

專家分析： 中國增長的隱憂：風險、機會與前景



Vincent MORTIER
副投資總監兼亞洲
(日本除外) 業務主管



Alessia BERARDI
宏觀經濟研究部副主管



Angelo CORBETTA
亞洲股票部主管



Esther LAW
新興市場債務
投資組合經理

參與撰文：

Debora Delbo'
高級策略師

Nicholas McConway
中國股票投資組合經理



- **經濟：**軟著陸和溫和的政策扶持。我們認為中國經濟增長率將會繼續放緩。中國 2019 年第三季國內生產總值增長 6.0%（當局曾預測按年增長介乎 6.0%至 6.5%），步伐是 1990 年代初以來最緩慢。展望 2020 年，我們預期新的增長目標將定於 6.0%左右，或介乎 5.5%至 6.0%，而我們目前對來年的預測確認為按年增長 5.8%。出口的表現意外疲弱，私人資本開支顯著放緩，公共基建開支亦未如預期回升。我們預期公共基建資本開支在未來會加速，而偏緊的房地產政策立場亦將可能放寬。中國的政策組合仍會偏向寬鬆，但至今的力度非常有限，而且遠不及近年實行的大規模經濟刺激措施。
- **投資影響：**整體而言，我們適度看好中國股市。我們認為目前估值水平有支持，但企業盈利增長前景則顯得平淡。我們繼續偏好較受中國本土經濟影響並受惠於被 MSCI 指數納入的 A 股。此外，供應鏈轉移（台灣和內地的科技公司），以及本土品牌競爭力提升均提供投資機會。
- **亞洲市場：**我們偏向審慎選股，並把握投資於可擴大財政開支的本土主題。我們對印度仍持樂觀態度，儘管當地內需依然疲弱。我們看好資訊科技／軟件業，業內公司錄得龐大現金流收益，名列前茅的企業亦願意派付更高股息。

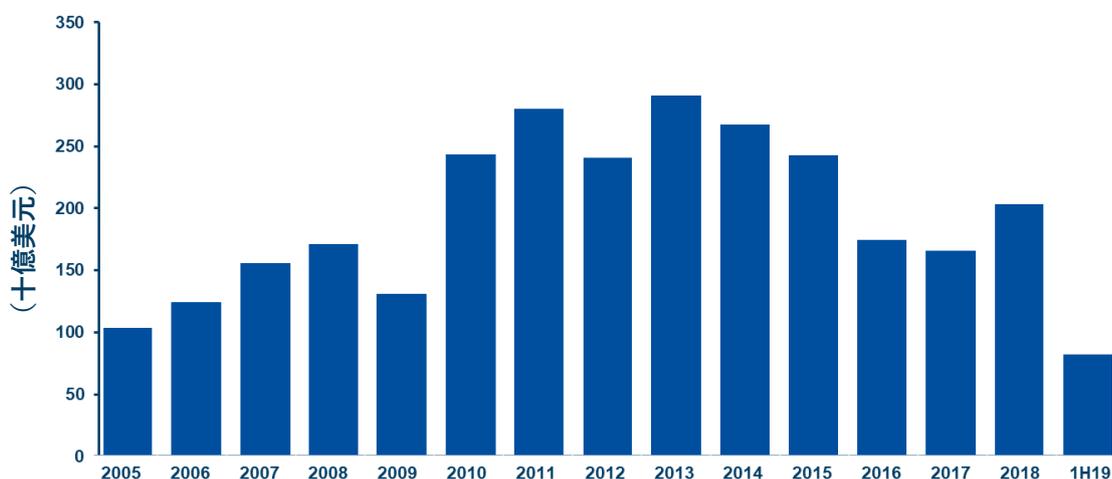
- **新興市場固定收益：**我們仍然略為看好新興市場固定收益。我們認為全球貨幣政策依然相當寬鬆，這個環境將繼續利好新興市場債券，包括亞洲債券。綜觀亞洲各地，我們特別看好印尼和中國存續期。

您如何解讀中國經濟前景？

今年中國經濟前景顯著轉差。中國 2019 年第三季國內生產總值增長 6.0%（當局此前預測按年增長介乎 6.0%至 6.5%），步伐是 1990 年代初以來最緩慢，而據此全年平均增長率僅高於 6.0%（按年 6.2%）。展望 2020 年，我們預期新的增長目標將定於 6.0%左右，或介乎 5.5%至 6.0%。我們目前對來年的預測確認為按年增長 5.8%。

中國經濟表現仍然受中美貿易爭議所困擾，但至今所推出的措施均拖累增長表現。在 2019 年，淨出口對經濟的貢獻保持正面，但進口的跌勢遠高於出口（受累於關稅）。事實上，除了外圍衝擊外，致力去槓桿和加強監管的國家政策亦對經濟產生影響。儘管經濟受外圍影響所威脅，但仍須注視這些本土因素。工業、消費和房地產業均受到負面影響，雖然程度各異。私營行業和製造業的固定資產投資備受壓力，遠比國營企業和基建業嚴重。9 月的數據顯示兩個行業的表現出現分歧。家庭消費（撇除汽車銷售）只輕微放緩。整體而言，經濟顯著放緩應與以下因素相關：關稅和額外關稅措施進一步升級；貨幣和財政部門並未採取適當干預以實現更多結構性目標。儘管如此，我們預期中國將不再強調增長來維持金融體系的穩定性，但不至於出現經濟硬著陸。

中國國際收支平衡：直接投資流入



「預期當局將加大寬鬆力度，但規模應有限，並會針對具體的目標。」

資料來源：Factset，截至 2019 年 10 月 16 日。

您認為當局會否進一步放寬政策？

中國的政策組合繼續以刺激經濟為主，但至今的力度非常有限，而且遠不及近年實行的大規模刺激經濟措施。貨幣政策方面，減息幅度不大，而且非常具針對性（短期內將進一步降低存款準備金率），中國人民銀行在 9 月決定維持貸款市場報價利率不變，亦足證這一點。近期公佈的貸款市場報價利率改革有助放寬融資，實質上有利大型銀行和風險最低的客戶（大型企業），並且毋須進一步增加高風險的客戶（小型企業）信貸渠道。在 8 月底，當局澄清貸款市場報價利率應作為房貸利率的下限，以遏抑房貸利率進一步下跌，並確認當局無意透過房地產市場提振經濟。信貸增長在 2018 年 10 月略為反彈，但其後由於受核心人民幣貸款和企業貸款影響，信貸只緩慢增長。年內幾乎所有地方政府已耗盡全年債券發行額度（專項債和普通債）。另外，官方財政赤字亦升至遠高於目標的水平。

「整體而言，我們適度看好中國股市。我們認為依賴當地市場的企業和供應鏈轉移會帶來投資機會。」

您對中國股市有何看法？您認為存在哪些投資機會和風險？

整體而言，我們適度看好中國股市。中國政府正努力雙管齊下，在貨幣和財政方面有序地干預市場，藉此支持經濟。我們認為目前估值水平利好市場表現，但企業盈利增長前景顯得平淡（看來市場已把這因素反映在價格內）。

此外，我們預期中美貿易糾紛很可能會局部或短暫停戰；然而，打破達成全面貿易協議障礙需要雙方作出重要的行動。這些障礙包括中國不接受美國充當雙邊協議的「合規監察員」，同時美國將繼續把中國企業列入黑名單，並且延續可能限制美國資金投資中國企業的現有指令。即使考慮到這些動態發展，我們認為兩國很可能將訂立局部貿易或終止加徵關稅，因為雙方不可能願意承受全面升級的代價。不過，我們會密切注視事態發展，預期未來市況仍會進一步波動。我們繼續看好較受中國本土經濟影響及可受惠於被 MSCI 指數納入的 A 股（在 8 月 28 日，MSCI 把 A 股納入指數比率由 10% 升至 15%）。

我們認為以下趨勢提供投資機會：供應鏈轉移（台灣和內地的科技業）；中國公司零件業務內包，以及為並非最佳但仍屬滿意的解決方案創造市場。我們亦認為互聯網業將更為成熟，但增長率下降和市場份額趨於成熟促使企業更專注於盈利能力和可持續性，多於非理性的競爭。另一方面，中國消費升級趨勢及本土品牌競爭力提升均帶來投資機會。此外，由於教育需求相對缺乏彈性，加上家庭開支日益增加，教育產業亦帶來投資機會，當中投資於網上授課的公司或會大幅改變行業的市佔率。

市場現時面對眾多風險。香港局勢日漸受到關注，而且國際輿論批評亦見升溫－鑑於中國視香港問題涉及國家主權，中國並不樂見這些輿論。然而，中國任何的政策失誤，縱然機會不大，都可能為中國／香港的風險溢價帶來重大風險。

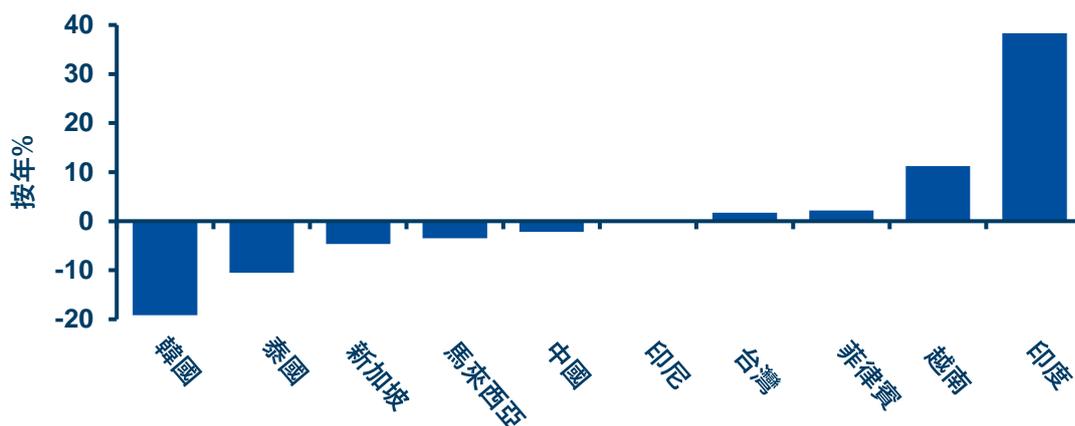
最後，事態發展的訊號仍顯得非常紛雜，因此貿易戰有可能升級。此外，房地產市場過度收緊或扶持地方政府的財政項目失效等因素也會構成風險。

「綜觀亞洲各地，我們偏向審慎選股，並把握可擴大財政開支的本土主題獲利。」

縱觀整個亞洲，哪些國家／行業較合適股票投資者？

普遍來看，我們認為整體新興市場股市的周期漸趨成熟。新興市場不同地區之間的經濟發展動力仍然呆滯，亞洲尤其如此。新興市場出口仍然報跌，但跌勢正在穩定。我們偏向審慎選股，並把握投資於擴大財政開支的本土主題。以一年的期間計，周期步入後段有利優質股和股息收益。除中國以外，我們維持看好部份不受外圍因素影響的國家，相關市場有足夠空間撥出財政開支。我們仍對印度持樂觀態度，儘管當地內需依然疲弱。當地政府決定下調企業稅率，顯示當局現已了解內部經濟的脆弱情況。我們仍然青睞資訊科技／軟件業，業內公司錄得龐大現金流收益，業界領先的公司亦願意派付更高的股息。銀行業方面，我們看好企業銀行，因我們相信不良貸款已經見頂，目前估值較貼近實際情況。據此，我們認為台灣市場表現理想，主要由於科技業表現出色，以及許多過往在中國經營的公司決定遷回所致。一般來說，在經濟周期疲弱時，科技業首當其衝出現庫存累積，但亦是率先消除過剩庫存的行業。

2019 年首六個月電子產品出口變動



資料來源：Gavekal Research 數據，截至 2019 年 10 月 16 日。

您對亞洲債券，特別是中國債券有何看法？

「鑑於外圍環境仍然利好，我們仍然略為看好亞洲債券等新興市場固定收益，並青睞印尼和中國存續期。」

我們仍然略為看好新興市場固定收益。宏觀經濟數據令人失望，意味央行將維持寬鬆貨幣政策立場；在環球貨幣政策仍然非常寬鬆，以及約 30% 全球債券的收益率低於零的情況下，我們認為亞洲債券等新興市場債券將繼續受惠於外圍環境。綜觀亞洲各地，我們特別看好印尼和中國存續期。我們青睞印尼，因為當地通脹前景向好，貨幣政策或會進一步放寬，實質收益率吸引，以及政局穩定。

縱然全球貿易陰霾密佈，但我們對中國債券持樂觀態度，認為相關債券將可受惠於投資者日益關注和資金流增長：中國政府債券在近期獲納入指數（2019 年 4 月納入彭博巴克萊環球綜合指數，以及 2020 年 2 月納入摩根大通本幣政府債券指數），為中國開放資本市場邁出重要一步，可望為地方政府債市帶來 3,000 億美元資金流入。這個技術因素結合中國偏向寬鬆政策，應可進一步推動中國地方債券的表現。

至於貨幣方面，您就亞洲貨幣有甚麼看好的投資？

我們看好本幣存續期和硬貨幣主權債券多於亞洲貨幣，因為新興市場外匯仍是任何事件風險的「震盪緩衝」。我們特別對與貿易戰糾紛息息相關的貨幣持審慎態度，例如新台幣和韓圓（美元相比新台幣和韓圓提供正利差）。我們維持看好亞洲部份高收益貨幣（例如印尼盾和印度盧比）。

免責聲明

本文乃由東方匯理資產管理香港有限公司編制。本文不擬被視為要約或招攬購買或出售證券，當中包括基金股份。本文所載的觀點及/或所提及的公司不應被視為東方匯理資產管理的建議。所有意見及估計可以隨時作出更改而毋須事先通知。在適用之法律、規則、守則及指引允許的範圍內，東方匯理資產管理及其相關公司對任何因使用本文所載之資料而引致的直接或間接損失概不負責。本文只能分發予獲准接受之人仕，及任何可能接受本文而沒有違反適用法例及條例之人士。本文及所提及之網站並未得到香港證券及期貨事務監察委員會（「證監會」）的審閱。本文撰寫的目的只為提供資訊，並不代表已參考個別可能接收到本文人士的個別投資目標、財務情況及個別需求。有意投資者應就個別投資項目的適合程度或其他因素尋求獨立的意見。投資者不可單靠本文而作出投資決定。投資涉及風險。市場、基金經理以及投資的過往表現及經濟市場、股市、債市或經濟趨勢預測並非將來表現依據。投資回報以非港元或美元為單位可能因匯率波動而令投資總值下跌或上升。投資可跌可升。本文不擬提供予美國公民、美國居民或任何根據美國 1933 年證券法下的規則 S 所定義的「美國人士」。

想知更多？即上 www.amundi.com.hk