

中國經濟展望

- 房市下行拖累地方政府財政與消費
- 中國陷入通縮，有待積極的政策
- 建議陸股保守觀望

研究員 曾馨玉
09/24/2024

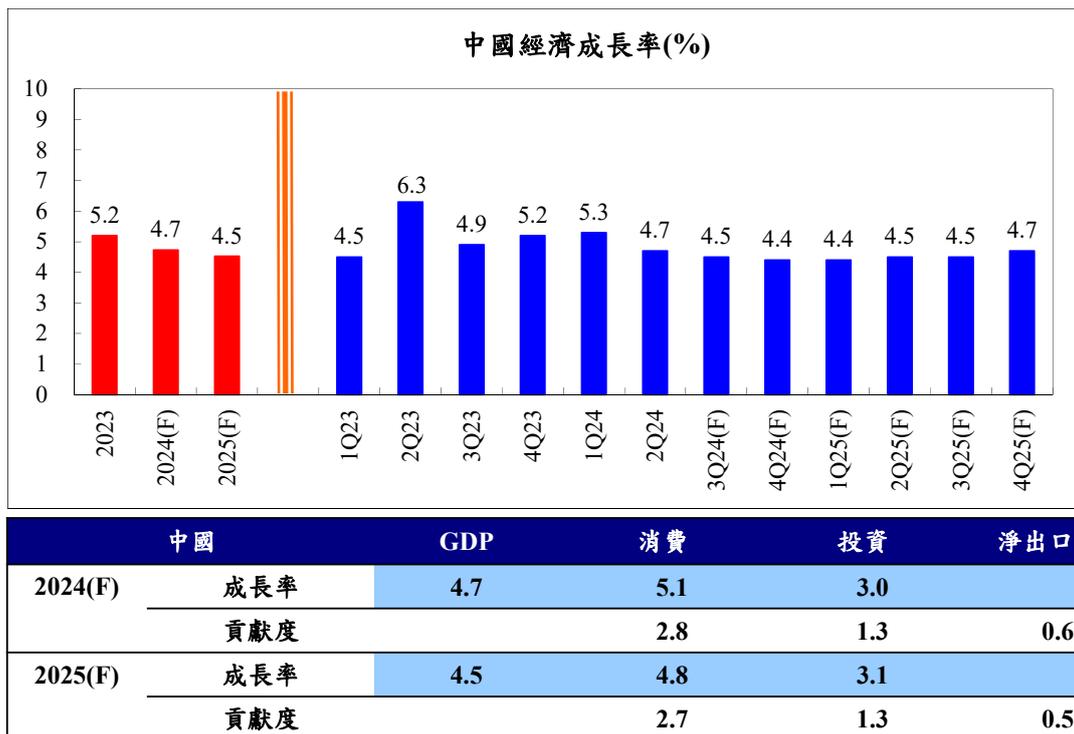
群益投顧



結論

- **中國GDP**：群益下修中國2024年GDP增速0.3個百分點至+4.7%，主因如下：一是地方政府融資平台持續降槓桿，基建投資增速放緩；二是房市下行，財富效果縮水，中國民眾整體消費支出復甦力道不如預期。預估2024年恐難達成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，加上居民與企業皆在降槓桿，M1與M2剪刀差再創波段新低，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4Q24仍有調降存準率的空間。
- **人民幣**：美聯儲09/2024開啟降息循環，點陣圖預估年內將再降息2~3碼，但人行降息空間有限，預估4Q24人民幣將隨亞幣小幅反彈。
- **陸股**：儘管中國政府政策積極、力度空前，包括宣布將連續幾年發行超長期特別國債，人行也啟動中國式QE；但07/30政治局會議令市場失望，房市庫存有待去化，地方政府財政困難，民眾消費信心低迷，建議陸股保守觀望。

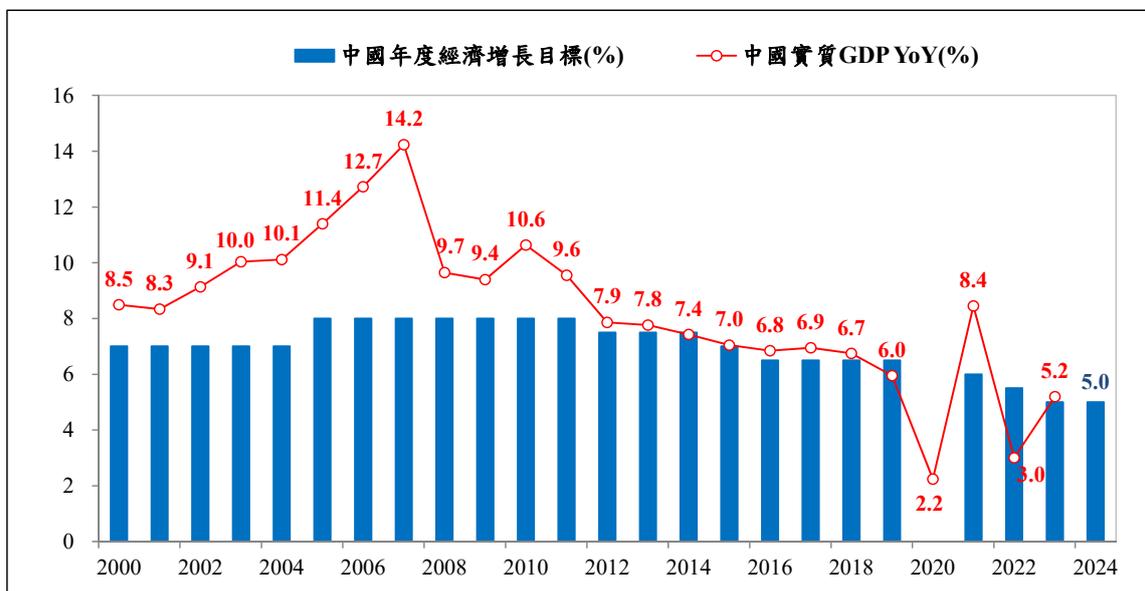
預估中國2024年GDP YoY+4.7%



資料來源：中國國家統計局，Wind，群益投顧彙整預估(09/2024預估)

中國2024年經濟增長目標恐無法達成

- 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。

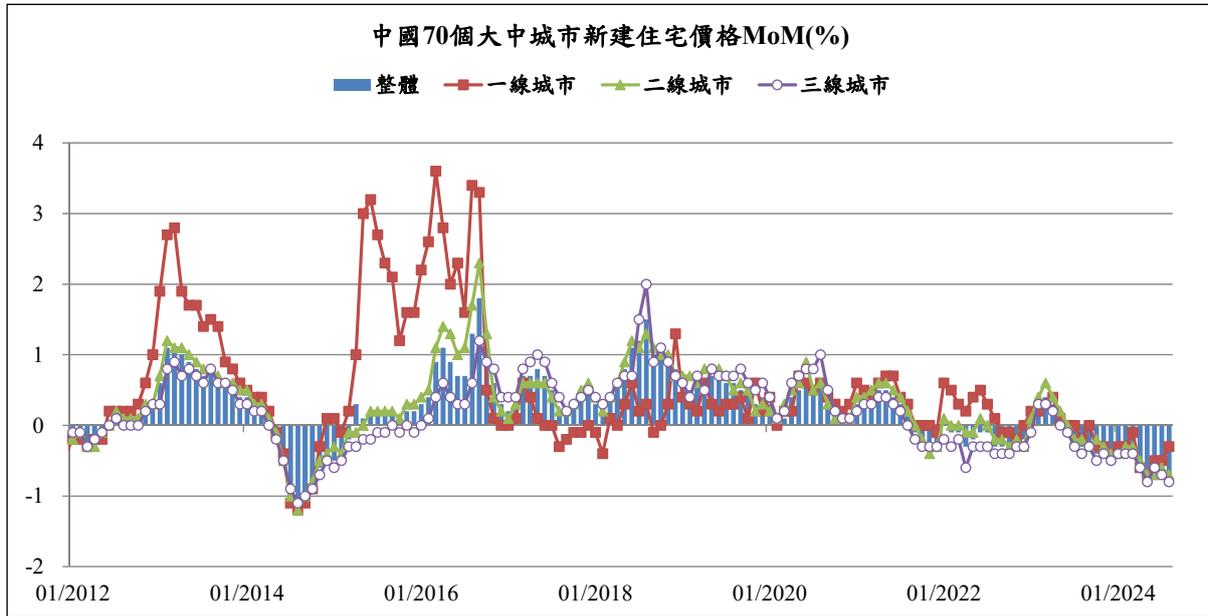


資料來源：中國人民網，中國國家統計局，Wind，群益投顧彙整預估

中國房市銷售不佳 房價續跌

房市

- 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

群益投顧

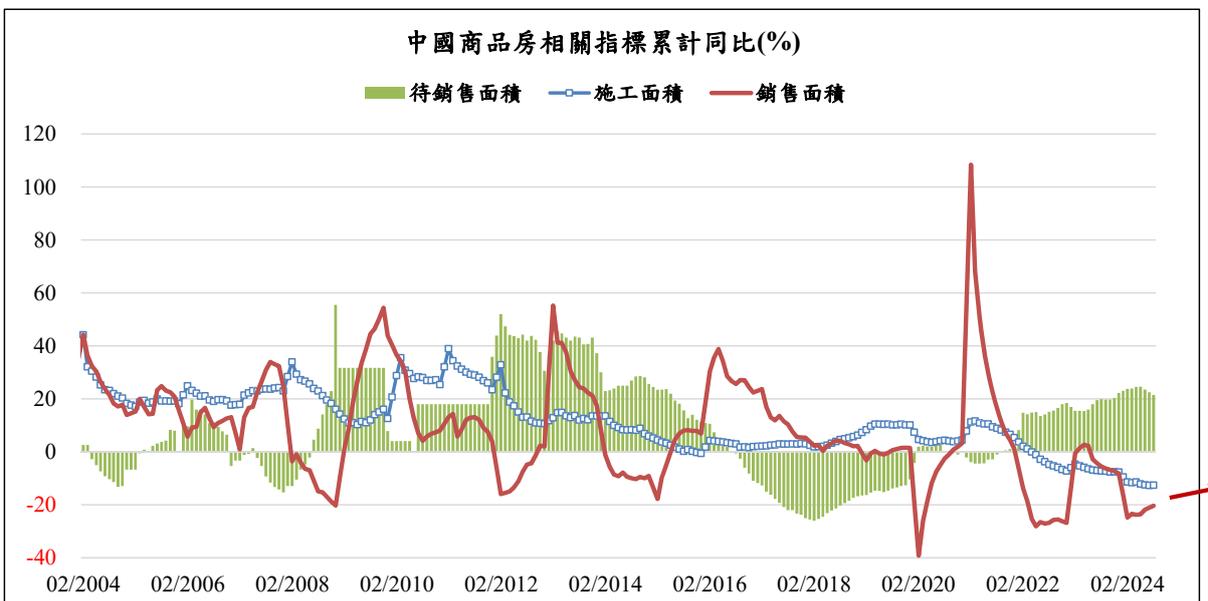
5

台北 · 香港 · 上海

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

Capital Care 群益關心您

群益投顧

6

台北 · 香港 · 上海

- 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	首套住房和二套房最低首付款比例政策下限統一為不低於20%和30% 二套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

- 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

Capital Care 群益關心您

上海05/27/2024 出台房市新政

房市

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， 滿3年社保 可買；單身可買外環新房與區內二手房。 非滬籍， 滿2年社保 可買 非滬籍， 滿1年社保 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	多子女，已婚3套 多子女，已婚2套	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	20% 35%	30% 50%
	房貸利率	首套房 二套房	LPR-45bp LPR-5bp	LPR-10bp LPR+30bp
公積金	首付比例		20% 35%	30% 50%
	貸款額度	首套房 二套房	家庭160萬RMB，個人80萬RMB 家庭130萬RMB，個人65萬RMB	家庭120萬RMB，個人60萬RMB

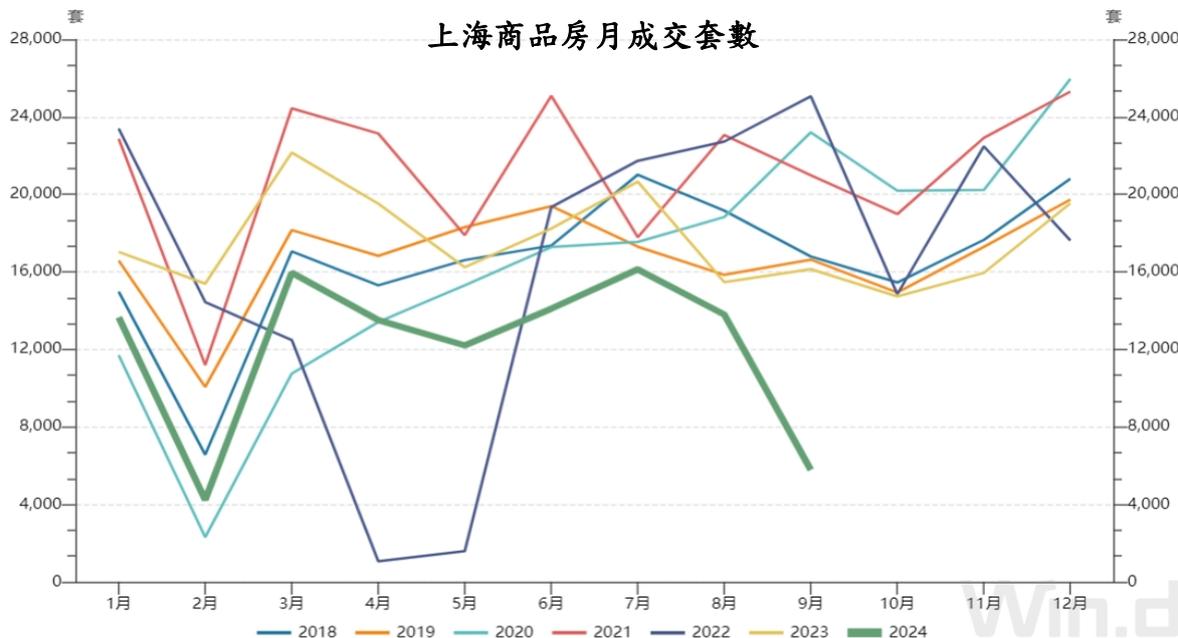
資料來源：CRIC克而瑞，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

上海推出房市新政 但效果有限

房市

- 上海為一線城市裡房市寬鬆力度最大。

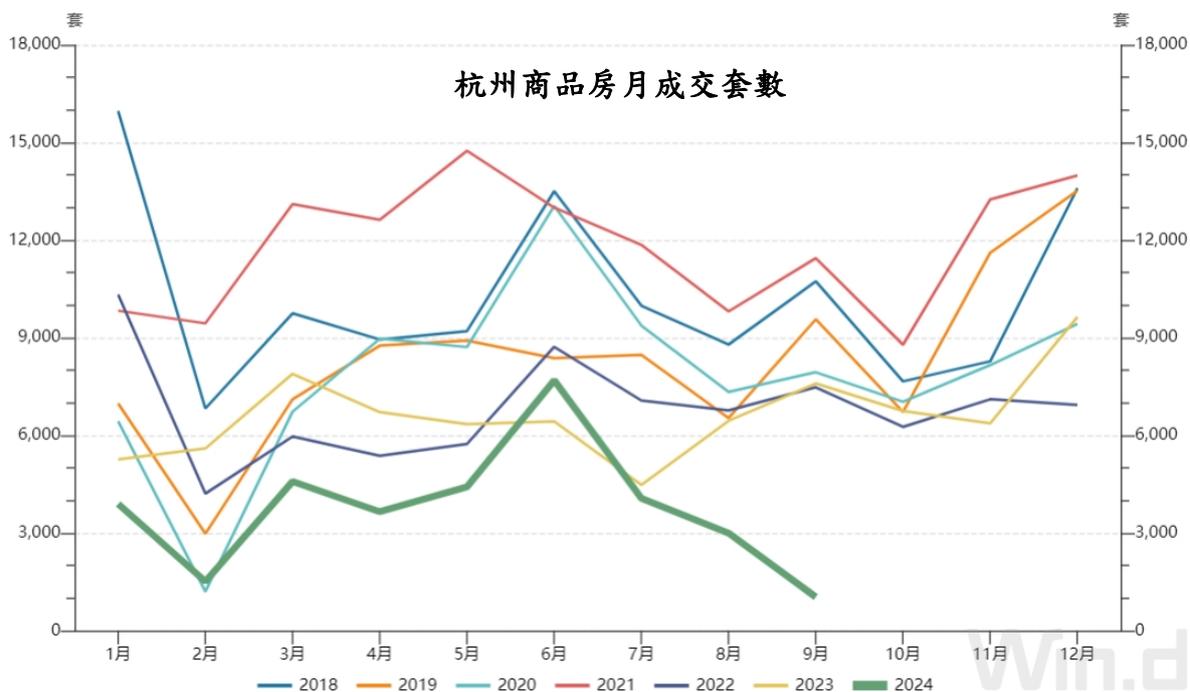


資料來源：Wind(09/19/2024)，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

杭州僅06/2024房市銷售略有起色

房市

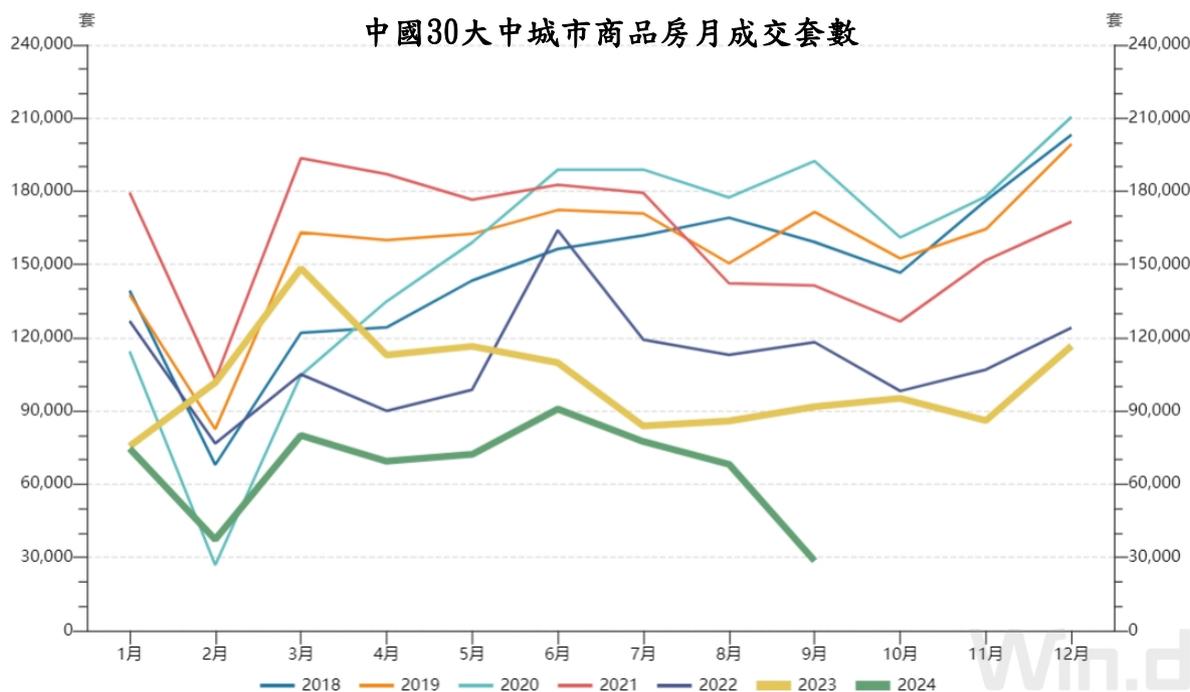


資料來源：Wind(09/19/2024)，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北·香港·上海

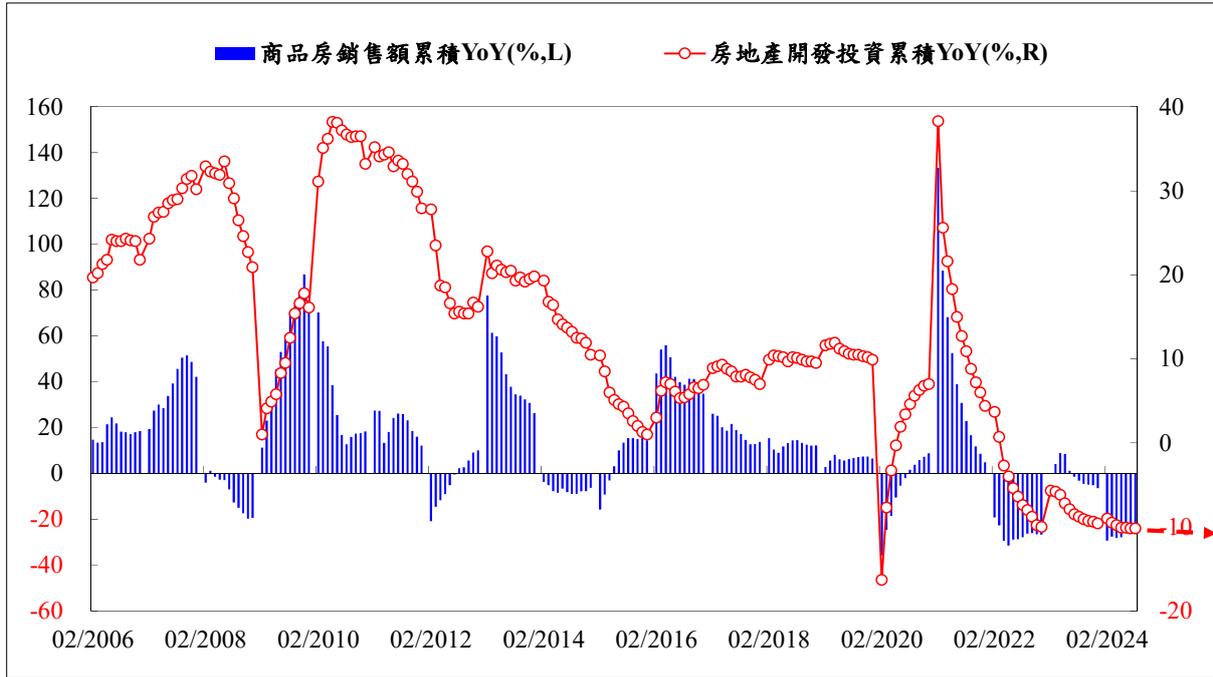
中國房市刺激政策 有待發酵

房市



資料來源：Wind(09/19/2024)，群益投顧彙整

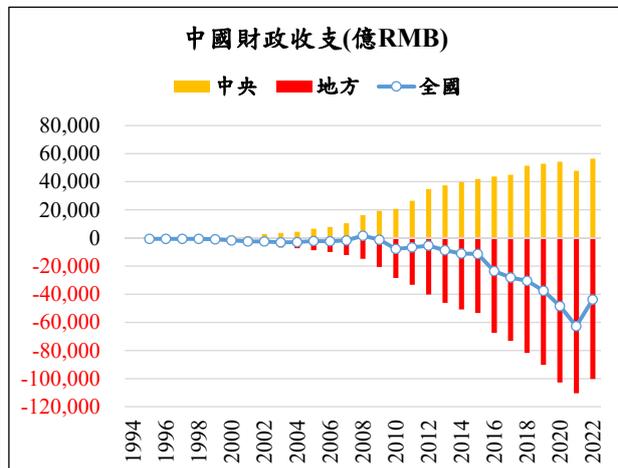
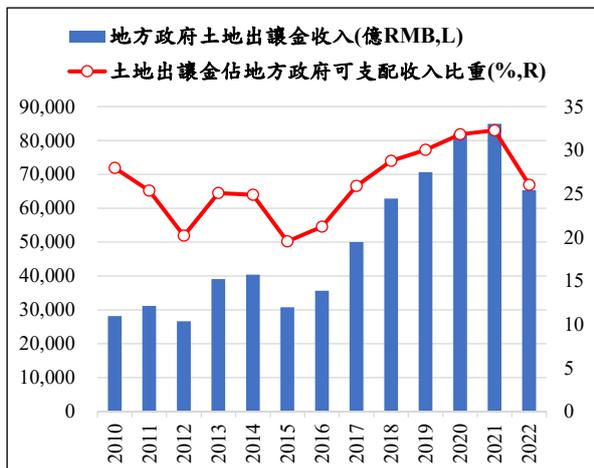
Capital Care 群益關心您
台北·香港·上海



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

- 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

Capital Care 群益關心您

人大指出中國地方債四大問題

- 09/14/2024，人大發布《關於2023年度政府債務管理情況的監督調研報告》，是03/2024以來對廣東、江蘇、貴州、雲南等20個省份調研的結果。

中國地方債問題

截至2023年末，中國政府債務占GDP比重約56.1%，低於國際通行的60%警戒線。但地方政府的債務分布不均勻，一些地方債務風險較高，還本付息壓力較大。

政府債務預算管理有待加強。一些地方反映，能夠實現融資收益平衡的專項債項目越來越少，專項債兼顧收益性、公益性、拉動投資等多方面的目標難度加大。

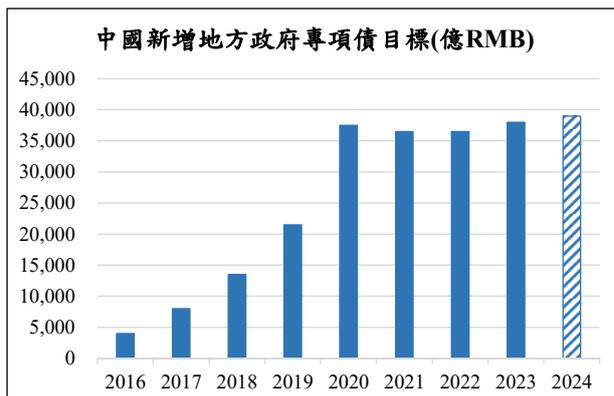
專項債資產管理制度尚不完善，有些專案資產登記在地方國有企業名下，但償債責任則是政府。

市場化約束機制不夠健全。地方政府債券發行中，一些金融機構融資審核管理不夠嚴格。信用評級機構出具的信用評級結果，沒有體現各地財政經濟債務狀況的差異性。

資料來源：中國人大，第一財經，群益投顧彙整

地方政府專項債淪為以債養債

- 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

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。

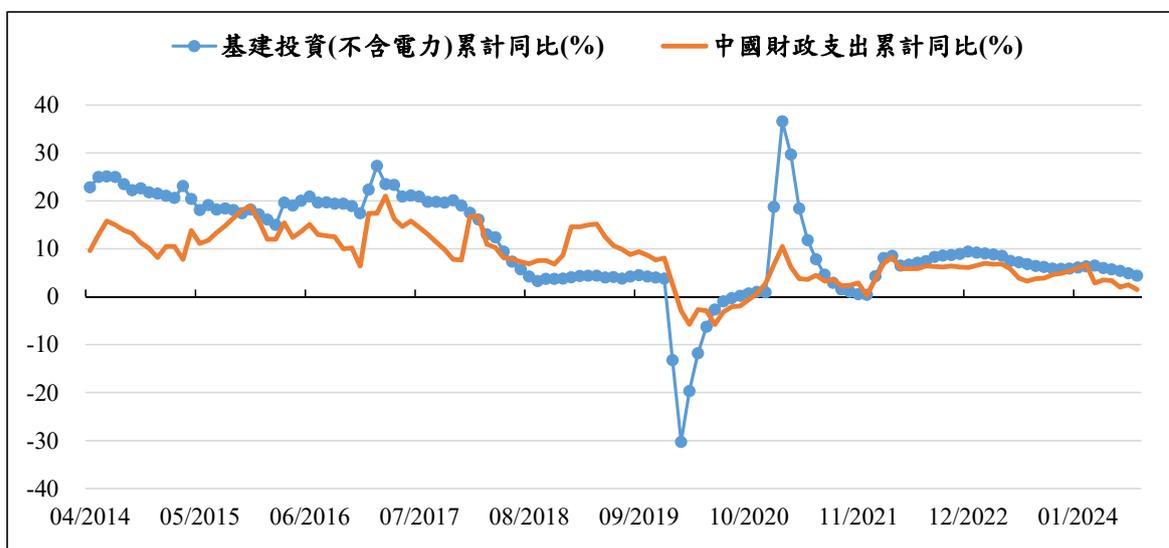
發行時間	發行規模(RMB)	用途
1998年	2700億	補充四大商業銀行資本
2007年	1.55兆	購買2000億美元外匯
2017年	6000億	到期續做
2020年	1兆	抗疫
2022年	7500億	支持經濟發展
2023年	1兆	救災
2024年	1兆	國家重大戰略建設

資料來源：中國財政部、新浪財經，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

增發國債主要用來挽救地方債務危機

- 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%。

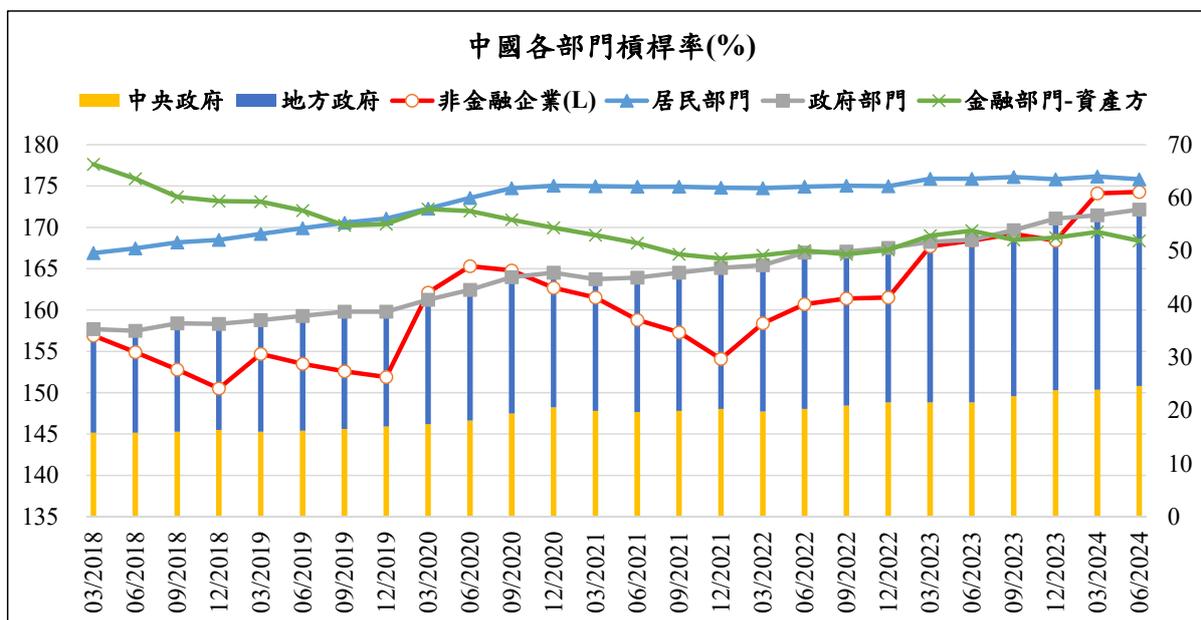


資料來源：中國國家統計局、中國財政部、Wind，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

地方政府與企業槓桿率不降反升

- 截至2Q24，中國非金融企業、地方政府部門的槓桿率持續攀升。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

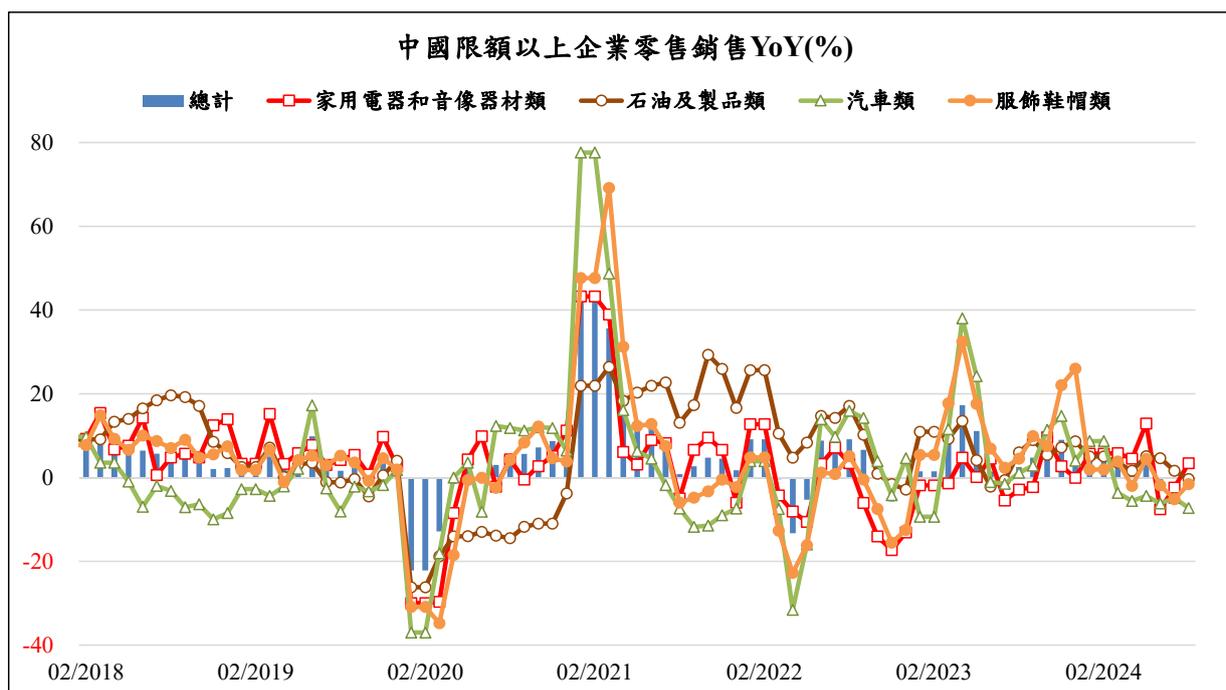
地方政府去槓桿 基建投資增速下滑

單位：(%)	月份					MA	
	08/2024	07/2024	06/2024	05/2024	04/2024	3MA	6MA
固定資產投資累積YoY	3.4	3.6	3.9	4.0	4.2	3.6	3.9
行業別							
製造業(佔比31%)	9.1	9.3	9.5	9.6	9.7	9.3	9.5
房地產(佔比19%)	-10.2	-10.2	-10.1	-10.1	-9.8	-10.2	-10.0
基建投資(佔比25%)	7.9	8.1	7.7	6.7	7.8	7.9	7.8
扣除電力的基建投資	4.4	4.9	5.4	5.7	6.0	4.9	5.5
電力、熱力、燃氣及水生產供應	23.5	23.8	24.2	23.7	26.2	23.8	25.1
交通運輸、倉儲郵政	6.7	8.2	6.6	7.1	8.2	7.2	7.5
水利管理	32.6	28.9	27.4	18.5	16.1	29.6	22.9
公共設施管理	-4.7	-4.7	-4.5	-5.5	-4.5	-4.6	-4.4
信息傳輸	--	8.3	15.7	19.4	16.1	8.0	12.3
依企業型態							
國有控股(佔比43%)	6.0	6.3	6.8	7.1	7.4	6.4	6.9
民間投資(佔比57%)	-0.2	0.0	0.1	0.1	0.3	0.0	0.1
相關指標：							
工業生產累積YoY	5.8	5.9	6.0	5.7	6.0	5.9	6.0

資料來源：Wind、中國國家統計局，群益投顧彙整

	YoY或累積YoY(%)							新-舊
	06/2024	05/2024	04/2024	02/2024	01/2024	3MA	6MA	
社會消費品零售YoY	2.0	3.7	2.3	5.5	5.5	2.7	3.7	
社會消費品零售累積YoY	3.7	4.1	4.1	5.5	5.5	4.0	4.6	
依經營所在地								
城鎮	3.6	4.0	4.0	5.5	5.5	3.9	4.5	
鄉村	4.5	4.7	4.8	5.8	5.8	4.7	5.1	
依消費型態								
餐飲收入	7.9	8.4	9.3	12.5	12.5	8.5	10.2	
商品零售	3.2	3.5	3.5	4.6	4.6	3.4	3.9	
規模以上企業商品零售	2.9	3.9	4.0	6.2	6.2	3.6	4.7	
規模以上企業商品零售累積YoY	2.9	3.9	4.0	6.2	6.2	3.6	4.7	
汽車類(佔比28%)	-1.1	0.2	1.4	8.7	8.7	0.2	3.6	
石油及製品類(佔比15%)	4.1	4.0	3.8	5.0	5.0	4.0	4.4	
糧油食品類(佔比15%)	9.6	9.3	9.3	9.0	9.0	9.4	9.3	
服飾類(佔比10%)	1.3	2.0	1.5	1.9	1.9	1.6	1.9	
家電類(佔比7%)	3.1	7.0	5.5	5.7	5.7	5.2	5.5	
日用品類(佔比4%)	2.3	2.7	1.5	-0.7	-0.7	2.2	1.0	
藥品類(佔比4%)	4.4	4.4	4.4	2.0	2.0	4.4	3.4	
通訊器材類(佔比4%)	11.3	13.9	13.2	16.2	16.2	12.8	14.0	
辦公用品類(佔比2%)	-5.8	-5.0	-7.2	-8.8	-8.8	-6.0	-7.3	
化妝品類(佔比2%)	1.0	5.4	2.1	4.0	4.0	2.8	3.3	
建築裝潢類(佔比2%)	-1.2	-0.4	0.6	2.1	2.1	-0.3	0.9	

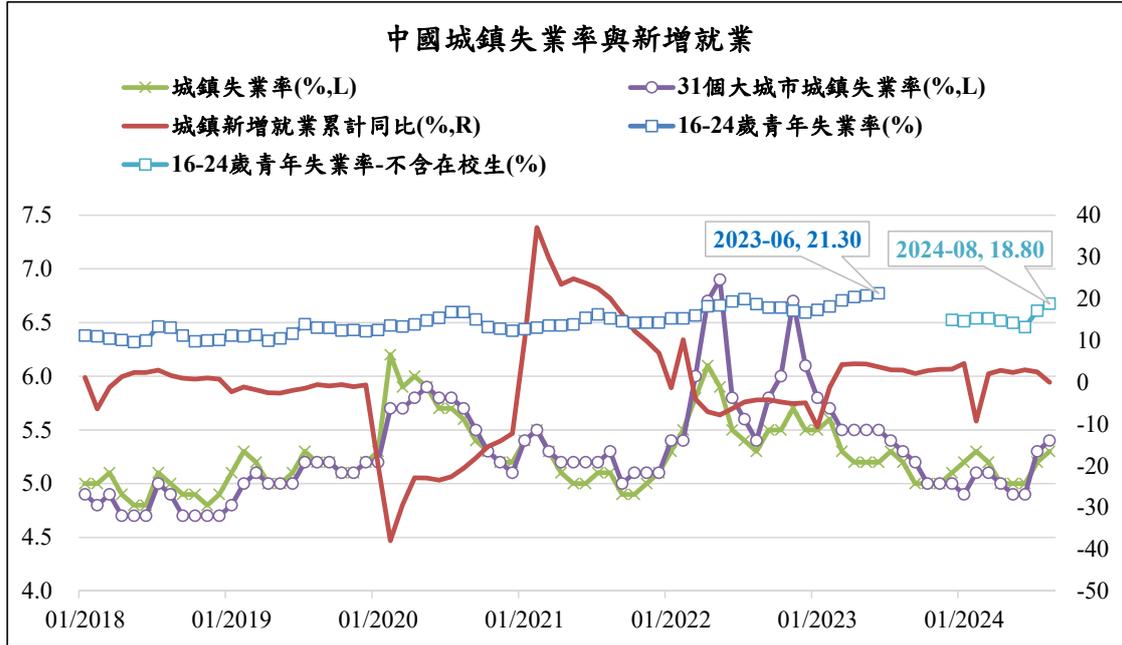
資料來源：Wind、中國國家統計局，群益投顧彙整



資料來源：Wind、中國國家統計局，群益投顧彙整

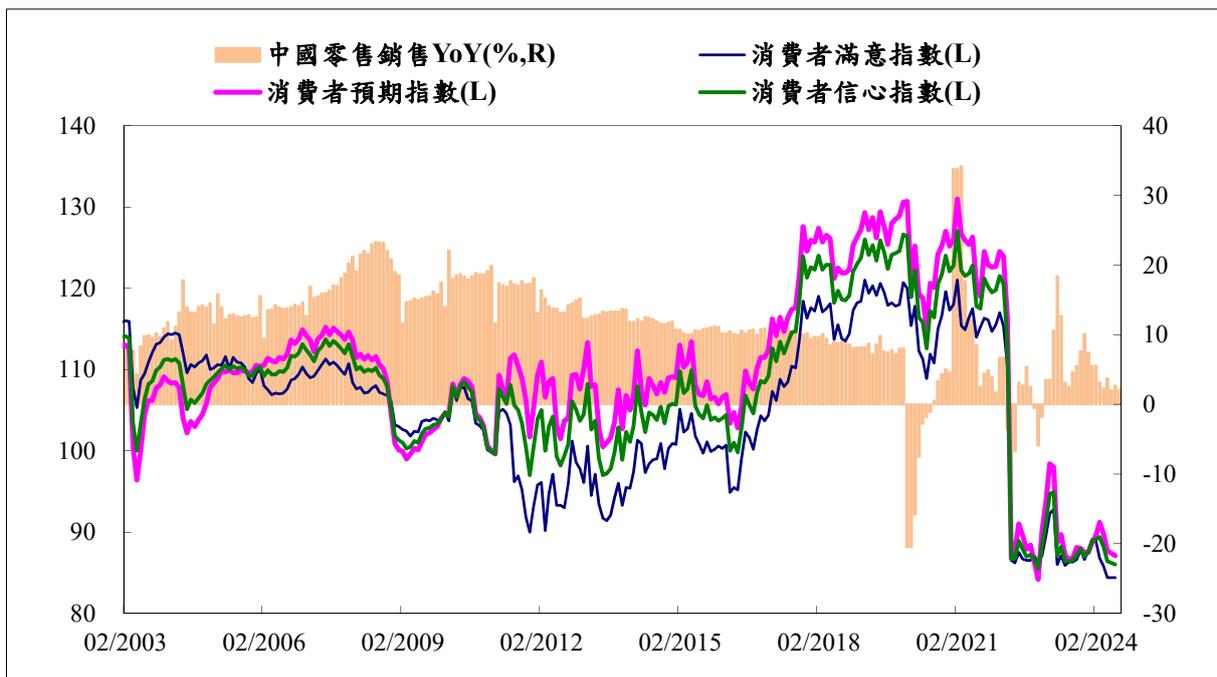
中國城鎮與青年失業率攀升

- 中國08/2023失業率為5.3%，但不含在校生的青年失業率高達18.8%。



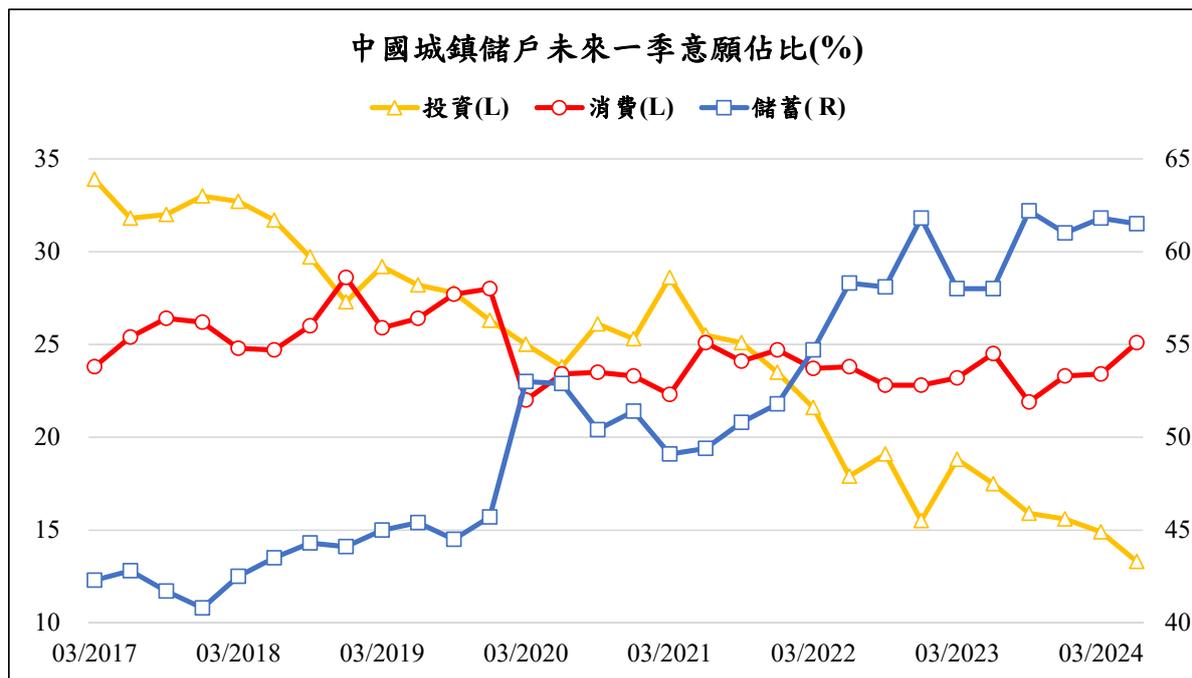
資料來源：Wind、中國國家統計局，群益投顧彙整。註：青年失業率07/2023起不再公布。

中國消費者信心處在歷史低位



資料來源：Wind、中國國家統計局，群益投顧彙整

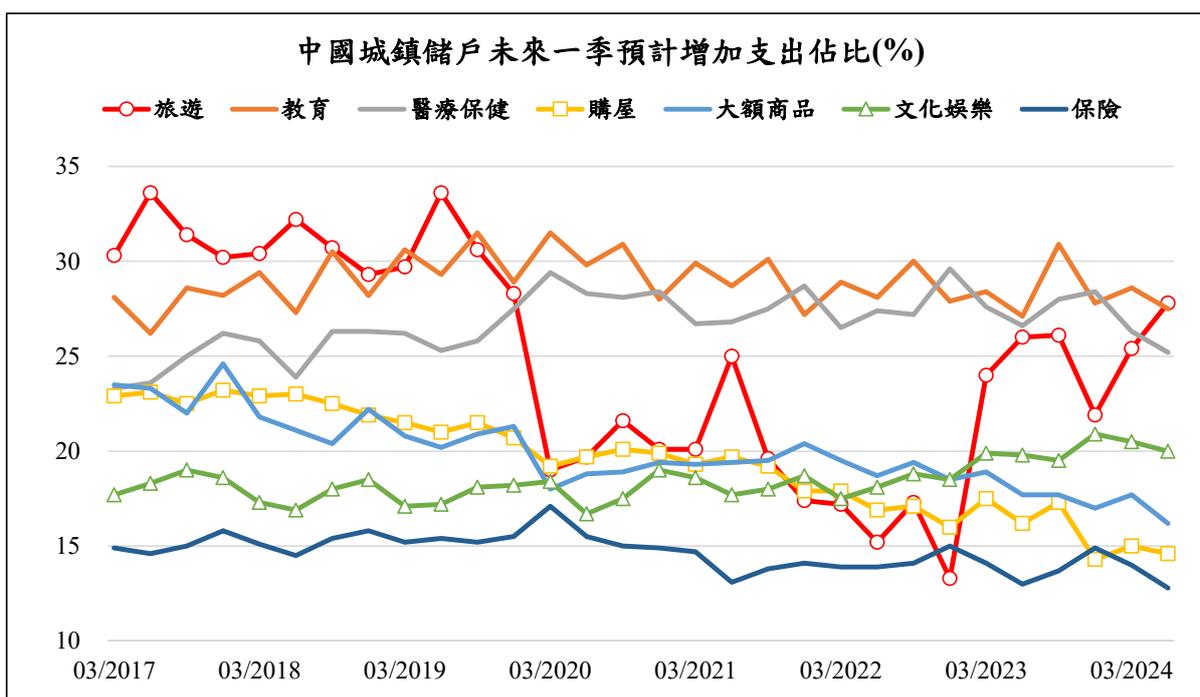
陸股低迷 投資意願續降至歷史新低



資料來源：中國人行、Wind，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

儲戶支出調查：僅旅遊意願攀升

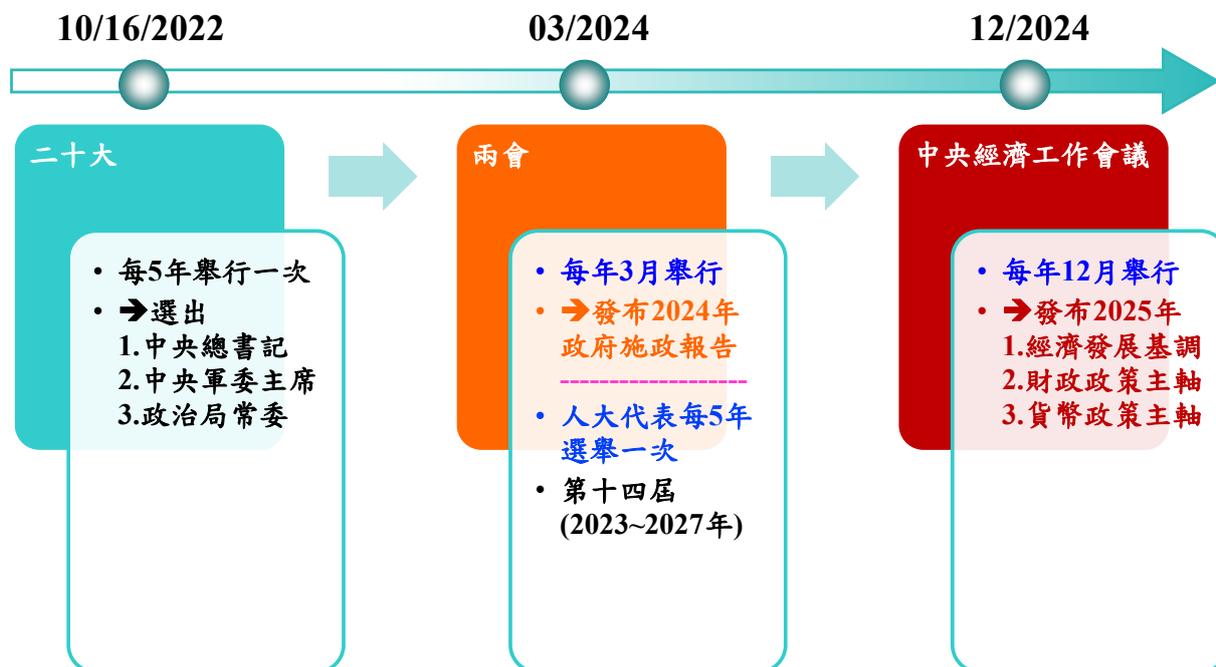


資料來源：中國人行、Wind，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

4Q24 聚焦中央經濟工作會議

中國重要政經會議



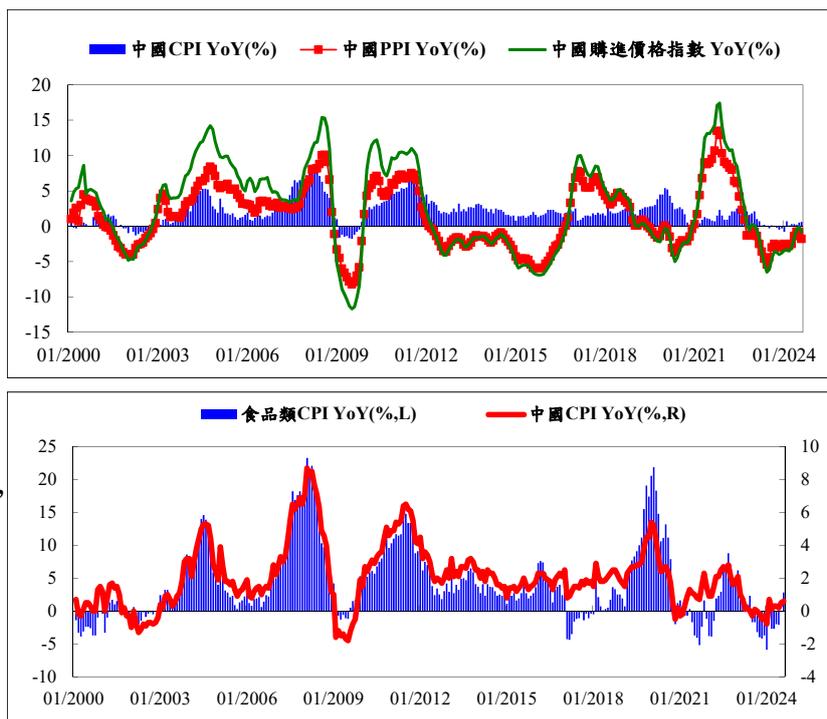
資料來源：中國政府網，中國人民網，群益投顧彙整

貨幣政策與宏觀投資：

- 人行寬信貸、保交樓、穩房市
- 美聯儲啟動降息，人民幣震盪升值
- 景氣低迷，陸股保守觀望

房市下行、內需不足 中國陷入通縮

- 中國 08/2024 CPI MoM+0.4% ; YoY+0.6%，高於上月的0.5%，主因是氣候高溫多雨，蔬果價格攀升，但扣除食品和能源價格的核心CPI YoY+0.3%，較上月下滑0.1個百分點，顯示內需復甦力道不足。
- PPI YoY-1.8%，降幅比上月縮減1.0個百分點，主因是市場需求不足及部分國際大宗商品價格下行。

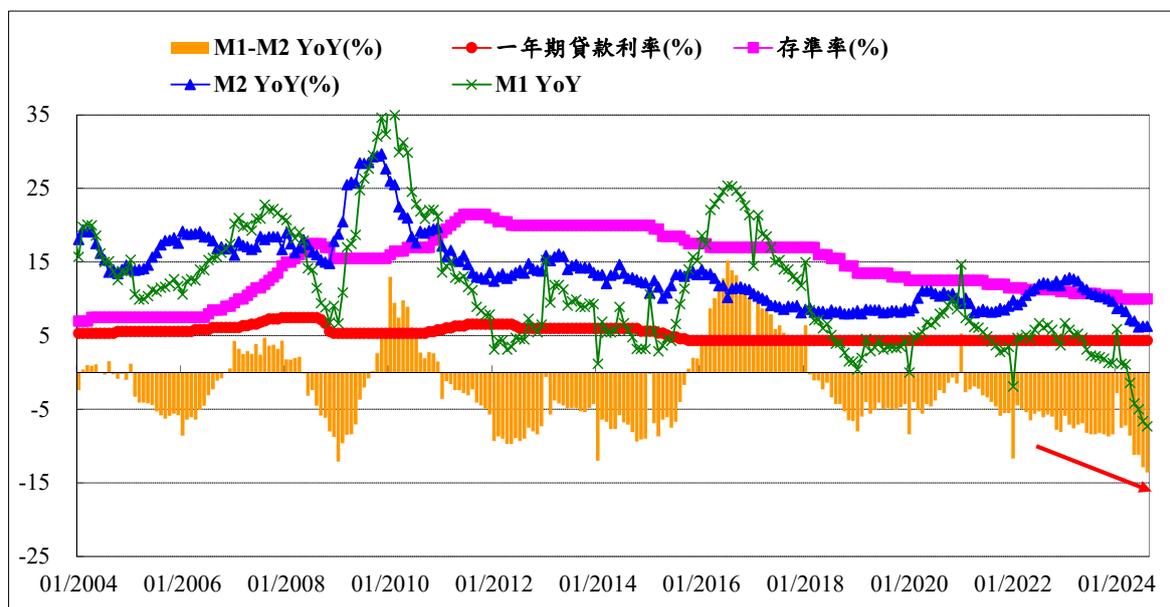


資料來源：中國國家統計局、Wind，群益投顧彙整

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08/2024為-13.6%，再創波段新低，為人行放寬貨幣政策提供空間。

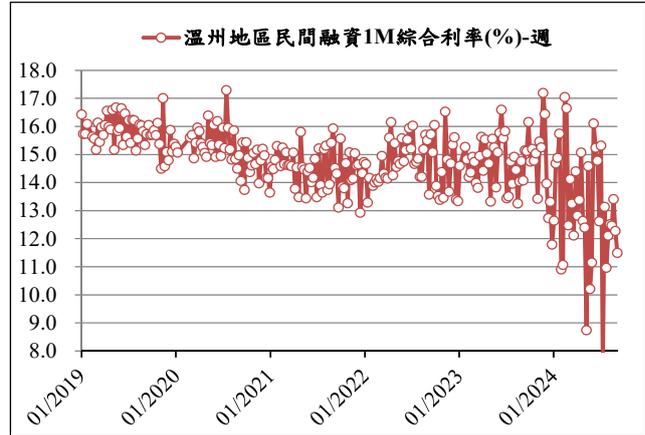
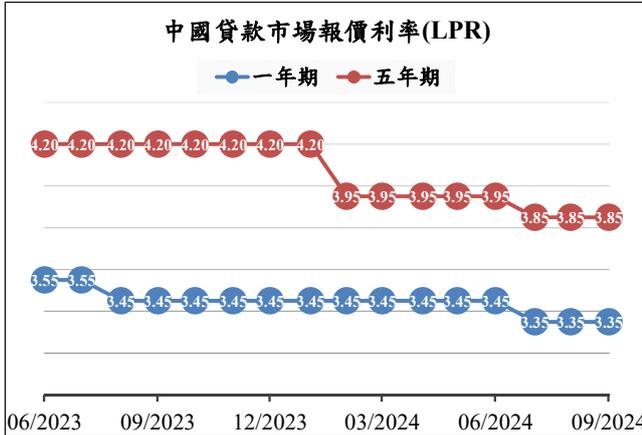


資料來源：中國國家統計局、人行、Wind，群益投顧彙整

為了強化銀行端風險承受力 預估降息受限

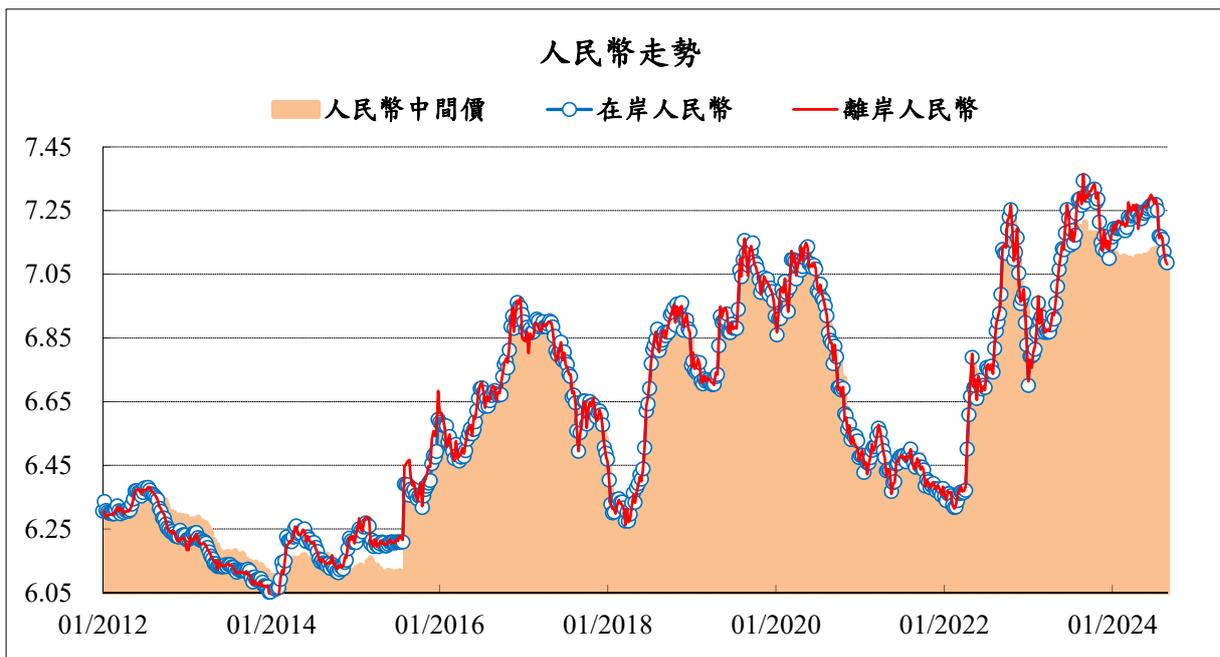
貨幣

- 02/20/2024，人行宣布下調五年期LPR利率25BP至3.95%，創下史上最大降幅，降幅大於預期。
- 07/22/2024，人行宣布為了進一步加強逆周期調節，加大金融支持實體經濟力度，同時調低7月LPR及7天期逆回購利率。一年期與五年期LPR分別下調10個Bp至3.35%與3.85%。



資料來源：中國人民銀行，Wind，群益投顧彙整

預估人民幣將震盪走升



資料來源：中國人民銀行，Bloomberg(09/06/2024)，群益投顧彙整



資料來源：Wind(09/20/2024)，群益投顧彙整

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。