



萧光一(Mike Shiao)
首席投资总监
亚洲区(除日本外)

内容摘要

- 我们预计中国的决策者将集中于维持近期的稳定增长，改革则为次要
- 展望未来，我们预计在消费的大力推动下，中国将维持稳健增长
- 中国债务问题仍将存在，但我们预计其近期之内不会带来经济井喷风险

展望2017年，亚洲的景顺股票投资团队认为，中国经济和股市的重点将集中在增长、债务和资金动能上。我们预计，中国的决策者将全力保持近期的稳定增长，改革则为次要。消费将继续成为增长的推动力。中国债务问题仍将存在，但我们预计其近期之内不会带来经济井喷风险。我们看到，贷款活动将由企业转向消费者，我们认为这将利好经济发展。资金动能方面，目前的沪港通和最近推出的深港通将进一步打通南北渠道，加强市场开放程度。我们认为，离岸中国股票的全球投资者尤其会受惠于南向的强劲资金动能。在此篇章中，我们将从上述三大主题阐述我们的观点。

增长：稳健及具弹性，并受到消费推动

中国决策者有两大重要目标：维持可观的经济增长及落实结构性改革。鉴于增长仍是保持中国长期稳定的最重要因素，因此我们认为，2017年中国将把更多注意力放在维持增长上，结构性改革则暂为次要。

我们认为，政府将通过目标基础设施开支带动增长，从而抵消私人投资的放缓。此外，鉴于房地产行业对国内生产总值的整体增长至关重要，因此我们亦认为政府仍将对该行业采取普遍宽松的政策。即便如此，房地产措施也将因地区而异，也就是在楼市过热的地区采取紧缩措施，同时面向市场饱和度不高及房屋过剩的城市推出支持政策。

展望未来，我们预计在消费的大力推动下，中国经济将维持稳健及具弹性增长。受惠于稳健的工资增长，我们认为中国零售销售额有望增

持10%¹左右的年增长率。去年，城市人均可支配收入按年增长介乎8%至13%²，预计该涨势会得以延续。此外，我们相信消费行业将继续受惠于服务需求的增长。我们认为，从酒店、零售、金融服务、医疗保健、教育到信息技术服务，服务业将成为未来增长的主要来源。

债务：短期不会带来风险，但要彻底解决尚需时日

我们将密切关注中国债务状况。目前，债务总额占国内生产总值的255%，而10年前仅为150%³。该急剧上涨主要是由于2008年大幅刺激计划下的过度举债或杠杆所致。尽管目前整体负债水平高企，但基于以下三个理由，我们认为这不会在短期之内引发危机。

- 中国债务大部分来自本地。这就减少了可能与外债相关的货币错配和系统性风险。
- 政府和家庭债务维持低企。目前政府总债务维持在45%左右。中央政府的债务估计少于国内生产总值的20%，相对主要发达经济体来说较为稳健。家庭债务占国内生产总值的比重仍维持在40%的较低水平，远低于主要经济体70%至90%的比重⁴。
- 政府可凭借资产负债表内“资产方”优势，通过广泛持有的优质资产、上市公司所有权和按需转变的灵活性为问题缠身的企业提供支持。我们预计国有企业将占A股市场整体的50%左右，总市值将约为人民币25万亿元（约3.7万亿美元）。

银行业方面，令人感到乐观的是，家庭贷款渗透率有所上升及企业贷款有所下降。与经济体内的去杠杆化流程一样，消费者信贷需求上升将有助于刺激经济，同时为问题缠身的企业提

(下页续)

供时间以完成重组和去杠杆化。此外，家庭借贷，尤其是抵押贷款（将房屋作为抵押品）较企业贷款的违约风险为低，因此被视为更优质的贷款。我们认为，银行业贷款质量将随消费者贷款的增加逐步录得改善。

离岸中国股票强劲的资金动能和市场支持

沪港通计划⁵已打通在岸与离岸股中国市场，不再需要QDII/QFII/RQFII⁶配额。深港通落实将令该体系更加完整，两大计划都将允许在岸与离岸市场就大部分于上海、深圳和香港交易所上市的股票进行双向投资。我们认为，这一创新方法有助于加大市场开放，同时又不会失去对资本流向的控制。

通过深港通和沪港通加大市场开放可为全球投资者带来双重好处：

■ 首先，离岸中国股票的全球投资者将受益于南向市场充足的资金动能，进而为市场整体带来支持。过去几周，南向每日限额的使用率超过50%，香港日成交量近20%⁷触顶。特别值得注意的是，流动资金主要来自内地，截至2015年12月31日止的3年期间，中国内地投资者帐户由11%升至22%⁸。展望未来，

鉴于预期人民币走弱、H股⁹估值与A股相比普遍较为便宜且派息率较高等因素，都可能促使内地投资者考虑将部分投资分散至离岸中国股票。

■ 第二，全球投资者可利用这一便利渠道通过北向投资于在岸A股市场。按股票数量和市值计，沪港通和深港通总计将分别复盖MSCI A股指数的92%或97%¹⁰。这是一个巨大的进展。目前，投资者不用再受QFII限额限制或依赖于A股ETF，可直接通过在岸市场投资于个别A股。

结语

2017年，增长、债务和资金动能将成为中国经济和市场的焦点。我们将密切关注中国的宏观发展，同时重点关注个别股票的基本面走向。作为自下而上的主动型投资者，我们采用选择性方法，投资于拥有稳定的领导力和竞争优势的公司。投资组合所选择的公司都具有一系列共同的质化特征，即卓越的业务模式、具有竞争力的产品或服务、稳健的企业管治和清晰的所有权架构，以及透明度和企业开放度。

1 资料来源：CLSA、NBS，2016年8月。

2 资料来源：CLSA、NBS，2016年8月，每季按年增长率。

3 资料来源：国际清算银行及景顺，2016年9月。数据截止2016年第一季。

4 资料来源：摩根大通，2016年9月。

5 沪港通于2014年11月推出的是一项证券买卖及清算计划，国际及国内投资者可借此跨境购买上海和香港股市的股票。

6 QDII指合格境内机构投资者。该项目允许经注册的中国金融机构利用有限资金投资于国外金融资产，其中包括离岸上市中国股票。另一方面，全球投资者可通过QFII（合格境外机构投资者）及RQFII（人民币境外合格机构投资者）计划投资于中国A股市场。但这些计划仅面向满足资本和资产规模要求的机构投资者开放。上述计划须经过复杂的提交和预批准流程。

7 资料来源：Goldman Sachs Research、港交所、景顺，截至2016年9月。

8 自2012年至2015年。资料来源：HK Stock Exchange Factbook 2015。

9 “H股”指在香港联交所上市的中国内地公司。截至2016年11月1日，中国双重上市公司的H股成交价较A股存在折让。

10 资料来源：MSCI、FactSet Research Systems, Inc.、彭博资讯、景顺，截至2016年9月。

重要信息

本文件拟仅供景顺意图提供的人士而设，只作资料用途。本文件并非要约买卖任何金融产品，不应分发予居于未经授权分派或作出分派即属违法的司法管辖区的零售客户。不得向任何未获授权人士传阅、披露或散播本文件的所有或任何部分。

本文件的某些内容可能并非完全陈述历史，而属于「前瞻性陈述」。前瞻性陈述是以截至本文件日期所得数据为基础，景顺并无责任更新任何前瞻性陈述。实际情况与假设可能有所不同。概不保证前瞻性陈述（包括任何预期回报）将会实现，或者实际市况及／或业绩表现将不会出现重大差距或更为逊色。

本文件并无将任何个人的投资目标、财务状况或其它特定需要纳入考虑。

我们鼓励投资者在作出投资决定之前，应考虑个人投资目标、财务状况及需求的适切性。

阁下应注意本文件：

- 可能包含谈及非本地货币的金额；
- 可能包含并非按照个别人士所居住国家之法律或条例所准备的财务信息；
- 可能并未讨论涉及外币投资的风险；
- 并未讨论当地税务议题。

本文件呈列的所有资料均源自相信属可靠及最新的资料来源，但概不保证其准确性。所有投资均包含相关内在风险。请在投资之前获取并仔细审阅所有财务数据。文内所述观点乃根据现行市况作出，将不时转变，而不会事前通知。有关观点可能与景顺其他投资专家的意见有所不同。

于部分司法管辖地区分发和发行本文件可受法律限制。持有本文件作为营销材料之人士须知悉并遵守任何相关限制。本文件并不构成于任何司法管辖地区的任何人士作出未获授权或作出而属违法之要约或招揽。

除非另有说明，本文件的数据截至2016年11月30日。