

## 中國的刺激計劃：減輕地方政府的債務負擔

- ◆ 政策制定者宣佈了一項規模達 12 萬億元人民幣的一攬子政策，旨在減輕地方政府的債務負擔
- ◆ 債務置換可以節省 6,000 億元人民幣的利息支出，並幫助地方政府償還債務
- ◆ 進一步支持房地產和消費的措施已在討論中，可能會在明年年初宣佈

### 中國數據回顧（2024 年 10 月）<sup>1</sup>

- **社會消費品零售總額**在 10 月份按年增長 4.8%，消費品以舊換新計劃是增長的主要推動力。家電銷售按年增速幾乎翻倍，從 9 月的約 20% 升至 39%，汽車銷售則繼續攀升，按年增長 3.7%。然而，與服務相關的零售銷售表現較弱，餐飲銷售按年小幅下降 0.3%。
- **房地產投資**在 10 月份下滑加劇，按年降幅從 9 月份的 9.4% 進一步擴大至 12.3%，儘管近期房地產銷售有所改善。按數量計算，住宅銷售按年下降 1.3%，相較於 9 月份的 -10.6% 有明顯改善。這表明，可能需要更多支援措施，才能推動銷售全面改善並穩定房地產行業。
- **工業增加值**按年增速在 10 月份略微放緩至 5.3%，儘管整體增速依然穩健。面臨產能過剩的行業（如非金屬礦物業，按年下降 2.6%）增速放緩，而高端製造領域（如資訊通信技術製造業，按年增長 10.5%，以及設備製造業，按年增長 6.6%）則繼續表現優異。
- **基礎設施**支出在地方政府專項債券發行加速的推動下保持強勁，10 月份按年增長 9.1%。在今年餘下的兩個月中，隨著更多的地方政府專項債券資金到位，基礎設施支出預計仍將獲得支持。
- **整體消費價格指數**按年漲幅在 10 月份下降至 0.3%，其中能源是主要拖累因素。**核心消費價格指數**按年增速為 0.2%，近幾個月來保持低迷，因為消費需求尚未顯著回升。與此同時，**生產價格指數**通縮小幅加深至按年下降 2.9%，市場對房地產相關行業和部分行業的產能過剩仍存擔憂。
- **出口**在 10 月份按年增長 12.7%，其中積體電路（增長 17.7%）和筆記型電腦（增長 15.7%）是主要亮點。除了基數較低的因素外，一些出口需求可能因 9 月份的颱風影響而被推延至 10 月。與此同時，**進口**按年下降 2.3%，主要原因是石油進口減少，按年下降 25%，對整體進口降幅的貢獻達到 3.7 個百分點。

<sup>1</sup> 資料來源：萬得資訊、滙豐銀行

中國宣佈了 12 萬億元人民幣的一攬子政策

中國的刺激計劃：減輕地方政府的債務負擔

11月8日，中國最高立法機構全國人民代表大會常務委員會批准了一項規模達 12 萬億元人民幣的一攬子政策，主要用於債務置換，以幫助緩解地方政府的債務負擔。地方政府債務上限將提高 6 萬億元人民幣，用於替換現有的隱性債務，同時在未來五年內每年撥出 8,000 億元人民幣的地方政府專項債券用於債務置換，並償還從 2029 年起到期的 2 萬億元人民幣棚戶區改造隱性債務。該計劃預計將幫助地方政府節省融資成本（預計在五年內節省 6,000 億元人民幣的利息支出），並協助其向承包商支付逾期款項。

該計劃將有助於避免流動性危機

表面之下的深意

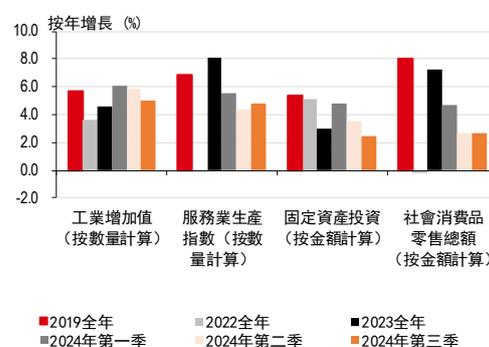
乍看之下，該計劃可能令人失望，因為沒有具體的措施來支持國內消費或其他急需刺激的領域，比如房地產。然而，此次一攬子政策不僅規模龐大（約占國內生產總值的 10%），而且有助於減輕債務負擔，從而釋放更多財政空間用於生產性投資。實際上，中央政府已設定了明確的期限，要求地方政府在 2028 年前解決隱性債務問題，這些債務是在法定政府債務預算之外產生的。過去幾年，經濟放緩和房地產市場調整給地方政府財政帶來了壓力，導致地方政府將重點轉向償債，這反過來又對經濟產生了進一步的緊縮壓力。大規模的債務置換應該會緩解地方政府和實體經濟的流動性危機，而長期的財政改革可能更好地協調地方政府的支出和資源，這也是在三中全會中強調的內容。

更多刺激措施正在醞釀中

財政支持措施提上日程

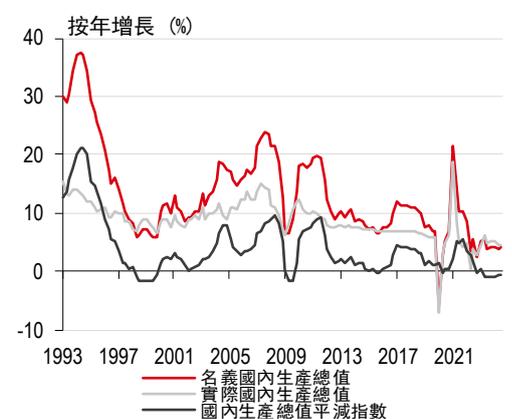
我們認為，地方債務置換只是更廣泛刺激計劃的一部分，2025 年將重點關注額外的財政支持。例如，財政部長指出，正在考慮支持房地產行業和擴大內需的政策措施，而總理表示，「財政和貨幣政策仍有較大發力空間，政策工具箱進一步豐富」（新華社，11月5日）。儘管中國今年有望實現約 5% 的增長目標，但國內消費依然低迷，且美國大選結果帶來的外部不確定性正在增加。進一步的政策公告可能會在政治局會議和通常在 12 月中旬舉行的中央經濟工作會議上發佈，不過具體的財政細節可能要等到明年 3 月的兩會期間揭曉。

自 2024 年第二季以來，經濟復甦勢頭減弱



資料來源：萬得資訊、滙豐銀行

中國正處於持續時間第二長的通縮期（六個季度）



資料來源：萬得資訊、滙豐銀行

**即將發佈的中國主要經濟數據**

| 日期     | 指標                | 前值    |
|--------|-------------------|-------|
| 11月20日 | 1年期貸款市場報價利率       | 3.10% |
| 11月20日 | 5年期貸款市場報價利率       | 3.60% |
| 11月30日 | 國家統計局製造業採購經理人指數   | 50.1  |
| 12月2日  | 財新製造業採購經理人指數終值    | 50.3  |
| 12月4日  | 財新服務業採購經理人指數      | 52.0  |
| 12月9日  | 生產價格指數 (PPI) 按年增長 | -2.9% |
| 12月9日  | 消費價格指數 (CPI) 按年增長 | 0.3%  |
| 12月10日 | 出口按年增長            | 12.7% |
| 12月10日 | 進口按年增長            | -2.3% |
| 12月16日 | 社會消費品零售總額按年增長     | 4.8%  |

資料來源：LSEG Eikon

**A 股主要指數表現\***

|        | 目前    | 年初至今   | 過去 1 年 |
|--------|-------|--------|--------|
| 上證綜指   | 3,380 | 13.61% | 10.59% |
| 深證綜指   | 2,060 | 12.10% | 7.21%  |
| 滬深 300 | 4,040 | 17.74% | 12.77% |

\*過往的表現並不代表未來的回報。

資料來源：LSEG Eikon。截至 2024 年 11 月 14 日收盤。

# 披露附錄

- 1 本報告發布日期為 2024 年 11 月 15 日。
- 2 除非本報告顯示不同的日期及 / 或具體的時間，否則本報告中的所有市場資料截止於 2024 年 11 月 14 日。
- 3 滙豐設有識別及管理與研究業務相關的潛在利益衝突的制度。滙豐分析師及其他從事研究報告準備和發布工作的人員有獨立於投資銀行業務的匯報線。研究業務與投資銀行及做市商交易業務之間設有資訊隔離牆，以確保保密資訊和（或）價格敏感性資訊可以得到妥善處理。
- 4 您不可出於以下目的使用 / 引用本報告中的任何資料作為參考：（i）決定貸款協議、其它融資合同或金融工具項下的應付利息，或其它應付款項，（ii）決定購買、出售、交易或贖回金融工具的價格，或金融工具的價值，和 / 或（iii）測度金融工具的表現。
- 5 本報告為滙豐環球研究發布的英文報告的中文翻譯版本。香港上海滙豐銀行有限公司、滙豐銀行（中國）有限公司、滙豐（台灣）商業銀行有限公司、加拿大滙豐銀行和滙豐金融科技服務（上海）有限責任公司已採取合理措施以確保譯文的準確性。如中英文版本的内容有差異，須以英文版本內容為準。

# 免責聲明

本報告由香港上海滙豐銀行有限公司(簡稱「HBAP」，註冊地址香港皇后大道中 1 號)編製。HBAP 在香港成立，隸屬於滙豐集團。

本報告由滙豐(台灣)商業銀行有限公司及 HBAP(合稱「發行方」)向其客戶分發。本報告僅供一般傳閱和資訊參考目的。本報告在編製時並未考慮任何特定客戶或用途，亦未考慮任何特定客戶的任何投資目標、財務狀況或個人情況或需求。HBAP 根據在編製時來自其認為可靠來源的公開信息編製本報告，但未獨立驗證此類資訊。本報告的內容如有變更恕不另行通知。對於因您使用或依賴本報告，而可能導致您產生、或承受因此造成、導致或與其相關的任何損失、損害或任何形式的其他後果，HBAP 及發行方不承擔任何責任。對於本報告的準確性、及時性或完整性，HBAP 及發行方並不作任何擔保、聲明或保證。本報告並非投資建議或意見，亦不以銷售投資或服務或邀約購買或認購這些投資或服務為目的。您不應使用或依賴本報告作出任何投資決定。HBAP 及發行方對於您的此類使用或依賴不承擔任何責任。若對本報告內容有任何問題，您應該諮詢您所地區的專業顧問。您不應為任何目的向任何個人或實體複製或進一步分發本報告部分或全部的內容。本報告不得在任何禁止分派本報告的地區分發。

以下條款僅適用於滙豐(台灣)商業銀行有限公司向其客戶分發時的情況

滙豐(台灣)辦理信託業務，應盡善良管理人之注意義務及忠實義務。滙豐(台灣)不擔保信託業務之管理或運用績效，委託人或受益人應自負盈虧。

## 中國內地

在中國內地，本報告由滙豐銀行（中國）有限公司（簡稱「滙豐中國」）向其客戶分發，僅用於一般參考目的。本報告並不旨在提供證券和期貨投資建議或提供金融信息服務，亦不旨在推廣或銷售任何理財產品。本報告所載內容和信息均基於現狀提供。若對本報告內容有任何問題，您應該諮詢您所在轄區的專業顧問。

© 版權香港上海滙豐銀行有限公司 2024，版權所有。

未經香港上海滙豐銀行有限公司的事先書面許可，不得對本報告任何部分進行複製、存儲於檢索系統，或以任何電子、機械、影印、記錄或其它形式或方式進行傳輸。

[1248052]