除原有美元外，金管會與央行已開放 OBU 辦理人民幣業務，故兩岸貿易以人民幣結算已可辦理。有關 OBU 辦理兩岸貿易結算，由於涉及兩岸貨幣清算機制之建置，央行將與中國人民銀行積極協商。¹³⁴

¹³³ 中央銀行新聞稿，100 年 8 月 14 日發布，<http://www.cbc.gov.tw>。

¹³⁴ 中央銀行新聞稿，100 年 8 月 15 日發布，<http://www.cbc.gov.tw>。

第七節 兩岸貨幣清算機制的建立步驟與談判成功關鍵

兩岸及早建立貨幣清算機制是台灣金融業及兩岸許多人民所期盼的，應採行怎樣的步驟，以成功地建立兩岸的貨幣清算機制是大家所關心的，而這又有賴兩岸在談判桌上的協商。

一、兩岸貨幣清算機制的建立步驟

台灣若要全面開辦新台幣與人民幣直接兌換，則應借鏡香港辦理人民幣與港幣兌換業務的模式，先建立人民幣清算機制，再進階成爲香港之外的人民幣境外清算中心。爲實現此一目標，可採取以下的步驟：

1. 中國人民銀行與我國中央銀行或金管會，以公開、公正的方式選擇一家具有豐富清算經驗、擁有大陸分行或子行、及完備網路和熟悉兩地金融管理政策法規的台灣銀行，授權其作爲台灣有關銀行辦理人民幣業務的「清算行」（以下簡稱清算行），辦理個人人民幣業務的清算；或是台灣金融與貨幣當局開放擁有完備網路和熟悉兩地金融管理政策法規的大陸銀行在台灣設立分行或子行，授權擔任台灣有關銀行辦理人民幣業務的清算行（有如中國銀行香港子公司在香港所扮演的角色）。

2. 在台灣的清算行根據中國人民銀行的授權，與自願接受清算條件和安排，參加辦理個人及企業人民幣業務之台灣的銀行（以下簡稱參加行），簽訂人民幣業務清算協定，按協定爲「參加行」辦理清算業務。同時，中國人民銀行應指定一中國內地銀行爲在台灣的清算行開立「清算帳戶」，接受清算行的人民幣存款，並支付利息。清算行的人民幣存款僅爲其接受參加行所吸收的台灣居民個人及企業的人民幣存款。

3. 在台灣的清算行可作爲中國外匯交易中心的會員，參與大陸境內外匯市場交易，辦理人民幣與新台幣兌換業務的平倉。中國人民銀行授權在台灣的清算行爲參加行符合一定要求的人民幣與新台幣兌換業務（例如，個人每人每次不超

過一定金額人民幣的現鈔兌換；在台灣提供大陸個人購物、餐飲、住宿等旅遊消費服務的指定商戶收取的人民幣現鈔兌換新台幣) 提供平倉服務。

4. 我國中央銀行及金管會與中國人民銀行和大陸證監會協商，比照香港同意大陸境內、外企業得在台灣資本市場發行人民幣計價的債券與股票，台灣的投信公司得發行人民幣計價的基金，將來台灣的人民幣存款才有投資管道。

5. 我國中央銀行及金管會與中國人民銀行與大陸銀監會協商，比照香港同意台灣金融業開辦人民幣相關的匯率、利率衍生性商品，以供企業或個人從事貿易應收應付帳款或投資的避險操作。

綜言之，人民幣與新台幣兌換業務的運作，以及人民幣在台灣資本市場上及銀行間衍生性金融商品的運作，中國人民銀行與我國中央銀行或金管會的協商與授權問題，需要雙方在一定的協商後進行，以逐步建立兩岸的貨幣清算機制。

二、兩岸貨幣清算機制的談判成功關鍵

兩岸貨幣清算機制談判成功與否的關鍵，在於談判桌上中國人民銀行是否能感受到建立兩岸貨幣清算機制對大陸企業在經濟上的好處，¹³⁵ 以及大陸當局在政治上得到的戰略意義，而願意允許協助台灣的金融業逐步建立人民幣的清算及後續商品的服務。我國央行與大陸中國人民銀行進行兩岸貨幣清算機制的協商，與後續簽署貨幣清算協定及通貨互換協定等，皆牽涉到雙方的對等談判，如果大陸當局開出願意以香港特別行政區的模式與台灣簽署貨幣清算協定及通貨互換協定等，我國是否願意迫於政治現實及經濟趨勢而予以接受？或是有其他更有創意的解決方式？這是相當棘手的問題，有賴雙方基於實質經濟利益考量，擱置政治爭議，以及早建立兩岸互利的貨幣清算機制。

目前大陸當局似乎更有興趣在歐洲國際金融舞台（倫敦）推動人民幣國際化，因為這能對大陸產生鉅大的人民幣國家鑄幣稅效益及大陸企業與人民的匯兌

¹³⁵ 例如，降低大陸人民到台灣旅遊、貿易、及投資的匯兌成本，或是大陸企業以人民幣計價在台灣發行債券取得資金等。

成本下降效益，並對人民幣國際化的推動有很大的幫助。觀其談判策略，常是先釋出善意，等待對方回應其善意後，才願意繼續談下去。因此，我方可能必須在大陸金融機構來台設立分子行的審核程序上給予適當善意回應，並思考將來讓大陸在台金融機構成為人民幣的清算行，這樣或許才有可能加速兩岸貨幣清算機制的簽定。

第八節 結語

兩岸貨幣清算機制的建立，有賴兩岸儘速簽署貨幣清算協定，讓兩岸具備國際清算能力的銀行，循國際金融市場上貨幣清算的模式，進行人民幣的清算，而貨幣清算協定的範疇應包括現鈔、人民幣存款、銀行同業人民幣拆放、匯款、外匯交易、境外人民幣債券發行等等，這樣才能滿足雙邊人民旅遊、貿易、投資的需求。但是，開放台灣銀行業承做境外人民幣業務，將衍生大陸資金大量湧入，而對台灣的金融市場產生干擾，未來兩岸熱錢的流動將對我國央行外匯市場主導性的掌控產生挑戰，台灣股市某些上市櫃股票可能遭到大陸資金的炒做，以及境外人民幣可能債券違約而產生跨海求償訴訟問題。凡此，兩岸金融監理及司法機關均應及早協商建立因應機制。

台灣若要全面開辦新台幣與人民幣直接兌換，則應借鏡香港辦理人民幣與港幣兌換業務的模式，先建立人民幣清算機制，再與大陸當局協商有關人民幣存款、銀行同業人民幣拆放、匯款、外匯交易、境外人民幣債券發行等業務，才有可能進階成為香港之外的人民幣境外清算中心。

第七章 人民幣國際化對台灣經濟與金融市場的影響

隨著中國經濟持續快速成長，未來 10 至 20 年中國可能超越美國成為世界第一大經濟體，人民幣在國際金融體系所扮演的角色將愈形重要。2009 年 7 月，中國發布「跨境貿易人民幣結算試點管理辦法」，正式啟動跨境貿易人民幣結算。2010 年 7 月 19 日，香港金融管理局與中國人民銀行簽署「增補人民幣清算協定」，讓香港成為境外人民幣清算中心。隨後，跨境貿易結算試點擴大到 20 個省份，內地可以進行跨境貿易結算的試點企業，大幅增加至 67,359 家，遍及全國 20 個省份，而境外地區則由港澳與東協地區擴展到所有國家。

中國人民銀行 2009 與 2010 年的年報指出，跨境人民幣交易總額從 2009 年的 35.8 億元人民幣，大幅增加至 2010 年底的 5,063.4 億元人民幣。中國人民幣也逐漸在中國與鄰國（如外蒙古、朝鮮、俄羅斯、哈薩克斯坦、吉爾吉斯斯坦、塔吉克斯坦、阿富汗、印度、尼泊爾、泰國、越南、孟加拉、馬來西亞、印尼、及菲律賓等國）的貿易中成為清算的貨幣，也有許多國家陸續與中國簽定通貨互換協定。人民幣可在境外自由流通，對人民幣國際地位的提升絕對有所助益。

在兩岸經貿往來頻繁的情況下，不管是基於企業匯款、存款、或貸款的需要，或是貿易投資方面的業務需要，都顯示人民幣的需求正日益攀升。台灣由於金融機構過多，金融市場競爭激烈，加上金管會於 2011 年 7 月 21 日宣布，即日起開放銀行業國際金融業務分行（OBU）、海外分行辦理人民幣業務，¹³⁶ 大陸台商可直接向台灣的銀行業借貸人民幣資金，且大陸的企業、居民也可在台資銀行 OBU 開設人民幣帳戶。是故，台灣銀行業者不必赴大陸設立分行，也可以承做人民幣業務，使業務發展更為廣闊，也為台灣金融產業帶來更多的商機。

大陸自 2010 年底開始已超越日本成為世界第二大經濟體，外匯存底也已超過 3 兆美元，穩居世界第一，這使得人民幣的匯率變動與國際化對世界經濟與金

¹³⁶ 2011 年 8 月 30 日，台灣正式啟動國際金融業務分行人民幣相關業務，兆豐國際商銀成為首家獲准開辦該項業務的台資銀行。

融市場產生重大的影響。尤其是，台灣與大陸有著較其他國家更為緊密的貿易與投資關係，ECFA 簽定後，這種關係更是進一步的提高，人民幣的匯率變動與國際化對台灣金融市場與金融穩定的影響將較其他國家為甚。

本章將首先探討人民幣國際化對台灣金融市場發展的影響；其次，探討人民幣國際化對台灣金融穩定與安全的影響；第三，探討台灣成爲人民幣境外市場可能性；第四，介紹人民幣國際化對大陸台商的影响；第五，分析人民幣國際化對台灣廠商的影響；最後爲結語。

第一節 人民幣國際化對台灣金融市場發展的影響

在全球金融自由化、國際化、及一體化趨勢不斷發展的今天，人民幣國際化問題也愈受到關注。近年來，隨著中國大陸經濟持續平穩的快速發展、經濟體制改革的不斷深化、金融領域的持續改革、及外匯管制的進一步放寬，使得中國金融市場發展的深度與廣度都在不斷的拓展。隨著兩岸的經貿、文教、及社會各層面的密切交流，人民幣國際化的發展也勢必將對台灣的經濟與金融市場發展產生一定程度的影響。

近年來，國際資金持續湧進亞洲，除了看好中國、印度、台灣、及南韓等新興市場的遠景，並積極尋找各種投資機會外，其中最重要的原因之一就是看準人民幣終將升值的契機。人民幣的國際化將會改變中國跨境資金流動的形態，而國際資金流入亞洲（主要爲中國）也對中國大陸周邊國家的金融市場產生一定程度的衝擊。人民幣國際化對台灣金融市場發展可能產生以下有利的影響：

1. 人民幣國際化將帶動人民幣升值，吸引國際資金流入亞洲國家（包括台灣）。看好人民幣升值帶動中國周邊國家貨幣連帶升值，因而吸引大量國際資金流入鄰近中國大陸的亞洲國家。對台灣而言，預期台幣的升值，將吸引國際資金流入，進而引發台幣升值，推動金融資產價格上升。

2. 人民幣國際化帶給台灣金融業新的契機。台灣因與中國大陸簽訂金融監

理備忘錄 (Memorandum of Understanding, MOU) 及兩岸經濟合作架構協議 (Economic Cooperation Framework Agreement, ECFA), 使得台灣相較於其他國家更有機會及早進入中國大陸的金融市場。中國大陸的金融市場和銀行的資產規模, 均遠大於台灣, 通路價值高, 台灣的銀行可透過與大陸的銀行策略聯盟, 而增加獲利來源。此外, 大陸銀行業淨利差 (net interest margin) 遠大於台灣, 但服務效率和風險管理能力較差, 台灣的銀行可善用服務效率和徵信與授信能力之優勢, 在大陸爭取客源。

3. 有助於台商在大陸境內與境外取得融資。由於在中國大陸投資的台商多是以中小企業為主, 營收較不穩定, 抵抗風險能力較差, 且缺乏足夠擔保品, 故要向大陸的金融機構取得融資並不容易。¹³⁷ 若要透過直接金融市場融資, 由於大陸中小企業上市門檻仍高, 對欲透過上市取得融資的中小企業台商來說更加困難。此外, 大陸的債券市場發展相對較晚, 只有大型國有企業才能成功發行債券融資, 加上大陸資本市場的不完善, 直接導致了台商難以透過上市和發行公司債券來籌措資金。但是, 隨著人民幣國際化, 兩岸貨幣清算機制的建置, 使得台資銀行能夠承做人民幣放款業務, 將有助於台商在大陸境內與境外取得人民幣融資。

4. 人民幣國際化有助於台灣金融機構擴大經營規模。人民幣國際化將促成台灣更多金融機構到大陸營業, 在大陸直接吸收當地的資金, 借給台商企業使用, 減少台商企業對台灣資金的依賴, 這樣一方面產生台商企業在「大陸借款、大陸使用」之效應, 另一方面也擴大台灣金融機構的市場經營規模, 並分散經營風險。

5. 人民幣國際化將加大兩岸互相的金融投資。人民幣國際化可加速開放雙方金融業者前往彼此金融市場開拓業務, 提供雙方企業更多元的籌資管道。若兩岸簽署貨幣清算機制或是通貨互換協定, 可吸引更多大陸資金進入台灣, 使得台

¹³⁷ 近年來, 爲了對抗物價膨脹, 大陸採行緊縮性的貨幣政策, 多次調升存款準備率, 即使大陸本地的中小企業也很難向銀行貸到資金, 更遑論台資的中小企業。

灣境內的大陸金融投資增加。

6. 人民幣國際化將有利於台灣發展成爲人民幣境外市場。台灣正積極爭取繼香港之後成爲另一個人民幣境外清算中心，但面臨來自新加坡、倫敦、及澳洲的挑戰。爲爭取到成爲人民幣境外市場，台灣除了應積極與大陸進行談判、協商外，更必須致力於改善金融基礎設施，加強金融市場的深度及廣度。台灣若能發展成爲人民幣境外市場，將有助於強化銀行業務的競爭力。

7. 有助於台灣發展成爲國際金融中心。若台灣能成爲人民幣境外清算中心，人民幣國際化不但有助於推動台灣的金融市場邁向國際化，並有機會朝向國際金融中心發展。此外，人民幣境外市場的形成，也可以驅使台灣金融市場的軟硬體建設更加完善，彌補台灣金融市場在基礎設施、法律面、及制度面的不足。

8. 可使台灣成爲人民幣籌資中心。若台灣能成爲人民幣境外清算中心，人民幣國際化將使得台灣人民幣境外市場成爲大陸境外機構獲取人民幣用於貿易和投資的一個管道，提升了對大陸貿易和投資的便利性，也有利於台灣與香港、中國大陸內地之間貿易和投資的發展。

9. 有助於兩岸相互的直接投資增加。自 2009 年台灣開放陸資來台投資以來，核准陸資來台投資件數大幅成長，金額也大幅增加 (表 7-1)。在台灣對中國大陸的直接投資方面，台灣對中國大陸直接投資金額及佔中國大陸直接投資金額比重，從 2000 年開始呈現上升趨勢，但是自 2002 年以後，則呈現遞減趨勢 (圖 7-1)。隨著人民幣國際化，若兩岸簽署貨幣清算機制及通貨互換協定，由於人民幣在兩岸間的流通方便，將有助於台商增加對大陸的直接投資以及大陸增加對台灣的直接投資。

10. 有助於兩岸貨幣政策協調與貨幣清算機制的建置。台灣與中國大陸的貿易關係非常密切，近二十年來台灣企業前往中國大陸投資的額度與比重逐年上升，中國大陸與香港佔台灣的出口比重已達 40%。如此高的貿易比重加上兩岸逐漸開放的金融管制，隨著人民幣國際化進程的推展，勢必觸及兩岸建立貨幣清算

機制及貨幣政策協調的議題，兩岸如何建立貨幣清算機制及協調貨幣政策已是迫切需要解決的問題。目前兩岸的貿易往來已非常密切，未來隨著兩岸金融的鬆綁，金融機構的互動亦將更為頻繁。若能建立兩岸的貨幣清算機制，不僅有助於兩岸的經貿往來，對於兩岸金融機構的合作關係亦能夠提昇，降低資金移動的交易成本。

11. 台灣可以提供多樣化的人民幣金融工具以供投資。目前人民幣仍是外匯管制貨幣，外國人要投資人民幣金融資產，需要以機構型態向中國政府當局申請合格外國機構投資者的資格。2005 年起，中國政府開放亞洲開發銀行 (Asian Development Bank) 及世界銀行旗下的國際財務公司 (International Finance Corporation) 可以在中國境內發行以人民幣計價的貓熊債券 (panda bonds)，並透過換匯換利轉換成外幣匯出，導入了債券發行的國際模式，但發行金額目前仍有限。自 2007 年起，中國內地金融機構可以在香港發行人民幣債券；2009 年起，中國財政部才在香港發行境外人民幣國債，因此人民幣或人民幣資產在境外流通的數量仍有限。

目前廣大台商與在中國營運的外資擁有累積多年的中國境內人民幣存款，他們殷切需要能匯往境外投資於人民幣計價的共同基金、私募基金、或保險產品，但目前僅有香港地區的銀行開辦人民幣存款，而海外投資人預期人民幣的長期升值趨勢，亦期待於境外可購買到人民幣計價的債券、共同基金、私募基金、或保險產品。因此，全面開放中國金融機構或大型企業在海外發行人民幣計價的金融債券或公司債將是一種趨勢，也是加速人民幣區域化，乃至國際化的一種必要措施。人民幣境外市場的建立可讓市場力量發揮作用，擴大以人民幣作為結算、融資和投資貨幣的需求，也將衍生多項人民幣金融服務，包括境外銀行同業市場、銀行存款與貸款、人民幣債券及股票等。如果人民幣國際化，台灣能夠成為人民幣境外清算中心，能夠獲得中國人民銀行的同意可以提供多樣化的人民幣金融工

具，將可大大提高台灣金融機構的營運規模與獲利能力。¹³⁸

表 7-1: 中國大陸對台灣直接投資

年別	件數	中國大陸對台灣直接投資金額 (千美元)
2009(7~12 月)	23	37,524
2010(1~12 月)	79	94,345
2011(1~9 月)	80	35,071

註: 為促進兩岸經貿正常化, 2009 年 4 月第三次江陳會談中, 兩岸達成陸資來台投資的共識, 6 月 30 日我政府公布 192 項陸資來台投資項目, 7 月 1 日正式開放申請。

資料來源: 經濟部投資審議委員會統計資料, <http://www.moeaic.gov.tw/>。

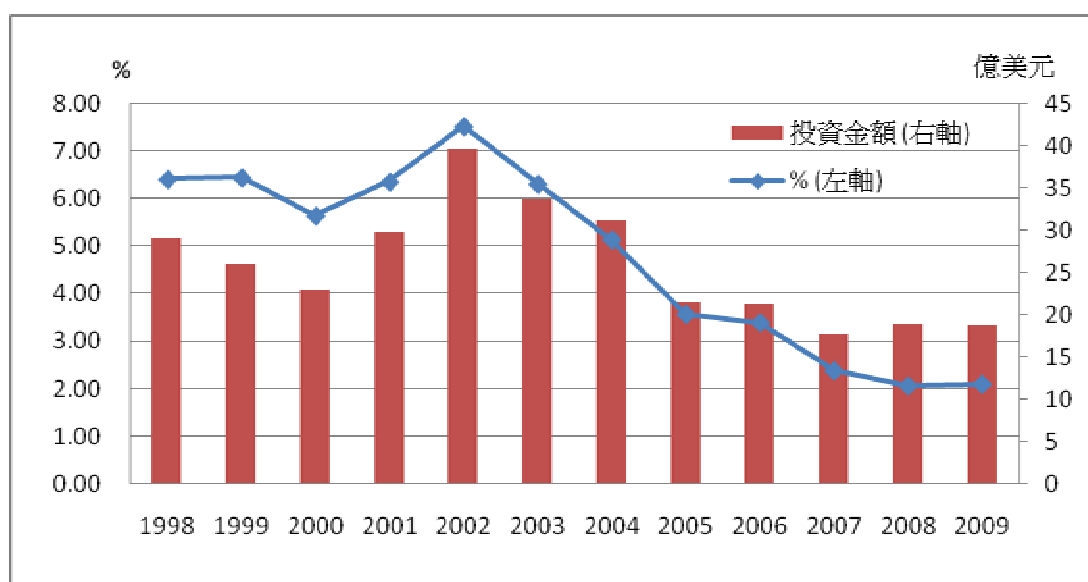


圖 7-1: 台灣對中國大陸直接投資金額及佔中國大陸直接投資金額比重

第二節 人民幣國際化對台灣金融穩定與安全的影響

在人民幣自由化與國際化過程中, 將伴隨著匯率機制的調整與貨幣清算機制的建立, 這不但會衝擊到中國大陸本身內部金融市場, 亦將連帶擴及到周遭區域國家的金融市場, 台灣將首當其衝。隨著兩岸金融活動往來日愈密切, 可預期的是, 人民幣國際化不但會擴大台灣跨境資金流動監測和管理的難度, 台灣的經濟

¹³⁸ 如果人民幣達到美元、歐元、或日圓一般的國際化境界, 各國可以不必取得中國貨幣當局的同意而從事人民幣有關的各種金融工具業務。

與金融市場在一定程度上也會受到人民幣流入與流出的影響，而對台灣的金融市場造成負面的衝擊。人民幣國際化將對台灣金融穩定與安全可能產生以下不利的影響：

1. 台灣的金融市場與經濟將受到大陸貨幣金融政策的影響。依國際金融的大國一小國模型，小國將受大國貨幣政策的影響，大國則不受小國貨幣政策的影響。準此，在人民幣國際化後，人民幣在兩岸間可以自由移動，大陸的貨幣政策將透過影響人民幣利率與人民幣在兩岸間移動而影響台灣金融市場的穩定，台灣貨幣政策自主性的空間將縮小，台灣的金融將隨大陸金融市場的波動而波動。人民幣國際化將加大中國大陸對台灣金融市場的影響力，在兩岸政治仍處於對立的狀態下，對於台灣的經濟安全將有負面的影響。

2. 人民幣國際化帶給台灣金融秩序及金融監理新的挑戰。隨著兩岸政策的開放，直航航線增加，再加上陸客自由行的開放，來台大陸觀光客將會愈來愈多，兩岸經貿往來將會更加頻繁。於此同時，若人民幣愈來愈自由化，台灣開放銀行業經營人民幣業務，人民幣在台灣流量將會大增，除了會影響台灣的貨幣供給量外，也會有偽鈔和洗錢的問題，這對台灣的金融秩序及金融監理構成新的挑戰。

3. 新台幣將面對人民幣的競爭。在兩岸的利差及人民幣長期看漲的趨勢下，通貨替代現象可能會衝擊新台幣。¹³⁹ 依現行利率水準來看，兩岸利差高達 3 倍，而且未來人民幣看漲，大陸也還會持續高經濟成長一段時間，若以後可以直接在台灣開立人民幣帳戶，恐造成搶購人民幣的熱潮。人民幣國際化將使新台幣面臨如同港幣的情況，¹⁴⁰ 也要面對人民幣的競爭，如果人民幣與新台幣之間

¹³⁹ 2010 年台灣全體銀行存款餘額約為新台幣 23.6 兆元，其中將近 63% 為個人存款，而外幣存款總額約為新台幣 2.5 兆元，約佔新台幣存款總額的 9.5%，通貨替代的情形並不嚴重。在台灣開放人民幣業務後，新台幣將如同港幣一樣，也要面對人民幣的競爭。以上資料參閱中央銀行網站，<http://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=26178&CtNode=532&mp=1>。

¹⁴⁰ 根據香港金管局的最新資料顯示，香港的人民幣存款激增，截至 2011 年 5 月底已達 5,488 億元港幣，與 2009 年底約 627 億元港幣的規模相比，已成長將近 8 倍，佔香港存款總額的比例也由 1% 大幅上升至 7.5%。人民幣存款和流通規模在香港持續擴大，港元受到通貨替代的衝擊和風險也相應增加。以上資料參閱香港金融管理局網站，<http://www.hkma.gov.hk/eng/market-data-and-statistics/monthly-statistical-bulletin/table.shtml#section2>。

通貨替代的現象過於頻繁、金額過於鉅大，將會對台灣的外匯、金融市場穩定有著不利的衝擊。

4. 人民幣若無法有效回流，將危及台灣的金融安全。人民幣國際化使人民幣在台灣流量變大，如果沒有機制讓過多的人民幣可以順利回流大陸，將使台灣面臨人民幣浮濫、難以管理的風險。若兩岸人民幣跨境結算與流通的監測與管理系統不健全，沒有建立有秩序的人民幣回流機制，或是沒有與周邊國家和地區建立人民幣跨境流通監理合作，過多、到處流竄的人民幣將造成台灣金融市場不穩定，進而危及台灣的金融安全。

5. 台幣匯率政策陷入兩難。人民幣國際化的一個重要的意涵為改變人民幣與其他主要貨幣的比價，人民幣在國際貨幣體系中的地位將大幅提升，屆時台幣匯率政策應以美元還是人民幣為主要考量呢？可能會與港幣一樣，陷入兩難。隨著人民幣在台灣流通的日益增多，台幣匯率將更加容易受到大陸貨幣政策的影響，如果兩岸貨幣、金融政策無法協調，要維持台幣匯率的穩定恐怕更加困難。

6. 熱錢套利造成資產價格泡沫化。人民幣國際化更加深人們對人民幣預期增值的心理，更會吸引國際熱錢在兩岸三地之間套利。這些熱錢可能會造成資產價格泡沫化，而對台灣經濟造成傷害。人民幣國際化將使國際熱錢往兩岸三地的移動更為頻繁，更加難以防範，我國要維持金融市場的穩定也就更不容易。

7. 人民幣黑市猖獗不利金融管理。人民幣國際化目前仍處於初步的階段，尚未成為國際流通貨幣，加上人民幣金融帳項目仍未完全開放，因此對於人民幣的取得與清算，依舊存在一定的困難，造成台灣的人民幣黑市猖獗，而形成金融管理上的一大漏洞。

8. 可能出現匯率和利率的雙重套利現象。以香港目前承作人民幣業務經驗來看，由於香港和大陸內地金融市場的分割和投資管道的限制，使得香港境外人民幣市場利率一直低於內地，即使在美元結算的情況下，套利融資的企業也是存在的。在跨境貿易人民幣結算開展以後，中國境外長期存在的人民幣升值預期，導致香港境外人民幣市場（offshore CNY market in Hong Kong, CNH）的人民幣

價格 (以美元表示) 高於內地，從而大大地增加了在內地與香港兩地之間進行匯率和利率的雙重套利現象，此現象在未來台灣承做人民幣業務也可能會出現。¹⁴¹

9. 衝擊台灣金融產業的競爭力。台灣在金融發展的目標上，希望持續朝著亞太籌資中心甚至是金融中心的方向發展，這有賴吸引更多的資金 (包括人民幣) 流入台灣。但是，隨著香港成為人民幣境外中心，加上人民幣的國際化，若台灣無法成為另一個大陸境外人民幣清算中心，未來勢必將會削弱台灣對香港 (或其他地區) 的金融競爭力；但台灣若能夠順利成為另一個大陸境外人民幣清算中心，對於台灣金融產業競爭力的提升則有很大的幫助。

人民幣的匯率自由化與國際化已是一種無可逆轉的趨勢，人民幣匯率終將更為自由浮動，人民幣將進一步升值；人民幣在解除金融帳管制和匯率自由浮動後，於大陸經濟力量的支撐下，終將與歐元及日圓相抗衡，成為僅次於美元的國際準備貨幣。兩岸目前金融的國際競爭力均不足，最佳的策略是兩岸均拉高格局和視野，透過人民幣國際化的進程，盡量把彼此的優勢提供出來，共同合作，以提升雙方金融產業在國際上的競爭力。

10. 人民幣國際化將加速廈門兩岸金融中心的發展，而不利台灣金融中心的成立。在兩岸所簽定的 ECFA 服務貿易業早收清單，大陸對台灣開放的 11 項中，8 項是非金融業，3 項金融業，包括銀行、保險、及證券期貨業。台灣對大陸開放的則是 8 項非金融業，而金融業部分暫時只開放銀行業。為快速推進兩岸金融中心建設，且符合海峽西岸經濟區“先試先行”的基本精神，廈門兩岸金融中心因應而生。¹⁴²

¹⁴¹ 套利的具體模式是，大陸境內公司一般會向大陸境內銀行申請 1 年期遠期信用證或者保付加簽等銀行信用擔保，關聯公司在向境內出口以後，就會利用應收大陸境內的人民幣債權 (特別是銀行擔保信用)，在大陸境外申請低息美元貼現，到期利用 NDF (無本金交割遠期) 匯率賣出人民幣歸還美元貸款，獲得匯率和利率的雙重套利。參閱〈跨境人民幣結算破 2,000 億，套利衝動令銀行兩難〉，《21 世紀經濟報導》，2010 年 11 月 3 日。

¹⁴² 廈門兩岸金融中心是目前獲國務院批准的大陸首個，也是唯一冠以“兩岸”的區域性金融服務中心，目前已規劃了近 18 平方公里的金融中心集中區，並在研究和爭取一系列先行先試的金融政策，引起兩岸金融業界的廣泛關注。廈門市人民政府指出，自 2011 年 4 月 11 日兩岸金融中心建設啟動以來，已吸引大批國內外金融機構前往考察洽談，揭牌當天就有 6 大項目簽約入駐。截至 2011 年 7 月已入駐項目 28 個，其中台資項目 8 個。有意向入駐的項目 75 個，在談項目 130 多個。

2011年6月3日，廈門市政府與北京金融資產交易所簽署合作備忘錄，北京金融資產交易所在廈門兩岸金融中心設立的海峽金融資產交易所則於2011年8月獲得批准，標誌著廈門構建金融市場邁出重要一步。此舉將有助於加快吸引中國國內外金融機構和金融資產交易業務落地廈門，促進兩岸金融合作和離岸金融業務創新。此外，為加快兩岸金融中心建設，推動金融產業、信息產業發展，廈門整合金融和信息產業資產，成立金圓投資集團和信息集團。兩大集團將加大對台灣金融產業對接，引進更多台資金融項目入駐，爭取台資金融機構前往廈門設立總部或分支機構。可以預期，人民幣國際化將可加速廈門兩岸金融中心的發展，而廈門距離台灣這麼近，廈門兩岸金融中心若成功發展，對大陸的金融產業當然有利，但對台灣要發展成為國際金融中心恐將是不利的。

第三節 台灣成為人民幣境外市場可能性的探討

目前的人民幣跨境貿易結算是在金融帳項下還不能自由兌換下展開的，因此通過貿易流到境外的人民幣不能夠回流到大陸境內的資本市場。在這種情況下，人民幣貿易結算就需要發展境外人民幣市場，以解決境外人民幣的流通與交易問題，使流到境外的人民幣可以在境外的人民幣市場上進行交易，而持有人民幣的境外企業則可以在這個市場上融通資金，進行交易並獲得收益。本節將從各種面向探討台灣成為人民幣境外市場可能性。

一、人民幣境外市場的發展趨勢

2010年，中國大陸國內生產毛額（GDP）超過日本成為世界第二大經濟體，¹⁴³但在國際貿易與投資方面，仍以美元為主，使得中國和中國的企業過度承受了美元匯率波動的風險。要擺脫美元匯率波動的風險，最終的選擇是人民幣走向國際化，儘管這條道路將是崎嶇而漫長，但機遇與挑戰並存。在這個過程中，人

¹⁴³ 根據國際貨幣基金國際金融統計（IMF International Financial Statistics, IFS）所公布的GDP統計資料顯示，2010年中國GDP為53,649億美元，超越日本的52,729億美元。

人民幣境外市場的建置將扮演極為關鍵重要的角色。

人民幣國際化進程從 2009 年 4 月開始，中國國務院決定在上海市和廣東省廣州、深圳、珠海、東莞等四個城市先行開展跨境貿易人民幣結算試點工作，境外地域範圍暫定為港澳地區和東協國家。中國人民銀行、財政部、商務部、海關總署、稅務總局、銀監會共同制訂了「跨境貿易人民幣結算試點管理辦法」，並於 2009 年 7 月 1 日公佈實施。¹⁴⁴

為推動人民幣國際化的既定政策，中國大陸政府選擇以香港特別行政區為試辦地區，在 2010 年 7 月 19 日香港金融管理局與中國人民銀行簽署「增補人民幣清算協定」，讓香港成為境外人民幣清算中心。隨著中國經濟持續快速成長，未來 10 至 20 年中國可能超越美國成為世界第一大經濟體，人民幣在國際金融體系所扮演的角色將愈形重要。人民幣國際化是未來的趨勢潮流，若能早一步搶先卡位人民幣的相關業務，也代表著能儘早爭取到未來的龐大金融商機。台灣若能成立人民幣境外中心，不但有助於推動金融市場邁向國際化，並有機會朝向國際金融中心發展。此外，人民幣境外市場的形成，也可以驅使當地金融市場的軟硬體建設更加完善，彌補當地金融市場在基礎設施、法律、及制度等方面的不足。展望人民幣境外市場的發展，香港已經成功地成為人民幣境外市場，包括台灣、新加坡、及倫敦都在爭取成為下一個人民幣境外市場。¹⁴⁵

二、台灣成為人民幣境外市場的可能性

¹⁴⁴ 該辦法共計 27 條，提供中國大陸省級分行與中國境外地區銀行共同簽訂「人民幣貿易結算清算協定書」，以作為銀行間提供人民幣與中國境外貨幣跨境結算及清算服務業務之法源依據。

¹⁴⁵ 2011 年 9 月 8 日，第四次中英經濟財金對話，英國財政部長奧斯本 (George Osborne) 即不止一次於公開場合表示：「中國及英國可共同攜手合作，在倫敦建立人民幣離岸市場；作為全球數一數二的國際金融中心，倫敦將可以在人民幣離岸市場的發展方面展現重要作用，同時中英兩國的監管機構也已經做好相關準備。」英國《金融時報》(Financial Times) 則大篇幅報導，英國各主要金融機構及銀行業者都對倫敦成為人民幣離岸交易中心，具有高度的興趣。2010 年 7 月，新加坡大動作與中國大陸簽署 300 億元新幣的雙邊通貨互換協定，作為擴大貿易結算之用，可看出新加坡積極開展人民幣業務的決心。此外，2011 年 3 月，中國工商銀行基於促進中國與新加坡雙邊貿易及投資之目的，選擇在新加坡設立第一家離岸人民幣業務中心，也隱約透露中國大陸的友善態度，將新加坡視為潛在的人民幣離岸中心。參閱〈台灣應積極發展人民幣離岸中心〉，國家政策研究基金會，2011 年 9 月 19 日。

隨著兩岸經濟與貿易活動的往來愈加頻繁，兩岸對貨幣清算的需求更加殷切。人民幣與台幣的兌換自 2005 年正式開始展開，2005 年 10 月 3 日，政府開放金馬地區銀行業試辦人民幣現鈔兌換，並限制每次兌換上限為人民幣現鈔二萬元，此舉奠定了兩岸貨幣交流的基礎。2008 年 5 月 21 日，立法院通過「兩岸人民關係條例修正草案」，明確規定兩岸在簽訂貨幣清算機制之前，可開放人民幣在臺灣本島兌換，但是限制“單向兌換”——即不論大陸遊客與臺灣民眾都只能持人民幣兌換新臺幣。2008 年 6 月 30 日，政府更進一步將人民幣與新台幣的兌換擴及至台灣全島，已核准 19 家銀行，共 1,570 家總分支機構辦理人民幣買賣業務。¹⁴⁶ 之後隨著台灣的銀行人民幣供應日趨穩定，又開放了“雙向兌換”——即在台灣可以用新台幣兌換人民幣。

台灣與大陸的雙邊貿易及投資金額逐年攀升，對於新台幣與人民幣無法直接兌換，仍需間接透過新台幣兌美元及人民幣兌美元，兩岸企業貿易及投資往來多產生一次交易成本，因此台灣金融機構及產業界不斷在各種場合提出要求，盼望兩岸當局可以協商促成台灣成為另一個人民幣的清算中心。台灣金融監督管理委員會為因應需求，在 2011 年 8 月也開放銀行業的境外金融分行 (offshore banking unit, OBU) 得開辦境外人民幣業務。近年來，我國央行也極力爭取台灣能成為人民幣境外市場，¹⁴⁷ 以下將從台灣成為人民幣境外市場的有利條件與不利條件做一剖析。

(一) 台灣成為人民幣境外市場的有利條件

1. 完整的人民幣外流與回流機制。台灣擁有發展人民幣境外中心的先天優勢，原因是兩岸存在高額且常態的貿易及投資活動。台灣每年對中國大陸享有龐大的貿易順差，¹⁴⁸ 若透過人民幣貿易結算，每年將有為數不少人民幣外流至台

¹⁴⁶ 凡持有有效身份證件 (島內居民持身份證，遊客和外籍人士持護照) 皆可兌換，每人每次兌換金額不得超過人民幣 2 萬元。

¹⁴⁷ 我國央行除已於 2010 年 10 月派員赴北京與中國人民銀行初步洽談相關議題，2011 年 3、5、8 月也三度與對方連繫，將在下半年進行商談，且央行已成立專案小組研擬方案，第一步將優先洽商建立兩岸貨幣清算機制，下一步就是要爭取台灣成為人民幣境外中心。

¹⁴⁸ 2010 年，台灣對中國大陸有 410 億美元的貿易順差，若全部透過人民幣貿易結算，將有 400

灣；另一方面，2010 年台灣對大陸直接投資金額達 146 億美元，佔對外投資總額的八成以上，尤其在 MOU 與 ECFA 簽訂後，台灣對大陸的直接投資金額有可能增加，加上每年有大量的台灣居民前往大陸觀光、旅行，對人民幣的需求量大。如此形成自然的人民幣外流—回流機制，提供台灣成爲人民幣境外市場有利的條件。¹⁴⁹

2. MOU 與 ECFA 的簽訂。MOU 簽署，使兩岸金融業者可以前往對方的金融市場開拓業務，成立分支機構。¹⁵⁰ 另一方面，在 ECFA 的框架下擴大開放兩岸金融市場，增進兩岸金融實質交流，降低承作人民幣業務進入門檻。¹⁵¹ 如此，兩岸特殊密切的經貿、金融關係，自然有利於台灣成爲人民幣境外市場。

(二) 台灣成爲人民幣境外市場的不利條件

1. 金融基礎設施與法規不夠完備。相較於香港、新加坡、及倫敦，從成爲人民幣境外清算中心的條件比較 (表 3-12) 可看出，目前台灣在金融基礎設施、資本移動管制、外匯市場大小、及政治關係等方面，落後於新加坡及倫敦。¹⁵² 因此，台灣若想成爲人民幣境外市場，在金融環境上，需要更開放的資本移動，金融市場的深度與廣度也有待提升。

2. 人民幣的取得與清算仍有困難。人民幣國際化目前仍處於初步的階段，尙未成爲國際流通貨幣，加上人民幣金融帳項目仍未完全開放，因此對於人民幣的取得，依舊存在一定程度的困難。台灣與中國大陸目前尙未建立起貨幣清算機制，台灣想要成爲人民幣清算中心，兩岸之間簽定貨幣清算協定是不可或缺的，

多億美元的人民幣外流至台灣。

¹⁴⁹ 根據經濟部投資審議委員會統計資料顯示，經濟部核准的台灣對中國大陸投資金額近年來呈現出逐步攀升的趨勢，在 2010 年已經高達 146 億美元。兩岸銀行間匯出匯入款亦呈現出逐年增加的趨勢，在 2010 年台灣的銀行整體匯出至大陸金額高達 2,512 億美元、從大陸匯入台灣的金額高達 1,507 億美元。參閱〈兩岸金融業務續創新高〉，《經濟日報》，2011 年 3 月 28 日。

¹⁵⁰ MOU 簽訂生效後，台灣已經在大陸設立辦事處之銀行業者，即可達到升格爲子、分行之條件，而大陸銀行業者也可以來台投資或成立分支機構。

¹⁵¹ 我國銀行業能否直接切入人民幣放款業務，影響獲利商機甚鉅，銀行業希望納入 ECFA 早期收穫條款的項目有三點：一爲直接切入人民幣放款業務，跳脫中國大陸「外資銀行管理條例」第 34 條規定，不必有此條例之時程限制；二爲參與人民幣同業拆款市場；及三爲台資銀行赴中國大陸可直接設立分行。

¹⁵² 詳細內容請參閱第三章第六節。

並可能需要比照香港模式，透過具中資背景的銀行在台灣扮演人民幣清算銀行的角色。

3. 政治關係的對立。台灣能否建立起人民幣境外清算中心，政治因素將大於經濟因素。沒有中國當局的首肯，台灣要成為境外人民幣中心是不可能的；反之，如果中國當局能夠基於兩岸人民情感、兩岸經貿交流、及雙方互利等非政治因素考量，願意協助台灣，則台灣成為繼香港之後的另一個人民幣境外市場是很容易的。這有賴於雙方擱置政治爭議，突破談判僵局。雙方是否能以經濟利益考量優先於政治考量，將會是關鍵。

(三) 台灣人民幣境外市場設立後的可能影響

隨著 MOU 與 ECFA 簽訂，使得兩岸金融市場更加開放，也衍生出兩岸金融更多合作契機，同時也面臨更多的挑戰。兩岸的金融發展，中國大陸的優勢在廣大的市場與規模，台灣的優勢則在經驗、人才、及服務效率。兩岸目前金融產業的國際競爭力均存在尚有大幅提升的空間，應從經濟利益考量來改善政治關係、完善金融基礎設施、深化兩岸金融監理合作、加強金融機構的風險控管等方面多管齊下。台灣如果能夠成為人民幣境外市場，對兩岸金融產業的發展將都是有利的，其可能產生的影響為：

1. 有助於台灣朝向成為區域甚至是國際金融中心發展，也有助於消彌兩岸之間的對立關係，促進台灣與中國大陸之間的政治穩定與經濟繁榮。

2. 台灣人民幣境外市場為大陸境外機構獲取人民幣用於貿易支付和投資提供了另一個管道，有助於提升台灣與中國大陸之間貿易和投資的便利性，也有利於兩岸貿易和投資的發展。

3. 透過台灣與香港人民幣境外市場的競爭，將有助於推動兩岸三地的金融業務改革，進而健全並提升大陸境內與境外人民幣金融市場的發展。

第四節 人民幣國際化對大陸台商的影響

人民幣國際化除了會直接影響設立在中國大陸的企業對其他國家的投資行為，同時也會使得大陸境內企業（包含外資企業）在進行全球布局時，也需考量人民幣國際化的情況。近年來，與中國大陸從事邊境貿易的周邊地區（例如，香港、韓國、馬來西亞、及印尼），在貿易過程中都已正式使用人民幣做為貿易清算工具，人民幣國際化的趨勢更是對已在大陸投資的台資企業影響深遠，本節將針對人民幣國際化對大陸台商營運模式以及對大陸投資行為的影響進行分析。

一、人民幣國際化對大陸台商營運模式的影響

2010年6月19日，中國人民銀行宣布重新啟動匯改，人民幣對美元持續升值，2010年全年，人民幣對美元累計升值3.1%，以實質有效匯率表示，人民幣更對美元升值5.5%。中國大陸未來仍將穩定推進人民幣匯率形成機制的改革，重點內容為參考一籃子貨幣進行調節，增強匯率彈性，保持人民幣匯率在合理均衡水平上的基本穩定，促進國際收支基本平衡。¹⁵³

人民幣升值背後有一些政策上的考量。例如，有利於推動人民幣國際化；可以降低進口原物料價格，以減緩大陸日益高漲的物價膨脹壓力；及經由人民幣升值也能提升消費內需，加速經濟結構的調整。在人民幣自由化與國際化進程中，中國大陸必須拓展內需市場以擴大進口，人民幣才能廣為各國持有及需要；發展內需市場可以降低以出口帶動經濟成長的壓力，可以減少貿易順差，進而減少人民幣升值的壓力。因此，對中國而言，擴大內需不僅是一種經濟發展策略的轉變，更是一種全球經濟戰略的佈局。¹⁵⁴

近年在大陸的台商雖已漸漸轉向大陸內銷市場，然而因台商迄今在大陸仍是以出口為主，出口型台商的產值比重也遠大於內銷型大陸台商，因此一旦人民幣走向國際化，匯率更富彈性，人民幣大幅升值的結果，對大陸台商而言，負面影

¹⁵³ 參閱中國人民銀行，〈2011年第二季度中國貨幣政策執行報告〉。

¹⁵⁴ 近年來中國大陸擴大內需重大政策包括：(1) 以4兆人民幣進行擴大公共建設；(2) 推動家電下鄉；及(3) 地方政府發放旅遊券與消費券，以刺激內需消費。高盛證券預估，未來10年中國之人均所得成長率將高達180%，2015年時中國將有半數人口的年收入可達到六千至兩萬美元，屆時消費激增，可創造出每年20兆人民幣的內需市場。參閱〈大陸台商轉型內銷，銀行登陸面臨挑戰〉，《財團法人國家政策研究基金會國政評論》，2009年6月22日。

響將大於正面影響。

對出口型台商而言，將會因人民幣升值而受到不利的衝擊。由於大型出口台商企業較有能力通過壓縮成本、轉嫁、或是金融工具避險等方式，來降低人民幣升值的影響程度，而中小型出口台商企業的避險能力有限，而且產品可能大都是屬於競爭力不高的代工，故缺乏跟客戶議價的能力，較易受到人民幣升值的衝擊。面對人民幣的升值趨勢，短期間出口型台商雖可藉由金融工具採取避險措施來降低影響（例如，買賣人民幣遠期外匯），或是分散產品出口市場，進而分散風險。但人民幣升值應是長期趨勢，大陸台商（特別是傳統製造業台商）產品的國際競爭力將會逐漸減弱。因此，長期間大陸台商還是得跟著產業結構調整的腳步，進行升級轉型，提升產品的附加價值，以降低人民幣升值的不利影響。

人民幣國際化所帶來的升值效應對大陸台商營運的影響有利有弊。對出口導向的大陸台商而言，由於多採取「台灣接单、大陸生產、大陸出口」模式，亦即在中國境內採購原物料，加工生產後銷售國外，由於出口以美元報價，出口商提高美元報價將使產品的海外售價提高，而不利於出口品的國際價格競爭，進而使得在大陸設廠的台商獲利能力下滑；但對從海外進口原物料生產後進行外銷的大陸台商而言，人民幣升值亦將降低大陸台商進口原物料的成本，因此其間的正負影響會有某種程度的互相抵消效果，台商所受到的影響將會相對較小。

對從事內銷導向的大陸台商而言，由於商品銷售以人民幣計價，較不受人民幣升值影響，且若從海外進口原物料，進口原材料價格將因人民幣升值而下跌，有利內銷導向的台商營運獲利能力提升；但對從中國內地進口原物料，加工生產後進行內銷的大陸台商而言，則不受人民幣升值的影響。

人民幣升值雖不利於大陸的出口，但其卻可提升大陸居民的購買力，有利於消費內需市場的擴張，故出口型台商可以考慮轉而擴展內需市場，調整內外銷比重。然而，要從外銷轉內銷，多數台商普遍遇到的困難之一是通路。對於大陸市場通路的開拓，資金規模較大的台商除了可以自行開拓內需市場通路外，也可以

藉由與當地企業或通路商進行策略結盟；資金規模較小的台商，則可經由台商之間的策略結盟，共同開拓大陸的內需市場。¹⁵⁵

人民幣升值對大陸產業結構的影響，短期的負面效果將大於正面效果，長期的正面效果則大於負面效果。短期間，在中國的產業結構尚未改變，還是以勞力密集產業為主之前，人民幣升值將使以往大陸具有低人工成本的優勢逐漸消失。由於大陸產品以外銷為主，當出口因人民幣升值而減緩時，過剩的外銷產品將轉往內需市場銷售，此舉將造成某些商品在市場上的供過於求，而這些原先從事出口的廠商加入內銷市場，也將使得內銷市場的競爭白熱化，在優勝劣敗的生存原則下，以低價競爭為手段的企業將會被淘汰。長期間，人民幣升值將迫使大陸的產業往資本、技術密集的高附加價值產業發展，這對大陸的產業結構、國際競爭力、乃至長期的經濟成長均是有利的。

二、人民幣國際化對台商對大陸投資行為的影響

自 1987 年政府開放民眾赴大陸探親後，台灣對中國大陸的投資開始顯著增加，其中以 1992 至 1993 年與 1996 至 1997 年的成長速度最為顯著。1993 年，台灣對中國大陸的投資總額為 31.68 億美元，佔台灣對外總投資金額的 65.61 %；1997 年，台灣對中國大陸的投資總額為 43.34 億美元，佔台灣對外總投資金額的 59.96 %。1997 年亞洲金融危機爆發後，台灣對中國大陸投資總額呈現下降趨勢，至 2000 年一直保持在較低的水準，都沒有超過 30 億美元。2000 年以來，隨著兩岸先後加入世界貿易組織 (WTO)，台商對大陸的投資快速增長，2010 年更是達到 146.18 億美元 (表 7-2)。

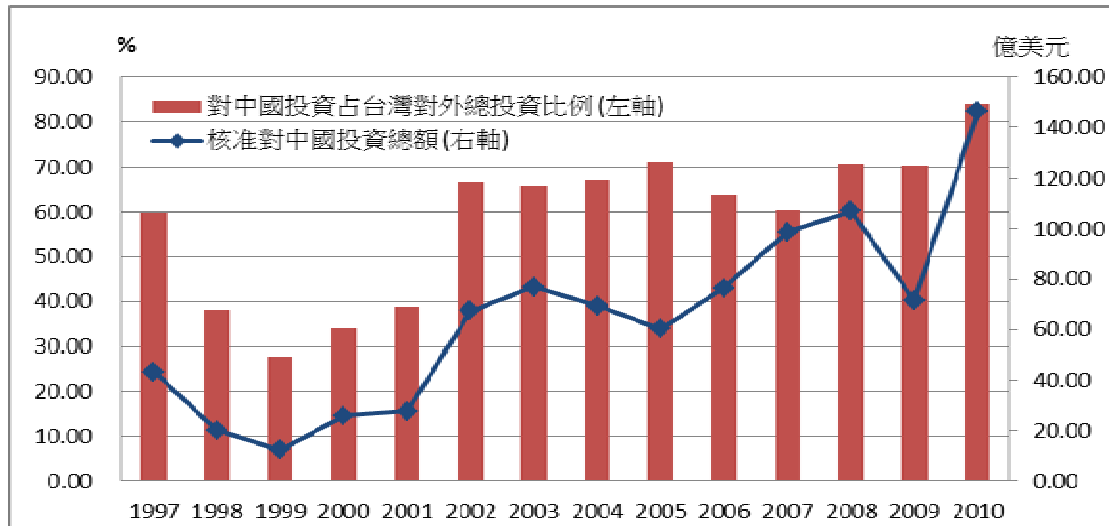
¹⁵⁵ 例如，2011 年 5 月 31 日在廣東東莞開幕大麥客 (T-MARK) 賣場，這是大陸第一家取得「外資獨資」審批的通路商，股東都是東莞台商會會員，賣場預定引進 4,000 項台灣與國際名品，協助台商由外銷轉內銷，搶攻大陸內需商機。參閱〈大麥客東莞店開幕，中國首家外商獨資通路，台商轉內需指標〉，鉅亨網，<http://news.cnyes.com/Content/20110531/KDWWQXODJ1HQN.shtml>。

表 7-2: 台商對大陸投資概況

年別	核准投資件數	核准投資總額 (億美元)	對大陸投資佔台灣對外總投資比例 (%)
1991	237	1.74	9.52
1992	264	2.47	21.78
1993	9,329	31.68	65.61
1994	934	9.62	37.31
1995	490	10.93	44.61
1996	383	12.29	36.21
1997	8,725	43.34	59.96
1998	1,284	20.35	38.17
1999	488	12.53	27.71
2000	840	26.07	33.93
2001	1,186	27.84	38.80
2002	3,116	67.23	66.61
2003	3,875	76.99	65.98
2004	2,004	69.41	67.24
2005	1,297	60.07	71.06
2006	1,090	76.42	63.91
2007	996	98.71	60.41
2008	643	106.91	70.54
2009	590	71.43	70.38
2010	914	146.18	83.81

資料來源: 同表 7-1。

圖 7-2 顯示，台灣對中國大陸投資總額佔台灣對外總投資的比例呈現上升趨勢。台灣對中國大陸的投資，2005 年核准投資件數減至 1,297 件，投資總額降為 60.07 億美元，之後就不斷的上升，直至 2008 年發生金融大海嘯後，2009 年核准投資件數驟降至 590 件，投資總額降為 71.43 億美元，之後再度回升，2010 年台灣對中國大陸的投資總額增加至創歷史新高的 146.18 億美元，佔台灣對外總投資金額的 83.81 %。顯然地，中國大陸已經成為台商對外投資的主要據點。



資料來源: 同表 7-1。

圖 7-2: 台灣對中國大陸的投資

在人民幣國際化進程中，將伴隨人民幣的緩步升值，基於對人民幣緩步升值的預期，大陸台商將增加對人民幣的持有，並且將剩餘資金投入到人民幣商品上，這樣可以在獲取投資增值的同時，獲得未來人民幣持續升值的投資紅利。對於尚未在大陸投資的台商企業，人民幣的持續升值會促使他們提前對大陸進行投資，而已經進入大陸且投資布局尚未到位的台商企業，則會加速對大陸的投資，以確保在人民幣大幅升值前完成投資到位。因為大陸有龐大的市場和廉價的勞動力優勢，這在短期不會影響台灣與大陸的生產分工型態，因而人民幣升值對台商赴大陸投資的影響也不會太顯著。但長期而言，當未來人民幣持續升值到一定程度時，將嚴重會衝擊大陸的出口貿易，而對台灣赴大陸投資的出口導向廠商造成負面影響，這或許會降低台商到大陸投資的誘因。

由於人民幣升值會使投資中國的成本增加並有利進口，將有可能導致部分外商不直接到中國投資，而改採出口至中國的方式進佔大陸市場。對於出口導向的大陸外資也會因為投資成本增加而減少對中國的投資。在此情形下，跨國企業是否會增加對台灣的投資仍不易評估，但可以預期的是，台商對中國的投資將會因人民幣的大幅升值及其他不利因素（諸如勞動成本的上升、外銷退稅的取消、稅

負的增加等) 而減少，而對台灣的投資將會增加。對於已經投資中國大陸且單靠勞動成本優勢維生的台商，可能需要進一步考慮移至其他勞力成本更低的地區(國家)。然而，不論對出口型台商或是內銷型台商而言，人民幣升值不僅可以降低中間原物料的進口成本，也能夠降低引進國外先進機械設備、技術、及人才等要素的成本，有助於大陸台商進行產業升級轉型，生產高單價、附加價值高的產品，提高企業的競爭力。

人民幣匯率自由化與國際化導致人民幣持續升值在長期間將會影響大陸的產業政策，如加快輔導內資和外資企業轉型、產業升級、及結構轉型的腳步，往技術密集與資本密集產業發展，使更多企業轉向更高附加價值、低耗能、高科技的更有競爭力產品發展，以擺脫低附加價值「中國製造」勞力密集產品的負面形象。人民幣升值由於可能導致外銷減緩，使企業更關注內銷市場，從而減少對外貿易的依賴，而有助於中國經濟朝更穩定的方向發展，這也是人民幣國際化進程所必要的。

第五節 人民幣國際化對台灣廠商的影響

隨著全球金融危機影響的逐漸消退，中國大陸經濟及出口復甦明顯，加上調整內部經濟結構考量等因素，人民幣即不斷受到要求升值的國際壓力，中國人民銀行乃於 2010 年 6 月 19 日無預警的宣布「由於經濟運行已趨於平穩，有必要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」，這意謂著大陸將改變自次貸金融風暴以來緊釘美元的匯率政策，緩步讓人民幣升值。2010 年，兩岸進出口貿易額合計 1,129 億美元，台灣對大陸順差更高達 410 億美元。然而，兩岸貿易往來多以美元計價，在美元弱勢格局下，匯兌損失常令台灣廠商面臨龐大的壓力；若兩岸貿易能以人民幣計價，不僅可以避免匯兌損失，也可替廠商省下不少匯兌成本，由此可見人民幣國際化對台灣的重要性。因此，本節將探討大陸推動人民幣國際化對台灣廠商有利與不利的影響。

一、對台灣廠商可能的有利影響

從 1996 至 2010 年，台灣對中國大陸的貿易總額佔台灣對全球貿易總額的比重不斷地成長 (圖 7-3)。2010 年，台灣對中國大陸的貿易總額已達到 1,128.87 億美元，佔台灣全球貿易總額的 21.46%，中國大陸已取代美國成為台灣最大的貿易夥伴。¹⁵⁶ 台灣對大陸的貿易依存度 (以台灣對大陸進出口佔台灣進出口總額的比例衡量) 亦逐漸升高，1997 年為 8.3%，2001 年上升為 13.80%，至 2010 年，對大陸的貿易依存度台灣已高達 27.65%，高於新加坡的 5.49%、韓國的 23.25%、日本的 20.35%、及美國的 11.87%，顯現兩岸之間的經貿關係愈來愈密切，人民幣國際化對台灣的影响也就愈為鉅大 (表 7-3)。

表 7-3: 各國對中國大陸的貿易依存度

單位: %

年別	台灣	韓國	新加坡	美國	日本
1997	8.30	8.56	3.41	3.09	8.00
1998	9.41	9.43	3.81	3.38	8.66
1999	9.99	9.50	3.79	3.49	9.09
2000	10.43	10.37	3.97	3.65	9.68
2001	13.80	12.32	4.60	4.22	11.66
2002	17.96	14.02	5.81	5.13	13.52
2003	20.95	16.97	7.11	6.23	15.62
2004	22.30	18.83	7.36	7.23	16.45
2005	23.94	20.51	7.71	8.01	16.61
2006	25.27	21.15	8.00	8.88	16.86
2007	26.72	21.95	8.38	9.49	17.75
2008	26.05	21.70	7.98	9.62	17.22
2009	28.10	22.74	9.27	11.21	20.21
2010	27.65	23.25	5.49	11.87	20.35

資料來源: 本研究依據中華人民共和國國家統計局以及中華民國財政部進出口貿易統計資料計算而得。

¹⁵⁶ 根據經濟部國貿局的估計，台灣對中國大陸出口在 1991 年僅 69 億美元，至 1997 年升逾 200 億美元，到 2002 年已逾 300 億美元，佔我國出口比重 23.3%，首度超越美國而成為我國最大的出口市場。

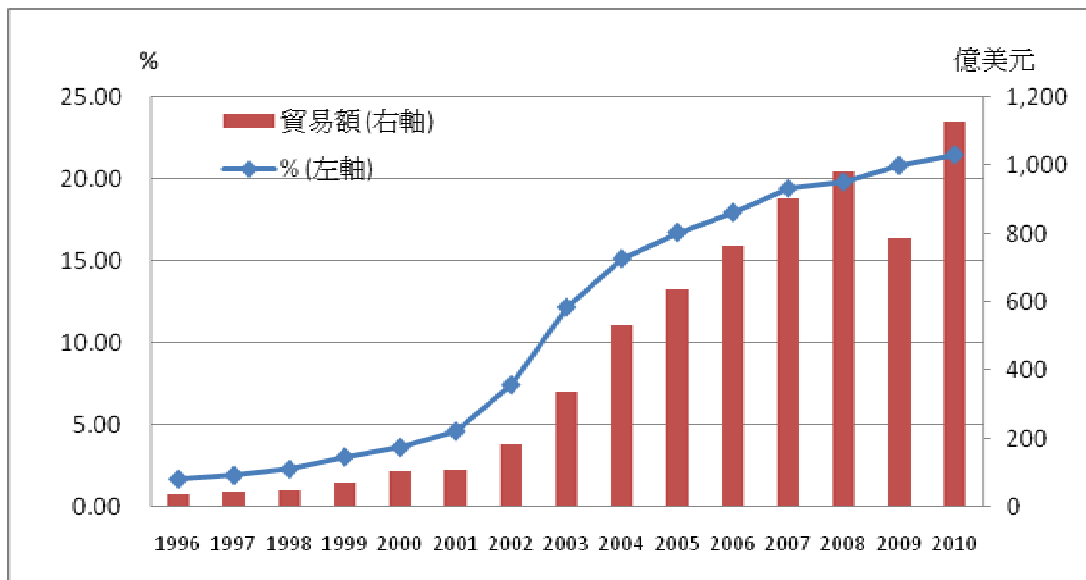


圖 7-3: 台灣對中國大陸貿易額及佔台灣對全球總貿易額的比重

人民幣國際化對台灣廠商可能產生以下有利的影響:

1. 避免出口商面臨匯兌損失。台灣是以貿易出口為導向的經濟體，台灣對外進出口貿易幾乎多以美元報價。自從 2008 年 9 月全球金融海嘯爆發以來，各國對美元的信心喪失，促成美元對其他國家貨幣不斷貶值，同時也造成台灣出口商面臨美元應收帳款的重大匯率損失。因此，倘若能以匯率相對穩定且在國際上能替代美元的其他強勢貨幣 (如人民幣) 來作為出口貿易報價及清算單位，將可以降低台灣廠商出口貿易應收貨款的匯率風險。

2. 以人民幣進行報價有利兩岸貿易的擴展。在人民幣邁向國際化的進程中，兩岸從事進出口的廠商將面臨人民幣升值所帶來的效應。首先，對從中國大陸出口的台灣出口商以及從台灣進口的大陸進口商而言，將會較偏好以人民幣報價的應收帳款及支付人民幣清算貿易應付帳款；其次，對從中國大陸進口的台灣進口商，則會較偏好使用有貶值趨勢的貨幣作為貿易清算工具，對台灣出口的大陸出口商，則會偏好收入人民幣作為貿易清算貨幣。因此，若兩岸能簽訂貨幣清算協定，使兩岸貿易能以新台幣或人民幣直接進行報價與清算，不需再透過美

元，這將有助於降低兩岸貿易的匯兌成本，有助於兩岸貿易進一步的拓展。

3. 可以提高台灣產品對大陸產品的國際競爭力。人民幣國際化後所帶來的人民幣升值效應，將有助於提升台灣產品相對大陸產品的國際競爭力，且台灣是大陸第三大物資進口來源國，對大陸出口也可望因此大幅成長，加上 ECFA 簽訂定後，助長效益將更加明顯。例如，國際競爭力日愈減弱的生產紡織、運動用品、及雨傘等產業的上游化纖廠商，因 ECFA 而排除貿易障礙，這些台灣輸往大陸的重要產品，將因關稅減讓以及人民幣國際化下相對於台幣升值，而能繼續在台灣生產並擴大出口。

4. 提高大陸廠商尋求與台灣廠商合作的機會。人民幣升值使得大陸廠商國際競爭力下降，而有加速改善產業結構的壓力。在此情形下，大陸廠商可能尋求和台灣廠商合作，引進較高階的技術、設備，台灣中高階產品也有取代日、韓長期在大陸市場的機會。

5. 有利台灣對大陸的出口與台商資金的回流。人民幣的升值也使得中國大陸民眾所得實質購買力增加，可預期的是，對從台灣進口的產品需求將增加，也有助於台灣對大陸出口的增加。¹⁵⁷ 人民幣升值會使投資中國大陸的成本增加並有利中國大陸的進口，將導致部分外商不直接到中國投資，而改採出口至中國的方式將產品銷往大陸市場，同時也將促使大陸台商回流台灣進行投資，對於出口導向的外資也會因為成本增加而減少對中國的投資，而轉向投資台灣。

6. 人民幣國際化中長期有利於台灣的出口及投資。就中長期而言，人民幣國際化所帶來的人民幣升值趨勢，加上亞洲區域內貿易日形重要，將有利於台灣的出口。¹⁵⁸ 在人民幣升值的情況下，跨國企業是否會增加對台灣的投資仍不易評估，但可以預期，台商對中國的投資將會減少，對台灣的投資將會增加。對於

¹⁵⁷ 台灣經濟研究院的〈兩岸貿易與投資影響評估報告〉指出，考慮人民幣升值對大陸內需市場及兩岸產品之互補性及競爭性，倘若人民幣對美元升值 15%，則台灣出口將出現正成長 0.15%。

¹⁵⁸ 自 2008 年金融大海嘯發生以來，許多亞洲國家透過擴大內需，試圖降低對歐美市場的出口依賴，並積極朝向區域內貿易發展。這使得人民幣在亞洲的地位不斷提升，加上許多亞洲國家目前正積極推動人民幣貿易結算，相信隨著人民幣國際化發展，將有助於區域內貿易額的擴大。

已經外移中國且單靠勞動成本優勢維生的台商，可能需要進一步考慮移至其他勞動成本更低的地區。

二、對台灣廠商可能的不利影響

人民幣國際化對於台灣廠商而言，可能產生以下不利的影響：

1. 台灣某些特定的貿易商及廠商會受到不利的影響。對於出口大量中間產品至中國大陸的台灣廠商而言，當人民幣升值導致中國的出口減少，將間接不利影響台灣中間產品對中國的輸出。對從大陸進口的台灣進口商，或是從大陸購置原物料再從台灣出口至其他國家的出口商，人民幣相對台幣的升值，將使其購自大陸進口產品及原物料成本增加，不利於台灣廠商的經營，也使其獲利下滑。

2. 台灣廠商將面對大陸廠商產業升級後的競爭。人民幣國際化後所帶來升值效應，將會加速中國大陸本身產業的升級與轉型，同時進行產業結構調整，未來台灣與中國大陸將由「垂直分工」進入「水平競爭」，屆時大陸因產業升級而衍生的進口替代策略，有可能影響台灣對大陸的出口貿易，甚至未來台灣的高科技產業在國際市場面對來自中國大陸更激烈的競爭。

3. 大陸及台灣的台商同時遭受到出口減少的衝擊。隨著人民幣國際化，若人民幣升值過速，導致中國出口大幅減少、經濟緊縮，將使大陸及台灣的台商同樣蒙受出口減少、生存遭受威脅的影響。

4. 台灣吸收到的國外投資可能減少。人民幣國際化將伴隨大陸解除金融帳管制，人民幣在國際間可以自由移動，而可能吸引更多的外資對大陸進行直接或間接投資，而使外資對台灣的直接或間接投資減少。¹⁵⁹

5. 導致新台幣匯率波動加大。人民幣升值可能帶動資金流入亞洲，造成亞洲貨幣同樣面臨升值壓力，但由於台灣採行浮動匯率及對外資開放，在人民幣升

¹⁵⁹ 另一種可能是大陸與台灣的經濟存在互補關係（如產業垂直整合），為了供應在大陸進行生產所需之上下游零組件或機器設備等資本財，先進國家的廠商將增加對台灣的投資設廠，台灣因此吸引更多來自工業化國家的直接投資。參閱台北外匯市場發展基金會(2009)，〈人民幣匯率制度與國際經貿關係〉。

值後，新台幣短期升值的幅度有可能會比人民幣大，上下波動也可能較人民幣劇烈。新台幣的升值與波動當然對台灣的經濟穩定不利，尤其對出口導向之資訊電子業有更大的衝擊。

第六節 結語

本章從各個面向分析人民幣國際化對台灣經濟與金融市場的可能影響，也從大陸台商與台灣廠商的角度，瞭解人民幣在邁向國際化的進程中可能會帶來的衝擊，同時進一步探討台灣成爲人民幣境外市場可能性。設立人民幣境外市場除了有機會讓有意推動金融市場國際化的地區順勢發展爲國際金融中心，並創造新的金融商機外，在面對金融全球化的當下，發展人民幣境外市場也將大幅吸納人民幣而有助於降低因持有龐大的美元外匯準備而面臨國際金融波動的衝擊。台灣的整體金融組織架構完善，金融監理制度日益完備，貨幣支付體系健全，加上公平的市場競爭條件以及進出相對自由的資金環境，毫無疑問的，台灣著實具備爭取成爲人民幣境外市場的條件。若台灣發展成爲人民幣境外清算中心，不僅可以進一步壯大台灣作爲國際金融中心的地位，更可以讓人民幣透過穩健和安全的步伐早日實現國際化的目標。

人民幣境外市場的成立主要取決於中國政府人爲力量的主導，對欲爭取成爲人民幣境外市場的台灣而言，與中國政府的協商談判勢不可免，而盡快簽署兩岸貨幣清算協定也成爲了台灣爭取在成爲人民幣境外市場過程中的當務之急。

第八章 人民幣國際化與東亞區域貨幣合作

隨著中國經濟實力的不斷增強，中國與東亞各國之間的貿易、產業關聯度日益提高，中國有條件成為東亞地區主要的市場提供者，中國經濟的穩定增長和穩健的貨幣政策也將成為區域經濟增長的穩定器與區域貨幣政策的「定錨」(anchor)。中國的積極參與，不僅有助於解決東亞區域貨幣合作面臨的困境，也將使人民幣通過制度性的區域貨幣、匯率合作逐步實現「亞洲化」，擺脫目前面臨的匯率困境，成為區域性主導貨幣。

第一節 亞洲金融風暴與東亞區域的貨幣合作

早在亞洲金融風暴出現之前，Kojima (1976) 在 1970 年代末期提出以美國、加拿大、日本、澳大利亞、及紐西蘭等五個國家為主體來建立太平洋通貨區 (Pacific Currency Bloc)，藉以增進區域的國際貿易。亞洲金融風暴發生後，許多學者認為匯率制度的不健全是引起亞洲金融風暴的原因之一，並提出透過「東亞貨幣整合」的方式來使東亞區域內實現共同的匯率制度，維持東亞各國匯率的穩定。事實上，亞洲金融風暴的發生使東亞各國體認到區域貨幣整合與合作的必要性，也開始召開一連串的會議、提出相關整合的構想，其中「清邁倡議」(Chiang Mai Initiative, CMI) 與「亞洲債券市場倡議」(Asian Bond Market Initiative, ABMI) 可視為東亞貨幣合作兩個最重要的倡議。清邁倡議著重於防止貨幣與金融危機的再度發生，同時避免東亞國家的貨幣再度出現類似亞洲金融危機發生時競相貶值的惡性循環；2003 年之後，發展區域債券市場亦成為東亞區域貨幣合作的另一個重點項目。本節將介紹東亞區域各國在貨幣合作所達成的共識及設立的相關機制。

一、新宮澤倡議與亞洲貨幣基金的設立

1997 年爆發的亞洲金融風暴源自於泰國的泰銖對美元的重貶。1997 年 2 月之前，泰銖的匯率制度為採取「一籃子」貨幣制度（主要為釘住美元，美元所佔的權數達 80%），但在泰國當時新任的財政部長他農 (Thanong Bidaya) 於 1997 年 6 月上任後，將原本的一籃子貨幣制度改成管理式浮動匯率，泰銖兌換美元匯率由 7 月初的 27 泰銖兌換 1 美元一路上升，至 9 月初時變成 35 泰銖兌換 1 美元，泰銖重貶近 22.8%。1997 年 7 月至 9 月間，馬來西亞、印尼、及菲律賓的貨幣也因泰銖的重貶而貶值，馬幣由 2.5 馬幣兌換 1 美元上升至 2.936 馬幣兌換 1 美元，印尼盾由 2,400 印尼盾兌換 1 美元快速上升至 2,995 印尼盾兌換 1 美元，菲律賓的披索由 26.5 披索兌換 1 美元上升至 32 披索兌換 1 美元 (邱榮輝，1997)。

幣值重貶使國際投資者對東南亞國家的貨幣失去信心，開始從東南亞各國的股票市場抽離大量的資金。例如，1997 年 7 月至 9 月，泰國的股票指數下跌 35%，馬來西亞的吉隆坡交易所股票指數下跌 33%，菲律賓的馬尼拉交易所股票指數下跌 33%，加上東南亞各國的金融市場多為淺碟型，無法承受大量資金的外移，雖然國際貨幣基金伸出援手，但東南亞各國的經濟仍無可避免的遭到重大損失。¹⁶⁰

為了協助亞洲國家解決亞洲金融風暴帶來的經濟傷害，日本大藏省大臣宮澤喜一 (Kiici Miyazawa) 在 1998 年 10 月提出「新宮澤倡議」，同時日本為了穩定國際金融市場，另提供 300 億美元設立「亞洲通貨危機支援基金」(Asian Currency Crisis Support Facility, ACCSF)，其中的 150 億美元提供亞洲國家的中、長期財政需要，另外的 150 億美元用於經濟改革過程中的短期資本需求 (Narine, 2003)。2000 年「清邁倡議」的區域金融救援機制為亞洲貨幣基金的設立提供雛形，東協加 3 (東協 10 國及中日韓三國) 最終於 2007 年 5 月建立亞洲貨幣基金。然而，美國與國際貨幣基金卻一直抱持反對的意見，他們認為日本會藉由亞洲貨幣基金的設立而主導東亞地區的發展，因此美國不斷提出亞洲貨幣基金的設立可能會產生「道德風險」(moral hazard) 等理由阻礙亞洲貨幣基金的成立 (Narine,

¹⁶⁰ 在亞洲金融危機發生期間，東南亞各國與韓國向國際貨幣基金 (International Monetary Fund, IMF) 求援，國際貨幣基金要求受援國家進行嚴厲的經濟改革，此舉招致受援國家對國際貨幣基金很大的不滿。

2003)。

二、清邁倡議與換匯協定

1997 年 12 月，中日韓與東協 10 國在馬來西亞召開第一次的「東協加 3 高峰會」(ASEAN+3 Summit)，並希望各國能藉由雙邊換匯協定 (Bilateral Swap Arrangements, BSAs) 在必要時援助需要幫助的國家。1999 年 11 月，東協加 3 高峰會進一步強化「東亞自助暨支持機制」(Self-help and Support Mechanisms in East Asia)，希望能更緊密的合作、增加貿易往來、及在財政議題上進行合作等。

2000 年，「東協加 3 高峰會」第二次財政部長會議在泰國清邁召開，會中各國同意簽署「清邁倡議」，將「東協換匯安排」(ASEAN Swap Arrangement) 的金額由 1978 年的 2 億美元提高至 10 億美元，並將中國、日本、及韓國納入其中，以建立國家間的換匯關係，並協助成員國解決短期國際收支問題及穩定金融市場。如果會員國需要流動性支援，可立刻獲得 10% 雙邊換匯協定金額的短期援助，其他的 90% 則需國際貨幣基金的審核。

2005 年的亞銀年會之後，更擴大「清邁倡議」的決議，主要內容包括：

1. 加強與整合東協加 3 的經濟監控機制，以儘速偵測區域內經濟異常狀況，並採行緊急補救措施。
2. 採取共同決策機制，以做為未來多邊換匯的基礎。
3. 增加雙邊換匯金額，並增訂新的雙邊換匯安排。多邊換匯金額由 10 億美元增加至 20 億美元，能立即動用的換匯金額由 10% 提高至 20%。

2007 年 5 月，東協加 3 的財政部長會議將雙邊換匯安排提升為多邊換匯安排，且為了因應全球金融風暴而擴大多邊換匯基金規模。就國際貨幣的交易媒介功能而言 (成為他國外匯市場干預的工具)，中國積極透過與周邊國家簽署雙邊換匯協定，發揮人民幣在亞太地區穩定各國匯率的影響力。2009 年 12 月，東協加 3 的 13 個國家正式簽定「清邁倡議多邊化」(Chiang Mai Initiative Multilateralization, CMIM)，在清邁倡議原有的基礎上建立 1,200 億美元的多邊

區域化的外匯準備。¹⁶¹ 雖然通貨互換（即換匯）名義上是兩國央行在特定期間內為規避彼此間匯率風險的金融操作，然而中國央行卻透過與其他國家新約換舊約的方式，增加換匯簽署的對象與金額，形成人民幣成為其他國家實質的 (de facto) 外匯準備，對於擴大人民幣在東亞區域的流通具有重大的意義。

三、馬尼拉架構

馬尼拉架構 (Manila Framework) 是由澳洲、汶萊、加拿大、中國、日本、南韓、香港、印尼、馬來西亞、紐西蘭、菲律賓、新加坡、泰國、及美國等 14 個國家中央銀行、國際貨幣基金、世界銀行 (World Bank)、及亞洲開發銀行 (Asian Development Bank) 共同於菲律賓馬尼拉召開會議，決議形成多項支援共識而形成的機制，並由「馬尼拉架構小組」執行，但這個架構運作的前提是要與國際貨幣基金協調，而國際貨幣基金的限制條件又十分嚴苛，致使馬尼拉架構運作時缺乏彈性 (王啓明等人，2009)。馬尼拉架構下的金融合作包括：

1. 建立防止金融危機發生的區域預警機制，成立一個與國際貨幣基金全球監控機制互補的區域性監控機制。
2. 加強區域經濟和科技合作，以增強亞洲國家間的金融體系與金融監管能力。
3. 提高國際貨幣基金對金融危機的反應能力。
4. 透過合作性融資措施彌補國際貨幣基金援助資金的不足。

四、亞洲債券基金與亞洲債券市場

2003 年，亞洲 11 國家央行代表組成的「東亞暨太平洋地區央行首長會議」(Executives' Meeting of East Asia and Pacific Central Banks Group, EMEAP) 決議設立「亞洲債券基金」(Asian Bond Fund, ABF)，目的是為了增加亞洲國家債券

¹⁶¹ 2000 年 5 月，東協十國與中、日、韓三國財長簽署以各國央行貨幣互換為主要內容之「清邁倡議」，防止日後再出現類似亞洲金融危機發生時的流動性危機。參與國在非常時期可根據倡議規定，在其出資份額與特定借款成數計算換匯金額，用本國貨幣與美元或人民幣進行互換，規模達 780 億美元。

市場的深度與流動性，推動金融合作，以建立一個健全、穩定的金融體系，防止金融及貨幣危機的發生 (胡嘉智、劉玉睿，2003)。2003 年 6 月，「東亞暨太平洋地區央行首長會議」宣布第一期的亞洲債券基金的規模為 10 億美元，並將投資於美元計價的亞洲債券。亞洲債券基金並不投資日本、紐西蘭、澳洲等經濟體質較佳國家所發行的美元債券，而只投資其他會員國所發行的美元債券。隔年 12 月，「東亞暨太平洋地區央行首長會議組織」宣布第二期亞洲債券基金的規模達到 20 億美元，並可以投資以會員國貨幣計價發行的債券。簡單來說，亞洲貨幣基金的設立是爲了能更有效利用亞洲國家的外匯存底 (王啓明等人，2009)。

2003 年的東協加 3 財政部長會議決議設立「亞洲債券市場」(Asian Bond Market)，並簽署「亞洲債券市場倡議」，希望藉由增加債券市場的深度與流動性，以建立一個穩定、健全的金融市場，防止經濟、金融、及貨幣危機的發生；並形成一個類似歐洲歐元債券市場 (Euro Bond Market) 的機制，提高資金流量及穩定性，進而促進區域貨幣的產生。

2009 年 5 月，東協加 3 財政部長會議後，東協加 3 同意設立規模達 5 億美元的區域信用擔保暨投資機制 (Credit Guarantee and Investment Mechanism, CGIM)，並爲亞洲開發銀行的一部分。獲得區域信用擔保及投資機制認可的公司債與亞洲開發銀行發行的債券享有相同的債券評等等級，使發行債券的企業可以較低的融資成本募集資金。尤其是，以區域內貨幣發行債券，除可避免美元匯率帶來的匯率波動風險之外，也能使區域內的資金轉向投資區域內債券市場，進一步促成區域資本市場的發展。

第二節 東亞的區域金融整合

區域經濟整合包含實質經濟面與貨幣金融面兩個層次，目前東亞地區在實質經濟面的整合已有相當的進展，但貨幣金融的整合則只在起步階段。從貨幣、股票、及債券市場的相關性來看，東亞各國的相關性皆偏低，東亞各國在區域內的總投資與持有區域內債權所佔的比例也呈現偏低的現象。本節將介紹東亞各國金

融整合的情形。

一、東亞各國貨幣、債券及股票市場的相關性

亞洲金融風暴結束後，東亞各國的金融市場仍快速成長，金融市場總資產對國內生產毛額的比率由 1995 年的 233.1% 大幅增加為 2007 年的 318.9% (表 8-1)。在這段期間，東亞金融市場的結構也有所改變，由原本以銀行部門為主，轉向股票及債券市場：銀行債權由 1995 年的 140,000 億美元增加為 2007 年的 164,250 億美元，增加幅度為 17%；股票市值由 1995 年的 43,950 億美元增加至 2007 年的 113,090 億美元，增加幅度為 157%；債券餘額由 1995 年的 51,830 億美元增加至 2007 年的 119,680 億美元，增加幅度為 131% (表 8-2)。

表 8-1: 東亞各國金融資產對國內生產毛額的比率——1995 與 2007 年

單位: %

國別	銀行債權		股票市值		債券餘額		合計	
	1995	2007	1995	2007	1995	2007	1995	2007
中國	88	143	6	138	6	47	100	328
印尼	46	39	30	49	1	21	77	109
日本	232	224	67	99	90	201	389	524
韓國	107	111	35	117	53	117	196	345
馬來西亞	123	118	237	174	69	84	429	376
菲律賓	62	46	78	71	34	35	174	152
新加坡	76	84	179	334	22	54	276	472
泰國	134	111	81	80	9	54	224	245
平均	108.5	109.5	89.1	132.8	35.5	76.6	233.1	318.9

資料來源: Giovanni (2009)。

表 8-2: 東亞各國金融市場結構的比較——1995 與 2007 年

單位: 億美元

國別	銀行債權		股票市值		債券餘額		合計	
	1995	2007	1995	2007	1995	2007	1995	2007
中國	6,410	46,550	420	44,790	470	15,310	7,290	106,650
印尼	1,030	1,710	660	2,120	30	900	1,720	4,720
日本	122,530	98,410	35,450	43,310	47,380	88,030	205,360	229,740
韓國	5,560	10,610	1,820	11,230	2,740	11,190	10,120	33,030
馬來西亞	1,110	2,210	2,140	3,250	620	1,560	3,870	7,020
菲律賓	470	660	590	1,030	260	500	1,320	2,190
新加坡	640	1,360	1,510	5,390	180	870	2,330	7,620
泰國	2,250	2,740	1,360	1,970	150	1,320	3,760	6,030
合計	140,000	164,250	43,950	113,090	51,830	119,680	235,770	397,000

資料來源: 同表 8-1。

從銀行債權、股票市值、及債券餘額對國內生產毛額的比率，更可看出東亞各國股票市值及債券餘額的平均比率明顯提升 (表 8-1)。1995 至 2007 年股票市值的比率由 89.1% 提高為 132.8%，債券餘額的比率由 35.5% 提高為 76.6%。相對的，銀行債權對國內生產毛額的比率提高有限，僅由 108.5% 微幅提高為 109.5%。顯然地，東亞金融風暴結束後，東亞各國金融市場直接金融的比重降低，間接金融的比重則上升。

表 8-3 為泰國、新加坡、菲律賓、馬來西亞、韓國、日本、印尼、及中國的貨幣市場利率相關係數矩陣。2002 至 2009 年，一國對其他各國貨幣市場利率的相關係數平均分別為: 泰國 0.289、新加坡 0.245、菲律賓 0.114、馬來西亞 0.293、韓國 0.140、日本 0.230、印尼 0.164、及中國 0.005，顯示東亞各國貨幣市場的利率相關係數非常低，中國與其他國家的相關係數幾乎為 0。¹⁶²

¹⁶² 中國目前仍管制利率，即絕大多數利率仍是由中國人民銀行制定，報國務院批准後執行。

表 8-3: 東亞各國貨幣市場的利率相關性—2002 至 2009 年

國別	泰國	新加坡	菲律賓	馬來西亞	韓國	日本	印尼	中國
中國	-0.110	-0.034	0.050	0.032	0.240	0.160	-0.303	1.000
印尼	0.513	0.168	0.151	0.551	-0.029	0.099	1.000	-0.303
日本	0.176	0.374	0.232	0.168	0.402	1.000	0.099	0.160
韓國	0.106	0.009	0.115	0.136	1.000	0.402	-0.029	0.240
馬來西亞	0.625	0.351	0.189	1.000	0.136	0.168	0.551	0.032
菲律賓	-0.036	0.098	1.000	0.189	0.115	0.232	0.151	0.050
新加坡	0.746	1.000	0.098	0.351	0.009	0.374	0.168	-0.034
泰國	1.000	0.746	-0.036	0.625	0.106	0.176	0.513	-0.110
平均	0.289	0.245	0.114	0.293	0.140	0.230	0.164	0.005

資料來源: 亞洲區域整合中心 (Asia Regional Integration Center), 整合指標資料庫 (Integration Indicators Database), <http://aric.adb.org/indicator.php>。

表 8-4 為泰國、新加坡、菲律賓、馬來西亞、韓國、日本、印尼、及中國的債券市場利率相關係數矩陣。2002 至 2009 年，一國對其他各國債券市場利率的相關係數平均分別為: 泰國 0.376、新加坡 0.372、菲律賓 0.088、馬來西亞 0.328、韓國 0.292、日本 0.284、及印尼 0.148 (中國債券市場利率資料從缺)，顯示東亞各國債券市場的利率相關性也偏低。最後，觀察東亞各國股票市場報酬率的相關性。表 8-5 為泰國、新加坡、菲律賓、馬來西亞、韓國、日本、印尼、及中國的股票市場報酬率相關係數矩陣。2002 至 2009 年，一國對其他各國股票市場報酬率的相關係數平均分別為: 泰國 0.539、新加坡 0.583、菲律賓 0.454、馬來西亞 0.553、韓國 0.498、日本 0.420、印尼 0.516、及中國 0.396，除了中國對東亞其他國家的相關係數較低外，泰國、新加坡、馬來西亞、及印尼的相關係數都高於 0.5，顯示東亞各國股票市場的相關性高於貨幣及債券市場。

表 8-4: 東亞各國債券市場的利率相關性——2002 至 2009 年

國別	泰國	新加坡	菲律賓	馬來西亞	韓國	日本	印尼	中國
中國	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
印尼	0.322	0.295	-0.046	0.115	0.290	0.063	1.000	N/A
日本	0.471	0.596	0.168	0.404	0.289	1.000	0.063	N/A
韓國	0.538	0.486	0.106	0.333	1.000	0.289	0.290	N/A
馬來西亞	0.579	0.588	0.276	1.000	0.333	0.404	0.115	N/A
菲律賓	0.100	0.015	1.000	0.276	0.106	0.168	-0.046	N/A
新加坡	0.622	1.000	0.015	0.588	0.486	0.596	0.295	N/A
泰國	1.000	0.622	0.100	0.579	0.538	0.471	0.322	N/A
平均	0.376	0.372	0.088	0.328	0.292	0.284	0.148	N/A

資料來源: 同表 8-3。

表 8-5: 東亞各國股票市場報酬率的相關性——2002 至 2009 年

國別	泰國	新加坡	菲律賓	馬來西亞	韓國	日本	印尼	中國
中國	0.403	0.388	0.376	0.406	0.334	0.262	0.316	1.000
印尼	0.666	0.776	0.686	0.798	0.559	0.325	1.000	0.316
日本	0.594	0.578	0.432	0.447	0.719	1.000	0.325	0.262
韓國	0.779	0.696	0.339	0.558	1.000	0.719	0.559	0.334
馬來西亞	0.624	0.807	0.624	1.000	0.558	0.447	0.798	0.406
菲律賓	0.498	0.676	1.000	0.624	0.339	0.432	0.686	0.376
新加坡	0.747	1.000	0.676	0.807	0.696	0.578	0.776	0.388
泰國	1.000	0.747	0.498	0.624	0.779	0.594	0.666	0.403
平均	0.539	0.583	0.454	0.533	0.498	0.420	0.516	0.396

資料來源: 同表 8-3。

二、東亞區域內投資與對外持有債權的比重

除了貨幣、股票、債券市場的相關性偏低之外，值得注意的是，亞洲各國在區域內的投資與持有債權所佔的比重呈現偏低的現象，大部分的投資與持有的債權來源都集中於亞洲區域之外。表 8-6 顯示，亞洲國家投資於亞洲之外的比重 2001 年為 94.4%，2006 年為 90.4%，顯示亞洲的資金大多流向亞洲之外的國家（日本對外的投資也以亞洲之外的地區為主，比重高達 9 成），也顯示亞洲區域內國家的金融整合程度偏低。進一步觀察亞洲國家持有債權的區域分配，同樣也顯示亞洲國家所持有的債權來源也以亞洲之外的地區為主，其比重 2001 年為 89.9%，

2006 年為 88.8% (表 8-7)。

表 8-6: 亞洲各國投資的區域分布——2001 與 2006 年

單位: %

年別	區域或國別	投資於				合計
		亞洲 (不含日本)	日本	亞洲	亞洲之外	
2001	亞洲 (不含日本)	15.0	6.2	21.2	78.8	100.0
	日本	1.7		1.7	98.3	100.0
	亞洲 (包含日本)	4.4	1.2	5.6	94.4	100.0
2006	亞洲 (不含日本)	25.3	3.0	28.3	71.7	100.0
	日本	2.2		2.2	97.8	100.0
	亞洲 (包含日本)	8.8	0.9	9.7	90.4	100.0

資料來源: 同表 8-1。

Kim 等人 (2008) 曾比較東亞與歐洲國家之投資資產總額區域比重分配的情形，發現東亞各國彼此持有的跨國資產 (cross-country asset) 低於歐洲各國彼此持有的跨國資產比重。平均而言，2003 年，東亞區域內彼此持有跨國資產比重約為 14.1%，日本與韓國甚至分別只有 1.3% 及 7.9%，馬來西亞則最高達 45.9% (表 8-8)。相對來說，2003 年，歐洲各國彼此持有的跨國資產比重平均為 58.1%，芬蘭與法國甚至分別高達 82.3% 與 72.7%，最低的英國有 41.7% (表 8-9)。

進一步將投資總額拆解為股票、短期債券 (short-term debt)、及長期債券 (long-term debt)，並比較東亞與歐洲國家相互持有區域證券比重的差別。同樣的，2003 年，彼此持有區域內股票的比重，東亞國家低於歐洲國家，前者持有的比重平均為 19.9%，馬來西亞高達 75%，日本為 3.9%、韓國為 8.4%、及菲律賓為 1.2%，但後者的比重平均則為 44.3% (表 8-10，表 8-11)。

表 8-7: 亞洲各國持有債權來源的區域分布——2001 與 2006 年

單位: %

年別	區域或國別	債權來源				合計
		亞洲 (不含日本)	日本	亞洲	亞洲之外	
2001	亞洲 (不含日本)	13.7	6.1	19.8	80.2	100.0
	日本	3.7		3.7	96.3	100.0
	亞洲 (包含日本)	7.7	2.4	10.1	89.9	100.0
2006	亞洲 (不含日本)	16.8	3.6	20.4	79.6	100.0
	日本	2.0		2.0	98.0	100.0
	亞洲 (包含日本)	9.4	1.8	11.2	88.8	100.0

資料來源: 同表 8-1。

表 8-8: 東亞各國投資資產總額的區域分布——2003 年

單位: %

國別	投資各區域 (國家) 比重		
	東亞	歐洲	美國
香港	16.3	27.0	13.9
印尼	11.3	15.2	24.8
日本	1.3	35.3	36.0
韓國	7.9	16.6	45.9
馬來西亞	45.9	23.4	18.1
菲律賓	7.0	19.5	68.9
新加坡	20.2	38.9	15.7
泰國	2.9	20.5	64.2
平均	14.1	24.6	35.9

資料來源: Kim 等人 (2008)。

表 8-9: 歐洲各國投資資產總額的區域分布—2003 年

單位: %

國別	投資各區域 (國家) 比重		
	東亞	歐洲	美國
奧地利	1.3	70.6	9.9
比利時	0.8	68.3	7.8
丹麥	4.4	56.5	22.9
芬蘭	1.5	82.3	8.1
法國	2.8	72.7	11.1
德國	2.7	63.5	11.1
希臘	0.2	47.1	14.2
冰島	4.6	36.9	23.9
愛爾蘭	3.3	56.3	27.4
義大利	2.0	48.2	12.5
荷蘭	3.8	58.8	27.8
挪威	7.7	60.1	22.9
葡萄牙	0.1	66.4	6.0
西班牙	0.6	69.0	8.5
瑞典	5.1	46.0	30.7
瑞士	2.5	46.0	30.7
英國	10.9	41.7	25.0
平均	3.2	58.1	16.7

資料來源: 同表 8-8。

表 8-10: 東亞各國持有股票資產的區域分布—2003 年

單位: %

國別	投資各區域 (國家) 比重		
	東亞	歐洲	美國
香港	17.4	22.7	5.2
印尼	12.5	56.3	6.3
日本	3.9	30.9	52.0
韓國	8.4	5.7	28.1
馬來西亞	75.0	5.5	10.9
菲律賓	1.2	--	86.1
新加坡	27.9	21.0	16.3
泰國	12.5	13.3	27.7
平均	19.9	22.2	27.7

資料來源: 同表 8-8。

表 8-11: 歐洲各國持有股票資產的區域分布——2003 年

單位: %

國別	投資各區域 (國家) 比重		
	東亞	歐洲	美國
奧地利	4.0	50.2	19.2
比利時	1.7	42.0	8.6
丹麥	9.8	48.8	27.0
芬蘭	4.3	67.0	13.5
法國	6.2	60.3	15.8
德國	4.2	45.1	14.5
希臘	1.1	36.6	35.7
冰島	5.1	33.0	24.9
愛爾蘭	9.3	44.8	31.3
義大利	4.1	31.0	11.6
荷蘭	7.4	39.4	42.8
挪威	8.7	49.1	30.2
葡萄牙	0.9	45.7	9.5
西班牙	2.5	60.2	10.5
瑞典	6.3	36.9	32.9
瑞士	4.0	28.2	17.7
英國	18.4	34.9	26.8
平均	5.8	44.3	21.9

資料來源: 同表 8-8。

同樣的，彼此持有區域內國家的長、短期債券的比重，東亞各國也分別低於歐洲各國。在持有區域內國家短期債券的比重上，2003 年，東亞各國平均為 5.7% (表 8-12)，歐洲各國平均為 65.6% (表 8-13)。在持有區域內國家長期債券的比重上，2003 年，東亞各國平均為 10.1% (表 8-14)，歐洲各國平均為 68.3% (表 8-15)。最後，觀察東亞與歐洲各國的跨境銀行債權 (cross-board bank claims) 持有金額，2003 年，東亞各國持有區域內跨境銀行的債權平均為 11,496 百萬美元，分別低於所持有對美國與歐洲的跨境銀行債權平均 16,111 及 178,293 百萬美元 (表 8-16)；而歐洲國家持有區域內跨境銀行債權的金額平均為 305,572 百萬美元，遠高於對美國的平均 22,768 百萬美元及對東亞的平均 26,167 百萬美元 (表 8-17)。

表 8-12: 東亞各國持有短期債券的區域分布——2003 年

單位: %

國別	投資各區域 (國家) 比重		
	東亞	歐洲	美國
香港	21.8	24.0	17.9
印尼	0.0	0.0	100.0
日本	1.3	28.2	35.4
韓國	0.0	59.6	40.4
馬來西亞	0.0	100.0	0.0
菲律賓	--	--	60.1
新加坡	16.9	61.7	43.6
泰國	0.0	6.2	41.0
平均	5.7	40.0	41.0

資料來源: 同表 8-8。

表 8-13: 歐洲各國持有短期債券的區域分布——2003 年

單位: %

國別	投資各區域 (國家) 比重		
	東亞	歐洲	美國
奧地利	0.5	73.0	12.6
比利時	0.1	74.9	12.9
丹麥	0.0	60.9	31.9
芬蘭	0.0	97.0	2.2
法國	1.5	78.1	12.4
德國	0.0	54.2	34.4
希臘	0.0	83.1	7.5
冰島	0.0	50.0	16.7
愛爾蘭	0.0	46.5	40.4
義大利	0.5	87.3	2.8
荷蘭	2.0	49.6	16.0
挪威	0.0	64.8	34.5
葡萄牙	0.0	80.0	1.3
西班牙	0.0	51.5	3.5
瑞典	0.0	62.4	24.7
瑞士	0.0	41.0	6.7
英國	0.3	65.6	16.5
平均	0.3	65.6	16.5

資料來源: 同表 8-8。

表 8-14: 東亞各國持有長期債券的區域分布——2003 年

單位: %

國別	投資各區域 (國家) 比重		
	東亞	歐洲	美國
香港	14.4	31.7	21.8
印尼	11.8	15.6	21.4
日本	0.8	36.4	32.9
韓國	7.8	19.0	50.3
馬來西亞	15.3	41.3	26.0
菲律賓	11.0	6.8	72.7
新加坡	17.2	35.0	24.9
泰國	2.2	23.1	68.6
平均	10.1	26.1	39.8

資料來源: 同表 8-8。

表 8-15: 歐洲各國持有長期債券的區域分布——2003 年

單位: %

國別	投資各區域 (國家) 比重		
	東亞	歐洲	美國
奧地利	0.5	76.1	7.2
比利時	0.3	81.9	7.1
丹麥	0.6	61.9	19.9
芬蘭	0.0	89.7	5.6
法國	1.7	76.7	9.2
德國	1.8	74.5	8.6
希臘	0.1	47.8	11.4
冰島	0.0	77.7	13.5
愛爾蘭	1.8	67.9	18.0
義大利	0.5	60.2	13.3
荷蘭	1.2	73.1	16.9
挪威	7.1	67.9	17.3
葡萄牙	0.0	67.0	6.4
西班牙	0.1	72.4	8.3
瑞典	2.9	64.0	26.5
瑞士	1.3	56.9	12.5
英國	0.9	68.3	24.1
平均	1.2	68.3	13.3

資料來源: 同表 8-8。

表 8-16: 東亞各國持有跨境銀行債權的分布——2003 年

單位: 百萬美元

國別	各區域 (國家) 比重		
	東亞	歐洲	美國
中國	15,766	30,241	4,714
香港	37,220	183,371	19,348
印尼	7,526	21,887	2,718
日本	6,885	409,642	69,552
韓國	14,572	49,768	17,375
馬來西亞	6,323	26,976	9,503
菲律賓	3,712	13,210	4,614
新加坡	24,746	72,098	15,900
臺灣	4,385	34,381	17,587
泰國	9,593	17,484	4,451
平均	11,496	178,293	16,111

資料來源: Lee (2006)。

表 8-17: 歐洲各國持有跨境銀行債權的分布——2003 年

單位: 百萬美元

國別	各區域 (國家) 比重		
	東亞	歐洲	美國
奧地利	4,339	178,293	6,330
比利時	13,686	255,915	13,725
丹麥	4,291	108,422	9,820
芬蘭	3,681	48,890	2,056
法國	61,153	499,441	31,147
德國	100,471	711,776	74,242
希臘	3,091	83,383	6,050
冰島	347	6,844	59
愛爾蘭	14,818	236,873	8,964
義大利	34,874	517,649	27,325
盧森堡	44,939	212,934	8,280
荷蘭	32,615	406,780	33,980
挪威	3,043	89,465	8,266
葡萄牙	1,877	121,464	2,284
西班牙	16,891	309,778	15,460
瑞典	8,869	95,435	7,013
瑞士	8,571	116,946	13,478
英國	113,446	1,500,000	141,321
平均	26,167	305,572	22,768

資料來源: 同表 8-16。

三、東亞與歐盟的金融整合程度比較

就持有區域內的跨境銀行債權、股票、長(短)期債券的比重及金額而言，東亞各國都遠遠低於歐洲各國。事實上，自1997年的亞洲金融風暴發生後，許多學者便開始探討東亞與歐盟區域的金融整合情形。Park 與 Bae (2002) 從區域內資本流動性、股票價格的共整合 (cointegration)、股票價格的誤差變異數分解 (error variance decomposition) 等角度探討東亞區域的金融整合程度，結果發現，無論是在亞洲金融風暴發生前或風暴發生後，東亞區域並沒有顯示金融整合的現象，儘管東亞區域在貿易整合上已有較大的進展，但在金融市場的整合上仍與歐盟有一段差距。

Eichengreen 與 Park (2003) 比較歐洲與亞洲的金融整合程度，發現亞洲國家的金融整合度 (以跨境銀行債權對國內生產毛額的比率衡量) 僅 3.5%，遠低於歐洲的 33.9%，顯示亞洲國家彼此的金融整合度不高。他們從區域內國家間經濟發展的差異性、政策的一致性、及語言與國家疆界的關聯性，來解釋亞洲與歐盟為何在金融整合的程度上存在落差。Shin 與 Sohn (2006) 也認為，雖然東亞區域在私人資本移動和股票市場等方面與世界市場的整合程度高，但東亞區域內的金融整合進展仍十分緩慢。

Cowen 等人 (2006) 指出，歐盟各國的跨境銀行借貸以區域內國家的銀行往來為主，但亞洲各國向北美或歐盟的銀行借貸金額及成長率反而都高於東亞區域內國家間的相互借貸；亞洲各國投資亞洲國家債券對亞洲各國國內生產毛額總合比率為 2.25%，遠低於投資於歐盟各國債券 (7.25%) 和北美債券 (7.25%) 的比重；亞洲各國對歐盟各國和北美的資產投資對亞洲各國國內生產毛額總合的比率為 10%，約為對亞洲各國資產投資對亞洲各國國內生產毛額總合比率的 4.5 倍。

亞洲開發銀行 2005 年的研究指出，東亞各國的金融整合程度正在緩慢提高，但東亞各國銀行間的拆款利率與公債殖利率仍有相當大的差異，在隔夜與 3 個月拆款利率及 2 年期與 10 年期公債殖利率的差異方面，自 1999 年以來則呈現縮小的趨勢，東亞各國在股票市場的整合程度高於貨幣與債券市場的整合程度。

Kim 等人 (2008) 也發現，與歐洲的金融市場整合相比，東亞金融市場區域內的整合程度低於東亞對全球金融市場的整合程度，並指出東亞區域金融整合程度偏低的原因源自於東亞金融市場自由化程度仍不高及貨幣和匯率制度的不穩定。雖然東亞與區域外國家（如歐盟與美國）的金融整合呈現持續提升的現象 (Eichengreen 與 Park, 2003)，但可以預期東亞區域內各國的金融整合仍有大幅提升的空間。

四、金融法規與制度的管制

Miniane (2004) 曾衡量全球 34 個國家於 1983 至 2000 年的資本管制指數，Chinn 與 Ito (2008) 也曾衡量全球 181 個國家於 1970 至 2005 年的金融開放性指數。東亞的平均資本管制指數，1990 年為 0.601，2000 年降低為 0.587，但兩個數據都遠高於歐盟 1990 年的 0.401 與 2000 年的 0.187，及北美自由貿易區 1990 年的 0.462 與 2000 年的 0.410。同樣的，東亞的金融開放度也遠低於歐盟與北美自由貿易區，1990 年與 2005 年的平均金融開放指數，東亞分別為 0.54 與 0.405，歐盟分別為 1.091 與 2.445，北美自由貿易區則分別為 1.494 與 2.144 (表 8-18)。資本往往是從管制高的地區往管制低的地區移動，因此資本管制程度較高的東亞各國，金融整合的程度自然地也就比較低。

表 8-18: 東亞、歐盟及北美自由貿易區的資本管制指數與金融開放指數

	資本管制指數		金融開放指數	
	1990 年	2000 年	1990 年	2005 年
東亞	0.601	0.587	0.54	0.405
歐盟	0.401	0.187	1.091	2.445
北美自由貿易區	0.462	0.410	1.494	2.144

資料來源: Miniane (2004)，Chinn 與 Ito (2008)。

第三節 中國與東亞區域經濟的關係

從中國的地理鄰近性 (geographical proximity) 及國內生產毛額與人口總數

佔東亞區域的比例，加上中國與東協、日本、及韓國在貿易密集指數、貿易互補指數、及產業內貿易指數的提升，均顯示中國在東亞區域的經濟重要性不斷地提升。

1. 地理鄰近性

地理鄰近性愈高，運輸成本將隨之減少，有助於促進區域經濟整合。距離東協，中國為 3,600 公里，日本為 4,494 公里，韓國為 3,810 公里，都遠低於歐盟的 9,411 公里、北美自由貿易區的 14,633 公里，表示中、日、韓與東協的地理鄰近性程度非常高，且中國比日本、韓國更具有優勢 (表 8-19)。中日韓三國與東協間的商業航班與商業海運航線的緊密聯繫，也是促進區域內貿易的因素之一。

表 8-19: 東協與中日韓的地理鄰近性

單位: 公里

	中國	日本	韓國	歐盟	北美自由貿易區
東協	3,600	4,494	3,810	9,411	14,633
中國	-	2,103	962	7,474	11,172
日本	2,103	-	1,153	9,096	10,928
韓國	962	1,153	-	8,273	11,187
歐盟	7,474	9,096	8,273	-	6,917
北美自由貿易區	11,172	10,928	11,187	6,917	-

資料來源: Estrada 等人 (2011)。

2. 經濟重要性

2010 年，東協加 3 的國內生產毛額為 14.2 兆美元，佔東協加 3 國內生產毛額的比例，中國為 41.4%，日本為 38.7%，韓國為 7.1%，東協為 12.8% (表 8-20)。2010 年，東協加 3 的人口總數為 21 億，佔東協加 3 人口數的比例，中國為 63.3%，日本為 6.2%，韓國為 2.3%，東協為 28% (表 8-21)。上述數據顯示，中國佔東協加 3 之國內生產毛額及人口總數的比例高於日本、韓國、及東協，由此顯示中國在東亞區域經濟中的重要性。

表 8-20: 中日韓與東協的國內生產毛額——2010 年

	中國	日本	韓國	東協	東協加 3
金額 (兆美元)	5.88	5.50	1.01	1.81	14.2
比重 (%)	41.4	38.7	7.1	12.8	100

資料來源: 世界銀行 (World Bank), 世界發展指標線上資料庫 (World Development Indicators Online Database), <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>。

表 8-21: 中日韓與東協的人口數——2010 年

	中國	日本	韓國	東協	東協加 3
人 (億)	13.3	1.3	0.49	5.91	21.0
比重 (%)	63.3	6.2	2.3	28.1	100

資料來源: 同表 8-20。

3. 貿易密集指數

貿易密集指數乃反映一國與另一國貿易關係疏密的一個重要指標, 指數大於 1 即表示兩國或區域間擁有緊密的貿易關係。在 1996 與 2007 年的貿易密集指數, 中國對日本分別為 4.07 及 2.01, 中國對韓國分別為 2.15 及 2.16, 中國對東協分別為 1.10 及 1.37 (表 8-22), 顯示中國與東協的貿易關係越趨緊密。¹⁶³

表 8-22: 中國對日本、韓國、及東協的貿易密集指數

	1996 年	2007 年
中國對日本	4.07	2.01
中國對韓國	2.15	2.16
中國對東協	1.10	1.37

註: 貿易密集指數的計算公式為 (A 國對 B 國的出口額 / A 國的出口總額) / (B 國進口總額 / 世界貿易進口總額)。

資料來源: 聯合國亞太經社委員會 (ESCAP), 亞太貿易與投資協定資料庫 (Asia-Pacific Trade and Investment Agreements Database), http://www.unescap.org/tid/artnet/artnet_app/iti_aptiad.aspx。

4. 貿易互補指數

貿易互補指數是指一國的出口結構是否與其他國家或區域的進口結構互相配合, 配合程度愈高, 貿易互補指數愈高, 表示此區域的貿易利得愈大。1996 至 2007 年, 中國對日本的貿易互補指數由 63.75 降至 55.13, 減少 13.5%; 中國

對韓國的貿易互補指數由 56.71 升至 64.36，增加 13.5%；中國對東協的貿易互補指數由 52.53 升至 72.35，增加 37.7% (表 8-23)。雖然中國對日本的貿易互補指數有所減少，但對韓國及東協都有所增加，且對東協的增加幅度 37.7% 更高於對韓國的增加幅度 13.5%。整體而言，中國對日本、韓國、及東協的貿易互補指數都相當高，意謂這些國家之間的貿易將帶給彼此相當的貿易利得。

5. 產業內貿易指數

產業內貿易指數 (intra-industry trade index) 的範圍界於 0 與 1 之間，愈接近 1 表示區域內國家的產業內貿易程度愈大，亦即兩國間貿易之產品的同質性愈高，愈接近 0 表示區域內國家的產業內貿易程度愈小，兩國間貿易之產品的差異性愈大。1996 至 2007 年，中國對日本的產業內貿易指數由 0.38 升至 0.60，中國對韓國的產業內貿易指數由 0.50 升至 0.53，中國對東協的產業內貿易指數由 0.16 升至 0.64 (表 8-24)。中國對日本、韓國、及東協的相互間產業內貿易指數均呈現提高的趨勢，顯示中國與這些國家 (區域) 的經濟同質性提升 (因為兩國之間的進出口大多為同產業的產品)，有利於東亞區域經濟整合後貿易量的提升。

表 8-23: 中國對日本、韓國、及東協的貿易互補指數

	1996 年	2007 年
中國對日本	63.75	55.13
中國對韓國	56.71	64.36
中國對東協	52.53	72.35

資料來源: 同表 8-22。

表 8-24: 中國對日本、韓國、及東協的產業內貿易指數

	1996 年	2007 年
中國對日本	0.38	0.60
中國對韓國	0.50	0.53
中國對東協	0.16	0.64

資料來源: 同表 8-22。

與日本、韓國相比，中國距離東協的距離最具有地理鄰近性的優勢。中國佔

東協加 3 總國內生產毛額與總人口數的比例都超過 5 成，顯示出中國對東協加 3 的經濟重要性。此外，中國對東協、日本、韓國的貿易密集指數、貿易互補指數、及產業內貿易指數都相當高，也表示中國能帶給東亞區域的貿易與國相當的利得。這些因素均有利於中國人民幣區域化乃至國際化的推動，而人民幣區域化的推動也將使這些指標進一步提高，致使東亞各國的經濟更加緊密結合，區域經濟整合程度進一步提升。

第四節 人民幣區域化對東亞貨幣合作的影響

在 1997 年次貸危機引發全球金融海嘯後，如何透過區域貨幣合作防範金融危機衝擊，成為東亞各國關注的焦點。對此，中國所採取的策略可分為兩方面，一是尋求推動既有多邊架構；一是積極推動人民幣區域化，兩者看來路徑相異，實則皆有助於將人民幣推向國際通用貨幣。中國目前是全球第二大經濟體、第二大貿易國，擁有的外匯存底更排名全球第一，中國的經濟力量足可作為東亞區域經濟成長與貨幣政策的穩定器，且在與東亞整體經濟的關聯度不斷提高下，中國參與區域貨幣合作將可以使東亞各國獲得明顯的利益。

一、人民幣區域化的推動

戴相龍 (2011) 認為，人民幣的國際化可分成三個步驟，一是通過市場化的方法逐步推進，二是通過政府間的特定協議來推進人民幣的國際化，三是發展人民幣境外市場，發揮人民幣在境外貿易中的結算和境外投資中的作用。因此，中國推動清邁多邊倡議外匯準備基金，並積極和東亞各國簽署雙邊換匯協定，至 2010 年 10 月，金額達 9,835 億元人民幣，都可看作是透過各國中央銀行安排推進人民幣國際化。清邁倡議成立鼓勵企業發行國幣（包括人民幣）債券的基金，同樣有助於人民幣國際化，無論中國自己或其他國家發行人民幣債券，都能發揮鼓勵其他國家持有人民幣資產和中國減持美元資產的雙重好處。成立區域型的債券發展基金，恰可提供必要的擔保和投資基金，鼓勵東亞各國改善發展債券市場

的相關條件，從而有助於各國選擇人民幣債券或放棄美元債券。

由於人民幣尚無法自由兌換，人民幣的境外使用僅具備與部分鄰國的交易媒介功能。若從國際貨幣的交易媒介功能來看（作為他國民眾交易支付工具），隨著中國與鄰近國家人民往來（如經商、旅遊等）更加密切，人民幣於境外也日漸流通開來。根據「人民幣現金跨境流動調查課題組」2005年的統計報告，港、澳地區的人民幣滯留量占人民幣境外存量50%（何帆，2009）。2003至2004年，港、澳銀行相繼獲准辦理人民幣個人業務清算作業。除了港、澳地區外，其他鄰國也透過經貿往來，帶動人民幣的境外使用。¹⁶⁴此外，以2004年底為例，中國全年人民幣境外流通總量為7,713億元人民幣，淨流出量為99億元人民幣（何帆，2009）。由全年流通總量遠高於淨流出量來看，人民幣境外功能仍以交易用途為主。

就國際貨幣的價值儲存功能而言，人民幣的境外流通主要表現在港、澳地區人民幣存款業務與中國金融機構赴港發行人民幣債券兩方面。2004年初開始，香港地區的銀行可以辦理人民幣存款等業務，人民幣成為香港民眾價值儲存管道之一。另一方面，2007年下半年開始，中國國家開發銀行、中國進出口銀行、中國銀行、交通銀行、及中國建設銀行等國有銀行赴港發行人民幣債券。此外，外國機構法人赴中國境內發行的人民幣債券（如熊貓債券）也是近年來人民幣國際化的另一種方法。中國社科院世界經濟與政治研究所國際金融室副主任張明指出，中國政府正採兩條方式來推動人民幣國際化，一是向境外持續輸出人民幣（如發行點心債券）；二是向海外投資者提供更多以人民幣計價的金融商品（如熊貓債券），這包括在香港離岸人民幣市場發行的金融商品及在上海內地人民幣金融市場發行並向海外投資者開放的金融商品（陳敏，2011）。

二、人民幣在東亞周邊國家的流通情形

¹⁶⁴ 包括台灣、韓國、越南、寮國、柬埔寨、菲律賓、泰國、新加坡、馬來西亞、印尼、蒙古、俄羅斯、哈薩克、吉爾吉斯、及巴基斯坦等國家。

中國的人民幣在東亞周邊國家或地區流通與使用情形日趨普遍，特別是鄰近中國的國家，例如，越南、韓國、及緬甸等國。李華民 (2003) 指出，中國的人民幣已在越南、泰國、緬甸、韓國、及尼泊爾等周邊國家作為支付及清算的工具。唐東寧、孫翌 (2002) 指出，在緬甸與中國的邊境貿易與旅遊活動中，人民幣在緬甸有「小美元」之稱。他們並指出，在寮國，中國的人民幣可替代該國的國幣作為交易的計價及清算工具，柬埔寨更是鼓勵該國國民使用人民幣作為交易的工具。

蔡炯明 (2009) 指出，中國與其周邊國家間的邊境貿易使用人民幣進行結算最早可溯及 2004 年開始的雲南邊境小額貿易，之後此地區小額貿易以人民幣結算的比重一直保持在 90% 以上。中蒙邊境貿易基本上以人民幣結算，中越邊境貿易及中國雲南省邊境貿易亦有 90% 以人民幣結算。在 2008 年年底，中國並進一步與越南、蒙古、尼泊爾、及俄羅斯等八個周邊國家，簽署了自主選擇雙邊貨幣結算協議，近期更擴大為跨境貿易人民幣結算管理。

劉仁伍、劉華 (2006) 調查後指出，在緬甸撣邦東部第四特區，人民幣已取代緬幣成為主要流通貨幣，緬甸特區政府的財政預算按人民幣計算，財政收支全部使用人民幣，特區銀行能夠辦理人民幣現金存取及轉帳業務。除了東協各國之外，在蒙古境內流通的貨幣中大約有 50% 是人民幣，在與中國接壤的蒙古西北五省地區更達到 80 至 90%，人民幣已經普遍用於兩國居民之間的交易結算和商品計價。劉仁伍、劉華 (2006) 估計，2007 年 6 月人民幣在柬埔寨北部四省及緬甸撣邦東部第四特區兩地的存量約為 6 億元。

鐘偉 (2008) 指出，通過旅遊管道人民幣在印尼的年流量約為 4 億元，在新加坡通過多重管道構成的人民幣跨境流量約為 50 億元，在中越邊境貿易中每年的人民幣流動規模約在 50 至 60 億元，而通過旅遊和回流管道，香港每年的人民幣流量達到 188 億元。

鄭曉舟 (2007) 指出，自從銀聯卡在香港開通以來，人民幣在港交易量激增，2004 至 2006 年的 3 年中，銀聯卡在香港地區的交易金額由 28.45 億元人民

幣增加至 123.6 億元人民幣，人民幣成爲內地遊客赴港旅遊的重要交易媒介。通過貿易管道在越南的境外人民幣存量穩定在 30 億元左右，通過旅遊管道在越南的境外人民幣存量穩定在 8 億元，人民幣在越南的存量累計爲 38 億元。在新加坡通過旅遊仲介、貨幣兌換店、及匯款中心等穩定持有的人民幣存量約爲 10 億元。人民幣在泰國的存量約爲 5 億元，在印尼的存量也達到了 1 億元左右。此外人民幣在邊貿地區的報關、結算、及對外投資等方面已取消了外匯限制，中國也與蒙古、越南、尼泊爾、吉爾吉斯、及俄羅斯等 8 個國家分別簽訂有關邊境地區雙邊換匯協定。截至 2010 年 8 月底，20 個省份人民幣結算金額達 1,414 億元人民幣，由此顯示人民幣作爲國際貨幣結算功能的作用正在快速發展（吳婷婷，2010）。

自 2007 年美國爆發次貸危機以來，中國與多個國家或地區簽訂雙邊換匯協定，至 2010 年 10 月，金額總計達 9,835 億元人民幣，對 2010 年中國國內生產毛額的比率爲 2.8%。此外，中國的人民幣已被柬埔寨、菲律賓、及馬來西亞等國家的中央銀行持有作爲外匯準備，印度也將人民幣納入匯率調整指數的一籃子貨幣，表示人民幣已發揮價值儲藏的功能（表 8-25）。

綜言之，人民幣作爲支付和結算貨幣已被許多國家所接受。事實上，人民幣在東南亞的許多國家和地區已經成爲硬通貨。據中國國家外匯管理局的研究統計，人民幣每年跨境的流量大約有 1,000 億元，在境外的存量大約是 200 億元，佔中國人民幣供給量 (M2) 約爲 20,000 億元的 1%（鄭天民，2011），這顯示人民幣在一定程度上已經被中國周邊國家或地區廣泛接受。

中國的人民幣在東亞周邊國家流通情形日益普遍的現象，或許是由於在中國外匯準備的快速增加下，國際清償能力無虞，進而使東亞各國有信心使用中國的人民幣，這也表示中國的人民幣可能先在東亞周邊國家成爲流通貨幣後，再進一步被世界其他國家接受及使用。

表 8-25: 中國與他國 (地區) 簽訂的雙邊換匯協定

時間	
2008 年 12 月 12 日	與韓國簽署 1,800 億人民幣的雙邊換匯協定
2009 年 1 月 20 日	與香港簽署 2,000 億元人民幣的雙邊換匯協定
2009 年 2 月 8 日	與馬來西亞簽署 800 億人民幣的雙邊換匯協定
2009 年 3 月 24 日	與印尼簽署 1,000 億人民幣的雙邊換匯協定
2009 年 3 月 11 日	與白俄羅斯簽署 200 億人民幣的雙邊換匯協定
2009 年 3 月 29 日	與阿根廷簽署 700 億人民幣的雙邊換匯協定
2010 年 6 月	與冰島簽署 35 億人民幣的雙邊換匯協定
2010 年 7 月 23 日	與新加坡簽署 1,500 億人民幣的雙邊換匯協定

註: 2011 年 10 月 26 日, 中國已經與韓國達成擴大換匯協定至人民幣 3,600 億元。

資料來源: 作者自行整理。

三、人民幣與日圓的競爭

作為區域內核心貨幣應該滿足國內經濟狀況穩定、在區域內被接受程度高、及幣值穩定等條件, 以下將從中、日兩國的經濟實力、匯率穩定性、及貿易重要性等三個方向來探討兩種貨幣充當區域核心貨幣的潛力。

1. 經濟實力。2010 年, 中國的國內生產毛額已超越日本, 成為東亞區域內第一大經濟體, 但兩者的差距並不大 (中國為 5.88 兆美元, 日本為 5.50 兆美元)。中國和日本作為東亞地區的兩個經濟強國, 兩國在東亞地區的主導地位的競爭將長期存在, 主導貨幣之爭也將持續下去。

2. 匯率穩定性。中國人民幣兌換美元一直保持著穩定的狀態, 人民幣的匯率在 1955 至 1971 年間, 一直保持在 2.4618 元人民幣兌換 1 美元的水準 (吳曉靈, 2001)。1973 至 1980 年間, 中國的貨幣籃中選用的各國貨幣曾調整過 7 次, 加上美元當時在國際間呈現貶值的現象, 中國人民幣的匯率遂由 1973 年的 2.4618 元人民幣兌換 1 美元上升至 1.448 元人民幣兌換 1 美元 (王燕龍, 2003)。東亞金融危機發生後, 中國政府承諾人民幣不貶值, 一直保持著人民幣匯率的穩定。日圓由於國內經濟的影響, 對美元的匯率波動頻繁, 從 1997 年發生的亞洲金融危機到 2007 年爆發的次貸金融危機, 日圓的匯率表現都十分的不穩定。

比較中國與日本的匯率變動率, 1997 至 2010 年的匯率變動率 (取絕對值) 中國為 1.49%, 低於日本的 7% (表 8-26), 也顯示人民幣的穩定性要遠遠高於日

圓，更具有「貨幣錨」(monetary anchor) 的特徵。但是，從國際貨幣的計價單位功能來看(作為他國匯率的釘住對象)，人民幣還沒有成為其他國家貨幣錨的條件。2005年7月，中國實施匯率改革後，港元是否改釘住人民幣一度成為外界矚目焦點，不過因為中國金融發展遠落後香港，加上中國的價格(如匯率與利率)形成機制並非完全遵行市場供需，市價價格機能運作尚不健全，因此人民幣尚未具備作為他國匯率定錨的條件。

日圓匯率的大幅度波動也使日圓很難擔任區域貨幣錨的重任，日圓匯率的不穩定性也為區域匯率穩定帶來了嚴峻挑戰。此外，從兩次金融危機中兩國政府的行動表現來看，中國作為一個經濟大國表現高度的責任感與使命感，保證了人民幣幣值的穩定。日本的表現卻差強人意，日本政府沒有好好控制日圓的幣值穩定而導致日元匯率大幅波動，致使東亞其他國家對日圓穩定失去信心。

表 8-26: 人民幣與日圓的匯率變動率——1997 至 2010 年

年別	人民幣/美元	匯率變動率 (%)	日圓/美元	匯率變動率 (%)
1997	8.28	--	121.72	--
1998	8.28	0.0	131.20	7.8
1999	8.28	0.0	113.36	13.6
2000	8.28	0.0	108.36	4.4
2001	8.28	0.0	122.04	12.6
2002	8.28	0.0	124.65	2.1
2003	8.28	0.0	115.70	7.2
2004	8.28	0.0	107.88	6.8
2005	8.07	2.5	110.87	2.8
2006	7.81	3.2	116.31	4.9
2007	7.3	6.5	117.63	1.1
2008	6.83	6.4	102.75	12.6
2009	6.82	0.1	93.61	8.9
2010	6.77	0.7	87.75	6.3
平均	7.84	1.49	112.41	7.00

資料來源：國際貨幣基金，國際金融統計資料庫 (International Financial Statistics)，<http://elibrary-data.imf.org/FindDataReports.aspx?d=33061&e=169393>。

3. 貿易重要性。一國與區域內其他國家的貿易和投資往來越密切，該國的貨幣在區域內的使用範圍和接近程度就越高。根據中國海關資料統計，中國與東協的貿易額，1991 年僅為 79.6 億美元，2008 年增長到 2,311 億美元，增長了 28 倍。又根據東協資料統計年鑑，2007 年，佔東協出口的比例，日本為 9.9%，中國為 9.1%；佔東協進口的比例，日本為 11.7%，中國為 12.4%。由此可知，中國與日本對東協貿易競爭激烈，連帶地也使人民幣與日圓在東協地區的競爭白熱化。

綜言之，從經濟實力、匯率穩定性、及貿易重要性觀察，雖然中日兩國對東協都是重要的進出口國家，但在中國的經濟力量超越日本，人民幣的匯率穩定性優於日圓，及中國對東協貿易日增等條件下，可以預期人民幣終將超越日圓而成爲一種主要的國際準備貨幣。

第五節 結語

1997 年的亞洲金融風暴重創東亞各國的經濟，爲了避免類似的金融危機再次出現，除了推動貿易整合，東亞各國也開始積極推動貨幣金融方面的合作。例如，爲了維持區域匯率穩定簽署清邁倡議，爲發展東亞區域金融市場而設立亞洲債券市場等。然而，東亞各國在貨幣市場利率、債券市場利率、及股票市場報酬率的相關係數仍偏低。東亞區域內各國相互的投資與債權持有的比例也呈現偏低的現象，大部分的投資與債權持有大多集中於亞洲區域以外的國家，加上東亞金融市場自由化程度仍不高，也使東亞區域金融整合程度偏低。

2007 年次貸金融危機爆發後，如何透過區域貨幣合作防範金融危機的發生與衝擊，再度成爲東亞各國關注的焦點。對此，中國所採取的策略爲依循現有多邊架構，以及積極推動人民幣區域化，兩者看來路徑相異，實則皆有助於將人民幣推向國際通用貨幣。中國目前是全球第二大經濟體、第二大貿易國，擁有的外匯存底更排名全球第一，又中國佔東協加 3 的總國內生產毛額與人口總數的比重都超過 5 成，加上中國與日本、韓國、及東協的貿易關係相當緊密，中國的經濟

力量應可作為東亞區域經濟成長與貨幣政策的穩定器。

人民幣區域化的過程中勢必將與日圓相互競爭。中國近年來經濟穩定高速的增長，人民幣幣值長期穩定，加上東亞周邊國家對人民幣的認可程度不斷提高，人民幣在東亞貿易中倍受青睞，這將有利於中國在東亞貨幣合作中發揮主導作用。反觀日本在經濟泡沫化後，經濟長期低迷，匯率變動劇烈，日圓幣值的不穩定勢必將影響其與人民幣在東亞地位的競逐。

第九章 人民幣國際化對國際金融市場的影響

2008 年金融危機發生以來，國際貨幣體系改革成爲世界各國的共識，各國皆意識到建立一個多元的國際準備貨幣體系必要性。雖然目前在國際市場上歐元、英鎊、及日圓亦扮演部分國際準備貨幣的角色，但是隨著歐洲債信危機的擴大以及日本經濟的長期疲弱，使得國際社會對歐元與日圓存在信心危機問題。在此同時，作爲全球經濟與貿易大國之一的中國，近年來在經濟成長、世界貿易比重、外匯存底、及物價上漲率控制的實力顯著增加，加上預期人民幣仍將持續升值趨勢，皆有助於加速推進人民幣國際化以成爲繼美元與歐元之後的全球第三大準備貨幣。

中國經濟逐漸與世界經濟整合，未來在人民幣國際化的進程中，必然伴隨著人民幣匯率自由化與金融帳的開放。2011 年以來，大陸外匯與金融政策上採取循序漸進的匯改與對外資開放政策，允許香港證券交易所發行大陸境外以人民幣計價的股票，也允許大陸境內證券公司得以 Mini-QFII 的方式積極吸收外資進入大陸資本市場。香港地區以人民幣計價的共同基金、公司債券、及結構型金融商品，如雨後春筍紛紛湧現，顯示人民幣國際化將對國際金融市場的發展與業務有顯著且深遠的影響。

本章首先介紹人民幣國際化對國際準備貨幣組成的影響；其次，探討人民幣國際化對國際金融市場的影響；第三，討論人民幣匯率波動（升值）對國際經濟與金融穩定的影響；最後爲結語。

第一節 人民幣國際化對國際準備貨幣組成的影響

回顧國際貨幣體系的歷史與發展過程，大致可以劃分爲：(1) 1870 至 1913 年，以英鎊爲中心的金本位制度，爲一固定匯率制度；(2) 1914 至 1944 年，歷經兩次世界大戰及 10 年的經濟大蕭條，是一混亂的年代，貨幣國家主義盛行，

國際間時而採金本位制度，時而採浮動匯率制度；(3) 1945 至 1973 年 3 月，以美元為中心的可調整固定匯率制度，為一金匯兌本位制度（因為各國貨幣釘住美元，美元釘住黃金）；(4) 1973 年後至今，國際間普遍採行浮動匯率制度，美元仍是主要的國際準備貨幣。英國於 1774 年以其雄厚的經濟實力與海外殖民的貿易優勢實行金本位制度，英鎊成為 18 世紀至 20 世紀初國際貿易清算的主要貨幣。然而，隨著世界經濟貿易的不斷發展，但黃金無法及時增加，以提供充足的流動性。因此，在 1914 年歷經第一次世界大戰後，金本位制度即逐漸崩解。

在第二次世界大戰結束後，各國為了加強國際經濟合作，並重建國際貨幣秩序以恢復國際貿易的進行，44 個國家的代表於 1944 年 7 月在美國新罕布夏州的布列頓森林 (Bretton Woods) 舉行會議，以建立國際貨幣秩序。當時擁有大量黃金的美國讓美元成為唯一可與黃金自由兌換的貨幣，各國央行紛紛開始持有美元作為外匯準備，美元因此成為 1944 年布列頓森林制度成立後最主要的國際準備貨幣，國際貨幣制度的局勢就此改變。

布列頓森林制度確立了黃金與美元的準備資產地位，但在西歐各國與日本的經濟快速成長、國際收支大量順差、及美國的國際收支長期持續大量逆差下，使得黃金與美元的固定比價受到挑戰，最後導致美元—黃金本位制度的徹底崩解。布列頓森林制度解體後，美元作為世界主要結算工具與準備資產的地位並未改變，大部分國家仍以美元作為國際準備的貨幣，實質上美元的國際準備貨幣地位並沒有多大的改變。

一國貨幣想要成為國際準備貨幣，必須具備以下的條件：(1) 該國的幣值必須相對穩定，且須具有強大的經濟實力與穩定的總體經濟作為基礎；(2) 該國的國內政治環境必須要能夠保持長期的穩定，同時在世界政治格局中具有相當的地位；(3) 該國貿易在全球國際貿易中具有相當的份額；(4) 該國必須擁有具備相當深度與廣度的金融市場；及 (5) 金融帳實現完全的自由兌換。當今的美元、歐元、日圓、及英鎊等國際準備貨幣，可說均具備有這些條件。

布列頓森林制度強化了美元的國際貨幣地位，用美元進行國際支付與儲藏價值的功能也不斷的被強化。即使布列頓森林制度崩解，美元仍為主要的國際支付工具與外匯準備主要貨幣。表 5-6 顯示，在 2010 年的全球外匯準備資產的貨幣組成中，美元佔 61.82%、歐元佔 25.89%、英鎊佔 3.96%、及日圓佔 3.76%，顯示美元主導國際貨幣體系的局面及其地位並沒有受到布列頓森林制度崩潰的多大影響。

2008 年的美國金融危機暴露了國際貨幣體系的內在缺陷，金融危機在全球迅速蔓延，反映出當前的國際貨幣體系有必要進行改革。美元的供給僅將目標放在因應美國國內經濟的需求，美國聯準會並未考慮到美元作為國際準備貨幣所負的國際責任，過度發行美元導致全球的外匯準備規模不斷擴大與流動性的氾濫。有鑒於此，積極改革並完善現行的國際貨幣體系，推動國際準備貨幣朝向幣值穩定、供應有序、及總量可調的方向改善，以求從根本上維護全球經濟、金融的穩定，成為各國共同追求的目標。

對於準備貨幣的發行國而言，由於貨幣當局可能無法同時兼顧抑制國內的物價膨脹與考量全球經濟對於準備貨幣不斷成長的需求，更可能因為刺激國內需求而導致全球流動性氾濫，亦即準備貨幣發行國無法同時兼顧國內外不同的目標，因此國內的貨幣政策目標經常與各國對準備貨幣的需求產生矛盾。為了避免以上主權信用貨幣作為國際準備貨幣的內在缺陷，國際貨幣制度改革理想目標乃是在於創造一種與主權國家脫鉤，並能保持幣值長期穩定的國際準備貨幣。

超主權準備貨幣的主張雖然在很早就已被提出，但至今仍沒有實質性進展。早在發現布列頓森林體系不穩定性和不對稱性缺陷的初期，國際貨幣基金 (International Monetary Fund, IMF) 就於 1969 年創設了特別提款權 (Special Drawing Rights, SDRs)，以緩解主權貨幣作為國際準備貨幣的內在風險。特別提款權具有準備貨幣的特性，不僅能克服主權信用貨幣的內在風險，也為調節全球流動性提供了可能，因此屢次有人主張應擴大其使用範圍來替代目前的國際貨

幣，¹⁶⁵ 以穩步推動國際貨幣體系朝向多元化發展。雖然因為受限於分配機制與使用範圍，而使得特別提款權的功用至今仍沒有得到充分的發揮，但是特別提款權仍為國際貨幣體系的改革提供一個明確的改革方向。¹⁶⁶

2009 年 7 月 1 日，IMF 批准了發行以特別提款權計價的債券。中國也與 IMF 簽訂了債券購買協定，約定將以人民幣購買不超過 500 億美元的 IMF 債券。IMF 發行債券為國際貨幣體系改革提供了一個潛在的機會，而中國大陸以人民幣購買 IMF 債券，不僅增強中國參與 IMF 事務與國際貨幣體系改革的發言權，更可分散外匯準備集中於美元的風險，甚至有助於促進人民幣國際化的進程。

向 IMF 提供人民幣資金意謂著允許外國官方部門持有人民幣，而在 IMF 獲得人民幣之後，若其他國家向 IMF 借人民幣並將獲得的人民幣作為外匯準備，則人民幣就將在小範圍內成為國際準備貨幣。IMF 發行債券將有助於推動特別提款權擴大使用範圍，為未來 IMF 的改革與特別提款權成為超主權貨幣建立基礎；而中國大陸以人民幣購買 IMF 債券，除了有助於人民幣國際化外，對國際貨幣體系的改革也具有潛在的推進作用。

世界銀行行長一直由美國人擔任，而 IMF 總裁也持續由歐洲人把持，因此在國際金融機構領導權的問題上，美、歐高層一向相互支持，但是這一局面在金融危機爆發之後有了改變。為了挽救經濟的頹勢，美國、日本、及歐洲等國在金融危機發生後，作出了一些妥協和讓步，也使得國際貨幣體系改革得以取得一定進展。國際貨幣體系改革的另一個重要步驟是對 IMF 的投票權進行重新分配，以提升開發中國家在 IMF 的影響力，並且在此基礎上逐漸促進國際準備貨幣的多元化，最終建立統一且超主權的全球貨幣。

IMF 於 2008 年提出的基金配額和投票權改革方案，¹⁶⁷ 在得到佔總投票權

¹⁶⁵ 例如，Stiglitz (2009) 曾指出，以美元與歐元做為準備貨幣，將無法使國際金融體系維持穩定。他認為目前應增加特別提款權的發行來滿足全球對國際貨幣的需求，長期而言則應建立一個多元的國際準備貨幣體系。

¹⁶⁶ 關於特別提款權詳細的歷史沿革，可參閱 Williamson (2009)。

¹⁶⁷ 基金配額主要有以下三個作用：(1) 提供包括貸款和基金工作人員工資等在內的主要資金來源；(2) 依據各成員國交納的配額決定其可向基金貸款的金額（此即所謂的普通提款權）；及 (3)

85% 的 117 個成員國批准後，於 2011 年 3 月 3 日正式生效。此改革方案包括調整 IMF 中 54 個會員國的配額比例以及增加 135 個會員的投票權。開發中國家的投票權比例提高至 42.1%，已開發國家會員所擁有的投票權比例則由原先的 59.5% 下降至 57.9%。因改革方案的通過而直接受益的包括中國、印度、韓國、及巴西等國的配額比例與投票權有所增加；相對地，部分已開發國家包括英國、法國、加拿大等國則有所損失。¹⁶⁸ 在改革方案生效前，配額比例美國以 17.09% 居於世界首位，其次分別為日本與德國的 6.12% 與 5.98%，英國與法國均為 4.94%，中國則以 3.72% 位居第六。在配額比例改革方案通過後，中國的配額比例由 3.72% 上升至 6.39%，投票權也從 3.65% 升至 6.07%，超越德國、法國、及英國，居於美國和日本之後，排名第三位 (表 9-1)。

表 9-1: 國際貨幣基金配額與投票權的變化

單位: %

	改革生效前		改革生效後	
	配額比例	投票權	配額比例	投票權
美國	17.09	16.74	17.41	16.48
日本	6.12	6.01	6.46	6.14
中國	3.72	3.65	6.39	6.07
德國	5.98	5.87	5.59	5.31
法國	4.94	4.85	4.23	4.02
英國	4.94	4.85	4.23	4.02

資料來源:〈IMF 批准重分配配額，中國的配額比例升至 6.39%，排名第三〉，《鳳凰網資訊》，2010 年 12 月 13 日。

2009 年 10 月，國際貨幣暨金融委員會 (IMFC) 在公報中要求 IMF 在現有配額公式基礎上，將至少 5% 的配額轉移至新興市場和開發中國家，由代表性過高的國家轉移至代表性不足的國家。2010 年 11 月，IMF 董事會就新的改革方案達成

交納配額決定各成員國的投票權。換言之，成員國根據成員配額向 IMF 繳納資金，但同時也可以獲得相同比例的投票權、資金使用權、及 IMF 發行的國際貨幣特別提款權。

¹⁶⁸ 由於 IMF 採比例投票制，會員在加入時即依據其經濟實力與規模繳交了一定的會費 (配額)，而配額的多寡則決定了包括握有多少比例的投票權在內之各項權利。會員的經濟規模越大，擁有的投票權就越多，對於會員在組織內的地位與發言權具有絕對的影響。

共識，並於2010年12月15號得到IMF理事會的批准。這次改革主要包括三個方面：首先，總配額從約2,384億特別提款權增加1倍到4,768億特別提款權（約7,500億美元），大幅提高了IMF的金融資源。如果再加上幾個主要會員國（美國、歐盟、日本、中國、俄羅斯、巴西、及印度）通過購買基金組織債券的方式來提供更多的資金，IMF可以用於金融救助的資源將大幅增加。其次，進行份額的轉移。超過6%份額由一些已開發國家和石油生產國家轉移給新興市場國家和開發中國家。第三，調整IMF董事會的組成，增強新興市場國家和開發中國家在IMF日常決策過程中的代表性（楊潔勉等人，2011）。

然而，隨著IMF改革的加深勢必影響到已開發國家的利益，改革的阻力必然會日益加大，因此國際貨幣體系的改革最終只有依靠開發中國家自身實力的增長。中國大陸身為最大的開發中國家，理應在國際貨幣體系的改革中發揮重要的作用，只有當人民幣成為可以與美元、歐元等準備貨幣抗衡的國際準備貨幣時，國際貨幣體系的多元化才有基礎，並且只有當人民幣成為特別提款權的構成貨幣，特別提款權成為超主權貨幣才有可能成為現實，¹⁶⁹ 而這很大程度上取決於人民幣國際化的進程。因此，人民幣國際化不僅是中國的現實需要，也是國際貨幣體系改革的需要。

美國與歐盟成員國的財政赤字與債台高築的情況於次貸金融危機後日趨嚴重，政府的清償能力也隨著經濟成長的趨緩而減弱，進而引發美元、歐元、及英鎊等貨幣貶值的問題，也影響了國際貨幣體系的發展。Eichengreen (2009) 即指出，全球經濟正趨向多元化的發展，國際準備貨幣也將呈現多元化的趨勢。

2011年1月，美國與法國在達沃斯 (Davos) 世界經濟論壇 (World Economic Forum) 上曾公開表示支持人民幣加入 IMF 的特別提款權貨幣籃子，法國總統

¹⁶⁹ 現有的特別提款權包含美元、歐元、英鎊、及日圓等四種貨幣。自2011年1月1日起，美元、歐元、日圓、及英鎊在特別提款權中所佔的權數分別為41.9%、37.4%、9.4%、及11.3%。然而，在隨著以中國為代表的金磚四國等新興國家的崛起，特別提款權在定價的過程中勢必得考慮新興市場貨幣的加入。

N. Sarkozy 甚至表示希望爲此設定一個時間表。IMF 副總裁朱民在出席該論壇時亦表示，雖然人民幣尙未能於國際上自由兌換，金融帳亦未完全開放，因此讓人民幣成爲國際準備貨幣仍有相當的距離，但是讓人民幣進入特別提款權貨幣籃子已成爲全球共識。目前特別提款權一籃子貨幣並未納入人民幣，但隨著中國的經濟成長相對優於美國、歐洲、及日本等國，或許就像歐元之父 R. Mundell 所倡議的，人民幣將會順其自然成爲特別提款權一籃子貨幣的其中之一。

一國貨幣能否被國際廣泛接受與使用，需視經濟實力、物價膨脹率、金融自由化、及資本市場的開放等因素而定。當前的中國由於人民幣仍無法自由兌換、金融市場尙未全面自由化、資本市場的開放程度亦不夠，因此雖然中國的經濟規模及對外貿易佔全球比重夠大，且具有長期穩定、不高的物價膨脹率，但人民幣仍不具備成爲國際準備貨幣的所有條件。此外，由於人民幣尙未受到國際信任，人民幣是否能被國際所接受並使用，仍有待觀察。

隨著中國經濟持續的快速發展與在世界經濟地位的不斷提升，人民幣已逐漸成爲區域的強勢貨幣，甚至被部分地區與國家視爲是一種國際準備貨幣。雖然現今人民幣的貿易結算主要在亞洲區域內進行，但就如同所有國際準備貨幣的發展過程，區域化也是一國貨幣國際化必經的路徑。因此，若中國可盡快實現人民幣的自由兌換性、加快金融市場建設、完善和健全匯率機制以增強人民幣匯率的彈性、使資本市場透明讓國際資本能夠有機會得到相對穩定的回報、及推動人民幣的國際互換業務並擴大人民幣跨境結算業務的範圍，中國經濟的規模與成長無疑地終將使人民幣成爲重要的國際準備貨幣。

綜上所述，人民幣國際化對國際貨幣體系與國際準備貨幣組成可能產生的影響可以歸納如下：

1. 人民幣將成爲一種國際準備貨幣。經歷次貸金融危機之後，一種新的世界金融秩序正在出現。人民幣國際化不僅可以提升中國在國際金融體系中的地位，更提升了中國在 IMF 的影響力。綜觀貨幣強權興起的歷史，不難發現她們無不歷經了生產大國、貿易大國、及金融大國等一連串的發展過程，進而建立本

國貨幣的強勢地位。因此，唯有擁有生產優勢，才能在貿易中居於強勢地位，進而打造強勢的貨幣，中國具有這樣的條件，人民幣成爲一種國際準備貨幣是可以預期的。

2. 有助於國際貨幣體系朝向多元化發展。隨著人民幣的國際化，未來人民幣勢必成爲重要的國際準備貨幣之一，現行的國際貨幣體系實際上是以美元、歐元爲主導，日圓、英鎊充當追隨者的不對稱體系，使得國際貨幣體系並不穩定。隨著人民幣成爲主要的國際貨幣後，三元（美元、歐元、及人民幣）的國際貨幣體系將更有利於國際貨幣體系和國際金融市場的穩定。¹⁷⁰

3. 提供世界各國外匯準備安全且穩定的投資工具。2008年9月15日，美國投資銀行雷曼兄弟倒閉，引發全球性金融海嘯，使得世界各國對美國政府管理金融機構的信心喪失，進而對美元的貨幣價值更加懷疑。雖然目前在國際市場上歐元、英鎊、及日圓亦扮演部分國際準備貨幣的角色，但各國央行在不得已的情況下還是以投資所謂安全天堂的美國政府債券爲主。隨著人民幣的國際化，人民幣在國際間地位不斷提升，未來在國際金融市場上將提供世界各國外匯準備在美元之外的另一種安全且穩定的投資工具。

目前國際貨幣體系隨著時代變遷已無法恢復以往金本位制度或是布列頓森林制度，隨之而來的是各憑實力的強勢貨幣競爭。由歷史上英鎊與美元成爲國際準備貨幣競爭過程的消長，可觀察出貨幣國際化除了必須有強大經濟實力作後盾以及貨幣自由流通與兌換外，金融市場的完善亦相當重要。因此，在推動人民幣國際化進程中，中國需要進一步厚植經濟實力，完善金融體系，提升在國際經濟中的參與程度，讓人民幣作爲個人與各國央行金融資產交易的計價單位，以供投資與外匯準備之用，進而成爲國際準備貨幣。

¹⁷⁰ 這與物理學中的等邊（或對稱）三角形是最具穩定性的架構原理相同。

第二節 人民幣國際化對國際金融市場的影響

人民幣國際化將使人民幣成爲另一個可與美元、歐元競爭的國際貨幣。人民幣國際化對國際金融市場影響鉅大，利弊得失互見。在利的方面，人民幣國際化將使人民幣成爲亞洲關鍵貨幣，並朝向主要的國際準備貨幣發展，不但有利於人民幣國際債券的發行，也有助於擴展國際金融市場中的人民幣外匯交易。未來在國際貿易及資本市場中的計價、結算，人民幣的使用會愈見普及，對中國資本市場規模的拓展以及中國金融機構對外競爭力與金融服務品質提升，將有所助益，同時也可作爲世界各國外匯準備安全且穩定的投資工具。

在弊的方面，人民幣國際化後將伴隨著中國金融帳的開放，資金大量的自由進出中國金融市場，對中國貨幣當局掌控利率、匯率、及貨幣政策將造成衝擊，不利於中國國內及國際之金融與經濟體系的穩定。¹⁷¹ 隨著人民幣的國際化，中國的金融與資本市場勢必全面開放，人民幣自由兌換，加上對外貿易依賴程度高，金融體系尚未發展成熟，而且不穩定度高，人民幣的國際化勢必對中國經濟乃至世界經濟帶來更多的不確定風險。本節將從國際金融市場的角度，探討人民幣國際化對國際金融市場發展的有利與不利影響。

一、對國際金融市場可能的有利影響

人民幣國際化對國際金融市場可能的有利影響如下：

1. 有利於人民幣國際債券的發行和發展。人民幣國際化後，必伴隨著中國金融帳的開放，隨著中國內地的公債市場及公司債市場規模不斷擴增，將有助於降低流動性風險，加上中國金融機構或大型企業在海外發行人民幣計價的金融債券或公司債將是必然趨勢，屆時中國金融市場的流動性與深度提高，利率成本將顯著下降。

人民幣計價國際債券的發行，也有利於人民幣國際化程度的加深和範圍的擴

¹⁷¹ 中國在 2007 年爆發的金融海嘯中受創較輕，其重要原因之一就是金融開放自由程度不高，中國貨幣當局對於利率、匯率、及貨幣政策具有相當掌控的能力。

展。透過發行以人民幣計價的國際債券，可以為中國企業創造一種低成本、低風險的國際融資方式，不僅可以擴大人民幣的跨國境流通範圍，使人民幣在國際金融市場上發揮價值標準、交易媒介、及價值儲藏等國際貨幣功能，而且可以使中國獲得豐厚的國際鑄幣稅利益。Eichengreen (2011) 指出，中國當局應放寬外資銀行與企業在上海自由發行與買賣人民幣計價的債券的限制，以增加其流動性。隨著金融工具的創新與發展，將能消除投資與儲蓄間的不平衡，完善金融工具讓投資人更有效地避免股市與房市劇烈波動的衝擊，有助於中國金融市場的穩定。

2. 有利於國際金融市場的外匯交易擴展。人民幣國際化將使人民幣未來可在各國的外匯市場進行交易，這將使得國際金融市場的外匯交易量擴增，因而創造更多的從事銀行外匯交易從業人員的工作機會，也會使銀行業的外匯收益或手續費收入大幅增加。

3. 創造更多財富管理商機。人民幣國際化將使外資銀行可以承做人民幣相關業務，除人民幣存、放款業務外，勢必也會增加發行或銷售人民幣計價的金融商品。在此趨勢下，人民幣業務在未來勢必成為許多外資銀行在財富管理業務上獲利的重要利基。

4. 有利於中國股票市場的拓展。人民幣國際化將使全球的投資者（包括國家主權在內）可以人民幣投資中國市場，中國的股票市場將進一步開放，吸引更多各國的投資者到中國投資，這將使得中國大陸的股票市場獲得更多的資金挹注，有助於人民幣計價的股票、共同基金、或私募基金規模的擴大，¹⁷² 未來人民幣在國際計價、結算以及資本市場中的使用會愈來愈普及。

5. 人民幣和其他亞洲國家貨幣在國際金融市場上將扮演更重要的角色。人民幣的國際化不僅使得全球投資者和進出口商多了一種可以選擇使用的國際貨

¹⁷² 人民幣國際化所帶來的人民幣升值效應，通常對應中國股市的大多頭。根據歷史經驗，人民幣在 2005 年 7 月推動匯改之後的 3 年內相對美元升值了 21.4%，期間上證綜合指數上漲 230.4%、恆生國企股指數上揚 142.8%、MSCI 中國指數上揚 132.9%，其漲幅遠遠超過同期間全球其他主要股市的表現。參閱〈人民幣國際化腳步加快，有利股市表現〉，聯合理財網，http://money.udn.com/fund/storypage.jsp?f_ART_ID=218462。

幣，透過與其他亞洲國家貨幣清算機制的建置，有助於亞洲國家逐步減少對美元的依賴，也能使中國和世界經濟的連結更加緊密，順應世界和中國的發展需要，未來人民幣將成爲重要的國際準備貨幣，提升中國金融業在國際金融市場的地位。

6. 有助於提升亞洲在全球金融市場中的地位。由於對美國經濟疲弱的表現以及歐洲債信危機心存憂慮，大量資金、人才、及金融機構轉而追捧亞洲市場。人民幣國際化將使中國金融業能夠在國際金融市場發揮更大的影響力，有助於亞太地區金融市場的發展。亞洲新興國家金融市場在吸納資金流入與拋補金融風險的能力上不斷提升，這種趨勢將持續下去。

根據 2011 年 9 月英國《金融時報》公布的最新〈全球金融中心指數 (Global Financial Centres Index, GFCI)〉報告，¹⁷³ 倫敦仍保持著全球金融中心龍頭的地位，紐約排名第二，但亞洲一些城市正在急速趕上。表 9-2 顯示，目前已有 8 座亞洲城市躋身於前 25 名行列，其中香港排行第三，新加坡、上海、及東京分別名列第四、五、及六名，顯示亞洲在全球金融市場中的地位不斷地在提升中，可以預期人民幣國際化將使亞洲地區的金融市場更加蓬勃發展，朝向全球金融中心發展。

7. 降低與中國貿易往來企業的匯率風險與避險成本。國際貨幣被廣泛用於國際間的計價支付和結算，絕大多數跨國貨幣收支都是用國際貨幣來進行的。目前各國與中國企業貿易往來絕大部分以美元結算，面臨相當的匯率風險。人民幣國際化將使各國與中國企業貿易往來可以選擇以人民幣計價和結算，有助於降低匯率風險與避險成本，也有助於各國外匯市場人民幣交易量的增加。

¹⁷³ 全球金融中心指數 (GFCI) 是源自倫敦城市公司 (City of London Corporation) 在 2003 及 2005 年的兩個委託研究案，其目的是要評估倫敦作爲全球金融中心的競爭力及其排名，委託 Z/Yen 顧問公司及卡達金融中心贊助發行之全球金融中心指數調查，係整合 75 份獨立研究所歸結之金融中心競爭力關鍵要素 (instrumental factors)，以及 1,970 位金融專業人士對金融中心評估 (financial centre assessment) 的結果，以專業人才 (如人力素質、教育品質、及勞動市場環境等)、商業環境 (如法規、稅率、政府效能、經濟自由度、及經商便利度等)、基礎建設 (如通訊科技、公共交通等)、及金融市場 (如交易量、金融機構群聚效益等) 等競爭力指標進行評估而得。

表 9-2: 全球金融中心指數排名前二十五的城市

城市	GFCI 10 (2011年9月)		GFCI 9 (2011年3月)		排名變動	分數變動
	排名	分數	排名	分數		
倫敦	1	774	1	775	–	▼ 1
紐約	2	773	2	769	–	▲ 4
香港	3	770	3	759	–	▲ 11
新加坡	4	735	4	722	–	▲ 13
上海	5	724	5	694	–	▲ 30
東京	6	695	5	694	▼ 1	▲ 1
芝加哥	7	692	7	673	–	▲ 19
蘇黎世	8	686	8	665	–	▲ 21
舊金山	9	681	13	655	▲ 4	▲ 26
多倫多	10	680	10	658	–	▲ 22
首爾	11	679	16	651	▲ 5	▲ 28
波士頓	12	678	12	656	–	▲ 22
日內瓦	13	672	9	659	▼ 4	▲ 13
華盛頓DC	14	670	17	650	▲ 3	▲ 20
雪梨	15	669	10	658	▼ 5	▲ 11
法蘭克福	16	667	14	654	▼ 2	▲ 13
溫哥華	17	661	22	626	▲ 5	▲ 35
墨爾本	18	656	24	621	▲ 6	▲ 35
蒙特婁	19	655	17	650	▼ 2	▲ 5
北京	20	652	26	615	▲ 6	▲ 37
澤西群島	21	650	23	624	▲ 2	▲ 26
慕尼黑	22	649	25	617	▲ 3	▲ 32
台北	23	645	19	639	▼ 4	▲ 6
巴黎	24	643	20	637	▼ 4	▲ 6
深圳	25	642	15	653	▼ 10	▲ 11

註: 倫敦城市公司自2007年開始, 每年定期於3月及9月發布全球金融中心指數調查結果, 本表所引述之資料為2011年3月發布之第9期 (GFCI 9) 及2011年9月發布之第10期 (GFCI 10) 的全球金融中心指數調查。

資料來源: 摘錄自倫敦城市公司〈全球金融中心指數報告〉(Global Financial Centres Index 10) 中的 Table 1。

8. 提升中國金融機構對外競爭力與金融服務品質。人民幣國際化將有助於提高中國金融市場的廣度與深度，除了能夠促進資源合理分配外，透過加強培訓當地專業國際金融人才，進而創造就業機會與提高所得。¹⁷⁴ 此外，人民幣國際化會給中國的金融機構帶來更多新的業務，在對外貿易中大量使用人民幣的地區，中資銀行將成爲清算行或結算行，這將有利於中資銀行擴張海外業務、獲取新的客戶資源、及增加收費業務收入，各國的銀行因此將面臨中資銀行更激烈的競爭。

9. 加速國際貨幣體系的改革。國際準備貨幣、匯率制度、及國際收支調整機制是構成國際貨幣體系的三大支柱，由於歐元、日圓、及英鎊等多種國際準備貨幣的發展並沒有改變美元作爲主要國際準備貨幣的格局。隨著人民幣國際化，不但能夠降低在國際貿易與投資中對美元的過度依賴，也使得中國更能夠深入地參與國際貨幣體系改革。除了透過加強區域貨幣合作來增強亞洲貨幣的地位外，同時也爭取在 IMF 中扮演更重要的角色，提高人民幣在國際貨幣體系中的地位與影響力。隨著人民幣在全球貨幣體系中的地位不斷提升，將有助於加快國際貨幣體系的改革。

10. 加速國際金融機構與金融監理的改革。現行兩大國際金融機構（世界銀行與國際貨幣基金）的決策機制可說完全爲美、歐等少數已開發國家所把持。2010 年 4 月，世界銀行 186 個會員國首先通過擴大世界銀行金融資源的增資計畫，爲世界銀行增資 862 億美元；其次通過賦予開發中國家更多投票權的改革計畫。將開發中國家在世界銀行的投票權增加 3.13 個百分點，達到 47.19%。與改革前相比，中國的投票權將從 2.78% 上升至 4.42%，而屬於已開發國家的美國與日本，投票權分別從 16.36% 及 7.85% 下降至 15.85% 及 6.84%，英國與法國的投票權則是從 4.3% 下降至 3.75%，德國投票權也從 4.48% 下降至 4%。以上數據顯示，雖然開發中國家投票權比例上升，但是少數已開發國家的投票權仍佔有絕對

¹⁷⁴ 參閱〈人民幣國際化的得失〉，《經濟日報》，2009 年 6 月 18 日。

優勢(楊浩勉等人，2011)。

國際金融監理機構 (IMF、世界銀行、巴塞爾銀行監理委員會、金融穩定委員會等) 對國際金融市場缺乏有效的監理，致使金融創新過度，遠超出了實質經濟發展的需要。再者，各國金融監理機關在國際金融監理方面缺乏協調機制，加上國際合作機制並不健全，因而無法及時控制並阻斷金融風險在全球的蔓延。種種現象凸顯出重要的國際金融機構並沒有充分履行其對國際金融市場應盡的監理職責，致使國際金融體系中的風險不斷累積，最終引發了 2008 年的金融大海嘯。人民幣國際化，中國加深融入國際金融體系，應有助於推動國際金融機構與治理機制改革、加強各國金融監理合作、推進區域與雙邊金融合作、加快制定普遍接受的國際金融監理標準和規範、及完善評等機構行為準則和監理制度(王元龍，2010)。

二、對國際金融市場可能不利的影響

人民幣國際化對國際金融市場可能不利的影響如下：

1. 國際金融市場將受中國貨幣政策的影響。人民幣國際化後將伴隨著中國金融帳的開放，大量的人民幣流到各國，人民幣及以人民幣表示的資產成爲各國金融市場交易的標的。在這種情況下，各國金融市場乃至經濟的穩定，自然地就會受到中國貨幣政策的影響。

2. 人民幣將成爲國際金融投機的對象。人民幣國際化進程中，將伴隨人民幣緩步的升值，勢必會引起人民幣升值預期效應，使得人民幣以及人民幣計價的金融資產成爲國際金融投機的對象。例如，目前中國大陸一些境外居民 (尤其是香港居民)、企業、及金融機構持有人民幣的主要動機乃著眼於人民幣對美元的升值走勢所帶來較高的投資 (投機) 收益。對人民幣及以人民幣計價資產的投機，不僅不利於中國金融市場的穩定，也將不利於國際金融市場的穩定 (尤其是，當中國的經濟與金融市場的國際影響力日益提高時)。

3. 國際金融市場系統性風險增加。隨著資訊與交易的發展，各國金融市場

的聯結使各國金融市場發生骨牌效應的機會大增。例如，2008 年投資銀行雷曼兄弟倒閉，不僅使得該公司所發行證券出現倒債疑慮，也讓金融市場上的對手風險快速增溫，在短期間之內，國際金融市場就陷入流動性不足的危機，顯示在國際金融市場的連結下，系統性風險已經不只存在單一國家的金融體系，而是全球性的問題。人民幣國際化將使各國金融市場透過人民幣提高彼此的聯結性，而使國際金融市場遭受系統性風險的可能性更為提高。

4. 亞洲國家金融監理難度提高。除了少數金融中心外，亞洲大部分國家和地區金融業的發展仍然相對落後，加上亞洲新興市場國家金融市場有待深化，有待吸納更多的國際資本，逐步實現金融體系的多元化和擴大化，並對金融市場上的新種商品進行適當監理。隨著人民幣的國際化，國際金融市場業務和新種金融(人民幣) 商品勢必增加，亞洲國家金融監理當局所面臨的監理難度勢必提高。

5. 國際金融機構在國際金融市場業務競爭將更加激烈。隨著人民幣的國際化，國際金融機構積極擴張人民幣業務，無形中加深了金融機構競爭的程度，可能造成國際金融業在追逐人民幣業務利潤的驅使下，走向高風險、高報酬的業務模式，這將不利於國際金融市場的發展。

6. 缺乏人民幣境外流通的金融監理機制。目前在邊境雙邊貿易中使用人民幣結算大多並沒有透過銀行等金融中介機構，而是透過邊境的民間地下錢莊完成，非法洗錢活動非常頻繁。若中國未建立起人民幣境外流通管道和流通量的統計體系，缺乏準確的統計指標作為貨幣金融政策的依據，隨人民幣國際化使得人民幣在國外的流通量大增，這對中國本身及國際金融市場的運作都是不利的。

7. 中國人民銀行控制貨幣數量難度增加。人民幣國際化後，將使得更多的人民幣在境外流通，被境外的居民、企業、及政府持有，進而形成境外人民幣市場。這將使人民幣的貨幣需求函數、貨幣乘數更為複雜和易變，因而增加中國人民銀行對貨幣數量控制的難度，這對中國及國際金融市場的穩定性將構成潛在的威脅。

第三節 人民幣匯率波動 (升值) 對國際經濟與金融穩定的影響

當前世界經濟面臨的主要矛盾是需求不足和結構性失衡，中國國際貿易鉅額順差，累積了鉅額的外匯存底，這被認為與人民幣價值被低估有密切的關係，美國國會甚至於 2011 年 10 月 11 日通過「中國通貨法案」(China Currency Bill)，希望能迫使人民幣升值，以減少美國的貿易逆差，改善國際失衡的經濟體系。

人民幣大幅升值真的可以改善國際經濟失衡的情況嗎？有人認為人民幣大幅升值不但將打擊中國經濟，也不利於世界經濟。1999 年諾貝爾經濟學獎得主 R. Mundell 曾於 2010 年 3 月提出人民幣不宜大幅升值的很多理由，¹⁷⁵ 他認為人民幣目前的匯率是適當的，人民幣既不要升值也不要貶值。但是，國際社會普遍認為人民幣價值被低估（這主要是因中國持續的鉅額貿易順差所致），人民幣應該大幅升值。果真如此，人民幣大幅升值對國際經濟可能帶來以下的影響：

1. 增加鄰近中國大陸之亞洲國家穩定金融的困難度。人民幣升值加上中國大陸採緊縮貨幣政策（提高利率），將導致熱錢流入鄰近中國大陸的亞洲國家，進而帶動這些國家貨幣升值。隨著國際熱錢的流入，將使得這些亞洲國家的金融市場遭受熱錢移動的衝擊，各國政府穩定金融市場的困難度增加。

2. 面對來自中國大陸更激烈的競爭。隨著人民幣國際化，人民幣升值將迫使中國大陸加速產業升級的腳步，而使各國企業未來勢必在國際市場上面對來自中國企業更激烈的競爭。

3. 損害全球消費者的利益。中國商品暢銷世界，使得所有進口中國商品國家的消費者可以低廉價格買到消費產品。以美國為例，美國每年從中國進口 1,000 多億美元的商品，從玩具到傢俱、從服裝到鞋帽、從冰箱到空調，幾乎遍及美國人生活的各層面，如果人民幣升值，將會使這些商品的價格上升，美國消費者將不得不付出更多的美元，因而加重美國物價膨脹的壓力。

¹⁷⁵ 參閱〈上海證券報〉，文匯網，2010 年 3 月 24 日，
<http://paper.wenweipo.com/2010/03/24/HC1003240002.htm>。

4. 降低世界經濟成長率。與世界各國的經濟成長率相比，中國經濟自 1978 年改革開放以來，一直保持著強勁的經濟成長趨勢。按照國際貨幣基金組織的測算方法（按購買力平價法），中國經濟對全球經濟成長的貢獻已經超過 30%，為世界第一。¹⁷⁶ 因此，如果人民幣升值導致中國的經濟成長率出現大幅度下滑，也將使世界經濟成長率下降。

5. 影響亞洲乃至世界的經濟發展。亞洲經濟的火車頭原為日本，自從 20 世紀 90 年代日本經濟長期陷入低迷後就被中國所取代。現在中國的經濟發展狀況對亞洲經濟至關重要，亞洲經濟的發展很高比例仰賴於中國經濟的發展，人民幣國際化所帶來人民幣升值效應，勢必會損害中國的經濟發展，進而影響亞洲乃至世界的經濟發展。

6. 中國失去匯率政策主導權，可能重蹈日本覆轍。人民幣的國際化將使得中國失去匯率主導權，若匯率波動過大，將對中國經濟造成負面影響。以日本為例，日圓國際化後，對匯率失去主導權，日圓大幅升貶。例如，1985 年國際化前，日圓/美元的匯率是 240:1；國際化後 3 年，降至 120:1，後又升至 160:1；1995 年 4 月 19 日再降至 79.75:1 的歷史新低；之後 1997 年又回升至 130:1；2009 年初又降至 90:1 左右。日圓如此暴升暴貶，對日本經濟造成極大的負面影響。日本淪入「失落十年」(lost decade)，其中原因很多，但日圓的大幅升貶，也是關鍵因素之一。人民幣國際化，人民幣/美元若如日圓/美元般的波動，中國及世界經濟將同受其害。

第四節 結語

本章首先分析人民幣國際化對國際準備貨幣組成的影響，也從國際金融市場的角度，瞭解人民幣在邁向國際化的進程中可能會帶來的衝擊，同時進一步探討人民幣匯率波動（升值）對國際經濟與金融穩定的影響。經歷次貸金融危機之

¹⁷⁶ 參閱〈金磚國家領導人第三次會晤拉開序幕〉，中國新聞網，<http://www.chinanews.com/gn/2011/04-13/2969009.shtml>。

後，一種新的世界金融秩序正在出現。人民幣國際化不僅可以提升中國在國際金融體系中的地位，更提升了中國在 IMF 的影響力。人民幣國際化將使人民幣成爲另一個可與美元、歐元競爭的國際貨幣，人民幣是否能趁勢崛起，成爲另一個主要國際準備貨幣，是未來國際經濟情勢演變中一個令人關注的焦點。人民幣國際化必將吸引國際熱錢流入鄰近中國大陸的亞洲國家，大量熱錢的炒作，無疑將衝擊到國際金融市場，同時也增加鄰近中國大陸的亞洲國家穩定金融的困難度。

第十章 結論與建議

近年來國際經濟、金融動盪不安，正是經濟力量不斷茁壯之中國大陸提升其國際經濟地位的良機，中國政府乃主動推動人民幣國際化。人民幣國際化將為中國大陸帶來許多好處，諸如貿易匯率風險成本下降、賺取發行國際貨幣的鑄幣稅、及提高國際經濟發言權等等，中國政府也積極運作開放香港成為海外人民幣清算中心，香港境外人民幣存款、外匯交易、及點心債券發行等均蓬勃發展。有鑒於此，我國金融業者不斷呼籲我國央行與大陸當局協商，與中國大陸簽定貨幣清算協定，促使台灣成為另一個境外人民幣清算中心。

建立海峽兩岸的貨幣清算機制，必須先瞭解國際貨幣（例如，美元、歐元、日圓等）的國際間貨幣清算機制，以及香港與大陸內地結算行間的清算運作，將有助於兩岸金融機構建立貿易、投資往來頻繁之兩岸經貿的未來清算模式。為增進兩岸的經貿金融關係，兩岸貨幣管理當局簽署「兩岸貨幣清算協定」應是首要之舉，而後再進一步與大陸金融及貨幣當局協商，在台灣發展人民幣存放款及其衍生金融商品等資本市場與外匯市場工具，使臺灣成為繼香港之後的另一個人民幣境外清算中心，則是近程目標。

人民幣國際化是一件國際經濟大事，眾所矚目，其對未來的國際經濟與國際金融發展，勢必會產生重大深遠的影響。本研究對於人民幣國際化有關議題均作了深入的探討、分析，得到富有政策意涵的結論，以下將逐一條列說明，並據以對我國有關當局提出一些政策建議。

第一節 研究結論

本研究在對中國匯率政策的走向及主要考量、國際貨幣的演進、中國外匯制度的變革與金融帳的開放、人民幣境外市場的發展現況、兩岸貨幣清算機制的建立、人民幣國際化對台灣經濟與金融市場的影響、人民幣國際化與東亞區域貨幣

合作、及人民幣國際化對國際金融市場的影響等議題進行深入的探討與分析後，得到以下的結論：

1. 人民幣的匯率改革將持續進行

中國大陸自 2005 年進行匯率改革至今，在中國央行的緩升政策下，出口仍舊暢旺，證明中國的出口產業不必然隨人民幣升值而大幅衰退。人民幣雖緩步但趨勢明確地升值，迫使中國的出口廠商加速汰弱留強及產業升級。因為人民幣升值後經濟仍維持快速增長，使得中國領導人對於今後的人民幣匯率改革充滿信心而願意持續推動。

2. 人民幣升值對中國總體經濟的影響利大於弊

人民幣升值對於中國經濟的影響應該是利多於弊。即使中國央行仍可透過鉅額沖銷一定程度控制國內貨幣供給，但由於外匯存底增加速度實在過快，人民幣面臨鉅大的升值壓力，中國央行這般逆勢而為反倒加重其利息負擔。此外，若人民幣升值對中國經濟的影響弊多於利，中國央行大可於 2005 年抗拒國內外要求進行人民幣匯率改革的聲浪，維持實質固定釘住美元，更無須於 2010 年 6 月開始重新讓人民幣逐步升值。

3. 中共「十八大」前實施人民幣匯率自由化的條件尚未成熟

人民幣匯率自由化必須在政治、經濟、及社會三條件上同時具備。面對 2012 年秋天即將召開的中共「十八大」，因為中共內部對於人民幣匯率自由化所可能造成的衝擊仍存有疑慮，中國央行貿然實施人民幣匯率自由化的可能性極低。此外，中國的金融市場尚不成熟，金融監督管理制度仍然落後，距離人民幣匯率實現高度自由浮動仍需一段的時間準備。因此，可以預期在 2012 年「十八大」召開之前，人民幣匯率自由化應還不可能實現。

4. 十二五規劃重視外匯管理與金融帳開放

比較《十二五規劃綱要》與《十一五規劃綱要》兩份政策文件，顯示未來中國匯率政策有以市場供需為基礎的管理浮動匯率制度、改進外匯存底經營管理、及實現人民幣金融帳可兌換三大重點。匯率方面，中國央行可望減少不必要的干

預，改以市場供需作為外匯市場主要的決定力量，有助於人民幣加快升值速度。外匯存底經營管理方面，除了持續人民幣匯率改革，今後可以預見中國外匯存底的運用將更加靈活而多元化，尤其是透過主權財富基金的形式，追求外匯存底的最適配置。開放金融帳方面，2015 年以前金融帳自由兌換將有明顯的進展，有利於未來人民幣國際化的進程。

5. 中國主權基金在外匯管理上將扮演更積極的角色

「最適外匯存底」為當前中國外匯管理最重要的議題，除了讓人民幣升值，中國還成立主權財富基金來運用過多的外匯存底。由於經驗不足，中投公司成立初期即出現鉅額投資虧損，未來必須透過人才招募及公司組織再造，才能讓中投公司為中國外匯存底創造更大的獲利。然而，主權財富基金的成立並無法有效解決中國外匯存底過剩的問題，持續透過匯率改革與經濟結構轉型，改善國際收支失衡，才是治本之道。

6. 人民幣國際化對中國金融市場的衝擊仍有待觀察

人民幣國際化勢必對中國的金融市場造成衝擊，中國政府應及早準備因應。在貨幣市場方面，中國必須正視當前利率管制政策對於國內貨幣市場發展的阻礙，盡快推動利率自由化，並加強金融創新，讓未來貨幣市場的運作能更趨成熟。在股票市場方面，由於中國相對嚴格的金融管制，國內投資人無法將資金投資海外，國外投資人也無法自由投資中國股市，導致中國國內股市形成「淺碟型」市場。為避免一次開放股市導致資金大量流入或流出中國衝擊股票市場，中國應該逐步放寬 QFII 及 QDII 的限制。在債券市場方面，當前中國債券市場仍遠不及美、英、日等國發達，因此，中國金融管理當局應借力人民幣國際化的過程，積極推動債券市場改革（如建立完整的公債殖利率曲線作為各種金融商品的訂價依據）。在金融機構方面，中國銀行業長期在政策保障下競爭力薄弱，故中國金融監理當局應審慎因應本土銀行因利率管制鬆綁使得存放款利差（商業銀行主要營收來源）縮小而導致獲利大幅衰退或虧損。唯有中國國內的銀行先未雨綢繆，轉變營收結構，開發更多樣化的業務收入（如消費金融與財富管理），才能

應付未來人民幣國際化所帶來國外跨國金融集團的競爭。

7. 在多種國際貨幣共存的體制下，任何貨幣均有可能成為國際貨幣

國際社會曾在不同的時期採行過不同的國際貨幣制度，在每一個時期下，某些國家的貨幣也被世界各國視為國際貨幣來加以使用。然而，目前國際社會是採多種國際貨幣共存的體制，短期內要出現一種各國唯一共同使用的國際貨幣有其難度存在。在目前多種國際貨幣共存的體制下，任何一國的貨幣似乎都有可能成為國際間流通使用的國際貨幣，但可以斷言的是，人民幣將成為另一個主要的國際貨幣。

8. 經濟力量與可兌換性是成為國際貨幣最主要的決定因素

一國的貨幣若要成為國際貨幣，依照過去英鎊與美元成為國際貨幣的經驗，經濟力量是主要的決定因素之一。此外，一國的貨幣若想要成為國際貨幣，該國貨幣是否具有可兌換性的條件也是重要的決定因素。若一國貨幣的可兌換性受到限制，將會阻礙其在全球的流通與使用，因此也就不易成為國際貨幣。

9. 中國的外匯管理制度不斷往更自由的方向的改革

在 1978 年之前，中國的外匯管理為計畫經濟下的管理制度；1979 年之後，中國對其外匯管理更採行過多種不同的措施，例如，外匯留成制度、內部結算價、及外匯調劑市場等。1994 年後，中國的外匯管理體制更有大幅度的改變，諸如匯率併軌、銀行結售匯制度的實行、及外匯留成的取消等政策的採行。1996 年，人民幣實現經常帳的自由兌換，逐步往全面可兌換及匯率自由浮動的方向邁進。

10. 開放金融帳的可自由兌換性實現人民幣國際化是不可或缺的必要條件之一

雖然實現金融帳的可自由兌換性勢在必行，但外匯管制之放鬆應有計畫及步驟的調整，不可縱容短期外資及外債無限額及無定時的匯入、匯出。外國金融機構及 QFII 引入投資證券市場及貨幣市場的資金，應有比例限制，投資金額也應有所管制。匯出時間與匯入時間之間隔亦應管制監控，以避免股市及貨幣市場拆借之投機。鑒於許多國家（如智利、日本、台灣）開放金融帳後，為經濟帶來諸多負面影響，中國對於金融帳的開放仍保持審慎態度。

11. 中國的經濟力量不斷增強，支撐人民幣成爲國際貨幣

隨著中國佔全世界國內生產毛額的比重不斷提升，加上中國對外貿易絕對金額及其佔世界貿易比重持續增加，中國的人民幣被世界各國作爲貿易往來的計價工具是可預期的，這也表示人民幣將成爲下一個主要的國際貨幣。

12. 人民幣先區域化後國際化是必然的發展趨勢

從貨幣發行國經濟實力、貨幣可接受性、及貨幣可獲取性的貨幣國際化三個決定構面來看，中國大陸在 GDP 規模、貿易金額、及直接投資金額已舉足輕重，顯示人民幣在發行國經濟實力上已具區域化或國際化的基礎。然而，在貨幣可接受度上，金融市場上人民幣佔全世界外匯存底的分配比重及中國外匯交易佔全世界外匯交易的比重仍低；在可獲取性上，人民幣資產在境外流通的數量仍有限，國際投資人對人民幣金融資產的需求遠大於供給。這些均是人民幣要成爲國際或區域性貨幣必須改進的。在國際金融市場對美元及歐元逐漸喪失信心的情況下，人民幣先區域化後國際化乃必然的發展趨勢。

13. 人民幣區域化與國際化將朝國際貿易清算、國際投資、及國際準備貨幣的漸進方式發展

人民幣國際化將影響中國大陸國內的貨幣政策與外匯政策，屆時人民幣的利率與匯率的決定，會受到國際市場人民幣資金供需的影響，國內資本市場與房地產市場的交易將會因熱錢的移動而產生波動。因此，先採取人民幣區域化的策略，順應中國與亞洲各國貿易、旅遊、金融投資需求，做爲將來全面國際化的準備，是一較爲審慎可行的做法。中國貨幣決策當局推動人民幣國際化的做法應是在短期間促使人民幣成爲廣泛使用的國際貿易清算貨幣；中期間內逐步開放金融帳，使人民幣成爲國際投資貨幣；長期間使人民幣成爲國際準備貨幣。

14. 香港人民幣境外市場在存款、外匯、及債券等資產管理業務將持續成長

在香港境外人民幣龐大的存款數字，產生許多債券投資與資產管理的人民幣基金需求；大陸企業在境內的資金吃緊、融資不易；及外資企業對大陸直接投資的人民幣資金需求等因素下，香港境外人民幣債券市場將蓬勃發展。境外人民幣

(CNH) 業務與境內人民幣 (CNY) 業務的境內、外並行雙元匯率制度，兩岸企業在境外人民幣與境內人民幣外匯市場與貨幣市場的套利活動，將使香港境外人民幣外匯市場持續快速成長。

15. 人民幣國際化將使中國大陸面臨外債管理、貨幣與匯率政策的挑戰

人民幣國際化後，中國大陸的政府、企業、及金融機構將可能在境外發行人幣債券，如何管理外債餘額，以避免重蹈歐美國家外債高築的覆轍，也將是大陸當局必須及早考慮因應的課題。金融帳開放後，人民幣匯率將視大陸與國際經濟的互動狀況，自由浮動，中國人民銀行如何兼顧國內貨幣供給量及匯率穩定，將會是高難度的挑戰。

16. 倫敦及新加坡將比台灣更有條件成爲人民幣境外清算中心

就成爲國際貨幣清算中心所需的條件——金融基礎設施、資本移動管制、境外人民幣資本市場法規、外匯市場規模、雙邊貿易金額、境外人民幣存款、及政治關係等進行比較，不難發現香港、新加坡、及倫敦比台灣更有條件成爲人民幣境外清算中心，這是台灣在爭取成爲人民幣境外清算中心所應警惕的。

17. 兩岸的人民幣清算宜採用國際間的貨幣清算機制進行

國際銀行間的跨境匯款依兩國各自的國內支付系統是否相連結而有兩種基本架構，一是兩國的國內支付系統不相連結下的國際清算模式，一是兩國的國內支付系統相連結下的國際清算模式。台灣與大陸貿易若以人民幣進行清算，由於台灣與大陸國內的支付系統無法直接連結，因此可以採用兩國的國內支付系統不相連結下的國際清算模式，也就是一般的國際貿易清算模式。

18. 人民幣未來可以作爲兩岸貿易及投資的清算工具

兩岸在貿易、投資、及匯款的金額上，皆呈現逐年創新高的快速成長趨勢，若以人民幣爲清算貨幣進行清算，台灣出口商將人民幣外匯賣給央行兌換成新台幣，我國央行也會因爲買入台灣出口商賣出的人民幣，而產生人民幣外匯存底，屆時央行可能需要投資大陸國債來提高人民幣外匯存底的收益率。讓兩岸銀行業者直接辦理人民幣與新台幣雙向兌換、直接辦理人民幣的存款及匯款，以後人民

幣的匯款及企業的投資就不必以美元為中介，多了一道手續，徒增匯兌及匯款成本。

19. 兩岸建立貨幣清算機制後，台灣將面臨陸資熱錢炒作及陸企債信倒帳求償問題

開放陸資來台後，若大陸資金大量湧入台灣，將對台灣的金融市場產生不小的干擾，未來兩岸熱錢的流動勢必對央行外匯市場主導性的掌控產生挑戰，並有可能產生台灣股市某些上市櫃股票遭到大陸資金炒作的問題。在台灣銀行業能夠承做境外人民幣存款業務後，投資境外人民幣債券的需求也將隨之產生，境外人民幣債券若能在台灣發行，金融主管機關就有發行審核的責任，一旦產生人民幣債券到期違約，則牽涉到跨海求償的法律問題，這也是兩岸的金融監理機關及司法審理機關所需面對解決的問題。

20. 兩岸建立貨幣清算機制後，台灣應向大陸爭取開放人民幣資本市場與其他衍生性金融工具

兩岸建立貨幣清算制度後，我國中央銀行及金管會應與中國人民銀行和大陸證監會協商，比照香港同意大陸境內、外企業得在台灣資本市場發行人民幣計價的債券與股票，台灣的投信公司得發行人民幣計價的基金，將來台灣的人民幣存款才有投資管道。我國中央銀行及金管會應與中國人民銀行與大陸銀監會協商，比照香港同意台灣金融業開辦人民幣相關的匯率、利率衍生性商品，以供企業或個人從事貿易應收應付帳款或投資的人民幣避險操作。

21. 人民幣國際化將對台灣的經濟與金融市場發展產生一些有利的影響

人民幣國際化對台灣金融市場發展可能產生：帶動人民幣升值吸引國際資金流入亞洲國家（包括台灣），帶給台灣金融業新的契機，有助於台商在大陸境內與境外取得融資，有助於台灣金融機構擴大經營規模，加大兩岸相互的金融投資，有利於台灣發展成為人民幣境外市場，有助於台灣發展成為國際金融中心，使台灣成為人民幣籌資中心，有助於兩岸相互的直接投資增加，有助於兩岸貨幣政策協調與貨幣清算機制的建置，及台灣可以提供多樣化的人民幣金融工具以供

投資等有利的影響。

22. 人民幣國際化將對台灣的經濟與金融市場產生一些負面的影響

人民幣國際化將對台灣金融穩定與安全可能產生：台灣的金融市場與經濟將受到大陸貨幣金融政策的影響，帶給台灣金融秩序及金融監理新的挑戰，新台幣將面對人民幣的競爭，人民幣若無法有效回流將危及台灣的金融安全，台幣匯率政策陷入兩難，熱錢套利造成資產價格泡沫化，人民幣黑市猖獗不利金融管理，可能出現匯率和利率的雙重套利現象，衝擊台灣金融產業的競爭力，及加速廈門兩岸金融中心的發展而不利台灣金融中心的成立等不利的影響。

23. 台灣爭取成爲人民幣境外市場有利與不利的條件並存

台灣爭取成爲人民幣境外市場的有利條件爲完整的人民幣外流與回流機制，及 MOU 與 ECFA 的簽訂；不利條件爲金融基礎設施與法規不夠完備，人民幣的取得與清算仍有困難，及兩岸政治關係的對立。

24. 人民幣國際化將影響大陸台商的營運模式與投資行爲

人民幣國際化所帶來的人民幣升值效應對出口型台商而言，將會因人民幣升值而受到不利的衝擊；對從事內銷導向的大陸台商而言，由於商品銷售以人民幣計價，較不受人民幣升值影響。台商對中國的投資將會因人民幣的大幅升值及其他不利因素（諸如勞動成本的上升、外銷退稅的取消、稅負的增加等）而減少，而對台灣的投資將會增加。

25. 中國大陸推動人民幣國際化對台灣廠商將產生有利與不利的影響

人民幣國際化對台灣廠商可能產生有利的影響爲：避免匯兌損失與出口競爭力下滑，以人民幣進行報價有利兩岸貿易的擴展，可以提高台灣產品對大陸產品的國際競爭力，提高大陸廠商尋求與台灣廠商合作的機會，有利台灣對大陸的出口與台商資金的回流，及中長期有利於台灣的出口及投資；可能產生不利的影響爲：台灣某些特定的貿易商及廠商會受到不利的影響，台灣廠商將面對大陸廠商產業升級後的競爭，大陸及台灣的台商同時遭受到出口減少的衝擊，台灣吸收到的國外直接投資可能減少，及導致新台幣匯率波動加大。

26. 東亞區域金融整合程度偏低

1997 年的亞洲金融風暴重創東亞各國的經濟，爲了避免類似的金融危機再次出現，除了推動貿易整合，東亞各國也開始積極推動貨幣金融方面的合作，例如，爲了維持區域匯率穩定簽署清邁倡議，爲發展東亞區域金融市場而設立亞洲債券市場等。然而，東亞各國在貨幣市場利率、債券市場利率、及股票市場報酬率的相關係數仍偏低。東亞區域內各國相互的投資與債權持有的比例也呈現偏低的現象，大部分的投資與債權持有大多集中於亞洲區域以外的國家，加上東亞金融市場自由化程度仍不高，也使東亞區域金融整合程度偏低。

27. 中國的經濟將成爲東亞區域經濟成長與貨幣政策的穩定器

次貸金融危機爆發後，如何透過區域貨幣合作防範金融危機衝擊，再度成爲東亞各國關注的焦點。對此，中國所採取的策略爲依循現有多邊架構，以及積極推動人民幣區域化，兩者看來路徑相異，實則皆有助於將人民幣推向國際通用貨幣。中國目前是全球第二大經濟體、第二大貿易國，擁有的外匯存底更排名全球第一，又中國佔東協加 3 的總國內生產毛額與人口總數的比重都超過 5 成，加上中國與日本、韓國、及東協的貿易關係相當緊密，中國的經濟力量應可作爲東亞區域經濟成長與貨幣政策的穩定器。

28. 人民幣區域化的過程中將與日圓相互競爭

近年來中國經濟穩定高速增長，人民幣幣值長期穩定，加上東亞周邊國家對人民幣的認可程度不斷提高，人民幣在東亞貿易中倍受青睞，這將有利於中國在東亞貨幣合作中發揮主導作用。反觀日本在經濟泡沫破滅後，經濟長期低迷，匯率變動劇烈，日圓幣值的不穩定勢必將影響其與人民幣在東亞地位的競逐。

29. 人民幣國際化對國際貨幣體系與國際準備貨幣組成將產生重大的影響

人民幣國際化對國際貨幣體系與國際準備貨幣組成可能產生的影響爲：人民幣將成爲一種國際準備貨幣，有助於國際貨幣體系朝向多元化發展，及提供世界各國外匯準備安全且穩定的投資工具。

30. 人民幣國際化對國際金融市場可能產生有利與不利的影響

人民幣國際化對國際金融市場可能產生的有利影響為：有利於人民幣國際債券的發行和發展，有利於國際金融市場的外匯交易擴展，創造更多財富管理商機，有利於中國股票市場的拓展，人民幣和其他亞洲國家貨幣在國際金融市場上將扮演更重要的角色，有助於提升亞洲在全球金融市場中的地位，降低與中國貿易往來企業的匯率風險與避險成本，提升中國金融機構對外競爭力與金融服務品質，加速國際貨幣體系的改革，及加速國際金融機構與金融監理的改革；可能產生不利的影響為：國際金融市場將受中國貨幣政策的影響，人民幣將成為國際金融投機的對象，國際金融市場系統性風險增加，亞洲國家金融監理難度提高，國際金融機構在國際金融市場的業務競爭將更加激烈，缺乏人民幣境外流通的金融監理機制，及中國人民銀行掌控貨幣政策難度增加。

31. 人民幣大幅升值將對國際經濟與金融穩定帶來重大的影響

人民幣大幅升值對國際經濟與金融穩定的可能影響為：增加鄰近中國大陸的亞洲國家穩定金融的困難度，面對來自中國大陸更激烈的競爭，損害全球消費者的利益，降低世界經濟成長率，影響亞洲乃至世界的經濟成長，及中國失去匯率政策主導權而可能重蹈日本覆轍。

第二節 政策建議

面對無可避免的人民幣國際化趨勢，根據以上的研究結論，對於我國政府我們有以下幾點的政策建議：

1. 積極與大陸交涉使台灣成為另一個境外人民幣清算中心

台灣與大陸的雙邊貿易及投資金額逐年攀升，對於新台幣/人民幣交易無法直接兌換，仍需間接透過新台幣兌美元及美元兌人民幣，兩岸企業貿易及投資往來多產生一次交易成本，因此台灣金融機構及產業界不斷在各種場合提出要求，盼望兩岸當局可以協商使台灣成為另一個人民幣清算中心。人民幣相關的金融服務需求將有增無減，我國金融業業務成長有賴於此。

2. 改善金融基礎設施、資本移動管制、及境外人民幣資本市場法規

就金融基礎設施、資本移動管制、境外人民幣資本市場法規、外匯市場規模、雙邊貿易金額、境外人民幣存款、及政治關係等成爲人民幣境外清算中心的條件進行比較，香港、新加坡、及倫敦都比台灣更有條件成爲人民幣境外清算中心。台灣在金融環境上，需要更爲開放的資本移動，加強金融市場的深度及廣度，強化金融基礎設施，才能吸引國際金融機構及投資人與台灣金融機構進行以人民幣計價之金融工具的交易及清算。

3. 適時將人民幣資產納入我國的外匯存底之中

愈來愈多東協國家將人民幣國家債券列入其外匯存底資產配置，人民幣國際化及升值的趨勢，不容我們忽視。在國際金融市場上，由於美國所引爆的金融海嘯及持續浮出的歐債嚴重問題，導致國際美元及歐元的幣值疲弱，形成全球投資人對中國當局的期待及人民幣長期升值趨勢。我國央行有必要適時評估及掌握外匯存底資產配置調整的機會，將人民幣資產納入我國的外匯準備之中。

4. 借鏡香港辦理人民幣的業務模式，簽署「兩岸貨幣清算協定」建立人民幣清算機制

台灣若要全面開辦新台幣與人民幣直接兌換業務，則應借鏡香港辦理人民幣與港幣兌換業務的模式，先簽署人民幣清算協定以建立人民幣清算機制，再與大陸當局協商有關人民幣存款、銀行同業人民幣拆放、匯款、外匯交易、境外人民幣債券發行等業務，才有可能進階成爲香港之外的人民幣境外清算中心。

5. 兩岸談判貨幣協定應尋求更有創意的解決方式

我國央行與大陸中國人民銀行的協商，與後續簽署貨幣清算協定及通貨互換協定等，皆牽涉到國對國的對等談判，如果大陸當局開出願意以香港特別行政區的模式與台灣簽署貨幣清算協定及通貨互換協定等，我國是否能迫於政治現實及經濟趨勢而予以接受？或是有其他更有創意的解決方式？均有賴兩岸雙方談判解決這些問題，我國有關部會也應及早謀思對策。

6. 兩岸協商談判應優先考慮經濟利益互惠

兩岸貨幣清算機制談判成功與否的關鍵，決定於談判桌上中國人民銀行是否

能感受到建立兩岸貨幣清算機制對大陸企業在經濟上的好處，以及大陸當局在政治上得到的策略意義，使其願意協助台灣金融業逐步建立人民幣的清算及後續商品的服務。兩岸協商談判簽署貨幣清算協定及通貨互換協定，可以排除政治對等考量，而以經濟利益互惠為優先考慮，中國大陸內部已經要求兩岸應該是經濟對等互惠的開放，而不是片面對台灣讓利。因此，我國對於開放大陸金融業在台設立分行及投資我國金融業，同時解決一些國內問題銀行及保險公司，也應該納入談判的籌碼。如此，我國才可以進一步要求大陸開放我國金融業進軍大陸金融市場，我方談判當局可能必須在大陸金融機構來台設立分子行的審核程序上，給予適當善意回應，並思考將來讓大陸在台金融機構成為人民幣主要清算行，這樣才有可能加速兩岸貨幣清算機制的簽訂。

7. 協助台商面對人民幣升值的衝擊

人民幣升值對於不同類型台商將有不同的衝擊，政府可以針對不同類型台商採取不同的因應措施。若依所在地及產業類型，台商可粗略分成中國出口型台商、中國內需型台商、台灣出口型台商、及台灣內需型台商四大類別。就中國出口型台商而言，人民幣升值導致出口成本優勢不再，還可能蒙受匯兌損失。就中國內需型台商而言，由於獲利過程無須多一道匯兌手續，甚至還可望因人民幣升值所帶來的所得效果，而增加企業營收及獲利。就台灣出口型台商而言，人民幣升值導致台灣出口型台商的產品價格競爭力上升，有利於改善台灣廠商的獲利，提振台灣勞動需求及經濟成長。就台灣內需型台商而言，由於人民幣升值所帶來的大陸民眾實質所得增加效果，有助於提升中國大陸民眾至台灣當地消費，增加對台灣國內產品的需求，繼而活絡台灣的內需市場。

由以上分類可知，人民幣升值對中國出口型台商（集中於電子、機械、紡織等產業）最不利，而對於中國內需型台商、台灣出口型台商、及台灣內需型台商較為有利。不過隨著中國內需市場的發展，即便是傳統的中國出口型台商也逐漸將產品就地銷售，降低人民幣升值對於廠商獲利的侵蝕。當然，部分中國出口型台商仍然會遭受人民幣升值而出現營運危機，對此政府相關單位（如經濟部及陸

委會) 應給予必要的協助。例如，為思考遷移至其他低生產成本地區 (中國內陸省份) 或國家 (東南亞或南亞) 的大陸台商提供完善的法規或經營策略上的協助。此外，政府也應戮力打造國內良好的投資環境，迎接有意回台灣投資設廠的企業，以創造更多的國內勞動需求。

8. 發展多樣化的人民幣金融工具以供投資

目前廣大台商與在中國營運的外資擁有累積多年的中國境內人民幣存款，他們殷切需要能匯往境外投資於人民幣計價的共同基金、私募基金、或保險產品。因此，全面開放中國金融機構或大型企業在海外發行人民幣計價的金融債券或公司債將是一種趨勢。在人民幣國際化，台灣努力成為人民幣境外清算中心之際，台灣應尋求獲得中國人民銀行同意，於境內發展多樣化的人民幣金融工具以供投資，這將有助於提高台灣金融機構的營運規模與獲利能力。

9. 金融主管機關應及早準備因應人民幣國際化帶來的衝擊

隨著人民幣國際化，台幣匯率將更加容易受到大陸貨幣政策的影響；大陸金融帳的開放，將使得兩岸間的匯率與利率連動更加密切；人民幣進出台灣，將對台灣的金融市場穩定造成一定程度的影響。凡此，均是我國金融主管機關在面對人民幣國際化時，所應及早謀求如何妥善因應的。實際做法諸如建立兩岸金融預警機制，對國內外金融情勢與經濟變化，適時提供預警與對策，防範潛在的金融危機；建立兩岸金融風險防火牆，降低大陸系統性金融風險對台灣金融穩定的連動影響，以使人民幣國際化對我國經濟與金融市場的不利衝擊能夠予以極小化。

10. 在兩岸金融監理合作平台基礎上加強兩岸金融監理合作

隨著 MOU 與 ECFA 簽訂後，兩岸經濟與金融的往來與合作將更加緊密，也使得兩岸間發生金融危機的破壞性與連動性更為提高。因此，為維護兩岸間的金融穩定，雙方金融監理機關應積極溝通與交流，以巴塞爾銀行監理委員會所制定的「有效銀行監理核心原則」作為兩岸金融監理合作平台的基礎，加強兩岸金融監理合作，審慎監理雙方金融分支機構在對方的金融業務與暴險，以確保雙方的金融秩序與安全。

參考文獻

- 于宗先、王金利 (1999),《台灣泡沫經濟》。臺北：聯經出版。
- 中華人民共和國國家統計局 (2010),《中國統計年鑑——2010》。北京：中國統計出版社。
- 王利杰 (2009),〈Shibor 成爲我國貨幣市場基準利率的可行性研究〉,復旦大學金融學系碩士論文。
- 王愛儉、王景武 (2009),《中國外匯儲備投資多樣化研究》。北京：中國金融出版社。
- 王啓明、陳怡君、蕭倩琳 (2009),〈歐洲與亞洲共同貨幣政策之發展：從比較區域研究角度分析〉,《全球政治評論》,25,頁 117-150。
- 王燕龍 (2003),〈中國大陸外匯準備之管理制度及結構變化之研究〉,國立東華大學公共行政研究碩士論文。
- 王元龍 (2010),〈金融危機後國際金融體系改革的思考〉,《政治經濟學評論》,1:2,頁 41-49。
- 王儷容 (2009),〈ECFA 與金融業兩岸佈局〉,《WTO 電子報》,
<http://www.wtocenter.org.tw/SmartKMS/www/Epaper/wtoepaper/article167.htm>。
- 史芳銘 (1998),《大陸台商外匯工作手冊》。臺北：漢邦管理顧問公司。
- 朱美智、鍾世靜 (2008),〈主權財富基金的興起及其影響〉,《國際金融參考資料》,55,頁 1-31。
- 余永定 (2010),〈見證失衡——雙順差、人民幣匯率和美元陷阱〉,《國際經濟評論》,18:3,頁 7-45。
- 李榮謙 (1993),〈國際貨幣制度之三極化的發展〉,《貨幣金融月刊》,12:3,頁 6-8。
- 李霞 (1998),〈論貨幣國際化〉,中國社會科學院研究生院博士論文。
- 李華民 (2003),〈基於人民幣性質的貨幣國際化戰略〉,《經濟管理》,5,頁 81-84。

- 何帆、張斌、張明、徐奇淵、鄭聯盛 (2011)，〈香港離岸人民幣金融市場的現狀、前景、問題與風險〉，《國際經濟評論》，3，頁 84-108。
- 何帆 (2009)，〈人民幣國際化的現實選擇〉，《國際經濟評論》，4，頁 8-14。
- 尚平順、嚴彩郡 (1995)，《中國外匯體制改革理論與實踐》。北京：中國經濟出版社。
- 邱榮輝 (1997)，〈東南亞各國貨幣危機與未來展望〉，《國家政策雙週刊》，175，頁 15-17。
- 林燮寰 (1995)，〈國際金融體系〉。臺北：臺灣商務出版社。
- 林聖銘 (2009)，〈日本泡沫經濟與銀行的改革〉，《彰銀資料月刊》，58:10，頁 1-27。
- 易憲容 (1999)，《資本帳戶的開放理論與運作》，中國社會科學院國際金融中心工作論文，NO. 5，http://www.iwep.org.cn/pdf/05wp_rcif.pdf。
- 吳敬璉 (2010)，《當代中國經濟改革教程》。上海：上海遠東出版社。
- 吳婷婷 (2010)，〈跨境人民幣結算業務升溫中外資銀行盤算佈局〉，《證券日報》，<http://money.hexun.com.tw/2010-10-26/125256904.html>。
- 吳曉靈 (2001)，〈中國外匯管理〉，國立東華大學公共行政研究所碩士論文。
- 吳孟道 (2010)，〈兩岸貨幣清算機制的開展與利弊得失〉，國家政策研究基金會，<http://www.npf.org.tw/post/1/6904>。
- 胡嘉智、劉玉睿 (2003)，〈有關參與亞洲債券市場基金之策略思考〉，《亞太經濟合作評論》，11，頁 60-67。
- 姚子青 (1992)，〈貨幣國際化之理論分析〉，《臺北市銀月刊》，22:11，頁 35-44。
- 姜凌 (1999)，〈人民幣國際化—跨入新世紀中國金融行將面臨的機遇與挑戰〉，《金融與經濟》，3，頁 5-8。
- 唐東寧、孫翌(2002)，〈對人民幣在周邊國家和地區流通的建議〉，《中國外匯管理》，3，頁 50-53
- 梁雅磊 (2009)，〈泡沫經濟的形成機理及國際比較〉，湖南大學碩士學位論文。
- 陳瓊伶 (2005)，〈偵測台幣對美元、日圓、馬克匯率結構轉折點之貝氏分析法〉，

- 行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告。
- 童振源 (2005)，〈人民幣匯率之國際政治經濟分析〉，《問題與研究》，44:6，頁 133-155。
- 黃仁德、張勝峰 (2006)，〈東亞貨幣同盟的前景與人民幣的角色〉，《遠景基金會季刊》，7:2，頁 95-138。
- 楊洁勉、張海冰、劉宗義、薛磊 (2011)，〈國際金融體系改革的評估與展望〉，《國際展望》，14，頁 75-90。
- 鄭天民 (2011)，〈人民幣國際化問題探討〉，《現代商業》，
<http://www.ltbka.com/html/c19/2011-05/2707.html>。
- 鄭曉舟 (2007)，〈人民幣：從「不受歡迎」到「全流通」〉，《上海證券報》，
<http://www5.cnfol.com/big5/forex.cnfol.com/070629/134,1506,3108526,00.shtml>。
- 趙文志 (2010)，〈中國與東協的政經發展：人民幣角色〉，
<http://proj.ncku.edu.tw/seataiwan/091023/RMB.pdf>。
- 趙文志 (2008)，〈國際政治因素對於匯率體制與政策的影響：以人民幣匯率為例〉，政治大學國家發展研究所博士論文。
- 趙曉芳 (2010)，〈貨幣國際競爭力核心因素探討〉，《商業時代》，14，頁 49-51。
- 蔡炯明 (2009)，《人民幣匯率制度與國際經貿關係》。台北：臺北外匯市場發展基金會。
- 劉仁伍、劉華 (2006)，《人民幣國際化：風險評估與控制》，北京：社會科學文獻出版社。
- 劉科 (2002)，〈資本移動自由化之探討—兼論我國 QFII 制度之發展〉，《台灣證券交易所證交資料》，第 486 期。
- 衛青 (2003)，《論國際貨幣體系改革—對重構國際金本位制的思考》，南京理工大學碩士論文。
- 潘志奇 (1982)，〈戰後國際貨幣制度與黃金〉，《產業金融季刊》，34，頁 112-115。

- 篠原三代平 (1982), 《經濟大國盛衰》。東京: 東洋經濟新報社。
- 戴相龍 (2011), 〈推進人民幣國際化的步驟和路徑〉, 人民網, <http://www.takungpao.com/news/liness/2011-01-15/477853.html>。
- 鐘偉 (2008), 〈人民幣在周邊國家流通的現狀、問題及對策〉, 《管理世界月刊》, 第1期, 頁165-166。
- Anderson, J. (2005), *The Complete RMB Handbook*, 3rd ed. UBS Investment Research. <http://www.econ.hku.hk/~xiaogeng/Teaching/Readings/The%20Complete%20RMB%20Handbook%203rd%20ed.pdf>.
- Ashton, T. S. (1955), *An Economic History of England: The 18th Century*. New York: Barnes and Noble.
- Bank for International Settlements (2007), “General Principles for International Remittance Services,” Committee on Payment and Settlement Systems, http://siteresources.worldbank.org/INTPAYMENTREMITTANCE/rseources/New_Remittance_Report.pdf.
- Bongiorni, S. (2007), *A Year Without “Made in China.”* Hoboken, N. J.: John Wiley & Sons.
- Bhandari, J. S. (1989), “Trade Reform under Partial Currency Convertibility,” *IMF Staff Paper*, 34:22, pp. 494-511.
- Cargill, T. F. (1986), “Financial Reform in the United State and Japan: A Comparative Overview,” in H. Cheng, ed., *Financial Policy and Reform in the Pacific Basin Countries* (MA: D.C. Heath and Company).
- Cipolla, C. M. (1998), *Money, Price, and Civilization in the Mediterranean World, Fifth to Seventeenth Century*, New York: Gordian Press.
- Chown, J. F. (1994), *The Histroy of Money from AD 800*. London: Routledge.
- Cohen, B. J. (2009), “The Future of Reserve Currencies,” *Finance and Development*, 46:3, pp. 26-29.

- Cohen, B. J. (1971), “ The Seigniorage Gain of an International Currency: An Empirical Test,” *Quarterly Journal of Economics*, 85:3, pp. 494-507.
- Corbo, V. (1985), “Reforms and Macroeconomic Adjustments in Chile during 1974-84,” *World Development*, 13, pp. 893-916.
- Cline, W. R. and J. Williamson (2008), “New Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates,” Policy Briefs PB08-7, Peterson Institute for International Economics, <http://www.piie.com/publications/pb/pb08-7.pdf>.
- Chinn, M. D. and H. Ito (2008), “A New Measure of Financial Openness,” *Journal of Comparative Policy Analysis*, 10:3, pp. 309-322.
- Chinn, M. D. and J. A. Frankel (2008), “The Euro May Over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency,” NBER Working Papers 13909, National Bureau of Economic Research
- Cowen, D., H. Salgado, T. L. Shah, and A. Zanello (2006), “Financial Integration in Asia: Recent Development and Next Steps,” *IMF Working Paper*, WP/06/196, International Monetary Fund.
- Dobson, W. and P. R. Masson (2009), “Will the Reniminbi Become a World Currency?” *China Economic Review*, 20:1, pp. 124-135.
- Dwyer, G. P. and J. R. Lothian (2002), “International Money and Common Currencies in Historical Perspective,” working paper, Federal Reserve Bank of Atlanta, No. 2002-7, <http://ssrn.com/abstract=315081>.
- Dwyer, G. P. and J. R. Lothian (2003), “The Economics of International Monies,” working paper, No. 2003-37, Federal Reserve Bank of Atlanta.
- Edwards, S. (1995), *Capital Control, Exchange Rates, and Monetary Policy in the World Economy*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Einzig, P. (1970), *The History of Foreign Exchange*, 2nd ed. London: Macmillan.
- Eichengreen, B. and Y. C. Park (2003), “Why Has There Been Less Financial

- Integration in Asia than in Europe?” staff paper, No. 28, Monetary Authority of Singapore.
- Estrada, G., D. Park, I. Park, and S. Park (2011), “ASEAN’s Free Trade Agreement with the People’s Republic of China, Japan, and the Republic of Korea: A Qualitative and Quantitative Analysis,” working paper, No. 75, Asian Development Bank.
- Eichengreen, B. (2011), *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*. New York: Oxford University Press.
- Eichengreen B. (2009a), “The Irresistible Rise of the Renminbi,” Project Syndicate, November 13.
- Eichengreen, B. (2009b), “The Dollar Dilemma,” *Foreign Affairs*, September/October, pp. 1-10.
- Fan, G. (2008), “Comment: Renminbi Revaluation and US Dollar Depreciation,” in M. Goldstein and N. R. Lardy, eds., *Debating China’s Exchange Rate Policy* (Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics), pp. 70-75.
- Garganas, N. C. (2003), “International Role of the Euro,” Speech at the Conference of the European Commission on Europe, The Mediterranean and the Euro,” 4 February, <http://www.bis.org/review/r030212c.pdf>.
- Giovanni, C. (2009), “Financial Integration and Cooperation in Asia and Global Crisis,” paper presented at the Annual Conference of the American Economic Association ACAES session on “Financial Integration in Asia: New Wine in Old Wineskins? January 3, San Francisco.
- Goldstein, M. and N. R. Lardy (2009), *The Future of China’s Exchange Rate Policy*. Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics.
- Goldstein, C. (1987), “A Change of Heart: Taiwan is Preparing to Suspend Forex

- Controls,” *Far Eastern Economic Review*, pp. 119-120.
- Groombridge, M. A. (2001), “Capital Account Liberalization in China: Prospects, Prerequisites, and Pitfalls,” *Cato Journal*, 21:1, pp. 119-131.
<http://www.cato.org/pubs/journal/cj21n1/cj21n1-10.pdf>
- Guitian, M. (1998), “The Challenge of Managing Global Capital Flows,” *Financial Times*, 35:2, pp. 1-8.
- Hartmann, P. and O. Issing, (2002), “The International Role of the Euro,” *Journal of Policy Modeling*, 24, pp. 315-345.
- Harwood, A. and B. L. Smith (1997), *Financial Reform in Developing Counties, in Sequencing? Financial Strategies for Developing Countries*. Washington, D. C.: Brooking Institute Press.
- Hason, J. A. (1995), “Open the Capital Account: Cost, Benefits, and Sequencing,” in Edwards, S. (ed.), *Capital Controls, Exchange Rate, and Monetary Policy in the World Economy* (New York: Cambridge University Press).
- Johnston, R. B., S. M. Darbar, and C. Echeverria (1997), “Sequencing Capital Liberalization: Lessons from the Experiences in Chile, Indonesia, Korea, and Thailand,” *IMF Working Paper*, No. 97/157.
- Kenen, P (1983), “The role of the dollar as an international currency,” *Group of Thirty Occasional Papers*, no 13, New York.
- Kim, S. and J. W. Lee (2008), “Real and Financial Integration in East Asia,” working paper, No. 17, Asian Development Bank.
- Kim, S., J. W. Lee, and K. Shin (2008), “Regional and Global Financial Integration in East Asia,” MPRA Paper, University Library of Munich, Germany.
- Kojima, K. (1976), *Japan and the Pacific Free Trade Area*. London: Macmillan.
- Kwack, S. Y., C. Y. Ahn, Y. S. Lee, and D. Y. Yang (2007), “Consistent Estimates of World Trade Elasticities and an Application to the Effects of Chinese Yuan

- (RMB) Appreciation,” *Journal of Asian Economics*, 18:2, pp. 314-330.
- Laban, R. and F. Larrain (1998), “The Return of Private Capital to Chile in the 1990s: Cause, Effects, and Policy Reactions,” Faculty Research Working Paper, No. R98-02, <http://www.hiid.harvard.edu/pub/pdfs/627.pdf>.
- Lal, D. (1987), “The Political Economy of Economic Liberalization,” *World Bank Economic Review*, 11, pp. 273-299.
- Lin, G. and R. M. Schramm (2003), “China’s Foreign Exchange Policy since 1979: A Review of Developments and an Assessment,” *China Economic Review*, 14:3, pp. 1-59, http://www.uibe.edu.cn/upload/up_jmxy/xsyj/lgj.pdf.
- Lopez, R. S. (1951), “The Dollar of Middle Ages,” *Journal of Economic History*, 11, pp. 209-234.
- McCusker, J. J. (2004), “Comparing the Purchasing Power of Money in the United States (or Colonies) from 1665 to 2003,” Economic History Services, <http://www.eh.net/hmit/ppowerus/>.
- Mano, T. (1998), “New Moves in the Money and Capital Market,” *Japan Review of International Affairs*, 11:4, pp. 283-299.
- Mathieson, D. and L. Rojas-Suarez (1992), “Liberalization of the Capital Account: Experiences and Issues,” *IMF Working Paper*, No. 92-46.
- McKinnon, R. I. (1993), *The Order of Economic Liberalization—Financial Control in the Transition to a Market Economy*. Baltimore: Johns Hopkins University Press.
- McKinnon, R. I. (1986), *The Order of Economic Liberalization: Lesson from Chile and Argentina*. Amsterdam: North Holland.
- Meier, G. M. (1989), *Problems of a World Monetary Order*. New York: Oxford University Press.
- Mundell, R. A. and A. K. Swoboda (1969), *Monetary Problems of the International*

- Economy*. Chicago: University of Chicago Press.
- Miniane, J. (2004), "A New Set of Measures on Capital Account Restrictions," *IMF Staff Papers*, 51:2, pp. 276-308.
- Narine, S. (2003), "The Idea of an Asian Monetary Fund: The Problems of Financial Institutionalism in Asia-Pacific," *Asian Perspective*, 27:2, pp. 65-103.
- Park, Y. C. (2010), "RMB Internationalization and Its Implications for Financial and Monetary Cooperation in East Asia," *China & World Economy*, 18:2, pp. 1-21.
- Park, Y. and K. Bae (2002), "Financial liberalization and economic integration in East Asia," paper presented at the PECC Finance Forum Conference, August 11-13, Honolulu.
- Portes, R. and H. Rey (1998), "The Emergence of Euro as an International Currency," *Economic Policy*, 26:3, pp. 307-334.
- Riemer, B. D., J. Yang, and L. Armstrong (1986), "The Deficit Busters' New Targets: Rebuffed by Europe and Japan, The U. S. Goes after Korea and Taiwan," *Business Week*, 2969, pp. 16-17.
- Suzuki, Y. (1994), "Financial Reform in Japan and Global Economic Stability," *Cato Journal*, 13:3, pp. 447-451, <http://www.cato.org/pubs/journal/cj13n3/cj13n3-7.pdf>.
- Schneider, P. (2000), "Issues in Capital Account Convertibility in Developing Countries," *Development Policy Review*, 19:1 pp. 31-82.
- Stiglitz, J. E. (2009), "Reforms of the International Monetary and Financial System," United Nations, September 13.
- Shin, K. and C. H. Sohn (2006), "Trade and Financial Integration in East Asia: Effects on Co-movements," *World Economy*, 29:12, pp. 1649-1669.
- Tavlas, G. S. and Y. Ozeki (1992), *The Internationalization of Currencies: An Appraisal of the Japanese Yen*. Washington, D. C.: International Monetary Fund.
- Triffin, R. (1961), *Gold and The Dollar Crisis: Yesterday and Tomorrow*. New Haven:

Yale University Press.

Williamson, J. (2009), "Understanding Special Drawing Rights (SDRs)," Peterson
Institute for International *Economics Policy Brief* 09-10, [http:// www.piie.com](http://www.piie.com).

Wu, N. and Q. Chen (1989), *Study of the RMB Exchange Rates*. Beijing: China
Finance Press.

行政院大陸委員會專案研究報告審查意見回覆表

一、 專案研究報告名稱：

「大陸匯率政策對國內金融市場與金融穩定之可能影響」

二、 研究主持人：黃仁德

三、 審查意見回覆

感謝第一位審查人細心的審閱並提出寶貴的審查意見，茲答覆修改情形如下：

(一) 研究架構 (例如：理論基礎及架構層次等)：

審查意見	意見回覆
本研究報告題目為「大陸匯率政策對國內金融市場與金融穩定之可能影響」，但觀其實際內容則遠超過名稱所隱含的內容，跨及人民幣國際化的議題，建議修正題目。同時，如能進一步重新安排各章節，可收層次分明之效(原報告之研究架構似嫌鬆散，且章節中之論述多有重複之處)。	已遵照辦理
人民幣國際化的經濟金融條件包括人民幣必須成為可自由兌換貨幣、人民幣匯率應走向自由浮動、廣泛的經濟與金融改革、建立獨立的貨幣政策決策機制等。因此人民幣國際化會牽動大陸的匯率政策，可先探討國際貨幣的條件與中國大陸針對人民幣國際化所採取的措施，然後及於大陸匯率政策動向的討論。	已遵照辦理
對於兩岸簽訂貨幣清算機制及台灣成為人民幣境外市場的可能性與影響，似可再加以探討對新台幣本身之影響。	已遵照辦理

(二) 資料分析 (例如：資料分析方法及其說明等)：

審查意見	意見回覆
本文重覆敘述的內容過多，建議重點敘述即可。與本文主旨較無直接關聯之敘述或討論亦過多，應改列於註釋、附錄或文中專題(box)。	已遵照辦理
建議多利用圖表分析說明，許多文字的部	已遵照辦理

分，亦可改以表格表達，較為清爽，可提高可讀性。	
-------------------------	--

(三) 其他 (例如：資料引述之正確性、重大觀點之疑義、文辭之疑義等)：

頁次	審查意見	意見回覆
42	「目前 SHBOR 報價銀行…造成 SHBOR 與市場利率存在落差」中，有關「與市場利率存在落差」一詞，似有疑義。因依文中所指，SHBOR 報價銀行係隨利率波動而報價，因此應無所謂之「與市場利率存在落差」，因此建議改為「無法真實反映市場資金供需狀況」。	已遵照辦理
43	「未來中國貨幣市場應加強金融創新…面對人民幣國際化所帶來的挑戰」說法，似有疑義。因現階段大陸利率管制之最大受益者為銀行，致銀行對金融創新之意願不高。除非大陸取消利率管制，否則加強金融創新(如開發利率選擇權、利率期貨等)之可行性不高。	已遵照辦理
96-97	第 96 頁最後一行「…世界各國對於美國金融機構與美元貨幣價值的懷疑，更促使世」，似與接續次頁(第 97 頁)之「在中國與鄰國…」不銜接。	已遵照辦理
97-98	第 97 頁最後一行「…此外，Wu 等人(2010)也指出，人民幣若要國際」，與接續次頁(第 98 頁)，「經濟整合中扮演領導的角色。此外，Wu 等人(2010)也指出，人民幣若要國際…」，似有重複。	已修正
99	該報告第五章第一節指出引用 IMF 數據，中國占全世界的比重 2009 年及 2010 年 GDP 分別為 12.9% 及 13.6%，遠高於同期間的日本的 5.9% 及 5.8% (詳第 99 頁表 5-2)，應有誤植，請查明更正。經查中國 GDP 規模於	已修正

	2010年首度超越日本成為世界第2大經濟體，GDP金額分別約達5.88兆美元及5.47兆美元。	
100、164、176-177、179-180	委託單位在該報告中，所引用中國統計可再更新，如主要貿易對手國占中國出進口貿易的比重，中國海關已有2011年1-10月統計，該報告為2011年1-7月(詳第100頁表5-4)；台灣對中國直接投資及外貿統計，中國商務部均有最新統計可再更新至2011年1-10月(詳第164頁表7-1圖7-1、第176-177頁表7-2圖7-2、第179-180頁表7-3圖7-3等)。	已遵照辦理
102	<ol style="list-style-type: none"> 1. 該頁第一段第3行「...而物價膨脹率(1.1%)...」，與表5-7所示中國平均物價膨脹率2.0%不符，宜更正。 2. 該報告引用國際清算銀行(BIS)資料，主要國家外匯交易量占全球外匯交易量的比重，英國36.7%、美國17.9%與日本6.2%，數據似均有偏低，詳第102頁表5-7。惟根據國際清算銀行(BIS)於2010年9月1日公佈3年一度的調查報告，英國、美國與日本，分別為46.6%、22.7%與日本7.8%，請再查對。 	已修正
103-105	<ol style="list-style-type: none"> 1. 有關第103頁第二節指出人民幣兌換清算地點受限且不夠多乙節，由於目前中國大陸人民幣跨境貿易結算區域已全面開放，文中資料宜更新。 2. 第104頁提及香港人民幣業務乙節，目前香港之人民幣業務對象區分為個人業務及企業業務，個人需具香港居民之資格，至於企業則不限於香港企業，文中資料宜更新。 	已遵照辦理

	<p>3. 外國央行投資中國大陸銀行間債券市場，除與人行有簽署貨幣互換(currency swap)的國家外，未簽署者，如奧地利央行、菲律賓央行等亦可投資，似可於文中或附註欄中加入此資料。</p> <p>4. 第 104 頁最後一段「目前在台灣人民幣與新台幣的雙向兌換，可在金管會核准的各大銀行辦理，但僅限於人民幣現鈔，人民幣存款服務尚未允許開辦...而海外台商僅能將人民幣存放於」，接續次頁「大陸內地及香港地區的銀行」，查與事實不符，原因如下： (1)根據「人民幣在臺灣地區管理及清算辦法」，經中央銀行會商金管會同意許可之銀行、信用合作社、中華郵政股份有限公司可辦理人民幣雙向兌換業務；另經中央銀行會商農委會同意許可之全國農業金庫及農漁會信用部亦可辦理人民幣雙向兌換業務。 (2)金管會與本行已於 100 年 7 月 21 會銜發布「台灣地區銀行辦理人民幣業務規定」，OBU 經許可得辦理人民幣業務，包括人民幣存款，故海外台商可將人民幣存款存放於 OBU，非僅大陸內地及香港地區銀行。</p>	
106、113	中國外匯管理局核准外國機構投資人投資證券市場的總額度為 300 億美元，非 3000 億美元。	已修正
110、148	1. 該頁第三段「此外，除了現行的香港地區外，若讓東協各國與台灣的商業銀行能夠開辦人民幣境外存款業務...」及「讓台灣的銀行可以早點經營人民幣業	已修正

	<p>務...」，事實上，如前述台灣已於 100 年 7 月 21 日開放 OBU 辦理人民幣業務，本段敘述不符現況，宜修正。</p> <p>2. 建立兩岸貨幣清算機制是在兩岸金融合作協議中規範，與 ECFA、兩岸簽訂金融監理合作備忘錄(MOU)無關。</p>	
128	該頁第三段第 4 行「...乃於 2011 年 6 月 30 日也開放台灣銀行業的境外金融分行 (offshore banking unit,OBU) 與海外分行開辦境外人民幣業務」，開放日期應為 2011 年 7 月 21 日，宜更正。	已修正
145	該頁第一段第 2 行「...由圖 6-6 可看出經濟部核准的台灣對大陸投資金額呈現出逐步攀升的趨勢」，應對照圖 6-8「台商對大陸投資金額」，而非圖 6-6「大陸對台灣貿易占大陸外貿比重」，宜更正。	已修正
151	由於兩岸貨幣清算協定需由兩岸央行協商，涉及許多層面，協商時間不確定性仍大，文中提及「兩岸貨幣清算協定可望在 2012 年 5 月 20 日前簽訂」乙節似可修正。	已修正
152	「人民幣在臺灣地區管理及清算辦法」自 2008 年 6 月 30 日正式實施後，人民幣在台灣的供給穩定，並無貨源短缺之現象，且並未出現單向(買進人民幣)之兌換為主的情況，文中「...所以人民幣在台灣的供給並不穩定，甚或往往短缺，目前仍以單向(買進人民幣)的兌換為主...」乙節似可修正。	已修正
162	發展人民幣境外市場的主要目的，並非為了引進人民幣資金，而是強化銀行業務的競爭力。	已修正
162	本文認為台灣若要爭取人民幣境外	已遵照辦理

	<p>市場，須改善金融基礎建設、更加開放資本移動等，惟我國目前資本市場開放，資金進出已幾無限制，應具體陳述如何更加開放。另表 5-12 成為人民幣境外清算中心的條件比較，台灣在資本移動管制項目列為管制，與目前台灣資金進出自由不符。</p>	
<p>162、 164、 171、 176、 177</p>	<p>1. 第 162 頁第 9 點第 3 行「圖 7-1 顯示，台灣對中國大陸直接投資金額及佔中國大陸直接投資金額比重，從 2000 年開始呈現上升趨勢，但是自 2002 年以後，呈現遞減趨勢」，雖與圖 7-1「台灣對中國大陸直接投資金額及佔中國大陸直接投資金額比重」(第 164 頁)之趨勢相符，但與表 7-1「台商對大陸投資概況」(第 176 頁)、圖 7-2「台灣對中國大陸的投資」(第 177 頁)相關趨勢及金額差異頗大。</p> <p>2. 第 171 頁第 4 行「2010 年台灣對大陸直接投資金額達 146 億美元...」，與表 7-1 及圖 7-2 相符，但與圖 7-1 不符。</p> <p>以上圖 7-1 顯與表 7-1 及圖 7-2 之相關數據資料不一致，宜查明更正。</p>	<p>已遵照辦理</p>
	<p>人民幣國際化對人民幣匯價走勢具有升有貶的雙向影響，並非僅有升值單邊影響。此外，應是人民幣升值的預期，有助於提高境外投資人持有人民幣資產的意願，而非國際化促使人民幣升值。</p>	<p>已遵照辦理</p>

感謝第二位審查人細心的審閱並提出寶貴的審查意見，茲答覆修改情形如下：

(一) 研究架構

審查意見	意見回覆
架構完整、論述清楚。	感謝評審意見

(二) 資料蒐集

審查意見	意見回覆
資料蒐集廣泛。	感謝評審意見

(三) 資料分析

審查意見	意見回覆
資料討論與分析應屬恰當。	感謝評審意見

(四) 研究發現或結論

審查意見	意見回覆
研究發現和結論切合主題。	感謝評審意見

(五) 建議事項

審查意見	意見回覆
所提政策建議事項具有參考價值	感謝評審意見
政策建議第 9 項之內容是否可加入「建立兩岸金融預警機制」之相關文字以強化論述？	已遵照辦理
政策建議第 10 項「儘速建置兩岸金融監理平台」文字及內容可否稍加修飾？(或可改為「加強兩岸金融監管合作」，理由是金管會與大陸銀監會已於今年 4 月舉行兩岸銀行監理合作平台會議，確認「兩岸金融監理合作平台」之運作機制，雙方負責人並已互訪，未來重點工作應為應遵循國際監理標準，加強金融監管合作。)	已遵照辦理

(六) 其他

審查意見	意見回覆
錯誤需改正之處： (1) p.13 第 3 行「...規定官定利率...」，似應為「...規定官定匯率...」 (2) p.113 第 11 行大陸目前 QFII 額度「...上限為 3,000 億美元，...」，應為「...300 億美元...」；下方之附註 102「...QFII 投資額度由原來的 1,000 億美元提高	已修正

<p>至 3,000 億美元，...」應為「...QFII 投資額度由原來的 100 億美元提高至 300 億美元，...」</p> <p>(3) p.115 倒數第 2 行、p.117 表 5-8 和 p.119 表 5-9 中之大陸輸出入銀行或中國輸出入銀行應為中國進出口銀行(中國輸出入銀行為台灣之官股銀行，兩者英文名稱極為相似);p.117 表 5-8 和 p.119 表 5-9 中之中國發展銀行或 China Development Bank 應為中國國家開發銀行。</p> <p>(4) 參考文獻中有多篇文獻只列出作者名，但未見文章名稱及出處，請補足。</p>	
<p>2.其它文字或內容有待斟酌、釐清或強化論述之處：</p> <p>(1) 第二章第五節對中國外匯存底的運用有諸多討論，是否可以再增加目前其外匯存底之幣別及內容，增加論述之完整性?(雖然官方未正式公布，但有些文章及報導有提及。)</p> <p>(2) p.161 第 15--17 行「...但是，隨著人民幣國際化，兩岸貨幣清算機制的建置，使得台資銀行能夠承做人民幣放款業務...」文字是否有待斟酌?理由是依據 ECFA，台資銀行之大陸分行在成立 1 年(及滿足相關條件)後即可對台資企業辦理人民幣業務，2 年後可申辦一般人民幣業務，與兩岸是否建立貨幣清算機制應無直接關聯。</p> <p>(3) p.180 文字第 6--8 行「...因此，倘若(台灣)能以匯率相對穩定且在國際上能替代美元的其他強勢貨幣(如人民幣)來作為出口貿易報價及清算單位，...，也可避免新台幣大幅升值導致台灣出口競爭力的下滑。」是否可在釐清或強化論述?理由是台灣出口如果採取比台幣更可能強勢升值的人民幣來報價，不是反而會讓台灣出口競爭力更下滑嗎?</p> <p>(4) p.181 第 3--4 行「...讓兩岸貿易能以新</p>	<p>已修正</p>

台幣與人民幣直接進行報價與清算...將有助降低匯兌風險...」，但 p.154 第 8 行又引用央行之新聞稿「...如只以人民幣為貿易結算貨幣，台灣廠商將不能降低匯率風險...」，兩者間似有矛盾？	
--	--

感謝第三位審查人細心的審閱並提出寶貴的審查意見，茲答覆修改情形如下：

(一) 研究架構

審查意見	意見回覆
本研究以探討大陸匯率政策對台灣之金融市場及金融穩定之可能影響，或是對中國大陸金融市場與金融穩定之可能影響，應該明確釐清。而內容涵蓋人民幣匯率自由化及國際化等議題架構不很明晰。	已遵照辦理

(二) 資料蒐集

審查意見	意見回覆
尚可。	感謝評審意見

(三) 資料分析

審查意見	意見回覆
本研究所採用的數據，與一般分析所採用的統計資料不相同，容易產生誤解，例如表 3-5，表 3-6，表 5-2 所採用之主要國家 GDP 資料，係經過購買力平價法之調整，因此出現日本在全球之經濟實力早已落後中國的情況，與一般認為 2010 年底(本計畫第四頁亦如此描述)中國才超越日本而成為第二大經濟體不一致。請補充修正。	已遵照辦理

(四) 研究發現或結論

審查意見	意見回覆
本研究之發現與結論之相關建議，請參閱附件。	已遵照辦理

(五) 建議事項

審查意見	意見回覆
本研究第六章(頁 133)提及，「目前新台幣仍僅限於台灣地區使用，並無國際貿易清算採用新台幣為付款工具的例子，因此未來兩岸貿易、投資往來的貨幣清算應以人民	已遵照辦理

<p>幣貨幣清算為主體。」此思考不正確，因為未來中國大陸在臺灣之分行或子行亦會開立「新台幣存款帳戶」及從事新台幣拆款業務之需求。因此新台幣在兩岸間流通將難避免。而使用人民幣或新台幣為計價貨幣應同時開放。</p>	
---	--

附件：書面審查意見

審查意見	意見回覆
<p>2008 年國際金融海嘯、2011 年歐債危機對於人民幣匯率政策之影響，本研究應再加強探討。第二章第三節並未深入分析，此與第一章之研究緣起不能對稱呼應。</p>	<p>已遵照辦理</p>
<p>人民國際化政策與人民幣匯率自由化政策之互動關係，應再深入剖析。第二章第六節僅分析人民幣國際化與人民幣匯率自由化共同對中國金融市場的影響，仍有不足之處。</p>	<p>已遵照辦理</p>
<p>第三章第二節中，本研究提及第二次世界大戰前國際貨幣秩序紛亂仍是國際經濟陷入長期蕭條的主要原因。但文中缺乏說明國際貨幣秩序紛亂情況，且美金與英鎊在這段紛亂期間之興衰情況也未分析。</p>	<p>已遵照辦理</p>
<p>第三章第五節指出，美元成功國際化非人民幣國際化可以模仿，並且指出德國馬克與日圓的國際化經驗對人民幣國際化較具參考價值。然而歐盟之歐元已陷入崩解危機，且歐元區缺乏主權獨立及財政同盟之支持，是否是人民幣國際化可仿效之對象，不無疑問。而日圓國際化係因美國推動支持，本研究缺乏歐元及日圓國際化之深入分析，應再加強。</p>	<p>已遵照辦理</p>
<p>第四章第二節之三，日本開放金融帳的經驗一節中，在第 90 頁指出，日圓國際化政策為日本的經濟帶來負面影響。作者並未就日圓國際化與日本開放金融帳之兩項政策的配合關係加以分析因果關聯性。</p>	<p>已遵照辦理</p>