

景順亞洲股票投資團隊

2017年6月

持續增長是資本市場投資的根本，中國作為世界第二大經濟體，具備其他國家無法比擬的巨大規模和增長潛力。但影響中國投資吸引力的關鍵，或者說資本市場最關注的問題就是中國的債務問題，尤其是海外投資者；他們擔心中國債務和槓桿快速的上升，不僅會拖累經濟增長，更可能會引發系統性金融風險。

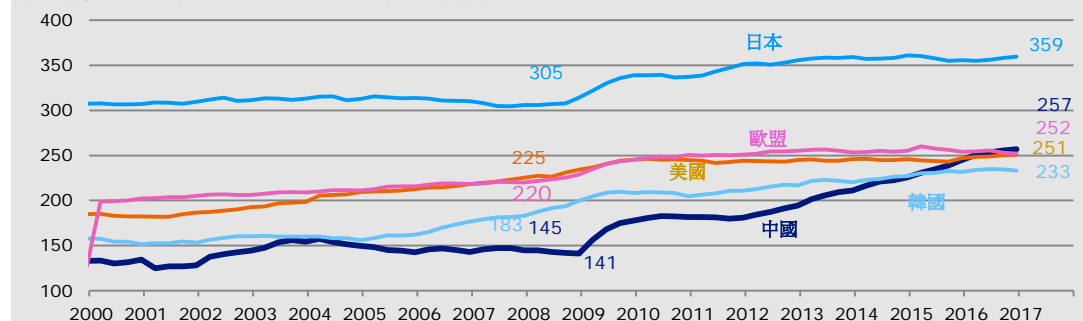
所以我們非常認同中國政府將政策定調為穩中求進，積極面對債務問題，推動改革，去槓桿，防風險。今年以來，中國經濟延續了去年下半年以來穩中向好的態勢，為債務風險防控提供了支持；更重要的是政府在過程中展現的決心和執行力，這些對投資香港市場有著非常積極正面的作用。

中國經濟穩中求進

負債上升速度令人擔憂，但整體負債規模不高

相比其他國家，中國債務的總規模並不算大，目前是國內生產總值(GDP)的 2.5 倍，與美國、歐盟、韓國的水平相當，比日本的 3.8 倍低。但是，債務上升的速度的確值得警惕；08 年金融危機以來，政府為了刺激經濟，增加信貸，總槓桿率從 2008 年 GDP 佔比 141% 躍升至目前的 256%。雖然從債務結構來看，中央政府和家庭的槓桿率一直處於低位；但企業的槓桿在不斷上升。但債務問題的核心在於三方面：國有企業，地方政府和與影子銀行。

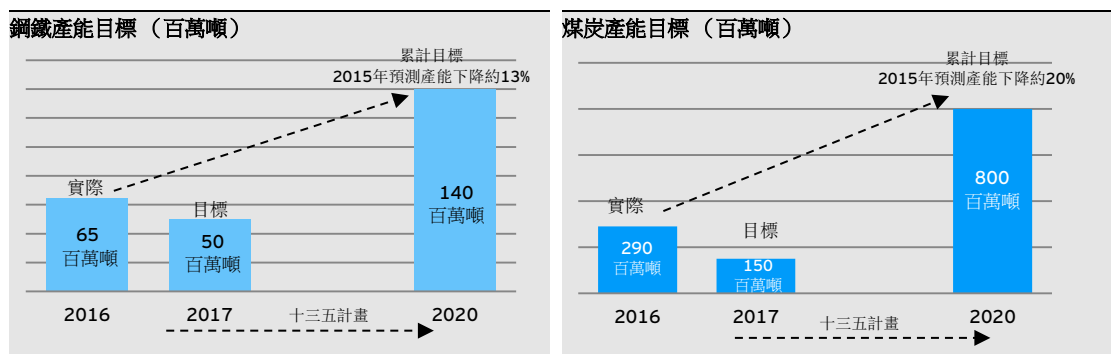
非金融債務佔國內生產總值百分比 (BIS 數據)



資料來源：Haver Analytics、德意志銀行策略研究，截至 2016 年第 4 季度。於 2017 年 6 月更新。

國有企業: 供給面改革已見成效

針對國有企業債務高企的問題，政府在確保增長的前提下，通過供給面改革，讓國有企業削減過剩產能，淘汰落後產能，推動企業兼併重組；我們看到這樣的措施在很多行業落實執行，像是水泥，製藥，火電，能源行業等等。尤其是針對鋼鐵和煤炭行業，政府更是設定了量化的目標。2016 年鋼鐵和煤炭行業去產能超額完成，今年要再壓減鋼鐵產能至 5000 萬噸左右，退出煤炭產能 1.5 億噸以上。



資料來源：NBS、國家發展改革委員會、Morgan Stanley Research、景順。2017年3月。

通過在需求和供應兩方面共同努力，改革的成效已經顯現。商品價格復蘇，生產者物價指數 (PPI) 回升，國有企業利潤上漲。我們預計，隨著改革的推進，國企的債務和槓桿將得到控制，償債能力可以提升；有利於降低系統性風險。

地方政府: 政府逐步向“PPP¹”模式過渡

其次，在針對地方政府債務方面，通過 PPP 模式的引入和專案的簽訂實施，可以分擔地方政府的融資需求，地方政府債務預計將得到有效控制，償債壓力將可以緩解。而且由於私人部門的參與，我們認為這些基建專案的運作將會以盈利為導向，變得更加高效。

至今為止，已公佈的 PPP 項目有 11,260 個，承諾投資總額達到 13.5 萬億元，其中百分之 16.5 的專案已展開。同時 PPP 專案集中在推進城市化進程，這也將有利於進一步釋放國內需求潛力，推進中國經濟轉型和穩定增長。

影子銀行: 貸款有所放緩，但仍需對該行業進行監管

最近幾年，影子銀行信貸的增速遠遠超過傳統貸款。但影子銀行缺乏適當的監管，他們的快速擴張會影響金融體系穩定。所以政府引入宏觀審慎評估體系 (MPA) 進一步加強監管。對銀行表以外、非標準化債權資產以及同業業務收緊監管，抑制不合理的信貸增長，所以看到近期影子銀行貸款有所放緩。

金融監管將越來越嚴格，自從 2016 年引入宏觀審慎評估體系 (MPA) 後，後續還有更多監管政策的推出和落實，影子銀行規模增長的勢頭將會受到有效控制。

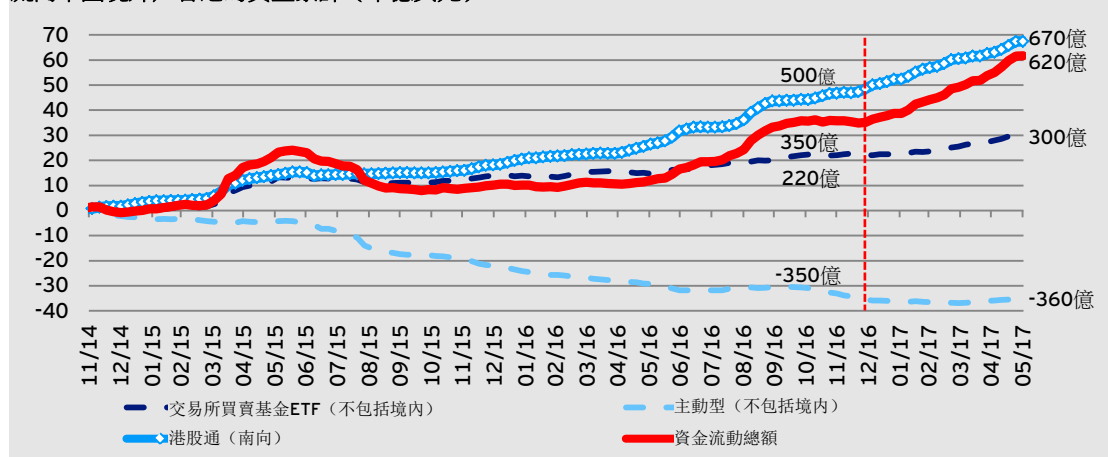
總結以上所說，對於中國經濟，通過供給面改革、PPP 和 MPA 的這一整套政策的推出執行，我們可以明顯看到政府政策的一致性和全面性，以及政府去槓桿的決心，所以我們相信改革將會有效控制系統性風險。因此有利於減輕海外投資者對中國經濟和股市的疑慮，增強他們的投資中國市場信心。

港股通為內地投資者帶來新投資機會

2014 年滬港通開通後，北水南下，內地資金對香港市場的影響越來越明顯。到今年 2 月為止，通過滬港通南下的資金累計有 570 億美金，完全抵消同期大約有 350 億美金流出主動型基金的影響，顯見南下資金對港股市場流動性的補充和穩定有著重要的作用。

¹ PPP - Public Private Partnership, 政府和社會資本合作 (PPP) 模式

流向中國境外／香港的資金累計（十億美元）



資料來源：彭博資訊、EPFR、FactSet、Goldman Sachs Global Investment Research。2017年6月

內地資金比例在最近幾年明顯提升，不僅利好香港市場的流動性，而且令香港的投資者結構變得更為多元化。內地投資者對中國政治經濟的理解會比海外投資者更為透徹，這也有利平衡市場投資情緒。

我們預計南下資金會越來越多。中國保險公司在 2016 年 9 月才獲批投資港股通；加上深港通在 2016 年末剛啟動，南下資金將對香港市場的重要性日益增加。可以看到目前滬港通和深港通南向資金成交佔香港市場總成交接近 8-10%，上升趨勢明顯。

港股通也給內地投資者帶來投資機會。北水南下剛開始瞄準的是 A/H 股價差，有不少資金流入 A/H 雙重上市的公司；但我們認為未來南下資金將會流入未有於 A 股上市的中國龍頭企業，比如汽車零件、零售消費、互聯網，電訊等板塊都不乏優質股票。這些公司擁有良好的基本因素，穩健的財務和派息政策。值得注意的是，香港市場的高股息率也會是吸引南下資金的一個重要原因。

人民幣貶值的預期也是推動北水南下的一部分因素，但我們認為這只是一小部分原因；在 H 股上市的優質公司才是最大的投資亮點。相對 A 股公司而言，港股上市的公司在公司管治、資訊披露等方面與國際較為接軌，有一定的優勢。而且，單是 A 股或 H 股，都不足以代表中國經濟；通過投資 H 股，內地投資者可以接觸到未有於 A 股上市的龍頭企業。也就是說，就算是貶值預期的逆轉，港股上市的優質公司仍非常具有投資價值。值得一提的是優質的公司在港股的估值仍然比 A 股便宜。若以 MSCI 中國指數來看，其估值仍具吸引力，截至今年 5 月底止，預估市盈率 12.9 倍，在長期平均估值水平徘徊；而預估市帳率約 1.6 倍，低於長期平均。

重要訊息

本文件擬僅供景順意圖提供的人士而設，只作資料用途。本文件並非要約買賣任何金融產品，不應分發予居於未經授權分派或作出分派即屬違法的司法管轄區的零售客戶。亦不擬且不應分派予公眾人士、或以此作為依據。不得向任何未獲授權人士傳閱、披露或散播本文件的所有或任何部分。

本文件的某些內容可能並非完全陳述歷史，而屬於「前瞻性陳述」。前瞻性陳述是以截至本文件日期所得資料為基礎，景順並無責任更新任何前瞻性陳述。實際情況與假設可能有所不同。概不保證前瞻性陳述（包括任何預期回報）將會實現，或者實際市況及／或業績表現將不會出現重大差距或更為遜色。

本文件並無將任何個人的投資目標、財務狀況或其它特定需要納入考量。我們鼓勵投資者在作出投資決定之前，應考慮個人投資目標、財務狀況及需求的適切性。

閣下應注意本文件：

- 可能包含談及非本地貨幣的金額；
- 可能包含並非按照個別人士所居住國家之法律或條例所準備的財務資訊；
- 可能並未討論涉及外幣投資的風險；
- 並未討論當地稅務議題。

本文件呈列的所有資料均源自相信屬可靠及最新的資料來源，但概不保證其準確性。所有投資均包含相關內在風險。請在投資之前獲取並仔細審閱所有財務資料。文內所述觀點乃根據現行市況作出，將不時轉變，而不會事前通知。有關觀點可能與景順其他投資專家的意見有所不同。

於部分司法管轄地區分發和發行本文件可受法律限制。持有本文件作為營銷材料之人士須知悉並遵守任何相關限制。本文件並不構成於任何司法管轄地區的任何人士作出未獲授權或作出而屬違法之要約或招攬。