

# 中國宏觀經濟展望

- 寬財政、降成本、穩房市、穩信心
- 政治局會議定調去庫存、寬貨幣，啟動中國式QE
- 陸股最壞情況已過，但復甦之路漫漫

研究員 曾馨玉

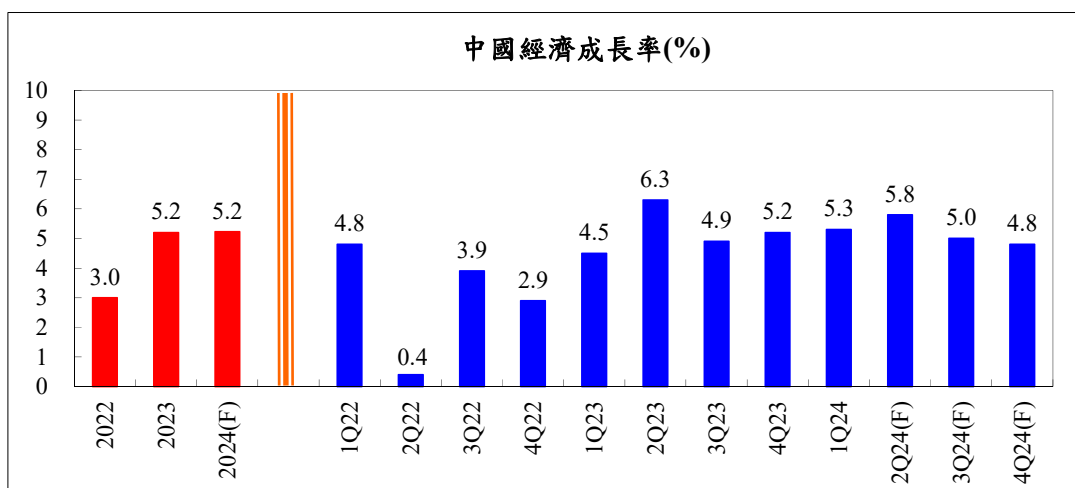
06/19/2024

群益投顧



## 結論

- **中國GDP**：群益上修中國2024年GDP增速0.6個百分點至+5.2%，主因如下：一是全球製造業景氣復甦，中國所統計的1Q24 製造業投資增速強勁，可望持續成為固定投資增速動力，加上美中大國對抗恐在川普勝選後進一步惡化，有提前拉貨效應；二是中國在習近平領導下，官方極力想達成03/2024兩會所訂下的5.0% GDP增速目標。
- **貨幣政策**：因中國內需放緩，陷入通縮，加上M1與M2剪刀差維持負值，群益研判人行貨幣政策維持穩中偏鬆，將持續引導市場利率下行，預估2024年仍有調降存準率與LPR的空間。
- **人民幣**：美聯儲點陣圖預估年內降息幅度降至1碼，但人行仍有降息的空間，加上FDI流失，預估人民幣將震盪偏弱。
- **陸股**：兩會後，政策積極、力度空前，包括宣布將連續幾年發行超長期特別國債，將有助緩解地方債風險；04/2024財政部亦支持人行在公開市場買債，啟動中國式QE；04/30政治局會議，定調要去化房市庫存，同時擴大貨幣政策的寬鬆力度，此將有助提振信心，預估陸股最壞情況已過，但復甦之路漫漫。



中國		GDP	消費	投資	淨出口
2023(F)	成長率	5.2	8.1	3.4	
	貢獻度		4.3	1.5	-0.6
2024(F)	成長率	5.2	4.8	4.3	
	貢獻度		2.6	1.8	0.8

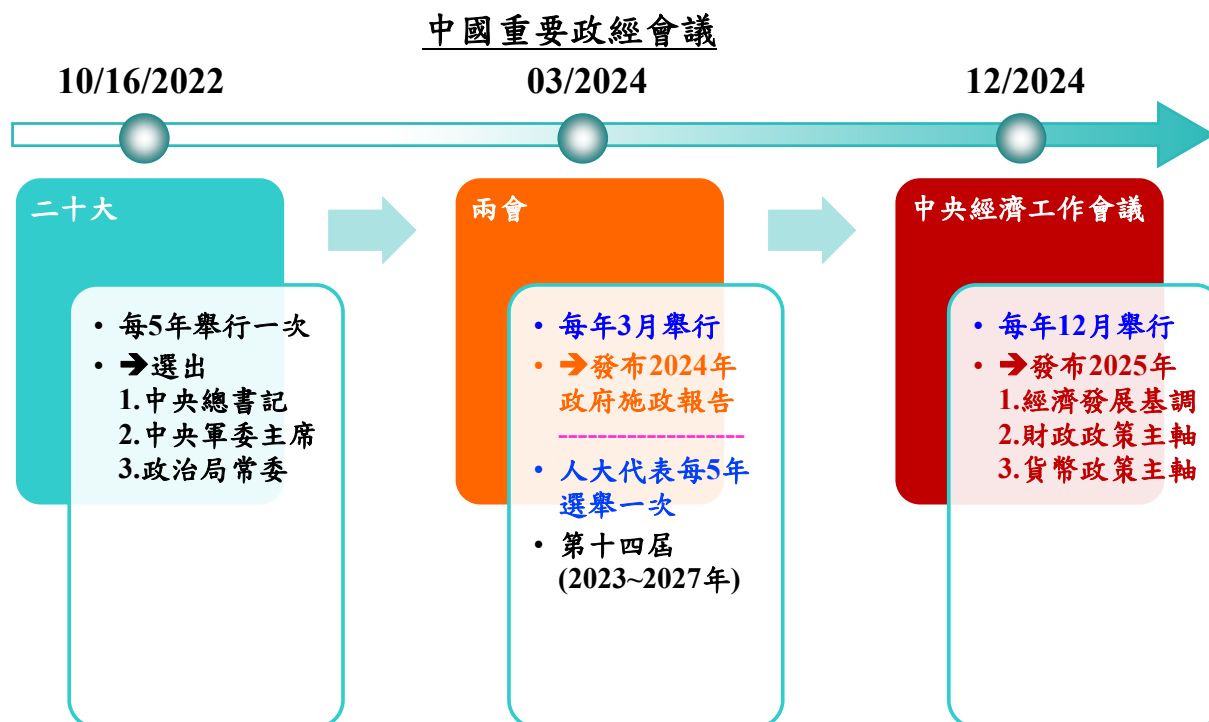
資料來源：中國國家統計局，Wind，群益投顧彙整預估(04/2024預估)

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

群益投顧

3

## 兩會是中國每年重要政經會議之一



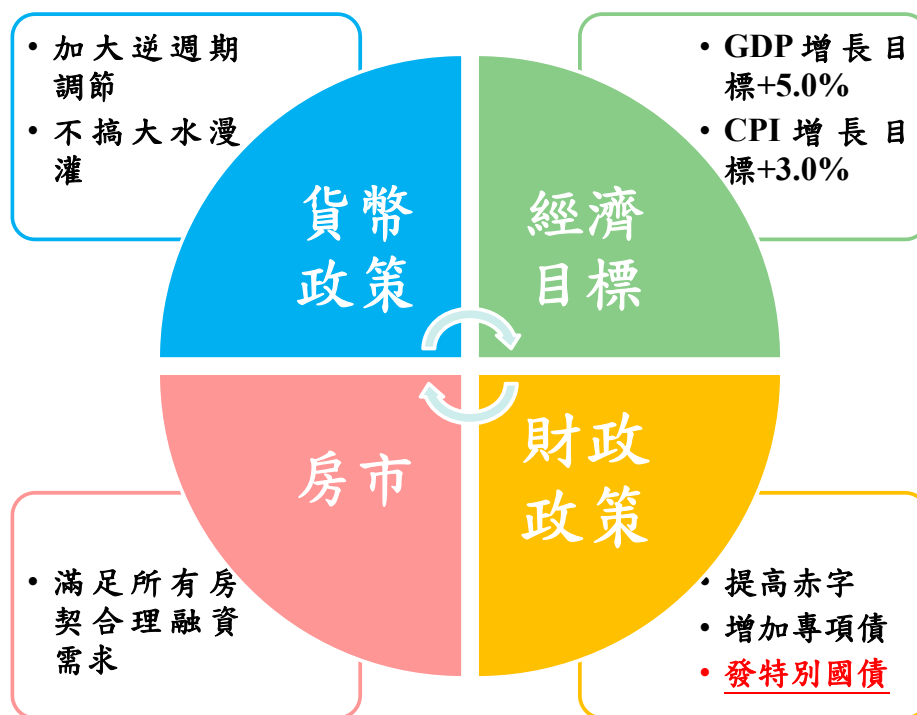
資料來源：中國政府網，中國人民網，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

群益投顧

4

## 2024年兩會《政府工作報告》焦點



資料來源：中國人民網，群益投顧彙整

群益投顧

5

Capital Care 群益關心您  
台北 · 香港 · 上海

## 兩會定2024年中國經濟發展目標

- 03/2024兩會定2024年中國經濟發展目標，提高赤字目標，加大逆周期調節。

中國經濟發展目標	2023年		2024年		
	實際值	目標值	01/2024數值	目標值	調整方向
GDP YoY(%)	5.2	5.0	--	5.0	→
CPI YoY(%)	0.2	3.0	-0.8	3.0	→
M2 YoY(%)	9.7	與名目GDP增速相匹配	8.7	與經濟增速、價格水準相匹配	增加價格
全社會固定投資YoY(%)	3.0	未設立	--	未設立	--
社會消費品零售YoY(%)	7.2	未設立	--	未設立	--
城鎮新增就業(萬人)	1,244	1,200	--	1,200	→
城鎮調查失業率(%)	5.2	5.5	--	5.5	→
居民收入增長(%)	6.1	5.0	--	5.0	→
財政赤字(兆RMB)	4.88	3.88	--	4.06	↑
赤字率(%)	3.8	3.0	--	3.0	→

資料來源：中國人民網，中國國家統計局，Wind，群益投顧彙整預估

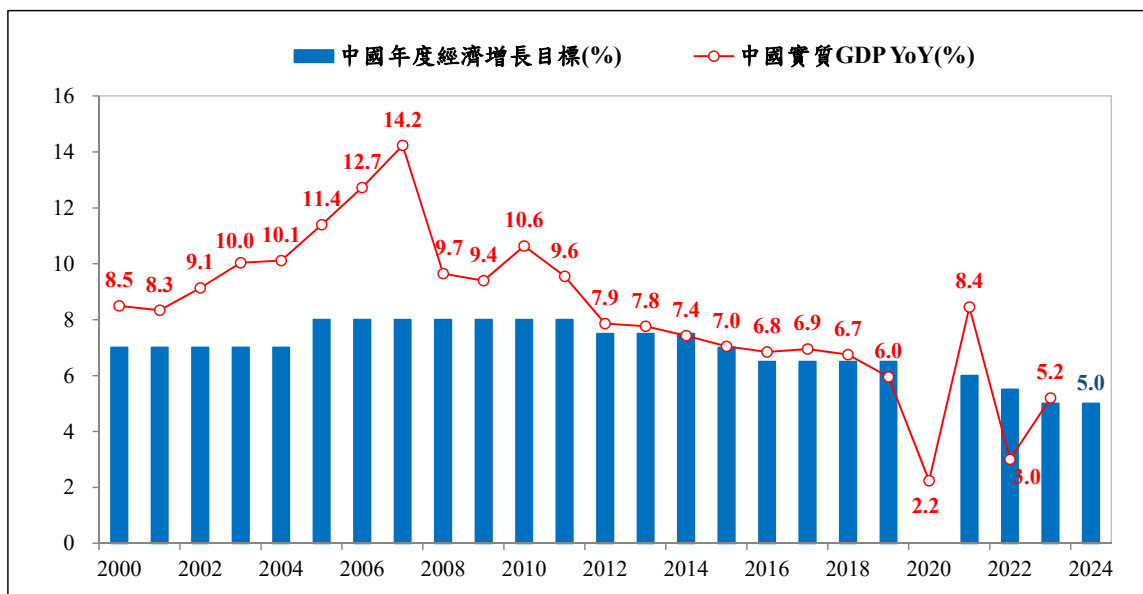
群益投顧

6

Capital Care 群益關心您  
台北 · 香港 · 上海

## 2024年中國經濟增長目標持平在5%

- 兩會定中國2024年經濟增長目標為5.0%，與2023年持平，低於2022年的5.5%，也低於疫情前2019年的目標6.0%，顯示中國經濟增速長線呈現放緩趨勢。



資料來源：中國人民網，中國國家統計局，Wind，群益投顧彙整預估

群益投顧

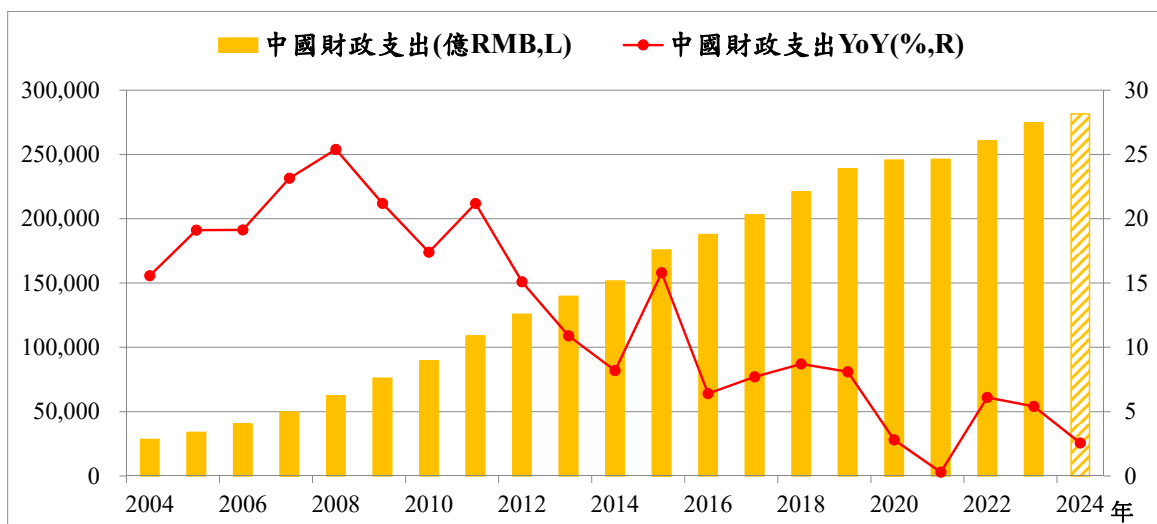
7

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 兩會定2024年赤字率在3% 與2023年持平

財政

- 兩會稱要用好財政政策空間，提高資金效益和政策實際效果。更加突出精準發力，優化財政支出結構，強化國家重大戰略任務和基本民生財力保障。
- 2024年赤字率訂在3%，與2023年初持平；赤字規模4.06兆RMB，比2023年初增加1,800億RMB，新增赤字全部安排在中央。



資料來源：中國人民網，中國國家統計局，Wind，群益投顧彙整預估

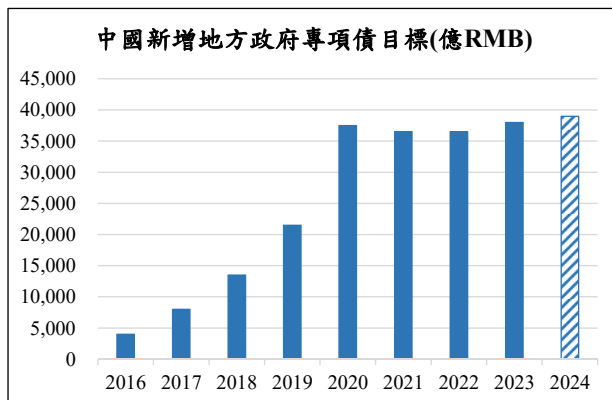
群益投顧

8

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 兩會安排2024年地方政府專項債3.9兆RMB

- 03/2024中國人大會議安排新增地方政府專項債券3.9兆RMB，規模比2023年增加1,000億RMB。
- 優化地方政府專項債券投向和額度分配，新增額度重點向項目準備充分、投資效率較高的地區傾斜，進一步擴大專項債券支持範圍，合理擴大專項債券用作資本金領域，更好發揮撬動作用。
- 地方政府專項債將優先支持納入十四五規劃的專案，重點用於九大方向，如右下圖所示。



### 基建相關

- 交通
- 農林水利
- 產業園區
- 重大戰略
- 能源

### 民生相關

- 生態環保
- 社會事業
- 保障安居
- 城鄉冷鏈物流

資料來源：中國國務院，中國發改委，中國國家統計局，Wind，群益投顧彙整預估

群益投顧

9

Capital Care 群益關心您  
台北 · 香港 · 上海

## 兩會定調將連續幾年發行特別國債

- 中國財政部曾表示，特別國債主要服務於經濟改革、應對重大突發事件等。
- 03/2024兩會稱，為系統解決強國建設及一些重大項目建設的資金問題，從2024年開始擬連續幾年發行超長期特別國債，專項用於國家重大戰略實施和重點領域安全能力建設，2024年先發行1兆RMB。
- 04/22/2024，中國財政部公開支持人行在公開市場買債，啟動中國式QE。

發行時間	發行規模(RMB)	用途
1998年	2700億	補充四大商業銀行資本
2007年	1.55兆	購買2000億美元外匯
2017年	6000億	到期續做
2020年	1兆	抗疫
2022年	7500億	支持經濟發展
2023年	1兆	救災
2024年	1兆	國家重大戰略建設

資料來源：中國財政部、新浪財經，群益投顧彙整

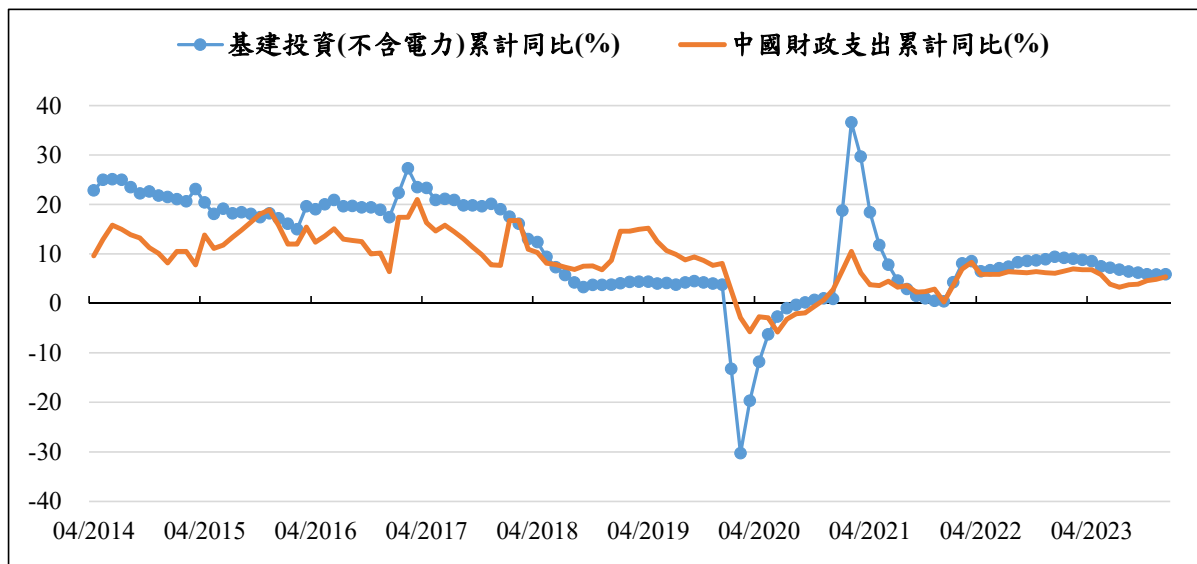
群益投顧

10

Capital Care 群益關心您  
台北 · 香港 · 上海

## 中國增發1兆國債名義上是救災

- 10/24/2023中國人大第六次會議批准國務院在4Q23增發國債1兆RMB，**增發的國債將透過轉移支付全部安排給地方政府，2023-2024兩年各5千億RMB**，支持災後重建和彌補防災救災短板，預估增發國債後，財政赤字率將由3%提高至3.8%。



資料來源：中國國家統計局、中國財政部、Wind，群益投顧彙整

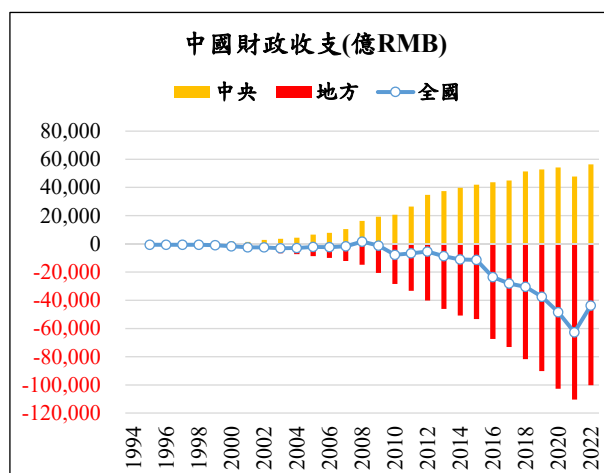
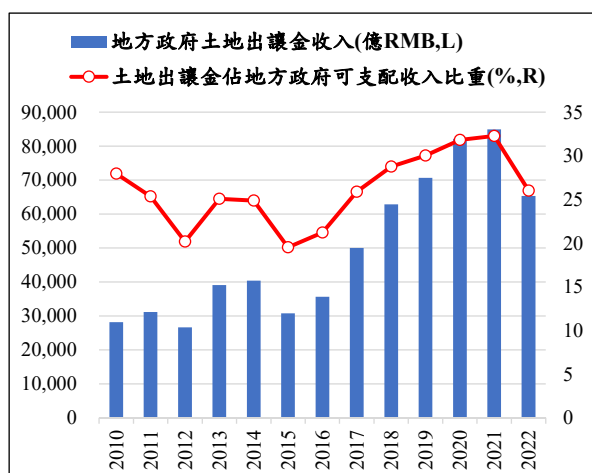
群益投顧

11

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 增發國債實際目的是為了救地方政府財政

- 中國地方政府自1994年分稅制改革與2013年營業稅改徵增值稅等因素，造成地方政府財政稅基減少，須靠中央移轉性支付。
- 群益認為，中國增發國債實際目的是為了挽救，因房市下滑導致地方政府財政赤字日益擴大的窘境。



資料來源：中國財政部、Wind，群益投顧彙整

群益投顧

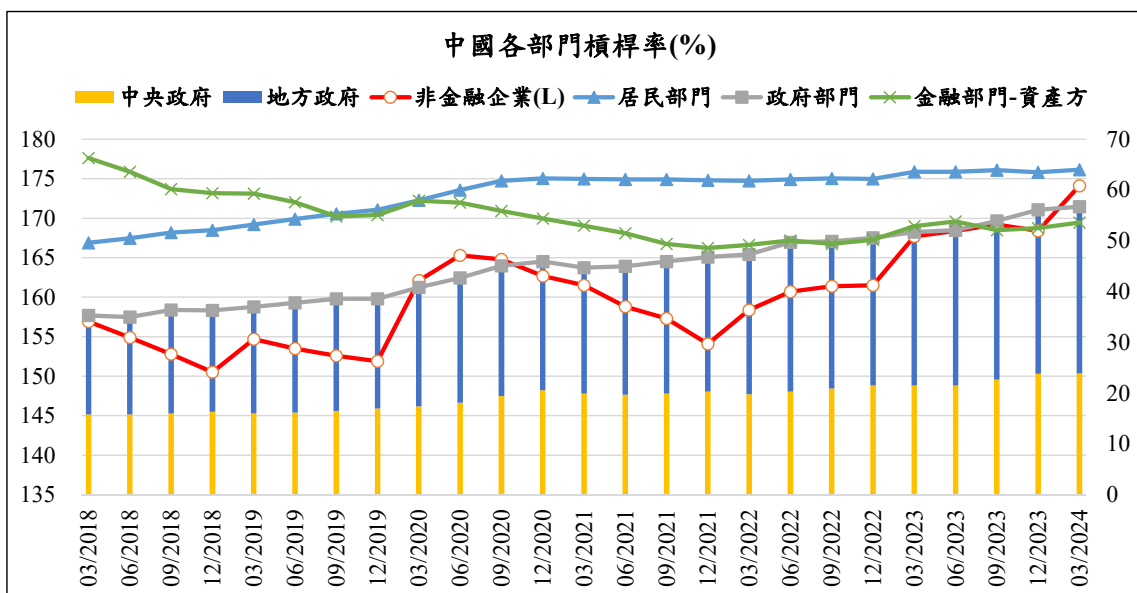
12

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海



# 中國經濟將面臨漫長的去槓桿調整

- 截至1Q24，中國非金融企業、居民及政府部門的槓桿率分別為174%、64%及57%。其中，**中國非金融企業的槓桿主要集中在房企與地方政府融資平台**。



資料來源：中國國家資產負債表研究中心、Wind，群益投顧彙整

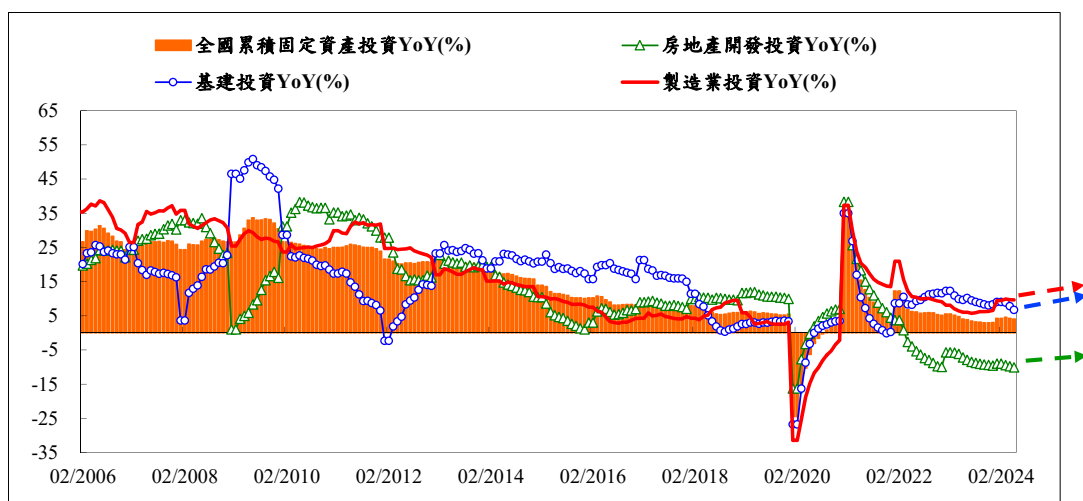
Capital Care 群益關心您

群益投顧

13

台北・香港・上海

# 預估中國固定投資將由基建、製造業拉動



單位：(%)	月份					MA	
	05/2024	04/2024	03/2024	01/2024	12/2023	3MA	6MA
固定資產投資累積YoY	4.0	4.2	4.5	4.2	3.0	4.2	4.0
行業別							
製造業(佔比31%)	9.6	9.7	9.9	9.4	6.5	9.7	9.1
房地產(佔比19%)	-10.1	-9.8	-9.5	-9.0	-9.6	-9.8	-9.5
基建投資(佔比25%)	6.7	7.8	8.8	9.0	8.2	7.7	8.2

資料來源：中國國家統計局、Wind，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您

群益投顧

14

台北・香港・上海

# 中國3Q23迄今持續加碼支持房市政策

- 3Q23以來房地產政策頻出。08/31/2023央行發布降低首付、降低房貸利率等多項重磅措施，同時一線城市開始實施「認房不認貸」政策。09/2023以來，多個熱點二線城市完全放開限購，12/14/2023北京和上海放寬購房政策。01/2024，廣州、上海、蘇州再次放寬限購政策。房地產政策偏多但效果仍需觀察。

政策	具體內容
上海和蘇州放寬限購	1月30日，上海宣布非上海戶籍單身人士可在外環外購房，蘇州全面取消限購
廣州優化限購政策	1月27日，廣州宣布120平以上住房不納入限購範圍，已有的120平以上住房，不計入名下已擁有住房套數核算；出租的房屋不計入名下已擁有住房套數核算
建立房地產融資協調機制	1月12日，住建部和金融監管總局發文建立城市房地產融資協調機制，多地已發布首批融資支持項目白名單，有助於支持支持房地產項目合理融資需求
北京和上海放寬購房政策	12月14日，兩城市均調整了首付比例（首套房最低至30%、二套房最低至40%），降低房貸利率，放寬了普宅認定標準。北京還延長貸款期限至30年。
降低首付比例、二套房房貸利率	首套住房和二套住房最低首付款比例政策下限統一為不低於20%和30% 二套住房利率政策下限調整為不低於相應期限貸款市場報價利率(LPR)加20個基點。
降低存量首套住房貸款利率	存量首套住房的商業性個人住房貸款可以申請降低利率。新發放貸款的利率水準不得低於原貸款發放時所在城市首套住房商業性個人住房貸款利率政策下限。
實行認房不認貸政策	四個一線城市和多個熱點二線城市宣布實行「認房不認貸」政策，即只要在本地名下沒有房即可按照首套房標準買房，不考慮歷史貸款記錄。

資料來源：公開訊息，群益金鼎證券彙整

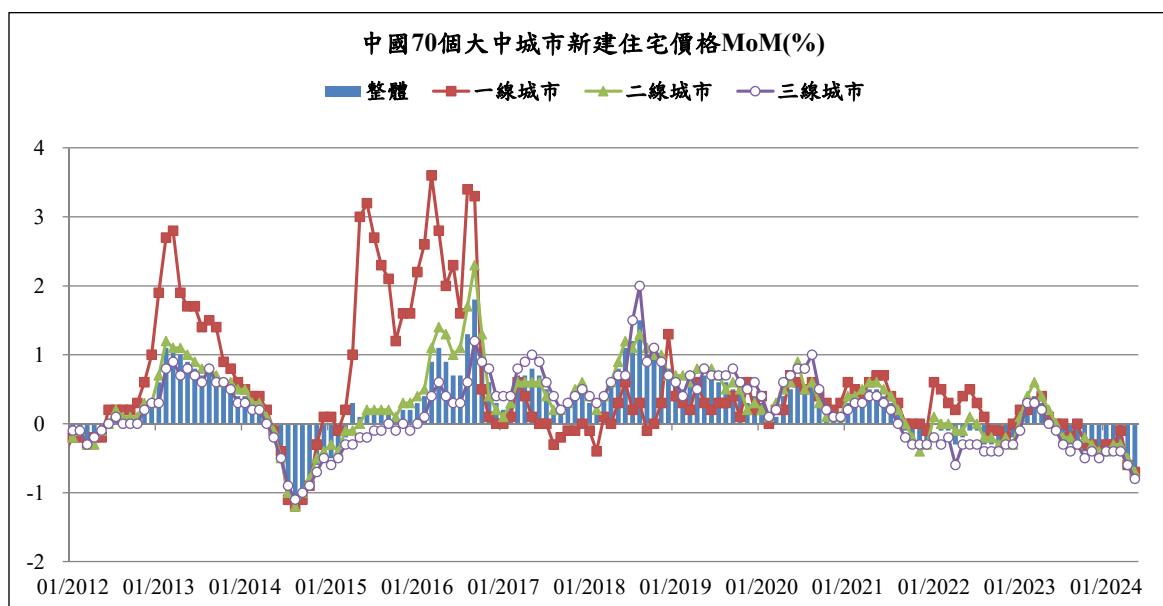
Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

群益投顧

15

## 中國房市銷售不佳 房價續跌

- 由於大型房企相繼爆發債務危機，購屋者信心偏弱，中國房市呈現價跌量縮。



資料來源：中國國家統計局、Wind，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

群益投顧

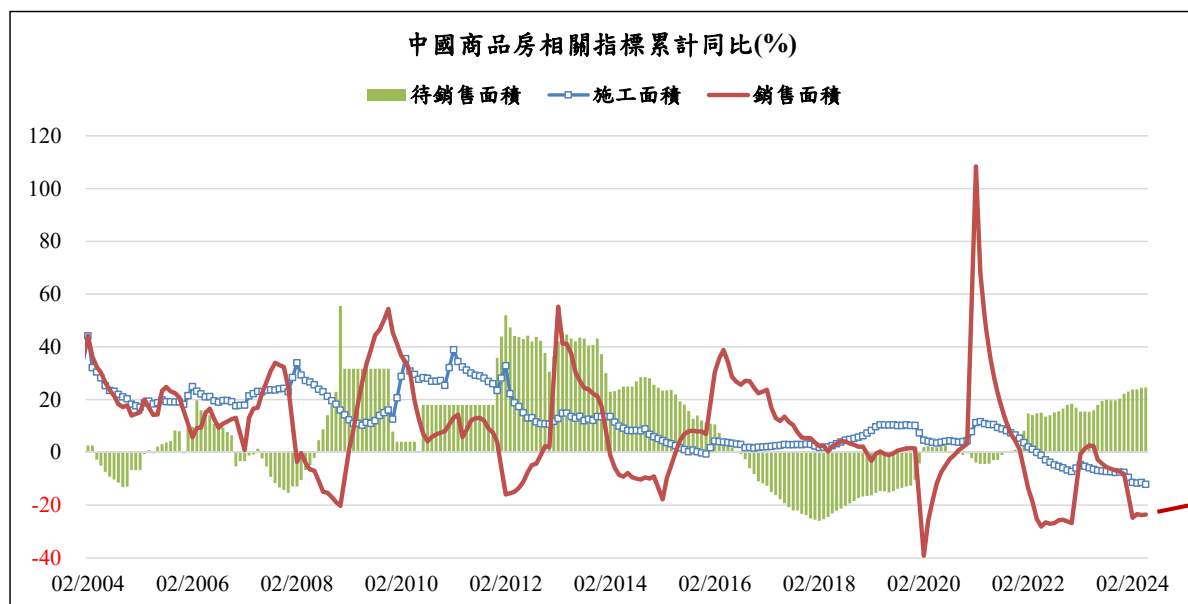
16



# 中國房市庫存有待去化

## 房市

- 隨著中國放鬆限購限貸以及加大房市支持力度，預估商品房銷售面積(=房市需求)增速將回溫，但商品房待銷售面積(=房市庫存)有待去化。



資料來源：中國國務院、住建部、Wind，群益投顧彙整

群益投顧

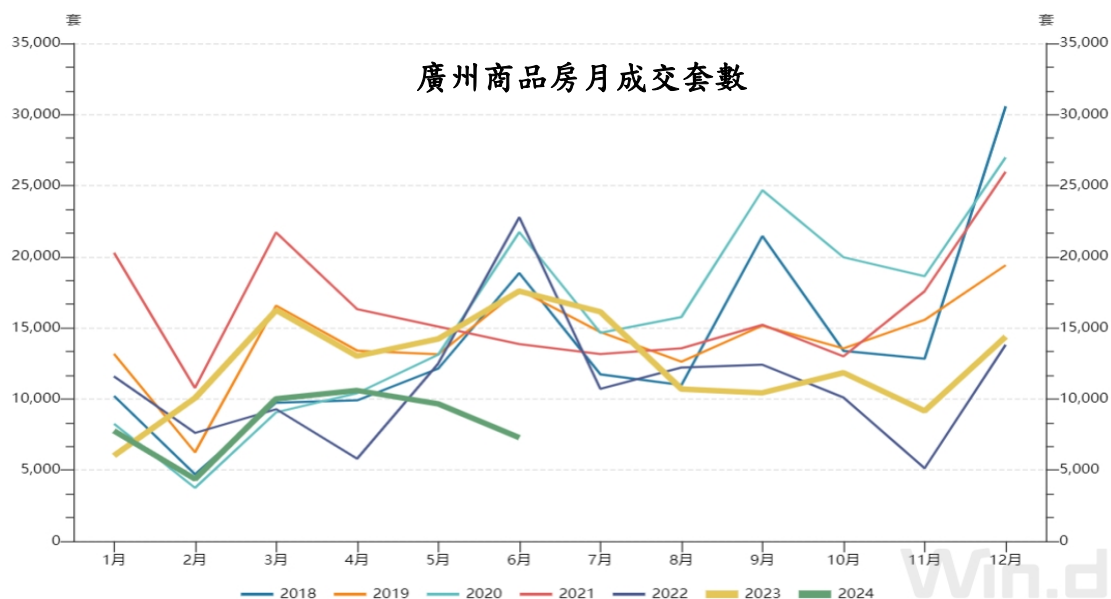
17

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

# 廣州率先實施認房不認貸 具指標意義

## 房市

- 08/2023底，廣州率先實施「認房不認貸」政策，具備指標意義，此顯示廣州積極貫徹中央新一輪房市政策，預期將有助支持房市剛性需求。



資料來源：Wind(06/16/2024)，群益投顧彙整

群益投顧

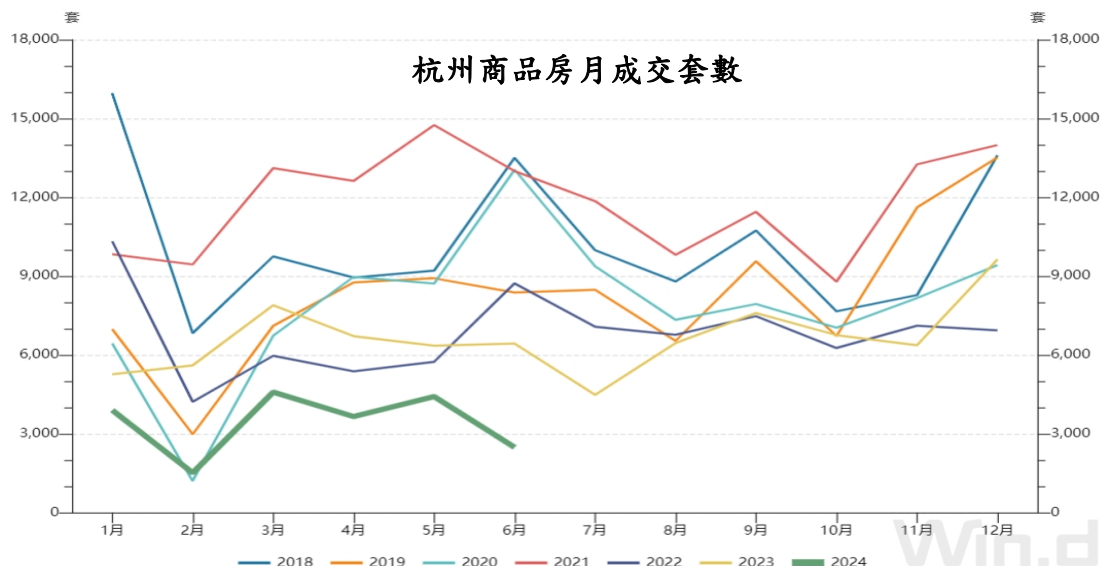
18

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

# 兩會後 杭州再出台房市利好政策

## 房市

- 03/14/2024，杭州市發布《關於進一步優化房地產市場調控措施的通知》，明確購買二手房，不再審核購房人資格；同時優化增值稅免徵年限，個人出售住房的增值稅免徵年限統一調整為2年，目的在活絡房市。



資料來源：Wind(06/16/2024)，群益投顧彙整

群益投顧

19

Capital Care 群益關心您  
台北 · 香港 · 上海

# 中國人行05/17/2024出台房市新政

## 房市

- 04/30/2024政治局會議，稱要統籌研究消化存量房產和優化增量住房的政策措施。

## 人行房市新政

05/18/2024起生效，下調個人住房公積金貸款利率0.25個百分點，調整後，5年以下和大於5年的首套房利率分別為2.35%和2.85%，二套房利率分別為不低於2.775%和3.325%。

取消首套房和二套房個人住房貸款利率的下限，改按市場利率定價。

將首付比例，首套房由20%降至15%，二套房由30%降至25%



人行設立3000億RMB保障性住房再貸款，鼓勵金融機構提供貸款給國企以合理價格收購存量商品房，用來當作保障性住房。

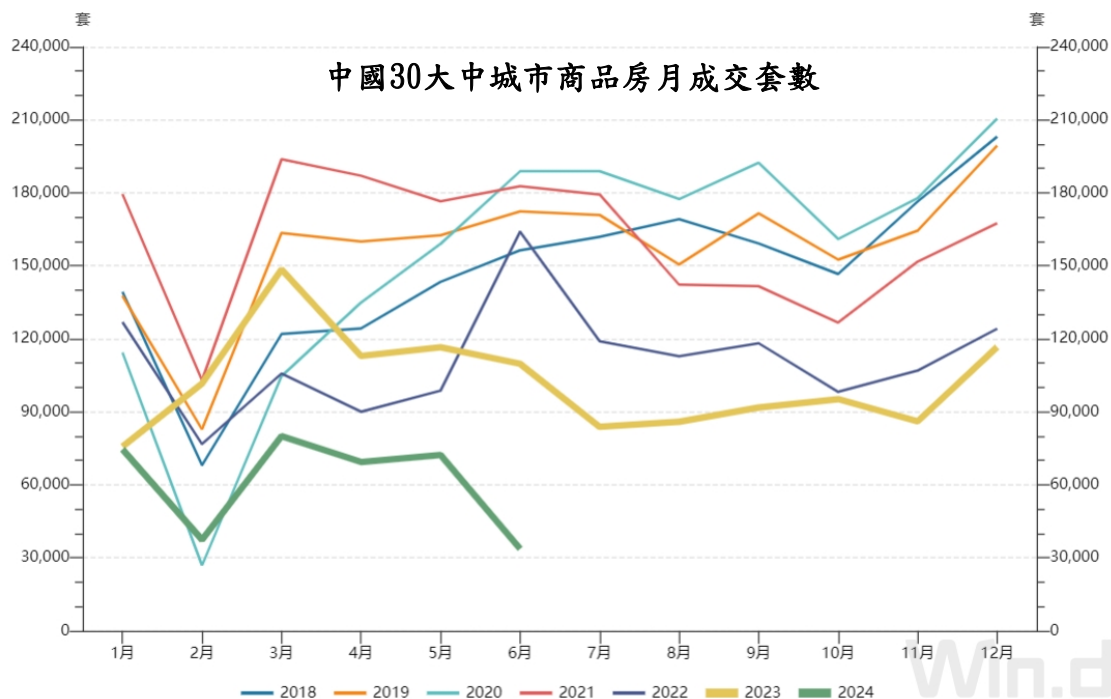
資料來源：中國人行，群益投顧彙整

群益投顧

20

Capital Care 群益關心您  
台北 · 香港 · 上海

## 中國刺激房市剛性需求政策有待發酵



群益投顧

21

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 上海05/27/2024出台房市新政

527上海房市新政				
類別	條件		新政策	原政策
限購	社保要求	市內大部分區域 新城及南北轉型區 臨港	非滬籍， <b>滿3年社保</b> 可買；單身可買外環新房與區內二手房。 非滬籍， <b>滿2年社保</b> 可買 非滬籍， <b>滿1年社保</b> 可買	非滬籍，滿5年社保可買；單身只可買外環。
	購買數量	有滬籍 非滬籍	<b>多子女，已婚3套</b> <b>多子女，已婚2套</b>	已婚2套，單身1套 1套
	其他條件	離婚 贈與 企業	離婚後購房，不計算離婚前擁有套數 不再計入贈與人擁有套數 支持企業購買小戶型二手房	從嚴認定
限貸	首付比例	首套房 二套房	<b>20%</b> <b>35%</b>	30% 50%
	房貸利率	首套房 二套房	<b>LPR-45bp</b> <b>LPR-5bp</b>	LPR-10bp LPR+30bp
公積金	首付比例		<b>20%</b> <b>35%</b>	30% 50%
	貸款額度	首套房 二套房	<b>家庭160萬RMB，個人80萬RMB</b> <b>家庭130萬RMB，個人65萬RMB</b>	家庭120萬RMB，個人60萬RMB

資料來源：CRIC克而瑞，群益投顧彙整

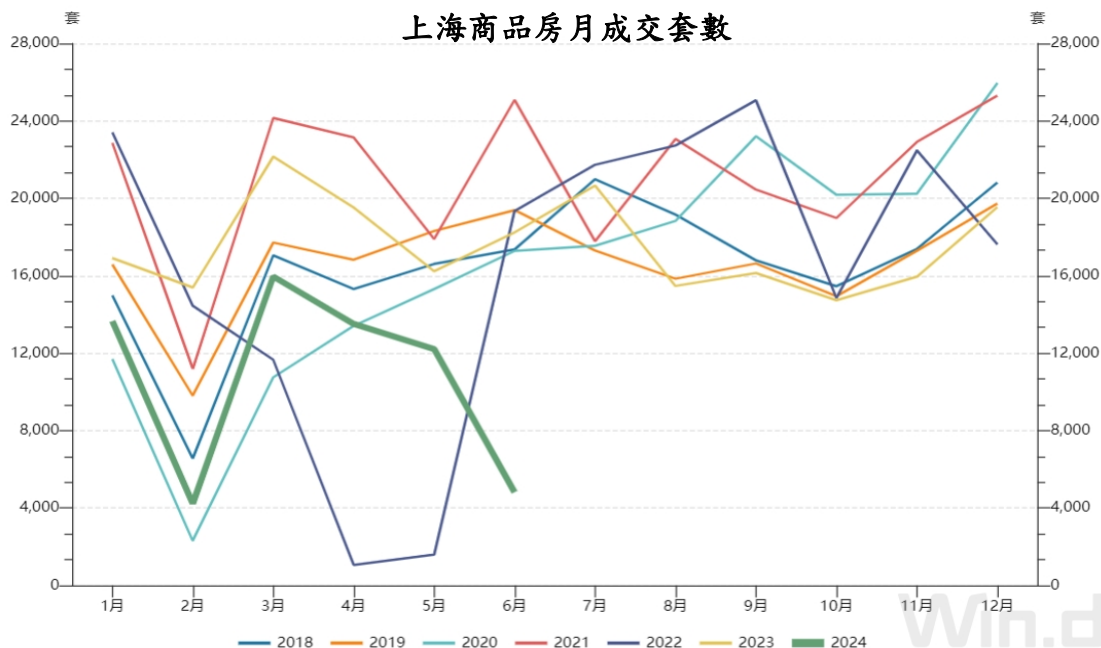
群益投顧

22

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

# 上海躍升為一線城市裡 房市寬鬆力度最大

- 後續觀察上海527房市新政後，對房市銷售的刺激力度。



資料來源：Wind(06/16/2024)，群益投顧彙整

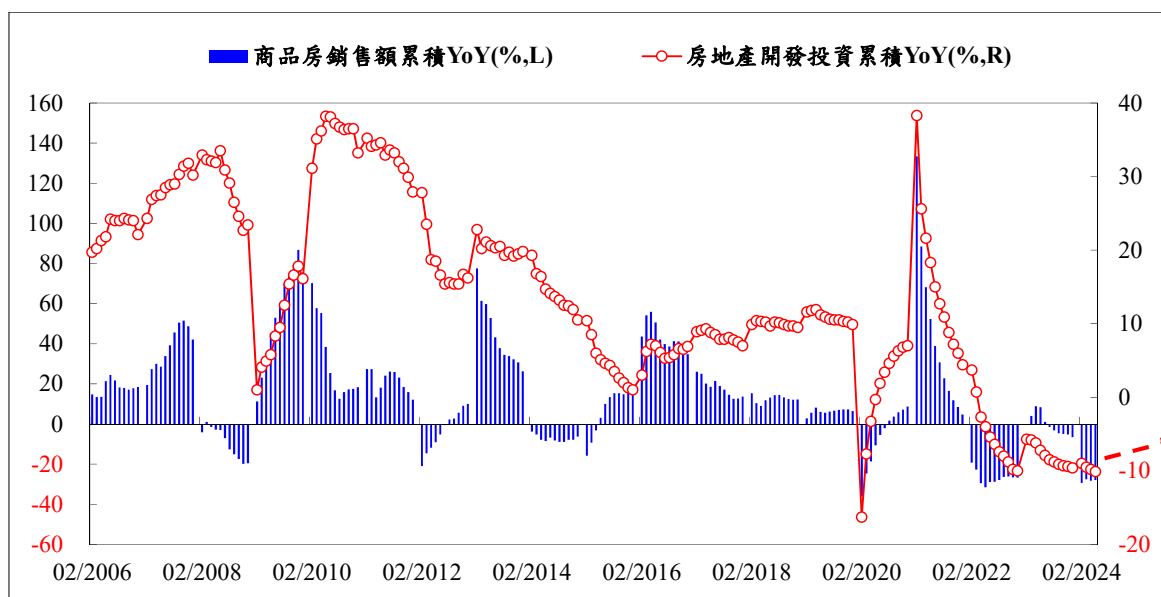
群益投顧

23

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

# 預估保交樓將帶動房市投資增速衰退縮減

- 人行稱要有效防範化解優質大型房企風險，促進房地產業平穩發展。三穩，即穩地價、穩房價、穩預期，預估保交樓將帶動房市投資增速衰退縮減。



資料來源：中國國家統計局、Wind，群益投顧彙整

群益投顧

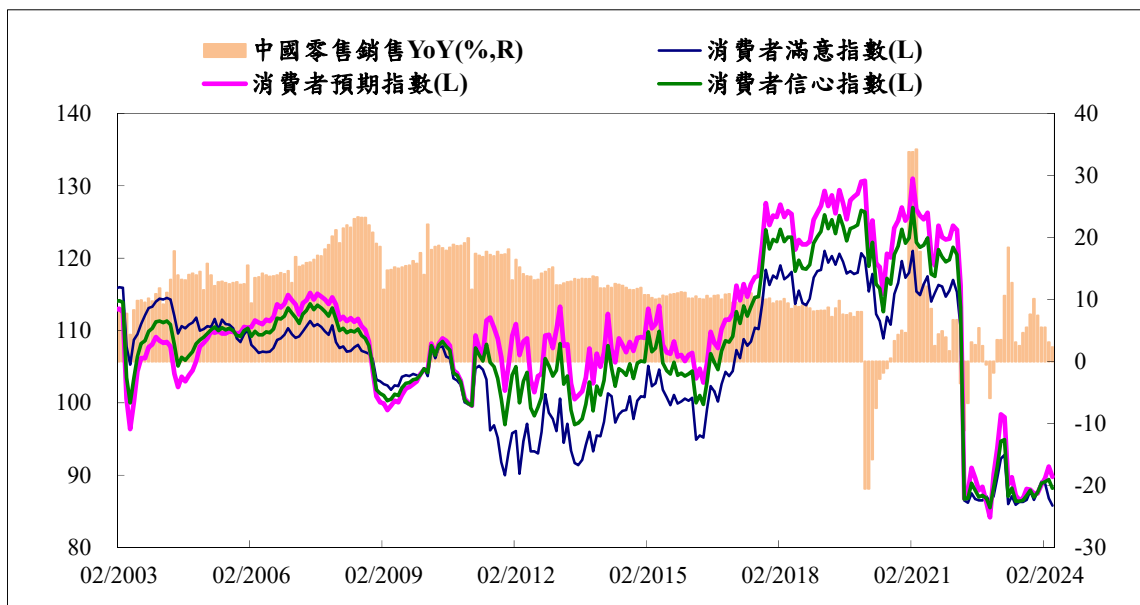
24

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

# 房市低迷 中國消費者信心處在低檔

消費

- 中國最新04/2024消費者信心指數下滑至88.2，較上月下滑1.2個百分點，處在歷史低檔。



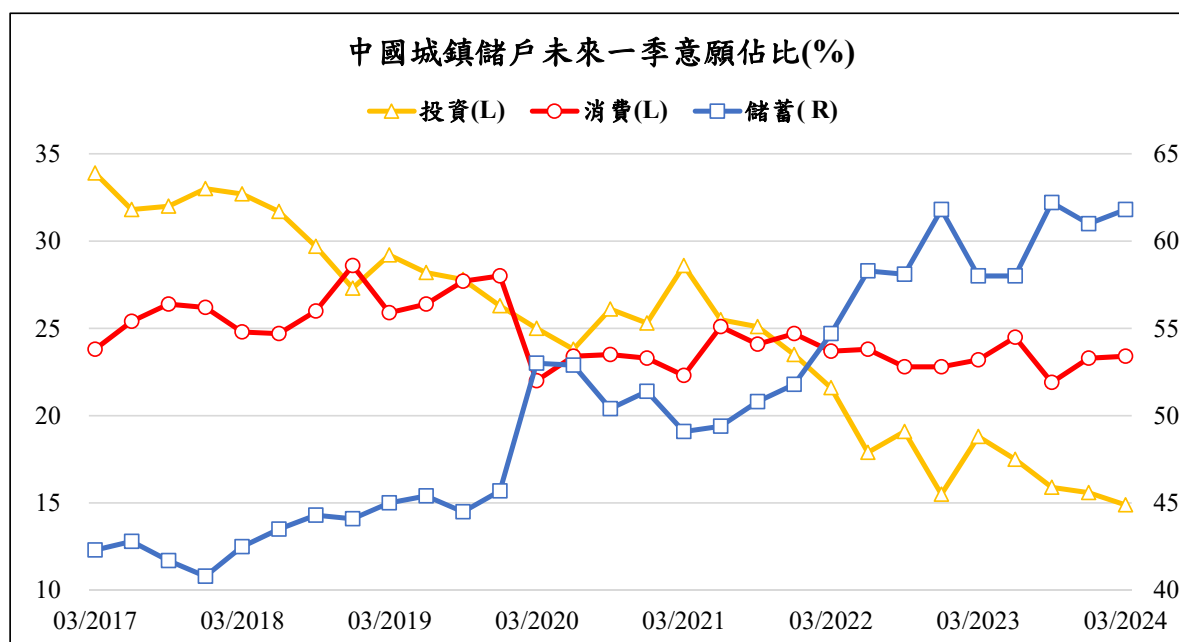
資料來源：中國國家統計局，Wind，人民網，群益投顧彙整

群益投顧

25

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

# 人民儲蓄意願攀升 投資意願下滑



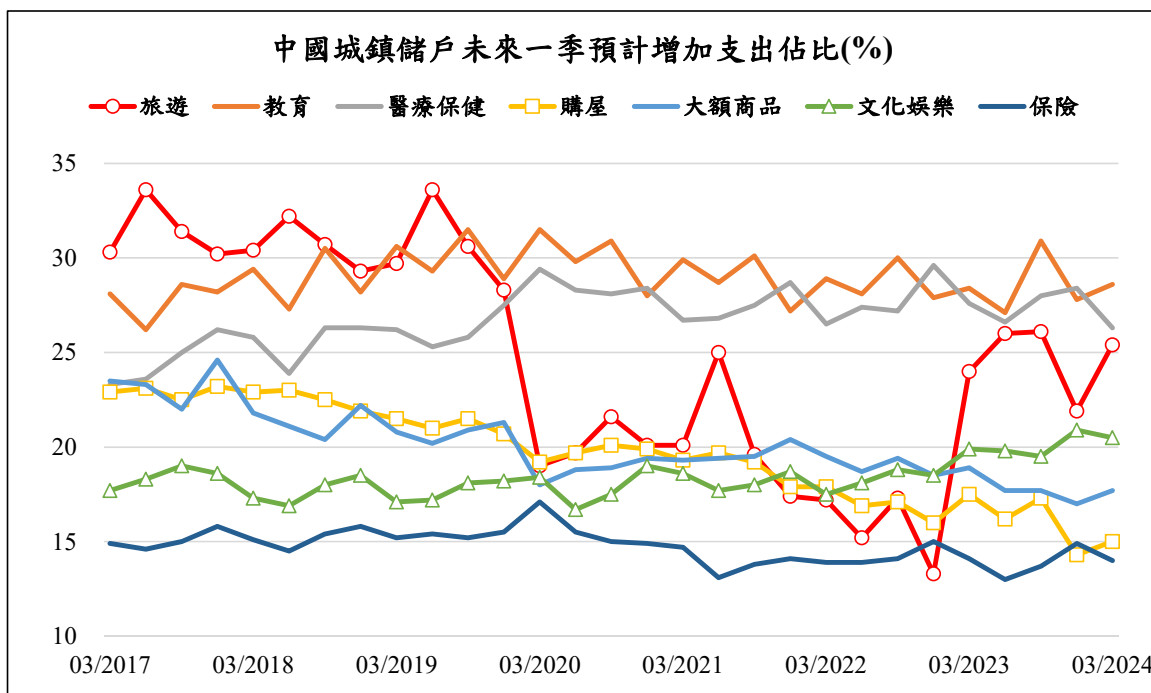
資料來源：中國人行、Wind，群益投顧彙整

群益投顧

26

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

# 儲戶支出調查：旅遊與購屋意願攀升



資料來源：中國人行、Wind，群益投顧彙整

群益投顧

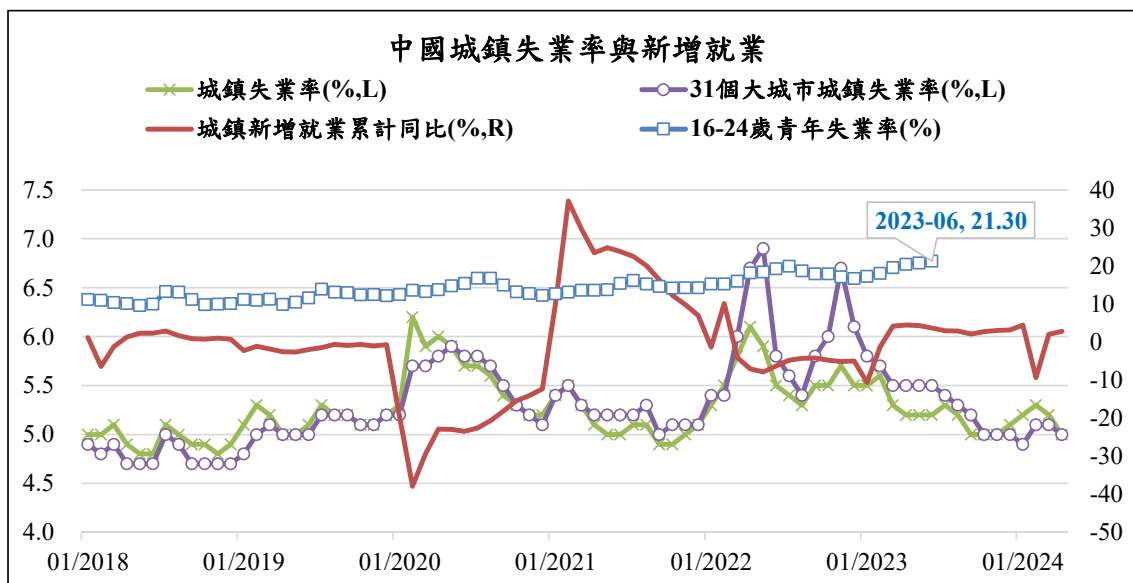
27

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 中國城鎮失業率低於疫情前水準

消費

- 截至04/2024，中國城鎮失業率與31個大城市失業率皆降至5.0%，分別低於2019年的均值5.2%與5.1%



資料來源：中國國家統計局、Wind，群益投顧彙整

群益投顧

28

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海



# 貨幣政策與宏觀投資：

--人行降成本、寬信貸、保交樓、穩房市

--人民幣震盪偏弱、陸股最壞已過，區間震盪

## 人行貨幣政策著重降成本、寬信貸

- 05/10/2024人行發布1Q24貨幣政策執行報告，稱要引導信貸合理增長、均衡投放。

### 貨幣政策

- 穩健的貨幣政策要靈活適度、精準有效。合理把握債券與信貸兩個最大融資市場的關係，引導信貸合理增長、均衡投放，保持流動性合理充裕。

### 調結構

- 加強總量和結構雙重調節，盤活存量、提升效能，加大對重大戰略、重點領域和薄弱環節的支持力度。
- 促進社會綜合融資成本穩中有降。

### 降成本

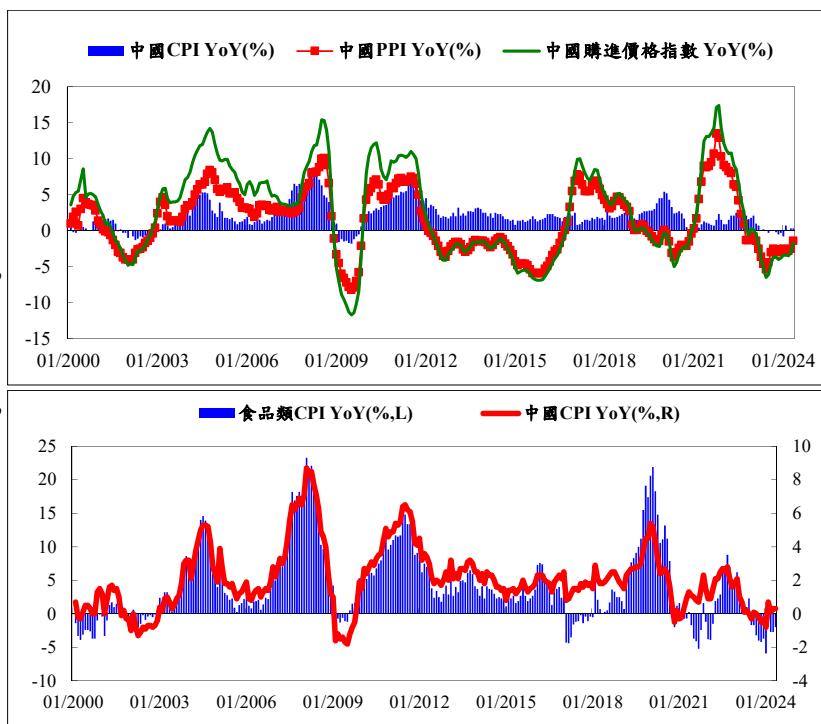
- 推動企業融資和居民信貸成本穩中有降。
- 將對不同所有制房地產企業合理融資需求要一視同仁給予支持。

### 寬信貸

- 大力發展科技金融、綠色金融、普惠金融、養老金融、數字金融。優化融資增信、風險分擔、資訊共用等配套措施，更好滿足中小微企業融資需求。

## 房市下行、內需不足 中國陷入通縮

- 中國05/2024 CPI MoM-0.1%；YoY+0.3%，與上月持平，略低於市場預期的+0.4%。扣除食品和能源價格的核心CPI YoY+0.6%，比上月下滑0.1個百分點，顯示復甦力道不足。
- PPI YoY-1.4%，降幅比上月縮減1.1個百分點，主因是有色金屬價格上漲。



資料來源：中國國家統計局、Wind，群益投顧彙整

群益投顧

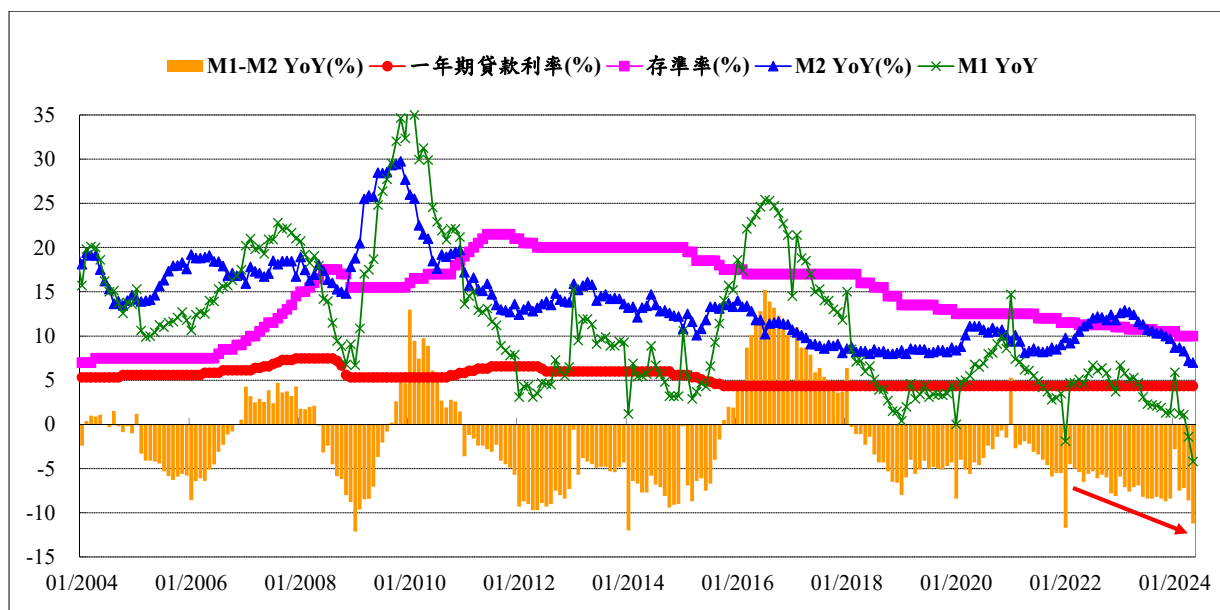
31

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 預估2024年人行仍有降準空間

貨幣

- 中國M1與M2同比差值(即俗稱的剪刀差)自1Q22起負值再次擴大，最新05/2024為-11.2%，再創波段新低，為人行放寬貨幣政策提供空間。



資料來源：中國國家統計局、人行、Wind，群益投顧彙整

群益投顧

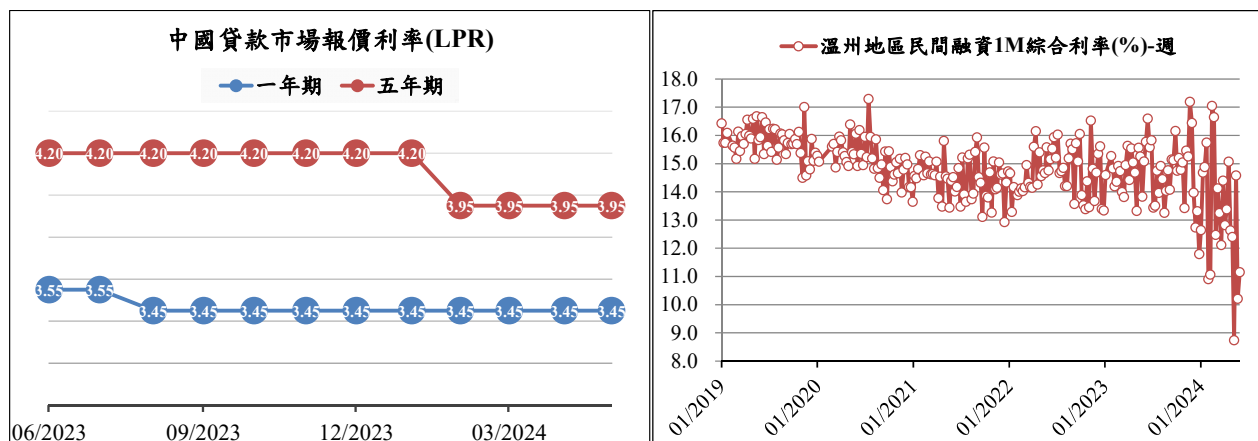
32

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 預估2024年人行仍有調降LPR利率空間

### 貨幣

- 人行02/20/2024宣布下調五年期LPR利率25BP至3.95%，創下史上最大降幅，降幅大於預期。
- 人行02/2024罕見未調整公開市場操作7天期逆回購與一年期MLF利率，僅單獨下調五年期LPR，中國房貸利率多半與五年期LPR掛勾，群益認為人行目的在降低企業與個人的房貸成本，並進一步支撐房市剛性需求。



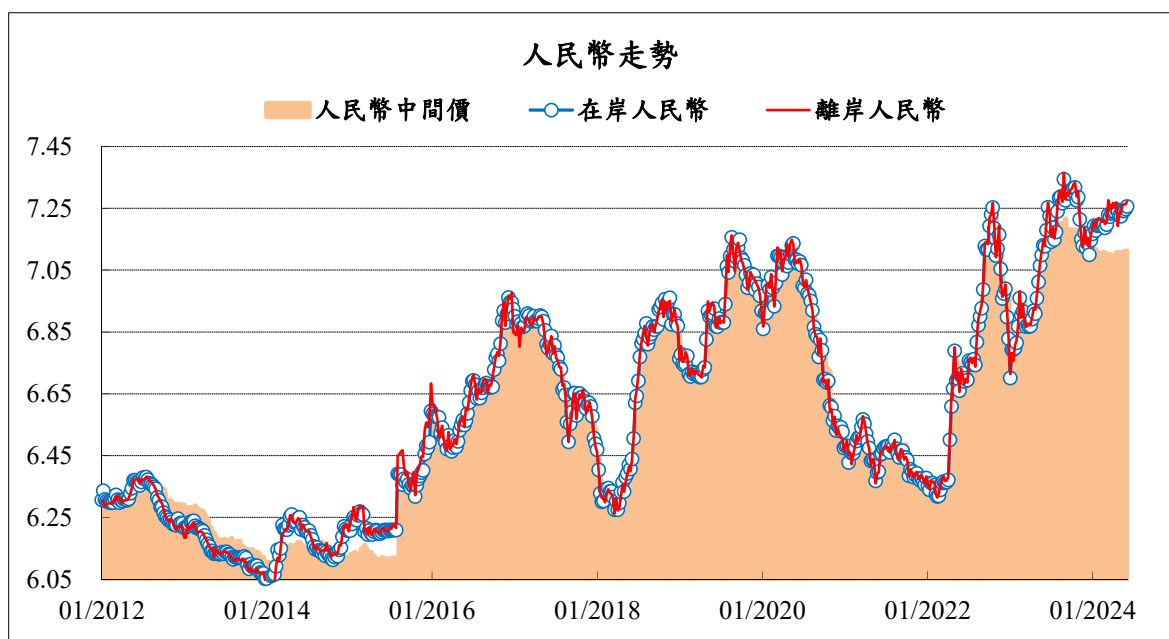
資料來源：中國人民銀行，Wind，群益投顧彙整

群益投顧

33

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 預估人民幣將震盪偏弱



資料來源：中國人民銀行，Bloomberg(06/14/2024)，群益投顧彙整

群益投顧

34

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 最壞已過 預估陸股區間震盪

- 02/08/2024吳清接任中國證監會主席，釋放積極救市訊號，陸股02/08/2024兔年封關千股漲停。02/22/2024證監會出台禁止對沖基金在開盤後與收盤前30分鐘放空；中國官方積極防堵做空力度，與監督上市公司財報，此將有利提振市場信心。



資料來源：Wind，群益投顧彙整。

群益投顧

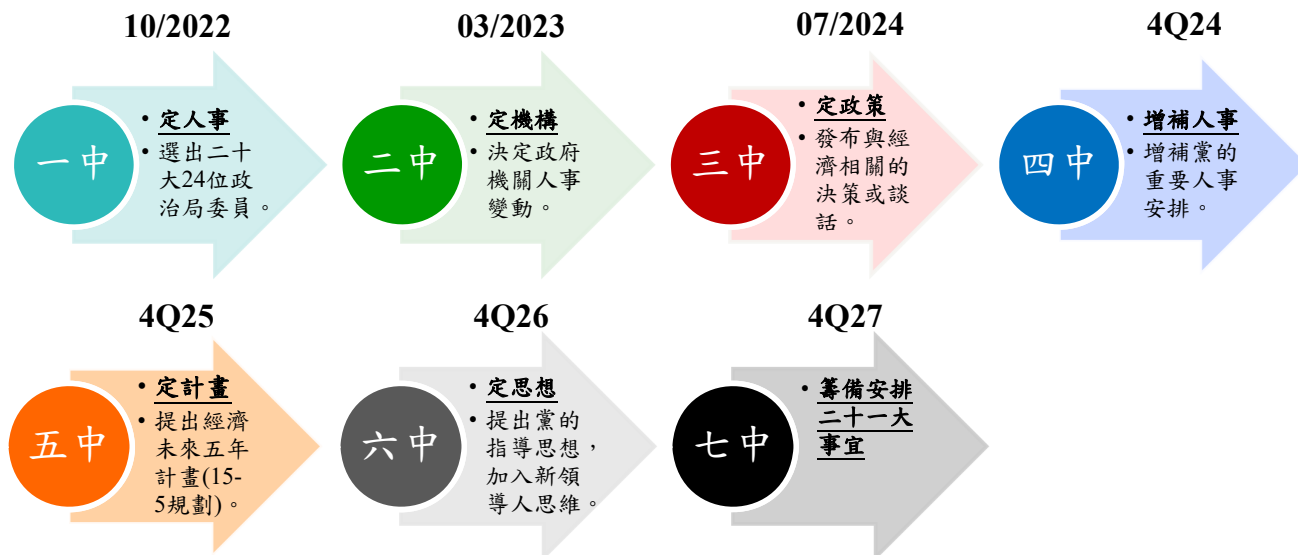
35

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 市場期待07/2024三中全會將釋放政策利多

- 歷屆中共中央委員會全體會議，可歸納出不成文的默規：一中定人事，二中定機構，三中定經濟政策與方向，四中增補黨的重要人事，五中提出下個五年計畫，六中提出黨的指導思想或修改黨章，七中籌備安排下屆全國黨代表大會事宜。

### 二十大中央委員會全體會議時程表(F)



資料來源：人民網、群益投顧彙整預估

群益投顧

36

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

# 投資評等及免責聲明

## 投資評等說明

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
中立(Neutral)	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

## 免責聲明

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。