

# 人民幣短期貶值長期升值

黎麟祥

香港科技大學商學院經濟系教授  
前美國達拉斯聯邦儲備銀行高級經濟學家及顧問

近期人民幣持續貶值，引起各方關注。近日環球銀行金融電訊協會(SWIFT)發表數據，顯示7月份人民幣重返全球第五大支付貨幣地位，佔全球支付貨幣份額的1.9%，高於6月的1.72%。

SWIFT的數據顯示，人民幣在南非的支付使用量在過去12個月增長65%，過去兩年更增長1.12倍，這使南非在人民幣使用量排名由2014年7月的第30位，升至今年7月的第24位。可見人民幣的國際化進程，至今仍然有所進展。

然而，究竟人民幣匯價今後的走勢何去何從？人民幣兌美元匯價攀升至2014年初頂峰後開始下跌。匯價由2014年初的高位（1月1日美元/人民幣中間價報6.0969），跌至2016年8月中的低位（8月15日美元/人民幣中間價報6.6430），即以每年約4%的幅度貶值。同時，自今年初以來，人民幣相對美元已貶值了3.4%。（見附圖）。

再看香港人民幣定期存款額，於2014年底左右達到峰值的826,590（單位：百萬元·下同），隨後也告逐漸下跌，至今年5月數額回落至536,947，與2013年4月的水準相若。人民幣總存款額，包括對人民幣支票戶口、儲蓄戶口和定期存款戶口，於2014年底達到1,003,557後亦告掉頭下降，降至2016年5月的732,153，跟2013年9月的水準相若。由此來看，人民幣似乎失去其吸引力。

## 短期貶值長期升值

對於那些關心人民幣資產價值變化和人幣國際化進程的投資者來說，上述無疑是一個令人憂慮的發展趨勢。然而，問題的關鍵是，人民幣貶值的趨勢何時方休？對人民幣國際化進程會產生甚麼影響？過去幾年，中國積極推動人民幣國際化，以人民幣結算的商業貿易活動增加，香港作為人民幣離岸中心，人民幣業務一度相當旺盛，如今人幣持續貶值，吸引力減弱，對本地金融業又會產生甚麼影響？

有人擔心，人民幣貶值之勢不知伊於胡底，這樣一來，勢必對人民幣國際化進程產生影響。投資者不願意持有人民幣計價的資產，也不以人民幣進行貿易結算，弱化外國中央銀行持有人民幣作為儲備貨幣的意願。

筆者並無以上的憂慮。因為 人民幣現在的貶值是短期的，是經濟週期 (business cycle) 的現象。從長遠角度看，中國的工資、土地和商品的價格，相對美國而言只會持續上升，原因是中國的生產力上升速度比美國為快。為什麼呢？原因是像中國這樣的後起的發展中國家，其生產力一般會持續上升，並會向那些發達國家（如美國）靠攏，追貼其生產力水準，把兩者之間的差距愈拉愈窄。而中國相對美國的生產力持續增長，長期而言，會導致人民幣兌美元的真實匯率 (real exchange rate) 持續升值。

### 決定匯價的經濟邏輯

再進一步，筆者相信人民幣兌美元的真實匯率升值，會導致人民幣兌美元的名義匯率 (nominal exchange rate，這就是一般人說的『匯率』) 升值。原因是，如果中美兩國的長期通貨膨脹率相若，人民幣長期實質匯率升值的速度，就會與名義匯率的升值速度相若。事實上，從 1994 年 12 月至 2014 年 12 月這段期間，中美兩國的年均通脹率相差無幾，都是處於相當低的水準。因此，基於上述理由，我們可以預期，在未來十年，人民幣兌美元名義匯率升值的速度，與人民幣兌美元的真實匯率升值的速度相若。因此，人民幣對美元的匯率的升值速度，與中國相對美國的生產力增長速度密切相關。

以上的分析是有理論根據的。根據巴拉薩 - 薩繆爾森 (Balassa-Samuelson) 理論，人民幣兌美元真實匯率的長期增長速度取決於中國相對美國的全要素生產率 (total factor productivity, TFP) 之增長速度。原因是中國的全要素生產率上升，會推高工資，土地等生產要素的價格，雖然這並不影響在中國的貿易品價格（原因是貿易品的價格由國際價格所決定），卻推高了非貿易品在中國的價格，味著中國商品和服務的平均價格，將相對於美國上升；這就意味人民幣兌美元的真實匯率升值。

一國的全要素生產率的增長，等於實質 GDP 增長率減去勞動力投入的增長、資本投入的增長和平均人力資本水準的增長所作的貢獻。多倫多大學的 Zhu Xiaodong 教授應用這個研究方法，計算出 2007 年中國的全要素生產率只為美國的 13%；另一方面，從 1978 年至 2007 年，中國的全要素生產率增長速度為平均每年 3.16%（請見 Zhu, Xiaodong. 2012. “Understanding China’s Growth: Past, Present and Future.” *Journal of Economic Perspectives* 26(4), pp. 103–124）。顯而易見，中國的全要素生產率，與美國比較，還有大段距離，這意味了人民幣兌美元的實質匯率仍有很大的上升空間。

### 全要素生產率舉足輕重

究竟有什麼因素使得中國的全要素生產率上升呢？從 1978 年至 2007 年間，中國全要素生產率提升，是因經濟進行市場化改革，而提升了資源的使用和配置的效率、非國有企業的成长、國有企業改革、和把農村的勞動力釋放出來，並投入到非農業生產的

部門（即結構性轉型），再加上技術革新所致。因此，未來十至二十年，中國全要素生產率的增長，需要有進一步的結構性轉型、技術革新，和經濟改革所推動，改革包括貫徹金融部門自由化、引入現代化金融監管、改革國有企業，減少壟斷，讓私營中小企業能夠自由進入市場營運；與此同時，有序開放國際收支的資本帳，使資金能夠比較自由地內外流動。

可以預期，未來十年或二十年，中國技術進一步革新、結構性轉型和繼續進行經濟改革，會令中國相對美國的全要素生產率繼續增長，這樣一來，人民幣兌美元的名義匯率長期來說就會升值。

筆者預期，未來十年，中國經濟增長率可保持在約 5.5 - 6% 水準，而增長率主要是靠全要素生產率增長所拉動。據 Zhu Xiaodong 的研究，從 1978 年至 2007 年間，中國相對於美國的全要素生產率，由 3% 提升至 13%，而全要素生產率增長對中國經濟增長的貢獻率則達到 78%，這是一項很重要的發現。

### 鄰國和地區的 TFP 變化

日本相對美國的全要素生產率，從 1950 年的 56%，提升至 1975 年的 83%，其後這個比率開始停滯不前。而南韓相對美國的全要素生產率，從 1965 年的 43%，提升至 1990 年的 65%，其後這個比率每年以 0.24% 的緩慢速度增長。台灣相對美國的全要素生產率，於 1965 年為 50%，至 1990 年提升至 80%，之後，跟南韓相似，這個比率每年僅以緩慢速度增長。換句話說，中國鄰近國家和地區，它們相對美國的全要素生產率，起碼增長至 60% 才停頓下來。

即使採取悲觀的假設，中國相對美國的全要素生產率增長至 50% 就停滯不前，未來一、二十年中國也可以取得不俗的經濟增長率，原因是中美之間在全要素生產率方面的差距很大，而且中國幅員廣闊、人口眾多，地區間的差距很大，有很多的空間，讓中國進行增長追趕。但必須指出，不俗的增長率的前提和基礎，是建立於持續的技術革新、結構性轉型和經濟改革，以逐步減少經濟體系中的扭曲和低效。

### 未來十年人民幣始終升值

我們可據以上分析，去預測人民幣國際化的進程。設定中國未來十年，經濟增長率年均為 5.5 - 6%，中國在全球生產總值和貿易總值的佔比繼續增長，加上人民幣匯價長期升值、金融體系改革和開放資本帳，將使人民幣在海外得到更廣泛的應用，包括作為貿易結算、貿易計價、金融資產計價和外國央行的外匯儲備貨幣。

從 2005 年 8 月至 2008 年 7 月這三年期間，人民幣兌美元匯價從 8.27 水準，上升至 6.83 水準，差不多是以每年 6.3% 幅度升值，這段期間的升值，可以說是多種因素導致的，包括貿易自由化（2001 年加入世界貿易組織）、非國有企業的擴展和國有企業改革等。可以推斷，這段時期的相關發展使得中國的全要素生產率也告顯著上升，從而加快人民幣兌美元的升值。在未來十年，即使全要素生產率像這樣的增長速度不再，

但估計人民幣兌美元的匯價，以年均 3% 的幅度升值，也非不合理的預期。因此，雖然人民幣目前出現貶值，但長期而言（或未說來十年左右），人民幣始終會升值。

關於人民幣國際化和筆者其他的著述和學術論文，有興趣的讀者可登入以下筆者個人的網址參考（<http://ihome.ust.hk/~elai/>）。

### 附圖：人民幣兌 1 美元匯價

（2006年8月26日至2016年8月22日）

