

關於如何實現再通脹和再平衡的五個常見問題

- ◆ 7 月和 8 月的疲弱數據加大了市場對政策刺激的預期；中國計劃推動經濟再平衡和再通脹
- ◆ 反內卷行動仍處於早期階段，詳細的行業政策可能很快公佈
- ◆ 我們預計央行將會減息並恢復購債操作；中國可能加大干預力度以穩定房地產市場

中國數據回顧（2025 年 8 月）¹

- **社會消費品零售總額**按年增速在 8 月放緩至 3.4%，部分原因是基數較高。以舊換新補貼的發放已在 8 月恢復，但不足以推動經濟增速加快。此外，鑒於去年 9 月的基數較高，補貼的支撐作用可能進一步減弱。近期出台的限制政府官員在宴請中超額開支的專項行動（國務院新聞辦公室，5 月 22 日）也可能拖累了餐飲銷售（按年僅增長 1%，相比第一季約 5% 的增速明顯回落）。
- **固定資產投資**在 8 月按年下降 7.1%，主要受房地產投資大幅下滑（下降 19.5%）的拖累，同時製造業和基礎設施投資連續第二個月下降。貿易不確定性、反內卷行動前景以及極端的天氣狀況均對投資形成壓力。
- 房地產行業繼續拖累經濟增長。除房地產投資疲弱外，**一手房銷售額**按年下降 10%，而**新開工面積**按年下降 18%，跌幅均進一步擴大。李強總理近日指出，經濟再度疲軟可能促使政府採取更有力的政策措施（政府網，8 月 18 日）。鑒於此前供給側措施的成效有限，更可能奏效的措施或許是中央政府的直接干預。
- **消費價格指數**在 8 月按年下降 0.4%。然而，在剔除食品和能源等波動較大的項目後，**核心消費價格指數**按年繼續改善（上漲 0.9%），達到 2024 年 3 月以來的最高水平。在生產端，通縮壓力有所緩解，**生產價格指數**下降 2.9%（相比 7 月下降 3.6%），這得益于更有利的基數，以及正在推進的反內卷行動。
- **出口**按年增速在 8 月放緩至 4.4%，主要由於對美國出口更顯著下降，儘管對東盟（按年增長 22.5%）和歐盟（增長 10.4%）出口依然保持強勁。與此同時，**進口**增速放緩至 1.3%，因大宗商品進口（特別是原油）受到全球價格走低及極端天氣導致建築業需求疲弱的拖累。

¹ 資料來源：萬得資訊、滙豐銀行

中國政策觀察——關於如何實現再通脹和再平衡的五個常見問題

在上半年表現韌性之後，中國經濟增長在 7 月和 8 月有所放緩。一些市場觀察人士認為這是一個轉捩點，將引發更強有力的寬鬆政策。近期我們確實看到了政策推出的加速，我們預計中國將透過週期性與結構性措施相結合的方式加大政策支援力度。以下我們列出關於中國政策預期的五個關鍵問題，以及在今年餘下時間需要重點關注的事項。

問題 1：近期數據低於預期：政策支援力度是否會加大？

是的，政府可能採取更強有力的政策立場，但更可能是有計劃的推進，而非僅僅對近期疲弱數據的被動反應。我們預計主要由財政政策承擔重任，尤其是來自中央政府預算的支援，而貨幣政策將繼續保持寬鬆傾向。這不僅會在短期內提供支撐，還將助力長期轉型，透過更多結構性措施來提振消費需求，並推動科技與創新發展。更多措施將於今年 10 月或 11 月公佈的第十五個五年規劃中揭曉。

問題 2：反內卷行動：落實進度會否加快？

反內卷行動是中國推動經濟再平衡的重要支柱，即在刺激國內消費的同時減少經濟中的過剩產能。2016 年，生產價格指數按月漲幅轉正用了一個半月時間（按年漲幅轉正用了六個月時間）。這一次可能需要更長時間，但不會過於緩慢：高層官員已在 7 月定下基調，相關政府部門正在制定細則。一旦運用監管與執法工具形成具體的行業政策，進程將會加快——很可能在未來一兩個月內。

問題 3：貨幣政策：中國人民銀行的政策空間有多大？

我們認為中國人民銀行將很快再次減息，但考慮到銀行淨息差的限制，利率可能已接近下限。接下來很可能會有流動性注入，包括下調存款準備金率和公開市場操作。中國人民銀行也可能很快恢復在二級市場購買國債。鑒於近期投資者轉向股市，此前推動收益率走低的「過度需求」已不再令人擔憂，而隨著政府加大財政政策支援力度，債券發行量可能激增。

問題 4：財政空間：地方政府債務會構成硬性約束嗎？

不會，主要原因有兩個。首先，政府已採取重大措施來幫助緩解地方政府債務壓力，例如去年宣佈的 12 萬億元人民幣債務置換方案。其次，我們看到更多的財政改革正在實施，旨在改善地方政府的收入來源，並讓中央政府在提供財政支援方面發揮更大作用。與此同時，2025 年餘下時間仍有約 3.3 萬億元人民幣（一般債與專項債合計）政府債券待發行。專項債將有助於支援基礎設施支出，並為新增消費補貼提供資金支援。

問題 5：房地產市場：隨著政策基調轉變，會迎來意外上行嗎？

房地產行業的政策優先順序可能提升：8 月，李強總理再次強調穩定房地產市場的緊迫性。彭博資訊在 2025 年 8 月 14 日報導稱，政府正在考慮要求不良資產管理公司和中央國企收購困境房企的存量房產。除放鬆購房限制外，城鎮化也可能推動住房需求，因為農民工將獲得包括保障性住房在內的基本公共服務。

即將發佈的中國主要經濟數據

日期	指標	前值
9 月 22 日	1 年期貸款市場報價利率	3.00%
9 月 22 日	5 年期貸款市場報價利率	3.50%
9 月 30 日	國家統計局製造業採購經理人指數	49.4
9 月 30 日	RatingDog 製造業採購經理人指數終值	50.5
9 月 30 日	RatingDog 服務業採購經理人指數	53.0
10 月 13 日	出口按年增長	4.4%
10 月 13 日	進口按年增長	1.3%
10 月 15 日	生產價格指數 (PPI) 按年增長	-2.9%
10 月 15 日	消費價格指數 (CPI) 按年增長	-0.4%
10 月 20 日	社會消費品零售總額按年增長	3.4%
10 月 20 日	第三季國內生產總值	5.2%

資料來源：LSEG Eikon

A 股主要指數表現*

	目前	年初至今	過去 1 年
上證綜指	3,861	15.18%	42.77%
深證綜指	2,471	26.26%	67.41%
滬深 300	4,533	15.20%	43.49%

*過往表現不代表未來回報

資料來源：LSEG Eikon。截至 2025 年 9 月 15 日收盤。

披露附錄

- 1 本報告發布日期為 2025 年 9 月 16 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 2025 年 9 月 15 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 本報告為滙豐環球投資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 2025，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。

[1265626]