

香港傳真

中信泰富政治及經濟研究部
中國稅務雜誌社綜合研究組

No. 2007-33

2007年6月5日

美方施壓多為私利，人民幣仍釘緊美元

交通銀行香港分行資金部 羅家聰¹

人民幣匯率（兌美元，下同）受著美國的政治壓力乃人所共知，不過凡事講證據，美國的匯率專家（Jeffrey A. Frankel）近日發表一文，把這個題目研究一番。² 據國際貨幣基金（IMF）的條款（第四條第一節第三段）指：“成員國應避免以操控匯率或國際貨幣體系來妨礙收支平衡的有效調節、或從其他成員國中獲取不平等利益。”自1988年起，美國財政部按國際法要求，每半年向國會提交報告，列出操控國名單。

報告會將每個成員國分為以下四類中的其中一類：該國沒被觀察、被評定為潛在操控國、建議改變政策或進行檢討、評定為

¹ 原載於香港《信報》2007年5月25日，第26頁。

² Frankel, Jeffrey A. ; Wei, Shang-Jin : “ Assessing China’s Exchange Rate Regime” , *NBER Working Paper 13100*, 2007年5月。

匯率操控國。研究員遂把美國63個貿易伙伴由1988~2005年底的31份提交國會報告中的評定結果進行分析，以判斷究竟財政部是以客觀的經濟因素還是主觀的政治、外交因素來制訂名單。由於兩位研究員的身份隸屬美國哈佛大學及國家經濟研究局，按道理他們沒有理由要針對美國，何況是學界權威。

怎分析呢？他們把財政部制訂名單時有可能考慮的客觀及主觀因素各列三項，再將63個國家十多年的評定結果對這六項因素作計量經濟分析（pooled OLS），從哪些因素呈何種程度的統計顯著性，便知道究竟是客觀還是主觀因素較為重要。三項客觀因素均屬經濟類別，包括經常賬狀況、國家儲備及匯率偏離基本的程度，分別代表淨出口額、其收益及價格。三項主觀因素則是對美貿易、大選因素及失業率（影響選情）。

表~1：美國財政部制訂匯率操控國名單時可能考慮的因素

客觀因素（經濟）	主觀因素（政治、外交）
經常賬佔GDP比例	對美雙邊貿易平衡
國家儲備佔GDP比例	美國失業率
名義匯率偏離基本水平	美國總統選舉因素

他們以不同國家樣本（如扣除石油出口國、只包括亞洲國家、只包括被點名國家）、加上美國本土因素、及以不同數據定義來得出多套結果，雖有差別但不至於互相矛盾；綜合來講，結論是客觀、主觀因素皆有。客觀因素方面，經常賬佔比及匯率被高估兩個因素明顯呈統計顯著性，但國家儲備佔比則表現參差，時而不顯著，時而正負號出錯。

至於主觀因素，研究員形容，“在所有分析結果裡頭，對美雙邊貿易是最為一致、最強烈地呈統計顯著性的，統計可信度達99%以上。”美國失業率這因素也甚為顯著，統計可信度通常達90%或95%以上。反而總統選舉因素卻不呈統計顯著性；但若連

同失業率一併分析，則變得顯著。研究員認為，總統選舉因素不顯著只是由於數據期內只包括了五次總統大選、樣本太小所致。總括來說，成立的主觀因素仍較客觀因素為多。

儘管研究員有美國背景，但最後下的結論是：財政部在做決定時，還是較著重考慮本土政治因素多於認受性高的客觀因素。研究員再以概率模型（probit model）分析那63個國家被財政部列入名單的機會率，發現不論以何種方法或是包括不同國家樣本，結果都是大陸（不包港澳臺）被列為匯率操控國的機會遠比其他國家為高，一般比排名第二的高出好幾倍。這在在顯示，美國在政治外交上針對大陸的匯率制度，鐵證如山。

除此之外，研究員還估算了人民幣參考籃子內各幣權重。其實，在下一年前已發表過類似分析。³ 人民幣參考歐元、日圓、韓圓及其他七隻周小川提過的外幣，但吊詭的是，人民幣是兌美元的，怎樣參考美元？按字面定義，美元昇，人民幣兌美元必然下跌，何來參考？研究員於是把上述貨幣分別以IMF特別提款權（SDR）及金價相兌，再作計量經濟分析。數據期由人民幣浮動至今，另拆六期分析，方法與在下2006年用的類似，但他們加上常數項以考慮人民幣跟隨籃子貨幣變動外的自身升值。

表~2：研究員估算人民幣參考籃子內各幣權重

	全期	第一期	第二期	第三期	第四期	第五期	第六期
括號內為被兌貨幣	22/7/05~8/1/07	22/7/05~31/10/05	1/11/05~31/1/06	1/2/06~28/4/06	1/5/06~31/7/06	1/8/06~31/10/06	1/11/06~8/1/07
常數（SDR）	0.00009					0.0002	0.00015
常數（黃金）	0.00008			-0.00009		0.00023	
美元（SDR）	0.904	0.997	0.968	0.695	0.947	0.867	0.886
美元（黃金）	0.910	1.003	0.980	0.683	0.941	1.027	0.949
日圓（SDR）					0.052		
日圓（黃金）					0.061		

³ http://www.bankcomm.com.hk/zh/pdf/financialinfo/5_1_3/060614.pdf。

歐元 (SDR)				-0.049			
歐元 (黃金)				-0.053			
韓圓 (SDR)			0.019	0.033	-0.076		
韓圓 (黃金)	0.020		0.023	0.027	-0.047		
坡元 (SDR)				-0.065			-0.108
坡元 (黃金)		-0.056		-0.064			-0.120
馬元 (SDR)	0.053			0.239	0.076		
馬元 (黃金)	0.072			0.250	0.107	0.257	0.115
盧布 (SDR)				0.126			
盧布 (黃金)				0.130			
澳元 (SDR)							
澳元 (黃金)						-0.059	
加元 (SDR)					-0.040		
加元 (黃金)					-0.039		
泰銖 (SDR)				0.047			
泰銖 (黃金)				0.052			

註：空格代表數字不呈統計顯著性，英鎊完全不呈統計顯著性；常數反映人民幣自身升值部分。

有兩個十分清晰的發現，第一是從近兩期常數項呈統計顯著性可見，人民幣自2006年2月或最遲8月起已呈現“不跟隨11隻籃子貨幣而自身升值”的現象。固然，有可能是跟隨了這11隻以外的貨幣上昇也說不定。第二項發現是美元仍佔壓倒性比重，怎算也有接近九成，甚或以上。有些比重大過1或小於0，原因是研究員並無把各比重限於0或以上及沒有逼使所有比重之和為1。不過，即使加上這些限制，結果亦無大變化。

另有兩個發現值得一提。首先，當加上了美元比重的時間趨勢後，結果呈現負數，即是儘管美元仍佔壓倒性比重，但比重是與日俱減的。第二，研究員從剪報資料庫輯出華盛頓、紐約及洛杉磯所有報章報導過的華府對人民幣施壓之新聞，再分析這對人民幣的實質影響。結果發現，美國的施壓並沒有加快人民幣升值的速度（加上施壓因素後，美元比重的時間趨勢無甚變化），但累積的施壓卻確實有減低了美元於籃子內的比重。

以上發現與在下2006年的分析結果接近，即美元佔壓倒性比重；但與他們不同的是，在下得出歐元及日圓的比重並非不呈統計顯著性，即人民幣應確實有參考歐元及日圓。他們的分析很有水準，但仍有若干問題。首先，既然人民幣參考美元及其他外幣，分析之時根本不用引入SDR或黃金，因為在全式相兌美元之下，兩者的角色將自動消失。

第二，人行朝早公佈的人民幣中間價相信應參考了之前的外幣，當中有時差，但從他們的數式上未見對此作出考慮。第三，人民幣所參考的亞洲貨幣，極有可能會反過來跟隨人民幣上落，出現你參考我、我參考你的互為因果問題。解決這點需要以一組方程同時分析籃子內的貨幣。第四，每三個月一期的分法沒甚根據，何不以現成的統計工具（如Kalman filter）處理籃子比重隨時間而變的問題？