

# 展望下半年美中金融情勢



陳鴻達

金融穩定中心主任

TABF



台灣金融研訓院  
TAIWAN ACADEMY OF BANKING AND FINANCE

# 內容綱要

- 壹、 失控的美債對美國銀行的衝擊
- 貳、 搶救美債大作戰
- 參、 穩定幣的意外後果
- 肆、 中國經濟的溫度計
- 伍、 從內捲到輸出通縮的「死亡螺旋」

## 前言

美中這兩個影響全球最深的國家，目前各有其嚴峻的金融挑戰，其處理的方式與成效，對全世界也將有深遠影響。美國最大的問題應該是從其龐大的債務，衍生出的利率與匯率問題。當美國聯邦政府的債務利息支出大於國防支出<sup>1</sup>，或是利息支出大於 GDP 的 3% 時，投資人會開始懷疑美債是否能夠永續<sup>2</sup>，因此公債的殖利率不斷攀升。川普急著要聯準會降息，以減輕債務利息支出，聯準會卻以通膨為由按兵不動。此外今年初國會將債務上限調高到 36.1 兆美元，目前已接近債限，因此美國財長接下來的主要工作應該爭取調高債務上限，並以各種金融監理工具來鼓勵增持美債。為這將涉及金融穩定，恐怕也是爭議焦點。

房地產泡沫化與「城投債」可說是中國最大的隱憂，過去幾年中國政府努力推動「一攬子化債」。藉由借新還舊，降低利息來避免債務違約，結果是將風險轉移給最大的持有者銀行。除此之外，銀行也是中國的政策提款機，以至於全體銀行股的股價通通低於淨值。為了救股價，中國政府除了動用社保基金與保險資金為金融股護盤外，還鼓勵銀行購回自家股票。此外中國藉由割喉式的削價出口，美國前財長葉倫說這是輸出通縮，也威脅到全世界的產業。<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> Committee for a Responsible Federal Budget, “Do We Spend More On Interest Than Defense?” (Feb 20, 2024), <https://www.crfb.org/blogs/do-we-spend-more-interest-defense>

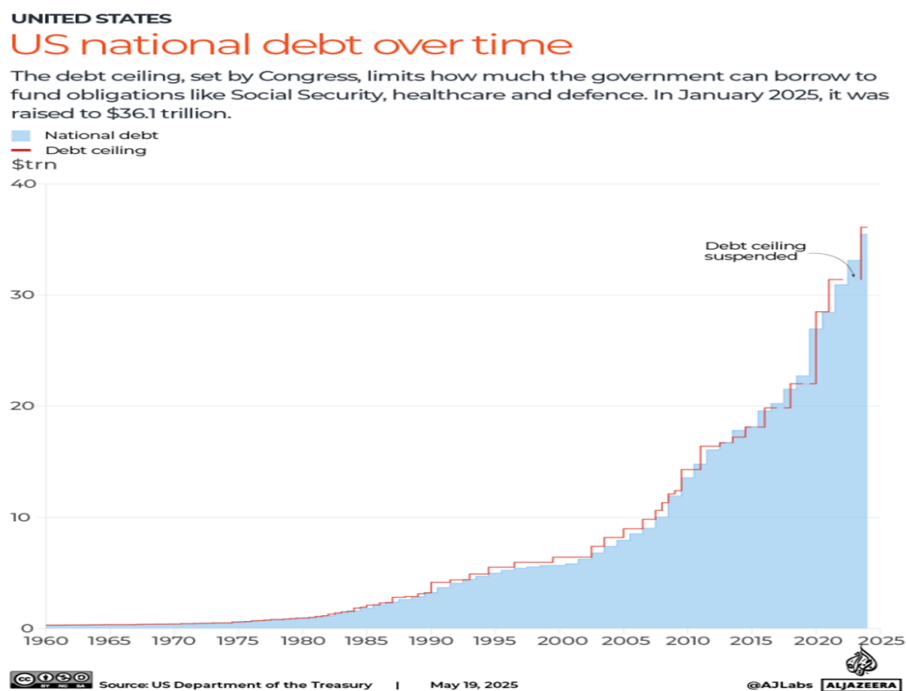
<sup>2</sup> Committee for a Responsible Federal Budget, “House Bill Would Put 3% Deficit Far Out of Reach” (May 20, 2025), <https://www.crfb.org/blogs/house-bill-would-put-3-deficit-far-out-reach>

<sup>3</sup> Oxford Economic, “The latest export from China is ... deflation” (Apr 24, 2024), <https://www.oxfordeconomics.com/resource/the-latest-export-from-china-is-deflation/>

# 壹、失控的美債對美國銀行的衝擊

## 一、已經調高 108 次的債務上限

美債問題積弊已久，但過去大家都認為「債多不愁」，因為最後美國國會都會同意調高聯邦政府債務上限。從 1917 年美國國會第一次為政府公債設定上限後，到目前為止已經調高 108 次。最近一次債務上限是在 2025 年 1 月所設定的 36.1 兆美元<sup>4</sup>，依目前進度應該在今年 8 月或 9 月就會用罄。因此年初才上任的財長貝森特已多次發文給美國國會，請國會議員再次調高債務上限，否則美債會出現違約問題。<sup>5</sup>



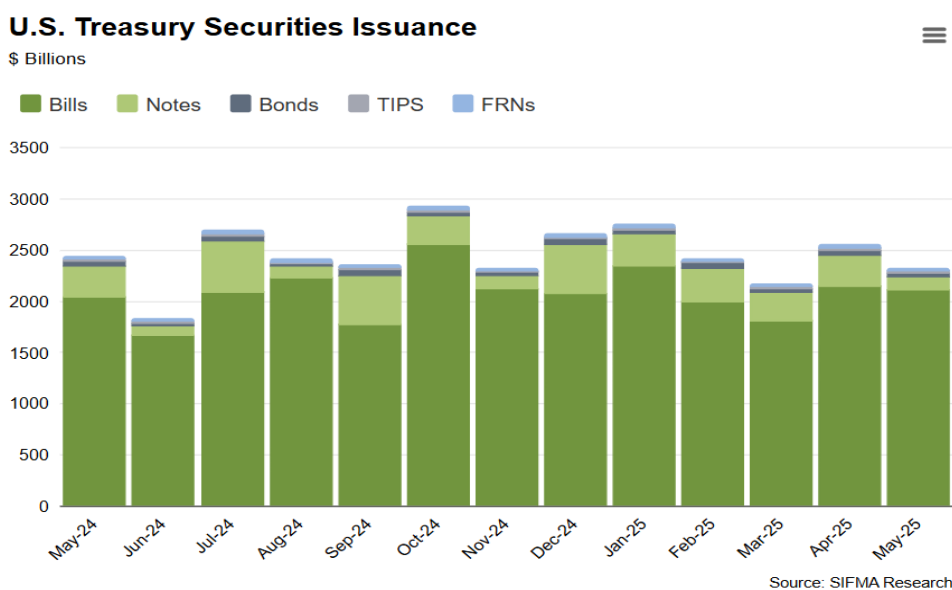
【圖 1】美國聯邦政府債務成長趨勢與歷次公債上限

<sup>4</sup> Al Jazeera, “The US has \$36 trillion in debt. What does that mean, and who owns it?” (May 20, 2025), <https://www.aljazeera.com/news/2025/5/20/the-us-has-36-trillion-in-debt-what-does-that-mean-and-who-owns-it>

<sup>5</sup> U.S. Department of the Treasury, “Debt Limit”, <https://home.treasury.gov/policy-issues/financial-markets-financial-institutions-and-fiscal-service/debt-limit>

## 二、銀行的未實現損失

根據(Securities Industry and Financial Markets Association, SIFMA)的統計，美國財政部每月都要發行合計兩兆多美元的各式公債，用以借新還舊或是支應新增支出<sup>6</sup>。每月標售公債時大家都會擔心市場買盤不足，特別是「海湖莊園協議」對美元美債的處理安排，更讓投資者對美債市場的信心雪上加霜。在此情況下，美債殖利率持續攀升<sup>7</sup>。先不論美債會不會違約，過去這一段時間持有大量美債的美國銀行，已因公債價格下跌吃足了苦頭。



【圖 2】近期每月美國財政部新發行的公債金額



<sup>6</sup> SIFMA, “US Treasury Securities Statistics”(June 12, 2025),

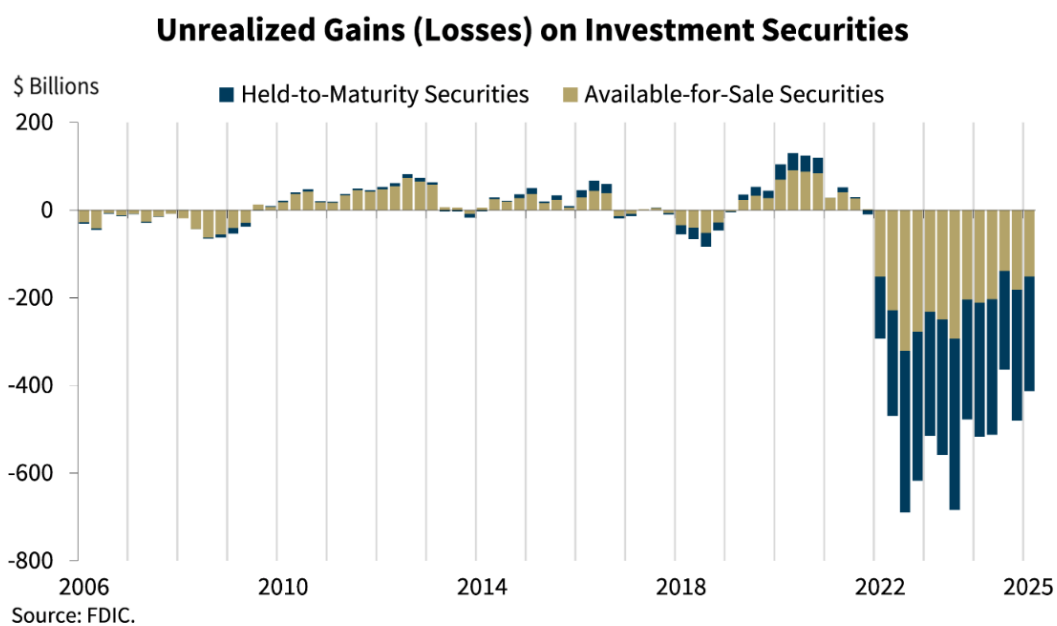
<https://www.sifma.org/resources/research/statistics/us-treasury-securities-statistics/>

<sup>7</sup> Trading Economics, “US 10 Year Treasury Bond Note Yield” (July 1, 2025),

<https://tradingeconomics.com/united-states/government-bond-yield>

【圖 3】美國十年期公債殖利率走勢

日前美國聯邦存款保險公司(FDIC)公布「第一季銀行現況(Banking Profile)」指出，目前銀行體系因持有美債的未實現損失超過四千億美元<sup>8</sup>。每次公債的殖利率上升，這些美國銀行的損失就更大一些。兩年前矽谷銀行(SVB)的倒閉風波，就是因銀行持有美債損失而起。不同的是上次矽谷銀行倒閉，是因為聯準會為了打壓通膨而升息，造成投資美債出現鉅額虧損。現在雖然已經有幾次降息了，但因為川普相關政策的反覆，使得市場對債市的疑慮加深，推高了美債殖利率。讓美國銀行頭痛的是，過去只要降息債券價格就會上漲，現在降息還是難阻公債殖利率的上升。

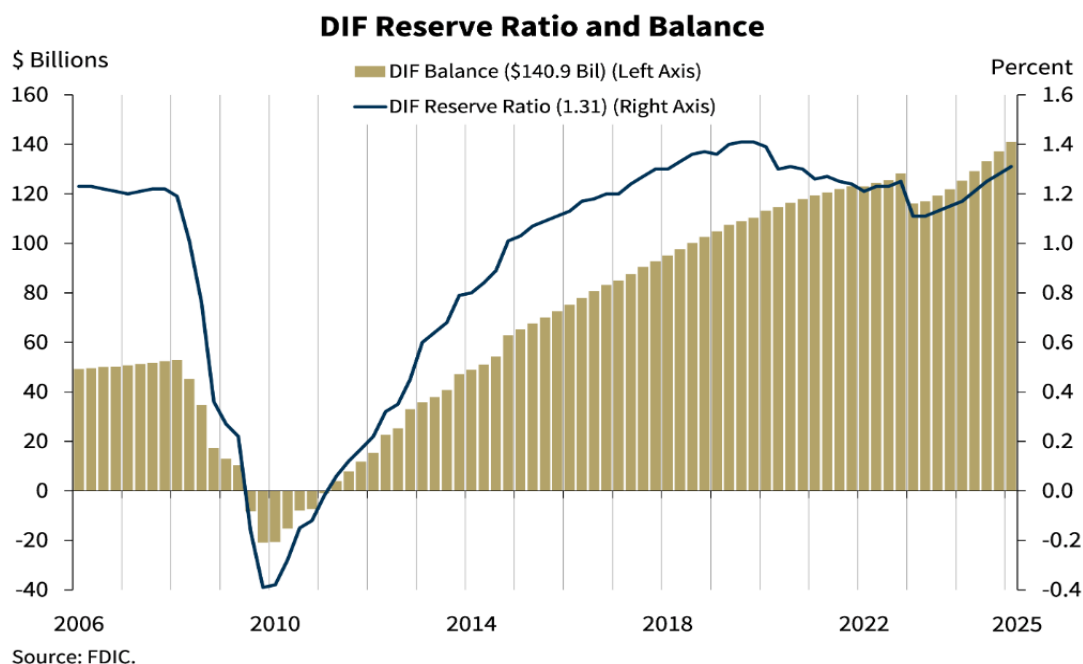


【圖 4】美國銀行因持有美債的未實現損益

造成美國銀行之困境可追溯到 2020 年的新冠疫情，當時川普總統全民普發現金，一時間銀行湧進大量存款。在疫情與經濟前景不明的情況下，許多銀行基於保守起見，大量投資美債，儘管當時利率很低。但後來出現通膨，促成聯準會暴力升息，造成目前銀行業的龐大損失。更讓銀行有苦難言的是，一波未平，一波又起。這一季有問題的銀行也從 52 家增加到 63 家。

<sup>8</sup> FDIC, "Quarterly Banking Profile First Quarter" (May 28, 2025), <https://www.fdic.gov/news/speeches/2025/fdic-quarterly-banking-profile-first-quarter-2025>

這對美國的金融穩定有何威脅呢？雖然目前美國「存款保險基金(DIF)」餘額有 1,400 億美元，但受保障存款有 10 兆餘美元，因此「儲備比率(DIF Reserve Ratio)」只有 1.3%，低於法定的 1.35%。<sup>9</sup>因此可能無法因應多家銀行同時出問題，所以美國存款保險公司多次重申，未來不會處理受存款保險保障以外的存款。不像上次處理矽谷銀行與簽名銀行時，做出的額外保障。



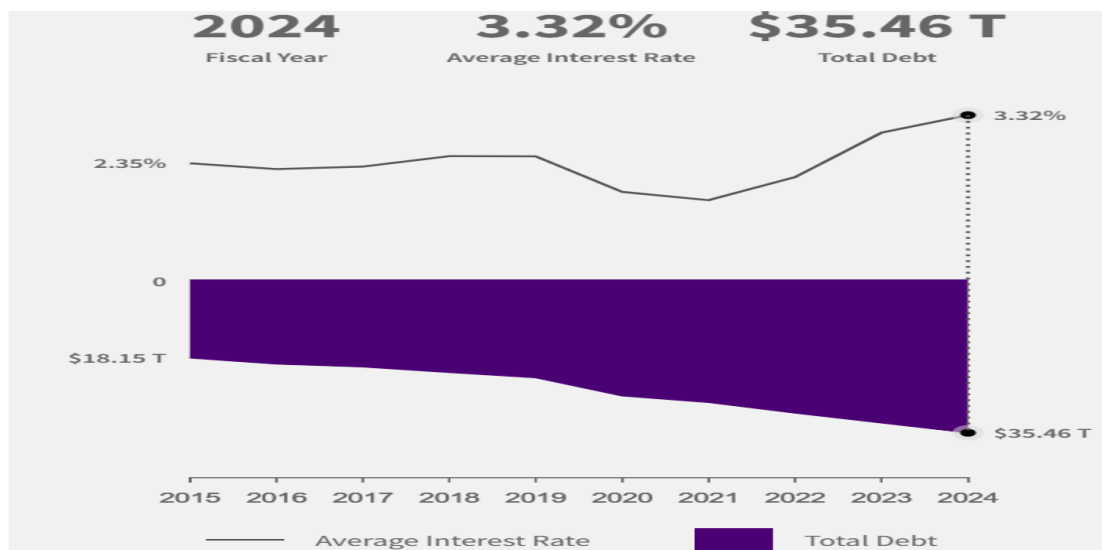
【圖 5】美國存保基金的規模與儲備比例

## 貳、搶救美債大作戰

據估計在今年年底前，還有將近七兆多美元的國債會到期，借新還舊是必然的。目前美國各種長短期公債的平均利率大約 3.3%，處於近期的高點，因此財政部的燃眉之急是何降低舉債成本。而財政部目前透過少量回購未到期公債，以減少利息支出與平抑公債殖利率，效果也較有限。因此使用各種政策工具來增加美債買盤，壓低公債殖利率，同時解決美國政府沉重的債務利息支出。因為若全順著市場機制，結果可能更不樂觀，惟每種政策介入都有不同的後遺症。

<sup>9</sup> Ibid 8

## 一、聯準會要不要進場買國債？



【圖 6】美國公債規模與平均利率的走勢

雖然聯準會之前也有大量購買美債以進行 QE 之紀錄，但以目前川普多次羞辱聯準會主席鮑爾來看，鮑爾一定會認為事情是您們政策反覆搞砸的，您們自己負責。那麼明年換新的聯準會主席就會幫忙川普善後嗎？這恐怕也很難說，因為新的聯準會主席將面臨兩難的局面。進場買美債雖可抑制公債殖利率，降低美國政府利息支出與銀行的風險，但這等於為通膨添材火。對於總統來講，若一定要在金融穩定與物價穩定之間做取捨的話，那只好犧牲通膨。用遲來的「通膨稅」，來解決原先的收支不平衡問題。<sup>10</sup>

## 二、是否用監理工具鼓勵銀行持有公債

2008 年金融海嘯後，對大型銀行增加「強化補充槓桿比率(enhanced supplementary leverage ratio, eSLR)」的監理要求。許多美國大型銀行長期認為，這項規定不利他們持有像是美國公債等低風險資產，也阻礙其為 29 兆美元公債市場提供流動性的能力。因此若能調降大型銀行的 eSLR 要求，就可以增加美債買盤。2025 年 6 月下旬傳出美國聯準會同意將八大銀行的 eSLR 從 5% 降至 3.5-4.25%，這將使得這幾家銀行的總資本要求減少 130 億美元。鮑爾在

<sup>10</sup> 陳鴻達，「美債不死 只是拖垮銀行？」(2025 年 7 月 1 日)·《工商時報》·  
<https://www.ctee.com.tw/news/20250701700135-431302>

眾議院金融服務委員會中表示支持修訂 SLR 標準，以幫助加強銀行在國債市場作為中介的角色。<sup>11</sup>

但參議員 Elizabeth Warren 聞訊馬上嚴厲反對，她認為 eSLR 扮演很關鍵的金融穩定把關功能，調降這項監理標準是莽撞不負責任的行為，因為美國國債不是完全沒有風險，可以給予無限制的槓桿。<sup>12</sup>雖然支持者認為這項調整，將使美國對大銀行的資本要求，跟歐洲、中國、加拿大及日本同業趨於一致。但大家都認為這項修法的出發點是為增加美債的買盤，這又會對銀行的系統性風險投下什麼深水炸彈呢？此外利用對穩定幣的監管，來創造對美債需求，事情真的有如此美好嗎？

### 叁、穩定幣的意外後果

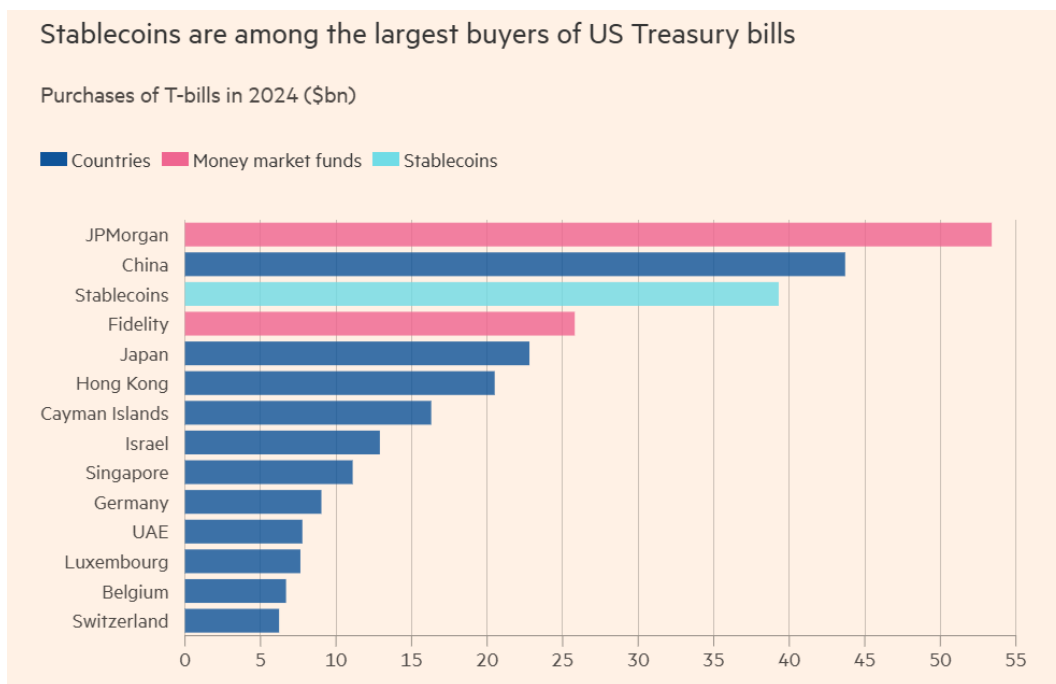
2025 年 6 月 17 日前美國參議院通過了「指導與建立美國穩定幣國家創新法案(the Guiding and Establishing National Innovation for US Stablecoins Act, GENIUS)」，規定發行美元穩定幣需要百分之百的現金或美債作為儲備<sup>13</sup>。許多人認為這可為搖搖欲墜的美債「續命」，因為投資者對美債的疑慮日深，這項法案可為美債增加大量的買盤。事實上增加美債買盤的效益可能不大，但強化穩定幣交易的保障後，可能抑制了數位人民幣的發展，這是意外後果。

---

<sup>11</sup> Bloomberg, “Federal Reserve Releases Plan to Relax Key Bank Capital Rule”(June 26, 2025), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-06-25/federal-reserve-releases-plan-to-relax-key-bank-capital-rule>

<sup>12</sup> Bloomberg, “Elizabeth Warren Blasts Regulators’ Potential Bank Leverage-Rule Changes”(June 24, 2025) · <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-06-24/warren-blasts-regulators-potential-bank-leverage-rule-changes>

<sup>13</sup> Congress.Gov, <https://www.congress.gov/bill/119th-congress/senate-bill/1582/text>



【圖 7】美債的主要買家

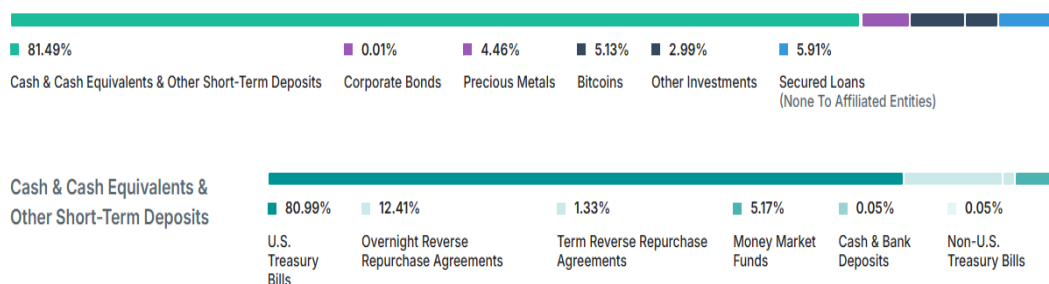
為什麼說「天才法案」對美債的買盤增加不是很大？因為穩定幣早已是美債的主要買盤，僅次於 J.P. Morgan 與中國，並高於日本等國<sup>14</sup>。且美債目前早已是美元穩定幣最常見的儲備資產，以泰達幣為例，其發行儲備中現金與短期美債就占八成<sup>15</sup>，也為穩定幣業者創造可觀的利息收入。因為穩定幣的業者不會發放利息給穩定幣的持有者，因此人們不會長期持有穩定幣。人們持有穩定幣的動機是，它在進行跨境交易清算時的效率。一旦沒有這個需求後，人們還是會換掉穩定幣改為一般的美元。因為美元穩定幣的價值趨近於美元，但不會大於美元。持有美元有利息，但持有穩定幣沒有利息。也就是說人們持有穩定幣的動機是當作交易媒介，並不是當作儲蓄或投資的標的。再加上穩定幣當作交易媒介時，不但效率非常高，還可不斷重複使用。這也是為什麼在去年全球的穩定幣發行量只有二千五百億美元，但所完成的交易金額超過二十七兆美元，超過 VISA 與 Master 的交易總額。<sup>16</sup>

<sup>14</sup> 金融時報，「穩定幣的風險」(2025 年 6 月 24 日) · <http://big5.ftchinese.com/interactive/212120?exclusive>

<sup>15</sup> Tether, <https://tether.to/en/transparency/?tab=reports>

<sup>16</sup> 财经杂志，「角逐稳定币，美元化卷土重来？」(2025 年 06 月 09 日), <https://finance.sina.com.cn/roll/2025-06-09/doc-inezntce1091633.shtml>

## Reserves Breakdown as of the last Reserves Report



【圖 8】tether 幣揭露其儲備的組成

未來有「天才法案」加持後，穩定幣的法律地位將讓它創造更多的業務。這也是為什麼穩定幣發行商「圓圈網路集團(Circle Internet Group, Inc.)」六月五日在紐約證券交易所掛牌上市時出現慶祝行情，開盤上漲超過 120%，一度因漲幅過大而觸發熔断機制。那誰會受影響呢？應該是中國人民銀行近年來積極推動「央行數位貨幣跨境支付計畫(mBridge)」，近年來中國人民銀行積極推動數位人民幣，對內推動「零售型」數位人民幣來取代現金支付，對外推動「批發行」央行數位貨幣的跨境交易清算。

目前該計畫已經與香港、泰國與阿拉伯聯合大公國等完成多起交易試驗，因此技術上應該沒什麼問題。問題較大的是該計畫選定的參與者是各國央行，因此便延伸出國際政治與效率的問題。例如國際清算銀行(BIS)原本有參與該計畫，但在去年退出且另外啟動一個 Agora 計畫，這很難說沒政治考量。<sup>17</sup>此外各國央行對於推動這項計畫應該也不像中國這麼熱心，所掌握的技術也不若中國嫻熟。但一個銅板敲不響，光是中國一頭熱也無法迅速推動。此外境外人民幣資金池太小，對手國沒有充裕的人民幣跟中國購買貨品或服務，也限制了人民幣跨境支付的發展。

在推動人民幣成為美元替代品過程中，中國面臨著巨大障礙，其中最主要問題的是持續擴大的巨額貿易順差。因此在境外流通的人民幣中，很大一部分通常用於購買更多的中國商

<sup>17</sup> The Banker, "Explainer: BIS backs out of CBDC project mBridge"(October 31 2024), <https://www.thebanker.com/content/5f4ee360-b2ce-55d8-af9e-544d8eb773a3>

品或償還欠中國的債務。另一方面，中國嚴格限制人民幣的跨境流動，也導致人民幣難以成為外國投資者有效的價值儲存工具。<sup>18</sup>

但穩定幣則沒這些問題。現在大家積極發展穩定幣，是因為看中其在進行跨境交易的潛力，包括極低的交易成本與極快的處理速度，另外還有外溢的投資效益。因此現在各國法規若能給予適度的監理，保障參與者的權益，那麼未來前景可期。雖然各國投資者沒有特別的政治考量，純粹基於商機考量與習慣的現狀，結果卻有利於鞏固美元霸權，為出現動搖的美元續命。

也就是說過去在解決跨境支付的痛點，包括耗時與成本昂貴等問題，中國用中央銀行的公權力切入，西方國家則是發揮民間社會的創意與靈活。雖然許多人相信中國人民銀行在技術上取得領先，但還有許多配合因素比技術更為重要，這也成為發展人民幣跨境支付的包袱。

## 肆、中國經濟的溫度計

由於中國各類官方的經建統計數據可信度差，因此當年國務總理李克強特別篩選一些與能源使用相關的數據，以輔助其掌握真實的經濟現況，世人稱之為「李克強指數」。因此若想知道其真實經濟情況，可能就必須從社會的一些蛛絲馬跡來拼湊出來。<sup>19</sup>本文謹就中國銀行的股價普遍跌破淨值來探討其金融問題，再以中國境內五星級飯店遽減應可反映出中國消費的急凍，最後以大企業積欠供應鏈貸款看中國經商環境的惡化。

### 一、中國銀行的困境

去年中國為了救股市可說是用盡猛藥，先是求保險基金與社保基金進場護盤<sup>20</sup>，接著人民銀行放水給商業銀行，提供貸款給上市公司回購公司股票<sup>21</sup>。坊間稱之為國慶紅包，股市也大

<sup>18</sup>工商時報，「5月人民幣支付占比 降至全球第六」(2025年6月20日)，<https://www.ctee.com.tw/news/20250620700163-430801>

<sup>19</sup> 陳鴻達，「五星級飯店消失和比亞迪欠款背後」(2025年6月27日)·《上報》·[https://www.upmedia.mg/news\\_info.php?Type=2&SerialNo=233249](https://www.upmedia.mg/news_info.php?Type=2&SerialNo=233249)

<sup>20</sup> 中央社，「中國推中長期方案穩股市 引導加強社保與養老基金入市力度」(2025年1月22)·<https://www.cna.com.tw/news/acn/202501220345.aspx>

<sup>21</sup> 中國人民銀行、金融監管總局、中國證監會關於設立股票回購增持再貸款有關事宜的通知(2024年10月17日)，[http://big5.www.gov.cn/gate/big5/www.gov.cn/zhengce/zhengceku/202410/content\\_6981220.htm](http://big5.www.gov.cn/gate/big5/www.gov.cn/zhengce/zhengceku/202410/content_6981220.htm)

漲一波。儘管如此，A 股 42 家上市銀行中，只有一家的股價高於淨值，遠低於其他類股。為何投資者對銀行股避之唯恐不及呢？除了沉重的政策包袱，財務不透明也是重要原因。

過去中國銀行業是特許行業，也享有過很長的榮景。惟近十年中國 A 股銀行股的股價淨值比與本益比持續下滑。在 2015-2018 年間銀行股價淨值比普遍高於 1，國有大行如工商銀行、建設銀行市淨率在 1.2 倍左右，招商銀行等股份行可達 2 倍。2019-2023 年間受經濟增速放緩、利差縮小、地產風險暴露等影響，銀行股估值持續走低。截至 2023 年末，A 股 42 家上市銀行市淨率全部低於 1 倍。<sup>22</sup>去(2024)年在諸多救市措施下，銀行板塊上漲三成，結果也只有招商銀行的股價淨值比回到 1 倍左右，其他銀行仍深陷破淨困境。

此外同時間銀行股的本益比也都只有五、六倍，這到底是股價被低估呢？還是銀行的淨值被高估？事實上除了前述救市措施，2024 年 11 月中國證監會發佈《上市公司監管指引第 10 號——市值管理》，鼓勵銀行用發放高股息來激勵股價<sup>23</sup>。但市場認為所發放的股息可能來自於本金，而非真的是獲利，因此在股價上並不捧場。也就是投資者認為是銀行財報不透明，隱藏太多壞帳，銀行淨值被高估，而不是股價太便宜。

例如大家聞之色變，金額高達五十幾兆元的城投債，銀行是最主要的持有者。去年中國政府展開「一攬子化債」措施，以借新還舊，降低債務利息的方式來化解債務危機<sup>24</sup>。城投債倒帳的風險讓銀行繼續背，只是利息收入大幅減少。再如銀行一再地被要求展延貸款期限與調降利息，例如國家助學貸款本金延期 1 年，利息全免。中小微企業貸展延 12-18 個月，可協商減免或調整利率。個人房貸與消費貸款可展延 3-18 個月。

目前中國銀行的壞帳有多少呢？官方最新統計是 1.25%，但業內估計實際壞賬率達 7-10%。除此之外，房地產不良貸款率超過 5%，消費貸款、信用卡逾期率也隨經濟不景氣而不斷上升，都是中國銀行的挑戰。

---

<sup>22</sup>南方都市報，「42 家 A 股銀行全部破淨！证监会发声，提升长期破净公司估值」（2024 年 9 月 25 日），<https://news.qq.com/rain/a/20240925A03ZDT00>

<sup>23</sup>東方財富，「銀行估值提升計劃密集亮相」（2025 年 04 月 01 日），<https://finance.sina.com.cn/stock/relnews/cn/2025-04-01/doc-inerqwaa3405651.shtml>

<sup>24</sup> 債券，「城投債市場運行回顧與展望」（2025 年 02 月 13 日），<https://finance.sina.com.cn/money/bond/market/2025-02-13/doc-inekiriz4994763.shtml>

## 二、五年消失百餘家五星級飯店

根據中國的文化和旅遊部統計，該國五星級酒店在 2020 年有 850 家，但截至去年底僅剩 736 家，不過 5 年時間減少 114 家。<sup>25</sup>這是一個值得深究的指標，除了反映中國經濟的困頓外，也可觀察中國是否開始走向鎖國的道路。過去幾年中國各地競相興建五星級飯店，並且從一、二線城市蔓延到三、四線城市。除了反映出當地經濟活躍外，也滿足大量外國觀光客與外籍商務人士的需求，一時好不風光。但 2020 年疫情打擊後，這些往往雄踞各城市黃金地段的五星級飯店紛紛傳出住宿人數銳減。經營者雖然降低房價，但住房率還是節節下降。飯店無法維持應有的服務水準，因此大量被降級，甚至關門大吉。

這背後原因除了景氣不佳，國內民眾消費能力降低外，外國人不來了也是主要原因。根據統計在 2019 年中國接待外國遊客人數高達九千八百萬人次，疫情期間降到不足一千萬人次。但現在即使疫情過去幾年了，2024 年外國遊客只有二千六百萬人次，不到之前的三分之一。這中間中國也是有努力爭取外國觀光客，例如擴大免簽範圍與停留時間，並加強多語言的觀光服務。但這幾年中國不管是內政或外交的種種作為，讓西方民眾對中國的好感度下降。甚至美國與澳洲等國，更對其人民人身安全提出示警，建議其國民重新考慮是否前往中國旅行。

除了這些需求面因素之外，這些五星級飯店「成也房地產，敗也房地產」。因為許多飯店背後的金主其實是房地產業者，因此和房地產景氣有千絲萬縷的關係。過去在炒房時，飯店與住房兩者互相拉抬，甚至許多地方政府在圈地蓋房子時，還要求開發業者必須要蓋五星級飯店。現在房地產泡沫破了，這些飯店也失去支撐，骨牌效應應該還會持續一段時間。

## 二、系統性積欠供應鏈貨款

在中國大型企業積欠供應商貨款的情形越來越嚴重，大家都知道這不是健全經商環境應有的現象，因此今(2025)年 4 月通過的「民營經濟促進法」也特別指出這個現象不對，但卻提不出具提的改善作為。以比亞迪為例，這個當今全球產量最大的電動車公司，其苛扣下游供

---

<sup>25</sup> 投資界，「五星級酒店正在被拋棄」(2025 年 03 月 03 日)，<https://finance.sina.com.cn/roll/2025-03-03/doc-ineniuqm2640323.shtml>

應商的作法，來支持其「零公里二手車」等割喉競爭手段，在在都令人對該公司能否永續經營下去感到質疑。這也顯示出中國經商環境的惡化，並聯想到之前恆大地產的類似做為對整個社會的衝擊。

比亞迪採類似「恆大商票」的方式，自創「迪鏈」向供應商發行「電子債權憑證」來支付供應商，而不是依「票據法」開立商業票據。這些下游供應商收到「迪鏈」後，就進入漫長的等待期。一般來說比亞迪採用「月結 30-60 天信用期+ 6-8 個月迪鏈」的結算模式<sup>26</sup>，因此實際付款週期延長至 8-10 個月。供應商可持有到期後向比亞迪兌付現金，但供應商若需現金，則需支付高額貼息（5%-10%），變相壓縮利潤。

這延後付款的方式，幾乎是所有中國汽車公司或大企業的共同作法，只是比亞迪積欠貨款最嚴重，也苦了眾多的供應商。這些大企業透過「供應鏈金融」綁定供應商，將中小供應商納入自身金融體系，以增強供應鏈控制力。同時規避相關金融監管，「降低」財報負債金額。以去年為例，比亞迪「迪鏈」累積無息的欠款將近三千多億人民幣<sup>27</sup>，自己省了龐大的利息支出。為了平息眾怒，比亞迪等車企日前宣布將對供應商貨款的支付期間統一為 60 天<sup>28</sup>，但是否做到還有待觀察。

應收賬款周轉天數長一直是在中國經商的痛點，企業規模越大對供應商的「壓榨」就越厲害，產業發展就越不健全。近年來由於景氣嚴峻，也使得這個問題更加惡化。有人統計 2024 年中國平均應收賬款周轉天數( Days Sales Outstanding, DSO )為 141 天，比上一年度增加 8 天。<sup>29</sup>這些供應商正面臨兩難的困境，自己借錢來幫大廠生產，可能自己倒了還沒拿到貨款。也可能大廠倒了，自己還沒收到貨款。

---

<sup>26</sup>市場資訊，「供應商視角：比亞迪“迪鏈”結算方式」（2024 年 12 月 04 日），

<https://finance.sina.com.cn/roll/2024-12-04/doc-incyhynp3841516.shtml>

<sup>27</sup>工商時報，「隱形負債狂飆... 比亞迪遭爆欠款 441 億美元」（2025 年 1 月 22 日），

<https://www.ctee.com.tw/news/20250122700158-439901>

<sup>28</sup>中國時報，「比亞迪等多家大陸車企 承諾供應商付款帳期 60 天」（2025 年 6 月 11 日），

<https://www.chinatimes.com/realtimenews/20250611002666-260410?chdtv>

<sup>29</sup>經濟通，「2025 年中國企業付款調查：更長的信用期限緩解了逾期付款的增長」（2025 年 4 月 1 日），

[https://www.etnet.com.hk/www/tc/news/mediaoutreach\\_news\\_detail.php?newsid=371843](https://www.etnet.com.hk/www/tc/news/mediaoutreach_news_detail.php?newsid=371843)

## 伍、從內捲到輸出通縮的「死亡螺旋」

自 2018 年關稅大戰以來，雖然中國不再是美國的最大進口國，但中國透過生產線外移等辦法，使得實質出口到美國不但未下降，反而持續快速上升。接著在房地產泡沫破滅後，購買力消失，各行各業陷入削價競爭的惡性循環，整個社會內捲情形越來越嚴重。由於內需不足，只能用出口來衝刺 GDP 數字。由於中國經濟結構的獨特性，再加上各種有形無形的補貼，使得中國出口近幾年持續快速成長，將國內問題變成國際問題。根據統計中國順差金額急速上升，從 2018 年的 3,510 億美元，成長到 2024 年的 9,922 億美元。並且根據聯合國工業組織的報告指出，若持續目前的趨勢，到 2030 年中國製造業佔全球的比重可能達到 45%。<sup>30</sup>這不僅美國受不了，對歐洲和日本也是相當大的衝擊。

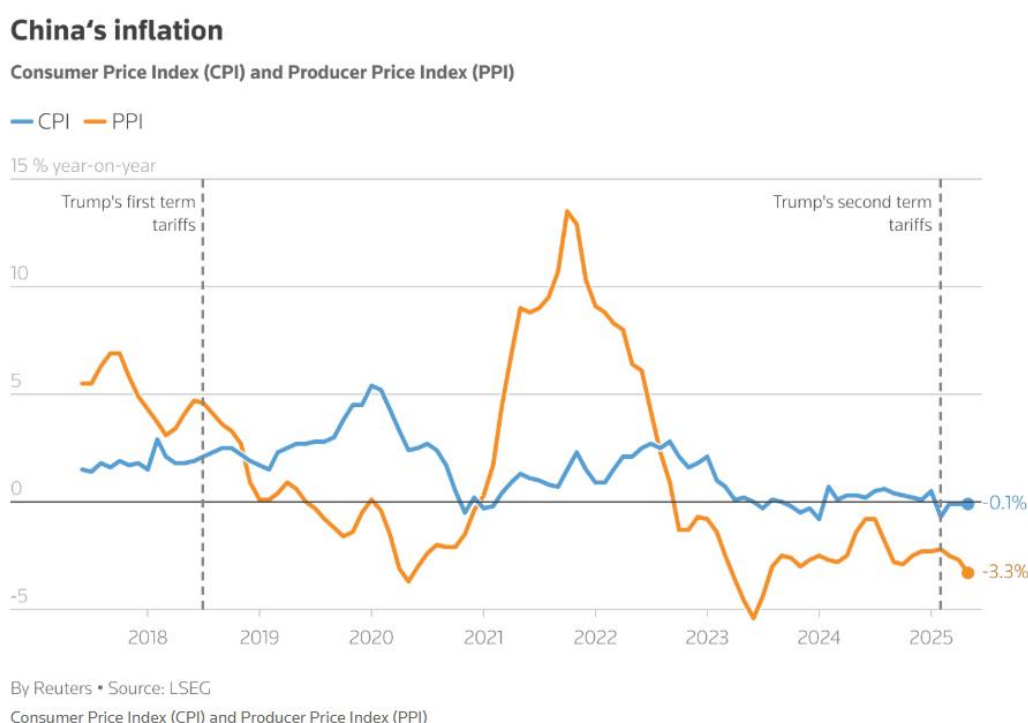
【表 1】近年中國進出口貿易金額(單位: 億美元)

年度	出口金額	進口金額	順差金額
2024	35,772	25,850	9,922
2023	33,790	25,569	8,221
2022	35,921	27,143	8,780
2021	33,571	26,867	6,704
2020	25,900	20,660	5,240
2019	24,995	20,784	4,211
2018	24,867	21,357	3,510
2017	22,633	18,438	4,195
2016	20,976	15,879	5,097

資料來源：中國海關總署

<sup>30</sup> COALITION FOR A PROSPEROUS AMERICA, "China's Manufacturing Share to Hit 45% by 2030(Feb 11, 2025), <https://prosperousamerica.org/chinas-manufacturing-share-to-hit-45-by-2030-as-u-s-falls-to-11-report-warns/>

作為世界工廠，中國長期出口便宜貨品到全球各地，現在則有兩個原因讓人擔心中國會把通縮的經濟病散布到其他國家。首先中國很多貨品的產量大到可影響全球的價格，再則當國內需求下降時，中國企業以削價割喉的方式爭取海外市場。<sup>31</sup>雖然剛開始各國的消費者可能會因為物價便宜而受益，但接著當地產業陸續倒閉，那可能就是惡夢的開始。此外由於中國出口貨品越便宜，廠商利潤越少，員工薪資越差，內需購買力越差。由於對經濟前景的悲觀，以及社會福利網的不足，在在使得內需薄弱，在此情形下就越仰賴出口，變成惡性循環。根據統計美國的消費對其 GDP 成長的貢獻高達 68%，香港為 65%，台灣為 47%，但中國只有 39%。<sup>32</sup>今年五月中國的生產者指數從前一個月的-2.7%，下降到-3.3%，為 22 個月以來最大的緊縮。<sup>33</sup>



【圖 9】中國的消費者物價指數與生產者物價指數

<sup>31</sup> Fortune, “China’s \$18 trillion economy has indigestion—and the factory of the world could export its deflation and growth problems globally”(Aug 26, 2023), <https://fortune.com/2023/08/26/chinas-economy-deflation-growth-exporting-globally/>

<sup>32</sup> 財經 M 平方 · <https://www.macromicro.me/charts/111/tw-gdp-percentage>

<sup>33</sup> Reuters, “China’s May exports slow, deflation deepens as tariffs bite”(June 9, 2025), <https://www.reuters.com/world/china/chinas-may-exports-slow-deflation-deepens-tariffs-bite-2025-06-09/>

Asia Times 指出<sup>34</sup>，通貨緊縮在中國不是一個抽象的威脅，而是可見的、可統計的，並且這個死亡螺旋隨著出口商品擴展到世界各地。目前由於產能過剩貨品價格不斷破壞下降中，原因不是生產力在提高或技術在進步，而是因為公司希望消化庫存能生存下來。如果中國關鍵貨品的價格繼續下跌，由於其規模和在全球供應鏈中的核心地位，對其他經濟體的壓力將是無比沉重。

## 結語

美中兩大巨人，各自有一本難念的經，影響所及也使得全球充滿不確定性。美國的主要危機在於政策反覆，所幸民間的活力與創新，意外的讓穩定幣鞏固美元霸權，減緩了危機的惡化。相對的強調政府主導的中國，過去曾因此而享有高速成長，但現在反而是陷入泥沼的主因。去年中國社科院經濟研究所副所長朱恆鵬，因私下「妄議中央」而被拘留並免職，今年更正式撤銷其兼任主任的「中國社會科學院公共政策研究中心」。今年中國國投證券首席經濟學家高善文，也因質疑中國 GDP 數據慘遭調查。中國對重大財經資訊頻頻「蓋牌」，這也反映景氣寒冬還看不到盡頭。

---

<sup>34</sup> Asia Times, “China’s economy on cusp of a deflationary death spiral”(May 5, 2025), <https://asiatimes.com/2025/05/chinas-economy-on-cusp-of-a-deflationary-death-spiral/#>

# TABF

TAIWAN ACADEMY OF  
BANKING AND FINANCE  
台灣金融研訓院

地址：(10088) 台北市中正區羅斯福路三段 62 號

總機：(02) 3365-3666

<https://www.tabf.org.tw/>

