

# 中國「信貸危機」風暴再起??

鉅亨網 總主筆 邱志昌博士

## 壹、前言



(圖一：中國上證股價指數月 K 線圖，鉅亨網首頁)

中國信貸風險會再重演？2017年7月16日中國大陸官媒傳出，剛閉幕的中共第5次金融工作會議；總書記習近平對目前中國民間、與國營企業、地方政府的金融貸款，到目前還在持續擴張、相當不爽。一、習近平在會議上指示，承辦這些債務的大陸、各地方市省委書記，與所有決策官員，未來多要承擔相關責任；若不良債權問題擴大，則「終身問責」。二、這使得原本已經沉的中國金融不良債權風險、也就是「中國信貸危機」再被關注。在金融工作會議上，中共中央還指示未來要擴大資本市場規模，尤其是IPO要成為企業募資常態；對美國縮表與升息，要加強金融監管、企業要去槓桿。這「終身問責」的震撼，使第二天中國股市、尤其是深圳創業板股價大跌，也使台灣集中市場相關ETF價格下跌。



(圖二：台股深 100 指數基金 ETF 代號 00639，鉅亨網)

## 貳、中國信貸與股價逆相關？多頭自 2015 年後逆向「鴨子划水」！

一、2015 年中、股市也因中國金融、不良債權問題嚴肅而大跌；上證由 2015 年 6 月高點 5,178.19 點，下跌到 2016 年 1 月中的 2,638.96 點。在此之後，上證股價步入緩步小漲格局；自當時至今呈現非常緩慢、寸步金蓮式地上揚、目前上證指數為 3,176.46 點。這似乎與台股加權指數、或是一般新興市場無法相提並論。如台股指數多已站上萬點，衝破 2015 年最高 10,014.28 點；而上證指數卻還像是蝸牛般、伏地慢爬。二、根據過去以「股票型基金報酬率」為應變數，運用因子模型進行分析研究發現；中國股市共同基金「月報酬率」，它的變異數或是標準差很大、也就是波動程度非常高。以「四因子模型」進行驗證時，模型的第四個因子「順向利潤」變數項目下的係數，在統計檢定中具備高度顯著。三、這代表過去中國股市多頭行情的啟、承、轉、合流程，是長期持續盤整、持續多時後、突然旱地拔蔥，最後出現羊群 Herding 效應。但是一旦多頭行情反轉、由多轉空也是一樣；突然會像是自由落體、出現急殺、多頭失火奪門而出。中國股市在 2008 年中的急殺現象，就是因為全球次級房貸金融風

暴；而在 2015 年又再度出現類似場景，是因為企業與地方金融不良債權違約金額陡增。而 2017 年 7 月 17 日再這次，因為中共黨中央，再度關心金融不良債權，股市再度拉下一根長黑；多次的殺盤或回檔主因相同。



(圖三：上證綜合股價指數日 K 線圖，鉅亨網首頁)

### 參、不良債權不會阻撓多頭進軍 MSCI 成份股！

這次風險不再是，不良債權規模大小問題；而是它可能還會再長大！到底中國的債務有多大？這會打垮中國股市與全球新興市場？一、依相關媒體報導：若以地區別分，大陸金融不良債權，以華北與東北地區最嚴肅。按中國財政部統計，2016 年底中央債務為約 12.01 兆人民幣、而地方政府債務總額為 15.32 兆人民幣。這次會讓黨中央火大的是，2016 年地方政府債務總額、繼 2015 年後還在增加中。根據網路「經濟觀察報」專家統計，大陸民間企業債務違約率約為 43%、國有企業為 29%、國際外資企業近 9%。這與民企擴張與地方政府績效追求有關，中國省市委書記經濟工作，績效 KPI(Key Performance Index)以 GDP 為核心；因此「招商引資」成為日常拚經濟重點工作。二、因此為吸引國

內外企業到當地投資，地方政府多會成立融資平台，協助企業進行設廠、與製造及輸出等財務融資；而急於追求 GDP 績效的地方官員，不知不覺就陷入不擇手段、甚至狗急跳牆，盲目大量融資貸放、給來當地投資的企業；管它阿貓、阿狗、阿強；最後吹口哨走夜路多了、終於發生被倒帳、血本無歸事故。這使得過去兩年，中國股市莫名其妙、被不良債權壓在棉被裡面揍。三、中國上證股價指數與金融不良債權間，出現逆向互動關係未來會有所改變？股市未來多頭發展型態如何？或是股市一聽信貸要「終身問責」、腿又軟了？未來大陸股市會否再出現「羊群效應」、追高殺低？四因子模型中的「順向利潤」係數顯著程度會改變？模型第四因子係數不再特別突出了？四、本文預估，未來中國股市的走勢，將會與 2005 年 7 月、至 2014 年 2 月的長期人民幣匯率的走勢一樣；以每日漲、每天小漲格局進入長期多頭歷程；不會再像過去每次多是像放沖天炮一樣；但高檔的「羊群效應」可能還是無法避免。就如人民幣匯率一樣；到 2013 年初、在台灣的外匯投資者才發現，人民幣真是強勢貨幣啊；但當時距離多頭行情反轉卻只剩一年，如圖四人民幣匯率走勢。人民幣的匯改，在貨幣地位追求上、就是以進入 IMF 的 SDR；資本市場的國際化就是以，滬深 A 股進入 MSCI 指數成份股為里程碑。



(圖四：人民幣兌換美元匯率月曲線圖，鉅亨網首頁)

去槓桿、進入 MSCI 成份股、產業革命、供給側改革、未來將使中國股市成熟；由半強式進入強式效率市場型態。目前外資投資於台股的成熟度，將在 A 股上演、甚至有過之而不會不及、青出於藍將更勝於藍。如果現實是這樣演變下去，則中國股市現在當下位置的確是在低檔區：一、在 2015 年中後，中共中央對經濟「成長」與「穩定」，兩者之間取捨已物換星移；當下以穩定掛帥。在穩定前提下再要求成長；經過幾十年長期投資擴張，中國經濟成長、至少已經透過龐大製造業，成為全球第二大經濟體。而未來生活效用所需嶄新技術，如互聯網、物聯網、工業 4.0 與人工智慧 AI 等；人才濟濟的中國並不落人後。二、由目前股市結構演變推斷，在 2018 年 6 月 MSCI 兌現前後，上證與香港恆生指數上揚趨勢會較為明顯。但在大陸三大股市中、仍然以港股走勢最強；唯亦可想像未來「入摩」後，上證股價指數可藉由，投資銀行的財務工程，脫離不良債權魔咒；逐漸與港股甚至是全球股市趨勢同步。三、其實這樣演變是可預見的；這與歐元之父孟岱爾國際金融、匯率制度理論推理邏輯是一致。就是固定與浮動匯率的功能是有差異、各有千秋；浮動匯率類似資本帳完全開放，可隔離「外部效果」(External Effect)。資本管制下的資本市場，類似固定匯率；無法驅逐「輸入型通膨」，無法有效率解決不良債權問題。如果容許私募與股權基金進入，則中國不良債權處理，可過以債做股、合併、併購等工程，清理速度會快一點。四、未國際化的封閉股市、會引發自我膨脹的泡沫化；解除資本管制的股票市場，除非發生區域或全球性系統風險，否則在國際金融與產業專家篩選下，權值藍籌股表現機會大為增加。



(圖五：香港恆生股價指數周 K 線圖，鉅亨網首頁)

在滬、港、深三股市中，若用 MSCI 新興亞洲股市指數比對，可發現目前只有港股長期趨勢與 MSCI、或是美股，甚至是台股走勢最為相近。圖四香港恆生股價指數周線圖，至少已見證香港的恆生股價指數，這一波最低點是在 2016 年 1 月中；這與國際股市完全同步。中國 A 股入摩可能會引發人民幣匯率的上揚？過去在「深港通」與「滬港通」下的人民幣匯價，顯然受到 Fed 升息影響；在 2015 與 2016 年中多無力扭轉貶值趨勢。但在 Fed 的最大利空、縮表議題多已毫不避諱提出後，莫非葉倫還要提出升高存款準備率，否則對人民幣的壓貶效果已有限。而 2018 年 6 月 MSCI 納入 A 股，真槍實彈、刀光劍影的真實秀才要上演；在大量外資即將開始長期、進入上證或港股情況下；預估人民銀行可能動手進行，2018 年後可能升值的提前對沖手段，在未來人民幣使用量確定會再進一步增加下，先行再度展開開放措施。



(圖六：人民幣兌換美元匯率曲線圖，鉅亨網首頁)

匯率由「管理浮動」(Dirty Floating)·步入「完全浮動」(Full Floating)的措施，就是人民幣匯率改革；最後就是人民幣也跟日圓、美元、歐元、甚至是新台幣一樣，每天在全球外匯市場中、交易波動幅度多無限制了。例如將目前每天會價交易波動區間，由 2%繼續再度擴大為 3%、或是更大、或是乾脆就一了百了、完全開放了？一、依適應性預期 Adaptive Expectation、過去人民銀行經驗，開放措施通常在 6 月中或是端午節、或是會計年度 1 月 1 日等；這些日期、人民銀行對人民幣交易制度變革措施，宣告匯改發生機率最高。二、人行一般是不會躁進；但可預期的是，人民幣交易每天波動幅度的再度擴大，發生時間點約落在自今至 2018 年 6 月；全球投資銀行正式將美元資金，投入內地兩股市 MSCI 的 A 股前；有可能就在 10 月初、一帶一路與金磚國家會議多開完後。(提醒：本文是為財金專業研究分享，無政治立場，非投資建議書；不為任何引用本文為行銷或投資損益背書。)