

美國財經政策 對中國大陸 「針對性」分析

◆文／邱志昌

鉅亨網首席經濟學家

前言：中國大陸步入國際經濟合作 美國閉門自掃門前雪？

從 2017 年初當選至今，美國川普總統與中國大陸總書記習近平，在公開場合互動似乎越融洽。尤其是川普剛上任，與中共 19 大期間，兩國元首公開互訪活動；看起來似乎你儂我儂。但這兩大國的很多財經政策，卻是南轅北轍；爭議最大的是對全球國際貿易主張。中國大陸經濟計畫由長江流域區域經濟走出境外，含有「世界大同」味道；美國則是由退出「太平洋區域經濟合作夥伴協議」（TPP）走向內部，近似獨善其身。川普在 2016 年美國總統大選時，就提出首要任務；中止 TPP 談判；並且要求鄰國加拿大與墨西哥，重新與美國談「北美自由貿易協定」（NAFTA）。川普認為，在這兩項經濟合作中，前者美國要給予諸多國家經濟利益；而後者 NAFTA 長年這樣執行下來，至今美國人已在移民與勞工就業上，出現強大反對聲浪。川普政策對 NAFTA 的不滿聚焦於、由美墨邊界不斷進到美國的非法移工，剝奪美國勞工就業機會。對墨西哥的態度，川普不僅口硬、下手也不輕；上任後不僅限制，墨西哥人民自由進出美墨邊境；也規劃在兩國邊境建造大圍牆；且這筆築城費還要

由墨西哥分攤。但太平洋的另外一端中國大陸，自 2013 年開始至今持續推進「一帶一路」、「亞洲基礎建設投資銀行」（AIIB）、絲路基金、金磚國家合作會議等國際經濟合作。「一帶」是沿中國內陸再往西延伸，經過甘肅與新疆省等；再從哈薩克、烏茲別克到中東地區巴勒斯坦、以色列、伊朗等國。持續再延伸到東歐國家匈牙利、波蘭等，再到西歐區域、最後到英國。

美國財經政策「外部效果」大於中國大陸 兩國經濟既競爭又合作

在經濟學上對國家經濟的「外部效果」（External Effect）定義是，該大國自己政策使其它國家受益與受損。由中美雙方政治制度檢視；習近平治國思想已在 2017 年中共 19 大會議中，被列入共產黨章；因此「一帶一路」短、中、長期繼續發展空間大。除非碰到非常意外政治、或是戰亂阻擋，否則長期難以停止。而美國民主制度下的川普政權，自他上任後，對金融與財政政策推展也不遺餘力。雖美國每任總統只有四年，但美國是全球經濟 GDP 規模與金融最大國。歐巴馬與川普兩人政策落差樣態，只是棒子換手、向前跑的姿勢改變；但「偉大美國」意圖目標不

變。所有美國與中國大陸重大財經政策對全球各國多會有「外部效果」，兩國之間也會互相影響。由美國金融市場最重要指標，美國股市道瓊工業指數自 2017 年至今，曾經 27 次創下新高點；上一任歐巴馬與這一任川普總統對國家建設魄力與決心更不容小覷。而中國大陸自 2015 年 6 月後，上海股價指數只是緩緩上揚；上揚幅度不大，很顯然大陸經濟發展受阻。股市趨勢變化敏感、它充滿對該經濟體未來國力趨勢預期；但過去表現不能代表未來會持續。在極權的中國大陸與成熟的美式民主下，這兩大國經濟與金融政策是：美國的政策影響大於中國大陸，大陸對美國影響力有限。唯隨著大陸經濟規模成長，與對於南海軍事擴張，美『中』兩國財經政策互動，有意或無意多隱含競爭、合作與國力對峙。

在合作層面上，人民銀行是美國政府公債最大債主；若說美國政府是舉債讓人民享受生活，則中國大陸就是它最重要債權人。雖然在 2015 年時，大陸為維持人民幣匯率穩定，曾進行大規模拋補干預；大量賣出美國政府公債、意圖讓人民幣不要過度貶值。但多無法阻擋人民幣持續貶值；最糟時曾貶值到近 7 兌 1 美元。這讓大陸國務院總理李克強難堪；因 2015 年中共兩會與 18 大期間，李克強曾信誓旦旦對國際宣示：大陸不會以人民幣匯率貶值，來增強外銷產品價格競爭力。但此項誓言竟無法兌現，人民幣匯率在當年還是大幅貶值。事過境遷後，最近才水落石出，主要原因是中國大陸金融不良債務破表作祟。2015 年 6 月，大陸金融不良債權總金額規模達到 1945 年建政以來最高峰。不管國企或民企，大陸企業對做生意相當有企圖心，但資金來源大多是借貸。在經濟著陸過程中，「權益乘數」舉債經營成效不彰的企業，運用借貸成果呈現負面，最後現金流量無法足夠付息。若 3 年付不出利息與本金、最後就會被金融機構收縮銀根。從習近平國際經

濟策略觀點來看，不管「一帶一路」或是「金磚銀行」、與「絲路基金」等多是為撐住大陸經濟硬著陸，大陸 GDP 現在與未來趨勢多是下行。

川普祭出稅改方案是對全球展開吸金 但也增財政風險

但美國經濟趨勢就不同了。2009 年 3 月 1 日開始，美元量化寬鬆貨幣政策（QE），不僅穩住了美國與全球各國次級房貸所引爆的金融風暴；自 2010 年至今經濟 GDP 穩定成長、趨勢是向上的。尤其是 2017 年 12 月 20 日，美國參、眾兩院通過，美國 31 年來規模最大減稅方案；讓全球各國既喜又憂。喜的是美國經濟將更好，對各國雨露均霑，「有效需求」增加。但憂的是，這個過程是需要一段時間醞釀；而在這期間，對每個國家影響不見得多是正面。它的發展邏輯就像大陸諺語：前途是光明，但道路是崎嶇。這始終是美國財經政策執行的必然特質。例如 2009 年美國 QE 政策；它開始執行時，除美元外，其它各國匯率多因美元入境，匯率常處於升值狀態；這是新興國家外銷企業主最不喜歡的金融情勢變遷。

全球各國多因國與國往來，在資金的帳務上區分為三種帳：經常帳、資本帳與金融帳；對照實務就是貿易進出口、固定投資與外資金融三類活動記載。這三種帳所需要的「匯率趨勢」多不一樣，貿易經常帳需要弱勢匯率，資本與金融帳需要被預期會轉為強勢的貨幣匯率。2009 年 3 月 1 日起，美國中央銀行（Fed）QE 政策是「權衡政策」；就是以 6 年期間轟轟烈烈的撒錢。6 年撒錢後，又反手以升息及縮表將這些資金慢慢回收。透過美元與美國利率反覆變化，這讓其它國家非常困擾。美元利率會因為 QE 預期與執行而下降，下降的利率又會帶動美元貶值；美元貶值再逼迫全球其它國家匯率升值。自 2009 年 3

月至今、弄得很多新興國家貨幣匯率一年升值、兩年貶值；如此反覆升貶值呼來喚去，使新興國家企業家與央行多吃不消。

衡量全球資金寬鬆或緊縮的指標是，美國政府 10 年期公債殖利率；而衡量美元強或弱勢指標是為美元指數。2018 年初，全球匯率也因美國減稅吸金大法，產生劇烈波動。因為美國減稅幾大方針是：打算在未來 10 年內，動用 1.4 兆至 2 兆美國政府預算，將美國 GDP 年成長率拉高到 3% 到 5% 之間。為達成這目標，美國政府將美國人、每人年度所得最低免稅扣除額，由 6,300 美元拉高到 12,000 美元；而企業稅則由 35% 降到 21%。前者在鼓勵美國人多買東西、多消費；後者就是對全球企業招手，吸引它們來美國投資。此外還要以 15% 的低稅率，鼓勵現在還在海外的美國企業，將它們多年經營累積保留盈餘回流到美國。試想有哪個企業毛利率，可以一下子就貸款獲取 14% 的資金？但問題是，要做這些財政政策的成本預算為 1.4 兆美元，這些策資金要從那裡來？在赤字財政下，財政擴張的財源，無法由過去政府稅收的累積而來。而若要一邊創造稅收、一邊獲取增加稅收，這違背正常財政學理論。因此川普擴張財政，最有可能的籌資途徑就是舉債、發行政府建設公債。但如果 1.4 兆全數發債，則美國債務未償還上限，將持續攀高到 21 兆美元以上；美國年 GDP 規模只有 18 兆美元，如果全球持有美債者多同時拋售美債，則聯邦政府將無法招架。其實在尚未有這種可能財政籌資發展前，2013 年美前任 Fed 主席柏南克，就已經警告政府，美國發生「財政懸崖」（Fiscal Cliff）。因此川普這些措施，被全球投資銀行認定為：是短期的股市利多，但為債券市場長期利空。如果川普由公債市場籌資推動財政建設，但卻無法達成目標，則情況會更糟糕；美國財政部會出現高額舉債危機，會出現類

似 2012 年歐洲主權債務危機那樣。2018 年 1 月美債殖利率不斷攀高，即債券價格下跌；一度引發股市數日崩跌，原因就是這些問題的預期。投資銀行認為，如果未來美國實際 GDP 成長不如目前預期，則財政赤字問題將非常嚴肅。

美國諸多財經政策對中國大陸的影響？

但美國畢竟是全球最大內需消費經濟體。到目前為止，全球企業 CEO 受川普稅改方案吸引者不少。例如 2017 年中，台灣鴻海集團董事長郭台銘，在數次進出白宮；這個全球最大的電子代工集團，已決定到威斯康辛州投資，生產液晶顯示器（TFT LCD）。同樣是全球最大生產與製造塑膠企業，台灣台塑集團也加碼對美國投資；中國大陸企業對美投資也絡繹不絕、興致盎然。美國在 2017 年 12 月 20 日，參、眾兩議院所通過的這方案，會在 2018 下半年展開；但預期效果已陸續在 2017 年中出現。這項前所未有的吸金大法，會使得未來全球各國「固定資產投資」奔向美國。川普這種財政發展邏輯，其實等同於 30 年前中國大陸吸引全球外資到大陸生產製造。當時各省市是以地方租稅減免、如「兩免三減半」、低廉土地租金與低價勞工薪水成本，吸引全球外資到大陸各地投資；台商成為大陸產業經濟發展主力。2010 年大陸 GDP 因此超過日本與歐盟，成為全球第二大經濟體。這次美國減稅幅度與魄力，所展現的霸氣與給予企業租稅減讓程度，比當時中國大陸各省市政府有過之無不及；當然也可想像，未來各新興國家企業湧向美國從事生產事業、及參與美國境內基礎建設，美國經濟若順利轉型、其蛻變機率也將會升高。

美國的升息、縮表與減稅政策，使全球各國資金流動方向發生變化。在 Fed 升息與縮表之下，新興國家資金，再被美元的高利率與租稅政策所吸引；則美元將會由 2017 年幾乎是整年弱

勢，預期將於 2018 年下半年搖身一變轉為強勢。這個預期兌現過程邏輯會是：一、預期美元利息持續升高，新興國家金融帳開始在 2017 年 9 月蠢蠢欲動。如在台股外資就由買超轉為賣超，電子科技類權值股鴻海、大立光等股價開始下跌。雖然跌勢還不小，但由於台灣股市結構，仍有不少價值被低估股票，因此熱錢並未在 2017 年底就離開台灣。二、2018 年初後，由於 Fed 縮表與初普減稅效應，資金慢慢回轉到美元；新興國家貨幣匯率會有波動。這個波動如果出現在上半年，那對中國大陸資本市場的負面影響會大於下半年。因為 2018 年 5 月開始，全球外資要開始執行對大陸 A 股投資；A 股被 MSCI 納為指數成份股，上海與深圳 A 股多會成為全球股票投資組合重要標的。從短期觀點，如果美元強勢是出現在 2018 上半年，那外資一見人民幣又貶值就怕匯損了，會延遲投資 A 股時間。但從投資機構所遵循的，財務金融專家理論與經驗角度，如果 2018 年上半年真是這樣發展，外資對大陸 A 股投資還是不失去興趣；只是投入速度會放緩而已。三、因為外資對長期國際股票投資，多希望能在該國股價與匯價雙低時買進，而反而會在雙率攀高後把它出售、兌換為美元。這樣不僅能賺到股價價差，也賺到匯差。對於極力要將股債市場國際化的大陸資本市場而言；目前股價指數在相對低檔區，匯率趨勢屬於盤整格局；因此不會傷害到外資對 A 股興趣。就機構投資者而言，就怕強勢美元與人民幣貶值，多出現於 2018 年下半年或是 2019 年；這樣反而會使已投入 A 股外資停下腳步。四、比股市還更需要關心的是中國大陸債市。在美國升息、縮表與減稅之下，原本要去大陸投資固定資產，將會轉向美國；而使大陸發生資金緊縮，人民幣匯率有下跌壓力；逼得中國大陸 10 年期公債殖利率，發生往上爬升的可能變化，那就不是好事了。因為大陸 10 年期公

債殖利率，在 2017 年底已升高到 4.3%，如果萬一繼續爬升，衝高到接近 5% 水準，那就大事不妙了，因為這就是一個國家債務危機初步信號。意味美國諸多財經政策，有心卻似無意地打擊大陸經濟與金融發展，製造它硬著陸的陷阱；而當大陸落入這個陷阱後，它也會發生蝴蝶效應；全球各個新興國家多無可迴避、系統性風險。

結論：不承認「市場經濟地位」 預期美國將向中國大陸提「市場開放」要求？

由上述所有分析可見，在中美財金與經濟對弈上，另一方的中國大陸也會有相對策略因應。因為美元是全球獨大貨幣，它的使用量占全球資金流通至少 50% 以上；而目前人民幣只有 12% 流通左右。透過美元與各國貨幣匯率的連接管道，美國財金政策的外部效果（External Effect）遠大於中國大陸。而且自 2017 年川普上任以來，具有對各國針對性政策一波波接踵而至。最讓大陸錯愕的是，2017 年底歐盟與英國多打算承認中國大陸具有「市場經濟地位」；但美國仍堅決否認，這發展與川普與習近平友誼非常不搭調。美國除升息、縮表劍已出鞘，2018 年減稅政策也已箭在弦上。對大陸而言，美國不承認其「市場經濟地位」後，美國將會如同 1980 年代要求新興日本那樣，繼續對人民銀行進行操縱匯率調查。美國商務部並將啟動 301 條款，對中國大陸產業展開課徵傾銷稅的報復；預期會要求大陸開放美國稻米與農產品、汽車開放進口等等。當全球各產業大企業多垂涎減稅到美國投資後，美國商務部對中國大陸資本管制及市場開放要求若如此一波接一波而來？以上這些情勢變化，當值得在大陸台商注意，慎防被中美貿易、經濟互相針對性政策傷害到；應藉大陸經濟優勢資源，透視美國政策的多元化邏輯思維，善用台灣經營模式續造我國經濟繁榮。🍀