

中國大陸總體金融之現況及挑戰

中央銀行

金融業務檢查處

陳麗雲、林彥如*

民國 112 年 8 月

*本文所有論點皆屬作者意見，不代表中央銀行及作者服務單位之立場。

摘要

中國作為全球第二大經濟體，對全球經濟成長舉足輕重，同時也是臺灣最重要的出口市場和進口來源。近年來，中國經濟成長速度放緩，維持經濟穩定成長成為內部重要議題，其經貿在全球占比牽一髮動全身，爰本報告深入探討中國面臨的多重經濟挑戰和風險。

首先就人口結構部分說明中國低出生率及高齡化等人口結構對經濟的不利影響，並特別關注青年失業率攀升之問題。

其次，針對持續低迷的房地產業，介紹危機形成的原因、所面臨的風險，以及政府為促進房地產市場所推行的政策措施。

有關地方政府債務違約風險升高一節，分析中國整體債務情形及地方政府融資平台的發展歷程與風險。

最後，討論國進民退、共同富裕等政策對中國生產力的負面影響，以及美國對中國進行的半導體相關管制措施為中國帶來的困境。

上述內憂外患之挑戰與風險對中國經濟的不利影響可能引發負面外溢效應，影響全球經濟和臺灣對外貿易，未來中國政府採取的應對措施及政策改革，對其內部經濟成長變化趨勢及國際總體金融外溢影響至關重要，因此需要密切關注相關發展。

目 錄

壹、前言	1
貳、人口結構對中國經濟的不利影響	2
一、人口結構現況	3
二、青年失業率持續攀升	4
三、世界工廠及世界市場地位受威脅	6
四、退休金體系不健全	6
五、地方政府社會政策負擔沉重	6
參、房地產業的危機與風險	7
一、過去依賴刺激房地產業振興經濟	7
二、「三條紅線」政策觸發房地產市場危機	8
三、房地產業面臨的風險	11
四、促進房地產市場政策措施	13
肆、地方政府債務違約風險升高	16
一、中國整體債務情形	16
二、地方政府融資平台的發展歷程與風險	18
伍、生產力衰退不利於經濟成長的可持續性	28
一、全要素生產率	28
二、生產力下降原因	29
陸、結語	37
參考文獻	38

圖目錄

圖 1	中國就業人口數與人口紅利	2
圖 2	全國人口城鎮調查失業率	4
圖 3	普通高校畢業生規模.....	5
圖 4	房地產投資對 GDP 比率	7
圖 5	城鎮居民家庭資產結構(2019).....	8
圖 6	全國房地產開發綜合景氣指數	9
圖 7	開發商融資年增率.....	11
圖 8	住宅待售面積年增率.....	12
圖 9	各國債務與經濟發展關係	16
圖 10	中國非金融部門債務對 GDP 比.....	17
圖 11	地方政府融資平台運作架構.....	19
圖 12	土地出讓收入.....	24
圖 13	房市風險外溢至地方政府途徑	25
圖 14	地方政府融資平台債券平均剩餘期限(tenor).....	27
圖 15	地方政府財政實力與借貸成本之關係	27
圖 16	中國整體 TFP 增長率估計值.....	29
圖 17	財富世界 500 大中國上榜.....	30
圖 18	共同富裕政策簡史.....	31
圖 19	共同富裕主要監管政策(2020/11~2022/10).....	32
圖 20	中國近年積體電路進口量	36

表目錄

表 1	房地產相關指標同比年增率	10
表 2	房地產市場激勵手段.....	14
表 3	地方政府融資平台相關監管政策	22
表 4	拿地金額前一百大企業所有制變化	25
表 5	美國對中國科技封鎖手段	34

壹、前言

中國作為世界第二大經濟體，對全球經濟成長的貢獻占比超過二成，同時也是臺灣最大的出口市場及進口來源，因此，中國的總體金融情況對全球經濟及臺灣對外貿易影響甚鉅。自 1978 年改革開放以來，中國經歷了三十餘年的高速經濟增長，然而近年來，隨著增長速度放緩，維持經濟穩定成長成為重要議題。

在 2022 年 10 月的第二十次全國代表大會上，中國政府重申其於 2020 年提出之「2035 年中國達到中等發達國家水平¹」願景，根據估算須維持國內生產總值(GDP)每年平均經濟成長率 4.8%以上方能達成該目標。然而全球經濟受到 COVID-19 疫情嚴重衝擊，中國更因執行嚴格的「動態清零」政策而付出沉重代價，2022 年中國 GDP 成長率僅 3.0%，遠低於所訂目標 5.5%。

隨著 2022 年底中國「動態清零」政策退場，2023 年第一季中國 GDP 增速優於市場預期達到 4.5%，國際組織及投資銀行因而紛紛上調對中國經濟成長的預測；然而，即便第二季 GDP 成長率增長至 6.3%，基於 2022 年第二季成長率僅 0.4%之低基數效應，反彈力道實不如預期，此外，各項經濟指標亦顯示中國陷入內需低迷、投資動能不足及出口疲弱等困境，這促使各家機構相繼轉向，下調對中國的經濟成長預期。

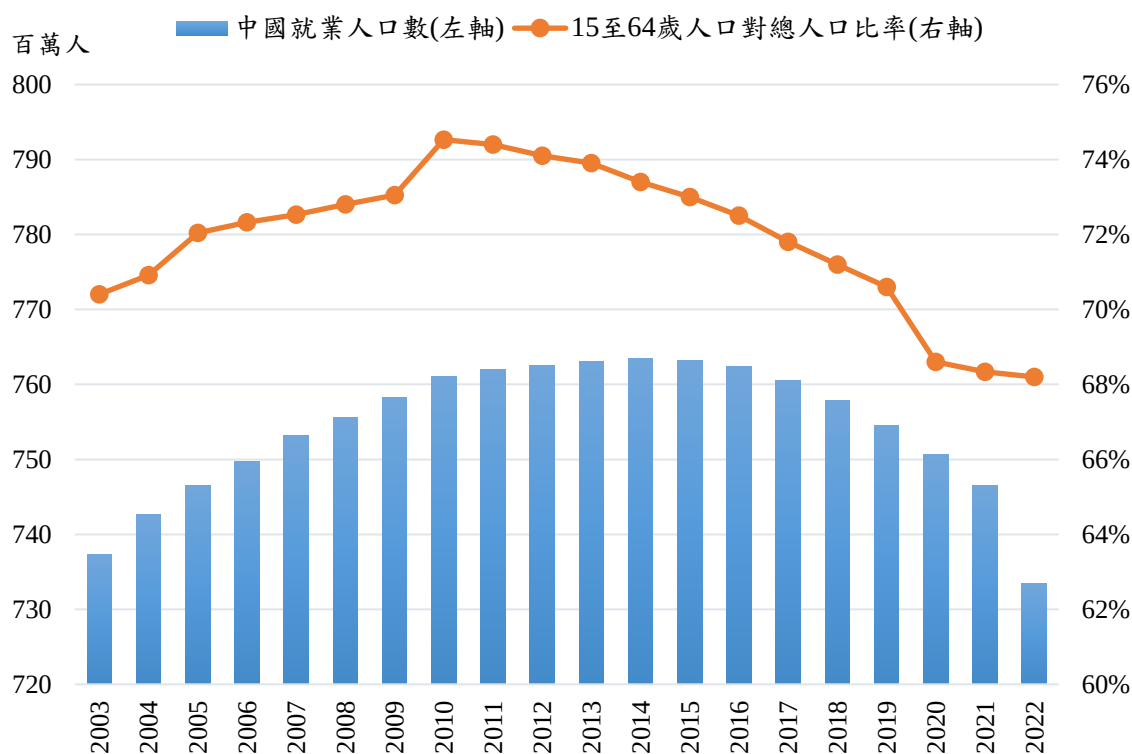
本文旨在探究目前中國經濟成長所面臨的主要不利因素，包含出生率低下與人口高齡化形成的人口結構問題、房地產市場持續低迷、地方政府債臺高築及生產力成長率急遽下降等，透過瞭解中國總體金融發展趨勢，以警惕中國經濟下行引發之負面外溢效應。

¹ 中等發達國家水平係指實現經濟總量或人均 GDP 較 2020 年增加一倍，依據國家統計局數據，2020 年中國人均 GDP 為 71,828 人民幣。

貳、人口結構對中國經濟的不利影響

充沛且低廉勞動力帶來的人口紅利²為過去支撐中國經濟高速成長的主要支柱，然而中國就業人數自 2015 年起由增轉減(圖 1)，主要原因係中國第一波戰後嬰兒潮³人口於當時陸續達到中國法定退休年齡(男性 60 歲，女性 55 歲)，以及第三波嬰兒潮結束後，生育率因一胎化節育政策⁴的持續實施而不斷下滑，使當時滿足進入就業市場條件的 16 歲以上人口數低落。除此之外，中國正面臨持續性的人口結構問題，包含人口高齡化及青年失業率高等，對勞動要素投入帶來負面影響，將不利於中長期經濟成長。

圖 1 中國就業人口數與人口紅利



資料來源：中國國家統計局。

² 一個國家從農業社會轉型成工業社會的早期階段，生育率開始下降，勞動年齡人口增長速度大於依賴勞動力照護的人口增長速度，使資源得以釋放至投資經濟成長。

³ 歷史記載中國曾經出現三波較顯著嬰兒潮，第一波為 1950 年到 1958 年間，第二次世界大戰及國共內戰；第二波為 1961 年大躍進結束後到 1979 年一胎化政策頒布前；第三波為 1981 年至 1997 年間，由第二波嬰兒潮出生人口進入生育年齡而產生的回聲嬰兒潮。

⁴ 中國於 1979 年開始實行一胎化政策，要求城市人口除經審核批准外只能生育一個孩子，該政策於 2016 年由二胎政策取代之，並於 2021 進一步放寬至可以生育三個孩子。

一、人口結構現況

(一)出生率屢創新低

長達 30 餘年一胎化節育政策讓中國尚處開發中國家階段時，人口結構即呈現彈頭型金字塔⁵，隨著人口紅利開始下降(圖 1)，政府於 2016 年及 2021 年相繼推行二胎政策及三胎政策鼓勵生育，然而受育兒花費高昂、中產階級財務壓力大、性別比率失衡及青年失業率高等因素影響，出生率仍雪崩式下跌，從 2016 年的 13.57‰降至 2022 年的歷史新低 6.77‰，6 年內銳減 50%。

(二)加速迎向頭重腳輕金字塔型(top-heavy population pyramid)人口結構

中國於 2021 年正式邁入高齡社會⁶，2022 年 65 歲以上人口占比逼近 15%，隨著大躍進後嬰兒潮世代逐漸達到退休年齡，中國正迎來一波大規模退休潮，同時，由於持續低出生率，亦將進一步加速中國邁向超高齡社會的步伐，聯合國(United Nations)預測中國的老年扶養比⁷將自 2000 年 10%攀升至 2040 年 41.5%。人口高齡化為國家在發展進程中會面臨的問題，中國的狀況之所以引起注意，係相較於類似發展階段之其他經濟體，中國老化得又早又快。

(三)人口呈負成長趨勢

2022 年中國迎來 1961 年大饑荒結束以來首次人口負成長，鑒於目前生育激勵政策如育兒津貼、延長產假等未見成效，預計人口萎縮將成長期趨勢。根據聯合國經濟社會事務部(DESA)推算，2023 年 4 月底印度已超越中國成為世界人口第一大國，雖然印度人口成長速度

⁵ 彈頭型金字塔為出生率及死亡率皆低，且壯年比例高的人口結構所呈現的人口金字塔。多出現於經濟發展程度高的國家。

⁶ 國際上將 65 歲以上人口占總人口比率達到 7%、14%及 20%，分別稱為高齡化社會、高齡社會及超高齡社會。

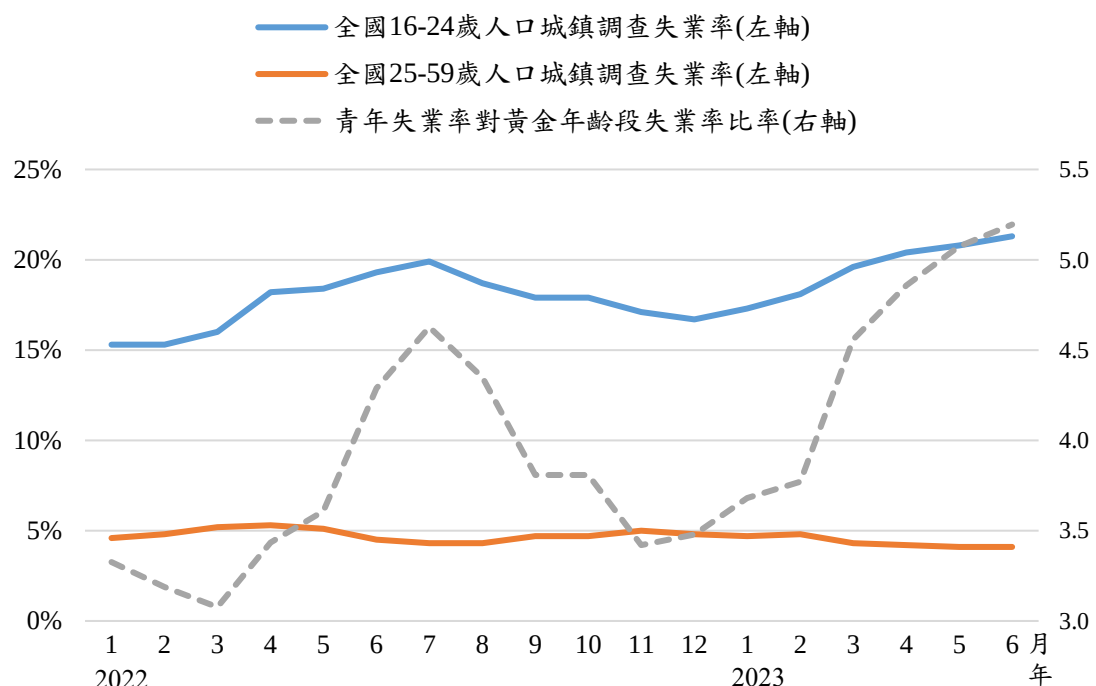
⁷ 65 歲以上人口相對 15 至 64 歲人口之比例。

已開始放緩，與中國不同的是，印度人口結構以青壯年為主，平均年齡約為 29 歲。

二、青年失業率持續攀升

國家統計局數據顯示，全國 16-24 歲人口城鎮調查失業率(下稱青年失業率)在 2022 年 7 月突破歷史高點達到 19.9%後，2023 年 4 月、5 月及 6 月連續 3 個月再創新高來到 21.3%，亦即將近每 4.7 個畢業生就有 1 個失業，全國 25-59 歲人口城鎮調查失業率(下稱黃金年齡段失業率)相較之下平穩許多，甚至有好轉趨勢(圖 2)，2019 下半年，中國青年失業率對黃金年齡段失業率比率落在 2.6 到 3 之間，大致與 OECD 國家相近，截至 2023 年 6 月，該比率已達 5.2，遠高於其他 OECD 國家，反映出中國目前失業問題主要屬於勞動力市場技能與職業供需不相符的結構性失業。

圖 2 全國人口城鎮調查失業率

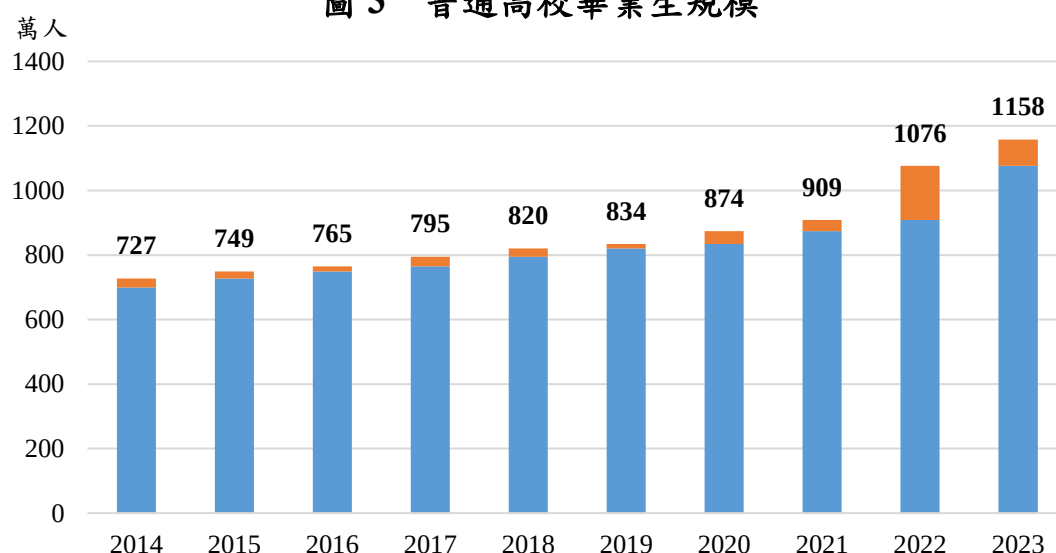


資料來源：中國國家統計局。

從勞動力供給角度切入，隨著高等教育普及，高等學校畢業生人數不斷攀升(圖 3)，2022 年畢業生人數甚至暴增 18.4%，增長量相當

於過去六年(2015 年至 2021 年)增加量的總和，2023 年增長趨勢雖放緩至 7.6%，然相較過去仍處於高檔，對 2023 下半年青年失業率恐是雪上加霜。

圖 3 普通高校畢業生規模



資料來源：中華人民共和國教育部。

分析勞動力需求層面，近年中國推動製造業及服務業向中高端技術轉型，產業結構調整加速雇主對勞工技能需求的改變，畢業生所具備技能與企業開放職缺存在學用落差。除此之外，為管控 COVID-19 疫情實施動態清零政策，使企業經營困難、外商投資意願降低，以及各項共同富裕政策使互聯網公司、教培業⁸等業務縮減，加上房地產市場低迷，皆導致新增就業機會大幅減少。

青年失業率可視為國民所得的領先指標，青年勞動力市場中，不斷創新高的供給、萎縮的需求，加上兩者之間技能不相配的現況，加劇該市場的供需不平衡，並推升青年失業率，青年對未來收入的不確定性，恐促使房地產市場及生育率再跌，形成經濟成長減速導致新增就業機會的續減，進一步造成青年失業率居高不下之惡性循環。

⁸ 中國官方規定對義務教育階段或普通高中學生的學科類培訓機構，統一登記為非營利性機構、不得上市、外資不得對其控股或參股，且不得於國家法定節假日、休息日與寒暑假提供學科類培訓等。

三、世界工廠及世界市場地位受威脅

中國面臨人口持續性萎縮、高齡化時程加速及青年失業率攀升等困境，加重勞動力投入下滑之壓力，可能使勞動密集型產業(如製造業)向印度及越南等勞動力充沛國家移轉，衝擊中國世界工廠地位。

中國仰賴龐大的人口量支撐內需市場，目前人口萎縮的趨勢對消費造成直接負面影響，另外老年人大多依賴過去積累儲蓄過活，伴隨人口高齡化而來的是總儲蓄率下降，導致社會資本積累減少，且在生育率低落下，亦可能增加早年預防性儲蓄，間接使消費被抑制。投資及消費減少，將拖累經濟成長，衝擊中國世界市場地位。

四、退休金體系不健全

人口高齡化加速促使中國退休金體系不健全問題浮上檯面。該體系由政府、企業及個人三大支柱組成，由政府主導的第一支柱「基本養老保險」(public pension)採取隨收隨付制(pay-as-you-go)⁹，該退休金自 2014 年起出現支出超過收入(排除政府財政補貼部分)之現象，中央及地方政府補貼資金壓力擴大，為應對所面臨的財務可持續性挑戰，中國政府於 2022 年提出漸進式延長法定退休年齡相關提議，並推行第三支柱「個人養老金」(private pension)制度，目前規模僅約政府「基本養老保險」的 1/50，若該制度實施順利，除能緩解「基本養老保險」資金枯竭危機外，亦能推動中國家庭儲蓄從銀行存款及房地產市場轉移至金融資本市場，有助於提高中國家庭投資組合多樣性及儲蓄報酬率。

五、地方政府社會政策負擔沉重

為解決人口結構問題，中國目前推行多項政策，如鼓勵生育之延長產假和生育補貼，以及對青年失業問題之吸納就業補貼、以工代賑

⁹ 以當年度勞動人口所繳納的保險費收入，支付該年度的保險給付，易因人口結構改變及就業率降低等因素，直接影響當年度保險費的收入，造成保險給付困難。

等，多屬短期有效但成本高昂之措施，非但長期成效有限，亦加重地方政府財政負擔。人口紅利下降為各經濟體都須面對且難以逆轉的局面，如何透過妥適政策提升人力資源總量，由人才紅利承接人口紅利推動中國經濟成長之角色，為中國政府眼前改革重點之一。

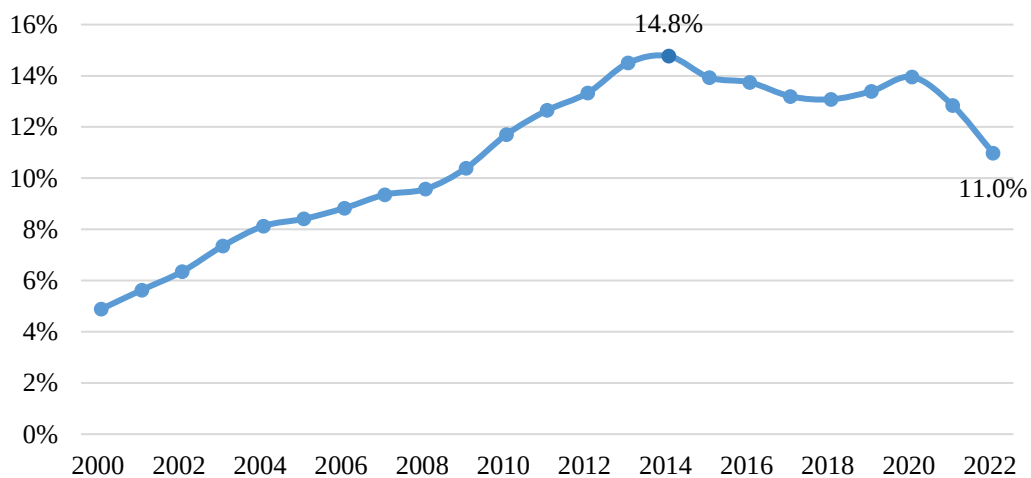
參、房地產業的危機與風險

長期以來房地產業扮演中國經濟領頭羊角色，近年房地產市場表現疲弱，開發商面臨龐大財務壓力，成為中國經濟成長最大的變數。

一、過去依賴刺激房地產業振興經濟

中國房地產投資對 GDP 占比自 2000 年有紀錄以來，一路上升至 2014 年達峰值 14.8%，隨後大致維持在 13%至 14%，2022 年雖大幅下降，仍有 11.0%之比重(圖 4)，據世界銀行(World Bank)估算，若將房地產及其供應鏈相關活動如鋼鐵、玻璃及水泥等投入品，以及建設、維護過程中使用之勞動力等納入，整體房地產相關經濟活動對 GDP 之貢獻則高達 30%。房地產業對就業之重要性亦不可小覷，如在城鎮非私營單位中，房地產及建築業就提供約 20%就業崗位。

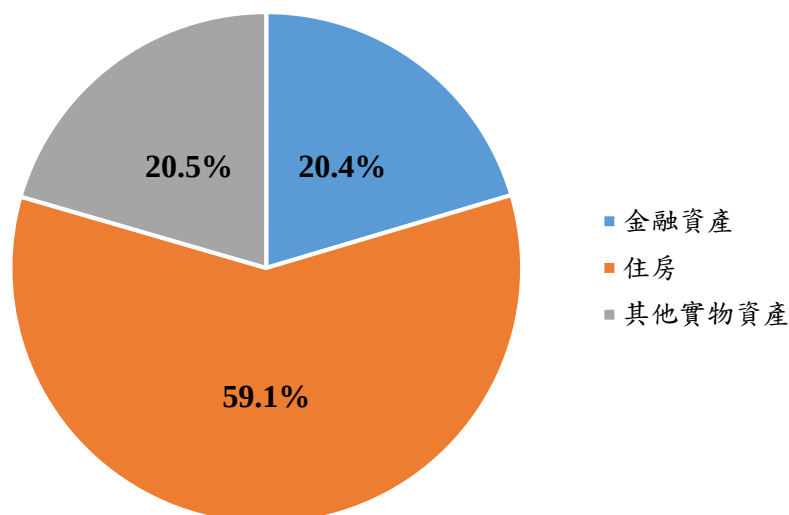
圖 4 房地產投資對 GDP 比率



資料來源：中國國家統計局。

根據中國人民銀行 2019 年對中國城鎮居民家庭資產負債情況所做調查，住房約占城鎮居民家庭資產之 59.1%(圖 5)，顯示家庭總資產對房價敏感度相當高，確保房地產市場穩定才能進一步催化家庭部門儲蓄進入消費。

圖 5 城鎮居民家庭資產結構(2019)



資料來源：中國人民銀行。

二、「三條紅線」政策觸發房地產市場危機

中國房地產開發商向來依賴銀行增額借款及新建案預售款項支應既有合約之財務需求，以高負債、高槓桿及高周轉模式營運。為健全整體經濟發展，打擊投機性需求及抑制高漲的房價¹⁰，中國官方祭出「房地產貸款集中度管理」¹¹及「三條紅線」¹²政策，渠等監管措施於 2021 年下半年見效，房地產業信貸增長迅速放緩，開發商無法透過借貸籌集足夠資金支應營運成本與償付債務，新屋銷售亦受 COVID-19 疫情及中國動態清零政策影響大幅下降，多家房地產公司接續陷

¹⁰ 根據 Numbeo 資料庫數據，2022 年北京、深圳及上海之房價所得比分別列居世界第 3、第 6 及第 7 名。

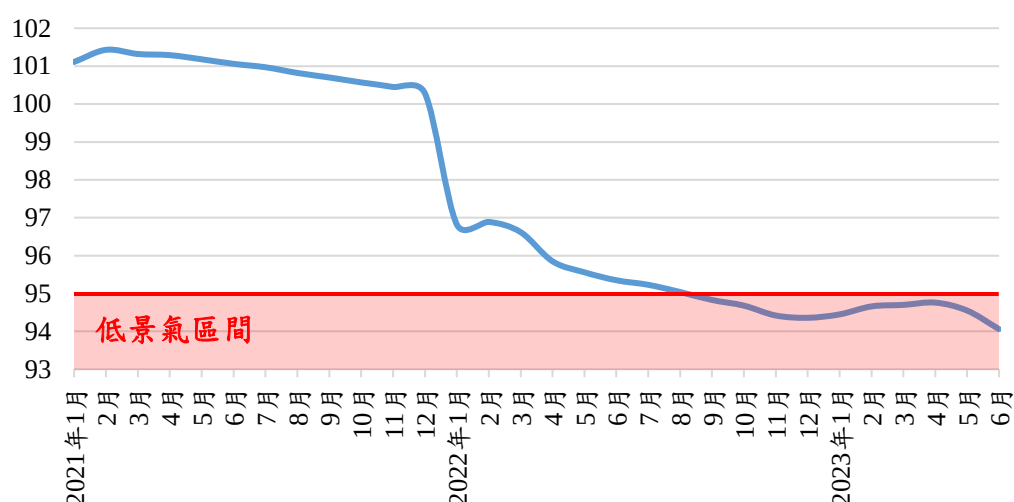
¹¹ 中國人民銀行與銀保監會聯合公布《關於建立銀行業金融機構房地產貸款集中度管理制度的通知》，自 2021 年 1 月 1 日起實施，對不同規模與類型的銀行業及金融機構分檔設置房地產貸款餘額占比及個人住房貸款餘額占比上限。

¹² 中國大陸住房城鄉建設部及中國人民銀行於 2020 年 8 月訂定三條紅線規章，具體規範內容包含：(1)剔除預收款後的資產負債率不得大於 70%；(2)淨負債比率(企業負債/企業淨資產)不得大於 100%；(3)現金短債比率不得小於 1。

入流動性危機，出現債務違約及爛尾樓¹³等情形，購房者接連發起停止支付房貸行動，導致銀行壞帳風險上升，隨著開發商房地產投資、土地購置和建設開工能力受限，以及整體市場信心不足，房地產市場逐步進入景氣低谷。

中國國家統計局根據房地產投資、資金、面積及銷售等指標編制全國房地產開發綜合景氣指數，用來反映中國房地產市場的整體景氣水平和發展趨勢，該指數以 95 至 105 區間表示處於適度景氣水平。2021 年房地產市場景氣開始下行(圖 6)，截至 2023 年 6 月止，已連續 10 個月處於低景氣區間。

圖 6 全國房地產開發綜合景氣指數



資料來源：中國國家統計局。

拆分各項指標(表 1)可觀察到 2022 年房地產市場最為慘淡，2022 年中國房地產投資年減 10%，為 2000 年有紀錄以來首次下滑，商品房銷售面積年減 24.3%，為有紀錄以來最大降幅，2022 年底防疫政策開放後，2023 年 1 至 6 月各項指標同比降幅雖多有縮小或由負轉正，但仍未回到疫情前水準，復甦力道仍顯不足。將投資總額、銷售額、銷售面積、待售面積及新開工面積等指標從商品房細分出住宅部分，可觀察到住宅在各項指標回升力度皆優於辦公樓及商業營業用等其

¹³ 爛尾樓係指建設工程開始後，尚未完工卻因開發商財務困難等因素停工一年以上的建築項目。

他商品房，驗證目前中國經濟復甦對家計部門之依賴。

美國投資銀行高盛(Goldman Sachs)預估 2023 年房地產業將對中國 GDP 成長率帶來-1%的影響，小於 2022 年的-2.2%，並認為將呈現 L 型復甦，至少未來十年間都會拖累中國經濟成長。

表 1 房地產相關指標同比年增率

指標		2020	2021	2022	2023/1-2023/6
現行	房地產投資	7.0%	4.4%	-10.0%	-7.9%
	房地產住宅投資	7.6%	6.4%	-9.5%	-7.3%
	商品房銷售額	8.7%	4.8%	-26.7%	1.1%
	住宅銷售額	10.8%	5.3%	-28.3%	3.7%
	商品房銷售面積	2.6%	1.9%	-24.3%	-5.3%
	住宅銷售面積	3.2%	1.1%	-26.8%	-2.8%
預期	土地購置面積	-1.1%	-15.5%	-53.4%	-
	土地成交價款	17.4%	2.8%	-48.4%	-
	新開工面積	-1.2%	-11.4%	-39.4%	-24.3%
	商品住宅新開工面積	-1.9%	-10.9%	-39.8%	-24.9%
	房地產投資本年資金來源	8.1%	4.2%	-25.9%	-9.8%
	房地產投資國內貸款	5.7%	-12.7%	-25.4%	-11.1%

資料來源：中國國家統計局。

三、房地產業面臨的風險

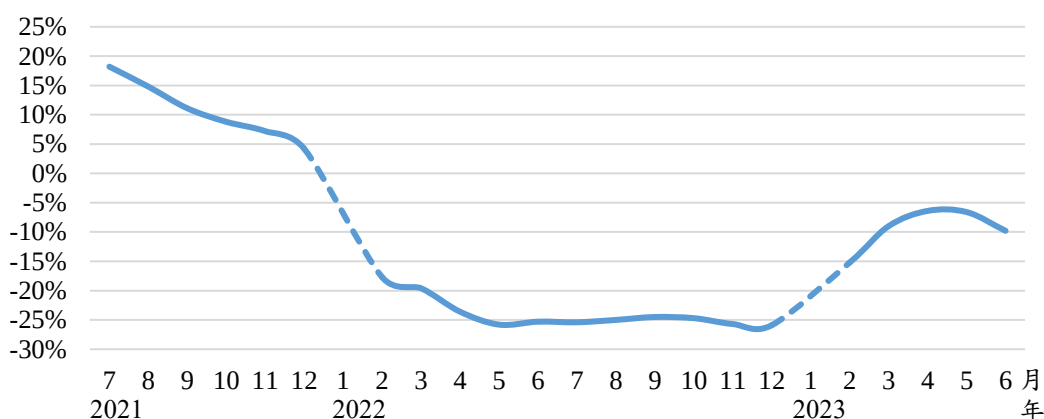
(一)預售屋款監理不確實

相較於已開發國家較嚴格的監管保障措施，中國預售屋之購屋款項係逕由購房者繳至開發商銀行專戶，未經過公正第三方如律師監督，由於銀行監管缺失，有在建案開工前，開發商已動用全部購屋款項之情形，當開發商宣布停工，購屋者仍須繼續支付貸款本息，承擔全數爛尾損失。

(二)房地產開發商仍面臨流動性困境，對爛尾樓之擔憂抑制購屋需求

根據彭博(Bloomberg)報導，2023 年中國房地產業將有至少 2,380 億美元境內外債券到期，相較前二年有所降低，惟若人民幣持續走弱，將增加境外債券償債成本，且開發商融資年增率¹⁴自 2022 年以來均呈負值(圖 7)，另多家房地產企業依中國交易所規定¹⁵正面臨強制下市危機，若被終止上市，將加劇市場對爛尾樓風波延燒之擔憂，新房銷售亦受影響持續疲軟，以上各項因素加成，擴大開發商償債壓力。

圖 7 開發商融資年增率



資料來源：中國國家統計局。

註：中國國家統計局未公布每年 1 月份資料。

¹⁴ 開發商融資指開發商於期間內可用於房地產開發的各種資金及來源管道，可細分為國內貸款、利用外資、自籌資金、定金及預收款、個人抵押貸款及其他資金。年增率係指當年 1 月至計算月份之累計數年增率。

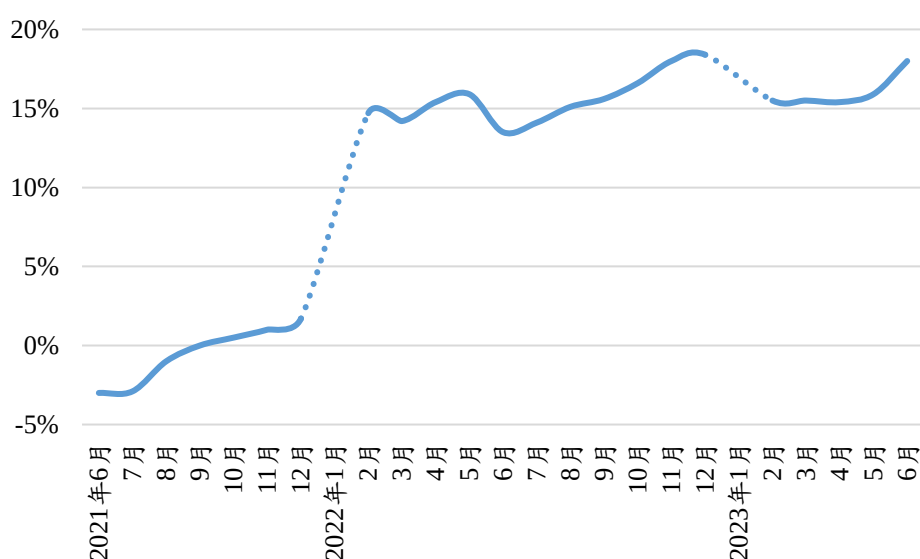
¹⁵ 中國交易所規定股票收盤價若連續 20 個交易日低於股票面值，就會觸發「面值退市」的條件，將被交易所終止上市。

彭博 2023 年 5 月依據 186 家上市房地產企業做為樣本發表報告，推估中國房地產面臨違約風險債務規模相當於 GDP 的 12%，且因體質較差的非上市開發商融資管道更加受限，整體房地產企業實際面臨違約風險債務比例可能更高。

(三)待售住宅供應過剩

隨著城鎮化速度放緩，以及出生率低、高齡化與人口負成長等人口結構變化，預期實住需求將持續下降，中國人民銀行 2019 年調查中國城鎮居民家庭住房擁有率達 96%，其中擁有一套、二套及三套以上住房的占比分別為 58.4%、31%及 10.5%，平均每戶擁有 1.5 套住房，在住房擁有率已相當高前提下，購屋需求或需仰賴投資需求來支撐，但中國家戶部門負債槓桿率偏高，以及政府「房住不炒」相關政策，亦抑制投資需求之成長，產生住房供需不平衡問題，根據中國房地產研究機構克而瑞表示，2022 年中國新建住宅約有三分之一未售出，其監測的 50 個城市平均需要 20 個月消化過剩住宅，遠高於美國目前成屋及預售屋分別為 2.9 個月及 8.2 個月，此現象更證實中國待售住宅供應過剩之現象(圖 8)。

圖 8 住宅待售面積年增率



資料來源：中國國家統計局。
註：中國國家統計局未公布每年 1 月份資料。

這情況在三線城市¹⁶這些中小型城市尤其嚴重，經濟學家 Kenneth Rogoff 及 Yuanchen Yang (2022)指出，將近八成的住房存量坐落於三線城市，根據人口、城鎮化及住宅改善與替換等長期因素，預估 2022 年至 2035 年城市住房需求將以每年平均約 3%的速度遞減，並且認為需要縮減約 30%房地產建設，方能避免住宅過剩進一步擴大。三線城市的經濟與就業對房地產業具高度依賴性，縮減住房建設對經濟成長與社會穩定所帶來的負面影響，將使住房供需平衡的調節備受挑戰。

(四)房地產業風險可能外溢

1. 房價下跌使家庭資產負債表資產價值減損，引發負的財富效應 (Wealth Effect)，導致居民消費支出下降。
2. 地方政府財政嚴重依賴土地出讓(詳第肆章)，房地產市場低迷降低開發商購買土地使用權意願，政府土地出讓金收入下降，加劇地方財政風險。
3. 爛尾樓風波蔓延至房地產業上游，如材料供應商股價暴跌，或因收不到貨款對銀行停止支付貸款等，恐衝擊風險敞口高度集中於渠等產業之銀行體系。

四、促進房地產市場政策措施

中國官方秉持「房住不炒」原則提出多項房地產市場激勵手段，本文整理主要政策措施如表 2，除針對需求面推行多項措施鼓勵購屋外，亦發布新規加強對預售屋資金的監管，並針對信貸、債權及股權融資提出多項支持工具，增加受困房地產開發商流動性。

¹⁶ Kenneth Rogoff 及 Yuanchen Yang (2022)定義三線城市：國家統計局所定義之一線城市(北京、上海、廣州及深圳)以及二線城市(天津、重慶、成都及西安等 31 個城市)外之城市。

表 2 房地產市場激勵手段

激 勵 手 段			推 行 單 位	發 布 日 期
需 求 面	敦促地方政府落實房地產改善政策	地方政府推出激勵措施，包括： 1.降低頭期款成數 2.提升(公積金)貸款額度 3.房票發放 ¹⁷ 、購屋補貼、契稅減免等補貼政策 4.放寬購屋限制及限售條件	中央政治局	111.4 起
	調降貸款利率	多次下調首購房貸利率下限、5 年期以上貸款市場報價利率(LPR)等與房貸密切相關利率	人民銀行、銀保監會	111.5 起
完 善 房 地 產 管 理 制 度	監管預售屋資金	印發《關於防範商品房延期交房增量問題的工作措施》，要求專款專用，且嚴格控管預售資金之取用	西安市地方政府	111.7.14
		印發《關於商業銀行出具保函置換預售監管資金有關工作的通知》，指導商業銀行允許優質房地產企業出具保函以置換受監管之預售資金	銀保監會、住建部、人民銀行	111.11.14
對 開 發 商 紓 困 措 施	收購債權、資產併購及重組	資產管理公司成立紓困基金、簽訂合作協議等，對受困房地產企業進行紓困，如 111.8.5 中國華融與陽光龍淨集團簽署「紓困重組架構協議」	資產管理公司	-
		鼓勵體質優良的國有企業併購經營困難房地產開發商之優質項目	人民銀行、銀保監會	110.12 起

¹⁷ 房票為一種購房資格憑證，通常具有補償性質。

激 勵 手 段			推 行 單 位	發 布 日 期
對 開 發 商 紓 困 措 施	第一支箭： 信 貸	支持國家開發銀行和中國農業發展銀行發放「保交樓專項借款」，規模人民幣 2000 億元	銀保監會配合住建部等部門	111.8
		發布《關於做好當前金融支持房地產市場平穩健康發展工作的通知》(金融 16 條)	人民銀行、銀保監會	111.11.11
		推行「保交樓貸款支持計畫」，向 6 家商業銀行提供人民幣 2000 億元零成本資金	人民銀行	111.11.21
		6 家國有銀行和房地產企業簽訂戰略合作協議，提供意向性融資總額逾人民幣 1.2 兆	國有銀行	111.11.23 111.11.24
	第二支箭： 債券融資支持工具	支持包括房地產企業在內的民營企業發債融資，潛在規模約人民幣 2500 億元	中國銀行間市場交易商協會	111.11.10
	第三支箭： 股權融資支持工具	提出「股權融資調整優化 5 項措施」	證監會	111.11.28
		試行不動產私募投資基金，開放投資範圍包含特定居住用房如存量商品住宅 ¹⁸ 、商業經營用房及基礎設施等，為被投資房地產企業提供流動性，並降低其槓桿比率	證監會	112.2.20

資料來源：本文整理。

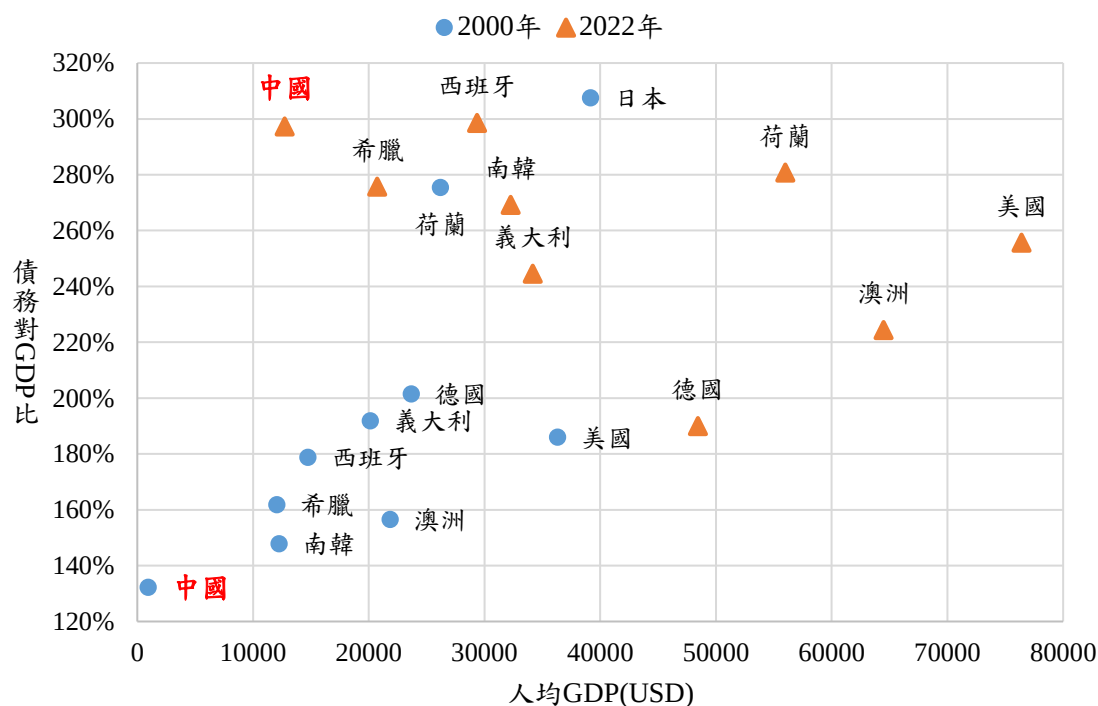
¹⁸ 存量商品住宅是指已取得指定憑證，並已經實現銷售或主體建設工程已開工的商品住宅項目，包括普通住宅及公寓等。

肆、地方政府債務違約風險升高

一、中國整體債務情形

中國過去依靠舉債進行大量房地產及基礎建設投資拉動經濟成長，使其債務問題與日俱增，根據 BIS 發布數據，2022 年底中國債務對 GDP 比率達 297.2%，遠高於其他經濟發展水平相似或更發達之國家(圖 9)。債務增長情形近幾年在政府部門最為顯著(圖 10)，係因疫情及房地產市場景氣低迷，導致財政赤字擴大，迫使政府增加債務規模以彌補資金缺口。

圖 9 各國債務與經濟發展關係



資料來源：BIS、The World Bank。

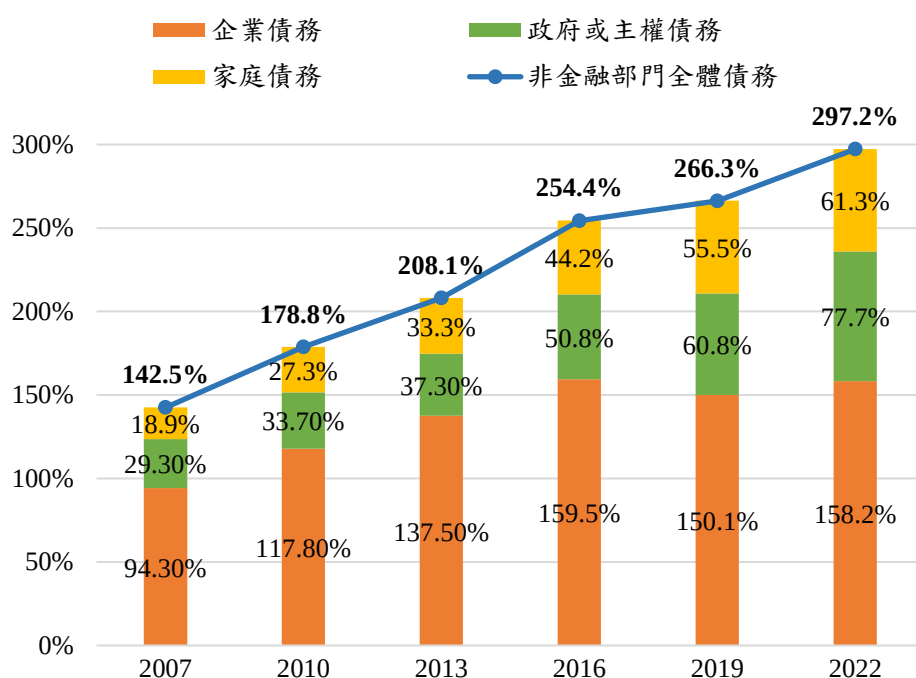
(一)政府債務增加的主要因素

1. 實施動態清零政策：為因應疫情，中國政府增加防疫支出，包括興建方艙醫院、購買疫苗和快篩試劑等。
2. 爛尾樓問題：爛尾樓問題爆發後，政府提供專項借款和紓困資金

等政策性資金，以保障交房和穩定民生，並加速推行基礎建設以穩定經濟。

3. 整體經濟放緩：經濟放緩導致營業稅收縮水，為刺激經濟成長，政府實施退稅、減稅和緩稅等優惠政策，進一步減少稅收收入。
4. 房地產市場疲軟：房地產開發商購買土地使用權的意願降低，導致地方政府土地出讓金的收入減少。

圖 10 中國非金融部門債務對 GDP 比



資料來源：BIS、本文整理。

(二) 地方政府承擔政策實際執行責任，債務問題更加嚴峻

依據中國財政部統計，2022 年底地方政府債務餘額 35 兆人民幣，年增率達 15%，遠超過經濟成長率 3%及全國財政收入成長率 0.6%，儘管該餘額尚控制在所批准之限額內，惟此僅揭露了地方政府發行之一般債券及專項債券所組成的「顯性債務」。地方政府債務還存在另一長期隱憂，即「隱性債務」¹⁹，包括地方政府融資平台(Local

¹⁹ 中國國務院定義「隱性債務」指在法定預算之外，直接或間接動用財政資金償還或違法提供擔保支持之債務。

government financing vehicle, LGFV)、政府引導基金(GGF)及專項建設基金(SCF)等相關債務，中國官方並未揭示該等數據，但國際貨幣基金組織(IMF)估計，2022 年底中國隱性債務高達 70 兆人民幣，其中地方政府融資平台債務近 57 兆人民幣，將中國政府整體債務對 GDP 比率推升逾 110%，使其違約風險高漲，債務可持續性備受質疑。

二、地方政府融資平台的發展歷程與風險

(一)定義

地方政府融資平台是指由中國地方政府成立或控制的特殊目的融資實體，具備獨立法人資格。地方政府透過劃撥貨幣(如財政撥款)、實物(如土地)、無形資產(如特許經營權)等形式，使其資產和現金流均可達到承擔政府投資項目融資標準。其主要目的是為地方政府籌集資金，支持地方基礎建設和其他發展項目。

這些平台公司通常可以利用地方政府承諾、財政補貼和政府償債基金等隱性背書作為還款保證，以較佳的融資條件實現多管道融資，如向銀行貸款、發行債券及其他金融工具等，並將這些資金投向道路、橋樑、燃氣、水務、地鐵、港口學校、醫院及住房等公共基礎設施與城市建設。地方政府融資平台的主要形式包含城市建設投資公司、國有資產管理公司及各種類型開發區等。

(二)地方政府融資平台運作架構(圖11)

1. 融資資金來源

- (1) 地方政府資本注入及財政補貼。
- (2) 透過地方政府注入之資產(如土地使用權、股權、不動產及動產)及進行或計畫中建設項目向銀行辦理抵押貸款。
- (3) 發行公司債、企業債、中期票據、短期票據及私募票據等債券

向資本市場進行融資，銀行業及保險業為其主要認購對象。

(4) 透過產業基金、PPP(Public-Private Partnership)、銀行貸款及融資租賃等方式辦理非標準化融資業務，相關數據不易取得。

2. 資金用途：投入城市基礎建設、住房、公共建設、環境保護及經濟發展項目等地方政府規劃開發目標。

3. 還款資金來源

(1) 建設項目本身產生的現金流，如出售土地、房地產租金、道路通行費等。

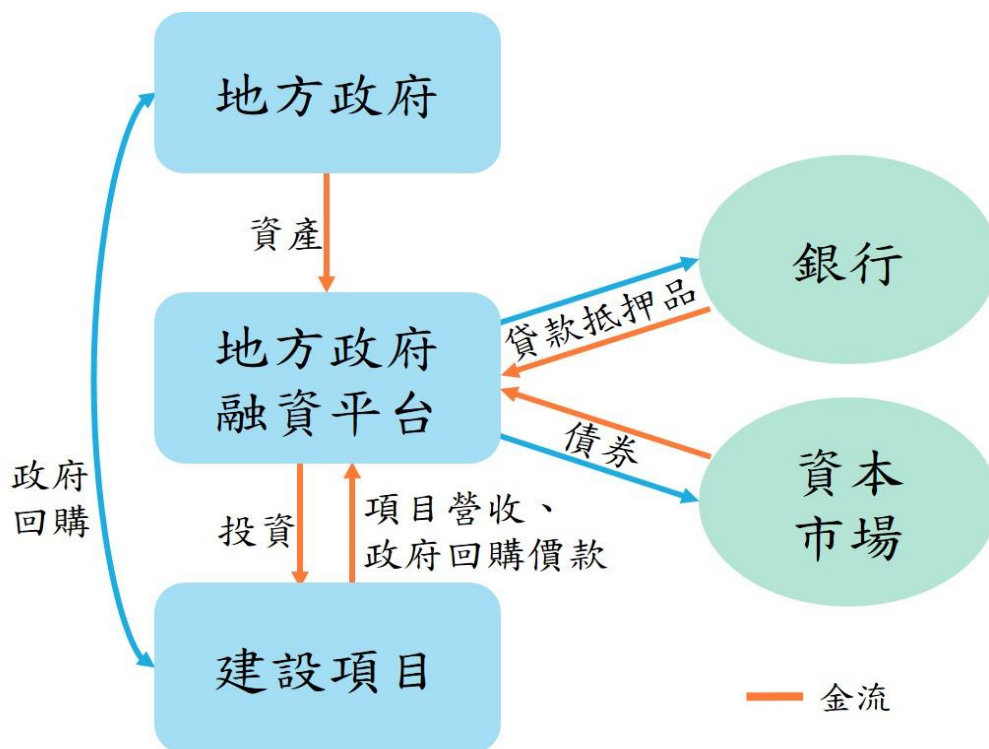
(2) 地方政府回購建設項目。

(3) 透過前述各項融資管道進行再融資。

(4) 資產出售。

(5) 地方政府提供財政支持。

圖 11 地方政府融資平台運作架構



資料來源：作者自繪。宋亞璇，中國大陸債務問題，2021 年。

(三)地方政府融資平台發展歷程

1. 地方政府融資平台興起的主要時空背景

1994 年起，受財政體制及舉債權改革，以及次貸危機帶來的經濟衰退影響，地方政府在財政收入減少和融資管道受限情況下，又面臨有強烈資金需求的困境，迫使地方政府尋求新的資金來源，於是開始成立地方政府融資平台，藉其向銀行或資本市場進行融資，由於有金融機構之背書，地方政府融資平台家數在短時間內快速增加。

(1) 分稅制財政體制改革

為緩解中央財政長期入不敷出現象，國務院於 1994 年開始實行《關於實行分稅制財政管理體制的決定》，明確劃分中央及地方政府的財權及事權，針對中央和地方政府之間的稅收分配制度進行大規模調整，使地方政府稅收收入減少，當年地方財政收入占全國財政收入之比例即由前一年的 78%降至 44.3%，然而財政支出比例大致不變，地方政府財政收入與支出兩者之間遂出現失衡。

(2) 舉債權修法

依據 1995 年實施的《中華人民共和國預算法》第二十八條「地方各級預算按照量入為出、收支平衡的原則編制，不列赤字。除法律和國務院另有規定外，地方政府不得發行地方政府債券」，以及 1995 年發布實施《中華人民共和國擔保法》第八條「國家機關不得為保證人，但經國務院批准為使用外國政府或者國際經濟組織貸款進行轉貸的除外」，明確規範地方政府不能直接舉債和對外提供擔保。

(3) 次貸危機後穩定市場政策

2008 年次貸危機後中國出口貿易大幅衰退，為促進國內經濟發展，中國政府推出擴大內需促進經濟增長的十項措施，總投入規模約四兆人民幣，透過增加財政投資性支出，達到吸引社會資本投入並加

快各項基礎設施建設及公共項目目標。這項投資計畫造成地方政府財政壓力，導致地方政府融資需求擴張。

(4) 中國官方要求金融機構為地方政府融資平台背書

中國人民銀行及中國銀行業監督管理委員會(現整合為中國銀行保險監督管理委員會)於 2009 年公布《關於進一步加強信貸結構調整，促進國民經濟平穩較快發展的指導意見》，其中提及「鼓勵地方政府通過增加地方財政貼息、完善信貸獎補機制、設立合規的政府投融資平台等多種方式，吸引和激勵銀行業金融機構加大對中央投資項目的信貸支持力度。支持有條件的地方政府組建投融資平台，發行企業債、中期票據等融資工具，拓寬中央政府投資項目的配套資金融資渠道」，有中國人民銀行及金融機構為地方政府融資平台背書之意味。

2. 地方政府融資平台相關監管政策

隨地方政府融資平台興盛而來的是平台債務規模高速增長，為保障地方政府財政可持續性及可控債務風險，避免系統性風險發生，中國政府於 2014 年起陸續推出一系列地方政府融資平台相關監管政策(表 3)。

儘管在 2014 年以來的監管政策推動下，2015 年起有多家公司宣布退出地方政府融資平台，然而地方政府融資平台和地方政府之間的緊密聯繫並未就此中斷，實際上僅為了在名義上及法律上能夠合規，這些公司的經營項目仍因應政府政策導向而具備較高的公益性，對地方政府的依賴程度並未明顯下降，各地銀行仍會根據對地方政府的信用評估或受到政府壓力影響，對該等公司提供貸款，意味著地方政府融資平台的部分債務風險仍可能轉嫁給地方政府。

表 3 地方政府融資平台相關監管政策

日 期	政 策	內 容
2014 年 8 月	修正《中華人民共和國預算法》	• 允許地方政府發行專項債券用於所需投資建設 • 明定地方政府及其所屬部門除經國務院批准外不得舉債或提供擔保
2014 年 9 月	國發〔2014〕43 號 《國務院關於加強地方政府性債務管理的意見》	• 剝離地方政府融資平台之政府融資功能，重申其風險自擔原則 • 以利率較低的中長期地方政府債券置換地方政府融資平台短期且利率較高之存量債務
2016 年 10 月	國辦函〔2016〕88 號 《國務院辦公廳關於印發地方政府性債務風險應急處置預案的通知》	• 建立健全地方政府性債務風險應急處置工作機制
2017 年 4 月	財預〔2017〕50 號 《關於進一步規範地方政府舉債融資行為的通知》	• 推動地方政府融資平台盡快轉型為市場化營運的國有企業
2017 年 5 月	財預〔2017〕87 號 財政部《關於堅決制止地方以政府購買服務名義違法違規融資的通知》	• 地方政府及其所屬部門不得以任何方式虛構或超越權限簽訂應收(付)帳款合同幫助地方政府融資平台等企業融資
2017 年 12 月	財政部《關於堅決制止地方政府違法違規舉債遏制隱性債務增量情況的報告》	• 堅持中央不救助原則，遏止地方政府對中央政府及金融機構對地方政府就地方政府融資平台相關債務保證償還的期待

日 期	政 策	內 容
		• 嚴禁新設融資平台，推動現有融資平台市場化轉型
2018 年 9 月	中共中央辦公廳、國務院辦公廳《關於加強國有企業資產負債約束的指導意見》	• 對嚴重資不抵債失去清償能力的地方政府融資平台，依法實施破產重整或清算，堅決防止風險累積形成系統性風險
2021 年 3 月	國發〔2021〕5 號 《國務院關於進一步深化預算管理制度改革的意見》	• 防範化解地方政府隱性債務風險，嚴禁地方政府以企業債務形式增加隱性債務
2022 年 12 月	財政部部長劉昆：健全現代預算制度	• 加強地方政府融資平台公司治理，打破政府為平台公司債務買單之預期

資料來源：本文整理。

(四)地方政府融資平台的風險

地方政府融資平台投資開發項目主要為基礎建設及公益性項目等，該等項目投資成本回收時間較長，且投資收益多來自地方政府回購，除使地方政府融資平台投資與債務期限錯配問題嚴重外，其營業現金流量(Operating Cash Flow)亦與地方政府財政良莠掛勾。

美國智庫榮鼎集團(Rhodium Group)調查中國近三千個地方政府融資平台，其中涉及 205 座城市，結果顯示 2022 年約有一半城市的利息支出達財政收入一成或以上，表示該等城市償債成本已出現管理困難。

彭博報導亦指出，綜合 2023 年 5 月對 53 名經濟學家、貨幣經理人和金融機構策略師所做調查顯示，中國地方政府融資平台的債務列居亞洲今年金融風險排行之首，以下為地方政府融資平台主要面臨之風險：

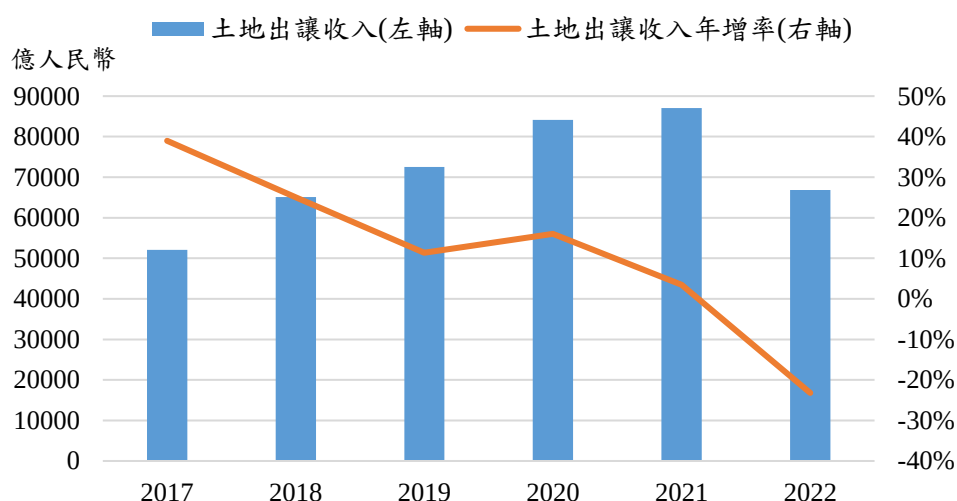
1. 地方政府對土地財政高度依賴，利用城市建設投資公司(下稱城投公司)造市支撐土地市場

地方政府財政收入主要包含各項稅收、非稅收入、國有土地使用權出讓收入(下稱土地出讓收入)及中央政府轉移支付等，其中，土地出讓收入占地方政府本級財政收入²⁰比重約四成，為地方財政收入重要來源，然而土地具備稀缺性，且土地出讓收入屬於透支性收入，該收入之可持續性應受到重視。

除了土地出讓收入外，土地在地方財政還具備以下功能：第一，通過出讓土地吸引投資者並擴張城市規模，推動地方經濟發展，增加地方政府稅收收入；其次，透過地方政府融資平台以土地作為擔保品向銀行申請抵押貸款。綜上所述，土地在地方財政中同時扮演著財政收入與稅收收入來源以及貸款抵押品的角色。

受房地產業景氣低迷、整體經濟下行及進入城市化後期城鎮總人口增速放緩等因素影響，民營房地產企業購買土地使用權(下稱拿地)意願下降，2022 年土地出讓收入較前一年下降 23.3%(圖 12)，地方政

圖 12 土地出讓收入



資料來源：中華人民共和國財政部。

²⁰ 地方政府本級財政收入是指地方政府自身所徵收或獲得的財政收入，不包括從上級政府轉移支付或其他管道獲得的收入。

府遂透過要求國有企業及地方政府融資平台增加拿地，來創造土地出讓收入及支撐土地市場。2022 年按拿地面積排名之前一百大企業中，城投公司家數由 2021 年的 21 家激增至 71 家，按拿地金額排名可觀察到民營企業家數銳減 35 家，城投公司則由 6 家上升至 32 家(表 4)。

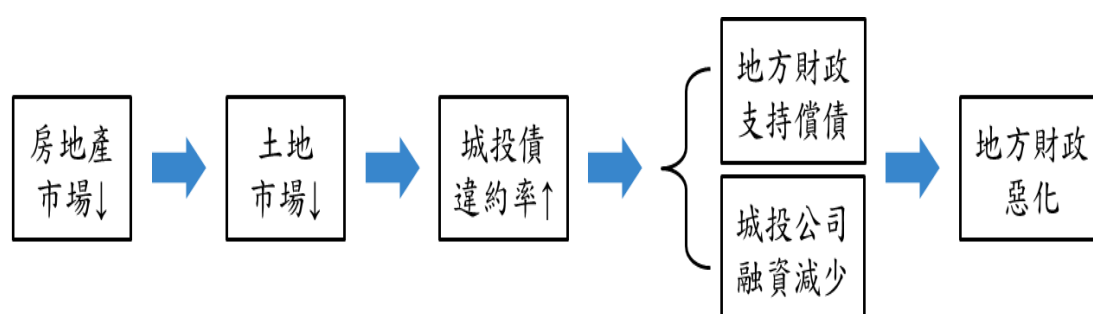
表 4 拿地金額前一百大企業所有制變化

拿地金額 TOP100	企業所有制	2021	2022	2021 到 2022 變化
企業家數 占比	央企、國企	45%	53%	增加 8%
	城投公司	6%	32%	增加 26%
	混和所有制	5%	6%	增加 1%
	民營企業	44%	9%	減少 35%
企業拿地 金額占比	央企、國企	47.2%	66.8%	增加 19.6%
	城投公司	2.7%	16.4%	增加 13.7%
	混和所有制	12.6%	7.4%	減少 5.2%
	民營企業	37.4%	9.3%	減少 28.1%

資料來源：中指數據 CREIS。

這種透過城投公司增加拿地來創造土地市場的模式，隱含以政府信用支撐土地信用之意味，有將房地產市場風險外溢至地方政府之危機(圖 13)，並可能造成下列影響：

圖 13 房市風險外溢至地方政府途徑



資料來源：作者自繪。

- (1) 城投公司創造土地市場以支撐價格，間接導致房地產市場下行風險被低估。
- (2) 土地出讓收入實為城投債融資取得資金，同一筆資金通過兩個地方政府可運用資金來源管道，有美化地方政府財政收入，隱匿地方財政困難疑慮。
- (3) 因中國財政部 2022 年 9 月 24 日發布新規定禁止以國有企業購地等方式虛增土地出讓收入，城投公司購地後傾向進行開發，加以應中央政府要求積極參與保交樓，資金周轉需求急遽增加。
- (4) 房價下降引發地價下降，直接影響土地抵押價值，以及以城投有息債務²¹為標的之金融商品價值，除對城投公司帶來損失外，亦因房價和城投有息債務風險溢價呈反向變動，導致城投公司融資成本上升，推升城投有息債務違約風險。

2. 城投債違約風險升高，恐衝擊金融體系

根據多家中國民間證券商及信評機構估算，近年城投有息債務之中短期債務占比達 24.5%，將近四分之一的債務面臨借新還舊壓力，須以較高利率再融資使借貸成本上升，且體質較弱之公司被迫支付更高價格。

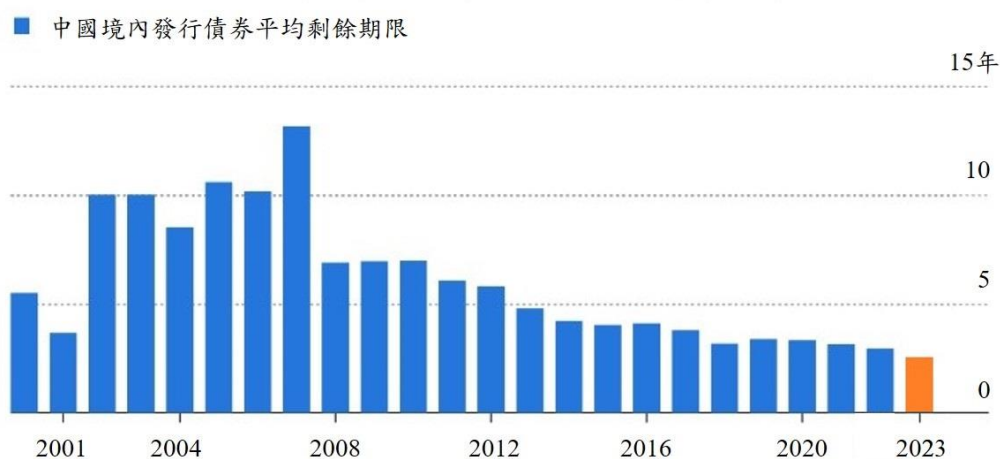
彭博研究顯示，因投資者承擔長期風險的意願降低，2023 上半年地方政府融資平台在中國境內發行債券平均期限縮短至 1999 年以來的最低值 2.5 年(圖 14)，而平均票面利率不降反升，從 2022 全年平均 3.94% 上升至 4.39%，城投公司等面臨更高融資成本和更短融資期限，並可觀察到此現象在雲南省及青海省等財政實力較弱的區域更為明顯(圖 15)。

地方政府可能施壓國有銀行給予體質較差地方政府融資平台較

²¹ 城市建設投資公司之銀行貸款、非標準化融資業務及城投債合稱為城投有息債務。

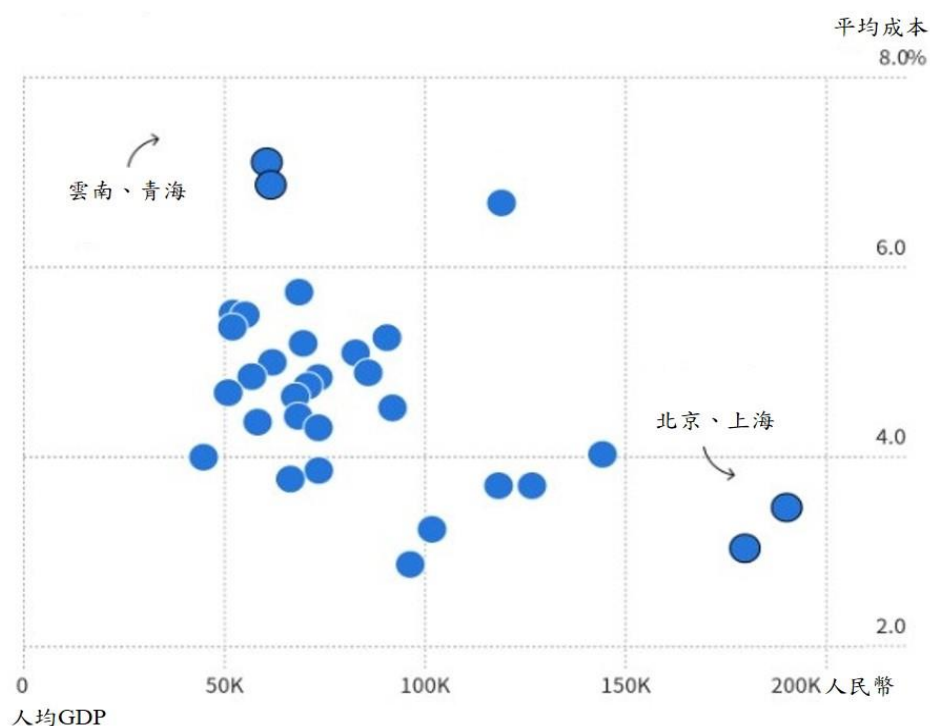
寬鬆借貸條件，增加國有銀行信用風險，且發生債務違約時，土地抵押品不一定能轉換為現金，將增加國有銀行壞帳；另銀行與保險公司為城投債主要持有人，同地區城投公司之間常常往來密切，當一家出現違約時，恐擴及成區域性大規模違約，對金融部門產生嚴重衝擊。

圖 14 地方政府融資平台債券平均剩餘期限(tenor)



資料來源：Bloomberg。
註：2023 年為 6 月底資料。

圖 15 地方政府財政實力與借貸成本之關係



資料來源：Bloomberg。
註：人均 GDP 為 2022 年全年資料，平均票面利率為 2023 上半年資料。

伍、生產力衰退不利於經濟成長的可持續性

過去中國主要依靠生產要素和投資規模驅動經濟成長，隨著勞動力和自然資源等要素價格高漲，以及舉債投資的邊際效益遞減等現象，支撐此成長模式的利多條件已不復存在，面臨經濟成長放緩，中國現階段應致力於提高全要素生產率(Total Factor Productivity, TFP)，透過有效率的使用生產要素，作為推動經濟的主要手段。

一、全要素生產率

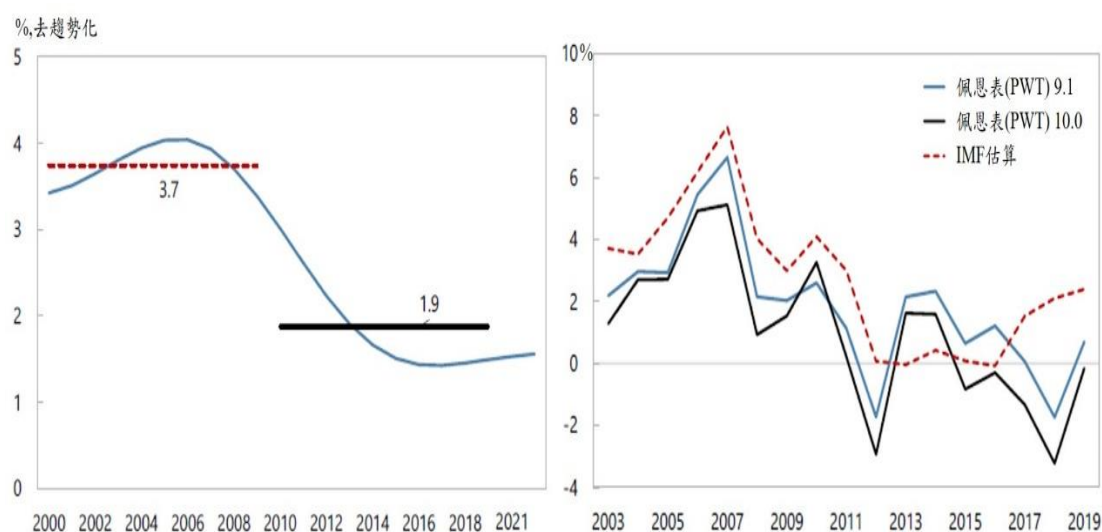
全要素生產率是指在一個經濟體系中，使用勞動力、資本和技術等生產要素的產出與所使用的生產要素量之間的比率。它綜合考慮各種要素的相互作用對生產力的影響，反映出生產要素的使用效率，是衡量經濟體系增長品質和潛力的重要指標。

全要素生產率在經濟學研究和政策制定中具有重要的意義。研究顯示，假設 1998 年人均產出最高的五個國家與最低的五個國家擁有相同的全要素生產率水準，則兩者之間的幾何平均人均產出差異將從 31.7 倍降低至 4 倍左右，可見物質資本和教育程度對產出的影響僅止於一小部分(Hall & Jones, 1999)。提升全要素生產率的主要途徑為改善資源配置及技術進步，當全要素生產率增加時，經濟體系可以在不增加更多生產要素的情況下獲得更多的輸出，促進可持續的經濟增長和提高人民生活水平。

據 IMF 2023 年發布報告，中國近年來全要素生產率增速大幅衰退，年平均增速由 2000 年代的 3.7% 下降至 2010 年代的 1.9%(圖 16)，預計未來將繼續維持在同等或更低水平。造成中國生產率急遽下降的因素包括國有企業效率低落、共同富裕政策抑制產業創新及美國對中國科技封鎖等，若無適當政策改善中國當前結構性問題，恐使中國陷

入中等收入流動性陷阱²²(middle-income trap)之中。

圖 16 中國整體 TFP 增長率估計值



資料來源：IMF、Penn World Tables。

二、生產力下降原因

(一)政策走向國進民退，國有企業效率低於民營企業

中國國有企業及民營企業之間長期存在多個不公平競爭現象，涉及政策支持、行政監管、市場壟斷及資金融資等層面，舉例如下：

1. 諸多產業依「市場准入負面清單」對民營企業設有准入限制。
2. 銀行、鐵路、鋼鐵及電力等關鍵性產業多由國有企業壟斷。
3. 國有企業較民營企業容易以更低成本獲得銀行貸款或其他資金。

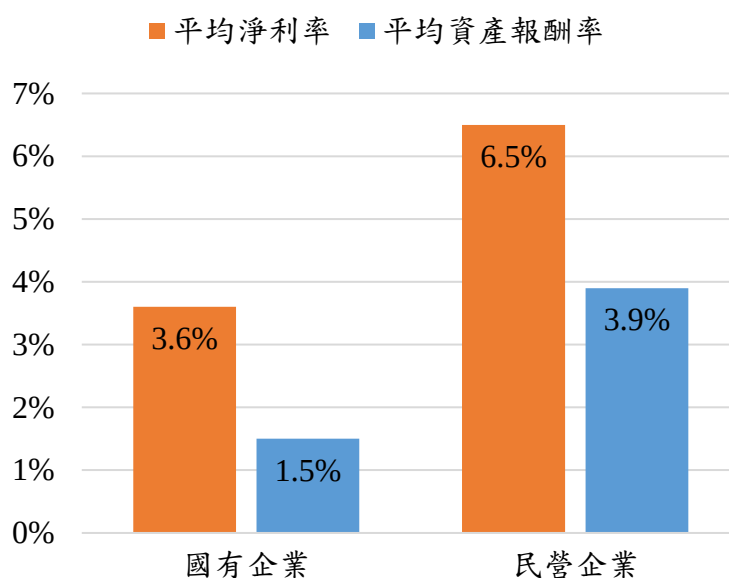
近幾年中國政府對民營企業的打壓政策，加以後疫情時代經濟放緩，當民營企業因消費低迷導致投資下降時，國有企業仍應政府要求肩負國家基礎建設任務，使國營企業增長與民營企業衰退情況加劇。

²² 中等收入流動性陷阱指的是一個國家或地區在達到中等收入水平後，面臨經濟增長放緩，無法躍升高收入國家的困境，帶來就業增長減緩、收入差距擴大及創新活動不足等問題。常見成因是隨著勞動力成本上漲，產業技術未實現相對應創新轉型，使該國家在高端及低端市場都不具競爭力。世界銀行(2023)定義人均國民所得介於\$1,136 至\$13,845 美元者為中等收入經濟體，中國目前屬於中等偏上收入類別。

從中國官方公布的數據可以略微觀察到國進民退的跡象，國家統計局數據顯示，2022 年全國規模以上工業企業總體利潤同比下降 4%，其中國有控股企業增長 3%，私營企業下降 7.2%，2023 年 1 至 5 月份總體利潤下降 18.8%，國有控股企業及民營企業則分別下降 17.7%及 21.3%，兩個時期皆可觀察到民營企業相較於國營企業面臨更大利潤下滑壓力之現象。

財富雜誌(Fortune) 公布的 2022 年「世界 500 強」(Global 500)排行榜中，上榜的中國企業有 71%為國有企業，其平均淨利率及平均資產報酬率皆遠低於上榜的民營企業(圖 17)。IMF 研究報告亦指出，無論是在製造業或服務業中，中國國有企業的全要素生產率皆較民營企業低，主因是國有企業的資本密集度明顯高於民營企業，資本生產率卻低於民營企業並存在相當大的差距。這一現象普遍被認為是國有企業更容易取得低成本貸款，得以大規模投資固定資產所帶來的結果，反映出中國存在嚴重資源錯配問題，可透過國有企業改革，以及營造國有企業與民營企業公平競爭環境，達到促進生產率成長目標。

圖 17 財富世界 500 大中國上榜
國有及民營企業效率(2022)



資料來源：CSIS。

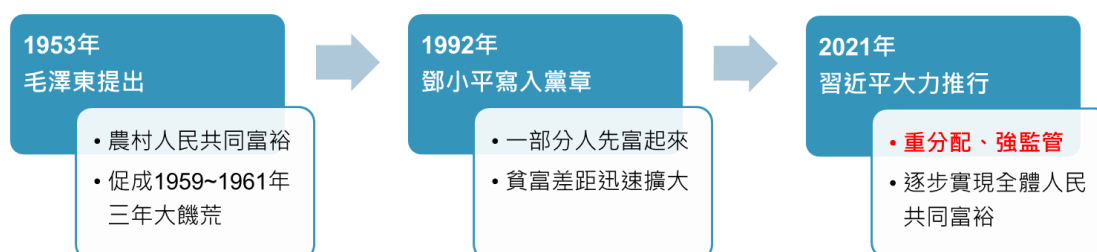
(二)共同富裕政策抑制產業創新

互聯網過去在促進投資及消費上對中國經濟快速成長貢獻良多，據國務院辦事機構「國家互聯網信息辦公室」發布「數字中國發展報告(2022 年)」，2022 年中國數位經濟占 GDP 比重 41.5%，其規模與成長速度已成為中國經濟發展主力。

然而，2021 年起習近平大力重申共同富裕理念(圖 18)，推行一系列監管政策(圖 19)，打壓對象包含互聯網產業、教培業及娛樂業等，政策執行的主要影響如下：

1. 互聯網公司、補教業及遊戲公司等營收成長放緩、股價大跌，拖累經濟成長。
2. 相關企業業務縮編，大幅裁員，推升失業問題。
3. 外商認為中國商業及法律環境面臨的挑戰日益嚴峻，且政策變動的不確定性引發避險情緒升高，選擇退出中國市場。

圖 18 共同富裕政策簡史

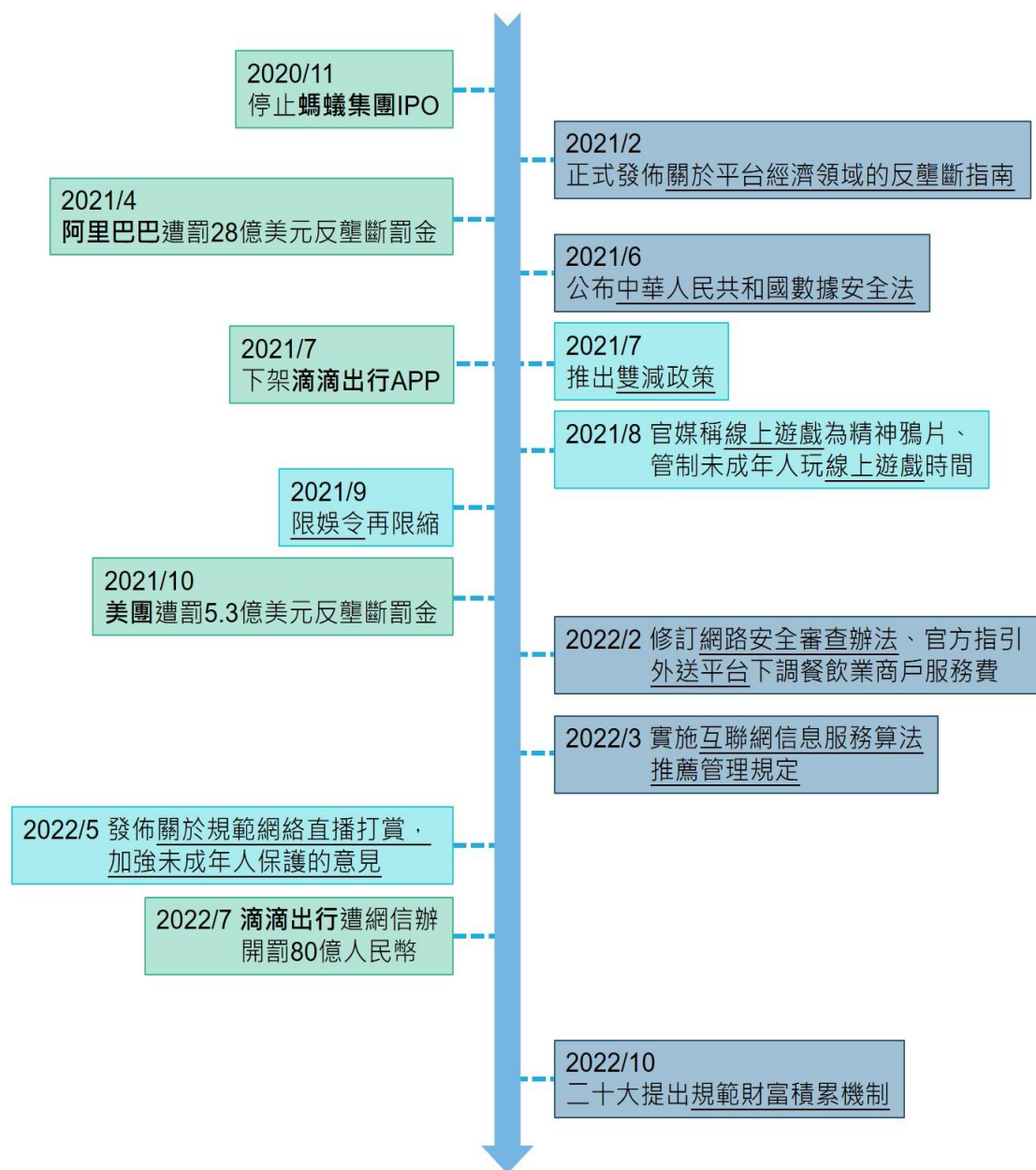


資料來源：作者自繪。

儘管在動態清零政策鬆綁後，為促進經濟，中國政府表示將給予民營部門更多的支持，並放鬆對大型互聯網公司的監管整頓。實際上，中國政府仍未放棄控制大型互聯網公司，其轉向持有該等公司少量特別管理股票，以達到對公司決策具有否決權之目的，這種轉變雖然避免政府無法預測的風暴式監管，卻也迎來監管水平和政府干預程度常態上升。

無論政府以上述何種形式對民營企業進行監理干預，皆促使民營企業的營運目標偏向迎合討好政府，且其對政策不確定性的擔憂，亦會抑制發展創新意願。

圖 19 共同富裕主要監管政策(2020/11~2022/10)



資料來源：作者自繪。

(三)美對中科技封鎖，半導體產業成本提高

中國作為全球最大晶片及晶片製造設備進口國，其晶片產業具備

依賴外國進口及向後參與²³(backward participation)比率較高之特性，此特性讓中國遭遇科技封鎖攻擊時，半導體產業將受到強力衝擊。

1. 美中關係由合作轉向牽制

- (1) 1979 年美中建交並簽署「美中科技合作協議」(STA)，其後美國向中國提供技術援助及資金，希望透過接觸改變來推動中國民主化。
- (2) 1989 年六四天安門事件後，雙方在經貿和人文領域的合作較明顯；在國際安全和人權等問題上則多著重於互相防範與牽制。
- (3) 2018 年 3 月美國調查中國有違反智慧財產權及不公平貿易等侵害美國利益之情事，對中國多項商品課徵懲罰性關稅，中國則予以報復性關稅反擊，拉開美中貿易戰序幕，美國並於 2022 年 9 月延長對中國課徵懲罰性關稅之措施。
- (4) 2019 年 5 月起美國啟動四波對中國半導體技術的管制措施，以及通過《晶片和科學法案》(CHIPS and Science Act)，並對日本、南韓及臺灣提出組織「Chips 4」半導體聯盟，希望透過各項行動限制中國半導體產業發展，擴大美國科技優勢並牽制中國國防實力。

2. 美國對中國科技封鎖手段

美國自 2019 年起陸續推出多項出口管制措施(表 5)，禁止美系廠商未經美國商務部許可將受限制晶片、相關設備及軟體銷售給中國，目的是壓制中國在超級電腦(Supercomputer)、人工智慧(AI)、高效能運算(High Performance Computing, HPC)及量子計算(Quantum computing)等高科技領域的發展能力，打擊中國國防實力以確保美國軍事地位。

²³ 向後參與：經濟體向外國進口生產要素後，製造並出口商品及服務。向前參與：經濟體於國內製造生產要素，並出口至外國下游廠商。

表 5 美國對中國科技封鎖手段

時間	管制內容	影響
2019/5	將華為及其 68 家子公司納入出口管制「實體清單」(Entity List)，美國企業及使用美國技術的外國企業未經美國商務部許可不得對其銷售晶片	• 中國 5G 手機市占率快速滑落 • 晶片設計龍頭海思半導體轉向發展成熟晶片製程
2020/12	將半導體代工廠中芯國際列入實體清單，禁止對其銷售 10 奈米以下製程製造設備	阻礙中國自主研發生產先進製程運算晶片
2022/7	通過《晶片和科學法案》，在美國建廠且獲得補助之半導體企業 10 年內不得於中國或其他特定國家擴建 28 奈米以下製程產能	抑制中國先進製程運算晶片發展
2022/8	將用於設計三奈米以下先進晶片的電子設計自動化(Electronic Design Automation, EDA)軟體納入對中國出口管制清單	阻礙中國自主研發生產先進製程運算晶片
	要求輝達 (NVIDIA) 及超微 (AMD) 非經許可不得對中國出口用於 AI 運算及高效能運算的高階晶片	抑制中國發展 AI 運算能力
2022/10	美國籍或持有綠卡人士不得支持中國半導體廠開發或生產晶片作業	設備供應商駐廠工程師撤離中國半導體廠、海歸高階主管放棄職位
	禁止對中國銷售 16 奈米以下晶片、18 奈米以下動態隨取記憶體 (DRAM) 及 128 層以上 NAND 快閃記憶體之製造設備	阻礙中國自主研發生產先進製程運算晶片
	禁止銷售超級電腦及用於超級電腦之晶片至中國	阻礙中國在超級電腦及 AI 應用領域之發展

時間	管制內容	影響
	管制技術由微量原則 (De Minimis Rule)改為外國直接產品規則(Foreign Direct Product Rule, FDPR)。 •微量原則：境外製造所含美國技術或元件占該產品總售價超過 25%者，屬《出口管制條例》(Export Administration Regulations, EAR)管制範圍。 •外國直接產品規則：任何使用美國技術、軟體或設備生產的產品，皆屬於 EAR 管制範圍。	規範對象擴及所有有使用到美國技術的外國企業，EAR 管制範圍更加全面
2022/12	將記憶體廠長江存儲(YMTC)等 36 家企業列入實體清單	阻礙中國自主研發生產先進製程運算晶片

資料來源：本文整理。

為防止中國企業轉向非美系廠商採購高階晶片、設備及軟體，美國亦積極說服荷蘭及日本加入對中國半導體管制行列。荷蘭政府於 2023 年 3 月起要求出口晶片製造設備極紫外光曝光機²⁴(EUV)至中國須事先申請許可，並預計於同年 9 月將深紫外光曝光機(DUV)納入管制。日本亦跟上美國及荷蘭腳步，於 2023 年 7 月將包含 EUV 及 DUV 在內的 23 項半導體製造設備納入出口管制對象。

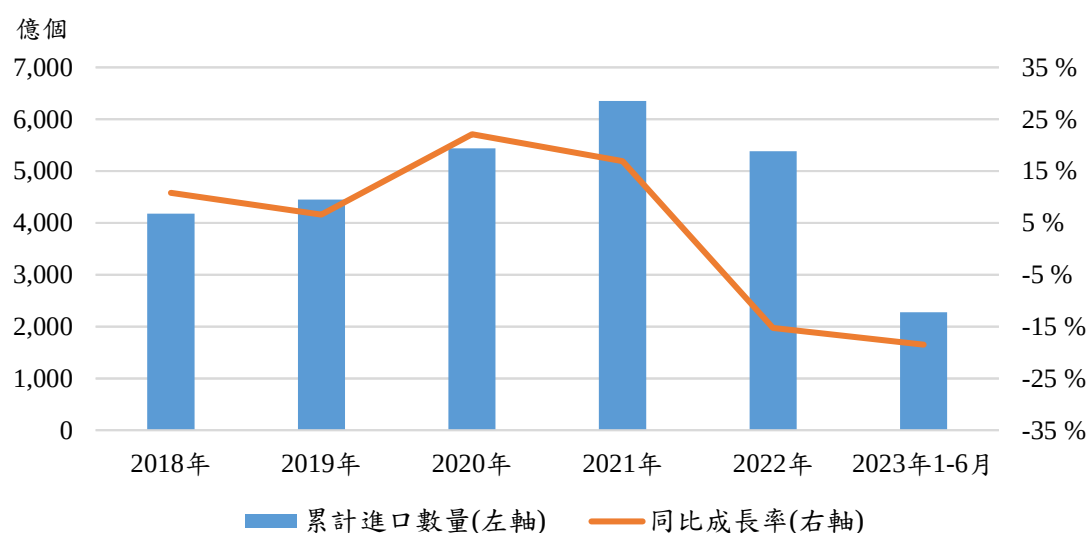
3. 中國對美國管制措施的因應與所受影響

面對美國對中國實施的科技封鎖，中國 2022 年積體電路進口量同比下降 15.3%，2023 年 1 到 6 月同比降幅再擴大至 18.5%(圖 20)，目前中國半導體產業發展的首要目標為降低對外國關鍵技術依賴性，其因應措施與所受影響包括：

²⁴ EUV 為目前半導體製程中最高階的曝光機，DUV 則為第二高階的曝光機。

- (1) 中國政府透過「國家積體電路產業投資基金」及《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》，針對可應用於 5G、電動車及軍用雷達等領域的「第三代半導體」，投入大量資金支持相關研究與發展。
- (2) 中國被迫加速實現半導體供應鏈自主化進程，惟考量本土半導體設備商發展現況，在 5 年內建立高度自主化先進製程產線的可能性微乎其微，且重新研發關鍵核心技術的前期投資成本高昂，廠商多傾向聚焦擴大成熟製程產量，以滿足汽車及家電等製造商需求。
- (3) 中國以放緩審批美國企業收購案件²⁵作為反擊手段，延遲審批將增加美國企業收購成本，可能導致更多外國企業將業務撤出中國；加以面對美國擴大禁令的可能性，以及中國積極建立自主供應鏈，外資公司傾向維持或縮減在中國的產能，並轉向尋找其他地區建廠分散風險，引發「去中化」效應加速。

圖 20 中國近年積體電路進口量



資料來源：中華人民共和國海關總署

²⁵ 《中華人民共和國反壟斷法》第 38 條：「對外資併購境內企業或者以其他方式參與經營者集中，涉及國家安全的，除依照本法規定進行經營者集中審查外，還應當按照國家有關規定進行國家安全審查。」

中國所面對生產率衰退困境，應綜合政治環境、市場化程度、產業結構、社會矛盾、稅收制度、基礎設施、勞動力素質、金融系統、科技研發與轉化及技術引進等多個面向進行分析改革，方能透過提升整體生產力水平，實現可持續的經濟成長。

陸、結語

屢創新低的出生率，促使中國加速邁向超高齡社會，逐漸喪失人口紅利這項經濟成長的利多因素，並且青年失業率不斷攀升，恐與經濟成長減速形成惡性循環。中國政府應協助建立健全退休金體系，並且逐步規劃長期可持續政策取代短期刺激政策。

中國房地產市場在政府推出一系列扶持措施後仍然持續下行，以房地產市場作為短期刺激經濟工具的政策走向已成為過去式，面對房地產業監管不確實、流動性不足及供給過剩等風險，政策擬定應拿捏穩定房地產市場以及避免開發商槓桿持續擴大兩者間之平衡。

過去中國依靠舉債進行大量建設投資拉動經濟成長，導致地方政府債台高築，更透過地方政府融資平台融資形成隱性債務，近年來違約風險逐漸升高，中央政府推行化解地方債務風險手段政策同時，亦應將地方政府融資平台債務納入考量。

除上述困境外，美中關係、外資出走、供應鏈移出、人民幣貶值，以及向一帶一路借款國家援助貸款所面臨的違約風險等中國內憂外患之挑戰，亦為值得國際間密切注意的議題。中國經濟是否會繼續向上發展，按英國經濟學人智庫(EIU)2021 年之預測，於 2032 年 GDP 超越美國成為世界第一大經濟體，亦或是持續疲軟，步上日本經濟失落 30 年後塵，其將如何對國際總體金融帶來外溢影響，尚須持續關注未來官方政策走向及民間信心之升降。

參考文獻

中文部分

1. 溫芳宜(2022)，「中國大陸近期人口變化趨勢及政策焦點」，中華經濟研究院，經濟前瞻第 203 期，9 月 12 日。
2. 中國人民銀行(2020)，「2019 年中國城鎮居民家庭資產負債情況調查」報告，4 月 24 日。
3. 蔡震(2019)，「論城投債何去何從：以違約風險為例」，國立政治大學經濟學系碩士論文，5 月。
4. 宋亞璇(2021)，「中國大陸債務問題」，淡江大學中國大陸研究所碩士論文，6 月。
5. 高嘉和(2023)，「中地方債 357 兆爆表 今年還債 25 兆創高」，自由時報，4 月 16 日。
6. 中指研究院(2022)，「2022 年拿地總結：這幾類企業逆勢拿地」，12 月 31 日。
7. 許豔(2021)，「城投公司債務風險問題分析」，中國國際金融有限公司專題報告，5 月 28 日。
8. 劉明康(2016)，「中國的全要素生產率研究——現狀、問題和對策」，香港中文大學全球經濟及金融研究所研究專論，3 月。
9. 劉孟俊及謝頌遇(2021)，「解析中國大陸推動『共同富裕』與『第三次分配』」，兩岸經貿月刊第359期，11月。
10. 今周刊(2022)，「晶片戰爭全解析」，10月24日。
11. 鄭凱安(2023)，「美國對中國大陸半導體的管制以及中國大陸的應對」，中華民國大陸委員會，大陸與兩岸情勢簡報，1月。
12. TrendForce 集邦科技(2023)，「美禁令當前，陸半導體設備商能補位嗎？」，工商時報名家評論，3月8日。

英文部分

1. IMF (2023), “World Economic Outlook,” April.
2. Goldman Sachs (2023a), “Population Aging, Pension System, and Individual Retirement Savings in China,” February 10.
3. United Nations (2022), “World Population Prospects 2022,” July 11.
4. Ronald Lee and Andrew Mason (2006), “What Is the Demographic Dividend?,” Finance and Development, Volume 43, Number 3, IMF, September.
5. World Bank (2022a), “China Economic Update,” June 8.
6. World Bank (2022b), “China Economic Update,” December 15.
7. Goldman Sachs (2023b), “China: “L-shaped” Property Sector Recovery Ahead without a Quick Fix,” June 11.
8. Lorretta Chen (2022), “China Builders Have \$292 Billion of Debt Coming Due Through 2023,” Bloomberg, October 31.
9. Bloomberg Economics (2023), “CHINA INSIGHT: Property Debt Worth 12% of GDP Faces Default Risk,” May 18.
10. Stella Yifan Xie (2023), “China’s Housing Market Has Plenty of Space but Not Enough Buyers,” The Wall Street Journal, April 4.
11. Kenneth Rogoff and Yuanchen Yang (2022), “A Tale of Tier 3 Cities,” IMF Working Paper, September 30.
12. Hunter Clark and Jeff Dawson (2022), “Is China Running Out of Policy Space to Navigate Future Economic Challenges?,” New York Fed, September 6.

13. IMF Country Report (2023a), “People’s Republic of China: 2022 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for the People’s Republic of China,” February 3.
14. Allen Feng and Logan Wright (2023), “Tapped Out,” Rhodium Group, June 1.
15. Amy Bainbridge, Cynthia Li, and Kyungji Cho (2023), “Investors Zero In on China Local Debt Blowup as Top Risk in Asia,” Bloomberg, June 1.
16. Bloomberg News (2023), “Investors Slash Chinese LGFV Bond Tenors to Shortest On Record,” July 13.
17. Robert E. Hall and Charles I. Jones (1999), “Why Do Some Countries Produce So Much More Output Per Worker Than Others?,” *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 114, Issue 1, February 1999, Pages 1–35, February 1.
18. IMF Country Report (2023b), “People’s Republic of China: Selected Issues,” February 10.
19. Lingling Wei (2023), “China’s New Way to Control Its Biggest Companies: Golden Shares,” *The Wall Street Journal*, March 9.
20. Diego A. Cerdeiro and Cian Ruane (2022), “China's Declining Business Dynamism,” IMF Working Paper, February 18.
21. Eswar Prasad (2023), “Has China’s Growth Gone from Miracle to Malady?,” March 26.