

中國大陸防風險政策趨勢 與成效觀察 ——影子銀行與匯率

◎吳若瑋／中華經濟研究院第一（大陸經濟）研究所 助研究員

新常態下，中國大陸持續減緩的經濟成長凸顯了經濟結構的脆弱與金融市場的不健全隱憂，持續擴張投資也將金融風險持續推高。中國大陸中央經濟工作會議定調2017年將以「穩中求進」為主軸，加強防範金融風險。觀察近期監管手段，有助於了解中國大陸監管策略與風險管控成效。

關鍵詞：影子銀行、人民幣匯率、資本外流

Keywords: shadow banking system, RMB exchange rate, capital outflow

中國大陸進入經濟新常態後，經濟成長走緩成為目前主要的特徵。各國國際金融機構預測2017年中國大陸經濟成長率約放緩至6.5%，2018年經濟增長速度將更為放緩。其經濟結構正面臨實體結構優化調整期，政府一方面進行削減過剩產能與去槓桿等改革政策，另一方面持續推動消費驅動型經濟轉型，逐步推進經濟結構再平衡。保持金融和財政穩定將會拖累經濟成長，但持續展開結構性改革，卻有助於經濟長遠發展。

持續走緩的經濟成長，凸顯了中國大陸經濟結構的脆弱與金融市場不健全的隱憂，以下將探討近期中國大陸面臨的金融風險與當前的因應對策。

切實防範金融風險

2016年12月，中國大陸中央經濟工作會議定調2017年以「穩中求進」為工作總基調。金融政策為今年主要重點工作之一，官方把防範金融風險放到更重要的位置，著力

去除部分金融風險點，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。貨幣政策採「穩健中性」，以適應貨幣供應方式新變化，調節好貨幣閘門，努力暢通貨幣政策傳導管道和機制，維護流動性基本穩定。更要在增強匯率彈性的同時，保持人民幣匯率在合理均衡水準上的基本穩定。積極穩妥推進金融監管體制改革，伴隨著金融去槓桿等政策，中國大陸金融市場進入了強監管的時代。

中國大陸一直仰賴擴大投資作為激勵經濟增長的動力，但工業生產率增速下降卻成為工業發展的挑戰，投資擴張對經濟成長的刺激效果越來越有限。強力投資帶領下，中國人民銀行（以下簡稱人行）採取極度寬鬆的貨幣政策，導致貨幣超發，也助長影子銀行快速成長。在經濟趨緩的同時，大量游資卻尋找不到出口，實體經濟回報遠不及資本市場，造成越來越多的金融資源流向有銀行和政府背書的各類影子銀行產品。此外，企業本業獲利萎縮，過大的投資反而加速資金缺口顯現，企業債務問題、債務違約事件與風險導致國際間對中國大陸經濟情況產生疑慮，進一步促使資金外流，人民幣面臨貶值壓力，更增添金融體系風險的隱憂。

影子銀行風險重燃

改革開放後，中國大陸到處充滿機會，

Nicholas R. Lardy在《民進國退》（*Markets Over Mao: The Rise of Private Business in China*）中指出，中國大陸經濟騰飛的動力來自私營企業，以及讓市場發揮更大作用的政策。在高速經濟發展的激勵下，私營企業逐漸成為促進中國大陸經濟發展的主要動力之一，亦是中國大陸經濟中重要的投資者，也是固定資產投資的重要來源之一。但私營企業在中國大陸卻面對了融資不易的困境。越來越多的資金需求給予影子銀行發展的契機，2007年銀行獲准投資信託計畫時開始萌芽，2010年理財商品開始逐漸受到歡迎，2012年證券、保險和共同基金公司也開始了影子銀行的業務。

影子銀行為私營企業提供了一定的融資空間，也將剩下的社會資源提供給更多的民營企業。同時，在資本管制較嚴格、低利率環境、股市低迷與境內缺乏有利投資項目等因素下，影子銀行為民間資本帶來相當優惠的利息收益。換句話說，影子銀行實為資金供給者與需求者進行媒合，為過剩的資金提供出口，起到重新分配的效果，實際上有助提高中國大陸資本分配與使用的效率。

影子銀行較傳統銀行業務更多元，具靈活、變通與便利性，且有巨大的客戶滲透力和市場發展潛力。但影子銀行監管難，融資管道眾多。中國大陸相關法規與監管制度的完善性相對不夠，應對快速金融創新發展



的措施與經驗也不足，使得中國大陸影子銀行快速擴張，相關風險也持續累積。根據穆迪最新之《中國影子銀行季度監測報告》（2017年5月）指出，2012年影子銀行規模占中國大陸同年GDP之比重為52%，但2016年時占比達87%，資產總量達64.5兆元（人民幣，以下均同），較2015年增長21%。

核心影子銀行業務中，委託貸款與信託貸款規模自2012年起逐年增長。當影子銀行問題受到關注後，雖然未貼現銀行承兌匯票在近二年明顯有萎縮的態勢，但理財產品、銀行表外業務、證券公司與其他貸款等非核

心影子銀行的業務則大幅增長。以理財產品做為資產管理項目的規模在2012年僅4兆元，但從2014年開始快速擴張，年底時規模已達11兆元，2015年底更增至21.4兆元，2016年底已達30.3兆元。銀行表外業務的規模在2012年底僅2.8兆元，同樣從2014年開始快速增長，年底時規模已達6兆元，2015年底更增至12.4兆元，2016年底已達17兆元。證券公司的信貸業務，也呈現相似的快速擴張趨勢。此外，金融租賃、小額貸款、典當行貸款、P2P網路貸款、資產支持證券及消費金融公司的貸款規模，也在快速成長中（見表1）。

表1 影子銀行組成成分

單位：兆元人民幣

		信貸中介產品	2012年底	2013年底	2014年底	2015年底	2016年底
廣義 影子 銀行	核心 影子 銀行	委託貸款	5.2	7.2	9.3	10.9	13.2
		信託貸款	3.0	4.9	5.3	5.4	6.2
		未貼現銀行承兌匯票	6.1	6.9	6.8	5.9	3.9
		理財產品對接資產	4.0	6.7	11.0	21.4	30.3
		銀行表外業務	2.8	3.5	6.0	12.4	17.0
		證券公司	1.2	3.2	4.9	9.0	13.3
		財務公司貸款	1.0	2.2	2.4	2.6	2.9
		民間借貸	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4
		其他	1.3	1.8	2.8	3.8	4.6
	合計	23.9	33.1	40.8	53.3	64.5	
	核心影子銀行在廣義影子銀行占比（%）	59.7	57.4	52.3	41.5	36.1	

註：1.民間貸款假設自2011年起沒有變化。

2.「其他」包括金融租賃、小額貸款、典當行貸款、P2P網路貸款、資產支持證券及消費金融公司。

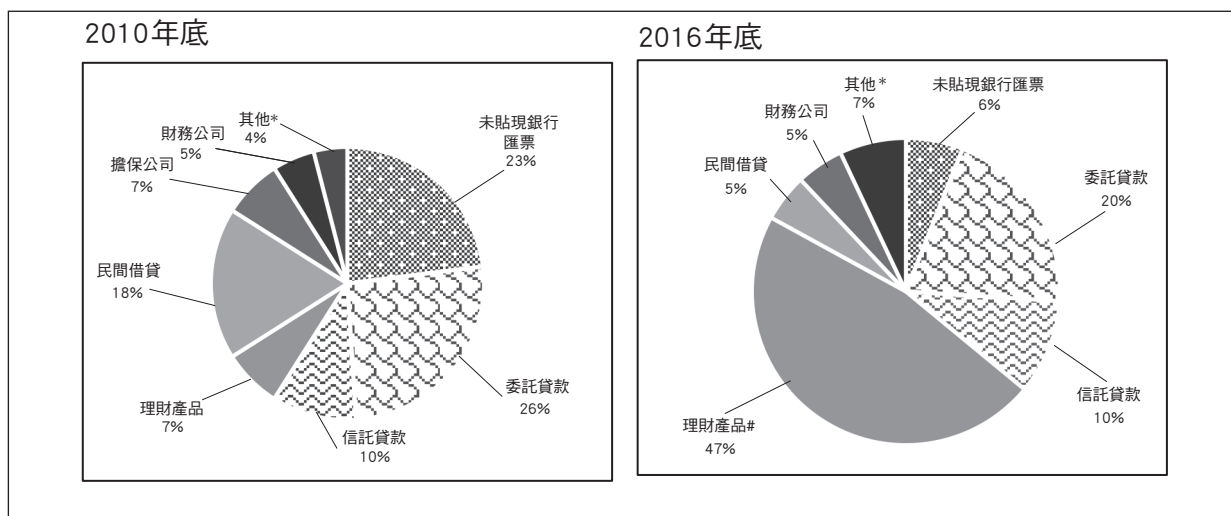
資料來源：穆迪投資者服務公司。

游走在監管灰色地帶的影子銀行業務，為因應官方監管的手段，其組成結構在快速轉變（見圖1）。銀行表外業務——理財產

品與物聯網金融——在近期快速成長，雖然反應出境內金融需求的熱絡與對金融創新產品的開放態度，但影子資產資金回報要求過

高、現金流穩定性差、資訊不對稱、資金使用與風險承擔不匹配、風險防範和保護機制

不足、具有較高的傳染性等因素，造成影子銀行風險攀升。



資料來源：穆迪投資者服務公司。

圖1 影子銀行之業務組成結構

強監管與重懲處的因應對策

針對影子銀行風險，目前官方採取強監管與重懲處手段，全面提升監管能力，深入開展違法、違規、違章行為的專項治理，重拳整治違法亂辦業務、亂設機構行為。2017年銀監會監管重點工作主要包括；（1）以推進供給側結構性改革為主線，切實提升服務實體經濟的質效；（2）以堅守不發生系統性風險為底線，紮實推進重點領域風險防控；（3）以回歸本源專注主業為導向，深入推進銀行業改革開放；（4）以強化責任擔當為抓手，全面提升監管能力等。

銀監會主要防範六大領域的風險：（1）要嚴控不良貸款風險；（2）嚴盯流動性風險；（3）嚴管交叉性金融風險；（4）嚴防

地方政府融資平臺貸款風險；（5）嚴治網際網路金融風險；（6）嚴處非法集資風險。並加強四個方向的監管工作：（1）加強影子銀行與傳統銀行體系的風險隔離；（2）將具有系統性影響的影子銀行體系納入監管；（3）提高表外等影子銀行領域監管強度；（4）建立處置預案，防範道德風險。

中國大陸亦推出處置非法集資條例，包括：（1）嚴治網際網路金融風險，繼續推進P2P網絡借貸風險專項整治，加快分類處置和清理規範。銀監會會同有關部門加大對校園網貸業務的綜合整治力度。加強網絡資訊安全監管，聯合有關部門打擊電信詐騙；（2）嚴處非法集資風險，防範境內民間金融活動的風險傳染。強化地方聯動，落實地方政府



對地方法人機構風險處置的主體責任，強化對網貸平臺、小貸公司、融資擔保公司的監管，落實地方政府非法集資處置主體責任。

2017年2月24日郭樹清接任銀監會主席後，銀監會於短時間內密集提出7份監管文件，向外界展現加強監管改革的決心，包括：

- (1) 3月28日《關於開展銀行業「違法、違規、違章」行為專項政治工作的通知》（45號文）
- (2) 3月29日《關於開展銀行業「監管套利、空轉套利、關聯套利」專項治理工作的通知》（46號文）
- (3) 4月6日《關於開展銀行業“不當創新、不當交易、不當激勵、不當收費”專項治理工作的通知》（53號文）
- (4) 4月7日《關於集中開展銀行業市場亂象政治工作的通知》（5號文）
- (5) 4月7日《關於提升銀行業服務實體經濟質效的指導意見》（4號文）
- (6) 4月10日《關於銀行業風險防控工作的指導意見》（6號文）
- (7) 4月12日《關於如實彌補監管短板提升監管效能的通知》（7號文）

除了強化監管制度外，也對危及金融體系行為者祭出重罰。2017年4月7日銀監會在官網公告25張3月29日作出的處罰決定。17家

銀行業機構被罰金額合計4,290萬元，罰款金額最高者為3家股份制銀行（平安銀行、華夏銀行和恒豐銀行），罰金分別為1,670萬元、1,190萬元和800萬元。2017年第一季度行政處罰計485件，罰沒金額合計1.9億元；處罰責任人員197名，其中包含取消19人的高管任職資格，禁止11人從事銀行業工作。

人民幣匯率貶值與資本外流

為刺激經濟結構調整期的經濟成長，人行更積極地推動寬鬆的貨幣政策，貨幣供給快速增長，但對實體經濟的效果卻越來越有限。在經濟表現趨緩下，反而促使資金外逃，人民幣面臨了貶值壓力。2017年1月，人行工作會議十大工作任務中的第一點即是要保持貨幣政策「穩健中性」。綜合運用多種貨幣政策工具，調節好流動性閘門，保持流動性基本穩定，進一步完善宏觀審慎政策框架，引導金融機構審慎經營。相較於2016年，人行在2017年工作計畫中，明確提到要做好人民幣匯率風險防範、因城施策（是指根據城市屬性，區分一線、二線等幾線城市採取不同的房價，制訂不同的房地產政策）、繼續落實好差別化住房信貸政策；積極引導和穩定市場預期。

在推動人民幣國際化進程中，人民幣匯率的決定機制將逐漸透明化，匯價要能充分反應市場供需。然中國大陸中央經濟工作會議的重點之一即是要在增強匯率彈性的同

時，又要保持人民幣匯率在合理均衡水準上的基本穩定，此目標為人行在穩定匯價上帶來相當的挑戰。

人行為穩定人民幣匯價，初期以公開市場操作為手段，嘗試維持或減緩人民幣貶值的態勢，但此舉卻造成外匯存底急遽減少。雖然目前對於最適外匯存底規模尚無定論，且過多的外匯存底有資源浪費的疑慮；然而當中國大陸外匯存底跌穿「3兆」美元時，擔心外匯存底太少不夠用的聲音也不斷出現。

中國大陸外匯存底的減少反映資金向境外移出，可能的原因如下：（1）美國升息的誘因：美國資產的風險相對其他國家低，且美國升息反應美國經濟環復甦情況轉好，國際資金自然較願意往體質較健全資產流動；（2）中國大陸對外直接投資增加，增加龐大的外匯需求。根據統計，中國2016年全年對外非金融類直接投資年增長率為44.1%，達1,701億美元的歷史新高，超過同期實際使用外資的規模。2016年中國大陸企業對北美的投資金額達480億美元，比2015年增長189%；對歐洲投資達460億美元，增長90%；（3）對中國大陸經濟現況的隱憂（高企業債務問題、大量的企業倒閉潮、過熱的房地產市場等），加上人民幣匯率在匯改後最高曾一度貶破12%，使得中國大陸投資的風險增加，債務問題亦讓外界質疑中國大陸金融體系能否因應，致使人民幣資產的風險上升，資金遂轉往其他風險相對小的境外資產。

根據全球主要金融機構組成的國際金融協會（The Institute of International Finance, IIF）統計，2014年中國大陸資本淨流出僅1,600億美元，2015年中國大陸外流的資金規模達6,370億美元，2016年資本淨流出比2015年增加500億美元，資金流出規模已達7,250億美元，履創歷史新高。該協會估計2017年新興市場資本淨流出規模為4,890億美元，而資本外流最多的國家將是中國大陸，資本淨流出規模預估為5,600億美元。該協會亦表示，如果總部在美國的跨國公司開始將獲利從中國大陸匯回美國，則2017年中國大陸的資本外流情況可能會更嚴重，如此一來人民幣勢必將持續走弱。

穩匯率與緩資本外流的因應對策

為了穩定人民幣兌美元匯率與加強減緩資本外流的速度，人行在調控人民幣匯率的手段越趨完備，其開始運用與過往不同的匯率調控方式，包括：從保匯率到保儲備、從離岸利率調匯率到在岸利率調匯率、從管外匯到人民幣與外匯一併管理、從管理證券投資和非法資本外流到管理對外直接投資項下的非實需資本外流。

旅美中國大陸經濟學家何清漣指出，中國大陸政府採取雙管齊下的方法來進一步穩定匯率與減緩資本外流。首先是不斷透過媒體信心喊話，其次是調整匯率指數籃子組



成比例，讓人民幣匯率看起來不那麼令人悲觀。至2016年12月31日為止，人民幣匯率指數籃子中有13種貨幣，人行在制定人民幣兌美元官方匯率（即每日中間價）時，即使用該貨幣籃子作為依據之一。美元在其中的權重最大占26.4%，而美元及與美元掛鈎的貨幣，如港元（HKD）與里亞爾（QAR），在新貨幣籃子中的權重計有33%。美元因升息走強，且所占權重較大，被認為是造成2016年人民幣幣值變化的主因。因此從2017年1月1日起，美元及與美元掛鈎的貨幣在新貨幣籃子中的權重調降為30.5%。

結論

2017年是中國大陸金融與銀行重要的監管年，中國大陸官方的金融政策將防範金融風險提高到更為重要的地位。在中國共產黨第十九次全國代表大會（簡稱十九大）召開前，外界認為政府財金政策將以「維穩」為主，全面做好「穩增長」、「促改革」、「調結構」、「惠民生」、「防風險」各項工作，以促進中國大陸經濟金融平穩健康發展。

針對影子銀行重燃且擴大的風險，銀監會目前採加強監管與加重懲罰雙管齊下的手段。針對監管套利、空轉套利、關聯套利（三套利）的問題進行專項處理，嚴格調查違法違規的問題。若違紀屬實將予以重罰，並將懲處結果與市場特許行為、績效評估、

監管評價等監管措施結合，推動建立統一的銀行業從業人員懲處資料庫。此外，亦針對那些以不當創新、不當交易、不當激勵、不當收費手段所發展的案子進行專項調查，努力將銀行業回歸其應有業務。然受限於資訊揭露不足與透明度不夠，隱藏未揭露的風險與違約事件暫不可估量，監管成效尚待持續關注。

目前人民幣對美元的貶勢趨緩，外匯儲備也開始回升，人行在多種策略工具應用與加強監管手段並用下，對穩定人民幣匯率與減緩資本外流似乎開始見效。但事實上，在美國經濟好轉與積極鼓勵製造業回流的激勵措施下，預計美元會相對人民幣持續走強，中國大陸資本外流情況恐持續增加。

強勢美元會對美國製造業帶來威脅，是美國就業成長與促進出口的障礙之一。持續貶值的人民幣與強力的資本管制，對中國大陸現階段著重於技術、品牌與市場的對外投資也相當不利。因此在2017年4月6日川習會後，美中的立場皆稍有改變，美國總統川普改口稱中國大陸不是匯率操縱國，而中國大陸於4月19日放鬆跨境人民幣結算管理措施，其金融機構在處理跨境人民幣支付時，不必再保證流入大於流出。中國大陸政府正在不斷嘗試以各種政策工具來領導新常態下的經濟走向，政策成效備受各界矚目，有待持續觀察。