



2012 全球經濟金融展望

李漢珠（臺灣銀行經濟研究處高級襄理）

一、前言

2011年是一個經濟突發事件頻繁、景氣前高後低的一年：對經濟產生重大影響的意外事件，包括年初的中東與北非地緣政治動亂、3月的日本強震、下半年泰國的水災、美國國債問題引起的政治紛擾和歐洲主權債務問題升級等，不僅影響全球經濟，金融市場亦因之而大幅動盪。景況最低迷時，國際貨幣基金（IMF）總裁拉加德警告全球經濟正處於「極為危險關頭」，IMF首席經濟學家布蘭查德（Olivier Blanchard）也稱，當時經濟形勢「可能比2008年金融風暴時更差」。為此，極度寬鬆貨幣政策再度出籠，雖市場情勢暫獲緩解，但2012將會是何等樣貌，以下即逐一加以分析。

二、全球經濟金融情勢回顧與展望

經歷全球金融海嘯衝擊後，全球經濟在2010年交出了5.2%成長率的亮眼成績，為1980年有紀錄以來僅次於2006及2007年的表現。轉入2011年，鑒於前一年的強勁成長，主要預測機構已考慮到庫存週期的結束和財政整頓措施的施行，曾預測到一定程度的減速，但大體仍可延續前一年的復甦模式，亦即先進國家受制於高失業率及財政緊縮所造成的需求疲弱，復甦速度遠不如新興國家的「雙速」復甦，但是令人意外的諸多突發因素，加上歐債危機擴大蔓延、以及各國應對危機的政策缺乏協調等交錯影響，2011年全球經濟擴張速度明顯減緩，國際貨幣基金（IMF）、世界銀行（World Bank）、環球透視機構（GI）等主要國際機構多次下修全球經濟成長率預測。以下就綜合主要國際經濟機構的最新看法，針對去年與今年的重要經濟情勢摘述如下：

(一)全球經濟成長趨緩

2011年世界經濟動盪不已，從開年起就面臨中東與北非部分國家的政治動亂，接著3月的日本強震，分別引發油價上漲以及電子零組件的斷鏈危機，一方面，對於面臨高失業率及沉重債務負擔而必須實施財政緊縮政策的先進國家而言，無異是雪上加霜，同時也加重新興國家的通膨壓力與資產泡沫份量，益以歐債危機因政治僵局與制度缺失造成決策機制癱瘓，重擊脆弱的金融體系、終致局勢快速惡化，以致景氣復甦疲弱，新興國家亦受波及。國際貨幣基金（IMF）、世界銀行（World Bank）、環球透視機構（GI）等主要國際經濟機構多次下修全球經濟展望。其中，國際貨幣基金2012年1月估計，全球經濟成

長率將由2010年之5.2%，降至2011年的3.8%，2012年續降至3.3%，均較前次（2011年9月）發布之預測值明顯下修；世界銀行估計，2012年全球經濟成長率將由2011年的2.7%減緩至2.5%。環球透視機構（GI）今年2月則估計，世界經濟成長率由2010年之4.3%，減緩至2011年的3.0%，2012年續降至2.7%（參見表一）。

(二)各國復甦的程度不同

2012年先進國家復甦速度遠不如新興國家，前者平均僅成長1.2%，新興及開發中國家成長率則可達5.4%。其中，工業化國家中，美國持續實施量化寬鬆政策，維繫經濟成長於1.8%，歐元區受歐洲5國主權債信問題拖累、銀行去槓桿化對實體經濟產生的效應，以及進一步財政整頓帶來的影響，目前預估歐元區經濟在2012年將陷入輕度衰退0.5%、日本則成長1.7%，至於亞洲開發中國家經濟成長預測達7.3%，主要係中國大陸及印度分別成長8.2%與7.0%的加持，帶動周邊地區經濟穩定回升所致（參見表一及表二）。

表二 IMF對世界經濟最新預測

項目	2010年	2011年	2012年	2013年
世界總產出	5.2	3.8	3.3	3.9
工業化國家	3.2	1.6	1.2	1.9
新興及開發中國家	7.3	6.2	5.4	5.9
亞洲開發中國家	9.5	7.9	7.3	7.8
中國大陸	10.4	9.2	8.2	8.8
印度	9.9	7.4	7.0	7.3
世界貿易總量	12.7	6.9	3.8	5.4
商品價格（美元）				
石油*	27.9	31.9	-4.9	-3.6
非燃料商品	26.3	17.7	-14.0	-1.7
消費者物價				
先進經濟體	1.6	2.7	1.6	1.3
新興和發展中經濟體	6.1	7.2	6.2	5.5

註：*英國布蘭特、杜拜和西德州輕原油價格的簡單平均。
資料來源：IMF, World Economic Outlook, Jan. 2012

(三)全球貿易擴張速度減緩

2009年世界貿易增長受金融危機影響大幅回降之後，2010年世界貿易活動得到快速恢復。轉入2011年，第3季以降，歐美國家債務問題日益嚴重，進口需求趨於遲滯，全球貿易擴張速度隨之減緩，IMF估計，2011年世界貿易量擴張率將由2010年的12.7%，遽降至6.9%，2012年續降至3.8%。

(四)國際油價及商品價格呈波動走勢

2011年國際油價呈現大幅波動走勢，主要係受美國寬鬆貨幣政策、新興市場需求強勁及中東北非地緣政治動盪因素影響，4月底飆升至110美元/桶以上，創30個月新高；後因日本強震、美國國債紛擾和歐洲主權債務風暴升級

表一 全球暨主要經濟體成長率預測

預測機構	國際貨幣基金 (IMF)		世界銀行 (World Bank)		環球透視機構 (Global Insight Inc.)	
	2011年	2012年	2011年	2012年	2011年	2012年
全球	3.8(4.0)	3.3(4.0)	2.7(3.3)	2.5(3.6)	3.0(3.0)	2.7(2.7)
美國	1.8(1.5)	1.8(1.8)	1.7(2.8)	2.2(2.9)	1.7(1.8)	2.1(2.0)
日本*	-0.9(-0.5)	1.7(2.3)	-0.9(1.8)	1.9(2.6)	-0.9(-0.7)	1.2(2.9)
歐元區	1.6(1.6)	-0.5(1.1)	1.6(2.3)	-0.3(1.8)	1.5(1.5)	-0.5(-0.7)
中國大陸	9.2(9.5)	8.2(9.0)	9.1(9.0)	8.4(8.4)	9.2(9.2)	8.1(7.9)

單位：%

說明：()內資料係上一次預測值。

資料來源：IMF, 2012年1月、The World Bank, 2012年1月、Global Insight Inc., 2012年2月。

等，致出現全球經濟二次衰退疑慮，油價一路震盪大幅下滑，10月初油價跌破76美元/桶；12月受歐盟各國對希臘債務達成共識、美國原油庫存持續下滑、美經濟數據好轉，以及中東北非地緣政治動盪再起，油價自低點快速反彈。IMF以英國布蘭特、杜拜和西德州輕原油價格的簡單平均計算，期貨市場價格變化為基礎，2011年以美元計價的平均石油價格為104.23美元/桶，較2010年上漲31.9%；2012年預期回降4.9%，價格為99.09美元/桶，2013年再跌3.6%，價格為95.55美元/桶。

另外，按世界商品出口權重計算平均值之非燃料商品2011年漲幅17.7%；2012年預期將大幅回降14%，2013年再跌1.7%。

(五)全球消費者物價於2011年觸頂後，本年將回降

2011年上半年，由於新興國家需求強盛、美元持續貶值、中東與北非地緣政治動盪影響石油供給，以及國際游資炒作，推升國際商品與新興市場資產價格，帶動全球物價明顯上揚，中國大陸、印度等新興國家通膨壓力急劇升高。下半年因國際景氣趨緩，制約需求，全球物價漲勢於第3季觸頂後逐漸和緩。

展望未來，雖然主要國家貨幣政策趨向寬鬆，惟世界經濟復甦乏力，隨需求減弱，商品價格趨穩或下降，全球通膨壓力預計將緩解。國際貨幣基金「世界經濟展望」報告中預測，先進經濟體由於經濟疲軟，物價預期得到良好控制，並且隨著去年商品價格高漲的影響消退，通膨壓力將繼續處於較低水準。今年年內通膨將從2011年約2.7%的峰值降到1.6%，2013年再降至1.3%。在新興和發展中經濟體，隨著經濟增長減緩，食品價格升幅下降，通膨壓力也將緩解。然而，在一些地區，通膨壓力仍將持續存在。總體而言，這些經濟體的消費者物價將下降，通膨將從2011年的7.2%以上降到2012年的6.2%，2013年再降至5.5%。

三、近期主要國際經濟情勢發展

(一)歐元區債務危機已見緩和

2011年最後一季由於市場對歐元區與其他地區的銀行部門損失和財政可持續性產生憂慮，許多歐元區國家的公債殖利率上升到歐洲經濟和貨幣聯盟成立以來不曾出現過的高水準，以致歐元區危機升級，歐元區的銀行融資幾乎枯竭，雖多國央行於2011年12月初聯手採取行動降低美元資金成本，效果仍然有限；一些先進經濟體的銀行貸款狀況未見改善甚至還進一步惡化。流向新興經濟體的資本急劇減少。外匯市場波動不定，日圓升值，許多新興市場貨幣大幅貶值。

為解決歐債危機，歐盟舉行多次高峰會議商討對策。至今已達成之協議及推出的救急措施包括：

- 1.構架堅實的防火牆：擴大歐洲金融穩定機制（European Financial Stability Facility，簡稱 EFSF）規模；永久性紓困機制－歐洲穩定機制（European Stability Mechanism, ESM）提前一年，於本年7月起正式運作；增加IMF、中國大陸等應對歐元區危機之資源。
- 2.新財政協議：英國及捷克除外的歐盟25國同意於本年3月簽署新的財政協定，承諾平衡財政預算，每年結構性財政赤字不得超過GDP的0.5%，藉以強化財政規範，並朝更緊密的財政聯盟邁進。
- 3.長期再融資操作（Long Term Refinancing Operation，簡稱LTRO）：歐洲央行（ECB）於2011年12月及2012年2月底推出LTRO救市計畫，提供歐洲銀行3年期、利率僅1%的融資方案，分別釋放出4,890億及5,300億歐元流動性，有效緩解金融市場流動性問題，重建市場信心，連帶提振市場對於各國公債之需求，進而帶動殖利率明顯下降。
- 4.金援希臘：有條件提供希臘紓困貸款；協調民間債權人同意減記所持希臘公債。

(二)先進經濟體維持低利率並深化貨幣寬鬆政策、新興經濟體降息

1.美國2014年底以前維持超低利率水準

美國Fed為保持充裕之市場流動性，以加速經濟復甦步伐，特別是提振低迷的房市，繼2008年11月推出第一輪量化寬鬆政策（QE1），以及2010年11月推出QE2政策後，去（2011）年9月21日復執行所謂的「扭曲操作」（Operation Twist），買入4,000億美元的長債，同時賣出等額的短債，藉以壓低長期利率，鼓勵企業與私人借貸；至於短期利率上升，則有助於吸引資金回流美國。

今年1月25日 FOMC政策會議，Fed更表示為促使美國經濟復甦步調加快，自2008年12月16日開始的超低利率水準（0至0.25%）政策，將延長到至少2014年底。此外，還於本次會議中首次提及通膨目標2%，顯示將致力於維持物價上漲率在2%以上。

2.歐洲央行維持政策利率於低點

由於物價水準持續高於央行目標2%以上，歐洲央行（ECB）分別於去年4及7月調升基準利率1碼，但第4季歐債危機升高，為避免歐元區經濟出現二次衰退，ECB分別於2011年11月及12月各調降基準利率1碼，利率回落至2009年5月全球金融危機時期所創之歷史低點1%。此後，ECB政策利率（再融資利率）皆維持於低點。

此外，為紓解歐元區銀行業資金短缺現象，ECB於2011年12月21日推出長

期再融資操作計畫，提供歐洲銀行業長達3年、利率僅1%的融資方案，共釋出4,890億歐元流動性。今年2月29日進行第二回的LTRO操作，再度釋出近5,300億歐元，此舉將進一步穩定歐元區金融市場及投資人信心。

3.英國持續擴大量化寬鬆規模

由於經濟成長疲軟，英國央行除維持低利水準於0.5%外，並自2009年11月開始，實施高達2,000億英鎊的量化寬鬆政策，透過購買政府債券等資產，將流動性注入市場，以刺激經濟成長。2011年10月5日，英國央行再度加碼750億英鎊；2011年底，英國消費者物價年增率自高點下滑，為央行貨幣政策提供充裕空間。為進一步刺激成長，避免經濟陷入衰退，英國央行於本年2月9日宣布繼續執行量化寬鬆政策，並將規模擴大500億英鎊至3,250億英鎊。

4.日本續採量化寬鬆政策

由於2011年遭受311大地震襲擊，為防止金融市場動盪，日本央行3月14日召開政策會議後宣布，決定維持基準利率於0至0.1%不變，並進一步放寬貨幣政策，擴大在2010年10月所提出的資產購買計畫，將總資金規模由35兆日圓擴大至40兆日圓。其後日本央行陸續強化貨幣寬鬆政策，多次擴增總資金規模，至2011年底規模已達55兆日圓。為提振經濟成長、擺脫通縮狀態，日本央行今年2月14日決定加大貨幣政策寬鬆幅度，將量化寬鬆基金規模擴大10兆日圓至65兆日圓。

5.新興國家調降利率或存款準備率

今（2012）年以來，已有6個新興國家的央行宣布調降利率或存款準備率，其中包括巴西、印尼、泰國、菲律賓降息，中國大陸及印度兩度存款準備率。

(三)美國經濟復甦漸現穩固跡象

美國經濟數據自去年第4季起逐漸顯示轉強跡象，其中：

- 1.消費支出轉強，大部份源自耐久財訂單。
- 2.勞動市場改善，2012年1月份失業率降到8.3%。初領失業救濟金人數降低至2008年中水準，民營企業工時增加，平均時薪也隨之上揚，有助於維繫消費支出。
- 3.製造業產出在過去幾個月強勁成長，特別在新訂單及生產活動方面。
- 4.出口仍維持成長，進口則相對持緩。
- 5.房地產相關數據顯示住房市場呈現穩定下來的跡象。

(四)中國大陸房市與金融市場面臨調整

2011年中國大陸為抑制物價、房價上漲過快，連續調升6次存款準備金率，調幅總計達3個百分點，相關部門亦採行嚴格信貸管控，以多管齊下方式進行經濟調控。今（2012）年中國大陸房地產市場恐面臨較大幅度的調整，加以民間借貸及地方政府債務違約風險升高，金融體系脆弱性顯著提高；此外，地方政府習慣仰賴出售土地挹注地方財政，房市下跌將連帶升高地方財政壓力。

近來隨著中國大陸通膨情勢逐漸緩和、房地產市場降溫、經濟成長亦見趨緩，緊縮貨幣政策出現鬆動現象，2011年12月5日，存款準備金率下調0.5個百分點，今年2月18日再度宣布自24日起下調存款準備金率0.5個百分點，市場普遍視之為貨幣政策轉鬆的訊號。

展望今年，中國大陸總理溫家寶日前表示，雖然房市已有所降溫，但還是要鞏固房市調控成果，並抑制投機，以促進房價回歸合理水準。此外，去年下半年國際資金開始從新興市場撤出，向歐美等發達經濟體回流的資本流動現象，以致中國大陸外匯存底出現下降情形，亦讓其警覺需密切關注。加以今年是其“政治換屆年”，必然以經濟穩定為其主要基調，因此，貨幣政策將適時調整，經濟成長適度即可，強化內需需求，致力達成「軟著陸」。

(五)地緣政治風險影響國際能源價格續存上漲壓力

伊朗就核計劃與西方國家的爭執持續上升，加以敘利亞與蘇丹的地緣政治風險升高，推升布蘭特原油期貨價格，勢將逐漸加深市場憂慮目前仍脆弱的全球經濟將受影響。

四、2012年經濟上面臨的不確定因素

本年國際經濟面臨的不確定性因素，主要包括：

(一)歐債危機後續發展：

- 1.財政協定能否順利簽署，確實執行；
 - 2.希臘能否順利取得第二輪紓困金並達成撙節目標，經濟改善；
 - 3.PHGS五國能否度過今年2-4月的償債高峰期；
 - 4.EFSF能否擴大規模順利運作。
- IMF估計，若歐債危機惡化，將使全球產出較原預測值下修2%。

(二)寬鬆貨幣政策的變化方向：

美日歐的利率水準均處於有史以來最低的時期。專家認為寬鬆貨幣政策在目前經濟狀況下有兩個可能的變化方向值得關注：

- 1.美歐出現流動性陷阱：先進國家政府採行擴張性貨幣政策，挹注大量資金進入市場，仍無法重振疲弱的經濟。
- 2.經濟會低速增長，但是通膨高漲。

(三)新興經濟體經濟成長增速放緩：

受先進經濟體經濟增速放緩的拖累，同時也因為不得不通過緊縮政策來抑制通膨，再加上國際資本流動的方向、規模和速度變化快速，對經濟金融衝擊加大，新興經濟體經濟增速放緩的可能性大增。

(四)自然災害、地緣政治緊張：

自然災害、地緣政治緊張常對大宗商品的供給產生影響，加劇物價波動；此外，面對自然災害和地區安全危機，各國之間在應對突發事件過程中能否態度一致，特別是在埃及、敘利亞、伊朗和朝鮮半島等地區的軍事對抗和政治衝突是否會升級與蔓延，均會對全球經濟局勢產生不同程度的影響。

(五)多國將舉行大選：

今年美國、俄羅斯、法國、韓國、墨西哥等國家將舉行大選。選舉過程中，領導人的更換可能會導致政策調整，競選本身也會凸顯或淡化某些特定的議題與政策選項，對該國甚至整體世界經濟運行帶來影響。

五、結語

展望2012年，雖然近期美國經濟多項數據報喜，經濟情勢似有回溫跡象；歐洲債信危機緩解，金融市場轉趨穩定，但高債負比國家面臨減赤與經濟成長之兩難局面；新興市場國家經濟快速發展後面臨高通膨與資產泡沫現象；加上氣候變遷、地緣政治風險等影響原物料價格大幅動盪等，後續發展均值得關注。

中國大陸當前經濟所面臨的兩大風險

朱美智（中央銀行網路金融資訊工作小組專員）

國際貨幣基金（IMF）與世界銀行（World Bank）於上（2011）年11月15日，根據「金融部門評估計畫」（Financial Sector Assessment Program，FSAP）公布對中國大陸的首次評估報告指出，除了全球經濟情勢充滿不確定性以外，中國大陸金融部門目前面臨三大風險：信貸快速擴張，導致貸款品質惡化；影子銀行與銀行資產負債表外活動之規模日益擴大；房地產價格下滑。（說明：FSAP 係IMF與World Bank於1999 合作推動，並於2010年9月開始，每隔5年對全球25個系統性重要經濟體進行一次FSAP金融穩定評估，以作為其金融監督工作的一部分。）

IMF並與中國人民銀行及銀監會合作，對中國大陸占商業銀行體系總資產80%以上的17家商業銀行進行壓力測試，結果顯示，多數銀行似乎有能力承受單獨出現的衝擊，例如資產品質大幅惡化；但是，一旦上述風險同時發生，銀行體系可能會受到嚴重影響。

中國大陸金融部門所面臨的上述前兩大風險主要係起因於，中國大陸當局因應全球金融危機實施景氣刺激計畫，促使地方政府大肆借款、投入建設所致。如果房地產泡沫破裂，恐將造成地方政府還不起債務，進而加大銀行信貸泡沫破裂及地下金融崩潰的潛在風險。

本文擬先分析中國大陸地方政府債台高築的情形；接著探討房地產可能泡沫化的現況；進而說明上述兩項風險對中國大陸金融部門所造成的影響；最後則是結語。

一、地方政府債台高築

自2008年11月以來，為因應全球金融危機對經濟所構成的下行風險，中國大陸進行規模達4兆人民幣的刺激景氣計畫，以致數以千計的地方政府累積鉅額債務，投入建設熱潮。

根據中國大陸國家審計署於2011年6月公布的統計顯示，中國大陸目前共有6,576家地方政府融資公司（financing company），債務總額達人民幣4兆9,700億元；地方政府債務餘額2010年底達10.7兆人民幣，占中國大陸經濟規模的27%。

融資公司是中國大陸特殊國情下的產物。由於中國大陸當局禁止地方政府直接發行債券，地方政府遂利用融資公司發行債券或向銀行借款，以籌措資金。此外，中國大陸當局因應全球金融危機所採行的刺激景氣措施，主要是大幅增加銀行的放款；而中國大陸當局亦嘗試在避免經濟衰退的寬鬆貨幣政策與抑制通膨之間達成平衡；在此背景下，銀行業為在不超過法定貸款上限的前提下，從放款熱潮中分得一杯羹，於是協助地方政府向融資公司告貸。

《彭博社》（Bloomberg）根據來自231家地方政府融資公司的資料顯示，彼等債務總額達人民幣3兆9,600億元。儘管這231家地方政府融資公司，家數僅占全中國大陸融資公司家數的4%，但是債務金額占全中國大陸的比重卻高達75%。因此，專家指出，中國大陸官方發布的地方政府債務統計，極可能遠低於實際的地方政府債務規模。

隨著時間經過，中國大陸地方政府累積的債務持續增加。儘管2011年中國大陸當局緊縮信用，但是卻未能有效抑制地方政府的債務擴張，因為地方政府分攤大部分基礎建設的支出，致須持續借款來完成建設計畫，以便能產生償債的現金流量。

至於中國大陸地方政府的償債能力，前景令人擔心。有專家推算，假設從2009年開始借貸，到2011年，各地融資平台須歸還銀行的金額，可能高達地方政府財政收入的35%（肖筌，2011）。

此外，隨著目前中國大陸房地產價格持續下滑，使得地方政府財政收入嚴重依賴的國有土地使用權出讓收入將大幅減少（根據統計，2010年中國大陸國有土地使用權出讓收入約2.9兆人民幣，占地方政府財政收入的65.9%）。再者，地方政府融資公司發行債券所取得的資金，大規模投入基礎建設等投資報

酬率較低的項目，導致地方政府面臨資金斷鏈的風險。這些均對地方政府的償債能力造成不利的衝擊。

面對地方政府恐還不起債務的問題，多位消息人士於本（2012）年2月14日對《路透社》表示，中國大陸銀監會近日已提出「政策不變、深化整改、審慎退出、重在增信」的政策方針。根據此方針，中國大陸銀行業近期將被允許對地方政府融資平台貸款展期，地方政府債務問題的嚴重性似乎暫時獲得緩解。

此次銀監會允許銀行業對地方政府融資平台貸款展期的重要條件，強調在「增信」，而在銀行業的實際操作層面，「增信」可透過諸多途徑來實現，包括增加擔保、分紅承諾及股權出讓等（謝衡、畢曉雯，2012）。

實際上，長期以來，中國大陸銀行業尤其是國有銀行，經常承擔「類財政」的職能。因此，當此種職能對銀行業帶來衝擊時，政府給予相應的扶持，也在預料之中。但是，面對龐大的地方政府債務，政府的支持恐怕只是拖延問題的引爆而已，這是西方評論家之所以不表樂觀的原因。

二、房地產可能泡沫化

自從1990年代中國大陸首度准許私有家庭產權移轉以來，中國大陸房地產市場持續維持繁榮的景象。

中國大陸房地產價格迅速上漲的主要推動力量之一，來自於中國大陸的投資人。10多年來，他們對長期需求趨勢擲下賭注，購買囤積多棟房屋；然後，他們就讓這些房屋空著。這樣的空屋持有總量估計在1,000萬戶～6,500萬戶之間。

空屋投資的狂熱大半起因於中國大陸欠缺其他具吸引力的投資標的，因為中國大陸對資本流出嚴格管制，阻止大部分中國大陸民眾對海外進行投資；中國大陸的銀行存款利率不算高，過去1年來低於消費者物價通膨率；過去幾年股價持續波動，使得中國大陸民眾將國內的股票交易視同高風險的賭博。

(一)中國大陸房地產泡沫形成期

2008年，中國大陸當局為在全球需求大幅衰退期間維持GDP成長率於10%的水準，策劃銀行放款熱潮，結果造成中國大陸的貨幣供給額擴增約66%。房地產成為中國大陸人民貯藏財富的偏愛標的，放款的暴增使得投資人將更多的資金投入房地產。北京當局對全球金融危機的反應，對原本繁榮的房地產市場無異火上加油，遂導致房地產泡沫的形成。僅僅兩年之內，許多地區最優質新屋的房價加倍攀升（Chovanec, Patrick, 2011）。

中國大陸政府針對房地產泡沫進行多次的降溫行動，每次均歷時數個月後即恢復正常。政府降溫政策反覆不定，主要係因地方政府依賴健全的房地產市場以產生賣地收入（因國家擁有土地），以償付債務本息，而且房地產業發展一直是GDP成長的主要驅動力；一旦房地產市場的成長趨緩，中國大陸當局即改變政策方向，轉而支持房地產部門。

(二)中國大陸房地產泡沫膨脹期

2010年春天，中國大陸房地產泡沫被人們稱作「本世紀最大泡沫」。2011年春天，北京普通房子的平均價格，需工資收入者工作36年來支付；相形之下，在新加坡需18年，在紐約需12年，在法蘭克福僅需5年。

此時，中國大陸領導人越來越擔心，房地產價格暴漲將散播社會動亂的種子。因此，北京當局宣布施行一系列降溫措施，以遏制房地產市場的投機性需求。

這些措施包括，提高房貸自備款比率、對申貸購屋者採取較嚴格的資格要求、對購屋者提出居住地要求、限制每個家庭購買住宅的數量、限制房地產開發商利用銀行融資，以及課徵財產稅等。雖然這些限制主要侷限於北京與上海，但釋放出中國大陸領導人希望房地產價格平穩的明確訊號。

房地產開發商對於政府過去多次的房地產降溫行動，無不以虎頭蛇尾草草收場告終之作法，了然於胸，因此無懼房地產降溫行動，持續借款與蓋屋。房地產投資年增率持續接近30%，因此GDP成長一直沒有受到負面的影響。

但是，中國大陸政府對此波降溫行動立場堅定，故房地產開發商只好開始囤積未售出的庫存房屋，以等待政府緩和降溫措施及市場需求復甦的時候到來，再伺機賣房。隨著時間經過，房地產開發商囤積的庫存房屋數量呈直線上升，房價因此居高不下。

根據中原房地產經紀公司（Centaline）的估計，房地產開發商在北京與上海囤積未出售的餘屋總值，分別相當於當地22個月與21個月的房屋銷售值。

(三)中國大陸房地產泡沫可能破裂期

由於中國大陸通膨從2010年1月的1.5%上升至2011年7月的6.5%高峰水準，使得中國大陸當局非常憂心經濟過熱，因此加強施行房地產降溫措施；此外，中國人民銀行並緊縮信用擴張；結果使得中國大陸經濟開始減緩。

2011年初，房地產開發商採用銀行貸款、高收益債券、民間投資工具，以及高利貸等融資方式，以保住其囤積的庫存房屋。到了夏天結束，許多中國大陸房地產開發商用來保住囤積房屋的融資方式選項已用罄，在資金調度的壓力下，只好被迫出售庫存房屋。因此，房價遭到大幅削砍，折扣數介於7折~5折之間（Chovanec, Patrick，2011）。

根據鏈家房地產經紀公司（Homelink）的估計，北京、上海的一手房價在2011年11月分別下跌35%、33%，而且房價下跌可能會持續一段時間。

房價下跌導致中國大陸房地產開發商進行合併，致五大房地產開發商的市占率，從2010年的7%，上升為2011年的9%。此外，Standard & Poor's信評公司為主要房地產開發商進行壓力測試，結果顯示，若房價自2011年的水準下跌30%，則許多體質較脆弱的地產開發商將瀕臨倒閉。

到目前為止，中國大陸的房地產投資人尚未蜂擁退出市場，因為彼等不像高度槓桿化的房地產開發商，大部分係以自己的資金投資，並無面對同樣的立即銷售壓力。

2011年11月，北京的二手房價格只下跌3%；但是，北京與其他城市的二手房成交量則大幅萎縮，這顯示大量房地產投資人想賣房，但發現在充斥著開發商大砍房價的市場，很難找到買主，在無週轉壓力下，寧願抱持空屋而不放手。

中國大陸的房地產泡沫可能開始破裂，對中國大陸經濟已造成廣泛的衝擊，諸如：從2011年6月以來，鋼鐵減產15%，且將近1/3的中國大陸鋼鐵製造業者處於虧損狀態；深圳市的房地產代理商有半數結束營業；2011年11月，地方政府有超過100件的土地拍賣流標；北京在同年的土地出售收入減少15%，若土地出售收入大幅減少，地方政府將無法償還它們從事基礎建設所需的巨額貸款。

為因應此一經濟衝擊，中國人民銀行於2011年12月5日作出3年以來首次的調降存款準備率之決定，釋放出廣泛挹注資金至經濟體之訊號。其實，在此全面調降存款準備率之前，中國人民銀行曾局部下調存款準備率（中國大陸存款準備金制度可視情況採行動態差別準備率、選擇性調整準備率），即准許寧波鄞州農村合作銀行及浙江省東部5家農村信用合作社於2011年11月25日起下調存款準備率0.5個百分點至16%。根據《彭博社》報導，上述金融機構於2010年因信貸過度成長被要求於一段時間內適用較高的存款準備率；這次單獨下調存款準備率，係因這些金融機構在承作房地產開發商等信貸方面有所減速，故中國人民銀行取消對這些金融機構的差別準備率。

三、對中國大陸金融部門所造成的影響

中國大陸在地方政府債台高築，房地產可能泡沫化的情況下，將加大銀行信貸泡沫破裂及地下金融崩潰的潛在風險亦隨之提高。

(一)銀行貸款快速擴張，導致貸款品質惡化

根據中國大陸銀行業於2011年6月公布的統計顯示，中國大陸銀行業對地方政府放款總額為人民幣5,800億元。

不過，《彭博社》根據來自113家地方政府融資公司的資料顯示，彼等向建設銀行借款達人民幣2,500億元。儘管這人民幣2,500億元所涵蓋地方政府融資公司的家數僅占全中國大陸的2%，且借款來源僅為中國大陸四大國有銀行之一，但是占中國大陸銀行業對地方政府融資公司放款總額的比重卻高達43%。因此，專家指出，中國大陸銀行業所揭露對地方政府放款的統計，極可能遠低於其對地方政府的實際曝險。

亞洲瑞穗證券（Mizuho Securities Asia）分析師Jim Antos指出，中國大陸銀行業從2007年12月至2011年5月期間，放款金額已增加1倍，是信貸泡沫破裂前的徵兆。

中國大陸地方政府因債務規模龐大，房地產泡沫岌岌可危，償債能力令人憂心。未來如果其還不起債務，程度輕微者將使銀行業受到拖累，銀行壞帳攀升，銀行股價受到不利衝擊；程度嚴重者將爆發銀行倒閉風暴。

(二)地下金融崩潰的潛在風險增加

中國大陸地方政府利用融資公司大舉借債已如前述，融資公司屬於中國大陸影子銀行體系的範疇。中國大陸影子銀行體系主要分為三類：非正規金融部門、私募股權基金及理財商品，其中非正規金融部門包括融資公司、信用擔保公司及當舖。

根據《彭博社》的資料，目前融資公司的債務有85%以上仰仗向銀行借款，其他約15%則倚賴向企業借款及發行理財商品。

近兩年來，這些較小規模的非銀行金融機構如雨後春筍般湧出，且完全不受官方的監管，其放款規模究竟有多大，是個未知數。不過，根據德國《明鏡週刊》的估計，新增放款中有10%~20%來自於非正規的放款市場。

再者，瑞銀證券（UBS）經濟學家汪濤（Tao Wang）估計，中國大陸1年非正規放款金額介於2兆~4兆人民幣（約折合3,140億~6,280億美元），或相當於GDP的10%。

目前中國大陸經濟成長速度漸減、房市降溫，導致地下金融體系崩潰的潛在風險提高。一些放款表面上似屬非正規放款，實際上仍與銀行保持密切的關係。因此，所構成的危險是，可能削弱儲蓄者對整個銀行體系的信心。中國大陸作為全球儲蓄大國，一旦儲蓄者失去對銀行的信心，勢將引發社會壓力與政治緊張。

四、結語

近期由於中國大陸銀監會的介入，中國大陸銀行業將對地方政府債務展期，使得中國大陸地方政府的償債壓力獲得紓解。

不過，中國大陸當局仍須積極採取措施，以抑制地方政府的債務繼續擴張，以及深化財稅體制的改革，以根本解決地方政府的債務問題。否則，一旦等到房地產投資人相繼退出市場，房地產泡沫真的破裂，結果將使地方政府信用違約增加，導致銀行資產減損；進而將因銀行去槓桿化，造成信用緊縮，妨礙經濟成長。（本文內容純屬作者個人意見，與服務單位無關；如有錯誤，亦概由作者負責。）

中華民國銀行公會101年1-2月重要業務事項一覽表

項次	辦理事項
1	本會100年12月28日函送3位代表參加環球銀行金融電信協會「2011年Sibos（SWIFT International Banker's Operations Seminar）會議」之心得報告予會員銀行參考。會中有關重新審視監管、技術變革、行業格局變化和新的期望，以及全球與本地展望等四大議題備受關注。
2	為應我國公部門「因應美國『外國帳戶稅收遵從法（FATCA）』工作小組」與美國財政部及國稅局（IRS）於100年12月22日進行電話會議參考之需，本會經廣徵各會員銀行提供補充意見，於12月15日提供8點FATCA相關中英對照補充意見供銀行局參酌。
3	有關本會「ICC資料研究小組」2位成員代表出席國際商會銀行技術實務委員會去(100)年10月26日至27日於中國大陸北京舉行例行半年會議之心得報告，業函送會員銀行參考，並連同小組就本次會議相關議題之研究成果，置於本會網站「ICC資料區」及「拒付抗辯資料區」，供會員銀行查詢利用，以協助會員銀行掌握相關國際規則、慣例或實務最新發展趨勢。 另於前開會議中，有關「國際標準銀行實務」（ISBP）修訂及「出口遠期票據買斷業務」（Uniform Rules for Forfaiting）起草等議題，備受關切，而臺銀及一銀亦派員共襄盛舉，受到大陸媒體之聚焦採訪。

項次	辦理事項
4	有關司法院於101年1月20日預告修正「消費者債務清理條例施行細則」17項條文，其中新增12條、修正4條及刪除1條，經債務協商委員會專案會議討論通過，針對其中三項條文表示意見（司法院修正之施行細則、本會建議及範例說明詳如附件）。茲將重點摘要如下： (一)第16條：本會認為有擔保之債權人依更生程序行使權利時，基於全體普通債權人之公平受償原則，有擔保債權人應以其未能受償額列入更生方案，並應就「有擔保債權金融機構行使擔保權後不足受償額」加計「其他債權人（無擔保債權）之債權餘額」後之金額，受償至所有債權人受償之程度，達更生方案預定之清償成數為止，方屬公平合理，爰建議修正如附件說明，然司法院考量後，不予採納本會修正建議。 (二)第39條之1：本會認為目前各地方法院民事執行處於債權人聲請強制執行時，均要求債權人應檢附「不免責裁定」及其確定證明，由於目前各地方法院作法不一，分別為以網路公告「不免責裁定」代替送達或郵寄送達，因此本會建議修正本條文增訂第2項（詳如附件），以利債權人進行強制執行作業。司法院認為債權金融機構尚需要法院所為免責、不免責或撤銷免責之裁定，可逕自向法院聲請補發，以避免資源浪費。因此不予採納本會修正建議。