

2023/10/26

Macro Research

中國區經濟

Team

第三組

Mentor

徐子婷

Members

陳碩川、張瓊文、林哲安

曾佳美、涂宇為、魏文揚

黃以涵



NCCU MUTUAL FUND

政治大學共同基金研究社

總目錄

1	經濟基本面	02
2	事件 / 政策面	06
3	市場交易面	10
4	附錄	13

中國短期受政策刺激向上，展望高槓桿環境將拖累基本面表現

內需疲弱與外資撤離，消費回暖成短期現象

- 中國固定資產投資受房市拖累，年初至今房地產投資投資年減率下探 9.1%，房企債務敲響警鐘、信心不足使 FDI 加速撤離
- 九月製造業 PMI 報 50.2 雖重返擴張區間，然中小型企業復甦乏力，服務業 NMI 下行趨勢不利青年就業，靈活人口過多、黃金週豬肉價格不漲反跌，恐拖累年末消費力道

人行救市加大釋放流動性，淨息差觀察政策後繼無力

- 中國年初至今商品房待售面積年增 18.2%，碧桂園出現境外債息屆寬限期未能償付問題
- 政府為托底房市與投資信心再加槓桿，今年前三季地方政府發行債券年增 11% 創高，二次調降 MLF 和 1 年期 LPR 雖具備托底決心，然後續操作空間有限

中國以外新興市場表現亮眼，中國股債市場步入衰退交易

- 滬深 300 跌破 3500 點為四年來新低，外資逐漸轉移至印度等新興市場，中國股市恐淪為短期操作市場，缺乏長線成長動能
- 疫後寬鬆性貨幣政策使 CDS 價格攀升，違約風險高使中國公債殖利率近一個月向上彈升

基本面分析

投資

消費

製造

就業

固定資產投資維持正年增但持續下行，主要由房地產拖累

- 中國 GDP 中投資佔比達 44%，23 年固定資產投資皆維持在正年增，9 月報 3.1%
- 中國在 18 年推動結構性去槓桿後，表外融資項目五年內大幅下降 52.3%，加上持續惡化的房地產市場，嚴重打擊房地產投資及消費者信心，23 年九月房地產開發投資額累積年增率為 -9.1% (前值 -8.8%)
- 製造業在政策支持下，汽車投資年增率在疫情後持續上升，23 年九月累積年增率 20.4%，但礙於房地產開發投資額的大幅下降且外資陸續撤離，固定資產投資呈現下行趨勢

民眾信心不足，房市投資額為負增漲格局



外資看空中國政經局勢，FDI 下滑



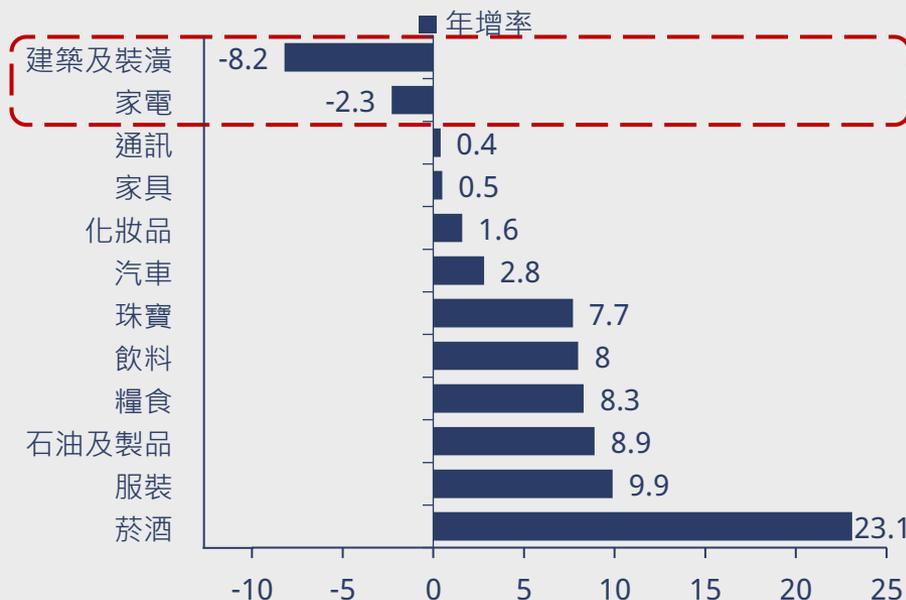
短期消費受季節性拉抬，長期信心仍不足呈現短多長空

- 九月社零年增 5.5% (前值 4.6%)，優於市場預期 4.9%，主要受惠於季節性出遊因素。政策方面，中國加大車類稅收優惠，乘用車市年增率八月即翻正至 6.9% (前值 -3.4%)
- 中國八月 CPI 由負翻正，年增 0.1% (前值 -0.3%)，而九月 CPI 年增持平，顯示復甦力道疲弱，十一黃金週豬肉需求疲軟，價格不漲反跌，反映消費信心低靡，推測 24 年過年豬肉價格回升力道不強勁

九月 CPI 持平，復甦力道疲弱



九月社零雖優於預期，房產相關表現仍不佳



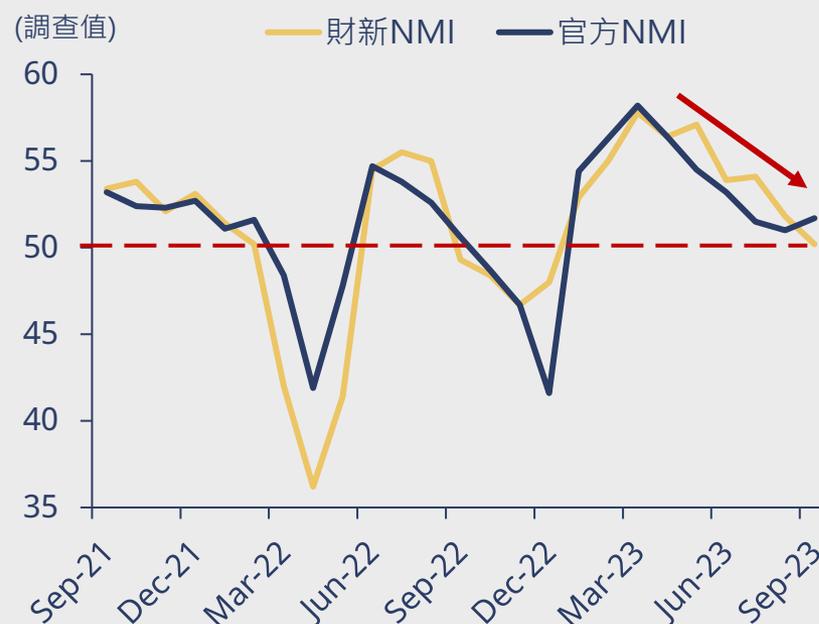
製造業庫存落底，服務業中小型企業復甦仍乏力

- 九月中國官方製造業 PMI 為 50.2 (前值 49.5、預期 50.2)，財新 PMI 為 50.6 (前值 51.0、預期 51.2)，新訂單指數亦因短期需求回暖自八月反彈，儘管官方與財新 PMI 重返擴張區間，兩者走勢分歧顯示經濟面臨較大波動
- 非製造業方面，九月中國官方 NMI 為 51.7 (前值 51.0、預期 51.5)，財新 NMI 創下今年新低至 50.2 (前值 51.8、預期 52.0)，官方與財新兩者差值顯示中小型企業復甦相對乏力

PMI 短期回暖，處於被動去庫存階段



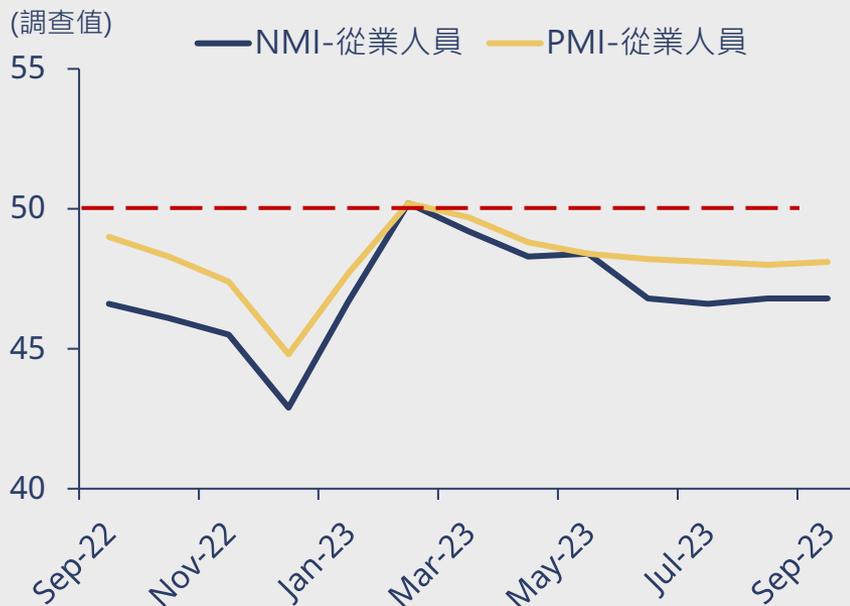
NMI 呈下降趨勢，九月呈季節性翹尾



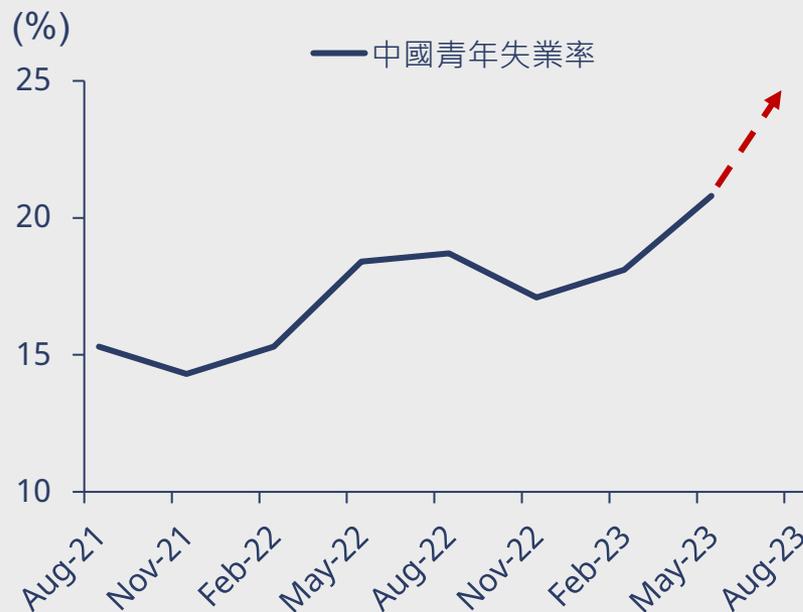
就業市場及失業問題尚未好轉，從業人員指數仍處緊縮

- 中國六月青年失業率升至 21.3% 創历史新高，而後官方蓋牌，顯現青年失業問題嚴峻，且青年失業者主要集中在受疫情重創的服務行業。儘管應屆高校畢業生規模逐年擴大，然經濟復甦勢頭緩慢難以創造相對數量的就業崗位，青年就業問題將成為中國經濟發展阻礙
- 中國九月城鎮調查失業率為 5.0%，而靈活就業人口佔總就業人口約三成，失業金領取人數逐年攀升，顯示就業市場仍未穩定

從業人員指數持續在榮枯線以下



青年就業險峻，靈活就業顯現職缺數不足



事件/政策 分析

房市慘澹

政策出台

政策成效

中國財政總覽

房市疫後復甦不如預期，23H2 大型房企債務違約消息傳出

- 中國政府在 20 年推出「三道紅線」，中國房市先前過度擴張槓桿的問題浮現
- 繼 21 年恆大破產後，碧桂園 10/18 境外債違約，一筆 1540 萬美元境外債票息屆寬限期未能償付，23 年一至八月商品房待售面積年增 18.2%，建商去庫存及債務違約壓力大
- 因交叉違約條款，目前房地產業全部 1750 億美元的外債中，處於違約狀態的債券金額高達 1245 億美元；未來六個月到期的房地產債券總額為 605 億美元，其中境外債佔 1/3

銷售面積呈遞減趨勢，解封後仍持續下行



中國五大房企負債比高，償債能力成隱憂

房企	負債比 (扣除合約負債)	資產規模 (單位：兆元人民幣)
恆大	1.57	1.743
萬科企業	1.21	1.684
碧桂園	0.92	1.618
保利發展	0.66	1.431
融創中國	0.91	1.069

23 年至今房市相關數據表現不佳，政府救市政策密集出台

- 今年前三季全中國地方政府發行債券約人民幣 7.1 兆元，年增 11%，創同期歷史新高
- 23 年至今已二次調降 MLF (現值 2.5%) 和 1 年期 LPR (現值 3.45%)，並於九月再下調存款準備金率一碼，目前金融機構加權存款準備金率為 7.4%，目標帶動中長期流動性釋放
- 官方推行三大政策「認房不認貸」、「調降首購貸款比例」、「存量房貸利率置換」，九月下旬重點城市新房銷售量小幅回升，但商品房銷售額年增 -4.6% (前值 -3.2%) 仍未好轉

社融細項中人民幣貸款、政府債券增量顯著



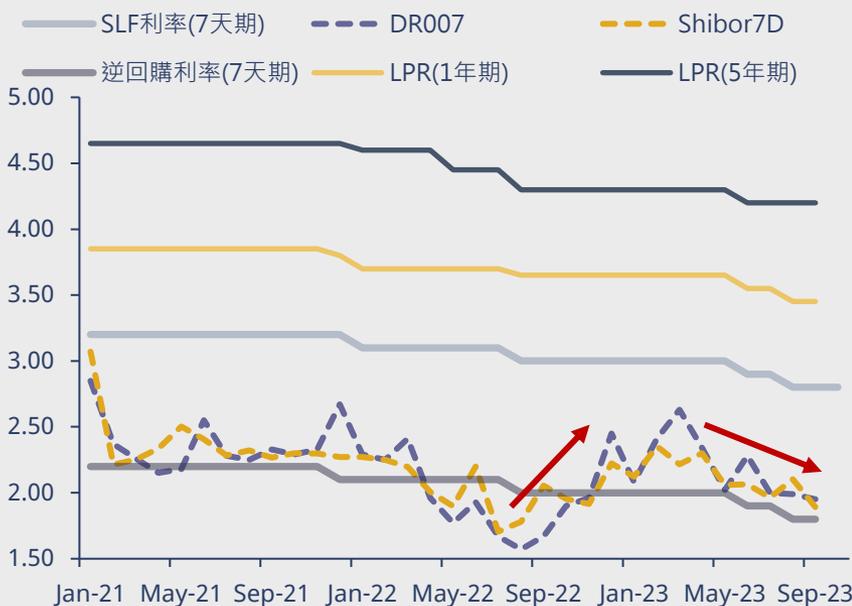
新建商品住宅銷售面積走勢，新政後小好轉



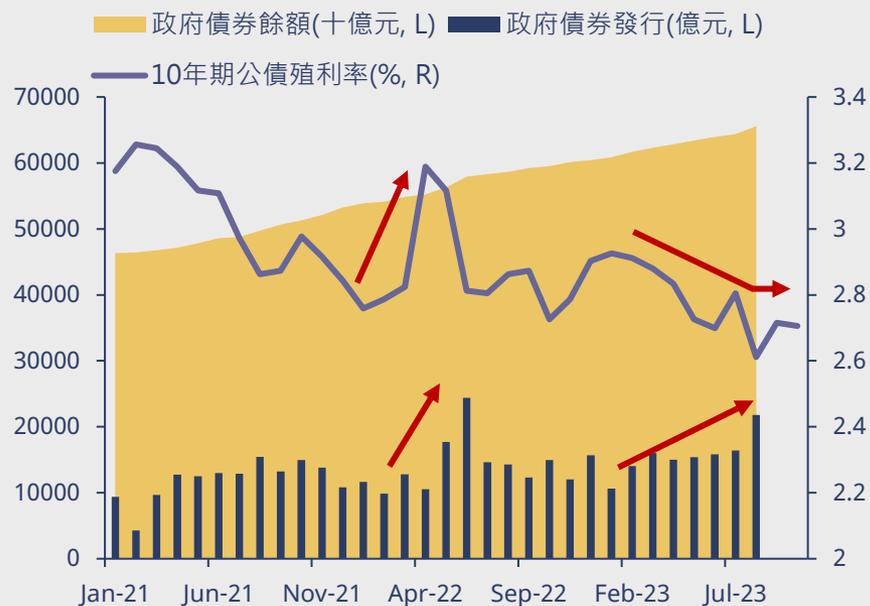
政府具托底決心但後繼無力，房市仍未見起色

- 九月房地產開發投資到位資金年增 -13.6% (前值 -11.9%)、新開工面積 -23.4% (前值 -24.4%)，僅竣工 19.8% (前值 19.2%) 有所改善，與地產相關建材產量也表現不佳
- 八月人行調降 LPR 幅度不如預期，顯示面臨銀行業淨息差控管及人民幣貶值壓力，貨幣政策調整空間有限，預期 23Q4 將持續操作 7、14 天期逆回購，挹注市場短期流動性
- 地方政府面臨債務瓶頸，目前中國官方正規劃額外發行至少 1 萬億人民幣的國債，用於水利項目等基建支出，後續可關注中央對於地方財政困境的挹注力道

降息將使銀行淨息差縮小，市場資金緊縮



今年政府在財政政策需求下發債量持續攀升



經濟對政府救市依賴度高，但邊際效益遞減且伴隨副作用

- 八月中國人民銀行對其他存款性公司債權自 22 年八月低點回升 24%，顯示近期推出多項貨幣政策以向金融市場釋放流動性，但銀行放貸意願受淨息差下降拖累，且民眾投資信心仍未回復，使貨幣乘數效果並未顯著
- 中國政府加大發債規模救市，使得中國宏觀槓桿率快速上升，以十月為界，21 年至 22 年一年內增長 10.3%，然而 22 年十月至 23 年四月僅半年時間就上升 10.8%，與中國長期去槓桿、擴內需的經濟結構調整背道而馳

注入市場流動性，對存款性公司債權上升



槓桿率攀升快速，地方仍依賴中央財政挹注



市場交易面 分析

中國股市

中國債市、匯市

內需疲弱以及外資撤離，中國股市陷入衰退交易

- 根據 MSCI 統計，中國佔 EM Index 的比重是 31.4%，台灣及印度分別為 14.8% 及 13.7% 位居其後，但因中國長線經濟成長趨緩，成為其他新興國家（如：印度）超車的一大良機，根據 23 年趨勢，投資人正逐漸把資金從 ETF (EEM) 移往不含中國的 ETF (EMXC)
- 中國的房市危機逐漸浮現加上對外政治情形緊張，外資在 21 年後大幅度撤離中國，九月外國基金淨賣出 375 億元人民幣 A 股股票，而過往人口紅利及廣大市場的優勢逐漸喪失，加重股市下行的壓力，滬深 300 已較 23 年一月高點下跌 17%，觸及 19 年二月以來最低點

MSCI-中國、MSCI-印度成相異發展趨勢



M1-M2 年增率為負值影響股市下滑



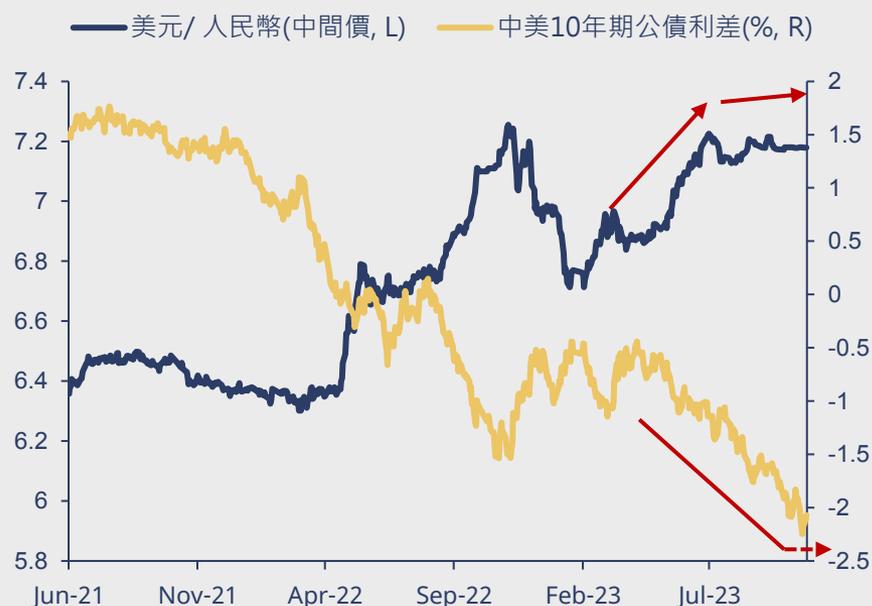
中國公債殖利率近一個月反彈向上，人民幣跌勢已接近築底

- 疫後當局實施寬鬆貨幣政策及大量發行國債，使 10 年期公債殖利率下行至約 2.7%
- 雖然美國預計至 24 年底仍維持 5% 以上利率水準，不過美債殖利率隨通膨及就業放緩趨勢未變下，繼續大幅創高機率低，估人民幣貶勢將收斂，但在中美經濟差或將維持一段時間、中國出口復甦相對落後 (九月年增 -6.2%) 及未來通膨預期低落下，預計 24H1 維持低靡
- 人行的干預匯率工具包括窗口指導、宏觀審慎調節參數、定盤價、外匯存款準備金率等，目前中國持有美債水準已降至 09 年以來最低，在人民幣回穩前這些干預政策將不輕易退場

CDS 攀升反映高槓桿伴隨的違約風險



美國高利率時間延長，但人民幣再跌空間不大



中國短期受政策刺激向上，展望高槓桿環境將拖累基本面表現

內需疲弱與外資撤離，消費回暖成短期現象

- 中國固定資產投資受房市拖累，年初至今房地產投資投資年減率下探 9.1%，房企債務敲響警鐘、信心不足使 FDI 加速撤離
- 九月製造業 PMI 報 50.2 雖重返擴張區間，然中小型企業復甦乏力，服務業 NMI 下行趨勢不利青年就業，靈活人口過多、黃金週豬肉價格不漲反跌，恐拖累年末消費力道

人行救市加大釋放流動性，淨息差觀察政策後繼無力

- 中國年初至今商品房待售面積年增 18.2%，碧桂園出現境外債息屆寬限期未能償付問題
- 政府為托底房市與投資信心再加槓桿，今年前三季中國地方發行債券年增 11% 創高，二次調降 MLF 和 1 年期 LPR 雖具備托底決心，然後續操作空間有限

中國以外新興市場表現亮眼，中國股債市場步入衰退交易

- 滬深 300 跌破 3500 點為四年來新低，外資逐漸轉移至印度等新興市場，中國股市恐淪為短期操作市場，缺乏長線成長動能
- 疫後寬鬆性貨幣政策使 CDS 價格攀升，違約風險高使中國公債殖利率近一個月向上彈升