

通膨與通縮隱患下的 中國大陸經濟復甦

文《王國臣》

中華經濟研究院第一研究所助研究員

| 中國大陸同時面臨通貨膨脹與緊縮 |

全球經濟逐漸走出新型冠狀病毒肺炎 (coronavirus disease 2019, COVID-19) 疫情陰霾，國際大宗原物料價格隨之看漲。2021 年 (民國 110 年) 5 月，中國大陸工業生產者出廠價格 [相當於生產物價指數 (producer price index, PPI)] 年成長率飆升到 9.0%，連續 7 個月上漲。其中，工業生產者購進價格 (相當於核心 PPI) 漲幅更達到兩位數 (12.5%)。換言之，中國大陸面臨嚴重的輸入型通貨膨脹。(見圖 1)

特別值得關注的是，中國大陸能源價格持續走揚。2021 年 5 月，燃料與動力類 PPI 年增 20.7%，連續第 2 個月上升，能源價格上漲導致若干省市拉閘限電，例如：廣東於 5 月開始實施每周「供四停三」，不利經濟復甦。此外，國際大宗原物料上漲的影響，已由上游傳導到中游。

2021 年 5 月，原材料工業 PPI 年增 18.8%，帶動加工工業 PPI 上漲 7.4%，顯示輸入型通膨逐漸擴散。

在此期間，中國大陸末端物價則持續低迷。2021 年 3 月，居民消費價格 [相當於消費者物價指數 (consumer price index, CPI)] 年成長率僅 0.4%，勉強擺脫連續兩個月的負成長。扣除食品與能源價格後的核心 CPI，更能反應通貨緊縮現象。自 2020 年 6 月起，核心 CPI 的漲幅連續 12 個月都低於 1%，顯示民間消費動能萎靡，壓抑 CPI 的成長空間。(見圖 2)

據此，國際組織與法人機構看淡中國大陸物價表現，亞洲開發銀行 (Asian Development Bank, ADB) 下修 2021 年 CPI 年成長率預期值 0.3 個百分點，經濟合作暨發展組織 (Organization for Economic Co-operation and Development,



圖 1 中國大陸生產者物價指數 (2018 年 6 月至 2021 年 5 月)

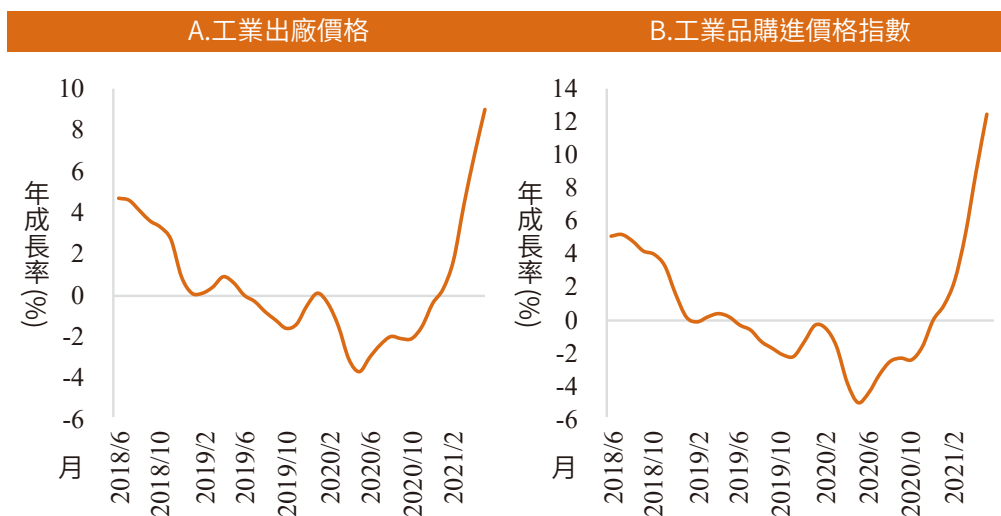




圖 2 中國大陸消費者物價指數 (2018 年 6 月至 2021 年 5 月)

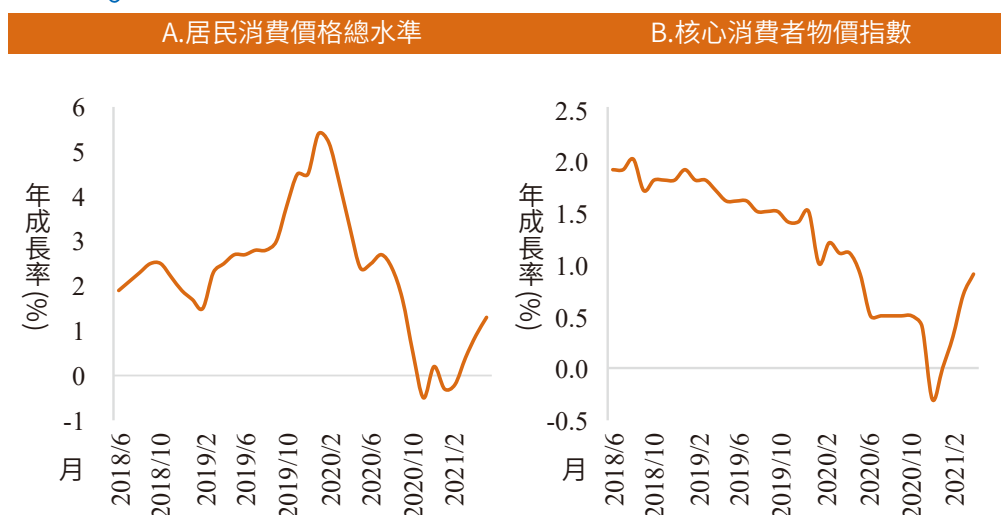
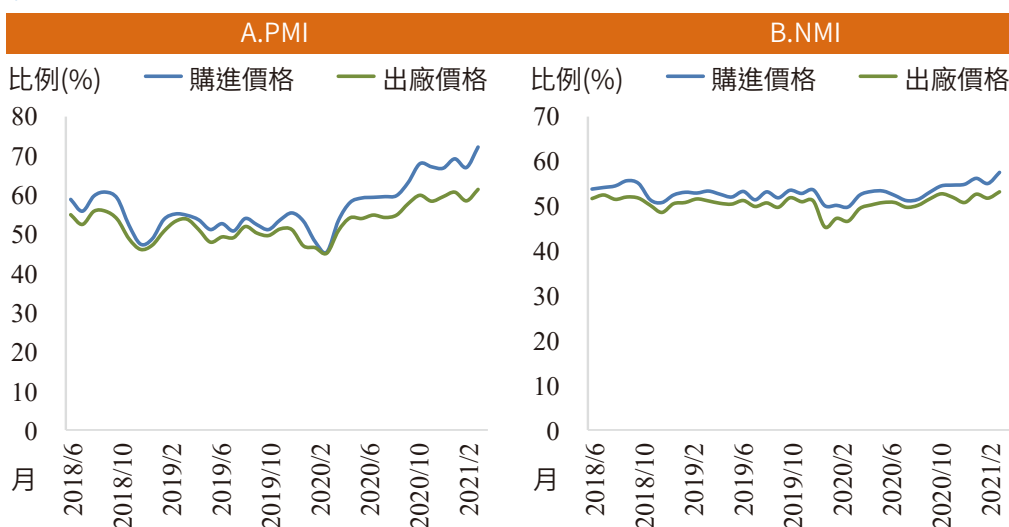


圖 3 中國大陸購進價格與出廠暨銷售價格的差距 (2018 年 6 月至 2021 年 5 月)



OECD) 的下修幅度倍增到 0.8 個百分點，國際貨幣基金 (International Monetary Fund, IMF) 更大砍 1.5 個百分點，目前僅渣打銀行 (Standard Chartered) 上調 0.6 個百分點，但修正後的 CPI 年增率仍只有 1.5%。

通膨與通縮並存對中國大陸經濟的影響

基於通貨緊縮，中國大陸本地企業很難將原物料上漲成本轉嫁到消費端。如圖 3 所示，2021 年 5 月，製造業採購經理指數 (purchasing

managers index, PMI) 中的購進與出廠價格差距達 12.2 個百分點，創歷史新高。同期，非製造業採購經理指數 (nonmanufacturing purchasing managers index, NMI) 中購進與銷售價格的差距亦來到 4.9 個百分點，僅次於 2020 年 2 月封城當下的最高紀錄 (5.4%)，顯示企業經營愈趨艱困。

在此脈絡下，中國大陸部分製造商已陸續拒接訂單，甚至考慮暫停營運。如圖 4 所示，2021 年 5 月，PMI 與 NMI 中的新出口訂單指數，分別落在 48.3% 與 47.6%，皆呈現連續 2 個月下降的趨勢，且雙雙跌破 50% 的景氣榮枯線。



圖4 中國大陸新出口訂單指數 (2018年6月至2021年5月)

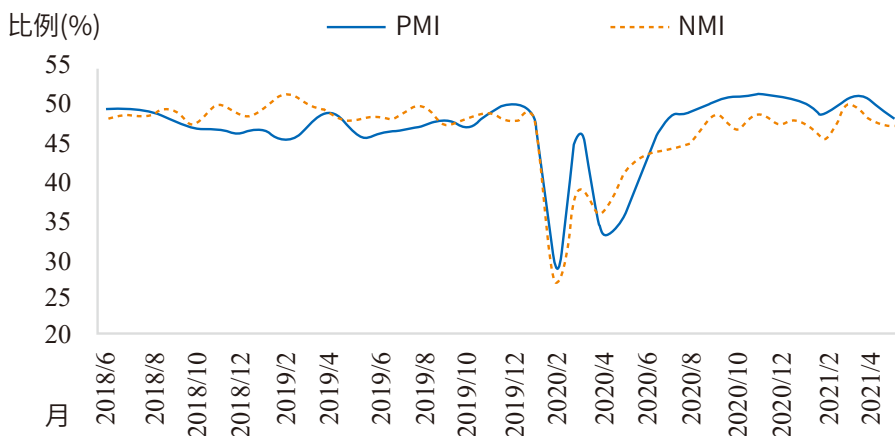
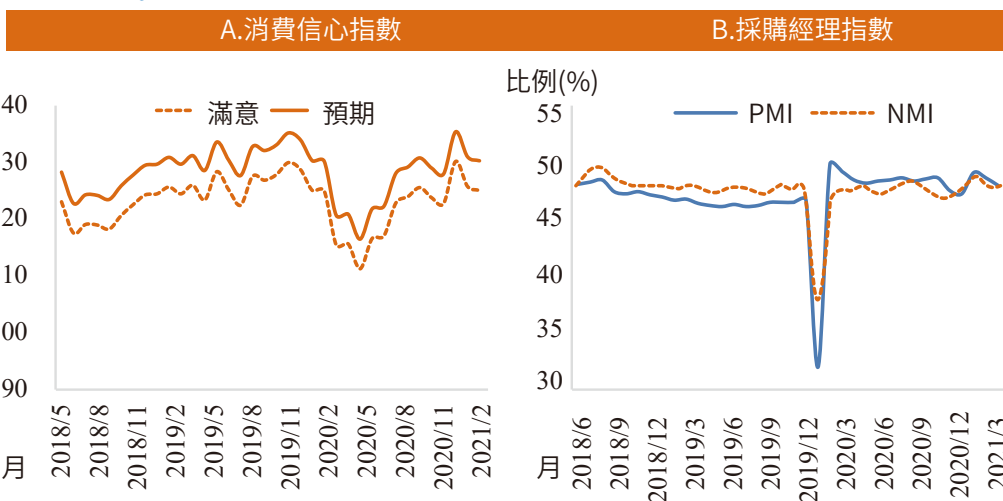


圖5 中國大陸就業市場景氣 (2018年5月至2021年5月)



其中，小型製造業企業縮減產能的徵兆最為明顯，新出口訂單較上月削減 2.8 個百分點；大型與中型製造業企業，亦同步回落 2.0 個百分點。

大陸企業縮減產能直接衝擊就業市場。例如：2021 年 4 月底，規模以上工業企業平均用工人數年增 1.0%，增速較上月削減 0.7 個百分點，且連續第三個月趨緩。尤其是，國有企業平均用工人數衰退 2.4%，表明國企基於績效而不願增加人事成本。此外，港澳臺與外資企業平均用工人數，也較去年同期衰退 1.8%，顯示產業鏈脫鉤持續壓抑就業市場。

中國大陸國家統計局的消費者信心指數 (consumer confidence index, CCI)，也能反應民眾對就業景氣的感受。2021 年 4 月，CCI

中的就業滿意與預期指數，分別為 123.5 點與 130.3 點，皆呈現連續 2 個月的下滑態勢。同時，PMI 中的從業人員指數，亦連續 2 個月的滑落；僅 NMI 中的從業人員指數微升 0.2 個百分點，但兩者仍處於景氣衰退狀態，顯示就業復甦步履蹣跚。（見圖 5）

就業市場預期緊縮，制約中國大陸民眾對加薪的期盼。2021 年第 1 季，人民銀行的未來收入信心指數為 51.0%，較上季下降 0.2 個百分點，終止連續 3 季上升的趨勢。國家統計局的收入信心指數亦同步下滑，由 2 月的 124.2 點貶至 4 月的 118.2 點。其中，收入預期指數重挫 7.4 個百分點。易言之，總體經濟強勢復甦，未能完全反映到民眾所得之上。（見圖 6）



圖 6 中國大陸收入預期 (2018 年 5 月至 2021 年 4 月)

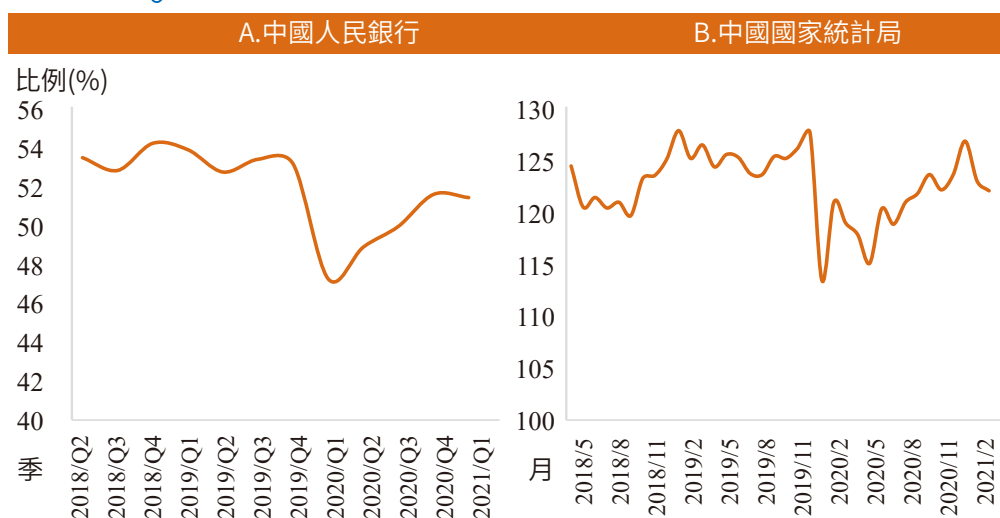


表 1 2021 年中國大陸經濟成長率預測

機構	最新預測時間	年成長率(%)	修正幅度(百分點)
中國社會科學院	2021/6/23	9.4	3.4
彭博經濟	2021/6/24	9.1	-0.2
摩根大通	2021/6/1	9.0	-0.5
野村	2021/6/4	8.9	0.0
花旗銀行	2021/6/15	8.8	0.0
荷蘭國際銀行	2021/6/16	8.7	0.1
滙豐銀行	2021/6/15	8.5	0.0
經濟學人智庫	2021/6/25	8.5	0.0
經濟合作暨發展組織	2021/5/31	8.5	0.7
世界銀行	2021/6/9	8.5	0.4
穆迪	2021/6/9	8.5	1.0
IHS Markit	2021/6/15	8.5	0.2
牛津經濟研究院	2021/6/22	8.4	-0.5
惠譽	2021/6/16	8.4	0.0
標準普爾	2021/6/24	8.3	1.3
安聯	2021/6/9	8.2	0.0
瑞士信貸	2021/6/25	8.2	0.0
平均值		8.6	0.4

說明：

- 觀測時間為 2021 年 5 月 31 日至 2021 年 6 月 25 日。
- 彭博社 = Bloomberg Economics；摩根大通 = JP Morgan Chase；野村 = Nomura；花旗銀行 = Citibank；荷蘭國際銀行 = Internationale Nederlanden Groep (ING)；滙豐銀行 = Hong Kong and Shanghai Banking Corporation (HSBC)；經濟學人智庫 = Economist Intelligence Unit (EIU)；經濟合作暨發展組織 = Organization for Economic Co-operation and Development (OECD)；世界銀行 = World Bank；穆迪 = Moody's；牛津經濟研究院 = Oxford Economics；惠譽 = Fitch；標準普爾 = Standard & Poor's (S&P)；安聯 = Allianz；瑞士信貸 = Credit Suisse。

失業與所得短收預期，迫使中國大陸社會更為謹慎消費。人民銀行《城鎮儲戶問卷追蹤調查》的統計顯示，2021年第1季，22.3%的受訪者傾向「更多消費」，較上季削減1.0個百分點，連續第2季下挫。CCI亦由2月的127.0點貶至4月的121.5點。關鍵因素是，消費者預期指數持續走弱，共下挫5.1個百分點。中國大陸或陷於通貨緊縮的惡性循環當中。

據此，摩根大通（JP Morgan Chase）率先發難，下修2021年中國大陸經濟成長率0.5個百分點。理由是國際大宗原物料價格上漲，墊高民營企業成本，加大債務違約風險。同時，住房、教育與醫療負擔依舊制約消費，難以適時遞補投資，作為經濟成長的主要引擎。牛津經濟研究院（Oxford Economics）與彭博經濟研究（Bloomberg Economics）立即跟進，分別調降0.5個百分點與0.2個百分點。

惟值得注意的是，中國大陸經濟表現依舊可期。綜合17家國際組織、外商銀行與投顧的最新預測，2021年經濟成長率介於8.2%至9.4%，平均為8.6%，較前次預測值上調0.4個百分點，其中，除上述3家下修預期外，6家維持前次判斷，更有8家上調。換言之，通膨與通縮並存問題，雖干擾經濟復甦步伐，但不致造成大幅度的經濟衝擊。（見表1）

中國大陸調控物價的政策作為

中國人民銀行研究部於2021年5月21日

公開撰文，提議利用人民幣升值對沖國際大宗原物料價格上揚。影響所及，人民幣兌美元即期匯率由24日的6.4408，暴衝到6月1日的6.3572，迫使外匯存款準備率緊急上調2.0個百分點。究其原因，匯率升值雖有助於壓低進口價格，卻也削減大陸企業的出口競爭力。就結果來看，北京當局傾向維繫貿易盈餘。（見圖7）

此外，本輪PPI上漲為成本推動，非需求拉動，迫使貨幣政策無法施展。如圖8所示，自2020年5月15日後，中國大陸金融機構存款準備金率未再鬆動。1年期存貸款利率，更長期固定在1.50%與4.75%，僅1年期貸款市場報價利率（loan prime rate, LPR）與重貼現利率，分別於2020年4月20日與7月1日，調降至3.85%與2.00%。甚者，升息將加重企業還款負擔，觸發更多的債務違約。

惟中國大陸開始緊縮公開市場操作，避免游資炒作商品價格。2021年前5個月，人民銀行透過逆回購、常備借貸便利（standing lending facility, SLF）、中期借貸便利（medium-term lending facility, MLF）、抵押補充貸款（pledged supplementary lending, PSL）、中央銀行票據互換（central bank bills swap, CBS），以及國庫現金定存投放36,641億人民幣，到期回收42,810億人民幣；投放與到期回收相抵，淨回收6,168億人民幣。

期間，中國大陸亦積極透過財政政策調控物價。首先，國務院關稅稅則委員會緊急宣布，自2021年5月1日起，生鐵、粗鋼與再生鋼鐵原

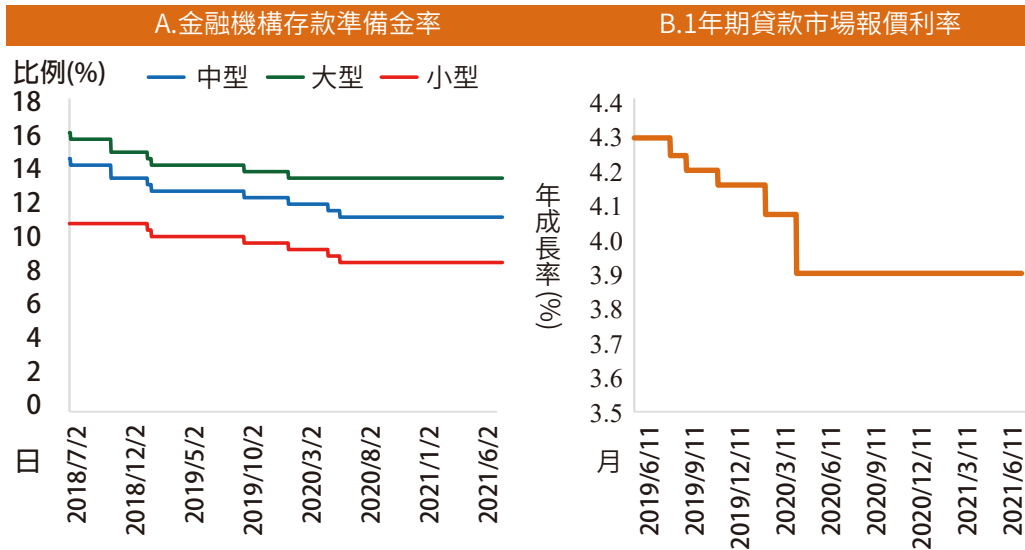


圖7 人民幣兌美元即期匯率（2018年5月30日至2021年6月29日）





圖 8 中國大陸貨幣政策操作 (2018 年 7 月 2 日至 2021 年 6 月 29 日)



料的進口稅率調降至零，以期降低進口成本。同時，矽鐵、鉻鐵、高純生鐵等產品的出口關稅提高至 15% 至 25%，且不銹鋼產品出口退稅稅率由 13% 降低至零，藉此將出口貨品轉回中國大陸境內銷售。

此外，中國大陸財政部於 2021 年 5 月 11 日宣布，延長小型微利企業（小微企業）融資擔保降費補貼至 2023 年。隔日，國務院常務會議再提高小微企業融資便利度，新增發行 3,000 億人民幣的小微企業專項金融債，並確保中國銀行、工商銀行、農業銀行、建設銀行與交通銀行普惠小微貸款年增 3 成，且落實所得稅減半徵收，希冀舒緩小微企業成本上漲的壓力。

目前中國大陸更祭出行政管制，平抑期貨價格。中國銀行保險監督管理委員會於 2021 年 5 月 27 日要求，銀行停止向散戶出售大宗商品期貨相關產品，國家發展和改革委員會於 6 月 10 日再約談重點企業、大宗商品貿易商與券商，禁止炒作原物料期貨，不到一週的時間（6 月 16 日），國有資產監督管理委員會亦責令，國有企業清查海外商品期貨倉位。

2021 年 5 月 19 日國務院總理李克強要求重點煤炭企業「增產增供」，並查處囤積與哄抬價格行為，且儘速搭建重點行業產業鏈供需對接平臺。6 月 16 日，國家糧食和物資儲備局再加碼釋放國家儲備的銅、鋁與鋅，距離上次戰略物資投放長達 11 年之久。北京當局努力穩定電價與

有色金屬價格，嚴防大宗商品漲勢向消費端延燒。

結論

通膨與通縮並存對中國大陸經濟復甦的影響，實務意涵有三：首先，北京當局優先考量消費者的滿意程度。例如：人民銀行行長易綱於 2021 年 6 月 10 日明確表示，全年 CPI 漲幅可控制在政府預期目標（2%）之內。國家統計局亦強調，PPI 上漲對 CPI 傳導有限。這顯示：中國大陸政府無意讓國際大宗商品價格上漲成本，確切反映到消費端。

在此脈絡下，中國大陸企業必須自行吸收 PPI 上漲的成本，故部分製造商已陸續縮減產能。影響所及，民眾看淡未來就業與收入，連帶削減消費信心。對此，若干法人機構開始下調經濟成長預期，惟綜合 17 家國際組織、外商銀行與投顧的最新預期，2021 年經濟成長率平均 8.6%，較前次預測值上調 0.4 個百分點，總體經濟表現依舊強勁，不致拖累全球景氣復甦。

最後，人民幣匯率走勢明顯，中國人民銀行仍延續「維穩」基調，國際市場無須過度擔憂中國大陸藉由升值輸出通膨。同時，此輪 PPI 上漲肇因於成本推動，調升利率將加劇企業債務違約，並加大升值壓力，故升息機率偏低。北京當局仍傾向以財政與行政措施，並輔以公開市場操作，保持貨幣流動性的合理充裕與物價穩定。