

## 二、中國大陸第 1 季經濟情勢觀察

中華經濟研究院第一研究所助研究員王國臣主稿

- 中國大陸第 1 季 GDP 增長率達 4.5% 優於預期，惟投資動能不足、消費不振，恐受流動性陷阱制約，有通貨緊縮疑慮。
- 人行推動寬鬆貨幣，惟地方政府、戰略性新興產業和房地產的龐大債務存在金融風險。中共或推房地產稅、調降存款利率以去化儲蓄、刺激消費。

### （一）前言

今年第 1 季中國大陸經濟成長率達 4.5%，優於市場預期。準此，13 家國際組織、銀行與投顧上調全年經濟展望，預估今年經濟成長率介於 5.5% 至 6.4%，平均 5.9%，較前次預測值調升 0.6 個百分點。問題是，當前中國大陸尚籠罩在流動性陷阱（liquidity trap）與流動性緊縮兩大陰霾，故經濟前景不容樂觀，詳細說明如下。

### （二）流動性陷阱與通貨緊縮

流動性陷阱為制約當前中國大陸經濟成長的首要因素，即貨幣政策再寬鬆，亦無法誘發投資與消費。例如：人民銀行的《城鎮儲戶問卷調查》顯示，第 1 季 58.0% 的城鎮存戶傾向更多儲蓄，較上年同期增加 3.3 個百分點。反之，願意更多消費與投資的比率，分別較上年同期回落 0.5 與 2.8 個百分點。

實際情況亦然。3 月底金融機構人民幣存款餘額年增 12.7%，高於第 1 季 5.8% 的社會消費品零售總額年增率，5.1% 的城鎮固定資產投資年增率。如果只看第 1 季新增存款，則年增率更高達 42.1%，凸顯預防性儲蓄心理高張。這也符合多數法人機構的觀點--民眾不會因解封而出現「報復性消費」（見圖 1）。

消費頹靡直接衝擊投資動能。民間固定資產投資年增率，由 2022 年 2 月的 11.4% 驟降到今年 3 月的 0.6%，連續 12 個月衰退。期間，民間與國有資產投資年增長率差距由 2.7% 拉大到 9.4%。甚者，第 1

季國企淨融資 2,482 億人民幣，民企則淨還款 1,002 億人民幣。易言之，投資全賴國企支撐，且加劇「國進民退」（見圖 2）。

圖 1：中國大陸流動性陷阱的估計

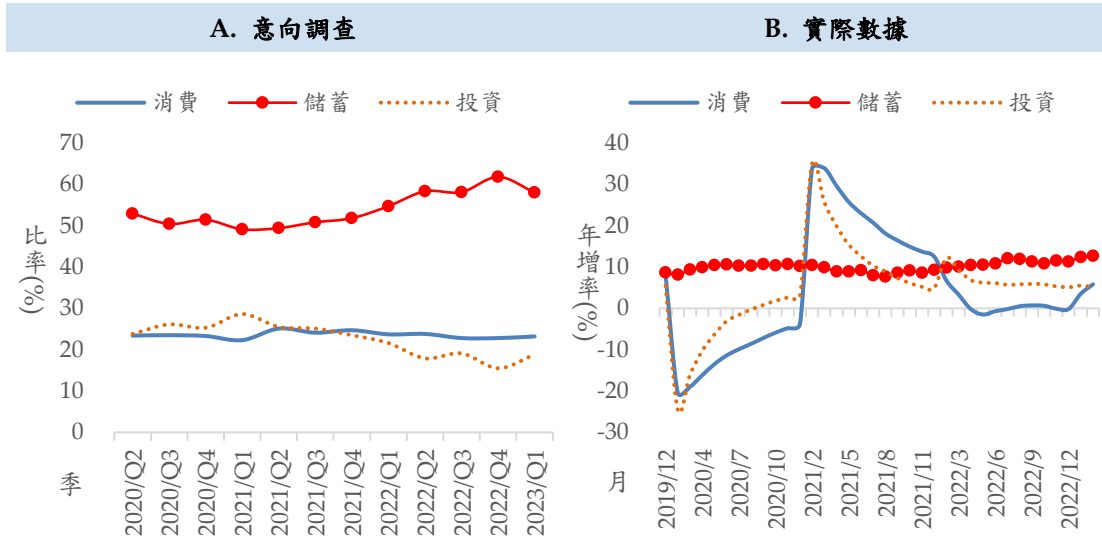
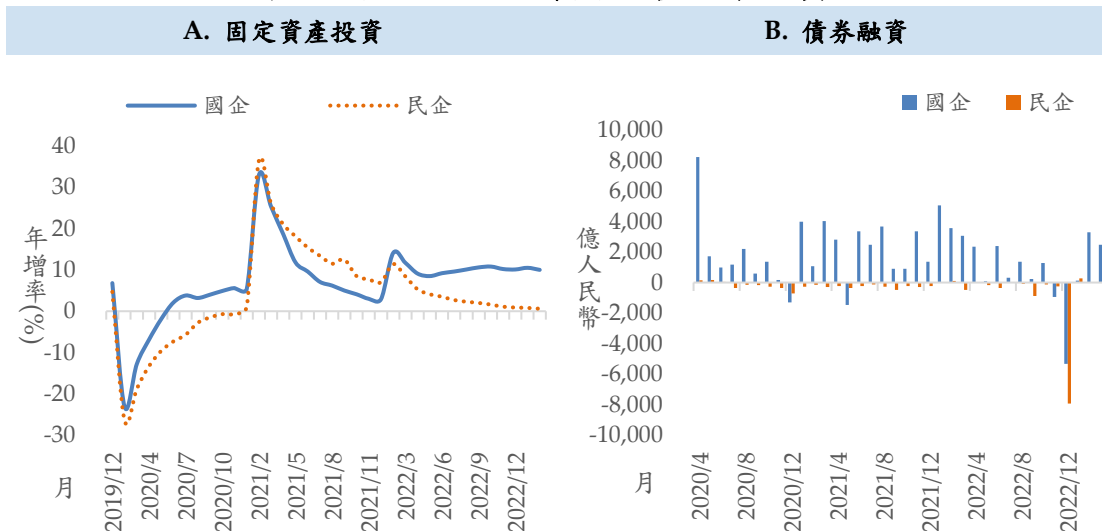


圖 2：中國大陸國有與民營企業投資動能



更嚴峻的是，美國出口管制趨緊疊加疫情動態清零，重創外商投資中國大陸的意願。中國美國商會（American Chamber of Commerce in China）的調查顯示，24%的受訪美商考慮或已經轉移產能，較上年增加 10 個百分點。越南歐洲商會（European Chamber of Commerce in Vietnam）亦指出，在陸歐商搬遷至越南的比率，由 2022 年第 1 季的 13% 竄升到第 4 季的 41%。

在陸外商動向直接反映在進出口表現。如圖 3 所示，3 月出口總

額年增 14.8%，優於法人機構預期。關鍵在於中國大陸出口東協年增 18.6%；其中，中間財出口比率達 53.6%，遠高出上年同期的 3.9%。反之，進口總額則連續 5 個月負成長，凸顯廠商購入機械設備與原材料的意願薄弱，且再次印證消費不振。

投資頹靡加大失業壓力。3 月底 31 大城市調查失業率為 5.5%，高於全國城鎮調查失業率 0.2 個百分點，顯示一線城市的失業問題較為嚴峻。與失業率高度相關的核心消費者物價指數（core consumer price index），年增率由 2021 年 7 月的 1.3%，緩步降至今年 3 月的 0.7%。順此發展脈絡，中國大陸很可能陷於通貨緊縮（見圖 4）。

圖 3：中國大陸貨物貿易

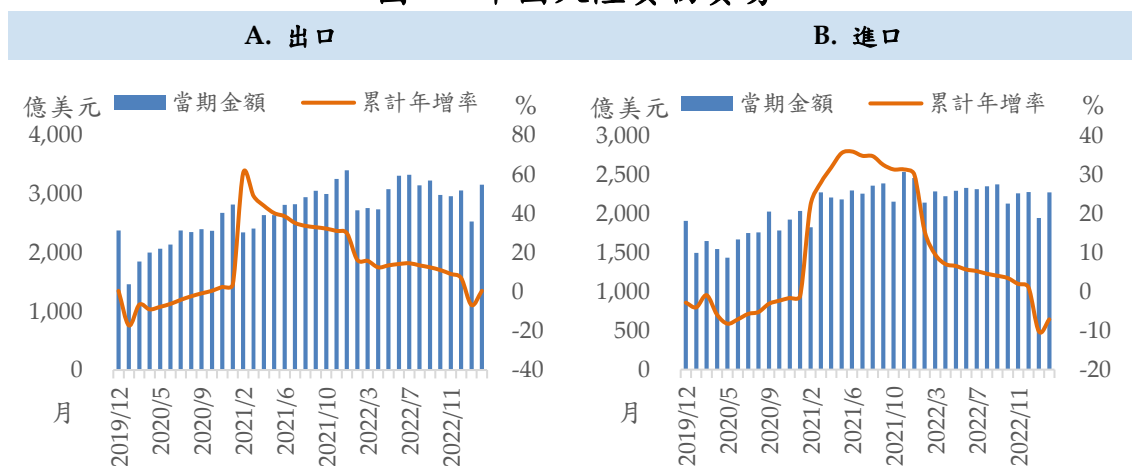
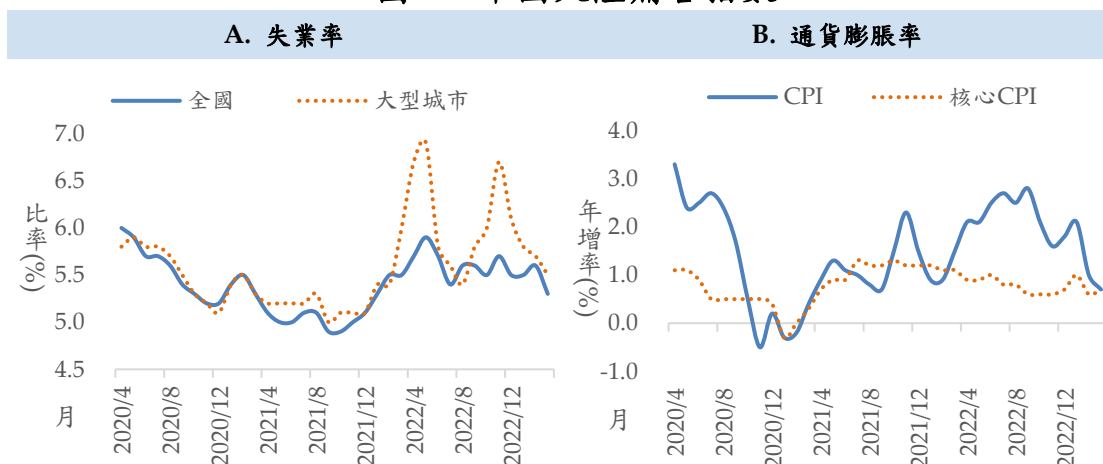


圖 4：中國大陸痛苦指數

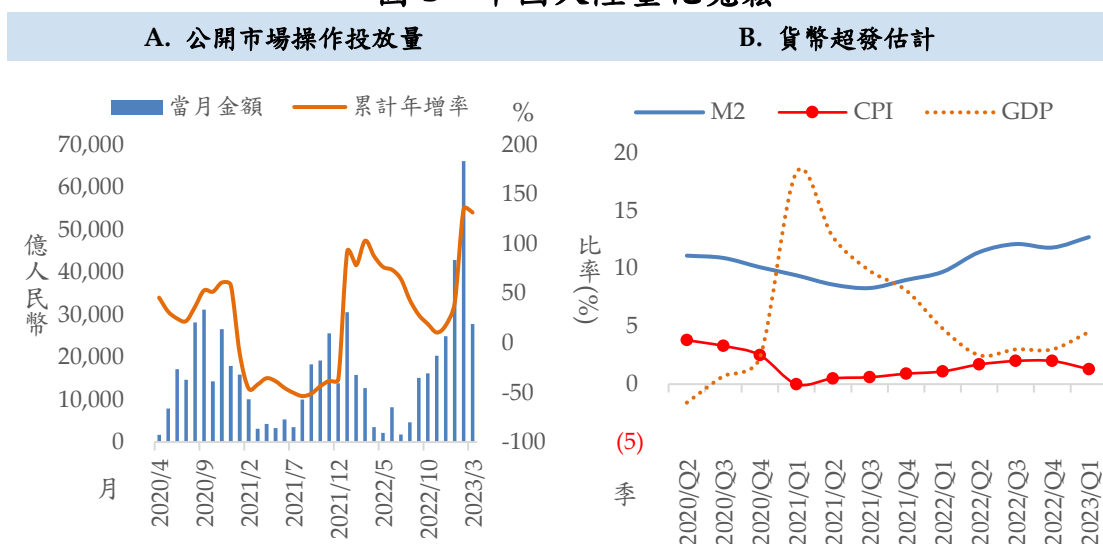


### (三) 流動性緊縮與金融風險

人民銀行於第 1 季透過公開市場操作，投放 136,710 億人民幣，較上年同期暴增 131.5%，並於 3 月 27 日全面調降法定存款準備金率

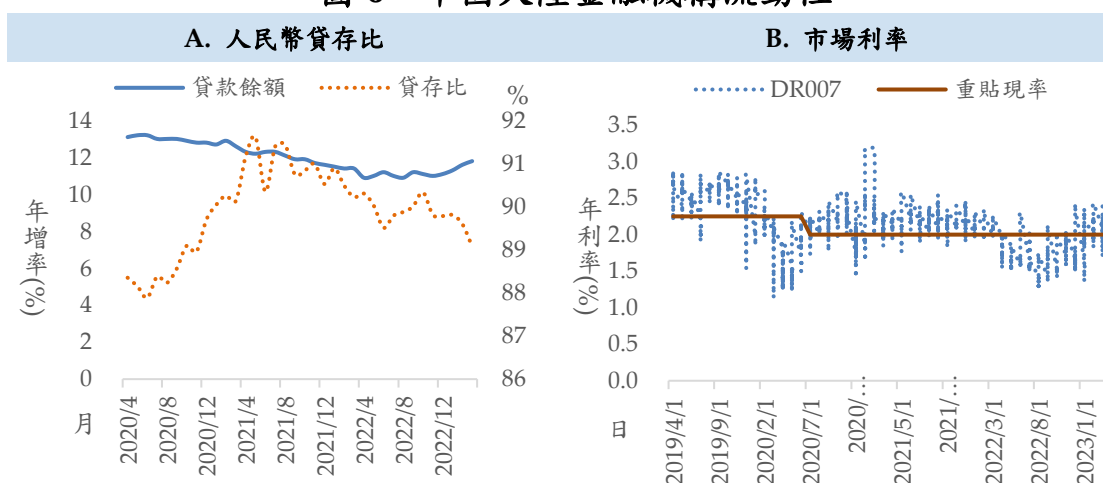
1 碼，釋放長期資金 5,000 億人民幣。據此，3 月底廣義貨幣供給量(M2) 餘額年增 12.7%，較同期經濟成長率與通貨膨脹率之和高出 6.9 個百分點，相當於貨幣超發 172,340 億人民幣（見圖 5）。

圖 5：中國大陸量化寬鬆



緊接著，人民銀行要求金融機構「應放盡放」。故第 1 季人民幣新增貸款呈現爆炸式成長，年增 37.8%。扣除 7.6% 的法定存款準備金率，3 月底人民幣貸存比逼近九成。過度放貸導致銀行流動性急遽緊縮；最佳例證便是，存款類機構間利率債質押式 7 天回購利率 (DR007)，動輒高於 2% 的重貼現利率（見圖 6）。

圖 6：中國大陸金融機構流動性

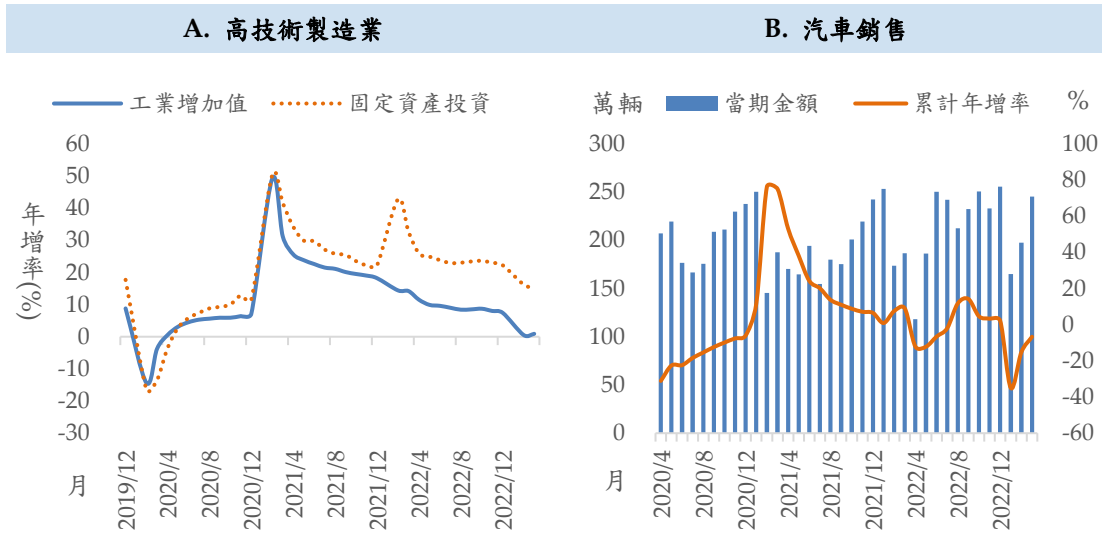


過度放貸還拉大金融風險。第 1 季地方政府融資平臺 (local government financing vehicles, LGFV) — 城市投資建設公司舉債 16,206 億

人民幣；這些城投債多由銀行收購。尚有 54 家城投公司逾期承兌商業票據，金額達 28 億人民幣；這又仰賴銀行墊付。例如：貴州遵義道橋建設於 1 月重組貸款 156 億人民幣，顯示銀行深陷地方政府債務當中。

其次，戰略性新興產業恐面臨泡沫化。第 1 季高技術製造業工業增加值年增 0.9%，上年同期高技術製造業固定資產投資年增 41.6%，兩者比值為 2.8%，即每單位的資本投入只能創造 2.8 個單位的產出。汽車銷售亦較上年同期衰退 6.7%，隱含新能源汽車陷於產能過剩。相關行業貸款可能轉列呆帳（見圖 7）。

圖 7：中國大陸高科技產業泡沫化



最後，金融機構尚須支撐房市平穩。第 1 季商品房銷售面積較上年同期衰退 1.8%，連續 19 個月負成長。商品房待售面積年增率則連續 8 個月向上攀升。3 月 70 個大中城市新建商品住宅銷售價格年增率，連續 12 個月負成長。房地產開發業綜合景氣指數（國房景氣指數）亦連續 15 個月陷於衰退區間（見圖 8）。

地方政府、戰略性新興產業與房地產開發商的龐大債務，推升金融機構不良債權（non-performing loan, NPL）。如圖 9 所示，3 月底 NPL 餘額暴增 33.9%<sup>1</sup>。同時，貸款市場報價利率（loan prime rate, LPR）調降

<sup>1</sup> 銀行保險監督管理委員會於 2023 年 4 月 26 日發布新聞稿，指出第 1 季 NPL 餘額為 3.9 兆人民幣，較年初增加 1,256 億人民幣。惟參照 2022 年底 NPL 餘額(29,829 億人民幣)，實際增加 9,171 億人民幣。若以增加量推估，第 1 季 NPL 餘額則為 3.1 兆人民幣。故詳細統計數據尚須核實。參見證券時報網 (2023)，〈銀保監會：一季度銀行保險主要

壓縮銀行業收益。2022 年底淨息差較上年驟降 0.17 個百分點，今年第 1 季預估再跌破 1.8% 的警戒線。損失擴大疊加利潤收窄，拉升銀行風險。

圖 8：中國大陸房地市場走勢

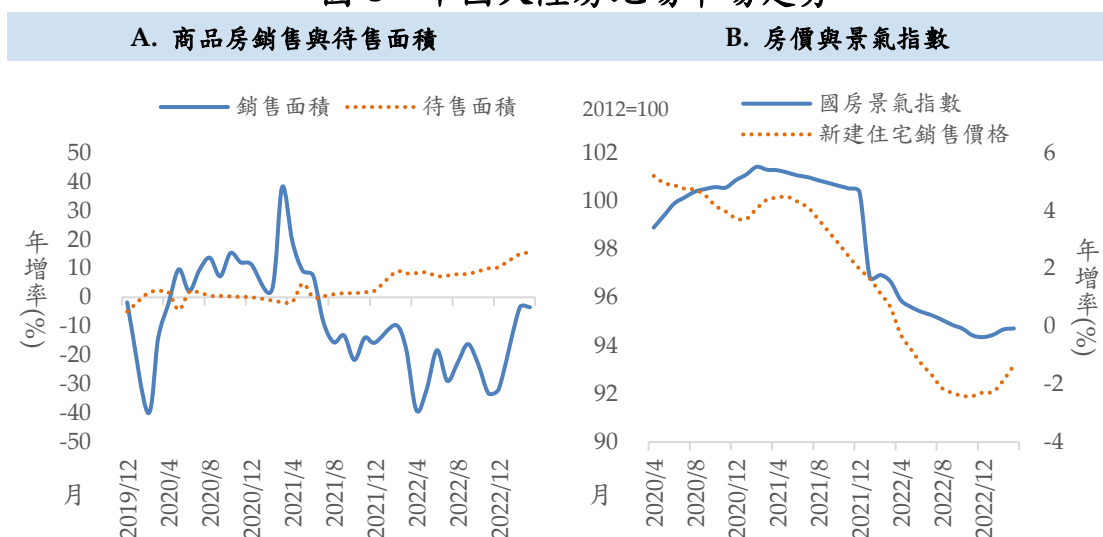
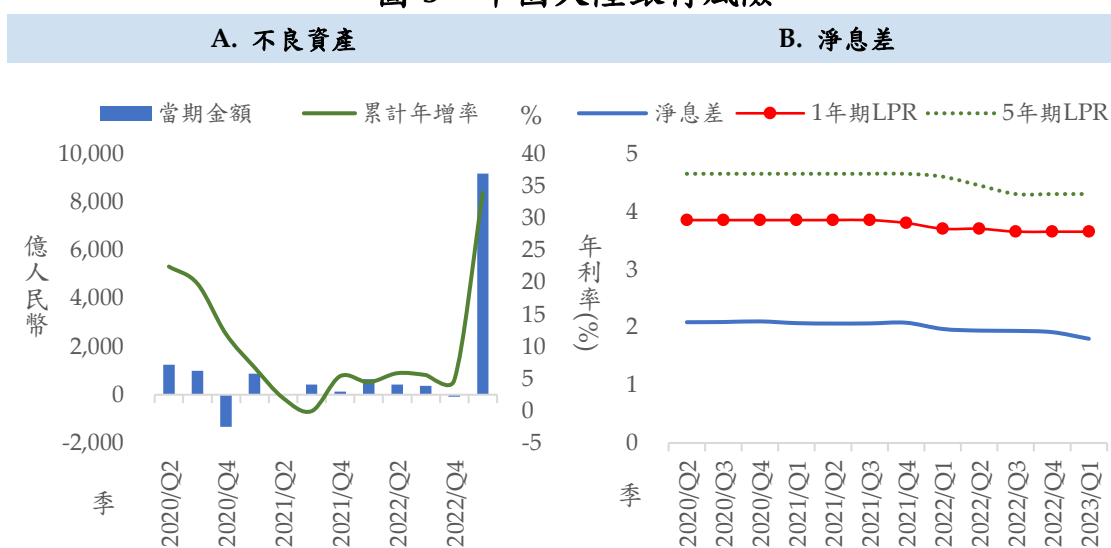


圖 9：中國大陸銀行風險



#### (四) 結語

今年中國大陸經濟可望復甦，惟反彈力道將不如前年。究其原因，美中科技衝突加劇與歐美景氣衰退，預期全年出口負成長。特別是，法人機構過度樂觀期待，鬆綁房市管制以刺激經濟，低估習近平

「房住不炒」的決心。他們亦輕忽量化寬鬆衍生的風險，故實際成長可能低於市場預期。

當前中國大陸振興經濟，聚焦在去化「超額儲蓄」。對此，北京當局可能祭出房地產稅，將高淨值人士的資產，轉換為政府消費與投資。例如：前財政部長樓繼偉於3月呼籲，儘速開展房地產稅試點。自然資源部亦於4月宣布，全面施行不動產統一登記；此舉旨在為房地產稅的徵收鋪路。

其次是調降存款利率。降息的考量有二：避免實質負利率與人民幣匯率穩定。目前中國大陸陷於通貨緊縮，且美國聯邦準備理事會（Federal Reserve System, Fed）升息週期將至，顯示降息時機業已成熟。最佳例證是，4月以來逾20家中小銀行相繼下調存款產品利率。降息亦拉大淨息差，舒緩金融機構壓力。

最後尚須留意三大風險。一是地方金融監管機構改由中央派出，斷開基層政府與銀行的資金連結；但稍一不慎，恐觸發隱形債務違約。二是財政募資轉向不動產投資信託基金（real estate investment trust, REITs），預示問題將擴散到股市。三是表外資產降幅連續13個月收斂，顯示影子銀行（shadow banking）可能擴張。綜言之，中國大陸經濟機遇與挑戰交錯，後續走向仍須密切關注。