

減輕中國的債務負擔

- ◆ 復甦勢頭繼續放緩，而服務業和相關消費依舊是亮點
- ◆ 我們探討了中國削減地方政府債務水平的不同方案，包括為基礎設施專案進行再融資

中國數據回顧（2023年7月）¹

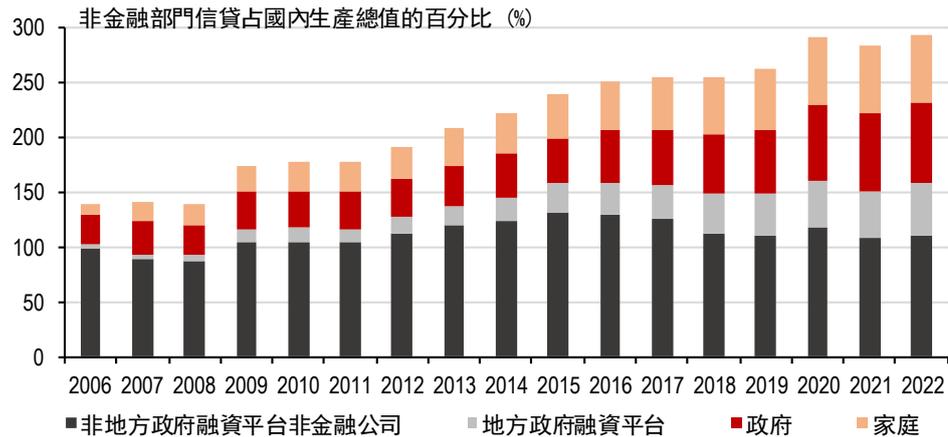
- **社會消費品零售總額**在7月份按年增長2.5%（6月份為3.1%）。從兩年期年化回報率看，夏季旅遊旺季有助於提振服務和相關商品的需求：餐飲業銷售額增長6.8%，煙草、酒類和飲料的增速高於上個月。然而，基於兩年期年化回報率，與房地產相關的消費裹足不前，建築和裝飾材料下降了9.5%，傢俱下降了3.2%。
- **工業增加值**按年增長在7月份放緩至3.7%（6月份為4.4%），原因在於製造業活動放緩。疲軟主要表現在通用設備（按年下降1.4%）和電子設備（按年下降0.7%）等行業。但是，一些上游類別，如黑色金屬（按年增長15.6%）和有色金屬（按年增長8.9%）冶煉與加工依然強勁，可能是受到住房完工和電動汽車等行業的推動。
- **固定資產投資**在7月份放緩至按年增長1.2%（6月份為3.1%）。投資主要構成之間的差異仍舊存在，房地產投資按年下降12.2%，私人投資按年下降2.4%，連續第4個月收縮，反映出私營部門的信心仍舊低迷。然而，基礎設施和製造業在7月份均出現增長，分別為6.5%和4.3%，儘管比6月份有所放緩。
- **消費價格指數和生產價格指數**通脹均出現按年收縮，儘管前者的下降可能只是暫時性的。消費價格指數按年下降0.3%，儘管隨著消費價格指數6個月來首次連續上漲（按月上漲0.2%），消費強度顯示出某些回升跡象。核心消費價格指數也出現了顯著改善，按年上升0.8%。但是，由於基礎效應消退和全球商品價格上揚，生產價格指數通縮放緩，按年下降4.4%。
- **出口**按美元計值按年下降14.5%，在全球需求依舊疲軟的背景下，連續第2個月出現兩位數的下降。其他央行正在推行的緊縮政策以及向服務消費的轉向，繼續令需求承壓。與此同時，**進口**按美元計值按年下降12.4%，原因在於國內復甦尚未擴大，這在一定程度上反映出家庭和企業的信心依舊疲弱。

¹ 資料來源：萬得資訊、滙豐銀行

減輕中國的債務負擔

隨著中國向更高品質的經濟增長轉型，正在摒棄過去依靠增加債務來投資於房地產和基礎設施以刺激短期增長的老套路。然而，地方政府融資平台近年積累了大量債務（見圖 1），與其他實體之間的相互關係錯綜複雜，因此如果陷入財務困境，可能會對經濟產生廣泛影響。

圖 1：地方政府融資平台債務占國內生產總值比重近年增大



資料來源：國際清算銀行、萬得資訊、滙豐銀行預測

債務重組計劃有助於緩解財政壓力

因此，正如 7 月份的中央政治局會議所提到的，**可能需要一個全面的債務重組計劃**來解決這個問題的不同方面。基於成功的歷史先例，我們設想該計劃可能會根據借款目的與專案性質，通過制定不同措施來解決不同類型的債務。這些措施包括：

- **用於非可貸款基礎設施資產的債務**（即潛在貸款人認為風險水平不可接受的專案）：將地方政府融資平台的高成本融資轉換為政府基金/撥款、國債或地方政府債券
- **用於為可貸款基礎設施資產融資而借入的債務**：開發銀行可幫助高成本借款進行再融資，基礎設施信託可將具有穩定現金流的專案組合打包，吸引投資者注入新資本，中央政府可考慮允許發行更多的地方政府專項債配額（目前只允許省級政府發行），或者允許較低級別的地方政府發行收入債券
- **非基礎設施/非公共服務相關企業**：可轉型為一般國有企業，不再獲得政府的隱性擔保
- **聘請不良資產管理公司**來監督和處置不良資產
- **將地方政府「閒置資產」貨幣化**（根據財政部的數據，這些資產價值超過 40 萬億元人民幣），以產生現金流來滿足短期流動性需求

將來的投資專案可採用最佳做法

對於未來的基礎設施投資，中國可能**從一開始就採取基礎設施投資的最佳做法**。這樣可使專案按照效率、效益最大化以及長期可持續性的方式進行規劃、執行和管理。謹慎的專案生命週期規劃可能意味著在支出和資源方面更好的協調，並有助於構建更為健康的政府間財政關係。財政改革還可能涉及到中央對地方和省級政府財政的更多監督。

地方政府可能會尋求新的收入來源

隨著向高品質增長的結構性轉型，目前對基礎設施項目的需求有所減少。這在一定程度上有助於緩解地方政府依賴土地出讓作為資金來源的壓力。然而，**地方政府積極尋找其他收入來源至關重要**，因為他們需要增加對社會保障體系等軟基建的公共投資，包括改進失業福利，以及使農民工能夠獲得公共醫療和公立學校教育。

即將發佈的中國主要經濟數據

日期	指標	前值
9月5日	財新服務業採購經理人指數	54.1
9月7日	出口按年增長	-14.5%
9月7日	進口按年增長	-12.4%
9月9日	生產價格指數 (PPI) 按年增長	-4.4%
9月9日	消費價格指數 (CPI) 按年增長	-0.3%
9月15日	社會消費品零售總額按年增長	5.3%
9月20日	1年期貸款市場報價利率	3.45%
9月20日	5年期貸款市場報價利率	4.20%

資料來源: Refinitiv Eikon

A 股主要指數表現*

	目前	年初至今	過去 1 年
上證綜指	3,137	1.15%	-3.24%
深證綜指	1,952	-0.85%	-8.37%
滬深 300	3,790	-2.11%	-7.32%

*過往的表現並不代表未來的回報

資料來源: Refinitiv Eikon。截至 2023 年 8 月 29 日收盤

披露附錄

- 1 本報告發布日期為 2023 年 8 月 30 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 2023 年 8 月 29 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 2023，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。

[1219446]