

美中博弈對美元霸權與人民幣國際化發展之影響

委託單位：財團法人台北外匯市場發展基金會

研究單位：文化大學國家發展與中國大陸研究所

計畫主持人：陳松興兼任教授

中華民國 114 年 1 月 18 日

報告摘要

本研究報告從全球地緣政治的宏觀立場出發，分析美元與人民幣的貨幣霸權之爭，並從金融市場運作的角度，探討中國是否具備發展人民幣成為國際儲備貨幣的條件。主要內容包括：美元的霸權地位，美元在全球金融體系中所扮演主導角色，在國際貿易和儲備所占的地位，及美國如何利用這一地位在國際事務中發揮影響力；中國的挑戰，中國等新興經濟體挑戰美元霸權，並推動全球經濟秩序重組和去美元化的趨勢；戰略競爭：美中兩國之間的戰略競爭關係作為中國挑戰美元霸權的背景，分析中國在經濟、軍事和外交上的崛起；人民幣國際化：探討人民幣國際化的背景、目標、動機及推動過程的挑戰和進展；美國的反制措施：美國採取多種金融管制措施，包括限制中資企業在美國的籌資管道和投資，並可能擴大對香港的金融制裁；中國經濟穩定的挑戰：經濟增長趨緩，老齡化、出口市場飽和和貧富差距擴大等問題對人民幣的市場地位造成影響；金磚國家組織的替代方案：分析 BRICS+ 推出的跨境支付系統作為替代以美元為中心的 SWIFT 全球支付系統的可實現性；報告最後總結中國挑戰美元霸權的實際障礙，並探討未來可能的發展趨勢。

目錄

| | |
|-------------------------------|----|
| 壹、前言..... | 9 |
| 貳、中國挑戰美元霸權地位 | 12 |
| 一、 美元霸權地位 | 12 |
| 二、 石油美元地位可能動搖..... | 20 |
| 三、 貨幣政策周期是質疑美元霸權的部分原因..... | 22 |
| 四、 目前的美元替代方案可行性仍待驗證 | 25 |
| 參、美中博弈：從戰略競爭到新冷戰..... | 29 |
| 一、 習近平「中國夢」意在世界霸權..... | 29 |
| 二、 美中關係朝新冷戰發展..... | 34 |
| 三、 「東升西降」是中國誤判？ | 40 |
| 肆、人民幣國際化的目標與發展現況..... | 43 |
| 一、 人民幣國際化目標在成為儲備貨幣 | 43 |
| 二、 IMF 改革與特別提款權之爭 | 47 |
| 三、 人民幣跨境交易清算的建設..... | 55 |
| 四、 外匯管理和資本管制 | 57 |
| 五、 人民幣國際使用的現況..... | 58 |
| 六、 展望..... | 62 |
| 伍、美國的反制 (1) - 供應鏈脫鉤..... | 64 |
| 一、 供應鏈脫鉤與去風險 | 64 |
| 二、 減少對中國的產業依賴..... | 64 |
| 三、 供應鏈完全脫鉤有其困難 | 65 |
| 四、 供應鏈去中國化 | 67 |

| | |
|----------------------------------|-----|
| 陸、美國的反制 (2) - 金融脫鈎..... | 71 |
| 一、 減少對中國的投資與融資..... | 71 |
| 二、 限制中資企業利用美國資本市場..... | 73 |
| 三、 中資企業轉往港交所上市..... | 75 |
| 四、 切斷港幣與美元聯繫匯率的美元供給..... | 77 |
| 五、 切斷香港與 SWIFT 的美元結算..... | 79 |
| 六、 將中國排除在 SWIFT 美元清算體系之外..... | 80 |
| 柒、中國經濟泡沫制約人民幣發展..... | 82 |
| 一、 中國經濟面臨內憂外患..... | 82 |
| 二、 貿易戰加速惡化..... | 86 |
| 三、 取消永久正常貿易關係..... | 90 |
| 四、 轉移出口產地規避關稅..... | 91 |
| 五、 中國經濟面臨通貨緊縮..... | 95 |
| 六、 中國的債務危機..... | 100 |
| 1. 房地產泡沫危機..... | 100 |
| 2. 地方政府隱形債務的危機..... | 106 |
| 3. 中國整體財政彈性有其限制..... | 111 |
| 4. 中國是否會發生系統性危機？..... | 113 |
| 5. 高失業率衝擊社會穩定..... | 116 |
| 6. 人民對中共執政的信心動搖..... | 119 |
| 7. 小結..... | 120 |
| 捌、中國藉金磚國家推動去美元化..... | 122 |
| 一、 金磚國家不滿既有國際秩序..... | 122 |
| 二、 金磚國家去美元化的努力..... | 125 |

| | |
|------------------------------|-----|
| 1. 人民幣跨境支付的興起 | 125 |
| 三、 人民幣基礎設施在 BRICS 的作用..... | 127 |
| 四、 去美元化的挑戰嚴峻 | 128 |
| 五、 金磚國家跨境支付倡議（ BCBPI ） | 129 |
| 六、 川普威脅金磚國家創造新貨幣的後果 | 131 |
| 玖、 結論 | 132 |
| 拾、 參考文獻 | 135 |
| 一、 中文文獻 | 135 |
| 二、 英文文獻 | 137 |

圖目錄

| | |
|-----------------------------------|----|
| 圖1 非傳統儲備貨幣的比重逐漸增加..... | 15 |
| 圖2 美元霸權與全球商品貿易的相對變化 | 19 |
| 圖3 美元在各領域的占比..... | 27 |
| 圖4 依據四項標準衡量下之 SDR 籃子中的貨幣份額..... | 52 |
| 圖5 各國外匯儲備中人民幣所占份額變化 | 54 |
| 圖6 國際貨幣使用指數 | 55 |
| 圖7 貨幣的國際作用與經濟規模 (2022 年)..... | 55 |
| 圖8 CIPS 處理的跨境交易數量和金額..... | 57 |
| 圖9 中國人民幣匯率及定價..... | 58 |
| 圖10 海外實體持有的中國在岸資產 | 59 |
| 圖11 按貨幣劃分的外匯儲備占比 | 60 |
| 圖12 按貨幣劃分的外匯儲備金額 | 60 |
| 圖13 2014~2024 人民幣在全球支付量的占比 | 61 |
| 圖14 全球貿易融資份額占比..... | 62 |
| 圖15 依主要貨幣劃分之櫃台外匯交易量份額 | 62 |
| 圖16 TABInsights 顧問公司的問卷調查結果 | 63 |
| 圖17 中國經濟危機的根源 | 85 |
| 圖18 經濟成長處數十年低檔..... | 86 |

| | |
|-------------------------------------|-----|
| 圖19 可能降低全球產出事件的影響..... | 86 |
| 圖20 因關稅戰影響，外資持續撤出中國..... | 89 |
| 圖21 中國過去一年之進出口同比變化..... | 90 |
| 圖22 中國調整出口結構以因應關稅戰..... | 93 |
| 圖23 2024 年第三季底與 2023 年主要經濟活動比較..... | 94 |
| 圖24 中國之產能利用率低，庫存壓力上升..... | 95 |
| 圖25 中國經濟持續通縮..... | 97 |
| 圖26 中國食品價格的變動..... | 98 |
| 圖27 中國生產者價格的同比變動..... | 99 |
| 圖28 中國統計數字的正確性遭受質疑..... | 100 |
| 圖29 中國 2024 經濟成長預測下修..... | 101 |
| 圖30 中國房地產占整體經濟之比重高於其他國家..... | 102 |
| 圖31 中國房地產銷售無法創造足夠現金流..... | 103 |
| 圖32 中國房地產未完工項目比例極高..... | 103 |
| 圖33 中國房地產陷入困境..... | 104 |
| 圖34 中國新屋交易價格..... | 105 |
| 圖35 中國房價創下最深跌幅..... | 106 |
| 圖36 美、中、韓、日家庭債務的變化..... | 107 |
| 圖37 中、日家庭債務占 GDP 的比重..... | 107 |
| 圖38 中國地方政府隱形債務惡化..... | 109 |

| | |
|--|-----|
| 圖39 中國地方融資平臺債務失控 | 109 |
| 圖40 中國財政缺口遠大於官方數字 | 111 |
| 圖41 中國政府利息負擔沉重 | 111 |
| 圖42 中國政府租稅收入/非租稅收入與 GDP 的比例 | 112 |
| 圖43 中國政府實際赤字為 GDP 的 8% | 112 |
| 圖44 中國一般政府收入占 GDP 的百分比 | 113 |
| 圖45 美、中政府總債務占 GDP 的百分比 | 114 |
| 圖46 中國 CSI 300 指數 2023 年跌幅超過 10% | 115 |
| 圖47 美元和人民幣之間的利匯率走勢 | 116 |
| 圖48 中國 16~24 歲青年人失業率 | 118 |
| 圖49 中國消費者信心低迷 | 119 |
| 圖50 G7 與 BRICS 占全球 GDP 比較 | 127 |

表目錄

| | |
|------------------------------|-----|
| 表1 主要金融訊息傳輸系統的比較 | 82 |
| 表2 展望 2027 年中國的穩定及社會政策 | 119 |

壹、前言

美國第 47 任總統當選人川普在尚未宣誓就職前，就揚言要對參與金磚組織去美元化以及發展新國際儲備貨幣的成員國，所出口到美國的商品課徵 100% 的關稅，凸顯人民幣國際化對美元霸權所構成的是清楚且立即的威脅。人民幣國際化挑戰美元霸權，不僅涉及人民幣與美元在全球金融市場所扮演的角色，強權經濟競爭與金融實力的消長，更涉及到全球霸權地位之爭。本報告從全球地緣政治的宏觀立場鳥瞰美元與人民幣的貨幣霸權之爭，探討中國是否具備發展人民幣成為國際儲備貨幣所需要條件。並以戰略的角度分析美國又是如何從貿易投資以及金融反制中國。最後，則是解析中國為何轉向引導金磚國家組織建立新的跨境支付系統來達到去美元化的效果，及川普對此所作的威脅。

本報告第貳部分，首先探討美元在全球金融體系中的霸權地位及其影響。並且說明美元在國際貿易和儲備中扮演主要貨幣的角色，探討美國如何利用這一地位在國際事務中發揮影響力。然後，討論中國等新興經濟體挑戰美元霸權，及全球經濟秩序重組和去美元化的趨勢。

第參部分以美中兩國之間的戰略競爭關係作為中國挑戰美元霸權的背景，分析中國在經濟、軍事和外交上的崛起，從乒乓外交到現今的經濟冷戰，從以融入世界經濟為對外發展目標轉至尋求建立經濟霸權地位。習近平的「中國夢」及其野心對全球治理、經濟秩序和金融穩定方面帶來的挑戰，並鋪陳美國如何在戰略上利用貿易戰、科技脫鉤和金融制裁等措施來應對中國帶來的挑戰。

第肆部分闡述人民幣國際化的背景、目標、動機及推動過程的挑戰和進展。人民幣國際化基本必須具備交易媒介、計價單位和價值儲藏這三大功能。中國自 2009 年底開始嘗試在供給端的政策目標下，而非因為全球市場需求的帶動，積極推動人民幣國際化。在 2011 年納入十二五規劃，目標是擴大人民幣的跨境使用，逐步實現資本帳可兌換，並發展香港作為主要的人民幣離岸市場。整體而言，對外而言，中國的出發

點包括對美元主導國際貨幣體系的不滿、希望擺脫美元貶值風險、及利用外部壓力推動內部改革等。實際的動機，則是地緣政治的角力。

中國為了讓人民幣在 2016 年納入 IMF 的特別提款權 (SDR)，成為央行的儲備貨幣，承諾除特定狀況外，基本實現資本項目可兌換目標。但做為儲備貨幣應具備的條件，其實有兩個層面的解釋，一個是 IMF 在審查人民幣是否符合納入特別提款權 (SDR) 時所用的標準，不過，SDR 只是 IMF 使用的虛擬貨幣，不會引導金融市場交易。而美國政府在評估儲備貨幣應具備的條件是金融市場在實務操作上的標準，本報告便是基於市場所認定的標準，來檢視人民幣是否真正具備挑戰美元霸權的條件。

第五部分探討中國外部經濟關係劇變帶來的挑戰，主要是美國以經濟安全的考慮，帶動供應鏈的脫鉤趨勢，外資撤離對中國經濟及人民幣國際化的影響。特別是，川普再次就任美國總統之後，貿易戰可能加劇，川普提名的貿易談判代表支持對中國的經濟戰略脫鉤，足以影響中國建立人民幣霸權的成敗。

第六部分探討美國對中國金融脫鉤的策略及其影響。儘管中國擁有龐大的外匯儲備和國際儲備貨幣地位，但這很大程度是因為中國的製造業以及出口高度依賴全球的供應鏈，跨境貿易和投資高度依賴美元的金融體系。美國有能力採取多種金融管制措施，包括限制中資企業在美國的籌資管道和投資，並可擴大對香港的金融制裁，美國也可能會重施冷戰時期對蘇聯的經濟作戰策略，對中國採取類似的行動。而美國的這些措施可能會對中國經濟金融造成嚴重影響。

第七部分探討中國總體經濟實力與穩定程度，也就是人民幣國際化的基礎。中國經濟的成功主要得益於改革開放和全球化，但隨著人口老齡化、出口市場飽和和貧富差距擴大，中國經濟增長趨緩。在此同時，美國在供應鏈、科技轉移和數據運用等領域尋求與中國脫鉤，這對中國所需要的外人直接投資，可能的工作機會以及出口訂單，創造外匯的能力造成巨大的影響，也連帶影響到了人民幣的市場地位。

中國總體經濟環境的穩定性，是否可持續支持人民幣作為國際金融市場交易、投資、以及央行儲備貨幣越來越受到質疑，畢竟中國經濟成長已過高峰，各項改革開放措施甚至走上回頭路，資本流動也日益受到限制，人民幣資產越來越無法獲得全球機構投資人的青睞。特別是，中國的房地產泡沫破滅及地方財政危機迫切需要處理，雖然中國政府釋出各項穩定措施，但股價劇烈波動，經濟陷入通貨緊縮，甚至可能爆發系統性危機，加上社會事件頻傳，似乎透露出人民對中共執政的信心開始動搖，嚴重打擊國際金融市場對人民幣的信心。

第捌部分則是分析金磚國家組織 BRICS+ 欲推出的跨境支付系統作為替代以美元為中心的 SWIFT 全球支付系統的倡議。除了說明金磚國家組織的發展歷程外，亦探討目前參與國家的經濟實力是否足以支持建立有效的美元替代方案。第玖部分則是本報告的結論。

貳、 中國挑戰美元霸權地位

一、 美元霸權地位

所謂「霸權 (Hegemony) 」，是指能夠發揮主導全球行為的單一強大國家。依霸權穩定理論，全球霸主的主導地位對提供國際商業和軍事安全所需的秩序是一項必要條件¹。只不過，一旦有區域的霸權崛起挑戰既有全球霸權時，世界就難免陷入混亂，而中國的崛起挑戰了美國的霸權地位，導致全球秩序的混亂，陷入新冷戰的邊緣，似乎正是最好的寫照。

而「美元霸權」則是指美元在全球金融體系所扮演的主導角色，美元成為國際貿易和儲備的主要貨幣，使美國能夠在國際事務中發揮了更大的影響力。美元霸權地位的建立有其二戰後的全球總體經濟背景，當時包括中國和巴西在內的 44 個國家，在布雷頓森林會議取得共識確定戰後的金融秩序，²美元成為世界經濟的核心支柱，美國從此享有鑄幣權，美國聯邦儲備委員會實際成為世界的中央銀行，並且在一定程度上限制各國貨幣政策自主性。

美國除成為二次世界大戰結束後主導全球政治與軍事的影響主力外，在強大產權和法治支持下，憑藉著經濟規模實力和動能，金融市場的深

¹ 霸權穩定論 (Hegemonic stability theory) 是一國際關係理論，根植於政治學、經濟學和歷史學領域研究。霸權穩定理論表明，當一個單一的民族國家是占主導地位的世界大國或霸權時，國際體系更有可能保持穩定。Joshua S. Goldstein. *International Relations*. New York: Pearson-Longman, (2005) 。

² 1944 年 7 月，44 個國家的代表聚集在布列敦森林 (Bretton Woods) 舉行聯合國貨幣金融會議，討論戰後重建並期建立國際貨幣與金融交易共識與標準。為促成二戰後資本累積與貿易暢通，同時因應黃金產量不足，而受到挑戰的金本位制度，會議決議由美國領導成立國際貨幣基金組織 (International Monetary Fund, IMF) 與世界銀行 (World Bank, WB)，並由兩大國際金融組織支持與維持美元兌換黃金的價格固定為每盎司\$35，而所有參與國則盯住本身通貨對美元的匯率，這一來各國通貨的價值等於盯住黃金，藉此穩定國際匯率。這種維持以美元為中心的國際貨幣匯率的溝通體系，即稱為布列敦森林體系。這個金融體系瓦解於 1973 年 2 月，由於盯住匯率的體系已經無法持續，世界主要貨幣全部改採浮動匯率制度，布列敦森林體系協議的成果，僅存國際貨幣基金組織 (IMF) 與世界銀行 (WB) 至今仍發揮國際資本與金融秩序穩定之重要角色。

度和流動性，穩定性和對貿易和資本流動的開放性，供應了大量極其安全的美元計價資產，因而建立起美元在國際金融體系中的結構性霸權地位。

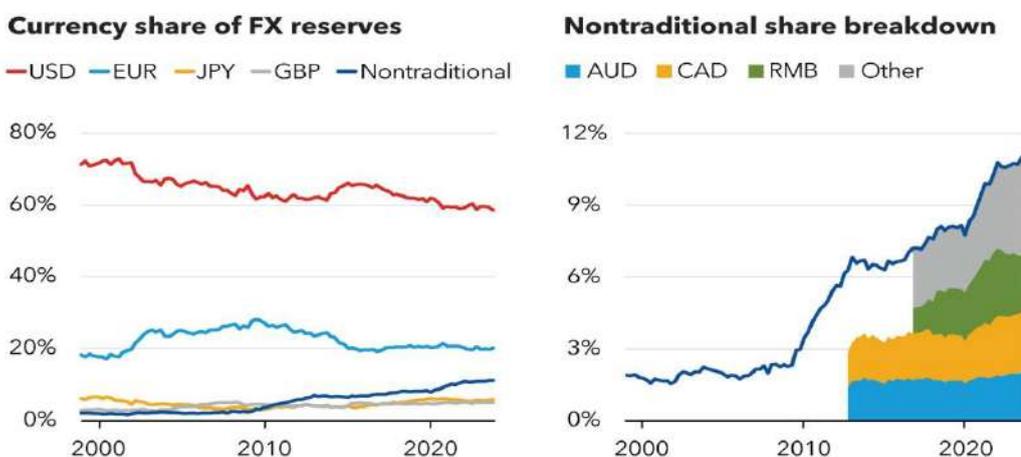
但近年，中國作為世界第二大經濟體以及軍事大國開始挑戰美國霸權地位，而全球南方國家崛起凸顯單極的世界開始走向了多元的全球治理，原來的經濟全球化似乎已經逐漸碎片化，無論是極權國家及市場經濟國家都基於國家經濟安全考量，朝著經濟去風險化或脫鉤發展。全球經濟秩序正在重組，發展成為獨立的東西方集團，這也鼓勵了一些國家使用和持有非美元的國際貨幣和儲備貨幣。

根據國際貨幣基金組織（IMF）官方外匯儲備貨幣構成（COFER）的最新數據（圖 1），美元在中央銀行和政府分配的外匯儲備中所占比重正在逐漸下降，於此同時，包括澳元、加元、人民幣、韓元、新加坡元和北歐貨幣等等非傳統儲備貨幣的比重，則隨著數位金融技術的發展而變得容易買賣和持有而有所增加。³ 美元在全球外匯儲備中所占比例超過 60%，同時，國際貿易普遍選擇使用美元進行結算，國際投資、金融合約及避險大都以美元計價。美元的廣泛使用及在全球資本流動的關鍵角色，都鞏固了美元難以取代的地位。

³ Serkan Arslanalp, Barry Eichengreen, Chima Simpson-Bell, Dollar Dominance in the International Reserve System: An Update, IMF Blog (June 2024)。

Nontraditional currencies rise

Falling share of “big four” currencies mirrored by increasing holdings of nontraditional reserve currencies.



Sources: IMF COFER; Arslanalp, Eichengreen, and Simpson-Bell (2022, updated).
Note: The “big four” currencies are the US dollar, euro, Japanese yen, and British pound. Nontraditional are all other currencies. AUD = Australian dollar. CAD = Canadian dollar. RMB = Chinese renminbi. China became a COFER reporter between 2015 and 2018.

IMF

圖 1 非傳統儲備貨幣的比重逐漸增加

美元的影響力不限於經濟領域，而是延伸到政治和軍事的層面，包括對其他國家的政策調整和經濟制裁。加上美國政府常常利用美元霸權地位來達成特定的國內及地緣政治政策目的，使得美元的霸權地位更具爭議性。中國是提出這一質疑的主要力量。中國在 21 世紀初的國力崛起和迅速增長並成為世界第二大經濟體後，認為作為經濟強權就應該要可與其匹配的貨幣，故開始推動人民幣國際化。中國在未承諾人民幣可以自由交易的前提下，成功的說服國際貨幣基金組織（IMF）在 2016 年將人民幣納入所謂的特別提款權（SDR），成為全球主要的儲備貨幣之一，也積極的建設推動人民幣跨境支付所需的基礎設施。

中國毫不掩飾其野心，不僅是要挑戰美元霸權，而是要挑戰美國在二戰之後所建立的世界經濟秩序。這包括建立在既有國際組織內的主導權，如若無法達成目的，就傾向另行建立新的國際組織。即使中國面臨當前的經濟挑戰，人民幣國際化的發展速度不如預期，但中國仍試圖利

用金磚國家組織 (BRICS+1) 宣布去美元化替代方案，以削弱美元的霸權地位。

要理解「美中博弈」背後的本質，就需要先認識習近平所謂的「中國夢」。習近平自 2012 年底就任中共中央總書記後，其實就已經發動了中共發展路線的第三次革命⁴。「中國夢」是他所提出的治國口號之一，其實就是意在挑戰美國霸權建立新的國際秩序，企圖成為世界的新霸權。誠如現在擔任駐美大使的澳洲前總理陸克文，在其「關於習近平」 (On Xi Jinping)⁵一書中所指出，習近平的意識形態是「要為與美國對抗、衝突做最大準備」，其中包括強調復興毛澤東時代的「自力更生」觀念。目前這已經被全面性視為國家正統思想。這也說明習近平積極推動與美國經濟脫鈎政策的真正原因。

陸克文說，在習近平主導推動下，中共的意識型態有 3 大改變，政治上走向「列寧左派」，領導人權力高於集體領導；經濟轉向「馬克思左派」，國家計畫優先於市場力量；國際上，外交與安全政策愈趨「民族主義右派」，而這些因素很大程度會決定台灣的未來。陸克文認為，美國的軍事和金融力量能對習近平形成戰術上的制約，必須評估美國軍事、經濟的嚇阻力及政治決心，由此可見，美中貨幣霸權的博弈，並非只是單純的金融問題，還有國家安全問題。習近平所強調「國家」的經濟角色，並非只是要實現馬克思主義的經濟主張，而是在為未來可能面臨與臺灣相關的安全危機預做準備。⁶

⁴ Elizabeth C. Economy (2018) · The Third Revolution : Xi Jinping and the New Chinese State · Oxford University Press

⁵ 陸克文 Kevin Rudd, On Xi Jinping: How Xi's Marxist Nationalism is Shaping China and the World 《論習近平：習的馬克思主義民族主義如何塑造中國和世界》 · (2024) 。

⁶ 同上。

美國認知到習近平目標就是要成為世界的霸主，中國以「戰狼外交」取代「和平崛起」，擴張地緣政治影響力，再三強調「東升西降」⁷。美國識破中共真正意圖後，調整原來「戰略模糊 (Strategic Ambiguity) 」中國政策，而以「戰略競爭 (Strategic Competition) 」政策取而代之。如今，美中戰略競爭的本質早已不是單純的經濟威脅，而是處於新冷戰的狀態，⁸戰爭風險不容忽視，而臺海衝突更可能會是美中戰爭的引爆點，關鍵在於中國願不願意承擔包括巨大經濟損失在內的所有後果⁹。

無獨有偶，美國戰略與國際研究中心 (CSIS) 高級研究員 Jimmy Goodrich 在其著作《堡壘中國：習近平的經濟獨立計劃》¹⁰ 中也指出，習近平為實現自給自足而採取的一些關鍵性戰略，其中包括：(1) 技術自力更生：專注於促進國內創新和將供應鏈的戰略在地化來減少對外國技術的依賴，這包括對半導體行業的重大投資。(2) 能源獨立：旨在促進太陽能 and 風能等可再生能源的部署，以減少對進口石油和天然氣的依賴。(3) 糧食安全：中國正在努力通過振興當地種子工業和提高主要糧食產量，以提高糧食自給自足的能力。及 (4) 金融獨立：強調通過人民幣國際化和開發數位貨幣來對抗美元被武器化的威脅。

中國為了讓人民幣可以被納入 IMF 的特別提款權 (SDR) ，在 2015 年承諾加速推進金融和匯率改革，雖然未承諾人民幣可以自由交易，但仍在 2016 年獲 IMF 准許納入 SDR¹¹，其後，各國央行開始準備將人民

⁷ 東升西降是自 2021 年 1 月開始，由習近平提出並持續宣揚的政治概念，意思是作為東方文明代表的中華人民共和國已經崛起和復興，將會取代以美國為代表、逐漸衰落的西方文明。習近平，「習近平：努力成長為對黨和人民忠誠可靠、堪當時代重任的棟梁之才。」新華社. 2023-06-30.

⁸ See, David E. Sanger & Mary K. Brooks, *New Cold Wars: China's Rise, Russia's Invasion, and America's Struggle to Defend the West* (2024); Skylar Christoffersen, *China and Russia: A New Cold War?* Harvard International Review (Oct.2024).

⁹ Peter Wonacott · *Costly Conflicts :Here's how China's Military Options for Taiwan Backfile*, United States Institute of Peace (2024)

¹⁰ Goodrich, Jimmy. 2024. *China's Evolving Fortress Economy Outlook*. IGCC Working Paper No 5. escholarship.org/uc/item/9q53t1sz

¹¹ IMF Adds Chinese Renminbi to Special Drawing Rights Basket , IMF News , September 30, 2016.

幣納入儲備，但在 2020 年後，中國經濟面臨各項挑戰，外匯管理趨嚴，對 IMF 的承諾明顯未能實踐。

其中，中國持續強調依賴生產製造及出口，帶動經濟成長，但各國不再容忍中國的不公平貿易競爭行為，在保護主義盛行的環境下，恐將令中國的出口難以持續。另一方面，中國長久以來忽略社會安全網的建設，中國的國內消費占 GDP 的比重與其他國家相比明顯偏低，在當前中國經濟成長動能快速趨緩之際，民眾的消費信心不足的情況更加明顯，也導致中國陷入通貨緊縮的困境改善不易，國際組織與金融機構紛紛下調中國的經濟成長預測。

國際貨幣基金組織在其世界經濟展望的刊物中指出（圖 2），美元主導全球經濟與金融 80 年來雖然仍有區域性衝突，但整體而言，伴隨的是歷史上最偉大的一段和平與繁榮盛世。¹² 而中國改革開放及加入世界貿易組織（WTO）大量的吸引外國直接投資，引進先進科技，提供工作機會，融入全球供應鏈，帶動出口，賺取規模龐大的美元外匯，成功的脫貧，是經濟全球化的最大受益者。至於今日部分全球南方國家主張改革既有國際經濟與金融治理，其主要訴求是為真實反映在全球經濟實力的消長，並不是反對自由貿易，或是反對美元作為國際支付工具或是儲備貨幣所導致全球經濟的不穩，更不是擔心對中國經濟的不利影響。

¹² Gita Gopinath , Geopolitics and its Impact on Global Trade and the Dollar , IMF (May 7, 2024) Gita Gopinath 目前擔任國際貨幣基金組織副總裁。

美元霸權與全球貿易

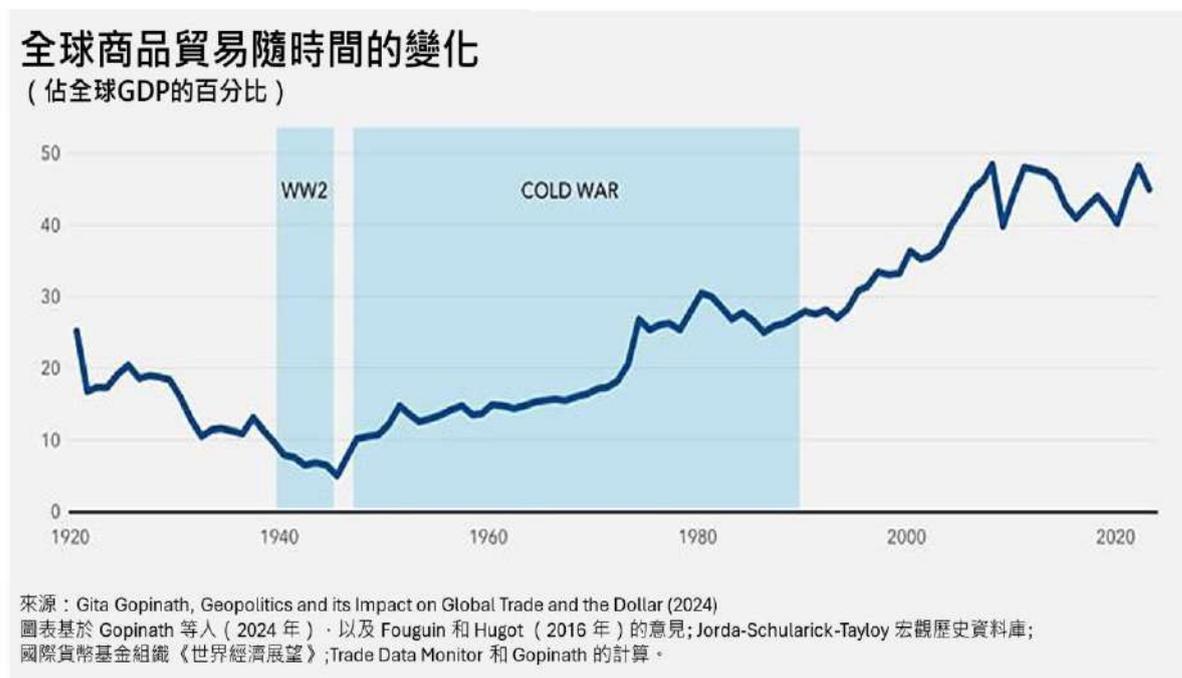


圖 2 美元霸權與全球商品貿易的相對變化

美元的霸權地位提供美國政府在達成經濟制裁、反洗錢及反恐攻等特定政策目的所需要的工具。這對極權國家而言，是制約其野心的國際力量。探究中國及俄羅斯為首的一些國家近年積極推動去美元化的催化劑，便是歐洲和中東的戰爭及醞釀中的臺灣海峽及整體的印太地區地緣政治衝突局勢，導致已受經濟制裁或是可能遭受經濟制裁國家的不滿，所帶動的霸權之爭。¹³

其實，不滿美元霸權的聲音及美元將亡的辯論一直存在。1971 年 8 月，美國尼克森總統 (Richard Nixon) 宣佈了所謂的「創造沒有戰爭的新繁榮」計劃，放棄金本位制，讓美元與黃金脫鉤。¹⁴這「尼克森衝

¹³ Niels Graham & Hung Tran, "Dedollarization is not just geopolitics, economic fundamentals matter" ATLANTIC COUNCIL, January 22, 2024

¹⁴ Randall W. Forsyth, "50 Years After Nixon Ended the Gold Standard, Dollar's Dominance Faces Threat" *Barron's*, 15 Aug. 2021.

擊」象徵著戰後建立的布雷頓森林固定匯率體系開始走入歷史¹⁵，當時就有人認為這是「正式推翻萬能美元的時刻」。而歐元在 1990 年代誕生之際，更有人預測這將導致美元霸權地位的消逝。¹⁶

近年來，隨著新興市場的崛起，區域性大國對於戰後秩序受少數國家把持的批評日益強烈，發生經濟對抗的國家和實體過去幾年名單不斷的增加，再加上美國財政不穩，國內政治撕裂，不少國家提出檢討既有全球貨幣體系的必要。在此同時，中國以所謂的和平崛起姿態，發展成為世界第二大經濟體，許多國家樂意見到人民幣成為世界儲備貨幣，希望能夠平衡美元的霸權地位，甚至是最後終將取代美元。

簡單的說，2008 年的全球金融危機時，中國利用數倍的債務膨脹，以投資帶動需求，對於當時全球經濟復甦是一股非常重要的力量，但是中國並未在經濟復甦後調整幾近失控的債務膨脹，放任整體債務對 GDP 的比重一路倍增到 2023 年底占 GDP 的 286 %。同時基於地緣政治目的，利用一帶一路倡議，積極地將國際收支由美元轉移至人民幣。這種供應端而非需求帶動的貨幣國際化模式，前所未見。

隨著一帶一路倡議的對外投資，中國的經濟足跡隨之擴大到世界各地，目前是 120 多國的最大貿易夥伴，貨物貿易總額中有 23% 是以人民幣計價。但因過度強調地緣政治目的擴張，忽略了新興市場國家對於龐大債權缺乏償債能力，信用等級不佳，風險過大。以致如今不時傳出債務違約及遭西方國家指控是債務陷阱的爭議，而事實上中國也非常可能陷入債權回收無望的窘境。

2016 年，國際貨幣基金組織 (International Monetary Fund) 在考慮全球經濟結構的改變，及中國在全球經濟所占的巨大分量等等現實之下，雖然中國未承諾人民幣可以自由交易，而是以有管理的自由兌換

¹⁵ Lowenstein, Roger, "The Nixon Shock," *Bloomberg Businessweek*, August 4, 2011.

¹⁶ William L. Silber, "Will the Euro Dethrone the Dollar?", Project Syndicate, 2 Jul 2007.

為前提，卻仍然取得了多數成員的同意將人民幣納入特別提款權的一籃子貨幣中。但中國經濟發展的基礎並不穩固，結構性問題如今日益浮現。

轉折的關鍵之一，是中國在新冠疫情爆發後，一方面隱瞞病毒發生的原因，除造成全球性醫療體系接近崩潰，並造成生命的大量死亡之外，同時也導致了全球供應鏈的中斷。而中共長期的嚴厲防疫措施更造成中國經濟活動的停滯，即使在解除了管制措施之後，中國經濟也未能夠真正復甦。這導致中國不動產泡沫破滅，地方財政陷入困境，金融體系面對危機，突顯了中國的經濟奇蹟，相當的程度是建築在債務的泡沫基礎上。而在此同時，中國持續的對外擴張，不管是在鄰近國家或海域，更關鍵的是在烏克蘭戰爭中，對俄羅斯提供決定性的協助，讓世界認識到中國和平崛起只是假象，中國事實上是具有全球野心的極權國家，也就開始調整中國政策。其中供應鏈的去中國化，及資金大幅逃離中國，都是中國應對當前經濟困境所面對的嚴峻挑戰。

中國在內部問題上，面對債務泡沫破滅及其他結構性問題的處置政策不當，面臨通縮的威脅。就外部經濟關係而言，川普再次當選美國總統，並揚言要對中國實施關稅制裁，可以說是內憂外患，中國能否有效解決當前的經濟困境，避免爆發系統性的危機，繼續支持人民幣挑戰美元霸權的野心，本報告將在第柒節中國經濟泡沫制約人民幣發展專節詳細討論。

二、 石油美元地位可能動搖

於此同時，另一足以動搖美元霸權地位的關鍵，也就是石油美元的元素也在變化。美國在前國務卿季辛吉的時代與沙烏地阿拉伯所達成石油美元的安排，也就是沙國同意全球石油交易及石油衍生品市場以美元計價，而美國同意提供沙烏地阿拉伯所需安全保障。¹⁷但隨著美國成為

¹⁷ 1945年，羅斯福政府巧妙地安排世界上最大的石油出口國沙烏地阿拉伯向美國提供可靠的石油流，以換取軍事援助和保護。儘管這種關係一直延續到今天，但并非沒有重大挑戰。作為1973年以阿戰爭結束時和平談判的設計師，當時的美國國家安全顧問（後來的國務卿）季辛吉為達成中東和

石油的淨出口國及中國成為最大的石油進口國，這一安排如今也面臨了變數。中國去年每天從沙烏地阿拉伯進口約 180 萬桶原油，為減少對美元的依賴，中沙兩國簽署一項貨幣互換協定，提供未來以人民幣計價進行石油交易的基礎。全球每天約有 14% 的原油供給來自俄國、伊朗，及委內瑞拉等受制裁國家，去美元化的動機顯而易見。

然而，正如普丁在俄羅斯被制裁前答覆記者所問，為何不用人民幣交易石油時，他所點出的便是人民幣不能夠自由兌換的問題。印度和俄羅斯之間的貿易模式顯示，在西方對俄羅斯實施制裁後，印度成為俄羅斯原油出口的主要目的地之一，2023 年 5 月每天達 215 萬桶，但印度堅持使用本幣盧比進行兌換和結算。後來由於西方國家持續加強制裁和禁運的管控，俄印的石油貿易最近觸及 12 個月低點。¹⁸

對於「後美元世界」的討論，在俄羅斯 2022 年 2 月入侵烏克蘭之後，再次引起各國關注。由於聯合國大會通過對俄羅斯實施經濟制裁，鑒於凍結俄國的外匯及限制俄國銀行使用 SWIFT 美元結算的衝擊，中國擔心日後也可能會因為臺海軍事衝突而受同樣的制裁，於是主導與俄國、印度、巴西及南非所形成的金磚國家組織 (BRICS) 擴張，自 2024 年開始納入更多國家，並持續討論運用本幣取代美元的國際支付系統。雖然這些國家的人口總數及 GDP 占全球的比重都相當龐大，但這些國家是否有足夠的經濟與財政實力達成其去美元化的目的，仍然有待證明。更長期而言，由於全球氣候變遷，轉型綠色能源成為全球發展的趨勢，未

平計劃的一部分，以繼續羅斯福時代的軍事銷售和國防安排作為交換，說服了沙烏地阿拉伯國王 Faisal bin Abdul Aziz 同意所有石油交易都使用美元進行的協定。有效地將美元與世界上最有價值的資源聯繫在一起，並鞏固了其在國際貿易和投資中的卓越地位。隨著其他石油輸出國組織(OPEC)成員的效仿，超額的“石油美元”利潤被再投資於美國，通常是通過購買貨幣儲備，完成新國際金融體系資金流動的循環。Juan Manuel Chomón, Brendan Dziama, "From Petrodollar to Mineral Yuan", Foreign Policy In Focus, (2024)

¹⁸ Victor Jack, "EU bankrolling Putin with growing Russian fuel buys from India, report warns" Politico, 6 Dec 2024.

來石油美元的基礎可能無法長久持續，美元依存在全球石油供應所造成的優勢地位將會導致爭議，勢必會有所檢討調整。¹⁹

三、 貨幣政策周期是質疑美元霸權的部分原因

新冠疫情期間，日、歐等許多國家已是負利率，英國的利率也接近於零，全球低利率意味著投資者為尋求較高收益，資金將會大規模湧入新興市場。東北亞的國家，藉著蓬勃發展的電動汽車、數位經濟、及大型半導體製造業等，吸引大量的外資湧入，導致韓元，人民幣，及新臺幣等貨幣的快速升值。國際金融協會（IIF）2023年8月公佈的數據顯示，7月份流向亞洲的資金流量最為強勁，達190億美元，其次是拉丁美洲，達78億美元。同時外國投資者向中國債務注入了超過30億美元，這是中國在2023年的首次單月淨流入。

熱錢流入對依賴出口的東北亞國家是一項極大的考驗，新的貨幣戰爭儼然成型。十年前，巴西財政部長曾形容西方國家央行以超低利率大量印鈔，其實是一場經濟戰，將導致各國貨幣競相貶值。貨幣競貶被經濟學家認為是加劇1930年代大蕭條並助長保護主義的主因之一，通常是從各國央行競相降息和干預開始，並迅速升級為資本管制或課徵投資稅，以抵禦熱錢的湧入。由於貨幣戰的贏家是貶值幅度最大的貨幣，並會帶動其他貨幣的貶值。在美元相對強勢的狀況下，一場競貶的戲碼就可能再次重演。這些貨幣如果繼續貶值到一定程度，國際投資者為追求收益，對於新興市場的高風險資產的興趣大增，此時若該國央行不干預外匯市場或採取其他的措施因應熱錢湧入，經濟的動能就會受到影響。

就人民幣而言，中國經濟過去五年的放緩，和美國聯準會抵禦通膨的升息，造成人民幣在這段期間的貶值壓力，但波動幅度大致都維持在嚴格的範圍內。在潘功勝接任人民銀行長之後，似乎刻意將人民幣兌換美元的匯率穩定在一個更嚴格的區間。但是川普再次當選美國總統並且

¹⁹ Daniel Driscoll, "The Dollar and Climate", The Polycrisis (14 Jan 2023).

揚言要對中國施加嚴厲的 60%關稅，投資人對中國經濟更加沒有信心，資本外流嚴重，人民幣再次面臨嚴重貶值的壓力。

近年來，人民幣匯率彈性顯著增強，提高了利率調控的自主性，促進了總體經濟穩定。不論是川普宣示的弱化美元政策主張，還是葉倫所強調的美國不會追求美元貶值來獲得競爭優勢，都無法改變「特里芬兩難」(Triffin Dilemma)²⁰的現實，現行的國際貨幣體系具有內生的脆弱性，美元擴張與美元幣值穩定的矛盾依然存在，作為全球最大貨幣的美元面臨無法貶值的困難。

匯率操縱國 (Currency manipulator) 是由美國政府認定，是指在貿易過程或是匯率政策被美國政府認為過度干預貨幣以致美國貿易財政受到負面影響。美國財政部每年公佈主要貿易夥伴外匯政策報告，並進行貿易制裁。美國會針對主要貿易國，評估雙邊的貿易總合 (進口額和出口額)，若符合以下條件，則會被判定為匯率操縱國：1、該國與美國雙邊貿易順差必須高於 150 億美元，2、經常帳順差也高於 GDP (國內生產毛額) 的 3%，3、淨買匯金額對 GDP 比率逾 2%，且 12 個月中有 8 個月 (含) 以上為淨買匯。根據 2022 年最新的匯率操縱國報告指出，沒有任何一個國家被列為匯率操縱國，只有中國、日本、韓國、德國、馬來西亞、新加坡和臺灣被列入觀察名單。

中國央行為避免被美國指控為「匯率操縱國」，多次重申退出對外匯市場的常態化干預，可能會藉調降金融機構跨境融資宏觀審慎調節參數，以及修正之前鼓勵境外資金流入的政策，緩和升值壓力。美國前財政部長梅努欽 (Steven Mnuchin) 此前就警告，如果中國停止支撐人民幣匯率，將被解釋為是試圖讓人民幣貶值。

中國目前情況，事實上比較特別。首先，由於美國施加的各種壓力，不管是供應鏈重組或限制科技出口到中國，都可能導致資金流出。中國

²⁰ 特里芬兩難 (Triffin dilemma)，或稱特里芬困境、特里芬悖論、特里芬難題，為一經濟理論：當一個國家的貨幣同時作為國際儲備貨幣時，有可能造成國內短期經濟目標和國際長期經濟目標的利益衝突。這困境最早是由比利時裔美國經濟學家羅伯特·特里芬在 1960 年代提出。維基百科。

政府企圖加大開放外人投資中國資本市場，藉以抵消因外人直接投資減少造成的外匯流失。而更多的外資持有中國的資產也可能有助於增加黏著度，有助緩和未來美中可能的持續緊張關係。

其次，中國加大開放金融服務業，可以提高中國金融業的競爭力及金融資源配置效率，特別是當前中國不少金融業受資產品質拖累，融資能力下滑，吸引國際金融機構積極參與，或許可以支持其擴大融資的政策目的。此舉也可望提升人民幣計價的金融資產在全球金融市場的影響力，並形成中國與國際金融體系的密切關係，這是屬於地緣政治上的目的。

再者，中共十四五規劃所強調的經濟雙循環，實際是在開放經濟的前提下，激發內需市場。人民幣升值有助擴大進口並促進內需成長，中共似乎有意支持強勢人民幣以幫助國內消費。據中國銀行 2022 年《人民幣國際化白皮書》指出，美元流動性的收緊讓人民幣融資對境外市場主體的吸引力上升，當時調查指出，受訪境外企業將人民幣用於對華貿易融資的意向很高。²¹

最後，這也同時提供人民幣匯率機制一個放大波動的改革機會。經濟成長過度依賴出口帶動時，匯率政策不得不考慮對進出口可能的影響；但當經濟增長動力要轉型依賴內需帶動時，更重要的是總體經濟的平衡，而人民幣匯率的波動有助於實現平衡，靈活的人民幣匯率波動，也有利進一步開放資本項目。

但短期外資畢竟是熱錢，中國資產泡沫破滅，經濟面臨困境，外資開始大量流出。而美國總統當選人川普，揚言將對中國再次展開關稅戰，可能嚴重打擊中國經濟，不確定因素可以導致大量資金撤出衝擊金融穩定，這齣在 2015 年時上演過的戲碼，似乎即將演出續集。

²¹ 中國銀行 2022 年《人民幣國際化白皮書》，June 2023：

https://www.boc.cn/aboutboc/bi1/202306/t20230606_23185914.html

四、 目前的美元替代方案可行性仍待驗證

中國擔心可能受美國二級經濟制裁，而在對提供俄羅斯在烏克蘭戰爭的協助上有所節制。而中國外交部早於 2023 年就已經警告美國「制度霸權」的危險，認為美國是藉著美元「脅迫其他國家為美國的政治和經濟戰略服務」，表示，「美元的霸權是世界經濟不穩定和不確定性的主要根源。似乎反映出中國擔憂在台海發生軍事衝突時，將會受到經濟制裁的焦慮。就臺灣的立場而言，當前全球地緣政治衝突和競爭日益激烈，極權國家如果不是顧忌受到限制使用美元的制裁，可能會更無所忌憚，而中國以及俄羅斯等極權國家所建立被形容是「邪惡軸心」的更強大經濟集團或軍事聯盟，恐怕是世界穩定的更大威脅。

地緣政治的挑戰相互關聯，隨著俄羅斯利用包括中國、伊朗及北朝鮮所提供不斷的支援，維持對烏克蘭攻擊的經濟命脈，這場戰爭改變了資金在世界各地的流動方式。在俄羅斯入侵後的幾周內，以美國為首的由 37 個盟國和夥伴組成的聯盟（占世界經濟的 60%以上）對莫斯科實施了制裁和出口管制。對俄羅斯經濟的衝擊，代表此一戰爭不容易持久。這也迫使俄羅斯在轉向亞洲求援，尋找新的市場和手段，維持其戰時經濟，並將其 GDP 的 6%用於軍事支出。

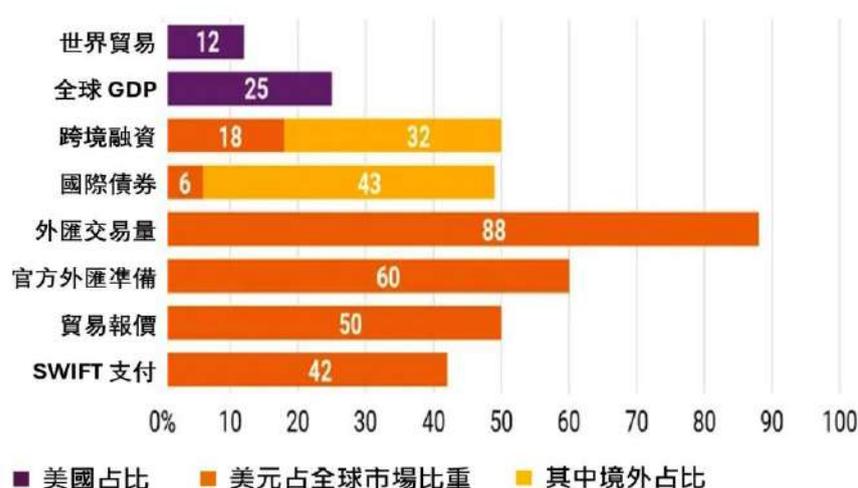
從俄羅斯與中國的貿易中看到，為規避美元支付系統，位在中亞和高加索地區的前蘇聯加盟國以美元購買西方技術，然後以盧布的價格出售給俄羅斯。在俄烏戰爭的前九個月，俄羅斯盧布兌人民幣的貿易增長 40%。2023 年中俄的雙邊貿易額創下 2400 億美元的歷史新高，在一年內增長了 26.3%。人民幣最近取代美元成為俄羅斯交易量最大的貨幣，占莫斯科交易所交易的所有外幣的近 42%。

關鍵是，美元主導地位的力量主要來自市場參與者的長久支持，這包括政府、企業和家庭。維持這樣的信任，需要美國提供可信賴的機構及基於法治、透明度和問責制的多邊聯盟，這是任何合理替代方案都需要滿足的基礎條件。人民幣國際化及支付體系的建立是出於中國的戰略

需要，由供給端而非需求端帶動，史無前例。中國主導的跨境銀行間支付系統（CIPS）是這一種嘗試，據報導它每天處理 25,900 筆交易，這總數大大低於美國清算所銀行間支付系統，後者每天進行約 500,000 筆交易，總價值為 1.8 兆美元。在 CIPS 的交易中，80% 依賴位於比利時的 SWIFT 系統。對大規模去美元化的主張來說，最重要的問題是，美國的競爭對手目前有沒有能力取代美元，並贏得信任？

換言之，要推翻美元霸主地位，關鍵不在於美國的競爭對手是那一個國家，而是美元在支撐全球經濟運行上的角色，迄今沒有可行的替代方案。美國仍是世界上最大的經濟體，擁有最深厚和最值得信賴的金融市場與機構。如同 BIS 的數據所顯示（圖 3），美元仍是核心的全球避險貨幣，是最可靠的交換和價值儲存媒介。美元現在所面臨的真正挑戰是各國正在努力減少對美元依賴，並嘗試在美元支付系統之外建立第二條支付管道的地緣經濟動機。

美元的國際角色



Source: Drehmann, M. and V. Sushko (2022): "The global foreign exchange market in a higher-volatility environment", BIS Quarterly Review, pp 36-37.

圖 3 美元在各領域的占比

相對而言，中國是否能夠提供足以令世界信賴的機構及基於法治、透明度和問責制的經濟環境，頗有疑問。如果因應當前一系列的經濟、金融及社會挑戰失當的話，實際存在爆發系統性危機的可能，反映在金融市場動能持續衰退，總體經濟資訊不透明，以及外資加速拋售人民幣資產等現象。除非中共能有效穩定經濟與金融，否則短期內人民幣資產不容易獲得國際投資人青睞。

中國對人民幣國際化的努力如今似乎已經失去了過往的動能，而是轉而尋求結合更多國家一起推動去美元化的工作。例如，為削弱美元在全球貿易和金融中的主導地位，也為贏得新興市場國家的支持，在中國與俄羅斯主導下，2023年金磚國家峰會決定擴大納入更多國家，強調不滿美元在全球商業和金融上的優勢，尋求增加當地貨幣的使用。

在地緣經濟修正主義和科技進步的鼓舞下，美國的競爭對手，或者是夥伴，都在尋求金融自主，挑戰以美元為基礎的全球金融體系。可預期的，將會有更多的國家嘗試避免過度依賴對美元，新興的金融技術有助催生變革，一系列的多邊金融協議安排都是這進程的一部分。但與此同時，西方國家和商業領袖不得不保護美元的地位。所以說，未來美元地位如果發生變化，比較可能是來自進化而非革命真正的進化需要世界各國的協同努力，而不會是美元主導和去美元化國家之間的二元對立。

在可預見的未來，美元仍將繼續是支持全球經濟活動的最重要工具，是國際商業唯一發揮關鍵作用的貨幣。由於其國際影響力，其他國家的貿易失衡相當程度的被美國的失衡所抵消。美元不僅僅是提供美國，而是全球各國和消費者穩定和安全的資產。基於美國所提供的開放市場、法治、可信賴的機構，以及深度、流動性最高的資本市場，現實是美國之外，並沒有其他的市場可以提供足夠深度的投資級資產。

但我們也不排除國際社會將會發展出更有意義的替代方案。新的技術模式、特定機構的安排以及和多邊的協商，將提供未來更多的可能性與更多的選項。以大西洋理事會 (Atlantic Council) 所追蹤的央行數字

貨幣 (CBDC) 發展為例，其報告指出，占全球 GDP 98% 的 134 個國家和貨幣聯盟正在探索 CBDC 的用處，而在 2020 年只有 35 個。G20 成員國中有 11 個國家正在開展試點專案，但只有 3 個國家全面啓動了 CBDC。

參、美中博弈：從戰略競爭到新冷戰

一、 習近平「中國夢」意在世界霸權

美國在尼克森總統時期利用乒乓外交開始與中國修好，但抱著的是冷戰時期的思維，拉攏中國牽制當時的蘇聯。在鄧小平的改革開放政策後，美國資本家對龐大的中國市場有著無限的期待。雖然兩國關係在天安門事件後一度停滯，中國對開放也有所遲疑，但柯林頓總統在 2000 年簽署美中關係法促成中國加入世界貿易組織（WTO），當時政策的假設基礎是，中國進入國際經貿體系實施經濟改革開放成功後，富裕的中國將自然而然地走上西方民主開放體制道路。如今，這已經被證明是一個錯誤。²²

就毛澤東的立場而言，由於中國與蘇聯關係惡化後，需要借助美國力量突破經濟困境。後來的鄧小平奉行「韜光養晦」外交哲學，以所謂的「和平崛起」掩飾其真正的目標；經濟上，在「以我為主、為我所用」的前提下，大力引資引智、從而成為經濟全球化最大的受益者。經濟全球化提供中國數億人民掙脫文革的禁錮及擺脫貧困的機會，整體教育水準不斷提高，科技基本達到矽谷的水準，不少中國人迅速致富。

但是 2008 年美國爆發金融危機並波及全球後。中國對美國的態度開始有了改變，中國當時以規模達四兆人民幣的債務刺激經濟並帶動了全球需求，也應美國的請求大量購買美國國債並成為美國最大的債權人。中國嘗到支配全球資源的力量後信心大增。特別是在習近平眼裡，中國

²² Jennifer A. Hillman, "China's Entry into the WTO—A Mistake by the United States?" Georgetown University Law Center (2022). <https://scholarship.law.georgetown.edu/facpub/2448>
<https://ssrn.com/abstract=4094346>

成功融入國際體系成為世界經濟強權，是中國共產黨和中國人民堅韌不拔、勤勞不懈的結果。中國在歷史上曾處於「世界的中心」，他的「中國夢」就是恢復中國往日榮光，重新站在全球舞臺中心。因此，中國必須成為經濟與軍事大國，需要有海外軍事基地，保護運輸路線不會中斷，否則不會成為世界的中心。中國需要改變世界秩序，需要一個不同於美國所建立的國際規則，才能達到習近平的目標。

習近平是在 2012 年中共第十八屆一中全會出任中央總書記，不久後就提出他的「中國夢」²³，他說「實現中華民族的偉大復興，就是中華民族近代最偉大的中國夢。」他在 2016 年中表示「當今世界，完善全球治理刻不容緩。在全球治理中，中國正憑藉著特有的東方智慧發揮日益顯著的引領作用。」2017 年，習近平續任中共總書記，他在十九大報告中，正式宣佈中國進入新時代，提出「四個偉大」及可供世界各國人民選擇的中國方案，並勾畫中國到本世紀中葉分階段的現代化強國發展目標。他強調，「中國正在走向世界舞臺的中心」，透露出他的最終野心，不會止於兩岸的統一，而是要重組世界秩序。²⁴

首先，就中國主權領土完整而言，習近平的期待不會只有港、澳及臺灣，南中國海及與印度接壤的領土都不可切割。習近平重繪中國的領土地圖，目前至少存在有 14 起不同的邊界衝突。

其次，習近平希望主導亞太地區，但美國在印度太平洋地區維護和平與安全的角色，是習近平實現走向世界舞臺中心的最大障礙。中國因此需要限制美國的影響力進入西太平洋，至少退出第一島鏈。²⁵對美國

²³ 習近平：承前啓後 繼往開來 繼續朝著中華民族偉大復興目標奮勇前進. 新華網. 2012-11-29。

²⁴ Song Wei, "Realizing great dream via 'Four Greats'" China Daily, 21 Nov 2017.

²⁵ 所謂第一島鏈，一般指北從千島群島，南至印尼，中間經日本本土、韓國以及琉球群島一直延申至台灣、及菲律賓的大片島嶼。

而言，這是遏制中國勢力進入西太平洋的天然邊界，中國如果被封鎖在第一島鏈之內，就無法成為太平洋的霸權，成為世界中心的雄心就將只是一句空話。

最後，習近平企圖推翻美國戰後所建的全球治理體系。2013 年習近平提出「一帶一路」倡議，至今有 10 多年，根據中國官方統計，截至 2023 年 6 月，152 個國家與中國簽署「一帶一路」合作文件，中國與他們的貿易額從 2013 年的 1 兆美元，增長到 2 兆美元。中國對這些國家總共投資了 3,000 多個項目，非金融類投資達到 7,859 億元，其中大部分成為當地的港口、鐵路、橋樑、工業園區²⁶。但「一帶一路」不僅是基礎建設的倡議，更輸出中國的政治價值觀，並符合中國的軍事布局與地緣政治的利益。²⁷ 習近平希望藉由影響一帶一路沿線國家的政策選擇及價值觀，實現他想要的中國國家利益及優先秩序。這也就是習近平真正的野心。

若世界真由中國主導，將如何影響全球治理，經濟秩序，及金融的穩定呢？就全球治理來說²⁸，中國對俄羅斯入侵烏克蘭及哈馬斯襲擊色列的事件，都未對違反國際秩序及侵犯人權的國家做出譴責，未回應國際社會支持正義的要求，因此很難期待中國在解決國際爭端上能夠維持公正立場。這也就意味著，對俄國、伊朗、及北朝鮮等極權國家的侵略

²⁶ 「一帶一路」倡議十週年 改變世界的成敗與未來，BBC news, 10 Sept 2023.

²⁷ Ji-han Lim, "Decoding the BRI's Second Decade: Ideology, Governance, and Geopolitics" *Beyond the Horizon*, 26 Oct 2023; See Also, Jon (Yuan) Jiang, "The Belt and Road Initiative might also kick ideological goals in China", *Global Policy* 10 June 2020

²⁸ 1995 年，聯合國全球治理委員會 (UN Commission on Global Governance) 發表《我們的全球夥伴關係》 (Our Global Neighborhood) 指出，全球治理是個人和公私部門處理共同事務的所有方式的總和，它是一個解決衝突或多樣化利益，並採取合作行動的持續過程，它包括有權迫使人們服從的正式機構和規章制度，也包含各種非正式安排。全球治理不但是國家之間的關係，也涵蓋國際組織、非政府組織、跨國公司、各種公民活動，以及世界資本市場。The Commission on Global Governance, *Our Global Neighborhood* (Oxford: Oxford University Press, 1995), p. 4.

性行為，世界並沒有可信賴的國際體系可以依靠，來維護自由、法治、及秩序。全球的遊戲規則可能任由霸權決定，因而陷入混亂和無序。以臺灣的情景而言，一旦中國發動侵略，可能不會有足以威懾的國際力量出面協助臺灣。

其實，習近平出於他「中國夢」的地緣政治格局和經濟發展的思考，早就已開始改變中國原來與世界經濟整合的發展路線，主導經濟自主以及與西方經濟的脫鉤。中國挑戰既有國際秩序的計劃包括：在貿易上，增加中國經濟影響力並減少對西方市場的依賴，藉由自由貿易協定，如區域全面經濟夥伴協定（RCEP）、東亞地區自由貿易架構（EAFTA），及「一帶一路」倡議（BRI）等與亞洲、非洲和拉丁美洲等所謂的全球南方國家加強關係。在科技自主創新上，中國減少對西方技術和供應鏈的依賴，專注於在半導體和人工智慧等關鍵技術上實現自給自足。而雙循環政策旨在減少對出口的依賴，促進國內消費。在貿易支付及儲備貨幣的問題上，全力推動人民幣國際化，將人民幣納入國際貨幣基金組織特別提款權以便成為儲備貨幣，挑戰美元霸權地位。也就是本報告所將探討的主題。

中國挑戰美元霸權的這些政策原本無可厚非，甚至受到不少國家的歡迎。但美元的地位是美國作為全球霸權的基礎也是維持全球秩序的核心工具，美國其實別無選擇必須全力的防衛美元的地位。川普當年以「讓美國再次偉大」的口號當選為美國第 45 屆總統，挑起關稅戰引發全球對中國從事不公平貿易競爭的重視，如今全球對防範與因應中國衝擊（China Shock 2.0），採行經濟去風險以及採取關稅措施以對抗中國不公平的傾銷或是其它的貿易行為，已取得高度的政策共識。

川普再次當選美國總統之後，他所提名的財政部長貝森特 (Scott Bessent) 強調他的主要政策也就是要防衛美元的儲備貨幣地位。²⁹其實，美國歐巴馬總統期間對中國已經有所警惕，川普總統在第一任期間掀起對中國的貿易戰。但中國對新冠肺炎病毒的爆發及起源所作的掩飾，導致喪失防疫控制時效，除嚴重衝擊全球醫療體系外，疫情期間所採取令人難以理解的嚴苛「動態清零」封城措施，導致全球供應鏈一度中斷，才讓西方國家真正覺悟到過度依賴單一國家對經濟安全的嚴重威脅。

地緣政治情勢的變化則是西方國家改變對中國態度的另一個關鍵。習近平毫不掩飾其的世界霸權野心，以史無前例的速度進行軍事擴張，推動極具挑釁的「戰狼外交」政策，更大大升高了在印度太平洋地區的地緣政治緊張局勢。中國在俄烏戰爭中對俄的決定性支持者角色，以及在中東衝突中與伊朗的曖昧關係，讓北約盟國認知到中國主導形成的所謂「新軸心國家」已經構成全球秩序的重大威脅。美、歐基於國家安全考慮，先後將中國認定是戰略競爭關係，並且對雙向投資和技術轉讓實施越來越嚴格的限制。

無論中國是擔心基於霸權競爭中美難免一戰，或是擔心由於與西方在俄烏及中東戰爭的對立立場，在東亞太平洋的可能衝突，特別是對臺灣採取軍事侵略可能爆發的戰爭，將會受到類似美國及歐盟對俄羅斯、伊朗及其它國家的經濟制裁，無疑的都是中國加快經濟自主，採取經濟脫鈎戰略時的重要考慮。中國的經濟脫鈎戰略至少包括以下各項：

1. **貿易夥伴多元化**：中國積極與多個國家簽訂自由貿易協定，並通過「一帶一路」倡議加強與各地的貿易關係。
2. **促進國內消費**：為減少對出口的依賴，中國努力將經濟模式轉向促進內需，包括增加家庭收入和改善社會安全網。
3. **投資關鍵行業**：中國重點投資於半導體、航空航太、生物技術和

²⁹ Karthik Sankaran, Bessent: Strong dollar, tariffs can wield US power on world stage, Responsible Statecraft, Nov 25, 2024

可再生能源等領域，以實現自給自足。

4. **紅色供應鏈建設**：強化國內及友好國家的供應鏈，創建更具彈性和自我維持的經濟生態系統。
5. **技術主權**：通過投資人工智慧和先進技術實現技術獨立，強調對國內科技公司的支持。
6. **監管措施**：實施保護主義政策，為國內企業創造更有利的環境，以減少外國競爭影響。
7. **對地緣政治的應對**：因應對美國及其盟友的緊張關係，中國尋求原材料的替代供應商，以加強與穩定國家的關係。
8. **鼓勵境外投資**：鎖定全球南方國家的投資計劃，以獲取資源並減少對成熟西方經濟體的依賴。

其中，為提升中國在全球製造業和標準制定的影響力，強化技術獨立性和產品競爭力，中國同時推動「中國製造 2025」³⁰和「中國標準 2035」計劃³¹，旨在挑戰現有的國際標準化組織的地位。這也大大的刺激了西方國家，體會到中國在尋求經濟獨立的同時，也在努力建立在經貿、科技的國際領導地位。

二、 美中關係朝新冷戰發展

中國以意識形態出發，在軍事、外交、經濟與金融、文化及各項領域挑戰美國的霸權地位³²。習近平一再地重申「東升西降」已成事實，觀察中共近年軍事擴張規模，也似乎早已超過維護國家領土完整的需要。而中共致力於發展成為軍事大國的目標，除可武統臺灣外，也可藉以推進中國的全球戰略利益，改變既有國際秩序。與印度的邊界衝突外，霸

³⁰ James McBride & Andrew Chatzky, "Is 'Made in China 2025' a Threat to Global Trade?" Council on Foreign Relations, 13 May 2019

³¹ Arjun Gargeyas, "China's '2035 Standards' quest to dominate global standard-setting" Hinrich Foundation, 21 February 2023

³² 習近平「一帶一路」戰略重塑世界經濟. BBC 中文網. 01 July 2016。

道主張在南海的主權，在臺海及南海挑釁西方國家軍機與船艦等等，都是遵循習近平的意志，「亮劍」展現實力的結果。

川普以報復性關稅開啟與中國的貿易衝突，在一定程度上也是回應中共近年對美國的不斷挑釁。而習近平一貫強勢，絕不退讓，以牙還牙，相互報復造成關係持續惡化。美國前副總統彭斯（Mike Pence）在 2018 年 10 月所發表中國問題演講，承認過去中國政策的失敗，標誌戰略交往結束，正式進入「戰略競爭」階段。美國開始改變了以往對中共的包容，在經貿、科技和金融等領域採取了強硬的立場；在外交和軍事上，則願意接受與中共發生更大程度的衝突。³³

但美國的中國政策其實早已開始轉變，歐巴馬政府推出「亞洲再平衡戰略」及「跨太平洋夥伴關係」，目的很清楚是為了圍堵中國。川普政府在 2017 年底發布《國家安全戰略報告(NSS)》，2018 年初《國防戰略報告(NDS)》，2020 年 5 月《對華戰略報告》，都視中國為「頭號威脅和戰略競爭對手」，建議在政治、經濟、軍事等多個領域遏制中國的野心。

兩國在 2020 年元月達成了第一階段貿易協定，緊張關係出現緩和的跡象，但隨著新冠疫情爆發，中共掩飾真相造成龐大的生命損失，也衝擊全球化產業鏈之運作。國際也開始瀰漫一股「反中情緒」，檢討過去以中國為製造中心之全球化產業鏈結構，自此，「去中國化」的風潮構建了世界經貿及產業地圖。拜登總統上任後對川普的中國政策基本保持不變，並以更細膩的戰略和戰術來因應中國等獨裁國家的挑戰。例如，拜登上任後派遣國務卿布林肯赴歐，國家安全顧問蘇利文訪問日本及韓國洽談安全合作事宜。這些安排在回應俄國侵略烏克蘭及遏制中國對臺威脅上，特別顯現出價值。

美國國防部在 2020 年 9 月所提交給國會的年度中國軍事力量報告（Military and Security Developments Involving the People's

³³ Elias Groll, "5 Takeaways From Mike Pence's Hawkish China Speech" *Foreign Policy*, 24 Oct 2019.

Republic of China 2020)³⁴指出，習近平在 2017 年宣示，人民解放軍的目標是在 2049 年底成為「世界級」的軍隊。儘管何謂「世界級」並沒有明確定義，但據中共國家戰略宣示，將是尋求發展成為「相當於或在某些情況下優於美國，及其他被中國視為是威脅的大國」之軍事力量。事實上，中國追求的是等於美國，甚至選擇性優勢，並已在某些領域領先。³⁵

針對中共在印度太平洋地區的軍事擴張與對該區域國家挑釁所帶來的威脅，美國國會模仿 2014 年的歐洲威懾計畫，當時是為了協助北約應對來自俄羅斯的軍事威脅，在 12 月 12 日以絕對多數通過 2021 年國防授權法，啟動一項名為「太平洋威懾計畫 (Pacific Deterrence Initiative) 」³⁶專案，目標是確保美國的戰略競爭優勢地位，及保護美國在軍事、技術、學術、經貿等各個領域免遭滲透。太平洋威懾計畫可能是近年來有關亞洲最重要的一項立法，表明美國的戰略重心轉向，反映美國國會的兩點共識，一是美國應把戰略重點轉移到亞洲，二是美國在應對中國威脅時，應有整體戰略。而非局限在軍事及國防的因應，而是包含經濟、貿易、科技、數據、及金融在內的整體性戰略。

美國維持其世界霸權的地位，過去主要依賴「糧食」、「能源」及「貨幣」這三項工具，在當前的大環境下，則需要再加上「科技」與「數據」。所採取的「小院高牆」科技脫鉤戰略，短期間可以產生一定的作用，但沒有辦法長久遏制中共在科技領域的發展，³⁷拜登政府於是不斷強化對中科技出口的管制。³⁸

³⁴ <https://media.defense.gov/2020/Sep/01/2002488689/-1/-1/1/2020-DOD-CHINA-MILITARY-POWER-REPORT- FINAL.PDF>

³⁵ Office of the Secretary of Defense, Military and Security Developments Involving the People's Republic of China 2020, September 2020. Annual Report to Congress A Report to Congress Pursuant to the National Defense Authorization Act for Fiscal Year 2000, as Amended.

³⁶ PACIFIC DETERRENCE INITIATIVE (PDI), Department of Defense Budget Fiscal Year (FY) 2024 March 2023

³⁷ Cameron Cavanagh "U.S. Economic Restrictions on China: Small Yard, High Fence?" Georgetown Security Studies Review 26 Dec 2023

³⁸ Commerce Strengthens Export Controls to Restrict China's Capability to Produce Advanced Semiconductors for Military Applications, The U.S. Department of Commerce's Bureau of Industry and Security (BIS), 2 Dec 2024

從歷史經驗看，決定霸權之爭最終勝敗的關鍵是金融脫鉤與貨幣戰，包括：限制對中國投資，讓在美國上市中資企業下市，對香港實施金融制裁，限制中國的銀行進行美元結算，及貨幣競貶的戰爭等等。2023年8月上旬，美國總統拜登簽署行政命令，宣布「限制在美國境內的所有自然人、法人機構與大學以外的自治團體；更包括在全球的美國人與美國企業的海外子公司，即便是創投與私募基金，對人工智慧、量子計算和半導體三類敏感科技領域中的中國企業，都不可以有持股、債權交易與直接投資」，即是一記強力的金融重拳。³⁹

世界兩大超級強權的戰略對抗，對全球地緣政治及經濟金融造成嚴重衝擊。聯合國秘書長古特雷斯 (António Guterres) 在 2020 年時警告：隨著中美的緊張關係升級，世界「正朝著一個非常危險的方向前進」。他強調：「我們必須竭盡所能避免一場新冷戰。」⁴⁰他稱：「我們的世界無法承受這樣一個未來，兩個最大的經濟體在一場大斷裂中將全球分裂，各有各的貿易和金融規則以及互聯網和人工智慧能力。」世界很難承受美中兩個霸權的對抗，臺灣處在美中對抗的風口浪尖，更是無法逃避可能的衝擊。

中共主導的俄羅斯及北韓等集權國家正在形成，所謂的「新軸心國聯盟」，對抗美國、北約和日、韓的「民主同盟國」。集權國家與民主國家之間的對峙成為新現實，兩個陣營對抗、鬥爭，以及進行經濟「脫鉤」或是「去風險」，以避免萬一熱戰時，受制於對方。世界和平的紅利已經隨著經濟全球化的結束而消逝，戰爭的威脅正在加劇。

俄國總統普丁與習近平 2022 年 2 月在北京會談是關鍵的轉捩點，會後雙方的共同聲明宣布，「雙方夥伴關係沒有止境」，代表中俄將展開更緊密的戰略合作，並將與志同道合國家合作建立新的國際秩序。⁴¹俄

³⁹ Executive Order on Addressing United States Investments in Certain National Security Technologies and Products in Countries of Concern, The White House, 9 Aug 2023.

⁴⁰ [https://news.un.org/feed/view/en/story/2019/06/1039981/Peacekeeping News](https://news.un.org/feed/view/en/story/2019/06/1039981/Peacekeeping%20News)

⁴¹ Ulrich Jochheim, China-Russia relations: A quantum leap? European Parliamentary Research Service, May 2023

國隨即在 20 天後侵略烏克蘭，戰爭造成全球的能源與糧食危機，通貨膨脹蔓延全球，全球有超過 50 個央行同步緊縮貨幣政策壓抑通膨，美國聯準會更是連續 11 次調升利率，全球的經濟成長及金融穩定備受衝擊。

俄烏戰爭自 2022 年 2 月開打至今，俄國傷亡慘重，經濟崩潰，如今陷入越戰般的泥淖，主因是美國迅速領導北約國家提供烏克蘭所需各項援助。西方國家對俄國實施各種經濟制裁措施中，凍結俄國央行海外資產，限制俄國銀行使用美元的全球結算系統（SWIFT）...等，對俄國經濟的傷害最為直接。中國雖然不直接挑戰北約對俄制裁的底線，但仍藉著灰色地帶暗中提供俄國所需的支持。例如：中國使用人民幣購買俄國出口的能源，這一方面能協助俄國規避西方國家的經濟制裁，另一方面，則藉機大大提升人民幣在國際貿易結算的地位。

美國知道中國暗地援助俄國，提出警告，如果中國提供俄國在烏克蘭戰爭「物質支援」，中國將受到出口管制等各方面的制裁。希望北京能從俄烏戰爭中吸取「正確的教訓」，包括不能分裂美國與其盟友間的關係。北約組織（NATO）更是認定中國是俄國侵略烏克蘭戰爭的決定性促成者。⁴²

另一重大地緣政治衝突事件是，巴勒斯坦激進組織「哈瑪斯」於 2023 年 10 月 7 日清晨，對以色列發動 50 年以來最大規模突襲，而加薩走廊頓時陷入戰爭的煉獄之中，伊朗和俄國都被點名是支持哈瑪斯攻擊以色列的背後力量，中國也被質疑暗中提供武器零件支持哈瑪斯。對中國而言，如果美國受烏克蘭及中東戰爭牽制，一旦臺海或南海發生軍事衝突時，美國將很難同時兼顧。

⁴² 北大西洋公約組織（NATO）在其峰會公報中表示，中國通過「無限制夥伴關係」成為俄羅斯對烏克蘭戰爭的「決定性推動者」。呼籲北京停止向克裡姆林宮運送「武器部件」和其他用於其國防工業基地的投入。See, Washington Summit Declaration, issued by the NATO Heads of State and Government participating in the meeting of the North Atlantic Council in Washington, D.C. 10 July 2024

事實上，跨越歐洲、中東及亞洲的戰爭，不再是遙遠的風險。中共為避免與美國發生衝突時，受到西方國家經濟制裁，例如海外的美元資產被凍結及中國銀行使用美元結算系統受到限制，因此積極地發展人民幣結算系統，同時設法增加與其他國家雙邊貿易中以人民幣進行結算的份額。而俄羅斯、伊朗因為受到國際經濟制裁，無法使用美元結算，所以也大力支持使用人民幣結算。

2023 年三月習近平回訪莫斯科，並且與普丁簽署了《關於深化新時代全面戰略協作夥伴關係的聯合聲明》，這是中俄陣營合作的關鍵性發展。俄烏戰爭發生至今，中國未曾譴責俄國的侵略行為，同時，中國控制下的香港，儼然已然成為俄國規避國際經貿及金融制裁的避風港。許多評論認為俄烏戰爭開打，意味著冷戰後的世界秩序「回不去了」，世界實際已進入「新冷戰」時期，無論是貿易，科技或是金融，每個國家都必須面對全新的國際秩序。

美國對中共在外交，軍事，經濟，及金融等領域的戰略競爭，其實是整合性作戰的一部分。臺灣處於兩個霸權戰略競爭的最前線，高度依存對中國的經貿投資，對香港更有大量的金融曝險，容易受到影響，臺灣需要對整體戰略情勢有務實的認識。

中共已一再宣示，無論誰擔任美國總統，若企圖改變一個中國政策，而被中共認定是臺灣尋求獨立，或是美國力量介入，將不惜一戰，此非戲言，臺灣必需做好迎接最嚴重後果的準備。即使美國維持對臺海的戰略模糊政策，對於已經失去耐心的習近平，一旦軍事力量成熟，其實沒有什麼可以阻止他對臺發動武統的行動，而過程將會包括對臺實施經濟封鎖與金融攻擊。

如若中共突破第一島鏈進入太平洋，將對美國本土安全構成立即性的威脅。所以，與過去「戰略模糊」政策相比，美國這次維持臺海均衡穩定的立場清楚而堅定。但發展至此，臺海發生軍事衝突的風險已經大為升高，出現擦槍走火的可能性已無法排除，實際上，美國的軍事領袖

已經清楚表示習近平要求人民解放軍要在 2027 年之前完成武力統一臺灣的準備。⁴³

目前中國面臨嚴重經濟挑戰，中共高層鬥爭清算不斷，習近平如果認為需要以戰爭轉移焦點，以保障其政治地位，考慮俄烏戰爭仍在持續，而中東的衝突也有可能升高，美國軍力將受到牽制，可能無法兼顧臺海戰爭。中共是否借機以武力犯臺，目前可以說是全球所最關切的地緣政治風險。

三、「東升西降」是中國誤判？

中國改革開放四十年發展迅速發展成為世界第二大經濟體，第一大出口國，不少經濟學家預測若中國發展趨勢不變，極有可能會在不久的未來超越美國。但中國領導人似乎忽略了中國的經濟成長其實是建築在引進大量的國外技術與資金，同時加上失控的債務擴張。因此中共自恃其世界工廠的地位，認為國際資本與企業無法忽視中國市場，勢必更依賴中國。而西方政客基本都是服務資本家，只要中共掌握世界經濟的主導權，對西方貪婪的資本家施之以利，他們勢必持續向中國靠攏，更遑論撤離中國。

但實際顯非如此，民主體制下的政治領袖並非永遠都是服務資本家，況且資本主義有週期性的財富重分配，有避免貧富過度差距的糾正功能。其次，中共似乎並未在意包括歐盟、日本、印度等區域性大國可能的反彈。也可能低估正在快速崛起的其他新興市場。如今，新冠疫情喚醒發達國家的幻想，接著是地緣政治衝突改變了能源與糧食的供給，各國警覺到經濟安全重要性高於經濟效益，因而重新思考並調整經濟及產業鏈結構。

⁴³ See, Kyle Aonson & Dane Egli, The Ambitious Dragon Beijing's Calculus for Invading Taiwan by 2030. JOURNAL OF INDO-PACIFIC AFFAIRS MARCH-APRIL 2023. Noah Robertson, How DC became obsessed with a potential 2027 Chinese invasion of Taiwan, Defense News 7 May 2024.

再則，中國在 2008 年全球金融危機時以超額負債刺激經濟，中國對原材料及其他商品的需求推動了全球經濟增長。但這次，全球經濟的需求停滯，中國依靠出口的經濟不可能重現以前的奇跡。更何況，中國的債務如今已經嚴重惡化到超過 GDP 的 285%，面對經濟下行及財政危機，北京只能提高赤字上限，並發行更多的債券，以債養債。但情況已經難以持續。

在關鍵科技領域，中共內部的產業競爭雖然非常激烈，但對於居領導地位的龍頭企業，中共仍會傾力打造這些企業為世界的領導品牌，在某些領域，中共甚至已經超越西方或至少是並駕齊驅。但中國經濟的擴張是建立在西方國家過去對中國的包容和信任的基礎上，中國的不公平貿易模式犧牲進口國的製造業就業機會，這也就是所謂的「中國衝擊 China Shock」。中國如今在新能源汽車、鋰電池、太陽能產品等新三樣再次如法炮製，但美歐已經不再容忍。⁴⁴對不少商品在調查核實後，課徵懲罰性關稅。

中共推出「中國製造 2025」，及「中國標準 2035」作為其經濟成長目標本來無可厚非，但美國對於中共在科技移轉、網路盜竊、及中共留學生從事科技間諜的不法作為，除挑戰美國在科技及數據的領導地位外，並威脅到美國的國家安全，終招致美國的大力反擊。有名的案例包括，禁止使用在 5G 領域具領先地位的中國華為產品，也禁止美國企業出售晶片給華為，同時也命令下架受到年輕族群歡迎的 TikTok。而更具戰略競爭意義的是人工智慧 (AI) 的發展，普丁就預言，未來領先人工智慧研究的國家將主導全球事務。⁴⁵

⁴⁴ 耶倫表示，美國總統拜登不會允許 2000 年代初的“中國衝擊”重演，當時大量中國進口商品摧毀了大約 200 萬個美國製造業工作崗位。See · D. Lawder “US will not accept Chinese imports decimating new industries, Yellen says”, Reuters (8 April 2024) 。

⁴⁵ 俄羅斯總統普丁表示。「人工智慧是未來，不僅是俄羅斯的未來，也是全人類的未來。」普丁說。「誰成為這個領域的領導者，誰就會成為世界的統治者。」 CNN · 5 September 2017.

中國近年在多邊國際組織挑戰美國的領導地位，甚或建立新的國際組織。最主要的經濟戰略包括：一帶一路倡議暨峰會（規模可比 G-20 峰會），亞洲基礎設施投資銀行（AIIB），金磚開發銀行（NDB），及促成東盟所提出「區域全面經濟夥伴關係協定（RCEP）」的簽署。但一帶一路倡議的基礎建設往往以中共的戰略目的為優先，此標榜以興建基礎建設串聯歐亞非的撒幣方案，因為本身存在債務陷阱，目前已出現許多開發中國家債臺高築的案例，頗受批評，也使得中國近來對一帶一路的融資量有明顯下滑的現象。

就當前競爭而言，中國的全球影響力雖然廣泛，但依靠撒銀子的經貿政策和針對性施壓的戰狼外交所堆疊出的國家實力，單薄且脆弱。美國除加強在印太地區的軍事部署外，關稅戰，產業鏈重組，科技與數據脫鉤，及金融脫鉤等，都影響中國實現「成為經濟大國」目標的時程。而就美國的全球吸引力而言，美國手上仍持有許多好牌可打。

肆、人民幣國際化的目標與發展現況

一、 人民幣國際化目標在成為儲備貨幣

貨幣必須具有三大基本功能：交易媒介、計價單位、價值儲藏。而國際貨幣則是可在國外使用同時履行上述三項功能的貨幣。中國自 2009 年底就積極推動人民幣的國際化，在 2011 年將人民幣國際化納入十二五規劃，一開始的重點在於擴大人民幣的跨境使用，然後逐步實現資本帳可兌換，及發展香港作為主要的人民幣離岸市場，並以作為國際儲備貨幣為目標。

表面上，人民幣國際化的動機是從經濟著眼，包括的原因有：一是不滿美元主導的國際貨幣體系的不對稱性，人民幣因為與美元掛勾，失去貨幣政策的自主權，而美國卻可以隨意實施貨幣政策。二是不願持續積累低利率的美元外匯儲備，承受美元貶值風險。三是受 2008 年全球金融危機啟發，意識到全球美元短缺的問題，希望藉人民幣國際化來擺脫「美元陷阱」。四是利用外部壓力來推動內部改革的動機。

當然，中國認為既然目標是要世界的超級強權，人民幣就應當要成為國際的儲備貨幣。能夠取得鑄幣稅，就可以減少一些交易成本，而且中國是世界最大出口國，將可以減少國際收支上的貨幣錯配，提高貨幣自主性可減少對美元或其他貨幣的依賴。實際上，中國最擔心的是美元「武器化」，讓美國用以對付戰略競爭對手。中國高度依賴對外貿易，也就是高度依賴美元，一旦遭受美國經濟制裁，衝擊必然十分巨大。2022 年俄羅斯侵略烏克蘭後，美國將俄羅斯從 SWIFT 的國際美元結算市場排除。其實，早在 2014 年俄國佔領克里米亞前，俄中就已簽署雙邊本幣結算協定，目的即是減少在跨境貿易使用美元。⁴⁶

⁴⁶ 自 2009 年以來，中國已與近 40 個交易對手簽署了雙邊貨幣互換協定。明確目的是支援貿易和投資，並促進人民幣的國際使用。中國人民銀行因在 2014 年底盧布貶值前不久與俄羅斯簽署互換協定而受到指責。See, Central Bank Currency Swaps Tracker, CFR。

美國利用美元霸權所行使的長臂管轄權影響到所有使用美元的交易，反映在反洗錢與反資恐的法令，及美國海外帳戶稅收遵從法 (FATCA) 條款的適用。主要案例包括：(1) 切斷北韓非法商業所得通路：美國在 2005 年指控一家澳門銀行幫助北韓洗錢、走私毒品及進行核擴散活動。其他銀行擔心金融關係被美國切斷，停止與該行業務往來。⁴⁷ (2) 對伊朗和古巴的制裁：美國在 2012 年威脅將任何幫助伊朗的銀行列入黑名單，伊朗石油出口隨之大減。美國亦曾以幫助伊朗和古巴逃避制裁為名，對全球多家銀行處以數十億美元罰款。⁴⁸

人民幣要成為國際貨幣必須具備幾個必要條件：首先，需要是經濟貿易大國且金融市場較為發達，以維持較高的單位價值及長期穩定的幣值，若要成為儲備貨幣則需符合更嚴格的條件。其次，需完成人民幣資本帳戶開放，實現人民幣可自由兌換。其它的國家要使用人民幣，人民幣必須能夠自由兌換。再者，中國需要有具規模及深度的金融市場，讓外國投資人可以用人民幣投資中國的債市和股市。這些要件通常是因為市場需要逐漸發展而成，但中國計畫從供給面達到貨幣國際化的發展模式，是史無前例的做法。

一國央行外匯儲備的結構通常反映該國的國際經貿關係，中國是世界多數國家的最主要貿易夥伴，自然希望各國能將人民幣納入儲備而不必透過美元進行貿易結算。中國首先在金融市場建立人民幣作為投資的工具，從銀行的存款及債券的發行著手，然後再逐漸的擴展到其他的金融商品。

⁴⁷ 美國財政部在 2005 年 9 月指控澳門匯業銀行參與北韓洗錢活動，並引用愛國者法案 311 條，凍結銀行相關帳戶。經過長達 18 個月的調查之後，美國財政部在 14 號召開記者會，宣布將匯業銀行列入洗錢確定名單，禁止境內所有金融機構和匯業銀行進行業務往來。美國財政部金融犯罪防制署在 2020 年 8 月 11 日宣佈，撤銷對澳門匯業銀行制裁。區宗傑表示，收到美國政府正式通知，在無需進一步訴訟、無任何一方需承認任何責任的情況下，正式解除自 2005 年起對匯業銀行的制裁。澳門日報。(2020-08-12)。

⁴⁸ 自 1979 年美國駐德黑蘭大使館被佔領以來，美國根據各種法律授權對與伊朗的活動施加了限制。美國國務院經濟制裁政策和實施辦公室 (Office of Economic Sanctions Policy and Implementation) 負責執行和實施一系列美國制裁計劃，限制在伊朗從事某些商務工作的公司進入美國。美國國務院。

一旦人民幣被廣泛用來作為貿易報價結算，就很容易成為投資標的，但成為市場投資標的，所增加的影響力仍限於在金融市場。全球金融市場有 8 到 10 種貨幣在競爭作為金融投資標的，中國想要運用供給面來實現影響力效果有限。但全球的儲備貨幣只有少數幾種，如美元，歐元，日元及英鎊等，就相對容易產生直接的影響力。如果人民幣可以在金融市場，國際貿易，及儲備貨幣這三項要件上，獲取國際貨幣地位，將使中國的國際實力與地位進一步得到提升。一旦成為儲備貨幣，影響力就會隨之而來。

是否能夠成為國際儲備貨幣關鍵的因素有六項，包括：該經濟體的規模、在國際貿易的重要性、金融市場的規模 / 深度 / 開放程度、貨幣可兌換性、他國匯率錨定的使用情況、國內總體經濟政策的穩定性。⁴⁹ 當 IMF 在 2016 年審查人民幣納入 SDR 時，只依據 IMF 的四項審查標準加以通過，非無爭議。

中國的經濟規模及其在全球貿易的重要性鮮有疑慮。但中國並非市場經濟，存在一定的政策風險，而中國的金融市場，包括資本帳的開放程度，流動性，安全性和交易成本，其實不無討論的空間。而人民幣是否可自由兌換，是否發行有足夠數量並有充分深度和流動性的國際債券市場作為後盾，更是容易受到質疑。人民銀行為此向境外投資者，包括合格境外機構投資者（QFII）、人民幣合格境外機構投資者（RQFII）和三類機構（境外央行、港澳清算行、境外參行）開放銀行間市場，投資範圍也將擴大至貨幣市場和衍生品市場。2015 年之前，大陸居民到海外投資證券或者其他金融產品，實施事前審批制度，而境外投資大陸金融市場產品，主要通過合格境內機構投資者（QDII）和合格境外機構投資者（QFII），方便程度和靈活度都不高。

中國為了在 2016 年能夠讓人民幣可以被納入 IMF 的特別提款權（SDR），在 2015 年承諾實現「十二五規劃」加快推進人民幣實現資本項目可兌換目標。這包括推動境內、境外的個人投資便利化。人民銀

⁴⁹ 美國財政部在 2009 年向國會提交的「國際經濟與匯率政策報告」。

行推出人民幣跨境支付系統（CIPS），這是未來人民幣跨境結算的基礎建設。⁵⁰截至 2024 年 12 月 1 日，CIPS 共有 160 家直接參與者，1413 家間接參與者，其中亞洲地區有 1051 家。⁵¹

中國進一步開放資本市場，允許債券或是股票發行者，無論是境外投資者在境內發行，或境內投資者在境外發行，幣別可以是人民幣或其他可兌換貨幣。其次是修改「外匯管理條例」，以期讓人民幣符合可自由使用貨幣的要求。儲備貨幣通常可以自由交易而匯率則由市場決定。資本帳開放不等於匯率自由浮動，中國逐步調整人民幣浮動區間，這是推動人民幣可自由兌換，建立浮動匯率機制的基礎。匯率受多項因素影響，匯率市場會因不同因素的影響而有波動，在當前中國經濟面臨困境之際，市場供需變化雖然有利價格向合理水準靠攏，但大規模的資本外逃已經對中國形成一大考驗。

人民幣要真正起作用，中國金融市場的開放程度和發展水準也是重要關鍵。中國金融市場的結構能否提供足夠的流動性，而市場參與者的行為是否能夠讓外資信賴都相當重要。其次，外國央行需要持有安全性高且流動性足的資產，政府債券市場尤其重要。中國金融市場的廣度，深度與流動性的程度依然有待加強。而中國的債信評等與國際信用評級幾乎沒有可比較性，讓國際債券投資者無法依賴。⁵²至於中國的股市波動性極高，又容易被扭曲，並不是一個適合法人長期投資的市場。

⁵⁰ “中國央行於 2015 年 10 月 8 日推出的跨境銀行間支付系統（CIPS）使代理行更容易代表參與以人民幣（RMB）計價的跨境交易的客戶執行支付指令。

⁵¹ 中國跨境銀行間支付清算公司網站。

⁵² 一份調查新興但快速增長的中國債券市場和信用評級行業的研究報告指出，我們發現中國債券評級具有資訊量，並且與債券發行收益率顯著相關。中國債券投資者區分來自不同信用評級機構（CRA）的評級，要求全球合作的 CRA 評級的債券收益率較低。然而，實證結果表明，中國 CRA 使用的評級量表與國際 CRA 的評級量表沒有可比性。此外，中國信貸評級機構的評級範圍非常廣泛，並將違約風險差異顯著的債券彙集在一個評級類別中，因此超過 90% 的債券僅分為三個評級類別。Miles Livingston, Winnie P.H. Poon, Lei Zhou, Are Chinese credit ratings relevant? A study of the Chinese bond market and credit rating industry, *Journal of Banking & Finance*, Volume 87, 2018, ISSN0378-4266, <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.09.020>. (<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426617302352>).

離岸債券中心無法替代健全的境內市場：雖然香港境外中心的試點成功，但規模太小使得香港在人民幣債券市場這方面的發展有限。許多接受歐元的國家其實也會考慮接納人民幣做為儲備貨幣，但歐元與人民幣的債券市場都還不夠成熟。而自 2015 年以來，中國的企業債券違約事件頻傳，已經歷經兩波的違約潮，目前中國經濟面臨資產泡沫破滅，地方債務危機，都只是以債養債的方式拖延，而未能真正的解決，許多企業及銀行很可能都是徒有其表，實際已經是僵尸，如果大型地產開發商的違約無法掩飾，銀行將承受及大規模的呆帳，並可能導致系統性金融危機，如果中國政府無法穩定經濟與金融的話，2023 年的違約數據可能是只在第三波違約潮來臨前的低谷，投資人勢必更為謹慎。⁵³

二、 IMF 改革與特別提款權之爭

2010 年 IMF 提出股權和治理改革方案，依該方案，IMF 權數將增加一倍，約有 6% 將轉移給新興市場和發展中國家。中國將成 IMF 第三大成員國，印度、俄羅斯和巴西的比重都將躋身前十。美國的投票權則會從 16.75% 調降，但依舊保持 15% 的重大決策否決權。全球有超過 140 個國家批准此改革方案，但美國反對。⁵⁴ 2023 年 10 月 IMF 和世界銀行在摩洛哥馬拉喀什舉行年會，由發展中國家和低收入國家組成的 24 國集團（G24）及中國持續要求增加配額，美國則是提出「等比例」增

⁵³ 根據 S&P 的研究報告，中國企業第二波違約浪潮剛剛過去，S&P 研究了自 2015 年以來中國離岸市場（100 起案件，400 美元債券）和在岸市場（261 起案件，697 支中國人民幣債券）的所有債券違約事件。第一波違約浪潮：2015-2019 年，工業和大宗商品公司的違約率高於 2018 年，是第二高的行業的 4 倍。第二波：2020-2024 年，房地產的違約率高於 2021 年，是第二高的行業的 2.4 倍。恆大從 2021 年年中開始引發了一波困境；兩年後，碧桂園表明危機尚未結束。離岸：違約率從 2022 年的峰值 6.7% 降至 2023 年的 1.3%。在 24 年第一季度，違約率進一步下降至 0.3% 的低點。在岸：非房地產違約率在 2019 年達到 1.2% 的峰值，2022 年達到 9.9% 的峰值。在 24 年第一季度，兩者均跌至幾乎為零。China Default Review 2024: Trough Before The Third Wave（2024 年中國違約評估：第三波疫情前的低谷），S&P's（2024）。

⁵⁴ James Boughton，2010: The Year of IMF Reform（December 28, 2010）。

加配額的建議，也就是成員國應在投票權份額不變的情況下，根據其現有配額比例繳納更多的會費。

截至 2023 年 10 月，中國 GDP 約占全球 18%，但在 IMF 的投票權僅略高於 6%，美國目前配額最高，仍擁有 16.5% 的投票權；由於 IMF 重大決議需要達到 85% 的支持率才能通過，這代表美國在 IMF 擁有絕對的否決權。美國表達出對增加中國投票權的擔憂，不願進行配額改革。

55

其實，美元易受國內經濟和政策變化而波動也是事實，IMF 在 2011 年改革國際儲備貨幣體系的聲明，與當時中國人民銀行行長周小川在 2009 年演講，「改革國際貨幣體系」時強調的重點一致，也就是需要創建和利用一種超主權國際儲備資產，避免國際市場依賴以一國的信用為基礎的貨幣所衍生的缺陷。從全球南方國家現在的角度來看，世界經濟已經比以往都更加的多元，多數的國家可能仍希望看到國際貨幣體系能夠朝著這個改革的方向邁進。

特別提款權 (SDR) 由一籃子主要貨幣加權組合而成，IMF 成員可以把 SDR 作為外匯儲備，有效避免受到主要貨幣幣值劇烈波動影響。IMF 每 5 年會檢討貨幣的組合和權值。擴大組成貨幣種類，納入中國及印度等新興市場，可以提供一種更有效反映全球經濟的國際儲備貨幣。而 SDR 一籃子貨幣的結構，除有助全球金融穩定外，也可以減少波動性，如果能夠結合區塊鏈科技，是有可能成為取代美元的可行選擇。

⁵⁵ 中國央行行長強調需要進行額度改革，以增強國際貨幣基金組織的代表性。G24 強調了投票權份額調整對 IMF 合法性和有效性的重要性。儘管進行了討論，但一些人，認為即使不重新調整份額，國際貨幣基金組織的相關性和合法性也將保持不變。美國提議在國際貨幣基金組織增加第五個副總裁職位，並在國際貨幣基金組織執行委員會中設立第三個席次代表撒哈拉以南的非洲，以提高新興市場經濟體和低收入國家的代表性。該提案得到了包括法國、英國和巴西在內的國際貨幣基金組織成員國的支持。See , Ashutosh Pandey & Marrakech, Is the US denying China a bigger voice at the IMF? DW (October 13, 2023) 。

調整 SDR 的成分貨幣也可提供給各國央行更具多樣性和有效性的外匯儲備帳戶。隨全球儲備貨幣改變，石油、大宗商品、和黃金等也可以 SDR 定價。而如果 SDR 可以作為支付工具，債券發行與大宗商品交易都以 SDR 定價，各國央行就不必如此依賴美國國債，但這並非是美國所樂見的發展。

對中國而言，將人民幣納入 SDR 並成為儲備貨幣，是中國挑戰美國全球和經濟主導權的重要政策，對美元地位及美國國債需求有重大影響。IMF 在 2011 年拒絕將人民幣納入 SDR 時提出四項指標，包括：外匯現貨市場成交量、外匯衍生品市場成交量及把人民幣用作儲備貨幣的央行數。第四項指標則是判定人民幣利率是否由市場決定。IMF 的審查委員會在 2010 年時認定人民幣不符合「自由使用」之條件，未將人民幣納入 SDR。

在 2016 年審查 SDR 時，美國再次阻撓中國的努力，當時的美國財政部長 Jacob Lew 暗示，除非中國採取重大改革措施，否則美國政府不支持人民幣納入 SDR 成為儲備貨幣。Lew 表示人民幣需要更加市場化的匯率機制、利率的市場化、及進一步加強金融監管。⁵⁶

中國於是開放個人投資者跨境投資管道，如合格境內個人投資者 (QDII2)，讓自由貿易區內的居民可以進行境外投資，包括移民投資、房地產投資、境外證券投資和境外實業投資等。中國也引入深港通及滬港通，非居民也被允許在本國市場上發行除衍生品之外的金融產品。中國也對外表示，外匯管理在多數情況將取消事前審批的要求，建立有效的事後監管和宏觀審慎管理制度；進一步採取措施方便海外機構投資者進入中國資本市場；清除不必要的政策障礙和提供必要的基礎設施便利人民幣的國際使用。但中國實際管理仍然嚴格。

⁵⁶ Andrew Mayeda & Alison Vekshin, Lew Signals Yuan Not Ready for IMF Blessing as Reserve Currency, Bloomberg, See also © 2024 The Bretton Woods Committee

人民幣納入 SDR 最具爭議性的認定在於其「可自由使用性」。IMF 雖然並未明定貨幣必須是可自由兌換。字義上而言，似乎是指在國際金融市場被廣泛使用的貨幣，而人民幣應該符合這標準。但是中國認為，實現資本帳戶可自由兌換不應是基於完全或可自由兌換概念，從全球金融危機的經驗來看，應該是有管理的可自由兌換。

所以，中國保留在下列情況下資本項目的管制：涉及洗錢、對恐怖主義進行融資、過度利用避稅天堂的跨境金融交易，都應該受到監控和分析；新興市場經濟體仍需要對外債進行宏觀審慎管理。過多的外債和貨幣錯配是金融危機的源頭，中國將在合適時機管理短期投機資本流動，將解除對支持實體經濟的中長期資本流動管制；將會加強國際收支統計和監測。

過去全力反對資本管制的 IMF，在 2008 年全球金融危機後開始調整立場。因為美聯準會向經濟注入數以兆計的美元，投資者在低利率時代，為尋求較高收益的機會，資本大規模流向新興市場。這些經濟體因資本流入激增而過熱。對跨境投資限制可以防止熱錢導致金融危機。IMF 最後接受中國的說法，通過在 2016 年將人民幣納入 SDR。但因人民幣具備的條件仍有欠缺，所以僅分配 10.92% 的權重給人民幣，遠低於中國在全球經濟所占的比重。

人民幣被納入 SDR 後在全球金融體系中的用途就會提高。所有中央銀行就會透過其特別提款權的資產，自動持有人民幣，尚未持有人民幣的中央銀行，也會將人民幣納入他們的外匯存底。全球對中國金融資產的需求也快速增加。國際機構，如非洲發展銀行及國際清算銀行等，其合併的資產負債表規模超過 3000 億美元是會以 SDR 計價，將不可避免的需要進行人民幣的避險。

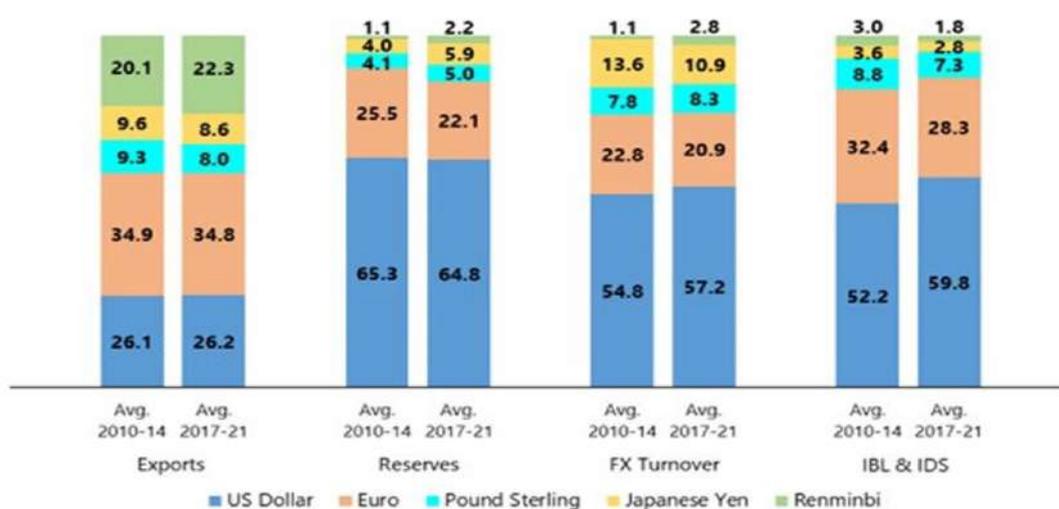
人民幣被納入 SDR 具有重要意義，使用人民幣合法將會刺激投資者和私人企業對人民幣的需求。舉例來說，巴塞爾 III 的流動性覆蓋率規定，要求銀行持有的高品質流動資產必須是可自由兌換的貨幣。一旦監管部門認定人民幣符合這條件，全球商業銀行便可以持有人民幣資產作為準

備，作用驚人。但 SDR 目前只在 IMF 內部使用，人民幣想挑戰美元的主導地位，在中國國內金融市場更成熟之前，仍有其主客觀的困難。

IMF 最近一次對 SDR 分配的評估在 2022 年 5 月完成。SDR 籃子中不同貨幣的權重由一個公式確定，該公式涉及四個因素。這些是：(i) 以該貨幣計算的出口量；(ii) 以該貨幣計價的外匯儲備持有量；(iii) 該貨幣的外匯交易量；及 (iv) 以該貨幣計價的國際銀行負債和債券的總和。出口的權重為 50%，但其他三個財務指標的權重均為 1/6。一個國家的經濟越強大，它的份額就越高。一個國家擁有的份額越多，向 IMF 支付的費用就越多，這帶來了更大的投票權。

IMF 是根據 2017 年至 2021 年期間的貿易和金融市場發展情況作了調整，維持前一次審查的權重排序，但美元和中國人民幣的權重有小幅上升，美元佔比為 43.38%，人民幣則為 12.28%。IMF 執委會認為，新冠疫情及金融科技的發展，都沒有對各貨幣在 SDR 籃子中的相對作用產生任何重大影響。

根據 4 項標準確定的 SDR 籃子中的貨幣份額



Shares of SDR Basket Currencies in the Four Components of the Weighting Formula, source: IMF eLibrary. Citation: Policy Papers 2022, 020; 10.5089/9798400210204.007.A001

圖 4 依據四項標準衡量下之 SDR 籃子中的貨幣份額

中國基本上已經開放經常帳的可兌換性，但未能發布實現資本帳下可兌換性目標的官方時程表。中國強調「採取廣泛和長期措施來限制資本流動的國家可能會從進一步有序的資本流動中受益，然而，無法認定完全自由化在任何時候都是適合所有的國家」。換言之，中國採取「受控可兌換」策略，卻沒有說明中國將如何實踐這種策略。⁵⁷

IMF 也呼籲中國進一步放開和深化在岸人民幣市場，同時提高資料透明度。IMF 的「中國現代化：投資於軟基礎建設 (Modernizing China: Investing in Soft Infrastructure) 」報告指出，人民幣的國際化在過去十年中取得了長足的進步，現在被廣泛用作中國跨境貿易結算和直接投資的支付貨幣。但人民幣的國際化最終是由市場驅動的。儘管人民幣的使用和交易在增加，但在成為國際融資貨幣並獲得與全球儲備貨幣相關的屬性之前，它還有很長的路要走。這些領域的進展將最終決定其在國際貨幣和金融體系中的更廣泛作用。⁵⁸

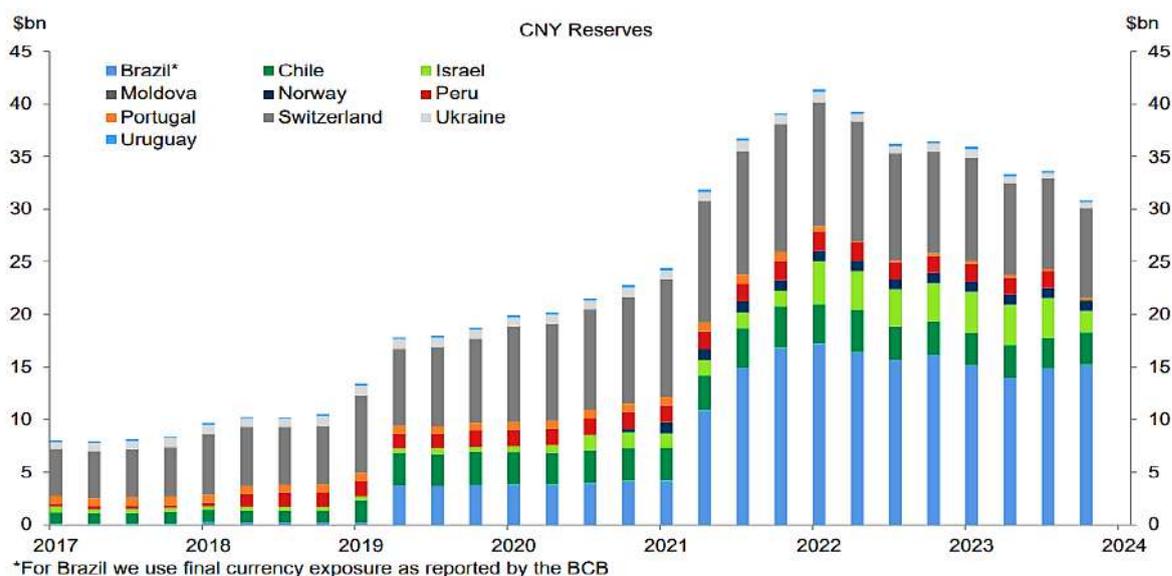
增持人民幣作為外匯儲備最明顯的是中南美國家。除為避免持有美元在遭遇類似雷曼危機時，美元資產下跌的損失風險外，也因為美元武器化，故各國亦須考慮如若與美國在政治上對立，可能存在美元資產被凍結作為制裁的風險。而巴西、智利等國因為與中國的經貿關係日益加深，進而增持人民幣作為外匯儲備。⁵⁹ 人民幣在全球貿易結算所占比重有限，扣除香港及澳門的部分後幾可忽略。統計至 2023 年第一季底各國央行實際的儲備貨幣組合，人民幣占比僅 2.58%而已。⁶⁰

⁵⁷ K. Habermeier, A Kokenyne, S Darbar, C Baba, L. ZHU, & V. Zotova, Chapter 8. Capital Account Opening and Capital Flow Management, in Modernizing China : investing in soft infrastructure, edited by L. Raphael, R. Markus, S. Alfred, IMF, 2017 IMF eLibrary,. Identifiers: ISBN 9781513539942

⁵⁸ M. Nabar & C. Mora, Chapter 9. Renminbi Internationalization, in Modernizing China : investing in soft infrastructure, edited by L. Raphael, R. Markus, S. Alfred, IMF, 2017 IMF eLibrary,. Identifiers: ISBN 9781513539942

⁵⁹ 全球的人民幣外匯儲備 5 年增至 3.7 倍；2022/06/01；日本經濟新聞中文版

⁶⁰ IMF 日前公布的官方外匯儲備貨幣構成(COFER)數據顯示，截至 2023 年第一季度末，美元是全球外匯儲備中佔比最高的貨幣，達 59.02%；其次是歐元的 19.77%；日圓和英鎊分別佔 5.47%和 4.85%；人民幣以 2.58%的比例排名第五。美元也是全球主要央行持有的最大規模的儲備貨幣。



Source: Haver Analytics, Goldman Sachs Global Investment Research, IMF, BCB

圖 5 各國外匯儲備中人民幣所占份額變化

儘管中國有心減少對美元的依賴，但不願承諾實現市場自由化目標，而是執行以混合固定匯率與浮動匯率機制的管制匯率（Dirty Float）匯率制度，保留控制以防止危機。⁶¹ 中國繼續在雙邊貿易推廣人民幣，鼓勵以當地貨幣進行交易以減少使用美元。然而，資本無法充分的流動自由限制了中國實現其去美元化的能力。總體而言，中國在 2016 年人民幣受到投機性攻擊後，似乎已不再急於全面去美元化，而是專注在管理風險，一方面是保持經濟環境的有效管控，並同時防範因美國新貿易戰及潛在經濟制裁所可能造成的損害。

儘管如此，西方對俄羅斯的經濟制裁導致人民幣成為中俄貿易的主要貨幣。一些國家為降低可能受到制裁的風險，也增加人民幣的使用。過去幾年，中國貿易中以人民幣計價開具發票的比例顯著增加，全球支付中使用人民幣的比例也相應增加。這些增長未來可能會轉換為人民幣在官方外匯儲備等其他領域的使用。但根據國際貨幣使用量的總體衡量

⁶¹ Rodrigo Zeidan · De-dollarization, the Belt and Road Initiative, and the Future of the Chinese Yuan 《去美元化、一帶一路倡議和人民幣的未來》，Georgetown Journal of International Affairs (GJIA) (April 18, 2024)。

標準，人民幣份額僅 2.5%，遠落後於擁有 66% 份額的美元，也落後於歐元、英鎊和日元（見圖 6、圖 7）。

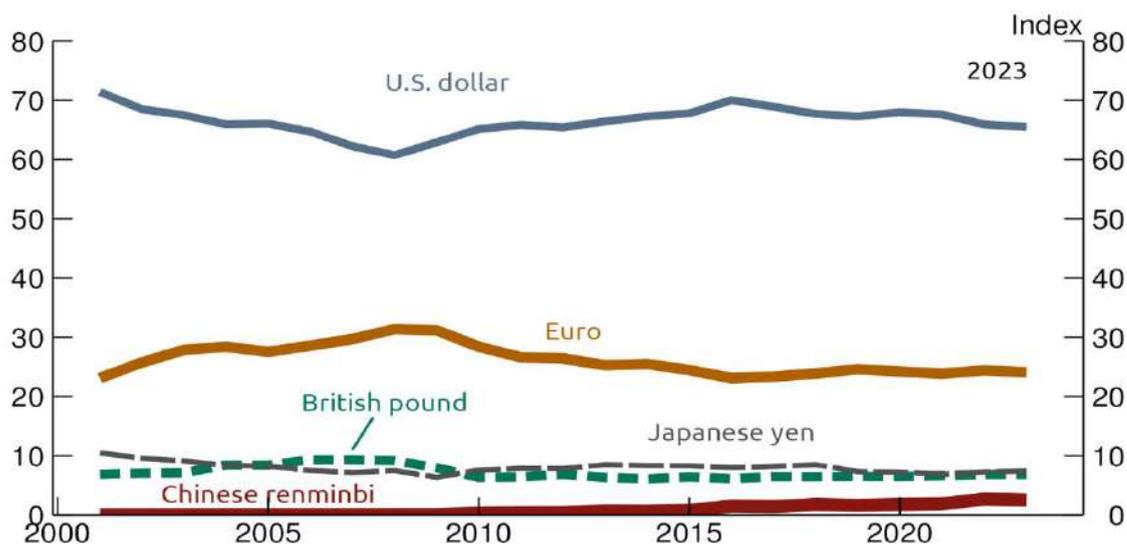


圖 6 國際貨幣使用指數

注：指數是每種貨幣在全球披露的外匯儲備（權重為 25%）、外匯交易量（25%）、外幣債務發行（25%）、外幣和國際銀行債權（12.5%）以及外幣和國際銀行負債（12.5%）中所佔份額的加權平均值。Bertaut · von Beschwitz · Curcuru（2023）。

來源：IMF COFER; BIS Triennial Central Bank Survey of FX and OTC Derivatives Market; Refinitiv; BIS locational banking statistics; Board staff calculations.

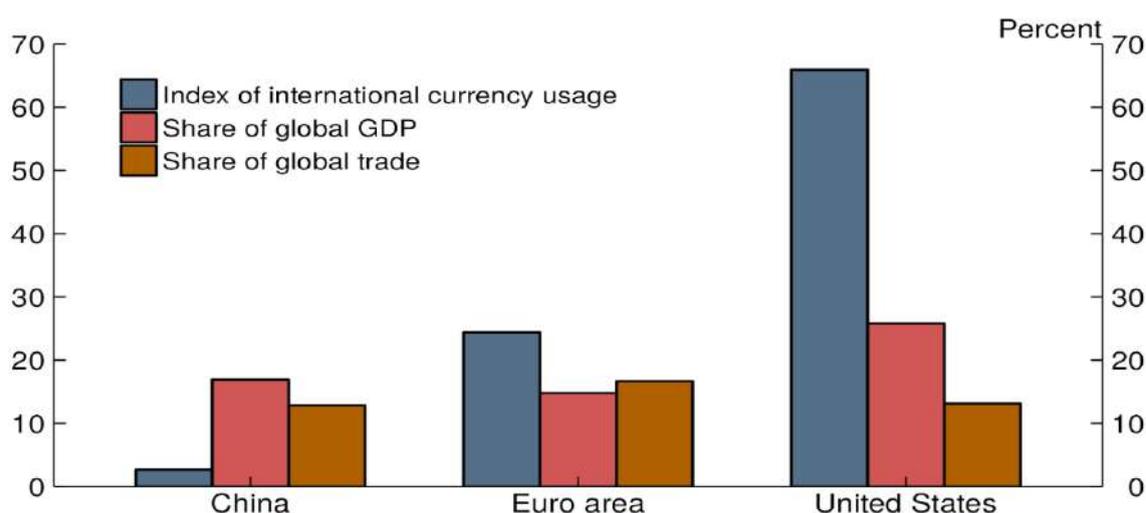


圖 7 貨幣的國際作用與經濟規模 (2022 年)

注：國際貨幣使用指數如圖 6 所示。佔全球 GDP 的份額以名義價值衡量。全球貿易份額是指名義價值佔全球商品和服務貿易的份額，不包括歐元區內部貿易。

資料來源：國際貨幣基金組織《世界經濟展望》資料庫、Haver、歐盟統計局、商品貿易資料庫、國際貨幣基金組織 COFER；國際清算銀行三年一度的中央銀行外匯和場外衍生品市場調查；BIS 位置銀行統計；聯準會人員計算。

三、 人民幣跨境交易清算的建設

中國以多種方式推動人民幣國際化，包括建立人民幣清算行的網路、人民幣跨境國際支付系統、人民幣互換額度以及與各國簽訂的促進人民幣貿易使用的雙邊協定。中國在 27 個國家建立了一個由 31 家指定離岸人民幣清算行組成的網路，包括多數發達經濟體和大型新興經濟體。清算行通常是中國銀行的當地子公司，但在某些情況下是外國銀行的子公司。例如，在美國，兩家官方人民幣清算銀行是中國銀行和摩根大通的子公司。大多數清算行網路是在 2013 年至 2016 年間建立，但持續擴大。

2015 年，中國推出 CIPS 提供跨境人民幣交易清算和結算服務，具有消息傳遞功能，能夠與環球銀行間金融電信協會（SWIFT）競爭。SWIFT 成立於 1973 年，是一家全球供應商，連接大約 11,000 家銀行，被 200 多個國家/地區使用。SWIFT 幾乎壟斷了全球金融交易，沒有它們幾乎不可能開展業務。然而，中國計劃通過主導跨境銀行間支付系統（CIPS）組織和俄羅斯主導的金融資訊傳輸系統（SPFS）來超越美國領導的 SWIFT。

自推出以來，CIPS 的使用不斷增加，並且在 2022 年對俄羅斯實施與戰爭相關的制裁後，其採用速度加快（圖 8）。但在每天約 600 億美元的使用量中，CIPS 處理的支付量與清算所銀行間支付系統（CHIPS）每天處理的 1.8 萬美元支付，相比之下仍有極大差距。有研究報告指出，CIPS 上 80% 的支付仍然使用 SWIFT。⁶²

⁶² Maximilian G. Mooradian, *China's Challenge to the International Economic Order*, Foreign Policy Research Institute (2024).

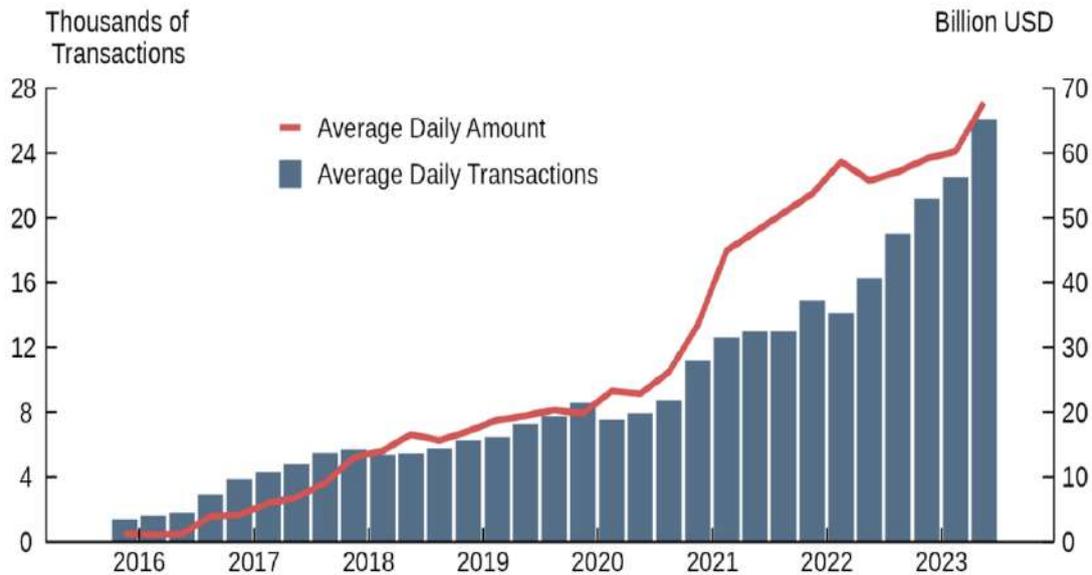


圖 8 CIPS 處理的跨境交易數量和金額

Source: People's Bank of China.

中國還與 40 國的央行建立的雙邊人民幣互換額度網路，增強人民幣使用，這換匯額度允許外國央行以本國貨幣作為抵押品借入人民幣。包括大多數發達經濟體（美國除外）和許多新興市場經濟體。中國的互換額度與美國聯準會發行的互換額度明顯不同。美國聯準會換匯額度僅適用信用品質高的國家，並在金融危機時期（例如 2008 年金融危機或 2020 年 COVID-19 危機）的使用，此時美元融資市場可能枯竭。相比之下，人民幣融資並未在危機中受到關注，沒有證據顯示中國互換額度的使用在金融危機期間有所增加。

中國也鼓勵其他國家開始在與中國的雙邊貿易中使用人民幣。例如，2023 年 3 月，中國宣佈與巴西達成協定，使用中國人民幣和巴西雷亞爾而不是美元進行兩國之間的貿易結算。2023 年 4 月，阿根廷宣佈將以人民幣支付中國進口商品，主要可能反映阿根廷的美元儲備有限，但這一決定在阿根廷新總統就職之後，已經推翻。

中國是 mBridge 項目的主要參與者，該專案探索使用中央銀行數字貨幣（CBDC）平臺通過 CBDC 進行跨境支付。其他參與者是香港、泰

國、阿拉伯聯合大公國和沙烏地阿拉伯。如果該平臺開始運營，是否能有意義的採用，以及是否會有更多國家加入？還有待觀察。

四、 外匯管理和資本管制

人民幣的匯率並非自由浮動，而是由人民銀行管理下的浮動（Dirty Float）。人民銀行每天早上都會設定人民幣對美元的固定匯率，該匯率決定每天 $\pm 2\%$ 的交易區間的位置，在該區間內可以執行美元兌人民幣交易。自 2015 年 8 月以來，人民銀行大多將固定匯率設定為接近前一日收盤匯率，從而移動交易區間以適應市場力量（見圖 9）。自 2023 年 8 月以來，人民銀行設定更穩定的定價，以限制人民幣的貶值。事實上，人民幣經常在其交易區間的低端交易（圖中的紅色條形接近負 2%），可見人民銀行外匯管理變得更加密集。

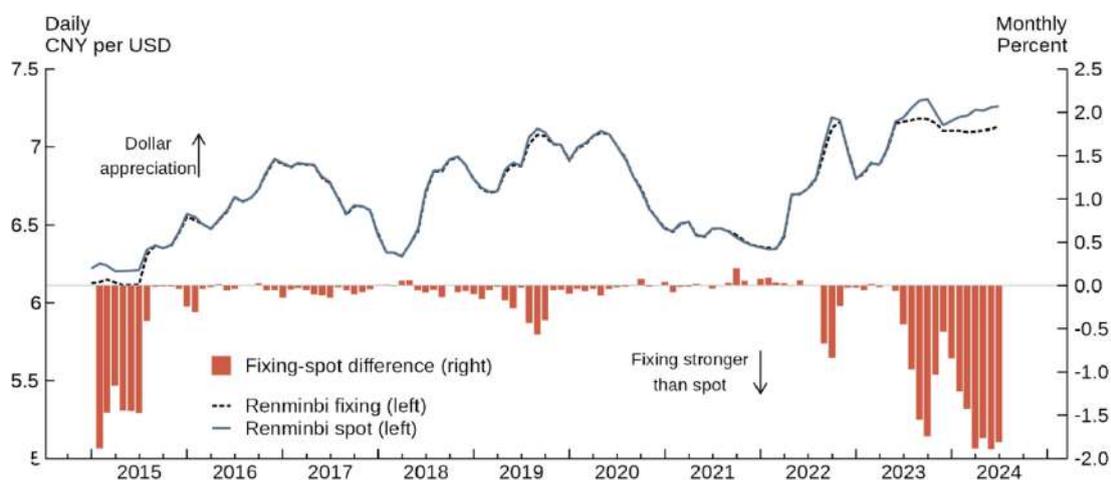


圖 9 中國人民幣匯率及定價

注：定盤價即期差額為人民幣定盤價與前一日收市即期匯率之間百分率差額的每月平均值。
資料來源：彭博社；聯準會計算。

中國這種匯率管理其實就是一種資本管制，這也是人民幣對國際投資者的吸引力無法得到實質性改善的原因。⁶³ 但外國私人投資可以通過

⁶³中國的資本管制限制了人民幣國際使用的程度存在爭議。例如，Prasad（2021）認為，如果不全面開放中國資本帳戶，人民幣將無法成為全球儲備貨幣。相比之下，Eichengreen 等人（2022 年）

例如債券通和股票通、合格外國投資者（QFI）和中國銀行間債券市場直接等方式進入中國金融市場。隨著中國被納入重要的全球債券和股票指數，外國持有中國在岸資產在 2019 年至 2022 期間顯著增加。然而自 2022 年以來，外國資產持有量有所下降。這些資產目前約為 1.3 兆美元，而外國持有的美國資產為 27 兆美元。

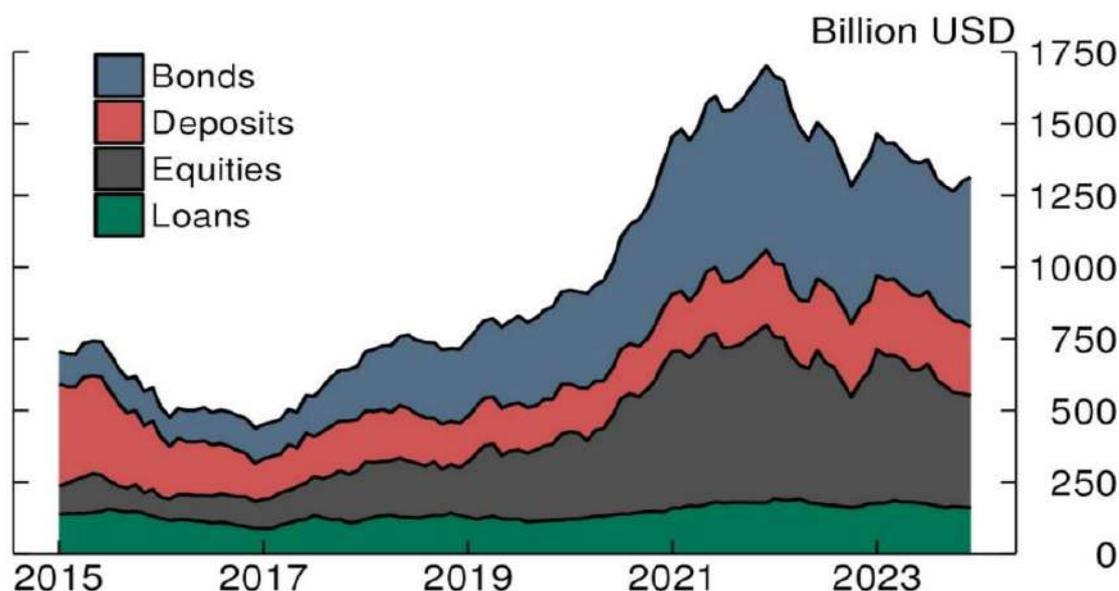


圖 10 海外實體持有的中國在岸資產

Note: Key identifies in order from top to bottom.
Source: People's Bank of China.

五、 人民幣國際使用的現況

儘管人民幣在國際貿易中的使用量增加，但在國際外匯儲備中的持有比例仍然很低。官方儲備持有量是衡量貨幣國際使用方式的重要指標。人民幣占官方外匯儲備的比例從 2016 年的 1.1% 增加到 2022 年的 2.8%。然而，隨著中國人民幣的貶值，2024 年第二季底已下滑至

認為，人民幣不需要完全開放的資本帳戶來發揮重要的國際作用。他們認為，如果中國人民銀行通過其美元儲備提供擔保，增加人民幣發票可能會導致外國人積累人民幣。

2.14%，與澳元和加元相當，落後於英鎊和日元，與歐元或美元相差甚遠（見圖 11、圖 12）。顯示西方對俄羅斯的制裁並未導致人民幣作為儲備的持有量有大幅的增加。人民幣在外匯存底的配置比例無法提高，主要是因為中國的封閉金融體系和資本流動管制。

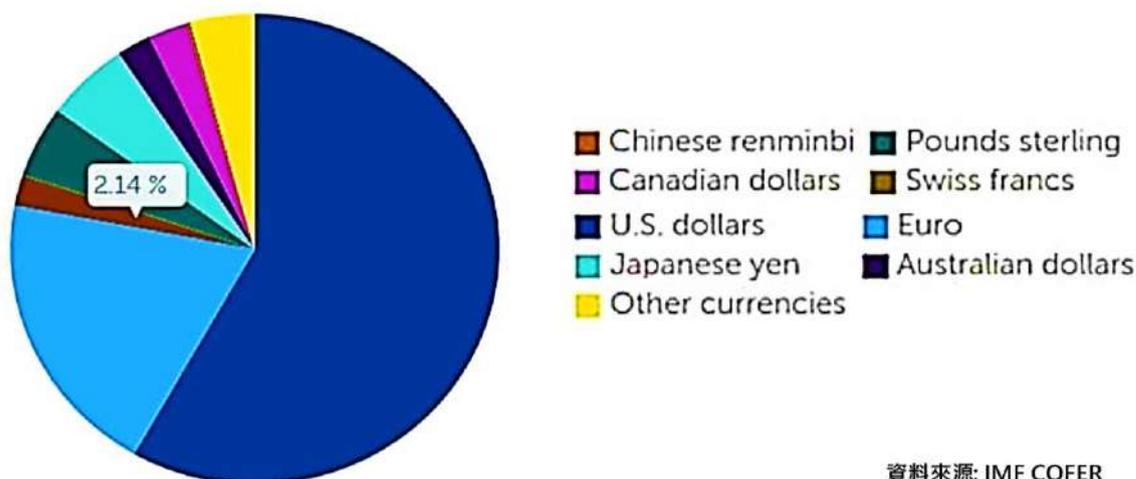


圖 11 按貨幣劃分的外匯儲備占比 (2024 Q2)

世界 – 按貨幣劃分的外匯儲備 (USD Billions)

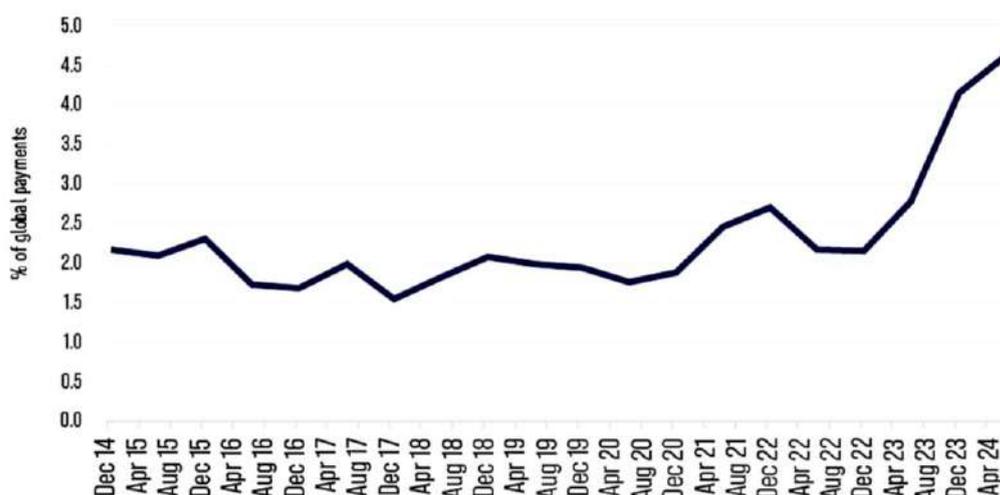
| | Q2 2023 | Q3 2023 | Q4 2023 | Q1 2024 | Q2 2024 |
|---------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Total Foreign Exchange Reserves | 12,051 | 11,846 | 12,347 | 12,384 | 12,347 |
| Allocated Reserves | 11,176 | 10,977 | 11,453 | 11,498 | 11,466 |
| Claims in US dollars | 6,640 | 6,497 | 6,691 | 6,775 | 6,675 |
| Claims in euro | 2,204 | 2,147 | 2,284 | 2,254 | 2,265 |
| Claims in Chinese renminbi | 273 | 261 | 262 | 247 | 245 |
| Claims in Japanese yen | 600 | 601 | 652 | 655 | 641 |
| Claims in pounds sterling | 533 | 528 | 557 | 562 | 566 |
| Claims in Australian dollars | 220 | 223 | 246 | 248 | 256 |
| Claims in Canadian dollars | 280 | 275 | 296 | 296 | 307 |
| Claims in Swiss francs | 21 | 20 | 22 | 22 | 22 |
| Claims in other currencies | 405 | 426 | 443 | 440 | 487 |
| Unallocated Reserves | 874 | 868 | 894 | 885 | 882 |

Ordering of the currencies follows SDR basket weights (for SDR currencies) and alphabetical order (for non-SDR currencies)

資料來源: IMF COFER

圖 12 按貨幣劃分的外匯儲備金額 (USD Billions)

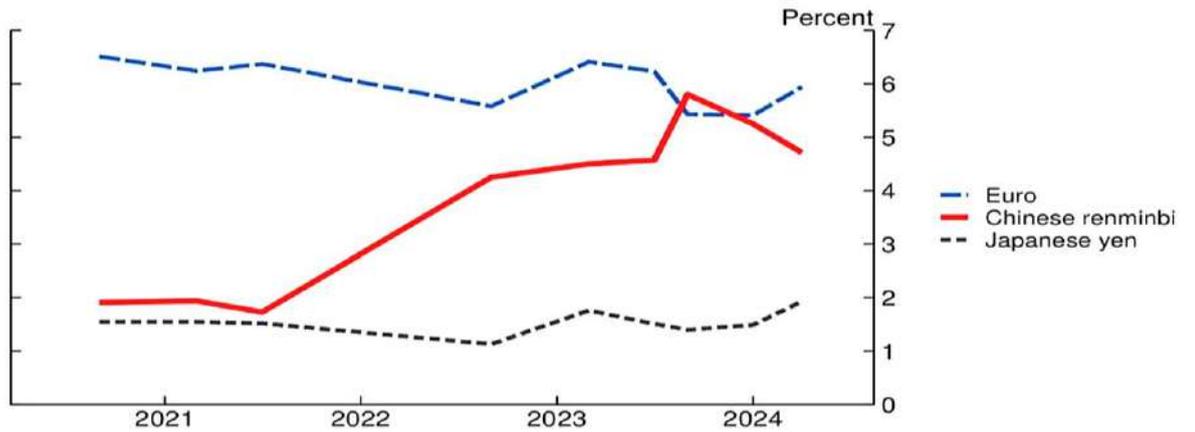
貨幣通常首先用於貿易發票而發展成儲備貨幣。美元通常用於不涉及美國的貿易，但中國人民幣幾乎專門用於涉及中國的貿易。在貨物和服務貿易方面，以人民幣進行的中國貿易的比例近年來顯著上升，達到 25% 至 30% 的水準。據環球銀行間金融電信協會（SWIFT）數據，人民幣貿易發票的增加也反映在人民幣支付和貿易信貸份額，2023 年人民幣在全球支付中的份額從 2.1% 躍升至 4.3%，2024 年 11 月，人民幣以 3.89% 的份額成為全球支付第四大貨幣。關於貿易信貸，近年來全球貿易融資的份額顯著上升至 6%，這使得人民幣與歐元的水準大致相同。這種增長可能與中國目前的利率低於發達經濟體的事實有關，這使得人民幣成為一種有吸引力的融資貨幣。儘管如此，美元仍佔 84% 的份額，繼續主導貿易融資。



Source: SWIFT

資料來源: Future Bank Working Group

圖 13 2014~2024 人民幣在全球支付量的占比



附註：圖中未顯示，但 2024 年 4 月美元份額為 84.1%。
Source: Swift; Bloomberg.

圖 14 全球貿易融資份額占比

最後，國際清算銀行三年期中央銀行調查的貨幣份額數據顯示，人民幣從過去 10 年的低起點顯著增長。在 2022 年調查時，人民幣外匯交易大約是 7%，略高於加元和澳元，明顯落後於英鎊（13%）和日元（17%）。美元主導超過 88% 的外匯市場交易。

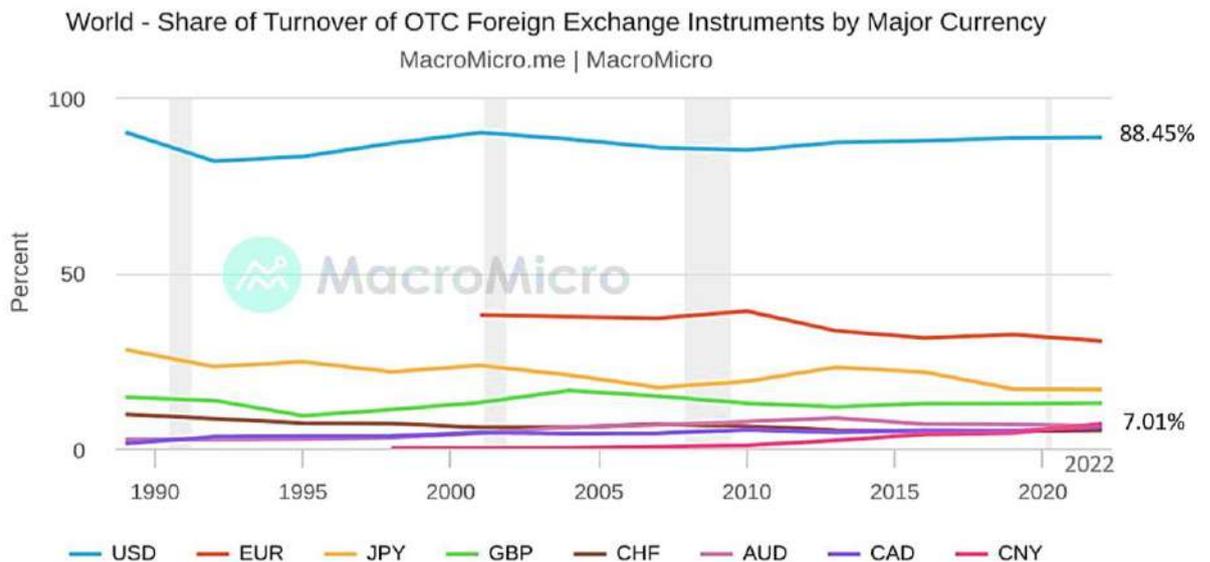


圖 15 依主要貨幣劃分之櫃台外匯交易量份額

註：以淨額為基礎。百分比總和為 200%，因為每筆外匯交易都包含兩種貨幣。美元和歐元的份額沒有顯示，但在 2022 年分別為 88% 和 31%。

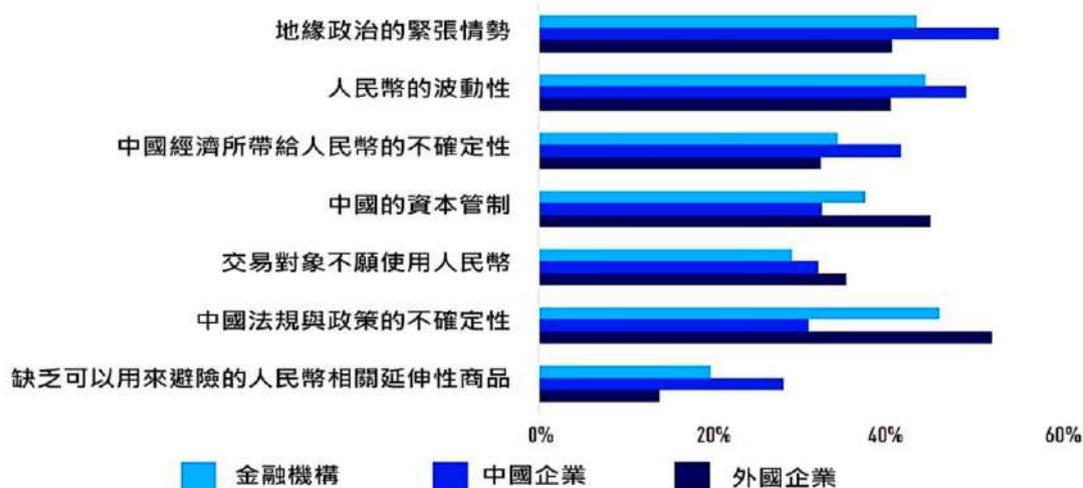
資料來源：國際清算銀行三年一度的中央銀行外匯和場外衍生品市場調查。

六、 展望

人民幣在國際金融的角色在過去 10 年裡，從一個非常低的起跑點出發，而有顯著的增長。但人民幣的國際使用量仍然遠落後於英鎊和日元。因此，儘管中國經濟規模與美國和歐元區大致相似，但中國人民幣的國際使用仍然遠遠落後於美元和歐元。

展望未來，人民幣在貿易中的使用量是否繼續增加？在過去兩年多來，由於俄羅斯受到西方制裁及中國加大推廣人民幣貿易發票，導致人民幣在貿易中的使用量，顯著增加（部分是為了避免西方制裁），但中國的經濟疲軟、中國利率下降和人民幣貶值等因素，致使人民幣作為儲備貨幣的量則略有減少。中國的外國資產持有量也有所減少，這可能反映了對中國經濟的悲觀情緒。根據研究顧問公司 TABInsights 的調查，人民幣國際化面臨的主要障礙有下列七項。

人民幣國際化面臨的主要挑戰（% 的受訪者）



Source: TABInsights

圖 16 TABInsights 顧問公司的問卷調查結果

雖然人民幣在國際金融的使用有機會會進一步增加，但也不排除人民幣使用量可能再次減少，特別是如果中國當局決定實施更嚴格的資本管制以抵禦人民幣貶值壓力。到目前為止，我們仍然看不到有任何大規模的政治或經濟變化足以損害人們對美元的信任，相對而言，中國總體經濟環境正在迅速惡化，資金匯出日益困難，中國的資產不再吸引外資(將在下一節討論)，換言之，人民幣在可預見的未來都將無法與美元競爭成為全球主導性的儲備貨幣。

伍、美國的反制 (1) - 供應鏈脫鉤

一、 供應鏈脫鉤與去風險

中國經濟發展獲致成功主要是受益於改革開放配合全球化的潮流，這過程中，外資帶給中國技術與資金，利用中國的人口紅利，提供就業與帶動出口，也活化地方的財政。如今，中國老齡化問題嚴重，出口市場接近飽和，而且面臨日益升高的各國保護措施，中國雖努力推動內需，但多數人所得有限，貧富差距明顯。再加上整體的負債超過 GDP 的三倍，經濟成長趨緩顯而易見。

資金流動如同身體的血液循環系統，而科技與數據則恰如神經系統，在中國經濟體質不佳的此時，理論上，嚴格限制對中國所提供的科技與資金，就可能導致中國國力下滑，美國制勝的機率提升，進而減少熱戰的機會。但事實上兩國間的經貿金融關係錯綜複雜，脫鉤難度很高。

就科技而言，美國正積極在供應鏈，科技轉移，數據搜集與運用等等領域與中國脫鉤，但問題是，要脫鉤到什麼程度？川普曾在接受媒體訪問時威脅說：「我們可以切斷整個關係」。這完全「脫鉤」代表全球大部分的生產鏈將需要重組。例如，美中貿易戰導致中國電腦和平板電腦供應鏈在全球的佔比下降了 4%，但中國出口還是占全球份額的 45%，手機佔全球的 54%。傢俱、服裝及家電的佔比分別是 34%、28% 及 42%。即使富士康已將把部分生產線轉移到越南及印度，但仍有相當規模的產能留在中國大陸。事實上，大型生產線的移動需要時間，許多原材料或零組件的供應鏈都需重新整合，富士康早先將工廠遷往鄭州也是耗時數年。更何況，移轉初期的員素質及產品品質都尚不穩定，需要分段移轉以維持出貨品質，故美中供應鏈想要在短期間完全脫鉤並不容易。

二、 減少對中國的產業依賴

中國爆發的新冠病毒大瘟疫散布世界，導致巨大的生命損失與健康的傷害，為對抗新冠疫情帶來的挑戰，全球經濟實施人為封鎖，關閉邊境、

工廠生產及運輸，衝擊全球製造業和航運業，造成全球性的商品短缺和延誤。供應鏈的突然中斷，充分暴露出各國在戰略物資生產和供應鏈的脆弱性，而結構性的原因在於全球對中國生產製造角色的過度依賴。

2018 年中國貢獻了全球出口的 13.45%，佔全球製造業產出的 28%。中國是全球第二大經濟體，世界最大的商品出口國和製造商，也是各國最主要的貿易夥伴，其製造中斷的結果對全球供應鏈帶來極大的衝擊。新冠疫情導致 2020 年全球商品貿易第一季下降 3%，第二季滑落 18.5%。受打擊最大的行業包括機械、汽車和通信設備，此外，由於全球原料藥主要來自中國，暫時限制藥品、關鍵醫療用品所導致的短缺尤其明顯。

供應鏈脆弱性反應在戰略性產品的貿易時，突顯的是國安可能出現的缺口。這迫使各國將供應鏈的國安問題列為最優先考慮，不再只是追求最大的商業利益。各國政府需為未來潛在貿易中斷預做準備，也需要重新評估基本商品 (如藥品及高階晶片) 供應鏈在戰略上的定位，包括將具有戰略意義物資生產撤出中國是否符合國家利益？是否可以減少受制於中共的壓力？

但就勞動密集型產業而言，隨著近年來中國勞動力、資源、能源成本的不斷加大，中國加工業的國際競爭力日漸減弱，並已轉往東南亞國家，如越南、馬來西亞、和印尼等。數據顯示，中國近年對東盟製造業的投資加速，2015 年和 2016 年，中國對東盟製造業的投資分別增長了 73.4% 和 34.3%。在貿易戰的壓力下，勞力密集型產業向東南亞和其他低成本國家轉移的速度加快。貝克·麥肯錫律師事務所在 2023 年 4 月發佈對亞太地區 600 家跨國公司進行的調查，其中包括 150 家中國公司。調查發現，由於中美貿易戰，在中國的絕大多數公司被迫重新考慮供應鏈和產能。有 93% 在中國的企業正考慮對供應鏈進行調整，以減輕貿易關稅的影響。

三、 供應鏈完全脫鉤有其困難

必須注意的是，全球產業鏈重組和貿易結構的變化，對戰略性產業雖然明顯不可逆轉，然而，對於跨國企業來說，產業鏈重組的成本很高，不僅是關稅問題，而且還有其他成本，大規模快速退出中國並不現實。他們既有的投資和生產都在中國，而中國有相對完整的產業支撐體系，同時與全球產業鏈也有深度的整合，在短期內很難被取代。如果完全脫鉤，全球經濟必須付出代價。

此外，許多跨國企業重視的是中國的消費能力，中國近年對優質產品和服務的消費迅速增長，已逐漸從世界工廠轉變為世界的消費市場。而疫情衝擊下，全球供應鏈重組的兩個重要趨勢是：一、生產和組裝貼近本國市場，以縮短供應鏈，加強生產控制，減少外部衝擊；二、生產和服務更接近市場，以加快適應需求的變化。為滿足特殊的市場需求，創新當地化要比以往任何時候都來得重要。因此對這些著眼於經營中國消費市場的外資來說，將生產撤出中國反而違反貼近市場的原則。

再者，中國高科技市場對全球投資人而言頗具吸引力，而外商直接投資中國高科技製造業仍保持高度增長趨勢。據中國商務部統計，2018年前三季度，中國高新技術產業實際利用外資 647.4 億美元，同比增長 22.5%。其中，電子及電訊設備、計算機及辦公設備及醫療設備及儀器製造業分別比去年同期增長 37.5%，72.8%，及 64.1%。中國的研發市場目前已有快速的成長，但與發達國家相比，中國企業的研發投資和獲利率仍低。對此，中國計畫加大高科技製造業創新與投資力度，促進研發投資，提升中國在全球產業鏈中的地位，但在美國限制科技轉移及投資的情況下，中共的計畫將不可避免地面臨挑戰。

對那些試圖維持供應鏈運作彈性的企業來說，除供應鏈重組更加的迫切外，製造商也在重新思考其生產及採購策略。特定情況下，這意味著臺商需要關閉在中國工廠或調整產能，轉移到東南亞或其它國家。而這就衍生出許多重大而亟需解決的難題，例如，製造生產是否應當全部撤出中國，移轉的產能該遷往何處，成本該如何控制？資金又該如何安排？

四、 供應鏈去中國化

其實，美國想將供應鏈撤離中國已有時日，美國前總統奧巴馬 2011 年在加州矽谷出席晚宴時，就向坐在他左邊的賈伯斯問，要怎麼做，蘋果才會把 iPhone 生產鏈搬回美國呢？賈伯斯清楚地回答：「那些工作回不來了」。這句話從此成為這問題的標準答案。但這次疫情造成全球供應鏈中斷後，今天要問的是美國能不能承擔戰略產業不回到美國的後果？

既然將供應鏈遷移回美國的想法不切實際，美國轉而推動的政策是建立所謂「經濟繁榮網絡 (Economic Prosperity Network, 或《EPN》)」的「可信賴夥伴」聯盟。目標是與友好國家合作，「推動全球經濟向前發展」。美國國務院次卿克拉奇 (Keith Krach) 表示：「透明度、問責制、尊重法治和互惠是信任關係中的基本價值觀。尊重這些價值觀的實體是自然的夥伴，可能會繁榮昌盛。而那些無法配合的人，作為合作夥伴可能不可靠，對穩定構成威脅。這很顯然是針對中共政權將不會被納入 EPN 的網路所做的發言，而相對地，若美國協助臺灣加入 EPN 發展經濟實力，則有助於達到牽制中共的目的。

除美國外，歐盟原本對中國相對友善，尤以德國和中國關係最為密切，兩國在 2019 年達成多項協定，原預期在 2020 年取得更大的決定性進展，但在發生中共在香港及新疆侵害人權的事件及擔心北京以 5G 技術秘密向德國進行監控的因素影響下，引發了德國公眾對中國的重新評估。而新冠疫情的大流行則將德國人心中對中國的不信任及疑慮具體的凸顯出來。

就德國的企業而言，當習近平在 2017 年鞏固他的權力時，許多公司被迫讓共產黨在公司決策中扮演明確的角色。而最近一項網路安全法迫使企業允許中國當局可以進入其公司網路，更加劇外國公司無力保護其商業機密的擔憂。

中歐的關係日益緊張，給歐洲決策者和廣大公眾一個警訊。曾經相當依賴中國市場的歐盟，最近對中共態度也多所保留。歐盟龍頭的德國

2020年9月頒布《印太地區準則》，表明將與印太地區國家簽訂歐盟自由貿易協定，使夥伴關係多樣化。

不少韓國的大廠早已悄悄將其在中國的產能撤出。而此波展開供應鏈轉移工程最為積極的國家則是日本，由政府積極提供補貼及協助企業撤出中國回到日本或是撤至第三國。日本政府如此作為的理由是，與其讓企業留在中國，或是成為人質，或是幫助大陸經濟建設，顯然協助日企轉進第三國，對日本比較有利，而這也是臺灣政府可以思考的方向。

同時，日本、印度和澳洲在2021年4月正式啟動「供應鏈彈性倡議」(SCRI)，目的是在印度太平洋地區建立彈性供應鏈，減少對中國的依賴，對抗中國在印度太平洋地區貿易的主導地位。雖然此協定是由日本主導，但印度近來對其供應鏈依賴中國之事擔心日甚，加上中國邊境問題困擾，而澳洲遭受中國的貿易抵制，因此，三國都樂意以此協議擺脫對中國貿易的依賴。

SCRI計畫邀請東盟國家參與此項協議，但印度的貿易障礙恐怕會是一重要挑戰。英國則提議擴大由英國、美國、義大利、德國、法國、日本和加拿大組成的G-7集團，納入印度、韓國和澳洲，以建立10個民主國家的D-10供應鏈聯盟，創建5G設備和其他技術的替代供應鏈，避免在關鍵技術方面過度依賴中國。由於川普的個人主義，未來多邊合作如何發展仍然有待觀察。

目前美國及其盟國已持續討論要如何利用國際資源，協調促進國際合作，並指導其援外機構和多邊發展組織支持印度 - 太平洋地區經濟體成為全球供應鏈更重要的參與者。而各國製造商也必須學習承受更大的政治和競爭壓力，減少甚至消除對可能風險來源的依賴，增加國內生產及提供本國家就業機會，並重新考慮精益製造的戰略。如果美國政府決定要重返印太地區，特別是引導製造業到東盟國家，則美國需要加強雙邊關係的空間還很大。在此同時，中國為了因應川普衝擊2.0，很可能會選擇修復或是加強與亞太地區周遭國家的關係。

先進國家正逐漸在經濟上和中國切割，就中國對外經濟關係而言，不管是產業、還是資訊技術，都可能進行脫鉤。很明顯地，在新冠疫情期間，歐美國家在醫護用品、原料藥來源、及製造業生產基地方面都受到過度依賴中國製造之苦，因此深刻體認醫療物資供應鏈必須是最優先改善的產業，然後是科技產業鏈，接下來將是其他的產業。這代表醫療、高科技及一些戰略性行業將會逐步撤出中國。

除此之外，尚有很多的企業著眼的是中國龐大的內需市場，因此讓他們從中國撤出，更重要的是中國經商環境的惡化，影響獲利而必須退出。整體而言，供應鏈重組或許可以達到提高供應鏈自主性的程度，也可以因為部分產業的移出中國而加劇中國總體經濟的挑戰，但可能沒有辦法完全達到遏制中共擴張的效果。

5. 外資撤出中國對金融的影響

供應鏈重組或是供應鏈的去中國化，意味不論是產業、還是資訊技術相關外資企業大規模從中國移出，如此一來，導致外人直接投資勢必將呈現負成長，隨之帶來的失業潮可能更甚於出口減少引發的失業，中國政府為了避免農民工失業造成的社會動盪加劇，必須努力安撫外資企業。

外資出走及道德風險帶動的資本流出使中國的外匯準備下滑，造成人民幣貶值壓力。中國政府努力吸引外國短期資金投資中國的股市與債市以彌補缺口，同時也管控匯率，避免因貶值而擴大道德風險，但地緣政治、經濟前景、企業透明度，匯率趨勢與外匯管理模式等，都是讓外資謹慎看待的重要因素。

對中國的地方政府而言，外資企業大規模撤離，等同於宣示中國城市化的高原期已過，城市的就業機會減少，稅收減少，地方政府將陷入財政收入不足的窘境。如此一來，地方政府就必須面臨加強租稅行政的效率及加大費用課徵的壓力。

美國的經濟戰略是去中國化的供應鏈重組，以免過度依賴單一國家，特別是中共。這對中國經濟的影響是，外資撤出會導致資金技術和創匯能力的流失，也會影響當地的就業消費和財政收入；另一方面，關鍵技術的取得困難會延遲中共的科技大國和軍事大國的計畫。短期內，中共可能要花更多資源處理內部問題，減緩對外擴張的步伐。長期而言，中共要加快建立科技主權，但如果經濟成長不如預期，科技自主的進度也會受阻，與美國的差距將會拉大。反之，如果中共成功建立自主科技，日後則可能形成美中科技供應鏈的分道揚鑣。

美國對中國發動貿易戰與科技戰的效果雖無法立竿見影，但能加大中國經濟發展的難度，此時若適度發動金融戰與貨幣戰，可引發中國國內體制不佳的企業大量倒閉，資產品質惡化的銀行放款能力減縮，即使中國可以成功避免系統風險，整體經濟也將受到金融體系龐大債務與遲遲未能處理的不良資產拖累，大大提高中國經濟蘇聯化或日本化的機率。

陸、美國的反制 (2) - 金融脫鈎

雖然人民幣已被納入 IMF 的特別提款權 (SDR)，成為國際的儲備貨幣，中國同時擁有世界最大的 33.16 兆美元的外匯儲備⁶⁴，但中國的跨境貿易與投資都高度依賴美元結算體系，中國擔心如果因為協助俄國在烏克蘭的戰爭，或是因為在臺海發動戰爭而遭受「經濟制裁」，限制參與 SWIFT 國際清算系統，甚至是凍結中國在海外的資產，中國的雙向貿易結算與投融資業務將受限制，中國經濟金融可能遭受立即而嚴重的傷害。

一、 減少對中國的投資與融資

其實，美國已經採取不同金融管制措施，包括壓縮中資企業海外籌資管道，減少對中國資本市場的投資，要求不符美國審計規定的上市中資企業自美國證券市場下市。也不能完全排除擴大對香港金融制裁，中止港幣與美元聯繫匯率機制，致使香港喪失作為中國外匯操作基地的功能。最差的情境則是：美國對中國實施金融制裁，切斷美元結算管道，迫使中國與國際金融市場全面脫鈎。

美國限制對中國投資的一個早期案例是，川普政府美國聯邦退休儲蓄投資委員會 (FRTIB) 原本投資中國股市的計畫。FRTIB 管理約 590 萬名美國公務員與軍人規模近 6000 億美元的退休金。FRTIB 在 2017 年底同意旗下所管理的一檔資產規模逾 410 億美元的國際基金 (I Fund)，可以投資含有大量中國上市 A 股公司成分股的史坦利資本國際指數。川普政府指控其中部分 A 股公司受中共軍方控制，或是為軍方提供服務，

⁶⁴ 2024 年 9 月，中國外匯儲備達到 3.316 萬億美元，是自 2015 年 12 月以來連續第三個月擴張至最高水準，鞏固了中國人民銀行在任何其他貨幣當局中擁有最多外匯儲備的地位。與此同時，黃金儲備從上個月的 1830 億美元增加到相當於 1915 億美元，這與在全球主要央行放鬆貨幣政策的勢頭下金價上漲一致。資料來源：中國人民銀行

生產包括監控人民和破壞人權的設備，被視為是對美國國家安全造成威脅之企業。

在 FRTIB 預備在 2020 年執行這項投資之際，川普總統出面踩了剎車，美國國家安全顧問奧布萊恩及白宮經濟顧問庫德洛寫信給勞工部長斯卡利亞，基於中國導致疫情大流行或會引來更多制裁等理由，表示不希望負責管理聯邦僱員退休金的「節儉儲蓄計畫(TSP)」投資於中資股。該委員會隨後發表聲明稱，將無限期擱置其國際基金調整投資組合的計畫。

阻止美國退休基金對中國公司進行投資，是美國政府利用技術問題就可以達到停止美國向中共輸出资本的手段之一。中國不被承認是「市場經濟體」，企業財務報表透明度不足，而投資債券所依據的信用評等幾無可信度，而且對外匯進出執行嚴格的管制，因此美國的證券交易委員會 (SEC) 以保護投資人的需要為理由，限制對資訊揭露不足的中國企業進行股票及債券投資，完全具有技術上的可操作性，而受影響的華爾街也沒有正當理由反對。

其實，這是美國經濟作戰的基本模式之一，舉例來說，美蘇冷戰時期，蘇聯的經濟狀況不佳，外匯準備不足以維持正常進出口所需，因此維持蘇聯生存命脈的是外國輸入到蘇聯的美元，只要控制對蘇聯的外匯輸血管線，蘇聯經濟就會陷入困境，軍事力量的彈性也就受到限制。因為蘇聯靠出口石油維持經濟，美國的策略之一就是讓沙烏地阿拉伯增產石油，打壓國際原油價格，蘇聯原油出口的外匯收入驟減，經濟就受到重創。美國又同時和西方盟友達成協定，禁止投資蘇聯，再加上美蘇軍備競賽，蘇聯耗費大量資金投入軍備，致使經濟大幅萎縮。美國僅僅使用幾項經濟作戰工具，就在 8 個月內把蘇聯拖垮。

對美國來說，今天的中共可比擬為當年的蘇聯，因此美國可能會重施故伎，對中國採取同樣的做法。當年雷根總統的心目中，蘇聯是邪惡帝國，美蘇關係不是要抑制蘇聯或與其共存的問題，而是美國要如何徹底擊敗蘇聯。40 多年後的今天，前任美國總統川普對中共的態度來看，

可能有俟機尋求交易的機會，與當年雷根對待蘇聯的態度有別。但對拜登政府而言，中國對美國來說就跟當年蘇聯是一樣的了。

被川普提名即將擔任美國國務卿的參議員盧布歐 (Marco Rubio) 在 2023 年 5 月與多位跨黨派議員再次提出《納稅人和儲蓄者保護法案》 (Taxpayers and Savers Protection Act, 簡稱 TSP Act)。該法案要求聯邦退休儲蓄投資委員會禁止將聯邦退休儲蓄投入中國、伊朗和俄羅斯，以及和這些國家密切關聯的公司。

美國 FRTIB 在 2023 年 11 月 14 日發表聲明，表示鑒於美中之間日益加劇的緊張局勢風險，故其所管理規模達 7710 億美元的基金，將於 2024 年的投資計劃中排除在中國和香港上市的股票⁶⁵。除此之外，美國亦有許多州的公共退休基金減持中國股票。馬里蘭州退休基金 (Maryland State Retirement and Pension System) 將中國股票比例從 3% 降到 1.5%。德州教師退休基金 (Teacher Retirement System of Texas) 和佛羅里達州公共部門基金也做出同樣決定。加州教師退休基金 (California State Teachers' Retirement System) 則加強管理。

據中國國際金融公司估計，2019 年外人投資中國證券市場，單是摩根士丹利資本 (MSCI) 新興市場指數中 A 股的權重從 15% 提升至 20%，估計給中國企業帶來 227 億美元的資金，可見外國資金對中國的幫助。但美國的基金管理業者因地緣政治因素如今格外關注投資中國的風險。重點在於，美國政府是否會進一步透過技術性的監理手段，禁止更多退休基金投資中國市場，或是要求指數公司在納入中國股票或債券時需符合更嚴謹的標準？中國目前為挽救經濟，正設法吸引外資回頭，這或許是一場資金爭奪戰的序幕。

二、 限制中資企業利用美國資本市場

近年來，不少中資公司在華爾街投資銀行的協助下，以借殼上市的方式在美國證券市場掛牌上市，快速取得美金融資，而這些資金正好是

⁶⁵ 「聯邦退休金不再投資陸港股票 美議員支持」；2023.11.19；中時即時 藍孝威

中資公司用來作為海外購併與擴張的資金來源。簡單地說，這些年來，中資企業能夠在海外迅速擴張，其資金來源很多是美國投資人所提供。而由於其中不少中資公司常以中國法令禁止為由，拒絕揭露及接受美國查帳會計師的審計，因此成為在美上市中資公司財報的公正性的一個漏洞。

截至 2020 年 10 月 2 日，在美國上市的中資企業共有 217 家，總市值為 2.2 兆美元，分別在美國三大的交易所上市，按市值大小，共有 13 家國家級國有企業。其中，在美國納斯達克 (Nasdaq) 上市的中国瑞幸咖啡 (Luckin coffee) 於 2020 年 4 月 2 日向美國證券交易委員會 (SEC) 申報指出，依其內部調查發現，該公司於 2019 年偽造了價值約 22 億元人民幣的銷售額。此一財務造假醜聞導致瑞幸咖啡在美國的股價，兩個交易日暴跌逾八成。

2020 年美國參議院通過法頒布《外國公司問責法》 (Holding Foreign Companies Accountable Act) 規定，自 2021 年起，在美國上市的企業如連續 3 年拒絕接受美國上市公司會計監督委員會 (PCAOB) 審計者，將禁止其股票交易，上市公司同時也需披露是否是由外國政府擁有或控制。據投資銀行 China Renaissance 估計，該法案波及總市值大約為 1 兆美元的在美國上市的中國企業。另美國總統金融市場工作組 (PWG) 7 月底提出建議，要求中資企業遵守美國審計要求，不符規定的企業需在 2021 年底前下市。在美上市的中資企業下市後，如果無法在其他市場發行新股或債券取得美金，投資者權益將容易受損。

美國白宮發佈了《關於保護美國投資者免受中國企業重大風險的備忘錄》，指出：中國從資本市場中獲益，卻不遵守市場投資者認為理所當然和應得的關鍵性保護，這既是錯誤的，也是危險的。該備忘錄也強調「中國阻撓美國要求對投資人提供充分揭露的法規帶來了重大風險」。對於在美國上市的中資企業而言，這樣的發展帶來很大的風險，於是轉而尋求同時在香港或是上海的股市雙掛牌，馬雲旗下的螞蟻金服就是一個例子。

美中經過長時間的談判，2022 年 8 月，PCAOB 與中國證監會終於達成協議，簽署審計監管合作協定，PCAOB 取得全面查閱中國審計工作底稿的權利，緩解美中間的緊張局勢，並降低約 200 家中概股的退市風險。但美國國會於 2022 年 12 月 23 日通過立法修正案，將在美股上市企業遵守審計監管的時間，從原本 3 年縮短為 2 年，此舉讓中概企業再度面臨退市的時間壓力。

如若真的讓在美國上市的中資企業大規模下市，預料將產生相當可觀的美元缺口，會對中國及香港的金融市場帶來極大的衝擊。美國財政部長葉倫具有國家經濟顧問及美聯準會主席的經歷，知道金融穩定的重要性，故她的態度傾向讓下市的中資企業，有序的轉至香港及上海上市，以避免過度衝擊美國市場。

三、 中資企業轉往港交所上市

由於美國資本市場對中資企業不再友善，在美上市的很多中國藍籌股公司，包括互聯網集團網易 (NetEase) 和京東 (JD.com) 擔心美中關係進一步惡化，開始採取轉至其它交易所上市的預防性措施，而作為資本市場避風港的香港交易所便成為他們的首選。截至 2023 年 5 月 14 日，累計有 29 家中概股回港上市，其總市值達 5 兆港元，占港股總市值 (35.2 兆港元) 的 14.2%⁶⁶。

其中，阿里巴巴、知乎、小鵬汽車、理想汽車、嗶哩嗶哩... 等 16 家中概股公司選擇在美股和港股進行「雙重主要上市」；而京東、百度、網易、微博、騰訊音樂... 等 13 家中概股公司則在香港「二次上市」。⁶⁷

⁶⁶ 中概股回港路徑解析：雙重主要上市逆轉第二上市成主流；證券時報網；羅曼；2023-05-15

⁶⁷ 『二次上市』與『雙重主要上市』的區別在於，『二次上市』所需時間短，此外在諸多上市規則上享有豁免，價格波動也小，但缺點是不能納入『港股通』，流動性會受限。這種方式是以往中概股回歸的首選。若採『雙重主要上市』則與常規 IPO 的方式基本相同，需要同時滿足兩個市場的監管要求，合規難度增加，流程更複雜，成本提高，但因為其主要上市地位不受海外上市被迫退市的影響，同時，兩個市場獨立定價，也降低企業和投資人風險，再加上可納入『港股通』直接吸收中國內地資金的挹注。

「雙重主要上市」是指同一公司在兩地證券交易所掛牌上市，兩地擁有同等的上市地位，假若在其中一個上市地退市，並不會影響到另一個上市地的上市地位。

對於主要業務在中國的中概股來說，香港市場雙重主要上市的優勢明顯，也逐漸成為當前的主流回歸方式⁶⁸。而京東 (JD-US)等企業日後都有可能效仿阿里巴巴從「二次上市」轉為「雙重主要上市」以更有效地規避美國政府施加的潛在退市壓力。

中資企業尋求赴港上市的趨勢預計將會持續，短期而言，應當有利港交所發展成為投資者接觸中國新經濟企業及投資中國資本市場的最佳管道。由於臺灣目前資金過剩，投資國內市場的收益率有其限制，不少的基金及法人或許有意願投資這些赴港上市的中資企業，因此也將吸引部分臺灣投資人的投入。但香港在實施國安法所造成的爭議尚未平息的情形下，其作為國際金融中心所需具備的條件可能已經受到永久性損害。由於香港日後是否能夠維持金融中心的地位，最終仍取決於中共的態度，而港交所的長期命運也是相同。同時也有投資者擔心，美國對香港實施的經濟制裁，最終恐怕還是會把眼光直接瞄準在香港上市的中資企業。

中美緊張關係和嚴格監管使得 2022 年僅有 6 家中國公司在美國進行 IPO，投資者對此類上市的需求降低。中國於 2023 年 2 月份發布《境內企業境外發行證券和上市管理試行辦法》，新的境外上市規則已於 3 月 31 日生效，目的是規範中國企業的國際上市途徑。新規則要求經過中國證監會和相關政府部門的審批，並重視國家和數據安全。這限制了一些中國企業海外上市的機會。於此同時，倫敦也在積極爭取吸引中國上市公司。⁶⁹

⁶⁸ 從二次上市到雙重上市 阿里巴巴引領中概股大趨勢 | 香港 01
https://www.hk01.com/article/799724?utm_source=01articlecopy&utm_medium=referral

⁶⁹ 趕在新規之前 中國企業在美國「扎堆」上市，德國之聲，April 1, 2023.
<https://tw.news.yahoo.com/%E8%B6%95%E5%9C%A8%E6%96%B0%E8%A6%8F%E4%B9%8B%E5%89%8D->

四、 切斷港幣與美元聯繫匯率的美元供給

香港自 1983 年開始實施「聯繫匯率制度」，設定交易匯率在 1 美元兌換 7.75 至 7.85 港幣的區間波動。香港金融管理局(HKMA)會在匯市震盪太大時，進行干預。川普政府時期為報復中共實施香港國安法，已經以香港不夠自主為由，無法享受特殊待遇，採取行動撤銷香港的優惠貿易地位。

不過，美國是不是能夠單方撤銷港幣盯住美元的聯繫匯率制度，仍有疑問。香港具有匯率政策的自主權，聯繫匯率制度建立在美國實施 1992 年《香港政策法》給予香港特殊貿易地位之前。香港財政司表示，即使美國採取不方便港元結算的措施，港府也備有應變計劃。何況，根據 1992 年法案中的條款，美國將繼續允許美元與港元「自由兌換」。

理論上，如果美國試圖限制港府購買美元的能力，截至 2023 年 7 月底為止，香港持有 4,216 億美元的外匯儲備，約是香港整個貨幣基礎的兩倍，足以捍衛自己的貨幣。必要時，也可以向中國央行請求美元的援助，而中國擁有世界最大的約 3.1 兆美元外匯儲備。鑒於香港為世界第四大外匯中心及香港國際金融中心的地位，美國拒絕香港進入美元結算系統需要相當仔細的衡量，但如果美國不想直接將人民幣排除在美元清算體系外，又欲達到金融戰的效果，打擊這個中國最重要的離岸金融中心，是個對美國的影響相對可控的方式。

禁止香港購買美元是一種核選項，強制將香港與華爾街和美元體系隔離，可能嚴重損害港元掛鉤和香港的全球金融中心地位，港幣將面臨大幅貶值壓力，資本繼續外流，衝擊全球金融市場，也影響美國自身利益，是極具破壞性的作法。但若只針對在港的個別中資或香港金融機構實施制裁，則影響就相對有限。

<https://www.guccounter.com/%E4%B8%AD%E5%9C%8B%E4%BC%81%E6%A5%AD%E5%9C%A8%E7%BE%8E%E5%9C%8B-%E6%89%8E%E5%A0%86-%E4%B8%8A%E5%B8%82-074400528.html?guccounter=1>

美國國會轄下的美中經濟與安全審查委員會 (U.S.-China Economic and Security Review Commission, USCC) 在 2023 年 11 月發表年度報告，以「港元受威脅 (Hong Kong Dollar under Duress)」為題，質疑香港金管局維持港幣與美元掛鉤的能力，恐難以保持港元以 7.75 至 7.85 美元兌 1 美元的匯率。文中提及，2022 年 5 月至 2023 年 6 月期間，因美國升息引發資金外流，港幣走貶，為了確保港幣匯率維持在保證區間內，港府進場干預了 49 次，大舉買進港幣約 2900 億元 (約臺幣 1.2 兆)。銀行體系總結餘持續減少，今年 6 月跌至約 450 億港元，為 2008 年「全球金融海嘯」以來的最低水平。⁷⁰

縱然港府維持港幣與美元掛鉤的能力承受壓力，令人擔心港幣與美元的聯繫匯率可能不穩，但據畢馬威中國的報告，2023 年前三季，香港共有 44 家企業上市，集資 246 億港元，雖然分別比去年同期下降了 65% 和 15%，但截至 2023 年 9 月底，還有約 110 個赴港上市申請在處理中。⁷¹

在人民幣資金跨境循環方面，《2022 人民幣國際化白皮書》整理的 SWIFT 客戶匯款數據顯示，與中國內地發生跨境人民幣收付的前三大對手方為歐洲、RCEP 自貿區和中國香港，其中香港在中國內地的人民幣資金跨境流出中扮演重要中轉角色。調查顯示，中國境內自貿區內的企業，使用跨境人民幣計價結算的意向高於全國整體水平，貿易新業態企業提升跨境人民幣結算比例的意向更高，超過六成對外工程承包企業出於規避匯率風險、節省匯兌成本方面的需要，選擇使用跨境人民幣結算。⁷²

受地緣政治影響，去美元化呼聲不斷，香港聯繫匯率制度的存續受到關注。聯匯制度引入強方和弱方兌換保證承諾至今近 20 年，觸發 321

⁷⁰ 美國會報告罕有唱淡香港聯繫匯率；自由亞洲電台；2023.11.15

⁷¹ 《香港 IPO 市場：2023 年前三季度摘要》

⁷² 中國銀行 2022 年《人民幣國際化白皮書》，June 2023：

https://www.boc.cn/aboutboc/bi1/202306/t20230606_23185914.html

次強方保證，香港金管局承接相當於近港幣 1.45 兆元的美元資金流入港幣體系；弱方保證累計觸發 84 次，近港幣 4,200 億元的美元資金從港幣體系流出。金管局以聯繫匯率制度，避免匯率波動帶來的風險，以強勢捍衛可兌換區間的聯繫匯率制度，證明了香港仍為國際金融中心和通往中國的門戶。

五、 切斷香港與 SWIFT 的美元結算

中國金融市場雖然龐大，但相對封閉，同時存在廣泛的資本管制與干預。香港是全球主要的金融中心，是國際資金投資中國的門戶，亦是陸資企業籌措資金、貿易與投資的重要的橋樑。香港金融市場和法律制度，重要性遠超過其占中國 GDP 的比重。在可預見將來，包括上海及深圳，都無法取代香港的角色。因此，美國如果限制香港的跨境支付業務，其實也是切斷中國的美元資金主要管道的方式之一。茲說明如次：

首先，香港是中國大企業的籌資重鎮，雖然大陸可用資金池龐大，但港幣與美元掛鉤，且香港未實施資本管制，在香港上市可容易取得所需美元、歐元等強勢貨幣。中國多數大型公司都在香港上市，利用香港的貨幣、股票和債券市場來吸引外國資金，因此香港是他們全球擴張的跳板。此外，在香港向銀行融資或發行債券籌資，可借到比在岸期限更長的資金。

其次，香港也是真正的離岸人民幣交易中心，中國能在香港影響香港離岸人民幣匯率，必要時支撐人民幣，減緩資本外流，例如：指示國有銀行買進人民幣。人民銀行可發行票據，從金融體系回收資金。不過，中國以國安法加強對香港的掌控，使得香港成為國際金融中心和外企總部所在地的法治基礎逐步受到威脅。

再者，香港也是直接投資的門戶。香港國安法施行前，香港法律與監管體系類似歐美，是海內外金融與商界首選的交易地區。外人到中國投資陸企或在大陸設廠的 FDI 大都經由香港進行。大陸也透過 FDI 擴大

海外佈局。陸資經由香港返回大陸，可享外商投資優惠待遇⁷³。依據聯合國《2023年世界投資報告》顯示，2022年中國吸引的FDI增加5%，達到1,890億美元。受烏克蘭危機升級、食品和能源價格高漲及公共債務飆升等因素影響，2022年全球外國直接投資較前一年下降12%至1.3兆美元。⁷⁴

最後，香港為全球最大的離岸人民幣市場、第四大外匯交易中心、亞洲第三大債券市場、亞洲最大的基金管理和私人財富管理中心，若香港中國國際融資的功能受到一定程度的限制，將對中國經濟與金融造成重大傷害，對中共能否維持香港繁榮也會造成信心打擊。⁷⁵雖然這屬於核彈級的制裁選項，但如果中國挑起臺海軍事衝突，美國從經濟作戰的立場，絕對沒有理由排除以經濟制裁香港，而達到打擊中國的目的。但美國需要有充分的理由據以實施報復。而以中共的作為，再次演出讓國際社會無法接受的行動，並非無稽之談。

六、 將中國排除在 SWIFT 美元清算體系之外

「環球銀行間金融通信協會」(SWIFT)總部在比利時，提供全球200多國，逾11000家金融機構每日外匯交易換匯使用，SWIFT每天發送超過4200萬則訊息，是外匯市場跨境高額支付的訊息平臺，幾乎全球所有的銀行都藉SWIFT系統進行貿易結算，每天結算規模約5至6兆美元，其中美元支付約占40%，人民幣支付不足2%。

美國對SWIFT具有實質的控制力，故以往美國會利用SWIFT對包括伊朗在內國家實施金融制裁。中國國有銀行均為SWIFT系統之會員，一旦受到美國制裁，SWIFT排除中資金融機構，將導致它們無法從事美元結算交易。俄烏戰爭俄羅斯被逐出SWIFT支付系統，重創其經貿金融活

⁷³ 商務部、國家統計局和國家外匯管理局《2022年度中國對外直接投資統計公報》，Oct. 2023.

⁷⁴ UNCTAD, World investment report 2023, July 2023.

⁷⁵ 萬喆，提升香港國際金融中心新階段所面臨的挑戰及對策，中信經濟導刊，January 2023.

<https://www.jingjidaokan.com/icms/null/null/ns:LHQ6LGY6LGM6MmM5ZTg0ZWI4NDM3MjI1MjAxODU5ZjhkNzk5ODAwMzUscDosYTosbTo=/show.vsmI>

動，即是前車之鑑，也突顯了與美國關係不佳的國家可能發現自己與 SWIFT 脫節的風險，以及 SWIFT 可用於收集地緣政治敏感情報的事實。

國泰君安證券公司 2020 年報告指出，如果中國被 SWIFT 系統排除，每年可能損失 3000 億美元的貿易量，超過 900 億美元的外商直接投資和 800 億美元的對外直接投資。⁷⁶中國被迫加速發展平行的人民幣清算體系，其基礎將是中國的國際支付系統（CIPS），期使中資銀行之跨國商業交易不再依賴 SWIFT。但人民幣國際結算系統尚不成氣候，加之中共對資本管制嚴格，阻礙人民幣的國際化，越來越多國家抵制「一帶一路」的項目，使得伴隨的人民幣國際化業務亦停滯不前。因此，中共夢想組建 CIPS 與 SWIFT 抗衡，現階段幾乎不可能。

人民幣在全球金融機構中的採用率持續增長，在過去三年，人民幣在全球支付貨幣排名列居第五大活躍貨幣，僅次於美元、歐元、英鎊和日圓目前，人民幣是第五大國際儲備貨幣、第五大支付貨幣。依據 SWIFT 資料，2023 年 8 月使用人民幣支付的份額為 3.47%，而美元所佔的份額為 48.03%。儘管越來越多的央行現在使用人民幣作為儲備貨幣，儘管其接受度不斷提高，但想作為一種國際商業貨幣的使用，進度仍然遠遠滯後。

| 項目 \ 名稱 | SWIFT | SPFS | CIPS |
|---------|------------|---------|-------------------------------|
| 參與國家數 | 逾200 | - | 104 |
| 參與機構家數 | 逾11,000 | 400 | 1,288 (間接參與：1,212；直接參與：76) |
| 幣別 | 美元、歐元等國際貨幣 | 俄羅斯盧布為主 | 人民幣 |
| 傳送訊息筆數 | 每日4,200萬筆 | 每月200萬筆 | 每日1.5萬筆 |
| 交易金額 | 每日5兆美元 | - | 2021年全年總計12.68兆美元 |

表 1 主要金融訊息傳輸系統的比較

⁷⁶國泰君安證券研究，若美國動用 SWIFT 這一「金融制裁大殺器」，最壞的結果會是什麼？，2020，<https://m.gelonghui.com/p/391602>

柒、 中國經濟泡沫制約人民幣發展

一、 中國經濟面臨內憂外患

可持續的經濟成長是人民幣國際化及挑戰美元霸權所不可或缺的基礎條件。中國在 1980 年代後因改革開放引進外國資金以及技術快速推升經濟成長，當時充沛且低廉的勞動力，土地與稅務優惠等條件之下，中國被外資視為是不可缺席的製造工廠和服務市場。外人直接投資引進資金與技術，帶動中國製造業的成長，而出口行業對中國的經濟更是扮演著關鍵的角色，例如創造外匯，提供就業等，是中國創造經濟奇蹟的主因。中國被普遍預期將是一股可能取代美國成為世界最大經濟體的力量。

驅動中國經濟成長的三個主要力量是出口，投資及消費。中國在 2008 年全球金融風暴後，為了避免經濟衰退，而採取了規模達 4 兆人民幣的刺激政策，一方面由地方政府大規模舉債帶動基礎建設，另一方面提供給不動產開發商的大規模融資，及鼓勵個人買房帶動房貸，是全球經濟快速復甦的重要原因，但也導致中國整體債務泡沫的快速擴張。

習近平為了追求他所謂的「中國夢」，挑戰美國經濟霸權，以回到世界舞臺的中心，未能利用經濟高速增長之際，調整中國經濟發展模式，有次序的落實債務去槓桿化，加強社會安全網的建設，而是開始尋求與西方經濟脫鉤，積極建立獨立自主的中國經濟，似乎是在對未來可能發生的中美軍事衝突，預做準備。習近平一方面全力推動供給面改革，強調「東升西降」，企圖建立中國在全球製造業的主導優勢。另一方面，他也逆轉鄧小平的「改革開放」政策，在國內實施「國進民退」政策，使得包括阿里巴巴等電商業者及其他私營的中國明星企業，事實上被中國共產黨控制。

自習近平在 2012 年底掌權以來，中國經濟成長基本呈現穩定減速的狀態。為因應情勢的變化，中國推出所謂「雙循環」⁷⁷，也就是出口與內需並重的經濟發展政策，「十四五」的規劃目標是堅定朝將中國 GDP 在 2035 年翻倍成長，亦即 2021 年到 2035 年間，每年平均經濟成長率約 4.4%。⁷⁸以當前全球經濟所面臨的挑戰，及各個主要國際組織所作的經濟成長預測來看，中國想要達成這成長目標，將特別具有挑戰性。

依據國際貨幣基金會最新的全球經濟展望報告，預估 2024 年以及 2025 年的全球經濟成長率約為 3.2%，雖基本穩定但也面臨上述的不確定風險。IMF 估計 2024 年中國經濟成長率將可以達到 4.8%，似乎仍然具有一定韌性。而根據中國官方最新數據，第三季度 GDP 增長 4.6%，前三季度增長 4.8%，略低於 5%左右的年度目標，但遠低於過去中國經濟成長的速度。

中國經濟的結構性障礙日益凸顯，包括過度負債、中等收入陷阱、人口老化，及外匯管制等。如果處理不當，不僅中國經濟發展無法達標，再加上房地產開發商債務泡沫危機，導致地方財政危機，同時也拖累了金融業，如果經濟持續惡化，企業以及個人陷入財務危機，潛在的破產浪潮可能爆發，是否能夠避免系統性危機，仍屬未知之數。

⁷⁷ 《十四五規劃》是大陸為了實現社會主義現代化國家的目標：制定的一份重要文件。它將從 2021 年開始實施，持續五年；大陸國家主席習近平認為，這是在全面建成小康社會後，邁向新的發展階段的第一個五年（也就是 2021 年至 2025 年間）。規劃綱要涵蓋了「十四五時期」和「2035 年遠景目標」的各項指導思想、主要目標、重點任務、重大舉措。規劃綱要的核心內容是“三個新”：新發展階段、新發展理念、新發展格局。新發展階段是開始建設社會主義現代化國家的新征程，新發展理念是遵循創新、協調、綠色、開放、共享的新發展理念，新發展格局是建立以國內大循環為主體、國內國際雙循環相互促進的新發展格局。規劃綱要從供給端、需求端、空間佈局及產業鏈發展等多方面來推動國內大循環的形成。同時，規劃綱要也強調雙循環的新格局是一個開放的格局。經濟學家解讀“十四五”規劃和 2035 年遠景目標綱要 - 中國政府網，

http://big5.www.gov.cn/gate/big5/www.gov.cn/zhengce/2021-03/14/content_5592819.htm

⁷⁸ 中華人民共和國國民經濟和社會發展第十四個五年規劃和 2035 年遠景目標綱要，新華社，2021.3.13

中國經濟危機的根源



圖 17 中國經濟危機的根源

另一方面，中國為了避免房地產投資的資產泡沫一旦破滅可能帶來的後果，而在 2020 年制定了所謂的「三條紅線」等嚴格的房市調控措施，將房地產企業列為整治對象，也因此引發了從恆大地產開始的史詩級房地產崩跌，高度依賴土地收入的地方政府陷入債務困境；而承擔這兩項危機的銀行系統面臨巨大的呆帳損失，金融風險日益升高。一連串的決策失當並錯失最佳因應時機，導致經濟增長持續趨緩，通貨緊縮問題顯著，並可能陷入長期經濟成長停滯。

屋漏偏逢連夜雨，中國 2020 年爆發新冠疫情，劇烈的動態清零管制，導致經濟與社會活動停滯，衝擊全球供應鏈。主要外資企業紛紛採取多元生產基地分散風險，中國的外人直接投資開始大幅減少，出口訂單萎縮。擔心中國經濟前景不佳，加上無法排除中美爆發地緣政治衝突的可能性，外資對中國的有價證券投資也加速撤離，是導致人民幣貶值的部分原因。

各國經濟在新冠疫情後這二年陸續恢復，通貨膨脹狀況趨緩，從主要工業化國家到新興經濟體都有望實現經濟平穩著陸。但地緣政治緊張局勢可能惡化，金融市場波動可能導致金融環境收緊；中國地產危機可能產生全球溢出效應，同時，保護主義及關稅戰爭，地緣政治衝突，極端氣候事件，綠色能源轉型、AI 科技升級等諸多不確定性的背景下，2025 年全球經濟面臨一定程度的挑戰，全球需求可能不足影響中國的出口。

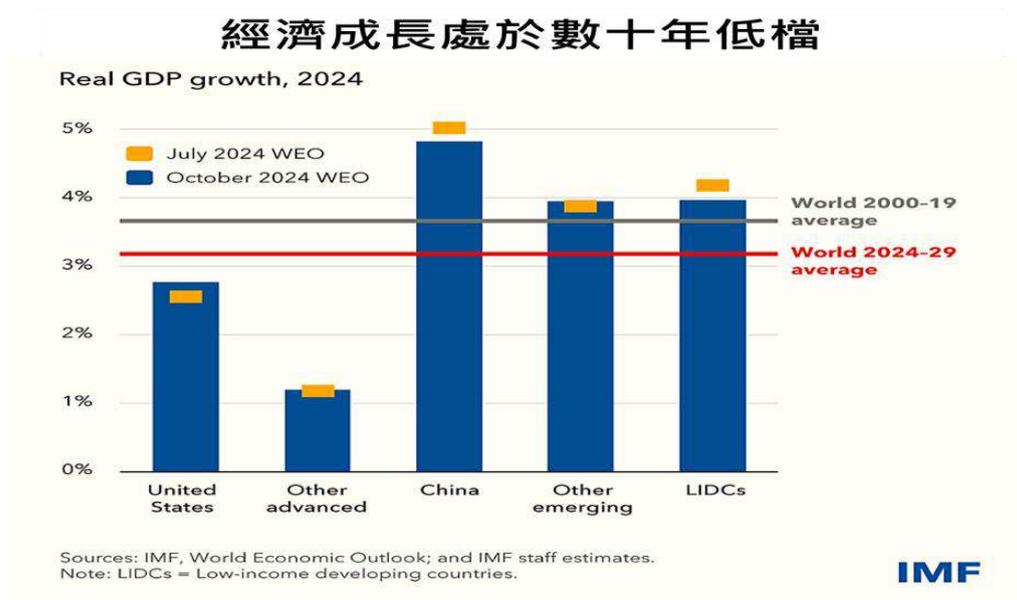


圖 18 經濟成長處於數十年低檔

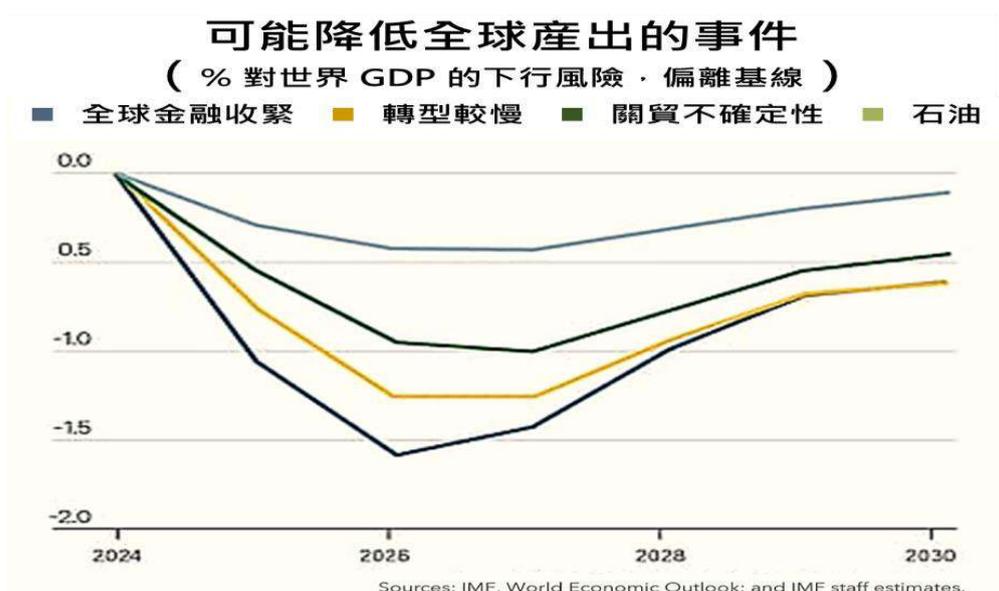


圖 19 可能降低全球產出事件的影響

中國經濟面對當前的困境，比以往都更加依賴出口。中國海關的數據顯示，中國10月份出口同比成長12.7%，月增幅度為兩年多來最高。這種過度依賴出口的脆弱性將會加大川普對中國施壓的空間，美國可藉由關稅來壓抑中國商品的進口，也可迫使中國購買更多美國商品。美中貿易戰的天平正向有利美國的方向傾斜。

事實上，消費一向不是中國經濟政策的重點，在社會安全網建設遠遠不足，壓抑消費幾乎必然產生產能過剩的現象。中國以不公平的貿易方式加強出口，導致進口國家不滿，紛紛對中國的不公平貿易進行調查以及課徵懲罰性關稅。拜登總統任內基本概括承受川普在第一任總統期間對中國的貿易政策，如今，川普再次當選美國總統，揚言要對中國出口到美國的商品課徵60%的關稅，而美國國會同時提案取消中國的永久正常貿易關係，這兩者都將對中國的出口，也就是對中國的經濟，造成極為嚴重的打擊。

二、 貿易戰加速惡化

就外部經濟關係而言，首先，中美之間實際已經陷入經濟冷戰，美國對中國的去風險政策，包含供應鏈去中國化，直接投資大量撤出；科技與數據脫鉤，對高階半導體、5G 通訊、人工智慧等科技的管制措施日益嚴格；就金融脫鉤，對中國企業在美國金融市場取得投融資的渠道日益減縮，這包括在美國市場的IPO 融資，及美國基金業者對中國的有價證券投資。

其次，在歐盟方面，由於中國的不公平貿易行為，歐洲也宣布將從中國進口的特定商品課徵懲罰性關稅。歐盟在中國的商會調查報告顯示，有越來越多的歐盟企業由於在中國的獲利前景不佳，風險卻是日益增加，紛紛考慮撤出中國分散風險。最後，歐盟在俄國侵略烏克蘭之後，先是對中國不譴責俄國的模糊態度表達不滿，而在中國提供軍民兩用設備及經濟協助給俄國的事實獲得確認之後，指責中國是俄羅斯侵略烏克蘭的

決定性促成者，也調整歐盟中國政策，將中國視為威脅並採行去風險政策。

中國在俄烏戰爭、哈馬斯恐攻以色列、及西太平洋地緣政治的擴張性態度，使發達國家對中國更加無法信任，外部關係持續緊張。擔心地緣政治衝突，也是外人直接投資大幅減少，自 2021 年底，中國四個季度的滾動淨外國直接投資流入減少 80%，相應的投資組合自 2022 年第三季度以來持續出現淨撤資。中國非銀行業 8 月份資本外逃 489 億美元，是 2015 年 12 月以來最大的單月資金流出。其中 168 億美元是 FDI 淨流出，294 億美元是投資組合淨撤資。2024 年 6 月呈現淨流出的現象。

美國商務部長雷蒙多表示：美國公司在中國開展業務的風險越來越大，中國正變得越來越「難以投資」。美國公司面臨著新的挑戰，例如：圍繞新的反間諜法的罰款和智慧財產權盜竊，及與受補貼之中國公司的不公平競爭。而中國美國商會認為過去三年跨國企業的頭號抱怨是美中關係不佳，阻礙業務。事實上，任何外資都無法忽視近年在中國投資的政策與地緣政治風險持續升高。更何況，以安全為考量的全球供應鏈重組過程，不管是北美的墨西哥，印太地區的越南以及印度，都是分散生產基地的選項。雖然中國表達開放政策不變，但對外資而言，中共高層的講話並沒有辦法讓投資人感到放心。

關稅戰、地緣政治風險的陰影籠罩；實施國家安全法、反間諜法的不安情緒，加上不友善不公平的競爭環境及信心不足的經濟前景，使得外資在中國的經營獲利越來越不容易，而中國作為出口導向型製造業基地的吸引力也持續下滑。在中國的外國製造企業數量從 2014 年的峰值下降 24% 至 2021 年初的 43,700 家，連過去最看好中國市場的德國企業，都在做外移的檢討。

於此同時，中國的外人直接投資 (FDI) 也在持續流出，2024 年第二季外商對中國直接投資呈現淨流出的負 148 億美元，是自 1998 年中國國家外匯管理局公布資料以來的第二次淨流出。統計今年上半年的外商

對中國直接投資金額為淨流出的 45 億美元，顯示在中國的外商持續將獲利匯出中國。

第二季外人直接投資 (FDI) 減少 150 億美金，中國國際收支第二次淨流出。

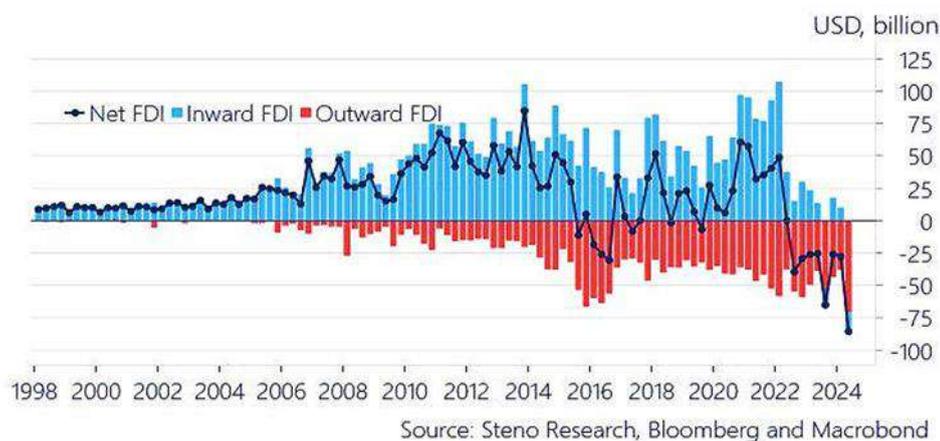


圖 20 因關稅戰影響，外資持續撤出中國

實際上，不只是外人直接投資 (FDI) 有此問題，即使是資本市場的外人投資有價證券的部分，從 2022 年以來，外國投資已經大量減持人民幣的資產。反映對中國經濟的未來看法保守，同時基於避險需要，快速拋售股票與債券，將資金匯出。

出口，投資及消費是中國經濟成長的主要驅動力。中國進口大量的原材料、零組件和燃料，並在製造過程中使用這些原材料、零組件和燃料，以便組裝或生產出可供出口的商品。因此，進口量是預測未來出口趨勢很好的指標。中國 2023 年 9 月進口及出口均同比下降了 6.2%，與中國 2023 年 5% 的經濟增長目標存在重大差距，而 2022 年的實際經濟增長率僅為 3%。下面圖表顯示中國過去一年來進口的同比變動，數據顯示，中國在 2023 年第三季之前的 12 個月中有 11 個月的進口同比為負數。事實上，中國出口規模的同比也是呈現下降，是中國經濟發展的一個重要警訊。

進出口衰退趨緩，但大幅改善並不容易



圖 21 中國過去一年之進出口同比變化

回頭看看 2022 年底，10 月份出口下降 0.3%，降幅很小。然而，11 月至隔年 1 月的三個月份，出口分別驟降了 9%，10%和 10.5%。出口大幅下降的原因是，新冠疫情的爆發至 2022 年底已歷時三年，在最初二年，全世界飽受新冠疫情侵擾之時，嚴格的防疫政策使中國內部維持了較正常的經濟秩序，國際訂單湧向中國，促使 2021 年出口大幅增長 21.2%。

然而，2022 年，傳播力更強的 Omicron 來襲，儘管全球大部分地區選擇全面解封與病毒共存，但當時的中國卻堅持嚴格動態清零的防疫政策，導致經濟接近崩潰。直至 2022 年 11 月 24 日，新疆烏魯木齊市一棟高層住宅樓發生火災，造成人員傷亡，隨後質疑封控措施阻礙救援行動的憤怒和不滿，迅速蔓延成全國的抗議行動。鑒於此，中國當局隨即決定於 2023 年 1 月取消所有防疫限制，因而帶來農曆年後，3 月份同比增長達到 11.3%。

但在中國預期經濟將會出現反彈之際，世界其他地區的經濟則是開始放緩，需求下滑導致中國出口同比成長回到負值，跌幅竟更勝解封之前，可說是一場噩夢。為了逃避美國的關稅，許多製造商紛紛將生產基

地轉移到東南亞或者是墨西哥，而直接出口到美國的部分則是顯著的衰退。但同期間這些東南亞國家及墨西哥對美國的出口明顯的成長，這實際上是一種洗產地的做法。

中國國內需求不足，導致產能過剩，產能利用率大約只有 75%，必須大量出口到其他經濟體。中國的不公平貿易行為傷害了進口國的產業，可以預見，各國未來的保護措施將嚴重限制中國出口的成長。

三、 取消永久正常貿易關係

除川普就任美國第 47 任總統之後，可能對中國的進口採取懲罰性關稅外，另一項打擊中國出口的工具則是美國國會正在醞釀的法案，眾議院中國共產黨特別委員會主席穆倫納爾 (John Moolenaar) 最近提出了《恢復貿易公平法》 (Restoring Trade Fairness Act) 擬終止中國的「永久正常貿易關係」 (Permanent Normal Trade Relations, PNTR) 地位。有望在川普就職後擔任美國下一任國務卿的共和黨參議員魯比歐 (Marco A. Rubio)，則是在 9 月 26 日提出《既非永久也非正常貿易關係法》，以終止與中國的 PNTR。所謂的 PNTR 是美國在中國加入世界貿易組織時，提供中國所謂的最惠國待遇 (MFN)，現在則稱為永久正常貿易關係 (PNTR)。如果美國撤銷中國的 PNTR，預計中國將面臨 3.4% 的通縮壓力。實際上，不只是針對中國內地，香港在美國的辦事處原來享有外交的優惠地位已被取消，而當時在國會推動的人正是盧布奧。

中國的外人直接投資減少，就意謂外銷訂單減少、出口減少、工作機會減少，這對當前的中國經濟來說就是「屋漏偏逢連夜雨」，中共中央必須進一步加強跟歐洲的關係來緩衝跟美國之間的緊張，問題是目前歐洲經濟受到俄烏戰爭的影響，狀況不佳，德國經濟幾乎是零成長，法國經濟成長勉強維持 1%，歐洲國家經濟並沒有辦法取代美國市場的消費能力。

如果目前的貿易衝突持續發展，中國也可以考慮刻意讓人民幣貶值來促進出口，但不排除美國將會指控中國操縱人民幣匯率。實際上，人民幣貶值空間可能有限，畢竟，中國所需的糧食與能源，絕大部分是依賴進口，人民幣過度貶值將導致進口價格上揚，造成國內通膨壓力。更何況，人民幣貶值的預期可能導致資金加速外流，在中國正在努力挽回外資的此時，過度貶值顯然不符合中國的利益，但應該樂見可控幅度內的貶值。

雖然川普 2.0 很可能會加大對中國的關稅，但整體而言美國民主共和兩黨對中國的態度是一致的，在經濟脫鉤上目前主要採用有三項工具，一是直接對商品跟服務的出口課徵關稅，二是直接管制對中國所需科技的出口，三是限制美國資金投資中國的科技行業。

美國財政部最近公佈對投資在中國的高科技行業的限制規定，無論是美國創投也好，或是基金公司也好，同樣都受到限制。中共在複製先進科技並大量生產製造的能力素來享有盛名，近年在創新能力上也有相當的進展。美國認為中國科技以驚人的速度進步增長，其實是取得美國的科技幫助及得力於華爾街資金的挹注，因此，美國限制科技對中國的出口以杜絕中國在科技方面取得更大優勢的機會，同時切斷資金流往中國科技行業。

四、 轉移出口產地規避關稅

外資企業已經或正在考慮從中國撤出的家數明顯增加，這不管是美國商會或是歐盟商會對會員的調查，或是美國 CSIS 智庫對臺商的調查都已清楚顯示。實際上，美中貿易戰開打後，跨國製造商因為擔心在中國生產的商品銷往美國將被課徵關稅，導致從中國的出口沒有競爭力，早已開始撤出中國或減少在中國的生產製造，將業務或投資多元化分散到其他有前景的發展中經濟體，如印度、泰國或越南，這就是所謂的「中國+1」的策略。中資的企業也同樣在轉移生產基地主要是到東南亞或者是到墨西哥，組裝後轉銷售進入到美國，也就是用「洗產地」的方式規

避關稅制裁。美國貿易談判代表不久前表示，針對中國的企業洗產地的問題已訂定 4 個認定標準，川普團隊也表示未來將從嚴認定。

同時，在全球供應鏈重組的浪潮下，墨西哥雖然積極吸引電動車、半導體、電池及電子產業等關鍵領域的外資企業，但墨西哥政府表示，無法接受外國廠商在其境內僅單純從事組裝，或僅商品貼牌後出口，而是必需在當地發展加值的產業升級，因此往後中國企業想藉墨西哥洗產地逃避關稅將會很困難。更要注意的是，川普威脅要對從墨西哥所進口的汽車課徵 200%的關稅，這對於正計畫在墨西哥投資設廠的中國電動車大廠，例如長城汽車、比亞迪...等來說，一旦川普的關稅威脅落實成真，未來墨西哥廠的商品進入美國可能面臨新的關稅和審查，在墨西哥的投資面臨巨大的不確定性及投資效益的折扣。

中國調整出口結構因應關稅

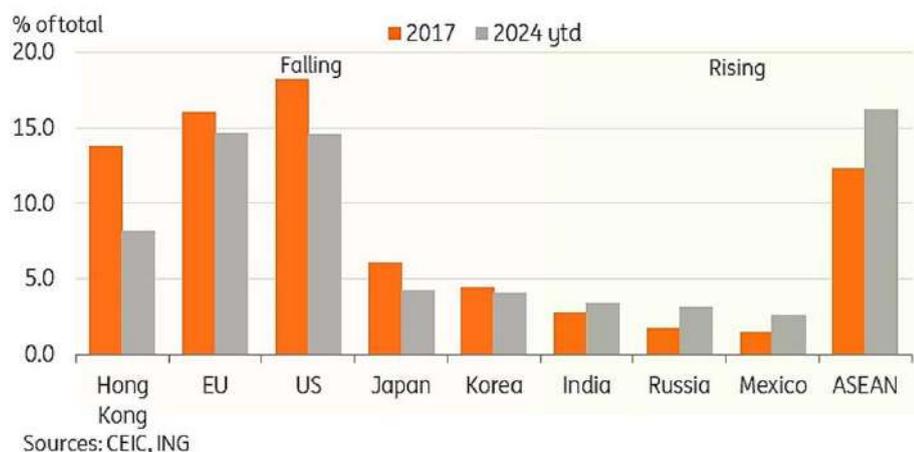


圖 22 中國調整出口結構以因應關稅戰

關稅戰、地緣政治風險的陰影壟罩；實施國家安全法、反間諜法的不安情緒，加上不友善不公平的競爭環境及信心不足的經濟前景，使得外資在中國的經營獲利越來越不容易，而中國作為出口導向型製造業基地的吸引力也持續下滑。在中國運營的外國製造企業數量從 2014 年的

峰值下降 24% 至 2021 年初的 43,700 家，連過去最看好中國市場的德國企業，都在做外移的檢討。

圖 23 是 ING 依據 CEIC 數據所作，對今年第三季底前與 2023 年主要經濟活動的分析，與投資關係最密切的售出建築物、房地產投資，及基礎建設都是下滑，整體的融資總量也是持續萎縮。包括政府消費在內的零售部分，比較 2023 年而言，也是呈現低迷。即使國內主要知名景點一樣人潮洶湧，但多數遊客只參觀不消費或低額消費，而原本屬於高端消費族群的外國人則已經極為少見，國內的富裕族群不少已經潤到國外，這都顯示中國當前投資與消費動能不足，經濟成長主要是依賴製造業跟出口，中國目前的經濟動能相當虛弱。

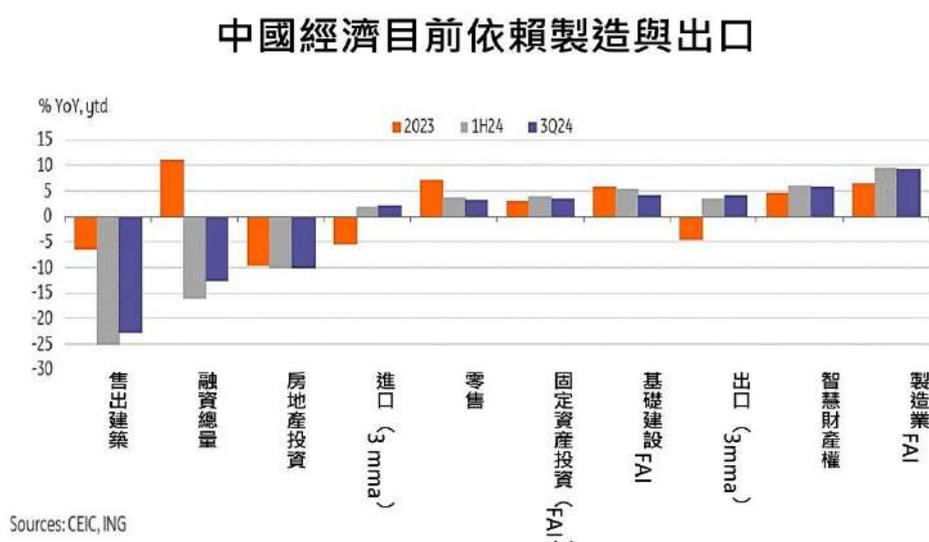


圖 23 2024 年第三季底與 2023 年主要經濟活動比較

為達到今年所定 GDP 成長率 5% 的目標，中國將資金揖注給國營企業，從事生產製造，帶動 GDP 的成長，但中國國內沒有足夠的需求，去年產能利用率不到 75%，庫存則是 15%，生產過剩的商品只能倚靠大力推動出口以去化。

其實自 2018 年川普發動首輪貿易戰，大幅提高關稅以來，中國企業就開始嘗試將商品銷往其他國家，作為因應策略，以抵消市場份額的損失。過去六年，中國在美國進口中所占的份額從 20% 下降到 13%。但歐洲、亞洲和拉丁美洲等其他國家對中國長期大量傾銷廉價商品也表達了不滿，認為有損該國產業發展及競爭力。歐盟今年對中國發動了不公平貿易的調查，並對中國製造的電動汽車徵收關稅；而印度也在今年九月加入抵制行列，宣布對中國部分鋼鐵產品徵收高達 30% 的關稅；此外巴西、墨西哥和印尼等新興經濟體也對中國的陶瓷和化學品進行抵制，全球的反擊行動顯示中國出口貿易的障礙日益升高。

無論是川普就任後計劃實施的 60% 對華關稅，或是歐盟針對中國傾銷項目即將課徵的懲罰性關稅，都代表中國 2025 年的出口不容樂觀。國外進口商為降低日後的關稅損失，今年下半年以來急忙大量累積庫存，在此一情形下推升的中國出口暢旺或許只是曇花一現的短期現象，明年之後恐怕很難持續。

各國不再容忍中國衝擊 2.0

中國過度生產與低價出口導致不公平貿易，衝擊其它國家製造業，許多國家都在建立關稅障礙。

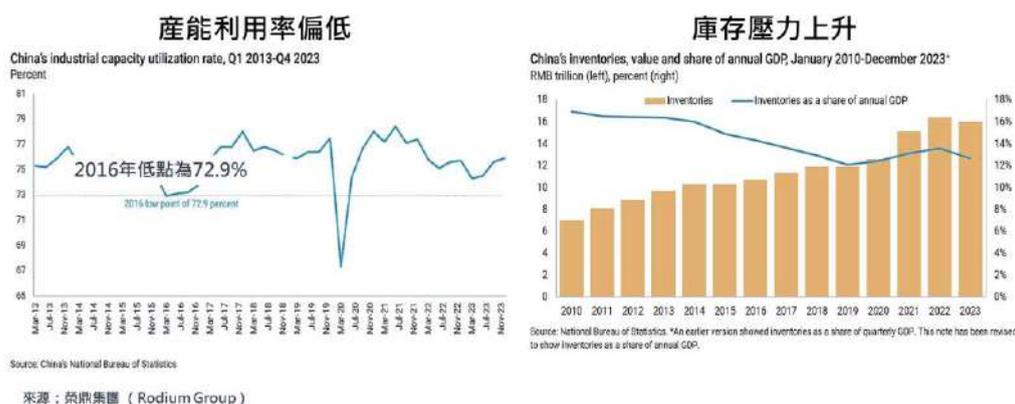


圖 24 中國之產能利用率低，庫存壓力上升

鑒於供應鏈的去風險（或是脫鉤）趨勢無法逆轉，中國也已將一些農產品的進口來源國轉移，例如大豆採購的供應商從美國轉移到巴西和

阿根廷。這些調整措施讓中國認為有信心抵制不斷升級的關稅，並藉著減少從美國的進口以進行報復。美中貿易戰強化了中國不能依賴外國市場獲取零部件和技術的認知。因此有專家認為，美國的出口限制可能推動中國走向更大的經濟自力更生，間接增強中國抵禦未來貿易限制的能力。

但中國想要發展真正有效的紅色供應鏈，「誘因」很重要。習近平上臺以來強化國企關鍵地位，「國進民退」政策把好的民營企業國有化，民營企業喪失動能。問題是，國營企業高度仰賴國家高額補貼以及信貸優惠，效率不彰，要靠國營企業發展半導體的先進製程，恐是事倍功半，這在美國進一步限制對中國出口 7 奈米之後更為明顯。

中國出口過去靠服裝、家電和傢俱等「老三樣」帶動，但目前北京以國家產業政策，大量補貼電動車、太陽能電池和鋰電池等「新三樣」的發展，雖然在新能源產業取得全球的領先地位，但地方為爭取中央的政策補貼，發生投資浪費，製造混亂以及產能過剩的問題。如今國際社會對於中國「新三樣」商品的出口，紛紛施加關稅保護措施，如果這些出口受到進口國家的壓抑，北京想靠「新三樣」扭轉局面的美夢，或許終究只是黃粱一夢罷了。

五、 中國經濟面臨通貨緊縮

過去幾年，很多國家都因為俄烏戰爭衝擊，石油和天然氣價格失控、食品和其他商品的高成本推高，而深受通貨膨脹之苦。然中國面臨的卻是通貨緊縮，而通縮與通膨一樣都會對經濟造成莫大的損害，甚至通縮影響還更為嚴重且長遠。中國和其他許多國家的目標通脹率定在 2% 左右。在 2022 年第四季，中國的通膨率大致處於這個水準。然而，隨著中國經濟和全球經濟開始放緩，中國的通膨開始下降，2023 年 9 月份的通貨膨脹率為 0%。

中國今年第 3 季國內生產毛額年增率 4.6%，經濟成長呈現放緩。中國社會科學院報告指出，第 3 季經濟活力不足，就業與收入預期黯淡降

低消費信心，導致國內消費不振。經濟增長主要依賴工業生產和出口，數據顯示，中國經濟活動基本呈現萎縮。建築銷售、融資總量、房地產業投資、進口、零售和固定資產投資等領域都出現了不同程度的下滑。如下圖右所示，消費者物價在低空徘徊，但出廠價格已經連續兩年呈現萎縮，可以證明通貨緊縮壓力的加劇。

如圖 25 所示，使用 Deflator 的調整後，中國實際上已經連續 5 季度處於通貨緊縮的狀態。遲遲無法有效處理房地產及基礎建設過度投資導致的資產泡沫破滅，已經成為拖累中國經濟成長的包袱。過度依賴工業生產和出口無法帶動中國經濟持續增長，企業無力經營接連倒閉，導致高失業率及民衆收入減少，都是導致國內消費不足的原因，突顯中國目前的經濟發展模式無法持續。

中國經濟通縮持續

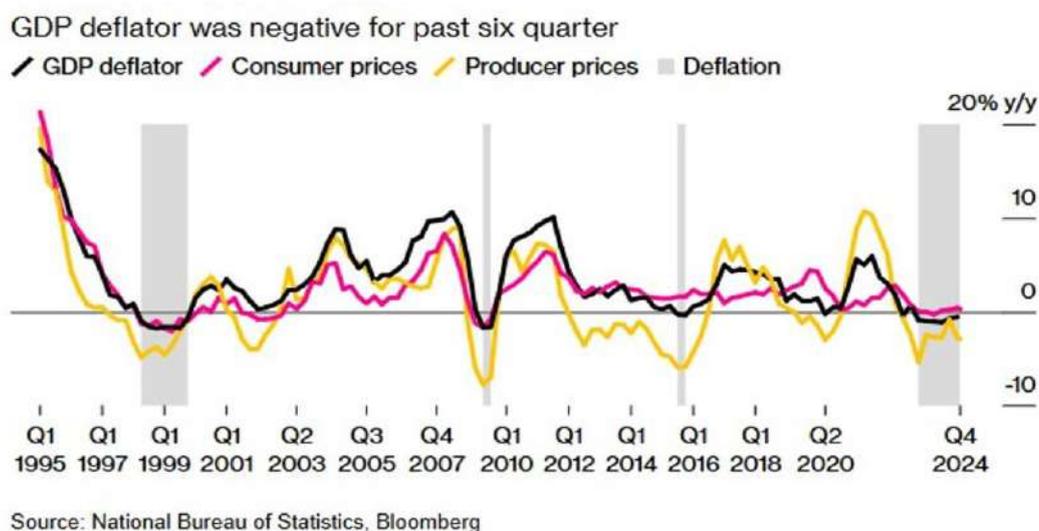


圖 25 中國經濟持續通縮

消費者可能會認為 0%的通貨膨脹是件好事。但對製造商而言，0%通膨卻是個大問題。這首先企業必需為不停上漲的石油和原材料等支付更高的成本，因為無法轉嫁到最終價格，所以只能忍痛自行吸收。其次，因為企業獲利縮減，除了影響企業的投資意願，雇主也無法為員工加薪，

甚至還需以無薪假或者是裁員的方式削減人事成本。而失去穩定經濟收入的勞工，會顯著的減少消費，由此我們可以發現，通貨緊縮會產生一個嚴重的惡性循環引發經濟衰退的可能性。雖然這的情形也在新冠疫情期間出現，但當時的全球經濟都是處於封閉，屬於非常時期。而這次是真正的通貨緊縮問題。

簡單來說，通貨緊縮 (deflation) 是指整體物價呈持續下跌趨勢。通縮的最大問題在於衝擊消費，因為預期日後物價會下跌，一般消費者會延遲購買。即使儲蓄利率接近零，民眾還是把錢存起來，等到商品與服務價格下跌後，購買力就增強了。1990 年代，日本因房地產及股票價格崩跌造成泡沫經濟破滅，開始陷入通縮，因而被稱為第一個「失落的十年」，而 21 世紀，日本同樣因為經濟成長遲緩與物價成長偏低，陷入第二個「失落的十年」。日本經濟經歷了 20 多年的長期通貨緊縮，產生了嚴重的負面影響，經濟學家稱之為「流動性陷阱」，無法經由傳統貨幣政策恢復成長，而且很難擺脫。



圖 26 中國食品價格的變動

圖 26 顯示 2022 年 10 月開始連續 12 個月的中國食品價格和食品通膨走勢。一般來說，社會中最貧窮的階層受食品通膨的影響最大，因為

他們的收入用於食品購買的比例最高。中國實際上在經歷食品通縮，2023年7月和8月，食品價格同比都是下跌1.7%，9月份更是下跌了3.2%。對消費者而言，這意味著食物實際上變得更便宜，可以買更多。但對中國的食品生產商而言卻是一場災難，因為在經濟陷入通縮困境的時候，他們的利潤越來越少，甚至可能已陷入虧損的境地。

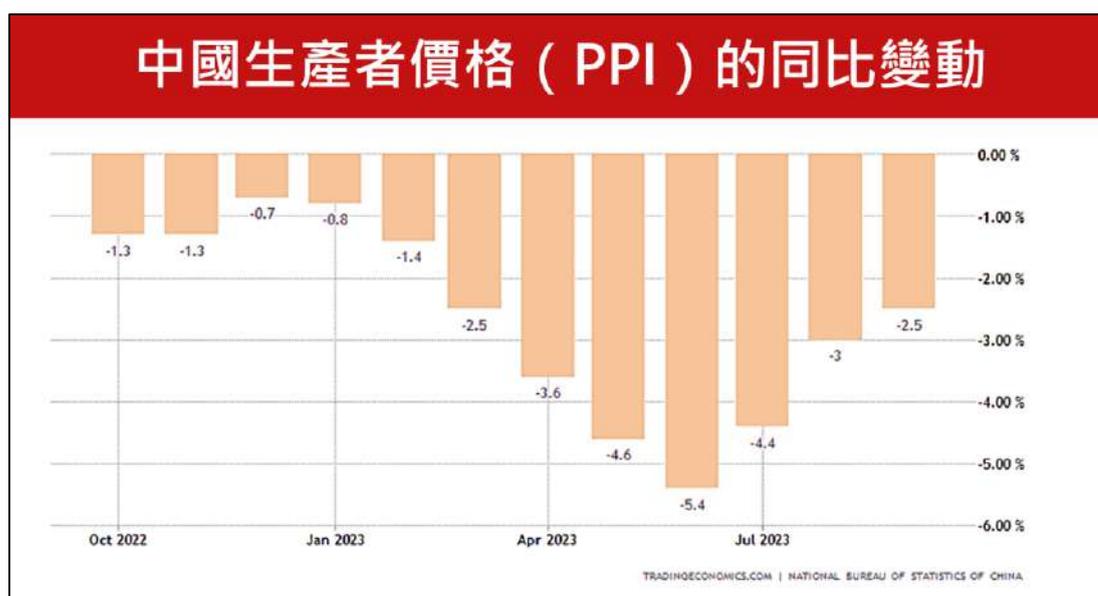


圖 27 中國生產者價格的同比變動

圖 27 顯示了生產者價格的同比變動，也稱為出廠價格，意即是產品出廠時的售價。過去一整年生產者價格每個月都在下降意味著，中國的生產商或銷售產品的價格平均比去年同期低。除非成本同等下降，否則代表獲利受到擠壓。中國許多製造業的利潤本來就是非常微薄，是基於薄利多銷的商業模式。出廠價格下跌超過 2.5%，很可能就是獲利和虧損的區別。

廠商或許能夠吸收一兩個月的價格下跌，將其視為短期波動。但當長期的價格下跌成為趨勢，對許多公司來說是難以承受的沉重壓力，並會開始質疑商業模式是否能夠維持，因為沒有企業可以持續管理價格下

跌及長期虧損，尤其是當中國是世界少數陷入通縮的國家時，令人擔心中國恐將步入日本經濟失落 20 年的後塵。

中國是世界第二大經濟體，其經濟成長是中國推動人民幣國際化的基礎。中國在因應新冠疫情採取劇烈的動態清零的防疫管制，導致經濟與社會活動的停滯，對中國及世界經濟造成重大的衝擊。而在 2022 年底解除管制後，一般預期中國經濟可能會有報復性的成長，所以當中國政府在 2023 年初時設定了全年經濟增長的目標為 5% 左右，一般都認為這個目標偏低。

但中國 2023 年年初的經濟反彈並未持續太久。一再拖延處理的經濟結構性問題導致房地產泡沫破滅，銀行及影子銀行問題及地方財政的困境，如今暴露出來，政府被迫介入，並試圖操作以求能在表面上達成經濟增長目標，以避免爆發系統性的危機。但除政府部門的消費及部分基礎建設有所成長外，進出口消費信心低迷，都很難讓投資人相信中國官方公布的經濟數據。

但中國長期以來，為了美化數字或達成預設的目的，藉由各種不同的手段調整經濟統計數據，導致其正確性普遍受到質疑。美國紐約聯邦儲備銀行日前發布的報告也證實了這一項質疑。

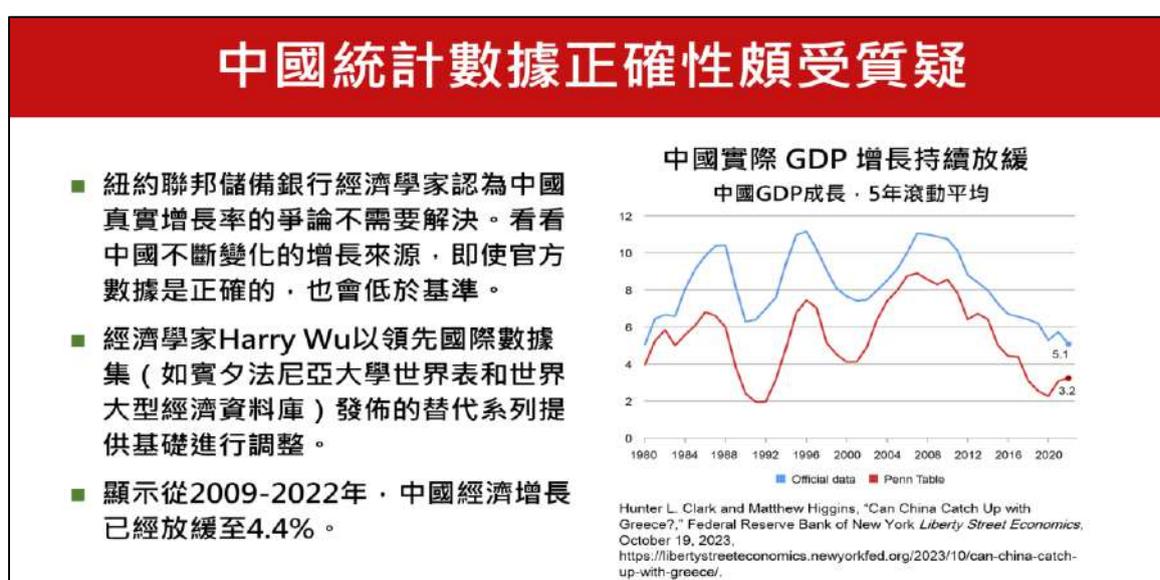


圖 28 中國統計數字的正確性遭受質疑

但即使是依賴中國的官方數據，中國潛在的系統風險已經無法忽視。進一步看官方的經濟數據，中國當局最新發布數據顯示在不斷祭出貨幣政策工具與財政政策後，除進出口因為預期美國的高關稅，進口商搶進口累積存貨，表現較佳外，其它如消費者價格指數(CPI)，還有購買價格指數(PPI)，食品價格等等都顯示中國持續面對通貨緊縮的壓力。而中國股市與匯市的疲軟也反映中國經濟當前面臨的困境。



圖 29 中國 2024 經濟成長預測下修

六、 中國的債務危機

1. 房地產泡沫危機

房地產行業在過去的 20 年裡，一直是驅動中國經濟的主要力量之一，直接與間接的貢獻了中國國內生產總值(GDP)近 30%，幾乎高於歷史上任何其他國家。但這種以債務擴張的方式帶動經濟的成長，本來就不具有可持續性，特別是這發展是建立在一種扭曲，而且是以犧牲買房百姓權益為代價的結構。簡單地說，中國的地產商與地方政府及銀行之間存

在一種共生關係，政府允許銀行提供資金給地產商（貸款及購買債券）向地方政府購地，地方政府則協助溝通城市商業銀行提供開發商融資。

中國房地產佔整體經濟的比例高於其他國家



圖 30 中國房地產佔整體經濟之比重高於其他國家

而中國的預售屋機制允許開發商在房屋銷售契約簽約三個月之後開始向買房業主每月收取貸款（等於無息資金），而原本城市商業銀行限定專用的款項，卻經常在銀行的默許下，讓開發商可以先行挪用，因此，中國建案爛尾或建商落跑，倒大楣的是承購的業主而非銀行，而中國房地產公司大到一定程度以後，就開始大發美元債券，也因此恒大、碧桂園等房地產開發商才會深陷巨額債務違約困境。單看外債的部分，根據研究公司 CreditSights 的統計，中國房地產業的外債金額高達 1,750 億美元，而處於違約狀態的債券金額就有 1,245 億美元。

目前中國地產商面臨了幾個嚴峻的挑戰。一個是保交樓，一個是償還美元債，再一個就是住房供給過剩的去庫存問題。如圖 31、32 所示，如今房地產資產泡沫破滅，許多開發商，無力完成住房建設，空留爛尾樓，而買房者則是無力自我救濟。而經濟下行，新建住宅價格持續滑落，

特別是在二三四線城市。而房市交易量沒有達到一定規模，地產商就沒有足夠的收入，自然也就沒有辦法支付利息。而隨著美國的升息，地產商債務危機更是雪上加霜。事實上，投資人與發行美元債的中國地產商的債務協商已經談了三、四年，但顯然地產商的還款的能力並沒有改善。



圖 31 中國房地產銷售無法創造足夠現金流

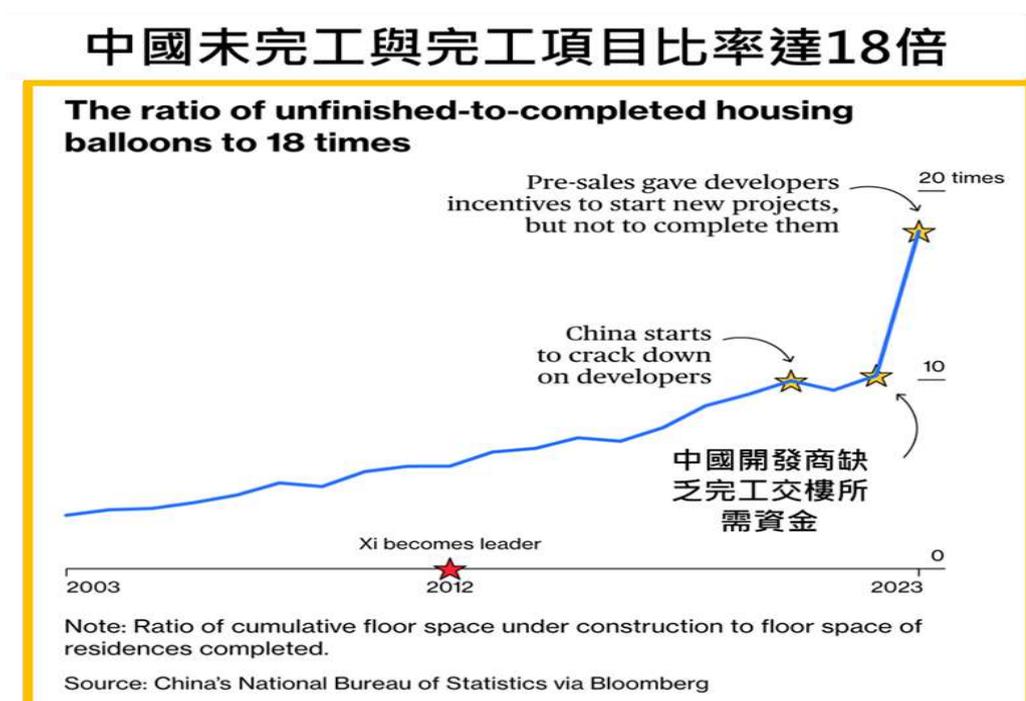


圖 32 中國房地產未完工項目比例極高

其次，如果地產商想要還錢，辦法之一就是出售資產求現～以跳樓大拍賣的價格出售新成屋。但不少地方政府，因為擔心破壞市場行情，故限制出售價格。但如下圖所示，在原本的資產泡沫下的價格本來就無法持續，註定交易清淡，但如果不讓地產商降價賣出資產，得不到足夠的現金流的這些地產商就會違約，也就無法再向地方政府購地，地方政府便苦無財政收入挹注。在這種惡性循環的情況下，大家很難對中國經濟前景有信心，資金也就一直外流了。

中國房地產陷入困境

China's property investment, sales, and funds raised by property developers slid in January - July 2023 after a sharp fall in 2022.

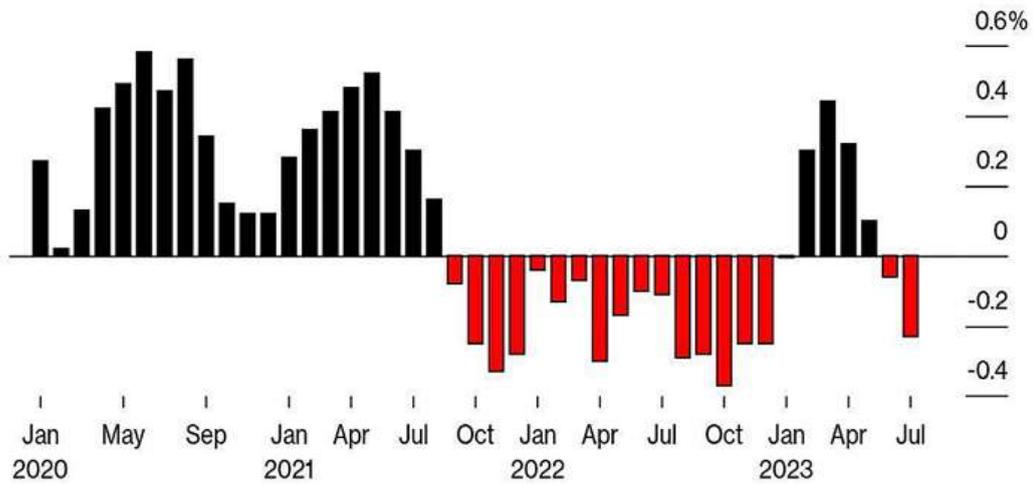


Source: Refinitiv Datastream, NBS | Reuters, Aug. 30, 2023 | By Kripa Jayaram

圖 33 中國房地產陷入困境

中國新屋交易價格

Month-over-month change in new residential real estate prices



Source: National Bureau of Statistics 70-city averages compiled by Bloomberg Intelligence
Excludes state-subsidized housing.

圖 34 中國新屋交易價格

至於，中央為了刺激房市，推出包括「認房不認貸」等措施，這固然對一線城市的住房銷售有幫助，但反倒造成二、三線城市的資金流出，對整體房地產市場，其實並沒有帶來實質上的幫助。在中國面臨經濟成長遲緩，人口老化，對住房的需求無法持續的情況下，如何去化嚴重過剩的住房？中國政府似乎還拿不出有效的辦法。

再者，在低利率時代發行美元債券的房地產開發商，在 2023 至 2024 年剛好迎來到期還款的高峰期，但由於目前美國聯準會的基準利率已經升高到 5.25%~5.5%之間，與中國的利差相較，價差不小，因此導致資金外流、人民幣的貶值，也讓中國地產商償還美元債務的負擔加重。中國地產業目前可能會爆雷的危機，一個是美元債，一個就是住房供給過剩的去庫存問題。

房地產行業曾是中國的經濟引擎，長期以來也是中國家庭最重要的財富積累資產，約占家庭財富的七成，但目前房價卻創下最深跌幅記錄。2024 年 8 月 15 日的數據顯示，7 月份 70 個大中城市的新建住宅價格

平均比 3 年前的峰值下降 8%。如下圖所示，不僅是新建住宅，二手房的銷售額也大幅下降。截至同年 7 月底，新建住宅庫存面積比一年前增加 23%，房地產業面臨嚴峻挑戰，房地產行業的股價大幅下跌到 2008 年的水準，中國政府迄今採取的措施沒有取得實質性效果，有些地方府只好限制新房降價的幅度以穩定市場。然而房地產的市場持續低迷，對整體經濟產生了莫大的負面影響。

中國房價創下最深跌幅記錄

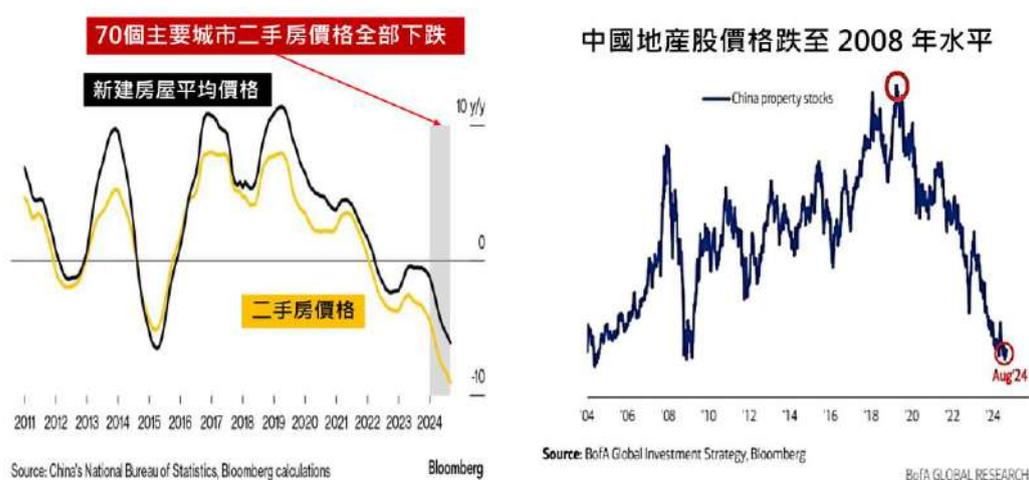


圖 35 中國房價創下最深跌幅

房價暴跌也影響家庭負債與消費信心，圖 37 顯示中國家庭負債在 2008 年之後快速竄升，主要是投資房地產的房貸所致，規模遠超過美國、韓國、日本及其他新興市場國家。中國目前的家庭負債占 GDP 的比重跟日本已相去不遠。就業和收入狀況不佳，家庭收入增長放緩，都導致房貸還款壓力的加劇，這些因素共同導致消費意願下降，進一步拖累了經濟增長。

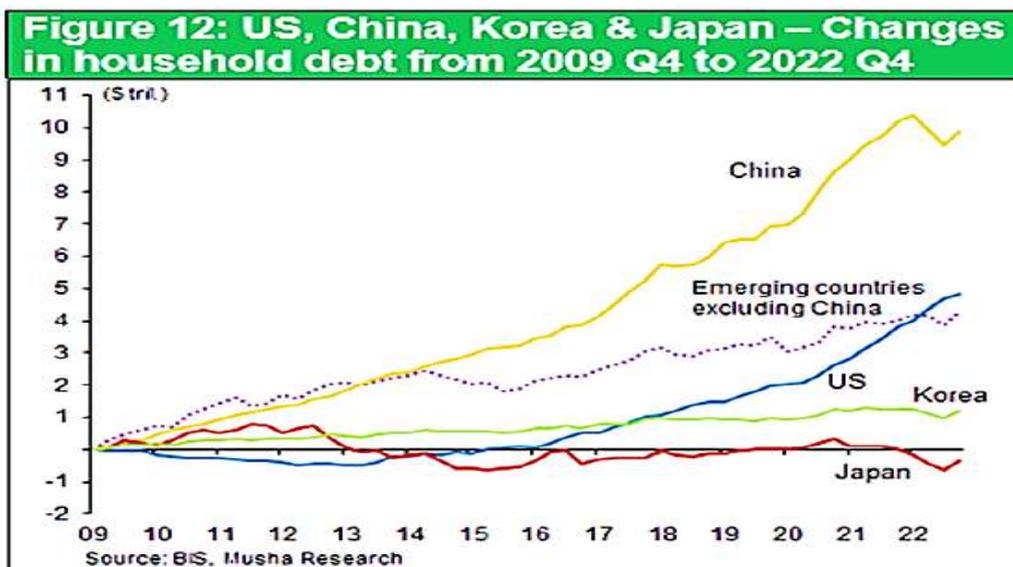


圖 36 美、中、韓、日家庭債務的變化

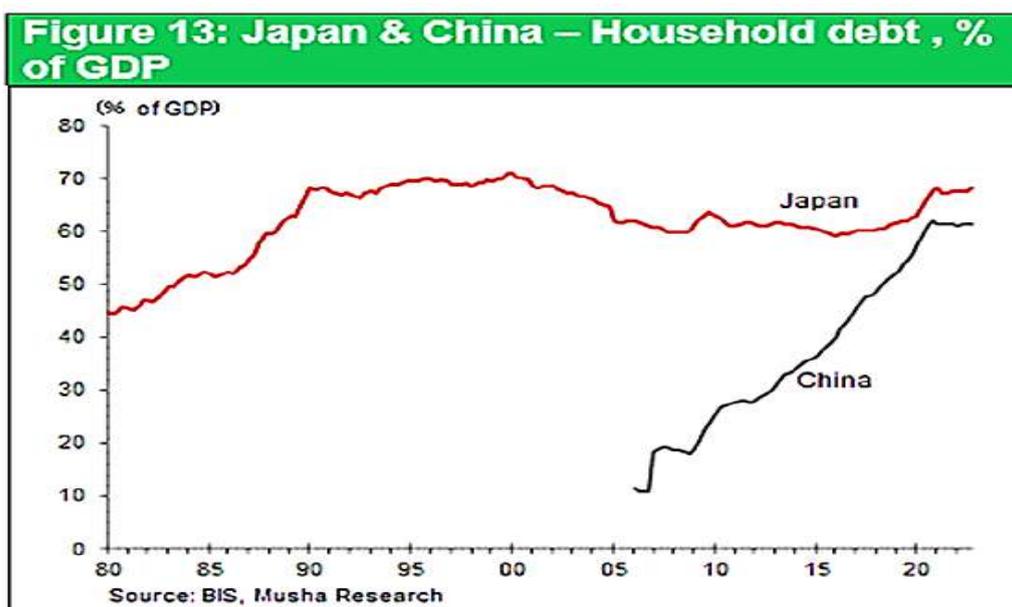


圖 37 中、日家庭債務占 GDP 的比重

2. 地方政府隱形債務的危機

地方政府要負擔基礎建設，社會福利，公安，部分還需要承擔一些國防相關的支出。房地產開發商陷入債務危機後，向地方政府購地的能力大減，土地的銷售原本對地方財政收入的貢獻度可以達 3 至 4 成，如今地方政府土地相關的收入遠不足預算所需。而房地產開發商至少需去

化目前庫存房的 1/3，才能緩解其財務壓力，因此，地產商的購地能力短期間很難改善。如此一來，許多地方政府因為最主要的財政來源大幅萎縮，沒有足夠財務能力支應預算的支出，所以必須刪減支出，包括裁員，減薪，減少公共服務，及社會福利支出等等。

中國的地方債務問題有其特殊性，也有其歷史淵源：為緩解自 1980 年代末以來中央財政入不敷出的情況，1994 年時主管經濟事務的副總理朱鎔基推動「分稅制改革」，目的是使中央財政和地方財政各自實現自收自支、收支平衡。在劃分中央跟地方的財政收入時，他讓地方政府取得土地出讓金的收入，自此，土地出讓及相關的租稅跟非租稅的收入就成為地方政府非常重要的收入來源；同時他讓地方承擔基礎建設支出，因為基礎建設需要極大的資金，所以就讓地方政府利用融資平臺取得資金。據估計，目前中國官方默許的各種隱性債務在 60 兆人民幣以上，占 2023 年的 GDP 比重大約 48%。

所謂的「隱性債務」是指地方政府下屬的融資平臺所發行的債務或者是銀行借款，因為不直接納入政府的預算，而是以擔保或其它的安排提升這些地方融資平臺的信用而舉債。這些隱性地方債務不僅涉及到各級省政府，還涉及到各級市縣政府，鄉鎮政府。政府債券發行計畫需經全國人大批准，並要納入預算進行管理。

2021 年的中國房地產崩盤，導致土地轉讓收入大幅下滑，地方政府面臨負債率過高、財政收入不足的問題，下圖是彭博新聞依據國際貨幣基金組織數據所製作，紅色跟淺藍色的區塊分別代表地方政府跟地方融資平臺的債務，可以觀察到從 2019 年起，地方政府債務逐年擴大。

地方政府隱形債務嚴重惡化

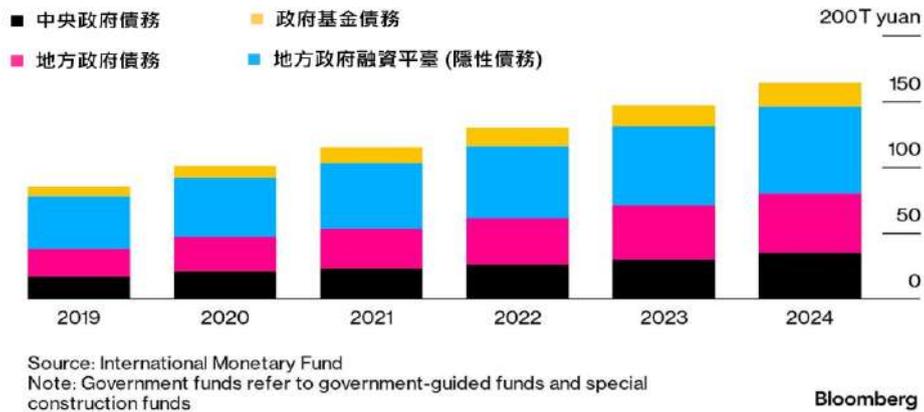


圖 38 中國地方政府隱形債務惡化

中國政府在 2024 年 11 月推出規模達人民幣 10 兆元 (約新臺幣 45 兆元) 的「化債額度」以解決地方政府的「隱性債務」問題。所謂「化債」其實就是「以債養債」，這些舉借新債所取得資金，主要是用來償還舊債，實際上沒有減少地方政府的高風險債務，只不過是將債務的到期日延後，既未根本性解決問題，也無法產生刺激經濟的效果，不是市場所預期的大規模振興措施，因此讓許多投資人感到失望。

中國地方融資平臺債務失控



圖 39 中國地方融資平臺債務失控

據中國國務院的官方數字，截至 2023 年末，中國全國政府法定債務餘額 70.77 兆元，包括國債餘額 30.03 兆元、地方政府法定債務餘額 40.74 兆元，地方債務規模高於中央債務。雖然 IMF 估計中國的整體債務占 GDP 比重在 2023 年底是 292%，但據投資銀行界估計實際上應該已經超過 300%。圖 39 左說明目前地方融資平臺的債務占 GDP 的比重達到 48%，與官方的中央及地方政府債務合計的 GDP 52% 相當接近。

從這個角度可以理解地方融資平臺隱性債務的嚴重，圖 39 右可以看到一些主要城市融資平臺設立的數量已經到了失控的程度，官方的說法是現存有 3,700 家的地方融資平臺，非官方的估計則高達 18,000 多家，意即每個地方政府都擁有一個融資平臺去發債券或是向銀行借款。況且，依據 IMF 的估算，中國的地方債總額約有 60 兆人民幣，遠高於北京的說法。問題最嚴重的貴州政府日前公開承認，因為債臺高築，無法解決，其實已是破產，故尋求北京支持，希望能紓解財政壓力。實際上，許多省份都處於相同的困境。目前，除了上海市政府的財政尚可以達到損益兩平外，其他每個省以及直轄市的財政基本上都呈現入不敷出的窘況。

地方政府債務負擔捉襟見肘，只好排擠到公共服務的支出，例如削減老人醫療保險；許多公務員被減薪、欠薪，退休人員退休金也被拖欠或砍半。更有網民調侃說，「公務員的鐵飯碗，碗還在，但飯沒了」。據報導有些公立醫院年初拖欠薪資到現在，而一向被視為高薪行業的金融行業也開始降薪，減薪幅度甚至高達 40%。此種狀況下就非常容易衍生社會問題。

為紓解地方政府財政困難的窘境，北京不得不放寬政府債務比例限制，以發債應對。中國政府在 2023 年 10 月份通過 10 多年來的首次兩會外預算修改，增發 1 兆元人民幣國債，並將預算赤字提高至 3.8%。但這也只能解燃眉之急，而非釜底抽薪之策。

加計專項債後的財政缺口，遠大於中國公布的財政赤字。



圖 40 中國財政缺口遠大於官方數字

中國政府也要求商業銀行展期城投債，規模 36 兆人民幣，商業銀行的房地產貸款展期 54 兆人民幣（包含住房、開發商、房地產建築商借款），兩項合計 90 兆人民幣。如此龐大的債務展期，只是暫時推遲償債危機發生的時點，整體系統的債務風險最後可能將由銀行體系來承擔，埋下未來金融風暴的隱憂。

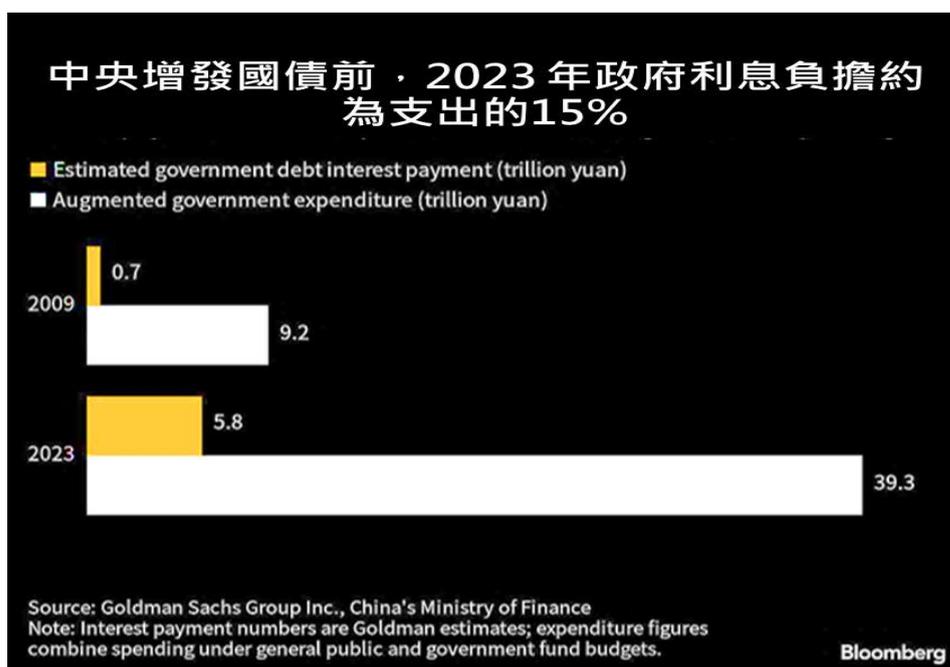


圖 41 中國政府利息負擔沉重

3. 中國整體財政彈性有其限制

中國整體財政收入在 2015 年達到巔峰，租稅跟非租稅收入占 GDP 比重達到的 22.1%。到了 2022 年的時候就下滑到 16.8%，減少了 5.3%。中國目前整個政府預算赤字問題嚴重，除官方一般公共預算赤字外，其實還有基金預算及其他預算，需三者合併計算，依照美國智庫 CSIS 的估計，預算赤字大概就是 GDP 的 8%。同時，債務擴大將導致利息支出負擔更加沉重。

財政收入惡化



圖 42 中國政府租稅收入/非租稅收入與 GDP 的比例

中國官方2024年赤字為4.06兆人民幣，佔中國GDP約3%。如果將其他預算計算在內，中國的總赤字將攀升至GDP的近8%。

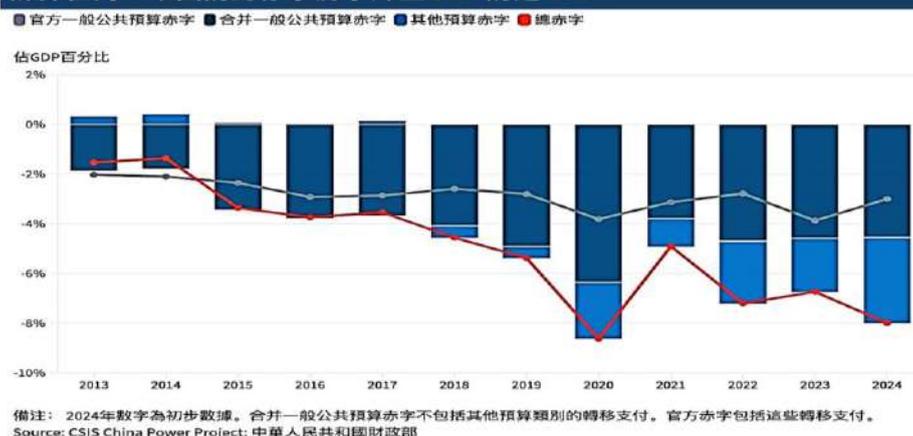


圖 43 中國政府實際赤字為 GDP 的 8%

目前中國政府的實際財政收入遠不及符合中國經濟增長軌跡所應該取得的規模，下左圖是經濟學人雜誌依據各項官方數據所作的估計數與實際收入的比較。按照 IMF 推算中國經濟成長軌跡的情境，收入占 GDP 的比重應呈現橘色曲線的軌跡，但實際上的收益曲線卻是下面的紅色線條，差距明顯。

美國一向被認為是高負債國家，但據 IMF 對政府債務的估算（下右圖），因中國整體負債惡化的速度很快，到 2028 年時，中國的負債對 GDP 的比重，恐怕會超越美國，屆時利息支出負擔將會更為沉重。美國目前的經濟動能依然強勁，尤其是人工智慧帶動的強勁需求，且美國有鑄幣權可自己發行債券，印製美鈔技術上沒有限制。而人民幣到了境外就很難使用，所以說中國面臨的是前所未見的經濟困境。



圖 44 中國一般政府收入占 GDP 的百分比

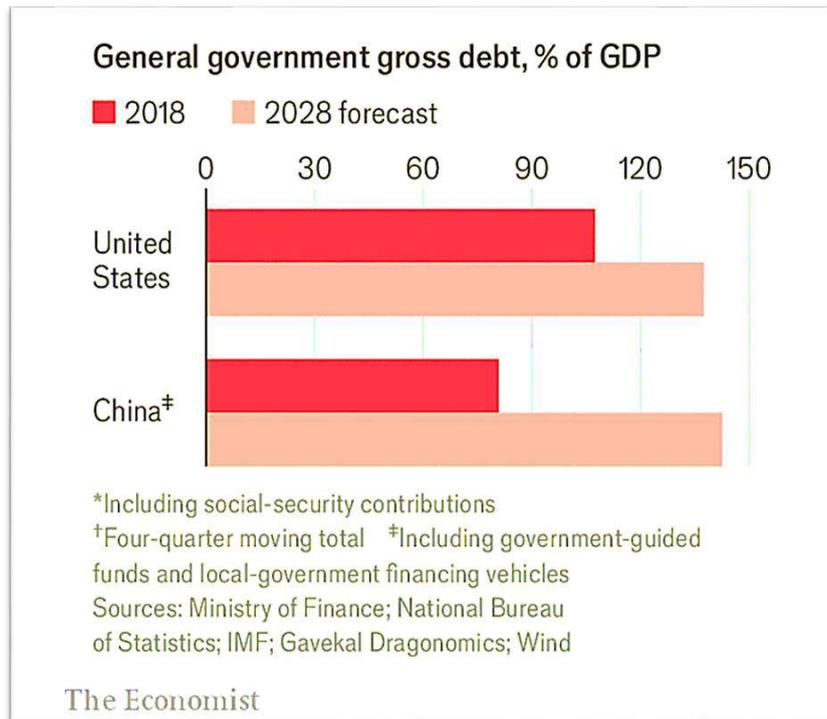


圖 45 美、中政府總債務占 GDP 的百分比

4. 中國是否會發生系統性危機？

造成中國陷入經濟困境的原因是什麼？是景氣循環嗎？還是結構性的問題？目前看起來是兩者都有。另一個讓大家關心的問題就是：中國究竟有沒有能力去應付這系統性危機？另外就資本外流導致人民幣貶值的部分，就得看中國是不是有足夠的外匯準備及政策工具來維持匯率的穩定？

中國 2024 年的官方經濟成長目標是 5% 左右，但國際經濟組織普遍都下修中國經濟成長的預測，而投資銀行下修幅度更是可觀。據中國政府過去研究，一旦 GDP 成長沒有 5% 的話，失業率就會飆高。目前中國的失業率已經失真，如果失業的情況持續惡化，消費動能不足，增值稅的徵收也會打折。加上整個社會老齡化之後，社會支出每一年都在增長，在這種情況下，中國的財政將會持續惡化。

而觀察中國是否有足夠的財政空間或者稱財政彈性，是評估中國有沒有能力渡過此次系統性危機的重要指標。目前看來，情況似乎並不樂

觀。若是直接從股市及外匯市場的表現來看，對中國經濟缺乏信心恐怕是個普遍的現象。

以下圖表是過去五個月中國股市的綜合指數，自 2023 年 4 月 23 日以來，股市約從 3380 點跌至目前的 3000 點左右，跌幅約 10%。造成股市下跌的原因包括出口下降，進口下降，人民幣下跌、國內房地產市場危機，消費需求疲軟等等問題。這股市的下跌也意味著中國公司的表現不如以往那麼好，因此海外投資者投資中國股市的動力也減弱了。

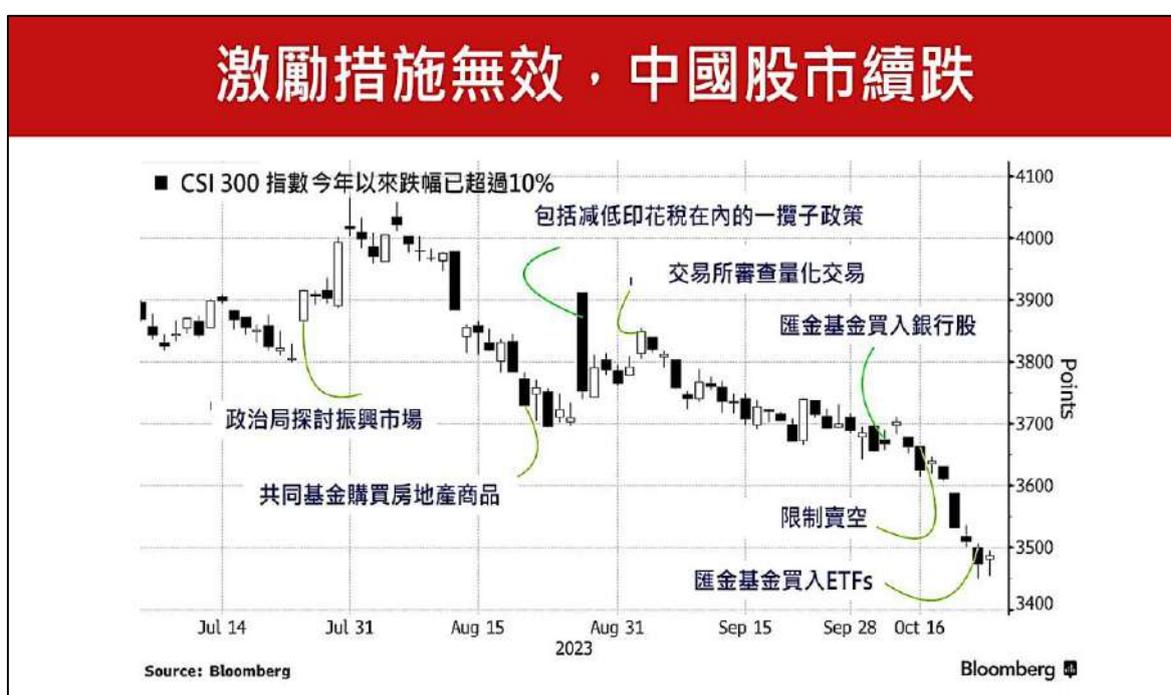


圖 46 中國 CSI 300 指數 2023 年跌幅超過 10%

由於股市表現不佳，中國當局目前正在考慮建立一個由國家支持的「平準基金 (stabilization fund)」，規模或許能達到數千億元人民幣，以增強對股市的信心。包括中國證券監督管理委員會在內的金融監管機構在與行業參與者進行了至少兩輪磋商，最近向國家最高領導層提交了一份初步計劃。此前，中國四大國有銀行宣佈其控股國有基金和股東最近購買增持其上市股票，並計劃在未來六個月內進一步增持。這是中國

當局購買中國公司股票的一種方式，以保持價格上漲，穩定股價指數以避免股市完全崩盤。

中國經濟非常倚重出口，因此人民幣的價值對中國經濟的實力就顯得格外重要。下面這張圖表顯示了美元和人民幣之間的走勢。在 9 月 24 日人民銀行宣布激勵政策十，一美元的交易價格約為 6.9 人民幣，如今在川普宣布將要對中國課徵額外的懲罰性關稅之後，它的交易價格約為 7.2-7.3 左右，這意味著人民幣在此期間貶值了約 6%。現在，經濟學中普遍接受的原則是，貨幣的強度通常與經濟的強度有關。因此，如果經濟表現良好，就能夠支撐貨幣有良好的表現，反之亦然。人民幣的貶值告訴我們，中國經濟陷入苦苦掙扎。



圖 47 美元和人民幣之間的利匯率走勢

一般而言，本國貨幣的貶值對進口不利，但對出口是一種助力。人民幣貶值，將導致進口商品價格變貴，中國製造商採購零件、原物料、燃料的成本上升，壓縮獲利空間，但本國貨幣的貶值，對產品出口商而言，可讓商品價格變得相對有競爭力，而國外進口商就像遇到「周年慶

打折」一樣，會願意掏錢出來購買更多的商品。但目前中國進、出口卻雙雙呈現衰退，出口衰退的主因是受到歐美等主要市場高通膨、消費需求不振以及地緣政治緊張，歐美企業想降低對中國商品依賴等因素所影響。然而，進口的大幅衰退，除了受貨幣貶值，出口需求轉弱的影響外，也反映了中國的國內消費需求不振，這是令市場更為憂心的問題。

5. 高失業率衝擊社會穩定

幾十年來，中國城鎮地區的官方失業率一直保持在 5% 左右，恐怕從未反映過現實，在經濟低迷對中國製造業和服務業造成壓力的情況下，背離尤其明顯。自中國結束動態清零防疫以來，經濟一直處在需求不足、儲蓄過剩、債務危機及房地產價格和投資下跌的情況下。投資和消費這帶動經濟成長的動能不足，抑制就業。中國經濟下滑趨勢顯著，迫切需要大規模的貨幣及財政刺激措施，但事實證明，中國政府沒有太多經驗或沒有做好充分的準備來應對這經濟大幅衰退所帶來的挑戰。這也就導致失業問題的急劇惡化。

去年中國官方公佈的青年失業率一度超過 22%，然後隨即宣佈暫停發佈，今年調整標準並將在學的青年排除在外，重新發布的青年失業率已經降到了 17%。越來越多的應屆大學畢業生因為他們無法找到與學位相稱的工作，只能從事低技能工作（例如送外賣）加入零工經濟，而有部分地方政府甚至要求大學在應屆畢業生未找到工作前，不能發給畢業證書，以降低失業率。與 2019 年同期相比，2024 年第一季度申請體力勞動的 25 歲以下人數激增了 165%。

但中國的失業率到底有多嚴重？自 2022 年 12 月以來，由於門店關閉和拖欠工資，各地家樂福門店發生 10 多起抗議活動。電子商務巨頭阿里巴巴在 2023 年裁員 20,000 多人，占員工人數的 12.8%，而前一年則是裁員 7%。

China surveyed jobless rate for 16- to 24-year olds, excluding students, rose to 17.1% in July from 13.2% in the prior month as employers in the lackluster \$19 trillion economy held off on hiring .

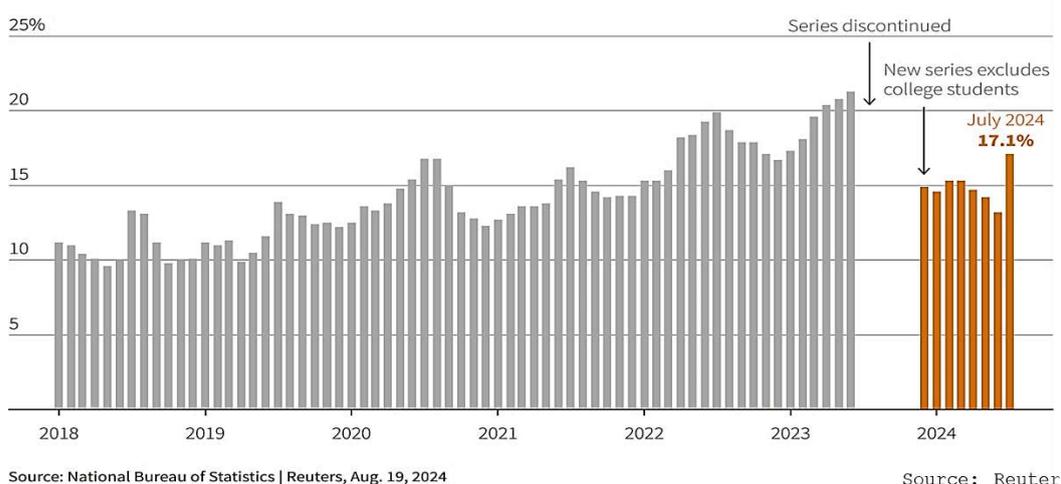


圖 48 中國 16~24 歲青年人失業率

失業危機凸顯中國的經濟發展模式的困境。中國就業市場深植於國家資本主義體系，其國家商業戰略旨在擴大出口和貿易順差。由於供應鏈中斷、美中經濟脫鉤及美、歐在內的主要貿易夥伴紛紛對中國的進口徵收高額關稅，中國的對外貿易面臨重大阻力。世界供應鏈重組，出口放緩對製造業就業造成直接影響，國外對中國商品的需求下降導致出口導向型行業的工作力和產量減少，而中國的巨大勞動力很多失去了工作崗位。

隨著全球對中國商品的需求放緩，產能過剩、過度競爭和政策干預之間的相互作用，中國整體經濟的穩定性正受到嚴重的威脅。如果不實施全面改革，平衡國內消費與生產，採取措施減輕全球貿易緊張局勢影響，並為受影響行業和工人提供針對性支援。社會不滿的壓力就無法持續控制。下面的圖表顯示，中國從消費信心、消費意願、就業、跟收入都在低谷苦苦掙扎。

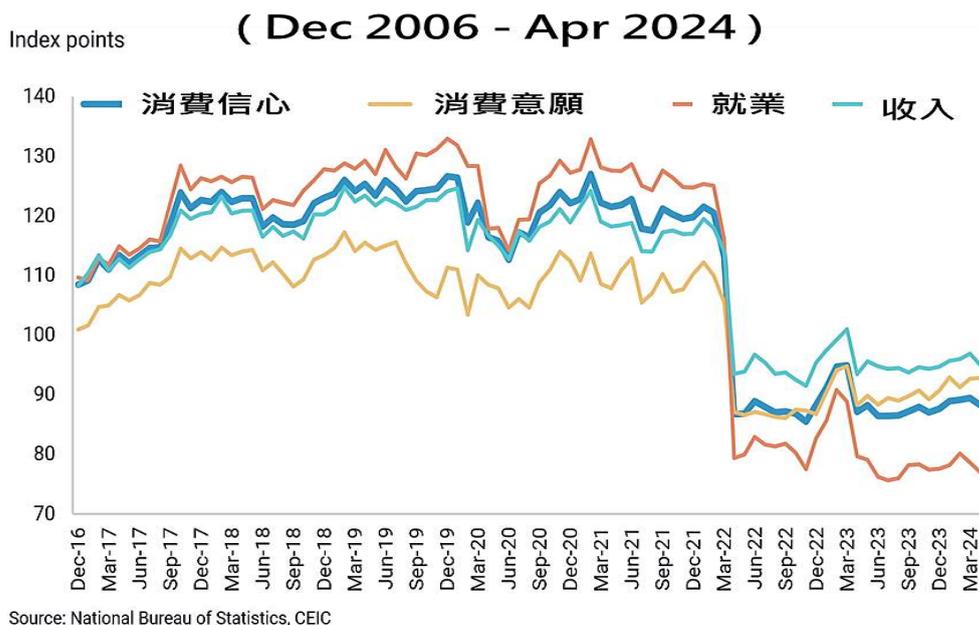


圖 49 中國消費者信心低迷

中國的社會穩定會如何發展，德國的知名智庫墨卡托中國研究 (Mercator Institute for China Studies, MERICS) 針對中國未來社會穩定可能發展，所作三種不同的情景 (如下表) 進行分析，一是繼續動搖，二是成功達成穩定，三是也許真的達到改革，這是中共當局說改革政策不變，藉加強監控下的情境。另一個是民衆消極抵抗，甚至需要中共進一步壓制的情境。

展望 2027 年的中國穩定與社會政策

| 未來預測 | 內容 | 情境 |
|---------|--|---|
| 藉監控達到穩定 | 假設現狀維持，中共提出較好的社會政策及公共服務，伴隨更有效的監視器制度來控制不滿份子，以這組合足夠達到穩定。 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 動搖的中國 ■ 成功的中國 ■ 改革的中國 |
| 壓制及消極反抗 | 無法有效管理包括青年失業率在內的社會問題，中共為維持社會穩定，監控更加嚴厲，伴隨壓制，導致嚴重社會挫折，個人會最起碼會消極反抗。 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 受壓制的中國 ■ 對抗的中國 |

Note: Other assumptions considered as theoretically possible, but not included in the final scenarios as unlikely within five years, included impressive steps towards a functioning welfare state that deals well with inequalities, or large-scale coordinated resistance and public uprisings.

表 1 展望 2027 年中國的穩定及社會政策

其實，老百姓消極抵制可能已經是最好的情況。如果失業問題更加嚴重，已經繳納貸款的爛尾樓受害者、沒有受到良好安置的退伍軍人，金融卡無緣無故被鎖住無法取款的老百姓，或者其他社會失業人士，甚至是農民工都參與這運動或者導致抗爭的話，那情況就可能完全失控，將動搖中國的社會穩定。

6. 人民對中共執政的信心動搖

目前為止，中國的振興經濟政策似乎未能對症下藥。由於前國務院副總理劉鶴所實行的「供給側結構性改革」⁷⁹模式(包括去產能、去庫存、去杠杆、降成本、補短板等五大任務)已經失敗，房地產業資產規模必需大規模的瘦身，而「減息」及「認房不認貸」政策刺激需求有限，買房等於「住套房」。此外，「消費驅動增長」⁸⁰模式，因不符合「打造中國成世界工業和技術強國」的目標，故未得到習近平的青睞。導致目前看來，北京更多是口號救市，而缺乏內容。雖然習近平表示，「中國改革開放政策將長久不變，永遠不會自己關上開放的大門」⁸¹，但投資中國的風險依然太大。

這也反映在中共二十大之後，習近平所建立以黨為核心的核心官僚體系，大多專長於意識形態，而不是孰悉經濟運作、國際財經，知道如何重振疲弱經濟的技術官僚。以前江澤民時代，或者胡錦濤時代，中國技術官僚體系大多是由受過良好中西方教育、精通國際金融和國濟經濟運作方式，與美國官員及外資企業有良好關係，因此頗受到國內外的肯定，但現在中國國務院基本已經被納入中共中央的指揮，而中共又是集權於一人的黨，因此政策決策已喪失牽制與約束的機制。

雖然習近平狂熱推動中國的國際地位，挑戰美國霸權，而「修昔底德陷阱」(Thucydides's Trap)理論認為，新興大國和統治大國之間的

⁷⁹ 透視中國：經濟「供給側改革」會成功嗎？；2020年7月17日；BBC

⁸⁰ 消費是驅動經濟增長的關鍵引擎；周密；2023年03月17日08:27；光明日報

⁸¹ 習近平：中國改革開放政策長久不變；2023年4月13日；Yahoo! 財經

緊張關係以及雙方頻繁戰爭的模式，在歷史上將不斷重複，而這一次是崛起的中國對美國霸權構成的挑戰。只是習近平或許是過度高估了中國的經濟實力，或是其親信的決策圈中只有聽話的「習家軍」，在不會出現反對意見的情況下，習近平對中國的實力有著不切實際的幻想。

紐約時報的 Bret Stevens 說，「就中國而言，我們未來十年面臨的挑戰不是中國崛起，而是它的衰落，中國房地產市場過去一年的崩潰，凸顯這個事實」。不過，他也提醒，「不要把中國的不幸看作我們的幸運，不要認為這場危機將是短暫的，不要以為中國的經濟管理能力很強，不要把中國的國內穩定視為必然，不要認為正在衰落的大國就不會那麼危險」。

中國經濟明顯陷入衰退，以習近平的個性，這會不會反而使中國變得更加危險呢？中國經濟下行已經是事實，中美的經濟戰爭中，中國已是輸家，但全球經濟發展恐怕難以避免被其拖累，而臺灣也一定會受影響。

7. 小結

中國本就面臨嚴重的結構性問題，人口老化結構失衡，財富分配不均，債務泡沫破滅，外匯管制。而決策的錯誤造成骨牌效應，債務泡沫破滅推倒地方財政。銀行無法長久承受地產商以及地方政府融資平臺所留下來的不良債權，如果無法解決，便可能演變成為金融危機。目前經濟情況是通縮，經濟衰退，接下來如若人民幣貶值，進口成本大幅上升，恐怕會轉成通貨膨脹。

為面對結構性的挑戰，中國政府採取了一系列救市措施，包括穩定房地產市場、支撐股市、提高流動性和鼓勵貸款等。然而，這些措施雖然有短期的刺激作用，但是長期的效果仍待觀察。中國經濟需要進行結構性的改革，否則經濟基本面很難會有明顯的改善，特別是需要完善社會安全網，才有辦法提升消費信心和應對外部風險。總的來說，中國經

濟正處於一個關鍵轉型期，如何有效應對內部和外部的結構性挑戰，將決定其未來的發展路徑。

最近北京撒錢 10 兆人民幣是用來化解地方債務，但是並未真正出現大家翹首以盼的大規模刺激政策。雖然中國官方宣稱具有各項財政工具的彈性，但其實在數據上反映出財政上的限制。如果要堅守財政紀律，勢必將加大中國政府的負債，並可能拖延中國經濟復甦的速度，換句話說，日本失落 30 年的經驗或許將在中國重演，但北京政府在面臨經濟處境如此艱難之時，如若錯失最佳的時機或者是推不出規模足夠的財政手段，將可能進一步導致經濟的全面崩潰，陷入持久的衰退。

中國強調製造與出口，但這其實無法解決生產過剩的問題，反而是對出口目的地國家的產業造成傷害。如今，美國及歐盟多已經表達不能夠忍受接受中國衝擊 2.0，並且紛紛對中國的出口商品課徵懲罰性的關稅。在這種全球供應鏈去中國化的情況之下，現在川普即將在就任總統後立即對中國發動第二次貿易戰，對中國課徵 60% 的高關稅，中國的出口動能必然受到極度的壓抑。

捌、中國藉金磚國家推動去美元化

一、金磚國家不滿既有國際秩序

「金磚國家 (BRIC) 」一詞最初由高盛於 2001 年提出，原意是概括形容新興的區域性大國如中國、巴西、印度、南非，及俄羅斯。俄羅斯侵略烏克蘭後，為挑戰西方國家的制裁，在中國及俄羅斯的主導下，金磚國家組織尋求擴張，新成員伊朗、沙烏地阿拉伯、埃及、衣索比亞和阿聯酋等國，出席了 2024 年在俄羅斯所舉辦的 BRICS+ 首屆擴大峰會。BRICS+ 現在約占世界人口的一半，全球貿易的 40%，並在原油生產方面擁有主導地位。南非外交部長潘多 (Naledi Pandor) 表示已有 34 個國家提交加入意向書，這為金磚國家聯盟在要求公平的國際秩序方面提供相當大的影響力。⁸²

BRICS+ 尋求創建替代性的框架反映對當前西方主導的全球治理的不滿，引發全球秩序可能分裂形成東西方集團相互競爭，以及經濟可能脫鉤的擔憂。以中俄為主的軸心國家希望建立一個可以制衡七大工業國 (Group of Seven) 的小型國際組織。而以往作為溝通平臺的 20 國集團 (G-20)，因內部國家間的眾多分歧，使得 BRICS+ 似乎有機會能挑戰 G20 在促進全球合作方面的地位。⁸³ 但 BRICS+ 組成國家相當多樣化，要發展成為剛性的國際組織有一定的困難，因此像 G20 這樣可以靈活參與的多邊性安排會較為合適。所以 BRICS+ 可能不是直接的挑戰 G7，而是促使全球秩序漸進重組的過渡性力量。

在此同時，G7 為因應俄羅斯侵略烏克蘭及中國挑戰國際秩序而重振活力。西方國家努力擴大 G7 與其他國家的對話以加強西方的聯盟。如

⁸² 除了跨境支付此外，金磚集團未來可能的合作包括：建立替代能源交易體系、加強金磚國家內部的商業夥伴關係、創建新的發展融資框架，及尋求在人工智慧和太空探索等先進技術的合作。

⁸³ 所謂的 G7 原先是為應對全球經濟挑戰而成立的組織，目前發展已經相當成熟，也在努力接納更多主要新興經濟體的參與。至於 G-20 在 2008 年金融危機期間得到提升，成為決定全球經濟治理的關鍵機構並獲致一定成就，但 G20 仍然存在結構性不平等，尤其是美元的主導地位和西方制度方面。

果美國及其盟友採取平衡、合作的方法，將 BRICS+ 現象轉變為現有世界秩序中的建設性力量，與全球南方國家更開誠佈公的對話和承認新興大國的擔憂，改革既有國際治理的體系，或許可以為全世界更長久的穩定鋪平一條道路。但川普 2.0 揮舞著美國優先主義的大旗，G7 究竟會如何與全球南方國家對話，情況恐怕並不樂觀。

2015 年，金磚國家成立了新開發銀行（NDB）和應急儲備安排（CRA），作為替代世界銀行和國際貨幣基金組織的方案，但迄今影響都有限。金磚國家一直在探索創建儲備貨幣以減少對美元的依賴，但實際挑戰阻礙了進展。目前的工作重點是促進本幣貿易和實現貨幣儲備多樣化。然仍存在嚴重的障礙，包括美元根深蒂固的地位和替代交易的基礎設施不足。新開發銀行資本不足，一年內的貸款與世界銀行的承諾相比，相距甚遠，而 CRA 主要是作為會員國遭遇流動性危機時的保險，沒有廣泛的影響力。

雖然金磚國家已採取行動試圖降低美國在全球金融的影響力，包括開發取代 SWIFT 的結算平臺。而《喀山宣言》也展現了雄心壯志，但對全球通信基礎設施進行全面改革的努力（例如承諾的海底電纜網路）並未實現。金磚國家參與了應對各種全球挑戰（能源、健康、可持續發展）的倡議，加強了南南合作網路。然而，會員國之間的內部異質性卻限制了這些倡議的有效性和連貫性。

金磚國家由民主國家和威權政權組成，尤其在人權和地緣政治結盟等問題，每個成員都有不同的想法及戰略取向。例如，巴西、印度和南非未響應美國號召支援烏克蘭，同時又避免與中國或俄國過於緊密結盟。而印度和中國之間則因為邊界問題充滿緊張關係，影響金磚國家的整合及發展。全球南方的領土爭端和領導權競爭使國家間合作複雜化，而分歧延伸到對聯合國安理會改革的願望，印度、巴西和南非等會員國的雄心與中國和俄羅斯對常任理事國的立場出現矛盾。

BRICS+ 是重塑全球治理和挑戰西方主導秩序的重大嘗試。儘管中國宣稱會員國平等，但中國經濟地位導致中國具有支配議程的能力，最近

的金磚國家擴張計劃可以看到受中國影響的痕跡。成員國間的政治分歧、經濟差異和地緣政治緊張局勢，都是可能會破壞組織有效性和團結性的內部矛盾。

從歷史的角度上看，金磚國家表現出反西方主導地位的能力，而不是為積極改革制定有凝聚力的議程，這一趨勢可能會隨著成員的增長而加深。雖然金磚國家旨在代表全球南方，但其對發展中國家利益提升的能力仍受懷疑。成員國的混合體包括衣索比亞等低收入國家，及沙烏地阿拉伯和阿聯酋等富裕國家，使得在影響全球南方的事務上的統一立場變得複雜。

伊朗和沙烏地阿拉伯等地緣政治對手的加入可能會加劇 BRICS+ 內部的緊張局勢。不同的派系可能在能源轉型政策和市場競爭等關鍵問題上出現分歧，從而阻礙集體決策的產生。現有成員國之間的野心和競爭（例如，印度與中國）也會使各種倡議的合作複雜化。許多國家都表示有興趣加入 BRICS+，包括之前撤回申請的國家（例如印尼），很明顯，該集團將有機會進一步發展及擴張。但結合差異性甚大且缺乏明確的共同目標的不同國家，容易使建立共識的過程變得更加困難，導致決策癱瘓，並凸顯多邊框架易面臨的問題及挑戰，如此一來，BRICS+ 可能無法成為統一立場的堅實陣線，而只是不同利益的集合體。而中國的主導地位更可能會掩蓋其他成員國的利益。因此 BRICS+ 需要在影響其成員的關鍵全球問題上團結一致，尋求更明確的目標和框架，以促進其成員之間的有效合作。否則，該聯盟基本目標及其作為全球南方代言人的合法性將面臨挑戰。

數據顯示自 2000 年以來，七國集團的 GDP（以購買力平價衡量）從 43% 下降到 30%，而金磚國家所占份額則顯著增加，因此 BRICS+ 的成立可能加劇 G20 內部對立派系的分歧（G7 與 BRICS+），關鍵是 BRICS+ 能否團結一致。而對於美國和西方政府來說，BRICS+ 的崛起凸顯了承認和回應新興國家在全球治理中發揮更大作用的願望的必要性。無視這些要求可能會加劇全球分裂並損害西方利益。西方國家的積極行

動應側重於提升與巴西、印度和南非等新興大國接觸，以促進更具包容性的全球秩序，並分享權力及特權，還要確保有意義的政策轉變，及為這些國家提供切實的物質利益。

BRICS+的出現是 G20 和整個全球治理變化的關鍵點。一場轉型正在進行中，其特徵是舊秩序的衰落和新世界力量的出現。西方的政策制定者，應該將崛起的大國納入以共同原則為基礎的改革框架，展示真正的合作意願，並制定有效的行動方案，以助於塑造多方結盟、協作和治理改革的未來。在不斷變化的地緣政治格局中，惟有採用更具包容性的作法，才能化解新興大國對當前秩序的批評。

雖然 BRICS+ 有機會在選定領域引入新的世界秩序，但其更廣泛的影響力，將在很大程度上取決於其整合內部多樣性、地緣政治競爭和來自大國的外部壓力的能力。如果金磚國家能夠利用成員國的集體力量，制定具有力的戰略，那麼 BRICS+ 在促進多極化的全球格局方面，將能發揮不可小覷的影響力，否則在西方大國可能會積極對抗 BRICS+ 重塑全球秩序的努力的壓力下，BRICS+ 最終的結局也許會走向四分五裂的局面。

二、 金磚國家去美元化的努力

1. 人民幣跨境支付的興起

隨著人民幣在跨境支付和央行儲備的應用更形廣泛，國際貨幣的使用也在轉變。人民幣重要性日益增加，這在金磚國家集團 (BRICS+) 成員國中的跨境支付，尤其明顯。在中國與 BRICS 國家貿易的推動下，2016 年至 2022 年間，人民幣在中國跨境交易的使用量從 20 % 大幅增長到 50%。俄羅斯因為侵略烏克蘭而遭受制裁後，轉而增加人民幣清算，2022 年人民幣用於出口發票的比例幾乎從 0% 飆升至 16%。儘管人民幣作為交易計價的貨幣的占比有明顯成長，但這僅是中俄兩國基於規避經濟制裁的支援關係，相對於美元和歐元的全球份額仍然有限。

BRICS 推廣本幣交易儘管有所展獲，但仍面臨挑戰。為削弱美元在全球貿易和金融的主導地位，也為贏得新興市場國家支持，2023 年的 BRICS 峰會作出擴張決定，邀請沙烏地阿拉伯、埃及和阿根廷等國家加入，強調對目前美元優勢的不滿，尋求以本國貨幣進行跨境清算及在商業和金融領域的使用。但沙烏地阿拉伯僅同意加強貿易關係，並未同意加入 BRICS。

BRICS 對美元主導地位的批評，主要是出自於對自身國家的總體經濟容易受到美元影響的擔憂，特別是在美國聯邦儲備委員會調升利率時，匯率緊盯美元的經濟體，往往遭遇嚴重的通貨膨脹、貨幣貶值和其他金融脆弱性的風險。例如阿根廷、埃及和衣索比亞等國家，經濟表現本就不佳，面臨美元嚴重短缺和高通貨膨脹率，而各國的進口大多以美元定價，因此當發達經濟體的利率快速上升，其美元債務的償債成本亦大幅上升，加劇其財政困境。南非和中國就曾批評美國的貨幣政策是將金融風險轉價到新興市場。

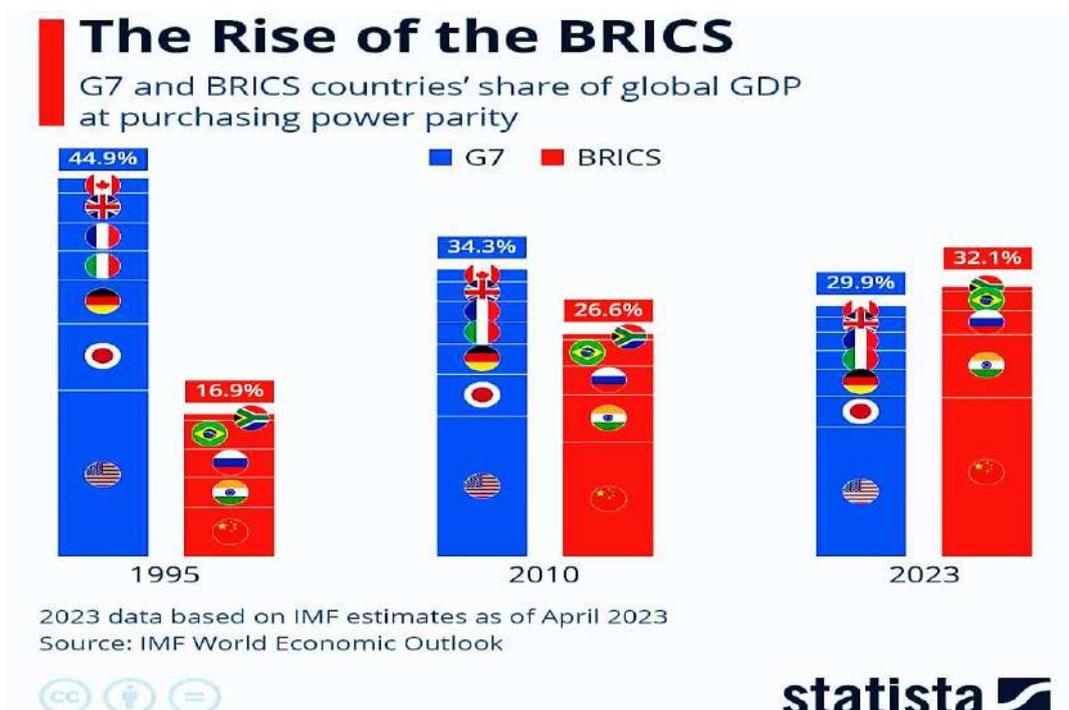


圖 50 G7 與 BRICS 占全球 GDP 比較

就地緣政治考慮，一些金磚國家擔心因制裁而被切斷與金融體系的聯繫，必需減少對美元和歐元的依賴。例如：俄羅斯侵略烏克蘭導致其央行的儲備被凍結，銀行無法使用 SWIFT 清算；中國則擔憂對臺動武時會受到同樣的制裁。因此，BRICS 強調需要建立可以替代美元為基礎的國際金融體系，以打破受美國和歐洲國家經濟制裁的風險。

雖然 BRICS 總體經濟規模大於美國，但大多數國家仍以美元為主要結算貨幣，反映出 (1) 美元交易的流動性、穩定性和效率仍深受到市場參與者的信賴；(2) BRICS 貨幣交易結算的配套基礎建設還有待加強；(3) 中國與俄羅斯和伊朗等受制裁國家的合作，顯現 BRICS 去美元化是地緣政治產物；(4) 阿根廷、衣索比亞和埃及正面臨美元的短缺和外債問題。正因為美元在全球貿易和金融扮演的角色難以取代，因此對 BRICS 而言，去美元化將是嚴峻的挑戰。

三、 人民幣基礎設施在 BRICS 的作用

中國人民銀行藉建立雙邊互換額度、人民幣清算行和中國跨境銀行間支付系統 (CIPS) 等基礎建設促進人民幣的國際使用。這也意味著其它國家在進行人民幣交易時，已無需依賴 SWIFT 系統。CIPS 是在 2015 年推出，自 2022 年 2 月俄烏戰爭爆發後，當年日交易量增長了 50%，於此同時，中國於境外設立人民幣清算行，也促進了人民幣的使用。而雙邊互換額度則為外國央行提供人民幣流動性，有助外國央行在其外匯儲備中增加人民幣的持有。

人民幣在 BRICS 跨境支付的使用增長顯著，但其他貨幣，如沙烏地阿拉伯亞爾、阿聯酋迪拉姆和南非蘭特，在跨境支付份額的增幅較小，佔 SWIFT 總跨境支付量中的份額很低。以下是 BRICS 國家的大致使用情形：

巴西：2023 年，巴西授權其第一家人民幣清算行，促成了巴西雷亞爾與人民幣之間的首次直接交易。截至 2022 年底，巴西超過 5% 的外匯儲備為人民幣，這表明其在該國經濟中的影響力越來越大。

俄羅斯：自西方國家實施制裁，禁止其銀行使用 SWIFT 後，俄羅斯日益倚賴人民幣交易。2023 年，人民幣占中俄貿易額的 70%，俄羅斯也擴大其參與 CIPS 的範圍，以便進一步使用人民幣。

阿根廷：儘管美元短缺嚴重，但阿根廷在 2023 年將其與中國人民銀行的互換額度擴大一倍，從而能夠以人民幣償還債務。商業銀行現在向客戶提供人民幣計價帳戶。然而，阿根廷新任總統米萊 (Javier Milei) 承諾停止這些發展並優先考慮美元化。

沙烏地阿拉伯：2023 年，沙烏地阿拉伯與中國簽署了雙邊互換額度，促進了人民幣石油支付。中國銀行與沙特實體之間的幾項協定旨在擴大人民幣在能源貿易中的使用。但沙烏地阿拉伯並未接受加入 BRICS 的邀請。

阿聯酋：與中國在數位貨幣計劃方面的合作，例如 mBridge 專案，有助於促進人民幣在阿聯酋用於石油和天然氣交易。

四、 去美元化的挑戰嚴峻

中國在全球經濟和金融影響力，加上 CIPS 和雙邊互換額度等發展，提升了人民幣全球金融體系的地位，但儘管人民幣在 BRICS 之間的貿易使用取得長足進步，但在全球儲備中的份額仍然很小，要挑戰美元地位還有很長的道路要走。人民幣居於 BRICS 貨幣國際化的領導地位，但中國北京的金融管制和人民幣的可兌換性受限，加上地緣政治的緊張局勢，都抑制了人民幣的全球可使用性，也使得許多國家對人民幣抱持謹慎態度。

印度盧比計價的交易僅占全球外匯交易的 1.6%。然印度並不願在貿易中使用人民幣，而是加強盧比在跨境貿易中的作用，2023 年印度儲備銀行 (RBI) 採行措施支持盧比在全球貿易中的廣泛使用，包括雙邊貨幣互換安排。該藍圖旨在減少對美元的依賴，但沒有資本帳戶可兌換性。

印度參與本幣結算協定是一大進展，印度儲備銀行和阿聯酋簽署備忘錄，在交易中使用盧比和迪拉姆。包括 34 家俄羅斯銀行在內的 20 多家外國銀行在 2023 年 8 月獲許在印度開設特殊盧比帳戶。然而，盧比的波動性導致其與俄羅斯貿易中的使用率下降，例如：印度煉油商在與俄羅斯能源公司進行交易時，就選擇相對更穩定的阿聯酋迪拉姆。

儘管印度努力擴大盧比的跨境使用，但如何維持幣值的穩定和提升流通性等等挑戰依舊，同樣的，巴西雷亞爾和南非蘭特等其他 BRICS 貨幣的也面臨著類似的限制。金融市場規模不足和匯率不穩定的雙重因素，使得這些貨幣的吸引力遠遠不如美元。但無可否認，人們對非美元金融管道的興趣日益增長，特別是，需要繞過美國的制裁時。而阿根廷和埃及等許多新興市場因面臨嚴重美元短缺，可能會繼續推動尋找替代貨幣，例如印度就積極與全球多家央行就 CBDC 跨境支付進行對話，希望幫助那些因缺乏美元供應而苦苦掙扎的國家，作為進口印度商品的替代支付方式。因此美國需要在外交和經濟上加強與這些市場的接觸，並設法平衡戰略夥伴關係（例如與印度的戰略夥伴關係）與應對這些事態的發展。

總之，人民幣仍是 BRICS 中最可行的非美元貨幣，但其未來的增長將取決於能否克服重大的政治、經濟和基礎設施的挑戰。而隨著全球經濟力量的天平調整，美國則必須考量其它國家尋求替代貨幣需求的根本原因，謹慎制定戰略以維持美元的主導地位。

五、 金磚國家跨境支付倡議（BCBPI）

2024 年 2 月 27 日的第一次金磚國家財長和央行行長會議後，輪值主席國俄羅斯提出一份「改進國際貨幣和金融體系（「IMFS」）」的研究報告，內容包括進一步研究和討論改進當前的 IMFS 的建議。該報告指出：現有的 IMFS 已經達到頂峰，揭示了破壞全球經濟穩定的缺陷，主要源於對單一貨幣和集中式基礎設施的過度依賴。如果不進行改革，經濟表現和社會狀況將繼續惡化，並阻礙可持續發展目標的進展。

就跨境貿易與投資，雖然跨境貿易正在向新興市場和發展中經濟體轉移，但這一趨勢並未反映在跨境投資中。新興市場和發展中經濟體資金不足，貿易利潤經常再投資於國外，而不是使用在國內。特別是由於貿易壁壘增加，障礙從 2010 年的不到 500 個增加到 2022 年的 2,500 多個，全球貿易碎片化對於低收入國家和弱勢消費者的影響尤為嚴重，IMFS 必須適應碎片化趨勢，未來應強調安全性、獨立性、包容性和可持續性。保護參與者免受資本損失並確保公平，同時考慮長期可持續性。

就跨境支付基礎設施問題，當前支付基礎設施缺乏競爭，嚴重依賴中心化機制。這種過時的模式限制了參與者的選擇，因此需要轉向去中心化的方法。未來創新的支付系統應該專注開發能夠以當地貨幣執行交易和結算框架的全球銀行網路，並在中央銀行之間增強消息傳遞及直接聯繫，以集中監督交易過程，降低風險，並確保沒有單一實體有能力主導支付網路。

金磚國家跨境支付倡議（BCBPI）提出了一個多邊結算平臺，利用現代技術來加強跨境交易，從而可能降低與當前系統相關的風險。該報告也批評當前的資本市場基礎設施僵化無法應對挑戰，必須長期依賴倫敦和紐約等主導的金融中心，使得對發展中國家的投資複雜化。為了加強新興市場和發展中經濟體之間的跨境投資流動，應創建有競爭力的基礎設施，如金磚國家 Clear 平臺。

同時，由於主權儲備貨幣嚴重依賴美元造成了不對稱性，給全球經濟帶來壓力，應當重新評估貨幣集中的弊端，採取更平衡的方法。就新興市場和發展中經濟體所需發展資金的脆弱性而言，這些國家與發達國家相比，面臨更高的借款利率及利息償付成本的問題，需要全面檢討，以便更適當地使費率與風險狀況保持一致。

多邊開發銀行雖然對於向新興市場和發展中經濟體提供優惠融資有著重要貢獻，但其治理和資源分配方式面臨批評，應該加以改革以提高其有效性。另外，對 IMF 和特別提款權（SDR）的質疑是，IMF 的治理結構偏向富裕國家的利益，對發展中國家的代表性則不足。同時，對於

如何使特別提款權作為全球儲備資產也需要特別加以討論。而作為應對金磚國家實際或潛在的短期國際收支壓力而成立的「金磚國家應急儲備安排（CRA）」，則由於對美元的依賴和經濟診斷能力的限制，面臨運營挑戰。

總結來說，雖然 IMFS 負責應對全球經濟面臨的挑戰，因此，解決其結構缺陷並實施必要的變革，對於實現發達國家和發展中國家之間的平衡、改善可持續發展目標成果和加強全球金融穩定至關重要。

六、 川普威脅金磚國家創造新貨幣的後果

針對金磚國家可能發展新的貨幣及跨境支付系統，川普十一月底在社群上貼文表示：「金磚國家試圖遠離美元，而我們卻袖手旁觀的想法已經結束了。我們要求這些國家承諾，他們既不會創造新的金磚國家貨幣，也不會支援任何其他貨幣來取代強大的美元，否則他們將面臨 100% 的關稅，並應預期告別出售商品到美國。⁸⁴」，而川普所提名的財政部長貝森特 (Scott Bessent) 也表示維護美元作為世界儲備貨幣的地位將是他主要的政策之一。

⁸⁴ Trump [posted on Truth Social](#) (November 30, 2024).

玖、結論

本研究報告從全球地緣政治的宏觀立場出發，深入分析了美元與人民幣之間的貨幣霸權之爭。通過探討美元在全球金融體系中的主導地位及其影響，我們了解到美元在國際貿易和儲備中扮演著重要角色，並且美國利用這一地位在國際事務中發揮了巨大的影響力。

同時，我們也分析了中國挑戰美元霸權的背景和動機。中國在經濟、軍事和外交上的崛起，推動了人民幣國際化的進程。然而，中國在推動人民幣國際化的效果相對而言，並沒有值得令人稱羨的地方。例如，中國自 2009 年開始推動人民幣國際化，並在 2011 年納入十二五規劃，目標是擴大人民幣的跨境使用。然而，人民幣在國際貿易中的使用比例仍然較低，主要原因是全球市場對人民幣的接受度和信任度不足。

有關人民幣在國際投資所佔的地位，儘管中國積極推動人民幣國際化，但資本流動仍受到嚴格限制，使得人民幣資產難以受到全球機構投資者青睞。此外，人民幣在外匯儲備中的地位仍然有限。儘管人民幣在 2016 年被納入國際貨幣基金組織 (IMF) 的特別提款權 (SDR)，成為全球主要的儲備貨幣之一，但其在全球外匯儲備中的比例仍然較低。根據 IMF 的數據，美元在全球外匯儲備中所占比例仍大致維持在 60%，而人民幣的比例則相對較小。

此外，美國採取了多種金融管制措施來反制中國的挑戰，包括限制中資企業在美國的籌資管道和投資，並可能擴大對香港的金融制裁。這些措施對中國經濟金融造成了嚴重影響，也對人民幣的國際地位構成了挑戰。總的來說，人民幣在跨境貿易、投資和外匯儲備上的進展，雖然有一定的成就，但仍不足以支持其取代美元作為國際儲備貨幣。中國政府需要進一步的推動金融和匯率改革，才能提升人民幣的國際地位和信任度。

最關鍵的是，中國經濟發展模式存在結構性的缺陷，再加上近年來

經濟決策的錯誤，導致資產泡沫破滅，地方財政及金融體系流動性出現危機；中國長期以來對於社會安全網的投資不足，加上不考慮社會層面的衝擊，國進民退導致生產效率降低，而機器人與 AI 的運用大量減少就業機會，長期嚴苛的動態清零防疫措施導致經濟與社會活動的停滯，造成不可回復的經濟傷害。

中國目前的經濟困境對人民幣國際化的衝擊主要體現在以下幾個方面：

首先，中國通貨緊縮及經濟增長趨緩。隨著經濟增長放緩，中國的經濟動能減弱，這對人民幣的國際地位造成了負面影響。經濟增長放緩意味著中國在全球市場上的競爭力下降，使得其他國家對人民幣的信心減弱。

其次，人口結構失衡及老齡化問題也對中國經濟構成了挑戰。隨著老齡化，以出生率的下降，勞動力供應減少，這進一步限制了經濟增長的潛力。老齡化問題還導致社會保障支出增加，進一步加重了政府的財政負擔。

再者，貧富差距擴大也是一個不容忽視的問題。中國的經濟增長雖然迅速，但貧富差距卻在不斷擴大。在失業率不斷攀升的壓力之下，低收入族群受到最大的衝擊，這導致社會不穩定因素增加，進一步影響了經濟的穩定性。

此外，出口市場飽和也是一個重要因素。中國長期以來依賴出口來推動經濟增長，但隨著全球市場的飽和，中國的出口增長空間有限。這使得中國需要尋找新的經濟增長點，但這在全球經濟成長低迷的環境下，特別顯得困難。

中國經濟當前面對最棘手的問題就是，即將就任美國第 47 任總統的川普，揚言將對中國實施高關稅的制裁抑制中國的出口，美國國會也提案要撤銷提供給中國的永久正常貿易夥伴關係，而其它的國家也在調查中國的不公平貿易，不管中國與出口目的地國家未來貿易談判的結果如

何，中國未來的出口將難避免遭遇巨大的衝擊。

美國對中國的金融制裁和限制措施也對人民幣國際化造成了衝擊。美國採取多種金融管制措施，包括限制中資企業在美國的籌資管道和投資，並可能擴大對香港的金融制裁。這些措施對中國經濟金融造成了嚴重影響，也對人民幣的國際地位構成了挑戰。美國對科技出口到中國的限制日益嚴格，這也將影響到中國產業的進步速度。金融脫鉤及科技脫鉤都是外人直接投資及對中國金融投資大幅衰退的原因，也就大幅壓抑了對人民幣的興趣。

總的來說，對人民幣穩定性的擔憂，包括相對於美元貶值的風險，使人民幣朝向儲備貨幣的進一步過渡複雜化。人民幣在跨境貿易及投資上的進展可觀，但仍不足以支持其取代美元作為國際儲備貨幣。中國經濟困境對人民幣國際化的衝擊是多方面的，這些挑戰需要中國政府採取有效的措施來應對，以維持人民幣在國際市場上的地位。

最後，我們探討了金磚國家組織推出的跨境支付系統作為替代以美元為中心的 SWIFT 全球支付系統的可行性。儘管中國在挑戰美元霸權的過程中面臨諸多障礙，短期內推動人民幣國際化的努力不容易看到具體的進展，中國選擇在金磚國家組織的架構下，推動去美元化，但在諸多環境的限制下，目前看來這樣的努力仍成效有限。

中國、俄國及其他極權國家似乎選擇減少持有美國國債，轉而持有更多的黃金或是虛擬貨幣，而川普總統本身已經表達有意接納虛擬貨幣，加上國際貨幣基金組織本身也有利用區塊鏈科技推動虛擬貨幣的提案，這對美元未來地位的衝擊，及全球南方國家對現有國際金融體系改革的要求，美國將如何應對，這些發展趨勢都值得持續關注。《完》

拾、參考文獻

一、 中文文獻

1. 布列敦森林協議於1944年7月22日簽訂，中央銀行貨幣金融知識專區，2021。
2. 習近平：努力成長為對黨和人民忠誠可靠、堪當時代重任的棟梁之才，新華社，2023-06-30。
3. 維基百科，特里芬兩難。
4. 中國銀行 2022 年《人民幣國際化白皮書》，2023-6。
5. 習近平，承前啓後、繼往開來，繼續朝著中華民族偉大復興目標奮勇前進，新華網，2012-11-29。
6. 習近平「一帶一路」戰略重塑世界經濟，BBC 中文網，2016-07-01。
7. 藍孝威，「聯邦退休金不再投資陸港股票 美議員支持」，中時即時新聞網，2023-11-19。
8. 羅曼，中概股回港路徑解析：雙重主要上市逆轉第二上市成主流，證券時報網，2023-05-15。
9. 從二次上市到雙重上市，阿里巴巴引領中概股大趨勢，香港01，
https://www.hk01.com/article/799724?utm_source=01articlecopy&utm_medium=referral，2022-08-03。
10. 德國之聲，趕在新規之前，中國企業在美國「扎堆」上市，2023-04-01
<https://tw.news.yahoo.com/%E8%B6%95%E5%9C%A8%E6%96%B0%E8%A6%8F%E4%B9%8B%E5%89%8D-%E4%B8%AD%E5%9C%8B%E4%BC%81%E6%A5%AD%E5%9C%A8%E7%BE%8E%E5%9C%8B-%E6%89%8E%E5%A0%86->

%E4%B8%8A%E5%B8%82-074400528.html?guccounter=1

11. 中國銀行，2022年《人民幣國際化白皮書》，2023-06-06。
https://www.boc.cn/aboutboc/bi1/202306/t20230606_23185914.html。
12. 畢馬威中國，香港IPO市場：2023年前三季度摘要，2023-10-09。
13. 商務部、國家統計局和國家外匯管理局《2022年度中國對外直接投資統計公報》，2023-10。
14. 萬喆，提升香港國際金融中心新階段所面臨的挑戰及對策，中信經濟導刊，2023-01。
<https://www.jingjidaokan.com/icms/null/null/ns:LHQ6LGY6LGM6MmM5ZTg0ZWI4NDM3Mjl1MjAxODU5ZjhkNzk5ODAwMzUscDosYTosbTo=/show.vsml>
15. 國泰君安證券研究，若美國動用SWIFT這一「金融制裁大殺器」，最壞的結果會是什麼？，2020。
<https://m.gelonghui.com/p/391602>
16. 經濟學家解讀「十四五」規劃和2035年遠景目標綱要，中國政府網，
http://big5.www.gov.cn/gate/big5/www.gov.cn/zhengce/2021-03/14/content_5592819.htm
17. 中華人民共和國國民經濟和社會發展第十四個五年規劃和2035年遠景目標綱要，新華社，2021-03-13。
18. 透視中國：經濟「供給側改革」會成功嗎？，BBC，2020-07-17。
19. 周密，消費是驅動經濟增長的關鍵引擎，光明日報，2023-03-17。

20. 習近平：中國改革開放政策長久不變，Yahoo！財經，2023-04-13。
21. 中央銀行，「俄羅斯因應及反制國際經濟金融制裁之分析」，央行理監事會後記者會參考資料，2022-06-16。

二、 英文文獻

1. Joshua S. Goldstein. *International Relations*. New York: Pearson-Longman, (2005).
2. Serkan Arslanalp, Barry Eichengreen, Chima Simpson-Bell, *Dollar Dominance in the International Reserve System: An Update*, IMF Blog (2024).
3. Elizabeth C. Economy · *The Third Revolution : Xi Jinping and the New Chinese State* · Oxford University Press (2018) .
4. Kevin Rudd, *On Xi Jinping: How Xi's Marxist Nationalism is Shaping China and the World* · (2024).
5. David E. Sanger & Mary K. Brooks, *New Cold Wars: China's Rise, Russia's Invasion, and America's Struggle to Defend the West* , (2024).
6. Skylar Christoffersen, *China and Russia : A New Cold War?* Harvard International Review, (2024).
7. Peter Wonacott, *Costly Conflicts : Here`s how China`s Military Options for Taiwan Backfire*, United States Institute of Peace, (2024).
8. Goodrich, Jimmy. *China`s Evolving Fortress Economy Outlook*. IGCC Working Paper No 5. escholarship.org/uc/item/9q53t1sz. (2024).
9. *IMF Adds Chinese Renminbi to Special Drawing Rights Basket*, IMF News, (2016).
10. Gita Gopinath · *Geopolitics and its Impact on Global Trade and*

- the Dollar* · IMF (2024) .
11. Niels Graham & Hung Tran, *Dedollarization is not just geopolitics, economic fundamentals matter*, ATLANTIC COUNCIL, (2024).
 12. Randall W. Forsyth, *50 Years After Nixon Ended the Gold Standard, Dollar's Dominance Faces Threat* " Barron's, (2021).
 13. Lowenstein, Roger, *The Nixon Shock*, Bloomberg Businessweek, (2011).
 14. William L. Silber, *Will the Euro Dethrone the Dollar?*, Project Syndicate, (2007).
 15. Juan Manuel Chom ó n, Brendan Dziama, *From Petrodollar to Mineralyuan*, Foreign Policy In Focus, (2024).
 16. Victor Jack, *EU bankrolling Putin with growing Russian fuel buys from India, report warns*, Politco, (2024).
 17. Daniel Driscoll, *The Dollar and Climate* , The Polycrisis, (2023).
 18. Jennifer A. Hillman, *Chinas Entry into the WTO - A Mistake by the United States?*, Georgetown University Law Center, (2022).
 19. Song Wei, *Realizing great dream via 'Four Greats'*, China Daily, (2017).
 20. Ji-han Lim, *Decoding the BRI's Second Decade: Ideology, Governance, and Geopolitics*, Beyond the Horizon, (2023).
 21. Jon (Yuan) Jiang, *The Belt and Road Initiative might also kick ideological goals in China*, Global Policy, (2020).
 22. Karthik Sankaran, *Bessent, Strong dollar, tariffs can wield US power on world stage*, Responsible Statecraft, (2024).
 23. James McBride & Andrew Chatzky, *Is 'Made in China 2025' a Threat to Global Trade?*, Council on Foreign Relations, (2019).
 24. Arjun Gargeyas, *China's '2035 Standards' quest to dominate global*

- standard-setting*, Hinrich Foundation, (2023).
25. Elias Groll, *5 Takeaways From Mike Pence's Hawkish China Speech*, Foreign Policy, (2019-10-24).
 26. Office of the Secretary of Defense, *Military and Security Developments Involving the People's Republic of China 2020*, (2020-9)
 27. Cameron Cavanagh, *U.S. Economic Restrictions on China: Small Yard, High Fence?*, Georgetown Security Studies Review, (2023-12-26)
 28. Ulrich Jochheim, *China-Russia relations: A quantum leap?*, European Parliamentary Research Service, (2023-05)
 29. SKyle Aonson & Dane Egli, *The Ambitious Dragon Beijing's Calculus for Invading Taiwan by 2030*. JOURNAL OF INDO-PACIFIC AFFAIRS, (2023-03~04).
 30. Noah Robertson, *How DC became obsessed with a potential 2027 Chinese invasion of Taiwan*, Defense News, (2024-05-07).
 31. D. Lawder, *US will not accept Chinese imports decimating new industries, Yellen says*, Reuters, (2024-04-08) .
 32. Miles Livingston, Winnie P.H. Poon, Lei Zhou, *Are Chinese credit ratings relevant? A study of the Chinese bond market and credit rating industry*, Journal of Banking & Finance, Volume 87, (2018).
 33. Ashutosh Pandey & Marrakech, *Is the US denying China a bigger voice at the IMF?*, DW, (2023-10-13) .
 34. Andrew Mayeda & Alison Vekshin, *Lew Signals Yuan Not Ready for IMF Blessing as Reserve Currency*, Bloomberg, (2024).
 35. K. Habermeier, A Kokenyene, S Darbar, C Baba, L. ZHU, & V.

- Zotova, *Chapter 8. Capital Account Opening and Capital Flow Management, in Modernizing China : investing in soft infrastructure*, IMF eLibrary, (2017).
36. Rodrigo Zeidan · *De-dollarization, the Belt and Road Initiative, and the Future of the Chinese Yuan* · Georgetown Journal of International Affairs (GJIA), (2024-04-18)
 37. *BIS Triennial Central Bank Survey of FX and OTC Derivatives Market*, BIS,
https://www.bis.org/statistics/rpfx19_fx.htm, (2019-09-16)
 38. Maximilian G. Mooradian, *China' s Challenge to the International Economic Order*, Foreign Policy Research Institute, (2024).
 39. UNCTAD, *World investment report 2023*, (July 2023).
 40. Helena Legarda, *MERICs Top China Risks 2025*, Mercator Institute for China Studies, (2024-12).
 41. IMF, *World economic Outlook*, 2024.
<https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/WEO>
 42. Trump, posted on Truth Social, (2024-11-30)
<https://truthsocial.com/@realDonaldTrump/posts/113573130299319701>