



民國 101 年自提研究計畫

大陸利率市場化之發展及其對我金融業之影響

【結案報告】

計畫主持人：王儷容

共同主持人：李紹璋

研究助理：葉俊沂

研究助理：劉皓中

研究助理：許慎時

中華民國 101 年 12 月

目錄

第一章 前言.....	1
第二章 大陸進行利率市場化背景與進程.....	2
一、大陸的利率市場化背景.....	3
二、大陸的利率市場化改革思路概略.....	4
三、大陸的利率市場化順序.....	5
四、小結.....	11
第三章 大陸利率市場化扮演之角色.....	13
一、大陸利率調整與利率水準概況.....	13
二、利率工具在大陸貨幣政策中之角色.....	17
三、利率市場化在大陸直接金融發展所扮演之角色.....	20
四、小結.....	36
第四章 各國利率市場化/自由化經驗與教訓.....	38
一、美國利率市場化歷程(1970~1986).....	38
二、日本利率市場化歷程(1977~1994).....	42
三、台灣利率市場化歷程(1975~1989).....	47
四、美國、日本與台灣利率市場(自由化)的異同比較.....	51
五、美國、日本與台灣利率市場化所衍生出之相關議題.....	55
六、小結.....	65
第五章 實施利率市場化對大陸之影響.....	66
一、對當地銀行發展之影響.....	66
二、對大陸總體經濟之影響.....	71
三、對大陸資金流向之影響.....	71
四、對大陸金融生態之影響.....	73
五、小結.....	74
第六章 大陸實施利率市場化對我金融業之影響.....	76
一、對台資銀行赴陸發展之影響.....	76
二、對台資保險及證券業者赴陸發展之影響.....	81
三、對台灣未來發展人民幣業務及台灣金融市場之影響.....	82
四、小結.....	84
第七章 結論.....	86
一、大陸利率市場化進程.....	86
二、大陸利率市場化之角色.....	87
三、各國利率市場化經驗.....	88
四、實施利率市場化對大陸之影響.....	89
五、大陸實施利率市場化對我金融業之影響.....	90
參考文獻.....	92

附件一：「大陸利率市場化之發展及對我金融業之影響」期中審查會議回覆意見表	95
附件二：「大陸利率市場化之發展及對我金融業之影響」期末審查會議回覆意見表	101

表目錄

表 3-1	中國債券種類占市場發行金額及比重表	32
表 4-1	台灣利率政策	49
表 4-2	各國利率自由化比較分析	52
表 5-1	中國大陸 16 家上市銀行 2012 年前三季營收成長率（與前一年 同期相比，%）	67
表 5-2	中國大陸 16 家上市銀行利息收入（與前一年同期相比，%） .	68
表 6-1	兩岸三地人民幣存款牌告利率	83

圖目錄

圖 2-1	中國大陸利率市場化範圍.....	5
圖 3-1	大陸對放款利率設有下限，對存款利率設有上限.....	14
圖 3-2	大陸與台灣存放利差.....	15
圖 3-3	2012 年 6 月末債券市場餘額券種分佈.....	32
圖 3-4	中國公司債券市場監管架構.....	36
圖 4-1	美國利率自由化過程簡圖.....	39
圖 4-2	日本利率自由化過程簡圖.....	44
圖 4-3	1980 年代以後台灣金融市場自由化歷程.....	50
圖 4-4	美國、日本及台灣歷年利差走勢 (%，1994-2006).....	55
圖 4-5	國際存放款利差比較 (1998-2010).....	56
圖 4-6	七大工業國通貨膨脹指數.....	57
圖 4-7	台灣固定資本形成成長率(%，1978-2012.06).....	58
圖 4-8	台灣 GDP 成長率(%，1978-2012.06).....	58
圖 4-9	國際間其它國家銀行業 ROA.....	60
圖 4-10	國際間其它國家銀行業 ROE.....	60
圖 4-11	1998-2010 年各國銀行業平均資產規模(百萬美元).....	61

第一章 前 言

利率市場化係大陸自2011年至2015年實施之「十二五規畫」政策措施之一。大陸“十二五”時期經濟社會發展主要目標包括：經濟發展、結構調整、居民收入、社會建設、與改革開放，其中改革開放部分即包含：財稅金融、要素價格、壟斷行業等重要領域和關鍵環節改革取得明顯進展。事實上，大陸早期的改革以理順商品價格打頭陣，直至1990年代後期以來，才開始強調生產要素價格的合理化與市場化。由於利率是重要生產要素——資金——之價格，故利率市場化即成為大陸生產要素價格市場化的重要一環。大陸央行行長周小川於2010年年底即曾公開表示，“十二五”期間利率市場化將取得明顯進展。綜上所述可知，利率市場化確為大陸“十二五”規劃之重要推動措施。

究竟大陸利率市場化之發展進程為何？而其對於大陸經濟、金融發展本身，乃至於已赴陸開展金融業務之我金融業者，會產生哪些影響？將是本計畫之研究重點與目的。

第二章 大陸進行利率市場化背景與進程

利率自由化指的是中央銀行對金融利率管制的鬆綁，目的在使銀行可自行依據資金市場的需求狀況以及貸款案件的風險程度訂定利率水平。中國大陸的中央銀行即是中國人民銀行(以下簡稱人行)，為中國大陸國務院下獨立執行貨幣政策的部門，扮演了中國大陸未來利率市場化的重要推進角色。

中國大陸當前的利率改革，在官方文件的用字皆係以利率“市場化”而非“自由化”來表達。利率“市場化”與利率“自由化”兩者之間存有開放管程度上的差異，利率自由化始於利率市場化，自由化可說是市場化的進階，政府若直接決定利率，而不由市場資金供需狀況決定，則利率是無法市場化的。利率市場化係由政府透過放鬆行政監管來啟動，如中國大陸目前所處之階段。利率“市場化”往往是均衡利率的偏離，而利率“自由化”則是均衡利率的調整；利率市場化的重點是培育市場機制，利率自由化的重點則是解除政府管制(陳蓓君、胡海鷗，2007)。值得說明的是，利率自由化並非代表政府對利率體系不施予任何管制，相反地，為了維護投資者的安全，政府應配合時代潮流訂定相關遊戲規則。

中國大陸利率市場化的進程，大致可以人行在1995年時開放銀行間的拆借利率做為一個關鍵的時間點。在此之前，也就是1995年《中國人民銀行關於“九五”時期深化利率改革的方案》被提出之前，人行基本上是對利率進行統一的管理，金融機構幾乎不得自行決定利率¹。以下本章將重點描述大陸利率市場化的改革背景、總體思路以及利率市場化進程。

¹ 在1981年由中國大陸國務院所發出的《關於切實加強信貸管理，嚴格控制貨幣發行的決定》一文第六點中明確說明：利率由中國人民銀行統一管理，其他部門和單位不得自行規定存款和貸款利率。中國人民銀行總行有權在國家規定利率的基礎上，在上下不超過百分之二十的幅度內機動調整。農村信用社和其他金融機構的存款、貸款利率，可以略高或略低於國家銀行的利率。信用社變更利率，委託農業銀行審批；外匯貸款利率，委託中國銀行擬訂；其他信用機構變更利率，要報經中國人民銀行批准。

一、大陸的利率市場化背景

在全球金融市場改革及開放潮流下，中國大陸於加入WTO之前便了解自身金融部門將加速對外開放之必要性。加入WTO後，隨著外資銀行的不斷加入，帶動金融業務以及新金融商品的發展，成為大陸加快利率市場化的動力。大陸過去利率體制不但不利金融機構提高業務創新能力，亦不利金融機構進行風險控管。過去金融管制嚴格下，對金融機構及經濟金融環境造成之影響，驅使大陸加速推行利率市場化腳步，茲補充說明如下：

其一，大陸不同種類金融機構透過參股等管道，使各金融機構的業務縱橫交錯(綜合化)及同質化。在業務綜合化過程中，證券交易佣金率及保險費率等基本上已具備市場化因素，僅剩下存貸款業務的利率是受到管制的。前述問題讓具有替代性的金融業務之間，在業務定價機制方面出現了差異性，對存貸款業務為主的存款類金融機構在利潤與風險控管方面產生束縛，不利其經營發展。

其二，人行在1998年取消信貸規模控制後，主要透過公開市場操作及口頭勸導方式引導金融機構的貸款行為。但當時金融機構無法依據風險特徵決定利率(利率非市場化情況下)，造成金融機構在衡量收益與風險之間時無法取得平衡。當時情況下，造成金融機構寧可將資金留在金融體系(如同業存款)賺取較低的收益也不願進行放貸，造成貨幣市場緊縮容易放鬆難的現象。

二、大陸的利率市場化改革思路概略

關於人民幣市場化的整體思路沿革，1993年《關於建立社會主義市場經濟體制改革若干問題的決定》和《國務院關於金融體制改革的決定》最先明確利率市場化改革的基本設想；舉例來說，後者曾指出“中國人民銀行要制定存、貸款利率的上下限，進一步理順存款利率、貸款利率和有價證券利率之間的關係；各類利率要反應期限、成本、風險的區別，保持合理利差；逐步形成以中央銀行利率為基礎的市場利率體系。”而後在1995年《中國人民銀行關於“九五”時期深化利率改革的方案》初步提出利率市場化改革的基本思路。

以近期大陸實施利率市場化的整體思路來說，大陸人行曾於2003年2月，在一份《2002年中國貨幣政策執行報告》中說明，大陸利率市場化將依循“先外幣、後本幣；先貸款、後存款；先長期、大額，後短期、小額”的路徑發展。另一方面，在2003年中共中央《關於完善社會主義市場經濟體制若干問題的決定》一文中明確指出，其將“穩步推進利率市場化，建立健全由市場供求決定的利率形成機制...”。此外，當時的利率市場化是以先放開貨幣市場利率和債券市場利率，再逐步推進存貸款的利率市場化。透過本文的介紹，可發現大陸利率市場化各項措施整體上便是依照前述路徑逐步推進。

今(2012)年4月，人行行長周小川曾指出²：貸款利率市場化改革可先行一步，存款利率市場化可通過促進替代性負債產品發展及擴大利率浮動區間等方式推進；9月，在《金融發展和改革十二五規劃》中提及，“確保利率市場化改革按照：放得開、行得成、調得了”的原則穩步推進。所謂的放得開，指的是由人行控制的存貸款基本利率，其浮動範圍越來越大；而利率放開後，人行一如其他國家央行般，不可能不謹慎控制基準利率，因此存貸款利率放開後，人行將思考今後將得以調控何種利率(也許是Shibor或回購利率..等)，這點是大陸相關單位正在積極思索的議題。而

²內容參考 2012 年中國大陸《財經》雜誌 4 月出刊之專訪。

選中了某項利率後，還必須能調得了，並得透過利率的傳導影響市場的其他利率，再經由利率傳導機制影響CPI與GDP，這些環節使否成熟、有效，目前正處於大陸政府投以大量研究而尚未得知的階段。

以下本章節將依序探討中國大陸人行於不同市場(貨幣、債券及存貸款市場)及境內外幣市場中所進行的重要利率改革(參考以下圖2-1)，檢視其開放歷史與原因，俾利於掌握未來開放之進程。

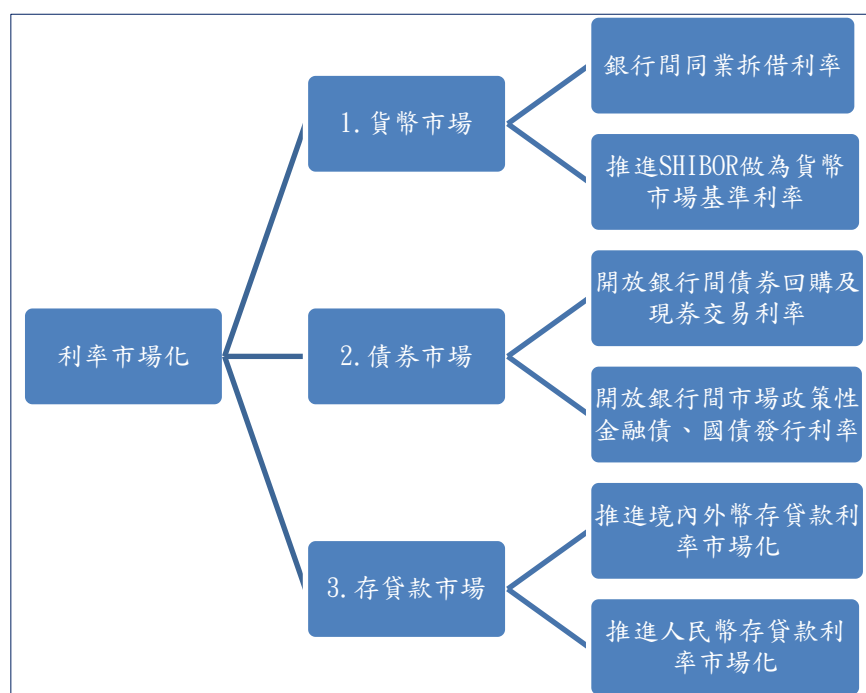


圖 2-1 中國大陸利率市場化範圍 (黃杰，2012)

三、大陸的利率市場化順序

(一) 銀行間的利率自由化

銀行間的利率拆借可說是整體金融市場利率的基礎。1986年，在國務院所頒佈的《中華人民共和國銀行管理暫行條例》中，便同意專業銀行資金可以互相拆借，而期間及利率可由借貸雙方互相協議，銀行間的同業拆借業務從此開始迅速擴展。1990年3月，由於人行體認到市場整體風險意識薄弱等問題，因此制定了同業拆借市場運行規則並對拆借利率執行上限管理。1995年11月，人行撤銷了由各商業銀行所成立的融資中心等中介機

構，並從1996年1月1日起，將所有同業拆借業務由全國統一的同業拆借市場網絡辦理，並於同年6月取消對同業拆借利率的上限管制，建立了可由拆借雙方自由議價(拆款利率)的機制，對銀行間同業拆借利率的自由度從此正式開放，隨而產生了中國大陸銀行間拆借市場利率(CHIBOR)。一般而言，拆借利率高於存放於中央銀行(人行)的存款，低於商業銀行短期的貸款利率。於同時期，人行亦積極建立SHIBOR(上海銀行間同業拆放利率)，該利率為信用等級較高的銀行自主報出的人民幣同業拆出利率計算的算數平均利率(為單利、無擔保、批發性利率)，並於2006年進行試運行，2007年1月正式運行。SHIBOR在2007年末確立了其為貨幣市場基準利率的地位。

(二) 國債和政策性金融債發行利率的市場化

利率的市場化並不只限於銀行的存貸款利率，債券市場利率亦是金融市場中重要的指標利率，透過一個有規模以及制度完善的債券市場所形成的利率價格，可合理地反映市場中資金供需的情況及利率水準。

大陸政府對債券市場利率開放，在90年代期間有重要的進展。1991年，大陸國債的發行開始使用具市場因素的承購包銷方式發行，可說是中國大陸國債發行利率市場化的開端。1996年，大陸財政部透過證券交易所平台促成國債的市場化發行，此舉提升國債的發行效率並降低發行的成本；而當時國債的發行採取了利率招標、收益率招標及劃款期招標等多種方式，進一步推動國債發行的利率市場化。1997年6月，人行發布《銀行間債券回購業務暫行辦法》，當中關於回購的國債一項，說明其利率將由買賣雙方決定(同年，對現券交易利率也進行開放)，此項改革提高金融機構資金使用效率，並給予金融機構主動調整資產與負債結構的動機。

爾後短期回購利率發展逐漸成為央行判斷存款類頭寸情況的重要指標，為央行展開公開市場超作奠定了基礎。銀行間債券利率回購及現券交易利率的開放，增加了市場價格的發現能力，締造接下來開放銀行間市場國債和政策性金融債發行利率的條件。

承前所述，1998年人行開放了政策性銀行發行金融債券的利率；在此之前，金融債的發行利率是由行政方式確定，其定價難以同時滿足發行與投資人雙方的利益，使商業銀行購買政策性金融債的動機不高。1998年，基於銀行間拆借利率及債券回購利率及現券交易利率已逐步市場化，因此9月，國家開發銀行的金融債券透過人行債券發行系統以市場化方式發行金融債券，而稍後中國進出口銀行亦跟進以市場化發行金融債券。1999年大陸財政部首次在銀行間債券市場，落實以利率招標的方式發行國債。

銀行間拆借市場及債券回購利率逐漸發展成為短期金融產品訂價的重要參考指標，銀行間市場國債發行利率和次級市場收益率也成為中長期利率商品的重要參考標準。銀行間的市場逐步發展成為政府實施貨幣政策調控的重要場所。

（三）人行利率體系改革(貼現利率及存款準備金利率)

貼現利率的水平與政府對市場資金的調控及資金供需市場中的競爭狀況有密切關係，因此人行對貼現利率的改革，推動了銀行承兌匯票(利率)的市場化進程，促使市場於可依不同時間訂定出合理的票據利率水準。

關於貼現利率的形成與改革，可先由再貼現利率的制定說起。大陸商業銀行的貼現票據始於1986年，當時票據市場規模較小，再貼現利率是以同期各檔次的銀行貸款利率為基礎，可向下浮動5-10%；至1996年時，前述再貼現利率浮動的基礎改為相應檔次的再貸款利率。1998年3月，人行改革再貼現利率和貼現利率的形成方式，規定再貼現利率為人行制定且為獨立的利率檔次，而貼現利率的形成則是以再貼現利率為基礎，向上加0.9個百分點。1998年7月，人行將再貼現率從6.03%降為4.32%，並允許貼現利率可最多加點幅度擴大到2個百分點；同年12月，貼現利率最高為同期銀行貸款利率(含浮動)，在此浮動區間內，貼現率由商業銀行自行決定。

人行另一項對利率體系的重要改革即是存款準備金利率。存款準備金利率是人行為金融機構存款準備金支付利息的利率水平。為避免較高的準

備金存款利率會吸引商業銀行將其資金大量存放在人行，而接連影響信貸投放問題，於是人行在1998年3月，對準備金制度進行改革，將法定準備金及超額準備金帳戶合併，實行統一利率。1998年以來，準備金存款利率一直保持低於商業銀行籌資成本的水平。2003年12月，人行再度改革準備金存款利率制度，對金融機構的法人法定準備金存款和超額準備金存款採“一個帳戶、兩種利率”的方式分別計息，客觀上地讓超額準備金存款利率發揮了貨幣市場利率下限的作用。

(四) 人民幣存款利率市場化

在前段便提及，大陸國務院曾於1981年所公佈的《關於切實加強信貸管理，嚴格控制貨幣發行的決定》中，說明利率由人行統一管理，除人行總行有權在國家規定利率基礎上，在上下不超過20%的幅度內機動調整，其他部門不得自行決定存貸款利率。而農村信用社和信託投資公司等金融企業的存款、貸款利率(試點)，可以略高或略低於國家規定的利率。由前述說明可知，大陸曾經於改革開放初期，對信託投資公司及農村信用社進行過存款(包括貸款)利率浮動的試點運行，可視為大陸進行存款利率自由化之始。然而，透過前述試點方式運行獲取相關經驗的同時也發現了一些問題。舉例來說，經營不佳的金融機構容易在缺乏財務約束情況下，祭出高息攬存等的情況。有鑑於此，存款利率的浮動機制在1990年時全部被取消。

1999年~2004年之間，人行再對存款利率的市場化推出連續性的試行與改革。首先，人行於1999年10月時對保險公司的大額定期存款實行協定利率，允許中資商用銀行法人對中資保險公司法人試辦五年期以上(不含五年)、3000萬元以上的長期大額協議存款業務，利率水平由雙方協商。2002年~2003年，前述協議存款的存款人試點範圍再擴大到全國社會保障基金理事會(社保基金)、已完成養老保險個人帳戶基金改革試點的省級社會保險經辦機構(養老基金)和郵政儲匯局等機構。

2004年10月29日，人行經國務院批准後，根據《中國人民銀行關於調整金融機構存、貸款利率的通知》允許金融機構可對人民幣存款利率進行下浮，也就是所有存款類金融機構對其吸收的人民幣存款以人行規定的人民幣存款基準利率為上限，實行存款利率下浮制度(即人民幣存款利率下限為0，上限為各檔次存款基準利率，落實人行對存款利率的「開放下限，管住上限」目標。

(五) 人民幣貸款利率市場化

除了大陸曾經於改革開放初期，曾對信託投資公司及農村信用社進行過貸款利率浮動的試點運行外，人行於1987年1月更進一步嘗試貸款利率的市場化；在《關於下放貸款利率浮動權的通知》中，允許商業銀行可視國家經濟政策，以國家規定的流動資金貸款利率為基準，有上浮最高為20%的利率浮動權。1996年5月，為減輕企業的利息支出負擔，貸款利率的上浮幅度由20%縮小為10%，下浮為10%，浮動範圍僅限於流動資金貸款。前述改革在當時連續降息的時空背景下，利率浮動範圍的縮小，使銀行對中小企業放款動機下降，影響中小企業的發展，此項改革亦被視為利率市場化的倒退。

為鼓勵金融機構對中小企業的支持，人行從1998年10月起，將金融機構對中小企業的貸款利率浮動幅度由10%擴大到20%，農村信用社的貸款利率最高上浮幅度(由40%)擴大到50%。1999年4月，為更加積極地促進商業銀行發放貸款並改善其金融服務，貸款利率浮動再度被擴大，人行允許縣以下金融機構貸款利率最高可上浮30%；同年9月，商業銀行對中小企業貸款利率最高可上浮30%，對大型企業的貸款利率則有上下浮動10%的權利，而對農村信用社浮動利率政策保持不變。

2003年後，人民幣貸款利率的市場化跨出許多重要步伐。2003年，人行在推動農村信用社改革試點時，允許試點的貸款利率上浮不得超過貸款基準利率的2倍。2004年1月1日，人行將商業銀行、城市信用社的貸款利率浮動區間上限擴大到貸款基準利率的1.7倍(上浮70%)；將農村信用社貸

款利率的浮動區間上限擴大到貸款基準利率的2倍(上浮200%)；將金融機構貸款利率的浮動區間下限保持為貸款基準利率的0.9倍不變(下浮10%)。同年10月29日，人行經國務院批准(《中國人民銀行關於調整金融機構存、貸款利率的通知》)，不再設定金融機構(不含城鄉信用社)人民幣貸款利率上限，而下限仍為基準利率的0.9倍(下浮10%)。由於考量到城鄉信用社競爭機制的不夠完善以及經營管理能力不足，因此繼續對城鄉信用社人民幣貸款利率實行上限管理，其貸款利率浮動上限擴大為基準利率的2.3倍(上浮230%)。

(六) 開放存款利率上限及貸款利率下限管理

存款下限及貸款上限已於2004年開放，而關於存款利率上限管制及貸款利率下限管制的開放，在2012年也有重要的進展。首先，2012年6月8日，人行將金融機構存款利率浮動區間上限調整為基準利率的1.1倍(上浮10%)；貸款利率浮動區間下限調整為基準利率的0.8倍(下浮20%)。在此之前，在2008年經濟危機時，為刺激房地產需求，商業性個人住房貸款利率的下限由貸款基準利率的0.85倍擴大為0.7倍(下浮30%)，當時這被認為是中國大陸利率市場化改革中，對放鬆貸款利率下限管制的嘗試。2012年7月6日，人行除再次下調存貸款利率外，再將金融機構貸款利率浮動區間的下限調整為基準利率的0.7倍(下浮30%)，再次被認為是大陸推進利率市場化的進步之舉。

(七) 境內外幣利率的市場化

2000年時，經國務院批准後，人行對中國大陸境內外幣利率管理進行改革。首先是開放外幣貸款利率，第二是開放大額外幣存款利率。前項外幣貸款利率及計結息方式讓金融機構根據國際市場利率變動、資金成本、風險差異等因素自行訂定；後者是指300萬以上美元或等額其他外幣的大額外幣存款利率由金融機構及其客戶自行協商。

2003年7月，對英鎊、瑞士法郎、加幣的小額存款利率進行開放，讓商業銀行決定，從此小額外幣的存款利率由原先國家制定的7種減少到美

元、歐元、港幣和日圓4種。同年11月，人行再度放開小額外幣存款利率下限，商業銀行可判斷國際金融局勢後，以不超過人行公佈的利率上限，自行決定外幣存款利率。

2004年11月，人行開放1年期以上小額外幣存款利率，使商業銀行有更多的外幣利率決定權。2007年，人行於銀行間外匯市場中推出人民幣外匯貨幣掉期交易。外匯掉期交易結合即期及遠期交易，是由交易雙方按約定的匯率、利率等條件，於一定時間內，相互交換一筆資金，達到風險規避的目的，此項改革有利於外匯市場的發展，對中國大陸匯率市場化的形成有所幫助。

四、小結

大陸存放款利率的僵固使不同金融機構業務定價機制出現差異性，以及金融機構放款意願低落等問題，形成大陸推行利率市場化的成因與背景。關於大陸利率市場化的改革思路發展，當中具代表性的是，「大陸利率市場化將依循先外幣、後本幣；先貸款、後存款；先長期、大額，後短期、小額」，以及「確利率率市場化改革按照：放得開、行得成、調得了」，分別在2003年與2012年分別被確立。

至於大陸利率市場化之進程，其銀行間的利率市場化係從80年代中後期迅速發展，並在1996年對銀行間同業拆借利率正式開放，進而產生可作為金融市場上基準利率參考之CHIBOR及SHIBOR兩種利率。90年代初，人行將具有市場因素的發行方式融入國債的發行；90年代中後期，銀行間債券利率回購及現券交易利率相繼開放；90年代後期，國債和政策性金融債發行利率的市場化進一步被落實。貼現利率的形成機制於80年代中期至90年代中期逐步建立，人行更於90年代末期對該利率實行浮息制度。外幣的存貸款利率在2000~2004年間也有重大變革，包括開放外幣貸款利率以及小額外幣存款利率下限開放等。

至於最受關注的金融機構存貸款利率改革，經過90年代人行逐步擴大人民幣存貸款上下浮動範圍後，2004年的利率市場化改革進一步開放了金融機構貸款上限以及存款利率下限，是大陸利率市場化的重要里程碑。而一直被嚴格控管的存款利率上限以及貸款利率下限，在2012年6月至7月

間也因改革加大了浮動的空間，這些改革被認為是大陸推進利率市場化的進步之舉。

第三章 大陸利率市場化扮演之角色

一、大陸利率調整與利率水準概況

1. 大陸利率無法自由化之主因

大陸貨幣主管當局為了維持金融市場穩定及增進大陸經濟成長，多年來一直維持甚高之存貸利差。其擔心一旦放寬放款利率下限及存款利率上限，有可能引發銀行間之惡性競爭(前者引發爭相放貸，後者則可能導致存款之爭奪)，而影響到金融市場之穩定(王儷容、沈中華、與彭金隆，2010年)。此外，存款利率水準仍是維持其上限，亦是擔心存款利率過高將引來海外熱錢之大舉流入，進而影響到人民幣之匯價。

不過，社科院研究人員認為，人行不會為了維護銀行的利潤而犧牲以上目標；亦即其認為，人行並非以維持銀行的利差收益為主要考慮，主要係根據貨幣政策的基本要求，以及當前經濟情勢的基本狀況，來確定利率水平的政策。

2. 大陸近期利率調整概況

近來，世界經濟受到歐債危機之影響，局勢似乎更將嚴峻，因此逼著英國、中國、及歐洲央行於7/5同日宣布寬鬆貨幣政策。而對於影響台灣經濟最大的大陸而言，中國人行繼6/7調降基準利率後，1個月之內，再次下調金融機構人民幣存貸款基準利率，1年期存款基準利率下調0.25個百分點(成為3%)，1年期貸款基準利率下調0.31個百分點(成為6%)。大陸人行於1個月內兩度降息，與其他國家一樣，刺激欲振乏力之經濟的意圖十分明顯。但更值得注意的是，大陸施行利率市場化或自由化(以下分析)，對於大陸金融市場未來走向之隱含意義。

仔細觀察中國人行7/5基準利率調降之內容，除了上述貸款基準利率下調百分點大於存款，而使利差縮小為3%外，其更將貸款利率下浮空間(即下限)從6/7調整後之0.8倍(即可下調至低於基準利率之20%)，加大

力道下調至0.7倍(即可低於基準利率之30%)；另一方面，存款利率浮動區間上限則維持在6/7調升後之基準利率的1.1倍(可高於基準利率之10%)。

加大貸款利率下限意味著，鼓勵銀行可以更有彈性、放心大膽地降低貸款利率，增大對於企業貸款之力度，進而積極拉抬經濟外；另一方面，存款利率上限則持穩，主因擔心各銀行用力搶錢，甚至於引發海外資金湧入。不論如何，大陸之存貸利差已開始降低，大陸人行希望過往長久受到大陸當局利差保證之庇蔭，甚至於賺太多錢不好意思講的銀行，開始「讓利」實體經濟發展。

3. 大陸存放利差變動情形

事實上人民銀行所維持的利差，並沒有存在著一直擴大或一直縮小的趨勢，而是符合宏觀調控的規律，非對稱加減息。貸款增長過快時，人民銀行會提高利率，同時可適當地縮小利差，以減少商業銀行放貸的誘因，經濟需要刺激時，人民銀行會降息，同時擴大利差，令商業銀行有放貸的意願。2011年中國大陸銀行利差(見以下圖3-1及圖3-2)，約為306BP(3.06%)，比新興市場還低，比成熟市場來得高，(台灣利差約為1.5%)。

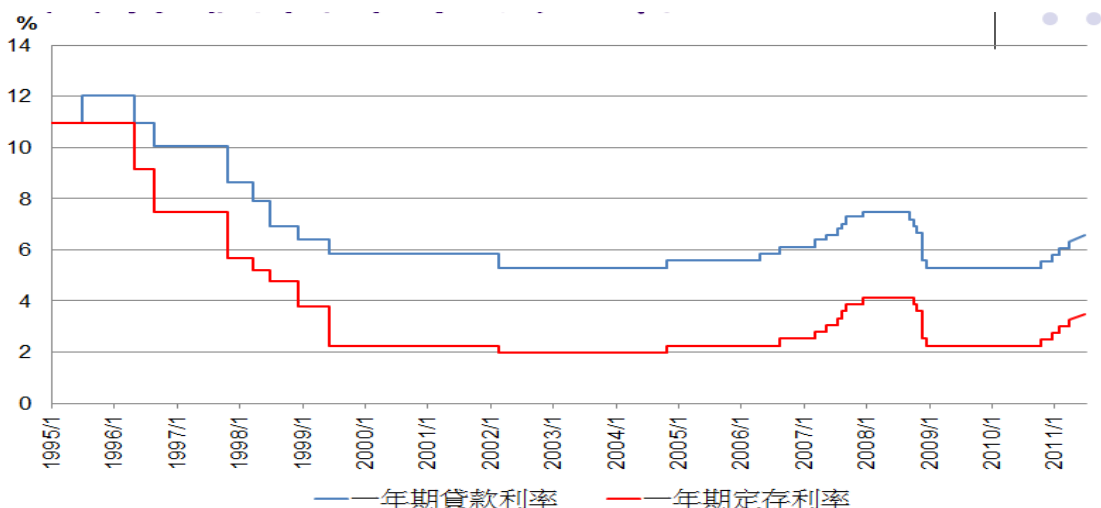


圖 3-1 大陸對放款利率設有下限，對存款利率設有上限

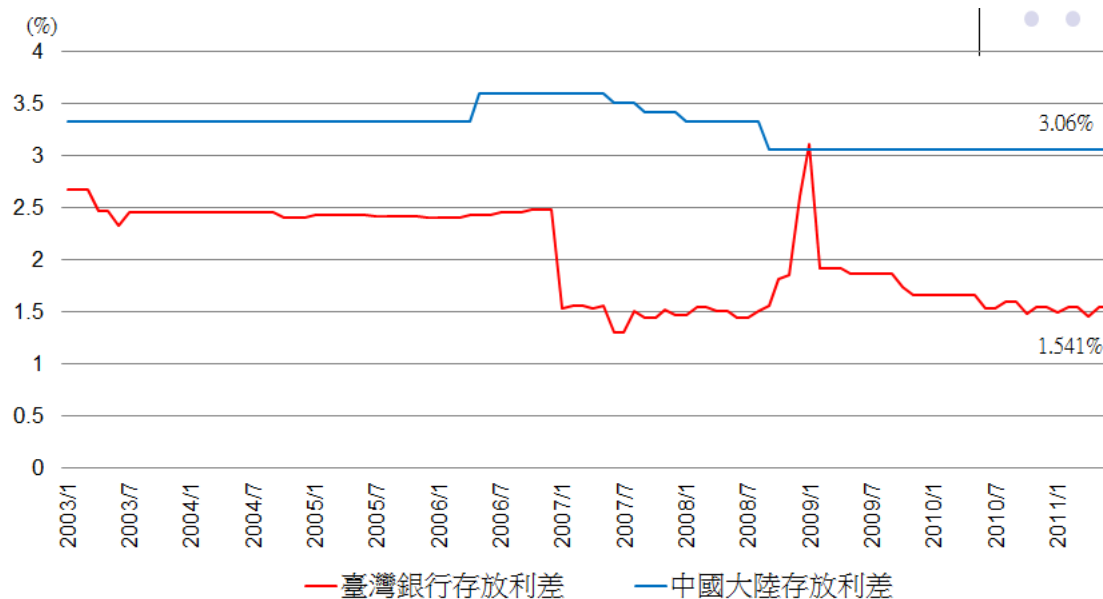


圖 3-2 大陸與台灣存放利差

4. 影響大陸未來利率市場化/自由化之諸多因素

未來大陸利差水平會逐漸縮小，除了因為上層政策相關考量外，另外因經濟不斷成長、經濟水平不斷提高，整體社會資金供應會越來越充裕，再加上在現有經過30年改革的基礎上，存在著龐大的系統外市場，並未直接按照人民銀行制定的利率進行貸放，但人行終究會逐漸把系統外的市場合法化。台灣以往也出現過這種情況，在利率市場化的改革之前，會出現高利貸等現象；但隨著各種狀況之逐漸演變，便會出現真實反映整個社會資金需求的利率水平。

根據大陸近幾年來之經驗，因貸款上限已放開，雖說目前整體基本利率相同，但銀行對客戶的放貸利率水平是不相同的。亦即市場係屬於一個非均衡的市場，大的優質客戶較強勢，故銀行會對其降低貸款利率，而大量的中小企業則因談判力量較差，對於貸款利率較無異議空間，故會被收取較高利率。

此外，目前大陸整體社會的資金供給狀況持續好轉，甚至存在流動性過剩的情形，同時銀行的數量也越來越多，中農工建交五大銀行屬於大型銀行，十幾家中型銀行則屬於股份銀行，加上近幾年的外資銀行，許多在大陸註冊後轉變為子公司，以及最近在很多重要城市中，在原來城市信用社的基礎上改組成為城市商業銀行，同業間之競爭越來越大。

在貸款方面，大型銀行放貸速度減緩，城市商業銀行速度則是增長，且市占率日趨加大，農村信用合作社也變身成為農村商業銀行以及聯社，聯社即是多個法人聯合成立，聯合以後各個聯社相當於一個子行，資金各方面皆可調配，改組以後重建的銀行發展皆很快。聯社長期而言可改組成農村商業銀行，在很多中西部省份，聯社的規模皆為數一數二，有些聯社整體份額比工行還要大，如：四川省農村信用社聯社，規模占該省第一、二。預想未來在城市商業銀行及農村商銀等崛起下，大陸銀行業間競爭之激烈將不在話下。

總體上來看，外資銀行在中國大陸之業務已擴大了市場及增長速度，總資產大約占2%左右，公家銀行及私人銀行皆有外資銀行的參股，外資銀行在中國銀行業的股權投資部份總共占11-12%，這兩年則有個別收縮之情況，較顯著的案例為：蘇格蘭皇家銀行出售零售機構股份給渣打銀行。其它境外銀行並未有大规模收縮的動作，如花旗銀行(入股廣發銀行)未曾傳出大规模收縮之舉動，而匯豐於亞洲金融風暴(1997/1998)後反而加快在大陸投資動作，該行認為中國在其業務地區中成為增長最快的市場，且風險相對較小。

大陸利率市場化會逐步推進，惟何時徹底市場化仍難判斷。從未來大陸利率市場化的進程來看，若徹底放寬利率的話，中央仍須考慮整個金融體系的承受能力及其影響，大陸金融市場仍是以銀行主導的，其利率自會決定其他市場的利率水平。

總而言之，放寬利率牽涉到整個社會經濟的承受變化程度；大陸央行在利率市場化之後，是否具備穩定經濟發展的基本調控能力，亦是相當重要。不過，人行已不斷通過其他的方式來推動利率自由化，例如利用金融市場的建設等。

二、利率工具在大陸貨幣政策中之角色

利率是重要生產要素——資金——之價格，因此也是中央銀行貨幣政策工具之一。一般而言，各國央行常用的貨幣政策工具可分成以下兩大類型：包括公開市場操作、選擇性信用管制、及法定存款準備金率等之數量型工具；以及調整企業行為的價格型工具，如：針對利率，匯率等的管控。

綜觀過往大陸人行貨幣政策可發現，人行偏愛使用差別存款準備率來調整貸款規模，乃至於貨幣供給數量；而較不願意使用調整利率的普遍性價格手段，故易造成了市場的扭曲。當然，人行較不願意使用調整利率的方式執行貨幣政策，與其對大陸境內銀行利率(人民幣部分)尚處於管制狀況有關。

李揚等(2012)指出，大陸貨幣當局通過以下三個貨幣政策工具影響資金蓄水池的水位：一個是準備金率的變動，提高意味著貨幣回籠，降低意味著貨幣投放；二是央行的公開市場操作，央行的票據發行和正回購意味著貨幣回籠，票據到期和逆回購意味著貨幣投放；三是國庫現金管理，國庫現金存款到期意味著貨幣回籠，存款招標意味著貨幣投放。2006年財政部出台了《中央國庫現金管理暫行辦法》，自2008年開始國庫現金存款招標的運用愈加頻繁，成為影響貨幣市場的一個重要因素。貨幣當局在分析

總體經濟環境後，即會綜合運用上述工具對貨幣市場施加影響。

舉例而言，2012年由於大陸總體經濟增速下行、通貨膨脹壓力減弱，中國大陸人民銀行實施了相對寬鬆的貨幣政策，包括減息與降低存款準備率；同時於2012年第3季起，人行開始頻繁使用逆回購工具向市場注入流動性，以避免進一步下調法定存款準備金率。在一方面，2013年中國大陸GDP增速有望達到8%，名義經濟增長率與潛在經濟增長率相當接近，這意味著不存在明顯的產出缺口。另一方面，通脹壓力回升也會壓縮央行實施擴張性貨幣政策空間。從貨幣政策工具的使用來看，人民銀行降息與加息的可能性都不太大，反之可能頻繁使用的工具仍是法定存款準備金率與逆回購。

回顧過去10年內，由於中國大陸存在持續的經常賬戶順差與資本賬戶順差，導致外匯儲備不斷累積。由於外匯占款增速超過了國內所需的基礎貨幣增速，央行不得不通過發行央票或提高準備金率的方式進行沖銷。其中，發行央票成本遠高於提高存款準備率，因此自次貸危機以來，提高法定存款準備金率成為中國央行主要沖銷的方式。從2011年下半年以來，中國大陸開始面臨持續的短期資本流出。由於外匯占款增速顯著下降，中國大陸人民銀行不得不轉為考慮其他補充基礎貨幣和流動性的手段。人行開始運用逆回購補充流動性。2013年的通脹壓力與2012年相比可能有所上升，受已開發國家量化寬鬆政策推動，全球能源與大宗商品價格可能仍在高位盤整，這將給中國大陸經濟造成輸入性通脹壓力；同時中國大陸M1與M2增速都已經開始反彈，從貨幣與物價的關係來看，也同樣反應中國大陸未來通脹壓力逐漸加大。

另外，從利率政策來看，目前一年期存款利率約為3%，而2013年CPI增速可能達到3.5%，這意味著未來中國大陸人民銀行降息的可能性很小。反過來，考慮到美歐日目前均實施接近於零的利率水準，由於害怕加息會導致更大規模短期資本流入，預計2013年央行加息的可能性也不大。基準利率可能依然保持在目前的水準，但基準利率的浮動區間可能繼續放大。

在全球化背景下，中國大陸人民銀行的貨幣政策基調越來越外生化，其他國家的貨幣政策基調、國際金融市場的波動性、全球能源與大宗商品價格都可能影響中國大陸政府的貨幣政策。全球經濟面臨的不確定性可能轉化為其貨幣政策走向的不確定性。

在法定存款準備金率之調整方面，回顧過去數年來大陸法定存款準備金率的調整狀況，其存準率調升發生於：2007年10次、2008年9次(6升3降)、2010年6次，2011年7次，2012年初2次。人行從2011年6月18日起，調升存款準備金率0.5個百分點，使得大型金融機構的存款準備金率達21.5%的空前新高，進一步凍結銀行體系3,800億人民幣資金。此後為了因應歐債風暴帶來之不景氣問題，2012年人行歲陸續調降存款準備金率。至2012年中，大型銀行金融機構之存準率為20%，中小型金融機構則為16.5%。不過，人行調高存準率後，常發生銀行間同業拆款利率大幅飆升，甚至超過一年期貸款利率之怪現象，此乃是因為大陸存款利率被人為壓低，導致資金成本上升之故。

正如上述，近年來人行已積極利用公開市場操作，及透過央票之發行等來執行貨幣政策，因為存款準備金的影響力太大，央票發行的影響可預測性較大且規模可操控，目前品種也比較多，使其在使用上相對靈活。透過公開市場操作，可藉由央票發行的回購等市場化的手段，平衡銀行信貸規模的大小。針對社會貨幣供應量的問題，假設外匯帳款出現大規模的增長，人民幣的流動性超過一定水平，人行則可藉由央票發行的回購來回收市場的流動性。不過，大陸國債市場與台灣一樣小，而公司債市場更小。由於對於發行公司債的企業篩選相當嚴格，可獲批准發行公司債之公司不多，惟大陸市場上投資人對公司債/企業債之需求量卻很大很大，供不應求之情況相當明顯。

展望未來，作為一項重要的基礎性金融改革，利率市場化有助於央行完善宏觀調控、增強貨幣政策的有效性。準備金率和公開市場操作等數量

型工具治標不治本，只有不斷地推進利率和匯率市場化才能從根本上消除國民經濟運行的不穩定根源。此外，利率市場化與匯率市場化要相輔相成，在推進匯率市場化的同時推動利率市場化，才能有效化解境內外資金大量進出之問題。在2012年4月份人行宣佈擴大人民幣對美元匯率浮動區間後，大陸人行又在推動利率市場化方面邁出實質性一步，這兩項改革的陸續推出，將使價格型調控在貨幣政策中發揮更為重要的作用。

究竟利率市場化係透過何種途徑與匯率產生連結？理論上，在市場有效率性之假設下，透過利率平價(interest rate parity)理論，兩國間之利差與兩國之遠期及即期匯率差異形成均衡；在實際世界，可以美國量化寬鬆QE3政策導致美國利率下降，並導致即期美元貶值為例，加以驗證。若以大陸為例，則至少可由以下兩個角度切入：其一，外部因素(全球失衡)與內部體制(軟釘住美元匯率與結售匯制度)的結合，使得大陸貨幣當局與整個金融業的資產負債表持續擴張。其二，因大陸實際上實施的是釘住美元之管理浮動匯率政策，故人行在貨幣市場上進行沖銷(sterilization)干預遂不可避免。亦即，在大陸貿易持續順差之情況下，出口商賺得並匯回大陸境內之大量美元，在大陸當局不想令人民幣升值之考量下，導致大量人民幣回流金融體系或市場；而人行擔心市場上過多之人民幣帶來通貨膨脹壓力，遂須藉著賣出央票等沖銷措施來收回市場上過多之本幣。由上述理論與實際世界例證來看，大陸利率市場化所帶來之利率變動，亦可能對於人民幣匯率產生影響。

三、利率市場化在大陸直接金融發展所扮演之角色

以下，本章節將著重於分析大陸利率市場化與其直接金融(包括貨幣市場、債券市場、以及股票市場)發展間之關聯性。

整體而言，大陸利率市場化對於大陸金融市場之未來發展，將產生重大推動效應。另一方面，對於穩步推進利率市場化改革而言，金融市場(尤

其是貨幣市場)亦肩負著重責大任。兩者之間屬於相輔相成之關聯。

(一) 由間接金融轉向直接金融

過往多年來，在貨幣市場與信貸市場幾乎分割之狀態下，大陸實體面之資金需求主要由半管制之貸款利率決定。不過，大陸金融制度的變革——尤其是利率市場化的推進，使其金融壓抑狀況得到緩解，亦使得直接金融，如銀行間貨幣市場乃至於債券市場之交易規模，急遽膨脹。另一方面，在穩步推進利率市場化改革方面，貨幣市場扮演著重要之角色。要言之，在大陸之貨幣市場中，隨著上海銀行間同業拆放利率 (Shibor) 運行之日臻成熟，其作為基準利率之參考作用越益突出(以下分析)。展望未來，如何提高Shibo作為貨幣市場基準利率的地位，遂變得相當重要。

眾所皆知，大陸十二五規畫要發展直接金融，換言之，其方向就是要從間接金融，即銀行導向型(bank base)的結構，轉向直接金融，即市場導向型(market base)的結構發展。這其中之結構改革，包括金融機構以及金融工具兩大層面。首先，要求金融工具的多樣化和金融市場的發展，即必須發展替代銀行存款和貸款的其他金融工具品種；其次，結構改革還要求金融中介機構的多樣化，即發展共同基金、養老基金、證券化的特別目的載體(SPV)等非銀行金融機構。

新金融發展理論認為，金融市場化改革實際上就是金融結構調整的過程(李格平，2008)。之前，東南亞國家是在沒有進行任何結構調整的情況下，就貿然放開了利率和匯率。在這種情況下，由於風險高度累積於脆弱的銀行業，而銀行業又是金融體系中媒介儲蓄和投資的主要機構，因此，銀行業的危機必然會擴展，而演變為整個金融體系與經濟體系的危機。不論如何，金融結構的漸進調整對於確保金融市場化或自由化進程中金融體系的穩定，至關重要。

直接金融包括貨幣市場、債券市場、以及股票市場。不過，由於股票與銀行貸款相比較，係屬於兩種不同性質的要求權，故股票和股票市場的

發展無法徹底轉變銀行導向的基本特徵，而且，由於內部股東和企業家對控制權的要求，加上企業不可能無限地進行規模擴張，因此，股票的發行總有一定的限度。另一方面，相對地，只要企業的經營得以正常進行，企業就必須不斷地獲得債權性資金，而能夠同銀行貸款相競爭的債權性資金就是固定收益證券，如貨幣市場產品或公司債券等。

由於股市與利率市場化雖有相關聯(如利率水準高低會影響股市表現等)，但相關性較小，且因篇幅限制，故本文即不再討論股市部分。以下章節針對大陸貨幣市場與債券市場，分析其與大陸利率市場化/自由化之關聯。

(二) 貨幣市場分析

就貨幣市場之角色而言，如李揚(1999)所曾經指出者，包括：第一，貨幣市場中形成的利率具有基準利率的性質；第二，貨幣市場為經濟當事人提供了短期資金融通的手段；第三，貨幣當局可以通過這個市場來貫徹貨幣政策意圖。

1. 在確立基準利率方面

首先須注意的是，金融市場化改革的核心內容，就是為各種金融工具去確立以市場供需為基礎的價格形成機制。按照資本資產定價模型，任何一種資產的收益都等於無風險利率與風險溢價之和。以 R_f 表示無風險利率， R_r 表示風險溢價，則任何資產回報可表示為：

$$R = R_f + R_r$$

而所謂基準利率，在不考慮通膨的情況下，通常是指無風險利率，即沒有信用風險、流動性風險、和期限升水的利率，而提供這種利率的金融工具就是基準債券。與基準利率相對應，所謂基準債券就是沒有信用風險，流動性風險和期限升水的債券；換言之，基準債券就是發行人信用級別特別高、且期限特別短的債券。顯然地，能夠滿足這一條件的只有貨幣市場

工具，原因如下：按照時間的劃分，期限超過一年的金融市場是資本市場，期限在一年以內的金融市場就是貨幣市場；期限越長，信用風險和流動性風險都會更高，投資者要求的風險溢價也會更高，因此，期限在一年以上的資本市場工具無法充當基準債券的作用，其利率也無法充當基準利率的作用。總之，貨幣市場為金融體系提供了各種金融資產賴以定價的基礎，即基準利率，從而構成了金融市場，特別是固定收益證券市場和衍生證券市場發展的前提條件。

其次，在實務當中，為了對各種金融資產，特別是各種固定收益證券的價值做出正確判斷，作為基準的無風險收益率曲線是必不可少的。這是因為，各種風險證券的收益率只需在無風險利率上附加一個風險貼水。另外，無風險利率和風險收益率的確立也為衍生證券的發展提供了必要條件，因為90%以上的衍生證券是利率衍生品。貨幣市場從兩個方面促成了無風險收益率曲線的形成：第一、高信用品質的短期金融工具(短期國庫券、同業拆借等)確立了一年以內的無風險利率，比如美國和德國的3個月、6個月、1年期的國庫券，英國倫敦同業拆借利率(LIBOR)等。第二、為了形成中、長期的無風險利率，高品質的中、長期債券(一般是國債)必不可少，然而，這些中、長期債券能否順利發行和交易的關鍵之一就在於其是否具有充分的流動性。貨幣市場為這些債券提供了流動性便利，進而使得中、長期的基準利率得以順利確立。總之，為了使自由化後的市場利率和匯率能夠更更加接近合理、均衡的水平，有效的基準利率的形成就應該是自由化的前提。

貨幣市場品種繁多，期限各異，對於市場利率動態的分析，以下選擇代表性的利率，即上海銀行間同業拆放利率Shibor，進行分析。隨著Shibor運行日漸成熟，其作為基準利率的參照作用也更為突出。中國人民銀行貨幣政策司司長張曉慧³撰文從兩個方面論述了上述觀點：第一、Shibor利率的走

³ 張曉慧

勢較好地反映了貨幣政策的意圖，並與其他市場主要利率保持了較高的相關性，第二，Shibor利率對各類金融產品定價的指導作用逐漸凸顯。2011年以來，浮動利息產品發行量明顯擴大，截至4月末，共發行Shibor浮息債十筆，總發行量為971億元，佔浮息債發行總量的32%。2010年初至2011年4月末，市場共發行固息企業債4829億元，全部參照Shibor定價。同時，參照Shibor定價的固息短期融資券共發行3375億元，佔總固息短期融資券發行量的33%。此外，Shibor對於同業存款、同業借款和票據融資等資金業務的指導意義也不斷提高，大部分報價行能根據Shibor變動判斷市場取向，適時調整內部轉移價格。

2. 貨幣市場規模急增、工具日趨成熟

大陸的貨幣市場主要集中於“銀行同業貨幣市場”，即銀行間市場上的債券回購、同業拆借、票據市場三大交易板塊。就交易規模而言，大陸2011年銀行間債券回購、同業拆借及票據貼現的交易規模分別為99.5兆元、33.4兆元、25.0兆元，交易額總計達157.9兆元。這分別相當於2006年和2001年交易規模的4.2及24.8倍，這也意味著銀行同業間的貨幣市場在“十一五”期間和“十五”期間分別以年均34%及42%的速度增長。

大陸銀行間貨幣市場交易規模的急遽膨脹可以歸結為三個原因(李揚等, 2012):

- (1) 金融發展和金融深化的加劇-----金融深化是由多種因素造成的, 其一, 實體經濟的發展存在著對金融服務的需求; 其二, 金融制度的變革(尤其是利率市場化的推進)使得金融業的壓抑狀況得到緩解; 最後, 外部因素(全球失衡)和內部體制(軟釘住美元匯率和結售匯制度)的結合, 也使得貨幣當局和整個金融業的資產負債表持續擴張。根據中國人民銀行發布數據, 2011年貨幣當局和銀行機構的總資產規模分別是2006年的2.2及 2.8倍。
- (2) 貨幣市場參與主體的擴充-----根據中國貨幣網統計, 目前大陸本幣市場的交易成員數達4099家, 機構類型不僅包括各類存款機構, 也涵蓋券商、保險公司、信託公司、基金公司等, 這充分反映了市場各類主體的資金需求。
- (3) 金融創新的推動-----此部分一方面源自銀行機構對貨幣調控和監管政策的應對, 因此更加重視流動性管理; 另一方面源自金融脫媒條件下, 金融消費者對更高收益和更高流動性產品的需求, 銀行順應這一趨勢進行的創新活動不僅推動了貨幣市場的擴張, 也提高了貨幣市場的交易速度。作為2011年銀行業創新活動的一個典型案例, 與Shibor掛勾的理財商品遂成為市場寵兒。以下進一步分析。

就交易品種而言, 債券回購一直是最活躍且占據主導地位的交易品種, 銀行間同業拆借則成長最快。2006年銀行間市場上債券回購、同業拆借、票據貼現三大市場的交易額占比分別為71.4%、5.8%、22.8%。到2011年期占比分別為63.0%、21.2%、15.8%。從2006~2011年的結構變化來看, 債券回購市場的交易仍居於主導地位, 惟同業拆借交易的市場地位大幅提升, 開始與同期間市場地位出現大幅下降的銀行間票據市場分庭抗禮。這一轉變與2007年初人民銀行推出上海銀行間同業拆放利率有很大關係, 該年大陸同業拆借交易實現了年度增長四倍的規模暴衝, 也同時標誌著承載金融體系內部短期資金直接融通的基礎設施, 邁向另一里程碑。

就期限結構而言，貨幣市場交易的期限結構日漸短期化，開始更加集中於隔夜交易。在銀行間市場上，2006年的隔夜質押式債券回購與隔夜同業拆借市場份額占比僅為51.0%、29.6%。到了2011年時這兩個比例就已經巨變為75.4%、81.7%。從中間的變化歷程來看，這兩類隔夜交易分別在2009、2007年實現了超過75%的市場集中度，其中尤以後者的集中度提升較快。相應的，七天交易品種(覆蓋2~7天的系列期限)市場份額從2007年開始出現了大幅下滑，2010年和2011年，七天質押式債券回購與七天同業拆借市場份額分別降至15%、10%左右的區間，並趨於穩定。七天交易品種在交易量地位上的失守，也意味著其在貨幣市場利率體系中的代表地位低於隔夜利率。而隔夜利率的地位上升並趨於穩定的特點，反映了銀行業金融機構運用貨幣市場工具管理資金流動性的成熟性。

3. Shibor 與貨幣政策操作及其影響

近幾年來，大陸同業拆借市場平穩快速發展，2011年交易量增長20%，Shibor的交易基礎不斷擴大。幾乎所有的同業拆借交易均參照Shibor定價。Shibor已是目前中國大陸貨幣市場最重要的基準利率，現階段且已廣泛用於債券定價、票據交易定價、衍生品交易及金融業內部轉移定價，預期未來將在人民幣利率市場化過程中發揮重要作用。

位於上海的全國銀行間同業拆借中心是由16家信用等級較高的銀行組成報價團，自主報出人民幣同業拆出利率，其係屬單利、無擔保、批發性利率。目前公佈的期限種類短至隔夜長至一年。這些組成份子為公開市場一級交易商或外匯市場做市商，為在大陸貨幣市場上人民幣交易相對活躍、資訊披露比較充分的銀行。而且中國人民銀行成立Shibor工作小組，依據《上海銀行間同業拆放利率（Shibor）實施準則》確定和調整報價銀行團成員、監督和管理Shibor運行、規範報價行與指定發佈人行為。目前人行仍對於Shibor報價規範有著一定程度的管制及干預，且定期對Shibor報價情況進行多指標考核，將場外Shibor報價及Shibor報價行淘汰機制相

結合，鼓勵Shibor報價機構報價之有效性，促使報價行必須不斷提高報價準確性。與倫敦銀行間同業拆款利率Libor相比，後者則完全由市場自發形成，不受監管當局監管，報價品質依靠市場自律保證。

上海的全國銀行間同業拆借中心除對Shibor進行每日報價監測外，作為銀行間市場的集中交易平臺，該交易中心掌握銀行間拆借和回購的全部交易資料，可及時準確地分析Shibor的基準性和真實性。如2011年至2012年上半年，短期Shibor與拆借和回購利率走勢基本相同，Shibor與拆借、質押式回購的相關係數均在0.99以上(極度正相關)，利差均值大部分在1BP左右。相比之下，中長期成交利率與Shibor的契合度相對較差。

基本上，國際市場的拆借交易都屬於OTC市場的範疇，交易資訊透明度較低，倫敦Libor報價行報價的準確性難以用交易價格驗證。全球金融危機後，市場參與主體的風險規避程度增強，更加偏好風險較低的短期交易，致使短期品種的交易更趨活躍。ECB發佈的《2011年歐元貨幣市場調查》資料顯示，2008年以來，歐元區無擔保的信用拆借交易規模相對於有擔保的融資交易顯著減少。同時隔夜拆借占比不斷提高，1個月以上的中長期拆借交易占比則持續下降，至2011年，中長期交易所占比例已降至1%以下。Libor利率短期代表性進一步增強，反觀市場對三個月以上的長期利率依賴性則進一步下降，通過短期利率曲線構建長期利率曲線的趨勢愈加明顯。在大陸貨幣市場方面，2011年14天以內的銀行間貨幣市場交易量占交易總量的96.4%，換言之，大陸貨幣市場交易也呈明顯的短期化趨勢。短期交易的活躍顯著提升了短端基準利率的代表性；而中長期交易則十分稀少，由於缺乏堅實的成交基礎，3個月及以上期限的Shibor與市場實際成交利率偏離程度較大，且短期利率變動很難影響到中長期Shibor。

Shibor與Libor的價格形成機制均基於報價行的報價，而非實際的市場成交價格，並且報價行並沒有在報價水準上成交的義務。在交易不活躍的長期品種上，難以用真實交易價格印證報價的準確性與可靠性。Shibor

處於人民銀行的直接監管下，具有統一的交易平臺，若排除官方干預情況下，在此機制下的報價應較傳統Libor OTC制度之報價為透明。同時現在看來中國拆借市場呈快速增長態勢，亦增加了Shibor報價的交易基礎強。表面上看來Shibor的操控難度較高，但是長期來自官方的干預亦成為市場顧慮的因素之一。且Shibor還存在波動幅度過大，中長端品種流動性低，報價基準性有待進一步增強等問題。但這些問題都是發展中出現的問題，需要在拆借市場發展中不斷完善。

貨幣市場是批發性資金交易的場所，也是貨幣政策傳導的蓄水池，因此其資金面的鬆緊狀況與總體經濟和貨幣當局的政策意圖，有著密切關係。大陸貨幣當局關注的目標包括增長(投資)、物價和外部均衡。就增長目標而言，其基本原理是通過短端利率和長端利率的同步同向運動影響實體面的資金需求。在大陸，貨幣市場和信貸市場幾乎分割的狀態下，實體面的資金需求主要由半管制的貸款利率決定。就物價目標而言，從“貨幣長期中性”的理論角度和各國央行貨幣操作策略的轉變來看，物價相對於增長成為越來越重要的關注目標。此外，由於通貨膨脹使得人們之實質購買力下降，或甚至於成為人民痛苦之來源，故人行對於消費者物價指數CPI的變動相當敏感。而就外部均衡而言，由於大陸實際上實施的是軟釘住匯率政策，因此人行在貨幣市場上進行沖銷干預不可避免。基於以上理論分析，若要洞悉貨幣當局的政策意圖，李揚等(2012)認為，CPI和外匯佔款的變動成為兩個極佳的切入點。

正如上述，2007年初人行推出Shibor後，該年大陸同業拆借交易實現了年度增長四倍的規模暴衝。而隨著Shibor運行之日臻成熟，其作為基準利率之參考作用亦越益突出。Shibor隔夜拆借利率在2011年1~2月完成下行走勢後，即與CPI走勢吻合。當年1~2月利率下滑之因，一方面是由於CPI沒有顯現上升趨勢(1月和2月的CPI沒有超過5%);另一方面由於春節效應，促使人行加大其於公開市場之貨幣投放。從外匯佔款的增量情況看，前九個月均增量大約為3000億元，上半年每月一次提高準備金0.5%回籠資金大約也是3000億元，大體抵銷了外匯佔款的擴張效應。後來，8月調整準備

金繳納範圍的政策於9月生效，儘管9月的外匯佔款仍有增量，但緊縮效應使得Shibor隔夜利率小幅上升；10月外匯佔款負增長，加劇了資金緊張的局面；11月後由於準備金率的下調，有效應對了外匯佔款的萎縮，Shibor隔夜利率遂向下調整。

4. 國有商業銀行成為大陸貨幣市場之中心

在大陸，銀行間債券回購與同業拆借市場上的金融機構資金流動情況，是觀察整個貨幣市場資金流動的主要窗口。其中，金融機構的群體被分為四大類；第一類是國有商業銀行；第二類是其他商業銀行；第三類是其他金融機構，包括政策性銀行、農信社聯社、財務公司、信託公司、保險公司、證券及基金公司；第四類是外資金融機構。在銀行貨幣市場上，不同機構類型的資金淨融入、淨融出情況，反映了彼此間頭寸調劑的情況。同時，由於參與主體涵蓋了銀行、保險、證券、信託等金融子行業，統一貨幣市場上的資金流動，也反映了金融同業之間以及貨幣市場與資本市場之間的連動情況。

長期以來，國有商業銀行在貨幣市場上一直處於資金淨融出狀態，其他金融機構與外資金融機構一直處於資金淨融入狀態。其他商業銀行(包括股份制銀行和城市商業銀行)在2009年之前也保持著資金淨融出狀態，2009年在回購和拆借兩個市場融入和融出的焦灼對比後，2010年正式轉化為資金淨融入狀態。這實際上反映出股份制銀行和城商行在歷經市場長期歷練後，資產業務雖然已經形成可持續發展的態勢，惟負債面已成為其發展的阻礙。至此，其他商業銀行的退出淨融出，使得國有商業銀行完全佔據了“貨幣中心銀行”的地位。假若中國貨幣或債券市場還是由主要幾間大銀行擔任主要交易者，則可能造成即便利率自由化，交易市場也可能無法擴大之問題。

5. 貨幣市場相關政策議題

基於上述分析可知，貨幣市場是金融市場中重要的子市場，也是批發性資金的交易場所，對基準利率的決定有著重要作用。2011年又是“十二五”的開局之年，對於穩步推進利率市場化政策而言，貨幣市場肩負著重

任。李揚等(2012)將大陸產學各界對於貨幣市場的對策建議，歸納如下：

關於貨幣市場的建設問題，2011年貨幣市場建設的問題主要圍繞在如何提高Shibor作為貨幣市場基準利率的地位。人行貨政司專家在回顧了Shibor在貨幣政策傳導以及各類金融產品的指導作用後，提出提高Shibor報價質量和交易基礎的方法與途徑：其一，擴大Shibor浮息債發行和交易，並以此形成對Shibor報價的有效支撐；其二，依託衍生品市場發展，擴大Shibor應用外延；其三，發行同業存單，發揮Shibor對批發資金市場價格的指導作用。實際上，銀行理財、信託和貨幣市場基金已經構成了投資者進入貨幣市場的渠道。此外，有人指出Shibor運行機制的問題，目前Shibor的監管主要集中在事後監管，對報價行並沒有要求其按所報價價格成交。因此成員的報價將更多體現自己的利益訴求，而不是真實的資金供求價格，因此建議對Shibor建立強制交易制度。

最後，關於貨幣市場的理論和實證研究，舉例而言，探討Shibor是否成為基準利率及其與其他利率間的關係。劉湘雲、邱樂平從市場性、相關性、基礎性和穩定性四個方面，對Shibor的基準利率性質進行了探討，其結論是Shibor儘管存在中長端報價與實際交易成交價的利差較大，遠不如倫敦Libor穩定，但其市場性、基礎性和穩定性還是基本具備，可以承擔作為金融產品定價基準利率的功能。陳紅霞，袁顯平通過事件法研究了存貸款利率性的傳導效應，主要表現在對短期市場利率的傳導效應上，結論係加息存在負向效應。

(三) 債券市場分析

1. 企業債與超短期融資券在政策加持下迅速發展

據中國債券種類占市場發行金額及比重表（表3-2）中顯示，2012年上半年，大陸全國債券市場（包括銀行間債券市場、交易所債券市場、商業銀行櫃檯市場）共發行各類債券合計3.51萬億元。其中，以國債、地方政府債、央行票據和政策性銀行債為代表的利率產品合計發行1.85萬

億元，占同期債券募集總額的52.7%；以商業銀行債、企業債、中期票據、短期融資券和公司債等為代表的信用產品發行規模合計1.66 萬億元，占同期債券募集總額的47.3%。

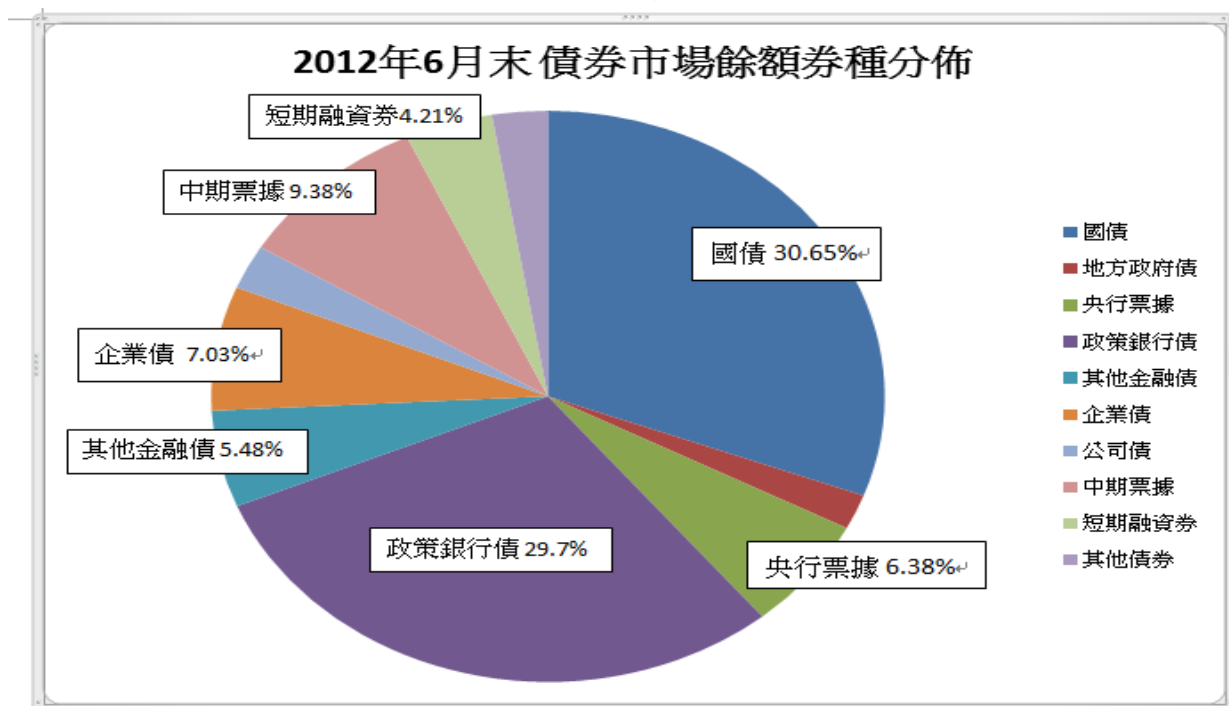
在 2012 年上半年發行的1.66 兆信用債中，短期融資券和中期票據發行規模與上年同期相比變化不大，而企業債、公司債、超短期融資券的發行量同比則有較大幅度的增長。其原因主要有：第一，短期融資券和中期票據經過近兩年的發展，發行程式、發行主體要求等已基本穩定，成為銀行間債券市場較為成熟的券種。第二，企業債較高的信用利差也吸引了眾多機構投資者的加碼，企業債市場在上半年呈供求兩旺局面；第三，公司債在證監會的積極推動下，進入快速發展的軌道。公司債審核週期明顯縮短，基本是現有券種從發行申請到發行完成所需時間最短的債券。公司債的這一優勢在快速滿足發行人的資金需求上顯得尤為突出；第四，超短期融資券發行額度不受企業淨資產規模40%的限制，註冊便利，且可滾動發行。相比同期銀行貸款，有較強的成本優勢，因此超短期融資券自從推出後即成為重點央企補充流動資金的重要工具。

表 3-1 中國債券種類占市場發行金額及比重表

債券種類	2012年上半年		2011年		發行占比同 比增減(%)
	發行金額(億元)	占比(%)	發行金額(億元)	占比(%)	
國債	6,929.10	19.72	15,417.59	19.76	-0.04
地方政府債	416.00	1.18	2,000.00	2.56	-1.38
央行票據	-	-	14,140.00	18.12	-18.12
金融債	13,257.40	37.72	22,940.30	29.40	8.32
政策性銀行債	11,151.90	31.73	19,071.80	24.44	7.29
其他金融債	2,105.50	5.99	3,868.50	4.96	1.03
企業債1	3,137.90	8.93	2,487.48	3.19	5.74
公司債2	1,115.48	3.17	1,674.40	2.15	1.02
中期票據	4,263.66	12.13	8,180.93	10.48	1.65
一般中期票據	4,213.90	11.99	8,114.70	10.40	1.59
中小集合票據	49.76	0.14	66.23	0.08	0.06
短期融資券	5,811.77	16.54	10,131.30	12.98	3.56
一般短期融資券	3,806.77	10.83	8,041.30	10.30	0.53
超短期融資券	1,925.00	5.48	2,090.00	2.68	2.8
其他	213.30	0.61	1,062.79	1.36	-0.75
合計	35,144.61	100.00	78,034.79	100.00	-

資料來源：中國債券市場發行與評級研究報告（2012）

圖 3-3 2012年6月末債券市場餘額券種分佈



資料來源：中國債券市場發行與評級研究報告（2012）

最後，從債券市場存量(圖3-3)來看，2012年6月末，國債、地方政府債、央行票據和政策性銀行債為主的利率產品合計15.77 萬億元，占比68.71%；以商業銀行債、企業債、中期票據、短期融資券和公司債等為主的信用產品合計7.18 萬億元，占比31.29%，分佈比例基本保持穩定。從發行期限看，2012 年上半年發行的債券以中短期為主，1 年以下（不含1年）期限品種占同期債券發行量的3.49%，1-3 年、3-5 年期、5-7 年期、7-10 年期以及10 年以上期限占比分別為36.79%、16.39%、22.76%、14.73%和5.84%。

然而，隨著債券市場的擴容，部分優質企業的累計債券餘額已經達到或接近淨資產40%的紅線。大陸《證券法》規定：“公司公開發行債券，應當符合：累計債券餘額不超過淨資產的百分之四十”。該法律規定設計的初衷可能在於保護投資者利益，降低發行人的償付風險。但隨著債券市場的快速發展，這一規定已越來越不適應企業融資的現實需求。為此，相關債券主管部門及時研究推出了超短期融資券、非公開定向債務融資工具、私募債券等新品種，這些品種可以不受“40%淨資產”的額度約束。進一步地，為了擴大受益群體，放開銀行間債券市場債券發行額度限制，交易商協會於2012年6月中下旬通知銀行間債券市場各主承銷商，凡公開市場評級在A A（含）以上的發行人，將不區分企業性質，允許其短期融資券、中期票據發行額度互不佔用。這項新業務規定的執行，意味著銀行間債券市場的規模在未來將有一個較大的增長。

最後，必須提及的是，由於債券承銷商亦為一般商業銀行之重要業務，故以下稍加討論債券承銷商之組成結構：自在2012 年上半年，共有22 家商業銀行和2 家證券公司擔任了大陸短期融資券和中期票據的主承銷商。從承銷金額來看，大陸國有商業銀行因為背景雄厚，網點眾多，擁有較多的優質客戶資源，在債券承銷中佔有相對優勢。而股份制銀行如光大、興業、招商、中信和民生等銀行作為後起之秀，近年來在債券發行與承銷上表現活躍，對傳統國有商業銀行的債券承銷業務形成了較強的競爭。

2. 地方投融資企業債備受注目

近年來，在有關影響大陸未來金融穩定之因素中，大陸地方政府之債務問題一直備受關注。事實上，在佔所有債券市場餘額達 7.03%之企業債中，城投企業是最主要的發行群體，其承擔著各級地方政府市政基礎設施項目建設的投融資任務。2011 年地方政府投融資平臺信用風險事件頻發，引發了各界對於債券市場的關注與擔心，導致一級市場城投債的發行在 2011 年前三季度較為困難，信用利差快速擴大。但從 2011 年第四季度開始，大陸政府數次公開表示地方政府投融資平臺風險可控，市場風險擔憂情緒在一定程度上獲得紓解，企業債發行重新啟動。2012 年上半年，原本於 2011 年積壓的城投債密集發行，發行總量已經超過去 2011 年全年規模。

城投債是由大陸地方政府融資平臺發行的中長期債券，期限一般為 5-10 年。在到期一次還本方式下，當屆地方政府在任期內或不必要承擔債務的償付責任，因此，產生了積極擴張債務的道德風險。為了強化對地方政府發債衝動的約束，據悉，發改委已經要求城投債在償付條款設計上採用均攤制，即按年提前償還債券本金。事實上，中國大陸財政部 2011 年 11 月出台《2011 年地方政府自行發債試點辦法》，明確 2011 年由上海市、浙江省、廣東省和深圳市開展地方政府自行發債試點。與以往由財政部代辦發行不同，此次地方政府在國務院批准的發債規模限額內，自行組織發行本省（市）的政府債券，由財政部代辦還本付息。

《2011 年地方政府自行發債試點辦法》出台後，上海市、浙江省、廣東省和深圳市分別組織發行地方政府債，合計規模億元 229 億元，均為 3 年期和 5 年期品種。由於財政部代辦還本付息，業界將試點省市發行的地方政府債視為享有主權信用，發行利率水平與國債接近。據觀察，2012 年上半年新發城投債基本設置了債券提前償還條款，而且大多從第 3 年末開始分期償還本金。為了合理控制城投債規模，目前發改委核准的城投債發行主體執行“211 原則”，即 1 個省會城市（含副省級城市）最多同時可有 2 家融資平臺申請發債；1 個地級市（含自治州）最多同時可有 1 家平臺申

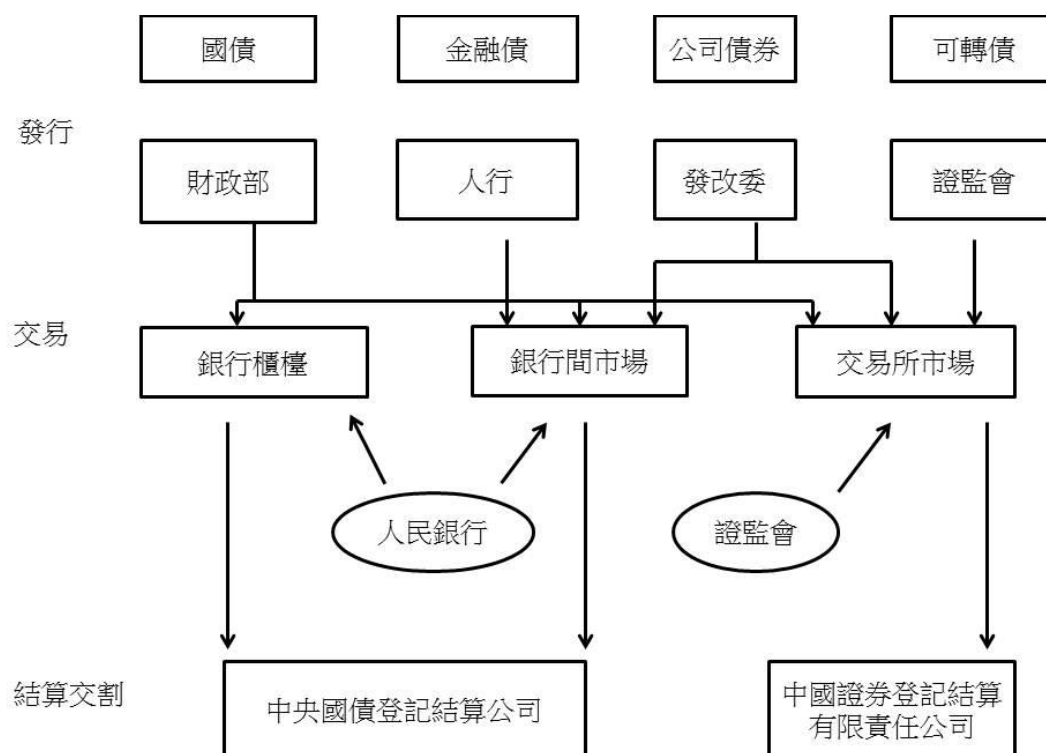
請發債；1 個全國百強縣最多同時可有1 家平臺申請發債。除此之外，國家級開發區、保稅區可單獨申報城投債專案，不佔用“211 原則”中的指標；北京、天津、上海和重慶四個直轄市亦不受上述限制，但直轄市所屬任一區僅可同時申報1 家城投債項目。由於符合條件的融資平臺多數已申請發債，而地方政府融資需求依然強勁，國家發改委正考慮擴大城投債的發行主體範圍，未來非百強縣亦有望被允許發行企業債。

從大陸企業債券的期限結構看，2012年上半年企業債券的發行期限以7年期為主，占比為59.79%；7年及以上債券合計占比為78.84%。該期限結構說明企業債屬於中長期債券，債券期限一般較長，募集資金多用於長期項目建設。不過，作為轉軌經濟體，大陸目前仍有部分金融機構和非金融性公司依賴國家的最終擔保，經營決策存在道德風險，對資金成本不敏感，利率傳導機制弱於發達國家。從金融改革的角度看，在推動利率市場化改革的同時，還需要建立存款保險制度，為銀行業提供公平的競爭環境，防範化解金融機構流動性風險並為存款人提供充分保護。

最後必須提及的是，中國債券市場之監管架構仍有待主管機關進行大刀闊斧改革，目前其不同發行單位仍有著不同的監管機構。如圖3-4，銀行債、公司債與可轉債審批單位皆不一致，銀行業債券由銀行所發行，由人民銀行審批；上市櫃公司所發行之公司債或可轉債，審批單位為證監會；至於未上市櫃之中小企業發行的公司債，審批單位為發改委。審批機構形成多頭馬車情況，造成審批標準可能差異很大，容易產生監理困難。從西方各國經驗看，一個統一高效的監管體系是債券市場發展的首要條件。各國將各類債券的發行和交易監管整合在證券監管機構之下（除了國債的發行一直由財政部負責之外），形成了統一、高效、互聯的債券監管體系。這也將未來大陸必須走的方向。此外，大陸公司債市場發展的另一個重大問題是，政府企圖通過對公司債市場的嚴格管制來降低風險。未來必須放鬆管制，以規範的信息披露和信用評級逐漸代替現在的行政審批。發行程序也將走向市場化。換言之，其必須建立科學合理的信用評級體系，包括

將信用評級機構納入證監會的監管範圍，加強評級機構的信息披露；逐步將公司債的評級結果作為發行的依據；促進評級機構的發展、擴大評級機構的市場影響力等。

圖 3-4 中國公司債券市場監管架構



四、小結

本研究認為，大陸無法實施利率自由化的主因在於，一旦放寬存放款利率上下限，將可能引發銀行間惡性競爭；此外，存款利率維持上限，亦是擔心存款利率過高將引來海外熱錢大舉流入，進而影響到人民幣之匯價。觀察近年人行對於存貸款基準利率的調整，其所維持的利差符合宏觀調控的規律，係非對稱加減息。而影響未來大陸利率市場化之因素頗多，包括如：不同規模銀行放貸能力具差異性、大陸系統外市場規模日益龐大、銀行數量上升，同業競爭加大，及城市商業銀行及農村信合社等金融機構發展的崛起等。

大陸貨幣當局主要透過準備金率的變動、公開市場操作(如央票，其

影響可預測性較大且規模可操控，品種較多，使用靈活)及國庫現金管理三個貨幣政策工具影響資金蓄水池的水位。此外，大陸利率因外部因素與內部體制的結合，以及人行在資金市場進行沖銷干預，因此與人民幣匯率之間產生連動關係。

必須注意的是，大陸在十二五規畫中將要發展直接金融，為使市場利率與匯率更貼近均衡水準，有效基準利率的形成更顯重要。因Shibor具有反映貨幣政策及與市場其它利率間的關聯性等優勢，預期未來將在人民幣利率市場化過程中發揮重要作用。而由於實體經濟發展產生大量金融服務需求，致大陸貨幣市場規模急速擴張，當中與Shibor掛勾的理財商品成為市場寵兒。不過，目前大陸貨幣或債券市場係由少數大銀行擔任主要交易者，即國有商業銀行於現階段已成為“貨幣中心銀行”這將造成即使利率已然市場化，惟交易市場也可能無法擴大之問題。最後，以金融改革角度來看，推動利率市場化改革的同時，存款保險制度的建立極為迫切；而大陸債券市場監管單位多頭馬車之現況是否有改革的必要，相關單位亦須密切留意。

第四章 各國利率市場化/自由化經驗與教訓

一、美國利率市場化歷程（1970~1986）

（一） 改革背景

在1930年代以前，美國的利率基本上是不受到管制的，即使是央行，其主要工作也僅是發行貨幣、建立全國支票結算系統，發揮貸款的最後提供者功能，而對於銀行業務及銀行利率等皆無限制，即便設有管制，通常也淪為有名無實(江文波，2004)。

美國於1929年至1933年期間經歷了經濟大蕭條，監管部門檢討後認為事件爆發的原因之一是政府對利率的完全放鬆所導致(銀行間競相提高利率造成市場過度競爭)。因此在經濟大蕭條過後，美國聯邦準備理事會(FED)於1933年實施了著名的Regulation Q (簡稱Q條款)，對利率進行管制與設定相關規則。

Q條款的管制範圍僅限於存款(也就是，設定存款利率上限)，包括活期存款、儲蓄存款以及定期存款；反之，對貸款及銀行手續費等則沒有設定管制(仍有部份州政府對銀行的貸款設定上限管制；同時，各州的「高利貸法令」則對銀行放款的最大利率進行限制。)；Q條款規定，銀行對於活期存款不得公開支付利息，並對於儲蓄存款與定期存款的利率設定最高上限。

實施Q條款的理由主要有兩點：

- (1) 限制銀行之間高息攬存，限制存款利率上限可降低銀行籌資成本，避免銀行為了支付過高的利息而從事高風險投資業務；
- (2) 避免出現區域間不均衡經濟發展。由於大型銀行比中小型銀行有能理支付較高的利息，如此一來不但使中小型金融機構無法與大型金融機構競爭，還會致使資金由中小型銀行流入大型銀行，削弱中小規模金融機構的信貸能力，使區域間經濟發展更加不均。

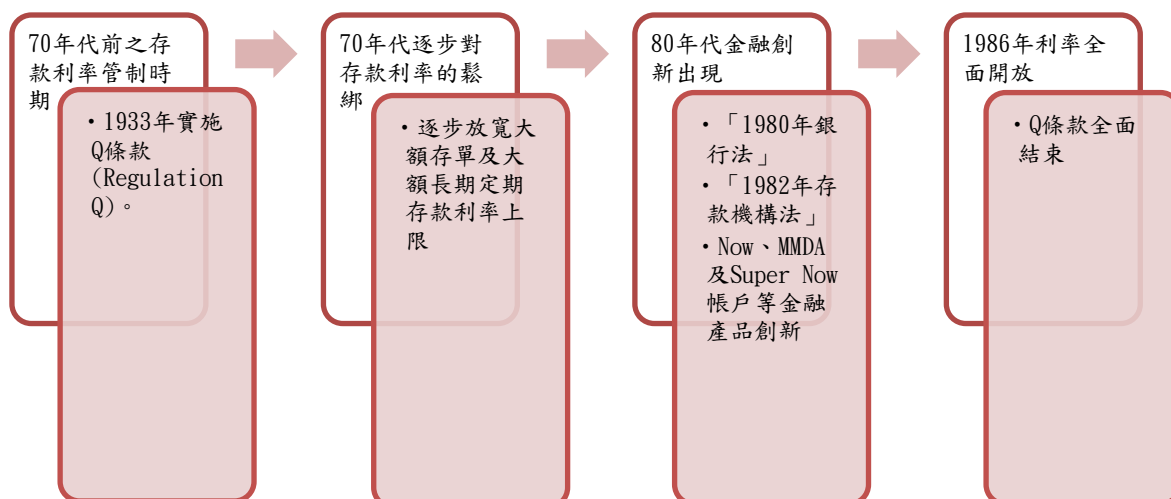
Q條款實施後，使金融秩序得以恢復，並且對於二戰時期政府以低成本籌措戰爭借款和戰後經濟的復甦皆有正面、刺激的幫助。

然而，隨60年代金融自由化的時光背景進行下，Q條款的弊端不斷顯現。首先，存款利率上限的管制對富有衝勁以及管理良好的銀行在存款的吸收方面形成了限制，使整體銀行業的存款規模下降，並促使大量資金流入貨幣市場、銀行獲利每況愈下；其次，金融機構在發展受限下，為自身的發展下不斷思索金融創新以規避利率的管制，致使當時市場上貨幣供應的途徑變得模糊不清，造成推行貨幣政策時成效不彰。

(二) 利率市場化的歷程

美國利率市場化的歷程可歸納如下(參考圖4-1)：

圖 4-1 美國利率自由化過程簡圖



資料來源：巴曙松、華中燁、朱元倩(2012)

1. 1970年代-逐步放寬大額存單及大額長期定期存單利率上限

1970年時，美國聯邦準備理事會准許償還期90天內的大額可轉讓定期存單(CDs)的利率市場化，並將銀行定期存款的利率上限逐步拉高放寬。1973年5月時規定，10萬美元以上存款不受Q條款的利率上限規定，並取消所有大額存單的最高利率上限規定；同年7月取消1,000萬美元以上，五年以上的定期存款利率上限。隨後，CD與其他貨幣市場工具（銀行非存款性負債）成為銀行資金的主要來源。

如此的變革產生以下兩面的影響：

- (1) 淡化銀行過於依靠存款作為資金來源；
- (2) 存款利率管制開始出現鬆動。

2. 1980年代：金融創新

整體來說，美國在1978年允許資金市場利率浮動後，後續又再實施小額存單的利率市場化，並在市場推出金融創新產品－貨幣市場存款帳戶(MMDA)。到了1980~1986年間，先從大額定期存款開始，再向小額定期存款及儲蓄存款推進，逐步解除了對存款利率的管制，實現存款利率的自由化。

經劉利(2000)整理，美國利率市場化於1980年代的改革的法源主要是基於1980年「廢止對存款機構管制及貨幣控制法」(Depository Institution Deregulation and Monetary Control Act of 1980，以下簡稱「1980年銀行法」)。當中對於取消存款利率限制的相關內容主要包括以下：

- (3) Q 條例中對利率進行的上限管理將於 6 年內逐步提高，至 1986 年 3 月底止，分段取消 Q 條例對所有存款機構持有的定期與儲蓄存款的利率限制。而在此之前，依舊維持商業銀行與儲蓄金融機構之間的利率差距(約 0.25~0.50 不等)。
- (4) 設立“存款機構自由化委員會”(Depository Institution Deregulation Committee, 簡稱 DIDC)，其可根據當時經濟現況與金融機構的安全性與健全性而決定利率提高的幅度和實施的時間等。該委員會同時監督 Q 條例分段取消的執行狀況以及與取消限制相關的各事項；而該委員會將於 1986 年 3 月利率自由化完全實現後解散。
- (5) 允許全國存款機構開辦可轉讓存單帳戶(Now 帳戶)，亦即付息支票帳戶。在 Q 條例分階段取消前，Now 帳戶仍受 Q 條例的規範。
- (6) 永久取消州政府對住宅抵押貸款的利率限制。

- (7) 在一定條件下，超過 25,000 美元的商業及農業貸款不受州政府貸款利率的最高限制。
- (8) 在一定條件下，已經政府保險存款之金融機構，其所發放的部分類型貸款不受州政府貸款的利率上限規定。
- (9) 在一定條件下，已經政府保險存款之金融機構所支付的存款利率如州政府有限制者一律撤銷。
- (10) 聯邦信貸聯社(Credit Unions) 發放貸款的利率最高限自 12%提高到 15%，而在某些情況下可提高到 15%以上。

1982年10月，美國國會再度通過「高恩-聖傑曼存款機構法案」(Carnst Germain Depository Institution Act of 1982，又稱「1982年存款機構法」)，當中允許存款金融機構開辦貨幣市場存款帳戶(MMDA)與超級可轉讓支付帳戶(Super Now)；兩者皆有交易結算性，卻無最低存款期間及最高利率的限制。Now帳戶可簽發支票，並允許支付利息，參與者限個人與非營利事業；MMDA的參與者擴大範圍至營利機構，但對每月支付與移轉之次數有一定限制，換句話說，Now與MMDA帳戶具局部利率市場化。而Super Now帳戶對支付、移轉與支票開發均無設下次數限制，意味者不能對支票存款支付利息的規定已名存實亡。

1983年10月，存款機構放鬆管制委員會取消了31天以上的定期存款以及最小餘(金)額為2,500美元以上的極短期存款利率上限。1986年1月，取消所有存款形式對最小餘額的要求，同時取消定期儲蓄存款利率上限；同年4月，隨著存摺儲蓄帳戶利率上限的取消，其他所有的存款利率也被取消。

至於對貸款利率限制的鬆綁主要體現在前述之(4)、(5)及(6)點當中。由於對貸款利率的管制並不如存款利率來的嚴格，所以對貸款利率的鬆綁速度較快，步驟也較少；到了1986年，除住宅貸款及汽車貸款等極少例外，貸款利率一律無限制。時至1986年，Q條款可說是全面終結。

二、日本利率市場化歷程（1977-1994）

（一） 改革背景

日本自1947年公佈「臨時利率調整法」後，將金融機構利率的確定、調整及廢止等權力賦予了大藏大臣（今稱財務大臣，相當台灣財政部長）及日本銀行政策委員會。從此延續到70年代中期，日本實行嚴格的利率管制並實施“人為低利率政策”等措施。日本央行（即日本銀行）嚴格執行利率管制產生諸多問題，埋下1970年代後期進行利率市場化的種子。

日本央行（即日本銀行）執行日本的利率自由化始於1977年，整體來說，改革的主要順序係採取先國債、後其他品種；先於銀行間實施市場利率、後在存貸利率中實行；先長期、大額，後短期、小額的步驟。日本採行利率市場化的背景可歸納於以下五點。

- （1） 日本經濟在70年代步入低速成長時期，政府為刺激經濟成長而大舉增加財政支出，接著便面臨財政赤字之日愈擴大，為補充財源，發行國債成為日本政府實施的主要措施。然而，受制於嚴格的利率管制（低利率）難以獲得投資者青睞，為使國債的發行更為順暢，使日本政府放棄對利率的高度管制。
- （2） 日本利率市場化是順應70年代全球金融自由化的盛行下所推出。在日本進行利率市場化前，日本本地利率管制嚴重、國內利率低於國際水準，致日本大量購入美國債券。同時，日本封閉的金融市場阻擋了外國對日本的投資，日本資本帳出現巨幅逆差，產生日圓的低匯率，而日圓的貶值與美元的升值導致美國因日本利率管制受到巨額貿易逆差威脅。全球金融自由化興起。美國的施壓係日本開放金融市場並實行利率自由化的推力之一。
- （3） 利率管制下，發生中小企業借貸成本高，而大型企業及銀行卻受惠的不公現象。在利率管制時期，存款利率被限制的較低，在貸款利率也被嚴格控管的同時，由於銀行可透過企業“補償性存款”（即銀行要求企業將貸款中一定比例按較低的管制利率存入銀行）

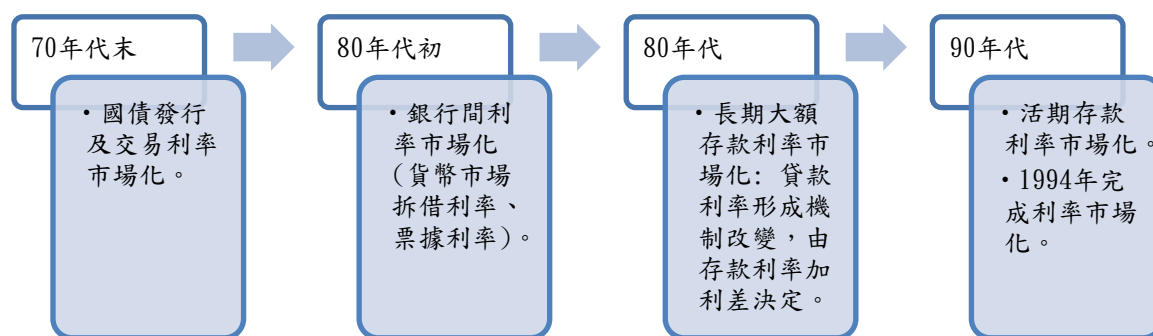
做彌補，因此銀行從中獲得的利益高於官方制定的利率標準。鑒於上述，日本國內銀行機構起初並不贊同利率市場化，因為補償性存款這類優惠政策將隨之取消，使銀行獲利減少。另一方面，在當時的時空背景下，存款低利率以及個人投資於其它金融資產有限下，居民將部份收入轉移至銀行，使經營不善的銀行得以生存；貸款的低利率使企業間接獲得居民所移轉的收入，而當中的獲利者，除銀行外即是大型企業，中小型企業因受“補償性存款”的要求限制下，增加了實際的資金(借款)成本(黃燕君，2000)。

- (4) 銀行與企業間“超貸超借”嚴重。在利率管制期間，商業銀行可由央行獲得低於貨幣市場的存款，造成大多數銀行處於超貸狀況。而與銀行超貸反應的則是企業的超借。二戰以前日本企業的營運資金當中，60%是屬於企業本身，外來資金中的銀行貸款佔約50%。70年代初，企業的自有資金僅佔約25%，70%的外援資金中的七成來自銀行貸款。由於銀行與企業資金流通關聯高，若企業面臨還貸困難，銀行風險體系則遭受重大威脅(黃燕君，2000)。
- (5) 日本利率管制壓制證券市場發展。約在1970年中期至1980年中期間，日本間接融資呈下降趨勢，這段時間，日本企業改變過去擴張策略，削減設備等投資，以增加自我資金的累積，造成對外部資金需求的降低；因此，在1972年時，日本企業內部自我累積的資金占企業資金需求的90%以上；這段時期，日本國民累積的儲蓄亦不斷攀升，個人存款從1955年至1970年成長了近14倍(余傳奇、祝清，2003)。另一方面，日本於70年代後期進入經濟成長遲緩的階段，日本政府為刺激經濟，透過財政支出擴大基礎建設來帶動經濟發展，成為當時社會中最主要的資金需求者。鑒於上述背景，使政府意識到培養及深化非間接金融市場的重要性，開啟了利率市場化的旅程。

(二) 利率市場化的歷程

日本利率市場化的進程，約從1977年開始到2004年利率完全市場化後結束，其中間經歷可歸納如下(參考圖4-2)：

圖 4-2 日本利率自由化過程簡圖



資料來源：巴曙松、華中煒、朱元倩(2012)

第一階段：70年代中後期，國債發行和交易利率市場化

在此階段，由於資金供求關係改變，國債發行量加速成為利率市場化驅力。日本經濟於70年代進入低成長時期，當時日本企業對持有自有資金上升，對銀行貸款的依賴程度有所降低，使市場資金由供不應求轉為供過於求。1973-74年經濟危機解除後，政府為刺激經濟成長而大舉增加財政支出，取代企業成為當時市場最大資金需求者，而政府籌措資金的主要方式便是發行國債。根據黃燕君(2000)，1965-1974年間，日本企業、政府和民眾從市場籌措資金的年平均比例分別為59.4%、21.4%及19.2%；而1975-1979年間，相關比例改變為33.1%、46.4%、20.5%。國債發行的增加便是擴大金融市場的交易種類與規模，亦揭開日本利率市場化序幕。

一開始，國債的最大購買者為各大商業銀行，在商業銀行無法長期承受國債的低利率，因此發行不久(約一年後)日本銀行(即日本央行)即透過公開市場收購大部分國債，因而創造了市場上貨幣供給量及通貨膨脹。1977年4月，日本政府允許國債可自由流通，發行對象擴大到機構與法人。1978年，日本大藏省首次以公開招標方式發行中期國債，邁出了利率市場

化步伐。

第二階段：80年代初，銀行間利率市場化

1978年4月之前，同業拆借利率是由拆出方與拆入方所達成的共識所決定，適用於全體交易的參加者，並於交易的前一日確定；之後，日本銀行開放讓銀行拆借利率彈性化，同年6月再允許銀行之間的票據買賣利率市場化。至此，由銀行間的利率市場化開路，往後貨幣市場的發展轉向交易種類的多樣化，進而落實真正短期市場利率的自由化。

第三階段：80年代中後期，長期大額存款利率市場化、貸款利率形成機制改變

與歐美國家相較，日本貨幣市場的商品種類較不多元化。1979年以前，主要交易商品為銀行同業間市場的拆借和票據買賣，以及債券回購兩類，其中又以前者為大宗。於是，再增加交易商品種類中，日本於1979年首先選擇了大額可轉讓定期存單(CDs)，其利率由發行金融機構與購買者自行決定，而不受「臨時利率調整法」限制。1983年後，日本落實了短期貨幣市場拆借利率及票據利率的完全自由化。在1984年一份「金融市場化和日圓國際化的現狀及展望」報告書中，日本政府提出計畫在1987年完全取消對可轉讓大額定期存單、超大額定期存單和浮動利率存款的利率限制，之後再逐步取消小額存款的利率限制。

日本的利率市場化伴隨著一系列的金融創新，並帶起後續存款利率的市場化。1979年利率由資金供求自由浮動的CDs的出現後，改變了傳統定期存款的面貌，使利率限制的核心部分—存款利率限制打開了缺口。此後，不斷有繞過利率限制的新金融工具出現(如，日期指定定期存款、市場利率連動型存單、中期國債基金、新型貸款信託、新型付息金融債等)，這些金融工具既有相對靈活的較高利率又有較大的流動性，因此大受歡迎。每當新的金融工具的出現，即使利率市場化向前邁進(黃燕君，2000)。舉例來說，1985年時，一種引入自由利率的新型存款(市場利率連動型存單/MMC)被推出，MMC的利率市場化再推動大額存款利率的市場化。日本先是

逐步降低CDs與MMC的存款最低限額，增加期限結構，透過擴大自由利率存款的比重加深其自由化的程度。以前述基礎，1993年6月定期存款利率自由化，同年10月流動性存款利率市場化；1994年10月，存款利率全面實現市場化。

另一方面，以貸款利率市場化的歷程來說，1989年以前，日本短期貸款利率的訂定違法定利率再加上一定的利差。1989年1月起，日本銀行採取新的貸款利率形成機制，也就是以銀行平均融資成本利率決定短期貸款利率。基本上，銀行以流動性存款、定期存款、可轉讓存款及同業拆借款四類資金來源所支付的利息進行加權計算已得到整體的融資成本，並加上1%的銀行費用，成為新的短期貸款利率。1994年1月，長期貸款的利率係以短期貸款利率，依期限不同，再加上一定之利差形成。前述新的貸款利率形成機制切斷了貸款利率與法定利率之間關係，使貸款利率實現了市場化。

第四階段：90年代，利率管制開放

經過了近20年的逐步解除嚴格利率管制，1994年10月日本基本上已落實的利率市場化。然而，值得注意的是，日本的利率市場化並非達到百分之百的自由化。舉例來說，3年期小額MMC存款利率係以長期國債名目利率為準，其他以CDs的加權平均利率為準。而長短期的存款利率有時間上的限制，例如。2年期以下小額MMC利率不能超過3年期的利率。而貸款利率也是，其實際上為一種協商利率，非由自由市場競爭下所產生的利率。因此，日本利率市場化基本上仍是受到行政干預和限制的。而探究原因，主要是日本中小金融機構數量眾多且分佈廣，占日本整體金融系統舉足輕重之位，利率全面自由化恐對基礎較薄弱、競爭力較小的中小金融機構，造成難以與大型金融機構抗衡。因此，在過度期間，日本藉由對利率的部份控制不但可穩定金融系統，也可保護中小金融機構不致受衝擊而倒閉。

三、台灣利率市場化歷程（1975-1989）

（一） 改革背景

我國在1972年以後，國內毛儲蓄率超過30%，超過以往的約20%水準；投資方面，國內投資率從1982年開始滑落至1970年以前的水準；由於儲蓄大幅超過投資，造成資金浮濫問題嚴重，以及貨幣市場利率下降，壓迫銀行體系的利率；同時，國內在當時存在巨額的貿易順差，儲蓄大量地累積下，在缺乏宣洩的管道下，政府持續對銀行利率進行管制，使銀行的經營面對龐大壓力(鄭正敏，1986)。

1980年以前金融體系一直處於政府的嚴格管制與保護，且在1991年以前，原則上政府不允許新銀行的設立。時至1980年代以後，金融自由化已逐漸在國際社會中成為風尚，加上受到過去出口擴張貿易政策的成效，對外貿易持續鉅額順差，在外匯存底不斷增加以及國外(美國)要求開放本國金融市場的壓力下，政府才被動地⁴從事金融自由化政策，逐步開放國內的金融市場、放寬外匯管制以及減少對新台幣匯率的干預等。

此外，1980年代時台灣金融體系發展成熟程度似已趕不上經濟成長的腳步，使開放新銀行設立之呼聲因應而起。當經濟逐漸發展，個人所得提高，國內產業對資金需求增加，卻因受限於嚴格金融管制，使資金配置效率低落。當時銀行放款對象以公營企業、大型民營企業為主，民間企業與家計部門發生借貸無門現象，迫使其轉向地下金融尋求資金援助。

綜上，隨著1970年代起，國內經濟與金融體系結構的改變，以及國際間金融自由化浪潮風起雲湧，台灣受到國內外局勢的改變壓迫下，使央行於1980年開始逐漸放寬對存放款利率的管制。簡單地說，1980年、1985年及1986年政府採逐步漸進方式，撤除銀行存放款利率管制；而利率完全自由化始於1989年7月銀行法的修訂，另一方面，亦允許民營銀行的設立，開放金融市場給新的競爭者加入(參考圖4-3)。

⁴美國透過制定俗稱之超級 301 條款，對市場封閉、最不公平的貿易對手國進行貿易制裁。

(二) 利率市場化的歷程

整體來說，台灣的金融市場體系於1990年之前，無論是直接或間接金融，資本市場、貨幣及銀行體系都受到政府嚴格的管控。真正開始實施利率自由化改革前的1950年代，政府採取高利率與高匯率政策⁵；1973年-1974年間發生的石油危機，更導致政府當時以高利率政策抑制通貨膨脹。隨後台灣的金市場發展步上全球金融自由化腳步以及配合國內經濟發展策略，政府遂於1974年建立債券市場，1976年建立貨幣市場，及1979年正式成立外匯市場（可參考表4-1及圖4-3）；並於1989年完成銀行利率及外匯自由化、1991-1992年完成銀行自由化等各項金融制度改革。台灣(銀行)利率自由化的進展大致分為五個階段⁶，以下說明。

第一階段：1975年6月以前

在本階段中，利率市場化並未形成，尤其是在1975年6月之前，台灣金融市場除銀行與黑市資金市場外，有組織之貨幣市場上不存在。

第二階段：1975年7月至1980年10月

台灣於1975年7月的修正版銀行法中公布，央行核定存款最高利率；放款利率改由銀行公會議定其幅度後報請央行核定施行。

第三階段：1980年11月至1985年2月

就對放款利率管制的放鬆而言，1980年11月「銀行利率調整要點公布」，當中規定，央行隨時訂定公告重貼現率與短期融通利率；銀行存放款利率幅度應予以擴大；銀行、信合社、農漁會信用部的票據貼現率得參考短期票券市場的情況而自行訂定；銀行同業日拆款率及銀行承兌其他金融機構的拆款利率由銀行自訂。

⁵ 台灣早期的經濟決策多依賴決策者的判斷以及外國學者的建議，1950年代政府採納蔣碩傑與劉大中(1954年時擔任行政院經濟部顧問)兩位經濟學家建議的單一匯率與外匯券制度，並提倡利率與匯率自由化。巫和懋，中國經濟學一百年：經濟學在台灣的發展，經濟學季刊，2002年第3期。

⁶ 涂兆信(2002)，匯率波動對本國銀行獲利能力之影響，朝陽科技大學財務金融系碩士論文。

以對存款利率管制的鬆綁而言，1980年11月，銀行可轉讓定期存單及金融債券等得由發行銀行參考金融市場情形自行訂定利率，即不受最高存款利率的限制。

第四階段：1985年3月至1989年6月

就對放款利率管制的放鬆而言，1985年3月基本放款利率建立，銀行在央行核定的利率上下限之間，按其本身資金的鬆緊，自行適用不同的利率；同年9月將基本放款利率制度實施範圍擴大到各銀行、信合社及農漁會信用部；1986年3月4日，央行降低重貼現率，促使銀行公會於同月7日公布調低放款利率上下限。

以對存款利率管制的鬆綁而言，1985年8月外匯存款利率自由化；1985年11月廢止利率管制條例；1986年1月簡化並訂定存款最高利率。

第五階段：1989年7月~

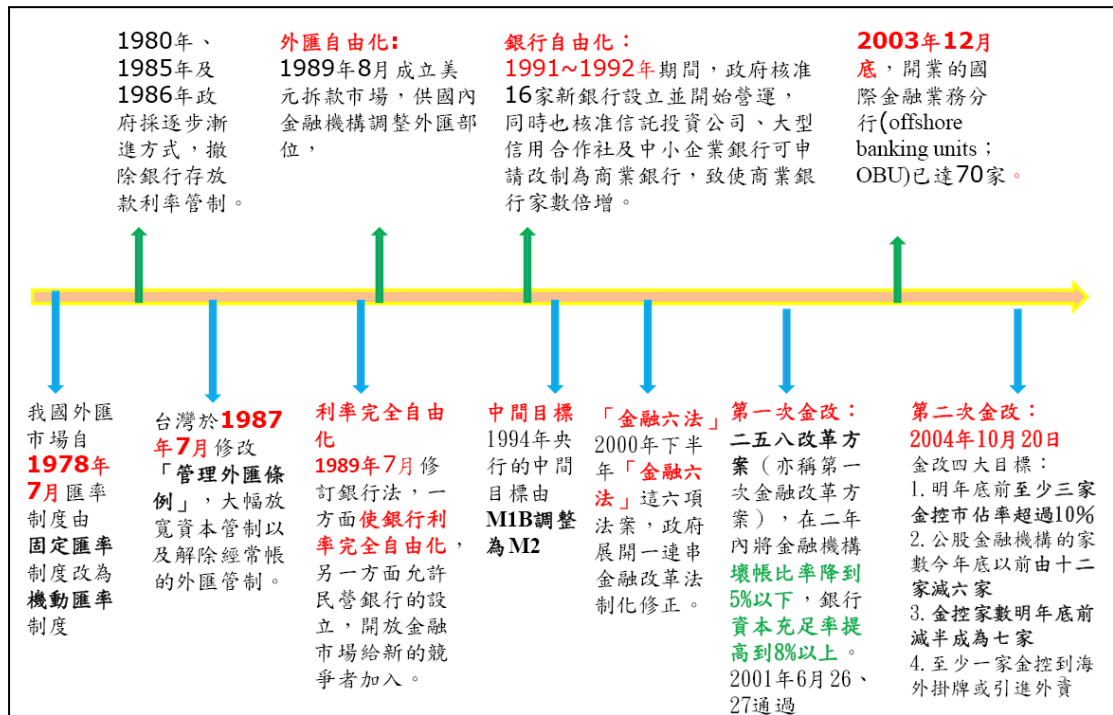
1989年7月修訂後的銀行法中公布，取消第41條放款利率上下限及存款利率上限管制的規定，存放款利率至此完全自由化。

表 4-1 台灣利率政策

1950	高利率政策
1962	郵匯局在台復業(郵匯局轉存制度)
1973	採高利率抑制物價膨脹
1974	建立債券市場
1976	建立貨幣市場(1975年公佈短期票券交易商管理規則)
1980	推行利率自由化(實施銀行利率調整要點)
1985	實施基本利率制度，解除利率管制
1986	簡化存款利率種類
1989	修正銀行法，刪除銀行存放款利率限制
1994	信合社及郵匯局加入拆款市場
1995	修正「票券商管理辦法」
2001	施行「票券金融管理法」
2002	推動銀行改革基本放款利率訂價制度，銀行放款利率指標應符合市場性、代表性及透明化三原則
2006	宣布開放信用合作社得以申購或標購央行定期存單

資料來源：沈中華(2012)

圖 4-3 1980 年代以後台灣金融市場自由化歷程



資料來源：沈中華(2012)

四、美國、日本與台灣利率市場(自由化)的異同比較

本段透過彙整美國、日本與台灣利率市場化經驗或表現之異同，或可作為大陸推動利率市場化之借鏡與參考。以下首先扼要說明美、日、台三國利率自由化推動過程中所採措施、政策推動背景等相似之處。

(一) 美日台透過尋求合適的切入點(或透過金融創新)推動利率市場化

金融創新可說是應美國及日本兩國利率市場化的需求而生。從美國放鬆利率管制的過程中，觀察到改革期間，美國引入的金融創新包括有：不受利率管制的貨幣市場存款帳戶、可轉讓存單帳戶及大額可轉讓定期存單等。以大額可轉讓定期存單來說，其連結銀行業與金融市場，並將金融市場的利率市場化傳導至銀行業；而日本方面，則是透過引進大額可轉讓定期存單作為存款利率市場化之開端。可轉讓定期存單有別於以往其他傳統金融商品受限於法規規範，因此新的金融商品繞過法規限制，促進改革的進行。同時日本的利率市場化由國債所帶動透過國債利率帶動整體利率體系。從台灣方面則可發現其是在放寬銀行貸款利率波動幅度下，允許部分金融工具的利率自由浮動。

(二) 美日台皆採取相對緩慢、漸進方式進行利率市場化

利率市場化非一朝一夕可完成，利率政策對於一國經濟之影響可謂牽一髮而動全身，除了事前衡量自身經濟與金融環境與條件外，過程中尚需適時推出相關的配套措施以做因應；同時，制度的建構以及社會中對改革的認同與配合皆需要透過時間消化和適應，才能順利地進行改革的推動。

從美日台三國的經驗觀察，三個國家從先期準備、正式開始改革到改革完成經歷了約14~17年不等的時間。美國的利率市場化始於Q條例的廢除開始，從70年代逐步修改Q條例到1986年Q條例的正式終止，共經歷16年的時間，日本的利率市場化由1977年開始至1994年結束共歷經17年之久，而台灣方面則從1975年開始到1989年結束共經過了14年的時間。表4-2顯示，

美日台的利率改革時間與英國及德國(分別經過10年及6年，並採“一次到位”式方法進行)相較之下，係採取一個長期性的漸進過程。

表 4-2 各國利率自由化比較分析

	美國	英國	德國	法國	日本	臺灣
開始時間	1970年	1971年	1962年	1965年	1977年	1975年
歷時時間	16年	10年	5年	20年	17年	14年
放開次序(先)	貸款利率	存款利率	存款利率	貸款利率	貸款利率	貸款利率
管制利率	存款利率	貸款利率	貸款利率	存款利率	存款利率	存款利率
改革方式	漸進式	一次到位	一次到位	漸進式	漸進式	漸進式

資料來源：沈中華(2012)

(三) 總體經濟環境是美日台順利推行利率市場化的重要條件

改革的時機亦是改革成敗的關鍵，美日台三個國皆是在國內經濟情勢穩定的狀態下推行利率自由化。陳蓓君及胡海鷗(2007)指出，過熱的總體經濟環境下，利率可能隨資金需求的增加而上升，而為壓制高利率可能增加貨幣供給，可能導致通貨膨脹；相反地，經濟過冷下，可能造成銀行惡性競爭，致利差過小，銀行獲利縮小，危害金融體系的穩定。另一方面，利率市場化可能產生利率波動而引發國際套利資本的移動，在炒高一國金融資產價格後再大規模流出，不但捲走一國的財富，也可能造成一國金融秩序的混亂。然而，觀察美、日及台灣的發展經驗發現，三個國家幾乎是在經濟運行與資本流向在比較穩定的情況下進行利率市場化。

美國係於1929~1933年經濟大蕭條後，於1933年推出Q條款對利率進行管制，而到了70年代才逐步對利率的限制進行放鬆；日本則是在1973至1974年經濟危機度過後，為刺激經濟成長及發行國債以利籌資背景下，開始了利率市場化的過程。台灣方面則是於70年代中期，在經濟成長環境平穩的狀態下，進行改革。

(四) 為維持金融穩定，利率市場化過程中，政府仍透過行政程序對金融市場進行監管。

利率市場化不代表過程中或改革完成後，政府自身便完全不作為，讓一切交由市場自由發展。相反地，若政府沒有扮演金融監督的角色，則難免引社會、經濟運作時的波動。有文獻指出，“利率完全開放後，引起社會震動小的地區和國家都是在金融監管體系，尤其是對銀行行為的監管方面給予極大關注，並建立起一套有效運作監管體系”（江文波，2004）。為維持金融秩序，美國、日本與台灣政府皆在利率市場化的過程中，透過行政限制與規範，以漸進的方式對利率鬆綁的幅度、開放金融產品的種類等進行控管。

從前段回顧美國、日本及台灣利率市場化發展的過程中，可發現三個國家在利率市場化的推動成因及背景、利率市場化程度以及政府的保護程度等三方面有所差異，以下說明。

(一) 美日台三國利率市場化推動背景不同。

美國與日本利率市場化的背景與原因有所不同。美國利率市場化過程的演變係經歷自由開放-管制-再開放的過程。美國早期對利率管制的開放讓金融市場失序後，使政府執行Q條款以對市場進行監管，然而Q條款卻制約了市場的發展，成為美國利率市場化的改革動因。至於日本，早期政府對利率進行嚴格控管，並在一段時期內，由金融機構貸給政府的資金成為全社會資金供給的渠道，也推動了經濟的成長。當時日本政府並無進行金融改革的念頭。經過多年發展後，日本由高速轉變為低速經濟成長，成為世界經濟大國之一，但其擴張性的經濟政策與封閉的金融市場危害了其他國家利益，導致美國直接的施壓，日本才開啟了利率市場化腳步。台灣方面，基於當時國內儲蓄高於投資，再加上巨額貿易順差產生大量資金無宣洩管道，若繼續採行利率管制必然使銀行在經營上面臨危機，政府逐步實施利率市場化成為增加銀行競爭力的重要方式。

(二) 利率市場化的程度不同

各國央行通常在利率市場化後，藉由調整再貼現率、再貸款利率及公開市場買賣有價證券等貨幣政策工具間接調控市場資金利率。日本的存貸款利率，仍然受到政府的管控，而非由完全市場資金依供需決定形成(可參考日本利率市場化歷程中說明)。與美國及台灣相較之下，利率市場化的程度較低。

(三) 政府對金融機構的保護程度不同

從前段回顧美國與日本政府進行利率市場化的進程與方式後，不難發現日本對(中小型)金融機構的保護大於美國。在美國金融市場中，優勝劣敗的機制下，眾多中小型金融機構在無法適應金融環境改變及競爭下，被市場所淘汰；反觀日本，由於中小型金融機構占市場地位舉足輕重之地位，中小金融機構對中小企業融資的支持是日本經濟發展的重要關鍵，若放手讓中小型金融機構與大型金融機構競爭，會引發倒閉風險。因此日本在進行利率市場化過程中，將利率變動範圍調控在中小金融機構可承受之範圍內。

五、美國、日本與台灣利率市場化所衍生出之相關議題

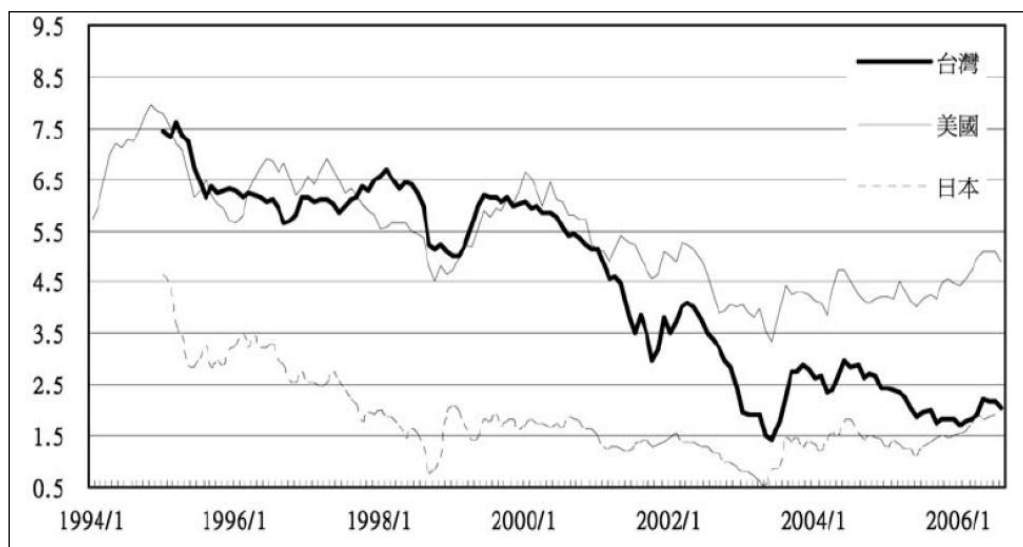
利率自由化推行後，其對金融市場的結構帶來影響，也產生諸多相關的議題，如利率自由化是否帶來銀行業利差縮小、金融脫媒現象及銀行業集中度的變化等，以下逐一探討。

(一) 利率市場化導致銀行業利差縮小

對於利率市場化所帶來之影響，首要討論的便是銀行業利差的變化。

政府對利率的管制鬆綁後，銀行可自行依市場資金供需狀況調整存貸款利率，為爭取客戶的競爭行為下，可能導致銀行間的殺價競爭，導致存放款利差縮小。從圖4-4觀察，在實行利率市場化後，美日台三國家皆出現利差的下降。

圖 4-4 美國、日本及台灣歷年利差走勢 (%，1994-2006)

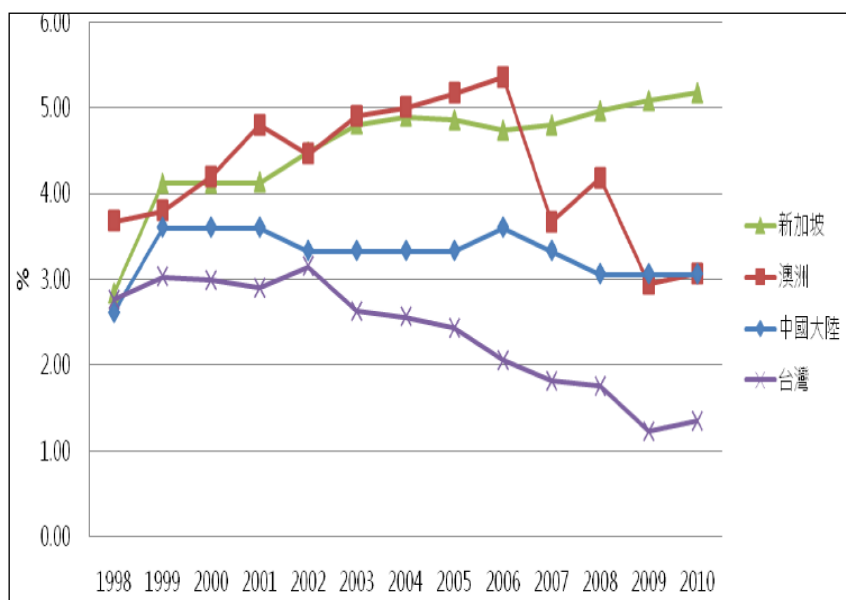


資料來源：沈中華(2012)

然而，從圖4-5可觀察到，部分國家在實行利率自由化改革後，其利差是不降反升的，如圖中新加坡及澳洲。舉例來說，新加坡自1998年以來的存放款利差約有3%以上，呈現上升的趨勢；而澳洲方面在2006年時，利差依度攀升至5%，近年才回落至3%；反觀台灣，利差一直是圖中四個國家中最低的，近年縮窄到僅1%，經營環境愈發困難。因此推論利率自由化不

盡然會導致銀行業利差的縮小，沈中華(2012)認為，利差的縮小可能係由眾多(國內外經濟金融)因素集合下所共同產生出的結果。以下逐一分析。

圖 4-5 國際存放款利差比較 (1998-2010)

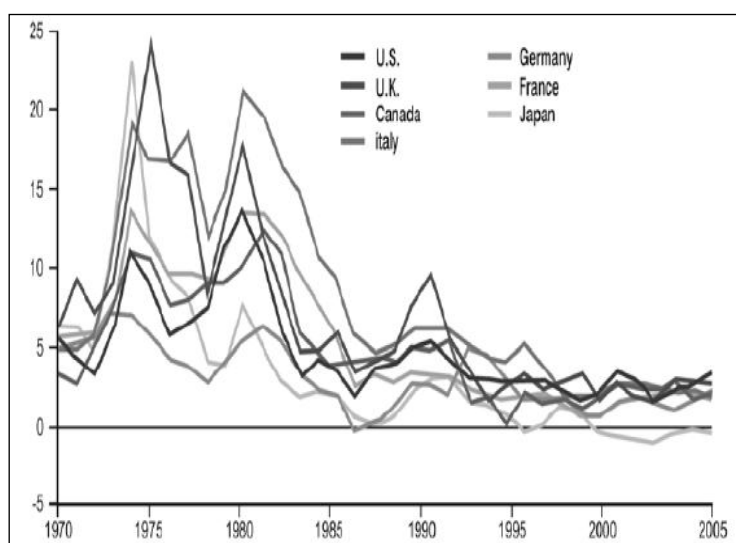


資料來源：沈中華(2012)

利率自由化可能僅是導致利率下降的部份原因是，首先，利率下降可能係由於通貨膨脹預期減低，通膨貼水下降所致⁷。圖4-6顯示七大工業國的通膨水準由20年前的約10%，下降至過去10年低於2%的水準。美國與新興市場物價亦趨於穩定，通膨風險下降，因此通膨貼水及長期債券殖利率下滑。另外，資金在各國流動有擴大的現象，而全球金融市場整合的提升提高全球資金的效率，促進偏低及穩定的通貨膨漲，再導致全球殖利率更趨穩定。

⁷ 參考楊慕海(2007)：我國銀行存放款利差減少原因剖析與因應對策，中央銀行季刊，第29卷第2期。

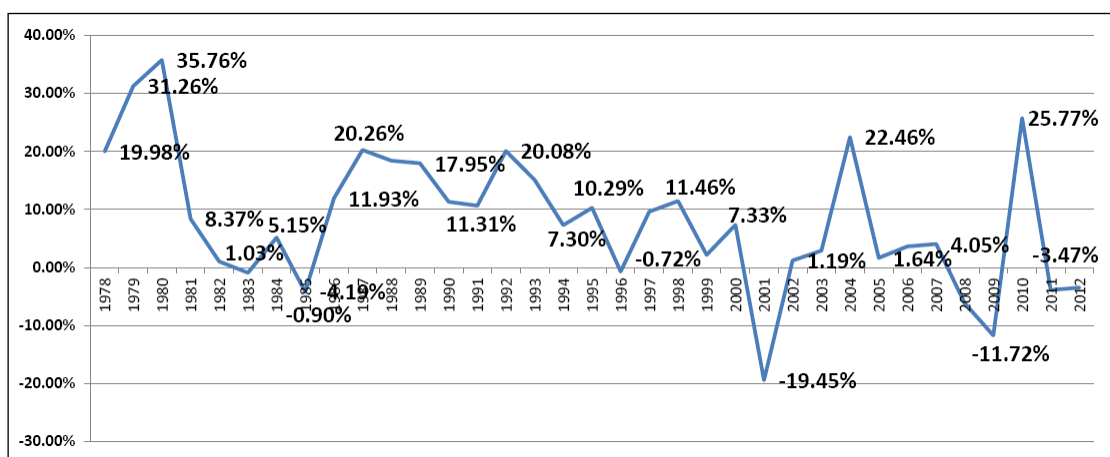
圖 4-6 七大工業國通貨膨脹指數



資料來源：沈中華(2012)

除低通膨預期原因之外，低投資率亦可能導致利差縮小。根據楊綦海(2007)指出，企業部門為經濟體中資金使用者，需利用家庭部分、金融機構的儲蓄或外國剩餘資金進行投資，創造產值、增加國民所得，促進經濟成長。因此，企業部門投資不足或資金需求不足，致市場資金呈現寬鬆，使銀行放款利率走跌，利差減小。由此可見，國內投資量足以影響該國銀行業的利差走勢。圖4-7顯示台灣1978年至2012年固定資本形成的成長率，在80年代時最高可達到約36%，但之後卻呈現下滑趨勢，近十年表現甚至三次達到負成長。該現象說明國內投資不足，可能導致銀行資金供過於求，造成利差縮窄。

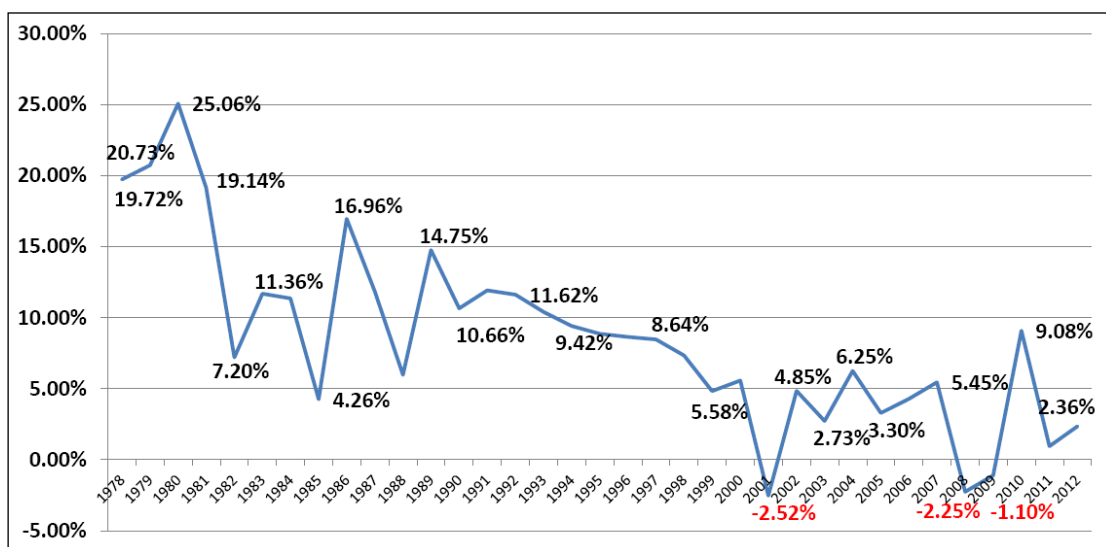
圖 4-7 台灣固定資本形成成長率(%，1978-2012.06)



資料來源：沈中華(2012)

沈中華(2012)認為，造成台灣在利率市場化後國內銀行業低利差的因素，可能包括低國內生產毛額(GDP)成長率。經濟景氣循環平緩之下，投資人對未來經濟穩定的發展較有信心，風險加碼減少，進而使長期利率降低，壓縮銀行存放款的利差(楊蓁海，2007)。圖4-8顯示台灣從1978年到2012年間的經濟成長率，除了80年代末期到90年代初期經濟表現呈現較動蕩的表現外，其餘時間大多呈現較為平穩的狀態。

圖 4-8 台灣 GDP 成長率(%，1978-2012.06)



資料來源：沈中華(2012)

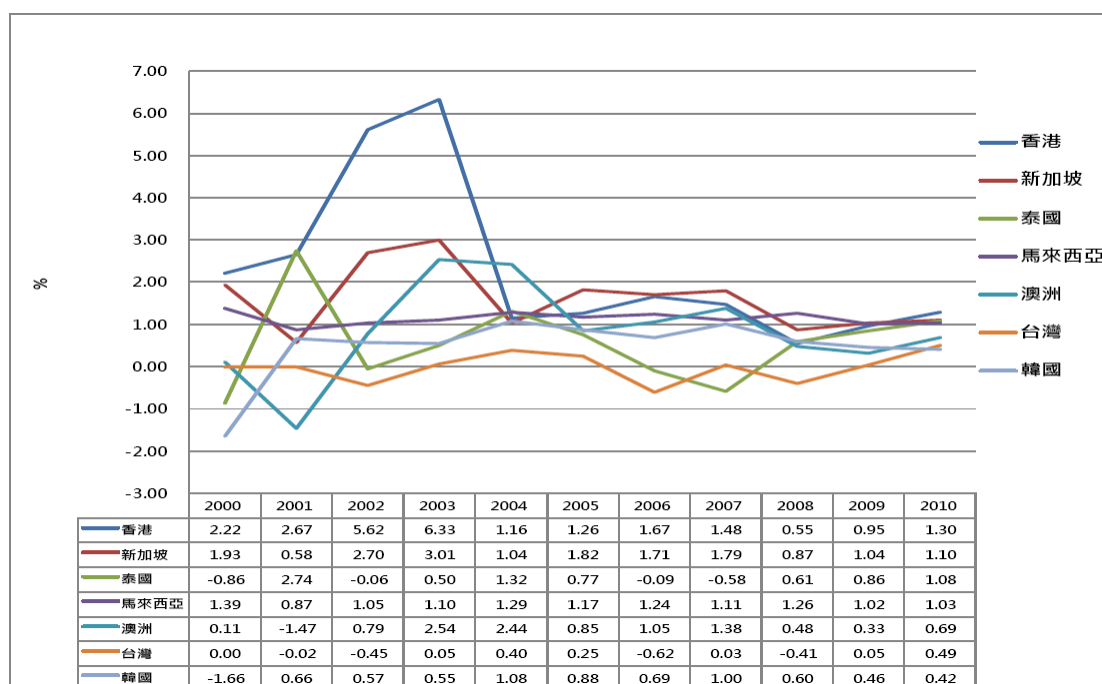
除上述的低通膨、低GDP成長或低投資可能導致國內銀行業的低利差表現外，其他金融自由化會一起導致低利差。由以上數據及說明可得出以下結論：利率自由化非導致(台灣)銀行業利差縮小的唯一因素；同時，台灣與其他實行利率自由化國家相較之下發現，並非實行利率自由化便會出現低利差，部分國家出現利差升高現象。

(二) 利率市場化導致銀行業獲利下滑

此外，利率自由化是否導致銀行業獲利下滑係另一引發關注的議題。綜合圖4-9及圖4-10兩項獲利指標可看出，國內銀行業歷年獲利能力在國際上排名處於末段班。以全球主要國家以淨值報酬率(ROE)達15%及資產報酬率(ROA)超過1%為門檻，台灣的銀行業2011年平均ROE僅9.33%，ROA也只有0.59%，可見我國銀行業整體獲利能力偏低。獲利能力低不只無法累積資本，在今日震盪劇烈的國際金融環境中，銀行抵擋景氣波動的能力疲弱，一旦國際景氣出現衰退，台灣的銀行也容易縮緊銀根。

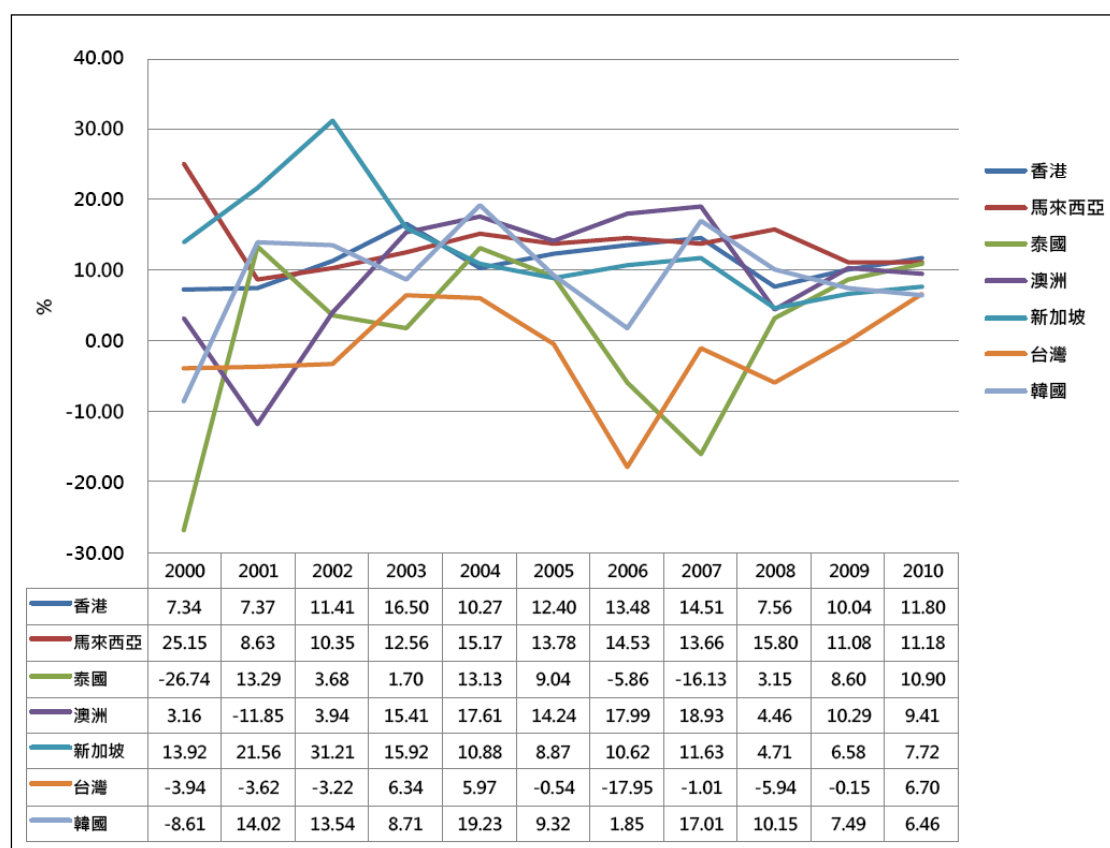
不過，圖4-9及圖4-10亦顯示，並非所有採取利率自由化的國家，其銀行業獲利都如台灣般下降；部分國家/地區如香港、馬來西亞及泰國等國，其銀行的獲利能力在利率自由化之後仍是有不錯的表現。

圖 4-9 國際間其它國家銀行業 ROA



資料來源：沈中華(2012)

圖 4-10 國際間其它國家銀行業 ROE



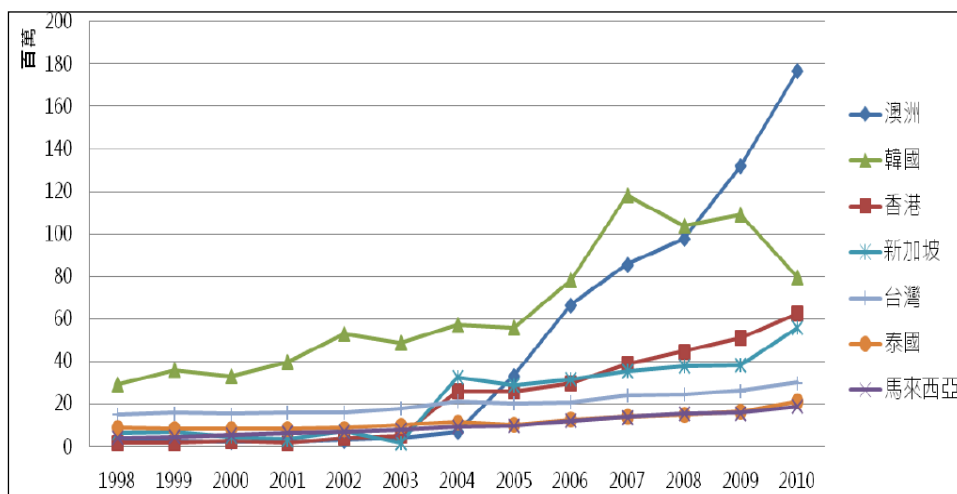
資料來源：沈中華(2012)

從台灣的金融改革經驗發現，除利率自由化政策外，其他的金融自由化措施亦產生影響，導致台灣低利差及低銀行獲利。

首先，台灣的銀行自由化使國內的銀行家數日益增多，造成競爭激烈。1984年，政府放寬本國銀行增設分支機構的條件；1986年，允許外商銀行可於高雄市設立第二家分行；1991年至1992年間，政府核准16家新設銀行並營運，同時核准信託投資公司、大型信用合作社及中小企業銀行可申請改制為商業銀行，致商業銀行家數倍增。在分支機構增設方面，政府對於金融機構申設分支機構與中小企業銀行設置分行的法令規範、以及外資銀行登台門檻接予以放寬。銀行自由化使銀行家數的增多，代表競爭越激烈，彼此殺價競爭的結果造就銀行業利差縮窄的原因之一。

其次，國內銀行業普遍資產規模過小(參考圖4-11)，經營成本無法縮小，降低銀行競爭力；同時，銀行未認真落實信用風險評價，使利差與獲利皆下降。銀行存放款利差必須大於或等於其作業與管銷成本與預定的風險報酬；利差的縮小表示銀行間競爭激烈，銀行願意犧牲部分風險報酬，薄利多銷，以換取放款業績成長。此外，在台灣在2010年時的聯貸排名中便可發現，前五名中的四家為官股銀行(台銀、合庫、兆豐銀及土銀)，公股銀行帶頭殺價競爭導致銀行利潤微乎其微，整體銀行ROE及ROA皆降低。

圖 4-11 1998-2010 年各國銀行業平均資產規模(百萬美元)



資料來源：沈中華(2012)

第三，寬鬆貨幣政策使市場貨幣供給過多，銀行獲利與利差減少。台灣的貨幣政策主要是透過央行對重貼現率、短期融通利率以及擔保放款融通利率三個主要利率進行調控；由於寬鬆的貨幣政策使貨幣供給增加，造成市場資金供過於求，銀行利差及獲利縮小。

第四，國內缺乏投資機會導致銀行低獲利及低利差。從固定資本形成成長率來看，台灣在1980年代末期曾出現過高度成長外，之後變逐漸滑落，而國內投資不足，便可能導致銀行資金供過於求，造成利差縮窄、銀行獲利縮小。

(三) 金融脫媒現象美日不同⁸

金融脫媒係指隨著經濟與金融的發展，商業銀行等扮演金融仲介的角色下降，儲蓄型資產佔社會中金融資產的比重下滑，社會融資方式由間接金融轉向直接、間接金融並重的過程。理論上來說，利率市場化促使銀行提供存款客戶較符合市場現況之收益率，亦或使經濟主體(如企業)重新向銀行機構尋求資金來源，因此在一定程度上將減少利率市場化帶來金融脫媒之現象。美國、日本與台灣在利率市場化之後，銀行業在金融脫媒的現象發展上呈現不同的現象，以下說明。

先以美國來說，由於Q條例限制了存款利率的上限，使存款機構的存款數量下降，導致銀行業總資產成長率(規模)、商業銀行存款以及信貸的額度皆明顯滑落。就銀行業總資產來看，其平均成長率在70年代約高達10%，80年代則呈現連續滑落，到了1986年利率市場化完成之際，銀行業總資產成長率僅約2%。商業銀行在整體金融體系的比重從60年代的約40%下降至90年代的約27%，儲蓄機構也由20%滑落至16%；商業銀行與儲蓄機構的比重由養老金及信託、投資公司與財務公司所取代。

⁸本段內容與數字分析主要引用自巴曙松、華中燁、朱元倩(2012)。

就商業銀行存款而言，80年代“付息存款佔負債比例”之年平均成長率較70年代表現下滑2%，90年代初期時，該比率甚至出現低於1%。當中主要是因為新金融商品的創新，使美國國民的投資渠道增加，致存款萎縮。另外可觀察到的是，美國國內存款金額的成長率從1970年的91.5%一路下降至1999年的74%。

再從信貸的成長觀之，從經濟體中的主要融資者對貸款的依賴程度可反映金融脫媒的現象。若以“信貸佔GDP”的比例為指標，利率市場化因讓商業銀行自行決定貸款利率，使之前轉往直接金融的企業再從新回歸到金融機構尋求資金，使該指標上升。就1970年代至今美國存款存款機構對國內信貸佔GDP的比例來說，雖該指標在80年代初期有出現下滑現象，但整體看來是呈上升的走勢(1970年時約12%；80年代末約48%；90年代末則攀升超過50%)。

以上數字顯示，美國利率市場化完成後的中長期時間內，存貸款量的上升暗示著金融脫媒效應有一定程度的弱化，當中除了混業經營的開放之外，利率市場化也發揮一定的效應。

再以日本的發展來說，從日本利率市場化的回顧可了解，日本的利率市場化係由國債的發行及其利率的市場化為開端，同時帶動了證券市場的發展，使企業直接金融的比例上升。證券市場的發展部份係由於當時日本對利率以及銀行業務的限制使金融機構相當穩定(i.e日本金融市場封閉性高)進而突顯間接金融的優勢。日本企業在證券市場所籌之資金佔所有外部資金的比例從1970-1974年的平均18%上升到1980-1984年的平均37%。由此發現，日本利率市場化並不若美國般存有明顯弱化金融脫媒的效應。此外，從日本1980年起信貸佔GDP比例的表現來看，1980-1989年期間，日本國內特許銀行貸款和租賃額佔GDP的比率從約72%上升至110%，但在接下來的20年，該比例則愈顯下滑，暗示著日本利率市場化後，商業銀行做為金融仲介的角色漸被取代，金融脫媒現象浮出。

台灣方面，由於台灣國內資本市場自1997年以來快速發展，使大型企業遊走於資本市場與銀行之間，以最低成本募集資金，根據楊蓁海(2007)所作研究，我國金融市場直接金融比重從1997年的17.25%上升至2006年的28.56%，暗示著台灣整體金融市場的開放與發展，促使在台灣利率自由化後存在金融脫媒現象。

(四) 銀行集中程度⁹

市場集中度係用透過計算行業（銀行業）數目和其市場的相對規模，來表示該行業對市場的控制程度與市場競爭的壟斷程度。理論上，利率市場化對銀行業市場集中度有兩方面的影響。首先，利率市場化為利率帶來波動及風險，可能反映銀行的脆弱性或帶來系統風險；同時，市場競爭激烈及利差縮小下，對銀行的獲利帶來挑戰，將可能導致銀行破產、銀行數量降低，加大了銀行的集中程度。另一方面，中小型銀行在競爭激烈環境中亦可能異軍突起，推動銀行增強利率預測、風險控管等能力，使其適應環境，強化競爭能力，並將處於領先地位的大型銀行市佔率降低，弱化銀行業的集中程度。透過數量分析，巴曙松、華中燁、朱元倩(2012)發現，利率市場化後加大了美國銀行業的集中程度；就數量上來看，利率市場化後，中小型銀行數量出現下降。日本方面，利率市場化帶來了大規模的金融重組，金融機構數量的減少使集中程度提高，而這種現象在經濟泡沫化之後更加嚴重。台灣方面，台灣在1989年後開啟的銀行自由化，使新增銀行與新增金融機構的分支機構不斷上升，致商業銀行在利率自由化期間數量是增加的，不若美國與日本般地增加銀行的集中程度。

由此可見，每個國家因自身整體金融市場發展程度(開放、保守)、經濟發展背景(如GDP成長低速期、平穩期)、政府的態度(主動、被動)及是否同時有其他金融政策推出(如匯率政策、金融業市場限制開放)的不同，皆令利率市場化後產生不同之成效與影響(包括如金融脫媒現象、銀行集中度、利差縮窄/增加、銀行獲利等)。

⁹本段內容與數字分析主要引用自巴曙松、華中燁、朱元倩(2012)。

六、小結

本章透過了解美國、日本與台灣推行利率自由化的背景、成因與效果，以其提供大陸進行利率市場化之經驗與借鏡。經跨國比較後發現，美日台三國利率自由化的相似之處在於：

1. 美日台透過尋求合適的切入點(或透過金融創新)推動利率自由化，尤其是金融創新可有別其他傳統金融商品受限於法規規範，新金融商品繞過法規限制，促進改革的進行；
2. 美日台皆是在國內經濟情勢穩定的狀態下推行利率自由化；及
3. 美日台皆採取相對緩慢、漸進方式進行利率自由化等。

然而，三國家間在政策推行上亦有相異之處，例如

1. 利率自由化推動背景不同；
2. 利率自由化程度不同；
3. 政府對金融機構的保護程度不同；
4. 金融脫媒現象與銀行集中程度各不同等。

另一方面，對於採行利率自由化後對銀行利差與獲利縮小之探討，本章亦有深入的探討。台灣實行利率自由化後，利差與獲利皆縮窄的現象，本文認為利率自由化政策非唯一影響因素，其他如：對通貨膨脹預期減低，通膨貼水下降、低投資率、低GDP成長率、國內銀行眾多競爭激烈、國內銀行業普遍資產規模過小、銀行未認真落實信用風險評價、寬鬆貨幣政策致貨幣供給增加、及國內投資不足等問題，皆成為影響(台灣)銀行業利差與獲利縮小的重要因素。

第五章 實施利率市場化對大陸之影響

究竟大陸實施利率市場化，對大陸將造成那些影響？本章節將首先自大陸實施利率市場化對大陸當地銀行之影響談起，再進而分析相關措施對打大陸總體經濟、資金流向（包括正規金融與民間金融、間接金融與直接金融之分流）、及金融生態等發展所引發之效應，提供研究團隊之分析意見，以供各界參考。

一、對當地銀行發展之影響

1. 大陸銀行之獲利性將不若往常：這也是人行於2012年年中再次祭出不對稱降息措施後，大陸銀行類股呈現整體下跌趨勢之主因。據估計，大陸整體銀行業利潤有可能減少近上百億元。招商銀行行長馬蔚華曾於2012年9月公開表示，中國銀行業多年來利差受保護的時代可能已結束了，而利率市場化的加深正促使該行尋找抵消存貸款利差收窄影響的途徑。

在2012年9月出爐的“中報季”顯示，大陸 16家上市銀行5452億元的淨利潤，佔據了A股2455家上市公司淨利潤的53.5%，超過半壁江山。在實體經濟低迷的今天，這一現象相當令人眼紅，不過一般人卻常忽略了銀行利潤增速明顯回落的事實：2012年大陸16家上市銀行18.2%的淨利潤增長較去年同期（34.27%），下降了16個百分點，銀行業業績下滑已是不爭的事實。在消除季節性因素後，2012年第三季與前一年同期相比（見表5-1），中國大陸16家上市銀行之營收成長率有12家皆不如前一季之表現。

事實上，對上市銀行三季度業績增長的放緩，市場早有預期，一方面，存款成本上升，另一方面受到實體經濟不振的影響，貸款有效需求下降，銀行貸款定價水平無法提升。隨著總體經濟增速降低以及利率市場化的推進，銀行業幾年前平均30%左右的年利潤增速的“盛景”或再

難重現。但隨著三季度各項經濟數據出現見底回升的趨勢，大陸各上市銀行業績未來仍可望保持平穩。

表 5-1 中國大陸 16 家上市銀行 2012 年前三季營收成長率(與前一年同期相比，%)

	2012 年第一季	2012 年第二季	2012 年第三季
平安銀行	67.22	56.62	15.67
寧波銀行	42.09	31.56	28.65
浦發銀行	31.01	20.55	19.4
華夏銀行	22.13	23.01	13.88
民生銀行	45.92	21.76	22.69
招商銀行	27.16	21.07	15.8
南京銀行	34.28	38.93	14.41
興業銀行	65.03	50.69	50.27
北京銀行	35.45	37.52	34.07
農業銀行	19.44	8.63	12.07
交通銀行	20.75	17.13	11.67
工商銀行	15.11	13.12	14.24
光大銀行	35.34	30.64	27.11
建設銀行	13.86	17.68	14.14
中國銀行	13.63	2.58	13.44
中信銀行	28.81	21.78	9.7

資料來源：台灣經濟新報資料庫(TEJ)

三季報中，明確公布淨息差的銀行不多，但多家機構的分析測算指出，不同口徑的銀行息差水平普遍出現了下滑。國金證券在研報中指出，測算寧波銀行前三季度循環淨息差3.20%，較上半年下降13個BP，其中三季度單季淨息差3.16%，較二季度下滑32個BP。華夏銀行三季度單季淨息差2.59%，較二季度下降30個BP。整體而言，若以以下表5-2所示，大陸16家上市銀行以利息收入減去利息支出之利差收入，於過去兩年來大致亦呈現逐漸下滑之態勢。

表 5-2 中國大陸 16 家上市銀行利息收入（與前一年同期相比，%）

	總利差收入（人民幣千元）	總利差收入成長率（與前季相比）
2010Q2	314,913,815	8.28%
2010Q3	340,994,329	5.64%
2010Q4	360,212,930	7.65%
2011Q1	387,782,782	3.51%
2011Q2	401,382,231	6.45%
2011Q3	427,280,065	5.04%
2011Q4	448,825,917	5.44%
2012Q1	473,260,856	2.76%
2012Q2	486,325,891	3.80%
2012Q3	504,783,282	2.60%

資料來源：台灣經濟新報資料庫(TEJ)

2. **面對利率市場化，銀行應對招數各不同**：在2012年6/7日人行首次打開存款利率上浮空間後，中、農、工、建、交五大國有商業銀行步調一致，維持了降息前3.5%的一年定存利率不變，沒有上浮至存款利率上限。另一方面，中信銀行此一大陸較大的股份制商業銀行，從6月8日至6月14日，短短六天時間，三次調整存款利率。以一年定存利率為例，8日為3.25%，9日上調到3.5%，14日漲至存款利率上限3.575%。不同類型銀行之因應方式不同，究其原因，主要是國有商業銀行對中國經濟的影響力較大，且在以往的經營過程中，國有商業銀行基本上形成了自己固定的客戶，特別是一些大型、特大型的客戶，在長期合作過程中，它們已形成了互相依賴、互相支持、密切相連的關係，故大量存款轉移的可能性比較小，只有新增定存客戶可能出現轉移。在股份制銀行方面，儘管受到國有銀行規模壓制，其已開始嘗試著通過細分市場、產品創新和特色行銷等方式進行差異化轉型，而其所需要的存款也不是很急迫，但股份制銀行面對利率市場化以後銀行業激烈的競爭，也不得不跟進上浮存款利率，留住客戶。

在工行、交行、興業等多家銀行陸續披露三季報后，A股16家上市銀行三季報全部披露完畢，各銀行業績增速分化為兩個陣營。其中，工行、

建行、農行等的淨利潤增速均在20%以下，而招行、光大、平安和寧波、南京等銀行的淨利增速均高於20%。從三季報不難發現，規模擴張是中小銀行業績高速增長的主因。比如華夏銀行，前三季度生息資產同比增長33.9%，增速比去年同期提高了27.3個百分點，是其業績超預期的主要因素。儘管中小銀行通過同業業務或投資業務迅速擴大了規模，但其淨利增速與上半年相比，除寧波銀行三季度淨利同比增速較上季末略回升外，其他銀行均出現了不同程度的下滑。究其原因，是銀行核心盈利模式中，淨息差回落和手續費減少的影響，快速擴張的規模難以完全做到“以量抵價。”而在國有大行中，中國銀行的業績增速自半年報的低谷重回兩位數增長，但建行、農行則分別回落2.11和1.62個百分點，工商銀行回落0.78個百分點，四大國有銀行相對中小銀行的下滑幅度來說較為穩健。

3. **大陸銀行間競爭將加劇**：根據陸資銀行一線主管之看法，在大陸實施利率市場化前，大陸銀行間在業務上已經是非常的競爭，銀行與銀行客戶間以往之主客關係早已易位。而大陸利率市場化後，競爭將日趨激烈。不過，大陸利率市場化後，在貸款利率部分，各行行長可在基準利率之一定百分比內，有著相當大彈性之運用，如依照企業規模之不同，給予不同之貸款利率要求。大型國有銀行因在資金及品牌上，較其他類型金融機構具有優勢，故在爭取放款上，只要祭出略低於其他金融機構之利率，即可贏過對方。相對而言，大陸之小銀行可作帳（如債務轉嫁、借新還舊），不過如逾期貸款之作帳只能做短期，長期不可能。大銀行因有系統監測連線，故較不可能作帳。
4. **利率市場化正逼著陸銀轉型，使其減少對利差的依賴**：面對利差之下降，各陸資銀行易已有必須調節結構之認知。譬如，自存放款利差，轉向開發中間產品或佣金手續費等收入來源，或開展以上述及之小微企業貸款。基本上，加大轉型力度、提高中間業務收入早已成為中國的銀行監管部門和銀行業高管的共識。

以金融發達國家美國之資料顯示，在美國銀行業中間業務收入的來源中，占比最高的是存款帳戶服務費，約在15%至20%之間。惟在大陸，由於歷史原因，一般居民對銀行的收費相當敏感，存款帳戶難以借此產生更多收入。在美國，占比第二高的是信託，約在10%至15%之間；而在大陸，銀行若不借助於信託公司，自身是無法獨立完成信託業務的。在美國佔比第三高的，在2008年國際金融危機爆發前是資產證券化淨收益，約在10%左右；而在大陸，資產證券化目前還處於試點階段。在美國，占比第四高的是交易帳戶的所得和收費，約在5%至10%左右。而中國大陸目前絕大多數金融產品的交易都不夠發達，由此導致銀行重投資、輕交易。整體而言，大陸直接金融市場較不活躍，以及避險工具的缺乏，也造成銀行客戶缺乏避險動力，代客交易亦尚未形成氣候。

5. 最後，雖說銀行之存放款利差將因大陸實施利率市場化而下降，但銀行人士預估，各銀行在3~5年內仍可生存。不過，因目前大陸仍處於急速發展之階段，各企業即使不太爭氣亦可持續發展，故不會對銀行之放款產生過多衝擊；惟等大陸所得成長趨向穩定後，大陸之經濟發展即會開始出現瓶頸，屆時銀行之收入及風險亦將提升。
6. 以上諸多分析皆指向利率自由化推行後，大陸銀行之存放利差將縮小之結論。事實上，正如本文第四章檢視各國進行利率自由化措施後對金融市場的結構帶來影響時發現，部分國家在實行利率自由化改革後，其利差是不降反升的，如新加坡及澳洲。換言之，利率自由化不盡然會導致銀行業利差的縮小；利差的縮小可能係由眾多國內外經濟金融因素(如通貨膨脹預期減低、低投資率、經濟成長率下降、以及其他的金融自由化措施)集合下所共同產生出的結果。利率自由化可能僅是導致利率下降的部份原因。

7. 至於大陸銀行利差究竟是否會持續縮小，雖然衡諸上述各個因素，如在十二五規劃引導下：為求改變經濟成長方式而降低投資率、為求兼顧環保及永續經營而降低經濟成長率下降、以及對外改革開放下將進行之金融自由化措施等，初步判定大陸銀行利差持續縮小之機率較高，不過國際及大陸政經局勢錯綜複雜，變化甚快，故此一課題仍有待未來持續觀察。

二、對大陸總體經濟之影響

1. 仔細觀察中國人行7/5基準利率調降之內容，除了上述貸款基準利率下調百分點大於存款，而使利差縮小為3%外，其更將貸款利率下浮空間（即下限）從6/7調整後之0.8倍（即可下調至低於基準利率之20%），加大力道下調至0.7倍（即可低於基準利率之30%）；另一方面，存款利率浮動區間上限則維持在6/7調升後之基準利率的1.1倍（即可高於基準利率之10%）。由以上可看出，相較兩次之利率相關調整，貸款利率下限之下調速率，已有大於存款利率上限之上浮速率。加大貸款利率下限意味著，鼓勵銀行可以更有彈性、放心大膽地降低貸款利率，增大對於企業貸款之力度，進而積極拉抬經濟外；另一方面，存款利率上限則相對持穩，其中主因在於擔心各銀行用力搶錢，甚至於引發海外資金之湧入。
2. 存款利率變動適度放開，可能類似於存款加息，有利於大陸當局控制通膨，但也將多少吸引一些外國熱錢之匯入；不過相對地，若貸款利率下限彈性放寬，則等同於營造寬鬆貨幣政策效果。因此，利率之市場化仍需在人行之貨幣政策下靈活調整與配合。

三、對大陸資金流向之影響

此部分將探討大陸推出利率市場化措施之後，是否能將地下/民間借貸市場之資金，導入正規之中介金融機構，或牽動直接金融市場(股債市)與間接金融市場(銀行)對資金之爭奪戰。此對我未來亦可能登陸之證券業者所立基之直接金融業務發展，有著相當大之影響。

整體而言，之前大陸對於其商業銀行利率直接管制，不僅扭曲了金融市場之價格，也成了政府掠奪絕大多數人財富的主要手段（易憲容，2012）。2011年大陸民間市場高利貸盛行，中小企業融資困難，甚至房地產泡沫威脅，在在皆與大陸扭曲的利率機制有關。金融市場的利率非市場化應該是當前中國大陸金融市場不少亂象之主要根源。因此，假若信貸市場之利率市場化可以持續進行，當有助於促使大陸之地下金融地上化，而引導更多資金需求及供給方進入正規之中介金融機構。

另外，在大陸之直接與間接金融發展方面，自理論上而言，由於大陸此波利率市場化之重點在於放寬貸款利率下限以及存款利率上限，雖然限縮到銀行之利差，但一般貸款戶（即企業或個人）及一般存款戶皆是其中受益者，故料將吸引之前流失至民間借貸市場之存款大眾資金回流至正規之中介金融機構，而且因貸款利率變動空間加大，銀行間之競爭日劇，故料亦將吸引貸款戶靠向銀行此一正規中介金融機構，進行籌資等金融活動。換言之，單就利率市場化此一因素而言，應可判斷：之前或因銀行利率過低，而致金融脫媒現象大增之情形，將會減輕。

不過，自歷史上其他國家之實證經驗角度而言，正如本文以上章節所述，美國利率市場化完成後的中長期時間內，存貸款量的上升暗示著金融脫媒效應有一定程度的弱化，當中除了混業經營的開放之外，利率市場化也發揮一定的效應。假若以台灣之經驗來看，由於台灣國內資本市場自1997年以來快速發展，使大型企業遊走於資本市場與銀行之間，以最低成本募集資金，以致台灣金融市場直接金融比重從1997年的17.25%上升至2006年的28.56%，此意謂著台灣整體金融市場的開放與發展，促使在台灣利率自由化後存在金融脫媒現象。至於大陸未來將是何種景象呢？

考量大陸許多其他因素，如期十二五規畫相當重視推動大陸直接金融，再加上大陸間接金融份額原本即相當高，參照其他開發程度較高國家之經驗，直接金融份額應仍有相當大之增加空間，故整體而言，仍很難斷定大陸直接金融佔整體金融活動之份額不會續增。

四、對大陸金融生態之影響

正如台灣早期金融業者坐等生意上門，獲利頗豐之歷史，大陸目前銀行亦是坐擁暴利。2011年中國銀行業金融機構實現稅後利潤1.25萬億元，同比增長39.3%，部分上市股份制銀行的利潤增速則同比超過五成，甚至更高，這也於當時被大陸輿論視為銀行業“與民爭利”，與“實體經濟爭利”的證據。也因此，大陸社會上呼籲利率市場化的聲音越來越高。一個最主要的理由是，一般認為，中國大陸經濟發展至此，資金價格如果仍然由國家定價，必然影響配置效率。具體而言，大陸人民往往拿中小微型企業融資難、貸款難，和民間資金充裕甚至演變為高利貸為佐證，從而要求推進利率市場化步伐。

大陸高層級智庫中國國際經濟交流中心副秘書長陳永傑指出，要改變銀行業的暴利現狀，一方面除應打破大陸國有商業銀行及大型銀行的壟斷局面，降低金融機構的准入門檻；另一方面即需推動利率市場化改革。換言之，疏導民間借貸除了必要的司法保護之外，還得從根本上去解決問題。事實上，為了疏通民怨，大陸十二五規劃已開始推動民間資金進入壟斷部門，包括金融產業部門。

這些年大陸民間借貸之所以興盛，其主要原因是由於金融牌照壟斷，金融機構一味求大求全，而缺少為中小企業和窮人借錢的金融機構；另外，信貸資源被嚴重錯置，使得小企業和個人很難通過正規的金融管道獲得資金支援，於是民間金融才得以迅速補位，故從這個角度來說大陸民間借貸有一定的合理性和積極作用。基本上，中國大陸轉型經濟中存在著二元金融結構，即正規金融與非正規金融的分割。近十年來，由於正規融資管道的利率和信貸管制，大量資金遊離於正規的金融體制之外，這也使得人行利率政策的傳導較為複雜，並且常常遇到阻礙，導致金融信號失真，導致整個市場金融資源錯置之效應。

當務之急，大陸當局應是儘快向民間資本放開金融牌照，鼓勵民間金融創新，允許真正意義上的民間金融機構存在，而不是像目前這樣搞形式主義，舉例而言，雖然允許民間資本介入村鎮銀行，但得由傳統商業銀行

主導發起，而傳統的商業銀行已經奠定了自己的市場地位和定位，因此這些機構去差異化補位很難，可能這些小銀行就成了這些商業銀行資金騰挪的ATM機，而導致小銀行和村鎮銀行自身的定位之喪失。

五、小結

本章節探討利率市場化對大陸當地銀行、總體經濟、資金流向及金融生態的影響。近幾年受到經濟增速走緩的影響，招商銀行行長馬蔚華於2012年9月表示大陸銀行業利差受保護的時代可能已結束，2012年大陸當地銀行淨利潤增長速度下滑，利差收入也呈現逐漸下滑的趨勢。雖然利率市場化估計會繼續衝擊銀行的利差收入，但隨著三季度各項經濟數據出現落底回升的趨勢，大陸各上市銀行業績未來仍可望保持平穩。

根據人行2012/7/5基準利率調降之內容可知，其主要透過放寬存款利率上限及放款利率下限來增加存放款利率的彈性，貨幣政策操作的空間加大，也因此導致銀行間的競爭加劇，各銀行須積極轉型降低對利差的依賴，如提高中間業務收入。目前國有銀行及中小銀行各有不同的策略來因應利率市場化，其中，中、農、工、建、交五大國有商業銀行均維持了降息前3.5%的一年定存利率不變，此係因國有商業銀行之客戶多為大型客戶，在長期合作過程中，早已形成了互相依賴的關係，故大量存款轉移的可能性比較小，反之股份制商業銀行則積極調高存款利率，此係因股份制銀行面對的競爭較劇烈，為了留住客戶不得不跟進調高利率。

基本上，諸多分析皆指向利率自由化推行後，大陸銀行之存放利差將縮小之結論。惟本文以上章節檢視各國進行利率自由化措施後之影響時發現，部分國家在實行利率自由化改革後，其利差是不降反升，換言之，利率自由化不盡然會導致銀行業利差的縮小；利差的縮小可能係由眾多國內外經濟金融因素集合下所共同產生出的結果。利率自由化也可能僅是導致利率下降的部份原因。

過去大陸之新銀行成立不易，導致民間借貸興盛，資金游離在正規金融體制之外，使人行利率政策較難達到預期的成果，如今大陸政府加緊向

民間資本放開金融牌照，結合利率市場化及增加金融牌照之策略，可使過往借不到錢的民間企業及中小企業透過正規管道來借錢，減少金融脫媒現象，並促進直接金融及間接金融的發展。

第六章 大陸實施利率市場化對我金融業之影響

究竟大陸實施利率市場化，對我金融業將造成那些影響？本章節將首先自大陸實施利率市場化對我銀赴大陸發展之影響談起，再進而於分析相關措施對我其他金融業，包括證券及保險業在大陸發展所引發之效應，並於最後針對其可能為我金融業者在台灣本地之業務所帶來之影響，進行檢視。

一、對台資銀行赴陸發展之影響

(一)、中小企業業務方面之競爭壓力加大

1. **大陸中小企業業務開發空間相當大：**回顧過往，大陸為因應結構轉型，需要加大對中小企業與新興戰略型行業的金融支援，但以往在利差保護體制下，大陸銀行對大客戶的存貸利差受益最大，因此嚴重削弱了銀行投放小企業貸款的激勵。黃孟復(2010)曾指出，大陸企業融資存在五大結構性矛盾，其中一項即為國有企業、大企業融資充足有餘，與民營中小企業、小企業融資嚴重不足的矛盾。舉例而言，中農工建交五大銀行及股份制商業銀行，掌握之銀行金融資源占大陸全國的三分之二以上，但受惠於這些銀行之企業數量卻不及大陸全國企業總數之1%。此外，王儷容與梁景洋(2012)則指出，目前而言，來自銀行及創業/風險投資等之融資支持，僅支援了全大陸中小企業5%之資金需求；另一方面，迄2011年年底，大陸整體銀行給中小企業貸款達10.8兆元，僅占總貸款金額之20%。整體而言，大陸中小企業之貢獻：創造了59%之GDP、75%之就業，及82%之新產品。因此，整體而言，銀行業者在開發大陸中小企業客戶方面，空間相當大，此對登陸發展之台資銀行亦然。
2. **惟須面對陸銀衝刺中小企業業務之競爭：**展望未來，假若大陸利率市場化程度提高，在存貸款利差收窄後，銀行為了彌補利差方面收益之減少，將傾向於向能承受更高貸款利率的中小企業放款，亦即將加快

對中小企業貸放之衝刺。事實上，為了支援創造75%就業之中小企業，並縮小所得不均問題，大陸金融主管當局早已開始注意金融業對於中小企業之支持。在此政策下，大陸本土業者亦已展開對於中小企業客戶之爭取。我業者於中小企業客戶之服務上，已然遇上相當多之競爭對手。例如，建設銀行早於2009年左右即已開始針對中小企業業務成立任務編組，進行研究。

至於股份制銀行，以大陸民生銀行為例，民生銀行選擇客戶之重點在於：服務實體企業；注重照顧老百姓的衣食住行特色產業(包括能源、交通、文化、現代農業等)；與民生銀行成立宗旨相關者。而民生銀行之營運目標則為：成為最具特色之銀行，使得銀行與社會效益最佳。其相關具體作法包括：

- a. 其客戶結構在變化中，如目前大客戶占比大於60%，不過未來新的貸款60%會放在中小企業；會將中小企業不良率控制在0.15%。
 - b. 期許民生銀行成為具有專業團隊，爭取專業認同之金融管家。
 - c. 自間接金融推至直接金融；將投行與商業銀行相結合，希望推動50萬家中小企業及100萬家小微企業上市；協助大中規模以上之民營企業成為500強。
 - d. 爭取國家之外匯準備，以利於企業走出去；為產業鏈服務，成為中小企業上市之直通車；建立小微企業貸款模式，強調覆蓋率、專業化、規模化之信貸工廠。由以上民生銀行高層之公開宣示可知，中小企業已成為此一相當成功且企圖心甚強之股份制銀行重要之客戶標的。
3. 陸銀在政策指導下，被規定對小企業貸款增速不得低於全體貸款之成長；且對於中小企業之授信與資格審查較為優惠，小企業相關財報可被允許較不透明。換言之，陸銀已開始搶食臺資銀行較為在行之中小企業放貸。由於小企業通常歷史不夠長，信息較不完善，因此大陸政府資助成立擔保公司，對小企業之貸放給予支持力度；小微企業發行

金融債時，亦給予發行者優惠。

(二)、其他業務方面面對之各種競爭壓力

1. 原先，許多台資銀行看好大陸高於台灣將近兩倍之存貸利差，以及中小企業貸款及相關服務商機，而進軍大陸，由於利率市場化將導致利差縮小，銀行必須創造更多獲利空間，故大陸銀行必須將更多的資源和注意力轉移至中小企業貸款客戶，及開發更多中間業務，因為中間業務不受利率定價影響。這些部分為我銀長久以來即相當努力且有利基之處，摩拳擦掌，勢在必行。不過，揆諸以上所述，陸銀近年來之發展進步及努力轉向中小企業相關業務之態勢，我銀未來於大陸經營時所面對之競爭壓力也在增加當中。
2. 此外，由於存款量為銀行拓展業務之基礎，故較晚進入大陸市場且較缺乏存款之我銀，勢必得以較高利率吸引人民幣存款。此可自各層次陸銀對於人行7/5調整存貸利率後之不同反應看出一班——工農中建交五大國有銀行僅將存款利率上調為基準存款利率的1.08倍，然而，招商銀行、中國光大銀行、華夏銀行、深發展銀行等股份商銀動作則較為積極，把活期、3個月、6個月和1年期存款利率均上調至基準利率之1.1倍，即上浮到頂。顯示較小規模銀行爭取存款的企圖心。總之，在大陸人行宣佈擴大存款利率上浮區間後，在75%的貸存比紅線和攬儲壓力之下，許多銀行都不約而同地選擇了上浮存款利率，以爭奪日益寶貴的存款資源。
3. 根據當地台商之觀察，基本上近年來因陸資銀行進步甚快，當地人之素質(包括管理素質等)已然提高，台資銀行若不夠主動即投入，則經營壓力會相當大，此可自以下數端看出(王儷容與梁景洋，2012)：
 - a. 台資銀行一般會看抵押品，然而大陸銀行在信用貸款上較大膽，可依個案之情形衝刺業績；對於好的客戶亦是頻繁拜訪、非常積極地搶客戶。有時陸資銀行行長甚至於會由官員陪同拜訪客戶，拉攏關係，以爭取業績。另外，大陸銀行高層也很敢給福利，採取重賞，

與目標網綁，可將績效分給下屬；如達成目標，可拿到許多獎金。故在業務上，台資銀行不見得是陸資銀行之對手。

b. 台資銀行必須融入當地，人要先過去大陸，適應當地文化。譬如，當地人講話有時會很誇張，很難判斷其內容之真偽，必須靠經驗累積，或是由當地員工協助，否則會誤判情勢。假若缺乏當地淵源，又不願投入以融入當地，則台資銀行很容易陣亡。

c. 原先大陸人之所以願意與外資(包括台資)銀行往來，很多是基於崇洋媚外之心理；近年來，外資銀行之光環及神秘感已漸消失，陸人開始覺得外資銀行不安全。

d. 很多銀行員工在此外資銀行待不到半年，即轉往陸資銀行發展，完全不必陸資銀行做出挖角之動作。其中最大原因為，一個陸資銀行之支行所賺之收入，相當於一個外資銀行分行之收入；一般而言，陸資銀行所賺約為外資銀行之2~3倍。因此，作為陸資銀行之員工，較容易達到同一績效要求，故外資銀行員工紛紛求去。不過，外資銀行可掌握極高端之客戶，陸資銀行在此部分也相當努力，但成效不彰。

e. 為何陸資銀行賺較多?主因為大陸在許多政策上偏向陸資銀行。譬如，外資銀行搶不到央企、國企之生意，而因大陸之基礎建設大多屬於資本密集之項目，陸資銀行因此可藉由承做對央企及國企之龐大貸款，而得以有效運用其存款。另外，陸資銀行在爭取存款上亦有利基。陸資銀行之一家支行至少達到15億人民幣，才會達到開業之門檻；而一家在重慶已然開業達4~5年之外資銀行，存款也不過才達2億人民幣。

f. 台資銀行之優勢在個金及中小企業業務。在綠色通道部分，不論房租、營業稅、個人所得稅之優惠，皆可依個案給予不同待遇，我業者應該積極力爭。

g. 不動產設定：當放款回收有問題時，台資銀行要如何追回，其中

涉及管轄權。

二、對台資保險及證券業者赴陸發展之影響

正如上一章節所述，由於大陸此波利率市場化之重點在於放寬貸款利率下限以及存款利率上限，故料將吸引之前因存款設有上限而流失至民間借貸或其他金融市場之存款大眾資金，回流至正規之中介金融機構；另一方面，因貸款利率變動空間加大，銀行間之競爭日劇，可能迫使銀行在貸款利率方面做出更大讓步以爭取相關業務，故料亦將吸引許多貸款戶靠向銀行此一正規中介金融機構，以進行籌資等金融活動。在此情況下，應可判斷：之前或因銀行存款利率過低，而致存戶資金透過銀行理財商品或信託商品管道，流至直接金融市場，以及大型國有企業逐漸傾向使用直接融資管道，向銀行借貸相對減少之情況，即金融脫媒現象大增之情形，在單就利率市場化此一因素產生之效應下，將會減輕。

在此情況下，這是否意味著大陸直接金融(包括貨幣市場、債券市場、及股票市場)之發展將受到掣肘，而影響到我目前已於大陸設立據點之保險業者，乃至於證券期貨業者未來若得以赴陸發展之前景？答案應是否定的，原因如下。

首先，在十二五規劃下，原本大陸即已將積極發展債券市場及股票市場等直接金融，做為未來幾年努力之目標。再加上在過往多年中，大陸之間接金融與直接金融活動間已形成相當密切之關聯，例如本文以上章節曾提及，其他商業銀行在2009年前保持著對於貨幣市場資金淨融出之狀態，惟其於2010年已正式轉化為對於貨幣市場淨融入狀態，亦即負債已成為其發展之掣肘，故其他商業銀行亦需自其他市場尋求更多支援；此外，本文亦提及，由於大陸隔夜利率的地位上升並趨於穩定，亦反映了銀行業金融機構運用貨幣市場工具管理資金流動性的成熟度。因此，間接金融之活動若因利率市場化而有所提升，亦將對直接金融之發展產生促進作用，故大陸直接金融之發展前景應是可期。

在大陸直接金融發展大有可為之情況下，勢必對我證券期貨業者未來若得以赴陸發展，產生助益。假若再加上兩岸貨幣清算機制之建立及推動，以及大陸當局對於人民幣國際化之持續支持，透過QFII及RQFII之途徑，亦將對我相關證券業者之業務帶來正面之效應(以下分析)。

至於對我已登陸發展較久之保險業者而言，原本我保險公司因大陸利差大、資金運用及投資管道較多，故在進軍大陸後有相當大之施展空間(王儷容與梁景洋，2012)，例如：以大陸企業債為例，其2011~2012年左右之利率高達5.8 ~ 6.0%；至於投資管道方面，大陸各地各有重點扶植產業或較發達之產業，如文化創意在沿海較發達；農業在西部較發達等。雖說在大陸利率市場化程度逐漸加大後，大陸直接金融及間接金融之利差將在競爭態勢加大情況下，有很高的可能性會逐漸縮小，但因相關之創新及運用以及市場之活絡性，皆將提高，故對於亟需投資機會之我保險業者，應仍是會帶來相當好之機會。

三、對台灣未來發展人民幣業務及台灣金融市場之影響

正如本文以上所述，在市場有效率性之假設下，透過利率平價理論，兩國間之利差與兩國間之遠期及即期匯率差異形成一定之關聯性。因此，大陸利率市場化必將對台灣未來之利率水準或是兩岸間之匯率，產生影響。再進一步而言，在利率平價理論下，大陸之利率市場化若導致利率更大之變動，再加上大陸資本帳之日益開放，即勢必影響到人民幣匯率之波動，乃至於台灣未來人民幣業務及台灣金融市場之發展。

事實上，眾所皆知，隨著兩岸貨幣清算機制之正式運作，台灣將開始進行離岸人民幣之各項業務，包括之前已開放之OBU人民幣存款、放款及匯款，以及未來即將展開之DBU相關人民幣業務。正如中國銀行行長李禮輝所指出者，台灣加入人民幣跨境使用的行列有助於人民幣國際化，而人民幣的國際化又可以和大陸境內的匯率、利率的市場化改革，以及資本帳可自由兌換等同步進行。可以預期的是，透過相關金融商品之交易，兩岸間之利率及匯率水準將互相牽連；同時，其他影響到兩岸利率及匯率水準

之因素，如兩岸之經濟成長率、資金供需等，也將回過頭來影響兩岸金融機構相關之金融商品交易與活動。

舉例而言，目前兩岸三地人民幣利率大致呈現如表6.1之情況：基本上，大陸境內存放款利率系兩岸三地間最高者，而台灣原本之一般利率水準即較大陸為低，再加上因係處於人民幣存款發展初期，將因產品及資金去路有限，故利率應無法比照大陸境內價格，惟為吸收存款以利後續業務之推動，故台灣之銀行願意以較高利率來吸引人民幣存款，因此台灣人民幣之利率目前較香港略高。不過，隨著各銀行人民幣存款吸收越多，除非在台之人民幣資金去化或投資途徑(如RFDI及RQFII等)暢行無阻，否則相關資金成本負擔將逐漸提高，可能即將迫使台灣之人民幣存款利率逐漸回落至均衡水準。而這些利率變化也將進一步影響到人民幣相關業務，甚至於對於新台幣相關業務亦造成連帶影響。

表 6-1 兩岸三地人民幣存款牌告利率

地區(銀行)	大陸(基準利率)	香港(中銀香港)	台灣(某銀 OBU)
活期存款	0.35%	0.25%	0.30%
3 個月定期存款	2.60%	0.55%	0.75%
6 個月定期存款	2.80%	0.60%	1.00%
1 年定期存款	3.00%	0.60%	1.10%
2 年定期存款	3.75%	-	-
3 年定期存款	4.25%	-	-

資料來源：王儷容、林士傑、唐正道、李紹璋、吳宜聰、盧淑惠，2012 年 12 月。

另外，最後，必須提及的是，隨著兩岸資金之更多往來與流動，以及大陸未來利率市場化之更進一步發展，對台灣金融業者之影響除了會帶來更多商機外，也對業者未來之相關風險管控，帶來挑戰。對於台灣銀行業

者而言，不論已開放之OBU相關人民幣業務，或是即將開放之OBU人民幣存放款及匯款業務，皆有著極大之商機。保險業者而言，其可透過投資人民幣計價之點心債或未來台灣發行之阿里山債券等，去化部份資金，減輕台灣保險業者滿手現金，卻苦無良好投資標的之壓力，另一方面也讓台灣保險業者有機會發行人民幣保單，在新業務拓展上提供台灣保險業者一個新契機。對於證券業者而言，則將可發行人民幣計價之基金，或透過未來爭取到之RQFII額度，開發相關管理或投資業務。

四、小結

根據本章分析可知，銀行及創業/風險投資等融資支持僅支援全大陸中小企業5%之資金需求，而大陸整體銀行貸給中小企業的總金額僅占總貸款金額的20%，因此台資銀行登陸後可積極開發中小型企業市場，開發空間相當大。不過，利率市場化將促使股份制銀行積極開發新客戶，而大陸金融主管當局也推出政策來支持中小企業，如建設銀行便因此在2009年開始針對中小企業業務成立任務編組並進行研究，民生銀行等股份制銀行更積極搶食中小企業金融。再加上大陸政府又規定對小企業貸款增加的速度不得低於全體貸款之成長速度，這些政策均成為台資企業登陸爭取中小企業放貸的挑戰。

台資銀行較晚登陸，因此須以高利率吸引人民幣存款，同時必須積極開發中間產品的商機，但利率市場化使利差縮小，大陸當地銀行不僅開始提高存款利率搶食小企業商機，也開始發展不受利差影響的中間業務，台資銀行登陸的優勢競爭壓力加劇，因此更需要主動積極投入相關業務。台資銀行須面對的幾項挑戰，以及須解決的問題，包括：台資銀行放款須看抵押品，放款態度較保守；台資銀行須融入當地，適應當地文化，若不熟悉情勢很可能發生誤判情事，而產生虧損；近幾年來大陸外資銀行的光環不再，大陸人對外資銀行的信任減低；央企及國企的生意普遍由陸資銀行承作，陸銀業績較容易達到且薪水高，外資銀行的員工容易跳槽到陸銀。不過，在綠色通道部分，不同個案可享有客制化的房租、營業稅、個人所

得稅等優惠，我業者應積極爭取。

之前大陸金融脫媒現象嚴重，市場資金不是尋求民間融資管道就是透過直接金融市場籌資。雖然利率市場化會使金融脫媒現象減輕，似會對直接金融市場帶來衝擊，影響已經赴大陸設點的台灣保險業者之投資機會，以及未來登陸的證券期貨業者之業務發展。但其實在十二五規劃中，大陸已將直接金融市場列為重點發展目標，又近年來接金融與直接金融之關係密切，若利率市場化促進間接金融的活動，亦會對直接金融帶來正面影響，因此大陸直接金融發展前景可期。此外，兩岸貨幣清算機制的建立，以及大陸持續將人民幣推上國際舞台，透過 QFII 及 RQFII 之途徑，將對我國證券業者帶來正面效應。在保險業者方面，利率市場化雖有可能使利差逐漸縮小，惟創新商品及市場的活絡性也同步提升，對於投資需求大的保險業者來說，應有不錯的發展機會。

根據利率平價理論，在資金自由流動之大前提下，大陸利率市場化必對台灣的利率、兩岸的遠期及即期匯率，產生影響。隨著兩岸貨幣清算機制正式運作，目前台灣處於人民幣存款發展初期，由於人民幣資金去路有限，且台灣利率本來就較大陸為低，因此銀行給予的存款利率低於大陸境內，但為吸引資金，因此硬是比香港高出一些，除非未來在台之人民幣資金去化或投資途徑暢行無阻，否則相關成本將提高，終會使存款利率回落均衡水準，而這些利率變化也會連帶影響到相關人民幣業務，甚至是新台幣業務。

最後，必須提及的是，隨著兩岸資金之更多往來與流動，以及大陸未來利率市場化之更進一步發展，對台灣金融業者之影響除了會帶來更多商機外，也將對業者未來之相關風險管控，帶來挑戰。

第七章 結論

一、大陸利率市場化進程

1. 大陸利率市場化的改革思路不斷演進，最具代表性的發展是2003年大陸人行所提出“先外幣、後本幣；先貸款、後存款；先長期、大額，後短期、小額”之發展路徑。未來，大陸利率市場化更將具體朝向“放得開、行得成、調得了”的原則推進；亦即由人行控制的存貸款基本利率為基礎，將其浮動範圍越益擴大。而存貸款利率放開後，人行將思考今後將調控何種基準利率(如Shibor或回購利率)，再影響其他利率，之後經由利率傳導機制影響CPI與GDP等重要經濟變數。
2. 關於大陸利率市場化之進程，其銀行間的利率市場化係從80年代中後期迅速發展，並在1996年正式對銀行間同業拆借利率進行開放，進而產生Chibor及Shibor兩種具參考意義的基準利率。90年代間，國債和政策性金融債發行利率的市場化進一步被落實。80年代中期至90年代間，人行對貼現利率的形成機制及存款準備金利率進行改革，加深大陸利率市場化的基礎。外幣的存貸款利率在2000~2004年間也有重大變革，包括開放外幣貸款利率以及小額外幣存款利率下限開放等。
3. 至於最受關注的金融機構存貸款利率改革，經過90年代人行逐步擴大人民幣存貸款上下浮動範圍後，2004年的利率市場化改革進一步開放了金融機構貸款上限以及存款利率下限，是大陸利率市場化的重要里程碑。而一直被嚴格控管的存款利率上限以及貸款利率下限，在2012年6月至7月間也進行改革，加大了浮動的空間。依照大陸目前改革思路，對存貸款所設之上下限浮動制度，可望於不久的將來進一步被解除。

二、大陸利率市場化之角色

1. 本研究認為大陸利率無法自由化之主因在於：大陸貨幣主管當局為了維持金融市場穩定及增進大陸經濟成長，多年來一直維持甚高之存貸利差，因此一旦放寬放款利率下限及存款利率上限，可能引發銀行間之惡性競爭。此外，存款利率水準仍是維持其上限，則是擔心存款利率過高將引來海外熱錢之大舉流入，進而影響到人民幣之匯價。而從大陸近期存放利差變動情形來看，人行所維持的利差，並沒有存在著一直擴大或一直縮小的趨勢，而是符合宏觀調控的規律，非對稱加減息。
2. 影響大陸未來利率市場化之諸多因素頗多，大致上包括：
 - (1)不同規模銀行放貸能力的差異性。
 - (2)大陸系統外市場規模日益龐大，且未直接按照人行制訂的利率進行放貸，預期最終將迫使人行將場外市場合法化。
 - (3)社會資金供給過剩，同時銀行數量上升，造成同業競爭加大。
 - (4)城市商業銀行及農村信合社等金融機構發展的崛起等。
3. 大陸貨幣當局主要透過準備金利率的變動、公開市場操作(如透過央票，其可預測性較大且規模可操控，品種較多使用靈活)及國庫現金管理三個貨幣政策工具，以影響資金蓄水池的水位。
4. 大陸利率市場化因外部因素與內部體制的結合，以及人行在資金市場進行沖銷干預，造成其與人民幣匯率之間產生連動關係。
5. 大陸在十二五規畫中宣示要發展直接金融，而為了使市場利率與匯率更貼近均衡水準，有效基準利率的形成更顯重要。因Shibor具有反映貨幣政策及與市場其它利率間的關聯性等優勢，預期未來將在人民幣利率市場化過程中發揮重要作用。
6. 由於實體經濟發展產生大量金融服務需求，致大陸貨幣市場規模急速擴張，當中與Shibor掛勾的理財商品成為市場寵兒。隨著市場轉變，

國有商業銀行現階段成為“貨幣中心銀行”地位，然而，若大陸貨幣或債券市場由少數大銀行擔任主要交易者，則可能造成即使利率市場化，而交易市場卻可能無法擴大之問題。

7. 目前大陸企業債與超短期融資債券在政策加持下迅速發展；而地方投融資企業債的發行近來亦成為矚目的焦點。
8. 以金融改革角度來看，推動利率市場化改革的同時，存款保險制度的建立極為迫切；而大陸債券市場監管單位多頭馬車之現況是否有改革的必要，亦須相關單位的密切留意。

三、各國利率市場化經驗

1. 經比對美國、日本與台灣的利率自由化過程，本研究認為，各國家自身的整體金融市場發展成熟程度、政策推行時的經濟背景、政府對金融機構的保護態度、及是否同時有其他金融自由化政策推出等條件的不同，令其採行利率自由化後，所產生的成效與影響有所差異。
2. 經跨國(美國、日本與台灣)比較利率自由化的背景、過程與所帶來之效應後發現，三個國家利率自由化的相似之處在於：美日台透過尋求合適的切入點(或透過金融創新)推動利率自由化，尤其是金融創新可有別其他傳統金融商品受限於法規規範，新金融商品則是繞過法規限制，促進改革的進行；美日台皆是在國內經濟情勢穩定的狀態下推行利率自由化；及美日台皆採取相對緩慢、漸進方式進行利率自由化等。反之，三個國家間在政策推行上亦有相異之處包括，例如(1)促使推動利率自由化的成因與背景不同；(2)利率自由化程度不同；(3)政府對金融機構的保護程度不同；(4)金融脫媒現象與銀行集中程度各不同等。
3. 對於採行利率自由化後對銀行業整體利差與獲利縮窄之探討，透過對台灣歷史經驗的研究發現，利率自由化政策並非影響銀行業利差與獲利縮窄的唯一因素，其它如：市場對通貨膨脹預期減低，通膨貼水下降、

偏低的投資率與GDP成長率、國內銀行數目眾多競爭激烈、國內銀行業普遍資產規模過小、銀行未認真落實信用風險評價、寬鬆貨幣政策致貨幣供給增加等問題，皆為影響(台灣)銀行業利差與獲利縮小的重要因素。

四、實施利率市場化對大陸之影響

1. 近幾年經濟增速走緩且大陸高利差時代可能結束，使2012年大陸當地銀行利差收入逐漸下滑，且淨利潤增長速度也不如前幾年。儘管利率市場化應會繼續壓縮銀行的利差收入，但受到景氣略微回升之影響，預估大陸銀行的業績未來仍可望維持平穩。
2. 大陸透過放寬存放款利率上下限來增加銀行的操作彈性，未來政府也可以將之作為施行貨幣政策的工具之一，而由於存放款利率彈性增加，銀行間的競爭加劇，各銀行未來的利差收入減少，須積極轉型，降低利差占營收的比重，例如提高中間業務收入，發展中間金融商品及賺取手續費收入。
3. 大陸國有商業銀行及中小銀行各以不同的策略來因應利率市場化：其中，國有商業銀行升存款利率的意願不高，這是因為國有商業銀行的客戶組成多為長期合作密切的大客戶，故大量存款轉移的可能性比較小，反之股份制商業銀行利基點較國有商業銀行來得差，為了留住既有客戶，以及吸收新客戶，因此積極調高存款利率，其中，中信銀行在短短六天內調整三次存款利率。
4. 諸多分析皆指向利率自由化推行後，大陸銀行之存放利差將縮小之結論。惟本文檢視各國進行利率自由化措施後之影響時發現，部分國家在實行利率自由化改革後，其利差是不降反升，換言之，利率自由化不盡然會導致銀行業利差的縮小。利差的縮小可能係由眾多國內外經濟金融因素集合下所共同產生出的結果；利率自由化僅是導致利率下降的部份原因。

5. 過去金融牌照多由國銀所壟斷，成立門檻較高，導致民間借貸興盛，使人行利率政策影響層面較為複雜，不易達到預期的成果，金融信號也跟著失真，故政府應結合利率市場化及增加金融牌照之策略，並加緊向民間資本釋出金融牌照，這樣才可使過往借不到錢的中小企業及窮人透過正規管道來借錢，減少金融脫媒現象，以促進直接金融及間接金融之蓬勃發展。

五、大陸實施利率市場化對我金融業之影響

1. 過去銀行普遍與大型企業資金往來，銀行及創業/風險投資等融資支持僅支援全大陸中小企業5%之資金需求，而大陸整體銀行貸給中小企業的總金額只占總貸款金額的20%，因此台資銀行登陸後可積極發開中小企業放款市場。但如第五章所述，利率市場化將使銀行開發新客戶的腳步加快，減少利差縮小對獲利帶來的衝擊，而大陸政府也推出政策來支持中小企業，又資助成立擔保公司，鼓勵銀行多加放款給中小企業，同時又規定當地銀行對小企業貸款增加的速度不得低於全體貸款之成長速度，。當地政府的推動，以及當地銀行的行動均成為台資企業登陸搶食中小企業放貸的挑戰。
2. 有鑑於台資銀行登陸時間較其他外資銀行來得晚，須以高利率吸引人民幣存款，並利用中間業務能力這項強項來搶食中間產品的商機，但利率市場化使利差縮小，大陸當地銀行不僅開始提高存款利率搶食小企業商機，也積極發展台資銀行的強項領域，即中間產品的商機，台資銀行登陸所面臨的競爭壓力加劇。
3. 大陸金融脫媒現象嚴重，許多市場資金透過民間融資管道，或是經由直接金融市場籌集資金。雖然利率市場化降低金融脫媒現象，可能會衝擊直接金融市場，並影響赴大陸設點的台灣保險業者之投資機會，甚至是未來登陸的台灣證券期貨業者；惟因十二五規劃以發展直接金融市場為重要目標，而近幾年來大陸間接金融與直接金融之關係密切，

若利率市場化促使間接金融蓬勃發展，也會對直接金融帶來正面助益，故大陸直接金融發展前景可期。此外，兩岸貨幣清算機制及大陸積極推行人民幣國際化等利多，亦將對我國銀行及證券業者帶來正面效應。

4. 若以利率平價理論觀點來看，大陸利率市場化終會透過兩岸資金之流動，影響台灣的利率、兩岸的遠期及即期匯率。而隨著兩岸貨幣清算機制正式運作，台灣即將開展人民幣業務。目前台灣處於人民幣存款發展初期，而台灣一般利率本來就較大陸低，因此銀行給予的存款利率較低，但台灣的銀行為了吸引市場資金，因此存款利率比香港來得高，除非未來在台灣的人民幣能順利流通，或是獲得相關投資管道，否則相關成本將日益提高，存款利率終有一天會回到均衡水準，而這些利率變化也會連帶影響到台灣境內相關人民幣業務及新台幣業務之發展。
5. 最後，必須提及的是，隨著兩岸資金之更多往來與流動，以及大陸未來利率市場化之更進一步發展，對台灣金融業者之影響除了會帶來更多商機外，也將對業者未來之相關風險管控，帶來挑戰。

參考文獻

1. 上海新世紀資信評估投資服務有限公司，《2012年上半年中國債券市場發行與評級研究報告》，2012年。
2. 中國人民銀行貨幣政策分析小組，「穩步推進利率市場化報告」，《中國貨幣政策執行報告》增刊，2005年。
3. 巴曙松、華中煒、朱元倩(2012)「利率市場化的國際比較:路徑、績效與市場結構」，華中師範大學學報，第51卷第5期。
4. 王海燕，《2012年上半年中國債券市場發行與評級研究報告》，上海新世紀資信評估投資服務有限公司
5. 王儷容、沈中華、與彭金隆，《中國大陸金融體系中長期發展及對台灣的影響》，行政院經濟建設委員會委託，2010年12月。
6. 王儷容、林士傑、唐正道、李紹瑋、吳宜聰、盧淑惠，《「發展具兩岸經貿特色銀行業務計畫」之研究-人民幣業務及金融服務輸出之經營模式及策略》初稿，101年自提研究計畫，台灣金融研訓院，2012年12月。
7. 王儷容與梁景洋，《從ECFA看台灣金融業與金融人才的挑戰與契機》，行政院金融監督管理委員會委託，2012年11月。
8. 史晉川，「溫州金改：利率市場化不能操之過急」，南方都市報，2012年4月20日。
9. 江文波(2004)「美日利率市場化比較研究」，吉林大學碩士學位論文。
10. 何志成，「溫州金融改革何以未提利率市場化」，每日經濟新聞，2012年3月3日。
11. 余傳奇、祝清(2003)「國外當代利率市場化理論探討與實踐借鑑」，經濟問題，第8期。
12. 吳敬璉、葉檀，「溫州“金改”只可能敗於非市場化」，南方人物週刊，2012年5月26日。
13. 李揚、王國剛主編，《金融藍皮書：中國金融發展報告(2012)》，社會

科學文獻出版社，2012年5月。

14. 李稻葵，「溫州金改不能搞制度套利」，2012年5月25日。
15. 沈中華(2012)，「從台灣的經驗看，利率市場化可能給金融體系和經濟運行帶來的風險及應對」，《台灣金融自由化之背景與衝擊》演講稿，大陸國務院金融研究所主辦，福建寧德。
16. 易憲容，「中國的金融改革—困境與難題」，140期，《經濟前瞻》，中華經濟研究院，2012年3月5日。
17. 涂兆信(2002)「匯率波動對本國銀行獲利能力之影響」，朝陽科技大學財務金融系碩士論文。
18. 張曉慧，「全面提升Shibor貨幣市場基準利率地位」，《中國金融》，2011年第12期。
19. 張曙，「溫州金改的突破和局限」，經濟參考報，2012年4月25日。
20. 曹鳳岐，「溫州金改未提到利率市場化，民間融資仍存自由訂價空間」，每日經濟新聞，2012年5月2日。
21. 郭田勇，「利率市場化是金改關鍵」，香港文匯報，2012年4月30日。
22. 陳紅霞、袁顯平，「利率政策對貨幣市場的”非對稱性”傳導」，《廣東金融學院學報》，2011年第7期。
23. 陳蓓君、胡海鷗(2007)「美國、日本等國家和中國台灣地區利率自由化的經驗與啟示」，河北工業科技，第24卷第5期。
24. 景學成，「溫州金改已隱含利率市場化」，每日經濟新聞，2012年4月24日。
25. 賀強，「溫州金改不應回避利率市場化」，2012年4月25日。
26. 黃孟復主編，《中國小企業融資狀況調查》，中國財政經濟出版社，2010年1月。
27. 黃杰，「利率市場化與銀行業的發展」，《財金縱橫》，2012年。
28. 黃燕君(2000)「日本利率自由化的原因、影響及其對我國的啟示」，現代日本經濟，第6期。

29. 楊綦海(2007)「我國銀行存放款利差減少原因剖析與因應對策」，中央銀行季刊，第29卷第2期。
30. 劉利(2000)「美國利率自由化的原因過程和結果分析」，國際金融研究，2000年第2期。
31. 劉湘雲、邱樂平，「Shibor已成為我國貨幣市場基準利率了嗎？」，《金融理論與實踐》，2011年第1期。
32. 蔣正華，「加深金融改革、產業結構調整是核心」，2012年5月16日。
33. 鄭正敏(1986)「銀行利率自由化之探討」，台北市銀月刊，第17卷第11期。

附件一：「大陸利率市場化之發展及對我金融業之影響」期中審查會議回覆意見表

時間：2012年10月31日(星期三)下午15點30分至17點20分

地點：台灣金融研訓院六樓菁英廳

主席：鄭貞茂(台灣金融研訓院院長)

審查委員：李存修(國立台灣大學財務金融學系教授)

張明朝(萬泰銀行金融同業事業群資深副總經理)

黃仁德(政治大學經濟系教授)

龔天益(中國人壽獨立董事)

出席人員：王儷容(計劃主持人)

林士傑(台灣金融研訓院代理副所長)

李紹璋(共同主持人)

葉俊沂(研究助理)

紀錄：葉俊沂

綜合討論及回應彙整：

審查意見	研究團隊回應
<p>一、鄭院長貞茂</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 目前看起來中國利率政策效果似乎較弱，因為雖然中央有一個利率限制，但地方在訂定利率價格時仍有調整空間，造成人行數量管制上無效。 2. 建議研究報告中可以討論各國零利率政策對利率市場化的影響。 3. 建議研究報告中也可以觀察一下固定收益市場的變化，因為固定收益市場對利率自由化影響也很大。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 同意。惟整體而言，大陸往年仍較依賴數量行貨幣政策工具，如存款準備金率。 2. 實證上很難抽出各種因素而判定出單一因素(零利率)之影響，囿於時間限制，本計畫將僅討論台灣日本、與美國之情形。 3. 依評審意見修改。

<p>4. 建議溫州金改內容占總篇幅的比重可以降低，因為溫州占中國整體市場比重偏低。</p> <p>5. 建議研究報告中可以加入中國利率自由化對台灣央行貨幣政策的影響。</p>	<p>4.因溫州金改內容與利率市場化相關較少，遵照辦理。</p> <p>5.分析重點還是在自由化對於我國金融機構之影響。</p>
<p>二、李教授存修</p> <p>1. 建議本研究可以探討中國利率自由化時，金融安全網要有幾層才足以保障中國存款戶，如中央銀行、存款保險公司及金融重建基金等。</p> <p>2. 建議研究案中可以討論 Shibor 的發展，如可比照 Libor 報價方式等。</p> <p>3. 目前中國多利用逆購回政策取代存準率調整，除了政策效果沒有像存準率那麼強外，資金收放時點也比較是政府較能控制。</p> <p>4. 中國政府試圖將貨幣政策由數量性貨幣政策調整為價格型貨幣政策，但目前這個改變沒有很明顯。</p> <p>5. 建議貨幣市場中可以探討到中國短期融資券，類似台灣的商業本票及超短期融資券(SCB)(由人民銀行所審批)的發展。</p> <p>6. 中國債券市場似乎仍有待主管機關進行大刀闊斧改革。銀行債與企業債審批單位就不一致，公司債由上市櫃公司所發行，審批單位為證監會；企業債由中小企業所發行，審批單位為發改委，銀行業債券由銀行所發行，人民銀行審批，審批機構形成多頭馬車情況，造成審批標準可能差異很大，容易產生監理困難。</p> <p>7. 中國債券市場(無實體債、托管債)規模含約 22 兆人民幣，95% 債券並不在交易所內交易，因</p>	<p>1.對大陸利率市場化影響之因應與措施，非本研究之重點，故僅選擇針對存保部分加以闡述。</p> <p>2.完全同意。</p> <p>3. 已將評審看法納入第三章中。</p> <p>4.大陸利率尚未完全自由化，故仍依賴數量型工具進行貨幣政策；惟利率自由化後，使用利率此一價格型工具，不見得能產出較大之政策效果。</p> <p>5.已於第三章中略為提及。</p> <p>6.完全同意。惟會將評審看法納入研究報告中。</p> <p>7. 惟會將評審看法納入研究報告中。</p>

<p>為 1997 年時交易市場錯誤，使中國政府限制中國銀行業者不准到交易所買賣債券，造成銀行大部債券是在銀行間同拆市場交易，占整體債券交易量 97%，使交易所債券市場整個萎縮，直到 2010 年 11 月才又開放中國銀行與工商銀行回到交易所交易。</p> <p>8. 因為目前中國債券市場還是由主要幾間大銀行擔任主要交易者，也連帶造成即便利率自由化，交易市場也可能無法擴大。</p> <p>9. 中國政府應協助建立合宜的信用評等制度，同時不只針對上市櫃的公司，中小企業評等機構的發展也很重要。</p> <p>10. 中國金融市場因存款利率過低，產生金融脫媒的狀況，民眾資金不得已只好找尋新的出口，造成理財商品市場發展快速。</p> <p>11. 近日中國中央政府宣布地方政府可發公債，使地方政府公債市場將有明顯成長，並可避免地方政府債務被隱藏於國有企業對銀行借款中，使地方政府債務能更有效地被監理。</p> <p>12. 目前人民幣國際化狀況與過去其他國家國際化狀況不太一樣，因為人民幣雖然逐漸國際化，但目前仍不能自由兌換，產生境外人民幣市場與境內人民幣市場間匯率或利率的差異。</p> <p>13. 雖然中國政府逐漸改革利率政策，但目前中國銀行業者獲利並沒有明顯的下滑。</p>	<p>8. 已將評審看法納入第三章中。</p> <p>9. 完全同意。對大陸利率市場化影響之因應與措施，非本研究之重點。惟會將評審看法納入研究報告中。</p> <p>10. 完全同意。已將評審看法納入研究報告中。</p> <p>11. 完全同意。</p> <p>12. 完全同意。</p> <p>13. 該政策實施不久，故效果尚未彰顯，何況尚有其他因素干擾，如歐債危機等；再加上大陸銀行業(尤其是股份制商銀，及城商行)之競爭，其實在近年來已是相當激烈，銀行家數相當密集，故已早思因應之道，如開發理財及其他中間業務。</p>
---	---

<p>三、張資深副總經理明朝</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 相較於外資銀行業者，台灣銀行業者在人民幣利率訂價上相對比較低，因此建議研究案中可試圖找出為什麼外資銀行利率訂價可以訂比較高的原因。 2. 我認為其實中國利率愈市場化，其實對台灣銀行業前進中國市場愈不利，因為利差相對縮小。 3. 其實中國利率市場化對台灣人民幣市場的發展也有不利的影響，因為使境外人民幣與境內人民幣套利的機會也會愈來愈小。 4. 若從人民幣國際化角度來看，其實利率自由化反而是降低套利空間，對人民幣國際化發展是有正面助益。 5. 個人認為大陸逾放問題，會在中國利率自由化後，壞帳問題會浮上來。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 台灣人民幣利率水準低於大陸，但稍高於香港。 2. 同意。市場愈有效率，可套利空間原本即會下降，對赴陸發展之我銀行確實造成原先利差期待下降之結果，惟市場愈競爭，也可能對早已習於競爭之我銀產生許多爭取大陸客戶認同之機會。 3. 同三 2。 4. 人民幣國際化之進程中，金融市場之廣化與深化乃一相當重要之條件，故利率市場化應有助於推動人民幣國際化。 5. 同意。
<p>四、黃教授仁德</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 建議研究案中可以加入中國利率管制的歷史，及世界各國利率管制到放寬的過程。 2. 建議探討中國利率管制的利弊得失。 3. 中國目前金融業資本適足率規定其實較巴塞爾III還嚴格，個人覺得中國金融業者資本適足率未來還會提高以符合中國政府規定。 4. 建議研究案中要探討中國利率自由化，也應相對考慮匯率自由化，因為雙率其實都有一定程度的連接。 5. 其實溫州的案例對中國整體而言只是小地方，其利率自由化對中國利率自由化政策的影 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 因時間限制，本研究針對美國、日本及台灣之情形進行分析。 2. 已大致於各章節中陸續提及。 3. 沒意見。 4. 同意。已於期末中已予補強。 5. 同意。因溫州金改大多著墨於提高金融機構之多樣

<p>響可能沒那麼大的影響。</p> <p>6. 建議研究案中可以探討中國利率自由化對台資銀行業者的影響，或可能對台灣金融業未來發展的影響。</p>	<p>化，故期末報告已將溫州部分份量降低。</p> <p>6.已於期末報告中補強。</p>
<p>五、龔天益教授</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 建議大陸利率市場化之發展為主標題，其對我金融業之影響為副標題。 2. 建議本研究案可供台灣利率政策的借鏡，使本研究案影響層次可以提高。 3. 建議文章中也應提到人民幣國際化，因為人民幣國際化與利率自由化是併肩而行，同時兩者也是勢在必行。 4. 若中國間接融資市場成長減緩，直接融資市場應會成長加速，同時債券市場應也會順勢成長。 5. 建議研究中可將台灣利率自由化發展的案例加入。 6. 由於中國利率市場化不只對陸資銀行業者與台資銀行業者有影響，對外資銀行業者也有影響，建議篇幅要增加。 7. 大陸利率市場化對中國宏觀與微觀兩項關點應該要平衡，但目前研究案偏微觀較多，建議要增加宏觀觀點的篇幅。 8. 建議可以將中國存款保險制度發展納入本研究案中。 9. 建議 Shibor 利率對中國短中長期利率的影響及 Shibor 如何跟國際接軌兩項議題也可以加入本研究案中。 10. 建議在第五章大陸利率市場化之影響部份，可以依以下四點方向來切入： <ul style="list-style-type: none"> (1) 利率市場競爭更激烈下，中國市場整體利 	<ol style="list-style-type: none"> 1.此建議與原先計畫研究重點不符，仍以對我金融業影響之分析為主。 2.因時間限制，將列為未來研究方向。 3.依評審意見修改。 4.同意。 5.依評審意見修改。 6.本計畫以對我金融業者之影響之分析為主，但會多少涉及外資銀行。 7.依評審意見修改。 8.依評審意見修改。 9. 已將相關討論納入第三章中。 10.依評審意見修改。

<p>率水準將呈現上升或下降的趨勢。</p> <p>(2) 未來對中國商業銀行經營管理、業務發展及獲利能上可能產生影響。</p> <p>(3) 利率市場化後，可能驅動中國銀行業者積極管理利率風險，以實施更完善風險訂價機制。</p> <p>(4) 迫使中國銀行業需開始思考未來長期轉型的挑戰。</p> <p>11. 建議民生銀行可納入做為研究案的研究案例。</p> <p>12. 建議研究案中可以探討貨幣脫媒的現象。</p>	<p>11. 因時間限制，納為未來研究方向。</p> <p>12. 已於第四、五章中補強。</p>
---	---

附件二：「大陸利率市場化之發展及對我金融業 之影響」期末審查會議回覆意見表

時 間：2012年12月28日(星期五)上午 09點30分至11點00分

地 點：台灣金融研訓院六樓菁英廳

主 席：鄭貞茂(台灣金融研訓院院長)

審查委員：張明朝(萬泰銀行金融同業事業群資深副總經理)

龔天益(中國人壽獨立董事)

出席人員：王儷容(計劃主持人)

李紹璋(共同主持人)

葉俊沂(研究助理)

列席人員：李智仁(台灣金融研訓院代理所長)

林士傑(台灣金融研訓院代理副所長)

賴建宇(台灣金融研訓院助理研究員)

紀 錄：葉俊沂

綜合討論及回應彙整：

審查意見	研究團隊回應
<p>一、張資深副總經理明朝</p> <p>1. 謝謝研究團隊的努力，此次準備資料相當充分，對台灣銀行界有相當的分析，也提供一些建議。</p> <p>2. 我認為目前人民幣存款業務困難點在於如何利用所吸收的人民幣存款來獲取適合的報酬，人民幣的去化其實是項嚴重的問題。由於台灣客戶很難使用人民幣，加上短期間人民幣仍處於強勢且借款利率相對於其他貨幣較高，使得台灣客戶借人民幣</p>	<p>1. 感謝評審肯定。</p> <p>2. 同意，感謝評審提供寶貴看法。</p>

<p>的意願並沒有很高。另外中國債券如點心債部份，相對其他債券流通性沒有很高，都會影響台灣客戶對人民幣的需求。</p> <p>3. 若未來5~7年台灣境外人民幣存款金額能成長到6000億規模，台灣有機會成為香港之外的另一個人民幣離岸市場，也同時將對整個人民幣離岸市場就有一定影響性。</p> <p>4. 隨中國政府政策逐步推動利率市場化，未來將拉近境外人民幣與境內人民幣間利率差異，台灣銀行業者應如何生存？但另外想想，其實台灣銀行業者處於低利率經營環境已有一段時間，台灣銀行業者也各自發展出一項生存的能力，近期部份銀行獲利也創新高，部份銀行主要受惠於呆帳回收，使過去損失減少等。</p> <p>5. 未來台灣大型金控在大陸發展關鍵應在於利基市場的發展，如中小企業、台商或理財服務。至於台灣中小型銀行若打算於中國發展，不論分行數、OBU或為客戶量身打造商品的開發能力都無法與中國銀行業者相比，更是一定要針對利基市場來發展，如我們銀行的現金卡業務。</p> <p>6. 人民幣自由化對台灣而言，短期間可能使資金往人民幣流市場，但中長期而言，對台灣應該還是有利的，因為台灣銀行業者對低利率經營環境已有一定經驗，對我們銀行而言，現金卡或信用卡業務應該是我</p>	<p>3. 同意，感謝評審提供寶貴看法。</p> <p>4. 在各種相關影響下，對台灣銀行業者帶來挑戰，也帶來機會。</p> <p>5. 同意，感謝評審提供寶貴看法。</p> <p>6. 同意，感謝評審提供寶貴看法。</p>
---	--

<p>們所關注的焦點，特別是現金卡，因為過去有現金卡經驗的銀行其實不多。此外對中小企業的授信業務也是值得重視。</p> <p>7. 另一個值得思考的問題是，面對美國與日本央行接連採取量化寬鬆的貨幣政策，幾乎全球主要國家央行都採取類似的措施下，中國政府應如何防禦熱錢？但隨著未來中國政府持續推動人民幣市場化政策，使國際熱錢更有機會對人民幣市場產生影響，全球主要國家央行的量化寬鬆又會對中國人民幣國際化產生何種影響？人民幣國際化又會對中國利率市場化產生什麼影響。</p> <p>8. 報告中P16頁圖表，上下兩張圖表表達涵義有所不同，建議應增加表格名稱以為區隔。</p>	<p>7. 國際經濟局勢對於利率市場化之中之未來影響，將列為未來研究方向。</p> <p>8. 相關圖表並因非本文重點，故予刪除。</p>
<p>二、龔天益教授</p> <p>1. 建議研究題目應調整為對我銀行業之影響，因為研究內容多以銀行業為主(第六章部份主要談對台灣銀行業者的影響)，較少討論到保險業或證券業的部份。或者擴大第六章為對台灣金融業的影響，各小節討論對銀行業、對保險業及對證券業的影響，同時因利率與匯率間相對應的關係，可衍生探討對台灣欲發展人民幣離岸市場發展及台灣發展人民幣離岸市場對台灣銀行業的正、反面影響。</p>	<p>1. 已增加一章(第六章)討論對台灣金融業者(包括銀行、證券及保險)，以及台灣發展人民幣業務影響。</p>

<p>2. 因為本研究報告提到大陸利率市場化對我國銀行業的影響，不過報告中可能較偏向台灣銀行業者前進大陸發展的影響，但對於大陸利率市場化對台灣銀行業者於台灣市場經營環境改變上昨琢磨較少，建議研究團隊可以補充在第六章中。</p>	<p>2. 已於第六章中補充。</p>
<p>3. 針對中國政府給予外資銀行業者所謂超國民待遇，個人認為根本沒有這回事。因為會有超國民待遇的誤解主要歸因於，當初中國資本管制較嚴格，中國也較欠缺外匯，所以初進中國市場的外資只能發展外匯業務，客戶也僅限於外商，而外商在外匯市場發展上也領先中國一段時間，手中外匯資產較多，所以造成外資銀行與中國銀行業者競爭差異。</p>	<p>3. 已予修正。</p>
<p>4. 個人覺得大陸利率市場化的進程，其實跟台灣利率市場化的過程很像。</p>	<p>4. 沒意見。</p>
<p>5. 針對期末報告P7倒數第二行是否應調整為存款準備金利率？存款準備金率與存款準備金利率應該是不同的。</p>	<p>5. 已予修正</p>
<p>6. P15部份中所提到的滙豐於東亞銀行金融風暴建議再調整文句。</p>	<p>6. 已予簡化，以免誤解</p>
<p>7. 報告中P16頁圖表，上下兩張圖表表達涵義有所不同，建議應增加表格名稱以為區隔。另外，因為表中的日期只到2007年12月，不過目前已到2012年12月，可能要請研究團隊搜尋是否有新增資料可以補充，</p>	<p>7. 已於第六章中補充。</p>

<p>或是註明資料只搜集到2007年12月原因。</p> <p>8. P23提到短期無風險利率為美國與法國短期國債利率，應該不是法國，應該為德國較有可能。</p> <p>9. 建議每一章都有一個小結，如P36、63，可以使研究報告較有一致性。</p> <p>10. 報告中P64倒數第七行部份，中小企業貸款金額應該不是10.8億元，請研究團隊再確認。</p> <p>11. 針對報告中P72部份，開頭第72提到官員拜訪客戶部份，客戶應指台商客戶。另外到數第6行，應該是表示Prive Banking的部份，因此建議高端客戶應調整為高端理財客戶。</p> <p>12. 不過建議部份潛規則如介紹客戶領取回扣事項，事涉敏感，可能不適合納入文章中。</p>	<p>8. 已予修正。</p> <p>9. 已於每一章節增加小結。</p> <p>10. 已予修正。</p> <p>11. 已予修正。</p> <p>12. 已予刪除</p>
<p>三、鄭院長貞茂</p> <p>1. 可能要請研究團隊加入台灣發展人民幣離岸中心的議題於研究報告中。因為過去中國尚未開放境外人民幣中心於台灣時，人民幣對台灣銀行業的影響可能沒有很大，不過在開放人民幣離岸中心之後，中國貨幣政策即可能透過人民幣離岸中心，而對台灣金融環境產生影響。</p> <p>2. 針對人民幣離岸中心對台灣保險業者的影響，主要對於台灣保險業者可透過點心債，</p>	<p>1. 已於第六章中補充。</p> <p>2. 已於第六章中補充。</p>

<p>去化部份資金，減輕台灣保險業者滿手現金，卻苦無良好投資標的之壓力，另一方面也讓台灣保險業者有機會發行人民幣保單，在新業務拓展上提供台灣保險業者一個新契機。</p>	
--	--