



東方巨龍墜落 中國深陷泥沼

財富管理部 投研團隊
2024年02月05日

美中從貿易戰進化為科技戰 對中國經濟及股市帶來負面影響

- 美國自2017年對中國啟動301調查，加上人力成本上揚及政策不確定性干擾下，各國紛紛將製造鏈轉移到鄰近的國家，使中國世界工廠地位持續受到挑戰。
- 美中從貿易戰進化為科技戰，包括擴大半導體製程及設備限制範圍與投資限令擴及量子電腦及AI，近年美國對中國祭出相關措施後，確實對陸股造成負面影響。
- 今年美國總統大選極有可能重演拜川二次對決，日前川普表示當選後將對中國課徵60%關稅，一旦川普贏得總統寶座，對於美中貿易戰將投下更多不確定性。



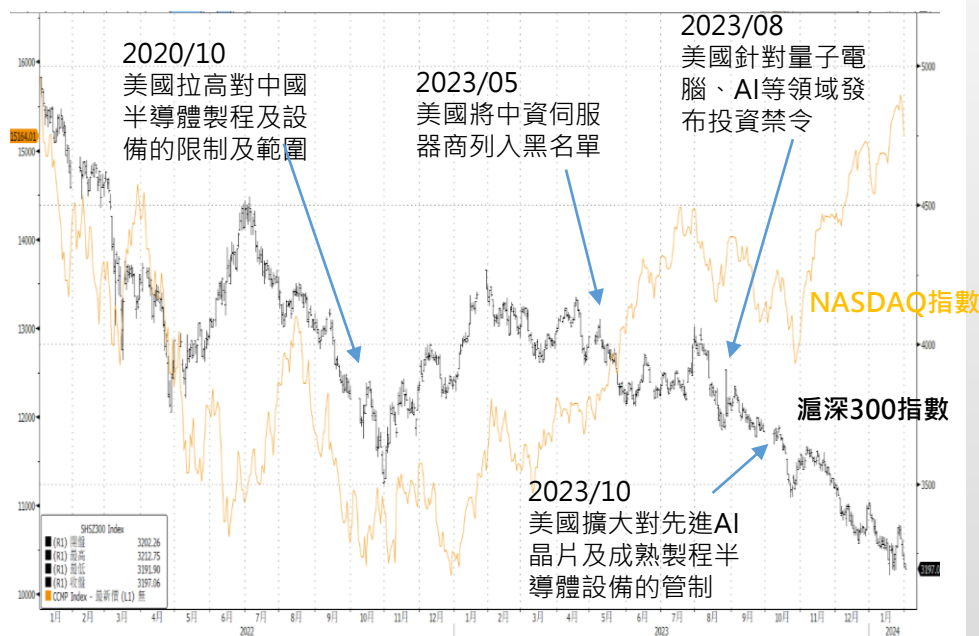
Highlight

美中貿易戰使中國世界工廠地位遭到挑戰。

過往經驗顯示美中科技戰對陸股確實造成負面影響。

若川普贏得年底總統大選，將對美中貿易戰帶來更多不確定性。

美中科技戰對陸股造成負面衝擊



資料來源：Bloomberg、華南商業銀行財富管理部彙整

中國房地產危機 持續延燒

2021首傳違約，恒大終遭香港法院下令清算

- 恒大集團因資不抵債，且債務重組方案缺乏進展，被香港法院下令強制清算。集團表示將盡力保障中國境內業務和經營穩定，穩步推進保交樓等重點工作。
- 中國房企碧桂園近期加速拋售近人民幣50億元資產，盼能藉此解除流動性危機。而中國今年1月份百強房企銷售額，較前月下降48%，創下近一年來最低水平。
- 投資人密切關注中國官方將如何處理房地產公司的債務違約問題、債權人的權益是否受到保護等，此將影響投資人的信心，進而降低資金流入中國市場的意願。

中國官方陸續出台諸多鬆綁房市政策

- 中國官方過去常以刺激房地產行業來振興經濟，然而近年政策效益遞減反映中國正在調整經濟結構，儘管有望提振市場短期信心，但仍需找出全新經濟增長點。

時間	官方鬆綁房市政策說明
2022/11	推出房企融資面的支持政策，從銀行信貸、債券融資、股權融資(即「三支箭」)著手，提供房企紓解信用端困難和優化流動性。其中銀行信貸部份的「金融16條」擴大房企融資管道，明確「保交樓」的資金來自政策性銀行，並允許多種貸款展期。
2023/08	祭出市場期待已久的殺手鐮——「認房不認貸」，再加上調降存量房貸利率與調整住房信貸政策，以減輕負債壓力，並刺激房地產需求。
2024/01	官方要求金融機構根據房地產項目的開發建設情況，以及項目開發企業的體質、信用、財務等情況，按公平公正原則，提出可以給予融資支持的房地產項目名單。

資料來源：中國住房城鄉建設部、中國金融監管總局、彭博社、財經M平方、鉅亨網、華南商業銀行財富管理部彙整



Highlight

恒大清算將影響投資者對中國的信心，進而降低資金流入中國。

即便中國官方陸續出台鬆綁房市政策，惟政策效果不如以往。

中國金融壓力升溫 銀行業加速整併

中國銀行業對地產業曝險高

- 中國銀行體系近40%的銀行貸款與房地產有關。先是開發商中國恆大，之後是數十家房地產開發商拖欠或無法償還海外債券，銀行面臨的壓力越來越大。

中國深化黨中央機構改革

- 由於需求疲軟，地方銀行的利潤進一步受到擠壓，流動性較大型銀行差，將面臨更嚴重的打擊，2023年中小型銀行淨利差大幅下降，大大削弱資本補充能力。
- 中共中央國務院於2023年3月印發《黨和國家機構改革方案》提出組成中央金融委員會及中央金融工作委員會，進一步加強了統一監管和行為監管。
- 城市商業銀行(下稱城商行)採以下改革模式：多家市級城商行聯合組成省級城商行，省級城商行吸收合併市級城商行。

資料來源：自由財經、紐約時報、未來智庫、華南商業銀行財富管理部彙整

地方中小銀行整併改革方式

銀行類型	改革方式	案例
城市商業銀行	合併組建省級城商行	四川銀行、山西銀行
	新設省級城商行後合併	遼瀋銀行
	省級城商行吸收合併市級城商行	中原銀行、新疆銀行
農信機構	農商聯合銀行	浙江、河南、山西、廣西、四川
	省級農商銀行	遼寧、廣東
	管理權移交至地方政府	廣東
村鎮銀行	主發起行增持股份	江浙德清農商行增持3家農村鎮銀行股權至50%以上
	被主發起行或其他村鎮銀行吸收合併	華夏銀行收購北京大興華夏村鎮銀行
	解散實現市場化退出	重慶梁平澳新村鎮銀行

資料來源：未來智庫、華南商業銀行財富管理部彙整



中國的銀行體系近40%的銀行貸款與房地產有關。房市崩盤使銀行面臨的壓力越來越大。

中共中央國務院於2023年3月組成中央金融委員會，加速推動地方中小銀行整併。

中國製造業萎縮現況

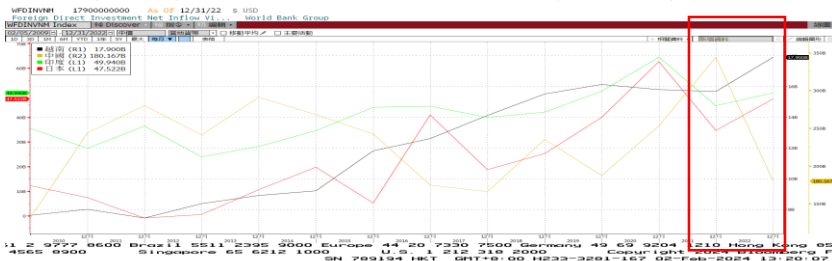
中美對抗使中國逐漸失去世界工廠地位

- 自2018中美貿易戰開打以來，全球供應鏈在美方壓力下逐步去中國化，許多製造業分散外移至印度、越南等地，中國漸漸失去往日世界工廠的地位
- 根據彭博統計資料，自2010年起中國製造業的固定資產投資年增率呈現下降趨勢，且2019年以來有部分期間轉為負數，顯示中國製造業的成長前景持續受限。
- 中美對抗在2022年擴大到晶片戰爭層級，美國欲在AI時代進一步限縮中國成長性，在中國經濟成長前景受到抑制的疑慮下，外國對中國直接投資金額大幅衰退。
- 同時印度、越南、日本則相對受惠，外國直接投資金額穩定成長。

中國製造業固定資產投資年增率持續趨緩



中美晶片戰進一步打擊外國對中國投資信心



資料來源：彭博、華南商業銀行財富管理部彙整；資料期間：2009/02/05-2022/12/31



中美對抗導致中國製造業外移至印度、越南等國，中國製造業成長前景持續受限。

在中國經濟成長前景受到抑制的疑慮下，外國對中國之直接投資金額大幅衰退。

中國製造業萎縮現況

中國製造業PMI指數近年多陷入衰退區間

- 中國製造業的萎縮也體現在中國近年製造業PMI指數的變化上，自中美貿易戰後，長期徘徊在景氣榮枯線50附近，意味中國製造業深陷在衰退萎縮的泥淖之中。
- 與之相對，印度的製造業PMI卻維持強勢，多數期間均維持景氣榮枯線50之上，顯示在中美對抗導致的全球供應鏈改組浪潮下，中國衰退，印度受惠的趨勢。



中美對抗中國製造業指數長期萎縮，印度則受惠供應鏈移轉，維持擴張態勢。

中國製造業指數持續弱勢，印度則維持強勢



資料來源：彭博、華南商業銀行財富管理部彙整；資料期間：2021/02/28-2024/1/31

中國內需市場疲弱 壓抑經濟成長動能

經濟數據反映中國內需市場呈現疲弱態勢

- 目前兩大主要拖累中國經濟成長原因為房地產低迷與通貨緊縮，雖然去年中國GDP年增率5.2%達成官方經濟成長約5%目標，惟預期今年恐不易達到5%以上。
- 根據國際貨幣基金(IMF)(2024/01)預估今年中國GDP年增率4.6%，增速較2023年預估值5.2%下滑0.6%，顯示中國經濟下行風險猶存。
- 中國去年12月消費者物價指數(CPI)年減0.3%，創2009年10月以來最長連續3個月下跌。生產者物價指數(PPI)年降2.7%，連續第15個月通縮，通縮壓力猶存。
- 儘管零售與餐飲業者陸續祭出降價策略以刺激消費，觀察中國去年12月零售銷售數據年增率較前月10.1%放緩至7.4%，顯示刺激消費效果有待時間考驗。

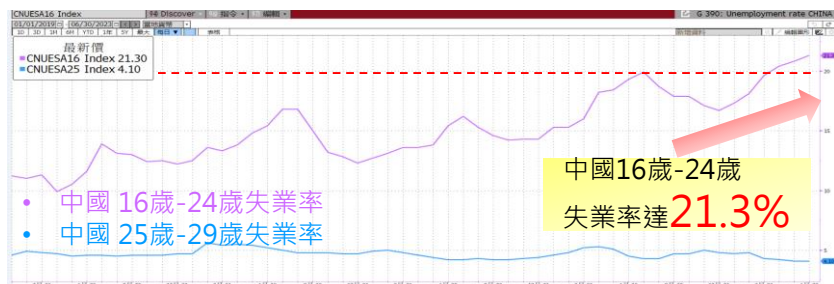
中國CPI (YoY) v.s. PPI (YoY)趨勢圖



資料來源：Bloomberg，資料期間：2019/01-2023/12、中國國家統計局、Yahoo!財經

- 物價下跌將影響企業營收與薪資增長，同時推升青年失業率，數據顯示中國16歲-24歲失業率已逾20%，迫使民眾延後消費計劃，恐演變成常態性通貨緊縮循環。

高青年失業率阻礙中國內需消費增長動能



資料來源：Bloomberg，資料期間：2019/01/01-2023/6/30、中國國家統計局



由於中國房地產低迷與通貨緊縮，導致內需持續低迷，IMF預估今年GDP年增率4.6%，經濟下行風險猶存。

企業營收與薪資增長前景堪憂，加上高青年失業率，恐演變成常態性通貨緊縮循環。

消費者信心不足 推升中國儲蓄率 導致內需消費不振

經濟數據反映中國內需市場呈現疲弱態勢

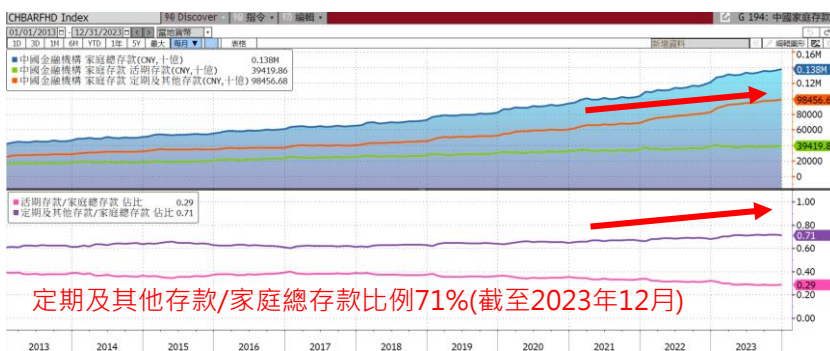
- 受官方嚴格防疫措施與房地產低迷影響，導致消費與購屋意願下滑，儲蓄率提高，根據中國人民銀行資料顯示(2023/12)，家庭總存款餘額升至約137兆人民幣。
- 儘管官方多次降準、降息，惟因擔憂未來房地產危機持續與景氣放緩前景等因素，民眾消費習慣轉趨保守，導致家庭定存及其他存款佔家庭總存款上升逾70%。
- 因內需疲弱壓抑企業營收，企業寧可增加儲蓄率而非增加投資支出，非金融公司總存款餘額達約55兆人民幣，定期及其他存款/非金融公司總存款比例升至68%。



受房地產低迷影響，導致消費與購屋意願下滑，儲蓄率提高。

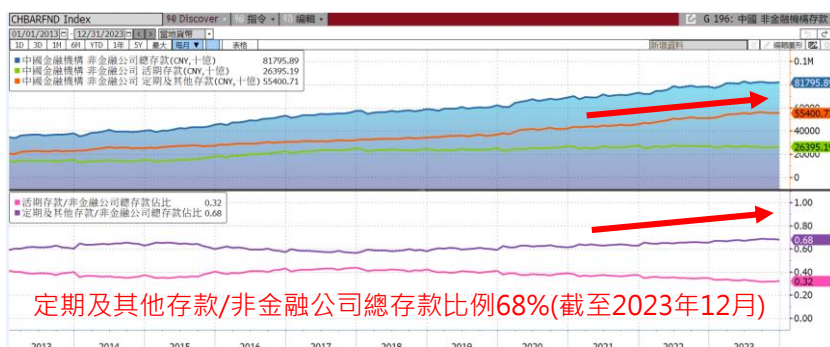
數據顯示，民眾與非金融公司定存比例持續上升，不利內需。

家庭定存餘額、定存佔家庭總存款持續攀升



資料來源：Bloomberg、中國人民銀行，資料期間:2013/01-2023/12

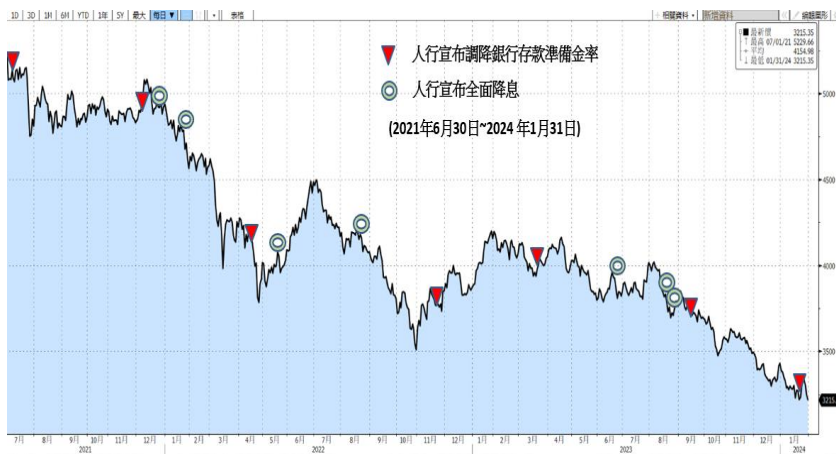
非金融公司定存餘額、定存佔非金融公司總存款持續上升



資料來源：Bloomberg、中國人民銀行，資料期間:2013/01-2023/12

官方寬鬆貨幣政策對股市與中國十年期公債影響

中國降息、降準與滬深300指數走勢圖



資料來源：Bloomberg

- 中國人行今年1/24宣布，將於2/5下調存款準備金率0.5個百分點(2碼)，提供長期流動性約人民幣1兆元。滬深300指數1/24、1/25大漲後，又連續3天回落。
- 雖然中國人行自2021年下半年以來，持續維持寬鬆貨幣政策，曾多次降準及全面降息，但投資人似乎並不領情，中國股市持續震盪下跌。
- 由於中國股市資金轉向較安全的債券，加上中國人行多次降準、降息，促使中國10年期公債殖利率逼近2002年以來最低水準，截至1/31殖利率來到約2.49%。

自2021年來，中國人行降準與陸股表現無絕對關係

宣佈日	降準幅度	釋出長期資金	宣布降準後，滬深 300 指數	
			5 日漲跌	1 月漲跌
2021.7.9	2 碼	約 1 兆人民幣	+0.28%	-1.66%
2021.12.6	2 碼	約 1.2 兆人民幣	+3.90%	-0.49%
2022.4.15	1 碼	約 5,300 億人民幣	-4.18%	-5.54%
2022.11.25	1 碼	約 5,000 億人民幣	+2.54%	+1.40%
2023.3.17	1 碼	約 5,000 億人民幣	+1.74%	+3.39%
2023.9.14	1 碼	約 5,500 億人民幣	-1.63%	-1.88%
2024.1.24	2 碼	約 1 兆人民幣	-1.89%	?

資料來源：Bloomberg、華南商業銀行財富管理部彙整



Highlight

中國人行持續貨幣寬鬆政策，但降準或全面降息，並非股市上漲的萬靈丹。

由於中國股市資金轉向較安全的債券，及中國人行的降準、降息政策，使中國10年期公債殖利率持續下滑。



結論

- **【機會】**倘若未來中國官方加大經濟政策刺激力道能有效改善內需市場、房地產危機獲得有效控制、以及美中關係與美中貿易戰改善等關鍵因子發生，使中國經濟築底翻揚，才有機會進一步提振市場投資人信心。
- **【挑戰】**現階段中國面臨美中從貿易戰進化為科技戰、房地產危機、外資投資金額下滑、製造業萎縮、內需疲軟、高失業率、儲蓄率持續攀升，通貨緊縮惡性循環等挑戰，對中國經濟及股市帶來負面影響。金融市場等待中國政府更多刺激政策，惟成效仍待時間考驗，投資人宜留意投資風險。

Thank You

揭露事項與免責聲明

107年7月18日金管證投字第1070321780號

華南商業銀行股份有限公司

客戶服務專線:02 2181 0101| 免付費專線:0800 487 888(限市話)

地址:台北市信義區松仁路123號

本報告為華南商業銀行(下稱本行)提供之參考資料，並非針對特定投資人所為之投資建議，亦不涉及特定投資標的或商品之建議，本報告內容僅供參考用途。

本報告所載資料均來自或本諸本行相信可靠之來源，且為本報告出版當時之資訊，本行對其完整性、即時性和正確性均不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行並不負任何法律責任，本行亦無義務持續更新本報告之內容。報告內容如涉及有價證券或金融商品相關記載或說明，並不構成要約、招攬、宣傳、建議或推薦買賣等任何形式之表示，投資人如參考本報告進行相關投資或交易或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資之風險，並應自行承擔所有損益。本報告內容未經本行允許不得逕行抄錄、翻印或另作派發。