

專家分析： 貿易談判進展增加中國市場吸引力



Vincent Mortier
集團副投資總監兼亞洲
(日本除外) 業務主管



Angelo Corbetta
亞洲股票主管



Debora Delbò
高級策略師



Qinwei Wang
高級經濟師

「貿易談判取得若干進展，但仍然存在不明朗因素」



- 農曆新年為中美貿易爭議帶來曙光，最近一輪談判展現的細節反映雙方就解決分歧取得進展。**我們預期中美雙方可望達成一項有條件的協議**；但雙邊談判可能仍存在不明朗因素，尤其是談判的核心問題涉及保護知識產權、補貼和國企（國有企業）等結構性問題，估計要在短期內全面解決這些問題將相當困難。
- **我們認為中國不會對全球經濟增長構成重大風險。**從經濟角度來看，數據好淡紛呈：由於推動經濟轉型以爬升至價值鏈的高端，並由投資轉為消費主導的經濟模式，導致經濟增長放緩，但情況至今仍然受控。中國政策官員似乎銳意透過週期性政策提供支持，以防範經濟硬著陸。
- 貨幣政策方面，當局明顯傾向採取寬鬆政策，並有顯著空間進一步降準（法定存款準備金率）或在必要時下調基準銀行利率。財政政策方面，財赤問題自第三季以來出現轉機，我們預期未來將有更多支持措施出台。
- 中國股市似乎並未充份反映這些宏觀因素的潛在改善，而只反映了負面情境，提供頗為低廉的估值。考慮到聯儲局的溫和立場、盈利預測修訂觸底的跡象及新興市場氣氛改善，我們相信**19年上半年有望為投資者提供良好的入市機會。**
- 我們認為市場目前的主要動力是貨幣政策演變和貿易談判進展，而這兩者均可能對人民幣匯價造成影響。**若貿易談判成功，人民幣有望穩定／轉強，可能惠及股市。**
- 綜觀中國市場，我們看好恒生中國企業指數；由於該指數的金融股比重較高，而金融股去年表現欠佳，因此該指數看來甚至比**MSCI中國指數更廉宜**。基本因素方面，**股本回報率及股息收益率高企有望帶來良好價值**。選股方面，我們依然看好最受內需主導的公司，例如互聯網、石油、製藥、必需消費品及地產公司，不過必需消費品及地產這兩個行業須特別審慎挑選。電訊、公用事業及汽車仍然是最不受青睞的行業。
- 短期的主要風險來自經濟周期的持續弱勢。最近展開的業績期（仍處於初段）將是關鍵，助我們評估每股盈利增長放緩的情況。
- 經濟體系內極高的債務水平及其他結構性問題帶來**長期挑戰**。就此而言，我們認為短期內不會出現巨大的正面成果，但若中國能如近期般繼續推動結構性改革及開放市場，我們對該市場的中長線前景較為樂觀。

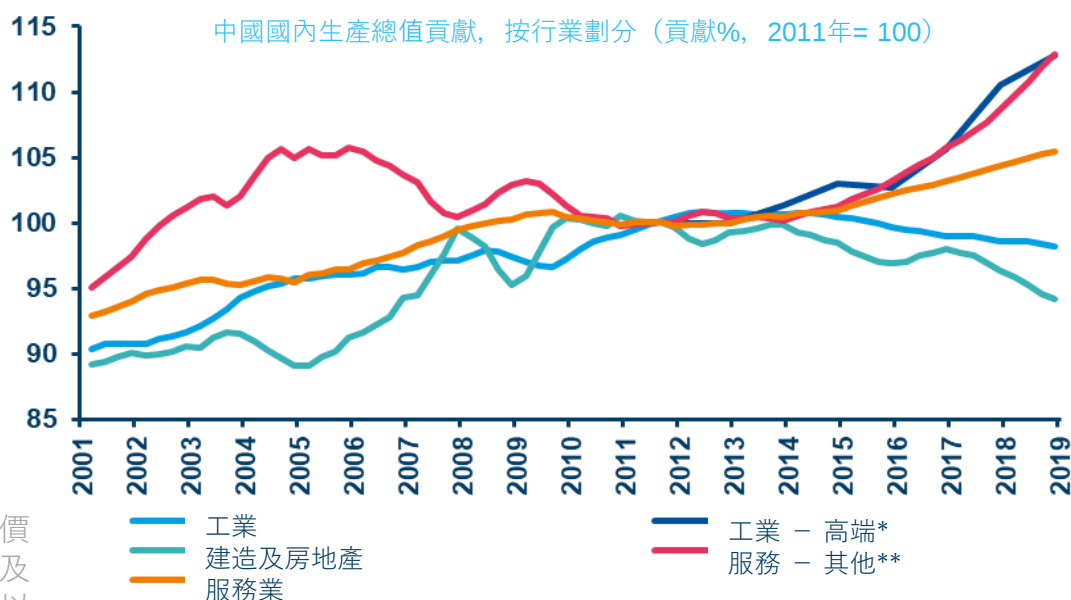
貿易談判取得進展，支持經濟繼續軟著陸

「我們的情景分析是中國經濟將溫和放緩，不會出現硬著陸，而貿易爭議緩和是支持這個分析的一個重要觀點。」

中美雙邊會談結束後發表的最新聲明顯示**談判取得重要進展**，與1月初相比，最近一輪談判展現更多細節。估計兩國元首將會在2月底舉行新一輪峰會，以便在3月1日之前達成協議。在該日期之後，貿易休戰期將會結束，屆時若尚未能達成協議，美國將會向總值2,000億美元的中國進口商品徵收關稅，而稅率亦將由10%調升至25%。談判的核心問題涉及技術轉移和保護知識產權等結構性問題。

中國繼續展現正面姿態，在部份關鍵領域採取行動：例如，進一步開放債券評級市場（標普全球獲准在北京設立首家評級業務單位）。中國亦加快審批建議的新外商投資法，該法旨在放寬外國投資者的市場准入，以及保護知識產權，禁止強制轉移技術。貿易方面，雙方已達成協議，安排進行新一輪的大豆採購。然而，**雙邊談判仍存在高度不明朗因素**，在短期內難以達成完整的最終協議。估計達成一項有條件協議的機率較高，中國可能作出若干程度的讓步，而美國可能會透過某種審查機制以檢視中國未來的實施情況。

我們情景分析是中國經濟將溫和放緩，條件是全球經濟增長並未脫軌，而貿易爭議緩和是支持這個分析的一個重要觀點。尤其是中國正全面進行經濟轉型，邁向較均衡和可持續發展的經濟，政策官員全力參與這項艱巨和棘手的任務，致力在實現去槓桿化、防範經濟大幅急劇放緩（市場視6%為分界線）、糾正資本錯配問題，以及採取正確的刺激措施之間進行調控和取得平衡。經濟轉型的目標是爬升至價值鏈的高端，以及由投資及出口主導的增長模式轉向專注於內需行業和消費（雖然仍在進行中），一旦成功轉型，最終應會使經濟變得更加強韌，減少受到週期性波動所影響。



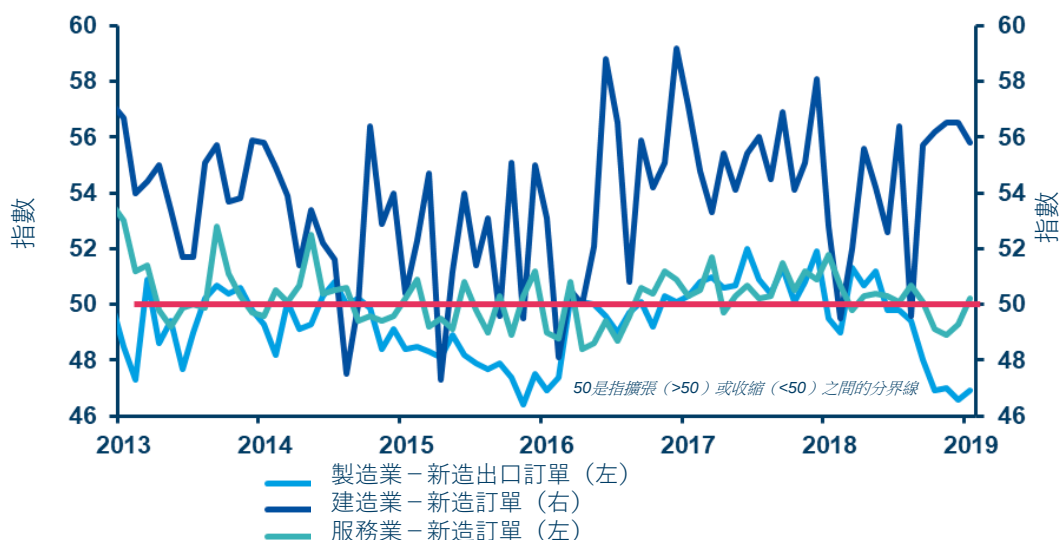
「進一步爬升至價值鏈的高端，以及中國經濟轉型至以消費主導，應有助限制因出口疲軟而引致經濟惡化。」

資料來源：CEIC、東方匯理研究。數據截至2019年1月31日。*工業 - 高端：機械、汽車及電子產品。**服務 - 其他：服務不包括運輸、零售和批發、住宿和餐飲，以及金融服務。

從經濟角度來看，數據好淡紛呈：部份領域表現疲弱，可能與去年底的市场異常情況有關，但整體而言，**我們認為經濟急劇放緩的機會不大**。我們預測經濟只會溫和放緩：2019年的國內生產總值增長率為6.2%，而通脹疲軟（2%），但**短期內仍須面對若干挑戰**。

出口動力是其中一項挑戰：根據近期的採購經理指數新造出口訂單數據顯示，出口在短期內將進一步走軟，主要因為全球經濟持續放緩，以及有跡象顯示早前因美國關稅爭議而提前出口貨品的效應消退。

中國：官方採購經理指數 — 製造業出口疲軟，建造和服務業較為強韌



資料來源：東方匯理研究，截至2019年2月2日。

第二項挑戰是汽車業，這也是導致去年第三季和第四季零售銷售及工業生產放緩的主要因素，但我們預期該行業於未來數月將可略為回穩。除汽車和汽油之外，零售銷售的其他部份亦呈現放緩趨勢，但尚未出現大幅放緩，而消費情緒指標則仍然保持穩定。

地產業的數據好壞參半。我們預期該行業將整體溫和放緩：壓力可能較集中於低線城市，而一線和二線城市顯得較為強韌，因房屋庫存仍處於低水平。

正面來看，中國政策官員似乎銳意透過週期性政策提供支持，以防範經濟硬著陸。

貨幣政策方面，當局明顯傾向採取寬鬆政策，並有顯著空間進一步**降準**（法定存款準備金率）。此外，**下調基準銀行利率**的機會亦提升，儘管這不是我們的基本預測。當局亦推出其他工具，例如「定向中期借貸便利」（TMLF），為**小型企業和民營企業**提供銀行借貸支持。這些措施應有助緩解資金限制，並降低**借貸成本**，抵銷信貸需求疲軟。

財政政策方面，財赤問題自第三季以來出現轉機，尤其是在12月財政開支的強勁推動下，儘管早前的去槓桿化措施有助應對部份地方政府影子融資問題。

展望2019年，我們預期將有更多支持措施出台。在12月的中央經濟工作會議期間，官方公佈的財政預算突顯當局將實施「更大規模的減稅降費」，這似乎意味著：1) 可能削減企業增值稅和所得稅稅率；2) 宣佈落實個人所得稅專項附加扣除；3) 進一步下調社會福利供款；4) 進一步削減進口關稅。

地方政府亦會透過發行專項債券，為額外的公共開支提供融資。目前，我們估計財政赤字佔國內生產總值比率可能會較2018年增加約1%。

雖然如此，我們認為中國當局正致力在防範經濟過度降溫，以及在過度負債的經濟體制內管理去槓桿化之間取得良好平衡，因為政策官員仍然憂慮經濟處於高槓桿水平。因此，我們認為**整體信貸增長可能於短期內觸底反彈，然後小幅回升**。不良貸款方面，不良貸款比率自2016年以來略為下降；我們預期不良貸款的跌勢將會停止，但不會如2014至15年期間般急速回升，因為中國人民銀行的寬鬆政策應可使借貸成本維持在受控水平。

中國股市：最壞情況或已過去；展現入市機會

經過反覆不定的走勢後，中國股市在2018年錄得歷年來最遜色的表現之一（MSCI中國指數-17.8%），主因在於市場憂慮貿易戰。自2019年初以來，鑑於緊張局勢有所緩和，

「預期2019年將推出更多政策措施，有助穩定經濟增長，維持約6%的水平。」

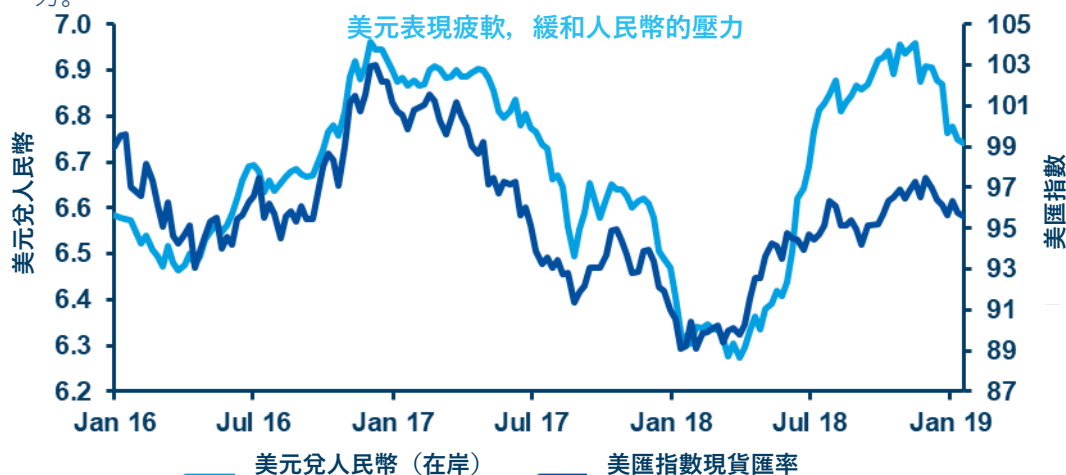
「中國的估值頗為低廉，似乎已經反映非常負面的情境。」

中國股市已經顯著回升，而我們仍然認為中國股市存在著上行潛力。中國計劃加快財政及貨幣刺激措施，例如削減增值稅、提振消費措施、提高財政赤字目標及地方政府專項債券額度，亦有可能下調政策利率；有關措施可能尤其利好國內經濟以至整個亞洲區。

中國的估值頗為便宜，似乎已經反映非常負面的情境。經過多月來的負面盈利動力，盈利預測修訂出現若干觸底跡象。市場氣氛正面，而近期聯儲局明確地轉趨溫和（1月30日議息會議），為全線新興市場資產提供若干進一步支持。從短期策略來看，2019年上半年有望為投資者提供良好的入市機會。

我們認為**市場目前的主要動力是貨幣政策演變和貿易談判進展**，而這兩者均可能對人民幣匯價造成影響。

美元弱勢對中國而言是一個喜訊。自年初以來，人民幣兌表現疲軟的美元一直走強，逐步偏離7算水平；市場視7算水平為危險的分界線。這一點非常重要，因為只有在美元穩定或傾向走軟時，中國方能實施更寬鬆的貨幣政策；否則便有機會對人民幣造成過多壓力。



資料來源：東方匯理研究，截至2019年2月4日。

在此階段，我們預期人民幣將在現有水平徘徊，2019年底的目標匯率為6.7人民幣兌1美元。經常賬的動態反映中期轉趨平衡，但我們預計短期不會出現急跌，尤其考慮到油價低企、服務業赤字穩定，以及當局加強管控資金通過非法渠道外流的問題。非石油盈餘可能下調，但只屬漸進的趨勢。

根據貿易談判可能出現的不同情境，預期人民幣及股市會呈現不同趨勢。

若中美貿易談判進展一如我們預期般相對順利，人民幣有望獲允許輕微升值；倘中美達成更具結構性的協議，人民幣或者朝著6.5左右的水平邁進。儘管短期內達成最終完整協議看來仍是一項艱巨的任務，但投資者仍然認為若能達成貿易戰的部份解決方案亦屬正面結果。

圖表：貿易爭議：人民幣及股市觀點

	3月無法達成協議，緊張局勢再度升級 — 30%可能性*	3月達成部份協議 — 70%可能性
人民幣	中國或者允許人民幣在7算水平之外調整，以應對關稅增加及經濟進一步放緩的風險。	若達成部份協議，人民幣有望輕微升值（6.7是我們的年底目標）。倘達成更具結構性和全面的協議，人民幣或會朝著6.5水平升值。然而，基於預期市場雜訊持續，現階段我們認為可能性不大。
中國股市	市場拋售，加上投資氣氛欠佳，反映貿易戰進一步升級。全球避險意欲上升。	股市的正面反應將會持續。全球風險資產的壓力緩和，市場對經濟衰退的恐慌減退，觸發風險資產回升。鑑於估值非常吸引，預期中國市場表現勝於環球新興市場指數。

資料來源：東方匯理，截至2019年2月4日。*鑑於中美貿易談判近期的進展略為利好，無法達成協議的可能性由40%下調至30%

「選股方面，我們看好最受內需主導的股票。」

「選股方面，我們看好最受內需主導的股票。」

綜觀中國市場，我們看好恒生中國企業指數；由於該指數的金融股比重較高，而金融股去年受到頗為沉重的打擊，因此該指數看來甚至比MSCI中國指數更廉宜。鑑於國內及外在經濟增長放緩，監管機構致力改善中資銀行的資本實力，令中資銀行更加吸引。中資銀行近期獲准發行銀行永續債券，保險機構獲允許投資，而央行票據掉期似乎有望改善其流動性。我們亦深信貿易談判進程改善將支持國內氣氛，推動資金南下。

選股方面，我們依然看好最受內需主導的公司，例如互聯網、石油、製藥、必需消費品及地產公司，不過必需消費品及地產這兩個行業須特別審慎挑選。電訊、公用事業及汽車仍然是最不受青睞的行業。

中期而言，恒生中國企業指數的成份股將因應「滬港通／深港通」而變動，以增加對「新經濟」的投資比重。

基本因素方面，股本回報率及股息收益率高企有望帶來良好價值。

短期的主要風險來自經濟周期的持續弱勢。我們對MSCI中國指數未來12個月每股盈利增長的內部預測仍然正面，但每股盈利增長正從去年錄得的雙位數字放緩。最近展開的業績期（仍處於初段）將是關鍵，助我們評估每股盈利增長放緩的情況。

總括而言，**我們預期中國股市表現深受美國經濟、美元及貿易談判的前景影響。**若美國經濟略為放緩，而聯儲局維持相對溫和，便一如我們預期，中國將享有更大政策空間透過貨幣及財政寬鬆政策推動其經濟，這應有利市場反彈。

長遠而言，投資者應考慮與經濟體系內極高的債務水平及其他結構性問題相關的挑戰。至於勢在必行的深化結構性改革，我們認為短期內不會出現巨大的正面成果，但若中國能如近期我們所見繼續推動結構性改革及開放市場，我們對該市場的中長線前景較為樂觀。這將是關鍵發展，促使經濟減少依賴外部增長和轉為由內需主導。

「若美國經濟略為放緩，而聯儲局維持相對溫和，則中國將享有更大政策空間，以透過貨幣及財政寬鬆政策推動經濟，這應有利市場反彈。」

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