

二、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

- 中共強調發展與增長，明年經濟成長率目標或設定在 5.0 至 5.5%，首重擴大內需；財政赤字率或提升到 3.5%，財政貼息取代減稅降費，貨幣政策續寬鬆，並形成目標科技攻關的新型舉國體制。
- 監管風暴暫歇，惟國進民退隱憂仍存；著力化解房地產價格泡沫、銀行危機、地方政府債務與財政懸崖、社會風險與政策不確定性等五個主要經濟風險。

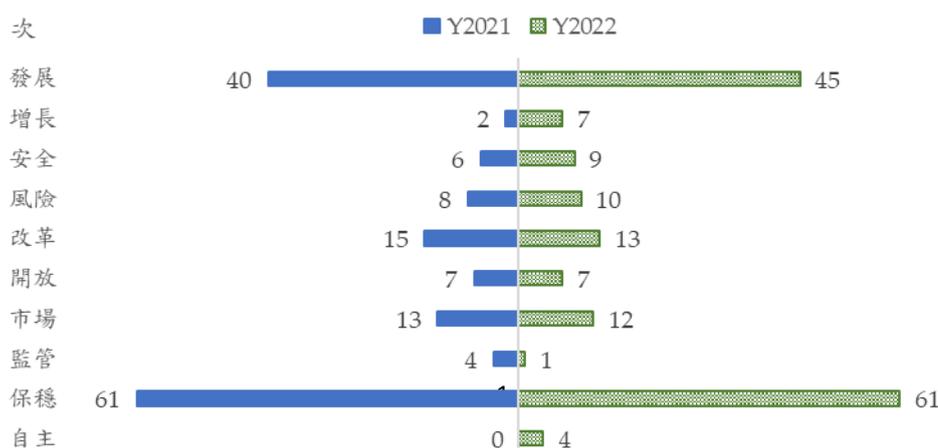
（一）前言

中共中央經濟工作會議（以下簡稱本次會議）於 2022 年 12 月 15 日在北京召開，因為習近平正式邁入第三屆總書記任期，及一週前疫情動態清零措施無預警退場，本次會議備受關注。據此，本文旨在梳理會議公報，輔以相關統計數據與專家觀點，蠡測 2023 年中國大陸經濟政策走向。

（二）經濟目標

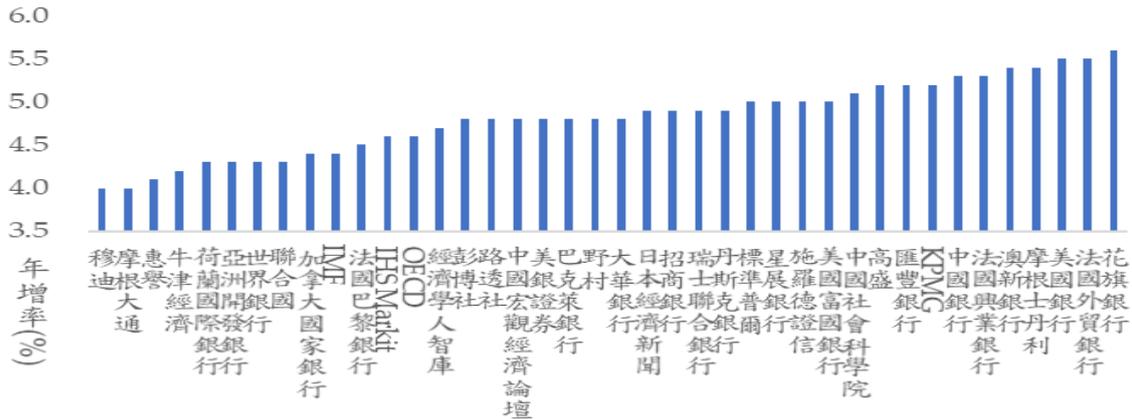
本次會議公報全長 4,708 字，較上年增加（年增）1.8%。如圖 1 所示，北京當局首要關注保與穩，兩者共出現 61 次，與上年相同。惟經濟目標由保就業、民生與市場主體，轉向穩增長、就業與物價。國內生產毛額（gross domestic product, GDP）再度掛帥，影響所及，發展與增長合計出現 52 次，增加 23.8%；此為本次會議的新意之一。

圖 1：中共中央經濟工作會議關鍵詞比較



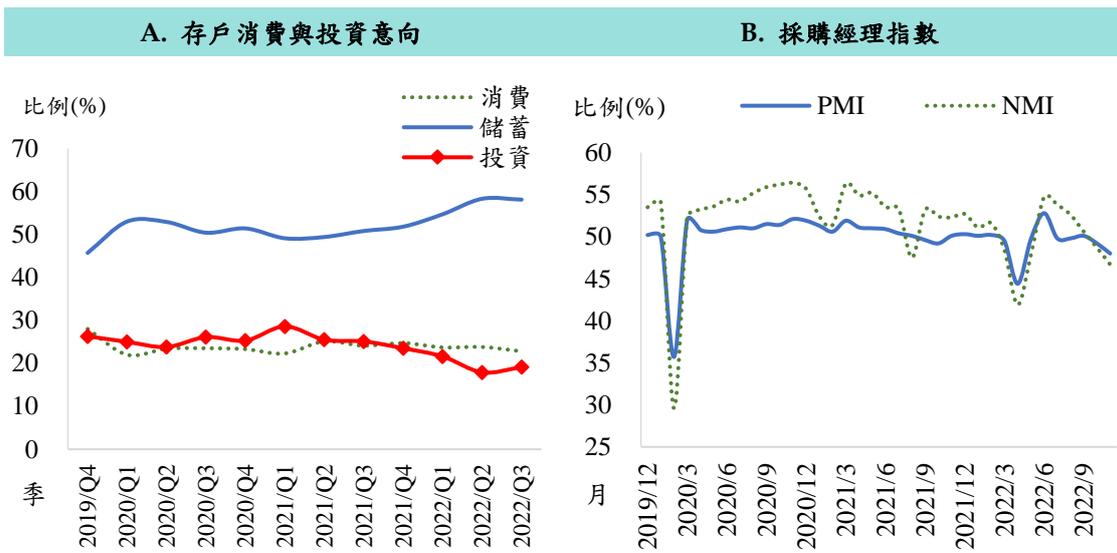
同時，本次會議預期，2023 年經濟有望總體回升；這符合市場的普遍見解。如圖 2 所示，40 家國際組織、跨國銀行、投顧與智庫預測，2023 年中國大陸經濟成長率介於 4.0% 至 5.6%，平均 4.8%，較 2022 年預期的 3.1%，大幅調升 1.7 個百分點。據此，國務院很可能將全年經濟成長率目標值設定在 5.0%，甚至上看 5.5%。

圖 2：中國大陸 2023 年經濟成長率預期



惟中國大陸經濟反彈端賴基期偏低，非動能復甦。2022 年第 3 季，高達 58.1% 的民眾傾向更多儲蓄，較上年同期竄升 7.3 個百分點；預防性儲蓄抑制消費與投資意願。實際情況亦然，製造業與非製造業採購經理指數 (purchasing managers index, PMI)，分別由 6 月的 52.8% 與 51.7%，降至 11 月的 48.0% 與 46.7%，且皆陷於緊縮區間 (見圖 3)。

圖 3：中國大陸經濟動能



故本次會議坦言，中國大陸依舊面臨需求收縮、供給衝擊與預期轉弱，工作重點更由上年的改善民生，轉向提振市場信心，顯示流動性陷阱（liquidity trap）躍升為當前經濟最大挑戰。準此，首要任務為擴大內需，其中尤以刺激消費最為關鍵。擴大內需再結合供給側結構性改革—消費帶動投資，穩固內循環。

（三）財政與貨幣政策

中國大陸財政政策為積極且加力提效，較上年的提升效能更為擴張。由此推斷，中央財政赤字率很可能由 2022 年的 2.8% 提升到 3.0%，甚至拉升到 3.5%，藉此加大移轉支付，維繫地方財政永續性（fiscal sustainability）。同時，地方政府專項債提前撥款額度高於上年，故預判全年發行規模達 4.4 兆人民幣，年成長率逼近兩成（18.9%）。

惟本次會議未提及減稅降費，顯示 2008 年以來的結構性減稅或暫告段落。取而代之的是財政貼息，即政府補貼貸款利差。例如：人民銀行與銀行保險監督管理委員會，於 2022 年 11 月聯合發布《深圳市 2022 年首貸戶貸款貼息項目實施細則》，給予小型微利企業首次貸款 2% 的貼息；北京與黑龍江亦隨之跟進。

貨幣政策也從穩健且靈活適度，轉向精準有力，標誌公開市場操作更趨寬鬆。存款準備金率則逼近歷史低點（7%），後續僅剩 4 碼的調降空間。故降息將成為政策主軸，含括貸款市場報價利率（loan prime rate, LPR）與重貼現率，甚至 7 年未動的存貸款利率。降息將誘發貶值，故本次會議強調人民幣匯率穩定。

（四）產業政策

本次會議宣告，中國大陸正式邁入新型舉國體制—中央政府、大型國有企業與國家實驗室組成的三位一體生態系；居中關鍵為航天軍工系，其囊括 14 名本屆中共中央委員，含括原國務院國有資產監督管理委員會主任郝鵬（「二十大」後轉任遼寧省委書記）、工業和信息化部長金壯龍與教育部長懷進鵬，原陝西省委書記劉國中和原遼寧省委

書記張國清更預計接掌國務院副總理。

新型舉國體制的核心任務為攻克關鍵技術，聚焦新能源、人工智慧（artificial intelligence, AI）、生物製造（biological manufacturing）、綠色低碳（low-carbon）與量子計算（quantum computer）技術研發與應用。值得關注的是，美國總統拜登（Joe Biden）於 2022 年 9 月亦啟動《國家生技及生物製造倡議》（*National Biotechnology and Biomanufacturing Initiative*），預示美中科技戰將由半導體延燒到生技領域。

最後，本次會議雖重申大眾創業與萬眾創新（雙創），但刪除創新驅動發展；取而代之的是，高科技人才的培育與引進。特別是時隔 32 個月，北京當局再度提及進口替代，指示積極擴大進口先進技術、重要設備與能源資源。綜言之，中國大陸優先補強產業鏈薄弱環節，暫緩產業創新。

（五）企業政策

企業政策為本次會議公報更動幅度較大之處，尤其表現在兩個方面。一是重點關注外人直接投資（foreign direct investment, FDI）。疫情動態清零政策，導致 55% 的韓商、52% 的美商、23% 的歐商與 14% 的日商，推遲或縮減對中國大陸投資。故北京當局希冀落實國民待遇、擴大市場准入與改善營商環境，穩固在陸外資。

二是監管風暴暫歇。上次會議框列一連串管制措施，舉凡設置資本紅綠燈、加強反壟斷與反不正當競爭，以及能源消耗總量與強度控制；本次會議則縮減至數位經濟的常態化監理，且也未提及共同富裕，僅概述引導社會力量增加多元供給，顯示第三次分配——企業慈善與公益事業的立法將明顯放緩。

須說明的是，本次會議雖重申兩個毫不動搖——毫不動搖鞏固和發展公有制經濟，且毫不動搖支持與引導非公有制經濟發展，並特別花費 96 個字鼓勵民營經濟，實屬罕見。惟北京當局持續推動企業設立黨組、國有企業混合所有制改革，以及政府 1% 持股，故恐難消除「國進民退」的疑慮。

（六）經濟風險

管控經濟風險睽違 7 年再度擠進重點工作，又中共第二十次全國代表大會政治報告與本次會議，皆強調加強黨中央對金融工作集中統一領導，顯示習近平對金融情勢的高度擔憂。當前經濟風險主要有五：房地產價格泡沫、銀行危機、地方政府債務與財政懸崖、社會風險與政策不確定性。

1. 房地產價格泡沫

本次會議要求滿足房地產業的合理融資需求，標誌三道紅線——剔除預收款的資產負債率、淨負債率，以及現金與短期債務比率分別低於 70%、100% 與 1 倍的正式退場；後續工作將轉向違法炒作。惟最大疑問是，北京當局如何界定優質頭部房企，並化解其違約風險？此成為後續觀察重點。

2. 銀行危機

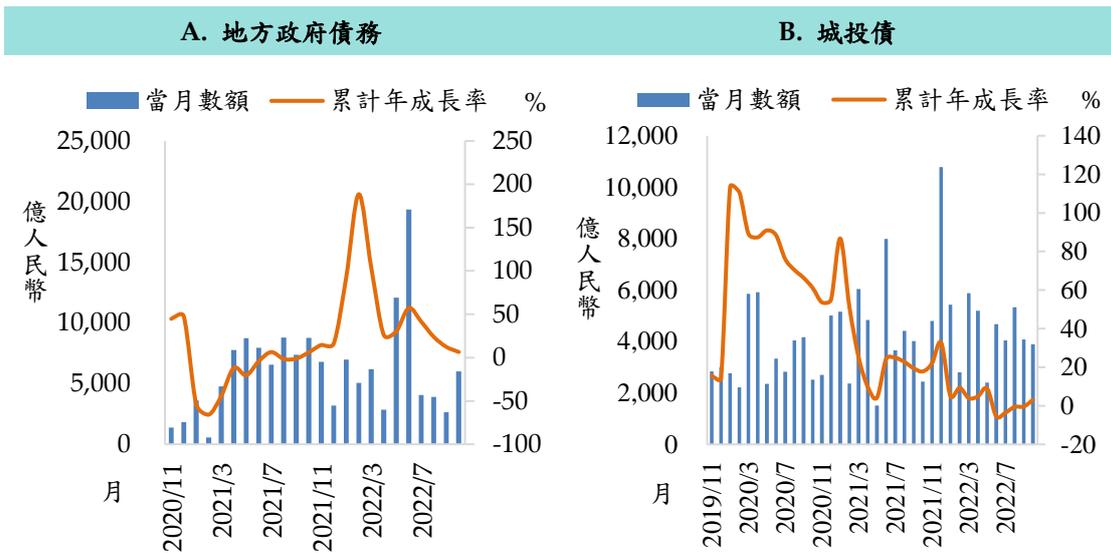
中國人民銀行的壓力測試結果顯示，103 家村鎮銀行與 186 家農合組織——農村商業銀行、農村信用社與農村合作銀行被評級為高風險，且集中於遼寧、甘肅、內蒙古與河南。更麻煩的是，隨 19 兆人民幣的紓困貸款展延到期，村鎮銀行或將掀起新一波擠兌潮，故本次會議點名防止形成區域性金融風險。

3. 地方政府債務風險與財政懸崖

中國大陸地方政府債務急遽膨脹。如圖 4 所示，2022 年前 10 個月，地方政府舉債 69,122 億人民幣，較疫情爆發前（2019 年同期）暴增 61.5%。不僅如此，地方政府融資平臺（local government financing vehicles, LGFV）於前 11 個月，尚發行 43,727 億人民幣的城市投資建設公司債券（城投債）。故本次會議再三示警地方政府債務風險。

雪上加霜的是，中國大陸地方政府迫近財政懸崖。債務餘額占全年財政收入（債務率）的比率為 135.1%，超出警戒線 15.1 個百分點。還本付息額占全年財政收入的比率（償債率），距離 20% 的警戒值亦僅剩 4.9 個百分點；這尚未考量 14 兆人民幣的城投債餘額。因此我們可以理解中央加大對地方移轉支付的用意。

圖 4：中國大陸地方政府各項債務



中國大陸中央政府財源則仰賴債務貨幣化 (debt monetization, 又稱為財政赤字貨幣化 financial deficit monetization)。例如：財政部於 2022 年 12 月 9 日緊急加發 7,500 億人民幣的特別國債。人民銀行於三日後旋即從公開市場一級交易商承購全部特別國債。這體現本次會議強調的政策協調，惟此舉將導致貨幣超發與匯率貶值。

4. 社會風險

2022 年 11 月底，中國大陸城鎮調查失業率為 5.7%，高於政府預期目標 0.2 個百分點。31 大城市調查失業率為 6.7%，又高於全國水準 1.0 個百分點，顯示一線城市的失業問題較為嚴峻。甚者，16-24 歲青年失業率更高達兩位數 (17.1%)。對此，本次會議指出落實就業優先政策，尤其關注青年與大專院校高校畢業生 (見圖 5)。

本次會議也擔憂物價走勢。受到疫情阻斷全球供應鏈的影響，中國大陸生產者物價指數 (producer price index, PPI) 年增率於 2021 年 10 月竄升到 13.5%。PPI 與傳遞到消費者物價指數 (consumer price index, CPI) 需要六個月至一年，故兩者於 2022 年 8 月已出現交叉。惟礙於買氣低迷，廠商難以轉嫁全部的生產成本，故通貨膨脹率不致飆破 3.5%。

疫情亦拉大中國大陸貧富差距。2022 年前三季，全國居民可支配收入平均數高於中位數 4,373 人民幣，年增 6.5%，右偏態愈趨明

顯，顯示所得分配進一步惡化。特別是，中低收入戶所得萎縮疊加物價走揚，加劇生活困難。故本次會議的鄉村工作重點，由城鎮化轉向防止規模性返貧（見圖 6）。

圖 5：中國大陸城鎮調查失業率

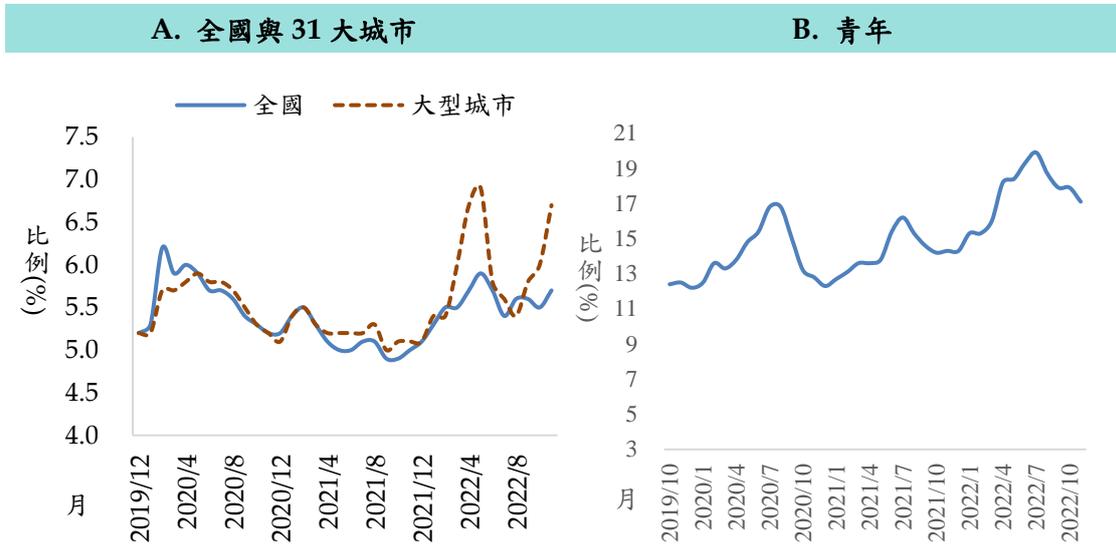
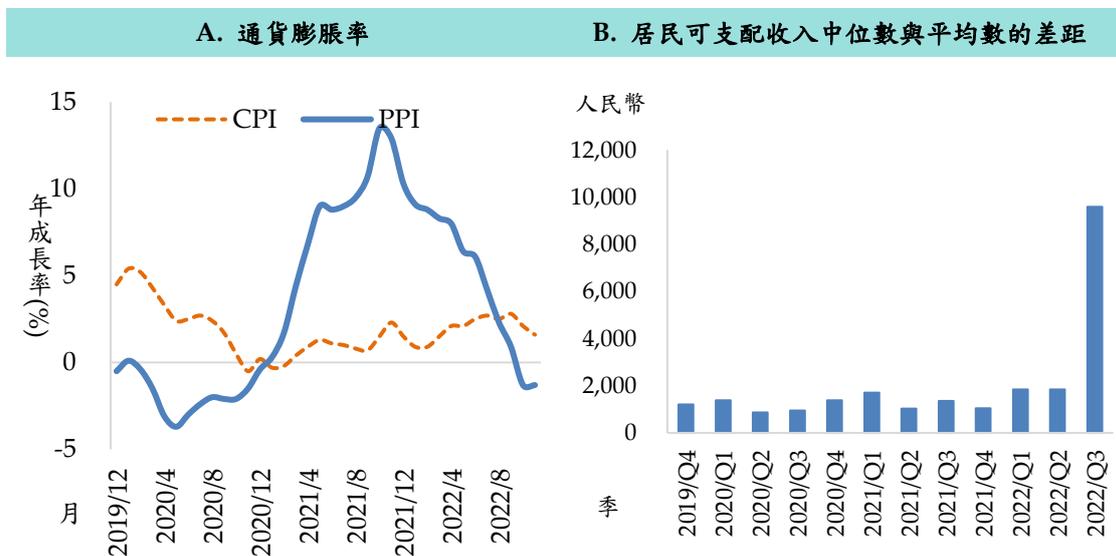


圖 6：中國大陸社會風險



5. 政策不確定性

本次會議要求，中國大陸各級政府應兼顧疫情防控與社經發展、發展與安全、國內外循環、當前情勢與長遠規劃，以及品質提升與產量成長，幹部的思想與行動還須與習近平為核心的黨中央保持高度一致。影響所及，官員疲於揣摩上意，加劇政策擺盪幅度。疫情的封控

與鬆綁即是最佳例證。

與之相關的是，本次會議僅概略提及，共建「一帶一路」高質量發展。惟沿線國家相繼爆發債務違約，衝擊中國大陸原已沉重的財政負擔。若北京當局無繼續馳援，則受援國恐轉投歐美陣營—重建更好世界(Build Back Better World, B3W)，並強制徵收中方基礎設施。很顯然，「帶路」戰略已陷入進退維谷的窘境。

(七) 結語

本次中共中央經濟工作會議揭櫫，中國大陸經濟可望谷底反彈，惟處境依舊艱困。成長動能的全面萎縮，讓諸多沉痾已久的問題愈趨嚴重，舉凡房地產價格泡沫、村鎮銀行擠兌、地方政府債務膨脹，以及貧富差距拉大；目前再新增停滯性通貨膨脹(stagflation)。北京當局深陷中等收入陷阱(middle income trap)。

展望未來，政策的不確定性與極端化，將制約中國大陸經濟。例如：彭博社(Bloomberg)預估，每日確診人數將由12月的100萬暴增至2023年3月的420萬。疫情肆虐恐催生新型變種病毒，甚至拖垮醫療體系。對此，習近平祭出愛國衛生運動，後續是否演變為另類動態清零？值得追蹤關注。綜言之，運動式治理將層出不窮，以致經濟籠罩陰霾。