

台北外匯市場發展基金會委託計畫

中國人民銀行貨幣政策架構介紹 及政策走向

研究人員^{*}：王梓彥

日期：中華民國一一三年一月

*為中央銀行外匯局專員。研究人員感謝任職單位長官與委託單位的指正與建議，本研究僅代表個人觀點，不代表中央銀行立場。

摘要

中國人民銀行(簡稱人行)工具主要分為數量型工具及價格型工具，而在現代貨幣政策框架下，人行貨幣政策操作工具逐漸由數量型轉移至價格型；至於貨幣政策傳遞方面，利率走廊的建構、貸款市場報價利率(LPR)之市場化報價機制形成及匯率市場化等，皆是近年人行主要改革方向。不過，中國在新冠(COVID-19)疫情解封、經濟重啟後，信心仍疲弱復甦不如預期，以及為因應房地產危機，政府推行房地產業及地方政府去槓桿化，中國當前面臨總需求不足問題，在此情況下，無論是數量型還是價格型貨幣政策調控，或較難以有效提高經濟成長，並面臨通貨緊縮壓力。

2023 年以來，人行陸續實施降準、降息等寬鬆貨幣政策，惟寬鬆力度尚屬溫和，實質政策利率仍處於 2015 年以來高點。匯率政策方面，自 2023 年 5 月離岸人民幣貶破 7.0 關卡後加速貶值，人行頻頻祭出匯率穩定措施，顯示其或不樂見人民幣大幅走貶。由於預計美國聯準會(簡稱 Fed)將於 2024 年開啟降息之路，人民幣或有望扭轉頹勢，惟外界多預期升幅仍有限。

目錄

壹、 前言	1
貳、 中國人民銀行貨幣政策架構	2
一、 概念與歷史沿革	2
二、 法源依據	2
三、 中國人民銀行組織架構	4
四、 中國人民銀行貨幣政策之目標	6
五、 人行貨幣政策工具介紹	11
六、 人行貨幣政策傳遞機制	17
參、 中國人民銀行貨幣及匯率政策走向	19
一、 迄今中國貨幣政策寬鬆力道相對溫和	19
二、 人行或不樂見人民幣大幅貶值	21
三、 人民幣匯率展望	24
四、 結論	25
肆、 參考資料	27

表目錄

表 1	人行貨幣政策工具及各項利率.....	11
表 2	人行各項利率工具.....	12
表 3	2020 年以來人行降息及降準概況.....	19
表 4	人行穩定人民幣匯率之可用工具.....	23

圖目錄

圖 1	人行貨幣政策架構之演變歷史與特色.....	3
圖 2	人行組織架構與貨幣政策決策/執行群	5
圖 3	人行目前貨幣政策架構下之目標體系.....	6
圖 4	人行透過逆回購操作引導市場利率.....	7
圖 5	中國社會融資增量之細項.....	8
圖 6	中國 M1、M2 及社會融資增速變化	9
圖 7	近年中國 MLF 與 LPR 利率連動情形.....	10
圖 8	SLF 與 IOER 形成之利率走廊	16
圖 9	人行貨幣政策傳遞機制流程.....	17
圖 10	中國現行之利率傳遞管道.....	18
圖 11	中國實質政策利率仍處於近年高點.....	20
圖 12	近年 USD/CNH 匯率走勢	21
圖 13	1 個月期離岸人民幣隱含利率驟升至 5% 之上	22
圖 14	中美利差縮小，惟目前仍為負利差.....	25

圖表目錄

壹、前言

本專題報告內容主要分為二大部分，第一部分為「中國人民銀行貨幣政策架構」，議題包含：中國人民銀行之歷史沿革及法源依據、組織架構、貨幣政策目標、貨幣政策工具介紹及傳遞機制；第二部分為「中國人民銀行貨幣及匯率政策走向」，內容包括近期中國總體經濟背景簡述，迄今人行推出之寬鬆貨幣政策，並就 2023 年人民幣持續貶值現象探討人行之因應措施，最後再以人民幣匯率展望作結，供外界參考。

貳、中國人民銀行貨幣政策架構

一、概念與歷史沿革

貨幣政策架構一般包括貨幣政策目標¹、貨幣政策工具²和貨幣政策傳遞機制三大部分。中央銀行根據貨幣政策目標，運用貨幣政策工具，透過金融機構的經營活動及金融市場傳遞至企業和居民，對其生產、投資和消費等行為產生影響的過程，即為貨幣政策傳遞機制。

貨幣政策架構係中央銀行進行金融調控的制度基礎，其選擇和演變受到經濟發展的影響，唯有與經濟發展階段相適應，才能更好地發揮作用。隨著中國由計劃經濟體制轉向社會主義市場經濟體制，金融體制改革不斷深化，貨幣政策架構也經歷逐步演變和完善的過程。中國人民銀行(以下簡稱人行)貨幣政策架構之演變歷史與特色詳見下頁圖 1。

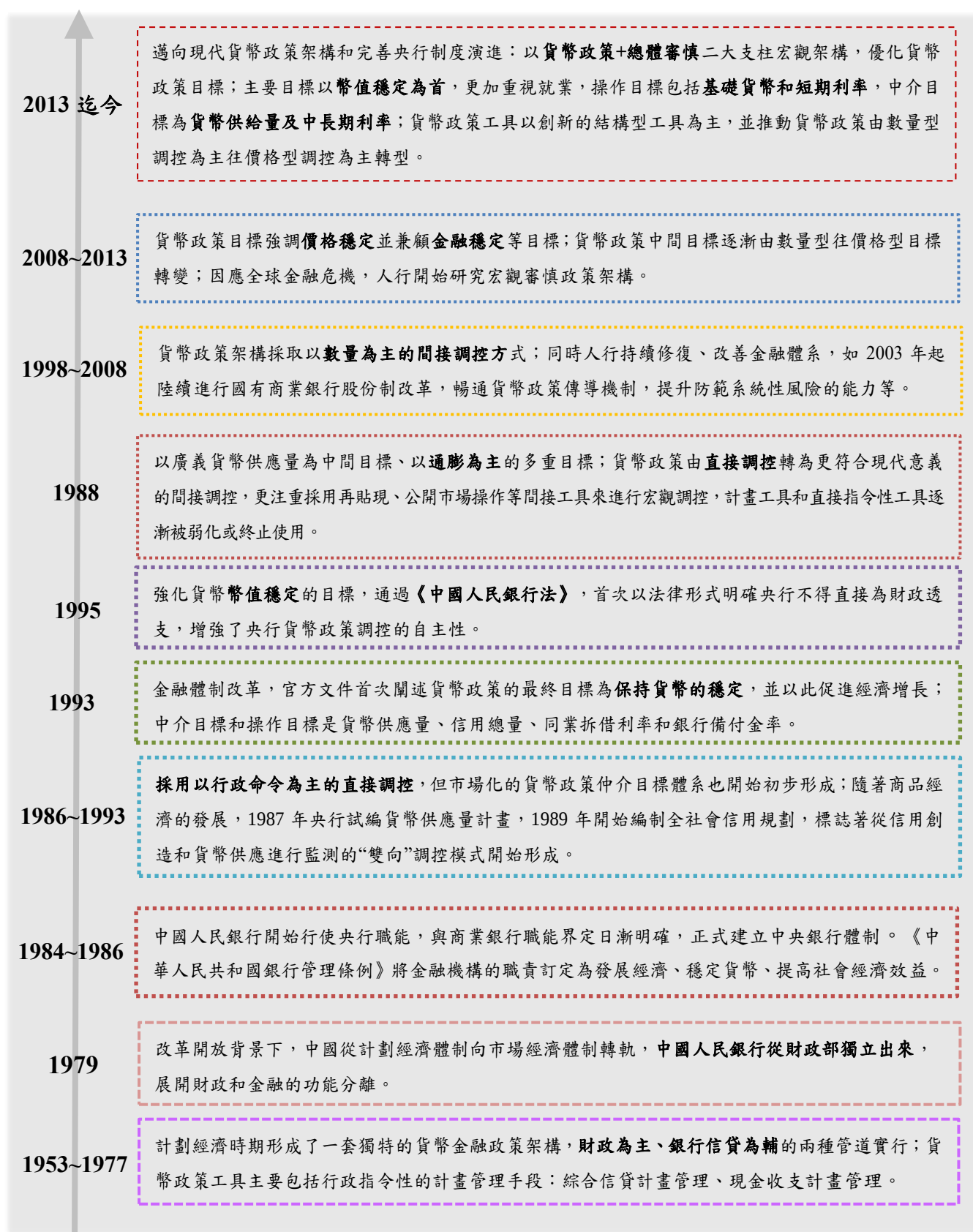
二、法源依據

1984 年，中國人民銀行開始專責行使中央銀行職權。1995 年，依《中華人民共和國中國人民銀行法》第二條：「中國人民銀行在國務院領導下，制定和執行貨幣政策」，法律上賦予人行制定和執行貨幣政策職權。同法第三條：「貨幣政策目標是保持貨幣幣值的穩定，並以此促進經濟增長。」亦對貨幣政策架構訂出規定。中國經過數十年的改革後，已基本建立與社會主義市場經濟體制相適應之金融體制和運行機制，2022 年第 1 季人行貨幣政策執行報告中首次表示：「健全現代貨幣政策框架取得明顯成效」，意味著中國已從傳統架構邁向現代貨幣政策架構。

¹ 貨幣政策目標係指中央銀行採取調節貨幣與信貸措施所達成的目的。

² 貨幣政策工具係指中央銀行為實施貨幣政策所採取的各種措施、手段和方法。

圖 1 人行貨幣政策架構之演變歷史與特色



資料來源：本研究整理

三、中國人民銀行組織架構

(一) 中國金融監管體系歷史沿革分三階段

- 1.計劃經濟下的綜合監管：改革開放初期，人行自財政部獨立出來，之後賦予行使央行職責，同時擔負銀行、證券、保險、信託等領域的監管職能，為人行統一監管的「大一統」時代。
- 2.市場經濟逐步活躍後的分業監管：2003 年中國銀行業監督管理委員(銀監會)組建，由此開啟中國「一行三會」分業監管的金融監管格局。
- 3.經濟新常態下重回綜合監管：2017 年 7 月，為深化金融監管體制改革，成立了金融穩定發展委員會(金穩委)，這標誌著中國分業監管轉向綜合監管體制。2018 年 3 月，銀監會和保監合併並組建中國銀行保險監督管理委員會(銀保監會)，「一行三會」成為歷史，中國金融監管框架轉變為「一行兩會」。

(二) 2023 年金融監管新改革

2023 年 3 月，中國在北京召開「兩會」(全國人民政治協商會議、全國人民代表大會)，會中通過《國務院機構改革方案》，重點包括組建國家金融監督管理總局、深化地方金融監管體制改革、統籌推進人行分支機構改革、中國證監會調整為國務院直屬機構、完善國有金融資本管理體制、加強金融管理部門工作人員統一規範管理等內容，本次調整係自 2017 年金穩會成立、合併銀保監會以來，調整幅度最大的一次，中國金融監管體系從原本的「一行兩會」(人民銀行、銀保監會、證監會)變成「一行一局一會」(人民銀行、金融監管總局、證監會)格局(圖 2)，延續了 2017 年以來從分業監管向綜合監管的發展趨勢。在銀保監會基礎上組建國家金

融監督管理總局，將其職能擴大，且不再保留銀保監會，國家金融監督

管理總局和證監會分別納入國務院直屬機構，相關職責權限得到擴充。

人行可更加聚焦宏觀審慎管理，三者權責更趨於平衡。

圖 2 人行組織架構與貨幣政策決策/執行群

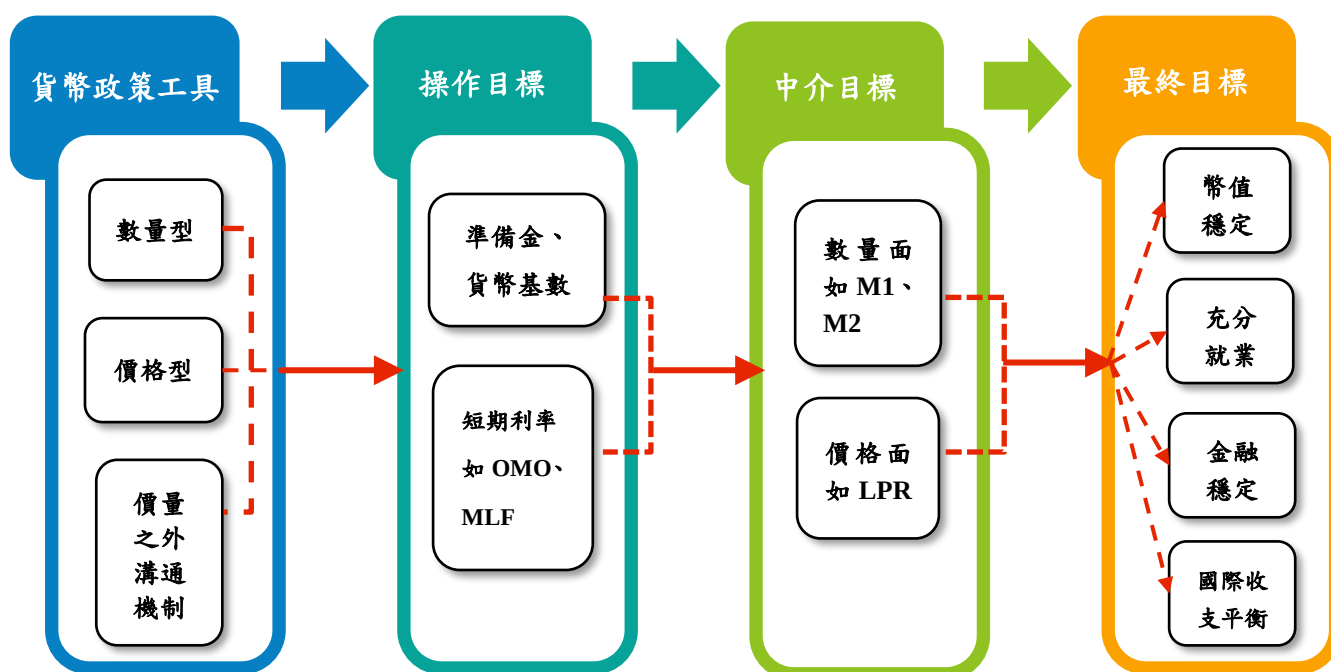


資料來源：人民銀行官網、《黨和國家機構改革方案》、本研究整理

四、中國人民銀行貨幣政策之目標

貨幣政策目標係指中央銀行採取調節貨幣與信貸措施所達成的目的。人行透過貨幣政策的操作，先達成操作目標，再透過操作目標，傳達至中介目標，最後再達到最終目標。圖 3 為當前人行貨幣政策架構下之目標體系。

圖 3 人行目前貨幣政策架構下之目標體系



(一) 操作目標

在現代貨幣政策架構下，人行的操作目標傾向完整利率體系的培育，具體內容為：

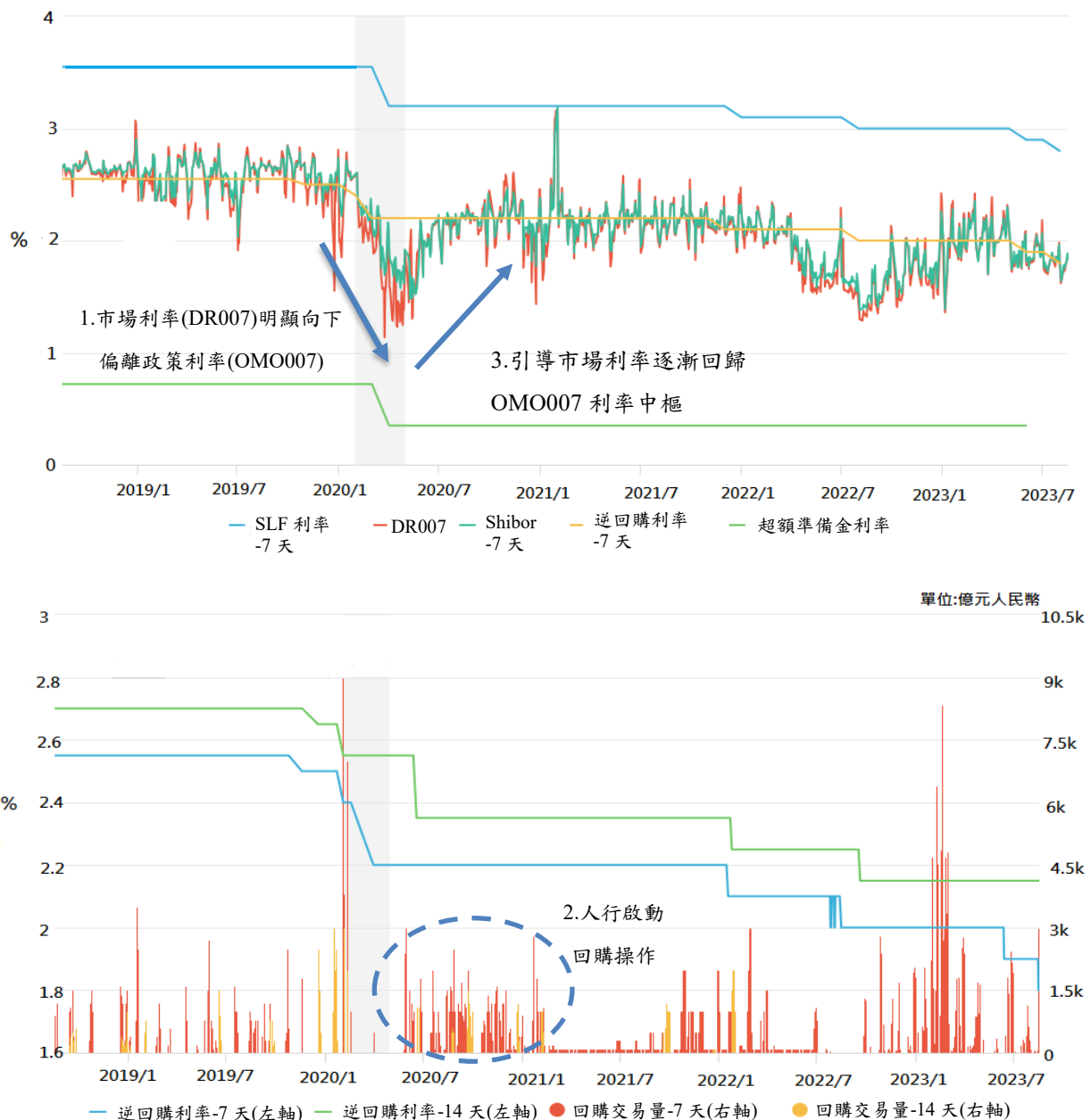
1. 明確政策利率的定義：以公開市場操作(Open Market Operation, OMO)利率作為短期政策利率，以中期借貸便利(Medium-term Lending Facility, MLF³)利率作為中期政策利率；

³ MLF 為商業銀行把所持有的有價證券抵押給人行、從而獲得資金。MLF 期限一般為 3 個月、6 個月或 1 年期，參與 MLF 的商業銀行需要符合條件，一般只能用於三農及小微企業貸款，係非常明顯政策導向的。可用於抵押的有價證券範圍較廣泛，除了公債、央行票據、政策性金融債等高評等優質債券，還包括評等不低於 AA 級的小微企業、綠色和三農金融債券、AA+或 AA 級公司信用債、優質的小微企業貸款和綠色貸款等。

2.透過流動性調節引導市場利率趨近政策利率。

綜合以上二方面，即人行透過貨幣政策工具，在短端實現 DR007⁴以 OMO007⁵為利率中樞，在中長端實現 NCD 利率、中長期公債殖利率以 MLF 為利率中樞。若市場利率嚴重偏離其利率中樞，人行會先透過流動性調節來引導市場利率回歸(圖 4)。

圖 4 人行透過回購操作引導市場利率



⁴ 即存款機構間質押之 7 天期回購利率，DR007 的質押標的僅限於公債、央行票據及政策性金融債。

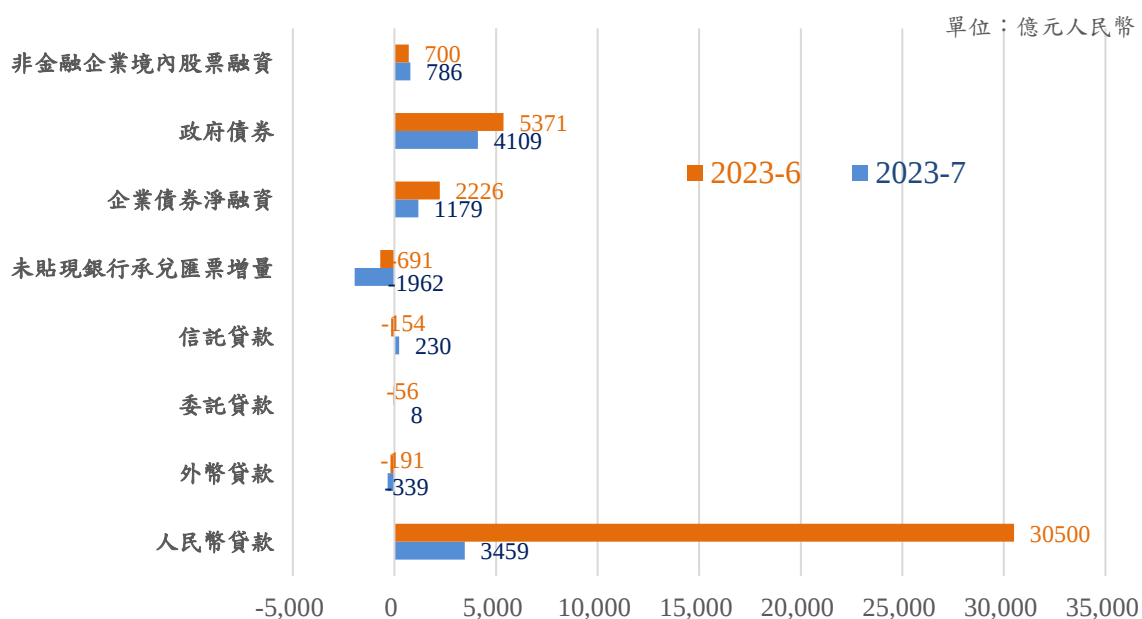
⁵ 公開市場操作 7 天期逆回購利率。

(二) 中介目標

1. 數量面

人行過去在 2016、2017 年的貨幣政策通常設定固定之 M2 增速、GDP 增速或社會融資⁶(細項見圖 5)增速值。而在 2018 年之後，貨幣政策制定逐漸不設固定數量型目標值，只提及合理增長為目標。2019 年之後，人行採取信用週期與經濟週期的「基本匹配」原則，即保持 M2 和社會融資規模增速與名目 GDP 增速大致匹配⁷(圖 6)。社會融資為金融機構的「資產端」，可大致反映市場的融資需求和金融機構放貸意願；而 M2 為金融機構的「負債端」，主要反映的是實體經濟的流動性多寡。

圖 5 中國社會融資增量之細項



資料來源：中國人民銀行、本研究整理

⁶ 社會融資係指一定時期內實體經濟(境內非金融企業和住戶)從金融體系獲得的資金總額，由人民幣貸款+外幣貸款+委託貸款+信託貸款+未貼現銀行承兌票+企業債券+地方政府專項債券融+非金融企業境內股票所組成。

⁷ M2、社會融資規模以及名目 GDP 各指標同期相比，彼此處於合理區間範圍，若出現明顯背離，將觸發人行進行調整以使年度目標達成和年初所定的基本匹配。

圖 6 中國 M1、M2 及社會融資增速變化



資料來源：Bloomberg、本研究整理

2. 價格面

中國於 2013 年 10 月 25 日建立貸款市場報價利率(Loan Prime Rate, LPR⁸)，該機制並於 2019 年 8 月及 12 月進行二次重大改革，為商業銀行對其最優質的客戶提供之貸款利率，並要求其他貸款利率參考 LPR 定價加點進行報價。人行將政策利率與貸款利率直接建立聯繫(圖 7)，並且搭配利用總體審慎的 MPA⁹評價體系來督促各銀行的 LPR 使用情況。銀行目前掛鉤 1 年期 LPR 的貸款主要包含企業短貸、小微貸款以及消費貸款；與 5 年期 LPR 掛鉤的貸款主要有三類，一是大量的存量房貸¹⁰，二是 1 年期以上的基建類貸款，三是企業中長期投資專案相關貸款，故 5 年期 LPR

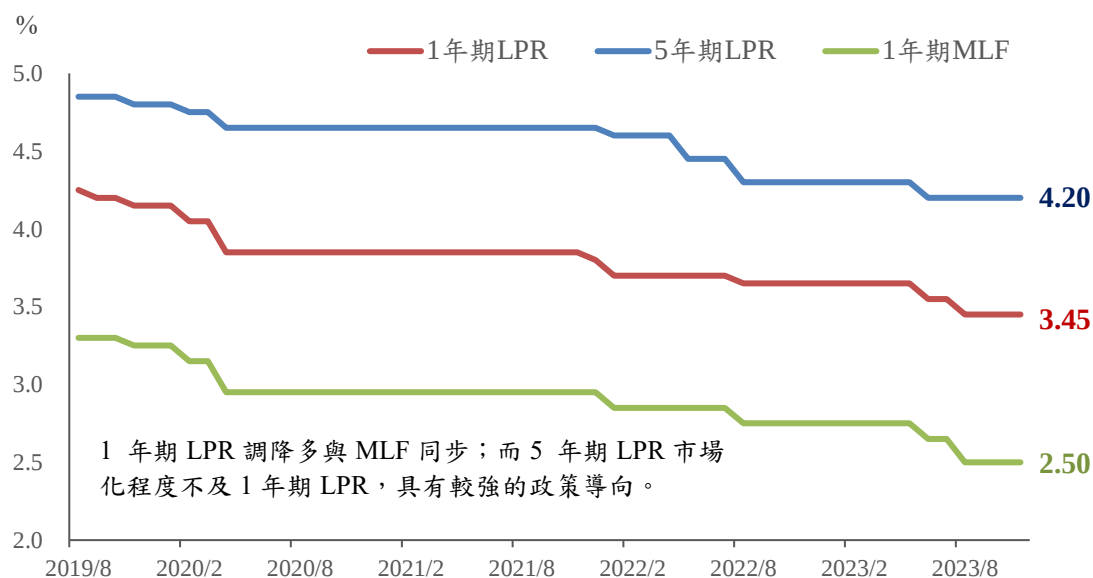
⁸ 由 18 家報價行按照 MLF 利率加點形成的方式報價，加點程度則銀行考慮本身資金成本、風險等，加強幣市場利率向貸款利率的傳導。人行於每月 20 日上午 9:30 公布 LPR，目前包括 1 年期及 5 年期以上兩個品種，分別為短期及中長期實際貸款利率的重要參考指標。

⁹ 總體審慎評估體系(Macro Prudential Assessment, MPA)係由差別準備金動態調整和合意貸款管理機制整合而來，重點考慮資本與槓桿情況、資產負債、流動性、定價行為、資產質量、外債風險及信貸政策執行等 7 大方面。

¹⁰ 係指銀行已經撥款的房貸。

的調整將直接作用在居民房貸、基建貸款、製造業中長貸這三大類中長期貸款上，進而影響社會融資中企業和居民之中長期貸款。

圖 7 近年中國 MLF 與 LPR 利率連動情形



資料來源：Bloomberg

(三) 最終目標

2016 年 6 月人行前行長周小川曾表示，中國的貨幣政策最終目標是「價格穩定、經濟增長、充分就業、國際收支大體平衡」四個主要目標，附加「金融改革開放、發展金融市場」兩個動態目標。在現代貨幣政策架構中，這目標逐漸演變為「幣值穩定、充分就業、金融穩定和國際收支平衡」四大目標，進一步明確以幣值穩定為首，更加重視就業問題，顯示該國貨幣政策需兼顧多目標，但四大目標都存在優先順序之分。貨幣政策往往也會因國際收支情況、資本外流程度以及匯率的波動而改變，人行常在國際收支出現短暫波動時，堅持貨幣政策仍應「以我為主，穩字當頭」。

五、人行貨幣政策工具介紹

人行貨幣政策工具主要分為數量工具及利率工具(即價格型工具)。即使在現代貨幣政策架構下，人行政策操作工具已逐漸由數量型轉移至價格型，惟數量工具並未因此退場。數量型工具主要包括公開市場操作(如 OMO、MLF 調節流動性)及調整存款準備金率(如降準)；利率型工具包括政策利率及市場利率，市場利率又分為貨幣市場利率、債券市場利率及貸款利率等(表 1)。以下就人行較常使用的工具作進一步介紹。

表 1 人行貨幣政策工具及各項利率

數量工具		利率工具	
人行主動控制	流動性工具 — 公開市場操作(OMO) — 短期借貸便利(SLF) — 中期借貸便利(MLF) — 定向中期借貸便利(TMLF) — 抵押補充貸款(PSL)	政策利率	流動性工具利率 — 公開市場操作(OMO)利率 — 短期借貸便利(SLF)利率 — 中期借貸便利(MLF)利率 — 定向中期借貸便利(TMLF)利率 — 抵押補充貸款(PSL)利率
	存款準備金		存款/貸款基準利率
	央行票券		央行票券利率
人行被動影響 貨幣管理	人行買賣外匯	貨幣市場利率	銀行間回購利率(正回購/逆回購)
	財政存款		上海銀行同業拆借利率(Shibor)
	流通在外通貨	債券市場利率	票據貼現利率
	改變銀行提存準備	貸款利率	公債/公司債殖利率 貸款市場報價利率(LPR)

資料來源：Barclays、本研究整理

(一) 數量工具主要包含流動性工具及存款準備金

1. 流動性工具

自 2013 年以來，人行進行公開市場操作(OMO)使基礎貨幣之淨回籠轉為淨投放。2016 年 2 月起，OMO 由每週 2 次改為每日進行，建立以逆回購操作為常態化的流動性供給方式。此外，2013 年起人行陸續推出一系

列新型貨幣政策工具，包括常備借貸便利(Standing Lending Facility, SLF)、中期借貸便利(Medium-term Lending Facility, MLF)、定向中期借貸便利(Targeted Medium-term Lending Facility, TMLF)及抵押補充貸款(Pledged Supplementary Lending, PSL)等，用以調節市場流動性。

2. 存款準備金

存款準備金係金融機構為保證客戶提取存款及資金清算所需而存放在人行之存款。分為法定存款準備金與超額存款準備金，其中法定存款準備金是按人行訂定的比例存放，超額存款準備金則是金融機構扣除法定存款準備金以外存放在人行之資金。存款準備金除了能調節貨幣鬆緊之外，亦具有結構性調整功能。自 2008 年 10 月，人行根據金融機構規模(屬於大型或中小型)實行差別存款準備金率。此外，為緩解小微企業融資困難及支持三農(農村、農民及農業)，人行過去多次宣布定向降準，且為落實定向降準政策，引進存款準備金率動態調整機制¹¹。

(二) 利率工具主要包含政策利率及市場利率(表 2)

表 2 人行各項利率工具

分類		利率品種	簡介
政策利率	短期	公開市場操作(OMO)利率	短期限逆回購操作利率
		常設借貸便利(SLF)利率	央行在利率走廊上限向金融機構按需提供短期資金之利率
	中長期	中期借貸便利(MLF)利率	央行投放中期資金之利率
		再貼現利率	再貼現利率
		貸款基準利率	人行公布之商業銀行對客戶貸款指導性利率
		存款基準利率	人行公布之商業銀行對客戶存款指導性利率
		超額準備金利率	央行對金融機構超額準備金支付之利率，係利率走廊之下限
		法定準備金利率	央行對金融機構法定準備金支付之利率
市場利率	上海銀行同業拆借利率(Shibor)		銀行自主報出之同業拆借利率之算平均數
	貸款市場報價利率(LPR)		報價行按自身對最優質客戶執行的貸款利率報價之算術平均數
	公債殖利率		市場交易形成之債券市場利率參考指標

資料來源：本研究整理

¹¹ 自 2015 年起每年針對銀行上一年對小微企業及三農放款情況進行考核，依考核結果動態調整存款準備金率。

1. 政策利率

(1) 流動性工具利率

- **公開市場操作(OMO)利率**：係人行收回/釋放基礎貨幣，調節短期市場流動性的重要貨幣政策工具，利率透過招標決定，可分為正/逆回購。正回購為人行從市場收回流動性的操作，係人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；逆回購為人行向市場上釋放流動性的操作，人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。另人行在 2013 年時設有短期流動性調節工具(Short-term Liquidity Operations, SLO)，作為 OMO 工具的補充，因應銀行流動性出現臨時性波動時使用。
- **常備借貸便利(SLF)**：於 2013 年初設立，係人行創設的常態性貸款工具，可調節金融市場上短期資金流動性，SLF 利率由人行設定(為「利率走廊」上限，詳見 P.15)；期限主要為 3 個月以下。承作對象主要為政策性銀行及全國性商業銀行，銀行根據自身流動性需求向人行申請 SLF，惟需提供擔保品，合格之擔保品包括公債、央行票據、國家開發銀行及政策性金融債與高評等公司債等。
- **中期借貸便利(MLF)**：於 2014 年 9 月設立，係人行向金融機構提供中期資金、增加貨幣供給量之利率工具；期限包括 3 個月、6 個月及 1 年期，實際運用最廣泛的是 1 年期；承作對象為符合總體審慎管理要求之商業銀行及政策性銀行，銀行申請 MLF 亦需提供高品質之擔保品，合格擔保品包括公債、央行票據、國家開發銀行及政策性金融債與高評等公司債等。

➤ **定向中期借貸便利(TMLF)**：於 2018 年 12 月設立，TMLF 是人行為了加大對小微企業、民營企業的金融支持力度，向其提供長期穩定資金來源而設立。

➤ **抵押補充貸款(PSL)**：於 2014 年 4 月設立，目的是透過政策性銀行提供資金來支持棚戶區改造(簡稱棚改¹²)計畫。人行透過 PSL 向國家開發銀行貸款，國家開發銀行再向棚改主體貸款，用以支持街廓改造工程，提供長期穩定的資金來源；PSL 期限多為 3、4 年期，申請者亦需提供高品質之擔保品。

(2) 存貸款基準利率

因中國民間儲蓄率高且金融體系以信貸交易為主，人行透過調整存貸款基準利率來直接調控資金價格，可傳遞鬆緊貨幣政策之意向。惟近年人行逐步鬆綁利率管制，貸款利率下限已於 2013 年 7 月放開，又於 2015 年 10 月宣布對金融機構等不再設置存款利率浮動上限，表示存貸款利率已基本進入市場化定價時代。

(3) 央行票券利率

央行票券是人行為調節商業銀行超額準備金而向其發行的短期債務憑證，本質上是人行發行的短期債券，發行對象是公開市場一級交易商，作用主要是為市場提供基準利率，推動貨幣市場之發展。人行透過發行央行票券可收回基礎貨幣，央行票券到期則釋放基礎貨幣到市場上。

¹² 「棚改」係指棚戶區改造，針對城鎮中明顯有公共安全隱憂之舊城、舊村，改善周邊道路、廣場、教育、商業等基礎配套設施，是中國城市發展的重點工作。棚改計畫幫助扭轉了當時中國房地產市場的低迷局面，但後來因加劇了三四線城市的房地產泡沫而受到批評。

2. 市場類利率

(1) 銀行間回購利率

屬貨幣市場利率。市場普遍關注的是質押式回購利率，如 DR007 與 R007。

質押式回購係指資金需求方將債券作為抵押，抵押給資金供給方來進行融資借入，過程中債券所有權並未發生變化。DR007 與 R007 的主要區別是前者的參與者為商業銀行，而後者的參與者可包含銀行或非銀行，表示 DR007 反映的是銀行間借錢的成本，而 R007 反映的是非銀行機構向銀行借錢的成本。

(2) 上海銀行間同業拆借利率(Shibor)

屬貨幣市場利率，主要期限為 1 週、3 個月及 1 年期。Shibor 之報價方式為，先由 18 家信用等級較高的銀行組成報價團，自主報出人民幣同業拆出利率，然後剔除最高和最低報價後計算出之算術平均利率。目前 Shibor 已作為不少金融產品之定價基準。

(3) 票據貼現利率

票據市場屬於貨幣市場的一部分，可連接實體部門與金融市場。貼現率變化可迅速反應目前市場短期資金鬆緊狀況，以及開票或承兌主體之信用狀況，故票據貼現利率亦為貨幣市場上重要的一種指標利率。

(4) 債券市場利率

債券市場利率包括金融機構與非金融企業債券發行利率。目前公債、政策性金融債、地方政府債等利率債以招標方式發行為主，公司債發行利率多以相同期限公債的到期殖利率為基礎，因此債券市場利率主要以公債殖利率曲線及所對應的信用利差為目標。

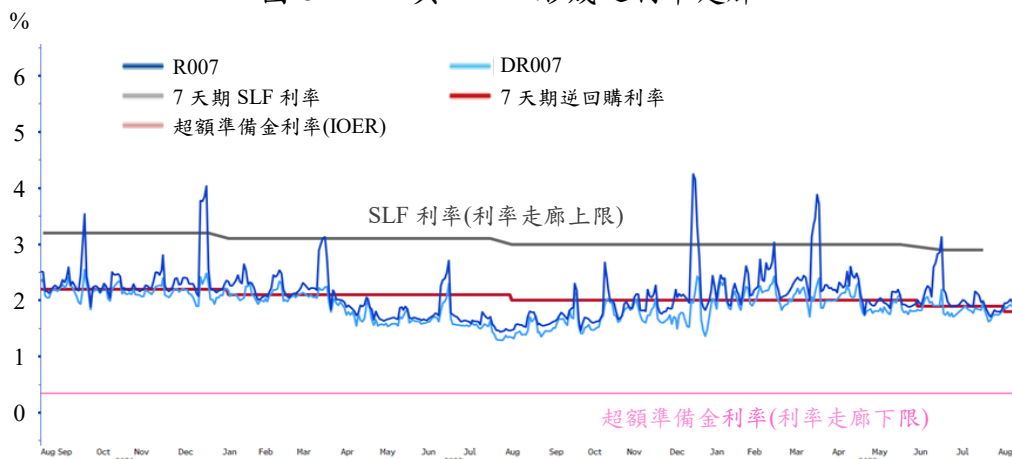
(5) 貸款利率

如貸款市場報價利率(LPR)，為商業銀行對其最優質客戶提供之貸款利率，並為其他貸款利率之參考指標。報價方式係由 18 家報價行按 MLF 利率加點形成的方式，加點多寡則視銀行本身資金成本、風險等。目前 LPR 包含 1 年期及 5 年期二個品種，分別為短期及中長期實際貸款利率的重要參考指標。

利率走廊(Interest Rate Corridor)」簡介

利率走廊的建立主要在 2014 年 5 月後進行，係人行為了調控貨幣市場基準利率而設置的操作系統，其運作機制是人行透過向商業銀行提供流動性，同時配合公開市場操作，將貨幣市場基準利率控制在政策利率附近。理論上，常備借貸便利(SLF)為利率走廊上限，超額準備金利率(IOER)為利率走廊下限。2016 年起，人行公開市場操作改為每天進行，並持續在 7 天期逆回購利率上滾動操作，形成了公開市場操作引導市場基準利率(DR007)在關鍵政策利率(7 天期逆回購利率)附近波動之調控模式，有助穩定貨幣市場利率波動性及市場預期。近年來 DR007 與 7 天期逆回購利率連動程度相當高，且皆控制在 SLF 和 IOER 形成之利率走廊內(圖 8)。

圖 8 SLF 與 IOER 形成之利率走廊

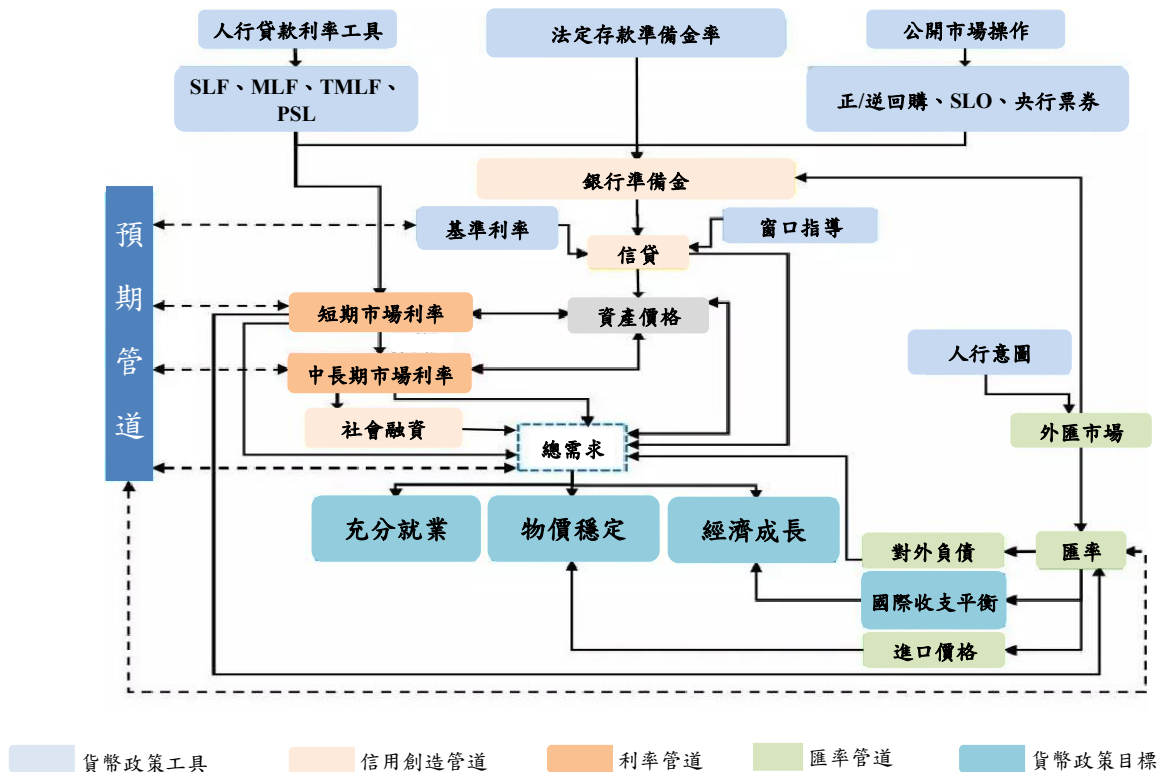


資料來源：Bloomberg

六、人行貨幣政策傳遞機制

在人行貨幣政策傳遞機制(圖 9)中，起始於貨幣政策工具，人行同時使用了數量型貨幣政策工具(包括 OMO、存款準備金等)和價格型貨幣政策工具(包括 OMO 利率、SLF、MLF、PSL、基準利率等)，分別經過貨幣數量、價格兩個渠道，傳導至貨幣政策之最終目標。在數量型調控架構下，主要是透過控制信用創造、外匯市場、資產價格三個管道來影響貨幣政策最終目標；而在價格型調控架構下，主要是透過控制市場利率，進而影響資產價格和信用創造，進而影響總需求，再共同影響產出(經濟成長)、物價(通膨)等貨幣政策最終目標。

圖 9 人行貨幣政策傳遞機制流程



資料來源：本研究整理

而「預期」在貨幣政策傳遞機制中亦發揮作用。長期通膨預期會影響長端利率，而貨幣政策變化可影響市場對經濟之預測，進而影響未來之投資及消費活動。以下針對貨幣政策傳導機制三大管道(信用創造、匯率及利率管道)作進一步介紹。

(一) 信用創造管道

銀行信貸及影子銀行¹³融資行為會改變企業及居民部門的投資、消費，進而影響總需求。在調控過程中，人行主要工具在於調節法定存款準備金率來改變信貸規模，進而改變貨幣乘數，同時透過 OMO 改變基礎貨幣。人行亦可透過窗口指導直接影響信貸供給，進而影響貨幣乘數。

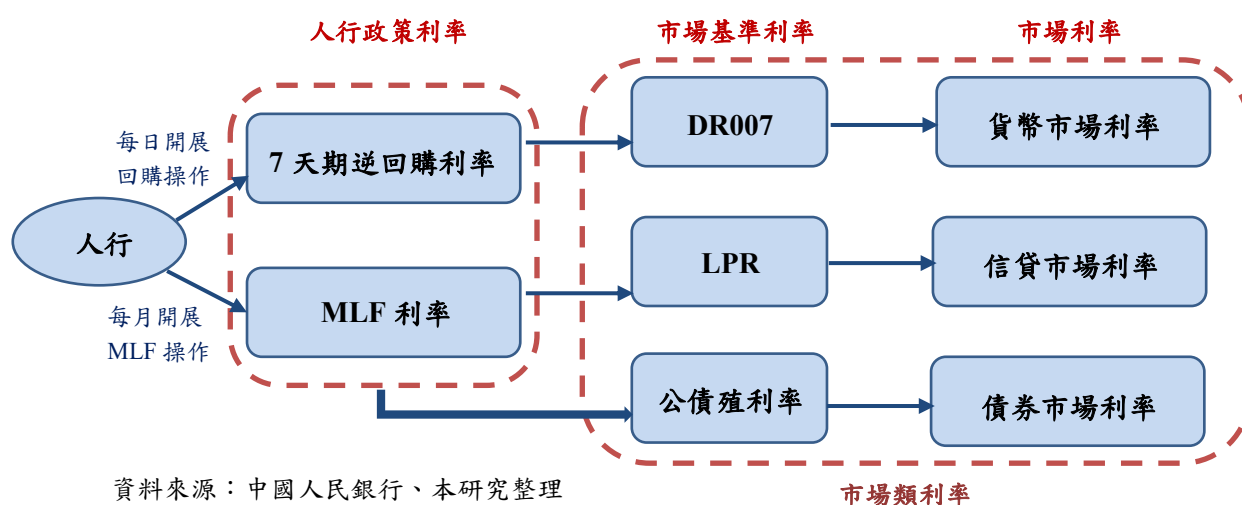
(二) 匯率管道

一是人行通過在外匯市場進行干預，對基礎貨幣及匯率產生影響；二是匯率能改變國內外商品之相對價格，進而影響淨出口、國際收支與產出等貨幣政策最終目標。此外，匯率變化亦改變國內企業及居民的對外負債，進而影響總需求。

(三) 利率管道

人行貨幣政策工具中，公開市場操作(常用者為 7 天期逆回購利率)首先影響短期市場利率，同時人行中長期政策利率(如 MLF)可部分影響貸款利率(圖 10)。此外，短期市場利率亦傳遞至銀行間中長期市場利率及金融體系中其它融資利率，最終影響總需求及產出、物價等貨幣政策目標。

圖 10 中國現行之利率傳遞管道



¹³ 影子銀行為從事金融中介活動，具有與傳統銀行類似信用、期限或流動性轉換功能，但未受政府部門規範、提供明確的信用保證或流動性支援的金融實體或準實體。

參、中國人民銀行貨幣及匯率政策走向

一、迄今中國貨幣政策寬鬆力道相對溫和

中國在新冠(COVID-19)疫情解封、經濟重啟後，信心仍疲弱復甦不如預期，以及為因應房地產危機，政府推行房地產業及地方政府去槓桿化，致總需求放緩，經濟成長與物價持續面臨下行壓力¹⁴，人行自 2023 年以來已分別二度下調政策利率及三度下調存款準備金率，並於同年 12 月透過抵押補充貸款(PSL)挹注市場流動性¹⁵ (COVID-19 疫情後人行降息及降準狀況詳表 3)。

表 3 2020 年以來人行降息及降準概況

年度	降 息 幅 度 (基 點)	降 準 幅 度 (基 點)
2020 年		
1 月		-50
2 月	-10	
3 月		-50 (定向降準)
4 月	-20	
4 月 / 5 月		-100 (定向降準)
2021 年		
7 月		-50
12 月		-50
2022 年		
1 月	-10	
4 月		-25
8 月	-10	
12 月		-25
2023 年		
3 月		-25
6 月	-10	
8 月	MLF -15	
	OMO -10	
9 月		-25
2024 年		
1 月		-50

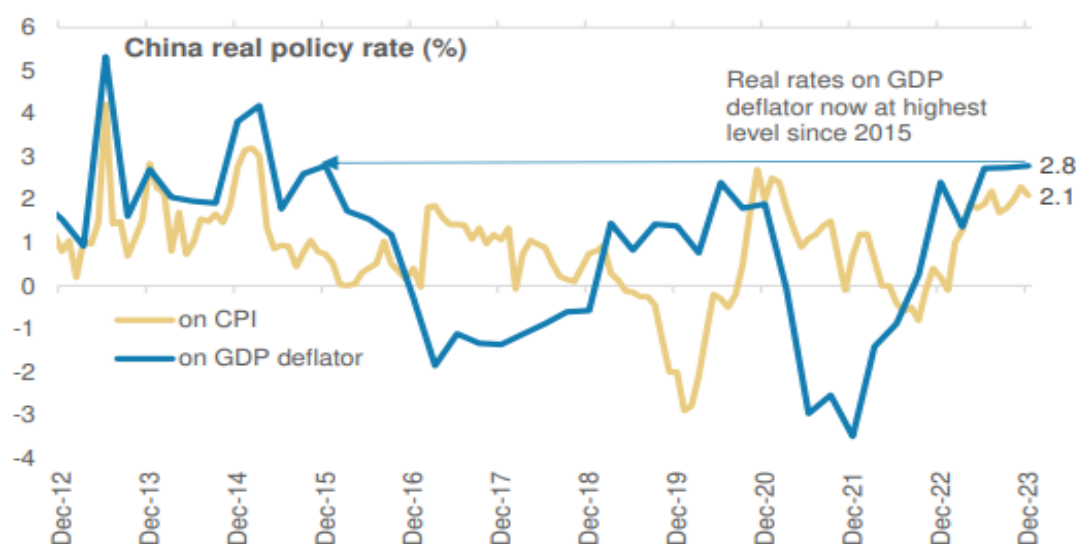
資料來源：中國人民銀行、本研究整理

¹⁴ 2023 年第 4 季中國實質 GDP 季增年率由 2023 年第 3 季的 1.3% 下滑至 0.7%。而物價方面，因食物、能源及耐久財價格持續疲軟，2023 年 12 月中國 CPI 年增率為 -0.3%，已連續 3 個月低於 0%；2023 年 12 月中國 PPI 年增率為 -2.7%，該數據自 2022 年 10 月以來皆為負值。

¹⁵ 據報導，2023 年 12 月中國人行時隔 10 個月重啟 PSL，挹注政策性銀行 1 兆人民幣之流動性，資金或用於振興房市(如城中村改造及保障性住房建設)。2023 年 12 月 PSL 淨增加 3,500 億人民幣，創史上單月第三高。

惟外界指出，人行雖採行寬鬆貨幣政策，目前寬鬆力道尚屬溫和¹⁶。以實質利率為例，經GDP平減指數及CPI調整之實質政策利率最新資料分別為2.8%及2.1%，仍處於2015年以來最高水準(圖11)。

圖 11 中國實質政策利率仍處於近年高點



資料來源：Morgan Stanley

此外，中國名目利率自2023年8月以來未再進一步調降。儘管近期中國公布之經濟數據不甚理想，2024年1月人行仍維持MLF及LPR利率不變(外界原先多預期有機會降息)，僅透過降準釋出流動性，可能原因包括：

- (一) 國內因素：因目前中國國內銀行放款與存款利差已經很低，若人行激進降息(如快速調降貸款利率)，恐衝擊銀行淨利息收益(net interest margin)。
- (二) 國外因素：Fed於2023年7月進行本輪最後一次升息，惟暗示高利率可能維持更長一段時間(higher for longer)，此後幾個月內美元走強且美國殖利率上升，人民幣匯價相對弱勢，致人行無大力實施寬鬆的迫切性。

¹⁶ Ahya, Chetan et al. (2024), "The Viewpoint: China – Deflationary Pressures Still Persistent," *Morgan Stanley Research*, Jan. 8; Ahya, Chetan et al. (2024), "The Viewpoint: China – What's Holding Policymakers Back from Aggressive Easing?" *Morgan Stanley Research*, Jan. 22.

二、人行或不樂見人民幣大幅貶值

(一) 人民幣匯率貶值或有助緩解中國通貨緊縮壓力，並可刺激出口；2023 年

受到中國經濟成長疲軟及美中利差擴大的影響，人民幣對美元持續走弱，

並於 5 月貶破 7.0 關卡後加速貶值(圖 12)，惟從人行陸續祭出匯率穩定

措施來看，其或不樂見人民幣大幅貶值。



資料來源：Bloomberg

(二) 2023 年人行因應人民幣貶值採行之匯率穩定措施 (可實施工具詳表 4)

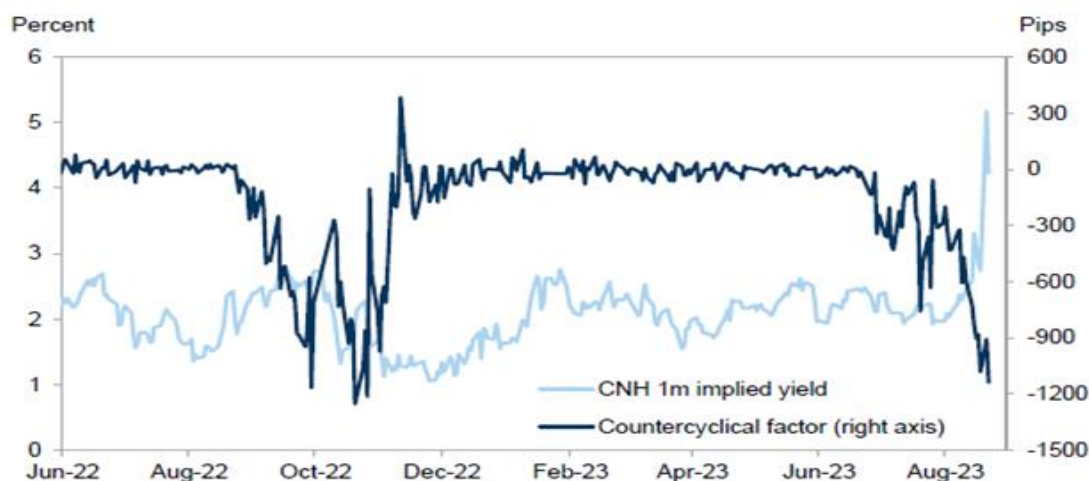
1. 每日設定偏強的人民幣中間價¹⁷。外界推測人行於人民幣兌美元匯率中間價報價模型重啟「逆週期因子」。
2. 2023 年 6、7 月要求中國國有銀行下調美元定期存款利率上限。
3. 2023 年 7 月宣布企業及金融機構之跨境融資總體審慎調節參數¹⁸由 1.25 上調至 1.5。

¹⁷ 人行於 2017 年 5 月 26 日首次宣布人民幣中間價定價機制新增逆週期因子，其類似逆風操作概念，以緩和人民幣單向貶值預期的羊群效應，被視為人行降低人民幣匯率波動的緩衝工具，也間接反映人行對人民幣走勢的意向。每日開盤前中間價定價機制係參考：(1)前一天在岸人民幣即期匯率收盤價；(2)人民幣對一籃子貨幣匯率之加權變動值；(3)逆週期因子(係人行一種酌情調整工具，惟人行未對外公布算法)等 3 項因素決定。

¹⁸ 金融機構與企業之外債借款額度上限=資本或淨資產 x 槓桿比率 x 跨境融資總體審慎調節參數。上調跨境融資總體審慎調節參數，表示企業與金融機構跨境融資的上限提高，有助於增加境外資金流入。

4. 2023 年 8 月人行發布第 2 季度中國貨幣政策執行報告，指出「透過加強預期管理、調節外匯市場供需，並上調跨境融資總體審慎調節參數等方式，積極穩妥應對人民幣匯率貶值壓力...」，透過官方宣示來穩定市場對匯率之預期。
5. 2023 年 8 月底人行在香港增發 3 個月期央行票據，收緊離岸人民幣市場流動性，增加作空人民幣成本。
6. 2023 年 9 月宣布外匯存款準備金率¹⁹下調 2 個百分點，由 6% 降至 4%，釋放美元流動性，以減緩人民幣貶值壓力。
7. 2023 年第 3 季報導指出，有中國大型國有銀行在即期外匯市場買入離岸人民幣/賣出美元，收緊人民幣流動性，推升人民幣拆款利率(短端人民幣資金成本飆升，圖 13 淺藍色線)，增加作空人民幣成本，並在遠匯市場賣出離岸人民幣/買入美元。此係人行透過中資銀行承作期限較短之離岸人民幣換匯交易，控管離岸人民幣流動性。

圖 13 1 個月期離岸人民幣隱含利率驟升至 5% 之上



資料來源：Goldman Sachs

¹⁹ 調降金融機構外匯存款準備金率(Required Reserve Ratio, RRR)，或使銀行減少存放在人行之美元，降低買入美元/賣人民幣之需求，故可釋放美元流動性，進而促使美元走弱。

表 4 人行穩定人民幣匯率之可用工具

項目	工具	機制	引導 人民幣升值	引導 人民幣貶值
直接影響匯價	直接進場干預	人行運用外匯存底買賣外匯	買入人民幣/賣美元	賣人民幣/買美元
	引導國有銀行進場買賣外匯	國有銀行通常在即期市場賣美元/買人民幣；在遠期市場買美元/賣人民幣	透過 Sell/Buy USD/CNY 換匯交易	N/A
	逆週期因子	設定每日中間價	偏強之中間價	偏弱之中間價
流動性調節	金融機構外匯存款準備金率(RRR) ²⁰	釋放/收回境內美元流動性	降低 RRR 來釋放美元流動性	提高 RRR 來收回美元流動性
	外匯遠期交易之外匯風險準備金率(Risk RRR) ²¹	影響在遠匯市場作空人民幣之交易成本	提高 Risk RRR 來增加在遠匯市場作空人民幣之成本	降低 Risk RRR 來減少在遠匯市場作空人民幣之成本
	在香港發行人民幣計價債券	收回/釋放離岸人民幣流動性，以提高/降低作空人民幣成本	增發人民幣債券來收回人民幣流動性	N/A
資本移動措施	總體審慎措施	調整「跨境總體審慎調節參數」來影響企業或金融機構跨境資金流出入	調高「跨境融資之總體審慎調節參數」來增加跨境資金流入額度	降低「跨境融資之總體審慎調節參數」來減少跨境資金流入額度
	資本管制措施	針對居民或非居民匯出入資金設定限額	2015~2016 年人行限制境外機構跨境資金匯出	N/A
口頭干預	口頭指引	人行透過聲明稿、官員談話來引導市場對匯率之預期	人民幣不存在單邊貶值基礎，監管層絕不會任由匯率失控 (如：2018 年 10 月)	不應押注人民幣匯率單向升值 (如：2021 年 5 月)

資料來源：Goldman Sachs、本研究整理

²⁰ 以調升金融機構外匯存款準備金率(RRR)為例，銀行需將更多美元存放在人行，增加其賣人民幣、買美元之需求，故可收回美元流動性，進而促使美元升值、壓抑人民幣走勢。

²¹ 遠期售匯外匯風險準備金係指人行要求銀行按其遠期售匯(銀行賣匯/客戶買匯)簽約金額之一定比率提存資金，並以美元繳存於人行，以增加遠期作空人民幣之成本。2018 年 8 月人行宣布將 Risk RRR 由 0%調升至 20%。

(三) 歷史經驗顯示，人行傾向維持人民幣匯率穩定。例如：2008~2009 年全球金融危機時期，人行將人民幣對美元匯價錨定在 6.83 附近，並持續至 2010 年中²²；2018 年美中貿易戰時期，人行亦透過中間價機制、換匯交易、於香港增發央票及提高外匯風險準備金率等措施，阻貶人民幣。

三、人民幣匯率展望

(一) 影響 2024 年人民幣對美元匯率之主要因素

1. 中美利差
2. 淨出口狀況
3. 季節性因素
4. 人行外匯政策
5. 資金流入出之結構性變化

(二) 外界多預期，短期內人民幣對美元(USD/CNH)可能在 7.1~7.3 區間波動，

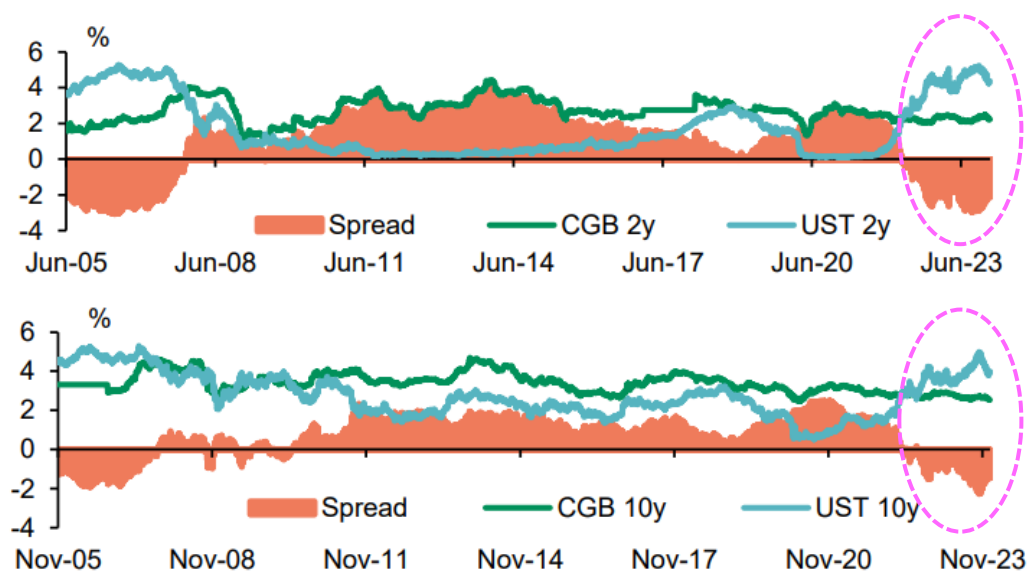
直到 Fed 結束緊縮循環轉向降息，人民幣有望小幅升值。然而，鑑於中美負利差持續(下頁圖 14)，且中國國內面臨去槓桿化問題，人民幣要大幅升值(如 USD/CNH 跌破 7.0)仍具難度。

1. 中美利差：預期 2024 年中美負利差將縮小，有助減緩國內資本外流並吸引外資流入中國，進而提振人民幣。利差縮小也有助降低企業的外匯避險成本，進而提高出口商外匯避險的誘因。
2. 淨出口狀況：商品出口貿易是中國資金流入的穩定來源。如 2020~2021 年中國出口貿易強勁時，帶動人民幣走強；而 2023 年因全球經濟放緩及地緣政治因素導致中國出口貿易疲弱，此期間人民幣表現不佳。

²² Wang, Ju (2024), “RMB: 10 Key Questions for 2024,” *BNP Paribas*, Jan. 11.

3. 季節性因素：香港上市的中國公司通常在每年 5~10 月支付股息，股息資金匯出或使人民幣承壓；而出口商賣出美元之季節性模式(第 1 季及第 3 季為出口商出售美元的主要季節)，通常會對人民幣帶來較好的支撐。
4. 人行外匯政策：如前所述，人行透過中間價定價、公開市場操作及總體審慎措施等工具影響人民幣匯價。其中，從人行每日公布的人民幣中間價顯示，儘管中國經濟需要寬鬆的貨幣政策，官方仍傾向維持人民幣匯率穩定。有鑑於此，外界預估短期間人民幣雙向區間波動將會持續下去。
5. 資金流入出之結構性變化：除了外人直接投、對外投資及證券投資之資金進出外，2023 年初中國解封、取消旅遊限制後，出國旅遊人數反彈上升，然而目前與疫情前的水準仍有一段差距，預期隨著經濟逐漸復甦，旅遊相關資金流出或為人民幣帶來部分貶值壓力。

圖 14 中美利差縮小，惟目前仍為負利差



資料來源：Bloomberg、BNP Paribas

四、結論

由 2024 年 1 月人行維持 MLF 利率的情況下調降存款準備金率 50 個基點顯示，目前人行傾向於流動性管理，而非降息。此種偏好可能來自於對人民幣匯率的擔

憂—自 2022 年以來，中美利差已成為人民幣的負面因素，儘管中國貿易順差仍提供一定程度上的緩衝(支撐人民幣匯率)，但隨著過去幾個月出口訂單的減少，緩衝已經開始減少。在匯率方面，外界多預計近期內 USD/CNH 將於 7.1~7.3 之間盤整²³，儘管中國官方祭出一系列刺激措施，為人民幣帶來了一次性的正面助力，惟美國強韌的經濟亦對美元帶來支撐，預計 USD/CNH 在 Fed 政策轉向前仍可保持在 7.1 上方。

²³ Wang, Ju (2024), “RMB: 10 Key Questions for 2024,” *BNP Paribas*, Jan. 11 ; 8.Zhang, Lemon (2024), “China: One Step at a Time, but Better be Quick,” *Barclays Research*, Jan. 26.

肆、參考資料

1. Ahya, Chetan et al. (2024), “The Viewpoint: China – Deflationary Pressures Still Persistent,” *Morgan Stanley Research*, Jan. 8.
2. Ahya, Chetan et al. (2024), “The Viewpoint: China – What’s Holding Policymakers Back from Aggressive Easing?” *Morgan Stanley Research*, Jan. 22.
3. Chang, Jian et al. (2017), “China: PBoC watching —The Evolving Policy Framework,” *Barclays Emerging Markets Research*, Dec. 14.
4. Danny Suwanapruti et al. (2023), “CNY — PBoC Tapping Harder on the Brakes,” *Goldman Sachs Research*, Aug. 30.
5. Wang, Ju (2024), “RMB: 10 Key Questions for 2024,” *BNP Paribas*, Jan. 11.
6. Wang, Lisheng et al. (2023), “Why China’s Monetary Easing Has Become Less Effective Post-Covid,” *Goldman Sachs Research*, Dec. 18.
7. Wei, Maggie et al. (2023), “Q&A on the recent RMB depreciation and policy reaction,” *Goldman Sachs Research*, Aug. 23.
8. Zhang, Lemon (2024), “China: One Step at a Time, but Better be Quick,” *Barclays Research*, Jan. 26.
9. 張曉慧(2012)，「中國貨幣政策」，中國金融出版社。
10. 馬駿等(2017)，「新貨幣政策框架下的利率傳導機制」，中國金融出版社。
11. 中國人民銀行(2022)，「第一季度貨幣政策執行報告」，5月10日。
12. 中國人民銀行(2023)，「第二季度貨幣政策執行報告」，8月18日。

13. 中國人民銀行(2016),「中國人民銀行行長周小川記者會文字實錄」, 2月26日。
14. 林雅鈴(2023),「金權在握:中國金融監管體系變革之影響」,財團法人國防安全研究院國家安全所專題報告。
15. 易綱(2021),「中國利率體系與利率市場化改革」,2021年第9期金融研究。