

人民幣會持續貶值？？

鉅亨網 首席經濟學家 邱志昌博士

全文摘要

本文主要論述：一、因應 A 股資本市場成為 MSCI 成份股，人民幣境內資金管制措施鬆綁成為必要配套措施；預估 2018 年底前人民幣外匯交易，在全球各市場匯兌交易將放寬漲跌幅度。2019 年底或 2020 年初，將完全無漲跌幅限制；人民幣交易成為「完全浮動制度」(Full Floating System)。二、2018 年第一季人民銀行貨幣政策透露不尋常信息，在新興國家恐貨幣匯率因 Fed 升息而趨貶值之際，人行逆向操作積極寬鬆策略。顯示人民銀行不但對中美貿易摩擦，也對美 Fed 緊縮貨幣政策效應「戒慎恐懼、嚴陣以待」。三、在中美貿易戰爭賽局中，對中國傷害取其輕概念下；匯率緩慢升值若可換取，白宮限制中國通訊與科技解放，未嘗不是中國方面次佳策略。中美貿易摩擦問題 2003 年已露徵兆，累積到今日更難解。雖已經過一次匯改；但檢視雙方談判賽局手段策略，人民幣再次升值成為最能被接受方案。四、輸美產品的關稅提高 25%，等同人民幣兌換美元匯率升值 25%。以 6.4 兌換 1 美元為計算基礎，則等同中國企業輸美，需面對人民幣兌換美元升值 1.6 元。換言之，美要求長期人民幣兌換美元，升值目標是 4.8 人民幣兌換 1 美元以上。

壹、前言

「比特幣」不是貨幣。從貨幣學理論觀點定義，它是一種高度風險的商品，它沒有與黃金價值直接聯繫，還無法成為通用貨幣。一個貨幣要成為國際通用需有下列條件：一、各國多可接受做為價值存藏。二、在國與國商品貿易交易中，可當成報價與交易計價標準。三、它在全球商品與金融有價證券交易中，會是常看到的計價標準。目前成為這樣貨幣有六種：美元、歐元、人民幣、日圓、英鎊、瑞士法郎、瑞典克郎。這六種貨幣各有特質，其中較不為人知者為，瑞

士法郎與瑞典克郎；它們是全球金融中心，為全球與歐洲富豪與皇室藏富。美元則是全球金融聯合國 IMF 官定貨幣，日圓則因過去日本軍事與經濟實力橫掃亞洲，在戰敗休養生息由 1985 年成為經濟大國後，產業分枝散葉於亞洲國家。英鎊則因過去幾百年殖民統治，19 世紀日不落帝國歲月中，成為當世紀 GDP 規模最大國家；延襲黃金在「劣幣最後在市場替代良幣」，「葛來興法則」貨幣流通鐵律之下，英鎊當時成為全球最通用貨幣。世界上其它國家必需要有這六種貨幣，或是它們「類貨幣」即政府公債，才能以對等價值發行本國貨幣。一個國家中央銀行不可恣意發行貨幣，這六種貨幣是各國本幣發行基礎；為了讓這六種貨幣與黃金做最後連結。IMF 將其打包規範與黃金價可聯繫的「紙黃金」(Paper Gold)，「紙黃金」與真實黃金價格交換，還是由 IMF 規定。若說紐約的聯合國「常任安全理事會」，是一個全球政治問題解決中心；則 IMF 是世界經濟與金融解決總部，IMF 規定這六種貨幣為各國貨幣發行的「準備貨幣」(Reserve Money)。根據貨幣銀行學理論，成為貨幣的「東西」(Goods)，或「商品」(Commodity)，本身必需具備以上幾種功能：可為交易中多方可接受，可成價值穩定儲存物、可做為全球通用計價標準。

貳、人民幣國際化早在 2003 年已開始！

自 1989 年鄧小平倡議中國經濟改革開放開始，中國年 GDP 成長率步入兩位數速度；2012 年中國 GDP 規模超過日本，成為全球第二大經濟體；目前國民總生產毛額約為 12 兆美元。依照 IMF 準備貨幣與紙黃金結構調整標準，人民幣於 2015 年 10 月成為最新準備貨幣。但成為準備貨幣，應該是在 2003 年就可預見；當時 G10 國家已感受中國經濟快速成長，而且消費內需市場龐大成長展望強勁。因此 G10 國家以成為準備貨幣做為條件交換，引導人民幣進入長期升值與交易制度改革開放。一個貨幣要有被投資者存在，未來將會升值的預期，才能吸引眾多投資者加碼持有該種貨幣。人民幣乘著 GDP 規模成長順風車，符合國際金融「購買力平價理論」；GDP 規模越大貨幣匯率越強；自 2005 年起兌換美元匯率持續緩慢上揚。2014 年前的通用程度已逼近日圓，自然成為準備貨幣要件。而為使人民幣持有者可避險，近幾年前美國期貨交易所仿美元指數，編製人民幣匯率指數(CFETS)做為指數期貨合約，以利各國貨幣對其進行避險操

作。除這些國際化工程持續進行外，人民銀行這 10 多年來，也同步進行下列各項開放措施：一、廣設人民幣「離岸交易中心」，目前遍佈於倫敦、香港、新加坡、法蘭克福、巴黎等地。這些交易離岸中心國家多與中國人民銀行簽訂「貨幣互換協定」(Swap Agreement)，以每天盤後價格進行市場交易結算 (Settlement)；其中以「香港離岸交易中心」成交金額最大。二、根據 SWIFT 機構統計，人民幣在六大貨幣中通用程度，僅次於歐元、占比為 12%；這是因為人民幣在貿易交易結算，與國際投資活動中活躍表現所致。無論是「一帶一路」、或對開發中國家如非洲各國跨國投資；中國工商銀行等國營機構，投入相當大金額從事 2 當地基礎建設，經費支出當然以人民幣為計價。三、在 2015 年成為準備貨幣後，各國央行開始買進人民幣為該國貨幣發行準備，漸漸將儲備人民幣視為日常金融活動。由於國際間正常外匯結算日益活絡，因此買進人民幣儲存；這使得對人民幣需求增加。這也使得人民銀行貨幣發行量，需轉身面對境外越來越多交易與結算需求。

為應對這種日益蓬勃的貨幣功能，人民幣交易制度與本身資本管制多要進行調整；以達到高度流動性與境內外價格均衡。境內人民幣匯率的決定，係遵從最大供需法則；但境外離岸中心交易與境內常常有套利短線交易空間。如何擴大離岸中心交易規模，成為重要目標；這會使人民幣交易由「半強式效率市場」(Semi-strong Efficiency Market)進步為「強式效率市場」(Strong Efficiency Market)。藉由非單方的多方套利交易可穩定匯率價值，也可消弭擁有內部信息者進行「不公平交易」。目前中國境內對企業與個人外匯仍進行資本管制，人民匯進出換匯金額有一定限制。但自 2018 年 5 月之後，國際投資銀行摩根史坦利，正式將中國 A 股納入新興市場指數 MSCI 中；國際熱錢將會流入中國債券與股票市場。未來也將會有獲利流出機遇，熱錢投資股市大多選擇時機是，匯率低檔、股市低價之際，也會在匯價與股價雙高時出脫賣出。如何因應資本市場熱錢進出順暢，在一進一出當下免除匯率大幅波動是為當務之急。如 2018 年第一季台灣股市，因為熱錢賣超台股將資金匯出，新台幣匯價由升轉為貶值。如果這種貶值成為境內外資金 Herding 行為，則對匯率與貨幣市場穩定會出現傷害痕跡，不利於貨幣與資本市場穩定；若無良好穩定機制策略將引發金融風險，例如 1997 年 8 月「亞洲金融風暴」(Asia Financial Crisis)。在全球六大貨

幣中，目前除人民幣之外，其它五種準備貨幣；每天在全球外匯市場交易，多沒有漲跌幅限制。唯有人民幣每天交易漲跌幅為 2%，是所有準備貨幣例外。人民幣匯率交易未來必然開放交易漲跌幅為 3%、4%，最後進而完全沒有漲跌幅限制；這是可預見的既定匯率國際化工程。但在這些開放漲跌幅過程中，依照經驗會引發匯率波動即回貶風波；也因此歷史上匯率改革開放策略，多會挑選在強勢的升值過程中進行。因應 A 股資本市場 2018 年 6 月成為 MSCI 成份股，人民幣境內資金管制措施鬆綁成為配套必要措施；預估 2018 年底或 2019 年初，將會完全無漲跌幅限制；成為「完全浮動制度」(Full Floating System)。

參、人民幣短期與中長期匯率變化趨勢？

在這些改革開放與國際接軌過程中；外匯投資預測者，可運用投資學上所教授「技術分析」理論。眾多假說中，其中與總體經濟景氣循環關係密切的「艾略特波浪理論」(Elite Wave Theory)，參酌未來可能會出現的「事件」(Events)與過去匯率價位趨勢，且切實掌握該國中央銀行貨幣政策緊縮、或是寬鬆方向，思考判斷未來政策施作時間點；則對於短與中期匯率趨勢，就可充份掌握。這被用於 2018 年初與第一季，對美元指數的預測就相當有用；美元指數由谷底轉為上揚趨勢會因此被掌握到。但是對於最大準備貨幣與極為長期的匯率變化，是無法運用理論或是相關模型去準確掌握。由經濟與貨幣歷史檢視；自 1970 年開始至今，全球貨幣標準多是由海權強大國家，如葡萄牙、西班牙、荷蘭、英國決定。自第二次大戰結束之後，即 1944 年後就由 IMF 所決定；也就是美國「布列敦森林會議」的「全球貨幣改革」。從此之後，當一個新興經濟體強大與崛起，它的貨幣地位與匯率價值也多是由 IMF 主導；透過以美國為首的 G10 國家共同政治協商。例如 1980 年日本的經濟金融崛起，於 1985 年 12 月由美國、西德與英國、法國等，在紐約召開「廣場會議」(Plaza Accord)決定。秘密協商後的事實演變是，日圓從 1986 年開始到 2012 年，展開長達 26 年的升值；日圓兌換美元匯率由 250 兌換 1 美元，升值到 80 兌換 1 美元。這一套標準也被用在中國經濟崛起後，人民幣匯率過去 13 年以來升值過程也與日圓 1985 年後相似。2003 年以美國及日本為首工業化國家，在巴黎開會協商會議後；2005

年到 2014 年人民幣匯率，由 8.1 兌換 1 美元緩慢升值到 6.04 兌換 1 美元，而在此後至今呈現區間盤整格局。

美國是全球最大的消費市場，是新興國家出口首要地區。日本因對美國出口貿易大幅成長而崛起，台灣也因為貿易大幅順差，曾經被喻為「亞洲經濟四小龍」；中國大陸今日經濟發達亦若是。雖然 2003 年已經訂定人民幣匯率改革，但隨著美國歐巴馬總統執政開始，人民幣匯率變動每年多要受到美國商務部關切。美商務部每年對其主要貿易國家匯率變動，會進行上與下半年兩份匯率調查報告，觀察與美國貿易往來國家，是否為該國貿易盈餘而操縱匯率。這兩份匯率調查報告，對所有在美國出口優勢國家有著公平競爭要求。在此制度行之多年後，新興國家貨幣匯率波動變動出現「季節性效應」(Seasonal Effect)。美商務部上半年匯率調查報告公佈於每年 4 月中，下半年則於 11 月初。新興國家貨幣對準這兩份報告，形成第四季末預期升值趨勢，至次年第一季末結束；第二季之後回貶到第三季初，又回到升值走勢循環變動。美國商務部在公平競爭原則下，除對主要貿易國家的匯率調查報告外，還有隱藏性的不公平競爭調查，就是美國國會 301 條款貿易公平調查報告。這份調查多在匯率報告公告後，約在每年 4 月中旬；報告核心查察與美國往來主要貿易國家，在價格及匯率競爭之外，是否有使用補貼、及出口退稅等方法提高產品競爭優勢。301 條款的貿易調查每年一次，2018 年 4 月這一次調查結果，中國大陸被列入優先名單；就是美國商務部認為最需要優先處理的國家。

2018 年這種複雜情勢演變其實早在，2017 年 10 月美國對中國輸美輪胎，及太陽能產品等擬定反傾銷稅課徵，就已經露出兩國商務對峙初期啼聲。延續歐巴馬總統對於人民幣匯率的不滿情緒，川普為兌現其在 2016 年競選政見，在禎密規劃下於 2018 年 2 月 27 日晚上，白宮總統辦公桌簽署「中國經濟侵略備忘錄」，發動近半世紀以來最激烈貿易保護戰爭；針對全球各國進口到美國，鋼鐵與鋁製產品大幅提高進口關稅。又繼續於 3 月中提出針對性要求：要中國要以各種任何方法削減 1,000 億美元貿易逆差。後續並要求中國要停止對 2025 年工業 4.0 產品，政府對生產製造業 3,000 億美元的補貼。還突然對中國中興電信通訊公司，下令禁止七年內其設備進口到美國，並要求大陸華為通訊公司產品，必

需馬上由美國 Best Buy 網站下架。白宮控訴華為、中興與聯想等公司，剽竊美國科技技術。中國商務部在第一時間立刻還擊，禁止美國高粱作物進口；並停止美國大宗農作物黃豆、玉米、小麥進口。

肆、人民幣國際化的最大干擾：中美貿易談判！

這一些雙方貿易對立激烈行為，自從 2018 年 3 月初起至 4 月底震撼全球股票市場。紐約道瓊工業股價指數，以每天上下波動達 1,000 多點反應情勢發展。中國駐美大使崔天凱揚言，將要拋售美國國債對付美國貿易保護主義；IMF 預估如果情勢發展成為僵局，則中國 2018 年 GDP 成長率，將會由 6.5%到 7%間下降到 6%以下；也就是經濟成長硬著陸。2018 年 5 月 2 日，白宮派出以財政部長領軍團隊，赴北京與中國進行貿易談判；中國由國家副主席王岐山、與劉鶴等迎迓這場史上最大貿易戰爭。美國就選擇在商務部對貿易對手國進行，上半年匯率操縱調查報告公布，並在 301 調查報告公告後展開對中國談判。前者中國被列入匯率觀察名單，後者中國被列入優先名單中。美國就在 301 條款公布後，派出談判代表到北京。而就在雙方代表即將談判前，白宮針對中國 301 條款調查結果，又提出一項對中國政府要求；即要求取消對工業 2025 相關產品，金額達 3,000 億美元國家補貼。美國企圖運用短期策略，禁止中國科技產品行銷，阻擋經濟成長速度；並且長期以禁止補貼方式，扼殺中國下一個世代 AI 技術成長。

課徵 25%關稅等同要求人民幣匯價升值到 4.8 兌換 1 美元。由於美國聯邦準備理事會(Fed)，自 2017 年 9 月開始將貨幣政策，由升息策略拉高到資金回收的「收縮資產負債表」。「緊縮性恐慌情緒」於 2018 年 2 月油然而生，明顯表現在新興國家中貨幣匯率，由升值轉為貶值循環中；也就是美元指數強力彈升。衡諸各國匯率趨勢與貨幣政策，其中以中國人民銀行情緒最激動，反應程度最為嚴肅與謹慎。人行在 2018 年 4 月中，美國商務部匯率調查報告後，先是調降人民幣存款準備率達 1%；是為史上第四次存款準備率 1%調降。再來又在美國 301 條款調查報告公佈後，對貨幣市場展開中期資金大寬鬆。這在 2018 年 5 月時空背景下，顯示人民銀行不但對中美貿易談判，也對美 Fed 緊縮貨幣政策

內外部效應「戒慎恐懼、如履薄冰」。人行貨幣政策透露出不尋常信息，因為在新興國家唯恐自己貨幣匯率因 Fed 升息失控貶值之際，人行卻逆向操作積極寬鬆策略。在嚴肅解讀層面上，這代表人行承認中國貨幣市場資金緊縮，也隱含企業在全球升息潮流出現，存在去槓桿困難度增高，以至於近期銀行體系需要流動性。若以稍微輕鬆與多元化的判讀，則這也顯示在中國資本市場國際化程度增高，A 股進入 MSCI 成份股後，直接金融方便與多元性，可能會擠壓到間接金融發展。銀行體系的利差收益會在升息潮流中，反而因為被直接金融替代而收縮。但無論是輕鬆或是嚴肅，這多無異於表達人行對於當下全球金融，與對中美貿易摩擦謹慎程度。大幅降低存款準備率 1%，這是系統性風險下的貨幣政策；人行將美國貿易保護視為「系統性風險」，宛如國家經濟政治危機。川普要求對中國進口產品課徵 25% 高關稅，如同對中國產業進行次更刺激的「產業再次轉型升級」革命；此種情景可描繪為中國產業第三度「供給側改革」，且此次的要求是外部性。人行經濟匯率智囊需要驗證的是，若將人民幣當下匯率為基礎；就以 2018 年 5 月中匯率出發。則輸美產品關稅若被提高 25%，等同人民幣兌換美元匯率升值 25%。以 6.4 兌換 1 美元為基礎去計算，則等同中國企業輸美產品，例如中興電信與華為、或聯想公司輸往美國的筆記型電腦等；需要面對人民幣兌換美元，升值 1.6 元的價格競爭壓力。換言之，美國要求長期人民幣兌換美元，升值的目標必定是在 4.8 人民幣兌換 1 美元以上；這才是美國高關稅替代方案。

伍、極端匯率下避免硬著陸(Hard Landing)要訣就是「打太極拳」！

人行可能已經嘗試做過，中國製造對匯率變動「風險分析」，若從 2018 年 7 月起，人民幣匯兌再度燃起長期升值之火，則中國製造商如何與其它新興國家，以同質產品在歐美國大賣場販售廝殺。如果人民幣還要再度升值，是中美貿易戰爭的替代方案，則在談判桌上中國必定會把 2025 製造工業 4.0，與資本市場改革等綁緊為交換籌碼。對於在過去改革開放中，已足以在匯率升值趨勢中維持，年 GDP 兩位數成長率的中國而言。魚與熊掌的取捨利益極大化方案是；以匯率升值方案換取，停止對工業 2025 產品高達 3,000 億美元補貼要求。並以此要求美國撤銷對通訊公司科技產品，禁止輸美七年期限。人類世界未來產業是

工業 4.0、也就是中國製造 2025，還有 AI 人工智能、科技與 AI 結合的工業 5.0 等；中國可以犧牲這個世代的福利，但不可能斷送奉送下一代科技業成長契機。

在這場貿易戰爭的賽局中，對中國的多種傷害取其輕概念下；匯率緩慢地升值若可以交換到，白宮限制中國通訊與科技；這未嘗不是一場沒有輸掉的賽局。就 1989 年改革開放後中國經濟發展史，由 2005 年 7 月 1 日的 8.1 人民幣兌換 1 美元；以打太極拳方式緩慢升值到，2014 年 2 月 6.04 兌換 1 美元，中國企業多可做得。要由工業生產進入金融大國，人民幣匯率繼續改革開放，步入再度升值階段，是一個非完全負面的改革工程。在這種趨勢之下，中國傳統產業、環保程度較差、人力成本較高產業將有外移、或是由沿海向內陸移動風險。產業創新將會使附加價值低企業，進入殘忍的生存競爭淘汰。前者將會加速中國與東南亞國協組織，進入區域經濟合作的分工；中國傳統企業外移到東南亞或絲路國家。後者將會創造高附加價值產業，製造業 2025 與人工智能時代被迫加速。但藉由即將高度國際化資本市場，未來多元化的資金募集直接金融方式，也可以降低新創企業功敗垂成風險。中國政治領導團隊，可能以這種未來金融改革前衛思維，思考對付美國貿易保護威脅。這由中國統計局 2018 年開始，對每一季經濟成長率評論可獲知。統計局認為，中國服務業的成長速度，已經可成為第一產業不振時的舒緩地帶。一個以製造業為主的經濟體，不可能在短期轉變總體產業結構；需要技術的累積進步與市場需求。中國若再加上擴張後的東南亞人口紅利，或可支撐中國產業結構溫和緩慢轉型。以台灣經驗由傳統產業轉為科技製造，大約需要 25 年時間；以美國經驗由製造業邁向金融大國，大約需要半世紀的因緣際會。

由美方要求高關稅所暗示的人民幣長期升值，顯然就是要人民幣匯率再次升值到 5 兌換 1 美元之內。如果美方接受以匯改替代關稅，而照 2005 年至今升值時間，則目標應是在未來下一個 10 年內，這對任何一個新興國家經濟，必然存在急促與強力壓迫感。尤其是當資產價格正在著陸之際，貨幣匯率再升值只會使下坡路走得更長。資產價格泡沫的熄火，才能讓銀行體系專注於產業結構調整。2015 年 Fed 開始升息前，中國信貸危機正式引爆；當年 6 月金融不良債權規模達到歷史高峰。目前中國金融一行兩會領導團隊郭樹清，正對內進行掃除

不良債權工程；讓中國金融市場、人民幣與利率匯率自由國際化更無障礙。在拉長再次匯改升值操作期間情況下，中國可能會以允諾匯率升值替代關稅被報復；這個期間的合理預估為 15 年以上。在談判過程中大陸經貿智囊外經貿學院，需要對企業進行「匯率風險」分析驗證；並且進行匯率「壓力測試」(Pressure Test)。以動態概念及方法，量化人民幣匯率再升值後，每個高匯價階段下對產業結構變化影響，與 GDP 下降及轉為上揚的型態變遷描繪。其實即使美方沒提出此一要求，但是在 GDP 規模成長速度軟著陸後，「購買力平價理論模型」也會預見，人民幣未來仍將走向強勢貨幣。運用匯率再度緩慢調整，中國談判團隊或許可獲得，在接近「囚犯困境」賽局中，出現的回報會是經濟利益最大化。

陸、結論：進展需照程序：漸進浮動，拉長時間，防範風險！

由於美國國會期中選舉考量，2018 年下半年白宮勢必還會提出更極端對策。但在 2018 年談判中若能以匯率升值，替換 3,000 億美元停止補貼，則無異將廢經濟武功的風險掃除。運用總體經濟學凱因斯模型，假設固定投資的總和乘數是 5 倍。則在中國經濟 GDP 規模以 12 兆美元為基礎計算下，將會因為美國這項 301 報復要求下降 1.5 兆美元。以靜態非複率思維，2019 年中國 GDP 成長率將驟降 1.25%。顯然白宮意圖以停止工業 2025 手段，就想要讓中國經濟「硬著陸」。但與 1985 年美國對付日本不同的是，中國目前政局穩定，沒有政黨政治為贏得選舉，而完全順從美國要求的疑慮。而且在產業垂直分工或為勞力外移，中國擁有的資源比當初日本還優越。以 301 對付中國、或是貿易談判是美國經濟長期策略；雙方多不會認為這只會是一次性事件。因此匯率升值改革開放即使獲得雙方同意，也只是短期舒緩而已。冰凍三尺非一日寒，中美貿易問題在 2003 年已經露出初步信號，累積到今日更是難解，雖然已經經過一次匯改，但檢視雙方談判賽局手段與策略，人民幣再次升值成為最能被接受方案。