

# 三、美中貿易戰對中國大陸經濟影響觀察

中華經濟研究院研究員兼第一所所長劉孟俊

- 中國大陸近來非金融部門槓桿率躍升，即將面臨還債高峰期，經常帳餘額縮減與淨外匯存底規模減少，及人民幣匯率自今年首季後開始貶值，顯示其整體金融與債務風險正在升高。
- 中美貿易戰如持續惡化，人行將被迫持續寬鬆貨幣政策，美或再次檢視中方是否操縱匯率，未來貿易戰可能轉為貨幣戰。

## (一) 前言

美國貿易代表署 (United States Trade Representative, USTR) 2017 年 8 月 18 日展開對中國大陸政府的 301 調查，調查內容為中國大陸對美國企業在技術轉讓、智慧財產權和創新的不合理與歧視性行為和政策。調查結束後，川普 2018 年 3 月 22 日簽署「中國經濟侵略總統備忘錄」(Presidential Memorandum Targeting China's Economic Aggression)，USTR 首波課徵 818 個項目，年貿易額 340 億美元，2018 年 7 月 6 日生效。USTR 亦提出第二波措施，對 284 個項目 (主要是針對中方產業政策如「中國製造 2025」等產品)、年貿易額約為 160 億美元的中國大陸製品加徵 25% 的關稅。

鑑於中國大陸反擊的決定，USTR 建議進一步對 6,031 項、年貿易額約 2,000 億美元的中國大陸產品徵收 10% 的從價稅。川普另亦表示，考慮將前述 10% 的稅率提升至 25%，甚至準備對 5,000 億美元的中國大陸進口商品課徵關稅，雙方貿易戰似有持續升溫之勢。

美國將中國大陸定位為戰略敵手的首位，關切其經濟實力的逼近，試圖透過貿易戰屈服對方，使其遵循美國所主導的國際貿易體系。更值得關注的是，美中貿易戰可能誘發中國大陸經濟的潛在風險，將使其經濟成長受到打擊，面臨財務風險、產能過剩和能源大宗通膨的雙重壓力，並陷入輸入性通膨困境。當前中國大陸經濟成長減速，經濟成長率可能下滑至 6%，人民幣貶值、國際油價上漲、關稅推高進口價格等影響，物價膨脹壓力加大，CPI 漲幅升至 3% 附近。產能過剩壓力導致企業利潤下滑，更須注意的是金融與債務方面的風險正在升高。

## (二) 當前中國大陸經濟顯著轉折

2018 年全球復甦態勢出現轉折，中國大陸經濟下半年聚焦處理三大重點：中美貿易爭端、結構去槓桿與金融風險、投資成長率下滑過快等。而在目前「去槓桿、去庫存」的進程下，中國大陸經濟正處於信用與貨幣緊縮的過程，尤其不利於因應中美貿易爭端。

觀察 2018 年上半年，中國大陸固定資產投資（不含農戶）同比增長 6.0%，增速較上年同期回落 2.6 個百分點。以趨勢來看，幾乎自 2017 年後即逐月下滑，顯示其內部投資動能正在逐漸削弱之中。陸官方與學者的解釋認為，主要是因為第一產業和基礎建設的擴張步伐放慢。目前看來，投資成長率確有下降趨勢，但研判其與國內經濟陷入停滯較有關聯，未必受中美貿易摩擦的影響。

然而，美中貿易摩擦持續升溫中。近期中國大陸經濟成長不單減緩，貿易順差持續減少、消費下跌、人民幣匯率重貶。今年 3 月份以來，中國大陸社會融資存量成長速度開始大幅下滑，5 月份創下新低，明顯反映出其總體經濟下行壓力巨大，金融緊縮與槓桿率提高已成為當前最大的風險。

### 1. 非金融部門槓桿率躍升

中國大陸近年金融風險問題始終居高不下，尤其是非金融類企業債務快速攀升，成為不穩定因素。中國大陸債務占 GDP 的比重已從 2008 年年底 141.4%，攀升為 2016 年年底 257%。其在 2017 年第 3 季達到歷史高點 256.9% 後，第 4 季略降為 255.7%。另與其他主要國家相比，中國大陸的非金融部門槓桿率已與美歐的 251.2% 與 258.3% 相近。中國大陸槓桿率在 2008 年後，極短時間內快速膨脹，意味著將在近期內非金融部門面臨還債的高峰期。（見圖 1）

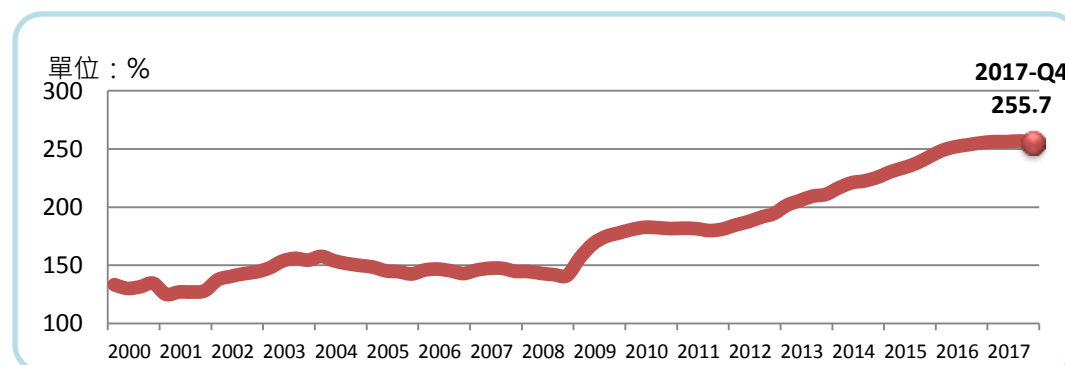


圖 1 2000-2017 年中國大陸非金融部門債務占 GDP 比率

資料來源：Bank for International Settlements, <https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm?m=6%7C380%7C669>

另，根據國際清算銀行資料，中國大陸絕大多數的債務來自於企業部門。「標普」及「惠譽」國際評級機構均強調中國大陸經濟結構性風險依然存在，直言其經濟尚未穩定，正面臨平衡企業部門高財務槓桿水準的壓力。而在中美貿易摩擦加溫的背景下，更加深中國大陸高財務槓桿的不穩定情勢。

## 2.經常帳餘額縮減與外匯存底規模減少

長期以來，中國大陸的經常帳多保持順差，但近來已有逐年縮減的趨勢。中國大陸 2017 年的經常帳盈餘 1,650 億美元，少於 2016 年的 2,020 億美元及 2015 年的 3,040 億美元，甚至 2018 年第 1 季浮現少有的經常帳逆差。中國大陸 2017 年經常帳盈餘占 GDP 的比重，也從 2007 年的逼近 10% 大降為 1.4%。究其原因可能與中國大陸政府近年來放寬進口與海外投資，加上貿易順差縮減是經常帳盈餘減少的關鍵因素。(見圖 2)

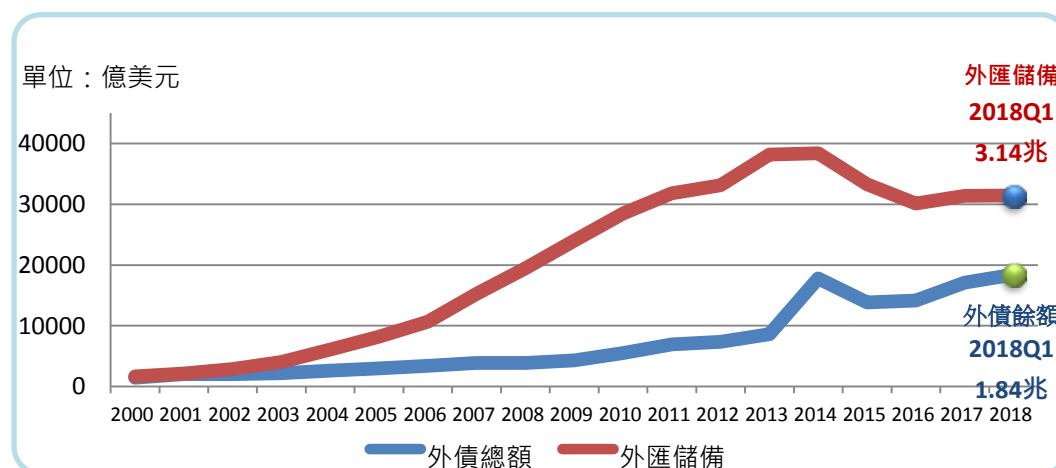


圖 2 中國大陸外匯存底與外債

資料來源：中國國家外匯管理局，[http://www.safe.gov.cn/wps/portal/sy/tjsj\\_wzsj](http://www.safe.gov.cn/wps/portal/sy/tjsj_wzsj)

近年來，中國大陸的「走出去」、海外併購與「一帶一路」都有大量資金流出，維持其外匯存底規模格外重要。尤其中國大陸對美元體系有高度的依賴，若美元外匯存底大幅度減少，人民幣發行的信用就面臨問題。根據中國人民銀行統計，中國大陸 2014 年 8 月累計外匯存底達 3.97 兆美元的歷史新高，爾後逐年持續下滑，始於 2017 年初方略有回穩，近來 2018 年 6 月達 3.11 兆美元。

值得注意的是，2008 年後，中國大陸的外債快速擴張；2013 年後，扣除外債的淨外匯存底逐年萎縮，截至 2018 年第 1 季，中國大

陸淨外匯存底為 1.3 兆美元。中國大陸外匯儲備有相當一部分為外資企業所貢獻。若美中貿易戰造成外資企業大規模撤資，其後果不堪設想。

### 3. 人民幣匯率走勢趨貶

中美貿易戰升級對中國大陸經濟及投資信心的衝擊效果似逐漸顯現，預期下半年經濟情勢可能更為嚴峻。人民幣自從今年第一季末（3/30）的 6.28 開始轉為貶值，累計至 7 月 20 日貶幅 6.77 已達 7.8%。在美國聯準會維持既定升息步伐及人行採取寬鬆貨幣政策之下，人民幣兌美元匯率進一步於 8 月 17 日跌至 6.88，創下一年來新低水準。預期，短期內人民幣兌美元匯率跌破 7 的可能性（見圖 3）。

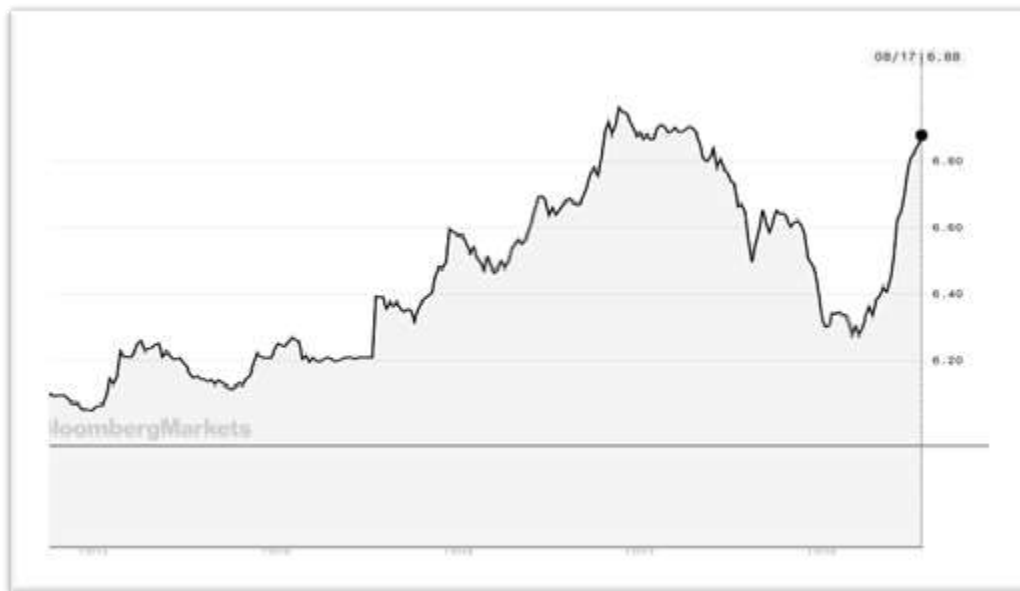


圖 3 美元兌人民幣匯率走勢

數據來源：Bloomberg, <https://www.bloomberg.com/quote/USDCNY:CUR>

固然人民幣貶值有助於抵消美國加徵關稅對中國大陸出口的不利影響，但也加速其資本外逃及股市續挫的衝擊，進而加劇企業債務、金融資產及房市泡沫的風險。倘若中美貿易戰進一步惡化，人行可能被迫持續寬鬆貨幣政策，此舉將延後目前去槓桿及遏制金融風險的進展。此外，美國財政部長 7 月 20 日表示，將再次檢視中國大陸是否操縱匯率<sup>1</sup>，反映未來中美貿易戰可能升級為貨幣戰。有鑑於中國大陸股、匯市波動對亞洲金融市場的影響力

<sup>1</sup> 中央社(2018)，「美財長觀察人民幣貶值 是否為人為操縱」，7 月 21 日。

增強，倘若人民幣進一步貶值將可能加劇亞洲資金外流的程度。

### **(三) 結論**

近來中國大陸非金融部門槓桿率顯著上揚、經常帳餘額縮減與外匯存底規模減少、人民幣走貶等經濟層面不利訊號，透露其風險驟升的跡象。美國持續邁出升息步伐後，也促使中國大陸資金更加緊俏。今年上半年中國大陸 P2P（網路借貸）平臺大規模倒閉，根據官方發布的數據顯示，截至 6 月 30 日，已倒閉了 721 家，這些 P2P 平台出現兌付危機。網路金融平台頻頻倒閉一方面反映出中國大陸經濟整體下滑；另外，當局在金融領域去槓桿，造成市場流動性緊張，借新還舊的操作方式已難以維繫。

中國大陸已進入經濟換檔轉型期與成長減緩，與此同時美中貿易戰發展已對其經濟形成沉重的下行壓力。近來中國大陸也在積極避免經濟風險，習近平於 7 月底提出「六穩」：「穩就業、穩金融、穩外貿、穩外資、穩投資、穩預期」。臺商需注意中國大陸經濟之結構性問題以及當前趨勢，作好積極調適因應。