

2023/10/26

Macro Research

中國總經

Team

第四組

Mentor

林劭宇

Members

陳大鈞、楊仕傑、李少妍

張愷昕、陳崇華、彭業倫



NCCU MUTUAL FUND

政治大學共同基金研究社

CONTENT

1	結論	02
2	消費	03
3	房市	12
4	地方債	15
5	金融市場-股市	18

結論：中國短期利空因素有望解決，長期看好中國經濟復甦

物價回溫、製造業復甦，汽車價格短期下行，但需求長期看好，和必須消費品穩增：

- 物價擺脫通縮疑慮，消費、製造皆有復甦跡象，各類商品及服務價格皆上漲，但短期內受到汽車價格戰、食品價格高基期影響，仍會在低位震盪；長期則因各項需求增加而穩定向上。
- 消費短期因民眾消費型態仍較保守而僅小幅回暖，長期則因消費者信心回穩以及社消品需求持續增加而穩定成長，近期部分經濟指標已有復甦跡象，短期繼續降息不大，長期維持寬鬆利率環境。
- 預期青年失業率 10 月後因歷史循環及政策支持而下降，帶動總體失業率下降及消費回暖。

中國房市預估 2-3 年恢復常態：

- 以房市方面來說，政府已經提出多項房市處理政策，目前數據顯示房市呈緩慢復甦狀況，2023 年底前復甦狀況較不明顯，預估 2-3 年恢復。

目前有大量城頭債預計 2023 年到期，中央提出多項化債方案緩解地方債務壓力：

- 中央 7 月提出城頭債化債指示，預期有效化解地方債務壓力，8 月城頭債成交量大增。

中國 A 股短期受市場信心下降影響，長期將伴隨內部狀況穩定而回升：

- A 股短期因房市、地方債...等議題對中國經濟信心下降，本益比達自 2014 年來的新低，然而由於政策效果發酵、地方債問題處理、消費面...等問題逐步舒緩，預期 2024 下半年整體中國經濟有望回歸上升周期。

消費

利率

物價

失業率

必須消費品

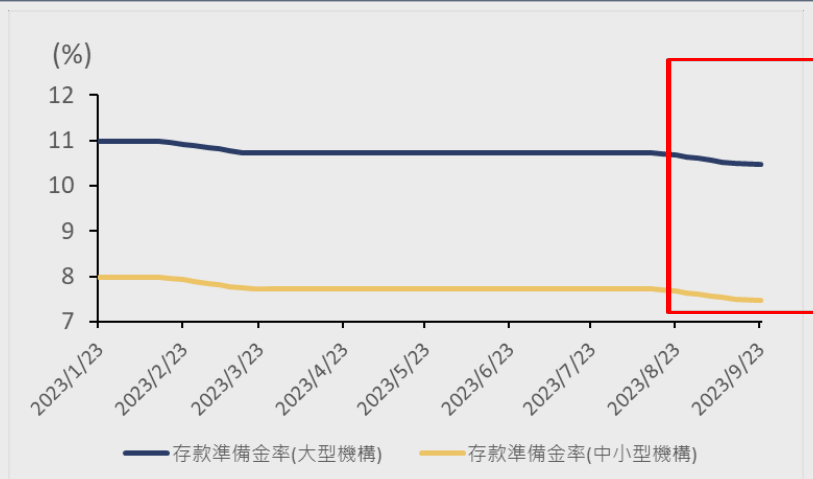
車市

製造業

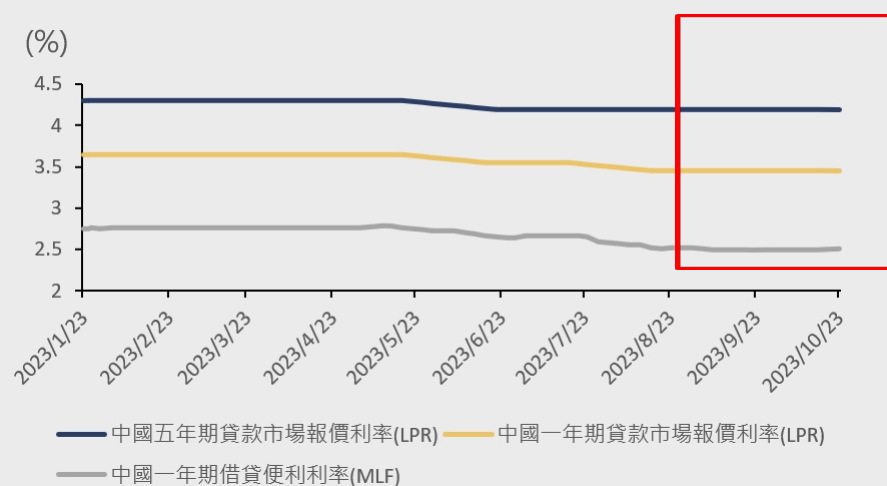
預期中國 2023 年繼續降息可能不大，維持寬鬆利率環境

- 中國人行於 9 月 15 日下調存款準備金率 25 bp，2023 年以來已兩度降准降息，持續保持流動性合理充裕，推動實體經濟融資成本下降，支持經濟回升，近期部分經濟指標已有復甦跡象，加上參考中國人行言論，預期 2023 年降息可能不大。
- 美國利率未來仍將維持高檔，中國在匯率端承受一定壓力，並且銀行端淨息差低，為維持匯率穩定以及銀行端盈利，推測 2023 年降息空間有限，不過經濟復甦的持續性仍不穩定，預期寬鬆的利率環境仍會持續到 2024 上半年。

調降存款準備金率，持續釋放流動性



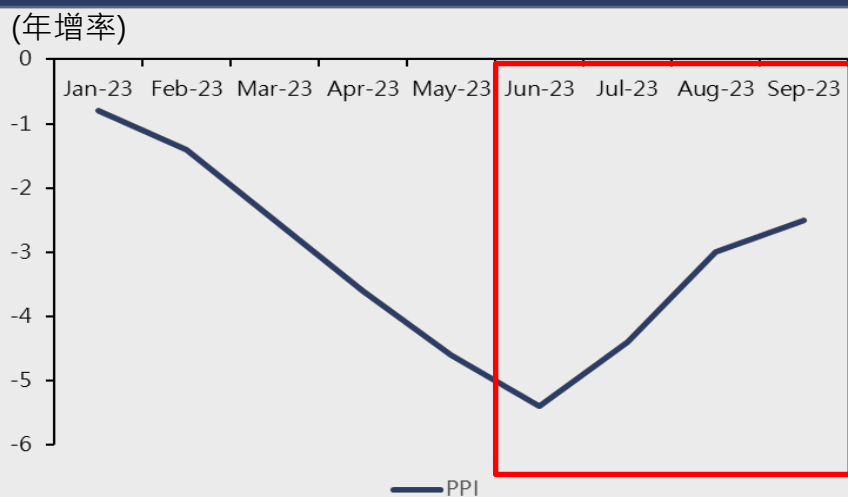
年內暫無進一步降息需求，利率維持寬鬆



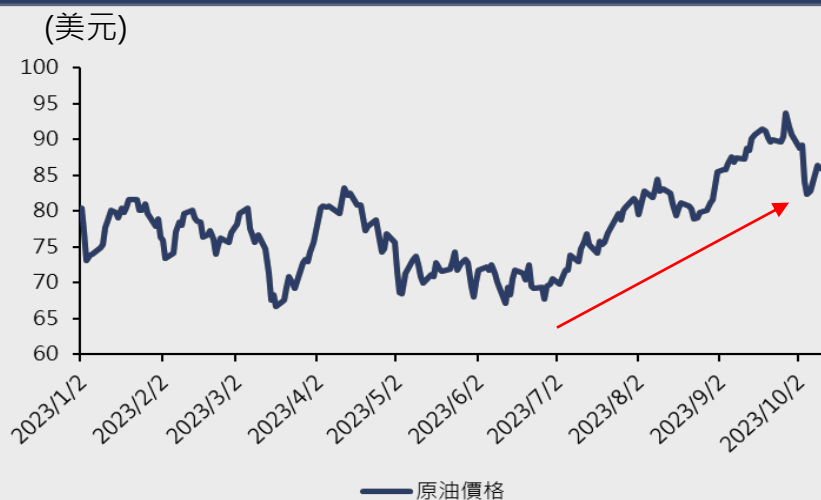
原油價格反彈，PPI 逐步上行，預期帶動中國 CPI 上升

- 2023 上半年以來，受到國際大宗商品價格下行、國內需求不足與 2022 年同期基數較高等因素影響，PPI 降幅持續擴大，並於 6 月落至低點，年增率為 -5.4%。
- 不過自 7 月初以來，國際原油價格開始反彈，同時 7 月中中央政治局會議後，各項穩增長政策出台，市場信心有所回暖，消費、工業生產等等經濟指標皆有改善，帶動國內大宗商品價格上行趨勢，PPI 降幅逐漸收窄，預計 2023 年 Q4 將延續降幅收窄趨勢，但要等到 2024 年才有機會翻正，並進一步提升 CPI。

市場信心回暖及大宗商品帶動 PPI 逐步上行



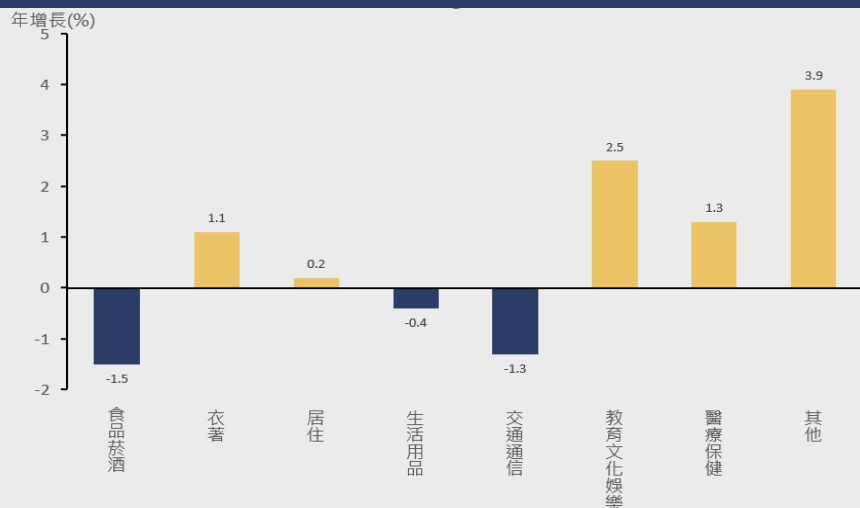
原油 7 月初開始反彈，帶動國內大宗商品價格



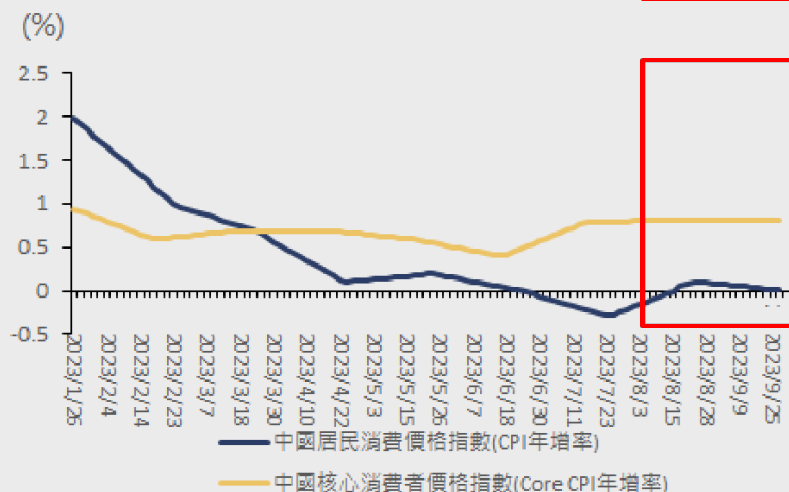
物價擺脫通縮疑慮，預期 2024 下半年之前仍在低位震盪

- 2023 上半年以來，CPI 整體呈現下降的情況，到 7 月份受到食品價格下降以及 2022 年同期基數較高的影響，年增率發生下降的情況，導致市場通縮疑慮增加。
- 隨著市場需求逐漸改善，8 月份 CPI 由負轉正。且在消費、製造皆復甦的情況下，物價保持溫和上漲；然而，雖各類商品及服務價格皆上漲，但汽車價格戰仍持續，食品價格也受 2022 年同期高基期影響年增率下降，整體物價保持溫和上漲態勢，預期 2024 上半年仍會在 0~1 之間低位震盪，由於基期因素、預期在 2024 下半年帶動向上。

各類商品服務同比上漲，食品交通同比下降



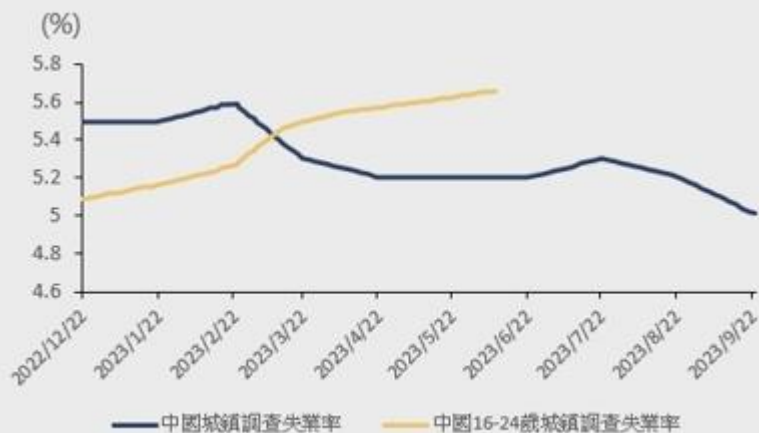
物價擺脫通縮疑慮，但短期仍在低位震盪



總失業率下行，青年失業率有結構性風險，政策有望改善

- 解封後供應鏈回復運轉，企業開始招工，使城鎮調查失業率整體下行，自 2023 年 1 月 5.5% 降至 9 月 5%。但失業率是結構性問題，青年失業率佔總體 18.62%，若青年失業率持續走高，將影響整體消費面。政府出台許多政策改善此問題，如百萬就業崗位募集計畫預計能提供超過 100 萬個就業崗位給失業青年，目前青年失業人口估計為 700 萬人，待政策落地將減少 1/7 以上的青年失業人口，因此預期青年失業率在 10 月後下降。

總失業率下行，但青年失業率有結構性風險



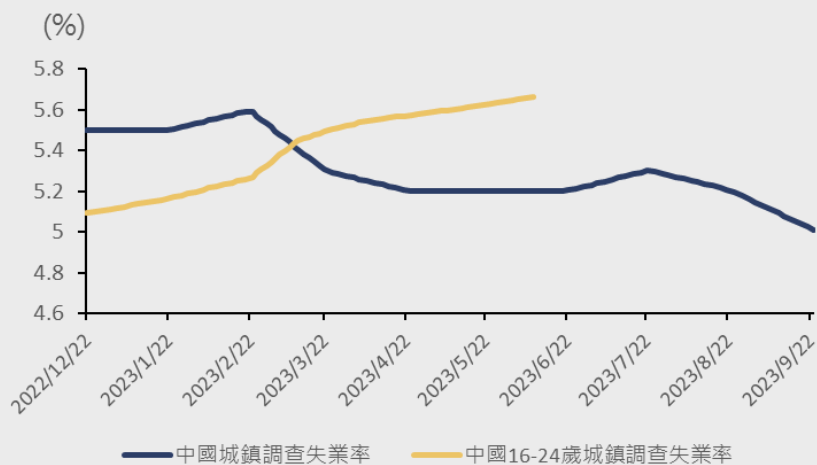
政府針對青年失業率問題出台許多政策

原因	對策
產業監管	7月中李強承諾創造公平環境，降低合規成本，提供產業更多支持。
企業經濟預期悲觀	民營經濟 28、31 條、降成本重點工作等
不喜無經驗者 摩擦性失業較多	2023 年青年就業服務攻堅行動、百萬就業見習崗位募集計畫等
產業升級慢於高教擴張	中國製造 2025、中國標準 2035、製造業品質管理數位化、“十四五”職業技能培訓規劃等

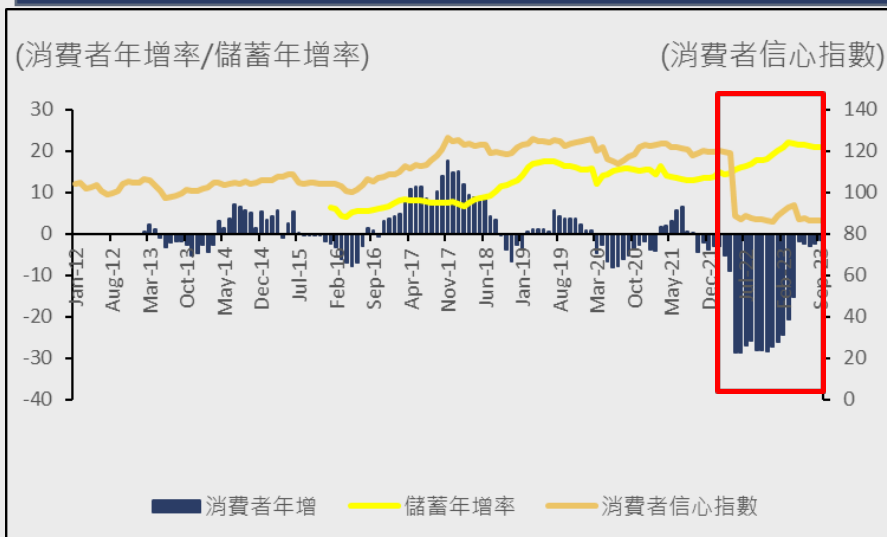
社消品零售年增率穩健回暖，且必須消費品需求穩定增長

- 社消品零售額年增率唯 2023 年 3 至 5 月因基期低而高於 10%，解封後民眾因房價下跌認為資產縮水而保守消費，上半年消費回暖幅度小。但隨消費者信心指數年增率回穩，加上民眾定存年增率下行，社消品零售額年增率自 7 月 2.5% 走高至 9 月的 5.5%。
- 必須消費品零售額佔 9 月社消品零售額 16.73%，其至 9 月合計零售額高於疫情前 2019 年同期，CAGR 為 4.95%，表示即使總經環境不佳，必須消費品的需求仍會穩定增長。

下半年消費受惠消費者信心回穩而穩健回暖



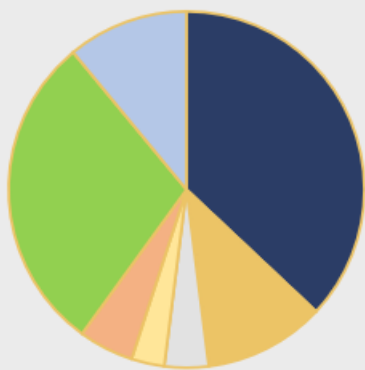
消費者信心受封城及房市下降，但已落底



汽車零售額年增率 1 至 7 月不振，促銷政策回歸後回暖

- 2023 年 9 月社消品零售額佔比最高的是汽車 11.01%，且新能源車出貨量占比持續走高。1 至 7 月汽車消費不振，零售額年增率唯 3 至 5 月因基期低而較高，6、7 月更低於 -1%，主因為總經環境差、新能源車補助退場以及新能源車價格戰造成觀望心態。
- 在眾多汽車消費政策出台後，9 月零售額年增率回暖至 2.8%，已呈上行趨勢，因此預期 2024 年新能源車價格戰停止後，電動車交車量有望更進一步。

汽車在社會消費品零售額中佔比最高

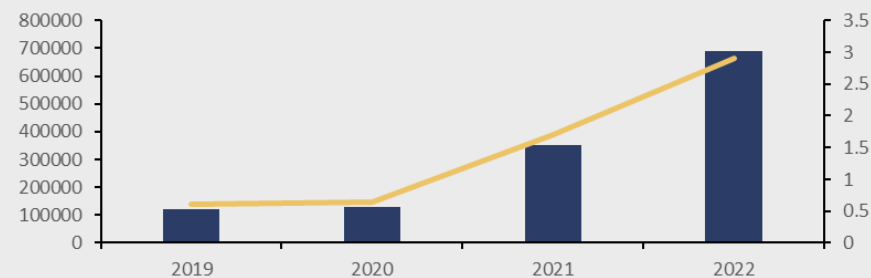


■ 限額以上單位零售 ■ 汽車 ■ 糧食 ■ 服飾 ■ 石油類 ■ 其他 ■ 餐飲

新能源車占比提升，對汽車消費的影響逐年增加

新能源車年銷量(輛)

新能源車占比(%)



■ 新能源車年銷量(輛) — 新能源車占比

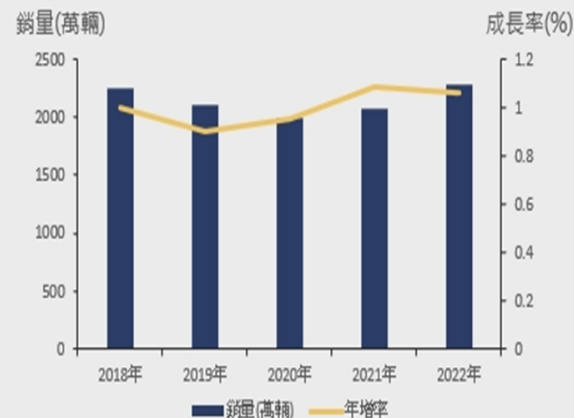
需求短期於價格戰停止後釋放，長期因新能源車普及穩增

- 新能源車價格指數自 2023 年 1 月 19.94 萬降至 8 月 17.53 萬，呈下行趨勢，消費者產生觀望心態，不過在政策支持下，月銷量年增率除 1 月外仍穩增，月銷量年增除 1 月外仍穩定保持。
- 據特斯拉法說，售價下調是高利率環境所致。預期 2024 年聯準會進入降息循環後，價格戰有望停止，積累之新能源車需求將釋放，加上低售價，預期短期將帶動汽車消費大幅成長，長期則受惠新能源車普及化而穩定增長。

新能源車價格下行，使促銷政策成效不彰

隨新能源車普及，未來汽車需求穩定增長

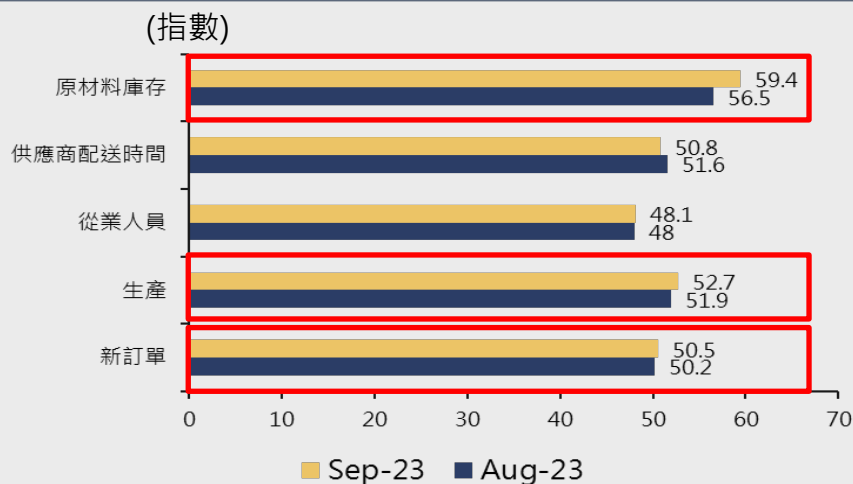
價格戰及政策互抵，新能源車出貨量仍逐步成長



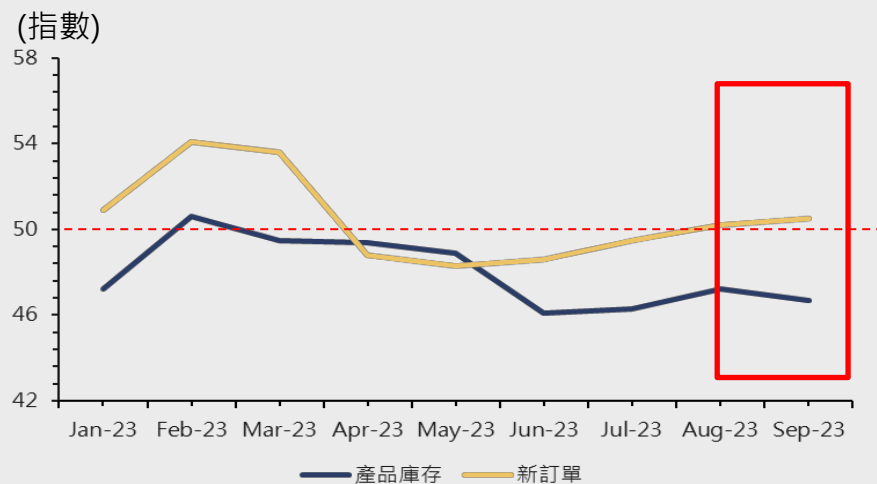
製造業景氣有復甦跡象，主因來自預期市場需求改善

- 9 月份，官方製造業 PMI 為 50.2，比上月上升 0.5 個百分點，重新站上榮枯線，主要由原材料庫存、生產以及新訂單拉升。
- 其中，生產指數為 52.7，新訂單指數為 50.5，表明製造業預期市場需求逐漸改善；同時對照產品庫存狀況，可以判斷目前中國製造業仍處於被動去庫存階段，不過本輪製造業週期已進入尾聲，預計 2024 年 Q2 進入下一輪主動補庫存階段。

生產、新訂單指數皆上升，預期需求改善



中國製造業仍處於被動去庫存階段



房市

救市政策

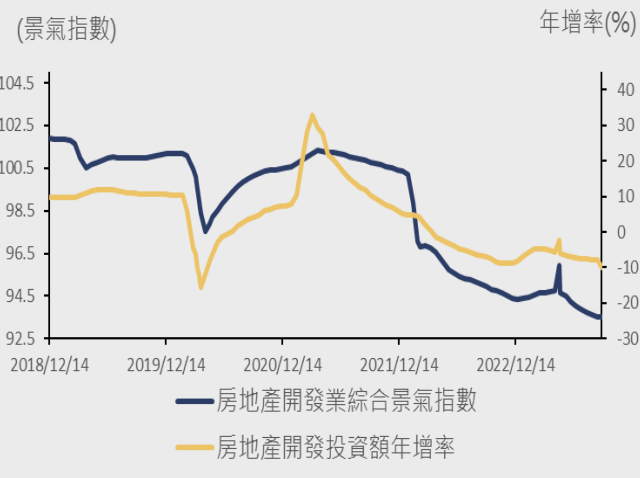
市場反應

預期

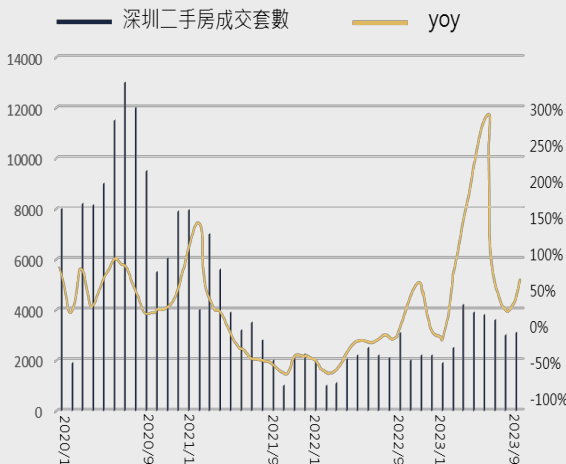
二手房 9 月數據回升，然短期仍缺乏動能帶動房市狀況回穩

- 自 2021 年底，中國房企陸續傳出債務違約問題，重創中國房地產市場，政府推出限購政策鬆綁、認房不認貸、降低貸款利率等政策，以期提升房屋銷售率、支持民營房企融資。
- 各大一線城市二手房 9 月銷量明顯上升，主因反映政策支持以及金九銀十效應，然而，新房銷售相對疲弱，顯現整體房市仍未從債務危機中回復，推測短期房價及新開案面積都較難有快速復甦跡象。

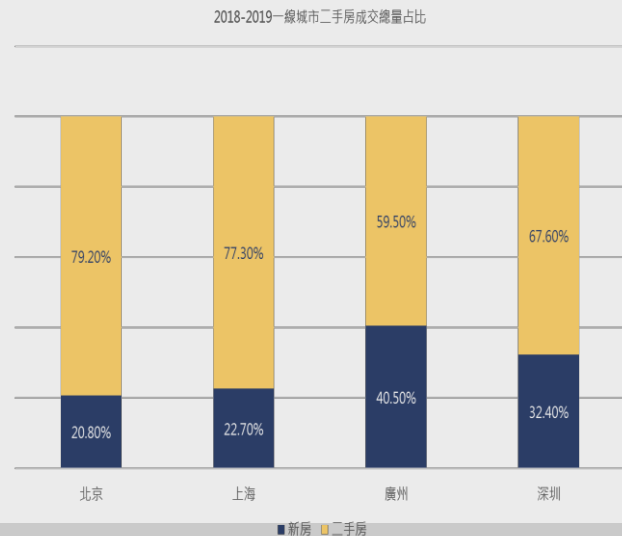
新屋開發呈下降趨勢



二手房 9 月數據反映金九銀十及政策效應

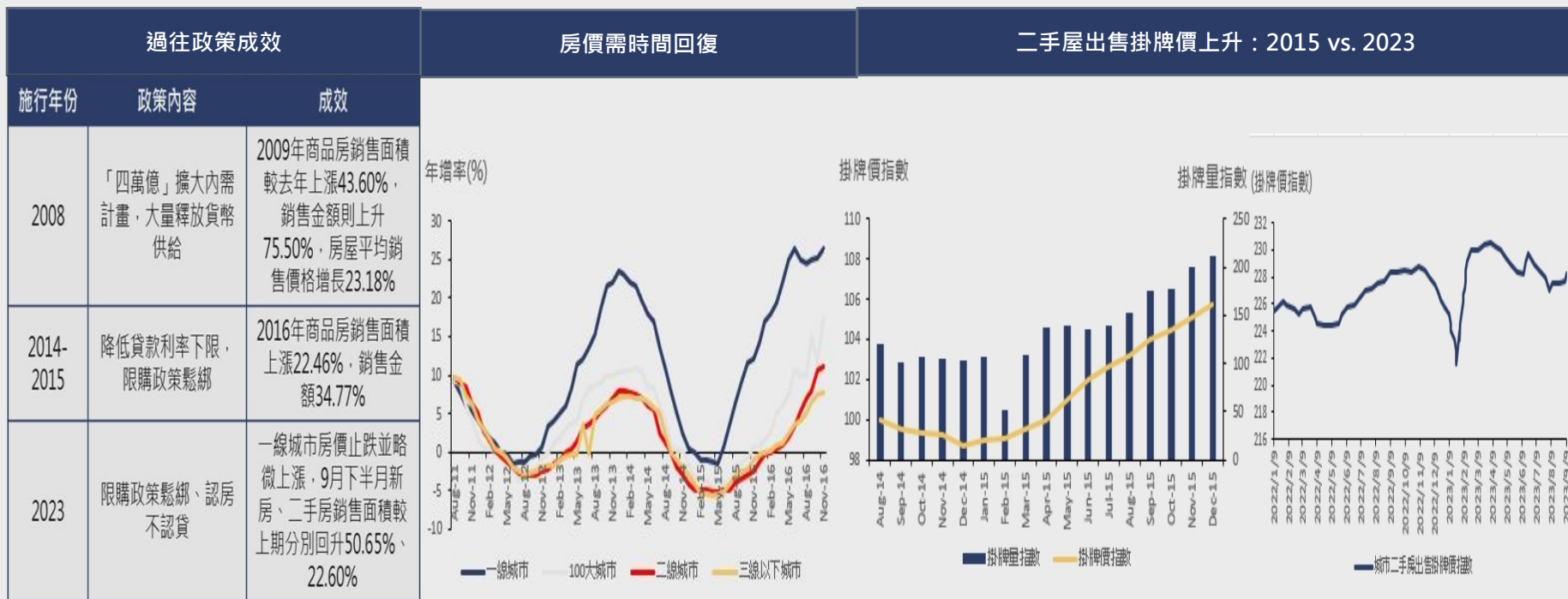


二手屋為一線城市銷售主力



政府政策長期逐步發酵，2024 下半年有望進入回升週期

- 二手屋掛牌價在政策推出後保持平穩且有些微上升，與 2014 年循環週期相似。現今房價依舊疲軟，但參考 2014 政策推出後成效，整體房價約花費 1 年開始上升、耗時 2 年使房價與成交量回至正當水位，因此保守預估現今房市需 2 年左右復甦。
- 房企多藉政策支持發布公司債配合增信措施，提升境內投資人信心，應對短債問題，預期債務違約風險將降低。



地方債

地方債現況

投資人預期

地方城頭債規模巨大，中央化債政策預計 2023 Q4 出台

- 城頭債規模在 2022 年底預估已達 66 兆人民幣，遠大於地方政府顯性債務總合的 36 兆人民幣，且未來 3 年有大約 20% 城頭債即將到期，中央政府於 2023 年 7 月則推出一攬子化債原則，幫助地方政府化解債務危機。
- 化債方案最快於 2023 年 Q4 於各地方政府出台，主要方式有: (1) 發行特殊再融資債券，針對債務壓力最大的 12 省份，解決立即還債壓力，近 3 年是關鍵，預期靠中央資助能度過難關。(2) 商業銀行主導債務展期與置換。此方案為最主流方式，能從根本性解決城頭債結構性問題，預計未來 5 年內大部分省分能化債完成。

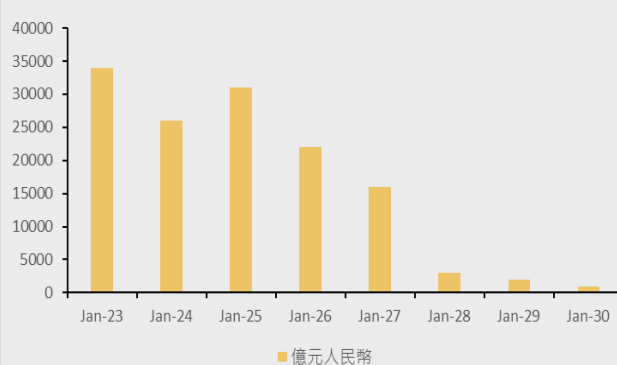
債務規模受政策影響明顯

(億元人民幣)



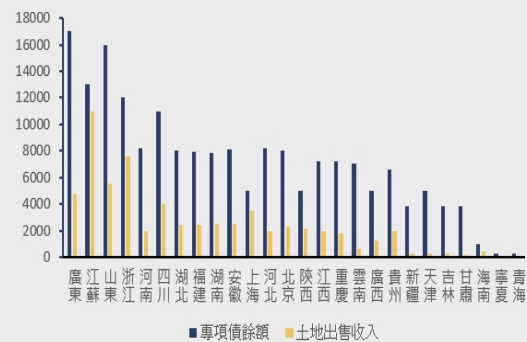
即期債券規模龐大需立即處理

(億元人民幣)



地方政府無力靠自身收入解決債務問題

(億元人民幣)



地方債券成交量明顯回升，表示投資人預期化債有效實施

- 兩種主要化債方式已有前車之鑑，雖都只是針對個別案例去實施，這次是第一次全國大規模執行，但此次特別在於中央背書支持化債，可預期成效會與前幾次一致甚至更有效。
- 7月化債政策提出後，8月債務壓力較大城市所推出城頭債，殖利率快速下滑且成交量明顯上升，以債務率最高的天津為例，平均認購倍數高達15倍以上，顯示投資人對化債政策有信心能解決信用危機。

城頭債 8 月發行利率環比下降 200 BP



8 月天津 AAA 級城頭債認購倍數大增

2023 年 8 月以來認購倍數 10 倍以上的城投債

地區	發行主體	主體評級	債券簡稱	發行期限	發行規模(億元)	發行利率(%)	認購倍數
天津	天津城市基礎設施建設投資集團有限公司	AAA	23 津城建 SCP054	182天	10	10	3.3
			23 津城建 SCP053	270天	10	10	5
			23 津城建 SCP052	150天	10	10	3.5
			23 津城建 SCP051	170天	15	15	4.5
	23 津城建 SCP050	135天	10	10	4.5		
天津濱海新區建設投資集團有限公司	AAA	23 濱建投 SCP023	270天	12	12	3.5	
		23 濱建投 SCP020	170天	5	5	4.5	
天津軌道交通有限公司	AAA	23 天津軌交 MTN002	2年	5	5	4	

中國股市

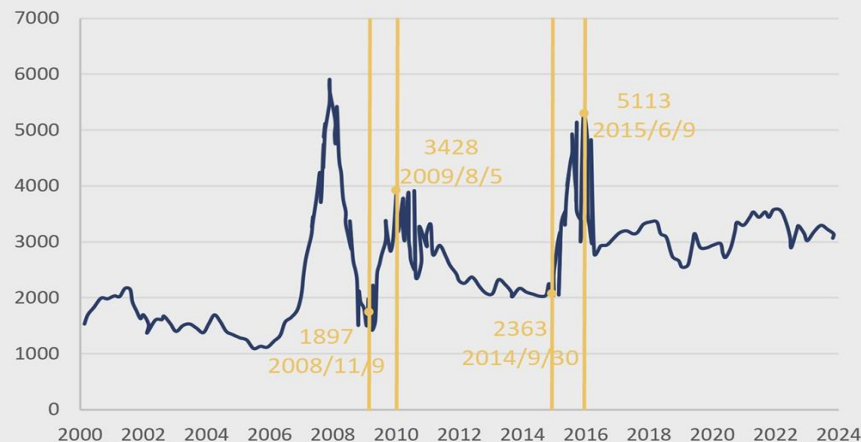
短期 A 股估值持續反應負面預期，然長期仍看好中國經濟回穩

- 短期而言由消費信心仍趨保守、房市問題以及隱形債務過高導致市場對中國長期經濟狀況有疑慮，A 股股價逐步探低，近期本益比已達 11.9x，顯現投資者對中國市場信心不足（過往平均為 30.4x）。
- 隨著未來政策出台效果發酵，預期房市未來將比照歷史狀況，中國房市狀況可望在 2024 年下半年看到好轉跡象，消費者信心逐步因經濟氣氛好轉而趨於樂觀，因此預期長期中國經濟狀況仍為正向，A 股股價將同步伴隨經濟狀況回穩，本組認為現今估值主要反映市場恐慌居多。

中國上證指數本益比



近 20 年上證指數變化



結論

青年失業率

物價

房市

債市

A 股

結論：中國短期利空因素有望解決，長期看好中國經濟復甦

物價回溫、製造業復甦，汽車價格短期下行，但需求長期看好，和必須消費品穩增：

- 物價擺脫通縮疑慮，消費、製造皆有復甦跡象，各類商品及服務價格皆上漲，但短期內受到汽車價格戰、食品價格高基期影響，仍會在低位震盪；長期則因各項需求增加而穩定向上。
- 消費短期因民眾消費型態仍較保守而僅小幅回暖，長期則因消費者信心回穩以及社消品需求持續增加而穩定成長，近期部分經濟指標已有復甦跡象，短期繼續降息不大，長期維持寬鬆利率環境。
- 預期青年失業率 10 月後因歷史循環及政策支持而下降，帶動總體失業率下降及消費回暖。

中國房市預估 2-3 年恢復常態：

- 以房市方面來說，政府已經提出多項房市處理政策，目前數據顯示房市呈緩慢復甦狀況，2023 年底前復甦狀況較不明顯，預估 2-3 年恢復。

目前有大量城頭債預計 2023 年到期，中央提出多項化債方案緩解地方債務壓力：

- 中央 7 月提出城頭債化債指示，預期有效化解地方債務壓力，8 月城頭債成交量大增。

中國 A 股短期受市場信心下降影響，長期將伴隨內部狀況穩定而回升：

- A 股短期因房市、地方債...等議題對中國經濟信心下降，本益比達自 2014 年來的新低，然而由於政策效果發酵、地方債問題處理、消費面...等問題逐步舒緩，預期 2024 下半年整體中國經濟有望回歸上升周期。