

Allianz Research | 21 stycznia 2025 r.

# Chiny ulepszają politykę gospodarczą, aby przeciwdziałać potencjalnym cłom

Ludovic Subran

Dyrektor ds. inwestycji i główny ekonomista grupy Allianz

[ludovic.subran@allianz.com](mailto:ludovic.subran@allianz.com)

Ana Boata

Kierownik działu badań ekonomicznych

[ana.boata@allianz-trade.com](mailto:ana.boata@allianz-trade.com)

Françoise Huang

Starszy ekonomista

[francoise.huang@allianz-trade.com](mailto:francoise.huang@allianz-trade.com)

Yao Lu

Strateg inwestycyjny

[yao.lu@allianz.com](mailto:yao.lu@allianz.com)

## W skrócie:

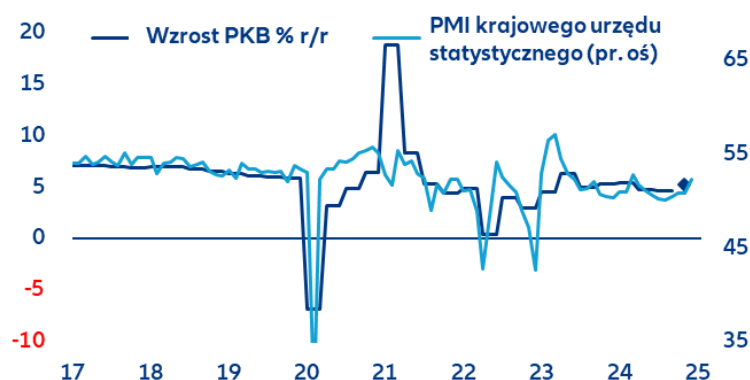
- Aktywność gospodarcza w Chinach poprawiła się w IV kwartale, a wzrost PKB Chin w 2024 r. powinien osiągnąć cel "około 5%".
- **Frontloading (zapełnianie magazynów)** przed wznowieniem wojny handlowej zwiększa eksport i powinien on pozostać siłą napędową do czasu podniesienia ceł.
- Przy **wciąż niskim zaufaniu konsumentów**, nieliczne pozytywne oznaki popytu krajowego w Chinach są w całości wynikiem łagodzenia od września 2024r. bieżącej polityki, co musi być kontynuowane w tym roku, aby mogła ona w trwały sposób wpłynąć na poprawę nastrojów konsumentów.
- Tymczasem **rynek chińskich akcji ma za sobą najgorszy początek roku od dziewięciu lat**.
- Można spodziewać się więcej po "bardzo proaktywnej" polityce fiskalnej, z dalszym naciskiem na konsumpcję prywatną poprzez rozszerzenie programu wymiany dóbr trwałych, wspieranie utrzymania dochodów gospodarstw domowych i wzmocnienie elementów zabezpieczenia socjalnego.
- Ostatecznie jednak intensywność i skala działań chińskich władz będą pochodną odpowiedzi na to, jak bardzo spadnie handel z powodu spodziewanych wyższych ceł. Szczegóły zostaną ujawnione dopiero na początku marca. Po stronie monetarnej, w bardzo krótkim , PBOC prawdopodobnie skupi się bardziej na wygładzeniu ścieżki kursu USDCNY i rentowności obligacji skarbowych. Spodziewamy się kolejnej obniżki stóp procentowych dopiero w II kwartale. Ogólnie rzecz biorąc, w Allianz Trade spodziewamy się wzrostu PKB na poziomie +4,6% w 2025 roku.

## Chiny – strategia trade in, trade out<sup>1</sup>

Zmiana polityki Chin od końca września doprowadziła do poprawy aktywności gospodarczej w IV kwartale i prawdopodobnego osiągnięcia celu wzrostu "około 5%" na 2024 rok. PKB Chin wg. wstępnych szacunków wzrósł o +5,1% r/r w IV kwartale ubiegłego roku (po +4,6% w poprzednim kwartale), co pozwoliło na osiągnięcie całorocznego wzrostu na poziomie +4,9%. Ostatnie publikacje danych sugerują, że chińska gospodarka zakończyła 2024 r. na stosunkowo dobrym poziomie (wykres 1), przy czym ankiety PMI w sektorach usług i budownictwa wzrosły w grudniu, a odczyty PMI dla przemysłu pozostawały w obszarze wzrostu. Te ostatnie były prawdopodobnie wspierane przez eksport, który w grudniu wzrósł o +10,7% r/r (po +6,7% w poprzednim miesiącu). W grę wchodzi najprawdopodobniej **frontloading przed prawdopodobnym wznowieniem wojny handlowej w tym roku**, który powinien pozostać siłą napędową w nadchodzących miesiącach, zanim zostaną wprowadzone wyższe stawki celne. **W ujęciu krajowym popyt w Chinach jest nadal nierówny**, z nierówną sprzedażą detaliczną, bardzo wczesnymi zielonymi pączkami wzrostu w sprzedaży mieszkań, spowolnieniem w budownictwie mieszkaniowym i ogólnym spowolnieniem inwestycji prywatnych. Przy wciąż niskim zaufaniu w sektorze prywatnym, kilka pozytywnych zmian w popycie krajowym jest prawdopodobnie w całości wynikiem wsparcia politycznego od końca września, które powinno być w tym roku utrzymane, aby mogło trwale poprawić nastroje.

<sup>1</sup> Na rynku finansowym strategia kupowania akcji, walut lub innych instrumentów finansowych i szybkiego ich dyskontowania (sprzedaży)

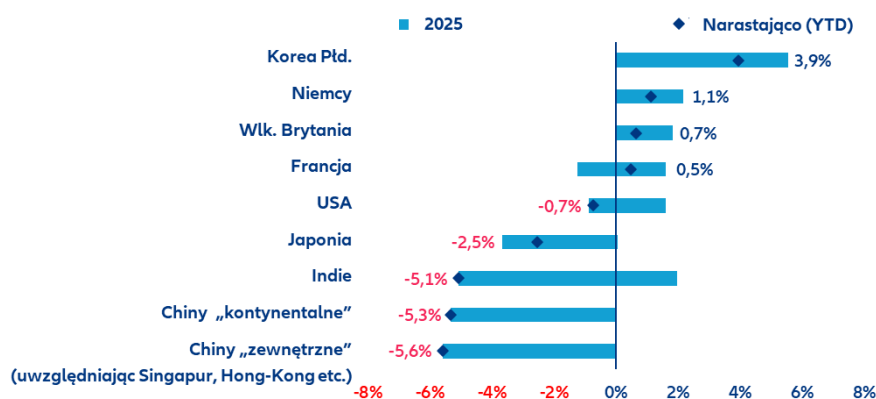
Wykres 1: Wzrost PKB w Chinach (% r/r) i złożony wskaźnik PMI Krajowego Urzędu Statystycznego



Źródła: źródła krajowe, LSEG Datastream, Allianz Research

W warunkach niskiego zaufania i niskiej presji cenowej rynki akcji odnotowały najgorszy początek roku od dziewięciu lat. Benchmarki onshore i offshore spadły o -5,3% i -5,6% w ciągu pierwszych dziewięciu dni handlowych 2025 r., osiągając gorsze wyniki niż globalne odpowiedniki (wykres 2). Tendencja spadkowa utrzymuje się od początku października ubiegłego roku, ponieważ nagromadzone oczekiwania inwestorów zostały osłabione przez ciągłe opóźnienia i brak szczegółów dotyczących rządowych bodźców stymulacyjnych.

Wykres 2: Globalne wyniki akcji w pierwszych dziewięciu dniach handlowych 2025 r.



Źródła: LSEG Datastream, Allianz Research

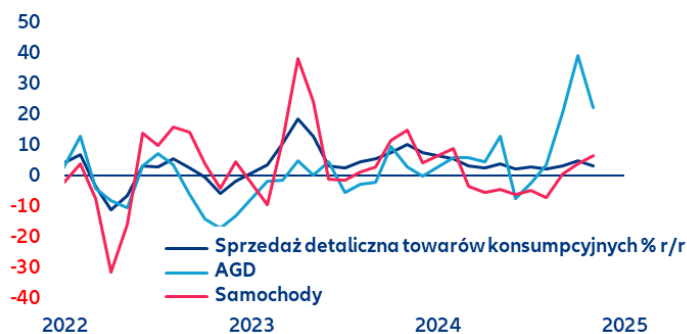
Uwagi: Dane na dzień 13 stycznia 2025 r.; Wyniki rynkowe są zastępowane całkowitymi zwrotami z następujących benchmarków: S&P 500 dla USA, FTSE 100 dla Wielkiej Brytanii, DAX dla Niemiec, CAC 40 dla Francji, CSI 300 dla Chin kontynentalnych, Hang Seg Index dla Chin „zewnętrznych”, TOPIX dla Japonii, Nifty 50 dla Indii i KOSPI dla Korei Południowej.

W Allianz Trade spodziewamy się kolejnego roku niskiego wzrostu zysków w warunkach utrzymującej się krajowej presji deflacyjnej. Podczas gdy rząd zobowiązał się do zwiększenia wsparcia dla konsumentów, rynek nieruchomości, który stanowi znaczącą część aktywów chińskich gospodarstw domowych, wykazuje ograniczone oznaki ożywienia (przy ogólnym spadku cen i utrzymujących się wysokim poziomie niesprzedanych mieszkań) - co ostatecznie istotnie wpływa na konsumpcję gospodarstw domowych. Presja na deprecjację renmibi RMB, wraz ze zbliżającą się (czy oczekiwaną) nową falą amerykańskich ceł, może dodatkowo osłabić zaufanie konsumentów. W międzyczasie problemy z nadpodażą prawdopodobnie utrzymają się ze względu na intensywną konkurencję na rynku wewnętrznym, napięcia geopolityczne mają negatywny wpływ na eksport a rząd nieodmiennie koncentruje się na inwestycjach produkcyjnych. Spodziewamy się więc bardzo umiarkowanego wzrostu inflacji do 1% w 2025 r. po 0,2% w dwóch poprzednich latach. Pomimo stosunkowo atrakcyjnych wycen w porównaniu zarówno ze średnimi historycznymi jak i z globalnymi odpowiednikami, wspomniane słabe aktualnie fundamenty gospodarki pozostają kluczowym problemem w wycenie chińskich akcji.

**Dalsze poluzowanie polityki fiskalnej, miejmy nadzieję będzie skoncentrowane na konsumentach, a jego skala będzie funkcją odpowiedzi na wyzwania zewnętrzne.** Chińskie władze są aktywne we wspieraniu swą polityką rynku od września ubiegłego roku, choć (jak na razie) nie spełniło ono oczekiwań rynku. Najnowsze zapowiedzi ze stycznia br. dostarczają wskazówek na temat tego, jak luzowanie fiskalne przybierze kształt w tym roku. W 2025 r. polityka fiskalna będzie "bardzo proaktywna" (zgodnie z oficjalnym językiem, w porównaniu z "proaktywną" wcześniej), poprzez zwiększony oficjalny cel deficytu (prawdopodobnie blisko 4% PKB w porównaniu z 3% w 2024 r.) oraz kwoty

emisji obligacji rządowych (np. 2-3 bln RMB ultra-długoterminowych specjalnych obligacji rządu centralnego w porównaniu z 1 bln RMB w 2024 r.). Dokładne liczby zostaną ujawnione dopiero podczas "dwóch sesji" na początku marca. Najważniejszą kwestią będzie to, w jaki sposób poluzowanie polityki fiskalnej wesprze krajową konsumpcję prywatną. Władze ogłosiły już, że zeszłoroczny program wymiany konsumenckiej zostanie przedłużony i rozszerzony na 2025 rok. Program ten z powodzeniem wsparł sprzedaż detaliczną sprzętu AGD i samochodów, ale nie zdołał w pełni zmienić nastrojów konsumentów na lepsze (wykres 3). Konieczne są dalsze środki wspierające utrzymanie dochodów gospodarstw domowych i wzmacniające sieć zabezpieczenia socjalnego. Ostatecznie intensywność i skala złagodzenia polityki fiskalnej będzie zależęć od tego, jak duże będą nadchodzące uderzenia we wzrost gospodarczy, w szczególności wynikające z wznowienia wojny handlowej z USA.

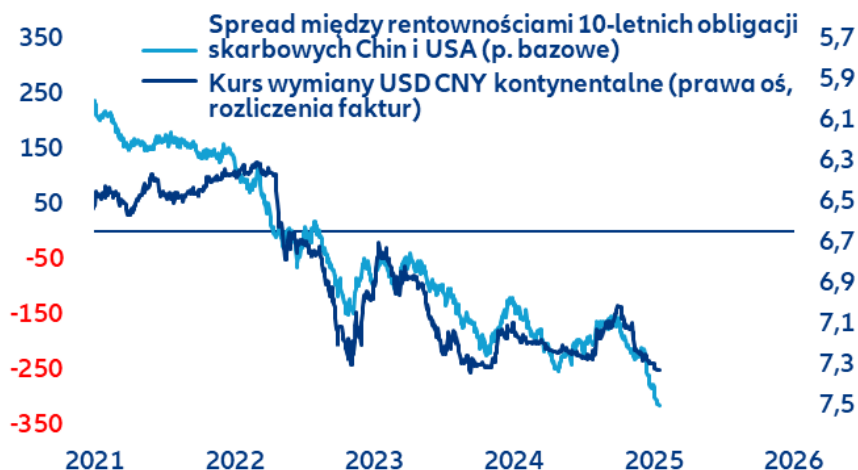
Wykres 3: Sprzedaż detaliczna w Chinach (% r/r) - towary konsumpcyjne ogółem i kategorie objęte programem wymiany konsumenckiej w 2024 r.



Źródła: źródła krajowe, LSEG Datastream, Allianz Research

**Polityka pieniężna: balansowanie między luzowaniem a stabilnością walutową.** Oczekiwane zmiany w polityce Stanów Zjednoczonych (zarówno wewnętrznej, jak i zewnętrznej) już wywierają wpływ na Chiny poprzez kanał walutowy: CNY osłabił się o 3% w stosunku do USD w październiku-listopadzie ubiegłego roku, a kurs USD-CNY (Chiny kontynentalne) przekroczył poziom 7,3 na początku 2025 r. po dwóch tygodniach oporu. Trwające osłabienie waluty jest również wynikiem polityki wewnętrznej Chin. Rzeczywiście, **9 grudnia 2024 r. zmieniono nastawienie polityki pieniężnej z "ostrożnego" na "umiarkowanie luźne" (ostatni raz miało to miejsce w listopadzie 2008 r.)**, podsycając oczekiwania rynku na zbliżające się duże cięcia stóp procentowych. Spread między rentownościami 10-letnich obligacji skarbowych Chin i USA przekroczył w styczniu -300 pb, osiągając rekordowo niski poziom (zob. wykres 4). Podczas gdy słabsza waluta teoretycznie wspiera eksport, chińscy decydenci będą ostrożni, jeśli chodzi o wpływ na przepływy finansowe i zaufanie krajowe. Na konferencji prasowej w ubiegłym tygodniu powtarzano, że polityka pieniężna jest "umiarkowanie luźna", ale Bank Ludowy Chin (PBOC) zwrócił również uwagę na znaczenie stabilności walutowej. Sugeruje to, że **w najbliższym czasie decydenci mogą być bardziej skoncentrowani na wygładzaniu ścieżki kursu USDCNY niż na obniżaniu stóp procentowych - spodziewamy się kolejnego takiego ruchu dopiero w II kwartale tego roku** (-10 pb do siedmiodniowej stopy reverse repo).

Wykres 4: Spread rentowności 10-letnich obligacji rządowych Chin-USA (pb) i kurs USDCNY na łądzie



Źródła: LSEG Datastream, Allianz Research

---

**Kontakt z Allianz Trade**

Grzegorz Błachnio

+48 601 056 830

[grzegorz.blachnio@allianz-trade.com](mailto:grzegorz.blachnio@allianz-trade.com)**Kontakt z multiAN PR**

Artur Niewrzędowski

+ 48 509 433 874

[artur.niewrzedowski@multian.pl](mailto:artur.niewrzedowski@multian.pl)

---

Oceny te, jak zawsze, podlegają poniższemu zastrzeżeniu.

**STWIERDZENIA DOTYCZĄCE PRZYSZŁOŚCI**

Stwierdzenia zawarte w niniejszym dokumencie mogą obejmować perspektywy, stwierdzenia dotyczące przyszłych oczekiwań i inne stwierdzenia dotyczące przyszłości, które opierają się na bieżących poglądach i założeniach kierownictwa i wiążą się ze znanym i nieznanym ryzykiem i niepewnością. Rzeczywiste wyniki, wydajność lub zdarzenia mogą się znacznie różnić od tych wyrażonych

lub sugerowanych w takich stwierdzeniach dotyczących przyszłości.

Takie odchylenia mogą wynikać m.in. z (i) zmian ogólnych warunków gospodarczych i sytuacji konkurencyjnej, w szczególności w zakresie podstawowej działalności Grupy Allianz i na podstawowych rynkach, (ii) wyników rynków finansowych (w szczególności zmienności rynku, płynności i zdarzeń kredytowych), (iii) częstotliwości i dotkliwości ubezpieczonych zdarzeń szkodowych, w tym katastrof naturalnych, oraz rozwoju kosztów szkód, (iv) poziomów i trendów śmiertelności i zachorowalności,

(v) poziomu uporczywości, (vi) w szczególności w działalności bankowej, zakres niewykonania zobowiązań kredytowych, (vii) poziomu stóp procentowych, (viii) kursy wymiany walut, w tym kurs wymiany EUR/USD, (ix) zmiany przepisów prawa i regulacji, w tym przepisów podatkowych, (x) wpływ przejęć, w tym związane z nimi kwestie integracji, oraz środki reorganizacyjne,

a także (xi) ogólne czynniki konkurencyjne, w każdym przypadku w skali lokalnej, regionalnej, krajowej i/lub globalnej.

Wystąpienie wielu z tych czynników może być bardziej prawdopodobne lub bardziej wyraźne w wyniku działań terrorystycznych i ich konsekwencji.

**BRAK OBOWIĄZKU AKTUALIZACJI**

Firma nie zobowiązuje się do aktualizowania jakichkolwiek informacji lub stwierdzeń dotyczących przyszłości zawartych w niniejszym dokumencie,

z wyjątkiem wszelkich informacji, których ujawnienie jest wymagane przez prawo.

Allianz Trade to znak towarowy używany do oznaczania szeregu usług świadczonych przez Euler Hermes.