

三、中共中央經濟工作會議觀察

中華經濟研究院第一研究所助研究員王國臣主稿

- 趁拜登專注復甦經濟、無暇顧及美中經貿爭端，中共或大肆補貼以提升國家戰略科技；經濟大幅反彈疊加強勢人民幣，給予北京當局化解金融風險的絕佳時機。
- 化解金融風險是中央經濟工作會議的重點，包括地方政府隱性債務、銀行不良貸款、企業債務違約與房市；宏觀調控呈現「穩中有變」，財政與貨幣政策回歸中性，網路金融反壟斷或為數位人民幣鋪路。
- 中國大陸仍高度仰賴臺灣高科技廠商、技術與人才，惟臺灣應提前部署，防範紅色供應鏈崛起、中國大陸金融風險及其擴散效應。

（一）前言

2020 年是中國大陸「國民經濟和社會發展第十三個五年規劃」（「十三五」）與「全面建成小康社會」的收官之年，惟遭逢疫情衝擊，首季經濟成長率暴跌到-6.8%，為改革開放以來首次負成長。即便北京當局迅速控制疫情，並祭出多項財政刺激與紓困方案，但全年經濟成長率僅拉升回 2.3%，創近 40 年以來新低。

故中共於 2020 年 12 月 16 至 18 日在北京舉行的中央經濟工作會議格外備受關注。本次會議提出 2021 年的八項重點工作：一是強化國家戰略科技力量，二是增強供應鏈自主可控，三是擴大內需，四是推進改革開放，五是解決糧食與耕地問題，六是反壟斷與防止資本無序擴張，七是化解城市住房困難，最後是落實碳中和任務。本文旨在解讀 2020 年中共中央經濟工作會議的政策意涵，並預判後續可能採取的經濟作為。

（二）當前經濟形勢的判斷

中共中央經濟工作會議強調，當前經濟復甦尚未鞏固，且疫情反覆與外部環境，仍存在諸多不確定性。同時，堅持底線思維，嚴密防範各種風險挑戰。對此，中國大陸要緊扣供給側結構性改革，提升經

濟體系整體效能。會議更首次提出「需求側管理」，希冀暢通生產、分配、流通與消費各環節堵點，形成國內與國際相互促進的雙循環格局。

相對而言，27 家國際組織、法人機構與智庫預估，2021 年中國大陸經濟成長率，約略落在 6 至 10% 之間，平均為 8.1%。理由是 2020 年的國內生產毛額（gross domestic product, GDP）較低，故墊高 2021 年成長速度。同時，中國大陸率先走出疫情，搭配 2021 年全球景氣復甦，預期將帶動新一波的出口擴張。很顯然，北京當局對當前經濟形勢的判斷，明顯審慎保守。

究其原因，中共意識到投資效率低落的問題。2018 年固定資本形成毛額為 39.4 兆人民幣，占當年 GDP 的 42.8%；2019 年經濟成長率為 6.4%，兩者比值為 7，即 2018 年的增量資本產出率（incremental capital output ratio, ICOR）為 7，表示資本投入 7 個單位，方能拉動經濟成長 1 個百分點；反之，2010 年只需要 4.6 個單位的資本。換言之，北京當局很難再憑藉投資推升經濟成長。

此外，中共坦承消費不振。2020 年中國大陸社會消費品零售總額衰退 3.9%；進口亦衰退 1.1%。易言之，疫後未出現報復性消費，反而是預防性儲蓄。2020 年 11 月底，金融機構人民幣存款年成長率達 10.7%，創 44 個月以來新高；「城鎮儲戶問卷調查報告」更揭露，傾向更多儲蓄的民眾由 2019 年第 4 季的 46% 拉升到 2020 年第 4 季的 51.4%，顯示消費不足以支撐經濟成長。

故 2021 年中國大陸經濟的強勢反彈，很可能只是曇花一現。例如：中國社會科學院推估，最快於 2027 年出現人口負成長，恐導致長期經濟停滯。此外，標準普爾（Standard & Poor's, S&P）亦強調，碳中和與科技自主將犧牲部分經濟成長，故預期至 2030 年經濟成長率將跌至 3%，較先前預測下修 2 個百分點。換言之，中國大陸經濟前景或為「短多長空」。

惟中國大陸經濟快速成長，疊加弱勢美元，將推升人民幣匯率。12 家金融機構預測，至 2021 年底人民幣兌美元即期匯率平均為 6.28，較 2019 年底升值 10%，且全部機構都預期升值。這給予北京當局處

置若干重大金融問題的「戰略機遇期」，即利用套匯與套利的熱錢湧入，抵銷戳破資產價格泡沫引發的資本外逃。

（三）化解金融風險將是今年經濟工作重點

本次中共中央經濟工作會議提出四大金融風險：一是地方政府隱性債務風險。2020年，地方政府融資平台（local government platform）發行43,703億人民幣的城市投資建設公司債，年成長率高達55.1%。其中，2018年的新疆生產建設兵團第六師國有資產經營、2019年的內蒙古呼和浩特經濟技術開發區投資開發集團，以及2020年的吉林市鐵路投資開發，已爆發技術性違約。

此外，2020年前11個月，中國大陸發行62,602億人民幣的地方政府債券，年成長率亦高達44.8%。特別是中央與地方政府的債務餘額，更由2014年的25兆人民幣倍增到2019年的40.9兆人民幣，債務率（債務餘額占財政收入的比例）已飆升到214.7%，是國際警戒值（100%）的兩倍有餘。很顯然，中國大陸的政府債務急遽擴張，已危及財政永續性（fiscal sustainability）。

對此，國際貨幣基金（International Monetary Fund, IMF）預估，中國大陸的政府債務將由2019年的41.3%，倍增到2021年的92%，且持續飆升到2025年的113.0%。更麻煩的是，地方政府收支短絀的問題已逐漸浮現。「金融時報」（Financial Times）發現，截至2019年10月底，831個地方政府列入失信名單，拖欠款項達69億人民幣，國際信評機構穆迪（Moody's）已將地方政府債信展望評為「負向」。

準此，中共財政部於2020年12月9日發布「地方政府債券發行管理辦法」，取消地方債期限。此前「地方政府一般債券發行管理暫行辦法」規定，期限為1年、2年、3年、5年、7年與10年，且7年和10年期專項債合計，不得超過全年專項債發行的50%；單一期限一般債，不得超過全年一般債發行的30%。北京當局希冀展延還款期限，緩解地方債風暴。

此外，中國大陸爆發主權債務違約的機率極低，因為絕大多數的

地方債，都由中資銀行承購，外資持有比例僅 0.01%。惟此恐拉高不良貸款 (non-performing loan, NPL, 又稱逾期放款) 比例。2020 年 9 月底，NPL 累計 28,350 億人民幣，年增 19.8%。其中，農村與城市商業銀行的災情最嚴重，不良貸款率分別為 4.2% 與 2.3%。這些區域型金融機構的主要客戶，多是地方政府與國有企業。

特別是金融機構放款品質低劣已衝擊民眾對銀行的信心。例如：自 2018 年 11 月 4 日迄今，中國大陸相繼爆發 18 起銀行擠兌事件，範圍擴及山西、山東、內蒙古、四川、甘肅、河北、河南、重慶、黑龍江，以及遼寧等 10 個省市。分類型看，擠兌事件集中於村鎮銀行、城市與農村商業銀行，比例合計 83.3%；股份制與民營銀行的比例，則分別為 11.1% 與 5.6%。

對此，中國大陸強調多管道補充銀行資本金。例如：銀行保險監督管理委員會於 2020 年 3 月 16 日宣布，建投中信更名為銀河資產管理，加入 NPL 的處置行列。這些金融資產管理公司 (asset management corporation, AMC) 收購的 NPL，將劃入財政部共管帳戶，轉為政府負債。甚者，2019 年 1 月至 2020 年 12 月，中資銀行累計發行 70 檔永續債 (無到期日債券)，規模達 1.2 兆人民幣。

本次中共中央經濟工作會議，尚鎖定企業債務違約問題。2020 年，共計 40 家中資企業爆發 131 起債務違約，涉案金額達 1,400 億人民幣，年成長率為 15.0%。其中含括 12 家國有企業，舉凡華晨汽車、永煤控股、華訊方舟、紫光集團、北大方正，及北大科技園，合計違約 237 億人民幣，較 2018 年暴增 2.1 倍。這顯示北京當局恐放任部分國有企業違約甚或破產。

最後，中共中央經濟工作會議對房市的表述，也由 2019 年的 1 句擴增為 1 段，並從購屋延伸到租賃。據此，人民銀行與銀行保險監督管理委員會於 2020 年 12 月 31 日，聯合發布「關於建立銀行業金融機構房地產貸款集中度管理制度的通知」，劃定中資銀行房地產與個人房屋貸款上限。這體現：人民銀行前副行長吳曉靈的示警——做好資產泡沫破滅的準備。

(四) 宏觀調控穩中有變

中共中央經濟工作會議，刪除 2019 年公報中的「大力」兩字，表示財政支出將縮減，2021 年財政赤字預期 3.4 兆人民幣，其占 GDP 的比例——財政赤字率降回 3.0%。此外，財政部政府債務研究和評估中心強調，地方政府專項債要逐步「退坡」，故 2021 年專項債或縮減到 3 兆人民幣。同時，會議闡明完善「減稅降費」，故財政收入也將持續壓縮。

特別是，因美國總統拜登上任後首年，優先聚焦經濟復甦。值此之際，中共以「舉國」之力，發展戰略科技。例如：自 2020 年 7 月起，政府大肆補貼、資助 4,409 家企業，含括物聯網關鍵技術、新型資訊消費、國家技術創新，以及專精特新小巨人。換言之，北京當局擬於短期內快速提升供應鏈自主可控的能力，惟此亦加速美中產業鏈的脫勾。

中國大陸貨幣政策由「靈活適度」，調整為「靈活精準、合理適度」。事實上，自 2020 年 5 月 15 日後，金融機構存款準備金率未再鬆動。1 年期存貸款利率，更歷時 1,881 日未調整，長期固定在 1.50% 與 4.75%。僅 1 年期貸款市場報價利率 (loan prime rate, LPR) 與重貼現利率，分別於 4 月 20 日與 7 月 1 日，調降至 3.85% 與 2.00%。換言之，貨幣政策早已由擴張趨向中性。

目前中國大陸貨幣當局，青睞公開市場操作。2020 年，人民銀行透過逆回購、常備借貸便利 (standing lending facility, SLF)、中期借貸便利 (medium-term lending facility, MLF)、抵押補充貸款 (pledged supplementary lending, PSL)、中央銀行票據互換 (central bank bills swap, CBS)，以及國庫現金定存投放 209,542 億人民幣，到期回收 202,241 億人民幣，淨投放 7,301 億人民幣。此體現「不急轉彎」，防止金融機構抽貸，引發企業倒閉潮。

此外，人民幣匯率政策也延續「維穩」基調。例如：2020 年 10 月 12 日，遠期售匯業務的外匯風險準備金率，由 2018 年 8 月 6 日的 20% 降至零。12 月 11 日，金融機構的跨境融資宏觀審慎調節參數回歸中性，引導資金外流。惟值得注意的是，12 月 31 日，人民幣匯率

指數(CFETS)的美元權重，由 0.2159 降至 0.1879；此為第三次下調；人民幣逐漸與美元脫勾的用意明顯。

附帶一提，中共中央經濟工作會議揭櫫「反壟斷」並特別針對網路金融。例如：金融科技巨擘阿里巴巴旗下的螞蟻金服，原訂於 2020 年 11 月 5 日的首次公開發行 (initial public offerings, IPO)，遭無預警擱置。12 月 14 日，市場監管總局再針對阿里收購銀泰股份未依法申報，開罰 50 萬人民幣。26 日，金融監管部門二度約談，就商家被迫選擇單一電商平臺的問題，展開立案調查。

雪上加霜的是，中國人民銀行於 2021 年 1 月 15 日，發布「關於規範商業銀行通過互聯網開展個人存款業務有關事項的通知」，禁止所有網路存款產品。同時，螞蟻金服成立整改工作組。20 日，人民銀行再公布「非銀行支付機構條例(徵求意見稿)」，明確單家市場占有率達三分之一，或兩家市占率合計超過五成，即為壟斷；人民銀行可強制關閉。

期間，數位人民幣 (Digital Currency Electronic Payment, DCEP) 亦加速推展。2020 年 10 月 12 日，深圳率先向民眾發放 1,000 萬人民幣的 DCEP。12 月 4 日，蘇州 DCEP 的發放金額倍增到 2,000 萬人民幣，並首次引入京東線上購物平台。29 日，北京再將 DCEP 擴展到離線支付。2021 年 1 月 5 日，上海更推出無須手機的 DCEP 支付模式。綜合上述，中國大陸網路金融的治理整頓，或為 DCEP 鋪路。

(五) 結語

2021 年是稍縱即逝的中共戰略機遇期。其一，美國總統拜登專注復甦經濟，無暇處理美中經貿糾紛。故值此之際，中國大陸將大肆補貼，加速產業鏈的自主可控。其二，經濟大幅反彈疊加強勢人民幣，給予北京當局化解金融風險的良機。這與本次中共中央經濟工作會議的判斷一致，即利用「寶貴時間窗口」，集中精力推進改革創新。

此外，中共亦積極消除省際行政藩籬。例如：自由貿易試驗區改革試點經驗的複製推廣，由早期的海關總署、稅務總局與商務部，擴展到公安部、司法部與交通部，顯示政策目標從自由化轉向便捷化。

特別是相較於前 6 批自貿試驗區，第 7 批更強調內部區域經濟協調，此舉旨在暢通消費堵點，故自貿試驗區很可能擴展到其餘 10 個省市。

在此背景下，中國大陸仍高度仰賴臺灣高科技廠商、技術與人才。例如：「中共中央關於制定國民經濟和社會發展第十四個五年規劃和 2035 年遠景目標的建議」提出，支持符合條件的臺資企業赴陸上市。截至 2020 年 12 月 15 日，臺灣赴陸上市企業高達 55 家，含括工業富聯、宏和科技，以及福立旺精密機電。目前尚有 6 家臺商處於申請狀態。

特別值得一提的是，2020 年前 11 個月，臺灣出口價值 1,453 億美元的高科技中間財至中國大陸，占臺灣輸陸商品總額的 79.9%，且貿易順差占貿易總額的比例——貿易特化係數 (trade special coefficient) 為 66.6%，顯示表示臺灣具有明顯的技術優勢。因此，臺灣無須過度擔憂，兩岸經貿的非對稱依賴 (asymmetric dependence)；惟仍應提前部署紅色供應鏈若崛起恐將替代我方進口之對策。

最後，中國大陸金融風險恐外溢臺灣。2020 年 9 月底，我金控對陸曝險年增 0.7%。銀行對陸債權直接風險年成長率，更高達兩位數 (13.6%)，因部分直接與最終債務人分屬不同國家；經換算後，對陸最終風險淨額年增 6.2%。所幸的是，36 家本國銀行對陸授信年減 10.3%，占上年度決算後淨值的倍數為 0.41，較上年同期下降 0.07。故臺灣須密切關注對陸金融曝險。