

# 中國大陸社會融資規模組成結構變化分析 ——兼論 P2P 網貸之發展

鄭 漢 亮

## 摘 要

近年來中國大陸飽受經濟下行之苦，企業經營備感艱辛，融資需求有增無減。2016 年初社會融資規模餘額創下新高，可能提高銀行壞帳及企業違約風險，引發市場關注與擔憂，本文遂對近期中國大陸社會融資規模組成結構變化進行分析。

2015 年在人民幣貶值、官方穩增長措施、銀行表外業務監管力道加大，及政府去化房屋庫存政策引導下，其結構逐漸改變，具有以下特徵：

- 一、房市回暖激勵房貸金額增加；
- 二、預期人民幣貶值及穩增長措施，企業之人民幣融資增加；
- 三、銀行表外業務融資需求減少。

值得注意的是，銀行表外業務融資減少除與監管力道加強有關，新融資管道崛起亦是重要原因之一。新融資管道中，以 P2P 網貸成長最快，交易金額持續擴大。

P2P 網貸發展初期，官方採取觀望態度，一方面是網路結合金融的新型態業務之隸屬部會權責不清，另一方面則是想透過網路金融發展加速金融改革，作為包容性金融（inclusive finance）一環，所以網路金融安全監管一直未獲落實。然而，近期 P2P 網貸屢傳糾紛及惡意倒閉，官方開始加強監管且考慮將其納入社會融資規模指標，不僅有助於 P2P 網貸發展正常化，且可使社會融資規模更能反映經濟活動。

## 一、近期社會融資規模組成結構明顯變化

近年中國大陸金融結構朝多元發展且融資工具不斷創新，許多新型業務取代傳統業務，使銀行貸款占融資總額比重持續遞減，股票及債券等直接融資逐步擴大，非金融機

構重要性提高，銀行貸款已不足以反映全社會融資規模。由於社會融資規模較銀行貸款更能呈現經濟及金融活動現況，與消費、投資、工業成長及 CPI 之相關性高於銀行貸款

(註 1)。2011 年中國人民銀行遂提出以社會融資規模(註 2)作為觀察信貸規模指標。

為有效防範風險及掌握資金流向，至 2016 年 3 月，中國國務院總理李克強於人大及政協兩會報告談及，2016 年貨幣政策調控目標為廣義貨幣 M2 成長 13%左右，新增社會融資保持平穩成長 13%左右，預計 2016 年變動量將達到 15.6 兆人民幣。這是社會融資規模首次被納入政府工作報告及貨幣政策調

控目標(註 3)，突顯其重要性，因此，有必要就其變化趨勢深入探討。

目前中國人民銀行發布之社會融資規模可分為三大塊(表 1)，其中，委託貸款、信託貸款、未貼現銀行承兌匯票等因無法顯露於銀行資產負債表內，故稱為銀行表外業務。

2015 年中國大陸社會融資規模變動量成長趨緩，惟其組成結構在人民幣貶值、官方

表 1 中國人民銀行社會融資規模統計

項目	種類
金融機構對實體經濟之融資	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 人民幣各項貸款</li> <li>● 外幣各項貸款</li> <li>● 企業債及非金融企業股票</li> <li>● 信託貸款<sup>1</sup></li> <li>● 委託貸款<sup>2</sup></li> <li>● 未貼現銀行承兌匯票<sup>3</sup></li> </ul>
非金融機構對金融工具的直接融資	企業債及股票
其他融資	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 小額貸款公司貸款</li> <li>● 貸款公司貸款</li> <li>● 產業基金投資</li> </ul>

註：1.依據中國人民銀行之定義，信託貸款指的係信託機構運用吸收的資金，對企業和投資項目發放的貸款。

2.委託貸款指由企業單位及個人等委託人提供資金，並由金融機構根據委託人確定的貸款對象、用途、金額、期限、利率等代為發放、監督使用並協助收回貸款。

3.未貼現銀行承兌匯票指企業簽發的銀行承兌匯票未到金融機構進行貼現融資部分，統計上為企業簽發的全部銀行承兌匯票扣除已在銀行表內貼現部分，以避免社會融資規模重複計算。

資料來源：中國人民銀行

(註 1) 參見張繼袖(2011)。另盛鬆成(2014)估算社會融資規模與 GDP 相關性為 0.69，與消費及投資相關性分別為 0.56 和 0.45。

(註 2) 中國人民銀行調查統計司(2015)表示「社會融資規模是指實體經濟(即非金融企業和個人)從金融體系獲得的資金量。其中，變動量指標是指一定時期內(每月、每季或每年)獲得的資金總額，餘額指標是指一定時期末(月末、季末或年末)獲得的資金餘額。」

(註 3) 上海證券報(2016)。

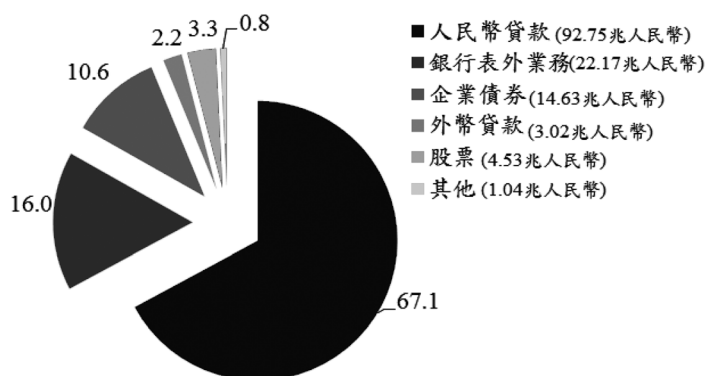
穩增長措施、銀行表外業務監管力道加大及政府政策引導下亦發生明顯變化，包括：

**(一) 外幣貸款及表外業務減少致 2015 年社會融資規模變動量下滑**

2015 年底人民幣貸款餘額占社會融資規模餘額比重最高，其次是銀行表外業務，再者為企業債券（見圖 1）。

2015 年社會融資規模變動量 15.3 兆人民幣小於 2014 年的 16.4 兆（見圖 2 及表 2），主要係因外幣貸款以及銀行表外業務減少所致。其中，受人民幣貶值影響，企業由外幣貸款轉為人民幣貸款，致外幣貸款變動量占社會融資規模變動量貢獻率從 2.2% 降至 -4.2%；另因監管機構加強監管，銀行表外

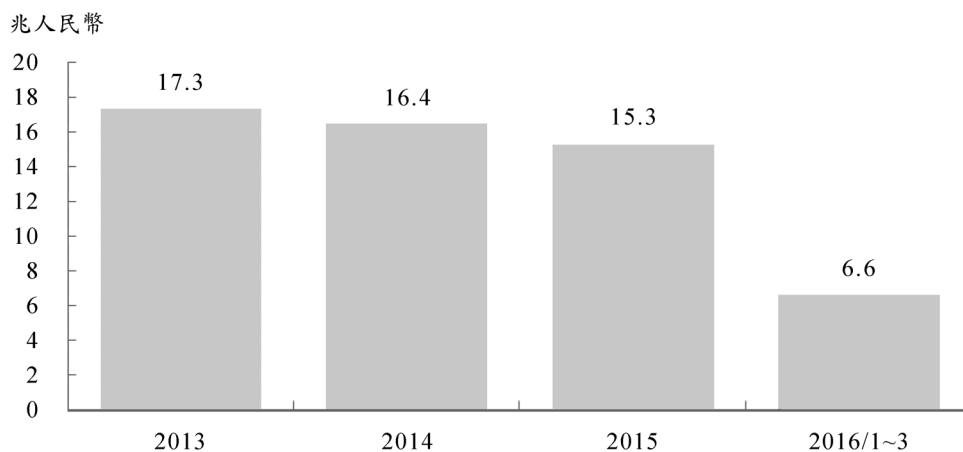
圖 1 2015 年各項社會融資規模餘額比重（%）



（社會融資規模餘額為 138.14 兆人民幣）

資料來源：中國人民銀行

圖 2 社會融資規模變動量



資料來源：中國人民銀行

表 2 2014 年~2016 年 2 月社會融資規模變動量及 P2P 成交金額

單位:億人民幣

項目 年月	社會融 資規模 變動量	人民幣 貸款	外幣 貸款	表外業務			企業債	非金融 企業 股票	其他	P2P 網貸 成交 金額
				委託 貸款	信託 貸款	未貼現 銀行承 兌匯票				
2015	152,936	112,693	-6,426	15,911	433	-10,567	28,249	7,602	5,041	11,806
2016/1	34,173	25,370	-1,727	2,175	552	1,326	4,547	1,469	461	—
2016/2	7,802	8,105	-569	1,650	308	-3,707	867	810	338	—
2016/3	23,844	—	—	—	—	—	—	—	—	—

資料來源:第一網貸、中國人民銀行

業務變動量占社會融資規模變動量貢獻率由

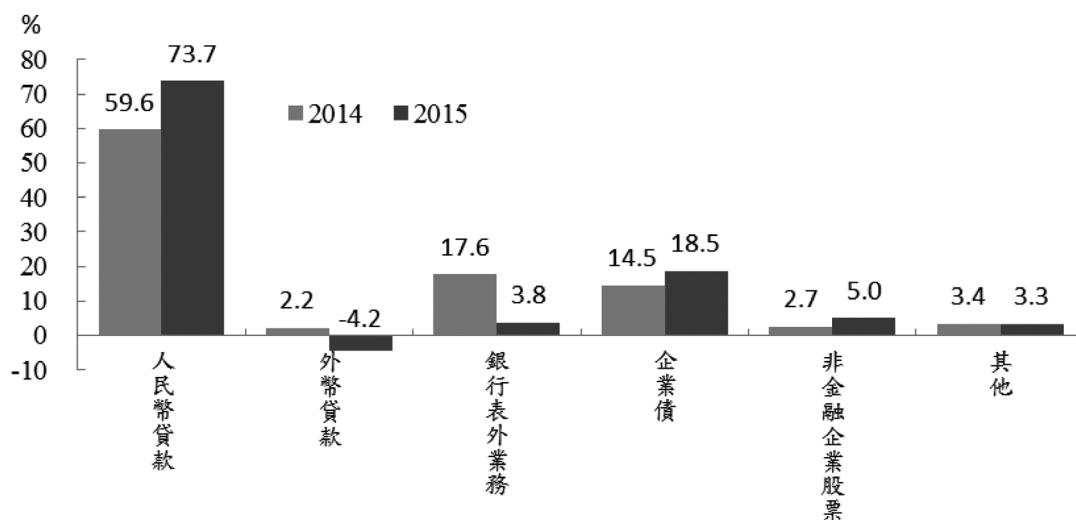
2014 年的 17.6% 降至 3.8% (見圖 3)。

2016 年 1 月~3 月社會融資規模變動量創新高,已近乎 2015 年的 1/2 (見圖 2)。

(二) 人民幣貸款變動量增加

雖然 2015 年社會融資規模變動量低於 2014 年,但其中的銀行人民幣貸款變動量及貢獻率均擴增(見表 2 及圖 3),至 2016 年

圖 3 各項社會融資變動量之貢獻率



資料來源:中國人民銀行

1月~2月亦大幅擴增，主要係因房貸及企業人民幣融資大幅增加所致。

#### 1. 房市回暖激勵房貸增加（註4）

中國人民銀行公布之金融機構人民幣信貸收支表中的居民中長期貸款因多為按揭房產貸款（註5），被視為個人購房貸款指標。居民中長期貸款變動量自2015年5月後攀升（見圖4），2016年1月更創下4.9千億新高。

2016年1月居民中長期貸款變動量上升，主要係2015年12月中央經濟工作會議提出「化解房地產庫存」及2016年初官方放寬非限購城市購屋最低首付款比例（註6），致一線城市房價漲幅擴大，激勵投資、首購

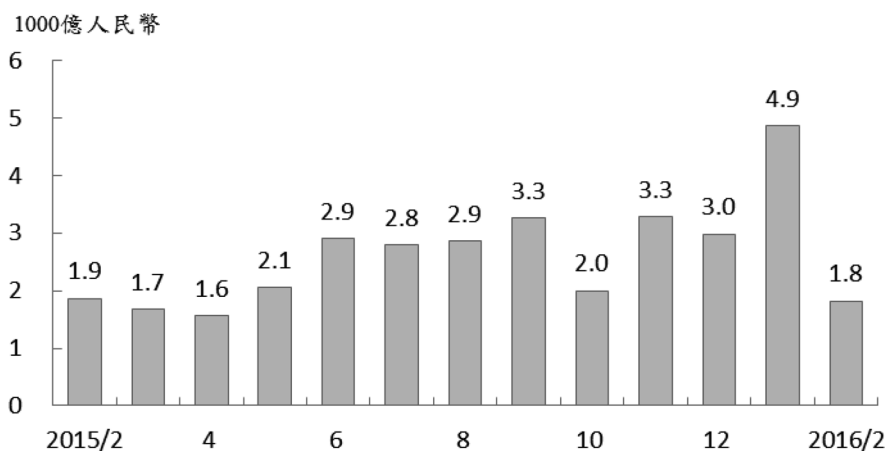
及換屋需求增加所致。2016年1月~2月商品房銷售額及銷售面積累計分別成長43.6%及28.2%（見圖5）。上述代表中國大陸可能欲藉由寬鬆金融加大居民財務槓桿，以去化房地產庫存，房地產市場復甦並非來自基本面改善。

#### 2. 預期人民幣貶值及官方穩增長措施，致企業之人民幣融資增加

2015年中國大陸企業之人民幣貸款大幅增加63,322億人民幣（見表3），其原因有二：

- (1) 2015年8月11日中國大陸官方宣布調整做市商對人民幣兌美元匯率中間價之報價方式，人民幣對美元貶值，復以

圖4 居民中長期貸款變動量



資料來源：中國人民銀行

（註4）華爾街見聞（2015）。

（註5）按揭房產貸款係指房屋抵押貸款。

（註6）2016年2月2日，中國大陸官方宣布在非限購城市依據借款人信用確定首付比例及利率，居民首次透過商業貸款購買普通住房最低首付款比例可降至20%（原25%），對於擁有1套住房且房貸未結清，最低首付款比例調整為不低於30%（原40%）；對於實施限購的城市，個人住房貸款政策按原規定執行。

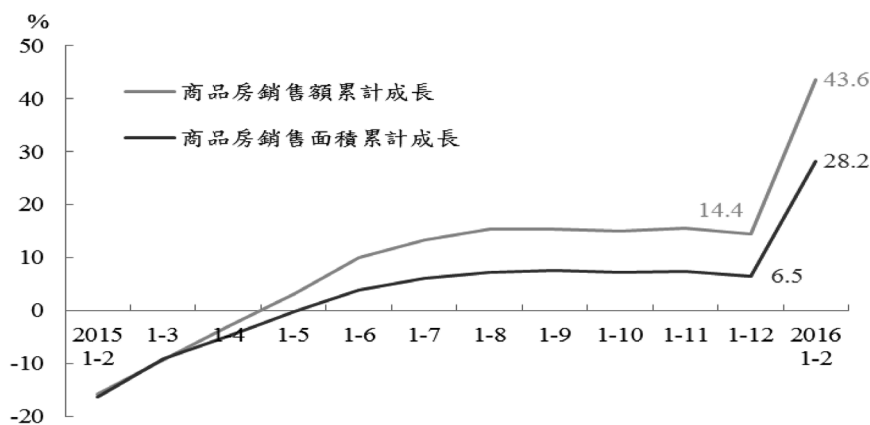
Fed 升息預期升溫，企業為避免人民幣貶值帶來的成本上升，選擇提前償還美元債務，大量外幣融資轉向人民幣貸款。

(2) 中國人民銀行多次降息，及官方執行穩增長政策，責成國有企業增加基礎建設投資，帶動人民幣貸款增加。

至於 2016 年 1 月企業貸款金額暴增 19,260.4 億人民幣，則可能是因春節較往常早，銀行集中提前放款造成（註 7）。

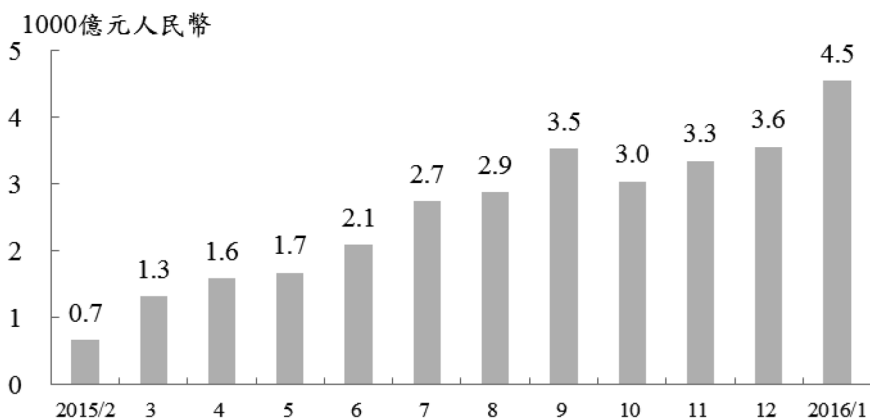
此外，2015 年企業債券因發行門檻及利率下降，企業債變動量呈現遞增趨勢（見圖 6）。在產能過剩及經濟成長疲弱下，企業債及企業貸款持續上揚，恐累積金融風險。

圖 5 商品房銷售額及銷售面積累計成長



資料來源:中國人民銀行

圖 6 企業債之變動量



資料來源:中國人民銀行

(註 7) 金融時報 (2016)。

表3 2015年~2016年2月中國大陸人民幣貸款變動量

單位:億人民幣

項目	2015年2月~12月	2016年1月	2016年2月
各項貸款	102,554.2	25,077.5	7,266.4
境內貸款	101,682.2	25,023.1	7,320.3
<b>1.居民貸款</b>	<b>34,460.0</b>	6,169.2	-65.1
(1) 短期貸款	7,230.8	1,312.4	-1,885.2
消費貸款	7,919.6	1,072.8	-1,600.2
經營貸款	-688.7	239.6	-285.0
(2) 中長期貸款	<b>27,229.2</b>	<b>4,856.8</b>	<b>1,820.1</b>
消費貸款	24,574.9	4,250.0	1,865.6
經營貸款	2,654.3	606.8	-45.5
<b>2.企業貸款</b>	<b>63,322.0</b>	19,260.4	8,107.3
(1) 短期貸款	16,034.5	4,766.6	3,326.1
(2) 中長期貸款	<b>29,284.8</b>	<b>10,277.2</b>	<b>5,021.6</b>
(3) 票據融資	15,667.7	3,726.0	-583.2
(4) 融資租賃	2,337.2	300.6	196.1
(5) 各項墊款	-2.2	189.9	146.7
<b>3.非銀行業金融機構貸款</b>	<b>3,900.2</b>	-406.5	-721.9

說明：2015年1月起，中國大陸官方開始公布非金融企業及機關團體貸款及居民貸款等細項餘額資料，因此變動量從2015年2月起方有數據。

資料來源：中國人民銀行

## 二、P2P網貸興起，發展潛藏危機

2015年銀行表外業務萎縮與P2P網貸崛起具密切關係。2011年以前，企業與個人可輕易從銀行表外業務獲取資金，2011年後，官方開始整頓並陸續推出監管規定，使得企業與個人須另尋財源滿足資金缺口，P2P網貸是最重要的一項（註8）。由於P2P網貸

在融資規模成長迅速，因而中國人民銀行未來要將其納入社會融資規模統計中。

惟由於缺乏P2P網貸歷年變動量資料，以下，將以P2P網貸成交金額，若納入社會融資規模變動量，來分析社會融資規模組成結構之變化。

（註8）中國民間金融發展報告指出，2013年中國大陸民間金融市場規模約5兆人民幣，2015年P2P網貸餘額為5,582億，占比約為1/10。

### (一) P2P 網貸成交金額貢獻率首次超過銀行表外業務

2011 年中國大陸 P2P 網貸平台僅有 50 家，2015 年成長到 4,948 家，創歷史新高（見圖 7），成交金額約 1.2 兆人民幣（見圖 8）。

由於 P2P 網貸利息相對其他民間貸款低（註 9）（圖 9），且審查及徵信較銀行業寬鬆，加上不須受限於貸款管制規定，2014 年後漸興起，成為融資新途徑。2015 年 6 月中中國大陸股災後，官方要求網貸業者在網站上標示投資風險警語（註 10），並發布「網絡借貸信息中介機構業務活動管理暫行辦法（徵求意見稿）」，禁止 P2P 網貸進行 12 項可能危及金融穩定之業務（註 11），惟監管措施至今遲未落實。

2015 年 P2P 網貸呈爆炸性成長，若將 P2P 網貸成交金額納入社會融資規模變動量，2014 年 P2P 網貸貢獻率為 2.0%，銀行表外業

務為 17.3%（見圖 10）；2015 年 P2P 網貸貢獻率提高至 7.2%，而銀行表外業務貢獻率降至 3.5%。

2015 年 P2P 網貸餘額約為 5,582 億人民幣，遠不及銀行表外業務餘額 22.2 兆人民幣，對整體信貸擴張貢獻仍相對較小（註 12），惟中國人民銀行金融研究所推算十三五規劃期間，P2P 網貸餘額或將成長至 8 兆人民幣（註 13），對社會融資規模將產生一定影響。

### (二) P2P 網貸潛藏風險

2015 年 P2P 網貸平台數暴增，由於欠缺法令規範及素質良莠不齊導致許多平台惡意發生「龐氏騙局」（Ponzi scheme）（註 14）。2015 年新增遭預警之 P2P 網貸平台數共 1,156 家，為 2014 年 287 家之近 4 倍（見圖 11）（註 15），占全體家數 23.4%，而著名的糾紛案件為 e 租寶（Ezubao）吸金 700 多億人民幣（註 16）。

（註 9） 彭博（2015）。

（註 10） Hornby, Lucy (2015).

（註 11） 2015 年 12 月公布「網絡借貸信息中介機構業務活動管理暫行辦法（徵求意見稿）」，預計在 2016 年年中實施。徵求意見稿規定 P2P 不准從事以下業務：不得利用 P2P 平台為自身或關聯借款人融資；不得直接或間接受出借人的資金；不得向出借人提供擔保或承諾保本保息；不得向非實名制註冊用戶宣傳或推介融資項目；不得拆分融資項目的期限；不得發放法律規定以外的貸款；不得發售銀行理財、券商資管、基金、保險或信託產品；不得與其他機構投資等業務進行混合、捆綁、代理；不得從事股權眾籌、實物眾籌等業務。

（註 12） 金融時報（2016）。

（註 13） 金微（2016）。

（註 14） 龐氏騙局（Ponzi scheme）類似老鼠會，P2P 網貸經由不斷吸引新投資者加入，以支付既有的線上投資者，隨著更多人加入，致支付收益的資金流量不足，最後不是騙局破裂就是捲款潛逃。

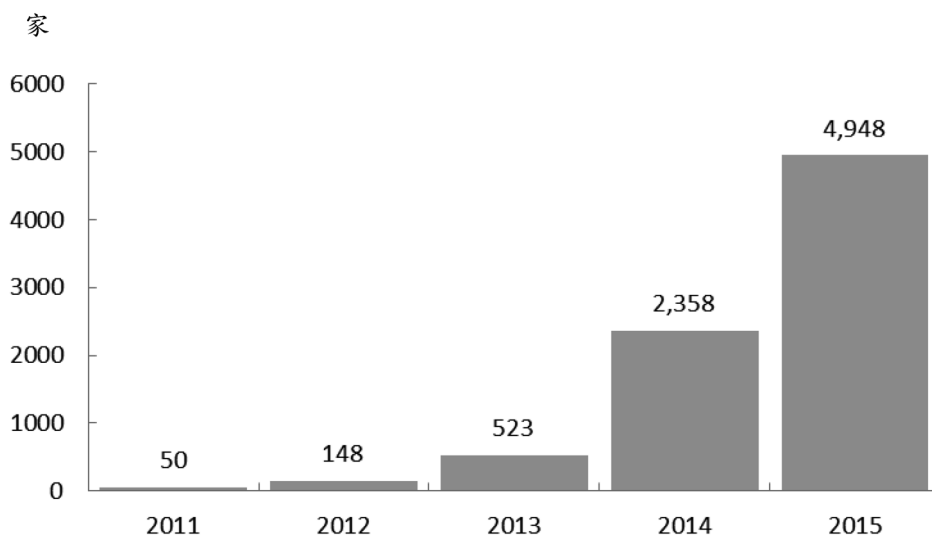
（註 15） The Economist (2016).

（註 16） Financial Times (2016).



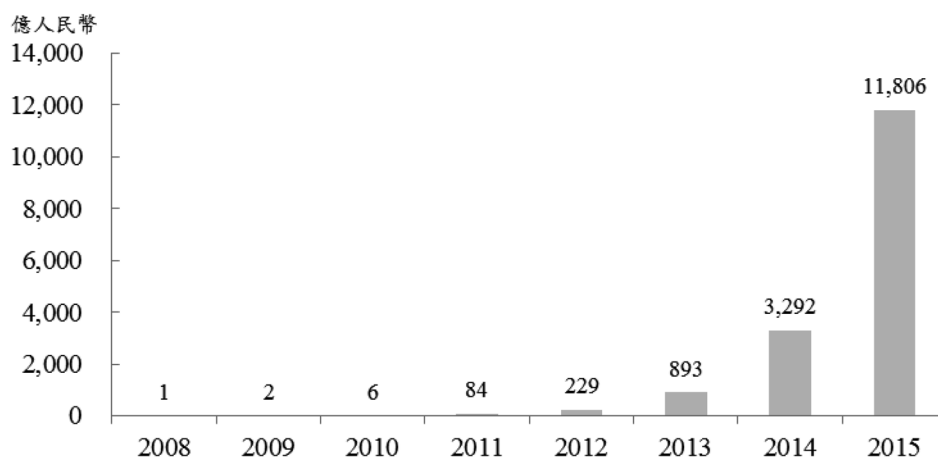
有鑑於 P2P 網貸平台潛藏風險，中國人民銀行調查統計司司長盛松成表示未來在條件成熟時，要將符合要求的網路金融納入統計體系，作為社會融資規模指標修改基礎（註 17）。

圖 7 P2P 網貸家數



資料來源:第一網貸

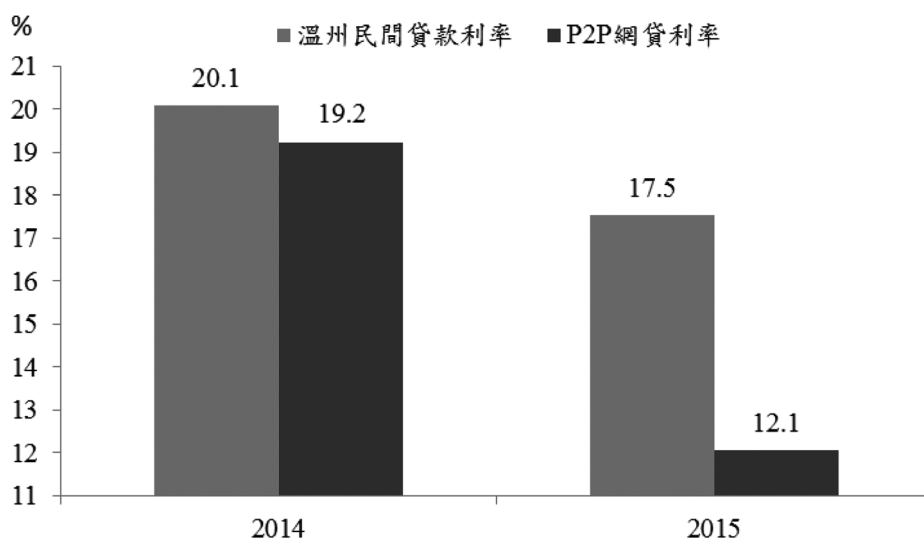
圖 8 P2P 網貸成交金額



資料來源:第一網貸

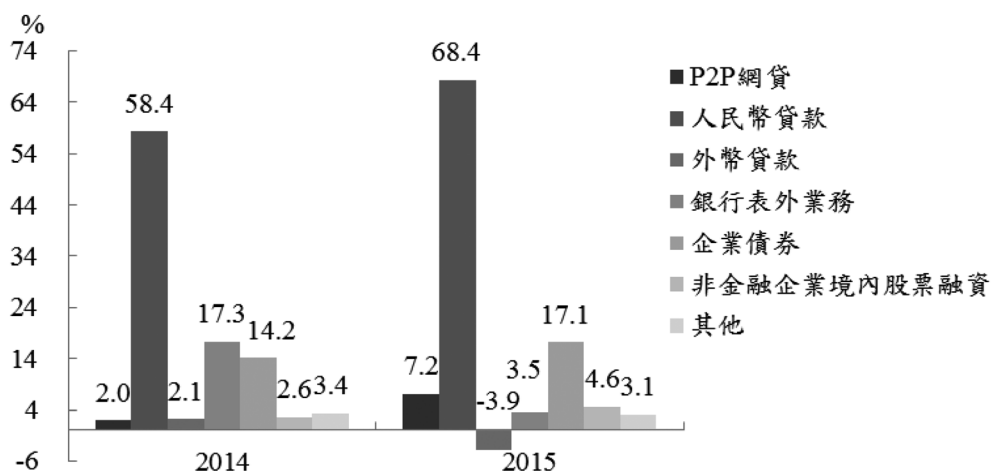
(註 17) 盛松成 (2016)。

圖 9 P2P 網貸利率及民間貸款利率



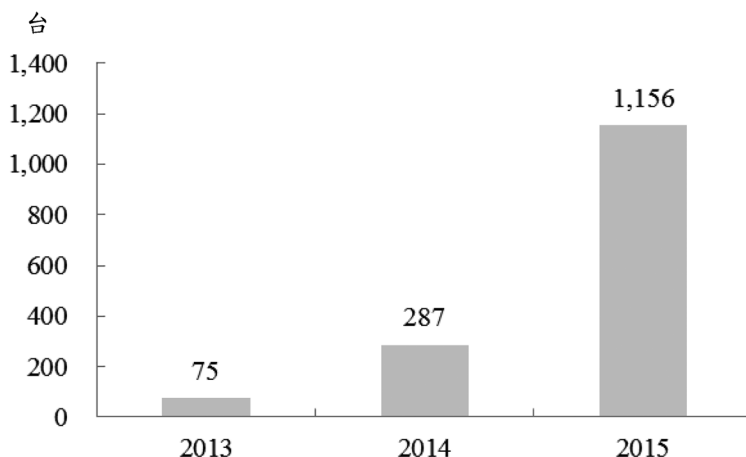
資料來源:第一網貸、溫州指數

圖 10 各項社會融資規模變動量（納入 P2P 網貸成交金額）之貢獻率



資料來源:第一網貸、中國人民銀行

圖 11 中國大陸遭預警之 P2P 網貸平台數



資料來源:第一網貸

### 三、結論

2015 年中國大陸社會融資規模變動量較 2014 年下滑，且在人民幣貶值、官方穩增長措施、銀行表外業務監管力道加大及政府去化房屋庫存政策引導下，結構逐漸改變，包括：

- (一) 房市回暖激勵房貸金額增加；
- (二) 預期人民幣貶值及穩增長措施，企業之人民幣融資增加；
- (三) 監管力道加強及新融資管道興起，銀行表外業務融資需求減少。

中國大陸崛起的新融資管道中，以 P2P

網貸成長最快，交易金額持續擴大。

P2P 網貸發展初期，官方採取觀望態度，一方面是網路結合金融的新型態業務之隸屬部會權責不清，另一方面則是想透過網路金融發展加速金融改革，作為包容性金融 (inclusive finance) 一環，所以網路金融安全監管一直未獲落實。然而，近期 P2P 網貸屢傳糾紛及惡意倒閉，官方開始加強監管且考慮將其納入社會融資規模指標，不僅有助於 P2P 網貸發展正常化，且可使社會融資規模更能反映經濟活動。

## 參考文獻

- 上海證券報 (2016), 「社會融資規模目標首次納入政府工作報告意味著什麼?」, 3月7日。
- 金微 (2016), 「P2P 貸款餘額十三五將達到 8 兆, 央行明確互聯網金融納入社會融資規模」, *華夏日報*, 1月31日。
- 金融時報 (2016), 「中國 1 月銀行新增貸款創月度紀錄」, 2月17日。
- 金融時報 (2016), 「中國 P2P 網貸風波可能衝擊經濟」, 2月3日。
- 張繼袖 (2011), 「從社會總融資看銀行業發展」, *現代商業銀行*, 11月28日。
- 盛松成 (2016), 「央行將互聯網金融納入統計體系, 重點在網貸」, *中商情報網*, 1月18日。
- 盛鬆成 (2014), 「從地區社會融資規模能看出什麼」, *人民網*, 4月4日。
- 第一網貸, <http://www.p2p001.com/>。
- 彭博 (2015), 「中國 P2P 網貸點燃創投激情, 風險也相伴而生」, 6月5日。
- 華爾街見聞 (2015), 「中國 9 月新增人民幣貸款創有紀錄來同期最高」, 10月15日。
- Financial Times (2016), “China's P2P Lending Risks Ripple through the Economy,” Feb. 2.
- Hornby, Lucy (2015), “China Tightens Grip on Internet Financing Platforms,” Financial Times, July 19.
- The Economist (2016), “China's P2P Lending Boom,” Jan. 23.

(本文章完成於 105 年 4 月, 作者為經研處副研究員)