

中國大陸金融扭曲之原因與影響

呂 桂 玲

摘 要

自 1978 年中國大陸改革開放以後，經濟快速成長，惟其金融市場開放步調較慢，存在利率管制及政府對國營企業之銀行借款提供隱性保證，造成資金配置效率不佳等金融扭曲現象。

2015 年 10 月起金融機構存放款利率雖已市場化，惟中國人民銀行仍以非正式指引方式刻意壓低銀行利率；放款方面，為避免效率較低的國營企業因民營企業競爭而倒閉，導致失業等社會問題，政府提供國營企業銀行借款之隱性保證仍存，影響所及，國營企業較民營企業容易取得銀行信用，且所支付之借款利率亦較民營企業低。

在存款利率刻意壓低與隱性保證的金融扭曲下，因存款者接受較低的存款利率致銀行可獲取較高的利潤；且由於政府為國有商業銀行的主要股東，可將所獲得的高額銀行

股利支持銀行資金貸放國營企業。若遇經濟不景氣，經營效率較差的國營企業將無力償債，並以債養債，進而累積大量的銀行呆帳，致金融風險升高，且在資金使用缺乏效率之下，不利經濟成長。

根據 Anzoategui et al. (2015) 實證模擬結果，中國大陸若能去除利率管制及隱性保證，可提升其總要素生產力，並以較少的資本提高產出。惟因國營企業銀行借款的隱性保證為各國普遍現象，不易去除，因此朝國營企業改革方向較為可行。2016 年 2 月官方遂提出「國營企業十項改革試點」計畫，選擇 3 至 10 家不等之國營企業試點改革，以市場化方式強化公司治理，並引進非國有資本，將國營企業改為混和所有制。惟該項改革將影響國營企業既有的壟斷利益，市場預期改革障礙大，成效恐有限。

一、前 言

多數經濟體在金融發展過程，官方會透過干預匯率、利率管制、課稅或補貼等方式，維持金融市場的穩定發展以促進經濟成

長，惟可能扭曲資金分配，肇致金融風險升高或經濟成長下滑等負面影響。例如美國在 1930 年代為確保銀行穩健經營，以規則 Q

(Regulation Q) 對存款設利率上限，但至 1960 年代以後，因存款利率過低，造成其他具存款性質且獲利率較高之貨幣市場共同基金受到大眾歡迎，大量銀行存款流失，導致銀行資金難以滿足經濟發展需要的金融扭曲 (financial distortions) 現象，隨後利率方逐漸自由化 (註 1)。

中國大陸金融扭曲之情況與美國不同。自 1978 年改革開放以後，為穩定金融體系而管制利率，另為避免經營效率不佳的國營企業倒閉影響社會安定，政府對國營企業之銀行借款提供隱性保證 (implicit guarantees)，致生產效率較低的國營企業較易自銀行取得資金，並排擠經濟效率較佳的

民營企業對銀行之借款 (註 2)，這種資金分配扭曲現象，造成資金使用效率下降及國營企業債務大量累積，隨近年經濟成長下滑，已造成金融風險升高及產出持續下滑之壓力。

本文首先說明中國大陸因銀行利率管制及政府對國營企業之隱性保證，造成的金融扭曲現象及其影響，並引用 Anzoategui et al. (2015) (註 3) 及 Ferri 及 Liu (2010) (註 4) 之實證研究，發現中國大陸國營企業因有隱性保證，得以較優惠條件獲得銀行借款，及探討去除利率管制及隱性保證後可提升經濟成長之原因；結論則說明中國大陸國營企業改革之最新進展。

二、金融扭曲現況：利率管制及隱性保證

自 1978 年中國大陸改革開放以後，經濟快速成長，目前已為全球第 2 大經濟體，惟其金融市場開放步調較慢，存在部分管制及政府干預，造成資金運用效率不佳等金融扭曲現象。

(一) 銀行存放款利率管制解除，惟人行仍以非正式指引壓低利率

中國人民銀行對金融機構之人民幣存放款利率管制 (interest rate regulations) 自 2004 年起逐步開放 (見附錄 1)，至 2013 年 7 月才取消放款利率管制，2015 年 10 月再取消存款利率上限之管制 (見圖 1)。取消存款利率上限以前，一些類銀行存款之金融商品如貨幣市場基金的年收益率普遍高於 1 年期銀行

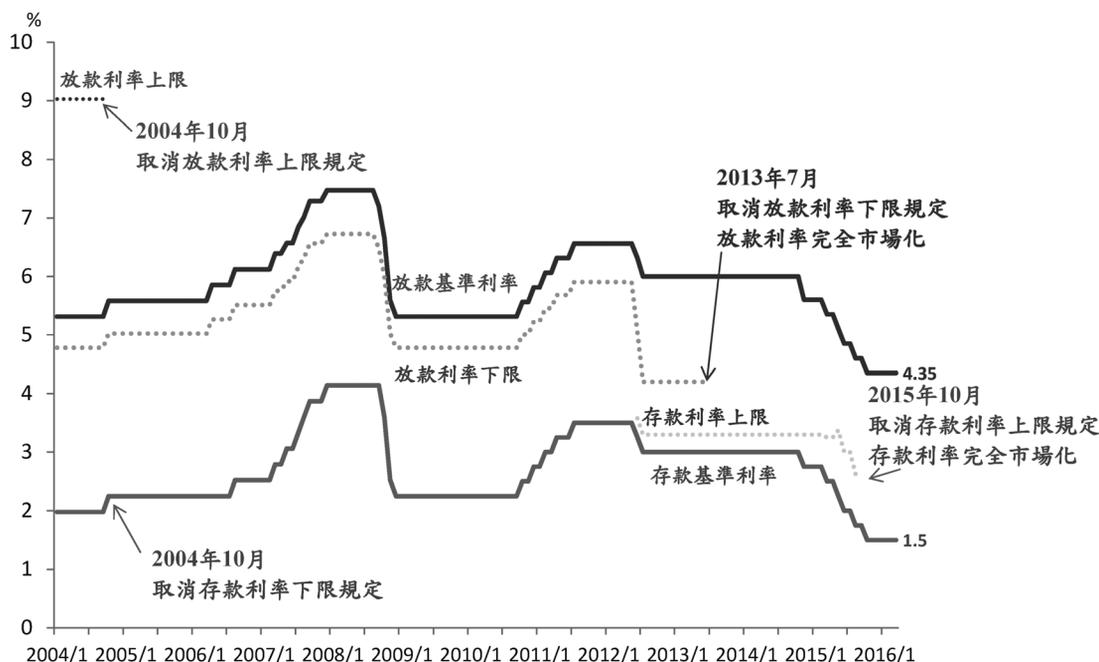
(註 1) 至 1986 年 1 月美國所有的利率限制才完全取消，參見 Baklanova, Viktoria (2010) 及李智仁 (2013)。

(註 2) 部分文獻認為中國大陸金融扭曲也包括民營企業的資金需求被排擠在正規金融體系之外，導致影子銀行等非正規銀行體系的蓬勃發展，並使得中國人民銀行透過正規銀行體系所執行的貨幣政策傳導至實體經濟之效果不彰。參考黃益平、紀洋及譚語嫣 (2016) 及胡勝正 (2014)。

(註 3) 參見 Anzoategui, Diego, Mali Chivakul and Wojciech Maliszewski (2015)。

(註 4) 參見 Ferri, Giovanni and Li-Gang Liu (2010)。

圖 1 中國大陸金融機構 1 年期存放款利率



資料來源：中國人民銀行

存款利率約 2 個百分點（註 5）（見圖 2），可見，銀行存款利率因受到上限制呈偏低情況。存款利率市場化後，金融機構可自主訂定存放款利率，惟中國人民銀行仍以非正式指引方式刻意維持偏低的存款利率（註 6），金融機構所公告的 1 年期存款利率仍維持與中國人民銀行設定之 1 年期存款基準利

率 1.5% 相同（註 7），不僅低於經濟成長率，且扣除通膨率後已經為負利率（註 8）。

由於中國大陸採嚴格的資本帳管制，家計部門除將儲蓄資金存放銀行外，只能購買房地產、股票、債券及一些財富管理商品，但這些非存款之資產因市場規模小（註 9）或價格波動大，容易招致損失。在缺乏穩定收

（註 5）Anzoategui, Diego, Mali Chivakul, and Wojciech Maliszewski (2015) 計算在利率市場化之前，由銀行發行且未受利率上限限制的財富管理商品（是一種類銀行存款的金融商品）之年收益率約 4-6 個百分點，高於銀行存款利率。

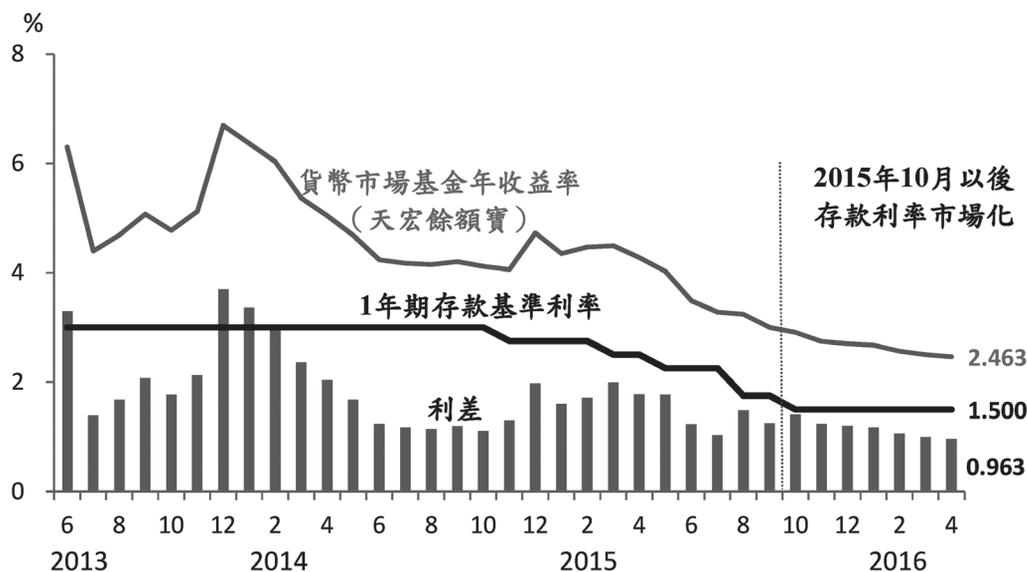
（註 6）Financial Times (2015) 指出，中國人民銀行一向以非正式的指示（informal instruction），要求大型商業銀行不得提高存款利率。

（註 7）目前中國大陸商業銀行收受之各期別人民幣存款牌告利率仍為中國人民銀行設定之金融機構之存款基準利率，並未因利率市場化而調整存款利率。

（註 8）中國大陸 2016 年第 1 季經濟成長率為 6.7%，2016 年 4 月 CPI 年增率為 2.3%。

（註 9）根據中國國家統計局公布之 2015 年底社會融資規模資料，非金融機構發行之股票及債券餘額占總社會融資規模（包括向銀行借款、發行股票及債券、向銀行的表外項目融資）的 12.6%，遠低於銀行借款的 69.1%。

圖 2 中國大陸存款利率與貨幣市場收益率



說明：天宏餘額寶貨幣市場基金為中國大陸規模最大之貨幣市場基金，市占率約 18%。
資料來源：中國人民銀行、新浪理財 (<http://finance.sina.com.cn>)

益的投資管道下，銀行存款規模因而持續擴增，2016 年 3 月底中國大陸金融機構收受之人民幣存款餘額為 141 兆 1,183 億人民幣，過去 10 年間（2006~2015 年）平均年增率為 16.9%。

(二) 政府對國營企業之銀行借款提供隱性保證，致國營企業較民營企業能以較低借款利率取得銀行貸款

中國大陸在改革開放後，民營企業開始參與市場，然而為避免經營效率較低的國營企業因競爭而倒閉（註 10），進而產生失業等社會問題，政府遂提供國營企業銀行借款

違約之支付保證，稱為隱性保證。由於政府保證兌付，金融機構易被誘導以較低利率，將資金貸放給國營企業，而不重視其償債能力，隱性保證因而扭曲金融機構的放款決策。

一些實證研究或統計資料發現，中國大陸國營企業較民營企業能以較低的借款利率取得銀行貸款。其中，Anzoategui et al. (2015) 根據 2012 年世界銀行之企業調查資料做研究，實證結果顯示中國大陸之國營企業較民營企業易取得融資；此外，Ferri 及 Liu (2010) 的實證研究結果顯示，2000 年代早

（註 10）根據 2015 年中國統計年鑑資料，2014 年中國大陸國營企業獲利率（2014 年利潤總額除以資產總額）為 3.04%，低於民營企業的 11.05%。

期至中期，即使已將不同產業或不同企業之特性納入影響銀行放款利率之因素，中國大陸國營企業之借款依然可取得較優惠利率，低於民營企業約 2 個百分點。另根據中國國

家統計局資料，民營企業利息支出占總負債比重較國營企業高（見圖 3），亦顯示國營企業之借款利率較民營企業為低。

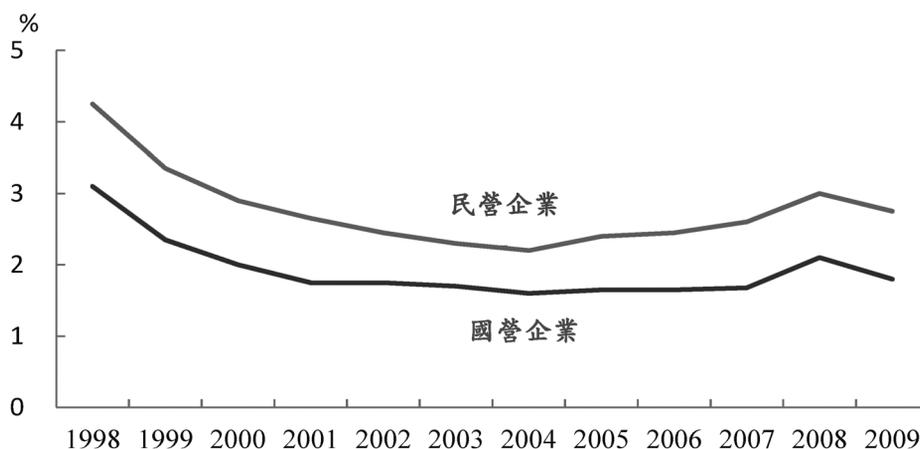
三、金融扭曲之代價：金融風險升高，波及經濟成長

在中國人民銀行刻意壓低存款利率與政府對國營企業之隱性保證等金融扭曲下，一方面，因存款者接受較低的存款利率，致銀行可獲取較高的利潤；另一方面，由於政府為國有商業銀行的主要股東，可將所獲高額の銀行股利支持銀行資金貸放國營企業。這種金融扭曲所付出之成本由社會大眾共同負

擔，並使資金使用在缺乏生產效率的國營企業。若遇經濟不景氣，國營企業可能無力償債，導致以債養債，進而推升金融風險，且在資金使用缺乏效率下，損及經濟成長。

1990 年代後期，中國大陸曾發生國營企業呆帳遽增情況。為避免銀行因呆帳過高而倒閉，1999 年政府成立 4 家資產管理公司收

圖 3 企業利息支出占企業負債之比重



資料來源：Anzoategui, Diego, Mali Chivakul, and Wojciech Maliszewski (2015)

購國有商業銀行之不良放款，至 2000 年代中期，銀行累計呆帳超過 GDP 的 20%（註 11）。

近年因中國大陸經濟及企業獲利走緩，企業債務相對 GDP 比重在 2007 年至 2015 年間增加約 6 成（註 12），且伴隨不良放款比率急遽增加（註 13），企業債務風險浮現。2016 年 5 月 10 日國際評等機構穆迪

（Moody's）發布報告指出（註 14），中國大陸整體債務規模已達 GDP 的 280%，其中國營企業負債相對 GDP 約 115%，占整體債務的 41%，其中絕大部分為銀行借款，將造成銀行風險上升，並強調國營企業改革之重要性，否則隨時間推移，政府承擔的成本將持續增加。

四、實證模擬結果：消除金融扭曲，以有效運用資金，提升經濟成長

為了解利率管制及隱性保證對中國大陸總體經濟之影響，Anzoategui et al. (2015) 建立一般均衡模型，首先模擬去除利率管制，惟存在隱性保證對相關經濟金融指標之影響效果；之後再模擬取消二者後之影響效果。

（一）取消存款利率上限，惟隱性保證存在，將惡化資金配置效率

中國大陸雖自 2015 年 10 月起取消存款利率上限管制，使存放款利率完全市場化，但政府對國營企業仍提供隱性保證。在此情況之下，模擬結果顯示，金融機構存款利率將上升、放款利率下降、國營企業勞動雇用比重增加、資本產出比重上升、總要素生產力下降及 GDP 擴增（如圖 4 及表 1）。

值得一提的是，雖然利率已市場化，惟由於官方對國營企業提供隱性保證，資金較易流向國營企業，導致總要素生產力進一步下降，顯示在隱性保證下，利率市場化反使資金使用效率更差。

（二）取消存款利率上限且去除隱性保證將提升經濟成長

若利率已市場化，加以去除政府對國營企業的隱性保證之情況下，模擬結果顯示，存款利率將下降、民營企業放款利率下降、國營企業放款利率上升、國營企業勞動雇用比重降低、資本產出比重下降、總要素生產力提升及 GDP 擴增。結論中較為特別的是，去除隱性保證後，由於總要素生產力提升，因此可以較少的資本量擴增 GDP（註 15）（如圖 5、表 2 及附錄 2）。

（註 11）參見 Ma, G. (2006)。

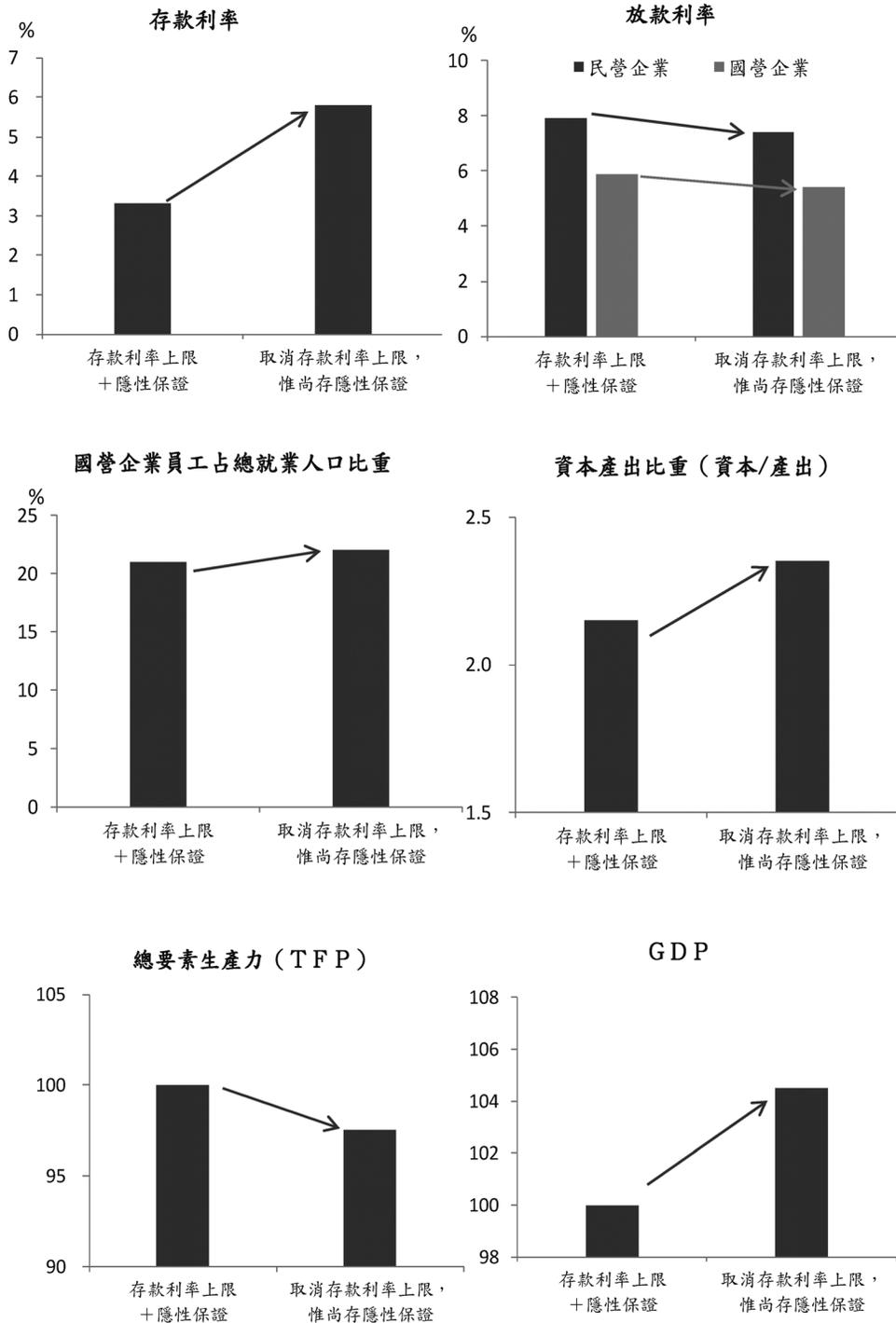
（註 12）根據 BIS 統計，2007 年中國大陸企業債務占 GDP 比重為 154.1%，至 2015 年第 2 季上升至 243.1%，成長約 6 成。

（註 13）中國大陸銀行不良放款比率自 2012 年的 0.95% 持續升至 2015 年第 3 季 1.59%。

（註 14）參見 Moody's Investors Service 於 2016 年 5 月 10 日發布之新聞稿「穆迪發表對中國或有負債的觀點」。

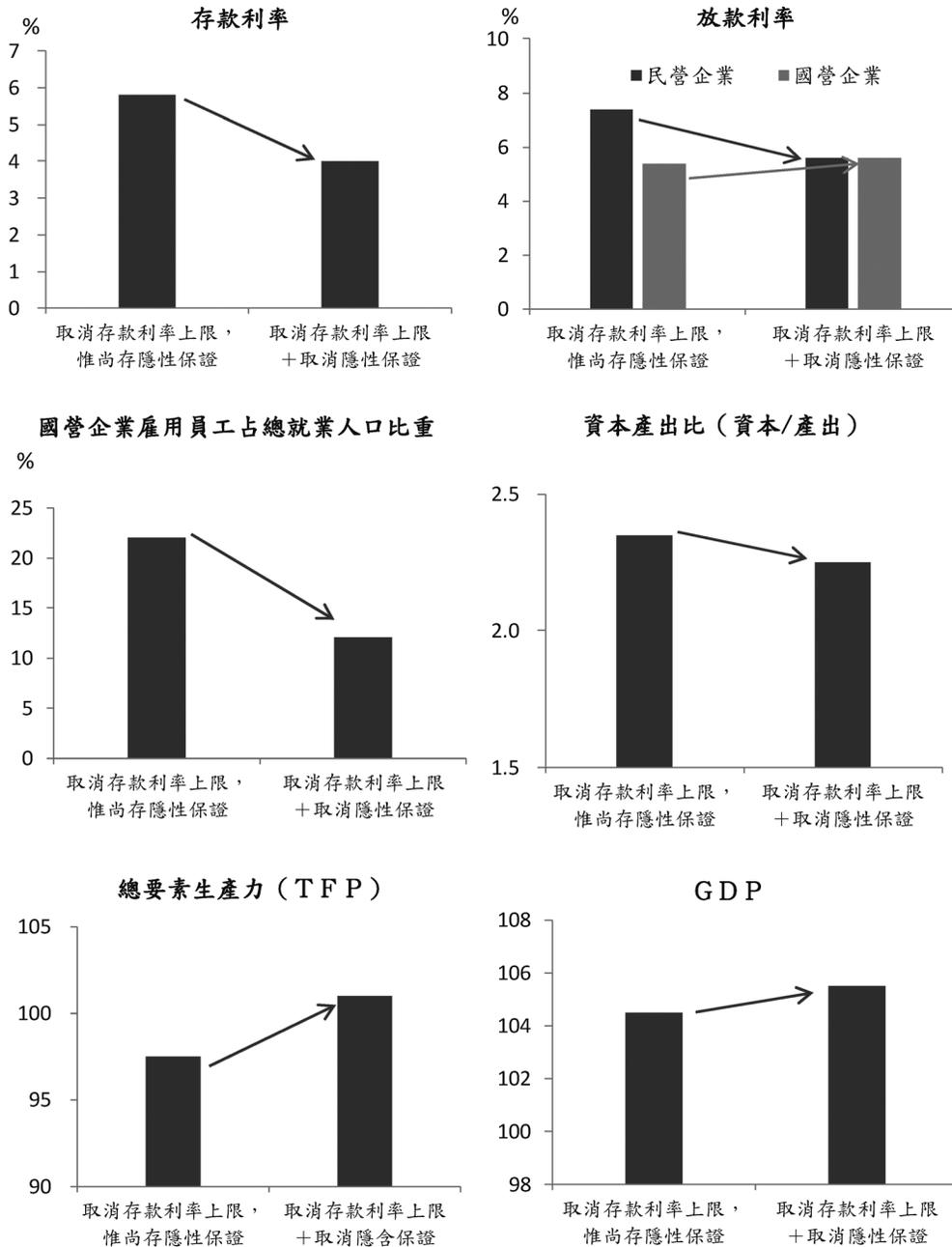
（註 15）去除政府對國營企業之隱性保證後，國營企業資金需求減少，銀行會調降利率將資金貸放給民營企業，由於民營企業投資增加，產出擴增，使社會儲蓄增加，進而使資金供給增加，惟整體供需均衡的資本量變動方向則不一定。依模擬結果，資金需求減少部分大於資金供給增加部分，因此均衡資本量係減少（見附錄 2）。

圖 4 存款利率市場化（取消存款利率上限，惟尚存隱性保證）之效果



資料來源：Anzoategui, Diego, Mali Chivakul, and Wojciech Maliszewski (2015)

圖 5 存款利率自由化（取消存款利率上限）且取消隱性保證之效果



資料來源：Anzoategui, Diego, Mali Chivakul, and Wojciech Maliszewski (2015)

表 1 存款利率市場化，惟尚存隱性保證之影響效果說明

| 被影響之經濟指標 | 影響效果 | 原因說明 |
|------------------|------|----------------------------------|
| 存款利率 | 上升 | 銀行為吸收資金，而提高存款利率 |
| 放款利率 | 下降 | 因存款增加，銀行進而調降放款利率 |
| 資本密集度 (資本/產出) | 上升 | 放款利率下降，企業資金成本較低，提高資本投入 |
| 國營企業員工占總就業人口比重 | 上升 | 銀行新增資金較多流向有隱性保證的國有企業，致國有企業雇用員工增加 |
| 總要素生產力(TFP) | 下降 | 新增的存款資金多流向生產效率較差的國有企業，致總要素生產力下降 |
| GDP | 上升 | 因資本投入增加，使 GDP 擴增 |

資料來源：Anzoategui, Diego, Mali Chivakul, and Wojciech Maliszewski (2015)

表 2 存款利率市場化並去除隱性保證後之效果說明

| 被影響之經濟指標 | 影響效果 | 原因說明 |
|------------------|------------------|--|
| 存款利率 | 下降 | 國營企業之銀行借款不再有隱性保證，致市場資金有效需求減少，另一方面，因民營企業生產效率佳，所得及儲蓄增加，致資金供給增加，兩者均使存款利率下跌。 |
| 放款利率 | 民營企業下降 國營企業上升 | 民營企業經營效率較佳，國營企業效率較差，銀行調降對民營企業放款利率，調升對國營企業之放款利率，而平均放款利率下降。 |
| 資本密集度 (資本/產出) | 下降 | 實證結果，由於資金需求減少程度大於資金供給增加幅度，致總資本減少及資本密集度下降。 |
| 國營企業員工占總就業人口比重 | 下降 | 國營企業之銀行借款不再有隱性保證，致國有企業雇用員工減少。 |
| 總要素生產力(TFP) | 上升 | 生產較有效率之民營企業取代國營企業獲得銀行放款，致總要素生產力上升。 |
| GDP | 上升 | 總要素生產力上升，使 GDP 擴增。 |

資料來源：Anzoategui, Diego, Mali Chivakul, and Wojciech Maliszewski (2015)

五、結論：國營企業改革始能解決金融扭曲問題， 惟改革障礙大，成效恐有限

雖然中國大陸的金融機構存放款利率已完全市場化，惟市場化前後存放款利率變化不大，主要因中國人民銀行仍以非正式指引方式控制銀行利率。存款利率雖低，但因民眾投資管道不足，儲蓄仍多存放銀行。由於政府對國營企業之銀行借款提供隱性保證，銀行多以較低利率貸放給國營企業。

大量銀行資金流向效率較差的國營企業，若遇經濟不景氣，將造成國營企業的償債能力問題，只要隱性保證存在，國營企業將以債養債，其銀行借款將繼續累積攀高，致償債壓力及金融風險逐漸升高，最終影響經濟成長。

根據 Anzoategui et al. (2015) 實證模擬結果，利率市場化後，若能去除隱性保證，不僅可提升總要素生產力，亦能有效運用資本，達到促進經濟成長目的。惟因國營企業銀行借款的隱性保證為各國普遍現象，中國大陸金融機構及大型企業多為國營，隱性保證結果導致大量資金運用效率不佳。因此，

推動國營企業改革如提高國營企業經營效率或推動國營企業民營化等，以降低對隱性保證的依賴，才能解決金融扭曲問題。

惟由於國營企業改革涉及龐大壟斷利益，政府改革步調相當緩慢。2015 年以前，國營企業改革方面未有重大進展，2015 年亦僅提出國營企業走向「混合所有制」（註 16）的改革方向與原則（註 17）。至 2016 年 2 月官方才提出較具體的「國營企業十項改革試點」計畫（見附錄 3），執行方式是選擇 3 至 10 家不等之國營企業進行改革，主要包括強化公司治理及進行企業合併重組或改為混和所有制，前者如薪酬差異化及以市場化方式選聘經營管理者或專業經理人，後者則著重在中央企業的合併重組，特別針對電力、石油、天然氣、鐵路、民航、電信及軍工等國營企業引進非國有資本，進而將國營企業改為混和所有制。由於該改革將影響國營企業既有的壟斷利益，市場預期改革障礙大，成效恐有限。

（註 16）國有資本及非國有資本共同參股組成的企業。

（註 17）參見魏艾（2015），「近期大陸國有企業改革概況簡析」，行政院大陸委員會，大陸與兩岸情勢簡報，3 月。

附錄 1 中國大陸利率市場化過程

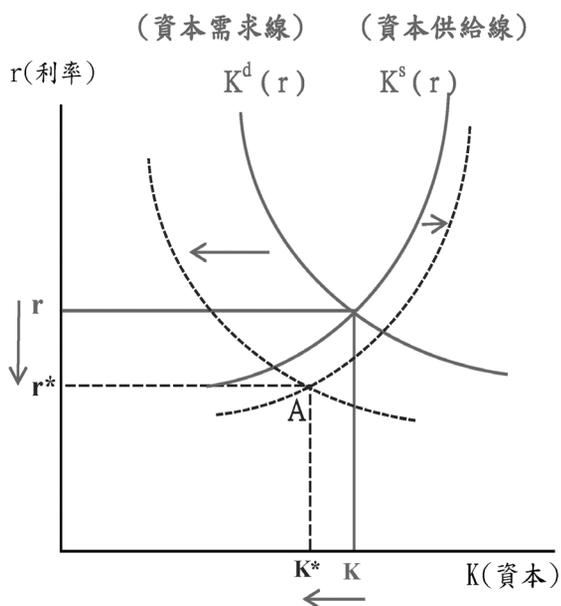
| | 時 間 | 市 場 化 措 施 |
|----------|----------------|---|
| 銀行間拆款 | 1996年1月 | 銀行間拆款市場（Chibor）成立 |
| | 1996年6月 | 取消同業拆款利率上限規定，改由市場決定。 |
| | 1997年6月 | 銀行間債券回購利率及現券交易利率由市場決定。 |
| | 2007年1月 | 上海銀行間拆款市場（Shibor）成立。 |
| 外幣存放款利率 | 2000年1月 | 外幣放款利率及300萬美元以上外幣存款利率由金融機構與客戶自行協商決定。 |
| | 2003年7月 | 英鎊、加幣、瑞士法朗之外幣小額存款利率由銀行自行決定，僅對美元、日圓、歐元及港幣之小額存款利率實施上限管理。 |
| | 2004年11月 | 1年期以上小額外幣存款利率由銀行自行決定。 |
| 人民幣存放款利率 | 2004年1月 | 人民幣之存放款利率管制自2004年起開始逐步開放。人民幣放款利率浮動區間上限調整為放款基準利率之1.7倍，下限調整為0.9倍。 |
| | 2004年10月 | 取消人民幣放款利率上限，下限仍維持於基準利率的0.9倍。取消人民幣存款利率下限。 |
| | 2012年6月 | 人民幣存款利率上限調整為存款基準利率的1.1倍。人民幣放款利率下限調整為放款基準利率的0.8倍 |
| | 2012年7月 | 人民幣放款利率下限調整為放款基準利率的0.7倍。 |
| | 2013年7月 | 全面取消人民幣放款利率下限。 |
| | 2014年11月 | 人民幣存款利率上限調整為存款基準利率的1.2倍。 |
| | 2015年3月 | 人民幣存款利率上限調整為存款基準利率的1.3倍。 |
| | 2015年5月 | 人民幣存款利率上限調整為存款基準利率的1.5倍。 |
| | 2015年8月 | 取消1年期以上（不含1年期）存款利率上限之規定，活存及1年期（包含1年期）以下仍為存款基準利率的1.5倍。 |
| 2015年10月 | 全面取消人民幣存款利率上限。 | |

說明：1995年以前，中國人民銀行對利率統一管理，金融機構不得自行決定利率，因此將1996年開放銀行間拆借利率做為利率市場化的起點。

資料來源：中國人民銀行新聞稿

附錄2 比較靜態分析：

利率自由化且無隱性保證後，對利率與資本之影響



資金供需調整過程：

- (1) 國營企業的銀行借款不再有保證，有效需求減少，至資金需求曲線 K^d 左移
- (2) 因需求曲線左移，存款及借款利率開始下降
- (3) 放款利率下降，民營企業可借較多資金，加上民營企業生產較有效率，GDP及儲蓄擴增，使資金供給曲線 K^s 右移
- (4) 在新均衡點A，均衡利率均下降至 r^*

其中，存款利率稍低於 r^* ，放款利率稍高於 r^* ，差異為存放款利差（銀行利潤）

- (5) 新均衡點下，資本存量（K）變動需視供需曲線移動幅度大小而定，根據一般均衡模擬結果，新均衡點下，資本存量降低（自K降至 K^* ）

資料來源：Anzoategui, Diego, Mali Chivakul, and Wojciech Maliszewski (2015)

附錄3 國營企業十項改革試點

中國國務院國家資產管理委員會會同有關部門發布

2016年2月26日

| |
|--|
| 1. 落實董事會職權試點，預計2016年下半年啟動。 |
| 2. 市場化選聘經營管理者試點。 |
| 3. 市場化選聘職業經理人制度試點。 |
| 4. 企業薪酬分配差異化試點。 |
| 5. 國有資本投資公司試點，推動誠通集團、國新公司改組為國有資本營運公司。 |
| 6. 推動中央企業兼併重組試點。 |
| 7. 在電力、石油、天然氣、鐵路、民航、電信、軍工等國有資本相對集中的領域，推動混合所有制改革試點，自2016年下半年啟動。 |
| 8. 混合所有制企業員工持股試點，預計2016年在中央企業選擇10家子企業實施。 |
| 9. 推動國有企業資訊公開工作試點，主要披露董事會信息及財務信息。 |
| 10. 去除企業辦社會職能和解決歷史遺留問題試點，包括中央企業推進所辦教育機構深化改革試點及開展國有企業退休人員社會化管理試點。 |

資料來源：中國國務院國家資產管理委員會2016年2月26日新聞稿

參考文獻

黃益平、紀洋及譚語嫣（2016），「利率市場化的最後一步」，中國金融，第5期。

胡勝正（2014），「中國大陸利率市場化改革」，亞洲金融季報，4月。

魏艾（2015），「近期大陸國有企業改革概況簡析」，行政院大陸委員會，大陸與兩岸情勢簡報，3月。

李智仁（2013），「利率市場化與金融脫媒對於大陸銀行業之影響與因應」，兩岸公評網，6月號論壇。

Anzoategui, Diego, Mali Chivakul, and Wojciech Maliszewski（2015），“Financial Distortions in China: A General Equilibrium Approach,” IMF Working Paper（WP/15/274），December.

Baklanova, Viktoria（2010），“Money Market Funds: An Introduction to the Literature,” University of Westminster, January.

Ferri, Giovanni and Li-Gang Liu（2010），“Honor Thy Creditors Before Thy Shareholders: Are the Profits of Chinese State-Owned Enterprises Real?” Asian Economic Papers 9:3.

Financial Times（2015），“China Marks Milestone in Rates Deregulation Push,” August 10.

Ma, G.（2006），“Who Pays China's Bank Restructuring Bill?” CEPII, Working Paper No. 2006-04, February.

（本文完成於105年5月，作者為本行經研處副科長）