

金融監督管理委員會
103 年度委託研究計畫

中國大陸經濟暨金融風險之評估

研究單位：財團法人中華經濟研究院

研究主持人：吳中書

日期：民國 103 年 11 月 20 日

金融監督管理委員會
103 年度委託研究計畫

中國大陸經濟暨金融風險之評估

計畫主持人： 吳中書

研究人員： 吳明澤

鍾富國

林柏君

研究助理 盧薇如

莊凱婷

日期：民國 103 年 11 月 20 日

摘要

本研究利用 1997 年亞洲金融危機與 2009 年的歐債危機為個案分析，並參考文獻與中國大陸的相關特性，編製有關中國大陸經濟與金融風險預警指標，主要分為結構風險及預警與展望指標，並參考信用評級方式給予中國大陸經濟與金融風險之相關評級，由於中國大陸並未出現真正意義上的金融危機，但以本研究之指標體系仍可以描述中國大陸在面對國際金融危機所造成的衝擊，並可以提前 3 個月左右反應，在相當種程度上，可以反應中國大陸經濟與金融風險。

除了量化指標外，本研究亦收集大量的文獻、新聞、政府報告與訪談專家學者，進行質化研究，並歸納中國大陸的經濟與金融風險大約可以區分為以下 6 項，即經濟成長降速、房地產泡沫、地方債務問題、影子銀行問題、產能過剩與期限錯配等，而上述的風險主要都是在 2008 年中國大陸為避免美國金融海嘯對中國大陸造成衝擊而使用過激的財政政策（四萬億擴大內需）與貨幣政策所造成的後遺症，中國大陸官方亦已察覺這些問題，雖然對外宣稱不會有全面性、系統性的風險，但仍不排除單一風險造成連鎖效應，而最可怕的是上述風險在同一時間爆發，則後果不堪設想。因此中國大陸近期亦提出多項改革措施，然該些改革措施是否能有效防止中國大陸的經濟與金融風險，仍有待觀察。

最後，本研究提出後續研究方向與政策建議，除了持續的以本研究之風險指標進行監測外，上述中國大陸的每項風險其實均非常複雜，且其中每項風險均有密切關係，因此未來應針對每一項風險進行深入研究，並收集 micro data，見微知著，以期掌握中國大陸經濟與金融風險。

Abstract

In this study, we use the Asian financial crisis in 1997 and 2009 of the European debt crisis as a case study, and reference literature related features and China, the preparation of economic and financial risk early warning indicators on the China, mainly divided into structural risk indicators and early warning and prospects with reference to the credit rating and the way to give China's economy and financial risks associated ratings, due to the China did not show the true sense of the financial crisis, however the index system of this study could be predicted China still in the face of the international financial crisis shocks, further about three months in advance of the reaction, a considerable extent, the possible reaction of China's economy and financial risks.

In addition to the quantitative indicators, the present study also collected a lot of literatures, journalism, government reports and interviews with experts, conduct qualitative research, and summaries of the economic and financial risks in China which can be roughly divided into the following six types of risks, namely economic growth deceleration, real estate bubble, the local debt problem, shadow banking problems, overcapacity and maturity mismatches, etc.. The above risks are mainly about the financial tsunami impact in order to avoid US on the China in 2008 and the use of aggressive fiscal policy (forty thousand million expansion of domestic demand) and sequelae and monetary policy caused these problems has noticed by the China official. Although China announced there will be no comprehensive, systematic risk, but the risk is still not ruled out a single cause chain reactions, and the most frightening thing is that the risk of the outbreak of the above, the consequences could be disastrous. Therefore, the China has recently made a number of reform measures that these reform measures are then able to effectively prevent the

economic and financial risks in China.

Finally, this study presents the direction of future research and policy recommendations, in addition to continuing the risk indicators in monitoring this study and the risk of each of the above. Each risks mentioned above in China are very complex, therefore there should be in-depth study for each risk and collect micro data, around corners in order to master the China's economic and financial risks.

目 錄

摘 要.....	I
ABSTRACT.....	II
目 錄.....	IV
表目錄.....	VI
圖目錄.....	IX
第一章 緒論.....	1
第一節 研究動機與目的.....	1
第二節 背景分析.....	5
第三節 研究架構與流程.....	12
第二章 臺灣金融機構在中國大陸現況.....	15
第一節 臺灣金融機構赴中國大陸發展的因素.....	15
第二節 臺灣銀行業者在中國大陸的分佈／發展現況.....	18
第三節 臺灣非銀行業者在中國大陸的分佈／發展現況.....	27
第三章 經濟與金融危機之個案討論.....	47
第一節 1997 年亞洲金融危機.....	47
第二節 2009 年歐債危機.....	70
第四章 中國大陸經濟及金融風險指標.....	93
第一節 經濟與金融風險指標相關研究.....	93
第二節 中國大陸經濟與金融風險.....	100

第三節	中國大陸經濟與金融風險指標建構	127
第五章	中國大陸金融政策未來發展方向.....	191
第一節	中國大陸目前的金融問題	192
第二節	中國大陸信用市場未來之改革方向與可能結果	196
第六章	國際間大陸經濟金融風險之評估.....	209
第一節	影子銀行	209
第二節	地方債問題與債務危機問題.....	213
第三節	房地產泡沫問題.....	218
第四節	經濟下行風險	220
第五節	其他風險	223
第六節	QE 退場及美聯準會升息對中國大陸之可能影響.....	226
第七章	結論與政策建議	228
第一節	結論.....	228
第二節	政策建議	230
參考文獻	.....	234
出差報告	.....	239
中國大陸經濟暨金融風險評估 第一次專家座談會	.....	242
中國大陸經濟暨金融風險評估 第二次專家座談會	.....	244
期中報告審查意見回覆表	.....	247
期末報告審查意見回覆表	.....	250

表目錄

表 1 臺資銀行於大陸設立分行分佈狀況(~2013.12)	20
表 2 臺資融資租賃業於大陸設立據點狀況(~2013.12)	28
表 3 臺資券商於大陸設立據點狀況(~2013.12)	31
表 4 臺資保險業在大陸參股投資情況(~2013.12)	37
表 5 臺資保險業於大陸設立據點狀況(~2013.12)	38
表 6 金融危機對東亞主要經濟體之匯率影響	55
表 7 亞洲主要國家短期外債占外匯存底比率	57
表 8 亞洲主要國家的出口值與成長率	58
表 9 經常帳占 GDP 比率 (%)	61
表 10 東南亞主要城市商業區辦公室空置率和租金回報率	64
表 11 PIIG 各國財政收支相對於 GDP 比率	72
表 12 PIIG 各國政府債務相對於 GDP 比率	72
表 13 IMF 建構之金融健全指標(Financial Stability Indicators; FSI)核心指標	95
表 14 IMF 建構之金融健全指標(Financial Stability Indicators; FSI)建議指標	96
表 15 席慧厲、歐陽勝銀 (2010) 金融指標	99
表 16 中國大陸近年中央主要市場規範	105
表 17 中國大陸地方債餘額	108
表 18 中國大陸地方債主要融資主體與資金來源	109
表 19 中國大陸地方債到期時間表	120
表 20 中國大陸經濟及金融風險指標	130
表 21 中國大陸經濟及金融風險指標評分標準	131
表 22 中國大陸經濟及金融風險指標	184
表 23 2003 以來中國大陸經濟及金融風險結構與展望評級	185

表 24 依開放各金融業務別應特別關注之指標	190
表 25 EIU 預測	222
表 26 EIU 對中國國家風險評級	225

圖目錄

圖 1 研究架構.....	12
圖 2 臺資銀行於大陸已開業或擬設立分行分佈地區比例(~2013.12).....	21
圖 3 臺資銀行於大陸已開業或擬設立分行分佈地區(~2013.12).....	21
圖 4 臺資租賃融資業於大陸駐點分佈地區(~2013.12).....	29
圖 5 臺資租賃融資業於大陸駐點分佈地區比例(~2013.12).....	30
圖 6 臺資券商於大陸駐點分佈地區(~2013.12).....	32
圖 7 臺資券商於大陸駐點分佈地區比例(~2013.12).....	32
圖 8 臺資保險業於大陸設點分佈地區(~2013.12).....	39
圖 9 臺資保險業於大陸設點地區比例(~2013.12).....	39
圖 10 馬來西亞（上）與泰國（下）GDP 成長率.....	53
圖 11 馬來西亞（上）與泰國（下）外債占 GNI 比率.....	57
圖 12 馬來西亞（上）與泰國（下）廣義貨幣供給成長率.....	63
圖 13 馬來西亞（上）與泰國（下）物價膨脹率.....	64
圖 14 馬來西亞（上）與泰國（下）股市成交量占 GDP 比率.....	65
圖 15 希臘 GDP 成長率.....	74
圖 16 希臘 CPI 年增率.....	74
圖 17 希臘 M2 佔外匯存底比率.....	75
圖 18 希臘財政赤字佔 GDP 比率.....	76
圖 19 愛爾蘭 GDP 成長率.....	77
圖 20 愛爾蘭 M2 佔外匯存底比率.....	78
圖 21 愛爾蘭財政赤字佔 GDP 比率.....	80
圖 22 西班牙 M2 佔外匯存底比率.....	81
圖 23 西班牙 GDP 成長率.....	82
圖 24 西班牙 CPI 年增率.....	82

圖 25	西班牙財政赤字佔 GDP 比率	83
圖 26	西班牙政府公債佔 GDP 比率	84
圖 27	葡萄牙 GDP 成長率	86
圖 28	葡萄牙經常帳餘額佔 GDP 比率	87
圖 29	葡萄牙財政赤字佔 GDP 比率	88
圖 30	義大利 GDP 成長率	89
圖 31	義大利經常帳餘額佔 GDP 比率	89
圖 32	義大利財政赤字佔 GDP 比率	91
圖 33	1979 年至今中國大陸 GDP 成長率	101
圖 34	中國大陸各商品房平均價格 (單位：元/平方米)	104
圖 35	中國中央代地方政府發行債券金額 (2014 年為規劃值)	107
圖 36	中國大陸債券交易市場	123
圖 37	歷年新增 QFII 額度	126
圖 38	歷年新增 RQFII 額度	127
圖 39	不同領域風險可能重疊示意圖	129
圖 40	中國大陸 GDP 成長率	136
圖 41	中國大陸 GDP 成長率之風險評分	136
圖 42	中國大陸 CPI 指數	138
圖 43	中國大陸 CPI 變動率之評分	139
圖 44	中國大陸社會融資總量成長率	140
圖 45	中國大陸社會融資總量成長率之評分	140
圖 46	中國大陸社會融資總量與 GDP 比率	141
圖 47	中國大陸社會融資總量佔 GDP 比率之評分	142
圖 48	中國大陸國房景氣指數	143
圖 49	中國大陸國房景氣指數之評分	143
圖 50	OECD 中國大陸經濟領先指標	145

圖 51	中國大陸 GDP 成長率	146
圖 52	OECD 中國大陸經濟領先指標評分	146
圖 53	中國大陸股價指數	148
圖 54	中國大陸股價指數評分	149
圖 55	中國大陸官方 PMI 指數	150
圖 56	中國大陸官方 PMI 指數	151
圖 57	中國大陸總體經濟風險平均分數指標	152
圖 58	中國大陸經常帳赤字佔 GDP 比率	153
圖 59	中國大陸經常帳赤字佔 GDP 比率評分	154
圖 60	中國大陸財政赤字佔 GDP 比率	155
圖 61	中國大陸財政赤字佔 GDP 比率評分	156
圖 62	中國大陸外債總額佔 GDP 比率	157
圖 63	中國大陸短期外債佔外債總額比率	157
圖 64	中國大陸外債佔 GDP 比率之評分	158
圖 65	中國大陸短期外債佔外債總額比率之評分	158
圖 66	中國大陸 5 年期主權 CDS	160
圖 67	中國大陸 5 年期主權 CDS 評分	161
圖 68	中國大陸 AAA 級企業債與同期國債收益率差	163
圖 69	中國大陸 AAA 級企業債與同期國債收益率差評分	163
圖 70	美國十年期與二年期公債殖利率差	164
圖 71	中國大陸十年期與二年期公債殖利率差	165
圖 72	中國大陸十年期與二年期公債殖利率差風險評分	166
圖 73	中國大陸債務與通貨風險評分	167
圖 74	中國大陸銀行資本適足率	168
圖 75	中國大陸銀行資本適足率風險評分結果	168
圖 76	中國大陸不良貸款率變化	169

圖 77	中國大陸不良貸款率風險評分	170
圖 78	中國大陸不良貸款率變動率	171
圖 79	中國大陸不良貸款率變動率風險評分	171
圖 80	中國大陸流動比率與貸存比變化	172
圖 81	中國大陸流動比率風險評分	173
圖 82	中國大陸金融機構 ROA 與 ROE	174
圖 83	中國大陸金融機構 ROE 風險評分結果	174
圖 84	中國大陸保險業保費運用	175
圖 85	中國大陸保險業保費存放於非銀行比率風險評分結果	176
圖 86	上海證券交易所股價波動率	177
圖 87	上海證券交易所股價波動率風險評分結果	178
圖 88	中國大陸社會融資來源	179
圖 89	中國大陸債券託管分佈	179
圖 90	中國大陸 Shibor 走勢	181
圖 91	中國大陸 Shibor 走勢與 HP 平均值	181
圖 92	中國大陸 Shibor 風險評分結果	182
圖 93	中國大陸金融風險評分結果	183
圖 94	中國大陸經濟暨金融風險評分結果	183
圖 95	中國基礎建設投資與政府預算之差額	214
圖 96	中國大陸土地出讓收入與地方政府融資額	214
圖 97	中國大陸實質房地產投資	215

第一章 緒論

第一節 研究動機與目的

近年來，由於世界經濟一體化已使得世界上每一個國家均已成為地球村中的一員，彼此之間均存在著密不可分、唇齒相依的關係，各國均無法自立於這個地球村之外，一個國家發生了經濟或金融危機後，將引發一連串的連鎖效應，造成地球村中每個成員都會受到衝擊。而且，由於中國大陸近來快速的崛起，其經濟規模已達全世界第二位，且若以目前的成長速度來看，未來不久後將會超越美國成為全世界最大的經濟體，而台灣與中國大陸在 2009 年簽署金融監理備忘錄(MOU)與 2010 年簽署了兩岸經濟合作架構協議(ECFA)後，兩岸之經貿往來更加密切，除了中國大陸已成為我國最大貿易夥伴外，兩岸金融交往也愈來愈密切，我國金融機構赴中國大陸投資的金額與件數均大幅的增加。有鑑於 1997 年的東亞金融風暴、2008 年美國次貸危機均造成我國經濟與金融相當程度的受創，而以我國與中國大陸經濟如此的密切關係來看，中國大陸的經濟與金融風險勢必將會對我國金融業造成非常大的衝擊，因此有必要對中國大陸的經濟與金融發展風險有預先的掌握能力，以期儘早提出應對的方案。

美國 2008 年發生的次級房貸危機，引發全球金融海嘯，即使是資本帳尚未自由化的大陸經濟也深受其害，主要是由於大陸在 2008 年以前經濟表現對淨出口倚賴比重較高，其出口在金融海嘯期間受到衝擊，呈現衰退，致使 2009 年第一季國內生產毛額(GDP)由 2007 年第二季最高的成長 13%減緩到 6.2%。為了提振景氣，大陸國務院在 2008 年 11 月推出金額高達 4 兆元(人民幣，以下同)的刺激經濟方案，主要是希望藉由增加信貸供給的管道來達到促進內需的目的，導致 2009 年銀行新增放款激增將近 10 兆元，大陸 GDP 在 2009 年第四季成長再度加速到 9%以上，可見信貸金融市場是近年來大陸經濟發展的重要基礎之一。

金融海嘯後，中國大陸經濟體系回到快速成長軌道，雖然在

2013 年 GDP 成長已相對減緩（成長率 7.7%），民間資金的需求仍舊旺盛，然而卻因利率管制及銀行業高度控管在國有銀行體系下，資金需求不易在傳統金融體系中獲得充分滿足。舉例言之，2013 年上半年大陸累積消費者物價指數（CPI）年增率為 2.4%，以 1 年期定存基準利率 3% 計，實質利率僅 0.6%，微利環境下造成一般投資人對於銀行定存興趣缺缺。於是，金融機構為規避央行所規定的存款利率上限，設計出收益率高於銀行定存利率的理財商品（wealth management products）與信託商品（trust products），投資人對此類高收益的投資商品接受度相當高，因此銀行與其它金融機構可利用理財商品募集到大量資金並投資於各種風險性資產。這類並非銀行資產負債表上的傳統業務，型式上卻幾乎等同於存、放款過程的非標準化金融業務，形成規模龐大的影子銀行體系。

由大陸政府所統計的「新增社會融資規模（total social financing, TSF）」代表每一年創造給實體經濟部門的信用流量，據大陸人民銀行公布統計，大陸 2013 年 TSF 為 17.29 兆元人民幣，其中新增銀行放款占 TSF 比例只有 51.4%，創歷史新低，顯示經由非銀行放款模式所提供的融資管道愈來愈熱絡，其中「委託貸款」與「信託貸款」與影子銀行體系關係較為密切，由數據觀察，這兩類融資管道比重亦是逐年上升，易言之，影子銀行已成為大陸重要的信貸管道。

2014 年 1 月下旬，由大陸中誠信託所發行，工商銀行代銷規模 30 億元的信託商品「中誠信託誠至金開 1 號」，傳出陷入債務違約的危機。根據野村證券（Nomura）的數據顯示，1 月份信託商品銷售額較上月（12 月）減少近 70%，較去年同期減少 50%，部分原因可能與信託商品的爭議有關，另外也跟大陸網路金融的崛起有密切關係。

另外，自 2009 年以來快速成長的大陸信貸市場，其中地方政府債務問題一直是各界矚目的焦點。地方政府融資平臺的貸款餘額由 2007 年的 1 兆元左右，到 2009 年上升為 7.38 兆元，兩年間增加了 6 倍，占總銀行放款比率也由 3.6% 上升到 17.3%，是銀行業暴險

比重相當高的貸款對象，截至 2013 年第 1 季為止，餘額達 9.59 兆元，占銀行放款比率仍有 13.6%。自 2013 年 5 月起，大陸銀監會要求銀行對地方政府融資平臺貸款實施「控制總量、優化結構、隔離風險」的風險管控。

由於中國大陸的經濟金融風險爆發，將使得本國銀行之放款遭受嚴重損失，若提高國銀對大陸曝險額，則可能遭受到更大的傷害。在兩岸金融持續開放下，我國金融機構（包括銀行、證券公司與保險公司）積極增加對大陸的投資與設點，依據「臺灣地區與大陸地區金融業務往來及投資許可管理辦法」規定，我國銀行對大陸地區授信、投資及資金拆存等總曝險不得超過前一個年度淨值 1 倍。截至 2013 年底，國銀對大陸曝險額(NT\$ 1.4 兆)平均占 2012 年底淨值(NT\$ 2.4 兆)58%，惟多家業者建議提高前揭淨值 1 倍之限制，我國金融監督主管機關有必要研究，進一步瞭解大陸金融與經濟環境完整之風險評估，以提供未來在擬定兩岸金融相關政策之參考，以期能對潛在的風險有所掌握並及早因應。

基於上述的研究動機，本研究計畫希望藉由現有的風險指標之研究，配合中國大陸經濟特性，在可取得的資訊下提出具有預警作用的具體的經濟與金融風險量化與質化指標，尤其是針對我國政府已開放本國金融機構赴大陸辦理業務所面臨之風險，例如銀行業在大陸放款所可能面對的信用風險、流動性風險等，或是證券業、保險業在中國大陸資本市場（股票或債券市場）投資的價格波動風險等。

另外，中國大陸的經濟體制與我國和西方資本主義國家有很大的差異，儘管中國大陸已經歷經 35 年的市場化經濟改革，但其經濟的運作仍然具有非常濃厚的計畫經濟色彩，除了每五年發佈的「五年計（規）畫」外，每雙數屆的三中全會因是中國新領導人上任後的首次三中全會，代表新領導人要帶領中國大陸走向新的發展道路，通常都會有較為重要的經濟體制改革，例如 1984 年第十二屆三中全會確定經濟體制改革、1993 年的第十四屆三中全會確定建立社會主義市場經濟與 2003 年十六屆三中全會提出完善社會主義

市場經濟體制等。2013年11月的十八屆三中全會是中國大陸新一代領導人習近平與李克強上任的第一個三中全會，提出全面深化改革，並成立全面深化改革領導小組，由習近平自己擔任組長，習近平欲掌握中國大陸整體經濟改革的話語權不言可喻。正因中國大陸是一個以黨領政的國家，且計畫經濟之色彩仍濃，因此中國共產黨或是政府發佈的相關文件對於中國大陸未來經濟改革與發展均有非常大的指導性作用，我們可以經由對這些文件的解讀，判斷中國大陸未來經濟改革之趨勢。

最後，由於中國大陸已成為世界第二大經濟體，其經濟發展與世界各國之發展息息相關，國際許多的機構都對於中國大陸特別的關注，而發佈許多的預測，故本計畫希望針對大陸政府及國際機構（如 BIS、IMF、World Bank、EIU 等）所發布數據與指標，就大陸經濟與金融環境進行分析，並適時以國際間比較提出最符合委託單位需求的規劃與建議。

簡言之，本研究報告的目的針對我國已開放國內金融機構赴中國大陸經營之業務，收集、歸納並建立中國大陸經濟與金融風險的相關量化指標與質化分析，配合中國大陸相關政策文件與國際重要機構對中國大陸未來發展之報告，對中國大陸經濟與金融風險進行監測與預警，並提出相關政策建議供政府制定相關政策時的參考。

第二節 背景分析

隨著金融體系的快速發展與持續深化，金融體系已經成為整體經濟的核心組成部分，不但金融發展的程度左右一國之經濟發展，其波動更將造成一國甚至全球經濟重大的影響，2008年美國次貸危機造成全球的金融海嘯即為明證。

由於中國大陸政經地位的快速崛起，其經濟規模持續的擴大，目前已是僅次於美國的第二大經濟體，且預計未來每年仍以7%左右的速度成長，而其外匯存底更是排名世界第一位，中國金融體系的發展與風險因此逐漸引起世界各國的關注。此外，兩岸陸續於2009年11月簽署「兩岸金融監理合作瞭解備忘錄」、2010年6月簽署「兩岸經濟合作架構協議」(ECFA)、2012年8月簽署「海峽兩岸貨幣清算合作備忘錄」、2013年6月簽署「海峽兩岸服務貿易協議」，與中國大陸的經貿往來愈來愈密切，中國大陸的經濟與金融發展將深深地影響我國經濟與金融情勢，因此若中國大陸發生金融相關的危機時，對我國經濟與金融勢必亦會造成非常大的衝擊，因此有必要對中國大陸的經濟、金融風險進行評估與監測，建構一預警機制，在中國大陸金融風險發生前，得以良好掌握並及早因應。

本節將簡要討論歷次經濟與金融危機的基本概況以作為本研究之背景分析。20世紀以來，全世界發生數起的經濟危機，而該些經濟危機不是由金融體系崩潰所引發就是金融體系的崩壞加速經濟危機的發生。

壹、1930年代經濟大蕭條：

美國在經歷了1920年代前期的經濟繁榮後，銀行業開始有過度競爭的情形產生，因當時並無存款最高利率的限制，銀行便競相以提高存款利率為手段來吸收市場資金，並跨足部分的證券市場業務，以增加銀行的獲利。1927年美國國頒布McFadden法案，讓聯邦立案銀行有了承做部分證券承銷業務的空間，在1928年時，

共有 591 家商業銀行直接或間接地從事證券業務，其中， 235 家為聯邦立案銀行，356 家為州立銀行。

危機最初於 1929 年爆發自美國，其後很快向 歐洲、北美、日本等資本主義國家蔓延，並波及許多殖民地、半殖民地國家和地區。這次危機使當時物價下跌、失業大增，非意願性存貨大量增加，歐美等國之生產量大量減少，美國工業生產價值在幾年內下降了一半，德國下降幅度亦近 40%，物價緊縮情況日益嚴重，工業生產率下降 40% 以上，直接損失高達 2500 億美元。其中，美國和德國經濟受到沉重打擊，英國受危機影響較輕，日本時間較短，法國時間最長。

事後美國國會調查出許多操縱市場和詐欺投資人的案例，例如沖洗買賣、相對成交及利用媒體散布不實訊息等，故羅斯福總統於 1933 年 3 月 29 日咨文國會，主張聯邦立法使發行公司於發行股票時，應充分公開一切相關的情形供投資人作為參考，不致盲目投機，國會通過 1933 年證券法、1934 年證券交易法等法律，以保障投資人並重建大眾對證券市場的信心。可以說，1929 年開始的經濟大恐慌起源於當時不受管理的證券市場，而在此波風暴過後，才有 1933 年證券法、1934 年證券交易法的立法，以規範證券市場（王湘衡、林玟汎，2009）。

貳、1970 年代能源危機：

1960 年代末至 1970 年代初，美國爆發了嚴重的經濟危機，危機造成物價持續上漲，金融危機交織出現，給美國經濟、社會生活造成嚴重影響，美國經濟進入「停滯膨脹」(stagflation) 狀態，為了擺脫危機，美國尼克森政府採取「新經濟政策」，該政策對外採取停止美元兌換黃金和徵收 10% 的進口附加稅的措施，引發「美元危機」，從而導致西方股價普遍下跌，嚴重損害了許多國家的利益，加劇了國際經濟、金融的動盪。1973 年 10 月，第四次中東戰爭爆發，石油輸出國組織為了反抗美國控制，因而採取禁運和減產等措施，造成石油價格暴漲，由此引發了 1973 - 1974 年的第一次石油危機。1978 年伊朗發生革命和 1980 年兩伊戰爭的爆發，造成部分

石油輸出國石油停產，世界原油供應量驟降，搶購引起油價飆升，引發了第二次石油危機，兩次石油危機對依賴中東石油發展工業的各國經濟打擊嚴重。在美國，石油供應的波動直接損害了旅遊業、汽車製造業、運輸業，石油價格的增長使美國 1974 年的物價膨脹率增加了 4%，1979 年石油危機導致的石油價格上漲使美國的石油進口支出比前一年增加了 350 億美元，同時也造成了通貨膨脹。為了因應未來可能的危機發生，1970 年代末由主要資本主義國家組成的七國集團（G7）領袖會議開始定期召開，以共同應對世界經濟危機。

參、1997 年東亞金融風暴：

1997 年的亞洲金融危機也是影響當代世界經濟格局的一次大型危機。危機爆發之前，亞洲各國的經濟關係主要基於「雁行模式」的區域分工結構。「雁行模式」的基本含義是，率先工業化的日本將成熟產業轉移到當時「亞洲四小龍」（臺灣、香港、新加坡與南韓），後者又將其成熟的產業轉移到東南亞四國（泰國、馬來西亞、菲律賓、印尼）。紡織、化工、機械、電子等產業均以這樣的次序傳遞，從而在區域內形成了一群處於不同發展階段的新興工業化經濟體。在這種分工格局驅動下，東南亞各國經濟得到快速發展。

但是，高速的經濟成長和繁榮使東南亞各國忽略了世界大國之間的經濟博弈和貨幣秩序變化可能對其產生的嚴重影響。在 1980 年代廣場協定後，日元的升值直接導致了泡沫經濟的產生。在進入 90 年代後，日本經濟陷入困境，日元對美元貶值成為大勢所趨。在此背景下，日本政府附和了美元升值要求，開始推動日元貶值。日美兩國經濟力量和幣值關係變化對於完全融入「雁行模式」，並大量依靠外資、奉行出口導向型經濟和採取固定匯率制度的東南亞國家來說，美元升值使實行固定匯率制度的東南亞各國貨幣具有巨大的貶值壓力，另外由於禿鷹集團對於東南亞國家貨幣的攻擊，造成 1997 年東南亞國家最先爆發了嚴重的金融危機。

自 1980 年代末起，泰國由於外資流入，亞洲地區區域內貿易

大幅成長等因素，造成經濟快速成長，但亦因大量外資流入造成泡沫經濟的發生。1997年5月中旬，泰銖（baht）遭受有史以來最大規模的投機攻擊，泰國政府投入近百億美元的外匯存底支撐，並配合採行縮減財政支出、提高基本利率、禁止商業銀行借貸泰銖予境外金融機構或投資人等措施，以遏止泰銖投機性的賣壓，但不到一個半月就無力繼續支撐。1997年7月2日泰國宣佈放棄固定匯率制度而改採管理浮動匯率制度，同時提高貼現率至12.5%，造成泰銖大幅貶值15.59%，一夜之間失去五分之一的國際購買力。

而泰銖貶值的風暴快速的蔓延至亞洲各國造成連鎖效應，印尼、菲律賓、馬來西亞等國貨幣開始大幅貶值，各國央行進場捍衛本國貨幣，實行高利率政策，但未能止住各國貨幣的跌勢，反而造成股市的大幅下跌，形成「匯市拖股市、股市拖匯市」聯動暴跌的惡性循環（黃仁德、林進煌，2007）。

而後，危機開始擴散至東北亞，1997年11月17日南韓中央銀行宣佈棄守韓圓，造成韓圓無量貶值，而由於南韓外匯存底不足以因應其龐大的外債，故南韓政府無力支持其匯價。另外，因為南韓政府、銀行與企業債信評等先後遭到穆迪與標準普爾兩大國際信評機構調降信用評等，使得海外融資更為困難，成本亦大幅提高。而日本情況亦不太好，1997年11月間三洋公司、北海道拓殖銀行與山一證券相繼倒閉，11月25日日經指數暴跌，日圓大幅貶值。

雖然在1997年時，亞洲各國包括香港等均遭受程度不一的衝擊，造成匯率大幅貶值，股市亦大跌，但中國大陸當時的金融體系尚未開放，因此受到的衝擊反倒較小。標準普爾在1997年10月觀察，認為中國大陸國有企業經營效率差，而銀行壞帳比率達24%，且外債總數逐年上升，1997年月底，外債餘額已達1,186億美元，因此預期中國大陸將會出現危機。然而由於當時中國大陸的外債以中長期外債居多，沒有迫切的償債問題，且銀行多為國有銀行，政府不會任其倒閉，且外匯存底雄厚，可以支撐其匯率不貶值，因此所造成的衝擊反而較小（黃仁德、林進煌，2007）。然而，隨著中國大陸市場化改革的推進，對經濟與金融的干預逐漸減少，中國大

陸很難再自外於世界經濟與金融體系，如 2008 年的美國次貸危機，中國為擔心受到衝擊，即採用大量刺激景氣方向避免經濟的衰退，甚至其所推行的「四萬億」擴大內需政策，被認為是造成後來地方債與房地產泡沫的主因。

肆、2008 年美國次貸風暴：

所謂的次級房貸（subprime mortgage）是指金融機構提供房屋抵押貸款給信用較差或償債能力較弱的購屋者，此類貸款之風險較大，但亦可以得到較高的利潤。1980 年代美國國會陸續通過多項法案，允許金融機構可針對不同信用等級的貸款人收取高低不同的利率，而在房屋貸款方面，貸款人可以將房貸利息支出列為所得扣減額，也加速了次級房貸市場的規模。

次級房貸興起於原先一片看好的美國房貸市場。2000 年初科技泡沫危機發生後，聯邦準備理事會(Fed)為了刺激經濟，自 2001 年起將短期利率從 6.5% 降到 2004 年的 1%。此一低利率環境更有利房地產產業的成長，促使消費者藉由重新貸款以借貸進場的數量急遽增加，甚至購買超過能力可負擔的房子。貸款業者則趁著這一波房貸業務的需求大增，不僅與銀行合作推出可調式利率貸款（adjustable rate mortgage, ARM）合約，壓低頭幾年的利息支出，製造出房價不高的假象以吸引買家進場。亦降低授信標準，使得信用水準較低、貸款成數較高的房貸戶（即次級房貸的申貸人）也可以符合貸款標準，此舉讓銀行可對信用等級較差的申貸人提供高達 95% 以上的貸款額度，因此，在利率快速調降及貸款公司、銀行協力拓展信用較差客源的推波助瀾之下，炒熱了美國的房貸市場，卻也造成房貸信用品質的逐漸下滑。

2004 年起，經濟快速成長的通膨壓力使得各國央行開始採取升息的方式，美國聯準會自 2004 至 2006 年間連續 17 次的升息，而對於原本認為可以負擔次貸利率的購屋人開始也無法負擔高漲的利息，因此 2006 年起次級房貸的違約率開始上升。由於房貸戶無法付出貸款與房價下跌，第一線的房貸業者首當其衝，2007 年 3

月 13 日新世紀金融(New Century Financial)公司無法承受虧損，首先宣布破產，而其他間房貸公司亦呈現岌岌可危的情形。

而當第一線的房貸業者出現問題，則負責提供貸款資金的銀行、購買銀行債權並轉換為證券的券商、及與次貸直接間接相關的衍生性金融商品投資人所承受的資產損失則如骨牌效應般接踵而至。其中商業銀行花旗集團與美國五大券商之一的美林證券皆在 2007 年第三季提列 101 億美元的次級房貸資產減損。花旗銀行在第四季更虧損 98.3 億美元，並提列 181 億美元的次級房貸資產減損；而房利美(Fannie Mae)和房地美(Freddie Mac)這兩家將貸款打包成證券、且擔保了美國房屋貸款債務接近一半的政府贊助金融機構在 2007 年公布的損失亦達到 110 億美元，同年 8 月 6 日美國第十大發行房貸證券的業者「美國房貸投資公司」則更在面臨貸款銀行要求補繳保證金的壓力下，申請破產保護。2008 年 9 月 15 日，在美國財政部、美國銀行及英國巴克萊銀行相繼放棄收購談判後，雷曼兄弟公司宣布申請破產保護，負債達 6,130 億美元，引爆一連串的金融海嘯。

伍、2010 年歐債危機：

2009 年 12 月，歐洲主權債務危機最早在希臘發生。隨即國際三大評級機構相繼下調希臘主權信用評級，並將其評級展望定位為負面，希臘乃至整個歐洲的債務危機由此拉開序幕並開始蔓延至歐元區內經濟實力較強的葡萄牙、義大利、愛爾蘭和西班牙（與希臘一起，被國際信評機構稱為「PIIGS」）。此後，法國和德國兩個歐元區的核心國家也受到了危機的影響。2012 年初，標準普爾宣佈將法國等 9 國主權信用評級下調，法國主權信用被踢出 AAA 級。至此，由希臘開始的主權債務危機已演變成一場席卷整個歐洲的主權債務危機。

此波歐債危機與 2008 年的美國金融海嘯有著密切的關係，因為金融海嘯使得各國政府無不利用非常多的刺激政策如擴大內需、提高政府支出、大量發行貨幣等方式因應，但同時也造成了各國債

務大量的累積，2009年歐洲各國的政府赤字多較2008年增加了一倍，龐大的政府債務對於相對體質較差的歐洲國家難以負擔。另外，由於歐元區內的國家採用單一貨幣與利率制度，因此歐洲各國難以利用貨幣貶值的方式來刺激出口，亦無法利用降低利息來刺激投資，使得所得無法提高，償債能力因此無法提高。另外，就算貶值與降低利率，可能在短期間難以得到成果，反而使得債務問題與資金外流更加嚴重，因而陷入兩難。

歐債危機發生的主要原因很多，並非單一因素所造成。首先是因為歐元區內國家發展程度與健全度不同，區域之間發展極不平衡。德國、義大利、法國等國家經濟較為發達，而希臘、愛爾蘭等外圍國家經濟較為落後，德國的GDP占歐元區GDP總規模的20%，德、法、義三國占比更是高達50%。在成立歐元區之後，德、法、義等核心國利用制度的原有優勢、技術和資金優勢，享受歐洲整合和單一貨幣區域的好處；而在歐元區核心圈的外圍，希臘、愛爾蘭等國形成了比較劣勢。在單一貨幣區內，統一的貨幣政策更加傾向於德意法等國家的經濟目標，從而導致區域發展不均衡現象愈發嚴重。

部分國家加入歐盟之前因不符合條件，因此利用造假來隱瞞事實真相加入歐元區。例如希臘，歐盟統計局重新統計後發現赤字率為3.7%而不是1.5%。除此之外，歐洲許多國家的高福利制度更加深了負債程度，這些國家加入歐元區之後，紛紛向核心國家靠攏，大幅度提高本國的福利保障水平，帶來了沉重的財政負擔。最後，信用評級機構加快了歐債危機發生的速度，由於標準普爾下調希臘和葡萄牙主權信用評級，把希臘長期主權信用評級從「BBB+」下調至「BB+」。歸入「垃圾級」，而葡萄牙長期主權信用評級從「A+」跌至「A-」，發展前景為「負面」，這一舉動而引發了歐洲股市大跌，不啻是給歐洲債務危機火上澆油。

第三節 研究架構與流程

基於上述的研究動機與目的，本研究將首先整理中國大陸總體與金融現況、問題，整體我國開放金融機構在中國大陸經營業務之情況，並對相關金融機構在中國大陸的相關投資現況進行討論，以作為本研究之背景分析。隨後，本研究將利用現有的文獻，並尋找具有預警意義的相關量化指標，對中國大陸未來經濟發展與金融風險進行監測，搭配座談會與深入訪談，以便取得第一手資訊，並對本研究所提出之指標進行討論。其次，整理國際相關機構對中國大陸未來發展之相關數據與研究報告，有助於更多面向的討論中國大陸之未來風險。最後，利用本研究所建構之相關量化指標與質化分析，說明中國大陸未來風險之狀況，並由分析中提出對政府政策的參考建議。本研究之研究架構如下圖所示：

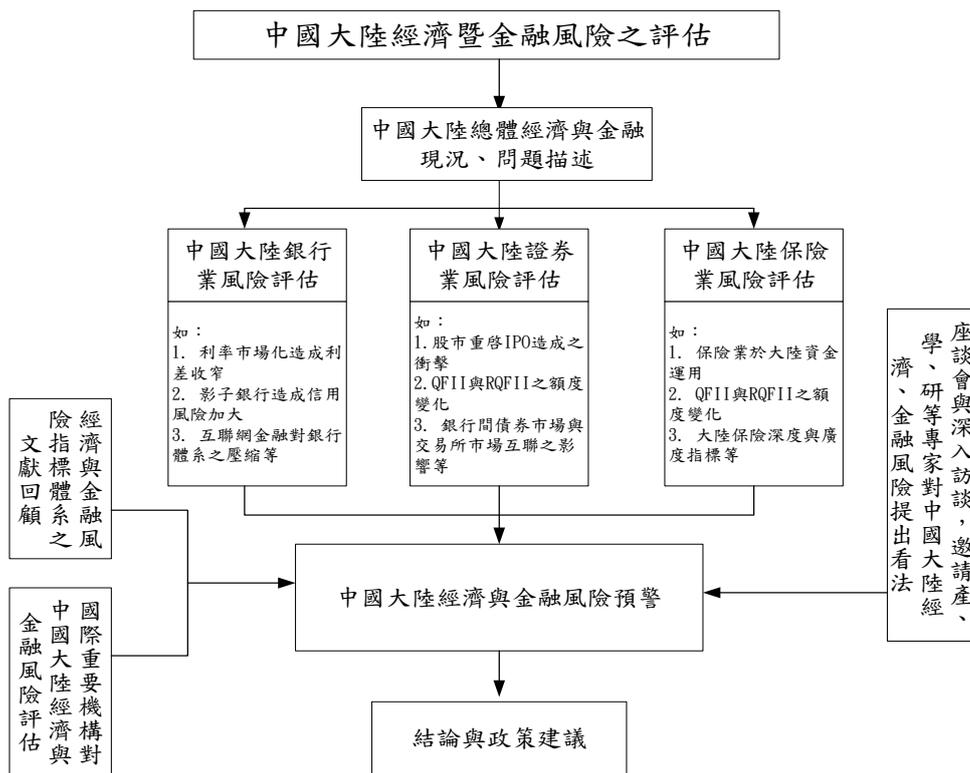


圖 1 研究架構

本研究預計分為以下章節：

第一章 緒論

第二章 台灣金融機構在中國大陸現況

第三章 經濟與金融危機之個案討論

第四章 中國大陸經濟及金融風險指標

第五章 中國大陸金融政策未來發展方向

第六章 國際機構對中國大陸經濟金融風險之評估

第七章 結論與政策建議

第二章 臺灣金融機構在中國大陸現況

銀行業的國際化策略中會綜合考慮地主國優勢，例如配合顧客需求、市場力量與集中度、政府法規與政策、金融體制、經濟結構、歷史文化與風險分散等區位因素。換言之，銀行業注重的區位變數與製造業不同，製造業較重視市場規模、豐富的低成本資源（例如土地、人力等），相對競爭優勢程度等因素；銀行業國際化最重視的區位因素則為追隨製造業顧客。因為銀行的企業顧客往往是銀行最重要的顧客群亦是其獲利來源，所以銀行往往會追隨製造業客戶的海外直接投資而跟著赴海外設立營運據點，以繼續提供企業生產所需的各種生產性及貿易性融資。

而兩岸也在「海峽兩岸經濟合作架構協議（ECFA）」金融服務業早期收穫計畫中，使國內銀行業者縮短在中國大陸設立分行及經營人民幣業務之等待期，有效協助起步已晚之國內銀行業者迅速拓展業務，並對我國金融機構在大陸地區申請合格境外機構投資人（QFII）資格給予便利；允許臺灣保險公司保險業者適用「五三二」條款（資本額 50 億美元以上、設立滿 30 年且在大陸地區設立辦事處 2 年以上）得以整合或策略合併所組成的集團，申請進入大陸市場。故有關台灣金融機構在中國大陸的現況，本章將就台灣金融機構赴中國大陸發展的因素、臺灣銀行業及非銀行業者在中國大陸的分佈與發展現況分別說明之。

第一節 臺灣金融機構赴中國大陸發展的因素

沈中華與王儷容(2011)認為，基本上，金融服務業在對外拓展或做區位選擇時，可分為兩種商業模式：一為對原有客戶之延伸(如有些外銀只做自己國家客戶之生意)，二為將自己坐大後再支援海外當地市場之生意(如花旗、渣打、匯豐等國際跨國銀行)。在後一種模式中，銀行本身之基礎要夠雄厚、利潤要夠，才能進行價格競爭，否則無法培養出實力強大之團隊以從事海外運作。多年來，臺資銀行在亞太地區之分布點以中國大陸、香港、越南、美西為最多，此種局面在未來幾年內改變不大。金融服務業向外拓展之考量因素(王

儷容、顏慧欣、李淳、卓惠真、與梁景洋，2011)大致包括：

1. 國內客戶有限：目前國內之情形是，首先，在 WTO 開放原則與處理問題金融機構之特殊考量下，外商(如渣打及匯豐銀行)已可 100% 併購本國銀行，再加上外商銀行廣闊之國際聯結網絡，故外商銀行對我國金融機構造成強大競爭壓力。其次，國內條件佳之企業家數有限，像鴻海、宏碁、中鋼那樣的大客戶並不多，臺灣的銀行業者往往因規模小、且有集中度、貸款額度等諸多限制，故一家銀行很難滿足上述個別大公司之所有金融服務需求；另一方面，在各家金融機構互相競逐下，各銀行對國內客戶之延伸機會非常有限，而且曝險將過於集中。
2. 海外當地市場商機：無論是在兩岸、或亞太地區，吾人都要作當地的生意，不只做臺商的生意，必須要進入當地市場發展，例如消金，如此才是真正的國際化。
3. 跟隨客戶外移及風控考量：由於對銀行而言風險控管是相當重要的，故跟著客戶之對外投資步伐前進海外，透過常常拜訪客戶接觸觀察，即可將風險降到最低。
4. 語言文化考量：比起其他國家，臺資銀行在中國大陸因語言通、文化雷同，故優勢大；且其在政治上對臺資銀行最友善，故許多銀行往中國大陸發展。至於前往其他國家發展時，實在不太敢大幅用當地人，故踏出之步伐不大。

楊淳惠(2011)之研究，外資銀行對地域範圍的選擇，除配合大陸的開放政策外，亦依據經濟發展水平、金融業務容量及客戶分布情況，將其機構重點布局在大陸沿海大中城市，並輻射到中、西部地區城市，以尋求本身最佳的經營地點。

換言之，外資銀行的經營地域以北京、上海、深圳為中心，以四周輻射的方式向環渤海、長江三角洲和珠江三角洲地區等三個大陸最富庶的地區發展，包括上海、深圳、廣州、北京、天津、廈門等東部沿海城市，再往東北和西部地區發展，包括武漢、昆明、成都、重慶、西安等大城市。其中北京為全大陸經濟調控中心和金融資源的配置中心；上海為國際金融中心地位，是許多外資銀行在大

陸總部的所在地、金融創新產品或經營模式的試用地；深圳毗鄰香港，成為港資銀行進入大陸的首要地區。

陳錦村、林慧雯、陳逸潔、李麗明、與林佳樺(2012)針對外資銀行在中國大陸的網點布局之特色，歸納如下：

- 1.中國大陸對外資銀行設立據點開放分成三個階段，首先開放經濟特區，而後開放沿海的 14 個城市，最後開放內地城市。
- 2.外資銀行在設立據點時，最優先考量的是該地的經濟發達狀況，另外則是政策鼓勵的地區。
- 3.外資布局的發展情況如下:首先以北京、上海、深圳為中心，漸漸擴展至環渤海、長三角、珠三角。主要佈點的城市為上海、深圳、廣州、北京、天津、大連、廈門等，之後在往中西部拓展，包含重慶、成都、西安、武漢、南昌。
- 4.許多外資銀行的總部坐落上海，光上海就幾乎占了外資所以有據點一半以上。
- 5.北京亦是外資主要選擇之城市。
- 6.深圳為港資銀行進入中國首要佈局之地。
- 7.匯豐銀行目前在大陸營業據點有 100 多個，是規模最大的外資銀行。

根據上述研究可知，外資銀行在發展中高度重視對設置分支機構的成本效益的實際預測，因此經濟發達、具有環境配套、管理規範的沿海地區和中心城市是外資銀行設置機構的首選，這些地區也成為中、外資銀行爭奪的焦點。

另外，Aliber(1976)提出貿易引導理論（客戶追隨理論），指出商業銀行海外投資活動是基於國內企業的跨國經營而產生的，以便為國內企業的跨國經營提供各項金融服務，包括貿易結算、貿易融資等一整套與國際貿易流程相關的金融服務，減少本國企業融資和貿易成本，鞏固本國重要的企業客戶資源，防止因銀行本身沒有隨客戶進行海外投資活動而造成客戶流失；Grubel(1977)的投資引導理論則論述本國企業在海外的投資活動將誘發本國商業銀行也進

行相應的海外投資，且本國企業的海外分支機構佈局將顯著影響本國商業銀行海外投資佈局決策。

換言之，臺資銀行前仆後繼赴中國大陸投資的主因應是欲跟隨其赴對岸投資的企業客戶，滿足其相應的海外金融需求。尤其，過去臺資銀行受限於政策遲遲無法追趕客戶的腳步赴對岸設立營業性據點。而直至近期政策放寬後，臺資銀行積極彌補、維繫與其國內客戶的關係，進而去中國大陸建立據點，追隨客戶的國際化擴張、防止客戶進一步流失，應是臺資銀行進行對外直接投資的主要動機。

另一方面，對於處於不同發展時期的商業銀行海外投資佈局所側重的影響因素也有所差異。目前，臺資銀行赴對岸投資屬於其海外投資的初期，著眼點多是「跟隨客戶」；在未來，待政策進一步開放、對中國大陸的商業模式掌握度提高、有所經驗積累之後，不排除臺資銀行在對岸的經營目標將轉而側重於追求海外投資利潤以及分散風險，實現多元化經營（例如，申設子行者增多）。

總之，臺灣銀行業前進大陸主要鎖定臺商市場，所選擇的投資區域與臺商投資累積金額的順序相同，主要以長江三角洲為主，其次分別為珠江三角洲、環渤海京津濟地區、海西特區。以一級城市優先，三級城市次之，然後才是二級城市，因為臺商企業多聚集一級城市外圍的三級城市，而因臺灣銀行業多為追隨客戶進入大陸市場，區域選擇也以客戶群落為優先。

第二節 臺灣銀行業者在中國大陸的分佈／發展現況

兩岸交流往來由 2008 年至今，已簽屬之協議與合作多集中在投資與貿易便捷化之改善、社會安全及物流運輸等相關協議。在金融方面的交流進展，除保險業外，由於中國大陸金融監理當局要求外資金融機構進駐營業前，須建立金融監理備忘錄之要求，故至 2009 年 11 月 16 日，兩岸簽署金融合作協議與 3 項備忘錄(MOU)後，我國金融業者始能於中國大陸正式營業。

其後，「海峽兩岸經濟合作架構協議（ECFA）」於 2010 年 6 月 29 日簽署、9 月 12 日正式生效。ECFA 下之金融早收開放清單則於 2011 年 1 月 1 日開始實施。至此，臺資銀行辦事處始可升格為分行營運。對於證券業而言，則須待 2013 年 6 月 21 日簽署之 ECFA 服務貿易協議生效後，方能進行直接投資之營運。不過，服務貿易協議其仍須經我方國會同意，方能正式實施。

壹、臺灣銀行業在中國大陸的布局：

根據表 1 所示，累計至 2013 年底為止，共有 13 家臺資銀行於中國大陸設立分行與支行。其中，近來於大陸申請設立第二家以上分行且已獲我國金管會核准者，包括華南銀行的上海分行申請、彰化銀行的東莞分行申請、國泰世華銀行的青島分行申請、第一銀行的成都分行申請、中國信託銀行的廣州分行申請，以及土地銀行與合作金庫在天津分行的申請，都已獲批准。

另依據中國大陸在「海峽兩岸經濟合作架構協議（ECFA）」早期收穫計畫之承諾事項，臺資銀行可在開業滿 2 年且前一年獲利情形下申請辦理人民幣業務。目前 6 家符合資格的臺資銀行分行（華南銀行深圳分行、彰化銀行昆山分行、國泰世華銀行上海分行、第一銀行上海分行、土地銀行上海分行、合庫銀行蘇州分行）均已向陸方申請辦理人民幣業務並皆獲核准。另中國信託銀行上海分行、兆豐銀行蘇州分行、臺灣銀行上海分行、玉山銀行東莞分行設立已滿 1 年，業提出申辦臺資企業人民幣業務，並均獲陸方核准籌辦。

至於臺資銀行在中國大陸設立支行、子行的包括彰化銀行昆山花橋支行、合作金庫蘇州高新支行、兆豐銀行蘇州吳江支行、華南銀行深圳寶安支行、國泰世華銀行上海閩行支行、永豐銀行南京子行。除分(支)行及子行外，金管會也已核准第一銀行在大陸河南省設立 12 家村鎮銀行，成為我國首例。

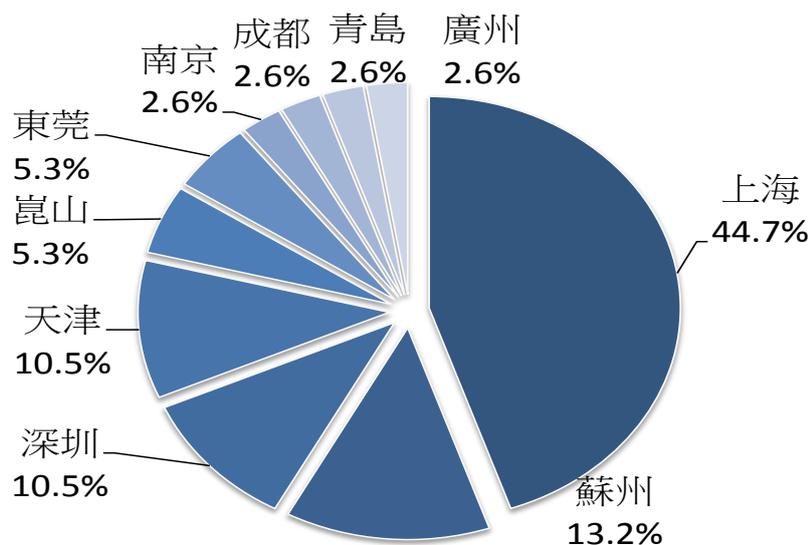
表 1 臺資銀行於大陸設立分行分佈狀況(~2013.12)¹

都市名	北京	南京	上海	蘇州	昆山	東莞	深圳	天津	成都	青島	廣州	合計
土地銀行			1					1				2
合作金庫				2				1				3
第一銀行			1						1			2
華南銀行			1				2					3
彰化銀行					2	1						3
國泰世華銀行			2							1		3
中國信託銀行			1								1	2
兆豐銀行				2								2
臺灣銀行			1									1
玉山銀行						1						1
臺灣企銀			1									1
臺北富邦(華一銀行)			9	1			2	2				14
永豐銀行		1										1
合計	0	1	17	5	2	2	4	4	1	1	1	38

資料來源: 金管會銀行局、公司網站與公開訊息整理，不包含辦事處、村鎮銀行據點

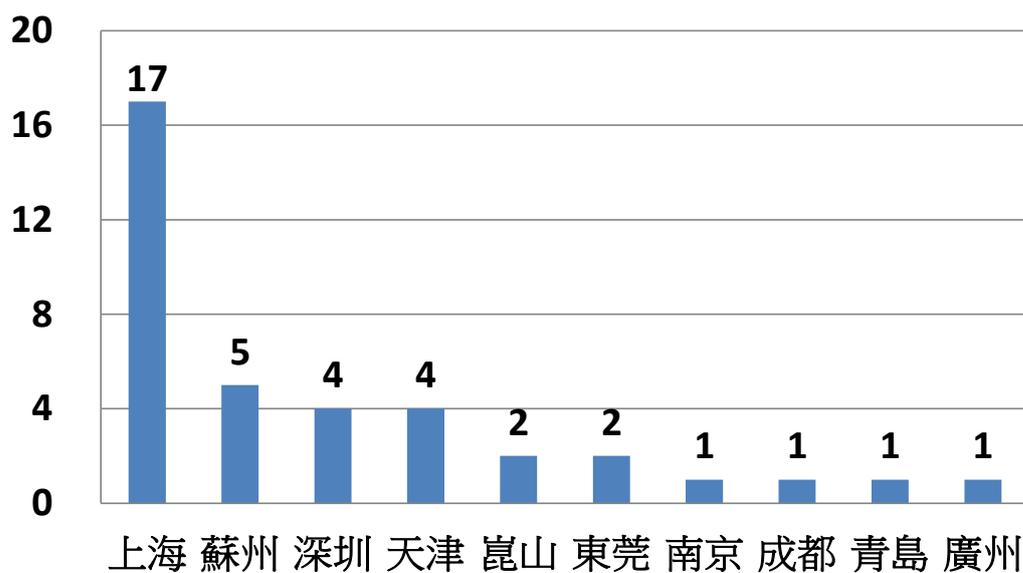
統計臺資 13 家銀行在對岸已開業與擬設立分(支)行數量總計共 38 間。分佈地點則上海居首，占總比例的 44.7% (圖 2)，共 17 間分(支)行於此設立 (圖 3)，其中以富邦金控及臺北富邦銀行收購的華一銀行據點最多；其次則為蘇州，共 5 間分(支)行設立，再來是天津與深圳兩地，皆各別有四家的分(支)行設立；昆山、東莞地區則各別為兩家的分(支)行設立；最後皆只有一間分(支)、子行設立的地點則為南京、成都、青島與廣州。

¹統計臺資銀行業在陸已開業或擬設立分(支)、子行狀況(包含已獲金管會核準之申請案)。



資料來源:金管會銀行局、公司網站與公開訊息整理

圖 2 臺資銀行於大陸已開業或擬設立分行分佈地區比例(~2013.12)



資料來源:金管會銀行局、公司網站與公開訊息整理

圖 3 臺資銀行於大陸已開業或擬設立分行分佈地區(~2013.12)

由上可知，目前臺灣的銀行主要集中在第一級城市，但其實在這些主要大城市已經有許多外資以及中資銀行。對於中國大陸當局而言，可能較希望臺灣的銀行多往其他二三線城市，甚至於中西部等地佈點。因此，如富邦銀行選擇在廈門設點，由於競爭對手較少，

加上藉著當地金融論壇的舉辦，可以趁機打響知名度；此外，富邦金控近來已參股上海之華一銀行，一舉囊括原先華一銀行之許多分支行。

由於華中華南等地臺商已經將近飽和，因此大陸政府不會特別在乎新進的臺商；以目前的時機而言，臺灣的金融機構在中西部申請設立據點的機會是較沿海地區為大的。譬如，目前在重慶之臺商仍不算多，與臺商最多之長三角及珠三角相去甚遠：重慶臺商數僅達珠三角的 10%、天津則僅為珠三角的 33%。

此外，針對外資銀行在大陸之開設據點，往往涉及某種利益交換，如 ECFA 中的綠色通道，可能位於較為偏遠之地；以及外資銀行願意在 A 點（如中西部）設立分行以期未來 B 點（如華南華中）加速設立分行。基本而言，相較於在其他國家設立銀行據點，在中國大陸由於利差太大，通常大多較看好其獲利性。

最後，在兩岸服務業貿易協議中，兩岸同意將下列兩岸銀行業的市場准入開放項目納入：

1. 申設機構案件：對於金管會核准之臺灣地區銀行在大陸地區申設大陸的商業銀行從事代客境外理財業務時，可以投資符合條件的臺灣金融產品。
2. 符合條件的臺灣的銀行可以按照現行規定申請在大陸發起設立村鎮銀行。
3. 臺灣的銀行在福建省設立的分行可以參照大陸關於申請設立支行的規定提出在福建省設立異地(不同於分行所在城市)支行的申請。
4. 若臺灣的銀行在大陸設立的法人銀行已在福建省設立分行，則該分行可以參照大陸關於申請設立支行的規定提出在福建省設立異地(不同於分行所在城市)支行的申請。
5. 在符合相關規定的前提下，支援兩岸銀行業進行相關股權投資合作。

6. 臺灣的銀行在大陸的營業性機構，經批准經營臺資企業人民幣業務時，服務物件可包括依規定被認定為視同臺灣投資者的第三地投資者在大陸設立的企業。

由以上開放承諾可看出，在大陸對臺之同省異地支行之開放中，局限在某些特定區域。原先對於同省設支行特區之挑選，主導權握於銀監會之手，惟我國金管會在過程中積極向中國大陸爭取，包括希望將福建、廣東及江蘇三個省都納入。不過，兩岸服務貿易協議最後僅把福建省納為臺資銀行同省設支行的特區，對於金管會建議僅「三選一」。事實上，目前大陸對香港提供的同省設支行特區僅有廣東省，故中國大陸一開始應不太可能對臺資銀行提供三個特區。

貳、兩岸銀行業業務之開放概述

金管會原於 100 年 9 月 7 日核定有關金融控股公司透過旗下子公司投資大陸地區創業投資管理公司之相關規範，但考量業者於大陸業務發展布局，於 101 年 10 月 26 日增列小額貸款公司屬銀行、金融控股公司之子公司得投資之大陸地區金融相關事業，發布「銀行、金融控股公司及其關係企業投資大陸地區金融機構以外之金融相關事業之規定」，重點包括：(1) 核定大陸地區創業投資管理公司、保理公司及小額貸款公司，屬銀行、金融控股公司之子公司得投資之金融相關事業；(2) 對小額貸款公司之持股比率，以其已發行有表決權股份總數百分之百為限；(3) 明定申請投資小額貸款公司應具備之資格條件；(4) 小額貸款公司對大陸地區之授信，應一併計入「臺灣地區與大陸地區金融業務往來及投資許可管理辦法」第 12 條之 1 第 2 項規定之總額度；(5) 銀行或金融控股公司應訂定及督導小額貸款公司擬訂符合銀行或金融控股公司政策之風險管理機制；(6) 銀行或金融控股公司應訂定及督導小額貸款公司擬訂退場機制及執行方式。

另外，金管會亦於 101 年 10 月 26 日修正「商業銀行投資有價證券之種類及限額規定」第 2、3、5 點，重點包括：(1) 固定收益

特別股納入集中交易市場或店頭市場交易之特別股；(2) 刪除商業銀行得投資之有價證券不包括大陸地區政府及公司發行者之規定；並於 101 年 12 月 27 日修正「工業銀行設立及管理辦法」第 10 條，刪除工業銀行得投資之有價證券不包括大陸地區政府及公司發行者之規定。

為了強化金融消費者權益之保障，金管會函請銀行公會就開放人民幣衍生性金融商品之範圍，研議複雜度及風險較低之商品開放予屬自然人之一般客戶承作，並加強對客戶風險揭露措施，銀行公會已修正「銀行辦理衍生性金融商品自律規範」及訂定「銀行辦理人民幣衍生性金融商品風險預告書範本」，並經金管會准予備查在案。依據自律規範，屬自然人之一般客戶得辦理涉及大陸地區匯率之單項衍生性金融商品與涉及大陸地區利率、匯率、股權之結構型商品，並得以外幣或人民幣計價或交割。另銀行與金融消費者辦理涉及人民幣衍生性金融商品前，應依風險預告書範本充分揭露相關風險，並依金融消費者保護法相關規定，善盡說明義務等事項，以強化金融消費者權益保障。

因應銀行辦理人民幣衍生性金融商品業務需求，經金管會函轉銀行公會建議請中央銀行進一步研議開放，央行於 102 年 9 月 14 日函國內銀行外匯指定銀行 (DBU)，就目前已開放辦理之純外幣或人民幣匯率、利率及股權類商品，除進一步開放為得辦理各種組合交易並得以人民幣、外幣或新臺幣計價或交割外，並開放得連結寶島債及大陸地區股價之指數股票型基金 (ETF)。本次人民幣衍生性金融商品之進一步開放，可增加銀行商品設計之彈性並提供多元化之人民幣商品，符合金管會積極推展「發展具兩岸特色之金融業務計畫」及「以臺灣為主之國人理財平臺方案」之目標，並有利於金管會配合推動「金融業納入自由經濟示範區之規劃方案」。

鑒於兩岸貨幣清算機制已建立，依「臺灣地區與大陸地區人民關係條例」第 38 條第 3 項規定，雙邊貨幣清算機制建立後，人民幣在臺灣地區之管理，準用「管理外匯條例」規定。金管會於 102 年 1 月 25 日修正「銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項」，涉

及兩岸衍生性金融商品可直接向中央銀行申請許可，刪除銀行辦理涉及兩岸衍生性金融商品應另經金管會核准之規定。

為協助我國網路交易商店於大陸地區網路交易銷售商品後之金流服務，金管會開放本國銀行與大陸地區支付機構合作，辦理協助我國網路交易商店向大陸地區消費者收取交易款項，目前已有玉山銀行、第一銀行、花旗銀行及合作金庫等 4 家銀行業核備辦理該業務。

參、臺灣銀行業在中國大陸的發展契機

臺資銀行在大陸之區位選擇，各銀行之策略有所差異；部分銀行第一考量的要件是中央及省市級政府政策優惠的措施；其次是當地經營的環境，再來才是臺商聚集密度的多寡及同業競爭的程度等；可能須視各階段之業務考量而定，所以人均 GDP（攸關個人金融業務之發展）考量的排序較為居後。目前臺灣金融機構赴大陸地區主要的選擇，可能還是五大經濟區，即長三角、珠三角、環渤海、海西跟成渝。就某些銀行而言，考量大陸佈局的區位選定首個要件為戰略合作夥伴的實力；合作夥伴很重要之原因在於，臺資機構對於法規的部分還需要更了解，我業者勢必要借重大陸之合作夥伴；對於外資而言，要了解大陸企業客戶的內部文化，有一定程度的困難，臺資銀行皆須在地化，故須借助合作夥伴的幫忙才能完全掌握。

第二考量要件為地方政府支持力度：現在大陸進行的「騰籠換鳥」，對於金融產業相當支持，有給予一些租稅上的優惠。因此，有些銀行認為設點的部分倒不一定要是在上海、北京、深圳這些重點都市，二線的城市若有建立足夠的支援系統，也可列入考慮。第三考量要件才是當地臺商：體質好的臺商有些早已被陸資銀行納入成為重要客戶，臺資銀行能提供的服務很有限。如果在 2000 年的時候開放臺商過去大陸會是一個很好的機會，臺資銀行甚至於可以介紹臺商給陸資銀行，很可惜地，最好時間點已經過去。目前銀行於大陸營運時，普遍都會遇到存款不足、外債不足的狀況，受限於大陸中央分配外債額度之不確定性。在未來，臺商並不一定會成為

最重要之客戶。

基本上，陸資銀行亦面臨業務轉型、國際的競爭壓力。除了國有商業銀行、全國性股份制銀行以外，郵政儲蓄、不斷組建成立的城市商業銀行、大批湧入的外資銀行，皆使得大陸地區的消費者在滿足金融需求的時候有了更多的選擇，故也對銀行的服務品質、服務態度、服務速度、網路安全、產品創新有了更高的要求。因此，任何銀行若缺乏持久的服務創新，採用各種形式的行銷方式，就很難爭奪客戶，搶占市場。

肆、臺灣銀行業在中國大陸的經營挑戰

首先，臺資銀行對於分行的設立仍然跟著客戶移動，例如赴臺商較密集分布之華南、昆山、浦東等地區。另外，由於中國大陸的銀行業仍以國有銀行為主，但有些地區國有銀行較無動機進駐，此可能成為外資（包括臺資）銀行業的機會，如大西部等地區。但就這些地區的廠商而言，相對於外幣，其更需要人民幣資金。尤其，體質好的臺商陸續被陸資銀行視為重要客戶，臺資銀行能提供的服務更有限。

其次，在外債額度方面，臺資銀行在大陸的第1年大多只能從事外幣、外債的業務，營運資金侷限在4億人民幣的限制，得以運用的資金不多，也因此需以外債的方式籌資。但外債發行額度在中國大陸採取配給的方式，例如從北京配給的外債再分給上海，而昆山、蘇州分到的則更少。此外，中國大陸監理單位要求臺資銀行不能將資金一直放在同業存款從事無風險套利，故我國銀行在大陸從事許多聯貸業務。目前，許多臺資金融機構依靠其與大陸臺商母公司所建立之客戶關係拓展業務，但若僅承做臺商業務，因其數量不多將導致未來發展規模有限；且臺資企業通常比陸資企業更會砍價，對陸企放款反而較易獲利。

最後，目前中國大陸在內銷產業以十二五計畫帶頭衝刺。但在外銷產業層面，以往的低工資優勢，隨官方喊出薪資翻倍的目標而削減，未來薪資快速成長的趨勢已確立。換言之，以外銷見長的臺

商企業優勢可能減弱，且外銷轉內銷又面臨轉型障礙，此將是臺資銀行未來面臨的長期風險。但另一方面，目前中國大陸進行的騰籠換鳥政策，對於金融業發展相當支持，給予一定程度的租稅優惠。由於上海、北京、深圳等重點都市競爭激烈，二線城市若能提供更多的政策條件，在風險可控的前提下，將可能會是下一波臺資銀行業進駐的重點區域。而對於二、三線城市的經濟、金融發展概況我國所知有限，也是未來臺資銀行進駐後的潛藏風險所在。事實上，就未來長期發展而言，臺商並不一定會成為臺資銀行最重要的客戶，尤其當匯豐銀行已設立村鎮銀行的同時，增強對中國大陸非一線城市的瞭解，應是當務之急。

整體而言，臺資銀行業在陸發展仍然存在不確定性。現階段發展業務受到很多法令的限制，如理財、信用卡等業務須以子行方式才可推動。而即便可從事的業務，提出申請後也會因為行政手續繁瑣而延遲開業。目前臺灣的銀行業於大陸普遍都會遇到存款不足、外債不足的狀況，且不清楚中國大陸中央是如何分配外債額度。換言之，兩岸之間的法規仍然還有很多是需要彼此雙方的互相理解與更進一步開放。此外，在大陸很多銀行業務都需要有相關執照才可進行，不確定因素太大造成經營困難。

第三節 臺灣非銀行業者在中國大陸的分佈／發展現況

壹、租賃業：

由於大陸幅員廣闊，臺商與上下游關係所構成的企業金融服務需求多，因此非銀行金融機構發展仍有空間。鑒於大陸規定外資銀行若要設立分行，則其前一年資產總額需達 200 億美元，而我國銀行業有些資產規模仍未達到大陸允許設立分行的條件，因此在大陸發展非銀行金融機構成為唯一選項。此外，我國金管會已允許銀行、金控之子公司可以投資大陸的融資租賃公司與其他經主管機關所核定之金融相關事業，據此，亦允許赴大陸設立小額貸款公司。

我國 13 家金控或銀行子公司登陸設立融資租賃業，包括華南銀、第一金、臺工銀、臺中商銀、上海商銀、陽信商銀、國票金、

臺新金、中信金、開發金、新光金、永豐金等。以上市櫃的金控來說，包括富邦金控、開發金控、臺新金控、新光金控、國票金控、永豐金控、中信金控及第一金控在中國大陸設立的租賃子公司都已開業，第一金、永豐金、臺新金及臺灣工銀皆已設立 2 家或更多據點。

表 2 臺資融資租賃業於大陸設立據點狀況(~2013.12)

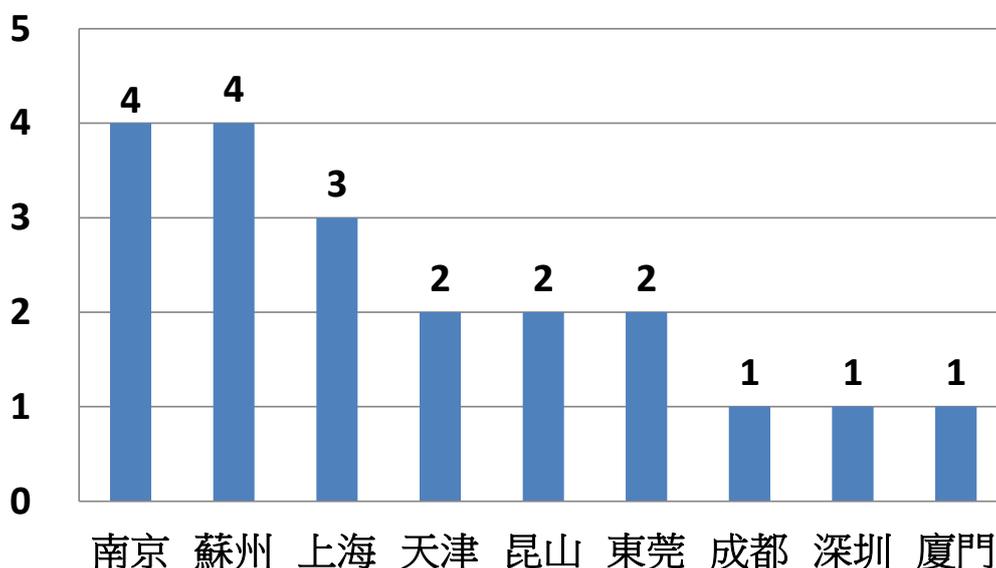
設立公司	租賃公司	設立地點	設立時間
華南銀行	華南國際租賃股份有限公司	深圳	2012 年 8 月
第一金控	一銀租賃(蘇州)有限公司	蘇州	2011 年 3 月
	第一金租賃(成都)有限公司	成都	2012 年 1 月
臺灣工銀	臺駿國際租賃	蘇州	2011 年 6 月
		東莞	2012 年 3 月
		南京	2012 年 8 月
	臺駿津國際租賃公司	天津	2013 年 7 月
臺中商銀	臺中銀融資租賃(蘇州)公司	蘇州	2013 年 3 月
上海商銀	上銀融資租賃(中國)公司	上海	2012 年 9 月
陽信商銀	陽信融資租賃(中國)公司	上海	2013 年 7 月
國票金控	國旺租賃	南京	2012 年 6 月
臺新金控	臺新租賃(南京)東莞分公司	南京	2011 年 10 月
	臺新租賃(天津)	天津	2012 年 7 月
中信金控	仲信國際租賃公司	上海	2012 年 8 月
開發金控	中華開發國際租賃公司	昆山	2012 年 4 月
富邦金控	中信富通融資租賃公司	北京	2010 年 3 月
新光金控	新光租賃(蘇州)有限公司	蘇州	2011 年 11 月
永豐金控	永豐金融融資租賃(天津)	天津	2014 年 7 月
	永豐金國際租賃(南京)	南京	2011 年 9 月

	東莞	2012 年 8 月
	廈門	2012 年 11 月
	昆山	2012 年 12 月

資料來源：本研究整理自公開資料、謝順峰(2013)。

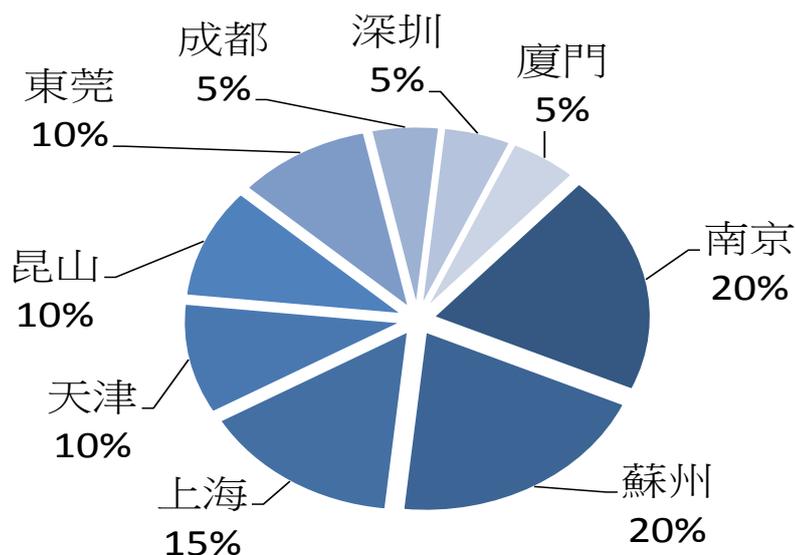
統計臺資 13 家金控/銀行在陸設立租賃業的據點數量總計共 22 間。分佈地點則以南京、蘇州居首，各占總比例的 20%，分別有 4 間融資租賃公司在此二處設點；其次則為上海，占總比例的 15%，有 3 間融資租賃公司在此處設點，再來才是天津、昆山、東莞，皆各別有 2 家公司設點；而最後皆只有一間公司設立的地點則為成都、深圳與廈門。

但就中國大陸的租賃業由業務層面觀察，大量集中於以提供資金為目的的「售後租回」業務上，反映融資租賃業務本質特徵的融資與融物結合，而資產管理與技術服務的加值較少，故與傳統金融服務的差異不明顯、同質化程度高。



資料來源:公司網站與公開訊息整理

圖 4 臺資租賃融資業於大陸駐點分佈地區(~2013.12)



資料來源:公司網站與公開訊息整理

圖 5 臺資租賃融資業於大陸駐點分佈地區比例(~2013.12)

而為進一步擴大本國金融機構經營綜效，金管會於 2014 年 3 月 18 日修訂發布「銀行、金融控股公司及其關係企業投資大陸地區金融機構以外之金融相關事業之規定」，增加開放本國銀行或金融控股公司所屬之大陸地區資本額達美金 3,000 萬元以上之融資租賃子公司可投資設立保理公司，融資租賃公司對保理公司持股比例須達 100%。至此，我國租賃業者得於中國大陸從事之業務又得以擴張。

貳、證券業方面：

最早進入大陸之臺灣金融業者其實並非銀行，而是證券業。事實上，早在 1997 年即有臺資證券商於赴中國大陸進行布局。目前，中國大陸金融業屬於外資投資之限制類服務業，證券期貨業亦屬該類別。按規定外資(包括臺資)只能設立合資的證券公司，外資持股比例不得超過 49%。且該等合資公司業務限於從事 A 股承銷、B 股和 H 股以及政府和公司債券的承銷和交易。故在業務範圍受到局限之情況下，陸資券商對於與我方合資意願不高，這也使得迄今我方券商在陸駐點仍僅限於辦事處模式。

一、臺灣證券業在中國大陸的布局：

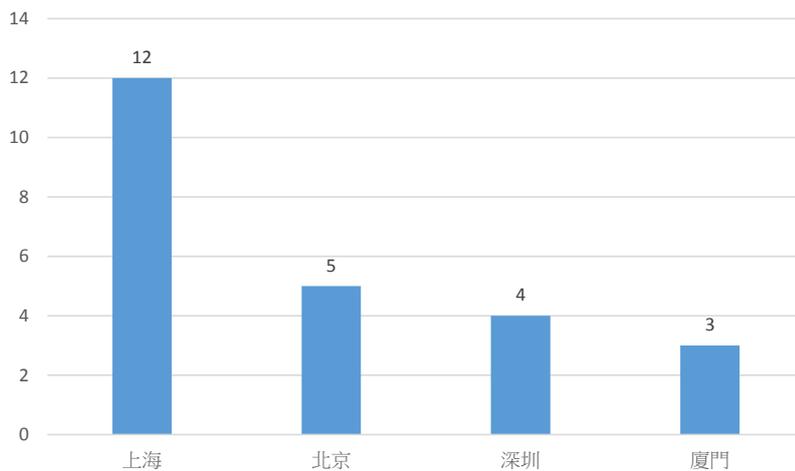
臺資證券業大陸駐點分佈情形，至 2013 年底止，臺灣券商在中國大陸僅能設有辦事處。總計券商共有 11 家，共設立 24 個代表處。主要分佈地點，首先是在上海市共 12 家，占全體比例 52.2%，每一券商在此皆設有據點；其次為北京的 5 家與深圳的 4 家。上海與深圳同時也是中國大陸兩大證券交易所所在地；再來是廈門市的 3 家，占全體比例 12.5%。若依公司行號分別，則在全中國總設立多達 3 個據點之券商，分別有元大寶來、元富、兆豐及富邦證券四家。

表 3 臺資券商於大陸設立據點狀況(~2013.12)²

都市名	北 京	南 京	上 海	蘇 州	昆 山	廈 門	東 莞	深 圳	天 津	合計
群益金鼎證券			1							1
元大寶來證券	1		1					1		3
元富證券			1			1		1		3
永豐金證券			1							1
日盛證券			1							1
兆豐證券	1		1					1		3
凱基證券			1					1		2
統一證券			1			1				2
富邦證券	1		1			1				3
大華證券			1							1
華南永昌證券	1		1							2
第一金證券			1							1
合計	4	0	12	0	0	3	0	4	0	23

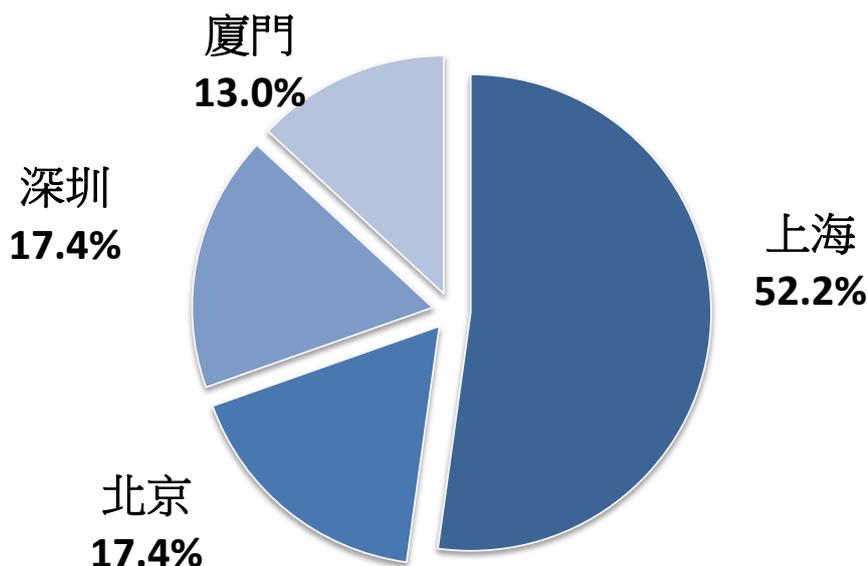
資料來源：公司網站與公開訊息整理

²統計臺資證券業在陸設立辦事處狀況。



資料來源:公司網站與公開訊息整理

圖 6 臺資券商於大陸駐點分佈地區(~2013.12)



資料來源:公司網站與公開訊息整理

圖 7 臺資券商於大陸駐點分佈地區比例(~2013.12)

最後，我證券業者引頸企盼幾達 20 年之赴陸設點營業要求，在 ECFA 服務貿易協定金融承諾中，終於有了重大突破。ECFA 服務貿易協定中，針對證券業釋出的相關承諾如下：

1. 允許臺資金融機構以人民幣合格境外機構投資者方式投資大陸資本市場。

2. 為臺資證券公司申請大陸合格境外機構投資者(QFII)資格進一步提供便利，允許臺資證券公司申請 QFII 資格時，按照集團管理的證券資產規模計算。
3. 允許符合條件的臺資金融機構按照大陸有關規定在大陸設立合資基金管理公司，臺資持股比例可達 50% 以上。
4. 允許符合設立外資參股證券公司條件的臺資金融機構按照大陸有關規定在上海市、福建省、深圳市各設立 1 家兩岸合資的全牌照證券公司，臺資合併持股比例最高可達 51%，大陸股東不限於證券公司。
5. 允許符合設立外資參股證券公司條件的臺資金融機構按照大陸有關規定，在大陸批准的「在金融改革方面先行先試」的若干改革試驗區內，各新設 1 家兩岸合資全牌照證券公司，大陸股東不限於證券公司，臺資合併持股比例不超過 49%，且取消大陸單一股東須持股 49% 的限制。
6. 允許符合外資參股證券公司境外股東資質條件的臺資證券公司與大陸具備設立子公司條件的證券公司，在大陸設立合資證券投資諮詢公司。合資證券投資諮詢公司作為大陸證券公司的子公司，專門從事證券投資諮詢業務，臺資持股比例最高可達 49%。
7. 在大陸批准的「在金融改革方面先行先試」的若干改革試驗區內，允許臺資證券公司在合資證券投資諮詢公司中的持股比例達 50% 以上。
8. 允許符合條件的臺資期貨仲介機構按照大陸有關規定，在大陸申請設立合資期貨公司，臺資合併持股比例最高可達 49%。

二、兩岸證券業業務之開放概述

金管會於 2012 年 4 月 18 日開放證券商及其直接、間接持股 100% 之子公司，得在大陸地區投資創業投資事業、創業投資管理顧問公司及財務諮詢顧問公司等事業，惟投資金額併計其國內轉投資

金融相關事業及非證券、期貨、金融相關事業之總金額，應在其淨值的 20% 內。

為積極發展「具兩岸特色之金融業務」，並推動「以臺灣為主之國人理財平臺」規劃方案，金管會於 2012 年 10 月 17 日開放投信事業得發行人人民幣計價基金。同時，為降低投資人換匯外幣之交易成本，及提高投資人投資外幣計價基金之意願，於 2012 年 10 月 17 日放寬外幣計價證券投資信託基金得以新臺幣收付，以提升投信事業競爭力，並促進基金商品多樣性，以滿足投資人之多元化需求。

此外，為擴大寶島債券發行規模及參與範圍，同時提供人民幣商品投資渠道及資金回流管道，金管會於 2013 年 11 月 27 日開放大陸註冊法人在臺發行僅銷售予專業投資機構之人民幣計價普通公司債（寶島債券），並規範發行人應於發行前向櫃買中心取具該等債券得為櫃檯買賣之同意函後，併同預定發行辦法、發行人基本資料、資金用途等資料事先報備中央銀行外匯局並副知金管會證券期貨局與櫃買中心，且須於取得前開同意函之日起 1 個月內向櫃買中心申請登錄為櫃檯買賣。除了專業投資機構外，2014 年 6 月 27 日櫃買中心亦宣佈資產三千萬元以上專業投資人（自然人）亦可投資。

櫃買中心亦同步公告得在臺發行前開寶島債券之發行人資格須為：（1）大陸銀行（包括政策性銀行、國有商業銀行及股份制商業銀行等銀行）及其海外子（分）行；（2）臺灣金融機構於大陸設立之子行；（3）我國上市（櫃）公司於大陸地區設立之從屬公司（須已編列於合併報表中）等 3 類發行人，俾同時兼顧上櫃債券品質之管控與要求。

三、臺灣證券業在中國大陸的發展契機

臺灣券商在對岸雖仍有競爭力，不過因非當地業者，在融入當地之實際營運調整適應方面，仍有相當考驗，故需更長時間方能產生利潤。重要的是，必須與當地券商有所區隔（如突顯臺灣之

know-how)，才會做出成績。相關執照包括：經紀、自營、財富管理/資產管理、投資諮詢/財務顧問、承銷(保薦)、融資融券，對於證券商而言，後兩者通常須待其經營一段時間、到某一階段後，才適合評估投入。此外，中國大陸的業者在進步，我方的優勢所剩不多。或許未來可於中國大陸站穩腳步後，與陸資一同對抗其他外資，例如在期貨業務上，中國大陸較弱的金融期貨領域卻臺灣的強項，臺灣較弱的商品期貨在對岸則非常發達。此即是兩岸未來可能合作的領域。

最後，在中國大陸，由於資本項目仍未開放，故國際板之推出仍很遙遠。但在各地之「金融中心政策」卻有各自不同之發展。譬如，上海近來積極推出自貿區，除了貿易及投資方面之自由化措施外，未來在利率自由化及匯率自由化方面，亦將推出先行先試措施，各方拭目以待。另外，中國大陸十二五規畫推動發展多層次資本市場，這部分需依賴許多區域的金融中心去實際執行。這或許也是台資證券業未來的發展所在。

四、臺灣證券業在中國大陸的經營挑戰

大陸地方政府態度對於我證券商之區位選擇相當重要。地方政府針對一旦落腳在當地之公司，其後會用盡各種辦法給予各種支持，故地方政府的態度是相當重要的。在各地方政府之優惠方面，除了租稅的優惠外，另外還有房地產的優惠。另外，舉例而言，在上海推出自貿區前，據業者表示，上海市政府因本身條件較佳，故對於以服貿協議優惠條件納入臺資證券商，並不感興趣；而屬於海西區之泉州、廈門、福州、溫州等地方政府則較為積極。但自從上海推出自貿區後，上海市政府又重新積極招商。

一般而言進行區位選擇時，金融機構選擇的都是比較重要的繁華的地區，但證券商跟期貨商與銀行保險不太相同，因為大陸一直未開放外資證券業之直接投資，故我相關業者無法在大陸設立營業據點。雖然服貿協議出爐，可望打破此限制，但因服貿協議仍未獲立法院通過，我國證券業者登陸之時間仍未定。此外，儘管服貿協議對於證券商赴對岸直接投資有給予超越 WTO 或其他外資之優惠，

但該優惠卻非全域適用而是具有地域之限制(如在某一部分僅適用於若干金融改革試驗區)。不過，係因合資「全照」，在全照方面仍有很多發揮空間。

在服貿協議之金融承諾下，大陸在上海、深圳、福建三地對臺資證券合資(最高達 51%股份)全照開放各一張名額，一般預料，將可能給臺灣最大的前三家券商。為了避免各公司對於據點之選擇太過集中，我券商公會曾進行調查，希望初步釐清各公司之選擇。不過，因為服貿協議仍卡在立法院尚未過關，以至於我業者在大陸各地尋找合資夥伴時，必須面對著許多不確定性。此外，究竟浦東、天津、前海、重慶、溫州是否包括在服貿協議金融承諾所提之「金融綜合改革試驗區」，大陸中央及各地方政府是否認可，皆仍有變數。

目前，四大金控券商元大寶來、凱基、富邦與永豐金證，皆傳出鎖定上述持股 51%的合資牌照。元大寶來可能有意於深圳、凱基證券則傾向在長江流域布點（選擇上海可能性最大）；富邦與永豐金證皆有意競爭福建的合資牌照。不過，屬於金改試驗區的廈門也可釋放一張持股 49%的合資全照執照。換言之，較為屬意福建的富邦與永豐金證，可能必須在 51%與 49%的持股比例間各擇一。

整體而言，大陸證券市場仍有開放的空間，例如場外交易的發展還需假以時日方臻成熟，目前其新三板資訊仍不夠透明，且成交量相對來說還是太少。基本上，現階段我證券業者對於香港市場的興趣會較大，由於上海雖為金融重鎮，但在金融商品的選擇性上相對較少，且外匯上的管制較多。

參、保險業：

一、臺灣保險業在中國大陸的布局：

中國大陸開放外資設立保險公司有所謂的「532」門檻，即根據大陸外資保險公司管理條例規定，外資保險公司在大陸申請設立營業性機構，必須符合「30 年以上的連續經營歷史、設立兩年以上

代表處及總資產不得少於 50 億美元」的規定。此外，大陸規定壽險公司在大陸營運必須以合資方式進行。之前之 50% 合資及僅限一家合資對象之限制，仍然存在。目前，已赴大陸設點之臺灣四家壽險公司包括：國泰人壽、臺灣人壽、新光人壽與中國人壽分別於上海、廈門、及北京，與大陸企業合資設立據點。其中，中國人壽係參股投資原已存在之建信人壽 19.9%，而國泰人壽股東之一的東方航空已於 2013 年 10 月 23 日出售上海國壽股權 50%³，接手國泰人壽 50% 股權的為上海陸家嘴金融發展有限公司，其隸屬於上海陸家嘴集團旗下，而上海陸家嘴集團則是屬於上海市浦東新區國資委的企業。

在產險部分，陸方則允許以獨資方式進行。另外，在最近簽署之服貿協議（尚待立法院通過）的保險業開放中，大陸承諾積極支持符合資格的臺灣保險業者經營交通事故責任強制保險業務，對臺灣保險業者提出的申請，將根據有關規定積極考慮，並提供便利。目前為止，共有富邦產險與國泰世紀產險兩家產險公司，分別設立於廈門及上海。

表 4 臺資保險業在大陸參股投資情況(~2013.12)

大陸保險公司	設立地點	合資公司	參股比重 (%)	成立或核准開業時間
國泰人壽	上海	國泰人壽、上海陸家嘴集團	50	2005 年 1 月
建信人壽	上海	中國人壽、中國建設銀行	19.9	2011 年 7 月
君龍人壽	廈門	臺灣人壽、廈門建發集團	50	2008 年 12 月
新光海航人壽	北京	新光人壽、海航集團	50	2009 年 3 月
國泰世紀產險	上海	國泰世紀產險、國泰人壽		2008 年 8 月
富邦產險	廈門	富邦產險、富邦人壽		2009 年 12 月

資料來源：金管會，王儷容與梁景洋，《從 ECFA 看臺灣金融業與金融人才的挑戰與契機》，2012 年 11 月、公司網站與公開訊息整理。

³ 臺灣證券交易所 2013 年 10 月 23 日公開訊息公布，國泰金表示東方航空已於上海聯合產權交易所掛牌出售上海國泰人壽股權 50%，然此屬東方航空之股權出售，且股權轉換尚需大陸監理機關核准。

至 2013 年底，我方以合資方式進入大陸市場共 6 家保險業者，總計設立分公司與營銷服務處共 136 處。而設立區域排名前三的，分別是上海、江蘇與廣東地區，各占全體比例約兩成。

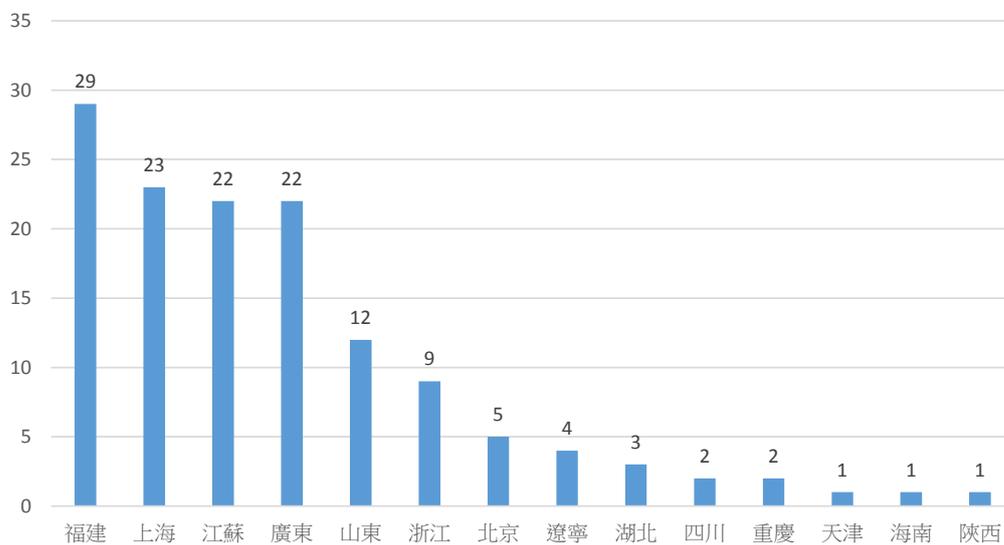
我國保險業大致也是以居民收入作為區位選擇的因素之一。一般而言，居民收入越高，其保險購買能力越強、對風險保障的需求越多。我國保險業在中國的分佈觀察，最密集的地區也是中國各級金融中心城市。廣東、江蘇、福建、上海、山東等我國保險業積極進駐的地區，其 GDP 長期以來都在全中國排名前十位。這些各級金融中心城市在市場規模上具有其他地區無法比擬的優勢，因此其也吸引了較多的我國保險公司在此投資。換言之，保險業設立據點之城市也會考慮其居民與當地整體經濟實力之大小，以福建省為例，除廈門與福州外，泉州、漳州的實體經濟也甚大，可能是我國保險業未來將加以考慮的地點。

表 5 臺資保險業於大陸設立據點狀況(~2013.12)⁴

區域名	北京	天津	上海	江蘇	浙江	福建	山東	廣東	遼寧	海南	陝西	四川	湖北	重慶	據點合計	總部
建信人壽	1	0	17	10	0	0	7	18	0	0	0	1	1	0	55	上海
國泰人壽	1	1	4	9	7	4	3	1	1	0	0	0	0	0	31	上海
國泰世紀 產險	1	0	2	3	1	5	2	3	0	0	0	1	2	0	20	上海
君龍人壽	0	0	0	0	1	9	0	0	0	0	0	0	0	0	10	廈門
新光海航 人壽	2	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	4	北京
富邦產險	0	0	0	0	0	11	0	0	3	0	0	0	0	2	16	廈門
區域合計 據點數	5	1	23	22	9	29	12	22	4	1	1	2	3	2	136	

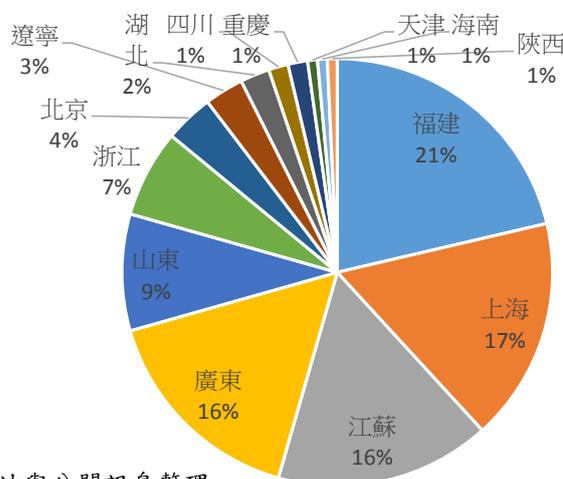
資料來源:公司網站與公開訊息整理

⁴統計臺資保險業者於陸設立之分公司或營銷服務處。



資料來源:公司網站與公開訊息整理

圖 8 臺資保險業於大陸設點分布地區(~2013.12)



資料來源:公司網站與公開訊息整理

圖 9 臺資保險業於大陸設點地區比例(~2013.12)

根據中國保監會資料顯示，針對 2013 年 1-8 月份，大陸總計 63 間產險公司中，按原保費收入排列，國泰產險累計保費收入為 3.13 億人民幣，排名第 43 名；富邦產險累計保費收入為 2.24 億人民幣，排行 47 名。而大陸總計 655 間壽險公司中，按原保費收入，以建信人壽排行 14 名居首，累計保費收入 51 億人民幣；而國泰人壽與新光海航分別為 47、50 名，累計保費收入分別為 3.36 億人民幣、2.80 億人民幣；君龍人壽排名 57 名，累計保費收入為 1.56 億人民幣。

一、兩岸保險業業務之開放概述

⁵此統計不計入未在中國保監會中，登錄最新原保費收入資料的國壽養老、泰康養老與德華安顧三家公司。

為配合兩岸貨幣清算機制之建立並提供國人多元化保險商品及資產配置，金管會於 2012 年 12 月同意開放保險業辦理人民幣計價之投資型保單業務。

首先，在提高保險業資金運用效率及配合國內外以人民幣計價商品市場之發展上，金管會於 2013 年 5 月 3 日修正發布保險業辦理國外投資管理辦法部分條文修正草案，放寬保險業得投資大陸地區債券商品之資格及範圍，以及明定保險業得比照其他外幣相關之規定從事大陸地區以外之人民幣計價商品之投資。此次修正增加我國保險業資金運用管道及協助金融市場發展，並符合金管會積極推展「發展具兩岸特色之金融業務計畫」之目標。

再者，為提供國人多元保險商品及資產配置之選擇，金管會於 2013 年 12 月 20 日開放保險業辦理以人民幣收付之非投資型人身保險業務，相關配套措施重點包括：(1) 備查壽險公會所報修正「新型態人身保險商品認定標準」，增列「各公司第一張以人民幣為收付幣別之傳統型保險商品」為需採核准制送審之保險商品；(2) 修正「人身保險業辦理以外幣收付之非投資型人身保險業務應具備資格條件及注意事項」，規範人身保險業送審此類商品時，其資產配置計畫及執行方式應包含項目，以及銷售此類商品之人身保險業其 RBC 比率應達 200% 暨應依主管機關規定之限額辦理；(3) 考量人民幣資金去化管道有限，爰訂定保險公司人民幣傳統型保險商品之銷售限額計算方式。如各公司擬將人民幣傳統型保險業務以再保險方式辦理，限以比率再保險方式辦理，且分出比例 50% 以內之再保險分出業務部分得不計入限額範圍；(4) 訂定人民幣傳統型商品適用之責任準備金利率，另為避免保險公司以銷售繳費期間較短之類定存人民幣傳統型保險商品，開放初期限制以繳費年期應至少 4 年（含）以上之商品為限。(5) 另考量即期年金不具有不得解約及負債存續期間長之商品特性，將進一步開放人身保險業自 2015 年 1 月 1 日起得銷售人民幣收付之即期年金保險商品。

另外，根據臺灣地區與大陸地區保險業務往來及投資許可管理辦法，目前已開放臺灣地區保險業赴大陸地區設立代表人辦事處、

參股投資及再保險業務往來，並開放保險代理人公司、保險經紀人公司、保險公證人公司赴大陸地區設立分支機構或參股投資。

二、臺灣保險業在中國大陸的發展契機

中國的保險資產占金融資產的比重僅為 3.8%，不僅說明金融體系高度依賴於銀行，也顯示保險業在完善金融發展上肩負重要角色。保險業積累的主要是長期資金。保險業的存在有助於形成多層次的金融體系，滿足不同期限的資金需求。發展成熟的經濟中心城市通常擁有多樣化、能夠發揮不同作用的金融機構與市場。保險公司資金來源的確定性和長期性，使其資金運用的本質即是追求市場的穩定成長和長期利潤。保險業的發展無疑是金融產業的核心角色之一。

從經營據點觀察，包含我國保險業在內的跨國保險公司在中國大陸的一級城市設點較為集中，一方面是由於這些地區整體經濟規模較大、人均所得較高、金融基礎設施完善，而有利跨國保險公司發展；另一方面，也是由於這些城市通常擁有較為開放的政策環境與友善的地方政府。目前，包含我國保險公司在內的跨國保險公司主要以上海、深圳、北京等全國金融中心向周圍的長三角、珠三角與環渤海地區擴散。在經濟相對落後的中西部地區，外商保險公司則以四川、重慶等區域金融中心向四周發展。尤其，上海的全國金融中心地位使其成為跨國保險公司最為集中的城市和我國保險公司在中國的總部所在地。我國入股的中外合資保險公司除在各金融中心城市設立分支機構外，其營業網點也開始向其他省市擴散，在江蘇、廣東、福建、山東等四個省份，我國保險公司分佈最為廣泛。

在可預見的將來，中國大陸各級城市發展過程中，涉及的城鎮化推動，可望創造保險業的商機。城鎮化過程通常會提高對商業保險和理財的需求。特別是積累財富後的居民，會更加注意如何維持自身生活品質及財產安全，勢必增加對於保險和理財的需求；其次，城鎮化推動保險發展空間之另一原因在於，城鎮化某種程度瓦解傳統農村社會藉由血緣、土地形成的互助模式，商業保險將成為滿足城市居民保險需求的新選擇。此外，中國大陸加速城鎮化建設亦能

為保險資金提供多的配置空間，促進保險資產配置的多元化，進而分享城鎮化的收益。

依據上述中國大陸城鎮化而衍生的保險業商機，臺灣保險企業起初自恃有與中國大陸相同語言、文化與風俗習慣的利基，預期進入中國的適應性強、融合度高，具有比其他國籍業者享有更佳的地利與人和優勢。但事實上，不僅我國，其他外資壽險公司在中國經營業績遠遠不如預期，市場規模未見起色，甚至面臨對岸本土保險業崛起而市場空間被壓縮的窘境。造成我國保險業無法接取中國大陸經濟崛起帶來的商機，其原因可能大致如下：(1) 監理環境限制、(2) 規模懸殊、(3) 產品與服務缺乏差異化、(4)、回收期過長、(5) 銷售管道單一、(6) 合資經營理念差異。至今，我國壽險業在所有中外合資保險公司的表現也僅是差強人意，顯見中國大陸壽險市場的大餅，到目前為止仍是「看得到卻吃不到」。

三、臺灣保險業在中國大陸的經營挑戰

理論上而言，兩岸同文同種，我國保險公司進入對岸應有其利基，惟仍難敵整體環境對中外合資壽險公司的負面影響，至今我國壽險業在所有中外合資保險公司的表現也僅是差強人意，顯見中國壽險市場的大餅，到目前為止仍是「看得到卻吃不到」。但另一方面而言，若我保險公司能長期與中資股東穩定而和諧之關係，隨著競爭對手因股東頻繁換手而影響經營的同時，對臺資參與經營的合資保險公司而言卻可能是利多。

總而言之，即便在沒有獲利甚至虧損的情況下，面對中國的監理要求，我國壽險公司未來勢必對其在中國的合資壽險公司進行增資，但以目前的合資壽險公司規模而言，恐難藉由發行次級債等方式提高資本適足率。因此，可行的方式是由臺資股東以內部資金進行挹注。惟，臺資股東的資金也多數是向臺灣的投資人募集。雖然投資本是自負盈虧，但兩岸交流合作上，尤其是金融議題向來有其敏感性。以向臺灣投資人募集的資金來增資中國沒有營利的投資事業，恐引起社會負面觀感及非議。

作為壽險業除業務員以外的另一主要銷售管道的「銀保通路」，因為政策措施，反而影響中外合資壽險公司的銷售。首先，由於銀行已經獲准投資保險公司，可以經營自身的保險產品，成為保險公司的強勁競爭對手；其次，2010年銀監會對保險公司銷售產品的方法和地區進行更嚴格的規範。限定一家銀行只能准許三家保險公司銷售產品。由於數量受到限制，銀行通常不會選擇中外合資保險公司為產品供應商。因為中國的銀行偏愛規模大、成立時間長、品牌知名度高的中資保險公司。中外合資壽險公司由於品牌知名度相對較弱，通常需要向銀行支付高額佣金，以便能在銀保通路銷售其產品。但高額佣金又可能造成「愈賣愈虧」的情況（李新平，2012）。換言之，中外合資壽險公司面臨銷售代理短缺的問題。

中外合資壽險公司在大陸往往面臨初期投入成本的壓力。相較於中資壽險公司歷年逐步建立的據點、與銀行合作開拓的銀行保險、保險代理等銷售管道，外資壽險公司若想要「後來居上」除了必須突破監理的限制外，也必須在短時間內投資大量資金開拓行銷網絡、招攬人才。Moody's（2011）研究指出：「在中國的46家外資保險公司當中，只有11家在2010年勉強盈虧平衡，但是遠不足以對其全球母公司的財務報表產生任何影響」。說明中外合資壽險公司面臨較大的成本收益壓力。特別是經歷了2008年金融危機之後，不僅母國公司經營受到影響，之前殷切期盼的中國市場收益也遲遲無法實現。

最後，中外合資壽險公司產品主要集中於傳統的定期壽險業務、分紅險和投連險（臺灣稱為「投資型保單」）等，產品與中資保險公司同質性高。惟中資保險公司憑藉深耕的信譽和積累的客戶資源，加上文化認同感，更易被消費者信任與接受；中外合資壽險公司雖然有引入創新的保險產品，如引進植基於母國人口及經濟環境推出的健康險及養老保險產品，針對的客戶大多也是在中國的外資企業及外籍人士，導致其產品未能符合中國消費者的實際需要，被接受和認同度較低。因此，中外合資壽險公司在產品經營上並不具「明顯」優勢，換言之，其在母國經營健康保險及養老保險等特殊業務的優勢並沒有充分發揮。相形之下，臺灣壽險業者在進入時間、規

模與服務網點不如人的情況下，可能較易獲得邊際客戶，增加營運風險。但隨著臺灣銀行業西進，我國的壽險公司或許可運用其銀行兄弟公司的客戶資訊，爭取優質客戶並透過策略聯盟增加獲利來源。對於中外合資壽險企業而言，關鍵在於究竟應當和中國當地的保險通路合作夥伴擴大合作範圍、放開控制權，或是制定更加聚焦和差異化的產品與經營策略。

而對於財產保險公司方面，台灣於中國大陸設立的財產保險公司也持續面臨類似的業務開拓困難狀況。事實上，截至 2013 年底，全部外資財產保險公司僅占中國大陸財產保險市場 1.3% 的份額，此在過去 10 年內幾乎未曾明顯改變。尤其，外資財產保險公司品牌仍然不為客戶熟知，儘管其開始利用網路等方式進行保險銷售，但未能累積到發生質變的水準。

中國大陸向外資保險公司開放車險市場（占財產險保費的 70%），顯示車險應是業者未來經營的重心所在。但車險市場的競爭異常激烈，當前的定價將使市場准入極具挑戰性。此外，與其他外資財產保險公司類似，台資財產保險公司在進軍車險市場時，亦缺乏服務客戶的分支機構。在沒有設立機構的省份，若有出險的情況，查勘定損等服務方面可能沒有那麼便捷。

中國大陸監管規定的變化也是造成台資財產保險公司經營挑戰的主要推動力之一。例如，保監會就眾多不同產品領域制定的未來政策，也將對外資保險公司的活動範圍做出限定。例如，2013 年 5 月 2 日，中國保監會公布《保險公司業務範圍分級管理辦法》，新設的財險公司必須根據其計畫開展的險種數量和類型對資本金做出不同的安排。「基本業務」包括車險、企財險、家財險、責任險、航運險、貨運險以及短期醫療保險和意外傷害險。「擴展業務」包括農險、特殊風險保險、信用險、保證險以及投資類保險。如果新建公司申請從事一類基礎業務，對其資本要求為人民幣 2 億元。每新增一類基礎業務則在此基礎上需額外增加資本人民幣 2 億元。此外，與中國大陸本土保險公司相比，外資財產保險公司設立分支機構的審批更為嚴格，導致區域擴展更為緩慢，更高的註冊資本要

求但業務卻被限制在一個省/市，將導致外資財產保險公司需要更長的時間達成損益平衡。

另外，《外國保險機構駐華代表機構管理辦法》要求外國保險公司持續經營至少 20 年時間才能在中國大陸設立代表機構；《外資保險公司管理條例》則要求外國保險公司持續經營至少 30 年時間並且要在中國大陸設立代表機構至少 2 年才能在中國大陸設立保險公司。上述 20 年和 30 年的經營年限要求（即使核心業務保持不變且不考慮公司重組的情況）太長且不夠合理，與中國大陸本土公司（可以是新設）相比，構成不公平的市場准入壁壘。應縮短經營年限要求；同時，在滿足經營年限要求的情況下沒有充分理由不得拖延營業許可發放。

最後，台資財產保險公司的主要競爭來源是中國大陸的二線財產保險公司與其它外資財產保險公司。例如，車險市場上，中國大陸的消費者在投保前嫌麻煩而放棄詳細了解保險產品及服務的權利、容易被價格競爭誤導而僅關注產品價格。上述問題導致以服務特別是後續理賠服務作為核心競爭力的財產保險公司相對不利。但若將經濟條件好的車主作為目標客戶（非價格敏感型的中、高階客戶），卻又將面對來自其他內外資保險公司的競爭。

第三章 經濟與金融危機之個案討論

本章將以 1997 年亞洲金融危機與 2009 年歐債危機為個案討論，希望藉由兩次較為嚴重的金融危機歸納出共同的發展，以作為本研究評估中國大陸經濟與金融風險之指標依據。

第一節 1997 年亞洲金融危機

以下首先就針對 1997 年亞洲金融危機進行整體回顧，並進一步探討陷入風暴中的泰國、馬來西亞、印尼等主要東南亞國家在金融風暴發生的前後，有何種經濟、金融指標出現明顯改變，藉以篩選可適合用於判斷中國大陸相關經濟、金融風險的指標。

壹、過程概述

亞洲金融危機起自 1997 年 7 月 2 日泰銖貶值，連鎖效應經擴散，致使東南亞各國因經濟不景氣而受創，泰國、馬來西亞、印尼等國之經濟成長率在金融風暴期間及結束後一段時間內，呈現明顯不振。1996 年，泰國經常帳逆差迅速擴大，導致經濟惡化，並使泰銖面臨可觀的貶值壓力。為維持釘住美元的匯率制度，泰國中央銀行通過增加對外匯市場的干預以維持泰銖穩定。此舉提供國際投機客可乘之機，自 1997 年年初便對泰銖發動連續攻擊。1997 年 2 月，出現第一次泰銖貶值風波，泰國央行動用 20 億美元的外匯準備干預外匯市場以維持幣值穩定；同年 5 月 12 日，國際金融市場再次盛傳泰銖貶值，引發泰銖匯率大幅波動。泰國央行與東亞中央銀行總裁會議的會員國共同合作干預外匯市場，耗費百億美元的代價把匯率維持在 25 泰銖兌 1 美元的水準，但是泰銖貶值壓力持續增加，引發外匯市場出現恐慌性拋售。直到 6 月底，泰國外匯準備大幅降低，因而失去繼續干預外匯市場的能力。7 月 2 日泰國政府被迫宣布放棄實行 14 年的泰銖與美元掛勾的一籃子匯率（Basket of Currencies）制度，改行浮動匯率制度，至此亞洲金融風暴便正式爆發。

1997 年 7 月 2 日泰國被迫放棄釘住美元的匯率制度，改行浮動

匯率，造成當日泰銖匯率最低曾下跌至 32.6 泰銖兌 1 美元，貶值幅度達 30%。泰銖貶值後隨即發生骨牌效應，波及菲律賓、印尼、馬來西亞等其他東南亞國家⁶；1998 年初，印尼盾貶值幅度達 70%，使得印尼陷入政治經濟大危機。東南亞匯市再次受影響，新加坡幣、馬來西亞令吉、泰銖、菲律賓披索紛紛下跌，隨之韓元與日圓也大幅貶值，使得亞洲金融危機繼續惡化；1999 年東南亞各國開始擺脫金融危機的陰影，新加坡及菲律賓的經濟成長率為 1.2%、泰國 3.5%、印尼 10.3%，同時各國的外匯準備增加、對外貿易出超，亞洲金融風暴可謂平息。

在 1997 至 1999 年中，泰國、馬來西亞乃至後來的印尼可謂亞洲金融風暴受創最深的三個東南亞國家，其個別在金融風暴期間的經歷與處理方式如下：

一、泰國

1979 年泰國有三分之二的勞動力從事農業，其產值占國內生產毛額（GDP）的 25%，工業產值僅 10%。自 1985 年起，泰國經濟快速起飛，當時日圓大幅升值，充沛的資金在尋找投資機會，而泰國勞動力充足、工資低廉、天然資源豐富，加上政府改善投資條件，即吸引以日資為主的外來長期投資，促成泰國平均的經濟成長率為 8.5%，至 1995 年農業產值比率降至 10%，工業增至 30%。在大量外資與廉價勞動力的推波助瀾下，奠定經濟成長的基礎。

然而，產業分布區域不均及通貨膨脹的壓力下，造成工資大幅上揚。鄰近競爭國家，如中國大陸、印度的廉價勞工導致出口競爭力受阻，加上基礎建設不足，經常的電力中斷與交通壅塞，皆是造成危機的隱憂。

1984 年起，泰國採取一籃子貨幣政策，其中美元的權數高達 80%~82%，浮動區間為中心匯率的 +/-0.02，形成泰銖兌美元匯率基

⁶1997 年 10 月下旬，國際投機客轉戰香港，香港恒生指數自 1996 年以來首次跌破 10,000 點；11 月中旬，南韓亦爆發金融風暴，緊接著日本數家銀行和證券公司破產或倒閉，使得東南亞金融風暴演變為亞洲金融危機；1998 年 8 月，國際投機客對香港發動新一波攻擊，香港特區政府展開回擊使投機客失利。繼之因俄羅斯國家政策的突變，使得在俄國股市投入鉅額資金下的投機客再次元氣大傷，因而牽動歐美國家股、匯市全面劇烈震盪。

本上為固定，而長期維持在 24.5~26.5 泰銖兌 1 美元的水準。因此，泰國匯率制度實際上是釘住美元。由於在 1984 年至 1995 年間，美元對主要貨幣持續貶值，泰銖實際有效匯率大幅下降，因而提高泰國的出口競爭力，使得泰國經濟成長每年都以超過 8% 的幅度增加，造就亞洲奇蹟。但在 1997 年 6 月新上任的財政部長 T. Bidaya，在 7 月 2 日將原來的一籃子制度改成浮動匯率制後，即造成泰銖由 7 月初的 27 泰銖兌 1 美元，下跌至 9 月 5 日的 35 泰銖兌 1 美元，2 個月即貶值近 30%，成為觸發亞洲金融風暴恐慌情緒的主要因素之一。

眼見情勢惡化，IMF 自 1997 年 8 月起提供近 200 億美元的紓困貸款，主要目的在穩定泰銖匯率、重建泰國經濟信心及使已跌落谷底的泰國經濟可以恢復到經濟復甦的初期階段。泰國政府的因應措施主要是：

1. 穩定泰銖匯率：以「附買回協議」方式，與新加坡、香港、馬來西亞等央行聯合以 120 億美元穩定外匯市場、利用選擇性資本管制，隔離境內、境外資金流通；

2. 振興房地產及金融業：成立不動產融資管理機構及股市穩定基金、關閉體質不良的銀行與金融公司 16 家，強制合併改善體質、訂定利率上限，存款利率上限 16%，商業本票利率上限 14%；

3. 貨幣政策：採取寬鬆的貨幣政策，調降短期利率以挹注市場資金、實施境內、境外雙軌匯率制度；

4. 提供優惠貸款，減輕企業外債負擔；

5. 開放外國投資人買賣土地限制、改善房地產蕭條困境；

管理浮動匯率的實施，使泰銖能正確反應外匯市場的供需，從而克服泰國經濟、金融根本的矛盾，對經濟發展產生正面的作用。在 2003 年 7 月，泰國將剩餘積欠 IMF 的 40 億美元貸款還清，比預期的還款日提早一年，反應出泰國在金融風暴後的幾年，其總體經濟與國際收支平衡的表現強勁。

二、馬來西亞

隨著 1997 年 7 月 2 日泰銖重貶，馬幣令吉（Ringgit）從 1997 年 7 月的 2.63 令吉兌 1 美元，下跌到 1998 年 1 月 7 日的 4.72 令吉兌 1 美元，2 月曾回升至 3.58 令吉兌 1 美元，但是受日本經濟疲弱不振、日圓匯價下跌等因素衝擊，使得令吉匯率再度走貶。因此，馬國政府決定採取外匯管制措施，限制資本流動、凍結外人金融投資一年，並採取令吉對美元的固定匯率以對抗金融危機，相關措施如下：

1. 實施外匯管制：馬國政府於 1998 年 9 月 1 日宣布外匯管制，令吉僅限於國內使用，各基金存款禁止贖回、兌換；

2. 以 20 億美元干預外匯市場，限制非商業換匯在 200 萬美元內，並將令吉兌換美元匯率固定為 3.80 比 1；

3. 放寬製造業新投資計畫的股權分配限制：為吸引長期外人直接投資，放寬製造業新投資計畫之股權分配限制，外資可享有 100% 股權，且無外銷比例限制；

4. 整頓金融業：1999 年 3 月起，分階段將馬國商業銀行的數目合併為 10 家，規定每家主導銀行最底資本額為 20 億令吉；

5. 擴大證券融資放款總額管制不得超過 20% 及實施房地產放款總額限制；

6. 頒布資本市場大藍圖（Capital Market Masterplan）及金融領域大藍圖（The Financial Sector Masterplan）：分別由馬國證券交易監督委員會及中央銀行頒布於 2001 年起分三階段實施，期使馬國於 2006 年後成為一個全面開發的資金市場，並於 2007 年後讓國內銀行及保險公司在全球市場上競爭；

7. 採取振興經濟措施：2001 年先後增加財務支出 30 億令吉與 43 億令吉，以刺激內需因應美國經濟成長減緩之衝擊及因應全球經濟因美國遭受恐怖份子襲擊呈現衰退之際，使馬國經濟能維持成長；2003 年投入 73 億令吉，因應 SARS 疫情對經濟所產生的負面影響。

馬來西亞是唯一拒絕 IMF 的紓困方案與援助條件的國家，採取緊縮性經濟政策以對抗金融危機所帶來的問題。為穩定匯率及抑制

國內輸入性通貨膨脹的壓力，一方面縮減政府財政支出，取消或延緩非必要的大型公共工程建設；另一方面緊縮貨幣供給，提高銀行基本放款利率，以制止銀行體系信用的持續擴張。在財政與貨幣緊縮政策下，動盪的股、匯市曾一度平穩，但國內實質經濟活動卻因而受到嚴重衝擊。

三、印尼

金融風暴爆發後印尼盾貶值 14%，促使印尼政府在 1997 年 7 月 14 日宣布印尼盾與美元的匯價由市場決定，造成印尼盾從 2,680 印尼盾兌 1 美元開始下跌。1998 年金融危機又再次回到印尼，使得這場經濟危機轉變為社會與政治的危機，亦導致蘇哈托政權垮台，印尼盾則一路狂貶 80%，在 1998 年 9 月匯價為 12,000 印尼盾兌 1 美元。事實上，印尼是受到金融風暴波及最晚的國家，但受到的傷害卻是最嚴重，主要是因為政經情勢動盪不安，導致國際性貸款援助所產生的成效有限所致。印尼政府在接受紓困附帶條件之下，採取七項措施：

1. 採取浮動匯率；
2. 待金融情勢穩定，將調降利率、放寬貨幣政策；
3. 延長或取消國內重大公共工程計畫、降低民間與政府外債；
4. 逐年減少政府支出；
5. 取消外資持有印尼公司股份不得高過該公司股權的 40% 的規定；
6. 降低主要進出口產品關稅；
7. 整頓金融、強迫體質不佳的銀行業者合併或被收購。

相較於東南亞其他國家，印尼的經濟復原狀況較為緩慢，主要受到 2002 年及 2003 年相繼發生巴峇島爆炸案、美伊戰爭及嚴重急性呼吸道症候群（SARS）等負面因素影響。直到 2003 年推行「到印尼投資年」，並重整銀行體系，使得印尼政府得以在 2006 年年底還清積欠 IMF 剩餘的 32 億美金的紓困貸款，比最後還款期限 2010

年 12 月提前 4 年。

總之，觀察亞洲金融風暴期間的經濟情勢變化，1997 年亞洲金融風暴造成泰國、馬來西亞、印尼等東南亞主要國家經濟受創後，1999 年才開始陸續平息；但 2001 年遭逢全球不景氣、2003 年爆發嚴重急性呼吸道症候群（SARS）的相繼衝擊，因此至 2004 年起，整體東亞經濟情勢才出現全面性的穩健成長。

貳、亞洲金融危機成因分析與經濟、金融風險指標

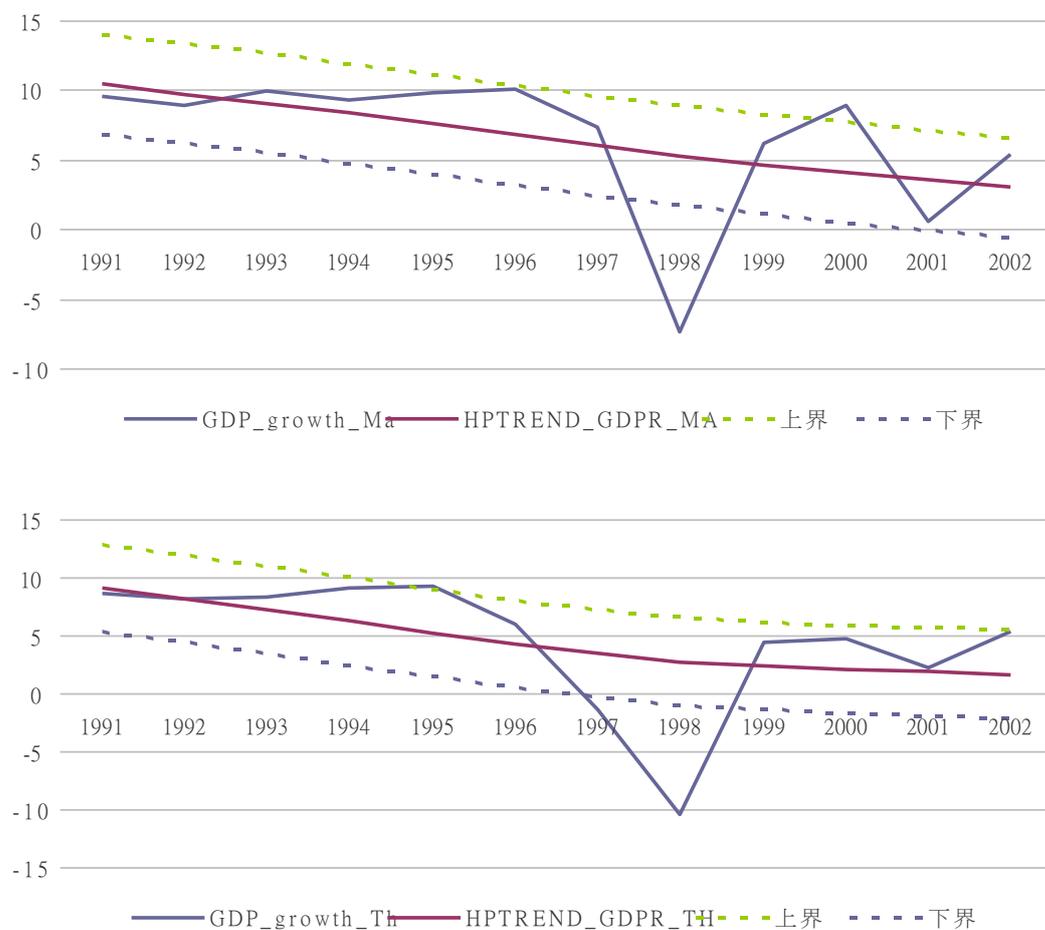
1997 年亞洲金融危機的特點是：起初僅是外匯投機活動，狙擊當地貨幣，但迅速惡化為全面的金融和經濟危機，波及整個地區。亞洲各地過去經濟成長傲人卻不堪一擊，令人始料未及。其中尤以泰國、馬來西亞、印尼等國為然。

多數文獻圍繞週期性和結構性兩類成因對金融風暴的產生提出不同的解釋。其中一種主要的成因是各地的貨幣政策。危機前，各地為了維持本身貨幣對美元的匯率而採取的貨幣政策，令本地貨幣因外資大量流入而成長過速，造成經濟過熱。再加上外貿條件惡化，及日本持續衰退，亞洲各地開始呈現經濟危機。一旦各地的金融業和工商業開始出問題，危機的引線點燃後，國際資本市場內在的不穩定性也就導致資金大量外流，各地彼此感染、互相牽連，導致整個地區陷入嚴重的衰退。

亞洲金融危機成因之主要論點，經整理有以下數項，並非別有與其相對應的經濟、金融風險指標：

一、經濟成長快速，吸引外資大量流入

1990 至 1995 年，亞洲各開發中國家除菲律賓外，都持續維持高度的經濟成長率，泰國平均為 9.1%，馬來西亞平均為 8.8%，印尼平均為 8.0%，南韓平均為 7.8%，如此高的經濟成長率，高出世界平均成長率 2.4% 甚多。由於經濟快速成長，資本報酬率大幅上升，民間外資乃大量流入。



上界與下界分別為 HP filter 平均值之上下 1.5 個標準差,本章未來之圖形亦同

圖 10 馬來西亞（上）與泰國（下）GDP 成長率

在國際收支（Balance of Payments）表中，外資可分為外人直接投資（Foreign Direct Investment, FDI）、外人證券投資（Foreign Portfolio Investment, FPI）、衍生性金融商品及其他投資。外人投資的項目中，大部分屬於短期投資，諸如投資於股票、債券等。短期投資的流動性高，深受國際金融波動的影響，當被投資國的經濟不穩時，資金很容易外逃。

外國資金流入的最差形態為極短期貸款及證券投資，如外國投資人突然對受投資國喪失信心，即可能迅速撤走資金，而使受投資國的外匯及證券市場遭受很大的壓力。在 1990 年代流入泰國、菲律賓及南韓的外國資金多為證券投資，而非直接投資，猶如 1995 年墨西哥發生金融危機的情況，因此，這些國家的政經情勢特別容易

因外匯及證券市場的不穩定而受到創傷。

黃仁德、林進煌（2007）即指出泰國 1996 年民間外資占 GDP 的 9.3%，其中 8.3% 為短期資金，直接投資約 1.0%。1997 年民間外資淨流入占 GDP 的 -10.9%（即外資淨流出占 GDP 的 10.9%），其中短期資金為 -12.2%（即短期資金淨流出占 GDP 的 12.2%），直接投資淨流入占 GDP 的 1.3%。以上即可很容易地解釋為何亞洲金融危機會發軔於泰國。

二、幣值高估且匯率管理失當

1990 年後，亞洲國家因經濟快速發展而有大量資本流入，造成各國名目匯率上升，其炒作亦導致如房地產之非貿易產業相對價格上升。此外，各國為吸引外國資金而實施對美元的聯繫匯率制度，但自 1995 年起美元在國際市場走強，加上許多亞洲國家經濟基本面呈現惡化，而匯率釘住美元之結果，使得國內幣值出現高估現象，泰國即是明顯的案例。

泰國的經濟和金融問題較早受到關注，故最先成為外匯狙擊的目標。泰國央行利用加息和收緊市場流動資金（market liquidity）反擊投機者，以便增加投機者借入泰銖進行拋空（sell short）活動的成本。但加息不僅未能打擊投機者，反而令一些早就在遠期市場（forward exchange market）上拋空泰銖的投機者大獲其利。此外，加息也對國內造成嚴重的打擊。尤其，泰國機構借入短期貸款作為長期放款之用。

此外，泰國央行竭力不讓外界得悉其外匯準備的狀況。在央行有多少美元和其他外匯準備可以用來應付投機、保衛泰銖的問題上，當局放出煙幕，堅稱準備充裕，卻瞞不過投機者。後者清楚得很，真正的戰場是遠期市場而非現貨市場（spot market）。泰國央行反擊的方法是在遠期市場上買入（long position），與投機者拋空（short position）對沖。這在短期內的確能在帳面上造成大量的外匯準備，但其實，這批準備已在遠期市場上售出（committed）。

作為中央銀行，泰國央行無法無限期地延後收回抵押貸款，最終必須承認耗盡外匯準備。消息公布後，公眾紛紛把手中的泰銖換

成美元。至此，泰國面對的問題由反擊外來投機蛻變為遏止國民資金外流。既然最可靠的央行也蓄意瞞騙國人，泰國其他金融、政治以至所有機構的公信力也就蕩然無存。泰銖崩潰後，馬來西亞、印尼、菲律賓等也經歷類似的過程。

表 6 金融危機對東亞主要經濟體之匯率影響

	1997年6月25 日(1)	1998年1月15 日(2)	升貶幅度 (%) (3)= (2)/(1)-100 %	1998年6月25 日(4)	升貶幅度 (%) (5)=(4)/(1)-100%
泰國	25.30	51.62	-104.03	40.95	-61.86
馬來西 亞	2.52	4.33	-71.83	4,005.00	-58.93
印尼	2,432.00	8,000.00	-228.95	14,950.00	-514.72
菲律賓	26.40	41.57	-57.46	41.40	-56.82
南韓	888.00	1,605.00	-80.74	1,371.00	-54.39

資料來源：本研究計算

東南亞國家貨幣匯率之所以偏高而最終被迫貶值，是當地經濟因素和政府政策造成的：首先是各地政府決定貨幣與美元掛勾，但卻與美元自由兌換；二是內外因素發生變化，令經濟基本因素惡化，進而令經常帳逆差惡化；三是利用引入短期的外資以填補經常帳逆差，支撐匯率於一時，期望基本經濟因素會好轉；四是流入的短期資金主要是貸款而非直接的外來投資，令經濟體系更容易隨市場情緒波動；五是外資貸款使用不當，未能改善基本的經濟因素。投機對沖者眼看當地基本因素日益惡化，遂伺機衝擊其貨幣；六是當地政府領導無方，對抗投機對沖無力。一旦外匯準備耗盡，除了貶值外別無選擇。

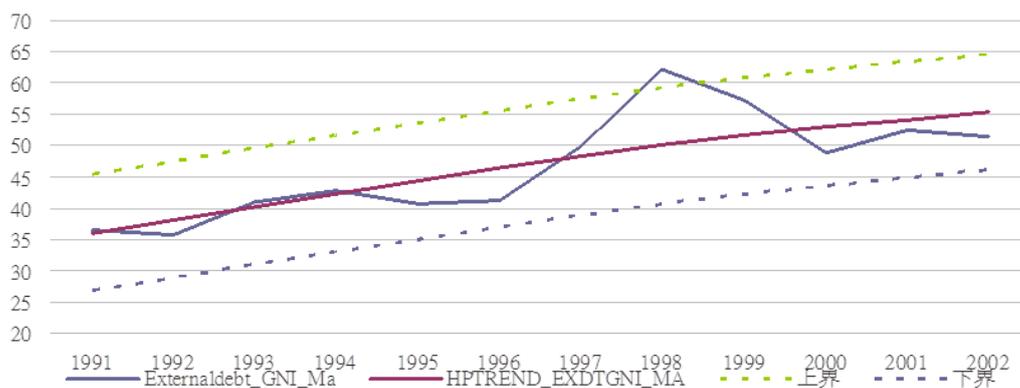
此時，政府威信蕩然無存，信心危機由外匯市場蔓延至整個社會，匯率危機提升為金融、經濟和政治危機。事實上，東亞金融危機的真正罪魁是日圓疲弱。更禍不單行的是，日圓滑落的同時，美元攀升。由於泰國和東亞其他國家地區的貨幣均與美元掛勾，當日圓疲弱而美元強勁時，自然使得與美元掛勾的貨幣匯率偏向高估，

成為投機狙擊的目標，國際投機活動的機會也就更多。

新興市場國家採行固定匯率與美元掛鉤，當美國採強勢美元政策，倘若新興國家經濟基本面不如美國，而其通貨釘住美元的結果，將使其國幣幣值出現高估的現象，投資人將產生該國通貨貶值的心理預期，若再加上美元利率相對較高，將導致國際資本回流到美國。例如，1995 至 2002 年美元利率走高，美元強勢，不僅可以阻止美國資本外流並吸收國外短期資金流入美國，在這種情況下，東南亞國家採取釘住美元的匯率，自然容易發生金融危機。這也凸顯出在全球化下，大國的貨幣政策（如美國、德國等）對國際資本移動及各國金融市場穩定的重大影響。

三、短期外債比例過高

以往，亞洲國家因外匯準備不足，加上國內金融市場不健全，未能提供滿足經濟發展所需之金融仲介功能，造成過度依賴外資的現象，而長年來靠外國貸款來支付其經常帳赤字。許多亞洲國家之外債占 GDP（國民生產毛額）/GNI（國民所得毛額）比例過高及外匯準備不足等問題。



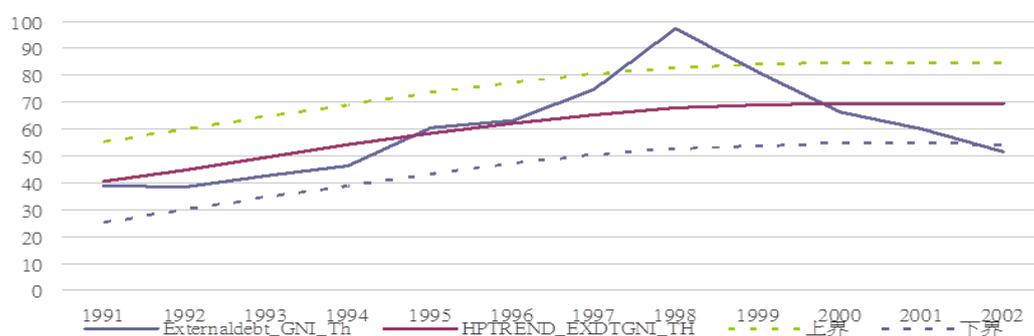


圖 11 馬來西亞（上）與泰國（下）外債占 GNI 比率

茲因聯繫匯率制度行之有年，大部分外國貸款係以美金計價，加上亞洲企業欠缺避險觀念，且外匯市場亦未充分提供適當之避險工具，以致當外匯準備出現不足時，國際金融投機客便發動攻擊，在龐大以美元計價之外債到期壓力下，政府將不得不放棄固守匯率之立場，投資者更因缺乏避險工具而受傷慘重，泰國即是明顯的例子。

表 7 亞洲主要國家短期外債占外匯存底比率

單位：%

年別 國別	1990 年	1991 年	1992 年	1993 年	1994 年	1995 年	1996 年
南韓	72.13	81.75	69.62	60.31	54.04	171.54	203.23
印尼	149.28	154.62	172.81	159.70	160.36	189.42	176.59
馬來西亞	19.54	19.05	21.12	25.51	24.34	30.60	40.98
菲律賓	479.11	152.31	119.37	107.68	95.00	82.85	79.45
泰國	62.55	71.31	72.34	92.49	99.48	114.21	99.69

資料來源：World Bank，The Global Development Finance Report，網址：
<http://www.wb.org/>

1990-1997 年間，亞洲各地的經濟高速成長，與國際資本市場急速擴張和資金日益流向「新興市場」不謀而合。私人資金流向「新興市場」的成長速度基本上取決於商業銀行債務和投資基金。由於發達國家經濟成長放緩，而資金流動增加，金融機構和投資者遂湧到海外尋求高回報。與全球各地相比，亞洲成長快、經濟相對穩健、

幣值穩定，發達國家的短期資金遂趨之若鶩。

湧入亞洲的資金中，外資銀行短期債務比重偏高，一旦形勢逆轉，當地經濟很容易陷入困境。從亞洲短期外債與外匯準備的比率即可見箇中的風險(Radelet and Sachs, 1998)。尤其，東南亞國家向外借入短期貸款，大量投資於基建和房地產等長期計劃。亞洲由於外債大都是短期的，造成銀行債務的年期錯配，缺乏長短期的均衡搭配。資本由內流逆轉為外流所產生的風險也就更大。

例如，由於泰銖貶值而且外債偏重短期性質，泰國不少銀行、金融公司和其他私營企業難以如期償還外債。雖然政府對銀行體系提供流動資金，存戶仍然發生擠兌，外資銀行也不願意為泰國的短期債務展期，造成銀行、金融機構或私人公司倒閉而釀成危機。

三、貿易赤字大量且持續增加

亞洲各地大都靠出口帶動經濟成長。World Bank(1998)指出，外貿在亞洲各地生產總值中的比重由 1970 年的 15% 上升到 1995 年的 50%。出口在 1995 年第一季達到高峰，其中泰國、韓國和馬來西亞以美元折算的出口成長率超過 20%，印尼也有 13%。但此後即急劇放緩。1996 年韓國、印尼、馬來西亞的成長率分別降至 4%、10%、及 6%，泰國的甚至負成長 1%。

表 8 亞洲主要國家的出口值與成長率

國別		年別					
		1991	1992	1993	1994	1995	1996
泰國	出口值(億美元)	284.3	324.7	371.7	452.6	543.4	539.3
	成長率(%)	22.5	14.2	14.5	21.8	20.1	-0.8
馬來西亞	出口值(億美元)	343.5	407.1	471.2	586.8	737.6	783.2
	成長率(%)	16.8	18.5	15.7	24.5	25.7	6.2
印尼	出口值(億美元)	291.42	339.6	368.2	400.5	454.1	498.1
	成長率(%)	13.5	16.6	8.4	8.8	13.4	9.7
菲律賓	出口值(億美元)	88.4	98.2	113.8	134.8	174.5	205.4
	成長率(%)	8.0	11.1	15.8	18.5	29.4	17.7

南韓	出口值(億美元)	718.7	766.3	822.3	960.1	1,250.5	1,297.1
	成長率(%)	10.5	6.6	7.3	16.8	30.3	3.7

資料來源：資料來源：行政院經濟建設委員會，國際經濟情勢週報，第 1421 期（2002 年 1 月 31 日）。

事實上，日本在 1990 年代是亞洲各地主要的資金來源及出口市場。但期間內，日本經濟放緩，更在 1997-1998 年間陷入衰退，令亞洲各地的經濟受到打擊。具體而言，1990 年代湧到亞洲的外資大都來自日本的銀行放款和直接投資。日本貨幣政策寬鬆、國內經濟發展緩慢，銀行紛紛到海外尋求發展。日本利率之低僅次於歷史上美國 30 年代的大蕭條。日本國內的銀行希望用低息借入的短期貸款購買高息的長期證券，所得收益可作為資金（王于漸，1998）。

不料，日本的銀行將借來的短期資金轉借給東亞其他地區。日本的銀行當時期盼於海外賺錢後，可挹注日本本土的壞帳。當時，日本正當經濟衰退，甚至在經濟衰退和低息的雙重作用下，日圓匯率持續下跌。日圓滑落的同時，美元攀升。由於泰國和東亞其他國家地區的貨幣均與美元掛勾，當日圓疲弱而美元強勁時，自然使到與美元掛勾的貨幣匯率看上去偏高，成為投機狙擊的目標，國際投機活動的機會也就更多。

此外，日本也是亞洲主要的出口市場。在 1996 年，約佔印尼總出口 27%，泰國 17%，韓國 14%，馬來西亞 13%。World Bank(1998) 統計亞洲各地對日本的出口中，80% 屬於中段資源，用來生產製成品輸往歐美。但日本經濟自 1997 年起走下坡，連帶亞洲各國的出口成長受到打擊。

1994 年中國人民幣貶值及日圓走軟，東南亞國家的貨幣相對升值，削弱這些國家對歐美國家的出口競爭力，造成這些國家的出口衰退。但更不幸的是，在這同時世界發生景氣波動，導致亞洲國家的許多主力產業（如半導體、鋼鐵等），均陷入景氣谷底，南韓、泰國、馬來西亞、及菲律賓等國於 1990 年後紛紛出現貿易赤字。

此外，由於東亞多國的通貨匯率係釘住美元，日圓的貶值將影響這些國家的出口競爭力。東亞國家的物價膨脹率在開發中國家雖

屬低者，惟與其貿易對手歐、美、日等國家相較仍高，在固定匯率之下其長期競爭力逐漸受到侵蝕。1995 年以後，東亞諸國出口成長率大幅滑落，1995 至 1996 年，泰國由 20.1%降為-0.8%，南韓由 30.3%降為 3.7%，馬來西亞由 25.7%降為 6.2%，印尼由 13.4%降為 9.7%。

World Bank(1998)總結出下列的因素使得東亞主要國家的貿易赤字變大：

1.世界貿易成長大幅放緩

世界貿易以美元折算的成長在 1995 年達到 20%的高峰後，1996 驟降至 4%，為 15 年來最大的跌幅。

2.美元對日圓升值

日圓匯率自 1995 下半年起急貶，令匯率與美元掛勾且出口結構與日本相似的一些亞洲國家出口競爭力惡化，其中尤以韓國為然。

3.實質有效匯率攀升

亞洲貨幣的有效匯率在 1990 年代大體上穩定。但有些地區的實質有效匯率自 1995 年中起開始攀升，持續上升至 1997 年第二季，以至出口競爭力下降。期間內，泰國和印尼的實質匯率分別攀升 12%和 11%。

4.出口價格下跌

不少工業產品的出口價格自 1995 年起下跌。其中電子業包括電腦、半導體和電訊產品，跌幅尤其明顯。

由於上述各種因素，亞洲各地進口減少而經常帳赤字擴大。1996 年，印尼、韓國、馬來西亞、泰國的經常帳赤字分別佔國內生產總值的 3%、4%、4%、8%，其中馬、泰在此前的 10 年已出現過巨大的經常帳赤字 (Corsetti, Pesenti and Roubini, 1998)。

表 9 經常帳占 GDP 比率 (%)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
韓國	-0.79	-2.83	-1.25	0.29	-0.96	-1.74	-4.42	-1.71	12.64
印尼	-2.61	-3.32	-2.00	-1.33	-1.58	-3.18	-3.37	-2.27	4.22
馬來西亞	-2.03	-8.69	-3.72	-4.66	-6.23	-9.70	-4.63	-4.90	
菲律賓	-6.08	-2.28	-1.89	-5.55	-4.60	-2.67	-4.77	-5.23	1.98
泰國	-8.37	-7.69	-5.65	-5.07	-5.56	-8.12	-7.98	-2.63	12.79

資料來源：International Financial Statistics Yearbook 1998, 1999

總之，1990 年代以後，因日本經濟不景氣、泡沫經濟破裂，使得亞洲國家對日本出口大量減少，加上 1994 年中國大陸人民幣貶值及日圓走軟，貨幣相對升值也削弱東南亞國家對歐美國家出口競爭力，而造成這些國家出口衰退。但更不幸的是，這同時世界性生產工業發生景氣波動，導致亞洲國家之許多主力產業，如半導體、鋼鐵等，均陷入景氣谷底。

四、貨幣貶值競賽的惡性循環

當 1997 年 7 月 2 日泰國政府放棄釘住美元為主的一籃通貨匯率制度，改採浮動匯率制度，宣布泰銖貶值的同時，其他亞洲國家無論原先基本面好壞，因銷售至世界各地產品的性質類似，而面臨出口競爭壓力。

再者，部分亞洲國家（如日本、台灣）在泰國有直接投資或資金借貸往來，泰銖貶值、泰國股市崩盤及泰國房地產下跌等亦造成其損失。因此，像瘟疫般蔓延開的金融危機，不是一種不理性的恐慌反應，而是各國出口貿易同質性太高，及同地區國家間互相投資和資金借貸往來關係，使得其中任一國家不支倒地必然多少會影響到其他國家經濟的基本面，而這是全球化市場形成後所不可避免的結果。在開放的全球市場下，經由國際貿易與資金移動，促使各國的經濟緊密結合，沒有任何國家得以獨善其身。

伍、國際資金流入

1990-97 年間，亞洲各地的經濟高速成長，與國際資本市場急速擴張和資金日益流向「新興市場」不謀而合。根據世界銀行有關東亞的研究(World Bank, 1998)，流向發展中地區的私人資金由 1990 年的 420 億美元增至 1997 年的 2,560 億美元，平均每年增長近 30%，與全球貿易同期內平均年增 5% 不成比例。

私人資金流向「新興市場」的增長速度基本上取決於商業銀行債務和投資基金。由於發達國家經濟成長放緩，而資金流動增加，金融機構和投資者遂湧到海外尋求高回報。與全球各地相比，亞洲成長快、宏觀經濟相對健全、幣值穩定，發達國家的短期資金遂趨之若鶩。

尤以 1994-1996 年間，淨流入亞洲的私人資金佔當地生產總值的比例急劇上升。1996 年，韓國、印尼、馬來西亞的比率分別達到大約 5%、大約 6% 和超過 7%。泰國的比例更早已在 1994 年即超過 14%(World Bank, 1998)。

國際貨幣基金組織資料顯示，淨流入「亞洲五國」(泰國、韓國、印尼、馬來西亞和菲律賓)的私人資金由 1990 年的 249 億美元增至 1994 年的 351 億美元，緊接著的 1995 年和 1996 年更先後激增至 629 億美元和 729 億美元(International Monetary Fund, 1998)。

泰國、馬來西亞、印尼由於匯率與美元掛勾，當外資湧入時，為避免匯率升值，遂增加國內的資金流動性以吸收外資。此舉令貨幣供給成長過快，貨幣和信貸年成長率不時超過 30%(Greenwood, 1999)。

六、信貸膨脹與經濟過熱

據 World Bank (1998) 統計，1996 年和 1997 年，「亞洲五國」的廣義貨幣供給 M2 以接近 20% 的年成長率，比中國大陸、台灣、香港和新加坡的成長率高將近快一倍。此外，東南亞的信貸成長中，

發放予非貿易部門的比重日增。1996年，印尼銀行業發放的貸款和預墊款有31%借給服務業，遠高於1990年的18%；泰國對建築、金融、房地產和消費者的貸款和預墊款占信貸的比重也由1990年的36.8%增至1995年的41.9%。非貿易部門佔用的信貸成長加速，削弱東南亞上述各國支付外債利息的能力，令情況更形脆弱。

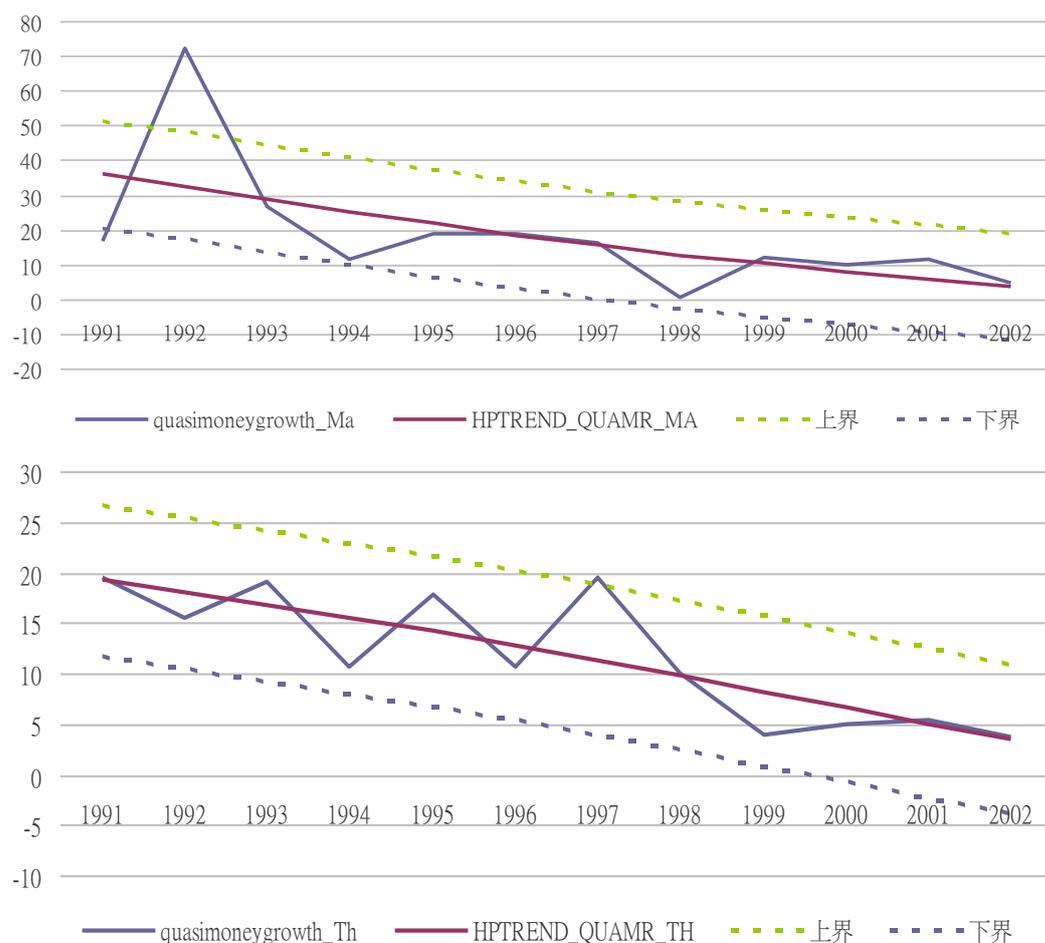


圖 12 馬來西亞（上）與泰國（下）廣義貨幣供給成長率

金融業開放加上外資流入，亞洲不少地區流動資金充斥、信貸迅速膨脹。World Bank (1998)指出1988年到1996年，資金持續湧入馬來西亞和泰國，導致銀行和非銀行部門對私營企業的信貸成長持續加快。期間內，馬來西亞的年平均信貸成長率相當於國內生產總值成長率1.5倍，此前的5年低於1；泰國則不論銀行和非銀行業，兩者的比率都超過2；此前銀行的比率約為2、非銀行低於1；

印尼 1990-1996 年間私營部門的信貸成長率較低。部分原因是此前已實施金融改革。另一部分原因則是當地私營企業直接於離岸市場借入外幣。影響所及，東南亞國家由於信貸迅速擴張、物價膨脹率有所提高，房地產和股票市場投資交投熱絡而投機氣氛濃厚。



圖 13 馬來西亞（上）與泰國（下）物價膨脹率

以房地產而言，1997 年不少大城市的商業中心區空置率高，雅加達和曼谷尤其嚴重，而租金收益偏低，顯示供應過剩。

表 10 東南亞主要城市商業區辦公室空置率和租金回報率

城市	空置率(%)		租金報酬率(%)
	1997	1998-1999	

雅加達	10.0	20.0	7.2
吉隆坡	3.0	20.0	5.8
馬尼拉	1.0	3.0	9.3
曼谷	15.0	20.0	6.8

註：表內 1997 年空置率為估計； 1998-99 年數字為預測

資料來源：JP Morgan (1998), Asian Financial Markets, January.

股市上，雖然泰國股市在 1993 年到達頂峰，繼而回跌，但東南亞其他國家的股市指數多在 1990-1996 年間飆升、股市成交量也屢創新高 (Corsetti, Pesenti and Roubini, 1998)。

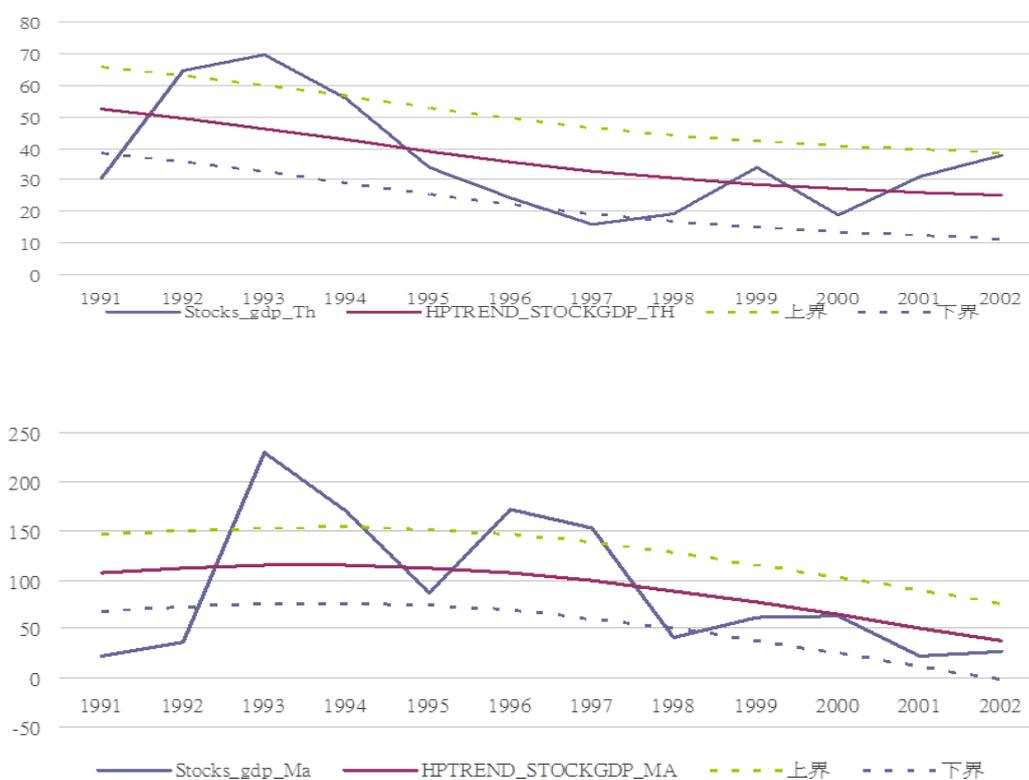


圖 14 馬來西亞 (上) 與泰國 (下) 股市成交量占 GDP 比率

五、金融業市場開放但監管不足

流入亞洲的外資有相當一部分以當地的銀行體系為中介。泰國的金融機構尤其大量借入外幣。

由於經濟高速發展的需要，亞洲各地在危機以前已普遍進行了金融改革。但在監管和督導上仍然存在著顯著的弱點。當時東南亞國家的金融業在以下各方面未符合國際標準：資本充足比率偏低，有關單一貸方舉債上限的規定鬆懈，資產分類制度鬆散，為虧損撇帳的準則疏漏，以及規定公開的資料不足。由於管治薄弱，亞洲的金融機構容易受政府政策左右。此外，金融業制度化進展緩慢。銀行審批信貸時，大都只看抵押品，忽視流動現金，或端視借方與政府或銀行本身的關係。

上述的監管弱點，加上市場秩序鬆散，亞洲金融業對外資開放後，在國際金融市場的大起大落中易受衝擊，情況更形脆弱。特別是部分東南亞國家在 1990 年代開放金融業市場。印尼撤銷一系列管制，導致銀行急劇擴張。1988 年仍只有 74 家私營銀行（包括外資和合資銀行），6 年後已增至 206 家；泰國設立曼谷國際銀行業務渠道(Bangkok International Banking Facility, BIBF)，並且在 1993 年批准 46 家國內和外資商業銀行經營國際銀行業務，包括在國內外借入和貸出外幣。由於這項誘因，BIBF 成為泰國金融業籌集短期外幣資金的重要管道。韓國亦在 1990 年代中期實施類似的改革，增加國內銀行借入短期國際貸款的機會(Radelet and Sachs, 1998)。

泰、韓、印尼開放金融業後，暴露了本身的弱點。泰國的財務公司吸收不到存款，遂以高成本借入資金，然後對高風險項目貸放以博取高回報。印尼則銀行數目增加得太快，無暇審核銀行東主和管理層的操守。許多銀行只有些微本錢就開業(World Bank, 1998)。

亞洲一些政府的做法也使得金融界抱著僥倖的心理，形成經濟學上的所謂「道德風險」(moral hazard)。泰國、馬來西亞和印尼此前已分別在 1983-1987 年、1985-1988 年和 1994 年出現過金融危機，但都由政府出面解決，甚至用公帑承擔所有債務。外界於是錯以為，亞洲包括存款在內的所有銀行債務，都有政府的擔保。由金融機構以至存戶和債權人都忽視市場紀律，也許與此有關(World Bank, 1998)。

另一方面，拜金融業務全球化和現代通訊科技之賜，鉅額資金

隨時可進出任何一個地區，不受疆界限制，無遠弗屆，以致很容易嚴重擾亂市場。而高風險金融產品五花八門，而且跨越不同的市場，使得金融市場更不穩定。

International Monetary Fund (1998)指出，流入亞洲的資金一個主要的來源是「利差交易」(carry trade)。1991-1992年，馬來西亞要對付通脹，但又不欲匯率波動，中央銀行遂實施高息。一些國際貨幣中心銀行(international money center banks)遂引入這種金融工具。方法通常是在銀行同業市場借入美元或日圓，兌換成本地貨幣，在本地短期銀行同業市場上轉借出去，或用來購買本地的貨幣市場工具。據報匯率穩定時，以此方式賺取的差價通常大於成熟市場。但亞洲貨幣一旦貶值或日圓升值，就可能招致重大的虧損甚至撤資。

到了1993年，利差交易業務已由馬來西亞擴至泰國和印尼，當時外國投資銀行(包括一些初到亞洲經營的同業)正在亞洲大量投資。由於競爭日益激烈，愈來愈多資金貸放給信貸評級較差的企業(一般來說，信用平等最佳的是政府，接著是最健全的本地銀行，然後是財務公司和其他企業)，增加放款的風險。此趨勢令人對國際金融機構風險評估的水準存疑。

亞洲各地的銀行和企業據聞也經營利差交易。而為了降低以本地貨幣借貸的成本，紛紛與外資銀行從事跨貨幣的外匯遠期買賣(International Monetary Fund, 1998)。由於大量使用衍生工具，風險進而增加。

最後，由於大量利用槓桿原理，以致經常超出本身資金在正常情況下所能承受的風險，進一步增加市場波動。由於金融業開放市場，但監管和督導跟不上、市場紀律鬆散、以及外債高築等多項不利因素的作用，亞洲的金融業一旦遇上經濟衰退或國際資本市場有欠穩定，形勢即岌岌可危。

亞洲金融風暴的重要原因之一是這些國家在執行一項不可能同時實現的三合一政策：即匯率穩定、資本自由移動及貨幣政策自主性。

Krugman 與 Obstfeld (2006) 指出在開放經濟體下，獨立自主的貨幣政策、穩定（固定）的匯率及資本自由移動三者不可能同時存在，最多只有二者可以同時併存，另一個必須放棄，這種論點被稱為「開放經濟的政策三難（policy tri-lemma for open economy）」，意謂神話中三匹馬往不同方向奔跑，隱含不可能協調之意。

據此，一國若要追求匯率穩定（固定）與貨幣政策自主性，就必須放棄資本自由移動，採資本管制；若要追求貨幣政策自主性與資本自由移動，就必須放棄匯率穩定（固定），採浮動匯率制度；若要追求匯率穩定（固定）與資本自由移動，就必須放棄貨幣政策自主性（因為國際收支失衡將迫使貨幣供給變動）。在資本可自由移動的情況下，通常大國選擇貨幣政策的自主性，小國則比較重視匯率的穩定性。

由於泰國、馬來西亞、印尼等東南亞國家多屬小型開放經濟體，為吸引外資，乃採資本自由移動政策。這些國家開放程度高，受匯率影響大，國幣貶值，可能立即影響物價。匯率升值又可能影響出口，故各國中央銀行均以穩定匯率為主，卻又不願放棄貨幣政策自主性，亟欲操控利率，其代價將是資金無法有效地被運用。當信心瓦解或經濟遇到重大干擾時，即爆發金融危機。

換言之，一個國家把匯率固定以後，如果再開放資本市場，允許資本自由移動，則這個國家就無法實施獨立自主的貨幣政策，亞洲金融危機的受創國家就是面臨這種三難政策的困境（黃仁德、林進煌，2007）。

參、東亞金融風暴對中國的影響

在 1997 年東亞金融風暴中，人民幣一直未受影響，反而在貿易順差持續擴大下，甚至呈現升值壓力。由於連經濟體質相對穩健的南韓皆難倖免於難，國際間對人民幣悲觀的論調逐漸抬頭，轉而強調中國的國有企業營運不佳及金融機構大量不良放款等問題，並擔憂外人對中國的投資將縮減，而使人民幣即將加入貶值行列之說

甚囂塵上。

1997年，中國外債餘額達1,186億美元，部分人士擔憂高額外債將可能導致債務危機。但是，中國的外債以中長期外債為多，並無迫切的償債問題，且銀行多為國營銀行，雖有壞帳問題，但以中國的國營體制，當不致放任銀行倒閉。

在東南亞及南韓貨幣大貶後，中國的產品出口競爭力下降，由於中國外匯管制嚴格，金融帳並未開放，投機客無法炒作。此外，中國在1997年已有1,400多億美元的外匯存底，因此對人民幣的升貶，中國當局其實有相當大的主控權。若中國在東南亞及南韓金融風暴尚未平息之時將人民幣貶值，恐將再掀起新一波的貶值競賽及金融風暴，而港幣也將遭受更大的壓力，進而影響香港的金融穩定，這是中國在香港回歸不到半年之際所不樂見。

依據1997年亞洲金融危機的經驗，也可大致發現總體經濟風險指標（GDP成長率、物價膨脹率、貨幣供給成長率）債務風險指標（經常帳占GDP比率、財政赤字占GDP比率、短期外債占外匯存底比率、外債占GNI比率）與展望指標（股市成交量占GDP比率）等三類指標，在亞洲金融危機期間具明顯起伏、波動。據此，上述各種指標亦可能具備在一定程度預警中國大陸未來發生經濟、金融風險的優先觀察指標。

第二節 2009 年歐債危機

一、歐債危機背景

2009 年年底以來，不少財政上相對保守的投資者對部份歐洲國家在主權債務危機方面產生憂慮，2010 年年初時一度呈現最嚴峻的局面，而究其根本，2008 年金融海嘯實為歐債危機之導火線。

2008 年 9 月全球金融風暴襲擊全球，使歐美主要國家陷入衰退，一方面，經濟衰退造成政府稅收減少；另一方面，經濟不佳不僅使失業救濟金等自動穩定因子支出增加，且政府為因應經濟衰退及穩定金融，更大規模採取權衡性支出。在歐洲，歐盟(EU)各國提出「振興經濟措施」挽救經濟與金融，造成赤字與負債皆大幅增加，這些因素綜合起來，造成歐洲各國的財政赤字及債務水準大幅飆升，其中，又以希臘之財政欠佳狀況最為嚴重。

2009 年 10 月希臘政黨輪替，泛希臘社會運動黨(PASOK)開始改革並陸續揭發前政黨之缺失，及其長期隱匿實際公債數額等弊端，乃引發債信危機而重挫全球股市，除拖累歐元貶值與金融市場之動盪之外，尚衝擊歐元區其他財政欠佳成員國，而引發包括希臘在內之歐債國家(即葡萄牙、愛爾蘭、義大利、希臘、與西班牙，以下亦簡稱 PIIGS 國家)之歐債危機，並一再衝擊金融市場之動盪與緊張。

而由歐洲主權債務危機顯現出的問題與威脅包括：

(一) 政府債務持續累積

PIIGS 5 國的政府債務相對於 GDP 比率偏高，尤以希臘與義大利的政府債務比在 2009 年底皆超過 115%，而歐元區全體的政府債務比達 78.7%，高於 2008 年的 69.4% 近 10 個百分點。2010 與 2011 年的政府債務比也將繼續攀升。原則上，若利率高於名目 GDP 成長率，則政府支出必須小於政府收入，否則政府債務會一直累積，而有產生債務危機之虞；但若政府過度緊縮財政以改善收支，致影響名目 GDP 成長，或擴大了利率與名目 GDP 成長之間的差距，

將難以降低政府債務累積。這是歐元區政府債務比偏高國家所面臨的窘境。

（二）金融機構受到政府債務影響

歐元區部分國家的財政與政府債務問題，已蔓延至金融體系，而且與財政問題交互影響，形成負面的互動關係。政府發行或擔保的債務係屬於無風險或低風險債務，而其他部門債務的發行則經常以政府債務為訂價基準，如果政府債務發生問題，會影響非政府部門債務的債信，造成非政府部門融資成本提高，不利於金融穩定與經濟成長，尤以金融機構為最。

（三）對外債務偏高

PIIGS 5 國政府債務餘額中的對外債務比重偏高，其中希臘、葡萄牙與愛爾蘭的政府外債比分別高達 79.0%、78.1%與 72.2%，使得市場投資者擔心一旦一國政府無法履行債務，勢必波及其他國家，係希臘危機成為歐洲風暴的重要關鍵。歐洲 5 國的對外債務並不僅限於政府外債，其他部門也有為數可觀的外債。例如 2009 年底希臘的政府外債約 3,000 億美元，但若將中央銀行、一般銀行與民間部門合計，則希臘全國的對外債務達 5,817 億美元，幾為政府外債的一倍，而葡萄牙、愛爾蘭與西班牙之非政府外債則遠高於其政府外債，尤以西班牙為最。歐洲風暴不利於歐洲銀行業，也會影響主要國家的銀行業。2009 年底，歐洲銀行對 PIIGS 5 國外債權近 3 兆美元，占歐洲銀行對歐元區全體國家債權的 40.3%，尤以對義大利與西班牙為最，主要國家銀行(德國、法國與英國等)對 PIIGS 5 國債權也相對偏高(22.7%至 51.1%)。

表 11 PIIG 各國財政收支相對於 GDP 比率

	2007	2008	2009	2010	2011
希臘	-5.1	-7.7	-13.8	-9.3	-9.9
愛爾蘭	0.1	-7.3	-14.3	-11.7	-12.1
西班牙	1.9	-4.1	-11.2	-9.8	-8.8
義大利	-1.5	-2.7	-5.3	-5.3	-5.0
葡萄牙	-2.6	-2.8	-9.4	-8.5	-7.9

資料來源：European Commission (2010a)

表 12 PIIG 各國政府債務相對於 GDP 比率

	2007	2008	2009	2010	2011
希臘	95.7	99.2	115.1	124.9	133.9
愛爾蘭	25.0	43.9	64.0	77.3	87.3
西班牙	36.2	39.7	53.2	64.9	72.5
義大利	103.5	106.1	115.8	118.2	118.9
葡萄牙	63.6	66.3	76.8	85.8	91.1

資料來源：European Commission (2010a)

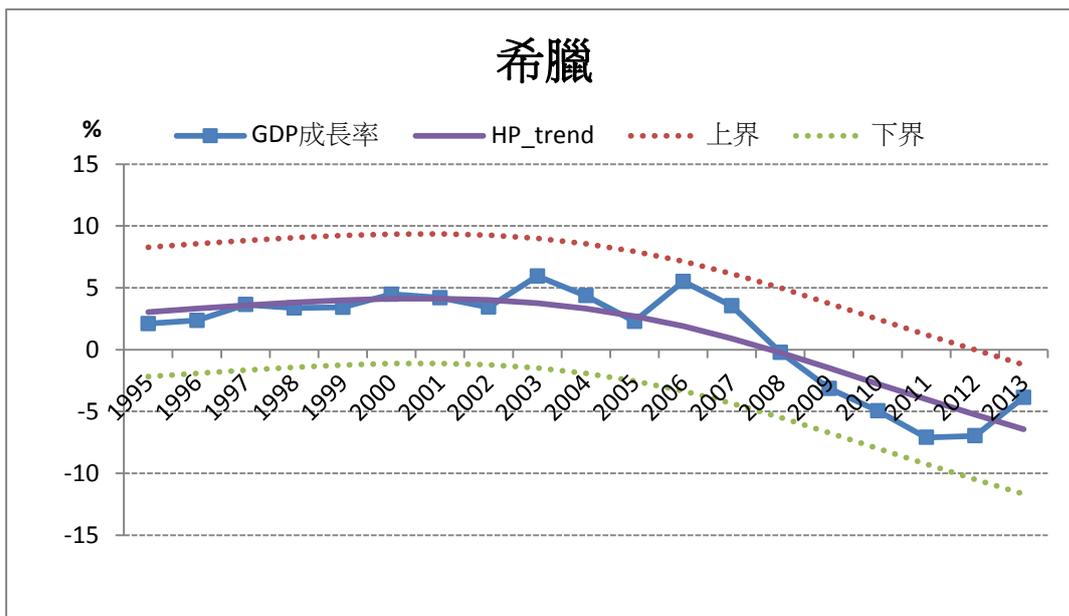
二、PIIG5 國於歐債發生前後之經濟情況及總體經濟指標

以下，就希臘、愛爾蘭、西班牙、葡萄牙與義大利分別敘述其歐債危機發生前後之經濟情況及背景。並分別觀察其總體經濟指標於歐債危機發生前約 10 至 14 年期間之變化。本研究報告以 Hodrick Prescott Filter 方式計算各總體經濟指標之潛在水準值，並以 1.5 倍之標準差計算上界及下界，據以觀察總體經濟指標變化之情形。

1. 希臘

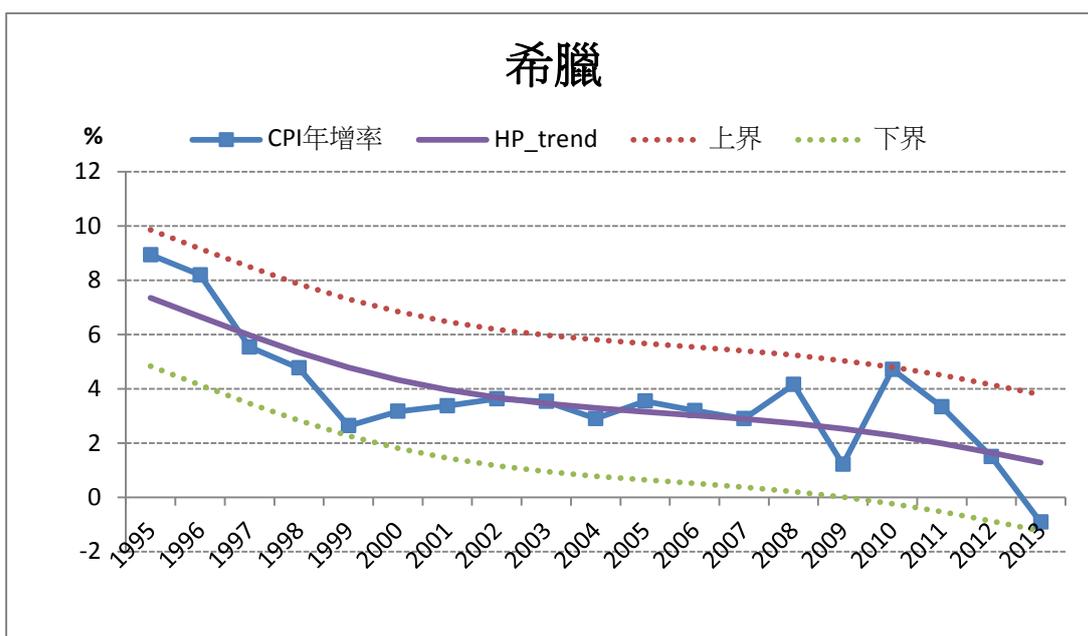
希臘在 2001 年採用歐元之前，若與其它週邊國家相較，經濟成長表現非常緩慢並存在高通膨情形，且國家財政不穩定造成國家借貸成本高。惟在加入歐元區後，幫助希臘大幅改善了國家經濟條件，通膨率由 1980 年至 1995 年之平均 18%，降至 2000 年至 2007 年之平均僅高於 3%，長期公債殖利率與德國相比，由原先 11% 降至低於 0.4%。隨著國內經濟環境改善，外資開始大量流入希臘，開始刺激國內需求。國內需求同時帶動國內物價上漲，使得單位勞力成本連帶提高。希臘物價由 1997 年至 2007 年成長了 47%，而同期之歐元區僅成長 27%，且至 2000 年勞工報酬成長了 80%。觀察這些數據，希臘在對外貿易價格競爭力上已漸缺少優勢。根據 IMF 估計，採用歐元之後希臘實質匯率(real exchange rate)被高估了 20% 至 30%，⁷反映希臘之商品價格在市場上之價格競爭力相對被減弱，勞力成本不斷上漲之情形下，迫使製造業開始外移，進一步削弱希臘之競爭力。隨著製造業佔 GDP 組成比例下降，資源配置側重於發展服務業，1997 年至 2007 年希臘國內服務價格比商品價格成長超出 1.3%，而同期歐元區僅成長 0.6%。

⁷ 實質匯率可解釋為為一單位本國貨幣在國內所能買到之商品數量，或是在國外所能買到之商品數量。



資料來源：OECD

圖 15 希臘 GDP 成長率

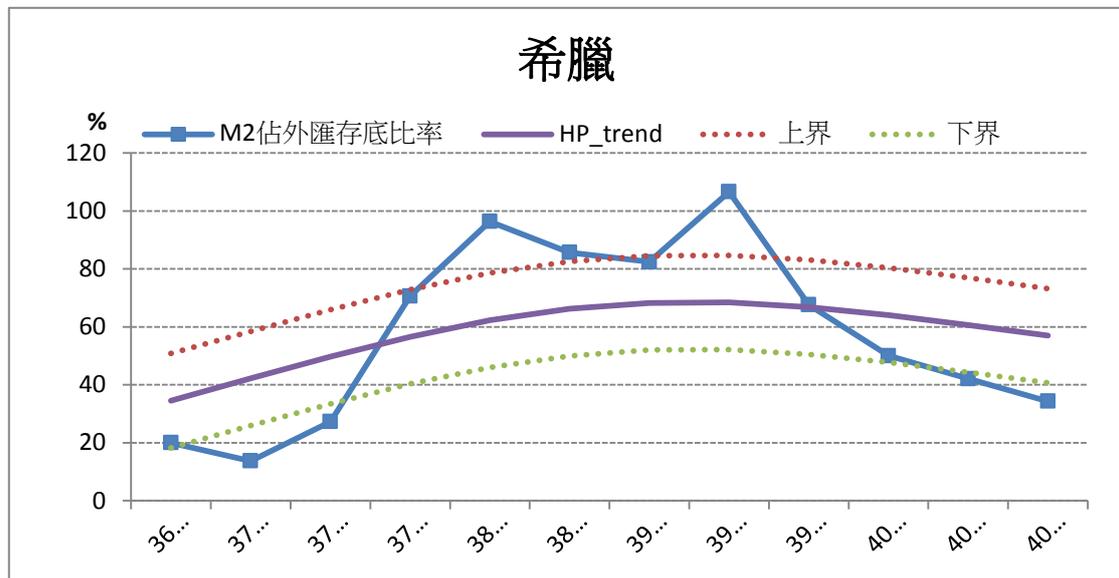


資料來源：OECD

圖 16 希臘 CPI 年增率

而觀察希臘的 M2 佔外匯存底比率，由 2001 年的約 20% 逐年不斷向上攀升，除 2005 年高達 96.3% 及 2008 年金融海嘯發生時高達 106.6%，觀察 2001 至 2012 年的資料，希臘 M2 佔外匯存底比率

平均落在 30-40%之間。



資料來源：World Bank

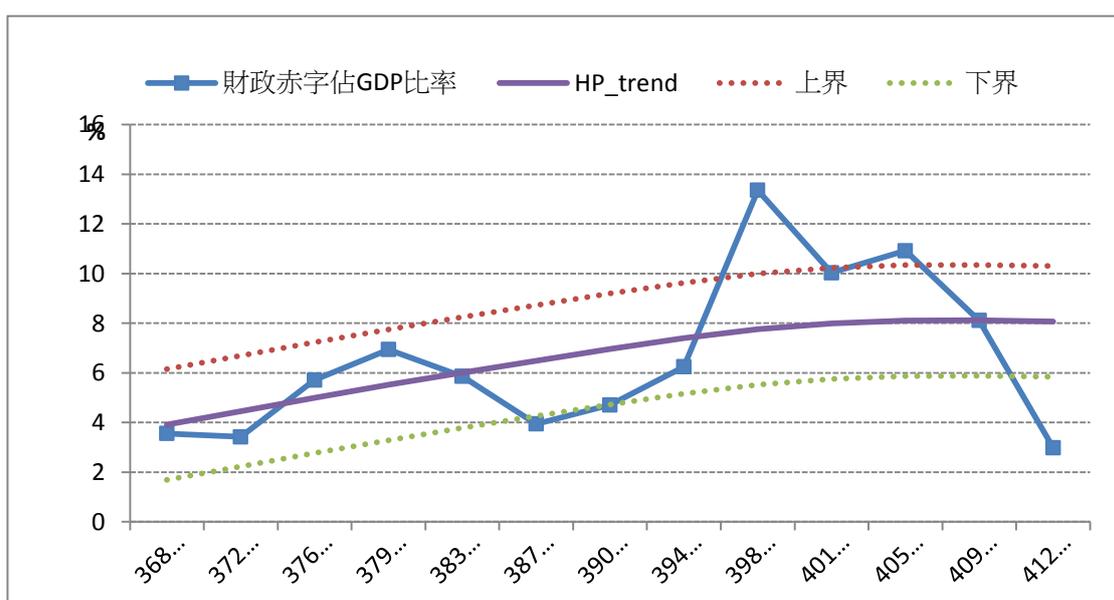
圖 17 希臘 M2 佔外匯存底比率

2009 年 10 月 18 日，希臘甫完成大選，新上任而主張改革之泛希臘社會運動黨(Panhellenic Socialist Movement, PASOK)總理巴本德里歐 (G. Papandrou)表示，希臘實際預算赤字係前任政府預期之兩倍，可能達到 GDP 之 12.7%，不僅遠超過市場預期，更早已超過 GDP 3%之標準。政府過去長期掩蓋真正財數據，企圖粉飾太平並維繫在 EMU 中之名聲，然受到全球金融海嘯的影響，希臘依賴的觀光與遊船業受收入銳減，加上政府必須出資確保銀行業的穩定運作，因而政府赤字與債務數值已經無法單獨依賴希臘政府之力維繫，此宣告在金融海嘯中揭開了希臘債信危機的序幕，因此在執政以後大砍由共和黨編列支預算，欲將赤字由 GDP 之 12.7%降至 9.1%。因此希臘被國際投機客列為風暴而重挫全球股市，並拖累歐元急貶，爆發希臘債信危機。

雖然希臘政府提出「緊縮預算赤字計畫」堅持改革，惟國內罷工反抗、EU 執委會指責、歐元區成員國不滿、三大信評公司兩度調降評等、及國際禿鷹狙擊歐元等，均已造成國際金融市場之持續不安與動盪。到了 2010 年 2 月初，當希臘財長指出「葡萄牙與西

班牙赤字亦甚高，恐為下個未爆彈」時，歐元跌至 1.36 美元，後來危機迅速擴大為所謂財政欠佳之 PIIGS 國家之債信均發生程度不同之問體。既已造成國際金融市場之動盪不安；又已幾乎導致歐元區自成立以來之最大危機。到了 3 月初因希臘全力配合 EU 執委會之要求而進一步縮減 48 億歐元，並確定將 2010 年度赤字降至 GDP 之 8.7%，希臘公債順利返回金融市場且超額發行後，整個希臘國家債信危機才暫時告一段落。

根據 EU 統計局之數據顯示，希臘 2010 年名義 GDP 為 2,273 億歐元，而公債總額達 3,286 億歐元，公債占 GDP 比率為 148.3%。2010 年 EU 與 IMF 為希臘提供第一批聯合紓困時，要求希臘 2011 年縮減赤字之目標為赤字占 GDP 比率應降至 10.6% 目標。依照 EU 執委會之保守預估，2011 年希臘名義 GDP 若下滑至 2,100 億歐元，全年財政赤字占 GDP 比率仍高達 9.4%。



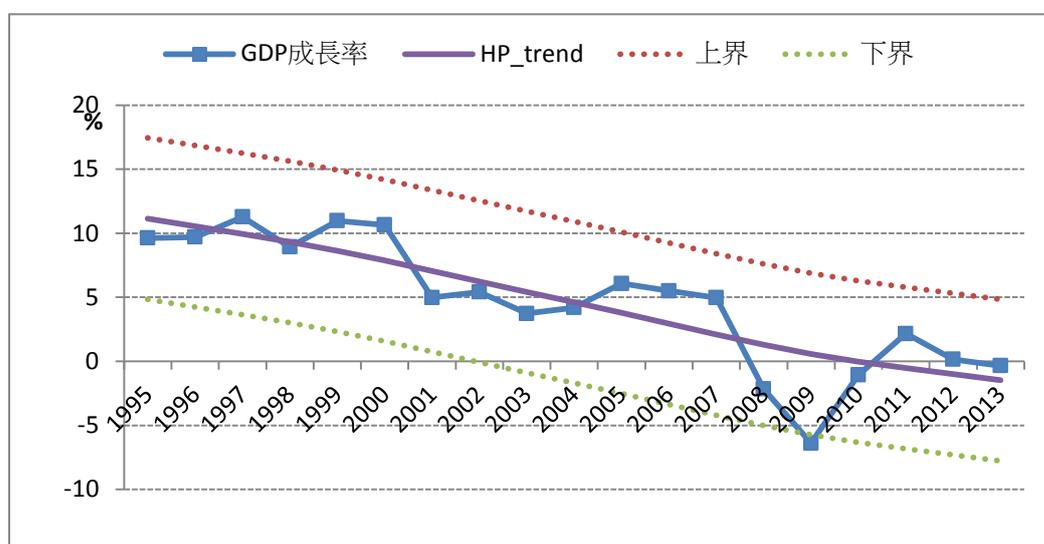
資料來源：本研究根據 CEIC 資料庫計算

圖 18 希臘財政赤字佔 GDP 比率

2. 愛爾蘭

愛爾蘭於 1999 年初因已符合參與 EMU 整合標準而加入歐元區，加入後十年內其金融業成長超過 GDP 之 750%，為歐元區邊陲國家中成長最高之成員國。經濟成長率在 1991 年至 2000 年之平均為 7.7% (歐元區平均為 2.1%)；2000 年至 2007 年為 3.9% (歐元區 1.3%)。

此外，愛爾蘭之政府負債亦大幅下降，諸如 1974 年到 1985 年之平均數為 101.7%；1986 年至 1990 年為 94.2%；1991 年至 1995 年為 82%，而 1996 年至 2000 年為 38.3%，且 2001 年後多在 30% 左右，為全歐最佳國家之一。換言之，其自 1994 年至 1999 年 5 年間之經濟成長 55%，為其他 EU 會員國平均數之 5 倍，2000 年成長 11.5%，並持續維持高成長率。至於其失業率則由 1987 年之 17% 下降至 2001 年之 4%；同期之政府負債則由 112% 降為 33%，經濟發展展帶動房地產飆漲與物價上漲。

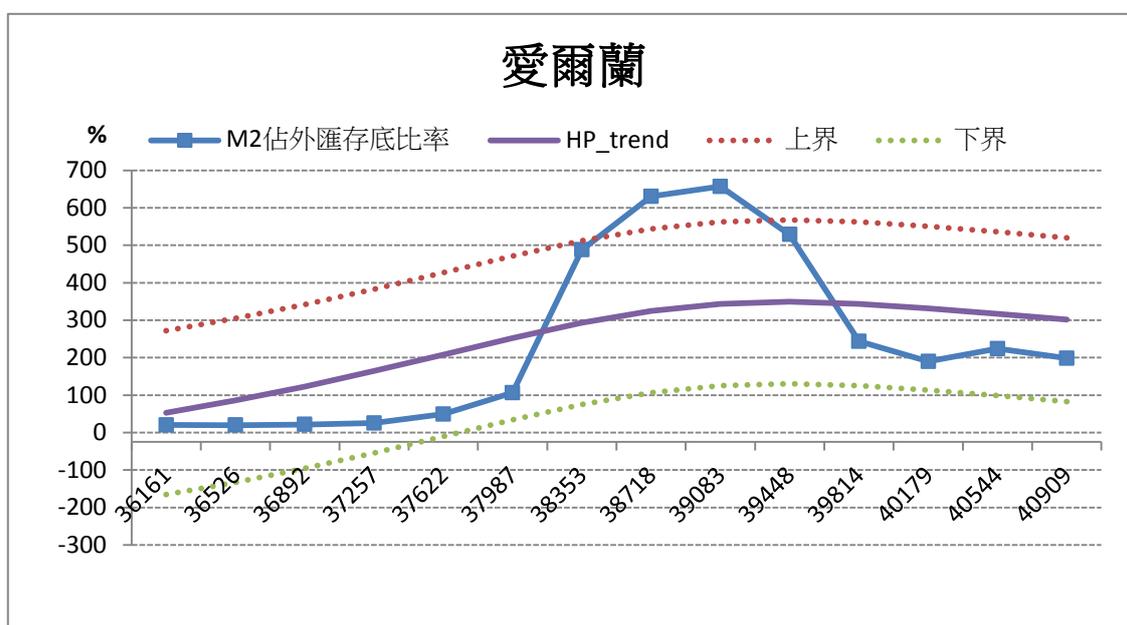


資料來源：OECD

圖 19 愛爾蘭 GDP 成長率

具 IMF 的估算，愛爾蘭 1999 年至 2006 年房地產成長了 90%，經濟快速發展下，使愛爾蘭國內薪資成長幅度為歐元區整體平均價值之 5 倍，1999 年至 2008 年國內實質利率成長 36%，同期邊陲國家國內實質利率平均漲幅為 13%，使愛爾蘭經濟持續往過度膨脹之趨勢前進。2008 年金融海嘯衝擊使全球陷入財金危機與經濟衰退，各國均須以擴張性財政政策挽救金融與經濟，而愛爾蘭之泡沫經濟遭受重創而破滅後，房地產價格立即暴跌 50% 致金融體系徹底崩潰，除了遭遇流動性與資本適足性之問題外；尚須承擔鉅額之房地產貸

款之壞帳。此外，民間銀行之存款亦大量流失或下降，因未雨綢繆之存款人怕其銀行帳戶突然遭受凍結，乃紛紛匯至其他安全地區或轉換為英鎊，而改以銀行轉帳或金融卡提款方式處理。愛爾蘭之銀行在危機後約損失約為 GDP 之 20%，而銀行壞帳一直侵蝕政府財政致背負鉅額之負債。而觀察愛爾蘭的 M2 佔外匯存底比率，平均而言落在 50-350% 之間，自 1999 年以來呈現向上攀升的趨勢，2008 年金融海嘯發生前一年即達到近 10 年來之高點 656.9% (2007 年)，隨後則開始下降，2010 年至 2012 年則維持在約 200% 左右。



資料來源：World Bank

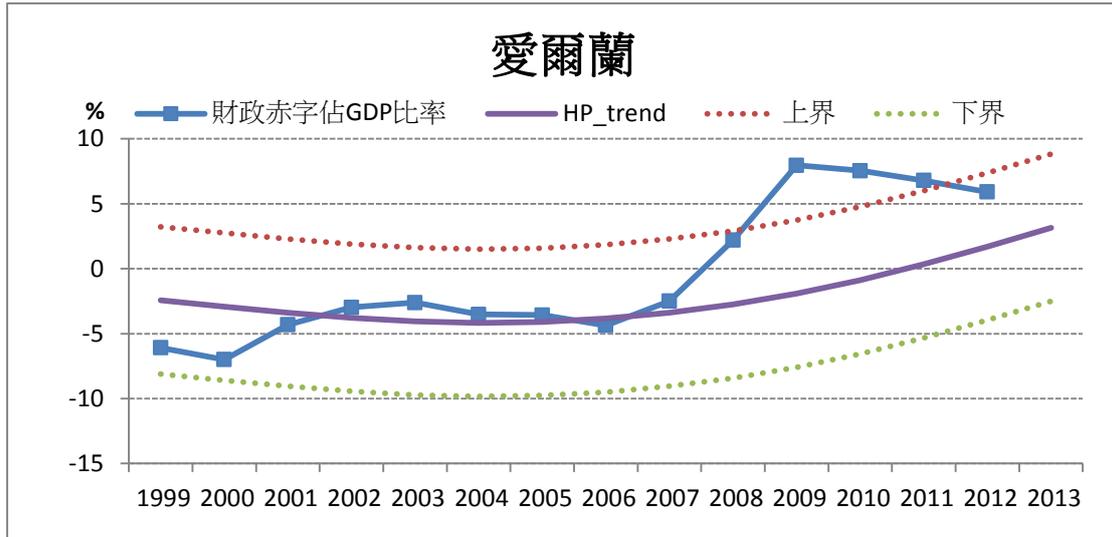
圖 20 愛爾蘭 M2 佔外匯存底比率

由於愛爾蘭放任房地產價格狂飆與過度擴張，在遭遇金融海嘯後迅速破滅與崩潰，因而造成愛爾蘭為歐元區成員國中第 1 個經濟衰退與債信危機國家，其銀行危機亦成為該國金融史上最差之時刻。其經濟狀況亦轉趨惡化，諸如 2008 年之經濟衰退 2.3%，2009 年之失業率跳升至 11.9%、赤字 14.3%、與政府負債 77.4% 等，導致其債信下滑且市場對其喪失信心。

雖然愛爾蘭政府在 2009 年 12 月已先行「自我紓困」，而就公部門減薪 15% 等措施欲擲節 40 億歐元，惟此種內部貶值(inter

debase)對於改善其財政與減少赤字之成效卻仍然有限。此外，其財經發展又每況愈下，3大信評公司自2010年初以後連續調降愛爾蘭信評，不斷造成金融市場之動盪不安，而EU之銀行對愛爾蘭之貸款，及購買公債與其他債券之曝險金額高達4,800億歐元。復因愛爾蘭政府一直堅拒紓困以免被其國人罵為「喪權辱國」，乃使金融市場更加風聲鶴唳，而已連跌13日之10年期公債，其殖利率2010年11月23日卻已飆高至8.89%；與德國相同公債之利差亦高達5.75百分點。當天EU五大經濟體之財長緊急協議後，宣稱「EU將對愛爾蘭紓困援助」，惟愛爾蘭政府仍拒絕接受EU與IMF提供之紓困貸款。

經過德、法兩核心成員國對愛爾蘭施壓，要求提出接受紓困之條件為撙節措施（其主要內容包括：調升在歐元區已算是最低之12.5% VAT稅率、每戶加課財產稅、開徵富人稅、與擴大銀行收歸國有之規模等）。因愛爾蘭堅持不調高VAT稅率，而改以「增稅」為條件在11月16日接受EU與IMF紓困。11月28日EU財長會議通過對愛爾蘭提供850億歐元紓困貸款，平均利率5.8%且可存續7年期間。同年12月18日Moody's以愛爾蘭恐無力償還紓困貸款，並已各項財經狀況迅速逆轉為由而連續調降5級信評（由Aa2至Baal），而使外溢效果（spillover effect）不斷擴大，並把負面效應迅速之其他歐元區成員國。至於愛爾蘭財政狀況演變仍欠佳，赤字方面2010年(9.7%)、2011年(9.4%)、與2012年(8.9%)；政府負債方面2010年(61.5%)、2011年(69.3%)、與2012年(86.1%)。

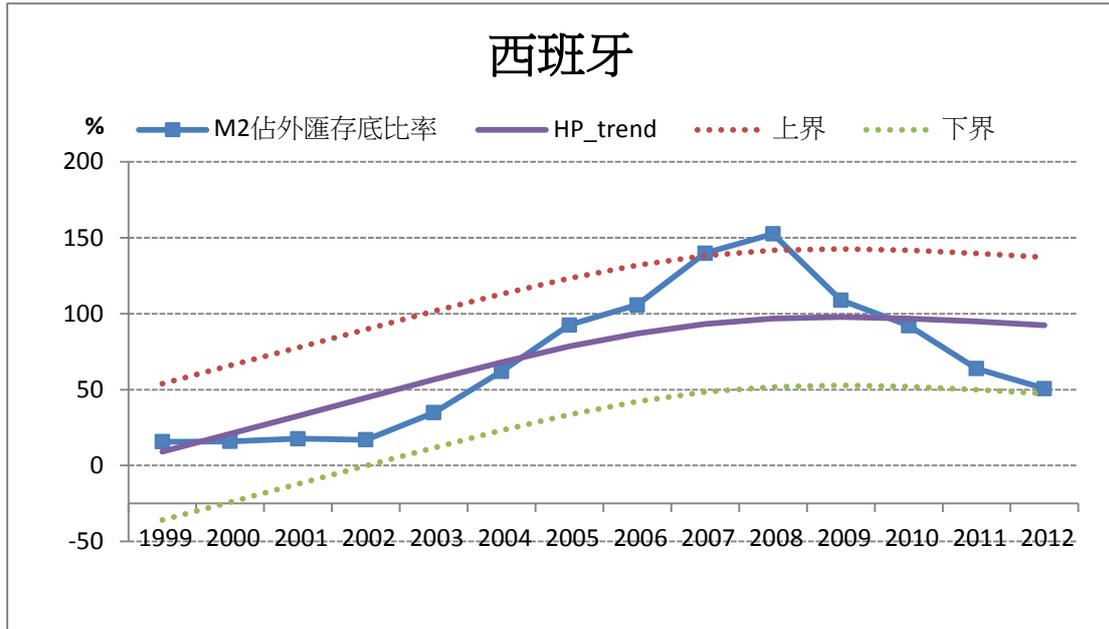


資料來源：本研究根據 CEIC 資料庫計算

圖 21 愛爾蘭財政赤字佔 GDP 比率

3. 西班牙

1999 年初西班牙在加入歐元區之 EMU 整合後，國內經濟型態逐漸轉移至非貿易部門，包含房市、政府服務、與市場服務等。加入 EMU 歐元區 10 年內，西班牙房地產之價值增加超過一倍，2006 年時達到高峰時之營造業產值高達 GDP 之 17%，大部分房市買主則為外國人，由此可知西班牙房地產之泡沫化，乃源自國外資金大量湧入。此外，西班牙如同多數歐元區成員國，採用歐元後國內利率大幅降低與歐元較為穩定，乃刺激國內需求快速成長同時拉高通膨率。ECB 之貨幣政策對於景氣過熱西班牙而言反而過於寬鬆，乃加劇景氣過熱之現象。觀察西班牙 M2 佔外匯存底比率，1999 年至 2002 年仍僅維持在約 16% 的水準，之後則呈現大幅增加的趨勢，由 2002 年約 16% 逐年上升至 2008 年的 152%，2008 年的水準約為 2002 年的 9.5 倍之多，大幅超出潛在水準 1.5 倍標準差之範圍；2008 年後此比率開始下降，2012 年為 50.6%，但仍未回至潛在水準 1.5 倍標準差之範圍內。

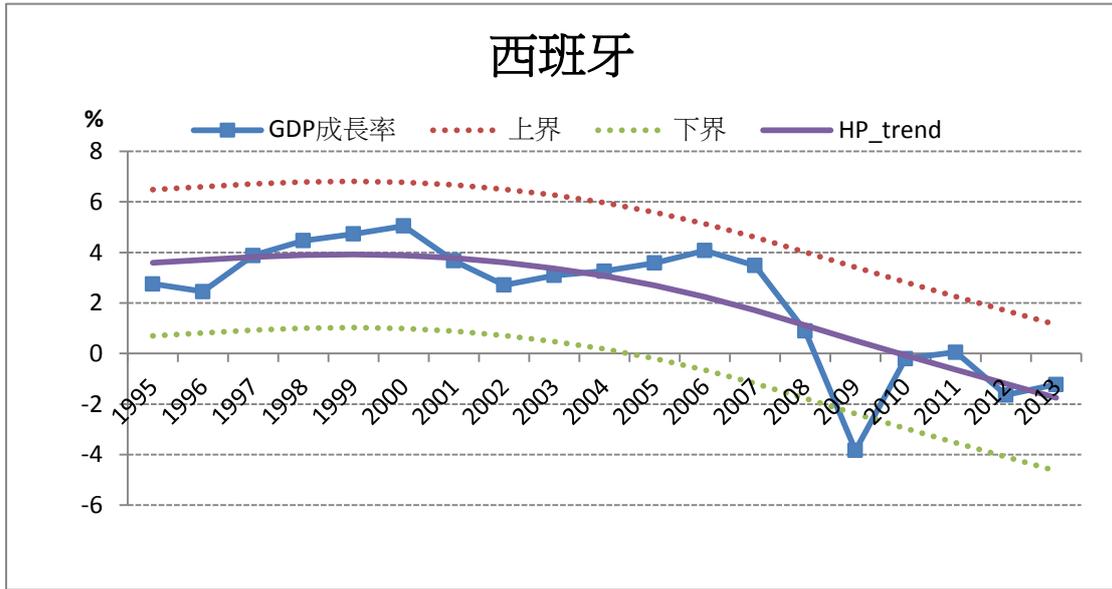


資料來源：World Bank

圖 22 西班牙 M2 佔外匯存底比率

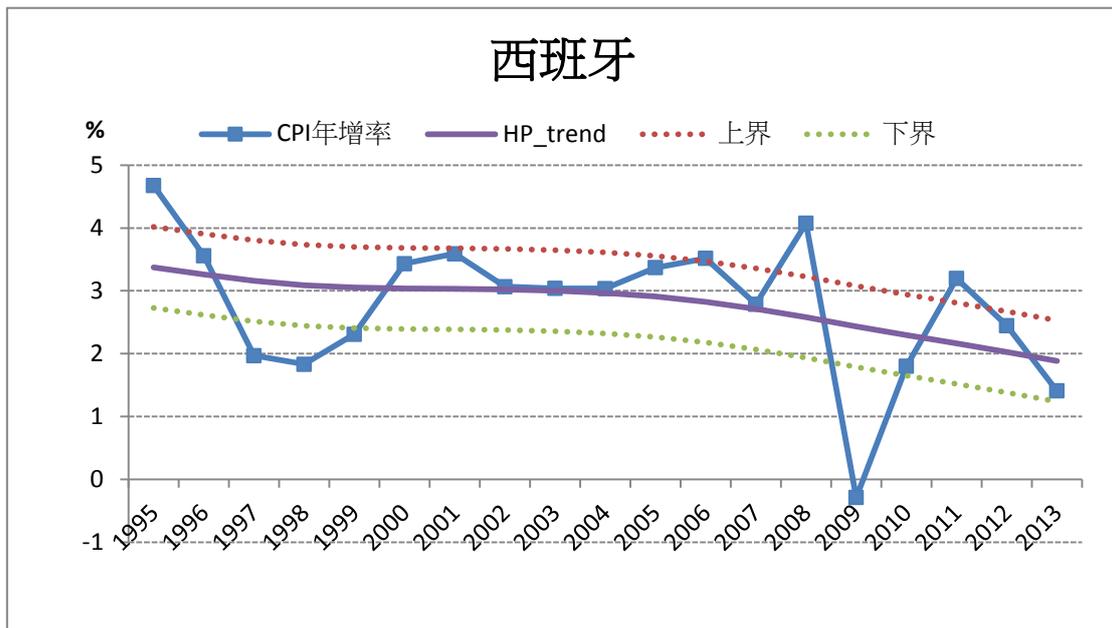
在房地產泡沫化之情形下，政府稅收遠超出預期收入，使西班牙政府在 2005 年至 2009 年間大幅調升政府支出額度，佔 GDP 之 7.5%，但在鉅額稅收之助力下西班牙政府有能力控制公債與 GDP 比重為歐元區平均最低之國家，且西班牙政府在過去 10 年內將許多資金投入擴大政府編制，也造成西班牙生產力表現疲弱。

加入 EEC 後因均能全力配合轉型與發展，經濟成長尚佳，其 GDP 成長率在 1991 年至 2000 年期間平均為 2.8%，加入歐元區後 2000 年至 2007 年為 3.0%，較同期歐元區平均數 1.3% 為高。其 2000 年至 2007 年之經常帳為赤字 5.3%（歐元區平均數 -0.5%）、通膨率 2002 年至 2008 年為 3.33%（歐元區平均數 2.37%）、財政預算方面 2002 年至 2007 年為盈餘 0.63%（歐元區赤字平均數 2.2%），為當時歐元區 13 成員國當中與愛爾蘭及盧森堡同為財政狀況較佳者。



資料來源：OECD

圖 23 西班牙 GDP 成長率

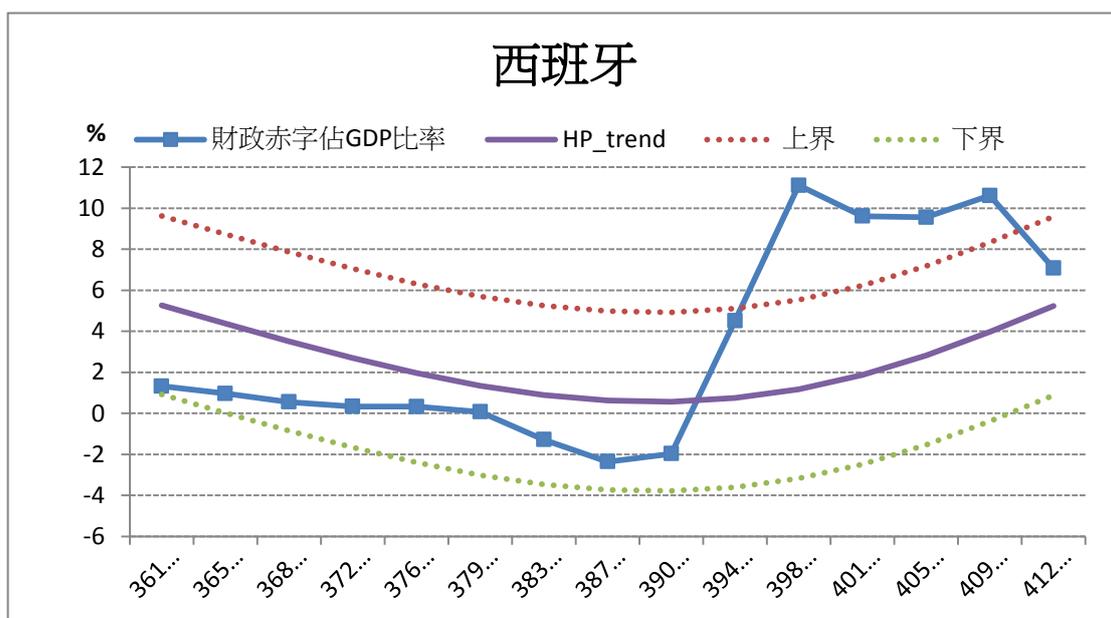


資料來源：OECD

圖 24 西班牙 CPI 年增率

西班牙長達 10 年之房地產泡沫化因 2008 年金融海嘯之衝擊而崩盤與破滅，並拖垮公營儲蓄銀行而引發金融危機。而 2009 年之失業亦跳升至 18.1% (歐元區 9.4%)，西政府須挹注大量財政支出救急，因而預算由過去之盈餘變成 2009 年赤字 11.2%，2010 年仍高達

9.7%。據悉，銀行對房地產融資 4,540 億歐元，惟須承擔 1,850 億歐元之壞帳，因而西班牙出現 60 年以來最大之經濟衰退。為迅速妥善處理銀行危機，西班牙於 2010 年成立「銀行重建與有秩序基金」(FROB)，而把壞帳狀況最嚴重之公營儲蓄銀行 (Cajas) 由 45 家整併為 17 家。因此，西班牙政府為穩定市場並保護銀行業，乃於 2011 年 8 月 12 日宣佈未持有證券之國際禿鷹，禁止透過 CDS 對 16 家大銀行無券放空至少 15 天。此外，2012 年 5 月 9 日提出「銀行業改革方案」，包括要求銀行在當年提列 540 億歐元壞帳準備與 350 億歐元之覆蓋準備，並參照愛爾蘭面對銀行危機所提出之「清除銀行壞帳架構」。另外，同年 5 月 21 日國際金融協會 (IIF) 指出：西班牙銀行業之房地產壞帳損失恐逾 2,600 億歐元，目前至少須花 600 億歐元才能防杜系統性風險。

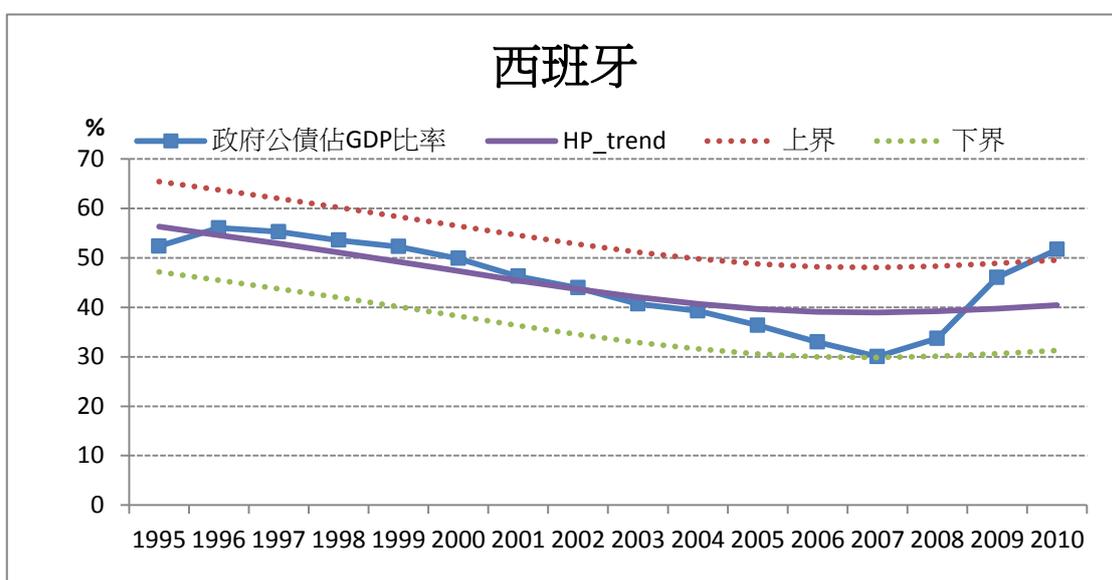


資料來源：本研究根據 CEIC 資料庫計算

圖 25 西班牙財政赤字佔 GDP 比率

至於西班牙之政府負債占 GDP 之比率 2010 年為 57.2%，2011 年第 1 季為 65.2%，乃 1997 年以來最高之紀錄，而歐元區平均數 85.1% 卻遠比西班牙更高。此外，經濟成長又持續惡化，諸如 2011 年第 3 季零成長、第 4 季與 2012 年第 1 季均衰退 0.3%、與第 2 季衰退 0.4%。換言之，西班牙已經 2 次經濟衰退，市場對其公債逐漸喪失信心，而 ECB 以購買公債方式援助西班牙，至 2011 年 4 月中

旬就已高達 2,701 億歐元。由於其失業率在 2012 年中就已高達 25%，又因發債成本偏高且可能隨時會引爆更大危機。因此，歐元財長會議乃於同年 5 月 9 日聲明「同意對西班牙之 FROB 挹注 1,000 億歐元之資金，用以重建問題嚴重之銀行業」。雖然西班牙已成為歐債危機發生後第 4 個接受紓困之成員國，惟因其財政結構尚健全，且紓困金限用於處理銀行危機，故並未要求提供擲節措施作為紓困之條件，6 月 Fitch 大砍信評後殖利率再度上漲，7 月 23 日曾飆高至 7.59% 之最高紀錄，而西班牙為挽救銀行危機在 2012 年 8 月即已動用 600 億歐元之紓困金。



資料來源：CEIC 資料庫

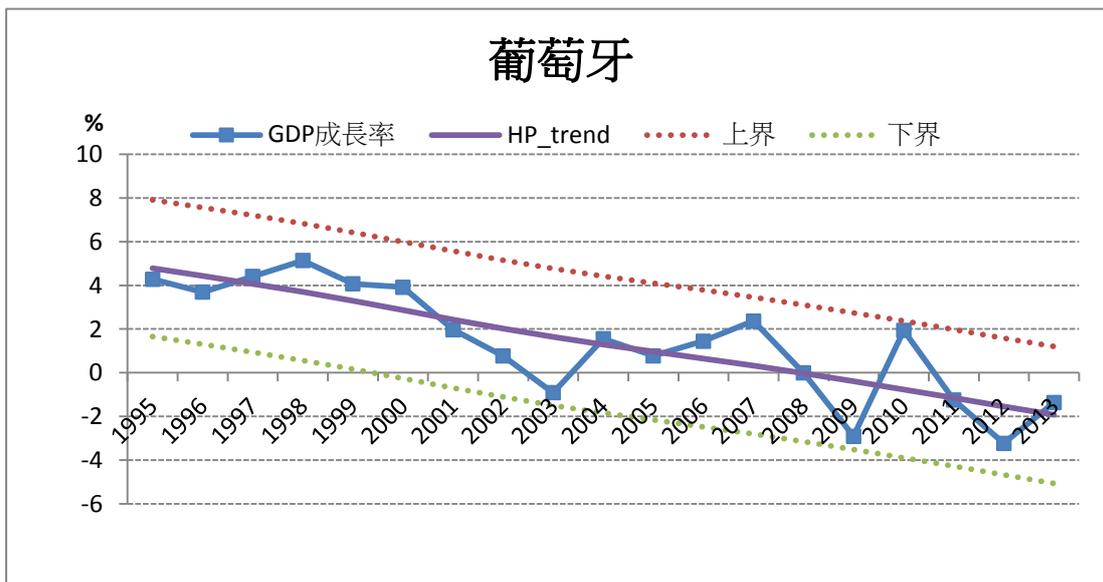
圖 26 西班牙政府公債佔 GDP 比率

由於西班牙之房產泡沫化遭金融海嘯衝擊而破滅，並造成銀行鉅額呆帳與危機，政府為挽救銀行而致財政惡化且每況愈下。此外，金融海嘯肆虐後 IMF 等機構已要求各國加強金融安全網（係指綜合央行、金融主管機關、與存保機構間之穩定金融安全功能）與銀行應全面推動作業風險管理 (ORM) 為基礎之整合型風險管理 (IRM)，始可因應與防杜金融危機。西班牙迄今仍由西央行兼任主管機關，乃因而一再低估銀行危機之嚴重性。另外，雖然西班牙之存保機構均由民營商銀、公銀儲銀、與合作銀行等 3 大銀行集團之公會分別設立之存保基金辦理，惟卻僅提供最高 100,000 歐元之「限額賠付」。

至於銀行經營方面，3大銀行集團之總分行家數約42,000家，惟公營儲銀民營化尚未徹底，由政府公股行使權利之黃金股(Golden Shares)仍高達13%，顯示其公營儲銀之民營化與企業化之不足，又因地方政治人物操控公營儲銀業務，乃有對特定對象房貸高達120%之現象，因而深受房貸崩盤之禍害。此外，由於歐債危機再度被國際禿鷹嚴重狙擊而重挫全球股市，並已籠罩全球之金融動盪不安，進而衝擊經濟之復甦與發展，為穩定證券市場並保護銀行債券，西班牙乃於2012年7月23日宣佈未持有證券之投資人(如國際禿鷹)，禁止透過CDS無券放空各種債券3個月，其對阻止國際禿鷹狙擊之成效尚佳。

4. 葡萄牙

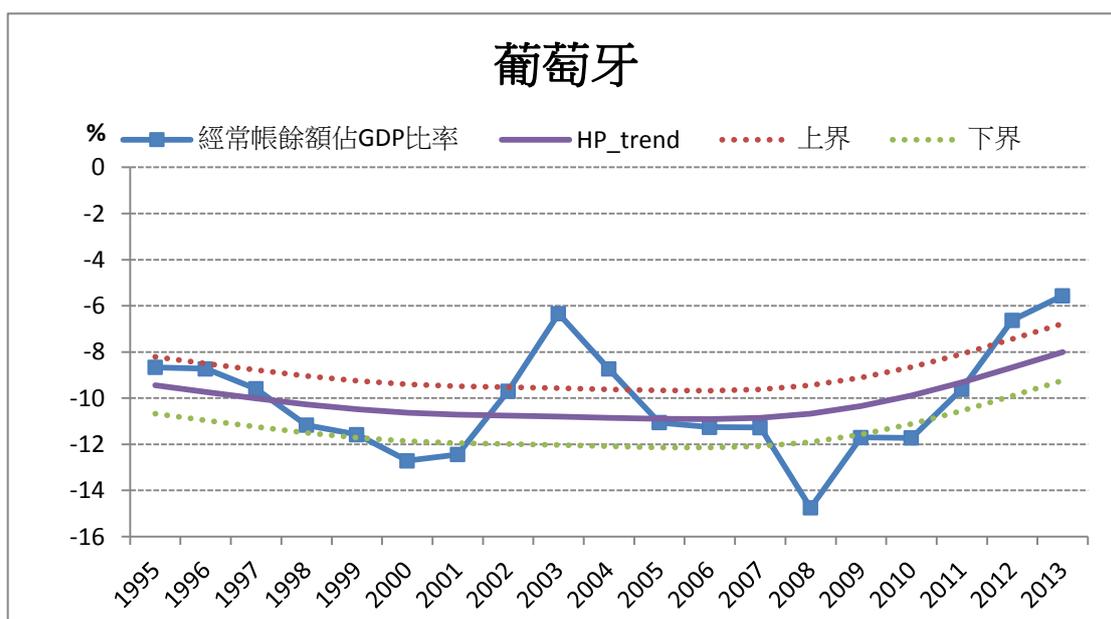
葡萄牙在加入歐元區之EMU前後期間，國內經濟成長率高達4%，成為區內高度成長國家之一，成長率超出歐元區平均成長率3%。加入貨幣同盟之後，國內利率大幅下降，從1991年至1995年間之12.3%下降至1996年至2000年間之6%，同時配合國內擴張性財政政策，刺激國內需求急速增加，但供給面卻無同步增加，在供不應求之情形下，葡萄牙較區內其它國家更早面臨競爭力衰退情形。受利率下降影響，1995年至2000年間葡萄牙私人儲蓄下降程度約佔GDP的7%，1990年至2002年間家計部門與非金融部門負債增加GDP比重兩倍。外國借款佔金融消費與投資比重，經常帳赤字從1995年接近平衡狀態攀升至2000年的-9.0%。而葡萄牙對外貿易上，由於產業發展過於側重在低生產技術、成長緩慢之產業上，這些產業大部分移往亞洲新興經濟體，使葡萄牙出口貿易逐年下降。



資料來源：OECD

圖 27 葡萄牙 GDP 成長率

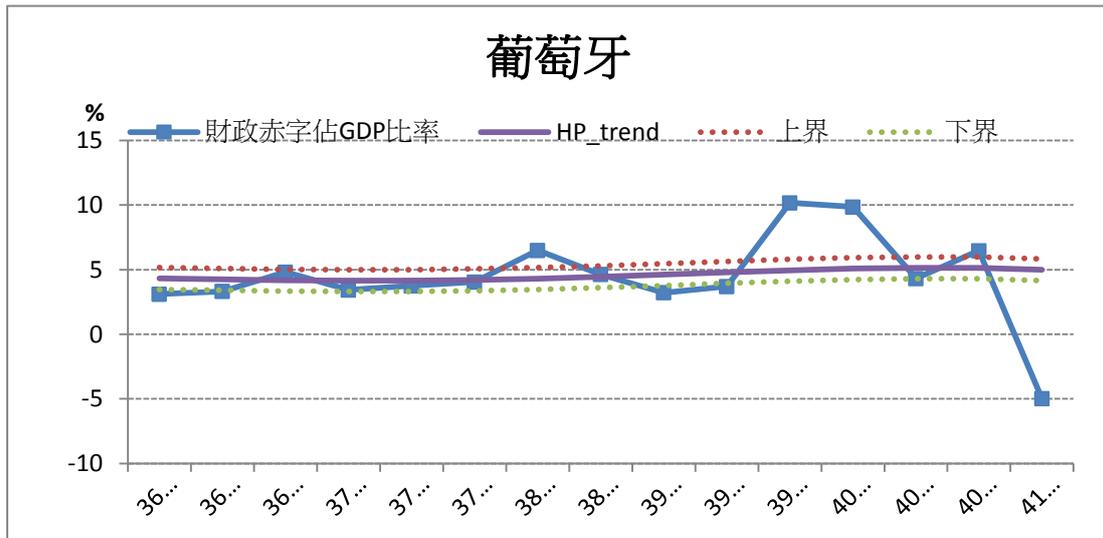
自葡萄牙參加 EMU 整合而進入歐元區後，ECB 共同貨幣政策之利率常不利於葡萄牙經濟發展需要，使國內房產投資下降並影響 GDP 成長，國內通膨率開始下降，經濟榮景開始冷卻。2001 年至 2007 年間葡萄牙國內家庭消費年增率僅為 1.5%，低於其它邊陲國家在同期之 3%-5%，2001 年至 2008 年間其 GDP 平均成長率僅 0.8%，因受到國內需求減少影響，其 2008 年至 2009 年間之 GDP 又再緊縮 2.7%⁶⁶。因此，葡萄牙過去 10 年之經濟發展，仍受到經濟結構問題影響、及 ECB 共同貨幣政策所帶來之不利衝擊，整體經濟競爭力越趨弱化。尤其在對外貿易上，持續經常帳赤字降低 GDP 成長率表現。其經濟成長率在 1991 年至 2000 年之平均數為 2.7%，而加入歐元區後之 2000 年至 2007 年之平均數降為 0.7%（同期歐元區之平均數為 1.3%）。其失業率 2000 年只有 4%，遠低於歐元區平均數 9.2%；物價膨脹率為 2.68%（歐元區平均數為 2.37%）；經常帳盈餘 2000 年至 2007 年之平均數為 -9.7%（歐元區平均數為 -0.5%）；預算赤字為 3.67%（歐元區為 2.37%）。此外，葡萄牙之經濟結構性問題方面，尚有與希臘共同相同之低生產力、人口老化、政府負債累累、及企業與消費者債務纏身等問題。



資料來源：本研究計算

圖 28 葡萄牙經常帳餘額佔 GDP 比率

金融海嘯後葡萄牙立即遭受衝擊，政府負債立即高達 GDP 之 80%，赤字方面在過去 10 年 EU 執委會曾 3 次警告赤字已超越 GDP 之 3% 上限，2008 年已拉至 3% 以下，惟金融海嘯後卻跳升至 9.3%。而 2010 年 2 月 2 日希臘財長點名下個面臨財政困難之成員國為葡、西之後，葡萄牙公債乃成為國際禿鷹放空之對象，因其 2009 年之財經狀況迅速惡化，投資人一再要求提高公債利率才願投資，殖利率乃迅速攀升，其 10 年期公債殖利率 2010 年 1 月 10 日已高達 7.56%。又常遭受希臘與愛爾蘭債信危機之溢出效果所衝擊，Fitch 信評公司於 2010 年 3 月 23 日以其 2009 年赤字為 9.3% (原估 6.5%) 與財經表現惡化為由，調降信評 1 級 (由 AA 降至 AA-)，此乃 Fitch 自 1998 年以來首次對葡萄牙調降評等，另 2 家信評公司則於 2009 年先行調降其評等。



資料來源：本研究根據 CEIC 資料庫計算

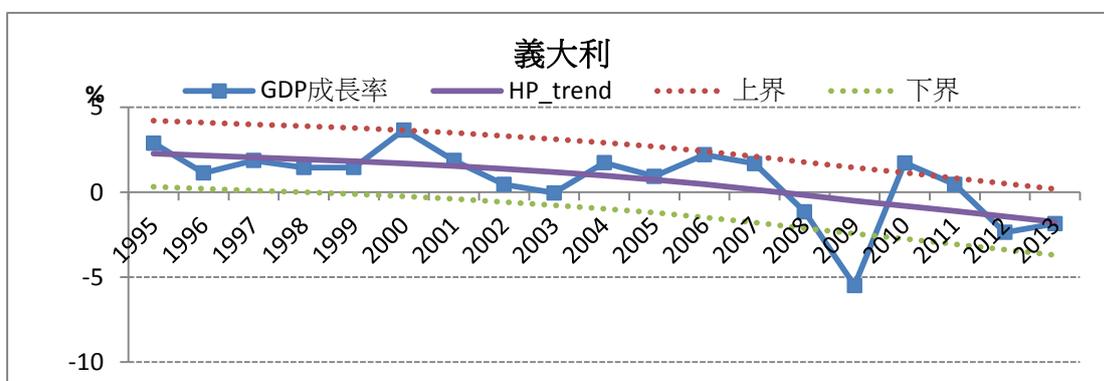
圖 29 葡萄牙財政赤字佔 GDP 比率

2010 年 12 月 1 日葡央行警告：政府若大幅削減赤字則銀行業恐將面臨無法忍受之系統性風險，因而銀行業應迅速補足資本因應，ECB 乃擴大干預金融市場，加碼買進葡萄牙公債應急。到了 2011 年 5 月 3 日 EU 與 IMF 達成協議，同意對葡萄牙提供 780 億元之紓困貸款。而葡萄牙新政府為達成對 EU 與 IMF 之紓困貸款協議，同意確實執行「財政改革計劃」，以使財政狀況逐步恢復正軌，並力求經濟平衡發展以促進成長與創造就業。然而，同年 7 月 5 日 Moody's 信評公司卻以「擔憂步希臘後塵會再尋求第一次紓困」為由再調節葡萄牙信評為垃圾級（由 Baa1 降至 Ba2）。

5. 義大利

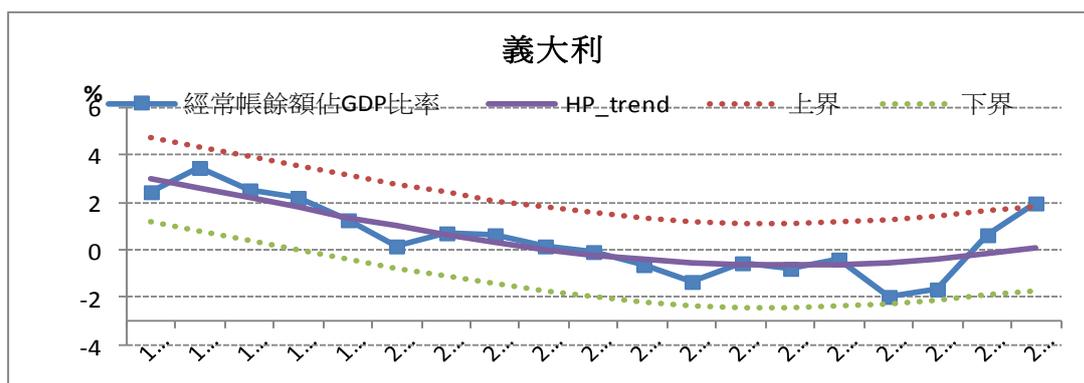
義大利在加入歐元區之 EMU 後，國內利率下降造成消費者支出與房價大幅上升，惟單位勞力成本卻在 2000 年至 2009 年間上升 32%。因國內工資上漲又面臨勞動生產力停滯，乃造成相當嚴重之競爭力衰退現象，義大利自採用歐元以來，經濟成長率逐年下降且出口競爭力逐漸落後。根據研究指出，義大利之總要素生產率(TFP)下降可解釋經濟成長率低迷之原因。1995 年至 2005 年期間經濟成長年增率僅 1.3%，其中 2000 年至 2004 年期間係呈現逐年下降 0.5%。

造成此現象之原因在於義大利存在許多經濟結構性問題，包含勞動市場僵固性與勞動市場雙元現象、平均為小型規模企業、不完整與過多法規限制、公共服務不足、通訊交通能源等骨幹網路不足、及國家發展重南輕北等。根據 EU 執委會研究報告，1998 年至 2008 年間義大利商品、服務出口成長十分緩慢，此外，加入歐元區後其 2000 年至 2007 年之平均赤字 3.22%，較歐元區平均數 2.22% 為高。至於經濟表現方面，1991 年至 2000 年之平均 GDP 成長率為 1.6%，而進入歐元區後在 2000 年至 2007 年 GDP 平均成長率卻只有 0.3%，亦低於同期歐元區平均數 2.1%。另外，失業率則由 2000 年之 10.2% (歐元區平均數 8.2%) 降為 2009 年之 7.6% (歐元區平均數 9.4%)。



資料來源：OECD

圖 30 義大利 GDP 成長率

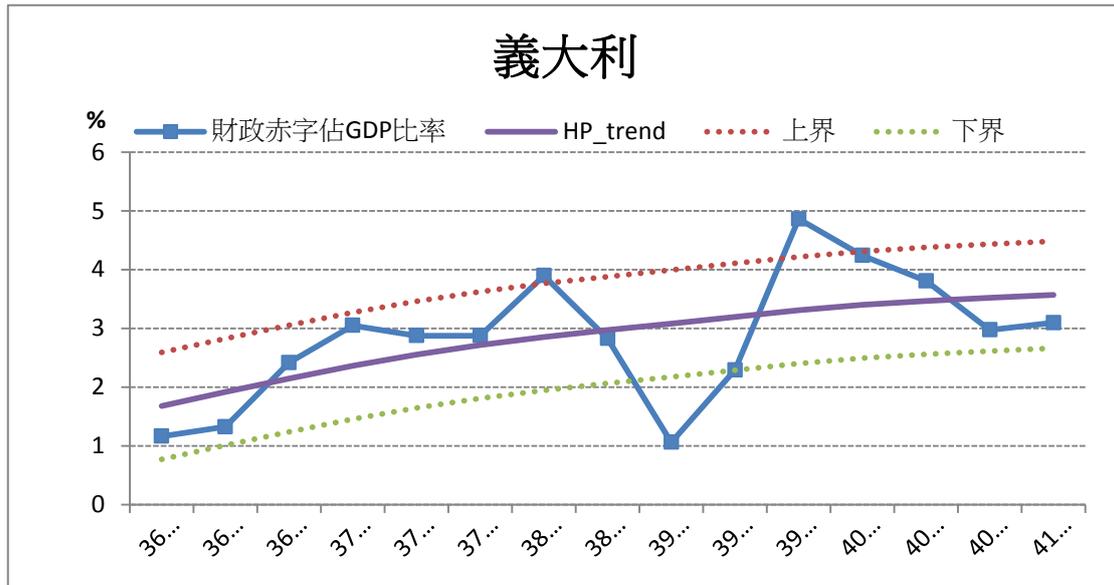


資料來源：本研究計算

圖 31 義大利經常帳餘額佔 GDP 比率

2008 年金融海嘯後歐、美主要國家經濟陷入衰退、各國須以赤

字預算財政挽救經濟，而近年來義大利經濟之基礎結構僵化，缺乏競爭力，與財政狀況欠佳，因而 2010 年 4 月底已被國際禿鷹納入債信危機偏高之 CDS 炒作對象，亦即義大利已經被希臘債信危機拖累，並成為 PIIGS 國家之成員，財經狀況逐漸惡化。此外，由於經濟持續衰退而失業率亦不斷提高，2009 年只有 7.6%，2010 年 11 月已提高至 8.6%，且 30 歲以下青年有 25% 未能就業或受訓。財政方面因政府負債不斷攀高，至 2009 年已高達 115.8%；赤字已達 5.3%，均高於加入 EMU 整合規定之上限（GDP 之 60% 與 3%）。有鑑於義大利為歐元區第三大國，其財金危機之演變攸關全球財金之穩定；爰其熊熊之火應速撲滅，以免燎原之火釀成更大之歐債危機與金融風暴。因此，義大利 10 年期公債殖利率乃自 2011 年 1 月 13 日之 3.67%，被迅速拉高至 5 月 23 日之 4.8%，以後上、下震盪。此外，義大利府為穩定市場並保護銀行業，乃於同年 8 月 12 日宣佈未持有證券之國際禿鷹，禁止透過 CDS 對 29 家大銀行無券放空至少 15 天。另外，同年 11 月因全歐最大之倫敦-巴黎結算公司(LCH Clearnet)調高義大利公債保證金後，導致殖利率 11 月 9 日飆高至 7.4%，而 5 年期公債亦由 1 年前之 3.535% 飆高至 6.504%，為 1997 年 8 月以來最高之紀錄。另外，當世界經濟合作發展組織(OECD)12 月 8 日預測其 GDP 成長率為 -0.1% 時，義大利乃成為七大工業強國(G7)中 2011 年唯一經濟衰退之成員國。



資料來源：本研究根據 CEIC 資料庫計算

圖 32 義大利財政赤字佔 GDP 比率

2011年12月4日由上任未到3週之蒙蒂(M. Monti)總理主持內閣會議，推出300億歐元之「擰節支出振興經濟措施」(包括擰節措施200億歐元與振興經濟100億歐元)，希望借以支撐搖搖欲墜之債信，並協助遏止歐債危機之蔓延。由於長期擔任EU執委會委員之技術官僚蒙蒂已逐漸穩住大局，雖然國際禿鷹仍不斷藉機提高義大利公債之殖利率與CDS，因能EU與IMF進行危機處理，且ECB又適時進場購買PIIGS國家，因而債信危機乃逐漸緩和。惟義大利之財經狀況在捲入歐債危機與經濟衰退後而無法大力改善，諸如負債由2011年之116.7%持續提高至2012年之120.1%；預算赤字稍有改善，已由2010年至4.5%，降低至2011年之3.9%與2012年之2.9%。至於經濟成長方面卻仍持續衰退而未見起色，諸如GDP成長率2008年(-3%)、2009年(-3.5%)、2010年(2.3%)、2011年(-0.5%)、與2012年(-2%)。雖然2012年5月義大利之工業產值增長1.9%，曾使經濟成長稍為反彈回升，惟因大環境仍欠佳，及結構性勞動市場與社福支出問題仍未改善，故2012年反而衰退更嚴重。後因被國際禿鷹嚴重狙擊而重挫全球股市，並已籠罩全球之金融動盪不安，於7月23日宣佈未持有證券之投資人(如國際禿鷹)，禁止透過CDS無券放空各種債券3天。

第四章 中國大陸經濟及金融風險指標

第一節 經濟與金融風險指標相關研究

經濟風險很大程度表現在金融風險上。在現行的經濟結構體系下，實體經濟的良好運作，前提是必須有一健全的金融體系，否則整體經濟將陷入非常嚴重的危機中，歷次的經濟危機多是由金融危機所引發的。金融風險指某一國家的資金融通活動發生了內生或外生的衝擊而造成無法順利運作之風險。一般而言，金融風險可能發生在銀行、債務、貨幣與資本市場上，造成銀行、債務、貨幣或是資本市場危機。由近年來的金融危機發生的過程可以發現，大致上呈現兩種類型，一是由債務危機引發貨幣危機，再引發資本市場危機；而另一是由銀行危機引發貨幣危機，再引發資本市場危機。

有關於總體經濟、金融風險的議題，國內外已有許多相關之研究，例如 Krugman(1979)在商品價格穩定機制的基礎上提出國際收支的貨幣危機模型，認為總體經濟基本要素的惡化所導致的匯率波動是造成貨幣危機的根本原因，並認為在發生金融危機的國家，總體經濟政策往往和匯率政策存在本質上的衝突。1979年由聯邦金融機構監管委員會建立的 CAMEL 評級制度，經過 1997 年的修改後，成為美國主要監管機構統一使用的 CAMELS (駱駝) 制度。伴隨銀行業務的拓展，部分國家監管當局引入美國 CAMEL 評級制度，同時結合本國監管情況建立了相對獨立的主觀判斷評價體系。Obstfeld(1994、1996)認為危機的發生與政府的行為有關，政府作為一個追求最適化的經濟人，利用權衡政策維持固定匯率制的收益狀況來決定是否取消固定匯率制，此外，該理論認為政府和私人行為是非線性的，因此造成多重均衡的存在，故經濟基本面和金融危機的發生存在多種可能性，即使在經濟基本面運行良好的情況下，亦可能發生金融危機。Mckinnon & Pill(1998)、Corsetti, Pesenti & Roubini(1999)則關注在個體經濟行為者的行為，如銀行面臨的道德風險和訊息不對稱造成的金融危機，以及由於恐慌性投機衝擊產生的金融危機等。Krugman(2001)則仍著重在貨幣危機上，明確了國

內資產價格與貨幣危機的關係，強調國內資產價格的信心次在可能導致自我實現的預期，造成投資崩潰與金融危機。

另外，為了因應金融危機，不少的學者亦將研究重點放在金融預警機制的建構，如 Frankel & Rose(1996)提出的 FR 模型，由 105 個發展中國家 1971-1992 年的數據建構機率迴歸模型，認為引發金融危機的因素相互獨立，利用計算這些因素的聯合機率，可以知道金融危機發生的機率。Sachs、Tornell & Velasco(1995)三人建立 STV 模型，又稱為橫剖面迴歸模型，以 panel data 為基礎，較之 FR 模型可以反映危機在不同國家的傳遞效果，但該模型無法預測危機發生的時機。Kaminsky、Lizondo & Reinhart (1998)提出的 KLR 模型則是一個非參數分析法，透過研究已有貨幣危機發生的原因確定預警指標，之後利用對歷史數據的統計分析來發現顯著的領先指標，並根據這些指標預測危機發生的可能性。

國際貨幣基金於 1998 年 5 月出版的「世界經濟展望」中，針對 1975~1997 年間 50 個國家在金融危機期間，分析比較下列 12 種主要的經濟金融指標：1.實質有效匯率；2.出口成長率；3.外匯存底變動；4.貿易差額；5.產出增加率；6.通貨膨脹；7.名目貨幣供給 (M2) 成長率；8.銀行對民間信用量增加率；9.股票價格變動；10.貨幣供給量 (M2) 對外匯存底比例；11.實質貨幣供給 (M2) 成長率；12.廣義對狹義貨幣供給量 (M2 對 M1) 比率之變動；這些指標在金融危機期間具有下列共同的徵兆：

- 1.金融危機發生前，實質有效匯率高於平常的平均值。
- 2.金融危機發生前，出口顯著減少。
- 3.在金融危機發生前與平常時期，貿易差額並無明顯的差異。
- 4.當金融危機迫近時，央行外匯存底快速下降。
- 5.在金融危機發生前，平均貿易條件略趨惡化。
- 6.在金融危機發生前，物價膨脹率較平常時期明顯升高。
- 7.在金融危機發生前兩年，貨幣供給量 (M2) 對外匯存底比率上升；而在金融危機發生後的數月間便驟減。

- 8.在金融危機發生前兩年，狹義與廣義貨幣供給成長率均見急速上升；而在金融危機發生前的 18 個月達到最高峰。
- 9.在金融危機發生前，銀行對民間信用量大幅擴增。
- 10.通常在金融資產（股票）價格迴圈的榮景破滅之後，會發生金融危機。
- 11.在金融危機發生前，實質經濟活動如常；但受金融危機之影響，經濟活動急速衰退。

而有關金融危機之預警系統的研究，早在 1994-1995 年墨西哥貨幣危機（Mexico Peso Crisis）與 1997-1998 年的亞洲金融危機（Asian Financial Crisis）後，國際貨幣基金（International Monetary Fund; IMF）便積極發展金融危機的預警系統。IMF 執行委員會（Executive Board）於 2003 年推動金融健全指標（Financial Stability Indicators; FSI），作為監測各國金融體系穩定與否，也可以作為金融危機預警系統變數選擇的參考。

IMF 所建構的 FSI 體系，是由核心指標（core set）與鼓勵指標（encouraged set）構成，核心指標主要是依據巴賽爾協議所設計的，亦是 FSI 體系的重點，主要用於監控銀行體系的風險，主要涵蓋了五大類，分別是資本適足性、資產品質、盈餘及獲利能力、流動性與市場風險敏感度。其包含之指標如下表

表 13 IMF 建構之金融健全指標(Financial Stability Indicators; FSI)核心指標

核心指標	
資本適足性 (Capital Adequacy)	法定資本/風險性資產
	法定第一類資本/風險性資產
	逾期放款扣除特定損失準備後淨額/資本
資產品質 (Asset Quality)	逾期放款/放款總額
	部門別放款/放款總額
盈餘及獲利能力 (Earnings and Profitability)	資產報酬率
	淨值報酬率
	淨利息收入/總收入 非利息收入/總收入

流動性 (Liquidity)	流動資產/資產總額 流動資產/短期負債
市場風險敏感度 (Sensitivity to market risk)	外匯淨部位/資本

資料來源：IMF

表 14 IMF 建構之金融健全指標(Financial Stability Indicators; FSI)建議指標

建議指標	
存款機構 (Deposit-takers)	資本/資產 大額風險暴露/資本 按地區分佈的貸款/全部貸款 衍生性金融商品中的總資產部位/資本 衍生性金融商品中的總負債部位/資本 交易收入/總收入 人員支出/非利息支出 放款利率與存款利差 最高與最低同業拆借利率之差 客戶存款/放款總額（不合同業拆款） 外幣計價放款/總放款 外幣計價負債/總負債 權益證券淨部位/資本
其他金融機構 (Other financial corporations)	資產/金融體系資產總額 資產/GDP
非金融企業部門 (Nonfinancial corporations sector)	負債總額/淨值 淨值報酬率 盈餘/借款本息支出 淨外匯暴險/淨值 申請破產保護之件數
家計部門 (Households)	家計部門負債/GDP 家計部門借款本息支出/收入
市場流動性 (Market liquidity)	證券市場平均買賣價差 證券市場日平均週轉率

不動產市場 (Real estate markets)	不動產價格 住宅不動產放款/放款總額 商業不動產放款/放款總額
--------------------------------	---------------------------------------

資料來源：IMF

另外，亞洲開發銀行透過神戶研究計畫，發展出東協加三的金融資幣危機預警系統之原型(protoytp)，此系統分為四個部分，除了考量「總體審慎指標」(Macro Prudential Indicators：MPIs)與領先經濟指標外，亦包括了母數與無母數的模型。此四個組成分子有不同的側重點，MPIs 是利用非正式的且較為質化的方式用於評估金融體系的健全與穩定性，而母數與非母數預警系統模型的目的是評估在 24 個月內發生貨幣危機的可能性，而領先指標則是用來預測經濟週期的轉折點。而後三個模型必須要有長期且高密度的時間序列數據。

2003 年中央銀行季刊亦列出其內部對於金融危機預警系統之研究，其所提出的金融危機預警系統之架構主要包括下列監測機制：(1)「總體審慎指標」提供趨勢分析，藉以衡量整體經濟及金融體質脆弱程度；(2)「預測危機發生時點之計量模型」，據以獲得及時性之警訊。該文參照 IMF 所提出之總體審慎分析，勾勒出一個「擴充版」之金融危機預警系統，該系統結合量化、屬質與結構面資訊，以及考量壓力測試，期有助於確認金融體系中存在之各類風險，藉以監控金融體系脆弱程度及預防危機之發生（吳懿娟，2003）

台灣金融服務業聯合總會亦早在 2010 年便委託政治大學商學院銀行研究中心李桐豪教授針對台灣金融危機領先指標進行研究，該研究歸納對金融危機與預警系統之文獻(如 IMF 的金融穩定報告)與台灣的金融環境，編制先行綜合指標的危機預警能力，並建構符合台灣實際應用所需的金融風暴領先指標。在該研究中，區分了金融部門、總體部門、財政部門與全球經濟部分，共選擇了 19 個變數來計算綜合指標，包括本國一般銀行個人及企業存款餘額、2 的貨幣供給額、台灣外匯存底與西德州中級原油現貨價格等(李桐豪、江永裕，2010)。

中國大陸學者對於其國內經濟與金融風險預警機制之研究亦相當多，但相對起步稍晚；在風險預警系統指標的選擇上，何建雄（2001）以基礎個體指標、總體審慎指標和中間市場指標三個層次建立金融風險預警指標體系，具體指標包括資本充足率、流動性指數、經濟成長率等。董小君(2004)以金融穩健指標、總體經濟平衡指標和金融市場指標三個層次建立 33 個監測指標體系，其中包括了 GDP 成長率、物價膨脹率、失業率、貨幣化程度、利率敏感性比率、股價指數等。陳守東等人（2006）以總體經濟指標、金融系統指標和泡沫風險指標等三層次建立金融風險預警指標，其中總體經濟指標有 GDP 成長率、物價膨脹率、出口額成長率、國家外匯儲蓄成長率等，金融系統指標則有貨幣額/儲蓄額、銀行儲備銀行資產、貸款利率/存款利率等，泡沫風險指標包括股票市盈率、證券化率和房價成長率等。龐浩等人（2009）則把宏、中與微觀三個層次的指標具體細分為貨幣安全、銀行安全、對外債務安全、金融市場安全、系統性金融安全與非銀行金融機構安全等六個層次，具體的指標包括資本充足率、不良貸款率、股市流動性、房價指數等。

隋劍雄（2004）針對國內商業銀行經營管理模式，提出了適應本國銀行發展需求且以核心指標和輔助指標構成的信貸風險預警指標體系，採用向量法（TE）作為建構風險預警模型的算法，通過建構商業銀行信貸風險預警系統對信貸風險進行監測和分析，該模型側重於對商業銀行信貸風險的說明及預警的相關指標和警報範圍。

吳軍（2006）整理了當代金融風險預警方法進行，並對各種預警模型進行了橫向和縱向對比，亦對預警過程中應注意的問題進行了闡述。吳海霞等（2004）借鑒 Kaminsky、Lizondo、Reinhart(1996)提出的“信號法”（Signal Approach，簡稱 KLR 模型），建立中國大陸金融風險預警體系；徐道宣等（2007）對 KLR 信號分析法進行改進，採用改進的 KLR 信號分析法對中國大陸近幾年的貨幣危機可能性進行了預測。

李華明、向穎珍（2007）運用時間序列分析方法，以 ARMA

模型來構建信用風險預警模型，使得信用風險預警模型將影響信用風險的多種因素通過所考察的指標自身的變化來反映。不足之處在於：首先，該模型單純用歷史數據進行模擬，雖預測了其可能的走勢，但對其存在這種走勢的具體原因並沒有明確表明；其次該模型只是利用不良貸款率單一指標來建立模型，沒有考慮其他指標折射的整體狀況；最後，模型的模擬效果也會隨著指標的變化而變化，預測結果十分不穩定。

針對中國大陸金融風險的評估指標，仲彬、劉念(2002)對中國大陸金融風險指標體系和預警模型進行了初步探討；王國實(2000)根據指標設計的基本原則以及金融風險統計監測預警指標體系設計的目標和原則，將金融風險指標分為系統性金融風險指標及非系統性金融風險統計監測預警指標；黃道平、李正輝、王洪波(2001)透過對 90 年代以來對金融風險評價指標體系研究的評價，重新建構中國大陸金融風險評價指標體系；陳黎明、周四軍(2003)根據金融風險形成的原因不同，將金融風險分為「引致型金融風險」和「致發型金融風險」兩大類，並分別建構評價指標體系；李學民(2006)針對中國大陸金融系統現狀，提出微觀審慎指標、宏觀審慎指標及市場指標三個層次的金融安全預警系統。

席慧玲、歐陽勝銀(2010)建構的指標體系分為三個部份：一是反映宏觀經濟發展狀況的指標；二是反映國內金融機構資產質量、經營穩定性、信貸增長率等的指標；三是反映對外經濟活動的指標。此三部分指標列於表 15。

表 15 席慧屬、歐陽勝銀（2010）金融指標

指標性質	指 標
反映宏觀經濟發展狀況	GDP 成長率、物價膨脹率、財政餘額與 GDP 比率
反映國內金融機構	信貸成長率、信貸增長量與 GDP 比率、自有資本率、不良貸款率
反映對外經濟活動	短期外債與外債總額比率、外債總額與 GDP 比率、經常帳項目差額與 GDP 比率、外債餘額與外匯存底比率、匯率、外匯存底與 M2 比率、短期外債與 M2 比率、淨資產收益率

資料來源：席玲慧、歐陽勝銀（2010），金融風險評價指標體系的構建與分析。

然而，由於中國大陸的金融體系與其他國家有著許多的差異，其金融風險指標應與其他國家有所不同，而許多的經濟與金融風險不是沒有官方統計（或是官方有統計，但不公開）或是無法用數據衡量之風險。例如中國的地方債務問題（中國大陸只在 2010 與 2013 年兩次進行全面審計，故僅有此 2 年之數據）、影子銀行（對於影子銀行之定義，中國大陸內部仍有許多不同意見，故統計數據亦難以對比）與近來非常熱門的互聯網金融問題，因此在分析中國大陸經濟與金融風險時，除了量化的指標外，相關的質化分析亦非常重要。

第二節 中國大陸經濟與金融風險

中國大陸自改革開放開始，尤其是加入世界貿易組織（WTO）以後，中國大陸金融市場與世界金融市場有相當大程度的融合。面臨金融風險日益增強，如何在經濟快速發展中加速現代金融體系的完善，在擴大金融產業發展中防範及化解金融風險，是一項關係經濟情勢緊迫而重大的任務。本研究蒐集與中國大陸經濟、金融風險相關之研究，並介紹與檢討相關研究成果。針對相關之研究將首先介紹中國大陸金融風險的概念及特點，然後分析目前中國大陸金融風險的現狀及發展趨勢。最後，針對現存的若干問題，如防範和化解中國金融風險的對策。

根據目前各機構之研究整理與本研究，目前中國大陸經濟與金融風險大約可以分為總體經濟成長速度變緩、產能過剩、房地產泡沫、影子銀行、地方債問題與資金的期限錯配問題。以下將詳細描述各類風險及其可能之影響。

壹、經濟成長降速

近年來中國大陸的經濟成長速度明顯的下降，自 1979 年至 2013 年的 35 年內，中國大陸 GDP 平均成長率為 9.8%，且自 1979 年以來的這 35 年中，有 16 年的經濟成長率為 2 位數以上，但 2011 年至今，中國大陸的經濟成長速度明顯放慢，2000 年以來中國大

陸 GDP 成長率不曾降至 8% 以下，但 2012 年時經濟成長率降至 7.7%，保八不成，而 2013 年之 GDP 成長率亦為 7.7%，2014 年的前二季再降至 7.4%，許多經濟學家均認定中國大陸未來很難再有高達 2 位數的經濟成長率。

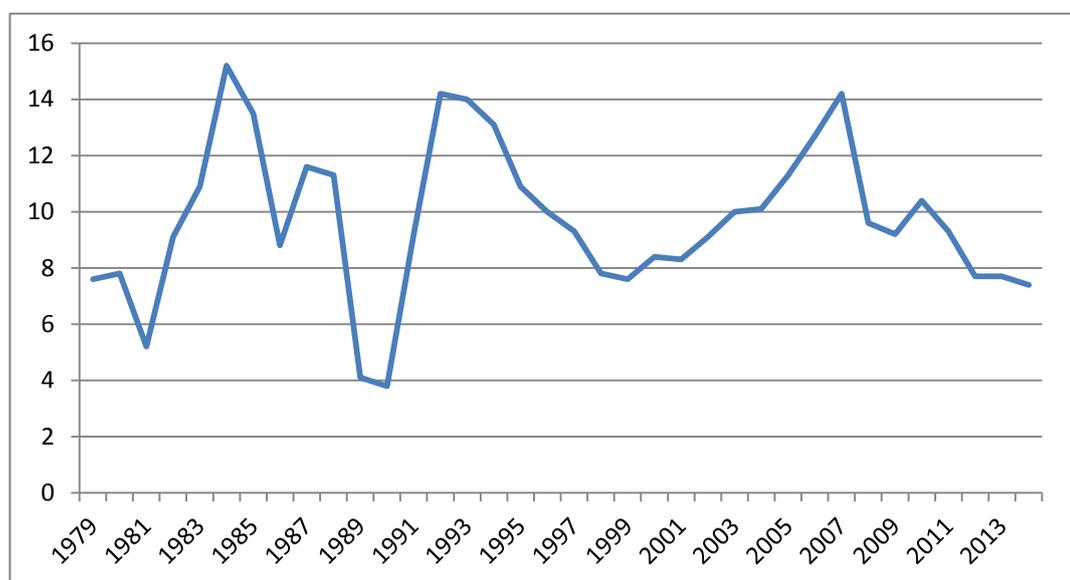


圖 33 1979 年至今中國大陸 GDP 成長率

中國大陸經濟成長率下降的原因有許多，主要可以歸納如下：

1. 中國大陸出口成長速度下降

中國大陸在 2001 年時加入世貿組織 (WTO) 後，由於關稅的大幅下降，且一直維持對人民幣匯率之控制，使得中國大陸的出口快速的成長。然而，由於近幾年的陸續發生美國次貸危機與歐洲債務危機，造成世界景氣的衰退，連帶使得中國大陸的出口成長速度趨緩。另外，由於中國大陸勞動成本開始大幅上升，環保意識也逐漸抬頭，且 2005 年時人民幣匯率改革使得人民幣持續的升值，均使得出口的競爭力開始下滑，而減緩了中國大陸經濟成長的速度。

2. 人口紅利消失

過去中國大陸可以成為世界工廠，而擁有快速的經濟成長表現，有一個很重要的原因是因為中國大陸有龐大的廉價勞動力，且由於中國大陸農村有大量的農民工進城打工，因此企業可以非常便宜的工資取得龐大的勞動力，大幅提高了企業產品的競爭力。然而，近

年來由於中國大陸農村的福利有顯著的改善，而且中國大陸長期實施一胎化政策的影響下，勞動人口成長速度開始下降，沿海甚至開始出現缺工的情況，中國大陸利用廉價勞動力來維持高速經濟成長的方式已無法再持續。

3. 國內投資難以再帶動經濟成長

中國大陸每當經濟出現下滑的壓力時，最常使用的干預政策便是增加投資，因此使得投資一直是維持中國大陸高速經濟成長的主要動力之一。然而，投資大幅增加的結果是造成了產能過剩，而形成另一個風險。因此中國大陸近年來一直積極的強調「調結構」，希望以消費當成內需的主要來源。然而，目前為止，中國大陸的消費仍不足以取代投資來支持中國大陸經濟的高速成長。

4. 潛在經濟成長率的下降

張平（2014）認為中國大陸過去的經濟成長是一種「政府干預型」經濟成長模式，基於國有企業對資本資源的掌控，政府對投資領域和投資規模的調控，以及政府對資本、勞動力價格的長期壓低所造成。但亦因如此，中國大陸也形成了資本、分配與結構效率的低下。許多學者曾對中國大陸未來的潛在成長率進行研究，如 Kuijs(2009)認為中國大陸 2015 年的潛在成長率為 7.7-7.9%，劉世錦與張軍擴等（2011）認為中國大陸經濟成長率可能在 2015 年前後降至 6.5-7.3%，而蔡昉與陸陽（2012）認為中國大陸 GDP 潛在成長率在 2011 至 2015 年為 7.19%，而在 2016-2020 年為 6.08%，張平(2014)則認為 2011-2015 年中國潛在經濟成長率為 7.8-8.7%，而 2016-2020 年則降為 5.7-6.6%，2021-2030 年進一步再降至 5.4-6.3%。

中國大陸經濟成長的降速，會使得過去由於經濟高速成長所被沒有被顯現出來的風險顯現出來。例如過去由於高速的成長，因此投資也大幅增加，在所得快速增加的時候，此投資所增加之產能能夠被消化，尚不至於造成產能過剩的情況，但一旦經濟降速，則之前過度投資所造成的過剩產能問題便會出現，使得企業經營困難，甚至可能造成企業的倒閉，金融機構貸款無法收回，造成經濟與金

融的風險。另外，在經濟降速後，可能造成大量失業的情況，使得中國大陸的社會動盪更為嚴重，中共維穩的支出增加，對經濟成長進一步的傷害。

根據中國大陸銀行監督管理委員會(簡稱銀監會)的資料，2014年第一季中國大陸的不良貸款餘額為 6,461 億元，創下 2008 年 9 月以來最高水準，不良貸款率約為 1.04%，已連續第 10 季攀升，且 2014 年 3 月起，中國大陸債券市場亦開始出現信用違約的情況，顯示中國大陸的經濟成長降速，對其金融機構的風險相當大。

貳、房地產泡沫

由於經濟的快速成長，中國大陸民眾收入亦逐漸的增加，而且在信貸愈來愈寬鬆的情況下，中國大陸的房地產價格開始向上狂飆，2004 年至 2012 年，中國規模最大的 35 個城市，房價上漲了一倍，而最嚴重的如上海、北京、廣州與深圳等一線城市，房地產價格與家庭平均收入之差距不斷擴大。

造成中國大陸房地產泡沫的原因大致可分為以下的因素：

1. 中國大陸所得水準的提高

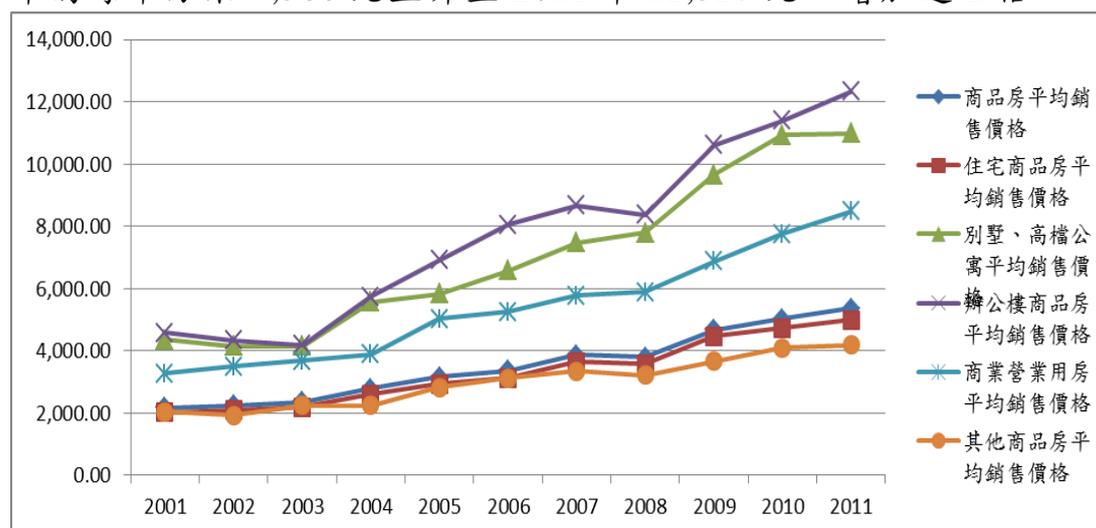
自 2000 年後，中國大陸的經濟成長速度加快，甚至在 2007 年時 GDP 成長率還一度上升至 14.2%，之後由於 2008 年的金融海嘯，使經濟成長率降至 10 以下，直到 2012 年經濟成長率才又下降至 7.7 左右，但這些年的高速成長，已使得許多中國大陸民眾收入大幅增加，而由於銀行利率過低，又沒有太多的投資機會，因此房地產便成為許多投資的標的。

2. 貧富差距的加大，兩極分化嚴重

隨著中國大陸市場化改革的進程，讓一部分的人先富起來，而後帶動共同富裕。但結果是一部分的人真的富起來了，但另一大部分的人收入並沒有呈同比率的上升，造成貧富差距愈來愈大，而富有的人開始炒作房地產，使得房地產價格大幅上升，一般民眾便難以購得房屋。

3. 地方政府的炒作

自 1994 年分稅制改革以來，中國大陸地方政府的財權大幅縮小，但事權卻有增無減，同時為求地方經濟發展必須進行基礎建設、招商引資等，使得財政收入難以支應龐大的財政支出，因此地方政府無不想方設法尋找財源。由於中國大陸土地制度的特性，城市土地為國有、農村土地為集體所有，且農村土地要轉為城市建設用地必須由地方政府收購後，再轉變其用途，再出讓給財團進行開發，故土地市場形成了以地方政府獨買與獨賣之雙重獨佔(double monopoly)之形態。於是近年來，地方政府利用土地出讓方式獲得土地出讓金，並交由財團或建設公司進行開發，房屋價格開始被炒作起來，而因不動產價格提高，地方政府除了可以提高土地出讓金外，亦可將土地抵押透過地方融資平臺進行貸款，獲得所需的建設基金，並利用土地鼓勵投資提高當地 GDP，稅收亦隨之增加，故土地成為地方政府一個主要的煉金來源。由於積極開發土地、發展不動產市場，以致使沿海各省相關省分不動產價格飆升，根據統計中國大陸土地增值稅佔地方總稅收之比重自 2007 年的 2.09% 大幅提升至 2011 年的 5.02%。另外，自 2003 年後，中國大陸商品房之價格快速上升，尤其以辦公樓商品房平均價格上升速度最快，由 2001 年的每平方米 4,588 元上升至 2011 年 12,327 元，增加近 2 倍。



資料來源：中國國家統計局網站

圖 34 中國大陸各商品房平均價格（單位：元/平方米）

面對近年不動產市場交易活絡、房價上漲，中央政府面對各省

政府過度開發不動產市場而可能產生泡沫化以及衝擊各省民眾住房負擔成本增加、生產成本增加等外部成本，中國大陸中央政府除積極開發保障房外，針對市場之規範如表 16 所述，主要皆針對第一套房、第二套房之首付款限制，以及針對二手房的進行相關增稅措施，並實施限購令，相關措施為抑制各省分過度膨脹之不動產市場。

表 16 中國大陸近年中央主要市場規範

項目	時間	主要規範
國 11 條	2010/1	✓ 第二套房，貸款首付款不得低於 40%。
新國 10 條	2010/4	✓ 首套自住房，其貸款首付款不得低於 30%。 ✓ 第二套房，貸款首付款不得低於 50%，且利率不得低於基準利率 1.1 倍。
新國八條	2011/1	✓ 第二套房，貸款首付款不得低於 60%，且利率不得低於基準利率 1.1 倍。 ✓ 購買住房不足五年，轉手買賣者課徵住房營業稅。 ✓ 24 個城市規定限購令。
國五條	2013/2	✓ 嚴格執行限購令 ✓ 差別化住房信貸政策 ✓ 嚴格執行商品房之銷售標價規定。

資料來源：本研究整理

隨著打房力道加強，中國大陸的房地產似有降溫的情況，房地產價格開始下滑，但隨之而來的問題是如果房價下降，造成預期，使得房價進一步大幅下降，則可能造成銀行抵押品價值的大跌，可能使得銀行風險提高。自 2014 年第一季開始，中國大陸的房地產銷售和營建已開始衰退，中國第一季房屋銷售金額較去年同季下跌 7.7%，且新建房產銳減 25%，待售房屋面積達 1.58 億坪，年增 25%，這些數據都顯示中國房地產市場正在向下修正。中國大陸為了防止房價泡沫，因此進行打房政策，但打房又可能造成房市不振，增加房價泡沫破滅的風險，而房價泡沫破滅又會造成金融體系的風險，必須加以注意。

2014 年 7 月 18 日，中國國家統計局公佈了《2014 年 6 月份 70 個大中城市住宅銷售價格變動情況》，其中顯示 6 月在全中國 70 個

大中城市中，有 55 個新建商品住宅銷售價格環比下降，8 個上漲。

從 6 月份 70 大中城市新建商品住宅銷售價格同比方面來看，69 個城市出現上漲，僅有 1 個城市下降。其中最高漲幅出現在廈門，同比上漲 9.4%；最高降幅出現在溫州，同比下降 5.3%。

從 6 月份 70 個大中城市新建商品住宅房價環比變化城市特徵來看，同策諮詢研究部總監張宏偉認為，總體來看，受銀行信貸緊縮及市場存銷比指標提高等因素影響，市場去化壓力倍增，此時，部分開發企業由於資金面壓力、半年報業績指標等因素開始採取「以價換量」策略，甚至部分專案採取大幅降價策略以儘快回籠資金，導致 70 個大中城市房價漲幅放緩甚至出現 55 個城市下跌。

從 6 月份 70 個大中城市新建商品住宅銷售價格同比變化特徵來看，最大的特徵就是房價漲幅明顯放緩，6 月份已經沒有一個城市房價同比上漲超過 10%，即使是房價較為堅挺的一線城市也從 6 月份開始回落到 10% 以下。

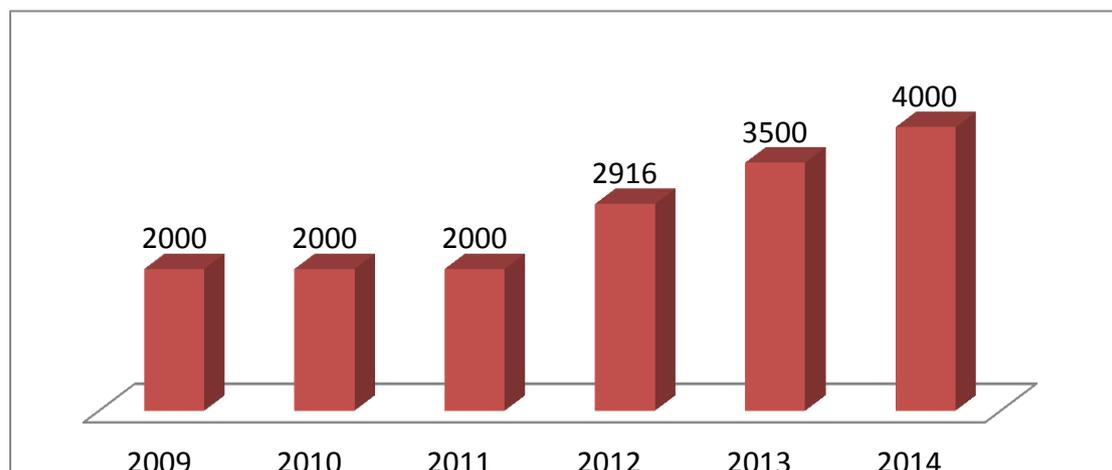
在加入 WTO 後，中國大陸銀行業面臨著外資銀行的競爭，以及商業化經營的壓力，各大銀行都在爭搶高報酬、低風險的客戶，而房地產信貸一向被看做優質客戶，信貸風險較少，導致銀行近年對房地產的貸款額大幅上升。目前比較突出的房地產金融風險如下：一是房地產開發企業的真正自有資金大都不足 30%，發展商「出地」、銀行「出資」的情況嚴重；二是有些分階段連續開發的大型樓盤過度開發形成風險；三是銀行對貸款的監控不力，信貸資金被挪用，從而形成風險；四是房貸、車貸等專案貸款條件放鬆，消費者違約現象增多，也增加銀行的風險。房地產二級市場不活躍，房產預售、未完工房屋交易預期價格水準上漲，收入預期不合理，都推動房地產市場價格的走高，促進房地產市場泡沫的產生。這種實體經濟和虛擬經濟的脫節，如果不加以控制，其後果將十分嚴重。除此之外，地方政府的投資平台大多是以土地向銀行抵押借款，以取得城市建設資金，當房地產泡沫破滅後，銀行抵押品價格大跌，造成銀行的不良貸款大幅上升，可能造成銀行的虧損甚至倒閉，難保美國的次貸危機不會在中國大陸發生。

參、中國大陸地方債務問題

過去由於中國政府預算法的限制，地方政府不得發債，只能由中央政府代地方發債，2009 年中央首次代地方政府發行 2000 億元地方政府債，之後 2010、2011 年均維持 2000 億規模，2012 年為 2916 億，2013 年則為 3500 億元，2014 年則規劃 4000 億元，較去年增加 500 億。然而中央替地方政府發債之金額相較於地方政府所需之資金仍非常低，故地方政府仍持續利用地方融資平台等管道進行融資，尤其在城鎮化推動如火如荼的時刻，地方政府投資衝動性持續增加，借債資建設的行為仍然不斷。

2014 年起中國大陸開始進行地方政府自發自還的「自主發債」的試點，在給定的 4000 億元人民幣總額下，中國大陸國務院批准了廣東、上海、浙江、深圳、江蘇、山東、北京、江西、寧夏、青島，共計 10 個省區市。第一只地方政府「自發自還」的地方債於 2014 年 6 月 23 日正式推出，舉債的地方政府為廣東省，金額為 148 億人民幣，信用評等為 AAA 的債券。此次的地方政府債期限包括 5 年、7 年與 10 年期，利率分別為 3.84%、3.697% 與 4.05%。

(單位：億元人民幣)



資料來源：中國證券登記結算中心

圖 35 中國中央代地方政府發行債券金額 (2014 年為規劃值)

除了中央代地方政府發行債券外，中國大陸地方政府亦利用地方融資平台或 BT 代建等方式進行實質舉債，而中國大陸地方債務

規模一直是讓人非常關注的議題。中國東方證券在 2013 年展開了一項中國債務問題之調查，利用編製中國政府資產負債表之方式，對於中國大陸五級政府的債務規模進行估算。2012 年底中國大陸五級政府債務規模為 28.5 兆，其中，中央政府 11 兆，省、市與縣三級政府 16.2 兆，鄉鎮政府 1 兆，政府債務佔 GDP 比重為 54.8%，各級政府分別為 21.3%、31.6%與 2%。中央債務主要為國債(佔 70%)和鐵路債(25%)，而地方債務中，銀行貸款、債券、其他影子銀行借款和 BT 代建分別為 50%、17%、14%與 15%。地方債務佔政府總債務由 2002 年的 37.1%上升至 2012 年的 56.5%。其中 2009 年的擴大內需政策，造成一次的跳升，由 47%上升至 55%。

另外，2010 年時，中國國家審計署曾對地方政府債務進行審計，根據其審計結果中國地方債規模約為 107,174.91 億元，其中地方政府負有償還責任的債務為 67,109.51 億元，負有擔保責任的債務為 23,369.74 億元，可能承擔一定救助責任的債務為 16,695.66 億元。而 2013 年 8 月起中國大陸國家審計署再次對全國政府性債務進行審計，結果於 2013 年 12 月 30 日公布。根據其審計結果，截至 2013 年 6 月底，中國大陸各級政府負有償還責任的債務總額為 206,988.65 億元，較 2012 年底提高 8.6%，逾 20 兆的全國債務當中，有 98,129.48 億元來自中央政府，占 47.4%；有 108,859.17 億元來自地方政府，占 52.6%。另外，地方政府負有擔保責任的債務總額 26,655.77 億元；可能承擔一定救助責任的債務總額為 43,393.72 億元，三項與地方政府有關之債務加總為 178,908.66 億元，地方政府的負債在 2 年半間增加了近 70%，平均年成長率為 26.77%，遠高於 GDP 成長速度。

表 17 中國大陸地方債餘額

	2010 年	比重(%)	2013 年 6 月底	單位：億元/%	
				比重 (%)	平均年增率 (%)
政府負有償還責任	67,109.51	62.62	108,859.17	60.85	24.88
政府負有擔保	23,369.74	21.81	26,655.77	14.90	5.62

責任					
政府可能承擔 一定救助責任	16,695.66	15.58	43,393.72	24.25	63.96
總計	107,174.91	100.00	178,908.66	100.00	26.77

資料來源：中國國家審計署

一般而言，在中國大陸地方債的統計上，官方版本之數據通常小於民間之版本，但無論是那一個版本的數據，中國大陸的地方債務的數字看來均相當龐大。但若以存量來看，中國大陸的債務問題看似不太嚴重，因為若以 2013 年之 GDP 測算(568,845 億元)，中國大陸地方債餘額所占比率約為 31.45%，其比率據中國大陸官方所言，仍屬於「可接受」的程度，反而是中國大陸地方債務成長的速度是更值得關注的問題。

除了地方債成長速度過快外，中國大陸地方債的融資方式亦是一個值得關注的問題。2013 年底公布的審計報告中指出，中國大陸地方債的舉債主體主要是透過地方融資平台、政府部門和機構等，其中地方融資平台融資金額（43,604.42 億）占整體地方債比重為 24.37%。而地方債務的資金來源主要來自於銀行貸款，其比重為 56.56%，即有半數以上的政府債務是來自於銀行資金。

表 18 中國大陸地方債主要融資主體與資金來源

	單位：億元/%			
	政府負有 償還責任	政府負有擔 保責任	政府可能 承擔一定 救助責任	總計
以融資平台為融資主體	40,755.54	8,832.51	20,116.37	69,704.42
比率 (%)	37.44	33.14	46.36	38.96
以銀行資金為資金來源	55,252.45	19,085.18	26,849.76	101,187.4
比率 (%)	50.76	71.60	61.87	56.56

資料來源：中國國家審計署

根據中國人民銀行的統計，2013 年 6 月底時，中國大陸銀行境內人民幣貸款總額為 678,986.08 億元，以此計算中國大陸銀行貸款給地方政府的比重為 14.9%，此比重較 2010 年時有所下降，但其中一部分是地方政府利用發行債券、中期票據、短期融資券或利用

信託融資方式籌集資金，而中國大陸的債券市場交易集中在銀行間交易市場，亦即該些融資最後亦是由銀行來承擔，如此將造成風險多由銀行承擔的情況。此外，銀行將資金大量借給了地方政府與地方融資平台，此將大幅排擠民間投資之借貸，造成嚴重的排擠效果，如此使得原本就已經難以取得信貸的民營中小企業將更難以取得信貸資金。

由於中國政府並未對地方融資平台進行有效的規範，且在地方債務高漲之下，其所暴露之風險亦逐漸的受到重視，其由於政方融資平台之債務多為向銀行借貸而來，故對銀行等金融體系影響非常大。主要的風險包括（吳明澤，2014）

一、 中國大陸地方債成長速度過快，恐有失控的危機。

雖然以存量來看，中國大陸的債務問題看似不太嚴重，因為若以 2013 年之 GDP 測算(568,845 億元)，中國大陸地方債餘額所占比率約為 31.45%，其比率據中國大陸官方所言，仍屬於「可接受」的程度。但是中國大陸地方債務成長的速度過快是非常值得關注的問題。由於地方政府舉債，未來必須負有償還本金與利息之義務，而其償還本利的來源為其稅收。在稅率不變的情況下，其成長速度約於經濟成長速度相當，中國大陸經濟成長率近年來已經無法如過去般的亮眼，難以再維持過去 10% 以上的成長，表示償債能力下降，但地方債成長速度遠高於經濟成長率，將可能造成失控的危機。

二、 地方債資金來源多集中在銀行體系，造成風險過於集中在銀行

根據中國人民銀行的統計，2013 年 6 月底時，中國大陸銀行境內人民幣貸款總額為 678,986.08 億元，以此計算中國大陸銀行貸款給地方政府的比重為 14.9%，此比重較 2010 年時有所下降，但其中一部分是地方政府利用發行債券、中期票據、短期融資券或利用信託融資方式籌集資金，而中國大陸的債券市場交易集中在銀行間交易市場，亦即該些融資最後亦是由銀行來承擔，如此將造成風險

多由銀行承擔的情況。

三、 地方債資金來源與用途的期限錯配

由上所述，中國大陸地方債多用於基礎建設，雖然可以建立相應的建設資產，但因該些建設多需長期性、持續性的投入，而銀行的資金通常用於短、中期融通，銀行為了降低風險與提高績效的考量，每年會評估貸款資產的品質，可能會中斷或暫停貸款，如此即可能造成地方政府資金的不穩定。以 2013 年 6 月底地方政府債務餘額未來償債的情況而言，2013 年 7 月至 12 月與 2014 年是地方債償還的高峰期。2013 年底時，中國發改委警告，2014 年是地方債務償還的高峰期，預計有 1,000 億人民幣的地方債到期兌付，為了避免地方融資平台無以還債的情況發生，中國大陸發改委允許平台公司發行部分債券對「高利短期債務」進行置換，以及允許平台公司通過發行債券用於「借新還舊」。發改委允許借新還舊的方式可以延長還款的年限，是將短期的債務轉為長期，是一種期限的轉換，然而這個方式無法由根本上解決中國大陸地方債期限錯配的問題。

四、 地方融資平台的規範不足

如前所述，中國大陸地方債的主要融資來源為地方融資平台，然地方政府融資平台對於成本與風險之評估較為寬鬆，且無需承擔風險的職責(由地方政府概括承受)，形成道德風險的情況，缺乏自我約束,其運作亦相當不透明。另外，地方政府相較於金融機構處於強勢地位，在地位與訊息上顯著的不對稱，地方政府通過多個融資平台從多家銀行獲得信貸資金，商業銀行對於地方政府投融資平台的資本、信貸資金運用、資產負債與償還能力難以掌握，對信貸資金難以實施有效的風險監控。中國大陸至今進行兩次全面性的債務審計，但中國大陸地方政府組織龐大，進行全面性審計工程浩大，而且因為資訊不對稱，中央政府難以掌握所有資訊，因此中國大陸對於地方債務規模的掌握能力有限。

五、 地方政府過分依賴土地財政，土地價值波動將造成地方債信用風險提高

據中國國家審計署之審計，截至 2012 年底，中國大陸 11 個省級、316 個市級、1,396 個縣級政府承諾以土地出讓收入償還的債務餘額 34,865.24 億元，占省市縣三級政府負有償還責任債務餘額 93,642.66 億元的 37.23%。另外，地方政府可用收入一般可分為地方本級收入、中央轉移支付與土地出讓收入等三部分，其中房地產相關稅收和國有土地使用權出讓收入合計佔地方政府可用收入之 25%，且地方政府之融資平台多以土地作為抵押，以獲得銀行貸款，故土地之價值波動將直接影響地方政府之收入與其償債能力，也會直接造成銀行之倒帳危機提高。

六、 許多地方和行業債務負擔過重，償債壓力大

據中國國家審計署之審計，截至 2012 年底，有 3 個省級、99 個市級、195 個縣級、3,465 個鄉鎮政府負有償還責任債務的債務率高於 100%；其中，有 2 個省級、31 個市級、29 個縣級、148 個鄉鎮 2012 年政府負有償還責任債務的借新還舊率（舉借新債償還的債務本金占償還債務本金總額的比重）超過 20%。從行業債務狀況看，截至 2013 年 6 月底，全國政府還貸高速公路和取消收費政府還貸二級公路債務餘額分別為 19,422.48 億元和 4,433.86 億元，債務償還壓力較大。

七、 地方建設效率不彰，產業產能過剩問題嚴重

中國大陸地方政府為求經濟之發展地方收入的增加，大量徵收土地轉讓給開發商進行房地產建設，但相應的需求不足，造成許多城市出現房屋供過於求，而形成「鬼城」的情況。此外，各地方所投資的產業趨同程度非常高，過度的投資造成產能過剩的情況，一旦該些產業的過剩產能引發價格崩跌與企業的債務危機，而可能引發連鎖效應，將造成地方債違約的危機。

除了地方政府債外，企業負債亦值得注意，根據 Standard Chartered Bank 的研究報告指出，中國除嚴重的地方政府債務外，企業負債更為嚴重，將對其經濟發展產生衝擊。2012 年中國企業負債占 GDP 比重已由 2011 年的 122% 攀升至 136%，創近 15 年來新高。然而更複雜的問題是，許多高負債的企業都是國有企業，而貸款的銀行也受政府控制。因此，部分中國企業債務背後，存在著隱含政府的擔保，致使政府債務占 GDP 比重也高達 78%。當多數企業努力的減少債務時，勢必對企業投資造成排擠效應，進而對整體經濟成長產生不利影響。國際信評機構評比各部門是否出現負債過高的臨界值為占 GDP 的 60% 至 90% 的區間，家庭及政府負債超過 85%，企業超過 90% 時，即為危險區間。

肆、中國大陸影子銀行問題

中國大陸利率管制亦引發了一個重要問題，即影子銀行的問題，由於影子銀行近年來發展迅速，且許多國外媒體與學者均認為影子銀行是中國大陸目前最大的金融風險。對於影子銀行 (shadow banking) 一般是指在銀行體系外從事信用中介的機構和行為，截至目前為止，但其正式的定義與包含的範圍仍有許多不同的看法。對於影子銀行，一部分定義是認為其是「平行銀行體系」的信用結構。如彰化銀行於「彰銀資料」期刊中，指出影子銀行的概念源自美國，為一種「平行銀行體系」，是一套與銀行貸款業務平行的信用仲介體系，其體系的成員涵蓋投資銀行、對沖基金、私募股權基金、貨幣市場、貨幣市場基金、債務抵押債券、信用違約交換、資產抵押商業票據、附買回協議等各種機構、工具和商品。是以金融市場為基礎，以資產證券化為主要內容。所謂的影子銀行是指在銀行體系外從事信用中介的機構和行為。中國銀行副行長陳四清亦有相似的看法⁸，在美國影子銀行為「平行銀行體系」，是一套與銀行貸款業務平行的信用仲介體系，涵蓋了投資銀行、對沖基金、私募股權基金、結構性投資載體、保險公司、民間地下金融與貨幣市場

⁸ 請見 http://www.boc.cn/big5/aboutboc/ab8/201308/t20130827_2438155.html

基金等非銀行金融機構，是以金融市場為基礎，以資產證券化為主要內容。

但另外有一些學者認為，中國大陸的影子銀行體系不同於其他國家的影子銀行，是同時包括「影子銀行」與「銀行的影子」的體系，而且對中國大陸而言，更重要的是後者。關於中國大陸影子銀行的範圍，論者有許多不同的界定方式，中國人民銀行調查統計司對影子銀行的定義為，中國大陸影子銀行體系包括商業銀行表外理財、證券公司集合理財、基金公司專戶理財、證券投資基金、投連險中的投資帳戶、產業投資基金、創業投資基金、私募股權基金、企業年金、住房公積金、小額貸款公司、非銀行系融資租賃公司、專業保理公司、金融控股公司、典當行、擔保公司、票據公司、具有儲值和預付機制的第三方支付公司、有組織的民間借貸等融資性機構。可以理解，前述定義範圍相當廣泛。而另外一種極端的說法則是最狹窄的定義，即僅包括銀行理財業務與信託公司兩類。

而在中國國務院於 2013 年底時出台《國務院辦公廳關於加強影子銀行監管有關問題的通知》(國辦發「2013」107 號文)中，首度正式定義了中國大陸影子銀行的範圍。中國大陸影子銀行主要包括三類：一是不持有金融牌照、完全無監管的信用仲介機構，包括新型網路金融公司、第三方理財機構等；二是不持有金融牌照，存在監管不足的信用仲介機構，包括融資性擔保公司、小額貸款公司等；三是機構持有金融牌照，但存在監管不足或規避監管的業務，包括貨幣市場基金、資產證券化、部分理財業務等。

在正規的商業銀行體系中，其核心功能主要有二：一為創造貨幣，為經濟體系提供流動性；二為發放信貸，為經濟體系創造信用。然而商業銀行體系因為與人民財產習習相關，因此多被非常嚴格的監管，故「替代」正規商業銀行體系的信貸行為便因此而出現，它是由金融體系自身發展、創新而來，也是為了規避嚴格的監管體制而出現的金融交易形式。

而中國大陸的銀行體系除了出現在商業銀行體系外的「影子銀行」外，亦出現在商業銀行內部運作的「銀行的影子」，即在銀行

資產負債表中不被統計為信貸的信用創造活動（殷劍峰、王增武，2013）。

一般教科書中將金融體系區分為間接金融與直接金融，間接金融是指非金融部門的儲蓄（存款）經由銀行創造信用的過程，間接的轉化為非金融部門的投資或消費，而直接金融為非金融部門的資金的供需雙方不經由銀行而是自行相互融資的行為，除了少量的民間融資外，主要表現在股票市場與債券市場的買賣，資金需求者發行金融憑證而讓資金供給者進行購買，以完成信貸的過程。但實際上，除了商業銀行外，仍有許多銀行體系以外從事信用創造的非銀行金融部門（包括機構、工具等），形成了「影子銀行」。

同樣的，銀行亦並非只進行信貸，其亦可以利用購買債券、購買股票等，甚至利用高回報吸引企業和居民的資金，以債券、票據、信貸資產、股票、各類收益權等作為投資標的，由中介機構進行簡單的包裝成為一理財商品，最終使資金流向使用方，形成對商業銀行信用中介功能的替代。由於中國大陸一直以來均是由銀行為主導的間接金融體系，直接金融比重非常低，因此在傳統的存放款業務外，中國大陸的金融體系已經成為「銀行的影子」為主導，「影子銀行」與「直接金融」為輔的金融體系。故在中國的影子銀行體系中，銀行仍然是核心，整個體系的資金來源和信用支撐主要靠銀行，因此可以認為是「銀行的影子體系」。

中國大陸的影子銀行規模有多大？目前仍眾說紛紜，根據中國社科院所發佈的《中國金融監管報告 2013》指出，若將中國大陸影子銀行體系侷限在銀行理財業務與信託公司兩類的話（這是過去幾年中國大陸金融市場成長最快、規模最大、且最具代表性的兩種投融資形式），其規模已由 2010 年的 5.5 兆人民幣成長至 2012 年底的 14.6 兆人民幣，三年內成長近 3 倍，而市場估算更高達 20.5 兆人民幣。

影子銀行的發展與中國大陸對利率與金融的管制習習相關。以最常見的「銀信合作」為例，由於中國大陸的利率管制，使得中國大陸的銀行可以利用非常低的成本取得大量存款，但因為存貸比限

制使得銀行無法將存款自由的貸放，為了繞過存貸比的限制，於是便於信託公司合作，將需求取得貸款的公司資產由信託公司將其包裝為信託產品，再由銀行銷售給投資人，即不計入銀行貸款，而繞過存貸比限制。另外，由於中國大陸國有企業向銀行貸款較為容易，利率亦相當低，相較之下，中小企業除了難以取得貸款之外，融資利率亦非常高。故有些國有企業向銀行融資後，並未將其資金用於實體生產行為，而是轉而購買信託產品，或直接將資金轉借給其他中小企業以獲取利差，亦成為影子銀行的一部分。

除此之外，2008年為因應美國次貸危機而使用「四萬億」擴大內需政策，造成信貸擴張、資金浮濫，造成無效率投資、房地產價格飆漲、許多產業如鋼鐵、水泥業產能過剩等。2010年中國大陸開始採用緊縮政策，政策的轉彎使得市場措手不及，造成地方融資平台、房地產業與部分產能過剩產業的資金缺口，於是在需求孔急，而銀行也樂得利用發行相關理財產品等方式將貸款自資產負債表移至表外，來規避存貸比限制。

此外，影子銀行的相關理財產品亦受到投資人的青睞，因為中國大陸存款替代品不多，在利率管制下，對於高利率的金融創新產品的接受度頗高（如互聯網金融），另外由於中國大陸相關存款保險制度尚未建立，缺乏完善的銀行退出機制，在政府隱性保證下，長期以來均有剛性兌付的潛規則，因此民眾對於高收益但低風險的理財與信託產品趨之若鶩，因此，中國大陸影子銀行成長速度驚人。

影子銀行的問題，多數學者專家認為是近年來中國大陸非常嚴重的金融風險。英格蘭銀行(BOE)總裁 Mark Carney 曾表示，中國大陸影子銀行缺乏監管，已為全球經濟帶來潛在風險；他呼籲，西方國家央行應先展開因應措施。而中國人民銀行前顧問李稻葵也認為，2013年中國大陸不動產信託基金未償付金額高達 6,340 億元，較上年增加 50%，若房地產泡沫破滅，恐將引發全面經濟風險。Carney 總裁指出，中國大陸監管機構雖企圖打擊影子銀行，但因中國大陸銀行業透過影子銀行擴大信用貸款的規模大到可怕，已引發

市場擔憂，中國大陸可能爆發系統性危機。因此他呼籲，西方國家央行應採取行動，提出因應的計劃。而李稻葵也警告，房地產市場將是中國大陸所有風險的根源，房價下跌將傷害地方政府籌資，以因應各項支出的能力，且引發全面性危機。

中國大陸影子銀行作為金融抑制環境下的一種金融創新，通過倒逼機制推進利率市場化，在一定程度上緩解宏觀調控對企業層面的負面衝擊，但也損害中央銀行貨幣政策的效力。與此同時，自 2012 年起，中國大陸影子銀行體系的違約事件開始出現，針對影子銀行體系的收益與風險，如何加強對影子銀行體系的監管，成為重要的問題。

伍、產能過剩

中國大陸由於其特殊的經濟體制與政府過度干預的關係，使得在改革開放後發生了系統性產能過剩的問題。由於過去中國大陸官員的升遷條件便是地方官員在地方上的政績，而最明確的政績便是 GDP 之成長，於是地方政府無不積極的「上項目」，招商引資，或是為拉抬本地 GDP，因此大量的從事政績工程、形象工程，造成過度投資的結果。中國大陸一直以來帶動其經濟成長的兩大動力，一為出口、二為投資。但自 2008 年金融海嘯後，中國大陸出口大幅的衰退，對經濟成長之貢獻不若以往，為了刺激景氣，於是政府利用基礎建設投資以拉動經濟成長，並且使用「四萬億」擴大內需政策，大部分的資金亦是用於投資。而在如此龐大的擴大內需下，對於某些產品之需求大增，例如基礎建設所需的鋼鐵、水泥等，因此對生產該些產品之投資大增，使其產能大幅提升。然而在世界經濟開始回穩後，中國大陸為避免景氣過熱造成物價膨脹，開始進行緊縮政策，使得需求突然減少，亦使得產業過多的投資無法及時收回，造成產能過剩之結果。

另外，自李克強上任國務院總理後，城鎮化是中國大陸重要的政策之一，而城鎮化亦被認為需要大量的基礎建設投資，也使得基礎建設相關產業的投資大幅增加，但因城鎮化的速度不如預期，過

剩產能之問題亦更加嚴重。

中國大陸最近流行一個說法，全球鋼鐵產量的排名，第一名是中國（不含河北）、第二名是河北（不含唐山）、第三名是唐山（不包括瞞報），其次才是日、美、印等國，可見中國大陸鋼鐵產能之龐大，而且中央調控與地方瞞報之博弈相當嚴重。在訪談中國大陸的相關業者時，形容說「目前是老大（國家項目）准建，老二（地方項目）私建，老三偷建（民企項目）」。

中國國務院在去年（2013年）發佈了《國務院關於化解產能過剩矛盾的指導意見》，點名鋼鐵、水泥、電解鋁、平板玻璃與船舶等五個產業有產能過剩的問題。《指導意見》指出2012年底中國大陸該五大行業，其產能利用率分別僅72%、73.7%、71.9%、73.1%與75%，低於國際水準，鋼鐵、電解鋁、船舶等行業利潤大幅下滑，企業普遍經營困難。值得關注的是，這些產能嚴重過剩行業仍有一批在建、擬建項目，產能過剩呈加劇之勢，自2012年後，情況似乎亦沒有好轉。根據大陸學者陸百甫的估計，中國大陸電解鋁在建項目產能1000萬噸，2013年新建成投產約420萬噸，如果全部投產，電解鋁產能將擴張至3800萬噸，產能利用率將降至50%。除此之外，2013年中國大陸鋼鐵已開工項目510個，如果在建、設計、規劃項目全部投資建成，中國大陸煉鋼能力將再增5000多萬噸，而據業內人士的說法，中國大陸鋼鐵行業新建項目獲批者不到40%。

除了上述的五大產能過剩產業外，另外如煤炭、風電設備製造、多晶矽、光伏電池等部分戰略性新興產業產能一樣嚴重過剩，有資料顯示中國大陸風電設備產能利用率僅67%，光伏產能利用率僅57%，而多晶矽產能利用率更低，僅為35%。

產能過剩將使得企業經營面臨困難，利潤下降，毛利率降低，而對於該些產業之信貸無法回收之風險更大。在一般資本主義社會下，一旦某些產業發生了產能過剩的問題，銀行等金融機構在風險考量下，會提高該些產業貸款利率或是避免貸款給該些產業。但中國大陸該些產能過剩的產業多是政府干預的較多的產業，也是以國

有企業為主的產業，國有企業因為有無形的預算軟約束，且背後均有相當的政治勢力，因此銀行仍相對願意貸款給該些產業，但也使得金融風險的加深。據訪談中國大陸的專家預測，產能過剩行業未來兩年如果達到 80% 的正常產能利用水準，將有大約 8% 至 35% 的產能被淘汰，按照約 5 兆元的總貸款規模計算，預計將產生不良貸款約 5700 億元。

雖然中國大陸相關單位已開始注意到相關問題，中國銀監會 2013 年年報提出要強化風險監測，「及時監測掌握銀行業金融機構『兩高一剩』（高污染、高能耗行業與產能過剩行業）行業的貸款情況，嚴格監測產能過剩行業風險」，實際上，至 2013 年底，鋼鐵、水泥等五大行業貸款餘額為 1.65 兆元，較年初減少 555.43 億元，降幅為 3.26%。但接下來的問題是，在經濟成長速度下滑的情況下，如果對於產能過剩產業再緊縮貸款，很可能使得資金斷鏈，而此資金斷鏈又造成企業倒閉風險，進而使得貸款無法回收，造成銀行的損失，因此目前中國大陸的銀行業亦面臨了兩難的情況。

陸、期限錯配

中國大陸信用結構亦存在一個非常嚴重的問題，即資金期限錯配的問題。中國大陸目前的金融體系中，間接融資是佔了最大的比重，而間接融資中又以銀行為最主要的資金供應來源。由於股票市場的不健全、債券市場規模仍不足以與銀行體系相提並論，故企業所需的資金多由銀行體系取得，因此使得企業使用短期資金進行長期投資項目的資金來源，但中國大陸銀行的資金來源主要是城鄉居民的短期存款，造成期限錯配的情況。以中國大陸地方債為例，從地方債資金之用途來看，地方政府舉債主要用於基礎設施建設等和公益性項目，在已支出的政府負有償還責任的債務中，用於市政建設、土地收儲與交通運輸設施建設、保障性住房、教科文衛、農林水利、生態建設等基礎性、公益性項目的支出佔了 86.77%，雖然該些支出多為投資性支出，可以建立相應的建設資產，但因該些支出多為長期性、持續性的投入，而銀行的資金通常用於短、中期融通，銀

行為了降低風險與提高績效的考量，每年會評估貸款資產的品質，可能會中斷或暫停貸款，如此即可能造成地方政府資金的不穩定。除此之外，此期限錯配亦可能造成銀行的風險，銀行承作長期的貸款可能造成流動性的降低，在期中考核時可能必須大量搶收存款、在銀行間交易市場進行拆借或延遲放款以達到存貸比限制的要求，因此便出現 2013 年的銀荒問題，因此資金的期限錯配問題將造成中國大陸相當大的金融風險。

以 2013 年 6 月底地方政府債務餘額未來償債的情況而言，2013 年 7 月至 12 月與 2014 年是地方債償還的高峰期。2013 年底時，中國發改委警告，2014 年是地方債務償債的高峰期，預計有 1,000 億人民幣的地方債到期兌付，為了避免地方融資平台無以還債的情況發生，中國大陸發改委允許平台公司發行部分債券對「高利短期債務」進行置換，以及允許平台公司通過發行債券用於「借新還舊」。發改委允許借新還舊的方式可以延長還款的年限，是將短期的債務轉為長期，是一種期限的轉換，然而這個方式無法由根本上解決中國大陸地方債的問題。

表 19 中國大陸地方債到期時間表

單位：億元/%

	政府負有償還 責任	比重	政府負有擔保責 任	政府可能承 擔一定救助 責任
2013 年 7-12 月	24,949.06	22.92	2,472.69	5,522.67
2014 年	23,826.39	21.89	4,373.05	7,481.69
2015 年	18,577.91	17.07	3,198.42	5,994.78
2016 年	12,608.53	11.58	2,606.26	4,206.51
2017 年	8,477.55	7.79	2,298.60	3,519.02
2018 年及以後	20,419.73	18.76	11,706.75	16,669.05
總計	108,859.17	100.00	26,655.77	43,393.72

資料來源：中國國家審計署

由以上的分析可以發現，中國大陸目前許多的經濟與金融問題有幾項特色。第一是許多的金融風險其實是在 2008 年美國次貸危機所引發的金融海嘯，中國大陸政府所推出的「四萬億」擴大內需

政策有關，如產能過剩、地方債務問題與房地產泡沫等。另外，中國大陸的金融風險許多是由於利率尚未市場化與對金融體系的管制有關，例如影子銀行與期限錯配等，均是由於政府對銀行的存貸比限制與利率無法自由決定有關。最後，這些風險大多集中在銀行體系，如地方債、房地產的資金來源多為銀行，產能過剩行業、影子銀行與期限錯配等風險亦多集中在銀行，因此中國大陸的銀行業將是中國大陸經濟或金融風險的主要來源。

柒、其他風險

一、 互聯網金融

除了上述的問題外，中國大陸仍有許多的金融相關潛在風險。例如中國大陸持續推動利率市場化，在 2013 年 7 月 18 日已將銀行放款利率浮動下限取消，僅剩存款利率的上限管制仍然存在。而中國大陸政府亦一直推動存款保險制度建立，一般認為存保制度是利率市場化的最後一項建設，當存保制度上路後，存款利率上限將會取消。雖然利率市場化可以使資金的配置更加有效率，但亦會造成利差的收窄，因為各銀行會提高存款利率吸引更多存款來獲利。2012 年時，中國大陸的銀行業曾被指責為一暴利行業，最主要的原因一般認為就是利差的保護，一旦利率收窄後，對銀行的利潤將會有所衝擊，許多學者認為部分的小銀行可能因此而倒閉退出市場。如此，難免會造成一些金融風險。

最近非常熱門的「互聯網金融」，亦是對中國大陸的銀行業造成相當大衝擊的一項金融創新工具，它造成中國大陸銀行非常大的壓力，但也是推動利率市場化重要的推手。近年來中國大陸急速竄起的互聯網金融，即是在利率管制與銀行壟斷下，出現的一種金融創新產品。所謂的互聯網金融是指以借助網路技術、移動通訊技術進行資金融通、支付與訊息中介等業務的新興金融模式。中國大陸目前互聯網金融是由傳統金融機構與非金融機構組成，傳統金融機構主要為傳統金融業務的互聯網創新以及電商化創新等，非金融機

構則主要是指利用互聯網技術進行金融運作的電商企業、創富貸（P2P）模式的網路借貸平臺，眾籌模式的網路投資平臺，挖財類的手機理財 APP，以及協力廠商支付平臺等。

由於互聯網金融的興起，造成傳統銀行相當大的衝擊，對於互聯網金融，許多學者與官員均有不同的看法，有些專家認為互聯網金融是一個非常好的金融創新，甚至說互聯網是金融改革的助推器（吳曉靈，2014），是一個中國金融改革的倒逼機制，可以達成普惠式金融的目的。但亦有人認為互聯網金融是吸血鬼，推高了整體經濟的成本，幫助國際投機資本抽中國實體經濟的血（鈕文新，2014）。由於互聯網金融的盛行，造成傳統銀行非常大的壓力，因為在存款利率上限被管制的情況下，互聯網金融中的代表性商品—餘額寶卻可以給民眾高達 6% 的年化收益率，且可以隨存隨取，遠高於銀行一年期的存款利率，且不可中途取出，故互聯網金融中如餘額寶造成了銀行經營的壓力。雖然如此，中國人民銀行行長周小川明確表態不會取締「餘額寶們」，但對於這類金融業務的監管政策會更加完善。

根據媒體報導，餘額寶自 2013 年 6 月 13 日上線，餘額寶發行一年的時間，用戶人數已經破億，規模達到 5,742 億元人民幣，總收益為 118 億人民幣，與之對應的天弘增利寶，已躋身全球前十大基金（名列第 7 名）。但事實上如餘額寶等互聯網金融存在非常大的風險，而目前一般投資無視或無法衡量其風險的情況下，一味追求高獲利的情況下，難保不會造成一個金融危機。

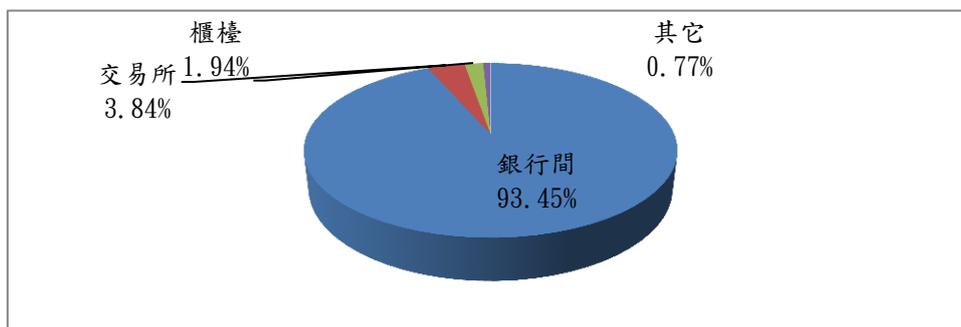
不過，由於餘額寶的成功吸金，除了使傳統銀行加快其金融創新以迎戰外，應亦有助於中國政府對於利率市場化腳步的加快，在 2014 年的工作重點是擴大金融機構利率自主訂價權，使金融機構有更大的利率浮動空間，最後放開存款利率，而今年 3 月 11 日周小川亦指出「存款利率放開肯定是在計劃之中」。

二、 債券市場相關風險

除了間接金融的銀行體系外，中國大陸直接金融的資本市場亦

有許多的問題，而由於我國金融業（包括銀行、證券與保險業）在中國大陸的經營，除了本業外最重要的便是在中國大陸的資本市場進行投資，故資本市場的問題將會引起我國金融業的經營風險。

以債券市場為例，中國大陸的債券主要包括三個交易市場，分別是銀行間交易市場、交易所市場與櫃台交易市場，然銀行間交易市場之交易量佔了絕對的比重，2014年6月中央結算公司之債券託管量中，全國銀行間市場債券託管比重達93.45%，而交易所、櫃台與其他則分別佔3.84%、1.94%與0.77%。而據張志軍（2012）研究，中國大陸債券市場的交易量中，約有60%來自銀行間市場，35%為交易所，僅不到5%為櫃台市場。由此可見全國銀行間交易市場是最重要的債券交易市場，亦即中國大陸債券市場的次級市場基本上為機構投資者壟斷，個別投資者比重非常少。而銀行間市場與交易所是兩個主要的交易市場，但兩者之監管機構卻不同，一為中國人民銀行，一為中國證監會。另外，債券託管機構亦不同，前者為中央結算公司，後者則為中證登公司。由於監管單位不同，監管模式亦有所差異，債券要經過該些監管機構之審核標準亦不一，市場無法進行整合。因此，各別市場之間相互流通非常困難。雖然在先進國家的債券市場亦是場外市場（銀行間市場）和場內市場（交易所市場）並存，且場外市場交易量高於場內市場，但因託管與監管之分割，兩市場難以交流，相當程度阻礙了債券市場之流動性。



資料來源：中國債券信息網

圖 36 中國大陸債券交易市場

由於兩個市場的交易品種、市場參與者與交易機制不盡相同，

債券託管體系亦不相通，市場參與者無法利用同一託管帳戶自由參與任一市場的交易，債券流動性降低，交易成本增加，效率下降。而且過去銀行間交易市場與交易所市場，商業銀行不能進入交易所市場，而交易所市場非金融機構參與者亦不能進入銀行間市場，故兩個市場交易主體分割，各市場需求偏好與交易行為接近，亦降低了債券的流動性，兩個市場的不平衡發展態勢和分割狀態，亦不利中國大陸利率市場化之推動。但中國大陸亦發現此問題，已經開始推動交易所市場與銀行間交易市場互聯，允許上市及擬上市商業銀行赴交易所發行公司債，而後 2013 年 12 月 27 日國家開發銀行在上海證券交易所首批成功發行 120 億元金融債券。

三、 大多數風險與銀行相關

最後，如前所述，中國大陸的社會融資結構中，間接金融的銀行部分佔了絕對的比重，若加入委託貸款與信託貸款，其比重高達近八成。而在債券市場中，債券的交易絕大部分亦集中在銀行間交易市場，亦即銀行亦是在此市場中最主要的資金來源，如同本研究訪問中國大陸社科院金融所所長王國剛時其所言：「中國大陸的債券市場是將直接金融玩成了間接金融」。如此不論是間接金融或是直接金融，中國大陸的銀行業均扮演了舉足輕重的地位，但亦意味著風險大量的落在商業銀行身上，若金融體系發生一些無法預料的危機時，中國大陸的銀行恐必須負擔非常大的損失與風險。

四、 股票市場圈錢意味濃厚

另外，以股票市場為例，中國大陸股票市場首次公開發行(IPO)制度的不健全，引發了大量公司上市圈錢的投機行為，造成 IPO 的三高問題（高發行價、高市盈率與高超募額），且造成次級市場的泡沫，因此中國大陸 A 股市場 IPO 歷經 8 次的暫停與重啟⁹，2014 年的重啟是第 8 次的重啟。另外，上市公司存在「重發行、輕分紅」

9 八次的 IPO 關閉期：一、1994 年 7 月 21 日至 1994 年 12 月 7 日、二、1995 年 1 月 19 日至 1995 年 6 月 9 日、三、1995 年 7 月 5 日至 1996 年 1 月 3 日、四、2001 年 7 月 31 日至 2001 年 11 月 2 日、五、2004 年 8 月 26 日至 2005 年 1 月 23 日、六、2005 年 5 月 25 日至 2006 年 6 月 2 日、七、2008 年 12 月 6 日至 2009 年 6 月 29 日與八、2012 年 11 月 3 日至 2014 年 1 月。

與「上市圈錢」的趨向，對投資人負責與公司永續經營缺乏完善的考量，股票市場投資人投資傾向嚴重，雖然引進機構投資者，但因資訊不完全與制度管理缺失，股票市場的價格發現與穩定功能較弱，亦造成中國大陸股市積弱不振。2014年中國大陸股票市場的改革規劃是要從核准制向註冊制過渡，但IPO重啟後，中國大陸證監會又數度暫停或是緊縮新股發行規定，使得IPO許多人認為此次IPO的改革有開倒車的情況。

其次，中國大陸政府過去一直挑選經營不善但亟需資金的國有企業上市，卻忽視了那些盈利能力更強的私營企業，而且中國大陸政府常常在股市上漲階段批准大量上市交易，在市場下跌階段暫停上市審批。使得市場表現欲振乏力，也造成上證指數從2007年10月16日6,092.1的最高點跌至2014年7月11日的2,047點，跌幅達66.4%。

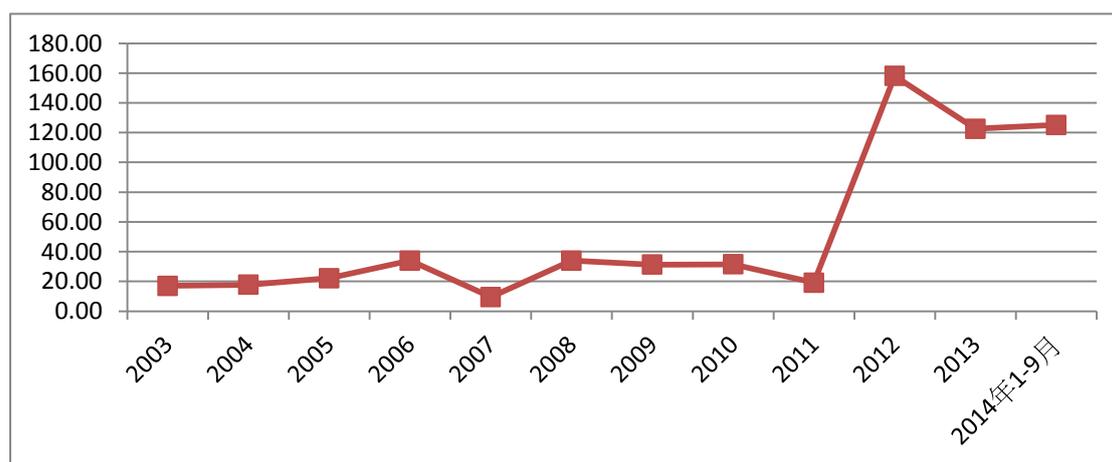
五、資本帳管制的放鬆可能帶來風險

在對於外資的管控上，中國大陸利用QFII與RQFII制度來控制外資流入中國資本市場的數量。中國大陸的QFII制度開始在2002年，主要依據的法規為該年12月1日中國證監會公布實施的《合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法》，規範國外投資機構要投資中國大陸資本市場必須經由中國證監會批准資格，並向中國外匯管理局申請投資額度，申請資格依不同金融機構類型有不同的規定。而後於2006年8月公布實施《合格境外機構投資者境內證券投資管理辦法》與《關於實施『合格境外機構投資者境內證券投資管理辦法』有關問題的通知》，並於2009年10月公布《合格境外機構投資者境內證券投資外匯管理規定》，這些相關法令是監管QFII的主要法令。

2012年中國大陸在總結QFII制度的實施經驗後，認為QFII規模仍然較小，當時持股市值僅占A股流通市值的1.1%，為了擴大資本市場對外開放，吸引更多外資投入中國大陸的資本市場，故分別在2006年與2012年進行了修改。

在最初公布的暫行辦法中對於申請者資格要求較為嚴格，其規定不同的金融機構申請合格投資者資格者，必須滿足不同的條件。此條件分別在 2006 年與 2012 年進行兩次修改，各種金融機構申請 QFII 之資格限制大幅放寬。

在申請了 QFII 資格後，申請人亦必須向中國大陸國家外匯管理局（簡稱外管局）申請 QFII 之額度。截止 2014 年 9 月 36 日止，中國大陸核准的 QFII 機構投資者共有 256 家，總額度為 622.118 億美元，我國如富邦證券、群益證券、元大寶來、國泰證券、新光人壽、中國人壽等均有申請其 QFII 之額度。而由其開放額度來看，在 2003 年至 2011 年開放額度均較少，直到 2012 年開放額度大幅增加，僅 2012 年至 2014 年 9 月，開放額度即達 405.71 億美元，佔整體額度的 65.22%，即六成多的額度是近 2 年多所開放的。

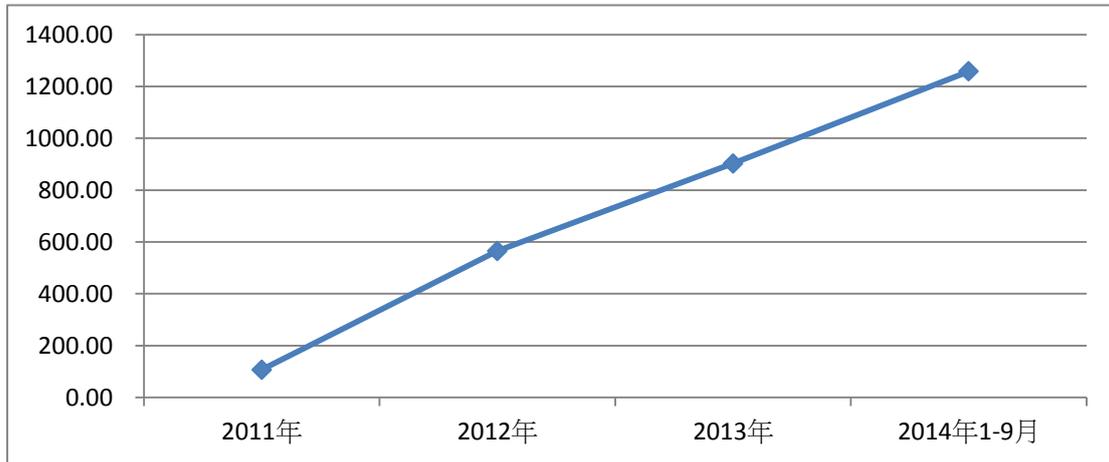


資料來源：中國外匯管理局

圖 37 歷年新增 QFII 額度

在 QFII 制度後，隨著人民幣國際化的進程推進，中國大陸離岸人民幣的存量大幅增加，跨境人民幣貿易結構的範圍亦不斷的擴大，人民幣境外投資與外商投資等業務先後展開，離岸人民幣存款總額保持快速成長，亦使得境外人民幣的運用與投資的需求，但相對而言離岸人民幣的投資管道卻非常有限。因此，中國大陸於 2011 年在 QFII 制度後，再次推出人民幣合格境外投資者（RQFII）之制度。雖然 RQFII 發展至今不過 3 年的時間，但成長速度相當快，且試點的區域由原本的香港，擴大至台灣、新加坡、英國倫敦、法國

等。雖然由於服務貿易卡關，所以我國的 RQFII 額度沒有辦法真的實現，但由於我國金融業人民幣存款快速的增加，去化的管道勢必要多元發展，因此 RQFII 應要儘速的啓動，我國金管會已開始爭取向中國大陸爭取人民幣 1000 億元額度的 RQFII 與服貿脫勾，先行上路，而當服貿過關後，預計開放的金額會愈來愈高。



資料來源：中國外匯管理局

圖 38 歷年新增 RQFII 額度

由於中國大陸持續的放開資本帳，使得我國資金可以進入中國大陸資本市場進行投資，對於我國金融業而言，此為一個新的投資獲利機會，但亦有其相當程度的風險，中國大陸資本市場的變化與發展，對我國金融業有著非常大的影響，值得我們特別的關注。

第三節 中國大陸經濟與金融風險指標建構

壹、中國大陸經濟與金融風險指標選取原則

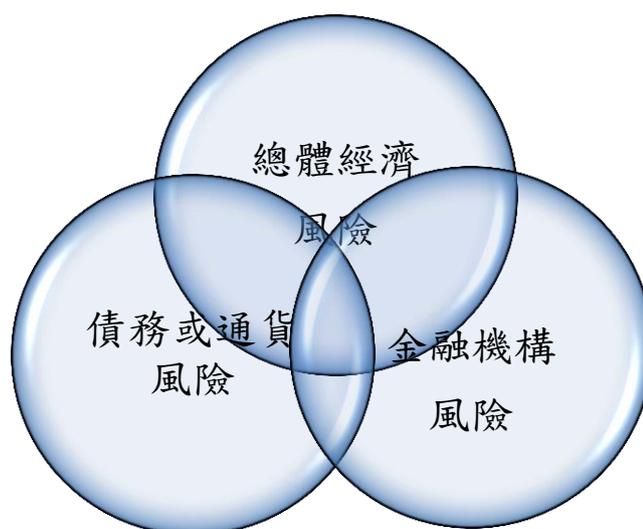
其實國內外已有相當多針對一國之經濟與金融風險預警指標構建的研究，而其中 IMF 所構建的 FSI 體系亦有許多的國家包括中國大陸都相繼採用，除此之外，中國大陸的學者亦針對本國之特色，對經濟與金融風險指標進行選取。然而，前述所提及的指標雖然可以良好的分析未來經濟與金融體系的潛在的風險，但由於大多的指標所使用的統計資料多是月度或是季度資料，由於統計資訊通常會

產生時間的落差，而如果統計資料發佈的時間間隔愈久，則時間落差更長，雖然所選取的指標對於金融風險確實有預測能力，但是由於統計數據的時間遲延，造成金融風險已然發生，但數據資料尚無法反應的情況，如此便弱化了對於經濟與金融風險之預警能力。因此，有必要在現有的研究基礎上，更進一步的利用時間落差更短的資訊，配合現有的指標對於經濟與金融風險進行更快速的預警。

為了解決此問題，本研究補充日度的資料，來降低時間遲延造成的難以即時對金融風險進行預警的缺點。但日度的資料容易受短期外生事項的影響而波動，因此無法全盤取代月度或季度資料對於金融風險之預警效果，故本研究除了使用日度數據捕捉中國大陸最新最即時的金融風險外，亦使用月度、季度資料表達中、長期金融風險。而那些變數可以用來反應金融之風險？一般在選取預警指標時應滿足幾個條件，第一是理論上此指標對於金融風險具有解釋作用；第二，這些指標必須符合預測對象的經濟環境特性；第三則是必須考量指標的可取得性。由於日度資料每日更新，因此通常是非統計資料，而是一些每日均存在交易的市場數據，例如股票市場、債券市場與外匯市場等，而這些交易通常能夠反應經濟或金融市場的相關訊息。例如股票市場的價格反映了對整體經濟與產業或企業未來獲利的看法，若股票價格上升，則表示對企業之未來前景看好，反之則看壞。雖然不同的投資人由於資訊不同、偏好不同等原因，對於股票之評價亦有所不同，但整體而言，若非因炒作而股價持續上升，則可以表示大多數的投資認為該企業之前景可期。另外，股市的波動亦反映了對企業獲利或前景不同看法的相反拉鋸，則表示對於未來的前景有所疑慮。另外，例如債券殖利率亦是可以用來判斷投資大眾對於未來經濟景氣的看法，如長短天期債券殖利率曲線利差亦可以表達債券投資人對未來景氣的看法，而國債與企業債利差也可以用來判斷企業的信用風險等，故善用這些交易數據，對我們判斷一國之經濟與金融的前景與風險有非常大的幫助。

有鑑於本研究之主要討論的重點是以目前已開放我國金融機構赴中國大陸投資與經營之相關業務所可能面臨的相關經濟與金融風險為主要研究對象，因此本研究將以兩大構面進行中國大陸經

濟與金融指標之建構，一大構面為時間構面，分為中長期指標（結構風險指標）與短期指標（作為即時預警與對未來展望調整的指標），另一大構面則為對象構面，分為總體經濟風險、債務與通貨風險與金融機構風險等。在此必須加以說明的是，區分這些構面對於風險指標的選取有所助益，可以避免過於集中在某特定領域而忽略了其他金融領域之風險，但這些構面的金融風險指標並非完全獨立的，許多風險是有密切相關。



資料來源：作者自行繪製

圖 39 不同領域風險可能重疊示意圖

貳、中國大陸經濟與金融風險指標建構方式

根據本研究對東亞金融風暴與歐債危機的個案討論，並參考了相關文獻後，我們選出包括 GDP 成長率、物價膨脹率、財政赤字佔 GDP 比率等共計 22 個與經濟金融風險相關的指標，將之區分為總體經濟風險、債務與通貨風險和金融機構風險三大類，其中包括了 15 個中長期（結構風險）指標與 9 個短期（預警與展望）的指標，指標內容詳見表 20。

表 20 中國大陸經濟及金融風險指標

	中長期（結構風險）指標	短期（預警與展望）指標
總體經濟 風險	1. GDP 成長率 2. 物價膨脹率 3. 社會融資成長率 4. 社會融資增加量/GDP 比率 5. 國房景氣指數	6. OECD 領先指標 7. 股價指數 8. 製造業 PMI 指數
債務與通 貨風險	9. 經常帳逆差佔 GDP 比率 10. 財政赤字佔 GDP 比率 11. 短期外債佔外債總額 12. 外債總額佔 GDP 比率	13. 中國主權 5 年期 Credit Default Swap(CDS) 14. 國企與 AAA 級企業債殖利率差 15. 債券殖利率曲線
金融機構 風險	16. 資本適足率 17. 不良貸款率 18. 不良貸款率變動率 19. 流動比率 20. ROE 21. 保費存放於非銀行存款比率	22. 上海交易所股價指數變動率 23. 上海銀行同業間拆款利率(Shibor) 24. 上證 180 金融股指數變動率

資料來源：本研究自行整理

本研究所建構之中國大陸經濟暨金融風險指標是採 6 級評分法評分，分數分別為 0、1、2、3、4、5 分，0 分代表其風險最低，1 分次之，而 5 分表示其風險最高。本研究所定義之風險指標的上下限均是參考文獻上對於該指標的警戒值或是依中國大陸本身的特性所編制。在進行評分時，本研究利用區間估計的方式，依指標特性，一個分數對應一個指標區間。

舉例而言，我們衡量中國大陸的債務風險時，其中一項指標為外債佔 GDP 比率，此數值愈小，風險愈小，而國際間一般認定的警戒值為 40%，故我們將外債佔 GDP 比率超過 40% 者給予 5 分，而後比率為 0 以下者為 0 分、比率為 0-10% 者為 1 分、比率為 10-20% 者為 2 分、比率為 20-30% 者為 3 分、比率為 30-40% 者為 4 分、

而 40% 以上則為 5 分。

另外，一些指標會產生偏離趨勢的波動，造成經濟的風險，如 GDP 的大幅上升恐造成經濟過熱，而 GDP 大幅下跌又可能造成經濟蕭條的風險，因此我們將以其偏離潛在值（或趨勢值）的程度給予風險的評分。然而，我們對過去的金融風險進行了檢視後，發現雖然經濟上行恐會造成泡沫化的風險，但其風險較經濟下行所造成的損害要低，因此本研究利用不對稱的評分方式，例如以 GDP 成長率而言，先將 GDP 利用 HP filter 方式進行去趨勢化，再將 GDP 與 HP filter 後之平均值相減，若其在正 0.5 標準差內，給予 0 分、正 0.5-0.75 個標準差內給予 0.5 分、正 0.75-1 個標準差內給予 1 分、正 1-1.25 個標準差內給予 1.5 分，正 1.25-1.5 個標準差內給予 2 分，而正 1.5 個標準差外給予 2.5 分。但若其在負 0.5 標準差內，給予 0 分、負 0.5-0.75 個標準差內給予 1 分、負 0.75-1 個標準差內給予 2 分、負 1-1.25 個標準差內給予 3 分，負 1.25-1.5 個標準差內給予 4 分，而負 1.5 個標準差外給予 5 分。

在針對個別指標給予評分後，其次分別對總體經濟、債務或通貨和金融機構的相關指標，求算評分的平均值，以分別代表各領域之風險係數，最後加總成整體風險係數。

表 21 中國大陸經濟及金融風險指標評分標準

序號	指標名稱	評分標準	2014/9 指標值	得分
1.	GDP 成長率	變動在正 0.5 標準差內 0 分、正 0.5~0.75 個標準差內 0.5 分、正 0.75~1 個標準差內 1 分、正 1~1.25 個標準差內 1.5 分，正 1.25~1.5 個標準差內 2 分，正 1.5 個標準差外 2.5 分； 若其在負 0.5 標準差內 0 分、負 0.5~0.75 個標準差內 1 分、負 0.75~1 個標準差內 2 分、負 1~1.25 個標準差內 3 分，負 1.25~1.5 個標準差內 4 分，而負 1.5 個標準差外 5 分。	7.4%	0

序號	指標名稱	評分標準	2014/9 指標值	得分
2.	CPI 成長率	變動在正 0.5 標準差內 0 分、正 0.5~0.75 個標準差內 0.5 分、正 0.75~1 個標準差內 1 分、正 1~1.25 個標準差內 1.5 分，正 1.25~1.5 個標準差內 2 分，正 1.5 個標準差外 2.5 分； 若其在負 0.5 標準差內 0 分、負 0.5~0.75 個標準差內 1 分、負 0.75~1 個標準差內 2 分、負 1~1.25 個標準差內 3 分，負 1.25~1.5 個標準差內 4 分，而負 1.5 個標準差外 5 分。	1.6%	0
3.	社會融資成長率	變動在正 0.5 標準差內 0 分、正 0.5~0.75 個標準差內 0.5 分、正 0.75~1 個標準差內 1 分、正 1~1.25 個標準差內 1.5 分，正 1.25~1.5 個標準差內 2 分，正 1.5 個標準差外 2.5 分； 若其在負 0.5 標準差內 0 分、負 0.5~0.75 個標準差內 1 分、負 0.75~1 個標準差內 2 分、負 1~1.25 個標準差內 3 分，負 1.25~1.5 個標準差內 4 分，而負 1.5 個標準差外 5 分。	1.69%	2.5
4.	社會融資增加量/GDP	變動在正 0.5 標準差內 0 分、正 0.5~0.75 個標準差內 0.5 分、正 0.75~1 個標準差內 1 分、正 1~1.25 個標準差內 1.5 分，正 1.25~1.5 個標準差內 2 分，正 1.5 個標準差外 2.5 分； 若其在負 0.5 標準差內 0 分、負 0.5~0.75 個標準差內 1 分、負 0.75~1 個標準差內 2 分、負 1~1.25 個標準差內 3 分，負 1.25~1.5 個標準差內 4 分，而負 1.5 個標準差外 5 分。	35.15%	0
5.	國房景氣指數	變動在正 0.5 標準差內 0 分、正 0.5~0.75 個標準差內 0.5 分、正 0.75~1 個標準差內 1 分、正 1~1.25 個標準差內 1.5 分，正 1.25~1.5 個標準差內 2 分，正 1.5 個標準差外 2.5 分； 若其在負 0.5 標準差內 0 分、負 0.5~0.75 個標準差內 1 分、負 0.75~1 個標準差內 2 分、負 1~1.25 個標準差內 3 分，負 1.25~1.5 個標準差內 4 分，而負 1.5 個標準差外 5 分。	94.72	5
6.	OECD 領先指標	變動在正 0.5 標準差內 0 分、正 0.5~0.75 個標準差內 0.5 分、正 0.75~1 個標準差內 1 分、正 1~1.25 個標準差內 1.5 分，正 1.25~1.5 個標準差內 2 分，正 1.5 個標準差外 2.5 分； 若其在負 0.5 標準差內 0 分、負 0.5~0.75 個標準差內 1 分、負 0.75~1 個標準差內 2 分、負 1~1.25 個標準差內 3 分，負 1.25~1.5 個標準差內 4 分，而負 1.5 個標準差外 5 分。	99.10	1
7.	股價指數	5000 點以上 0 分、4000~5000 點 1 分、3000~4000 點 2 分、2000~3000 點 3 分、1000~2000 點 4 分、1000 點以下 5 分	平均 2317.07	3
8.	製造業 PMI 指數	指數在 50 加 0.5 標準差內 0 分、50 加 0.5~0.75 個標準差內 0.5 分、50 加 0.75~1 個標準差內 1 分、50 加 1~1.25 個標準差內 1.5 分，50 加 1.25~1.5 個標準差內 2 分，50 加 1.5 個標準差外 2.5 分；	51.1	0

序號	指標名稱	評分標準	2014/9指 標值	得分
		若其在 50 減 0.5 標準差內 0 分、50 減 0.5~0.75 個標準差內 1 分、50 減 0.75~1 個標準差內 2 分、50 減 1~1.25 個標準差內 3 分、50 減 1.25~1.5 個標準差內 4 分，而 50 減 1.5 個標準差外 5 分。		
9.	經常帳 逆差占 GDP	0 或以下 0 分、0~1.25%內 1 分、1.25%~2.5%內 2 分、2.5%~3.75%內 3 分、3.75%~5%內 4 分、5%以上 5 分	-3.38%	0
10.	財政赤 字占 GDP 比 率	0 或以下 0 分、0%~0.75%內 1 分、0.75%~1.5%內 2 分、1.5%~2.25%內 3 分、2.25%~3%內 4 分、3%以上 5 分	2.05%	3
11.	短期外 債占總 外債比 率	0~5%內 0 分、5%~10%內 1 分、10%~15%內 2 分、15%~20%內 3 分、20%~25%內 4 分、25%以上 5 分	78.9%	5
12.	外債總 額占 GDP 比 率	0 或以下 0 分、0%~10%內 1 分、10%~20%內 2 分、20%~30%內 3 分、30%~40%內 4 分、40%以上 5 分	9.12%	1
13.	中國大 陸 5 年 CDS	30 或以下 0 分、30~80 內 1 分、80~130 內 2 分、130~180 內 3 分、180~230 內 4 分、230 以上 5 分	平均 74.365	1.27
14.	AAA 級 企業債 與國債 利差	0%~0.5%內 0 分、0.5%~1%內 1 分、1%~1.5%內 2 分、1.5%~2%內 3 分、2%~2.5%內 4 分、2.5%以上 5 分	平均 1.4321%	2
15.	債券殖 利率	0 或 0 以上 0 分、-0.2%~ 0%內 1 分、-0.4%~ -0.2%內 2 分、-0.6%~ -0.4%內 3 分、-0.8%~ -0.6%內 4 分、-0.8%以下 5 分	平均 0.0075%	1.75
16.	資本適 足率	16%以上 0 分、14%~16%內 1 分、12%~14%內 2 分、10%~12%內 3 分、8%~10%內 4 分、8%以下 5 分	12.93%	2
17.	不良貸 款率	0%~2%內 0 分、2%~4%內 1 分、4%~6%內 2 分、6%~8%內 3 分、8%~10%內 4 分、10%以上 5 分	1.16%	0
18.	不良貸 款率變 動率	0 或 0 以下時 0 分， 0~5%內 1 分、5%~10%內 2 分，10%~15%內 3 分、15%~20%內 4 分，20%以上 5 分	19.59%	3
19.	流動比 率	25%以上 0 分、20%~25%內 1 分、15%~20%內 2 分、10%~15%內 3 分、5%~10%內 4 分、0~5%內 5 分	48.53%	0

序號	指標名稱	評分標準	2014/9 指標值	得分
20.	銀行 ROE	25%以上 0 分、25%~22.5%內 1 分、20%~22.5%內 2 分、17.5%~20%內 3 分、15%~17.5%內 4 分、15%以下 5 分	19.78%	3
21.	保費存放於非銀行存款比率	50%內 0 分、50%~56.25%內 1 分、56.25%~62.5%內 2 分、62.5%~68.75%內 3 分、68.75%~75%內 4 分、75%以上 5 分	71.4%	4
22.	上海交易所股價指數變動率	變動在正 0.5 標準差內 0 分、正 0.5~0.75 個標準差內 0.5 分、正 0.75~1 個標準差內 1 分、正 1~1.25 個標準差內 1.5 分，正 1.25~1.5 個標準差內 2 分，正 1.5 個標準差外 2.5 分； 若其在負 0.5 標準差內 0 分、負 0.5~0.75 個標準差內 1 分、負 0.75~1 個標準差內 2 分、負 1~1.25 個標準差內 3 分，負 1.25~1.5 個標準差內 4 分，而負 1.5 個標準差外 5 分。	0.31%	0.28
23.	Shibor	1%或以下 0 分、1%~3%內 1 分、3%~5%內 2 分、5%~7%內 3 分、7%~9%內 4 分、9%以上 5 分	2.77%	1
24.	上證 180 金融股指數變動率	當月上證 180 金融指數之變動率，即當月底指數減月初指數後，除上月初指數。大於 0 給予 0 分、-5%~0%給予 1 分、-10%~-5%給予 2 分、-15%~-10%給予 3 分、-20%~-15%給予 4 分、-20%以下 5 分	0.018%	0

資料來源：本研究自行整理

參、總體經濟風險指標

(一) 中長期指標（結構風險指標）

1. GDP 成長率

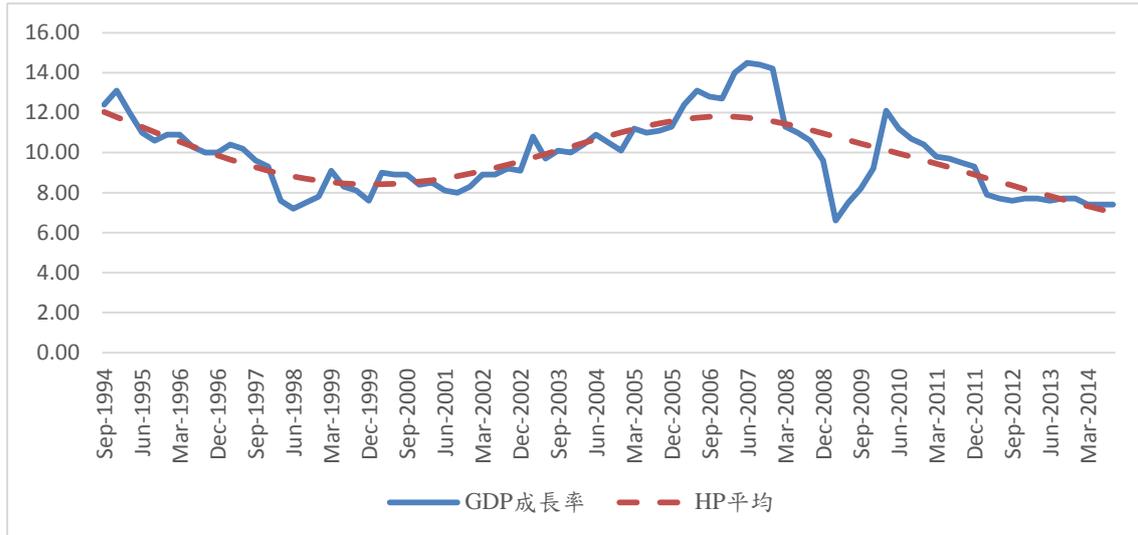
GDP 成長率反映一國經濟發展的總體狀況，一國 GDP 若快速成長，表示該國經濟充滿活力，並能為其他指標的穩定度提供良好的環境。圖 40 為中國大陸 GDP 成長率的趨勢。

在 1990 年代初期與 2000 年至 2007 年之前，中國大陸 GDP 之成長率曾經高達兩位數以上，但 2011 年開始降至 10% 以下，當 GDP 成長率由 2011 年的 9.3% 降至 2012 年的 7.7% 之際，中國大陸各界已普遍接受未來一段時間的經濟成長介於 7% 至 8% 應屬常態。2012

年中國大陸經濟成長趨緩的原因之一是歐債危機的衝擊，但實際上仍存在許多因素的干擾，例如中國大陸國內工資成本上揚及美國的財政懸崖與量化寬鬆政策（QE）等，中國大陸趁經濟成長壓力減緩的時機，順勢積極的進行改革，包括產業轉型、金融等多方面。

爆發金融危機後的 2010 年，中國大陸經濟在外部需求環境改善、政策刺激與基期較低的因素下，國內需求強勁且出口恢復成長，使經濟強勁成長 10.3%。但 2011 年經濟情勢卻開始由回升走勢轉往穩定成長階段，經濟成長已有放緩趨勢，由於前兩年基期不斷墊高，加上歐美國家復甦力道不足且主權債務危機持續紛擾，導致全球經濟在下半年急轉直下，牽制中國大陸成長動能，2011 年經濟成長 9.2%。而邁入金融危機第五年的 2012 年，由於全球經濟復甦的基礎依然脆弱，致使中國大陸國內經濟下行壓力持續存在，2012 年中國大陸國內生產毛額（GDP）名目規模達 51.9 兆元人民幣，實質經濟成長 7.8%，較上年成長縮小 1.4 個百分點。由於經濟成長的減速，許多過去在高速成長下所掩蓋的風險將會開始曝露出來，如本章第二節所述，中國大陸一直存在盲目投資、重覆建設的情況，造成產能的過剩，但由於需求亦非常旺盛，此產能過剩的問題沒有被顯露出來，但一旦經濟成長減速，過剩產能的問題便顯現出來，形成對經濟與金融的一大風險。

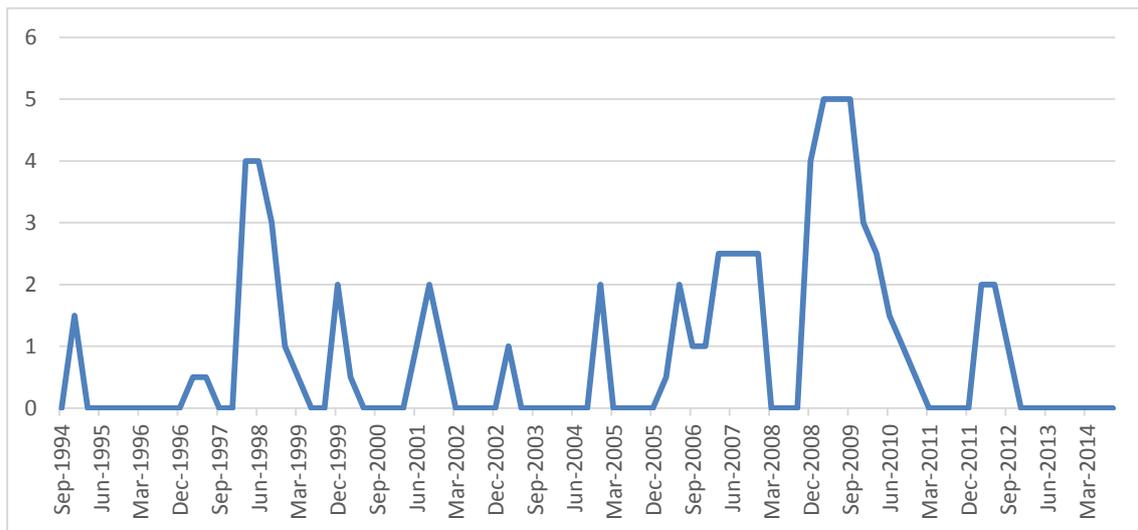
由於 GDP 之成長過快與過慢均可能對對經濟產生一定的衝擊，若 GDP 成長速度過快可能造成景氣過熱而使得經濟泡沫的風險提高，而 GDP 成長速度過慢亦可能造成景氣蕭條甚至泡沫破滅的危機，故 GDP 成長過快與過慢均有風險。然根據文獻與過去金融危機之觀察，經濟成長速度下滑所造成的風險超過經濟上行，故本研究在給予風險評分時，給予不對稱的評分。另外，為了消除 GDP 成長率的趨勢變動，本研究利用 HP filter 求其潛在成長率以消除 GDP 成長的趨勢變動，如下圖所示。



資料來源：CEIC 資料庫

圖 40 中國大陸 GDP 成長率

若 GDP 變動率在正 0.5 標準差內給予 0 分、正 0.5~0.75 個標準差內給予 0.5 分、正 0.75~1 個標準差內給予 1 分、正 1~1.25 個標準差內給予 1.5 分，正 1.25~1.5 個標準差內給予 2 分，正 1.5 個標準差外給予 2.5 分；而若其在負 0.5 標準差內給予 0 分、負 0.5~0.75 個標準差內給予 1 分、負 0.75~1 個標準差內給予 2 分、負 1~1.25 個標準差內給予 3 分，負 1.25~1.5 個標準差內給予 4 分，而負 1.5 個標準差外給予 5 分。總體經濟風險評分後如下圖所示。



資料來源：本研究計算

圖 41 中國大陸 GDP 成長率之風險評分

2. 物價膨脹率

物價膨脹率反映物價上漲的速度，以消費者價格指數來衡量，圖 42 為中國大陸 2004 年以來物價膨脹率之趨勢。當物價大幅上升時，會造成景氣過熱的疑慮，中國大陸政府可能會進行宏觀調控，而當物價大幅下跌，又可能是一個衰退的癥兆，因此物價亦是考量經濟風險的重要參考因素之一。

觀察中國大陸物價膨脹率，2005 年與 2006 年為中國大陸「十五」計劃的最後一年與「十一五」計劃的第一年，並歷經加入 WTO 所面臨的市場開放、貿易摩擦增加等種種挑戰，經濟運行出現許多不穩定之因素，但經濟成長仍維持相當良好態勢，經濟連續三年快速成長，全年居民 CPI 僅分別上漲 1.8% 與 1.5%，遠低於中國大陸政府所規劃的 3% 調控目標，與中國大陸經濟成長速度相比，CPI 則是維持在相對較低的漲幅，經濟呈現「高成長、低通膨」之格局。

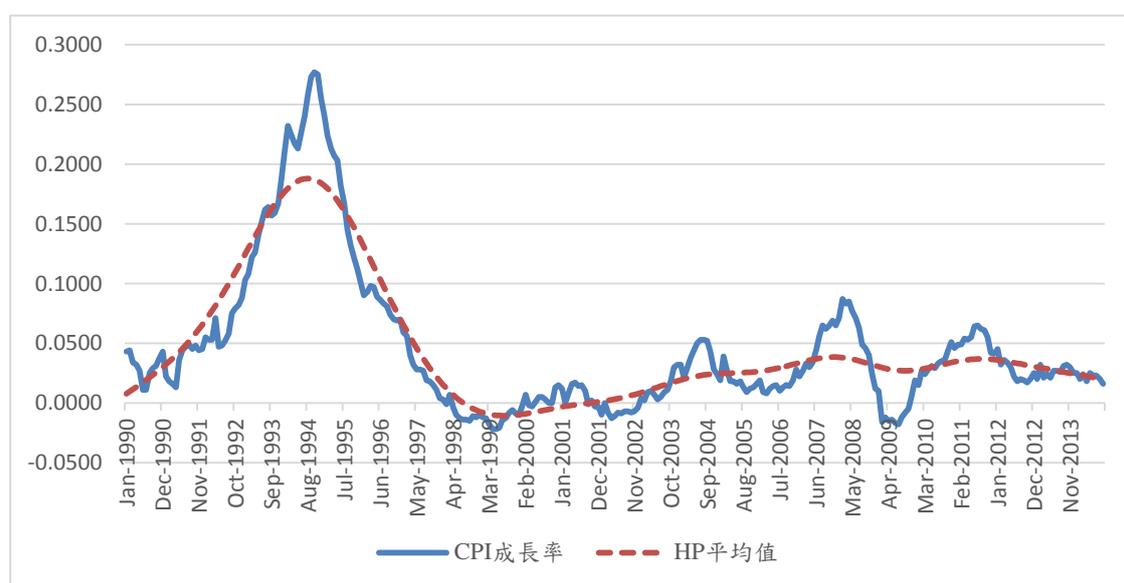
2006 年，國際糧食及原油價格上漲，帶動中國大陸食品及能源價格全面上揚，使通貨膨脹壓力逐漸浮現。2007 年，中國大陸供給面生產、需求面消費、投資及對外貿易皆為強勁成長動能，CPI 上漲 4.8%，其中以食品及居住價格的漲幅最為明顯。2008 年上半年因國際油價及原物料價格飆漲，使得 CPI 大幅上揚；7 月美國次級房貸風暴引發全球金融危機後，中國大陸經濟成長也明顯趨緩，2008 年物價之趨勢呈現上半年上漲、下半年緊縮之情況，2008 年全年 CPI 上漲 5.9%。

2010 年初，中國大陸經濟快速反彈，投資人紛紛將資金投入新興市場，大規模的資金開始流入，產生國內流動性資金及資產價格泡沫化的情況。2011 年，大陸通膨情勢嚴重，消費者物價指數(CPI)逐月上漲，至 2011 年 7 月為 6.5%，達近年來新高。在當局採取抑制通膨緊縮政策下，2011 年全年 CPI 年增率為 5.5%，2012 年 2 月以來物價膨脹率皆低於 4% 之相對低檔，似有減緩的跡象，然長期而言，大陸物價仍有上漲壓力。

值得注意的是，雖然 CPI 仍是溫和穩定的上升，但自 2012 年 3 月以後，中國大陸工業品出廠價格 (PPI) 便開始下降，至今 PPI

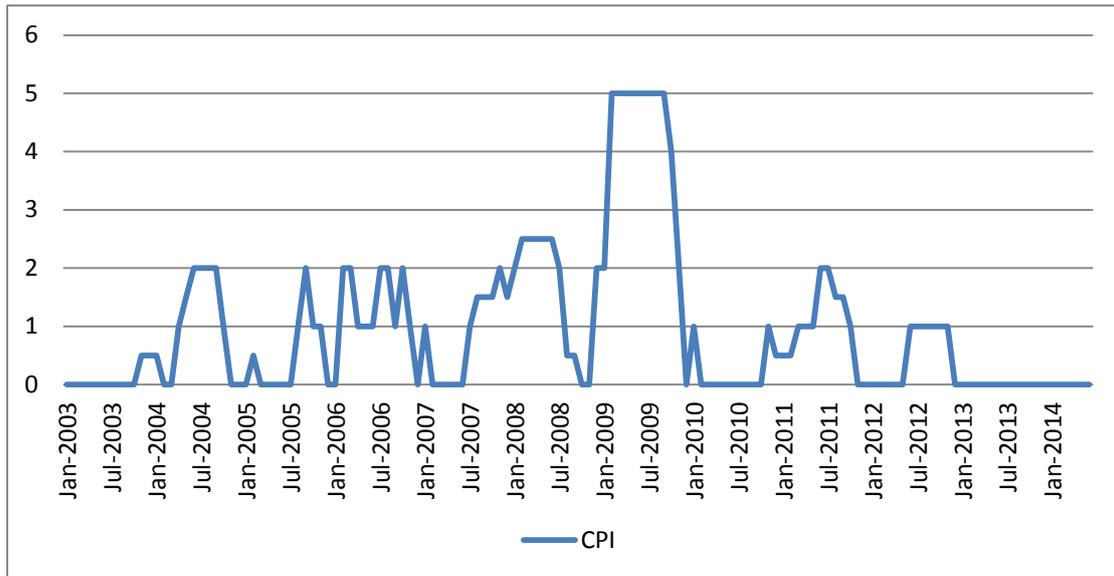
指數仍小於 100%，出現了 CPI 與 PPI 背離的現象，而且一直延續至今，此種現象對中國大陸而言非常罕見。而最終商品價格上升但工業出廠價格下降可能之原因即是中國大陸產業過剩問題的反應。由於中國大陸汽車、家電等最終商品仍然有相當大的需求，且食品醫療保健、交通、通訊的產業也一直存在供不應求的情況，因此最終商品之價格仍有上升趨勢，但由於許多基礎的原物料產業如鋼鐵、水泥、煤炭、電解鋁等產業過剩問題嚴重，因此造成了工業出廠價格無法上升。

對於物價膨脹率之處理與 GDP 成長率相同，先利用 HP filter 求取趨勢化的平均值後，計算其標準差，物價膨脹率的變動率在正 0.5 標準差內給予 0 分、正 0.5~0.75 個標準差內給予 0.5 分、正 0.75~1 個標準差內給予 1 分、正 1~1.25 個標準差內給予 1.5 分，正 1.25~1.5 個標準差內給予 2 分，正 1.5 個標準差外給予 2.5 分；而若其在負 0.5 標準差內給予 0 分、負 0.5~0.75 個標準差內給予 1 分、負 0.75~1 個標準差內給予 2 分、負 1~1.25 個標準差內給予 3 分，負 1.25~1.5 個標準差內給予 4 分，而負 1.5 個標準差外給予 5 分。



資料來源：CEIC 資料庫

圖 42 中國大陸 CPI 指數



資料來源：CEIC 資料庫

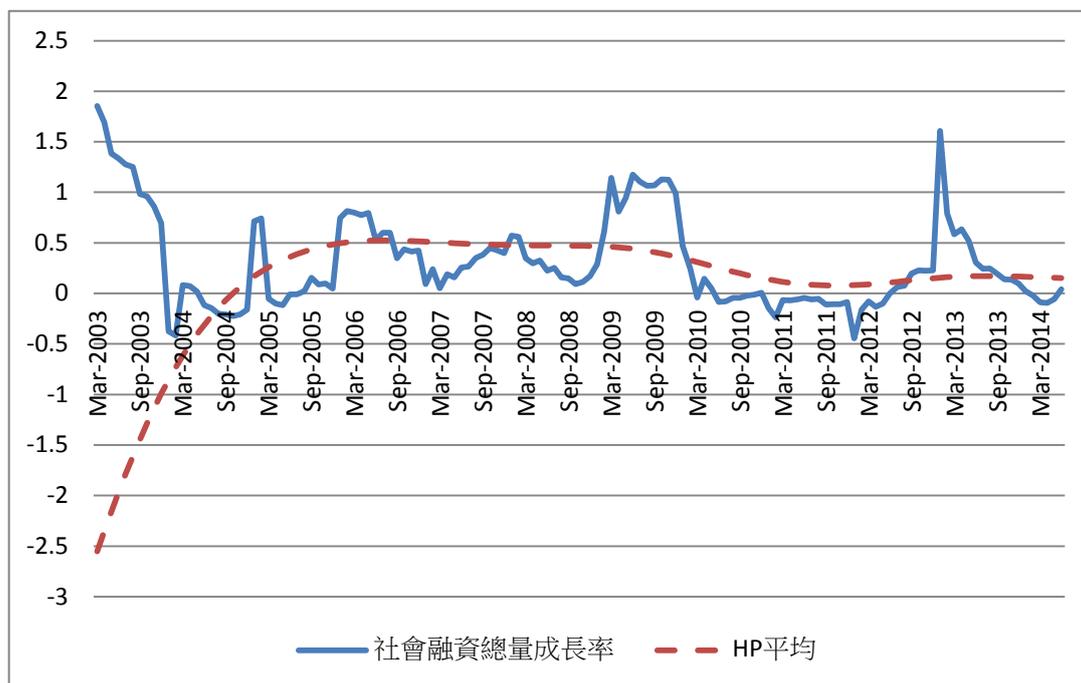
圖 43 中國大陸 CPI 變動率之評分

3. 社會融資成長率

此指標用以衡量整體社會金融信用創造規模，在許多的研究中多利用 M2 之成長率與 M2 佔 GDP 比率用來衡量一國貨幣發行量的指標，但由於中國大陸對金融仍有相當大的管制，如存貸比、存款利率上限等，造成影子銀行的問題，因此若以 M2 的數量恐難以真實表達該國之金融體系放款的規模，故中國大陸官方便對於社會融資總量進行統計，由於社會融資總量為一流量的概念，與 M2 略有不同，其更可以用來表達在一特定期間內中國大陸整體放款之情況。

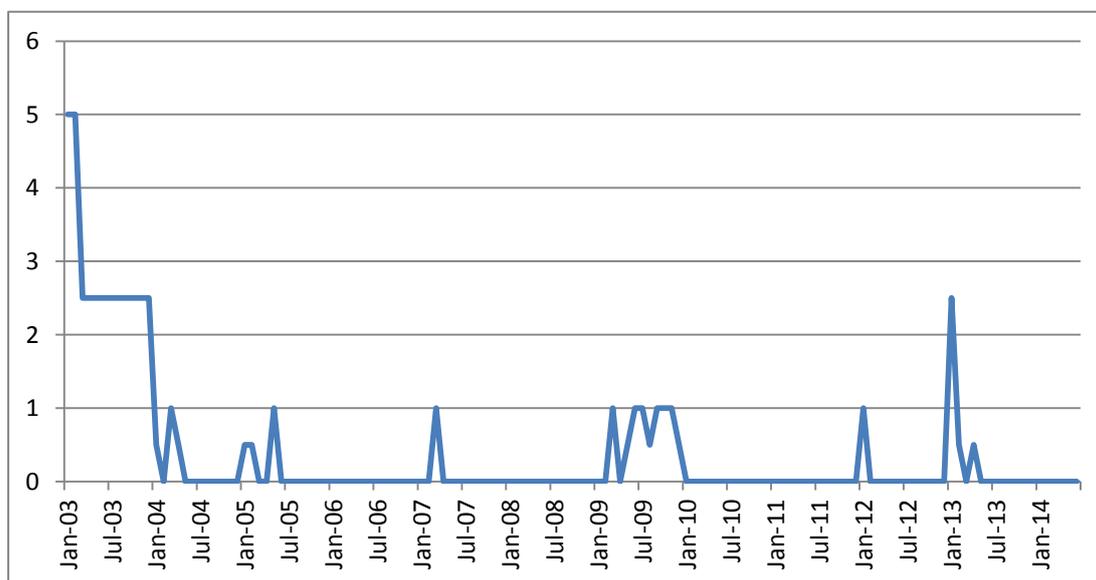
社會融資總量成長率及社會融資增長量與 GDP 比率則反映國內信貸的擴張程度。國內社會融資擴張程度若超過實際需要，一方面將引起通貨膨脹，另一方面也會增加金融體系的脆弱性。由於中國大陸影子銀行的問題相當嚴重，因此本研究以中國大陸社會整體融資總量視為信貸量之代理變數。由下圖可以發現，中國大陸自 2012 年初時社會融資總量與人民幣貸款便開始成長，至 2013 年初時達到最高峰。但過快的信貸成長率亦造成了物價膨脹與泡沫的風險，因此，自 2014 年初中國大陸開始計畫性的縮減信貸之成長，

以避免泡沫經濟發生。



資料來源：CEIC 資料庫

圖 44 中國大陸社會融資總量成長率

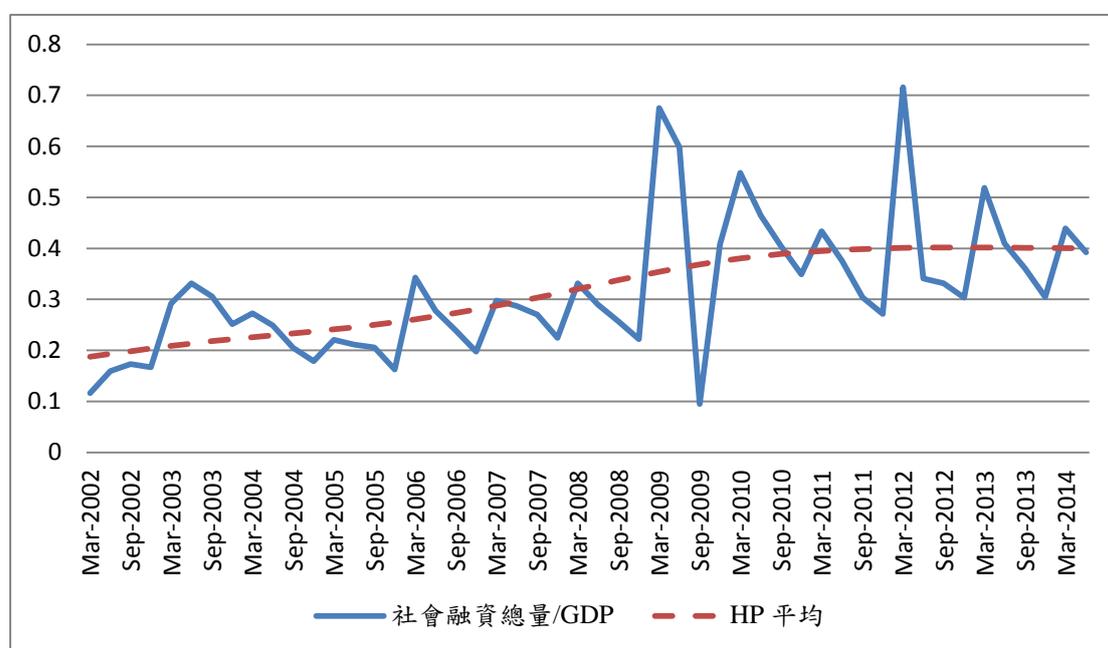


資料來源：本研究自行計算

圖 45 中國大陸社會融資總量成長率之評分

4. 社會融資增長量與 GDP 比率

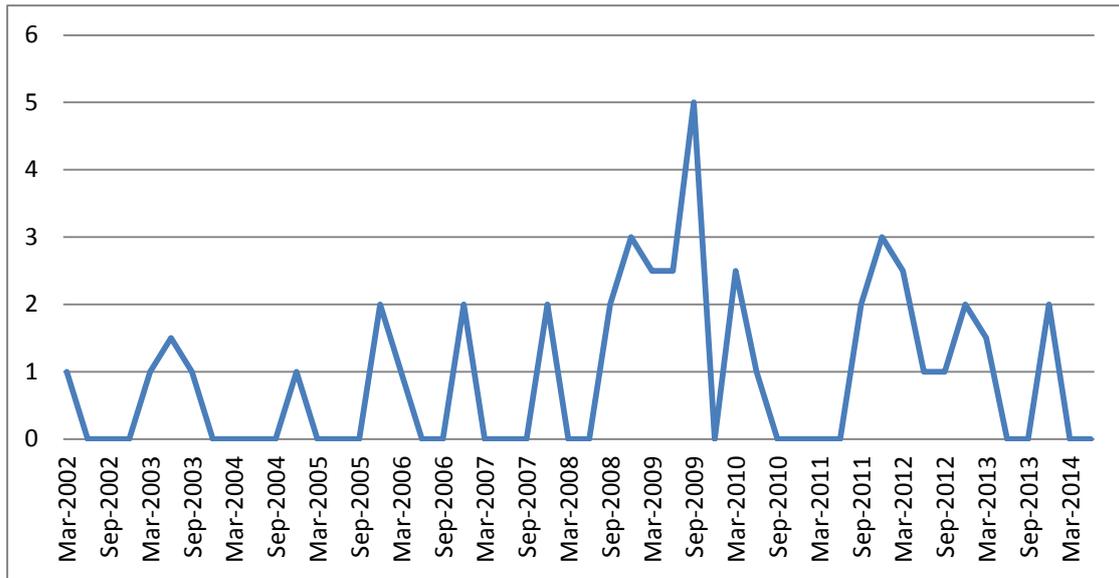
另外，就中國大陸社會融資增加量佔 GDP 比率來看，在 2008 年底前，中國大陸社會融資總量佔 GDP 的比重多不超過 35%，但 2009 年初時由於美國金融海嘯，中國大陸為避免其國內經濟遭受衝擊，於是採用非常寬鬆的貨幣政策，使得 M2 與社會融資總量大幅上升，故社會融資總量佔 GDP 的比重亦大幅提升，2012 年月到達 71.58% 的歷史最高點，而後波動下降，雖然中國大陸近來嚴格控制信貸量，但 2014 年 6 月中國大陸社會融資總額佔 GDP 比重仍高達 39.25%，仍較金融海嘯前為高，一旦未來由於經濟下行或是由於影子銀行體系的崩潰造成社會融資總量快速下滑，則中國大陸恐造成泡沫化的風險。



資料來源：CEIC 資料庫

圖 46 中國大陸社會融資總量與 GDP 比率

本研究對於社會融資總量成長率與佔 GDP 比率之評分方式與 GDP 成長率相同，亦以不對稱的評分方式，因為社會融資總量若大幅下滑，其造成泡沫破滅之風險較高。



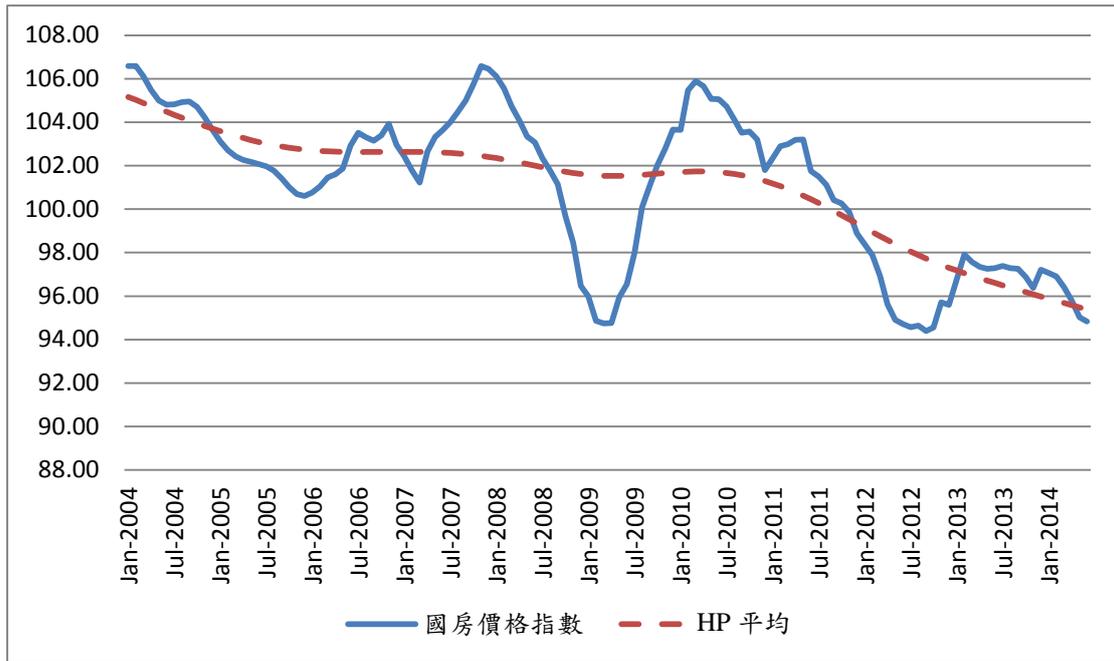
資料來源：本研究自行計算

圖 47 中國大陸社會融資總量佔 GDP 比率之評分

5. 國房景氣指數

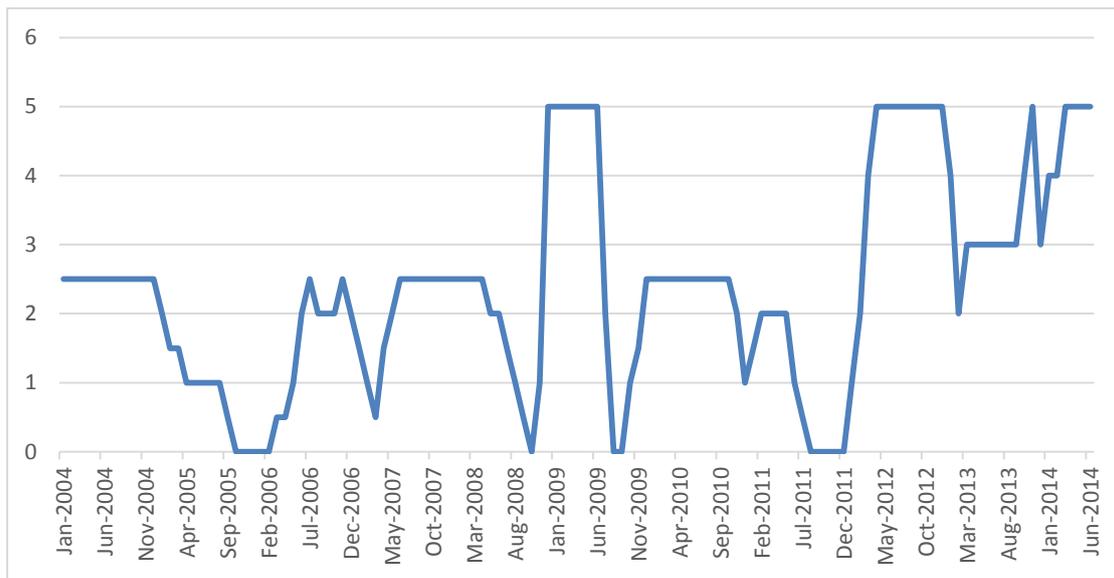
中國大陸房價持續飆漲多年，2009 年更因銀行大量擴張信用，導致貸放資金氾濫，大量新增貸款流入房市，城市房價屢創新高，依中國國家統計局指出，2005 年至 2009 年，全國房價住宅銷售均價，漲幅約 60%，其中以 2009 年漲幅最大，商品住宅價格漲幅 10.1%。另依中國指數研究院資料資訊中心資料顯示，自 2006 年 1 月至 2009 年 12 月，北京、上海及深圳房價漲幅分別高達 2.6 倍、2 倍及 2.8 倍，2009 年漲幅 16.4%、27.6% 及 18.3%。

圖 48 為 2004 年 6 月以來中國大陸全國房價指數趨勢圖，圖 48 顯示房價 2007 年底至 2009 年初時有一波大幅的下降，而 2010 年初至 2012 年年中亦出現下跌的情況。此時間與 2008 年美國金融海嘯與 2010 年之歐債危機的時間點頗接近。



資料來源：CEIC 資料庫。

圖 48 中國大陸國房景氣指數



資料來源：本研究自行計算

圖 49 中國大陸國房景氣指數之評分

(二) 短期指標 (預警與展望指標)

此短期指標希望可以對中國大陸未來的經濟與金融風險進行

快速的預警，主要是以一些經濟景氣的領先指標與每日更新可以一定程度表達相對應之風險的指標。以中國大陸經濟金融相關日度資料為主，輔以月度或季度的領先指標，用以捕捉最快速、最即時的中國大陸金融變化，雖然日度資料會受到短期外生事件衝擊而造成波動，但其變化趨勢仍相當程度表示總體經濟與金融體系之風險變化。

1. OECD 經濟領先指標

領先指標是指會領先經濟景氣變動而變動的指標，會可以用來預測未來短期的景氣變化，通常領先指標的高峰與谷底會比景氣循環的階段出現得早，因此是對於未來經濟變化重要的預測與判斷工具。首先介紹 OECD 領先指標之概念與編製方法。OECD 自 1987 年起便已發展出一套有別於美國景氣指標的編製方式對其會員國與部分非會員國各自編製領先指標，是目前廣受引用的國際性景氣指標之一。

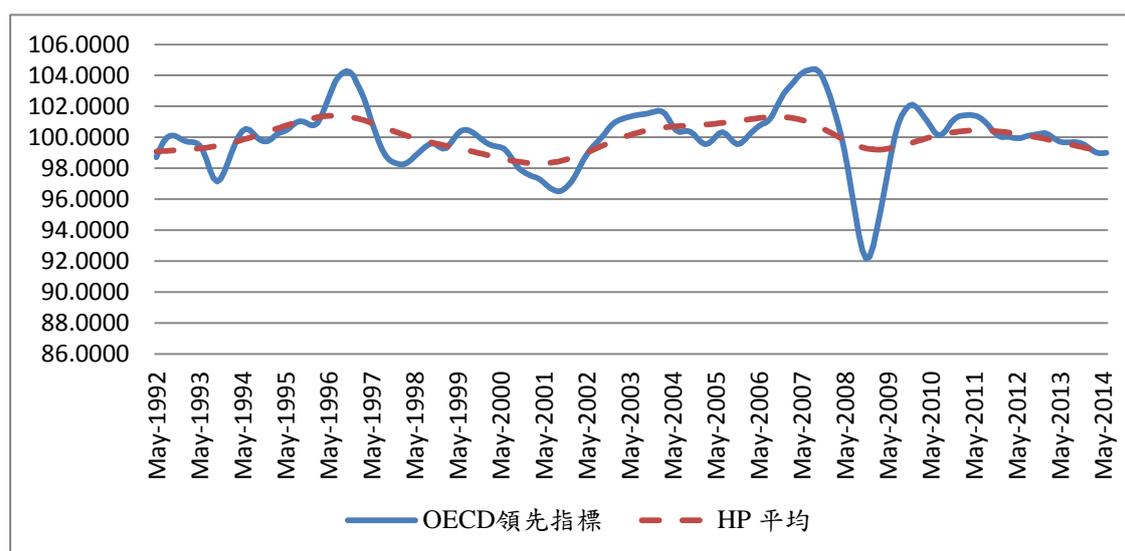
OECD 的綜合領先指標是按照一定標準將國民經濟各領域的指標資料合成後構建而成，是反映一個國家宏觀經濟發展週期的領先指標。OECD 的綜合領先指標主要有 6 個月領先指標和趨勢領先指標兩種。其中 OECD 6 個月領先指標是為了提供經濟活動擴張與緩慢轉捩點的提前信號而設計的，對未來經濟發展具有預測功能，能夠較好地提前預示這些國家的經濟發展情況。

OECD 整理了其成員國自 1980 年以來與國內生產毛額(GDP)相關的大量短期關鍵經濟指標進行編製，並於 2002 年進行一次更新。其編製方法主要採用成長循環 (Growth Cycle) 的概念，並使用階段平均趨勢法 (Phase Average Trend; PAT)，進行平滑化處理，可以解決指數波動過於頻繁的情形，且 OECD 的構成項目以相同權重 (equal weight) 進入綜合指數，可避免構成項目權數不符當前經濟結構的問題 (許秀珊，2008)。

OECD 建立景氣指標的步驟是先決定代表景氣循環的基準數列 (reference series)，以供對照時間先後順序，並由廣泛蒐集經濟數列中篩選潛在領先指標構成項目，再由其中尋找領先指標組合。目前

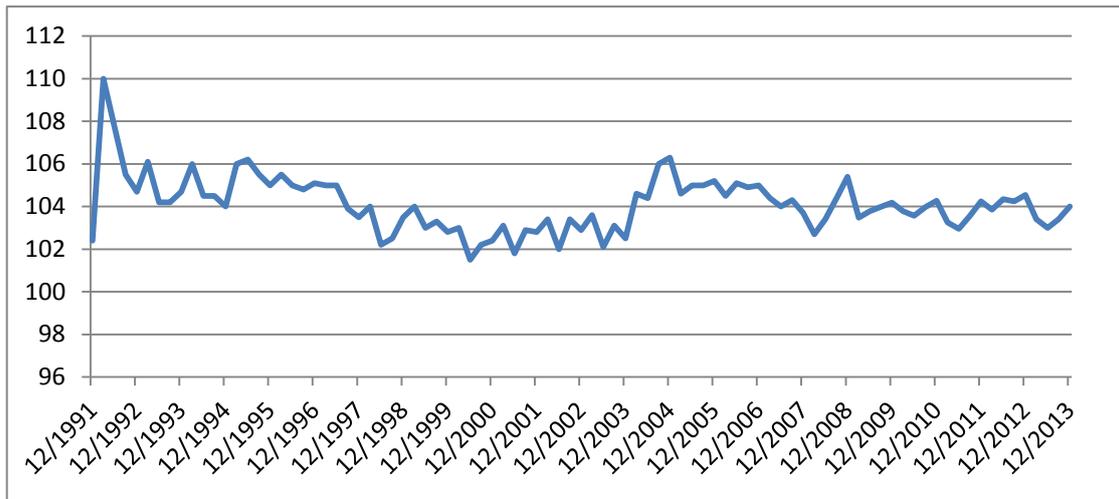
OECD 有關中國大陸的領先指標體系中包含的數列包括化肥產量，有色金屬產量、港口集裝箱裝卸量、企業存款、貨幣供應量與從亞洲進口量。

下圖為 OECD 所發佈之中國經濟領先指標，其領先指標在於 1996 年 10 月時達到頂峰，隨後大幅下減至 1998 年 2 月的谷底，而就中國大陸的經濟成長率來看，1996 年第三季的經濟成長率仍有 10.9%，但第四季則下降至 10.3%，隨後在 1998 年第一季度降至 10% 以下，在 1998 年第四季降至 7.2%。1999 年後中國大陸的經濟成長率略為回升。OECD 的領先指標另一次大幅的衰退是由 2007 年 8 月的頂峰值 104.4458 快速下降至 2008 年 11 月的 92.2074，而隨後中國大陸的經濟成長率便從 2007 年第四季開始下降，至 2009 年第三季的 6.61%，顯示 OECD 的領先指標仍具有相當的預測力。



資料來源: OECD

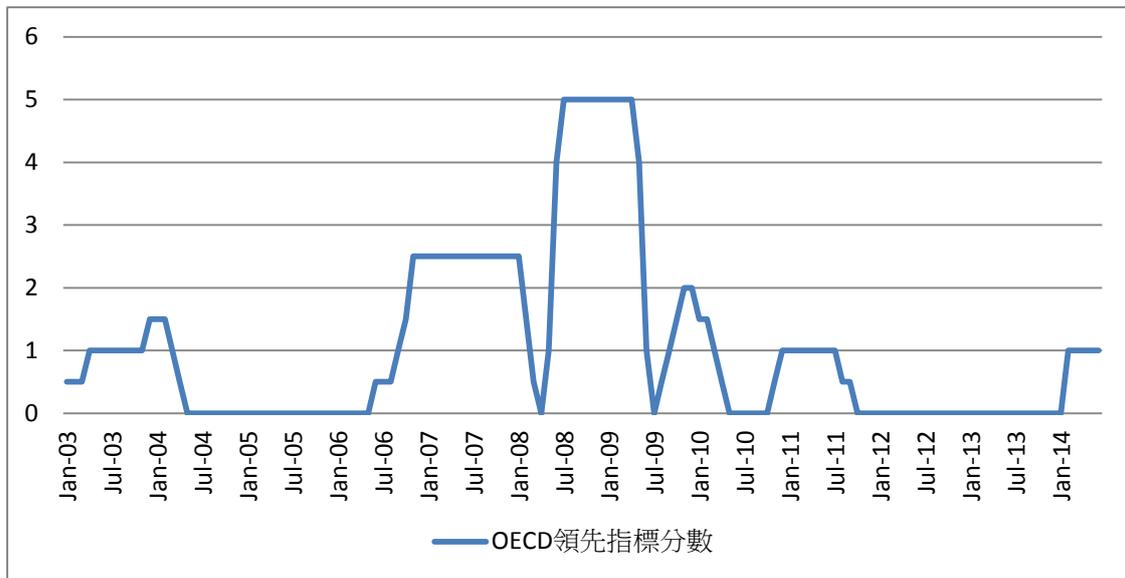
圖 50 OECD 中國大陸經濟領先指標



資料來源：中國大陸國家統計局

圖 51 中國大陸 GDP 成長率

本研究對於 OECD 領先指標成長率與佔 GDP 比率之評分方式與 GDP 成長率相同，亦以不對稱的評分方式。



資料來源：OECD

圖 52 OECD 中國大陸經濟領先指標評分

2. 股價指數

股價指數一般被視為反映經濟情況的領先指標，是具有預測未來景氣變動之重要參考。股票市場價格通常與一國之經濟密切相關，

二者互為因果。

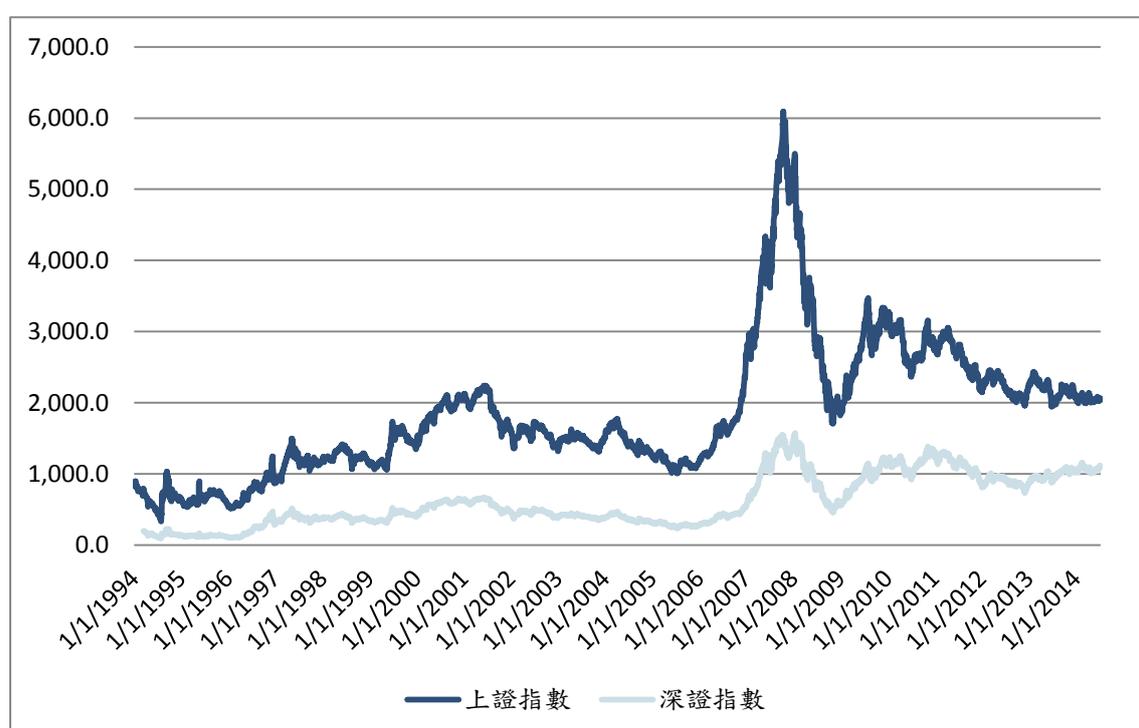
中國大陸在 2008 年金融海嘯時期為了避免其經濟遭受衝擊，除了「四萬億」擴大內需的財政政策外，亦實施了非常寬鬆的貨幣政策，使得許多企業獲得非常多的資金，於是固定資本投資大幅成長，企業開始擴充產能，使工業產值大幅的成長，但是亦造成嚴重的產能過剩，如煤礦業、鋼鐵、水泥、電解鋁、造船業等，而產業過剩會造成產品市場價格大跌，而造成企業獲利能力大幅衰退，甚至造成大幅的虧損，反應在股票價格上便是股價大跌。

由於股價指數反映投資人對於上市公司未來的獲利與發展之期望，若投資大眾認為公司未來獲利能力與前景均看好，則對該公司的股票需求會增加，而推升股價上升，反之若投資大眾認為公司未來獲利能力與前景均看壞，則會大量拋售該公司股票，而使得股價下跌。而股價指數是利用一種加權平均方式將個別公司之股價進行加權而得的結果，可以反應投資大眾對整體上市公司未來獲利與前景之期望。因此當股市持續呈下跌的情況，顯示投資大眾對於整體上市公司的營運前景有了悲觀的看法，而企業的經營狀況不佳，亦可能是造成金融風險的主要原因之一。

另外，股票市場是一個非常敏感的市場，經濟上的變化會明顯的刺激景氣，甚至會產生放大效果，因此，一般股價的狂漲和暴跌是一個經濟體系主要經濟狀況的反映。而股價指數的變化除了提前反應經濟情況外，股價指數的暴跌亦可能造成金融風險的惡化。由於股價下跌隱含了投資人對於未來公司經營前景的悲觀預期，在心理因素上，股市的大跌造成投資人恐慌與對目前企業、市場與國家經濟前景的不信任，使得資本家減少投入，撤回資金，將使得生產更進一步退滯。此外，股市是重要的集資管道，企業發行股票可以籌集大筆的資金。而一旦股價大跌，使股票持有人拋售股票，不僅影響公司的籌資能力，甚至可能減少流動資金造成資金周轉問題，而資金周轉不良可能又會造成企業的倒閉，於是使經濟更進一步的衰退，因此每次經濟危機爆發以前，多伴隨著股價的暴跌。

下圖顯示中國大陸自 1994 年以來上海證券交易所與深圳證券

交易所之股價指數，2005年前，中國大陸的股票市場因為存在股權分置的問題，因為流通量有限，價格難以表現企業獲利與投資大眾對企業未來前景之看法，而在2005年股權分置改革後，中國大陸的股市迎來一片繁榮景象，上證所的股價指數由2005年7月11日的1,011.5的低點，一路上升至2007年10月16日的6,092.1的最高點，但隨後便一路的下滑，2008年11月4日降至此波的最低點1,706.7點，此時間亦在美國金融海嘯爆發前。2014年7月11日上證所股價指數為2,047點，雖已有所上升，但已不再有2007年的榮景。

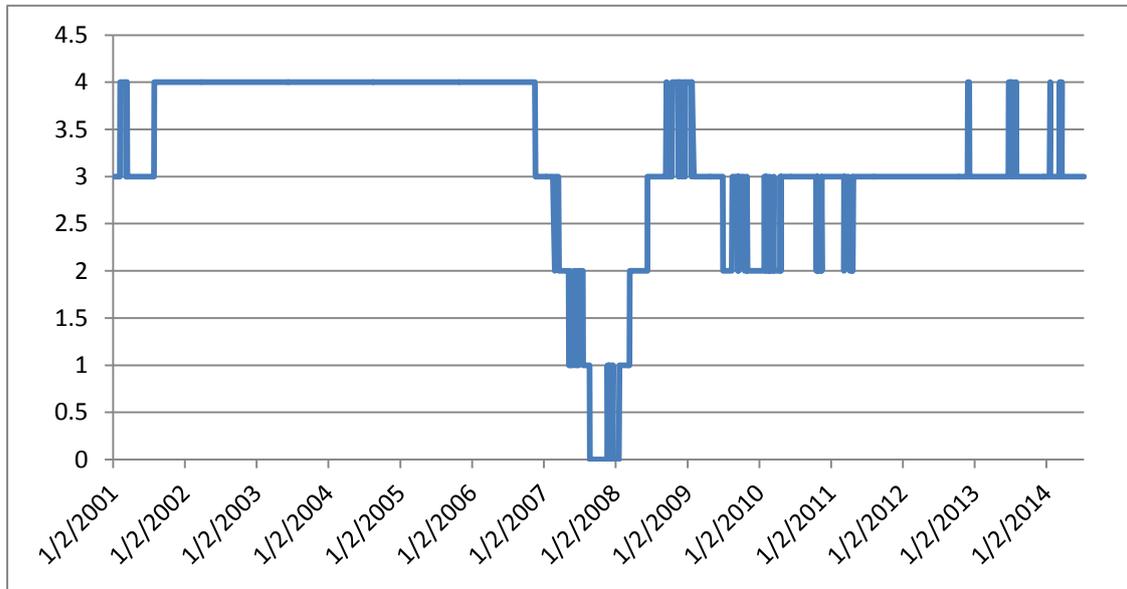


資料來源：上海與深圳證券交易所

圖 53 中國大陸股價指數

由上圖可以發現上證指數與深證指數事實上具有相當一致的走勢，而且上海證券交易所是中國大陸目前最大的證券交易所，其市場規模與成交額均大於深圳證券交易所，故本研究利用上證指數表達中國大陸的股價指數。由過去的經驗可以發現，上證指數大多在1000點至6000多點上下波動，當股價指數愈高，表示經濟情況愈好，而根據歷史經驗，各國在金融風暴發生時，其股價勢必大跌，

故本研究利用股價指數之特性與中國大陸的實際狀況，將上證指數之區間分為 1000 點以下、1000-2000 點之間、2000-3000 點之間、3000-4000 點之間、4000-5000 點之間與 5000 點以上，分別給予 5、4、3、2、1 與 0 的分數。



資料來源：本研究自行計算

圖 54 中國大陸股價指數評分

3. 採購經理人指數 (Purchasing Managers Index; PMI)

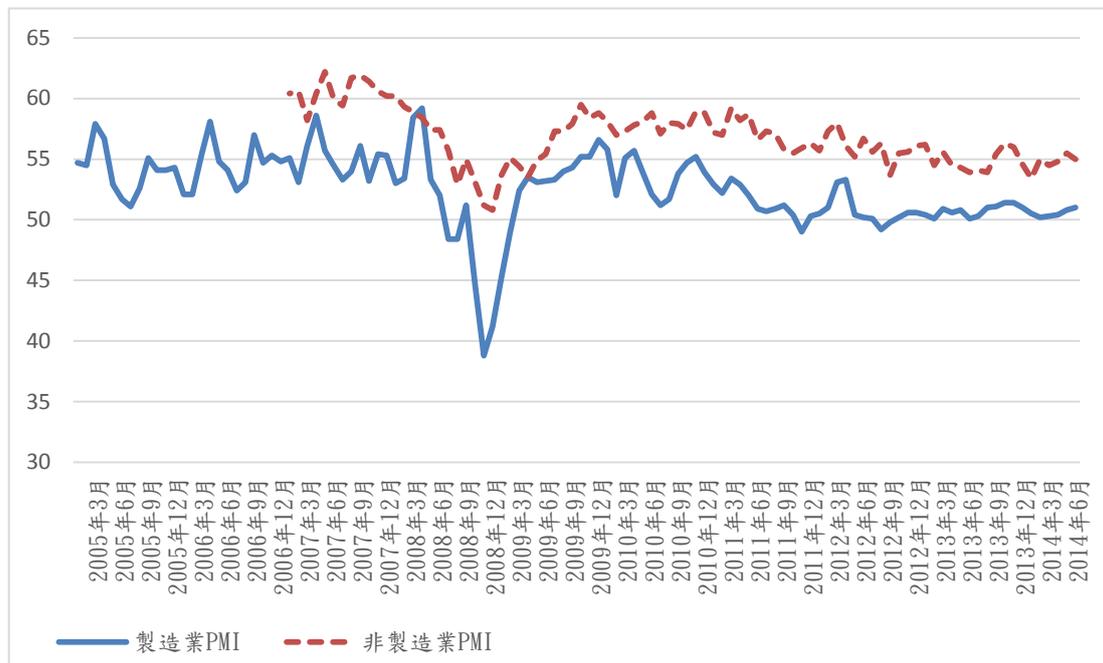
除了利用一系列的統計數據所編製的領先指標外，針對行業的相關人士所做的問卷調查等質化的指標，亦是用來判斷未來經濟景氣變化的重要參考。而最常被引用的問卷調查便是採購經理人指數。美國供應管理協會 (Institute for Supply Management, ISM) 自 1931 年起即對外發布製造業商務調查報告 (Report on Business, ROB)，為全球最早創立 PMI (Purchasing Managers' Index) 調查體系的機構。由於 PMI 與實質 GDP 呈現高度相關，並具有即時發布及領先景氣循環轉折點等特性，被國際視為一種重要的總體經濟領先指標。

採購經理人指數 PMI 為一綜合性指標，係透過每月對企業的採購經理人進行調查編製而成。所謂的採購經理人，是在企業中負

責支付金額以採購原料或產品的最高層級負責人。在製造業中，通常為採購相關部門（採購、資材、供應鏈管理等）經理級以上職稱擔任聯繫窗口，少數則由財務相關部門擔任，如財務、財會與稽核。由於這些採購經理人是企業中第一線面對市場的最高層級負責人，對於未來景氣的走向較有感受，因此以採購經理人為主要問卷對象的 PMI 指數，對於未來景氣的變化有較為準確之表現。

PMI 主要根據調查中的新增訂單數量、生產數量、人力僱用數量、現有原物料存貨水準及供應商交貨時間等 5 項擴散指數（Diffusion Index）編製而成。PMI 介於 0 - 100% 之間，並以 50% 為分水嶺，高於 50% 表示製造業景氣正在擴張（Expanding），若低於 50% 則表示製造業成長處於緊縮（Contracting）。

以中國大陸而言，發佈單位中國大陸官方單位－中國國家統計局中國經濟景氣監測中心與香港匯豐銀行，官方版與匯豐版兩者最大的差別，就是在於匯豐版的 PMI，涵蓋了較多中小型企業的樣本，而官方版的製造業 PMI，則是以大型企業為主體。

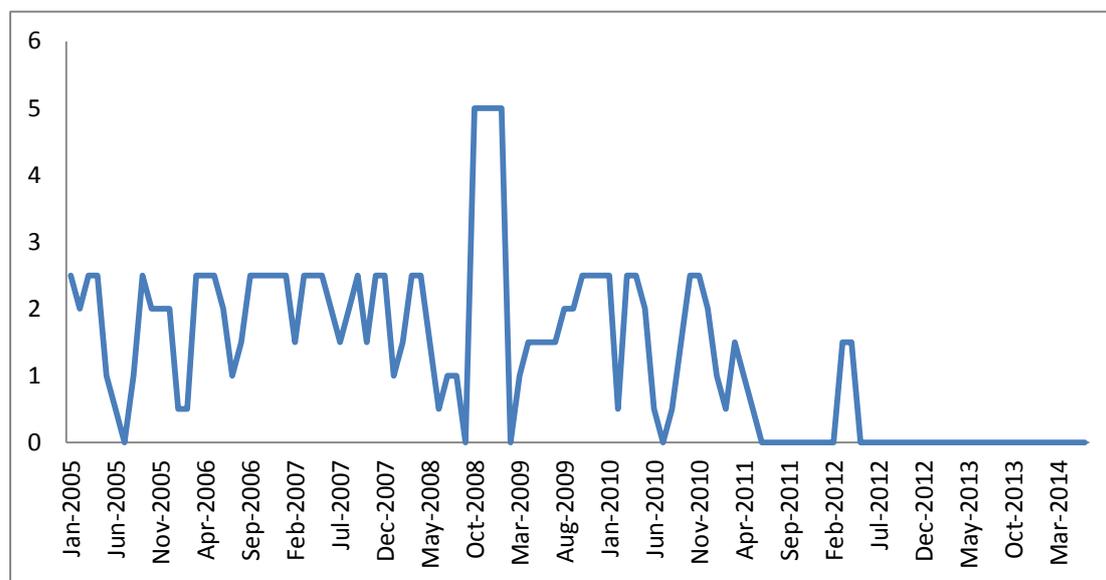


資料來源：中國國家統計局

圖 55 中國大陸官方 PMI 指數

本研究對於製造業 PMI 指數之評分方式與 GDP 成長率相同，亦以不對稱的評分方式，指數在 50 加 0.5 標準差內 0 分、50 加 0.5

~0.75 個標準差內 0.5 分、50 加 0.75~1 個標準差內 1 分、50 加 1~1.25 個標準差內 1.5 分，50 加 1.25~1.5 個標準差內 2 分，50 加 1.5 個標準差外 2.5 分；若其在 50 減 0.5 個標準差內 0 分、50 減 0.5~0.75 個標準差內 1 分、50 減 0.75~1 個標準差內 2 分、50 減 1~1.25 個標準差內 3 分，50 減 1.25~1.5 個標準差內 4 分，而 50 減 1.5 個標準差外 5 分。

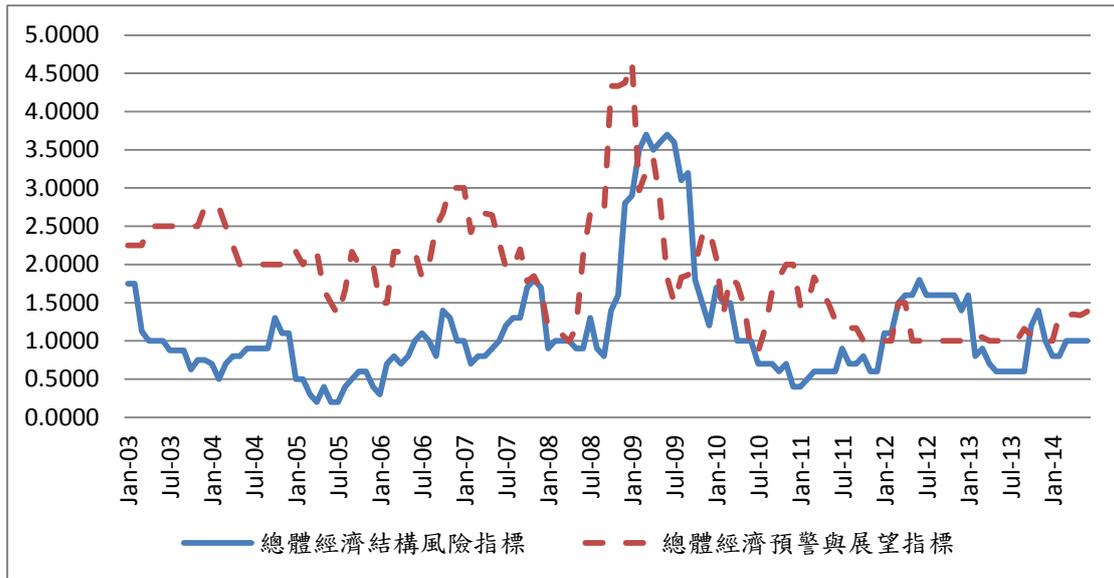


資料來源：中國國家統計局

圖 56 中國大陸官方 PMI 指數

(三) 總體經濟風險指標

接下來我們將總體經濟風險各項指標評分進行簡單平均，可以得到總體經濟風險的結構指標和預警、展望指標，整體而言，2008 年底至 2009 年底是中國大陸總體經濟風險最高的時候，當時是因為美國金融海嘯所致，因此 2008 年 11 月中國大陸宣布「四萬億」擴大內需並配合寬鬆的貨幣政策，顯示當時中國大陸認為美國金融海嘯將對中國大陸整體經濟造成嚴重的影響。若以預警與展望指標來看，在 2008 年的 5 月此指標即開始大幅上升，且可以發現此預警指標在相當的範圍內有先於結構指標波動的现象，因此不失為對於未來總體經濟風險走向進行預判的良好指標。



資料來源：本研究自行計算

圖 57 中國大陸總體經濟風險平均分數指標

肆、債務或通貨風險指標

(一) 中長期指標（結構風險指標）

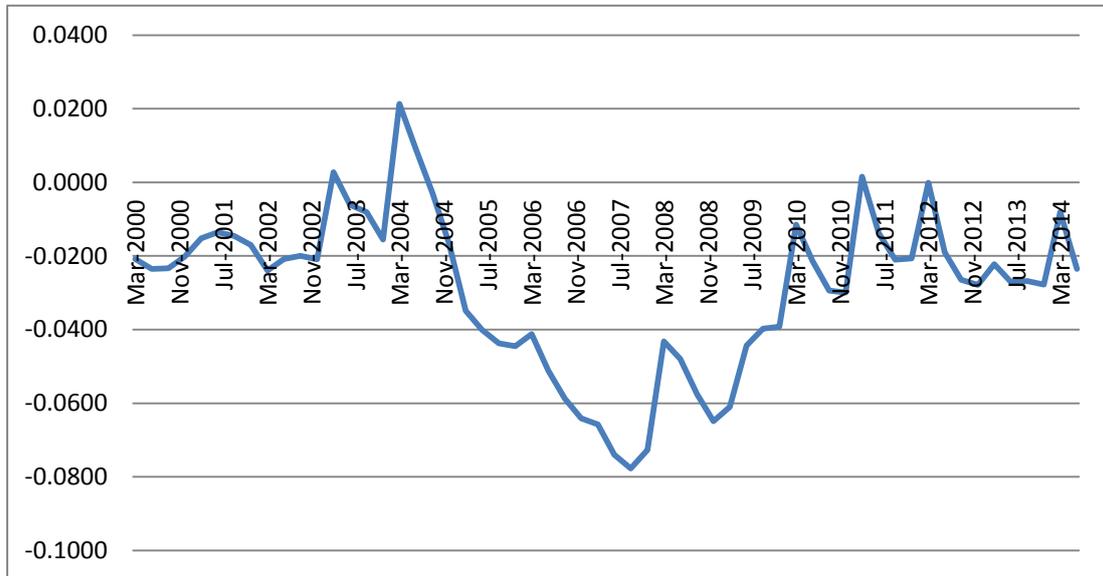
中期指標是以中國大陸經濟金融相關季度及年度資料為主，主要用以分析中國大陸經濟結構是否有顯著的變化，用以分析其經濟與金融體系未來可能潛藏的風險。本研究參考國際上對經濟與金融風險預警體系所建構之指標，並依研究目的將之區分為總體經濟風險、債務與通貨風險和金融機構風險。然而，如同前述，本研究雖以此三大構面區分，但各些構面的風險並非獨立的，許多的風險指標對於此三大構面之風險均有影響，只是因為便於歸類，才如此區分。

1. 經常帳逆差佔 GDP 比率

經常帳項目差額反映對外經濟與整個經濟的聯繫，如果經常帳項目差額長期處於逆差狀態，表示該國出口不暢，進口增長過快，對外貿易失衡。經常帳差額佔 GDP 比率則可反映對外貿易情況佔整體經濟產出的比例，若此比率上升代表貿易盈餘或失衡的狀況持

續。

圖 58 呈現 2000 年後中國大陸經常帳逆差走勢，由資料可知，中國大陸自 2000 年以來對外貿易皆呈現經常帳順差，僅在少數時間出現逆差。

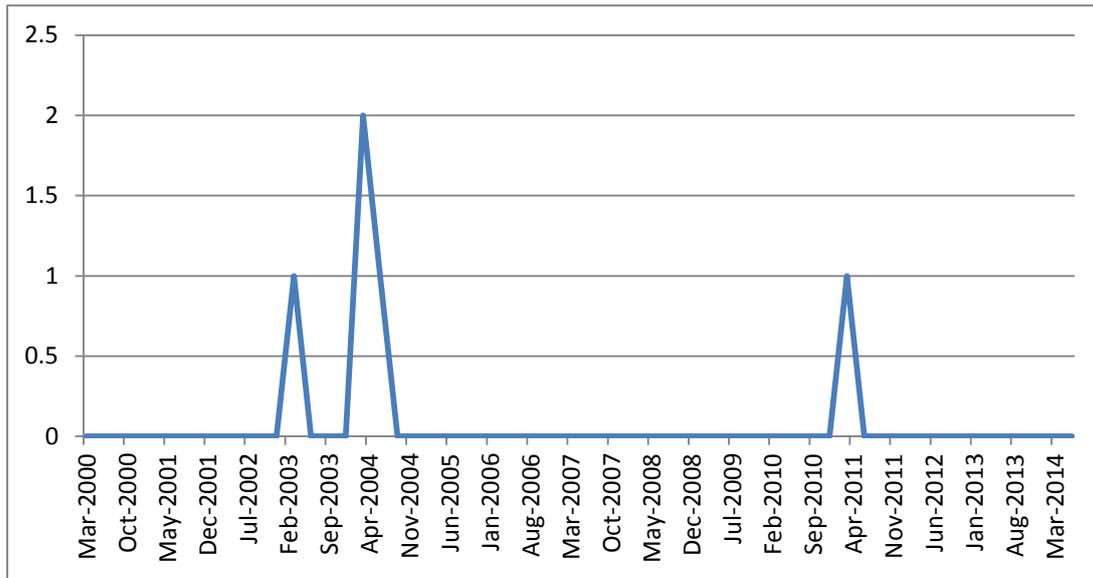


資料來源：CEIC 資料庫

圖 58 中國大陸經常帳赤字佔 GDP 比率

圖 58 為 2000 年來中國大陸經常帳差額占 GDP 的比率，資料顯示自 2005 年以來中國大陸對外貿易即出現經常帳大額順差。2008 年國際金融危機爆發後，中國經常帳順差占 GDP 之比逐年下降。一般而言，經常帳逆差佔 GDP 比率的警戒值在 5%¹⁰，故本研究將經常帳佔 GDP 比率之評分條件設為在 0 以下給予 0 分、在 0-1.25% 之間給予 1 分、在 1.25-2.5% 之間給予 2 分、在 2.5-3.75% 之間給予 3 分、在 3.75-5% 之間給予 4 分、在 5% 以上給予 5 分，評分結果如下圖所示。

¹⁰參考高鴻楨主編，朱平輝副主編之《國家金融安全的統計分析》，中國統計出版社，2005 年 07 月第 1 版。



資料來源：CEIC 資料庫

圖 59 中國大陸經常帳赤字佔 GDP 比率評分

2. 財政赤字占 GDP 比率

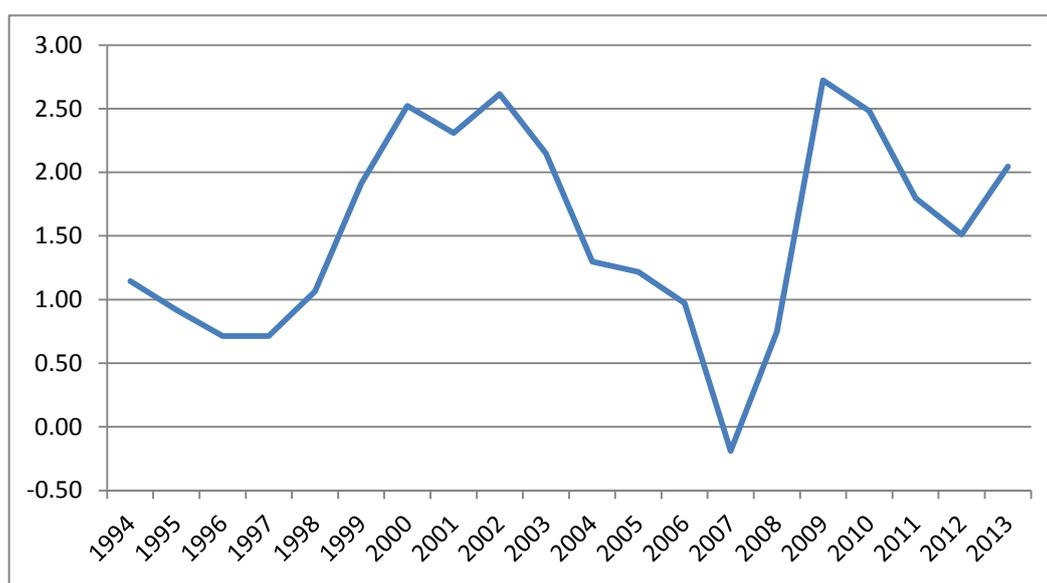
財政赤字占 GDP 比率為衡量一個國家財政風險指標，反映一國財政政策與該國經濟發展的關係，觀察此指標長期的趨勢可看出該國財政政策走向，並可以看出當年度財政收支無法平衡的嚴重情況。在 2010 年開始陸續發生的歐債危機，其主要的的原因即是這些歐洲國家的財政赤字過高，政府償債能力大幅下降，在經濟成長速度放慢時，稅收減少但政府支出仍持續增加，可能造成政府的信用危機，於是各國政府就會不斷的發行貨幣來融通赤字，造成赤字貨幣化，恐將造成嚴重的泡沫經濟。

圖 60 為 1994 年以來中國大陸財政赤字佔 GDP 之比率。觀察中國大陸財政赤字占 GDP 的比率，2008 年時為降低金融海嘯的衝擊，大陸政府緊急推出 4 兆元刺激經濟救市方案，內容包括積極投入國內基礎建設興建，採取補貼政策鼓勵民間消費等，雖讓大陸經濟成長避開陷入衰退泥淖，但政府擴大支出結果也造成國家財政呈現赤字，2009~2011 年財政赤字占 GDP 比重分別為 2.7%、1.8%及 1.5%，當時 EIU 亦預期大陸財政收支短期內仍無法擺脫赤字狀態。

2011 年，中共之中央公共財政收入為 5.13 兆元人民幣，雖比 2010 年增長 20.8%，但支出總量達 5.93 兆元人民幣，公共財政赤字約 8000 億元人民幣；2012 年以後，中共嚴格控制地方政府新增債務，禁止各級政府以各種形式違規擔保，但 2012 年的政府財政赤字仍比往年為高，達 8,500 億元人民幣。

根據大陸財政部的資料，2013 年大陸的公共財政收入為 12.91 兆元，公共財政支出為 13.97 兆元，財政赤字約 1.01 兆元。觀察中國大陸的財經走勢，預估 2014 年大陸仍將會實施積極的財政政策，赤字規模恐會再擴大，再加上中國大陸經濟減速可能已成為常態，赤字佔 GDP 的比重可能持續上升，值得我們關注。

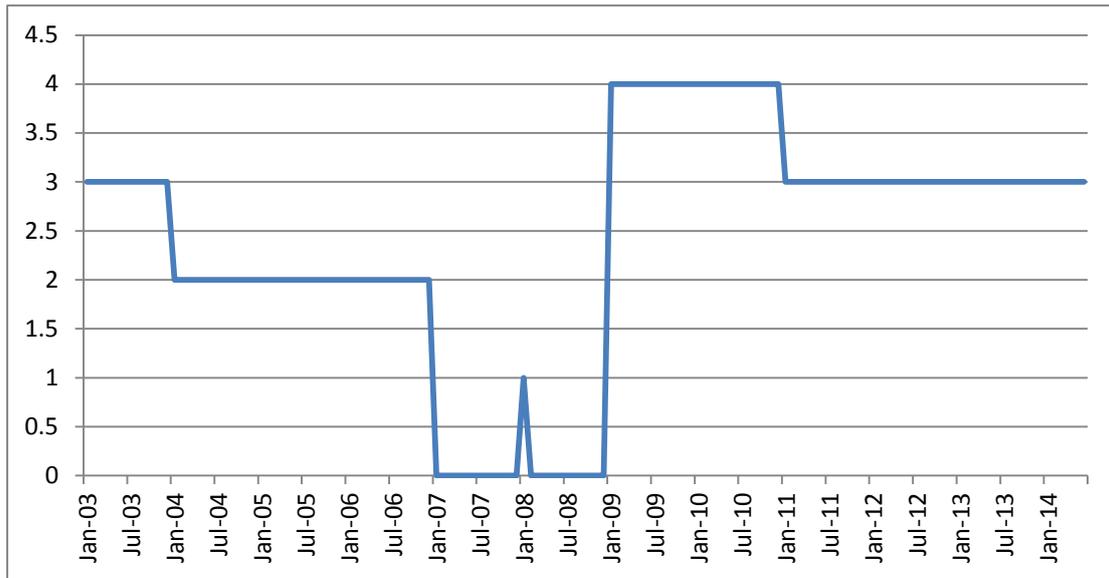
一般而言，財政赤字佔 GDP 比率大多以 3% 為警戒值¹¹，因此本研究將財政赤字佔 GDP 比率之風險評估區分為幾個區間，在 0 以下給予 0 分、0-0.75% 之間給予 1 分、0.75%-1.5% 之間給予 2 分、1.5%-2.25% 之間給予 3 分、2.25%-3% 之間給予 4 分、3% 以上給予 5 分。



資料來源：CEIC 資料庫

圖 60 中國大陸財政赤字佔 GDP 比率

¹¹ 根據歐盟所簽署的《馬斯垂克條約》(Treaty of Maastricht on European Union)即《歐洲聯盟條約》中提出財政之門檻，就債務存量而言，各國債務餘額占 GDP 比率不得超過 60%，而每年預算赤字占 GDP 比率不得超過 3%



資料來源：CEIC 資料庫

圖 61 中國大陸財政赤字佔 GDP 比率評分

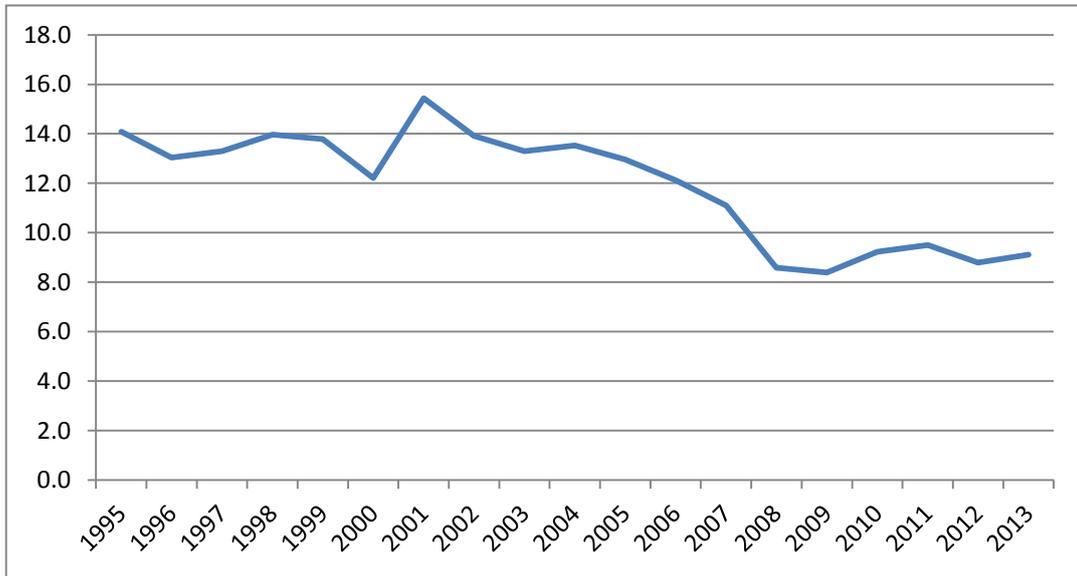
3. 外債總額與 GDP 的比率、短期外債佔總外債比率

外債總額與 GDP 的比率可以說明一國經濟在總體上對外債的承擔能力，圖 62 為 1995 年以來中國大陸外債總額與 GDP 的比率。截至 2013 年底，中國大陸外債餘額為 5 萬 2625 億人民幣，占當年國內生產總值約 9.4%，一般國際認為警戒線為 40%。2013 年外債餘額同比增長大約 17.12%，增加的速度高於 2012 年的 6.04%。

其中，從債務期限結構看，短期外債餘額為 4 萬 1,252 億元，占全部外債的比重高達 78.39%，圖 63 為短期外債占全部外債的比率。一般來說，國際上認為短期外債占全部外債的比重應控制在 25% 警戒線以內。由於以往多次債務違約事件與短期外債占比高相關，有不少學者擔憂短期外債占比高與其他因素疊加後，可能釀成系統性風險。由圖 63 可以發現，自 2001 年後中國大陸短期外債佔外債比率上升至 40% 以上，且持續的上升，均超過警戒值，雖然其外匯存底數量非常多，嚴格來說並不會造成嚴重的償債危機，但短期仍是會面臨償債的壓力。

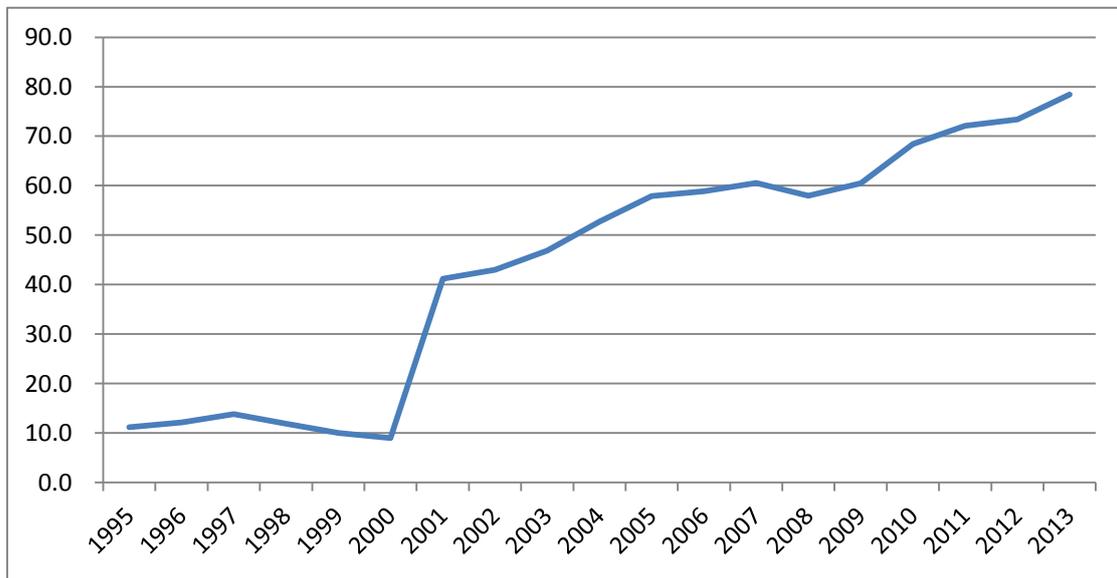
對於預防風險的作為，2013 年中國大陸外匯局曾頒布《外債登

記管理辦法》，一則簡化外債登記管理環節，取消了部分外債管理審批事項，二則依托資本項目信息系統，強化外債統計監測分析和非現場核查，積極防範外債風險。



資料來源：CEIC、本研究計算。

圖 62 中國大陸外債總額佔 GDP 比率



資料來源：CEIC、本研究計算。

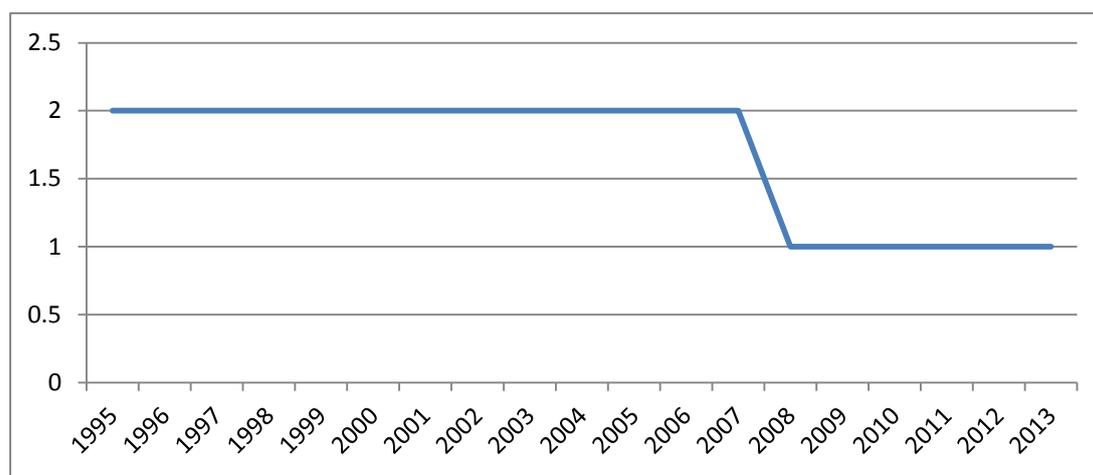
圖 63 中國大陸短期外債佔外債總額比率

如前所述，一般而言，外債總額佔 GDP 比率的警式值為 40%¹²，

¹² 參考高鴻楨主編，朱平輝副主編之《國家金融安全的統計分析》，中國統計出版社，2005 年

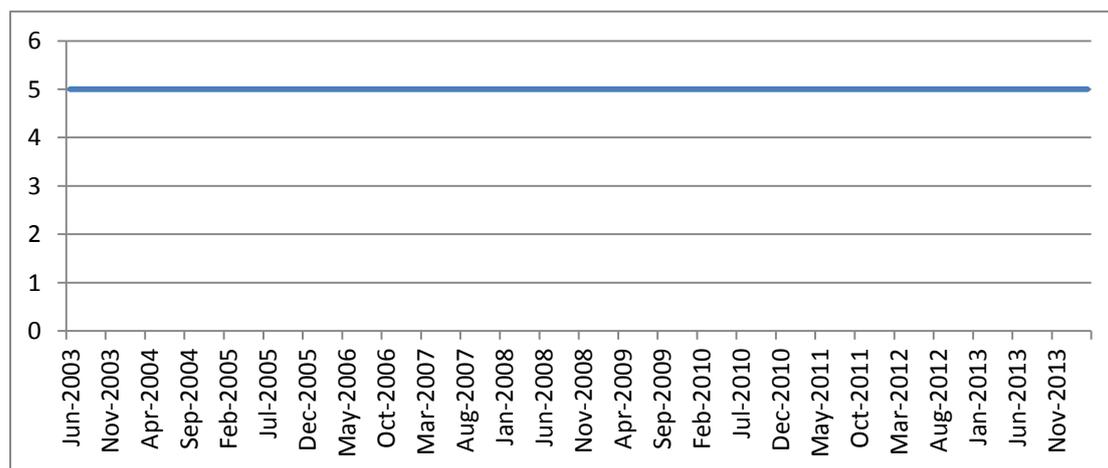
故本研究對外債總額佔 GDP 比率之評分標準為在 0 以下給予 1 分、0-10% 之間給予 2 分、10%-20% 之間給予 3 分、20%-30% 之間給予 4 分、在 40% 以上為 5 分。

另外，短期外債佔外債總額比率之警戒值為 25%，故本研究對外債總額佔 GDP 比率之評分標準為在 0-5% 之間給予 0 分、5%-10% 之間給予 1 分、10%-15% 之間給予 2 分、15%-20% 之間給予 3 分、20%-25% 之間給予 4 分、在 25% 以上為 5 分。



資料來源：CEIC、本研究計算。

圖 64 中國大陸外債佔 GDP 比率之評分



資料來源：本研究計算。

圖 65 中國大陸短期外債佔外債總額比率之評分

(二) 短期指標 (預警與展望指標)

1. Credit Default Swap (CDS)

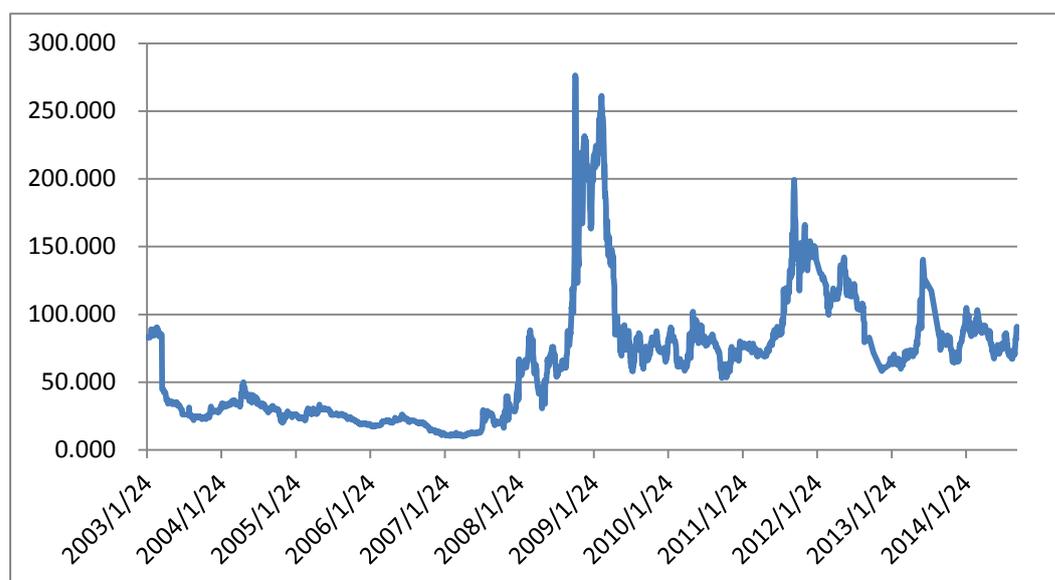
信用風險是指債務人逾期無法支付約定之本息的違約風險，以及債務人在契約期限內償債能力惡化之風險。1990 年代以後，由於相繼出現的亞洲金融風暴、俄羅斯政府債信危機與阿根廷經濟危機等公債違約事件，華爾街的投資銀行設計出利用衍生性金融商品以移轉信用風險的避險方式 (Credit Derivatives)，¹³ 信用違約交換 (Credit Default Swap; CDS) 便是其中一種信用衍生性商品。CDS 之精神類似保險契約 (Longstaff, Pan, & Pedersen, 2011)，CDS 的買方支付賣方費用，將債券違約的風險轉嫁給賣方，一旦發生違約事件，買方即有權要求賣方給付約定的金額。相對上，賣方雖固定獲得買方定期給付的收益，但也同時必須承擔當違約事件發生時，給付買方因市場波動所造成的損失。

在 2008 年的美國金融海嘯與其後的希臘信貸危機中，信用評等機構以自身商業利益作出過於保守的評等現象遭受批評，而評等發布的時間亦較隨時反應市場資訊的 CDS 為慢，造成信用評等往往出現落後公債信用違約交換的現象。另外，許多新興市場的經濟體資訊透明化程度不足，若單以主權評等來衡量主權信用的風險可能有失真的情況。而且，CDS 具備頻繁交易的特性，其價差可即時反應市場對於某國公債違約機率的看法，CDS 價差亦較債券殖利率更精準且快速的反應信用風險的變動 (Blanco, Brennan & Marsh, 2005)，因此公債信用違約在相當程度上可以表示一國總體經濟與金融風險的領先指標。

2008 年除了美國因為次級房貸造成的全球性金融海嘯之外，歐洲國家潛藏的主權債務危機風險也已悄然到來。由於在全球金融海嘯下，歐元區各國均以鉅額預算提出「振興經濟措施」並擴大財政支出挽救金融與經濟，使得財政赤字與公債發行量大幅增加。2008 年 10 月初時，冰島首先爆發主權債務危機，三大銀行的國際債務達到 610 億美元，相當於冰島 GDP 的 12 倍，此事件也引起世界對

¹³ 見沈中華、鄭行甫 (2010)

於主權債務違約風險的擔憂。2009年2月分，冰島、匈牙利、烏克蘭、阿根廷等國陸續向IMF申請援助，而國際金價也大幅上漲。其實，由於對主權債務違約風險的擔心，2008年9月底、10月初時，各國CDS開始出現上升的情況，而2009年2月並開始加速上升達到頂峰，由此可見，在歐債危機發生時，CDS可以良好的反應對主權債務危機的風險。



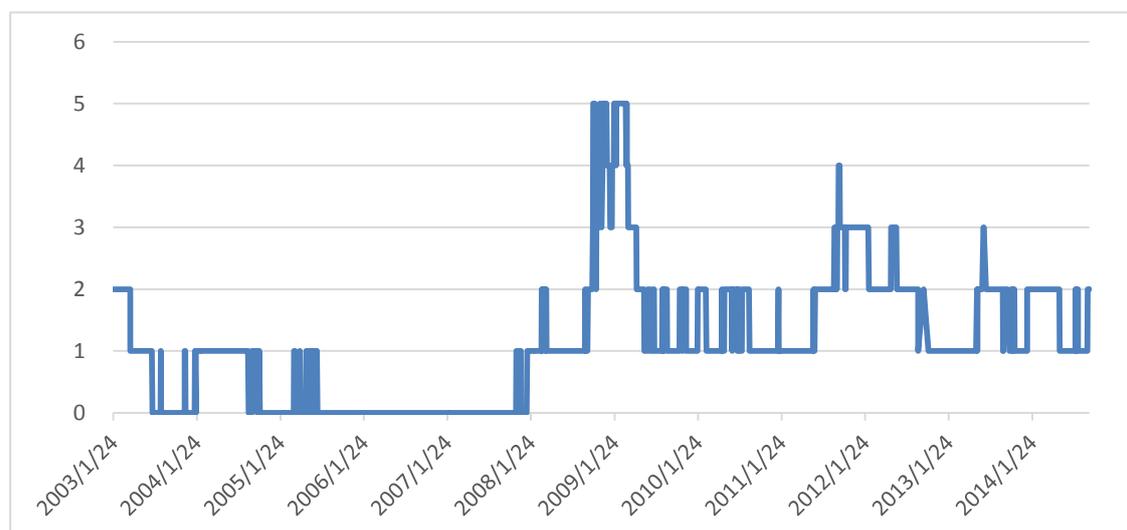
資料來源: Bloomberg 資料庫

圖 66 中國大陸 5 年期主權 CDS

上圖為自 2003 年 1 月至今，中國大陸 5 年期主權 CDS 之報價，由上圖可以發現在 2008 年末至 2009 年初時，中國大陸 CDS 之價格向上飆升，2008 年 10 月 24 日時飆至 276.298，較 2008 年 1 月 3 日的 28.667 高了近十倍，顯示在當時歐洲主權債務危機發生的大環境下，大眾對中國大陸的主權債務風險的疑慮大幅上升，而隨後於 2009 年中時回落。2010 年初又出現包括希臘在內的歐洲國家（即葡萄牙、愛爾蘭、義大利、希臘與西班牙的所謂「歐豬（PIIGS）五國」），陸續發生程度不一的主權債務危機，衝擊全球經濟。除此之外，中國大陸審計署於 2011 年 6 月發布對於全中國大陸地方政府債務規模之審計，至 2010 年底中國大陸地方政府性債務餘額為 10.72 兆元人民幣，使得中國大陸地方債務問題浮上檯面，也造成中國大陸主權 CDS 價格自 6 月開始又開始逐漸上升，至 2011 年 10

月 3 日時到達最高點的 199.33，之後又逐漸回落。而由於自 2011 年公布 2010 年的地方債規模後，2011 與 2012 年都沒有再發佈類似的審計結果，而中國大陸許多學者專家便開始自行對於中國大陸地方債進行推算，如摩根大通中國首席經濟學家朱海斌指出，中國地方債規模，「少的大概 13 萬億元、14 萬億元，多的 20 多萬億元，最多聽到達 26 萬億元」¹⁴。由於資訊不足，中國大陸審計部於是在 2013 年 8 月再度對中國大陸政府債務進行審計，原本預計 10 月公布，但後來遲至 2013 年 12 月底才公布，而我們亦可以發現中國大陸的主權 CDS 在 2013 年後又出現兩波的上升，一波是 2013 年 5 月份至 6 月，一波則是 2014 年的 1 至 2 月分，與中國大陸債務公布的時間亦有相當的一致性。

對於中國大陸年期主債 CDS 之評分原則為若指數在 30 以下給予 0 分、30-80 之間給予 1 分、80-130 之間給予 2 分、130-180 之間給予 3 分、180-230 之間給予 4 分、230 以上給予 5 分。下圖為中國大陸 5 年期 CDS 之風險評分。



資料來源：本研究自行計算

圖 67 中國大陸 5 年期主權 CDS 評分

2. AAA 級企業債與同期國債收益率之差

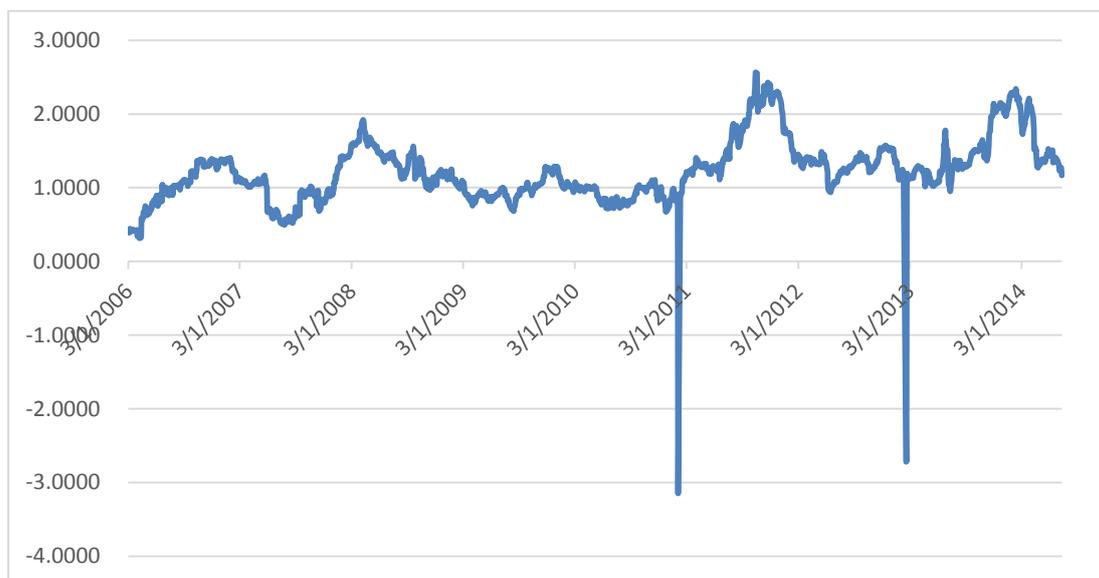
¹⁴ <http://money.163.com/13/1121/01/9E5SOGLI00253B0H.html>

債券殖利率是指投資債券可以獲得的預期報酬率，而由相同期限工具的不同殖利率亦可以用來表達不同的風險結構（利率的風險結構，risk structure of interest rates）。一般而言，影響利率的風險結構因素主要有信用風險(default risk)與流動性風險(liquidity risk)。一般而言，政府發行的公債可以藉由增稅或發行貨幣來償還，因此政府幾乎不可能倒帳，故幾乎是無信用風險的債券（default-free bonds），而其利率可以稱為「無風險利率」(risk-free interest rate)，而一般公司所發行的債券違約風險高於政府公債，因此投資人將要求比較高的利率作為補償，而如此所高出來的利率稱為「信用風險溢酬」(default-free premium)，因此藉由企業債或公司債的利率與政府公債利率之差，可以衡量企業或公司債信用風險。就利率的風險結構而言，當經濟發生衰退時，因為營運不佳而無法履行債務義務的企業將會增加，這時企業債或公司債相對於政府公債的風險溢酬將會擴大，也就是說企業債或公司債與政府公債之間的利差明顯擴大時，代表投資人認為經濟可能將發生衰退。

由於中國大陸過去所發行的債券，無論是地方政府債券、政府支持機構債或是企業債、公司債籌，因為有嚴格的審批核准制度，相對而言其違約風險較低，而且政府有隱性的剛性兌付，因此過去中國大陸幾乎不存在違約的情況。但 2014 年起，中國大陸許多產業因為產能過剩，造成經營困難，已陸續發生了一些違約的情況。2014 年 3 月中國上海超日太陽能科技公司宣佈無力償還高達 8,980 萬元人民幣的利息，成為中國大陸首例的公司債券違約。而此前中國大陸亦曾發行公司面臨債務違約或其他付款違約，但都在最後一刻得到解救。中國大陸國務院總理李克強亦在人大會議記者會上首次提出中國大陸願意接受金融產品的違約，而中國大陸的金融監管單位如中國人民銀行與中國證監會亦不只一次提出允許一些信用違約的情況發生，顯示中國大陸的剛性兌付的潛規則已經被打破了。

下圖是中國大陸 AAA 級企業債與同期國債收益率之差，可以發現差距多不會超過 2%，但 2014 年 3 月 25 日其利差提高至 2.21% 的歷史高點，顯示在上海超日太陽能科技公司違約事件發生時，

中國大陸對於企業債違約風險的預期有提高的情況。



資料來源：中債信息網

圖 68 中國大陸 AAA 級企業債與同期國債收益率差

在 AAA 級企業債與同期國債收益率風險評分上，若利差在 0 至 0.5% 之內給予 0 分、0.5% 至 1% 之內給予 1 分、1% 至 1.5% 之內給予 2 分、1.5% 至 2% 之內給予 3 分、2% 至 2.5% 之內給予 4 分、2.5% 以上則給予 5 分。評分結果如下圖：



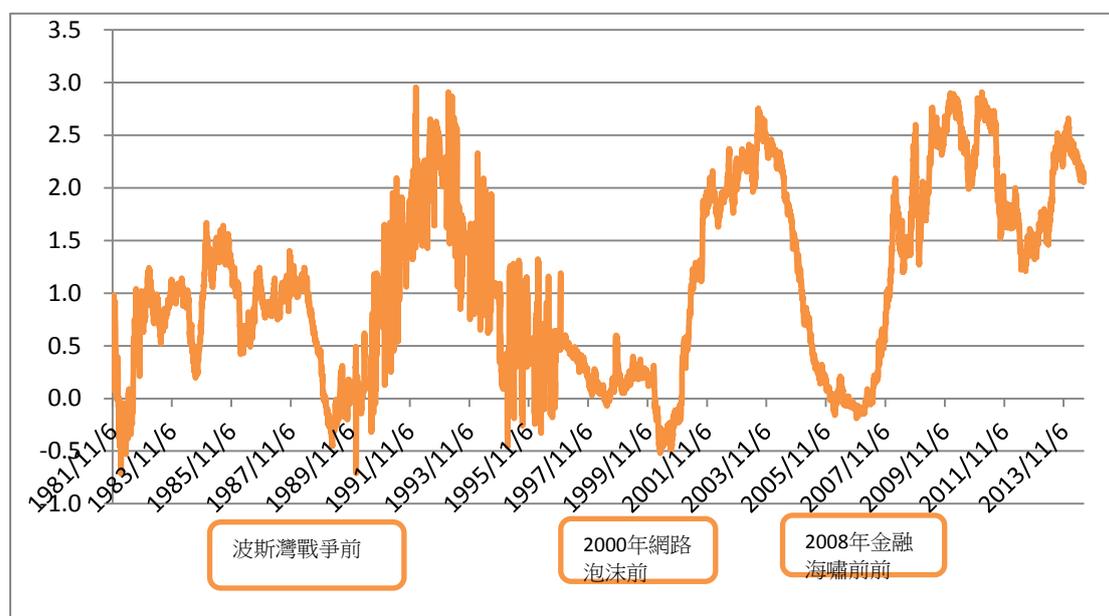
資料來源：本研究自行計算

圖 69 中國大陸 AAA 級企業債與同期國債收益率差評分

3. 國債殖利率曲線

除了利率的風險結構外，殖利率曲線亦是許多實證研究認為可以預測經濟活動的工具。而利率期限結構理論是用來解釋殖利率曲線之所以呈現不同形態原因之理論。利率的期限結構是指當信用風險與流動性風險等均相同的債券，因為到期期限不同而有不同利率的現象稱之。殖利率曲線呈現正斜率時，表示長天期公債殖利率高於短天期公債，代表市場資金寬鬆，經濟活動將會擴張，使得大家對未來的景氣較為樂觀；而當殖利率曲線呈現負斜率時，代表長天期公債殖利率低於短天期公債，意味經濟將步入衰退，市場對未來前景看弱則表示未來可能出現景氣衰退；而若殖利率曲線呈平坦走勢，表示長短天期公債殖利率差距不大，通常顯示經濟情勢趨緩，市場不確定性高（黃志典，2008）。

下圖標示美國十年期公債殖利率與二年期公債殖利率之利差走勢，曲線上升代表殖利率曲線斜率變陡，下降代表殖利率曲線變平坦，而處於負值以下表示殖利率曲線斜率為負值。由下圖可以發現自 1980 年代來，美國公債殖利率曲線主要有 4 次呈現負斜率走勢，且通常隨後都出現經濟衰退走勢，故殖利率曲線對景氣榮枯之預測準確率相當高。

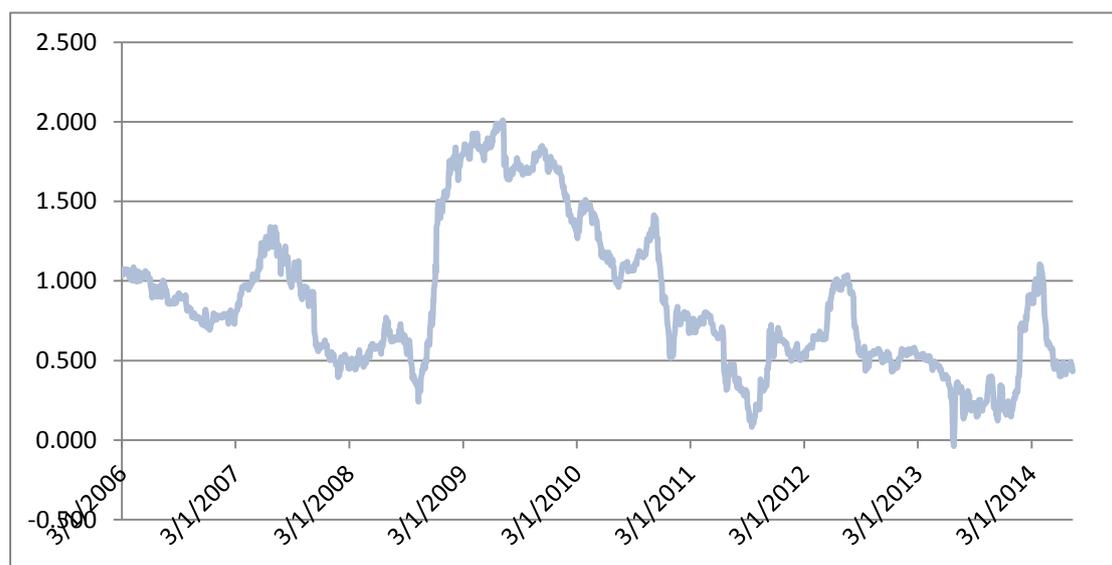


資料來源：美國聯邦儲備理事會

圖 70 美國十年期與二年期公債殖利率差

雖然中國大陸政府一再強調整體風險是可控的，但若一些債券

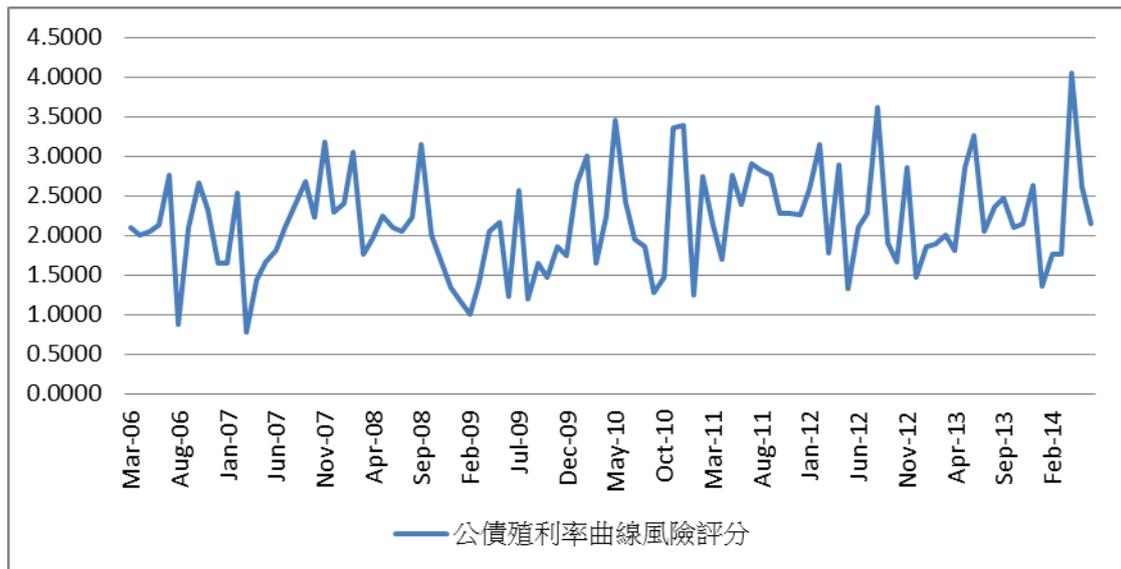
發生違約的情況，難保不會造成連鎖效應，而引發全面性的金融風險，因此中國大陸企業債與公司債等的違約風險有必要加以監測。下圖為中國大陸十年期國債與二年期國債利差，可以發現在 2007 年下半年至 2009 年下半年，值全球金融風暴前，中國大陸的殖利率曲線是變平的，顯示經濟情勢趨緩。而在 2010 年初至 2011 年，下半年時，正值歐債危機與中國大陸地方債履被提及之時，中國大陸的殖利率曲線亦變平，其後是自 2012 年中後至 2014 年初又一次下降，而自 2014 年中後又再次下降。



資料來源：中債信息網

圖 71 中國大陸十年期與二年期公債殖利率差

針對中國大陸殖利率曲線之評分，十年期與二年期公債殖利率差為正數給予 0 分、而其殖利差變動率在 $-0.2\% \sim 0\%$ 內 1 分、 $-0.4\% \sim -0.2\%$ 內 2 分、 $-0.6\% \sim -0.4\%$ 內 3 分、 $-0.8\% \sim -0.6\%$ 內 4 分、 -0.8% 以下 5 分，結果如下圖所示。



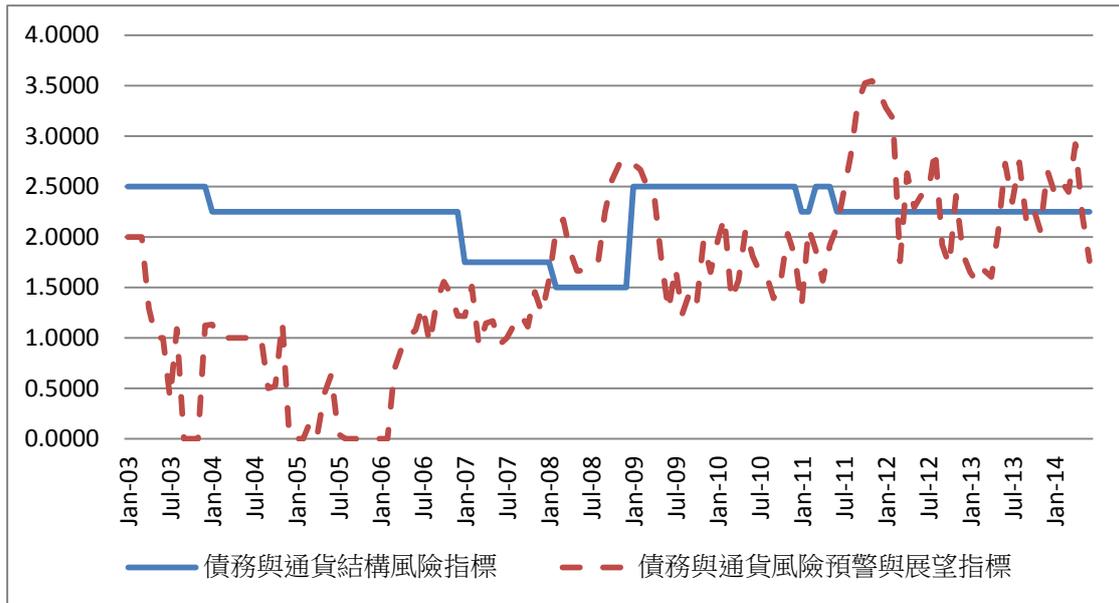
資料來源：本研究自行計算

圖 72 中國大陸十年期與二年期公債殖利率差風險評分

(三) 債務與通貨風險指標

接下來我們將債務與通貨風險各項指標評分進行簡單平均，可以得到債務與通貨風險的結構指標和預警、展望指標。由於債務與通貨結構指標多為季與年資料，故其波動幅度不大。且債務與通貨結構風險多不會時常的變化，故可以利用展望指標對其進行調適。

整體而言，2008 年後中國大陸債務與通貨風險高於 2008 年以前，主要是因為美國金融海嘯所致，因此 2008 年 11 月中國大陸宣布「四萬億」擴大內需並配合寬鬆的貨幣政策，造成政府債務的大幅上升，並造成現在產能過剩與地方債的問題。



資料來源：本研究自行計算

圖 73 中國大陸債務與通貨風險評分

伍、金融機構風險指標

(一) 中長期指標（結構風險指標）

1. 資本適足率

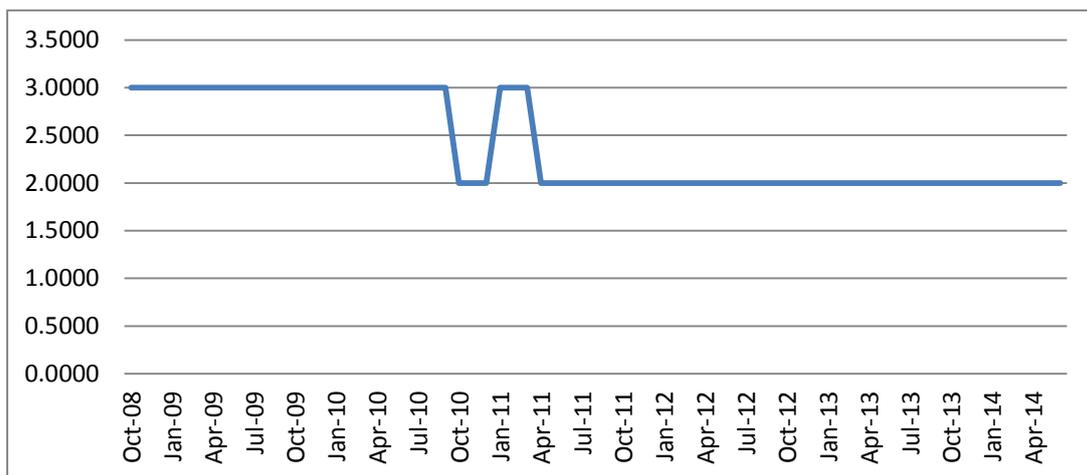
資本適足率是指銀行自有資本淨額（或核心自有資本淨額），根據巴塞爾委員會於 1988 年公布「巴塞爾協定」，規定會員國銀行的自有資本與風險性資產的比例在 1992 年時應該達到 8%，若資本適足率過低，表示銀行能夠承受風險能力較低。



資料來源：中國銀監會

圖 74 中國大陸銀行資本適足率

雖然資本適足率愈高，其銀行承受風險能力愈高，但事實上若資本適足率愈高，則表示自有資本的比重愈高，或是風險資產資產總額要下降，如此將會衝擊銀行的獲利能力，因此本研究以巴塞爾協定中的 8% 為下界，而以其兩倍，即 16% 為上界。即資本適足率在 16% 以上 0 分、14%~16% 內 1 分、12%~14% 內 2 分、10%~12% 內 3 分、8%~10% 內 4 分、8% 以下 5 分，評分結果如下圖所示。



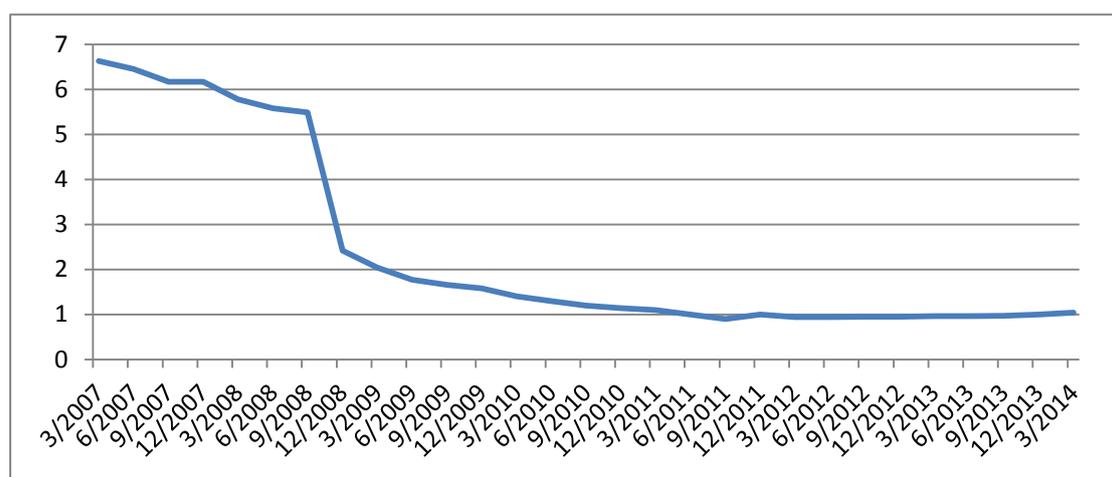
資料來源：中國銀監會

圖 75 中國大陸銀行資本適足率風險評分結果

2. 不良貸款率

不良貸款率是指金融機構不良貸款占總貸款餘額的比重，2001年12月，中國人民銀行發布「關於全面推行貸款質量五級分類管理的通知」，2002年起在全國各類商業銀行全面施行貸款質量五級分類管理；2004年起，所有從事信貸業務的金融機構全面實行五級分類法。五級分類是在評估銀行貸款質量時，把貸款按風險基礎區分為正常類、關注類、次級類、可疑類與損失類貸款第五類，後三類貸款佔總貸款的比率即為不良貸款率。UBS(2005)的研究指出，自從中國採用新的貸款分類後，不良貸款數字的可信度已經明顯提高。

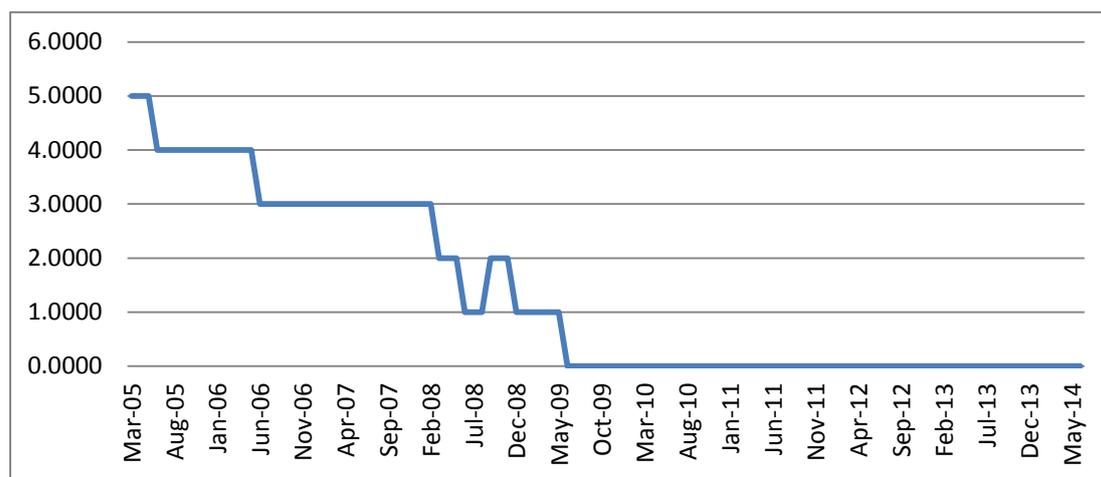
中國大陸的銀行業過去由於為支持經濟改革與國有企業改革，造成非常嚴重的不良貸款，根據BIS(2002)年的估算，2001年底中國大陸四大國有商業銀行的不良貸款率達42%，而Lardy(1998)則認為中國大陸的銀行技術上已經破產。中國大陸為了解決銀行不良貸款問題，除了注資銀行外，還成立四大資產管理公司以剝離銀行業的不良貸款，並鼓勵上市，2008年不良貸款率大幅下跌(如下圖)之原因即為中國農民銀行在當年剝離8000億元人民幣不良貸款所致。自此之後，中國大陸銀行業不良貸款率便持續下降至1%左右，但近來有逐漸上升的趨勢，可能是由於房地產價格下跌與經濟成長減速有關。



資料來源：中國銀監會

圖 76 中國大陸不良貸款率變化

一般而言，不良貸款率愈低愈好，國際上的警戒值通常設為 10%¹⁵，如前所述中國大陸在 2000 年左右時不良貸款率非常高，四大國有銀行之不良貸款率已遠超過此比率，但由於當時中國大陸利率剝離政策性負擔，並成立四大資產管理公司與注入資本金打消壞帳等方式，使得不良貸款率大幅下降，現在約在 1% 上下波動。故本研究以國際上的慣例將不良貸款率的風險評分標準設定為 0%~2% 內 0 分、2%~4% 內 1 分、4%~6% 內 2 分、6%~8% 內 3 分、8%~10% 內 4 分、10% 以上 5 分，評分結果如下圖。



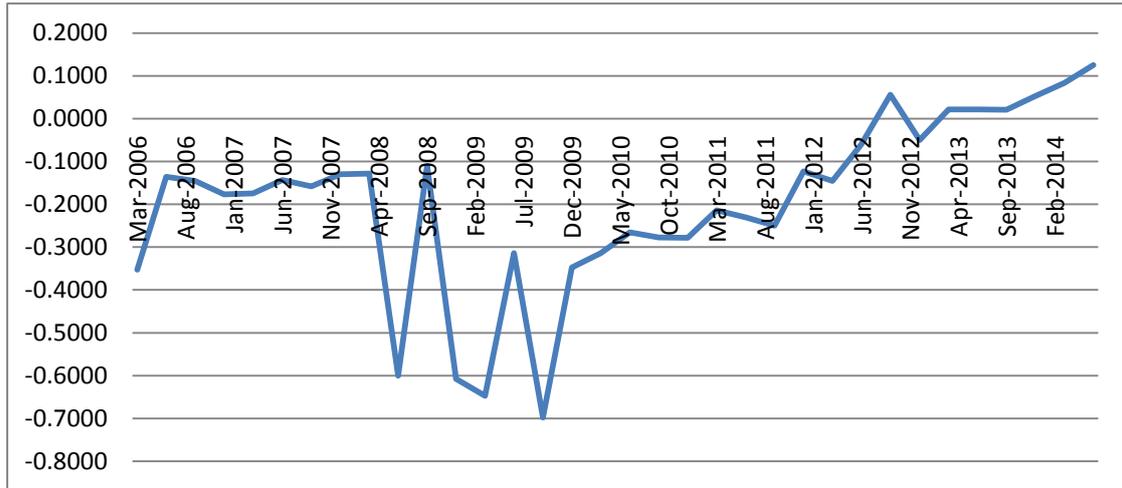
資料來源：本研究自行計算

圖 77 中國大陸不良貸款率風險評分

3. 不良貸款率變動率

不良貸款率所表現的是當期銀行不良貸款佔其總存款比率，屬於靜態指標，中國大陸自 2008 年剝離中國農民銀行的不良貸款後，不良貸款率持續的下降，現在均大約在 1% 上下，若看此靜態指標可能會忽略不良貸款率上升的風險。且近幾個月以來，中國大陸的不良貸款率有開始上升的情況，為了補捉其不良貸款率上升造成的動態風險，故本研究納入不良貸款變動率，若不良貸款成長率為負，表示整體不良貸款的結構風險是下降的，但若不良貸款率上升，則表示其銀行結構風險在上升。下圖為中國大陸不良貸款變動率，可以發現近來中國大陸不良貸款變動率在大幅上升。

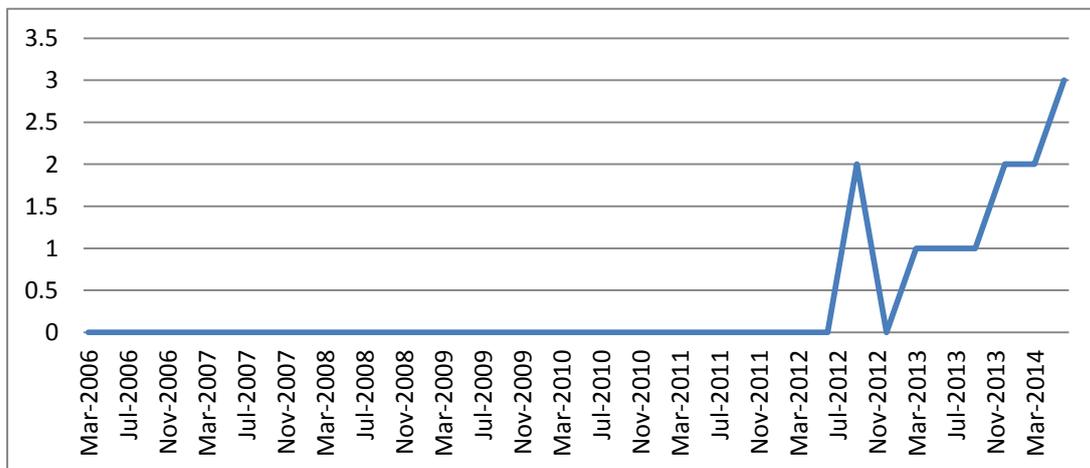
¹⁵ 引自郭建偉、唐春陽、馮宗憲（2006），「考慮定性指標及誤判損失的企業違約判別神經網絡模型」，中國管理科學，14 卷第 5 期



資料來源：中國銀監會

圖 78 中國大陸不良貸款率變動率

在評分標準上，中國大陸的不良貸款變動率小於或等於 0 時，風險最低，故給予 0 分，當變動率在 0~5% 時，給予 1 分、5%~10% 給予 2 分，10%~15% 給予 3 分、15%~20% 給予 4 分，而超過 20% 以上則給予 5 分，下圖為中國大陸不良貸款變動率之風險評分。



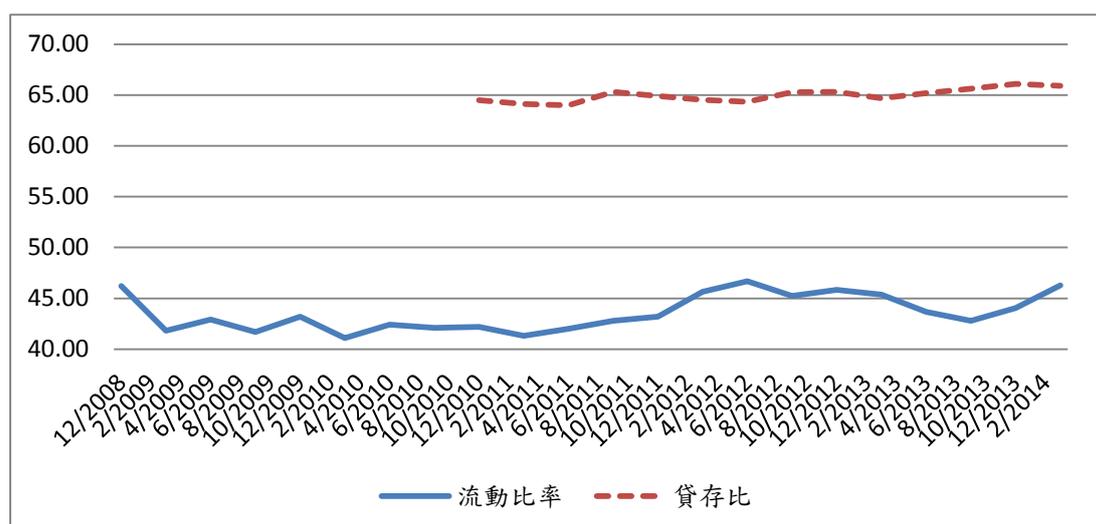
資料來源：本研究自行計算

圖 79 中國大陸不良貸款率變動率風險評分

4. 流動比率

銀行流動性 (liquidity) 是指銀行應付存款提領與放款需求的能力，若銀行的流動性不足，輕者可能被迫出售資產而造成損失，

重者可能因周轉失靈而造成銀行危機，甚至引發整個金融機構。流動比率與銀行存貸比便是用以規範銀行流動性的一項指標。然而，中國大陸規定存貸比必須低於 75%，於是各銀行為了提高利潤，積極發展表外業務，而在期中與期末審核時，才積極的搶收存款，造成 2013 年的錢荒事件，故在檢視中國大陸銀行業流動性風險時，應一併考慮銀行同業拆款利率等指標。

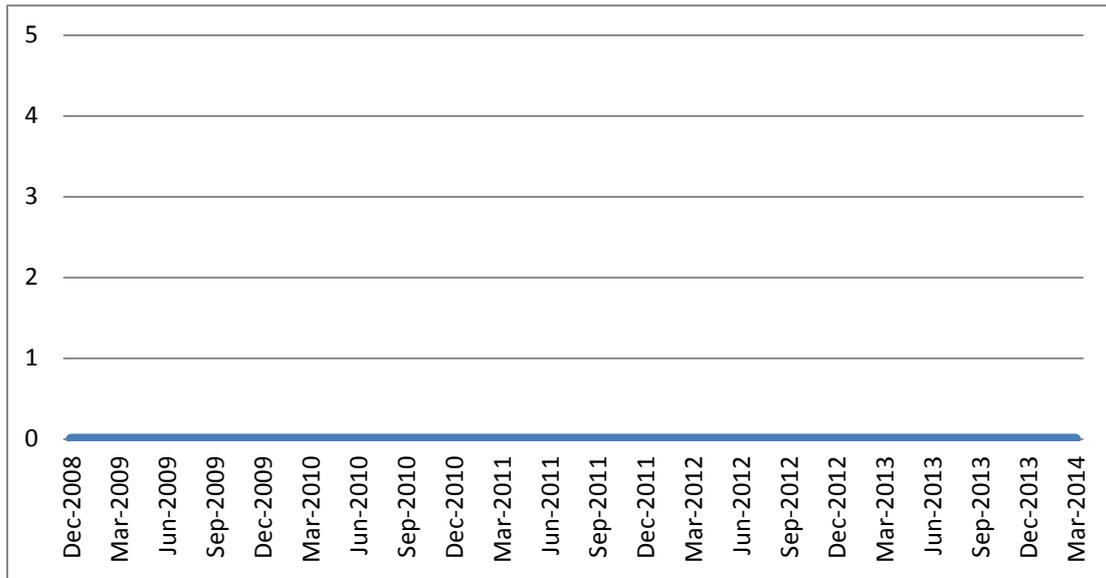


資料來源：中國銀監會

圖 80 中國大陸流動比率與貸存比變化

流動比率愈高，銀行流動性愈高，對於短期的衝擊也較有能力因應。但流動比率過高可能會使銀行在長期放款的金額受到限制，而使獲利能力降低，故一般以 25% 以上便視為流動性較高¹⁶。故本研究針對流動比率部分，評分標準為在 25% 以上 0 分、20%~25% 內 1 分、15%~20% 內 2 分、10%~15% 內 3 分、5%~10% 內 4 分、0~5% 內 5 分，評分結果如下圖。

¹⁶ 中國大陸人民銀行要求人民幣和本外幣合併資產流動比率不低於 25%

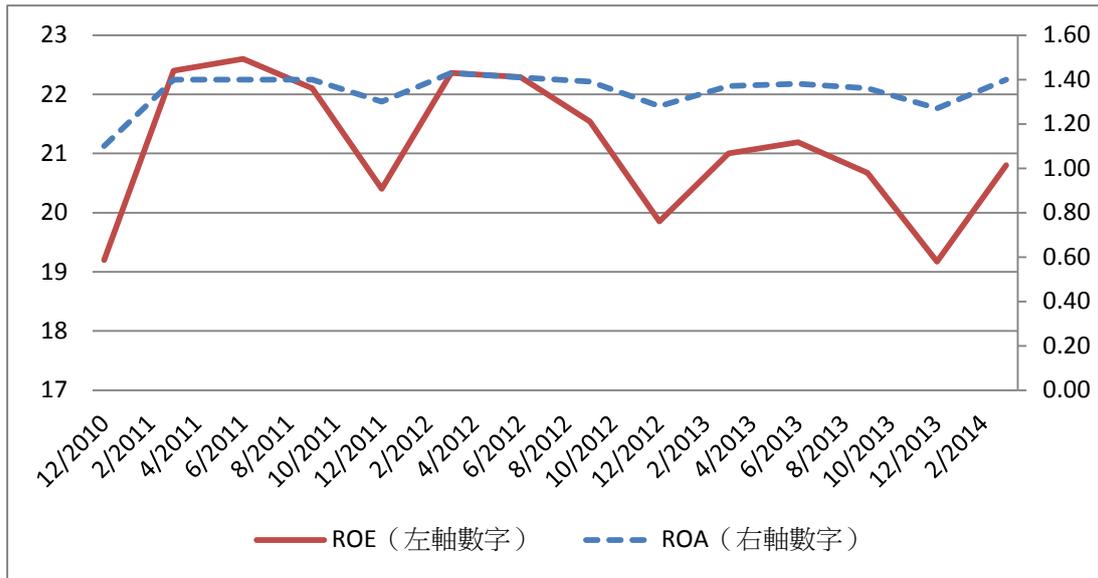


資料來源：本研究自行計算

圖 81 中國大陸流動比率風險評分

5. 淨值利潤率 (ROE)

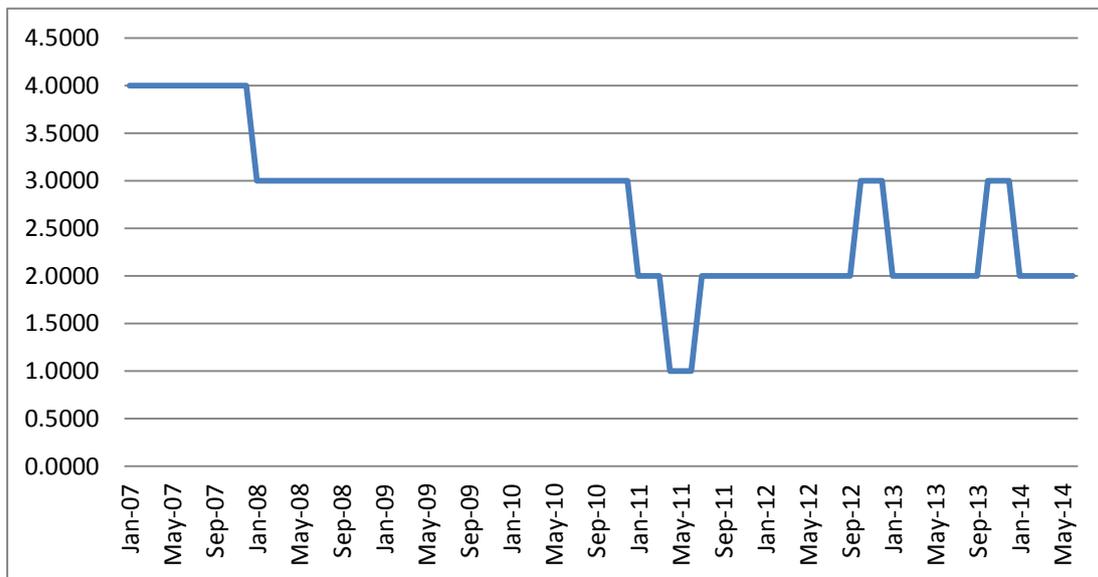
淨值利潤率可以用來表達中國大陸銀行業金融機構其獲利之表現，若 ROE 大幅下降，可能造成銀行經營困難。中國大陸的銀行業在 2012 年時被稱為是暴利產業，主要原因是由於該產業集中度高，競爭程度較低。另外，由於中國大陸對存款設定利率上限，貸款設定下限，造成銀行業有保證利差，也是主要原因之一。然而，中國大陸在 2013 年時已經取消貸款利率下降管制，未來的發展趨勢是一定要取消存款利率上限，屆時銀行利差縮小，又開放民營銀行，則獲利能力將會遭受打擊，故對於 ROE 亦需密切注意。



資料來源：中國銀監會

圖 82 中國大陸金融機構 ROA 與 ROE

一般而言，ROE 愈高愈好，代表銀行業獲利能力高，依中國大陸銀行業的實際狀況，自 2007 年 3 月以來，中國大陸的 ROE 多在 16.7% 至 22.6% 之間，標準差約為 1.8%，故研究以 15% 至 25% 為界，每 2.5% 為一個區間，評分結果如下圖。



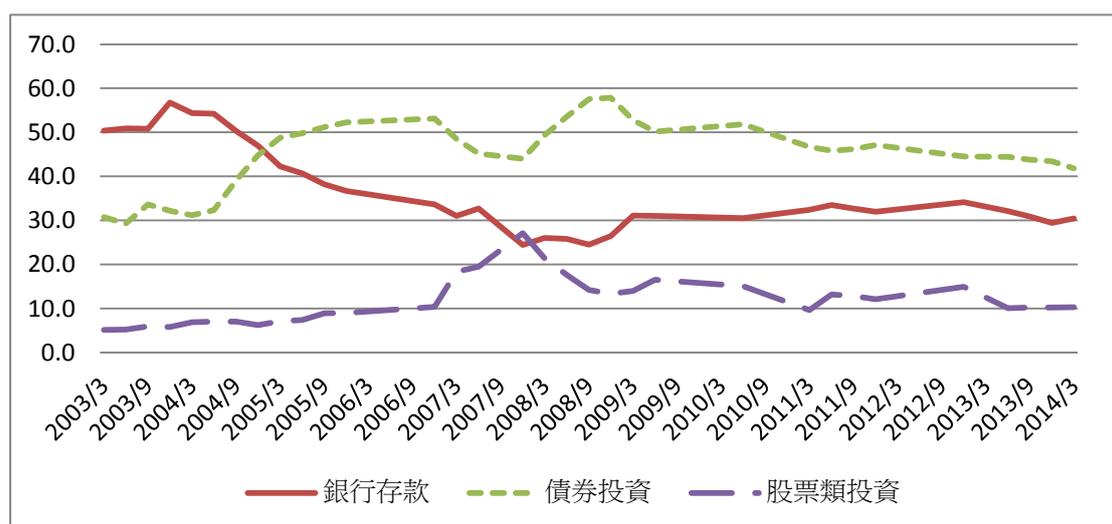
資料來源：由本研究自行計算

圖 83 中國大陸金融機構 ROE 風險評分結果

6. 保險費在銀行存款、債券投資與股票投資佔比

保險公司所收取之保費可以用於投資股票、債券或是存在銀行，一般而言，存放在銀行之利息報酬率較低，但相對而言較購買股票風險為低，故保險公司所收保費存放在銀行比率愈高，風險相對較低，但報酬率亦相對較低。而若是投資債券，報酬率相對較高，但由於債券價格會有所波動，故風險相對較高。若是投資股票權益類資產，因為沒有固定的股利收入，且股票價格相對而言波動幅度較大，雖然其投資報酬率可能最高，但風險亦最大。

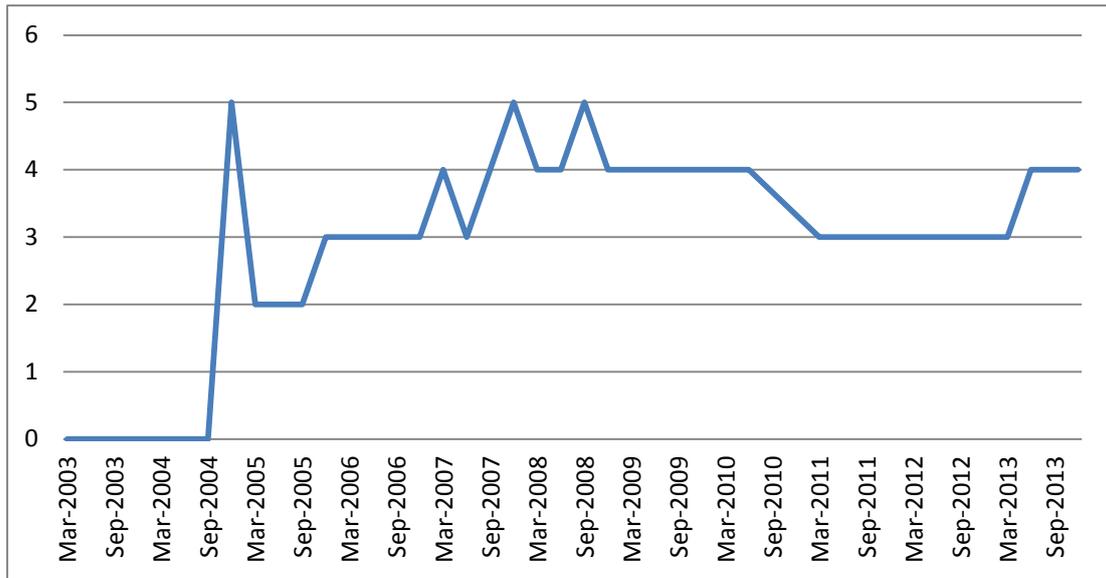
由下圖所示，中國大陸保險業所收取之保費，在 2005 年以前多是以銀行存款為主，債券投資為輔。而 2005 年後，債券投資比重超越銀行存款，成為最主要的投資標的。另外，股票投資的比重有緩步上升的趨勢。



資料來源：CEIC 資料庫

圖 84 中國大陸保險業保費運用

根據中國大陸實際的情況，保費存放於非銀行存款的比重大約 43.2% 至 75.6% 左右，故本研究以 50%~75% 為界（即 1/2 至 3/4），50% 內 0 分、50%~56.25% 內 1 分、56.25%~62.5% 內 2 分、62.5%~68.75% 內 3 分、68.75%~75% 內 4 分、75% 以上 5 分，評分結果如下圖。



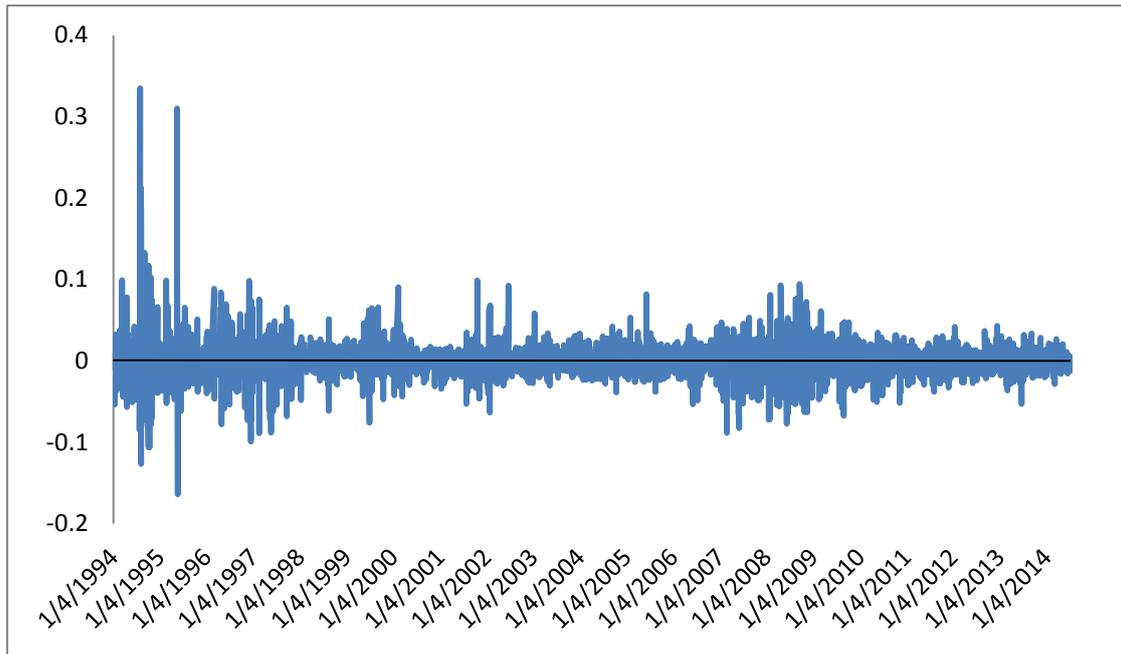
資料來源：本研究自行計算

圖 85 中國大陸保險業保費存放於非銀行比率風險評分結果

(二) 短期指標 (預警與展望指標)

1. 股價指數波動率

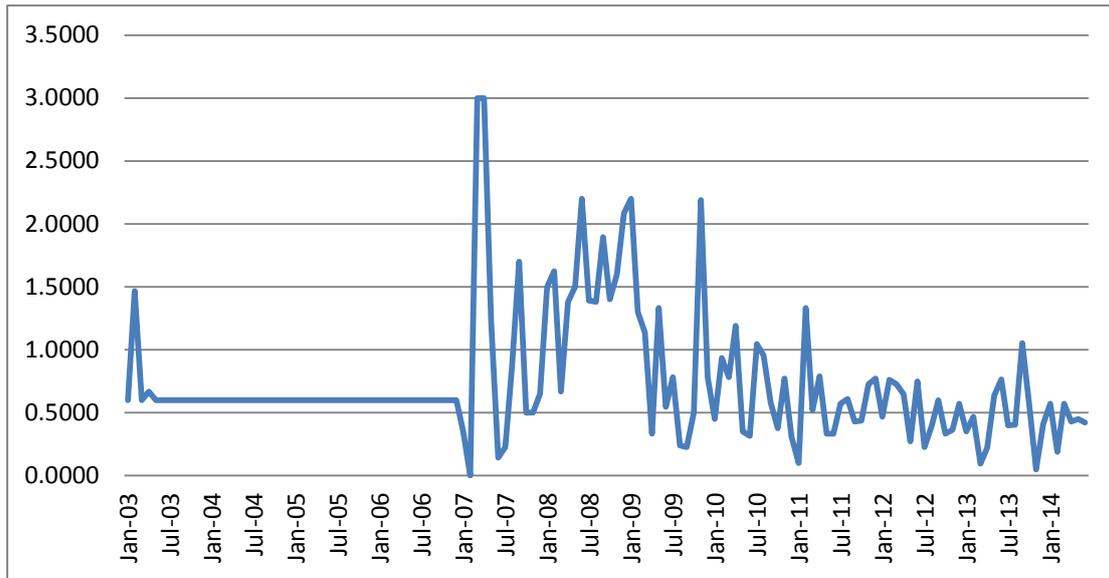
股票價格除了可以反應景氣之榮枯外，股票價格的波動幅度亦可以用來反應股票市場的風險程度，當波動幅度愈大，表示在該市場中投資遭受損失的情況會愈加嚴重，在報酬率固定的情況下，若波動較大，則所面臨的風險亦愈大。由下圖可以發現，中國大陸股價指數的變化大多介在正負 0.1 之前，而在 1994 與 1995 年時，因為中國大陸股票市場剛開始運作，初期股票交易數量有限，故較易受到衝擊，使這個期間的股價波動較率大，而後分別在 1997 年-1998 年與 2007 至 2009 年時有較大的波動情況，與 1997 年東亞金融風暴與 2008 年的美國金融海嘯時間亦有相當的重合。



資料來源：上海證券交易所

圖 86 上海證券交易所股價波動率

上證指數的波動率風險評分處理方式與 GDP 等變數相同，股價波動率在正 0.5 標準差內 0 分、正 0.5~0.75 個標準差內 0.5 分、正 0.75~1 個標準差內 1 分、正 1~1.25 個標準差內 1.5 分，正 1.25~1.5 個標準差內 2 分，正 1.5 個標準差外 2.5 分；若其在負 0.5 標準差內 0 分、負 0.5~0.75 個標準差內 1 分、負 0.75~1 個標準差內 2 分、負 1~1.25 個標準差內 3 分，負 1.25~1.5 個標準差內 4 分，而負 1.5 個標準差外 5 分，評分結果如下。

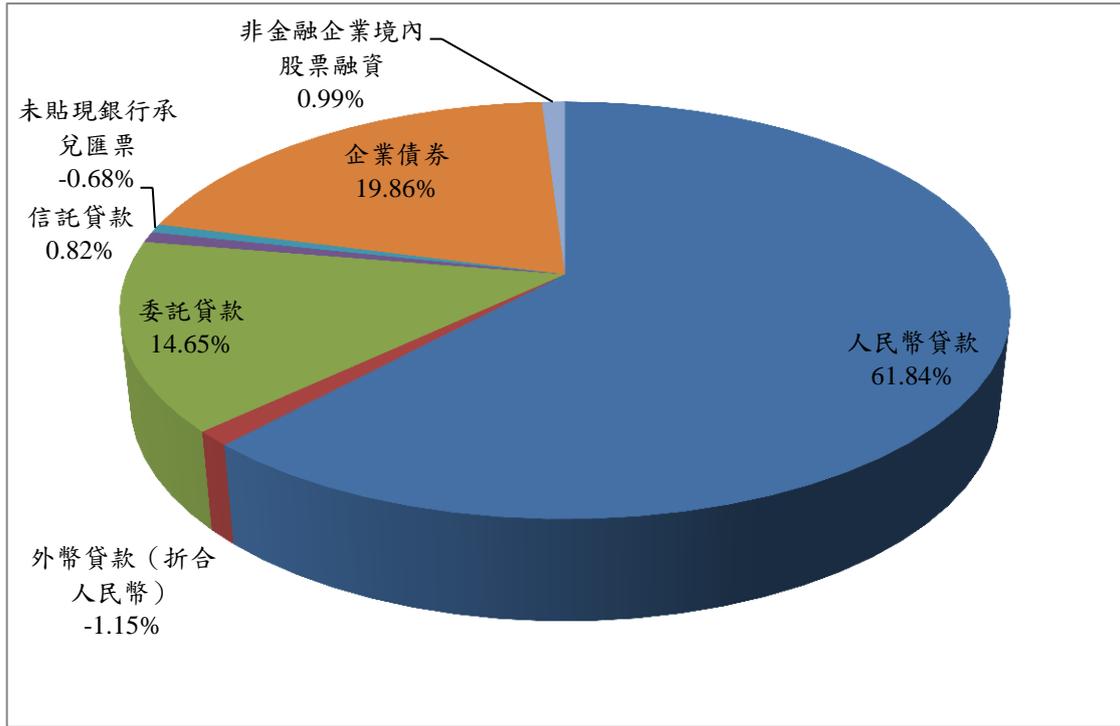


資料來源：本研究自行計算

圖 87 上海證券交易所股價波動率風險評分結果

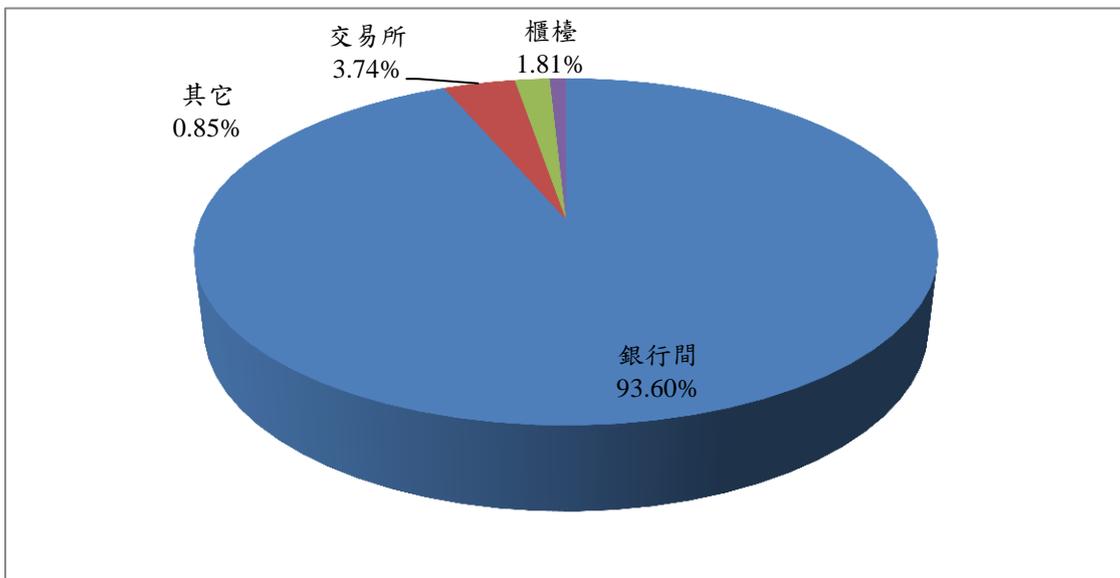
2. 銀行同業拆款利率

中國大陸金融體系中佔最大部分的即為銀行體系，根據中國人民銀行之統計，2014 年中國大陸社會融資總量為 14,045 億元人民幣（以下同），其中人民幣貸款達 8,708 億元，佔了 62.00%，而委託貸款為 2,063 億元，佔 14.65%，信託貸款為 116 億元，與銀行有關的貸款即佔了 77.52%，即中國大陸有 3/4 的貸款是由銀行體系放出的。另外，在中國大陸的債券市場上，佔最大比重的是銀行間交易市場，其託管量佔整體市場的 93%，而此市場中最主要的交易者便是商業銀行，因此可以發現中國大陸的金融體系中，銀行體系是最重要的體系，但也因如此，中國大陸的金融風險過度集中在銀行業。



資料來源：中國人民銀行

圖 88 中國大陸社會融資來源



資料來源：中國債券信息網

圖 89 中國大陸債券託管分佈

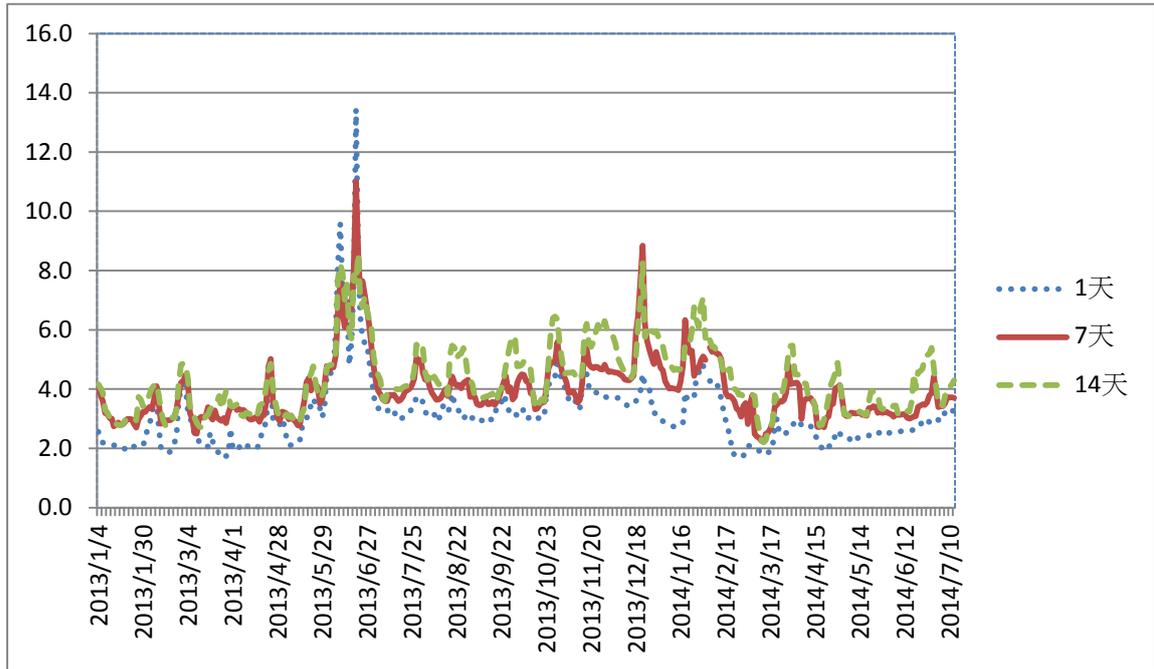
2013 年年中，中國大陸發生了一場嚴重的「錢荒」事件，2013

年 5 月起，中國大陸金融市場的資金利率全面攀升，2013 年 6 月 20 日，在銀行間拆借市場連續數天飆高之後，資金市場幾乎失控而停盤：隔夜拆借利率一下子飆升 578 個基點，達到 13.44%，與此同時，各期限資金利率全線大漲，「錢荒」進一步升級。

造成錢荒的最主要原因在於中國大陸有存放款利率限制與存貸比限制，相當程度的限制了中國大陸銀行的獲利能力，於是許多的銀行開始將表內貸款業務表外化，造成影子銀行問題，由於在中國大陸同時存款利率非常低，另一方面，貸款市場卻非常火熱，願意出高價貸款的機構有的是。這就意味著銀行能吸收到更多存款，則其通過放貸賺取的利潤就會更多。為了吸收存款，各家銀行都在變相提高存款利率，因而推出所謂的「保本」理財產品。據中國銀監會資料，2004 年以後理財產品每年有達到 50% 以上的增長。益普財富發佈的報告顯示，2012 年，中國大陸針對個人發行的銀行理財產品數量達 28,239 款，較 2011 年上漲 25.84%，而發行規模更是達到 24.71 兆元人民幣，較 2011 年增長 45.44%。其次，房地產開發與地方融資平台亦是銀行貸款的大宗，使得短期資金用於長期放款，造成期限錯配，一旦到了期中與期末對銀行進行存貸比審核時，就會造成銀行競相吸收存款來滿足存貸比的現象，各銀行都缺乏超短期資金，相互拆借的情況下便造成同業拆款利率的大幅上升。

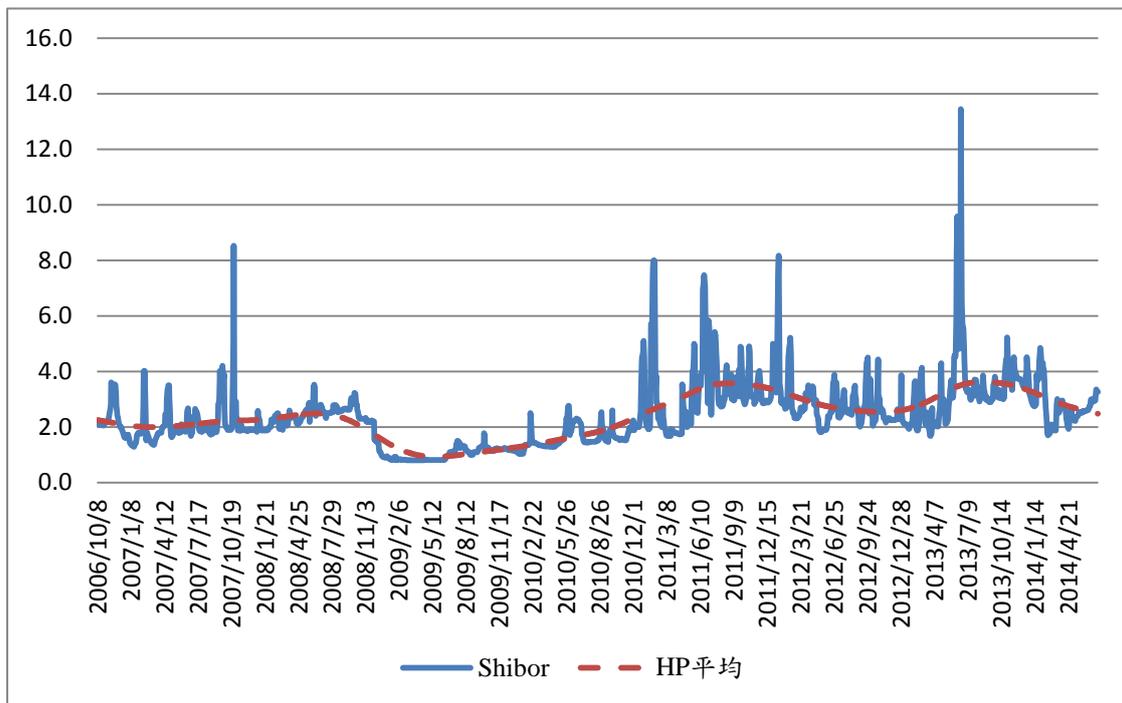
2013 年 6 月 20 日，上海銀行間同業拆放利率隔夜品種飆漲 578.4 個基點到 13.4440 點，銀行業的資金進一步緊張。6 月 21 日，在前一日銀行間市場利率創下歷史紀錄之後，資金利率停止瘋漲態勢，隔夜拆借利率大幅回落近 500 個基點。2013 年 6 月 24 日，由於 A 股市場銀行股遭遇恐慌性拋售，導致平安銀行、民生銀行和興業銀行跌停。深圳一些銀行基本上已經不放貸款了。雖然造成錢荒的原因非常多，但最主要的原因仍在於中國大陸金融層面上的管制仍非常多，例如利率市場化尚未完成、對銀行有貸存比的管制等，使得銀行積極發展表外業務，形成所謂影子銀行，藉以規避貸存比的限制，增加其獲利。然由其期限錯配造成流動性不足，而在期中與期末考核時，為了滿足貸存比的限制，大量的籌集存款，造成銀行之間利用非常高的利率互搶存款，而使得隔夜拆款利率的大幅

上升。因此，流動性的不足將會是中國大陸銀行風險的重要來源。



資料來源：全國銀行間同業拆借中心

圖 90 中國大陸 Shibor 走勢



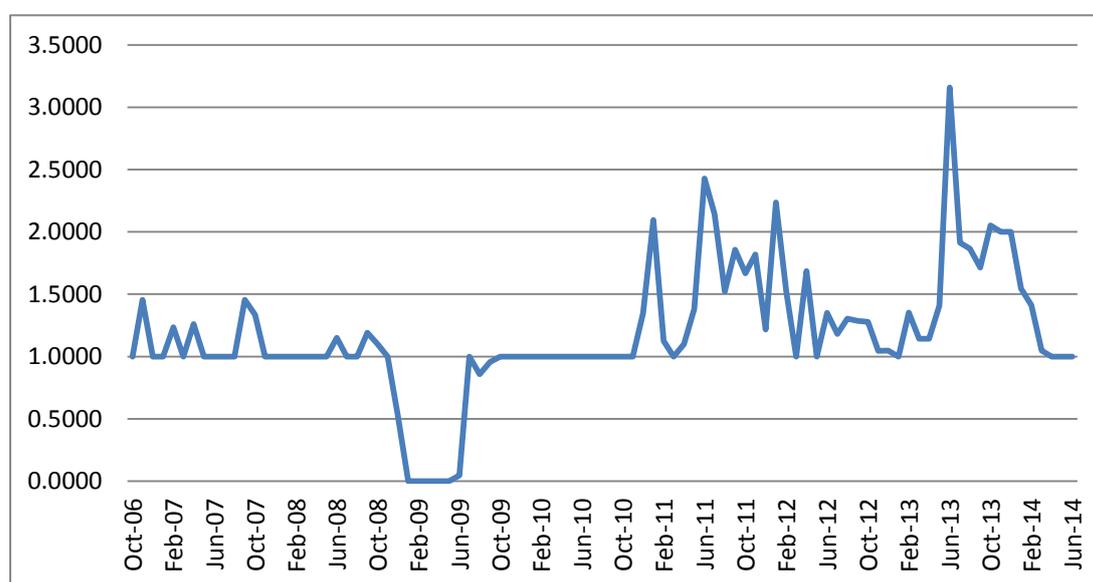
資料來源：全國銀行間同業拆借中心

圖 91 中國大陸 Shibor 走勢與 HP 平均值

故本研究利用上海同業拆款利率以衡量銀行間流動性高低之指標。上海銀行間同業拆放利率 (The Shanghai Interbank Offered

Rate，縮寫為 Shibor)，是由位於上海市的全國銀行間同業拆借中心計算、發布並命名的，由信用等級較高的商業銀行組成報價團自主報出的人民幣同業拆出利率計算確定的算術平均利率，是單利、無擔保、批發性利率。根據期限的不同，對社會公布的 Shibor 共包括隔夜、1 周、2 周、1 個月、3 個月、6 個月、9 個月及 1 年等八種。Shibor 自 2007 年 1 月 4 日起正式對社會發布，被認為是中國基準利率的雛形。

Shibor 風險評分標準為 1% 或以下 0 分、1%~3% 內 1 分、3%~5% 內 2 分、5%~7% 內 3 分、7%~9% 內 4 分、9% 以上 5 分。



資料來源：全國銀行間同業拆借中心

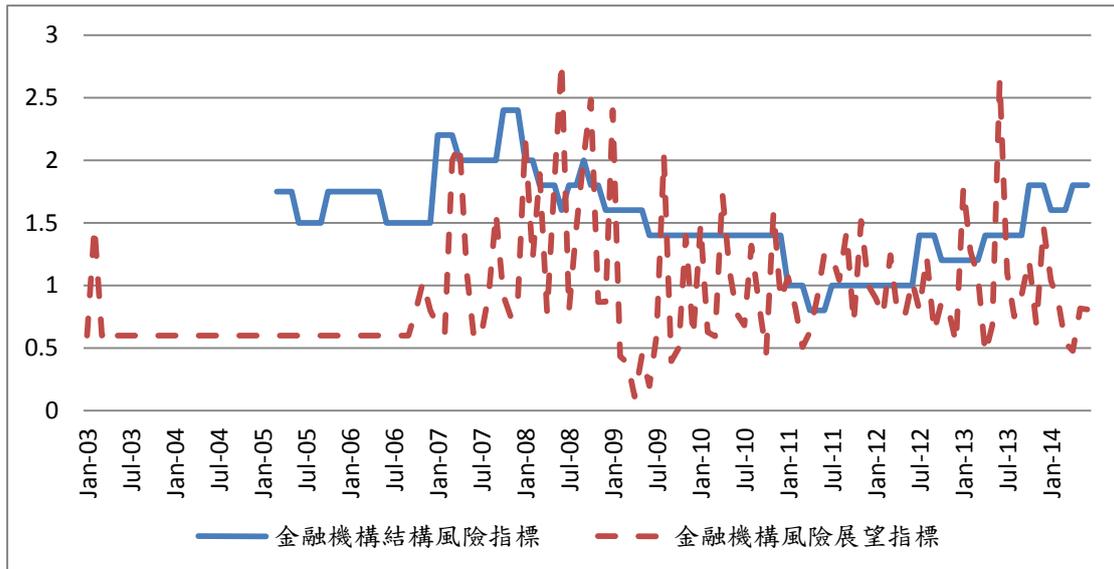
圖 92 中國大陸 Shibor 風險評分結果

3. 上證 180 金融股指數變動率

中國大陸金融業集中度相對很高，且大多是上市金司，因此金融股指數相當程度上可以表示民眾對中國大陸金融業之。

(三) 金融機構風險指標

接下來我們將金融機構風險各項指標評分進行簡單平均，可以得到中國大陸金融機構的結構指標和預警、展望指標。

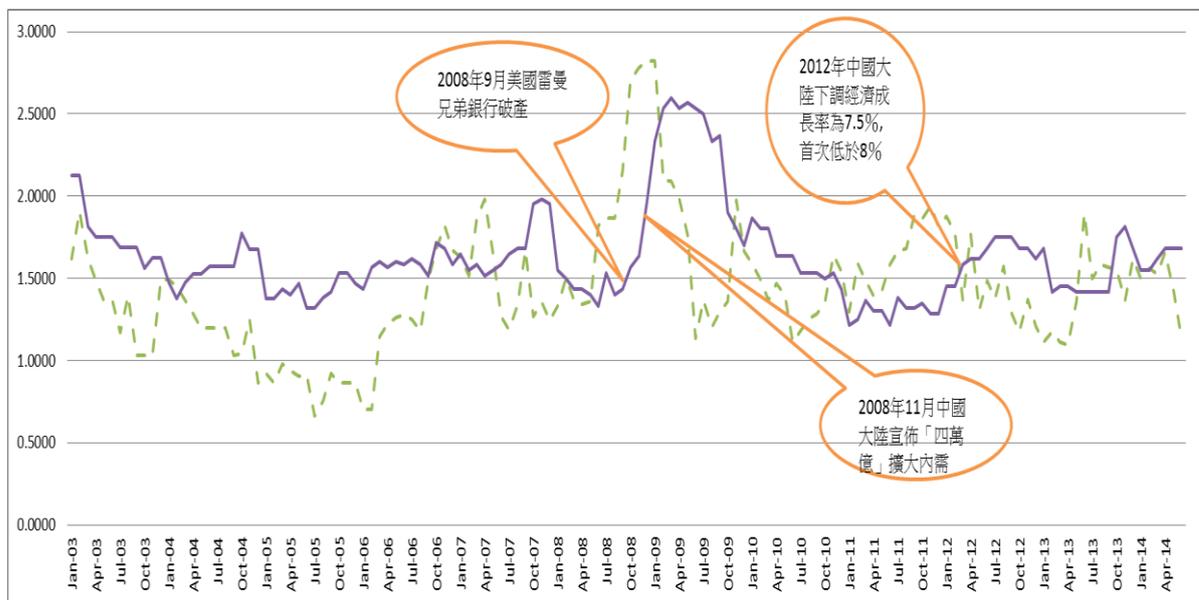


資料來源:本研究自行計算

圖 93 中國大陸金融風險評分結果

陸、中國大陸經濟暨金融風險評級

最後，我們將中國大陸的總體經濟、債務與通貨風險和金融機構風險平均，得到中國大陸經濟暨金融風險指標。



資料來源:本研究自行計算

圖 94 中國大陸經濟暨金融風險評分結果

為了使中國大陸經濟暨金融風險指標更加的容易理解，本研究仿照信用評等的方式，利用英文字母給予結構風險評等之等級。若結構風險指標在 0 分至 0.5 分之間，則給予 AAA 之評級，若在 0.5-1 分之間給予 AA 之評級，依此類推。而在展望指標部分，本研究則是用來代表未來風險展望，是正向、負向或穩定，若本期展望風險指標較上期上升或下降 0.5 個標準差內，則給予為穩定的展望，若上升大於 0.5 個標準差則給予負向的展望，下降大於 0.5 個標準差則給予正向的展望，評級標準如下表所示。

表 22 中國大陸經濟及金融風險指標

結構風險指標 分數	結構風險評級	展望風險指標 分數	風險展望評級
0~0.5	AAA	較上期上升 0.5 個標準差內	穩定
0.5~1	AA		
1~1.5	A	較上期下降 0.5 個標準差內	穩定
1.5~2	BBB		
2~2.5	BB	較上期上升超過 0.5 個標準差	負向
2.5~3	B		
3~3.5	CCC	較上期下降超過 0.5 個標準差	正向
3.5~4	CC		
4~4.5	C		
4.5 以上	D		

資料來源：本研究自行整理

表 23 2003 以來中國大陸經濟及金融風險結構與展望評級

日期	評級	展望	日期	評級	展望	日期	評級	展望	日期	評級	展望	日期	評級	展望	日期	評級	展望
Jan-03	BB		Jan-05	AA	穩定	Jan-07	A	穩定	Jan-09	B	負向	Jan-11	AAA	正向	Jan-13	A	負向
Feb-03	BB	負向	Feb-05	AA	穩定	Feb-07	A	穩定	Feb-09	C	正向	Feb-11	AAA	穩定	Feb-13	AA	穩定
Mar-03	BBB	正向	Mar-05	AA	穩定	Mar-07	A	負向	Mar-09	C	穩定	Mar-11	AA	穩定	Mar-13	AA	穩定
Apr-03	A	穩定	Apr-05	AA	穩定	Apr-07	A	穩定	Apr-09	C	穩定	Apr-11	AA	穩定	Apr-13	AA	正向
May-03	A	穩定	May-05	AA	穩定	May-07	A	正向	May-09	C	正向	May-11	AA	穩定	May-13	AA	負向
Jun-03	A	穩定	Jun-05	AA	穩定	Jun-07	A	正向	Jun-09	C	正向	Jun-11	AAA	穩定	Jun-13	AA	負向
Jul-03	A	穩定	Jul-05	AA	正向	Jul-07	A	穩定	Jul-09	B	穩定	Jul-11	AA	穩定	Jul-13	AA	正向
Aug-03	A	負向	Aug-05	AA	穩定	Aug-07	A	穩定	Aug-09	B	負向	Aug-11	AA	穩定	Aug-13	AA	穩定
Sep-03	A	正向	Sep-05	AA	穩定	Sep-07	A	負向	Sep-09	B	正向	Sep-11	AA	負向	Sep-13	AA	穩定
Oct-03	A	穩定	Oct-05	A	穩定	Oct-07	BBB	正向	Oct-09	BBB	穩定	Oct-11	AA	正向	Oct-13	A	穩定
Nov-03	A	穩定	Nov-05	A	穩定	Nov-07	BBB	穩定	Nov-09	BBB	負向	Nov-11	AA	負向	Nov-13	BBB	正向
Dec-03	A	負向	Dec-05	AA	穩定	Dec-07	BBB	穩定	Dec-09	A	正向	Dec-11	AA	穩定	Dec-13	A	負向
Jan-04	AA	穩定	Jan-06	AA	穩定	Jan-08	A	負向	Jan-10	BBB	負向	Jan-12	AA	穩定	Jan-14	A	正向
Feb-04	AA	穩定	Feb-06	A	穩定	Feb-08	AA	穩定	Feb-10	BBB	正向	Feb-12	AA	穩定	Feb-14	A	穩定
Mar-04	AA	穩定	Mar-06	A	負向	Mar-08	AA	負向	Mar-10	BBB	穩定	Mar-12	A	穩定	Mar-14	A	穩定
Apr-04	A	穩定	Apr-06	A	穩定	Apr-08	AA	正向	Apr-10	A	負向	Apr-12	A	穩定	Apr-14	A	穩定
May-04	A	穩定	May-06	A	穩定	May-08	AA	負向	May-10	A	穩定	May-12	A	正向	May-14	A	穩定
Jun-04	A	穩定	Jun-06	A	穩定	Jun-08	AA	負向	Jun-10	A	正向	Jun-12	A	穩定	Jun-14	A	正向
Jul-04	A	穩定	Jul-06	A	穩定	Jul-08	A	正向	Jul-10	A	穩定	Jul-12	A	穩定	Jul-14	BBB	穩定

Aug-04	A	穩定	Aug-06	A	穩定	Aug-08	AA	負向	Aug-10	A	負向	Aug-12	A	負向	Aug-14	BBB	穩定
Sep-04	A	穩定	Sep-06	A	負向	Sep-08	AA	負向	Sep-10	A	穩定	Sep-12	A	正向	Sep-14	BBB	穩定
Oct-04	BBB	穩定	Oct-06	A	穩定	Oct-08	A	負向	Oct-10	AA	穩定	Oct-12	A	穩定			
Nov-04	A	負向	Nov-06	A	穩定	Nov-08	A	正向	Nov-10	A	負向	Nov-12	A	穩定			
Dec-04	A	正向	Dec-06	A	穩定	Dec-08	BBB	穩定	Dec-10	AA	正向	Dec-12	A	正向			

資料來源：本研究自行整理

柒、中國大陸經濟暨金融風險指標

由於中國大陸在我們可取得的資料期間內並沒有發生真正重大的系統性金融危機，因此我們難以驗證，但仍然可以由幾個情況得知本研究的結果相當程度上可以掌握中國大陸經濟與金融的風險。

首先是 2008 年美國的金融海嘯，造成全世界經濟的大蕭條，是 21 世紀以來最大的一次全球金融風暴，中國大陸雖然非金融風暴的肇使者，但隨後其經濟亦造成了重大衝擊，為了避免中國大陸經濟陷入蕭條，中國大陸在 2008 年 11 月時宣佈「四萬億」擴大內需等一系統的刺激政策，而本研究所提出的整體經濟與金融結構風險指標在 2008 年 8 月起便已開始上升，至 2008 年 10 月時評等亦由 AA 級降為 A 級，並在 2008 年 12 月再降為 B 級，2009 年 2 月起並降至 C 級，且總體經濟與金融展望風險指標亦自 2008 年 4 月開始上升，至 2008 年的 6 月突破 1.5 分達至 1.82 分，而在 2008 年 9 月則突破 2 分，相當程度上領先了結構風險指標大約有 3-4 個月。另外，2010 年打房政策亦造成房地產泡沫破滅的憂慮，中國大陸的房價持續下跌至 2012 年底。在 2011 年 6 月份中國大陸國家審計署第一次對中國大陸地方債進行了清算並公布中國大陸 2010 年底的地方債約為 10.7 兆，數字雖然較許多學者估計的為少，但已經造成當局的高度重視，亦使得國際與中國大陸國內學者熱烈討論中國大陸的本土債務問題，在 2012 年中國大陸首次將其經濟成長率目標下調至 8% 以下到 7.5%，顯示中國大陸經濟成長開始出現疲態，使得中國大陸債務償還能力受到影響，此時中國大陸的總體與金融風險亦呈上升趨勢，但幅度就不若美國金融海嘯時來的大，此外，本研究所提出的風險展望指標亦已開始上升，大約較結構風險指標提前了 4-6 個月反應。

2013 年底時，中國大陸再度公布第二次地方債審計結果，結果發現截至 2013 年 6 月中國大陸地方政府債務已達 17.8 兆，較 2010 年成長了 66.93%，再度引起地方債的熱議。另外，中國大陸的影

子銀行問題亦出現大量的討論，2013年底2014年初時房價再一次的持續下跌，亦造成中國大陸經濟與金融風險疑慮的擴大。

捌、金融各業別應關注之指標

如前所述，台灣金融機構在中國大陸有非常多的投資與經營之業務，中國大陸的經濟與金融風險對其投資與經營而言，非常的重要，因此本研究亦將依照不同的金融業，我國開放至中國大陸經營之相關業務為區分，討論不同之金融業別必須特別關注的相關經濟與金融風險指標。

首先，針對我國開放銀行業、證券期貨業與保險業赴中國大陸投資之相關業務進行簡單的歸納（詳細內容請見本研究第二章）。就銀行業而言，主要包括了赴中國大陸進行直接投資，設立辦事處、分支行與子行等，另外可以投資創投與小貸公司，並從事中國大陸開放之金融業務，如存放款等。除此之外，可以辦理連結寶島債與大陸地區股價指數股票型基金（ETF）並對中國大陸資本市場進行投資。

在證券期貨業部分，主要是在中國大陸設立辦事處、參股中國大陸證券公司或是與中國大陸進行合資，在服貿協議中，中國大陸對台灣證券商作出若干承諾，包括允許台資金融機構可以人民幣合格境外機構投資者方式投資大陸資本市場、為臺資證券公司申請大陸合格境外機構投資者(QFII)資格進一步提供便利、符合條件的臺資金融機構按照大陸有關規定在大陸設立合資基金管理公司，臺資持股比例可達50%以上等，然目前服貿協議尚未通過，故對證券期貨業而言，主要仍是利用QFII對中國大陸資本市場進行投資。

在保險業部分，由於進入中國大陸直接設立據點有相當高的門檻，故我國保險公司主要是以與中國大陸合資的方式進行投資。而保險業由於其行業特性，將有非常高額的保費收入，但其又不能像銀行般進行放款，故投資成為保險業運用資金獲得利潤的主要來源，

對中國大陸的資本市場投資比率亦較銀行為高。故其主要的風險除了經營風險之外，最大的便是投資在資本市場的風險。

雖然不同金融業者所面對的風險不一定完全相同，但仍然有許多的經濟與金融風險是對所有金融業別均共同面對的，例如當經濟下滑速度加快，甚至經濟衰退或蕭條，不論是銀行、證券期貨或是保險業均會遭受很大的衝擊。因此相關的總體經濟風險是不分業別均需要關注的。結構風險指標包括 GDP 成長率、物價膨脹率、社會融資成長率、社會融資增加量佔 GDP 比率、短期外債佔總外債比率與財政赤字佔 GDP 比率等。而在預期與展望指標中，包括 OECD 領先指標、製造業 PMI 指數、股價指數、Credit Default Swap(CDS)與債券殖利率曲線等。

在各不同金融業別所需特別關注的經濟與金融風險指標上，在銀行業部分，特別要關注的結構指標包括銀行資本適足率、不良貸款率、不良貸款變動率、流動比率、ROE 與國房景氣指數等，預警與展望指標則是包括國企與 AAA 級企業債殖利率差、債券殖利率曲線、上海銀行同業間拆款利率(Shibr)、上證 180 金融股指數變動率等。在證券期貨業部分，由於其業務主要是在資本市場上的投資，故除了要關注上述不分業別需關注的指標外，主要是需要特別關注預警與展望指標中的國企與 AAA 級企業債殖利率差、債券殖利率曲線、股價指數、上證交易所股價指數變動率等。最後，在保險業部分，由於其風險主要來自於其資金運用，而其資金運用若非用於銀行存款，則多以資本市場為投資標的，故其風險與證券期貨業相同，均來自於資本市場，而考量保險業之風險則必須多考慮保費存放於非銀行存款比率一項。

不同金融業別所必須特別關注之指標整理如下表。

表 24 依開放各金融業務別應特別關注之指標

	中長期（結構風險）指標	短期（預警與展望）指標
不分業別需 關注	<ul style="list-style-type: none"> ● GDP 成長率 ● 物價膨脹率 ● 社會融資成長率 ● 社會融資增加量/GDP 比率 ● 短期外債佔外債總額 ● 財政赤字佔 GDP 比率 ● 經常帳赤字佔 GDP 比率 	<ul style="list-style-type: none"> ● OECD 領先指標 ● 製造業 PMI 指數 ● 股價指數 ● Credit Default Swap(CDS) ● 債券殖利率曲線
銀行業特別 關注	<ul style="list-style-type: none"> ● 資本適足率 ● 不良貸款率 ● 不良貸款變動率 ● 流動比率 ● ROE ● 國房價格指數 	<ul style="list-style-type: none"> ● 國企與 AAA 級企業債殖利率差 ● 債券殖利率曲線 ● 上海銀行同業間拆款利率 (Shibor) ● 上證 180 金融股指數變動率
證券期貨業 特別關注		<ul style="list-style-type: none"> ● 國企與 AAA 級企業債殖利率差 ● 債券殖利率曲線 ● 股價指數 ● 上海交易所股價指數變動率
保險業特別 關注	<ul style="list-style-type: none"> ● 保費存放於非銀行存款比率 	<ul style="list-style-type: none"> ● 國企與 AAA 級企業債殖利率差 ● 債券殖利率曲線 ● 股價指數 ● 上海交易所股價指數變動率

資料來源:本研究自行整理

第五章 中國大陸金融政策未來發展方向

中國大陸黨政系統領導人於 2012 年正式換屆，習近平取代胡錦濤正式成為中國大陸的最高領導人，並在 2013 年由李克強正式任其國務院總理，習李體制正式成形。根據中國大陸的決策慣性，每五年所提出的《五年規劃》與每一屆的三中全會是規劃中國大陸未來 5 年的經濟、社會發展目標與改革的重要措施，其中逢雙數屆的三中全會因是中國新領導人上任後的首次三中全會，代表新領導人要帶領中國大陸走向那一個方向，故更為的重要。而每一年 3 月初時，中國大陸均會召開人大與政協兩會，由於中國國務院總理將在兩會中進行政府工作報告，提出未來一年的經濟與社會的重要工作，故其具有對短期未來經濟走向的重要參考意義。因此，《五年規劃》與每一屆的三中全會可視為中國大陸經濟之中程規劃（五年期間達成），而兩會的《政府工作報告》則是短程規劃（一年期間完成）。

2014 年的兩會為第十二屆第二次會議，其中政治協商會議於 2014 年 3 月 3 日開幕、3 月 12 日閉幕。人大會議則是在 3 月 5 日開幕，3 月 13 日閉幕。本次的兩會是中國大陸去年上任的國務院總理李克強第一次的兩會，3 月 5 日李克強在全會人大會議中進行《政府工作報告》，報告中總結 2013 年中國政府的施政成果，並對於 2014 年之施政方針與重點提出說明。在《政府工作報告》提出 2014 年中國經濟社會發展的主要目標包括：國內生產總值增長 7.5% 左右，居民消費價格漲幅控制在 3.5% 左右，城鎮新增就業 1000 萬人以上，城鎮登記失業率控制在 4.6% 以內，努力實現居民收入與經濟成長同步，國際收入基本平衡等（以上多與 2013 年之目標相同）。由 3 月 5 日李克強的《政府工作報告》，可以發現整體的基調與 2013 年的十八屆三中全會所提出的《中共中央關於全面深化改革若干重大問題的決定》大同小異。

在《2014 年政府工作報告》中的總體政策方面，李克強首先提出在守住穩增長、保就業的下限與防通脹的上限之下，要繼續實施

積極的財政政策與穩健的貨幣政策，2014 年預計財政赤字為 13500 億元，較上年增加 1500 億元，其中中央財政赤字 9500 億，而由中央代地方發債 4000 億元，赤字率穩定在 2.1%。貨幣政策保持適度鬆緊，營造穩定的貨幣金融環境，2014 年廣義貨幣供給 M2 預期增長 13% 左右。

第一節 中國大陸目前的金融問題

目前，中國大陸的金融問題可以歸納如下：首先是過度依賴間接金融，據中國人民銀行之統計，2013 年中國社會融資規模為 173,168 億人民幣（以下同），其中人民幣貸款為 88,916 億，佔了 51.35%，若加計委託貸款與信託貸款（通常被歸入為影子銀行），則間接金融體系比重達 76.68%，雖然有逐年下降的趨勢，但比重仍然過高。為此，中國大陸持續的強調必須提高直接融資比重，在十八屆三中的《決定》與去年底의 中共中央經濟工作會議均再度提及，而在兩會中，李克強的《政府工作報告》中，今年的工作重點為加快發展多層次資本市場，推進股票發行制度朝註冊制改革，並規範發展債券市場。然除註冊制外，另兩個主張則只是提出口號大方向，而沒有具體內容。自去年三中提出股票發行朝註冊制過渡後，今年證監會將其視為施政重點，但中國證監會主席肖鋼亦承認，如果實現股票發行註冊制改革是 100 分，那麼，目前中國市場、制度和法律基礎的打分「大概在 50 分以下」¹⁷，今年會提出改革方案，但今年要實施註冊制將有困難。

另外，地方債務與影子銀行的問題亦是中國大陸金融發展的重要風險，2013 年中國審計署對於地方債進行清理，發現地方債規模自 2010 年底的 10.7 兆上升到 2013 年 6 月的近 17.9 兆，上升幅度達 70%，等於年成長率達 24% 左右，遠高於其經濟成長率。在 2014 年的兩會中，李克強的「政府工作報告」中，提出「抓緊研究調整中央與地方事權和支出責任，逐步理順中央與地方收入劃分，保持現有財力格局總體穩定。建立規範的地方政府舉債融資機制，把地

¹⁷ http://www.qtc666.com/news_data.php?id/1042.htm

方政府性債務納入預算管理，推行政府綜合財務報告制度，防止和化解債務風險」。由此可見，中國大陸解決地方債務問題的邏輯為健全地方政府的收入與支出結構，由根本上解決地方債，並降低地方債成長速度，但對於如何解決目前地方債存量的問題未有明確的規劃，而曾一度熱烈討論的地方政府自行發債，亦沒有相關規劃，故地方債問題短期恐難解決。而針對影子銀行問題，兩會的政府工作報告中並無提及，但在 2013 年底時中國大陸國務院辦公廳出台《關於加強影子銀行業務若干問題的通知》(簡稱第 107 號文)，本份文件在政府官網上並未出現，但許多中國銀行業者都證實有這份文件存在，該份文件主要先定義中國大陸影子銀行的範圍與風險處置的責任歸屬，主要依據「誰批設機構誰負責風險處置」的原則，並將地方政府亦納入監管的權責單位，預料未來包括「一行三會」的各監管部門將會出台各自的監管規定。

再者，中國大陸一直存在兩多兩難的問題，即「中小企業多，融資難；民間資金多，投資難」，而農村民眾亦難以取得貸款，城鄉金融服務二元結構問題，因此在中共領導人於十八屆三中提出「普惠式金融」的概念，並提出在加強監管前提下，允許具備條件的民間資本依法發起設立中小型銀行等金融機構。2014 年的工作重點在於推進由民間資本發起設立中小型銀行等金融機構，引導民間資本參股、投資金融機構及融資中介服務機構。2014 年 3 月 11 日中國銀監會主席尚福林宣布確定首批 5 家民營銀行的試點方案，而這五家民營銀行分別由杭州的阿里巴巴與萬向集團、溫州的正泰與華峰集團、深圳的騰訊和百業源投資有限公司、上海的均瑤集團、復星集團與天津的商匯集團、華北集團。下一步，銀監會將對參與試點的民營資本進行的股東資格審核，合格後受理正式申請，成熟一家批復一家，待取得試點經驗後，再進一步擴大試點。2014 年 7 月 25 日中國大陸銀監會正式批准三家民營銀行，分別是由騰訊、百業源、立業為主發起人的深圳前海微眾銀行；由正泰、華峰為主發起人的溫州民商銀行；由華北、麥購為主發起人的天津金城銀行。而 2014 年 9 月 29 日再次的批准另外兩家，即均瑤(集團)、美特斯邦威發起的上海華瑞銀行及浙江螞蟻小微金融服務集團、復星、

萬向三農集團等發起的浙江網商銀行，首批試點的民營銀行全數獲批籌設。

增設民營銀行雖然可以解決兩多兩少問題，也可以相當程度的解決中國大陸國有銀行壟斷的問題，但必須要注意的是若未來新設銀行愈來愈多後，是否會造成 overbanking 的問題，反使得銀行惡性競爭造成破產與倒閉，屆時對於金融而言，風險將會愈大。

而在農村金融問題上，政府工作報告並未多加著墨，但在 2012 年中國大陸提出溫州金融改革試點時即已經提及「鼓勵和支持民間資金參與地方金融機構改革，依法發起設立或參股村鎮銀行、貸款公司、農村資金互助社等新型金融組織。符合條件的小額貸款公司可改制為村鎮銀行」，以支持農村金融。但由於村鎮銀行之發起人必須是商業銀行，而小額貸款公司由於其自身條件問題，即使改制為村鎮銀行亦不容易吸收存款，農村金融要如何「普惠」可能仍是未來的要努力的方向。

中國大陸利率市場化的順序堅持「先外幣、後本幣；先貸款，後存款；存款中先長期大額、後短期小額」。2014 年 2 月 26 日，中國人民銀行上海總部宣布，從 3 月 1 日起放開上海自貿試驗區小額外幣存款利率上限，且在 6 月 26 日時開放到全上海市，在中國率先試點外幣存款利率市場化，符合中國利率改革的順序。在 30 多年的改革後，中國大陸的利率大概只剩存款利率尚未放開管制，存款利率放開是利率市場化的最後一哩。然而存款利率的放開較放款利率為謹慎，因為當存款利率放開後，可能造成惡性競爭，爭奪存款，造成部分經營體質較弱的銀行倒閉，除了造成存戶的損失之外，亦可能造成嚴重的金融危機。由於惡性競爭可能造成銀行倒閉，存戶的存款權益受到傷害，故建立存款保險制度勢在必行，故在「十二五規劃」中明確提出建立存款保險制度。且在去年的十八屆三中與今年兩會的政府工作報告中均有提及存保制度，且去年時中國大陸媒體即不斷的預言存保制度即將出台，故預期在今年應會有相關的法規出現。存保制度施行亦表示中國政府對於銀行體系的隱性保障將不再，在市場競爭的情況下可能一些體質較差的中小銀行會倒

閉，整體銀行業的集中度可能會先下降後上升。

最後，有關人民幣匯率改革部分，李克強在政府工作報告中提出保持人民幣匯率在合理均衡水平的基本穩定，擴大匯率雙向浮動區間，推進人民幣資本項目可兌換等。2014年1月14日人民幣兌美元的匯價(中間價)達到6.0406的高點後，開始出現貶值的情況，3月12日，人民幣對美元匯率中間價設為6.1343，連跌三日並同步刷新年內最低紀錄。以中間價計算，年初以來人民幣已累計貶值0.61%。受中間價不斷下調的影響，人民幣對美元即期匯價持續走貶。3月12日人民幣對美元即期匯價為6.1450，相較於2013年年末，人民幣即期匯價今年以來則累計貶值1.50%。自年初人民幣的貶值後，使得民眾體認到人民幣不僅會升值，其實亦可能貶值，自2012年起中國大陸部分學者如吳敬璉已經提出人民幣的匯率已達均衡水平，2013年11月27日人行副行長易綱亦指出人民幣匯率已非常接近均衡水平，故在均衡水平附近表示人民幣的匯率不再只會升值，亦可能貶值。雖然人民幣匯率是否處在均衡水平，仍有爭議，但在人民幣匯率的改革過程中，擴大匯率波動區間，甚至取消匯率波動區間是人民幣國際化之必要條件，因此在2014年人民幣的波動幅度可能加大。至於資本項目可兌換，根據周小川在去年三中全會後所出版的輔導讀本中提出，人民幣資本項目可兌換之目的在於促進貿易投資便利化，具體上要減少外匯管理中的行政審批，由正面清單轉為負面清單，進一步擴大合格境內機構投資者(QDII)與合格境外機構投資者(QFII)資格，增加投資額度，條件成熟時取消兩者之資格和審批。

總之，雖然從《十二五規劃》到去年三中的《決定》，一直到兩會的《政府工作報告》均有許多金融改革的措施出現，但中國大陸的金融體系實際上仍存在許多的問題與風險尚未消除。首先，雖然利率市場化進程在加速，亦規畫建立存保制度，但仍有部分對銀行的管制仍未消除，例如中國銀行業目前仍有貸存比的限制(即銀行資產負債表中貸款餘額佔存款餘額之比不得超過75%)，許多的銀行為了規避此限制，而發展表外業務，即影子銀行，但因此反而較不受監管，風險程度加大。雖然李克強在兩會後的記者會回答中

外媒體提問時指出將加強監管影子銀行，並排出時間表，推進實施巴賽爾 III 規定的監管措施，但未具體提出解決方案。

其次，在直接金融的債券市場中，目前最大的交易集中在銀行間交易市場，佔了總交易量的 6 成以上，即原直接金融的功能被銀行此類間接金融所取代，使得銀行亦承載了債券市場的風險。最後，地方債務問題目前並沒有看到較為具體的解決方法，在兩會與三中全會中均僅提出建立規範合理的中央和地方政府債務管理及風險預警機制，將地方政府性債務納入預算管理等較為籠統的概念，而仍未規劃由地方政府自行發債，仍由中央政府代為發債。對地方融資平台亦未出台明確有力的規範，地方政府在追求地方建設與任期制所造成的道德風險下，仍可能使地方債務規模再擴大，而地方債務多為以土地等向銀行進行抵押融資，故風險亦集中在商業銀行，尤其是在政府打房的情況下，土地與不動產之價格若大幅下滑，銀行擔保品之價值下降，信用危機可能發生。

最後，有關中國大陸目前的房地產市場，在經歷了 2010 年起的打房政策後，中國大陸的房地產價格開始有下降的趨勢，2014 年上半年中國大陸的房地產市場開始放緩，新房的銷售在一、二、三線城市較去年同期下跌了 20-30%，尤其是三線城市下跌幅度更大，以 2014 年 10 月份來看，中國大陸 70 個城市除了廈門之外，其餘 69 個城市房價較上月相比在下降，同時，一線城市的房價也開始有明顯調整，中原地產二手房指數顯示，2014 年以來，一線城市的二手房價格同比出現了下跌，其中，北京的二手房價格從 2013 年初就開始出現了同比下滑。為了避免房價持續下滑，許多地方政府悄悄的放鬆房地產的管制，因此房地產價格是否會出現大幅崩跌，造成金融機構的風險必須加以關注。

第二節 中國大陸信用市場未來之改革方向與可能結果

中國大陸第十二個五年規畫與新領導人上台後對於中國大陸信用市場之改革策略與規畫陸續出爐，2013 年 11 月所召開的中共第十八屆三中全會通過的《中共中央關於全面深化改革若干重大問

題的決定》(以下簡稱《決定》),更是引導中國大陸未來經濟改革相當重要的政策規畫。本節將利用與中國大陸信用市場相關的政策規畫與文件,介紹中國大陸對其信用市場未來之改革方向與可能結果,並討論中國大陸信用市場未來發展趨勢,並分析大陸信用市場發展之未來趨勢對我國之意義與影響。

事實上,早在中國大陸 2003 年中共第十六屆三中全會中所通過的《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,便已提出大力發展資本和其他要素市場。其中強調「積極推進資本市場的改革開放和穩定發展,擴大直接融資,建立多層次資本市場體系,完善資本市場結構,豐富資本市場產品」、「積極拓展債券市場,完善和規範發行程序,擴大公司債券發展規模」、「大力發展機構投資者,拓寬合規資金入市渠道」等。之後 2006 年的「十一五規畫」中第 7 章第 25 項,「加快金融體制改革」中,提出「積極發展股票、債券等資本市場,加強基礎性制度建設,建立多層次市場體系,完善市場功能,提高直接融資比重」、「健全金融市場的登記、託管、交易、清算系統」等,另外在「十二五規畫」中則提出「大力發展金融市場,繼續鼓勵金融創新,顯著提高直接融資比重」、「積極發展債券市場,完善發行管理體制,推進債券品種創新和多樣化,穩步推進資產證券化」。而在隨後人民銀行、銀監會、證監會、保監會與外匯管理局聯名發佈《金融業發展和改革「十二五」規畫》中,提出「完善債券發展管理體制,強化信息披露要求,穩步擴大債券市場規模,推進產品創新和多樣化,加強債券市場基礎設施建設」、「積極擴大金融衍生品市場參與主體,穩步推進資產證券化,便利市場主體融資和實施資產管理。繼續探索發展銀行間市場信用風險緩釋工具,穩步發展場外信用衍生品市場,逐步形成有效的市場定價和風險管理機制」等。

另外,每年三月分「中國兩會」的政府工作報告,也是提出該年政策施政方針的重要場域。2014 年的兩會為第十二屆第二次會議,其中政治協商會議於 2014 年 3 月 3 日開幕、3 月 12 日閉幕。人大會議則是在 3 月 5 日開幕,3 月 13 日閉幕。本次的兩會是中國大陸去年上任的國務院總理李克強第一次的兩會,3 月 5 日李克強在全

會人大會議中進行《政府工作報告》，報告中總結 2013 年中國政府的施政成果，並對於 2014 年之施政方針與重點提出說明。在《政府工作報告》提出 2014 年中國經濟社會發展的主要目標包括：國內生產總值增長 7.5% 左右，居民消費價格漲幅控制在 3.5% 左右，城鎮新增就業 1000 萬人以上，城鎮登記失業率控制在 4.6% 以內，努力實現居民收入與經濟成長同步，國際收入基本平衡等（以上多與 2013 年之目標相同）。由 3 月 5 日李克強的《政府工作報告》，可以發現整體的基調與 2013 年的十八屆三中全會所提出的《中共中央關於全面深化改革若干重大問題的決定》大同小異。

觀諸近來對於金融體系中信用市場的相關改革規畫可以發現主要集中在幾個重點，茲分述如下：

壹、建立與建全多層次資本市場體系

建立多層次資本市場體系是中國大陸於十六屆三中全會首次提出的，然而對多層次資本市場之概念在文件上並沒有特別的說明，使得許多學者在解釋所謂多層次資本市場體系時有不同之說法。根據相關研究實地赴中國大陸進行訪談，國務院發展研究中心金融研究所副所長巴曙松提出，中國大陸的多層次資本市場應當包括證券交易所市場、場外交易市場，即 OTC 市場、三板市場、產權交易市場和代辦股份轉讓市場等幾個層次。而中國社會科學院金融所所長王國剛則認為，多層次是指資本市場應由交易所市場、場外市場、區域性市場、無形市場等多個層次的市場構成。還有一種說法則認為，多層次的資本市場是指能夠為滿足不同投融資市場主體的資本要求而建立起來的有層次性的配置資本性資源的市場。

然許多中國大陸的學者在解釋多層次資本市場體系時，僅以股票市場為討論重點，但事實上多層次資本市場體系的範圍遠遠超過股票市場，無論是中國大陸各項文件中提及多層次資本市場時，除了股票市場外，債券市場、投資基金市場等均包含在內。相關研究認為，中國大陸所提出之多層次資本市場是指針對不同的市場參與主體、不同風險承受能力、不同資金需求與供給者，發展不同的資

本市場以符合不同類型交易需求的市場。如以股票市場為例，包括了主板、中小板、創業板與代辦股份轉讓系統（場外交易），過去中國大陸的股票市場是以主板為主，主板市場是成熟的大中型企業股票上市交易的市場，上海與深圳證券交易所均提供主板之上市。而中小企業板是 2004 年於深圳證券交易所開設，在發行上市標準不變的前提下，在深證所主板內設立的一個獨立板塊，以便讓主業突出、具有成長性和高科技的中小企業上市交易。另外，創業板又稱為二板市場，提供高新技術企業和中小企業進行上市交易的市場，其上市條件較主板與中小企業板為寬鬆。除此之外，另外有所謂的「三板」市場，即場外交易市場，指代辦股份轉讓市場，主要交易的是由主板下市之股票。各個不同的股票市場有不同的交易標的、交易風險與特性，可以滿足大、中、小或高風險企業融資的地方，即可稱為多層次資本市場體系。

中國大陸的股票市場的主板一般都是由大型企業主導局面，也涵蓋「中小企業板」。而創新性高科技企業為主體的規模略小一些的企業組成了二板市場，在中國大陸稱為創業板。但更多中小型企業不在證券交易所上市交易，而選擇在櫃檯（場外市場）進行交易，所形成的交易系統稱為「三板」。在中國大陸 1990 年代初為解決國有企業法人股流通問題而設立的 STAQ（全國證券交易自動報價系統）等被稱為三板。新三板最初是指在原有的老三板系統之外，由中關村園區內適格的企業掛牌而形成的證券公司代辦股份轉讓系統。2012 年 8 月經過新三板擴容，該系統除了中關村外，新增天津濱海、武漢東湖和上海張江三個園區，今後勢必仍將不斷在全國範圍內新增涵蓋園區的範圍。目前新三板的正式名稱為：全國中小企業股份轉讓系統，由全國中小企業股份轉讓系統有限責任公司負責運轉，新三板的出現有助於中國大陸多層次資本市場體系的建立。

新三板與主板上市的區別是，新三板是經國務院批准，依據證券法設立的全國性證券交易場所，是繼上海證券交易所、深圳證券交易所之後第三家全國性證券交易場所。在場所性質和法律定位上，新三板與證券交易所是相同的。

新三板與證券交易所的主要區別在於：(1) 服務物件不同。新三板的定位主要是為創新型、創業型、成長型中小微企業發展服務。這類企業相對而言規模較小，尚未形成穩定的獲利模式。在准入條件上，不設財務門檻，申請掛牌的公司可以尚未獲利，只要股權結構清晰、經營合法規範、公司治理健全、業務明確並履行資訊披露義務的股份公司均可以經主辦券商推薦申請在新三板；(2) 投資者群體不同。交易所市場的投資者結構以中小投資者的散戶為主，而新三板則是較為嚴格的投資者適當性制度，未來的發展方向將是一個以機構投資者為主的市場，這類投資者普遍具有較強的風險識別與承受能力；(3) 新三板是中小微企業與產業資本的服務媒介，主要是為企業發展、資本投入與退出服務，不是以交易為主要目的。

除了股票市場之外，債券市場亦是多層次資本市場所涵蓋的範圍。由於中國大陸過去的債券市場除了國債與金融債之外，非金融企業信用債只有企業債，而此企業債多為國有企業發行，民營企業或中小企業要在債券市場上融資幾乎不可能，因此在建立多層次的資本市場目標下，2005年起陸續推出短期融資券、中期票據、公司債、中小企業集合債等，逐步形成較多層次的債券市場。國務院發展研究中心金融研究所副所長巴曙松亦認為目前中國大陸發展多層次資本市場的重心亦應不再只限於股票市場，債券市場的發展，顯著提高債券市場融資的比重是未來的重點。

然而，中國大陸多層次的債券市場雖然初步建立，但其體系仍是非常的不健全，據統計 2005 年後所推出的非金融企業的信用工具中，2013 年 10 月底前，短期融資券、中期票據發行金額合計約 113,070 億元，但短期融資券與中期票據仍有相當比重是由中國大陸的大型國企如中國核工業集團、中糧集團、鐵道部、中石油或中海油等，民營企業與中小企業發行短期融資券或中期票據之比重仍非常低。另外，在中小企業集合債、中小企業私募債與中小企業集合票據上，僅中小企業私募債之發行額較高，已上市的中小企業私募債為 1,784.58 億元，但中小企業集合債與集合票據之託管量均不及百億。

除了企業的信用工具外，如前所述中國大陸不允許地方自行發債，而是由中央政府代發，而形成所謂的「準國債」，對於不同風險偏好的投資人而言，購買地方政府債與中央國債幾無差異，亦不利於多層次資本市場之健全。是故，2013年三中全會之《決定》中提出，允許地方政府透過發債等多種方式拓寬城市建設融資渠道，而在國務院研究發展中心為十八屆三中全會所提的「383方案」與中國人民銀行金融市場司長謝多的許多談話中亦提出發展市政債券，未來地方政府發行市政債券等地方政府債券可以預期。而三中全會之《決定》對多層次資本市場之提法與過去「建立」多層次資本市場體系不同，而是提出「健全」多層次資本市場體系，顯示多層次資本市場體系基本建立，而後續的改革應是如何完善此多層次資本體系，使得不同參與者、不同風險承擔能力與不同融資需求（供給）者得以選擇不同的資本市場工具。

貳、顯著提高直接金融比重

整體而言，中國大陸自2003年以來便持續的強調信用市場的發展，擴大直接融資比重，而中國大陸的債券市場亦在近10年來有了快速的發展，根據中國人民銀行統計資料顯示，人民幣貸款占社會融資規模的比重從2002年的91.9%下降至2012年的52.0%，而企業通過債券市場融資的規模從2002年的0.04兆元增長至2012年的2.25兆元（2013年1-10月亦已達1.64兆元），比重則從2002年的1.8%上升至2012年的14.3%（2013年1-10月達11.42%）。由中央結算公司之資料顯示，中國大陸的債券發行額由2002年的9,943.90億元大幅提高至2012年的59,708.59億元，在2010年之高峰期甚至高達95,088.33億元。而債券託管額亦由2002年的293,541.3億元增至2012年的2,686,809億元。

儘管如此，如前所述中國大陸整體社會融資規模中，間接融資（加上常被歸入影子銀行的委託貸款與信託貸款）比重達近8成，直接融資比重仍低。而由於股票市場上市程序相對較困難，所需時程亦較長，為了顯著提高直接金融比重，債券市場應是未來發展之

重點。

參、債券發行體制改革

自十二個五年規畫開始，中國大陸開始提出完善債券發行體制改革之說法，而在 2008 年時中國大陸國家發改委已曾對企業債之發行量先核定規模、後核准發行修改為直接核准發行，而在 2013 年 4 月 19 日發改委發佈《國家發展改革委辦公廳關於進一步改進企業債券發行審核工作的通知》，將企業債發行申請分為「加快和簡化審核類」、「從嚴審核類」以及「適當控制規模和節奏類」，對於項目符合「當前國家重點支持範圍」與「信用等級較高，償債措施較為完善及列入信用建設試點的發債申請」兩項者，為加快和簡化審核類，而對「募集資金用於產能過剩、高污染、高耗能等國家產業政策限制領域」與「企業信用等級較低，負債率高，債券餘額較大或運作不規範、資產不實、償債措施較弱」者從嚴審核，其他類則為適當控制規模和節奏類。2013 年 4 月底發改委 4 月底口頭通知企業債承銷機構（主要為券商），今後各承銷機構取消用協定定價的方式發行企業債，鼓勵使用簿記建檔的招標方式，並要求 5 月開始實施。2013 年 8 月 2 日發改委又下放地方企業申請企業債之預審工作交由省級發改部門負責，然目前為止對於企業債發行仍是以核准制，而非註冊制發行。

另外，在公司債部分，自 2007 年起至今一直處於試點階段，而根據 2007 年之《公司債券發行試點辦法》，只有在上海與深圳證券交易所上市之公司與發行境外上市外資股的境內股份有限公司才能發行公司債。而 2013 年初時中國大陸證監會曾針對《公司債券發行管理暫行辦法》提出徵求意見稿，但至今仍未發布此暫行辦法，但預計將開放非上市公司可以發行公司債，2013 年 9 月首只非上市券商公司債「13 安信債」在上海證券交易所發行，募資 36 億元，即使安信證券事後說明其是以《證券公司債券管理暫行辦法》發行之證券公司債，與公司法之公司債有所區別，但仍被視為是非

上市公司公開發行之一個訊息。

相較於企業債與公司債，在銀行間交易商協會所發行的相關債券短融中票其發行相對容易，只需在銀行間交易商協會進行註冊，故在近年來呈快速之成長。

肆、地方債問題改革

在 2014 年的兩會中，李克強的「政府工作報告」中，提出「抓緊研究調整中央與地方事權和支出責任，逐步理順中央與地方收入劃分，保持現有財力格局總體穩定。建立規範的地方政府舉債融資機制，把地方政府性債務納入預算管理，推行政府綜合財務報告制度，防止和化解債務風險」。由此可見，中國大陸解決地方債務問題的邏輯為健全地方政府的收入與支出結構，由根本上解決地方債，並降低地方債成長速度，但對於如何解決目前地方債存量的問題未有明確的規劃。

另外，2014 年 5 月 21 日中國大陸財政部印發《2014 年地方政府債券自發自還試點辦法》的通知，試點省份擴大到 10 個，包括上海、浙江、廣東、深圳、江蘇、山東、北京、青島、寧夏、江西省。今年《試點辦法》中的重要變化包括：地方政府債券還本付息方式由財政部代辦變成地方自行支付利息和償還本金；債券期限變更為 3 年、5 年、7 年，比例為 4:3:3；試點省市按照有關規定開展債券信用評級，擇優選擇信用評級機構。

伍、影子銀行

2013 年底時中國大陸國務院辦公廳出台《關於加強影子銀行業務若干問題的通知》(簡稱第 107 號文)，本份文件在政府官網上並未出現，但許多中國銀行業者都證實有這份文件存在，該份文件主要先定義中國大陸影子銀行的範圍與風險處置的責任歸屬，主要依據「誰批設機構誰負責風險處置」的原則，並將地方政府亦納入監管的權責單位，預料未來包括「一行三會」的各監管部門將會出台

各自的監管規定。

陸、人民幣匯率與資本帳改革

人民幣匯率改革部分，在政府工作報告中提出保持人民幣匯率在合理均衡水平的基本穩定，擴大匯率雙向浮動區間，推進人民幣資本項目可兌換等。2014年1月14日人民幣兌美元的匯價（中間價）達到6.0406的高點後，開始出現貶值的情況，3月12日，人民幣對美元匯率中間價設為6.1343，連跌三日並同步刷新年內最低紀錄。以中間價計算，年初以來人民幣已累計貶值0.61%。受中間價不斷下調的影響，人民幣對美元即期匯價持續走貶。3月12日人民幣對美元即期匯價為6.1450，相較於2013年年末，人民幣即期匯價今年以來則累計貶值1.50%。自年初人民幣的貶值後，使得民眾體認到人民幣不僅會升值，其實亦可能貶值，自2012年起中國大陸部分學者如吳敬璉已經提出人民幣的匯率已達均衡水平，2013年11月27日人行副行長易綱亦指出人民幣匯率已非常接近均衡水平，故在均衡水平附近表示人民幣的匯率不再只會升值，亦可能貶值。雖然人民幣匯率是否處在均衡水平，仍有爭議，但在人民幣匯率的改革過程中，擴大匯率波動區間，甚至取消匯率波動區間是人民幣國際化之必要條件，因此在2014年人民幣的波動幅度可能加大。至於資本項目可兌換，根據周小川在去年三中全會後所出版的輔導讀本中提出，人民幣資本項目可兌換之目的在於促進貿易投資便利化，具體上要減少外匯管理中的行政審批，由正面清單轉為負面清單，進一步擴大合格境內機構投資者（QDII）與合格境外機構投資者（QFII）資格，增加投資額度，條件成熟時取消兩者之資格和審批。

柒、互聯網金融

2013年以來，中國大陸的熱門金融議題－互聯網金融，亦為

2014年兩會熱門的議題之一，尤其是本次政府工作報告首次將互聯網金融寫入，且強調要「促進互聯網金融健康發展」，顯然對於互聯網金融是持正面的態度。對於互聯網金融，許多學者與官員均有不同的看法，有些專家認為互聯網金融是一個非常好的金融創新，甚至說互聯網是金融改革的助推器（吳曉靈，2014），是一個中國金融改革的倒逼機制，可以達成普惠式金融的目的（唐寧）。但亦有人認為互聯網金融是吸血鬼，推高了整體經濟的成本，幫助國際投機資本抽中國實體經濟的血（鈕文新）。由於互聯網金融的盛行，造成傳統銀行非常大的壓力，因為在存款利率上限被管制的情況下，餘額寶卻可以給民眾高達6%的年化收益率，且可以隨存隨取，遠高於銀行一年期的存款利率，且不可中途取出，故互聯網金融中如餘額寶造成了銀行經營的壓力。雖然如此，中國人民銀行行長周小川明確表態不會取締「餘額寶們」，但對於這類金融業務的監管政策會更加完善。根據媒體報導，餘額寶發行的9個月時間，用戶人數上升至8100萬人，規模達到5000億人民幣，與之對應的天弘增利寶，已躋身全球前十大基金（名列第7名），但事實上如餘額寶等互聯網金融存在非常大的風險，而目前一般投資無視或無法衡量其風險的情況下，一味追求高獲利的情況下，難保不會造成一個金融危機。不過，由於餘額寶的成功吸金，除了使傳統銀行加快其金融創新以迎戰外，應亦有助於中國政府對於利率市場化腳步的加快，在2014年的工作重點是擴大金融機構利率自主訂價權，使金融機構有更大的利率浮動空間，最後放開存款利率。而今年3月11日周小川亦指出「存款利率放開肯定是在計劃之中，我個人認為，是很可能在最近一兩年就能夠實現」，顯示利率市場化的進程將加快，亦有一部分的壓力來源是互聯網金融。

捌、擴大對外開放

在中國人民銀行行長針對十八屆三中全會之輔導讀本中所撰寫之文章顯示，要穩步提高債券市場對內對外的開放程度，推動資本市場雙向開放，有序提高跨境資本和金融交易可兌換程度，進一

步擴大合格境內機構投資者(QDII)與合格境外機構投資者(QFII)主體資格，增加投資額度，「條件成熟」時，取消合格境內機構投資者、合格境外機構投資者的資格和審批。在建立相關管理制度的前提下，放寬境外機構境內發行人民幣債券資格限制等。

2002年12月中國大陸推出QFII制度，具有一定條件的國外投資者可以透過QFII將外匯轉為人民幣投資於中國大陸的人民幣債券市場，是中國大陸債券市場首度對國外開放，但因QFII額度受到嚴格審批，故初期金額不高。另外，QFII制度只涉及交易所市場，也就是說QFII只能投資於交易所上市流通的債券。2010年8月，中國人民銀行發佈通知允許三類境外機構進入銀行間債券市場投資試點，打開了境外機構進入中國大陸銀行間債券市場的大門。據中國人民銀行統計資料顯示，截至2012年底，已有100家包括境外央行、國際金融機構、境外保險機構、主權財富基金、RQFII等境外機構獲准進入銀行間債券市場。

玖、中小企業之金融支持

中小企業相關債券部分，除了中小企業私募債之發行相對容易外，中小企業集合債與集合票據均受到審核的限制，且由於「集合」信用工具涉及到多家中小企業，其協調成本高，因此可以發現中小企業集合債與集合票據之發展速度非常慢。

在2013年7月5日的「金融國十條」中，提出支援符合條件的銀行發行小微企業專項金融債，所募集資金發放的小微企業貸款不納入存貸比考核。逐步推進信貸資產證券化常規化發展，盤活資金支援小微企業發展。

2013年8月12日中國大陸國務院發佈之《金融支援小微企業發展的實施意見》中提出「進一步擴大中小企業私募債試點，逐步擴大中小企業集合債券和小微企業增信集合債券發行規模，支持符合條件的創業投資企業、股權投資企業等發行企業債券，專項用於投資小微企業，促進創新型、創業型小微企業融資發展」。雖然目前為止仍無具體的細則出現，但配合在發行制度和十八屆三中全會

《決定》之主要精神之一，「以負面清單取代正面清單」、「市場起決定性作用」的未來發展，放鬆發行制度的審核限制甚至如股票市場 IPO 進行註冊制過渡，是未來可能之改革方向。

另外，由於銀行間交易市場的債券或資產證券化發展相對靈活，創新能力與速度較快，在政策方向鼓勵解決中小企業融資難的大方向下，未來亦可能有較多可以讓中小企業融資的債務或資產證券化工具出現，現有的如中小企業集合票據或資產支持票據亦將有成長之潛力，但由於中小企業財報相對不透明、資產品質較差、借債成本通常較高，故其風險仍是不可忽視。

2014 年的工作重點在於推進由民間資本發起設立中小型銀行等金融機構，引導民間資本參股、投資金融機構及融資中介服務機構。

第六章 國際間大陸經濟金融風險之評估

本章將收集包括英國經濟學人、國際貨幣基金會與國際清算銀行等相關國際機構對中國大陸經濟金融之相關研究，討論國際間對於中國大陸經濟與金融風險之觀點與分析。大部分的國際機構對中國大陸經濟金融的看法相當一致，大多認為中國大陸的風險主要在影子銀行、地方債問題與房地產泡沫上。中國大陸學者看法亦相同，中國農業銀行首席經濟學家向松祚 15 日在「2014 中國金融論壇」表示，大陸現今四大金融風險包括「影子銀行風險」、「地方政府債務風險」、「產能過剩行業大規模兼併重組破產風險」以及「房地產泡沫化風險」。四大風險如果同時發生，中國很難避免出現全局性的風險，或者金融危機。中國發生系統性、全局性金融危機的可能性已經超過 60%，甚至可能超過 70%。然而，中國大陸這些風險並非各自獨立，而是唇齒相依的。自 2008 年美國金融海嘯，使得中國大陸使用「四萬億」擴大內需與寬鬆的貨幣政策以來，其實就已經種下了其經濟與金融風險的隱患了。過多的需求造成房地產價格上升、某些基礎產業的過度投資造成產能過剩、銀行體系的不健全使得許多民營企業無法獲得銀行貸款、在存貸比與利率管制下銀行開始將表內業務表外化，形成影子銀行問題，而地方政府為了配合中央的擴大內需與地方建設、城鎮化等需要，大量利用地方融資平台進行融資等，故由此可以發現，產能過剩、地方債問題、房地產泡沫與影子銀行等問題均是連在一起的，若這些風險一起爆發，則造成的影響不容小覷。雖然這些風險並非各自獨立，但為了分類方便起見，本章仍是以個別風險作為分類標準，討論國際間對中國大陸該些金融風險之分析。

第一節 影子銀行

首先，就影子銀行問題來看，日前身兼金融穩定委員會（FSB）和英國央行（BOJ）總裁的（Mark Carney）也提到，全球經濟當前最大的危險因子，是新興市場的影子銀行快速成長，尤其中國 2012 年影子銀行增長高達 42%，一旦缺乏正確經營，隨時會引爆。

美國總統經濟顧問委員會前主席古斯比在中國發展高層論壇表示，目前中國經濟最大的隱憂是影子銀行。影子銀行體系會不會出現市場未知巨大的資金損失，西方發生金融危機會出現這種情況。他說「影子銀行體系會不會出現市場未知巨大的資金損失，這些損失被持有但我們不知道是誰也不知道在哪兒。到處是資金損失，並且被衍生品嚴重槓桿和放大了。西方發生金融危機會出現這種情況」。他指出，這包括地方政府平臺、高漲的房地產資產價格。「儘管有這麼大的外匯儲備，似乎這樣問題還處於可控。但我仍然認為這是中國經濟最大的問題」。他認為，目前有一些熱錢流出中國的跡象。“還有很多外國投資，但是中國正在擔憂影子銀行以及金融風險，這些錢正在從中國流出。”

由於影子銀行的統計相當困難，因此各國際機構對於影子銀行也僅能利用估計的方式為之，各個國家機構之估計結果均有所不同。根據惠譽國際評級公司的報告指出，一直到 2012 年底，中國各影子金融機構的未償還債務由 2008 年 GDP 的 125%，上升至 GDP 的 200%。《中國證券報》發佈了更高的數字，指金融體系的總信貸高達 GDP 的 221%。從 2008-12 年，整體信貸從 \$9 兆美元上升至 \$23 兆美元。2014 年 5 月底巴克萊的一份研究報告稱，中國影子銀行規模估計達 38.8 萬億元人民幣。英國《金融時報》也認為，中國影子銀行規模逾 30 萬億元人民幣。中國央行前副行長、原國家外管局局長吳曉靈今年 5 月在公開場合曾表示，截至 2013 年末，中國影子銀行規模已超過 GDP 的 40%，僅體系內影子銀行規模就已達 5.16 萬億元。當然，算上體系外的，數量應高出不少。

國際貨幣組織在 2014 年 10 月份最新公布的《全球金融穩定報告》(Global Financial Stability Report)中，分析了近年來先進經濟體和新興市場影子銀行興起所帶來的效益及遭遇的風險，其中提到關於影子銀行的部分，該報告依各別貨幣區做出統計，美國影子銀行價值約 15 兆到 25 兆美元，歐元區約 13.5 兆到 22.5 兆美元，日本為 2.5 兆到 6 兆美元，新興市場約為 7 兆美元的規模。其中，新興市場的成長速度又比傳統市場系統來的快。國際貨幣組織全球金融分析處處長 Gaston Gelos 說：「各國影子銀行的增長似乎受到相同

因素驅動」，一但一國利率受到政府嚴格監控，國內投資者為尋求更加良好的投資標的物，往往會促使類似影子銀行的營運模式更加興盛以規避政府掌控，而得到更高投資效益。另外，像是保險公司和養老基金等對安全資產需求量大，也會大幅促進影子銀行規模的增長。在新興市場中，影子銀行規模最大的就屬中國大陸了，根據IMF等機構的統計，中國影子銀行規模目前已達30兆人民幣左右，超過2012年GDP的50%。專家稱，過度膨脹的影子銀行帶來的風險將會日益凸顯 (IMF International Financial Statistics; 2014)。

在亞洲開發銀行其中一篇研究報告中也提到中國影子銀行的問題。在中國影子銀行可被視為另一種由銀行主導融資的型態，然而其成長快速的結果也帶來眾多政府金融監管機關人員對於銀行曝險程度的關切。難以計算中國影子銀行的數目在於其缺乏一明確定義，以現有資料來看，規模從2010年5.6兆人民幣，於2013年底達到20.4兆人民幣，佔整體GDP35.8%，而能讓其成長如此快速的主因在於自2007年以降，中國政府的利率管制政策以及銀行金融商品的許可規範漸嚴，投資者為尋求更高收益率而產生的結果，而造成此種高風險性的投資管道成長迅速。

信用評等機構穆迪公司，出具中國影子銀行季度監測報告，內容指出，截至去年底，中國影子銀行資產預估已達37.7兆人民幣(約新台幣185.36兆元)，相當於國內生產毛額(GDP)的66%，龐大的規模恐對市場造成威脅。

信用評等機構穆迪公司於2014年9月份，亦出具中國影子銀行季度監測報告，內容指出，截至去年底，中國影子銀行資產預估已達37.7兆人民幣，相當於國內生產毛額的66%，龐大的規模恐對市場造成威脅。根據穆迪估算，截至去年底，中國影子銀行資產規模達37.7兆人民幣，佔國內生產毛額66%，遠高於2012年底時的52%，穆迪董事總經理兼亞太區首席信用總監泰勒(Michael Taylor)表示，儘管中國政府努力控制信貸，但影子銀行仍持續快速成長，顯現中國經濟的相關杠桿率正逐漸上升，提高了市場風險。此外，房地產的曝險也呈上升趨勢，目前不動產與基礎建設佔中國影子銀

行全部信託貸款曝險約三分之一，大幅增加了銀行授信風險。

經濟學者指出在西方金融危機之後，中國大陸的影子銀行幫助驅動中國信貸擴張。但是，中國人的外國借款愈來愈加增長，特別是美元借款，此狀況將製造一個比 2008 年金融危機更大的風險積累。根據國際清算銀行(BIS)十月份發佈的數字顯示，截至 2013 年 3 月，中國的外匯貸款以及中國公司的跨境借款，已經達到 8,800 億美元，比 2009 年上升 2,700 億美元。分析師說，這個數字現在可能超過 1 萬億美元，並將繼續增長。隨著美元升值，中國金融系統出現危險弱點的可能性也隨之增加。

雖然影子銀行因為為了規避政府管制而在近幾年大量增加，但不可否認的是，影子銀行也能為融資市場帶來效益，尤其是在傳統銀行規範體系中，所有銀行往往受到一定程度的監控，影子銀行的功能擴大了信用融資的管道，在經濟發展快速國家中，一但傳統銀行在受限制情況下，無法提供足量貸款金額以支撐整體經濟發展，影子銀行未嘗不是深化市場流動性的選擇。

但是影子銀行畢竟為高風險性信用融資管道，國際貨幣基金組織在報告中依舊呼籲各國皆須把影子銀行監控納入本身金融安全管理體系之中，其用意在於一但有少數國家成為金融安全網絡的漏洞，在現今世界資金流動如此快速的情況下，勢必會造成對全球金融體系風險增加的可能性，因此務必需要各國致力配合此部分監理行為。對政策決定者而言，如何將影子銀行的效益最大化而將系統性風險最小化是往後所需面臨的挑戰。

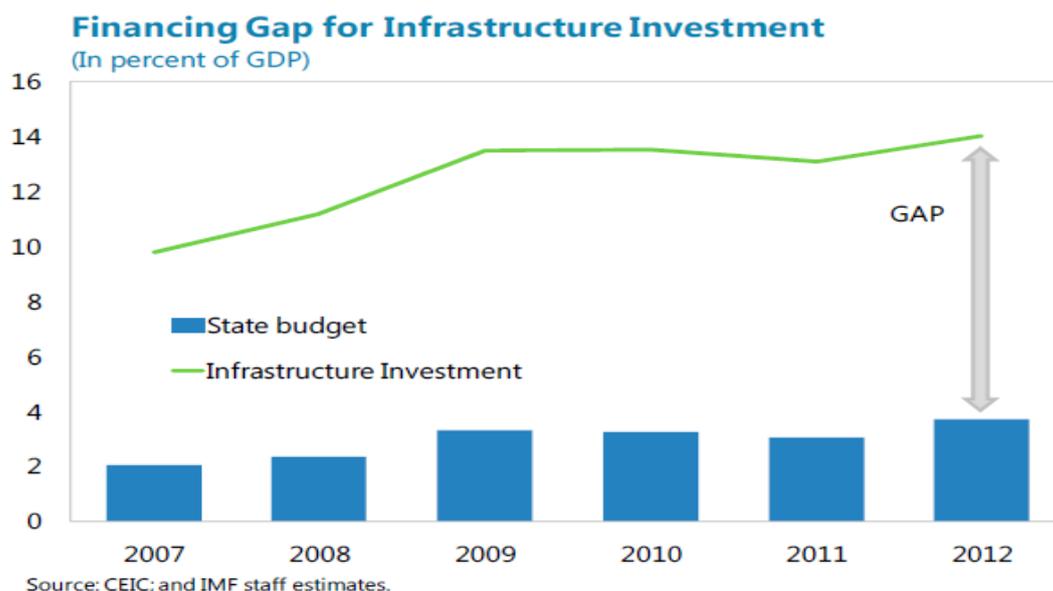
如同前面指出，在經濟成長快速的市場裡，影子銀行隨之成長快速，在於對於多樣化融資管道需求尤以新興市場為甚，其規模以及成長速度又以中國特別突出，已受到中國政府當局特別關注。其成長主要因素在橫跨不同時間點與不同國家皆為相似的，就如同先前提到，影子銀行承擔潛在外部市場失靈效應風險，是無法單獨被解決的。政策制定者必須在此些風險所造成系統的缺陷上達成正確的平衡，並保留影子銀行的優點，方能讓此系統繼續安全且穩定運作下去，而其需要受到多大程度的監控，也端造於其所可能產生系

統風險大小而定。影子銀行的監控應該屬於全面且跨區的，並非單一國家即可完成此項任務。

第二節 地方債問題與債務危機問題

如同影子銀行一樣，中國大陸地方債的金額各機構亦有不同的估算。2013年8月起中國大陸國家審計署第二次對全國政府性債務進行審計，結果於2013年12月30日公布。根據其審計結果，截至2013年6月底，中國大陸各級政府負有償還責任的債務總額為206,988.65億元，較2012年底提高8.6%，逾20兆的全國債務當中，有98,129.48億元來自中央政府，占47.4%；有108,859.17億元來自地方政府，占52.6%。另外，地方政府負有擔保責任的債務總額26,655.77億元；可能承擔一定救助責任的債務總額為43,393.72億元，三項與地方政府有關之債務加總為178,908.66億元，地方政府的負債在2年半間增加了近70%，平均年成長率為26.77%，遠高於GDP成長速度。國際信譽評級機構穆迪在中國大陸2014年發表中國大陸地方債規模時後便發表報告指出，中國地方政府債務負擔或將比審計估算數字多出3點5萬億人民幣。2014年4月中旬，摩根大通稱通過內部研究，核算出中國大陸的地方債務總量超過14萬億人民幣，其中還不包括11萬億人民幣的地方政府隱性負債，把這些都加一起，中共地方債務超過25萬億人民幣（折合美元：4萬億），是美國2012年地方負債的2倍之多。2014年10月15日，渣打銀行公佈最新研究報告稱，中國大陸地方債預估逾24兆元，約佔大陸GDP的四成，約為2010年中共官方估算值的兩倍，部份城商業銀行可能會倒閉。而渣打研究團隊估計中國地方政府債規模可能達到21.9-24.4萬億元等。

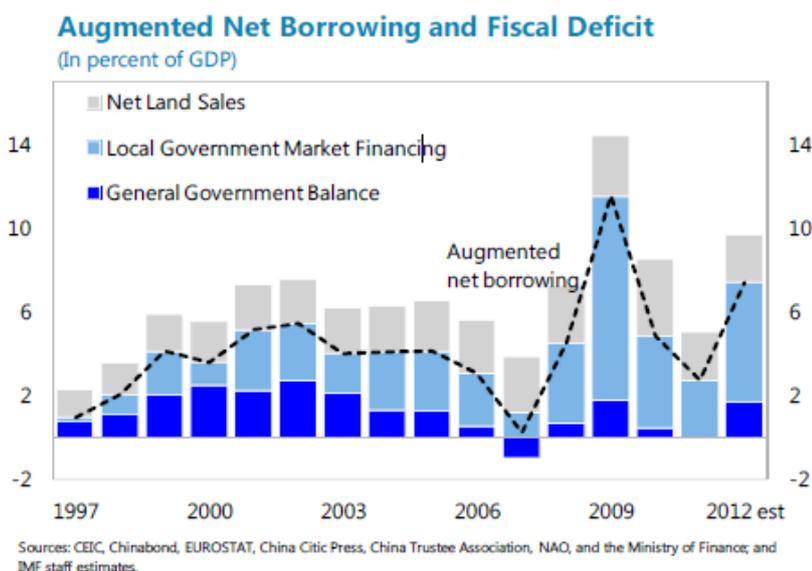
此外，國際貨幣組織也做出統計，如下圖所示，於基礎建設投資之金額往往已大幅高於地方政府之預算總額，可顯示出為何中國政府尋求一管制手段以避免地方政府債務繼續無限制增加下去。



資料來源：Fiscal Vulnerabilities and Risks from Local Government Finance in China

圖 95 中國基礎建設投資與政府預算之差額

下圖則指出地方政府之土地出讓收入在過去 15 年終始終保持一穩定之金額，但在地方政府融資額的部分則有長足的成長，這也表示出為何地方政府債務會不斷提高。



資料來源：Fiscal Vulnerabilities and Risks from Local Government Finance in China

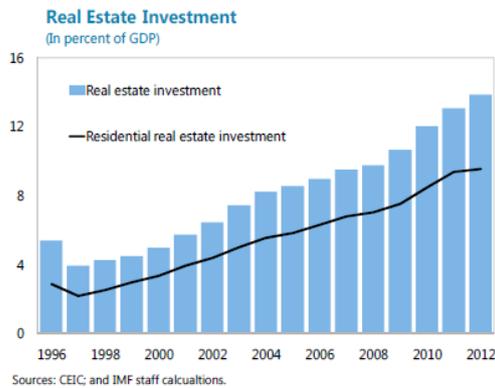
圖 96 中國大陸土地出讓收入與地方政府融資額

同時在房地產的投資，中國也在整體規模上，不斷在持續增加

中。

Figure 1. Real Estate Investment in Local Finances

Real estate investment has been steadily rising as a share of GDP...



...and is above the ratio that preceded market corrections in many other economies.



資料來源：Fiscal Vulnerabilities and Risks from Local Government Finance in China, p12

圖 97 中國大陸實質房地產投資

香港大學經濟系教授許成鋼在接受陸媒採訪時表示，中國經濟正在積累一些重大的危險，而最有可能觸發危機的就是地方債。這是地方土地財政帶來的後果。在許成鋼看來，地方債主要產生於全球金融危機期間中共政府的刺激政策，那個時候絕大多數財政刺激的來源是地方政府的借債。而地方政府的借債是用土地作抵押的，這樣，土地問題就和金融問題連在一起了。

許成鋼表示，地方政府拿土地做抵押借錢的數字非常巨大，按不同的估算，地方債占 GDP 的比例低的時候是 30%，高的時候是 60%，最重要的是這個比例一直在漲。許成鋼指出，問題是現在中國 70 個城市裡有 68 個城市的土地市場的價格都下降。土地市場價值下降會觸發很大的危險。土地價格下降，抵押品的價值就會下降，這會使銀行吃不消，銀行會反過來要地方政府拿錢進來，但實際上地方政府沒錢拿進來，銀行賬就會變成壞賬。所以，要麼銀行出問題，要麼地方政府出問題。許成鋼認為，地方債的欠債數字非常大。當市場變壞，財政、金融出問題的時候，整個經濟都會循環變壞，一旦形成了惡性循環，就會觸發重大的危機。

雖然許多國際機構認為中國大陸地方債問題相當嚴重，但亦有

些機構不這麼認為。國際貨幣基金組織亞太區負責人李昌鏞表示，對中國地方政府負債規模的擔心不應被誇大，因為多數債務都是本幣債。「如果有必要，中國政府有空間採取行動」保護金融市場穩定。

根據 Standard Chartered Bank 的研究報告指出，中國除嚴重的地方政府債務外，企業負債更為嚴重，將對其經濟發展產生衝擊。2012 年中國企業負債占 GDP 比重已由 2011 年的 122% 攀升至 136%，創近 15 年來新高。然而更複雜的問題是，許多高負債的企業都是國有企業，而貸款的銀行也受政府控制。因此，部分中國企業債務背後，存在著隱含政府的擔保，致使政府債務占 GDP 比重也高達 78%。當多數企業努力的減少債務時，勢必對企業投資造成排擠效應，進而對整體經濟成長產生不利影響。國際信評機構評比各部門是否出現負債過高的臨界值為占 GDP 的 60% 至 90% 的區間，家庭及政府負債超過 85%，企業超過 90% 時，即為危險區間。

而世界銀行亦對地方債問題提出了看法，在其報告中，中國政府大幅度的刺激消費政策已經廣泛地提升監管機關對地方政府財務狀況的關注，自從 2008 年起，地方政府基礎建設的費用已不斷攀升，同時在醫療、教育、社會保險各部分的費用皆屬於必需支出的一環。隨著今年財政政策可能朝向緊縮的趨勢前進，一旦政府收入吃緊亦或是衰退，其財政作為勢必會遭受重大影響。世界銀行首要關注的是中國地方政府的投資平台，存在著國有企業本質的公司去對基礎建設以及城市發展所需資金進行融資，但是也設立某些規範禁止地方政府進行借貸，因此多數投資所需要之資金往往來自土地拍賣收入以及銀行借款。利用此平台所進行融資之規模於 2009 年已達到相當大的金額。

如此財務問題將有可能影響往後地方政府投資支出以及導致壞帳風險的提升。對地方政府而言一般預算的費用，主要來自當地收入以及中央政府的撥款。其中用於基礎建設以及城市發展的費用已大幅超支，其不足的部份則由土地販售以及其他非當期收入，尤其是銀行貸款補足。如此倚重土地販售收入的結果，導致累積許多

債務可能面臨的流動性風險以及可能的債務不履行的問題。當此問題已浮上檯面，除了對資本額較為雄厚的銀行造成影響，以大型國家銀行而言，這些高風險貸款所能造成的威脅程度不大，但更嚴重的是許多小規模的地方性銀行以及信用機構都將牽扯其中。這有可能削弱銀行對風險的控管，並承擔更多政治上的壓力，導致其資產配置中被迫擁有更高比例的高風險貸款。

據資料指出，北京政府已經警覺此問題的狀況，並預計採取一些作為來控制地方政府貸款並緩和此次危機。中國人民銀行以及中國銀行監督管理委員會已共同提出警訊提示潛在問題，並呼籲對於借款給地方政府之銀行加強風險控管的評估。如果此事態無法控制得宜，將會導致地方政府融資平台無法支付其貸款，而造成銀行壞帳的問題，因此必須要求所有銀行進行完整且有效率監控。

基於中國經濟成長未來展望，世界銀行認為只要有合適相對應之政策解決問題，是不太有機會造成系統性的金融問題。地方政府債務的規模與隨之衍生的問題在往後日子中，將會視中國政府政策措施管制新的地方政府借貸有效性，來觀察問題是否會持續擴大。倘若失敗，大部分的債務終將被中央政府接管，將會大幅增加政府的負債，但對中國政府而言，在財政上的能力相較於其他外國主要的經濟體，是相對有能力承擔如此風險的，而在大多數的地方政府債權皆為本國銀行所擁有的情況下，處於貿易順差國地位的中國也有較大空間去面對這次的問題。然而，改革依舊是在未來刻不容緩必須去面對，整體而言，此種中國基礎建設融資的模式已對國家帶來益處，但是政府間財政系統必須增加與多樣化地方政府的收入來源，使其減少對土地販售收入的依賴，而如能將土地收入以及基礎建設與城市發展費用皆納入政府預算中，也將提高對其掌控之能力。

荷蘭國際集團(ing)新興市場規則師 maarten-jan bakkum 表示，2014 年以來，中國信貸危機有愈演愈烈之勢，中國的債務動態非常危險，目前這種狀況不可持續，只要當局繼續關注其他事情而不啟動去杠桿進程，系統性風險會上升，中國很可能會在未來 12 個月

出現重大金融問題。他同時指出，可能會出現更多違約，一些大型房地產開發商、產能過剩的鋼企以及地方政府融資平臺則會首當其沖。目前這些類型的企業存在很多弱點，而且全部關聯。

此前，來自信貸市場分析專研機構 CMA 統計的 CDS 數據顯示，中國的政府債券 5 年期 cds 已經升至 99 基點，一年前這個數字還僅有 63 基點。目前這一水平已經超過愛爾蘭的 88 基點，而愛爾蘭的主權信用評級比中國還低，去年 12 月份剛剛擺脫了救助。中國目前的違約風險已經超過“歐豬五國”之一的愛爾蘭。

此外，相比於日本國債 5 年期 CDS 值 49 基點和法國的 51 基點，中國債券的 cds 水平顯得更高了。今年 3 月初，超日公司「11 超日債」的違約成為了中國首例在岸企業債違約案例。由此引發的恐慌情緒間接觸動了銅、鐵礦石等大宗商品價格的暴跌。

野村駐新加坡亞洲利率規則主管 Wee-Khoon Chong 表示，「中國的主要違約風險來自於投入到基礎設施建設、房地產和礦業項目中去的信貸爆炸式增長，有些項目的資金已經收不回來了。我們預計今年還 會出現更多中國公司或者地方政府債券違約的案例，但是我們預計這並不會導致金融體系的系統性癱瘓。」

第三節 房地產泡沫問題

瑞銀獨立經濟顧問 George Magnus 為英國《金融時報》撰稿的一篇文章指出，中國大陸房地產業正處在衰退之中。他說，過去 15 年，中國一直以房地產和建設投資拉動經濟增長，房地產投資占中國資本投資的 25%、國內生產總值(GDP)的 13%，再加上鋼鐵、水泥、建築機械和建材等相關行業的投資，占 GDP 的比重可達 16% 左右。

房地產是中國成長模式非常重要的一部分，如果該行業的投資增長從 20% 降至 10%，那麼中國經濟增長率將下滑約兩個百分點。儘管存在結構性供應過剩、房地產市場的衰退已經開始，但銷量和價格仍未大幅下滑。為了避免房地產過熱，中國大陸前幾年厲行打

房政策，使得房價和地價自 2013 年底以來不斷下跌，並且仍有下跌空間。然而，長期的供應過剩是無法掩蓋的。城市住房完工率仍遠遠超過擁有城鎮戶口居民的有效需求。未售住房存量急劇增加，總體空置率猛增至 20% 左右，與此同時建設指標呈現全面的量價齊跌。這種趨勢在所謂的三四線城市表現得最為明顯。三四線城市占住房建設量和銷量的近 70%，占住房投資的近 60%。在許多三四線城市，住房存量大約增至月銷量的 15 倍至 30 倍。

此外，住房與商業地產、影子銀行與活躍的信用創造之間的複雜關係，對金融體系的穩定構成了風險。商業銀行的直接房地產貸款占到銀行資產的約五分之一，但銀行的所有貸款或許有一半都是以房地產和土地作為抵押品。無處可去的家庭部門存款，使得銀行能夠免受突發流動性危機的沖擊，但銀行將面臨資產質量方面的問題。建築相關企業，房地產融資額較高、負債累累的國企，以及地方政府，在償債方面存在較大風險。盡管中國大陸政府嘴上說應當讓市場力量發揮更大作用，但隨著房地產市場回落勢頭漸強，中國大陸政府已開始在暗中採取行政刺激。已宣佈的舉措包括：有針對性地降低存款準備金率；採取行動壓低銀行間利率，放鬆房地產購買和開發條件；加快財政支出以及棚戶區改造和鐵路建設投資。盡管這些舉措正在幫助中國經濟在今年年中回穩，但眼下越是努力阻止房地產市場回落，未來的經濟和金融風險就越大。

金融市場的定價還未反映出中國長期房地產繁榮的終結。無論採不採取短期的權宜舉措，建築業都將不再引領 GDP 的增長（儘管仍將對 GDP 增長構成支撐）。建築業還必須解決供應過剩和槓桿問題。另一方面，新出台的法規將影響土地清理、人員安置以及農地保護，建築業必須做出調整以適應新法規。

2013 年諾貝爾經濟學獎得主之一的 Robert Shiller 因為成功預測 2008 年美國房地產市場泡沫而出名，他認為房地產泡沫出現時，投資者的幾個主要行為及思維特徵：1. 購房者即使認為房價過高，也會依然購買，因為他們覺得今後的升值可以補償現在所付的高價；2. 購房者認為購買的房屋可以替代其他的投資或者儲蓄性金融投資；

3.首次購房者普遍擔心如果現在不買，今後將更加無法負擔；4.大眾認為房價不會下降，或者不會長期下降，因此購房投資的風險甚小。而 Shiller 認為中國大陸的購屋者這 4 大特徵均已明顯存在，2009 年時他亦曾指出中國大陸上海房價為普通工薪家庭年薪的 100 倍，即工作 100 年 才能買一套房子的情況下仍購房，是一個不理性的行為。

國際貨幣基金會 2010 年 10 月公布的，亞太區域經濟展望調整指出在中國，房地產市場一直是一個重要的經濟增長引擎，但已日益顯出失衡跡象，正在經歷調整。這可能會影響實體經濟和金融活動，因為住房融資與影子銀行之間存在著緊密聯繫。更廣泛而言，亞太地區其他經濟體的房價下跌也會對經濟活動和私人消費造成不利影響：基金組織的估計顯示，如果房價下跌 5%。一年後 GDP 相對於基線水準的下降幅度平均為 1.3%。

事實上，除了中國大陸之外，全球房價亦開始大幅上揚，美國 CNBC 新聞於 2014 年 7 月 10 日對於 CNBC 開播 25 年的重點回顧整理報導中指出，這 25 年來的四大重點變化分別是 GDP 的大幅成長、中國對全球貿易影響力激增、億萬富豪數量隨著經濟擴張腳步增加與全球房價再度大幅上漲，已經隱約形成一個全球性的房地產泡沫。而上述四大重點變化又以中國大陸為最重要且明顯。而全球房價大漲的主要原因之一即是中國大陸的富豪增加，而全球性的購買不動產造成。

第四節 經濟下行風險

除了上述影子銀行、債務問題與房地產泡沫風險外，經濟下行壓力的提高亦會造成金融風險。在經濟表現良好、總需求旺盛時，產能過剩、地方負債或是信貸過多的問題亦不容易顯露出來，但一旦經濟成長趨緩，甚至硬著路時，該些風險便會一一的顯現出來，而不幸的中國大陸目前經濟成長速度表現已不可能如過去般的亮眼，在經濟成長率長期持續下降的「新常態」下，中國大陸的經濟與金融風險亦可能會隨之爆發。

摩根大通旗下全球財富公司的首席投資官 Michael Cembalest 分析認為，中國經濟增長放緩大多源於私人部門的活動逐步下滑，例如，私企的固定資產投資減少。雖然中共政府已出台扶持企業的政策，但以目前環境看，中國境內的私人企業增長正在下降。Cembalest 表示，中共央行近期向國內銀行體系注入為期 3 個月規模為 5000 億元人民幣的流動性，但並不是為了解決私營企業需求下滑這樣的結構性問題。他認為，中國大陸政府支出預計將在下半年放緩，影子銀行業的規模將繼續受到控制，而過熱的房地產市場仍處下滑趨勢。因此，Cembalest 預計，2014 年三四季度的中國數據還會繼續疲弱，這種趨勢可能會持續到明年。

安信證券經濟學家高善文也認為，私人投資加速下降可能是 8 月中國經濟失速的主因之一，和房地產基建的關係似乎不大。除此之外，丹麥銀行的資深分析師尼爾森 10 月 2 日對此前發佈的中國 PMI 數據加以了評析。尼爾森表示，中國 9 月份官方製造業 PMI 在 51.1，數據與 8 月份的終值持平，並微幅高於市場各界所預估的 51.0。由於此前 8 月份多項重壓經濟數據異常糟糕，中國經濟目前雖然暫未面臨特別嚴重的下行問題，未來仍存在進一步下行的風險。丹麥銀行認為，受到信貸增速和投資者需求低迷的影響，中國經濟在此後仍會繼續失去部分增長動能。

另外，美國之音報導，華盛頓著名的彼得森國家經濟研究所 10 月 2 日公佈了該機構半年一次的全球經濟展望。該研究所經濟展望小組的負責人大衛·斯托克頓（David Stockton）表示，雖然中國經濟目前可能不會硬著陸，但是中國經濟放緩的風險正在增加，尤其是房地產市場的疲軟，預計在今後兩三年的時間裏會進一步放緩。

Oxford Economics 經濟學家透過電腦模型，運算中國大陸相關經濟數據，得出結論指出，儘管中國爆發嚴重金融危機的機率約 10%，一旦爆發危機，後果將衝擊全球經濟。這些經濟學家指出，中國一旦爆發危機，明年房價將暴跌 24%，2016 年再跌 27%，使得開發商債務違約，銀行的壞帳激增，信用市場進一步緊縮，因而推高利率，最後導致銀行爆發違約。為了防止骨牌效應擴大，中國政

府向經濟體系挹注更多資金，導致債務持續增加，推高中國公債殖利率至 7%，中國人民銀行卻將短期利率降至 1.25%。儘管中國政府祭出諸多措施，但金融危機對中國經濟和金融市場的損害恐怕難以估計。根據 Oxford 的電腦模式，明年上證綜合指數將暴跌 60%，2016 年再跌 15%。香港股市明年將下跌 12%，新加坡股市則下跌 9%。Oxford 預估，若中國爆發金融危機，美股的受傷程度較輕，明年將下跌 1%，理由是美國聯準會將延至 2018 年才升息，並恢復購債計畫，以協助金融市場穩定。不過，全球經濟卻因此更為低迷。明年中國 GDP 成長率將跌至僅剩 2%，2016 年再降至 1.4%。新興市場也將遭到重創。(鉅亨網，2014/10/08)。

其他如 IMF 與高盛等國際機構亦對中國大陸的經濟成長下滑速度感到憂心，IMF 認為中國大陸 2014 年的 GDP 成長約為 7.4%，但 2015 年會降至 7.1%。世界銀行(World Bank)亦認為中國大陸 2014 年的經濟成長率為 7.4%，2015 年降至 7.2%，2016 年再下降至 7.1%。而高盛 (Goldman Sachs) 則更為悲觀，認為中國大陸今年的經濟成長率只有 7.3%，2015 年則為 7.1%，2017 年則降至 6.7%。

以下為經濟學人智庫對於世界經濟的預測一覽表。中國大陸經濟成長率在 2016 年將會跌破 7%，至 2019 年則會降破 6.0% 來到 5.6%，如此的經濟減速對中國大陸債務、房地產、產能過剩等將會造成相當程度的影響。

表 25 EIU 預測

World economy: Forecast summary										
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Real GDP growth (%)										
World (PPP* exchange rates)	5.0	3.8	2.9	3.0	3.2	3.8	3.9	3.9	4.0	4.0
World (market exchange rates)	4.0	2.6	2.1	2.1	2.4	3.0	2.9	2.8	2.9	2.9
US	2.5	1.6	2.3	2.2	2.2	3.2	2.5	2.4	2.6	2.6
Japan	4.7	-0.4	1.5	1.5	1.4	1.8	1.5	1.5	1.5	1.4

Euro area	1.9	1.7	-0.6	-0.3	0.8	1.2	1.7	1.6	1.7	1.8
China	10.4	9.3	7.7	7.7	7.5	7.0	6.9	6.4	6.0	5.6
World inflation (%; av)	3.1	4.2	3.4	3.1	3.3	3.4	3.3	3.3	3.5	3.6
World trade growth (%)	14.0	6.6	2.6	2.7	4.4	5.0	5.3	5.4	5.5	5.6
Commodities										
Oil (US\$/barrel; Brent)	79.6	110.9	112.0	108.9	106.2	102.5	101.6	97.5	93.0	90.0
Industrial raw materials (US\$; % change)	44.8	21.7	-20.3	-5.9	-3.6	5.6	4.1	5.5	2.7	2.3
Food, feedstuffs & beverages (US\$; % change)	10.7	30.1	-3.4	-7.4	-5.2	-6.5	1.4	4.1	3.1	1.8
Exchange rates (av)										
¥:US\$	87.8	79.8	79.8	97.6	102.3	102.5	102.0	101.0	100.0	100.5
US\$:€	1.33	1.39	1.29	1.33	1.33	1.27	1.26	1.27	1.26	1.27
*PPP=purchasing power parity										

資料來源：EIU country reports.

第五節 其他風險

紐約大學的研究團隊通過模擬大陸爆發類似 2008 年全球金融風暴時的情景，估算大陸上市銀行股價在未來 6 個月內下挫 40% 的情況下，需要動用多少額外的資金，才能確保銀行保持償債能力。換言之，利用大陸銀行的資產負債表和股價變化對銀行進行壓力測試。

測算的結果顯示，大陸銀行業顯然沒有能力應付類似的金融風暴。銀行的規模越大，陷入困境時情況就越糟糕，所需的救助資金也就越多。在該測算排名中，中國銀行位居榜首，緊隨其後的分別是中國農業銀行、中國建設銀行和中國工商銀行。

紐約大學斯特恩商學院（New York University Stern School of Business）的波動實驗室（Volatility Laboratory）發佈分析報告稱，過去3年中，若發生金融危機的情況下，要救助中國銀行業的成本增加了近3倍，達到5,262億美元，這一金額遠遠超出救助全球任何一個國家銀行系統的成本。

而BIS（Bank for International Settlement 國際清算銀行）認為中國大陸的市場分割認為所造成的風險也不容小覷。中國大陸人民幣提供許多外資投資、合作的機會；然而，要從中真正獲利，中國大陸仍需持續改革其經濟狀況和政策，特別是金融業，必須降低風險並提升信任度。同樣地，中國大陸人民和海外的投資者和金融機構一定要對跨國投資做真實的風險評估並且建立等量的緩衝辦法。面對中國大陸的經濟金融風險，國際清算銀行認為以下考量是必要的：

最重要的是雙方的商業關係必須對等並儘量將歐元和人民幣的貿易交流維持在一個穩定的上升狀態。歐洲方面希望能夠透過人民幣的貿易來獲得價格上的優勢和多樣性的供應商的選擇。而對中國大陸而言，也希望透過外資和人民幣的貿易行為能降低匯率的風險並且簡單化現金的管理。

中國大陸官方已經承諾會放寬匯率並提高兌換人民幣的機會。在2012年，中國大陸已經放寬貨幣的浮動區間。再者，在過去的幾年間，他們也放寬海外投資流動的範圍，已將投資計劃的設立擴大至機構的投資。

世界金融全球化勢必會對未來帶來一些問題，特別是中國大陸的經濟和它在全球貿易中所佔的地位，金融，財政，人民幣可能最後會對美元造成挑戰。儘管我們現在尚未需要對國際金融穩定性做出過早的預測，中國大陸官方和其投資者仍需準備好，將來人民幣在全球市場中占有舉足輕重的地位。

經濟學人智庫在2014年8月針對中國大陸的相關金融風險評估分別給了以下等級的評比。

表 26 EIU 對中國國家風險評級

	Sovereign risk	Currency risk	Banking sector risk	Political risk	Economic structure risk	Country risk
July 2014	BBB	BBB	B	B	BBB	BB

資料來源：EIU

經濟學人智庫指出中國大陸的公債負擔的問題將會持續到 2014 年至 2015 年，而且為了確保財政的永續經營，改革在長期來看是必須的。中央政府也逐漸地擴展地方當局直接發行債券。到 2014 年 5 月為止，中國大陸已經有一些區域被允許直接發行債券，而這樣的做法，未來能夠讓地方政府的債務更加透明化。

根據經濟學人智庫的報告，經過 2014 年前半季的美金貶值之後，中國大陸人民幣開始傾向升值。這一現象和經濟學人智庫的預測是其一致性的，中國大陸人民幣將會在 2014 年持續增值並且延續至 2015 年。經濟學人智庫認為人民幣貶值的風險在未來這二年內仍是極低的。另外，在金融銀行部分的風險，中國大陸在 2014 年八月初估金融舉債近美金 16.2 兆，而專家認為在近幾年之內，中國大陸仍會繼續傾向於良好的股票買賣和其他方式，像是銀行監管，來迫使中國大陸的債務問題能夠更加透明並穩固他們的核心資本。

而在經濟結構方面的風險，經濟學人智庫認為中國大陸的經濟樣貌呈現多樣化，但在其經濟結構上較不易看見也不依賴以投資的方式做為實現經濟成長的一個過程。此外，經濟學人智庫認為中國大陸對於不動產市場的過度供應將會是種下日後一個經濟結構風險的一個大威脅。經過了 2008 至 2009 的全球金融風險，經濟學人智庫在對於全球的經濟預測中，他們對中國大陸的新興市場並不報持著樂觀的態度。他們認為在政府最近一季的刺激消費之後，中國大陸的經濟狀況仍會呈現蕭條不景氣的狀態。然後，還是不至於落後中國大陸官方所擬訂的 2014 期望達到的成長率 7.5%。新興市場

在全球經濟體系中，亞洲仍在經濟成長上持續提供了最大市佔率。然而，2014 年至 2015 年間，全球經濟現象證明中國大陸在經濟策略走向上將會更顯困難。來年，中國大陸需要的是改變他們的財政計劃，對當前的經濟現象給予所需要的幫助及促進以進而可達到 7.5% 的成長率。

第六節 QE 退場及美聯準會升息對中國大陸之可能影響

為刺激經濟復甦及擴大就業，美國聯準會 (Fed) 自 2008 年 11 月推出量化寬鬆 (QE)，實施每月 850 億美元的購債計畫，同時維持接近零的超低利率，隨著今 (2014) 年美國經濟回溫，Fed 逐步縮減購債規模，至 10 月 30 日，Fed 宣布 QE 畫下句點。

美國宣布 QE 結束後，中國農業銀行一份報告認為，這將增加中國的債務風險，對資本外流產生壓力，提高融資成本，並拉高中國商業銀行的負債成本。中國有些金融分析者則認為，停止 QE 是美國停止了吃藥，但中國依舊「藥不能停」，也就是說，美國經濟已經復甦，失業率大幅下降，不需要繼續實施刺激經濟的政策，但是中國的刺激不但沒達成政府希望的效果，還帶來惡劣的負面影響。

在人民幣方面，一旦 QE 退場，Fed 開始實施緊縮貨幣政策使得美元升值，人民幣有可能會相對貶值。在 2013 年 6 月，前 Fed 主席柏南克首次暗示 QE 將退場的訊息時，雖然人民幣相對美元還在升值，外界認為中國央行將調控銀行的放款，即發生錢荒，出現流動性不足的情況，導致中國股市大跌、上海銀行同業拆借利率一度飆高至 30%，創下歷史新高。

由於 QE 退場所可能引起的資金流出，對於人民幣而言可減輕其升值的壓力，但 QE 退場代表著 Fed 對美國經濟前景看好，對中國的外部需求而言是有利的，若中國的外部需求和出口維持良好，則中國持續會有貿易順差，而此為人民幣持續升值最基本的一個因素。然人民幣匯率表面上實施的「有限的浮動匯率」，實質上是一種盯住美元的「固定價位」匯率，由人民銀行控制，只對美元作 2%

以內的浮動。因此，在美元走強後，表面上看人民幣貶值了，但也只是兌美元貶值；因為它盯住美元，因此實質上人民幣是隨著美元走強而對其它貨幣升值，中國的出口競爭力也將因此受到影響。

在房地產方面，近十年來過度的信用擴張造成中國的房地產市場的繁榮，而過度的信用擴張來自於：中國銀行信貸的過度擴張以及美國實施 QE 使得大量國際資金流入中國。美元擴大存量，整個世界都在幫助消化；但人民幣濫發，因人民幣只在中國流通，物價就被迅速的抬高，集中體現在房價的飆升。從 2008 年到 2012 年，中國廣義貨幣存量每年增加 10 兆，中國大陸的 QE 使人民幣增加了至少 70 萬億，約十多兆美元，是中國經濟的兩、三倍；而美國的 QE 全球消化，只有 4 兆美元，僅是美國經濟的四分之一。美元作為世界貨幣，雖然美國的 QE 沒造成美國國內的通貨膨脹，但依賴美國的新興市場國家如中國、印度、巴西等，卻受到巨大的衝擊，尤其在中國大陸，美元的衝擊加上中國大陸貨幣大幅增加，造成了中國國內嚴重的通膨，中國和其他所謂金磚國家，皆普遍出現物價飆升、產業競爭力衰退、產能過剩、出口受挫的現象。

因此，當 QE 退場以及國際市場預期到中國房地產泡沫據大而退出時，可能造成中國房地產市場泡沫破滅，而當中國房地產市場泡沫破滅，中國的銀行不良貸款、影子銀行及地方政府融資平台的風險都將暴露出來。

不過，香港貿易發展局研究總監關家明在「2014 中國金融論壇」上則提出較正面的看法。關家明認為，隨著美國量化寬鬆政策的退出，中國迎來了兩大機會：一是人民幣國際化；沒有量化寬鬆，沒有退場，美元在國際的地位將一直加強，人民幣國際化的策略需要走很長的時間，當前美聯儲 QE 退出的政策間接幫助了人民幣國際化的過程。二是中國企業走出去；關家明分析，量化寬鬆與退場有不同的影響，當量化寬鬆實施時，很多資金湧入新興市場，由於資金太多，中國的對外投資相對來說就沒有那麼受歡迎，然而量化寬鬆退場後，情況就會轉變，將比較有利於中國的對外投資。

第七章 結論與政策建議

第一節 結論

美國 2008 年發生的次級房貸危機，引發全球金融海嘯，即使是資本帳尚未自由化的大陸經濟也深受其害。金融海嘯後，中國大陸經濟體系回到快速成長軌道，但 2013 年起 GDP 成長已相對減緩（成長率 7.7%），且其金融體系的利率管制及銀行業高度控管在國有銀行體系下，資金需求不易在傳統金融體系中獲得充分滿足，因而形成規模龐大的影子銀行體系。另外，地方政府債務問題一直是各界矚目的焦點。地方政府融資平臺的貸款餘額由 2007 年的 1 兆元左右，到 2009 年上升為 7.38 兆元，兩年間增加了 6 倍，占總銀行放款比率也由 3.6% 上升到 17.3%，是銀行業暴險比重相當高的貸款對象。在兩岸金融持續開放下，我國金融機構（包括銀行、證券公司與保險公司）積極增加對大陸的投資與設點，金融監督主管機關有必要研究，進一步瞭解大陸金融與經濟環境完整之風險評估，以提供我國金融監督主管機關，未來在擬定兩岸金融相關政策之參考，以期能對潛在的風險有所掌握並及早因應。

本研究計畫希望藉由現有的風險指標之研究，配合中國大陸經濟特性，在可取得的資訊下提出具有預警作用的具體的經濟與金融風險量化與質化指標，尤其是針對我國政府已開放本國金融機構赴大陸辦理業務所面臨之風險，例如銀行業在大陸放款所可能面對的信用風險、流動性風險等，或是證券業、保險業在中國大陸資本市場（股票或債券市場）投資的價格波動風險等。

首先本研究針對上世紀至今世界各大經濟與金融危機進行了背景的分析，並對台灣金融機構在中國大陸投資與發展的概況進行說明，以做為本研究的背景介紹。而在建構中國大陸經濟與金融風險指標時，本研究對於上世紀亞洲金融風暴與歐債危機進行個案討論，以期歸納一些金融危機與債務危機時，存在那些經濟變數會發生重大的變化，以作為本研究選擇相關指標的參考依據。另外，根據國際上對於金融風險的相關研究進行文獻整理，並歸納其指標以

為參考。最後，根據中國大陸的特殊國情對於部分指標進行調整，以期更能掌握中國大陸經濟與金融風險的概況。

另外，有鑑於許多的統計指標雖然可以良好的分析未來經濟與金融體系的潛在的風險，但由於大多的指標所使用的統計資料多是月度或是季度資料，由於統計資訊通常會產生時間的落差，而如果統計資料發佈的時間間隔愈久，則時間落差更長，雖然所選取的指標對於金融風險確實有預測能力，但是由於統計數據的時間遲延，造成金融風險已然發生，但數據資料尚無法反應的情況，如此便弱化了對於經濟與金融風險之預警能力。因此，有必要在現有的研究基礎上，更進一步的利用時間落差更短的資訊，配合現有的指標對於經濟與金融風險進行更快速的預警。

為了解決此問題，本研究補充日度的資料，來降低時間遲延造成的難以即時對金融風險進行預警的缺點。但日度的資料容易受短期外生事項的影響而波動，因此無法全盤取代月度或季度資料對於金融風險之預警效果，故本研究除了使用日度數據捕捉中國大陸最新最即時的金融風險外，亦使用月度、季度資料表達中、長期金融風險。

本研究在進行亞洲金融風暴與歐債危機的分析，並由相關文獻的歸納整理後，建構出本研究提出的中國大陸經濟與金融風險指標，我們以兩大構面進行中國大陸經濟與金融指標之建構，一大構面為時間構面，分為中長期指標（結構風險指標）與短期指標（作為即時預警與對未來展望調整的指標），另一大構面則為對象構面，分為總體經濟風險、債務與通貨風險與金融機構風險等。在此必須加以說明的是，區分這些構面對於風險指標的選取有所助益，可以避免過於集中在某特定領域而忽略了其他金融領域之風險，但這些構面的金融風險指標並非完全獨立的，許多風險是有密切相關。由此兩大構面提出 15 個中長期（結構風險）指標與 9 個短期（預警與展望）指標。由於中國大陸在我們可取得的資料期間內並沒有發生真正重大的系統性金融危機，因此我們難以驗證，但仍然可以由幾個情況得知本研究的結果相當程度上可以掌握中國大陸經濟與金

融的風險。

首先是 2008 年美國的金融海嘯，造成全世界經濟的大蕭條，是 21 世紀以來最大的一次全球金融風暴，中國大陸雖然非金融風暴的肇使者，但隨後其經濟亦造成了重大衝擊，為了避免中國大陸經濟陷入蕭條，中國大陸在 2008 年 11 月時宣佈「四萬億」擴大內需等一系統的刺激政策，而本研究所提出的整體經濟與金融結構風險指標在 2008 年 8 月起便已開始上升，至 2008 年 10 月時評等亦由 AA 級降為 A 級，並在 2008 年 12 月再降為 B 級，2009 年 2 月起並降至 C 級，且總體經濟與金融展望風險指標亦自 2008 年 4 月開始上升，至 2008 年的 6 月突破 1.5 分達至 1.82 分，而在 2008 年 9 月則突破 2 分，相當程度上領先了結構風險指標大約有 3-4 個月。另外，在 2011 年 6 月份中國大陸國家審計署第一次對中國大陸地方債進行了清算並公布中國大陸 2010 年底的地方債約為 107 萬億，數字雖然較許多學者估計的為少，但已經造成當局的高度重視，亦使得國際與中國大陸國內學者熱烈討論中國大陸的本土債務問題，在 2012 年中國大陸首次將其經濟成長率目標下調至 8% 以下到 7.5%，顯示中國大陸經濟成長開始出現疲態，使得中國大陸債務償還能力受到影響，此時中國大陸的總體與金融風險亦呈上升趨勢，但幅度就不若美國金融海嘯時來的大，此外，本研究所提出的風險展望指標亦已開始上升，大約較結構風險指標提前了 4-6 個月反應。

2013 年底時，中國大陸再度公布第二次地方債審計結果，結果發現截至 2013 年 6 月中國大陸地方政府債務已達 17.8 兆，較 2010 年成長了 66.93%，再度引起地方債的熱議。另外，中國大陸的影子銀行問題亦出現大量的討論，2013 年底 2014 年初時房價再一次的持續下跌，亦造成中國大陸經濟與金融風險疑慮的擴大。

最後，本研究亦對於中國大陸金融政策方向和國際機構對中國大陸經濟金融風險的分析進行了整理與歸納，以完善本研究的廣度與展望。

第二節 政策建議

根據本研究的分析與所建構的中國大陸經濟金融風險指標的討論，截至 2014 年 6 月底為止，中國大陸的整體經濟與金融風險的分數為 1.6167，評級為 A 級，展望為正向。相對於 2009 年 2 月至 6 月，評級為 C 級的狀況為佳，但相對於 2013 年 AA 級為差，整體而言，我們認為中國大陸的經濟與金融風險尚在可控範圍，但某些個別風險如地方債、影子銀行與產能過剩等問題，尤其是在總體經濟大幅下滑時，該些風險可能會一起爆發，造成嚴重的經濟與金融危機。

因此本研究相關政策建議如下：

一、 持續監測中國大陸經濟與金融風險，並定時公佈

雖然目前中國大陸經濟與金融風險仍在可控的範圍，發生整體系統性的金融危機可能不高，但中國大陸經濟持續的減速將會是未來的常態，過去高成長下所掩蓋的風險可能會一一的顯現出來，所以本研究所編製的指標體系應進行長期持續監測並定期對外公佈，公布一段時間後，視其對中國大陸經濟與金融風險的預測能力且隨著中國大陸經濟特性的變化進行相對應的修改，以期對中國大陸經濟與金融風險有更進一步的掌握。

二、 針對個別風險進行深入研究，以瞭解各風險造成之影響

雖然本研究利用質化與量化方式試圖對中國大陸經濟與金融風險進行評估，但由於時間與資源有限，故本研究利用過去國際金融風暴與文獻歸納整理出中國大陸整體性經濟與金融風險指標。如本研究所述，目前為止中國大陸的經濟金融風險大概可以歸納為經濟下行風險、影子銀行問題、地方債問題、房地產泡沫、產能過剩與期限錯配的問題，上述的每個問題均是非常複雜的，若只是針對一些統計數據與媒體報導就對其風險進行判斷，恐怕會流於表面，而無法深刻了解其背後的本質與造成的影響，因此建議對於上述的每一個問題均進行深入的研究，且最好與國外和中國大陸的學者與業者進行更為密切的合作，身歷其境才能夠真正對該風險進行深入的評估。

三、 對於個別的經濟與金融風險系統性的進行資料整理

如前所述，個別經濟與金融風險的深入研究非常重要，但許多的個別風險在數據資料上不是沒有正式的數據就是數據的取得非常的麻煩，因此必須投入資源針對較為重要的數據進行系統化的收集與整理。例如影子銀行的問題，由於各單位對於影子銀行的定義均不同，故對於影子銀行的統計亦不相同，難以進行橫剖面的比較，且多為某一時間點的數據，亦難以進行時間序列分析。但中國大陸與國際間均試圖對中國大陸影子銀行的規模進行測算，故台灣亦應設法研究如何估計影子銀行的規模，並設法將資料回朔到過去，而掌握數據之變化，方可深入了解影子銀行的脈動與影響。由本研究分析結果可知中國大陸所謂「銀行的影子」問題較影子銀行問題對其金融體系（尤其是銀行體系，如信託貸款與委託貸款等）的風險影響較大，但由於個別銀行貸款的資料取得較為困難，且許多城商行或農商行相關資訊亦不公開，囿於研究時間與資源，難以全面性的整理，故建議未來的研究方向可以針對中國大陸 5 大國有銀行與 12 家股份制商銀先行整理相關資料，並儘量取得較大型城商行相關數據，以對影子銀行的問題可以進行更深入的掌握。另外，又如中國大陸地方債問題，由於舉債方式非常多，包括了發行債券、地方融資平台、BT 代建與發行城投債等方式，要計算其規模有其難度，也因此中國國家審計署對於其審計亦非每月或每季公布。雖然如此，我們可以利用城投債交易的資料（如城投債信評的變化、城投債收益率與國債收益率差等）與銀行對地方融資平台的放款比重等，模擬地方債的風險，但由於資料取得相當困難，且各別地方融資平台與城投債差異頗大，不同區域的風險差別也非常大，因此難以在本研究報告中呈現，建議可以列為未來研究的重要方向。

此外，房地產破沫的問題亦類似，本研究利用房價指標來追蹤房地產市場的風險，是屬於整體性的風險，但中國大陸各別地區與城市房價的差異亦相當大，以目前房價的下跌的情況來看，中國大陸二、三線城市房價修正的幅度較高，但一線城市如北京、上海等，房價仍是非常高，對於各別地區房價之波動在未來亦可以納入考量。其次，除了房價外，各地區的房屋貸款佔民眾收入的比重、房地產貸款佔銀行貸款的比重等，亦可以相當程度的表現中國大陸一旦房

價大幅修正，銀行承擔的風險能力，但該些個體的資料數據取得相當困難，也是未來值得努力收集與整理的。

四、 加強質化資料整理與分析

對於質化的資料整理與分析，目前所使用的方式大多是對於新聞、報告、中國大陸官方文件與深入訪談，雖然亦可以由當中得到非常重要的資訊，尤其是直接赴中國大陸進行深入調研，更可以如同身歷其境般對中國大陸經濟與金融風險有進一步的了解，但由於研究資源與時間有限，難以花費大量資源進行實地的深入調研。然而，由於研究方法的日益精進加上網路、媒體的資訊愈來愈發達，未來或可使用大數據(Big Data)的研究方式，建構大數據資料庫，針對中國大陸最熱門的金融風險進行研究，當某段時期某個風險的關鍵字受到爆量的查詢時，便表示該風險受到大多數人的關注。

參考文獻

- 中尾武彥 (2014),〈改革公共財政實現包容性成長〉,亞洲開發銀行行長演講稿, March 2014。
- 王于漸(1998),東亞金融危機,二十一世界雙月刊,第46期,4月號。
- 王湘衡、林玟汎(2009),「歷次全球金融風暴之回顧與展望」,《證券櫃檯》,139卷,頁66-71。
- 王儷容、顏慧欣、李淳、卓惠真、與梁景洋(2011),《亞太區域經濟整合對金融服務業發展之影響研究》,行政院金融監督管理委員會100年度委託研究計畫。
- 史惠慈、陳淑娟(2014),「中國影子銀行之發展趨勢及對臺灣的影響」,經濟前瞻,153期,頁19-23。
- 田君美(2010),中國大陸經濟回顧與展望,國際經濟情勢雙週報,第1698期。
- 何建雄(2001),「建立金融安全預警系統:指標框架與運作機制」,《金融研究》,總247期,頁105-117。
- 吳明澤(2014),「2014年兩會後中國金融發展」,經濟前瞻,153期,頁8-12。
- 吳明澤(2014),「中國地方債發展、現況與風險分析」,經濟前瞻,154期,頁44-51頁。
- 吳海霞、邢春華、孫嬋娟(2004),「運用信號分析法建立我國金融風險預警系統」,《廣西經濟管理干部學院學報》。
- 吳懿娟(2003),「我國金融危機預警系統之研究」,中央銀行季刊,第25卷第3期,頁5-42。
- 李桐豪、江永裕(2010),《台灣金融危機領先指標之研究》,台灣金融服務業聯合總會委託計畫。
- 李學民(2006),「我國金融風險預警指標體系化建設」,《商業時代》,2006年第11期。
- 李網信(2010),「歐洲主權債信危機之分析」,《經濟研究》,第11期。
- 沈中華、王儷容(2011),《大陸銀行業務、經營績效之比較及對臺灣銀行業進軍中國大陸之策略建議》,中華民國銀行商業同業公會。

- 林筱文、宋寶慶(2010),「我國金融風險預警實證分析」,《福州大學學報(哲學社會科學版)》,2011年第4期。
- 范恒冬、呂娟(2012),「中國商業銀行金融風險預警指標體系研究」,《經濟與管理》,2011年第7期。
- 席玲慧、歐陽勝銀(2010),「金融風險評價指標體系的構建與分析」,《湖南行政學院學報雙月刊》,2010年第4期。
- 陳守東、楊瑩、馬輝(2006),「中國金融風險預警研究」,《數量技術經濟研究》,第7期,頁36-48。
- 陳黎明、周四軍(2003),「國家金融安全評價指標體系的構建」,《河南商業高等專科學校學報》,2009年第3期。
- 陳錦村、林慧雯、陳逸潔、李麗明、與林佳樺(2012),《臺資銀行大陸地區設立分支機構區位因素之研究》,臺灣金融研訓院101年自提研究計畫。
- 隋劍雄、林琪(2004),「論我國商業銀行信貸風險預警系統的建立」,《金融論壇》,2004年第8期,頁44-49。
- 黃仁德、林進煌(2007),「亞洲金融危機與國際貨幣的角色」,《問題與研究》,46:1,頁101-145。
- 黃仁德、林進煌(2007),亞洲金融危機與國際貨幣基金的角色,問題與研究,46(1)。
- 黃志典(2008),《金融市場概論》,前程出版社,台灣,台北。
- 黃道平、李正輝、王洪波(2001),「對我國金融風險評價指標體系的探討」,《南方金融》,2001年第12期。
- 黃燕芬、辛洪波(2011),「中國民間借貸風險的現狀、成因及社會影響」,《中國戰略觀察》,第11期。
- 黃得豐(2013),「歐債危機的原因與解決之道及對歐元之影響」,國家政策研究基金會。
- 彭德明、方耀(2010),「歐洲主權債務危機與歐元區的未來」,國際金融參考資料,第六十輯。
- 楊淳惠(2011),探討臺灣金融業西進大陸之模式-兼論未來發展策略之研究(下),《彰化銀行》,2011年3月。

- 葉華容、詹淑櫻、蔡依恬（2013），「中國大陸經濟成長減速的外部效應分析」，國際經濟情勢雙週報，第 1790 期。
- 董小君（2004），《金融風險預警機制研究》，經濟管理出版社。
- 鉅亨網, 2014/10/08. “債臺高築 中國銀行業若爆發危機恐波及全球”。
<http://news.cnyes.com/>
- 劉世錦、張軍擴、侯永志、劉培林（2011），「陷阱還是高牆：中國經濟面臨的真實挑戰與戰略選擇」，《比較》第 54 輯
- 劉昶佑、鄭漢亮（2014），「中國影子銀行的金融風險」，經濟前瞻，153 期，頁 13-18。
- 蔡依恬（2010），「中國大陸通貨膨脹問題之研析」，國際經濟情勢雙週報，第 1712 期。
- 蔡昉、陸陽（2012），「人口轉變如何影響中國的潛在增長率」，工作論文。
- 謝順峰（2013），《臺灣銀行機構於中國大陸布局現況》，臺灣，金融研訓院。
- Aliber, R. Z. (1976), Towards a Theory of International Banking, Economic Review, (1), 5-8.
- Asia Development Bank(2014), 《Asia bond monitor-September 2014》, September 2014.
- Asia Development Bank(2014), 《Asian Development Outlook 2014:Fiscal Policy for inclusive Growth》, April 2014.
- Asia Development Bank(2014),《People’s Republic of China: Knowledge Work on Shadow Banking- Trust Funds and Wealth Management》, May 2014.
- Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti and Nouriel Roubini (1998), What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? March, 網址：
www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsiaHomepage.html.
- EIU(2014),”EIU global forecast-2014 to end on a disappointing note”, Sep. 17th, 2014.
- Frankel, Jeffrey A. & Rose, Andrew K., 1996. "Currency crashes in emerging markets: An empirical treatment," Journal of International Economics, Elsevier, vol. 41(3-4), pages 351-366, November.
- Giancarlo Corsetti & Paolo Pesenti & Nouriel Roubini, 1998. "What

Caused the Asian Currency and Financial Crisis?," Temi di discussione (Economic working papers) 343, Bank of Italy, Economic Research and International Relations Area.

Greenwood, John (1999), The Real Issues in Asia, August 29-September 1.

Grubel, H. G. (1977), A Theory of Multinational Banking, Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, (30), 349-364.

International Monetary Fund (1998), International Capital Markets :Developments, Prospects, and Key Policy Issues, September.

International Monetary Fund(2014), 《Global Financial Stability Report》 , October 08 2014

Kamisky, G. Lizondo, S. and Reinhart, C.M., 1998. "Leading Indicators of Currency Crises".IMF Staff Papers, March 1998, pp.1-48

Krugman, Paul (1979), "A Model of Balance-of-Payments Crises," Journal of Money, Credit, and Banking 11, 311–25.

McKinnon, R., & Pill, H. (1998). International over-borrowing—A decomposition of credit and currency risk. World Development,26(7), P.1267-1282

Moody's (2011) , "Global insurers' exit suggests China losing appeal", Accessed :
http://www.australianbusinessforum.com.au/_blog/ACBW_Feature_Articles/post/Global_insurers'_exit_suggests_China_losing_appeal_%E2%80%93Moody's/

Obstfeld, Maurice (1994), "The Logic of Currency Crises," Cahiers économique et monétaires 43, 189–212.

Obstfeld, Maurice (1996), "Models of currency crises with self-fulfilling features," European Economic Review 40, 1037–1047.

P. R. Krugman, and M. Obstfeld (2006) , International Economics: Theory and Policy, 7th ed., New York: Addison Wesley.

S. Radelet and J. Sachs (1998), The East Asian Financial Crisis, Cambridge, Massachusetts: Harvard Institute for International Development.

Sachs, Jeffrey D., Aaron Tornell and Andres Velasco (1996), "The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold?" *Journal of international economics* 41, 265-83.

Staff, VW.(2013)." China 'Addicted' to Debt, Now at 205% of GDP", Report from CLSA Asia.

The World Bank (1998), *East Asia: The Road to Recovery*.

World Bank(2014), 《Chasing the Shadows: How Significant Is Shadow Bank in Emerging Markets》, *Economic Premise*, no.88.

World Bank(2014), 《China economic update : June 2014》

Yuanyan Sophia Zhang and Steven Barnett(2014), 《Fiscal Vulnerabilities and Risks from Local Government Finance in China》, January 2014.

Yves Mersch (2014) , "China-progressing towards financial market liberalization and currency internationalization." *Renminbi Forum Luxembourg*, Luxembourg, 26 February 2014.

出差報告

一、簡要行程 (2014.08.17~2014.08.21)

8/17 (日) 台北—上海

8/18 (一) 拜訪上海財經大學 李教授等

8/19 (二) 上午 拜訪上海社科院 韓研究員、王研究員等

下午 拜訪上海復旦大學 周教授

8/20 (三) 上午 書局購書

下午 拜訪上海復旦大學 楊教授、盧講師等

晚上 拜訪上海復旦大學 張主任

8/21 (四) 上海—台北

二、參訪紀錄與心得

本次中國大陸參訪主要是因應金管會委託之「中國大陸經濟暨金融風險之評估」研究案需求而進行之參訪規劃，針對中國大陸近來經濟與金融可能發生之風險與相關風險評估機制等相關問題向大陸專家學者請教與交流。

1. 拜訪上海財經大學 李宏副教授

上海財經大學是中國大陸知名的財經專業領域的大學之一，而李副教授為其金融學院之教師，對於信用風險管理、金融風險管理、金融管制與監管有深入之研究。李教授認為自從 2001 年底中國大陸加入了世界貿易組織，其金融市場已經有了質的變化，金融業處在一個逐步開放的過程中。在開放經濟下，中國大陸金融管制原先的封閉經濟的制度背景發生了根本性的轉變。開放經濟中隨著資本的跨國流動，金融危機和動盪也具有國際傳染性，原有封閉經濟自然產生的防火牆就相應減弱甚至消失。例如 2008 年的美國金融海嘯與 2010 年開始的歐債危機等，對中國大陸的衝擊與影響大大的超過了 1997 年東亞金融風暴，這是因為兩個時期中國大陸的經濟制度與開放程度不同所致。另外，中國大陸由於改革靠著摸著石頭過河的漸近改革特性，其金融監管較為寬鬆，才造成了許多金融創新（如影子銀行、互聯網金融等），但亦造成了一些風險。但由於中國大陸目前仍有非常龐大的外匯儲備與非常低的負債率，故政府的隱性保障仍在。整體而言不會有全面性大規模的金融風險，但個別金融風險仍可能發生。

2. 拜訪上海社科院經濟研究所 韓研究員與王研究員

上海社科院經濟所是與我院有良好往來的中國大陸重要智庫之一，拜訪對象為韓研究員與王研究員，其中韓研究員亦為其金融研究中心的研究員。韓研究員認為中國大陸的金融風險目前仍在可控範圍內，雖然中國大陸經濟面臨下行的壓力，但中國大陸曾經面臨更加艱難的處境，但在中國大陸大一統的經濟體制下，政府的保證下，難有全面性金融危機的發生。但近 3-5 年確實有一些新的改革，2008

年由於美國金融海嘯，貸款增長過快，而實體經濟未有想像中的受創，造成房地產泡沫、產能過剩的問題，使得銀行存在一些風險，如浙江的中小銀行，其受創程度遠大於大型銀行，尤其在某些民營經濟較為發達的地方風險較大。另外，由於中國大陸包括影子銀行、地方債、產能過剩與房地產問題其風險均集中在銀行體系，所以銀行體系將是中國大陸金融風險的重災區。

3. 拜訪復旦大學周教授

復旦大學中國經濟研究中心周教授亦是中國大陸知名學者，其研究的重心在中國大陸新型城鎮化。由於在城鎮化過程中，地方政府必須投入大量的資金，因地方政府不能自主發債，衍生出地方融資平台的融資，因而形成造成地方政府的債務，而因地方融資平台主要是以向銀行貸款為主要的融資管道，因此造成了銀行的風險，甚至有些理財商品亦是將資金投資城鎮化建設，使得金融風險環環相扣，中國大陸近年來的城鎮化發展亦可能加深金融風險的程度。

4. 拜訪復旦大學楊教授與盧講師

楊教授與盧講師為復旦大學金融系之教師，對於中國大陸金融風險亦有相當之研究。她們指出中國大陸的債券市場在 1997 年-2005 年交易量不大，而在 2000 年前甚至是只發行不交易的狀態。2006 年後交易量才有大幅的成長。但由於中國大陸以維穩為主要的施政方針，不太可能放任大規模的金融危機發生，故政府的隱性保障持續的存在。然而今年的上海超日太陽能公司債違約事件是近年來中國大陸債券市場第一次真正的違約事件，普遍認為這是政府要培養民眾投資金融商品的風險意識，也隱含未來中國大陸債券市場的隱性保障不再。而在銀行部分，主要問題是影子銀行的規模增加速度太快，而這些理財商品許多都是被用於地方政府的融資平台與城投公司，形成所謂城投債，而許多城投債之投入是無收益的建設，但必須支付龐大的利息，因此將會是未來主要的風險。最後是互聯網金融，其規模太大，成長速度驚人，在金融監管腳步尚未跟上時，很容易造成風險。而上述的這些金融風險問題主要在於利率未市場化。未來最擔心的情況是房地產泡沫破滅、地方債風險與產能過剩一起爆發，但目前看來可能性不大。

5. 拜訪復旦大學中國經濟研究中心張軍主任

張主任是中國大陸知名學者，也是復旦大學特聘的長江學者，是中國大陸經濟改革發展的重要智囊。張主任認為目前中國大陸無論是地方債問題、房地產、影子銀行與產能過剩的問題，都要歸究於 2008 年的美國金融海嘯。因為當時中國大陸政府高估了金融海嘯對中國大陸造成的衝擊，而使用「四萬億」的擴大內需政策，地方政府必須要自籌配合款，但地方政府無法自主發債，只好透過地方融資平台進行融資，形成地方債問題。而地方融資平台主要的借貸資金來自於銀行，但由於銀行的存貸比限制與利率管制，使得銀行貸款無法滿足地方政府與民間的需求，銀行便開始與信託公司、保險公司等合作推出，為地方政府的投資項目進

行包裝，推出理財商品以吸收資金，而造成影子銀行問題。而地方政府大量投入建設的後果，使得對於鋼鐵、水泥等基礎原物料需求大增，該些產業大量進行投資，而後由於政府開始收緊政策，因此造成需求大量減少，而造成產能過剩的結果。

中國大陸經濟暨金融風險評估

第一次專家座談會

- 壹、開會時間：103 年 10 月 13 日（星期一），下午 14:00~16：00
- 貳、開會地點：中華經濟研究院 2 樓 204 會議室
（台北市大安區長興街 75 號）
- 參、主席：中華經濟研究院第一所助研究員 吳明澤
- 肆、出席人員：
財團法人商業發展研究院助研究員 李助研究員
財團法人國家政策研究基金會副研究員 吳副研究員
臺銀人壽不動產暨放款部科長 蔡科長
大中票券金融股份有限公司襄理 賴襄理
- 伍、列席人員：
第一所助理張詠真、曾緯華，計畫助理 莊凱婷

會議紀錄：

1. 蔡科長：通常就保險公司的資產配置來說，因為銀行是為了保持資金的流動性而非以利率為導向，所以一般來說公債的利率通常會比銀行來得高。因為公債的安全性高，在資產配置來講的話。因為大陸的債券市場不發達，所以才會發在銀行的交易市場。如果可將國債和企業債分開來看的話，是否會較好？放在銀行的話一般流動性會比較高是正確的。建議如果將其放在股市的話大概只有 6~7%，因為股市波動太高，風險高。如果將債的部份純粹放在股票市場視其風險指標的話，這樣是比較推薦的作法。
2. 吳副研究員：房地產是中國大陸一個很重要的經濟問題，那在指標裡只單純放入一個房價指數，這樣會不會比較難去說服大眾呢？建議或許可以放入房貸佔 GDP 的比重，這樣的指數在您的預警報告裡或許比較可以達到一個預警的效果。房貸的支出佔他個人的支出比重，看大約幾成。「直接曝險」、「間接曝險」。還有，為什麼要選擇這些指標，如何篩選？應在報告中說明。存量，流量的基礎是從何而來？社會融資增加量跟 GDP 是否有存量跟流量混肴的概念？0~5 分的分數給的方式，數字的可信度，各別指標的加總，會不會有其重疊性的問題？
3. 賴襄理：從事的研究的的目的性為何？是否有其目標性要預期些什麼呢？假設有預期性的效果，是不是希望可以放在哪些地

方使用，建議可以新加上一些東西。從你的報告來看，假設你做了 A，是為了預測 B，這樣聽起來好像會比較有意義，然後你做 A 是根據什麼，是為什麼要做 A。希望這個研究能帶給大眾什麼東西。可以把一些事件的點特別標出來。Ex: 紅燈就買進; 綠燈就賣出...etc. 因為預測的關係，可能會需要一直修正的指數(數據)，也許看是不是可以用像國發會景氣指標這種東西...，也許可以設定門檻值，例如: 若指標超過 2 的時候，也許就有金融風險等等。也應該會有其預警的作用。

4 · 李助研究員:

就目前的研究來看，我建議可以將指數各別設定門檻值，讓每一個值有它各自的意義存在; 或者是將其各個重大的事件標記上不同的顏色，讓大眾能一目了然。也可以將大陸各個省分或區域分開來看，不同的業別為何會有不同的指標，而將這些有代表性的指標用指數去反覆驗證出每個指標之間的關聯性能否清楚解釋其未來的預測，也建議可以在預測的部份用問卷的方式來達成。

中國大陸經濟暨金融風險評估

第二次專家座談會

陸、開會時間：103年10月16日（星期四），下午14:00~16:00

柒、開會地點：中華經濟研究院5樓522會議室
（台北市大安區長興街75號）

捌、主席：中華經濟研究院第一所助研究員 吳明澤。

玖、出席人員：

鉅亨網股份有限公司總主筆 邱總主筆 博士

國泰金控經濟研究處經理 陳經理

國泰金控綜合企劃處-策略規劃部 林經理

壹拾、列席人員：

第一所助理張詠真、曾緯華

第三所輔佐研究員 林輔佐研究員。

計畫助理 莊凱婷

會議紀錄：

1. 邱博士：

大陸的金融改革大致上是從2013年開始的，他們的金融改革大多與政治非常相關。他們通常都會以政治上的考量開始著手金融方面的改革。基本上很多指標可以參考，像是「李克強指標」。那談GDP的話，目前預測最好的是亞洲開發銀行，預測大陸明年仍有6.7左右，那IMF預測大約7.4但從2016年開始會有信貸的危機，因為美國2015年底可能會升息。所以IMF預測在2016年後，大陸的GDP可能就有機會落到6.5以下。會這樣的預測主要是因為他們的房地產的緣故。工業指數對GDP這一塊顯著水準比較高，大約0.3。人民幣國際化，滬港通，至於風險的部份，可能要5年之後才比較會出現。

2. 林經理：

建議可利用上市銀行的財報，因為它會揭露一些放款資訊，上市銀行比較能反映那個國家的金融狀況。NPL ratio(資產質量比率)，分母是總放款，分子是不良貸款，但有時候那個算出來的比率不一定能夠完整表達；建議可參考「信用成本」-credit cost，可以反映出銀行業的信用狀況，這一季根據我的不良放款去預測我下一

季，但必須個別銀行進行收集，恐怕較為困難。也可用「金融股的指數」去看可能反映出金融業當時的狀況如何等等，或者金融股和大盤指數，我覺得可以試著看看，如果它跟大盤有顯著的差異，就可以做為一個訊號。您也可以參考看看，從上市銀行的財報，其實大陸還有一個東西叫「逾期放款」，超過 90 天的，那是不良放款的先行指標。通常最穩定的是五大國有行，如果有機會可以看城商行的資訊，在這邊提供您做一個參考。但由於城商行的資料取得困難，是否能夠收集得到，亦是問題。

3. 陳經理：

到底是風險、風暴、還是只是一種緊縮。像是 bloomberg 這種比較有 roughly 的一種曲線，比較能去看出一種趨勢。我認為整個金融市場，就業市場這一塊是最重要的。至於港股，到底是對大陸市場比較有利，還是港股的部份。一個方法去看，像是看一個公司在 A 股還是 H 股這之間的一個價差。我認為其實，不管是對港股還是陸股，其實都是雙雙有利的。股市的部份，大家都比較不會擔心，比較沒有人會擔心中國的股市。我建議可以觀察「債」的這一塊的地方投資平台的風險；另一塊是公司債，像是「城投債」或亦可從 Bloomberg 看放款對淨值的比率。我自己覺得可以從見微知著的小地方來看，要小心其蔓延的可能性吧。

期中報告審查意見回覆表

一、審查委員書面意見

委員審查意見	中經院答覆
朱委員	
1. 報告中提出相當多之經濟指標資訊，但若經濟指標之間互相矛盾，該如何判斷。	本研究利用東亞金融風暴與歐債危機兩大金融危機事件進行 case study，結合中國大陸的特性與相關文獻和本研究所提出之經濟與金融指標，已提出具可操作性的經濟金融風險指標
2. 建議報告中補充我國央行公布的相關風險預警指標資訊。	依委員建議補充至第四章第一節。
3. 報告中採用的中文參考資料，以中國大陸的文獻居多，建議補充臺灣的相關文獻資料。	依委員建議補充，請見參考文獻。
4. 報告中文字修改部分: (1) p.128 中有關大陸金融的描述，p.134-135 已有說明，建議檢視修改。 (2) p.129 有關民營銀行，因時間有點落差，建議期末報告再加進去。 (3) p.131 上海開放小額外幣市場部份，6 月已開放到全市，報告內容需加以修正 (4) p.132 已成立存保制度，事實上尚未建立，筆誤的部分請麻煩修改。	依委員建議修改 (1) 已進行修改 (2) 已進行更新 (3) 已進行更新 (4) 已進行修改
委員審查意見	中經院答覆
鄭委員	
1. 報告中目前已有金融業在中國大陸的布局現況，但缺乏後續的影響分析。	本研究利用東亞金融風暴與歐債危機兩大金融危機事件進行 case study，結合中國大陸的特性與相關文獻和本研究所提出之經濟與金融指標，已提出具可操作性的經濟金融風險指標
2. 經濟指標通常有落後的情況，建議增加質化分析，除了現前的經濟指標	依委員建議補充

委員審查意見	中經院答覆
<p>外，對於中國大陸現前面臨的問題以及解決方法，要有更全面的描述，中國大陸過去發生過的問題及官方解決的方式，可參考 IMF 公布 2050 年中國大陸可能面臨的問題。</p>	
<p>3. 章節配置上，台資在中國大陸布局現況問題、影響需再加強。</p>	<p>依委員建議修正</p>
<p>4. 如能對個別事件多一點描述，比方說錢荒的事件如能對它的來龍去脈多做說明，有助於我們將來發生類似事件時有一個比較基礎。</p>	<p>依委員建議補充</p>
<p>5. 建議增加報告的可操作性，提供金管會未來面對相關金融問題時可參考操作的方向。</p>	<p>本研究利用東亞金融風暴與歐債危機兩大金融危機事件進行 case study，結合中國大陸的特性與相關文獻和本研究所提出之經濟與金融指標，已提出具可操作性的經濟金融風險指標</p>
銀行局	中經院答覆
<p>1. 外債額度的問題，因我們也有適當的做管理，比方說銀行在江蘇分配的外在額度過少，目前也已做改善。</p>	<p>敬悉</p>
<p>2. 二、三線台資在陸佈點是自己要做好的功課，希望在撰寫以比較正面的方式撰寫。</p>	<p>敬悉</p>
<p>3. 業務受限法令的部分，銀監會監理是採子行國民待遇的政策，分行是以批發做管理，因為這樣的邏輯之下，比如說信用法的業務基本上就不會放給外資的銀行，希望這部分研究團隊也可做個描述。</p>	<p>敬悉</p>
副主委	<p>1. 敬悉</p>
<p>1. Dynamic 上面來說我們如何針對政策收放，是否有什麼資訊可以讓我們看到台灣投資公司能夠早一點預期。</p> <p>2. 金管會政策比較重要的聚焦點是我們現在應該要開放到什麼程度。</p>	<p>2. 敬悉</p> <p>3. 敬悉</p> <p>4. 本研究所討論的指標均非以個別公司來看，而是以產業的總合指標，可以說明產業景氣的榮枯與風險狀態</p>

委員審查意見	中經院答覆
<p>3. 股市與房地產在基金投資及政策上相關的金融商品上我們如何去預警及有無一定範圍。</p> <p>4. 政策上不是針對個別公司而是產業，是否能放上產業而不是個別公司，這些 index 該怎麼協助金管會判讀風險，操作性的部份需進一步透過彼此討論再更聚焦一點。</p> <p>5. 透過這樣的資料與指標，金管會現在重要開放的部分是否能建議什麼預警。</p> <p>6. 金管會在政策開發上是否能建議應該 focus 在什麼樣的一個衡量或是建立什麼樣的一個預警。</p>	<p>5. 本研究將會利用東亞金融風暴與歐債危機兩大金融危機事件進行 case study，結合中國大陸的特性與未來發展規劃和本研究所提出之經濟與金融指標，提出具可操作性的判斷方式</p> <p>6. 同上</p>
證期局主秘	
<p>1. P.30 第一家在大陸設置辦事處的台資券商的是 1997 年，麻煩做修正</p> <p>2. P.34 寶島債部分，今年有擴大銷售對象到專業投資人，建議將此放進去。</p>	<p>1. 依委員建議修正</p> <p>2. 依委員建議補充</p>
處長	
<p>金管會應如何評估金融機構在大陸投資及風險控管，除了現有的統計資料外，希望能建議金管會應再加上哪些指標。</p>	<p>本研究將會利用東亞金融風暴與歐債危機兩大金融危機事件進行 case study，結合中國大陸的特性與未來發展規劃和本研究所提出之經濟與金融指標，提出具可操作性的判斷方式，並在政策建議中提出有關部分個別風險應收集的相關指標建議。</p>

期末報告審查意見回覆表

一、審查委員書面意見

委員審查意見	中經院答覆
朱委員	
1. 有關指標計算方法，總體經濟風險、債務或通貨風險及金融機構風險等各構面之綜合指標，為個別指標之算術平均數，應如何克服波動性大的個別指標在綜合指標中權重較大的影響？	感謝委員指教，所有指標已按標準差評分，爰波動性大之個別指標，其最後數值已考量本身波動性大小，並經回溯測試(back-testing)，初步判斷不會影響該指標於綜合指標中之相對權重。倘不以簡單算術平均法，則可能需以較為主觀之方式給予各指標不同權重。
2. 各指標之取樣計算期間不同，是否應改採相同估計期間，俾使指標趨勢意涵較為一致。	感謝委員指教，取樣計算期間不同係因各指標可取得之期間不同，若將所有指標改採相同估計期間，可能提高指標之不穩定性。
3. p.30有關大陸開放外資投資證券業，仍限制股份不得超過1/3乙節，可確認最新發展是否已放寬持股比例至49%並修正說明文字。	感謝提供寶貴資訊與指正，已針對內文進行修改，請見第30頁最後一段。
4. p.122有關目前大陸債券市場，商業銀行不能進入交易市場，交易所市場非金融機構參與者亦不能進入銀行間市場乙節，可確認目前是否已開放部分商業銀行進行交易所市場並修正說明文字。	已依委員建議進行修正，請見第124頁中間段落。
5. p.182-183有關本研究所編製之整體經濟與金融結構風險指標乙節，在p.182已就指標內容分析說明，而至p.183始說明指標之建構方法，應調整說明順序俾利閱讀。	已依委員建議進行修正，請見第184頁至190頁。
6. p.187有關中國大陸目前金融問題乙節，建議可加入房價相關問題，以反映當前重要問題現況。	已依委員建議進行補充，請見第198頁第二節上方。

委員審查意見	中經院答覆
鄭委員	
1. p.184就本研究整理之大陸經濟暨金融風險結構與展望評級，其中或有出現評級與展望結果，與下一期發生不一致之現象。	感謝委員指教，結構風險(中長期)指標波動性低，而展望(短期)指標波動性較大的現象，為其指標特性，惟長期觀察仍有其穩定性，且經配適(fitting)歷史情境，例如 2008 年金融海嘯發生後，指標有持續指出負向情形，爰就整體趨勢而言應具參考價值。
2. 本研究許多指標會採用中國大陸官方公布數據，如資本適足率、信用評等，其品質與合理性問題似不易解決。	感謝委員指教，中國大陸信用評等資料品質常受質疑，因此本研究未使用信用評等資料，雖然官方數據其品質有待商榷，但本研究以時間序列資料判斷其趨勢，仍具有相當的合理性。
銀行局	中經院答覆
1. 可增加OECD領先指標之定義說明。	已依委員建議修正，請見第 145 頁。
2. 有關中國大陸股價指數指標，目前係設定1,000點為級距，而目前股價指數僅2千餘點，此級距是否過高？	感謝委員指教，有關該指標本研究係參考歷史數據，由於上海綜合股價指數最高曾達 6 千餘點，爰本研究設定為目前級距。
3. 有關大陸採購經理人指數(PMI)相關指標，目前外界參考的有兩類，分別為國家統計局及滙豐銀行所編製之PMI，請問本研究使用官方公布之PMI理由為何？	感謝委員指教，經觀察過去公布結果，兩PMI 基本上趨勢相近，惟經分析大陸官方公布之PMI 方法論較符合一般標準，爰本研究目前係採用該數據。
4. 有關不良貸款率指標，本研究所設定之級距為2%，惟目前大陸商業銀行每1%之逾放比代表之金額約6,500億元人民幣，此規模已較前幾年有明顯擴張，建議研究團隊考慮調整級距俾反映實際風險情形。	感謝委員指教，雖目前大陸銀行貸款金額規模有相當成長，惟過去不良貸款率過去曾高達 12%，惟爰本研究設定為目前級距。
5. p.189及p.200有關互聯網金融之說明文字部分重覆，同節中有關人民幣匯率改革部分亦有類似情形，請研究團隊酌予調整。	已依委員意見，刪除重覆的部分。
6. 其他相關意見將於會後請綜合規劃處轉交研究團隊參考。	敬悉。

委員審查意見	中經院答覆
7. 「研究動機與目的」一開始提及 2008 年發生之次級房貸危機對中國大陸經濟之影響、大陸 GDP 成長減緩、社會融資規模、影子銀行及地方政府融資平臺等，後段則提及本國銀行對大陸地區之暴險限額規定，建議宜加強前後文之間之關連。	已依委員意見修正，請見第 3 頁第二段。
8. 第一節 研究動機與目的之第一段：本段內容所述「我國金融監督管理機關有必要研究…以提供我國金融監督管理機關」，該段文字似有重複。	已依委員意見修正，刪除重覆文字。
9. 壹、臺灣銀行業在中國大陸的布局部分，有關臺灣銀行業於大陸地區設立分支機構之情形（累計至 2013 年底止），建議更新至近期之資料。（如兆豐蘇州吳江支行、華南深圳寶安支行、國泰世華上海閩行支行、永豐子行均已開業）。	感謝提供寶貴資訊與指正，已針對內文進行修改，請見第 19 頁最後一段。
10. 查本會已於 103.3.18 再修正「銀行、金融控股公司及其關係企業投資大陸地區金融機構以外之金融相關事業之規定」，將「保理公司」亦納入投資範圍，建議更新該段說明。	感謝提供寶貴資訊與指正，已針對內文進行修改，請見第 23 頁倒數第二段。
證券期貨局	中經院答覆
1. 本局對報告整體而言無太大意見，惟就報告內容資訊更新等相關意見，會後請綜合規劃處轉交研究團隊參考。	敬悉。
2. 有關第 34 頁提及為擴大寶島債發行規模及參與範圍，同時提供人民幣商品投資渠道及資金回流管道乙節，建議後段「除了專業投資機構外，2014 年	感謝提供寶貴資訊與指正，已針對內文進行修改，請見 34 頁第三段。

委員審查意見	中經院答覆
<p>6月27日櫃檯買賣中心亦宣佈資產三千萬元以上專業投資人(自然人)亦可投贖」之文字修正為「除了專業投資機構外,2014年6月27日櫃檯買賣中心亦宣佈資產三千萬元以上專業投資人(自然人)亦可投資」。</p>	
<p>3. 有關第31頁提及臺資證券業大陸駐點分佈情況,至2013年底,總計臺灣券商共有12家,共設立23個代表處乙節,查大華證券於102年6月22日已併入凱基證券,其在上海設立之代表處業於102年底註銷登記;前寶來證券在北京及上海所設立之代表處,因寶來證券與元大證券合併為元大寶來證券,該兩個代表處於102年底前仍未完成裁撤作業,建議上開統計數據調整為共有11家證券商,共設立24個代表處。</p>	<p>感謝提供寶貴資訊與指正,已針對內文進行修改,請見31頁。</p>
<p>4. 本次委外研究報告,如在委託範圍,建議更新至最新數據。</p>	<p>已依委員意見將資料進行更新至2014年第三季。</p>
保險局	中經院答覆
<p>1. 有關臺灣保險業在中國大陸發展的契機(p.41)及臺灣保險業在中國大陸的經營挑戰僅有壽險業部分(p.42),建議補充產險業內容為宜。另就相關數據更新部分,會後請綜合規劃處轉交書面資料供研究團隊參考。</p>	<p>感謝提供寶貴資訊與指正,已針對內文進行修改,另在內容中討論如城鎮化衍生的保險業商機等亦包括了產險的部分,請見第44頁至45頁。</p>
<p>2. 有關保險業業務之開放概述第3段最後增加另考量即期年金不具有不得解約及負債存續期間長之商品特性,將進一步開放人身保險業自104年1月1日起得銷售人民幣收付之即期年金保險商品。(第41頁第1行結尾)。</p>	<p>感謝提供寶貴資訊與指正,已針對內文進行修改,請見第40頁最後一段。</p>

委員審查意見	中經院答覆
3. 有關表5（第38頁）臺資保險業於大陸設立據點狀況資料中有關國泰世紀產險在福建及湖北據點家數有誤；另富邦產險在福建、遼寧四川及重慶據點數有誤，正確資料分別為國泰世紀在福建5家據點，湖北2家據點，在大陸共20據點。富邦產險在福建11家據點、遼寧3家據點，四川無據點，重慶2家據點，共計16家據點。	感謝提供寶貴資訊與指正，已針對內文進行修改，請見第38頁。
檢查局	中經院答覆
1. 有關研究報告提及大陸五大產業產能過剩乙節，本局於辦理實地檢查時，將就相關問題列為臺資金融機構對大陸企業授信部分之檢查參考指標。	敬悉。
2. 另有關p.182及p.223年份數字誤值部分，研究單位於簡報時已修正，請於期末報告一併修正。	已依委員指示修正，請見189頁第二段與232頁第二段。
綜合規劃處	中經院答覆
1. 依據本研究計畫契約承諾書，其中第一項應以本會政策構面進行風險指標評估乙節，建議中經院就研究報告結果中臚列之風險指標，分別針對銀行業、證券期貨業及保險業於大陸辦理業務需關注之指標區分及加強說明，並補充於期末報告。	已依委員指示，將承諾書中第一項以貴會政策構面進行風險指標評估部分，補充於第四章第三節之捌。
2. 依據上開承諾書第六項增加國際金融政策及外部風險變數之評估乙節，建議中經院可就相關變數(如美國終止QE及聯準會一旦宣布升息)對大陸經濟與金融風險之可能影響，增列說明於期末報告。	已依委員指示，將承諾書中第六項美國終止QE與聯準會宣布升息對中國大陸經濟與金融風險之可能影響，補充於第六章第六節。

委員審查意見	中經院答覆
3. 有關研究報告中政策建議部分提及，建議持續監測中國大陸經濟與金融風險並定時公布乙節，中經院是否可提供本會具體推動措施？	本項建議主要係持續監測相關風險，讓主管機關有相關參考依據，至於是否定時公布，或委託外部機構公布，中經院持開放態度無預設立場。
4. 本研究案將於103年11月20日截止，惟依據契約執行期程，請中經院於會後15日內(11月18日)將修正後研究報告送本會，俾辦理後續結案事宜。	敬悉。
委員審查意見	中經院答覆
黃副主任委員	
1. 大陸係以黨領政，金融體系會不會發生問題，自制力很重要，例如黨中央如何定調，建議可增列相關說明。	有關本研究所建構之風險指標，係參考 ①1997年亞洲金融風險及2008年全球金融海嘯當時情形，訂定相關指標門檻值或基準值； ②各政府過去曾公布其針對相關指標所公布之容忍值或容忍範圍； ③相對主觀認定方法(長期指標級距較寬、短期指標級距較窄)。研究團隊將參考委員意見調整相關編製方法。
主席裁示	中經院答覆
1. 請中經院參考評審委員意見，就指標可調整部分儘可能修正。	敬悉。
2. 有關綜合規劃處所詢及持續監測中國大陸經濟與金融風險部分，本會可就此做進一步評估研議後續如何規劃進行。	敬悉。