

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 CITIGROUP 2016
中國大陸投資論壇心得報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：張淑美（副科長）

陳佩瑜（四等專員）

派赴國家：中國大陸

出國期間：105 年 10 月 31 日至 105 年 11 月 4 日

報告日期：105 年 12 月 2 日

摘要

自金融危機爆發後，全球經濟表現疲軟，中國大陸出口與國內投資下滑，經濟成長放緩。故自 2011 年以來中國大陸加速經濟再平衡，以追求可持續的經濟成長。此經濟轉型之外溢效果透過貿易、大宗商品及金融等管道影響其他國家，短期雖帶來痛苦與挑戰，惟若處理得宜，長期將有助於全球經濟成長。

另外，中國大陸信貸過度增長及槓桿化問題已引起全球關注。中國大陸學者朱寧教授提出「剛性泡沫 (Guaranteed Bubble)」觀點，認為當務之急必須去除政府擔保問題，只有當大眾建立投資風險認知，市場發揮配置功效，才可能避免經濟「硬著陸」。

台灣長期與中國大陸的貿易連結緊密，故受中國大陸經濟下滑的衝擊較大；面對中國大陸紅色供應鏈的崛起，我們應及早思考短期除了採寬鬆貨幣政策、財政政策外，長期是否須進行多元產業發展與結構性改革來因應。

目 錄

壹、研討會目的.....	1
貳、中國大陸經濟再平衡現況	2
一、經濟再平衡的 4 個面向	2
二、經濟再平衡現況	3
三、經濟再平衡的外溢效應	7
參、剛性泡沫—中國信貸過度增長及槓桿化問題	10
一、背景	10
二、關於泡沫	11
三、剛性泡沫在中國具體表現-房地產價格居高不下 ...	14
四、如何化解剛性泡沫	16
肆、心得及建議.....	18
伍、參考資料.....	19

壹、研討會目的

本次 Citigroup 在深圳及澳門兩地舉辦「2016 中國大陸投資論壇(China Investor Conference 2016)」，邀請了包括銀行及保險公司等機構投資者(如中國銀行、中國建設銀行、招商銀行、友邦保險、中國平安保險等)以及各方產業代表(包含科技業、石化業、證券業及汽車業等)。會議除採論壇方式進行外，亦提供投資者對超過 120 家公司進行一對一個別諮詢會議，累計 4 天共舉行了多達 5,000 多場一對一會議及實地場勘活動。

主論壇部分邀請 IMF 駐華首席代表 Alfred Schipke、前英國央行總裁 Marvyn King 及前中國大陸政府官員等探討中國大陸近期發展及改革、中國大陸金融風險(剛性泡沫)及中國大陸經濟轉型與結構性改革等。分論壇部分則邀請產業專家針對金融科技創新產業作介紹，包括 P2P 平台發展、中國大陸科技金融(Fintech)及 eWallet 之發展等。

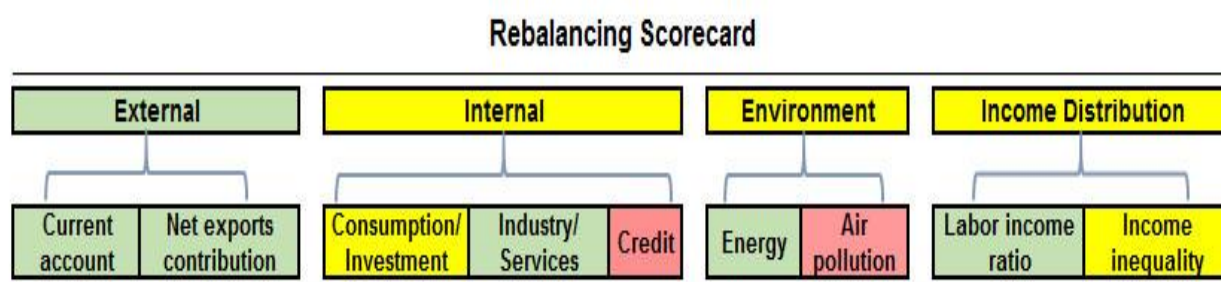
本篇報告將聚焦介紹**中國經濟再平衡轉型現況與其外溢效應**；並扼要摘錄中國大陸學者朱寧教授對中國大陸經濟「**剛性泡沫 (Guaranteed Bubble)**」的擔憂及看法，期許能提供本行未來政策分析之參考。

貳、中國大陸經濟再平衡現況

長期以來，中國大陸憑藉著出口、投資帶動經濟高速成長。金融危機爆發後，由於全球經濟表現疲軟，中國大陸外需與國內投資下滑，過去動輒 10% 以上的經濟成長率已不復在，取而代之的是所謂「新常態 (New Normal)」經濟成長。2011 年以來中國大陸先後實施「十二五規劃 (2011-2015)」及「十三五規劃 (2016-2020)」，加速經濟再平衡，以追求可持續的經濟成長目標。

一、經濟再平衡的 4 個面向 (圖 1)：

圖 1: 中國大陸經濟再平衡項目



資料來源：IMF

(一) 外部(external)再平衡：由外需（出口）導向轉為內需導向。

(二) 內部(internal)再平衡：

1. 需求面：由投資驅動轉為消費驅動成長模式。
2. 供給面：由工業轉型為以服務業為主。
3. 信貸投入面：降低產出對信貸的依賴 (credit intensity)、提升信

貸資金配置效率。

(三) 環境(environmental)再平衡：減少排碳、改善空污，及創造環境

友善之產出。

(四) 所得分配(income distributional)再平衡：提升勞動所得占 GDP

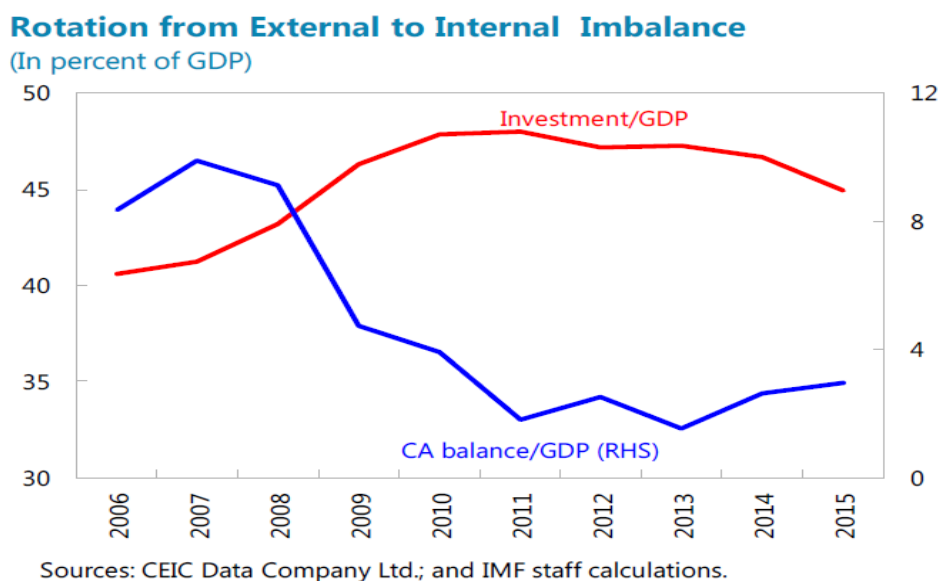
比重、改善所得分配。

二、經濟再平衡現況：

(一) 外部再平衡進展顯著：

中國大陸經常帳戶順差占 GDP 比重，已從 2007 年 10% 的高峰下降至近年的 3% 左右，出口已不再是促進經濟成長的主要驅動力。顯示金融危機以來，中國大陸已有效緩解對外部需求的依賴；但內部失衡卻在加劇，大規模的財政刺激措施使投資占 GDP 比重大幅上升至 2011 年的 47% 左右。(圖 2)

圖 2：中國大陸經常帳順差與投資之 GDP 占比

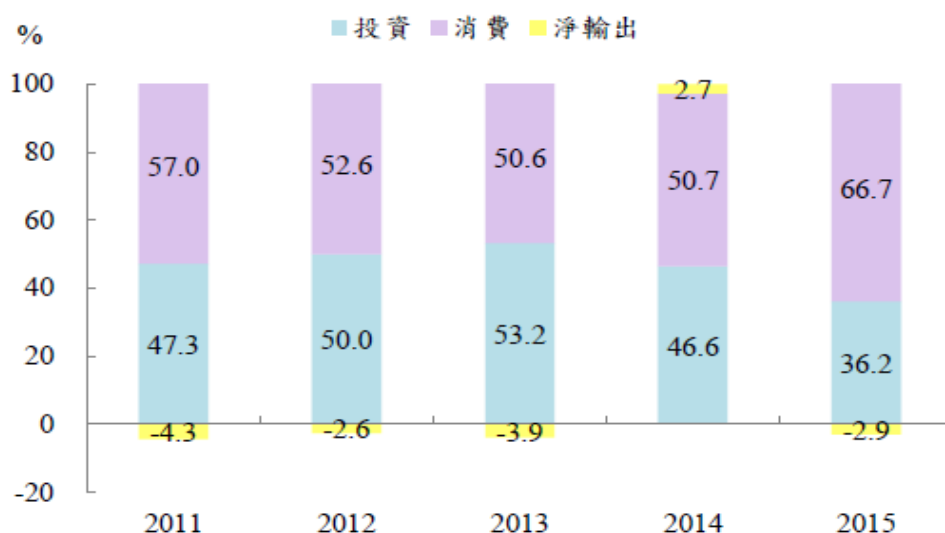


(二) 內部再平衡憂喜參半：

自 2012 年起，由投資轉向消費、工業轉向服務業的內部再平衡均有所進展，但產出對信貸的依賴程度卻不見改善。

1.需求面：2015 年中國大陸消費對經濟成長的貢獻率已達三分之二，顯示經濟成長已由投資驅動轉型為消費驅動（圖 3）。

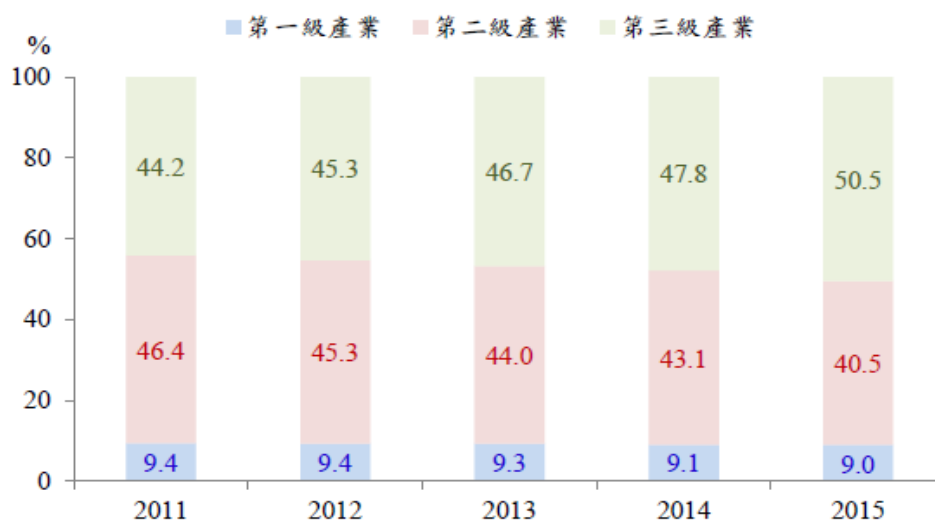
圖 3：中國大陸各項需求對經濟成長之貢獻率



資料來源：Thomson Datastream

2.供給面：中國大陸工業產出於 2011 年攀至高峰，隨後在 2012 年啟動去工業化。工業（第二級產業）成長漸緩，服務業（第三級產業）占 GDP 比重逐漸上升（圖 4）。

圖 4：中國大陸三級產業占 GDP 比重

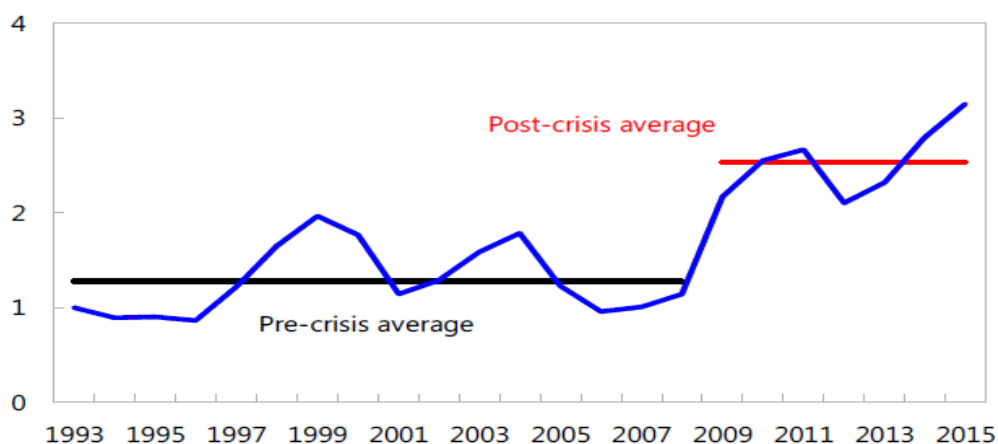


資料來源：中國國家統計局

3. 信貸投入面：在降低產出對信貸的依賴程度方面，進展停滯。若以每增加一單位產出(GDP)所新增之信貸來衡量，該指標(credit intensity)於金融危機後大幅上升(圖 5)。這證明國企改革尚需持續推動，才能有效提升信貸配置效率，改善資源錯配情形。

圖 5：中國大陸信貸密集度

Credit Intensity Rising Further 1/ (New credit per unit of additional GDP)



Sources: CEIC Data Company Ltd.; and *World Economic Outlook (WEO)* and IMF staff estimates.
1/ Plotted as 3-year rolling average.

(三) 環境與所得分配再平衡僅部分改善：

由於產業結構逐漸轉向服務業發展，有助環境減碳目標，降低產出的能源密集度，但城市空氣污染依然嚴重（圖 6、7）。同樣地，儘管 GDP 的勞動收入占比上升，但貧富不均狀況改善有限，2013 年中國大陸基尼係數(Gini index)達 0.53，為全球嚴重所得分配不均國家之一。（圖 8）

圖 6：中國大陸能源密集度趨勢圖

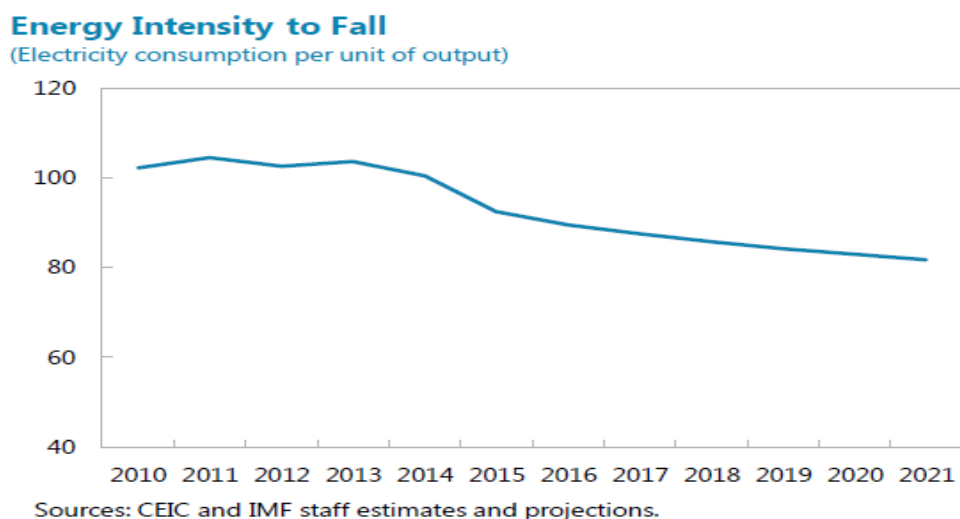


圖 7：北京之細懸浮微粒指標

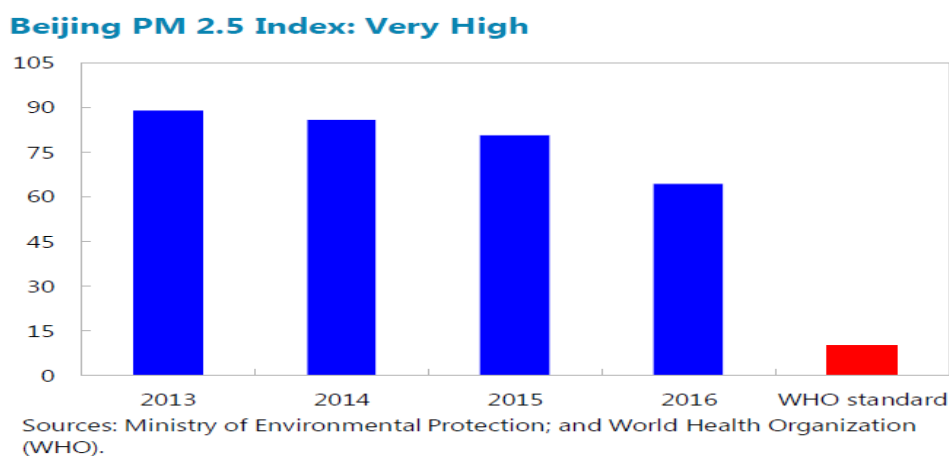
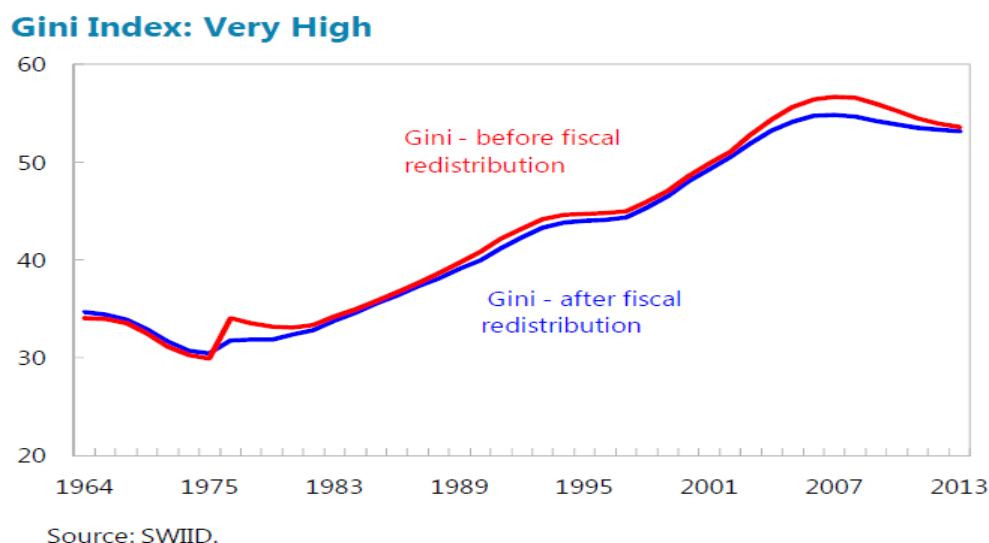


圖 8：中國大陸吉尼係數



三、經濟再平衡的外溢效應：

目前中國大陸經濟再平衡是朝向內需驅動、可持續的成長模式進行，轉型初期難免會經歷一波經濟成長放緩期，此經濟轉型之外溢效果係透過貿易、大宗商品及金融等三管道影響其他國家，短期雖帶來挑戰，惟若處理得宜，長期將有助於全球經濟成長。

(一) 貿易管道：

中國大陸是全球第三大經濟體（僅次於歐元區及美國），其 GDP 占全球比重從 2000 年的 3% 上升至 2015 年的 13%，進口額由 3% 上升至 10%。其經濟放緩與轉型，減少了對機械及原物料的進口需求，將影響出口國之收益，特別是貿易連結緊密的亞洲國家（圖 9、圖 10）。此外，中國大陸中間商品生產之「在岸化」（on-shoring）及產能過剩也影響全球商品價格。

圖 9：中國大陸 GDP 與進出口成長情形

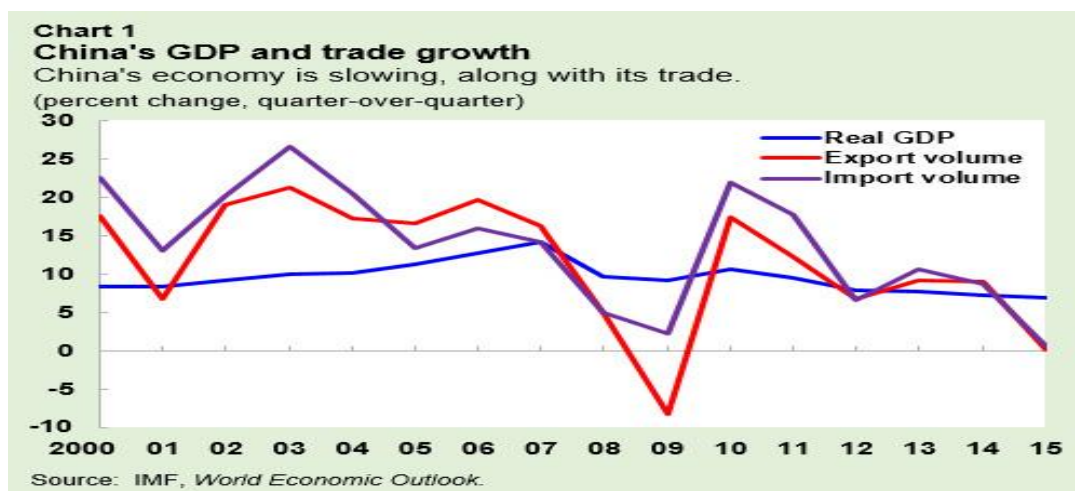
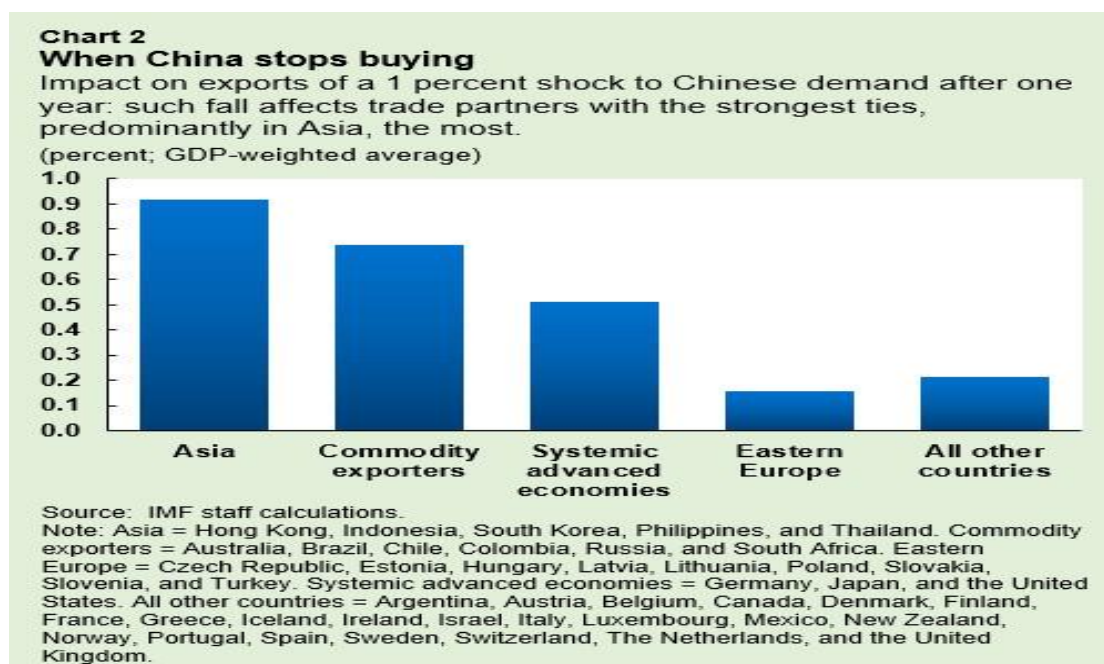


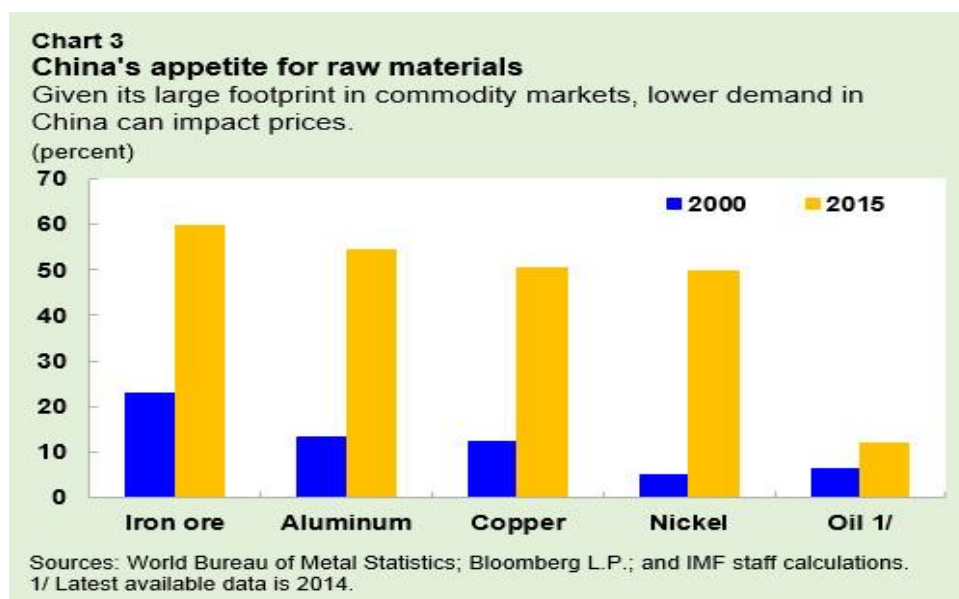
圖 10：中國大陸需求減緩對其他國家之影響程度



(二) 大宗商品管道：

中國大陸對金屬（如鐵礦石、鋁、銅和鎳等）和石油的消費需求巨大，2015 年消費量分別占全球的 40% 及 11%，其需求下降不僅造成價格下跌，也影響大宗商品出口國的收益面臨結構性下滑（圖 11）。

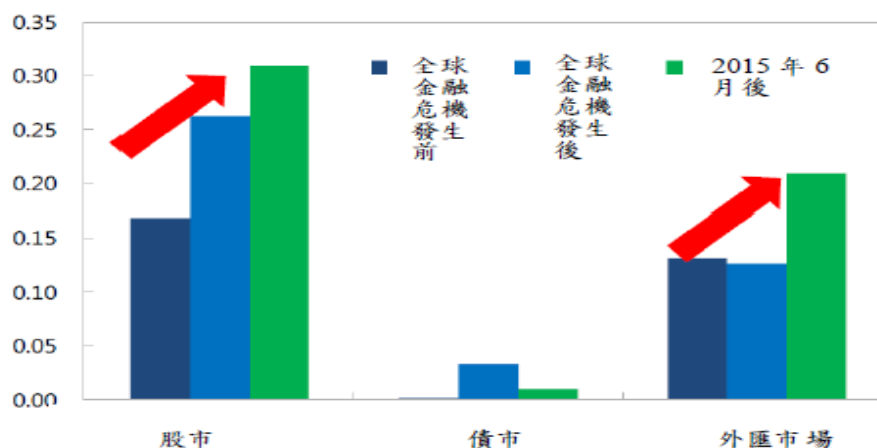
圖 11：中國大陸對大宗商品需求占比



(三) 金融管道：

隨著中國大陸對全球貿易及金融市場之影響力提升，其金融脆弱性可透過影響投資人信心，繼而傳導至新興經濟體之金融市場及匯率。尤其是與中國大陸連結緊密的亞洲國家，其股、匯市波動之相關性已進一步上升（圖 12）。

圖 12：亞洲金融市場與中國大陸之相關性



資料來源：IMF (2016), "The People's Republic of China: Selected Issues," Aug.

參、剛性泡沫—中國信貸過度增長及槓桿化問題

一、背景

目前中國大陸經濟存在一些現象，企業在政府鼓勵和保證下，不斷大量投資，他們認為即使投資失敗，政府和國有銀行不會坐視不管，於是持續生產，終究面臨產能過剩問題。投資者則認為只要有政策支持，不管是股市、房市及或網際網路金融領域等，其投資收益皆可獲得擔保，更有動機以增加財務槓桿率或不透明的金融創新等方式操作，導致過度投機和資產價格泡沫。地方政府則以「大量舉債」推動短期經濟成長，根據 2013 年中國審計署資料顯示，從 2010 年到 2013 年下半年，中國大陸地方政府債務上升了 70%，達到了二十兆人民幣左右，相當於中國大陸 40% 的 GDP 規模。

上述現象起因於過去三十年，中國大陸政府為刺激經濟或吸引投資，為銀行、國有企業、地方政府，以及房市和股市等提供擔保。雖然這種擔保對於中國大陸經濟高速發展有非常大貢獻，但也扭曲了大眾投資風險認知，造成現今信貸過度增長及槓桿化問題。依 IMF 估算，2009 年至 2015 年間，中國大陸民間非金融部門債務占 GDP 比重，從 150% 上升至 200% 以上；其信貸年成長率約在 20% 上下，遠高於其 GDP 成長率。於是，中國大陸學者朱寧教授敲響了警鐘，提出「剛性泡沫（Guaranteed Bubble）」觀點。

二、關於泡沫

(一) 泡沫的意義

依據哈佛教授 Charles Kindleberger¹ 說法，泡沫是指在一個連續過程中，資產價格背離基本面的實質價值而急速上漲，之後又大幅下跌的現象。換言之，一開始資產價格上漲，使人們預期價格將會進一步上漲，因而吸引新的買者（一般是以買賣資產賺取利益的投機者，他們其實對資產的使用及獲利能力並不感興趣）。隨著價格的不斷飆漲，最後產生和預期相反、價格暴跌，導致金融危機。

(二) 歷史上泡沫

- 1. 17 世紀荷蘭鬱金香泡沫：**一顆沒有什麼實際價值的鬱金香種子，竟可在荷蘭首都阿姆斯特丹買 20 幢連排別墅。
- 2. 19 世紀中期英國鐵路狂熱：**造成英國至今仍是全球鐵路密度最高的國家之一。
- 3. 1980 年代日本房地產泡沫：**當時東京熱門地區的辦公大樓售價高達每平方公尺 100 萬美元，房地產泡沫破滅後，房價步入漫長的下跌，日本經濟陷入失落的二十年。
- 4. 1990 年代網際網路泡沫：**當時任何與網際網路有關的公司，無

¹ *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, 1978

論其發展前景如何，均吸引眾多投資者瘋狂投入買股，網絡經濟泡沫破裂後，在 2000 年 3 月到 2002 年 10 月間 IT 業界市值減少約 5 兆美元。

5. 2005 至 2007 年全球房地產泡沫及 2008 次貸危機：危機發生至今已近 9 年，對全球的影響仍未完全消除。美國經濟經過三輪 QE 和零利率才開始走出衰退，而歐洲及日本經濟即使推出 QQE 和負利率仍處於低谷，中國大陸經濟從此告別了高增長時代。

(三) 泡沫產生條件

任何泡沫產生均有下列幾項條件，反之則不必然（即泡沫都有這些條件，但只要政府調控得宜，即使這些條件存在，卻不一定會有泡沫）：

- 1.過度貨幣供給量：**任何一個泡沫的形成背後都有超級寬鬆流動性或極高的貨幣供應。
- 2.泡沫背後有「新」的現象：**如新技術（如網際網路）、新產品（如鐵路）、新概念（如 O2O）或新商業模式等。當大家對於傳統經濟金融模式不感興趣，這種新的現象會引發投資者對發展前景的憧憬。在極度寬鬆的貨幣環境下，一般傳統投資報酬相對比較低，以至於投資者不得不去追尋具有創新思維的另類投資產品，然而這種產品往往因政府監理制度的落後產生相對較高的

風險和泡沫。

3.缺乏成熟投資者：當經濟體裡存在相對較多經驗不足的投資者，

由於他們不熟悉金融運作，容易受到短期資產價格上漲所吸引，往往忽略風險甚至舉債投資（投機），導致市場出現風險或泡沫。

4.背後都一定有政府的支持：任何泡沫的形成都與當地政府的政策

支持有關，很多時候政府為了推動經濟發展、防止經濟出現下滑或崩盤，持續提供政策擔保，結果反而造成資源錯置、生產力下降，最終導致泡沫。

（四）中國大陸經濟具備泡沫必要條件

「存在必要條件不一定會發生泡沫，但意味著金融風險處在一個相對比較高的水平。」朱寧教授說。過去三十年中國大陸經濟高速發展，主要來自政府提出三個方面的擔保：

1.政策擔保：「不論黑貓白貓，抓到老鼠就是好貓」、「發展是硬道

理」二、三十年前這些政令宣導對於當時整個社會追求的目標有很大影響。因當時中國大陸經濟仍處於文革後時期，對於整個國家發展方向沒有形成共識，之後在政府提出強烈的促進發展、保證發展、促進經濟的施政理念轉換下，才有過去三十年為全世界所矚目的高經濟成長成績。

2.流動性擔保：中國大陸的廣義貨幣供給量 M2，從 2000 年 11 兆人民幣到 2014 年超過 120 兆人民幣，成為全球最大的貨幣供應國；其 GDP 占美國的 70%左右，但貨幣供給量卻將近美國的 1.5 倍。政府藉由提供金融體系的流動性，降低資金成本，鼓勵投資、創業，推動經濟發展。

3.投資擔保：為了要吸引投資，政府透過對投資擔保來降低可能的投資損失。但如此一來，投資者覺得投資無風險，反而過度投機。此外，由於槓桿增加、風險積累，亦衍生出嚴重「產能過剩」問題。一些產能過剩行業（例如鋼鐵業或煤炭業），儘管長期面臨虧損，仍得到政府高額補助，反而引發道德危機（Moral Hazard），吸引更多企業進入，甚至有些企業到政府重點發展的領域經營，透過大量融資與開發，把企業不斷做大，達到「大到不能倒」狀態。政府基於國家信用和社會就業安定，只好繼續貸款給這些體質不夠健全的企業。

三、剛性泡沫在中國具體表現--房地產價格居高不下

中國大陸房價上升和貨幣供給量成長速度，幾乎亦步亦趨。過去幾年房價快速上漲，主要係中國大陸是一個封閉式經濟體，貨幣供給的使用和投資均受限。由於過去快速成長的貨幣供給量，必須有多元投資管道加以去化，在缺乏其他較佳投資管道及亞洲人熱愛實體資產

(例如房地產、黃金)的文化背景下，房地產成了最佳選擇，導致房地產價格出現了數十倍的上漲。不僅上海房租收益率低於 2%，遠低於國際合理水準的 5-6%；中國大陸十大主要城市房價所得比達 10.2 倍，遠高於美國的 3 至 4 倍，國際合理水準的 4-6 倍²。2015 年中國大陸全國房地產市值約 250 兆人民幣，相當於同年 GDP 的 4 倍、股市市值的 6 倍。另一方面，房地產和相關領域，在中國經濟成長占很大比重(根據 IMF 估算，中國大陸房地產投資占 GDP 的比重從 2003 年的 7.39% 已上升至 2015 年的 14.18%)，尤其中國大陸政府長期追求經濟成長率，高的房地產價格，正好支撐著經濟成長，但同時也埋下泡沫的危險因子。

儘管過去中國大陸政府曾進行多次房地產調控措施，但礙於地方政府財政收支壓力巨大，對房地產市場和土地財政的依賴與日俱增下，增加政府調控的難度。因而每次調控不僅價格沒下跌，反而出現飆漲情況，造成投資者心理更堅定--房價是不可能下跌的!於是，房地產成為投資者認為既安全又高投資報酬之標的，有更強動機擴大槓桿操作以進行投機，甚至不惜透過收入造假、假離婚來騙取貸款及取得購房資格。

² 據考證是 20 世紀 90 年代初世界銀行專家 Andrew Hamer 在進行中國住房制度改革研究時所提出。
<https://www.bartlett.ucl.ac.uk/dpu/publications/bartlett/dpu/latest/publications/dpu-working-papers/WP148.pdf>，第 20 頁

四、如何化解剛性泡沫

面對現今中國大陸經濟可能產生泡沫，當務之急必須去除政府擔保問題，只有當大眾對經濟增長速度和投資報酬率形成正確且不受政府擔保的預期後，市場才能發揮有效配置經濟資源，同時，政府應採取適時調控及改變經濟成長模式，才可能避免一場嚴重的金融危機，其主要建議如下：

（一）發揮市場機制

為了使中國大陸金融體系，對於風險和報酬有合理分配，必須允許風險性產品違約，讓投資者自行承擔投資損失，打破政府擔保的預期，才能真正建立風險意識。此外，允許「殭屍企業」破產和倒閉，尤其國有企業改革，才能引導資金和資源流入優良企業。如此一來，市場可發揮淘汰機制，幫助經濟資源有效分配。

（二）採取適時調控機制

中國大陸政府應退出擔保角色，進而採取適當調控機制，包括建立住房登記制，加強對貸款槓桿及土地投機之監管；採取中性穩健的貨幣政策；推動財政改革改變地方政府對土地財政的依賴；加強財政紀律，建立具持續性的財政制度；健全破產法規範等。

(三) 改變經濟成長模式

中國大陸現在面臨最大挑戰是去產能、去庫存、去槓桿。產能過剩的問題嚴重到河北省一個省的鋼鐵產量，甚至超過其他任何一個主要發達經濟體鋼產。因此，國內市場勢必需作轉型，從增加要素投入轉換為提升勞動生產率。

肆、心得及建議

中國大陸是全球第三大經濟體（僅次於歐元區及美國），近年經濟成長趨緩，進口成長率下滑。台灣與中國大陸的貿易連結緊密，且對中國大陸投資活動參與程度高，故受中國大陸經濟下滑衝擊較大；另中國大陸紅色供應鏈的崛起，亦影響台灣出口表現。透過此次論壇讓我們對中國大陸經濟情況及其轉型之外溢效果有更深刻了解，並提醒我們思考短期除了採寬鬆貨幣政策、財政政策外，長期是否須進行多元產業發展與結構性改革來因應。包括積極落實「五加二」創新產業計畫³，重新打造成長新利基；解決五缺困境（缺水、缺電、缺工、缺地、缺人才），以鼓勵民間投資；推動加入區域經濟整合，以擴大出口市場等等。

³「五加二」重點產業包括，「綠能科技」、「亞洲·矽谷」、「生技醫療」、「國防航太」、「智慧機械」，以及「循環經濟」、「新農業」。

伍、參考資料

1. IMF (2016) "THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA: SELECTED ISSUES", IMF Country Report No. 16/271, AUG
2. Longmei Zhang (2016) "Rebalancing in China—Progress and Prospects" IMF Working Paper WP/16/183, SEP
3. Wojciech Maliszewski, Serkan Arslanalp, John Caparusso, José Garrido, Si Guo, Joong Shik Kang, W. Raphael Lam, T. Daniel Law, Wei Liao, Nadia Rendak, Philippe Wingender, Jiangyan Yu, and Longmei Zhang (2016) "Resolving China's Corporate Debt Problem" IMF Working Paper WP/16/203, OCT
4. 中央銀行 105 年 9 月 29 日理監事會後記者會參考資料
5. 中國大陸國家統計局 <http://www.stats.gov.cn>
6. 2015 全球房地產指南
<http://www.globalpropertyguide.com/Asia/China/Rental-Yields>
7. 朱寧 (2016), The Guaranteed Bubble (剛性泡沫：中國經濟為何進退兩難), NOV