

行政院及所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別：其他)

參加 Morgan Stanley 第二屆中國高峰會

出國報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：曹體仁 副研究員

派赴國家：中國大陸

報告日期：105.8.19

出國時間：105.5.23~105.5.27

摘 要

本次 Morgan Stanley 中國高峰會主要探討大陸總體經濟情勢，並分析產業未來發展。與會的美方智庫研究人員認為，大陸與美國兩地商業利益與日俱增，雙邊主政者應尋求降低政治與軍事之任何衝突。大陸當地總經分析人員則表示，大陸經濟仍處於探底階段，而過去幾年所投放的貨幣多流向非實體經濟，致使資產價格出現泡沫情形。同時，人口紅利快速遞減，勞動供給不若以往充沛，此亦反映在勞動成本持續攀高之情況。

此外，自美國房市問題引發全球金融海嘯以來，美國採行量化寬鬆政策，隨後部分歐陸周邊國家復發生債務危機，使中國大陸之經濟發展及市場改革開放均受到衝擊。大陸當局先後以寬鬆的財政與貨幣政策扶持本地企業，卻造成今日債台高築之窘境。一旦發生危機，在貿易與金融管道傳遞下，與其往來各國難以不受波及。

目 次

壹、前言	1
貳、重要演說內容	3
一、美國前商務部長 Carlos Gutierrez	3
二、美國 Johns Hopkins 教授 Steven David.....	4
三、中國信息中心主任范劍平	5
四、中國國務院發展研究中心研究員張立群	6
參、中國大陸金融風險及其外溢效果.....	8
一、大陸經濟走緩導致當地信用風險上揚	8
二、企業違約風險升高衝擊大陸金融市場	12
三、大陸金融市場不穩定產生負面外溢效果	15
肆、結語	18

壹、前言

職奉派於 2016 年 5 月 23 日至 5 月 27 日，赴中國大陸北京參加 Morgan Stanley 第二屆中國高峰會。在此次會議中主要是探討大陸總體經濟情勢，並分析產業未來發展。與會的美方研究人員認為，大陸與美國兩地商業利益與日俱增，雙邊主政者應尋求降低政治與軍事之任何衝突。美國對於大陸所支持之 RCEP 與 AIIB 不應消極阻撓，而是要適時尋求加入，並藉此邀請大陸加入 TPP，或甚至推動兩項貿易協定合而為一。

大陸當地總經分析人員表示，大陸經濟仍處於探底階段，距離「權威人士」所稱之 L 型經濟成長底部尚須等待相當長一段時間，評估未來能保有 L 型經濟成長趨勢已是最好的情境。當前經濟成長放緩只是表面上的問題，主事者應關切社會資本報酬不斷下滑的危機。此現象一方面代表中國大陸研發投入不足，反映過去幾年所投放的貨幣多流向非實體經濟，致使資產價格出現泡沫情形；另一方面則是勞動成本持續攀高，但這不是法規所造成，而是人口紅利快速遞減，勞動供給不若以往充沛。

此外，由於 2008 年以來美歐等地金融危機波及中國大陸原有外向型經濟，為避免經濟成長失速，大陸當局接連以財政與貨幣政策振興經

濟，希望藉由增加國內投資迅速擴大內需市場。同時，為減少經濟成長對歐、美國家之依賴，並降低外匯儲備所受風險，大陸當局推動經濟結構調整，發展以內需為主之經濟成長模式，並獎勵製造業在地化、提升服務業產值。

然而，中國大陸內部經濟目標存在矛盾，加上主要國家貨幣政策分歧，使得大陸結構轉型面臨障礙。2008 年 4 兆人民幣財政刺激措施與 2014 年大規模寬鬆貨幣政策，埋下企業債務及影子銀行信用擴張過速等問題，終於在 2015 年下半年爆發。在大陸境內資本市場逐漸開放下，「三位一體」的問題及壓力亦開始浮現。除此之外，隨著中國大陸經濟規模擴大、對外貿易益加頻繁，其他國家與大陸的景氣循環相關性不斷攀高，加上金融市場持續開放，大陸當地金融情勢變化已明顯影響國際市場。

以下章節將先摘錄本次會議重要演說內容，接著針對當前中國大陸金融風險及其外溢效果作一整理。最後依據上述內容，提出本次出國報告結論。

貳、重要演說內容

本節將依據演說內容區分為兩大類議題：(1)中美關係部分，此包括美國前商務部長 Carlos Gutierrez 與美國 Johns Hopkins 教授 Steven David 之演說摘要；(2)中國大陸經濟部分，此包括中國信息中心主任范劍平與中國國務院發展研究中心首席宏觀經濟研究員張立群之演說摘要。

一、美國前商務部長 Carlos Gutierrez

一般美國民眾認為，中國大陸對美國享有大額貿易順差嚴重損害該國利益；但實際上自 2001 年中國大陸加入 WTO 後，美國對當地出口成長幅度遠高於其他地區。同時，美國企業投資中國大陸所獲得之報酬，亦明顯改善母公司盈餘成長走緩之窘境。因此，美國政治領袖若了解中美兩國商業利益與日俱增，勢必能體認到彼此關係已有「too big to fail」的重要性，故應尋求降低雙邊政治與軍事之任何衝突。相反地，中國大陸領導人應善用國際社會要求其開放之壓力，進行內部結構性調整，如同其前總理朱鎔基在經濟改革上所作的「借力使力」。

關於未來區域貿易協定與國際組織走向，即便 TPP 對美國具

有策略上之重要性，但適逢總統大選年，在民粹高張的環境下，該法案恐難以在歐巴馬總統任內通過；至於中國大陸所支持之 RCEP 與 AIIB，美國不應消極阻撓，而是要適時尋求加入，並藉此邀請中國大陸加入 TPP，或甚至推動兩項貿易協定合而為一，此對中美兩國經濟是利大於弊。

二、美國 Johns Hopkins 教授 Steven David

現階段人類正處於近代最承平的時期，不僅戰爭頻率低而且規模相對小。能夠形成這種局面可歸因於戰爭成本過高與戰勝獲益有限，而此乃源於武器的毀滅性大增，對人員和經濟造成極大損傷；相對地，因戰勝所能獲得的資源與領土不足以彌補戰爭所衍生的成本。

當中國大陸經濟實力擴張之際，很自然地它會透過各種方式將影響力延伸至鄰近國家，在這過程中，中國大陸就必須得將美國勢力趕出亞洲，特別是台灣與南中國海。對於既得利益的美國而言，當然會極力阻擋中國大陸的崛起，故兩方的衝突將有增無減。不過，中美兩國在理性的情況下並不易掀起戰爭，原因如下：

(1) 兩國經濟互惠互利的關係愈來愈緊密、(2) 中方整體政經實力仍落後美方多年，縱然一時能以武力重挫美國，也無法取代美

國現階段作為全球秩序維持者的角色，故大陸當局仍將延續鄧小平的戰略思維，即爭取更多時間以儲備足夠能量、(3) 大陸中產階級人口增加可望帶動當地民主化發展，壓縮極端主義思維空間。

至於會導致中美兩國角力失控，發生戰爭的導火線可能有：

(1) 美國現今的川普現象加劇，白人勞動階級不滿因全球化被剝奪的利益，把中國大陸當作頭號宣洩對象、(2) 中國大陸經濟無法跨越中等收入陷阱，當局以國家主義轉移民生凋敝困境，卻一發不可收拾、(3) 中國大陸在民主化過程出現失序情況，因極端主義者誤判，造成中美關係擦槍走火。

三、中國信息中心主任范劍平

現今中國大陸經濟仍處於探底階段，距離「權威人士」所稱之 L 型經濟成長底部尚須等待相當長一段時間，評估未來能保有 L 型經濟成長趨勢已是最好的情境。當前經濟成長放緩只是表面上的問題，主事者應關切社會資本報酬不斷下滑的危機。此現象一方面代表中國大陸研發投入不足，反映過去幾年所投放的貨幣多流向非實體經濟，致使資產價格出現泡沫情形；另一方面則是勞動成本持續攀高，但這不是法規所造成，而是人口紅利快速遞減，勞動供給不若以往充沛。

目前當局從事供給側改革是正確的方向，因為若再以寬鬆貨幣政策刺激經濟成長，將重蹈 2008 年的錯誤，並可能造成流動性陷阱。事實上，供給側改革不應是單純地進行去產能與庫存等類之措施，核心工作須致力於制度上的修正，讓市場機制發揮有效配置資源之作用。然而，當前中國大陸的供給側改革是存在矛盾，因為主政者宣示要在 2020 年邁入小康社會，為達到此一目標，政府必須讓 GDP 年增率維持在 6.5% 以上，但這樣的政策執行過程中不免又給殭屍企業和房地產業者喘息的機會，陷供給側改革目標於左支右絀的窘境；本（2016）年第 1 季大陸房市與原物料價格再度攀高，即是上述矛盾現象之最佳範例。

四、中國國務院發展研究中心研究員張立群

近幾年中國大陸經濟表現不佳，主要是因為國外景氣過冷導致當地出口增速放緩，再加上部分內需受到政府管控，如汽車、房地產等限購令，進一步削弱經濟成長動能。觀察此次中國大陸經濟轉型可發現，政府不再以「強刺激」方式追求短期數量的增加，而是尋求長期品質的提升，並且確保在這過程中沒有犧牲民眾的就業保障，使得居民收入仍然穩定成長。

展望中國大陸經濟成長，研判目前 GDP 年增率已接近 L 型底部，且正處於築底階段，因此預估明年經濟成長表現將比今年好。此項推論可以從下列相關動態得到支持：(1) 國內投資穩定成長，表現在基礎建設與房地產等資本投入增加，此可望陸續帶動其他民間投資、(2) 地方政府債務置換將有效改善政府與銀行之間融資關係，除可增加銀行債權保障外，亦降低地方政府中長期貸款成本、(3) 落實相關國企破產法規讓殭屍企業在產權明確的情形下有序退場，一方面抑制整體社會債務率攀升，另一方面提高銀行不良貸款回收率。

另外，各界關注的中國大陸城鎮化進程，迄今尚存在相對大的發展空間，只是當局將會調整方式，以推動大中小城市聯合發展作為新的城鎮化藍圖。此一調整乃鑑於 2009 年以來造城運動的缺失；當時政策傾向增加三四線城市數量、限制一二線城市人口密度，但因為三四線城市缺乏產業支持，導致目前出現三四線城市房地產乏人問津，而一二線城市在限制土地供給的情況下，發生房價飆漲的不平衡現象。因此，新的城鎮化發展規劃將改變作法，重新增加一二線城市土地供給，以平抑當前高漲的房價；同時，鼓勵熱門產業移往三四線城市，以降低大都會人口密集程度。

參、中國大陸金融風險及其外溢效果

隨著中國大陸經濟規模擴大、對外貿易益加頻繁，其他國家與大陸的景氣循環相關性不斷攀高，加上金融市場持續開放，大陸當地金融情勢變化已明顯影響國際市場。以下將依序探討中國大陸經濟走緩對當地信用風險之影響、大陸企業違約風險升高對本地金融市場之衝擊、以及若大陸金融市場不穩定所產生之外溢效果為何。

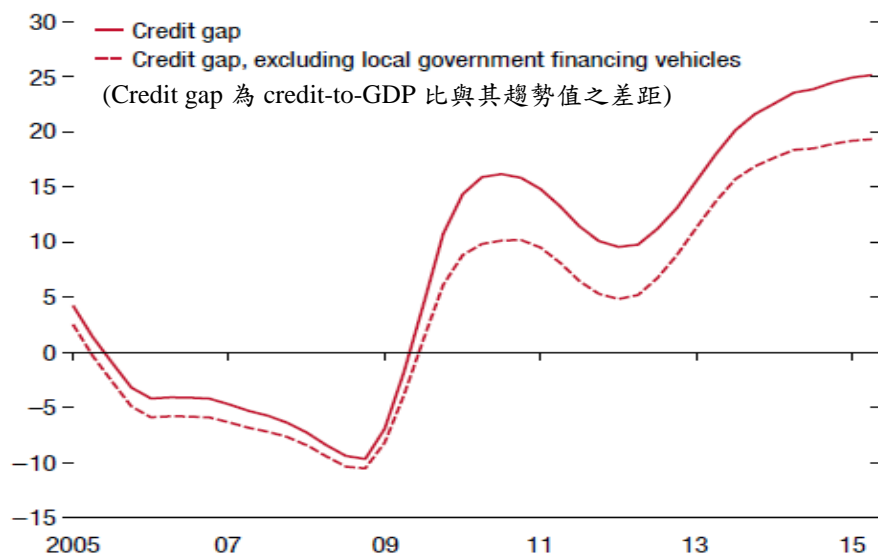
一、大陸經濟走緩導致當地信用風險上揚

中國大陸政府為降低全球金融危機對本地出口產業衝擊，先於 2008 年推出 4 兆人民幣擴大內需方案，並在 2010 年推動經濟結構轉型。然經濟增速不斷下滑，當局又在 2014 年下半年啟動新一輪大規模寬鬆貨幣政策，導致當地信用擴張速度更進一步高於實體經濟成長率（見圖 1）。據 BIS 估計，2015 年底中國大陸企業債務餘額高達 115.52 兆人民幣，較 2008 年底之 27.86 兆人民幣共成長 3.1 倍。

然而，國內終端需求成長不如預期，加上先進國家景氣持續低迷不利大陸出口成長，以致當地企業產能發生嚴重「供過於求」問題；受此影響，企業獲利能力明顯下滑，降幅之大甚至超過其

他新興市場國家(見圖 2)。

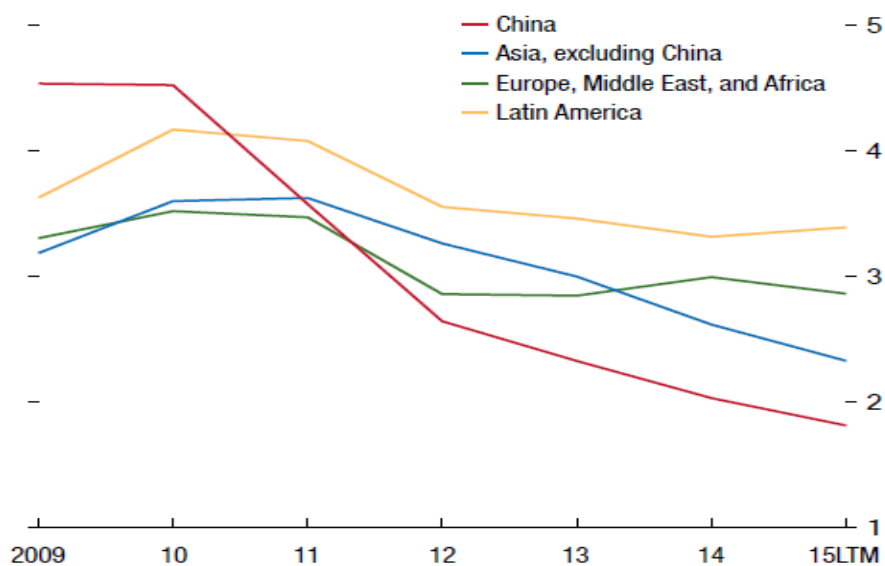
圖 1 中國大陸信用擴張乖離率



資料來源：IMF

獲利能力不佳造成大陸企業還本付息壓力劇增，但在國有企

圖 2 中國大陸與其他新興市場國家資產報酬率

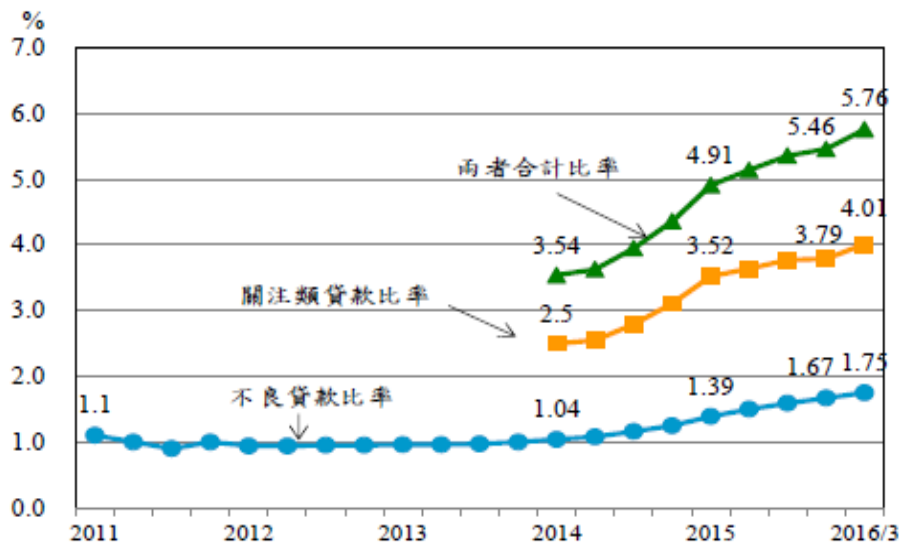


資料來源：IMF

業居多數之情況下，大陸當局不斷以各種手段介入保護；直至 2015 年底大陸中央經濟工作會議確立供給側改革，才暫緩先前飲鳩止渴作法。但此時各界對中國大陸企業債務可持續性已充滿質疑聲音。

由於大陸企業負債以間接融資為主，一旦企業財務脆弱性增加，銀行業經營勢必首當其衝。自 2014 年起大陸銀行業不良貸款餘額明顯上揚¹，並於 2016 年 3 月底達 1.39 兆人民幣，是貸款總額的 1.75%，關注類貸款餘額更高達 3.20 兆人民幣，占貸款總額比率為 4.01%(見圖 3)。

圖 3 大陸商業銀行關注類貸款及不良貸款比率

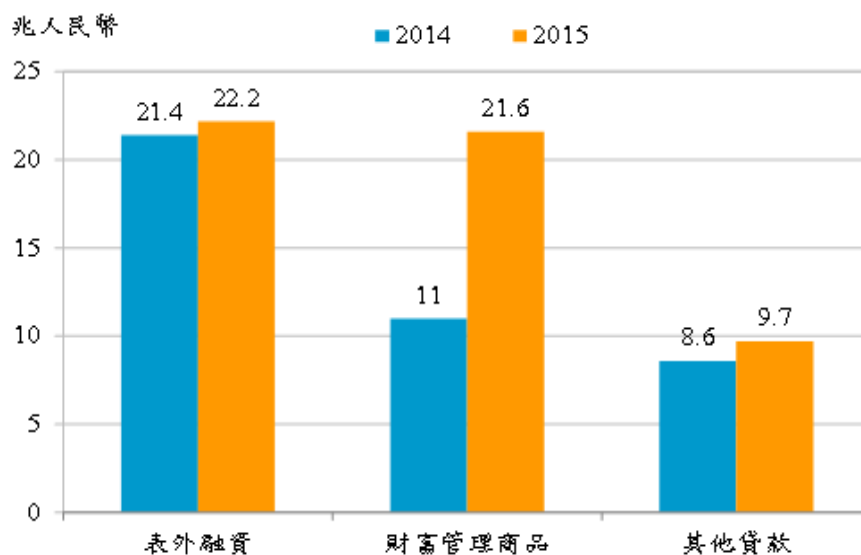


資料來源：中國大陸銀監會

¹ 中國大陸商業銀行貸款按收回可能性，分為正常、關注、次級、可疑、損失等五類，其中後三類合計稱為不良貸款。

截至 2015 年底，大陸官方統計地方政府債務為 16 兆人民幣（相對 GDP 比重 23.6%），但此數據未完整納入龐大的或有負債。為解決地方政府債務問題，2015 年大陸當局除限定地方政府債務餘額為 16 兆外，亦推出債務置換，將短中期貸款轉換成中長期債券欲化解利率偏高、以短支長等問題。

圖 4 中國大陸廣義影子銀行規模



資料來源：Moody's

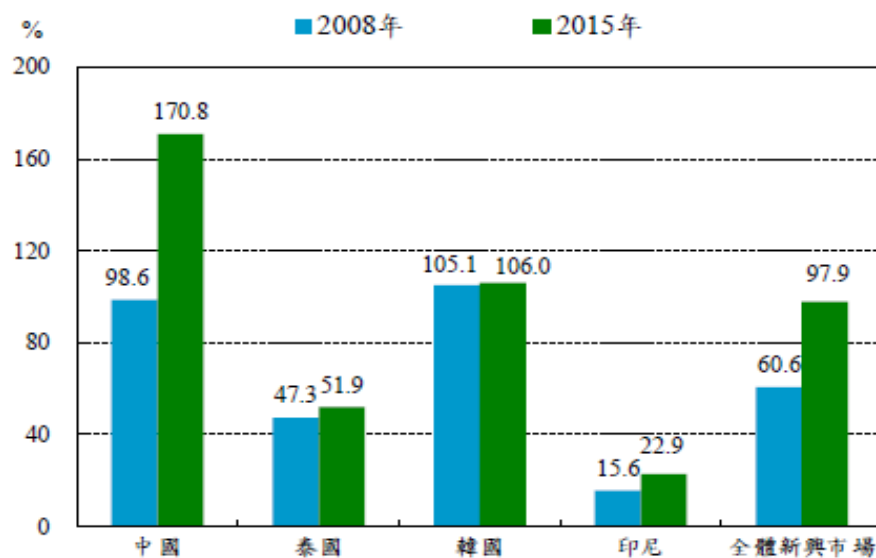
另據 Moody's 估計，2015 年大陸銀行表外融資成長雖減緩，惟其他影子銀行商品仍大幅成長，致 2015 年底廣義影子銀行規模高達 53.5 兆人民幣²，相當於 GDP 之 78.2%(圖 4)。

地方政府債務再加上非金融企業與家計兩部門之債務，2015

² 廣義影子銀行包括銀行表外融資、財富管理商品、融資公司貸款及其他貸款(例如當舖、微型企業貸款、金融租賃、P2P 借貸等)。

年底中國大陸整體債務總額已高達 168.48 兆人民幣，約為 GDP 的 249%。換言之，自 2008 年以來，大陸非金融部門總債務占 GDP 比迄今已經增加近 100 個百分點。針對上述債務增幅最大之非金融企業部門而言，大陸當地企業債務對 GDP 比率由 2008 年之 98.6%，大幅躍升至 2015 年之 170.8%；不論其債務比率或成長速度均遠高於其他亞洲國家及新興市場平均值(見圖 5)。

圖 5 中國大陸與其他新興市場國家企業債務對 GDP 比



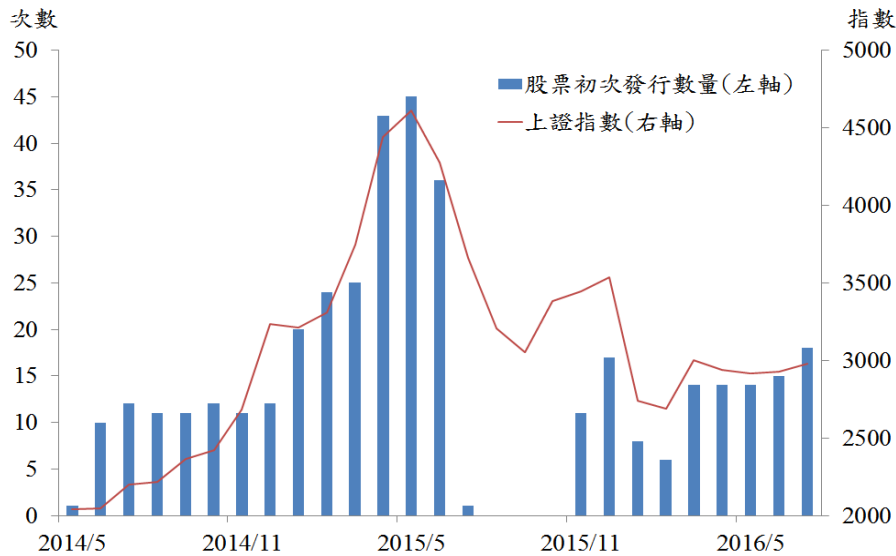
資料來源：BIS

二、企業違約風險升高衝擊大陸金融市場

因投資人擔憂企業經營欠佳與財務風險攀高，去年中陸股泡沫破滅，影響所及當地股票初次發行數量急劇下滑(見圖 6)，打亂當局原力推多層次資本市場改善企業高槓桿之規劃。大陸企業信用貼水因違約風險上揚而走高，不利當局實現中央經濟工作會議

所設定之目標，即降低企業融資成本。此外，當局為避免企業倒閉數目增加，隱性干預破產程序，有礙利率市場化改革。

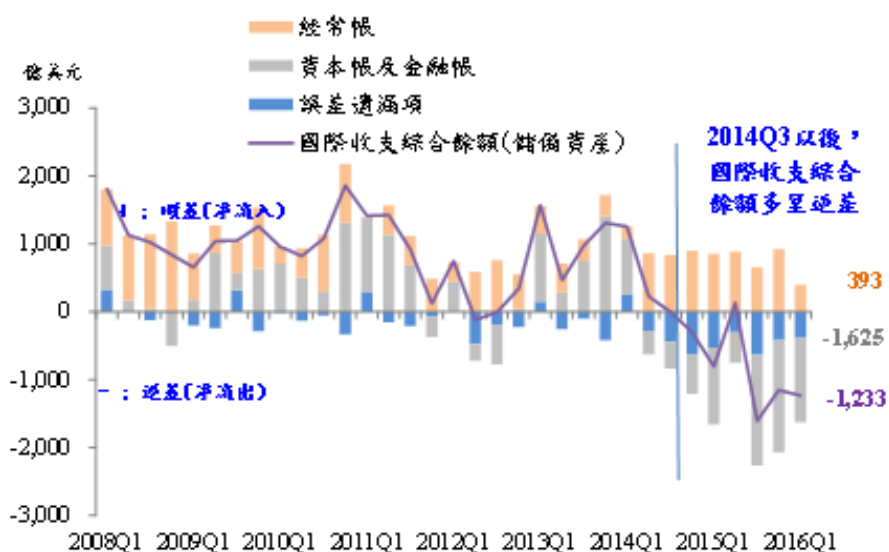
圖 6 中國大陸股票初次發行數量與上證指數



資料來源：Bloomberg

自 2014 年第 2 季起，大陸資本帳、金融帳及誤差遺漏項餘額持續呈現淨流出(見圖 7)，2015 年全年國際收支綜合餘額更是 1993 年以來首度發生逆差，金額高達 3,429 億美元。雖然國際收支綜合餘額出現逆差主要是本國人降低對外負債所致，然 2014 年底人民幣兌美元再度貶值、伴隨外匯存底持續減少，卻也反映人行阻止人民幣失序貶值之困境。目前人行改採 CFETS 人民幣指數作為市場溝通工具，企圖移轉民眾對人民幣兌美元匯率過多之關注。

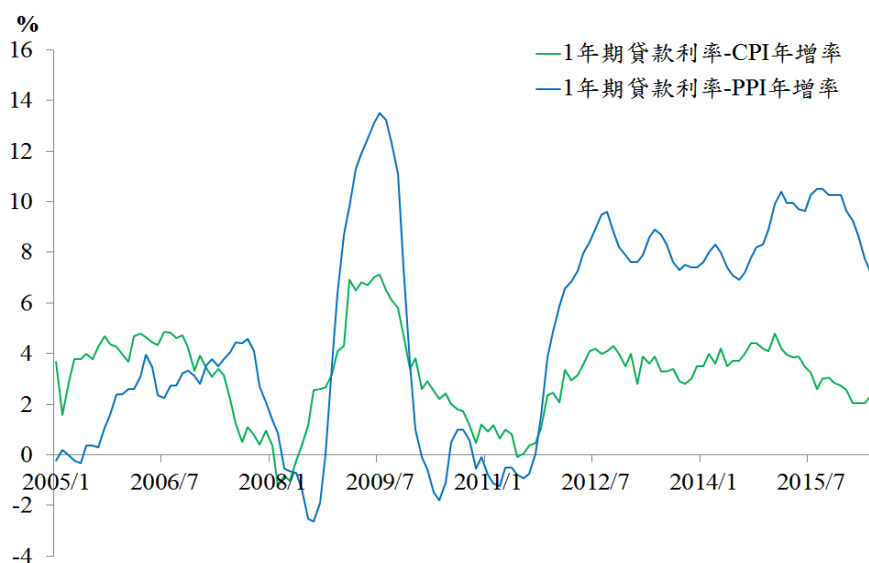
圖 7 中國大陸主要國際收支帳項目



資料來源：大陸外匯管理局

為紓緩企業債務壓力，人行自 2014 年下半年起採行一連串降息降準；但寬鬆貨幣政策也引來資本外流壓力，致使大陸外匯局加強實施各項資本管制措施。然而，此舉對即將於本年 10 月納

圖 8 中國大陸當地實質利率



資料來源：Datastream

入 SDR 一籃子貨幣的人民幣而言，卻是反國際化的負面宣傳。相反地，如果人行擔心人民幣匯率失序貶值而不適度放寬貨幣政策，當地持續走低之物價會使得實質利率過高，加重企業經營壓力(見圖 8)。

處於當前「三難困境」之中國大陸，儘管視匯率自由化為必須達成之長期目標，但短期內，仍極力在匯率浮動與資本管制間爭取足夠之政策空間，試圖兼顧降低國內金融風險與推動人民幣國際化之雙重任務。在目前市場充斥人民幣貶值預期下，大陸當局尚無法放任資本移動與匯率浮動，因為一旦匯率過度波動，將觸發系統性風險。但又不致於限制資本移動與匯率浮動，此有違大陸既有加入全球金融體系之規劃。當前大陸政府較可能採納之作法，即讓人民幣匯率更具市場決定性但又非完全自由浮動，同時導入對居民資本流出之暫時性限制，以待國內與外部經濟形勢朝良性發展，再進一步開放。

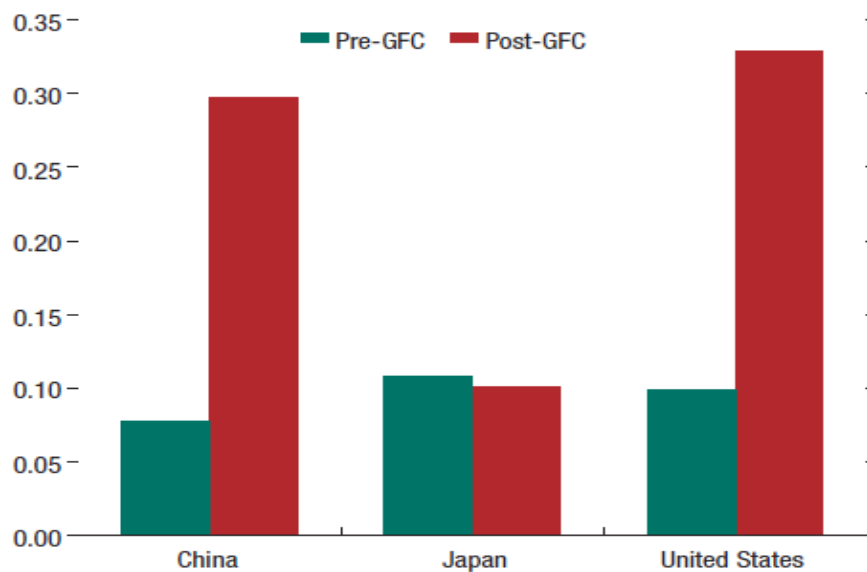
三、大陸金融市場不穩定產生負面外溢效果

近期 IMF 報告指出³，亞洲國家除與大陸景氣循環相關性提高外，金融市場亦出現同向變動之情形。以 2008 年全球金融危機

³ Arslanalp, Serkan et al. (2016), “ Chapter 2: Navigating the Transition: Trade and Financial Spillovers from China,” *IMF Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*, April, 2016
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2016/apd/eng/areo0516.htm>

為分水嶺，亞洲國家與中美兩國景氣循環相關性明顯上揚，但與日本相關性則是微幅下滑(見圖 9)。另數據顯示，2008 年全球金融危機後，與大陸景氣循環關連性愈大之亞洲國家，其當地股市表現與陸股變動之相關性也愈高，如台灣、南韓、新加坡等。

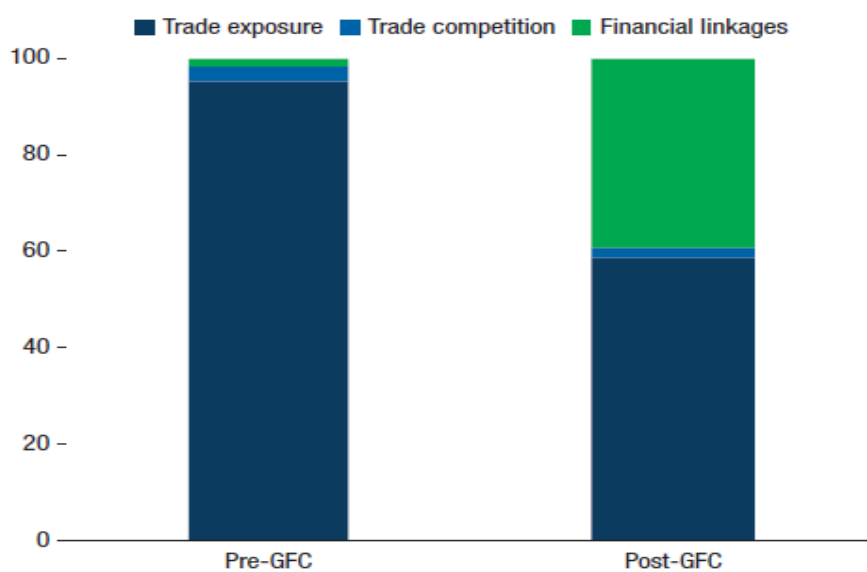
圖 9 亞洲國家與中日美三國景氣循環相關性



資料來源：IMF

該篇 IMF 報告亦表示，若拆解亞洲股市對陸股變動敏感度之成因可發現，金融連結因素於 2008 年全球金融危機後，影響力大幅成長；換言之，原本貿易連結因素之影響力則相對減弱(見圖 10)。若大陸金融動盪幅度大到足以影響其他主要經濟體金融市場，如美日歐等地，則大陸對亞洲國家之金融衝擊程度將高於原本金融與貿易兩項連結之直接加總規模。以大陸金融動盪衝擊至美股為例，此時亞洲股市對陸股變動敏感度將因而增加超過 1 倍。

圖 10 亞洲股市對陸股變動敏感度之組成因素



資料來源：IMF

肆、結語

中國大陸先後以財政與貨幣政策紓緩全球金融風暴對國內經濟衝擊，惟其代價為信用擴張過快。2008 年 4 兆人民幣擴大內需方案、2010 年經濟結構轉型計畫、與 2014 年起大規模寬鬆貨幣政策等作法，雖減輕經濟下行壓力，但付出的代價卻是當地信用擴張速度遠高於 GDP 成長率。企業獲利能力降低導致還本付息壓力攀高，金融機構壞帳金額因而持續增加。景氣不佳造成地方政府稅收短缺，地方債務問題相繼浮現；同時，先前規避監管之影子銀行風險亦一併曝露。

在「三難困境」下，大陸當局尋求適度寬鬆貨幣政策、讓人民幣有序貶值，以逐步開放金融市場。去年整年大陸國際收支綜合餘額逆差 3,429 億美元、外匯存底減少 5,127 億美元，驚人的資本外流金額迫使當局放慢人民幣國際化腳步，以換取貨幣政策空間，確保國內經濟與金融穩定。直接投資淨流入於 2015 年第 1 季起明顯減緩，加上其他投資自 2014 年第 2 季以後大幅淨流出，致金融帳淨流出有擴大趨勢。另誤差遺漏項自 2014 年年中以後持續淨流出，部分原因可能是一些貿易商透過進出口途徑，將貿易收益留在國外而未匯回所致。

自人行推出 CFETS 人民幣匯率指數以來，人民幣兌美元中間價變動更多反映該指數中 12 種非美元貨幣之走勢；但中間價相對一籃子其

他貨幣兌美元貶多升少之行為，隱含官方有意引導 CFETS 指數下降。近期人民幣價格行為大致印證人行官員所一再重申之人民幣匯率調節機制，即兼顧市場供求指向、保持對一籃子貨幣基本穩定和穩定市場預期。

大陸利率管制已於 2015 年全面取消，此舉不僅是發展金融市場之重要措施，亦可讓社會資源有效配置；不過，主政者擔心信用貼水飆升，頻頻提供隱性擔保，以致價格機能無法充份發揮。自 2012 年起，大陸逐步取消金融機構存貸利率管制、建立市場利率定價自律機制、推動同業存單及大額存單之發行和交易等開放措施。同時，人行發展多元貨幣政策工具，企求改善傳導機制，強化對市場利率調控；新工具包括：短期流動性調節工具(SLO)、常備借貸便利(SLF)、中期信貸便利(MLF)、抵押補充貸款(PSL)等。

資本市場開放是提高人民幣廣泛使用與自由兌換程度的必要工作，此一方面回應人民幣納入 SDR 對國際社會之承諾，另一方面，也是化解美元位居國際儲備貨幣獨強地位，所需進行之任務。惟當前大陸資本市場仍有諸多問題尚待解決，如證券市場對外人開放不足、專業機構投資人比重過低、政府干預市場措施頻見、交易與會計制度尚未與國際接軌等。上述情況亦是造成本 2016 年初陸股熔断機制失靈之遠因。

另外，大陸開放資本市場，必然降低人行對人民幣匯率掌控程度。未來一旦人民幣匯率重貶，外人對大陸各項投資勢必卻步，國內資本外流情況恐將加劇。

臺灣在經貿及金融與中國大陸往來高度密切，須謹慎防範大陸金融外溢負面衝擊。2015年8月11日大陸實施匯改與2016年初人民幣貶值及陸股熔斷機制失靈，均引發全球股市下跌、新興市場貨幣貶值，此反映中國大陸金融外溢效果在貿易與金融管道疊加下，向外傳遞力道增加。2015年811匯改讓人民幣意外大幅貶值，造成全球股匯市動盪，金融情況緊俏。一般認為，此事件使得Fed延後至該年12月才啟動升息周期。由於去年底與本年初大陸無預警再度讓人民幣中間價貶值，導致大陸股市重挫。加上當地熔斷機制設計不當，使得陸股2度觸及該機制(大盤指數當日收盤前跌幅即達7%)而提前收盤，市場恐慌情緒蔓延至全球金融市場。