

專家分析:

聚焦中國：投資者應留意的市場走勢



Pascal
BLANQUÉ
集團投資總監



Vincent
MORTIER
集團副投資總監

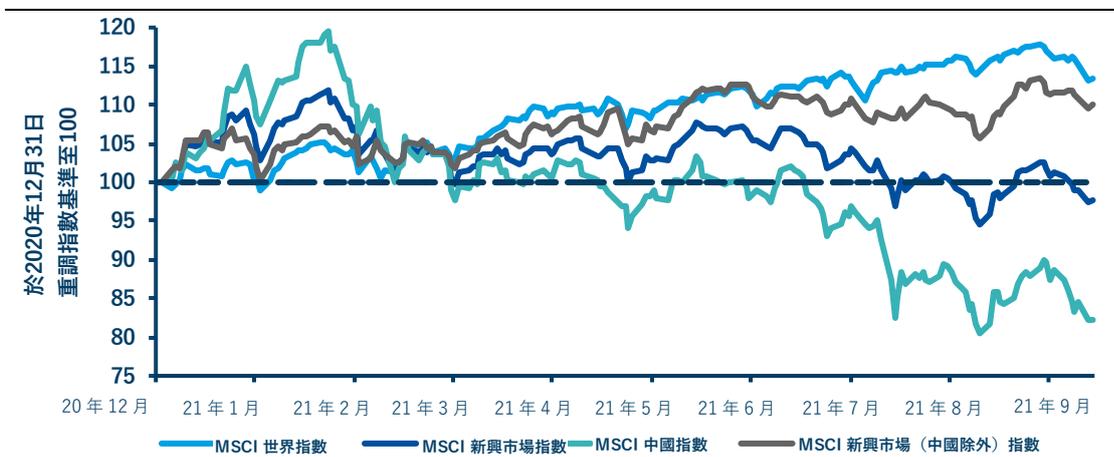
- **恒大：並非系統性風險，但為負債過高的市場發出一記當頭棒喝。**中國第二大地產發展商恒大陷入債務違約危機，在過去數日衝擊金融市場。恒大可能要進行大規模重組，令亞洲信貸市場受壓，拖累房地產業債券（高收益債市的重要部分）下跌。**從宏觀的角度而言，迄今事件蔓延至全球市場的影響有限**，股市出現波動（波動指數於2021年9月20日升至同日高位28.8），並從歷史高位輕微回落（標普500指數下跌2%）。恒大極可能需要重組債務（另一筆利息於9月23日到期支持，若未能在30日內支付，便可能正式觸發違約）。
- **中國有關當局已表明會避免市場崩潰**（中國人民銀行在過去五個工作天向銀行體系淨注入人民幣4,600億元，即710億美元短期現金），政府亦可能會介入重組程序，避免恒大失控地違約。然而，當局亦向市場清楚表明，將會致力**遏止房地產炒賣活動，以及業界必須減少槓桿**。此過程將會阻礙重重。在房地產等資金密集的行业，成交量大減將會反映債務水平下跌。因此，預計房地產業將會在短期內受壓，但中期而言去槓桿化應會對行业有利。
- **恒大事件不但對投資者當頭棒喝，也突顯體系內的高度槓桿行业，以及其極高的估值。展望未來，與槓桿問題相關的裂縫應會陸續浮現，投資者在各領域選擇信貸時必須加倍留神。**
- **對增長的影響深遠：**樓市放緩是促使我們下調中國國內生產總值(GDP)預測的不利因素之一。房地產業活動正在迅速降溫，在政策維持不變的情況下，流動性壓力仍高。一般而言，**中國第三季經濟活動數據普遍意外地下跌，只有出口例外**。收緊政策、自行實施的限制（疫情零容忍政策、去碳化、減產、電力配給）及全球晶片短缺，皆令增長放緩，因此我們預計增長不會於2021年第四季回復至趨勢水平。**我們預計2021年及2022年實際GDP平均增長率分別為8.3%及4.9%，低於早前預測的8.7%及5.4%**。由於需求受壓，加上持續去槓桿化，現時仍然難以量化分析消費品業的前景。投資者應密切留意中國與主要貿易夥伴比較的經濟放緩情況。
- **更廣泛的投資影響：**我們預料未來數月中國以至全球市場將會更加波動。其他變數來源包括美國正就債務上限進行的磋商，以及歐洲能源價格飛漲。**所有事件皆在金融市場估值偏高時發生，因此我們認為現在應該對風險配置保持中性，並更嚴格審視可能受溢出效應影響的領域**（例如亞洲高收益債券、與建造相關的商品價格）。整體而言，雖然投資者於短期內仍然認為中國市場的風險偏高，但**基於結構性原因**（增長轉向內需、策略性行業加快發展、人民幣國際化及對全球的影響），**我們仍然看好中國資產的長遠前景。**

「我們認為中國政府可能介入重組程序，不會讓恒大失控地違約。」

恒大：並非系統性風險，但必須密切審視

中國第二大地產發展商恒大無法償還龐大的債務（恒大必須償還於 2022 年到期的約 74 億美元債券），陷入債務危機，於過去數星期衝擊金融市場。環球金融市場亦受影響，股市估值下跌，波動加劇（波動指數於 2021 年 9 月 20 日升至同日高位 28.8）。

年初至今股市表現



資料來源：東方匯理、彭博。截至 2021 年 9 月 22 日數據。

恒大可能要進行大規模重組，令亞洲信貸市場受壓，連累其他房地產業債券下跌，而銀行體系就房地產業承受的風險下降，授予房地產業的貸款由 2016 年的 37% 減少至 2021 年的 26%，限制了前者的影響。

於撰文之時（2021 年 9 月 24 日），由於恒大於 9 月 22 日支付本地債券的利息，情況似乎有所緩和。不過，恒大須於 9 月 23 日就五年期美元債券支付另一筆 8,350 萬美元的款項，若未能在 30 日內支付，可能會正式觸發違約。與此同時，人行向銀行體系注入現金，紓緩市場對恒大危機蔓延的恐慌。無論如何，上述事態發展皆肯定了市場一直以來的預測：**恒大必須重組債務**。中國有關當局已表明會致力降低金融市場的風險水平，並已暫停收緊措施，相信有關當局現正密切留意事態發展，並可能採取支持行動，以確保市場穩定性及避免任何系統性風險。

恒大的個案證明北京會維持降低金融市場風險的政策，同時減少房地產業槓桿水平。投資者將會蒙受多少損失仍是未知之數，但重新定價已出現一段時間，為市場提供調整機會。因此，我們相信蔓延的情況將會受控，而且中國政府已證明能採取相應行動維持市場穩定。我們認為政府可能會介入重組程序，不會讓恒大失控地違約。恒大亦正制定重組計劃，並趁這段時間出售非核心資產。

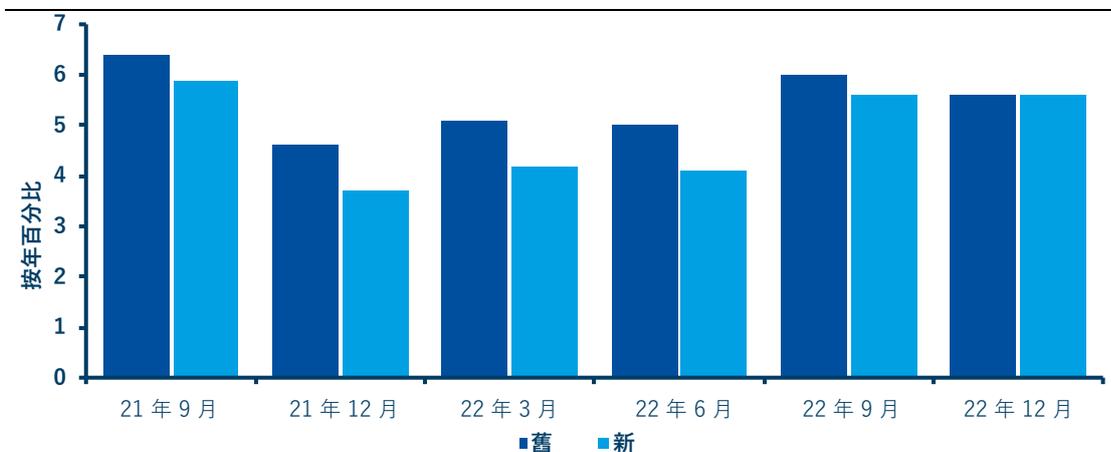
對中國增長前景的影響

增長方面，樓市放緩是促使我們下調中國 GDP 增長預測的不利因素之一。房地產業活動正迅速降溫，在政策維持不變的情況下，流動性壓力仍高。一般而言，中國第三季經濟活動數據普遍意外地下跌，只有出口例外。收緊政策、自行施加的限制（例如疫情零容忍政策、去碳化）

「目前我們預計 2021 及 2022 年實際 GDP 平均增長率分別為 8.3% 及 4.9%，低於早前預測的 8.7% 及 5.4%。」

及全球晶片短缺，皆令增長放緩。我們已下調增長預測，由於樓市放緩及去碳化減產，預計增長不會於 2021 年第四季回復至趨勢水平。目前我們預計 2021 年及 2022 年實際 GDP 平均增長率分別為 8.3% 及 4.9%，低於之前的 8.7% 及 5.4%。

中國 GDP 增長預測



資料來源：東方匯理研究。截至 2021 年 9 月 22 日數據。

隨著全球放寬供應限制及更新能源使用配額，預計產量將於 2022 年第一季回升。我們亦預計零容忍政策將會作出調整，以便於 2022 年初放寬國內旅遊，應能紓緩對服務業的影響。此外，我們預計信貸增長將於第四季見底及靠穩，而信貸條件將變得更寬鬆。最後，人行將會維持銀行間流動性寬鬆以支持增長，並可能於 10 月進一步下調存款準備金率。

投資影響

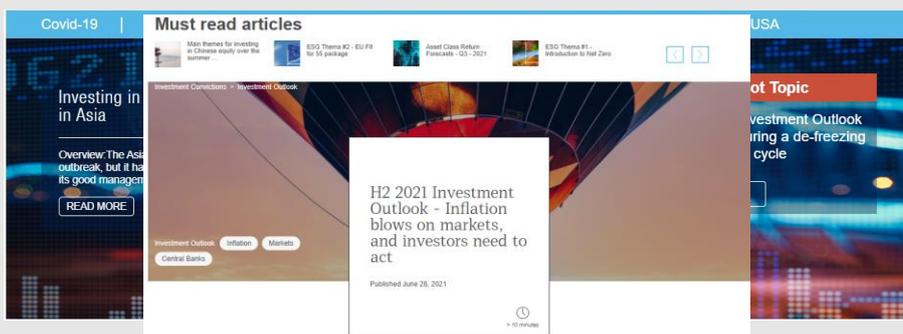
「即使市場可能於未來數月有所波動，但我們認為蔓延至大市的影響有限。」

即使市場可能於未來數月波動，但我們認為蔓延至大市的影響有限，亦相信恒大的情況不會對金融市場構成系統性風險。然而，金融市場估值偏高，投資者必須保持審慎，特別是可能受溢效影響的範疇，例如新興市場高收益債券及亞洲債券（房地產行業佔美銀指數約 50%）。評級較低的發行商（特別是 B 級債券發行商）最受收緊流動性及與恒大相關的事件影響。資金緊縮、資產銷售情況未明及實際市場增長放緩，皆可能令行業出現違約個案，但預料現階段不會有大型地產商倒閉。

恒大並非現今環球金融市場面對的唯一問題（例如美國債務上限、歐洲能源價格及地緣政治局勢發展），因此我們認為投資者在此階段應對風險保持中性。此外，中國短期內會面對其他宏觀經濟考驗，驅使政府必須確保能有序地解決恒大事件。由於中國政府要求國內企業承擔財務責任，長遠而言應會對中國信貸市場的持續發展帶來正面影響。整體而言，雖然投資者認為中國市場的風險水平仍高，但基於結構性原因（增長轉向內需、策略性行業加快發展、人民幣國際化及對全球的影響），我們仍然看好中國資產。

東方匯理投資策略研究部

東方匯理投資策略研究部旨在把首席投資總監的專長和公司的整體投資知識，轉化成可作為投資行動依據的見解，以及因應投資者需要而量身定制的工具。在投資者面對多個資訊來源的環境下，我們旨在成為投資者甄選的夥伴，以提供定期、清晰、適時、可參與其中和相關的見解，以助客戶在充足的資訊下作出投資決策。



策略研究部

Claudia BERTINO
東方匯理投資策略研究部主管

Laura FIOROT
東方匯理投資策略研究部副主管

Pol CARULLA
東方匯理投資策略研究部

Ujjwal DHINGRA
東方匯理投資策略研究部

Francesca PANELLI
東方匯理投資策略研究部

Visit us on:



想知更多？即上 www.amundi.com.hk

重要資料

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」。