

# 中國大陸經濟下行已成定勢

李沃牆\*、李卓穎\*\*

## 壹、前言

美中貿易戰自去年 7 月 6 日開打，美國正式宣布對價值約 340 億美元的中國進口商品，包括機械、電子產品與高科技設備、汽車等課徵 25% 關稅；第二波則是川普於 9 月 17 日宣布，自當月 24 日起將對中國進口的 2,000 億美元，共 6,031 項商品加徵 10% 關稅。受貿易戰影響，中國大陸國家統計局於去（2018）年 12 月 14 日所公佈數據顯示，11 月中國工業產出和零售銷售放緩，是近三年來增長最少的一年。零售額增長則是自 2003 年以來的最低水平。該年 12 月，大型國有企業和小型私人企業的新訂單均見下滑，工廠活動降至近三年來最低；大型工業企業 11 月獲利亦是三年來首見下滑。另由國家統計局所公布的 12 月份，中國製造業採購經理人指數（PMI）降至 49.4，是 2016 年 8 月以來首次跌破 50 的榮枯分界線，低於市場預期；而今年 1 月 2 日財新中國所公布的同期 PMI 則為 49.7，為自 2017 年 6 月以來首次跌至 50 以下的景氣衰退區間（參閱表一）。甚至廣東省已被禁止公布一路下滑的地方製造業活動採購經理人指數

（PMI），顯示中國經濟下滑壓力已擴大。結果，中國國家統計局於 1 月 21 日公布去年的經濟增長為 6.6%，創下 28 年新低紀錄；但經濟總量仍達 90 兆人民幣（約 13.5 兆美元），經濟總量占全球比重升至 16%。其中，第一季年增 6.8%，第二季 6.7%，第三季 6.5%，第四季 6.4%。但今明兩年經濟成長預估更不樂觀，大陸當局計劃將今年的經濟成長目標調降至 6%~6.5%，這將是中國經濟 28 年來最慢的增長速度目標。表二為全球著名機構對中國大陸今明二年的經濟成長預測，包括世界銀行（World Bank）、經濟合作暨發展組織（OECD）、國際貨幣基金會（IMF）及聯合國（UN）均不約而同地調降。此外，花旗集團近期發布《2019 年經濟展望報告》，指美中貿易爭端，可能使 2019 年中國大陸出口增長減少近一半，或導致大約 440 萬工作崗位流失，特別是勞動力密集和低附加價值產業，亦值得關注。中國大陸經濟成長率是否灌水一向受到質疑，人民大學向松祚教授在一論壇中的演講語出驚人地指出，2018 年中國大陸經濟成長率實際可能僅 1.67%，甚至也有可能負成長。

\*淡江大學財金系教授兼兩岸金融研究中心副主任。

\*\*政治大學金融系學生。

表一：2018 年中國大陸製造業 PMI

年/月	2018/1	2018/2	2018/3	2018/4	2018/5	2018/6
官方	51.3	50.3	51.5	51.4	51.9	51.5
財新	51.3	51.6	51	51.1	51.1	51
年/月	2018/7	2018/8	2018/9	2018/10	2018/11	2018/12
官方	51.2	51.3	50.8	50.2	50	49.4
財新	50.8	50.6	50	50.1	50.2	49.7

資料來源：中國大陸國家統計局；中國財新。

表二：全球著名機構對中國大陸經濟成長預測

單位：%

年度	世界銀行 (Word Bank)	經濟合作暨發展組織 (OECD)	國際貨幣基金會 (IMF)	聯合國 (UN)
2018	6.5	6.7	6.6	6.5
2019	6.3	6.4	6.2	6.3

資料來源：作者根據各機構預測整理。

## 貳、內需消費成長面臨逆風

中國大陸是當今世界第一大貿易國，但由 GDP 的結構變化中可看出，消費占 GDP 的比重在 2008 年為 35.96%，2017 年則為 40.43%，10 年來增長 4.5%；同期間的出口所占比重則由 32.51% 下降至 19.76%，降低幅度高達 12.75%；進口所占比重則由 24.93% 下降為 18.05%，降幅為 6.88%。這種變化已顯示，消費已取代出口，進而成為經濟成長重要的引擎。面對貿易戰壓力，中國國務院於去（2018）年 10 月 11 日公布完善促進消費體制機制實施方案，希望藉此擴大內需，提振消費。因為消費是最終需求，促進消費對釋放內需潛力、推動經濟轉型升級、保障和改善民生具有重要意義。然而，一些數據顯示，中國大陸的消費現況並不理想，包括：

1. 由於經濟下行，飯局減少，代表中國大陸中產階級消費的貴州茅台獲利成長不佳，去年第 3 季單季營收僅 188.45 億元人民幣，稅後盈餘 89.66 億元人民幣，年增長均不足 3%；10 月市值又受全球股市波動影響蒸發逾 2,000 億人民幣。

2. 中國大陸汽車銷售成長率，因受課進口關稅影響，自去年 6 月即呈現負成長，並逐月擴大至 11 月的 -18%（如表三所列）。總計，去年全年整體汽車銷售量為 2,272 萬輛，較 2017 年下降約 6%，是車市逾 20 年來首次出現衰退。

3. 中國社會消費零售品零售總額度代表大陸零售市場的變化，可看出內需市場的需求強弱，並反映人民的生活水平以及消費購買力。但此指標自去年 6 月以來亦有明顯下降，凸顯大陸的內需市場並非太強勁。

表三：2018 年中國大陸汽車銷售成長率

月份	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月
成長率(%)	9.4	3.6	-3.7	-5.4	-7.4	-13.1	-13.2	-18.0

資料來源：作者整理自 bloomberg news。

對此，中國大陸發改委將進一步制定穩定汽車、家電等熱點產品消費的一系列刺激消費措施；也要完善住房租賃、家政服務、養老、托幼的配套政策；同時將挖掘農村網購和鄉村旅遊消費潛力，破除文化、體育等社會領域投資准入的體制機制障礙。但是，大陸的消費成長未來能夠撐起半邊天？瑞銀的報告指出，受經濟、出口成長趨緩影響，薪資、所得增幅預估將趨緩。即便官方祭出寬鬆政策，瑞銀仍預期中國 2019 年實質消費成長率將降至 7.0%。而人民大學的研究報告則指出，高房價及租金上漲，工資成長減緩正在削弱其他消費產品的

能力；且中國家庭的財務槓桿率已達 110.9%，超過美國；家庭負債占 GDP 亦逐年上升，如表四所列，2016 年 1 月占比為 40%，但次年 1 月已增加至 44.4%，去年 7 月更突破 50.3%，對未來的消費影響甚大。

另外，中國大陸經濟下行、引發企業倒閉潮；再加上外資撤資；預料下崗工人將增加。此外，今年大學畢業生將創 834 萬歷史上高峰，也會產生就業的困境，導致失業率攀升，所得收入減少，最終影響消費及經濟增長。

表四：家庭負債占 GDP 比重

單位：%

月份	2016/1	2016/7	2017/1	2017/7	2018/1	2018/7
比重	40	41.7	44.4	46.9	48.4	50.3

資料來源：作者整理自，<https://tradingeconomics.com/>。

### 參、出口成長減緩是警訊

2018 年 7 月中，美中貿易戰第一波引爆後，廠商提前出口；還有對「一帶一路」沿線國家進出口急增，反而出現明顯成長，同時對美國貿易順差亦持續擴大。根據中國海關公布的數據顯示，去年 4 月後出口成長保持穩定，特別是 9 至 10 月出口年增率分別為 14.5% 及

15.6%，表現極為強勁；但 11 月份出口年增率降至 5.4%，且對美出口減少 25%。緊接著，12 月所公布的進出口雙雙下降。其中，進口下滑 7.6%，創兩年半以來最大降幅；出口則是下降 4.4%，也是兩年以來最大降幅（詳見表五）。12 月進出口數據下降，確認了中國大陸面臨經濟下行壓力，更為今年的經濟成長蒙上一層陰影。

表五：2018 年中國大陸出口年增率

月份	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月
成長率(%)	11.1	44.5	-2.7	12.9	12.6	11.3
月份	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
成長率(%)	12.2	9.8	14.5	15.6	5.4	-4.4%

資料來源：中國統計局。

因此，中國大陸在今年 1 月 9 日又推出最新減稅措施，盼能刺激消費增長；主要內容涉及五方面，包括：大幅放寬可享受所得稅優惠的中小企業標準；對中小企業、個體工商戶等，提高增值稅起徵點；准許地方政府對增值稅小規模納稅人，在百分之五十幅度內減徵資源稅、城市維護建設稅、印花稅、城鎮土地使用稅、耕地巷占用稅等地方稅種及教育費附加等等。預計每年可再為小微企業減少約人民幣 2,000 億元的稅費負擔（林則宏，2019）

#### 肆、接連五次降準措施，隱含經濟疲軟

中共國務院副總理劉鶴於去年 10 月時指出，當前要處理好穩增長和防風險的平衡，聚焦進一步深化供給側結構性改革，在實施穩健中性貨幣政策、增強微觀主體活力和發揮好資本市場功能三者之間，形成「三角形支撐框架」，促進國民經濟整體良性循環。包括：1. 實施穩健中性貨幣政策。要進一步增強前瞻性、靈活性和針對性，做到鬆緊適度，重在疏通傳導機制，處理好穩增長與去槓桿、強監管的關係。2. 增強微觀主體活力。特別要聚焦解決中小微企業和民營企業融資難題，實施好民企債券融資支持計畫，研究支持民企股權融

資，鼓勵符合條件的私募基金管理人發起設立民企發展支持基金。他並要求，對暫時遇到經營困難，但產品有市場、項目有發展前景、技術有市場競爭力的企業，不盲目停貸、壓貸、抽貸、斷貸。3. 發揮好資本市場樞紐功能。資本市場關聯度高，對市場預期影響大，資本市場對穩經濟、穩金融、穩預期發揮著關鍵作用。人行行長易綱則於 11 月 16 日召集財經部會和主要銀行高層開會，會中強調要利用信貸、債券、股權「三支箭」，加大對民營和小微企業的金融支持，進一步引導資金流向實體經濟。重量級人士的喊話，早也隱含大陸已出現經濟疲軟。因此，人行於 2018 年共實施四次降準行動，累積共釋出寬鬆貨幣高達人民幣 2.35 兆元（詳如表六所列）。今年 1 月 4 日，人行再度宣布，為穩定春節前的流動性波動，並加大對小微企業、民企支持力度，分別於 1 月 15 日和 25 日各下調存準率 0.5 個百分點。此次共降準 1 個百分點，將釋放資金約 1.5 兆元人民幣。其實，此舉亦顯示中國大陸人行貨幣寬鬆力度加碼，係為強力支撐信貸和社會融資與投資規模成長、緩解信用壓力；保持市場合理充裕的流動性，有助於改善經濟和金融市場預期，抑制資金外流風險。

表六：2018 年以來人行降準措施

單位：億人民幣

降準時間	降準幅度	釋放資金	對象
2018/1/25	0.5%	4,500	小微企業與三農；全部大中型商業銀行、90%的城商行與 95%的非縣城農商行
2018/4/25	1%	4,000	小微企業；大型、股份制、城市商業銀行、非縣城農商行、外資銀行
2018/7/5	0.5%	7,000	小微企業；大型、股份制、城市商業銀行、非縣城農商行、外資銀行
2018/10/15	1%	7,500	小微企業、民營企業及創新型企業；大型、股份制、城市商業銀行、非縣城農商行、外資銀行
2019/1/15 2019/1/25	各 0.5% (合計 1%)	15,000	穩定春節前的流動性波動，擴大對小微及民營企業支持力度

資料來源：作者根據人行發布資訊整理。

### 伍、貿易戰後續談判恐憂大於喜

在貿易戰談判方面，雖於去年底 G20「川習會」後，雙方協議停戰 90 天；但 12 月初，華為財務長孟晚舟在加拿大被捕，並可能引渡至美國受審。華為是中國扶植的全球最大電信設備製造商，更與「中國製造 2025」關係密切。若此事件擴大，對未來美中談判必然蒙上陰影。今年初，在美國貿易談判代表團前往大陸前夕，大陸外交部發言人陸慷首度改口說，「中國製造 2025」只是「規畫指南」，並非正式的「行業政策」，似乎刻意降低美國的關注。1 月 7 至 9 日，美中副部級首次於北京舉行貿易磋商，雙方討論智財權保護、「中國製造 2025」、能源進口、農產品進口、汽車關稅，及金融市場准入等 6 大議題。據悉，中國大陸在會中已做出口頭承諾，包括，擬立法避免強制技術轉移、重新進口大豆、大米等美國農產品，暫停課徵美製汽車 25% 額外關稅，並保證增加外資金融機構進入中國市場；中國大陸擬將對美提出「6 年超過 1 兆美元的採購大禮」，至 2024 年將美中年度貿易逆差歸零」。因此，樂觀者表示，美中貿易談判可望於 3 月 1 日前達成共識；貿易戰緩和有助於降低對中國大陸經濟的衝擊。但悲觀者認為，中國大陸對美的「承諾」能否完全「兌現」，目前仍不得而知；再者，川普打算實施 14 項技術出口管制，包括生物技術、人工智能與深度學習、定位導航、機器人、數據分析、量子信息和傳感、增材製造、腦機接口、先進材料等多個領域。這對中國大陸高科技的發展無疑構成一大阻礙。而最難達成、也是最深層的部分，應是中國大陸結構改革的問題，美國欲跨越這條紅線（red line）絕非是易事。若雙方無

法達成深層共識，美國一旦提高關稅，對中國大陸進出口及經濟成長只有雪上加霜。

### 陸、債務危機拖拉經濟下行

即使美中貿戰有所轉圜，但不斷升高的債務將拖累中國大陸的經濟；但中國大陸的債務到底有多少，由於數據不透明，其實很難算清楚。但國際貨幣基金組織（IMF）指出，中國大陸地方信貸過度擴張，尤其是影子銀行問題，將給金融市場帶來風險。據其估計，中國大陸的債務規模占總產出的 234%。而根據 BIS 在去年 9 月所發布的數據顯示，中國大陸第 1 季非金融的民間企業債務，占其 GDP 比率上升到 164.1%。尤有進者，中國大陸今年將採取更積極財政政策，擬加快地方債發行以用於地方基礎建設；不僅發行時間將早於往年，發債規模也會更大，預估至少達人民幣 4.5 兆元。地方債不僅能夠給地方政府帶來穩定的資金來源，減少地方政府支出和收入的資金缺口；但債務累積及債務危機將不斷上升。高盛就提出警告，中國大陸企業債恐怕出現雪崩式債務違約潮；債務比率再次上升、實質 GDP 成長也跟著放緩。

### 柒、中國經濟下行影響大，穩中求進成為關鍵

不可否認，中國大陸是全世界第二大經濟體，2017 年 GDP 占全球經濟總量約 15.4%；也是世界第一大出口國、第二大進口國。因此，中國經濟確定下行，全世界各國都將遭受波及，台灣更難以置之度外。據主計處估計，大陸 GDP 降 1%，台灣 GDP 將下降 0.2%。台灣去年 12 月接單急跌逾一成，其中來自大陸及香港訂單金額年減 10.3%，為 2016 年 5 月

以來最大跌幅，以電子產品及機械產品減少最多，即可為佐證。最近，受中國大陸經濟成長趨緩影響，蘋果（Apple）於美國時間 1 月 2 日給投資人的一封信中、下修 2019 會計年度第 1 季財測，單季營收由原先預期的 890 億調降至 840 億美元，毛利率約下調 0.5% 至 38%。結果，1 月 3 日股價跌至 142.19 美元新低點，市值為 6,744.5 億美元。若由去年 10 月 3 日的 232.07 美元歷史高點，市值近 1.103 兆美元算，則跌幅超過 38%，早已進入熊市（Bear market）的 20% 門檻。不僅全球科技股受到牽連，台灣蘋果三雄的大立光、台積電及鴻海更遭波及。

去年適逢中共改革開放 40 年，中共於 11 屆三中全會開幕 40 周年的 12 月 18 日舉行高規格的紀念大會。會中傳達 18 大以來，以習近平為核心的黨中央全面深化改革，使「改革開放翻開了新的歷史篇章」；進入「新時代」，要堅持以「習近平新時代中國特色社會主義思想」為指導，把改革開放不斷推向深入；並追求高質量發展是根本發展要求的訊息。緊接著，2018 中共中央經濟工作會議於 12 月 19 至 21 日在北京舉行（陳煒偉、申鉞，2018）。此會議是觀察 2019 年大陸經濟前景、宏觀調控和重大改革的風向標。2018

年適逢中國改革開放 40 週年，又受美中貿易戰影響，會議內容更備受關注。會議結束後所發布的訊息指出，2018 年是全面貫徹中共 19 大精神的開局之年，在以習近平同志為核心的黨中央堅強領導下，「有效應對外部環境深刻變化，宏觀調控目標較好完成，穩妥應對中美經貿摩擦」，成績來之不易。此外，中共擬定長期性大政方針規劃，首要即是先對內外環境作「定性」分析。面對中美貿易摩擦引發的經貿格局出現「結構性轉變」議論，中央經濟工作會議再次定調「仍處於、並將長期處於」重要戰略機遇期，意味著此前中共 19 大與「十三五」規劃等長期性計畫未改變。此工作會議定調 2019 年經濟工作總基調將堅持「穩中求進」，在經濟運行壓力有所加大的情況下，要求 2019 年要「保持經濟運行在合理區間」；並會持續進行市場化改革，擴大各產業高技術的開放腳步，加速朝向現代化經濟體系發展。同時要求中共各政府部門統籌推動穩增長、促改革、調結構、惠民生、防風險等工作，並進一步「穩就業、穩金融、穩外貿、穩外資、穩投資、穩預期」及提振市場信心。綜合而言，中國大陸經濟下行恐將成為常態，這不僅影響全球經濟成長，台灣經濟更是首當其衝，政府和企業宜及早因應。

### 參考資料

1. 向松祚（2018），四十年未有之大變局，專題演講，  
<https://www.youtube.com/watch?v=r6offNjTo4c>。
2. 林則宏（2019），穩經濟，大陸推企業減稅、刺激消費措施，2019年1月10日，聯合報。
3. 陳煒偉、申鍼（2018），中央經濟工作會議：中央經濟工作會議明確，2019年7大重點工作任務，2018年12月21日，新華網。
4. 中國人民銀行，<http://www.gov.cn/centralbank/>。
5. 中國國家統計局，<http://中國統計局.cn/>。
6. 中國財新，<http://pmi.caixin.com/>。
7. 花旗集團《2019年經濟展望報告》，<https://www.privatebank.citibank.com/outlook.html>。