



香 港 樹 仁 學 院

從貨幣主義者觀點看貨幣政策在中國市場化進程中所扮演的角色

香港樹仁學院經濟系
潘志昌 黃福建
2005年10月

經 濟 學 系

Working Paper Series

**Economics Department
Hong Kong Shue Yan College**

從貨幣主義者觀點看貨幣政策在中國市場化進程中所扮演的角色

香港樹仁學院經濟系

潘志昌 黃福建

2005 年 10 月

(一) 導論

每種財貨與其他貨財的相對市場價格自由浮動是一個自由經濟體系的本質。財貨的市價高會鼓勵供給和抑制需求，而市價低則會鼓勵需求和抑制供給；因此，市價浮動向買賣雙方提供市場訊息和市場誘因而令社會資源能夠達到最佳的配置。只要資源能自由移動以及市價能夠指導經濟行為，經濟活動必會有效率，生產力必高，人民生活水準必有所增長，經濟必會繁榮。但是，上述市場(價格)機制並不是一劑可以保證經濟福利的萬應藥，西方工業國家的歷史告訴我們，單獨倚靠自由放任的市場機制是很難達到資源的充份利用和整體經濟的穩定發展，所以各國政府都會對經濟活動施行不同程度的干預以克服市場機制的缺陷。

像中國這樣一個人口眾多、人均 GDP 水準低、地區經濟差距大、而社會主義經濟已經運作了四十多年的國家，如果照搬西方的私有化和市場化，極可能會因造成貧與富的兩極分化而影響社會安定。1992 年 10 月當時的中共中央總書記江澤民在中國共產黨第十四次全國代表大會報告中，代表中共中央正式宣佈中國經濟體制改革的目標是建立社會主義市場經濟體制。據瞭解，社會主義市場經濟體制是把宏觀調控和開放的市場調節相結合起來的新經濟體制，在國家調節市場以及市場引導經濟活動的前題下，促進形成一個開放、公平競爭、和有秩序的市場體系。

目前在中國，除了水、電、煤、石油、以及鋼材等少數產品外，商品和服務的價格大體上已經全部開放；在生產要素市場²，於放寬非公有制經濟市場准入的同時，要素價格亦已漸趨市場調節。總之，中國已經逐步擺脫了傳統計劃經濟的模式，不可逆轉地走上了市場化的道路。改革開放以來，中國在這條市場化的道路上已走了將近 27 個年頭，究竟離終點還有多少路程呢？又究竟今後應該如何調整步伐好使中國走得更漂亮地邁向終點呢？這些都是很有意義的研究課題。

關於中國在市場化進程中的定位這個量度性的問題，近年已有不少經濟學者提供了多種不同的衡量方法，可惜至今尚沒有一個能被普遍接受的市場化指標 (Zhang, 2004)。雖然如此，我們可以從美國傳統基金會及華爾街日報聯合編寫的《經濟自由度指數》摘錄

¹ 根據《中國市場經濟建設全書》第三卷宏觀調控 (頁 8-9) 所述，中國政府實行宏觀調控旨在求得社會資源供求總量平衡和經濟結構優化，創造良好經濟發展環境，以利於國民經濟從總體上實現資源的優化配置和持續健康發展，促進社會穩定和進步，保證實現國家確定的發展目標和任務；在發展市場經濟的條件下，宏觀經濟調控除了對極少數大型骨幹企業和某些特殊企業外，中國政府不再直接干預企業的生產經營活動，即宏觀經濟調控的直接物件是由企業轉向了市場。

² 包括房地產市場、金融市場、勞動市場、技術市場、資訊市場、產權市場。

中國和一些在經濟自由方面表現出色國家的歷年得分和排序的變動，相信可以粗略地描繪出中國在市場化進程的軌跡。我們選取香港，美國，俄羅斯，及匈牙利等四個經濟體系的經濟自由度指標跟中國比較，原因是香港在 2005 年是全球 155 個國家中經濟自由度排行首位，美國是 2005 年在全球 60 個國家中的企業競爭力排行榜首，俄羅斯在改革前與中國有著極其相似的制度背景，而匈牙利則是由計劃經濟過渡往市場經濟最成功的例子。

表一 1995-2005 中國內地，香港，美國，俄羅斯，及匈牙利的經濟自由度指數³

年份	中國內地	香港	美國	俄羅斯	匈牙利	
1995 總得分	3.78	1.51	1.99	3.55	2.93	
1996 總得分	3.78	1.50	1.94	3.65	2.98	
1997 總得分	3.73	1.54	1.88	3.83	3.04	
1998 總得分	3.69	1.40	1.89	3.54	2.94	
1999 總得分	3.56	1.51	1.89	3.60	2.89	
2000 總得分	3.49	1.40	1.84	3.75	2.43	
2001 總得分	3.55	1.29	1.78	3.79	2.38	
2002 總得分	3.56	1.39	1.84	3.74	2.23	
2003 總得分	3.54	1.44	1.86	3.54	2.55	
2004 總得分	3.64	1.34	1.85	3.46	2.60	
2005 總得分	3.46	1.35	1.85	3.56	2.40	
1995	世界排序	77	1	5	69	41
	貿易政策得分	5.0	1	2.0	4.0	4.0
	政府干預得分	5.0	2.0	2.0	5.0	3.0
	工資及物價得分	3.0	1.0	2.0	3.0	2.0
2005	世界排序	112	1	12	124	35
	貿易政策得分	4.0	1.0	2.0	3.0	3.0
	政府干預得分	3.0	2.0	2.0	2.5	2.0
	工資及物價得分	3.0	2.0	2.0	3.0	3.0

資料來源: 2004 年及以前資料摘自 2005 Index of Economics Freedom, pp. 9-12;

2005 數據摘自 <http://www.heritage.org/research/features/index/countries.cfm>。

由於中國和俄羅斯都是地廣人多的大國，他們在市場化進程中所遇到的障礙必然比像匈牙利那些工業小國為多，所以中俄兩國在 2005 年之全球中排序較諸 1995 年均見明顯下跌。但排序是相對性，而經濟自由度得分卻是絕對性；中國內地的總得分在 1995-2005 的 11 年期間內改善了 9.2% (香港 11.9%、美國 7.6%、俄羅斯 - 0.3%、匈牙利 22%)。加上中國無論在貿易政策，政府干預和工資及物價等三組類別指標得分，相對其他四個經濟體系亦有過之而無不及之處。由此可見，中國在市場化發展上所取得的成績，應該算是很不錯了。假設市場化的道路是以標度 5 為起點和以香港 2005 年的標度 1.35 為終

點，就中國內地 2005 年的 3.46 標度，即已走了全程的 $\frac{5-3.46}{5-1.35} = 42.19\%$ 。

至於要解答中國今後應如何調整步伐好使走得更漂亮地邁向終點，這個有關經濟政策的問題就相當複雜了。本文嘗試從貨幣政策的立場，以貨幣數量理論作為基礎，演算出一個可以反映貨幣流量與名目國內生產總值 (GDP) 關係的參數，再根據這個參數的國際水準，而論述當前中國的貨幣政策應如何配合市場化的發展。

³ 指數越低表示經濟自由度越高。

(二) 貨幣流量與國內生產總值的理論關係

貨幣的數量原理導源甚遠，亦常為政界及學術界廣為討論的問題。直到 1911 年歐文費雪 (Irving Fisher) 之《貨幣的購買力》一書面世後，由於該書搜集甚富，討論甚詳，且條理井然，遂被公認為研究貨幣數量理論的最完備的著作。下文的分析是依據《貨幣的購買力》1922 年修訂版 (Fisher, 1922)⁴ 作為理論基礎，再加入劍橋現金餘額貨幣數量理論 (Friedman, 1987) 而推導出一些能夠反映在中國市場化進程中有關貨幣數量的相對性指標。

費雪 (1922, pp. vii, pp.8-32, pp.276-306, pp.372-375) 指出，在各種貨物的流動中，惟以貨幣易物及以活期存款易物兩種可以併入交易方程式中：每次交易的錢 (money) 物 (goods) 兩方皆相等，即付出的貨幣流量必等於購進的貨物及服務的價值。一個國家的交易方程式即是在一年中全國各人 (包括外來人士) 在各時日因購買財貨而發生的交易，其錢物兩方的相加總式亦必相等式。此方程式為：

$$MV + M'V' = \sum pq,$$

或 $MV + M'V' = PT$ (式一)

其中，M 為流通貨幣量，V 為他的流通率 (即一年中貨幣易取財貨的平均次數)；M' 為用支票提取的銀行存款的數量，V' 為他的流通率 (即一年中活期存款易取財貨的平均次數)； $\sum pq$ 為一年中各種財貨交易值的加總數；P 為物價水準，T 為交易量。

在這裏要特別指出，費雪所演成的交易方程式是關於以貨幣支出以購買財貨，而不是以售出財貨以賺取貨幣 (pp.372)。還有，貨幣是指那些在交易上為一般所願意收受的商品，在當時的金本位制度下，貨幣就是金幣 (pp.2)。另外，M 和 M' 是指一國中全年存有的貨幣供給數量的平均數量，其值就是各時日 (每次相隔的時間相等，且甚短促) 存有的數量的簡單算術平均數 (pp.24)；因此，在貨幣數量論的實證研究中，若有月度統計資料資料，年度貨幣數量必須用月度平均數⁵。

由於 GDP (名目本地生產總值) 的數值是從全國各經濟單位在一年中購買國內生產之最終財貨 (final goods) 的支出總值來估計，而在 (式一) 中的全國貨財交易總值 PT 卻是各經濟單位在一年中購買所有財貨 (包括最終貨財及中間貨財) 的支出總值。例如某麵包店在過去一年中，顧客共支出了 24 萬購買他生產的各式麵包，而該麵包店共支出了 12 萬用來購買製造麵包的原料和支付其他經營成本；按定義，24 萬是計入 GDP，而 24 萬加 12 萬共 36 萬是計入 PT。再譬如某計程車司機在過去一年中，顧客共支出了 18 萬購買他的客運服務，而他共支出了 12 萬用來租車和支付燃油費及其它經營成本；按定義，18 萬是計入 GDP，18 萬加 12 萬共 30 萬是計入 PT。基於以上分析，PT 大過 GDP 的數值必定以倍數計，即

⁴ 可參看中文譯本：斐雪著，金本基譯，《貨幣的購買力》，王雲五主編，萬有文庫第一集一千種，商務印書館，1930。

⁵ 以中國 2004 年的 M1 資料為例，年底數為 95970.8 億，月度平均數為 88406.2 億；即 M1 年底數比月度平均數高估 8.6%，亦令 M1 的流通率 (velocity of circulation) 由 1.54 推低至 1.42。最近在《經濟科學》2005 年第 2 期中刊載的兩篇有關中國貨幣供應量的文章，均沒有考慮到採用 M1 的年底數與月度平均數對實證結果的影響。

$$PT = \lambda \cdot GDP \quad \dots\dots\dots (式二)$$

由於 PT 是全社會在一年中所有貨幣支出的總值，它除了在正規市場用來購買財貨的經濟性支出外，還包括那些用於支付諸如部門間(尤其是公營部門) 的現金和活期存款互撥等轉移性支出，以及那些不是在正規市場進行交易所支付的金錢，我們有理由相信 λ 值的大小是會反映出中國在市場化進程中的一些特徵。透過以下對貨幣數量理論的分析，我們可以推導出估計 λ 值的算式。將(式二)代入(式一)得：

$$MV + M'V' = \lambda \cdot GDP \quad \dots\dots\dots (式三)$$

為方便實證研究，現今 $M = M_0$ (流通中的現金)， $V = V_{m0}$ (M_0 流通率)， $M' = D$ (活期存款)， $V' = V_d$ (活期存款流通率)，(式三)可改寫成：

$$M_0 \cdot V_{m0} + D \cdot V_d = \lambda \cdot GDP \quad \dots\dots\dots (式四)$$

現今 $D = \alpha M_0$ (即 $\alpha = \frac{D}{M_0}$) 及 $V_d = \beta V_{m0}$ (即 $\beta = \frac{V_d}{V_{m0}}$)，(式三) 可改寫成：

$$M_0 V_{m0} + (\alpha \cdot M_0)(\beta \cdot V_{m0}) = \lambda \cdot GDP, \text{ 或}$$

$$M_0 V_{m0} (1 + \alpha \cdot \beta) = \lambda \cdot GDP \quad \dots\dots\dots (式五)$$

根據劍橋現金餘額貨幣數量方程式 $M^d = k \cdot PNY'$ ：其中， M^d 為貨幣需求量， k 為貨幣數量對所得的比率 (即社會大眾願意持有貨幣的數量占其所得中的平均比率)， P 為物價水準， N 為人口數目， y' 為實質所得。現以 GDP 代替 PNy' ，以 $1/V_{ms}$ 代替 k ，再假設貨幣市場均衡 (即 $M^d = M^s$)。該方程式可改寫成：

$$M^s V_{ms} = GDP \quad \dots\dots\dots (式六)$$

一般經濟學者稱(式六)為所得型貨幣數量方程式(Income form of the quantity equation)。由於該方程式中的 M^s 和 GDP 兩個變數皆被各國收納為主要經濟指標之列，以及有關之統計資料亦容易取得，故此廣為研究者所採用。貨幣數量的統計資料可分為流通中現金(M_0) 或狹義貨幣($M1$)兩類，GDP 是以當時價格估算的國內生產總值，而此方程式的唯一未知數貨幣流通率(V_{ms})，可直接由 GDP 與 M_0 或 $M1$ 相除而求得。為提供實證資料，表二載錄了中國內地，香港，美國，俄羅斯，及匈牙利等五個經濟體系近十年的名義國內生產總值(GDP) 和各項貨幣存量的月度平均數據⁶；而從這些資料算出之貨幣流通率則列述於表三中。

⁶ 中國貨幣統計資料在 1996 年以前為季度資料；匈牙利在 1997 年以前的幣統計資料為季度資料。

表二 1995-2004 中國內地，香港，美國，俄羅斯，及匈牙利的 GDP，流通中現金(M₀)，活期存款(D)及狹義貨幣(M1)

年份	中國內地				香港				美國				俄羅斯				匈牙利			
	(Billion Yuan)				(Billion HKD)				(Billion USD)				(Billion Ruble)				(Billion Forint)			
	GDP	M ₀	D	M1	GDP	M ₀	D	M1	GDP	M ₀	D	M1	GDP	M ₀	D	M1	GDP	M ₀	D	M1
1995	5851.1	738.2	1484.9	2223.2	1096.3	70.9	100.5	171.4	7397.7	366.2	776.4	1142.6	1429	75.9	66.9	142.8	5614.0	425.1	518.4	943.4
1996	6833.0	826.1	1758.4	2584.5	1210.9	74.2	107.5	181.7	7816.8	381.6	724.1	1105.8	2008	94.0	74.3	168.3	6893.9	461.3	613.2	1074.4
1997	7489.4	963.7	2176.5	3140.2	1344.5	80.6	121.9	202.4	8304.3	409.2	660.0	1069.2	2343	124.0	108.3	232.2	8540.7	528.7	778.2	1307.0
1998	7900.3	1059.5	2455.8	3515.3	1279.9	81.2	95.8	177.0	8747	441.2	638.5	1079.7	2630	140.1	135.8	275.9	10087.4	607.4	1104.1	1711.5
1999	8267.3	1183.8	2842.4	4026.2	1246.1	86.8	97.2	184.0	9268.4	485.8	615.6	1101.5	4823	208.5	197.4	406.0	11393.5	723.5	1307.9	2031.5
2000	8934.1	1380.2	3440.1	4820.3	1288.3	91.6	109.0	200.6	9817.0	523.0	580.7	1103.7	7306	313.8	339.0	652.8	13172.3	820.0	1540.7	2360.7
2001	9859.3	1477.2	4014.1	5491.3	1269.9	96.8	112.8	209.6	10128.0	555.0	581.1	1136.1	8944	481.9	492.9	974.8	14849.8	910.3	1760.0	2670.2
2002	10789.8	1600.8	4772.3	6373.1	1248.0	108.3	130.5	238.8	10487.0	609.0	582.0	1191.0	10818	636.0	574.6	1210.5	16740.4	1097.0	2062.4	3159.4
2003	12151.1	1812.6	5780.5	7593.1	1220.0	122.2	168.6	290.8	11004.1	647.7	619.1	1266.7	13201	897.8	807.2	1704.9	18574.0	1275.6	2399.3	3674.8
2004	13651.5	2005.2	6835.4	8840.6	1282.0	136.6	243.8	380.4	11735.0	680.7	655.9	1336.6	16779	1272.0	1062.6	2334.6	20216.2	1316.7	2559.9	3876.7
標準差	2320.6	401.6	1689.6	2088.0	62.3	20.3	43.4	62.2	1342.4	106.2	61.3	82.6	5039.9	380.9	325.4	705.5	4710.0	310.3	690.6	999.9
平均數	9172.7	1304.8	3556.0	4860.8	1248.6	94.9	128.8	223.7	9470.5	509.9	643.3	1153.3	7028.1	424.4	385.9	810.3	12608.2	816.6	1464.4	2281.0
CV ⁷	0.25	0.31	0.48	0.43	0.05	0.21	0.34	0.28	0.14	0.21	0.10	0.07	0.72	0.90	0.84	0.87	0.37	0.38	0.47	0.44
\bar{r} (%) ⁸	9.87	11.74	18.49	16.58	1.75	7.56	10.35	9.26	5.26	7.13	-1.86	1.76	31.48	36.78	35.97	36.41	15.30	13.38	19.42	13.19

* 表中之貨幣數量為月度平均數

資料來源：

中國內地的 GDP 和貨幣統計資料摘自中國人民銀行統計季報。香港的貨幣統計資料摘自 HKMA Monthly Statistical Bulletin。

香港的 GDP 統計資料摘自 Hong Kong Census and statistics Department, 2004 Gross Domestic Product, 2005.

美國，俄羅斯，及匈牙利的 GDP 及部份貨幣統計資料摘自 IMF International Financial Statistics 各期年刊和月刊。

美國的貨幣統計資料摘自 <http://www.federalreserve.gov/releases/h6/hist/h6hist5.txt>

俄羅斯的貨幣統計資料摘自 http://www.cbr.ru/eng/statistics/credit_statistics/print.asp?file=mon_survey_04_e.htm

匈牙利在 1998 年及以後的貨幣統計資料摘自 http://english.mnb.hu/engine.aspx?page=mnben_statisztikai_idosorok

⁷ 即變異係數 (Coefficient of variation)，是標準差與平均數之比。

⁸ \bar{r} 表示年平均變動率，其計算公式為：
$$\bar{r} = \left[\sqrt[n-1]{\frac{X_{t+n}}{X_t}} - 1 \right] \times 100\%$$
，其中 X_t 是期間的起始年而 X_{t+n} 是終結年。

表三 1995-2004 中國內地，香港，美國，俄羅斯，及匈牙利貨的貨幣流通率

年份	中國內地		香港		美國		俄羅斯		匈牙利	
	M ₀ 流通率	M1 流通率	M ₀ 流通率	M1 流通率	M ₀ 流通率	M1 流通率	M ₀ 流通率	M1 流通率	M ₀ 流通率	M1 流通率
1995	7.9	2.63	15.5	6.40	20.2	6.47	18.8	10.0	13.21	5.95
1996	8.3	2.64	16.3	6.66	20.5	7.07	21.4	11.9	14.95	6.42
1997	7.8	2.39	16.7	6.64	20.3	7.77	18.9	10.1	16.15	6.53
1998	7.5	2.25	15.8	7.23	19.8	8.10	18.8	9.5	16.61	5.89
1999	7.0	2.05	14.4	6.77	19.1	8.41	23.1	11.9	15.75	5.61
2000	6.5	1.85	14.1	6.42	18.8	8.89	23.3	11.2	16.06	5.58
2001	6.7	1.80	13.1	6.06	18.2	8.92	18.6	9.2	16.31	5.56
2002	6.7	1.69	11.5	5.22	17.2	8.81	17.0	8.9	15.26	5.30
2003	6.7	1.60	10.0	4.20	17.0	8.69	14.7	7.7	14.56	5.05
2004	6.8	1.54	9.4	3.37	17.2	8.78	13.2	7.2	15.35	5.21

資料來源：從表二載錄之有關統計資料計算而求得。

觀察表二及表三，我們發覺中國內地的活期存款(D)占狹義貨幣(M1)的比率明顯地比其他四個經濟體系偏高，而 M₀ 和 M1 的流通率亦明顯地比其他四個經濟體系偏低，其原因將會在第四節再作探討。除此以外，上述各經濟體系的 M₀ 流通率比 M1 流通率高出很多：以貨幣體系比較最完善的美國為例，在 2004 年 M1 流通率是 8.78，即美國各經濟單位平均窖藏其所收到的現金和活期存款結餘達 41.6 天之久，與事實並不相符；而 17.2 的 M₀ 流通率反映出美國各經濟單位平均窖藏其所收到的現金 21.2 天，相對來說比較合理。據此，我們可以判斷，在上述所得型貨幣數量方程式(式六)中的 M^s，是指流通中的現金(M₀) 而並非狹義貨幣(M1)⁹，V_{ms} 是指 M₀ 流通率(V_{m0})而非 M1 流通率(V_{m1})。所以，(式六) 可以改寫成：

$$M_0 V_{m0} = \text{GDP} \quad \dots\dots\dots \text{(式七)}$$

現把(式七) 代入(式五) 得：

$$\text{GDP}(1 + \alpha \cdot \beta) = \lambda \cdot \text{GDP}, \text{ 或}$$

$$\lambda = 1 + \alpha \cdot \beta = 1 + \frac{D}{M_0} \cdot \frac{V_d}{V_{m0}} \quad \dots\dots\dots \text{(式八)}$$

上式中之活期存款流通率(V_d)是一個制度參數，而且 V_d ≠ $\frac{\text{GDP}}{D}$ ¹⁰。

從(式七) 可得 V_{m0} = $\frac{\text{GDP}}{M_0}$ ，以之代入(式八)，經約簡後得：

$$\lambda = 1 + V_d \cdot \frac{D}{\text{GDP}} \quad \dots\dots\dots \text{(式九)}$$

⁹ 除非 V_{m0} = V_d = V_{m1} 和 λ = 1，即 M₀V_{m0} + DV_d = λ • GDP 變為 (M₀ + D)V_{m1} = GDP，才可以把(式六) 中的 M^s 視為 M1 以及 V_{ms} 以視為 V_{m1}。但這些條件出現的機會是非常微小的。

¹⁰ 如果令 V_d = $\frac{\text{GDP}}{D}$ ，則 λ 必等於 2。

為方便比較不同經濟體系的 λ 值，現假設活期存款結餘平均每星期清算一次，即一年中活期存款易取財貨的平均次數(V_d)是 52 次。改寫(式九) 可得出一個計算 λ 值的公式：

$$\lambda = 1 + 52 \cdot \frac{D}{GDP} \dots\dots\dots (式十)$$

表四 1995-2004 中國內地，香港，美國，俄羅斯，及匈牙利的 λ 值

年份	中國內地	香港	美國	俄羅斯	匈牙利
1995	14.20	5.77	6.46	3.44	5.80
1996	14.38	5.62	5.82	2.92	5.63
1997	16.11	5.71	5.13	3.40	5.74
1998	17.16	4.89	4.80	3.68	6.69
1999	18.88	5.06	4.45	3.13	6.97
2000	21.02	5.40	4.08	3.41	7.08
2001	22.17	5.62	3.98	3.87	7.16
2002	24.00	6.44	3.89	3.76	7.41
2003	25.74	8.19	3.93	4.18	7.72
2004	27.04	10.89	3.91	4.29	7.58

資料來源：從表一及表二載錄之有關統計資料計算而求得。

從上表中，我們可以發現三個特點。首先，中國內地的 λ 值比其他經濟體系高出很多：以 2004 年為例，它分別為香港、匈牙利、俄羅斯、美國 λ 值的 2.48 倍、3.57 倍、6.30 倍、以及 6.92 倍。另外，中國內地，俄羅斯，及匈牙利三個由計劃經濟邁向市場經濟的國家，他們的 λ 值都是處於上升軌；而在市場經濟成熟的美國，其 λ 值卻呈下降的趨勢。第三個特點是香港在 1997 年回歸中國內地以前，其 λ 值變動的趨勢與美國相同，但在 1999 年以後的趨勢卻與中國內地相同。在這三個特點中，中國內地 λ 值過份偏高的原因是研究中國市場經濟學者們必須探討的課題。

(式二)和(式九)說明了一個經濟體系在一年中的交易總額 (Σpq 或 PT) 是當年 GDP 的 λ 倍，而 λ 值的大小，是由活期存款流通率(V_d) 及活期存款(D)占 GDP 的比率兩個因素所決定。據瞭解， V_d 主要是由銀行體系的票據清算機制來決定：由於中國內地幅員廣大以及貨幣支付電子化的函蓋面狹窄，票據清算的效率自然會比那些先進國家稍低，估計銀行客戶由開發支票購買貨財(包括金融工具)到銀行過帳給交易對方所須時間是 3 至 7 天，比在美國的 2 天到 5 天，約多出一倍的時間¹¹；而 D 的數量主要是決定於各經濟單位的支付習慣和持有活期存款的利息機會成本、銀行體系內的信貸擴張狀況、以及直接投資和金融投資的流量等因素。我們明白，一個成熟的市場體系在電子貨幣漸趨普遍的條件下，它的 λ 值最終必會向一個最低值收斂 (除非活期存款不再存在， λ 值必大於 1)。由此我們可以推斷，隨著市場化進程進一步深化和適應經濟全球化的發展趨勢，中國內地的 λ 值在到達了頂點以後，將會以頗快的速率下降。換言之，中國的貨幣當局將來主要的工作就是主動地把貨幣供應量、信貸政策、以及支付體系相配合來推低 λ 值至國際水準。

¹¹ 根據這些實際估計值推算，以 2004 年為例，中國內地的 V_d 是 $\frac{365}{5} = 73$ ，美國的 V_d 是 $\frac{365}{3.5} = 104$ ；而中國內地的 λ 值是 $1 + 73 \cdot \frac{6835.4}{13651.5} = 37.55$ ，美國的 λ 值是 $1 + 104 \cdot \frac{655.9}{11735.0} = 6.81$ ，即中國內地的 λ 值是美國 λ 值的 5.51 倍。

(三) 貨幣當局對貨幣存量的操控

2003 年 12 月 27 日，第十屆全國人民代表大會常務委員會第六次會議審議通過了《中華人民共和國中國人民銀行法（修正案）》，正式及明確的界定了中國人民銀行¹²為國務院組成部門，是中國內地的中央銀行，是在國務院領導下制定和執行貨幣政策、維護金融穩定、提供金融服務的宏觀調控部門。為了加強制定和執行貨幣政策的職能，於 1997 年 4 月 5 日國務院根據《中國人民銀行貨幣政策委員會條例》成立了貨幣政策委員會¹³作為人民銀行重要的諮詢機構。

(1) 中國人民銀行的貨幣政策操作工具

為了透過控制貨幣數量經由市場而影響各主要總體經濟變數來達到政策的目標，中國人民銀行已制定出一系列的貨幣數量管制工具：其中包括存款準備金率，公開市場操作，和基準利率。

存款準備金分為法定存款準備金和超額存款準備金。法定存款準備金是指金融機構按照其存款的一定比例向中央銀行繳納的存款，這個比例稱為法定存款準備金率。人民銀行通過調整存款準備金率(例如 1998 年 3 月把法定存款準備金率從 13%下調到 8%；2004 年 4 月把存款準備金率由 7%提高到 7.5%)，影響金融機構的信貸資金供應能力，從而間接調控貨幣供應量。

公開市場操作包括人民幣操作和外匯操作兩部分。外匯公開市場操作 1994 年 3 月啟動，而人民幣公開市場操作，在 1998 年 5 月 26 日恢復交易，規模逐步擴大。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，對於調控貨幣供應量、調節商業銀行流動性水準、引導貨幣市場利率走勢發揮了積極的作用。中國人民銀行從 1998 年開始建立公開市場業務一級交易商制度，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業務的交易物件，在 2005 年，公開市場業務一級交易商共包括 52 家：其中，商業銀行 42 家，證券公司 4 家，保險公司 4 家，農村信用合作社 2 家。從交易品種看，中國人民銀行公開市場業務債券交易主要 包括回購交易（正回購和逆回購）、現券交易(現券買斷和現券賣斷)和發行中央銀行票據。在 2004 年，全年共發行 105 期央行票據，發行總量 15072 億元，年末央行票據餘額為 9742 億元，約占 M1 的 11%；雖然如此，與公開市場操作成熟的美國之 53.7%¹⁴比較，相差還有一段距離。

中國人民銀行調整基準利率的目的，是希望藉控制普通銀行資本成本，影響他們借入款

¹² 中國人民銀行於 1948 年 12 月 1 日成立，當時是以華北銀行為基礎，合併北海銀行、西北農民銀行組建而成，併發行人民幣。從 1984 年 1 月 1 日起，確立中國人民銀行專門行使中央銀行的職能。及至 1995 年 3 月 18 日，第八屆全國人民代表大會第三次會議通過《中華人民共和國中國人民銀行法》，首次以國家立法形式確立了中國人民銀行作為中央銀行的地位。

¹³ 目前，貨幣政策委員會有 13 位成員，其中中國人民銀行行長、國家外匯管理局局長、中國證券監督管理委員會主席為貨幣政策委員會的當然委員，而主席則由中國人民銀行行長擔任。

¹⁴ 根據 IMF 2005 年 5 月份的 *International Financial Statistics*，美國在 2004 年末由貨幣當局持有的國庫票據總市值為 7178 億美元，占當年 13366 億的 M1 之 53.7%。

的增減，以管制其信貸創造能力及成本，甚至進而透過告示效果，間接影響其信貸創造的意願；由於銀行信貸的收縮或擴張會直接導致銀行貨幣(Bank Money 或 Demand Deposits)的收縮或擴張，對貨幣供應量影響很大。中央銀行基準利率包括再貼現利率和再貸款利率兩種：再貼現是金融機構為了取得資金，將未到期的已貼現商業匯票再以貼現方式向中國人民銀行轉讓而要支付的利息；再貸款利率是指中國人民銀行為解決轄區內普通銀行的資金頭寸不足而對其發放的期限不超過 3 個月的貸款所規定的利率。隨著利率市場化改革的逐步推進，作為貨幣政策主要手段之一的利率政策將逐步從對市場利率的直接調控向間接調控轉化。

除了以上的一般性數量管制工具外，中國人民銀行尚擁有一套在宏觀調控體系中能發揮重要作用的選擇性信用管制(Selected Credit Control)工具，它就是中國人民銀行的信貸政策。信貸政策主要著眼於解決經濟結構問題，通過引導信貸投向，調整信貸結構，促進產業結構調整和區域經濟協調發展；信貸政策的有效實施，對於疏通貨幣政策傳導管道，發展和完善信貸市場，提高貨幣政策效果發揮著積極的促進作用。

(2) 貨幣存量操控的成效

由於 90 年代初期中國從價格改革的調整階段轉入深化階段 (劉美洵,2004,頁 124-128)，再加上經濟過熱而引致的宏觀經濟失衡，CPI 通脹率由 1991 年的 3.4%急速上升到 1994 年的 24.1%；當時除了實施緊縮財政政策外，中國人民銀行在國務院領導下，堅持實行“適度從緊”的貨幣政策，靈活利用利率杠杆，及時開辦保值儲蓄，促進貨幣回籠等方法來控制通脹。到了 1997 年底，慶倖藉著東亞金融風暴帶來的通縮浪潮幫助中國渡過了價格改革難關。觀察表五的相關係數矩陣，我們發覺 M_0 變動率和 $M1$ 變動率跟通脹率有一定程度的正相關(分別是 $r=0.40$ 和 $r=0.49$)，但 $M2$ 變動率跟脹率並沒有顯著的相關($r=0.08$)；另外， M_0 變動率和 $M1$ 變動率有極高的正相關 ($r=0.95$) 意味著流通中現金與活期存款一直維持穩定的比例，但他們分別與 $M2$ 的相關係數卻不顯著 (分別是 $r=-0.07$ 和 $r=-0.05$)。這些正好反映出不同的貨幣供應定義在中國貨幣政策中扮演著不同的角色。

表五 1991 年至 2004 年中國內地的貨幣供應量年度變動率和通脹率

單位：%

年份	M_0 變動率	$M1$ 變動率	$M2$ 變動率	CPI 通脹率
1991	20.2	24.2	26.5	3.4
1992	36.4	35.9	31.3	6.4
1993	35.3	38.8	37.3	14.7
1994	24.3	26.2	34.5	24.1
1995	8.2	16.8	29.5	17.1
1996	11.6	18.9	25.3	8.3
1997	15.6	22.1	19.6	2.8
1998	10.1	11.9	14.8	-0.8
1999	20.1	17.7	14.7	-1.4
2000	8.9	15.9	12.3	0.4
2001	7.1	12.7	17.6 ¹⁵	0.7
2002	10.1	18.4	16.9	-0.8
2003	14.3	18.7	19.6	1.2

¹⁵ 由 2001 年 6 月起，其他存款中含證券公司存放在金融機構的客戶保證金。

	2004	8.7	14.1	14.9	2.4
相關 係數 矩陣	M ₀ 變動率	1	0.95	-0.07	0.40
	M1 變動率	0.95	1	-0.05	0.49
	M2 變動率	-0.07	-0.05	1	0.08
	CPI 通脹率	0.40	0.49	0.08	1

資料來源: CPI 通脹率計算自中國統計年鑒 2004,表 9-1 及 <http://www.stats.gov.cn/tjsj> 之居民消費 價格指數。
貨幣供應量年度變動率計算自中國人民銀行統計季報的主要金融指標之年末貨幣供應量。

統計資料顯示，M2 在 1978-1990 期間內的平均年度變動率是 22.4%，進入 90 年代以後就出現明顯的升幅，直到 1993 年錄得 37.3% 增長率後才踏上下降軌跡。但從 2001 年開始，受投資增長率快速上升拉動的影響，M2 的增長率又回復上升趨勢。於是，中國人民銀行在 2003 年 9 月，將法定存款準備金比率，從原來的 6% 提高到 7%；在 2004 年共開展 110 次人民幣公開市場操作，累計回籠基礎貨幣 19971 億元，累計投放基礎貨幣 13281 億元，投放、回籠相抵，通過人民幣公開市場操作淨回籠基礎貨幣 6690 億元（占當年 M₀ 月度平均值的 33.4%）。在 2004 年 3 月將再貼現率由 2.97% 調升至 3.24%，將對金融機構貸款利率調升了 0.63%；繼而在 2004 年 4 月再將法定存款準備金比率增加 0.5% 至 7.5%；結果，在其他宏觀調控措施的配合之下，成功地使 M2 增長率由 2003 年的 19.6% 下降到 2005 年 3 月的 14.2%。由此可見，中國貨幣當局是有能力控制那包括定期存款，儲蓄存款和其他存款的准貨幣（Quasi-money）進而影響 M1 的數量，於是舒緩了由信用過度擴張而引發的通脹壓力。

因為 M1（包括流通中現金 M₀ 和活期存款 D）是各經濟單位用來購買財貨的交易媒介，貨幣當局是有責任保證 M1 的供應量必須配合其需求量。根據人民幣經濟發行的原則和嚴緊的現金管理和工資基金管理¹⁶，我們可以這樣說：在其他因素不變的前題下，物價上脹會令社會交易總值上升而推高貨幣需求量，為保持貨幣市場均衡，M1 必須跟隨上升。所以在表五中，M1 變動率與通脹率的顯著正相關只能反映出中國人民銀行有效地履行了作為貨幣發行機關的基本職責使 M1 跟隨物價變動的緩速而調整，但沒有跡象顯示他曾經透過操控 M1 供應數量來緩和預期物價的波動。

（四）經濟全球化對中國貨幣流通制度的影響

2001 年 12 月加入世貿組織是中國積極融入世界經濟的體現，這不僅有利於中國企業走向世界市場，也有利於世貿成員國進入中國市場。依中國入世條款規定¹⁷，在 2003 年底前已允許外國金融機構在中國向所有中國客戶提供外幣銀行服務，以及向中國公司提供人民幣銀行服務；並且將在 2006 年底前允許他們向所有中國客戶提供人民幣銀行服務。

¹⁶ 經濟發行原則，根據國民經濟發展情況，按照商品流通的實際需要而進行貨幣發行。這種發行是在經濟增長的基礎上增加貨幣投放，是為了適應和滿足商品生產和商品流通對貨幣的客觀需要，不會引起物價波動和通貨膨脹。

現金管理是指國家授權銀行及其它金融機構依法對開戶單位的現金收支及庫存進行的監督和管理，是貨幣流通管理的重要內容之一。我國現金管理的基本法規是《現金管理條例》及其《實施細則》。

工資基金管理是指銀行根據國家的授權，依照統一批准的工資基金計畫和有關規定，對各開戶單位的工資支付進行管理和監督。其基本法規是國務院發佈的《工資基金暫行管理辦法》。

¹⁷ 詳細的中國入世條款可參看世貿網頁：http://www.wto.org/english/news_e/pres01_e/pr543_e.htm

另外，在 2003 年 6 月中國內地與香港簽定的 CEPA 條款，允許香港銀行業提早以及較優待的條件進入中國經營。隨著西方先進的銀行服務進入中國和中國的銀行在國外營業所吸取的知識和經驗，直接或間接地帶領中國內地銀行在面臨競爭與挑戰的情況之下，催使他們踏上經營市場化之路。這些改變所形成的市場力量必會推動中國內地貨幣流通制度的改變。為了使分析有系統，我們先嘗試找出造成當前中國內地貨幣流通現狀的原因，然後才討論經濟全球化對中國貨幣數量和貨幣流通率的影響。

(1) 現金流通率偏低的原因

凱恩斯(J. M. Keynes) 的流動性偏好模型指出，絕大部的經濟單位其選擇持有現金 (M_0) 的原因可以歸納為交易、預防和投機等三個動機。如果我們在表三中除中國內地以外，選取一個在 2004 年最低的 M_0 流通率 (香港的 9.4) 作為中國內地的 M_0 流通率，再根據 (式七) $M_0 V_{m0} = \text{GDP}$ ，可算出 2004 年中國內地的交易餘額(Transactions balance)估計值為 14522.8 億元¹⁸，比表二中的 2004 年 M_0 的 20052 億相差 5529.2 億；由於那被認為是投機餘額之證券公司存放在金融機構的客戶保證金已經計算入准貨幣之內，所以我們可以把這 5529.2 億視為預防性餘額 (Precautionary balance)。至於為什麼中國內地的經濟單位要持有約 28% 的 M_0 來滿足不時之需呢？，原因主要有下列三點。這也是使中國內地的現金流通率較其他市場經濟體為低的主要原因。

首先是與人民幣的貨幣發行的程式有關：按規定，各普通銀行將人民銀行發行庫的發行基金調入業務庫後，再從業務庫通過現金出納支付給各單位和個人，人民幣鈔票就進入市場；同時，各銀行每日都要從市場回收一定的現金，當業務庫的庫存貨幣超過規定的限額時，超出部分要送交發行庫保管。因業務庫保管的現金，屬於 M_0 的一部份，即是這部份是貨幣當局留給銀行基層分、支行和處、所為辦理日常現金收付而設的預防性餘額。第二點是與人民銀行的現金管理有關：按規定，各級單位和企業提取大額現金時，要填寫有關大額現金支取登記表格，表格的主要內容應包括支取時間、單位、金額、用途等；因這些限制明顯地提高了他們提取現金的交易成本，結果使其偏向窖持較多數量的現金。最後，由於個人居民之間絕少使用私人支票¹⁹，他們的日常支付幾乎完全依賴現金，為了確保有足夠現金來應付不時之需，所以一般都習慣持有一筆用來滿足預防動機的閒錢。

(2) λ 值偏高的原因

方程式 $\lambda = 1 + \frac{D}{M_0} \cdot \frac{V_d}{V_{m0}}$ (式八)指出，如果活期存款 D 與流通中的現金 M_0 之比率越大， λ 值越大；活期存款 D 的流通率與流通中現金 M_0 的流通率之比率越大， λ 值亦會越大。我們知道，流通中的現金(M_0) 和活期存款(D)的流通率主要是由一國的支付體系和公眾的支付習慣所決定：在短期，原則上他們的比率是不會變動的；但在長期，該比率是會隨著經濟市場化的進程而徐徐下降；同樣理由，流通中的現金(M_0) 和活期存款(D) 在長期會隨著經濟市場化的進程而徐徐上升。當完全成為市場經濟之後，使會受無現金

¹⁸ $M_T = \frac{\text{GDP}}{V_{m0}} = \frac{136515}{9.4} = 14522.8$

¹⁹ 中國內地的支票主要包括保付支票、個體經營戶支票、旅行支票、活期儲蓄支票、及儲蓄旅行支票。

社會(Cashless society)趨勢的影響而徐徐下降到一個臨界值才會出現橫行狀態 (Poon, 1987)。表六是根據表二所列的 D 和 M_0 的觀察值而算出的中國內地，香港，美國，俄羅斯，及匈牙利貨在過十年之 D 與 M_0 比率，表中所顯示的趨勢與理論很相符，而且明顯看出中國內地的貨幣流通方面的市場化程度還落後於俄羅斯²⁰。因(式八)右方的 V_d 與 M_{m0} 比率並非觀察值，亦是貨幣政策控制的目標，再加上我們在上節已詳細討論過影響 M_0 的因素，因此以下就只集中討論影響活期存款。

表六 1995-2004 中國內地，香港，美國，俄羅斯，及匈牙利的 D 與 M_0 比率

年份	中國內地	香港	美國	俄羅斯	匈牙利
1995	2.01	1.42	2.12	0.88	1.22
1996	2.13	1.45	1.90	0.79	1.33
1997	2.26	1.51	1.61	0.87	1.47
1998	2.32	1.18	1.45	0.97	1.82
1999	2.40	1.12	1.27	0.95	1.81
2000	2.49	1.19	1.11	1.08	1.88
2001	2.72	1.16	1.05	1.02	1.93
2002	2.98	1.20	0.96	0.90	1.88
2003	3.19	1.38	0.96	0.90	1.88
2004	3.41	1.78	0.96	0.84	1.94

資料來源：從表二載錄之有關統計資料計算而求得。

為了透過監管各經濟單位的支付行為以達到穩定物價和防止逃稅和不法的經濟交易之目的，中國政府一向是非常鼓勵各單位和個人在經濟活動中，採取轉帳方式進行結算，減少使用現金。按人民銀行 1988 年 10 月 1 日發佈發佈的《現金管理暫行條例》規定，所有在銀行和其他金融機構開立帳戶的單位(包括國家機關、團體、部隊、學校和城鄉國營、集體企業、事業單位以及聯營企業、私營企業、個體工商戶、農村承包經營戶)間的經濟往來，除依法可以使用現金的以外，其他一律通過銀行轉帳結算；而轉帳結算憑證在經濟往來中，具有同現金相同的支付能力。另外亦規定機關、團體、部隊、全民所有制和集體所有制企業事業單位購置國家規定的專項控制商品，必須採取轉帳結算方式，不得使用現金。由於這些規定，遂令各經濟單位是在毫無選擇的情況下，一定要將交易餘額存於在活期存款戶口，造成 D 偏高的原因。還有，隨著經濟的發展這些開戶單位的交易總值上升幅度一定比個人居民的為大，因前者主要用活期存款作為交易媒介而後者主要是用現金，所以 D 與 M_0 的比率會出現越來越大的現象。

(3) 中國融入世界經濟對貨幣數量與貨幣流通率的影響

銀行的經濟功能主要是貨幣推移和創造貨幣兩種(Vickers, 1985, pp. 78)。銀行的貨幣推移功能 (Money moving function) 是指透過銀行的金融仲介者角色，他能夠推動社會上閒置的貨幣 (或廣義地稱之為購買力) 到需要使用貨幣者手中，從而增加經濟活動和促進經濟繁榮；創造貨幣 (Money creating function) 是指銀行透過客戶存款和貸款業務的運作，他能夠創造出等於款準備金幾倍的派生存款 (Derivative deposits) 以及衍生貸款

²⁰ 這結果正反映出俄羅斯所選的是一條激進式經濟改革道路，而中國則選擇了一條漸進式的經濟改革道路。

(Derivative loans)，從而向社會提供額外的交易媒介和信貸，使經濟交易和投資活動進行得更為順暢。當銀行體系把貨幣推移和創造貨幣兩種社會功能完全發揮出來的時候，中國內地流通現金中被窖持作為預防性餘額那部份必會減少，亦即 M_0 必會減少以及 M_0 流通率(V_{m0}) 必會增加；而活期存款(D)的數量雖然在初期會有較明顯的增長，但很快便會跟隨國際走勢而漸趨下降。再者，由於銀行體系的支付統漸趨完善，結果會令活期存款流通率(V_d)提高和進一步推高 V_{m0} 。基於以上分析，我們可以推斷中國內地的 λ 值在 D 與 M_0 和 V_d 與 V_{m0} 的比率趨於下降的條件下，必會漸漸下調到國際水準。

在另一方面，在金融市場自由化的環境下，實現利率的市場化是不能避免的。1993 年，在十四大《關於金融體制改革的決定》提出了利率改革，建立以市場資金供求為基礎，以中央銀行基準利率為調控核心，由市場資金供求決定各種利率水準的市場利率體系的市場利率管理體系的長遠目標。繼而在第十六屆三中全會《中共中央關於完善社會主義市場經濟體制若干問題的決定》中進一步明確指定中國人民銀行要穩步推進利率市場化，建立健全由市場供求決定的利率形成機制，以及通過運用貨幣政策工具引導市場利率。經過多年來的發展，利率市場化改革由已有了很大的進展。

表七 利率市場化改革的重點

日期	事項
1996 年 6 月	放開了銀行間同業拆借利率。
1997 年 6 月	放開銀行間債券回購利率。
1998 年 1 日	取消貸款限額控制。
1998 年 8 月	國家開發銀行在銀行間債券市場首次進行了市場化發債。
1999 年 10 月	國債發行也開始採用市場招標形式，從而實現了銀行間市場利率、國債和政策性金融債發行利率的市場化。
2004 年 3 月	實行再貸款浮息制度。
2004 年 10 月	放開金融機構(城鄉信用社除外)人民幣貸款利率上限並允許人民幣存款利率下浮。金融機構(不含城鄉信用社)的貸款利率不再設定上限。

資料來源: 中國人民銀行貨幣政策分析小組在 2005 年 1 月在中國貨幣政策執行報告中發表的《穩步推進利率市場化報告》。

綜觀以上改革的重點，尤其重要的是在 2004 年 10 月，放開金融機構人民幣貸款利率上限並允許人民幣存款利率下浮，這樣一來，可以讓金融機構自行考慮貸款項目的風險而訂定利率，收取適合的風險溢價；另一方面，也可以讓金融機構按照自身對資金的需求而給與合適的存款利率。我們相信隨著金融機構改革和利率市場化的穩步推進，中國人民銀行會不斷擴大金融機構的利率定價自主權，通過中央銀行的間接調控，以致市場利率能發揮調節市場資金供求的功能。

據瞭解，由於利率市場化的原因，金融機構的法定存款利率的結構已出現了改變。以企業單位的活期存款利率與 3 個月定期存款利率為例，從表八中發現，當他們息差的擴闊(以息差和息差與 3 個月定期存款利率之比的乘積表示)， $M1$ 與 $M2$ 之比是會隨之而下降。這顯示存戶基於利息機會成本(Interest opportunity cost)的考慮，把部份活期存款轉入 3 個月定期存款戶口；這種市場行為，在其他因素不變的前題下，結果令 $M1$ 減少及 $M2$ 增加，亦即是把部份活期存款驅逐出貨幣流通體體系之外而使之變成為准貨幣。隨著銀行經營自由化的發展，基於成本的考慮，銀行業一定會把活期存款和定期存款的息差繼續擴闊，這亦成為令活期存款(D)減少的一個重要因素。

表八 企業單位的活期存款利率與 3 個月定期存款利率

調整時間	活期存款利率 (%)	3 個月定期存款利率 (%)	息差 (%)	息差與 3 個月定期存款利率之比 (γ)	息差與 γ 的乘積	M2 與 M1 之比 *
1997.10.23	1.7	2.88	1.18	0.4097	0.4834	0.3827
1998.07.01	1.44	2.79	1.35	0.4839	0.6533	0.3728
1999.06.10	0.99	1.98	0.99	0.5	0.4950	0.3823
2004.10.29	0.72	1.71	0.99	0.5789	0.5731	0.3790

* M1 與 M2 均為年底數。

資料來源：《中國人民銀統計季報》2005-2，總第 38 期，頁 72。

(五) 結論及政策建議

我們已經在貨幣數量學說的基礎中以及站在國際比較的層面上論證了中國內地貨幣流通量和貨幣流通率的特徵，並且指出在經濟全球化條件下他們的變動趨勢；根據貨幣政策是指政府透過貨幣當局對一國的貨幣、信貸、與銀行體系的管理以達到減少商業迴圈的波動 (Samuelson 2005, pp. 413 & 419) 這個定義作為標準，我們可以這樣說：在市場化進程的初階段，中國內地並沒有貨幣政策，中國人民銀行的主要職能只是按照商品流通的實際需要而進行貨幣發行；到 1997 年成立了貨政策委員會以後，貨幣政策就開始成為宏觀調控的工具；在 2005 年在歐美各先進工業國(尤其是美國布殊政府)指人民幣對美元匯率嚴重低估，強烈地要求中國儘快放鬆甚至放棄人民幣與美元掛鈎的關係²¹的壓力之下，中國人民銀行不得不把控制人民幣匯率加入成為貨幣政策控制目標之一。由此可見，貨幣政策的角色正隨著中國市場經濟繼續深化的發展越來越重要。現在我所需要探討的就是中國貨幣政策的發展方向。

2005 年 7 月 21 日，中國人民銀行宣佈自 2005 年 7 月 21 日起，人民幣對美元升值 2% 及中國內地開始實行以市場供求為基礎、參考一籃子貨幣進行調節、管理的浮動匯率制度²²，驗證了最近有些學者都認為當中國在加入世貿後五年的過渡期之後，便會開始發展匯率的浮動化和人民幣過渡到完全自由兌換 (劉美珣 2004，頁 270) 的觀點。沿著這個發展方向，我們有理由相信，中國的貨幣政策重點將會由穩定物價轉變為穩定人民幣匯率。根據國際貨幣理論，一個良好的貨幣管理當局只能選擇把該國貨幣的匯率與某一(些)外幣掛鈎或控制該國的基礎貨幣(即公眾持有的現金+銀行體系中持有的現金)數量兩者其中之一。既然中國人民銀行已決定採用有管理的浮動匯率制度，即是選擇放棄了人民幣與美元掛鈎的關係；因此，為了保持人民幣匯率在合理、均衡水準上基本穩定，他一定要加強對基礎貨幣數量的控制。雖然目前人民幣尚未完全自由兌換，而且中國內地的外匯管制仍然很嚴緊，在很大程度上抑制著人民幣匯率的波動；但是在中國內地漸漸發展成開放型經濟之前，中國人民銀行是必須儘早加強控制基礎貨幣的能力。

²¹ 可參看 Time to let go; China should loosen its currency peg—and quickly, The Economist, May 21st 2005.

²² 根據 IMF 在 2004 年的一份文章(Prasad 2004, pp.21)指出中國自 1995 年規定有管理的浮動匯率制度(managed floating exchange rate system)為法定匯率制度，但實際上是與美元掛鈎的固定匯率制度。自 2005 年 7 月 21 日起，我國開始實行以市場供求為基礎、參考一籃子貨幣進行調節、有管理的浮動匯率制度。

為了中國內地可以發展出一套能夠配合中國融入世界經濟的貨幣政策，我們建議：為使利率水準能充份反映出資本市場和貨幣市場的供求情況，中國人民銀行要穩步推進利率市場化；由於公開市場操作是控制貨幣數量最有效的政策工具，要使之能發揮威力，除了要建立一個健全而有效的貨幣市場外，還要大幅度增加公開市場操作(尤其是外匯操作)的投資組合總值；因為中國內地在最近的將來要面對人民幣匯率的波動，貨幣政策的操作目標有必要由 M2 轉換為 M1；還有為了要理順貨幣的流通體系，無論是在國際層面或國內層面，在企業層面或個人居民層面上，中國人民銀行必須要進一步完善支付系統。

我們理解，貨幣之於整個經濟體系的運作，正如潤滑劑之於一台機器的運作。施於機器上的潤滑劑過多或過少，必會減低其運作的效率甚至使之停止運作；同樣，一個經濟體系的貨幣數量過多或過少，必會降低其實質經濟增長率甚至使整個經濟體系崩潰。再者，不同型號的同類機器，它們最高運作的效率是絕對不能只是透過施放最適量的潤滑劑而有所提高；同樣，不同的經濟體系，由於其生產因素的質與量各異，在長期來看他們的實質經濟增長率是絕對不能只透過最適量的貨幣數量來提高或維持。即是說，無論任何經濟體系，如要提高或維持實質經濟增長率，提升生產因素的質與量應該是一條不二之途。

參考文獻

- [1] 《經濟科學》，2005 年第 2 期(總第 147 期)，北京大學出版社，2005 年 4 月 20 日。
- [2] 《中國人民銀行統計季報》，中國人民銀行，1998 年至 2005 年各期。
- [3] 劉美洵，列烏斯基主編，《中國與俄羅斯兩種改革道路》，清華大學出版社，北京，2004。
- [4] 《中國市場經濟建設全書》，山西人民出版社，1996 年 6 月。
- [5] 斐雪著，金本基譯，《貨幣的購買力》，王雲五主編，萬有文庫，第一集一千種，商務印書館，1930 年。
- [6] State Statistical Bureau, China Statistical Year Book, China Statistical publishing House, various years.
- [7] International Financial Statistics, IMF, various issues.
- [8] Hong Kong Monetary Authority, Hong Kong monthly Statistical Bulletin, Various issues.

- [9] Hong Kong Census and statistics Department, 2004 Gross Domestic Product, 2005.
- [10] Samuelson P.A. and Nordhaus W.D., Economics, 18th Edition, 2005.
- [11] Zhang Xiaojing, Report on Martetization Process in China, The Chinese Economy, vol. 37, no. 3, November-December 2004, pp. 68-84.
- [12] Prasad E. (ed), China' s Growth and Integration into the World Economy: Prospects and Challenges, Occasional Paper 232, IMF, 2004.
- [13] Miles M. A., Feulner E. J., and O' Grady M. A., 2004 Index of Economic freedom, The heritage Foundation and Dow Jones & Company, Inc., 2004.
- [14] Poon C.C.,Towards a Cashless Society, Economic Journal of HKSYC, 1987.
- [15] Vickers Douglas, Money, Banking, and the Macroeconomy, Prentice-Hall, 1985,
- [16] Friedman Milton, Quantity Theory of Money, in Eatwell J., Milgate M., and Newman P. (ed.), The New Palgrave Dictionary of Economics, Macmillan, 1987.
- [17] Fisher Irving, The Purchasing Power of Money, (First Edition 1911, Second Edition 1922), Reprinted by Augustus M. Kelley Publishers, 1971.

All Rights Reserved
Copyright © 2005 by Hong Kong Shue Yan College

Important Note

The working paper series is a series of occasional papers funded by the Research and Staff Development Committee. The objective of the series is to arouse intellectual curiosity and encourage research activities. The expected readership will include colleagues within Hong Kong Shue Yan College, as well as academics and professionals in Hong Kong and beyond.

All opinions, information and/or statements made in the papers are exclusively those of the authors. Hong Kong Shue Yan College and its officers, employees and agents are not responsible, in whatsoever manner and capacity, for any loss and/or damage suffered by any reader or readers of these papers.

Please address any comments and further inquiries to:

Dr. Shu-kam Lee
Working Paper Coordinator
Department of Economics
Hong Kong Shue Yan College
10 Wai Tsui Crescent
Braemar Hill Road
North Point
Hong Kong
Fax: 28068044
Tel: 25707110
Email: sklee@hksyc.edu