



中國大陸經濟何時落底？

● 朱浩民

國立政治大學金融學系 教授

一、前言

中國大陸經濟近年來表現不佳，不僅對外出口滑落，內部則面臨產能過剩、經濟結構調整的陣痛期，此外房地產低靡不振，股市暴起暴跌，人民幣不斷貶值，資金嚴重外流，2015年GDP成長率落入「保7」的掙扎戰。由於中國大陸已是全球第2大經濟體，更是全球最大的貿易國，因此其未來經濟和金融的發展，將嚴重影響國際財經情勢；而兩岸經貿關係密切，對岸是台灣最大的出口和投資地區，如果中國大陸經濟表現不佳，台灣必定遭受池魚之殃。因此中國大陸經濟何時落底以及未來的可能發展，自然是大家關注的議題。

二、中國大陸經濟現況

中國大陸經濟現況可由下列幾個主要面向和數據來判讀：

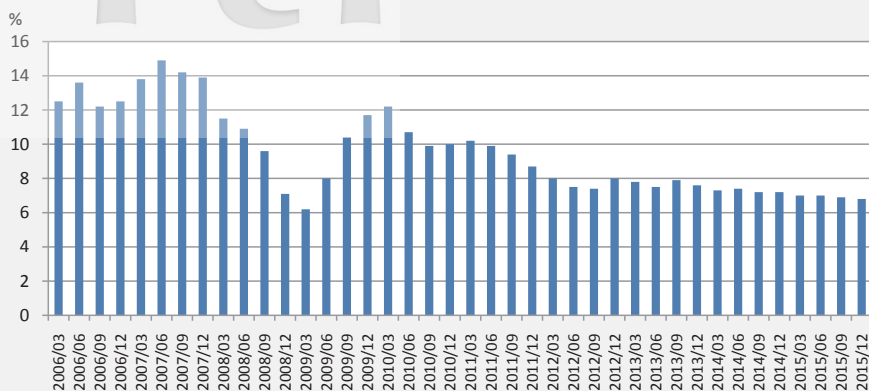
1. GDP

2008年全球金融風暴後，各國經濟陷入衰退，中國大陸也不能倖免，在推出4兆人民幣的強力刺激措施後，其經濟雖

有短暫的復甦。但由於當時政策倉促上馬，造成胡亂投資，產能嚴重過剩，經濟發展後繼無力，GDP成長率遂自2010年第一季以來逐季下滑，2015年第1季和第2季勉強維持7%的成長，第3季和第4季則分別只有6.9%、6.8%。而這些成長率還是官方公布的數字，國際間有悲觀之機構甚至認為，中國大陸2015年的實際GDP成長率可能只有4%或5%左右，相較於以往超過10%的經濟高速成長，讓人不禁懷疑其經濟的成長動能是否已經消失？圖1是近十年來中國大陸的GDP季成長率。資料顯示，2010年以前，除了在2008年下半年到2009年上半年的全球金融風暴期間，中國大陸GDP成長率摔落到10%以下之外，其餘時期都有10%以上的成長；但自2010年第2季開始，其GDP成長率均低於10%且每況愈下，2015年全年中國大陸經濟成長率只有6.9%，是25年來的最低點；一般預估，2016年的成長率將更只有6.5%~6.8%左右。中國大陸經濟是否已經落入「中等收入陷阱」，跨進「新平庸」的新時期，何時能夠觸底反彈？世界各國都在注目觀察。

2. 對外貿易

圖1 中國大陸GDP成長率

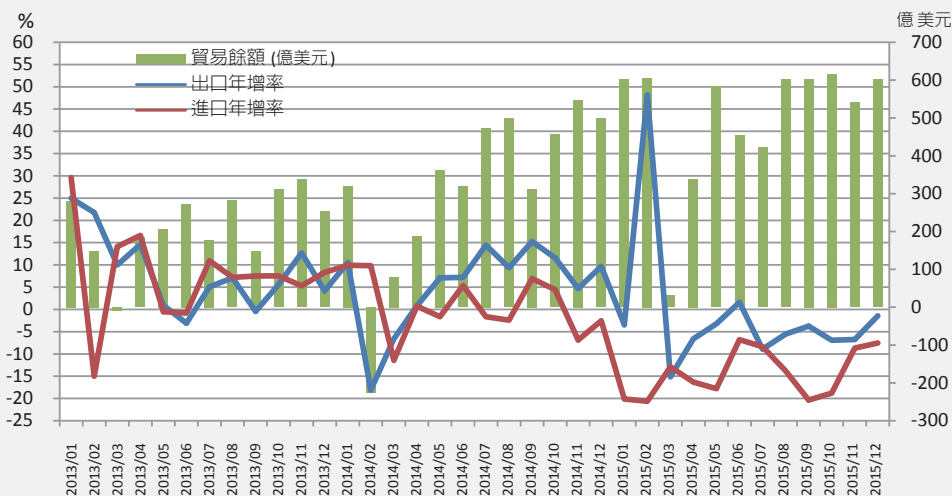


出口動能萎縮，外需對成長的拉升力降低，是近年來中國大陸經濟表現不佳的主要原因。由於生產成本逐年上升，「世界工廠」的優勢逐漸消失，再加上金融風暴的影響造成全球經濟的衰退，需求減少，使得中國大陸近年來出口成長減緩。圖2是2013年以來中國大陸的對外貿易情況。從圖中可以知道，2015年的月出口

金額年增率多為負值，顯示其出口相對於2014年是衰退的；圖中也顯示，同時期月進口金額年增率減幅更大，因此整年的貿易餘額並未顯著減少。不過圖中之資料亦顯示，7月以後，出口衰退的情況似略有改善，進口則是在9月以後改善更明顯，似乎透露經濟已有觸底的現象，不過因時間尚短，仍有待後續觀察。

3. 產業調結構

圖2 中國大陸對外貿易情況





除了出口衰退以外，政府有意的「調結構」亦是中國大陸經濟成長減緩的重要原因。金融風暴後的4兆人民幣強力投資，雖然讓中國大陸避免了經濟的下挫，但卻也造成不少產業產能過剩和「殭屍企業」的出現，不僅扭曲了社會的有限資源，也嚴重增加了銀行的經營風險。因此近幾年來中國政府不再盲目追求GDP的高成長速度，而是希望將高污染和部分產能過剩的第二產業(工、礦業)導引至高效能、低污染的行業以及內需型的第三產業(服務業)。因此剛結束的十二五規劃裡的「調結構」以及近日其領導人提出的「供給側改革」，乃是過去幾年、同時也是未來其政府的主要經濟政策。事實上，中國大陸近幾年來的「調結構」確實有了初步的成效。圖3是近10年來中國大陸各產業生產值的年增長率。在2012年以前，

第二產業生產值的年增長率幾乎都高於第三產業，但從2013年起第三產業年增長率則已超過第二產業(2012年兩者相同)，至於第一產業(農、林、漁、牧業)則大略維持持平的增長速度。各個產業的消長情形可由圖4更明顯看出。2012年(含)以前，中國大陸第二產業的生產值均高於第三產業，但從2013年起第三產業生產值年增長率超過第二產業之後，2013年和2014年第三產業的生產值已較第二產業為高。

4. 採購經理人指數

採購經理人指數(Purchasing Managers' Index, PMI)，尤其是製造業採購經理人指數，代表產業的景氣榮枯，通常是一國GDP走向的領先指標，圖5是近兩年來中國大陸官方的製造業PMI和非製造業PMI。資料顯示，從2014年第3季開始，中國大陸的製造業PMI逐月下滑且多

圖3 中國大陸各產業生產值年增長率

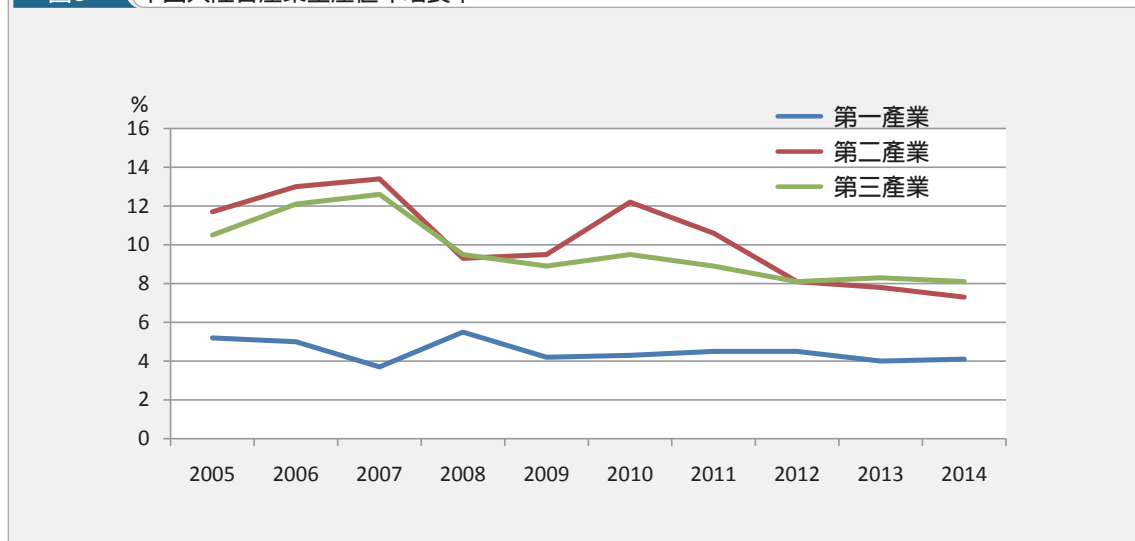
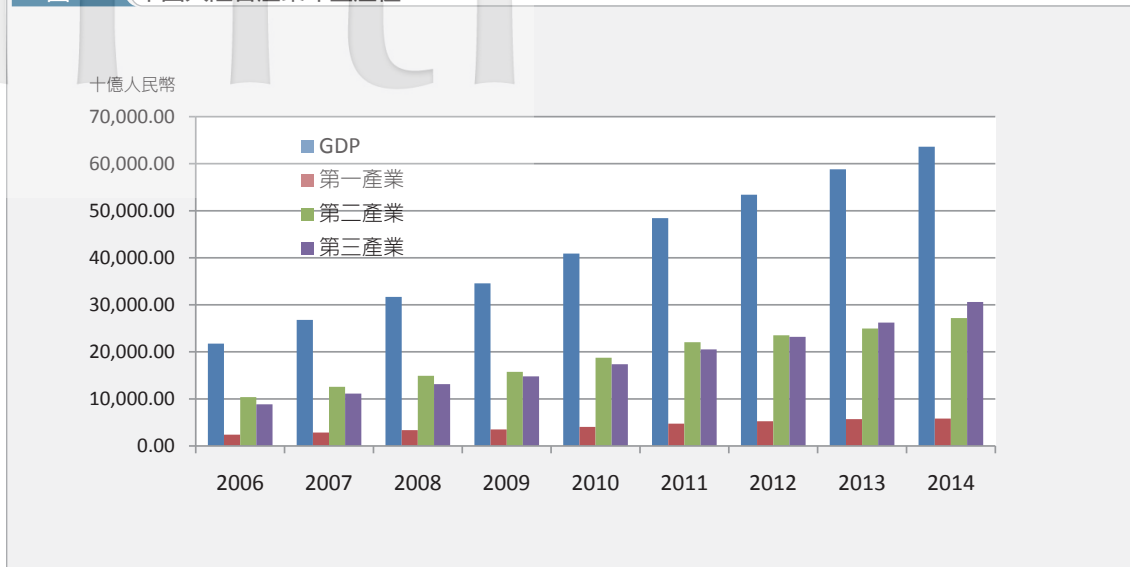




圖4 中國大陸各產業年生產值



數在榮枯點50上下掙扎；非製造業PMI雖然一直維持在50以上，但也是從2014年第3季開始下滑，顯示過去一年半來，中國大陸景氣確是日益衰退。不過資料顯示，去(2015)年11月開始，製造業PMI似乎已有止跌現象，非製造業PMI則回升更明顯，不過因時間尚短且改善有限，要判斷景氣是否落底仍言之過早。

圖6則是近兩年來中國大陸官方的製造業PMI和非官方的財新製造業PMI。資料顯示，民間版的財新製造業PMI自2014年8月即開始下滑，而且滑落的幅度較官方數據更深；資料亦顯示，去(2015)年10月和11月財新PMI雖略有回升，但12月又再度下滑，表示景氣仍然處於衰退的情況。

圖5 中國大陸官方採購經理人指數

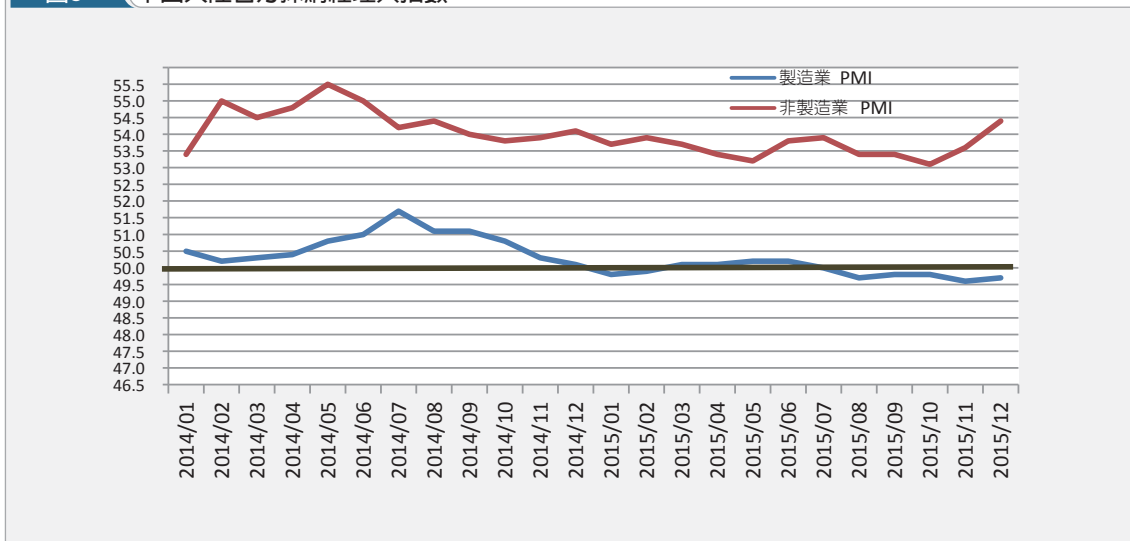
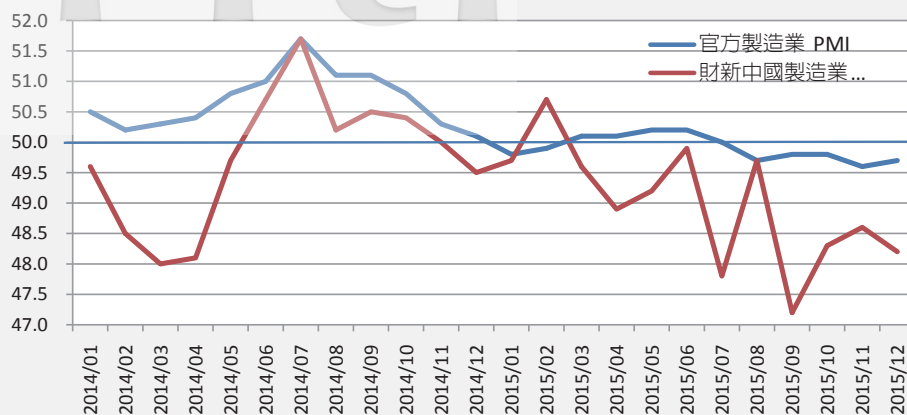




圖6 中國大陸製造業採購經理人指數



註：財新傳媒2015年8月取代匯豐(中國)銀行，與Markit繼續編製中國採購經理人指數。

5. 物價

圖7是中國大陸近5年來的消費者物價指數(CPI)和生產者物價指數(PPI)年增率。從圖中可以看出，2011年中國大陸CPI年增率還接近6%，但到了2015年底，CPI年增率則只有1.5%左右，先前中國大陸擔心的通貨膨脹不但沒有惡化，反而因近年來經濟活動減緩而有通貨緊縮的疑慮。至於PPI下跌的情況則是更為嚴重，資料顯示，中國大陸的PPI年增率自2011年7月開始下滑，且從2012年3月開始變為負數，迄2015年底已經連續46個月呈現負值。PPI年增率持續為負數而且繼續下跌，表示企業動能還在減緩，經濟自然萎縮不前。不過圖中資料亦顯示，中國大陸的CPI從2015年10月起略微回升，PPI自2015年8月起也未再進一步下跌，是否意謂有效需求已不再惡化，經濟情況可能止跌回穩？

在GDP成長減緩、CPI下跌的過程當

中，人民銀行乃採行了寬鬆的貨幣政策，多次調降存款準備金率和利率，以及啟動了逆回購、常備借貸便利等措施，向市場挹注資金。圖8是中國大陸CPI年增率和一年期定存利率。隨著CPI的下跌，人民銀行從2014年11月起開始降息，至2015年底已降息5次，使得中國大陸的實質利率已接近零。未來經濟如果仍未顯著復甦，人民銀行仍將會繼續降準降息，不過考量實質利率已低，未來降準的次數和幅度應會高於降息。

6. 股市

股市是經濟的櫥窗，雖然有人認為中國大陸股市是所謂的「政策市」，但多少仍能視為經濟的先行指標之一。中國大陸在2007年10月中股市上漲至歷史高點後泡沫化並走了將近7年的空頭。2014年11月在「滬港通」的題材和政策鼓勵之下，股市又重啟多頭，不過在融資(包括場外配資)增加過速以及股價指數期貨的推波助瀾下，政府在2015年6月中試圖降溫卻引發股災，不得不「暴

圖7 中國大陸CPI和PPI年增率

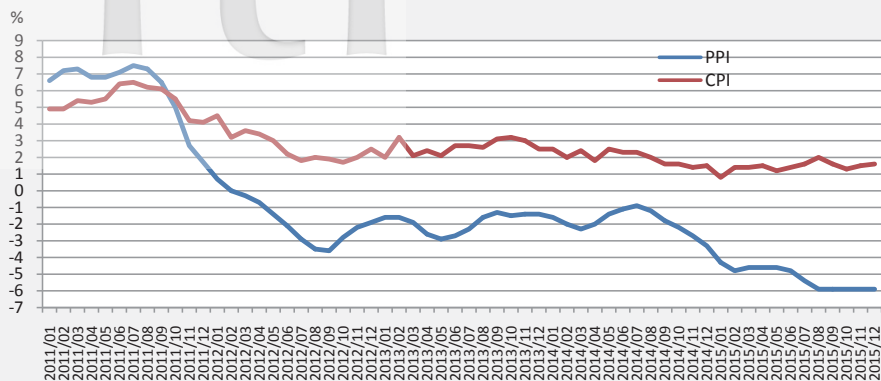
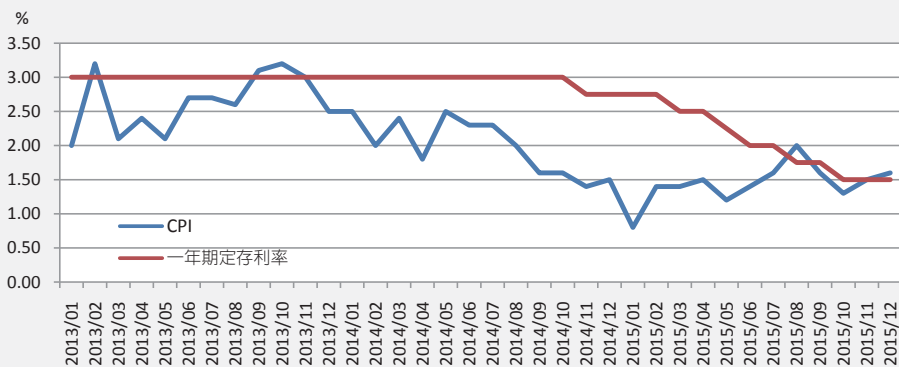


圖8 中國大陸CPI年增率和一年期定存利率



力救市」穩住市場，卻又引起眾多批評。雖然其後股市似有回穩，但2016年1月開市後，又因人民幣大幅貶值和實施「熔斷器」機制，股市又大幅重挫，未來的走勢仍有待觀察。圖9是2005年1月至2016年1月15日上海證券交易所的上證指數走勢圖。

7. 匯率

人民幣自2005年7月匯率改革以後對

美元一路升值，然而隨著近年來中國大陸經濟的表現不佳而開始貶值，尤其是在2014年8月人民銀行無預警的調整匯市每日開盤人民幣中間價的方式後，更引發新一輪的人民幣貶值，並造成國際金融市場一場不小的動盪。11月底人民幣確定納入國際貨幣基金(IMF)的特別提款權(SDR)以後，官方支撐力不再，貶值加速。2015年全年人民幣兌美元在岸價(CNY)總計貶值4.45%、離岸價(CNH)則貶值5.37%。2016



圖9 上證指數走勢圖



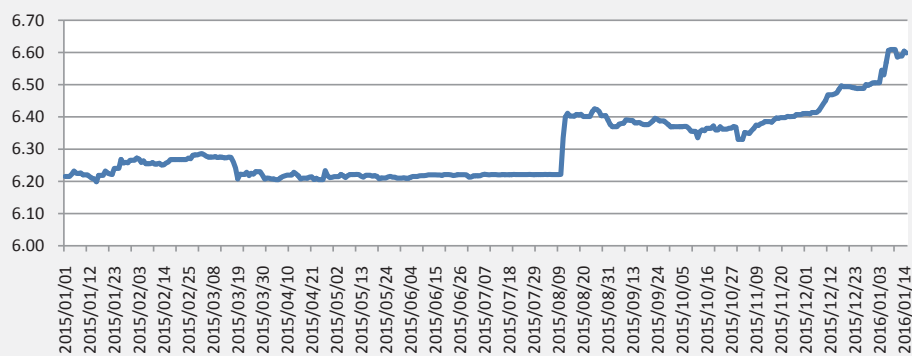
年1月開春，人民幣兌美元又迅速劇貶，直往1美元兌7元人民幣的匯率前進，尤其是香港的離岸人民幣匯率(CNH)與中國境內的在岸人民幣匯率(CNY)價差甚至高達千點以上。為打擊投機炒匯和扭轉預期，中國人民銀行於1月11日中國人民銀行強力進場干預香港外匯市場，拉抬離岸人民幣匯率近千點，大幅縮減CNH和CNY的差價，其後數天又調升在岸CNY的開盤中間價，人民幣貶值

風波方暫時歇息，不過在中國大陸經濟還未好轉之前，仍將偏向弱勢發展。圖10是2015年1月1日至2016年1月15日的美元兌人民幣匯率走勢圖。

8. 外匯儲備

先前中國大陸由於貿易順差、外人投資和人民幣升值預期等各因素，外匯儲備不斷累積。然而隨著出口動能的衰退和人民幣由升轉貶，外匯儲備自2014年6月歷

圖10 人民幣匯率走勢





史高峰的3兆9,932億美元開始下滑，2015年下半年股災發生以及人民幣貶值態勢擴大，資金外流加速，尤其是第4季中國人民銀行爭取人民幣納入國際貨幣基金(IMF)的特別提款權(SDR)，在離岸人民幣市場拋售美元資產以支撐人民幣匯率，外匯儲備大幅減少，2015年整年巨幅下降5,036億美元。未來中國大陸的經濟發展和股、匯市表現仍將牽動其外匯儲備的變化。圖11是近兩年來中國大陸的外匯儲備情況。

9. 房地產景氣

房地產投資是經濟活動的重要組成分子，房價熱絡能帶動經濟景氣，低迷則將拖累經濟表現。圖12是2005年1月至2015年11月的中國大陸全國房地產景氣指數。從圖中可以看出，先前中國大陸的房地產活動相當活絡，炒房成為投機行為，也因房屋供給太多而產生了不少鬼城。房價高漲造成民怨，政府從2010年4月「國十條」起開始打房，房地產景氣開始下滑，不過自2015年起，因為整體經濟表現不佳，政府逐漸放寬了限購

令和按揭貸款成數，房價開始回穩，房地產景氣逐漸回升，但仍低於基期景氣線的100。

三、中國大陸經濟的未來發展

以上各主要數據顯示，中國大陸的經濟目前仍在打底過程當中，恐怕需要一段時間才能逐步回復。至於外界擔心中國大陸經濟是否會「硬著陸」，或許倒不必過度悲觀。中國政府擁有強大的行政權和資源，對於大局的發展方向應能掌控，中間過程或許會有些偏離和摩擦，「軟著陸」過程不會太順利，也需要更多時間，但如果國際財金情勢沒有重大變化，政府的各種舉措在今(2016)年的下半年以後會逐漸看到效果，經濟應能逐漸恢復正軌。

「去產能、去庫存、去槓桿、降成本、補短板」的「供給側」改革將是未來中國大陸的優先經濟發展政策，經濟結構調整將重於GDP的絕對數字成長，「中國

圖11 中國大陸外匯儲備

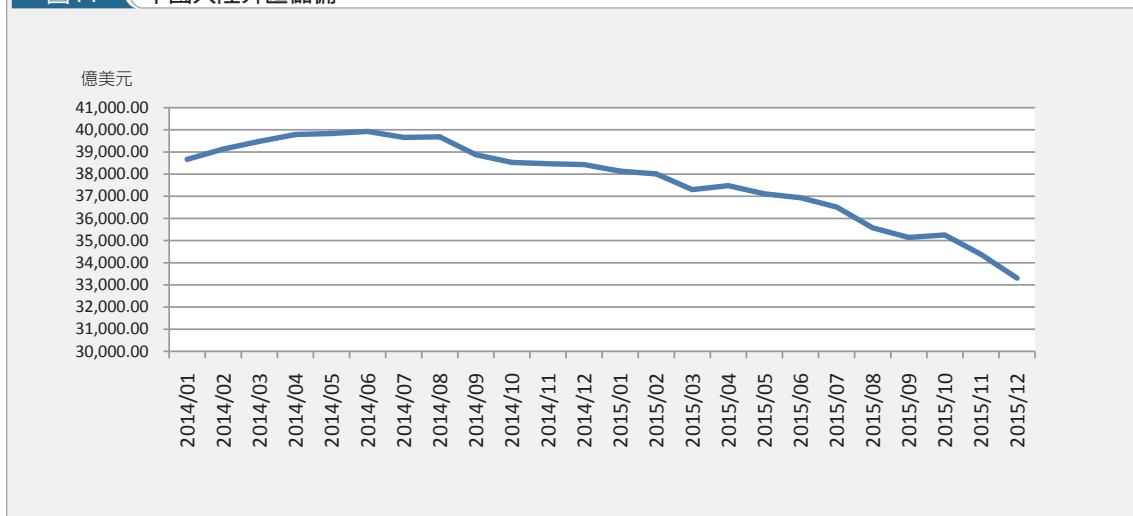
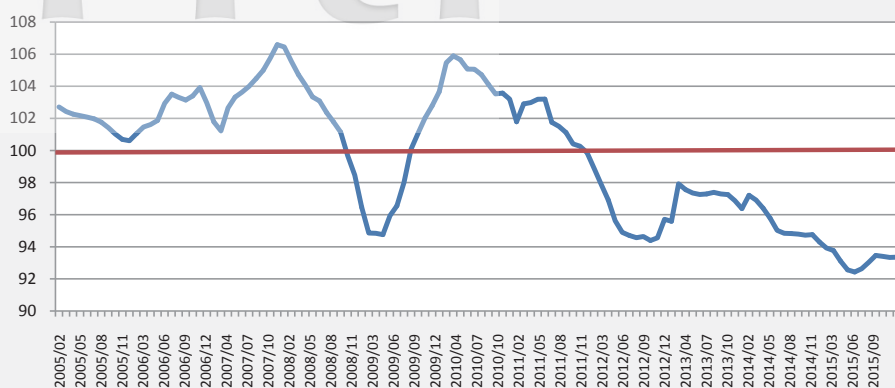




圖12 大陸全國房地產景氣指數



製造2025」將揚棄高污染、低效能的產業，往新的物聯網+和節能等新的方向發展，希望將經濟成長從目前的出口導向轉向內需型的消費導向，因此高速度的GDP成長率不會再出現，新的「十三五規劃」中對GDP的成長率將務實的設定「6.5以上」即是實例。

貨幣和財政政策方面，將會繼續採行寬鬆的貨幣政策，在沒有通貨膨脹的壓力下繼續降準和降息，尤其在當前外匯佔款減少的情況下，降準的次數和幅度應該會較降息來得大。財政政策力度將會加大，在對企業實行減稅降低負擔之時，也會「階段性提高財政赤字率」，擴大支出以刺激經濟景氣。人民幣匯率方面，在經濟未顯著改善以前仍會維持弱勢、繼續貶值，但不會容許「斷崖式」的暴跌，以免危及金融穩定和鞏固人民幣作為國際主要貨幣的重要性，而外匯資本帳管制將由自由貿易區試點繼續調整放寬，最終達成外匯自由化。股市仍將繼續震盪，但5月將有納入MSCI市場指數的題材，未來

應會隨著經濟的回復逐漸走穩。房地產上則將鬆綁打房力度，並透過戶籍制度改革，推動城鎮化和棚戶改造，以時間換取空間，消化庫存和改善基層民衆的住房需求。