

出國報告（出國類別：其他）

參加 Goldman Sachs 舉辦之  
「2023 Official Institutions Seminar」及  
客製化課程心得報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：王梓彥 四等專員

黃名慈 辦事員

派赴國家/地區：美國紐約

出國期間：112年6月6日至18日

報告日期：112年9月5日

# 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.....	16
參、中國經濟情勢與人行政策走向.....	18
一、本年中國總體經濟背景：復甦不如預期.....	18
二、為提振疲弱之經濟，人行祭出寬鬆貨幣政策.....	19
三、近期人民幣持續貶值，人行之因應措施.....	20
四、人民幣匯率未來展望.....	25
肆、心得及建議事項.....	26
伍、參考資料.....	27

## 壹、前言

職奉派於本(2023)年 6 月 6 日至 6 月 18 日參加 Goldman Sachs 舉辦之「2023 Official Institutions Seminar 及客製化課程」，參加人員主要為各國中央銀行或政府機構外匯存底管理者及交易人員，而講者為 Goldman Sachs 資產組合管理人、經濟研究分析師及具實務操作之交易員等，課程主要內容包含：全球總體經濟與央行貨幣政策前景、中國人民銀行貨幣政策架構及主要貨幣匯市展望等多項議題，本報告謹針對中國部分加以詳加介紹。

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、貨幣政策工具及傳遞機制；第二部分為「中國經濟情勢與人行政策走向」，內容包括近期中國總體經濟背景、人行祭出之寬鬆貨幣政策，並就近期人民幣持續貶值，探討其原因及人行可行之因應措施，並就 2018 年美中貿易戰時期與近期人民幣貶值時，人行祭出之匯率穩定措施予以比較，再以人民幣匯率展望作結；最後並附上本次研習心得與建議事項。

## 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<sup>1</sup>、貨幣政策工具<sup>2</sup>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

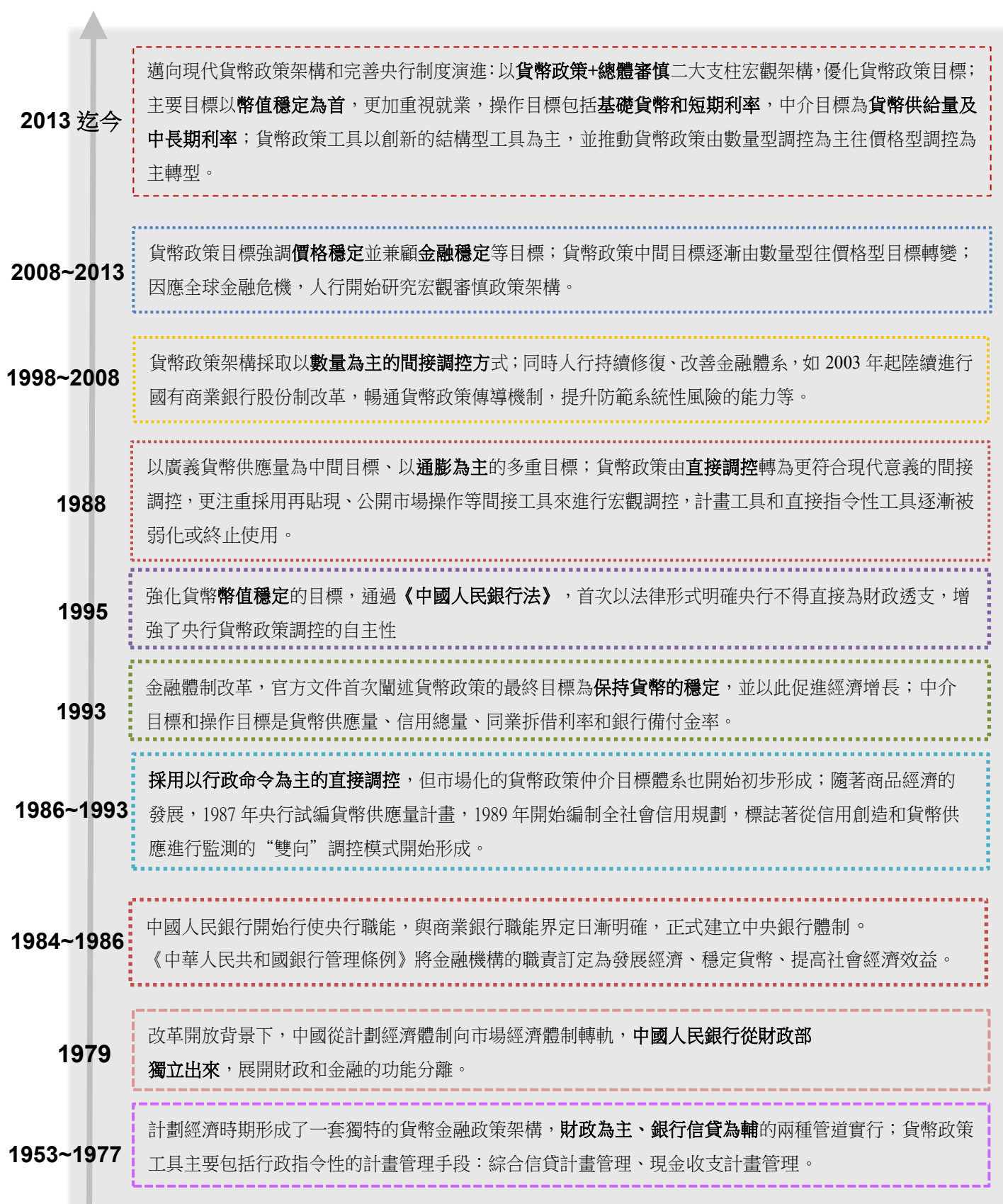
1984年，中國人民銀行開始專責行使中央銀行職權。1995年，依《中華人民共和國中國人民銀行法》第二條：「中國人民銀行在國務院領導下，制定和執行貨幣政策」，法律上賦予人行制定和執行貨幣政策職權。同法第三條：「貨幣政策目標是保持貨幣幣值的穩定，並以此促進經濟增長。」亦對貨幣政策架構訂出規定。中國經過數十年的改革後，已基本建立與社會主義市場經濟體制相適應之金融體制和運行機制，2022年第1季人行貨幣政策執行報告中首次表示：「健全現代貨幣政策框架取得明顯成效」，意味著中國已從傳統架構邁向現代貨幣政策架構。

---

<sup>1</sup> 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。

<sup>2</sup> 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：本文作者整理

### 三、 中國人民銀行組織架構

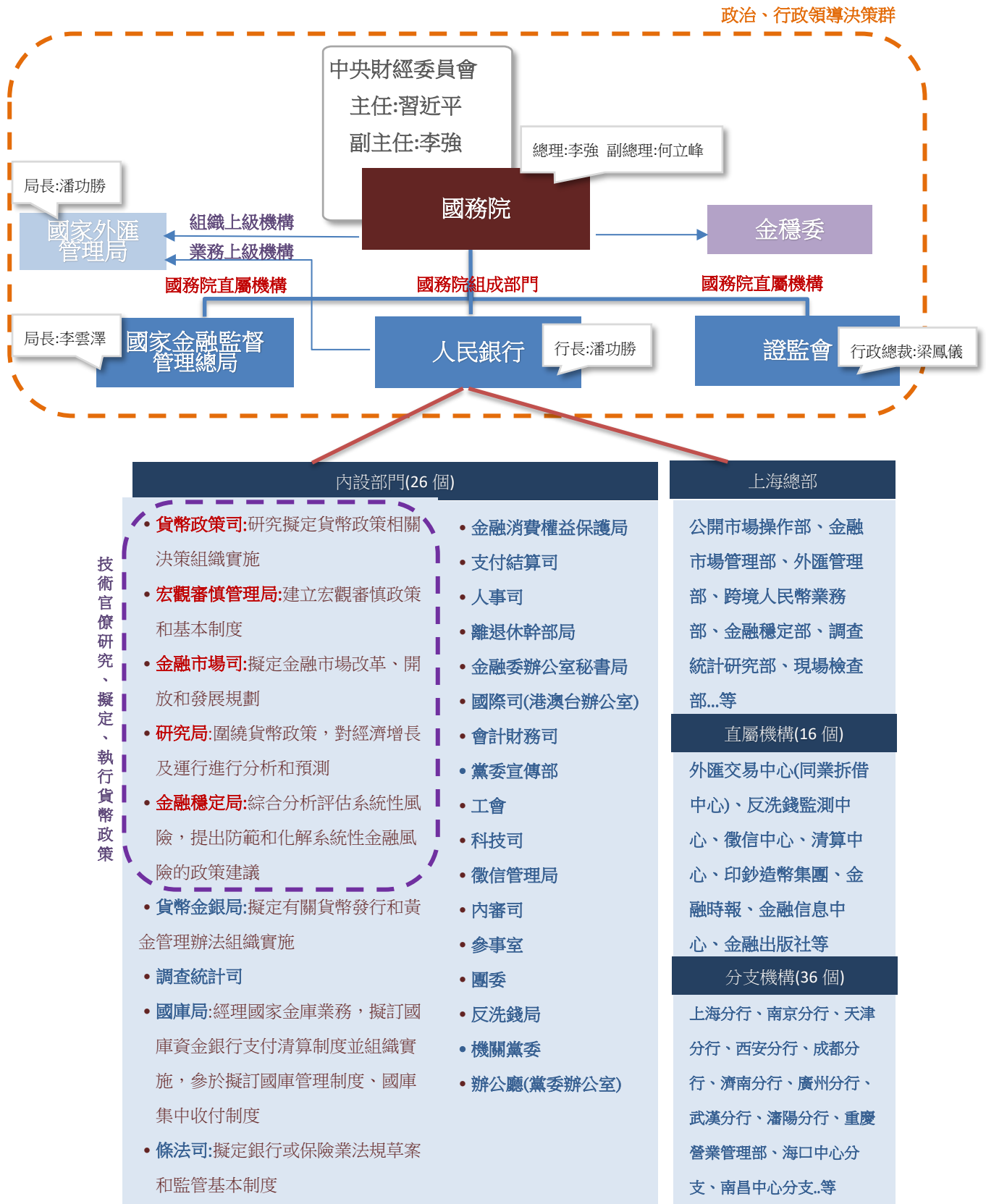
#### (一) 中國金融監管體系歷史沿革分三階段

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

本年 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(下頁圖 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

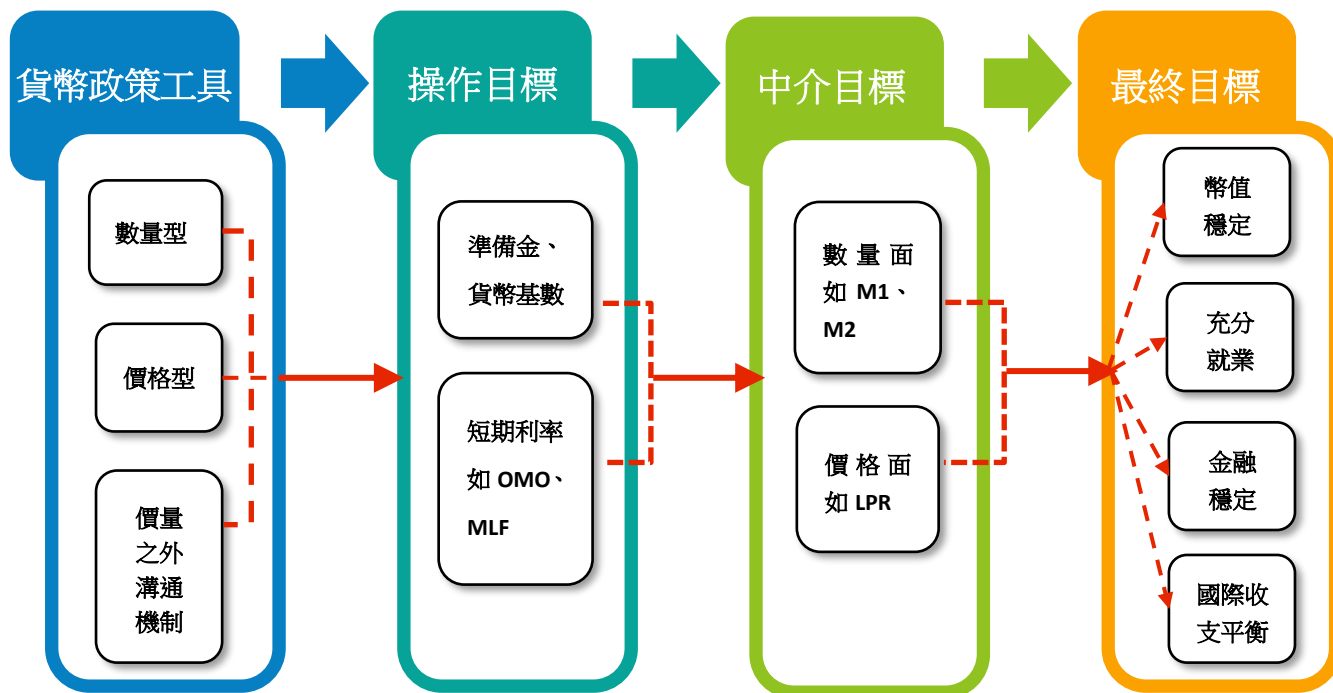


資料來源: 人民銀行官網、《黨和國家機構改革方案》、本文作者整理

#### 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



資料來源：本文作者整理

現代貨幣政策架構下的三大目標體系：

##### (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：

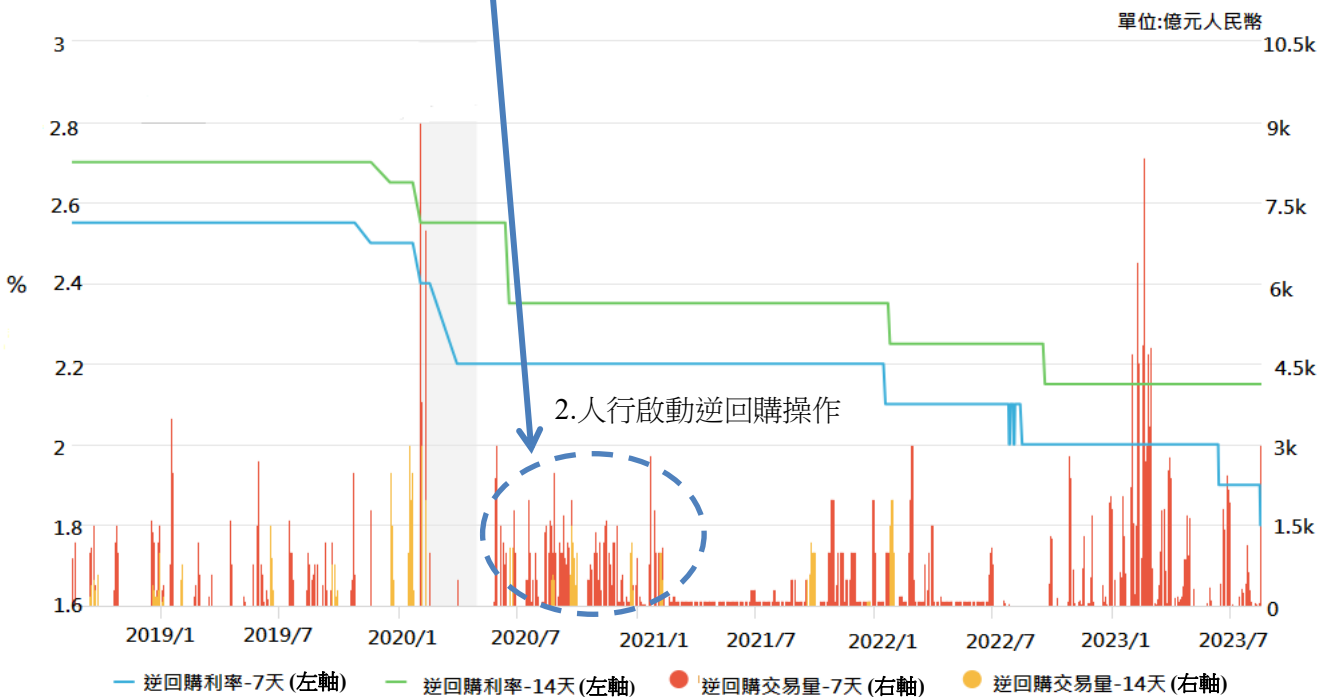
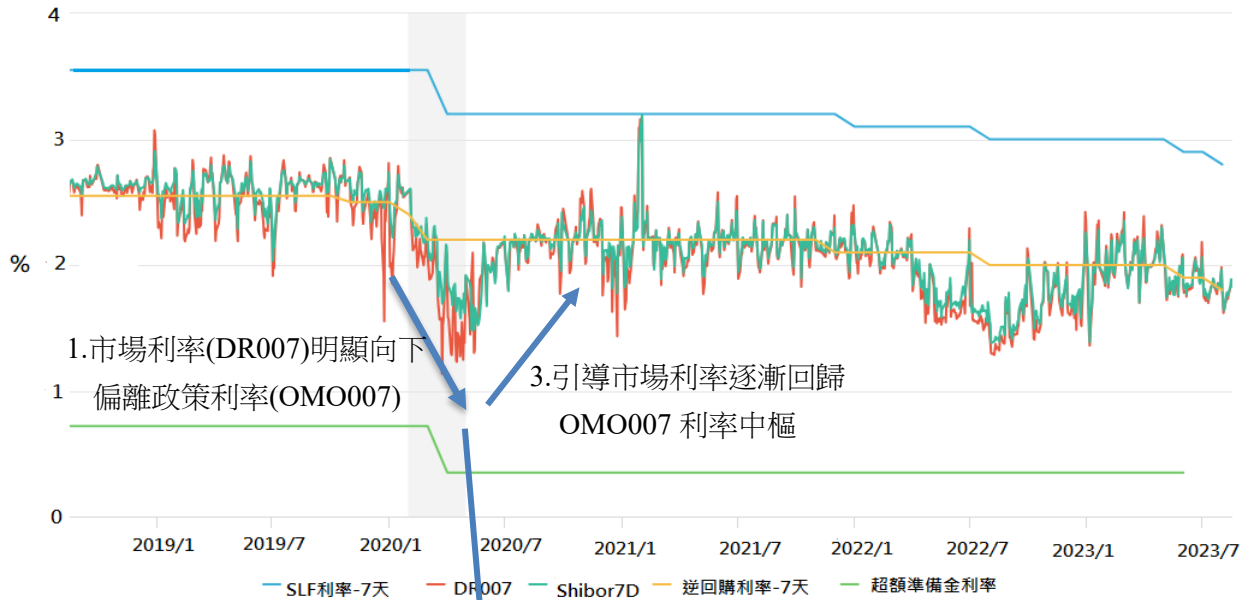
1. 明確政策利率的定義：以公開市場操作(Open Market Operation, OMO)利率作為短期政策利率，以中期借貸便利(Medium-term Lending Facility, MLF<sup>3</sup>)利率作為中期政策利率；
2. 透過流動性調節引導市場利率趨近政策利率。

<sup>3</sup> 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。



綜合以上二方面，即人行透過貨幣政策工具，在短端實現 DR007<sup>4</sup>以 OMO007<sup>5</sup>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 人行透過逆回購操作引導市場利率



<sup>4</sup> 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。  
<sup>5</sup> 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<sup>6</sup>(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<sup>7</sup>(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。

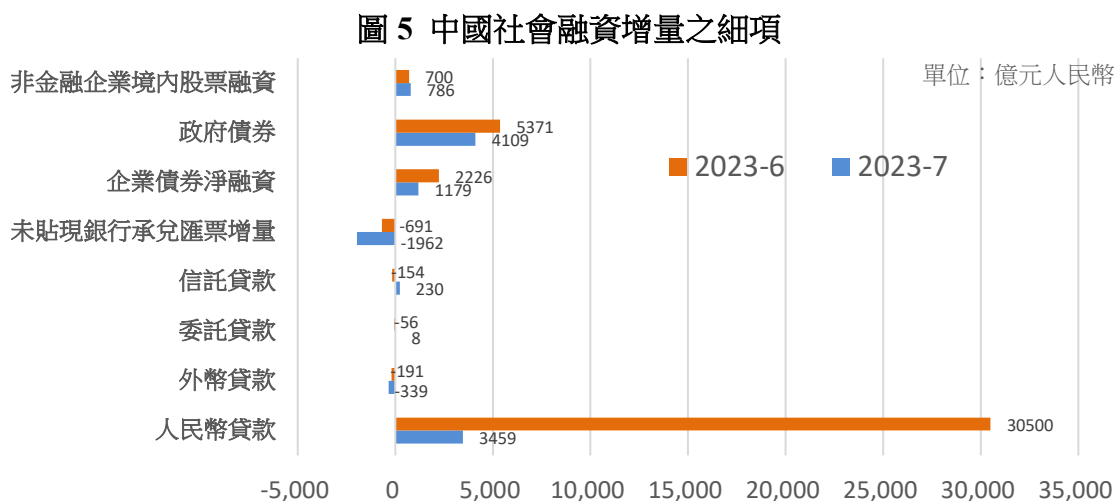


圖 6 中國 M1、M2 及社會融資增速變化



<sup>6</sup> 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。

<sup>7</sup> 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。

## 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, LPR<sup>8</sup>)，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 MPA<sup>9</sup>評價體系來督促各銀行的 LPR 使用情況。銀行目前掛鈎 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 掛鈎的貸款主要有三類，一是大量的存量房貸<sup>10</sup>，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 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

<sup>8</sup> 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 2 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。

<sup>9</sup> 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。

<sup>10</sup> 係指銀行已經撥款的房貸。

### (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	<b>流動性工具</b> — 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	<b>流動性工具利率</b> — 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
	<b>存款準備金</b>		<b>存款/貸款基準利率</b>
	<b>央行票券</b>		<b>央行票券利率</b>
人行被動影響 貨幣管理	<b>人行買賣外匯</b>	貨幣市場利率	<b>銀行間回購利率(正回購/逆回購)</b>
	<b>財政存款</b>		<b>上海銀行同業拆借利率(Shibor)</b>
	<b>流通在外通貨</b>		<b>票據貼現利率</b>
	<b>改變銀行提存準備</b>	債券市場利率	<b>公債/公司債殖利率</b>
		貸款利率	<b>貸款市場報價利率(LPR)</b>

資料來源：Barclays、本文作者整理

### (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法定存款準備金以外存放在人之資金。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<sup>11</sup>。

## (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	如短期逆回購操作利率
		常備借貸便利(SLF)利率	人行在利率走廊上限向金融機構按需求提供短期資金之利率
	中長期	中期借貸便利(MLF)利率	人行向金融機構提供中期資金之利率
		定向中期借貸便利(TMLF)利率	人行向小微企業提供中長期穩定資金之利率
		抵押補充貸款(PSL)利率	人行為了解決國開行棚戶區改造的資金難題創設之新型利率工具
		貸款基準利率	人行公布之商業銀行對客戶貸款的指導性利率
		存款基準利率	人行公布之商業銀行對客戶存款的指導性利率
		超額準備金利率(IOER)	人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	人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數平均數利率	
	貸款市場報價利率(LPR)	銀行對其最優質客戶提供之貸款利率，為其他貸款利率之參考指標	
	公債殖利率	市場交易形成之債券市場利率參考指標	

### 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,

<sup>11</sup> 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。

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<sup>12</sup>)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。

---

<sup>12</sup> 「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。

### (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。

## 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。

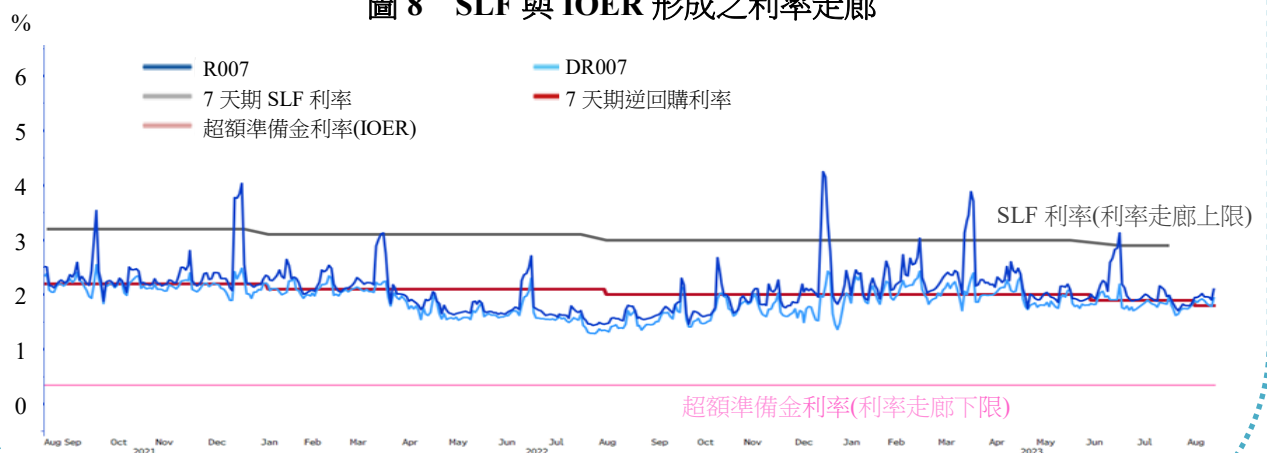
### (5) 貸款利率

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。圖 8 可見，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 SLF 與 IOER 形成之利率走廊

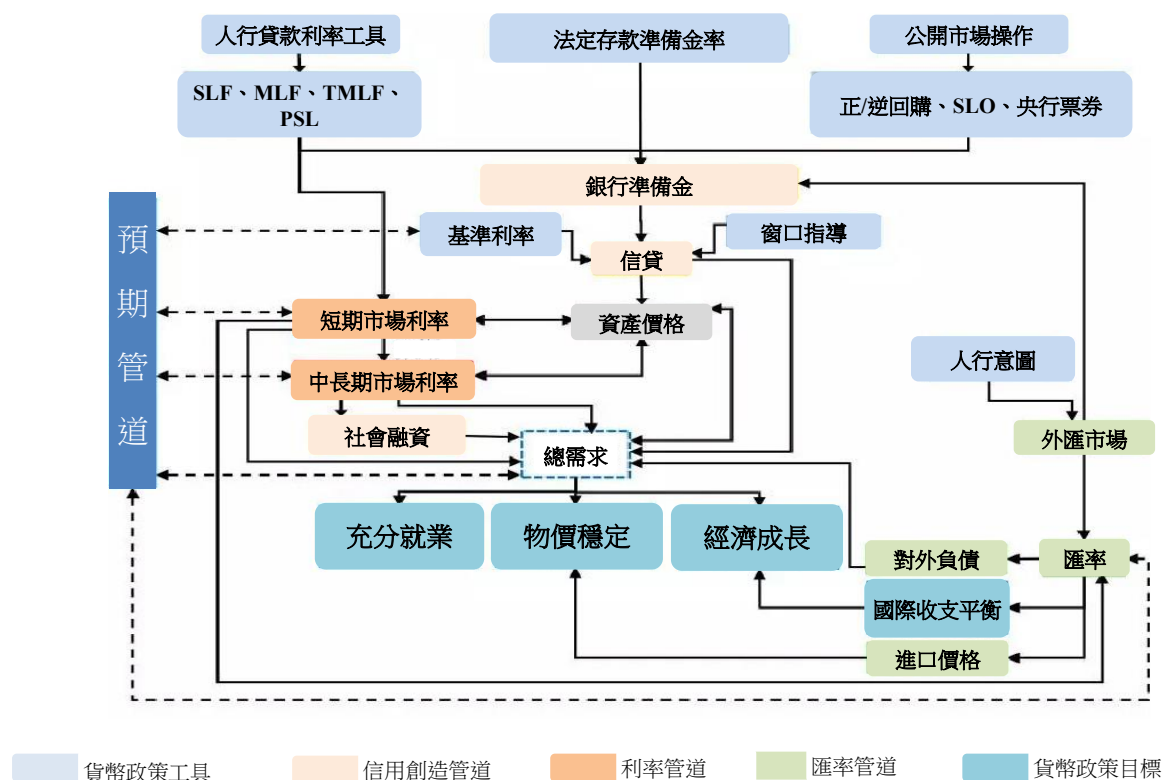


資料來源：Bloomberg

## 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(通脹)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：本文作者整理

而「預期」在貨幣政策傳遞機制中亦發揮作用。長期通脹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<sup>13</sup>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。

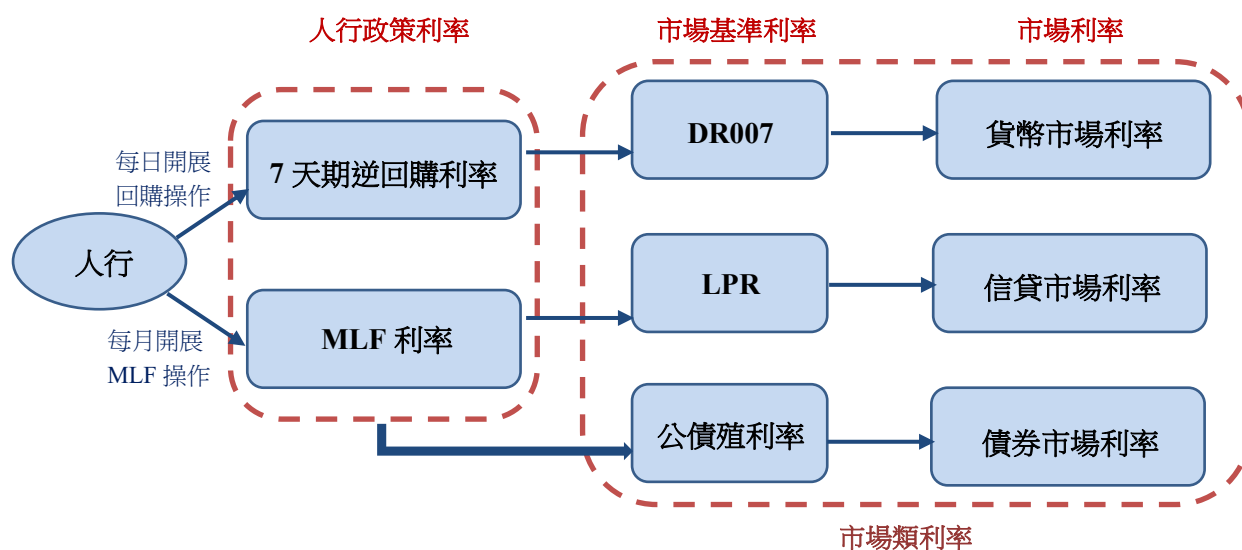
### (二) 匯率管道

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



資料來源：中國人民銀行(2021)、本文作者整理

<sup>13</sup> 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、中國經濟情勢與人行政策走向

### 一、 本年中國總體經濟背景：復甦不如預期

本年第 1 季中國因防疫政策甫全面放開，疫情期間積壓需求釋放，經濟快速反彈，惟第 2 季以來在解封後樂觀情緒修正下，經濟數據表現普遍不如預期(表 3)，以最新資料為例：

- 經濟活動：工業生產、固定資產投資、零售銷售年增率全面走弱，其中零售銷售年增率僅 2.5%，為近 6 個月以來最低。
- 貿易：出口年增率下降 14.5%，反映外部需求疲弱，及供應鏈持續撤離中國；進口年增率下降 12.4%，整體貿易餘額亦下滑。
- 國內物價：CPI 及 PPI 年增率分別為-0.3%及-4.4%，為中國 2020 年 11 月以來首次陷入通縮環境。
- 製造業及服務業：官方及財新製造業 PMI 皆降至榮枯線(50)之下，表示製造業活動萎縮；非製造業 PMI 近幾個月持續下降，僅略高於榮枯線之上。
- 貨幣及信貸：M2 年增率 10%，新增人民幣貸款 3,459 億元，社會融資總量年增率 8.9%，皆較前幾個月明顯放緩。

表 3 本年以來中國總體經濟數據

類別	經濟數據	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月
經濟活動	工業生產(年增率%)	-9.8	18.8	3.9	5.6	3.5	4.4	3.7
	固定資產投資(年增率%)	5.5	5.5	4.8	3.9	2.2	3.4	2.6
	零售銷售(年增率%)	-0.2	3.5	10.6	18.4	12.7	3.1	2.5
貿易	出口(年增率%)	-11.6	-2.7	11.4	7.3	-7.1	-12.4	-14.5
	進口(年增率%)	-20.9	4.2	-1.6	-8.1	-4.5	-6.8	-12.4
物價	CPI(年增率%)	2.1	1.0	0.7	0.1	0.2	0.0	-0.3
	PPI(年增率%)	-0.8	-1.4	-2.5	-3.6	-4.6	-5.4	-4.4
製造業及服務業	官方製造業 PMI	50.1	52.6	51.9	49.2	48.8	49.0	49.3
	財新製造業 PMI	49.2	51.6	50.0	49.5	50.9	50.5	49.2
	官方非製造業 PMI	54.0	55.6	56.9	55.1	53.8	52.8	51.5
貨幣及信貸	M2(年增率%)	12.6	12.9	12.7	12.4	11.6	11.3	10.7
	新增人民幣貸款(億元)	49,000	18,100	38,900	7,188	13,600	30,500	3,459
	社會融資總量(年增率%)	9.4	9.9	10.0	10.0	9.5	9.0	8.9

註：表格粉紅色代表該月數據較近三個月移動平均數為低；綠色代表該月數據較近三個月移動平均數高。

資料來源：Bloomberg、Goldman Sachs、本文作者整理

除了經濟基本面不佳之外，本年 8 月再傳出中國房地產巨擘「碧桂園」無法按時支付美元債券利息<sup>14</sup>、且今年上半年出現巨額虧損<sup>15</sup>之財務危機，為繼 2021 年底中國恒大集團違約後再傳房地產商暴雷事件，市場擔憂碧桂園違約或有蔓延至整個房地產及金融市場的系統性風險。根據 Goldman Sachs 經濟學家估計，房地產相關建設約占中國 GDP 的 18%，預估本年中國房地產活動放緩將拖累 GDP 年增率 1.5 個百分點<sup>16</sup>。

## 二、為提振疲弱之經濟，人行祭出寬鬆貨幣政策

本年截至 8 月底，人行已實施降準及多次降息等寬鬆貨幣措施(表 4)，且於 6 月 30 日召開之第 2 季貨幣政策例會中，對於貨幣政策之表述除繼續強調「精準有力實施穩健的貨幣政策」外，並重新提及「加大逆週期調節力度」、「加大宏觀政策調控力度」。故外界多預計下半年人行貨幣政策將延續寬鬆基調<sup>17</sup>。

表 4 本年以來人行貨幣政策之調整

時間	貨幣政策調整
2023/3/17	● 人行宣布全面降準 25 個基點
2023/6/13	● OMO 7 天期逆回購利率下調 10 個基點 ● 隔夜、7 天期、1 個月 SLF 利率各下調 10 個基點
2023/6/15	● 1 年期 MLF 利率下調 10 個基點
2023/6/20	● 1 年期及 5 年期 LPR 各下調 10 個基點
2023/8/15	● OMO 7 天期逆回購利率下調 10 個基點 ● 隔夜、7 天期、1 個月 SLF 利率各下調 10 個基點 ● 1 年期 MLF 利率下調 15 個基點
2023/8/21	● 1 年期 LPR 下調 10 個基點
2023/9/1	● 金融機構外匯存款準備金率下調 2 個百分點(由 6%降至 4%)

註：表格粉紅色項目為降準類政策；淺藍色項目為降息類政策。

資料來源：本文作者整理

<sup>14</sup> 未能如期償付二筆國際債券(合計 2,250 萬美元)之利息。

<sup>15</sup> 根據碧桂園公告，由於房地產銷售下滑導致毛利率下降及物業項目減值增加，預期上半年淨利出現淨虧損(金額約 450~550 億元人民幣)，與去年同期淨獲利 19.1 億元形成鮮明對比。

<sup>16</sup> Danny Suwanapruti et al. (2023), "Global Markets Daily: CNY — PBoC Tapping Harder on the Brakes," *Goldman Sachs*, Aug. 30.

<sup>17</sup> Goldman Sachs 預估未來數月中國官方將加碼寬鬆刺激措施，包括降準(預估本年底大、中小型銀行存款準備金率分別降至 8.75%、6.75%及 5.0%)和降息(MLF 及 LPR 分別降至 2.4%及 3.3%)，增發政府公債及房地產支持措施。

### 三、 近期人民幣持續貶值，人之因應措施

#### (一) 近期人民幣對美元持續貶值

受到中國經濟成長疲軟及美中利差擴大的影響，本年以來人民幣對美元持續走弱，並於 5 月再度貶破 7.0 關卡後加速貶值，在 8 月中旬觸及本年最弱 7.3363 (圖 11)。

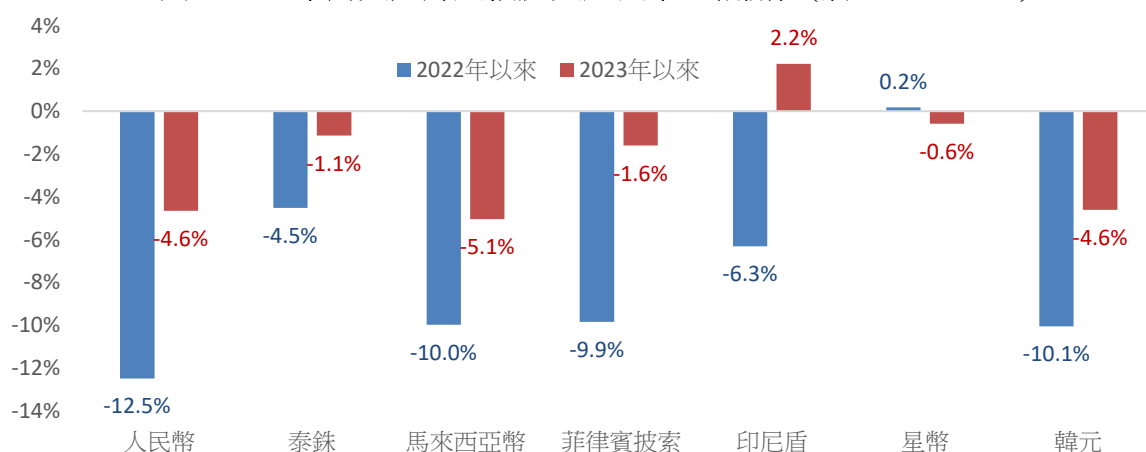
圖 11 近年 USD/CNH 匯率走勢



資料來源：Bloomberg

本年截至 8 月底，人民幣已貶值 4.6%，相較其他亞幣跌幅僅次於馬來西亞幣；若從上(2022)年開始計算，人民幣對美元貶值達 12.5%，相較其他亞幣跌幅最大。而人民幣與亞幣匯價走勢具一定程度之正相關性，近期亞幣亦多呈貶值(圖 12)。

圖 12 亞幣對美元升貶幅及與人民幣之相關性(截至 2023/8/31)



人民幣與各亞洲貨幣之相關性	泰銖	馬來西亞幣	菲律賓披索	印尼盾	星幣	韓元
2022 年迄今(8/31)	0.58	0.53	0.36	0.47	0.69	0.56
2023 年迄今(8/31)	0.56	0.52	0.40	0.38	0.71	0.57

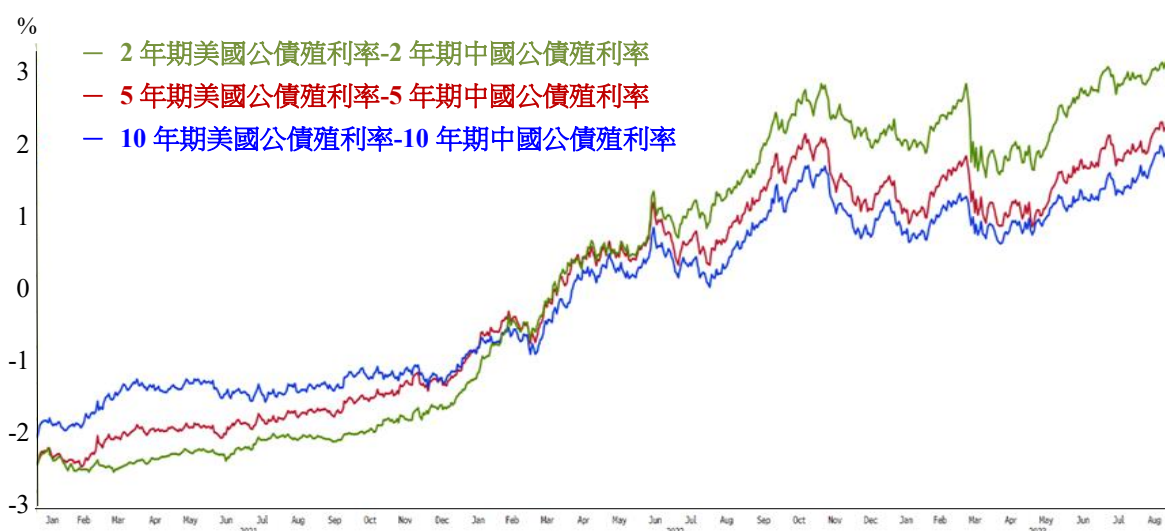
註：人民幣與各亞洲貨幣之相關係數，係採人民幣對美元與各亞洲貨幣對美元走勢之變動量計算。

資料來源：中央銀行

## (二) 美中貨幣政策分歧，為近期人民幣對美元貶值主因之一

1. 儘管 Fed 自上年 3 月啟動升息循環迄今已升息 5.25 個百分點，美國經濟數據(無論是在 GDP、消費及就業市場)仍持續展現韌性。本年 8 月 25 日 Fed 主席 Jerome Powell 於 Jackson Hole 央行年會仍釋出偏鷹言論－「目前通膨數據仍然過高，將謹慎評估是否進一步升息，或將利率維持在限制性水準，直到實現通膨回落至目標」，顯示 Fed 抗通膨之路或未告終；反觀本年人行仍陸續推出寬鬆政策，致人民幣相對美元貶值。
2. 美國公債殖利率上漲、中國公債殖利率下跌，美中利差擴大：本年截至 8/31 日，美國 2、5、10 年期公債殖利率分別上揚 44bps、25bps、23bps，而中國同期公債殖利率分別下降 22bps、23bps、26bps，導致美中公債利差擴大(圖 13、表 5)，此或引發債券投資資金流出中國，進而使人民幣承壓。

圖 13 近期美中公債利差擴大



資料來源：Bloomberg

表 5 美中公債殖利率變動及利差

日期	美國公債			中國公債			利差		
	2 年期	5 年期	10 年期	2 年期	5 年期	10 年期	2 年期	5 年期	10 年期
2021/12/31	0.724	1.263	1.510	2.358	2.583	2.775	-1.634	-1.320	-1.265
2022/12/31	4.426	4.004	3.875	2.339	2.625	2.839	2.087	1.379	1.036
2023/8/31	4.869	4.254	4.106	2.115	2.388	2.578	2.754	1.866	1.528
本年至 8/31 變動	+44bps	+25bps	+23bps	-22bps	-23bps	-26bps	+66bps	+48bps	+49bps

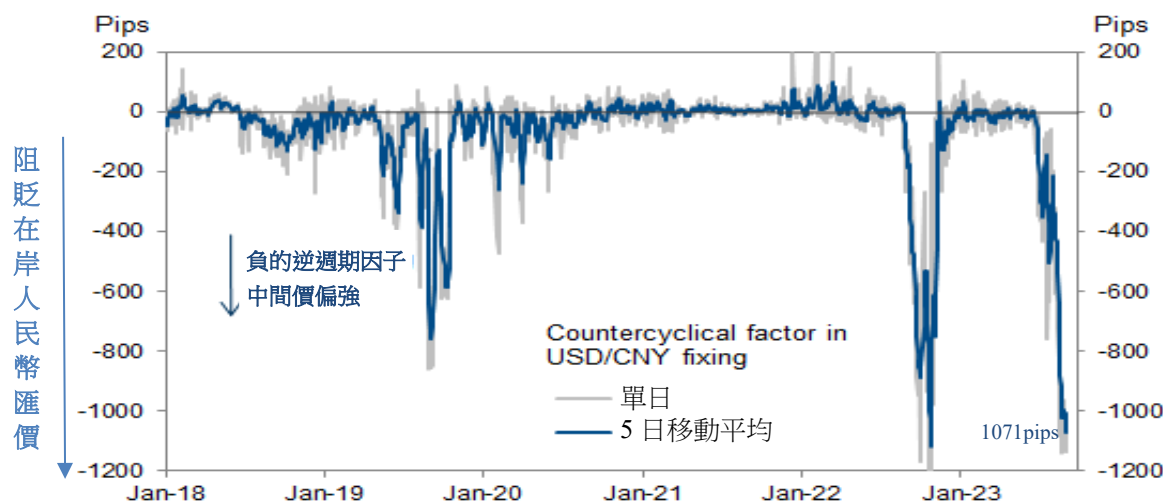
資料來源：Bloomberg

### (三) 人行可實施之匯率穩定措施

近期人行因應人民幣持續貶值，頻頻出手捍衛人民幣匯價，已陸續實施以下措施：

1. 每日設定偏強的中間價<sup>18</sup>。外界推測人行已於人民幣兌美元匯率中間價報價模型重啟「逆週期因子」，以 8 月最後一週為例，人民幣中間價平均偏強約 1071 點(圖 14)；
2. 本年 6、7 月要求國有銀行下調美元定期存款利率上限；
3. 7 月 20 日宣布企業及金融機構之跨境融資總體審慎調節參數<sup>19</sup>由 1.25 上調至 1.5；
4. 8 月 17 日人行發布第 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. 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. 9 月 1 日宣布於 9 月 15 日起外匯存款準備金率<sup>20</sup>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。

圖 14 近期人民幣中間價明顯偏強



資料來源：Goldman Sachs

<sup>18</sup> 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。

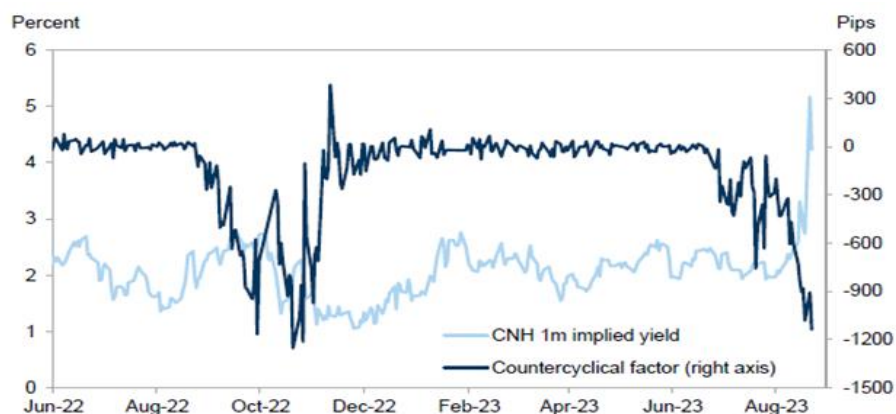
<sup>19</sup> 金融機構與企業之外債借款額度上限=資本或淨資產 x 槓桿比率 x 跨境融資總體審慎調節參數。上調跨境融資總體審慎調節參數，表示企業與金融機構跨境融資的上限提高，有助於增加境外資金流入。上年 10 月 25 日人民幣劇貶之際，人行已將跨境融資總體審慎調節參數由 1 上調至 1.25。

<sup>20</sup> 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。本次係自上年以來的第三次下調外匯 RRR。



7. 本年 8 月報導指出，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(近期短端人民幣資金成本飆升，圖 15 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 15 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

值得一提的是，2018 年美中貿易戰時期，人行因應人民幣急遽貶值亦使用多項匯率政策工具，與本次穩定人民幣匯率作法比較如下表 6：

表 6 人行 2023 年與 2018 年穩定人民幣匯率之背景及作法比較

背景	2018 年	2023 年
總體經濟背景	美國經濟強勁，Fed 處於升息循環 (2018/12 最後一次升息)；美中貿易爭端導致中國經濟成長放緩	美國經濟具韌性，Fed 或未結束升息循環(應處於升息循環尾聲)；中國解封後復甦不如預期
人民幣起跌點(USD/CNH)	2018/4 月 6.26 →最弱 6.97 (2018/10/29 日)	2023 年初 6.71 →最弱 7.33 (2023/8/16 日)
穩定匯率作法	2018 年	2023 年
中間價機制啟動逆週期因子	有	有
國有銀行承作 CNH 換匯交易	有	有
調高跨境融資總體審慎調節參數	無 (但有其他資本管制措施)	有
在香港增發央行票據	有	有
降低外匯存款準備金率	無 (當時在 5%)	有 (6%→4%)
提高外匯風險準備金率	有 (0%→20%)	無 (維持在 20%)
官方聲明維穩人民幣匯率	有	有

除了上述工具外，根據過往經驗，人行可用來穩定人民幣匯率之工具詳表 7。

表 7 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) <sup>21</sup>	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) <sup>22</sup>	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訂限額	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

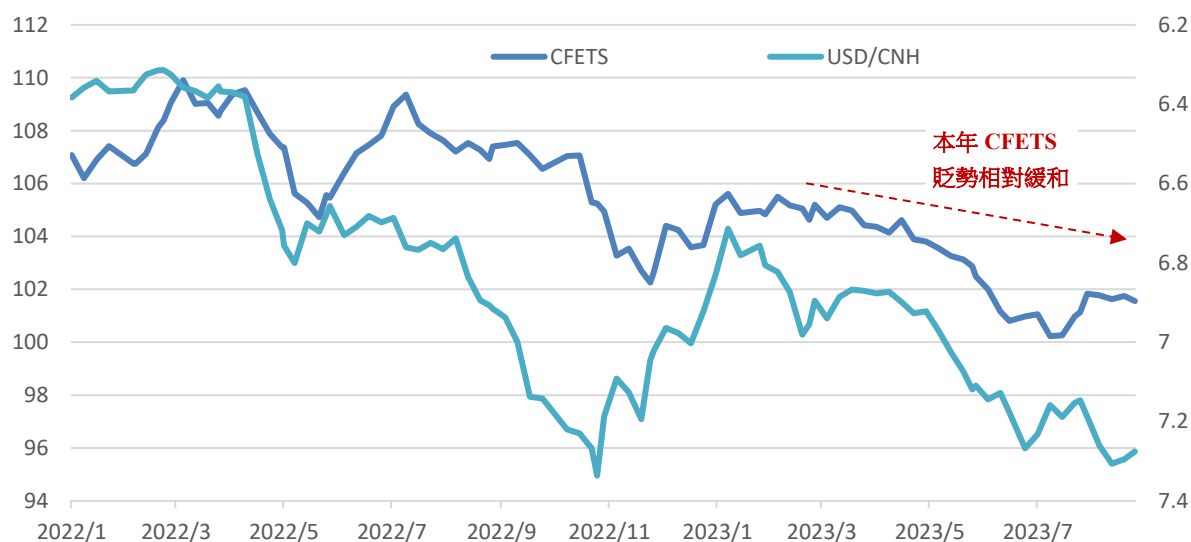
<sup>21</sup> 以調升金融機構外匯存款準備金率(RRR)為例，銀行需將更多美元存放在人行，增加其賣人民幣、買美元之需求，故可收回美元流動性，進而促使美元升值、壓抑人民幣走勢。上(2022)年之前，人行僅調升外匯 RRR，直到才開始下調外匯 RRR，於 2022/4 月(9%→8%)、2022/9 月(8%→6%)及 2023/9 月(6%→4%)共 3 次下調。

<sup>22</sup> 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%。

#### 四、人民幣匯率未來展望

鑑於中國經濟成長前景不明朗以及中美負利差仍存，Goldman Sachs 預期，短期內人民幣相對美元仍會面臨貶值壓力；然而，本年以來以貿易加權為基礎的 CFETS 人民幣匯率指數並未大幅貶值(圖 16)。

圖 16 近期 CFETS 人民幣匯率指數走勢



資料來源：Bloomberg

由於中國在本年第 2 季以來面臨低通膨及經濟活動疲軟問題，因此預期中國官方可能還是樂見人民幣有序地貶值(特別是 CFETS)<sup>23</sup>。另一方面，匯率貶值可能造成的潛在衝擊如:(1)大量資本外流(2)外債負擔增加，目前看來皆不是問題，前者因中國官方已在過去幾年強化資本管制措施，後者因中國外債占比不高<sup>24</sup>，故儘管中國官方可能持續祭出匯率穩定措施來支撐人民幣匯價，但旨在避免匯率過度且劇烈波動，而非意圖控制人民幣匯率在一個特定水準。有鑑於此，在中國經濟明顯好轉之前，人民幣匯率或仍處於較弱勢格局。

<sup>23</sup> 當以貿易加權為基礎的人民幣緩慢貶值，或可刺激中國經濟成長，並在某程度上提升通膨壓力。Goldman Sachs 估計，當 CFETS 貶值 10%，相當於可刺激 GDP 年增率 0.75 個百分點，並可使 CPI 年增率與 PPI 年增率分別提高 1% 及 5%。

<sup>24</sup> Goldman Sachs 估算，目前中國淨外債占該國 GDP 比率僅約 4%，整體外債占該國 GDP 比率約 13%。

## 肆、心得及建議事項

- 一、 本次參加 Goldman Sachs 研討會及客製化訓練課程，有助職等瞭解該行對於全球經濟展望及主要國家貨幣政策及匯率走勢的看法。職等於會中瞭解到，在後疫情時代各國經濟復甦狀況不同，以及在各國央行貨幣政策緊縮步調不一致的情況下，如何調配資產比重及投資項目，並在風險與報酬之間取得平衡點，係各國與會者共同關切之課題。
- 二、 本文提到之中國人行貨幣政策架構方面，在現代貨幣政策框架下，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、LPR 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。本年以來人行已陸續實施降準、降息等寬鬆貨幣政策，但最新數據顯示，中國在消費、投資、工業生產等各項經濟活動方面皆仍走弱，貨幣政策的有效性或有待觀察。
- 三、 外匯市場方面，各國貨幣政策走向係主導本年匯率走勢的因素。儘管 Fed 自上年 3 月啟動升息循環迄今已升息 5.25 個百分點，美國經濟仍持續展現韌性。本年 8 月 25 日 Fed 主席 Jerome Powell 於 Jackson Hole 全球央行年會仍表示「通膨數據仍然過高，準備在適當情況下升息，並將利率維持在限制性水準，直到實現通膨回落至目標」，顯示 Fed 抗通膨的緊縮之路或未告終，使美元獲得支撐；而迄今堅守寬鬆貨幣政策的中國及日本，其匯價(人民幣及日圓)表現明顯較弱，其中即便人行因應人民幣貶值已推出多項匯率穩定措施，但外界仍多預期人行在下半年可能延續寬鬆政策，基本面仍不利於人民幣匯率。職等認為，在各國貨幣政策鬆緊不一的狀態下，資產管理者應密切關注幣別配置，並於必要時進行動態調整。

## 伍、參考資料

1. Chang, Jian et al. (2017), “China: PBoC watching —The Evolving Policy Framework,” Barclays Emerging Markets Research, Dec. 14.
2. Danny Suwanapruti et al. (2023), “CNY — PBoC Tapping Harder on the Brakes,” Goldman Sachs, Aug. 30.
3. Keller Christian et al. (2023), “Global Economics Weekly: A tale of Divergence,” Barclays Economic Research, Aug. 18.
4. Kojodjoko, Perry (2021), “RMB: Pace Versus Direction,” Deutsche Bank, Jan.18.
5. Lau, Kinger et al. (2023), “Lower Targets and Trading Range on Renewed Property Contagion Concerns,” Goldman Sachs, Aug. 21.
6. Lau, Kinger et al. (2023), “Offshore Flat While China A Lost 2% :LPR Cut Smaller than Expected : We Lower Earnings and Index Targets,” Goldman Sachs, Aug. 25.
7. Wei, Maggie et al. (2023), “Q&A on the recent RMB depreciation and policy reaction,” Goldman Sachs, Aug. 23.
8. Yang, Yuting et al. (2023), “China Economic Activity and Policy Tracker,” Goldman Sachs, Sep. 1.
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。