

國立政治大學經濟學系碩士論文

指導教授： 黃仁德博士
黃俞寧博士

中國影子銀行之研究

研究生： 陳奕璇
中華民國一〇三年七月

謝辭

本研究能夠順利完成首先要感謝黃仁德老師對於論文內容與架構不厭其煩耐心的指導，在撰寫的過程中，老師對於學術嚴謹的要求給我相當多的啟發，真是惠我良多，十分感謝老師的諄諄教誨，在此致上我最真誠的敬意與謝意。除此之外也很感謝口試委員們：黃俞寧老師及高長老師百忙之中，抽空參加我的論文口試，他們對於本論文的細心指正並不吝提供的寶貴意見使我獲益良多，也讓論文得以更臻完善。接著要感謝一直在我身邊並給予許多幫助和勉勵的沈易綸學長，他的陪伴是完成論文最大的動力；在碩士班的兩年，結交了許多知己好友，同學間互相督促與打氣，是最珍貴的禮物，能夠認識大家我真的很幸運。當然，家人的支持更是求學路上不可或忘的堅強後盾，謝謝我的父母與妹妹們，在精神和實質上的鼓勵，才能讓我在無後顧之憂的環境下完成論文。在此衷心感謝你們。



摘要

近年來，中國影子銀行體系的發展與其存在的風險，受到國內外學者與有關當局的高度關注。影子銀行非常規的急速增長，一方面彌補了中國金融體系缺陷，推動了利率市場化，另一方面卻引發了新的監管問題，沖減了總體政策的效果。因此許多相關的文獻紛紛出爐，想要深入瞭解中國影子銀行體系並提出規範辦法，試圖防範其所帶的風險並消彌負面影響。本研究結果，主要發現，影子銀行的存在提升了中國商業銀行間的競爭，進而促使商業銀行推動更多業務，未來在政策與法規的許可範圍下，商業銀行會更注重推行綜合化經營；中國影子銀行被視為金融創新的成果，它提供了閒置資金高報酬的投資機會，在中國實施貨幣緊縮政策時，也紓解了企業融資的需求；中國影子銀行缺乏完善運作機制，在借貸成本過高的情況下，最終難以成為中小企業的首選融資管道。並提出可參考的政策建議為，中國應健全法規，強化金融基礎建設，明確監管制度，建立共享的金融業綜合統計監測體系；中國應對不同形式的影子銀行機構和業務活動進行差別化監督；中國應完善規範影子銀行體系的信息披露機制，定期公布影子銀行機構的相關信息，建立高效統一的信息共享平台，以提高金融市場和金融產品的透明度。

Abstract

The development and the potential risks of shadow banking in China have received high attention from worldwide scholars and relevant authorities recently. The abnormal rapid growth of shadow banks has made up the deficiency of China's financial system and promoted the marketization of interest rates; however, it has also intrigued new supervisory problems, which diminishes the effects of the overall policy. Hence, many related documents were published to having an insight into China's shadow banking system and giving solutions for the potential risks in the purpose of counteract its negative impacts. There are three main discoveries of this research, firstly the existence of shadow banks intensifies the competition between Chinese commercial banks; moreover, they urge the commercial banks to promote more services. Therefore, within the norms of policies and legislations, the commercial banks will emphasize more on promoting integrating operations accordingly. Secondly, the Chinese shadow banks are regarded as an innovative achievement of banking which offers high-profit investing opportunities for the funds that are set aside. Also, they meet the requirement of the enterprises when the government is tightening the supply of money. Thirdly, without the perfect operating system, shadow banks will not be the first choice of financing channels for the small and medium enterprises because of the enormous manufacturing costs. Here in this research, it also provide suggestions for the government, which are make the regulatory system clear and build a shared supervisory body of comprehensive statistics for the banking business, conduct distinctive supervisions for different forms of shadow bank institutions, regulate the information publishing system, regularly announce related news of the shadow bank institutions and set up an effective united information sharing platform-to enhance the transparency of financial market and its products.

目錄

第一章 緒論	1
第一節 研究緣起	1
第二節 研究目的與架構	2
第二章 影子銀行的定義與特徵	3
第一節 影子銀行的起源與定義	3
一、影子銀行的起源.....	3
二、影子銀行的定義.....	5
第二節 影子銀行主要的特徵	7
第三節 美國的影子銀行	9
一、美國影子銀行存在形式.....	9
二、美國影子銀行的特徵.....	10
三、美國影子銀行對金融體系的影響.....	10
第四節 結語	12
第三章 中國的影子銀行	15
第一節 中國影子銀行的形成原因	15
第二節 中國影子銀行的存在形式與特徵	19
一、中國影子銀行的存在形式.....	19
二、中國影子銀行的特徵.....	21
第三節 中國影子銀行體系的風險與利弊	22
一、中國影子銀行的風險評估.....	22
二、中國影子銀行的利與弊.....	26
第四節 中國對影子銀行的監理	27
第五節 中美影子銀行的差異	30
第六節 結語	34

第四章 影子銀行與中國的企業融資	37
第一節 內部影子銀行的起源與營運	37
一、內部影子銀行的起源.....	37
二、內部影子銀行營運模式.....	39
第二節 中國影子銀行與中小型企業融資	41
一、中小企業的融資問題.....	41
二、影子銀行與中小企業融資實例.....	45
第三節 中國影子銀行未來發展的決定因素	49
一、貨幣供給與中國影子銀行.....	49
二、金融市場的發展與中國影子銀行.....	50
第四節 結語	54
第五章 影子銀行對中國總體經濟的影響	55
第一節 中國當前與影子銀行有關的經濟問題	55
第二節 影子銀行與中國房地產業	58
一、中國房地產業的融資.....	59
二、中國房地產的泡沫化.....	60
第三節 影子銀行與中國地方債	62
第四節 結語	68
第六章 結論與建議	69
第一節 研究結論	69
第二節 政策建議	71
參考文獻.....	73

表次

表 2-1：影子銀行的定義.....	6
表 3-1：中國社會融資總額—2003 至 2013 年.....	17
表 3-2：社會融資的分配—2003 至 2012 年.....	17
表 3-3：中美影子銀行風險特徵及程度比較.....	33
表 4-1：廣東省小貸公司的資金流向、貸款期限、貸款利率.....	46
表 4-2：中國貨幣供給量—2002 至 2013 年.....	51
表 5-1：中國地方財政主要收入—2003 至 2013 年.....	63
表 5-2：中國地方財政主要支出—2007 至 2013 年.....	65



圖次

圖 3-1：中國的 CPI 與一年存款利率—2001 至 2013 年	18
圖 3-2：中國的實質利率—2001 至 2013 年	18
圖 3-3：中國 GDP 成長率與社會融資年增率—2000 至 2013 年	24
圖 3-4：各國影子銀行規模佔 GDP 之比重—2011 年.....	32
圖 4-1：商業銀行貸款佔社會融資規模的比重—2002 至 2012 年	38
圖 4-2：內部影子銀行的營運模式.....	40
圖 4-3：中國貨幣供給量—2002 至 2013 年	51
圖 4-4：中國存款準備率—2002 至 2013 年.....	53
圖 5-1：中國信託業主要投資方向—2010 至 2013 年.....	60
圖 5-2：中國地方的財政盈餘與赤字—2000 至 2012 年	66



第一章 緒論

第一節 研究緣起

2008 年金融危機發生後，影子銀行這個金融名詞，開始廣受討論。它一度被認為是造成金融危機的罪魁禍首，自此各界開始重新審視這個金融創新帶來的風險與影響，事實上，影子銀行體系(Shadow Banking System)早在上個世紀就已經出現，一直到 2007 年才首次由美國太平洋投資管理公司執行董事 Paul McCulley，在美國聯邦儲備銀行的年度研討會上正式提出，指的是游離於監管體系之外的，與傳統、正規、接受監管的商業銀行系統相對應的金融機構。

反觀中國的金融體系尚未完全自由化，利率與匯率仍受到管制，導致金融創新一直停滯不前；因此，中國影子銀行存在的形式，顯然和成熟市場的影子銀行有很大的不同；也有許多學者認為，中國實際上並沒有存在所謂的影子銀行，因為中國的影子銀行體系並不符合影子銀行的定義，只具備部分影子銀行的特徵；然而，民間借貸、委託貸款等，確實分擔正規金融機構的部分功能，由此看來中國是有影子銀行的存在。

在中國政府實行長期利率管制和短期貨幣緊縮的雙重效應之下，使得商業銀行在資金供給方面無法滿足社會的需要，加上中國的金融體系尚未成熟導致金融產品稀少，以致投資人缺乏理財商品與投資項目，除此之外，還有中國的高儲蓄問題，都使得市場上有很多閒置的資金，資金沒有效率的使用將不利於經濟的發展，在此情勢下給予影子銀行良好的發展機會，部分學者認為中國影子銀行的存在提供了資金良好的去處，促進了中國的經濟發展，然而，其背後所隱藏的風險不可輕易忽視，因此影子銀行就像是一個兩面刃，雖有利於發展，但卻游離於監管體系外，為中國帶來了很大的隱憂，值得深入研究探討。

第二節 研究目的與架構

本研究目的在於探討影子銀行對中國經濟所帶來的影響，進一步針對這些影響所帶來的機會與挑戰，提出政策建議，以提供有關當局制訂監理辦法之參考。

詳言之，本研究的目的為：

1. 瞭解美國影子銀行並引以為鏡；
2. 瞭解影子銀行在中國的營運現況；
3. 評估中國影子銀行所帶來的風險；及
4. 探討影子銀行對中國總體經濟的影響。

本研究論文共分為六章。第一章為緒論，說明本研究的背景，以及研究動機與目的，並提出整個論文的架構。第二章探討影子銀行的定義與概括的形式和特徵，接下來則是就先進國家的影子銀行來做介紹，在了解美國影子銀行的存在形式與特點後，進一步探討其發展對於美國以及全球金融體系所帶來的影響。也對中國與美國影子銀行的幾個面向來進行比較，並為本論文的第三章中國影子銀行揭開序幕。第三章進入了本研究的重心，首先說明了中國影子銀行體系的構成，接著將其詳細分為四類：(1)政府不支持且長期處於地下狀態的民間金融；(2)政府支持，以商業銀行為中介的企業委託貸款；(3)政府支持，由商業銀行聯合信託投資銀行所展開的銀信合作理財；及(4)政府核准設立的基金公司、財務公司、擔保公司、典當行、小額貸款公司以及金融租賃公司等。也深入評估中國影子銀行的經營風險，並就現有的監理辦法做出介紹。第四章提出影子銀行與中國的企業經營，主要分析中國影子銀行與傳統商業銀行和民營中小企業的關係，並肯定中國影子銀行發展的必然性。第五章則是針對中國當前與影子銀行有關經濟問題，房地產以及地方債來做討論。第六章為結論與建議，綜合第一章至第五章的內容，就中國影子銀行的現況和未來的發展做出研究結論與政策建議。

第二章 影子銀行的定義與特徵

20 世紀 70 年代在西方先進國家開始發生了脫媒型信用危機，因此出現了放寬金融管制的要求。在這樣的背景之下，影子銀行的興起被視為一種金融創新，進而迅速發展。然而，歸因於各國政府與國際組織的監管制度落後，影子銀行一直處於監管的不足情況，長久累積下本身蘊含了許多風險。直到 2008 年次貸危機的爆發，各國政府才意識到影子銀行的監管應該刻不容緩與發展並進。

第一節 影子銀行的起源與定義

2008 年的金融海嘯震驚了世界各地並且重創全球經濟，使得各國有關當局以及學者，開始省思金融市場所發生的問題，影子銀行這個金融名詞也逐漸受到廣泛的討論與研究。由於影子銀行目前沒有統一明確的定義，因此在本節列舉出幾個經常被人所使用的定義，其中對影子銀行的界定具有較大影響力的是金融穩定委員會。

一、影子銀行的起源

影子銀行，這個名詞是從美國次貸危機(Subprime Mortgage Crisis)爆發後，¹ 開始被廣受討論的。影子銀行體系(shadow banking system) 早在上個世紀就已經出現，一直到 2007 年才首次由美國太平洋投資管理公司執行董事 Paul McCulley，在美國聯邦儲備銀行的年度研討會上正式提出。影子銀行廣泛的定義：指的是非銀行金融機構以及非正式金融組織的總稱，其具有傳統商業銀行的業務形式，透過將銀行貸款證券化

¹ 次貸危機是美國國內抵押貸款違約和法拍屋急劇增加所引發的金融危機。它對全球各地銀行與金融市場產生了重大的不良後果。

的形式，把傳統銀行的信貸關係，隱藏在證券化的信貸關係中來進行信貸擴張。

追溯影子銀行出現的根本，和傳統商業銀行的金融中介功能褪色有關。美國很早就有執行影子銀行功能的機構存在；美國影子銀行最早出現在上世紀 60—70 年代，當時的背景是由於歐美國家開始了金融非中介化的現象，發生所謂的脫媒型信用危機，² 這是一個傳統銀行功能減弱與直接融資渠道功能增強的過程。也就是存款機構出現了小至資金流失、信用收縮、營收下降，大至銀行倒閉等等的問題。歐美政府為了因應這種脫媒型信用危機，政府不得不大規模放寬對金融部門的管制。卻因此導致金融市場的存款體系發生了激烈的競爭，進而推動各大金融機構提出許多的金融創新。

此時影子銀行的產生也是一種金融創新，然而，在商業銀行處於正規的地位下，為何會與影子銀行有密切的關係呢？主要的原因可追溯到「巴塞爾資本協定」(Basel Capital Accord)，³ 協議中明文規定商業銀行必須保持 8% 的資本適足率，意即銀行資本與風險加權資產的比例最低必須達到 8%，代表當銀行持有的資產風險越高，其所持有的資本也要越高，此規定的目的是為了防止商業銀行過度冒險投資，進而保護存款人利益維持金融體系穩定。巴塞爾資本協定一方面可以控管商業銀行的風險，但另一方面卻也加重了其經營的成本，使商業銀行降低市場競爭力。因此在不牴觸巴塞爾資本協定下，美國有關當局放鬆了許多管制來保持商業銀行的主導地位，使得許多金融創新商品因應而生，像是在巴塞爾資本協定第一版設定的計算及標準之下，一般公司債的資本適足

² 脫媒型信用危機是指隨著經濟金融化、金融市場化進程的加快，商業銀行主要金融中介的重要地位在相對降低，儲蓄資產在社會金融資產中所占比重持續下降及由此引發的社會融資方式由間接融資轉向直、間接融資並重的過程。

³ 巴塞爾資本協定，是巴塞爾銀行監理委員會成員，為了維持資本市場穩定、減少國際銀行間的不公平競爭、降低銀行系統信用風險和市場風險，推出的資本充足比率要求。在 1988 年首次訂立，並於 2003 年作出了第二次的修訂，2010 年則做出了第三版的修訂，從而應對在 2008 年的次貸危機中顯現出來的金融體系的監管不足。

率是 8%，但對房屋抵押債券則為 4%，因此存在著套利的空間，商業銀行紛紛將房屋貸款證券化，也就是從商業銀行資產負債表上風險較高的資產，移轉至影子銀行證券化再經信評機構包裝後由售出。商業銀行藉由將高風險資產證券化獲得極大的收益，因此在 1988 年《巴塞爾資本協定》第一版的法規漏洞下，歐美大型銀行證券化的業務得到相當的助力，證券化業務急速成長一發不可收拾。在證券化的過程中，銀行必須將貸款出售給特殊目的機構(special purpose vehicle, SPV)，或移轉至信託機構，因此商業銀行大量地將貸款移出資產負債表後，將會降低銀行系統中資本的數量。事實上，在《巴塞爾資本協定》第一版生效不久後，美國銀行的總資本曾上升一段時間，但過幾年後卻開始下降，意謂著銀行財務報表上的風險雖然是降低的，可是隱藏在表外的風險不斷上升，由此埋下了日後金融危機這顆未爆彈。

伴隨著金融理論、金融工程以及資產證券化的迅速發展，各式各樣的金融產品活躍於市場，使得影子銀行越來越茁壯。直至 2007 年底，美國金融衍生性產品在市場上的份額遠遠大於傳統金融產品，傳統金融產品的總值約為 70 萬億美元，而衍生性金融產品的合約竟高達 165 萬億美元，最終在 2008 年引爆了次貸危機並導致全球金融危機。因此各國開始正視影子銀行的監管與規範。

二、影子銀行的定義

至今，影子銀行仍然沒有統一的定義見表 2-1，然而，國際上對於影子銀行的界定具有較大影響力的是金融穩定委員會 (Financial Stability Board, FSB)，⁴ 其提出廣義的影子銀行為“在傳統銀行體系之

⁴ 金融穩定委員會該論壇是由七大工業國在 1999 年 4 月成立，目的是透過加強在金融監管及監察方面的訊息交流和合作，減少金融市場受衝擊的機會及致力保持其運作暢順。

表2-1： 影子銀行的定義

作者	對影子銀行的定義
McCulley (2007)	有銀行之實卻無銀行之名的各類繁雜非銀行金融機構。
國際貨幣基金組織 (International Monetary Fund, 2008)	準銀行實體”是對傳統銀行發起的信貸進行中介，或對其持有的貸款進行證券化。依賴資本市場融資，通常不具備向央行融資的資格，監管也較為鬆散。包括發行抵押貸款支持證券(MBS)，擔保債務憑證(CDOs)和資產支持商業票據(ABCP)的特殊目的實體和房地產投資信託公司、全球基金、政府資助企業之類公司和美國五大投資銀行(高盛、摩根、美林、雷曼兄弟、貝爾斯登)。
Bernanke (2010)	在傳統受到監管的銀行體系之外，充當信用中介的機構、工具、市場。
金融危機調查委員會 (Financial Crisis Inquiry Commission, 2010)	游離於傳統商業銀行體系之外，從事與銀行相類似的金融活動，但卻不受監管的金融機構。
金融穩定委員會 (Financial Stability Board, 2011)	廣義的影子銀行是指在傳統銀行體系之外涉及及信用中介的活動和機構，狹義的影子銀行是指可能引起系統性風險和監管套利的非銀行信用中介機構。
中國銀行業 監督管理委員會 (China Banking Regulatory Commission, 2011)	《中國銀行業監督管理委員會 2011 年報》中，明確將其國內影子銀行定義為，在傳統銀行體系之外涉及信用中介活動的機構。《中國銀行業監督管理委員會 2012 年報》銀監會已對信託公司、財務公司、汽車金融公司、金融租賃公司、貨幣經紀公司、消費金融公司等六大類非銀行金融機構建立了較完善的監管體系。

資料來源：陳繼勇、甄臻(2013)。

外涉及信用中介的活動和機構”，狹義的影子銀行則是指“可能引起系統性風險和監管套利的非銀行信用中介機構”。而中國銀行業監督管理委員會，以下簡稱銀監會在《中國銀行業監督管理委員會 2011 年報》中，明確將其國內影子銀行定義為，在傳統銀行體系之外涉及信用中介活動的機構：它從事類銀行的金融業務，發揮了傳統銀行的信用、期限和動性轉換三大功能，同時又通過金融工具、產品、制度、模式的創新擴展了傳統銀行的功能。然而，影子銀行金融創新的特質，尤其是在衍生工具上的發展，卻是常為人詬病的一環，也有學者將其歸咎為美國金融海嘯的原因之一。在《中國銀行業監督管理委員會 2012 年報》中，更詳細的指出，銀監會已對信託公司、財務公司、汽車金融公司、金融租賃公司、貨幣經紀公司、消費金融公司等六大類非銀行金融機構建立了較完善的監管體系。

第二節 影子銀行主要的特徵

中國的金融市場尚未自由化，利率與匯率都受到政府的管制導致金融創新一直停滯不前，和西方先進國家相比理財商品稀少，同時資本市場在中國政府的政策下也窒礙難行，因此中國的影子銀行和外國的影子銀行有著不同的特徵。雖然各國影子銀行發展程度不一，但影子銀行風險特徵大致可歸類如下：

1. 高經營風險

由於影子銀行不在金融監管範圍之內，既無資本適足率的硬性規定、也不需要留存法定的準備金，如此一來有助於其擴大資本規模；然而水能載舟亦能覆舟，資產規模越大所承擔的風險也就越高。影子銀行高槓桿率操作下，當資產價格下跌時，會造成風險急速劇烈上升，此時影子銀行體系在同一時間大量出售風險性資產，必定會引發市場恐慌使

得風險性資產流動不易，進而造成系統性金融危機，2008 年的金融海嘯就是一個最好的例證。

2. 期限錯配造成的流動性風險

影子銀行以發行證券化產品的方式來進行短期融資，再將資金透過授信業務投資於期限長於負債的資產，造成影子銀行體系的負債期限較短，而資產期限較長，存在難以解決的期限配置錯誤的風險。當金融市場出現衝擊時，投資者對未來景氣抱持著悲觀的想法，不願投資只想安穩持有資金，因此投資銀行、對沖基金和私募股權基金等影子銀行機構就難以從市場獲得所需資金，此時影子銀行會出現類似商業銀行的擠兌行為，因為其無法將長期資產立即變現，便出現了流動性風險。

3. 關聯性交易加速了風險的傳遞

20 世紀 80 年代，影子銀行藉由資產不斷地證券化，來創造出更多的資金流動性，使得傳統的商業銀行之外，產生了一個龐大的衍生性證券市場；事實上是因為金融體系混業經營，因此商業銀行與影子銀行的業務界線日漸模糊，雙方互相依存，商業銀行常為影子銀行體系提供期限轉換與流動性轉換的資金供給，同時也會將資金投注在影子銀行所發行的各類金融商品，這樣一來加深了兩者之間的關係，也使得風險傳染的可能性提高，尚且我們正處全球化的時代，金融市場亦是如此，影子銀行體系的風險還會透過跨國金融活動散佈到國外，嚴重性不容忽視。如同 2008 年在美國發生的次貸危機卻蔓延成全球金融海嘯。(尹繼志，2013)。

以上是關於影子銀行的概括介紹，由於受到衍生性金融商品開發程度不一、金融發展水平參差不齊的影響，影子銀行在不同的國家和不同的時期也各有差異，所以本章第三節將對以美國為代表的歐美影子銀行做出介紹。

第三節 美國的影子銀行

本節詳細的介紹了以美國為代表的歐美影子銀行，其存在形式可分為政府發起的影子銀行、內部影子銀行及外部影子銀行三種，並進一步探討美國等先進國家的影子銀行潛在風險，並分析其發展對於美國以及全球金融體系所帶來的影響。

一、美國影子銀行存在形式

美國的影子銀行有政府發起的影子銀行、內部影子銀行和外部影子銀行三個主要存在形式（Pozsar 等人，2010）。

1. 政府發起的影子銀行

主要包含聯邦住宅貸款銀行(Federal Home Loan Banks, FHLB)、房利美(Fannie Mae, FNMA)與房地美(Freddie Mac, FRE)三大金融機構。該類影子銀行的信貸中介活動，主要通過銷售機構債券和資產抵押證券來獲取融資，同時使用證券化發起分銷的模式進行投、融資經營。

2. 內部影子銀行

是指綜合化經營並附屬於商業銀行的金融控股公司，在金融控股公司旗下從事信貸中介活動的機構，包含了全球銀行網絡、財務公司、經紀商、交易商和資產管理公司。該類影子銀行主要為信用卡貸款、學生貸款、不符合監管規定的住宅抵押貸款、商業抵押貸款提供資金服務。為將貸款從商業銀行資產負債表轉移至影子銀行體系的重要媒介。

3. 外部影子銀行

是指多元化的經紀商、投資銀行、獨立的非銀行金融機構。它們將傳統商業銀行的信用中介活動劃分為資金的發起、批發融資、發行資產支持證券以及擔保債務憑證等一系列環節。

二、美國影子銀行的特徵

由於歐美的金融市場開發程度與自由度高，相對來說金融市場也較發達，因此先進國家影子銀行體系有著下列的特徵：

1. 衍生品種類複雜且透明度低

如次貸危機中的債務抵押債券（Collateralized Debt Obligation，CDO），⁵ 以及經過多次包裝的衍生性金融商品，其原始基礎資產價格早已難以辨識了。如此大量且又複雜的衍生品在市場上流動，導致整個市場的價值難以估計，當經濟情況好的時候也使得投資者對市場風險失去警戒，冒險投資的意識則不斷增強，使得泡沫越來越大。

2. 高槓桿率

由於歐美市場相對發達，衍生品交易、融資融券、轉融通等機制都很完善，因此很容易提高自身的槓桿率，而高槓桿率背後所隱藏的就是高風險。

3. 信用創造的特性

影子銀行的本質類似商業銀行的信用創造。次貸危機的發生，歸因於金融市場一片狂熱對於投資產品失去警戒心，向房地產市場的次級貸款進行融資，由於融資渠道不同，並不受到類似傳統商業銀行的監管。

三、美國影子銀行對金融體系的影響

在初步了解美國影子銀行的存在形式與特點後，接下來將進一步探討其發展對於美國以及全球金融體系所帶來的影響。首先影子銀行體系的發展促使美國商業銀行經營模式的改變，從另一個角度看來，也可以說是美國商業銀行經營模式的轉變使得影子銀行體系快速發展，兩者互動關係密切，既有合作也有競爭。

⁵ 債務抵押債券是指以抵押或留置債券發行人的動產和不動產作為擔保而發行的公司債券，債券發行人不能如期還本付息時債券持有人有權要求處理抵押品或留置品，以取得本息。

從本質上來看，影子銀行體系實則為商業銀行信貸資產的一個龐大次級市場。二級市場中的交易成本越低、訂價機制越完善、流動性越高，商業銀行將有較高的意願把其信貸資產出售，從中獲得價差的收益並回收流動性(王達，2012)。美國商業銀行逐漸由傳統存貸利差的獲利方式轉變為買低賣高的價差收益方式，意謂著商業銀行已慢慢轉變為生產貸款的金融企業，其透過出售信貸資產而非持有信貸資產來獲利 (Pozsar 等人，2010)。商業銀行本為連接金融市場與實體經濟的重要角色，如此重大的經營模式轉變將對美國實體經濟產生十分重要的影響。

然而，美國作為全球的領導者，其經濟體一旦發生衝擊將牽連甚廣。再者，影子銀行體系的發展也對美國的金融市場結構產生了巨大的影響。由於商業銀行的信貸資產能夠藉由影子銀行體系向資本市場與貨幣市場的投資者融資，使得傳統經由商業銀行為中介的間接融資方式與直接融資方式變得越來越模糊無法明確分辨，造成商業銀行體系與金融市場之間的關係更加緊密(王達，2012)。意即，影子銀行體系的發展促進了美國金融體系向市場型金融體系 (Adrian 與 Shin, 2010; Pozsar 等人，2010)。在這一個新型的金融體系下，銀行業與資本市場之間的發展，越來越息息相關，如此一來金融市場的變化將牽動著實體經濟 (Adrian 與 Shin, 2010)。

從金融市場的觀點來看，影子銀行所進行的資產證券化與金融衍生性商品交易不只大幅提高了金融市場的流動性，也使得衍生性金融商品的成交量和名目價值迅速攀升 (Epstein, 2005)。有鑒於過去的經驗，過度的金融創新所導致泡沫化，並無法反映真實的經濟體現況，甚至埋下了金融危機的伏筆。2008 年發生了震驚全球的金融海嘯後，有關當局以及許多學者開始正視影子銀行體系所帶來的嚴重問題，其發展影響了美國甚至於全球金融體系的穩定。

影子銀行體系是一個由各類不同性質的金融機構所組成的複雜鏈

式信用中介系統(王達，2012)。儘管在系統中能逐層分散交易風險，但各層間的關係依然緊密，一旦系統之中的某個環節發生問題，將造成整個系統崩潰瓦解，2008 年的金融危機就是一個最好的例證，它是由雷曼兄弟公司破產所引發的，意即，金融機構的個體交易風險，在鏈鎖相扣的金融市場上，極有可能發生嚴重的系統性風險。由於美國金融體系發展成熟，連帶其影子銀行的經營方式也較為複雜，因此，美國影子銀行體系主要的資金供給來源是現金充裕的機構投資者。這些具有專業投資經驗且同時掌握市場即時訊息的機構投資者對風險因素十分敏感，一旦金融市場行情發生改變，往往率先抽離資金，如此一來，很容易引發羊群效應 (effect of sheep flock)，⁶ 進而使得影子銀行發生擠兌危機 (Gorton 與 Metrick，2010; Pozsar，2011)。美國的影子銀行體系規模龐大且發展程度已具國際化，因此，該體系的風險一旦發生，很容易傳染並擴散至各國，並演變成全球的金融危機。

第四節 結語

20 世紀 70 年代以來，由於政府貨幣政策的目標和金融監管的框架存在著不一致性，進而引發了金融創新，促使影子銀行體系在美國迅速發展。美國的影子銀行體系主要由政府支持的影子銀行體系、內部影子銀行體系以及外部影子銀行體系組成，差別在於三者的信貸仲介過程和複雜程度。影子銀行體系的迅速發展對於美國以及全球金融體系都產生了重要且複雜的影響，如 2008 年的次貸危機。危機發生後美國有關當局制訂了「多德—佛蘭克」(Dodd Frank Act)似乎為美國甚至全球金融的監管改革指明了方向，然而，有效的金融監管體制仍須不斷的監督與改

⁶ 羊群效應是經濟學裡經常用來描述經濟個體的從眾跟風心理。羊群是一種很散亂的組織，平時在一起也是盲目地左沖右撞，但一旦有一隻頭羊動起來，其他的羊也會不假思索地一哄而上，全然不顧前面可能有狼或者不遠處有更好的草。因此，羊群效應就是比喻人都有一種從眾心理，從眾心理很容易導致盲從，而盲從往往會陷入騙局或遭到失敗。

革，以避免下一次金融危機的發生。

由於不同區域、不同時期受金融發展參差不齊，以及衍生金融產品開發程度不一的影響，對影子銀行的定義、形式與特徵也各有不同，因此目前影子銀行尚無一致的概念和明確的定義。雖然各國金融市場發展程度不一，有不同的存在形式，但仍然有些共同的特徵值得討論，如高槓桿率的經營風險、期限錯配造成的流動性風險、關聯性交易加速了風險的傳遞。許多人認為，影子銀行對於金融體系是一把雙刃劍，既幫助其更高效地運行，卻又累積了系統性風險，加劇了金融體系的脆弱性。以影子銀行體系中發展最為成熟的美國為鏡，制訂完善的法律規範。





第三章 中國的影子銀行

在 2008 年全球金融海嘯的影響之下，各國失業率攀升、經濟蕭條，即使是經濟成長率一直都很高的中國也無法倖免，因此中國政府在 2009 年施行了大規模的經濟刺激計畫，寬鬆的貨幣政策彷彿為低迷的景氣打了一劑強心針，然而，這畢竟是治標不治本的辦法，後續所引發的通貨膨脹卻成為了一場新的夢魘。因此，在 2010 年政府為舒緩通貨膨脹所帶來的壓力，採取了貨幣緊縮政策，在商業銀行信貸持續收緊的情況下，給予中國影子銀行一個發展的契機。至今，中國影子銀行發展快速，規模不容小覷，其對於金融體系以及總體經濟的影響也不可輕易忽視。

第一節 中國影子銀行的形成原因

在利率與匯率的雙重管制下，中國的金融市場尚未完全開放，其發展仍處於初步的階段，因此中國的影子銀行和國外的影子銀行的形成原因以及存在的形式之間存在著一定的差異，本節將介紹中國的影子銀行的形成原因，第二節則會詳細說明中國影子銀行的存在形式。

中國影子銀行形成的原因可歸納為下列幾點：

1. 正規銀行難以滿足社會融資的需要⁷

由於正規商業銀行所提供的信用貸款難以滿足當前經濟發展需求，進而使得資金需求者轉向影子銀行融通。2003 年以來，中國社會融資總規模快速增長，經濟社會對於資金的需求日漸擴大，但在中國政府實行長期利率管制和短期貨幣緊縮的雙重效應之下，使得商業銀行在資金供給方面無法滿足社會的需要。特別是亟需資金的中小企業，時

⁷ 社會融資規模指一定時期內實體經濟從金融體系獲得的資金總額，是增量概念。主要包括，人民幣貸款、外幣貸款（折合人民幣）、委託貸款、信託貸款、未貼現的銀行承兌匯票、企業債券、非金融企業境內股票融資、投資性房地產、保險公司賠償等。

常面臨沉重的資金周轉壓力，只好轉向監管程度較低的影子銀行借貸。

近年來，中國影子銀行不只發展快速且伴隨著龐大的影響力並蘊含無法估計的風險。據統計，2003年至2012年中國的社會融資規模，從3.41萬億擴大到15.76萬億元人民幣，2013年更創歷史新高達到17.29萬億元人民幣，見表3-1，詳細的社會融資分配，見表3-2；然而，商業銀行信貸規模不增反減，從2002年的92%下降至2012年末的54%，下降的幅度十分劇烈。

反觀影子銀行自2010年以來出現了劇烈的增長，時間點大致與中國的緊縮貨幣政策符合，中國人民銀行從2009年開始，在兩年內上調銀行存款準備率高達10次，2011年更達到21%的高點，商業銀行的可貸資金的銀根突然被抽緊，使其不得不減少貸款的金額。如此量化緊縮將許多企業機構與個人推出了銀行的大門，可是他們仍有融資的需要，於是轉向非正規的金融仲介機構。

2. 存款利率過低

中國銀行利率非市場化導致將錢存入銀行報酬率較低，因此投資者都在尋求更高報酬率的投資項目；另一方面，由於通貨膨脹造成資金供給者的實質利率為負，見圖3-1、3-2，長期的過低實質利率造成存入銀行的資金面臨不斷貶值的窘境，存款利率又非常地低，根本無法補償通貨膨脹所帶來的資金之貶值，於是，資金湧向非儲蓄金融產品。因此有越來越多的資金供給者選擇將資金提供給高報酬的影子銀行，也進一步促進了中國影子銀行的發展。

3. 資本市場不完善

中國的金融市場仍處於發展階段，資本市場也尚未成熟，即使是信譽良好、體質健全的大型企業和上市公司想從事股票融資仍屬不易，因此大多還是以信用借款的方式，如此一來不論是哪種企業類型，都有向商業銀行融資的需求，在商業銀行銀根緊縮、資金供不應求的情況下，

表3-1: 中國社會融資金額—2003至2013年

單位: 兆人民幣

年別	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
金額	3.41	2.86	3.00	4.27	5.97	6.98	13.91	14.02	12.83	15.76	17.29

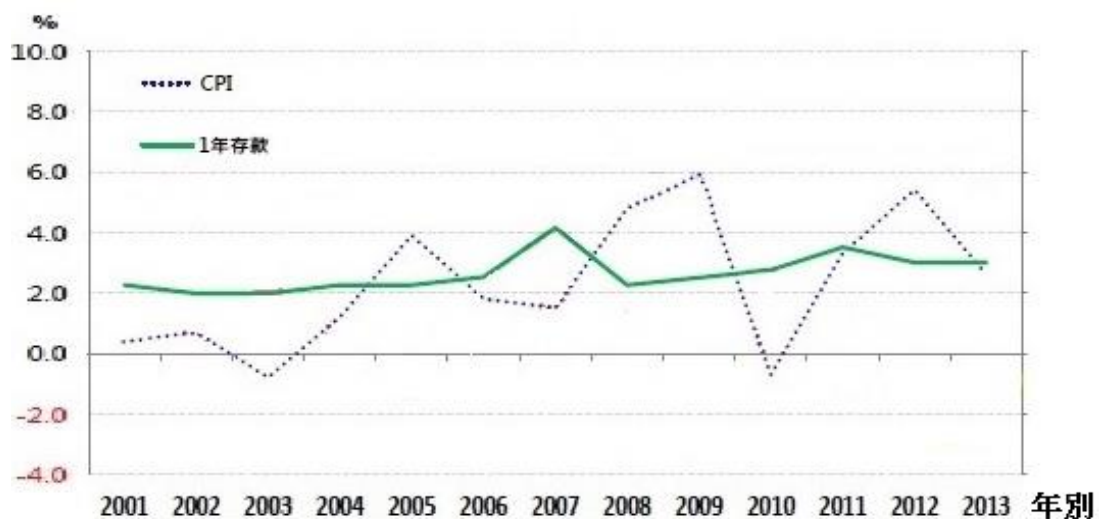
資料來源: 中華人民共和國國家統計局,《中國統計年鑑》, <http://www.stats.gov.cn/>。

表3-2: 社會融資分配—2003至2012年

單位: 億人民幣

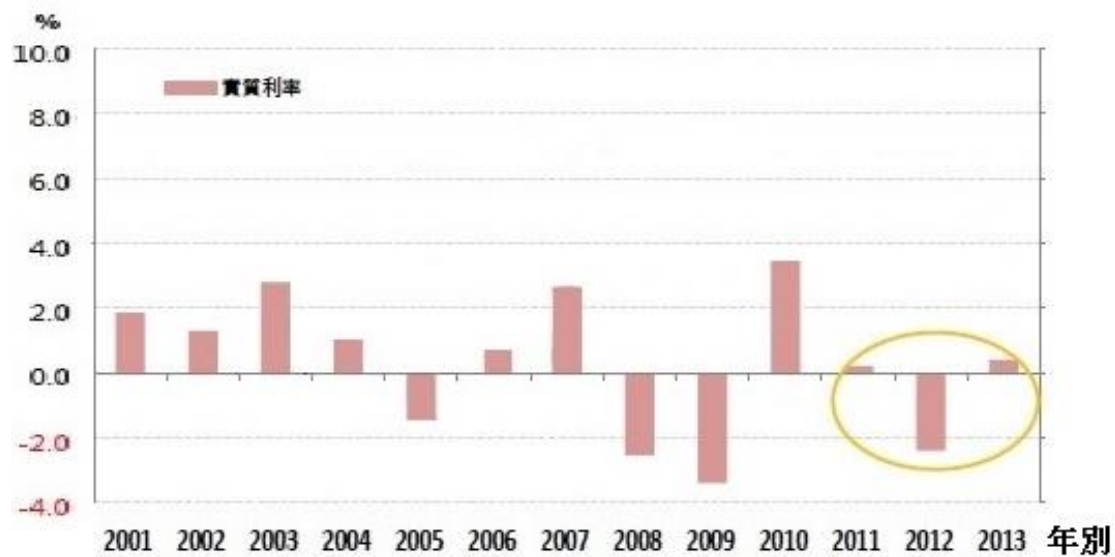
項目	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
人民幣貸款社會融資	27,652	22,673	23,544	31,523	36,323	49,041	95,942	79,451	74,715	82,038
外幣貸款(折合人民幣) 社會融資	2,285	1,381	1,415	1,459	3,864	1,947	9,265	4,855	5,712	9,163
委託貸款社會融資	601	3,118	1,961	2,695	3,371	4,262	6,780	8,748	12,962	12,838
信託貸款社會融資				825	1,702	3,144	4,364	3,865	2,034	12,845
未貼現銀行承兌匯票 社會融資	2,010	-290	24	1,500	6,701	1,064	4,606	23,346	10,271	10,499
企業債券社會融資	499	467	2,010	2,310	2,284	5,523	12,367	11,063	13,658	22,551
非金融企業境內股票 社會融資	559	673	339	1,536	4,333	3,324	3,350	5,786	4,377	2,508

資料來源: 同表 3-1。



資料來源: 安和國際投資有限公司 投資研究部 (2014), 〈影子銀行 — 中國下一顆未爆彈?〉。

圖 3-1: 中國的 CPI 與 1 年期存款利率—2001 至 2013 年



資料來源: 同圖 3-1。

圖 3-2: 中國的實質利率—2001 至 2013 年

使得影子銀行有良好的發展機會。存款利率又非常地低，根本無法補償通貨膨脹所帶來的資金之貶值，於是，資金湧向非儲蓄金融產品。

第二節 中國影子銀行的存在形式與特徵

中國的金融市場尚未自由化，利率與匯率都受到政府的管制導致金融創新一直停滯不前，和西方先進國家相比理財商品稀少，同時資本市場在中國政府的政策下也窒礙難行，因此中國的影子銀行和外國的影子銀行有著不同的存在形式和特徵。

一、 中國影子銀行的存在形式

中國影子銀行目前大致可將其分為民間金融、以商業銀行為中介的企業委託貸款、商業銀行聯合信託投資銀行的銀信合作理財，及政府核准設立的其他融資機構四種類型。詳言之：

1. 地下狀態的民間金融

政府不支持且長期處於地下狀態的民間金融存在的形式包括民間借貸、互助會與地下錢莊等。它是中國改革開放後，因應民營企業發展的產物。長期以來，中國的金融體系都是處於政府主導的形式，並以國有銀行為唯一合法的存在形式，使得民間金融不斷受到打壓，甚至與非法金融畫上等號。然而，近十年來民營企業快速發展需要大量的營運資金，可是正規的金融體系在抵押品、風險等方面都有嚴格的要求，小規模且高風險經營的民營企業不易從商業銀行獲得融資，在這樣的情勢下，給了民間金融一個良好的發展契機。由於民營企業的財務信息不透明加上信用體系不健全，造成商業銀行放貸的風險與成本同時增加，產生規模不經濟的效果，如此一來，降低了其放款的意願，此時民間金融的出現正好替補了這個空缺。

從上面的敘述，可以發現中國金融市場在政府的管制下，有很多企

業的資金需求無法被滿足；同時改革開放為居民和企業迅速累積財富，商業銀行的存款利率獲利有限下，資金的需求和供給，透過民間金融機構得到良好的解決，進而促成其發展。

2. 以商業銀行為中介的企業委託貸款

政府支持，以商業銀行為中介的企業委託貸款。委託貸款這項業務可以歸因於，中國的法律明令禁止企業間有借貸關係。貸款通則和商業銀行法都規定任何單位和個人不得擅自從事金融業務活動，在此嚴格的管制下，為了讓不同企業之間能夠互通資金有無，政府准許商業銀行扮演中介的角色來調節企業間的資金。

事實上，中國的金融體系一直都是偏向國有企業與大企業，不只向商業銀行借貸容易，也可利用企業本身的優勢從資本市場超額募得資金，因此當市場上缺乏好的投資項目時，這些企業就會透過商業銀行向子公司、或關係企業甚至沒有關聯的第三方放款，藉以獲得遠高於實質經營的報酬。

3. 商業銀行聯合信託投資銀行的銀信合作理財

政府支持，由商業銀行聯合信託投資銀行所展開的銀信合作理財，與第二種類型的影子銀行相異之處，在於銀信合作理財是透過商業銀行發行理財商品來向大眾取得資金，接著轉移至信託投資銀行，再由信託投資銀行向需要資金的企業發放貸款。因為資金來源並不是存款，所以並不受法定存款準備，同時商業銀行也透過金融產品的銷售來增加貸款的額度，完成了將銀行信貸從資產負債表內移轉至表外的目的。

如此一來，商業銀行並不像傳統存款業務一樣只需負擔較低的存款利率，籌資成本因此提高，但同時藉由投資銀行承作的表外放款業務，所獲得的放款利率也更高。

4. 政府核准設立的其他融資機構

政府核准設立的基金公司、財務公司、擔保公司、典當行、小額貸

款公司以及金融租賃公司等，和前面三種影子銀行不同之處，在於基金公司、擔保公司等機構都是經過政府批准備案，並設有資金門檻，但是政府並沒有直接介入管理，而是讓其自行營運，如果此類機構經營不善，會依據企業的標準自行破產(商旭，2013)。

這類機構承辦的業務與傳統商業銀行的存放款業務相似，主要是向大眾吸收存款並扮演中介的角色提供資金融通的服務，但有別於商業銀行並沒有享受稅收的優惠。在政府的鼓勵以及其本身風險可以控管的情況下，此類影子銀行近年來正迅速拓展。

二、中國影子銀行的特徵

中國金融體系相較國外並不完善，並且實施嚴格的分業經營、分業監管制度，因此影子銀行的發展受到侷限，有別於先進國家的影子銀行，目前中國的影子銀行處於初步發展階段，但仍然有其特徵。

1. 中國的影子銀行獨立性較低

中國的影子銀行，常依附於金融集團或大企業從事信用中介活動因此獨立性較低；而獨立性較強的信託投資公司、基金公司等雖具法人地位，但其業務活動卻與傳統商業銀行緊密相關，因此業務獨立性不強。影子銀行和傳統商業銀行相互合作，商業銀行的資金注入影子銀行委託貸款和委託理財就是一個典型的例子。許多大型的企業能以較低的成本獲得銀行貸款，但由於市場上缺乏良好的投資項目，進而將資金轉移至內部影子銀行，從事委託貸款的業務活動來賺取高放款利率。

2. 中國影子銀行的槓桿化操作低

中國影子銀行的槓桿化操作尚不明顯，並沒有存在真正的資產證券化過程，歸因於中國的監管部門對於此管制嚴格，法律上明訂不得為私募股權基金發放併購貸款，融資融券業務也有嚴格限制，目前的營運模式只是將資產的持有形式轉化，因此使得中國影子銀行槓桿化程度較

低。

3. 受國際影響程度不高

由於中國金融市場並未完全開放，相較於國外的影子銀行跨國性較低，業務活動以國內投資、融資活動為主，目前受國際間的影響仍在控制範圍內（尹繼志，2013）。

第三節 中國影子銀行體系的風險與利弊

儘管中國影子銀行體系的規模沒有統一的計算方式，無法達到準確的統計，然而，其快速發展的趨勢不容小覷，許多學者也認為中國影子銀行體系漸漸成為影響中國經濟與金融體系的一個重要因素。實在應該以 2008 年的次貸危機為借鏡，審慎評估中國影子銀行所醞釀的風險與其所帶來的利弊得失。

一、中國影子銀行的風險評估

中國的影子銀行雖然目前只處於初步發展階段，卻也醞釀了龐大的風險，具體而言，中國影子銀行的風險可從下面幾點體現：

1. 向影子銀行融資的成本過高

中國的影子銀行充斥著信用風險，由於中國金融體系以國有銀行為主導地位，國有銀行配合著政府的國家產業政策與宏觀調控政策，大部分的民營中小企業難以從傳統銀行獲得貸款，只能轉向高借款利率的影子銀行系統融資，在資金成本遠高於利潤的情況下，企業難以經營面臨倒閉的困境，信用風險由此產生。

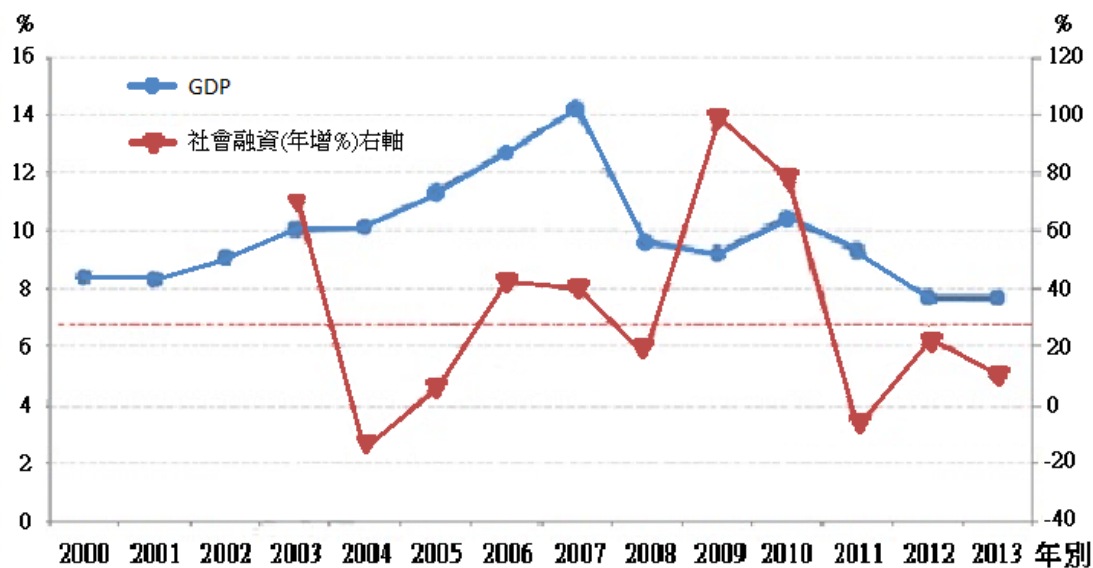
評估中國影子銀行的風險，我覺得首先要探討資金的去向，也就是資金的需求者是否穩健，他們是否能負擔龐大的資金成本？從產業的角度來分析，利潤高於資金成本的產業才有辦法持續發展。在中國，製造

業的平均利潤為 5% 到 6%，即使是成長速度較快的高科技產業擁有 20% 的報酬率，也無法負擔如此沉重的資金成本，試想目前大概只有房地產業能夠承擔這樣的資金壓力(李義奇，2013)。事實上，許多民營的企業都承受不起這樣長期、高壓力的資金成本，2011 年溫州民間借貸危機就是一個最好的例證。⁸ 溫州昔日有民營製造業之都的稱號，今日卻演變成為「炒錢之都」，在溫州，民間借貸的參與度非常高，根據莊國人民銀行的溫州中心支行調查結果顯示，溫州有 89% 的家庭或個人參與了民間借貸，市場規模高達 1100 億元，但在當前流動性總體偏緊的情況下，影子銀行業務可能出現資金鏈條斷裂的情況，從而將金融市場的流動性風險演化為實體經濟的信用風險，對整個金融系統造成更加複雜、嚴重的威脅。

2. 資金使用沒有效率

也許可以把中國經濟的成長看做一個風險指標，相關的經濟數據顯示，2013 年中國社會的總融資規模高達 17.29 萬億元，資金流動性充裕，但同年的經濟成長率卻滑落至 7.7%，是近十四年最低，明顯可看出融資規模和經濟成長的關係出現了某種背離。從下面的圖 3-3，首先可以發現中國社會的融資規模從 2003 年的 3.4 萬億增加至 2013 年的 17.3 萬億人民幣，年增率高達 33%，接著可推論 2004 年—2008 年間，1 個單位的融資增量大概可以支撐一個單位的國內生產毛額(Gross Domestic Product, GDP)，2009 年出現了急劇的變化，之後這個比例明顯上升，到 2012 年，1 單位國內生產毛額的增量需要三個單位多的債務量來支撐，可以解讀為經濟成長對於債務量的依賴性加深了(李義奇，2013)。

⁸溫州民間借貸危機是指自2011年4月以來，由於無力償還巨額債務，溫州市已有90多家企業老闆逃跑、企業倒閉，僅9月22日一天就出現9家企業主負債出走，而且關停倒閉企業從個別現象向群體蔓延。民間借貸這種金融交易行為在溫州十分普遍。在銀根緊縮、外部經濟環境趨緊以及中國金融體制改革步履維艱的背景下，溫州民間借貸之風盛行，民間借貸市場出現動蕩和混亂。



資料來源：同圖 3-1。

圖 3-3: 中國 GDP 成長率與社會融資年增率—2000 至 2013 年

因此中國近年來的高經濟成長率，主要都是由過度投資開發以及資金使用效率低落所成就的。

中國的影子銀行的風險，可歸因於影子銀行的資產是處於銀行資產負債表外，其風險在不受監管下容易被忽視，風險一旦發生，在體系中傳染力強損失無法估計。目前中國影子銀行雖處於初步階段，仍應以美國次貸危機為借鏡。2008 年全球金融海嘯前，歐美等先進國家崇尚自由競爭，對市場採自由放任的態度，放鬆對金融創新的限制，給予金融機構很大的自由控管空間，影子銀行業務又較為隱蔽，如此一來，影子銀行游離於監管之外，降低了風險的可控性，等問題爆發時，整個金融體系已陷入難以控制的局面了，

3. 高度的流動性風險

中國影子銀行過度的借短放長，使得影子銀行背負著龐大的流動性風險，例如理財產品，通常銷售的金融產品平均期限在 3-4 個月左右，

1 年以上占比很小，而影子銀行資金多投向期限一般為 1-2 年以上的項目。由於影子銀行透明度低，一旦產品違約，將產生流動性風險，進而波及到金融市場的穩定。由於影子銀行運行於監管之外，雖不受政府管制，不像商業銀行有資本適足率等規範；但同時也不受政府保護，在面對投資人擠兌時，並無存款保險的保障，使得其面對流動性風險時較正規金融體系更加脆弱不堪一擊，進而讓投資人與債權人雙方遭受損失，影響金融市場的穩定。

4. 影子銀行不受監管

中國的影子銀行的風險，可歸因於影子銀行的資產是處於銀行資產負債表外，其風險在不受監管下容易被忽視，風險一旦發生，在體系中傳染力強損失無法估計。目前中國影子銀行雖處於初步階段，仍應以美國次貸危機為借鏡。2008 年全球金融海嘯前，歐美等先進國家崇尚自由競爭，對市場採自由放任的態度，放鬆對金融創新的限制，給予金融機構很大的自由控管空間，影子銀行業務又較為隱蔽，如此一來，影子銀行游離於監管之外，降低了風險的可控性，等問題爆發時，整個金融體系已陷入難以控制的局面了，

以上影子銀行體系的所產生的危機，都可以歸因於風險防範不足以及保護機制不夠完善，由於影子銀行業務透明度低，如商業銀行可以主動的將資產和負債從表內轉移到表外以規避法律的約束，這一連串商業銀行所主導的表外融資行為，並沒有提列足夠的準備金和資本，一旦出現資金鏈條斷裂的情況，容易導致風險擴散。

雖然影子銀行的上述風險因素尚未集中觸發，但對當前影子銀行所發出的警訊仍須高度重視。未來，隨著國際市場環境變化、中國經濟成長速度放緩，企業因經營困難使得再融資不順利，而出現違約的可能性將會增加，或將波及金融機構，進而影響金融系統的穩定。

二、中國影子銀行的利與弊

前面提到中國影子銀行就像是雙面刃，分析其利弊得失，可以發現影子銀行有下列優點：

1. 彌補中國經濟制度的不足

它彌補了中國經濟制度的缺陷，促進了實體企業的發展。例如小額貸款公司、典當行等融資機構，解決了部分中小企業的融資難題，減緩了傳統銀行信貸不足的問題。

2. 加速利率自由化

促使政府放鬆利率管制，加速利率自由化的進展。由於中國金融市場受到諸多限制，存貸利率並無法真實反映資金供求的關係，然而，影子銀行的出現，使得原本的固定利率制度轉為市場化的浮動，為中國利率市場化往前邁向一大步。

3. 強化了商業銀行的盈利能力

影子銀行的存在，強化了商業銀行的盈利能力。商業銀行可以將一些信用評等較低的資產，透過影子銀行證券化的方式銷售出去，如此一來，大幅降低了自身的監督成本和承擔風險，並增加了盈利的渠道(董文華，2013)。

影子銀行的存在帶來負面的影響如下：

1. 影子銀行造成了大量監管問題

由於中國缺乏有效的監管機制，同時影子銀行具有高報酬率，種種因素使得資金流向高利率的民間借貸市場。由於民間金融不受法律監管，具隱密性，易導致大量不規範的跳票倒帳行為，使得資金有泡沫化的風險。

2. 帶來了高利率的問題

影子銀行雖然有助於利率市場化，卻也帶來了高利率的問題。受到

長期資金供需不平衡的影響，影子銀行貸款利率逐年攀升。民間借貸利率事實上已經遠遠高出央行所公告的《關於取締地下錢莊及打擊高利貸行為通知》中對高利貸的規範：民間個人借貸利率不得超過金融機構同期貸款利率的四倍。然而，近年來企業老闆捲款逃亡事件頻傳，也讓人開始重視相關的問題。

3. 影響中國政府的宏觀調控的政策

影子銀行的存在對於中國政府的宏觀調控的政策有一定的影響。由於中國目前的貨幣政策是以貨幣數量調節為主、利率調節為輔，影子銀行透過信用創造機制增加了社會的貨幣供給量，進而對政府的貨幣政策有緩衝的作用。除此之外，因為影子銀行游離於監管體系之外，有關當局無法有效掌握其規模與營運等情況，將不利於宏觀政策的施行(董文華，2013)。

第四節 中國對影子銀行的監理

近年來中國的影子銀行發展迅速，可歸因於中國國內特殊的經濟體制與金融體系。由於影子銀行不像正規的銀行受嚴格的法定存款準備金率、自由資本充足率及流動比率等要求，其可以在不受上述等比率的限制與低營運成本的情況下，擴大自身的道德風險，一旦危機爆發，影子銀行並沒有預先的資金準備也無應對的機制，將造成金融市場的動盪與不安，因此影子銀行所隱含的風險著實令人擔憂。

2014年初，在金融業內發布了一份規範影子銀行體系的《國務院辦公廳關於加強影子銀行監管有關問題的通知》，簡稱國辦發107號文。根據財經新聞周刊《新世紀》的報導，該份文件已在2013年底向一行三會、各部門、委員會以及省級政府發布。事實上，國辦發107號文早在2012年初就開始醞釀，源自於銀監會所召開的第四次全國金融工作會議，其中所提出的十大課題之一“加強對金融機構綜合經營和金融機

構監管”，銀監會肯定影子銀行所帶來的積極作用，但又存在某些問題。存在的問題包括三個方面：一是監管套利。二是沒有一個恰當的監測工具監測這些金融創新產品。三是影子銀行的潛在風險是否會引發系統風險。2013年7月的高層內部會議中，也提及了影子銀行的風險問題，使得影子銀行的監管問題浮上檯面，最後發展為國務院下發各部會的國辦發107號文。

國辦發107號文並沒有對影子銀行的業務風險作出量化的要求，因此此份文件被視為規範的框架，欠缺具體的操作細則，其主要的目的在釐清各部門、委員會對影子銀行的爭議，統一認識，並按照目前“分業經營、分業監管”的職責，嚴格監管超範圍經營和監管套利行為，由各監管部門進一步訂定相關措施落實監管責任，如銀監會提出四種業務風險：首先，理財業務不得開展資金池業務，資金來源需與運用一一對應。其次，信託業務不得開展非標準化資金池業務，應及時披露產品訊息。第三，小額貸款公司須制定全國統一的監管制度經營管理規則。最後，融資性擔保公司應界定擔保責任餘額與淨資產比例上限。因此，國辦發107號文對於責任的分工，並未打破現有分業監管的格局，仍依照原來的一行三會的分業監管模式，⁹只是影子銀行的監管部門，從中央政府延伸到地方政府。然而，國辦發107號文，還是有它正面的意義，文中肯定了影子銀行出現的必然性和積極的意義，並認定其總體風險在可控制的範圍內。這是官方首次頒布高規格的監管辦法，意謂著中國政府已開始正視影子銀行體系。

以下是國辦發107號文的內容，可看出其欠缺具體的操作細則，實為規範的框架：

⁹一行三會的分業監管模式是指銀行機構的理財業務由銀監會負責監管；證券期貨機構的理財業務及各類私募投資基金由證監會負責監管；保險機構的理財業務由保監會負責監管；金融機構跨市場理財業務和協力廠商業務由央行負責監管協調。

1. 逐一落實各類影子銀行主體的監督管理責任

商業銀行要落實會計原則來計算資本和提撥備用金，而不是在法規之下流於形式的執行。代客理財資金要與自有資金分開使用，不得購買本銀行貸款，不得開展理財資金池業務，¹⁰ 切絲做到資金來源與運用一一對應，事實上，在 2011 年後，新辦理的銀行理財業務已陸續在中國理財網登記，其目的就是在監督銀行理財產品的資金來源和運用是否一一對應，然而，大多數銀行都宣稱已對理財產品單獨建賬、單獨核算。同時，銀行不得為各類債券、票據發行提供擔保。為了防止違規放大槓桿倍數超額擔保，非融資性擔保公司不得從事融資性擔保業務。此外，融資租賃公司要依托適宜的租賃物開展業務，不得轉借銀行貸款和相應槓桿倍數超額擔保，非融資性擔保公司不得從事融資性擔保業務。此外，融資租賃公司要依托適宜的租賃物開展業務，不得轉借銀行貸款和相應資產。嚴禁私募股權投資基金開展債權類融資業務。小額貸款公司不得吸收存款、不得發放高利貸、不得用非法手段收取貸款。

2. 信託公司不得開展具有影子銀行特徵的業務

信託公司需加快業務轉型，回歸信託主業，不得開展非標準化理財資金池等具有影子銀行特徵的業務，探索信託受益權流轉。

3. 建立影子銀行專項統計

要做好影子銀行的風險防控和配套措施健全，央行負責各類社會融資活動的統計彙整，並建立影子銀行專項統計，定期向國務院報告統計情況，並適時向社會公開發佈。如資金池業務最大的風險就是期限錯配，如果可以提前監測出期限錯配的規模有多大，就不會發生 2013 年 6 月的錢荒風波。

¹⁰ 資金池業務，指有別於傳統的一對一理財產品，以債券、回購、信託融資計劃、存款等多元化投資的集合性資產包作為統一資金運用，通過滾動發售不同期限的理財產品，持續募集資金，以動態管理模式保持理財資金來源和理財資金運用平衡，並從中獲取收益的理財產品運作模式。

根據分析人士指出，國辦發 107 號文雖然對影子銀行的監管框架首次給出頂層設計，但在這樣複雜的多頭管理格局之下，卻未提及如何進行監管協調，導致未來監管重疊和監管空白的問題仍將同時存在，在利率市場化、金融脫媒的強烈的衝擊下，監管套利可能越演越烈。因此，為了改善上述問題，應召集有關部門來制定全國統一的監管制度和經營管理規則，由省級人民政府負責具體實施監督達到有效管理。近年來，中國的金融創新不斷演進，已走向互相滲透的全混業時代，然而，影子銀行所承辦的業務卻存在著不同的監管標準，監管套利帶來的潛在風險正在醞釀，有關當局應及時防範，以免引發下一次的全球金融危機。¹¹

第五節 中美影子銀行的差異

中國的金融市場尚未自由化，利率與匯率都受到政府的管制導致金融創新一直停滯不前，和西方先進國家相比理財商品稀少，同時資本市場在中國政府的政策下也窒礙難行，因此中國的影子銀行和外國的影子銀行有著不同的存在形式和特徵。本節針對中國與美國影子銀行的存在形式、金融工具、風險特徵、監管等，四個面向來做比較，藉此了解兩者的差異。

1. 中美影子銀行存在形式的差異

美國的影子銀行有政府發起的影子銀行、內部影子銀行和外部影子銀行三個主要存在形式（Pozasr 等人，2010），並以政府支持影子銀行體系和外部影子銀行體系為主要的存在形式。具體而言，美國影子銀行是商業銀行以外的其他金融機構，包含投資銀行、債券保險公司等。美國的影子銀行可以不受政策監管對傳統商業銀行展開競爭，與商業銀

¹¹ 參閱〈財新:定調影子銀行的 107 號文〉，阿波羅新聞網，http://tw.aboluowang.com/2014/0115/364658_2.html。

行的關係是競爭大於合作的平行關係，因此又稱為平行銀行系統。

中國特有的金融體制下，商業銀行在金融市場上具有絕對優勢，因此中國影子銀行主要存在形式為，商業銀行所引導的內部影子銀行體系，主要功能是規避監管的渠道，目的是商業銀行為了降低當前監管政策所帶來約束成本，因此影子銀行與商業銀行的關係是合作大於競爭(陳繼勇、甄臻，2013)。

2. 中美影子銀行金融工具的差異

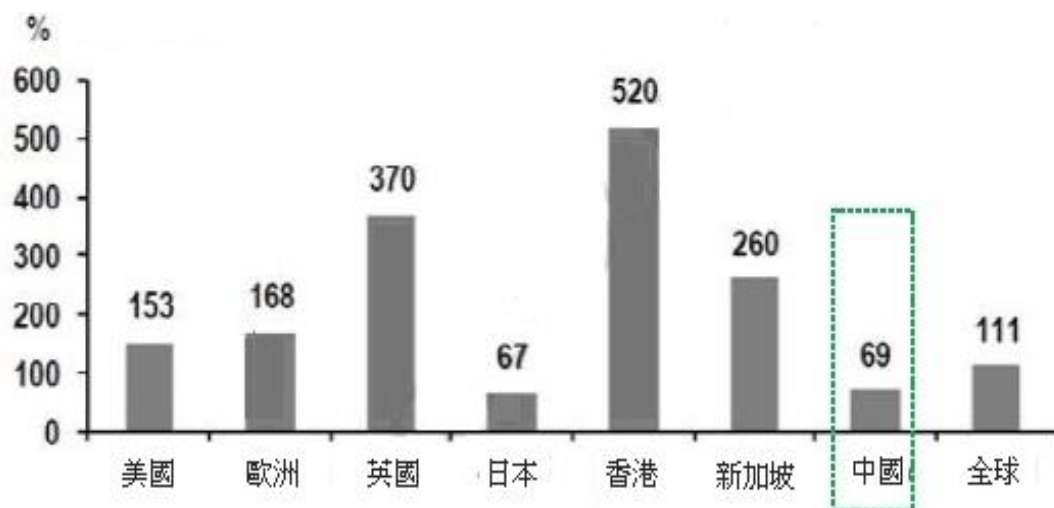
美國影子銀行的金融工具是建立在衍生品、與資產證券化及再證券化之上，主要包含房屋抵押貸款的證券化、結構化投資工具、資產支持商業票據等種類豐富的金融商品。這些金融工具往往經過繁雜的分類、切割、信用升級、重新包裝等過程，由此創造了金融市場的流動性。除此之外，影子銀行還發展出信用風險的對沖工具即信用違約互換交易(Credit Default Swap, CDS)，¹² 它是一種信用創造的過程(袁增靈，2012)。

中國影子銀行正處於初步發展的階段規模較小，見圖 3-4，所擁有的金融工具較為簡單，創新性並不如美國的影子銀行，主要體現為銀行理財產品、銀信合作以及民間融資等。

3. 中美影子銀行風險特徵的差異

金融穩定委員會(FSB)認為，影子銀行所導致的風險可分為下列四種：期限轉換風險、流動性風險、信用風險及高槓桿率。由於影子銀行不像正規金融機構受嚴厲監管，在此漏洞下存在著套利空間，促使影子銀行的業務迅速拓展並同時累積龐大的風險。美國影子銀行的金融工具

¹² 信用違約互換交易是國外債券市場中最常見的信用衍生產品。在信用違約互換交易中，違約互換購買者將定期向違約互換出售者支付一定費用，而一旦出現信用類事件(主要指債券主體無法償付)，違約互換購買者將有權利將債券以面值遞送給違約互換出售者，從而有效規避信用風險。由於信用違約互換產品定義簡單、容易實現標準化，交易簡潔，自 90 年代以來，該金融產品在國外發達金融市場得到了迅速發展。



註：僅中國為2012年之資料，其他國家為2011年之數據。

資料來源：同圖3-1。

圖3-4：各國影子銀行規模佔GDP之比重—2011年

相對複雜，其所承受的風險也較高，可歸因於其市場化程度高，為金融市場發達下的產物。

有別於美國的影子銀行，中國影子銀行卻是存在於資金需求無法充分滿足與金融市場化程度不高的情況下，實為規避封閉監管的產物，主要藉由內部影子銀行將正規商業銀行的表內業務轉至表外，也透過銀行與非銀行金融機構合作的方式，系統風險隱含在其中。詳細的風險比較參閱表 3-3。

4. 中美影子銀行監理的差異

美國在 2009 年公布了金融體系全面改革方案，對金融監管、市場監管、銀行業監管、消費者保護、應對危機、國際合作等方面一一做出嚴格的規定(巴曙松，2009)。金融危機後，美國逐步建立起新的金融監管框架，填補了對影子銀行的監管空白，並為全面加強影子銀行監管奠定了基礎(王達，2010)。在 2010 年，美國制定了「多德—佛蘭克」(Dodd Frank Act) 並成立了一系列新的金融監管機構：金融穩定委員會(FSB)

表 3-3: 中美影子銀行風險特徵及程度比較

風險特徵	描述	風險程度	
		美國	中國
槓桿率	影子銀行不受資本金、準備金和槓桿率等比例限制，槓桿率可以大幅提高。	嚴重	初等
期限錯配	影子銀行通過短期融資長期投資的方式，以低融資成本的負債和高利潤的資產獲取期限利差。當市場期限結構倒掛時就會失效，引起去槓桿化恐慌甚至流動性危機。	嚴重	中等
信用錯配	影子銀行提供信用增強服務分享利差收益，或融入高信用資產投放至低信用資產獲取信用利差。	嚴重	中等
流動性錯配	影子銀行缺乏像存款一樣的穩定資金來源，從金融市場、交易對手和投資者手中，不斷融入高流動性的資產，投資對象一般是低流動性的高收益項目。市場流動性枯竭會引發影子銀行的資金鏈斷裂。	嚴重	嚴重
監管不完善	雖然一定程度上具備傳統銀行的功能，但不受相同嚴厲程度的監管，不受審慎監管標準或過程的約束，無須披露資本充足率、槓桿率、流動性等信息，不必定期接受監管檢查，主要依靠自律。	中等	嚴重
系統性風險	影子銀行風險管理體系更加脆弱，容易受到流動性危機、投資者擠兌等風險影響，且與傳統銀行系統的渠道、客戶、產品等高度關聯，風險會大幅向銀行體系傳染。	嚴重	嚴重
風險控制體系不完整	影子銀行不納入存款保險範圍、央行貼現及最後貸款人的保護機制、政府擔保，對影子銀行體系一般不適用。	中等	中等

資料來源：陳繼勇、甄臻 (2013)。

和消費者金融保護局(United States Consumer Financial Protection Bureau, CFPB),¹³ 藉以加強對金融市場的監管。該法案中明文限制大型金融機構不得與其附屬機構從事自營交易,藉以加強對內部影子銀行體系的監管。此外還要求全面嚴格執行對資產證券化及各類衍生性金融商品的交易等。

中國方面則是在 2014 年初,由國務院發布了《國務院辦公廳關於加強影子銀行監管有關問題的通知》,簡稱國辦發 107 號文。國辦發 107 號文並沒有對影子銀行的業務風險作出量化的要求,因此此份文件被視為規範的框架,欠缺具體的操作細則,其主要的目的在釐清各部門、委員會對影子銀行的爭議,統一認識,並按照目前分業經營、分業監管的職責,嚴格監管超範圍經營和監管套利行為,由各監管部門進一步訂定相關措施落實監管責任。同時,中國的資產證券化業務仍處於試點推動的階段,尚無嚴謹的監管規定,除此之外,對於民間融資與私募基金也須加緊制訂相關法律,以保障並同時促進其發展。

第六節 結語

有鑒於國外影子銀行衍生出的問題,而今中國的影子銀行僅處於初步的階段,是否應及時抑制其發展?然而有學者認為,影子銀行應該是隨著金融市場成熟到一定階段的產物,它的形式伴隨著金融創新的進步而有所不同。現今中國金融市場雖然並不完善,但中國的影子銀行的發展倚賴其特殊的背景,有存在的必要性。

在政府政策的施行下,傳統商業銀行所提供的信用貸款難以滿足當前經濟發展需求,加上中國的銀行利率非市場化導致將錢存入銀行報酬

¹³消費者金融保護局是美國聯邦單位,歐巴馬政府為了因應2008金融海嘯後金融業弊端而成立的單位,2011年7月21日營運,負責監督管理資產100億美元以上的美國金融機構。經費由美國聯邦儲備局提供,隸屬美國財政部管轄。

率較低，並受通貨膨脹影響實質利率為負，同時中國的金融市場仍處於發展階段，資本市場也尚未成熟，使得企業直接融資不易，然而影子銀行所提供的貸款對於企業來說資金成本太高，造成還款困難，在流動性總體偏緊的情況下，影子銀行業務可能出現資金鏈條斷裂的情況。

影子銀行的資產是處於商業銀行的資產負債表外，雖不受規範，但同時也不受政府保護，所隱含的風險不言而喻。除此之外，也深入的分析中國影子銀行的利弊得失，其所帶來的利益，在於它彌補了中國經濟制度的缺陷，促進了實體企業的發展；促使政府放鬆利率管制，加速利率自由化的進展；且影子銀行的存在，強化了商業銀行的盈利能力。至於缺點方面，首先影子銀行造成了大量監管問題，再者雖然其有助於利率市場化，卻也帶來了高利率的問題，最後影子銀行的存在對於中國政府的宏觀調控的政策有一定的影響，使得政策無法準確施行。

從以上的敘述可以發現，影子銀行的發展為一體兩面，其中有利也有弊不可一概而論。在中國現今政策與經濟環境的影響下，影子銀行的存在似乎是必然的趨勢，然而，應該以 2008 年的金融海嘯為借鏡，監管的政策不容忽視。



第四章 影子銀行與中國的企業融資

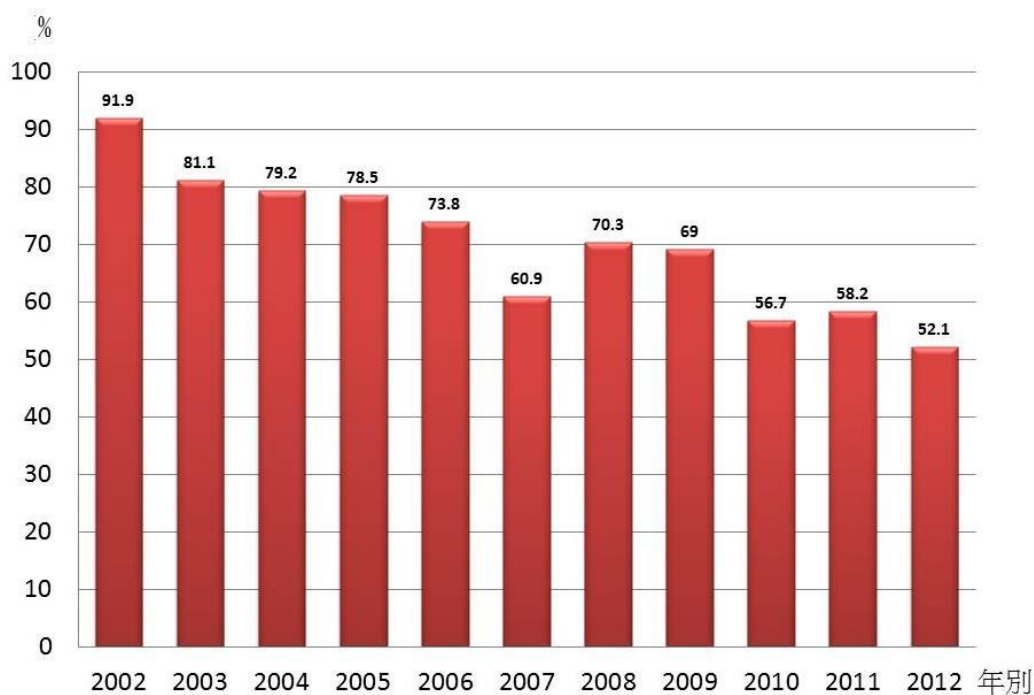
在中國現有的金融體制之下，利率受到十分嚴密的控管，利率過低的情況下，造成資金供不應求。影子銀行的出現填補了這項空缺，使得借貸雙方都得到滿足，然而，經由影子銀行決定的利率水準往往高於同期商業銀行的利率，如此一來將有利於利率市場化。但是由於影子銀行受到的監管較少，時常出現借貸利率過高的情況，反而阻礙了中小企業的發展。

第一節 內部影子銀行的起源與營運

從根本上來說，影子銀行應該是金融市場發展到一定階段的產物，其形式隨著金融創新的進步而演進。在西方先進國家，影子銀行主要是以獨立於商業銀行的形式存在，因此又被稱為平行銀行系統。然而，中國影子銀行的發展有其獨特性，在中國特殊的政治與經濟背景下，貨幣政策與金融體系密切相關，如此一來，給予影子銀行一個良好的發展機會。由於中國影子銀行以依附商業銀行為主要的存在形式，被稱為銀行的影子。

一、內部影子銀行的起源

探究內部影子銀行的起源，可歸因於中國影子銀行體系的發展，加速了金融脫媒化和利率市場化的過程，使得商業銀行的原有的主導地位受到威脅，從圖 4-1，明顯可以看出，中國商業銀行貸款佔社會融資規模呈現劇烈下降的趨勢，2002 年曾高達 91.9%，意謂著企業的主要融資管道就是正規銀行，然而，2012 年卻滑落至 52.1%，隱含直接融資渠道的發展和金融深化正在進行；有鑒於國際金融危機所帶來的衝擊，中國銀監會也在 2012 年頒布了新的商業銀行管理辦法，種種的因素迫使傳



資料來源：同表 3-1。

圖 4-1: 商業銀行貸款佔社會融資規模的比重—2002 至 2012 年

統商業銀行，不得不著手改變營運模式，來因應外部經營環境的變化。

不同於之前的業務，商業銀行開始積極推動了資產管理、委託貸款、承銷發行、代理銷售等等不須投入太多資本且經營風險小、同時收益也較穩定的業務項目。從上面的敘述可以清楚知道，中國的影子銀行與商業銀行有很強的連結，因此，商業銀行經營模式的改變會牽引著影子銀行的發展，而影子銀行的發展也會促使商業銀行推動更多業務。可以預期的是商業銀行為保持競爭力，未來在政策與法規的許可範圍下，會更注重推行綜合化經營，像是以控股的方式來發展商業銀行所衍生出的內部影子銀行，如信託、基金、租賃、投資銀行等，希望能夠跟上金融市場的變化，突破舊有以存放利差為主的獲利模式，進而豐富其業務能夠多元的發展。雖然影子銀行的存在實為商業銀行規避政府監管的產

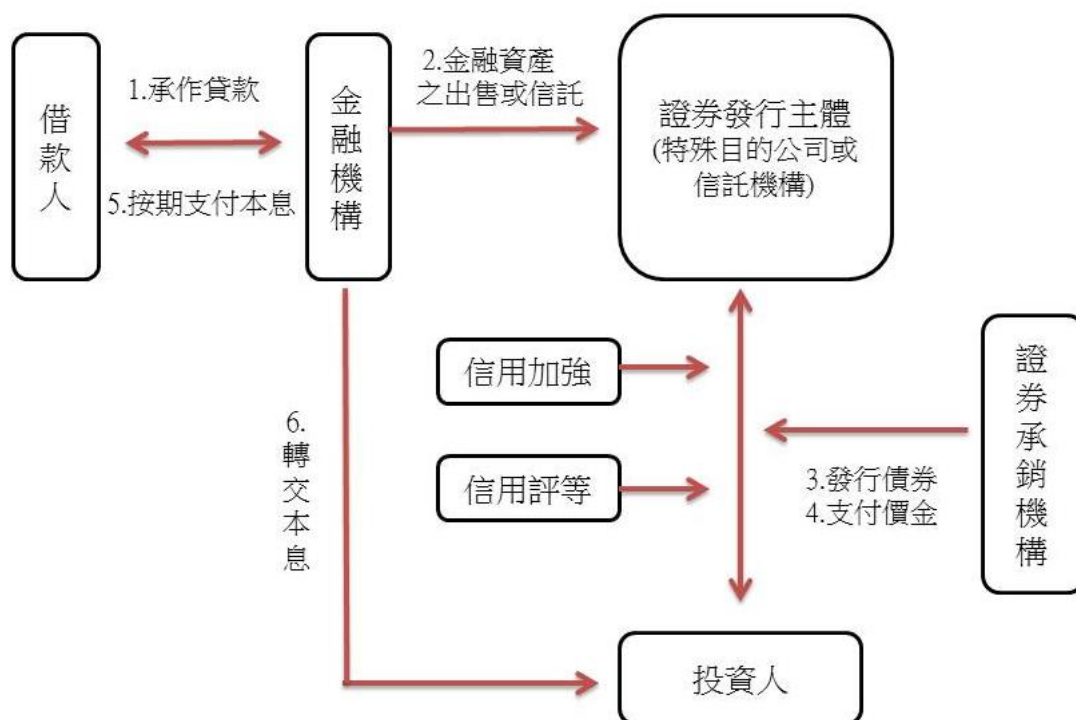
物，不可否認的是，影子銀行的發展為商業銀行的經營模式帶來了一些新的契機，但同時也伴隨著衝擊。因此，商業銀行如果能審慎並且充分的發揮影子銀行體系的功能，將有助於其發展從中創新金融商品與開拓新的業務，如積極發展不需占用較多資本的中間業務—代理銷售、委託貸款等從中賺取手續費。然而，為提升商業銀行的競爭力，希望在防範商業銀行與影子銀行風險互相傳遞的前提下，有關當局也應該給予商業銀行更大的經營空間使其能開發金融創新的產品。

二、內部影子銀行營運模式

在第三章中主要將中國的影子銀行分為四種類型，其中，第三種類型的影子銀行，因業務模式採銀信合作理財與商業銀行往來密切，又稱為內部影子銀行。

中國的金融體系正處於初步發展階段，因此金融市場受到政府的諸多管制以致金融產品稀少；同時，在政府的嚴格監管下，國有銀行佔有主導的地位，導致中國的影子銀行並不像歐美等先進國家的影子銀行一樣，擁有複雜的證券化業務，而是在正規金融體系的信貸額度受限與貸存比等管制下，將高風險的信貸資產，從資產負債表內移轉至表外，這種業務類型和商業銀行息息相關，因此又被稱為內部影子銀行。首先，商業銀行發放貸款給借款人，再將貸款出售或信託給證券發行主體即所謂的內部影子銀行，由它對貸款進行證券化，接著由證券承銷機構來替這些證券化的貸款，做信用加強與信用評等包裝的動作，並銷售給投資者，詳細的運作的模式如圖 4-2 所示。

內部影子銀行的資金來源往往難以追蹤和監管，其實和中國的銀行體系有很大的相關；因為商業銀行可以主動的將資產和負債從表內轉移到表外以規避法律的約束，這一連串商業銀行所主導的表外融資行為，



資料來源: 作者根據紀漢霖、李曙 (2013) 整理。

圖 4-2: 內部影子銀行的營運模式

被許多學者認為是構成中國影子銀行的主體。影子銀行透過與傳統商業銀行相互合作，將信貸進一步擴張。

然而，將兩者的經營模式做深入的分析，可以發現影子銀行承接了傳統商業銀行的三大核心功能：信用、期限、流動性轉換，使得商業銀行在金融市場上的主導地位降低。商業銀行的傳統營運模式，乃將資金從存戶手中取得再轉貸給個人或企業，實現存款合約與貸款合約期限的平衡，藉由將現金轉換為存款再轉換成為貸款的方式，將銀行的短期負債轉換為長期資產，在傳統存放利差的業務下借短貸長從中獲利。除此之外，流動性轉換和信用風險溢酬也是商業銀行的獲利模式。影子銀行主要則是以發行證券化產品的方式來進行短期融資，再將資金透過授信業務投資於期限長於負債的資產，發揮信用和轉換期限轉換的功能。

雖然商業銀行的傳統信用中介的價值被影子銀行逐漸削弱，另一方

面卻讓金融市場運作模式得到延伸。運作模式由傳統商業銀行的發放貸款—持有至到期日拓展為發放貸款—進行證券化—發行的模式；獲利模式也隨之改變，從最原始的存貸利差演變為佣金模式，然而這兩種獲利模式存在不同的風險特徵。存貸利差的盈利模式，主要的資金來源為存款，放款對象經過授信調查，因此其特點為信用風險集中；而佣金的盈利模式，則是透過貸款證券化的方式來獲利，易受投資人預期心理與市場景氣影響，因此市場風險集中。藉由內部影子銀行的存在，使得市場上資本使用效率提高，同時商業銀行也藉由內部影子銀行來提升其本身的周轉率與槓桿率，進而增加了它的淨資產收益率(紀漢霖、李曙，2013)。

第二節 中國影子銀行與中小型企業融資

中國改革開放後，經濟漸漸起飛，近十年來的發展受到各國矚目，其中很大的部分仰賴的是民營的中小企業。據統計，2009年在中國有1000多萬家民營中小企業，它們所生產的最終產品和服務價值佔國內生產總額的58%，所繳交的稅收則佔全國50%，並提供農村過剩的勞動力許多的就業機會；除此之外，尚擁有65%以上的發明專利和80%以上的新產品開發(徐軍輝，2013)。由此可知，中小企業在中國經濟成長中扮演相當重要的角色，應正視中小企業所面臨的融資問題。

一、中小企業融資問題

現今中國中小企業面臨的融資問題有國外的消費緊縮、外國對中國的投資減弱及政府施行緊縮貨幣政策三種，詳言之。

1. 國外的消費緊縮

美國金融市場的危機也波及了中國的實體經濟，由於美國是一個高度消費的國家，舉債消費是很常見的行為，但在2008年金融海嘯發生後，許多企業受到影響紛紛倒閉，使得員工遭受解雇的困境，如此一來，在

許多人沒有所得收入的情況下，市場的需求也隨之下降，對於中國這個出口大國而言，此為相當沉重的打擊，在獲利下降的情況下，嚴重影響國內企業的經營，為了維持正常的營運，進而有龐大的資金需求。

2. 外國對中國的投資減弱

近年來中國經濟發展減緩，除了受到國際間景氣低迷的影響，也和民營中小企業所面臨的困境密切相關。金融市場重要的特徵就是高流動性，即使目前中國金融市場受到政府諸多管制尚未和國際金融市場完全接軌，資金仍然會透過各種渠道流向中國。由於歐美等先進國家在 2008 年的金融海嘯中受到相當大的衝擊，造成金融市場動盪不安，在投資者預期心理的作用下，緊握資金不願投資使得金融市場上一片慘澹，進而影響到中國的資本市場。

3. 中國人民銀行實施緊縮貨幣政策

事實上，中國經濟成長放緩，除了受國際情勢影響之外，還有內憂，即國內中小企業目前所面臨的困境。深入瞭解發現與當前的中國金融市場有很大的關係，中國的金融市場在政府的管制下，欠缺公平的競爭與成熟合理的秩序，使得民營中小企業融資不易，因此嚴重的限制其發展。影響中小型企業經營困難的因素雖然有很多，如原物料價格上漲、勞動力成本上漲等，然而許多學者認為，最直接的衝擊莫過於，金融調控和信貸緊縮所導致的中小型企業資金鏈斷裂。由於中國施行的宏觀調控政策，造成銀行信貸集中於國有的大型企業以及政府的公共建設，反觀，民營中小型企業往往缺乏良好的資產來進行抵押貸款，並且因信用不足加上沒有機構願意為其擔保，而缺少信用融資的機會。

從上面的敘述可以發現中國的民營中小型企業貸款不易，接下來將深入探討，民營中小型企業的融資問題。首先以發展快速的深圳市為例，從中國銀監會發布的《2011 年第三季深圳中小企業營運暨金融服務分析報告中》了解，2011 年深圳市的中小企業面臨相當艱難的融資問

題，進而影響其生存發展的空間。主要可歸因於現有的金融體系。中小企業原有的融資渠道有兩種：

1. 內部融資。此類資金來源，一部分主要是業主自有資金，或者向親友借貸而來，另一部份則是公司內部的營業利益以及投資獲利。

2. 外部融資。又可分為間接融資和直接融資兩種型式：間接融資指的是透過銀行、信用合作社等金融中介機構來進行融資活動；直接融資指的是以公司以股票或債券的形式向社會大眾募集資金。目前中國上市的企業中，絕大部分都是大型企業，只有少數發展完善具備前景的中小企業能有爭取到在資本市場籌資的機會。因此對於大部分的中小企業來說，間接融資，透過銀行貸款還是其獲得資金最主要的管道。

從融資管道中，可以知道向商業銀行融資，為中小企業首選，但事實上向商業銀行借款的過程對於中小企業來說，十分沒有效率並無法即時解決其需求，原因可歸咎於兩者之間的信息不對稱；在信用貸款市場存在著逆向選擇和道德風險的問題，商業銀行為求降低放款風險，制定嚴格的審查與監督機制，然而中小企業貸款的特色為小額、快速且頻繁，這使得商業銀行的監管成本和收益無法平衡，因此減少其對於中小企業放款的意願，加上 2010 年以後，政府採行了緊縮的貨幣政策，更加劇了這種不對稱，使得中小企業向商業銀行貸款難上加難(常江紅，2014)。

回顧 2008 年金融危機發生後，造成了全球經濟的波動，中國政府為了減緩危機所帶來的負面影響，施行了寬鬆的貨幣政策，對金融市場的流動性做了補充。各國有關當局也紛紛採取補救措施，大多採取量化寬鬆希望能挽救搖搖欲墜的金融體系，並刺激經濟的復甦，然而，景氣低迷的烏雲，壟罩了很長的一段時間。直到 2010 年以後，中國的環境出現了變化，為了因應之前寬鬆貨幣政策所衍生出的通貨膨脹問題以及有關當局著手調整經濟結構，政府採行了緊縮的貨幣政策，此政策造成

市場上通貨流動不足，使得經濟體受到影響。商業銀行縮緊銀根可貸資金減少，然而國有企業體質強健，又有政府穩固的支持，並沒有資金短缺的問題；中小企業卻是最大的受害者，失去了商業銀行這個融資管道，資金缺口讓企業無法正常營運，面臨倒閉的困境。

中小企業本身沒有穩健充足的資產來進行銀行的抵押貸款，並且普遍缺乏擔保機構為其擔保放款，同時中小企業又存在信用低的疑慮，因此信用貸款並不可行。在這樣的困境下，許多人認為影子銀行代替商業銀行所扮演的角色，進而彌補中小型企業資金缺口。影子銀行對於中小企業的重要性日漸增加，以當中的小額貸款公司為例，根據中國人民銀行 2013 年 7 月 29 日所發布的資料顯示，截至 2013 年 6 月底，全國共有小額貸款公司 7086 家，除了公司數量的攀升外，貸款金額的增加也不容小覷，貸款總餘額為 7043 億元，目前，中國小額貸款公司 95% 處於營利狀態(常江紅，2014)。

深入探討影子銀行與中小企業的關係，可以發現影子銀行提供了一種金融創新的服務，在某種程度上具有訊息的優勢進而降低了交易的成本，可以歸因於影子銀行和中小企業之間有著地域與血緣方面的緊密連結，相對於商業銀行，影子銀行所提供的貸款服務較為便利、放款條件也沒那麼嚴格，使得中小企業得到良好的資金紓解管道。影子銀行所採取的經營方式，乃秉持小額且分散的原則，在此原則之下，受益的便是廣大的中小企業，進而有助於中小企業的發展。從另一個方面來看，影子銀行提供資金給商業銀行不願放款的中小企業，如同前面所述，中小企業本身沒有穩健充足的資產來進行抵押貸款，又普遍缺乏擔保機構為其擔保放款，最後中小企業又存在信用低的疑慮，因此中小企業雖然可以從影子銀行獲得貸款，但有融資成本過高的問題，民間借貸的利率甚至高達 40% 到 60%，也許獲得資金能夠暫時解決資金缺口，可是短期如果不能償還，沉重的借款利率將會對企業發展造成重大的影響。

二、影子銀行與中小企業融資實例

中國的影子銀行，有很大一部分是依賴商業銀行來發展的，在本章第一節已詳細說明，實際上就是將正規金融體系的資金透過各種渠道流向影子銀行，歸因於商業銀行的傳統存放款業務獲利有限加上影子銀行游離於監管之外，使得兩者互相合作下存在著套利空間，如此一來，內部影子銀行容易淪落銀行和大型企業的謀利工具，造成中小企業融資困難。在缺乏官方統計數據的情況，藉由以下研究報告，我想介紹，除了與商業銀行密切相關的內部影子銀行外，其餘的影子銀行類型，如民間金融是否能提供中小企業完善的服務，以及政府支持的委托貸款和銀信理財對於中小企業有甚麼影響。

1. 2011 年廣東省中小企業融資

由於民間借貸手續簡便並強調放款過程迅速，受到中小企業歡迎，但根據 2011 年廣東省中小企業融資報告顯示，民間借貸只能做為中小企業短期資金應急之用，並不能成為長期的融資渠道。報告中顯示，93.1%的中小企業會選擇商業銀行或信用合作社等籌資，並且較依賴銀行的信用貸款業務。民間借款利率比商業銀行高 10%左右，由於前者放款手續簡易且審核快速，承擔的風險成本遠較商業銀行高，因此收取高於商業銀行的利息實為合理，但絕大部分的中小企業基於融資成本的考量，還是會優先考慮商業銀行。2011 年中國銀根縮緊後，對雲南、河南、上海、福建等 14 個省做統計調查，發現民間借貸利率高達 36%—60%，然而，一般製造業的利潤率最高不超過 10%，顯而易見，中小企業無法長期承擔如此高的資金成本(徐軍輝，2013)。

依據王龍芝與李龍青對廣東省小額貸款公司的研究顯示見表 4-1，小額貸款公司主要將其大部分的資金貸予所在地的小企業，且貸款企業以製造業為主，就表面上的數據來看，小企業獲得融資應該是受惠良

表4-1: 廣東省小貸公司的資金流向、貸款期限及貸款利率

資金流向		資金流向		貸款期限		貸款利率	
企業類別	百分比 (%)	產業	百分比 (%)	期限	百分比 (%)	(%)	
小企業	57	製造業	46.47	6個月內	76.46	平均回報	11~20
中型企業	43	農業	13.58	6-12個月	23.31	最低	7.99
		服務業	16.16	1年以上	0.23	最高	36
		其他	23.79				

資料來源: 王龍芝、李龍青 (2011)。

多,但仔細分析就會發現貸款期限集中 6 個月內,比例高達 76.46%, 一年以上的貸款僅占 0.23%, 此一現象代表著小額貸款公司只是中小企業短期資金應急之選擇,歸因於貸款利率偏高,長期向小額貸款公司借款將會使企業的財務負擔加重,由於大部分的製造業僅有 10%的利潤率根本無法長期負擔如此沉重的融資成本,從這裡可以清楚的了解小額貸款公司只能暫時緩解中小企業對資金的需求,並不能徹底解決問題的根源。

2. 廣東佛山的調查研究

據廣東佛山的調查研究顯示,有 88%的企業從未或只有偶爾使用民間借貸,僅有 12%的企業長期或一年內多次運用民間借貸的融資管道。高融資成本,使得中小企業對於民間借貸卻步。檢討當前民間借貸機構,明顯發現其發展的不夠完善,雖然資金充足卻沒有健全的運作模式與監管機制,致使無法有效率的被中小企業所使用。由上面的敘述,可以發現由於中小企業經營的風險較高,所需要的融資成本同時也會提高,然而在中小企業對於資金需求快速且頻繁的情況下,商業銀行的監管成本和收益無法平衡,導致其減少對中小企業放款的意願,在此情況

下，應有助於民間借貸機構的發展(徐軍輝，2013)。

可惜現階段中國的民間借貸並沒有完善的運作的機制，降低了中小企業的融資意願；再加上中國施行緊縮的貨幣政策使得中小企業更加不易通過銀行信貸同時外部環境經營困難，迫使大部分中小企業只能艱難維持營運。

3. 上海證券交易所的研究報告

根據上海證券交易所的研究報告顯示，2011 年末上海市的上市公司的委託貸款餘額約為 1087.54 億元人民幣，其中上市公司貸款給自己的子公司或關係企業的金額高達 945.42 億元人民幣，佔總額高達 87%，借款利率約在 4%—7%，剩餘的資金僅有 134.34 億元人民幣，用來貸款給無關的第三方，在剩餘的資金中有將近一半以上的貸款，要求的利率高達 10%，事實上媒體所報導的委託貸款利率遠高於 10%，與商業銀行的放款利率相比，存在著龐大的利差誘因，吸引上市公司超額募集資金用於委託貸款上，有些企業甚至利用委託貸款的高放款利息所得來彌補實際經營的虧損(徐軍輝，2013)。

除此之外，大型的上市公司比其他企業具有融資優勢，獲取較低的資金成本再藉由委託貸款的方式進行資金買賣謀取暴利，並不力求企業的創新與發展，同時中小企業也因為龐大的融資成本而無暇顧及研發等技術進步，如此長久累積將使得實體經濟空洞化。根據國家統計局 2012 年第一季的數據顯示，只有 8.6% 這樣極低比率的小型企業，能夠順利獲得商業銀行的貸款，而且融資的成本明顯較高，然後貸款審查的時間也延長了 23 個月。依據上面的敘述，可以發現影子銀行的資金，實際上很難流入中小企業，即使有，也多以高利潤率的企業為主，如房地產業等，造成低利潤率的製造業融資更加困難。

4. 政府的管制政策

政府為了規範民間借貸機構，以及舒緩中小企業的融資問題，開始

鼓勵發展小額貸款公司、擔保公司與典當公司等。但目前這些機構的發展仍然受到許多限制，以小額貸款公司為例，在大部分的地區所需繳交的稅負十分的沉重，其中包括營業稅、個人所得稅以及企業所得稅等十幾種，加總以後稅率高達 40%—50%，同時政府有規定註冊資本低於 1000 萬的小額貸款公司單次對企業放款不得超過 50 萬元，且向銀行融資金額不得超過註冊資本的 50%，也不能跨區域放款，受限於種種的管制，導致其對於中小企業的融資服務有限(商旭，2013)。

從上面的敘述顯示，中國影子銀行的規模在不斷的擴大，雖然具體的總額有待估計，但毫無疑問的是影子銀行正在對中國的經濟發展和宏觀調控產生了重要的影響，且影響將會繼續下去；對於中小企業來講，信貸緊縮提高了銀行貸款的難度，同時民間借貸融資成本過高，對於有資金需求的中小企業而言，向此類機構借款只能治標不能治本，因此中小企業的生存將更加艱難。

從另一個觀點來看，影子銀行的存在確實某種程度舒緩了中小企業的融資困境，然而，受限於其非合法的地位及營運模式，並無法充分發揮自身功能為社會獲得利益。因此，有關當局應不斷提升與改進中小企業的融資模式，積極制訂扶持中小企業的融資政策，鼓勵金融機構放寬對其的信貸供給並同時強化中小企業發展的金融保障。具體的做法如下：

1. 政府應主動並積極的拓展傳統商業銀行貸款以外的融資渠道，如支持民營中小型企業採直接融資的方式在資本市場募集營運資金，除此之外，也應該促進發展良好的中小型企業以發行債券的方式籌措資金。

2. 前提為建立在有效防範影子銀行的風險上，有關當局應鼓勵金融創新，進而使得市場上的金融服務多樣化，以彌補當前對民營中小企業支持的不足。許多學者認為影子銀行乃是中國現階段的重要金融創新，為社會融資帶來積極的作用，政府應制訂相關法律與政策，增加對影子

銀行創新的支持，使其有別於正規商業銀行呈現差異化的發展趨勢，發展重點著重於滿足民營中小企業的融資需求，進而推動實體經濟的成長。

第三節 中國影子銀行未來發展的決定因素

從前面幾章的說明可以發現，影子銀行所隱藏的風險包含高槓桿率的經營風險以及期限錯配造成的流動性風險等，影響的範圍深遠不可輕易忽視，一旦爆發將造成經濟體系莫大的衝擊，而第四章的第二節更明確指出，由於影子銀行放款利率遠高於公司本身的利潤率，以致向影子銀行融資乃是民營中小企業最後的選擇，如此一來，中國影子銀行的發展是否有其必然性？許多持有贊成態度的學者認為，影子銀行是隨著金融市場發展到一定階段的產物，其存在形式和業務種類是伴隨著金融創新而不斷演化。在金融市場發展成熟的先進國家中，影子銀行大多獨立於商業銀行體系，立足於貨幣需求的信用創造。然而，中國影子銀行的發展有其獨特性，由於中國的金融體系在政府的管制下與貨幣政策息息相關，近幾年受貨幣緊縮的政策影響，使得中國的影子銀行正迅速的發展。

一、貨幣供給與中國影子銀行

中國金融市場相對於其他國家，在政府保護下可以說是十分的封閉，其發展受貨幣政策的影響並有相當緊密的連結，因此許多學者認為中國影子銀行的發展實則為一種貨幣現象，建立於國內的貨幣供給量之上。根據數據顯示，截至 2012 年底，中國的貨幣供給量 M2 已累積高達到 97.42 萬億元人民幣，占全球貨幣供給量的四分之一，為美國的 1.5 倍。從 2008 年開始，全球新增加的貨幣供給量 M2 中，人民幣貢獻了 48%，如此驚人的貨幣成長規模與速度在各國經濟的發展史上並不常

見。由表 4-2、圖 4-3、可看出，中國貨幣供給量 M1 和貨幣供給量 M2 的差距日益擴大，M1 與 M2 的計算，主要差別在於定期存款，然而，定期存款絕大部分來自於國內居民的儲蓄，這種情況反映了社會閒置資金過多的問題，此問題可歸因於，中國金融市場上有諸多限制，發展也尚未成熟，缺乏良好的理財工具，許多資金在找不到合適的去處時只能選擇存入銀行。其實這些資金並不穩定，當市場上通貨膨脹嚴重時將使得實質利率變為負值，此時影子銀行的出現，正好為這些閒置的資金提供了高報酬的投資機會。如果將資金存放於民間借貸機構，其年收益至少 10% 以上，遠高於商業銀行的定存利率，試問如何能抵擋住這樣高報酬的誘惑(趙翌、高龍，2013)。

二、金融市場的發展與中國影子銀行

金融抑制理論是由美國的經濟學家麥金農等人所提出的。該理論是針對中國金融體系因受到政府抑制而不能有效率的促進經濟發展來解釋說明，具體而言，金融體系受到抑制無法完善的發展可歸咎於政府過多的干預，進而使得金融體系發展延滯阻礙了經濟的成長。在中國金融體系受到抑制的情況下，對於影子銀行的主要影響可由下列三點來說明：

1. 名目利率的管制為影子銀行提供了一個良好的發展機會

雖然中國政府目前正積極推動利率市場化，但利率管制仍然存在，政府往往制定較低的名目利率，當經濟體存在較高的通貨膨脹時，實質利率將變為負值，此時大量儲蓄存款為了避免損失，便尋找其他的投資渠道，在此情況下，影子銀行提供了高報酬的投資項目或存款利率，另一方面也為自己本身獲得了充足的資金。在金融市場實際利率為負的情況下，資金需求遠大於資金供給，商業銀行只能以配給的方式來進行授

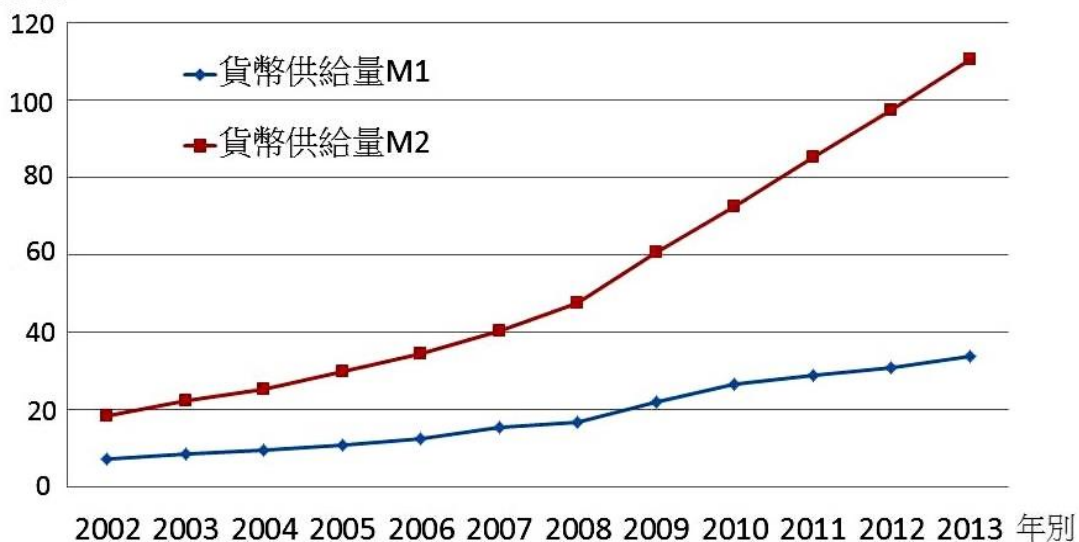
表 4-2: 中國貨幣供給量—2002 至 2013 年

單位： 10 億人民幣

年別	M1	M2
2002	7,088	18,501
2003	8,412	22,122
2004	9,597	25,300
2005	10,728	29,876
2006	12,603	34,558
2007	15,252	40,340
2008	16,622	47,517
2009	22,000	60,622
2010	26,662	72,580
2011	28,985	85,160
2012	30,866	97,420
2013	33,729	110,653

資料來源：同表 3-1。

兆人民幣



資料來源：同表 3-1。

圖 4-3: 中國貨幣供給量—2002 至 2013 年

信，此時大多為國有企業或者是大型民營企業能順利獲得貸款，因此許多民營中小型企業無法從商業銀行取得資金，只能轉向影子銀行體系尋求貸款，進而為影子銀行提供了發展的機會

2. 金融監管的強化導致金融脫媒的現象。

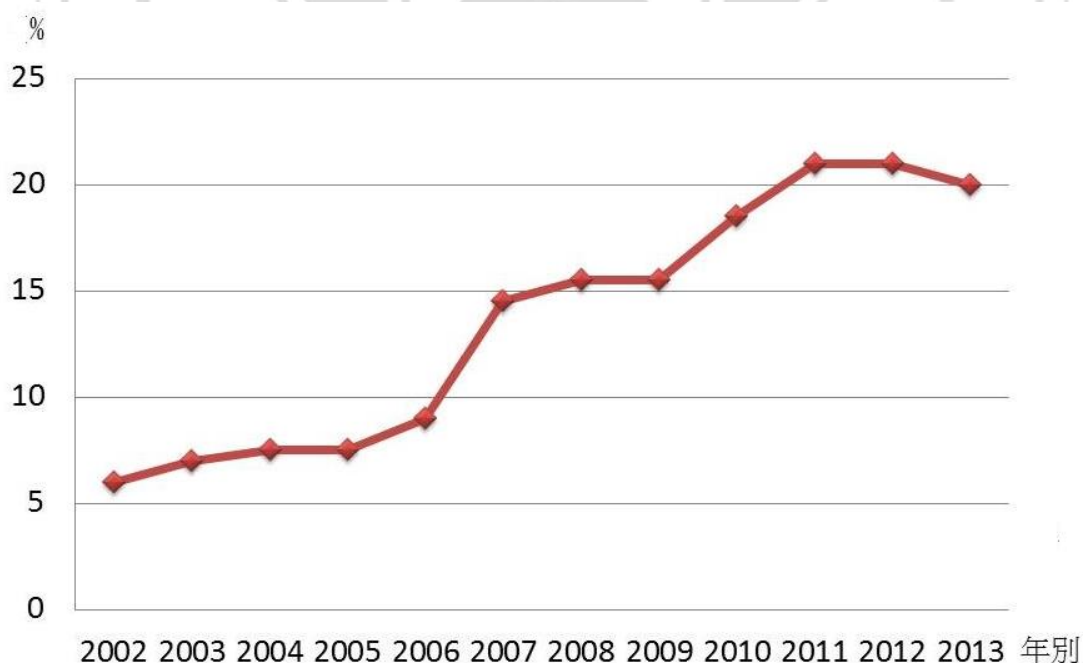
依照《巴塞爾資本協定》的規範，對商業銀行的資本充足率和不良貸款逾放比率有了嚴格的限制。中國前總理溫家寶曾指出，“中國金融體系存在很多問題，最主要的就是銀行不良貸款比例較高，存在很大的金融隱患。主要原因在於體制，必須加快對銀行體制的改革”因此，中國政府對四大國有銀行，即中國銀行，農業銀行，工商銀行，建設銀行注資剝離不良貸款，事實上從 1998 年以來，中國政府曾三次向四大國有銀行大規模注資，第一次是 1998 年向這四大國有銀行注入了三百三十億美元，以改善銀行資本充足率；第二次是 1999 年又從四大銀行的資產負債表上剝離了一千八百九十億美元的不良貸款，並轉給四家資產管理公司；第三次則是 2003 年繼續向四大國有銀行注入資本，規模據稱達四百億美元左右同時也積極嘗試資產證券化的新營運模式，此為影子銀行的發展提供了一個管道，如同前面幾章所提到的內部影子銀行的存在形式。此外，中國的存款準備率相對於先進國家來說偏高，造成銀行體系吸收存款的意願降低。以上兩個因素都促使商業銀行轉向發展較不受政府監管的表外業務，透過不佔用資本的方式獲得額外的收益，不同於之前的業務，商業銀行開始積極推動了資產管理、委託貸款、承銷發行、代理銷售等等不須投入太多資本且經營風險小、同時收益也較穩定的業務項目。

3. 以信貸為主要業務的銀行體系難以應對複雜的總體經濟環境

2008 年金融危機發生後，中國為了減緩其所帶來的衝擊，施行了寬鬆的貨幣政策，中國國務院提出了擴大內需 10 項措施，宣佈將投資 4 萬億元人民幣拉動內需促進經濟增長，4 萬億元人民幣的救市計畫放鬆

了貸款的條件，同時有助於房地產業的發展。然而，到了 2010 年市場上出現了通貨膨脹的威脅，中國政府便著手施行緊縮性的貨幣政策，兩年內上調銀行存款準備率高達 10 次，在 2011 年更達到 21% 的高點，如圖 4-4 所示，並且同時對房地產施行抑制政策。如此總體經濟政策的急速轉變，使得民營中小企業與房地產業來不及反應，之前投資的項目面臨嚴重的資金鏈斷裂的問題，因此不得不通過影子銀行體系來融資度過難關(趙翌、高龍，2013)。

由於傳統商業銀行的業務以單一的存放款業務為主，使得競爭激烈缺乏獲利性；加上巴塞爾資本協定中明文規定商業銀行必須保持 8% 的資本適足率，以上這些因素促使銀行進行金融創新，拓展新的業務項目，即便中國的金融體系不如先進國家發達，但許多學者對於影子銀行的存在給予正面的支持，認為中國影子銀行的本質就是傳統商業銀行金融創新的成果，也認為其有存在的必要。



資料來源：同表 3-1。

圖 4-4：中國存款準備率—2002 至 2013 年

第四節 結語

中國的影子銀行並不像歐美等先進國家的影子銀行一樣，擁有複雜的證券化業務，而是在正規金融體系的信貸額度受限與貸存比等管制下，將高風險的信貸資產，從資產負債表內移轉至表外，這種業務類型和商業銀行息息相關，因此又被稱為內部影子銀行。這一連串商業銀行所主導的表外融資行為，被許多學者認為是構成中國影子銀行的主體。影子銀行透過與傳統商業銀行相互合作，將信貸進一步擴張。雖然影子銀行的存在實為商業銀行規避政府監管的產物，不可否認的是，影子銀行的發展為商業銀行的經營模式帶來了一些新的契機，但同時也伴隨著衝擊。因此，商業銀行如果能審慎並且充分的發揮影子銀行體系的功能，將有助於其發展從中創新金融商品與開拓新的業務。

事實上，中小企業在中國經濟成長中扮演相當重要的角色，近年來中國經濟成長放緩，除了受國際情勢影響之外，還有內憂，即國內中小企業目前所面臨的困境。深入瞭解發現與當前的中國金融市場有很大的關係，中國的金融市場在政府的管制下，欠缺公平的競爭與成熟合理的秩序，使得民營中小企業融資不易嚴重的限制其發展，然而，影子銀行的出現某種程度舒緩了中小企業的融資困境，但借款利率過高，並無法提供良好的支持，因此政府應制訂相關法律與政策，增加對影子銀行創新的支持，使其有別於正規商業銀行呈現差異化的發展趨勢，發展重點著重於滿足民營中小企業的融資需求，為社會融資帶來積極的作用，進而推動實體經濟的成長。

第五章 影子銀行對中國總體經濟的影響

近年來，中國影子銀行的發展受到國內外學者以及有關當局的注意，發現許多總體問題也都和影子銀行有密切的關係，其中以地方債與房地產的問題備受討論。在中國生產力逐漸降低，經濟成長的速度已漸趨緩慢的情況下，使得，影子銀行的問題也漸漸浮上檯面，一旦影子銀行的危機爆發，牽連甚廣，地方債有很大的機會崩盤，房地產的泡沫也會加速破滅，如此一來將掀起中國的金融危機，所產生的負面衝擊無法想像。

第一節 中國當前與影子銀行有關的經濟問題

如前面幾章所述，部分學者對中國影子銀行持有正面的看法，而且有關當局認為影子銀行的風險仍在可控管的範圍內；事實上，中國目前地方債與房地產泡沫化的問題也備受關注，三者之間有密切的關聯，甚至會引發連鎖效應，一旦同時爆發，所造成的負面影響或許將更甚 2008 年的金融海嘯。

1. 債築高台的地方債

根據自由時報 2014 年 3 月的報導，認為中國影子銀行的危機即將引爆，可將中誠信託總額超過 30 億元的信託理財產品—以投資煤礦產業為主的「誠至金開 1 號」兌付危機，視為一個警訊，雖然最終獲得注資，背後所代表的意義是該違約卻不能違約的困境，代表著中國金融市場是脆弱且不穩健。中國央行公布的數據顯示，中國 2013 年的社會融資及影子銀行貸款規模均創新高。不只上述中誠信託的違約危機被人為干預，尚有許多違約事件都被壓制住，如此一來，不但無法徹底解決問題，還會造成金融體系的嚴重扭曲，風險的傳導也將無法控制。因此摩根大通中國首席經濟學家朱海斌表示，在經濟增長放緩的背景下，2014 年違

約事件將不可避免。

瑞士信貸亞洲首席經濟分析師—陶冬，在 2014 年曾表示，他對中國經濟短期中期走勢感到悲觀。由於中國現今面臨信貸危機，導致信用風險的問題明顯上升，而且中國將面臨前所未有的還債高峰期。深入分析，中國已經持續了 10 年的信貸擴張，如今信貸周期由盛轉衰，中國去槓桿化開始施行，經濟成長速度減緩，企業營利也在下降。根據資料顯示，中國的地方債約有 3.5 兆會在今年到期，其中包含下半年度即將到期的 2.3 兆信託基金，此類信託基金，主要是 2012 年所發起的，並借貸給建設公司，如今看來這些建設公司有相當大的違約風險，然而，違約並不會是單一事件，勢必將引起連鎖效應。

2. 房地產泡沫化

2010 年以來，中國政府試圖給樓市降溫，促使開發商幾乎不可能從商業銀行獲得貸款，由於缺乏資金，開發商不得不放慢開發的計劃。事實上，中國近年來房地產過度投資，促使信用擴張過快，進而使得房地產泡沫越變越大，現今中國各處已有「鬼城」的蹤影。¹⁴ 根據專家指出，「鬼城」是地方官員以投資拉動經濟增長的激進表現。著名經濟學者、國務院發展研究中心研究員吳敬璉分析，「鬼城」源自於 2008 年中國政府的 4 萬億元投資計劃。他批評政府為了短期之內看到經濟成長之效，以巨額投資支撐高速增長，而這些投資中，相當一部分是回報率很低，甚至沒有回報的。

如內蒙古最著名的城市—鄂爾多斯康巴什，¹⁵ 預計建設為政治與金融的中心。這些「鬼城」共同的特色即公共建設完善但住房空置率過高，

¹⁴「鬼城」據大陸科學技術名詞審定委員會認定，是指資源枯竭並被廢棄的城市，屬地理學名詞，但現在延伸為凡是空置率過高，鮮有人居住，夜晚漆黑一片，都會被形容為「鬼城」。

¹⁵ 鄂爾多斯康巴什是在 2004 年，鄂爾多斯市政府開始在荒漠中興建康巴什新區，建設總投資達 50 多億元。總面積 355 平方公里，規劃控制面積 155 平方公里，一期規劃建設面積 32 平方公里。2006 年 7 月 31 日，鄂爾多斯黨政機關從東勝老城區正式遷到康巴什新區。TIME 稱，康巴什是中國房地產泡沫的最佳展示品。

鮮少有人車往來，入夜後一片漆黑，彷彿如一座「鬼城」。鄂爾多斯的康巴什新區是地方政府費時五年，斥資五十億人民幣所打造，到處可見高樓大廈；然而，2011年下半年以來，當地樓市崩盤並引爆民間借貸危機使得經濟一片蕭條。根據調查，康巴什新區房價自高點到2013年已暴跌六成。¹⁶

根據中國社會科學院統計，2013年底中國影子銀行規模為人民幣27兆元，不過，這個數字與國際機構相比，仍保守許多；摩根大通估算，中國影子銀行規模在早在2012年就已經達到人民幣36兆元，並占中國國內生產毛額比重超過六成，由此看來中國影子銀行的規模龐大，不容小覷。

實際的情況，在中國生產力逐漸降低，經濟成長的速度已漸趨緩慢的情況下，使得，影子銀行的問題也漸漸浮上檯面，牽動著存款者、房地產、商業銀行以及地方政府等。陶冬認為整體來講，中國經濟增長不只放緩並有下滑的趨勢。他還提出了一些現象來佐證，上海銀行間同業拆放利率（Shanghai Interbank Offered Rate, SHIBOR），在2013年6月已升至14.33%，創造了中國改革開放以來的歷史記錄，造成銀行借貸變得非常謹慎，許多金融工具很難銷售出去，在資金流動性變得緊張之下，將使得整個經濟環境變得更加困難。¹⁷

近年來，不少學者深入研究中國經濟到底出了甚麼問題？可歸納為，中國舊有的經濟成長模式，像是以出口、住房推動經濟，已經漸漸消失，但此時卻沒有新的成長模式來取代。在經濟成長失去動力的時

¹⁶參閱 Michael Christopher Brown (2010)，〈中國鄂爾多斯：一座現代鬼城〉，《時代週刊》
http://www.time.com/time/photogallery/0,29307,1975397_2094492,00.html。

¹⁷參閱陶冬 (2013)，〈中國經濟悲觀 影子銀行是最大定時炸彈〉，《大紀元》，8月2號，
<http://blog.youthwant.com.tw/hurryup/chinanews/5709/>。

候，中國政府為了穩定社會秩序並保持經濟成長，便製造出兩個威力強大的定時炸彈，也就是影子銀行與地方債。一旦爆發，不只影響中國國內的經濟體系，甚至波及世界各地，因此國際貨幣基金（IMF）發佈一份報告，特別表示了對中國的影子銀行和地方債務風險的強烈擔憂。

由以上的敘述可發現，除了影子銀行等信用債危機外，地方債也是一顆很大的地雷，其實這些問題是緊密相連的，一旦影子銀行的危機爆發，牽連甚廣，地方債有很大的機會崩盤，房地產的泡沫也會加速破滅，如此一來將掀起中國的金融危機，所產生的負面衝擊無法想像。影子銀行的問題在前面幾章已經詳細說明了，接下來深入探討中國影子銀行與房地產業、地方債之間的關係，以及後續的影響。

第二節 影子銀行與中國房地產業

近年來中國的房市問題引人注目，甚至常與影子銀行有所牽連。根據《*Financial Times*》桑曉霓報導指稱，中國的影子銀行體系正在醞釀中國版的雷曼時刻，或一場中國版的次貸危機，然而，中國國內許多人認為中國的影子銀行目前只處於初步的發展階段，尚未構成系統性威脅。他們指出，影子銀行在中國發展的契機是因為，正規商業銀行體系的利率與資金成本受到管制，對於儲戶來說，存款利率過低無法消彌通貨膨脹所帶來的損失，但對於擁有特權的借款人，如國營企業，則是享有優惠的借款利率。因此，許多人抱持著樂觀的想法，認為一旦中國放鬆利率管制朝市場化邁進，影子銀行將會漸漸消失，並不會造成太大的衝擊。¹⁸

¹⁸ 參閱桑曉霓（2014），〈中國影子銀行最大風險仍是房地產〉，《*Financial Times*》，4月4日，<http://big5.ftchinese.com/story/001055619?full=y>。

一、中國房地產業的融資

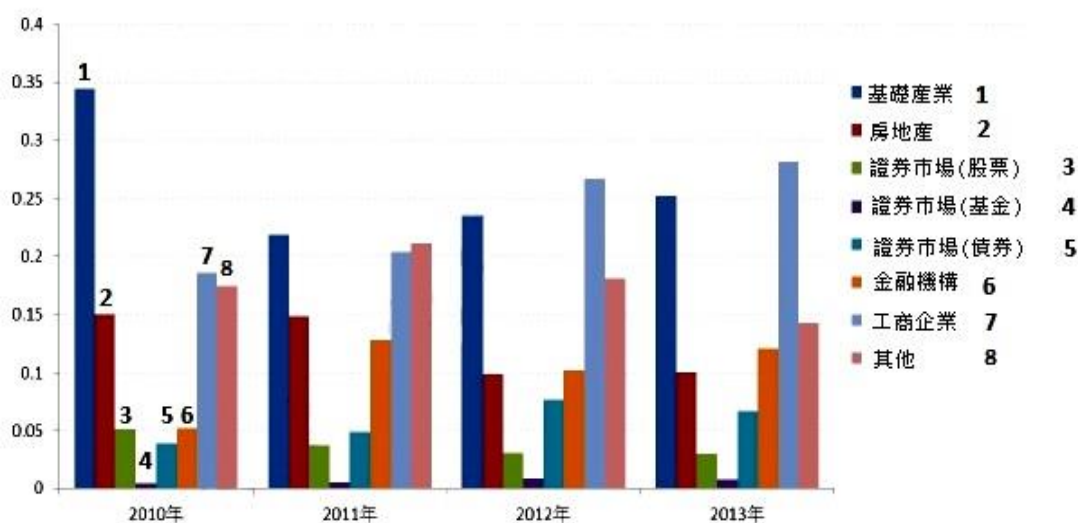
在中國政府的貨幣緊縮以及房市降溫政策下，地產開發商不易從正規的商業銀行獲得資金，尤其是資本較小的開發商。在此困境下，他們轉而求助於中國的影子銀行系統。如第三章第二節所述，中國影子銀行主要有四種存在形式。其中，中國影子銀行的存在形式中，規模最大者應該是信託公司。信託公司滿足投資者的需求，透過放貸給高風險客戶特別是房地產開發商來獲得高額報酬率。《*Financial Times*》的評論曾提到，中國領導階層尚未意識到信貸增長的負荷已經超出了他們所能控制的範圍。上海銀行間同業拆放利率（Shanghai Interbank Offered Rate，SHIBOR），在 2013 年 6 月 20 日已升至 14.33%，創造了中國改革開放以來的歷史記錄，而一個月前的隔夜拆放利率僅在 4% 左右。

獨立調查機構—Credit Sights 評論，影子銀行放貸已經遍及中國一線和二線的大城市，因為那裡的房地產價格正在飛速上漲。值得注意的是，較小的地產開發商資產負債表顯示至少 50% 的債務是從信託公司融資。事實上，信託公司投資於房地產業的比重一直很高，見圖 5-1，一旦信託公司或者其他影子銀行出現資金撤退等問題，那麼再融資壓力將加大。在房地產需求和價格不斷攀升的情況下，增加開發或許是以利可圖的，但誰能預料在大量的供給下，會不會有泡沫化的危機。顯然，這些事情很大程度上取決於，有關當局是否會有監管行動。Pettis，曾在 2013 年 6 月對於中國央行的“錢荒”事件做出評論：“除了信貸創造和擴張，中國人民銀行是一家幾乎沒有任何應對市場變化經驗的央行。”此為相當嚴厲的批評。¹⁹

¹⁹參閱于飛 (2013)，〈中國影子銀行體系支撐房地產〉，阿波羅新聞網，7 月 13 日，<http://tw.aboluowang.com/2013/0713/318991.html#sthash.zNp56ZD4.dpbs>。

二、中國房地產的泡沫化

除上述的鄂爾多斯的康巴什新區外，幾棟原本能住 1 萬名住戶的高層住宅成了尚未完工的爛尾樓，它們像可怕的幽靈一樣俯視著中國港口城市秦皇島。由於德大房地產開發有限公司(Deda Property Development)的資金鏈斷裂導致工程項目停擺，這正是先前幾章所提出的隱憂，然而，該公司已經售出了數百套住宅，造成許多買家的損失，所幸當地政府已經出面，成立了解決德大問題特別工作組，並安排資金重啟工程建設。其實開發商過度開發使得房屋存量過大，加上常住人口增長減緩的情況下，崩盤的案例勢必定會逐漸增加，現今中國很多區域已有「鬼城」的蹤影，應該將此視為一個警訊，如果情況繼續惡化，嚴重或許會導致房地產泡沫化。



資料來源：同圖 3-1。

圖 5-1：中國信託業主要投資方向—2010 至 2013 年

中國在過去的十年經濟急速成長，其中房地產建設貢獻了許多國內生產毛額，事實上，其中許多空城是由地方政府重金所打造。然而，在經歷了大規模投資潮後，許多城市正面臨著住宅供給過剩以及房地產企業資金短缺的問題，因此中國房地產市場如今正面臨龐大的危機。如上面所述，秦皇島的地方政府倉促地施以援手，很明顯的表示官員們也擔心著是否能成功穩定搖搖欲墜的房地產市場。其實德大的資金狀況只是冰山一角，還有更多知名的地產公司如恆大、佳兆業和萬科等企業，都在青島建設了許多高樓，甚至在出現問題的城市也都有開發項目。在過去五年間，投資者向這些企業提供了數百億美元的融資，因此後續的影響引人關注。

中國房地產市場的漲跌升降通常被認為會對全球產生重要影響，但這些影響大多是間接的，因為外國人在中國購買房子是受到許多限制。外國投資者大多透過投資債券的形式向中國房地產企業提供融資，由此逐漸累積規模龐大的風險並與中國房地產市場有更直接的關係。房地產債券一直是亞洲地區受歡迎的投資工具，一些房地產企業也十分依賴海外債券市場。房地產企業的許多借款利率都非常低。2013年3月，中國最大的房地產開發商—萬科，通過發行五年期債券募集了8億美元資金，每年僅支付2.6%的利率。從這個角度來看，市場上許多投資人認為該公司所發行的債券已經比很多國家所發行國債更值得信任，如巴西政府在同月發行的美元債券利率高達4.6%。²⁰然而，在此同時其他房地產公司所發行的債券收益率卻是大幅下降，反映的是，投資人的預期心理開始出現轉變，導因於中國的經濟成長正逐漸放慢腳步，加上房地產在某些地區供給過剩，也開始發出一些警訊，使得投資減弱。

²⁰ 參閱 Josh Noble (2014)，〈逆風下的中國房地產〉，《*Financial Times*》，4月15日，<http://house.cnyes.com/News/cnyeshouse/Content/20140415084331420152110.htm>。

第三節 影子銀行與中國地方債

近年來中國經濟成長速度減緩，且企業倒閉的消息頻傳，同時地方債也有隨時倒債的風險。根據《彭博商週》報導，北京主管機關近期首度公布，中國共計三十個包含直轄市及其他省分的 2014 年 1 月底負債佔稅收比例，其中山東省最低為 69%，重慶最高 156%，北京和上海也不惶多讓，分別為 135%與 123%。由上面的敘述可以知道，中國各地的地方債差異很大，而且不像負債比很高的加拿大安大略省，省政府可獨立調整稅源獲得更豐富的稅收。除此之外，這份報告還指出了，目前中國地方債最危險的地方是江蘇省和浙江省，因為這兩個省份今年到期的債務佔總債務 1/3 以上。

目前地方債的特色是向商業銀行舉債漸少，轉向依賴影子銀行等非正規的籌資管道，其中依賴信託產品最高的省市分別為，山西佔了 27%、重慶則佔了 15%，其他如浙江、江蘇和河北都超過 10%，然而，使用這些信託產品籌資，會使得地方政府監督這類債務的能力降低，也會讓市場投資者對判斷地方債務規模的能力降低，可歸因於影子銀行不受監管，因此無法準確獲得相關數據。²¹

2013 年底在中國政府所召開的中央經濟工作會議上，首次將地方債列為明年重要的監管任務之一，由下面表 5-1 地方財政主要收入以及表 5-2 地方財政主要支出，可以得到圖 5-2，從圖中可發現，中國地方政府赤字逐年擴大，因此未來將全力防控債務風險。由上面的敘述，可以發現地方債與影子銀行之間有密切的關係，一旦一方發生問題，另一方也無法倖免更別說是全身而退。深入探討可以發現，與地方債有緊密關聯的影子銀行類型主要為信託業，因為許多信託公司都有地方政府來

²¹ 參閱張東光 (2014)，〈外電：中國債務炸彈藏何處？〉，《大紀元》，3 月 31 日，<http://www.epochtimes.com/b5/14/3/31/n4119552.htm>。

表5-1：中國地方財政主要收入—2003至2012年

單位：億人民幣

項目	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
一般預算收入	9,849.98	11,893.37	15,100.76	18,303.58	23,572.62
稅收收入	8,413.27	9,999.59	12,726.73	15,228.21	19,252.12
國內增值稅	1,810.99	2,204.43	2,644.22	3,196.38	3,867.62
營業稅	2,767.56	3,470.98	4,102.82	4,968.17	6,379.51
企業所得稅	1,178.80	1,596.00	2,139.89	2,681.14	3,132.28
個人所得稅	567.24	694.82	837.97	981.54	1,273.78
資源稅	83.30	98.80	142.20	207.11	261.15
城市維護建設稅	546.71	669.74	791.02	933.43	1,148.70
房產稅	323.86	366.32	435.96	514.85	575.46
印花稅	91.11	123.62	161.47	202.55	316.60
城鎮土地使用稅	91.57	106.23	137.34	176.81	385.49
土地增值稅	37.28	75.04	140.31	231.47	403.10
車船稅	32.15	35.76	38.90	49.97	68.16
耕地佔用稅	89.90	120.09	141.85	171.12	185.04
契稅	358.05	540.10	735.14	867.67	1,206.25
煙葉稅					47.80
其他稅收收入					1.18
非稅收入					4,320.50
專項收入	341.73	490.74	648.75	951.88	1,088.16
行政事業性收費收入	714.13	904.63	1,073.70	1,320.27	1,543.69
罰沒收入	431.24	522.60	617.16	706.31	812.01
其他非稅收入					876.64

表5-1：中國地方財政主要收入—2003至2012年(續)

單位：億人民幣

項目	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
一般預算收入	28,649.79	32,602.59	40,613.04	52,547.11	61,078.29
稅收收入	23,255.11	26,157.43	32,701.49	41,106.74	47,319.08
國內增值稅	4,499.18	4,565.26	5,196.27	5,989.25	6,737.16
營業稅	7,394.29	8,846.88	11,004.57	13,504.44	15,542.91
企業所得稅	4,002.08	3,917.75	5,048.37	6,746.29	7,571.60
個人所得稅	1,488.08	1,582.54	1,934.30	2,421.04	2,327.63
資源稅	301.76	338.24	417.57	595.87	855.76
城市維護建設稅	1,336.30	1,419.92	1,736.27	2,609.92	2,934.76
房產稅	680.34	803.66	894.07	1,102.39	1,372.49
印花稅	361.61	402.45	512.52	616.94	691.25
城鎮土地使用稅	816.90	920.98	1,004.01	1,222.26	1,541.71
土地增值稅	537.43	719.56	1,278.29	2,062.61	2,719.06
車船稅	144.21	186.51	241.62	302.00	393.02
耕地佔用稅	314.41	633.07	888.64	1,075.46	1,620.71
契稅	1,307.54	1,735.05	2,464.85	2,765.73	2,874.01
煙葉稅	67.45	80.81	78.36	91.38	131.78
其他稅收收入	2.27	4.76	1.77	1.16	5.22
非稅收入	5,394.68	6,445.15	7,911.56	11,440.37	13,759.21
專項收入	1,353.45	1,413.28	1,742.71	2,695.01	2,819.96
行政事業性收費收入	1,761.98	1,957.50	2,600.37	3,635.36	4,202.34
罰沒收入	866.68	938.61	1,042.85	1,262.63	1,519.46
國有資本經營收入	690.09	940.25	1,012.74	1,198.86	1,335.91
國有資源(資產)有償使用收入	418.64	751.05	1,073.96	1,781.59	2,740.31
其他非稅收入	303.84	444.46	438.92	866.91	1,141.23

註：1.地方財政收入均為本級收入，不包括國內外債務收入。

2.國內增值稅不包括進口產品增值稅。

3.企業所得稅 2001 年以前只包括國有及集體企業所得稅，從 2001 年起，企業所得稅還包括除國有企業和集體企業外的其他所有制企業所得稅，與以前各年不可比。

4.數據已四捨五入至小數第二位。

資料來源：同表 3-1。

表5-2：中國地方財政主要支出—2007至2012年

單位：億人民幣

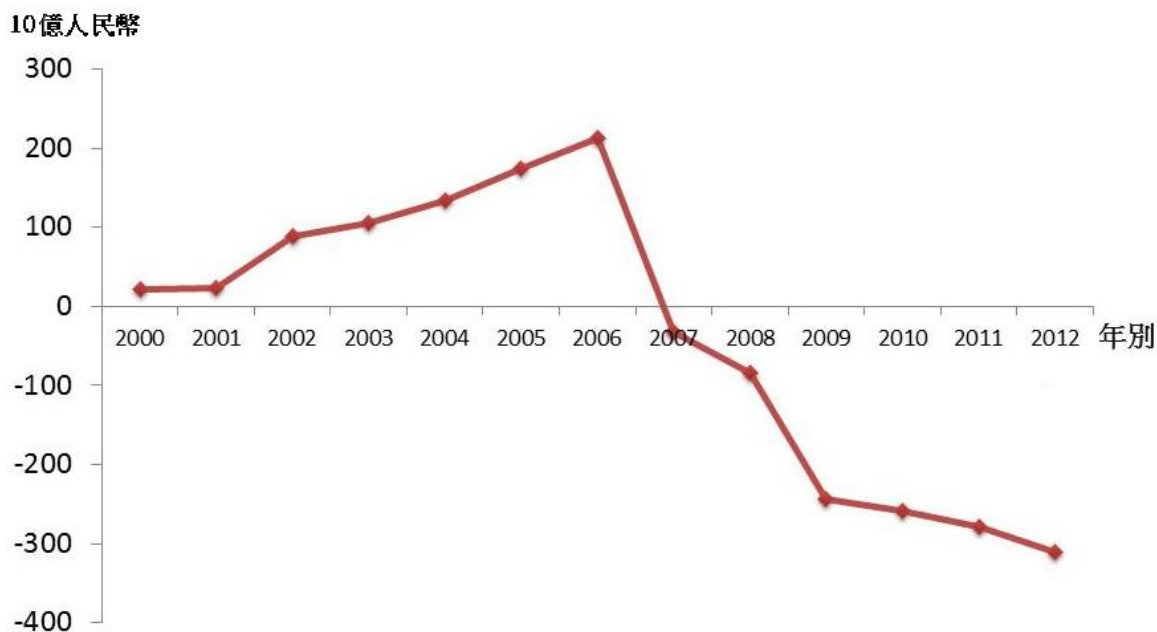
項目	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
一般預算支出	38,339.29	49,248.49	61,044.14	73,884.43	92,733.68	107,188.34
一般公共服務支出	6,354.07	7,451.37	8,080.00	8,499.74	10,084.77	11,702.14
外交支出	1.50	1.57	1.23	1.17	2.75	1.44
國防支出	72.59	79.81	126.09	157.02	198.29	210.54
公共安全支出	2,878.33	3,411.13	3,898.30	4,642.50	5,267.26	5,928.13
教育支出	6,727.06	8,518.58	9,869.92	11,829.06	15,498.28	20,140.64
科學技術支出	858.44	1,051.86	1,310.70	1,588.88	1,885.88	2,242.20
文化體育與傳媒支出	771.43	955.13	1,238.32	1,392.57	1,704.64	2,074.79
社會保障和就業支出	5,104.53	6,460.01	7,851.85	8,680.32	10,606.92	11,999.85
醫療衛生支出	1,955.75	2,710.26	3,930.69	4,730.62	6,358.19	7,170.82
節能保護支出	961.24	1,385.15	1,896.13	2,372.50	2,566.79	2,899.81
城鄉社區事務支出	3,238.49	4,191.81	5,103.76	5,977.29	7,608.93	9,060.93
農林水事務支出	3,091.01	4,235.63	6,401.71	7,741.69	9,520.99	11,471.39
交通運輸支出	1,133.13	1,440.80	3,578.37	3,998.89	7,166.69	7,332.57
資源勘探電力資訊等支出			2,370.89	2,996.65	3,547.26	3,934.53
商業服務業等事務支出				1,273.35	1,394.79	1,351.71
金融監管等事務支出			133.15	148.88	235.34	249.69
地震災後重建支出		735.87	1,043.85	1,094.64	174.45	103.81
國土資源氣象等事務支出				1,153.99	1,289.74	1,367.59
住房保障支出				1,990.40	3,491.87	4,068.71
糧油物資儲備管理等事務			1,437.19	676.84	729.49	731.09
國債還本付息支出			170.58	335.36	564.12	575.33
其他支出	2376.71	2,527.05	2,602.65	2,602.06	2,836.25	2,444.07

註：1. 地方財政支出均為本級支出，2000年以前不包括國內外債務還本付息支出和利用國外借款收入安排的基本建設支出。

2. 2007年起財政支出採用新的分類指標。

3. 數據已四捨五入至小數第二位。

資料來源：同表 3-1，



資料來源：同表 3-1

圖 5-2：中國地方財政的盈餘與赤字—2000 至 2012 年

作為支持，信託公司也成為地方政府融資的一個途徑，從某種程度上講，信託產品是地方債的另一種形式。根據中國媒體 2013 年 12 月中的報導，吉林信託有高達 10 億元的信託產品出現了兌付危機，吉林信託更發言表示，有可能這錢就無法償還了，投資者得自己承擔這個風險，和信託公司沒有關係。

追溯到 2007 年，有產品發行記錄的信託公司只有 42 家，到了 2012 年，數量上升至 67 家，而有地方政府做為支持的信託公司就高達 29 家，占總數將近一半，除此之外，擁有中央企業背景的信託公司也有 19 家。

²² 如今，地方債的風險已累積到一定的程度了，因此，除了中央召開工作會議制定監管及防堵政策外，還有許多學者提出相關建議，希望能夠

²² 參閱任義 (2013)，〈2014 年大陸六大經濟任務地方債被首次單獨列出〉，《大紀元》，12 月 14 日，<http://blog.udn.com/chinanewsreviewvideo/9936631>。

消彌地方債的所帶來的風險。接下來，整理了政府和學者對於解決地方債的方法與建議。

長期以來，地方政府為了達到中央所追求的經濟成長目標，承受壓力可以說是非常的大，不只如此，還受到中國預算法的限制，因此，地方政府只能依賴融資平台籌集資金，在各地興建政府機構或是重大公共建設，並同時炒熱房地產以刺激經濟成長。然而，在政府的緊縮貨幣政策之下，向商業銀行此類融資平台借款十分困難，只能轉向依賴影子銀行融資。由於影子銀行承載的融資風險過高同時資金的供給也不穩定，並不利地方建設的長久發展，因此依賴影子銀行獲得貸款，不能有效且持續的解決中國城鎮化資金來源的問題。2009年，中央決定由財政部代為地方政府發行2000億元的地方政府債券。2011年，中央試點上海、浙江、深圳、廣東四個省市自行發債，2013年擴大到上海、浙江、深圳、廣東、江蘇、山東六省市。到2014年已增加為上海、浙江、深圳、廣東、江蘇、山東、寧夏、青島、北京、江西十省。以往均由財政部代為辦理且負責還本付息，而後中央讓地方政府試點自行發債，但2014年試點的十省市則強調自發自還，意即試點的十個省市，在國務院批准的發債規模限定額度內，自行辦理本地區政府債券的發行、支付利息和償還本金等相關事務，同時引入市場信用評等機制。

學者也建議學習美國的經驗，由中央統一建立一個地方政府的債券發行辦法，藉此透過自由的市場機制來解決地方政府建設以及城鎮化的資金需求。地方政府債券的運行辦法，從發行、評估、次級市場交易到最後的監管等，都必須嚴謹的規範。如此一來，可以為中央解決地方建設的資金來源問題，也可同時為社會閒置的資金提供一條安全的投資管道，進而促進中國金融市場朝向多樣化發展。

第四節 結語

中國目前影子銀行、地方債和房地產泡沫化的問題備受關注，三者之間有密切的關聯，甚至會引發連鎖效應，一旦同時爆發，所造成的負面影響或許將更甚 2008 年的金融海嘯。

中國政府的貨幣緊縮以及房市降溫政策下，地產開發商不易從正規的商業銀行獲得資金，尤其是資本較小的開發商。在此困境下，他們轉而求助於中國的影子銀行系統。然而，在經歷了大規模投資潮後，許多城市正面臨著住宅供給過剩以及房地產企業資金短缺的問題，因此中國房地產市場如今正面臨龐大的危機。除此之外，中國各地的地方債差異很大，而且省政府沒有權力獨立調整稅源，因此無法藉由豐富的稅收來建設地方，只能藉由融資的方式來獲得資金，然而，在政府的緊縮貨幣政策之下，向商業銀行此類融資平台借款十分困難，只能轉向依賴影子銀行融資。由於影子銀行承載的融資風險過高同時資金的供給也不穩定。

在中國生產力逐漸降低，經濟成長的速度已漸趨緩慢的情況下，使得，影子銀行的問題也漸漸浮上檯面，一旦影子銀行的危機爆發，牽連甚廣，地方債有很大的機會崩盤，房地產的泡沫也會加速破滅，如此一來將掀起中國的金融危機，所產生的負面衝擊無法想像。

第六章 結論與建議

近年來，影子銀行在中國迅速發展，除了對提升中國實體經濟及中小企業的融資發揮了積極作用，也逐步推動金融市場化。因此，現階段，中國影子銀行有其客觀存在和快速發展的必然性，同時，它非常規的增長顯示了正規銀行體系的缺陷。影子銀行體系發展雖具有合理性和創新性，但也醞釀了龐大的系統性風險。目前，中國有關當局已對影子銀行體系做出監管規範，然而，監管政策的針對性、完備性和可預期性仍有待加強。

第一節 研究結論

2008 年金融危機發生後，影子銀行這個金融名詞，開始廣受討論。它一度被認為是造成金融危機的罪魁禍首，自此各界開始重新審視這個金融創新帶來的風險與影響。近年來，中國影子銀行發展迅速，對中國的影響日漸加劇，也引起有關當局與國內外學者的關注。因此本研究致力於了解中國影子銀行體系，以及其對中國經濟各方面的影響，結果可歸納如下：

1. 中國影子銀行促使商業銀行提升競爭力

中國直接融資渠道的發展和金融深化正在進行，促使商業銀行經營模式改變，商業銀行可以主動的將資產和負債從表內轉移到表外以規避法律的約束，這一連串商業銀行所主導的表外融資行為，構成了內部影子銀行。由此可知商業銀行牽引著影子銀行的發展，同時影子銀行的發展也會促使商業銀行推動更多業務。可以預期的是商業銀行為保持競爭力，未來在政策與法規的許可範圍下，會更注重推行綜合化經營。

2. 中國影子銀行為金融創新的成果

中國金融市場上有諸多限制，發展也尚未成熟，除了缺乏良好的理

財工具，同時在通貨膨脹高於存款利率的情況下有貨幣貶值的風險，此時影子銀行的出現，正好為這些閒置的資金提供了高報酬的投資機會；在中國實施貨幣緊縮政策時，影子銀行也紓解了企業融資的需求。中國的金融體系雖然不如先進國家發達，但許多學者對於影子銀行的存在給予正面的支持，認為中國影子銀行的本質就是傳統商業銀行金融創新的成果，也認為其有存在的必要。

3. 中國影子銀行缺乏完善運作機制

中小企業向民間金融機構借款，雖然較商業銀行手續簡易且審核快速，然而，借貸成本過高，最終難以成為中小企業的首選融資管道。現階段中國的民間借貸並沒有完善的運作的機制，降低了中小企業的融資意願；再加上中國施行緊縮的貨幣政策使得中小企業更加不易通過銀行信貸同時外部環境經營困難，迫使大部分中小企業只能艱難維持營運。

4. 中國影子銀行引發許多總體問題

2008年中國政府的4萬億元投資計劃，有很大的部分投入於地方建設，歸因於政府為了短期內看到經濟成長之效，以巨額投資支撐高速增長；同時影子銀行也與房地產的投資密切相關，雙重效應之下，製造了不少『鬼城』，也加劇房地產泡沫化的危機。另外，地方政府為了達到中央所追求的經濟成長目標，受限於政府的緊縮貨幣政策之下，向商業銀行此類融資平台借款十分困難，只能轉向依賴影子銀行融資，地方舉債規模越來越重，然而，影子銀行承載的融資風險過高同時資金的供給也不穩定，並不利地方建設的長久發展。政府在2014年試點十個省市發行地方債券，試圖穩健地方的債務危機。

第二節 政策建議

影子銀行的發展為一體兩面，其中有利也有弊不可一概而論。許多學者對其持有正面的看法認為影子銀行的發展有助於中國金融體系的完善，進而提高資金使用效率，並促進經濟的成長。另一方面，影子銀行目前在中國並沒有受到有效的監管，這些機構產生的市場流動資金也就不會被政府瞭解並計入，甚至與政府掌握的數字相去甚遠。這種情況就會影響到政府對市場實施監管政策的有效性，勢必會給中國金融市場帶來一定程度的危害及風險。在此情況下，有關當局並不應該一味抑制影子銀行的發展，而是應該採取積極的態度制定監管辦法。下面將提出政策建議，以供參考：

1. 中國應健全法規，強化金融基礎建設

相對於發達國家，中國影子銀行尚未形成複雜的金融衍生工具，其監管相對直接。在發展初期進行有效監管，將有利於影子銀行的風險控制和正面發展。中國目前雖有制定了國辦發 107 號文，然而，文中缺乏對影子銀行的業務風險作出量化的要求，因此份文件被視為規範的框架，欠缺具體的操作細則，並按照目前“分業經營、分業監管”的職責，因此各部門之間的數據信息缺乏統一口徑，監管區域也缺乏協調，容易形成灰色地帶。未來應立法嚴格監管超範圍經營和監管套利行為，由各監管部門進一步訂定相關措施落實監管責任相應的法律措施，即明確監管制度，建立共享的金融業綜合統計監測體系。

2. 中國應對不同形式的影子銀行機構和業務活動進行差別化監督

對於擔保公司、小額貸款公司、典當行等機構，需要監管部門加強合法、合規的日常監管，制止和打擊其違法違規行為，使其發揮正常的經濟功能。對於信託投資公司、資產管理公司、金融租賃公司等機構，則需要制定相應的資本充足率考核標準、資產損失提撥等考核要求，增

加其承擔風險的能力，並同時減弱其從事高風險業務活動。除此之外，為了防止影子銀行體系的風險與傳統銀行體系傳染，應適度限制影子銀行與傳統銀行之間的業務關聯，形成影子銀行風險向傳統銀行傳染的防火牆。

3. 中國應完善規範影子銀行體系的信息披露機制

設計適當且完善信息披露機制，將成為未來對影子銀行監管的重點，央行要發揮其市場監管者的作用，定期匯總、分析並發布市場數據，定期公布影子銀行機構的相關信息，建立高效統一的信息共享平台，以提高金融市場和金融產品的透明度，同時加強對信用評級機構信息披露的監管來確實維護投資者的合法效益；並嚴厲制止不完善的場外交易信息披露機制與監控機制，限制高槓桿金融運作活動，降低交易風險。

參考文獻

- 王智軼 (2014)，〈影子銀行對金融體系的影響及國內現狀研究〉，《對外經貿》，225，頁100-103。
- 王達 (2012)，〈論美國影子銀行體系的發展、運作、影響及監管〉，《國際金融研究》，1，頁35-43。
- 巴曙松 (2009)，〈加強對影子銀行的監管〉，《中國金融》，14，頁13-15。
- 方韡 (2013)，〈中國影子銀行的現狀及其利弊淺析〉，《北方經貿》，4，頁103-104。
- 尹繼志 (2013)，〈影子銀行體系的業務運作、風險特徵與金融監管〉，《金融與經濟》，4，頁35-39。
- 汪昱 (2013)，〈國內影子銀行的發展與監管〉，《科教文化》，246，頁197-199。
- 武文超 (2013)，〈國內外影子銀行體系差異及監管對策分析〉，《中洲學刊》，204，頁36-39。
- 李義奇 (2013)，〈對我國影子銀行業務的一些看法〉，《征信》，173，頁4-6。
- 紀漢霖、李曙 (2013)，〈我國影子銀行體系研究〉，《金融經濟》，14，頁25-27。
- 常江紅 (2014)，〈國內影子銀行對中小企業融資影響問題的初步研究〉，《價值工程》，2，頁143-144。
- 高笑笑 (2013)，〈中國影子銀行法律監管問題的研究—以美國法律監管為借鑒〉，《社科縱橫》，28，頁157-158。
- 徐軍輝 (2013)，〈中國式影子銀行的發展及其對中小企業融資的影響〉，《財經科學》，299，頁11-20。
- 袁增靈 (2011)，〈中外影子銀行體系的本質與監管〉，《中國金融》，1，頁82-83。
- 柴靜蓉 (2013)，〈從影子銀行看我國的金融發達〉，《時代金融》，516，頁126-128。
- 商旭 (2013)，〈影子銀行發展對國內各中小企業融資產生的影響〉，《財經界》，17，頁27。
- 陳繼勇、甄臻 (2013)，〈後危機時代中美影子銀行形成機制、風險特徵比較及對

- 策研究〉，《武漢大學學報》，6，頁90-96。
- 鹿朋 (2013)，〈中國影子銀行體系的發展與影響—基於國際比較視角的政策選擇〉，《北京科技大學學報》，2，頁62-67。
- 黃群清、祖平奕 (2013)，〈淺析中國影子銀行〉，《時代金融》，523，頁142。
- 趙壘、高龍 (2013)，〈論影子銀行在我國發展的必然性〉，《時代金融》，517，頁156-164。
- 董文華 (2013)，〈淺析我國影子銀行現狀及監管政策〉，《財經界》，17，頁10-12。
- 鄭誠 (2013)，〈中國影子銀行〉，《現代經濟信息》，15，頁341。
- Adrian, T. and H. Shin (2010), "The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-2009," *Annual Review of Economics*, 2, pp. 603-618.
- Epstein, G. A. (2005), "Financialization and the World Economy," *Northampton: Edward Elgar Press*, pp. 7-9.
- Gorton, G. and A. Metrick (2010), "Regulating the Shadow Banking System," *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp. 261-312.
- Pozsar, Z., T. Adrian, A. Ashcraft, and H. Boesky (2010), "Shadow Banking," *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, p. 458.
- Pozsar, Z. (2011), "Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System," IMF Working Paper, WP/11/190, International Monetary Fund.