

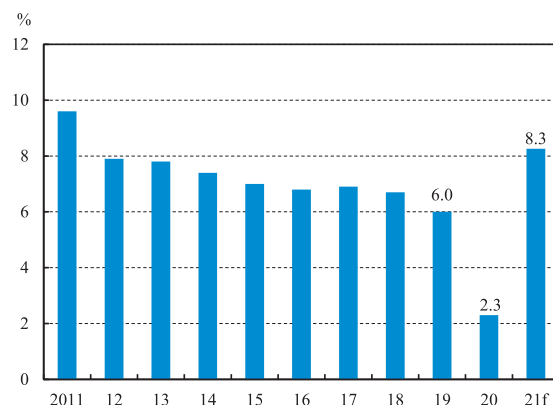
(二) 中國大陸經濟金融情勢

1. 隨疫情趨緩，經濟成長逐步回升

2020年初中國大陸爆發新冠肺炎疫情，重創經濟成長動能，第1季經濟大幅衰退6.8%，其後隨疫情趨緩，各地陸續解封並恢復生產，經濟逐步回穩⁴⁰，全年經濟成長率為2.3%(圖2-14)，較上年大幅縮減3.7個百分點，創改革開放以來最低水準。

展望2021年，在疫情有效控制下，景氣將加速復甦，加以上年基期較低，IHS Markit預測中國大陸全年經濟成長率將大幅回升至8.3%(圖2-14)。近期中國大陸政府提出「十四五規劃」，積極進行經濟結構轉型，並運用內、外「雙循環」模式⁴¹減緩經濟下行壓力，惟美國持續加強對其制裁並施壓⁴²，中國大陸經濟前景恐仍面臨嚴峻挑戰，值得密切關注。

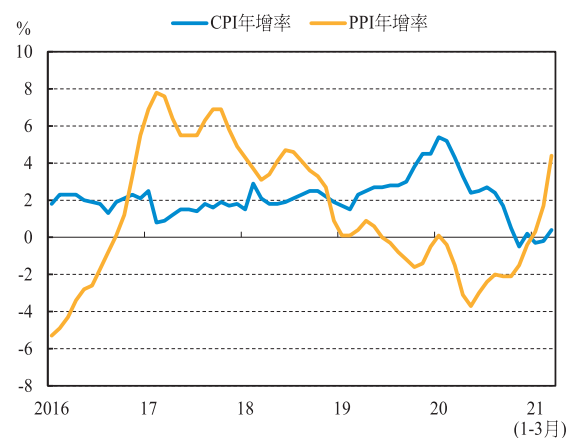
圖 2-14 中國大陸經濟成長率



註：2021f係IHS Markit預測值。

資料來源：中國國家統計局、IHS Markit (2021/5/15)。

圖 2-15 中國大陸通貨膨脹率



資料來源：中國國家統計局。

2. 消費者物價持續走跌，生產者物價走跌後反升，房價漲幅趨緩

2020年中國大陸因食物類價格漲勢趨緩，全年CPI年增率較上年下降0.4個百分點至2.5%，惟仍高於主要經濟體。2021年1-2月CPI年增率由正轉負，3月

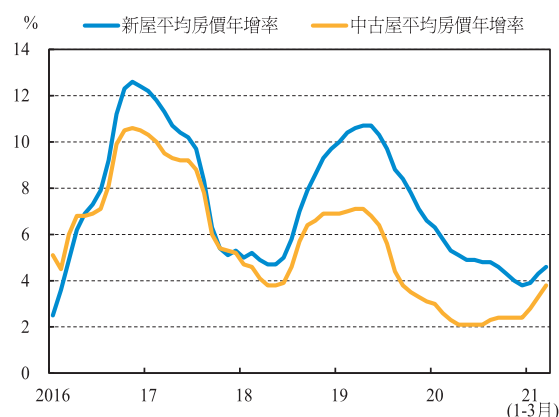
⁴⁰ 依中國大陸國家統計局統計，2020年第2、3季經濟成長年增率分別上升為3.2%及4.9%，第4季進一步攀升至6.5%，逐漸恢復至疫情前之水準。

⁴¹ 亦即透過強化國內供應鏈形成「內循環」，以及對外開放積極參與國際產業鏈生產，與國際市場連結形成「外循環」，以實現雙循環良性互動。

⁴² 美國總統拜登上台後，延續前總統川普對抗路線，例如持續制裁中國大陸企業及課徵關稅，並強化「印太戰略聯盟」及深化與傳統盟國關係，均將中國大陸設想為主要競爭對象甚至是假想敵。

則因能源價格上漲略回升至0.4%(圖2-15)，IHS Markit預測全年CPI年增率續降至1.8%，顯示民間消費動能仍弱。此外，受疫情衝擊，2020年上半年生產者物價指數(producer price index, PPI)年增率大幅下滑，下半年隨各地恢復生產及原物料成本上漲帶動而跌幅趨緩，全年較上年下降1.5個百分點至-1.8%；2021年初PPI年增率由負轉正，3月攀升至4.4%之近期高點(圖2-15)。

圖 2-16 中國大陸70大城平均房價年增率



資料來源：Refinitiv Datastream。

房市方面，2020年初受疫情蔓延及實施封城影響，上半年房市交易量明顯萎縮，房價漲幅趨緩，但在中國人民銀行(簡稱中國人行)擴大貨幣寬鬆效應下，誘發投機性買盤，帶動下半年房價逐步回升(圖2-16)。鑑於房地產市場有日益金融化及泡沫化現象，為威脅金融體系的潛在重大風險⁴³，2020年12月起中國大陸政府陸續推出強化銀行不動產貸款之監理措施⁴⁴，包括規範銀行承做不動產貸款之集中度上限，以及嚴禁消費貸款及營運週轉金貸款資金流入房地產等，以降低房市泡沫風險。

3. 貨幣政策大幅寬鬆後轉趨中性

2020年初新冠肺炎疫情引發金融市場動盪加劇，上海銀行業間隔夜拆款利率快速走升，其後中國人行透過降準、中期借貸便利操作(MLF)⁴⁵及公開市場逆回購操作等政策工具大規模釋出流動性，並調降MLF及逆回購操作利率以引導市場利率下滑，加大逆週期調節力道，隔夜拆款利率明顯回降；下半年隨疫情

⁴³ 中國大陸銀保監會主席郭樹清於2021年3月2日國務院新聞辦公室記者會表示，房地產泡沫化是金融體系最大的灰犀牛。

⁴⁴ 2020年12月中國人行及銀保監會訂定「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」，要求銀行房地產貸款及個人購屋貸款之集中度最高不得超過40%及32.5%之上限，以防範金融體系不動產貸款過度集中，降低潛在系統性金融風險。2021年3月中國銀保監會、住房和城鄉建設部及中國人行聯合發布「關於防止經營用途貸款違規流入房地產領域的通知」，進一步要求銀行確實加強房貸審查及資金管控，嚴防營運週轉金貸款資金流入房地產，主要包括：(1)加強個人房貸額度控管；(2)強化對借款人還款能力審查；及(3)嚴禁消費貸款及週轉金貸款資金挪用於購屋等。

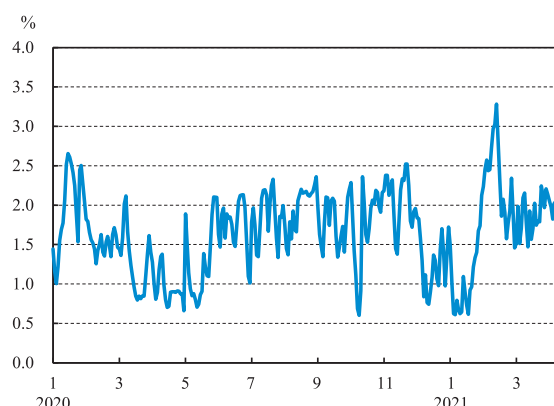
⁴⁵ 中期借貸便利操作(MLF)係指中國人行對提供合格質押品且符合總體審慎管理要求之商業及政策性銀行釋出資金，透過調節金融機構中期融資成本，引導其向實體經濟部門提供低成本資金，以降低企業融資成本。

有效控制，中國人行貨幣政策轉趨中性，僅維持金融體系合理流動性⁴⁶，隔夜拆款利率小幅走升並於區間震盪(圖2-17)。

4. 持續實施擴張性財政政策，但規模略減

為因應疫情對經濟之重大衝擊，2020年中國大陸政府積極實施擴張性財政政策，透過提高財政赤字規模及發行抗疫特別國債等，擴大消費及投資，以保就業及保民生。2021年考量經濟復甦仍具不確定性，3月上旬人大會議「政府工作報告」持續提出擴大內需方案，允許政府財政預算赤字相對GDP比率為3.2%，以及地方政府專項債務新增額度上限至3.65兆人民幣，並實施減稅降費措施，但規模均較上年略減，且不再發行抗疫特別國債，以利財政收支平衡。

圖 2-17 上海銀行業間隔夜拆款利率



註：2021年初隔夜拆款利率大幅攀升，主要係中國人行收回市場過多流動性，以抑制房地產和資產價格上漲所致。
資料來源：中國外匯交易中心暨全國銀行間同業拆借中心。

圖 2-18 中國大陸上海證券綜合股票指數



資料來源：Bloomberg。

5. 上證指數及人民幣匯率均大幅彈升

2020年初受疫情蔓延衝擊，3月間上證指數隨國際股市反轉重挫，惟第2季起因中國大陸疫情有效控制，加以放寬境外機構投資限制⁴⁷吸引外資大量湧入，上證指數大幅反彈並震盪走升，12月底收在3,473點，較去年底大漲13.87%。2021年初因美國通膨疑慮升溫，國際股市回檔修正，上證指數隨之下跌(圖2-18)。

⁴⁶ 公開市場操作資金到期多採等量續作，不再擴大貨幣寬鬆，僅運用結構性貨幣政策工具，對仍受疫情影響之部門定向加強支持。

⁴⁷ 2020年1月中國大陸已全面取消基金、期貨、證券、保險及銀行的外資持股比率限制，5月中國人行國家外匯管理局進一步發布「境外機構投資者境內證券期貨投資資金管理規定」，明確並簡化境外機構投資者境內證券期貨投資資金管理要求，並取消境外機構投資者額度限制及放寬參與金融市場。

匯市方面，2020年初國際金融市場恐慌情緒飆升引發美元指數走高，人民幣匯率急遽走貶，5月人民幣對美元匯率一度收在7.16之低點，其後隨中國大陸經濟景氣逐步回升及美中利差擴大，加以美元指數走弱引發外資持續匯入，人民幣匯率由貶轉升，12月底人民幣對美元匯率收在6.5398，全年升值6.52%。2021年初人民幣匯率持續走升，3月後因美債殖利率上揚而由升轉貶(圖2-19)。

6. 社會融資規模持續擴增，中小型金融機構之脆弱度較高

受中國人行貨幣寬鬆政策影響，2020年M2年增率由上年8.7%大幅上升1.4個百分點至10.1%，社會融資規模增量亦大幅攀升至34.9兆人民幣，主要係銀行放款、政府及企業發行之債券分別增加20.2兆人民幣、

8.3兆人民幣及4.5兆人民幣所致，表外融資則持續縮減1.3兆人民幣(圖2-20)；年底社會融資餘額為284.8兆人民幣，較上年底增加13.3%。

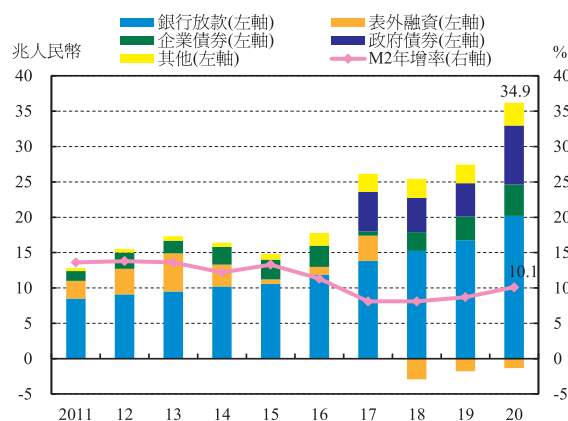
由於疫情重創實體經濟，2020年中國大陸商業銀行之不良貸款餘額⁴⁸逐季走升，第4季始回降，年底餘額仍較上年大幅增加11.93%至2.70兆人民幣，但不良貸款比率因貸款總額增幅較大而略降至1.84%(圖2-21)，其中仍以農村商業銀行之3.88%最高。若加計關注類貸款餘額3.78兆人民幣，兩者合計之有欠正常貸款

圖 2-19 人民幣對美元之匯率趨勢



資料來源：本行外匯局。

圖 2-20 中國大陸社會融資規模增量及M2年增率



註：1. 中國人行2019年9月起將「交易所企業資產擔保證券」納入「企業債券」統計；12月起將「國債」及「地方政府一般債券」納入統計，並與原有「地方政府專項債券」合併為「政府債券」，兩者均追溯至2017年。
2. 表外融資包括「委託貸款」、「信託貸款」及「未貼現銀行承兌匯票」等表外項目。

資料來源：中國人民銀行。

⁴⁸ 依據中國銀保監會規定，貸款分為正常、關注、次級、可疑及損失等5類，不良貸款係包括次級、可疑及損失等3類貸款。另關注類貸款指借款人繳息還本正常，但有信用不良紀錄，可能影響未來還款能力之貸款。

餘額及比率分別為6.48兆人民幣及4.41%，授信品質欠佳。由於民營及中小微企業融資持續面臨困難，未來紓困貸款若逐步退場，中小型金融機構之不良貸款恐進一步升高，增添金融脆弱度⁴⁹，值得密切關注。

7. 中國大陸債務持續擴增，潛在風險仍高

依據BIS統計，2020年底中國大陸非金融部門債務餘額達292.9兆人民幣，相當於GDP之289.5%(圖2-22)，較去年底大幅上升26.6個百分點，續創新高，其中企業、家庭及地方政府部門各自面臨不同債務風險：

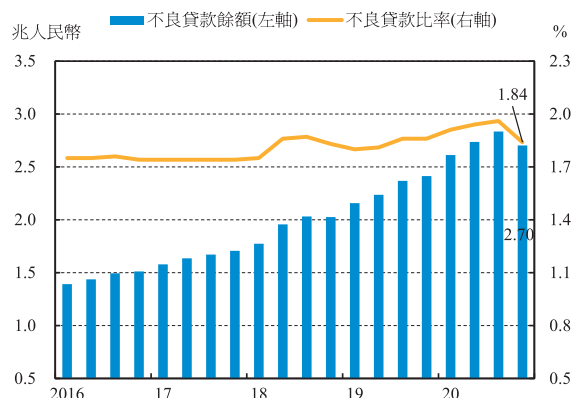
(1) 大型企業債務違約風險升高

去槓桿化首要對象之企業部門，債務持續攀升，尤其大型企業(以國企為主)股權錯綜複雜，關係企業眾多，且融資金額龐大，依據中國人行統計⁵⁰，近年大型企業之銀行融資規模逾3兆人民幣，且不良授信比率高達16%以上，債務違約風險升高，金融機構面臨資產品質下滑之壓力。

(2) 家庭部門購屋過度融資，房地產面臨泡沫化風險

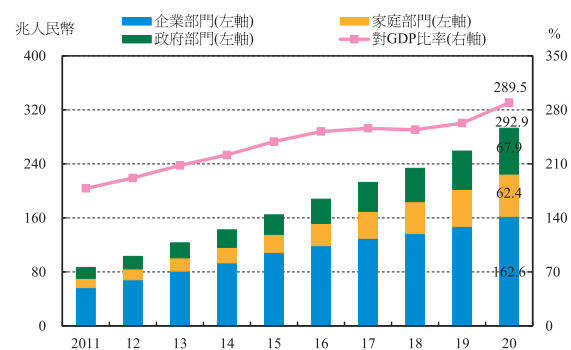
家庭部門債務以房貸占近6成為主，2020年底金融機構個人房貸餘額達34.5兆人民幣，較去年底大幅增加4.3兆人民幣或14.24%，且因市場資金相當寬鬆，部分購屋者係以個人消費性或營運週轉金貸款挹注，資金用途不符，

圖 2-21 中國大陸商業銀行不良貸款



資料來源：中國銀行保險監督管理委員會。

圖 2-22 中國大陸非金融部門債務及對GDP比率



資料來源：BIS。

⁴⁹ 依據中國人行2020年11月金融穩定報告對金融機構進行評等之結果，2019年底4,440家金融機構中有545家金融機構被列為高風險機構，比重高達12.4%，主要集中在農村中小型金融機構。

⁵⁰ 中國人行2020年11月金融穩定報告。

有過度融資之虞，加以家庭部門資產高度集中配置於房地產，房地產泡沫化風險升高。

(3) 地方政府債務之潛在風險上升

為因應經濟下行壓力，近來中國大陸政府持續擴大地方政府專項舉債額度以進行基礎建設，依據中國財政部統計，2020年底地方政府預算內債務餘額高達25.66兆人民幣，較去年底大幅增加4.35兆人民幣或20.41%，加上地方政府運用融資平台或信託等其他融資管道變相舉債，產生龐大隱性債務，未來債務還本付息壓力恐進一步上升，且近來中國大陸政府不再透過「剛性兌付」擔保其債務，再融資風險升高，地方政府債務問題益加嚴重。

(三) 2020年下半年以來主要經濟體貨幣及財政政策

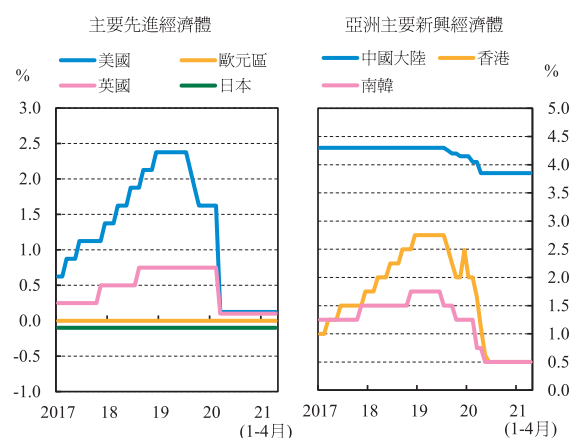
自2020年初疫情爆發以來，主要經濟體央行紛紛採取較以往更寬鬆且激進之「非傳統」政策措施以因應衝擊，其後因實體經濟尚未恢復成長動能，多數央行仍維持低利率之寬鬆貨幣政策不變，且政府持續推出大規模財政政策，以消弭實體經濟面臨之下行風險。

1. 主要經濟體多續採寬鬆貨幣政策

主要經濟體央行多維持低利率政策。其中，美國Fed於2020年3月降息共6碼後，將聯邦資金利率目標

區間維持於0.00%~0.25%，並宣布延長流動性換匯協議及維持購債規模不變。歐洲央行(ECB)考量疫情惡化及通膨未達目標，2020年以來未調整政策利率，且宣布延長再融通操作期限及擴大購債計畫規模。日本央行(BoJ)除維持負利率外，亦延長支援企業金融特別操作之實施期限。英國央行(BoE)增加公債和公司債

圖 2-23 主要經濟體政策利率



註：1. 主要先進經濟體：美國為聯邦資金利率目標區間中值，歐元區為主要再融通操作利率，英國為官方利率，日本為銀行存放央行之新增超額準備適用利率。

2. 亞洲主要新興經濟體：中國大陸為金融機構1年期貸款市場報價利率，香港為貼現窗口基本利率，南韓為基準利率。

3. 資料截至2021年4月30日。

資料來源：各國/地區央行網站。