中國經濟過熱與宏觀調控政策

童振源、王國臣，2006 年 10 月，「中國經濟過熱與宏觀調控政策」，《交流》，第 88 期，頁 65-68。

一、　經濟過熱指標

中國政府已經實施兩年的宏觀調控政策，但是諸多指標仍顯示中國經濟存在嚴重過熱的跡象。首先，上半年，國內生產總值（GDP）91,443 億人民幣，比去年同期（同比）增長 10.9%，增速比去年同期多增加 0.9 個百分點，更高出年初預期目標 2.9 個百分點。

其次，1-7 月份，城鎮固定資產投資 44,771 億人民幣，同比增長 30.5%。固定資產投資不斷增加，導致投資率達到改革開放以來的最高峰。2005 年，投資率竟高達 44.8%，甚至超過 1993 年經濟嚴重過熱的 43.5%。這顯示中國投資過熱的狀況在短期內完全沒有緩和的跡象。

第三，截至 7 月末，廣義貨幣供應量（M2）同比增長 18.4%，增速比上年同期高 2.1 個百分點，也比年初中國預期目標高出 2.4 個百分點。同時，新增貸款總額為 2.4 萬億人民幣，不僅等同於去年全年的新增貸款規模，並且達到年初設定 2.5 萬億人民幣貸款增加目標的 94%。

從上述三個指標而言，中國經濟顯然過熱。最近幾個月，中國政府推出以下五大宏觀調控政策措施，以減緩經濟過熱徵兆，說明如下。

二、　宏觀調控政策

1、全面清理投資項目

中國國家發展與改革委員會要求水泥、電解鋁、鐵合金、焦炭與煤炭相關產能過剩行業加速結構轉型，並責成各地方政府對總投資 1 億人民幣及以上的新開工項目逐項進行全面清理，對於違規盲目擴張與不按期淘汰落後高耗能裝備及產品的企業予以停止供電與貸款核發。

2、降低房地產市場熱度

中國建設部門規定：(一) 房貸自備款不得低於 30%；(二) 購買住房不滿五年即轉手者，須繳交房價 5.5%的營業稅；(三) 空置三年以上房屋不得當抵押品；(四) 閒置土地兩年未動工，無償收回土地；(五) 新審批與開工住宅項目，面積在九十平方公尺以內的住宅總面積要占 70%以上；(六) 提高海外基金進入中國房地產市場的准入門檻；(七) 個人二手房轉讓所得收益須繳納 20%的所得稅。

3、限制土地開發

中國國土資源部除重申繼續維持嚴審批各類非農建設用地與控制新增建設用地供應量外，更明確指出將停止別墅類房地產項目土地供應。

4、控制信貸過快成長

中國人民銀行於 4 月 27 日與 8 月 18 日宣布上調金融機構存、貸款基準利率；其中，一年期存、貸款基準利率分別提高到 2.52%與 6.12%。比起 1998 年以前，存款利率為 5%以上，1993 年經濟過熱時甚至高達 10%以上，目前的存款利率水平仍相當低，從 2002 年 2 月的最低點至今只有提高 0.54 個百分點。貸款利率也相當低，從 2002 年 2 月的最低點至今也只有提高 0.81 個百分點。相較之下，1998 年以前的貸款利率超過 7%，1995 年時甚至高達 12.06%。由此可見，中國的利率政策是相當保守。

此外，中國人民銀行於 7 月 5 日與 8 月 15 日各提高金融機構人民幣存款準備金率 0.5 個百分點，達到 8.5%，這兩次調整大約凍結約 3,000 億人民幣的資金。相較於 1998 年一次調降存款準備率 5 個百分點與 1999 年一次調降 2 個百分點，2003 年以後到現在僅僅調高 2.5 個百分點，可見中國政府也不願意大幅調高存款準備率以緊縮貨幣政策。因此，中國人民銀行加大公開市場操作力度，並通過「窗口指導」，要求國有大型商業銀行與股份制商業銀行嚴格控制信貸規模與減緩放款節奏。

5、緩和外部經濟失衡壓力

自從 2000 年以後，中國外匯存底迅速增加。2000 年底，新增外匯存底 109 億美元，相當於 GDP 的 0.9%；2004 年底，新增外匯存底 2,067 億美元，相當於 GDP 的 10.7%；2006 年上半年，新增外匯存底 1,223 億美元，相當於 GDP 的 10.7%。目前，中國已經超越日本，成為全球外匯存底最多的國家，預計今年 10 月以後將突破上兆美元。為了舒緩巨額外匯存底所衍生的龐大壓力，中國人民銀行已經採取多項放寬外匯管理政策，大幅放寬和簡化國內機構與民眾購匯與對外投資的限制，及削減出口退稅率。

三、 政策評估

以下將從三個層面評估中國宏觀調控政策的有效性：貨幣政策、泡沫經濟、與經濟失衡。

1、貨幣政策自主性

貨幣供給過多無疑是中國經濟過熱的重要原因，貨幣快速供給絕大部分原因是外匯積累過快所造成。2003 年，中國外匯存底增加 1,169 億美元，相當於 9,679 億人民幣。中國透過公開市場操作淨沖銷 5,853 億人民幣，也就是說，外匯占款金額為 3,826 億人民幣。2003 年，中國基礎貨幣淨增加 6,111 億人民幣；也就是說，外匯占款占基礎貨幣增加量的比重為 62.6%。2004 年，該比重為 367.7%；2005 年，該比重為 59.4%；2003-2005 年，該比重平均為 162.2%。很明顯地，中國外匯存底增加對中國貨幣政策造成非常嚴重的衝擊，整個基礎貨幣發行完全受制於外匯存底增加的影響。（見表一）

表一、外匯存底增加對基礎貨幣增加的影響

年份	外匯存底增加量		沖銷淨額	外匯占款	基礎貨幣增加量	占比[2]
單位	億美元	億人民幣	億人民幣	億人民幣	億人民幣	%
2003	1,169	9,679	-5,853	3,826	6,111	62.6
2004	2,066	17,106	3,873	20,979	5,706	367.7
2005	2,089	17,109	-13,848	3,261	5,487	59.4
2003-2005	5,324	43,894	-15,828	28,066	17,304	162.2

註 1：外匯占款占基礎貨幣增加量的比重。

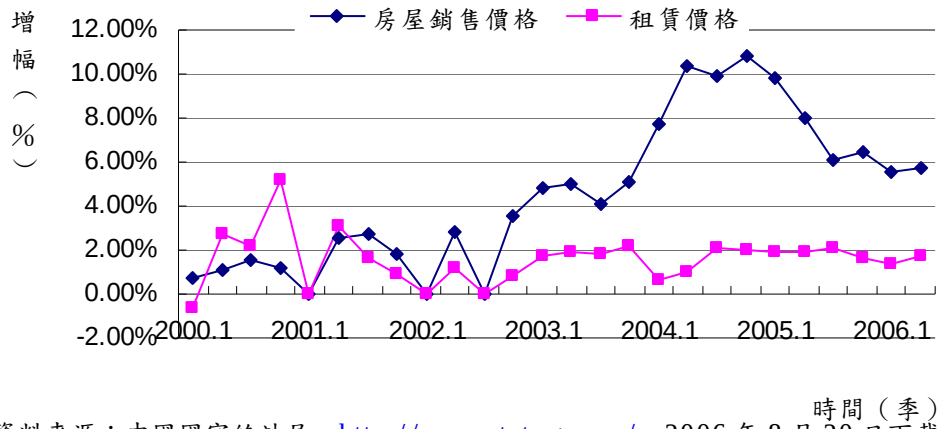
2、泡沫經濟與金融風險

2004 年前 3 個月，中國城鎮固定資產投資增長速度高達 47.8%，形成經濟過熱的嚴重警訊。2004 年 3 月以後，中國政府開始採取宏觀調控政策，城鎮固定資產投資增長速度開始下降，2004 年為 27.6%。然後，中國宏觀調控政策的效力逐漸失效，2005 年的城鎮固定資產投資增長率只微降到 27.2%，2006 年上半年卻攀升為 31.3%。

在所有的固定資產投資當中，中國政府特別要求限制對鋼鐵、電解鋁與水泥的投資，這幾項產業與房地產的蓬勃發展有非常密切的關係。2004 年前 3 個月，房地產固定資產投資增長率高達 38.4%。隨著中國實施宏觀調控政策，房地產固定資產投資增長率在 2004 年整年降到 29.1%，2005 年繼續降到 20.5%。然而，2006 年上半年，房地產固定資產投資增長率卻再度回升到 27.9%，顯示中國的宏觀調控政策已經到了強弩之末，必須再採取更堅定的政策措施方能遏制經濟過熱的趨勢。

然而，根據中國政府對 70 個大中型城市的調查，2004 年中國房屋銷售價格漲幅達到 10.1%，但租賃價格僅僅上漲 1.4%，表示房地產市場有很大的經濟泡沫成分。儘管自 2005 年以來，中國國務院多次要求地方政府嚴控房價漲勢過猛，但至今年上半年全國房屋銷售價格仍舊維持同比上漲 5.7%。這顯示大量貨幣供給的效應對房地產市場仍有很大的影響，使得資產價格增長再度回升。(見圖一)

圖一、中國房屋銷售與租賃價格



資料來源：中國國家統計局，http://www.stats.gov.cn/，2006 年 8 月 20 日下載。

目前，中國銀行體系貸款給房地產與土地開發的投資比重相當高，使金融體系存在嚴重的金融風險。例如，銀行對房地產貸款占貸款總量比重從 1999 年的 4%上升到 2005 年 11 月底的 15%，其中屬於可疑類貸款總額為 5,250 億元。銀行中長期貸款占定期儲蓄存款的比重由 2001 年 1 月的 70.1%上升至 2006 年 6 月的 96.5%。這表示未來如果房地產市場泡沫化，可能引爆新一輪的不良貸款風潮。

3、經濟失衡的困擾

根據中華全國商業資訊中心針對 600 種商品市場供需狀況調查，2001 年上半年供需平衡的商品占全部調查商品的 12.8%，供過於求的商品占全部調查商品的 86.5%，供不應求的商品僅僅占全部調查商品的 0.7%。從此之後，雖然供需平衡的商品比重逐漸增加，但是完全沒有供不應求的商品。2002 年下半年，供過於求的商品比例高達 88.0%，供需平衡的商品比例為 12.0%。今年下半年，供過於求的商品比例降為 71.3%，供需平衡的商品比例為 28.7%。目前，中國投資率是歷史最高點，但是七成以上的商品仍處於供過於求的通貨緊縮狀態，使得中國經濟處在冷熱並存的狀態。

四、　結論

冷熱並存的經濟失衡狀態正是中國不願意大幅度緊縮貨幣政策(利率與存款準備率)

以降溫經濟的重要原因。中國宏觀調控政策以行政手段為主、貨幣政策為輔，希望減少對過熱部門的投資、但又不影響對其他產業的投資，達成「有保有壓」的政策效果。然而，外匯存底大量增加、熱錢快速湧入，造成中國的貨幣供給持續快速增加、房地產部門投資仍持續發燒，使得中國的宏觀調控政策的成效非常有限。

目前中國經濟過熱的主要根源來自於外匯存底大規模擴張，進而導致中國貨幣政策失靈、經濟泡沫化與失衡嚴重、金融風險不斷升高。中國政府單靠行政手段與有限的貨幣政策恐怕很難解決目前經濟過熱，反而會凸顯中國政府的困境，進而提高人民幣升值的預期與導致更多外匯湧入，造成經濟持續過熱、升息與調整匯率的新一波壓力。