

時評

大陸實施宏觀調控政策的效果與展望

Economic Impacts and Prospects of Deflationary Policy in
Mainland China

高長 (Kao Charng)

吳瑟致 (Wu Se-Chih)

東華大學公共行政研究所教授

國立東華大學公共行政研究所碩士生

近年來，大陸經濟成長的亮麗表現，一直受到國際社會的讚譽。然而，在今年春天，大陸經濟形勢卻陷入景氣過熱的漩渦裡，中共總理溫家寶在4月底採取了「強力」的手段，試圖降溫並引導經濟回歸基本面，進入正常發展的軌道。

大陸經濟過熱的現象，主要表現在固定資產投資、貨幣供給量持續大幅增加、銀行信用貸款擴張過速、消費者物價水準明顯上揚等方面。理論上，經濟過熱將導致通貨膨脹、經濟泡沫化，而泡沫一旦破滅，最後則將導致經濟嚴重衰退，因此，每個國家遭遇到此類問題時，莫不嚴肅應對。

一、宏觀調控的內涵

事實上，大陸當局自2003年第四季以來，為了防止經濟過熱可能引發的泡沫經濟等一連串問題，已陸續採取若干措施加以調控，譬如，緊縮汽車消費性貸款、克制對房地產商的融資、調高銀行存款準備率、提高貼現率等等，不過，這些措施的效果似乎不如預期，經濟過熱有增無減，因此，採取更嚴厲的降溫措施乃預料中的事。

溫家寶提出的宏觀調控措施主要包括三部分，一是提高投資專案貸款准入門檻，鋼鐵業自有資金比例由原來的25%提高為40%及以上；水泥、電解鋁、房地產開發等行業自有資金比例則由原來的20%提高至35%及以上。二是收縮資金供應鏈。2004年4月7日，銀監會發布新的貸款規定，限制銀行向內部人或關係人提供貸款，並建議禁止貸款用於投資股市或金融衍生產品，以提高銀行業的風險控制。接著在4月下旬，中國人民銀行上調了存款準備率0.5個百分點，並進行公開市場操作；銀監會則要求金融機構落實政府宏觀調控政策，加強金融檢查

和貸款審批，以抑制固定資產投資過快，進一步加強貸款風險管理。

第三是利用行政手段抑制經濟過熱。國家發展委員會、銀監會與中國人民銀行聯合公布《當前部分行業制止低水平重複建設目錄》，針對鋼鐵、有色金屬、機械、建材、石化、輕工、紡織、醫藥、印刷等行業，明列禁止類和限制類投資目錄。另外，更加強清理固定資產投資專案工作，清理的重點主要包括鋼鐵、電解鋁、水泥、黨政機關辦公大樓和培訓中心、城市快速軌道交通、高爾夫球場、會展中心、物流園區、大型購物中心等項目，以及 2004 年以來新開工的所有項目。

二、調控政策已見成效

溫家寶在 4 月底採取「強力」的降溫措施後，過熱的經濟情勢似已有緩和。根據中國大陸國家統計局指出，2004 年第二季的 GDP 增長 9.7%，比第一季下降了 0.1%；固定資產投資增長 28.6%，比今年度的第一季下降了 14.4%；消費者物價指數比去年上漲了 3.6%，通貨緊縮問題亦有所改善。另外，根據中國大陸新華社的報導指出，今年上半年鋼鐵、水泥、電解鋁、房地產等行業出現投資過熱的現象，其投資增加幅度有明顯減緩的現象。2004 年 1 至 7 月，鋼鐵業投資增加的幅度比上年同期下降了 128.4%；水泥下降了 82.4%；房地產投資的增加幅度亦下降了 21.6%。

中國大陸發改會主任馬凱表示，當前宏觀調控政策雖已見成效，但仍未臻理想，主要的原因包括糧食供需差距仍大、能源的供需仍無法得到有效的緩解、盲目投資和低效率的現象不斷出現、部分企業的流動資金出現短缺的狀況。一些經濟專家學者認為，當前中國大陸的經濟熱度已明顯降低、通貨通脹有減緩的趨勢、FDI 穩定成長。然而，客觀來說，中國大陸經濟過熱的問題並未完全化解。由於中共當局所採取的調控措施似較傾向行政手段，有許多專家認為，目前行政手段力道太輕，不足以有效的調節。

有很多外界人士針對宏觀調控提出質疑，認為中國大陸的潛在危機尚未過去，中國大陸國家統計局的資料顯示，2004 年 1 至 7 月，貸款的增加幅度雖呈現下滑的走勢，但固定資產投資，在 5 月之後，出現 6、7 兩月上揚的態勢，顯示中國大陸經濟過熱的情況仍然存在。不過，中共當局對於宏觀調控的效果相當樂觀，似乎誤判了經濟情勢。國際貨幣基金（IMF）針對中國大陸經濟的調查報告顯示，中國大陸的經濟仍然有過熱的現象，該調查報告建議中共當局應確實執行宏觀調控的政策，將中國大陸經濟導向「軟著陸」的跑道。中國大陸目前針對銀行金融體系的控制，尤其是過度發放貸款的問題的確已有成效，但如果依照

IMF 的警告來看，假設措施無法持續，中國大陸經濟的過熱問題可能會再度發生，並對未來的經濟發展帶來破壞。

三、經濟降溫後衍生問題

中國大陸宏觀調控政策造成了一些不穩定的現象，從 2004 年 7 月的統計資料顯示，首先，工業生產的成長速度有下滑的態勢，尤其製造業主導中國大陸經濟發展的趨勢；自改革開放以來，工業占 GDP 的比重都在 40% 左右，工業生產的情況對中國大陸總體經濟有很大的影響。2004 年 4 月以後，工業增加值的變動率逐漸下滑，4、5、6、7 月分別下滑至 19.1%、17.5%、16.2% 和 15.5%。其中以汽車業的下滑幅度最大，特別是轎車生產的增加值下滑了 20% 左右。中國大陸工業增加速度的下滑主要與宏觀調控政策有關，大多是因為缺少流動資金、電力供給、行政性手段等等因素造成。因此工業生產如果有持續下滑的趨勢，將會對經濟產生不良的影響，例如生產效益的下降、企業破產增加、銀行呆帳增加、財政收入減少等等問題。

其次是固定資產投資出現回落後反彈的情形。中國大陸經濟發展中產生的問題主要是因為固定資產投資規模偏大、成長的速度過快，進而有經濟過熱的現象，甚至造成能源供需的緊張，導致重要的生產原料價格上漲，以及重複建設與盲目投資的問題最為嚴重。因此，中共當局採取降溫措施主要是為了控制固定資產投資的增長速度，包括信貸緊縮工作、控制部分行業的資本金比例等，最終是為了把過快的投資速度調降下來。從統計的數據來看，採取宏觀調控政策有得到初步成效，例如 2004 年上半年固定資產投資增長 28.6%，比去年下滑了 2.5%。各產業的投資都出現了不同程度的下滑幅度，其中以建築業和工業出現的下滑幅度較大。然而，7 月份的統計資料顯示，工業和建築業的投資出現了小幅上漲趨勢，分別增長 6.3% 和 24.8%。尤其 5、6、7 月別為 18.3%、22.7% 和 31.2% 的增加趨勢，可見固定資產投資似乎出現了反彈的現象。2004 年前幾個月的投資能抑制下來，主要是因為有行政的手段，然而，地方政府的投資衝動、民間游資活絡和銀行存在濫頭寸等因素，投資的熱潮仍有可能再出現。

第三，金融體系運行失調。宏觀調控使得大陸金融體系貨幣信貸連續五個月下滑，同時貨幣供應量 M2 和 M1 由 4 月的 20% 下降到 7 月份的 15%，比 2003 年同時期低 5% 左右，是自 2002 年 8 月份以來最低的。採取宏觀調控政策時，不確定性的因素增加，信貸的風險增大，尤其是政府嚴格管控的情況下，銀行不得收縮貸款，因而造成銀行濫頭寸增加；在另一方面，貸款過度萎縮，對於企業的经营活動會產生很大的影響，以目前來看，企業普遍感受到生產與資金的緊

張，導致訂單減少及拖欠明顯增加，而使得生產力下滑。大陸銀行的不良貸款逐漸暴露出來，例如南方證券、華夏證券出現了問題，很多中共金融官員涉及不法，金融黑洞一直存在，這將威脅著經濟發展和社會穩定。

中國人民銀行行長周小川於 2004 年 8 月 24 日的金融主管會議中表示，繼續控制貸款工作，主要原因是通貨通膨的壓力尚未減輕，尤其是中長期的貸款仍有過度成長的現象，必須防止盲目投資和重複建設的現象再現。周小川的談話顯示中共當局對目前降溫措施的成效仍沒有十足的把握。英國金融時報社論也指出，降溫措施成效不如預期的原因之一是地方官員抵制，不願意聽從中央的指示，例如長江三角洲的地方官員因為降溫措施會影響該區域的經濟發展，而不願全力配合中央的降溫政策。這也是外界人士對降溫政策有質疑的主要原因。

四、宏觀調控政策的動向

中國大陸實行宏觀調控政策的成效尚未達到預期，尤其通貨膨脹問題蠢蠢欲動。7 月居民消費價格指數（CPI）比去年同期上漲了 5.3%，商品零售價格指數上漲了 4.4%，大多的物價指數已是自 1996 年以來的最高點。國際市場價格對大陸物價之影響日益增大，石油、原材料價格持續上漲，將可能造成輸入性、成本推動型通貨膨脹，會對經濟發展產生不利影響。中國大陸央行行長周小川指出，央行要對宏觀經濟，特別是物價變動予以高度的關注。然而，工業生產、投資、貨幣、信貸、財政和企業效益等指標都已因宏觀調控措施出現下滑的趨勢，甚至低於預期的目標，為了控制物價而採取更嚴厲的宏觀調控，是否會使經濟加速下滑，也令大陸當局憂慮。而在另一方面，物價持續上漲基本上是會影響低收入階層的生活水平，尤其是食品以及煤、電、水等價格持續上漲，已超出低收入階層所能承受的能力範圍，將使他們的生活水平下降，可能會影響到社會的穩定。

CPI 的不斷攀升和固定資產投資回落後的反彈現象迫使宏觀調控政策面臨新的挑戰，為了穩定物價及繼續抑制固定資產投資再度飆漲，提高利率可能是必要的措施。不過，北京大學中國經濟研究中心宋國青教授指出，中長期升息的趨勢雖已形成，但是在短期內仍不能確定。依學理來看，升不升息主要考慮 CPI、投資的增加幅度、貸款的增加幅度等三個指標。統計數據顯示，2004 年 8 月居民消費物價較上年同期上漲了 5.3%，主要的原因是糧食價格上漲幅度高達 31%，中共國家糧油資訊中心市場分析預測處處長李科表示，中國大陸已連續五年有糧食減產的現象，無法彌補缺口，這將導致價格無法回落，也顯示中國大陸的糧食缺口仍然很大。另外，水、電及燃料價格的上漲幅度大也是促成 CPI 上漲的主要因素，8 月份水、電及燃料價格上漲 9.6%。再來是受到國際石油價格上漲的影響，

製造業產品的價格比上年8月上漲6.8%，其他如原材料、燃料等價格亦上漲了12.9%，這些因素都將導致通貨膨脹的持續發展。CPI上升已導致實質利率為負，調升（名目）利率的壓力增大。

另外一個影響大陸應當調整利率水準的因素，是國際金融情勢之變化。隨著全球經濟持續復甦，通貨膨脹正在加大，美國已連續三次提高聯邦基本的利率，未來幾個月有可能繼續提高；英國也有三次加息的動作。在全球升息週期的浪潮之下，中國大陸是否應調整貨幣政策，各界持正面意見的人士已有不少。例如人民銀行廣州分行副行長王自力表示，從部分經濟數據增長的趨勢以及國際經濟形勢來看，未來的利率應該要採取調高的動作。然而，從各種跡象來看在近期內，大陸央行似乎還不考慮加息，將繼續以其他緊縮的手段來代替加息，因為加息並不符合大陸中央的政治考慮。

宏觀調控無可避免地會採用行政手段，以加速實現調控目標，然而，行政手段同時也可能會對經濟運行產生傷害，長時間使用非市場手段干預市場經濟，將不利於企業的正常經營與民間投資。大陸學者呼籲大陸當局加強市場化手段，靈活運用多種貨幣政策工具，譬如，採取調整利率的方式來影響資金市場的供求關係，不僅可以提高資源配置效率，亦可有效地改善金融體質。顯然，目前調整利率將會是大陸央行必然的選擇。值得一提的是，調整利率對高獲利產業的衝擊並不大，衝擊大的是一般產業的資金取得，雖然有抑制物價上漲的可能，但是對部分過度投資的產業而言，遏阻的作用不大，況且在預期心理的前提之下，亦可能帶來另一波的政經問題。

自改革開放以來，中國大陸歷經四次經濟過熱的經驗，每次實施宏觀調控幾乎都發生經濟與政治體制的衝突，反映出市場機制的不完善，尤其降溫的措施亦會帶來地方政府的反抗，畢竟嚴厲控制產業的過度發展，將傷害到地方的直接利益。依過去經驗，宏觀調控對經濟的衝擊會有「軟著陸」、「硬著陸」、「回落後反彈」等三種可能的後果。依據亞洲開發銀行的界定，經濟成長率低於7%，以及總貿易成長率低於10%，即有可能出現通貨膨脹和「硬著陸」的現象；相反的，經濟成長率維持在7.5%至8.5%，總貿易成長率維持在兩位數以上，則可能會達到「軟著陸」。綜觀目前中國大陸的經濟形勢，宏觀調控雖然已使得經濟過熱獲得緩和，但是，由於自今年4月開始實施的宏觀調控政策時間尚短，還無法判斷經濟是否已「軟著陸」，有待進一步觀察。同樣地，就現有統計數據來看，也無法明確判斷大陸經濟是否會「硬著陸」，除非更嚴厲的宏觀調控措施不斷加碼。最有可能出現的趨勢，是經濟回落之後反彈，因為宏觀調控政策與既得利益

團體的逐利目標相違，必然遭到抵制。這些抵制的力量主要來自於地方政府、金融機構和民間部門。

五、大陸經濟展望

大陸實施宏觀調控政策，目的在於抑制過熱的投資，主要的手段包括嚴格監管銀行信貸擴張、收縮資金供應鏈、管制特定行業或項目之投資、嚴格審批土地等。根據相關的統計資料顯示，這些政策措施實行之後，確實已使大陸原本過熱的經濟形勢緩和下來，不過，迄目前為止，其成效仍與大陸當局期待的「軟著陸」差一大段距離，當然也沒有出現「硬著陸」的現象。展望未來，近期內出現反彈回升的可能性最大，換言之，宏觀調控政策很可能在短期內放鬆，儘管大陸當局不會公開正式宣布放棄調控政策，社會各界的壓力勢將迫使大陸當局讓步，只看不說。

對於臺灣而言，關注大陸經濟形勢未來的發展，更應特別留意其利率和匯率的動向。就國內外經濟、金融情勢的變動來看，近期內，大陸當局調高利率的可能性似乎大一些，因為物價上漲已使得人民幣的實質利率呈現負值，同時美元利率走俏已使人民幣和美元的利差縮小。不過，利率調整的時機和幅度仍需觀察大陸物價膨脹的後續發展。