

中國大陸金融市場改革及其對台灣金融業之影響與挑戰

計畫主持人：黃志典

研究助理：曾澧堯、康上恩、李冠毅

台灣大學國際企業學系暨研究所

台北市羅斯福路 4 段 85 號

Tel：3366-4975

e-mail：jdhwang@ntu.edu.tw

計畫執行期間：2016 年 1 月 15 日至 2016 年 12 月 31 日¹

¹ 本計畫執行期間為 2016 年 1 月 15 日至 2016 年 12 月 31 日，計畫所使用的資料為 2016 年底之前可以取得的最新資料，亦即年資料截至 2015 年，月資料與日資料截至 2016 年中；部分資料係針對 2016 年底之後出現的重大發展而補充。另外，本計畫的研究對象為中國大陸的金融市場改革，並非中國大陸的金融市場發展，後者的範圍遠比前者廣，屬於後者的諸多議題也值得關注，但不在本次計畫的研究範圍。以上說明特別請讀者知悉。

目 錄

摘要	/3
第1章 中國金融改革的總體經濟背景	
一、中國的總體經濟失衡	/9
二、中國面臨的經濟發展約束	/18
三、中國經濟成長模式的轉變	/22
第2章 中國金融改革的歷程及現狀分析	
一、中國金融體制改革的歷程	/34
二、中國現行金融體系的結構特徵	/36
三、中國的金融市場改革歷程	/51
四、中國的「三難抉擇」	/69
五、金融改革順序論與協調推進論	/71
第3章 中國中小企業融資問題分析	
一、中國中小企業融資現狀分析	/73
二、中國中小企業融資困難的原因	/76
三、中國的中小企業金融服務體系	/78
附錄：中國中小企業劃分標準	/88
第4章 中國現行金融體系的效率分析	
一、中國金融體系對經濟均衡成長的約束	/92
二、中國金融體系的資源配置效率	/96
三、中國金融體系的風險分散功能	/103
第5章 中國金融市場改革對台灣的影響與機會	
一、兩岸金融資產價格的連動關係	/105
二、兩岸金融業交流現況	/114
三、對台灣金融業的影響與機會	/118
參考文獻	/127

摘 要

第 1 章 中國金融改革的總體經濟背景

自 2012 年以來，中國的經濟成長趨緩並且出現比較獨特的失衡現象，主要表現為製造業產能過剩、國內資本供應過剩等，以上問題都與中國當前的金融體系發展相關，也突顯出中國推動金融改革的必要性與迫切性，而中國政府也將金融改革作為調整經濟失衡的重要手段。

中國的經濟成長方式是「高投入、高消耗、高排放、不協調、難循環、低效率」，中國為此付出了巨大的代價，過去支持經濟高速成長的一些有利條件已經開始逆轉，包括環境保護成本上升、資源與能源價格上升、資金成本上升、出口需求減緩、勞動力成本上升與人口高齡化、土地價格上升等。不過，最近這幾年中國的成長模式已經有轉變的跡象。過去中國經濟成長模式的特點是高速成長和結構失衡，自 2008 年以來，中國經濟在這兩方面已經發生比較明顯的變化：一方面，經濟成長速度下降，2012 年跌至 8% 以下，以後更是逐年下降；另一方面，經濟結構發生變化，例如經常帳出超縮小、所得分配不平均的現象改善、消費占 GDP 的比重上升，這些變化似乎預示中國的經濟成長模式已經開始發生變化。中國經濟過去的成長模式的形成及最近的轉變可以歸因為生產要素市場的變化。

第 2 章 中國金融改革的歷程及現狀分析

中國的金融體制改革並沒有依循國外成熟經濟體的改革模式，而是參考國外改革的經驗，結合中國的特殊國情，採取漸進改革的模式。整體而言，中國的金融體制改革落後於商品經濟體制改革，隨著計劃經濟向市場經濟轉型，金融體制中的一些深層問題日益明顯，阻礙經濟的可持續發展。儘管中國的金融體制改革獲得了重大進展，中國目前的金融發展程度還有待提升，這主要反映在中國的金融資產規模雖然快速增加，但是金融體系的效率卻沒有明顯提高。中國現行的

金融體系由銀行主導的特徵相當明顯，銀行在資源配置中有舉足輕重的作用。目前，中國經濟正處於轉型階段，過去的低成本、高消耗的粗放式成長模式已不可持續。金融結構會影響金融體系的動員並配置資本的功能和效率，進而影響一國的金融發展和經濟成長，金融結構包含資產結構、市場結構、產業結構以及開放結構等方面，由這些金融結構特徵，可以發現中國現行的金融體系存在結構性失衡和缺陷。

中國的金融市場改革並沒有按照固定順序實施，而是在不同階段有不同改革方向。1978 年至 1992 年間，中國的金融改革主要為匯率改革（匯率雙軌制改革）和資本帳開放（建立經濟特區、吸引外人直接投資等）；1993 年至 2004 年間，主要是利率市場化改革；2005 年至 2011 年間，主要是匯率市場化和資本帳開放；2012 年之後則是利率市場化改革、匯率市場化改革與資本帳開放同步推進。

中國的貨幣市場利率、債券市場利率與外幣存貸款利率，基本上都已經市場化，至於人民幣存貸款利率，中國人民銀行已經解除對貸款利率的下限管制與對存款利率的上限管制，但是存款基準利率與貸款基準利率仍然是由中國人民銀行設定；人民幣匯率基本上是參考一籃子貨幣決定，市場化程度提高。在資本帳開放方面，自 2015 年起，由於中國出現較大規模的資本外流與人民幣預期貶值心理，中國有加強資本管制的跡象。值得注意的是，中國以黨領商、以政領商的色彩比較濃厚，中國人民銀行雖然不再限制存款與貸款利率的浮動區間，但是，金融機構自主決定利率的空間有多大，仍有待觀察。

目前，中國既想要有獨立的貨幣政策，還要維持匯率基本穩定，並且承諾要讓人民幣在資本項目下可以自由兌換（即允許資本自由移動）。根據「三難抉擇」的命題，中國必須在這三個目標裡捨棄一個。作為大國而且基於經濟發展需要，中國不可能放棄獨立的貨幣政策，因此，中國在維持匯率穩定與允許資本自由移動兩者之中只能選擇一個。如果中國選擇讓資本自由移動，則它將不得不允

許人民幣自由浮動，而現在允許人民幣自由浮動，很有可能導致人民幣急劇貶值。

如果中國選擇維持人民幣匯率相對穩定，則它將不得不加強資本管制。

最近一年多來，中國政府明顯加強了資本管制，另一方面人民幣則持續小幅貶值，由此或可推測中國政府的政策優先順位：維持人民幣匯率穩定高於開放資本管制。

金融改革是否應該依照既定的順序進行，一向是國際學術界與決策者關注的焦點。在國際學術界占主導地位的金融改革理論主張，金融改革應該依照「先內後外」的順序進行，這一理論簡稱為「先內後外順序論」。但中國國內也有一些學者主張，金融改革不能是「先內後外」也不應該有既定的順序，而應該是「協調推進」，亦即應協調推進利率、匯率與資本帳開放，這一理論簡稱為「協調推進論」。長期以來，中國的經濟改革大致是採取摸著石頭過河的改革路線，金融改革協調推進論比較合乎中國的漸進式改革思維，觀察中國過去金融改革的細部過程，協調推進的色彩比較濃厚。但是，就目前中國金融改革已經達到自由化的項目（利率）及自由化程度仍有待推進的項目（匯率及資本流動）綜合來看，中國金融改革的大方向其實也與「先內後外順序論」所主張的一致。

第 3 章 中國中小企業融資問題分析

在銀行主導的間接融資模式下，信貸資金是維繫企業生命的血液，資金短缺會嚴重阻礙中小企業的發展，甚至造成中小企業無法繼續生存。目前，中國中小企業正處在加速轉型升級時期，資金需求更高。從中國中小企業的銀行貸款現狀來看，儘管銀行業增加對中小企業的貸款，但是仍然不能滿足中小企業的融資需求。和股份制商業銀行、城市商業銀行等其他類型的金融機構相比，占銀行業主導地位的國有商業銀行對中小企業的信貸服務有較大的提升空間。

中國的民間融資是推動經濟運作的重要力量，但長期以來都遊離於國家監管與法律之外，非法集資欺詐與借貸糾紛頻傳。為了規範民間融資的發展，2011 年 11 月溫州市政府推出一個創新的金融機構——民間資本管理公司，民間資本管

理公司被定位為提供資本管理、專案投資與資本投資諮詢等服務的股份有限公司。2012 年 2 月 28 日，中國第一家民間資本管理公司——溫州甌海信通民間資本管理股份有限公司正式營業。由於試驗成功，目前民間資本管理公司已經推廣到中國各地，逐漸成為中國中小企業獲得融資的重要手段，從目前的發展趨勢來看，將來非銀行金融機構可望在中國的中小企業融資中扮演重要的角色。

第 4 章 中國現行金融體系的效率分析

本章從三方面評估中國金融體系的效率：(1) 金融體系對經濟均衡成長的約束；(2) 金融體系的資源配置效率；(3) 金融體系的風險分散功能。過去幾年，中國的金融改革獲得了不少成就，金融體系不斷發展，儘管如此，中國金融體系的發展主要體現在數量擴大及規模擴張上，金融體系的效率相對不高。目前中國的金融體系與實體經濟存在一定的脫節，不利於內外均衡的實現，主要表現為：儲蓄無法順暢地轉換為投資、資本管制、利率未完全市場化、非正規金融體系的定位不清、資本市場融資規模有限。

第 5 章 中國金融市場改革對台灣的影響與機會

計量分析結果顯示，2005 年 7 月至 2008 年 7 月，人民幣對七個東亞貨幣匯率的影響都不顯著。但是 2010 年 6 月至 2016 年 9 月，人民幣對韓圓、新加坡幣及新台幣匯率的影響轉為顯著，在這三個匯率中，人民幣對新台幣匯率影響的顯著程度最大，人民幣在新台幣通貨籃內的權重比人民幣在韓圓及新加坡幣通貨籃內的權重還高，而且人民幣在新台幣通貨籃內的權重也比美元、歐元與日圓在新台幣通貨籃內的權重還高，這似乎隱含在七個東亞貨幣中，人民幣對新台幣匯率的影響力最大，而且人民幣對新台幣匯率的影響力有超越美元的趨勢。

另外，計量分析結果也顯示，兩岸的金融市場有部分整合的關係，但是兩岸的實質利率完全沒有連動關係，其主要原因可能是兩岸的商品市場完全沒有整合關係。一個經濟體的實質利率如果受其他經濟體的實質利率的影響越大，這個

經濟體獨立施行貨幣政策的空間越小，兩岸的實質利率沒有連動關係隱含台灣中央銀行的貨幣政策可以不受對岸牽制。

目前，中國正在加強對中小企業的融資支援，台灣銀行業者對中小企業放款經驗豐富，可將經驗應用於大陸市場。由於大陸正在積極推動城鎮化、平衡城市與鄉村地區的發展，村鎮銀行與城市商業銀行來的成長空間可望超過全國性的商業銀行。依據《台灣地區與大陸地區金融業務往來及投資許可管理辦法修正條文》，除了辦事處外，台灣銀行業者的登陸型態只能在設立分行、子行及參股投資這三者中擇二辦理，而且在大陸地區的營運資金及投資額加總不得超過銀行淨值的 15%。在此限制之下，台灣銀行業者在大陸地區展業所能投入的資金有限，在此限制之下，台灣銀行業者在大陸地區展業所能投入的資金有限，基於此，對於前往大陸展業的台灣銀行業者而言，設立或參股中小型的城市與農村商業銀行是比較可行的選項，除了比較可行之外，這兩類銀行也是近年來大陸地區獲利成長最快速的銀行業金融機構。然而值得注意的是，近年來外資銀行的稅後利潤成長大幅落後於其他主要銀行業金融機構，而且外資銀行的獲利狀況非常不穩定，可見外資銀行很難與大陸地區的本地銀行競爭，因此，台灣銀行業者如果要在大陸地區擴展業務，應該以外資銀行為借鏡，審慎擬定合適的經營策略。

隨著台資企業在大陸的規模逐漸成長，為了發展所需而衍生的金融需求，加上大陸近幾年推動的金融改革，都可望給台灣證券業者帶來可觀的發展機會。台資證券業者可以根據在大陸的台資企業的金融需求，開發相關商機。另外，基於過去市場經驗的累積，相對於大陸當地證券商，台灣證券業者在金融產品與金融交易方面的技術、知識與服務上都具有優勢，如果能與大陸當地證券商合作，以這些優勢，搭配當地證券商的關係網絡，應該可以獲得許多商機。但是，隨著經濟的快速成長、高等教育的普及、往海外留學和交流的高端人才眾多，大陸地區各行各業的人力素質都在快速提升，台灣證券業者的這些優勢恐怕幾年內就會消失殆盡。

長期以來，大陸的 GDP 快速成長，加上儲蓄率高，目前大陸的人均財富、全國家庭財富總額及高淨值居民的人數，都相當可觀。隨著人均財富及高淨值人羣的增加，大陸居民對金融理財產品的需求明顯提高。由於全國的家庭財富總額龐大，加上目前大陸境內的優質資產比較少，大陸居民對境外資產的潛在需求十分可觀，因此，不論是大陸境內的資產管理業務、跨境金融業務、境外資產管理業務，未來都有很大的發展空間，投資者需要藉助有投資背景和經驗的機構來實現資產配置。如果大陸的資本管制能夠進一步放鬆，跨境金融業務與境外資產管理業務的發展空間將更為可觀。大陸的資產管理與財富管理業務還處於起步階段，在這些業務上，台灣金融業者相對於大陸同行，具有專業與經驗上的優勢，相對於外資業者，則具有和投資者有共同文化與語言上的優勢，基於此，台灣金融業者應該可以在這些業務上擁有一定的利基。

隨著人民幣利率與匯率的市場化程度提高，不論是變動方向或變動區間，將來人民幣利率與匯率的波動性預料都會增加，加上以人民幣定價的交易日益增加，由此將衍生出可觀的和人民幣利率與匯率相關的避險、投機與套利需求。

由於新台幣利率與匯率過去也有相似的市場化過程，台灣金融業者在這方面的業務上已經累積了豐富的經驗，在相關的操作技術上也比較熟練，因此，人民幣利率與匯率的市場化可望給台灣金融業者帶來商機。必需注意的是，在人民幣利率與匯率還沒有完全市場化之前，大陸官方對人民幣利率與匯率的短期變動與長期走勢仍然擁有強大的主導力量，不論是人民幣利率或匯率都有可能因為政策需要而出現比較大的波動，因此，台灣金融業者應該避免對人民幣利率或匯率有一面倒的預期，或引導客戶形成類似的預期，並據以設計金融產品，以免承擔過多風險或引起商業糾紛，最近幾年，台灣銀行業者對客戶出售人民幣匯率「目標可贖回遠期契約」(Target Redemption Forward; TRF)所衍生的問題即為殷鑑。

滬港通與深港通實施之後，由於境外投資人投資大陸 A 股市場更為方便，投資於台灣股票市場的資金可能受到排擠，但影響程度將相當有限。

第 1 章 中國金融改革的總體經濟背景

一、中國的總體經濟失衡

在 2012 年之前，中國經濟持續保持高成長與低通膨，中國國內生產毛額（以下簡稱 GDP）年平均成長率達到 10% 的高水平，即使在美國次級房貸危機期間，GDP 年成長率也高達 9% 以上。

2012 年之後，中國的經濟成長趨緩，並且出現製造業產能過剩、資本供應過剩等失衡現象，以上問題都與中國當前的金融體系發展相關，也突顯出中國推動金融改革的必要性與迫切性，而中國政府也將金融改革作為調整經濟失衡的重要手段。

一國的經濟均衡通常是指總需求與總供給達到均衡的狀態，亦即在沒有通貨膨脹的狀態下維持充分就業，中國的經濟失衡屬於結構性失衡，主要係其需求結構中的投資高而消費需求不足，而儲蓄與投資之間出現比較大的差額，對應的是中國的對外失衡。

（一）內部失衡

中國經濟雖然長期維持高成長，但存在嚴重的內部失衡，具體表現為消費率偏低、儲蓄率和投資率偏高、投資率小於儲蓄率。由於投資的邊際效益遞減，如果中國經濟的內部失衡不能及時糾正，中國將來是否還能維持高經濟成長，令人懷疑。另外，長期來看，一國的投資效率將會反應到金融資產的投資報酬率上，如果中國經濟的內部失衡不能及時糾正，將來中國金融資產特別是股票資產的投資報酬率不容樂觀。

1. 低消費率

中國國內市場潛力雖然很大，但消費率仍然偏低，2015 年為 51.6%，較高所得國家大約低了 27 個百分點，較中所得國家大約低了 17 個百分點（請參見表 1-2）。

低消費率意味著國內需求動力不足，勢必會影響未來經濟的可持續成長。中

國的消費率偏低，應與居民收入差距大及邊際消費傾向低有關。近來中國的社會財富增加快速，但是一般勞動者的財富和收入成長緩慢，尤其是農村居民的收入水平偏低，2015年中國城鎮居民人均可支配收入為23,512元，是農村居民人均收入的2.83倍，農村收入偏低，致其內需不足；另外，社會保障制度不夠完善，也造成一般居民的邊際消費傾向偏低，導致內需不足。

2. 高儲蓄率

消費不足和儲蓄過度是一體的兩面，中國的消費率偏低意味著其總儲蓄率偏高。2003年中國的總儲蓄率為42.1%，之後持續上升，2010年達到50.9%之最高點，近來雖然稍微下降，但2015年仍然高達48.49%，較高所得國家大約高出27個百分點，較中所得國家大約高出17個百分點（請參見表1-3）。儲蓄率過高的主要原因來自於居民儲蓄與企業儲蓄兩方面：就居民儲蓄而言，由於經濟與社會之轉型造成居民對未來感到不確定，因而增加預防性儲蓄，加上目前中國社會保障體系不健全，一般居民對退休、醫療、子女教育等方面亦缺乏安全保障感，因而增加儲蓄；就企業儲蓄而言，近年來國有企業的利潤大幅成長，但是國有企業很少對其股東分配股利，導致國有企業儲蓄增加；而一般民營企業較不易自金融體系取得融資，為了因應營運需求，因而必需維持比較高的儲蓄。

3. 高投資率

自1990年代後期開始，中國的投資率不斷上升，2011年達到48%，創下改革開放以來的最高峰。根據中國官方統計，自2001年以來，投資對經濟成長的貢獻度大致都維持在40%以上，投資成為中國經濟成長的主要動力（請參見表1-4）。

2015年，中國的投資率仍然高達45%，較高所得國家高出一倍多，較中所得國家大約高出14個百分點。目前中國的投資率相較以往處於類似發展階段的國家還高，例如日本與韓國在經濟快速階段的投資率也大致只有30%~35%（請參見表1-5）。中國投資率過高的一個重要原因是利率市場化的程度不高，無法反

映真正的資金成本，導致企業的投資需求過高。

表 1-6 是中國、日本、韓國及美國的投資與最終消費比例（投資/最終消費）之比較，表 1-6 顯示，近年來中國的投資與最終消費比例都大幅高於日本、韓國及美國。投資與最終消費比例過高，意味著中國所創造出來的產值中，用於最終消費的比例相對較低，也意味著中國要投入很高的投資才能維持國內生產的規模與成長，這反映了中國的投資並效率偏低，高投資導致了嚴重的產能過剩和資源浪費，國民福利的增加與高經濟成長並不相稱。由於內需不足，導致產能過剩，而剩餘產能必須依靠國外需求來消化，經濟的脆弱性較高。

表 1-1：中國經濟均衡的主要衡量指標（%）

	GDP 成長率	失業率	物價上漲率	消費率	儲蓄率	投資率	淨出口率
2001	8.3	3.6	0.7	61.6	38.4	36.3	2.1
2002	9.1	4.0	-0.8	60.6	39.4	36.9	2.5
2003	10.0	4.3	1.2	57.5	42.5	40.4	2.1
2004	10.1	4.2	3.9	54.7	45.3	42.7	2.6
2005	11.4	4.2	1.8	53.6	46.4	41.0	5.4
2006	12.7	4.1	1.5	51.9	48.1	40.6	7.5
2007	14.2	4.0	4.8	50.1	49.9	41.2	8.6
2008	9.6	4.2	5.9	49.2	50.8	43.2	7.6
2009	9.2	4.3	-0.7	49.4	50.6	46.3	4.3
2010	10.6	4.1	3.3	48.5	51.5	47.9	3.7
2011	9.5	4.1	5.4	49.6	50.4	48.0	2.4
2012	7.8	4.1	2.6	50.1	49.9	47.2	2.7
2013	7.7	4.1	2.6	50.3	49.7	47.3	2.4
2014	7.4	4.1	2.0	50.6	49.4	46.8	2.5
2015	6.9	4.1	1.4	51.6	48.4	45.0	3.4

資料來源：中國國家統計局。

資料說明：失業率為城鎮登記失業率，物價上漲率為居民消費價格指數上漲率，投資率、儲蓄率及消費率是各項目占支出法計算的 GDP 的百分比(單位：%)，消費包括民間支出和政府支出，儲蓄為消費以外之項目加總。

表 1-2：中國及世界各國消費率比較（單位：%）

	中國	日本	韓國	美國	高所得國家	中所得國家	全世界
1978	62.8	67.6	72.4	76.3	74.3	72.1	73.8
1979	64.4	68.6	72.7	75.8	74.1	72.7	73.8
1980	65.5	68.9	77.5	77.2	74.9	73.1	74.5
1985	66.7	68.5	71.5	78.5	76.2	74.0	75.7
1990	61.9	66.6	66.2	79.8	75.6	72.3	74.7
1995	56.0	70.5	66.2	80.0	76.4	71.1	74.9
2000	63.1	73.4	65.0	80.1	76.2	71.7	74.9
2001	61.6	75.1	66.9	81.4	77.0	72.6	75.8
2002	60.6	76.2	67.6	82.3	77.6	71.7	76.0
2003	57.5	75.9	66.0	82.7	77.7	70.4	75.7
2004	54.7	75.5	64.1	82.5	77.3	68.8	74.8
2005	53.6	76.1	65.4	82.3	77.1	67.8	74.5
2006	51.9	76.1	66.5	82.2	76.7	66.2	73.7
2007	50.1	75.4	66.3	82.6	76.4	66.6	73.6
2008	49.2	76.8	67.0	84.1	77.4	66.1	74.2
2009	49.4	80.0	66.8	85.2	79.6	68.0	76.3
2010	48.5	78.9	64.8	85.0	79.0	66.7	75.5
2011	49.6	80.7	65.5	85.2	78.9	66.8	75.4
2012	50.1	81.1	66.2	84.2	78.7	67.3	75.4
2013	50.3	81.6	65.9	83.5	78.5	68.2	75.6
2014	50.6	81.3	65.5	83.1	78.3	68.2	75.5
2015	51.6	79.0	64.6	82.7	78.4	68.4	74.9

資料來源：World Bank, World Development Indicators，2003 年-2015 年之中國數據取自中國國家統計局。

資料說明：消費率是消費占 GDP 的百分比（單位：%），消費包括民間支出和政府支出。

表 1-3：中國及世界各國儲蓄率比較（單位：%）

	中國	日本	韓國	美國	高所得國家	中所得國家	全世界
1978	37.2	32.4	27.6	23.7	25.7	27.9	26.2
1979	35.6	31.4	27.3	24.2	25.9	27.3	26.2
1980	34.5	31.1	22.5	22.8	25.1	26.9	25.5
1985	33.3	31.5	28.5	21.5	23.8	26.0	24.3
1990	38.1	33.4	33.8	20.2	24.4	27.7	25.3
1995	44.0	29.5	33.8	20.0	23.6	28.9	25.1
2000	36.9	26.6	35.0	19.9	23.8	28.3	25.1
2001	37.8	24.9	33.1	18.6	23.0	27.4	24.2
2002	39.7	23.8	32.4	17.7	22.4	28.3	24.0
2003	42.1	24.1	34.0	17.3	22.3	29.6	24.3
2004	44.8	24.5	35.9	17.5	22.7	31.2	25.2
2005	45.9	23.9	34.6	17.7	22.9	32.2	25.5
2006	47.6	23.9	33.5	17.8	23.3	33.8	26.3
2007	49.4	24.6	33.7	17.4	23.6	33.4	26.4
2008	50.3	23.2	33.0	15.9	22.6	33.9	25.8
2009	50.0	20.0	33.2	14.8	20.4	32.0	23.7
2010	50.9	21.1	35.2	15.0	21.0	33.3	24.5
2011	49.8	19.3	34.5	14.8	21.1	33.2	24.6
2012	49.2	18.9	33.8	15.8	21.3	32.7	24.6
2013	49.0	18.4	34.1	16.5	21.5	31.8	24.4
2014	48.6	18.7	34.5	16.9	21.7	31.8	24.5
2015	48.4	21.0	35.4	17.3	21.6	31.6	25.1

資料來源：World Bank, World Development Indicators，2003 年-2015 年之中國數據取自中國國家統計局。

資料說明：儲蓄率是儲蓄占 GDP 的百分比（單位：%），儲蓄為國民總收入減去消費，消費包括民間支出和政府支出。

表 1-4：最終消費、投資與淨出口對中國經濟成長的貢獻率

年 份	最終消費支出		資本形成總額		貨物和服務淨出口		經濟成長率
	貢獻率 (%)	拉 動 (百分點)	貢獻率 (%)	拉 動 (百分點)	貢獻率 (%)	拉 動 (百分點)	
1978	39.4	4.6	66	7.7	-5.4	-0.6	11.7
1980	71.8	5.6	26.4	2.1	1.8	0.1	7.8
1985	85.5	11.5	80.9	10.9	-66.4	-8.9	13.5
1990	47.8	1.8	1.8	0.1	50.4	1.9	3.8
1995	44.7	4.9	55.0	6.0	0.3		10.9
2000	65.1	5.5	22.4	1.9	12.5	1.0	8.4
2001	50.2	4.2	49.9	4.1	-0.1	0.0	8.3
2002	43.9	4.0	48.5	4.4	7.6	0.7	9.1
2003	35.8	3.6	63.2	6.3	1.0	0.1	10.0
2004	39.5	4.0	54.5	5.5	6.0	0.6	10.1
2005	38.7	4.4	38.5	4.3	22.8	2.6	11.3
2006	40.4	5.1	43.6	5.5	16.0	2.1	12.7
2007	39.6	5.6	42.5	6.0	17.9	2.6	14.2
2008	44.1	4.2	46.9	4.5	9.0	0.9	9.6
2009	49.8	4.6	87.6	8.1	-37.4	-3.5	9.2
2010	43.1	4.5	52.9	5.5	4.0	0.4	10.4
2011	55.5	5.2	48.8	4.5	-4.3	-0.4	9.3
2012	55.9	4.4	38.6	3.0	5.5	0.4	7.8
2013	53.3	4.1	46.9	3.6	-0.2	0.0	7.7
2014	55.8	4.1	38.5	2.8	5.7	0.4	7.4
2015	54.7	3.8	34.7	2.4	10.6	0.7	6.9

資料說明：整理自中國國家統計局，中國統計年鑑。貢獻率是指三大需求增量與支出法國內生產總值增量之比；拉動是指國內生產總值成長速度與三大需求貢獻率的乘積。

表 1-5: 中國及世界各國投資率比較 (單位: %)

	中國	日本	韓國	美國	高所得 國家	中所得 國家	全世界
1978	37.7	30.8	31.2	24.8	25.9	29.3	26.8
1979	36.4	32.3	33.9	25.1	26.6	28.3	27.0
1980	35.1	32.1	29.9	23.3	25.8	28.6	26.5
1985	38.2	28.2	27.9	24.1	24.0	27.2	24.8
1990	35.9	32.5	34.7	21.5	24.6	27.6	25.5
1995	41.7	28.1	34.8	21.2	22.9	29.1	24.7
2000	34.9	25.1	32.9	23.6	23.7	25.3	24.1
2001	36.1	24.3	31.6	22.1	22.6	26.0	23.6
2002	37.7	22.5	30.9	21.6	21.9	26.0	23.1
2003	39.9	22.4	32.0	21.7	21.9	27.6	23.6
2004	42.2	22.5	32.1	22.5	22.4	29.2	24.4
2005	40.5	22.5	32.2	23.2	22.8	28.9	24.6
2006	40.0	22.7	32.7	23.3	23.3	29.8	25.2
2007	40.7	22.9	32.6	22.4	23.4	30.2	25.4
2008	42.6	23.0	33.0	20.8	22.8	31.5	25.3
2009	45.7	19.7	28.5	17.5	19.9	31.0	23.1
2010	47.2	19.8	32.0	18.4	20.5	32.0	23.8
2011	48.0	20.2	33.0	18.5	20.8	32.3	24.2
2012	46.5	20.9	31.0	19.4	20.7	32.3	24.1
2013	46.5	21.2	29.1	19.5	20.6	31.8	23.8
2014	45.9	21.8	29.3	19.9	20.9	31.4	23.9
2015	45.0	22.0	28.5	20.2	21.0	31.1	24.2

資料來源：World Bank, World Development Indicators，2003 年-2015 年之中國數據取自中國國家統計局。

資料說明：投資率是投資占 GDP 的百分比 (單位: %)。

表 1-6: 中國及主要國家之投資與最終消費比例（投資/最終消費）比較

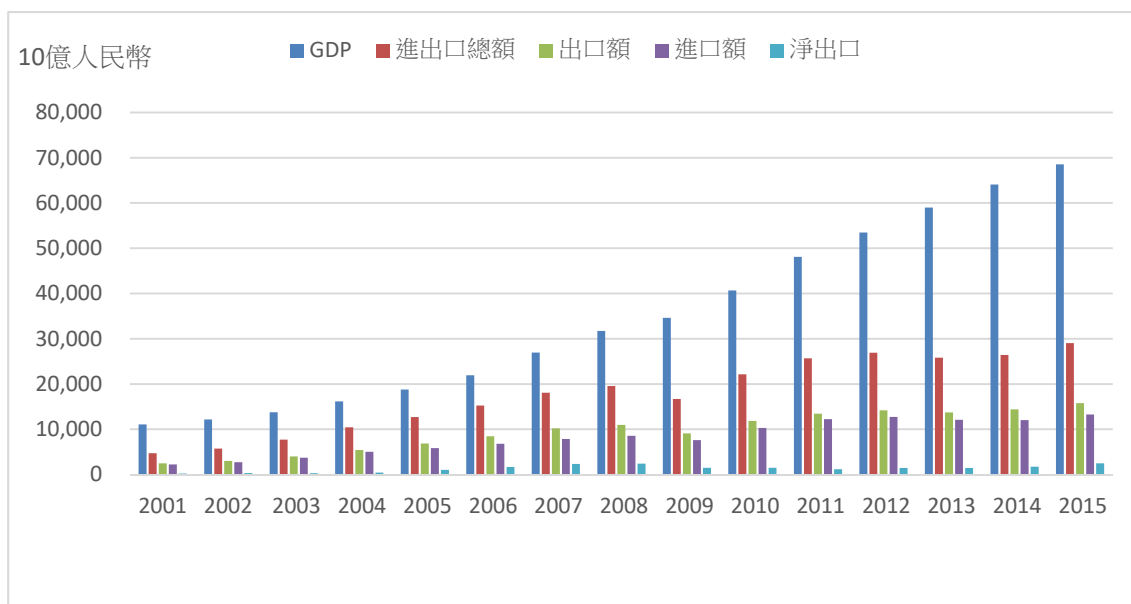
	中國	日本	韓國	美國	高所得 國家	中所得 國家	全世界
1978	0.60	0.46	0.43	0.32	0.35	0.41	0.36
1979	0.56	0.47	0.47	0.33	0.36	0.39	0.37
1980	0.54	0.47	0.39	0.30	0.34	0.39	0.36
1985	0.57	0.41	0.39	0.31	0.32	0.37	0.33
1990	0.58	0.49	0.52	0.27	0.33	0.38	0.34
1995	0.74	0.40	0.53	0.27	0.30	0.41	0.33
2000	0.55	0.34	0.51	0.29	0.31	0.35	0.32
2001	0.58	0.32	0.47	0.27	0.29	0.36	0.31
2002	0.62	0.29	0.46	0.26	0.28	0.36	0.30
2003	0.69	0.29	0.49	0.26	0.28	0.39	0.31
2004	0.76	0.30	0.50	0.27	0.29	0.42	0.33
2005	0.75	0.30	0.49	0.28	0.30	0.43	0.33
2006	0.76	0.30	0.49	0.28	0.30	0.45	0.34
2007	0.80	0.30	0.49	0.27	0.31	0.45	0.35
2008	0.86	0.30	0.49	0.25	0.29	0.48	0.34
2009	0.91	0.25	0.43	0.21	0.25	0.46	0.30
2010	0.96	0.25	0.49	0.22	0.26	0.48	0.32
2011	0.94	0.25	0.50	0.22	0.26	0.48	0.32
2012	0.92	0.26	0.47	0.23	0.26	0.48	0.32
2013	0.91	0.26	0.44	0.23	0.26	0.47	0.32
2014	0.89	0.27	0.45	0.24	0.27	0.46	0.32
2015	0.87	0.28	0.44	0.24	0.27	0.45	0.32

資料來源：World Bank, World Development Indicators，2003-2015 年的中國數據取自中國國家統計局。

（二）外部失衡

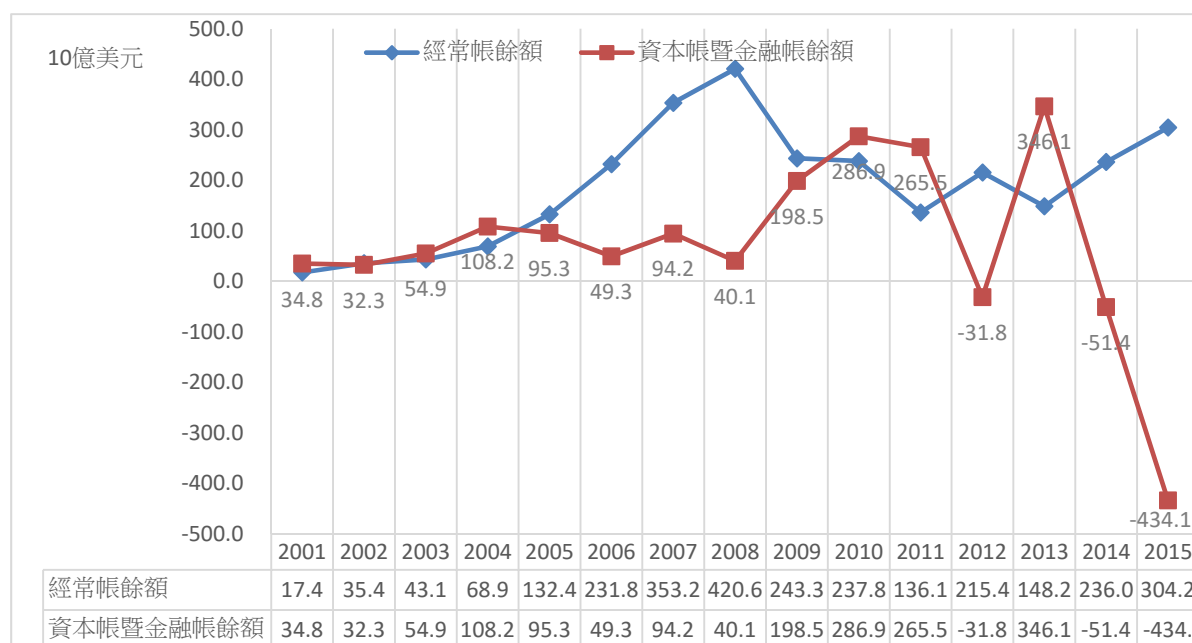
中國外部失衡的具體表現是經常帳與資本帳暨金融帳（以下簡稱資本帳）雙順差和超額的外匯準備，中國於 2001 年加入 WTO 後，龐大的廉價勞動力優勢使中國的對外貿易飛快成長，2003 至 2015 年這十二年間每年貿易額占 GDP 的比例平均達到 55.4%，比前十年間（1993~2002 年）的年平均比例多了 16 個百分點，經常帳與資本帳長期保持高順差。

圖 1-1：中國貿易額與 GDP 總量之變化（2001 年至 2015 年）



資料來源：CEIC 資料庫。

圖 1-2：中國的經常帳餘額與資本帳暨金融帳餘額（2001 年至 2015 年）



資料來源：中國國家外匯管理局。

由於國際收支長期出現「雙順差」，人民幣面臨了巨大的升值壓力。為了避免人民幣快速升值，中國人民銀行被迫購買外匯，因而累積鉅額的外匯儲蓄。此種壓低人民幣幣值以鼓勵出口的政策，也是導致中國經濟內外失衡的重要原因。

二、中國面臨的經濟發展約束²

2002~2011 年這段期間，中國經濟高速成長，GDP 年均成長率高達 10.4%。自 2012 年起，中國的經濟成長率下降，2015 年的經濟成長率僅為 6.9%，過去的高成長是否能持續下去受到高度關注。中國過去的經濟成長模式是「高投入、高消耗、高排放、不協調、難循環、低效率」³，此種經濟成長模式所需的一些有利條件，目前已經開始逆轉，包括環境保護成本上升、資源與能源價格上升、資金成本上升、出口需求減緩、勞動力成本上升與人口高齡化、土地價格上升等。

² 本節分析架構參考：(1) 中國金融四十人論壇、上海新金融研究院，2014，中國金融改革報告，中國金融出版社；(2) 謝平、鄒傳偉，2013，中國金融改革思路：2013-2020，中國金融出版社。

³ 中國國家發展和改革委員會主任馬凱 2004 年於《科學的發展觀與經濟增長方式的根本轉變》一文中的用語，他指出中國經濟的快速成長是依靠資金、勞動力和自然資源等生產要素的粗放投入實現的，之後，「高投入、高消耗、高排放、不協調、難循環、低效率」常被用來形容中國的經濟成長方式。

（一）環境保護成本上升

隨著經濟持續高速成長，中國的環境污染問題不斷惡化。由於能源與資源消耗的大量增加，土地、水與空氣汙染嚴重，空氣汙染引發的天氣陰霾已成為全國性現象。根據「中國環境經濟核算研究報告 2010（公眾版）」，2010 年生態環境退化成本約達 1 兆 5,390 億元，占當年 GDP 的 3.5%⁴。部分學者認為，這只是保守的估算，實際上的環境汙染和生態破壞損失金額將更高。

中國改革開放初期，政府和人民的环境保護意識不高，企業不用承擔汙染成本。隨著環保意識提高，加上國際要求中國控制溫室氣體排放的壓力增加，環境保護成本開始「內部化」，成為企業決策的重要考慮因素。近幾年，中國投入環境汙染治理的金額上升，2014 年達到 9,575 億元⁵；隨著各界對環境汙染問題的關注，企業的環保支出預料將進一步上升。

（二）資源與能源價格上升

中國的天然資源稟賦並不高，資源人均占有量遠低於世界水平。經濟高速成長加上每單位 GDP 的能源消耗高，中國大量的資源需求只能透過海外供給來滿足。2015 年，中國能源消耗總量接近 43.0 億噸標準煤，每單位 GDP 的能源消耗大致為美國的 4 倍、日本的 8 倍。煤炭本來是中國比較具有優勢的資源，但是受限於運輸能力，2009 年起中國國內的煤炭生產供不應求，煤炭處於淨進口狀態。

（三）資金成本上升

長期以來，中國對金融機構存貸款利率進行管制，以壓低企業的貸款利率；近年來隨著存貸款利率之市場化，銀行業的資金成本已經出現上升的趨勢，這最終會反應在企業的貸款利率上。另外，中國世代間的消費傾向正發生明顯變化，新生代的消費傾向高於上一代，加上人口高齡化，中國未來的儲蓄率很可能下降，企業的資金成本將面臨上升的壓力。

（四）出口需求減緩

⁴ 資料並未每年更新。

⁵ 中國環境保護部，全國環境統計公報(2014 年)。

出口一直是中國經濟高速成長的重要支柱，2007 年中國經常帳順差占 GDP 的比率為 8.69%，達到歷史高點。之後，受到人民幣升值與全球經濟成長趨緩的影響，中國經常帳順差占 GDP 的比率逐年下降，2010 年以來已經下降到國際認可的合理水平（4%）以下，2015 年中國經常帳順差占 GDP 的比率為 3.4%（請參見表 1-1 之淨出口率）。未來中國出口不大可能再維持高速成長，原因如下：一是美歐等主要出口市場都有產能過剩的問題，各國本身試圖透過出口提振需求；二是出口導向型的產業，逐漸轉移到東南亞及南亞等生產成本低的國家；三是發達國家推動「再工業化」與「製造業回歸」，尤其以川普當選總統後的美國最為明顯。

（五）勞動力成本上升

中國的人口結構正在發生重大變化，2014 年中國 15 歲以下的少年人口比重為 16.49%，65 歲以上老年人口比重為 10.06%⁶，而 1982 年中國第三次人口普查時，這兩個年齡層的人口的比重分別為 33.6%和 4.9%。這兩個年齡層人口的明顯改變，使新生勞動力減少，而需要撫養的老年人口增加，前者將引起勞動力供需發生重大轉變，後者將使中國社會高齡化。目前中國龐大的適齡勞動人口，會使未來高齡人口的基數大幅增加，導致老年扶養比上升。預計到 2040 年，總撫養比將達到約 63%⁷，老年人撫養比將達到 35%，從老年撫養比率來看，每 100 個勞動力將負擔 35 個老年人，比 2000 年上升 3.5 倍⁸。在過去 30 多年中，人口成長為中國的經濟成長提供了充裕的勞動力，但是自 2011 年起人口撫養比的下降趨勢已經反轉，意味著這項「人口紅利」已經消耗完畢。除了人口成長，中國勞動力供給的另一個重要來源是農村剩餘勞動力大規模流向城鎮，但是，近年來中國各地逐漸出現民工荒，顯示農村剩餘勞動力的供給也逐漸消失。綜合來

⁶ 資料來自中國國家統計局。

⁷ 總撫養比是指人口中非勞動年齡人口數與勞動年齡人口數之比，它代表從整個社會來看，每 100 名勞動年齡人口負擔多少非勞動年齡人口，其計算公式是：撫養比=（非勞動年齡人口數÷勞動年齡人口數）×100%。非勞動年齡人口指 14 歲及以下和 65 歲及以上人口；勞動年齡人口指 15~64 周歲人口。

⁸ 鮑思頓、顧寶昌、羅華，生育與死亡轉變對人口老齡化和老年撫養的影響，中國人口科學，2005 年第 1 期，頁 42-49。

說，中國似乎已經來到「路易斯轉折點（Lewis turning point）」⁹，面臨勞動力供給趨緊與勞動力成本上升的壓力。

（六）土地價格上升

近年來，中國主要城市的房地產價格大幅上漲，2015 年底全國主要監測城市地價總水平為 3,606 元/平方米，是 2005 年的 2.83 倍¹⁰。另外，中國各地經常發生與拆遷有關的官民對抗事件，顯示土地供需關係緊張。

（七）其他發展約束

除了上述約束因素，中國還需要解決經濟結構不合理、所得分配不平均及社會公平正義比較欠缺等問題。

第一，經濟成長過度依賴投資之成長，尚未形成以消費拉動成長的良性循環。儘管消費對 GDP 成長的貢獻率在 2008 年到 2014 年之間逐年上升，2015 年達 54.7%¹¹，經濟結構有再平衡的跡象，但是中國經濟成長相當程度還是投資帶動的，特別是在某些省分，例如 2014 年安徽、江西的固定資產投資規模分別為其 GDP 的 51%和 48%¹²。由於城鎮化與農業現代化建設的投資需求，且中國政府經常有擴大投資保成長的壓力，預期中國將來仍然有很強的投資動能。

第二，所得分配存在不少矛盾。一是國民所得分配結構不合理，多年來，居民收入在國民收入中的比重與勞動報酬在初次分配中的比重都逐漸下降¹³，而政府和企業的收入比重增加。二是居民所得分配差距大，2000 年城鎮的前 20% 高收入家庭人均收入是後 20% 低收入家庭人均收入的 2.1 倍，2014 年升至 5.49

⁹ 路易斯轉折點（Lewis turning point）是諾貝爾經濟學獎得主 Arthur Lewis 於 1968 年提出的觀念，指經濟發展剛起步的發展中國家，製造業與服務業不發達，農村存在大量剩餘勞動力，務農收入低，城鎮工作的收入略高，大批農民因此湧入城鎮，只要城鎮就業的收入略高於農業，剩餘勞動力將源源不斷向城鎮流動，從而使城鎮就業市場始終是供給嚴重過剩的狀態，而在農村勞動力耗盡後，城市勞工市場需要大幅加薪才能請到新工人。換言之，隨著製造業與服務業的發展，農村的剩餘勞動力被全部吸納後，工資會顯著上升，這個時點稱為「路易斯轉折點」。目前中國學者普遍認為，中國已經越過「路易斯轉折點」。

¹⁰ 資料來自中國國土資源部。

¹¹ 資料來自中國國家統計局。

¹² 資料來自中國統計年鑑。

¹³ 初次分配是指各生產要素的提供者參與生產活動所得到的原始酬勞（沒有被課稅也沒有受補貼的酬勞），這是各生產要素的提供者在政府進行所得重分配之前的原始收入。

倍，農村則由 2000 年的 6.5 倍擴大至 2014 的 8.65 倍¹⁴。三是城鄉差距大，儘管近幾年農民收入成長快，但是城鄉居民收入差距自然很大，2014 年城鎮家庭每戶可支配收入是農村的 2.97 倍¹⁵。

第三，社會公平正義比較欠缺。中國提供基本公共服務的機制向來有欠健全，社會存在嚴重的機會不平等，經濟體系內存在壟斷、價格管制、國有企業和民營企業存在差別待遇等問題，導致市場競爭體系扭曲。

三、中國經濟成長模式的轉變¹⁶

近年來，中國經濟一方面保持高速成長，一方面結構性失衡的問題也十分明顯。對於這個成長模式出現兩極化的看法，有人認為，如果經濟成長保持相對高的水準，中國可能在 2020 年前超越美國，成為全球最大經濟體；但一些專家的看法相對悲觀，他們認為，儘管中國經濟持續成長，但結構性失衡卻相當嚴重，經濟成長過度依賴出口和投資、收入不均、環境破壞及官員貪腐問題惡化，這個成長模式是不協調的、不均衡的、低效率的，從而是不可持續的。

中國政府也認識到問題的嚴重性，因而提出改變經濟成長模式的政策，從過去重視數量的成長，數量轉向重視質量的成長，平衡經濟結構，進而加強成長的可持續性。這個政策雖然被列入十一五規劃（2006~2010 年），但在十一五規劃執行期間，並沒有獲得實質成效。在 2008 年全球金融危機之後，中國經濟失衡的問題變得更為嚴重，在全球金融危機前的 2007 年，投資占 GDP 的比重為 40.7%，在危機期間，中國政府為了保持經濟成長而增加投資，使投資占 GDP 的比重在 2011 年上升到 47.3%。

不過，最近這幾年中國的成長模式已經有轉變的跡象。過去中國經濟成長模式的特點是高速成長和結構失衡，2008 年以來，中國經濟在兩方面已發生比較明顯的變化，一是經濟成長率下降，2012 年跌至 8% 以下，之後更逐年下降，目

¹⁴ 資料來自中國統計年鑑。

¹⁵ 資料來自中國統計年鑑。

¹⁶ 本節部分內容係參考中國金融四十人論壇、上海新金融研究院，2014，中國金融改革報告，中國金融出版社。

前中國各界似乎已經普遍接受 7%~8% 的經濟成長率是經濟成長的新常態。二是經濟結構發生變化，例如經常帳順差縮小、所得分配不平均的現象改善、消費占 GDP 的比重上升，這些變化似乎預示中國的經濟成長模式已經開始發生變化。

中國過去經濟成長模式的形成以及最近幾年的轉變，可以歸因於生產要素市場的變化。過去 30 幾年，中國各項生產要素的價格幾乎都被人為壓低，這相當於政府變相對家戶徵稅並且向企業提供補貼，將家戶部門的收入再分配給企業，人為提高企業的利潤和投資報酬，加強出口品的國際競爭力；最近幾年生產要素市場明顯發生變化，各項要素成本大幅提高，特別是勞動成本，這相當於是將企業的收入移轉給家戶。

（一）經濟成長率明顯下降

中國經濟成長率自 2011 年起開始下降，2015 年已經下降到 6.9%。2011 年中國經濟成長率之下降，可能與中國政府自金融危機期間實行的擴張政策退場有關，其中包括 4 兆元財政刺激政策退場及貨幣政策轉為緊縮；至於 2012 年之後的經濟成長率下降，則可能與中國的經濟成長潛力有關。

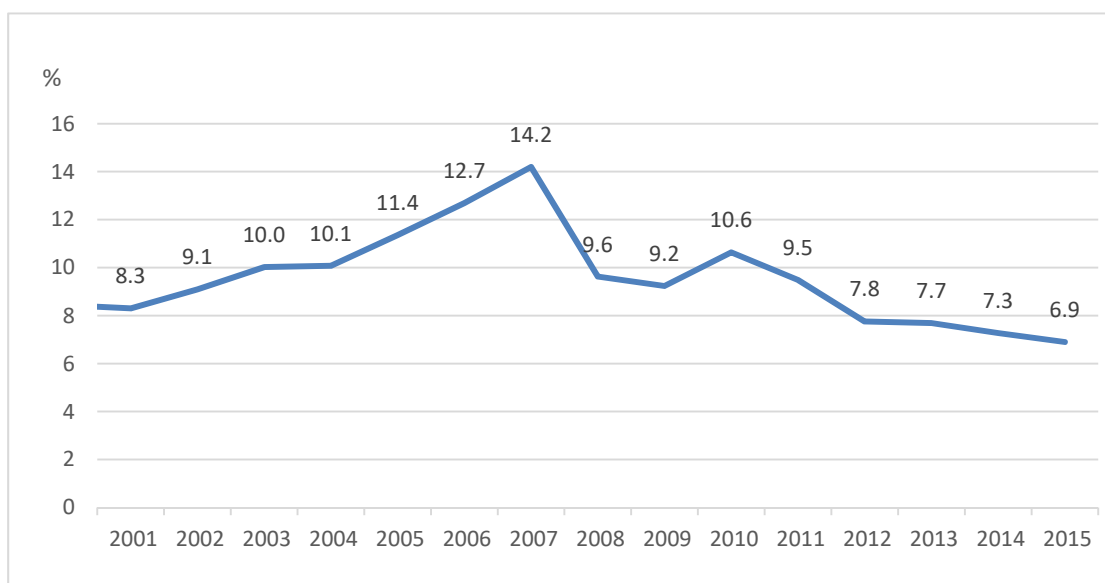
多數經濟學家認為，中國經濟不可能再維持過去 10% 的年均成長率，知名國際機構與學者對中國近期內經濟成長潛力的估計大致都落在 6%~8%。世界銀行認為，中國在 2016~2020 年間的年均經濟成長率約為 7%；亞洲開發銀行與北京大學的聯合研究認為，中國在 2011~2020 年間的年均經濟成長率為 8%、2021~2030 年間為 6%；艾肯格林(Barry Eichengreen)等人推測，中國在 2011~2020 年間的年均經濟成長率為 6.1%~7%、2021~2030 年間則為 5%~6.2%。

為了實現充分就業，中國政府在東亞金融危機時首次提出經濟成長率「保八」的政策目標。2012 年之後，中國經濟成長率雖已降到 8% 以下，但是，失業率並沒有上升，而且工資持續上升，這說明中國的經濟成長率並沒有偏離上述研究對中國經濟潛在年成長率的預測，也說明即使經濟成長率沒有「保八」，中國政府擔心的失業問題並未出現。換言之，中國政府沒有必要為了實現充分就業的目的，

而採取刺激經濟成長的寬鬆政策。

許多中國政府官員與經濟學家認為，在全球金融危機期間實施的 4 兆元經濟刺激計劃雖然支撐了經濟成長，但也使政府的財政風險增加，造成產能過剩與不良貸款之問題。另外，中國政府官員也體認到，隨著經濟發展水準提高及勞動市場的供給趨緊，中國經濟的成長潛力已經降低很多，過去的高經濟成長率不可能再維持下去。基於這些理由，現在中國政府已經能夠接受較低的經濟成長率，不再熱衷於採取寬鬆政策以維持 8% 以上的經濟成長率。

圖 1-3：中國的 GDP 成長率（2001 至 2015 年）

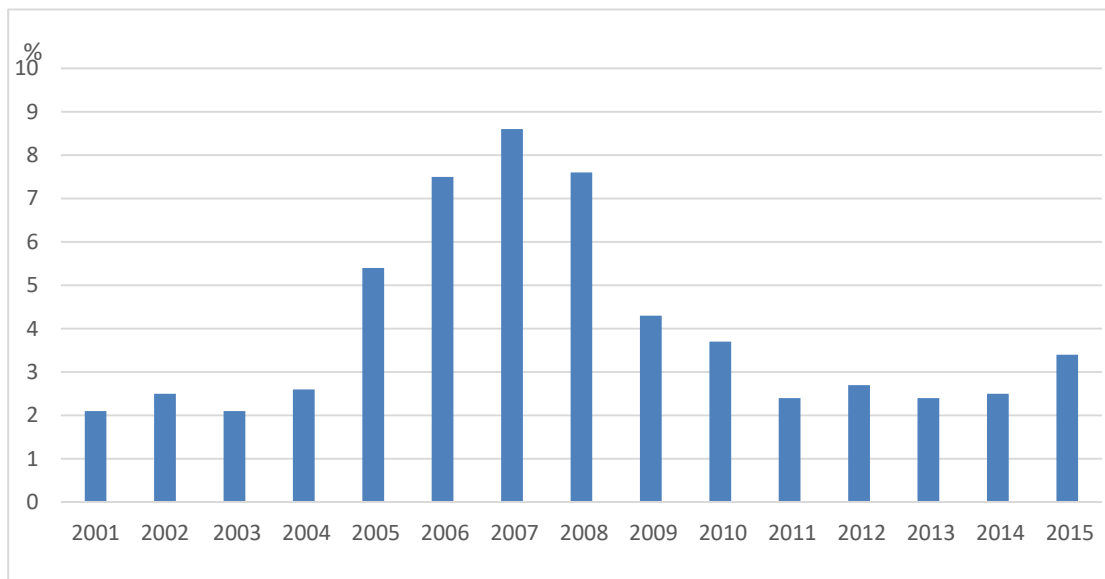


資料來源：中國國家統計局。

（二）經濟結構有再平衡的跡象

中國的經濟結構失衡問題似乎已經有舒緩的跡象，首先是中國的經常帳順差明顯下降，經常帳順差占 GDP 的比例自 2007 年的 8.69% 下降至 2015 年的 3.04%（請參見圖 1-4）。

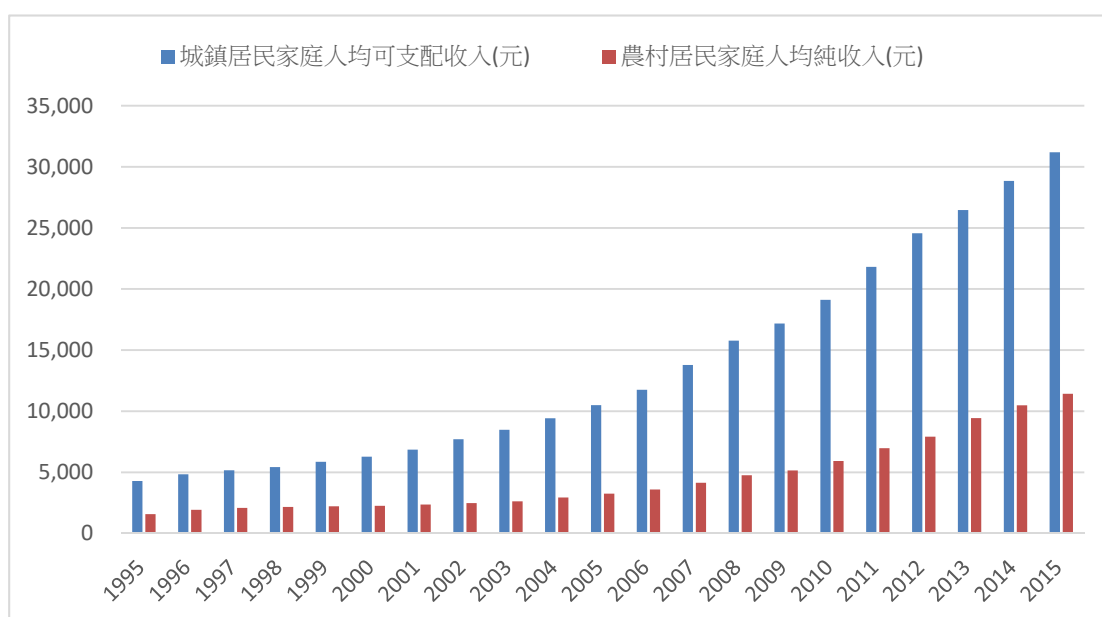
圖 1-4：中國經常帳餘額占 GDP 比例（2001 年至 2015 年）



資料來源：中國國家統計局。

其次是所得分配不平均的情形已有改善，城鄉居民收入差異縮小，居民的所得分配趨向更平等。2003 年以來城鄉居民收入差距擴大之情形，在 2009 年之後有所改善（請參見圖 1-5A 與圖 1-5B）。城鄉居民收入差距縮小之主要原因包括政府對農業之支持增加、農產品價格上漲、農村生產力提升以及最近幾年中國內陸地區的經濟成長速度超越沿海地區（請參見圖 1-6）。

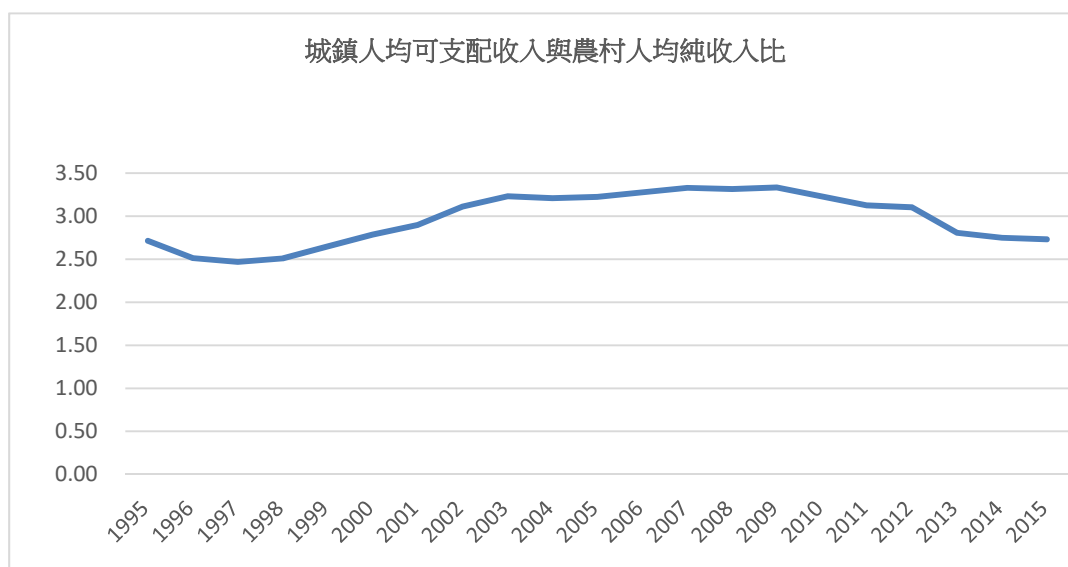
圖 1-5A：中國的城鄉人均收入變化（1995 年至 2015 年）



資料來源：中國國家統計局。

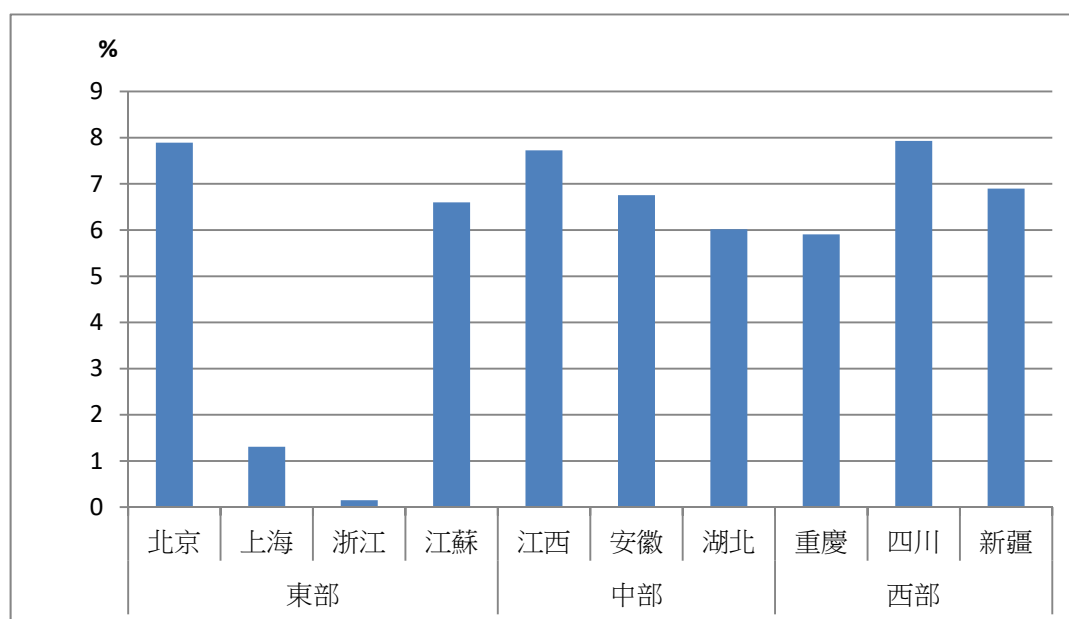
資料說明：城鎮居民家庭人均可支配收入計算公式為：可支配收入=家庭總收入-交納個人所得稅-個人交納的社會保障支出-記帳補貼；農村居民家庭人均純收入計算方法：純收入=總收入-家庭經營費用支出-稅費支出-生產性固定資產折舊-調查補貼-贈送農村內部親友支出。

圖 1-5B：中國的城鄉人均收入比變化（1995 年至 2015 年）



資料來源：依中國國家統計局資料計算。

圖 1-6：中國東、中、西部地區 GDP 成長率（2015 年）



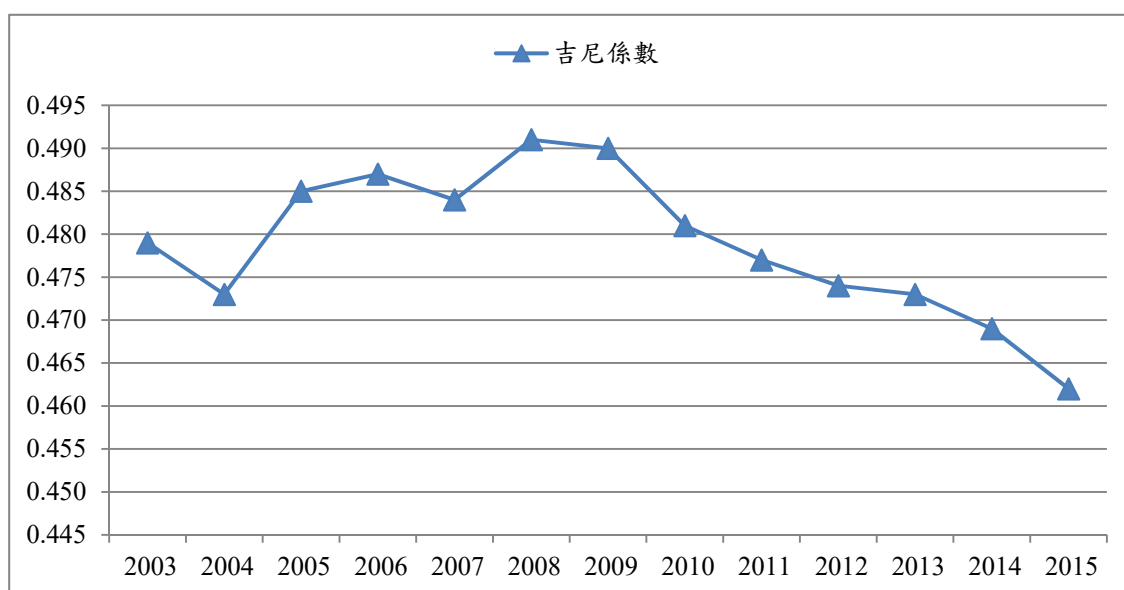
資料來源：中國國家統計局。

根據中國國家統計局的估計，中國的吉尼係數從 2003 年的 0.479 上升到 2008 年的 0.491¹⁷，代表 2003~2008 年中國所得分配不公平的問題惡化，之後，中國的吉尼係數轉而逐年下降至 2015 年的 0.462，代表 2009~2015 年中國所得分配不均的問題逐漸改善（請參見圖 1-7）。

第三個證據是中國消費占 GDP 的比例開始回升，根據中國的官方統計數據，消費對 GDP 成長的貢獻率在 2008 年以前幾乎都在 50% 以下，但是之後連續多年超過 50%（請參見圖 1-8）。中國的官方統計資料可能還低估了消費占 GDP 的比例（官方統計資料，請參見圖 1-9 與圖 1-10），例如，中國居民近年在海外大量購買奢侈品，這些支出並沒有列入官方統計的消費項目；最近幾年中國的住房價格大幅上漲，居民的住宅消費也可能被低估；此外，部分消費是以公費形式支出而被列入機構（企業）支出。如果考慮上述因素，最近幾年中國消費占 GDP 的比例應該遠高於官方的統計數據。

¹⁷ 吉尼係數 (Gini coefficient)，或譯基尼系數，是 20 世紀初義大利統計學家 Corrado Gini 所定義的判斷所得分配公平程度的指標，值在 0 和 1 之間。吉尼係數越小代表年所得分配越平均，吉尼係數越大代表年所得分配越不公平，世界銀行將吉尼係數 0.4 作為所得分配嚴重不公平的警戒線。2015 年美國的吉尼係數為 0.462。

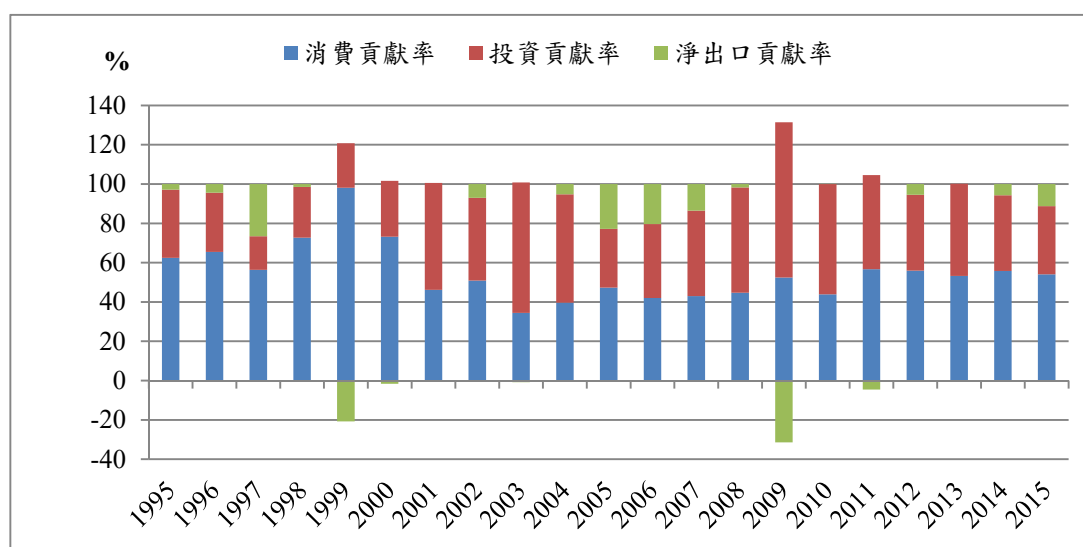
圖 1-7：中國的基尼係數（2003 年至 2015 年）



資料來源：中國國家統計局。

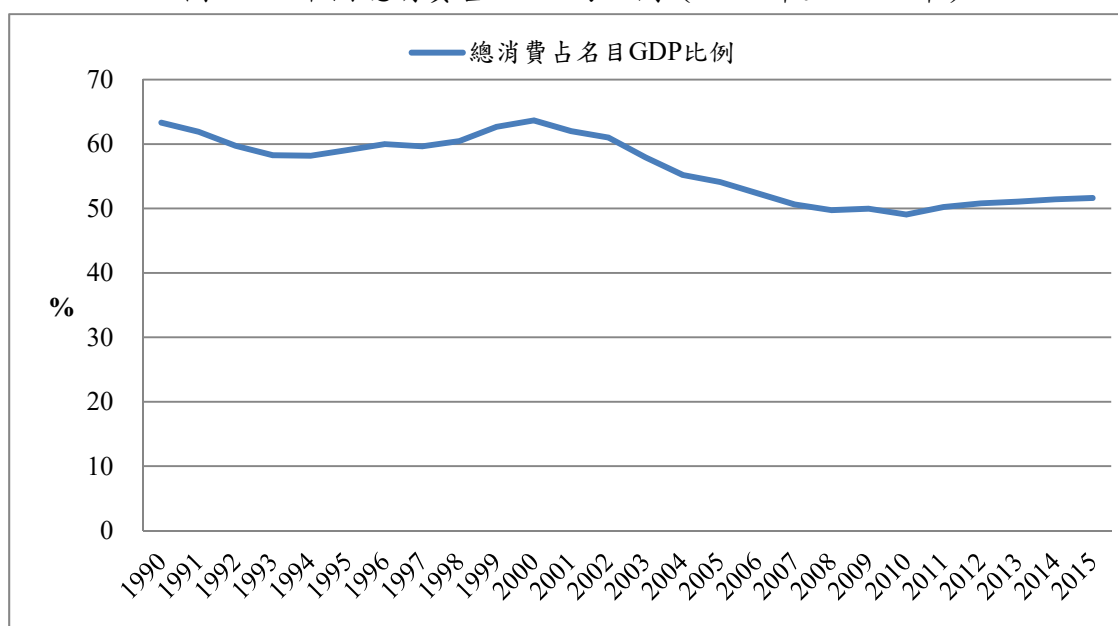
資料說明：中國國家統計局於 2013 年一次性公布自 2003 年至 2012 年的全國基尼係數，以後逐年公布前一年度的基尼係數。

圖 1-8：中國 GDP 成長的貢獻因子（1995 年至 2015 年）



資料來源：中國國家統計局。

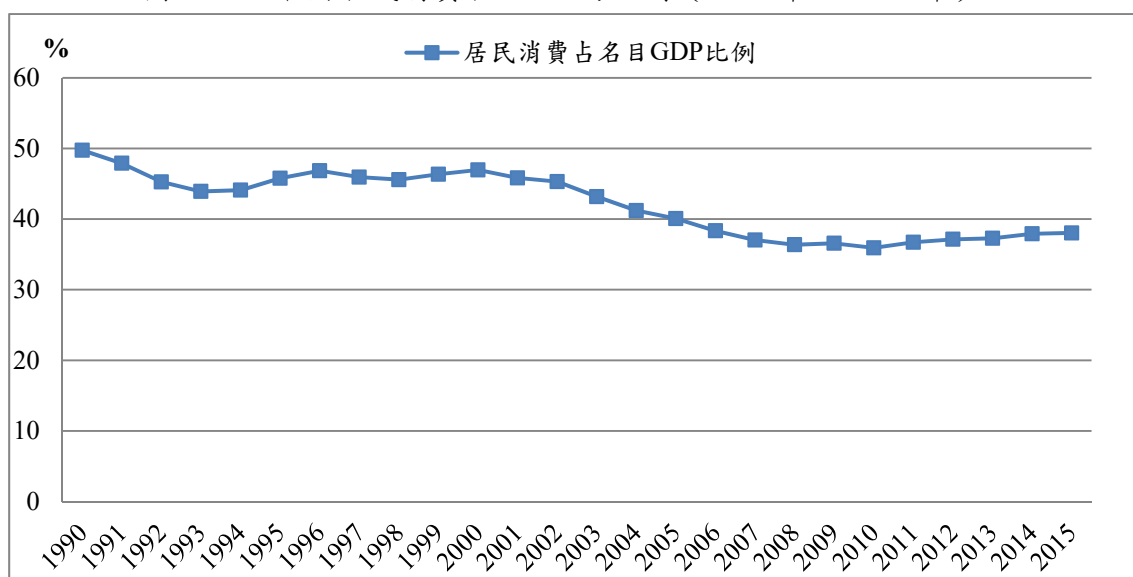
圖 1-9：中國總消費占 GDP 的比例（1990 年至 2015 年）



資料來源：中國國家統計局。

資料說明：總消費為居民消費加上政府消費。

圖 1-10：中國居民消費占 GDP 的比例（1990 年至 2015 年）



資料來源：中國國家統計局。

（三）經濟結構失衡與再平衡的原因

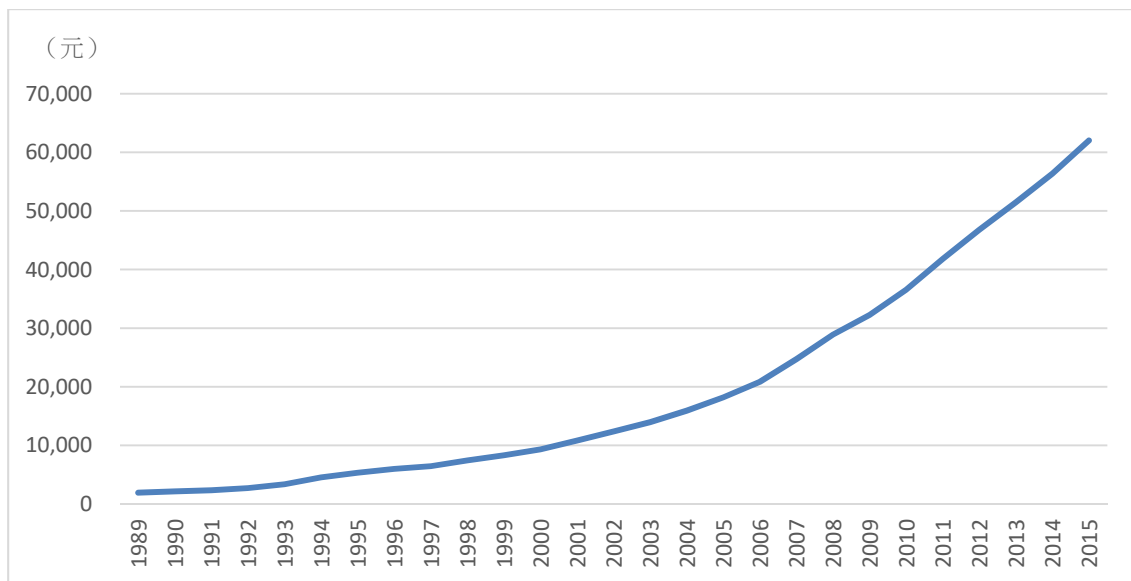
中國長期以來的經濟結構失衡及最近開始的經濟結構再平衡，應與要素市場的扭曲及其後恢復正常運作有關。要素市場的扭曲主要是為企業提供補貼，以支持經濟快速成長；以外商直接投資政策為例，改革初期，中國政府為了吸引外商

直接投資，制定了一系列優惠政策，包括免稅、無償使用土地、信貸補貼及廉價的能源和水資源等。這些扭曲要素市場的政策，也確實成功吸引了外商直接投資，有效促進經濟高度成長。

中國要素市場之扭曲政策包括：限制勞動力在城市與農村間流動的戶籍制度、對銀行存款利率的上限管制、對能源價格的調節、對投資者提供土地優惠，這些扭曲政策有效壓低了要素成本。低廉的要素成本使企業的利潤、投資報酬及出口品的國際競爭力提高，也造成收入從家戶流向企業；長期以來，由於薪資成長緩慢，企業利潤的成長速度遠超過家戶收入。中國的要素市場扭曲導致了一系列結構性問題，首先是出口和投資占 GDP 的比例上升；第二，資本和資源的成本被人為壓低導致浪費；第三，由於家戶收入的成長速度低於 GDP 的成長速度，居民消費占 GDP 的比例下降；第四，由於企業儲蓄率高於家庭儲蓄率，企業利潤占國民所得的比例上升導致儲蓄率上升；第五，由於低收入家庭主要依賴薪資收入，高收入家庭主要依賴企業利潤和投資報酬，家戶之間的收入差異擴大。

最近幾年，中國的經濟結構之所以開始轉變，也與生產要素的價格變化有關：隨著勞動力短缺的情形出現，工資開始快速上升；影子銀行的發展及利率管制逐漸放鬆，意味著資金價格開始市場化；中國政府減少能源和資源的價格補貼。這些變化都是在消除過去的要素成本扭曲，過去幾十年中國政府變相對家戶徵稅並且向企業提供補貼，將家戶的收入移轉給企業，現在則將企業的收入移轉回家戶。在這個轉型過程中，可能會有以下變化：經濟成長減緩、通膨壓力上升、所得分配更平均、經濟結構更均衡。目前要素成本上升較明顯的是勞動力成本，自 2012 年以來，中國經濟年成長率都低於 8%，但是失業率並沒有上升，薪資還大幅上漲，2012 至 2015 年的薪資上漲率分別達 18.3%、31.2%、10.5%、8.9%（請參見圖 1-11）。如果其他要素成本也上升，經濟結構調整可望更加明顯。

圖 1-11：中國城鎮就業人員平均年工資（1989-2015 年）



資料來源：中國國家統計局。

目前中國學者普遍認為，中國已經越過了「路易斯轉折點」(Lewis turning point)，隨著製造業與服務業的快速發展，農村的剩餘勞動力已經被全部吸納，勞動成本將會顯著上升，這對中國的經濟成長模式具有重要的意義。工資快速成長，特別是低階勞動市場的工資，將導致企業的利潤率下降，使過去收入從家戶轉移至企業的現象反轉；工資快速成長可能造成通膨壓力，並迫使企業提高生產效率。此外，由於中國企業所獲得的隱性補貼減少，出口和投資活動將會減少，長期以來的經濟結構失衡問題將會改善。

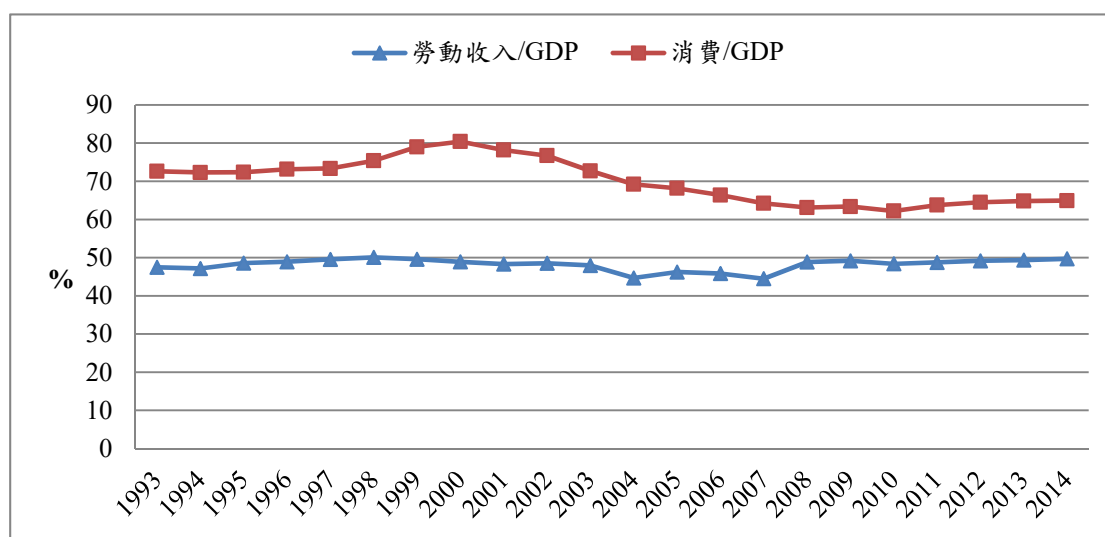
隨著經濟發展程度的提高，中國在經濟發展上的後發優勢已經縮小，經濟成長速度將會減緩，而中國人口結構的變化，包括勞動力短缺和適齡勞動人口下降，可能進一步使中國的經濟成長速度減緩。

近年來中國的消費占 GDP 比例之所以回升，可能原因是近年來中國的家戶所得成長速度超過經濟成長速度。當一國勞動力供給充沛時，即使其經濟快速成長，工資仍然可以相對維持穩定，亦即該國還沒有越過路易斯轉折點，在這個階段勞務收入占 GDP 的比例將會下降。一旦越過路易斯轉折點，由於勞動力短缺、

工資迅速上漲，勞務收入占 GDP 的比例便會上升，中國的勞務收入占 GDP 的比例已經從 2007 年的 44.49% 成長到 2014 年的 49.67%（請參見圖 1-12），家戶收入快速成長刺激了消費成長。一般而言，低收入家庭比較依賴薪資收入，高收入家庭則比較依賴企業利潤，當勞動力成本上升使企業的利潤減少，以往家戶收入移轉至企業的現象將會反轉，成為企業收入移轉回家戶。另外，低收入家庭的收入成長速度將超過高收入家庭，使收入不平均現象改善，換言之，中國除了已經越過「路易斯轉折點」，可能也越過了「庫茲涅茨轉折點」(Kuznets turning point)

18。

圖 1-12：中國勞動收入和消費占 GDP 的比例（1993 年至 2014 年）



資料來源：中國國家統計局。

在勞動成本上升之後，中國可能將面對資本和能源等要素成本上升的衝擊，其影響程度可能遠超過勞動成本上升。勞動成本上升主要影響的是勞動密集的製

¹⁸ 庫茲涅茨轉折點 (Kuznets turning point) 是諾貝爾經濟學獎得主 Simon Smith Kuznets 提出的觀念，庫茲涅茨觀察各國經濟成長與所得分配關係，發現兩者有規律性存在，即在經濟成長的早期，隨著所得水準的提高，所得分配有惡化的傾向，而當所得進一步提高，並達到一個轉折點之後，所得分配狀況開始改善。以橫坐標代表人均所得水準，以縱坐標代表所得分配惡化的程度，將人均所得水準與所得分配的關係描畫出來，就形成一個稱為庫茲涅茨曲線 (Kuznets curve) 的倒 U 字型曲線，而曲線頂端的點即為庫茲涅茨轉折點。

造業，這些企業大多是民營企業，而資本和能源等要素成本上升主要影響的是國有重工業，這些企業的獲利主要建立在壓低資本和能源成本的基礎上，如果這些成本回升到正常水準，國有重工業將面臨嚴重的經營壓力。

第2章 中國金融改革的歷程及現狀分析

中國金融體制之改革進程，與國外成熟經濟體的改革模式並不完全相同，而是參考國外改革的經驗，並結合中國之國情，採取漸進改革的模式。整體而言，中國金融體制的改革落後於商品經濟體制的改革，隨著計劃經濟向市場經濟轉型，金融體制的結構性問題日益明顯，阻礙了經濟的可持續發展，亟需解決。

一、中國金融體制的改革歷程

中國金融體制經過近40多年的改革，基本上確立了現代金融體制（圖2-1），在金融機構、金融市場、金融產品、融資結構的多樣化以及金融調控體系和金融監管機制的專業化方面，都獲得相當進展。

在金融機構方面，從改革前中國人民銀行集監管者與經營者於一身的體制，發展為以中國人民銀行為領導，多樣化金融機構並存的金融機構體系，包括以中國工商銀行（工行）、中國建設銀行（建行）、中國銀行（中行）、中國農業銀行（農行）四大國有商業銀行為主體，國家開發銀行、中國進出口銀行、中國農業發展銀行三家政策性銀行及股份制商業銀行、民營銀行、外資銀行之銀行體系，券商、保險、基金、信託、農村與城市信用合作社等金融機構，以及財務公司、租賃公司、汽車金融公司等金融公司組織，另有以小額貸款公司為主的民間非正規金融機構。

在金融市場方面，從無到有發展為包括銀行間同業拆借市場、票據市場、外匯市場、股票市場、債券市場及期貨市場的多樣化金融市場體系。

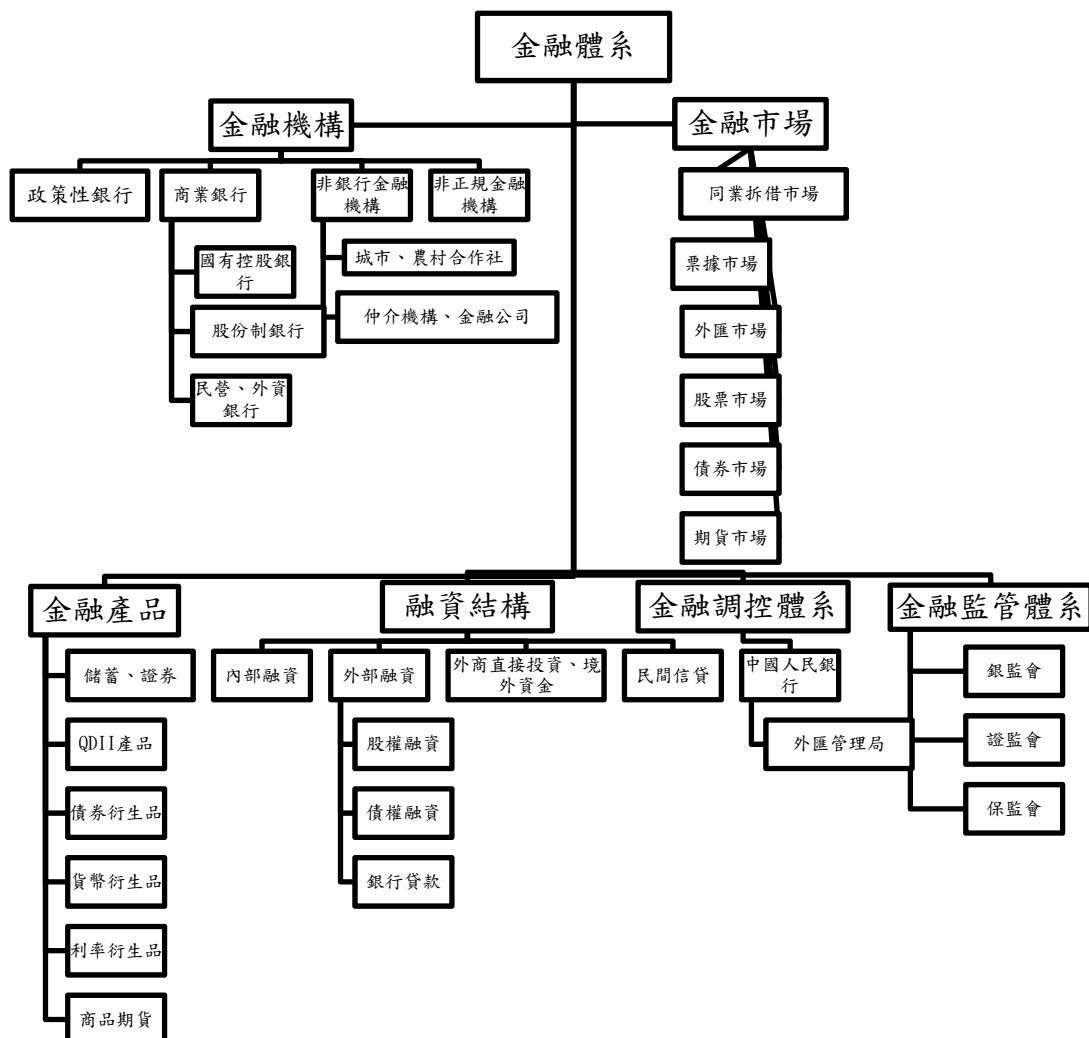
在金融產品方面，從改革前的單一儲蓄產品發展為多樣化的金融產品，包括儲蓄、股票、債券、基金、保險等投資理財金融產品，及以利率、貨幣、債券、商品和貸款等為標的資產之衍生性金融產品。

在融資結構方面，從改革前以政府財政撥款為唯一融資管道，發展為多樣化的融資管道，包括外人直接投資（FDI）、以銀行為主導的間接融資、透過發行股權與債權的直接融資、民間信貸。

在金融調控體系方面，中國人民銀行從改革前總攬一切金融業務，轉變為專責制定和執行貨幣政策、監督並管理金融業的中央銀行。

在金融監管體制方面，從改革前由中國人民銀行總攬金融監管，發展為由中國人民銀行、中國銀行業監督管理委員會、中國證券監督管理委員會和中國保險監督管理委員會組成的「一行三會」金融監管體制。

圖 2-1 中國的金融體制



資料來源：孫立行，2014，改革中的金融開放，上海社會科學院出版社。

經過將近 40 年的金融體制改革，中國金融業在發揮融資功能、促進經濟發展方面的作用越來越重要。截至 2015 年底，中國的金融業總資產達到 240.36 兆元，其中，銀行業為 199.35 兆元，保險業為 12.36 兆元，證券業為 4.40 兆元¹⁹。銀行業的資產規模增加快速，2015 年底銀行業總資產相對國內生產總值的比例高達 295%²⁰，而中國工商銀行的資產總額位居全球金融業首位。中國大型國有商業銀行的獲利能力大幅提升，在全球金融業中名列前茅。另外，中國金融業也自 2006 年起開放外資投資。

儘管金融體制改革獲得了重大進展，中國的金融發展程度還有待提升，這主要反映在中國的金融資產規模雖然快速增加，但是金融體系的效率卻沒有明顯提高；只有提高金融體系的效率，才能有效動員並配置資本，促進經濟發展。目前中國的金融體系還存在不少問題，阻礙其發揮有效動員並配置資本的功能。

二、中國現行金融體系的結構特徵²¹

中國現行金融體系由銀行主導的特徵相當明顯，銀行在資源配置中有舉足輕重的作用。目前，中國經濟正在轉型，過去的低成本、高消耗的粗放式成長模式已不可持續。金融結構會影響金融體系動員並配置資本的功能和效率，進而影響一國的金融發展和經濟成長；金融結構包含資產結構、市場結構、產業結構以及開放結構等方面，由這些金融結構特徵，可以發現中國現行的金融體系存在結構性失衡和缺陷。

（一）金融資產結構

2015 年中國的金融資產中，銀行資產占金融資產總量的 73.01%，而債券資產和股票資產則分別占 14.82% 和 12.17%（圖 2-2），顯示目前中國企業絕大部分是透過銀行體系間接融資，直接融資比例較低。反觀美國、德國、日本等主要發達國家，一般企業大多較為依賴直接融資，尤其是美國，2015 年其資本市場的

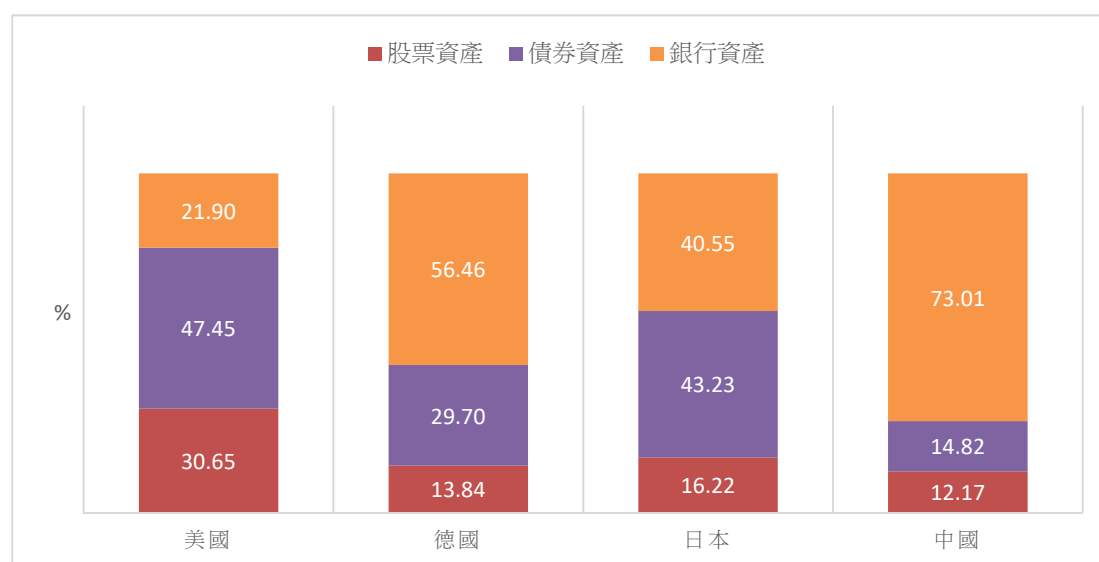
¹⁹ 資料來自中國人民銀行，《中國金融穩定報告(2016 年度)》附表 6。

²⁰ 資料來自中國人民銀行，《中國金融穩定報告(2016 年度)》附表 1 和 6。2015 年的國內生產總值為 676,708 億元。

²¹ 本節分析架構係參考孫立行，2014，改革中的金融開放，上海社會科學院出版社。

金融資產比重高達 78.1%，其中債券資產比重達 47.45%，更是遠高於銀行資產的 21.9%的與股票資產的 30.65%，充分顯示美國債券市場主導資金融通體系的特徵。

圖 2-2：2015 年主要國家金融資產結構比較（銀行資產、債券資產、股票資產）



資料來源：根據國際清算銀行與世界交易所協會（WFE）資料計算而得。

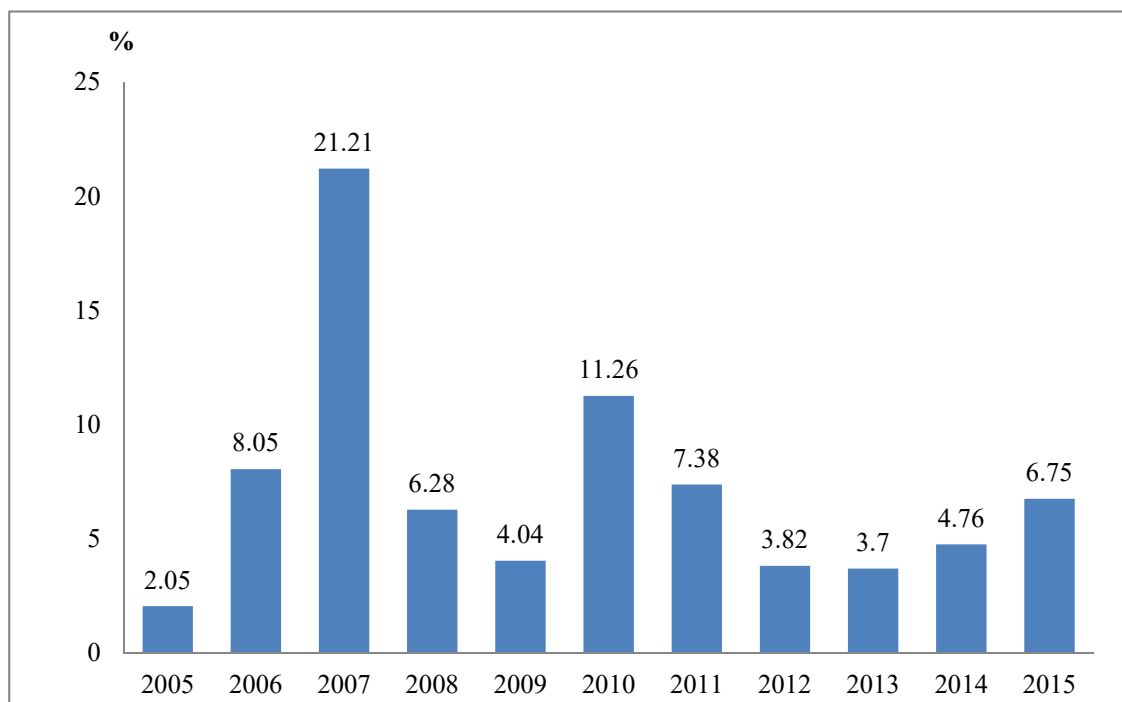
（二）金融市場結構

中國金融市場結構的缺陷反映在直接融資與間接融資的比例失衡，以及股票市場與債券市場之間的結構失衡。中國的股票市場在經歷國有企業的股份制改革及股權分置改革之後迅速發展²²，股票融資的重要性提高，境內股票籌資金額對銀行貸款增加額的比例一度由 2005 年的 2.06% 增加到 2007 年的 23.21%，但受到市場制度落後及全球金融危機的影響，中國股票市場的價格泡沫破滅，融資功能轉而大幅下降。2015 年，中國境內股票籌資金額對銀行貸款增加額的比率為 6.75%（圖 2-3），股票市值與流通市值相對國內生產總值的比例分別為 78.51% 和

²² 股權分置是中國證券市場特有的現象，是指上市公司的一部分股份上市流通，另一部分股份暫時不上市流通。流通股主要為社會公眾持有的股份，非流通股大多為國有持股及部分法人持股。中國設立證券市場時，對國有股採取暫時不上市流通的作法，因而形成股權分置的現象。

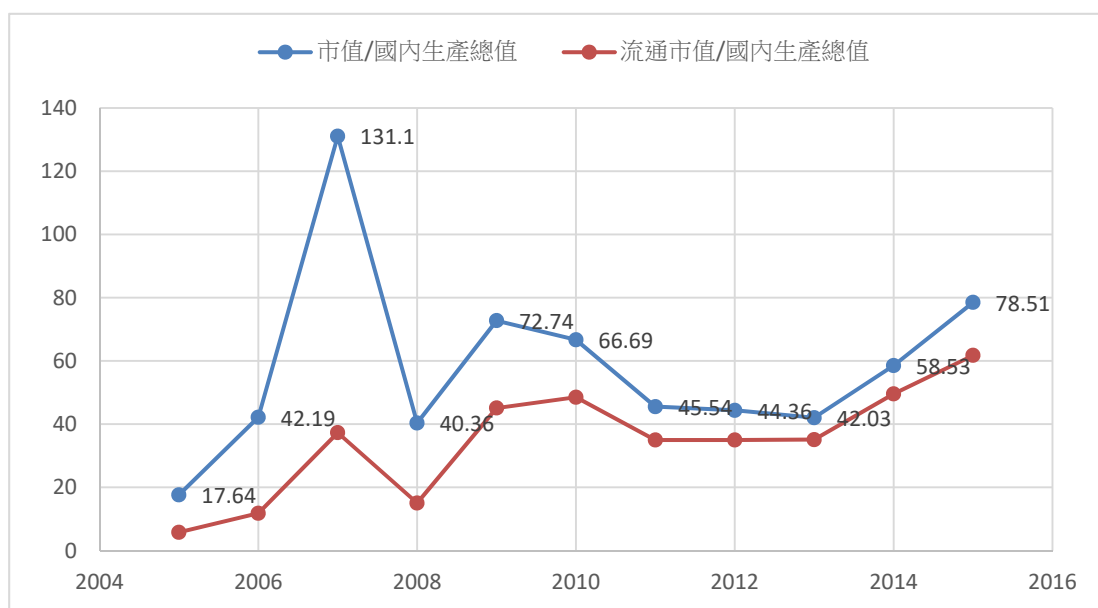
61.76% (圖 2-4)。相對而言，企業的債券融資顯得比較活躍。2015 年社會融資規模總量中，企業債券占 18.47%，比 2014 年高出 3.96% (圖 2-5)。根據中國人民銀行統計，2015 年企業債券淨融資額為 2.82 兆元，比 2014 年增加 0.44 兆元，成為社會融資規模增量的主要貢獻來源。但是與主要發達國家比較，中國債券市場的發展相對落後。2015 年，中國債券市場規模僅為股票市場的 0.95 倍，低於德國的 1.94 倍、日本的 2.28 倍以及美國的 1.39 倍 (圖 2-6)。同年，中國債券市場規模相對國內生產總值的比率為 71.3%，日本、美國以及德國則分別高達 270.9%、194.6% 以及 99% (圖 2-7)，而中國企業債市場規模相對國內生產總值的比率僅為 4.4%，相較美國的 138.1%、德國的 90.2% 以及日本的 43.7%，其差距更大 (圖 2-8)。

圖 2-3：中國境內股票籌資額與銀行貸款額增加率（2005 年至 2015 年）



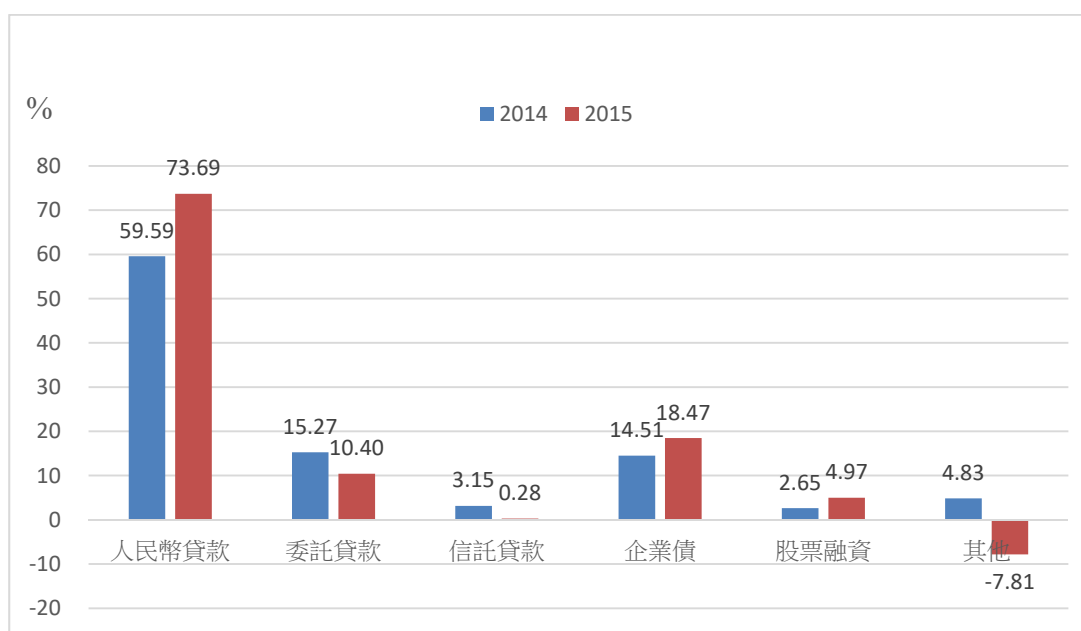
資料來源：中國人民銀行，《中國金融穩定報告(2015 年度)》附表 17；2015 年的資料來自中國人民銀行，《中國貨幣政策執行報告(2015 年第四季度)》表 2。

圖 2-4：中國的資產證券化率（2005 年至 2015 年）



資料來源：中國人民銀行，《中國金融穩定報告（2015 年度）》附表 16。

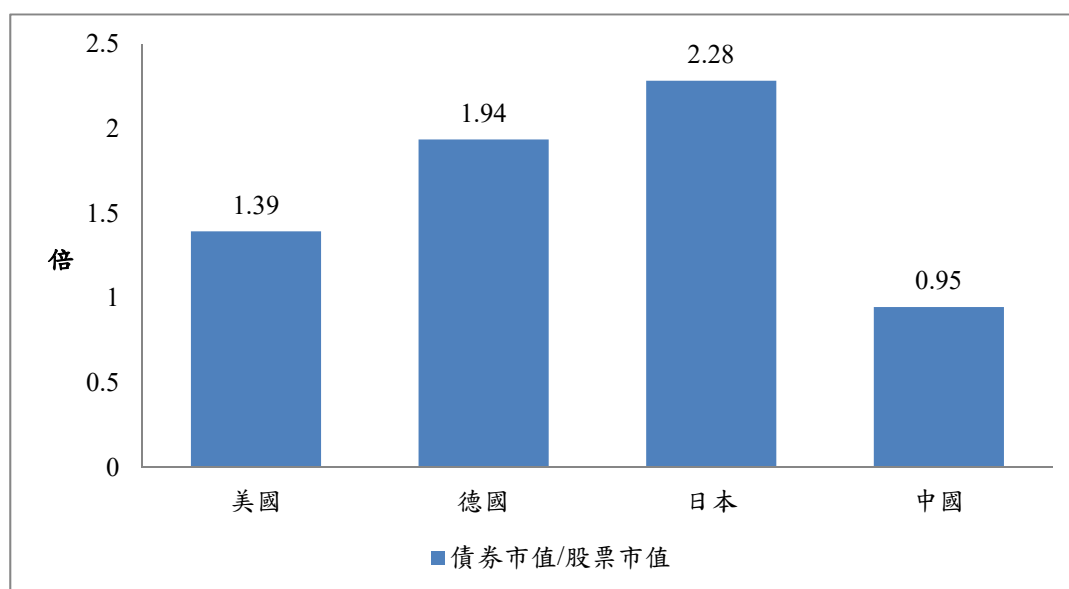
圖 2-5：中國的社會融資規模增加率（2014 年與 2015 年）



資料來源：中國人民銀行，社會融資規模增量統計數據報告。

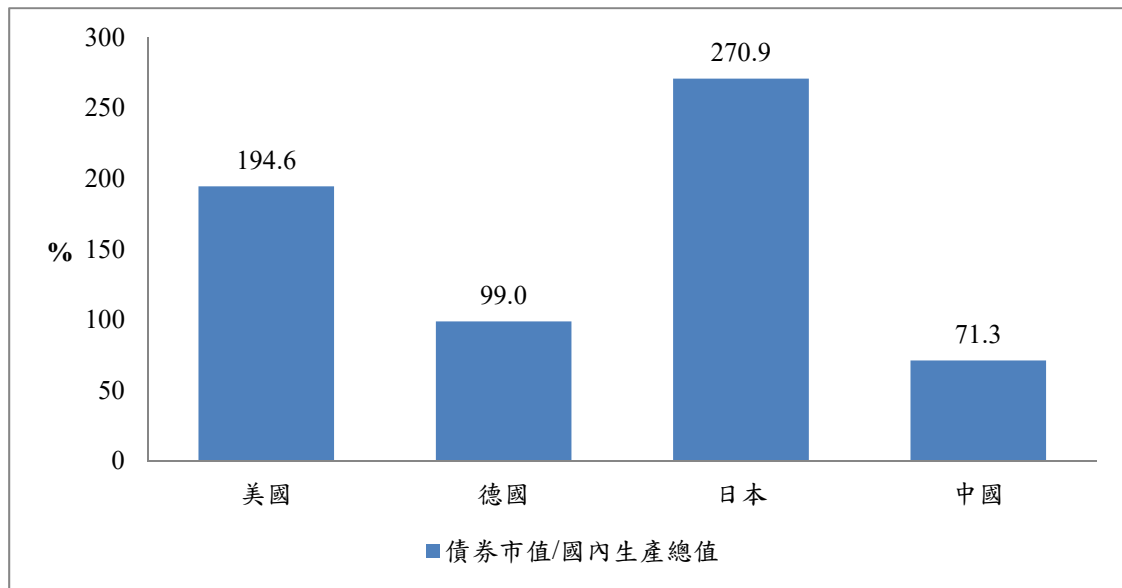
資料說明：社會融資規模是指實體經濟（境內非金融企業和住戶）從金融體系獲得的資金；圖中數字是指實體經濟透過各項金融工具所獲得的資金之年增率。

圖 2-6：主要國家的債券市場與股票市場相對規模比較（2015 年）



資料來源：根據世界銀行與國際清算銀行資料計算而得。

圖 2-7：主要國家的債券市場規模對國內生產總值比例之比較（2015 年）



資料來源：根據世界銀行與國際清算銀行資料計算而得。

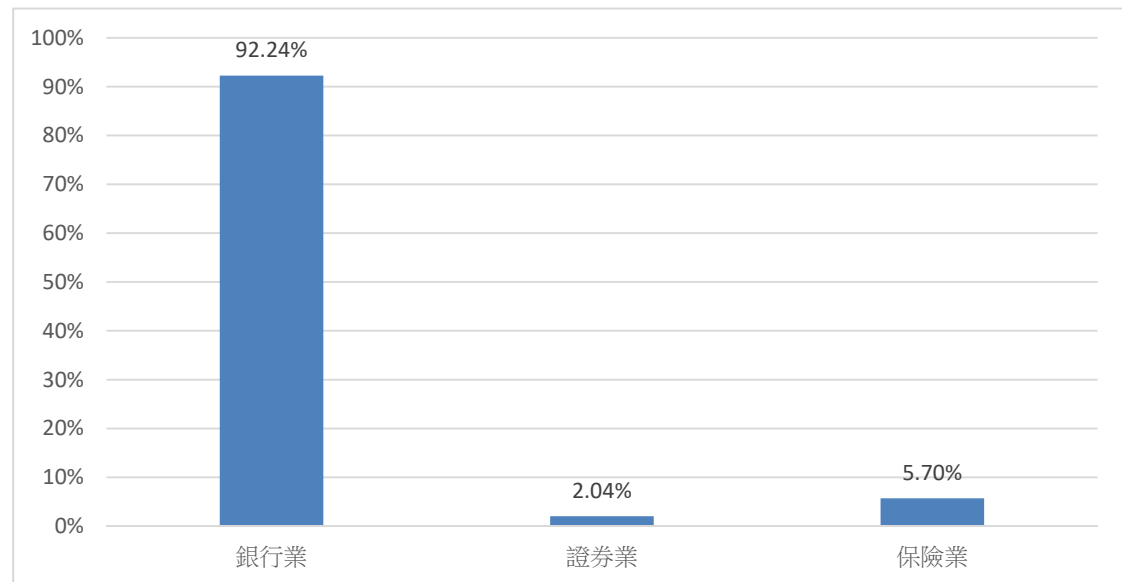
（三）金融產業結構

從 2015 年中國金融業資產總量的結構來看，銀行業資產占全部金融機構總資產的比重高達 92.24%，而證券業及保險業的資產分別只有 2.04% 及 5.7%（圖 2-9）²³。再從銀行業的類型來看，大型國有商業銀行占主導地位，資產規模占比達 39.21%，其次為股份制商業銀行（18.55%）、城市商業銀行（11.38%）、政策性銀行（9.67%）、農村商業銀行（7.64%）以及外資銀行（1.35%）等，其他銀行業的比重合計為 12.2%（圖 2-10）。2015 年，在各類商業銀行中，資產餘額年成長最快的是農村商業銀行，增幅達 32.2%，主要原因為部分農村信用社與農村合作銀行改制為農村商業銀行；其次是城市商業銀行（增幅達 25.4%）和政策性銀行（增幅達 23.5%）（圖 2-11）。此外，從 2015 年銀行業新增貸款的市場占有率來看，中資中小型銀行的市場占有率達 51.47%，高於中資大型銀行的占有率（38.28%），小型農村金融機構的市場占有率為 10.18%，而外資金融機構的市場占有率只有 0.07%（圖 2-12），顯示中國銀行業貸款市場的對外開放程度明顯偏

²³ 中國人民銀行的資產計入銀行業。基金管理公司總資產 827.01 億元，占比過低未呈現。

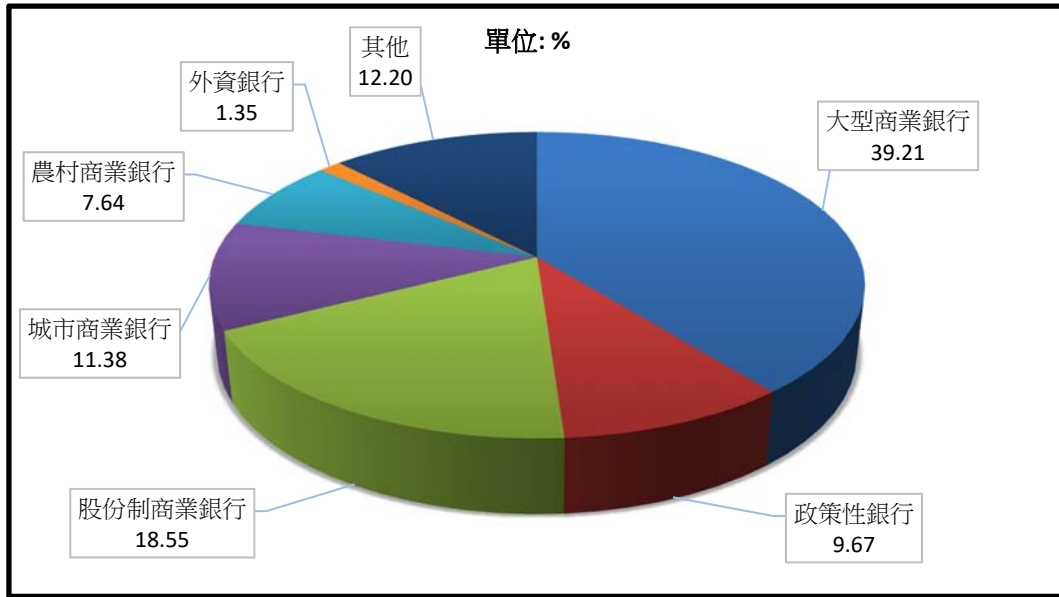
低。

圖 2-9：中國金融業的資產結構圖（2015 年）



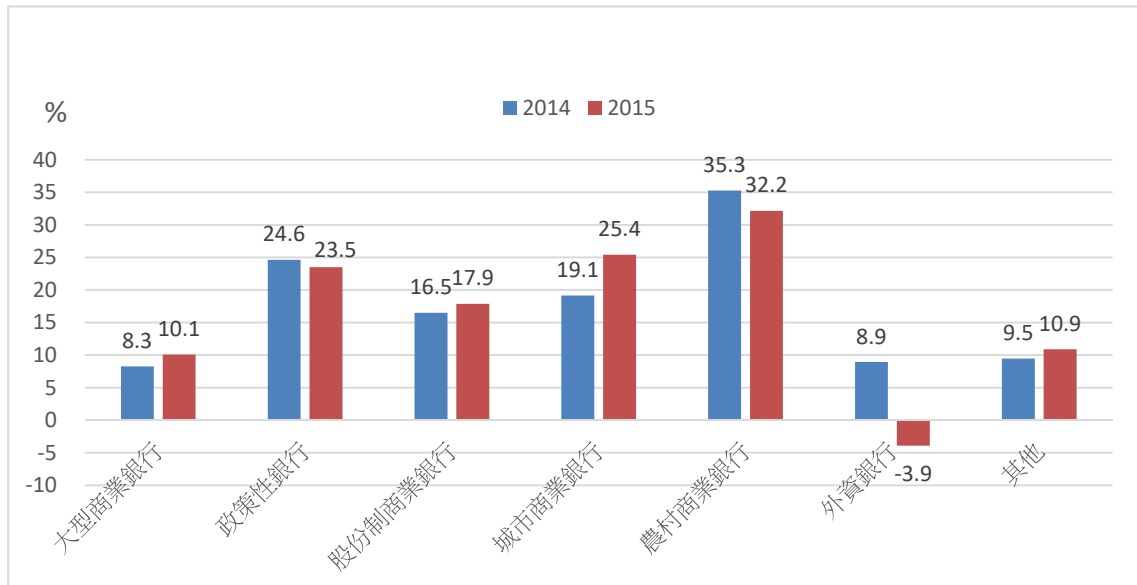
資料來源：中國人民銀行，《中國金融穩定報告（2016 年度）》附表 6。

圖 2-10：中國銀行業的資產結構圖（2015 年）



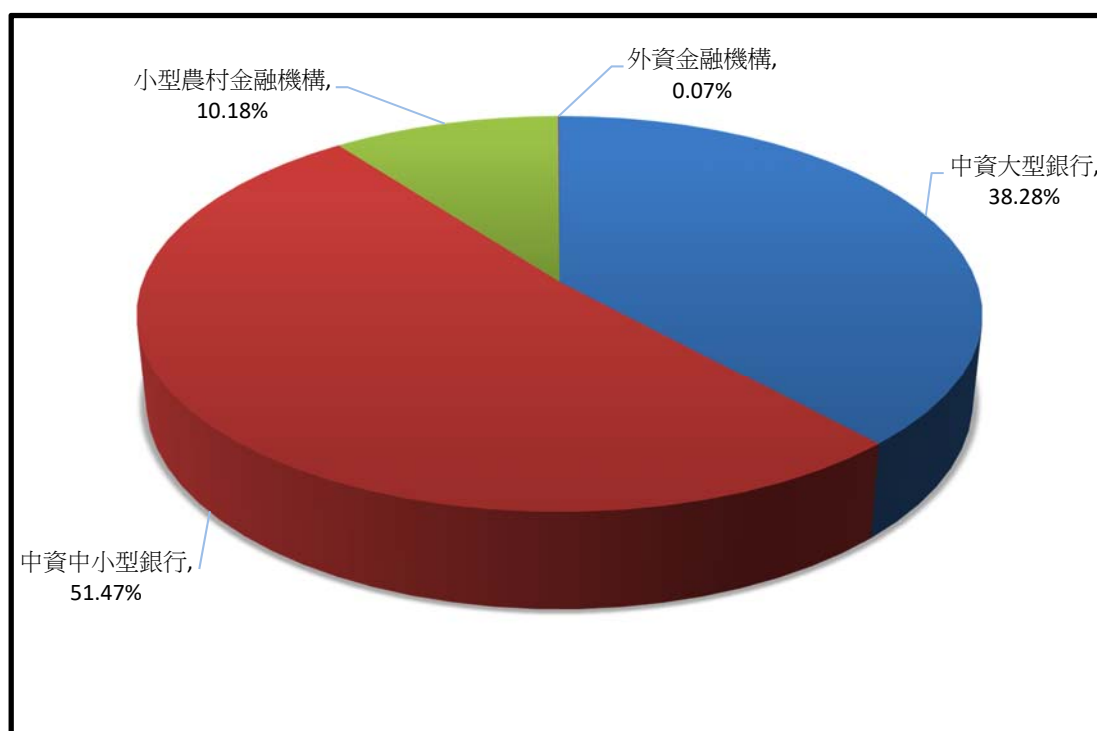
資料來源：中國銀行業監督管理委員會 2015 年報。

圖 2-11：中國銀行業的資產年成長率（2014 年與 2015 年）



資料來源：中國銀行業監督管理委員會 2015 年報。

圖 2-12：中國銀行業的新增貸款市場占有率（2015 年）



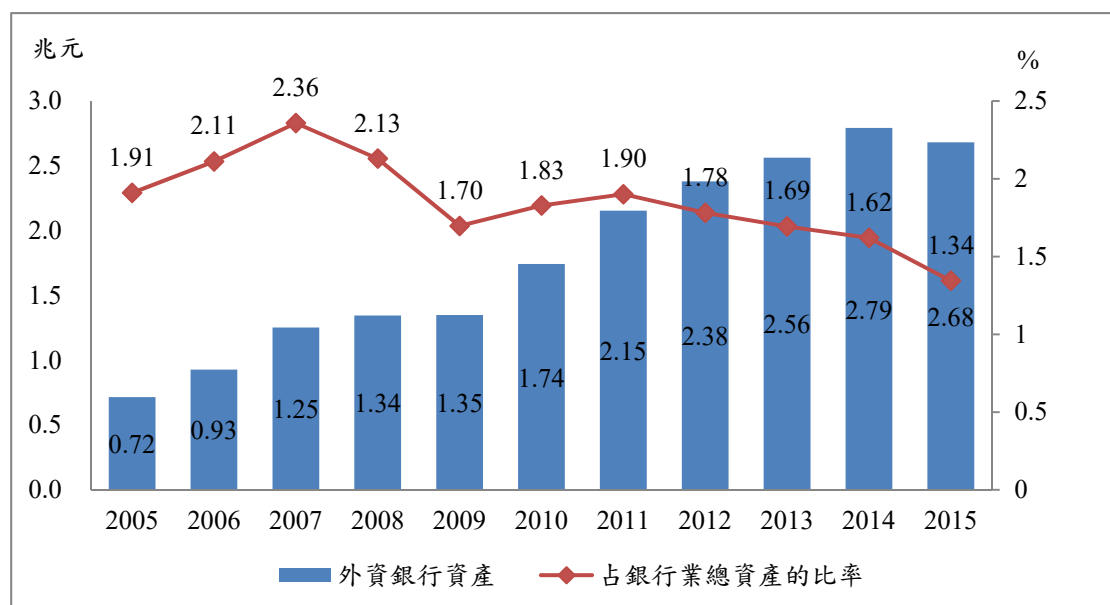
資料來源：中國人民銀行，《中國貨幣政策執行報告（2016 年第三季度）》。

資料說明：中資大型銀行是指本外幣資產總量大於或等於 2 兆元的銀行；中資中小型銀行是指本外幣資產總量小於 2 兆元的銀行；小型農村金融機構包括農村商業銀行、農村合作銀行、農村信用社。

（四）金融開放結構

截至 2015 年底，中國的外資銀行資產總額為 2.68 兆元，占銀行業資產總額的 1.34%，比 2007 年的最高點減少 1.01 個百分點（圖 2-13）；2015 年資產年增率為 -3.99%，比 2007 年 35.0% 的年增率減少了近 38.97 個百分點（圖 2-14）。另外，從 2015 年中國全社會固定資產投資的資金來源來看，自籌資金為主要資金來源，占比達 71%，其次是其他資金（13%）與國內貸款（10%）與國家預算資金（5%），而利用外資（包括外商直接投資）的比率僅為 1%（圖 2-15）。從 2015 年的各類資金成長情況來看，自籌資金年成長率為 13.6%，比 2014 年下降 6.7 個百分點；國內貸款年成長率為 9.7%，較上年下降 5.5 個百分點；國家預算資金年成長率為 19.9%，較上年上升 2.3%；利用外資的年成長率下降 6.2%，降幅較 2014 年高 2.9 個百分點²⁴。

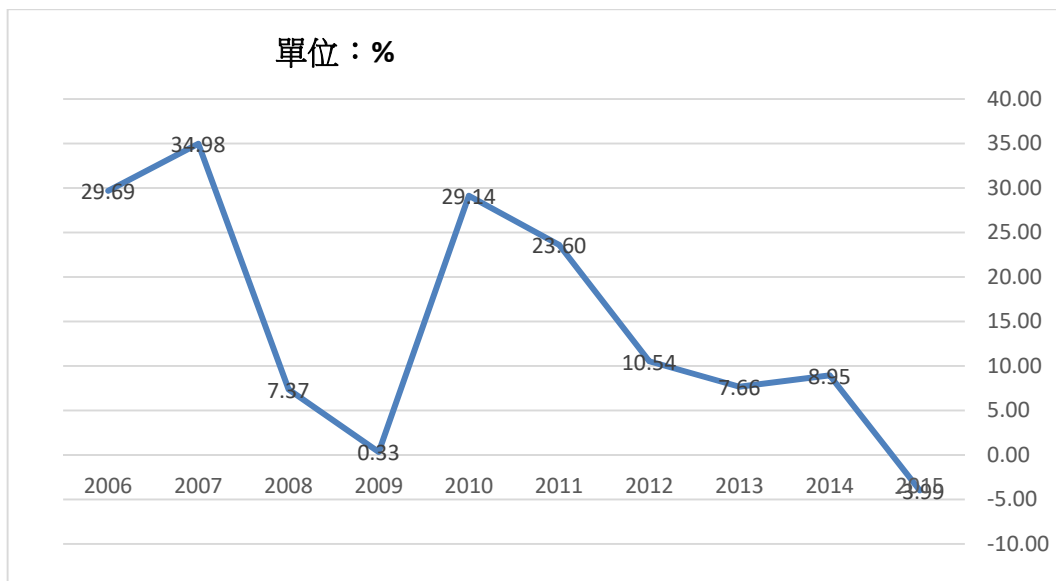
圖 2-13：中國的外資銀行資產發展狀況（2005 年至 2015 年）



資料來源：中國銀行業監督管理委員會 2015 年報。

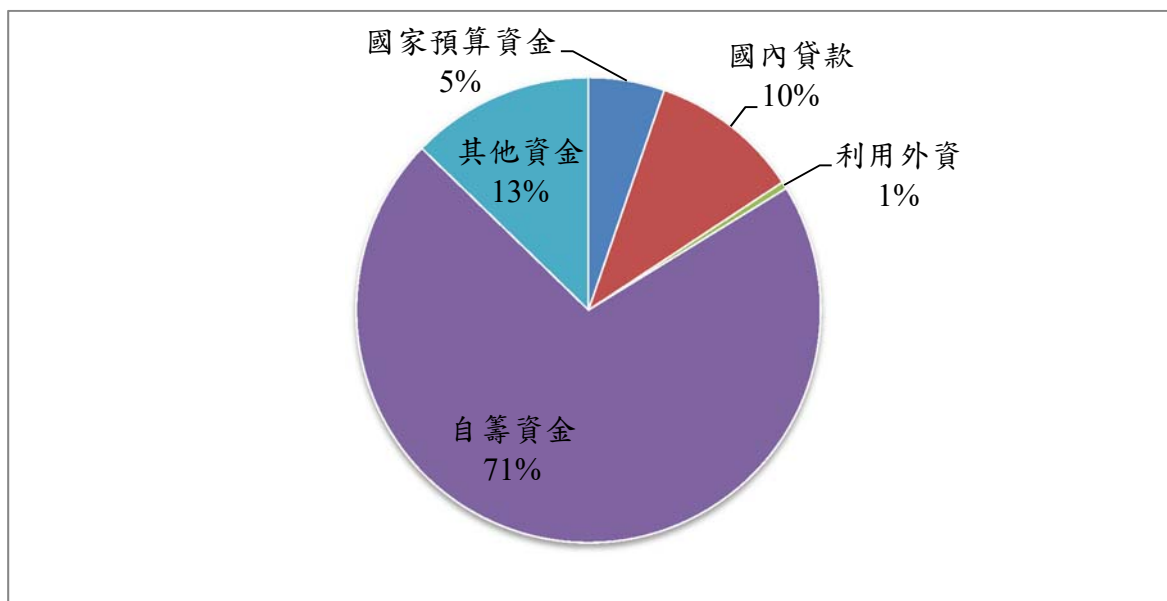
²⁴ 2015 年中國統計年鑑表 10-5。

圖 2-14：中國的外資銀行資產成長率（2005 年至 2015 年）



資料來源：中國銀行業監督管理委員會 2015 年報。

圖 2-15：中國全社會固定資產投資的資金來源（2015 年）



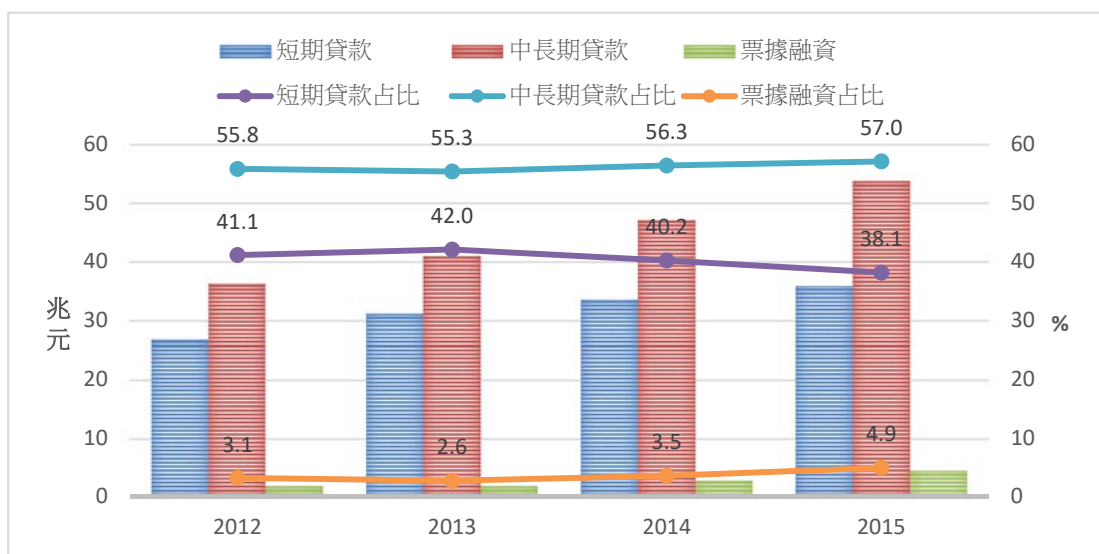
資料來源：中國國家統計局。

綜上所述，目前中國的融資結構以銀行佔主導地位，企業的外部融資主要來源為銀行信貸，國有商業銀行在信貸市場具有壟斷地位，中小銀行及外資銀行等其他銀行的信貸規模非常有限²⁵。此種融資機構結構特質導致信貸風險過於集中銀行部門，以及信貸資源主要由國有企業持有之結構性問題，影響了資源配置的有效性。中國銀行體系之資源配置缺乏效率，主要顯示在放款結構之失衡。

首先，就企業類型來看，小微企業獲得的銀行信貸規模偏低。2015 年企業貸款融資規模占全部融資的 71.4%，2015 年底金融機構人民幣各項貸款餘額為 93.95 兆元，其中，小微企業人民幣貸款餘額為 23.46 兆元，比重僅為 36.55%²⁶。

其次，從貸款結構來看，短期貸款占全部貸款的比重有小幅下降，中長期貸款的比重則小幅上升，惟中長期貸款規模遠高於短期貸款和票據融資(圖 2-16)。中長期貸款規模的不斷擴大，使金融機構資產與負債期限錯配的問題(即借短貸長的問題)更加嚴重，金融機構面對的流動性風險和利率風險因而上升。

圖 2-16：中國金融機構的各類貸款規模及成長變化(2012 年至 2015 年)



資料來源：中國銀行業監督管理委員會 2015 年報。

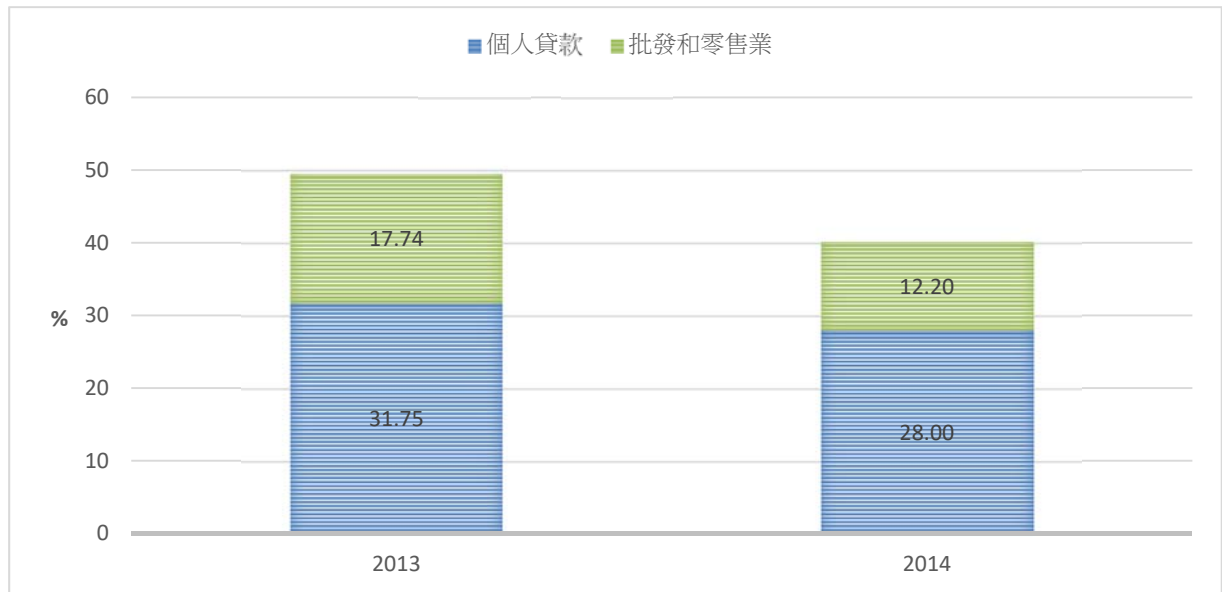
²⁵ 根據民生銀行董事長董文標在 2013 年全國人民代表大會和人民政治協商會議「兩會」期間提供的統計數字，中國國有商業銀行(即包括大型國有銀行與政府控股的商業銀行)的資產占全部商業銀行資產的 95%。

²⁶ 資料來自中國人民銀行，2015 年金融機構人民幣信貸收支表(按部門分類)，《中國金融穩定報告(2015 年度)》第 35 至 36 頁。

第三，從行業分佈來看，近年銀行業新增貸款主要投入二大領域：個人貸款及批發與零售業。2015 年這二大領域的信貸占比分別為 28.00%及 12.20%，兩者信貸規模占貸款總額近 40%。然而與 2014 年相比，個人貸款與批發與零售業的信貸占比分別下降了 3.75 個百分點與 5.74 個百分點（圖 2-17）。另外，2015 年第三大的貸款投入領域為製造業（13.16%），2015 年則變為房地產業（11%）。儘管個人貸款占全部信貸總額的比重減少，然而，以個人住房貸款為主的個人中長期消費貸款卻不斷成長，2015 年底個人購房貸款餘額為 13.1 兆元，年成長 23.9%，較上年上升 6.3%個百分點²⁷。

²⁷ 資料來自中國人民銀行，《中國區域金融運行報告（2015 年度）》。

圖 2-17 中國金融機構貸款的主要流向（2014 年與 2015 年）

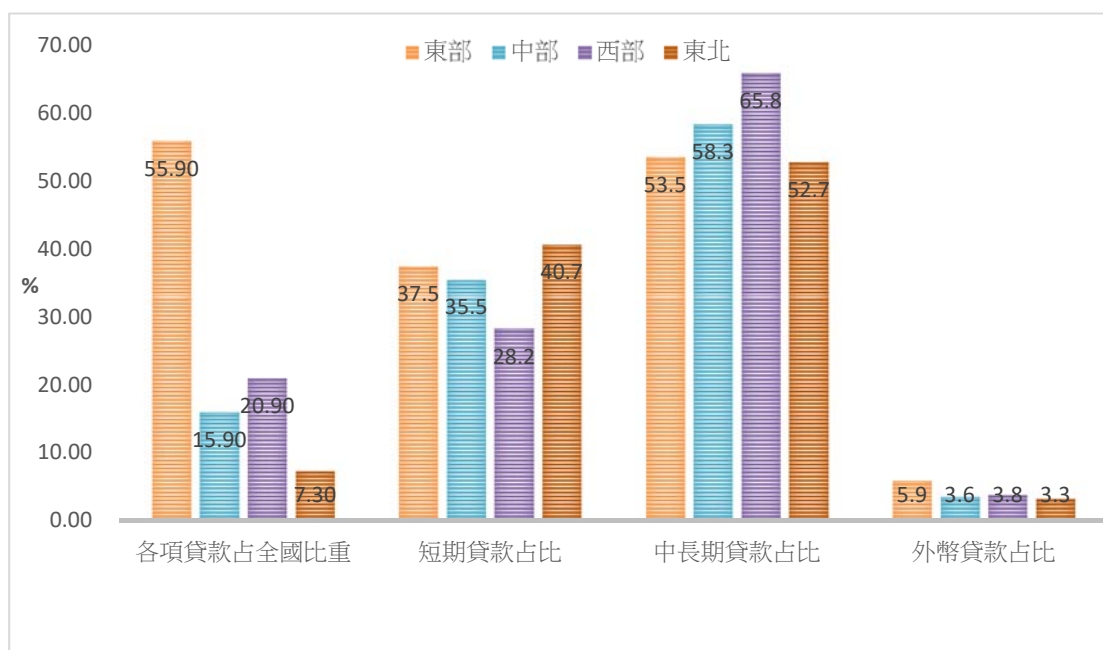


資料來源：中國銀行業監督管理委員會，《中國銀行業運行報告（2014 年度）》、《中國銀行業運行報告（2015 年度）》。

最後，從地域分佈來看，銀行信貸資金主要投入東部地區。2015 年各種融資方式（包括貸款、債券以及股票等）中，銀行信貸資金占比由高而低依次為東部、西部、中部、東北；地區；其中，東部、西部、中部及東北地區的貸款融資占全國貸款總額的比重分別為 55.9%、15.9%、20.9%及 7.3%。以各項貸款總額或短期貸款及外幣貸款等不同統計方法衡量信貸規模，東部地區的占比均明顯高於其他地區（圖 2-18），不過東部地區的中長期貸款的占比較低。另外，中、西部地區的貸款增速高於東部地區，而且資金運用的長期化趨勢也更加明顯。2015 年中部和西部的貸款融資額增速分別為 15.9%和 15.2%，明顯高於東部的 12.2%²⁸。

²⁸ 資料來自中國人民銀行，《中國區域金融運行報告（2015 年度）》。

圖 2-18：中國金融機構貸款的地區分佈（2015 年）



資料來源：中國人民銀行，《2015 中國區域金融運行報告（2015 年度）》。

資料說明：各項貸款是指本外幣各項貸款。短期貸款占比、中長期貸款占比以及外幣貸款占比是指，一地區內各類貸款占該地區所有貸款的比重。

三、中國金融市場的改革歷程

中國的金融市場改革在不同階段有不同改革方向。1978 年至 1992 年的金融改革重點為匯率改革（匯率雙軌制改革）和資本帳開放（建立經濟特區、吸引外人直接投資等）；1993 年至 2004 年主要是利率市場化改革；2005 年至 2011 年主要是匯率市場化和資本帳開放；2012 年之後則是利率市場化、匯率市場化及資本帳開放之改革同步推進。

目前中國的貨幣市場利率、債券市場利率及外幣存貸款利率，基本上都已經市場化，至於人民幣存貸款利率，中國人民銀行已經解除對貸款利率的下限管制與對存款利率的上限管制，但是存款基準利率與貸款基準利率仍然是由中國人民銀行設定；人民幣匯率基本上是以參考一籃子貨幣方式決定，匯率市場化程度提高。在資本帳開放方面，自 2015 年起，由於中國出現較大規模的資本外流與人民幣預期貶值心理，中國有加強資本管制的跡象。

（一）中國利率市場化之改革轉移

1996 年中國人民銀行啟動利率市場化改革，逐步取消對貨幣市場、債券市場及存貸款利率的管制。目前金融機構可根據自身經營狀況，依據其在存款基準利率與貸款基準利率，自主建立存款利率與貸款利率的浮動區間。

1995 年前，中國人民銀行對利率實行統一管理，金融交易者不得自行決定利率。1996 年，中國人民銀行啟動利率市場化改革，2003 年 2 月，中國人民銀行在《2002 年中國貨幣政策執行報告》中公布中國利率市場化改革的總路線，市場化順序定為：先外幣、後本幣；先貸款、後存款；先長期與大額、後短期與小額。以下依序說明中國貨幣市場、債券市場及金融機構存貸款利率市場化之改革進程。

1. 貨幣市場利率市場化之改革進程

中國在 1996 年基本實現了銀行間同業拆借市場的利率市場化，在隨後 10 多年裡，貨幣市場利率市場化程度不斷提高。

1980 年代初：中國建立銀行間同業拆借市場，惟 1993 年因金融機構濫用拆借，同業拆借市場停止交易。

1996 年：銀行間同業拆借市場恢復交易，拆借成員包括商業銀行總行及其授權分行、城市商業銀行等金融機構，透過全國銀行間同業拆借中心提供的電子交易系統進行拆借交易；其他金融機構的拆借交易則在當地進行，並向中國人民銀行分行報備。

1996 年 6 月：中國人民銀行取消對拆借利率的上限管制，同業拆借利率由拆借雙方根據市場供需狀況自主決定。

1997 年 6 月：銀行間債券回購業務（附買回交易）正式展開。

1998 年：中國人民銀行開放證券公司和財務公司參與銀行間同業拆借市場交易和銀行間債券市場交易。

2006 年 9 月：中國人民銀行發布《關於建構中國貨幣市場基準利率有關問題的通知》，建立上海銀行間同業拆借利率（Shanghai Interbank Offered Rate, SHIBOR）。

2007 年 1 月：SHIBOR 始運作，其重要性日益增加，目前 SHIBOR 已經成為中國金融市場的重要指標性利率，主要作為浮動利率債券、衍生性商品、拆借及回購交易、票據、短期融資的定價參考指標。

2. 債券市場利率市場化之改革進程

早期中國的債券發行利率必需經過中國人民銀行之審查與批准，隨著利率市場化的推進，金融債券、國債與企業債的利率管制逐步取消，目前債券市場利率基本上由市場供需決定。

1987 年：中國國務院發布《企業債券管理暫行條例》，規定債券的票面利率由中國人民銀行審查與批准，不得高於銀行同期限定期儲蓄存款利率的 40%。

1993 年：中國國務院發布《企業債券管理條例》，企業債券採公開發行制，債券票面利率仍須經中國人民銀行之審查與批准，不得高於銀行同期限定期儲蓄存款利率的 40%。

1998 年：中國政府解除對政策性銀行發行金融債券的利率管制。

1999 年：中國政府開放國債在銀行間同業市場競標發行，國債利率實行市場化定價。

2007 年：中國政府開放企業債券發行利率參照 SHIBOR 定價，中國人民銀行對發行利率審查與批准之範圍，由單一利率水準放寬為利率區間。中國證券監督管理委員會頒布《公司債發行試點辦法》，公司債利率實行市場化定價。

2008 年：中國人民銀行頒布《銀行間債券市場非金融企業債務融資工具管理辦法》，中期票據、短期融資券、中小企業集合票據的發行利率，均採市場競爭定價方式。

3. 金融機構存款與貸款利率市場化之改革進程

中國金融機構存款與貸款利率市場化之改革，是以「先外幣，後本幣；先貸款，後存款；先大額、長期，後小額、短期」的順序進行，目前外幣存貸款利率已實現市場化定價，至於人民幣存貸款利率，中國人民銀行已經解除對貸款利率的下限管制與對存款利率的上限管制，但是存貸款基準利率仍然由中國人民銀行設定。

（1）外幣存貸款利率市場化

a. 外幣存款利率市場化

2000 年 9 月：中國人民銀行取消 300 萬美元以上大額外幣存款的利率管制。

2003 年 7 月：中國人民銀行取消美元、日元、港元及歐元以外的小額外幣存款利率管制。

2003 年 11 月：中國人民銀行取消小額外幣存款利率的下限管制，美元、日元、港元、歐元的小額存款實行利率上限管制，商業銀行在

不超過存款利率上限的情況下，可依據國際金融市場之利率變動情形，自主決定這 4 種外幣的存款利率。

2014 年 3 月：中國人民銀行取消小額外幣存款的利率上限管制。

b. 外幣貸款利率市場化

1996 年起：中國之商業銀行普遍建立外幣利率定價制度。

2000 年 9 月：中國人民銀行解除外幣貸款利率的管制，外幣貸款利率及計息方式，由金融機構根據國際市場情況及自身資金成本、貸款風險等因素自行決定。

(2) 人民幣存貸款利率市場化

中國人民銀行對人民幣存款利率與貸款利率的管制，主要是透過調整基準利率與利率浮動區間兩方面進行。在人民幣存貸款利率市場化之改革進程中，中國人民銀行持續調整金融機構存款利率與貸款利率之浮動區間，直到解除浮動區間之管制。

目前人民幣存款利率與貸款利率基本上已經接近市場化定價。中國人民銀行仍然制定人民幣存款基準利率與貸款基準利率，惟已取消存款利率與貸款利率浮動幅度之限制，金融機構可按存款基準利率與貸款基準利率自主決定利率浮動區間。

值得注意的是，中國以黨領商、以政領商的色彩仍然濃厚，中國人民銀行雖然不再限制存款利率與貸款利率的浮動區間，但是，金融機構自主決定利率的空間有多大，仍有待觀察。

2016 年 6 月 24 日日本經濟新聞中文版報導中國政府已經恢復對銀行的利率管制，採取行業自主管制的形式，首先在北京設定貸款利率的下限和存款利率的上限²⁹；6 月 27 日晚間，中國人民銀行發表措辭嚴厲的聲明，否認恢復銀行之利率管制，指稱該篇報導的是 2016 年 5 月初北京地區市場利率定價自律機制就

²⁹ 2016 年 6 月 24 日，日本經濟新聞中文版記者張勇祥上海報導。

銀行存貸款定價進行的自主協商，並非中國人民銀行恢復利率管制³⁰。

誠如中國人民銀行所言，銀行業者就銀行存貸款定價進行協商並不等於恢復利率管制，然而銀行業者就存貸款利率定價進行協商，相對將限縮個別銀行自主決定利率的空間。

a. 人民幣存款利率市場化

2004 年 10 月後：中國人民銀行取消人民幣存款利率下限的管制，惟仍維持人民幣存款利率上限之管制。人民幣存款利率直接影響銀行的資金成本，進而影響貸款利率、銀行間同業拆借利率、債券市場利率等，一般認為存款利率的上限管制壓低了整體利率水準，進而壓低了一般企業的貸款成本。

2012 年 6 月 8 日：中國人民銀行提高人民幣存款利率之上限範圍，允許存款利率可上調到存款基準利率的 1.1 倍。

2014 年 11 月 22 日：中國人民銀行提高存款利率浮動區間上限為存款基準利率的 1.2 倍。

2015 年 3 月 1 日：中國人民銀行提高存款利率浮動區間上限由存款基準利率的 1.3 倍。

2015 年 10 月 24 日：中國人民銀行解除存款利率的上限管制，金融機構可按存款基準利率的自主決定存款利率的浮動區間。

b. 人民幣貸款利率市場化

目前人民幣貸款利率基本上已實現市場化定價，但考慮到房地產行業的特殊性，中國人民銀行對個人房地產貸款利率的浮動區間仍進行管制。

³⁰ 中國人民銀行 2016 年 6 月 27 日晚間發表的聲明如下：近日，有個別外媒報導稱「中國開始恢復銀行利率管制」、「重新為存貸款利率浮動幅度設限」，提出「重啟銀行利率管制是改革的倒退」。據了解，相關報導主要針對 5 月末北京地區市場利率定價自律機制就銀行存貸款定價進行的自主協商，此舉旨在維護市場的公平競爭秩序，防止非理性定價，並非央行恢復利率管制。有關報導歪曲事實，誤導輿論。我們對這種違背新聞職業操守、不負責任的行為表示譴責，並保留通過法律途徑追究相關責任的權利。近年來，我國的利率市場化改革加快推進，存貸款利率上下限已經取消，利率管制已經放開。中國人民銀行始終堅持市場化改革方向，健全市場化利率形成和傳導機制，發揮行業自律的激勵約束作用，引導和鼓勵金融機構自主合理定價，維護公平的市場競爭秩序。

2004 年 10 月 29 日：中國人民銀行發布《關於調整金融機構存、貸款利率的通知》，取消對金融機構貸款利率的上限管制，惟仍維持對貸款利率下限之管制。

2006 年 8 月 19 日：中國人民銀行發布《關於調整金融機構貸款利率的通知》，放寬對商業性個人住宅的貸款利率下限管制，自原基準利率的 0.9 倍下調為 0.85 倍，其他貸款利率下限仍然維持為基準利率的 0.9 倍。

2008 年 10 月 27 日：中國人民銀行發布《關於擴大商業性個人住房貸款利率下浮幅度等有關問題的通知》，進一步放寬對商業性個人住宅的貸款利率下限為基準利率的 0.7 倍。

2012 年 6 月 8 日：中國人民銀行發布《關於下調金融機構人民幣存款基準利率和調整存貸款利率浮動區間的通知》，下調基準利率並放寬利率浮動空間，貸款利率下限由基準利率的 0.9 倍調整為基準利率的 0.8 倍。

2013 年 7 月 20 日：中國人民銀行發布《關於下調金融機構人民幣存款基準利率和調整存貸款利率浮動區間的通知》，取消商業銀行貸款利率的管制，金融機構可按貸款基準利率自主決定貸款利率的浮動區間；取消票據貼現利率的管制，貼現利率由金融機構自主決定；取消農村信用社貸款利率上限。為繼續執行差別化的住房信貸政策，促進房地產市場健康發展，個人住房貸款利率的浮動區間暫不調整。

（二）中國匯率市場化之改革進程

中國自改革開放以來，匯率制度經歷了四個主要階段：1.官方匯率與貿易內部結算匯率並存的雙軌匯率制度（1981 年至 1984 年）；2.官方匯率與外匯調劑市場匯率並存的雙軌匯率制（1985 年至 1993 年）；3.以市場供需為基礎的、單一的、

有管理的浮動匯率制度（1994 年至 2005 年）；4.以市場供需為基礎、參考一籃子貨幣進行調節、有管理的浮動匯率制度（2005 年 7 月 21 日至今）。

1. 官方匯率與貿易內部結算匯率並存的雙軌匯率制度（1981 年至 1984 年）

1979 年 8 月：中國改革外貿體制，實行外匯留成制度，對外貿易單位和出口企業須將獲得的外匯賣給國家，國家按一定比例撥付企業作為相應的外匯留成。

1981 年 1 月 1 日：中國開始實行官方匯率與貿易內部結算匯率並存的雙軌匯率制度，官方匯率用於非貿易業務的外匯兌換和結算，定為 1 美元兌 1.5 元人民幣；貿易內部結算匯率用於進出口貿易的外匯結算，定為 1 美元兌 2.8 元人民幣。這一階段的匯率制度主要是為出口創匯服務，但因為美元的官價遠低於貿易內部結算價，助長了尋租行為，有權勢、有關係者以官價獲得美元再以貿易內部結算價換為人民幣，導致外匯管理混亂。

2. 官方匯率與外匯調劑市場匯率並存的雙軌匯率制度（1985 年至 1993 年）

1985 年 1 月 1 日：中國取消人民幣內部貿易結算價，形成統一的公開牌價，官方匯率定為 1 美元兌換 2.8 元人民幣，人民幣匯率恢復為單一匯率。

1985 年 12 月：中國終止由中國銀行調劑外匯，在深圳成立第一個外匯調劑中心，形成官方匯率與外匯調劑市場匯率並存的雙軌匯率制度，調劑市場匯率成為促進出口成長的重要手段。

1988 年：中國推行外貿企業承包責任制，人民幣匯率成為調節進出口貿易的主要手段。

1988 年 3 月起：中國政府提高企業的外匯留成比例，擴大外匯調劑量，放開調劑市場匯率，各地紛紛設立外匯調劑中心。

1988 年 9 月：上海成立外匯調劑公開市場，實行公開報價、競價成交的市場交易機制。

1991 年 4 月 9 日起：中國政府調整其干預對匯率方式，由之前一次性大幅度調整方式，轉變為逐步緩慢調整方式。

3. 以市場供需為基礎的、單一的、有管理的浮動匯率制度（1994 年至 2005 年）

1994 年：中國國務院推出一籃子匯率改革方案：（1）1 月 1 日起實行官方匯率 and 外匯調劑市場匯率併軌，人民幣匯率成為以市場供需為基礎的、單一的、有管理的浮動匯率；（2）實行銀行結售匯制，廢止外匯留成和上繳制度。企業出口所得外匯須於當日結售給指定的經營外匯業務銀行，經常帳項下正常的對外支付，只須持有效憑證以人民幣到外匯指定銀行辦理；（3）建立統一的銀行間外匯市場，中國人民銀行以銀行間外匯市場形成的匯率作為人民幣匯率的基礎。1994 年的人民幣匯率併軌及相關改革，發揮了匯率對外貿的調節功能，對中國外匯準備的快速成長發揮了積極作用。

1996 年 12 月 1 日：中國接受國際貨幣基金組織協定第八條所列各項義務，不再限制經常性的國際支付；取消差異性的貨幣安排與多重匯率制度。這意味著中國實現了經常帳項目的人民幣完全可兌換。

1997 年底：為了防止東南亞金融危機蔓延，中國承諾人民幣不貶值。此後，中國人民銀行加強對外匯市場的干預，人民幣匯率基本穩定在 1 美元兌 8.28 元人民幣的水準，形成「事實上釘住美元」的匯率制度，並持續到 2005 年 7 月 20 日。

2001 年 12 月 11 日：中國成為世界貿易組織（WTO）第 143 個會員國，此後中國的經常帳順差和資本帳順差持續擴大。

2003 年起：國際呼籲人民幣升值的壓力日愈增加。

4. 以市場供需為基礎、參考一籃子貨幣進行調節、有管理的浮動匯率制度（2005 年 7 月 21 日至今）

2005 年 7 月 21 日：中國人民銀行發布《關於完善人民幣匯率機制改革的公告》，重點如下：（1）自 2005 年 7 月 21 日起，開始實行以市場供需為基礎、參考一籃子貨幣進行調節、有管理的浮動匯率制度，人民幣匯率不再釘住單一美元。（2）中國人民銀行於每個交易日收盤後公布當日銀行間外匯市場美元等交易貨幣對人民幣匯率的收盤價，作為下一個交易日該貨幣對人民幣交易的中間價格。（3）2005 年 7 月 21 日 19:00 時，美元對人民幣交易價格調整為 1 美元兌 8.11 元人民幣，作為次日銀行間外匯市場上外匯指定銀行之間交易的中間價，人民幣兌美元一次性升值約 2.1%。（4）每日銀行間外匯市場美元對人民幣的交易價仍在人民銀行公布的美元交易中間價上下 0.3% 的幅度內浮動，非美元貨幣對人民幣的交易價在人民銀行公布的該貨幣交易中間價上下一定幅度內浮動。

2006 年 1 月 4 日：中國人民銀行在銀行間即期外匯市場上採用入詢價交易方式（以下簡稱 OTC 方式），同時保留撮合方式。銀行間外匯市場交易主體可自由選擇採集中授信、集中競價的方式交易，也或採雙邊授信、雙邊清算的方式進行詢價交易；同時在銀行間外匯市場引入造市商制度，為市場提供流動性。引入 OTC 方式後，人民幣兌美元匯率中間價的形成方式，由之前根據銀行間外匯市場以撮合方式產生的收盤價確定的方式，改進為：中國外匯交易中

心於每日銀行間外匯市場開盤前向所有銀行間外匯市場造市商詢價，並以全部報價作為人民幣兌美元匯率中間價的計算樣本，以去掉最高和最低報價後之報價加權平均，作為當日人民幣兌美元匯率之中間價，權重由中國外匯交易中心根據報價方在銀行間外匯市場的交易量及報價情況等指標綜合確定。

2007 年 5 月 21 日：中國人民銀行決定，自 2007 年 5 月 21 日起，銀行間即期外匯市場人民幣兌美元交易價浮動幅度從 0.3%擴大至 0.5%，即每日銀行間即期外匯市場人民幣兌美元的交易價，可在中國外匯交易中心對外公布的當日人民幣兌美元中間價上下 0.5%的幅度內浮動。銀行間即期外匯市場人民幣兌非美元貨幣交易價的浮動幅度和銀行對客戶美元掛牌匯價價差幅度，則維持不變。

2008 年 10 月：為因應國際金融危機，中國人民銀行縮小人民幣兌美元匯率的浮動幅度，恢復實施固定匯率機制，人民幣匯率基本上維持於 1 美元兌 6.83 元人民幣的水準。

2010 年 6 月：重新實施以市場供需為基礎、參考一籃子貨幣進行調節、有管理的浮動匯率制度，按照已公布的外匯市場匯率浮動區間，對人民幣匯率進行浮動管理和調節。

2012 年 4 月 18 日：中國人民銀行決定，自 2012 年 4 月 18 日起，銀行間即期外匯市場人民幣兌美元交易價浮動幅度從 0.5%擴大至 1%，即每日銀行間即期外匯市場人民幣兌美元的交易價，可在中國外匯交易中心對外公布的當日人民幣兌美元中間價上下 1%的幅度內浮動。外匯指定銀行為客戶提供當日美元最高現匯賣出價與最低現匯買入價之

差距不得超過當日匯率中間價的幅度，由 1%擴大至 2%。

2014 年 3 月 14 日：中國人民銀行決定，自 2014 年 3 月 17 日起，銀行間即期外匯市場人民幣兌美元交易價浮動幅度由 1%擴大至 2%，即每日銀行間即期外匯市場人民幣兌美元的交易價，可在中國外匯交易中心對外公布的當日人民幣兌美元中間價上下 2%的幅度內浮動。外匯指定銀行為客戶提供當日美元最高現匯賣出價與最低現匯買入價之差距不得超過當日匯率中間價的幅度，則由 2%擴大至 3%。

2015 年 8 月 11 日：中國人民銀行宣佈完善人民幣中間價報價機制，即日起由造市商參考上日銀行間外匯市場收盤匯率，綜合考量外匯供需情況以及國際主要貨幣匯率變化，向中國外匯交易中心提供中間價報價，當日並將人民幣兌美元中間價自 6.1162 人民幣兌 1 美元，大幅下調為 6.2298 人民幣兌 1 美元，人民幣一次性貶值約 2%。11 日至 13 日，人民幣對美元匯率中間價由 6.1162 貶值至 6.4010，三天累計貶值幅度達 4.45%。一般稱為「811 匯改」。

2015 年 12 月 11 日：中國外匯交易中心發布人民幣匯率指數（CFETS）³¹，實施「收盤匯率加一籃子貨幣匯率變化」的人民幣兌美元匯率中間價形成機制，以保持人民幣對一籃子貨幣匯率基本穩定。「收盤匯率加一籃子貨幣匯率變化」是指造市商在進行人民幣兌美元匯率中間價報價時，需要考慮「收盤匯率」和「一籃子貨幣匯率變化」；其中，收

³¹ 中國外匯交易中心最初發布的人民幣匯率指數(CFETS)包括歐元、澳元、墨西哥比索等十三種與人民幣直接交易的貨幣，其中，權重最高的貨幣分別為美元、歐元和日元，分別達到 26.4%，21.4%和 14.7%。

盤匯率是指上日 16 時 30 分銀行間外匯市場的人民幣對美元收盤匯率，主要反映外匯市場供需狀況；一籃子貨幣匯率變化是指，為保持人民幣對一籃子貨幣匯率基本穩定所要求的人民幣對美元雙邊匯率的調整幅度，主要是為了保持當日人民幣匯率指數與上一日人民幣匯率指數相對穩定。造市商在報價時會考慮 CFETS 貨幣籃子，也會參考 BIS 和 SDR 貨幣籃子³²。每日銀行間外匯市場開盤前，造市商根據上日一籃子貨幣匯率的變化情況，計算人民幣對美元雙邊匯率需要變動的幅度，並將其與上日收盤匯率加總，得出當日人民幣兌美元匯率中間價報價，並報送中國外匯交易中心。中國外匯交易中心以造市商報價作為計算樣本，去掉最高和最低報價後之平均值，得到當日人民幣兌美元匯率中間價，於 9 時 15 分對外發布。

2017 年 1 月 1 日：CFETS 貨幣籃子新增 11 種貨幣，由原 13 種增為 24 種貨幣。

2017 年 5 月 26 日：中國外匯交易中心公布，將在人民幣對美元匯率中間價報價模型中引入逆週期因子，以對沖市場情緒而放大的單邊市場預期，人民幣對美元匯率中間價的形成機制將變為「前一交易日日盤收盤價+一籃子貨幣匯率變化+逆週期因子」。

自 2005 年 7 月 21 日人民幣匯率形成機制改革以來，人民幣匯率彈性明顯增強。隨著匯率浮動區間擴大，匯率調整的彈性提高，外匯市場因應供需變動的能

³² 國際清算銀行(BIS)編製了兩種人民幣匯率指數，分別包含了 26 種與 61 種貨幣，BIS 貨幣籃子即指這些貨幣。SDR 貨幣籃子是指國際貨幣基金的特別提款權，目前一個 SDR 貨幣籃子包括 0.58252 美元、0.38671 歐元、1.0174 人民幣、11.900 日圓、0.085946 英鎊，這 5 種貨幣的原始權重分別為 41.73%、30.93%、10.92%、8.33%、8.09%。

力增強³³。

（三）中國資本帳與金融帳之開放進程

近二十年來，中國漸進式推進資本帳與金融帳之開放（以下將資本帳與金融帳合稱資本帳）³⁴。1993年，中國共產黨十四屆三中全會透過《中共中央關於建立社會主義市場經濟體制若干問題的決定》，提出「改革外匯管理體制，逐步使人民幣成為可兌換的貨幣」。2003年，中國共產黨十六屆三中全會透過《中共中央關於完善社會主義市場經濟體制若干問題的決定》，進一步明確指出，「在有效防範風險的前提下，有選擇、分步驟放寬對跨境資本交易活動的限制，逐步實現資本帳可兌換」。2010年10月，中國共產黨十七屆五中全會決定，將「逐步實現資本帳可兌換」目標列入十二五發展規劃，此後中國資本帳之開放明顯加速進行；但是自2015年以來，中國政府為減緩資本外流，有緊縮資本帳開放的跡象。

中國的外匯存底於2014年6月達到3兆9,932.1億美元的歷史高峰，但之後因資金外流，中國的外匯存底急遽減少，2015年中以來資金外流的情況特別明顯，截至2016年底，中國的外匯存底規模已經下降至3兆美元。如果考慮外匯存底應有的孳息，自2014年7月初至2016年底，中國外流的資金規模可能超過1.2兆美元。伴隨著大規模的資金外流，人民幣對美元匯率也由2014年6月底的6.15，貶至2016年底的6.97，總計人民幣對美元貶值了11.76%（中國外匯存底及人民幣匯率的變動請參見圖2-19）。為了防止資本外流、減緩人民幣貶值，中國政府自2015年以來透過各種措施加強資本管制，包括嚴格審查或延緩個人及企業的對外匯款申請³⁵、加強對銀聯卡境外支付的管理³⁶、限制黃金進口³⁷、暫停

³³ 除了人民幣匯率形成機制改革，中國近年來也積極推動外匯市場改革措施，包括推動人民幣與非美元貨幣直接交易、開放合格境外金融機構（含境外中央銀行或貨幣當局）進入大陸外匯市場、開放境外金融機構參與大陸外幣拆借市場，目前許多台灣金融機構已獲准進入大陸外匯市場與外幣拆借市場。

³⁴ 國際貨幣基金於1993年編製的第五版「國際收支手冊」(Balance of Payments Manual)中，將之前的資本帳分為資本帳與金融帳，並且將「資本移轉」與「非生產、非金融性資產交易」(acquisition/disposal of non-produced, non-financial asset, 指商譽與專利權等無形資產的取得與處分)兩項之外的原先所有資本帳交易都歸入金融帳，目前中國政府、學者與新聞媒體所提到的資本帳交易，實際上都屬於金融帳交易。

³⁵ 2016年11月中國外匯管理局將資本帳下的資金匯出審批門檻由5,000萬美元調低至500萬美

發放合格境內機構投資者（Qualified Domestic Institutional Investors, QDII）及合格境內個人投資者（Qualified Domestic Individual Investors, QDII2）的額度³⁸。

依照國際貨幣基金的分類標準，資本帳有 40 個交易項目，根據中國國家外匯局的評估，人民幣可以完全自由兌換者只有 5 項，主要包括直接投資結算、外國移民向國內的資產轉移、居民向非居民提供的金融信貸等，部分可以自由兌換者有 31 項，限制較多者包括境外機構到境內資本市場直接融資、個人雙向金融投資、雙向直接投資匯兌的前置條件等，不可以兌換者有 4 項，主要包括非居民在境內購買或發行衍生性商品、居民與非居民之間的個人貸款等。

目前中國的資本帳管制有三大特徵：

1. 寬進嚴出。在直接投資方面，長期以來中國均相當重視引進外資，對外資流入採取鼓勵措施；而對外直接投資的管道則不夠通暢，存在大量管制。近年來中國居民對外直接投資增速已大於外人來華直接投資，直接投資方面的「寬進嚴出」有所改變，但規模相對較小。在證券投資方面，資本流入比較容易獲得批准，額度也比較多，例如合格境外機構投資者（Qualified Foreign Institutional Investors, QFII）³⁹、人民幣合格境外機構投資者（Renminbi Qualified Foreign Institutional Investors, RQFII）⁴⁰、境外三類機構（境外中央銀行或貨幣當局、港澳人民幣清算行、跨境貿易人民幣結算境外參加銀行）投資銀行間債券市場等；而資本流出則比較不容易獲得批准，例如合格境內機構投資者（QDII）與合格境內個人投資者（QDII2）等。

元；11 月起嚴格管制 100 億美元以上的對外投資；11 月中國人民銀行規定企業的人民幣境外放款不得超過其淨資 30%，不得使用個人資金用於境外放款；12 月中國外匯管理局宣布加強審查個人結匯真實性。

³⁶ 2016 年 1 月起限制銀聯卡境外累計提現金額每年不得逾人民幣 10 萬元；2 月起嚴格執行銀聯卡境外購買保險單筆額不得逾 5,000 美元的規定；10 月起禁止使用銀聯卡支付投資型保單。

³⁷ 2016 年 12 月 1 日英國金融時報引述銀行業者的消息報導，中國已開始限制黃金進口。

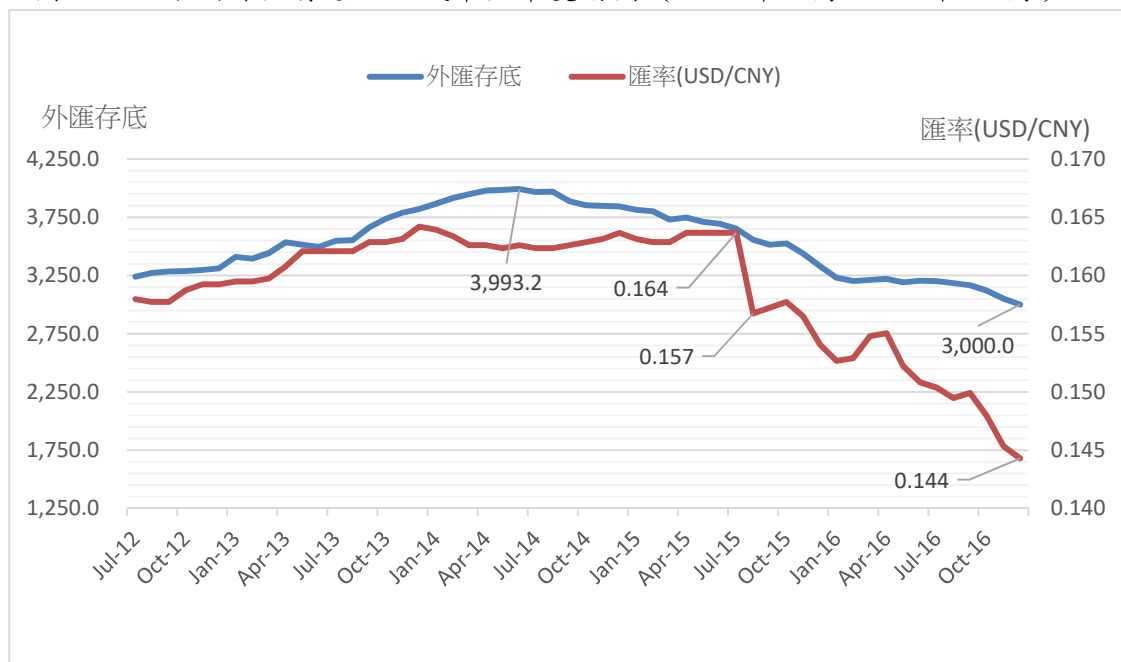
³⁸ 合格境內機構投資者及合格境內個人投資者分別指一國境內經批准，可以從事境外證券投資的機構投資者及個人投資者，兩者都是一國在資本帳還沒有開放的情況下，有限度允許境內投資者投資境外證券市場的制度安排。

³⁹ 合格境外機構投資者是指經一國批准，可以從事該國境內證券投資的境外機構投資者，這是一國在資本帳還沒有開放的情況下，有限度允許境外投資者投資境內證券市場的制度安排。

⁴⁰ 人民幣合格境外機構投資者指經中國批准，可以匯入人民幣資金從事大陸境內證券投資的境外機構投資者。

2. 事前審查多，且多採數量管理。無論是外人來華投資還是境內對外投資，都需要主管部門審查和涉外經濟管理部門的事前審查。比如 QFII 和 QDII，相關部門設定投資總額度，並審查與批准單一 QFII 和 QDII 的投資額度。
3. 個人對外投資管道少。在個人境外投資方面，雖然沒有明確規定，但實際上並沒有開放；境內個人與境外個人之間的貸款是禁止的；境內個人不能從事境外房地產、證券等投資業務。個人資本跨境流動之管道少，不僅不利於人民優化其資產配置，而且可能迫使人民儲蓄湧入境內相對有限的投資工具，引起投機炒作，導致資產泡沫化。

圖 2-19：中國外匯存底及人民幣匯率變動圖（2012 年 7 月-2016 年 12 月）



資料來源：根據 CEIC 資料庫之數據繪製。

中國為了在資本帳還沒有開放的情況下，推動境外投資人投資大陸境內股票及境內投資人投資香港股票，分別於 2014 年 11 月 7 日與 2016 年 12 月 5 日實施滬港股票市場交易互聯互通機制(滬港通)與深港股票市場交易互聯互通機制(深港通)，其內容與實施狀況如下。

1. 滬港通

- (1) 內容：滬港通包括滬股通和港股通兩個部分。滬股通是指投資者委託香港經紀商，經由香港聯合交易所設立的證券交易服務公司，買賣在規定範圍內的上海證券交易所上市股票；港股通是指投資者委託大陸境內證券公司，經由上海證券交易所設立的證券交易服務公司，買賣規定範圍內的香港聯合交易所上市股票。
- (2) 投資標的：滬股通的可投資標的包括上證 180 指數、上證 380 指數的成分股，及上海證券交易所上市的 A+H 股公司股票。港股通的可投資標的是恆生綜合大型股指數、恆生綜合中型股指數的成分股，同時在香港聯合交易所與上海證券交易所上市的 A+H 股公司股票。截至 2017 年 11 月 10 日，滬股通的可投資標的共有 900 檔股票，港股通的可投資標的共有 308 檔股票。
- (3) 投資額度：在推出初期，對人民幣跨境投資額度實行總量管理，並設置每日額度，實行實時監控。其中，滬股通的總額度為 3,000 億元人民幣，每日額度為 130 億元人民幣；港股通的總額度為 2,500 億元人民幣，每日額度為 105 億元人民幣。2016 年 12 月 5 日實施深港通之後，取消總額度限制，但維持每日額度限制。
- (4) 投資人資格：參與港股通的大陸境內投資者僅限機構投資者及證券帳戶及資金帳戶餘額合計不低於人民幣 50 萬元的個人投資者；參與滬股通的境外投資者資格則無限制。

2. 深港通

- (1) 內容：深港通包括深股通和港股通兩個部分。深股通是指投資者委託香港經紀商，經由香港聯合交易所設立的證券交易服務公司，買賣在規定範圍內的深圳證券交易所上市股票；港股通是指投資者委託大陸境內證券公司，經由深圳證券交易所設立的證券交易服務公司，買賣規定範圍內的香港聯合交易所上市股票。

(2) 投資標的：深股通的可投資標的包括市值人民幣 60 億元以上的深證成分指數與深證中小創新指數成分股，及深交所上市的 A+H 股公司股票。港股通的可投資標的共有 417 檔股票，較滬港通為多，包括與滬港通一樣的恒生綜合大型股指數、恒生綜合中型股指數、同時在香港聯合交易所與深圳證券交易所上市的 A+H 股，再加上市值不少於港幣 50 億元的恒生綜合小型股指數成分股。截至 2017 年 11 月 10 日，深股通的可投資標的共有 1000 檔股票，港股通的可投資標的共有 442 檔股票。

(3) 投資額度：深股通與港股通的總額度都不設限，每日額度則設限，深股通為 130 億元人民幣，港股通為 105 億元人民幣。

(4) 投資人資格：與滬港通相同。

滬港通與深港通使中國股票市場進一步對外開放，在滬港通與深港通實施之前，一般的大陸境外投資人只能投資上海與深圳股市的 B 股（上海股市的 B 股以美元計價，深圳股市的 B 股以港幣計價），而規模更大的 A 股市場則只限於部分獲得批准的機構投資人參與，而且這些機構投資人可以投資的額度也受到限制。滬港通與深港通實施之後，不僅大陸境外的個人投資者可以藉其投資 A 股，而且境外投資人經由這兩個機制投資 A 股的額度也不受限。

必需注意的是，根據目前的滬港通與深港通機制，進入中國股市的境外投資人，並無法將資金轉投資於中國境內的其他資產，一旦賣出持股，其資金即自動回到香港，同樣的，進入香港股市的中國內地投資人也無法將資金轉投資於境外的其他資產，一旦賣出持股，其資金即自動回到中國境內。換言之，滬港通與深港通本質上只是讓中國境內外的投資人多了一個投資工具，投資人並無法以滬港通或深港通作為資本流入或流出中國的管道。

最後值得關注的是，中國近年來推動的自由貿易試驗區對資本帳與金融帳開放的影響。2011 年，中國政府初步確立在青島、天津、上海和深圳等地建立自由貿易區的規劃。2013 年 9 月 29 日，上海自由貿易區掛牌成立，成為中國第一

個自由貿易試驗區。2015 年 4 月 21 日，廣東自貿區、天津自貿區、福建自貿區相繼揭牌。2017 年 4 月 1 日，遼寧自貿區、浙江自貿區、河南自貿區、湖北自貿區、重慶自貿區、四川自貿區、陝西自貿區揭牌成立。

在這些自貿區中，以上海自貿區最為重要。中國國務院將上海自貿區的總體目標設定為：「經過兩至三年的改革試驗，加快轉變政府職能，積極推進服務業擴大開放和外商投資管理體制改革，大力發展總部經濟和新型貿易業態，加快探索資本項目可兌換和金融服務業全面開放，探索建立貨物狀態分類監管模式，努力形成促進投資和創新的政策支持體系，著力培育國際化和法治化的營商環境，力爭建設成為具有國際水準的投資貿易便利、貨幣兌換自由、監管高效便捷、法制環境規範的自由貿易試驗區，為我國擴大開放和深化改革探索新思路和新途徑，更好地為全國服務。」

其中與金融市場改革相關的目標是「加快探索資本項目可兌換和金融服務業全面開放」，可知中國原本計畫利用二至三年的時間，在上海自貿區進行改革試驗，試點推動人民幣資本帳可兌換與金融服務業全面開放，希望藉此形成可以複製、可以推廣的運作及管理模式，伺機在 2016 年或 2017 年推廣至全國。

日後的發展顯示，中國政府的計畫並沒有實現，主要原因或許是因為解除資本管制與全面開放金融服務業的影響過於巨大，另外，自貿區在法律與管制架構上是屬於中國境外，中國對自貿區實施例外管理，縱使一部分措施在自貿區內可行，這些措施可能也無法輕易在中國境內全面實施。

四、中國的「三難抉擇」

「三難抉擇」(the trilemma)又稱為「不可能的三位一體」(the impossible trinity)，是孟代爾(Robert Mundell)在1960年代末提出的命題，指一個開放型經濟體不可能同時達到匯率穩定、資本自由移動與貨幣政策自主性這三個政策目標，至多只能得到其中的兩個，而一個開放型經濟體可以使用的政策工具有固定匯率制度、浮動匯率制度與資本管制。

「三難抉擇」的命題可以使用圖2-20的三角形表示，三角形的頂角、右角與左角分別代表「匯率穩定」、「資本自由移動」與「貨幣政策自主性」三個政策目標，三角形的右邊、底邊與左邊分別代表「固定匯率制度」、「浮動匯率制度」與「資本管制」三個政策工具，一個國家一旦選擇了三角形任何一邊所代表的政策工具，則只能達到這個邊上兩角所代表的政策目標，而必須放棄對角所代表的政策目標。

具體而言，一個國家如果選擇固定匯率制度(三角形右邊)，則可以得到「匯率穩定」(三角形頂角)與「資本自由移動」(三角形右角)，但必須放棄「貨幣政策自主性」。同理，一個國家如果選擇浮動匯率制度，則可以得到「資本自由移動」與「貨幣政策自主性」，但必須放棄「匯率穩定」；一個國家如果選擇資本管制，則可以達到「匯率穩定」與「貨幣政策自主性」，但必須放棄「資本自由移動」。

就一個實行固定匯率制度的國家而言，其可以容許資本自由移動，並藉由干預外匯市場以維持匯率穩定，但干預外匯市場將使其貨幣供給改變，因此該國將失去貨幣政策自主性。必須強調的是，實行固定匯率制度的國家如果沒有足夠的外匯存底干預外匯市場，可能連匯率穩定的政策目標都無法達到。

就一個實行浮動匯率制度的國家(例如美國)而言，資本可以自由移動，匯率是由市場供需決定，該國將無法維持匯率穩定，但可以有貨幣政策自主性。

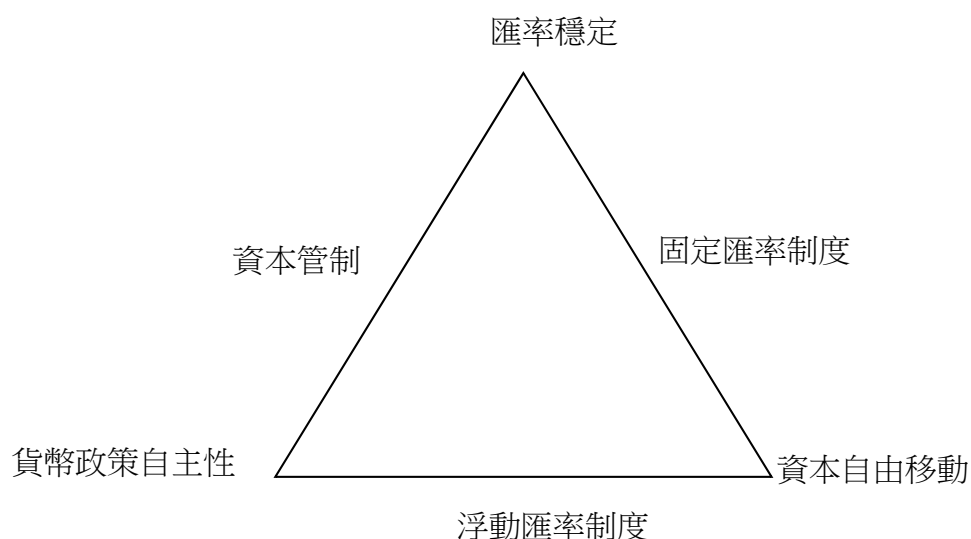
就一個實行資本管制的國家而言，外匯的供給與需求受到政府管制，資本無

法自由移動，但可以維持匯率穩定，而且因為貨幣當局不必干預外匯市場，該國可以有貨幣政策自主性。

目前中國既想要有獨立的貨幣政策，還要維持匯率基本穩定，並且承諾要讓人民幣在資本項目下可以自由兌換（即允許資本自由移動）。根據「三難抉擇」的命題，中國必須在這三個目標裡捨棄一個。身為大國而且基於經濟發展需要，中國不可能捨棄獨立的貨幣政策，因此，中國在維持匯率穩定與允許資本自由移動兩者之中只能二選一。如果中國選擇讓資本自由移動，則它將不得不允許人民幣自由浮動，而現在允許人民幣自由浮動，很有可能導致人民幣匯率急劇變動。如果中國選擇維持人民幣匯率相對穩定，則它將不得不加強資本管制。

最近，中國政府明顯加強了資本管制，另一方面人民幣匯率則持續小幅波動，由此推測中國政府可能的政策優先順位：維持人民幣匯率穩定高於開放資本管制。

圖 2-20：中國的「三難抉擇」



五、金融改革順序論與協調推進論

一國的金融改革是否應該依照既定順序進行，一向是國際學術界與決策者關注的焦點。在國際學術界占主導地位的金融改革理論主張，金融改革應該依照「先內後外」的順序進行，這一理論簡稱為「先內後外順序論」。但中國國內也有一些學者主張，金融改革不能是「先內後外」、也不應該有既定的順序，而應該是「協調推進」，亦即應協調推進利率、匯率與資本帳開放，這一理論簡稱為「協調推進論」。

著名的經濟學者 McKinnon (1984, 1991) 曾有系統地分析金融改革的順序，他認為理想的金融改革方式應該是「先內後外」，亦即先推動利率與匯率自由化，再推動資本帳與金融帳自由化⁴¹。此後，「先內後外」的金融改革順序論逐漸在經濟學界與經濟政策決策圈內形成共識。

金融改革之所以要「先內後外」，先推動利率與匯率自由化再推動資本帳與金融帳自由化，原因是如果利率與匯率沒有自由化，而資本帳與金融帳已經自由化，或者是利率與匯率的自由化落後於資本帳與金融帳的自由化，那麼在本國利率和匯率與國際環境不一致時，極易產生大規模的資金流入或嚴重的資金外逃。

金融資產的定價大多涉及到使用利率將未來的現金流量折現，因此，只有利率市場化之後，各種金融資產的定價才能有合理的基礎。以中國為例，如果人民幣在資本帳與金融帳交易上實現自由兌換，而人民幣利率繼續受到管制，人民幣將在中國境內與境外出現兩種利率，一為受到管制的利率，另一為沒有受到管制的利率，這將導致資金大量跨越國界流動，使利率管制失效或引發其它後遺症。

同樣道理，如果人民幣在資本帳與金融帳交易上實現自由兌換，而人民幣匯率沒有市場化，一旦人民幣匯率偏離均衡匯率，將導致資金大量跨越國界流動，對人民幣匯率進行投機攻擊。

⁴¹ Ronald I. McKinnon, 1984, The International Capital Market and Economic Liberalization in LDCs, *Developing Economics*, 22(4), 476-481.; Ronald I. McKinnon, 1991, *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, Baltimore: John Hopkins University Press. .

協調推進論者則認為，不考慮現實情況的變化，而教條地堅持「先內後外」、「先外後內」等固定順序的改革模式，會使金融改革無法順利實施。

協調推進的金融改革，其基本原則是成熟一項就推進一項，各項改革交替實施，互相創造條件，以避免經濟金融體系過度波動。協調推進金融改革，一是要控制改革力道，單項改革不宜太快。資本帳放開速度過快，再進行利率、匯率改革，或是利率放開幅度過大，再進行匯率改革和資本帳開放，都不利於金融市場的穩定。二是要把握時機，成熟一項就推進一項。當某項改革的時機可能不成熟，這就需要先推近時機成熟的改革，同時為其他改革創造條件。在改革中，若利率上升過快，就應該加快推進匯率市場化和資本帳開放，縮減利率上漲空間，為平穩推動利率市場化創造條件；若匯率上升過快，就應該加快推進利率市場化和資本帳開放，縮減匯率上漲空間，為平穩推動匯率市場化創造條件；若資本流出過多，就應該加快推進利率和匯率市場化，抑制資本流出，為資本帳平穩開放創造條件⁴²。

長期以來，中國的經濟改革大致是採取摸著石頭過河的改革路線，金融改革協調推進論比較合乎中國的漸進式改革思維，觀察中國過去金融改革的細部過程，協調推進的色彩比較濃厚。但是，就目前中國金融改革中自由化程度比較高的項目(利率形成機制)及自由化程度仍有待推進的項目(匯率形成機制及資本流動)來看，中國金融改革的大方向其實也與「先內後外順序論」所主張的一致。

⁴² 中國人民銀行調查統計司課題組，2012，協調推進利率匯率改革和資本帳戶開放，中國金融，2012年9期，9-12。

第3章 中國中小企業融資問題分析⁴³

一、中國中小企業融資現狀分析

中小企業是中國經濟發展的主力，中小企業家數大約占中國企業總數的99.5%，提供了75%的城鎮就業機會，創造了60%的出口額⁴⁴。從中國目前的銀行貸款現狀來看，儘管銀行業對小微企業的貸款規模持續上升，但是仍然不能滿足小微企業的融資需求；尤其以居銀行業主導地位的國有商業銀行而言，相較股份制商業銀行、城市商業銀行等其他類型的金融機構，其對小微企業的信貸規模更有待提升。

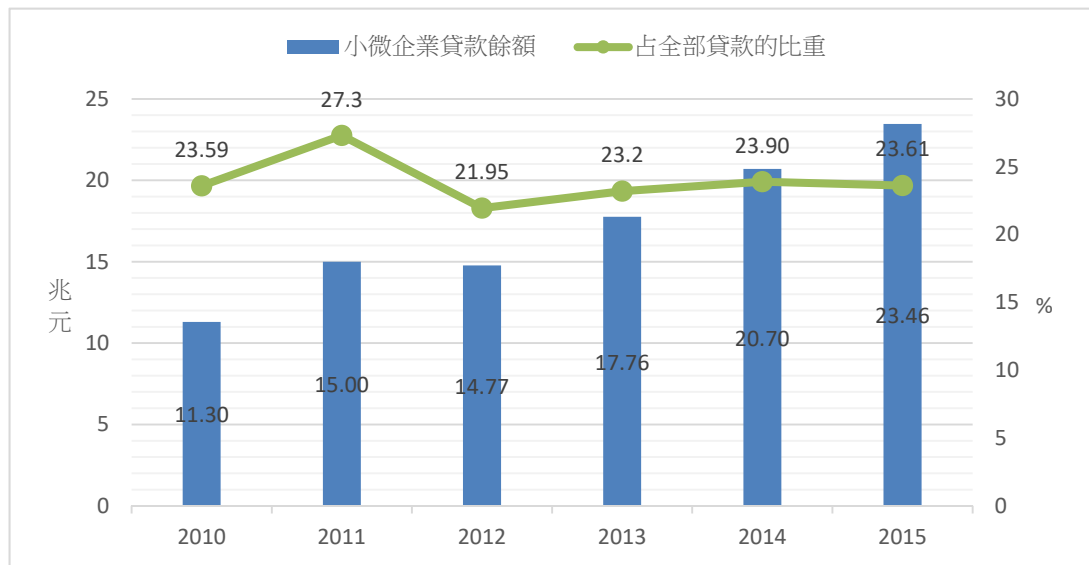
從小微企業貸款占比來看，2015年銀行業對小微企業貸款餘額占總貸款餘額的比例為23.61%，較2013年與2014年，分別增加0.41%與下降0.29%。中國小微企業貸款占比下降主要是受國內經濟成長率下降之影響；中國經濟成長率自2011年的9.5%下降至2015年的6.9%，中國小微企業貸款餘額占總貸款餘額比例亦因而在2011年以後開始下跌（圖3-1）⁴⁵。

⁴³ 本章部分內容係參考：(1)孫立行，2014，改革中的金融開放，上海社會科學院出版社；(2)謝平、鄒傳偉，2013，中國金融改革思路：2013-2020，中國金融出版社。

⁴⁴ 中小企業是指規模比較小的企業，雇用人數與營業額都不大，這類企業通常是由個人或少數人提供資金組成，大多由業主直接經營管理。中國大陸將中小企業劃分為中型、小型、微型三種類型，具體的劃分標準是根據企業從業人員、營業收入、資產總額等指標，結合行業特點制定，各行業的劃分標準參見本章附錄。

⁴⁵ 資料來自中國銀行業監督管理委員會2010年至2015年年報。

圖 3-1：中國小微企業貸款規模及占比（2009 年至 2015 年）



資料來源：中國銀行業監督管理委員會 2010 年至 2015 年年報。

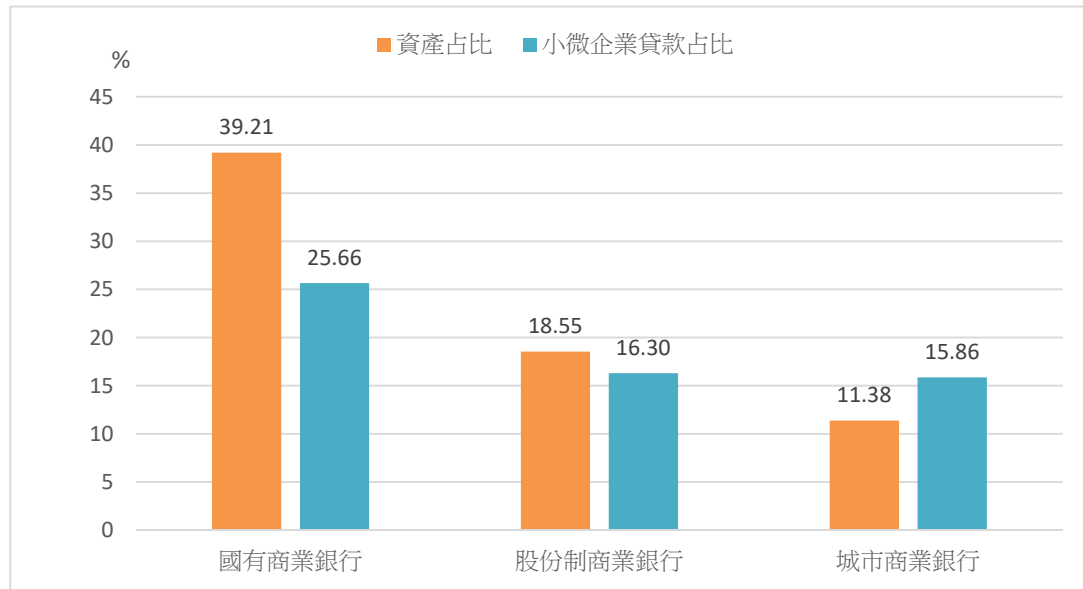
從小微企業貸款銀行類別之分布來看，2015 年大型國有商業銀行對小微企業的貸款餘額為 6.02 兆元，在各類銀行位居第一位；股份制商業銀行和城市商業銀行對小微企業的貸款餘額分別為 3.82 兆元和 3.72 兆元，分居第二和第三位，兩者總和微幅超過大型國有商業銀行（圖 3-2）。這三類銀行的小微企業貸款餘額合計為 13.57 兆元，占銀行業對小微企業貸款總餘額 23.46 兆元的 57.84%。

比較上述三類金融機構的小微企業貸款餘額占比和資產占比，大型國有商業銀行的小微企業貸款規模占銀行業的小微企業貸款規模比例，遠低於其資產占銀行業的資產規模比例達 13.55 個百分點；股份制商業銀行的兩者比例差距則僅有 2.25 個百分點；至於城市商業銀行的小微企業貸款規模占銀行業的小微企業貸款規模比例，則是超過其資產占銀行業的資產規模比例達 4.49 個百分點。這說明大型國有商業銀行針對小微企業的融資服務，遠不及城市商業銀行（圖 3-2）。

再從上述三類銀行的小微企業貸款分別占其全部貸款的比例來看，大型國有商業銀行的占比最小，只有 14.27%，明顯低於銀行業的平均值（30.84%），其次是股份制商業銀行的占比（23.07%），而城市商業銀行的占比最高（42.95%），

比大型國有商業銀行高出 28.68 個百分點，比股份制商業銀行高出 19.88 個百分點，比銀行業的平均值高出 12.11 個百分點（圖 3-3）。

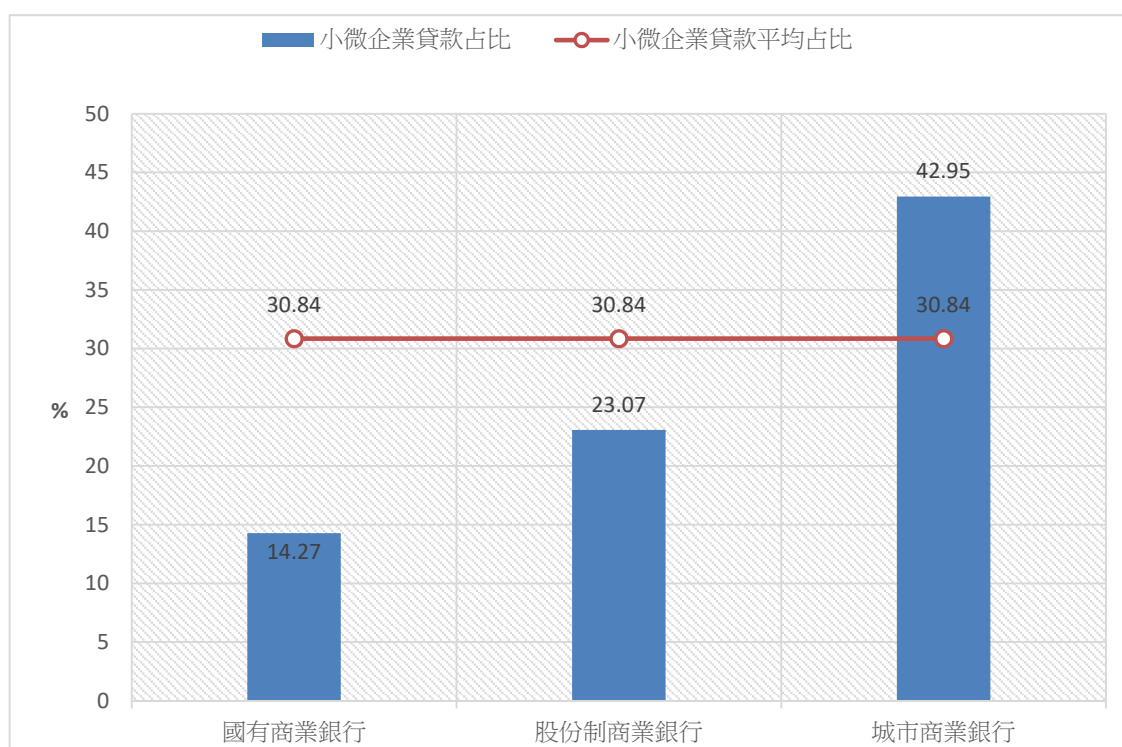
圖 3-2：中國銀行業的小微企業貸款占比與資產占比（2015 年）



資料來源：資產資料來自中國銀行業監督管理委員會，《2015 年商業銀行主要監管指標情況表（季度）》，小微企業貸款資料來自中國銀行業監督管理委員會，《2015 年銀行業用於小微企業的貸款情況表（季度）》。

資料說明：小微企業貸款占比是指某類銀行的小微企業貸款占銀行業小微企業貸款的比例。資產占比是指某類銀行的總資產占銀行業總資產的比例。

圖 3-3：中國銀行業小微企業貸款占全部貸款比例（2015 年）



資料來源：中國銀行業監督管理委員會，《2015 年商業銀行主要監管指標情況表（季度）》；中國銀行業監督管理委員會，《2015 年銀行業用於小微企業的貸款情況表（季度）》。

資料說明：小微企業貸款占比是指某類銀行的小微企業貸款占銀行業小微企業貸款的比例。小微企業貸款平均占比是指銀行業小微企業貸款占銀行業貸款的比例。

二、中國中小企業融資困難的原因

中小企業由於自有資金不足又不易至資本市場籌資，故其業務發展所需要的外部資金必需依靠銀行融資。以下分別從商業銀行、中小企業與制度說明中小企業貸款困難的原因。

（一）銀行方面的原因

第一，大企業獲得貸款後，往往會給銀行帶來存款、轉帳結算、保險理財、信用卡等業務，銀行因而偏好對大企業貸款。

第二，銀行與中小企業之間的資訊不對稱問題比較嚴重。

第三，銀行對中小企業貸款的審查與管理成本，其實與大企業相差不大，但

是中小企業的貸款金額較小，基於成本效益考量，銀行對中小企業貸款的意願不高。

第四，銀行貸款的手續複雜、標準嚴格，且審查與批准時間長，中小企業望之卻步。

第五，中小企業特別是小微企業的經營記錄和財務報表較不完備，銀行必需依賴經營者的品行、管理水平及企業發展潛力等非量化的資訊（軟信息）來評估是否貸款。相對於大型銀行，民營中小銀行具有獲取與處理軟信息的優勢，但是目前中國中小銀行的家數，與中小企業家數相比嚴重不足，可貸資金規模有限。

（二）中小企業方面的原因

第一，中小企業的規模和業務範圍較小，經營風險相對較高。第二，中小企業缺少銀行願意接受的擔保品。第三，中小企業缺乏健全的財務制度、財務管理規範及內控機制，銀行無法根據充分的可量化資料評估是否對其貸款。

（三）制度面

第一，徵信系統不完善，銀行難以確實掌握中小企業的信用狀況和資產質量等資訊。

第二，對中小企業融資業務的擔保機制不完善，目前中國各地方政府雖然大多設立了中小企業信用擔保機構，但是中小企業通常只能在籌建初期獲得一次性的資金支持，缺乏後續資金的投入機制。

第三，擔保機構的資金規模有限，而且擔保條件嚴苛，無法滿足中小企業的融資需求。擔保機構多為自負盈虧的公司，為了減少風險，都要求中小企業提供嚴格的反擔保，並支付高額的擔保費率，使擔保業務失去吸引力。

第四，商業銀行普遍實行集權化的信貸管理制度，支行對貸款的審查與批准權有限，且審查與批准的程序繁多。另外，一般銀行並沒有針對中小企業貸款設計激勵放款機制，信貸人員推動中小企業貸款業務所得到的利益與承擔的風險不

相稱，導致信貸人員未能積極推動中小企業貸款⁴⁶。

三、中國的中小企業金融服務體系

（一）中小企業金融服務體系架構

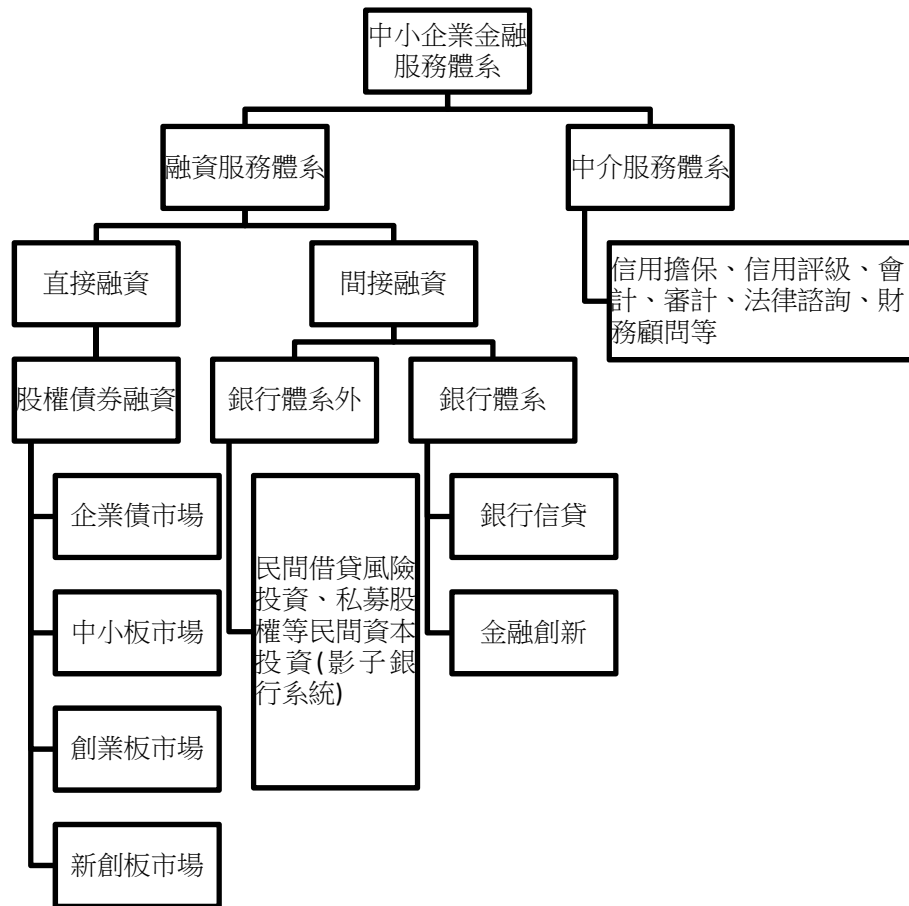
一般而言，企業的發展會經過創業期、發展期、成熟期等階段，不同階段的中小企業有不同的融資管道。銀行雖然是中小企業的主要融資管道，但是中小企業可於創業期獲得銀行貸款的可能性很小，只能依靠民間融資。

中國中小企業融資困難的現狀反映出，以銀行為主體的單一融資供給者，並無法滿足多樣化的融資需求，以及民間資金過剩與企業資金短缺並存的結構性問題。因此，如何構建多樣化的融資服務體系，讓不同規模的企業都能得到金融服務，顯得更為重要。

中國中小企業金融服務體系架構包含融資服務體系與中介服務體系兩部分，前者包括直接融資與間接融資兩種管道，後者則包含信用擔保、信用評級、會計、審計、法律諮詢、資產評估、財務顧問等中介服務部門。此外，還有銀行體系外的民間借貸，以及基於風險投資、私募股權等民間資本的融資管道，俗稱「影子銀行系統」（圖 3-4）。

⁴⁶ 中國銀監會自 2012 上半年起允許各地監管部門根據自身實際情況，放寬對小微企業不良貸款的容忍度。

圖 3-4：中國中小企業金融服務體系架構



資料來源：孫立行，2014，改革中的金融開放，上海社會科學院出版社。

目前中小企業獲得信貸資金的來源中，大型國有商業銀行和股份制商業銀行占大約六成；城市商業銀行、農村信用社、村鎮銀行、小額貸款公司等中小金融機構約占 30%，其餘 10%來自同業拆款、民間借款、信託公司、典當行（當舖）等其他民間融資管道。民間融資雖有助緩解中小企業的資金困難，使其資金來源多元化，但是民間融資未受監管，對正規金融體系造成衝擊。

長期以來中國銀行體系的存款利率水準偏低，而證券投資與房地產投資的專業性強、投資風險高，導致許多民間資金不願進入正規金融體系，而中小企業又很難從正規金融體系取得資金，形成「中小企業多但融資難、民間資金多但投資難」的「兩多兩難」問題。

民間融資是推動中國經濟運作的重要力量，但長期以來游離於國家監管與法律之外，非法集資欺詐與借貸糾紛頻傳。2011 年浙江、河南等地接連發生民間融資信用危機，出現多起中小企業倒閉、債務人潛逃、債權人衝擊政府機關、群體上訪等威脅社會穩定的事件，其中以浙江溫州地區情況最為嚴重。

為了規範民間融資的發展，2011 年 11 月溫州市政府提出《關於進一步加快溫州地方金融業創新發展的意見》⁴⁷，開始進行「民間投融資服務試點」，並推出一個創新的金融機構——民間資本管理公司，民間資本管理公司的功能為提供資本管理、專案投資與資本投資諮詢等服務。2012 年 2 月 28 日，中國第一家民間資本管理公司——溫州甌海信通民間資本管理股份有限公司正式營業。

溫州的中小企業眾多、民間資金充裕，同時又是民間融資危機的重災區，因而具備了金融改革的現實基礎。2012 年 3 月 28 日中國國務院批准《浙江省溫州市金融綜合改革試驗區總體方案》，設立溫州市金融綜合改革試驗區，為中國民間融資的正常化開啟了序幕。

由於試驗成功，目前民間資本管理公司已經推廣到中國各地，成為民間投融資的重要金融中介機構。

⁴⁷ 包括《關於開展民間資本管理公司試點工作的指導意見（試行）》。

相較於一般的股份公司，民間資本管理公司的運作規範比較穩健，包括：10名以上的發起人，學歷的限制高，主發起人持股比例不超過 20%，其他主體的持股比例應控制在 2%~15%。民間資本管理公司直接納入地方政府金融辦的監管範圍，與正規金融監管體系的審批與監管制度不同，具有方便、靈活、高效等優點。民間資本管理公司的主要業務，是對營業區域內的企業法人、自然人或其他經濟組織進行投資及產業投資諮詢，投資方式包括私募股權投資、專案投資及短期財務性投資等：

1. 私募股權投資。民間資本管理公司除可運用自身資金外，亦可採私募形式募集資金，對民間企業進行股權投資；私募資金在協議期間不得退出，但可進行股權轉讓。
2. 專案投資。民間資本管理公司可對合乎一定條件的專案採取獨立法人的公司制組織經營，對尚未達一定條件的專案可實行自主經營，待條件成熟後，可改採獨立法人的公司制組織經營。
3. 短暫財務性投資：民間資本管理公司可將資本淨額的 20%從事短期財務投資，作為借方的應急性資金，用於購買原材料、銀行貸款周轉等；一般而言，財務性投資收取的報酬率不得超過同期銀行貸款基準利率的 4 倍，期限一般不超過 3 個月。
4. 投資諮詢服務：民間資本管理公司可接受民間投資者之委託，進行專案考察與專案推介，促使便民間投資者和資金需求者有效滿足各自的需求。

綜合而言，民間資本管理公司是吸取了私募股權投資基金優點而進行的金融組織創新，它既能以私募方式吸收民間資金，又能進行策略性和財務性投資，將民間資金集合起來，用於對中小企業的股權投資，不僅有助民間借貸市場的正常化運作，並可緩解中小企業融資困難的問題。民間資本管理公司的優勢就在於能夠填補銀行信貸與資本市場之間的差距，滿足中小企業在不同成長階段的融資需求，因此，對中國的中小企業而言，民間資本管理公司已成為重要的融資管道。

相較於民間資本管理公司，商業銀行具有強大的資訊、通路、客戶等資源優勢，因此可作為第三方，積極介入民間資本管理公司的私募股權投資，透過協助合格的投資者以及投資者組合，解決資金需求者和資金供給者的資訊不對稱問題，在達成雙方對投資收益與項目的融資成本之條件要求下，發揮橋樑的作用。事實上，商業銀行與民間資本管理公司可形成相輔相成之運作；一方面，透過「投貸聯動」機制，即商業銀行以債權形式為企業提供融資，形成民間資本管理公司的私募股權投資和銀行信貸之間的聯動融資模式，另一方面，商業銀行可為私募股權投資的運作提供融資、財務顧問及投資銀行之綜合化服務⁴⁸，例如提供資產估值、投資監督、資訊揭露等服務，提供股權融資、債權融資、上市融資、結構融資、兼併與收購、債務重組、資產證券化、企業資產管理、債券承銷等多元化服務。

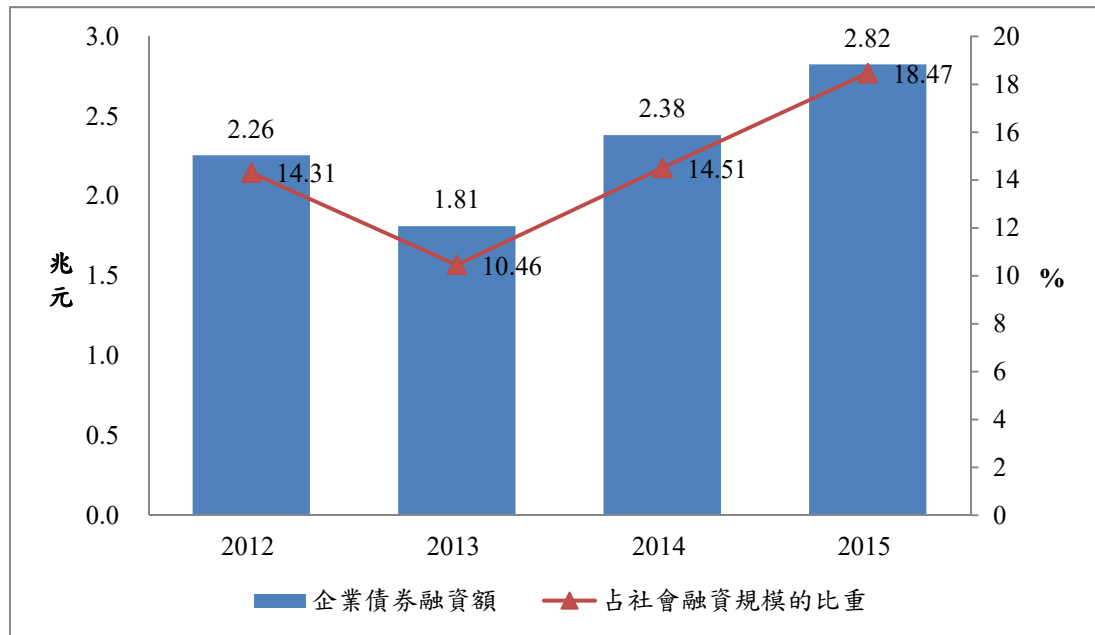
民間資本管理公司已經逐漸成為中國中小企業獲得融資的重要管道，從目前的發展趨勢看來，未來非銀行金融機構對中小企業之融資，可望扮演重要角色。

（二）中小企業債券融資體系

近幾年中國企業之債券融資金額快速增加，2012 年達到 2.25 兆元，占社會融資的 14.3%，2015 年達到 2.82 兆元，占社會融資的 18.47%（圖 3-5）。但是，中國債券市場的發行主體仍是以國有企業及上市公司為主，中小企業的發債規模持續偏低。

⁴⁸ 據報導，上海浦東發展銀行建立了一個涵蓋 10 萬餘個計劃的直接股權基金項目庫，收錄了創業期、成長期、擴展期和成熟期等處於各種發展階段的中小企業資訊，可以根據中小企業不同的發展階段、經營狀況、財務數據、行業地位、發展策略等特性，尋找投資方向、投資規模和行業偏好相符合的基金，發揮私募股權投資的中介平台作用。

圖 3-5：中國社會融資總量中企業債券融資額及占比變化(2012 年至 2015 年)



資料來源：中國人民銀行

目前中小企業透過債券市場取得資金的主要途徑如下：一是中小企業發行集合債及集合票據、私募債；二是金融機構發行專項金融債，以強化其對中小企業提供融資的能力。

1. 中小企業的集合債及集合票據

2007 年中小企業集合債問世，這是一種專為解決中小企業融資問題的新工具。中小企業集合債券是以多家中小企業為發債主體，各個企業各自確定發行額度並分別負債，使用統一的債券名稱發行的新型企業債券。這種集合發債的方式打破了只有大企業才能發債的慣例，開創了中小企業新的融資模式。集合債的發行涉及對發債企業進行篩選和輔導以滿足發債條件，並由擔保機構負擔保責任。

集合債是為了解決單一中小企業融資規模小、發債成本高之規模不經濟問題，透過統一徵信及擔保以降低各發行人的發債成本，有效提高中介機構和投資者的參與意願。但是，中小企業集合債的組織與協調難度很高，發行規模長期低迷。2010 年至 2015 年總共只有 21 檔中小企業集合債發行，總發行量只有 117.52

億元⁴⁹。

繼中小企業集合債之後，中國人民銀行與中國銀行間市場交易商協會於2009年11月推出小企業集合票據的創新金融產品，以方便中小企業融資。中小企業集合票據是指由2至10家中小企業，在銀行間債券市場以「統一產品設計、統一券種冠名、統一信用增進、統一發行註冊」方式共同發行，並約定在一定期限還本付息的債務融資工具。中小企業集合票據的發行機制已經有所改進，銀行間市場交易商協會還創造了「政府資金支持、中介機構讓利、工作流程集優」的融資模式，在某些地區達到發行的經濟規模，但是2009年至2015年總共也只有77檔中小企業集合票據發行，發行量共187.6億元⁵⁰。

相對於銀行貸款，中小企業集合債與集合票據具有以下優點：(1)審批時間較短、融資成本較低；(2)集合發行、分別負債，由多家中小企業構成的聯合發行人作為發行主體集合發行，各發行企業作為獨立負債主體，在各自的發行額度內承擔按期還本付息的義務，並按照相應比例承擔發行費用，可有效解決單個企業獨立發行規模小、流動性不足的問題；(3)引進信用增進機制，提高投資人的接受度。

整體而言，2009年到2015年中小企業集合債與集合票據總計僅發行98檔、發行金額約為305億元。這兩種債券發行規模非常有限，原因在於：一是集合債券具有濃厚的政策色彩，政府推動的成分多，中小企業自發集合的少。無論是中小企業的篩選或是信用擔保，都需要地方政府主導推動，而中小企業集合債券之發行經常被當成地方政府支持中小企業發展的政績，對於提升中小企業融資服務的象徵意義遠大於實際效果。二是地方政府為確保發行成功，獲遴選的中小企業都是相對優質的企業，這些企業本來就具備自商業銀行獲得融資的條件，對這些企業而言，透過發行集合債和集合票據獲得融資只是錦上添花。三是集合債券的發行通常必須取得第三方之擔保，另對承銷商來說，發行集合債和集合票據的協

⁴⁹ 資料來自中國債券信息網。

⁵⁰ 資料來自中國債券信息網。

調成本高、費用收入少，兩者不成比例。

2. 中小企業的私募債

繼中小企業集合債與中小企業集合票據之後，2012年6月中國證券監督管理委員會主導推出中小企業私募債。中小企業私募債券是指未在上交所和深交所上市的中小型企業（房地產企業和金融業除外），在中國境內以非公開方式發行和轉讓的公司債，由於發行條件寬鬆、違約風險較高，這種債券被稱為中國版的垃圾債。相對於中小企業集合債和集合票據，中小企業私募債擺脫了對地方政府的依賴，其相對靈活的發行機制和寬鬆的發行條件是其他債券所不能及的。

中小企業私募債不論在發行方式、發行條件、交易場所與投資風險等方面，都有別於中國現有的債券，主要有以下三種特質：

(1) 發行主體條件門檻低：中小企業私募債的監管機構為交易所，審核方式採較為寬鬆的備案制。發行主體定位為在境內註冊未上市的非房地產與金融類中小企業，對發行人的資產和獲利並未作任何規範。此外，中小企業私募債不受發債規模不超過企業淨資產40%的規範，其籌集資金用途亦未限制，故其發行條款及資金使用均相對靈活。

(2) 對投資者的限制比一般私募債少：中小企業私募債採用合格投資者制度，商業銀行、證券公司、基金管理公司、信託公司和保險公司等機構投資者、企業法人、高淨值個人投資者等，取得合格投資者資格後即可參與私募債之投資，中小企業私募債投資者上限為200人，高於創業板私募債投資者10人的上限，有利於中小企業私募債的流通。

(3) 信用評級和財報要求寬鬆：其他企業債都有信用評級的要求，中小企業私募債則無規定，發行人備案時只需提供最近兩個完整會計年度的財務報告。

由於中小企業私募債的發行效率高（發行採取備案制）、承銷費用及發行成本低（銷售對象是特定的合格投資者）、資金運用的自由度高（募集資金的規模和用途沒有明確規定），私募債已成為中國中小企業取得外部融資的新寵，但這

類債券也經常爆發違約事件。

3. 小微企業貸款專項金融債

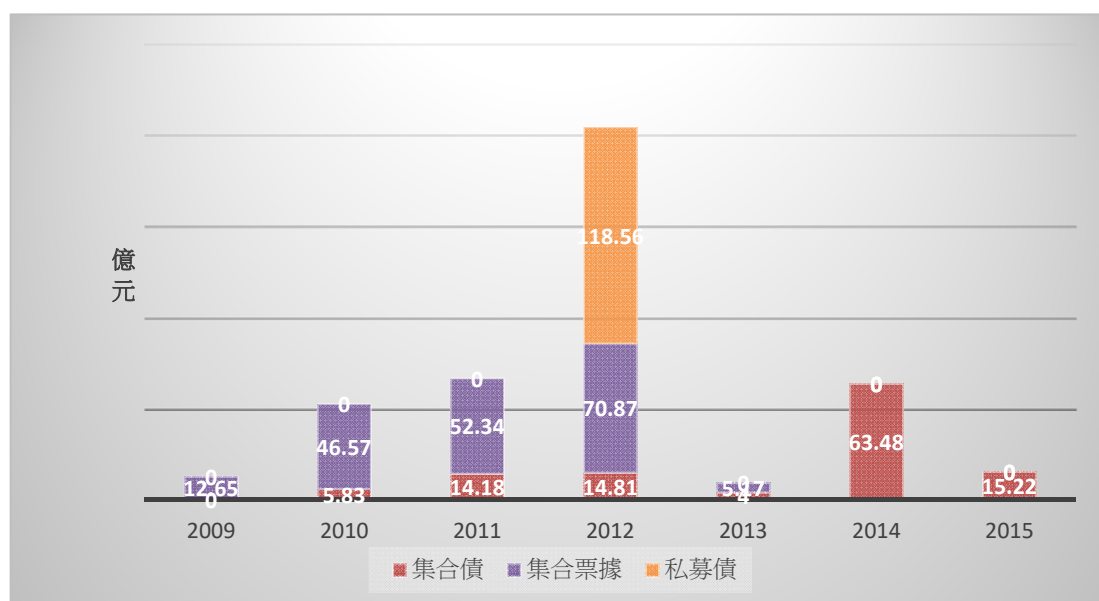
小微企業貸款專項金融債是指金融機構專為小微企業貸款而發行的專項債券，此種金融債是中國官方政策指導下的產物。

2011 年 5 月中國銀行業監督管理委員會發布《關於支援商業銀行進一步改進小企業金融服務的通知》，提出對於小企業貸款餘額占企業貸款餘額達到一定比例的商業銀行，在滿足審慎監管要求的條件下，優先支援其發行專項用於小企業貸款的金融債，同時嚴格監控所募集資金的流向。在計算存貸比時，對於商業銀行發行金融債所對應的單戶 500 萬元以下的小企業貸款，可不納入存貸比考核範圍。同年 10 月 25 日，中國銀行業監督管理委員會發布《關於支援商業銀行進一步改進小型微型企業金融服務的補充通知》，要求商業銀行對小微企業發放貸款要實現「兩個不低於」標準——貸款增長速度不低於全部貸款平均增長速度，貸款增量不低於上年水準；申請發行小微企業貸款專項金融債的商業銀行應符合各項監管法規，並承諾將發行金融債所籌集的資金全部用於發放小微企業貸款。

在政策引導下，商業銀行尤其是全國性股份制銀行和城市商業銀行對發行小微企業專項金融債反應熱烈，民生銀行、興業銀行、浦發銀行、招商銀行、深圳發展銀行等八家全國性股份制銀行，北京銀行、杭州銀行、重慶銀行、哈爾濱銀行、長安銀行、天津濱海農商銀行、渤海銀行、桂林銀行、河北銀行等城市商業銀行，都發行了小微企業專項金融債。

整體而言，中小型銀行對發行小微企業專項金融債最為積極，主要原因是這些銀行比較缺少資金，而且這些銀行的定位比較傾向於支持小微企業。相對而言，大型銀行尤其是四大國有商業銀行的態度則比較消極，主要原因是大型銀行的小微企業貸款相對較少，而且對大型銀行來說，小微企業專項金融債發行額度並不高。

圖 3-5：中小企業債券融資結構（2009 年至 2015）



資料來源：中國債券信息網（2013 年—2015 年缺私募債與集合票據資料）。

儘管近年來中國債券市場上的中小企業債券融資產品增加，但實際上為中小企業提供的資規模比較有限。以具有完整資料的 2012 年為例，中小企業私募債為 118.56 億元，集合債為 14.81 億元，集合票據為 70.87 億元，三者合計為 204.24 億元，僅相當於一家中小型城市商業銀行的中小企業貸款餘額，與高達 10 兆元的銀行業中小企業貸款規模相比，債券融資占比偏低（請參見圖 3-5）。

中國的中小企業債券市場在市場微結構及投融資機制方面還存在不少問題：（1）缺乏可以提供市場流動性的造市商制度，次級市場交易不活絡；（2）缺乏具公信力的信用評等機構；（3）中小企業很難獲得擔保；（4）信用風險高，缺少可以分散信用風險的工具；（5）中小企業的財會制度不完善，缺乏有效的市場監管，投資者難以判斷其所發行的債券是否有投資價值。

綜合而言，中小企業集合債和集合票據、中小企業私募債雖然為中小企業融資提供了新管道，但是中小企業債券市場還處在初級發展階段，要成為中小企業直接融資的主要管道，還有很長的路要走。

附錄：中國中小企業劃分標準

中國現行的中小企業劃分標準規定是在中國工業和資訊化部、國家統計局、國家發展和改革委員會、財政部於 2011 年 6 月 18 日聯合印發的《關於印發中小企業劃型標準規定的通知》中制定的，內容如下。

一、根據《中華人民共和國中小企業促進法》和《國務院關於進一步促進中小企業發展的若干意見》（國發〔2009〕36 號），制定本規定。

二、中小企業劃分為中型、小型、微型三種類型，具體標準根據企業從業人員、營業收入、資產總額等指標，結合行業特點制定。

三、本規定適用的行業包括：農、林、牧、漁業，工業（包括採礦業，製造業，電力、熱力、燃氣及水生產和供應業），建築業，批發業，零售業，交通運輸業（不含鐵路運輸業），倉儲業，郵政業，住宿業，餐飲業，資訊傳輸業（包括電信、互聯網和相關服務），軟體和資訊技術服務業，房地產開發經營，物業管理，租賃和商務服務業，其他未列明行業（包括科學研究和技術服務業，水利、環境和公共設施管理業，居民服務、修理和其他服務業，社會工作，文化、體育和娛樂業等）。

四、各行業劃型標準為：

（一）農、林、牧、漁業。營業收入 2000 萬元以下的為中小微型企業。其中，營業收入 500 萬元及以上的為中型企業，營業收入 50 萬元及以上的為小型企業，營業收入 50 萬元以下的為微型企業。

（二）工業。從業人員 1000 人以下或營業收入 4000 萬元以下的為中小微型企業。其中，從業人員 300 人及以上，且營業收入 2000 萬元及以上的為中型企業；從業人員 20 人及以上，且營業收入 300 萬元及以上的為小型企業；從業人員 20 人以下或營業收入 300 萬元以下的為微型企業。

（三）建築業。營業收入 8000 萬元以下或資產總額 8000 萬元以下的為中小微型企業。其中，營業收入 6000 萬元及以上，且資產總額 5000 萬元及以上的

為中型企業；營業收入 300 萬元及以上，且資產總額 300 萬元及以上的為小型企業；營業收入 300 萬元以下或資產總額 300 萬元以下的為微型企業。

（四）批發業。從業人員 200 人以下或營業收入 4000 萬元以下的為中小微型企業。其中，從業人員 20 人及以上，且營業收入 5000 萬元及以上的為中型企業；從業人員 5 人及以上，且營業收入 1000 萬元及以上的為小型企業；從業人員 5 人以下或營業收入 1000 萬元以下的為微型企業。

（五）零售業。從業人員 300 人以下或營業收入 2000 萬元以下的為中小微型企業。其中，從業人員 50 人及以上，且營業收入 500 萬元及以上的為中型企業；從業人員 10 人及以上，且營業收入 100 萬元及以上的為小型企業；從業人員 10 人以下或營業收入 100 萬元以下的為微型企業。

（六）交通運輸業。從業人員 1000 人以下或營業收入 3000 萬元以下的為中小微型企業。其中，從業人員 300 人及以上，且營業收入 3000 萬元及以上的為中型企業；從業人員 20 人及以上，且營業收入 200 萬元及以上的為小型企業；從業人員 20 人以下或營業收入 200 萬元以下的為微型企業。

（七）倉儲業。從業人員 200 人以下或營業收入 3000 萬元以下的為中小微型企業。其中，從業人員 100 人及以上，且營業收入 1000 萬元及以上的為中型企業；從業人員 20 人及以上，且營業收入 100 萬元及以上的為小型企業；從業人員 20 人以下或營業收入 100 萬元以下的為微型企業。

（八）郵政業。從業人員 1000 人以下或營業收入 3000 萬元以下的為中小微型企業。其中，從業人員 300 人及以上，且營業收入 2000 萬元及以上的為中型企業；從業人員 20 人及以上，且營業收入 100 萬元及以上的為小型企業；從業人員 20 人以下或營業收入 100 萬元以下的為微型企業。

（九）住宿業。從業人員 300 人以下或營業收入 1000 萬元以下的為中小微型企業。其中，從業人員 100 人及以上，且營業收入 200 萬元及以上的為中型

企業；從業人員 10 人及以上，且營業收入 100 萬元及以上的為小型企業；
從業人員 10 人以下或營業收入 100 萬元以下的為微型企業。

(十) 餐飲業。從業人員 300 人以下或營業收入 1000 萬元以下的為中小微型企業。其中，從業人員 100 人及以上，且營業收入 200 萬元及以上的為中型企業；從業人員 10 人及以上，且營業收入 100 萬元及以上的為小型企業；從業人員 10 人以下或營業收入 100 萬元以下的為微型企業。

(十一) 資訊傳輸業。從業人員 2000 人以下或營業收入 10000 萬元以下的為中小微型企業。其中，從業人員 100 人及以上，且營業收入 1000 萬元及以上的為中型企業；從業人員 10 人及以上，且營業收入 100 萬元及以上的為小型企業；從業人員 10 人以下或營業收入 100 萬元以下的為微型企業。

(十二) 軟體和資訊技術服務業。從業人員 300 人以下或營業收入 10000 萬元以下的為中小微型企業。其中，從業人員 100 人及以上，且營業收入 1000 萬元及以上的為中型企業；從業人員 10 人及以上，且營業收入 50 萬元及以上的為小型企業；從業人員 10 人以下或營業收入 50 萬元以下的為微型企業。

(十三) 房地產開發經營。營業收入 200000 萬元以下或資產總額 10000 萬元以下的為中小微型企業。其中，營業收入 1000 萬元及以上，且資產總額 5000 萬元及以上的為中型企業；營業收入 100 萬元及以上，且資產總額 2000 萬元及以上的為小型企業；營業收入 100 萬元以下或資產總額 2000 萬元以下的為微型企業。

(十四) 物業管理。從業人員 1000 人以下或營業收入 5000 萬元以下的為中小微型企業。其中，從業人員 300 人及以上，且營業收入 1000 萬元及以上的為中型企業；從業人員 100 人及以上，且營業收入 500 萬元及以上的為小型企業；從業人員 100 人以下或營業收入 500 萬元以下的為微型企

業。

(十五) 租賃和商務服務業。從業人員 300 人以下或資產總額 120000 萬元以下的為中小微型企業。其中，從業人員 100 人及以上，且資產總額 8000 萬元及以上的為中型企業；從業人員 10 人及以上，且資產總額 100 萬元及以上的為小型企業；從業人員 10 人以下或資產總額 100 萬元以下的為微型企業。

(十六) 其他未列明行業。從業人員 300 人以下的為中小微型企業。其中，從業人員 100 人及以上的為中型企業；從業人員 10 人及以上的為小型企業；從業人員 10 人以下的為微型企業。

五、企業類型的劃分以統計部門的統計資料為依據。

六、本規定適用於在中華人民共和國境內依法設立的各類所有制和各種組織形式的企業。個體工商戶和本規定以外的行業，參照本規定進行劃型。

七、本規定的中型企業標準上限即為大型企業標準的下限，國家統計部門據此制定大中小微型企業的統計分類。國務院有關部門據此進行相關資料分析，不得制定與本規定不一致的企業劃型標準。

八、本規定由工業和資訊化部、國家統計局會同有關部門根據《國民經濟行業分類》修訂情況和企業發展變化情況適時修訂。

九、本規定由工業和資訊化部、國家統計局會同有關部門負責解釋。

十、本規定自發布之日起執行，原國家經貿委、原國家計委、財政部和國家統計局 2003 年頒佈的《中小企業標準暫行規定》同時廢止。

第4章 中國金融體系的效率分析⁵¹

過去幾年中國的金融體系不斷發展，但是金融體系的效率相對不高。過去經濟高速成長累積了許多潛在的金融風險，還沒有顯現出來，金融體系亟需改革。以下從三方面評估中國金融體系的效率：(1) 金融體系對促進經濟均衡成長的作用；(2) 金融體系的資源配置效率；(3) 金融體系的風險分散功能。

一、中國金融體系對促進經濟均衡成長的作用

建立市場化的價格形成機制，只實現經濟內外均衡的必要條件。以實現市場結清，目前中國的金融體系與實體經濟存在相當程度的脫節，不利於內外均衡的實現，主要表現為：

(一) 儲蓄無法有效轉換為投資

金融市場必需將儲蓄轉化為投資，提高資源的配置效率，才能促進經濟成長。如第3章所述，中國存在「中小企業多但融資難、民間資金多但投資難」的「兩多兩難」矛盾現象，顯示中國的總儲蓄雖然很高，但是無法有效地轉換為投資。中國銀行體系的結構性問題和資本市場的發展落後，使得具有創新能力的企業家難以獲得資金支持，因而無法將儲蓄轉化為有效的生產力。

(二) 資本管制

目前中國的匯率制度仍然是由中國人民銀行主導的管理浮動匯率制度，資本管制下人民幣無法自由兌換，因而難以實現達到內外部市場均衡的匯率。

(三) 利率未完全市場化

目前中國的利率還不是完全由市場決定，金融業仍存有進入障礙，尤其是農村商業銀行之外的商業銀行並沒有對民間資本開放，造成大銀行具有主要市場利

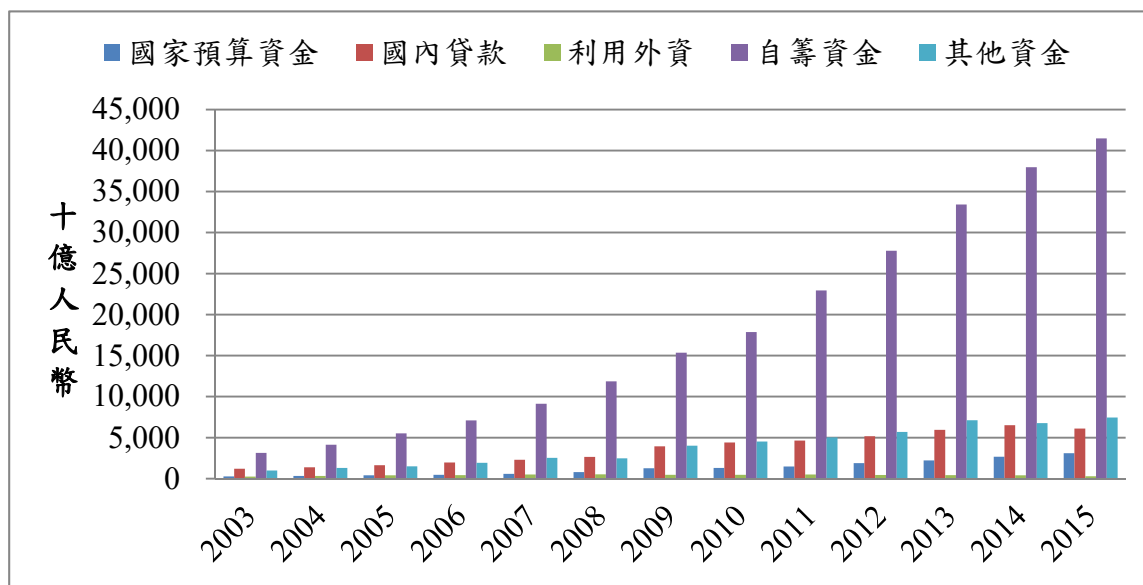
⁵¹本章分析架構與部分內容係參考中國金融四十人論壇、上海新金融研究院，2014，中國金融改革報告，中國金融出版社；部分內容另外參考：(1) 謝平、鄒傳偉，2013，中國金融改革思路：2013-2020，中國金融出版社；(2) 程煉、王國剛，2015，中國金融發展與改革，社會科學文獻出版社。

率的支配地位，形成利率價格之扭曲，進而造成貸款流向扭曲以及投資和消費的錯誤配置。

（四）非正規金融體系的定位不清

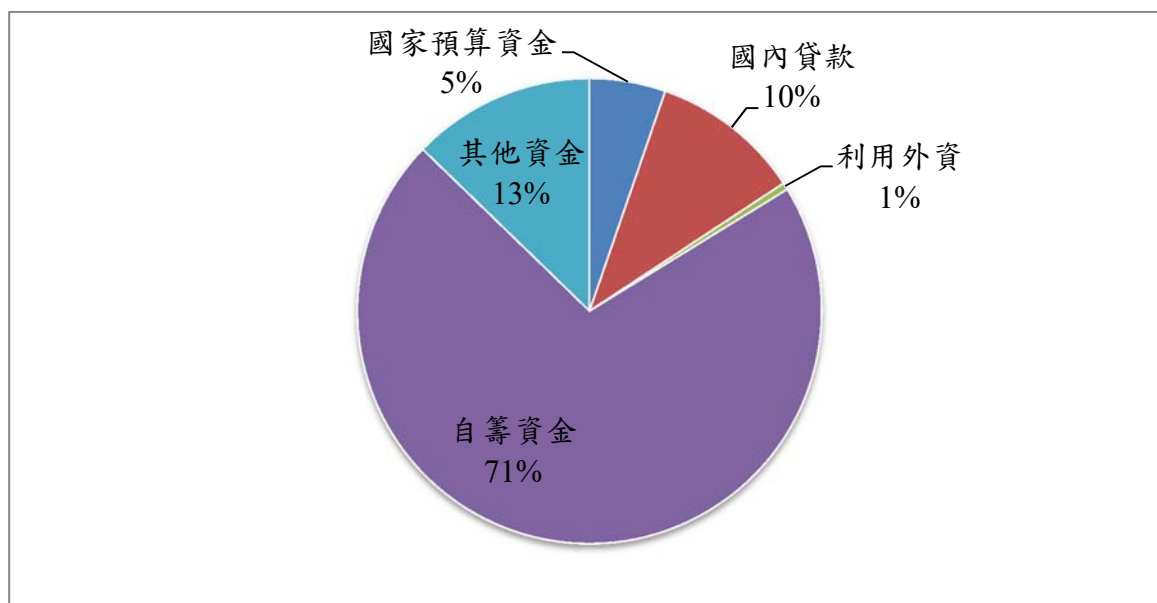
非正規金融體系在中國一直扮演著重要角色，中國全社會固定資產投資最主要的資金來源是企業自籌資金和其他非正式的金融管道資金，銀行在對企業提供融資的比例並不高（請參見圖 4-1 與 4-2）。民營企業之經濟活動所占比例較高，但從銀行獲得融資的比例偏低，而國營企業之經濟活動所占比例較低，從銀行獲得融資的比例卻較高，形成了實體經濟與金融關係的結構性矛盾。中國的民間融資是推動經濟發展的重要力量，但長期以來大多未受政府監管，非法集資欺詐與借貸糾紛頻傳，除了引起社會問題，也對中國的金融穩定造成威脅。

圖 4-1：中國全社會固定資產投資資金來源（2003 年至 2015 年）



資料來源：中國國家統計局。

圖 4-2：中國全社會固定資產投資資金的來源（2015 年）



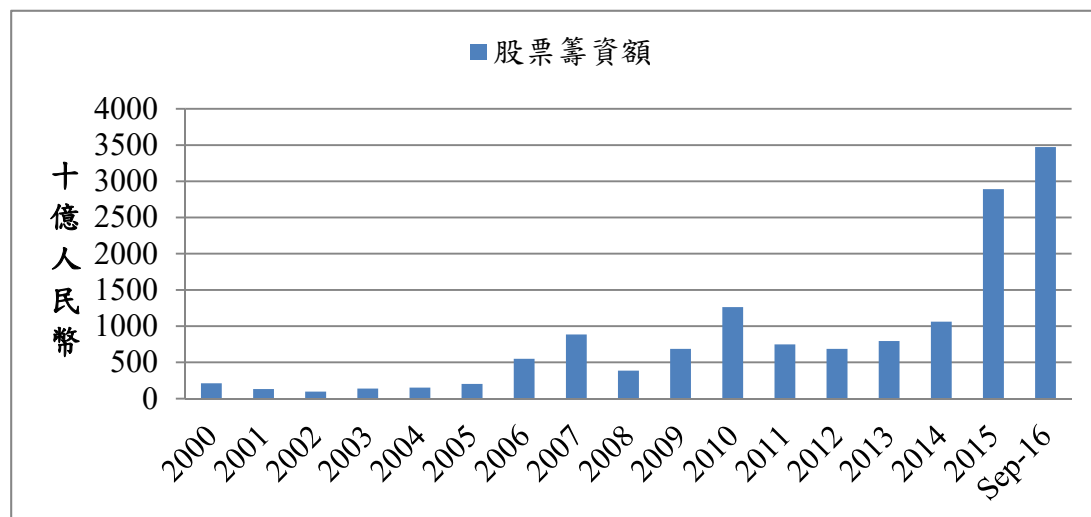
資料來源：中國國家統計局。

（五）資本市場之融資規模有限

受限於股票發行交易與下市等制度規範，中國資本市場的融資功能相對有限。截至 2016 年底，以存量計算的中國直接融資（公司債、非金融企業境內股票融資）約為 23.69 兆元，占社會融資規模的 15.29%（直接融資存量除以社會融資規模）⁵²，明顯低於美國、英國、德國及日本等主要國家。

目前中國的資本市場規模與實體經濟體規模並不相稱，這特別對中小企業的發展造成限制。截至 2016 年底，上海證交所與深圳證交所分別有 1,182 家與 1,908 家上市公司，自中國成立股票市場時起算，每年平均約有 130 家企業上市，但是，在中國證券監督管理委員會排隊等著上市的企業有 700 多家，相當於上市公司總家數的四分之一。可見，中國企業要透過股票上市取得融資之困難度很高，而中小企業更是難上加難。

圖 4-3：中國股票市場的籌資額（2000 年至 2016 年 9 月底）



資料來源：中國證券監督管理委員會。

⁵² 資料來自中國人民銀行。

二、中國金融體系的資源配置效率

近年來，中國金融體系持續加強市場化之改革，但是目前中國政府對市場仍然存在很多管制，金融體系的資源配置效率仍有很大的改進空間。

（一）利率的資源配置問題

利率是金融體系最重要的價格訊號，個人的消費與資產之配置、企業的經營與籌資改變、金融工具的評價，無不取決於利率水準。如第2章所述，最近幾年中國的利率市場化改革有很大進展，中國人民銀行分別於2013年7月20日與2015年10月24日，解除對貸款利率的下限管制與對存款利率的上限管制。雖然如此，但是存款基準利率與貸款基準利率仍然由中國人民銀行設定，中國的存貸款利率是否能完全市場化還有待觀察。

由於存貸款利率市場化的程度不足，導致銀行理財產品與銀信合作理財產品⁵³等「影子銀行」業務⁵⁴快速增加，並衍生出一系列的資源錯置問題。

第一，貸款利率被人為壓低，助長了企業的投資衝動，導致資源配置無效率、經濟結構失衡。近年來，包括鋼鐵、水泥、家電、機械、重化工等製造業，都有嚴重的產能過剩問題，另外，多晶硅、風力發電設備製造等新興行業也出現產能過剩問題。

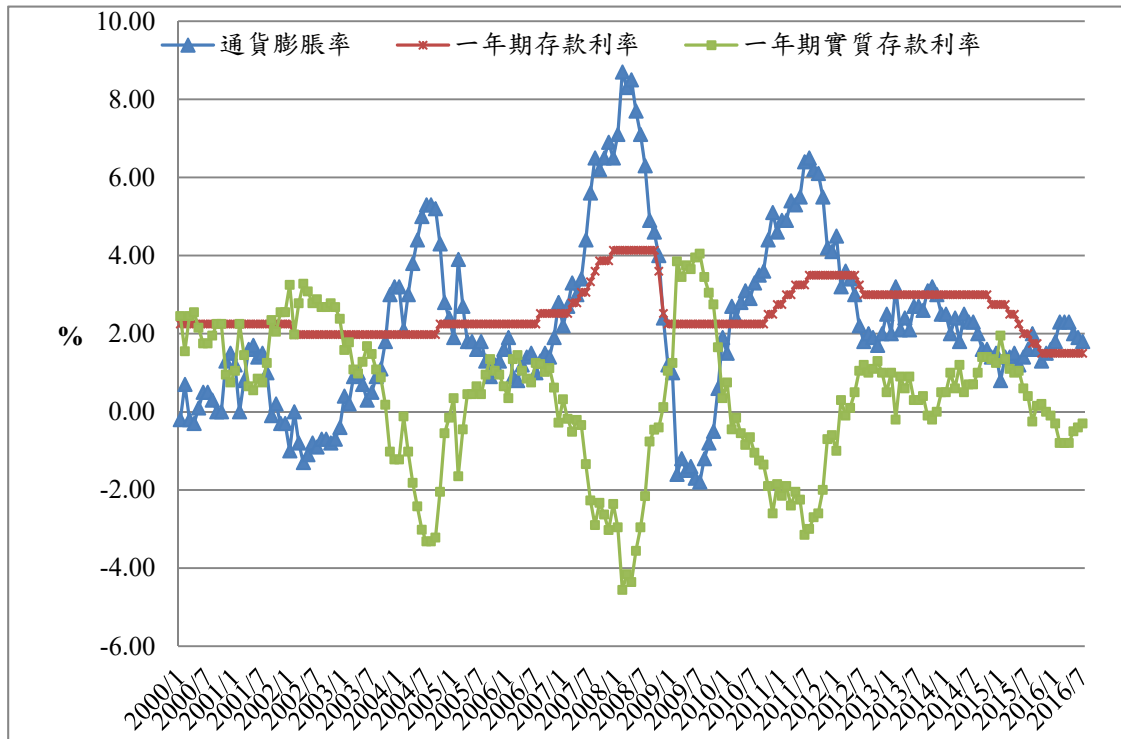
第二，實質存款利率偏低，導致依賴存款收入的低所得存款階層收入下降，不利於縮小收入差距，提振消費需求，促進經濟結構調整。2003年以來在物價上漲率超過2%，但中國的存款基準利率上調幅度總是跟不上物價上漲率，因而造成負的實質存款利率，實質存款利率為負的時期共有三段：2003年11月到2005

⁵³ 銀信合作理財產品是指銀行和信託公司簽訂協議，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托人指定資金用途的理財產品。「銀信合作」已經逐漸發展成為中國國內理財產品的主要運作平台。銀信合作理財產品主要分為「打新股」和「融資」兩大類，打新股是指銀行發行理財產品募集資金後，購買信託公司發行的新股申購信託計劃，融資類信託產品主要是指銀行以單一委托人的身份與信託公司簽訂信託協議，信託公司利用理財產品所募集的資金給特定客戶進行融資。

⁵⁴ 按照金融穩定理事會（FSB）的定義，影子銀行是指「銀行監管體系之外，可能引發系統性風險和監管套利等問題的信用中介體系」。中國的影子銀行包括信託、擔保、小貸公司、典當行、民間借貸、地下錢莊等，影子銀行產生的主要原因是銀行存款利率過低而中小企業又難以向銀行取得貸款。

年 3 月的 17 個月期間；2006 年 12 月到 2008 年 10 月的 13 個月期間；2010 年 2 月到 2012 年 3 月的 26 個月期間（請參見圖 4-4）。

圖 4-4：中國的通貨膨脹率和存款利率變化（2000 年 1 月至 2016 年 7 月）

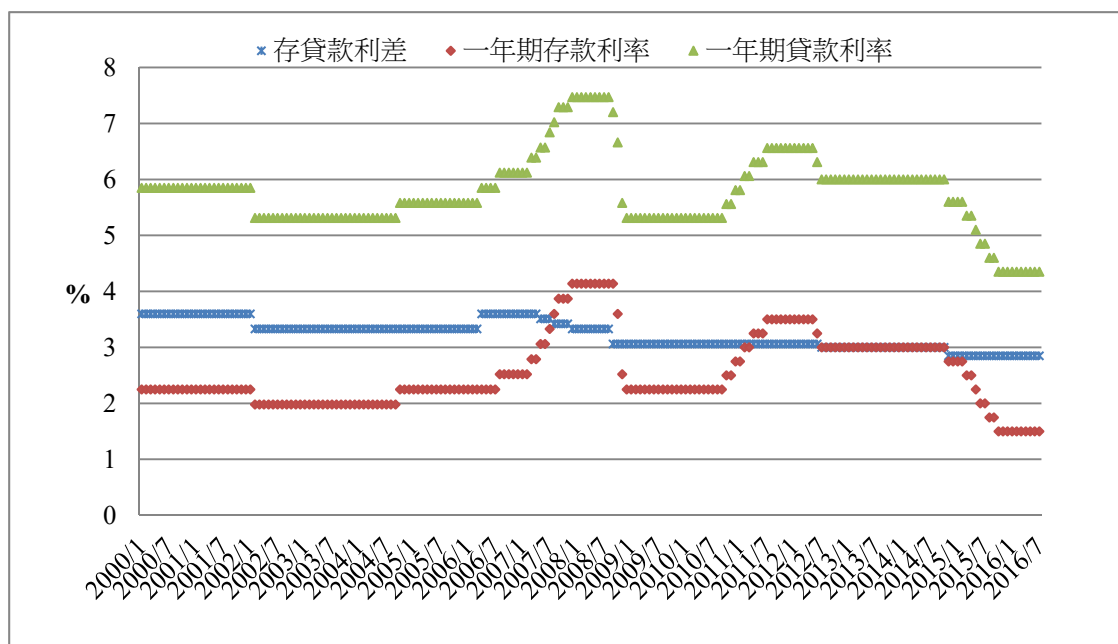


資料來源：中國國家統計局及本研究計算。

第三，對存貸款利差保障一定之水準，使銀行利潤獲得保障，導致銀行業利潤在國民收入中占比過高，影響實體經濟的發展意願。近年來，中國的一年期存貸款利率差額大致都維持在 300 個基準點以上（請參見圖 4-5），使銀行業每年有較高的淨利潤和淨利潤成長率，社會上對銀行暴利、銀行職工的不合理薪酬有所不滿。根據中國企業聯合會「2015 年中國 500 強發展報告」⁵⁵，中國工商銀行、中國農業銀行、中國銀行及中國建設銀行四大國有商業銀行的營收占 500 強的比例為 5.77%。金融業與製造業之鉅額利潤差距，導致社會資本「脫實入虛」。

⁵⁵ 資料來自中國企業聯合會。

圖 4-5：中國的一年期存貸款利差變化（2000 年 1 月至 2016 年 7 月）



資料來源：中國國家統計局及本研究計算。

（二）匯率的資源配置問題

2005 年 7 月中國人民銀行宣布實施以市場供需為基礎、參考一籃子貨幣進行調節、有管理的浮動匯率制度，之後，人民幣匯率的市場化程度持續提高。截至 2016 年底，中國銀行間外匯市場人民幣對美元匯率浮動區間已經由 0.3%擴大到 2%，與 2005 年 7 月匯改時相比，人民幣對美元大約升值了 19.36%（2016 年底和 2005 年 7 月 21 日比較）、對由 60 個貨幣組成的一籃子貨幣大約升值了 33.70%（2016 年 12 月和 2005 年 7 月比較）⁵⁶，經常帳餘額占 GDP 的比例已降至一般公認的 4%合理區間內。

雖然如此，目前人民幣匯率機制的市場化程度還不高，主要原因為：

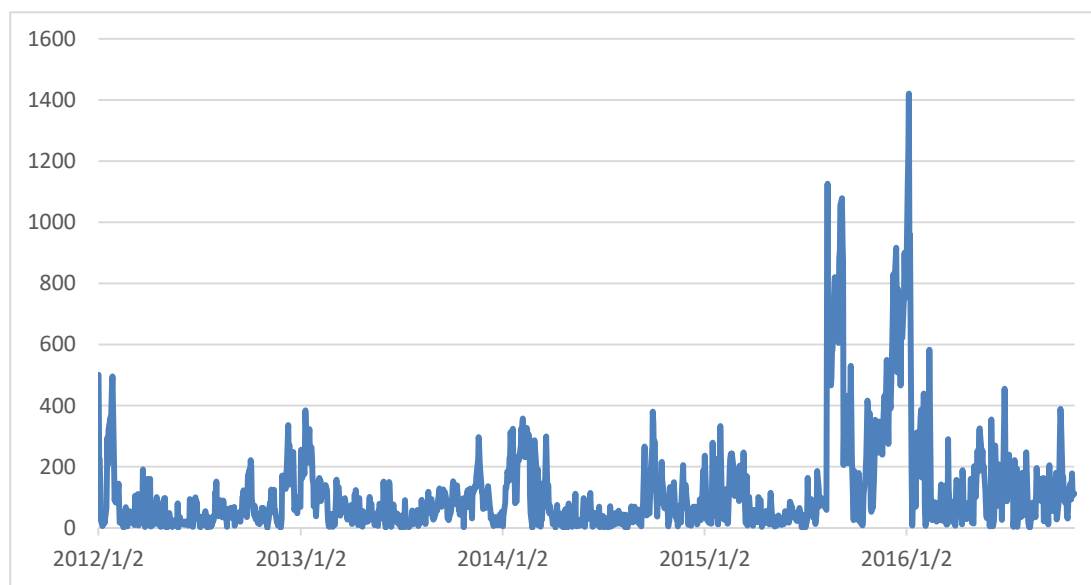
第一，中國人民銀行對人民幣匯率仍然保持嚴格管理，人民幣匯率中間價的市場化程度偏低，銀行間外匯市場的匯率浮動區間並無法充分反映市場供需狀況；第二，中國外匯市場使用實需交易原則，企業與個人只能基於貿易、投資等實體經濟活動進行外匯交易，導致外匯市場的深度不足，交易種類、交易工具及參與者

⁵⁶ 資料分別來自中國外匯交易中心和國際清算銀行（Bank for International Settlements）。

之多元化程度有限；第三，中國人民銀行仍然實施相對嚴格的資本管制。

由於人民幣匯率的市場化程度不高，導致匯率無法充分發揮引導資源在境內與境外之間合理配置的功能，在岸市場（受管制的市場）的人民幣匯率與離岸市場（未受管制的市場）的人民幣匯率始終存在一定之差價，最高曾達 1400 個基點（參見圖 4-6）⁵⁷。

圖 4-6：離岸與在岸人民幣匯率價差（2012 年 1 月至 2016 年 10 月）



資料來源：本研究根據 Datastream 資料庫之數據計算而得。

資料來源：離岸人民幣（CNH）匯率為香港銀行間外匯市場的人民幣匯率，在岸人民幣（CNY）匯率為中國大陸銀行間外匯市場的人民幣匯率。

（三）國有銀行的資源配置問題

近年來，隨著各類金融市場和金融機構之發展，國有商業銀行在中國金融體系的地位雖有所下降，在銀行業總資產的占比由 2003 年末的 58.03% 降至 2016 年 9 月底的 36.60%⁵⁸，但仍然有舉足輕重的作用。在股份制改革之後，國有商業銀行的股權結構已經多元化了，理論上，股權結構多元化有利於引入公司治理

⁵⁷ 在人民幣匯率報價中，基點係指小數點後第四位，1400 個基點相當於 1 美元可以換得的人民幣相差 0.1400 元。

⁵⁸ 資料來自中國銀監會。國有大型商業銀行包括：中國工商銀行、中國建設銀行、中國農業銀行、中國銀行、國家開發銀行、交通銀行、中國郵政儲蓄銀行。

機制及加強市場約束；但是截至 2016 年中，中國工商銀行、中國農業銀行、中國銀行及中國建設銀行四大國有銀行的國家持股（中國財政部、中央匯金投資公司及中國社會保障基金的持股比例）仍然分別高達 91.63%、82.65%、67.16%、57.31%⁵⁹，國有股「一股獨大」的現象並沒有改變。

目前中國國有商業銀行之經營存在以下重大問題：

1. 政治影響力大，激勵機制政治化

中國工商銀行、中國農業銀行、中國銀行及中國建設銀行四大國有商業銀行，對國務院、人民銀行、監管當局的影響力很大，1995 年之後，中國人民銀行行長幾乎都是從中國銀行業監督管理委員會、中國證券監督管理委員會、中國保險監督管理委員會三個監管單位的領導中選任，而這三個監管單位的領導又多是由四大國有商業銀行的高管擔任。金融高官和高管的職業升遷模式，基本上已形成特定之程序，特別是從四大國有商業銀行通向監管當局的「旋轉門」，這種情況不免影響監管當局對國有商業銀行的監管力道。

國有商業銀行的治理結構無法從根本改善，最明顯的表現為激勵機制政治化，導致「貸款政治化」。國有商業銀行的高管關心自己的政治前途，透過與地方政府及國有企業的「合作」，累積政治資本，當地方政府支持的產業在經營困難時，為了保經濟、保財稅、保就業，地方政府多要求國有商業銀行繼續支持這些產業（如不抽銀根和給予紓困貸款），國有商業銀行只能接受。

2. 大到不能倒和大到不能管

中國國有商業銀行有嚴重的「大到不能倒」和「大到不能管」的問題，目前全球市值最大的幾家銀行都在中國，工農中建四大國有商業銀行都是中央政府控股，受國家信用的隱性擔保，道德風險嚴重。除了規模大、業務廣、分支機構多之外，中國國有商業銀行的行政層級也高。

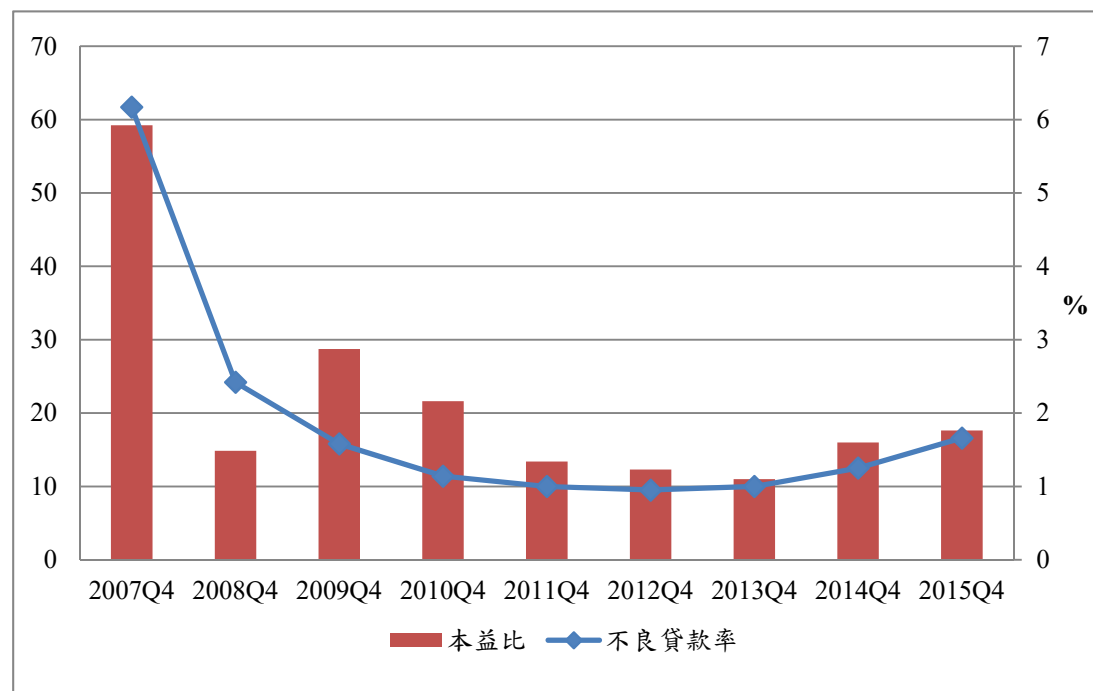
⁵⁹ 資料來自中國工商銀行、中國農業銀行、中國銀行、中國建設銀行。

3. 經營效率低，資產風險高

長期以來中國人民銀行對人民幣存貸款利率的管制（貸款利率管下限、存款利率管上限）導致銀行經營效率低落，具體表現為銀行業暴利、薪酬不合理、服務品質不好、服務對象貴族化。另外，由於貸款政治化，國有商業銀行有內生的不良貸款產生機制，儘管目前國有商業銀行公布的不良貸款率不高，但潛在的不良貸款率可能遠高於公布的資料，特別是地方政府融資平台貸款、鐵道部貸款、房地產貸款等。近年來，投資人對中國銀行股的評價低，以及銀行股的本益比偏低，根本原因就是投資人擔憂銀行的資產品質將會惡化。

整體而言，中國國有銀行仍然有濃厚的行政化色彩，無法依照商業原則經營，造成了市場行為扭曲和資源配置效率低落。

圖 4-6：中國銀行業不良貸款率和股市本益比（2007 年至 2015 年）



資料來源：中國銀行業監督管理委員會，商業銀行不良貸款情況表與商業銀行主要監管指標情況表；上海證券交易所統計年鑑。依在紐約證交所交易的中國銀行股 ETF，2016 年底中國銀行股的本益比約為 8.2 倍。

（四）小微企業金融的資源配置問題

中國小微企業金融的資源配置效率持續不彰，主要原因是中國的銀行體系尚無法有效滿足小微企業的融資需求；另外，以小微企業為服務對象的小型金融機構數量不足，而民間資本進入銀行業的門檻過高，使小型金融機構的發展緩慢。

（五）證券市場的資源配置問題

中國證券市場對實體經濟提供融資之能力向來比較有限。截至 2016 年底，中國以存量計算的直接融資約為 23.69 兆元，占社會融資規模的 15.29%⁶⁰，明顯低於美國英國、日本和德國等主要先進國家。另外，由於政府的行政干預多、市場建設不完全，中國證券市場還不能充分發揮促進資源有效配置的功能，對創業型、創新型、科技型企業的發掘和支持力道不足，不利於實體經濟轉型和升級。

在股票市場方面，中國的股票上市制度並不是採取註冊制，監管當局對公司上市的審查環節多，一般企業不容易取得上市資格，導致股票的供給受到人為限制，衍生出股票的發行價格過高、上市公司超募資金的現象；上市公司超募的資金使用不完，同時卻有許多公司無法透過股票上市取得融資，出現資金錯誤配置。另外，中國股票市場的下市標準不夠嚴格、下市程序冗長，加上一般企業不容易取得上市資格，已經上市的公司維持上市資格本身就有很高的隱含價值，導致一些應該下市的公司不下市，借殼上市、垃圾股票炒作成風。

綜合而言，中國的股票上市制度及下市制度不只導致尋租行為盛行，也造成資源配置的無效率。

在債券市場方面，政府隱性擔保的問題一直存在，中國政府基本上不容許公司債違約。政府的隱性擔保使企業信用無法發揮應有的功能，導致發債企業的逆向選擇問題惡化、投資人的風險意識降低，債券市場因而欠缺健全的信用風險評估機制和信用風險定價機制，資源無法有效配置。

⁶⁰ 資料來自中國人民銀行。

三、中國金融體系的風險分散功能

基本上中國金融體系的風險分散功能有限。中國實行的漸進市場化改革，累積了不少風險，而國有銀行實際上承擔了主要的改革成本。中國的國有商業銀行主要承擔了對國有企業提供信貸支持的任務，而國有企業普遍經營效率低落，又導致國有銀行出現大量不良資產。由於金融體系的風險分散和管理功能低落，導致中國經濟體系的風險未能有效分散，各經濟部門因而承擔了重大風險。

（一）風險迴避代替風險分散和管理

中國的金融體系重視風險迴避，一般金融機構都希望迴避風險，而不重視風險的分散和管理，導致金融體系無法充分發揮相關功能，進而使風險集中於實體經濟。由於實體經濟風險未能透過金融體系有效分散或轉移，導致民間融資的亂象，民間借貸危機頻傳。

（二）風險過度集中商業銀行

由於中國直接融資市場並不發達，使金融系統風險過度集中銀行體系，至2016年10月底，非金融企業境內股票融資增量總額1兆726億元，僅占同期社會融資增量的7.47%⁶¹。此種發展不利於實體經濟與金融體系的穩定。

調查顯示，中國的企業融資管道相對單一化，企業主要資金來源為銀行貸款和民間借貸，較少透過股票市場募集資金或引入私募股權資金。

（三）缺少風險分散和管理的工具與市場

創新金融工具在中國的發展相當緩慢，銀行間衍生性商品市場是中國主要的場外衍生性商品市場，其中以利率交換的交易量最大，2016年12月名目本金成交額約1.14兆元人民幣⁶²；但是這類工具主要屬於銀行間交易，缺乏其他類型的交易者，很容易形成同向或單邊市場。國債期貨也面臨類似問題，當商業銀行都希望使用國債期貨來沖銷國債部位的利率風險時，便很難找到交易對手。

⁶¹ 資料來自中國人民銀行。

⁶² 資料來自中國外匯交易中心暨全國銀行間同業拆借中心。

（四）市場風險管理文化有待加強

金融體系的參與者都把金融體系視為重要的融資管道，但風險意識偏低而忽略應強化自主管理風險、分散風險的功能。在銀行信貸市場和公司類債券市場方面，尚未形成有效的風險管理文化；部分國有企業和私營企業「大到不能倒」，對銀行貸款產生「綁架」效果。目前中國的理財商品已經成為吸收公眾存款的重要管道，但是因為缺少正確的風險管理文化，銀行面臨的賠償風險相對較高。在面對客戶提起訴訟時，銀行為了避免信譽損失和法律風險，往往自行承擔理財商品的虧損風險，誤導投資者對商品風險的認識。

中國金融體系之風險分散功能不足，與投資者保護措施不夠有關。以股票市場為例，監管當局不鼓勵投資者控告違規的上市公司或證券公司，而是由監管當局代為處理，但是監管當局查處違規的速度慢、對違規的懲處小，導致投資者權益無法受到充分保護。

第5章 中國金融市場改革對台灣的影響與機會

一、兩岸金融資產價格的連動關係

(一) 人民幣對新台幣匯率的影響

本節使用「權重推估法」分析2005年7月21日中國實施匯率機制改革以來，人民幣對新台幣匯率的影響，並比較其和人民幣對東亞地區其他匯率的影響。

2008年8月，中國為因應美國次級房貸問題所引發的國際金融危機，再度以6.83人民幣兌1美元的匯率釘住美元，直至2010年6月21日，中國才恢復管理浮動匯率制度。自2008年8月至2010年6月21日，人民幣兌美元匯率基本上是固定的，因此，將資料分為兩期進行分析：2005年7月至2008年7月（前期）與2010年6月至2016年9月（後期）。

「權重推估法」使用線性迴歸模型推估一國貨幣所釘住的通貨籃內各定錨貨幣的權重，推估方式為：將一國貨幣的價值變動率對各定錨貨幣(如美元、人民幣、歐元、日圓及其他主要貨幣)的價值變動率進行迴歸，各定錨貨幣價值變動率的估計係數就是各定錨貨幣在通貨籃內所占的權重。何種貨幣可以成為通貨籃內的定錨貨幣，主要取決於該貨幣是否為國際支付貨幣，或是該貨幣的發行國是否為當事國的重要經濟交易對象。

「權重推估法」涉及如何選擇一個合適的「計價標準」(numeraire)來衡量當事國貨幣與各定錨貨幣的價值，文獻上最常使用的計價標準是瑞士法郎（例如 Frankel and Wei, 1994; Shu et al., 2007; Chen et al., 2009; Ito, 2010）。東亞貨幣的定錨貨幣包含美元、人民幣、歐元、日圓，使用權重推估法所建立的迴歸模型如下：

$$\Delta(ac)_t = \alpha + \beta_1 \Delta(usd)_t + \beta_2 \Delta(cny)_t + \beta_3 \Delta(eur)_t + \beta_4 \Delta(jpy)_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

其中， Δ 代表差分，ac、usd、cny、eur、jpy 分別代表下列貨幣的匯率對數值：東亞貨幣、美元、人民幣、歐元、日圓。東亞貨幣、美元、人民幣、歐元、日圓的匯率都是瑞士法郎作為計價標準，並以數量法表示，即「若干瑞士法郎 / 1單位本國貨幣」。

要言之，第(1)式是將東亞貨幣的價值變動率對美元、人民幣、歐元、日圓這四個定錨貨幣的價值變動率進行迴歸，迴歸所得的估計係數就是各定錨貨幣在通貨籃內的權重。

使用「權重推估法」進行迴歸分析時，某些自變數往往有高度相關，因而可能產生共線性問題(multicollinearity)。就本節分析而言， $\Delta(usd)_t$ 與 $\Delta(cny)_t$ 的相關係數大於0.95。 $\Delta(usd)_t$ 與 $\Delta(cny)_t$ 之所以出現高度相關，原因在於：中國在2005年7月進行匯率改革之後，人民幣仍然高度釘住美元，導致人民幣對瑞士法郎的匯率變動和美元對瑞士法郎的匯率變動幾乎亦步亦趨。為了避免出現共線性問題，將 $\Delta(usd)_t$ 對 $\Delta(cny)_t$ 進行迴歸：

$$\Delta(cny)_t = \beta \Delta(usd)_t + r_t \quad (2)$$

第(2)式將人民幣對瑞士法郎的匯率變動拆解成為兩個部分，第一個部分是由美元對瑞士法郎的匯率變動引起的，第二個部分(即殘差項 r_t)為非由美元對瑞士法郎的匯率變動引起的，換言之，殘差項 r_t 是人民幣獨立於美元之外的匯率變動(這裡所說的匯率是指以瑞士法郎為計價標準之匯率)。以殘差項 r_t 代替第(1)式內的 $\Delta(cny)_t$ ，並進行迴歸分析，藉以推估各定錨貨幣的權重。

由於使用時間數列資料進行迴歸，迴歸式的殘差項可能具有自我相關，為了避免殘差項的自我相關問題影響檢定結果，本文使用Newey-West方法進行迴歸分析，使用這個方法所估計出來的係數與使用傳統的OLS所估計出來的係數相同，但是在檢定各係數是否為顯著時所使用的標準差，有糾正過變異數不齊一性與自我相關，因此檢定結果可以不受殘差項有自我相關的問題影響(以下各節也使用Newey-West方法進行迴歸分析，以糾正變異數不齊一性與自我相關問題)。

表5-1、表5-2分別歸納使用2005年7月至2008年7月(前期)資料與2010年6月至2016年9月(後期)資料進行分析所得到的結果。

分析結果顯示，在2005年7月至2008年7月這段期間，人民幣對七個東亞貨幣匯率的影響都不顯著(請參見表5-1)。但是在2010年6月至2016年9月這段期間，人民幣對韓圓、新加坡幣及新台幣這三個貨幣匯率的影響則轉為顯著，在這三個貨幣的匯率中，人民幣對新台幣匯率影響的顯著程度最大，人民幣在新台幣通貨

籃內的權重高於人民幣在韓圓及新加坡幣通貨籃內的權重，而且人民幣在新台幣通貨籃內的權重也高於美元、歐元及日圓在新台幣通貨籃內的權重，這似乎隱含在七個東亞貨幣中，人民幣對新台幣匯率的影響力最大，而且人民幣對新台幣匯率的影響力有超越美元的趨勢。

表 5-1：東亞貨幣之定錨貨幣分析－2005 年 7 月至 2008 年 7 月

	$\beta 1$ (USD)	$\beta 2$ (CNY)	$\beta 3$ (EUR)	$\beta 4$ (JPY)	D.W.	Adj. R ²
IDR	1.05 (6.46)^a	0.02 (0.02)	0.14 (0.30)	-0.28 (-1.42)	1.89	0.55
KRW	0.81 (3.31)^a	-1.13 (-1.21)	0.69 (1.24)	-0.09 (-0.57)	1.66	0.68
MYR	0.72 (5.92)^a	0.62 (1.61)	0.67 (2.08)^b	0.04 (0.27)	1.81	0.81
PHP	1.12 (4.53)^a	-0.15 (-0.17)	-0.02 (-0.03)	-0.04 (-0.22)	1.24	0.65
SGD	0.56 (7.47)^a	0.42 (1.23)	0.67 (3.18)^a	0.09 (1.45)	2.14	0.84
THB	0.74 (4.18)^a	-0.68 (-1.31)	-0.07 (-0.18)	0.01 (0.04)	2.05	0.44
TWD	0.55 (4.91)^a	0.25 (0.72)	0.39 (1.58)	0.02 (0.19)	1.51	0.68

說明：表中第一行的 USD、CNY、EUR 與 JPY 代表美元、人民幣、歐元與日圓的幣值變動率，第一列的 IDR、KRW、MYR、PHP、SGDI、THB 與 TWD 代表印尼盾、韓圓、馬來西亞幣、菲律賓披索、新加坡幣、泰銖及新台幣的幣值變動率，括弧內的數字為使用 Newey-West 方法(Newey and West, 1987)調整過變異數不齊一與自我相關的 t 統計量(HAC 之 t 統計量)，上標 a、b 與 c 分別代表在 1%、5%與 10%下顯著（雙尾檢定），顯著的統計量以粗體字顯示。標題 D.W.下的數字為 Durbin-Watson 統計量；Adj. R 下的數字為判定係數。

表 5-2：東亞貨幣之定錨貨幣分析－2010 年 6 月至 2016 年 9 月

	$\beta 1$ (USD)	$\beta 2$ (CNY)	$\beta 3$ (EUR)	$\beta 4$ (JPY)	D.W.	Adj. R ²
IDR	0.61 (6.34) ^a	0.40 (0.91)	0.11 (1.36)	0.19 (2.23) ^b	1.70	0.60
KRW	0.23 (1.82) ^c	0.47 (1.92) ^c	0.40 (4.68) ^a	0.08 (0.79)	2.02	0.45
MYR	0.44 (3.11) ^a	0.96 (1.59)	0.26 (1.81) ^a	0.06 (0.59)	2.09	0.47
PHP	0.68 (9.09) ^a	0.18 (0.94)	0.13 (1.90) ^a	-0.01 (-0.22)	1.79	0.75
SGD	0.35 (4.36) ^a	0.50 (2.32) ^b	0.29 (4.24) ^a	0.13 (2.55) ^b	2.19	0.74
THB	0.66 (9.74) ^a	0.16 (0.87)	0.07 (1.48)	0.06 (0.90)	1.50	0.72
TWD	0.63 (11.89) ^a	0.64 (3.84) ^a	0.10 (2.25) ^b	0.05 (1.17)	1.39	0.83

說明：表中第一行的 USD、CNY、EUR 與 JPY 代表美元、人民幣、歐元與日圓的幣值變動率，第一列的 IDR、KRW、MYR、PHP、SGDI、THB 與 TWD 代表印尼盾、韓圓、馬來西亞幣、菲律賓披索、新加坡幣、泰銖及新台幣的幣值變動率，括弧內的數字為使用 Newey-West 方法(Newey and West, 1987)調整過變異數不齊一與自我相關的 t 統計量(HAC 之 t 統計量)，上標 a、b 與 c 分別代表在 1%、5%與 10%下顯著（雙尾檢定），顯著的統計量以粗體字顯示。標題 D.W.下的數字為 Durbin-Watson 統計量；Adj. R 下的數字為判定係數。

（二）兩岸利率平價關係之分析

如果兩岸的外匯市場與債權工具市場完全整合，新台幣債權工具與人民幣債權工具以新台幣表示的預期報酬率將會相等，亦即新台幣與人民幣之間的未拋補利率平價關係成立：

$$(1 + i_t) = \frac{1}{E_t} \times (1 + i_t^*) \times E_{t+1}^e \quad (3)$$

式中，

i_t ：時間點 t 至 t+1 的新台幣利率。

i_t^* ：時間點 t 至 t+1 的人民幣利率。

E_t ：時間點 t 的即期人民幣匯率 (NTD/CNY)。

E_{t+1}^e ：時間點 t+1 的預期即期人民幣匯率 (NTD/CNY)。

本節建立以下迴歸模型分析新台幣與人民幣之間的未拋補利率平價關係是否成立：

$$(1+i_t) = \alpha + \beta \times \frac{1}{E_t} \times (1+i_t^*) \times E_{t+1} + \varepsilon_t \quad (4)$$

式中，

E_{t+1} ：時間點 t+1 的即期人民幣匯率 (NTD/CNY)，亦即使用事後實際出現的匯率代替預期匯率進行分析。

其餘變數的定義與第(3)式相同。

第(4)式的估計結果為 $\alpha=0$ 而且 $\beta=1$ ，代表新台幣與人民幣之間的未拋補利率平價關係成立，兩岸的外匯市場與債權工具市場完全整合；估計結果為 $0<\beta<1$ ，代表新台幣與人民幣之間的未拋補利率平價關係不成立，但是兩岸的外匯市場與債權工具市場部分整合，彼此有正向連動關係；估計結果為 $\beta=0$ ，代表新台幣與人民幣之間的未拋補利率平價關係不成立，而且兩岸的外匯市場與債權工具市場完全隔絕，沒有連動關係。

使用 1 個月期及 3 個月期的新台幣利率(TIBOR)與人民幣利率(SHIBOR) 進行分析，資料期間為 2005 年 7 月至 2016 年 9 月。依照文獻慣例，使用 ADF 單根檢定來檢驗第(4)式中的變數是否為恆定(stationary)。ADF 單根檢定結果顯示，第(4)式中的變數都是恆定，因此可以使用第(4)式進行迴歸分析(本文也使用 ADF 單根檢定來檢驗第(6)式與第(8)式中的變數是否為恆定，檢定結果顯示，第(6)式

與第(8)式中的變數都是恆定)。

估計結果顯示 $0 < \beta < 1$ ，代表新台幣與人民幣之間的未拋補利率平價關係不成立，但是兩岸未拋補的利率有正向連動關係，外匯市場與債權工具市場部分整合（請參見表 5-3 的 Panel A）。

（三）兩岸股價報酬率平價關係之分析

如果兩岸的外匯市場與股票市場完全整合，兩岸股票以新台幣表示的預期報酬率將會相等，亦即新台幣與人民幣之間的未拋補股價報酬率平價關係成立：

$$(1+s_t^e) = \frac{1}{E_t} \times (1+s_t^{*e}) \times E_{t+1}^e \quad (5)$$

式中，

s_t^e ：台灣股票市場在時間點 t 至 $t+1$ 的預期報酬率。

s_t^{*e} ：中國股票市場在時間點 t 至 $t+1$ 的預期報酬率。

E_t ：時間點 t 的即期人民幣匯率（NTD/CNY）。

E_{t+1}^e ：時間點 $t+1$ 的預期即期人民幣匯率（NTD/CNY）。

使用事後實際出現的變數代替預期的變數，建立以下迴歸模型進行分析：

$$(1+s_t) = \alpha + \beta \times \frac{1}{E_t} \times (1+s_t^*) \times E_{t+1} + \varepsilon_t \quad (6)$$

式中，

s_t ：台灣股票市場在時間點 t 至 $t+1$ 的報酬率。

s_t^* ：中國股票市場在時間點 t 至 $t+1$ 的報酬率。

E_{t+1} ：時間點 $t+1$ 的即期人民幣匯率（NTD/CNY）。

其餘變數的定義與第(5)式相同。

第(6)式的估計結果為 $\alpha=0$ 而且 $\beta=1$ ，代表兩岸的外匯市場與股票市場完全整合；估計結果為 $0<\beta<1$ ，代表兩岸的外匯市場與股票市場部分整合，彼此有正向連動關係；估計結果為 $\beta=0$ ，代表兩岸的外匯市場與股票市場完全隔絕，沒有連動關係。

使用 1 個月及 3 個月的台灣加權股價指數報酬率與上海證交所股價指數報酬率進行分析，資料期間為 2005 年 7 月至 2016 年 9 月。

估計結果顯示 $0<\beta<1$ ，代表新台幣與人民幣之間的未拋補股價報酬率不成立，但是兩岸未拋補股價報酬率有正向連動關係，外匯市場與股票市場部分整合（請參見表 5-3 的 Panel B）。

（四）兩岸實質利率平價關係之分析

如果兩岸的金融市場與商品市場完全整合，新台幣的實質利率與人民幣的實質利率將會相等，亦即新台幣與人民幣之間的實質利率平價關係成立：

$$r_t^e = r_t^{*e} \quad (7)$$

式中，

r_t^e ：時間點 t 至 $t+1$ 的新台幣實質利率。

r_t^{*e} ：時間點 t 至 $t+1$ 的人民幣實質利率。

使用事後實際出現的變數代替預期的變數，建立以下迴歸模型進行分析：

$$r_t = \alpha + \beta \times r_t^* + \varepsilon_t \quad (8)$$

式中，

r_t ：時間點 t 至 $t+1$ 實際出現的新台幣實質利率。

r_t^* ：時間點 t 至 $t+1$ 實際出現的人民幣實質利率。

第(8)式的估計結果為 $\alpha=0$ 而且 $\beta=1$ ，代表兩岸的金融市場與商品市場完全整合；估計結果為 $0<\beta<1$ ，代表兩岸的金融市場與商品市場部分整合；估計結果為 $\beta=0$ ，代表兩岸的金融市場與商品市場沒有整合。

使用 1 個月期及 3 個月期的新台幣利率 (TIBOR)、人民幣利率(SHIBOR) 與兩岸的消費者物價上漲率計算事後實際出現的實質利率進行分析，資料期間為 2005 年 7 月至 2016 年 9 月。估計結果顯示 $\beta=0$ ，代表兩岸的金融市場與商品市場沒有整合，兩岸的實質利率沒有連動關係（請參見表 5-3 的 Panel C）。

前兩小節的分析結果顯示，兩岸的金融市場有部分整合的關係，而本小節分析結果顯示，兩岸的實質利率完全沒有連動關係，主要原因可能是兩岸的商品市場完全沒有整合關係。

一個經濟體的實質利率如果受其他經濟體實質利率的影響越大，這個經濟體獨立施行貨幣政策的空間越小，兩岸的實質利率沒有連動關係隱含台灣中央銀行的貨幣政策不受對岸影響。

表 5-3：兩岸主要平價關係分析—2005 年 7 月至 2016 年 9 月

	α	β	Adj. R ²
Panel A：未拋補利率平價關係			
1 月期	0.99^a (285.08)	0.01^c (1.89)	0.03
3 月期	0.98^a (133.13)	0.02^a (2.80)	0.16
Panel B：未拋補股價報酬率平價關係			
1 月期	0.80^a (15.50)	0.21^a (4.21)	0.10
3 月期	0.72^a (8.75)	0.29^a (3.77)	0.21
Panel C：實質利率平價關係			
1 月期	-3.60^c (-1.93)	0.16 (0.87)	0.01
3 月期	-1.02 (-1.49)	0.18 (1.05)	0.03

說明：表中括弧內的數字為使用 Newey-West 方法(Newey and West, 1987)調整過變異數不齊一與自我相關的 t 統計量(HAC 之 t 統計量)，上標 a、b 與 c 分別代表在 1%、5%與 10%下顯著(雙尾檢定)，顯著的統計量以粗體字顯示。標題 Adj. R 下的數字為判定係數。

二、兩岸金融業交流現況

(一)兩岸銀行業交流

根據行政院金融監督管理委員會發布的《台灣地區與大陸地區金融業務往來及投資許可管理辦法修正條文》，台灣地區之銀行及金融控股公司可透過分行、子行、參股投資三種方式進入大陸地區。

銀行方面，台灣銀行業者只能在台灣地區的銀行及其在第三地區的子銀行之中選擇一個進入大陸地區，並在設立分行、子銀行及參股投資這三種方式之中選擇兩個辦理，在大陸地區的營運資金及投資額加總不得超過銀行淨值的 15%。金融控股公司方面，如果台灣金控業者旗下的銀行沒有前往大陸地區，或有前往大陸地區，但只設立分行或子行而沒有參股投資，則可以申請在大陸地區參股投資，投資總額不得超過金控淨值的 10%。

由於看好大陸地區的金融市場廣大，許多台灣地區銀行很早就在大陸佈局。截至2016年11月底，金管會已經核准13家台灣地區銀行赴大陸地區設立分(支)行及子行，其中28家分行、11家支行及3家子行已開業，另設有3家辦事處（請參見表 5-5）。

根據《台灣地區與大陸地區金融業務往來及投資許可管理辦法修正條文》，台灣開放大陸地區銀行來台設立代表人辦事處、分行及參股投資國內金融機構。單一大陸地區商業銀行或陸資銀行在台灣地區設立辦事處以一處為限；設立分行及參股投資只能擇一辦理，設立分行或參股投資都以一家為限。截至 2016 年 11 月底，大陸地區銀行在台灣設有 3 家分行和 2 家辦事處。

表 5-4：台灣地區銀行及金融控股公司前往大陸地區展業之規定

規範項目	標準
設立分支機構及參股	1.只能在台灣地區的銀行及其在第三地區的子銀行之中選擇一個進入大陸地區。 2.銀行可以設立辦事處、分行、子銀行及參股投資，後三者擇二經營。 3.參股投資以一家為限。
資格條件	1.銀行須符合守法性及財務健全性，並在 OECD 國家設分支機構及經營業務 5 年以上。有關財務健全性方面，申設分行及參股投資者，資本適足率須 10%以上，逾放比率 2%以下，備抵呆帳覆蓋率 60%以上；申設子銀行者，扣除子銀行投資後之第一類資本比率須 8%以上，逾放比率 1.5%以下，備抵呆帳覆蓋率 100%以上。 2.金融控股公司須符合守法性，且集團資本適足率須 110%以上，計入參股投資金額之雙重槓桿比率須 115%以下。
風險管理機制	1.銀行在大陸地區累積指撥之營業資金及投資合計總額，不得超過淨值之 15%。 2.金融控股公司在大陸地區投資總額不得超過淨值之 10%。 3.銀行在大陸地區分行之放款總餘額不得超過存款總餘額與自大陸地區同銀行同業拆款市場拆入淨額合計數之 2 倍，亦即放款資金來源取自大陸當地之比重需高於 50%。

資料來源：根據《台灣地區與大陸地區金融業務往來及投資許可管理辦法修正條文》整理及歸納。

表 5-5：台灣地區銀行在大陸地區現況統計表（2016 年 11 月底）

銀行	分（支）行、子行		辦事處
	已開業	已核准	
第一銀行	上海分行 成都分行 上海分行自貿區支行 廈門分行	河南省 12 家城鎮銀行	
國泰世華銀行	上海分行 上海分行閔行支行 上海分行自貿區支行 青島分行 上海分行嘉定支行 深圳分行	上海子行 深圳分行	
彰化銀行	昆山分行 昆山分行花橋支行 東莞分行 福州分行	南京子行	
土地銀行	上海分行 天津分行 武漢公行		
合作金庫	蘇州分行 蘇州分行高新支行 天津分行 福州分行	長沙分行	北京辦事處
華南銀行	深圳分行 深圳分行寶安支行 上海分行 福州分行		
中國信託銀行	上海分行 廣州分行 上海分行自貿區支行 廈門分行	上海分行虹橋支行	北京辦事處
兆豐銀行	蘇州分行 蘇州分行吳江支行 蘇州分行昆山支行 寧波分行		
台灣銀行	上海分行 上海分行嘉定支行 廣州分行 福州分行	上海分行自貿區支行	
玉山銀行	深圳子行		
台灣企銀	上海分行 武漢分行		
永豐銀行	南京分行		
台北富邦銀行	富邦華一銀行（子行）		
台灣工業銀行			天津辦事處

資料來源：行政院金融監督管理委員會《兩岸協議與金管會業務相關部分之協議成效資料》。

表 5-6：大陸地區銀行來台展業之規定

規範項目	標準
設立分支機構及參股	得設辦事處、分行及參股投資，惟分行及參股僅得擇一，且以一家為限。
資格條件	符合守法性及健全經營，且在 OECD 國家有設分支機構及經營業務一定年數之經驗，以及符合全世界資產或資本排名規定。其中，設辦事處須有 2 年經驗及排名 1000 名以內，設分行及參股投資須有 5 年經驗及排名 200 名以內。
參股投資限制	個別陸資銀行對單一銀行、金控公司之投資金額不得超過有表決權股份或資本總額之 5%，加計大陸合格境內機構投資者(QDII)之投資金額不得超過 10%。
風險管理機制	1.陸資銀行在台分行收受自然人新台幣存款，以每筆 300 萬元以上之定期存款為限。 2.設立分行者，需符合流動性及資金來源等財務規定，且分行淨值不得低於營運資金之 2/3。 3.對被投資公司派任董事，應先報經主管機關許可。

資料來源：根據《台灣地區與大陸地區金融業務往來及投資許可管理辦法修正條文》整理及歸納。

（二）兩岸證券業交流

根據行政院金融監督管理委員會發布的《台灣地區與大陸地區證券期貨業務往來及投資許可管理辦法》，台灣開放兩岸證券期貨業參股投資與互設辦事處，截至 2016 年 11 月底，金管會已核准 1 家證券商赴大陸地區參股設立期貨公司，4 家投信事業赴大陸地區參股設立基金管理公司並已開始營業，其中 1 家經金管會同意撤資處分持股，另外有 1 家投信事業於大陸地區設立辦事處、9 家證券商赴大陸設立 15 處辦事處。

由於大陸兩大證券交易所位於上海與深圳，目前台灣證券商在大陸據點都集中在上海與深圳，據點最多的是上海，其次是深圳，台灣所有前往大陸展業的證券商都在上海設有據點。目前前往大陸展業的 9 家台灣證券商為元大、富邦、凱基、統一、群益金鼎、永豐金、日盛、華南永昌及元富，其中，元大、富邦、凱基與統一在上海與深圳都設有辦事處，群益金鼎、永豐金、日盛、華南永昌及元富則只在上海設立辦事處。

相較於台灣證券業者對前往大陸地區發展之興趣濃厚，大陸證券業者來台展業的興趣並不大，主要原因是台灣證券市場規模不大，而大陸本地不僅證券市場規模大，證券業務也積為活絡。

在兩岸證券投資部份，目前已有 4 家大陸 QDII 獲准來台投資，包括大陸工銀瑞信基金、華夏基金、上投摩根基金。根據金管會發布的《大陸地區投資人來台從事證券投資及期貨交易管理辦法》，大陸地區 QDII 來台投資的總額上限為 5 億美元，每一家 QDII 來台投資的上限為 8,000 萬美元，如果每家來台投資 QDII 都是以最高額度申請，台灣最多只能允許 7 家 QDII 來台投資。由於額度有限，台灣證交所規定，獲准來台投資的 QDII 如果占用額度達 1 個月而沒有實際投資，則其額度將會自動失效，且失效後半年內，不得重新提出申請。截至目前為止，QDII 來台投資金額約為 2.31 億美元。

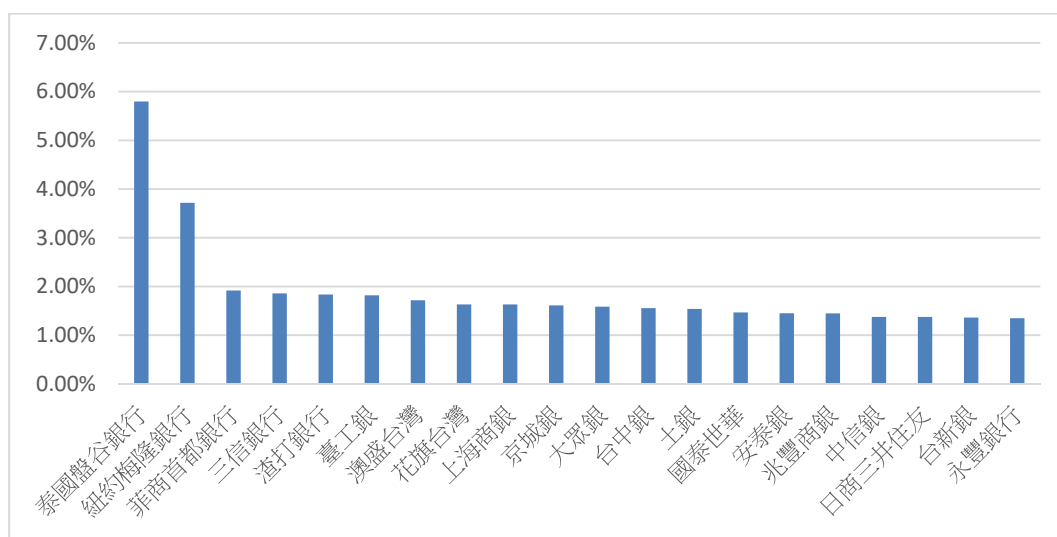
截至2016年11月底，有20家台灣投信事業及1家證券商向大陸提出申請QFII資格，並均獲核准，其中19家投信事業並獲得投資額度合計54.01億美元，1家證券商獲得投資額度0.8億美元；有10家台灣保險業向大陸提出申請QFII資格，並均獲核准資格，投資額度合計47億美元；另有6家台灣銀行獲大陸核准QFII資格，並獲得投資額度合計3.8億美元。

三、對台灣金融業的影響與機會

（一）銀行業

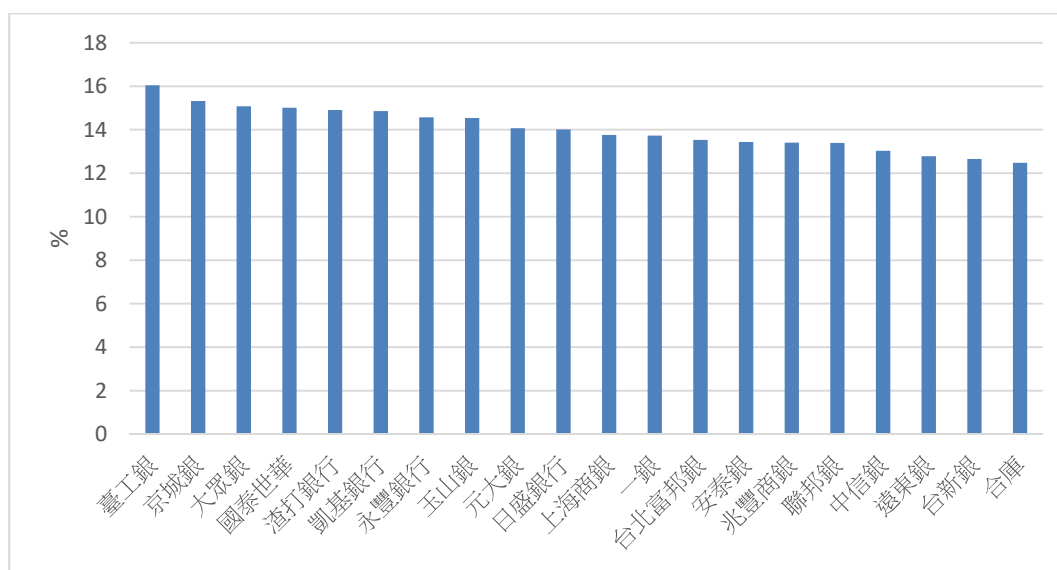
中國銀行業監督管理委員會對銀行業呆帳準備提存及資本適足率的要求，均高於台灣金管會，在呆帳準備提存率方面，目前台灣銀行業者都沒有達到中國要求的 2.5%(請參見圖 5-1)，未來台灣銀行業者進入大陸市場必須提高呆帳準備的提列，將對其盈餘造成衝擊；在資本適足率方面，台灣銀行業者大多已經符合 11.5%的要求(請參見圖 5-2)。面對這些高標準的要求，台灣銀行業者應先充實資本，才有足夠條件前進中國大陸市場。

圖 5-1：台地區灣銀行備抵呆帳提存率前 20 名（2016 年 9 月底）



資料來源：台灣新報資料庫 (TEJ)。

圖 5-2：台地區灣銀行資本適足率前 20 名（2016 年 9 月底）



資料來源：台灣新報資料庫 (TEJ)。

1. 中國加強對中小企業融資支援的影響與機會

目前中國正在加強對中小企業的融資支援，台灣銀行業者對中小企業放款經驗豐富，可將相關經驗應用於大陸市場。台灣中小企業數量龐大(2015 年統計約有 138 萬家，占整體企業家數之 97.69%，就業人數約 1,198 萬人，占總就業人數

52.40%)⁶³，對台灣經濟只發現有舉足輕重之影響，而台灣政府過去在協助中小企業融資方面推行之措施政策，與大陸現在的情況有相似之處；例如，台灣設立「中小企業信用保證基金」，有效分擔銀行對中小企業的授信風險，並透過各項專案基金，以直接或搭配銀行資金的方式，對中小企業提供各項專案貸款。

目前台灣銀行業對中小企業放款占總放款餘額的 21.76%以上⁶⁴，台灣銀行業者對中小企業放款的經驗，相較偏重大型企業放款的大陸銀行，較為豐富。台灣銀行業者如果至大陸設立據點提供融資服務，可望利用其以往經驗，在中小企業融資業務上取得相對優勢。但是，一般中小企業的公司治理水平大多比較低，缺乏健全的財務制度、財務管理規範及內控機制，銀行無法根據充分的可量化資料評估是否對其貸款，而必需依賴經營者品行、管理水平及企業發展潛力等非量化的資訊來評估是否貸款，因此，台灣銀行業者必需審慎擬定合適的經營策略，才能成功。

2. 中國發展村鎮銀行與城市銀行的影響與機會

自 2006 年 12 月以來，中國銀行業監督管理委員會先後發布一系列的新規定，降低對設立村鎮銀行的資本要求，並放寬中外資金融機構的准入標準⁶⁵。與一般商業銀行相比，村鎮銀行的註冊資本和資產規模要小得多，在縣(市)設立的村鎮銀行，其註冊資本不得低於 300 萬元人民幣；在鄉(鎮)設立的村鎮銀行，其註冊資本不得低於 100 萬元人民幣。相較之下，目前在大陸設立全國性商業銀行的註冊資本最低限額為 10 億元人民幣，設立城市商業銀行的註冊資本最低限額為 1 億元人民幣，設立農村商業銀行的註冊資本最低限額為 5,000 萬元人民幣。

由於大陸正在積極推動城鎮化、平衡城市與鄉村地區的發展，村鎮銀行與城市商業銀行的成長空間可望超過全國性的商業銀行。近年來，外資金融機構相繼在大陸設立村鎮銀行與城市商業銀行，遍及華中、華南、西南以及華北地區。

依據《台灣地區與大陸地區金融業務往來及投資許可管理辦法修正條文》，除了辦事處外，台灣銀行業者的登陸型態只能就設立分行、子行及參股投資三者中擇二辦理，而且在大陸地區的營運資金及投資額加總不得超過銀行淨值的 15%。

⁶³ 資料來自經濟部中小企業處。

⁶⁴ 資料來自台灣新報資料庫 (TEJ)。

⁶⁵ 村鎮銀行是指經中國銀行業監督管理委員會依據有關法律、法規批准，由境內外金融機構、境內非金融機構企業法人、境內自然人出資，在農村地區設立的主要為當地農民、農業和農村經濟發展提供金融服務的銀行業金融機構。

在此限制之下，台灣銀行業者在大陸地區展業所能投入的資金有限，而設立或參股中小型的城市與農村商業銀行則是比較可行的選項，而這兩類銀行也是近年來大陸地區獲利成長最快速的銀行業金融機構。根據中國中國銀行業監督管理委員會的統計資料，2007 年至 2015 年城市與農村商業銀行的稅後利潤分別成長了 703.55%與 3,375.23%，遠高於全體銀行業金融機構的 341.84%（請參見表 5-7）。值得注意的是，這段期間外資銀行的稅後利潤成長率只有 151.48%，只略高於政策性銀行及國家開發銀行的 137.48%，大幅落後於其他主要銀行業金融機構，而且外資銀行的獲利狀況非常不穩定，2008 至 2015 年各年度稅後利潤年成長率介於 -45.89%~115.04%（2011 年）（請參見表 5-7），可見外資銀行很難與本地銀行競爭，台灣的銀行業者應引以為鑑，審慎擬定妥適的大陸地區經營策略。

（二）證券業

根據經濟部統計，1991 年到 2016 年 10 月，台資企業赴大陸投資金額總計高達 1,627.25 億美元⁶⁶。另外，隨著經濟高速成長，大陸證券市場規模快速成長，截至 2016 年底，上海證交所與深圳證交所上市公司家數分別有 1,182 家與 1,908 家，總市值分別達到 29.05 兆人民幣與 15.61 兆人民幣。

隨著台資企業在大陸的規模逐漸成長，由相關業務發展衍生而來的金融需求，加上大陸近幾年推動的金融改革，可望為台灣證券業者帶來頗佳的發展機會。台資證券業者可針對大陸台資企業的金融需求開發相關商機，另外，基於過去市場經驗的累積，相對於大陸當地證券商，台灣證券業者在金融產品與金融交易方面的技術、知識與服務上都具有優勢，如果能與大陸當地證券商合作，以這些優勢，搭配當地證券商的關係網絡，應該可以獲得許多商機。但是，隨著經濟的快速成長、高等教育的普及、往海外留學和交流的高端人才眾多，大陸地區各行各業的人力素質都在快速提升，台灣證券業者的這些優勢恐怕幾年內就會消失殆盡。

⁶⁶ 資料來自經濟部投資審議委員會。

表 5-7: 中國主要銀行業金融機構的獲利狀況 (2008-2015 年) 單位: 億元

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
銀行業 金融機構	5,833.6	6,684.2	8,990.9	12,518.7	15,115.5	17,444.6	19,277.4	19,738.1
	30.58%	14.58%	34.51%	39.24%	20.74%	15.41%	10.51%	2.39%
								341.84%
政策性銀行及 國家開發銀行	229.8	352.5	415.2	536.7	736.3	922.1	1,079.6	1,162.0
	-53.03%	53.39%	17.79%	29.26%	37.19%	25.23%	17.08%	7.63%
								137.48%
大型商業銀行	3,542.2	4,001.2	5,151.2	6,646.6	7,545.8	8,382.3	8,897.5	8,925.4
	43.64%	12.96%	28.74%	29.03%	13.53%	11.09%	6.15%	0.31%
								261.94%
股份制 商業銀行	841.4	925.0	1,358.0	2,005.0	2,526.3	2,945.4	3,211.1	3,373.2
	49.08%	9.94%	46.81%	47.64%	26.00%	16.59%	9.02%	5.05%
								497.66%
城市商業銀行	407.9	496.5	769.8	1,080.9	1,367.6	1,641.4	1,859.5	1,993.6
	64.41%	21.72%	55.05%	40.41%	26.52%	20.02%	13.29%	7.21%
								703.55%
農村商業銀行	73.2	149.0	279.9	512.2	782.8	1,070.1	1,383.0	1,487.4
	71.03%	103.55%	87.85%	82.99%	52.83%	36.70%	29.24%	7.55%
								3375.23%
外資銀行	119.2	64.5	77.8	167.3	163.4	140.3	197.2	152.9
	96.05%	-45.89%	20.62%	115.04%	-2.33%	-14.14%	40.56%	-22.46%
								151.48%

資料來源：中國銀行業監督管理委員會 2015 年報。

資料說明：各銀行業機構之第一行數字為其稅後利潤，第二行數字為其稅後利潤年成長率，第三行數字為其 2015 年稅後利潤對 2007 年稅後利潤之成長率。成長率為本研究根據中國銀行業監督管理委員會資料計算而得。

(三) 資產管理與財富管理業務⁶⁷

大陸的 GDP 快速成長，加上儲蓄率高，目前大陸的人均財富、全國家庭財富總額及高淨值居民的人數，都相當可觀。

根據瑞信研究院（Credit Suisse Research Institute）發布的《2016 年全球財富報告》（Global Wealth Report 2016），大陸的人均財富成長快速，2000 年的 5,670 美元成長到 2016 年的 22,864 美元。目前大陸的家庭財富總額在全球排名第三，僅次於美國和日本。另外，根據投中研究院發布的《2016 年中國財富管理行業研究報告》，預計 2020 年大陸居民的可支配收入將超過 200 兆元人民幣。

另外，胡潤研究院發布的數據顯示，大陸的高淨值居民人數也在快速增加，2016 年大陸資產淨值達千萬元人民幣的人數超過 130 萬，高淨值居民主要集中在東部和南部地區。

隨著人均財富及高淨值人群的增加，大陸居民對金融理財產品的需求明顯提高。由於全國的家庭財富總額龐大，加上境內優質資產比較少，大陸居民對境外資產的潛在需求十分可觀。因此，不論是大陸境內的資產管理業務、跨境金融業務、境外資產管理業務，未來都有很大的發展空間，投資者需要藉助有投資背景和經驗的機構來實現資產配置。如果大陸能夠進一步放寬資本管制，跨境金融業務與境外資產管理業務的發展空間將更為可觀。

大陸的資產管理與財富管理業務還處於起步階段，台灣金融業者相較大陸業者具有專業與經驗上的優勢，相較外資業者則具有與投資者有共同文化與語言上的優勢，基於此，台灣金融業者應該可以在相關業務之發展上擁有一定的利基。

(四) 人民幣利率與匯率產品

隨著人民幣利率與匯率的市場化程度提高，提升未來人民幣利率與匯率的波動性都會增加，加上以人民幣定價的交易日益增加，進而衍生出可觀的人民幣利

⁶⁷ 資產管理與財富管理的含義略有不同，資產管理是指由資產管理機構根據約定的條件，對客戶資產進行經營管理，資產管理機構本身是投資者，其服務的客戶是一般投資者。財富管理是指為客戶設計一套全面的財務規劃，將客戶的資產、負債、流動性進行管理的金融服務，財富管理機構本身不是投資者，其服務的客戶通常是高淨值的投資者。

率與匯率相關的避險、投機及套利需求。

由於新台幣利率與匯率過去也有相似的市場化過程，台灣金融業者已累積了豐富的相關業務經驗，在商品交易的操作技術上也比較熟練，因此，人民幣利率與匯率的市場化可望給台灣金融業者帶來可觀的商機。必需注意的是，在人民幣利率與匯率還沒有完全市場化之前，大陸官方對人民幣利率與匯率的短期變動與中長期走勢仍然擁有強大的影響力量，不論是人民幣利率或匯率都有可能因為政策突然改變需要而出現大幅波動，因此，台灣金融業者應該避免對人民幣利率或匯率有一面倒的預期，或引導客戶形成類似預期而偏重特定金融商品之交易，並據以設計金融產品，以免承擔過多風險或引起商業糾紛；例如近幾年的人民幣匯率「目標可贖回遠期契約」(Target Redemption Forward；TRF)即為殷鑑⁶⁸。

(五) 滬港通與深港通

中國於2014年11月7日實施滬港通，並於2016年12月5日實施深港通，上海證券交易所和香港聯合交易所、深圳證券交易所和香港聯合交易所，各允許投資人透過當地證券公司，在規定範圍內買賣對方交易所上市的股票。

截至2017年11月10日，大陸境外投資人透過滬股通及深股通，分別可以在上交所和深交所投資900檔和1000檔股票，而大陸境內投資人透過滬港通與深港通兩者中的港股通，合計可以在香港聯合交易所投資500檔股票。滬股通與深股通的每日投資額度都限定為130億元人民幣，總投資額度則沒有限制，滬港

⁶⁸目標可贖回遠期契約(TRF)是一種衍生性金融商品，交易方式為由銀行與客戶對未來的匯率走勢進行押注，一般是客戶和銀行買一個選擇權、賣一個選擇權。當客戶對匯率走勢押對方向，獲利為「本金×匯差」；押錯方向，虧損除了本金乘上價差之外，還須乘上槓桿倍數，也就是「本金×匯差×槓桿倍數」。TRF的設計是客戶的累積獲利達到一定條件後，銀行可以終止契約，但是當客戶虧損時，必須等到合約到期才能終止。對客戶而言，TRF是一個獲利空間有限、虧損空間較大，而且無法自主選擇停損的金融商品。自中國人民銀行於2005年7月21日推動人民幣匯率機制改革之後，人民幣長期持續對美元小幅升值，導致市場一面倒看升人民幣，台灣銀行業者也趁機強力推銷押注人民幣升值的TRF。但是中國人民銀行在2014年3月17日將銀行間外匯市場的人民幣兌美元匯率浮動幅度由1%擴大至2%，人民幣開始走貶，押注人民幣升值的TRF投資人遭受大幅損失。2015年8月11日，中國人民銀行宣佈完善人民幣中間價報價機制，當日並將人民幣兌美元中間價自6.1162人民幣兌1美元大幅下調為6.2298人民幣兌1美元，人民幣一次貶值約2%。8月11日至13日，人民幣對美元匯率中間價由6.1162貶值至6.4010，三天累計貶值達4.45%，導致TRF投資人大幅虧損。由於不少投資人無力履約，台灣銀行業者因而遭受重大損失，並滋生大規模的交易糾紛。

通與深港通兩者中的港股通，每日投資額度都限定為為 105 億元人民幣，總額度不設限。

預期滬港通與深港通將產生以下幾個效應：

1. 提高大陸 A 股市場的對外開放程度

在滬港通與深港通實施之前，一般的大陸境外投資人只能投資上海與深圳股市的 B 股，規模更大的 A 股市場則只限於部分獲得批准的機構投資人才可以參與，而且其可以投資的額度也受到限制。滬港通與深港通實施之後，經由這兩個機制，不僅大陸境外的個人投資者可以投資 A 股，而且境外投資人持有 A 股的額度也不再受限。隨著對外開放程度的提高，大陸 A 股市場可望在短期內納入 MSCI 新興市場指數。

2. 有助於人民幣國際化

滬港通與深港通實施之後，對大陸境外居民來說，人民幣的可使用性將提高，境外居民可以將持有的人民幣投資在 A 股市場，而且總額度沒有受到限制，這將提高境外居民持有人民幣的意願，有助於人民幣國際化。

3. 鞏固香港作為人民幣離岸中心的地位

滬港通與深港通實施之後，香港成了大陸境外居民投資 A 股市場的中繼站，擁有其他人民幣離岸中心所沒有的競爭優勢，香港本地與人民幣相關的金融業務可望進一步發展，香港作為人民幣離岸中心的地位將獲得強化。

4. 有助於大陸企業改善公司治理水平

滬港通與深港通實施之後，隨著股權國際化程度的提高，大陸企業改善公司治理的壓力與誘因將會增加。另外，滬港通與深港通也為大陸企業開拓了新的融資管道，有利於大陸企業取得融資。

5. 對台灣可能有負面影響但影響相當有限

滬港通與深港通實施之後，由於境外投資人投資大陸 A 股市場變得更為方便，投資於台灣股票市場的資金可能受到排擠，但基於以下原因，影響程度將相

當有限。首先，台灣股票市場已經是相對成熟的市場，而大陸股票市場則是屬於新興市場中比較不成熟的市場，政府對股市的干預程度高，市場監理、上市制度、下市制度、投資人保護與公司治理水平都有待改善，兩個市場的替代性低。其次，投資人選擇投資標的，最重視的無非是投資收益，由於上市與下市制度的不健全，大陸股市的評價(valuation)一直偏高，市場炒作成風。另外，大陸經濟雖然長期維持高成長，但其經濟成長模式是「高投入、高消耗、低效率」，內部失衡嚴重，投資率偏高。由於投資的邊際效益遞減，如果內部失衡不能及時糾正，長期來看，大陸股票資產的投資報酬率並不樂觀（詳見本文第一章之分析）。整體而言，不論是基於股票評價或是基於實體資產可以提供的投資報酬率，大陸股市並不是一個理想的投資標的，「吸金效果」有限。

相關的統計數據顯示，大陸股市透過滬港通與深港通而產生的吸金效果相當有限。以 2017 年 9 月為例，當月滬股通的買入總金額與賣出總金額分別為 636.43 億與 563.74 億人民幣，只占上海股市買入總金額的 1.28%與賣出總金額的 1.14%；深股通的買入總金額與賣出總金額分別為 571.45 億與 436.06 億人民幣，只占深圳股市買入總金額的 0.87%與賣出總金額的 0.67%。

以大陸的經濟規模及股票市場規模，將來如果大陸的市場監理、上市制度、下市制度、投資人保護與公司治理水平都明顯改善了，而經濟的內部失衡也糾正了，資本管制也放寬了，大陸股票市場無疑將對境外資金產生巨大的磁吸效應，但這些效應不能歸因於滬港通與深港通。

主要參考資料：

- 中國人民銀行，中國金融穩定報告（2015 年度）。
- 中國人民銀行，中國金融穩定報告（2016 年度）。
- 中國人民銀行，中國區域金融運行報告（2014 年度）。
- 中國人民銀行，中國區域金融運行報告（2015 年度）。
- 中國人民銀行，中國貨幣政策執行報告（2015 年第四季度）。
- 中國人民銀行，中國貨幣政策執行報告（2016 年第四季度）。
- 中國人民銀行，社會融資規模增量統計數據報告。
- 中國人民銀行調查統計司課題組，2012，協調推進利率匯率改革和資本帳戶開放，中國金融，第 9 期。
- 中國金融四十人論壇、上海新金融研究院，2014，中國金融改革報告，中國金融出版社。
- 中國國家統計局，中國統計年鑑（2016 年度）。
- 中國銀行業監督管理委員會，中國銀行業運行報告（2013 年度）。
- 中國銀行業監督管理委員會，中國銀行業運行報告（2014 年度）。
- 中國銀行業監督管理委員會，中國銀行業運行報告（2015 年度）。
- 中國銀行業監督管理委員會，中國銀行業監督管理委員會年報（2010 年度至 2015 年度）。
- 中國銀行業監督管理委員會，2015 年商業銀行主要監管指標情況表。
- 中國銀行業監督管理委員會，2015 年銀行業用於小微企業的貸款情況表。
- 行政院金融監督管理委員會，2016，兩岸協議與金管會業務相關部分之協議成效資料。
- 投中研究院，2016 年中國財富管理行業研究報告。
- 林毅夫，2014，解讀中國經濟（增訂版），北京大學出版社。
- 胡潤研究院，2016 年財富傳承密碼特別報告。
- 孫立行，2014，改革中的金融開放，上海社會科學院出版社。
- 馬凱，2004，科學的發展觀與經濟增長方式的根本轉變，中國科技產業，第 6 期。
- 盛松成、劉西，2015，金融改革協調推進論，中信出版社。
- 許鵬、李丹，2012，關於商業銀行發行小微企業專項金融債的研究，農村金融研究，第 4 期。
- 黃志典，2013，誰在乎人民幣？中國大陸研究，第 56 卷第 4 期。
- 程煉、王國剛，2015，中國金融發展與改革，社會科學文獻出版社。
- 趙昌文、朱鴻鳴，2015，從攫取到共容：金融改革的邏輯，中信出版社。
- 蔡洋萍，2013，民間資本管理公司可行性及運行分析——基於規範民間融資的視角，海南金融，第 6 期。
- 鮑思頓、顧寶昌、羅華，2005，生育與死亡轉變對人口老齡化和老年撫養的影響，中國人口科學，第 1 期。

- 謝平、鄒傳偉，2013，中國金融改革思路：2013-2020，中國金融出版社。
- CEIC DATA.
- Chen, H., Peng, W. and Shu, C., 2009, The Potential of the Renminbi as an International Currency, BIS Asian Research Program Research Paper.
- Credit Suisse Research Institute, Global Wealth Report 2016.
- Frankel, J. and Wei, S.,1994, Yen Bloc or Dollar Bloc? Exchange Rate Policies of the East Asian Economies, in Macroeconomic Linkage: Savings, Exchange Rates and Capital Flows, (Eds.) T. Ito and A.O. Krueger, University of Chicago Press, Chicago, pp. 295–329.
- International Monetary Fund, World Economic Outlook Database.
- Ito, T., 2010, China as Number One: How about the Renminbi? Asian Economic Policy Review, 5, 249–276.
- McKinnon, Ronald I., 1984, The International Capital Market and Economic Liberalization in LDCs, Developing Economies, 22(4).
- McKinnon, Ronald I., 1991, The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy, Baltimore: John Hopkins University Press.
- Shu, C., Chow, N. and Chan, J.,2007, Impact of the Renminbi Exchange Rate on Asian Currencies, China Economic Issues, No. 3/07, Hong Kong Monetary Authority.
- World Bank, World Development Indicators.
- World Federation of Exchanges, Annual Statistics.