

# 中國式金融危機的可能成因與解決途徑\*

趙文志\*\*

壹、前言

貳、地方政府債務問題

參、影子銀行問題

參、房地產泡沫問題

肆、結論—中國式金融危機

的可能成因與解決途徑

## 摘 要

2013 年以來，隨著大陸經濟成長減緩，地方政府融資平台債務成長、影子銀行規模快速擴張及房地產價格泡沫等三項風險，都引發了外界的高度關注，並開始討論起大陸是否即將爆發金融危機，「中國式金融危機」一詞也開始被廣泛引用，但對其內涵卻沒有一致的見解。

本文試圖以「是否具有中國特色」這個角度，來重新檢視地方政府融資平台、影子銀行及房地產市場這三個被公認為風險最高的領域，結果發現：地方政府融資平台債務成長、影子銀行規模快速擴張及房地產價格泡沫只是表現出來的病症，大陸金融體系的真正病因在於在中央政府對資源與調配資源權力的壟斷，加上各級政府對經濟成長的過度追求與對信貸的過度依賴。2008 年全球金融海嘯爆發後推出的 4 兆元刺激景氣方案，造成流動性過剩，則是誘發各項病症的病機。因此，為避免當前風險持續積累至爆發金融危機，大陸必須徹底轉變發展方式、調整政府職能及加速推動市場化體制改革。

\* 本文參加經建會 2013 年研究發展作品評選，榮獲財金政策類甲等獎。

\*\* 作者為經濟發展處視察。

## On Possible Causes of a Chinese Financial Crisis and Solutions Crisis

Wen-Chih Chao

*Inspector*

*Economic Development Department, NDC*

### Abstract

From the beginning of 2013, with the decline of China's growth, people around the world has started to pay a lot of attention to the financial risks in China, focusing on the increase of local government financing platform debt, the rapid expansion of the shadow banking system, and the growing real estate bubble. At same time, the term "Chinese Financial Crisis" began being used widely without clear definition, causing confusion.

This study aims to reexamine the three main financial risks mentioned above in China from a fresh perspective that focuses on whether or not they contain some unique Chinese elements. The main conclusion of this study is that the aforementioned risks are just symptoms; the real weaknesses of China's financial system are the monopoly power of the Chinese central government over resources, and the unhealthy appetite for rapid economic growth and overdependence on loans of Chinese local governments. Also, the "four trillion stimulus package" carried out by the Chinese central government after the global financial crisis in 2008 has caused serious excess liquidity problem, which in turn has triggered lots of "symptoms" of a financial crisis. The solutions for China to avoid a Chinese Financial Crisis are to change its development model, modify the central and local government functions, and accelerate market-oriented reforms.



## 壹、前言

由於相較於其他發展中國家，中國大陸在政、經體制的設計與執行上具有相當多特殊性，因此，許多關於大陸的討論，都免不了去觸及這些特殊性，甚至將議題冠上「中國」或「中國式」的前綴，以凸顯其在大陸具有獨特的成因、發展、型態或解決方法。其中最明顯的例子，就是在金融海嘯爆發後，關於經濟發展模式中是否存在「中國模式」的爭論，正反雙方至今仍酣戰未休。

最近，關於大陸是否會發生金融危機的討論，也出現類似的發展。在金融海嘯爆發後，大陸政府迅速推出總額高達 4 兆元（人民幣，下同）的景氣刺激方案，透過銀行體系以信貸形式向地方政府與企業（以國有企業為主）注入大量資金，用以擴大投資與建設，雖然在短期內促使大陸經濟快速回溫，並成為帶動全球景氣復甦的主要動力，但隨著時間的演進，副作用與後遺症也越來越明顯，包括房地產泡沫化、地方政府債務增加、產能過剩問題加劇等。再加上從 2012 年第 1 季開始，大陸經濟成長力道明顯放緩，並呈現「融資熱、經濟冷」的特徵，導致對地方政府與企業償債能力及金融機構營運體質的關注，逐漸升級為下一波金融危機是否即將發生在大陸的擔憂。<sup>1</sup>

隨之而起的現象是「中國式金融危機」一詞被廣泛的引用，但實際上它的意義、內涵卻十分模糊。在大多數的文章中，它只

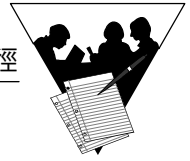
<sup>1</sup> 舉例而言，穆迪、惠譽等國際信評機構，以大陸經濟轉型可能面臨的陣痛及不斷擴大的地方債務風險為由，紛紛下調了大陸主權信用評級和展望；IMF（2012）、（2013a）提出警告，大陸金融、政府和房地產等部門的脆弱性正在增加；中國銀行業監督管理委員會（銀監會）在其 2012 年年報中亦強調，2013 年監管重點之一即為防範和化解金融風險，包括地方融資平台、房地產及企業等的信用違約風險、理財產品等表外業務關聯風險，及民間融資和非法集資等外部風險向銀行體系傳染、滲透，顯示大陸金融監管機關也相當重視金融風險升高問題。

是指發生在大陸的金融危機而已，並沒有特別的意義，純粹是一種誤用或濫用。那麼，到底中國式金融危機存不存在？如果存在，主要特徵又是什麼？

仔細檢視目前關於大陸是否將發生金融危機的討論，基本上可以分為三種觀點。第一種觀點，並不特別強調大陸的特殊性，而是藉由檢視與金融危機相關的風險指標來檢視大陸是否將發生金融危機，因此，與中國式金融危機的討論關聯不大。例如，張智威（2013）認為，日、美、歐在爆發重大金融危機前，都曾出現下列三個徵兆：信貸總額占國內生產毛額（GDP）比率迅速提升、資產價格快速上漲，及潛在經濟成長率下滑，而這些徵兆都已經在大陸出現，因此，大陸政府必須主動縮緊信貸、去槓桿，以化解危機。

第二種觀點則主張，大陸應不致於爆發類似美國次貸危機及歐債危機的金融危機，主要因為大陸金融體系的特殊性，包括：所有大型中資金融機構都是國有企業，受中央政府直接控制，而大陸民眾只有在對中央政府完全失去信心的情況下，才有可能擠兌國有銀行；嚴格的資本管制使得跨境資本流動極為困難，而龐大的外匯存底也讓大陸中央政府有足夠的能力來維持匯率的穩定等。既然連金融危機都不會發生了，第二種觀點更與中國式金融危機的討論無關。

至於第三種觀點，不只強調大陸的特殊性，還認為其中某些特殊性將導致大陸發生明顯異於歐美、另外一種形式的金融危機，同時也需要特別的防範或解決辦法，應該可以作為討論中國式金融危機的起點。舉例而言，吳敬璉（2008）認為，大陸之所以發生貨幣過量供應、資產泡沫等問題，深層的根源在於由投資和出口拉動的經濟成長模式，因此，為了從根本解決這些問題，



防範金融風險，就必須轉變經濟發展模式；易憲容（2012）指出，大陸金融市場最大的風險在於，無論政府、企業或人民，都希望能過度使用現有的金融體系或信用擴張，並讓過度使用產生的風險讓他人來承擔，而弱化與減少政府對金融市場的參與和干預，才是保證大陸金融體系穩健性的關鍵；劉煜輝（2013）同樣強調，大陸金融體系的脆弱性，最大的因素來自於政府配置資源權力過大所導致的嚴重的道德風險和大量的或有債務，可以說整個信用系統都在套體制的「利」。

雖然上述例子關切的問題不太相同，但我們還是可以從其中觀察到一個共通點，即大陸政府在金融危機發展的過程中，可能扮演著比歐美各國政府更為吃重的角色，不僅包含前述第二個觀點提及的最後救贖者，還可以是創造者、推波助瀾者、甚至引爆者。這其實並不令人意外，畢竟，大陸即使正朝向市場經濟轉變，但計劃經濟的色彩仍相當濃厚。而忽略這一點，很可能就會對大陸是否將發生金融危機，做出錯誤的預測、判斷或提供無效的解決方案。

本文的目的即在採用第三種觀點，來重新檢視當前大陸備受關注的幾項金融風險，包括地方政府債務、影子銀行及房地產泡沫，並將重點放在政府在其中扮演的角色，希望能藉此找出其中的關聯性或共同點，以豐富有關中國式金融危機的討論。這應更有助於對大陸金融體系脆弱性的瞭解，因為，絕大多數金融危機的爆發都與系統性風險有關，而系統性風險又主要是由政治、經濟及社會環境等因素等共同塑造的，我們不能只單看病症，而不去找病因、病機，也不能因為大陸過去對金融危機的抵抗力強，而忽略了「免疫系統」本身出了問題的可能性。

本文後續章節安排如下：第二、三及四章，將依序檢討大陸地方政府債務、影子銀行及房地產市場，包括現狀、潛在風險及政府扮演的角色；第四章為總結，為中國式金融危機的成因、發生方式與解決途徑進行初步研析。

## 貳、地方政府債務問題

### 一、地方政府債務現況

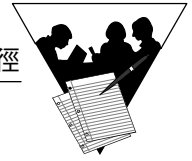
近期大陸地方政府債務問題雖然引發了許多討論，但由於大陸官方並沒有定期地對外公布地方政府負債相關數據，因此，關於地方政府債務規模到底是多少，其實是眾說紛紜，並沒有共識。

大陸官方關於地方政府債務最近且最完整的資料，應是審計署在 2011 年對全國地方政府性債務進行審計的結果(審計署 2011 年第 35 號公告)。審計署公布的資料顯示，截至 2010 年底，大陸全國地方政府性債務餘額 10.72 兆元，占該年 GDP 的 26.70%，全國地方政府財政收入的 26.40%。其中，政府負有償還責任的債務 6.71 兆元，政府負有擔保責任的債務 2.34 兆元，其他相關債務 1.67 兆元。<sup>2</sup>

從舉債主體來看，2010 年底地方政府性債務餘額中，融資平台公司、政府部門和機構分別舉借 4.97 和 2.50 兆元，<sup>3</sup> 合計已占 69.69%，主要原因是大陸預算法禁止地方政府實行赤字財政及發

<sup>2</sup> 根據大陸審計署的定義，所謂政府負有償還責任的債務，即由政府或政府部門等單位舉借，以財政資金償還的債務；所謂政府負有擔保責任的或有債務，即由非財政資金償還，地方政府提供直接或間接擔保形成的或有債務，債務人出現償債困難時，地方政府要承擔連帶責任；而其他相關債務，則是由相關企、事業等單位自行舉借用於公益性項目，以單位或項目自身收入償還的債務，地方政府既未提供擔保，也不負有任何法律償還責任，但當債務人出現償債困難時，政府可能需給予一定救助。

<sup>3</sup> 根據朱孟楠、葉馨蔚(2012)，所謂地方政府融資平台公司，包括不同類型的城市建設投資、城建開發、城建資產公司，但基本上都是由各級地方政府提供土地等資產，藉以成立一個可以達到融資標準的公司，代替地方政府對外融資，再把資金運用於市政建設、興建保障性住房等領域。



行債券，所以地方政府想要融資只能另闢蹊徑（詳見表 1）。另從借款來源看，2010 年底地方政府性債務餘額中，以銀行貸款為主，金額為 8.47 兆元，占總債務餘額比重已達 79.01%（詳見表 2）。

表 1 中國大陸 2010 年底全國地方政府性債務結構（依舉借主體分）

單位：兆元；%

舉債主體	合計		政府負有償還責任的債務		政府負有擔保責任的債務		其他相關債務	
	金額	比重	金額	比重	金額	比重	金額	比重
融資平台公司	4.97	46.38	3.14	46.75	0.81	34.85	1.02	61.04
地方政府部門和機構	2.50	23.31	1.58	23.57	0.92	39.19	0.00	0.00
經費補助事業單位	1.72	16.04	1.12	16.74	0.16	6.64	0.44	26.38
公用事業單位	0.25	2.33	0.11	1.63	0.03	1.30	0.11	6.57
其他單位	1.28	11.94	0.76	11.31	0.42	18.02	0.10	6.01
合計	10.72	100.00	6.71	100.00	2.34	100.00	1.67	100.00

資料來源：中國大陸國務院審計署。

表 2 中國大陸 2010 年底全國地方政府性債務結構（依債權人分）

單位：兆元；%

債權人類別	合計		政府負有償還責任的債務		政府負有擔保責任的債務		其他相關債務	
	金額	比重	金額	比重	金額	比重	金額	比重
銀行貸款	8.47	79.01	5.02	74.84	1.91	81.88	1.53	91.77
上級財政	0.45	4.18	0.21	3.18	0.23	10.04	0.00	0.00
發行債券	0.76	7.06	0.55	8.21	0.11	4.56	0.10	5.92
其他單位和個人借款	1.04	9.75	0.92	13.77	0.08	3.52	0.04	2.31
合計	10.72	100.00	6.71	100.00	2.34	100.00	1.67	100.00

資料來源：中國大陸國務院審計署。

審計署另外在 2012 年 11 月至 2013 年 2 月，針對 36 個地方政府本級 2011 年以來政府債務情況進行審計（審計署 2013 年第 24 號公告），主要結果發現，截至 2012 年底，36 個地方政府本級政府性債務餘額 3.85 兆元，較 2010 年增加 4,409.81 億元（或 12.94%）。其中：

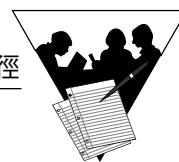
- 從債務形成年度看，2010 年及以前年度舉借 2.07 兆元，占 53.93%；2011 年舉借 0.63 兆元，占 16.39%；2012 年舉借 1.14 兆元，占 29.68%。
- 從債務舉借主體看，融資平台公司、地方政府部門和機構舉借的分別占 45.67%、25.37%，仍是主要的舉借主體。融資平台公司和其他單位債務餘額相對成長較快，分別比 2010 年增加 3,227.34 億元和 1,295.72 億元，成長率分別為 22.50% 和 32.42%。
- 從債務資金來源看，銀行貸款和發行債券分別占 78.07% 和 12.06%，仍是債務資金的主要來源。

由於審計署前後兩次審計報告的審計對象不同，因此無法直接比較。但若依 36 個地方政府本級政府性債務餘額的成長率（12.94%）推算，截至 2012 年底，大陸全國地方政府債務餘額約為 12.08 兆元，占該年 GDP 的比重為 23.26%。不過，其他機構的估計都高於這個數字，例如，民生證券（2013, Aug. 8）計約 14.5 兆，高華證券（2013, Sept. 9）約 15 兆左右，西南證券（2013, Aug. 22）約 15-18 兆。

## 二、地方政府債務風險

地方政府債務最常被提及的風險有兩個：第一是財政風險，即財政資金遭受損失和財政運行遭到破壞，造成地方經濟發展停滯、社會動盪的可能性；第二是銀行的信貸風險，由於地方政府





的債權人主要是銀行，因此，地方政府的財政風險有可能轉換為銀行體系的信貸風險，甚至進一步轉為總體經濟的系統性風險。

### (一) 財政風險

從審計署前後兩次報告來看，部分地方的債務負擔的確較重，有可能發生債務違約，影響財政運作。例如，根據審計署 2011 年第 35 號公告，有 78 個市級和 99 個縣級政府負有償還債務的債務率高於 100%；由於償債能力不足，部分地方政府只能通過舉借新債償還舊債，且有 22 個市級政府和 20 個縣級政府的借新還舊率超過 20%；部分地方政府出現了逾期債務，且有 4 個市級政府和 23 個縣級政府逾期債務率超過了 10%。審計署 2013 年第 24 號公告也顯示，在 36 個地方政府本級中，部分地區同樣出現高債務率（最高達 188.95%）、借新還舊、逾期債務等問題。

另從地方政府舉債主體—融資平台公司—的角度來看，審計署 2011 年第 35 號公告發現，在 6,576 家融資平台公司中，總計有 358 家融資平台公司是通過借新還舊方式來償還政府負有擔保責任的債務和其他相關債務（共計 1,059.71 億元），借新還舊率平均為 55.20%；有 148 家融資平台公司存在逾期債務（共計 80.04 億元），逾期債務率平均為 16.26%；由於融資平台公司舉借的債務資金主要用於回收期較長的公益或準公益性項目，盈利能力較弱，有 1,734 家融資平台公司（占總數的 26.37%）出現虧損。<sup>4</sup>

此外，近年國有土地使用權出讓收入（以下簡稱土地出讓收入）成長下滑，也讓地方政府的償債壓力明顯增加。大陸地方政

<sup>4</sup> 劉衛國（2010）另指出，在實際運作上，一些地方政府往往通過多個融資平台公司，從多家銀行獲得信貸資金，形成多頭舉債的情形，亦造成許多融資平台信貸規模遠超過自身經營收入所能承載的能力。同時，各地方財政擔保評估體系落後、法規不健全、監管不確實，種種因素都助長了債務與風險的激增。

府的主要收入來源為地方本級收入、中央稅收返還和轉移支付及地方政府性基金收入。其中，土地出讓收入又是地方政府性基金收入的主要來源，但2012年土地出讓收入較上年下降14.03%（參見表3）。另根據審計署2013年第24號報告，2012年底，部分地方政府承諾以土地出讓收入為償債來源的債務餘額為7,746.97億元，占這些地區政府負有償還責任債務餘額的54.64%，較2010年底增加1,183.97億元，占比提高3.61個百分點；而上述地區2012年土地出讓收入比2010年減少135.08億元，且以土地出讓收入為償債來源的債務需償還本息2,315.73億元，為該年可支配土地出讓收入的1.25倍。

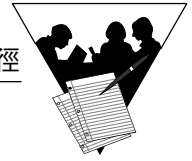
表3 近3年中國大陸地方政府財政收入情形

單位：億元

	合計	地方本級收入	中央稅收返還和轉移支付	地方政府性基金收入	土地出讓收入
2010	107,296.10	40,613.04	32,341.09	34,341.97	30,108.93
2011	131,647.25	52,547.11	39,921.21	39,178.93	33,172.90
2012	141,836.17	61,078.29	45,361.68	35,396.20	28,517.82

註：從2010年度開始，大陸財政部才將地方政府性基金收入納入全國財政決算報告中。  
資料來源：中國大陸財政部，各年度全國財政決算報告。

不過，發生財政風險的可能性很低，大陸中央政府為了維持全國金融安全與穩定，並不會輕易讓地方政府出現債務違約或破產，而透過替有問題的地方政府發債的方式，中央政府很容易就可以為地方政府提供低成本的資金；即使就地方政府本身，也還可以依靠低價拋售土地等方法來度過難關。



## (二) 銀行信貸風險

地方政府債務風險中較令人擔心的是銀行信貸風險，因為融資平台的資金大部分來自銀行。而且，即使地方政府不太可能發生債務違約，但融資平台的債務中，地方政府只會負責與其有關的政府性債務部分，其他部分出問題，銀行仍會遭受損失，壞帳仍有機會增加。

表 4 依照陳龍（2012）的作法，按樂觀、中性和悲觀三種假設來評估融資平台可能給銀行造成的損失。其中，違約率和資產回收率皆採用陳龍（2012）的估計，而融資平台貸款餘額和銀行業金融機構淨資產，則為中國銀行業監督管理委員會（以下簡稱銀監會）最新公布的數據（截至 2013 年 6 月底）。從表的估算可以知道，即使只發生接近中性假設的情況，融資平台給銀行造成的損失就已經相當可觀。況且，正如陳龍(2012)指出的，表並未納入銀行通過非信貸途徑提供給融資平台的資金，例如，銀行投資融資平台發行的債券。

表 4 三種情境假設下融資平台貸款給銀行造成損失的情形

單位：億元

	樂觀假設	中性假設	悲觀假設
融資平台貸款餘額	97,000	97,000	97,000
違約率	10%	19.5%	40%
貸款違約額	9,700	18,915	38,800
資產回收率	80%	50%	20%
淨損失額	1,940	9,458	31,040
銀行業金融機構淨資產	93,986	93,986	93,986
淨損失額/銀行業金融機構淨資產	2.06%	10.06%	33.03%

資源來源：陳龍（2012）、銀監會。

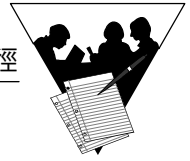
### 三、政府角色

地方政府債務問題當然與政府的作為直接相關，各國皆然，但大陸當前「以融資平台為舉債主體、以土地為主要償債手段、以銀行信貸為主要資金來源」的地方政府融資模式，卻更是大陸獨特政治與政策環境下的產物。

大陸地方債務不斷擴大所引發的問題，根源其實必須回溯至1994年的「分稅制」改革，造成「財權重心上移，事權重心下移」的現象，<sup>5</sup> 再加上大陸預算法規定地方政府必須依「量入為出、收支平衡」的原則編製預算，亦不得發行地方政府債券，地方政府的收入往往不足以支付所有支出的需要。因此，地方政府往往側重於那些能夠提高地方生產力的活動或建設，以取得更多的收入，並開始組建融資平台來投資基礎設施建設，以企業借款的名義舉借政府債務。

當大陸在2008年推出4兆元刺激景氣方案時，中央政府自己負責了其中的1.18兆元，剩下的部分則由地方政府負責。但地方政府的財政收入明顯不足以支應這額外的支出，為解決地方資金問題，中央政府除在2009、2010年代理發行4,000億元的地方政府債券外，另於2009年3月，由中國人民銀行和銀監會聯合發布「關於進一步加強信貸結構調整促進國民經濟平穩較快發展的指導意見」，提出「支持有條件的地方政府組建投融資平台，發行企業債、中期票據等融資工具，拓寬中央政府投資項目的配套資金

<sup>5</sup> 吳敬璉(2008)指出，大陸的政府支出結構存在一個很大的問題，就是政府對於提供公共產品的支出責任過度下移。社會保障和義務教育的支出責任大約有70%落在縣或縣以下財政的肩上。



融資渠道」，這使得地方政府長期被壓抑的投資衝動得到釋放，也促使地方政府融資平台開始蓬勃發展。

雖然融資平台舉債獲得的資金，主要用於地方安排的保障性安居工程、農村民生工程、基礎設施、社會事業、生態環保等具有公益性質的建設或活動，對促進地方經社發展有一定的貢獻。但由於缺乏管理規範，又缺乏外部的有效監督，以致產生了許多問題，例如，地方政府違規或變相提供擔保、部分銀行業金融機構對融資平台公司信貸管理不夠審慎、資金使用效率低下，及成為地方政府官員貪污腐敗的溫床等。<sup>6</sup>這些問題引發了外界的關注，迫使大陸國務院在 2010 年 6 月發布「關於加地方政府融資平台公司管理有關問題的通知」，要求地方各級政府要對融資平台公司債務進行一次全面清理，並按照分類管理、區別對待的原則，妥善處理債務償還和目前已動工工程後續融資問題，離 2009 年 3 月不過隔了 15 個月而已。

接著，銀監會又發布一系列關於地方政府融資平台的監管措施，例如，在 2012 年 2 月，銀監會將地方政府融資平台劃分為「支持」、「維持」、「壓縮」和「退出」四大類；<sup>7</sup> 2012 年 3 月，銀監會又提出了「降舊控新」的總體目標，要求各銀行年度信貸計劃不得新增融資平台貸款規模；各地區融資平台貸款餘額不得超過

<sup>6</sup> 劉衛國(2010)指出，大多數融資平台公司的高層管理人員都是政府官員兼任或原政府官員，決策上多聽令於政府，缺乏合理依據；鄭春榮(2012)認為，大陸當前地方政府的投融资決策體制導致大量的債務資金流向社會回報率較低的工程建設，而且在大陸，經濟成長速度、現代化城市建設規模與官員腐敗程度是高度正相關的。

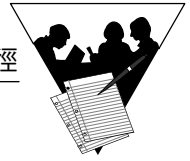
<sup>7</sup> 「支持類」是指符合新增貸款條件、經總行審批可以繼續予以信貸支持的平台；「維持類」是指需保持現有貸款水平，貸款餘額不能再增加的平台；「壓縮類」是指在原有貸款餘額內，貸款到期要予以收回或提前收回的平台；「退出類」是指滿足整改為一般公司貸款全部條件，經過相應程序已經推出平台管理的平台公司。

當地政府可承受債務規模上限；各銀行不得對信貸分類中的「壓縮類平台」新發放貸款。

但審計署 2013 年第 24 號公告顯示，對於地方政府融資平台的退出管理仍然無法落實。2011 年以來，在 36 個地方政府本級中，共有 61 家融資平台公司雖依規定轉為「退出類」平台，但其中有 55 家未完全剝離原有政府性債務或繼續承擔公益性目的建設融資任務；另有 18 家融資平台公司，以轉為「退出類平台」為由，少計政府性債務 2,479.29 億元，脫離了債務監管。另根據銀監會公布的數據顯示，截至 2013 年 6 月底，融資平台貸款餘額為 9.7 兆元，仍較 2011 年 9 月底的 9.1 兆元增加了 6 千億。

更嚴重的問題是，隨著銀監會對地方政府性債務管理的加強，及銀行對地方政府及其融資平台公司信貸投放的緊縮，地方政府的建設負擔與償債壓力卻沒有同時獲得減輕，一些地方政府只有再想辦法透過其他手段來取得必要的資金，融資成本與風險不降反升。審計署 2013 年第 24 號公告顯示，部分地方政府或通過信託貸款、融資租賃、售後回租和發行理財產品等方式融資，或通過「建設—移交」和墊資施工方式實施地方建設。報告更指出，上述融資方式隱蔽性強，不易監管，且籌資成本普遍高於同期銀行貸款利率，如「建設—移交」融資年利率最高達 20%、集資年利率最高達 17.5%，蘊涵新的風險隱患。

總括來說，若不從根本調整大陸中央與地方政府的職能與稅收分配，讓地方政府能降低資金需求，並依循正常財政手段獲得充裕的資金供給，不管中央政府如何整頓與調控，地方政府仍會努力想辦法從新的管道取得資金，政府債務問題可能將繼續演化，終至不可收拾的地步。



## 參、影子銀行問題

### 一、影子銀行現狀

依金融穩定委員會（Financial Stability Board, FSB）的定義，影子銀行指的是，在一般銀行體系之外，提供信用中介功能的機構和業務。而影子銀行與一般銀行的主要差異在於，影子銀行沒有受到一般銀行那樣的審慎監管。

周莉萍（2012）指出，即使依照 FSB 的定義，由於金融發展階段與金融體系結構等的差異，各國影子銀行體系的組成形式也不會相同，而大陸現階段的影子銀行體系的主要核心為：

- 直接複製商業銀行核心業務的非銀行金融機構和業務，包括委託貸款、信託貸款、擔保公司存貸款、民間借貸機構等；
- 非正式證券化活動，主要為銀信合作理財業務。<sup>8</sup>

大多數人在討論大陸影子銀行問題時，也都會將委託貸款、信託貸款、銀信合作理財產品等列為大陸的影子銀行之一，<sup>9</sup>但中國人民銀行在其發表的「中國金融穩定報告 2013」中，卻將這三類業務大部分產品排除在影子銀行體系之外，主要理由應是這些業務都已經被納入到監管體系。<sup>10</sup>不過，正如 FSB 所指出的，影子銀行不是沒有受到監管，而是沒有受到像銀行那樣嚴格的審慎監管，而且，這三類業務事實上才是外界關注的焦點，因為它們

<sup>8</sup> 銀信合作是指銀行和信託公司通過簽訂協議，由銀行向社會發售理財產品，再將募集資金用於購買信託計劃，並作為單一委託人指定資金用途的理財模式。

<sup>9</sup> 參見張明(2013)。

<sup>10</sup> 中國人民銀行（2013）認為，大陸的影子銀行主要包括下列兩類：1. 從事融資活動的非金融機構：小額貸款公司、典當行、融資性擔保公司、私募股權基、農村（民）資金互助組織和各種民間借貸組織等；2. 金融機構的某些業務：採用混合資金池運作的理財產品、以滾動發行的方式將短期資金投資中長期項目的信託計畫、用於購買金融債券、投資銀行存款、參與貨幣市場回購交易，或購買企業債券和短期融資券的貨幣市場基金等。

都具備規模較大、成長較快、潛在風險較高等特徵，所以，儘管與銀監會的意見相反，本文仍將重點討論這三項業務。

(一) 委託貸款

委託貸款是指由政府部門、企事業單位及個人等委託人提供資金，由受托人(這裡指商業銀行)根據委託人指定的貸款對象、用途、金額、期限、利率等代為發放、監督使用並協助收回的貸款。原本大陸企業之間就存在直接借貸行為，但在法律不允許的情況下，使得企業創造出許多規避法律的手段來取得資金，例如買賣賒欠、空買空賣等。

表5 中國大陸社會融資規模暨組成

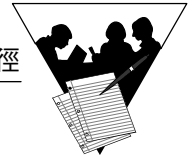
單位：億元

	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
<b>社會融資規模</b>	<b>157,631</b>	<b>128,286</b>	<b>140,191</b>	<b>139,104</b>	<b>69,802</b>	<b>59,663</b>	<b>42,696</b>
人民幣貸款	82038	74715	79451	95942	49,041	36,323	31,523
外幣貸款	9,163	5,712	4,855	9,265	1,947	3,864	1,459
委託貸款	12,838	12,962	8,748	6,780	4,262	3,371	2,695
信託貸款	12,846	2,034	3,865	4,364	3,144	1,702	825
未貼現銀行承兌匯票	10,498	10,271	23,346	4,606	1,064	6,701	1,500
企業債券	22,551	13,658	11,063	12,367	5,523	2,284	2,310
非金融企業境內股票融資	2,508	4,377	5,786	3,350	3,324	4,333	1,536

資料來源：中國人民銀行。

在中國人民銀行於2000年發布「關於商業銀行開辦委託貸款業務有關問題的通知」後，委託貸款這一融資模式就開發加速發展。到2006年，委託貸款規模擴大至2,695億元，占社會融資規模的6.31%；2012年更成長至1.28兆元，占社會融資規模的8.14%。(參見表5)

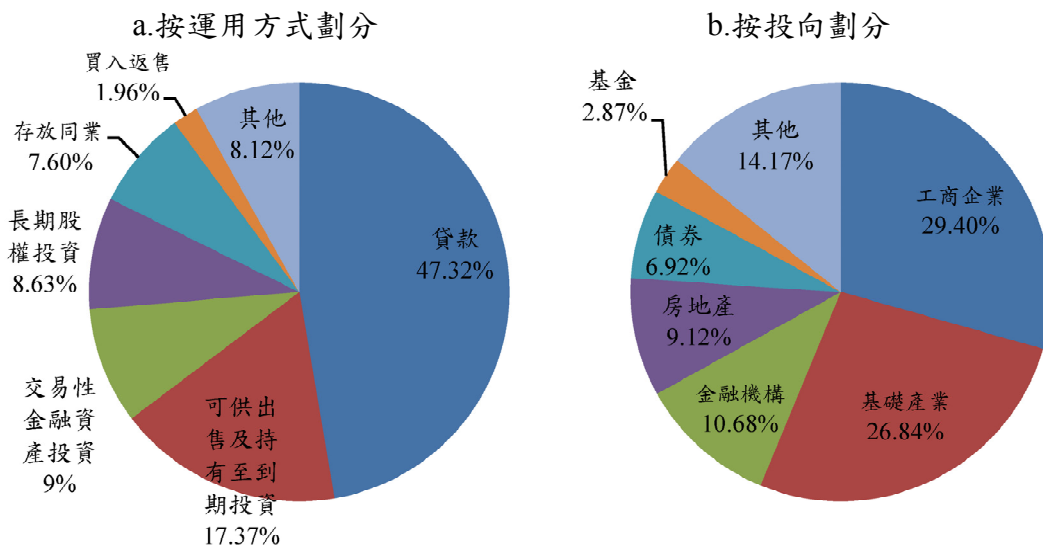




## (二) 信託貸款

信託貸款是指受托人接受委託人的委託，將委託人存入的資金，按其(或信託計劃中)指定的對象、用途、期限、利率與金額等發放貸款，並負責到期收回貸款本息的一項金融業務。信託貸款由2006年的825億元，占社會融資規模的1.93%，到2012年底，已躍增至1.28兆元，並微幅超越委託貸款。(參見表5)

大陸信託業在很大程度上可以看作是一種以商業銀行、地方政府融資平台、私募基金等金融機構為主導，並通過銀信合作、政信合作、私募基金合作等信託業務形式實現的一種金融中介方式，是傳統銀行信貸業務的一種延伸。另從資金運用的角度來看，主要以貸款為主，占資金信託餘額約47%；從資金投向觀察，投向政府主導的基礎產業、工商企業與房地產的信託資金，合計已占資金信託餘額的65.36%。(參見圖1)



資料來源：中國信託業學會。

圖1 中國大陸信託公司資金信託結構 (截至2013年6月底)

### (三) 銀信合作理財業務

大陸信託業之所以出現爆發性成長，從 2008 年下半年開始發展的銀信合作理財業務幫助很大。根據中國信託業學會的資料，至 2010 年底，銀信合作理財業務餘額為 1.66 兆元，占同期信託資產總規模的比重達 54.61%。之後，在銀監會發布一系列規範銀信合作理財業務的監管文件，使銀信合作理財業務快速增長的趨勢得到抑制，占信託資產總規模的比重持續下滑。即使如此，截至 2013 年第 2 季，銀信合作理財業務餘額仍成長至 2.08 兆，惟占信託資產總規模的比重續降至 22.05%。(參見表 6)

表 6 中國大陸銀信合作理財業務規模

	2010 年底	2011 年底	2012 年底	2013 年 第 2 季
銀信合作理財業務(兆元)	1.66	1.67	2.03	2.08
占信託資產總規模比重(%)	54.61	34.73	27.18	22.05

資料來源：中國信託業學會。

另外，需注意的是，銀信合作理財業務只是銀行理財業務的一個重要部分，銀行業其他理財業務也同樣在快速發展。根據銀監會(2013)的統計，截至 2012 年底，大陸全國共有 233 家銀行業金融機構開展了理財業務，共存續理財產品 32,152 支，<sup>11</sup>理財資金餘額為 7.1 兆元，發展特徵包括：

- 銷售管道以個人理財產品為主，占整體餘額的 62%，機構客戶和私人銀客戶專屬產品分別占 32%和 6%；

<sup>11</sup> 相較之下，2011 年全年共有 113 家銀行發行 24,142 款理財產品，參見肖立晟(2013)。



- 收益類型以非保本浮動收益類理財產品為主，占整體餘額的70%，保本浮動收益類和保證收益類分別占20%和10%。
- 資金投向以債券和貨幣市場工具為主，占整體餘額約34%，信貸類資產及存款分別占30%和21%，其他種類資產合計僅約占15%。

#### (四) 中國大陸影子銀行規模

至於大陸影子銀行體系的總規模，目前並沒有一致的說法。基本上，只要對大陸影子銀行採用的定義不同，就會得到不一樣的估計值。舉例而言，標準普爾(2013, Mar. 27)估計，截至2012年底，大陸影子銀行的信用規模為22.9兆元，相當於2012年大陸銀行業貸款總額的34%，或GDP的44%；海通證券(2012, Nov. 26)估計約28.8兆；方正證券(2013, Jan. 23)估計約28.6兆元。不過，大陸影子銀行與國際相比，在規模和風險都小得多，應是共識。

## 二、中國大陸影子銀行的潛在風險

大陸影子銀行的發展，除了可能降低政府宏觀調控和金融管理的有效性外、衝擊正當金融機構經營、盲目擴張、不重視風險管理等問題之外，<sup>12</sup>面臨的主要風險包括：

### (一) 流動性風險

大陸銀子影行具有明顯期限錯配的特徵，產品呈現出短期化趨勢，但資金投向卻偏向於中長期項目，使得影子銀行必須依賴短期產品的滾動發行，來應對由期限錯配導致的流動性壓力。

<sup>12</sup> 參見中國人民銀行(2013)。

以影子銀行對地方政府融資平台的信貸為例，朱孟楠、葉馨蔚(2012)指出，地方政府融資平台的部分貸款項目採取了「貸短期、投長期」的融資方式，即透過短期融資資本來支持長期的基礎建設（如地鐵）投資，並且依靠「發新債、還舊債」來維持資金流。然而，這些基礎建設大都存在變現能力差的特徵，再加上一旦貨幣政策、產業環境或融資平台自身信用出現問題，沒辦法再舉新債時，就很可能會出現資金鏈斷裂的風險。

另以銀信合作理財業務為例，部分理財產品的負債主要為通過滾動發行短期理財產品來獲得資金（參見表7），而資產多為中長期貸款。一旦不能繼續發展理財產品，將會觸發流動性風險。目前大陸銀行流行的「資金池—資產池」理財業務模式，更進一步放大了這種風險。<sup>13</sup>

今年6月大陸金融市場爆發流動性危機，即所謂「錢荒」，中國人民銀行卻選擇不進行干預、釋放流動性，許多人解讀為中國人民銀行在給金融機構的一個預警。從「錢荒」事件看來，一旦市場資金緊張，市場利率上升，或資產價格下降，標的資產發生違約，大陸影子銀行的確可能發生流動性風險，且一般銀行也會受到影響。

<sup>13</sup> 所謂「資金池—資產池」模式，根據肖立晟（2013），是指銀行將同系列或同類型不同發行的多種理財產品所募集到的資金，集中到一個資產池中進行投資管理，該資產池投資於符合該系列或者該類型理財產品所規定的各種投資標的。資產池的整體投資收益將作為確定各款理財產品收益定價基礎，與傳統上以單款理財產品投資期內實際運作收益決定理財產品價格的方式明顯產生區別，但原理仍是通過滾動發行短期理財產品，投資多個長期理財產品，以獲取價差收入和手續費收入。

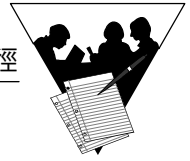


表 7 中國大陸銀行理財產品的期限結構

單位：%

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1 個月以內	2.6	1.7	13.7	24.0	31.0	36.6	5.0
1 至 3 個月	15.7	19.8	27.4	26.8	30.0	30.2	60.2
3 至 6 個月	35.4	23.2	26.1	22.5	18.1	18.9	21.9
6 至 12 個月	29.8	27.5	22.0	21.0	17.8	11.9	10.0
12 至 24 個月	14.3	18.8	5.5	3.3	2.0	1.5	1.0
24 個月以上	1.9	5.6	2.4	1.9	0.6	0.4	0.3
其他	0.3	3.3	2.8	0.6	0.5	0.6	1.7
合計	100	100	100	100	100	100	100

資料來源：張明（2013）。原文資料來源為 WIND。

## (二) 信用違約風險

影子銀行產品的收益率普遍較高，一旦所投資項目出現問題，不能提供預期的報酬率，影子銀行產品就可能出現信用違約。

舉例而言，目前大陸企業無法按期還本付息的風險就很高。影子銀行以高於一般銀行的利率，向信用較差的企業提供資金，使得影子銀行的信用違約風險原本就高於一般銀行。而大陸經濟正面臨外需疲軟、成長力道減緩、產能過剩等問題，更令企業信用違約的風險增加。<sup>14</sup>

其次，影子銀行部分資金流入房地產等極易受政府調控政策影響的高風險行業。中債資信（2013）整理 2012 年以來被報導的信託信用違約風險事件後發現，房地產信託是信託信用違約的高風險領域，其中大部分是由於融資方受到限購、限價、限貸等調

<sup>14</sup> 參見標準普爾（2013, Mar. 27）。

控措施影響，房地產租售收入嚴重低於預期，造成收款困難；同時，在調控環境下，銀行、資本市場等融資管道都出現緊縮，各種因素導致融資方出現違約，進而導致信託的信用違約風險。

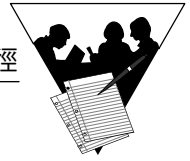
最後，影子銀行的資金來源和業務與正規金融體系盤根錯節，可能會導致風險跨行業、跨市場傳遞。蔡浩（2013）指出，大陸金融市場目前出現的「理財+同業」模式，類似於美國次貸危機爆發前的房產抵押證券（MBS）+擔保債務憑證（CDO）模式。雖然同業存放表面上有各家銀行信用作擔保，但就如同CDO一樣，其實是個風險傳遞的過程，一家違約，會引發一連串的違約，存在放大效用。<sup>15</sup>

### 三、政府角色

影子銀行的產生和發展是金融市場自身不斷演化的結果，而大陸影子銀行的出現與發展，必然有其合理性，但也一定程度揭露了大陸金融資源配置無效率及金融市場開放程度嚴重不足等問題。

長期以來，大陸的融資市場以商業銀行信貸為主，政府對民間金融、多元化金融服務的市場開放不足。而在過度金融監管之下，金融市場壓抑嚴重，市場創新極為不足，很多市場融資需求只能以地下金融的方式來提供。因此，非正規金融中介活動在大陸由來已久，在某種程度上是正規銀行業務的補充，滿足著一部分銀行信貸無法覆蓋的企業與個人的資金需求。

<sup>15</sup> 蔡浩（2013）表示，「理財+同業」的模式，就是多家銀行的理財戶和自營戶，以同業存放或者購買對方理財產品的方式將資金層層轉包，最終由某一家銀行的理財或自營戶，去投資以信託收益權為代表的非標準債權產品。此外，還有更複雜的「過橋」模式，如通過明保或者暗保，讓別家銀行替自己發行理財產品，然後自己再用買入返售方式買回來，作為風險權重較低的同業資產持有。



2008 年之後，為應對全球金融海嘯，大陸推出了 4 兆元的刺激景氣方案，以銀行信貸為主的大規模資金湧現。人民幣貸款餘額由 2008 年底的 30.35 兆元，到 2011 年底已增至 54.79 兆，三年內增加了將近 25 兆元。然而，從 2010 年開始，大陸政府宏觀調控政策就急速轉向，主要手段就是增強銀行信貸管控。從 2010 年年初到 2011 年 6 月，中國人民銀行在短短的一年半中，將大型與中小型金融機構的存款準備金率分別調升 600 和 450 個基點，使得銀行的可貸資金猛然緊縮，被迫收縮貸款項目與對象，導致地方政府大量已開工的建設工程後續融資出現問題，因此，市場上陸續出現了房地產信託、銀信合作等新融資管道，提供短期應急資金來化解流動性危機；那些再也沒有辦法從銀行獲得融資的企業與個人，也只好紛紛轉向非銀行的金融中介機構或業務。

張明（2013）基於供需因素，總結了大陸影子銀行興起的原因：

- 從投融資中介的角度來看，大陸影子銀行興起的主因為商業銀行通過金融創新來規避監管；
- 從影子銀行融資方來看，大陸影子銀行興起的主因是房地產開發商、地方融資平台與中小企業自 2010 年以來持續旺盛的融資需求；
- 從影子銀行產品投資方來看，大陸影子銀行的產生與發展，為投資者（主要為一般民眾）提供新的投資工具。

由此觀之，大陸影子銀行的產生與成長具有以下合理性：

- 大陸影子銀行是一種在金融抑制環境下的金融創新行為，一定程度緩解了金融抑制的不利影響，有助於提高金融體系的儲蓄投資轉化能力與資源配置效率；

- 在大陸政府宏觀調控方向頻繁變化，企業與個人無法準確預期的情況下，大陸影子銀行為企業與個人提供了必要的流動性緩衝，一定程度緩解了宏觀調控造成的負面衝擊。

孫國茂（2012）另指出，大陸商業銀行信貸行為中普遍存在信貸歧視現象（如偏好大型國有企業），而銀根緊縮讓銀行業信貸歧視的程度更為明顯；金融監管部門在銀根緊縮期間推出要求與規範，亦進一步加重和鼓勵了信貸歧視。另一方面，由於在宏觀調控過程中，大陸政府頻繁使用數量型貨幣工具，卻很少使用價格型貨幣工具，導致金融脫媒現象逐步加劇。因此，大量中小企業，尤其是民營企業只能選擇影子銀行來滿足融資需求。

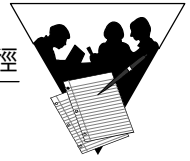
總而言之，影子銀行的興起與發展，與地方政府融資平台相當類似，都是在補足正式、合法管道的不足，但因為沒有規範與適當監管，產生了許多問題。可是，在政府不斷制定新規範、不斷加強監管的情形下，新的問題仍不斷發生，主要原因都是以大型國有銀行為主的根本體制沒有變動，許多企業與個人的融資需求仍沒有辦法得到滿足，而銀行本身也有規避監管、尋求更高報酬率的動機，兩種力量交互合作下的結果。

## 肆、房地產泡沫問題

### 一、房地產市場現況

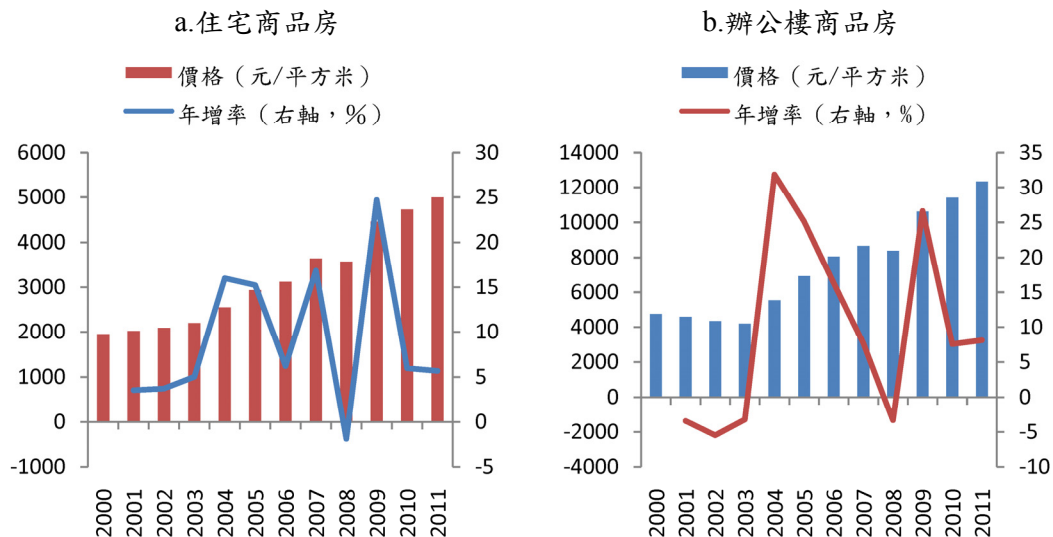
1998年，大陸停止了以住房實物分配為主的計劃模式，開始了以市場價格機制調節為主導的住房市場化改革，此後，住房價格開始鬆動並逐步上揚。





2003年，大陸國務院發布「有關促進房地產市場持續健康發展的通知」(國發(2003)18號)，肯定房地產業在國民經濟中扮演「支柱產業」的地位，並表示要讓多數家庭都承租或購買普通商品住房，全國主要城市房價相繼進入加速上升階段。

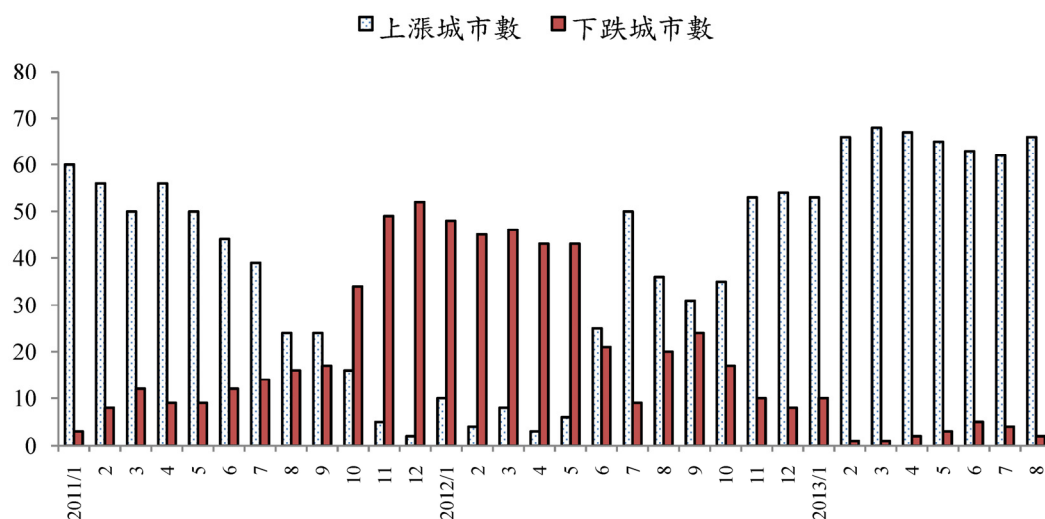
直到2008年全球金融海嘯爆發，大陸房地產市場遭受巨大衝擊，全國新建商品房價格才出現負成長(-1.65%)。不過，在4兆元刺激方案的支持下，房地產市場又快速回升。2009年，全國新建商品房價格年增率即躍升為23.18%，其中，住宅及辦公樓商品房價格年增率分別為24.69%和26.62%，增加外界對大陸房地產泡沫化的擔憂，也迫使大陸政府採取更嚴格的房地產調控政策，透過限購、降低貸款成數等手段以抑制房地產價格的上漲。(參見圖2)



資料來源：中國大陸國家統計局。

圖2 中國大陸住宅暨辦公樓商品房價格變動情形

房地產調控政策的確對大陸房地產市場造成了影響。從大陸國家統計局按月公布的 70 個大中城市住宅銷售價格變動情況觀察，可以明顯看到，自 2011 年年初開始，受調查的 70 個大中城市中，新建商品住宅（不含保障性住房）價格較上月下降的城市個數呈現遞增趨勢，到 2011 年底，價格下降的城市達 52 個，上漲僅 2 個。下降城市多於上漲城市的情況一直持續到 2012 年 5 月，接著趨勢就開始快速反轉，2013 年上半年上漲城市的個數都在 50 個以上，最高則為 2013 年 3 月的 68 個。（參見圖 3）



資源來源：中國大陸國家統計局。

圖 3 中國大陸 70 個大中城市價格變動情形

在上述房地產市場由冷轉熱的過程，雖然大陸中央政府名義上仍不斷強調維持房地產調控政策，不過，因為大陸經濟成長率出現連續 10 季（2010 第 2 季至 2012 年第 3 季）下滑，2012 年第 2 季更降至 7.8%，為 2009 年第 2 季以來首度無法「保八」，迫使大陸中央政府陸續推出實際上有利於房地產市場的政策。例如，



中國人民銀行分別在 2012 年 2 月及 5 月下調金融機構人民幣存款準備金率 0.5 個百分點；在 2012 年 6 月下調存貸款基準利率 0.25 個百分點；在 2012 年 7 月下調存款基準利率 0.25 個百分點，及貸款基準利率 0.31 個百分點；存、貸款利率浮動區間亦多次獲得放寬。中國人民銀行一連串的動作，不僅降低了房地產開發企業及購屋者的融資成本，讓更多的銀行資金流入房地產市場，更為重要的是改變了對房地產市場的預期，使得房地產市場再度快速熱絡起來。

房地產價格在政府不斷調控背景下卻難見下跌，在大陸人民對房價上漲問題的不滿情緒不斷積累下，住房問題已經成為影響大陸社會和諧穩定的重大民生問題。

## 二、房地產市場風險

大陸房地產市場風險主要就是房地產價格泡沫化，亦即房地產價格嚴重背離房地產本身價值的情形，發生的原因通常是，一開始價格的上漲使得人們（特別是投機者）產生價格會進一步上漲的預期，從而吸引新的買家進入市場，更進一步推高了房地產的價格，如此不斷循環，直到價格終於高到再也無法吸引足夠多的新買家進入為止。<sup>16</sup>

然而，房價快速上漲並不代表泡沫一定存在，也有可能是市場供需變化的結果，因此，還必須檢視是否與價值明顯背離。

盧世勳、劉雨芬(2012)認為大陸房價的確有泡沫形成疑慮，惟侷限於部分主要城市，包括北京、上海及深圳等一線城市，及福州及寧波等二線城市，判斷依據為：

<sup>16</sup> 參見 IMF (2013b)。

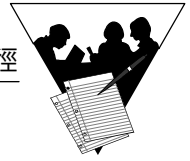
- 房價所得比：北京、上海等主要城市 2010 年房價所得比多逾 10 倍，遠高於開發中國家之 2.5 至 6 倍之間。
- 房價租金比：為一年租金相對房價(不含裝修與稅費)的比率。2009 年，北京、深圳、上海等大城市的租金房價比普遍降至 4% 以下，低於大陸國土資源部認定之門檻值 5%。<sup>17</sup>
- 空屋率：係指空置的房屋面積占房屋總面積的比率。2011 年 3 月，大陸 7 省過去 5 年內完工住宅的平均空屋率達 20%，豪宅及郊區別墅的空屋率則高達 60% 至 90%。

中國銀行金融研究所(2013)也認為大陸房地產市場確實存在局部性泡沫。透過測算 35 個大中城市的房價收入比，該所發現，近年來全國房價收入比不斷上升，溫州等三線城市的房價收入比甚至高於北京、深圳等一線城市。不過，該所也強調，短期內大陸房地產市場不具崩潰條件，因為：

- 城鎮化的進一步發展、居民收入成長等需求面因素，將長期支撐房地產市場發展；
- 大陸居民負債水準較低，發生債務違約的可能性不高。

其次，是對銀行業的可能衝擊。大陸房地產業融資主要仍依靠銀行，從大陸房地產市場的運作及資金鏈來看，銀行信貸資金貫穿土地儲備、交易、房地產開發和房產銷售的整個過程，商業銀行實際上直接或間接承受了房地產市場運行中各個環節的市場風險和信用風險。根據銀監會「2013 年上半年金融機構貸款投向統計報告」，截至 2013 年 6 月底，主要金融機構及小型農村金融機構、外資銀行人民幣房地產貸款餘額 13.56 兆元，較上年同期成

<sup>17</sup> 大陸國土資源部在 2010 年 3 月發布的「中國城市地價狀況 2009」中主張，若租金房價比低於 4.5%，相當於回收期間超過 22 年，則說明該地區的房價存在泡沫；若高於 5.5%，則存在升值空間。



長 18.1%；較 2012 年底增加 1.3 兆，增量占同期各項貸款增量的 27.1%。

最後，如果房地產價格出現暴跌，也會對大陸總體經濟造成嚴重衝擊，主要原因是房地產投資占固定資產投資的比重太高，住宅投資又占整個房地產投資的三分之二以上。<sup>18</sup> 而且，大陸經濟很大一部分都與房地產業直接或間接相關。<sup>19</sup>

尼古拉斯·拉迪（2012）另指出，房地產已經成為大陸人民非常偏好的資產類別，許多人是投資的目的購房，甚至擁有多棟房產，主因為實質利率偏低、住房抵押貸款條件優渥、持有空置房屋的成本很小、沒有其他更好的投資選擇等種種因素。<sup>20</sup> 然而，在房地產價格出現持續下滑時，這也可能意味著民眾將不再視房地產為投資首選，而造成房地產投資的劇烈下滑，導致經濟成長大幅放緩。更嚴重的是，這影響可能是非常長期的，因為：

- 房地產供過於求的情形將持續惡化：主要是因為大量閒置房產的存在，當房地產價格持續下滑，許多投資性房產業主很可能會拋售手中的閒置房產，進一步壓低房地產價格，並明顯對新建投資產生抑制；
- 民眾財富縮水、購買力降低：由於房地產在城市居民財富中的比例很高，房地產價格的大幅下降，將使民眾財富大幅縮水，再透過對消費的影響來抑制經濟成長。

<sup>18</sup> 根據大陸國家統計局統計，2013 年 1-8 月，固定資產投資累計值為 26.26 兆，而房地產業固定資產投資累計值為 6.7 兆元，占總固定資產投資的 25.51%；同期，房地產開發投資累計值為 5.21 兆，其中，住宅開發投資為 3.57 兆元，占總房地產開發投資的 68.52%。

<sup>19</sup> 王國軍、劉水杏（2004）在研究大陸房地產業對相關產業的帶動效應後發現，在大陸的 40 個產業中，除廢品及廢料業外，其餘 39 個產業都與房地產業有關聯。

<sup>20</sup> 王國軍、劉水杏（2004）的研究結果亦指出，大陸部分地區房地產業與金融保險業的關聯度偏高，而與建築業的關聯度較低；在先進國家，金融保險業與建築業均為房地產業的密切關聯產業，顯示大陸房地產業投資和炒作成份很高。

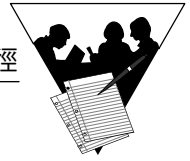
- 地方政府陷入財政困難：新房開工面積的大幅下降將影響地方政府土地出讓收入，進而影響地方政府提供社會保障和基礎設施的能力，進一步削弱經濟的總需求。此外，土地出讓收入的大幅下滑，也會影響地方政府對其擁有或擔保的融資平台政府性債務的償還。

### 三、政府角色

大陸住房制度改革的目的，是改變過去福利分房體制，實現住房的商品化和社會化，以滿足人民的住房需求及改善人民的居住品質。然而，高漲的房價卻讓越來越多人買不起房，大陸政府過去一系列的房地產調控政策都沒能發揮預期的效果，甚至全球金融海嘯也只造成短期的震盪而已，到底大陸房地產價格持續上漲的根本原因是什麼？

章林曉（2006）指出，由福利分房體制到「多數家庭購買或承租普通商品住房」，照原來規劃其實是一個需要「逐步實現」的過程，但在資本（房地產開發商追逐利潤）與權力（地方政府樂意於在「經營城市」中「以地生財」）相結合的恣意橫行中，住宅商品房市場呈現高速發展，甚至出現過度商品化的現象。

易憲容（2008）則認為，大陸住房制度改革，表面上是走向市場經濟，但實際上其管制仍然停留在計劃體制時代，而且政府在這方面管制比國內任何一個市場更為嚴格。從目前大陸房地產市場的現實來看，只是在住房產品上極力市場化，但是在房地產的要素方面則與市場化相差很遠。但他也同樣強調，地方政府及一些有權有勢者，正在利用現有住房制度、土地制度、信貸制度、稅收制度的缺陷，讓大陸住房制度改革變成了一種嚴重分配不公的財富分配機制，從而使整個社會的財富在短時間內向少數人及地方政府集中。



簡言之，大陸房價問題或許真是多方因素作用的結果，包括民眾基本的住房需求或投資、投機需求，但政府主動或被動對住房投資的鼓勵與保護，亦扮演了相當重要的角色。而且，政府隨時可以調整鼓勵與保護的程度，使得調控政策本身成為大陸房地產產業面臨的重大風險之一。

從 2010 年以來，隨著高房價、貧富差距等議題受到越來越多的關注，大陸政府房地產調控政策較以往有了比較大的變化，包括：對房地產業在國民經濟的定位，從單純的產業化、商業化，轉向民生、政治等角度思考；對政府和市場的分工，從單純的市場化，轉向市場和政府並重。

但同時，由於國內外經濟情勢的變化，房地產調控也陷入兩難境地：一方面，為了防止經濟成長下滑的速度過快，需要使房地產市場實現穩定發展，但如果政策放鬆過快，又有可能讓房地產泡沫再度膨脹；另一方面為了抑制房地產泡沫繼續膨脹，防止房價再次反彈，使政府失信、人民失望，仍需堅持和進一步加強房地產調控，但如果繼續維持貨幣緊縮政策，房地產投資可能進一步下降，從而威脅到銀行資產質量乃至整體經濟。目前看來，在經濟成長減緩、地方政府融資平台債務問題及影子銀行尚待進一步清理與規範多種因素考量下，大陸政府對 2013 年上半年房價持續上漲的趨勢，似乎是採取較為放任的態度。

## 伍、結論－中國式金融危機的可能成因與解決途徑

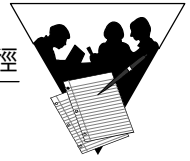
基於前面三章對大陸地方政府債務、影子銀行及房地產泡沫等問題的討論，對中國式金融危機，及其可能成因與解決途徑可初步達成以下幾點結論：

第一，如果把金融危機比喻為國家極力想避免的「疾病」，那麼，地方政府債務、影子銀行與房地產泡沫等問題，都不是大陸發生金融危機的病因，這些問題充其量只是發病初期的「病症」而已。大陸真正的病因在中央政府對資源與調配資源權力的壟斷，加上各級政府對經濟成長的過度追求與對信貸的過度依賴。2008 年全球金融海嘯爆發後推出的 4 兆元刺激景氣方案，造成流動性過剩，則是誘發各項病症的「病機」；當然，中國人民銀行在 2010 年開始採取的貨幣緊縮政策，同樣起了推波助瀾的效果，特別是促成了影子銀行的興起。

第二，地方政府融資平台、影子銀行、房地產業與商業銀行之間已發出相當錯縱複雜的關係，風險亦隨之在三者間互相傳導與連動。<sup>21</sup>舉例而言，當大陸宏觀調控政策轉向穩增長，放鬆對信貸的管制，大量的資金就會流向地方政府融資平台與房地產開發商，不只將推升房地產價格，融資平台發行的債券總量也會大幅增加。接著，購買此類債券的金融機構，又會將其重新包裝為財富管理產品，賣給投資者。而其中居關鍵地位的是房地產市場，因為，融資平台還款的主要來源為地方政府土地出讓收入，土地的價格高低又取決於房地產市場的活絡程度；融資平台及企業貸款大都以土地作為抵押來獲得銀行貸款，土地價格的高低將直接影響抵押品價值，從而影響商業銀行的資產質量；銀信合作理財業務所募集的資金中，一大部分也投入房地產市場。

<sup>21</sup> 或依照中國銀行(2013)的說法，影子銀行、地方融資平台規模、房地產市場的可持續性和銀行資產質量之間，已形成了一個相互作用、反饋放大的「金融共振」鏈條，彼此環環相連，牽一髮而動全身。





第三，由於房地產市場扮演過於重要的角色，大陸當前金融體系的脆弱性與不可持續性，其實已昭然若揭。房地產市場的榮景不可能持續下去，總有進入蕭條的一天。當房地市場進入熊市，至少會分三個管道對大陸經濟產生衝擊：

- 房地產及相關產業：房地產開發公司破產、倒閉家數增加，房地產及相關投資與活動銳減，降低就業與總需求；
- 政府部門：政府收入減少、投資下降，導致總需求進一步縮減；
- 金融部門：流動性與違約風險提高，壞帳率上升，影響金融中介功能的發揮。

第四，房地產市場崩盤，進而引發政府財政和金融體系陷入互相拖累困境，應是大陸爆發金融危機的最有可能方式。因為，只要大陸整體財政不出問題，零星金融機構、企業或地方政府發生信用違約問題，大陸中央政府應該都能解決。而依照目前大陸房價持續走升，且政府房地產調控政策陷入多重兩難的情況看來，房地產泡沫持續擴大的可能性很大。那麼，泡沫破滅只是遲早的問題而已。

第五，為避免現行體制的各項風險過度積累，致使政府財政和金融體系陷入互相拖累的困境，進而爆發金融危機這樣的「疾病」，大陸就必須針對「病因」徹底治療。轉變發展模式、重視經濟發展的品質而非數量、擺脫對投資與信貸的依賴等，這些其實都已經在改革的清單上，剩下的只是看大陸政府有沒有推動的決心與執行力。大陸中央也應該思考如何降低房地產市場投機的成分，讓地方政府、銀行、企業無法再從房地產炒作中獲利，這或許是件更艱難、更具挑戰性的工作。而短期的重心，則應放在促

使金融機構去槓桿化及抑制房地產價格泡沫上。當然，這些舉動可能會導致經濟成長進一步下滑。但比起繼續讓金融機構不斷借新還舊、擴大債務規模，或房地產市場走向崩盤，代價都要小的多。

第六，由於大陸爆發金融危機的可能成因、爆發方式與解決途徑，都必須往大陸當前的政經體制裡去探求，答案或多或少也都帶有「中國特色」的成份在內，在大陸是否即將爆發金融危機的討論中，使用「中國式金融危機」一詞，應有助於強調大陸金融體系存在的特殊性，有其意義。至於是否能給予更精確的定義，將必須留待未來進行更多研究與國際比較，才有辦法嘗試進行。



## 參考文獻

### 一、中文部分

1. 中國人民銀行(2013)。中國金融穩定報告 2013。中國人民銀行金融穩定分析小組編。北京：中國金融。
2. 中國銀行業監督管理委員會(銀監會)(2013)。中國銀行業監督管理委員會 2012 年報。銀監會辦公廳編寫。北京：中信。
3. 中國銀行(2013)。中國經濟金融展望季報(2013 年第 3 季)。中國銀行國際金融研究所。
4. 中債資信(2013)。融資類信託產品風險特徵及其信用評級初探。中債資信評估有限責任公司。專題報告, 2013(42)。
5. 方正證券(2013, Jan. 23)。影子銀行的清理與影響。方正證券研究所。
6. 王國軍、劉水杏(2004)。房地產業對相關產業的帶動效應研究。經濟研究, 2004(8), 38-47。
7. 民生證券(2013, Aug. 8)。地方政府債務規模、分布及風險化解思路。民生證券研究院。
8. 尼古拉斯·拉迪(Nicholas Lardy)(2012)。金融改革與中國經濟增長再平衡。新金融評論, 2。參見 <http://www.piie.com/blogs/chinese/files/2013/03/金融改革和中國經濟增長再平衡.pdf>。
9. 西南證券(2013, Aug. 22)。我國發生金融危機概率有多大。西南證券研究發展中心。
10. 朱孟楠、葉馨蔚(2012)。從中國地方政府債務隱患看中國總體債務風險。福建金融, 2012(6), 10-14。
11. 肖立晟(2013)。人民幣理財產品分析。中國社會科學院世界經濟與政治所國際金融研究中心工作論文, No. 2013W06。
12. 吳敬璉(2008)。中國經濟的高速成長怎樣才能夠持續。載於張維迎(主編), 中國改革 30 年: 10 位經濟學家的思考(34-51 頁)。上海: 上海人民。
13. 易憲容(2008)。與朱亞鵬商榷—中國房地產市場發展模式之我見。二十一世紀, 105, 112-116。
14. 易憲容(2012)。中國金融體系的脆弱性。二十一世紀雙月刊, 134, 106-111。
15. 周莉萍(2012)。論影子銀行體系國際監管的進展、不足、出路。國際金融研究, 2012(1), 44-53。
16. 高華證券(2013, Sept. 9)。中國信貸謎局: 地方政府債務深度分析。高華證券。
17. 海通證券(2012, Nov. 26)。影子銀行發展中的機遇與挑戰。海通證券。

18. 秦曉 (2010)。後危機時期的中國經濟－政策選擇與復甦管理。載於袁緒程 (主編), 未來 30 年中國改革大勢 (96-109 頁)。北京: 科學。
19. 孫國茂 (2012)。中國式龐氏融資的成因及治理研究。山東社會科學, 2012 (2), 134-139。
20. 陳龍 (2012)。平台貸款的代價。財經, 326, 50-51。
21. 陶冬 (2012)。影子銀行。財訊, 393。參見 [http://blog.caijing.com.cn/expert\\_article-151528-48993.shtml](http://blog.caijing.com.cn/expert_article-151528-48993.shtml)。
22. 張明 (2012)。中國式影子銀行: 界定、成因、風險與對策。中國社會科學院世界經濟與政治所國際金融研究中心工作論文, No. 2013W05。
23. 張智威 (2013)。緊縮信貸是恰當選擇。財經, 362, 94-95。
24. 賀軍 (2011)。中國經濟的「政府驅動體制」20 年未變。財經網 (2011 年 10 月 31 日)。參見 <http://comments.caijing.com.cn/2011-10-31/111362958.html>。
25. 標準普爾 (Standard & Poor's) (2013, Mar. 27)。為何影子銀行還不會動搖中國金融體系。標準普爾評級服務。
26. 劉東民 (2013)。從中國影子銀行的定義談起。中國社會科學院世界經濟與政治所國際金融研究中心討論稿。
27. 劉焜輝 (2013)。中國經濟等待破局。財經, 362, 30-34。
28. 劉衛國 (2010)。論我國地方政府投融資平台的缺陷及其風險防範。經濟發展與管理創新－全國經濟管理院校工業技術學研究會第十屆學術年會論文集 (頁 264-268)。
29. 蔡浩 (2013)。中國經濟難現「明斯基時刻」。英國金融時報中文 (2013 年 8 月 20 日)。參見 <http://www.ftchinese.com/story/001052044>。
30. 鄭春榮 (2012)。中國地方政府債務的真正風險: 違約風險之外的風險。公共行政評論, 2012 (4), 52-76。
31. 盧世勳、劉雨芬 (2012)。全球金融危機後中國大陸房市發展－兼論官方之因應措施及其影響。國際金融參考資料, 64, 27-51。
32. 蘇子婷、官德星 (2013)。中國地方性債務之研究。台灣經濟論衡, 11(6), 49-76。

## 二、英文部分

1. IMF (2012). People's Republic of China: 2012 Article IV Consultation. International Monetary Fund (IMF), IMF Country Report No. 12/195. Washington DC.
2. IMF (2013a). People's Republic of China: 2013 Article IV Consultation. IMF, IMF Country Report No. 13/211. Washington DC.
3. IMF (2013b). Asset Price Bubbles: A Selective Survey. IMF, IMF Working Paper, WP/13/45. Washington DC.
4. Zhang, Zhiwei & Chen, Wendy (2013, Mar. 15). China: Rising Risks of Financial Crisis. Nomura International (Hong Kong) Limited.