811 新匯改與人民幣國際化新進程

2015/10/12

國家經濟發展戰略中心
副研究員 盧俊偉

近期由於中國實施新匯改措施及人民幣大幅貶值，引發各界熱議相關議題，其中之一即為人民幣國際化進程的討論。由於過往離岸人民幣市場的快速擴大係立基於人民幣升值的預期，使得國際投資者擁有較強持有人民幣資產的意願，因此此次人民幣無預警大幅貶值也引發外界對於中國推進人民幣國際化進程的關注。事實上從宏觀的角度來看，在中國經濟逐步邁入從高速成長轉為中高速或中速成長的新常態（New Normal）趨勢下，811 新匯改正標誌著人民幣國際化的推動做法和進程邁入了新一階段。

今年 8 月 11 日中國人民銀行宣佈「完善人民幣匯率中間價形成機制」措施（下文簡稱 811 新匯改），將原本由官方指導的人民幣中間匯價改為參考前一日銀行同業外匯市場收盤價，增加匯率市場化程度，同時大幅下調當日中間價，在岸人民幣（CNY）兌美元中間價一次性貶值 1.86%，離岸人民幣（CNH）匯率也因市場預期貶值趨勢而大幅下滑 3%，在岸與離岸人民幣匯價皆創下 1994 年人民幣匯率併軌以來單日最大跌幅。

而人民幣大幅貶值也引發了境外投資者將人民幣計價資產轉換成其他幣別資產。今年 8 月香港人民幣存款總額為 9,790 億元人民幣，較 7 月顯著減少 1.5%，減少幅度約 150 億元人民幣，同時香港政府也預估 9 月份將持續下滑；而台灣的人民幣存款也出現縮減，8 月份為 3,297.89 億元人民幣，較 7 月衰退 2.04%，為連續第二個月衰退，同時也是人民幣業務開辦以來最大衰退幅度。在離岸人民幣市場資金池排名前兩大的香港及台灣皆出

現縮減的情況下，引發各界對於人民幣國際化進程是否出現變化的疑慮。

事實上，過去在人民幣國際化第一階段的推動進程中，中國官方為增加境外持有人民幣資產的誘因，以擴大離岸人民幣市場的規模，加上投資者預期中國經濟持續成長，因此人民幣維持一段較長時間的升值預期，同時中國也逐漸放寬資本帳管制，以增加在岸與離岸人民幣的雙向流通及投資管道；在此情勢之下，許多境外投資性與投機性資金也因而大量流入中國。

然而，在中國經濟進行結構調整而邁入新常態的趨勢下，經濟發展轉型的陣痛期讓人民幣維持升值預期的樂觀氛圍短期不再，中國境內資本開始出現外逃情況，去年年底至今年 3 月即由於資本外逃而使人民幣出現貶值壓力，此時中國維持官定匯率的僵固機制，不僅難以反映市場供需情況，而且其所需付出的成本也越來越大。

在推動人民幣國際化的過程中，中國已逐步放寬資本帳管制，未來中國要提升貨幣政策自主性，就必須提高匯率波動的彈性。因此，繼去年 3 月中國人民銀行宣佈增加匯率彈性浮動區間，人民幣兌美元交易價浮動幅度由 1%擴大至 2%之後，此次 811 新匯改政策的內容重點即在於增加匯率的市場化、自由化程度，其目的係希望藉由增加人民幣於國際上「自由使用」的程度，以爭取讓人民幣納入國際貨幣基金（IMF）特別提款權（SDR）的貨幣籃（目前 SDR 貨幣籃包括美元、歐元、日元、英鎊四種貨幣）。一旦人民幣被納入 SDR 貨幣籃中，預估將增加各國將人民幣納入外匯儲備的需求，有助於人民幣國際化程度的提升。

此一階段策略有別於過去拓展離岸人民幣市場規模的做法，係憑藉著中國經濟快速成長的優勢使境外投資者因預期升值心理而增加持有人民幣資產，如今經濟高速成長的時代將不復在，要維持境外投資者持有人民幣資產的信心，讓人民幣納入 SDR 而成為國際儲

備貨幣之一正是推動人民幣國際化的重要策略，而 811 新匯改正代表人民幣國際化邁入新一階段發展的政策里程碑。

雖然短期之內，實施 811 新匯改措施後中國在處理人民幣貶值和資本外流問題上顯得左支右絀，例如一方面中國政府先是讓人民幣重貶，而後又為了維持人民幣匯率在波動區間內，又動用大批外匯存底來阻止人民幣趨貶，另一方面原本政策已定調逐漸放寬資本帳管制，目前又陸續推出多項重新管制資本帳的新措施，包括要求加強企業客戶購匯管理、加強服務貿易外匯審核、加強個人分拆和重複購匯管理、限制銀行卡和信用卡在國外提款金額等等。不過從中長期來看，這也是在推動人民幣國際化進程中，為追求貨幣政策自主性所必須歷經的匯率彈性及資本帳開放之間的試驗磨合。