

當前中國經濟情勢分析與可能之風險

盧世勳

一、中國總體經濟情勢分析

(一) 經濟持續恢復動能，信貸擴增過速

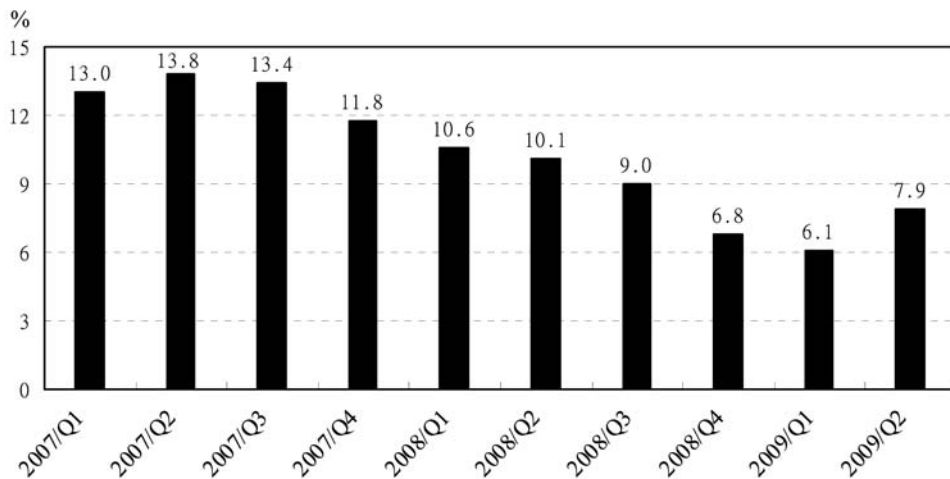
本(2009)年第2季中國經濟成長率由第1季之6.1%，躍升至7.9%，結束連續7季降溫現象(見圖1)，並高於市場預期；本年上半年經濟成長率亦達7.1%，其中，投資、消費及淨出口貢獻率分別為6.2%、3.8%及-2.9%，淨出口貢獻率自2004年以來首度轉為負(見圖2)。

本年上半年經濟成長動力主要來自投資需求，而投資需求旺盛則拜上年11月宣布實

施之振興經濟方案及寬鬆貨幣政策之賜。中國人民銀行自上年9月改採寬鬆貨幣政策以來，共四度調降存款準備率及五度降息，已營造出極度寬鬆環境。M2年增率自上年12月起開始回升，至本年4月已由上年11月低點14.8%升至26.0%，連續5個月上升，5月雖略降至25.7%，惟6月起再度攀升，7月進一步升至28.4%。

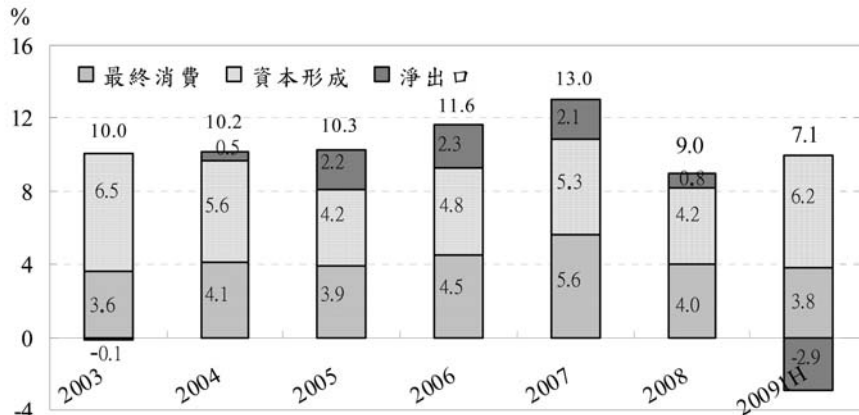
銀行放款年增率亦自上年8月之14.3%，回升至本年6月之34.4%，7月略降至33.9%

圖1 中國經濟成長率



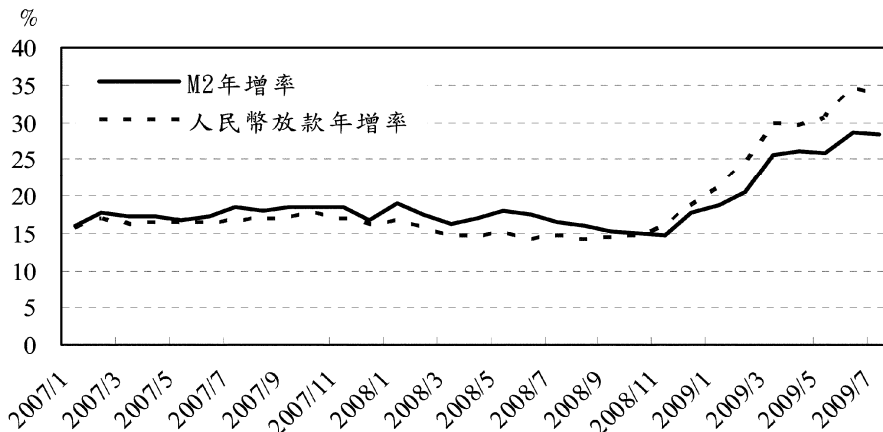
資料來源：中國統計局網站 <http://www.stats.gov.cn>

圖 2 中國 GDP 增長率中各組成分子之貢獻率
(2003 年至 2009 年上半年)



資料來源：依中國統計年鑑計算；2008年及2009年上半年數據由中國統計局發言人在記者會表示。

圖 3 中國 M2 及人民幣放款年增率



資料來源：中國人民銀行網站 <http://www.pbc.gov.cn>。

(見圖 3)。另本年 1 至 7 月人民幣新增放款為 7.73 兆人民幣，已逾全年 5 兆人民幣之目標，且較上年同期擴增 4.89 兆人民幣，顯示信貸擴增明顯過速。

(二) 投資需求旺盛，民間消費回溫，進出口則仍為疲弱

本年上半年全國固定資產投資年增率達 33.5%，較上年同期擴增 7.2 個百分點，另 1 至 7 月城鎮固定資產投資年增率高達 32.9%，較上年同期擴增 5.6 個百分點，依投資產業之分類來看，鐵路運輸、煤炭開採、電力與熱力之投資年增率分別達 126.9%、39.6%及

22.7%，顯示中國對原物料需求殷切。除了因投資而增加的進口需求之外，其中亦不乏人為炒作囤積之因素存在，使得全球原物料主要出口國之澳洲、巴西明顯受惠，進而推升國際原物料價格。其中尤以鐵砂、銅、黃豆最為明顯。

中國海關統計顯示，中國鐵砂、原油、黃豆、銅、鋁等原物料之進口量，自本年 2 月起有明顯增加的趨勢。本年 2 月以來，因中國國內多數鐵砂業者陸續關廠，加上預期未來鐵砂現貨價格上漲空間仍大，交易商囤積意願轉強，致使鐵砂進口持續攀升。

在民間消費方面，受政府大規模振興經濟方案之激勵，本年 1 至 7 月國內消費零售額年增率為 15%，與上半年持平，中國國務院於本年 6 月宣布，汽車、家電「以舊換新」政策（註 1），預計可拉升 1,000 億至 1,200 億人民幣

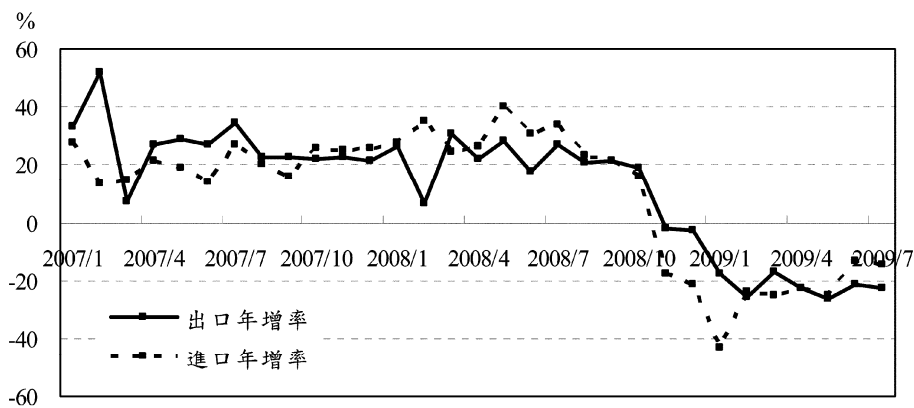
之消費需求，有助於消費零售額之提高。

至於進出口，本年 7 月進出口年增率已連續 9 個月出現負成長，（見圖 4），1 至 7 月出口減幅為 22.0%，而進口減幅更達 23.6%，主要因中國進口中間原物料加工後再出口的比重頗高，當全球對中國出口的需求減少時，中國的進口需求則更減少，因進口衰退幅度大於出口衰退幅度，致貿易順差較上年同期萎縮 13.1%。

若觀察月增率，本年 3 月進、出口月增率一度出現 19.4% 及 39.1% 之大幅成長，但 4 月起再度走緩，迨至 6 月起始再恢復明顯成長，顯示外需仍疲軟（見圖 5）。

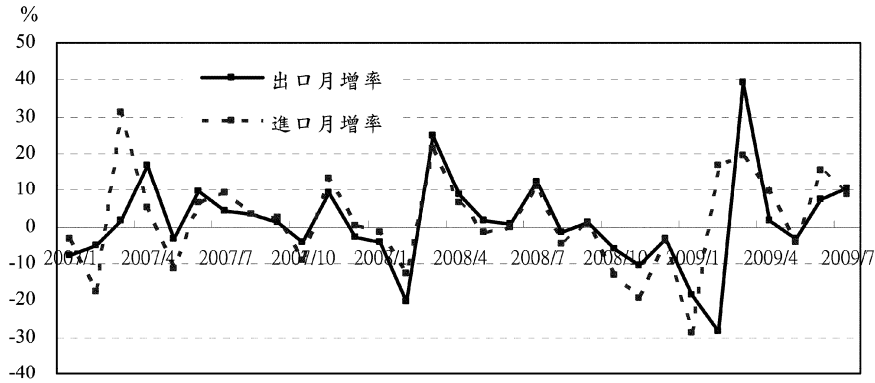
中國自上年以來，受全球經濟嚴重衰退之衝擊，出口大幅萎縮，淨出口明顯縮小，本年在 GDP 增長率中，淨出口貢獻率自 2007 年之 2.1% 降至 0.8%，

圖 4 中國進出口年增率



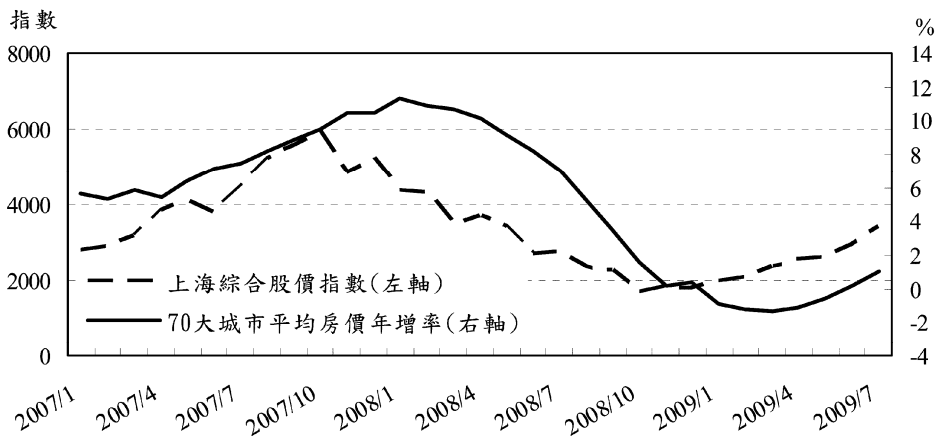
資料來源：中國商務部網站 <http://www.mofcom.gov.cn>

圖 5 中國進出口月增率



資料來源：中國商務部網站 <http://www.mofcom.gov.cn>.

圖 6 中國股價及房價之變動情形



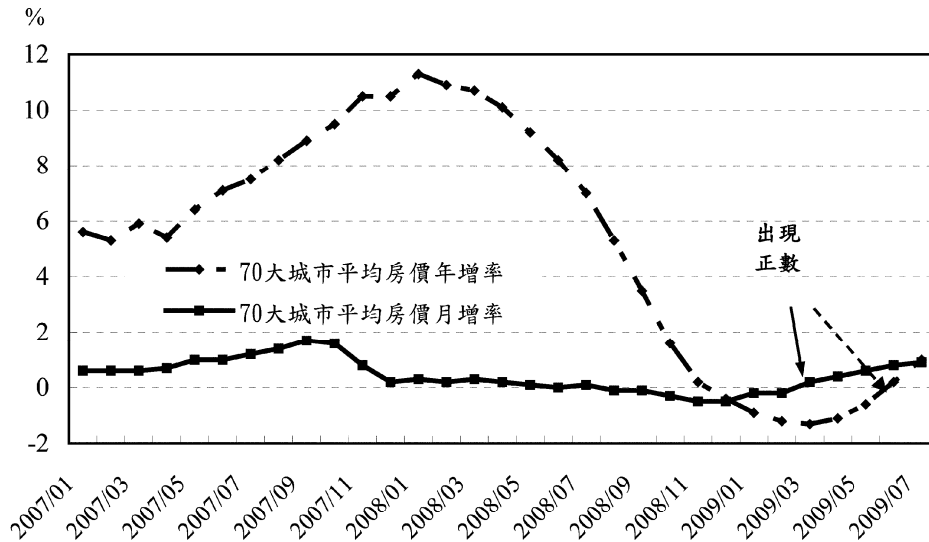
資料來源：中國發展改革委員會網站 <http://www.sdpc.gov.cn>及datastream

(三) 股市持續攀高，房市逐步回溫

受資金極度寬鬆之影響，中國股市自上年 11 月上旬之低點開始彈升，至本年 9 月上旬，上海綜合股價指數漲幅達 68%；至於房市，中國 70 個城市房屋銷售價格年增率自上

年初開始下滑，本年 1 月起，連續 5 個月降至負數，6 月轉呈正數 0.2%，7 月升至 1.0% (見圖 6)；月增率則自本年 3 月以來，已連續 5 個月呈現正數(見圖 7)，顯示房市有逐步回溫跡象。

圖 7 中國房價年增率與月增率



資料來源：中國發展改革委員會網站 <http://www.ndrc.gov.cn>。

二、未來經濟展望及可能之風險

(一) 經濟復甦較預期為快，本年經濟成長可望達成保 8 之目標

中國近期工業生產大幅改善、銀行放款年增率創 10 年來新高及固定資產投資加速，顯示上年 11 月推出之振興經濟方案及寬鬆貨幣政策的成效已逐漸影響到投資之相關指標，使得經濟復甦較預期為快。

因此，自本年 6 月以來，世界銀行、經濟合作暨發展組織(OECD)及國際貨幣基金(IMF)等主要國際機構相繼上調中國今、明兩年之經濟成長率預測值，本年經濟成長將可望達成中國政府保 8 之目標。在主要國際機構中，以高盛證券(Goldman Sachs)及摩根史坦利投資銀行(Morgan Stanley)之

預測最為樂觀(見表 1)。

在物價方面，近期中國雖持續實施大規模公共投資及激勵消費措施來帶動國內需求，惟因產能過剩，對產品價格形成下滑壓力，加上國際原物料價格並未持續上揚，致物價上漲壓力不大。

主要國際機構對中國今、明兩年之經濟展望雖普遍樂觀，惟全球經濟復甦尚未明朗，加上中國多數製造業產能過剩，企業利潤縮減，民間投資欲振乏力，房地產市場前景雖看好，惟消費支出無法迅速擴增。因此，中國經濟邁向強勁復甦，尚言之過早(註 2)。例如，世界銀行對本年中國經濟展望即較為保守，預估本年中國經濟成長率為 7.2%。

表 1 中國今、明兩年最新經濟成長率預測值

預測機構	2009	2010
IMF (2009.7.8)	7.5	8.5
World Bank (2009.6.22)	7.2	7.7
OECD	7.7	9.3
ADB	7.0	8.0
Global Insight	8.0	10.1
EIU	8.1	8.5
Deutsche Bank	8.3	8.3
Goldman Sachs	9.4	11.9
HSBC	8.1	9.5
JP Morgan	8.4	9.0
Morgan Stanley	9.0	10.0
RBS	8.0	8.0
平均	8.1	9.1

註：2007 年實際值為 13.0%，2008 年實際值為 9.0%。

資料來源：依 2009 年 9 月 4 日止，各機構發布之數據彙整。

(二) 未來可能之風險及因應對策

本年以來，中國 M2 年增率持續攀升，銀行人民幣放款年增率居高不下，加上本年 1 至 7 月銀行人民幣新增放款較上年同期擴增近 3 倍，相對 2008 年占 GDP 比率達 26%，高於往年介於 10 至 20% 間之水準。信貸擴增過速將使中國未來面對以下幾個可能之風險：

1. 資金運用效率降低、信用風險上升，恐使銀行逾期放款增加，貸放品質惡化

近年來，因中國經濟強勁擴張，且實質部門與金融部門間均衡發展，致全體商業銀行之逾放比率，自 2004 年第 1 季之 16.6%，逐步下降至本年第 2 季之 1.8% (見圖 8)。

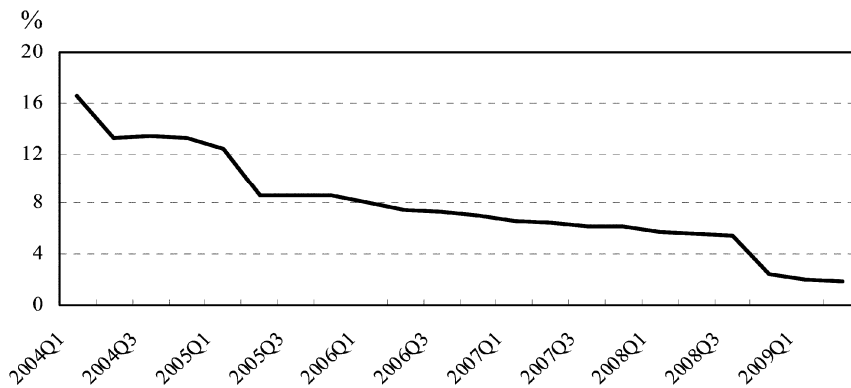
惟自本年以來，實質部門成長放緩，而

金融部門放款卻持續擴增，未來放款信用風險恐提高，銀行逾放比率有逐步上升之虞，嚴重影響金融機構之資產品質。

2. 大量資金將流向股、房市，資產價格泡沫化之風險升高

今年上半年中國 GDP 成長率中，有近 90% 來自政府支出的貢獻、50% 來自民間消費，而淨出口貢獻率則為 -40%，顯示目前中國經濟成長之動力來源過度集中於政府支出及公共投資，恐易造成產能過剩，資源浪費，加上未來若民間消費無法有效提振，市場過剩資金將大量流向股、房市，造成股價及房價攀高 (見圖 5、圖 6)，資產價格泡沫化之風險上升。

圖 8 中國全體商業銀行逾放比率



註：商業銀行包括國有、股份制、城市、農村及外資銀行
資料來源：中國銀監會網站 <http://www.cbrc.gov.cn>

截至本年 7 月中旬，中國上市公司總市值達 3.21 兆美元，超越日本之 3.20 兆美元，躋身全球第二(註 3)。另本年 1 至 7 月月中國房地產投資年增率達 12%，較 1 至 6 月高出 1.7 個百分點。

針對以上可能面對之風險，人民銀行在本年第 1 季及第 2 季「中國貨幣政策執行報告」中即已指出，人民銀行將持續落實適度寬鬆貨幣政策，並有效防範及控制信貸風

險，採取適當之防範措施，以維護金融體系之穩定；7 月下旬，人民銀行發布部分新增放款流入股、房市屬「不正常現象」之訊息。之後，人民銀行隨即發行 150 億人民幣之 1 年期央行票據，用以沖銷市場過剩資金。

此外，銀監會亦自本年 6 月下旬起，要求金融機構從嚴審核授信，嚴格執行二套房貸政策，並自 7 月下旬以來，陸續發布加強銀行放款控管之措施(見表 2)。保監會亦警告

表 2 近期銀監會採行之加強銀行放款控管措施

2009 年 7 月 26 日	發布「固定資產貸款管理暫行辦法」及「項目(專案)融資業務指引」，確保固定資產放款資金進入實質經濟部門
2009 年 7 月 30 日	發布「流動資金貸款管理暫行辦法」徵求意見稿，內容涵蓋公司法人放款之監管
2009 年 8 月 3 日	發布「對實施新資本協議相關指引」徵求意見稿，研議檢討現有資本適足率之計算方式，其中對於商業銀行之風險資產將有嚴格規範

資料來源：中國銀監會網站 <http://www.cbrc.gov.cn>

表 3 民間投資新政策「20 條」草案內容

政 策	內 容
擴大民營資本市場，削減行政許可項目	1. 打破行業壟斷 2. 放寬股本比率限制 3. 降低民間投資限制門檻 4. 擬定民間資金參與之領域
改進對民營企業之金融服務	1. 支援及發展產業投資基金等股權投資基金 2. 進行基礎設施投資資產證券化 3. 適當開放中小企業債券市場 4. 研究制定「借貸人條例」
減輕民間企業稅負	1. 民間企業稅後盈餘再投資可抵免稅負 2. 屬鼓勵投資業別之進口設備、原材料及零組件等，減免進口關稅
民間金融及民間企業融資需求	1. 設立為民間投資服務之中小型金融機構 2. 擴大地方性中小銀行、小額放款業之規模

資料來源：旺報引述中國發改委之訊息，2009.9.3

保險業應注意投資股市(註 4) 及部分投保人可能退保以取得投資股、房市資金所帶來之風險。

此外，為有效提振民間投資，中國發改委於 8 月上旬，向國務院提出民間投資新政策「20 條」草案，內容包括擴大民營資本市場，削減行政許可項目、改進對民營企業之金融服務、減輕民間企業稅負等，預計本年實施。

(三) 未來可能面對之難題

1. 經濟復甦基礎不穩，貨幣政策面臨兩難

歐美日等國經濟復甦態勢仍未明朗，使得中國出口持續衰退，並且目前中國投資熱絡主要係拜公共投資拉動之賜，民間投資依

然不足，加上就業情勢不佳，消費需求不振，導致經濟復甦基礎不穩。因此，在信貸不斷擴增之下，未來人民銀行之貨幣政策，究應持續寬鬆或改採緊縮，正面臨兩難局面。

2. 外匯存底擴增加速，流動性過剩愈加嚴重

本年第 2 季中國外匯存底為 21,316 億美元，較第 1 季之 19,537 億美元，增加 1,779 億美元，並較第 1 季之 77 億美元增額，擴增約 22 倍。又第 2 季新增之外匯存底，較同期貿易順差及外人直接投資(FDI)合計額之 1,219 億美元，高出 560 億美元，顯示國際熱錢大量流入中國境內。此將使中國境內流動性過剩情況更加嚴重，人民銀行沖銷操作之難度亦增高。

三、對台灣經濟之可能影響

(一) 我國對中國出口依存度高，中國出口持續衰退，尤其對美國出口衰退，將不利我國對中國之出口

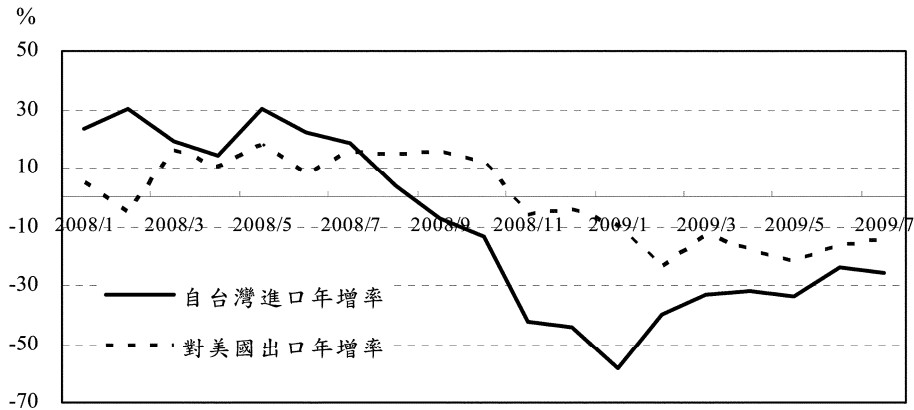
由中國海關發布之數據可發現，自 2008 年下半年起，中國自台灣進口與對美國出口之連動性大，亦即中國自台灣進口之年增率衰退，對美國出口亦出現衰退(見圖 9)。因

此，若中國對美國出口持續不振，將嚴重影響我對中國之出口。

(二) 近期台股與陸股連動密切，若陸股回檔下修可能波及台股

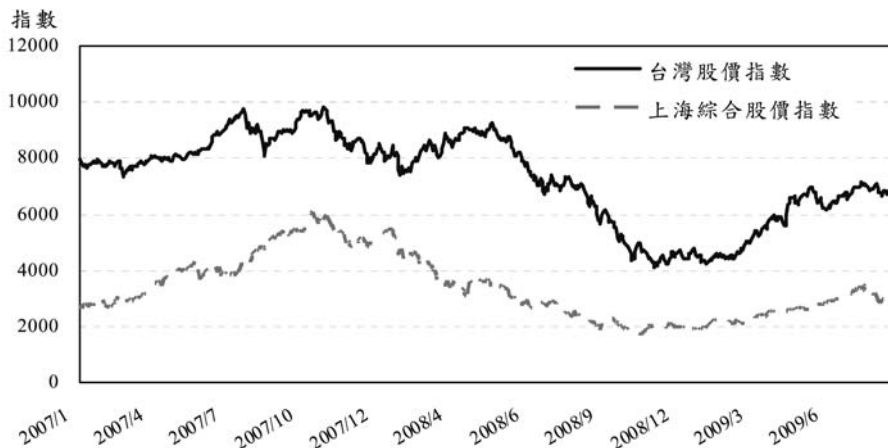
近來，隨著兩岸關係改善，兩岸經貿往來更為密切，台股與陸股間之連動關係亦步亦趨(見圖 10)。近期中國股市大幅向下修正，

圖 9 中國自台灣進口及對美國出口之年增率



資料來源：中國海關網站 <http://www.customs.gov.cn>

圖 10 台股與陸股連動情形



資料來源：路透社

雖未嚴重台股走勢，惟未來若中國政府為抑制性貨幣政策或其他宏觀調控，此將對台股恐
制股市、房市過熱現象，改採較嚴厲之緊縮造成不利影響。

附 註

(註 1) 40 億人民幣用以補貼汽車，對於不同車型之車輛給予不同購置稅額之補貼；20 億人民幣用以補貼家電，在北京等 9 個省市實施，範圍包括電視、冰箱、洗衣機、空調及電腦等家電產品，按新購產品價格之 10% 給予補貼。

(註 2) 見 2009 年 6 月 18 日世界銀行「中國經濟季報」。

(註 3) 本年 8 月初以來，因中國股市連日重挫，總市值大幅滑落至 2.9 兆美元左右。

(註 4) 今年上半年保險業在股票、股權投資及共同基金之比重分別為 9.8% 及 6.8%，均較年初增加。

(本文完稿於 98 年 9 月，作者為本行經濟研究處副研究員)