

匯率、利率與金融改革—轉型時期中國人民 銀行的貨幣管制政策及其社會經濟後果

Foreign Exchange Rate, Interest Rate and Financial Reforms: People's Bank of China's Monetary Policies and its Socioeconomic Consequences in the Reform Era

閩江學院經濟與管理學院教授 曹海濤

中華經濟研究院大陸研究所助研究員 劉柏定

Hai-Tao Tsao

(Professor, School of Economics and Management at Minjiang University)

Po-Ting Liu

(Assistant Research Fellow, Chung-Hua Institution for Economic Research)

airiti

Foreign Exchange Rate, Interest Rate and Financial Reforms: People's Bank of China's Monetary Policies and its Socioeconomic Consequences in the Reform Era

Hai-Tao Tsao

(Professor, School of Economics and Management at Minjiang University)

Po-Ting Liu

(Assistant Research Fellow, Chung-Hua Institution for Economic Research)

Abstract

The attempt of this paper is to elucidate financial problems in transitional China through analyzing the operation of People's Bank of China (PBoC) on monetary policy instruments. Prolonged exchange rate intervention, the PBoC has accumulated massive foreign exchange reserves (assets). The PBoC also released the same amount of Renminbi money base (debt) by sterilization operations. However, the rate of return of PBoC's foreign assets is very low, and it is unable to pay a higher interest rate for its debt. Under the circumstance, the PBoC continuously raises the ratio of reserve requirement so as to lock the money base and to maintain the balance of its balance sheet. Thus, the PBoC's major debt is the reserve deposited by the state-owned commercial banks. The Increase of the reserve ratio has enhanced the cost of capital of the state-owned commercial banks. As for a subsidy, the PBC lower the deposit interest rate and maintain a large gap between deposit interest rate and loan rate of the state-owned commercial bank. The ultimate aim of the PBC is to make up for low yields of its foreign exchange reserve. Policy regulations, foreign exchange rate intervention and interest rate control, give rise to profound socio-economic impacts on the China's economic development.

Keywords: Economics diplomacy and statecraft, economic security, China-Southeast Asian relations, ASEAN, free trade agreements, One Belt and One Road

匯率、利率與金融改革—轉型時期中國人民銀行的貨幣管制政策及其社會經濟後果*

曹海濤

閩江學院經濟與管理學院教授 曹海濤

劉柏定

中華經濟研究院大陸研究所助研究員 劉柏定

摘 要

本文透過中國大陸的中央銀行—中國人民銀行，探討中國大陸的金融問題。我們指出，中國人民銀行利用貨幣政策工具對匯率和利率的操作，是近年中國大陸重大金融問題形成的主要原因之一。中國人民銀行長期干預匯率，累積了巨量外匯存底，同時因釋放等量的基礎貨幣形成大量負債。由於外匯資產的收益率很低，無法為其負債付出更高利率，中國人民銀行遂不斷以發行央行票據和提高存款準備金率等方式，鎖住基礎貨幣，維持其資產負債表的平衡。另一方面，存款準備金率提高增加了國有商業銀行的資金成本。為補貼商業銀行，中國人民銀行對利率進行管制，透過壓低存款利率維持國有商業銀行的高存貸款差額。這種匯率干預和利率管制的政策，產生社會經濟損失。

關鍵詞：中國人民銀行、金融改革、固定匯率制度、利率管制

* 衷心感謝三位匿名審查人及編委會的批評和建議。同時，第一作者也感謝科技部專題研究計畫（編號MOST1042410H468006）、閩江學院「普惠金融與農村電商助力鄉村振興協同創新中心」的研究資助。文責自負。

壹、前言

自1990年代以來，中國大陸的金融改革按其實際進程，大致可以分為兩個階段：2001年底加入世界貿易組織（World Trade Organization）之前，金融改革的主要內容是針對如何建立良好的銀行治理結構、國有銀行巨額債務消解等微觀機制問題。2003年之後，金融改革焦點則集中於利率市場化、匯率制度變革、資本帳開放等宏觀議題。第一階段金融改革的目的是如何使金融體系改善效率，消除引發金融危機的隱患。近年的改革目標，是在金融全球化和中國大陸已成為世界第二大經濟體之背景下，如何使金融體系更有效地配置資金，促進產業升級與轉型。

關於中國大陸金融改革的研究，也大致集中於前述主題。然而，既存文獻較少從中央銀行—中國人民銀行（the People's Bank of China，以下簡稱：PBoC）之角度進行分析。也許因為傳統上中國人民銀行只是財政部的「出納」，改革開放後亦受到各行政部門和地方政府的掣肘，其功能及其在總體經濟上扮演之角色受到很大限制，以致不被學者關注。而且，現有文獻中大多假設中國人民銀行只是一個工具，它或者代表國家調控宏觀經濟，或者回應既得利益者（如國有企業）的訴求以維持社會穩定。在此假設下，中國人民銀行沒有自身的利益。實際上，在中國大陸金融改革過程中，中國人民銀行扮演著關鍵角色。它既是商業銀行的銀行，負責監管各種金融機構的運作；也是貨幣政策的制定者，對總體經濟的有效運轉施加影響。同時，中國人民銀行也會考慮自身的利益，維持資產—負債表的平衡。因此，觀察中國人民銀行的行為，可以從另一個管道瞭解中國大陸的金融改革、總體經濟運行乃至社會經濟的未來發展。

本文之主要研究目的，是在假設中國人民銀行為一個理性行

為者的前提下，藉由分析中國人民銀行如何操作政策工具，維繫自身的最大利益，進而闡釋近年來中國大陸的一些重大金融現象和社會經濟問題。譬如，巨量的外匯存底為何持續累積？為何中國人民銀行特別青睞單一政策工具——存款準備金率，它自2004年後不斷攀升？商業銀行遠高於國際標準的存放款利差為何持續至今？利率市場化為何仍未徹底實施？這些與中國人民銀行的政策工具有密切關係的問題，又會導致什麼樣的社會經濟後果？透過對中國人民銀行的政治經濟分析，本研究意圖證實以下的命題：中國大陸近年出現大金融問題的本質，其與中國人民銀行運用貨幣政策工具干預匯率和管制利率有密切關聯，這導致重大社會經濟後果，例如海外資產投資收益的低回報率和存款大眾的收入損失等。

本文前言外，本文其餘部分組織如下：第二部分為文獻回顧；第三部分討論中國人民銀行的政策工具；第四部分分析人行的匯率政策和貨幣政策工具的運用；第五部分探討中國人民銀行政策操作之後果；最後是結論。

貳、文獻回顧

關於中國人民銀行（以下有時簡稱：人行）的研究多集中於它的貨幣政策及其政策效果。餘振等（2016）針對近年中國人民銀行一些新的貨幣政策工具（例如抵押補充貸款，以下簡稱：PSL）的運作和實施效果加以分析。他認為中國央行的PSL政策效果相對顯著，在部分實施階段能有效降低中期利率水準，減少社會融資成本，但在個別階段該效果相對較小且不穩定。

有文獻關注於央行的利率引導引機制，利用貨幣市場利率和中央銀行利率引導的理論模型，研究者指出中國人民銀行的公開市

場操作，已經能夠有效引導貨幣市場利率和利率預期，所以中國人民銀行已具備開展利率調控的基本條件（中國人民銀行營業管理部課題組 2013）。

伍戈、連飛（2016）探討的是中國人民銀行的貨幣政策框架體系，認為在轉型時期，中國人民銀行應利用數量與價格相結合的混合型貨幣政策規則模型。因為實施混合型的貨幣政策規則，比實施單純的貨幣數量型規則或價格型規則更能有效保證宏觀經濟的平穩運行，而且貨幣政策混合規則對改善社會福利而言效果更好。

McKinnon and Schnabl（2009; 2012）對中國人民銀行政策工具操作的討論較全面。他們從不成熟債權人（immature creditor）和金融壓迫（financial repression）的角度，分析中國人民銀行的政策操作及中國大陸總體經濟失衡問題。作者指出，在資本市場發展不完備的情況下，中國大陸實際上是不成熟的債權人，因此央行採取釘住美元的作法是正確的，有助於中國經濟的平穩發展。

迄今為止，Bell與Feng（2013）對中國人民銀行的研究是最周詳的。他們全面細緻地研究了中國人民銀行在改革開放時期的發展，以及它在中國大陸金融改革過程中決策角色的變化。作者特別強調中國人民銀行與中國共產黨的互動關係，檢視了人行的權力在中共決策科層中（特別貨幣、利率和金融改革的決策方面）是如何崛起的。在方法論上，此研究是「當事人為中心的歷史制度論」（agent-centered historical institutionalism），強調人行專業技術官僚與中共決策體系的非正式互動，尤其是技術精英的偏好（這又形成於政策目標和規範），及其專業能力和績效（Bell, and Feng 2013, 21-27）。因此，雖然國際壓力和精英政治在某種程度上會對中國人民銀行的決策產生影響，但是，是中國人民銀行自身、或者說是已被賦權的專業官僚，進行著決策和推動改革，進而維持其在

金融和貨幣決策體系中的地位（Bell, and Feng 2013, 151）。作者欲突顯的是，在中國的決策科層中，中國人民銀行既不是中央的木偶，也不是不受約束的獨立王國。

與既存關於中國人民銀行政策工具的研究的相比，本文的研究視野較寬，我們以匯率政策為切入點，更全面地探討在既定匯率制度下，中國人民銀行如何運用其貨幣政策工具以及由而產生的結果。另外，與分析中國人民銀行決策角色的文獻對照，我們的研究焦點則相對狹窄，在給定中國人民銀行具有相當決策權的前提下，本文探討的是其政策工具的施展和相應之影響。

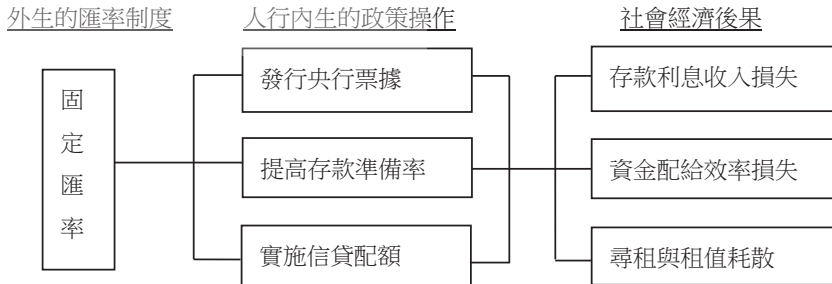
參、匯率、利率與中國人民銀行的政策工具

中國大陸金融問題的產生，與制度安排間（institutional arrangements）的相互依賴有關。例如，管制利率可能出於對國有企業之保護（Lardy 1998）。這種金融壓迫也可能與政府實行的匯率制度，以及中央銀行的政策調控有關。本節即由固定匯率制度以及中國人民銀行在此制度下採取的政策工具，討論近年大陸金融問題之實質。

一、分析架構

圖一呈現了本文的分析架構。其中，對中國人民銀行而言，匯率制度是外生的（exogenous）。給定匯率制度的情況下，中國人民銀行選擇不同的政策工具進行操作，因而這些政策操作是內生的（endogenous）。相應的社會經濟後果由而衍生。以下，我們根據圖一的框架加以詳細討論。

圖一 本文之分析架構



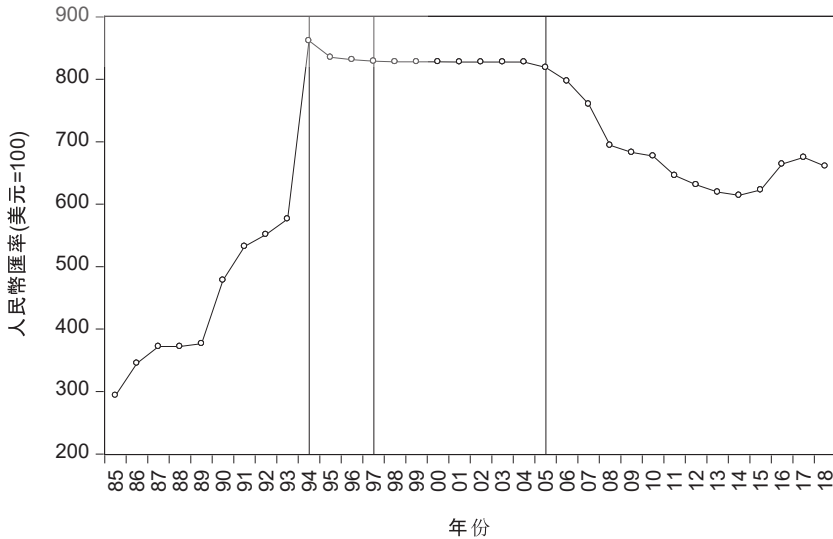
資料來源：本研究整理。

二、匯率制度與中國人民銀行之選擇

改革開放以來中國大陸的匯率制度大致採用了三種形式：匯率雙軌制、固定匯率制度及管理浮動匯率制度。依據人民幣名目匯率的變化，可分別由四個階段觀察中國大陸匯率制度的變化（見圖二）。其中，1986~1993年間是匯率雙軌制；1994~1997年間是管理浮動匯率制度或機動匯率制度；1998~2005年7年間是固定匯率制度；2005年匯率改革之後，匯率制度基本回到管理浮動匯率制度。

在匯率雙軌制時期，匯率包括官定匯率和調劑匯率兩種。官方匯率定在3.75（即1美元兌換3.75元人民幣），調劑匯率則由市場供需決定。1994年的匯率制度改革，匯率雙軌變為一軌，人民幣匯率一次性貶值到8.8元，之後緩慢升值。這一時期（1994~1997）的匯率制度屬於管理浮動匯率制度。1998~2005的7年間人民幣匯率大致固定在8.2元的水準，這一時期屬固定匯率制度。之後，人民幣匯率又回到管理浮動匯率制度：2005年7月12日~2014年，人民幣持續升值，2015~2018年間又進入貶值階段。

圖二 人民幣名目匯率變化趨勢（1985~2018）

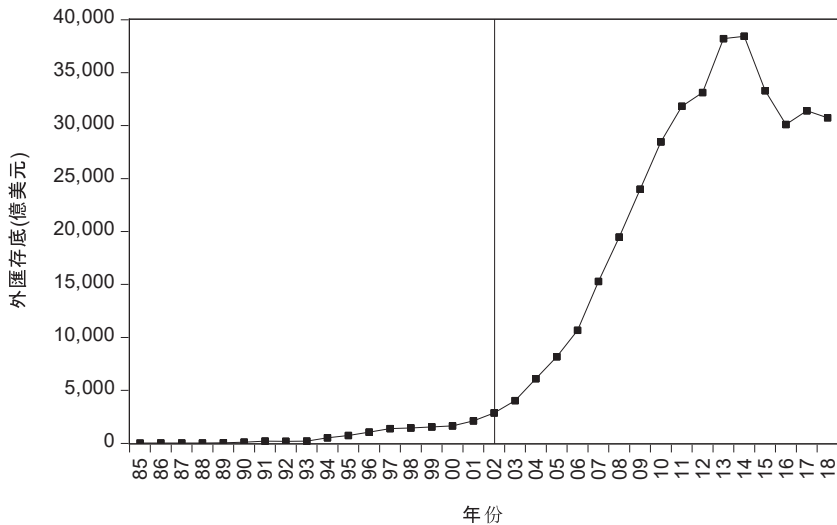


資料來源：中華人民共和國國家統計局，2019，<http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2018/indexch.htm>，查閱時間：2019/09/06。

無論是固定匯率還是管理浮動匯率制度，本質上都是一種匯率受到政府干預的制度。在固定匯率制度下，當匯率高於市場均衡匯率時，外匯市場會出現超額供給（excess supply），國際收支出現盈餘。為維持固定的匯率，中央銀行就要進場干預，買入市場中超額供應的外匯。中國大陸的經濟改革基本上是發揮自身要素比較利益的過程，由於生產要素成本低，產品出口競爭力強，經常帳持續盈餘。為保持人民幣匯率固定，中國人民銀行須不斷進場收購美元，因而累積了巨量外匯存底，這些外匯存底即成為中國人民銀行的資產。隨著中國加入世界貿易組織，中國大陸的貿易條件進一步改善，各種製造品開始大量出口至國際市場。在管理浮動匯率制度下，雖然中國人民銀行在面對外匯市場的超額供給時，買入的量少

於固定匯率時的量，使人民幣逐漸升值，但外匯存底仍大幅增加，2013年一度達3.84萬億美元的歷史高位（見圖三）。

圖三 中國大陸的外匯存底（1990~2018）



說明：2001年12月，中國大陸加入世界貿易組織（World Trade Organization，簡稱：WTO）。

資料來源：中華人民共和國國家統計局，2019，<http://www.stats.gov.cn/tjsj/nds/2018/indexch.htm>，查閱時間：2019/09/06。

另一方面，當中國人民銀行在外匯市場沖銷外匯時，也釋出了等量的本國貨幣（即基礎貨幣）。這些釋放出的人民幣即成為中國人民銀行資產負債表中的負債。由表一中國人民銀行的資產負債狀況可知，占中國人民銀行資產份額最大的是國外金融資產（即外匯存底），而其負債則主要為基礎貨幣。明顯地，自2002年以來，隨著外匯存底的持續增加，中國人民銀行釋放出之人民幣也同步攀升。

表一 中國人民銀行資產負債表 (2002~2017)

單位：億元人民幣

年份	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
總資產	51108	62004	78655	103676	128575	169140	207096	227535	259275	280978	294537	317279	338249	317837	343712	362932
淨金融資產	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220
金融資產	51108	62004	78655	103676	128575	169140	207096	227535	259275	280978	294538	317279	338249	317847	343711	362932
國外資產	23243	31142	46960	63339	85773	124825	162544	185333	215420	237898	241417	272234	278623	253831	229796	221164
國債	2864	2901	2970	2892	2856	16318	16196	15662	15421	15400	15314	15313	15313	15313	15274	15274
商業銀行再 貸款	9983	10619	9386	7818	6517	7863	8433	7162	9486	10248	16701	13148	24985	26626	84739	102230
其他金融 部門再貸款	7447	7462	9001	13293	22016	13036	11897	11574	11351	10669	10064	8932	7860	6738	6405	6089
其他金融 資產	7571	9880	10348	16334	11413	7098	8027	7804	7598	6763	11042	7652	11468	15339	7497	18175
負債	50888	61784	78436	103456	128355	168920	206876	227315	259055	280758	294317	317059	338029	317617	343492	362712
基礎貨幣	45138	52841	58856	64343	77758	101545	129222	143985	185311	224642	252345	271023	294093	276378	308980	321871
央行票據	1488	3032	11079	20296	29741	34469	45780	42064	40497	23337	13880	7762	6522	6572	500	
中央政府 存款	3085	4955	5832	7527	10211	17121	16964	21226	24277	22734	20753	28611	31275	27179	25063	28626
國外負債	423	483	562	642	926	947	733	762	720	2699	1464	2088	1834	1807	3195	880
其他債務	754	474	2106	10648	9720	14838	14178	19278	8249	6438	4526	6245	2747	2855	-730	6316
淨資產	200	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220

資料來源：馬駿、張曉蓉、李治國，2012，《中國國家資產負債表》，北京：社會科學文獻出版社，頁152。中華人民共和國國家統計局，2019，<http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2018/indexch.htm>，查閱時間：2019/09/06。

三、中國人民銀行不同政策工具之運用

在固定匯率制度下，中國人民銀行一方面買入外匯市場超額的外匯，同時放出等量的基礎貨幣。為減少貨幣供給對經濟的衝擊，人行須採取措施鎖住基礎貨幣。2001年之前，中國大陸的外匯存底規模較小，外匯沖銷壓力較輕。在這一時期，中國人民銀行的沖銷操作並不頻繁，多為小規模的國債回購，其沖銷操作的財務成本較低。2002年以後，隨著外匯存底的迅速上升，外匯占款的規模急劇增加，中國人民銀行開始更多地利用發行央行票據和提高存款準備金率等政策工具。表二列舉了2003~2010年間中國人民銀行使用過的政策工具，其中最常被使用的工具是發行央行票據和提高存款準備率。2005年之後，央行票據在外匯沖銷中之地位下降，中國人民銀行更偏好運用存款準備率、銀行信貸配額等行政性的沖銷措施。這主要是出於財務成本的考慮：存款準備金存款的利率遠低於央行票據，而銀行信貸配額根本不需要支付任何利息。

表二 中國人民銀行政策工具（2003~2010）

工具名稱	依據和機理	執行部門
提升利率	改變支出成本間接調節需求	人行
提高法定準備金率	改變信用條件間接調節需求	人行
增加央行票據發行	回收貨幣間接調節需求	人行
增發定向央行票據	回收貨幣間接調節需求	人行
人民幣匯率升值	調節進出口抑制外需	人行
銀行視窗指導（道德勸說）	提示行業風險兼有信貸緊縮功能	人行、銀監會
信貸數量控制	改變信用條件間接調節需求	人行、銀監會
提高房貸首付比例	調控房地產投資需求	人行、銀監會
房貸差異化安排	調控房地產投資需求	人行、銀監會

說明：銀行視窗指導，即中央銀行對商業銀行的道德勸說。

資料來源：盧鋒，2014，〈新時期宏觀調控工具多樣化特徵〉，盧鋒著，《大國追趕的經濟學觀察—理解中國開放宏觀經濟（2003-2013）》，北京：北京大學出版社，頁717-743。

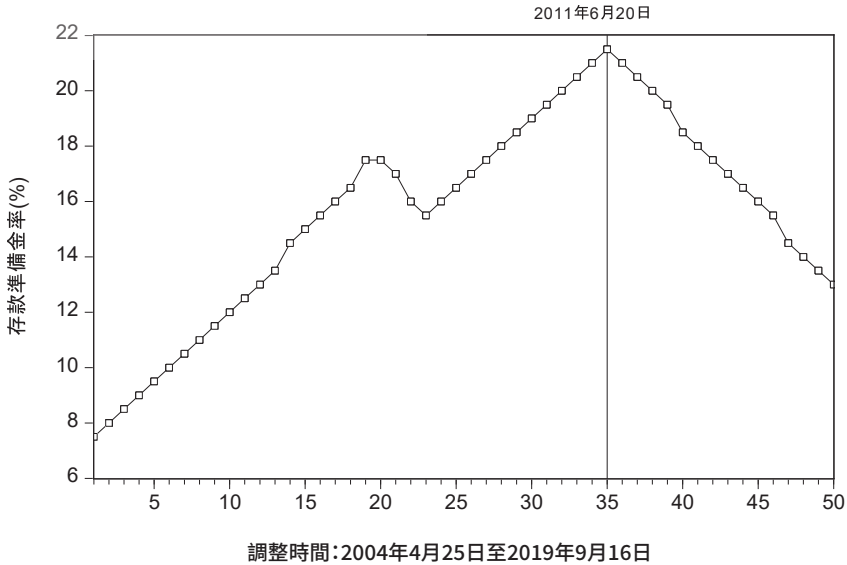
(一) 發行央行票據

中央銀行票據，即中國人民銀行為調節商業銀行資金，而向商業銀行發行的短期債務憑證（期限一般為3個月~1年）。其實質是中央銀行債券，為公開市場操作的一種工具。央行票據與金融市場各發債主體發行的債券具有根本區別：各發債主體發行的債券是一種籌集資金的手段，其目的是增加可貸資金；而中國人民銀行發行的央行票據是其調整基礎貨幣的一種貨幣政策工具，目的是減少商業銀行的可貸資金量。商業銀行在支付認購央行票據的款項後，其直接結果就是可貸資金量的減少。中國人民銀行於2002年6月開始發行央行票據，並將央行票據發行作為常態化的沖銷措施。嗣後，央行票據的發行規模不斷上升且期限趨於長期化（最長可達3年）。目前，中國人民銀行發行四種期限的央行票據：3月、6月、1年和3年期。2002~2008年期間，央行票據發行量穩定成長，2009年後出現下降，由2008年的4.58萬億元降至4.2萬億元。隨著央行票據發行量回落，其外匯存底之占比也下降。2005~2009年，央行票據發行量占2002年以來累計新增外匯存底的份額，從2005年的46.9%大幅降至2009年的26.9%。2006年後，面對持續大規模的國際收支盈餘帶來的外匯占款膨脹，中國人民銀行藉由發行央行票據沖銷基礎貨幣的操作愈感力不從心，提高存款準備率成為其的主要政策手段（王永中 2011, 47；李楊、王國剛 2008, 51-57）。

(二) 提高存款準備率

圖四呈現了2004~2018年間中國大陸法定存款準備率的變化。可以看到，存款準備率從大約7.5持續攀升到21.5的高位。存款準備率是中央銀行要求商業銀行留存的資金比率，這一比率的提高意味著商業銀行可貸資金的減少。換言之，存款準備率的提高，緩解了中國人民銀行沖銷外匯對總體經濟的衝擊，但也相應地減少了商業銀行的潛在收益。

圖四 中國人民銀行對於存款準備金率之調整



說明：資料為2004年~2019年50個時點之變動數據。

資料來源：中國人民銀行貨幣政策司，2019，〈法定準備率〉，<http://www.pbc.gov.cn>，查閱時間：2019/09/01。

為何中國人民銀行熱衷於存款準備率這一政策工具呢？一個主要原因是，中國人民銀行的外匯資產收益率很低，無法為其負債支付更高的利率。中國人民銀行的負債主要包括其發行的央行票據和賣出的政府債券。由於資產的收益低，負債的利息支出不斷增加，中國人民銀行只能以提高存款準備率的方式（存款準備金存款的利率很低），鎖住外匯占款，來維持資產負債表的平衡。結果，中國人民銀行負債的主要部分，便是商業銀行等存款機構的準備金。

存款準備率的增加，提高了國有商業銀行的資金成本。為補貼國有商業銀行，中國人民銀行遂行利率管制，擴大存款—貸款差額，以壓低

存款利率的方式補貼國有商業銀行，從而彌補其外匯存底的低收益。¹

（三）實施信貸配額

在中國大陸傳統計劃經濟下，全面壓低要素價格（例如利率）是降低政府發展重工業成本之重要政策保障。低利率必然產生對資金的超額需求，信貸配給便成為政府分配資金的手段。改革開放後，金融改革進程緩慢，為分配有限的資金，中國人民銀行仍然以信貸配額作為對商業銀行的視窗指導（window guidance）。1995年頒行的《商業銀行法》更進一步規定，商銀貸款與存款餘額的比例不應超過75%。

此外，為強化貨幣供給控制，中國人民銀行也規定借貸配額（loan-quota system），即商業銀行的借貸額度由中國人民銀行分配。近年，在外匯存款大幅增加、外匯沖銷壓力巨大的背景下，以借貸配額控制信貸規模是中國人民銀行常用手段之一。2010年中國人民銀行進一步強化信貸配額制度，對每月和每季度的商業銀行信貸進行控制。信貸配額之通常做法是，人行先劃分信貸規模，將之分發給各國有商業銀行，商業銀行再於自己的組織體系內向下分配給各分行。國有商業銀行內部如何分配信貸額度給自己的分行，並無一致的標準。有的商銀曾如是規定：每家分行每月發放的貸款不應超過其全年新增貸款目標的12%，每季度發放的貸款不應超過全年新增貸款目標的30%。²

肆、中國人民銀行實行政策管制的潛在損失

於固定匯率制度下，中國人民銀行維持了資產負債表的基本平衡。然而，這些政策亦產生眾多影響深遠的社會經濟後果，包括國內民眾

-
1. 中國大陸利率管制主要是針對存款利率設置上限。2015年10月24日，中國人民銀行取消了金融機構存款利率上限的規定，標誌著中國大陸已基本實現利率市場化。
 2. 只有上海和深圳兩地例外，中國人民銀行總行將規模直接分配給這兩城市的中國人民銀行，由它們再向其他商業銀行分配。

存款利息收入損失、資金配給的效率損失、政策管制導致的尋租（rent-seeking）及衍生的租值耗散（rent dissipation）等。

一、中國人民銀行海外資產之收益

中國人民銀行持有大量美元資產（請見表一）。但由於中國大陸與美國的利率不同，中國人民銀行持有之美元資產可能產生利息損失。表三列舉了2005～2018年中美兩國的存款利率。可以發現，自2007年始，美國的利率持續走低，與中國大陸的利率差距擴大，這種趨勢直到最近才有所改變。

表三 中美兩國主要基準利率比較（2005～2018）

年份	中國一年期存款基準利率	美國聯邦基金利率	美國國債複合利率
2005	2.25	3.18	4.03
2006	2.42	4.92	4.83
2007	3.21	4.85	4.50
2008	3.92	1.61	2.71
2009	2.25	0.15	1.97
2010	2.30	0.17	1.76
2011	3.28	0.10	1.43
2012	3.13	0.14	1.74
2013	3.15	0.11	2.27
2014	2.75	0.09	2.35
2015	2.00	0.13	2.27
2016	1.50	0.40	1.85
2017	1.50	1.01	2.40
2018	1.50	1.83	2.93

資料來源：樊志剛、胡婕、金昱、楊飛、王雅娟，2013，〈中美銀行業利差水準的比較研究〉，<http://www.icbc.com.cn/SiteCollectionDocuments/ICBC/Resources/ICBC/fengmao/download/2013/zhongmeiyinhanglilvcha.pdf>，查閱時間：2019/08/26；Federal Reserve Bank of ST. Louis. 2019. “FRED Economic Data.” <http://fred.stlouisfed.org/>. (Accessed on August 26, 2019)。

若美國的利率提高，對中國人民銀行也會產生巨大潛在損失。因為當美國利率提高時，其債券價格會下降。中國人民銀行外匯存底的絕大部分用於購買美國政府公債。中國大陸持有美國證券資產的種類包括國債、機構債、股票和公司債等四種；其中，美國長期國債和長期機構債券是中國人民銀行的兩個主要證券投資品項，二者占比平均為51%（請見表四）。准此，債券價格下跌意味著中國人民銀行在賣出美國政府債券時，能獲得之量比原來持有的要減損。

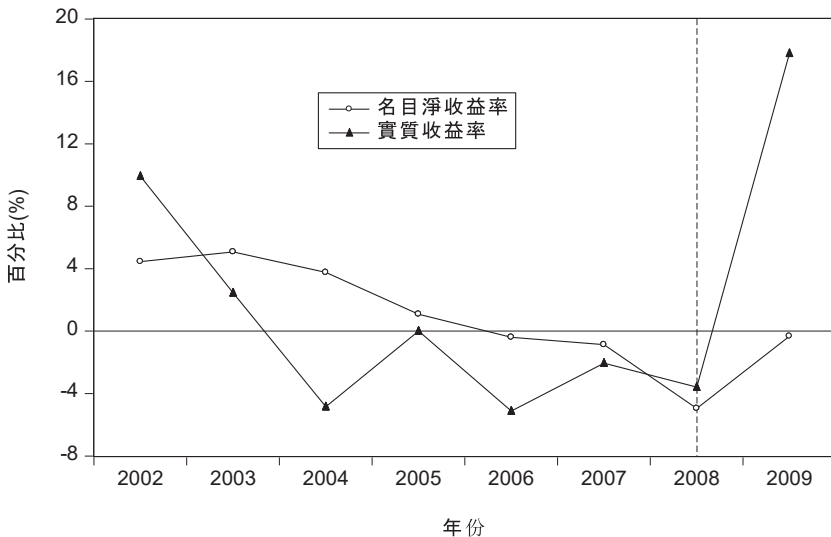
表四 中國大陸的外匯存底與持有美債數量 (單位：億美元)

年份	外匯存底	持有之美國長期債券數量			長期美債占外匯存底之比例 (%)
		國債	機構債	公司債	
2002	2864.07	950	590	110	57.51
2003	4032.51	1470	910	120	62.02
2004	6099.32	1890	1150	160	52.51
2005	8188.32	2770	1720	360	59.23
2006	10663.44	3640	2550	590	63.58
2007	15282.49	4670	3760	280	56.96
2008	19,460.30	5219	5271	263	55.25
2009	23,991.52	7571	4541	152	51.11
2010	28,473.38	11081	3601	111	51.95
2011	31,811.48	13024	2447	158	49.13
2012	33115.89	11385	2024	218	41.15
2013	38213.15	12721	1740	234	38.45
2014	38430.18	12607	2043	236	38.73
2015	33303.62	12675	2224	204	45.35
2016	30105.17	12381	1959	159	48.16
2017	31399.49	11849	1834	163	42.80
2018	30727.12	11875	1806	171	45.08

資料來源：中華人民共和國國家統計局，2019，〈黃金和外匯儲備〉，<http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2018/indexch.htm>，查閱時間：2019/09/01。U.S. Department of the Treasury. 2019. "Resource Center." <https://ticdata.treasury.gov/Publish/shlhst.dat.html>. (Accessed on September 1, 2019)

圖五描繪了以人民幣計算的中國人民銀行外匯存底的名目收益率和實質收益率。在2002~2009年間的大部分時期，大陸外匯存底的名目收益率持續下降，實質收益率多為負值，這種狀況在金融海嘯發生之後才有所改善。

圖五 以人民幣衡量之中國大陸外匯存底資產的收益率
(2002~2009)



資料來源：王永中，2011，〈中國外匯儲備的構成、收益與風險〉，《國際金融研究》，1：48；張斌、王勳、華秀萍，2010，〈中國外匯儲備的名義收益率和真實收益率〉，《經濟研究》，10：124。

二、中國人民銀行國內債務之財務成本

由表一的資產負債表可知，對應巨額外匯資產，中國人民銀行負債部分主要是其在沖銷時釋出的基礎貨幣。為防止基礎貨幣飆漲對總體經濟的衝擊，人行必須控制基礎貨幣，而發行央行票據和提高存款準備率是其控制貨幣供應的主要工具。然而，這兩者都會

形成人行的財務成本；亦即，中國人民銀行既要為發行之票據（以及公開市場操作賣出之政府債券）支付利息，也要為商業銀行的存款準備金支付利息。表五呈現了2002～2009年間的央行票據利率與存款準備金利率，及兩者之平均利率。可以很容易發現，隨著外匯存底規模的不斷擴大，中國人民銀行的財務負擔也會變得十分沉重。

表五 央行票據利率與存款準備金利率之比較

年份	利率	央行票據利率				存款準備金利率	央行票據和存款準備金之平均利率
		3月期	6月期	1年期	3年期		
2002	2.20	2.11	2.08	--	1.91	0.97	
2003	2.38	2.45	2.36	--	1.89	2.03	
2004	2.66	2.45	3.02	4.14	1.89	2.28	
2005	1.47	2.31	2.12	3.42	1.89	1.98	
2006	2.13	2.25	2.30	--	1.89	2.05	
2007	2.81	--	3.19	3.64	1.89	2.38	
2008	3.15	3.69	4.05	4.56	1.85	2.57	
2009	1.03	--	1.72	--	1.62	1.50	

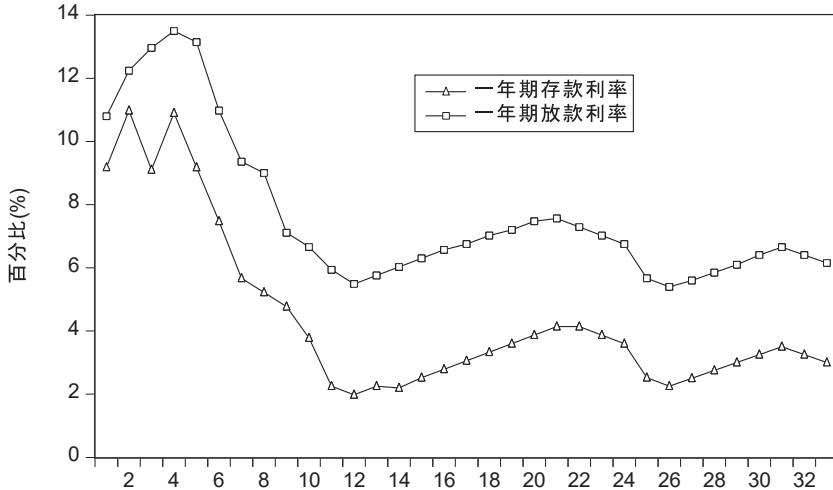
資料來源：王永中，2011，〈中國外匯儲備的構成、收益與風險〉，《國際金融研究》，1：48。

三、壓低存款利率對民眾利益之損害

由於存款準備金利率比央行票據利率低（請見表五），為節省財務支出，中國人民銀行更青睞以提高存款準備率的方式，減緩外匯占款不斷增加的壓力。這是2006年始中國人民銀行減少央行票據發行人量，持續提高存款準備率的主要考慮（請見圖四）。但是，高存款準備率降低了國有商業銀行的可貸資金量，進而增加其運營成本。為減少商業銀行的損失，中國人民銀行就以擴大存款—貸款差額的方式壓低存款利率，補貼國有商業銀行，從而彌補中國人民銀行外匯存底和外匯占款的低收益率。

圖六顯示了1993~2012年間中國大陸一年期存款一貸款差距的變化。明顯地，隨著中國人民銀行外匯存底的大幅成長，商業銀行的存放款利率差距也在擴大。自1990年代中期以來，存放款利率之間大多保持3%的差距。這一差距遠高於一般市場經濟體平均1-2%的水準。譬如，美國的存放款利差介於0.75-1.25%，歐元區存放款利差約為1.34%，英國為1.5%（2007年），日本為1%左右（丁寧2011, 35-36）；香港為1.32%（2010年底）（北京洲通投資技術研究所 2011）。高存放款利差最終犧牲了所有存戶的利益。以2010中國大陸存款平均餘額670,932億元人民幣計算，若存款利率被壓低1.5個百分點，全部個人和機構一年之利息損失高達10,064億元，相當於當年GDP的2.5%（天則經濟研究所課題組 2012）。

圖六 一年期存放款利率差



說明：資料為1993~2012年間33個日觀察值之比較。

資料來源：中國人民銀行貨幣政策司，2012，〈歷年基準利率〉，

<http://www.pbc.gov.cn/publish/zhengcehuobi>

[si/631/2012/20120706181352694274852/20120706181352694274852_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/zhengcehuobi/si/631/2012/20120706181352694274852/20120706181352694274852_.html)，

查閱時間：2015/09/12。

四、利率管制的效率損失

中國人民銀行對存款利率的管制可視為金融壓迫，它對經濟效率和所得分配產生重大影響。金融壓迫的實質是價格管制（price control），它把資金從實際和潛在的儲蓄者以及被排除在外的借貸者，轉向有關係的借貸者。後者可以很低的利率獲得資金。在受惠者中，最重要是公部門；此外，那些國家列入優先發展的企業及關係良好的個人也得到好處（McKinnon 1973）。利率管制給相關借貸者創造了經濟租金，誘致尋租活動（rent-seeking），並產生租值耗散（rent dissipation）（Cheung 1974）。

在中國大陸，利率管制導致資金配給，國有企業成為商業銀行優先貸款目標，而效率高的民營中小企業無法獲得貸款，只能轉求其他高成本的融資管道（Garnaut et al. 2001）。廣東省佛山市是金融壓迫的典型案例。佛山是中國大陸最具效率、最市場化、民營中小企業最多的城市，平均每20人就有一家民營企業。在2013年全球最有活力城市排名中，佛山位列13。但是，佛山市的貸款占其GDP之比只有85%，遠低於全大陸平均121%的水準（肖耿 2014）。

另外，國有商業銀行以低利率獲得資金，並將資金貸放給低效國企的資金配置模式，實質上是以普通民眾的資金補貼國企及其相關利益集團，這進一步惡化了中國大陸本已十分嚴重的所得分配不均問題（天則經濟研究所課題組 2012）。

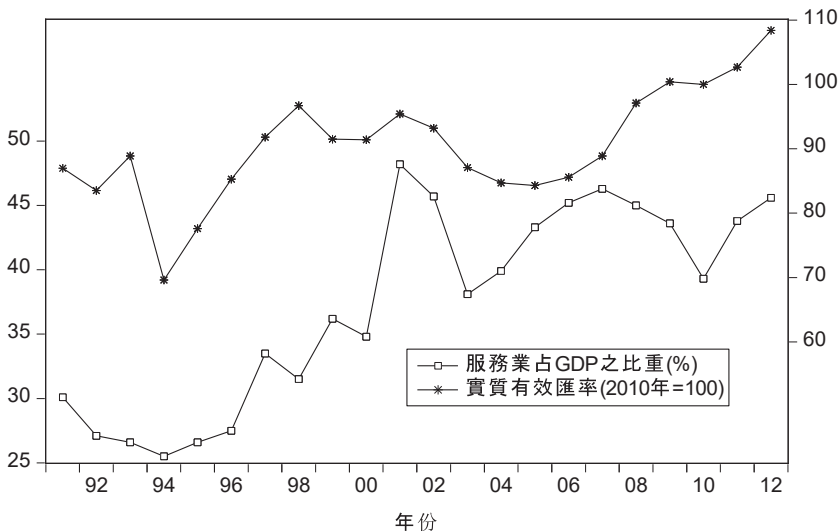
五、利率與匯率因素對中國大陸服務業發展之影響

中國人民銀行的政策操作也對產業結構產生重要影響。例如，利率管制影響了工業和服務業部門之間的平衡，使工業部門過度發展，服務業部門受到壓抑，產生扭曲的產業結構（Johansson, and Wang 2011）。匯率因素也是影響中國大陸服務業發展滯後的

原因。從圖七的1991~2012年間中國大陸服務業占國內生產總值比重與人民幣實質匯率的變化，可以大致看出，每當人民幣實質匯率上揚（人民幣貶值），之後幾年的服務業占國內生產總值比重就下降。反之，每當人民幣實質匯率下挫（人民幣升值），之後幾年的服務業占國內生產總值比重就上升。

此強相關性背後的原因可能有二：首先，人民幣貶值促進出口，導致製造業成長加快，即便服務業正常成長，其占國內生產總值份額也會下降；其次，人民幣匯率變化改變了服務業與出口行業的相對利潤率，促使資源向出口部門轉移，由而抑制了服務業發展（徐建國 2011）。因此，減少金融壓迫的相關政策，例如利率市場化、開放資本帳、降低銀行業進入障礙等，有助促進中國大陸的服務業發展（Johansson 2013）。

圖七 服務業占國內生產總值之比重與實質有效匯率（1991~2012）



資料來源：服務業資料來自中華人民共和國國家統計局，2015，〈人民幣匯率〉，<http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2015/indexch.htm>，查閱時間：2015/10/05；實質有效匯率資料來自 World Bank. 2015. “Real effective exchange rate index.” <http://data.worldbank.org/indicator/PX.REX.REER> (Accessed on October 5, 2015).

伍、結論

本文藉由探討中國大陸中央銀行—中國人民銀行之政策操作，及其產生的社會經濟後果，由而對中國的金融問題有進一步的認知。匯率干預使中國人民銀行累積了巨量外匯存底（資產），而中國人民銀行在沖銷外匯時，也形成了等量的基礎貨幣（負債）。外匯資產之低收益率，使人行無法為其負債支付更高的利率，只能以發行央行票據和提高存款準備金率的方式，鎖住外匯占款，維持資產負債表的平衡。存款準備金率的增加，提高了國有商業銀行的資金成本。為補貼國有商業銀行，人行就以擴大存款—貸款差額的方式壓低存款利率，補貼國有商業銀行。

中國人民銀行的政策操作維持了資產負債表的基本平衡。但是，一系列的政策管制也產生許多嚴重的後果。例如，為維護國有商業銀行的利益而長期設定的存放款利率差距，使國內民眾損失巨額的存款利息收入。這種價格管制式的金融壓迫，把資金從實際和潛在的儲蓄者以及被排除在外的借貸者，轉向有關係的借貸者（主要是公部門借款人、與政府關係良好的企業和個人），產生眾多的尋租活動和由此衍生的租值耗散，亦惡化了收入分配。利率管制還扭曲了產業結構，使製造業部門過度發展，服務業部門受到壓抑。另外，長期的低匯率促進出口，導致製造業成長加快，服務業相對份額下降。而且，長期的低匯率改變了服務業與出口行業的相對利潤率，促使資源向出口部門轉移，由而抑制了服務業發展。

透過本研究可知，中國人民銀行的相關政策雖然有助於自身的資產平衡、穩定宏觀經濟，但也導致巨大的社會成本。因此，為促進民眾收入進一步提高、改善資金配置效率、推動產業均衡發展，中國大陸的金融制度尚須進一步改革和開放。況且，外在環境的變化也對中國大陸的金融發展提出挑戰。近二年，美國為遏阻中

國崛起而對大陸發動的貿易戰和技術圍堵，更加突顯中國大陸深化金融改革，為實體經濟發展和持續技術創新提供支援的重要性。

中國人民銀行已意識到問題的重要性，並在最近推出重大改革和開放措施，大幅放寬包括金融業在內的市場准入。例如，2019年7月，中國人民銀行公佈實施十一項金融業對外開放措施，包括，允許外資機構對中國大陸銀行間債券市場和交易所債券市場的所有種類債券評級；鼓勵境外金融機構在中國大陸參與設立、投資入股商業銀行理財子公司；允許境外資產管理機構與中資銀行或保險公司的子公司合資設立由外方控股的理財公司；允許境外金融機構投資設立、參股中國大陸的養老金管理公司；支持外資在中國大陸全資設立或參股貨幣經紀公司。取消境內保險公司合計持有保險資產管理公司的股份不得低於75%的規定，允許境外投資者持有股份超過25%；放寬外資保險公司進軍中國大陸的准入條件，取消30年經營年限要求。進一步便利境外機構投資者投資中國大陸銀行間債券市場等。

這些相關政策改革的具體效果如何？它們對實體經濟發展又會產生哪些影響？中國人民銀行是否能真正實現央行獨立性？這些重要議題，值得後續深入研究。

參考文獻

一、中文

- 中國人民銀行貨幣政策司，2019，〈法定準備率〉，<http://www.pbc.gov.cn>，查閱時間：2019/09/01。Peoples Bank of China. 2019. “Fading zhunbeilu” [Reserve Requirements Ratio]. (Accessed on September 1, 2019).
- 中國人民銀行貨幣政策司，2012，〈歷年基準利率〉，<http://www.pbc.gov.cn>，查閱時間：2015/09/12。Peoples Bank of China. 2012. “Linian jizhunlu” [Benchmark Interest Rate]. (Accessed on September 12, 2015).
- 丁寧，2011，《中國銀行業存貸利差的經濟影響研究》，北京：中國社會科學出版社。Ding, Ning. 2011. *Zhongguo yinhangyi cundai licha de jingji yingxiang yanjiou* [Impacts of Interest Rate Spread of the Banking Sector on the Economy in china]. Beijing: China Social Science Press.
- 中華人民共和國國家統計局，2019，〈人民幣匯率〉，<http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsjsj/2018/indexch.htm>，查閱時間：2019/09/06。National Bureau of Statistics. 2019. “Renminbi huilv” [Renminbi Exchange Rate]. (Accessed on September 6, 2019).
- 中華人民共和國國家統計局，2019，〈黃金和外匯儲備〉，<http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsjsj/2018/indexch.htm>，查閱時間：2019/09/06。National Bureau of Statistics. 2019. “Huangjin he waihui chubei” [Gold and Foreign Reserve]. (Accessed on September 1, 2019).
- 中國人民銀行營業管理部課題組，2013，〈中央銀行利率引導—理論、經驗分析與中國的政策選擇〉，《金融研究》，9：44-55。People’s Bank of China. 2013. “Zhongyang yinhang lilv yindao—lilun, jingyan fenxi yu Zhongguo de zhengce xuanze” [The Central Bank’s Interest Rate Implementing: Theory, Empirical Analyses and China’s Policy Choices]. *Journal of Financial Research* 9: 44-55.
- 北京洲通投資技術研究所，2011，〈香港的國際金融中心地位與中國的發展〉，《中國經濟》，4：2-10。Beijing Zhoutong Investment and Technology Institute. 2011. “Xianggang de guoji jinrong zhongxin diwei yu Zhongguo de fazhan” [The Location of Hongkong’s International Finance Center and China’s Development]. *China Economy* 4: 2-10.
- 王永中，2011，〈中國外匯儲備的構成、收益與風險〉，《國際金融研究》，1：44-52。Wang, Yong-zhong. 2011. “Zhongguo waihui chubei de gouchen, shouyi yu fengxian” [The Structure, Benefit, and Risk of China’s Foreign Exchange Reserve]. *Studies of International Finance* 1: 44-52.
- 天則經濟研究所課題組，2012，〈中國行政性壟斷的原因、行為與破

- 除〉，<http://www.unirule.org.cn/xiazai/2012/20120803.pdf>，查閱時間：2015/10/02。Unirule Institute of Economics. 2012. “Zhongguo xingzhenxing longduan de yuanyin, xingwei yu pochu” [The Causes, Behaviors and Abrogation of China’s Administrative Monopoly]. (Accessed on October 2, 2015).
- 伍戈、連飛，2016，〈中國貨幣政策轉型研究：基於數量與價格混合規則的探索〉，《世界經濟》，3：3-25。Wu, Ge, and Fei Lian. 2016. “Zhongguo huobi zhengche zhuanxing yanjiu: jiyu shuliang yu jiage hunhe guize de tansuo” [A Study of China’s Monetary Policy Transition]. *World Economy* 3: 3-25.
- 余振、顧浩、吳瑩，2016，〈結構性貨幣政策工具的作用機理與實施效果—以中國央行PSL操作為例〉，《世界經濟研究》，3：36-44。Yu, Zhen, Hao Gu, and Ying Wu. 2016. “Jiegouxing huobi zhenche gongju de zuoyong jili yu sheshi xiaoguo: yi Zhongguo yanghang PSL caozuo weili” [Mechanism and Effectiveness of Structural Monetary Policy Tools: The Case of PBC’s Pledged Supplementary Lending]. *World Economy Study* 3: 36-44.
- 肖耿，2014，〈中國如何實現金融深化〉，<http://www.ftchinese.com/story/001059673?full=y>，查閱時間：2014/12/18。Xiao, Geng. 2014. “Zhongguo ruhe shixian jinrong shenhua” [How Does China Realize Financial Deepening]. (Accessed on December 18, 2014).
- 李楊、王國剛，2008，《中國金融改革開放30年研究》，北京：經濟管理出版社。Li, yang, and Guo-gang Wang. 2008. *Zhongguo jinrong gaige kaifang 30 nian yanjiu* [Research on the 30 Years of China’s Financial Reform and Opening-up]. Beijing: Economy and Management Publishing House.
- 徐建國，2011，〈人民幣貶值與服務業停滯〉，《世界經濟》，3：3-20。Xu, Jian-guo. 2011. “Renminbi bianzhi yu fuwuyie tingzhi” [Renminbi Depreciation and Service Industry Development in China]. *World Economy* 3: 3-20.
- 馬駿、張曉蓉、李治國，2012，《中國國家資產負債表》，北京：社會科學文獻出版社。Ma, Jun, Xiao-rong Zhang, and Zhi-guo Li. 2012. *Zhongguo guojia zichan fuzhaibiao* [A Study of China’s Natinal Balance Sheet]. Beijing: Social Sciences Academic Press.
- 張斌、王勳、華秀萍，2010，〈中國外匯儲備的名義收益率和真實收益率〉，《經濟研究》，10：115-128。Zhang, Bin, Xun Wang, and Xiou-ping Hua. 2010. “Zhongguo waihui chubei de mingyi shouyilu he zhenshi shouyilu” [Nominal and Real Return on China’s Foreign Exchange Reserve]. *Economic Research Journal* 10: 115-128.
- 盧鋒，2014，〈新時期宏觀調控工具多樣化特徵〉，盧鋒著，《大國追

趕的經濟學觀察—理解中國開放宏觀經濟（2003-2013）》：717-743，北京：北京大學出版社。Lu, Feng. 2014. “Xinshiqi hongguan tiaokong gongju duoyanghua tengzheng” [The Various Characteristics of Macroeconomic Control Tools in New Era]. In *Daguo zuigan de jinjixue guancha: lijie zhongguo kaifang hongguan jinji (2003-2013)* [Understanding of China's Open Macro-economy]: 714-743, Feng Lu. Beijing: Peking University Press.

樊志剛、胡婕、金昱、楊飛、王雅娟，2013，〈中美銀行業利差水準的比較研究〉，<http://www.icbc.com.cn/SiteCollectionDocuments/ICBC/Resources/ICBC/fengmao/download/2013/zhongmeiyinhanglilvcha.pdf>，查閱時間：2015/10/02。Fan, Zhi-gang, Jie Hu, Yu Jin, Fei Yang, and Ya-juan Wang. 2013. “Zhongmei yinhangyie licha shuizhun de bijiao yanjiu” [A Comparative Study of Interest Rate Difference between China and the United State]. (Accessed on October 2, 2015).

二、英文

Bell, Stephen, and Hui Feng. 2013. *The Rise of the People's Bank of China: The Politics of Institutional Change*. Cambridge: Harvard University Press.

Cheung, Steven N. S. 1974. “A Theory of Price Control.” *Journal of Law and Economics* 17 (1): 53-71.

U.S. Department of the Treasury. 2019. “Resource Center.” <https://ticdata.treasury.gov/Publish/shlhistsdat.html>. (Accessed on August 26, 2019).

Garnaut, Ross, Li-gang Song, Yang Yao, and Xiao-lu Wang. 2001. *The Emerging Private Enterprise in China*. Canberra: The National University of Australia Press.

Johansson, Anders C. 2012. “Financial Repression and China's Economic Imbalances.” In *Rebalancing and Sustaining Growth in China*, eds. McKay Huw and Li-gang Song. Canberra: The National University of Australia.

Johansson, Anders C., and Xun Wang. 2011. “Financial Repression and Structural Imbalances.” <http://swopec.hhs.se/hacerc/papers/hacerc2011-019.pdf>. (Accessed on October 5, 2015).

Lardy, Nicholas R. 1998. *China's Unfinished Economic Revolution*. Washington, D.C.: Brookings Institution.

McKinnon, Ronald. 1973. *Money and Capital in Economic Development*. Washington, D.C.: The Brookings Institution.

McKinnon, Ronald, and Gunther Schnabl. 2009. "China's Financial Conundrum and Global Imbalances." <http://www.bis.org/publ/work277.pdf>. (Accessed on June 15, 2017).

McKinnon, Ronald, and Gunther Schnabl. 2014. "China's Exchange Rate and Financial Repression: The Conflicted Emergence of the Renminbi as an International Currency." *China and World Economy* 22 (3): 1-35.

World Bank. 2005. "Real Effective Exchange Rate Index." <http://data.worldbank.org/indicator/PX.REX.REER>. (Accessed on October 5, 2015).

聯絡作者：曹海濤

聯絡地址：福建省福州市閩侯縣上街鎮大學城溪源宮路200號
閩江學院福萬樓C342

電子信箱：tsaoht@mju.edu.cn

收稿日期：2017/01/16

審稿通過：2019/09/25

責任編輯：高士元、陳冠宇、胡宏洋