

“一國兩制”下的澳門通貨膨脹及其治理

趙世勇*

一、中國內地通脹是澳門通脹的主因

通貨膨脹，顧名思義，是指流通中的貨幣量超過了實際經濟交易所需的貨幣量，從而導致物價總水平上漲，貨幣購買力下降。近年來，澳門地區的通脹一直是學界研究和政策辯論的焦點問題，特區政府連續的現金發放就是應對通脹的措施之一。那麼，澳門地區通脹的根源何在呢？

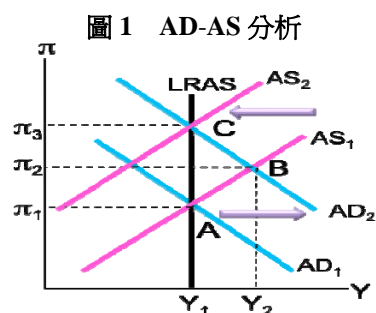
澳門地域狹小，日常消費品皆依賴進口。中國內地近水樓台，成為澳門地區日常消費品的主要供應地，澳門的飲用水源¹和電力、燃氣供應也都來自中國內地。從這個意義上說，澳門的商品是與中國內地“掛鉤”的，儘管澳門還從其他國家和地區進口商品。因此，毫不奇怪，如果中國內地的通脹居高不下，澳門的物價上漲就難以避免。那問題是，中國內地近年來的通脹原因何在呢？

已故的芝加哥大學經濟學家、貨幣主義大師彌爾頓·弗里德曼(Milton Friedman)早就指出，“通貨膨脹永遠是而且在任何地方都是一個貨幣現象”。或者，我們可以說，商品價格的普遍上漲，如果沒有大的天災，一定是個貨幣問題。物價水平上漲只能來自於貨幣超發。所以，問題轉變成，中國內地為甚麼存在貨幣超發？

中國內地的貨幣超發，包括“主動超發”和“被動超發”兩種情況。所謂“主動超發”，是指政府迫於財政的壓力，要求央行開動貨幣機器向市場提供過多的貨幣，即“央行發票子彌補財政赤字”。1994年，全國人大通過了《人民銀行法》，這在法律上終結了政府主動超發票子的可能。這個法律點明“中國人民銀行在國務院領導下依法獨立執行貨幣政策，履行職責，開展業務，不受各級政府部門、社會團體和個人的干涉”。此外，還特別規定，“中國人民銀行不

得對政府財政透支，不得直接認購、包銷國債和其他政府債券。”這就是說，不但用人大立法來確立央行的權威，而且消除了多年以來威脅人民幣幣值不穩、通脹屢起的病灶——政府因財政需要而超發貨幣。這是治本之策，會影響中國長遠的未來。實踐中，1994年以來，國家財政情況良好，一般也不需要向央行透支。

不過，現實情況依然存在例外，2008年10月以後，中國政府為了應對金融危機的衝擊，實行了4萬億的財政刺激計劃，這雖然不是為了應對財政赤字，但畢竟是太多的貨幣、太多的信貸注入了經濟體，其必然的後果就是通貨膨脹。世界上沒有免費的午餐，吃了猛藥，就會有猛藥的後果。這個政策後果可以根據宏觀經濟學的AD-AS模型來分析(如圖1所示)。財政刺激之後，總需求曲線AD從AD₁右移到AD₂，經濟從原來的長期均衡點A移動到了短期均衡點B，隨後經濟自我調整，總供給曲線AS從AS₁左移到AS₂，經濟移動到長期均衡點C。短期的經濟繁榮帶來了長期的高通脹。²



所謂“被動超發”，則是指中國正式加入WTO之後，一方面製造業的國際競爭力迅速增強，另一方面人民幣匯率形成機制的改革滯後，共同合成了巨額的貿易盈餘，結果被動地向國內市場投放過量貨幣。以

* 澳門科技大學行政與管理學院助理教授

2007-2008 年爲例，每年的淨出口要佔到 GDP 的 8-9%，等於像廣東這麼一個大省一年生產的 GDP 全部以商品、勞務的形式出口，但由此形成的各種人民幣收入卻留在了國內。過量貨幣必定到處漫遊。³

自 1994 年啓動外匯管理體制改革以來，中國外匯儲備規模擴增了約 55 倍，年均增長 31.3%，遠高於經濟增長率。2006 年 2 月中國外匯儲備首次超過日本，成爲全球第一外匯儲備國。截至 2010 年年底，中國外匯儲備已達 2.85 萬億美元，佔全球總量的 1/3。中國已連續五年排行全球外匯儲備第一名。⁴ 在這 2.85 萬億美元的外儲形成過程中，央行吐出了將近 20 萬億元人民幣。⁵ 這是中國內地通脹的另一個根源。

表 1 中國的外匯儲備

年份	外匯儲備(億美元)	增長率(%)
1993	211.99	-
1994	516.2	143.50
1995	735.97	42.57
1996	1,050.49	42.74
1997	1,398.9	33.17
1998	1,449.59	3.62
1999	1,546.75	6.70
2000	1,655.74	7.05
2001	2,121.65	28.14
2002	2,864.07	34.99
2003	4,032.51	40.80
2004	6,099.32	51.25
2005	8,188.72	34.26
2006	10,663.44	30.22
2007	15,282.49	43.32
2008	19,460.3	27.34
2009	23,991.52	23.28
2010	28,473.38	18.68

資料來源：國家外匯管理局網站：<http://www.safe.gov.cn>。

所以，兩種形式的貨幣超發導致了中國內地近年來的高通脹，高通脹讓人們形成了未來高通脹的預期，反過來又加劇了控制通脹的難度。中國內地貨幣的“主動超發”——政府 4 萬億投資，目的是爲了刺激經濟，保增長(GDP)和就業。“被動超發”——不讓人民幣快速升值，目的也是爲了保持出口行業的競爭力，進而保經濟增長和就業。⁶ 但是，政府政策往往很難兩全，短期收益的代價是長期痛苦——短期經濟增長的代價是長期高通脹。

二、人民幣匯率對澳門通脹的影響

眾所周知，澳門幣跟港元掛鈎，而港元跟美元掛鈎，實行的是聯繫匯率制度，所以澳門幣間接跟美元

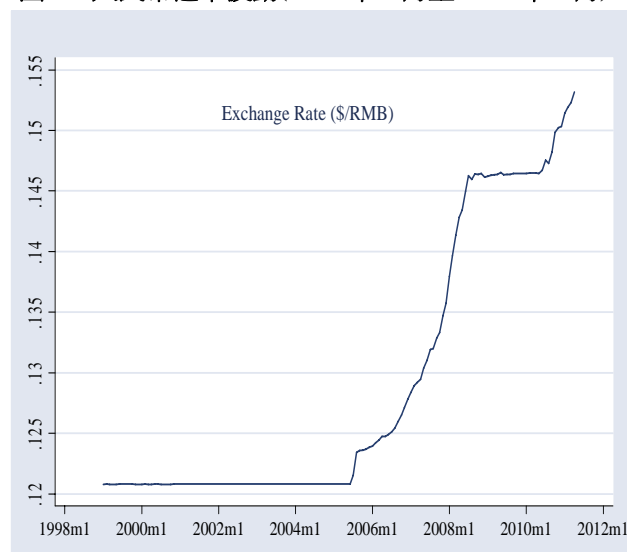
掛鈎。所以，人民幣與美元的匯率波動不可避免會影響到澳門的物價水平。其實，給定澳門的商品是跟大陸“掛鈎”的，即便人民幣匯率穩定，大陸只要有通脹，就會在輸澳產品上反映出來。那麼，如果人民幣大幅升值，會對澳門的通脹產生甚麼影響？

2005 年之前，人民幣和美元之間基本實行固定匯率，2005 年匯率制度改革至今，人民幣對美元升值雖然緩慢，但累計已經超過了 20%(參見圖 2)。這意味着，即便假定大陸的物價水平不變，那麼輸入澳門並用澳門幣計價的商品價格就會大幅增加，這是人民幣升值的因素導致的澳門通脹。這個因素在不改變澳門匯率制度的情況下是無法避免的。

中國內地無法兼得人民幣匯率穩定和國內物價穩定這兩個目標。如果讓人民幣大幅升值，可以減輕大陸的通脹壓力，但澳門的物價水平卻可能因爲人民幣升值而上漲。如果中國內地不允許人民幣快速升值，那麼通脹就居高不下，這個通脹就會通過輸澳商品的方式傳導到澳門。

由此可見，不管內地讓人民幣迅速升值與否，澳門都無法獨善其身避免通脹。這個矛盾的根源在於，澳門與內地商品是掛鈎的，而貨幣卻不是。根據國際經濟學中的“不可能三角”理論，固定匯率、獨立的貨幣政策和資本賬戶完全開放，三者不可兼得。澳門擁有與美元的固定匯率和完全開放的資本賬戶，這就意味着澳門不可能擁有獨立的貨幣政策⁷，所以在外來衝擊面前騰挪的空間很小，有時只能被動接受。

圖 2 人民幣匯率波動(1999 年 1 月至 2011 年 4 月)



三、內地通脹和人民幣匯率對澳門通脹的影響：實證分析

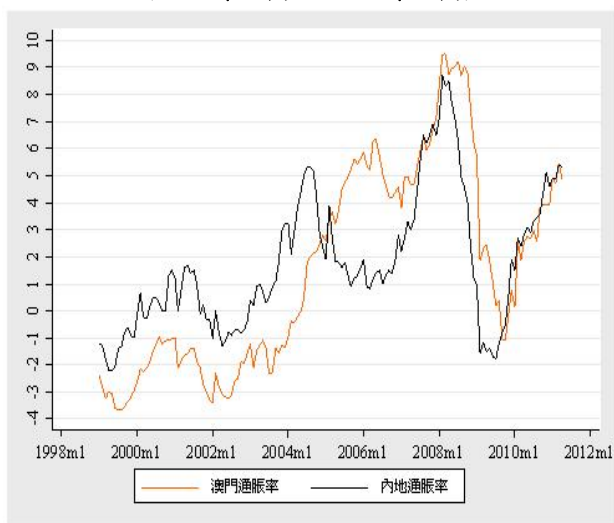
我們在前兩部分只是從理論邏輯上分析了澳門通脹的兩個決定因素：內地的通脹和人民幣匯率。在本節，我們使用統計資料來驗證這兩個因素的效應。我們使用的澳門通貨膨脹的月度資料來源於澳門統計暨普查局的官方網站，中國內地通貨膨脹的月度資料來源於中國國家統計局官方網站，人民幣匯率的月度資料來源於中國國家外匯管理局官方網站。時間跨度是從1999年1月到2011年4月共148個月的時間序列資料。表2是三個變量的簡單描述統計。

表2 澳門通脹率、內地通脹率和人民幣匯率 (1999年1月至2011年4月)

變量	觀察值	均值	標準差	最小值	最大值
澳門通脹率	148	1.573	3.790	-3.65	9.49
內地通脹率	148	1.806	2.520	-2.20	8.70
人民幣匯率	148	0.129	0.011	0.121	0.153

註：人民幣匯率是用1元人民幣兌換多少美元來表示的。

圖3 澳門和內地通脹率時間序列 (1999年1月至2011年4月)



從圖3可以看出，澳門通脹率和內地通脹率隨時間變動的趨勢非常相似，但兩個時間序列變量顯示出隨機遊走的狀態。接下來我們利用多元線性回歸的方法來估算“內地通脹”和“人民幣匯率”這兩個因素對澳門通脹的“貢獻度”。為了避免虛假回歸(spurious regression)的問題，我們必須檢驗這三個時間序列變量的平穩性。通過Dickey-Fuller檢驗，我們發現，三個時間序列變量都是“一階單整”的(integrated of order 1)，即I(1)。⁸ 在這樣的情況下，我們還需要

檢驗三個時間序列變量是否存在協整關係(cointegrated)。如果存在協整關係，我們可以直接用水平變量進行回歸；如果不存在協整關係，我們將使用平穩的一階差分變量回歸。我們用Engle-Granger兩步法檢驗，發現三個時間序列變量之間並不存在協整關係，即它們之間不存在長期穩定的均衡關係，當然，這並不是說它們之間不存在因果關係。

澳門通脹和內地通脹以及人民幣匯率之間不存在長期穩定的均衡關係，這主要是因為澳門是一個自由港，屬於小型開放經濟(small open economy)，影響其物價變動的因素很多。況且，內地輸入澳門的商品僅佔澳門進口商品總值的51%左右，另外49%的商品進口來自於亞洲其他國家、歐盟以及美國等(見表3)。雖然統計CPI的籃子中的主要商品來自中國內地，但依然有很大部分的消費品來自其他國家和地區，這就是為甚麼澳門的通脹率看起來跟內地通脹密切相關，但並沒有存在長期均衡關係的重要原因。

表3 澳門按主要市場統計之進口貨值(2010年)

市場	進口貨值 (百萬澳門元)	百分比
總計	26,813.77	100.00
中國內地	13,718.28	51.16
中國香港	4,627.94	17.26
中國台灣	1,078.32	4.02
日本	3,812.09	14.22
歐盟	9,960.72	37.15
美洲	3,148.70	11.74

資料來源：澳門統計暨調查局。

表4 澳門的貨物進口

年份	進口貨物總數 (百萬澳門元)	來自中國內地 (百萬澳門元)	內地貨物所佔比重(%)
2000	14,919.37	7,428.87	49.79%
2001	15,475.98	8,164.70	52.76%
2002	16,498.09	8,477.18	51.38%
2003	17,804.75	9,489.93	53.30%
2004	22,324.52	12,394.25	55.52%
2005	24,842.78	13,515.26	54.40%
2006	28,044.51	16,469.51	58.73%
2007	31,722.06	18,378.42	57.94%
2008	30,282.44	16,926.16	55.89%
2009	23,187.70	11,571.10	49.90%
2010	26,813.77	13,718.28	51.16%

資料來源：澳門統計暨調查局。

因為不存在協整關係，所以不平穩的時間序列數據之間不能直接進行回歸分析，而必須首先將其差分變成平穩數據。一階差分後，澳門通脹率、內地通脹率和人民幣匯率都是平穩資料，即I(0)。我們先看相

關關係，一階差分後的澳門通脹率和內地通脹率之間的相關係數為 0.5716，跟來自內地的進口商品比重大致相稱。一階差分後的澳門通脹率和人民幣匯率之間的相關係數為 0.1821。根據經濟學的需求定律，價格上升，需求量將下降。所以不難理解，2005 年人民幣升值之後，澳門從中國內地進口的比重呈現出下降的趨勢；但由於國際貿易運輸成本的影響，澳門從中國內地進口的商品比重幾乎沒有低於 50% (見表 4)。

我們將澳門通脹率、內地通脹率和人民幣匯率三個時間序列差分，變成平穩數據之後，就可以進行多元線性回歸。根據我們的理論分析，澳門通脹率的差分是因變量，內地通脹率的差分和人民幣匯率的差分是解釋變量，回歸結果如表 5 所示。

表 5 回歸分析結果

因變量： 澳門通脹率的一階差分	係數	t-value	p-value
解釋變量			
內地通脹率的一階差分	0.546**	8.20	0.000
人民幣匯率的一階差分	169.053*	1.75	0.082
調整後的 R2	0.3316		
F-value	37.22		

註：*和**分別表示在 10%和 1%水平上顯著。

從回歸結果可以看出，澳門通脹率的一階差分的變化中，有 33%可以由內地通脹率的差分和人民幣匯率的差分來解釋，這兩個解釋變數都是顯著的，特別是內地通脹率的差分，在 1%的水平上顯著(人民幣匯率的一階差分在 10%的水平上統計顯著)。雖然差分後的數據損失了原來的水平數據所包含的有用信息，但我們從中依然可以看出，澳門通脹的變化在一定程度上取決於內地通脹和人民幣匯率的變化，其中內地通脹的影響超過人民幣匯率的影響。

四、澳門幣與人民幣掛鈎的利弊

在這樣的通脹困局面前，毫不奇怪，有人提議澳門幣跟港元脫鈎，改與人民幣掛鈎。這樣雖可緩解一時之通脹，但卻要承擔較大的風險和成本。澳門幣與港元、港元與美元之間的聯繫匯率制度有其歷史淵源，時間和實踐已經證明，這個制度是行之有效的。貿然取消聯繫匯率制度，改與人民幣掛鈎，雖然可以在短期內抵消部分物價上漲的影響，但長期後果可能是負面的。正如澳門行政長官崔世安所言，“如果只為降低一時的進口價格，斷然調整聯繫匯率，可能引

起一連串更大的經濟波動風險，影響金融市場的信心，對經濟帶來不可預測的影響”。⁹

其一，如果要保持澳門國際自由港的地位，那麼就不能對資金流動作出太多干預。如果澳門幣與港元脫鈎，與人民幣掛鈎，那麼市場對澳門幣會產生穩定升值的預期。澳門幣就會成為人民幣的代理貨幣，會引致更多熱錢流入澳門套匯、套息，對澳門的房地產等資產價格調控產生不利影響，而中國內地因為資本賬戶尚未完全開放，而且擁有獨立的貨幣政策，在這些方面的調控手段是澳門所沒有的。

其二，澳門居民現在持有的資產很大部分是以港元結算的，如果改變聯繫匯率制度，則會產生即時的貶值情況。如果澳門幣改與人民幣掛鈎，澳門特區外匯資產需由港元轉為人民幣，但人民幣還不能完全自由兌換¹⁰，這會讓澳門金融管理局難以自由進行人民幣買賣。現在澳門的外匯儲備是港元，如果脫離聯繫匯率制度，外儲則會產生貶值的波動。如果外匯儲備出現貶值的市場信號，則會影響外界會對澳門特區穩定的信心。

其三，澳門現行的聯繫匯率制度已經被實踐證明是行之有效的，在保持澳門經濟穩定的過程中發揮了至關重要的作用。如果用改變聯繫匯率制度的方式來治理通脹，則無異於割肉補瘡。國際社會(比如國際貨幣基金組織)贊同港澳的聯繫匯率制度，其理由，一是人民幣目前還不是完全可兌換貨幣，二是聯繫匯率制度在過去的出色表現。

五、澳門治理通脹的可行路徑

從上面的分析可以看出，給定澳門的日常消費品主要來自中國內地，給定澳門的聯繫匯率制度和自由港地位，澳門政府在治理通脹方面並沒有多大的政策空間。但即便如此，在通脹面前，澳門政府和居民也並非毫無作為。筆者愚見，澳門治理通脹可以通過如下路徑。

其一，長期路徑：加強教育和培訓，提升居民的勞動生產率。長期來看，決定一個國家或地區居民的生活水平，是居民的購買力或實際收入。我們用Y表示一國(地區)的總收入，即實際GDP，POP表示人口數，N表示工人數。那麼，生活水平可以用人均實際收入(Y/POP)來表示，而人均收入可以作如下分解：¹¹

$$\frac{Y}{POP} = \frac{Y}{N} \cdot \frac{N}{POP}$$

也就是說，人均實際收入(人均購買力或生活水平)

等於工人的勞動生產率(Y/N)乘以總人口中的勞動力的比重。而我們知道，受人口增長規律的制約，總人口中勞動力的比重(Y/N)不可能迅速增長，而隨着人口老齡化的到來，還會有下降的趨勢。因此，人均收入的增長主要來自於勞動生產率(Y/N)的增長。那問題是，如何提高勞動生產率呢？

勞動生產率實際上是工人的平均生產能力，即平均每個工人單位時間內生產出來的商品和服務的數量。勞動生產率主要取決於一個社會的物質資本、技術水平和人力資本。對於澳門來講，因為產業主要是博彩、旅遊和服務業，因此人力資本顯得尤為重要。人力資本指的是工人的知識、技能乃至工作態度和職業精神等，這些是通過教育和培訓才能得到的。因此，可以通過政府鼓勵、支持居民參與培訓和接受教育，或者通過引入競爭機制，逼使居民積極提升自己的人力資本。那麼假以時日，隨着澳門居民平均知識和技能水平的提高，澳門居民的平均勞動生產率也將得到提高，這是提升生活水平，對抗通脹的長久之計，也是治本之策。

其二，中期路徑：積極開拓貨源，減少中間環節，鼓勵競爭。通脹無非是過多的貨幣追逐過少的商品。澳門政府應多方位尋找貨源，增加輸入澳門的商品來源。同時，盡可能降低物流環節的成本，最大限度降低輸澳商品的成本。例如，澳門政府可以出面，積極與周邊國家(如泰國、越南等)或者內地的周邊省份展開協商，實現貨源的對接，特別是糧食、肉、蛋、蔬菜等日常消費品的大宗採購。如果政府無暇躬親，則

一定要鼓勵業界充分的競爭，不可用行政手段保護壟斷。經濟學的研究證明，充分的市場競爭是保證商品供應的最佳手段；只有充分的市場競爭，才能最大限度地增加供給，抑制商品的價格上漲。

其三，短期路徑：派錢紓困。澳門政府已經多次採用派發現金的方式來協助居民對抗通貨膨脹，這個做法的合理性在於澳門沒有中央銀行，沒有獨立的貨幣政策，稅率極低，而且政府財政充裕。但這個手段能解一時之困，很難產生持久的效應。派錢之所以能在短期內幫助弱勢群體，在於澳門的自由港地位，在於澳門居民可以自由到中國內地採購東西。如果澳門居民不能自由出入內地，而且輸入澳門的商品總量也是固定不變的話，那麼這個政策的效果不過是繼續推高澳門通脹，而於事無補。而且，民間智慧云“救急不救窮”，所以這個措施只是短期的權宜之計，不能定位於長期政策手段。

此外，在出台各種治理通脹的措施時，政府務必注意不要扭曲微觀價格，比如用行政手段壓低各種商品的價格，這樣做非但於事無補，反而會扭曲市場效率，加劇商品稀缺，從而推高未來的價格。舉例說，如果市場決定的汽油價格是 10 元，政府壓低到 5 元的話，那麼就等於是鼓勵居民多消費汽油，加油站就會出現排隊。如果所有的商品價格都受到政府的壓制，那麼就等於是退回到了計劃經濟。因此，政府直接補貼的行業應該盡可能少，讓市場價格盡可能發揮配置資源的作用，保護產權制度、自由競爭、自由准入。這也是澳門作為國際自由港的題中應有之義。

註釋：

¹ 澳門的惟一飲用水源是位於珠海的竹仙洞水庫，是 1958 年周恩來總理親自批准修建的。

² Frank, R. and B. Bernanke (2009). *Principles of Macroeconomics*. New York: McGraw-Hill. 418.

³ 周其仁：《貨幣老虎越養越大》，載於《經濟參考報》，2010 年 10 月 18 日。

⁴ 《中國推進外儲投資多元化》，載於《澳門日報》，2011 年 3 月 12 日，第 A11 版。

⁵ 截至 2011 年 3 月末，中國外匯儲備餘額已超過 3 萬億美元。外匯儲備從 2006 年 10 月首次突破 1 萬億美元，到 2009 年 6 月突破 2 萬億美元，這一進程用了近 3 年。而從 2 萬億美元增至 3 萬億美元，只用了不到兩年時間，外匯儲備的增長呈現明顯的“加速度”。資料來源：《人民日報》，2011 年 5 月 31 日，第 8 版。

⁶ 中國國務院總理溫家寶在 2010 年 10 月召開的中歐峰會上稱，“如果按一些人的要求，人民幣匯率升值 20% 到 40%，那麼，中國出口企業將大量倒閉，工人將失業，農民工將返鄉，社會很難穩定。”中國的出口企業，大多從事勞動密集型的製造業，利潤微薄，對匯率極其敏感。一旦快速升值，對很多出口企業都是滅頂之災。大量企業倒閉，大批工人失業，出口急劇下降，經濟增速下滑，這是中國政府不願意看到的。所以，面對巨大的升值壓力，中國政府一再堅持“主動性、漸進性和可控性”的原則，拒絕實行休克式升值法。

- ⁷ 中國內地擁有了獨立的貨幣政策和固定滙率，因此就無法讓資本賬戶完全開放。
- ⁸ “一階單整”的意思是說，這些時間序列本身是不平穩的，但是它們的一階差分都是平穩的。
- ⁹ 《澳元不宜與人民幣掛鈎》，載於《澳門日報》，2011年4月21日，第A01版。
- ¹⁰ 據國際結算銀行的資料顯示，人民幣僅佔所有外滙交易的不足1%。見《人幣全自由兌換時機未至》，載於《澳門日報》，2011年5月29日，第A11版。
- ¹¹ Frank, R. and B. Bernanke (2009). *Principles of Macroeconomics*. New York: McGraw-Hill. 196.