

# 從國際貨幣體系的調整責任歸屬看人民幣問題

洪財隆

在剛落幕的 G20 財長會議中所發表的聯合聲明，開門見山即反對「競爭性貶值與貨幣戰爭」。然而，國際貨幣體系的基本矛盾、美國貿易逆差與中國貿易盈餘所造成的國力消長等問題，都足以讓匯率議題持續延燒。

國際貨幣體系的根本矛盾在於難以讓貿易逆差與順差國同時負起調整責任。原則上，貿易逆差國匯率應「實質貶值」，包括物價下跌或貨幣貶值，以降低進口並增加出口，亦即降低國內需求，例如現在的美元與英鎊，或者讓貿易順差國匯率「實質升值」，包括通貨膨脹或貨幣升值，以增加進口並減少出口，亦即增加國內需求，例如目前的人民幣、日圓與其他東亞各國貨幣，從而有效減緩全球貿易失衡。

但在現實上，由於貿易逆差國的外匯存底將持續流失，因此自然而然會降低國內需求，但相對的貿易順差國卻沒有增加國內需求的誘因，造成貿易失衡的調整責任不對稱，同時也讓全球有效需求持續萎縮。這種現象在經濟景氣時尚可承受，然一旦全球景氣衰退或蕭條，則矛盾與摩擦就會產生，甚至衝擊國際貨幣體系與金融秩序，一如 1930 年代金本位的徹底崩潰，以及 2008 至 2009 年全球金融危機後的現況。

在二戰結束前夕的 1944 年，英美共同會商戰後國際經濟秩序，英國的凱因斯所主張「貿易盈餘或逆差不應超過 GDP 一定比例」，其實主要即洞察並試圖解決此問題，可惜做為

貿易逆差國代表的建議，並沒有被當時貿易順差國美國所接受。諷刺的是，淪為貿易逆差國的美國，最近也重彈近 60 年前凱因斯的舊調，卻也一樣受到貿易順差國尤其是德國、日本與中國的反對。

尤其甚者，由於美國與中國分別躍居當今主要貿易逆差國與順差國，而讓全球貿易失衡的調整問題更加複雜。問題是透過物價下跌或上漲來調整貿易失衡的過程緩慢且痛苦，前者意味著貿易逆差國將面臨通貨緊縮或經濟衰退，後者則是貿易順差國將有通貨膨脹，因此都會面臨抗拒。

就美國而言，美元做為國際儲備貨幣的角色，使得美國得以連年貿易鉅額赤字卻不必立即緊縮支出，亦即理論上可以無限延後調整時程。另外，IMF（國際貨幣基金）向來的功能主要即在提供跟貨幣與匯率問題相關的總體經濟管理諮詢，只在個別會員需要短期資金援助時，才會直接涉入該國經濟政策，但因美元的獨特地位，美國並不會發生短期資金融通問題，也就不可能跟其他出現長期貿易逆差或外匯不足的國家一樣，在 IMF 的條件下，被迫藉由緊縮政府或國內支出的方式來緩和貿易赤字。但美國此一特權卻讓國際貿易失衡問題持續加劇。

事實上，美國聯準會正準備大舉執行寬鬆貨幣政策，藉以刺激景氣。其原因無他，目前美國失業率已達 10%，25 歲至 55 歲的年輕

男性之失業率更高達 20%，短期國內問題與長期國際責任也往往顧此失彼。

另一邊則是今年經濟成長率預計仍有兩位數字的中國，持續享有貿易順差並累積已超過二兆六千億美元的鉅額外匯，與貿易逆差國的美國對比強烈。一如上述，目前國際貨幣體系或 IMF 並沒有對貿易順差國課以全球貿易失衡的調整責任，加上中國因實施跨境資本管制且銀行體系國有，可以有效執行沖銷政策，亦即透過發行政府債券，買回因採釘住美元而必須不斷購買外匯所釋放出的人民幣貨幣供給，進而抑制原本長期貿易順差理應出現的通貨膨脹。

換言之，正因為上述的經貿失衡調整管道被沖銷政策阻斷，才會導致調整壓力集中在人民幣市場匯率的升值一途，近來美方輿論出現不少旁敲側擊策略，亦即不直接談人民幣匯率大幅升值，改要求中國讓資本帳自由化，資金得以自由進出中國邊境，主要著眼點即在於削弱中國維繫固定匯率，並同時抑制通貨膨脹的能力。甚至建議，除非中國也開放資本帳或允許各國購買中國政府債券，否則應限制中國購買這些國家的政府債券，間接降低中國貿易長保盈餘的動機。

總之，美國經濟自 2008 年雷曼兄弟事件爆發以來，即宛如受傷的巨人，連帶對外經貿保護主義的聲浪也日益高漲，加上國際貨幣體系針對貿易失衡的調整能力有限，人民幣匯率的相關問題未來應只會日益尖銳，如何妥善處理的確考驗各國智慧。**BT**