

第四章 質性研究

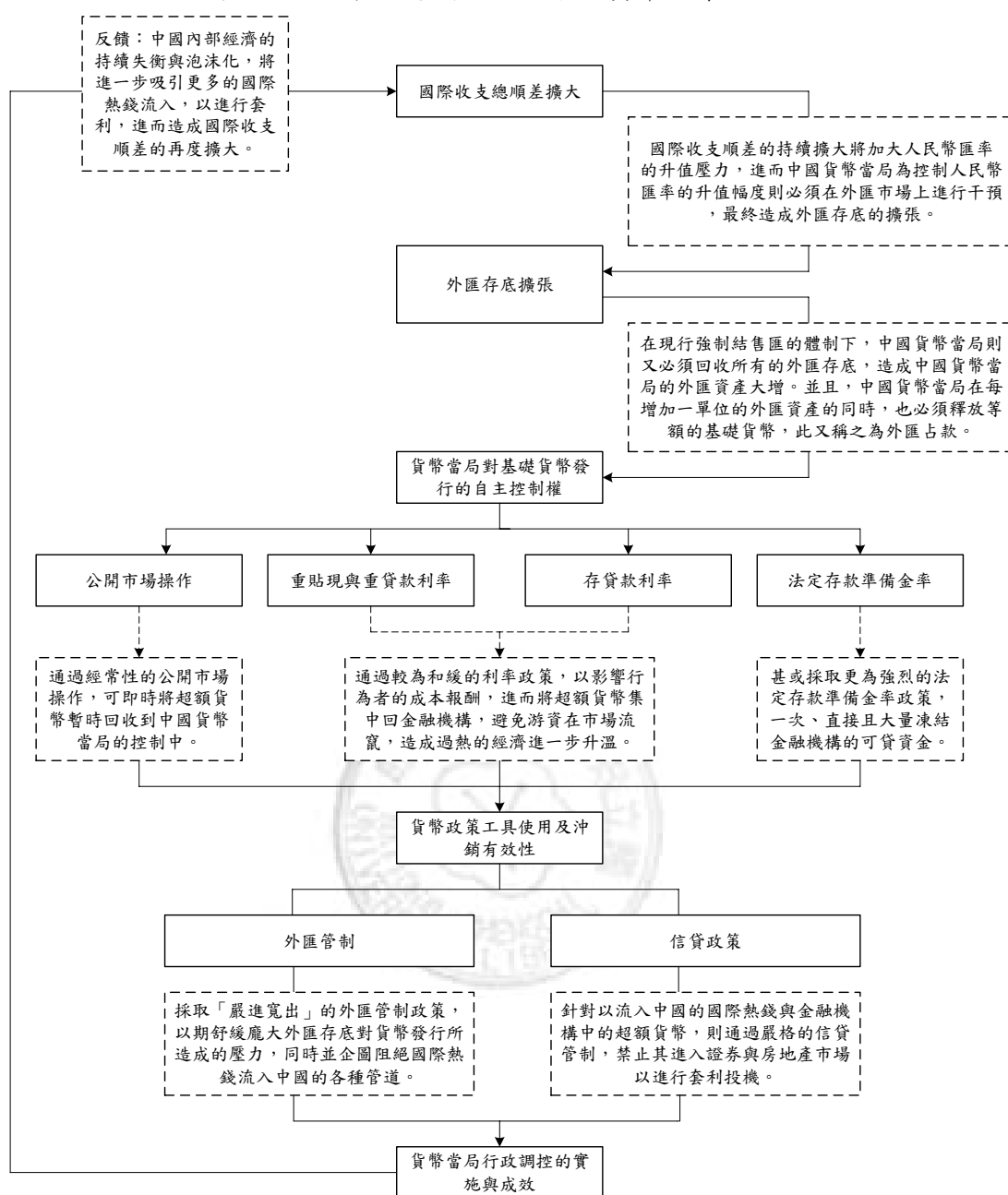
第一節 前言

承前所述，在不完全浮動匯率與經濟漸進開放的背景下，人民幣匯率的低估確實引致中國國際收支順差的大為擴張。中國貨幣當局為維繫人民幣匯率的浮動區間，從 2002 年至 2007 年上半年被迫在外匯市場中進行沖銷干預，以收購所有的國際收支順差，造成中國外匯存底的大增。然而，在現行強制結售匯的體制下，中國貨幣當局則又必須回收所有的外匯存底，造成中國貨幣當局的外匯資產大增。並且，中國貨幣當局在每增加一單位的外匯資產的同時，也必須釋放等額的基礎貨幣，此又稱之為外匯占款。據此，這大量的外匯存底是否業已衝擊到中國貨幣政策的第 1 層自主性——對於基礎貨幣發行的自主控制權？

倘若龐大的外匯存底業已造成中國基礎貨幣的大量發行，則中國貨幣當局還可動用各種貨幣政策工具以為因應；其中，除通過經常性的公開市場操作以暫時回收超額的貨幣供給外，還可經由較為和緩的調升重貼現利率、重貸款利率與存款利率來影響行為者的成本報酬，促使超額貨幣集中到金融機構中，以避免市場游資到處流竄造成原已過熱經濟情勢進一步升溫。甚或採取更為強烈的法定存款準備金率政策，以一次、直接且大量凍結金融機構的可資運用資金。因此，中國貨幣當局是否能有效利用各種貨幣政策工具來沖銷已發行在外的超額貨幣？這成為中國貨幣當局切斷由外部經濟失衡逐步蔓延到內部經濟失衡的居中關鍵。但是，倘若存在沖銷不完全的情況，則意味著中國貨幣當局業已喪失貨幣政策的第 2 層自主性——有效實施各種貨幣政策工具的能力。

在此情境下，中國貨幣當局僅剩下利用包括外匯與信貸管制政策在內的各種行政調控措施，以阻絕國際熱錢流入中國的管道，並抑制信貸擴張與資產價格泡沫的情況發生，設法減緩無法沖銷的超額貨幣可能對中國經濟所造成的負面衝擊。值得一提的是，中國貨幣當局的行政調控能否有效發揮預期的政策效果？則又是另一個重要關鍵，這是因為中國貨幣當局的行政調控還是不足以應付因國際收支順差所造成的外匯存底激增及其所衍生出的超額貨幣供給的問題，則不僅意味著中國貨幣當局的第 3 層貨幣政策自主性——有效實施行政調控的能力正快速喪失當中，同時中國內部經濟的持續失衡與泡沫化，將吸引更多的國際熱錢流入以進行套利，造成原已失衡的國際收支更趨惡化，並再一次削弱貨幣政策自主性，形成持續反覆的循環體系。（見圖 4-1）

圖 4-1：國際收支順差下的中國貨幣政策自主性



資料來源：本研究自行繪製。

為此，本研究以下將依次探析中國貨幣當局對於基礎貨幣發行的自主控制權、中國貨幣當局的各種貨幣政策工具的實施與沖銷有效性、中國貨幣當局的行政調控實施與成效，以期通過此一問題的探討能對國際收支失衡下的中國各層次貨幣政策自主性之表現有更進一步的瞭解。

第二節 外匯占款對中國貨幣發行的直接影響

本研究通過分析目前中國外匯管理體制與人民銀行資產負債表，以詳盡闡述中國急遽膨脹的外匯存底如何逐步影響到中國貨幣當局的貨幣發行自主性。同時，本研究也進一步評估在未採取任何沖銷措施的前提下，中國外匯存底對其貨幣發行的直接影響。

一、中國現行外匯管理體制

自 1994 年起，中國的外匯管理便以強制結售匯為基準，規定絕大多數境內企業的外匯收入必須結售給外匯指定銀行，同時外匯指定銀行持有的結售周轉外匯餘額也被限制在一定的比例範圍之內，若銀行超過這一範圍上限的銀行必須通過銀行間外匯市場將超額外匯出售予貨幣當局，反之則必須從該市場購進。⁸²

據此，中國貨幣當局必須結清市場上所有因國際收支順差所造成的龐大外匯存底。2002 年中國外匯存底為 2,864 億美元，以 2002 年年均匯率 8.2772 人民幣/美元來計算，相當於 23,706 人民幣，而中國貨幣當局通過強制結售匯所結清的金額為 22,107 億人民幣，中國貨幣當局所結清的外匯金額占全部外匯存底的比重為 93.3%。

嗣後，中國貨幣當局便通過延遲承兌的方式以試圖減緩這迅速膨脹的外匯存底對中國貨幣當局所構成的沉重壓力，致使中國貨幣當局所結清的外匯金額占全部外匯存底的比重逐步下降至 2004 年 10 月的 89.1%。但在目前強制結售匯的體制下，中國貨幣當局仍必須收購所有的剩餘外匯存底，因此至 2006 年 12 月底中國貨幣當局又回復到完全結清市場上所有的外匯存底。（見圖 4-2）

二、中國外匯資產大幅增加

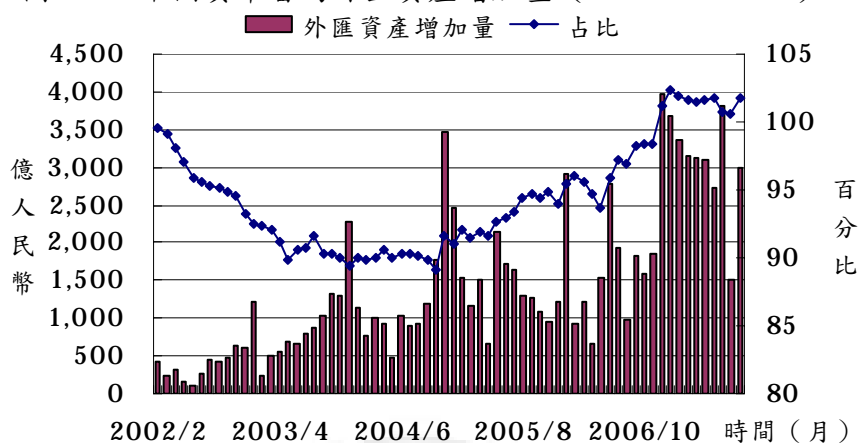
在此情境下，中國外匯存底正隨著國際收支順差的加大而擴增，最終造成中國貨幣當局所持有的外匯資產急速膨脹。2002 年一整年中國人民銀行所持有的外匯資產增加量還僅為 3,257 億人民幣；但是，到了 2003 年，中國人民銀行所持有的外匯資產增加量便一舉躍升至 11,459 億人民幣。

此後，每年中國所持有的外匯資產增加量皆維持在萬億人民幣以上，2004

⁸² 中國人民銀行，〈中國人民銀行關於進一步改革外匯管理體制的公告〉，中國國家外匯管理局，1993 年 12 月 28 日，http://www.safe.gov.cn/model_safe/laws/law_detail.jsp?ID=80100000000000000,38&id=4。

年為 16,098 億人民幣；2005 年再增加至 16,200 億人民幣。特別是，2006 年一年之中外匯資產增加量更突破兩兆人民幣，超過 2002 年底以前所有外匯資產餘額；而 2007 年前九個月的外匯資產增加量再突破 2006 年全年的總增加量，達 27,416 億人民幣。(見圖 4-2) 這顯示 2005 年 7 月 21 日的人民幣匯率改革也無法有效遏制中國貨幣當局外匯資產增加量節節攀升的趨勢。

圖 4-2：中國貨幣當局外匯資產增加量 (2002/2-2007/9)



註：占比表中國貨幣當局所結清的外匯金額占全部外匯存底的比重，理論上此比重至多為 100 %，因此在計算中之所以會超過可能來自匯率換算過程中所產生誤差。

資料來源：中國人民銀行，<http://www.pbc.gov.cn/>，2007 年 11 月 1 日下載。

三、外匯占款對中國貨幣發行的直接影響

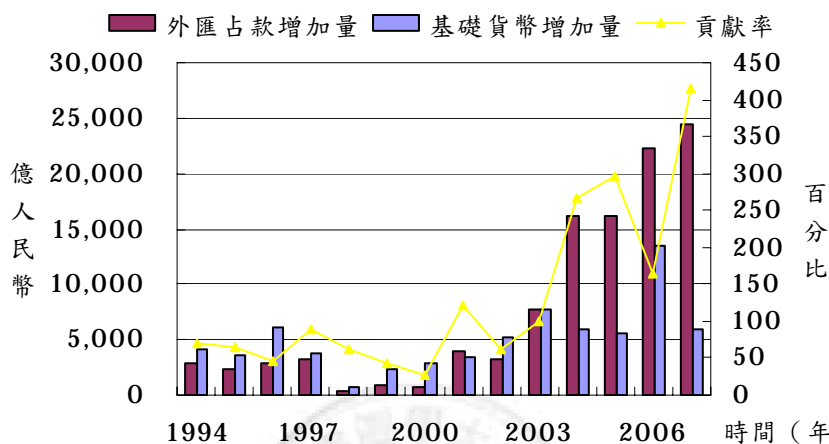
值得一提的是，中國人民銀行在收購每一單位的外匯存底而獲取到相同單位的外匯資產之同時，也必須投放等額的基礎貨幣，此稱之為外匯占款。⁸³據此，中國外匯占款對其基礎貨幣發行的直接影響正逐步隨著其貨幣當局的外匯資產急遽膨脹而日漸擴大。例如：1994 年中國新增外匯占款發行量為 2,832 億人民幣，同期新增基礎貨幣發行量 4,071 億人民幣，外匯占款增加量占基礎貨幣增加量的比重為 69.6%，亦即外匯占款對基礎貨幣發行的貢獻率為 69.6%。換句話說，在沒有採取任何沖銷措施的情況下，中國貨幣當局每多發行一單位的基礎貨幣，其中就有 69.6% 的比例是由新增外匯占款所造成的。

此後，中國外匯占款對基礎貨幣發行的影響呈現出漲跌互見的趨勢，在亞洲金融風暴期間，中國外匯占款對其基礎貨幣發行的貢獻率甚至一度滑落到 2000

⁸³ 從資產負債表的編制規則來看，外匯、財政借款與重貸款屬於貨幣當局的資產方，基礎貨幣的發行則屬貨幣當局的負債方。在資產負債表中資產與負債二方必須相等的前提下，中國貨幣當局發行基礎貨幣的來源有三：一是貨幣當局對金融機構發放的貸款，此稱之為對金融機構的債權；二是財政借款，也就是貨幣當局所持有的國債規模；三是因收購國際收支順差所形成的外匯資產。沈中華，《貨幣銀行學原理—全球的觀點》，頁 324。范方志、趙明勛，《當代貨幣政策：理論與實踐》，頁 52。

年的 26.2%。不過，從 2003 年以後，中國外匯占款對其基礎貨幣發行的貢獻率便急速上升。2003 年一年共上升 38.8 個百分點至 100.4%；2004 年再增加到 267.6%，2005 年進一步增加至 295.2%。雖然 2006 年受到人民幣匯率改革的衝擊，外匯占款對基礎貨幣發行的貢獻率快速下降 129.6 個百分點至 165.6%，但 2007 年前八個月，中國外匯占款對基礎貨幣發行的貢獻率又竄升到 415.4%，這是前所未有的歷史高峰。（見圖 4-3）

圖 4-3：中國外匯占款對其基礎貨幣發行的貢獻率（1994-2007/8）



註：貢獻率表外匯占款增加量占基礎貨幣增加量的比重。

資料來源：中國金融年鑑，<http://www.ripbc.com.cn/YJXXW/jinrongnianjian/>；中國人民銀行，<http://www.pbc.gov.cn/>，2007 年 11 月 1 日下載。

理論上，中國外匯存底每增加一單位，則中國貨幣當局的外匯資產也會相應增加一單位，同時也投放出等額的基礎貨幣，亦即外匯占款對基礎貨幣發行的貢獻率至多為 100%。因此，2007 年前八個月中國外匯占款對基礎貨幣發行的貢獻率為 415.4% 這便具有兩層意涵：一是中國貨幣當局試圖通過調整其資產與負債結構來減緩因外匯占款激增所必須發行的基礎貨幣；二是凸顯出在不採取任何沖銷措施的情況下，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。特別是，即便經歷 2005 年 7 月 21 日的人民幣匯率改革後，中國貨幣當局也無法有效阻卻此一問題的繼續惡化。當然，中國政府不會坐視不管，放任貨幣大量發行。為此，中國貨幣當局從 2002 年起逐步啟用各種貨幣政策工具以緊縮這因外匯占款快速激增所造成的基礎貨幣投放。

第三節 中國沖銷政策與貨幣政策的實施與有效性

目前，中國貨幣當局可資運用的貨幣政策工具包括：公開市場操作、重貼現與重貸款利率、存貸款利率、存款準備金率的調整。因此，本研究將逐步梳理出2002年至2007年9月末上述中國貨幣政策工具的實施情況並分析各貨幣政策工具對沖銷因外匯占款增加所造成的過量基礎貨幣發行之有效性。

一、公開市場操作的實施與限制

公開市場操作意指一國貨幣當局在公開市場買賣債券給金融機構，藉以達到控制貨幣鬆緊的目標。據此，中國人民銀行可通過正回購與現券買斷來回收基礎貨幣，或透過逆回購與現券賣斷以進行基礎貨幣的投放。特別是，從2003年4月開始，中國人民銀行新增發行中央銀行票據（央行票據）用以對衝外匯占款增加所造成的基礎貨幣供給擴張。⁸⁴

從2003年1月到2007年9月，中國人民銀行通過公開市場操作，累計投放基礎貨幣137,230億人民幣，累計回籠基礎貨幣155,931億人民幣，投放、回籠相抵，累計淨回籠基礎貨幣37,628億人民幣。這段期間，中國外匯占款共增加了89,669億人民幣；也就是說，在大量沖銷之後，仍有高達52,041億人民幣的外匯占款無法沖銷，這些剩餘外匯占款對同期基礎貨幣發行的貢獻率還維持在120.8%。（見表4-1）

表 4-1：中國公開市場操作（2003-2007/9）

單位：億人民幣

年份	外匯占款 新增量	票據沖銷			無法沖銷 外匯占款	基礎貨幣 新增量	貢獻率
		投放總額	回籠總額	投放淨額			
2003	7,734	10,492	13,186	-2,694	5,040	7,703	65.4%
2004	16,098	13,281	19,971	-6,690	9,408	6,015	156.4%
2005	16,200	22,076	35,924	-13,848	2,352	5,487	42.9%
2006	22,221	49,575	54,508	-4,933	17,288	13,415	128.9%
2007/1-9	27,416	41,806	32,342	-9,463	17,953	10,455	171.7%
總計	89,669	137,230	155,931	-37,628	52,041	43,075	120.8%

註：占比表剩餘外匯占款占基礎貨幣發行的比重。

資料來源：中國人民銀行，<http://www.pbc.gov.cn/>；中國債券信息網，<http://www.chinabond.com.cn/>，2007年11月5日下載。

⁸⁴ 〈公開市場業務概述〉，中國人民銀行，2005年3月24日，<http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=470&ID=187>。

值得一提的是，從 2004 年 5 月至 2007 年 10 月，在所有央行票據中就有高達 11,770 億人民幣的資金是屬於針對特定放款過快相關金融機構所發放的央行定向票據；其中，在 2007 年就發行了 6 次，累計金額為 7,070 億人民幣，占全部央行定向票據發行總額的 62.7%；同時，發行期限也明顯由以往的 1 年延長為 3 年。（見表 4-2）央行定向票據的發行規模不僅較一般性質的央行票據來得龐大，同時其發行利率也較一般性質的央行票據低出許多，⁸⁵這透露出中國貨幣當局的沖銷力度正逐步隨著央行定向票據的加快發行而提高當中。

表 4-2：中國人民銀行定向票據發行（2004/5-2007/10）

時間	金額	利率	期限
2004/5/18	500 億人民幣	3.21%	1 年
2005/12/8	500 億人民幣	2.17%	1 年
2006/5/17	1,000 億人民幣	2.11%	1 年
2006/6/14	1,000 億人民幣	2.11%	1 年
2006/7/13	500 億人民幣	2.11%	1 年
2006/12/11	1,200 億人民幣	2.80%	1 年
2007/3/9	1,010 億人民幣	3.07%	3 年
2007/5/11	1,010 億人民幣	3.22%	3 年
2007/7/13	1,010 億人民幣	3.60%	3 年
2007/8/17	1,010 億人民幣	3.69%	3 年
2007/9/7	1,510 億人民幣	3.71%	3 年
2007/10/11	1,520 億人民幣	3.95%	3 年

資料來源：金融界，<http://www.jrj.com.cn/>，2007 年 11 月 5 日下載。

但值得注意的是，由於中國央行票據的發行期限短則三個月，最長也不超過三年，因此中國貨幣當局竭力通過公開市場操作來回收過多的基礎貨幣，僅不過是將貨幣超額供給的問題延後，而非徹底解決。特別是，央行票據到期後還必須多支付一筆利息予金融機構，這勢必造成日後更大的困擾。因此，中國貨幣當局唯有再進一步擴大發行央行票據來回收舊有到期票據所新釋放的基礎貨幣，還有原已因外匯占款增加所造成的過量基礎貨幣發行。

所以，中國人民銀行自正式發行央行票據以來，每年的發行總量便不斷增加。從 2003 年的 7,227 億人民幣迅速增加至 2007 年 9 月末的 3.9 萬億人民幣。但在此期間，中國人民銀行通過公開市場操作累計淨回籠基礎貨幣 37,628 人民幣，占央行票據發行總量的比重僅 29.9% 而已。（見表 4-3）這顯示僅有約三成

⁸⁵ 傅勇，〈央行急風驟雨下一張牌是什麼〉，《國際金融報》（上海），2006 年 5 月 19 日，http://bond.money.hexun.com/1323_1649386A.shtml。

的比例能確實發揮到回收因外匯占款增加所造成的過量基礎貨幣發行之作用，亦即有高達近七成比例的央行票據是用來回購央行票據到期所釋放的基礎貨幣。中國人民銀行通過公開市場操作來沖銷基礎貨幣的有效性是非常有限的。

表 4-3：中國央行票據回收基礎貨幣的效率（2003-2007/9）

單位：億人民幣、%

時間	央行票據發行總額		公開市場回收淨額	
	總額	年成長率	總額	占比
2003	7,227	-	2,694	37.3
2004	15,072	108.6	6,690	44.4
2005	27,882	85.0	13,848	49.7
2006	36,574	31.2	4,933	13.5
2007/1-9	39,000	26.5	9,463	24.3
總計	125,775	-	37,628	29.9

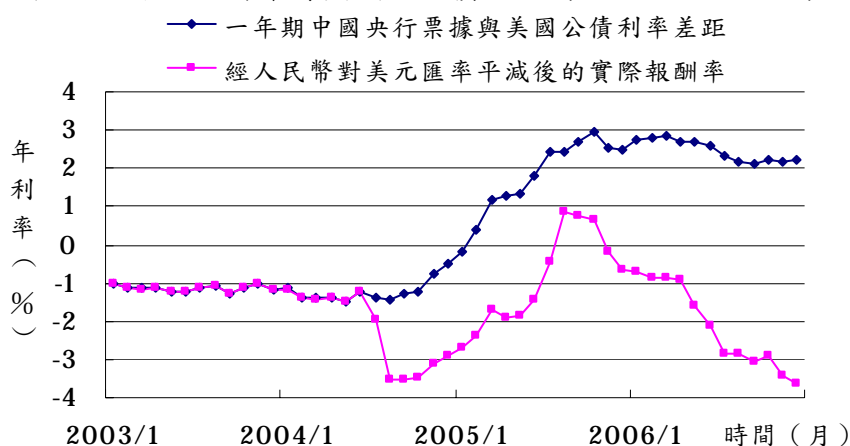
註：占比表公開市場操作沖銷淨額占全部央行票據發行的比重。

資料來源：中國人民銀行，<http://www.pbc.gov.cn/>；中國債券信息網，<http://www.chinabond.com.cn/>，2007年11月5日下載。

更嚴重的是，從表 4-3 還可發覺到中國央行票據發行的成長幅度呈現出明顯放緩的趨勢，由 2004 年的 108.6% 迅速跌落到 2007 年 9 月末的 26.5%，不到五年的時間中國央行票據發行年成長率共下降 82.1 個百分點。這表示中國人民銀行已經無法持續通過擴大央行票據規模回收因外匯占款增加所造成的過量基礎貨幣發行以及舊有的到期票據，而這很大可能是與中國外匯資產的投資報酬率有關。進一步而言，2003 年 1 月中國 1 年期央行票據利率為 2.34%，但中國外匯存底投資最主要對象—美國公債，⁸⁶其 1 年期利率僅為 1.31%，美國 1 年期公債利率與中國 1 年期央行票據利率的差距為負 1.03%，亦即中國人民銀行需支付較高的利息；再扣除 1 年後人民幣對美元的變動率，則中國人民銀行投資美國公債的實際報酬率為負 1.03%。嗣後，即便美國公債利率逐步走強，但受到人民幣對美元持續升值的影響，中國人民銀行投資美國公債的實際報酬率仍進一步擴大到 2006 年 12 月的負 3.63%，（見圖 4-4）顯示中國貨幣當局每使用央行票據多回收一單位因外匯占款增加所造成的過量基礎貨幣發行，就必須相應提列 3.63 個單位的虧損。

⁸⁶ 盧永山，〈中國外匯存底躍居全球第一〉，《自由時報》（台北），2006 年 3 月 29 日，<http://www.libertytimes.com.tw/2006/new/mar/29/today-e1.htm>。

圖 4-4：中國央行票據與美國公債利差（2003/1-2006/12）



註 1：美國 1 年期公債利率與中國 1 年期央行票據利率的差距的計算公式為 1 年期美國公債利率減去 1 年期中國央票票據利率

註 2：中國人民銀行投資美國公債的實際報酬率則為美國 1 年期公債利率與中國 1 年期央行票據利率的差距再減去 1 年後人民幣對美元的升職幅度。

資料來源：Data Steam, <http://www.datastream.net/>; Department of Treasury, USA, <http://www.ustreas.gov/>; 中國國家外匯管理局, <http://www.safe.gov.cn/>, 2008 年 1 月 7 日下載。

二、重貼現利率與重貸款利率政策

所謂重貼現與重貸款意指，金融機構當面臨資金周轉發生問題時，其可憑藉客戶以往向銀行貼現但未到期的票據向貨幣當局申請再一次的貼現，或是直接請求貨幣當局逕行發放貸款。因此，貨幣當局可以通過調整重貼現利率與重貸款利率來影響金融機構的借款成本，進而調節基礎貨幣的投放量。

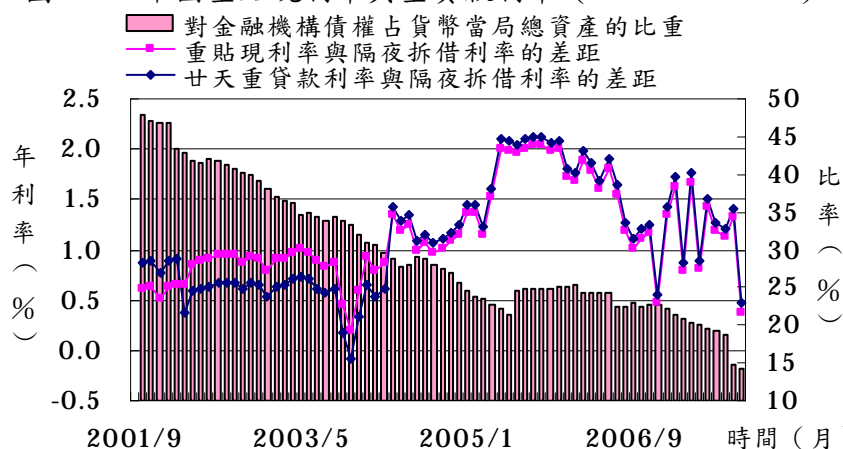
中國人民銀行於 2001 年 9 月 11 日上調重貼現利率 0.31 個百分點至 2.97%，2004 年 3 月 25 日再上調重貼現利率 0.27 個百分點與各期別的重貸款利率 0.63 個百分點，用以防止信貸資金炒作股市與抑制投資過熱的情勢。⁸⁷

但是，在 2001 年 9 月至 2007 年 9 月的期間內，中國銀行間同業隔夜拆借加權平均利率大約維持在 1.98% 左右，平均低於中國人民銀行重貼現利率與廿天期重貸款利率 1.15 個百分點與 1.13 個百分點。這意味著金融機構較傾向通過拆借市場相互借調所需資金。受此影響，中國貨幣當局對金融機構的債權（重貼現與重貸款金額總和）占同期貨幣當局總資產的比重便從 2001 年 9 月的 47.9% 迅速跌落至 2007 年 9 月末的 14.2%。（見圖 4-5）這顯示中國境內金融機構可向市場游資進行借貸，不受中國人民銀行的限制，大為削弱中國貨幣當局通過

⁸⁷ 顧列明，〈央行降溫中國過熱投資〉，《中國經濟導報》（北京），2004 年 3 月 22 日，http://www.tdctrade.com/report/top/top_040306.htm。

調整重貼現與重貸款利率來調控市場資金以抑制因外匯占款增加所造成的過量基礎貨幣發行的成效。

圖 4-5：中國重貼現利率與重貸款利率（2001/9-2007/9）



資料來源：中國人民銀行，<http://www.pbc.gov.cn/>，2007年11月5日下載。

三、利率政策的實施與限制

當然，中國貨幣當局還可以通過存貸款利率的調升以引導市場資金，補充重貼現與重貸款利率政策的不足。其中，金融機構1年期存款與貸款利率便分別由2004年10月29日前的1.98%與5.31%調高至2007年12月21日的4.14%與7.47%。尤其是，自2007年7月至2007年9月，平均不到一個月就有一次調升利率的重大舉措，調整頻率為歷年之最。（見表4-4）

表 4-4：金融機構人民幣存貸款利率（2004-2007/9）

單位：年利率（%）

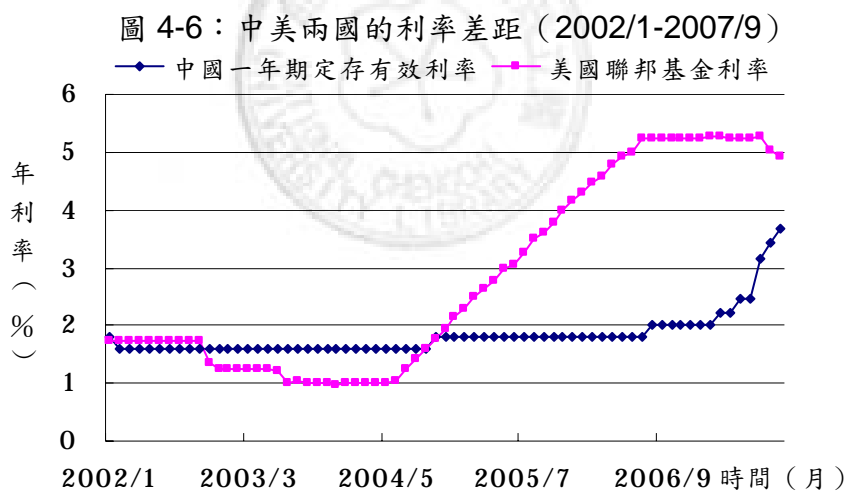
調整時間	1年期存款利率		1年期貸款利率	
	調整後利率	調整幅度	調整後利率	調整幅度
2004/10/29	2.25	0.27	5.58	0.27
2006/4/27	-	-	5.85	0.27
2006/8/18	2.52	0.27	6.12	0.27
2007/3/18	2.79	0.27	6.39	0.27
2007/5/19	3.06	0.27	6.57	0.18
2007/7/26	3.33	0.27	6.84	0.27
2007/8/22	3.60	0.27	7.02	0.18
2007/9/15	3.87	0.27	7.29	0.27

資料來源：中國人民銀行，<http://www.pbc.gov.cn/>，2007年11月5日下載。

但是，相較於以往的調整幅度，不難察覺中國政府極不願意通過調高存款利

率來緊縮貨幣發行。例如：1990年4月15日一次調降1.26個百分點，四個月後再調降1.44個百分點，一年之內共調降2.7個百分點；1993年全年共調升3.42個百分點；1996年至1998年三年之內共調降7.2個百分點；可是從2004年10月到2007年12月長達三年多的時間，卻只不過調升金融機構1年期存款利率2.16個百分點而已。

究其原因，根據利率平價條件可知，預期匯率的變化的百分比，應當等於兩國的利率之差。所以，中國政府單方面的調升利率，將加大人民幣升值的預期，吸引更多的國際熱錢流入中國以進行套利，造成中國國際收支失衡問題加劇與外匯存底再向上攀升，從而迫使因外匯占款增加所造成的過量基礎貨幣發行進一步擴增，形成中國貨幣當局再度調升利率的新一波壓力。據此，從中美兩國的利率差距來看，2002年1月中國金融機構1年期定期存款利率為2.25%，扣除20%的利息稅後有效利率水準為1.80%左右，同期，美國聯邦基金利率（Federal Funds Rate）⁸⁸為1.73%，中美兩國的利率差距為0.07%。此後，美國聯邦基金利率不斷調升，以致中美兩國的利率差距進一步擴大為負3.44%。即使中國金融機構存款利率在經歷八次調升以及將20%的利息稅稅率調降至5%後，至2007年9月末，中美兩國的利率差距仍維持負1.26%。（見圖4-6）



資料來源：中國人民銀行，<http://www.pbc.gov.cn/>；Board of Governors of the Federal Reserve System, <http://www.federalreserve.gov/>，2007年11月5日下載。

這意味著中國人民銀行非但不敢依據當前中國金融情勢而即時調整利率政策，以抑制國內信貸過度擴張的問題，還刻意將中美兩國利差壓低在負利率的水準，以期防止人民幣升值預期與國際熱錢湧入的壓力進一步加大。

⁸⁸ 儘管中美利差頻頻被提及，但中美利差的定義一直非常含糊。其中，目前多採用聯邦基金利率或1年期美元LIBOR利率（London Interbank Offer Rate 倫敦銀行同業拆借利率）作為衡量美國利率走勢的觀察指標；至於中國利率則包括央行票據利率、一年期定期存款與隔夜拆借利率。而本研究選取中國一年期定期存款與美國聯邦基金利率作為觀測利率，主要是因為其利率變化較能反映該兩國的貨幣政策鬆緊。

四、法定存款準備金率政策的實施與限制

因此，在公開市場操作、重貼現利率、重貸款利率、存貸款利率政策都有其限制的情勢下，中國貨幣當局僅剩調升金融機構法定存款準備金率一途，也就是通過提高金融機構必須向貨幣當局繳納的存款準備金占其存款總額的法定比例來凍結因外匯占款增加所造成的過量基礎貨幣發行。

從 2003 年 9 月到 2007 年 12 月，中國貨幣當局共 15 次調升法定存款準備金率，由 2003 年 9 月 21 日前的 6.0% 持續提升至 2007 年 12 月 25 日的 14.5%，累計調幅達 8.5%。中國提高法定存款準備金率約可凍結銀行資金的估算公式為每次法定存款準備金率的調整幅度乘上政策發布前一個月的人民幣存款餘額，此與中國人民銀行所進行的估算相當相近。例如，中國人民銀行估計 2004 年 4 月 25 日、2006 年 7 月 5 日與 2007 年 9 月 25 日三次存款準備金率的調升分別約可凍結 1,100 億人民幣的資金、1,500 億人民幣與 1,800 億人民幣左右的資金；本研究則估計 1,103 億人民幣、1,592 億人民幣與 1,887 億人民幣，本研究與中國人民銀行的估算相差僅為 3.7%。

因此，以每次法定存款準備金率的調整幅度乘上政策發布前一個月的人民幣存款餘額來推算，則 2003 年 9 月到 2007 年 12 月的 15 次上調法定存款準備金率約可凍結 28,123 億人民幣的資金。特別是，僅 2007 年 1 月至 12 月就調升法定存款準備金率達 10 次之多，幾乎每一個月都有調升存款準備金的舉措，所能凍結的資金更超過 2 兆人民幣以上，占 2003 年以來歷次法定存款準備金率調升所凍結資金比重的 71.8%。（見表 4-5）

值得注意的是，即使在歷經多次法定存款準備金率的調升，但由於市場游資依舊十分充裕，進而大幅削減中國法定存款準備金率的政策效果。例如，2006 年 3 月末，中國境內金融機構在中國人民銀行的存款餘額為 36,913 億人民幣，扣除應提列 7.5% 的法定存款準備金率，即 22,914 億人民幣的法定存款準備金後，中國金融機構存放在中國人民銀行還有 13,999 億人民幣的超額存款，其占全部人民幣存款餘額的比重為 4.6%，即中國金融機構的超額存款準備金率為 4.6%。

表 4-5：中國銀行存款準備金率調整幅度（2003/9-2007/12）

單位：比率（%）

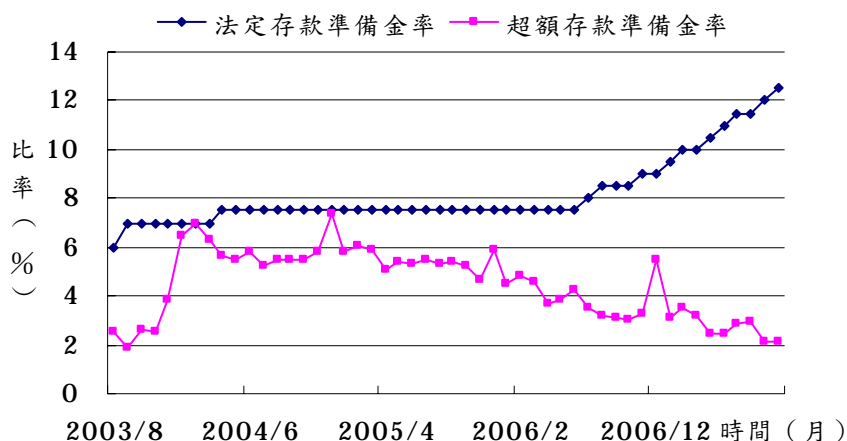
日期	調整後存款準備金率	調整幅度	約可凍結資金
2003/9/21	7.0	1.0	1,977 億人民幣
2004/4/25	7.5	0.5	1,103 億人民幣
2006/7/5	8.0	0.5	1,592 億人民幣
2006/8/15	8.5	0.5	1,599 億人民幣
2006/11/15	9.0	0.5	1,646 億人民幣
2007/1/15	9.5	0.5	1,677 億人民幣
2007/2/25	10.0	0.5	1,701 億人民幣
2007/4/16	10.5	0.5	1,771 億人民幣
2007/5/15	11.0	0.5	1,794 億人民幣
2007/6/5	11.5	0.5	1,802 億人民幣
2007/8/15	12.0	0.5	1,854 億人民幣
2007/9/25	12.5	0.5	1,887 億人民幣
2007/10/25	13.0	0.5	1,915 億人民幣
2007/11/26	13.5	0.5	1,950 億人民幣
2007/12/25	14.5	1.0	3,855 億人民幣
總計	-	8.5	28,123 億人民幣

註：約可凍結資金的計算公式為每次法定存款準備金率的調整幅度乘上政策發布前一個月的人民幣存款餘額。

資料來源：新華網，<http://news.xinhuanet.com/>，2007 年 12 月 12 日下載；〈中國人民銀行決定提高法定存款準備金率〉，中國人民銀行，2004 年 4 月 25 日，<http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=443&ID=104>。〈中國人民銀行有關負責人就調整存款準備金率答記者問〉，中國人民銀行，2006 年 6 月 16 日，<http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=443&ID=1403>。郭萍英，〈中國貨幣政策趨緊存款準備率與利率步步高〉，中央社，2007 年 9 月 9 日，<http://210.69.89.224.ezproxy.lib.nccu.edu.tw:8090/search/hypage.cgi#>。

嗣後，從 2006 年 4 月至 11 月八個月的時間內，中國貨幣當局共調升了 3 次法定存款準備金率至 9.0%，超額存款準備金率也由 2006 年年 3 月末的 5.9% 相應下降 2006 年 11 月末的 3.3%。但僅僅一個月的時間，超額存款準備金率又快速回升至 2006 年 12 月末的 5.4%。為此，中國貨幣當局於 2007 年 1 月 15 日至 6 月 5 日再調升 2.5% 的法定存款準備金率，但在還不到一個月的時間，中國金融機構的超額存款準備金率便又上升 0.4 個百分點至 2007 年 6 月末的 2.9%。即便中國貨幣當局在 2007 年 8 月 15 日與 9 月 25 日再分別上調 0.5 個百分點的法定存款準備金率，但截至 2007 年 9 月末，中國金融機構的超額存款準備金率仍維持在 2.2%，僅較 2003 年 8 月末略微下降 0.3 個百分點而已。（見圖 4-7）

圖 4-7：中國金融機構存款準備金率（2003/8-2007/9）



資料來源：中國人民銀行，<http://www.pbc.gov.cn/>，2007年11月5日下載。

這顯示在中國公開市場操作、重貼現與重貸款利率、存貸款利率政策皆有其使用上的限制之情況下，中國貨幣當局唯有倚賴法定存款準備金率政策來抑制因外匯占款增加所造成的過量基礎貨幣發行急遽膨脹的問題。但從 2003 年至 2007 年 9 月間，中國金融機構法定存款準備金率與超額存款準備金率的互動關係來看，只要中國貨幣當局間斷調升法定存款準備金率，則超額存款準備金率將隨之上升。中國金融機構超額存款準備金率持續向上竄升的原因可能來自充斥在市場上的游資促使中國金融機構的資產不斷膨脹，以致中國金融機構存放在貨幣當局的資產也相應增加。但值得一提的是，中國金融機構的資產不斷膨脹也意味著金融機構的放款額度將大為擴張，這會加劇中國內部經濟的失衡與泡沫化危機。因此，中國貨幣當局僅能進一步動用到行政管制以防止此種情況的繼續惡化。

第四節 中國貨幣當局的行政調控與成效

在各種貨幣政策工具皆不足以完全沖銷外匯占款的情況下，中國自 2004 年 3 月起密集頒發一連串的行政命令，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。盱衡中國行政干預的脈絡，本研究梳理出目前中國政府乃係依據「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，試圖減緩因外匯占款增加所造成的過量基礎貨幣發行快速激增所可能造成的負面衝擊。

一、中國貨幣當局對於整體貨幣供給的控制能力

從中國政府對貨幣供給量的目標值與實際值的差距來看，2002 年中國 M2 目標值為 13.0%，而 M2 實際卻成長 16.8%，比中國貨幣當局的預期多出 3.8 個百分點。儘管此後二者落差有略微縮減，但到了 2005 年則又反彈至 3.6 個百分點。即便在 2007 年極力實行緊縮性貨幣政策的限縮下，二者仍有 0.7 個百分點的落差。不僅如此，從 2002 年到 2006 年五年間，M1 實際值與目標值的差距在三個百分點以下僅有 2003 年而已，顯示中國貨幣當局對於貨幣供給量的實際操控能力顯然與其理想狀況相去甚遠。（見表 1-1）

但值得注意的是，與 1980 年代台灣泡沫經濟時期相比，中國貨幣供給過剩的情形仍相對較為和緩。例如，從 1982 年至 1989 年間，台灣廣義貨幣（M2）與狹義貨幣（M1B）的年成長率分別為 21.9% 與 22.8%，而 2002 年至 2007 年中國廣義貨幣與狹義貨幣的年成長率則分別為 20.4% 與 19.9%，略低於台灣廣義貨幣的年成長率 1.5 個百分點，狹義貨幣的年成長率 2.9 個百分點。

二、中國貨幣當局行政調控的實施

儘管中國貨幣供給過剩的情形尚未凌駕台灣於 1980 年代泡沫經濟時期，但中國貨幣當局對於貨幣供給量的實際操控能力顯然與其理想狀況相去甚遠卻也是不爭的事實。為此，中國貨幣當局自 2004 年 3 月以降陸續開展各項行政調控措施，以期阻絕超額的貨幣供給進一步衝擊到總體經濟金融市場。

自 2004 年 3 月起，中國政府便以「管住土地、管緊信貸」為政策主軸，陸續開展緊縮性的行政調控；其中，中國金融監管有關部門於 2004 年 9 月頒布〈商業銀行房地產信貸風險管理指引〉，用以嚴控房地產貸款總量。另外，2005 年 5 月，中國國家外匯管理局還劃定境內外資銀行的短期外債指標，以期通過對短期

外債的總量控制來減緩國際熱錢流入中國的規模。⁸⁹

特別是，自 2005 年 7 月 21 日以降，中國政府更陸續頒布〈關於放寬境內機構保留經常帳外匯收入有關問題的通知〉、〈關於調整境內居民個人經常帳下因私購匯限額及簡化相關手續的通知〉與〈個人外匯管理辦法〉等通知，大幅放寬目前境內居民對外匯使用、需求、兌換以及攜帶進出境等方面的限制。尤其在〈關於境內機構自行保留經常帳外匯收入的通知〉一文中，中國政府進一步取消境內企業經常帳外匯帳戶限額，試圖通過意願結售匯制取代現行的強制結售匯制，從而減緩急遽成長的外匯存底對貨幣發行所造成的沉重壓力。⁹⁰

與此同時，中國外匯監管部門還嚴格查察可疑的跨境外匯流動資金。例如，從 2006 年 11 月至 2007 年 4 月，中國國家外匯管理局即列管了 5,775 家相關企業。另外，中國國家外匯管理局於 2007 年 6 月再針對境內 19 家中資銀行與 10 家外資銀行違反相關外匯管理規定進行懲處。⁹¹

不僅如此，中國政府更竭力阻絕可能已流入中國的國際熱錢藉機炒作中國證券與房地產市場。目前，中國政府除了通過「合格的境外機構投資者」(Qualified Foreign Institutional Investor) 的機制來限制外資對中國證券市場的投資外，從 2006 年 7 月起再密集頒發〈關於規範房地產市場外資準入和管理的意見〉、〈關於進一步加強、規範外商直接投資房地產業審批和監管的通知〉、〈國家外匯管理局綜合司關於下發第一批通過商務部備案的外商投資房地產專案名單的通知〉等一連串的行政命令，⁹² 逐步限縮外商投資中國房地產的範圍。

⁸⁹ 中國國務院辦公廳，〈強化房地產信貸監管〉，中國中央政府門戶網，2006 年 6 月 30 日，http://big5.gov.cn/gate/big5/www.gov.cn/ztl/2006-06/30/content_323716.htm。魯一石，〈欲狙擊熱錢 國家外匯管理局劃下短期外債警戒線〉，《第一財經日報》(上海)，2005 年 5 月 10 日，http://news.xinhuanet.com/fortune/2005-05/10/content_2937904.htm。

⁹⁰ 〈關於放寬境內機構保留經常帳外匯收入有關問題的通知〉，中國國家外匯管理局，2005 年 8 月 2 日，http://www.safe.gov.cn/model_safe/laws/law_detail.jsp?ID=803010000000000000,1&id=4。〈關於調整境內居民個人經常帳下因私購匯限額及簡化相關手續的通知〉，中國國家外匯管理局，2005 年 8 月 3 日，http://www.safe.gov.cn/model_safe/laws/law_detail.jsp?ID=8030400000000000,1&id=4。〈個人外匯管理辦法〉，中國國家外匯管理局，2006 年 12 月 25 日，http://www.safe.gov.cn/model_safe/laws/law_detail.jsp?ID=8010000000000000,40&id=4。〈關於境內機構自行保留經常帳外匯收入的通知〉，中國國家外匯管理局，2007 年 8 月 13 日，http://www.safe.gov.cn/model_safe/laws/law_detail.jsp?ID=8030100000000000,10&id=4。

⁹¹ 耿彩琴，〈外匯管理局狙擊熱錢流入〉，《北京日報》(北京)，2007 年 7 月 13 日，http://news.xinhuanet.com/fortune/2007-07/13/content_6369658.htm。但有為，〈狙擊熱錢 外管局處罰 29 家違規銀行〉，《上海證券報》(上海)，2007 年 6 月 27 日，<http://manhattan.wswire.com/htmlnews/2007/06/27/730198.htm>。

⁹² 〈限制境外熱錢炒樓〉，《人民日報》(北京)，2006 年 8 月 9 日，版 2。袁朝暉，〈130 號文再堵外資地產 海外熱錢通道將被切斷〉，《經濟觀察報》(北京)，2007 年 8 月 5 日，http://01.js116114.cn/big5/myjib/2007-08/07/content_1575307.htm。阮煜琳，〈中國樓市限外趨緊 投機熱錢已受到明顯打壓〉，中國新聞網，2007 年 10 月 23 日，<http://housebig5.jxnews.com.cn/system/2007/10/24/002593849.shtml>。

在此期間，中國人民銀行也持續加強道德勸說（moral persuasion，中國譯做窗口指導），亦即通過發表正式聲明與指導意見或私下談話，表明中國人民銀行對經濟金融形勢的判斷與對各家金融機構的期望，以調節商業銀行控制信貸投放規模與速度，使之符合政策緊縮的目標。⁹³在所有金融機構的放款範圍內，中國金融監管部門最為重視證券與房地產市場的資金借貸動向。例如，2007年6月，中國人民銀行與銀行業監督管理委員會即針對境內各金融機構就有無「挪用銀行信貸資金直接或間接進入股市或房地產」該項規定進行現場檢查，並對相關涉案銀行祭出嚴厲的行政裁罰。⁹⁴

三、中國貨幣當局行政調控的成效

不過，從多項經濟指標的走勢來看，中國經濟失衡與資產價格泡沫化的危機仍持續升高，這透露出中國政府所施行的行政管制成效似乎有限。例如，中國政府估計每年約有700億美元至800億美元的國際熱錢湧入中國房地產市場進行套利。⁹⁵

這國際熱錢的投機行為將造成中國房地產價格的持續膨脹，從而逐步擴大中國經濟泡沫化的發生機率。2002年中國房屋銷售價格年成長率達到3.5%，但租賃價格僅僅上漲0.8%，二者差距為2.7%，表示這內含很大的經濟泡沫成分。嗣後，此差距再擴大至2003年的2.9%，到了2004年更進一步竄升至8.8%。為此，從2005年開始中國國務院多次要求地方政府嚴控房價漲勢過猛，房屋銷售價格與租賃價格的年成長率差距才逐步下降至2006年的3.8%。但是，到了2007年9月末，此差距又反彈回5.2%，雖較2004年上半年的9.4%略微改善，卻仍高於2001年4.3個百分點，顯示大量貨幣供給的效應對房地產市場仍有很大的影響，使得中國房地產銷售價格再度回升。⁹⁶（見圖4-8）

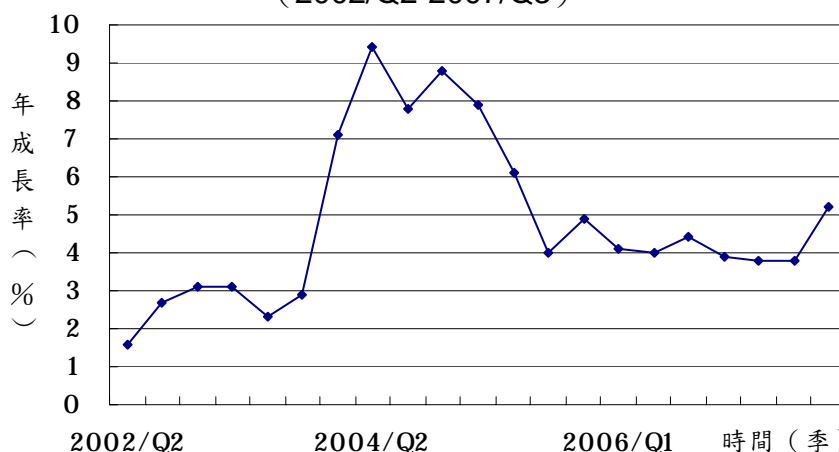
⁹³ 郭田勇，《中國貨幣政策體系的選擇》（北京：中國金融出版社，2006），頁140。中國人民銀行貨幣政策分析小組，《2007年第二季度中國貨幣政策執行報告》，中國人民銀行，2007年8月8日，<http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=431&ID=1723>。

⁹⁴ 楊盈慧，〈中銀監處罰8 違規銀行 國企貸款流入股市房地產〉，《明報》（香港），2007年6月19日，http://www.mpfinance.com/htm/Finance/20070619/News/eb_eba1.htm。

⁹⁵ 黃小虎，〈對外資進入中國房地產市場需作必要限制〉，《中國經濟時報》（北京），2007年4月24日，<http://mnc.people.com.cn/BIG5/54849/59580/5673213.html>。〈800億外資流入中國樓市〉，《經濟日報》（北京），2008年3月25日，<http://h.house.sina.com.cn/n/2008-03-25/101512530.html>。

⁹⁶ Chen-yuan Tung, "The Renminbi Exchange Rate in the Increasingly Open Economy of China: A Long-Term Strategy and a Short-Term Solution," pp. 79-114.

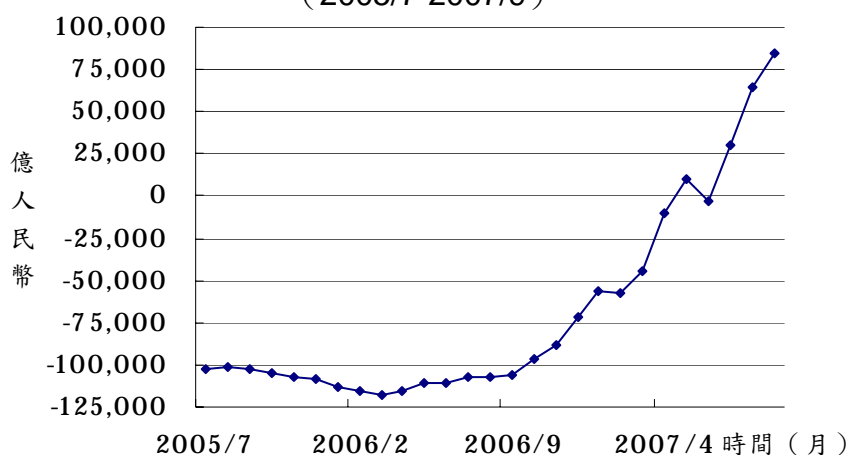
圖 4-8：中國房屋銷售價格與租賃價格的差距
(2002/Q2-2007/Q3)



資料來源：中國國家發展與改革委員會，<http://www.sdpc.gov.cn/>，2007年11月5日下載。

雖然中國政府已略微減緩大量資金湧入房地產市場以進行炒作的趨勢，但這些資金卻很快地轉入中國股市，造成上海與深圳（滬深）綜合指數迅速由 2005 年 7 月的 1,083 點與 255 點飆升至 2007 年 9 月的 5,552 點與 1,533 點。特別是，從 2005 年 7 月至 2007 年 9 月，滬深股市每日平均成交金額更大幅暴增 1,559 億人民幣與 791 億人民幣，促使滬深證券市價總值成長八倍至 253,175 億人民幣，滬深證券市價總值與居民儲蓄存款的差距也由 2005 年 7 月的負 102,259 億人民幣轉變為 2007 年 9 月的 84,184 億人民幣。（見圖 4-9）中國居民持續將更多的儲蓄存款投入股市中以進行套利，這不僅將提高中國股市的泡沫化與金融機構資金周轉的風險。

圖 4-9：滬深證券市價總值與中國居民儲蓄存款的差距
(2005/7-2007/9)



資料來源：中國證券業監督管理委員會，<http://www.csrc.gov.cn/>，2008年2月25日下載。

中國內部經濟持續失衡與泡沫化應該與中國政府迄今仍無法有效阻絕國際熱錢持續湧入投機有很大的關係。2002 年疑似國際熱錢流入中國的金額為負 89

億美元，表示中國存有明顯的資本外逃現象。不過，疑似國際熱錢流入中國的金額在 2003 年便由負轉正為 828 億美元，到了 2004 年再擴大為 1,141 億美元。雖然疑似國際熱錢流入中國的金額於 2005 年與 2006 年大幅下降至 467 億美元與 70 億美元。但國際熱錢於 2007 年又再度以平均每個月 150 億美元的數量持續湧入中國，總計 2007 年前九個月，疑似進入中國的熱錢累計達到 1,344 億美元，為歷年之最。(見表 4-6)

表 4-6：疑似熱錢流入中國金額 (2002-2007/9)

單位：億美元

時間	外匯存底增加量	貿易均衡	外商對中國實際投資	疑似國際熱錢流入金額
2002	742	304	527	-89
2003	1,618	255	535	828
2004	2,067	320	606	1,141
2005	2,089	1,019	603	467
2006	2,475	1,775	630	70
2007/1-9	3,673	1,857	472	1,344

註 1：疑似國際熱錢流入中國的金額的計算公式為外匯存底增加量減去貿易順差，再減去外商直接投資中國金額。

註 2：2003 年中國人民銀行所公布的外匯存底為 1,168 億美元。不過，2003 年底，中國政府曾用 450 億美元注資中國銀行與中國建設銀行以打消不良債權，故在此也一併納入計算。

資料來源：中國人民銀行，<http://www.pbc.gov.cn/>；中國商務部，<http://www.mofcom.gov.cn/>，2008 年 1 月 9 日下載。Chen-yuan Tung, "The Renminbi Exchange Rate in the Increasingly Open Economy of China: A Long-Term Strategy and a Short-Term Solution," pp. 89-91。袁滿，〈四大行注資總量預計 1000 億美元〉，《北京晨報》(北京)，2004 年 1 月 8 日，<http://www.people.com.cn/GB/jingji/1040/2285956.html>。

四、中國貨幣當局行政調控的再緊縮

顯然，中國貨幣當局也已察覺到目前的行政調控並無法有效抑制由外匯占款激增而造成的基礎貨幣過量發行，以及從此衍生出的中國內部經濟失衡與泡沫化危機。是以，從 2007 年 8 月起，中國人民銀行進一步採取更為緊縮的調控措施。例如，中國人民銀行透過財政部發行 1.6 兆人民幣的 10 年期特別國債購買價值約 2,000 億美元的外匯資產來減緩貨幣當局公開市場的對衝壓力與大規模回收已發行在外的超額貨幣。同時，中國人民銀行還要求境內各商業銀行改以美元繳存上調的人民幣存款準備金，以減輕龐大的外匯存底與貨幣流動性過剩所產生的

沉重壓力。⁹⁷2007年10月16日，中國國家外匯管理局再宣布，將儘速制訂外匯資金流入和結匯管理的相關規範，重點查處違法違規的資金流入，⁹⁸設法完全阻絕國際熱錢持續流入中國。

另外，繼2007年11月中國銀行業監督管理委員會命令中國國家開發銀行、農業發展銀行、進出口銀行三家政策銀行與中國農業銀行、光大銀行、深發展銀行與廣東發展銀行等四家商業銀行於2007年第四季不但不能增加新的貸款，還必須縮減貸款規模後，中國金融監管部門更規定2008年全年境內各金融機構的貸款增長速度不得超過15%，並將各金融機構的信貸計畫由以往的逐年審查改為按季考核，對於超出額度的銀行進行嚴厲處罰，甚至不排除對於超額貸款違規嚴重者將被處以違規貸款的1.8倍的行政罰鍰。⁹⁹

持平而論，儘管2007年8月起中國貨幣當局所採取更為緊縮的行政調控其成效仍有待評估。但從2005年7月21日至2007年前九個月的中國經濟金融情勢來看，中國貨幣當局的行政調控明顯無法有效阻絕市場游資持續炒作中國證券與房地產價格。特別是，中國內部經濟失衡與泡沫化的擴大業已吸引更多的國際熱錢再度大量湧入中國，造成中國國際收支順差進一步增加，而這新增的國際收支順差還促使中國外匯存底持續膨脹，並再一次造成中國貨幣當局的外匯資產繼續膨脹，最終導致中國基礎貨幣的更多發行。因此，可以確定的是，在各種貨幣政策工具皆不足以完全沖銷因外匯占款而造成的基礎貨幣過量發行的情況下，中國貨幣當局僅能透過行政調控的不斷推陳出新以為因應。

⁹⁷ 陳琰，〈首批特別國債初定下週發行〉，《京華時報》（北京），2007年8月16日，http://news.cnfol.com/070817/101_1591_3259952_00.shtml。賀靜萍，〈人行：存款準備金改以外匯上繳〉，《工商時報》（台北），2007年12月16日，版A3。

⁹⁸ 〈外匯管理局：將規範外匯資金流入防熱錢衝擊〉，《上海證券報》（上海），2007年10月18日，http://big5.china.com.cn/finance/txt/2007-10/18/content_9078876.htm。

⁹⁹ 李道成，〈大陸祭出放款凍結令〉，《工商時報》（台北），2007年11月28日，版A1。彭琳，〈陸嚴控信貸成長 逐季算帳〉，《工商時報》（台北），2007年12月22日，版A7。

第五節 小結

在強制結售匯制度下，中國人民銀行因收購外匯存底而導致其貨幣當局的外匯資產從 2002 年的 3,257 億人民幣擴增至 2007 年前九個月的 27,416 億人民幣。受此影響，中國外匯占款對其基礎貨幣發行的直接貢獻率也進一步竄升到 2007 年前八個月的 415.4%，這是前所未有的歷史高峰。此透露出在不採取任何沖銷措施的情況下，則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。

特別是，中國貨幣當局的各種貨幣政策工具已經無法完全沖銷這因外匯占款激增而造成的超額基礎貨幣。例如，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，導致央行票據發行的成長幅度與沖銷有效性皆大幅下降。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，致使重貼現利率與重貸款利率流於象徵意義。至於利率政策更是處於進退兩難的局勢，即過低的利率將使得中國原已過熱的經濟進一步升溫，但提高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，促使外匯存底的進一步擴增，對中國貨幣當局形成新一波的升息壓力。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要不頻於調升法定存款準備金率，否則就得放任中國金融機構的資產不斷膨脹。

因此，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，中國貨幣供給量的實際增長便持續高於中國政府的預期目標。為此，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。但從 2004 年 3 月至 2007 年前九個月的中國經濟金融情勢來看，中國貨幣當局的行政調控明顯無法有效阻絕市場游資持續炒作中國證券與房地產價格。特別是，中國內部經濟失衡與泡沫化的擴大更吸引國際熱錢再度大量湧入中國，造成中國國際收支順差進一步增加，而這新增的國際收支順差還促使中國外匯存底與人民銀行的外匯資產持續膨脹，並再一次造成中國基礎貨幣的大量發行。

綜合來看，中國國際收支的持續順差業已侵蝕到中國貨幣當局各層次的政策自主性；其中包括中國貨幣當局對於基礎貨幣發行的自主控制權、各種貨幣政策工具的沖銷有效性與行政調控成效。是以，可預見的未來，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出的經濟失衡與泡沫化的危機。