

專題報導：

中國全國人大宣布債務置換計劃，但進一步的財政刺激需留待 2025 年進行

重點

- ◆ 中國全國人大常委會於 11 月 8 日會議中，批准地方政府新增專項債務限額 6 萬億元人民幣，以在 2026 年年底以前，逐步置換隱性債務，分三年實施。
- ◆ 加上現有的 4 萬億元人民幣地方政府專項債券發行限額、2 萬億元人民幣用於償還棚戶區改造的隱性債務的現有財政資源，未來五年地方政府債務置換總規模將達 12 萬億元人民幣。我們認為，基於新增財政刺激力度低於預期，且缺乏刺激房地產與消費需求的新措施，短期內市場可能有負面反應。然而，鑑於貿易摩擦與特朗普政府潛在增加關稅所帶來的不確定性，中國有可能會加推刺激政策，以緩解 2025 年經濟增長的下行風險。
- ◆ 預計內地的刺激政策，以及特朗普增加貿易關稅，將導致市場更為波動，因此我們對中國內地與香港股市保持中性看法。我們看好優質的中國互聯網股，其估值較美國科技同行有顯著折讓，盈利前景高於行業平均水平，股東回報正在改善。在香港，我們看好估值偏低兼具高股息保險及電訊股，以及資產負債表強勁但股價落後的房地產發展商。在 A 股市場中，我們看好股息吸引的優質國企、具有環球競爭力與海外市場的高端製造商，以及可受惠於潛在擴大消費政策支持的消費龍頭企業。



范卓雲

滙豐私人銀行及財富管理
亞洲區首席投資總監



何偉華

滙豐私人銀行及財富管理
北亞區首席投資總監



匡正

滙豐私人銀行及財富管理
中國區首席投資總監

發生了什麼事？

- 中國全國人大常委會於 11 月 4 日至 8 日的會議中，批准了一項針對地方政府債務置換計劃的增量財政支持方案。市場原先預期重大刺激方案的規模達 6 萬億至 12 萬億元人民幣，以針對解決地方政府債務、房地產市場壓力、銀行資本重組需求及低迷的消費問題，但最終未能滿足市場的高期望。
- 新增的財政方案包括以下支持措施：
 - 1) 地方政府專項債務上限增加 6 萬億元人民幣，用於置換存量隱性債務 — 這額外的 6 萬億元人民幣地方政府專項債券配額將於 2026 年底前分三年使用，這意味著每年額外增加 2 萬億元的財政刺激，用於置換地方政府隱性債務。
 - 2) 每年分配 8,000 億元人民幣的地方政府特別債券發行額度進行債務置換 — 2024 年至 2028 年，未來五年每年將從地方政府專案債務中撥出 8,000 億元，專門用於債務償還包括置換隱性債務，總撥款為 4 萬億元人民幣。
 - 3) 棚戶區改造相關的隱性債務 2 萬億元人民幣將根據原有合同於 2029 年及隨後幾年償還。

- 財政部長藍佛安對未來可能增加財政刺激及其他逆週期政策支持提供了前瞻性指引，但未透露具體支持房地產市場與消費支持的細節：
 - 1) 房地產支持政策 — 財政部正在制定計劃以加速去庫存，允許地方政府利用發行地方政府專項債券所募集的資金，支持回收閒置土地並收購未售出房產庫存，將其改造為保障性住房，以加速未售出的房產。支持房地產行業的稅收優惠政策已提交全國人大審核批准。
 - 2) 商業銀行資本重組 — 財政部正在加快發行特別國債的準備工作，以補充六大國有商業銀行的核心一級資本。
 - 3) 進一步財政支持以促進消費 — 可能加大對設備升級與耐用消費品以舊換新的財政支持力度，以刺激內需。

投資影響？

- 我們預計，低於預期的財政支持、缺乏需求刺激措施，美國大選結果以及潛在特朗普對所有中國進口產品徵收至少 60% 關稅的政策，可能會加劇未來幾個月在中國內地與香港股市的波動性，故此我們對這兩個股票市場保持中性看法。
- 中國互聯網股票對貿易緊張與關稅風險的敏感性較低。我們繼續看到優質中國互聯網股票重新估值的機遇，並偏好那些較美國大型科技企業擁有大幅估值折讓的互聯網龍頭企業，這些企業的盈利前景高於行業平均水平，且透過股票回購提升股東回報的企業。我們同時看好本地服務、電子商務及互聯網遊戲的行業分支，因為它們提供更好的風險回報前景。
- 我們偏好派發高股息且盈利增長超過市場平均水平的優質中國國企。鑑於 H 股相對 A 股存在較深的折讓，H 股的國企有望獲得更多的南向資金流入。基於中國內地長期處於低利率環境，我們認為透過「滬港通」與「深港通」的南向資金流應該會持續。
- 由於缺乏房地產市場的直接支持，我們對離岸市場的中國內地房地產企業與銀行保持選擇性。對中資銀行而言，投資者主要關注六大國有商業銀行的資本重組政策。此外，由於房貸及其他貸款利率下降，以及銀行壞賬，我們也應留意淨息差前景。
- 在香港，我們看好金融與電訊行業中被低估的高股息股票，以及擁有強勁資產負債表但股價落後的房地產發展商。隨著美國政策利率下降，股市應可受惠於融資成本下降。銀行與保險企業也應受惠於財富管理業務中更好的費用收入。由於供應過剩，房地產市場近期仍將面臨壓力。
- 在中國在岸市場，我們繼續偏好高股息的優質國企，因為它們提供具吸引力的股息收入，從而提高總回報。我們也選擇性地配置於具有良好環球競爭力與海外市場定位的中國高端製造業龍頭企業，因他們能夠抵禦關稅風險。在消費領域，我們看好有良好盈利能力的服務業龍頭，以及受惠於政府持續替代補貼政策的非必需消費股。

政策刺激與美國貿易關稅的不確定性可能導致 A 股市場波動加劇



資料來源：彭博、滙豐私人銀行及財富管理，截至 2024 年 11 月 10 日。

免責聲明

本文件或影片由香港中環皇后大道中1號香港上海滙豐銀行有限公司（「HBAP」）編製。HBAP 在香港註冊成立，為滙豐集團成員。本文件或影片由滙豐銀行（中國）有限公司、HBAP、滙豐銀行（新加坡）有限公司、滙豐（台灣）商業銀行有限公司及滙豐金融科技服務（上海）有限責任公司（合稱「分發方」）分發及／或提供。本文件或影片僅供一般傳閱及參考用途。

無論基於任何原因，本文件或影片所載之部分或全部內容均不得複製或進一步分發予任何人士或實體。如於某司法管轄區內分發本文件屬違法，則不得於該司法管轄區內分發本文件或影片。所有未經授權之複製或使用本文件或影片，均屬使用者的責任，並有機會引致法律訴訟。本文件或影片只提供一般性資料，文件內所載的觀點，並不構成投資研究或出售或購入投資產品的意見或建議。本文件或影片內所載的部分陳述可能會被視為前瞻性陳述，提供目前預測或未來事件預估。相關的前瞻性陳述不保證未來表現或事件，並涉及風險及不確定性。基於多項因素，實際結果可能與相關前瞻性陳述大不相同。HBAP 及分發方對更新其中的前瞻性陳述，或對提供實際結果與前瞻性陳述的預測不同的原因，概不承擔任何責任。本文件或影片並無契約效力，在任何情況下，於任何司法管轄範圍內均不應被視為促銷或建議購入或出售任何金融工具，而此等建議並不合法。當中所載內容反映滙豐環球投資委員會於編製時的觀點及意見，可能隨時變更。這些觀點未必代表滙豐投資管理目前的投資組合構成。滙豐投資管理所管理的個別投資組合主要反映個別客戶的目標、風險取向、投資期限及市場流動性。

投資價值及所得收益可升亦可跌，投資者有機會未能取回投資本金。本文件或影片所載之過去業績並不代表將來的表現，所載之任何預測、估計及模擬均不應被視為將來表現的指標。任何涉及海外市場的投資，均有機會受到滙率兌換影響而令投資價值上升或下跌。與成熟市場相比，新興市場投資本質上涉及較高風險，而且較為波動。新興市場的經濟一般倚賴國際貿易，因此一直以來並可能繼續會受貿易壁壘、外匯管制、相對幣值控制調整及其他與其進行貿易的國家／地區實施或協商的保護主義措施的不利影響。而此等經濟體系亦會或繼續受到其他與其進行貿易的國家／地區的經濟狀況的負面影響。投資涉及市場風險，請細閱所有與投資相關的文件。

本文件或影片就近期經濟環境提供基本概要，僅供參考。文章或影片代表 HBAP 的觀點，並以 HBAP 的環球觀點為依據，未必與分發方的當地觀點一致。其內容並非按照旨在促進投資研究獨立性的法律規定編製，並且分發前不受任何禁止交易規定的約束。其內容不擬提供且投資者不應加以依賴以作會計、法律或稅務意見。作出任何投資決策之前，應諮詢獨立的財務顧問。如選擇不諮詢財務顧問，則須審慎考慮投資產品是否適合。建議您在必要時尋求適當的專業意見。

有關第三方資料乃取自我們相信可靠的資料來源，我們對於有關資料的準確性及／或完整性並無作出獨立查證。因此您必須在作出投資決策前從多個資料來源求證。

此條款僅適用於滙豐（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。

關於 ESG 與可持續投資的重要資訊

我們現在為許多嚴重排放溫室氣體的產業提供資金。我們制定了一項策略來幫助客戶與我們一同減少排放。欲了解更多詳情，請瀏覽 www.hsbc.com/sustainability。

從廣義上，「ESG 與可持續投資」產品包括在不同程度上考慮環境、社會、管治與／或其他可持續發展因素的投資策略或工具。我們包括在此類別的個別投資可能正在改變，以實現可持續發展成果。並不保證 ESG 與可持續投資所產生的回報與不考慮這些因素的投資回報相近。ESG 與可持續投資產品或會偏離傳統市場基準。此外，ESG 與可持續投資或可持續投資帶來的影響並沒有標準定義或量度準則。ESG 與可持續投資及可持續發展影響的量度準則是 (a) 高度主觀，而且 (b) 在不同板塊之間與同一板塊之內可能存在重大差異。

滙豐可能依賴由第三方供應商或發行機構設計與／或報告的量度準則。滙豐不會經常就量度準則自行作出具體的盡職審查。並不保證：(a) ESG／可持續發展影響或量度準則的性質將與任何個別投資者的可持續發展目標保持一致；(b) ESG／可持續發展影響將達到指定水平或目標水平。「ESG 與可持續投資」是一個不斷演變的領域，新的監管規例可能生效，這或會影響投資的分類或標籤方式。今天被視為符合可持續發展準則的投資未必符合未來的準則。

*本文件或影片為 HBAP 根據英文報告翻譯的譯文。HBAP、滙豐銀行（中國）有限公司、滙豐（台灣）商業銀行有限公司、滙豐銀行（新加坡）有限公司及滙豐金融科技服務（上海）有限責任公司已採取合理措施以確保譯文的準確性。如中英文版本的內容有差異，須以英文版本內容為準。

本文件或影片的內容未經任何香港或任何其他司法管轄區的監管機構審閱。建議您就相關投資及本文件或影片內容審慎行事。如您對本文件或影片的內容有任何疑問，應向獨立人士尋求專業意見。

© 版權所有 2024。香港上海滙豐銀行有限公司。保留一切權利。

未經香港上海滙豐銀行有限公司事先書面許可，不得以任何形式或任何方式（無論是電子、機械、影印、攝錄或其他方式）複製或傳送本文件或影片的任何部分或將其任何部分儲存於檢索系統內。

