

二、中國大陸第二季經濟情勢暨未來發展觀察

中華經濟研究院第一研究所助研究員王國臣主稿

- 中國大陸消費、投資停滯，出口不振，致第二季 GDP 僅較上季成長 0.8%，經濟復甦轉弱肇因於財政與貨幣政策趨緊，CPI 趨近零成長，深陷通貨緊縮。
- 國際智庫預測中國大陸全年經濟成長率約 5.0%至 6.1%區間，但陸瀕臨僵屍經濟，喪失自我修復能力，端賴葉克膜療法(銀行融資與政府舉債)支撐，成長率雖可勉力達成目標，卻非長久之計。

中國大陸消費、投資與出口三大成長引擎相繼失速，以致第二季國內生產毛額（gross domestic product, GDP）僅較上季成長 0.8%，增速回落 1.4 個百分點。此外，上半年經濟成長率為 5.5%，亦低於市場預期 1.5 個百分點。更嚴峻的是，隨上海封城的基期效應遞減，疊加國際景氣低迷與美國管制發酵，下半年經濟復甦更趨艱難。

（一）經濟動能

中國大陸已瀕臨經濟停滯，理由是疫情動態清零加劇分配不均。上半年居民人均可支配收入為 19,672 億人民幣，高於中位數 3,279 億人民幣，較上年同期成長（年增）5.4%，愈趨右偏態，顯示貧富差距進一步拉大。西南財經大學的追蹤調查亦顯示，高所得群體的投資收益率為 4.8%，高於低所得群體 8.1 個百分點，連續兩季走擴（圖 1）。

貧富差距擴大壓抑原已疲弱的消費動能。6 月底人民幣存款餘額年增 11.0%；其中，住戶定期存款餘額年增長率，更連續 5 個月突破 2 成，顯示高所得群體消費意願低落。反之，3 月底逾期半年未償信用卡債餘額年增 6.8%，較上年同期加快 2.7 個百分點，隱含低所得群體生活困窘，只能擲節非必要開支（圖 2）。

準此，消費者信心指數（consumer confidence index, CCI）由 4 月的 82.3 點驟降至 6 月的 69.1 點，民眾看淡消費前景。實際情況亦然，社會消費品零售總額年增率，由 4 月的 18.4%暴落到 6 月的 3.1%。6 月消費者物價指數（consumer price index, CPI）趨近零成長；生產者物價指數

(product price index, PPI) 更連續 9 個月負成長。綜言之，中國大陸已深陷通貨緊縮 (deflation) (圖 3)。

更麻煩的是，全球景氣低迷與去庫存，疊加先進國家科技管制緊縮，重創中國大陸外貿。如圖 4 所示，6 月進出口聯袂收黑，分別年減 12.4% 與 6.8%；其中，高新技術產品進出口，分別年減 16.8% 與 10.4%；高新技術產品進口的衰退時間，早於出口 5 個月，且進口依舊負成長，預示該產品出口將持續衰退。易言之，今年外貿難以支撐經濟成長。

消費不振與外需頹靡，加劇廠商經營困境。前 5 個月，規模以上工業企業利潤年減 18.8%，連續 10 個月負成長。虧損更連續 17 個月兩位數成長。經濟蕭條削減投資意願。上半年民間投資年減 0.2%，外人直接投資 (foreign direct investment, FDI) 亦衰退 2.7%；國有企業投資年增率更連續 4 個月放緩，顯示政府投資也逼近極限 (圖 5)。

圖 1 貧富差距 (2020 年第 3 季至 2023 年第 2 季)

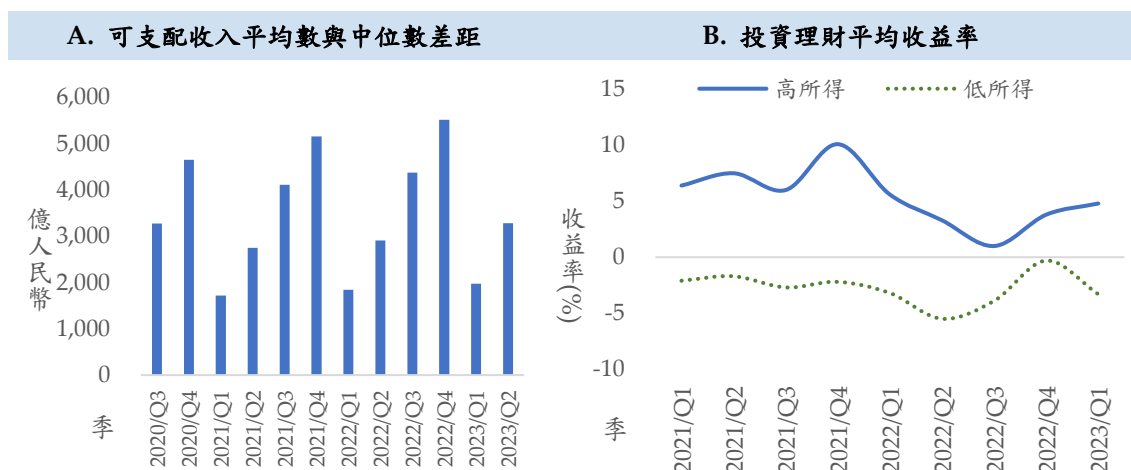


圖 2 民眾存款與債務 (2020 年 7 月至 2023 年 6 月)

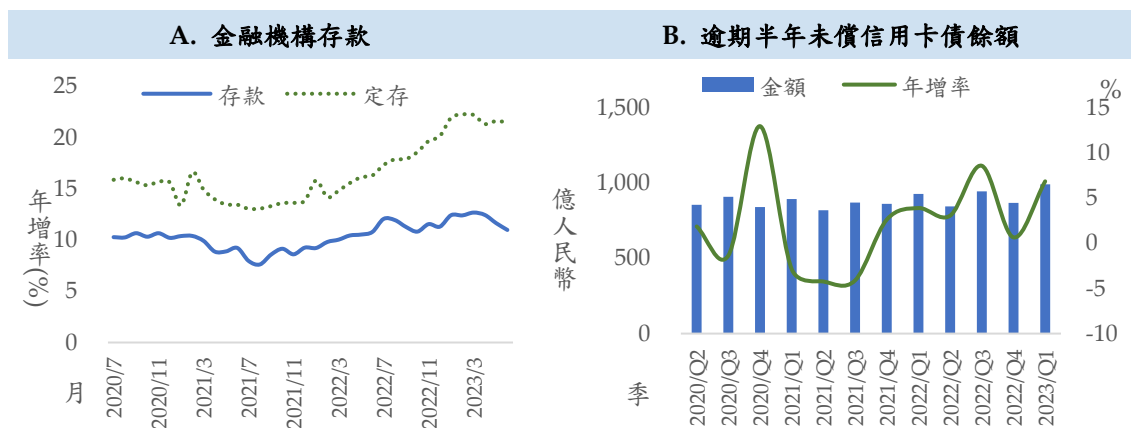


圖 3 消費動能 (2020 年 4 月至 2023 年 6 月)

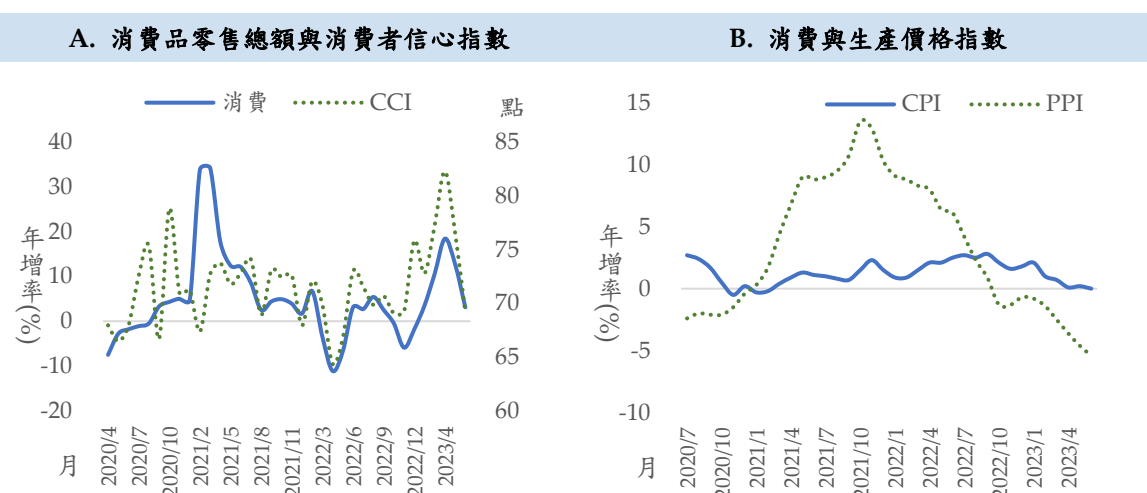


圖 4 進出口情勢 (2020 年 6 月至 2023 年 6 月)

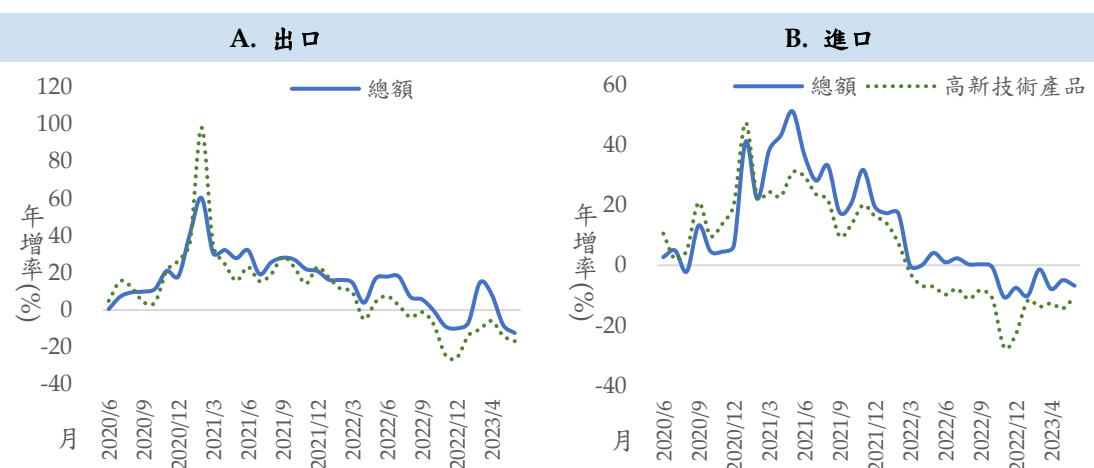
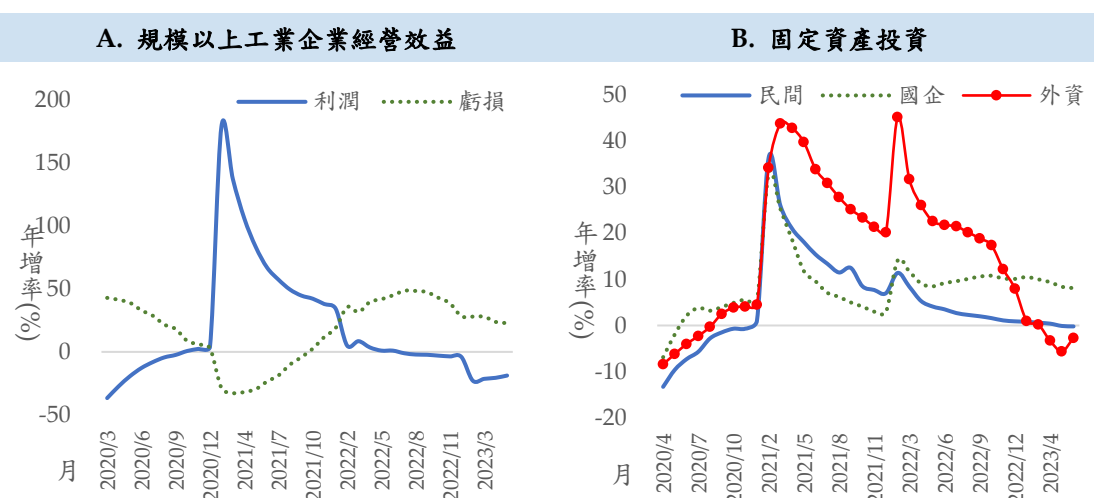


圖 5 企業經營效益與投資動能 (2020 年 7 月至 2023 年 6 月)



（二）政策走向

第 2 季公開市場操作淨回收 1,411 億人民幣；其中減持 3,179 億人民幣的地方政府融資平臺（local government financing vehicles, LGFV）--城市投資建設公司債券（城投債）；整個貨幣當局縮表 2,944 億人民幣。反之，第 1 季公開市場操作淨投放 511 億人民幣；其中增持城投債 3,496 億人民幣；貨幣當局擴表 4,233 億人民幣。綜言之，貨幣政策轉趨緊縮（見圖 6）。

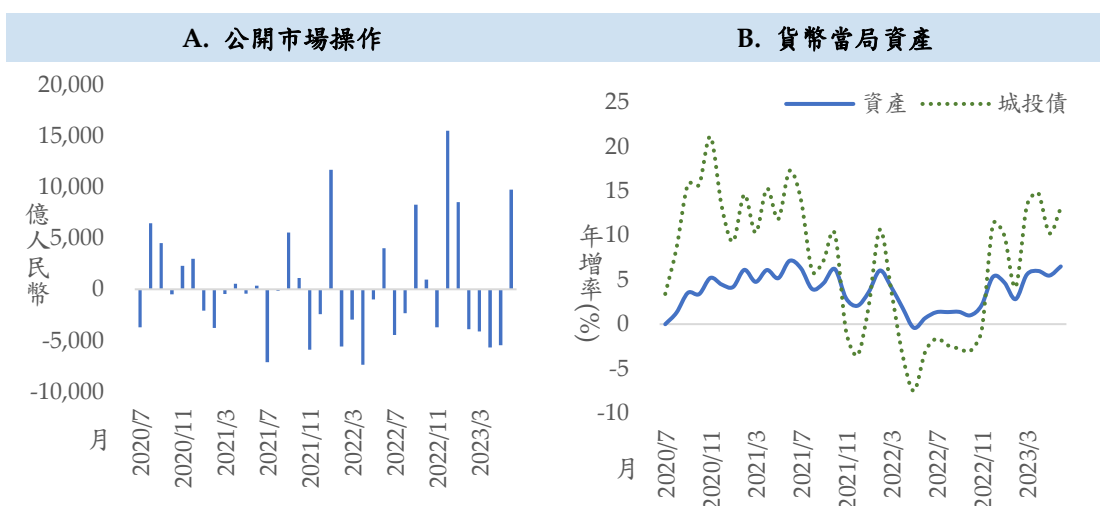
結構性貨幣政策工具亦轉趨緊縮。人民銀行於 2023 年再增加房地產企業紓困專項再貸款、租賃住房貸款支持計畫，總額度提高到 54,150 億人民幣。惟實際運用 49,050 億人民幣，較上年底縮減 1,891 億人民幣；其中，僅普惠小型微利企業貸款減息支援工具增加 269 億人民幣、支農再貸款增加 44 億人民幣，其餘項目皆呈現不同程度的萎縮。

隨動態清零結束，中國大陸開始縮減留抵退稅與相關補貼，故上半年全國財政收入年增 13.3%，財政支出僅年增 3.9%；收支相抵，財政赤字年減 37.9%。地方政府舉債亦相應下降 16.8%。目前只有城投債持續擴張，年增 16.2%；惟第 2 季發行 14,454 億人民幣，較上季縮減 1,752 億人民幣。易言之，財政政策擴張速度也明顯放緩（見圖 7）。

尤其值得注意的是，貨幣與財政政策衝突日趨明顯。為紓解地方償債壓力，10 年期國債殖利率由 1 月 28 日的 2.93%，下降至 6 月 30 日的 2.64%。美中國債殖利率順勢拉大到 6 月底的 1.17 個百分點。受此影響，人民幣兌美元即期匯率持續走低，6 月底收在 7.2258，較上年同期重貶 7.7%。對此，國有銀行已大量拋售美元，維繫外匯穩定（見圖 8）。

此外，6 月底計 118 家城投企業逾期承兌商業匯票，涉案金額達 87 億人民幣。準此，金融機構大量融資地方政府，惟人民銀行消極承購城投債，造成上海銀行間同業隔夜拆款利率（shanghai interbank offered rate, Shibor）數度破 2% 的重貼現率，凸顯流動性緊縮。甚者，3 月底不良資產（non-performing loan, NPL）餘額驟增 7.0%，銀行風險急遽拉升（見圖 9）。

圖 6 貨幣政策操作 (2020 年 7 月至 2023 年 6 月)



說明：人民銀行持有城投債餘額，等於對其他存款性公司債權。

圖 7 財政政策操作 (2020 年 7 月至 2023 年 6 月)

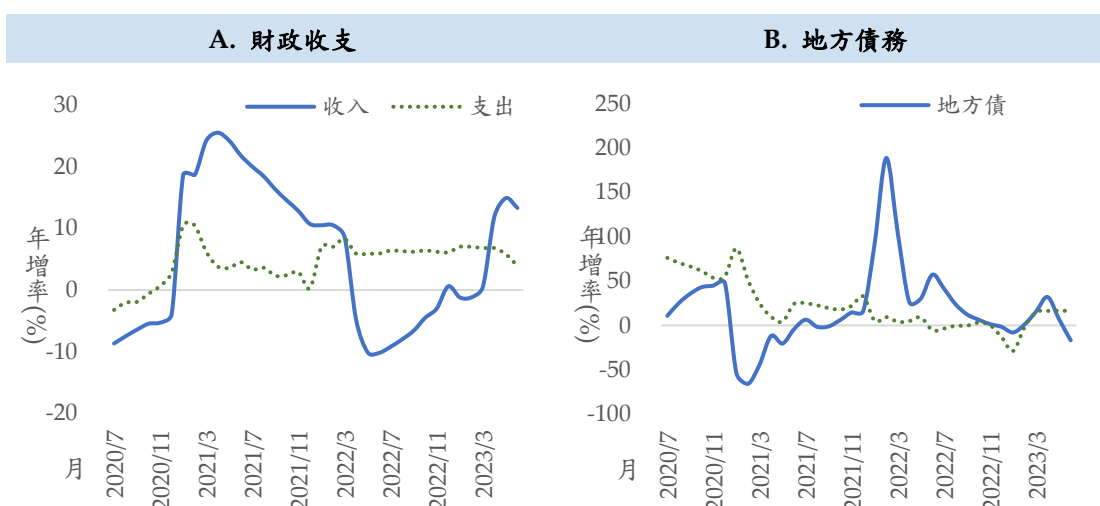


圖 8 美中國債利差與人民幣匯率 (2023 年 7 月至 2023 年 6 月)

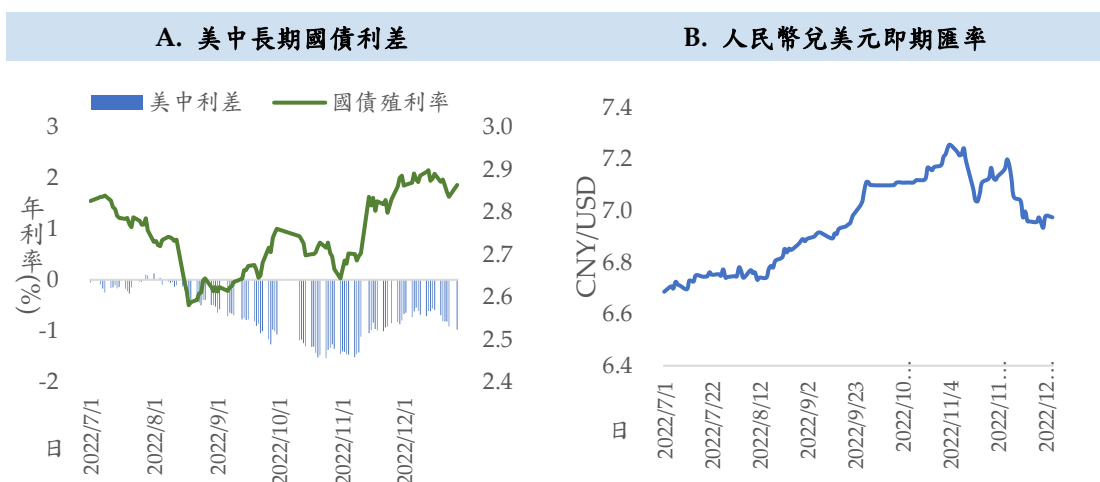


圖 9 銀行風險（2020 年 6 月至 2023 年 6 月）



（三）經濟前瞻

第二季復甦轉弱，主要肇因於財政與貨幣政策趨緊；故隨下半年政策力度加大，經濟可望回穩，且只要下半年經濟成長率能維持 4.5%，即可達到 5% 的官方預期目標。具體而言，20 家國際組織、智庫與法人的預測，全年經濟成長率落在 5.0% 至 6.1% 區間，平均為 5.4%，與上季持平。其中，9 家機構上調，4 家維持前次判斷，7 家下修（見表 1）。

進一步而言，後續政策操作有四：一是降準。目前存款準備金率加權平均 7.6%，距離歷史低位還有 0.6% 的調降空間。若以近期降幅 0.25 個百分點衡量，尚可操作兩次，估計釋放 1.4 兆人民幣的長期資金。二是降息。1 年期貸款市場報價利率（loan prime rate, LPR）與存款利率具連動機制，且存款利率需高於 1.0% 通貨膨脹率的假定，故 1 年期 LPR 最多可再調降 0.05 個百分點至 3.50%。

第三，人民銀行將更積極使用結構性貨幣政策工具，並搭配公開市場操作，投放貨幣。最後，下半年預算赤字尚餘 24,110 億人民幣，加上 16,279 億人民幣的專項債額度，再加上提前發行來年的專項債，約略為 22,800 億人民幣，合計 53,155 億人民幣。若上述財政操作仍不足以提振經濟，北京當局還可能祭出 1 兆人民幣的特別國債。此外，仍須警惕開徵房地產稅。

綜合上述，中國大陸瀕臨僵屍經濟，喪失自我修復能力。目前端賴

葉克膜（extra-corporeal membrane oxygenation, ECMO）療法--銀行融資與政府舉債。北京當局尚持續調降國債利率，減輕地方政府負擔；惟此拉大美中利率差距，迫使人民幣持續走貶。特別是，地方財政困窘與匯率對沖，恐嚴重衝擊銀行營運。故儘管今年經濟成長率可勉力達成官方目標，卻非長久之計。

表 1 中國大陸經濟成長率預期

項目類別	預測時間	預測值	修正幅度
經濟學人智庫（EIU）	6/12	6.1	0.4
摩根士丹利（Morgan Stanley）	6/13	5.7	0.0
世界銀行（World Bank）	6/6	5.6	0.5
IHS Markit	6/15	5.5	0.2
路透社（Reuters）	7/13	5.5	0.1
日本經濟新聞社（Nikkei）	7/7	5.5	0.1
摩根大通（Morgan Chase）	6/16	5.5	-0.1
花旗銀行（Citibank）	6/4	5.5	-0.2
彭博社（Bloomberg）	5/26	5.5	-0.3
聯合國經濟和社會事務部（ECOSOC）	6/7	5.4	0.6
經濟合作暨發展組織（OECD）	6/1	5.4	0.1
高盛（Goldman Sachs）	6/19	5.4	-0.6
巴克萊銀行（Barclays）	6/16	5.3	0.0
惠譽（Fitch）	5/8	5.2	0.0
標準普爾（Standard & Poor's）	6/27	5.2	-0.3
瑞士聯合銀行（UBS）	6/16	5.2	-0.5
荷蘭國際銀行（ING）	7/10	5.1	0.1
野村（Nomura）	6/16	5.1	-0.2
牛津經濟（Oxford Economics）	4/18	5.0	0.5
穆迪（Moody's）	5/23	5.0	0.0
平均		5.4	0.0

說明：ECOSOC = United Nations Economic and Social Council；EIU= Economist Intelligence Unit；ING= Internationale Nederlanden Groep；Nikkei= Nihon keizai shinbun；OECD= Organization for Economic Cooperation and Development；UBS= United Bank of Switzerland。