

2024 年关于中国的十个问题

2024 Institutional Investor
All-Asia Equity Research Survey

VOTE

Voting Open Jan 9 - Feb 2

Please vote for J.P. Morgan (5 stars)



亚洲新兴市场，经济与政策研究

朱海滨
(852) 2800-7039

彭博社 J.P.M. HZHU <GO>

Grace Ng
(852) 2800-7002

刺骨 Ge
(852) 2800-0143

纪燕
(852) 2800-7673

摩根大通银行香港分行

1. 政府的政策框架是什么？增长友好型政策将在 2024 年继续实施，但由于政策制定者与投资者的评估存在多维度差异，不太可能采取大规模刺激措施。

2. 财政和货币政策将如何协调？2023 年出现的紧缩性财政政策与宽松货币政策的背离在 2024 年将不会重演，因为财政政策将转向扩张。货币政策将通过流动性管理、扩大 PSL 和再贷款来支持财政运作。

3. 2024 年房地产市场会稳定吗？由于需求和供应方面的挑战持续存在，住房市场的调整可能会继续。公共住房对于减轻住房拖累很重要。

4. 除了地方政府隐性债务，金融稳定还需要注意什么？区域银行可能面临来自信贷质量担忧、NIM 压缩和资本充足率压力的越来越大的压力。

5. 什么将推动消费？收入增长，调整家庭储蓄率，以及政府是否会出台消费刺激措施。

6. 通货紧缩会在 2024 年结束吗？通货紧缩将在 2024 年结束，但低通胀将持续。

7. 哪些行业将从结构转型中受益？政府优先考虑技术创新和工业体系现代化，但需要在转型过程中找到平衡。

8. 外部条件将如何演变？我们预计出口将趋于稳定，投资组合流出将温和，人民币汇率将呈现双边波动。

9. 中国在全球供应链中的角色会演变吗？是至关重要的制造业中心，但其主导作用将减弱。

10. 2024 年中美关系将如何发展？战略竞争仍然占上风，并将在选举年保持复杂。地缘政治问题集中在台湾和南中国海。

有关分析师认证和重要披露信息，请参阅第 20 页。

Contents

1.	2
2.	3
3.	4
4. 关于金融稳定的注意事项，其他地方政府隐性债务？	6
5.	8
6.	10
7.	12
8.	13
9. 中国在全球供应链中的角色改变？	15
10. 中美关系将如何发展 2024？	17
	19

执行摘要

尽管重新开放后的复苏仍然是中国 2023 年的主要主题，但道路一直是颠簸和不平衡的。

在与 COVID 相关的拖累迅速结束后，1 季度活动强劲反弹（q/q saar 为 10.4 %），但随后在第二季度下滑（q/q saar 为 -0.8 %）。令人鼓舞的是，自 8 月以来，经济活动一直在触底反弹，政策在 2 小时内转向增长友好型。同时，各部门的表现存在分歧。房地产市场见证了

新能源汽车的快速增长，中国正有望成为最大的汽车出口国。

随着我们转向 2024 年，我们认为政府可能会将年度增长目标设定为“5% 左右”不变。

虽然政府不太可能推出大规模的政治刺激措施（问题 1），但增长友好型政策立场将持续到 2024 年，财政和货币政策之间的协调加强（问题 2）。由于适度宽松措施的影响将在未来几个季度得到反映，我们预计经济可以在第 1 季度保持复苏势头（5.1 % q/q saar），然后在 2H24 放缓至趋势增长（4.3 % q/q saar）。我们对 2024 年增长的预测为 4.9%。

2024 年的一项重要任务是管理经济下行风险，特别是房地产市场调整及其溢出风险。住房在需求和供应方面都面临问题，这种问题将在 2024 年持续存在（问题 3）。政府稳定住房的努力可能不足以在短期内稳定住房市场，但公共住房可以部分抵消住房拖累。在房市没有复苏的情况下，政策制定者将加大力度化解地方政府隐性债务带来的风险。与银行业相关的风险也可能越来越大，特别是对地区性银行而言。信贷质量问题、NIM 压缩和资本充足率压力（问题 4）。

中国还面临着供需失衡和随之而来的通缩压力。尽管消费是 2023 年的主要增长动力（2023 年对 GDP 增长的贡献约为 80 %），但消费复苏一直落后于生产。收入增长和家庭储蓄的调整共同促进了消费复苏，但缺乏对消费的政策支持一直是一个警告（问题 5）。随着全球大宗商品价格和国内猪肉价格的转机，通货紧缩压力可能在 2024 年消退，但低通胀将伴随国内需求不足而持续（问题 6）。

表 1：中国经济指标

	Average			
	2017-21	2022	2023f	2024f
实际国内生产总值，变化百分比	5.9	3.0	5.2	4.9
消耗量	3.1	1.0	4.2	3.3
投资	2.1	1.5	1.6	1.9
净贸易	0.7	0.5	-0.5	-0.3
居民消费价格，% oya	2.0	2.0	0.2	0.9
% 12 月 / 12 月	2.0	1.8	-0.2	1.8
政府余额占 GDP 的百分比	-3.0	-2.8	-3.8	-3.8
商品贸易余额（十亿美元）	464	685	643	584
出口	2,547	3,364	3,231	3,264
Imports	2,084	2,679	2,589	2,680
经常账户余额	181	418	267	146
占 GDP 的百分比	1.2	2.3	1.5	0.8
国际储备，（美元bn）	3,178	3,111	3,101	3,041

1. 对 GDP 增长的贡献。来源：国家统计局，

摩根大通预测

政策重心转向“稳定”并不意味着政府会放弃其他政策目标。事实上，结构转型导致了各部门的业绩差异。政府优先考虑技术创新和工业体系现代化（问题 7）。新经济部门增长迅速，但不足以抵消逆风部门（尤其是房地产市场）的下降。CEWC 呼吁在两者之间取得平衡。Procedres 保持新行业的升力，但减少低迷行业的拖累。

虽然中国的经济表现主要由国内驱动，但外部条件很重要。2023 年出口（以美元计算）下降，但以数量计算保持正增长。我们预计 2024 年出口表现稳定，投资组合流出和人民币汇率压力减轻（问题 8）。尽管如此，自乌克兰战争以来，全球供应链的转移似乎加速了，因为在地缘政治紧张局势加剧的情况下，基于弹性的考虑似乎占据了基于效率的考虑，此外，比较优势和美国与中国的关系也发生了变化。作为回应，中国已努力使出口多样化，在海外投资和促进自我技术进步（问题 9）。

2024 年还带来了全球创纪录的选举，包括 1 月的台湾选举和 11 月的美国总统选举。虽然选举通常对基本宏观趋势影响不大，但面对地缘政治不确定性时，市场通常会波动。美国与中国的战略竞争将持续下去。进入选举年，技术、金融和人权领域的竞争可能会变得更加复杂（问题 10）。

1. 政府的政策框架是什么？

在整个 2023 年，许多市场参与者的一般性评论是，对冲击的政策反应“太少了，太迟了。面对经济中的各种挑战（例如 Procédre 通缩压力、内需不足和房市回调），7 月政治局会议将增长作为政策优先。然而，从市场角度来看，一系列促进增长的措施是零碎和渐进的。中央经济工作会议并没有减轻这种政策失望：市场认为，尽管经济增长目标可能在 2024 年保持在“5% 左右”不变，但刺激的可能性仍然很低。

这种政策失望反映了比较市场和政策制定者的观点的多重差异。

第一个差异来自对当前经济状况的不同评估。市场普遍认为，重新开放后的复苏“弱于预期”。2020 - 2023 年的平均实际 GDP 增长（包括 JPM 对 2023 年增长 5.2% 的预测）为 4.6%，低于大流行前几年的趋势增长。今年年初（在后 COVID 快速重启之后），市场预期会出现强劲复苏，并认为 5% 的增长目标过于保守。

这与政府的观点不同。CEWC 声明承认经济中的困难和挑战，但“总体上有利条件比不利因素强。经济复苏和长期改善的基本趋势没有改变。

预期（有望实现年度增长目标），并批评市场的“弱于预期”
新闻媒体和预期经济工作会议

第二个差异是由于政策制定者和投资者在评估政策宽松的适当幅度时使用了不同的基准。投资者的一个典型论点是，在 COVID 爆发后，美国政府迅速采取了大规模的刺激计划，这对美国经济的稳固复苏至关重要（美国是唯一一个恢复到流行前趋势增长的主要经济体）。

然而，政策制定者倾向于更多地从他的历史教训中汲取政策教训，而不是跨国比较。自泛疫情爆发以来，中美之间不同的政策反应反映了 2008 年全球金融危机后不同的政策反应，尽管政策选择和政策教训是相反的。中国 4 万亿刺激计划

2008 年的一揽子计划成功地带领中国走出了全球危机，2009 - 2011 年经济表现强劲（年均增长 9.9%），但副作用也很明显。这解释了中国政策制定者不愿接受另一个大规模的政策刺激计划。

第三个差异来自政策目标的不同优先事项。与市场投资者相比，政策制定者不仅关注宏观目标（增长，通货膨胀，失业），而且关注结构转型，社会（例如，Procédre 共同繁荣）和安全（例如 Procédre 供应链、能源和食品的安全）目标。例如，2024 年经济工作的首要任务是通过科学和技术创新发展现代工业系统。出于同样的原因，政府对住房市场调整的容忍度高于市场预期。

第四个差异来自于关于进一步政策刺激空间的争论，现在是不是全面部署空间政策的时候，还得有回旋余地。一些投资者和著名的政策顾问认为，中国应该转向“不择手段的战略”。特别是，中国可以利用中央政府健康的资产负债表，推出大规模的财政刺激措施，同时大幅下调政策利率，以恢复国内需求，化解通缩压力。

政策制定者的想法不同。是的，中央政府的资产负债表相对健康，但这仅仅是因为地方政府承担了不成比例的高财政责任。把中央和地方政府债务加起来，包括地方政府隐性债务，加起来已经达到了 GDP 的 100% 左右。这已经超过了政府债务水平（占 GDP 的 75 - 100%）的门槛，超过该门槛，学术研究表明债务水平与经济增长之间存在负相关关系。货币政策方面，政策利率（7 天逆回购利率）已降至 1.8% 的历史低位，如果人民银行转向激进的降息策略，离零下限不远。

第五个差异涉及对政策传导渠道的评估。路径依赖表明，中国的政策反应将优先考虑供给方面，特别是支持制造业升级和绿色技术。相比之下，我们认为需求侧政策支持更有效地应对通缩压力，制造业和服务业升级之间的平等对待对解决结构性失业问题很重要。这些不同的政策建议与对金融和货币宽松措施的传导机制及其有效性的不同评估有关。

2. 财政和货币政策将如何协调？

CEWC 表示，应在 2024 年加强政策调整，积极的财政政策应当适当加强，提高质量和效率，而稳健的货币政策应灵活，适当，精确和有效。同时，应加强政策工具创新和政策协调。这些高层次的、相当模糊的政策声明对 2024 年的财政和货币政策意味着什么？

在我们的基准预测中，2024 年的财政和货币政策将比 2023 年更好地相互协调。改进协调具有双重意义。第一，2024 年财政和货币政策都将宽松。这与 2023 年的扩张性货币政策和紧缩性财政政策并存的观察结果不同。其次，中央银行的流动性管理对于支持扩张性财政政策（政府债券发行）很重要。更直接的是，中国人民银行的结构性货币政策工具将在 2024 年发挥更加积极的准财政作用。

要理解中国的财政政策立场，区分财政赤字的三个概念很重要。最窄的是财政预算内的官方财政赤字。它从 2022 年占 GDP 的 2.8% 增加到 2023 年占 GDP 的 3.0%，10 月份进一步增加到 GDP 的 3.8%（尽管在 2023 年额外的 1 万亿财政赤字中，只有 5000 亿元人民币被部署）。2023 年，利用的预算赤字占国内生产总值的比重增加了 0.6%（从国内生产总值的 2.8% 增加到 3.4%），从政府的角度来看，这是积极财政政策的关键论据。

第二个定义是财政预算中的总财政赤字，也包括不是财政赤字的一部分而是政府债务管理的一部分的特别国债的额度。2023 年，地方政府专项债券额度从 2022 年的 3.65 万亿元增加到 3.8 万亿元。然而，由于 2022 年地方政府专项债券的实际使用率远高于 5.23 万亿元（包括上年结转约 1.1 万亿元，8 月份增加 5000 亿元），2023 年财政赤字总额较小（占 GDP 的 6.4% 与 2022 年 7.1%）。

第三个和更广泛的定义是我们在分析中使用的增强财政赤字，其中进一步包括预算外项目，例如 LGFV 借款，净土地销售和通过政策性银行的特殊再融资。我们的估计显示，增加的财政赤字从 2022 年占 GDP 的 12.9% 收窄至 2023 年的 12.1%。2023 年土地净销售额和 LGFV 借款均较小，而特殊再融资债券提供了有意义的抵消。

2024 年将会发生什么？在我们的基线假设中，官方财政赤字将增加到 GDP 的 4.2%（包括 2024 年财政预算的 3.8% 和 2023 年的 5000 亿元结转），财政预算中的总财政赤字将从 2023 年占 GDP 的 6.4% 增加到 2024 年的 6.9%。同时，由于预算外项目往往是收缩性的，因此在 2024 年，增加的财政赤字将略高于 GDP 的 12.3%（表 2.1）。

我们的假设包含了财政政策的重要变化。首先，财政政策将真正变得宽松，尽管财政推力仍然不大。第二，从不太透明的预算外项目转向更透明的预算赤字，这是一个积极的变化。第三，中央政府将增加财政赤字，以部分缓解地方政府的财政困难。

同时，我们预计财政支持将继续优先考虑投资，特别是新经济部门的基础设施投资和制造业升级的研发。

表 2.1：中国的财政政策
 占 GDP 的百分比

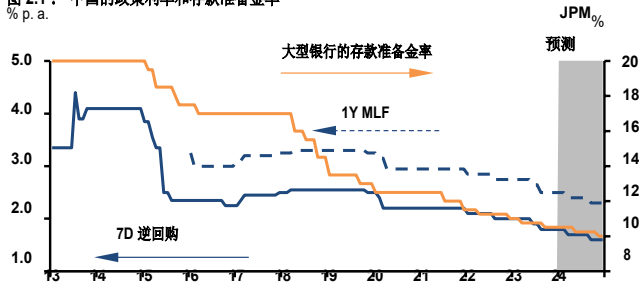
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023f	2024f
预算项目								
财政赤字（3 月 NPC 设定）	2.9	2.6	2.8	3.7	3.1	2.8	3.0	3.8
特殊 LGB	1.0	1.5	2.2	3.7	2.2	4.3	3.0	2.6
特别 CGB（额外财政赤字）	0.0	0.0	0.0	1.0	0.0	0.8	0.0	0.0
跨年转移	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.4	0.4	
预算外项目								
LGFV 借款		4.7	3.1	4.1	5.1	4.2	4.1	3.6
土地销售净额		1.3	1.4	1.5	1.7	1.5	1.1	0.8
政策性银行 / 特别再融资 LGB / 其他		0.7	0.5	0.0	0.0	0.0	0.6	1.2
官方财政赤字		2.9	2.6	2.8	3.7	3.1	2.8	3.4
财政赤字总额		3.8	4.1	5.0	8.4	5.3	7.1	6.4
扩大财政赤字		10.5	9.1	10.5	15.2	11.0	12.9	12.1
财政赤字增加的变化		0.4	-1.4	1.5	4.6	-4.2	1.9	-0.9
备注：名义国内生产总值(万亿元)						83.2		

* 其他包括出售政府资产，动员闲置财政资金节省，LGD 掉期计划节省利息，政策性银行融资和专项再融资债券等。我们假设 2023/2024 - 2024 年专项再融资债券中约有 60% 用于 LGFV 债务置换。

来源：财政部，国家统计局，摩根大通

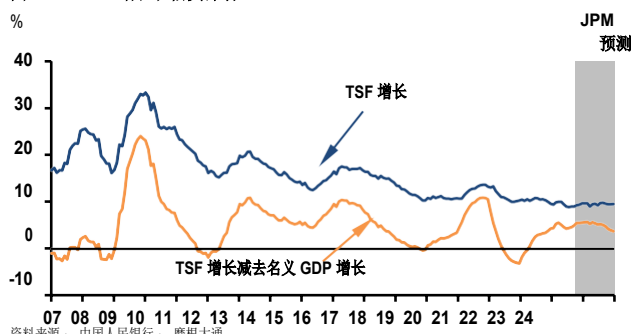
货币政策方面，中国人民银行在 2023 年两次下调政策利率（7 天逆回购利率从 2% 下调至 1.8%，1 年期 MLF 利率从 2.75% 下调至 2.5%），两次下调存款准备金率（每次下调 25bp）（图 2.1）。信贷政策总体上适度宽松，因为 TSF 增长相对稳定（2023 年 11 月 9.4% oya 与 2022 年 12 月 9.6%）。信贷冲动（TSF 增长与名义 GDP 增长之间的差距）在 11 月扩大至 5.5%（与 2022 年 12 月 4.3% pts），适度高于 2 - 3% pts 的中性区间（图 2.2）。此外，中国人民银行还扩大了其结构性货币政策工具（从第 4 季度的 6.4 万亿元到第 3 季度的 7 万亿元），并创建了新的工具来支持碳减排和科技创新（图 2.3）。

图 2.1：中国的政策利率和存款准备金率
% p. a.



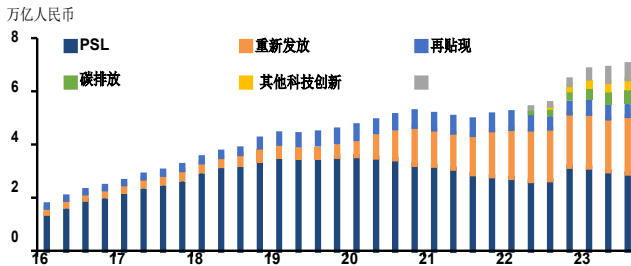
来源：中国人民银行，摩根大通

图 2.2：TSF 增长和信贷冲动



资料来源：中国人民银行；摩根大通

图 2.3：结构性货币政策工具均衡



来源：中国人民银行，摩根大通

我们预计 2024 年的货币政策立场将相似，中国人民银行将进一步扩大结构性货币政策工具。

中国人民银行将在政策利率方面采用类似的衰减方法，我们的预测将有两次 10 个基点的降息（在第一季度和第三季度）。我们认为，由于中国潜在增长放缓和经济中的债务增加，未来几年政策利率将继续走低。然而，中国人民银行不愿大幅下调政策利率，这反映出人们对政策有效性的怀疑、政策利率决定中的不对称政治压力（对降息的广泛支持，但对其他政府机构加息的强烈抵制）以及对降低利率的担忧。Procedre 地方政府和国有企业) 进一步加码。

关于信贷政策，CEWC 有一个有趣的细微差别变化，指出“TSF 的增长应该与

经济增长和通货膨胀目标 1，而不是“一致”

与名义 GDP 增长 1。分解隐含地识别 -

通胀目前远低于目标，因此新声明将在短期内容忍高于正常的信贷冲动。我们的预测预计，2023 年 TSF 的增长率为 9.7%（平均信贷冲动为 5.0%），2024 年为 9.5%（平均信贷冲动为 5.1%），即 2023 年和 2024 年的信贷政策将适度宽松。

中国人民银行货币政策工具的第三个要素，即所谓的结构性货币政策，可能会在 2024 年发挥更重要的作用。中国人民银行有 7 万亿元人民币

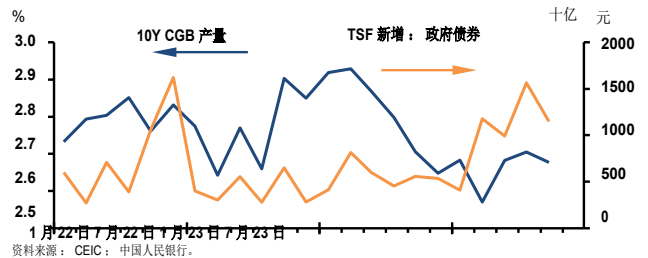
截至 23 年第三季度未完成的结构性货币政策工具（包括 2.9 万亿元 PSL 未完成），此外截至 12 月合计近 10 万亿标准流动性操作（包括 2.845 万亿 OMO，

7.075 万亿 MLF 和少量 SLF）。结构性货币政策工具作为准财政措施来补充财政业务。在 2024 年，我们的基线假设包括由 PSL 资助的 1 - 万亿元一揽子计划，以支持公共住房和城市村庄的发展，以及扩大再贷款工具以支持债务

重组是地方政府隐性债务解决的一部分。实际上，中国人民银行在 12 月向三家政策性银行注入了 3500 亿元人民币的 PSL 资金，这一政策举措符合我们的假设。

此外，随着政府债券发行规模的增加，中国人民银行的流动性管理也体现了财政和货币政策之间的协调。例如，在第 4 季度，政府债券发行净增总额约为 3.6 万亿元，作为回应，中国人民银行将 OMO / MLF 操作规模增加了 2.1 万亿元。尽管发行量增加，但流动性操作导致 CGB 收益率小幅下降（图 2.4）。

图 2.4：国债发行与 10Y CGB 收益率



资料来源：CEIC；中国人民银行。

3. 房地产市场会在 2024 年稳定吗？

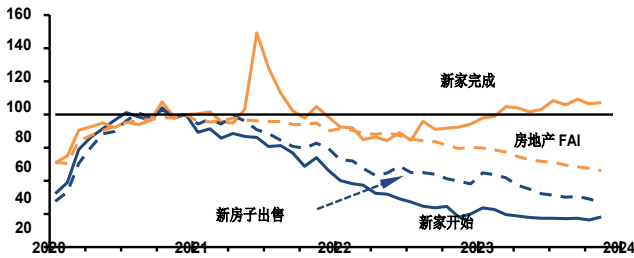
中国住房市场在 2023 年继续下滑，在我们看来，已经进入了超调阶段。在 2023 年前 11 个月（图 3.1），新房销售下降了 16.3% oya（在 2022 年下降 26.8% 之后），新房开工下降了 22%

（2022 年下降 40% 后），房地产投资下降 9.4%（与 2022 年 -10%）。唯一录得正增长的住房活动指标是新房竣工，增长了 17.7%（而 -2022 年 14.3%）。与此同时，新房价格在 1H23 稳定，但在 2H23 开始再次下降，5 月至 11 月下跌 1.7%。新房销售和新房开工的大幅下降使它们低于我们对基本量的估计。

长期预期，尽管 8 月以来最新一轮房市政策放松，但仍无见底迹象（图 3.2）。

图 3.1：中国住房活动指标

指数，2020 年 12 月 = 100，sa



来源：国家统计局，摩根大通

图 3.2：住房政策和住房市场活动

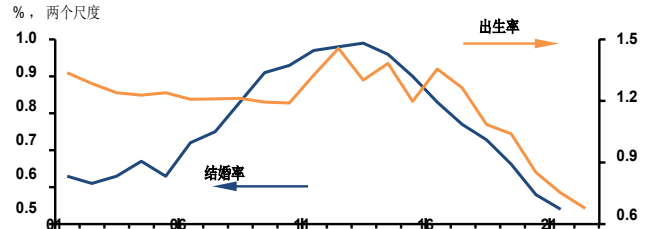


来源：国家统计局，摩根大通

住房市场的挑战来自需求和供应方面。在需求方面，由于结构性和周期性原因，住房需求疲软。人口因素的变化（例如 Procede 新家庭形成，出生率，图 3.3），城市化，住房所有权和购房目的共同表明，新住房需求已经并将继续呈下降趋势，住房升级需求稳步替代。

新的住房需求。从周期性的角度来看，住房需求疲软，原因是收入预期疲软，房屋交付和房价进一步下跌。这就是为什么最近的需求侧宽松措施（包括放松抵押贷款政策和行政管制）不足以恢复市场信心并恢复市场需求的原因。

图 3.3：中国人口



资料来源：国家统计局。

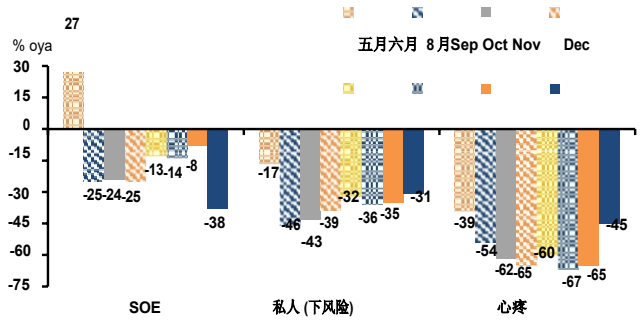
在供应方面，私人房地产开发商的资金困难仍然是一个主要障碍。监管机构呼吁银行支持房地产开发商，在不同类型的所有权之间一视同仁。然而，银行有充分的理由对向私人开发商贷款更加谨慎。私人开发商（陷入困境或幸存者 -

ING 开发商）通常房屋销售较弱（开发商最重要的资金来源，图 3.4），并且他们没有进行新的投资。然而，银行贷款支持的大部分是开发商贷款，以支持具有抵押资产的新项目。这不一定是国有企业和非国有开发商之间的歧视，取而代之的是基于风险的贷款决策，考虑到不同的业务 -

国有企业与非国有企业开发商之间的绩效。此外，金融业的反腐败运动

将使贷款官员更不愿意向非国有部门贷款。

图 3.4：中国开发商的房屋销售

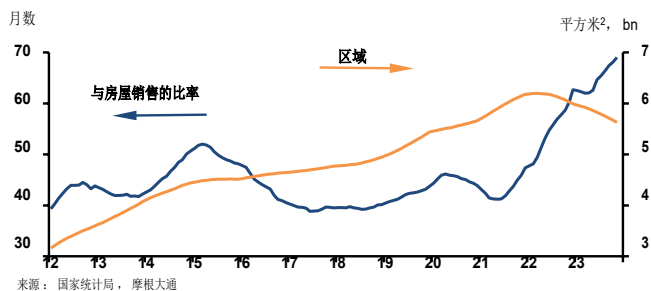


来源：CRIC，摩根大通

另一个供应方面的问题是严重的库存过剩。尽管新房开工大幅减速，并继续努力优先交付房屋，但在建的新房仍然超过 5 年的新房销售（图 3.5）。如果我们考虑到二级房屋市场的额外供应，这个问题就更令人担忧。

因此, 我们预计 2024 年住房市场活动将继续下降, 换句话说, 2024 年住房市场触底的可能性相对较低。

图 3.5: 在建新房



来源: 国家统计局, 摩根大通

正如过去两年所观察到的那样, 我们预计 2024 年新房价将相对稳定。政府已经采取了以大规模的成交量调整为代价来保护新房价格的策略。到目前为止, 该策略是有效的。尽管如此, 二手房价格波动更大, 近几个月房价下跌似乎正在加速。如果二次房价跌破新房价格, 风险在于对新房价格的行政控制可能不再起作用, 新房价格和二次房价之间以及房价和住房交易之间的负反馈循环可能会加剧。

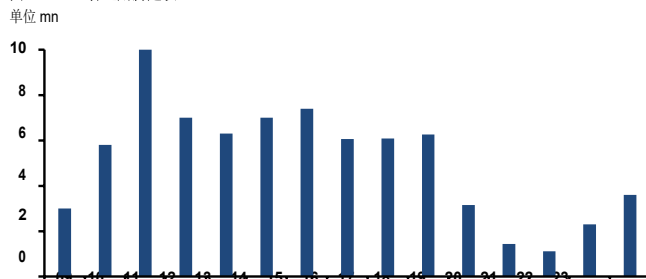
这意味着房地产市场将继续拖累经济增长。房地产投资占 GDP 的百分比已从 2020 年的峰值 13.9% 降至 2023 年的估计 9.6%。按增加值计算, 房地产行业对 GDP 的贡献 (包括建筑和房地产服务) 已从 2020 年的 14.4% 下降至截至第三季度的 12.7%。我们的估计表明, 房地产市场调整在 2022 年和 2023 年将实际 GDP 增长降低了 1.2 - 1.4%。

这就是为什么公共住房在宏观稳定工作中很重要的原因。首先, 在新的城市化进程中, 对公共住房和租赁住房的需求很大, I.Procedres 给予居住在城市但没有正式居留身份 (称为户口) 的农民工与其他城市公民 (例如Procedre 社会保障福利、购房权、教育)。受益群体可以是总人口的 18% (居住的 65% 城市化率与户口的 47% 城市化率之间的差距), 或 2.5 亿人。这种新型城镇化进程中巨大的置换需求 (从农村到城市住宅) 是当前房地产困境的出路, 而答案就在公共住房和租赁住房。

在供应方面, 过去十年公共住房规模明显下降 (图 3.6)。公共住房建设的高峰期是 2011 - 2015 年, 当时建造了 3600 万套公共住房, 随后在 2015 - 18 年进行了大规模棚户区改造 (由中国人民银行 PSL 资助)。自那时以来, 公共住房的规模在 2021 年显著下降到 110 万套。尽管规模在 2022 年之后再次增加, 但仍保持在 2 mil 左右。

近年来每年狮子单位。

图 3.6: 经济适用房建设



来源: 国家统计局, 各种媒体, 摩根大通

公共住房发展的主要制约因素是资金。过去, 公共住房主要由地方政府专项债券和土地净销售提供资金。在目前的情况下, 一个可取的政策行动是使用财政 (特别政府债券) 或货币 (e。ProcedrePSL) 建立住房稳定基金的来源。我们的基准假设是由中国人民银行资助的 1 亿元人民币一揽子计划, 以支持公共住房。相当于 2023 年房地产总投资的 8%, 可以将 2024 年房地产投资的下降幅度从 8 - 10% 降低到 2 - 4%。这一政策举措还可以服务于第二个目的: 如果公共住房从退出的开发商那里购买未开发的土地和不完整的项目, 它可以加速住房市场的库存纠正。

从长远来看, 公共住房的资金支持可以来自农村土地改革。在中国目前的两级土地制度中, 城市土地归国家所有, 住房是政府通过土地出售和开发商建设的商品。农村土地是集体所有的, 农民获得免费的土地用于居住目的, 但它是不可转让的 (这解释了农村地区的高房屋所有权比率)。在新型城镇化过程中, 城市新市民的置换需求将由大规模的公共住房和租赁住房来解决时, 还将涉及农村土地的流转和用途改变。农村土地改革的重要性, 如果实施, 可以与 20 世纪 90 年代末的住房市场改革相提并论。

4. 除了地方政府隐性债务，金融稳定需要注意什么？

自 2022 年 11 月以来，我们在住房市场重大调整后（见此处，此处和此处）强调了 LGFV（地方政府融资工具）风险。预警已经得到证实，LGFV 实体面临的压力越来越大。也引发了新一轮地方政府隐性债务化解力度。仅在第四季度，就发行了约 1.5 万亿元的地方政府再融资债券。新一轮债务置换安排，同时银行与 LGFV 实体之间进行大规模债务重组，旨在缓解流动性压力，避免 LGFV 实体发生大规模违约。

市场对这些措施反应积极。LGFV 债券的信用利差在 4Q23 显著下降，强烈认为政府隐性保护 -

。这是令人鼓舞的，但风险仍然很大。我们已经警告过 LGFV 的意外违约将对金融市场产生超量冲击的风险，由于地方政府隐性债务不透明，地方流动性压力分化，不排除这种违约。此外，目前的措施可以缓解流动性压力，但不足以提供根本性的解决方案。

然而，地方政府的隐性债务问题确实出现了被管理的问题，因此在近期的系统性风险较小。

那么，我们应该注意金融体系的脆弱性吗？CEWC 的声明列出了三个风险来源：住房，地方政府债务和中小型金融机构。诊断是正确的。尽管住房和地方政府的隐性债务引起了大多数关注，但银行系统，尤其是区域性银行，可能会面临越来越大的压力（请参阅链接）。

The risk associated with regional banks is not new. In fact, the problem for regional banks imalized in 2019, as exemme - plified in the failure of Pahang Bank, Jinzhou bank and 恒丰 bank. In the 4Q09 regular - latory assessment identified 545 banks as

戈里），约占银行总数的 12.4% (按number).

区域性银行比大银行风险更大，部分原因是to 对其业务运营的地缘政治限制和高 呃集中风险。例如，面积较大的地区住房 市场调整或地方政府面临更多压力 - 隐性债务自然会增加更多压力在地区 - 该地区的美国银行。

地区性银行在其业务运营中也往往存在更多问题，例如地方政府对业务决策的更强影响、更高的负债成本（争夺存款）、更脆弱的资金来源和更高风险的资产（争夺高质量资产或借款人）。缺乏专业知识也增加了这些风险。

区域性银行规模，若包括城市商业银行和农村金融机构，截至 3Q23 合计 108.5 万亿元，i。Procedres.占银行总资产的 26.5%，占 GDP 的 87%。规模小于大型商业银行（173.2 万亿元），但大于股份制商业银行（69.6 万亿元）。从数量上看，区域性银行主导着银行系统。在中国人民银行《2023 年金融稳定报告》（12 月 22 日发布）中，压力测试涵盖了 19 家国内系统重要性银行（D-SIBs，包括所有大型银行、大多数股份制商业银行和少数城市商业银行）和 3966 家非 D-SIBs。

图 4.1：商业银行不良贷款率

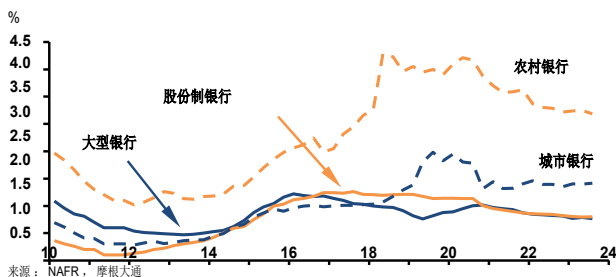


图 4.2：商业银行拨备覆盖率

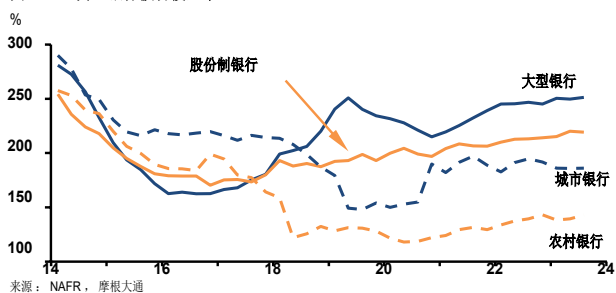
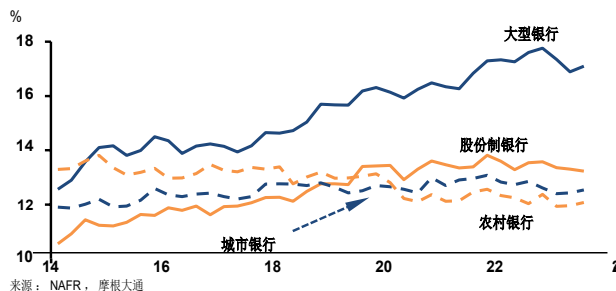


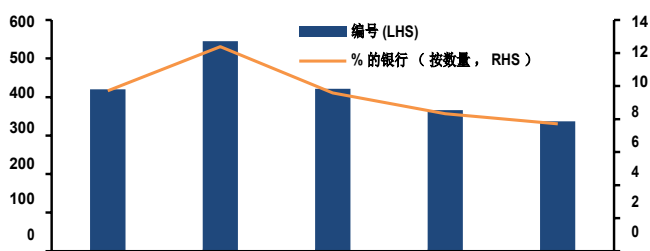
图 4.3：商业银行资本充足率



监管指标显示，区域性银行的不良贷款率一直较高（图 4.1），而贷款损失准备率和资产回报率较低（图 4.2）。资本充足率一般高于监管要求，但区域性银行尤其是农村商业银行的资本充足率明显较低（图 4.3）。

在最新的金融稳定报告中，似乎银行体系的压力已经明显缓解。上述监管指标在 2019 年恶化，但自 2020 年以来似乎已经稳定或改善。监管机构确定的高风险银行数量从 2009 年第 4 季度的 545 家银行下降到 23 年第 4 季度的 337 家银行，占银行总数的 12.4% 到 7.7%（按数量计算，图 4.4）。

图 4.4：高风险（8-D 类）银行



来源：中国人民银行，摩根大通

然而，这可能会产生误导，因为它可能反映出在 COVID 爆发后被剥夺的风险评估或监管宽容政策的影响。

例如，截至 2013 年第三季度，LGFV 贷款达到 44 万亿元人民币（占银行贷款总额的 18.8%）。独立的信用风险可能很高，因为 76% 的 LGFV 的现金与短期债务比率低于 1，其中 11% 的利息覆盖率低于 1。但是报告的 LGFV 贷款的不良贷款率非常低（根据个别银行的年度报告，远低于 1%），因为没有由于政府的隐性担保而导致的违约。虽然最新的地方政府债务化解措施可以缓解流动性压力，减少不良贷款核销，但成本来自于其他形式，如债务重组中的减记损失、新增贷款挤出、信贷配置扭曲、银行利润走弱和银行资本侵蚀等。

同样，中国人民银行扩大了其结构性货币政策操作，以鼓励银行向目标部门提供贷款。截至第 3 季度，中小企业 / 普惠性融资贷款增长 24.1% 至 28.74 万亿元，绿色贷款增长 36.8% 至 28.58 万亿元，农村相关贷款增长 15.1% 至 55.8 万亿元。即使考虑到这些贷款的任何重叠，这些政策鼓励的定向贷款的总规模也可能占银行贷款总额的 30 - 40%。问题是这些贷款是业务可行的，还是可以通过常规贷款实践来证明。国家金融监督管理总局报告说，平均贷款

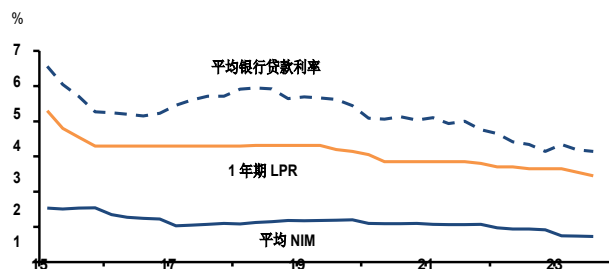
新增中小企业贷款利率降至 3.68% 的历史新低（与 2017 年为 7.9%），这从政策制定者的角度来看是积极的，但银行可能承担了过多的风险。到目前为止，这些贷款的不良贷款率很低，但也许只是因为 COVID 疫情爆发后，这些地区非常强劲的贷款增长和常青贷款的监管忍耐。监管宽容的结束可能导致这些领域信贷质量的显著恶化。

与区域性银行相比，大型银行处于更有利的地位。但他们也不能幸免于风险。一个警告信号是，净息差从 2019 年底的 2.2% 降至 23 年第三季度的 1.725%（图 4.5），大型银行的 NIM 同期从 2.12% 降至 1.66%（图 4.6）。这已经跌破了传统的 1.8% 的门槛，低于这个门槛，银行将面临负面风险。

信贷周期的反馈循环（利润下降、资本疲软、贷款约束、经济放缓和利率进一步降低）。资本充足率的约束可能是中国主要银行的问题，因为有 5 家中资银行（农行、中行、建行、工行和交通银行）被列入 GSIB 名单（全球系统重要性银行），预计未来几年 TLAC（总损失吸收能力）缺口约 2.9 万亿元。进一步降低实体经济资金成本的压力也。

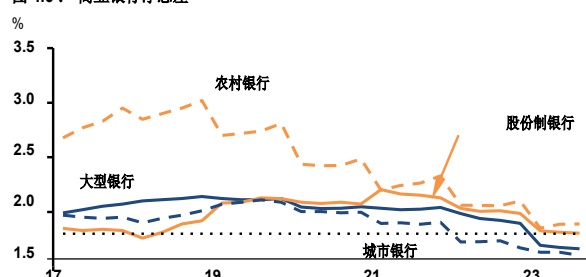
这给银行业带来了挑战。

图 4.5：银行贷款利率和净利率



来源：CEIC，中国人民银行，摩根大通

图 4.6：商业银行净息差



来源：NAFR，摩根大通

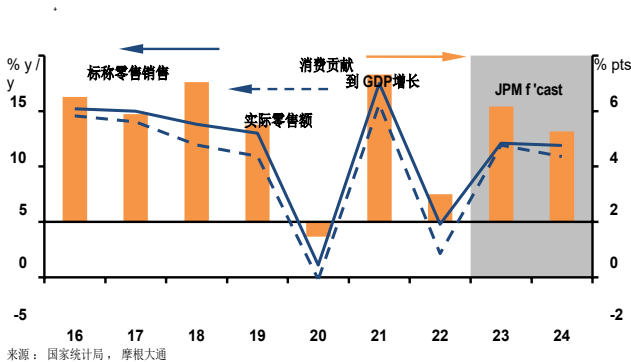
5. 什么会推动消费？

自流行以来，消费表现一直不稳定。在大流行前的几年 (2018 - 19 年)，消费对 GDP 增长的贡献平均为 61% (或 3.9%)。对 GDP 增长的贡献在 2020 年转为负值，为 -7% (或 -0.15% pt)，这是有史以来第一次也是唯一一次，并在 2021 年反弹至 58% (或 4.9% pts)。2022 年，由于严格的 COVID 限制，消费对 GDP 增长的贡献再次降至 33% (或 1% pt)。重新开放后，消费是 2023 年的主要增长动力，前三季度对 GDP 增长的贡献为 83% (或 4.3%) (图 5.1)。尽管如此，2.5% 的四年平均贡献率远低于大流行前的年份。

消费的一个关键组成部分是零售销售，零售销售 -

2020 年和 2022 年出现负增长。2020 - 23 年零售额年平均累计增长率仅为 3.7% (实际增长率为 2.2%)，远低于 2018 - 19 年的平均增长率 (名义增长率为 8.4%，实际增长率为 6.4%，见图 5.1)。消费下降拖累了中国经复苏。

图 5.1：零售销售和消费对 GDP 增长的贡献



重新开放后的消费缓慢复苏主要是由于两个原因。首先，家庭收入预期仍然疲弱，因此消费倾向尚未完全恢复。其次，政府尚未推出有意义的消费刺激措施。

国家统计局消费者信心调查显示，包括收入预期和就业预期在内的消费者信心在 2022 年 (上海封锁后) 崩溃，但在 2023 年经济重新开放后仍继续保持在疲软水平 (图 5.2)。实地调查表明，一些监管逆风部门 (例如，Procedre 教育教程、互联网、金融服务和住房) 和政府雇员面临工作安全问题和减薪压力。因此，在过去十年中，越来越多的中上收入家庭群体观察到的消费升级趋势已被取代。

消费降级。这也提出了官方统计数据的可信度问题，即家庭可支配收入在过去四年中累计增长了 28%，其中城市家庭增加了 22%，农村家庭增加了 35% (图 5.3)。

图 5.2：消费者信心指数

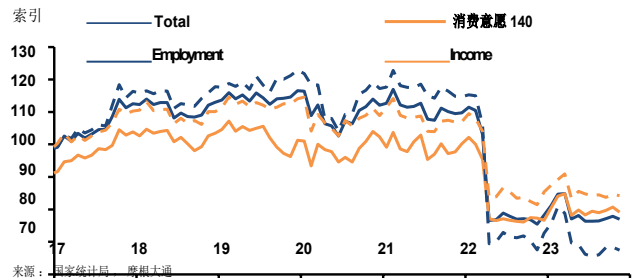
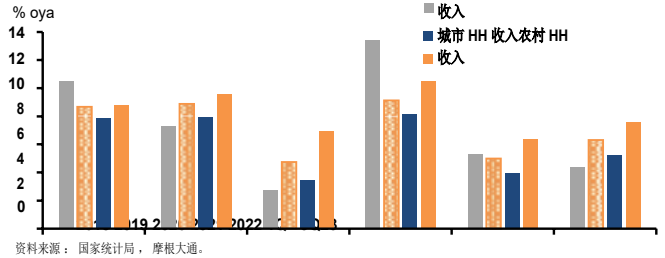
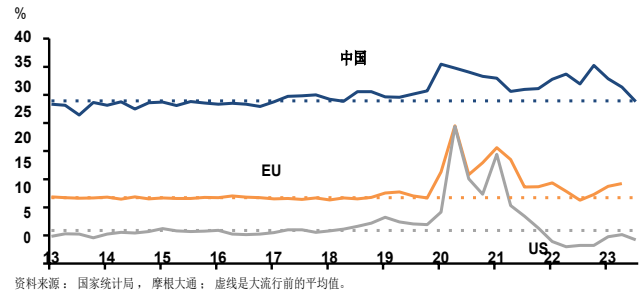


图 5.3：家庭收入增长



一种可能的解释是劳动力市场的结构性失衡和家庭之间的收入增长不平衡。例如，一些“白领部门的收入增长可能慢得多，甚至收入更低，但是”鉴于就业机会的增加，蓝领部门和低端服务业的收入增长可能会更强劲，但这些部门的劳动力供应有限。

图 5.4：家庭储蓄率

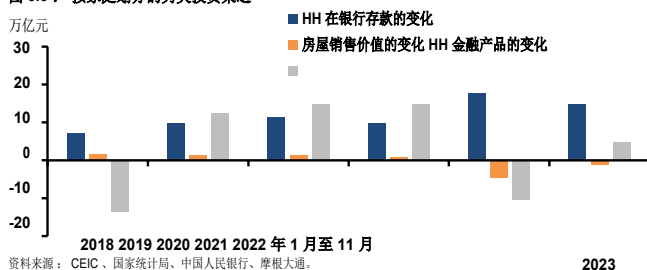


收入预期疲弱的后果是消费的缓慢复苏和家庭的持续过度储蓄。中国家庭储蓄率的动态与欧洲更相似，因为储蓄率仍高于大流行前的水平。这与美国形成鲜明对比。

家庭，这些家庭的储蓄率已降至大流行前的水平以下，过度储蓄的支出归因于强劲的消费复苏(图 5.4)。

消费倾向的缓慢恢复还反映在家庭存款的大量增加上。2022 年，银行体系居民存款同比增长 17.8 万亿元，远高于 2021 年 9.9 万亿元的增量和 2020 年前峰 11.3 万亿元。2023 年居民存款继续大幅增加，前 11 个月增加 14.7 万亿元（符合。2022 年同期增加 14.9 万亿元）。家庭存款的大幅增加部分是由于购房支出减少以及股票市场或理财产品的金融资产搬迁（图 5.5），部分是由于预防性储蓄，特别是来自中上收入家庭的预防性储蓄。

图 5.5：按家庭划分的另类投资渠道



资料来源：CEIC、国家统计局、中国人民银行、摩根大通。
注：理财产品包括理财产品、股票、基金产品、保险和债券。

什么将决定 2024 年的消费前景？我们的基线预测是消费增长 6%（按实际价值计算），其中 5% 来自收入增长，1% 来自家庭储蓄率调整到大流行前的水平。

风险可能偏向下行。首先，收入增长可能弱于官方统计数据，如果样本偏向于就业工人或偏向于就业部门，则可能会发生这种情况。其次，2023 年企业部门的利润增长疲软可能表明劳动力市场状况出现延迟 / 疲软的改善，这将影响收入增长。第三，没有迹象表明消费者信心会很快改善，尤其是在中高收入家庭中。

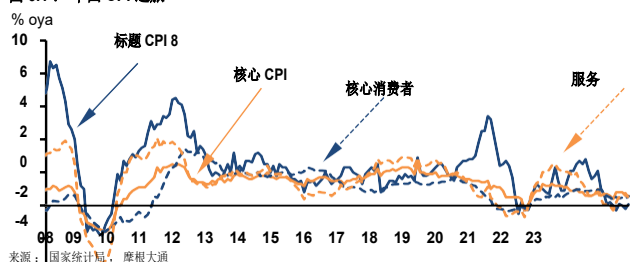
另一方面，也可能存在上侧风险的来源。正如我们在过去几年中观察到的那样，我们的基线预测并未假设 2024 年有任何有意义的消费刺激措施。强烈推荐的政策选项，i。Procedres.消费券或 e-CNY 支付，被采用的可能性非常低。但我们不排除其他消费支持措施的可能性。在 2023 年，有一些间接的措施来支持消费，例如降低未偿还抵押贷款的抵押贷款利率，增加老年人和儿童保育的税收减免。政府可能考虑的政策选择。

包括：（1）针对特定产品的消费刺激措施，例如 7 月下旬国家发改委指南中规定的汽车，家用电器，文化旅游；（2）增强社会保障覆盖面，以减少预防性储蓄并鼓励新生儿（尽管规模趋于有限，影响趋于渐进）；（3）打击雇主拖欠工资的行为。

6. 通货紧缩会在 2024 年结束吗？

中国在通胀动态方面是一个异常值。中国没有像其他国家那样在重新开放后面临共同的通胀压力，而是面临着加剧的通缩压力。截至 2023 年 11 月，中国的整体 CPI 下降了 0.5% (图 6.1)，PPI 下降了 3.0%。GDP 在第二季度和第三季度都为负 -1.4%，并可能在第四季度扩大至 -1.7%。

图 6.1：中国 CPI 通胀



来源：国家统计局，摩根大通

通货紧缩是各种因素的结果。在外部方面，全球商品价格在中国重新开放后处于通货紧缩周期，11 月下跌 7.9% (6 月底部为 -24.9%，图 6.2)。这导致了 PPI 通缩，并降低了 CPI 中的能源价格成分。在国内方面，11 月食品价格下跌 4.2% (与 1 月份 +6.2%)，主要是由于猪肉价格下跌 (从 1 月份的 11.8% oya 下降到 11 月份的 -31.8% oya)。这是 CPI 通缩的主要原因。

图 6.2：中国 PPI 与全球大宗商品价格指数



来源：国家统计局，摩根大通

国内需求和供应之间的不平衡 (生产恢复比消费更早和更快)，部分是政策导致的，导致核心 CPI 通胀降低 (从 1 月份的 1.0% oya 到 11 月份的 0.6% oya)。在细分中，核心消费者价格通胀从 1 月份的 1.0% oya 降至 11 月份的 0.6% oya，服务业通胀从 1 月份的 0.8% oya 降至 11 月份的 0.5% oya。此外，房价下跌 (因此房屋租金面临下行压力) 和劳动力市场疲软 (工资增长缓慢) 也是反通胀因素。

我们预计通货紧缩将在 2024 年结束，因为上述因素可能会朝着相反的方向发展。首先，全球大宗商品价格可能会上涨。JPM Commodity Research 预测，2024 年布伦特原油将上涨 15%，而贱金属价格则涨跌互现 (铜：5%；铝：11%；铁矿石：-19%)。到 2024 年中期，中国的 PPI 可能会逐步摆脱通缩，全年平均水平在 0.2% 左右 (而 2023 年 -3.0%)。CPI 中的能源价格成分将不再是拖累因素。其次，猪肉供应已经稳定，因此猪肉价格可能会在目前的低位附近触底。随着猪肉价格拖累的减少 (贡献 -11 月 CPI 为 0.6%)，整体 CPI 可能会转回 -

在 1Q24。

虽然通货紧缩可能在 2024 年结束，但低通胀环境将持续到 2024 年。我们对 2024 年平均 CPI 的预测为 0.9%，仍远低于 2% 的长期平均水平。首先，国内需求和供应之间的不平衡将继续，因为政策仍然将投资优先于消费。在可预见的未来，核心 CPI 通胀可能会保持在低水平 (0.5 - 1%)。需求不足。

导致国内和国际生产者之间的价格竞争加剧。虽然中国出口反通胀有助于全球反通胀动态 (主要是消费品价格)，但也引发了对不公平竞争的批评，引发了反倾销担忧 (例如，Procedre 美国和欧盟在电动汽车上的贸易争端)。其次，房地产市场疲软和工资增长缓慢的拖累不会缓解。

最后，中央银行的通胀目标一直偏向低端。尽管几乎每年都将年度通胀目标设定在“约 3%”，但中国人民银行一直容忍 (且自在) 低于目标。两者

中长期平均 CPI 通胀率为 2%。尽管当前的通货膨胀率显着低于目标，并且存在政策辩论，中国人民银行是否也应引入较低的目标通货膨胀率。

我们的 2024 年通胀前景有两个重要影响。首先，随着通货紧缩的结束，中国的名义 GDP 增长将高于 2023 年 (摩根大通预测：2024 年为 5.5%，2023 年为 4.1%)。其次，国内通胀的近期发展

全球金融状况的动态和变化可能会在 2024 年引发更早和更多的政策降息。我们最近将下一次降息的预测时间提前到第一季度 (可能在 3 月，之前是 2024 年中期)，第三季度将进一步降息 (可能在 9 月)。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/448004065016006030>