

第六章 結論與建議

第一節 研究發現

隨著中國的國際經濟地位的逐步提升，其貨幣政策操作不再僅是該國內部事務而已，也會影響到國際經濟。但值得注意的是，自 2004 年以降中國貨幣政策的實行就一直存在著一種特殊的現象，即中國貨幣當局試圖採行緊縮性政策，但其貨幣供給仍不斷擴張。究其原因，這很大可能是肇因於開放經濟所致。

進一步而言，在國際金融理論中內含一項「不可能的三位一體」的鐵律，強調在貨幣政策自主性、匯率穩定性及資本完全流動三個重要目標不可能同時實現，任何國家僅能從中選擇其二。特別是，隨全球資本市場的逐漸整合將迫使每個經濟體更難以維繫資本管制。在此情境下，即便一國通過選擇中間匯率機制，該國也勢必須犧牲更多的匯率穩定或大幅放棄其貨幣政策自主性以作為代價。

就中國而言，自 1997 年 7 月亞洲金融危機爆發後，人民幣匯率轉趨固定，大約維持在 8.28 人民幣/美元的水準。到了 2002 年年初，美元對主要貨幣開始大幅度貶值，且由於人民幣兌美元匯率維持固定，因此人民幣名目有效匯率也連帶貶值相同幅度，進而導致人民幣名目匯率加速偏離其應有的基礎均衡匯率水準。例如，Goldman Sachs 的估計，至 2006 年 3 月末人民幣兌美元匯率仍被低估 13.5% 以上。

根據多項實證研究可知，一國貨幣的實質貶值可以促使該國貿易順差的擴張。另外，國際熱錢也將趁機湧入藉以套取利差，甚至將大量資金投入經濟過熱產業投機，進而衝高一國國際收支平衡表中的資本帳以及誤差遺漏項。同時，部分企業為了匯入資金以投資投機性資產也會通過浮報出口的方式再進一步擴大該國經常帳的順差。受此影響，人民幣匯率的嚴重被低估業已造成中國國際收支順差從 2002 年的 755 億美元急遽暴增為 2007 年上半年的 2,662 億美元。

為此，本研究問題旨在探析隨著中國經濟體系逐漸開放的情勢下，中國的國際收支失衡對其貨幣政策自主性的影響程度為何？其中，包括中國外匯占款對其基礎貨幣發行的直接影響、中國貨幣當局各種貨幣政策工具之沖銷效率、中國未完全沖銷的基礎貨幣對總體經濟暨資產市場的影響。至於本研究的主要研究發現如下：

第一，受到強制結售匯制度的影響所致，中國外匯占款存量從 2002 年 9 月

的 20,382 億人民幣擴增至 2007 年 11 月的 115,031 億人民幣。根據 ARCH model 1 的估計，在不採取任何沖銷措施的情況下，中國外匯占款每增加 1 億人民幣，中國貨幣當局於當期就必須相應多發行 1.579 億人民幣的基礎貨幣，且影響係數在 1% 的顯著水準下顯著。因此，從 2002 年 9 月至 2007 年 11 月，中國外匯占款的月均增加量為 1,502 億人民幣，中國基礎貨幣估計月均增加量應為 2,240 億人民幣，其占實際基礎貨幣發行的比重為 268.6%。這顯示中國貨幣當局對於其基礎貨幣的發行權完全受制於外匯占款的增減，毫無自主決定的空間。

第二，中國貨幣當局的各種貨幣政策工具僅能部分回收這因外匯占款激增而造成的超額基礎貨幣。根據 OLS model 2 的估計，在 10% 的顯著水準下，中國中央銀行票據每增加 1 億人民幣、法定存款準備金率以及 1 年期貸款利率每增加 0.01 個百分點，中國基礎貨幣發行分別在當期、遞延 10 期以及遞延 18 期時相應減少 0.249 億人民幣、22.428 億人民幣與 104.722 億人民幣。相反地，重貼現利率與 1 年期存款利率每增加 0.01 個百分點，中國基礎貨幣發行分別在遞延 9 期與遞延 4 期時相應多發行 85.520 億人民幣與 21.846 億人民幣。

進一步而言，公開市場操作受到中國外匯投資虧損與大量央行票據到期所苦，導致央行票據發行對回收基礎貨幣的沖銷係數僅 0.249 而已。過高的重貼現利率與重貸款利率則促使中國金融機構轉向銀行間同業拆借市場上進行借貸，從而形成重貼現利率的調升與基礎貨幣增長同步變動的特殊情境。至於利率政策更是處於進退兩難的局勢，貸款利率對基礎貨幣的沖銷係數雖高達 104.722，但由於貸款利率的調升往往伴隨著存款利率的同步增長，而提高存款利率則又會拉大中美兩國的利率差距，吸引更多的國際熱錢湧入中國，造成基礎貨幣相應多發行 85.520 億人民幣。據此，中國貨幣當局唯有倚重調升法定存款準備金率一途，但市場上依舊充斥著大量的游資，這迫使中國貨幣當局若沒有頻於調升法定存款準備金率，則中國金融機構資產將不斷膨脹。受此影響，法定存款準備金率每調升 0.01 個百分點，也僅能回收 22.428 億人民幣的基礎貨幣。因此，中國貨幣當局竭力進行沖銷後，還有超過五成的基礎貨幣流通在外。

第三，在中國貨幣當局各種貨幣政策工具皆不足以完全沖銷市場上的所有基礎貨幣之情形下，中國貨幣當局自 2004 年 3 月開始，便以「對外部實行嚴進寬出的外匯管理、對內部加強房地產與股市的調控」為基準，密集頒發一連串的行行政命令以遏制超額的貨幣供給進一步引發中國經濟失衡與泡沫化的危機。根據 OLS model 4、OLS model 5 與 OLS model 6 的估計，在 5% 的顯著水準下，中國未完全沖銷的基礎貨幣每增加 1 億人民幣，廣義貨幣、房地產銷售價格指數與滬深綜合股價指數將相應增加 0.170 億人民幣、0.018 個百分點與 0.531 點。換言之，在 2004 年 3 月至 2007 年 11 月間，中國廣義貨幣發行、房地產銷售價格與滬深綜合股價漲幅中分別有 6.3%、129.0% 與 383.3% 的比重是肇因於未完全

沖銷基礎貨幣之影響。這顯示中國貨幣當局迄今為止還可以通過各種行政管制的方式來控制總體貨幣供給量，但卻很難阻止流通在外的超額貨幣持續進入資產市場進行投機。

綜合來看，通過質性與量化研究的分析，本研究發現中國外匯占款的持續增加業已完全侵蝕中國貨幣當局對於基礎貨幣發行的自主性。同時，中國貨幣當局也無法通過各種貨幣政策工具來完全回收這過量的外匯占款所造成的超額基礎貨幣發行。儘管中國貨幣當局可通過行政調控的方式來抑制未完全沖銷的基礎貨幣進一步衝擊到整體貨幣供給量，但是中國政府卻很難通過行政調控的方式完全抑制市場游資進入房地產或證券市場進行投機。特別是，中國經濟的持續過熱與失衡還將進一步吸引更多的國際熱錢湧入，造成新一波的貨幣發行之壓力。

簡言之，本研究發現中國國際收支的持續順差業已嚴重侵蝕到中國貨幣當局各層次的政策自主性；並且，在可預見的未來，只要中國政府不改變當前人民幣匯率體制與外匯管理制度，則中國貨幣當局可能會窮於應付這超額貨幣供給所衍生的經濟失衡與泡沫化的危機。



第二節 研究貢獻與建議

本研究的主要貢獻有二：一是通過質性研究方法與量化研究方法的交互運用，嚴謹分析國際收支失衡下的中國貨幣政策自主性之表現。結果證明質性研究與量化研究是可以相互解釋與證成的，即通過檢視質性與量化研究發現的異同之處以修正研究途徑，從而提高研究的信度與效度。二是以往研究雖提及到貨幣政策自主性，卻無進一步加以說明，而本研究試圖釐清貨幣政策自主性此一概念，並詳盡闡述國際收支失衡是如何逐步影響到一國貨幣當局的政策操控權。

不過，貨幣政策所牽涉的範圍十分廣闊；尤其是，對於像中國一般的轉型經濟體（transitional of economy）而言，貨幣政策更為制度變遷（institutional change）的居中關鍵。¹²²是以，中國貨幣政策的實施與成效仍是一個值得深入研究的問題。在此，本研究憑藉既有經驗，進一步指出可持續發展的研究議題，以供後續學者卓參：

（一）中國政府於 2007 年 7 月 21 日宣布進行人民幣匯率改革。但受限於資料筆數的限制，無法進一步分析人民幣匯率改革前後對中國貨幣政策自主性的影響。為此，後續學者可利用事件研究法（event study）¹²³對此一問題進行研究。

（二）一國貨幣政策自主性的影響因素除國際收支的變化外，尚包括中央銀行獨立性（central bank independence）與貨幣供給內生性（money supply endogenesis）。¹²⁴為此，後續學者可進一步對此二因素對於中國貨幣政策自主性的影響進行研究。

（三）一國貨幣當局對其貨幣供給的操控程度是否會影響到該國通過貨幣供給量或利率的變化來平抑景氣循環的能力，亦即一國貨幣政策自主性與貨幣政策有效性（monetary policy effectiveness）¹²⁵之間是否存在必然關係，也是後續

¹²² T. Slok, "Monetary Policy in Transition: The Case of Mongolia," *The IMF Working Papers*, No. WP/00/21 (February 2000), <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp0021.pdf>, accessed on February 13, 2008. Marvin Goodfriend and Eswar Prasad, "A Framework for Independent Monetary Policy in China," *IMF Working Papers*, No. WP/06/111 (May 2006), <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06111.pdf>, accessed on February 13, 2008.

¹²³ 沈中華、李建然，《事件研究法：財務與會計實證研究必備》（台北：華泰文化，2000）。

¹²⁴ Alberto Alesina and Lawrence Summers, "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence," *Journal of Money, Credit & Banking*, Vol. 25, No. 2. (May 1993), pp. 151-162. James Tobin, "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 1, No. 1 (February 1969), pp. 15-29.

¹²⁵ Athanasios Orphanides, "Monetary Policy Rules Based on Real-Time Data," *The American Economic Review*, Vol. 91, No. 4 (September 2001), pp. 964-985.

學者可進一步探究的問題。



第三節 政策建議

貨幣政策是一國促進經濟成長與穩定物價的重要政策工具之一。¹²⁶特別是，隨著中國經濟的持續發展與兩岸經貿的日益緊密，包括利率與匯率在內的中國貨幣當局政策作為也會進一步影響到台灣經濟的日常運行。因此，本研究根據的諸項研究發現，在此提出以下的政策建議：

第一，權衡中國貨幣當局的貨幣沖銷政策與行政調控措施皆不足以有效解決其經濟過熱與資產價格泡沫化的問題，中國貨幣當局將進一步採取更為緊縮的貨幣政策或行政干預以使經濟降溫。例如，進一步調降出口退稅率、緊縮土地管理政策，甚或是大幅放寬人民幣匯率的浮動區間。這對於從事兩岸經貿的台商與政策制訂者而言，不可不慎！本研究建議，具體的防範措施有拓展他國的投資渠道與加強匯率避險。

第二，中國貨幣政策自主性的快速流失很大原因是肇因於國際收支的失衡。在中國仍未改變強制結售匯制度的背景下，中國政府唯有設法拓寬其外匯以及國內居民對外的投資範圍，試圖舒緩過多貨幣供給所造成的資產泡沫之負面影響。為此，本研究建議台灣政府可加速制訂相關法案，以吸引中國資金進入台灣市場投資，這不僅可防止當前中國經濟的泡沫進一步波及到台灣的可能，同時也可促進台灣經濟的持續成長。

第三，有鑑於台灣在 1980 年代末期也曾發生過類似經驗，而當時台灣金融監管部門的應對得宜，適時阻絕經濟泡沫的發生。因此，在兩岸經貿互賴程度相當高的情況下，本研究建議應加強兩岸相關部門與學術單位的交流與互訪，幫助中國化解可能的經濟泡沫，從而也可提升兩岸的政治互信程度。另一方面，中國政府也應加快開放台灣的銀行業投資之限制，憑藉台商的經驗以解決當前中國經濟的危機。

¹²⁶ Milton Friedman, "The Role of Monetary Policy," *The American Economic Review*, Vol. 58, No. 1 (March 1968), pp. 1-17.