

第五章 貨幣政策因素分析

人民幣匯率政策的選擇，要考慮到對總體經濟穩定的影響以及其他政策的實施，蓋貨幣政策、利率政策和匯率政策都對總體經濟的穩定有著顯著的影響。貨幣政策是一國總體經濟政策的重要組成，如何運用貨幣政策有效地解決內外經濟失衡問題，是一國貨幣當局最重要的工作重點。從 1990 年代以來，全球經濟一體化趨勢日不可擋，一國經濟運行不僅受到本國因素的影響，更受到全球經濟榮枯的衝擊。一國要制定與執行一個行之有效的貨幣政策，其困難度已變得越來越高。對外開放 20 多年以來，中國經濟已融入全球經濟體系，受國際經濟波動的影響日益加深，中國貨幣當局面臨的挑戰越來越大。作為一個同時進行改革開放與發展轉型中的大國，中國要解決的經濟問題相當龐雜，擁有自主決定的貨幣政策對中國來講是非常重要的。

第一節 中國的貨幣政策取向

從中國 1997-2005 年期間的經濟成長與物價水準總體指標來看(見表 5-1)，中國的貨幣政策演變可大致分為以下兩個階段：

一、擴張性貨幣政策(1998-2002 年)

在 1998-2002 年期間，中國貨幣政策目標為抵禦亞洲金融危機、維護人民幣匯率穩定，以及抑制通貨緊縮。由於 1997 年 7 月 1 日亞洲爆發金融危機，加上中國國內經濟運行的深層次問題逐漸暴露，使中國經濟發展遭遇前所未有的困難，包括內需疲弱、外需不振、物價下跌、經濟下滑等問題，更嚴重的是中國首次出現了通貨緊縮(deflation)的問題(北京大學中國經濟研究中心，2000)。

表 5-1 中國的經濟成長與物價水準(1997-2005 年)

單位：%

年度	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
經濟成長率	8.8	7.8	7.1	8.0	7.5	8.3	9.5	9.5	9.9
物價上漲率	2.8	-0.8	-1.4	0.4	0.7	-0.8	1.2	3.9	1.8

註：經濟成長率以國內生產毛額計算，物價上漲率以居民消費價格指數計算。

資料來源：中國國家統計局。

爲此，中國於 1998 年下半年以來調整政策，實行較爲寬鬆的貨幣政策，積極刺激內需，鼓勵擴大出口和增加利用外資。另外，受到亞洲金融危機蔓延深化的影響，1998 年中國資本流動的流向發生逆轉，市場出現較強的人民幣貶值預期，中國外匯存底成長放緩。面對外匯資金流向逆轉，中國的貨幣政策目標主要是擴大內需、治理通貨緊縮，維持人民幣匯率的穩定。尤其在維護人民幣匯率穩定方面，中國領導人在公開場合一再對外宣示人民幣不貶值的政策(范錦明，1999b)。1998 年中國總體經濟有四大目標：(1)繼續保持適度經濟成長，防止可能的經濟蕭條；(2)堅決推進國有企業改革，邁出三年脫困的重大步伐並解決好職工下崗和再就業問題；(3)提高銀行資產質量，有效地加強金融監管，防範金融風險；(4)維護人民幣匯率的穩定，防止過高的通貨膨脹出現。

從 1998 年 3 月 21 日起，中國人民銀行著手對存款準備金制度實行改革(中國人民銀行貨幣政策司，1998a)。首先，國際上許多國家都將法定準備和超額準備分爲兩個帳戶，而中國是將法定準備和備付金(超額準備)分爲兩個帳戶。同時，國外的存款準備金帳戶大多爲不計息帳戶，中央銀行不對存款準備金支付利息；而中國的存款準備金帳戶則是帶息帳戶。1998 年 3 月 21 日，中國人民銀行對金融存貸款利率調整之前，準備金存款利率爲 7.56%，備付金存款利率爲 7.02%，經過這次改革調整後的準備金利率爲 5.22%。

其次，國外的存款準備的功能是保證金融機構現金支付與日常清算資金的

需要，以及控制商業銀行的信貸擴張與基礎貨幣的供給；而中國的準備金存款則是不能用於支付和清算的，金融機構按規定在中國人民銀行開立一般存款帳戶(備付金存款帳戶)用於資金支付。中國人民銀行則將準備金用於再貸款，支持重點產業、重點項目的需要。由此可見，中國的存款準備金的主要功能，不在調控貨幣供給量，而是調整信貸結構，支持重點建設。

這次的存款準備金制度改革以後，中國人民銀行所負擔的重點建設貸款功能已移轉給 1994 年成立的三大政策性銀行即國家開發銀行、農業發展銀行和進出口銀行來承擔。因此，1998 年存款準備金制度的改革，有利於存款準備金的支付、清算功能和存款準備率對貨幣供給量的調控功能。

公開市場操作是中央銀行吞吐基礎貨幣，調節市場流動性的主要貨幣政策工具，透過中央銀行與指定交易商進行有價證券和外匯交易，實現貨幣政策調控目標。中國公開市場操作包括人民幣操作和外匯操作兩部分，其中外匯市場公開操作於 1994 年 3 月開始採用，人民幣公開市場操作則從 1998 年 5 月 26 日起恢復交易。從 1999 年以來，公開市場操作已成為中國人民銀行貨幣政策日常操作的重要工具。

中國人民銀行從 1998 年開始建立公開市場操作一級交易商制度，選擇了一批能夠承擔大額債券交易的商業銀行作為公開市場操作的交易對象。這些交易商可以運用國債、政策性金融債券等作為交易工具與中國人民銀行開展公開市場業務。從交易種類看，中國人民銀行公開市場操作債券交易主要包括回購交易¹、現券交易和發行央行票券。

在利率政策方面，早在 1997 年 9 月中國正式宣佈經濟軟著陸成功、開始啓

¹ 回購交易分為正回購和逆回購兩種：正回購為中國人民銀行向一級交易商賣出有價證券，並約定在未來特定日期買回有價證券的交易行為，正回購為中國人民銀行從市場收回人民幣的操作，正回購到期則為中國人民銀行向市場投放人民幣的操作；逆回購為中國人民銀行向一級交易商購買有價證券，並約定在未來特定日期將有價證券賣給一級交易商的交易行為，逆回購為中國人民銀行向市場投放人民幣的操作，逆回購到期則為中國人民銀行從市場收回人民幣的操作。

動新一輪經濟成長之前，就已經在 1996 年 5 月 1 日和 8 月 23 日兩次降低銀行存貸款利率，加上 1997 年開始的五次降息，已經先後七次調低銀行存貸款利率（見表 5-2）。1998 年 7 月 1 日，中國人民銀行連續第 5 次降低了金融機構的存貸款利率，同時還降低了中國人民銀行的準備金利率和再貸款利率。這次降息，存貸款利率分別下調了 0.49% 和 1.12%。中國人民銀行對金融機構的準備金存款利率由原來的 5.22% 下調為 3.51%，對金融機構貸款的平均利率由原來的 7.34% 下調到 5.61%。

表 5-2 中國利率政策走勢(1996-2003 年)

時間	措施
1996.05.01	下調金融機構一年期存貸款基準利率各為 0.98% 與 0.75%，調整後，一年期存款基準利率為 9.18%，一年期貸款基準利率為 10.98%。
1996.08.23	下調金融機構一年期存貸款基準利率各為 1.50% 與 1.20%，調整後，一年期存款基準利率為 7.47%，一年期貸款基準利率為 10.08%。
1997.10.23	下調金融機構一年期存貸款基準利率各為 1.10% 與 1.50%，調整後，一年期存款基準利率為 5.67%，一年期貸款基準利率為 8.64%。
1997.03.25	下調金融機構一年期存貸款基準利率各為 0.16% 與 0.60%，調整後，一年期存款基準利率為 5.22%，一年期貸款基準利率為 7.92%。
1998.07.01	下調金融機構一年期存貸款基準利率各為 0.49% 與 1.12%，調整後，一年期存款基準利率為 4.77%，一年期貸款基準利率為 6.93%。
1998.12.07	下調金融機構一年期存貸款基準利率各為 0.50% 與 0.505%，調整後，一年期存款基準利率為 3.78%，一年期貸款基準利率為 6.39%。
1999.06.10	下調金融機構一年期存貸款基準利率各為 1.00% 與 0.75%，調整後，一年期存款基準利率為 2.25%，一年期貸款基準利率為 5.85%。
2003.07.02	下調外幣小額存款利率，其中美元一年期存款利率由 0.8125% 調降至 0.5625%。

資料來源：本研究整理。

這次利率調整的特點是，中長期存貸款利率的下調幅度大於短期存貸款利率的下調幅度，目的是為了推動國內的基礎設施建設，刺激居民的住房消費。這次降息後，人民幣的名目存款利率已經低於美元的名目存款利率，中國國內一些地區的逃匯、套匯、騙匯以及外匯市場的黑市交易開始活躍（張延群，1998）。1998 年 7 月 1 日，中國人民銀行調降準備金存款利率，目的在刺激其國內需求，支持和激勵商業銀行增加貨幣信貸供給能力。中國人民銀行在這次降息中分別將金融機構準備金存款利率由 5.22% 調降為 3.5%；金融機構貸款平均利率由

7.43%調降為 5.61%；重貼現率由 6.3%調降為 4.32%。

二、緊縮性貨幣政策(2002-2005 年)

在 2002-2005 年期間，貨幣政策目標在防止固定資產投資過快與經濟過熱的總體失衡問題。在外部失衡方面，這段期間中國出口旺盛，經常帳順差屢創新高；同時人民幣升值預期強烈，資本帳資本流入急劇升高，造成雙順差與外匯存底持續攀升的外部失衡問題。面對外匯存底不斷升高與人民幣升值壓力，中國人民銀行被迫在銀行間外匯市場大量收購外匯，投放基礎貨幣；同時為減輕由此引起的通貨膨脹壓力，中國人民銀行被迫在貨幣與債券市場採取沖銷操作。

在利率政策方面，2003 年中國貨幣政策工具多年未使用的法定存款準備率被頻繁地使用。2003 年 9 月 21 日，法定存款準備率從 6%提高到 7%；2004 年 3 月 24 日，中國央行實施差別準備金率；2004 年 4 月 25 日，法定存款準備率又上調 0.25%。商業銀行將減少發放人民幣 1,500 億元的基礎貨幣，估計對廣義貨幣供給量(M₂)的潛在影響為人民幣 7,000 億元左右。此舉被市場普遍認為是中國人民銀行緊縮銀根的信號(見表 5-3)。

表 5-3 中國利率政策走勢(2003-2005 年)

時間	措施
2003.09.21	上調存款準備率，由 6%調升至 7%。商業銀行將減少發放人民幣 1,500 億元的基礎貨幣，估計對廣義貨幣供給量(M ₂)的潛在影響為人民幣 7,000 億元左右。此舉被市場普遍認為是中國人民銀行緊縮銀根的信號。
2003.12.21	下調超額存款準備利率，金融機構在中國人民銀行的超額存款準備利率由 1.89%調降為 1.62%，法定存款準備利率維持 1.89%不變。
2004.03.25	上調一年期以下再貸款利率 0.63%，以 20 天期再貸款為例，由 2.7%調升至 3.33%。上調重貼現率 0.27%，由 2.97%調升至 3.24%。
2004.04.25	上調存款準備率，由 7%調升至 7.5%。
2004.10.28	上調金融機構一年期存貸款基準利率 0.27%，調整後，一年期存款基準利率為 2.25%；一年期貸款基準利率為 5.58%。

資料來源：本研究整理。

第二節 外匯佔款與沖銷操作

一、外匯佔款與基礎貨幣

根據外匯存底的成長速度，可以將 1997-2005 年期間分成兩個階段：第一階段是 1998-2001 年期間的外匯存底成長放緩階段，由於受到 1997 年亞洲金融危機的影響，中國外匯存底成長速度明顯放緩。第二階段是 2002-2005 年為外匯存底急劇成長階段，2002 年的外匯存底成長 742.42 億美元，2003 年的外匯存底成長突破一千億美元達到 1,168.44 億美元，2004 年與 2005 年更分別突破兩千億美元達到 2,066.81 億美元與 2,089.40 億美元(見表 5-4)。

中國自 2002 年以來的外匯存底急遽增加，除了中國經濟基本面的影響，更離不開人民幣升值預期所引發的國際資本流入。中國外匯存底的快速增加，使得中國的外匯佔款投放不斷擴大。2001-2005 年，中國新增外匯佔款驟增，中國人民銀行資產負債表中的「國外資產」(foreign assets)項下的「外匯」(foreign exchange)，對「準備貨幣」(reserve money)項下的「貨幣發行」(currency issue)的影響越來越大，使得外匯佔款(指中國人民銀行資產負債表中的「外匯」科目)佔基礎貨幣(指中國人民銀行資產負債表中的「準備貨幣」科目)的比重不斷擴大，外匯佔款成為中國基礎貨幣的主要來源。

表 5-4 外匯存底與外匯佔款(1997-2005 年)

年/月	外匯存底				外匯佔款			
	存量 (億美元)	增量 (億美元)	季成長 率 (%)	年成長 率 (%)	存量 (億人民幣)	增量 (億人民幣)	季成長 率 (%)	年成長 率 (%)
1997.03	1120.55				10139			
1997.06	1209.41	88.86	7.93		10916	777	7.66	
1997.09	1340.74	131.33	10.86		12018	1102	10.10	
1997.12	1398.90	58.16	4.34		12649	631	5.25	
1998.03	1404.86	5.96	0.43		12651	2	0.00	
1998.06	1405.10	0.24	0.02		12622	-29	0.23	
1998.09	1411.07	5.97	0.42		12729	107	0.85	
1998.12	1449.60	38.52	2.73	3.62	13088	359	2.82	3.47

1999.03	1466.25	16.66	1.15		13107	19	0.15	
1999.06	1470.51	4.26	0.29		13135	28	0.21	
1999.09	1515.11	44.60	3.03		13463	328	2.50	
1999.12	1546.75	31.64	2.09	6.70	14061	598	4.44	7.43
2000.03	1568.20	21.45	1.39		14261	200	1.42	
2000.06	1585.68	17.48	1.11		14375	114	0.80	
2000.09	1600.92	15.24	0.96		14418	43	0.30	
2000.12	1655.74	54.82	3.42	7.05	14815	397	2.75	5.36
2001.03	1758.47	102.73	6.20		15089	274	1.85	
2001.06	1808.38	49.91	2.84		16282	1193	7.91	
2001.09	1957.64	149.26	8.25		18099	1817	11.16	
2001.12	2121.65	164.01	8.38	28.14	18850	751	4.15	27.24
2002.03	2276.05	154.40	7.28		18660	-190	-0.01	
2002.06	2427.60	151.55	6.66		19253	593	3.18	
2002.09	2586.30	157.70	6.50		20382	1129	5.86	
2002.12	2864.07	277.77	10.74	34.99	22107	1725	8.46	17.28
2003.03	3160.09	296.02	10.34		24062	1955	8.84	
2003.06	3464.76	304.67	9.64		25983	1921	7.98	
2003.09	3838.63	373.87	10.79		28670	2687	10.34	
2003.12	4032.51	193.88	5.05	40.80	29842	1172	4.09	34.99
2004.03	4398.22	365.71	9.07		32758	2916	9.77	
2004.06	4706.39	308.17	7.01		35198	2440	7.45	
2004.09	5145.38	438.99	9.33		38237	3039	8.63	
2004.12	6099.32	953.94	18.54	51.25	45940	7703	20.15	53.94
2005.03	6591.44	492.12	8.07		50163	4223	9.19	
2005.06	7109.73	518.29	7.86		54698	4535	9.04	
2005.09	7690.04	580.31	8.16		58904	4206	7.70	
2005.12	8188.72	498.68	6.48	34.26	62140	3236	5.49	35.26

註 1：外匯存底與外匯佔款存量的相關係數為 0.9984；增量的相關係數為 0.9716。

註 2：外匯存底季成長率平均值為 5.92，標準差為 4.16。

註 3：外匯佔款季成長率平均值為 5.45，標準差為 4.44。

資料來源：本研究整理。

中國外匯佔款與基礎貨幣的關係包括外匯佔款存量與基礎貨幣存量的關係，以及外匯佔款增量與基礎貨幣增量的關係(見表 5-5)。

從外匯佔款存量佔基礎貨幣存量的比重來看，兩者的相關係為 0.9490。從 2003 年開始，每年比重超過 50%，2004 年達到 78%，2005 年更上升至 97%。從外匯佔款增量與基礎貨幣增量的關係來看，兩者相關係數為 0.2902，2000 年的比重為 26%，2001 年的比重高達 120%，這表示外匯佔款的高成長遠大於中國國內信貸量的負成長，對彌補中國國內信貸的作用極大。2004 年與 2005 年的比重持續攀高。

表 5-5 外匯佔款與基礎貨幣(1997-2005 年)

單位：億人民幣

年/度	外匯佔款 存量(A)	基礎貨幣 存量(B)	A/B (%)	外匯佔款 增量(C)	基礎貨幣 增量(D)	C/D (%)
1997.03	10139	26811	38			
1997.06	10916	27485	38	777	674	115
1997.09	12018	28380	42	1102	895	123
1997.12	12649	30633	41	631	2253	28
1998.03	12651	29213	43	2	-1420	0
1998.06	12622	30590	41	-29	1377	-2
1998.09	12729	28177	45	107	-2413	-4
1998.12	13088	31335	42	359	3158	11
1999.03	13107	29186	45	19	-2149	0
1999.06	13135	28800	46	28	-386	-7
1999.09	13463	29395	46	328	595	55
1999.12	14061	33620	42	598	4225	14
2000.03	14261	32290	44	200	-1330	-15
2000.06	14375	32470	44	114	180	63
2000.09	14418	33846	43	43	1376	3
2000.12	14815	36491	41	397	2645	15
2001.03	15089	35634	42	274	-857	-32
2001.06	16282	35597	46	1193	-37	-3224
2001.09	18099	36126	50	1817	529	343
2001.12	18850	29852	63	751	3726	20
2002.03	18660	41221	45	-190	1369	-14
2002.06	19253	40554	47	593	-667	-89
2002.09	20382	39864	51	1129	-690	-164
2002.12	22107	45138	49	1725	5274	33
2003.03	24062	44111	55	1955	-1027	-190
2003.06	25983	43206	60	1921	-905	-212
2003.09	28670	46730	61	2687	3524	76
2003.12	29842	52841	56	1172	6111	19
2004.03	32758	50462	65	2916	-2379	-122
2004.06	35198	51306	69	2440	844	289
2004.09	38237	53150	72	3039	1844	165
2004.12	45940	58856	78	7703	5706	135
2005.03	50163	57588	87	4223	-1268	-333
2005.06	54698	57360	95	4535	-228	-1989
2005.09	58904	60771	97	4206	3411	123
2005.12	62140	64343	97	3236	3572	91

註 1：外匯佔款與基礎貨幣存量的相關係數為 0.9490；增量的相關係數為 0.2902。

註 2：外匯佔款與基礎貨幣存量比(A/B)的平均數為 54.61，標準差為 17.27。

註 3：外匯佔款與基礎貨幣增量比(C/D)的平均數為-133.60，標準差為 648.14。

資料來源：本研究整理。

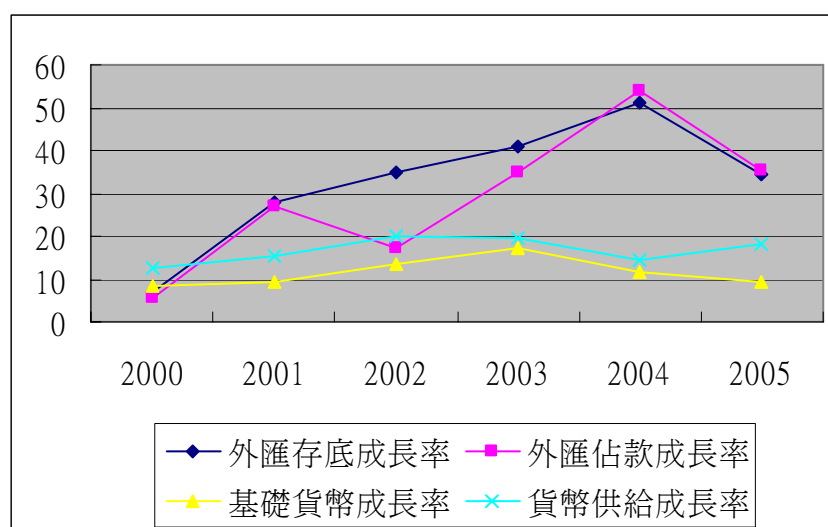
以上分析顯示，自 1994 年中國外匯體制改革以來，中國人民銀行基礎貨幣投放的結構已經產生根本的變化，外匯佔款成為中國人民銀行基礎貨幣投放的主要管道。特別是在 1997 年亞洲金融危機之後，外匯佔款的主要管道的作用越加明顯。從表 5-5 也可以看出，2001 年以來的外匯佔款存量佔基礎貨幣存量的

比例接近 50%，而外匯佔款增量佔基礎貨幣增量的比重在 2001 年與 2003 年超過 100%，2004 年與 2005 年的比重更超過 250%。顯示從 2003 年以來，由於外匯存底急劇增加所帶來的外匯佔款也急劇增加，成為中國人民銀行基礎貨幣供應的主要管道。

二、基礎貨幣與貨幣供給

從 2000 年以來，中國外匯存底成長迅速，中國人民銀行在外匯市場公開操作買進外匯構成其外匯資產，同一時間也釋出人民幣構成其準備貨幣，造成外匯佔款的增加，外匯佔款成為中國基礎貨幣的最重要來源，大量增加的基礎貨幣透過銀行體系的貨幣創造，就形成整個經濟體系的貨幣供給(見表 5-6)。

中國外匯存底成長率逐年攀升，是造成中國人民銀行外匯資產增加的重要原因，兩者之間存在緊密的相關性(根據統計結果，外匯存底存量與外匯佔款存量的相關係數高達 0.9984；外匯存底增量與外匯佔款增量的相關係數高達 0.9716)。同時，可以發現，外匯存底與外匯佔款的成長率非常高，原因在於這兩個變數是內生變數，中國人民銀行完全無法改變(見圖 5-1)。



資料來源：本研究製表。

圖 5-1 外匯存底、外匯佔款、基礎貨幣與貨幣供給成長率

中國人民銀行可以改變的是採取公開市場操作沖銷成長過快的外匯佔款，以此抑制貨幣供給(以廣義貨幣供給量M₂表示)的成長。這兩個變數屬於外生變數，中國人民銀行可以加以控制，因此雖然外匯存底與外匯佔款的成長為基礎貨幣與貨幣供給帶來極大的壓力，後者的成長率卻不及前者(見圖 5-1)，原因即在於中國人民銀行的沖銷操作。中國人民銀行一方面在外匯市場買進美元，一方面在債券市場賣出債券與央行票券，短期來看可以暫時減緩外匯佔款對基礎貨幣的衝擊，但長期來看沖銷操作未必有效。

表 5-6 基礎貨幣與貨幣供給(1997-2005 年)

單位：億人民幣

年/月	基礎貨幣				貨幣供給			
	存量	增量	季成長率 (%)	年成長率 (%)	M ₂ 存量	M ₂ 增量	季成長 率(%)	年成長 率(%)
1997.03	26811				77896			
1997.06	27485	674	2.51		80929	3033	3.89	
1997.09	28380	895	3.26		83917	2988	3.69	
1997.12	30633	2253	7.94		88971	5054	6.02	
1998.03	29213	-1420	-4.64		90049	1078	1.21	
1998.06	30590	1377	4.71		92436	2387	2.65	
1998.09	28177	-2413	7.89		97547	5111	5.53	
1998.12	31335	3158	11.21	2.9	102298	4751	4.87	15.0
1999.03	29186	-2149	6.86		106262	3964	3.87	
1999.06	28800	-386	-1.32		109172	2910	2.74	
1999.09	29395	595	2.07		112891	3719	3.41	
1999.12	33620	4225	14.37	7.3	117638	4747	4.20	15.0
2000.03	32290	-1330	-3.96		120399	2761	2.35	
2000.06	32470	180	0.56		124487	4088	3.40	
2000.09	33846	1376	4.24		128353	3866	3.11	
2000.12	36491	2645	7.81	8.5	132488	4135	3.22	12.6
2001.03	35634	-857	-2.35		136915	4427	3.34	
2001.06	35597	-37	-0.10		141886	4971	3.63	
2001.09	36126	529	1.49		146158	4272	3.01	
2001.12	29852	3726	10.31	9.2	152889	6731	4.61	15.4
2002.03	41221	1369	3.44		162301	9412	6.16	
2002.06	40554	-667	-1.62		167869	5568	3.43	
2002.09	39864	-690	-1.70		175255	7386	4.40	
2002.12	45138	5274	13.23	13.3	183247	7992	4.56	19.9
2003.03	44111	-1027	-2.28		192832	9585	5.23	
2003.06	43206	-905	-2.05		203072	10240	5.31	
2003.09	46730	3524	8.16		211612	8540	4.21	
2003.12	52841	6111	13.08	17.1	219227	7615	3.60	19.6
2004.03	50462	-2379	-4.50		229727	10500	4.80	
2004.06	51306	844	1.67		236242	6515	2.84	
2004.09	53150	1844	3.59		241696	5454	2.31	
2004.12	58856	5706	10.74	11.4	250803	9107	3.77	14.4

2005.03	57588	-1268	-2.15		262198	11395	4.54	
2005.06	57360	-228	-0.40		272990	10792	4.12	
2005.09	60771	3411	5.95		284832	11842	4.34	
2005.12	64343	3572	5.88	9.3	296040	11208	3.93	18.0

註 1：基礎貨幣與貨幣供給增量的相關係數為 0.9787；增量的相關係數為 0.1917。

註 2：貨幣供給季成長率的平均數為 3.89，標準差為 1.07；年成長率的平均數為 16.24，標準差為 2.62。

資料來源：本研究整理。

三、基礎貨幣的沖銷操作

(一) 2001 年以來的沖銷操作

中國人民銀行目前調控基礎貨幣的兩個主要管道是對商業銀行再貸款與再貼現，以及透過公開市場操作從市場上購買人民幣和外匯資產(如國債、外匯等)。對照中國人民銀行的資產負債表，再貸款與再貼現主要影響資產方的「對存款貨幣債權」，而公開市場操作主要影響資產方的「外匯」和「對政府債權」，以及負債方的「發行債券」。

中國人民銀行的公開市場操作包括兩個部分：第一個部分是在銀行間人民幣市場進行的公開市場操作，主要是在銀行間債券市場進行現券買(賣)斷、正(逆)回購，以及發行央行票據。第二個部分是在銀行間外匯市場進行的公開市場操作，主要是中國人民銀行對商業銀行的結售匯。

由於在 1997-2005 年期間中國實行釘住美元的匯率政策，為保證人民幣匯率水準的穩定，中國人民銀行買賣外匯的數量是被動的。2001 年以來人民幣外匯佔款的過快成長，造成中國人民銀行在銀行間外匯市場被動地投放基礎貨幣的規模越來越大。為保證貨幣供給和物價的穩定，中國人民銀行不得不透過主動性較強的公開市場操作，沖銷被動性較強的外匯公開市場操作，使得中國人民銀行的公開市場操作主動性大打折扣。

由於 2001 年中國經濟仍處於 1998 年以來的通貨緊縮情勢，中國人民銀行公開市場操作對外匯佔款的沖銷力度並不大。2002 年以來沖銷外匯佔款的壓力逐漸上升，自 2003 年下半年以來，中國經濟開始步入新一輪成長週期，為防止經濟過熱，中國人民銀行加大了對外匯佔款的沖銷力度。

2001 年針對外匯佔款大幅增加，採取正回購回籠基礎貨幣，以保持基礎貨幣總量平衡增長。全年人民幣公開市場操作共計 54 個交易日，累計投放基礎貨幣 8,253 億人民幣，累計回籠基礎貨幣 8,529 億人民幣，年末淨回籠基礎貨幣僅為 276 億人民幣。

2002 年以來沖銷外匯佔款壓力逐漸上升，中國人民銀行採取三個創新措施(李若愚, 2005): (1)發行央行票據充實公開市場操作工具。中國人民銀行於 2002 年 9 月 24 日，將當年 6 月 25 日至 9 月 24 日公開市場操作未到期的正回購轉換成央行票據。(2)將央行票據的發行變為較長時期的制度安排。中國人民銀行於 2003 年 4 月開始，以定期發行央行票據的方式取代正回購。(3)超常規發行三年期央行票據。央行票據屬於中央銀行發行的短期債券，但是從 2004 年 12 月 9 日起，中國人民銀行卻打破常規開始發行三年期央行票據，創下央行票據的最常期限。為沖銷外匯佔款，中國人民銀行在公開市場操作上被迫採取上述三種新措施，可見中國的貨幣政策在現實執行中所面臨的困境。

2003 年，針對外匯佔款投放基礎貨幣大幅增長的情況，中國人民銀行通過發行央行票據等方式，加大基礎貨幣回籠力度。從 4 月 22 日至 12 月底，中國人民銀行共發行 63 期央行票據，發行總量為 7,226.8 億人民幣，發行餘額為 3,376.8 億人民幣。2003 年中國人民銀行共開展 59 次公開市場操作，通過公開市場債券交易累計回籠基礎貨幣 13,186 億人民幣，累計投放基礎貨幣 10,492 億人民幣，投放、回籠相抵，淨回籠基礎貨幣 2,694 億元。外匯佔款投放基礎貨幣 11,459 億元，外匯、人民幣公開市場操作相抵，淨投放基礎貨幣 8,765 億元。

2005 年共發行 125 期央行票據，發行總量 27,882 億元人民幣，年末央行票據餘額為 20,662 億元人民幣；開展正回購操作 62 次，收回基礎貨幣 7,380 億元人民幣；開展逆回購 3 次，投放基礎貨幣 368 億元人民幣。全年累計回籠基礎貨幣 35,924 億元人民幣，累計投放基礎貨幣 22,076 億元人民幣，投放、回籠相抵，通過人民幣公開市場操作淨回籠基礎貨幣 13,848 億元人民幣，淨回籠基礎貨幣量相當於 2004 年的 2 倍多(中國人民銀行貨幣政策分析小組，2006)。

(二) 2004 年的沖銷操作

在中國人民銀行升息與人民幣升值的預期下，中國的外匯存底繼續高速成長，到 2004 年底達 6,099.32 億美元，較 2003 年底成長 51.3%。巨額外匯存底的增加對中國貨幣供給形成持續的壓力，迫使中國人民銀行不得不透過大規模的公開市場操作來進行沖銷。2004 年，中國人民銀行的公開市場操作量達到 1 兆 8,389 億人民幣，中國人民銀行票據發行量達到 1 兆 4,891 億人民幣(佔 80%)。2004 年中國人民銀行透過公開市場收回基礎貨幣 5,292 億人民幣，較 2003 年猛增 2,400 億人民幣，增幅達到 88%(見表 5-7)。

如前所述，2004 年中國人民銀行的票據發行期限結構發生了很大的變化。中國人民銀行共發行 1 兆 4,891 億人民幣的票據，其中 3 個月期 5,259 億元人民幣、6 個月期 1,839 億人民幣、1 年期 7,492 億人民幣。從 2004 年 12 月 9 日起，中國人民銀行發行 300 億人民幣 3 年期的票據，這在各國央行的公開市場操作中都極為罕見。到 2004 年底，1 年期和 3 年期的央行票據佔全部未清償的 50% 以上，這表明中國人民銀行發行票據的期限結構出現了長期化趨勢(李揚、彭興韻，2005)。

從 2001 年以來，中國人民銀行在銀行間債券市場進行人民幣公開市場操作開始，人民幣公開市場操作一直面臨著銀行間債券市場發展滯後，尤其是缺乏足夠數量有價證券的制度性制約。在外匯公開市場被動操作持續大量投放基礎

貨幣的壓力下，中國人民銀行持續進行正回購和現券賣斷，以回籠市場過多的流動性，最終必然受到庫存債券不足的限制。

表 5-7 中國人民銀行 2004 年的公開市場操作

單位：億人民幣

時間 (月份)	央行票據				正回購	逆回購	合計
	3 個月	6 個月	1 年	3 年			
1	161	260	0	0	0	400	821
2	350	600	400	0	0	0	1,350
3	601.7	579.7	1,199.6	0	0	0	2,381
4	197	0	414.5	0	0	0	611.5
5	200	0	928	0	500	0	1,628
6	350	0	300	0	270	0	920
7	600	0	220	0	890	0	1,710
8	450	0	360	0	460	0	1,270
9	580	200	580	0	358	0	1,718
10	1,100	0	960	0	150	0	2,210
11	420	0	830	0	250	0	1,500
12	250	200	1,300	300	220	0	2,270
合計	5,259.7	1,839.7	7,492.1	300	3,098	400	1,8389.5

註：正回購即附賣回(RS)，逆回購即附買回(RP)。

資料來源：中國人民銀行。

第三節 政策衝突與利率走勢

一、利率政策與匯率政策

1996 年以來，中國利率市場化初見成效，如表 5-8 所示。目前，中國已經放開銀行間同業拆借市場利率、銀行間債券市場債券回購和現券交易利率；放開了貼現和轉貼現利率；放開了國債和政策性銀行金融債券發行利率。在貸款利率方面，中國逐步擴大金融機構貸款利率浮動權，簡化貸款利率種類，並放開外幣貸款利率。此外，也放開部分存款利率，如對保險公司大額定期存款實行了協議利率，大額外幣存款利率由金融機構與客戶協商確定。目前，公開市場業務操作已經成為中國人民銀行調控基礎貨幣的主要工具，公開市場利率已

經成爲貨幣市場的基準利率。

表 5-8 中國利率市場化改革措施(1993-2005 年)

時間	改革內容
1993	「關於建立社會主義市場經濟體制改革若干問題的決定」和「國務院關於金融體制改革的決定」最先明確利率市場化改革的基本設想。
1995	「中國人民銀行關於九五時期深化利率改革的方案」初步提出利率市場化改革的基本思路。
1996.06.01	放開銀行間同業拆借市場利率，實現由拆借雙方根據市場資金供需自主確定拆借利率。
1997.06	銀行間債券市場正式啓動，同時放開債券市場債券回購(附條件交易)和現券交易利率。
1998.03	改革再貼現利率及貼現利率的生成機制，放開貼現和轉貼現利率。
1998.09	放開政策性銀行金融債券市場化發行利率。
1998	將金融機構對小企業的貸款利率浮動幅度由 10%擴大到 20%，農村信用合作社的貸款利率最高上浮幅度由 40%擴大到 50%。
1999.09.	實現國債在銀行間債券市場利率招標發行。
1999.10.	對保險公司大額定期存款實行協議利率，對保險公司 3,000 萬人民幣以上、5 年以上大額定期存款，實行保險公司與商業銀行雙方協商利率的辦法。
1999.	允許縣級以下金融機構貸款利率最高可上浮 30%，將對小企業貸款利率的最高可上浮 30%的規定擴大到所有中型企業。
2000.09.21	實行外匯利率管理體制改革，放開外幣貸款利率，300 萬美元以上的大額外幣存款利率由金融機構和客戶協議確定。
2000.12.29	對境內外幣利率的市場化改革，邁出中國利率市場化改革的第一步。
2002.03.	將境內外資金融機構對中國居民的小額外幣存款，納入中國人民銀行現行小額外幣存款利率管理的範圍，實現中外資金融機構在外幣利率政策上的公平待遇。
2002	進一步擴大金融機構貸款利率浮動權試點，簡化貸款利率種類，取消大部分優惠貸款利率，完善個人住房貸款利率體系，擴大農村信用合作社利率改革試點範圍，進一步擴大農村信用合作社利率浮動幅度，統一中外資利率管理政策。
2003.11.20	放開金融機構外幣小額存款利率下限，金融機構可以中國人民銀行公佈的外幣小額存款利率爲上限，自主確定外幣小額存款利率。
2004.01.01	擴大金融機構貸款利率浮動區間，商業銀行、城市信用社貸款利率浮動區間擴大至[0.9-1.7]，農村信用社貸款利率浮動區間擴大至[0.9-2.0]。
2005.03.17	將金融機構在中國人民銀行的超額存款準備金利率下調到 0.99%，同時放開金融機構同業存款利率，爲商業銀行自主訂價提供更大的空間。協調本外幣關係，減輕人民幣結匯壓力。針對國際金融市場利率持續上升的情況，五次上調境內商業銀行美元、港幣小額外幣存款利率上限。其中，一年期美元存款利率上限累計提高 2.125 個百分點至 3%，一年期港元存款利率上限累計提高 1.8125 個百分點至 2.625%。

資料來源：本文整理。

1998 年的利率市場化改革，使中國的貨幣政策具有市場經濟的意義，並標誌著中國向利率市場化改革邁出了重要的一步(劉義聖，2002)。從 1998 年 1 月 1 日起，中國人民銀行取消對國有商業銀行貸款限額的控制，將傳統的貸款規模

管理改爲在資產負債管理與風險管理的基礎上，實行「計畫指導、自求平衡、比例管理、間接調控」的新型管理體制(中國人民銀行貨幣政策司 b，1998)。中國人民銀行不再將信貸規模作爲調控的中介目標和操作目標，而改爲透過調整貨幣供給量和商業銀行的資金調節市場資金的供需關係；不再依靠行政手段，而改爲綜合運用存款準備金、再貸款、再貼現、公開市場操作和利率等貨幣政策的工具，調整基礎貨幣，保持貸款的適度成長。

從 1998 年 3 月 21 日起，中國人民銀行進行存款準備金制度的改革，同時降低了中國人民銀行對金融機構的存貸款利率。這項改革的主要內容是降低了準備金存款利率。過去金融機構在中國人民銀行的準備金存款利率和備付金存款利率分別高達 7.56% 和 7.02%，比金融機構五年期存款利率 6.66% 還要高。合併後的準備金利率下調爲 5.22%，下調後的準備金利率等於當時的一年期存款利率(張延群，1998)。

1990 年代中期以後，中國的經常帳和部分資本帳已經開放。由於中國利率的市場化程度較低，無法通過市場供需及時進行調整，中國國內外容易形成較大的利差。同時，中國政府對人民幣匯率的隱性和顯性擔保，使人民幣匯率保持較強的穩定性，匯率風險相對小。因此，國際投機客以套利爲目的的國際熱錢出入中國，幾乎不須承擔任何的匯率風險，國際投資客必然想盡辦法繞過或突破中國的資本管制，從而引起中國利率政策與匯率政策的衝突(陳濤、王羽農，2003)。

例如，從 1998 年以來，中國人民銀行一方面要維持人民幣匯率的穩定，一方面爲治理其國內通貨緊縮而連續降息(見表 5-9 與表 5-10)。但是，由於中美兩國景氣循環不一致，人民幣一年期存款利率從 1996 年 10 月 23 日以前的 7.47% 逐步下調，到 1999 年 6 月 10 日下調到 2.25%；而同期美國因爲經濟過熱，美國

聯邦準備理事會(Fed)則從 1999 年 6 月以來連續六次升息，聯邦基金利率由 1998 年的 4.75% 上升至 2000 年中期的 6.5%，人民幣利率與美元利率出現反向走勢。

表 5-9 中國金融機構存款基準利率的調整(1996-2005 年)

單位：%

調整時間	活期	3 個月	6 個月	1 年	2 年	3 年	5 年
1996.08.23	1.98	3.33	5.40	7.47	7.92	8.28	9.00
1997.10.23	1.71	2.88	4.14	5.67	5.94	6.21	6.66
1998.03.25	1.71	2.88	4.14	5.22	5.58	6.21	6.66
1998.07.01	1.44	2.79	3.96	4.77	4.86	4.95	5.22
1998.12.07	1.44	2.79	3.33	3.78	3.96	4.14	4.50
1999.06.10	0.99	1.98	2.16	2.25	2.43	2.70	2.88
2002.02.21	0.72	1.71	1.89	1.98	2.25	2.52	2.79
2004.10.29	0.72	1.71	2.07	2.25	2.70	3.24	3.60

資料來源：本文研究整理。

表 5-10 中國金融機構貸款基準利率的調整(1996-2006 年)

單位：%

調整時間	6 個月	1 年	1-3 年(含)	3-5 年(含)	5 年以上
1996.08.23	9.18	10.08	10.98	11.70	12.42
1997.10.23	7.65	8.64	9.36	9.90	10.53
1998.03.25	7.02	7.92	9.00	9.72	10.35
1998.07.01	6.57	6.93	7.11	7.65	8.01
1998.12.07	6.12	6.39	6.66	7.20	7.56
1999.06.10	5.58	5.85	5.94	6.03	6.21
2002.02.21	5.04	5.31	5.49	5.58	5.76
2004.10.29	5.22	5.58	5.76	5.85	6.12
2006.04.28	5.40	5.85	6.03	6.12	6.39

資料來源：本文研究整理。

從 1998 年中國總體經濟政策設定的多重目標來看，中國貨幣政策可選擇的空間被限制得非常狹小。維護人民幣匯率的穩定，更對貨幣政策造成強大的制約。在維護人民幣匯率穩定的前提下，中國人民銀行基本上已經喪失了貨幣政策應有的功能。如果維持既定匯率是目標，那麼貨幣政策的操作就要圍繞這一目標來進行，當匯率目標與經濟成長目標、失業率目標、通貨膨脹目標發生衝突時，只好進行輕重取捨。在維持固定匯率的目標下，中國人民銀行不僅在貨

幣發行量上要圍繞著外匯佔款而操作，在利率政策上也失去了主動權(北京大學中國經濟研究中心，2000)。

中國本外幣利率的反向走勢，加上人民幣貶值預期的加劇，使得 1990 年代中期流入中國的熱錢大量抽逃，造成資本外逃的現象。資本外逃也使得中國的匯率穩定政策受到嚴重衝擊。從 2002 年以來，中國的外匯存底開始大量增加，中國出現了資本流入大於流出的反轉現象，人民幣面臨強大的升值壓力。

由於國際收支失衡，累積大量外匯，而人民銀行為穩定匯率，必須發行大量貨幣來購買外匯，造成人民幣供給增加，進而導致物價上升的壓力。為了控制人民幣供給，又必須出售更多債券來沖銷，於是又會造成利率上升。在此情況下，中國乾脆放棄利率管制，讓商業銀行可以自行決定放款利率。往好處看，是中國採行利率自由化的措施，但再進一步想，此舉就可看成是選擇採取人民幣釘住美元匯率政策所支付的代價。

二、中美兩國利率的走勢

由前述分析可知，中美兩國的利率走勢呈現出所謂的「倒掛現象」，亦即兩國利率呈現不同方向的變動趨勢(表 5-11)。由於中國利率與美國利率走勢不相吻合，因此可以判斷中國擁有自己的利率政策，中國的利率政策具有自主性。

但是在此必須指出，如果考慮中國的利率市場化程度，根據周立群與伍志文(2005)的研究結果，中國利率對於投資需求與貨幣供給的影響還是非常有限的。因此，中國利率政策擁有自主性的結論，比較符合蘇平貴(2003)的研究結果，亦即中國的利率政策擁有自主性，是因為利率市場化程度還很低的原因。

表 5-11 中美兩國利率水準走勢(1998-2005 年) 單位：%

時間	重貼現率(期末)			基本利率(期末)		
	中國	美國	利差	中國	美國	利差
1998	4.00	4.50	-0.50	6.12	7.75	-1.63
1999	2.16	5.00	-2.84	5.58	8.50	-2.92
2000	2.16	6.00	-3.84	5.58	9.50	-3.92
2001	2.97	3.25	-0.28	5.58	4.75	0.83
2002	2.97	2.25	0.72	5.04	4.25	0.79
2003	2.97	2.00	0.97	5.04	4.00	1.04
2004	3.24	3.15	0.09	5.22	5.25	-0.03
2005	3.24	5.15	-1.91	5.22	7.15	-1.93

資料來源：本文研究整理。

本章從外匯佔款與基礎貨幣、外匯佔款的沖銷操作、利率與匯率政策衝突、中美兩國利率走勢四個指標，衡量中國 1997-2005 年期間的貨幣政策自主程度變動趨勢，結果如表 5-12 所示。綜合四個指標的衡量結果，可以看出中國在 1997-2001 年期間的貨幣政策自主程度較高；在 2002-2005 年期間的貨幣政策自主程度較低。整體來看，中國的貨幣政策自主程度在這段期間呈現下降趨勢。

表 5-12 中國的貨幣政策自主程度變動趨勢(1997-2005 年)

衡量指標	衡量情況	貨幣政策自主程度
外匯佔款與基礎貨幣	外匯存底上升導致外匯佔款上升	↓
	外匯佔款佔基礎貨幣比重上升	↓
外匯佔款的沖銷操作	對外匯佔款上升的沖銷次數上升	↓
	沖銷操作空間受到限制	↓
利率與匯率政策衝突	利率政策與匯率政策矛盾上升	↓
	貨幣供給內生性上升	↓
中美兩國利率的走勢	中美兩國重貼現率走勢不一致	↑
	中美兩國基本利率走勢不一致	↑

資料來源：本研究整理。

貨幣政策的自主性下降，加上中國轉型經濟中的制度性與結構性因素制約，宏觀調控執行的困難度將大為增加，人民幣匯率政策所要扮演的角色將更為重要。對中國決策者而言，到底要讓人民幣升值來自動調節經濟的運行，以

實現國際收支平衡；抑或是在目前穩定的匯率波動下，採取措施及改革以推動其國內消費拉動的內需，兩者之間必須要相互搭配，相互促進。在目前中國的經濟結構還比較脆弱，並缺乏一個成熟的遠期外匯市場的情況下，中國放開匯率或將人民幣大幅升值的可能性不大。如果中國人民銀行一旦放開匯率，從目前情況來看，中國的企業、商業銀行與居民肯定是無法勝任的，中國人民銀行目前承擔匯率風險，爭取金融改革的深化，再考慮放開人民幣的自由浮動限制是較可能的(傅豐誠，2006)。