

中國大陸近期降準對 人民幣的影響

◆ 文 / 李沃牆

淡江大學財金系教授兼
兩岸金融研究中心副主任

美聯準會 (Fed) 於 2018 年四度升息，而中國大陸人行卻大反其道，四次降準。今年，Fed 的漸進式升息可能有所調整，但人行在 1 月即捷足先登，率先於 15 日及 20 日分二次下調存款準備率 (詳如表 1 所列)。總結去年四次降準，

累積降準幅度 3%，共釋出 2.35 兆元 (人民幣，以下同) 資金；而今年第一波降準，幅度共 1%，擬釋出 1.5 兆資金。令人好奇的是，人行接連五次降準，其背後意涵為何？對人民幣匯率及台商有何影響？台資企業該如何因應？

表 1 大陸人行自 2018 年以來降準措施 (單位：億人民幣)

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
2019/1/25	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

人行接連降準 背後大有文章

吾人以為，人行接連五次降準，逕行貨幣寬鬆政策，其背後主要動機包括下列三點。

一、維持市場充裕流動性及利率穩定

美中貿易戰影響逐漸發酵，中國大陸去年 11 月份出口年增率開始驟降至 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%，為兩年以來最大降幅。12 月進出口數據下降確認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。然而，經濟下行引發企業倒閉潮日益嚴重；再加上外資撤資，資金斷鏈情況一觸即發。君不見，過去幾度「錢荒」事件也鬧得人心惶惶，更引發拆款利率飆升。此外，去年

A 股跌幅冠全球，外資撤出，市場流動性大幅降低，股市雪上加霜。有鑑於此，人行實施多次降準，挹注市場流動性及維持利率穩定有其必要。

二、緩解企業信用違約壓力，償還中期借貸便利

由於大陸經濟下行，部分產能過剩企業經營出現困難，導致債券違約。據統計，截至去年底至少有 150 檔信用債違約，違約規模接近 1,500 億；為前（2017）年信用債違約總金額 371 億元的 4 倍。2019 年非金融類信用債到期量合計 4.64 兆，形勢更加險峻，違約潮恐將蔓延。其中，小微企業、民營企業及創新型企業違約最為明顯。降準釋放的資金不僅可支持這些企業，亦可讓大型、股份制、城市商業銀行、非縣城農商行及外資銀行等機構償還人行到期的中期借貸便利（MLF）。此外，人行為向願意增加小微和民營企業貸款的銀行提供低成本流動性支持，去年底創設「定向中期借貸便利（TMLF）」操作於 1 月 24 日落地，操作金額共 2,575 億元，亦有助於銀行進行合理的信貸投放。

三、透過「債轉股」，同時去槓桿

中國大陸去槓桿已實施近二年，結果導致市場資金趨緊。為實體經濟資金需求及美中貿易戰對經濟成長的衝擊，因而採取降準措施，以維持資金寬鬆及流動性。過去，許多企業習慣以短期融資去解決長期投資的資金需求，但在去槓桿的大背景下，一旦無法借新還舊，資金鏈便面臨斷裂的窘境，讓降準政策陷入兩難僵局。人行想出「一石二鳥」策略，即透過「債轉股」方式，將債權人的債券轉換成公司的股票，同時達成減少負債、降低槓桿，並緩解債務違約風險的目標。

降準及經濟下行 人民幣貶值壓力增

人行自去年 1 月底陸續實施降準措施，然美中貿易摩擦於 2 月中開始升溫，時機隔外敏感，人民幣自 2 月 7 日的 6.2648 震盪 2 個多月後，由 4 月 11 日的 6.2654 低檔一路走貶。7 月 25 日，人民幣兌美元中間價失守 6.8 元關口，報在 6.8040 元；7 月 31 日，中間價續貶至 6.8293，創 2017 年 5 月 31 日以來新低。8 月底更貶破 6.9 價位。若由 7 月 6 日第一波貿易

▼ 中國人民銀行降準，人民幣面臨貶壓。



貨幣專



圖／東方IC

▲ 人民幣匯率、利率優勢不在，讓國銀人民幣存款業務直直落。

戰的 6.6865 至 9 月 16 日的 6.8672 計算，貶值 2.7%；倘由 9 月 17 日宣布二波貿易戰的 6.8545 至 9 月 28 日的 6.8679，則僅貶值 0.19%；然而，人行為了「保 7」，數度出面干預，逕行阻貶。如 8 月 3 日宣布自 8 月 6 日起將遠期售匯業的外匯風險準備金調整為 20%；8 月 15 日，人民幣離岸價跌至 6.9587，人行隔日即要求上海自貿易各銀行不得透過同業往來帳戶向境外存放或拆放人民幣資金；另為預防美國聯準會於 9 月 27 日升息後人民幣走貶，人行早於 9 月 20 日與香港政府簽署備忘錄，將在香港發行票據。但 10 月全球股災後，人民幣持續走貶至 6.973，瀕臨「破 7」關卡。走貶態勢直至 12 月初 G20「川習會」，雙方同意休兵 90 天，貿易戰看似露出曙光後，人民幣才由貶轉升，封關日收在 6.8753；今年以來，仍保持強勢走升，截至 1 月 23 日，匯率為 6.7896；理論上，降準釋出貨幣，在寬鬆政策下，人民幣會趨貶；加上美中貿易戰影響，外資撤出也加速人民幣貶值。然而，在人行極力阻貶奏效及美中貿易談判樂觀預期下，人民幣反而虎虎生風。但值得注意

的是，今年經濟下行壓力加大，進出口明顯下降；人行勢必實施新的降準措施，可能會再擴大人民幣貶值幅度。

對台商及台灣金融市場的衝擊與建議

一、因受貿易戰影響，與中國大陸有經貿往來的台資企業，如產品涉及美中貿易戰加徵關稅的項目，無論是否於中國大陸設廠，都將直接或間接被美中貿易戰影響。在中國大陸設有生產基地的台商，若向美國進口相關商品，主要影響為進口成本增加。另外，若有自中國大陸出口至美國應加徵關稅的產品，則將直接增加美國進口商的成本，進而影響台商企業產品的價格競爭力，甚至美國客戶的購買意願。

在眾多產業中，以台商最終產品出口至美國的網通廠、中低階自行車及零組件、石化產品、工具機等產業首當其衝。據悉，中國大陸企業關廠、倒閉者接二連三，台商亦受到牽連而難以置身度外；獲利負成長、甚至虧損者不計其數。人行的降準正可提供較為充裕的流動性，紓解燃眉之急，降低台商企業倒閉風險。

除此，台商亦應策略性地調整全球供應鏈佈局，轉移生產基地，如前往越南、印度等南向國家設廠；另有不少台商選擇回台，但政府必須提供適當的投資環境，改善五缺問題（缺水、缺電、缺工、缺土地、缺人才），才能讓台商回台後有更佳的發展。

二、若降準及經濟下行加速人民幣貶值，必然影響台商及台灣金融市場。

（一）人民幣無論升貶均是雙面刃，都會對台商的進出口造成衝擊，匯率避險不可或缺。而企業經營風險升高，台資銀行在陸的曝險部位也跟著攀升。根據金管會最新出爐的資料，截至去年第3季止，本國37家銀行對大陸地區曝險金額，包括授信、投資及資金拆存的總額度已由上一季的1.73兆上升為1.82兆，占淨值比重為54%。有鑑於此，金管會將採取四大控管措施，包括加強金檢，及請存保及聯徵中心監控大陸地區信用風險，並訂定曝險警戒線，個別銀行曝險額度占淨值八成，就會被盯上。

（二）人民幣若走貶，對台灣金融市場影響不小。包括：1. 引發資金外逃、導致資金大舉撤離新興市場，勢必會造成台灣股匯債市劇烈震盪，進而衝擊金融市場穩定。2. 不利人民幣存款大眾。國銀自2013年2月6日正式啟動DBU（國內外匯指定銀行），在人民幣國際化進程及國銀大推人民幣優利定存專案的因素下，無論是國銀人民幣存款餘額、人民幣貼現及放款餘額及人民幣匯款總額業務，一直維持在相當高的水位。但去年受人民幣貶值影響，截至12月底的國內銀行人民幣存款餘額下降至2,984.42億人民幣，為52個月以來，首度跌破3,000億大關，合計去年人民幣存款共減少238.12億人民幣，減幅逼近8%。這應是人民幣貶值會讓眾多企業及民眾產生龐大匯損及資產縮水，因而減少存款所致。3. 讓台灣央行的外匯存底資產價值縮水。人民幣於2016年10月1日正式被納入國際貨幣基金（IMF）特別提款權（SDR），在由美元、歐元、人民幣、日圓和英鎊組成的一籃子儲備貨幣中。人民幣的權重為10.92%，僅次於美元和歐元，被視為

是大陸推動人民幣國際化的一項重大進展；因而愈來愈多國家願意在外匯存底中持有人民幣資產。台灣央行在彭總裁任內已增加人民幣作為外匯存底的儲備，人民幣走貶，自然影響其價值。4. 與人民幣有關的金融商品價格崩跌。如人民幣保單、人民幣ETF、寶島債、TRF（目標可贖回遠期契約）等，可能因人民幣貶值造成價格下跌，投資人虧損。

降準仍會持續 人民幣波動加劇

人行行長易綱認為，穩健貨幣政策鬆緊適度的「度」，主要體現為「總量要合理，結構要優化」。一方面要精準地把握流動性的總量，既避免信用過快收縮衝擊實體經濟，也要避免「大水漫灌」影響結構性去槓桿。足見去槓桿勢在必行，但又得兼顧流動性。去年底的中共「中央經濟工作會議」定調今年的經濟工作總基調將堅持「穩中求進」，並特別要求穩健的貨幣政策，即要鬆緊適度，保持流動性合理充裕，改善貨幣政策傳導機制；也要提高直接融資比重，解決好民營企業和小微企業融資難、融資貴問題。足見，降準是一項必要且有效的措施。

鑑於中國大陸目前的存款準備率平均介於15%~16%，相較於全球金融機構平均6%~8%的水準仍然偏高。再者，大陸國家統計局於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%。許多國際著名機構預估，中國大陸今明兩年經濟成長更不樂觀；而大陸當局也計劃將目標調降至6%至6.5%，未來經濟放緩修惡成常態。準此以觀，預期今年第二季仍會繼續實施降準措施，人民幣波動勢必加劇，政府及企業、特別是台商宜做好因應準備，以降低衝擊。☁