

加快改革步伐，應對外部風險

- ◆ 中美貿易緊張局勢可能會影響中國的經濟增長，但也可能創造新的契機……
- ◆ ……例如，結構性改革可能會加快，尤其是財政改革
- ◆ 其核心目標在於提升財政可持續性並理順中央與地方財政關係

中國數據回顧（2025年1月）¹

- 受春節假期提前至1月（去年為2月）的推動，中國1月份**整體消費價格指數按年漲幅**回升至0.5%。**核心消費價格指數**按年增速連續第四個月回升，上漲0.6%，因假期期間強勁的出行活動推動了服務消費增長。在生產端，**生產價格指數按年降幅**保持在2.3%不變，工業產品需求疲軟可能對價格形成壓力。
- 中國1月份**國家統計局採購經理人指數**顯示，**製造業**普遍收縮，**建築業**活動下降，**服務業**增長趨勢有所放緩。儘管因務工人員返鄉，春節假期提前可能對經濟活動造成一定影響，但這些影響應已在很大程度上被季節性調整抵消。因此，經濟活動數據走弱意味著需要採取更多措施來促進復甦。我們預計今年將有力度較強的政策支持，財政刺激或將成為主導，但具體細節需等待3月全國「兩會」揭曉。
- **信貸增長**在1月份迎來強勁的季節性開局，主要受長期**企業貸款**激增（4.8萬億元人民幣）以及**政府債券發行量**高於往年（6,930億元人民幣）推動。家庭長期貸款數據的改善也是令人鼓舞的跡象。**社融規模**單月增量（7.1萬億元人民幣）創下歷史新高，按年增速穩定在8%。不過，此輪信貸增長的可持續性仍有待觀察，我們認為政策制定者將需要加大支持力度，以幫助緩衝全球不利因素加劇對經濟增長的影響。

¹ 資料來源：萬得資訊、滙豐銀行

加快改革步伐，應對外部風險

財政可持續性成為關注焦點

儘管外部不確定性加劇及貿易緊張局勢升級可能給中國經濟帶來更多挑戰，但這也可能成為推動更有力的財政寬鬆和結構性改革的催化劑。在去年三中全會提出的政策舉措中，**財政可持續性被視為一項重要的長期目標**，對恢復地方政府財政紀律和應對債務風險至關重要。我們預計，更多具體細節將在3月初召開的全國人大會議上公佈。

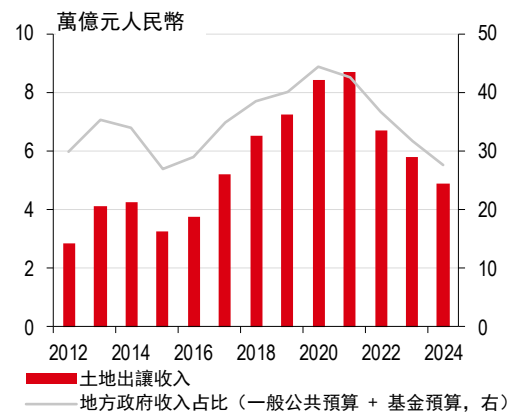
財政改革提速

改革勢在必行，以理順中央與地方財政關係

2024年7月，三中全會承諾深化中國財政改革，並提出三大重點方向：健全預算制度、健全稅收制度以及**理順中央與地方財政關係**；其中，中央與地方財政關係的調整最受關注。近期推出的12萬億元人民幣地方政府債務置換是緩解地方政府短期財政壓力的積極舉措，但要實現財政可持續性，並防止地方政府債務壓力再次累積，還需要採取更多的措施。

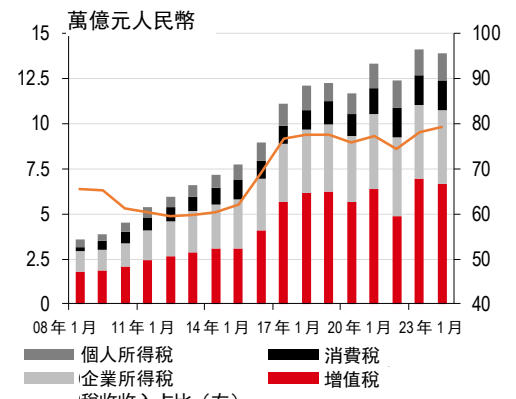
在眾多措施中，**建立符合激勵相容原則的中央與地方財政框架**將發揮關鍵作用。這可能包括提高地方政府的收入分成比例，增加中央政府的支出責任。事實上，受近期經濟放緩和房地產市場調整影響，地方政府的傳統收入來源已連續四年下降，累計減少3.8萬億元人民幣。

圖 1：土地出讓收入已經連續四年下降



資料來源：萬得資訊、滙豐銀行

圖 2：中國四大稅種合計占稅收收入總額的 80%



資料來源：萬得資訊、滙豐銀行

稅收改革

消費稅改革旨在增加地方政府財政收入

稅收改革將成為理順中央與地方財政關係的基石。其中一個例子是將消費稅的徵收環節從生產端轉移至消費端，**並將部分稅收收入劃撥給地方政府**。這應會提振地方稅收收入，並激勵地方政府更加關注消費增長。此外，稅收改革還可能著眼於更好地適應新興產業（例如數字經濟）、支持重點領域（例如綠色發展），以及透過提高直接稅比重來簡化稅制結構。

加強預算管理

強化財政資源管理

三中全會提出，要把各類政府資源**納入預算管理**，以提高資源配置效率並增強財政紀律，包括預算內和預算外的收入與支出。在支出管理方面，零基預算（即每個財政年度所有支出均需重新評估和論證）在多個試點專案推進後將進一步推廣，同時預計將引入績效導向的管理方式，以優化預算管理。

即將發佈的中國主要經濟數據

日期	指標	前值
2月20日	1年期貸款市場報價利率	3.10%
2月20日	5年期貸款市場報價利率	3.60%
3月1日	國家統計局製造業採購經理人指數	49.1
3月3日	財新製造業採購經理人指數終值	50.1
3月5日	財新服務業採購經理人指數	51.0
3月7日	出口按年增長	-
3月7日	進口按年增長	-
3月9日	生產價格指數 (PPI) 按年增長	-2.3%
3月9日	消費價格指數 (CPI) 按年增長	0.5%
3月17日	社會消費品零售總額按年增長	-

資料來源：LSEG Datastream

A 股主要指數表現*

	目前	年初至今	過去1年
上證綜指	3,347	-0.15%	16.78%
深證綜指	2,033	3.88%	28.92%
滬深 300	3,939	0.1%	17.06%

 注：*過往的表現並不代表未來的回報。價格數據截至 2025 年 1 月 14 日。
 資料來源：LSEG Datastream

披露附錄

- 1 本報告發布日期為 2025 年 2 月 17 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 2 月 14 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 2024，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。

[1252711]