

# 中國錢荒 潛藏金融風暴

先探投資週刊, 2013. 8. 16  
◀◀ 林左裕 政治大學地政系教授

名家專論

中國大陸在六月發生了一次金融市場上少見的「錢荒」危機，六月二十日上海銀行同業間隔夜拆款利率

(SHIBOR) 竟攀升至三〇%，遠超過今年稍早的二·五%，不僅引發國際金融市場對中國的關注及疑慮，大陸營建業者的債券殖利率也隨之升高。在美國次貸風暴後亟待經濟復甦的各國投資者，更應了解此波信貸危機的緣由，以及持續觀察中國經濟成長及金融市場穩定的重要性。

## 中國「鬼城」現象

造成中國錢荒的主因之一是不動產業的過度發展，在長期的經濟成長基礎上，資金持續累積在不動產標的，也持續引導中國各地房地產市場的飆漲及泡沫化。當一個國家或區域不動產業的發展領先經濟成長或其他產業，但經濟發展落後不動產業的進度，或停頓甚至衰退時，就是金融災難的開

始。從日本的長期衰退、美國的次級房貸風暴，到西班牙夢的破滅等經驗，都可依循這個模式解釋。

讓人印象最深刻的就是內蒙古鄂爾多斯，因房地產過度發展導致多數新建大樓閒置，已有「鬼城」之稱；其他省份的部分二、三線城市，亦因地方政府欲藉房地產投資拉抬經濟，亦漸漸邁入「鬼城」之列。這些「鬼城」共通的特點是城區規畫完善、高樓林立，但點燈率極低，此現象即可能引發因房地產業衝過頭的金融風暴。

造成此類金融風暴的根源是地方政府的財政過度倚賴土地開發的稅收來源，由於地方政府接受來自中央財源的挹注不足，最簡單直接的方式就是攫取土地開發的收益。儘管新屋的興建可列入國內生產毛額(GDP)的計算式中，在經濟成長的表現可看出亮麗的表徵數據，但是政府宜深思的課題是一沒有產業，何來不動

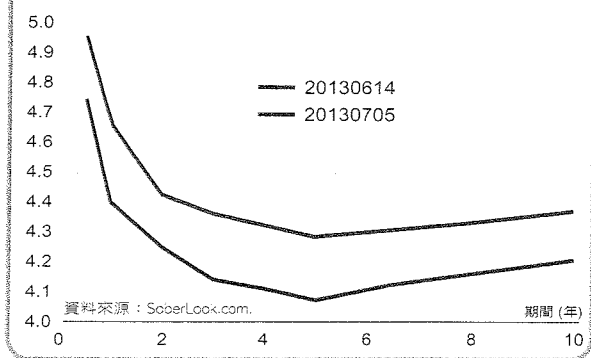
產？」當多數不動產被投資者持有，而非最終的使用者或自住戶時，流動性的問題惡化後終需由放款銀行接手，而最後的防線就是政府。

美國自二〇〇〇年初起放任次級房貸額度成長，認為重新包裝後的次級房貸證券(如MBS、CDO等)的流動性及違約問題可由市場吸收，不料全球廣大的市場仍因次貸違約風暴而陷入金融海嘯。大陸的不動產滯留於銀行業的流動性問題亦亟需政府解決，但罕見的是，中國人民銀行似乎有意地放任錢荒惡化，所透露出的訊息可能是，不論是對不動產市場、投資理財或信託等商品，甚至是民間金融體系的高利貸等，未來人行可能會管管資產泡沫了！

中國錢荒爆發後，全球開始警覺金融市場流動性的問題，隔周即有約七十億人民幣的公司債被迫延後交易，上海股價指數亦連番破底。教訓過後，人行即自六月二十五日起



### 上海銀行間同業拆款利率 (SHIBOR) 殖利率曲線



對銀行紓困，隔夜拆款利率降至五·八%，也緩和了金融風暴的危機。但投資者須釐清的疑點是，中國的金融問題多嚴重？以及中國政府未來是否具有控制金融危機爆發的能力？

中國過去多年的高度經濟發展雖舉世稱羨，但也衍生不少問題，如過度信貸擴張、資源分配不均、城鄉發展差距擴大及不動產泡沫等，如非存款的金融投資商品規模（俗稱「影子銀行」）占 GDP 的比

率即自二〇〇八年的二·一五% 濶升至目前的一七·三%，但自二〇一〇年至今的經濟成長卻自一二% 逐漸跌至八% 以下，在全球仍處於經濟成長遲緩之際，中國的進出口額、製造業採購經理人指數等亦隨之下滑，預期未來亦不甚樂觀。因此自習李上台後，解決上述問題即成為必要的工作重點，而自金融面控制資產價格的飆漲更是有力的藥方。

但在經濟成長趨緩之際，緊縮金融有「順景氣循環」(procyclical) 的風險，即在經濟衰退時，支撐資產價格的上漲力道已不復存在，若再以金融緊縮為手段，恐有加速泡沫破滅的可能。「西班牙夢」破滅的經驗亦是改朝換代後，實施緊縮金融政策的結果，因此西班牙許多民眾仍緬懷不動產泡沫破滅前的黃金歲月，甚至指責戳破泡沫的新政府。既然是泡沫，就沒有永恆持續的可能，只是破滅時機的早晚，或是誰去當掛鈴噹的老鼠而已。

也因此目前世界各國，包含台灣，大都採取「謹慎放任」政策，不敢大力戳破泡沫。

### 中國殖利率曲線呈負斜率

除了習李政權有意控制泡沫的政策意涵之外，另一個更值得投資者警惕的訊息是——中國大陸對流動性需求的緊張程度。貨幣金融學上的「殖利率曲線」形狀是值得所有投資者了解的金融風暴指標。「殖利率曲線」為長短期債券收益率的表現，正常情況下為正斜率，即長期收益率高於短期，亦符合「期限愈長、風險溢酬愈高」的原則。但是當「殖利率曲線」呈平緩或甚至負斜率時，即表示短期利率逼近、甚至超過長期利率，隱含短期資金需求孔急，短期利率的漲幅已超過期限風險溢酬。而當短期資金需求飆升時，存款戶會自銀行提領、或自股市售股求現，在此群體行為下將引發股市遽跌、銀行擠兌倒閉及後續

的金融風暴。

以美國為例，二〇〇八年的次貸金融風暴、二〇〇〇年的網路科技泡沫破滅、以及一九八〇年的儲蓄協會風暴等危機發生前的一、兩年，「殖利率曲線」都呈現負斜率的形狀，這曲線可當成金融風暴的有效領先指標。

儘管人行在六月對銀行紓困後，七月的殖利率曲線已平移下降，但仍呈現負斜率，表示危機四伏。或許人行目前仍有提供流動性的能力，然當整體市場或全球投資者透視大陸「國王的新衣」時，可能就是另一波全球金融海嘯的開始。

回頭看看台灣，房市泡沫存在已久，部分城市亦具有些許的「鬼城現象」，對大陸貿易依存度更是日益加深，一旦大陸發生金融風暴，不僅台灣的不動產業、連股市及多數其他產業都無法置身局外，政府及投資者均應謹慎觀察。

（本專欄由林左裕、徐佳馨、田大權輪流執筆）