

國泰銀行 | 加州大學洛杉磯分校安德森預測中心

U.S.  
CHINA

美中經濟報告

2023 年9月

## 關於此報告

國泰銀行委託加州大學洛杉磯分校安德森預測中心製作《美中經濟報告》系列。這份報告以當前會影響美中兩國之間投資和相關經濟事件為主題。

70年來，加州大學洛杉磯分校安德森預測中心一直是分析美國和加州經濟的領先獨立經濟預測機構。

本報告中包含的預測、預報和其他預測性陳述，是來自加州大學洛杉磯分校安德森預測中心根據目前可獲得的資訊，對美國及中國當前及未來經濟狀況的分析及觀點。這些預測依據業界趨勢與其他因素所作出，且包含了風險、變數與不確定性。此資訊以摘要形式呈現，並不是完整資訊。本報告中的資訊不應被視為對您或您的企業採取特定行動的意見或建議，且並未考慮您的特定業務目標、財務狀況或需求。

在此提醒讀者不要過度依賴本報告中的前瞻性陳述。加州大學洛杉磯分校安德森預測中心不負責在本報告日期後，針對非預期事件或情況公開發表對這些前瞻性陳述的任何修訂結果。儘管已謹慎準備預測資訊，實際結果可能有正面或負面的實質性差異。預測與假設範例可能因加州大學洛杉磯分校安德森預測中心控制以外的不確定性與偶發事件而受到影響。

## 關於作者

Jerry Nickelsburg, 加州大學洛杉磯分校安德森預測中心總監

Jerry Nickelsburg 於2006年加入加州大學洛杉磯分校的安德森管理學院及安德森預測中心。自2017年起，出任安德森預測中心總監。他也在工商管理碩士課程中教授經濟學，專注企業預測與亞洲經濟。他擁有明尼蘇達大學的經濟博士學位，並曾就讀於維吉尼亞軍校以及喬治華盛頓大學。他在經濟學與公共政策有關的言論獲廣泛發表及引用。

俞偉雄(William Yu), 加州大學洛杉磯分校安德森預測中心經濟學家

俞偉雄於2011年以經濟學家的身份加入加州大學洛杉磯分校安德森預測中心。他在預測中心主要負責的領域包括經濟建模、預測與洛杉磯經濟。同時也從事與中國經濟以及其與美國經濟關係的研究與預測。他的研究主要包括時間序列計量經濟學、數據分析、股票、債券、房地產與商品價格動態、人力資本與創新等廣泛的經濟金融問題。



## 歡迎閱讀國泰銀行 | 加州大學洛杉磯分校安德森預測中心《美中經濟報告》

國泰銀行委託加州大學洛杉磯分校安德森預測中心，製作《美中經濟報告》系列。在這份報告中，預測中心對美中這兩個世界上最大的經濟體，進行了當前和未來前景的經濟分析和預測。

### 關於加州大學洛杉磯分校安德森預測中心

逾70年以來，預測中心一直是分析美國和加州經濟的領先獨立經濟預測機構。它的年度經濟報告和定期更新報告，側重於當前影響美中之間投資動向和相關經濟事件的話題。

### 關於國泰銀行

1962年，為服務洛杉磯日益壯大的華裔社區，國泰銀行應運而生。成立以來，我們協助客人紮根新土地。我們與客人朝著共同目標一起奮鬥，培育並發展我們的社區。我們扶持他們發展企業，代代相傳。

現在，我們是國泰萬通金控 (Cathay General Bancorp, 那斯達克: CATY) 的子公司，在美國的加州、紐約州、華盛頓州、伊利諾伊州、德州、馬里蘭州、麻州、內華達州和新澤西州設有分行。海外方面，我們在香港設有一家分行，並在北京、上海與台北設有代表處。

60年來我們不忘初心，致力以優質金融服務，助力客人及社區信心滿懷地踏上逐夢之旅。

我們期望此報告的見解，能為您作出有關個人、企業或社區的決策時，帶來寶貴的參考價值。

# 美中經濟報告

## 在充滿風險的世界中化險為夷

經濟學家 俞偉雄

總監 Jerry Nickelsburg

加州大學洛杉磯分校安德森預測中心

2023年9月

過去十年，美國逐漸意識到中國並沒有像預期的那樣，隨著成長和繁榮而增加自由化。相反地，中國表現出了與美國在利益和價值觀上的分歧，包括貿易規範、人權、地緣政治平衡、COVID-19 應對措施、香港中英聯合聲明以及俄羅斯對烏克蘭的入侵等。因此，美國將看待與中國關係的架構由四十年來的戰略接觸轉為戰略競爭。

這種戰略轉變的一個重要例子是美國為了提升供應鏈彈性所帶來的改變。儘管以中國為中心的全球供應鏈和製造中心在冷戰後時期提供了極其高效的即時庫存，但它們表現出了脆弱性和對經濟及國家安全的重大風險，特別是在COVID-19大流行期間的醫療設備以及通訊和半導體等高科技領域。我們的報告重點探討了近年來國際貿易和風險的演變。

鑒於上述原因，美中經濟正在緩慢脫鉤。有人擔心，如果這種情況持續下去，可能會給中國帶來經濟壓力，並可能引發亞太地區的軍事行動。為了避免這種可怕的結果，美國財政部於2023年5月發佈了「去風險」作為比「脫鉤」更合適的美中關係指導原則。「去風險」一詞允許經濟關係發生轉變，並為這種關係提供了更中立的描述，而不會將這種互動描述為零和遊戲。

更重要的是，去風險不僅僅是美國的目標，儘管美國已經頒佈了以下措施：關稅、對特定中國公司的制裁、限制對中國出口先進技術和零部件、印太經濟框架 (IPEF)、澳大利亞、英國和美國安全同盟 (AUKUS)、晶片和科學法案 (CHIPS<sup>1</sup> and Science Act)、CHIP4聯盟、美日韓三邊峰會等。對於中國來說，尤其是在衝突局勢中，依賴西方提供關鍵技術、價值鏈零部件，以及使用美元進行國際貿易和金融會帶來風險。因此，中國也在尋求去風

險戰略，以減少對美國技術和以美元為中心的金融體系（包括SWIFT 支付機制）的依賴。

過去六個月，美國和中國經濟的發展軌跡出現了分歧。在一些經濟學家持續發出經濟衰退警告的情況下，美國經濟持續增長，就業資料也沒有顯示出衰退的跡象。2023/2024年美國利率將如何演變？人們應該為2024年美國經濟衰退做好準備嗎？中國經濟持續面臨一個又一個挑戰。中國官方資料顯示經濟增長急劇放緩——「增長衰退」。這是否掩蓋了實際的衰退？中國當前的房地產市場問題是否與90年代的日本類似，導致中國開始經歷「失落的十年」，甚至更久？中國是否會遇到自己的「雷曼時刻」，重蹈美國2008年的金融危機？我們的報告深入探討了這些迫切的問題。

### 美國的經濟與前景

為了對抗通貨膨脹，美聯儲迅速調高聯邦基金利率，從2022年3月的0% 提高到2023年7月的5.3% (圖一)。目前的利率與經濟大蕭條前的水準相若。總體通貨膨脹率 (圖二) 從2022年6月的8.9% 大幅下降至2023年7月的3.3%。但核心通貨膨脹率仍處於較高水準 — 4.7%。

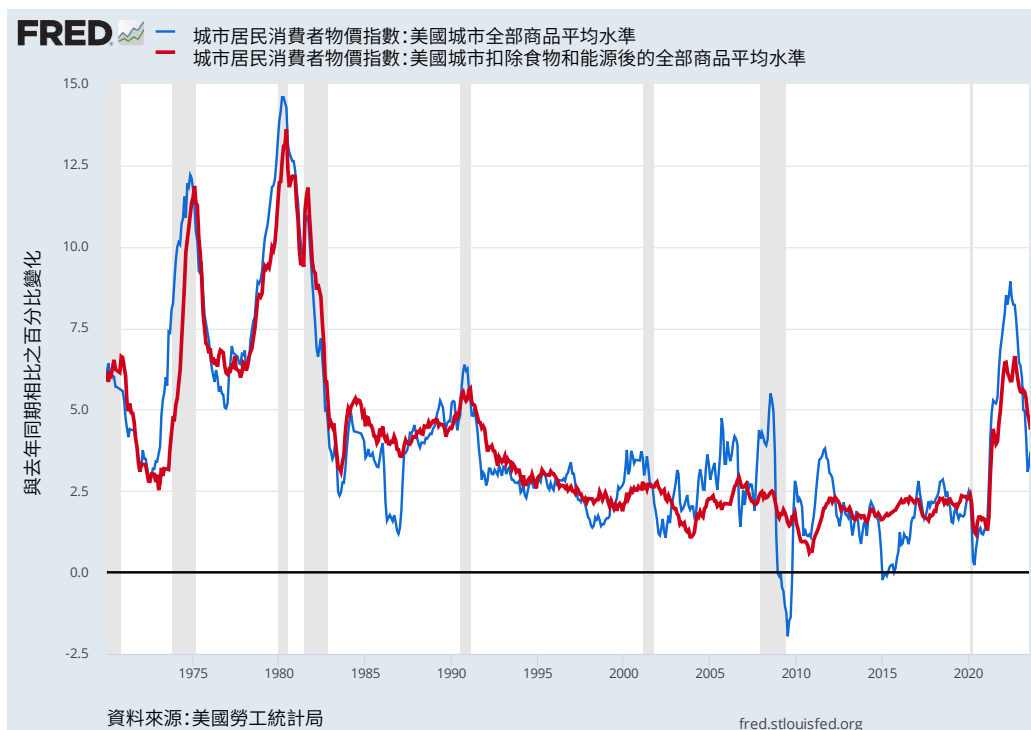
隨著利率上漲和收益率曲線持續倒掛，我們越來越擔心經濟衰退的可能性。然而，過去一年的就業統計資料並沒有顯示出這樣的跡象。過去六個月，非農業就業職位平均每月增加19萬份。失業率保持在較低水準，職位空缺達到顯著的高位，例如去年7月有880萬個職位空缺。此外，占GDP需求三分之二的實際個人消費支出繼續強勁上升 (圖三)。

1. CHIPS 又稱為美國生產半導體創造有益激勵基金 (Creating Helpful Incentives to Produce Semiconductors for America Fund)

圖一、聯邦基金有效利率



圖二、美國同比物價通貨膨脹率



圖三、實際個人消費支出



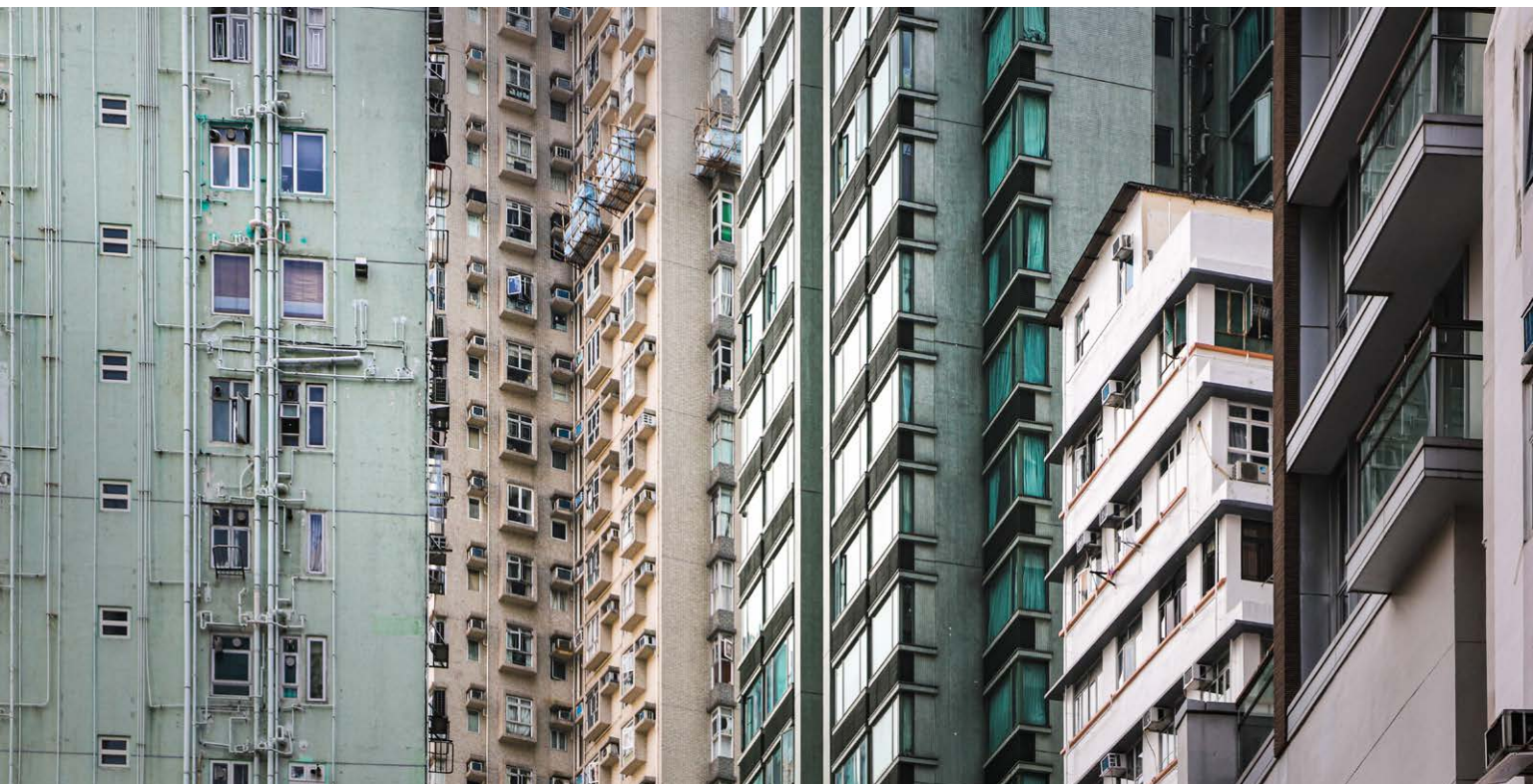
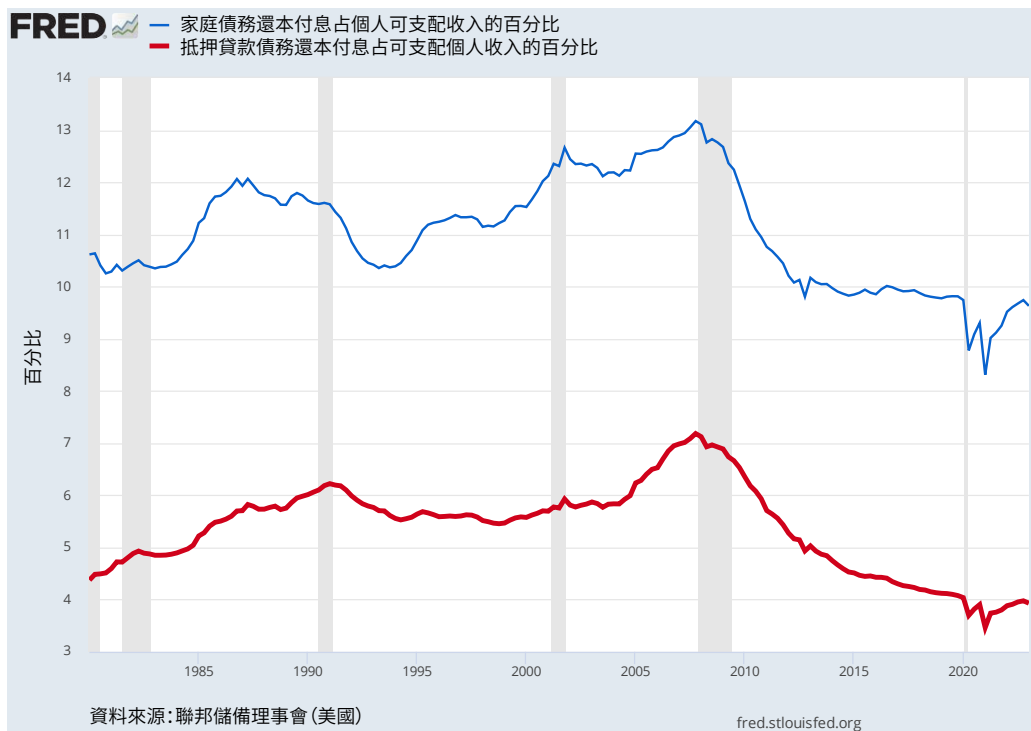
儘管10年期國債利率攀升至4.3% (2008年以來的最高水準) , 30年期抵押貸款利率達到7.1% (2002年以來的最高水準) , 但房地產市場仍然保持彈性。標準普爾/凱斯希勒 (S&P/Case-Shiller) 的房價指數在2023年1月開始反彈, 繼2022年6月的高點後, 20大主要城市指數下跌了5%, 而全國指數則下跌了3%。新屋銷售及新屋動工經過一些小幅調整後, 近幾個月開始趨於穩定。為什麼不斷上升的利率並沒有導致房地產市場進一步下滑呢?

首先, 正如我們之前的報告中提到, 過去十年住宅房地產並沒有出現嚴重的過度投資或過度借貸。因此, 在高利率和抵押貸款利率的情況下, 房地產市場的基本面為價格和供應的穩定提供了支援。圖四顯示了家庭債務和抵押貸款還本付息占個人可支配收入的百分比。與2008年金融危機前的三年相反, 美國家庭目前的債務負擔相對較低。這在一定程度上是房地產泡沫爆破和

隨後的2008年金融危機的慘痛教訓中得出的謹慎態度所造成的。

這是否意味著美國在通膨率下降, 但失業率並未大幅上升的情況下, 實現了軟著陸? 儘管2024年的增長預計將疲弱, 但這種情況似乎越來越明顯。在2023年8月的傑克遜霍爾 (Jackson Hole) 經濟研討會上, 美聯儲主席傑羅姆·鮑威爾 (Jerome Powell) 表示: 「我們準備在適當的情況下進一步加息, 並打算將政策保持在緊縮性水準, 直到我們有信心通貨膨脹持續往我們的目標下降。」美聯儲認同通膨率仍然很高, 而且上述資料表明經濟並未如預期降溫。從本質上而言, 緊縮性貨幣政策將持續下去, 甚至增加, 直到實現2%的通膨率目標。當然, 政策制定者不受這一聲明的約束, 通膨率的持續下降可能會導致來年金融政策變得寬鬆一些。

圖四、家庭和抵押貸款債務還本付息占個人可支配收入的百分比



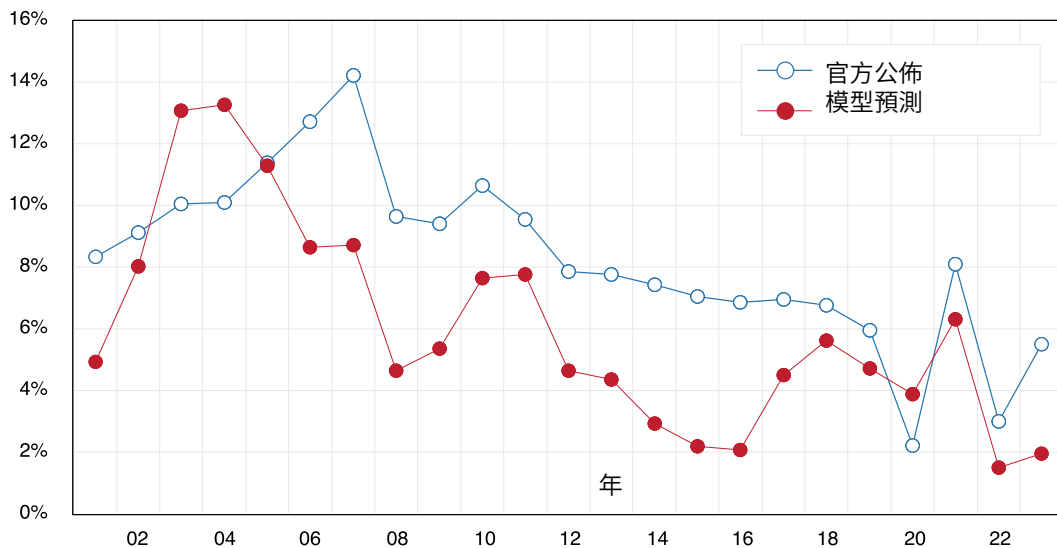
## 中國的經濟與前景

根據國家統計局(NBS)的資料,2023年上半年中國GDP比2022年同期增長了5.5%。鑒於中國嚴格的COVID-19「清零」政策導致2022年基數較低,華爾街預計中國將在疫情後出現繁榮,並在中國放棄封鎖措施後實現更快的增長。官方統計資料的可信度和準確性引發了質疑。加州大學洛杉磯分校安德森預測中心(UCLA Anderson Forecast)開發了一種替代模型來評估中國的GDP增長<sup>2</sup>。該模型考慮了四個關鍵變數的年增長率。以2023年前六個月為例,這四個關鍵變數的年增長率分別是:能源消耗量為4.4%、二氧化碳排放量為3.6%、貿易總額(進出口總額)為-6%以及房價增長率為-20%。根據模型預測結果,中國2023年上半年GDP增長率預計為1.8%,遠低於中國官方預測。

圖五展示了我們的模型對中國歷史GDP的估計(紅線)以及國家統計局官方資料(藍線)之間的比較。顯然,與官方統計資料相比,我們的估計增長率始終較低。值得注意的是,我們的計算考慮了2023年中國房價增長率為-20%。這一假設源於中國房地產行業面臨的無數挑戰,包括與最大開發商恒大和碧桂園相關的問題。然而,如果我們假設中國官方70個城市的平均增長率<sup>3</sup>為-1%,我們的模型預測中國的GDP增長率為3.7%。以對中國房地產市場較悲觀的觀點來說,若假設房價增長率為-50%,我們的模型估算GDP增長率為-0.9%。換句話說,中國可能已經陷入了經濟衰退。中國房地產市場困境的一個明顯指標是美國和中國具有代表性的房地產交易所買賣基金(ETF)的表現。2021年1月至2023年8月期間,Vanguard美國房地產ETF(VNQ)上漲了10%,而MSCI中國房地產ETF(CHIR)則下跌了56%。

圖五、中國的GDP增長率

官方資料與預測中心模型估算值



資料來源:中國國家統計局與加州大學洛杉磯分校安德森預測中心

注:2023年的資料和預測範圍是2023年的前六個月

2. 詳情請見國泰銀行/加州大學洛杉磯分校2022年更新的美中經濟報告。

3. 除了中國官方統計的資料品質問題外,中國政府各種限制房價下跌的政策也使得觀察中國真實的房價市場變得困難。

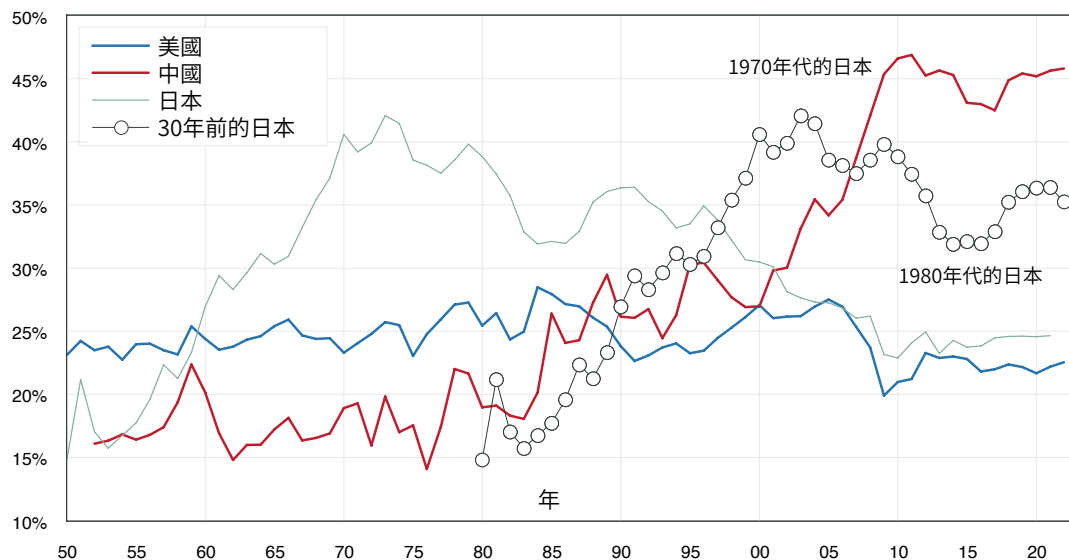




圖五顯示了中國 GDP 增長率的下降軌跡，正如官方統計資料和我們的模型估計所反映的那樣。隨著國家變得更加富裕，增長率放緩的情況並非罕見。然而，中國多年來的積極投資，特別是房地產領域，導致了投資過度和經濟失衡。結果造成了巨大的房地產泡沫和飆升的債務。國際清算銀行 (BIS) 估計<sup>4</sup>，2022 年第四季度中國非金融產業債務總額達到了 GDP 的 297%，相對於 G20 的 249%。隨著房地產泡沫的爆破，巨額債務將在未來十年甚至更長時間內給中國經濟帶來壓力。一些分析員認為，中國可能會仿效日本 1990 年代和 2000 年代的「失落的十年」，並指出兩國泡沫經濟的原因和影響有相似之處。

圖六顯示了美國、中國和日本的投資 (固定資本形成總額) 占 GDP 的百分比。儘管房地產、基礎設施和工廠的投資占經濟總量的平均水準徘徊在 23% 左右，但過去 20 年中國的投資占 GDP 的比重一直保持在 30% 以上。這種不成比例的投資會導致資源配置不當、回報減少甚至負回報以及債務不斷增加。這種模式反映了日本在 1970 年代和 1980 年代的經歷，隨後隨著泡沫爆破，日本經歷了「失落的十年」。我們用帶圓圈的線來展示 1970 年代和 1980 年代日本的投資熱潮與中國 2000 年代和 2010 年代的投資熱潮的相似之處。

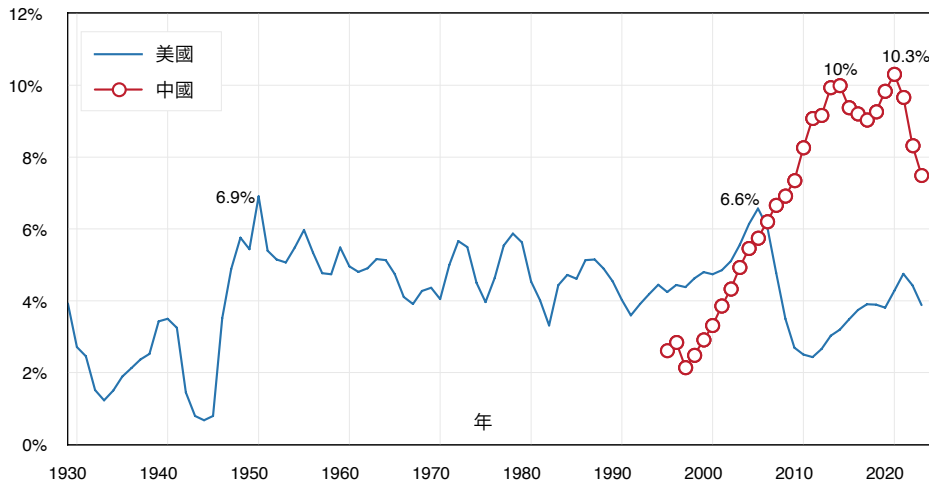
圖六、固定資本形成總額占 GDP 的百分比



資料來源: 佩恩世界表10.01、世界發展指標以及美國經濟分析局

4. <https://stats.bis.org/statx/srs/table/fl.1>

圖七、住宅投資占 GDP 的百分比



資料來源：CEIC資料庫和美國經濟分析局

圖七說明了中國房地產泡沫的嚴重程度。該圖顯示了美國和中國的年度直接住宅投資占 GDP 的百分比，資料為 1995 年後的可用資料。經濟大蕭條和第二次世界大戰期間，美國的住房投資不到 2%。平均而言，過去一個世紀美國的住房投資平均約占其 GDP 的 4.5%。只有兩次超過 6%：一次是在 1950 年，達到 6.9%；另一次是在 2004 至 2006 年，在房地產市場崩盤之前達到峰值 6.6%。儘管美國和中國的房地產市場存在明顯差異，例如在城市化方面，但我們將 6% 作為房地產泡沫化的指標閾值。按此衡量，中國房地產市場自 2006 年以來，已出現過度投資。

為了瞭解中國建築熱潮的規模，我們將其與美國的年平均建築面積進行比較：約 40 億平方英尺（10 億平方英尺商業建築和 30 億平方英尺住宅建築）。自 2007 年以來，中國的建築面積每年都超過 200 億平方英尺，而從 2013 年起，這一數字每年都超過 400 億平方英尺。2022 年，除了竣工面積 436 億平方英尺外，還有驚人的 1,680 億平方英尺仍在興建中。值得注意的是，在圖六中，2006 年也是其投資占 GDP 比重超過 35% 的一年。與美國和日本的歷史相似，嚴重的房地產泡沫通常會伴隨著同樣嚴重的房地產低迷。這表明中國的房地產市場可能會面臨長達二十年的衰退。因此，有理由認為，中國在應對大規模過度投資和債務問題時，正在進入長期停滯期，甚至更糟。

請注意，由於北京政府的嚴格控制，中國發生「雷曼時刻」（全面金融崩盤和危機）的可能性相對較低。與房地產泡沫相關的被視為「大到不能倒」或「聯繫太緊密到不能倒」的實體，無論是開發商、貸方還是銀行，都可能在之後數年獲得不同程度的支持、進行重組或被挽救。

## 去風險時代

在本報告的開頭，我們討論了美中「脫鉤」的背景以及最近轉向「去風險化」的轉變。本節提供了一些證據來支援這些觀察結果。外商直接投資 (FDI) 代表跨國公司對一國經濟增長、市場潛力和生產能力的信心。2022 年，美國 FDI 淨流入達 3,520 億美元，成為最大的接受國。中國以 1,800 億美元位居第二。然而，在評估 FDI 淨流入占 GDP 的百分比時，中國的下降趨勢在其他國家中並不明顯（圖八）。2022 年，中國 FDI 淨流入占 GDP 的比重 (1%) 落後於其他主要經濟體。這可歸因於勞動力成本上升、經濟放緩以及在該國開展業務的風險增加。美國商務部部長雷蒙多在 2023 年 8 月訪華期間警告說，由於企業突擊搜查、不明原因罰款、不可預測的法規和官方行為以及不公平的競爭環境等不斷惡化的情況，美國企業可能會停止在華投資。

基於我們之前關於重塑全球供應鏈和擺脫以中國為中心的模式討論，自 2018 年以來，美國從中國進口的商品份額明顯下降<sup>5</sup>。2023 年的最新資料進一步凸顯了這個趨勢。圖九顯示了美國每月從重要交易夥伴進口的實際商品<sup>6</sup>。2008 年 10 月至 2022 年 11 月，中國是美國商品進口的最主要來源地。自此，墨西哥成為美國最大的進口夥伴。墨西哥的近岸外包是由早期的美國-墨西哥-加拿大協議 (USMCA)、最近的 CHIPS 法案和降低通貨膨脹法案 (IRA) 推動的，這些都刺激了北美的製造業。

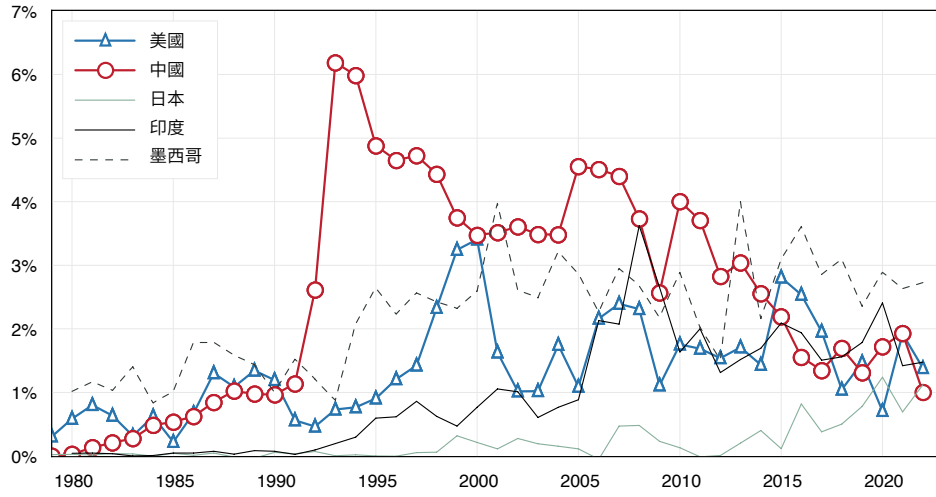
鑒於我們對中國經濟放緩的預測——由於房地產困境和供應鏈重塑，中國經濟可能已經陷入衰退，並隨後陷入二十年的停滯——這將如何影響全球經濟？雖然我們將在未來的報告中討

5. 詳情請見我們的 2023 年度報告：

<https://www.anderson.ucla.edu/about/centers/ucla-anderson-forecast/projects-and-partnerships/cathay-bank/2023-us-china-annual-economic-report>

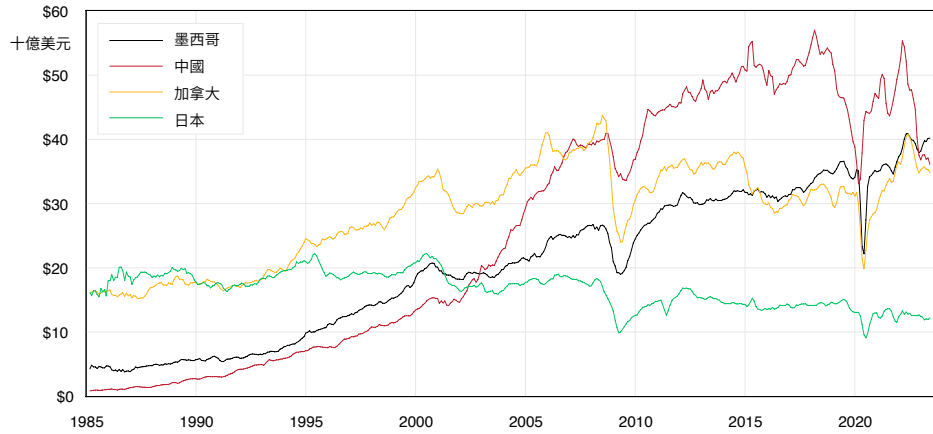
6. 實際進口資料根據居民消費物價指數 (CPI) 採用 3 個月移動平均法進行調整，除去部分短期波動。

圖八、外國直接投資淨流入占 GDP 的百分比



資料來源：世界發展指標

圖九、美國每月從主要交易夥伴進口的實際商品  
(2023 年以 10 億美元為單位, 3 個月移動平均線)



資料來源：美國人口普查局和勞工統計局

論外國直接投資和外國證券投資對中國的影響，但本期將關注貨物貿易的影響，特別是對於主要向中國出口的經濟體。如果一個國家的經濟增長嚴重依賴對中國的商品出口，那麼中國經濟放緩必定會抑制該國的出口和更廣泛的經濟增長潛力。

圖十顯示了2019年和2022年前15個出口經濟體對中國的名義貨物出口。2022年，韓國以2,000億美元的出口額領先，其次是日本的1,840億美元、美國的1,790億美元、澳大利亞的1,420億美元、臺灣地區的1,230億美元以及俄羅斯的1,140億美元。其中，韓國、日本和臺灣地區向中國出口電子、電腦和半導體零部件，進行進一步組裝和加工。澳大利亞出口工業和農業商品，俄羅斯和沙烏地阿拉伯是主要能源出口商，而美國則出口多種商品，包括飛機。

雖然圖十提供了主要出口商對中國出口總額的概況，但它並沒有揭示由於經濟規模不同而對每個出口商經濟的影響。為了更清楚地衡量這種影響，我們考慮2019年和2022年出口到中國的平均貨物占出口商平均GDP的百分比，並將此比例視為每個經濟體對中國貿易風險暴露的晴雨錶。圖十一研究了全球50個最大的經濟體，並根據這個風險暴露指標對它們進行了排名。這種風險的分佈很不均勻。馬來西亞以24%的風險位居榜首，其次是越南(20%)、臺灣(18%)、伊拉克(13%)和智利(12%)。全球

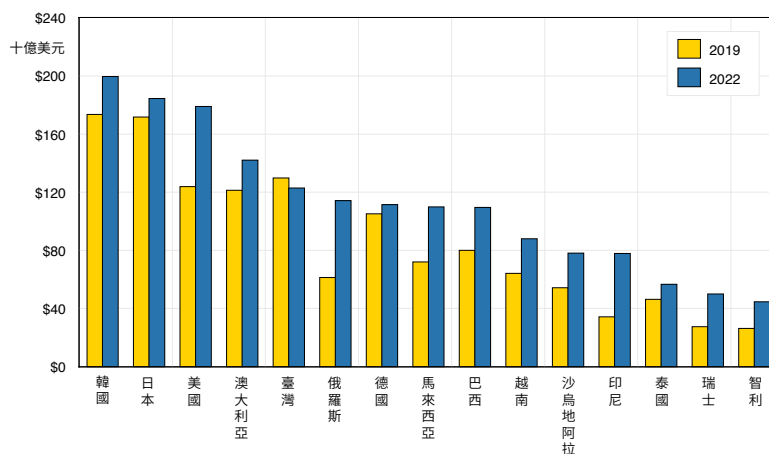
平均水準為2.5%。相比之下，美國對中國的貨物出口總額僅占其GDP的0.6%。因此，美國經濟受到中國經濟放緩或衰退的影響要小得多。

對於向中國出口商品以進行主要加工和組裝(然後運往全球)的經濟體來說，可以通過供應鏈多元化來降低出口風險。這不僅減少了對不穩定的中國經濟的依賴，還增強了供應鏈的彈性，並減少了國家安全風險，特別是在計算、通訊和半導體等行業。圖十顯示臺灣已經開始做出這些調整。隨著美國主導的去風險政策，日本和韓國等國家可能會對這些政策進行調整。

## 結語

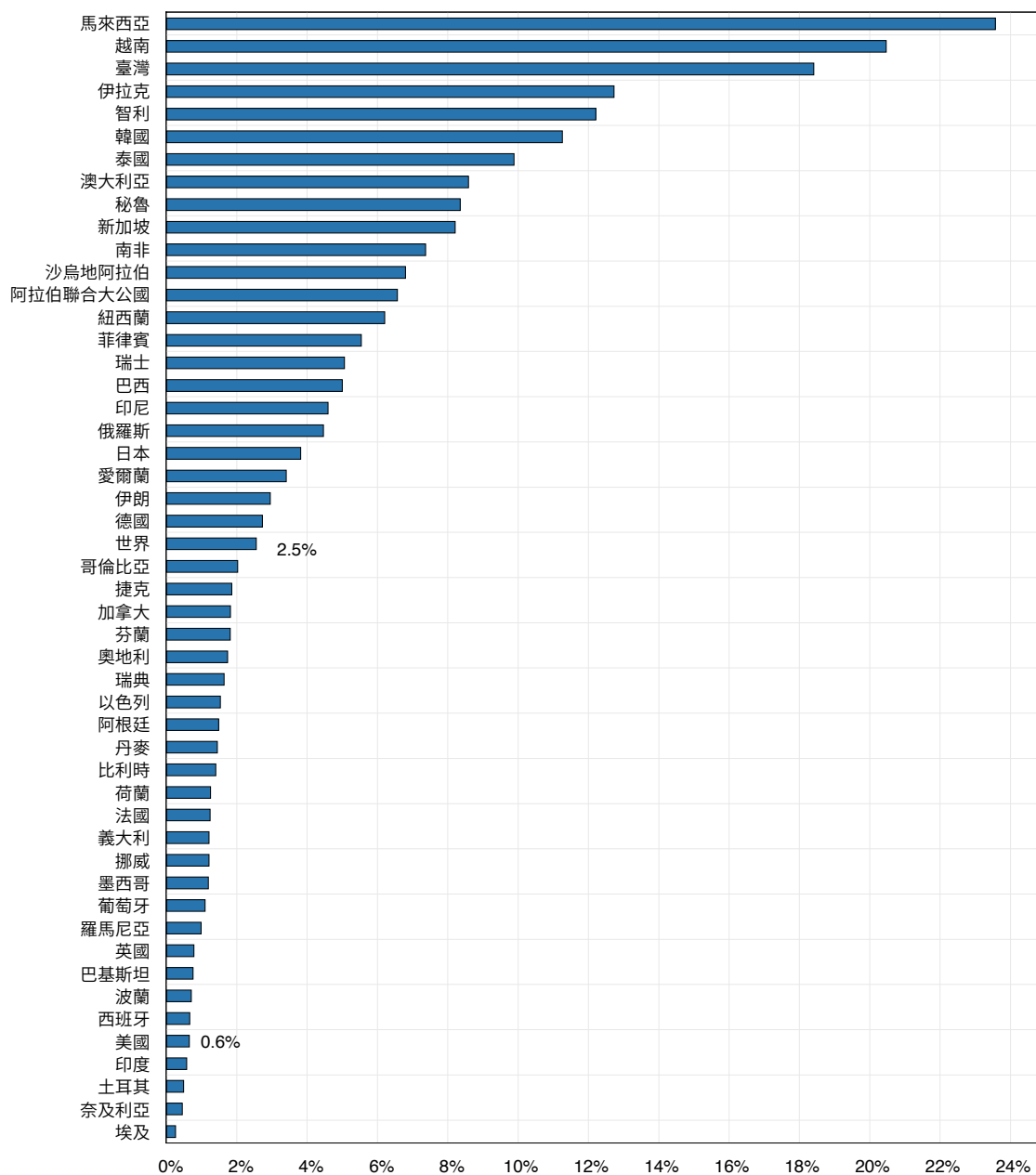
這是美中經濟關係發生變化的重要時期。脫離接觸六年後，兩國正在討論尋找未來合作的領域。中國經濟緩慢甚至負增長將在這些談判中增加北京方面的壓力，同時增加地緣政治風險。儘管美國製造商正在重塑供應鏈，特別是對美國經濟和安全重要的產品，但從中國進口的絕大多數都是消費品，而且這些產品將繼續流動。中國對美國商品需求的減少雖然對這些出口商很重要，但幅度很小，不應對美國經濟增長產生重大影響。事實上，波音恢復向中國航空公司出口飛機可以大大減輕影響。

圖十、2019年和2022年對華前15名貨物出口商名義出口額



資料來源：聯合國貿易商品統計資料庫

圖十一、2019年和2022年平均對中國貨物出口占GDP的百分比



資料來源：聯合國商品貿易統計資料庫、世界發展指標和預測計算

國泰銀行 | 加州大學洛杉磯分校安德森預測中心



美中經濟報告  
2023

CATHAY BANK

777 North Broadway  
Los Angeles, CA 90012  
Phone: 800.922.8429

[www.cathaybank.com](http://www.cathaybank.com)

UCLA ANDERSON FORECAST

110 Westwood Plaza Gold Hall  
Suite B305  
Los Angeles, CA 90095  
Phone: 310.825.1623  
Fax: 310.206.9940

[www.uclaforecast.com](http://www.uclaforecast.com)  
[forecast@anderson.ucla.edu](mailto:forecast@anderson.ucla.edu)

For more information on this report, call 310.825.1623,  
email [forecast@anderson.ucla.edu](mailto:forecast@anderson.ucla.edu), or visit our website at  
[www.uclaforecast.com](http://www.uclaforecast.com).

Copyright © 2023 UCLA Anderson Forecast. All rights reserved

**UCLA**

**Anderson  
Forecast**