



中國大陸金融風險之現況及未來發展

◎吳明澤／中華經濟研究院第一研究所 副研究員

本文整理了中國大陸目前存在的主要金融風險，包括資金未流向實體經濟、不良貸款率上升、債務問題（包括地方債與企業債）、房地產泡沫、影子銀行與互聯網金融風險等。雖然上述風險仍未到達爆發金融危機的程度，但若該些風險同時爆發，難保不會發生如美國金融海嘯般的全球性衝擊，我國將會受到非常大的影響，故應及早建立中國大陸金融風險預警機制，以提早防備可能之損失。

2016年12月14至16日，關乎2017年中國大陸經濟發展的重要會議－中共中央經濟工作會議於北京召開，這是預測中國大陸隔年重大經濟政策的重要場合。本次會議對2017年的經濟發展基調是「穩定」，且針對金融風險有較為強烈的表述，會議強調要把防控金融風險放到更加重要的位置，下決心處置一批風險點，著力防控資產泡沫，提高和改進監管能力，確保不發生系統性金融風險，甚至會中強調「房子是用來住的，不是用來炒的」，可見防止房地產泡沫會是其政策重點。本文將重點討論中國大陸金融風險的現況與趨勢。

資金未流向實體經濟

因為中國大陸仍存在嚴重的「金融壓抑」問題，金融投資管道有限，股市與房市便成為炒作工具。且因為經濟下行，資金在實體經濟的報酬率遠不及在金融市場，因此資金不願進入實體經濟。自2015年至2016年3月1日，中國人民銀行接連五次降息、六次降準，仍無法挽救低迷的經濟，貨幣政策對於實體經濟之貢獻愈來愈小，反而使得大量的貨幣流向股市與房地產，推升其泡沫化。

根據中國人民銀行數據，2015年10月之M1與M2成長率出現交叉，M1年增率超越M2，而且差距愈來愈大。2016年1月時，



M1成長率為18.6%，M2為14%，差距僅為4.6%，但到了2016年7月，M1與M2之成長率分別為25.43%與10.22%，兩者差距達15.21%，為2015年10月以來最大差距（見圖1）。後來雖有回跌，但M1成長率仍持續大於M2成長率，資金淤積的情況愈來愈嚴重。

原因可能是企業投資動力不足、產能過剩佔用資金與定存、活存利差下降等。以世界各國金融發展經驗來看，M1成長率超越M2造成的交叉，往往伴隨實體經濟低迷、房市與股市過度繁榮，資金未投向實體經濟的情況。



資料來源：中國人民銀行

圖1 中國大陸M1與M2之成長率

不良貸款率上升

由於中國大陸經濟下行，產能過剩嚴重，且因國有產權改革未盡完善，出現僵屍企業等問題，而連帶影響到銀行的健全。中國大陸銀行業的不良貸款率近年來有大幅上升的趨勢，至2016年第4季已達1.81%，接近

2008年金融海嘯後之水準。然官方的數據通常較為美化，由於中國大陸的銀行貸款劃分為正常、關注、次級、可疑和損失等五類，後三類合稱不良貸款，但中國大陸的銀行常會利用技術手段，調整貸款分類，事實上關注類可能有一半以上其實是不良貸款。而根據中國銀監會的統計，關注類之貸款為不良

貸款之2.17倍。國際貨幣基金（IMF）2016年發布的「全球金融穩定報告」稱，中國大陸可能處於風險之中的銀行貸款接近1.3兆美元，以此估算中國大陸銀行業不良貸款率將達15%。儘管真實數據難以取得，但趨勢是可以掌握的，即中國大陸銀行業正面臨2008年全球金融海嘯以來最嚴重不良貸款的狀況。

債務問題

中國大陸債務問題是近來被討論的最多也是最為複雜的金融風險，因為中國大陸的債務問題包括地方債、企業債、公司債與居民債等，而每種債務均隱含或多或少的風險。以地方債而言，由於其計算相當複雜，且許多資訊並未公開，使得中國大陸地方債規模之計算非常困難。以官方發布資訊來看，2010年時審計署曾對地方政府債務進行審計，地方債規模約為107,174.91億元（人民幣，以下均同）。而2013年8月起，中國大陸審計署再次對政府債務進行審計，各級政府負有償還責任的債務總額為206,988.65億元，其中，108,859.17億元來自地方政府（占52.6%）。另外，地方政府負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。中國大陸政府一再強調地方債總體規模占GDP比重仍低於世界平均，風險整體可控，但即使如此，地方債的成長速度亦是非常驚人，若

不加以控制，難保不會造成失控的情況。

為了避免地方債的失控，中國政府自2014年起便發布許多的政策措施，2014年8月通過新〈預算法〉，提出「建立以政府債券為主的地方政府舉債融資機制，剝離融資平台政府融資職能」，開始對於地方融資平台進行整頓。同年10月，國務院發布〈關於加強地方政府性債務管理的意見〉，明確規定「政府債務不得通過企業舉借，剝離融資平台公司政府融資職能，對甄別後納入預算管理的地方政府存量債務，各地區可申請發行地方政府債券置換」，將平台融資功能去除，並開始進行債務置換。

中國大陸目前對於地方債問題主要仍是以債務置換的方式進行。所謂的地方債務置換，即是將原本地方融資平台所發行的債務（主要是理財產品、銀行貸款等利率高而期限短的債務）轉換為地方政府發行期間較長而利率較高的債券。2016年11月，中國國務院辦公廳發布〈地方政府性債務風險應急處置預案〉，除了明確地方政府對其舉債有償還責任，中央政府實行不救助原則外，亦將政府性債務風險事件分為I級（特大）、II級（重大）、III級（較大）、IV級（一般）四個等級。IV級及III級債務風險主要由市縣政府自身化解；II級及I級債務風險，省級政府可予以適當救助。另外，還對地方債高風險地區實行財政重整，要求除必要的基本民生政策支出和政府有效運轉支出外，本級政府其它財政支出應保持零成長或大力壓減。

2017年5月3日財政部、發改委、司法



部、人民銀行、銀監會、證監會等六個部門，聯合發布〈關於進一步規範地方政府舉債融資行為〉的通知，在6月1日與6月2日連續2天再發布〈地方政府土地儲備專項債券管理辦法（試行）〉與〈財政部關於堅決制止地方以政府購買服務名義違法違規融資的通知〉，顯示地方債仍是一個難解問題。

除了地方債之外，企業債亦是中國大陸債務風險的重要構成因素。由於歷史的因素，中國大陸的債券市場包括公司債與企業債，其發行主體與監管單位不同。前者發行主體為上市公司，監管單位為證監會；後者發行主體為國有企業，監管單位為發改委。本文主要討論的是企業債問題，由於企業債一般是國企所發行，其背後為政府（中央或地方政府），因此大多數投資人均認為國企不會倒帳，即便倒帳，政府亦會概括承受。然2014年上海超日太陽能科技股份有限公司之企業債違約，開啟了企業債違約的序幕，也證實了政府一再強調不會「兜底」（即概括承受）的聲明。自此，企業債違約情況就如雨後春筍般出現，尤其是2016年開始中國大陸進行「供給側結構性改革」，「三去一降一補」使得原本即有過剩產能的國企經營更加困難，截至2017年至5月30日，中國大陸企業債違約已達14檔。

屋漏偏逢連夜雨，國際債信評等公司穆迪於2017年5月24日宣布將中國大陸評等從Aa3下調至A1，理由是這個全球第二大經濟體在未來幾年內，財政強度將因債務惡化而遭到侵蝕，而穆迪的降評將使得中國大陸發

債成本提高。此外，標準普爾在2017年4月將江蘇省連雲港市政府旗下的地方政府融資平台（LGFV）—新海連發展集團的長期信評調降一級至近垃圾等級的BB，這是標普首度調降中國大陸地方政府融資平台的信評，並將新海連的全資子公司香港智源的信評也調降一級至BB-，凸顯中國大陸地方政府債務已到了拉警報地步。

另外，根據信用評級機構惠譽（Fitch Group）的數據，中國大陸債務結構中，政府總債務總額佔GDP比重為52.4%，企業部門負債是167%，家庭部門債務比例為46%，可見政府部門和企業部門的負債，構成了債務的主要部分。

房地產泡沫

2016年中共中央經濟工作會議中一句「房子是用來住的，不是用來炒的」被媒體大量引用，似乎中央已經對高漲房市下了最後通牒，房市應會恢復理性。然而事與願違，中國大陸房市反而更加狂熱，房市泡沫越吹越大，連國務院副總理張高麗於「2017中國發展高層論壇」都提醒必須提早防範房市失控，否則很可能爆發泡沫危機。

中國為了遏止房價的飆漲，在2016年發布數項打房的措施，在2016年3月開始對深圳與上海實施限購令，甚至在10月1日國慶假期時，北京、天津、蘇州、成都、鄭州等地接連公布打房政策，至今中國發布打房措施的城市已經超過30個，但是房價似乎沒有下跌的跡象。

路透社根據中國國家統計局公布的數據

計算，2017年前4個月70個大中城市新建住宅銷售價格指數年比上升10.7%，連續19個月上漲。由於官方公布的數據通常都有美化現實之嫌，因此同時參考民間數據有其必要。然而，原本每個月均會公布中國房價數據的兩家房地產諮詢機構－中國指數研究院及易居中國卻不約而同的在2016年底時停止公布房價數據，且原因不明。

中國大陸歷年來的打房政策造成房價下降大多是短期現象，待打房熱度略為消退後，房價又開始大幅飆升，房市泡沫的問題主要源自於中國大陸的結構性因素。自1994年分稅制改革後，地方政府財權減少，但事權增加，且在地方經濟成長競爭下，地方政府所掌握的土地資源便成為其增加收入的重要來源。因此土地價格上升對地方政府而言是有利的。在華人世界中，擁有房地產是許多人一生最重要的目標，對於投資人而言，土地價格持續上漲是可以被預期的，即使是下跌亦只是「短期現象」，因此對於投資房地產樂此不疲。而且，民眾亦預期若房市大跌，首先受害最嚴重的便是銀行，而中國大陸的銀行許多都大到不能倒，所以認為政府不可能放任房市泡沫破滅，因此房市泡沫越吹越高，也不足為懼。

然而，房市泡沫除了造成嚴重的金融風險，亦造成許多民眾的收入根本跟不上房價的上漲，只能望屋興嘆，對於社會穩定亦有不利的影響。另外，由於房價持續上漲，房貸金額大幅提高，亦火上加油增加中國大陸整體的債務規模。2016年10月，浙商銀行首席

經濟學家殷劍峰發表演講指出，2016年中國大陸50%以上債務融資在居民部門，從2007年第一季起，中國大陸居民負債上升幅度達96%，高過很多已開發國家，而且家庭部門負債占家庭部門投資的比重飆升。而家庭部門的負債最主要的來源即是房屋貸款。據媒體報導，在2017年第一季，北京居民資金槓桿率（即住戶貸款/住戶存款）為49.5%，上海為65.9%，廈門甚至高達161.1%。

雖然整體而言，中國大陸居民負債不如政府與國企負債嚴重，但過高房價將會造成民眾為了貸款而大幅減少消費，對於擴大內需的努力亦會受到影響。

影子銀行風險

除了債務外，影子銀行亦是中國大陸相當頭痛的問題之一。在2012年時，影子銀行這個名詞已相當火熱，爾後熱度下降，如今又有加溫趨勢。影子銀行主要是指銀行所發行的理財商品，或是委託貸款、信託貸款等。由於中國大陸為了整頓債務問題，造成銀行貸款與發債融資的困難性增加，使得部分國企向風險更大、利率更高的影子銀行進行融資。數據顯示，雖然2017年第一季的未償企業債減少580億元，但同時信託貸款增加了近7,000億元。

安信證券首席經濟學家高善文在清華大學國家金融研究院舉辦的「2017年中國系統性金融風險第一季度報告」發佈研討會上指出，宏觀經濟波動並非系統性風險的最重要因素，而由表外業務構成的影子銀行體系



存在的不透明及複雜性，則可能會給金融體系帶來一系列不可預料的連鎖反應。他並斷言，中國大陸如果未來出事，它一定是出在影子銀行，而非銀行資產負債表內。

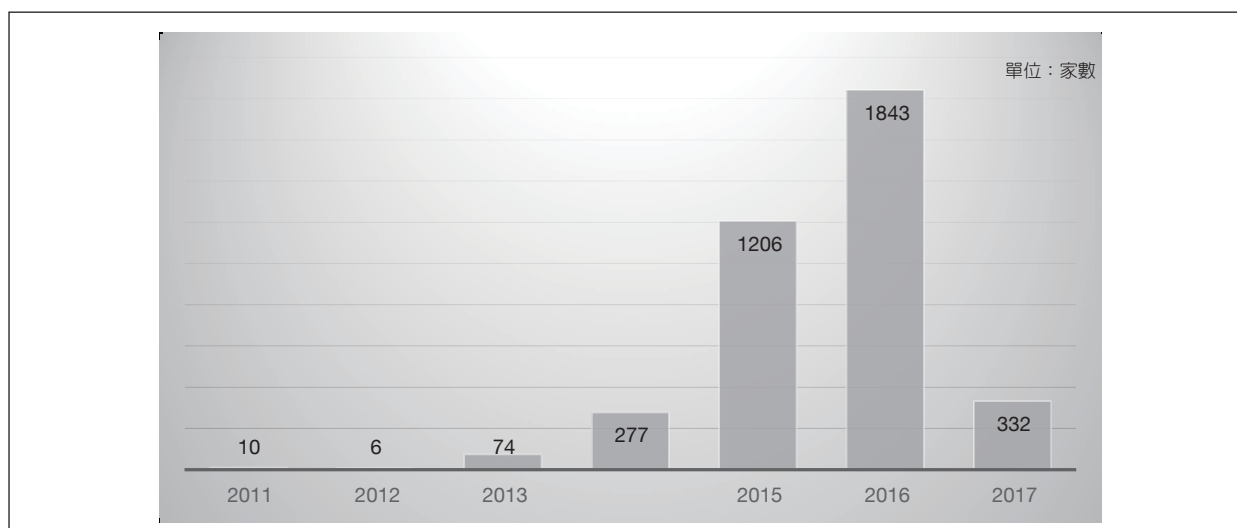
互聯網金融風險

中國大陸互聯網金融成長快速，以P2P（peer-to-peer，對等網路）為例，2015年中國大陸P2P網貸成交額即達11,805.65億元，成長258.62%。但互聯網金融的發展雖然快速，亦衍生許多問題與挑戰，2015年中國大陸共有950家P2P平台發生問題，成長221%。另據中國社會科學院財經戰略研究院李勇堅研究員的計算，截至2016年9月底，中國大陸有6,186家P2P網貸平台，而風險預警平台有3,620家，占58.52%，而特別風險預警平台有2,297家，占37.13%。而根據中國網貸之家統計，2011年至2017年6月12日期間，共有3,748家P2P平台出現問題，僅2016年即有1,843家（見圖2），主

要是停業、跑路、提現困難。由於互聯網金融不屬於正規金融體系，因此監管程度較低，風險自然提高。可見，互聯網金融的興起對於小微企業與個人的借貸是有幫助的，但提高其監管與法治環境，已刻不容緩。

結論

整體而言，中國大陸金融風險在近幾年來持續上升，雖然國外媒體一再強調其金融風險大幅升高，然目前尚未大規模爆發，主要仍在於中國大陸經濟規模龐大、外匯存底充足，與中國政府的極力控制有關。但2016年底以來，連中國大陸的官員都對其金融風險提出擔憂，甚至說了相當重的話，顯示中國大陸當局也意識到金融風險問題之嚴重性。有鑑於中國大陸為我國最大的貿易夥伴，中國大陸經濟與金融的風險將會對我國甚至全球造成嚴重後果，有必要持續監控，並應建構中國大陸金融風險預警機制，以及早發現、及早因應。



資料來源：網貸之家

圖2 中國大陸P2P問題平台家數變化