

# 解讀當前中國大陸經濟情勢及振興措施

王國臣(中華經濟研究院第一研究所助研究員)

## 壹、疫情暨動態清零重創中國大陸經濟

中國大陸新冠疫情於 2022 年 3 月急遽惡化。確診病例由 3 月 1 日的 393 人，暴增到 4 月 13 日的 29,411 人。即便近 9 成 (89.7%) 為無症狀感染者，習近平仍堅持「動態清零」。影響所及，深圳、上海與江蘇等 45 座城市相繼採行「封閉式管理」，合計占國內生產毛額的比例高達 4 成。

準此，法人機構普遍看淡經濟前景。如表 1 所示，27 家國際組織、外商銀行與投顧預期 2022 年經濟成長率介於 2.0%至 5.2%，平均 4.2%，遠低於政府目標值 (5.5%)，且全部機構都向下修正，降幅達 0.7 個百分點。甚者，全球最大政治風險諮詢公司歐亞集團 (Eurasia Group) 更示警，中國大陸動態清零政策為當前全球的首要風險。

表 1 2022 年中國大陸經濟成長率預期

| 發布機構                | 預測時間 | 年成長率(%) | 修正幅度(%) |
|---------------------|------|---------|---------|
| 穆迪(Moody's)         | 4/12 | 5.2     | -0.1    |
| 花旗銀行(Citibank)      | 5/1  | 5.1     | 0.0     |
| 經濟學人智庫(EIU)         | 5/6  | 5.0     | -0.2    |
| 匯豐(HSBC)            | 4/25 | 4.9     | -0.7    |
| 星展銀行(DBS)           | 4/19 | 4.8     | -0.5    |
| 彼得森國際經濟研究所(PIIE)    | 4/13 | 4.7     | -1.9    |
| 安聯(Allianz)         | 4/27 | 4.6     | -0.4    |
| 加拿大國家銀行(NBC)        | 5/15 | 4.5     | -0.5    |
| 聯合國經濟和社會事務部         | 5/18 | 4.5     | -0.3    |
| 德國商業銀行(Commerzbank) | 3/25 | 4.5     | -0.5    |
| 國際貨幣基金(IMF)         | 4/9  | 4.4     | -0.4    |
| 路透社(Reuters)        | 4/22 | 4.4     | -0.8    |
| IHS Markit          | 5/17 | 4.3     | -0.8    |

| 發布機構                   | 預測時間 | 年成長率(%) | 修正幅度(%) |
|------------------------|------|---------|---------|
| 惠譽(Fitch)              | 5/4  | 4.3     | -0.5    |
| 標準普爾(S&P)              | 5/17 | 4.2     | -0.7    |
| 法國外貿銀行(Natixis)        | 5/18 | 4.2     | -1.0    |
| 美國銀行(BOA)              | 4/19 | 4.2     | -0.6    |
| 渣打(Standard Chartered) | 5/19 | 4.1     | -0.9    |
| 高盛(Goldman Sachs)      | 5/18 | 4.0     | -0.5    |
| 野村(Nomura)             | 4/27 | 3.9     | -0.4    |
| 摩根大通(Morgan Chase)     | 5/27 | 3.7     | -0.9    |
| 荷蘭國際銀行(ING)            | 5/10 | 3.6     | -1.0    |
| 國際金融協會(IIF)            | 5/27 | 3.5     | -1.6    |
| 巴克萊銀行(Barclays)        | 5/27 | 3.3     | -1.0    |
| 摩根士丹利(Morgan Stanley)  | 5/27 | 3.2     | -1.0    |
| 瑞士聯合銀行(UBS)            | 5/27 | 3.0     | -1.2    |
| 彭博社(Bloomberg)         | 5/21 | 2.0     | -1.6    |
| 平均值                    |      | 4.2     | -0.7    |

經濟放緩加大中國大陸失業壓力。2022年1-4月，全國城鎮新增就業406萬人，年減7.1%，較上年同期衰退30.5個百分點；4月年減13.6%，連續第2個月負成長。全國城鎮調查失業率為5.7%，較上年同期提高0.6個百分點。31個大城市城鎮調查失業率為6.7%，較上年同期提高1.5個百分點。16-24歲青年失業率為18.2%，較上年同期上升4.6個百分點。(見圖1)

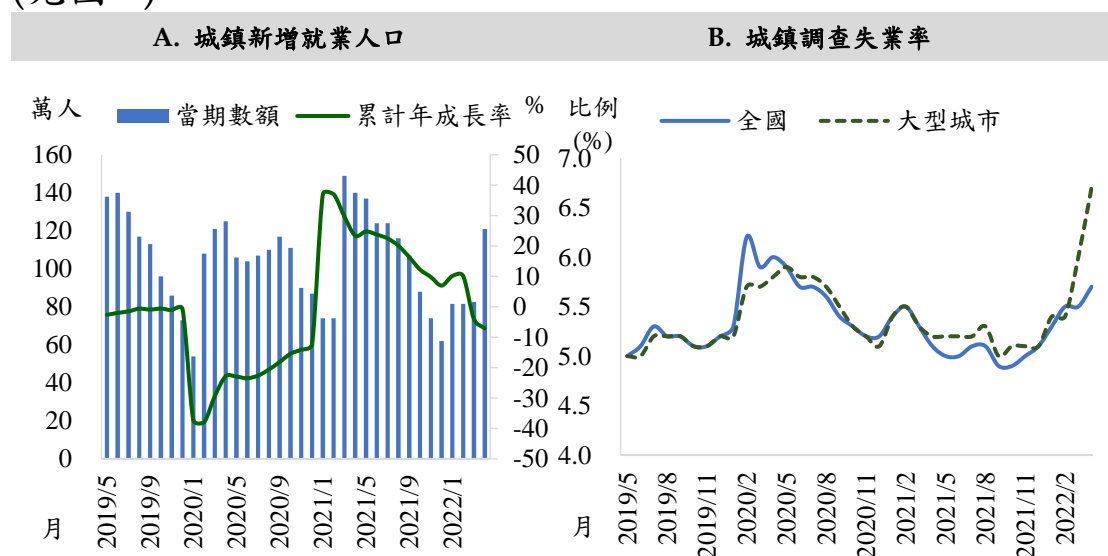


圖1 中國大陸失業問題 (2019年5月至2022年4月)

中國人民大學就業研究所估算，2022年第1季，求職人數較上季成長36.4%，招聘職位較上季成長5.7%；求職增速高於職缺，拉低職缺與求職者的比值0.43倍至1.56倍，且較上年同期0.1倍，顯示就業形勢愈趨嚴峻。特別是，就業研究所預期，第2季該比值還會進一步滑落。

此外，製造業採購經理指數（purchasing managers index, PMI）中的從業人員指數，自2021年4月起又開始低於50%的景氣榮枯線。甚者，非製造業採購經理指數（non-manufacturing purchasing managers index, NMI）的從業人員指數，低於50%的時間更長達44個月，顯示企業開缺意願低落。（見圖2）

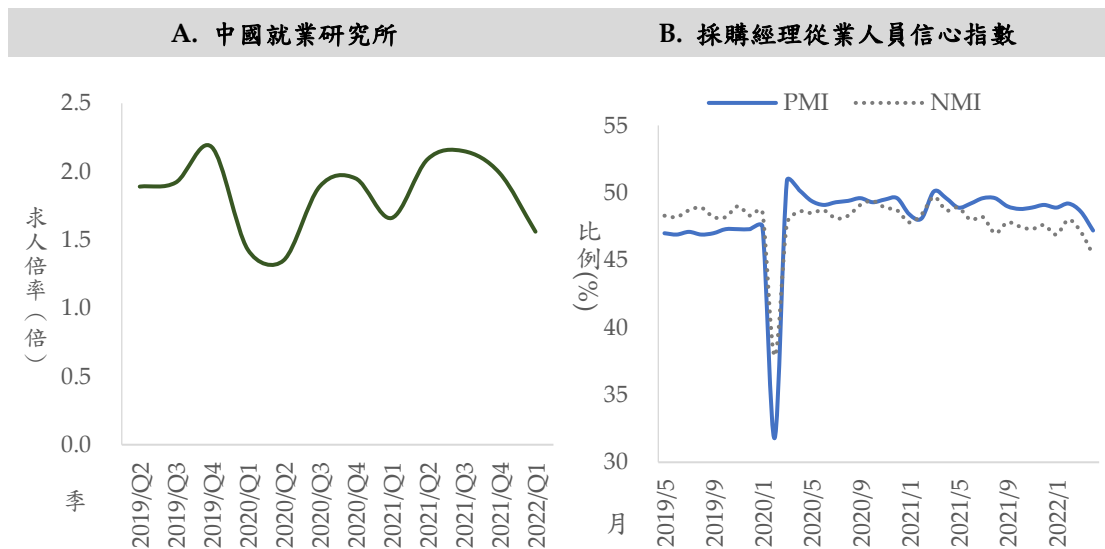


圖2 中國大陸就業景氣 (2019年5月至2022年4月)

中國大陸民眾最能體會，就業市場的緊縮。中國人民銀行的《城鎮儲戶問卷追蹤調查》顯示，2022年第1季，36.6%的受訪者預期「形勢嚴峻且就業困難」，較上年同期上升2.2個百分點。受此影響，第1季，14.1的儲戶預期「收入縮減」，較上年同期上升1.0個百分點。（見表2）

表 2 中國大陸城鎮儲戶問卷追蹤調查

單位：比例(%)

| 時間      | 就業預期 |      |      | 收入預期 |      |      |
|---------|------|------|------|------|------|------|
|         | 容易   | 持平   | 困難   | 增加   | 不變   | 縮減   |
| 2019/Q4 | 15.1 | 51.5 | 33.4 | 17.3 | 70.6 | 12.1 |
| 2020/Q4 | 13.3 | 48.7 | 38.0 | 15.3 | 70.8 | 14.0 |
| 2021/Q1 | 14.8 | 50.8 | 34.4 | 16.4 | 70.5 | 13.1 |
| 2021/Q2 | 15.1 | 50.1 | 34.8 | 14.9 | 72.5 | 12.5 |
| 2021/Q3 | 13.1 | 49.0 | 37.9 | 13.8 | 71.8 | 14.4 |
| 2021/Q4 | 12.7 | 50.0 | 37.3 | 13.6 | 72.6 | 13.9 |
| 2022/Q1 | 14.1 | 49.2 | 36.6 | 14.5 | 71.5 | 14.1 |

中國國家統計局的消費者信心調查，亦呈現相同趨勢。2022年3月，消費者信心指數（consumer confidence index, CCI）中的就業滿意指數、就業預期指數、收入滿意指數，以及收入預期指數依序為113.7點、117.7點、113.3點與114.6點；四大指數同步走跌，分別較上年衰退7.7%、9.7%、0.5%與6.4%。（見圖3）

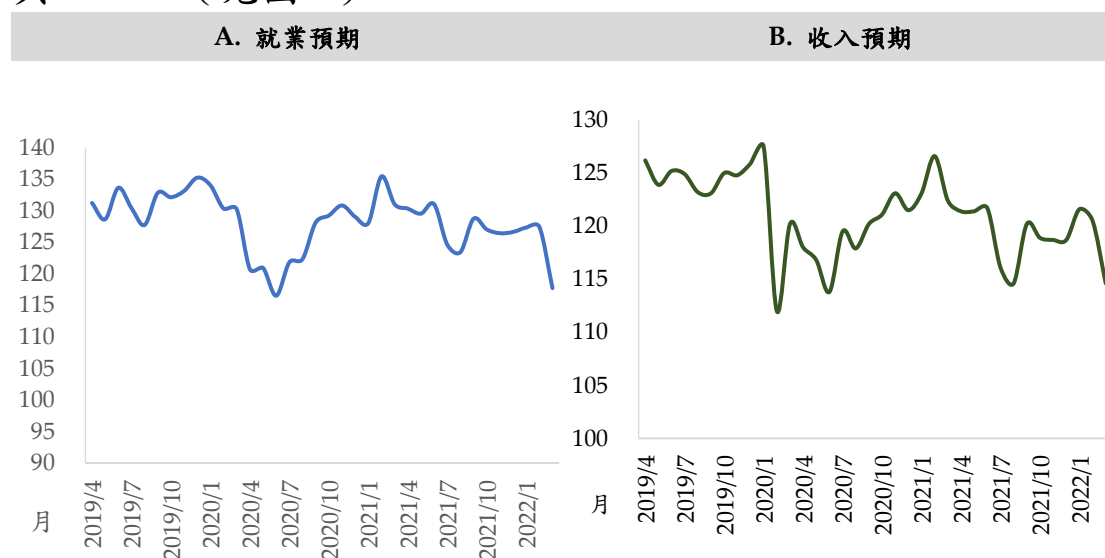


圖 3 中國大陸消費者信心指數（2019年4月至2022年3月）

在此脈絡下，中國大陸家計負擔愈趨沉重。2022年4月底，居民存款年增12.2%，較上年同期衰退0.1個百分點。4月存款減持7,032億人民幣。4月底，住戶貸款年增8.9%，

較上年同期衰退 7.0 個百分點；4 月貸款減持 2,170 億人民幣。惟信用卡待償金額年增 8.8%，占全部家庭負債的比例為 12.7%；其中，逾期半年未償信貸餘額年增 2.6%。（見圖 4）

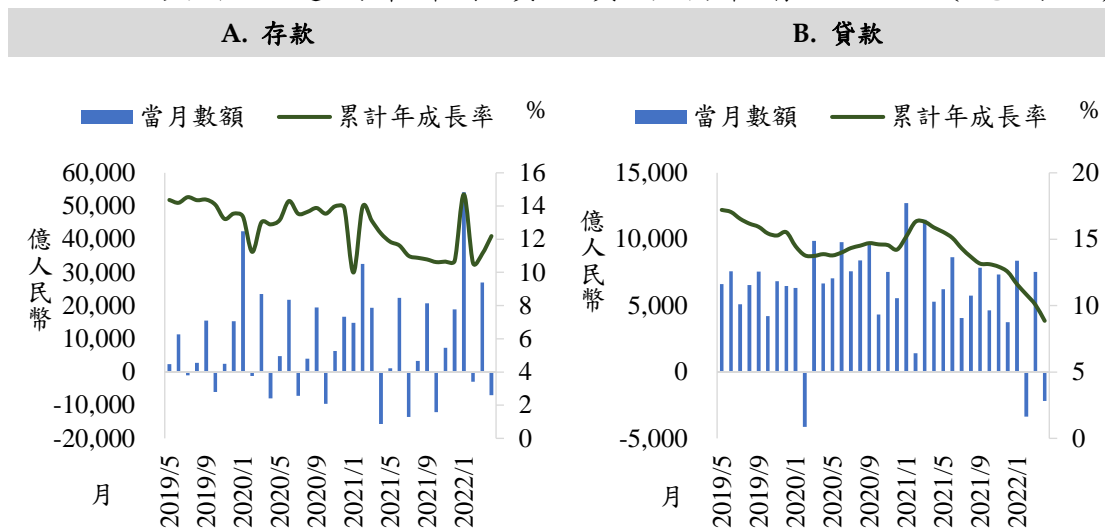


圖 4 中國大陸家庭債務（2019 年 5 月至 2022 年 4 月）

受此影響，中國大陸預防性儲蓄顯著擴張。人民銀行的《城鎮儲戶問卷追蹤調查》亦顯示，2022 年第 1 季，51.8% 的受訪者傾向「更多儲蓄」，較上季竄升 2.9 個百分點；反之，「更多消費」的比例則較上季衰退 1.0 個百分點，「更多投資」的衰退幅度更達到 1.9 個百分點。易言之，中國大陸面臨嚴峻的流動性陷阱（liquidity trap），即貨幣政策再寬鬆，亦無法誘發投資與消費。

物價走勢亦反應消費動能的頹靡。2022 年 1-4 月消費者物價指數（consumer price index, CPI）年增 1.4%，較上年同期加快 1.2 個百分點；4 月年增 2.1%，連續第 2 個月上升。1-4 月生產者物價指數（producer price index, PPI）年增 8.5%，較上年同期加快 5.2 個百分點；4 月年增 8.0%，連續第 6 個月下降。PPI 與 CPI 年成長率差距為 7.1 個百分點，連續第 3 個月收斂。（見圖 5）

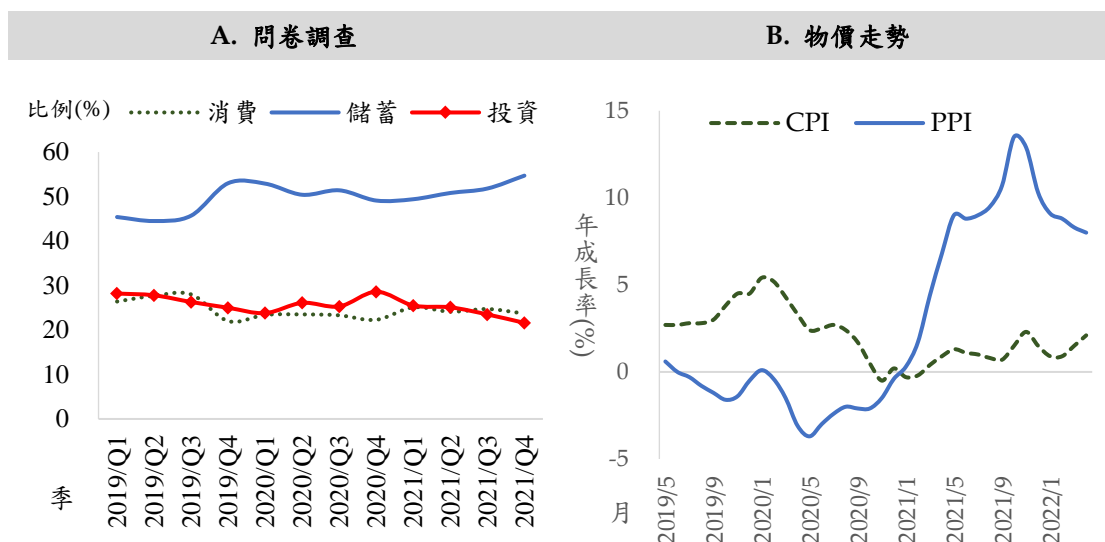


圖 5 中國大陸消費動能 (2019 年 2 月至 2022 年 4 月)

消費低迷更壓縮企業獲利空間。如圖 5 所示，2022 年第 1 季 133,617 家規模以上工業企業處於虧損狀態，占全部規模以上工業企業的 30.1%；虧損金額年增 31.6%，較上年同期加快 63.5 個百分點。1-4 月計 13 家中資企業爆發 42 起債務違約，涉案金額達 589 億人民幣，年增 34.1%，較上年同期加快 59.6%。4 月底，計 2,193 家企業逾期承兌票據，較上月成長 15.1%(見圖 6)。

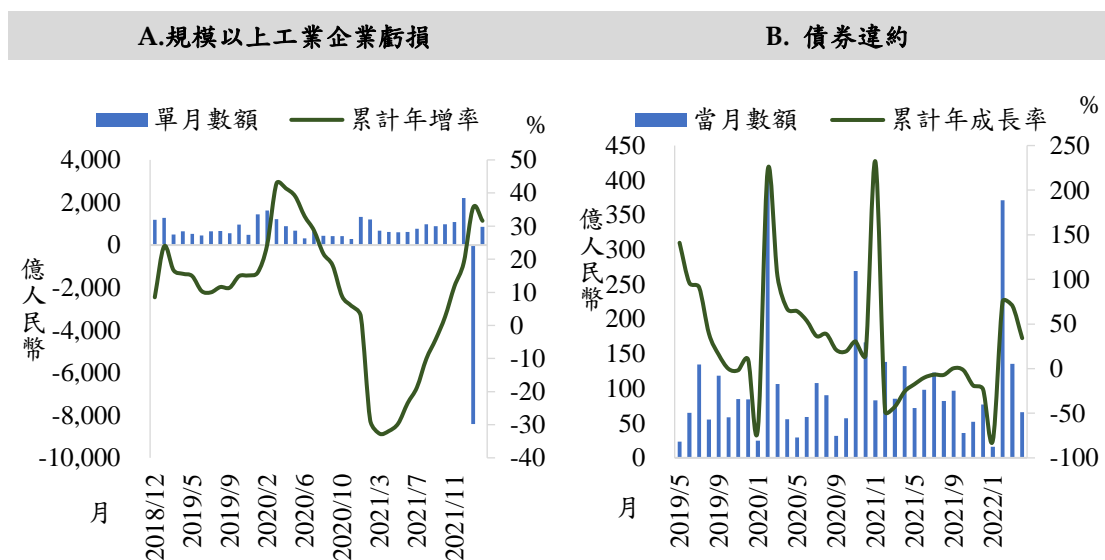


圖 5 中資企業債務違約風險 (2018 年 12 月至 2022 年 4 月)

中國大陸或陷於節儉的矛盾 (paradox of thrift) 當中，即消費縮減 (增加儲蓄)，將壓縮企業獲利與擴大裁員，最終導致所得的再萎縮。2022 年 5 月，PMI 中的新出口訂單指數為 46.2%，連續 13 個月處於緊縮區間。同期，NMI 中的新出口訂單指數更跌落到 42.8%，連續第 14 個月陷入衰退區間，顯示部分中資製造商拒接訂單，甚至考慮暫停營運。

實際情況亦是如此。2022 年前 4 個月，中國大陸民間固定資產投資年增 5.3%，較上年同期衰退 15.7 個百分點，且連續第 2 個月趨緩。反之，國有資產投資年增 3.8%，較上年同期加快 6.2 個百分點，連續第 4 個月上升。換言之，投資動能愈加依靠國有企業支撐，並加劇「國進民退」現象。(見圖 7)

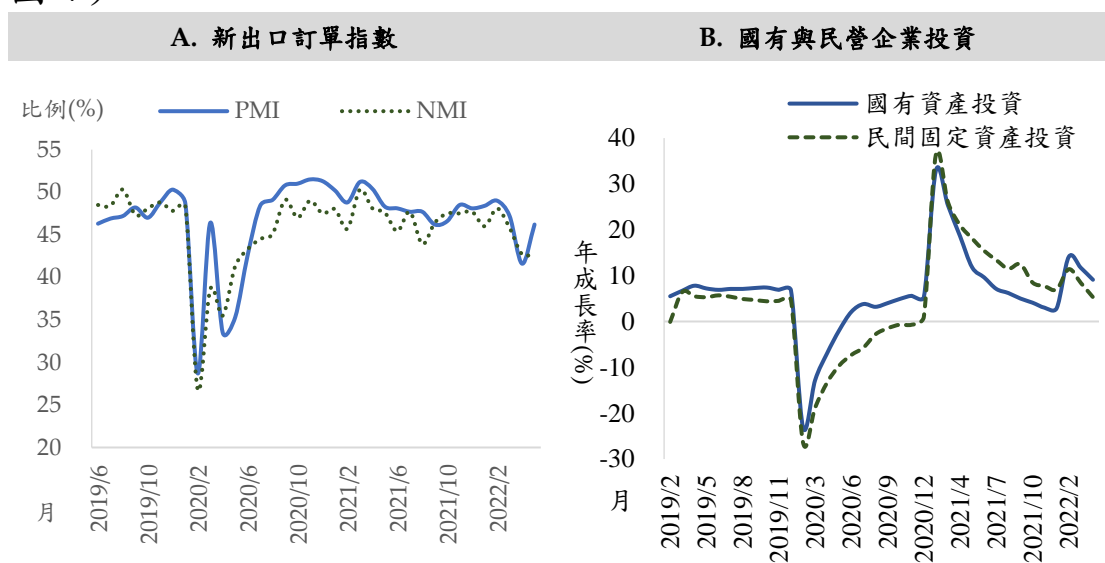


圖 6 投資動能 (2019 年 2 月至 2022 年 4 月)

## 貳、當前中國大陸振興經濟措施

中國大陸自 2022 年初密集頒布 62 道振興經濟措施。其約略可劃分為三個階段：一是 1 月 1 日至 3 月 27 日上海封城前夕，計 18 項，主要依循《政府工作報告》規劃的既定降稅減費，舉凡《延長部分稅收優惠政策執行期限》、《進一步

實施小微企業六稅兩費減免政策》，以及《促進服務業領域困難行業紓困發展有關增值稅政策》。

二是上海封城至 2022 年 5 月 23 日國務院常務會議，計 25 項，側重紓困，包括《進一步加大對中小企業紓困幫扶力度》、《加力幫扶中小微企業紓困解難若干措施》、《做好失業保險穩崗位提技能防失業工作》，以及《中央企業助力中小企業紓困解難促進協同發展有關事項》。中國大陸希望穩定企業經營，避免衝擊就業市場。

最後是 5 月 23 日以降，計 19 項，其中尤以《紮實穩住經濟一攬子政策措施》最為關鍵。國務院總理李克強尚於 25 日召開 10 萬人的全國穩住經濟大盤電視電話會議，並責令 33 條穩經濟政策措施於月底前公布實施細則，更派出中央督察組赴河南、山東、陝西、遼寧、江蘇、安徽、湖北、湖南、四川、福建與浙江，確保地方能同時（5 月 31 日）落實相關政策。（見附表 1）

進一步來看，《紮實穩住經濟一攬子政策措施》劃分為財政、金融、內需（消費與投資）、糧食與能源安全、產業與民生等六方面 33 項措施 124 個細則。其中，5 月 23 日以前已實施的方案高達 110 項。換言之，新增政策的比例僅 11.3% 而已！且只有 1 項提出端出資金——支持航空業發行 2,000 億人民幣債券；這還不是政府直接撥款，其餘多為降稅減費、延期還本付息與保費緩繳。（見表 3）

表 3 《紮實穩住經濟一攬子政策措施》新增刺激細則

| 時間   | 措施   | 政策                            |
|------|------|-------------------------------|
| 5/30 | 政府採購 | 小微企業的價格扣除比例由 6-10% 提高至 10-20% |
| 5/30 | 政府採購 | 中小企業採購的預留份額由 30% 提高至 40%      |
| 5/30 | 民間投資 | 投標項目優先考慮大中小企業聯合體              |
| 5/31 | 留抵退稅 | 批發和零售業等 7 個行業納入留抵退稅           |
| 5/31 | 保費緩繳 | 餐飲等 5 個特困行業的養老保險費緩繳期限延長到今年底   |
| 5/31 | 穩崗   | 大型企業穩崗返還比例由 30% 提至 50%        |



| 時間   | 措施   | 政策                               |
|------|------|----------------------------------|
| 5/31 | 穩崗   | 企業招應屆高校畢業生補助 1,500 人民幣，期限至今年底    |
| 5/31 | 普惠貸款 | 普惠小微貸款支持工具的資金支持比例由 1% 提高至 2%     |
| 5/31 | 民間投資 | 新增 500 家專精特新小巨人企業                |
| 5/31 | 消費   | 研究對一定排量以下乘用車減徵車輛購置稅              |
| 5/31 | 紓困   | 支持航空業發行 2,000 億人民幣債券             |
| 5/31 | 紓困   | 有序增加國際客運航班數量                     |
| 6/2  | 還本付息 | 中小微企業和個體工商戶、貨車司機貸款延期還本付息至今年底     |
| 6/2  | 還本付息 | 存續的個人住房、消費等貸款，延後還款時間、延長貸款期限、延期還本 |

《紮實穩住經濟一攬子政策措施》涉及公共投資與財政補貼僅 24 項；其中，多項措施為既定政策。諸如：400 億人民幣的農業轉移人口市民化獎勵資金、1,547 億人民幣的救助補助資金。若干新意在於中央財政新增 118 億人民幣，用於擴充小型微利企業融資擔保、多式聯運融合發展，以及縣域商業建設行動，並調撥服務業發展資金 25 億人民幣，建設農產品供應鏈體系。

此外，這波振興經濟措施的留抵稅額達 1.6 兆人民幣，較《政府工作報告》增加 1,400 億人民幣。同時，已撥付的 3.5 兆人民幣專項債券提前三個月，至 6 月底前發行完畢。由此觀之，中國大陸很可能於 2022 年第 3 季加發 1 兆人民幣的特別國債——由於特別國債不計入財政赤字，僅須全國人民代表大會常務委員會通過即可，及時填補國庫空缺。

視角轉向中國大陸各地方政府。截至 2022 年 6 月 14 日，江蘇、山東、陝西與重慶尚未制訂《紮實穩住經濟一攬子政策措施》的相應對策，距離國務院總理劃定的時限（5 月 31 日）業已兩週；特別是，前三者為中央督察組的重點關注對象。此外，寧夏、湖南、廣西與西藏雖召開振興經濟措施的記者發布會，惟迄今仍無法檢索全文，顯見政令推動遭遇阻力。（見表 4）

表 4 中國大陸各省市振興經濟方案

| 省市  | 時間   | 措施 (項) | 振興經濟方案名稱               |
|-----|------|--------|------------------------|
| 上海  | 5/21 | 50     | 上海市加快經濟恢復和重振行動方案       |
| 吉林  | 5/27 | 43     | 穩定全省經濟若干措施             |
| 福建  | 5/30 | 48     | 貫徹落實扎實穩住經濟一攬子政策措施的實施方案 |
| 寧夏  | 5/31 | 50     | 穩經濟保增長促發展 50 條政策措      |
| 遼寧  | 6/1  | 42     | 貫徹落實國務院紮實穩住經濟一攬子政策措    |
| 浙江  | 6/1  | 38     | 貫徹落實國務院扎實穩住經濟一攬子政策措    |
| 湖南  | 6/1  | n. a.  | 落實國家扎實穩住經濟一攬子政策措       |
| 廣東  | 6/1  | 131    | 貫徹落實國務院扎實穩住經濟一攬子政策措    |
| 青海  | 6/1  | 40     | 貫徹落實扎實穩住經濟一攬子政策措       |
| 河北  | 6/2  | 43     | 扎實穩定全省經濟運行的一攬子措        |
| 安徽  | 6/2  | 36     | 穩住經濟一攬子政策措             |
| 江西  | 6/2  | 43     | 切實穩住經濟發展若干措            |
| 四川  | 6/2  | 30     | 扎實穩住經濟增長若干政策措          |
| 雲南  | 6/5  | 48     | 貫徹落實扎實穩住經濟一攬子政策措       |
| 廣西  | 6/6  | 40     | 扎實穩住工業經濟的政策措           |
| 海南  | 6/6  | 47     | 超常規穩住經濟大盤行動方           |
| 黑龍江 | 6/7  | 50     | 貫徹落實國務院扎實穩住經濟一攬子政策措    |
| 貴州  | 6/7  | 142    | 貫徹落實扎實穩住經濟一攬子政策措       |
| 河南  | 6/8  | 155    | 貫徹落實穩住經濟一攬子政策措         |
| 甘肅  | 6/8  | 53     | 貫徹落實穩住經濟一攬子政策措         |
| 新疆  | 6/8  | 46     | 貫徹落實推進經濟穩增長一攬子政策措      |
| 西藏  | 6/9  | 38     | 貫徹落實扎實穩住經濟的一攬子政策措      |
| 山西  | 6/11 | 46     | 紮實推進穩住經濟一攬子政策措         |
| 湖北  | 6/13 | 133    | 貫徹落實中央紮實穩住經濟一攬子政策措     |

說明：n. a. 表示資料無法取得。礙於篇幅限制，略微刪減各省市振興經濟方案名稱。灰色網底表示尚未發布全文。

### 參、當前中國大陸振興經濟措施的局限

美國緊縮性貨幣政策制約中國大陸利率調控空間。聯邦準備理事會 (Federal Reserve System, Fed) 於 2022 年前 5 個月調升利率 3 碼。影響所及，上海銀行間同業隔夜拆放利率 (Shanghai Interbank Offered Rate, Shibor) 與紐約聯邦準備理事會擔保隔夜融資利率 (Secured Overnight Financing Rate Data, SOFR) 的差距，由 2 月底的 2.18 個百

分點銳減到 5 月底的 0.80 個百分點。中國大陸 10 年期國債殖利率，更低於美國 0.11 個百分點。(見圖 8)

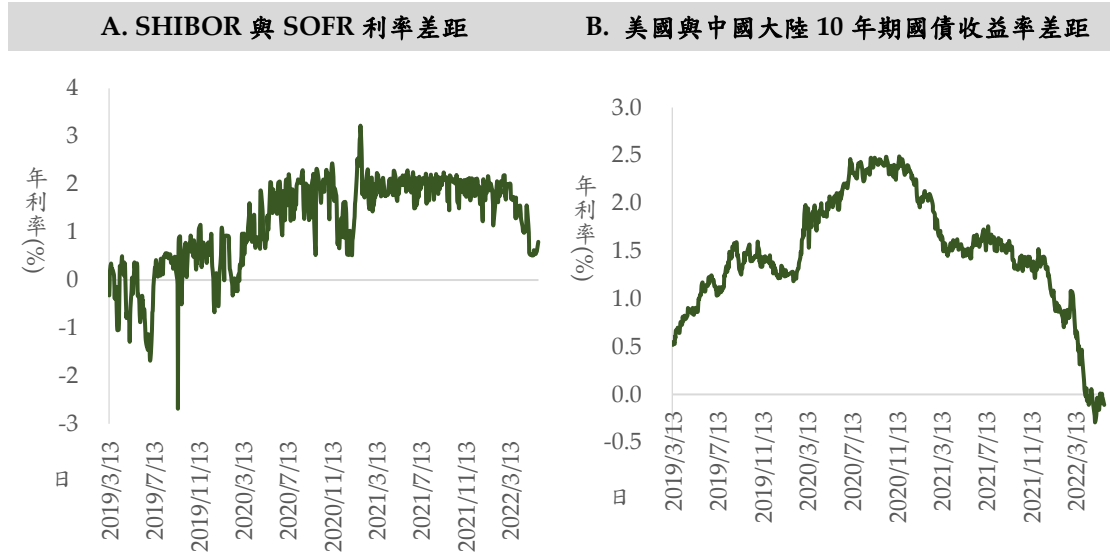


圖 7 中國大陸利率走勢 (2019 年 3 月 13 日至 2022 年 5 月 31 日)

美中利率差距的縮減，加大人民幣貶值壓力。如圖 9 所示，2022 年 5 月，人民幣兌美元即期匯率平均為 6.7071，較上年同期貶值 4.3%。同期，1 年期人民幣兌美元遠期匯率平均為 6.7088，預期 1 年後再貶值 0.03%。瑞士聯合銀行(United Bank of Switzerland, UBS) 更悲觀，預估 2022 年底人民幣兌美元匯價將貶至 6.9，較前次預測值下修 4.5%。

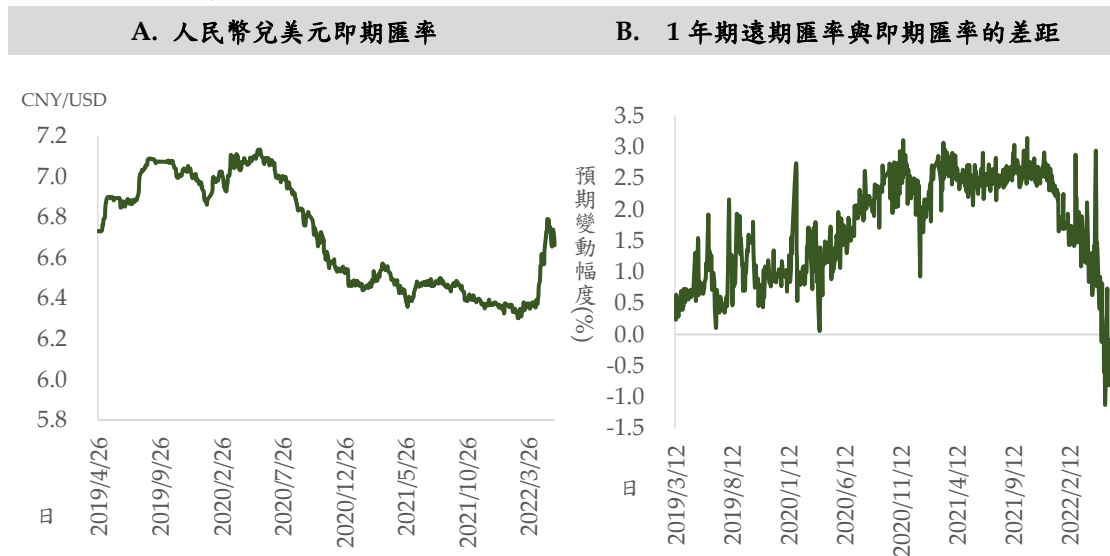


圖 8 人民幣匯率走勢 (2019 年 3 月 12 日至 2022 年 5 月 31 日)

人民幣貶值雖有利維繫中國大陸出口競爭力，卻也加劇資本外逃 (capital flight)。如圖 10 所示，2022 年 4 月底，外匯存底較上年同期蒸發 704 億美元。如果我們將外匯存底變動量，加上黃金儲備、服務貿易逆差與對外直接投資，再減去貨物貿易順差、對外承包工程完成營業額與外人直接投資，則第 1 季資本外逃估計 828 億美元，且連續 25 個月呈現資本流出的趨勢。

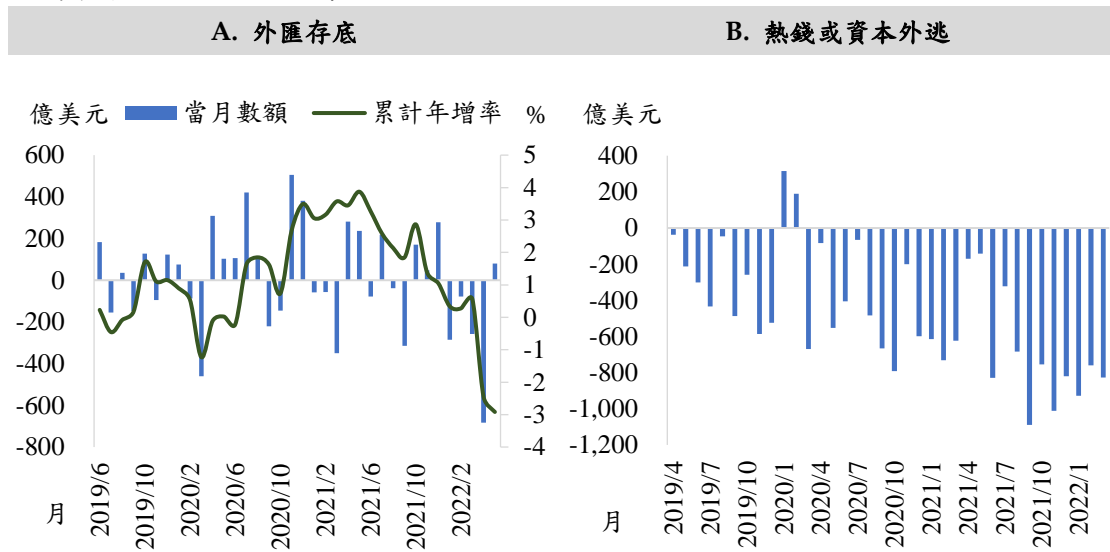


圖 9 中國大陸資本外逃估計 (2019 年 4 月至 2022 年 4 月)

中國國務院總理李克強再三申明「降低貸款利率」，但重貼現利率、1 年期再貸款利率、1 年期定存利率與 1-5 年中長期貸款利率皆不為所動；僅 1 年期貸款市場報價利率 (loan prime rate, LPR) 於 2022 年 1 月 20 日調降 0.10 個百分點；時隔 4 個月，5 年期 LPR 才又下調 0.15 個百分點。很顯然，美國緊縮性貨幣政策，限制中國大陸利率的操控空間。

不僅如此，中國大陸數量型貨幣政策亦遭遇瓶頸。2022 年 1-5 月，中國人民銀行透過逆回購、常備借貸便利 (standing lending facility, SLF)、中期借貸便利 (medium-term lending facility, MLF)、抵押補充貸款 (pledged supplementary lending, PSL)、中央銀行票據互換 (central bank bills swap,

CBS)，以及國庫現金定存投放 64,706 億人民幣。惟到期回收的數量更為龐大，達 80,945 億人民幣；兩者相抵，貨幣當局反而收回貨幣 16,239 億人民幣。

故自 2020 年 1 月下旬肺炎疫情爆發以來，中國大陸 6 次調降金融機構存款準備金率。至 2022 年 5 月底，大型、中型與小型金融機構存款準備金率，分別為 11.3%、8.3% 與 5.0%，加權平均存款準備金率為 8.2%，距離歷史低位只剩 1.2 個百分點，大幅限縮後續操作空間。故可以理解：最近一次（2022 年 4 月 25 日）僅降準 0.25 個百分點，僅為以往降幅的一半。（見圖 11）

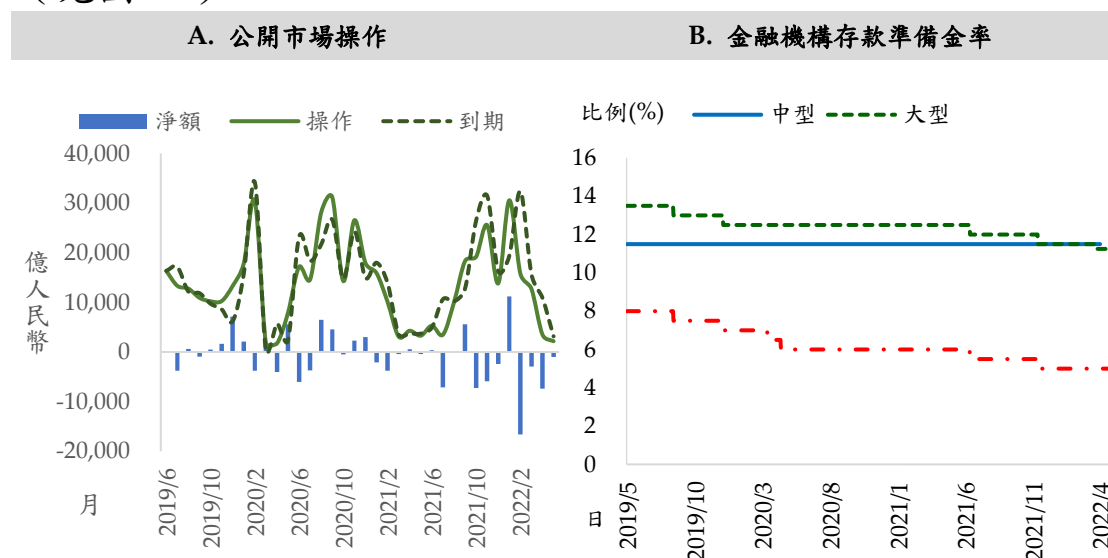


圖 10 中國人民銀行數量型貨幣政策操作（2019 年 6 月至 2022 年 5 月）

目前中國大陸僅能依靠「再貸款」——中央銀行直接放款給金融機構。例如：人民銀行於 2022 年 1 月，祭出 4,000 億人民幣的普惠小微企業再貸款。4 月下旬更密集釋出科技創新、普惠養老與煤炭清潔高效利用三項再貸款，額度達 3,400 億人民幣。後續將再推出 1,000 億人民幣的再貸款，支持交通運輸、物流倉儲業融資。

此外，擴張性財政政策雖可拉升經濟成長，惟中國大陸投資效率低落，成效恐不如政策預期。如表 5 所示，2020 年固

定資本形成毛額為 52 兆人民幣，占當年 GDP 的比例為 51.1%；2021 年經濟成長率為 8.1%，兩者比值為 6.3，即 2020 年的增量資本產出率（incremental capital output ratio, ICOR）為 6.3，表示資本投入 6.3 個單位，方能拉動經濟成長 1 個百分點；2019-2020 年兩年平均為 15.3，遠高於 2010 年的 4.6。

表 5 中國大陸增量資本產出率（2015 年至 2020 年）

單位：億人民幣、比例(%)、年成長率(%)

| 時間     | 固定資產投資  | GDP       | 投資率  | 隔年經濟成長率 | ICOR |
|--------|---------|-----------|------|---------|------|
| 2015 年 | 551,590 | 688,858   | 80.1 | 6.8     | 11.7 |
| 2016 年 | 596,501 | 746,395   | 79.9 | 6.9     | 11.5 |
| 2017 年 | 631,684 | 832,036   | 75.9 | 6.7     | 11.2 |
| 2018 年 | 635,636 | 919,281   | 69.1 | 6.0     | 11.5 |
| 2019 年 | 551,478 | 986,515   | 55.9 | 2.3     | 24.3 |
| 2020 年 | 518,907 | 1,015,986 | 51.1 | 8.1     | 6.3  |

更麻煩的是，資不抵債加劇中國大陸財政困窘。如表 6 所示，2021 年底，中央國債餘額為 240,508 億人民幣、地方政府債務餘額為 304,225 億人民幣，以及地方政府融資平臺（local government financing vehicles, LGFV）——各城市投資建設公司債務（城投債）餘額為 152,147 億人民幣；三者合計 696,880 億人民幣，占 GDP 的 60.9%，已超過 60% 的國際警戒線。

表 6 中國大陸各省市負債率

單位：億人民幣、比例(%)

| 項目類別 | GDP    | 城投債   | 地方債    | 負債率(%) |
|------|--------|-------|--------|--------|
| 青海   | 3,347  | 119   | 2,786  | 86.8   |
| 貴州   | 19,586 | 2,966 | 11,872 | 75.8   |
| 天津   | 15,695 | 4,013 | 7,882  | 75.8   |
| 吉林   | 13,236 | 1,224 | 6,261  | 56.6   |
| 甘肅   | 10,243 | 1,046 | 4,897  | 58.0   |
| 新疆   | 15,984 | 1,548 | 7,094  | 54.1   |
| 重慶   | 27,894 | 6,382 | 8,610  | 53.7   |
| 江西   | 29,620 | 6,077 | 9,009  | 50.9   |
| 雲南   | 27,147 | 3,015 | 10,945 | 51.4   |

| 項目類別 | GDP     | 城投債    | 地方債    | 負債率(%) |
|------|---------|--------|--------|--------|
| 海南   | 6,475   | 132    | 3,012  | 48.6   |
| 寧夏   | 4,522   | 208    | 1,919  | 47.0   |
| 黑龍江  | 14,879  | 334    | 6,550  | 46.3   |
| 湖南   | 46,063  | 8,063  | 13,597 | 47.0   |
| 浙江   | 73,516  | 17,749 | 17,429 | 47.9   |
| 廣西   | 24,741  | 2,979  | 8,561  | 46.6   |
| 內蒙古  | 20,514  | 192    | 8,902  | 44.3   |
| 四川   | 53,851  | 9,791  | 15,232 | 46.5   |
| 江蘇   | 116,364 | 29,989 | 19,028 | 42.1   |
| 遼寧   | 27,584  | 437    | 10,270 | 38.8   |
| 陝西   | 29,801  | 3,137  | 8,714  | 39.8   |
| 安徽   | 42,959  | 5,137  | 11,567 | 38.9   |
| 河北   | 40,391  | 1,752  | 13,233 | 37.1   |
| 湖北   | 50,013  | 6,671  | 11,928 | 37.2   |
| 山東   | 83,096  | 11,229 | 19,995 | 37.6   |
| 北京   | 40,270  | 6,269  | 8,754  | 37.3   |
| 西藏   | 2,080   | 203    | 495    | 33.6   |
| 山西   | 22,590  | 1,419  | 5,414  | 30.2   |
| 福建   | 48,810  | 4,765  | 10,090 | 30.4   |
| 河南   | 58,887  | 4,073  | 12,404 | 28.0   |
| 上海   | 43,215  | 3,437  | 7,358  | 25.0   |
| 廣東   | 124,370 | 7,791  | 20,417 | 22.7   |

說明：負債率為城投債與地方債占 GDP 的比例。

不僅如此，降稅減費疊加「三道紅線」——扣除預收款後的資產負債率大於 70%、淨負債率大於 100%，以及現金與短期債務比例小於 1 倍的房地產企業，不得新增融資，嚴重衝擊中國大陸地方財政收入。如圖 12 所示，2022 年 1-4 月全國稅收年增 3.7%，較上年同期衰退 23.4 個百分點。同期，國有土地使用權出讓收入年減 29.8%，較上年同期衰退 67.8 個百分點。

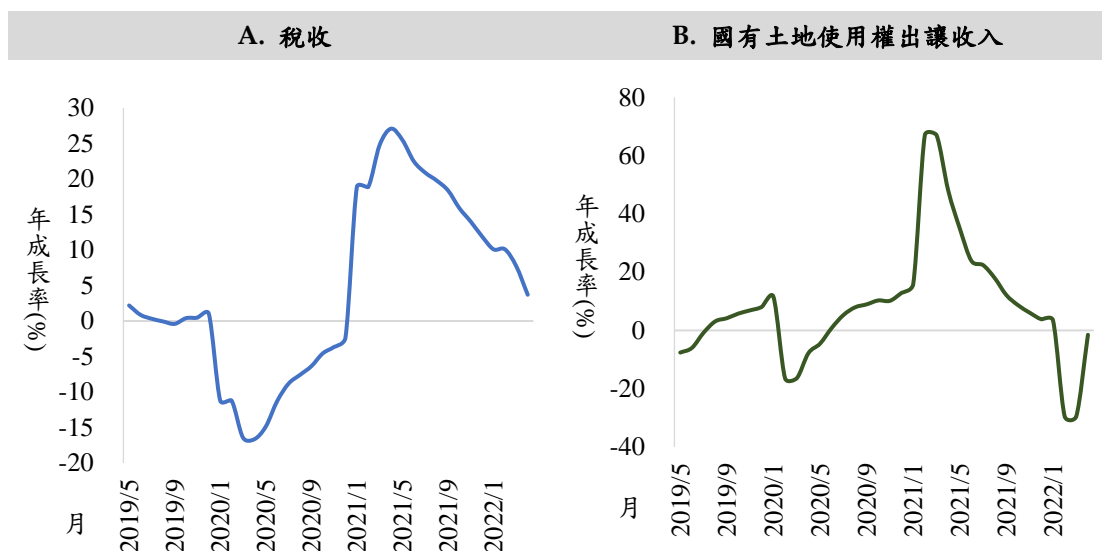


圖 11 中國大陸財政收入結構 (2019 年 5 月至 2022 年 4 月)

中國大陸地方政府尚須承擔核酸檢測 (Polymerase chain reaction, PCR) 的龐大費用，粗估一年耗費 1.5 兆人民幣。影響所及，2022 年 1-4 月，全國財政支出年增 5.9%，增速較上年同期加快 2.1 個百分點。收支相抵，財政赤字 6,640 億人民幣，規模較上年同期擴大 8,252 億人民幣。換言之，地方政府難以兼顧財政永續性 (fiscal sustainability) 與擴張性財政政策。(見圖 13)

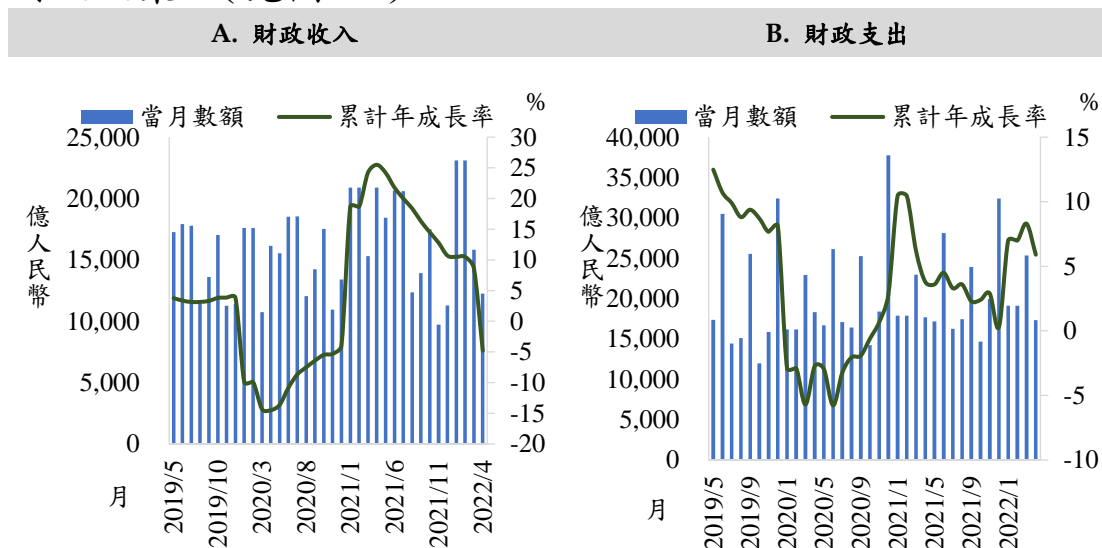


圖 12 財政收支 (2019 年 5 月至 2022 年 4 月)



## 伍、結論

新冠疫情疊加動態清零政策，重創中國大陸經濟；準此，中國國務院緊急祭出大規模刺激政策，以期迎接中共第二十次全國代表大會（20大）的開幕。根據總和需求（aggregate demand）可知，財政支出增加將帶動 GDP 成長。惟受限於財政窘迫與債臺高築，地方政府難以擴大公共投資。特別是，投資效率愈趨低落，此波振興成效恐不如預期。

附帶一提的是，中國大陸經濟放緩疊加財政拮据，恐阻礙「一帶一路」戰略布局。2022年《政府工作報告》強調防範海外風險，並刪除「多元化投融資與推動重大項目合作」。如圖 14 所示，第 1 季中資企業對「一帶一路」沿線國家非金融類投資年增 19.0%，惟較上年同期衰退 1.7 個百分點。同期，中資企業承包「一帶一路」工程完成營業額更較上年衰退 10.0%。

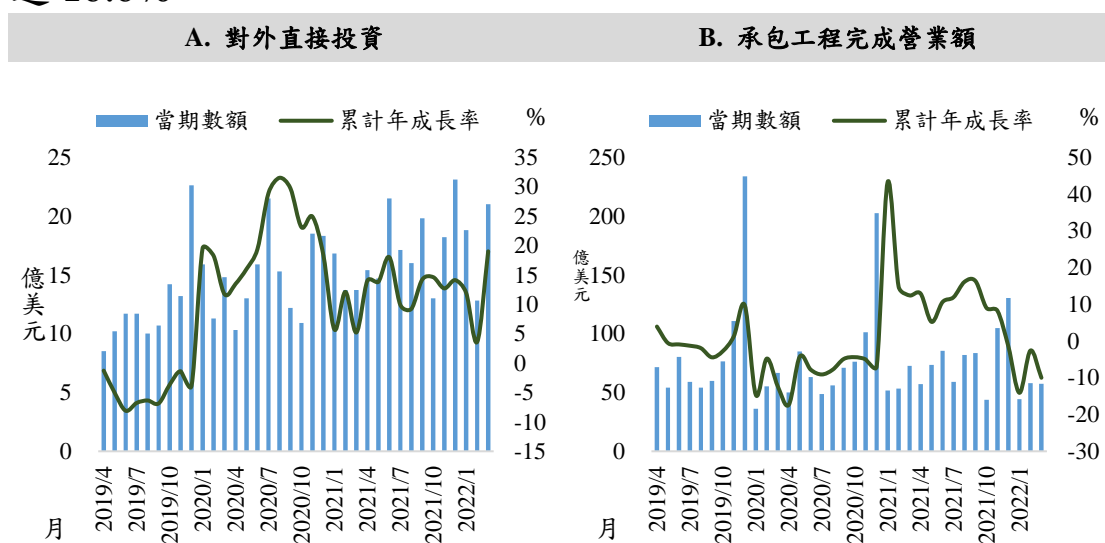


圖 13 一帶一路對外直接投資與承包工程（2019 年 5 月至 2022 年 4 月）

須說明的是，中國商務部的對外直接投資（outward foreign direct investment, OFDI）統計，沒有納入利潤返回與撤廠清算。對此，我們可以參照人民銀行的跨境 OFDI，估算中資企業自地主國撤資規模。如表 7 所示，2022 年第 1 季，跨境 OFDI 為 3,900 億人民幣，高於商務部統計的 343

億美元(折合 2,178 億人民幣),兩者差距為 1,722 億人民幣,顯示「一帶一路」戰略的退縮。

表 7 中國大陸對外直接投資撤回估計

| 時間          | 人民銀行(A) | 商務部(B) | 差距(A-B) |
|-------------|---------|--------|---------|
| 2018 年      | 8,048   | 8,591  | -543    |
| 2019 年      | 7,600   | 8,080  | -480    |
| 2020 年      | 10,500  | 9,170  | 1,330   |
| 2021 年      | 15,465  | 9,367  | 6,098   |
| 2022 年第 1 季 | 3,900   | 2,178  | 1,722   |

此外，權衡美國升息週期與中國降息要求，1 年期 LPR 至多調降 0.10 個百分點；5 年期 LPR 的下調幅度則視房地產復甦程度。降準幅度亦大為限縮。因為存準率已逼近歷史低位，故人民銀行將節省使用。二是鑑於流動性陷阱，降準釋放的長期資金難以投入實體投資。故人民銀行於 3 月 8 日直接上繳外匯利潤 1 兆人民幣，轉換為財政支出，成效更佳。

今後中國人民銀行將更依賴再貸款，甚至直接責令商業銀行放款。《關於做好疫情防控和經濟社會發展金融服務的通知》要求，金融機構保障 LGFV 融資需求，且明確指示「信貸應放盡放」。銀行保險監督管理委員會更將不良貸款(non-performing loans, NPL)率，由現行的 2% 拉升到 3%。綜言之，隱性政府債務與影子銀行(shadow banking)可能死灰復燃。

值得關注的是，即使處於艱困環境，數位人民幣(E-CNY)政策步伐仍未止歇。就在上海全面封城的隔日(2022 年 4 月 2 日)，人民銀行召開 E-CNY 研發試點工作座談會，增加 11 個 E-CNY 試點城市。隨後，海南、河北雄安新區、深圳、廣州、成都與杭州累計發放價值 26,200 億人民幣的 E-CNY 消費券。此外，廈門則以 E-CNY 補貼購車。由此觀之，E-CNY 的全面發行為期不遠。

究其原因，E-CNY 須進行實名認證(know your customer,

KYC)，因此貨幣當局可識別用戶身份，追蹤 E-CNY 的流向，進而杜絕資本外逃（capital flight）。此外，E-CNY 還能提升宏觀調控成效——檢核政策資金確實撥入目標群體，且因雙離線支付的優勢，將 E-CNY 延伸到偏遠或網絡不普及地區。故值此之際，中國大陸政府加速 E-CNY 進程，可能旨在強化經濟治理。

至於「動態清零」仍將持續一段期間。摩根士丹利（Morgan Stanley）認為，其將延續至中共第二十次全國代表大會（20 大）閉幕。野村（Nomura）認為，此將拖到 2023 年 3 月全國人民代表大會與人民政治協商會議（兩會）召開之際。高盛（Goldman Sachs）評估，2023 年 6 月才可能轉為改變。所幸的是，「閉環生產」將取代「封閉式管理」，降低對供應鏈的衝擊。

惟「動態清零」已嚴重衝擊跨國企業的投資信心。中國歐盟商會（European Union Chamber of Commerce in China）、中國美國商會（American Chamber of Commerce in China）的調查結果顯示，80% 的歐商與 52% 的美商，將削減對陸投資。國際金融協會（Institute of International Finance, IIF）亦預估，全年資本外流將從 2021 年的 1,290 億美元，倍增到 2022 年的 3,000 億美元。綜言之，中國大陸經濟正處於深層的結構性變革。

附表 中國大陸因應疫情的振興經濟方案（2022年1月1日至6月13日）

| 時間   | 部門   | 政策                              |
|------|------|---------------------------------|
| 1/1  | 人民銀行 | 實施普惠小微企業貸款延期支援工具和普惠小微企業信用貸款支援計畫 |
| 1/11 | 財政部  | 調整農村客運、計程車油價補貼政策                |
| 1/21 | 國務院  | 進一步做好困難群眾基本生活保障有關工作             |
| 1/29 | 財政部  | 延長部分稅收優惠政策執行期限                  |
| 2/11 | 發改委  | 深入實施創業帶動就業示範行動暨力促高校畢業生創業就業      |
| 2/18 | 發改委  | 促進服務業領域困難行業恢復發展                 |
| 2/18 | 發改委  | 促進工業經濟平穩增長的若干政策                 |
| 3/1  | 財政部  | 進一步實施小微企業六稅兩費減免政策               |
| 3/2  | 發改委  | 振作工業經濟運行暨推動工業高品質發展的實施方案         |
| 3/2  | 財政部  | 中小微企業設備器具所得稅稅前扣除有關政策            |
| 3/3  | 財政部  | 促進服務業領域困難行業紓困發展有關增值稅政策          |
| 3/4  | 銀保監會 | 加強新市民金融服務工作                     |
| 3/5  | 國務院  | 政府工作報告                          |
| 3/18 | 財政部  | 進一步實施小微企業所得稅優惠政策                |
| 3/21 | 財政部  | 進一步加大增值稅期末留抵退稅政策實施力度            |
| 3/23 | 財政部  | 進一步提高科技型中小企業研發費用稅前加計扣除比例        |
| 3/24 | 民政部  | 進一步做好困難群眾兜底保障等工作的意見             |
| 3/24 | 財政部  | 對增值稅小規模納稅人免徵增值稅                 |
| 4/11 | 國務院  | 切實做好貨運物流保通保暢工作                  |
| 4/15 | 銀保監會 | 金融支持貨運物流保通保暢工作                  |
| 4/17 | 財政部  | 進一步加快增值稅期末留抵退稅政策實施進度            |
| 4/18 | 人民銀行 | 做好疫情防控和經濟社會發展金融服務               |
| 4/25 | 人社部  | 特困行業階段性實施緩繳企業社會保險費政策            |
| 4/26 | 人民銀行 | 下調金融機構存款準備金率                    |
| 4/27 | 國務院  | 進一步釋放消費潛力促進消費持續恢復               |
| 4/28 | 財政部  | 調整煤炭進口關稅                        |
| 4/28 | 國務院  | 進一步加大對中小企業紓困幫扶力度                |
| 4/28 | 人民銀行 | 設立科技創新再貸款                       |
| 4/28 | 稅務總局 | 進一步加大出口退稅支持力度促進外貿平穩發展           |
| 4/29 | 財政部  | 快遞收派服務免徵增值稅政策                   |
| 4/29 | 人民銀行 | 開展普惠養老專項再貸款試點工作                 |
| 4/30 | 財政部  | 上海市浦東新區有關研發機構適用進口稅收政策資格認定事項     |
| 5/4  | 人民銀行 | 煤炭清潔高效利用專項再貸款額度                 |
| 5/9  | 工信部  | 加力幫扶中小微企業紓困解難若干措施               |
| 5/10 | 發改委  | 做好2022年降成本重點工作                  |
| 5/13 | 人社部  | 做好失業保險穩崗位提技能防失業工作               |

| 時間   | 部門   | 政策                           |
|------|------|------------------------------|
| 5/15 | 人民銀行 | 調整差別化住房信貸政策有關問題              |
| 5/16 | 財政部  | 發揮財政政策引導作用支持金融助力市場主體紓困發展     |
| 5/17 | 財政部  | 進一步持續加快增值稅期末留抵退稅政策實施進度       |
| 5/19 | 國資委  | 中央企業助力中小企業紓困解難促進協同發展有關事項     |
| 5/19 | 財政部  | 適用新冠肺炎疫情相關租金減讓會計處理規定相關問題     |
| 5/20 | 住建部  | 實施住房公積金階段性支持政策               |
| 5/25 | 國務院  | 進一步做好盤活財政存量資金工作              |
| 5/25 | 財政部  | 階段性實施國內客運航班運行財政補貼            |
| 5/25 | 財政部  | 發揮財政政策引導作用支持金融助力市場主體紓困發展     |
| 5/26 | 人民銀行 | 推動建立金融服務小微企業敢貸願貸能貸會貸長效機制     |
| 5/26 | 財政部  | 做好 2022 年國家助學貸款免息及本金延期償還工作   |
| 5/27 | 人民銀行 | 進一步便利境外機構投資者依法合規投資中國債券市場     |
| 5/27 | 財政部  | 新冠肺炎疫情相關租金減讓會計處理規定           |
| 5/27 | 財政部  | 支持加快農產品供應鏈體系建設 進一步促進冷鏈物流發展   |
| 5/30 | 財政部  | 進一步加大政府採購支援中小企業力度            |
| 5/31 | 國務院  | 紮實穩住經濟一攬子政策措施                |
| 5/31 | 人社部  | 擴大階段性緩繳社會保險費政策實施範圍等問題        |
| 5/31 | 財政部  | 減徵部分乘用車車輛購置稅                 |
| 6/1  | 人社部  | 擴大階段性緩繳社會保險費政策實施範圍           |
| 6/1  | 外管局  | 支持高新技術和專精特新企業開展跨境融資便利化試點     |
| 6/3  | 銀保監會 | 進一步做好受疫情影響困難行業企業等金融服務        |
| 6/7  | 民政部  | 切實保障好困難群眾基本生活                |
| 6/7  | 財政部  | 擴大全額退還增值稅留抵稅額政策行業範圍          |
| 6/8  | 財政部  | 進一步明確商業健康保險個人所得稅優惠政策適用保險產品範圍 |
| 6/10 | 稅務總局 | 企業預繳申報享受研發費用加計扣除優惠政策有關事項     |

說明：人社部=人力資源社會保障部。工信部=工業和信息化部。外管局=國家外匯管理局。住建部=住房和城鄉建設部。國資委=國有資產監督管理委員會。發改委=國家發展和改革委員會。銀保監會=銀行保險監督管理委員會。