

2018年11月

乘借中国经济增长的东风



美国中期选举的结果，一如外界所料。共和党失去了众议院后，可能会促使特朗普政府中的贸易鹰派人士软化他们对中国的态度，在特朗普本月在G20峰会期间与习近平会面之前，可能有助舒缓紧张的贸易局势。贸易紧张局势的缓和可能会推动中国的经济增长，但鉴于内需的加速，中国现在对外贸的依赖程度已经降低。

本期，我们将探讨中国的经济发展以及目前国内市场中的机会。

摘要

- 中国是亚洲崛起的主要推动力
- 尽管存在贸易战的担忧，但由于其国内市场快速增长，中国仍然是一个重要的投资目的地
- 中国A股可以是个让您从中国经济增长高峰中获益的契机

从中国国内增长中获益

国际货币基金组织(IMF)的数据显示，自2010年以来，中国已取代日本成为世界第二大经济体。2017年，中国的国内生产总值是美国国内生产总值的62%。预计2019年中国经济增长率将达到6.6%，这将是美国2019年经济增长率预测值2.9%的两倍多。

近年来，中国已经摆脱所谓“世界工厂”的过去，成功转型为技术先进的制造中心。这一战略正是其雄心勃勃的“中国制造2025蓝图”之核心。该国也正在从出口导向型和投资驱动型经济，转变成为消费驱动型经济。

内页

乘借中国经济增长的东风	1
市场前景与策略	5

如果您想了解更多详情，
请联系您的理财经理。

中国是亚洲崛起的主要推动力

中国是亚洲增长不可或缺的一部分。它有14.2亿人口，是世界上人口最多的国家。其拥有可支配收入快速增长的新兴中产阶级，这一中产阶级人口到2022年将达到总人口的75%。随着经济实力的增强，中国在亚洲的政治和经济影响力也必然增加。

¹ Barton, D., Chen, Y. and Jin, A. (2013). "Mapping China's middle class". McKinsey & Company

主要投资目的地

拥有庞大消费群的中国是一个重要的投资目的地。尽管存在贸易战的担忧，其庞大的市场规模却为国内市场提供了巨大的机会。其雄心勃勃的“一带一路”倡议就是为了提供更多与其他国家加强经济关系的机会。

中国的发展目标是成为一个高科技制造中心，并成为人工智能(AI)领域的领导者。作为世界上人口最多的国家，它可以获得消费者在网上购物和进行交易时产生的大量数据。中国可以借助其庞大的国内市场、利用大数据的力量发展自己的人工智能，这将提高经济增长效率。

国内市场快速上涨

中国为减少对出口的依赖而转向消费驱动型经济的同时，快速增长的中产阶级将成为中国增长的重要引擎。

随着越来越多高科技和服务业的高收入就业岗位的增加，推动了可支配收入的上升，有着高消费的中国新一代将推动国内消费和经济增长。富裕的中产阶级将在一些非必需品和服务上花费更多，包括电子产品、时装、教育、旅游、休闲活动和医疗保健。因此，中国这一契机对我们而言，将比以往更集中于把握其国内市场增长所带来的投资机会，这也是中国A股成为焦点的原因。

什么是中国A股？

中国公司有多种方式在股票交易所上市：

1. **中国A股** – 中国公司的内资股在上海证券交易所和深圳证券交易所上市交易。它们以人民币(RMB)计价，人民币也称为Chinese Yuan (CNY)。
2. **B股** – 在国内交易但以外币计价。
3. **H股** – 在香港交易，以港元(港币)计价。

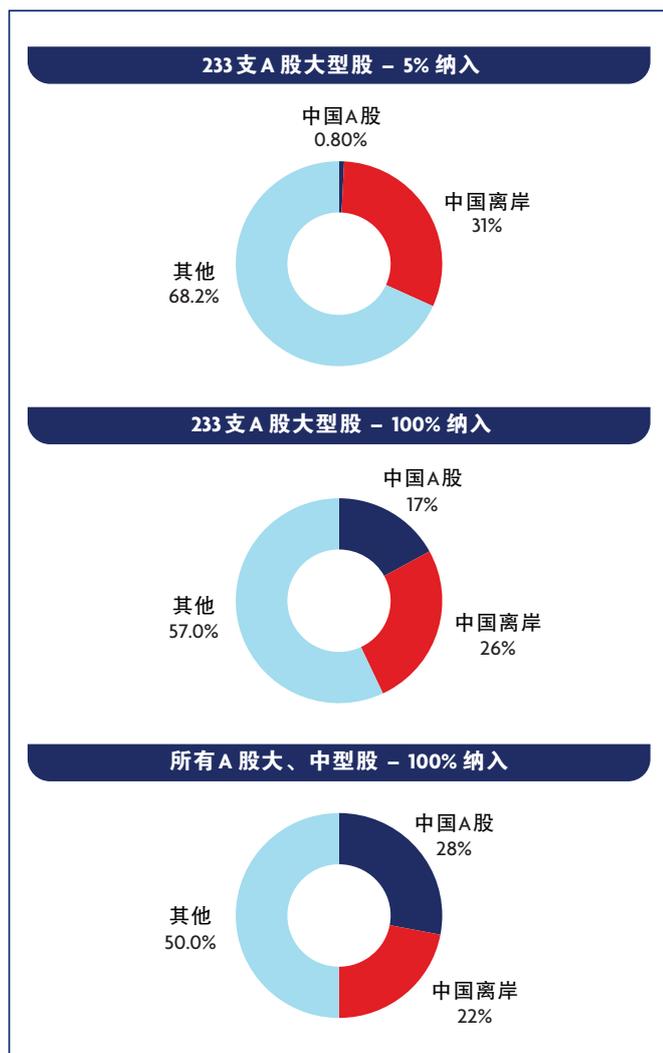
H股主要由大型国有企业(SOEs)组成，而A股则包括私人企业和国有企业，因此A股是国内公司筹集人民币资金的首选。

从历史上看，境外投资者投资A股的渠道相对受限。然而，在过去五年，中国政府加大了向境外投资者开放中国境内金融市场的力度，例如分别于2014年和2016年开通沪港通和深港通等直接投资A股的渠道。

一些中国A股的有趣事实

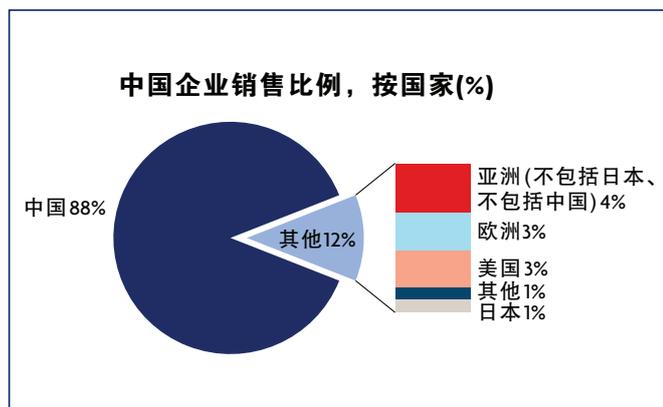
- 中国A股目前占摩根士丹利新兴市场指数(MSCI Emerging Market)的权重为0.7%，而这些资产仅占中国整体股票市场的5%。如果所有大型和中型中国股票都有资格纳入该指数，那么MSCI指数中的比例可能会随着时间的推移而上升至28%(图1)。
- 中国公司88%的收入来自国内市场(图2)。
- 按市值，中国的A股市场位于前三大股市之列。它仅低于美国，并与日本交替排名第二。
- 中国A股市场的机构投资者目前相对有限，个人投资者的交易额占总交易额的80%以上。而专业基金经理可通过卖出那些因投机而暴涨的股票来获利，或者购买那些仅因个人投资者情绪波动而被超卖、不受青睐的公司。

图1: 中国A股占MSCI新兴市场指数的权重最终将升至28%。



资料来源: MSCI, 美国银行美林, 安联全球投资者, 截至2018年5月

图2: 中国企业的大部分收入来自中国。



资料来源: FactSet, 里昂证券, 截至2017年12月。销售风险数据根据自下而上的汇总浮动调整

我们VTAR分析中的各个指标, 对中国A股有何评估?

估值 (Value)

- 各项指标(如市盈率PER、市净率PBV、市现率PCF、企业价值倍数EV/EBITDA)的估值皆处于**历史低位**。
- 截至2018年10月31日的A股市盈率为10.1倍, 低于2016年1月所记录的10.7倍, 那是当时市场忧虑中国经济硬着陆的定价。
- 与2015/2016年不同, 尽管贸易情绪消极, 但中国A股公司的**盈利增长仍然强劲**。

图3: 估值与每股盈余。

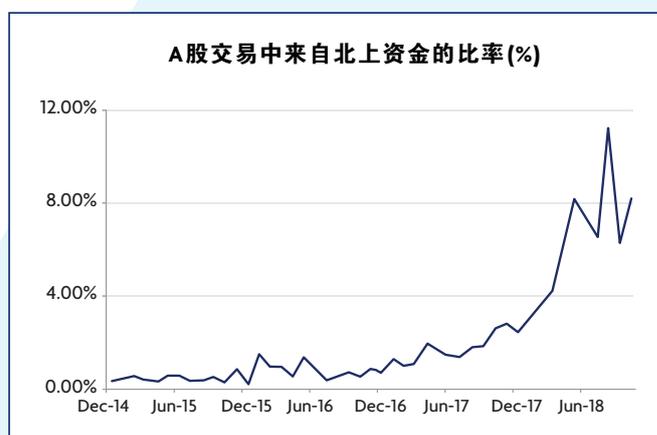


资料来源: 彭博社, 2018年11月2日

趋势 (Trend)

- 中国个人投资者在卖出A股的同时, **境外投资者和中国维稳资金却在买入A股**。日益增加的北向资金以及境外机构投资者的兴趣不断上升, 将有助于逐渐淡化中国散户投资者的投机效应。

图4: 境外资金流入有所增加。



资料来源: 彭博社, 2018年11月2日

活动 (Activity)

- 在贸易战逐渐升级的情况下，**中国政府**已采取措施**支持国内增长**。其中包括通过削减税费来刺激内需，以及加深与美国以外国家的合作。
- **MSCI的纳入**可能继续提升A股的吸引力，促使外国投资者的需求增加。尤其是如果所有大型和中型中国A股公司最终都有资格被纳入指数。

风险 (Risk)

- **中美贸易战**在短期内仍是主要风险。然而，市场很可能已经为贸易战的负面情绪定价。
- **金融去杠杆**或将继续对经济增长构成压力，并可能增加政策偏差带来的风险。然而，中国经济硬着陆的风险仍相对较低，因为中国政府一直从经济长期增长着手而谨慎推进相应改革措施。

结论

- 中国A股是可受益于中国国内经济增长的投资机会，其将受世界上人口最多的国家中快速崛起的中产阶级所推动。
- 然而，中国A股却由于境内个人投资者对美国贸易摩擦的悲观情绪，而受到重创。由于中国A股的个人投资者占大多数，因此股票市场往往对投资者的情绪而不是基本面做出反应。
- 然而，基本面仍然是重要的推动因素，目前股票估值偏低且企业盈利增长强劲。这也是导致最近几个月资金流入的原因，这将有助于中国A股逐渐复苏。
- 尽管如此，由于市场情绪难以预测，中国A股市场的波动性仍然偏高。因此，更为审慎的方式是通过成本平均法逐步进入市场。

市场前景与策略 ▶▶

经济驱动力

全球增长	<p>国际货币基金组织将其2018年和2019年的国内生产总值增长预测下调至3.7%，比起4月1日¹做出的预测低了0.2%，反映了贸易关税的负面影响。然而，这一增长依然超过了2012年至2016年之间的增长。</p>
通胀与央行	<p>在美联储的领导下，央行将继续将货币政策正常化。预计美联储将在2018年12月再次加息，并在2019年再加息三次。欧洲央行将只在2019年下半年加息。日本央行预计会保持宽松。</p>
企业盈利	<p>尽管存在担忧，但企业盈利仍在继续改善，全球股票的企业盈利预计将在2018年增长12%，2019年增长9%。鉴于近期市场的调整，股市估值变得更为吸引。</p>

风险

收益率飙升	<p>工资上涨和大宗商品价格上涨可能引发通货膨胀。由于预算赤字较大，财政部的债券发行量可能会增加。任何债券收益率的飙升都可能引发股票和债券的崩溃。</p>
地缘政治局势紧张	<p>市场仍然容易受到地缘政治风险的影响，特别是贸易紧张局势。然而，习近平和特朗普之间贸易对话的进展可能缓解紧张局势。在11月底举行的20国集团峰会之后，有关贸易的情况可能会明朗化。</p>
政治风险	<p>最近的美国中期选举结果符合市场预期，但由此导致的政治僵局可能会令新立法的审批程序更为艰巨。与此同时，英国脱欧和意大利政治发展的不确定性可能继续引起市场波动。</p>

¹世界银行经济展望，2018年7月

战略

投资主题	主要理由	风险
全球医疗股	医疗保健是一个结构性增长的投资机会。我们预计药品审批和并购活动的增加将成为行业重新评级的催化剂。药物定价的负面消息减少可能会提振市场情绪。	政策的不确定性可能会影响该行业的情绪。对药物定价的担忧可能会使制药公司在短期内受到更严格的审查。这方面的风险从长期来看可能会得到缓解，因为不断增长的老齡化市场应该会促进需求的强劲增长。
中国A股	环球投资者在中国A股持仓量偏低，A股将提供理想的风险回报和分散投资带来的好处。	中美贸易战在短期内仍是主要风险。但我们的基本看法是美国中期选举结果或将成为特朗普收敛其对外贸易充满挑衅性做法的催化剂。金融去杠杆化可能继续对经济增长构成压力，也存在政策偏差带来的风险。
全球优质股	在较长的投资周期内，全球优质股票的表现往往优于广泛的股票市场。	高估值可能会增加短期修正的可能性。然而，全球经济衰退的风险很低，限制了优质股票大幅调整的可能性。
美国金融股	估值吸引、加息促使盈利增加。	如果美联储货币政策变得更温和并且加息水平低于市场预期，将影响美国金融股的表现。然而，强劲的经济、低失业率以及超过2%的通胀水平，都可能会使得美联储继续其货币正常化步伐。
新兴市场股	整体新兴市场股票仍受到更强劲基本面以及有吸引力的估值所支撑。	美元强势飙升可能导致新兴市场股市回落，正如最近土耳其的情况所示。中美贸易紧张局势的恶化也可能导致市场波动加剧。



誠摯如一

免责声明

本文件来源于大华银行有限公司（“新加坡大华”）。大华银行（中国）有限公司（“本行”）经授权予以发布。

本文件仅供一般参考之用，新加坡大华和本行不对此承担任何法律责任。本文件不构成针对任何投资产品或者保险产品的要约或者要约邀请，亦不应被视为针对任何投资产品或者保险产品的推荐或建议。

本文件只是基于新加坡大华所获得的且认为可以依赖之信息（新加坡大华和本行并未对其进行核实）而编制的，对于本文件及其内容的完整性和正确性，新加坡大华和本行不作任何陈述或保证，也不承担任何法律责任。新加坡大华和本行不能保证就任何特定目的而言，本文件内所含信息是准确的、充分的、及时的或者完整的。新加坡大华和本行不应对本文件中所含信息或者观点可能存在的错误、瑕疵或遗漏（无论由于何种原因引起）负责，亦不对您因基于该等信息或者观点而作出的任何决定或行为负责。

本文件中所含任何观点、预测或者针对任何特定事项（包括但不限于国家、市场或者公司）未来事件或者表现的具有预测性质的言论并不具有指导性，并且可能与实际事件或者结果不符。过往业绩不代表其未来表现，不得视为对未来表现的任何承诺或者保证。

本文件所含信息并未考虑任何特定人士的具体投资目的、财务状况或者特定需求。在购买任何投资产品或者保险产品前，请向您的法律、管理、税务、商业、投资、财务及会计顾问咨询，如果您决定不征求该等顾问的意见，您应自行考虑该等投资产品或者保险产品是否适合于您。

新加坡大华和本行及附属机构、关联公司、董事、雇员或客户在本文件所述产品或其相关产品、其它金融投资工具或衍生投资产品（“产品”）中可能享有权益，包括进行营销、交易、持有、作为造市者行事、提供金融或咨询服务，或在有关产品公开献售中担任经理或联席经理。本行及附属机构、关联公司、董事或雇员也可能与本文件所述的任何产品提供者拥有联盟或合约的关系，或提供经纪、投资理财或金融服务的其它关系。

未经本行事先书面同意，本文件及其所含任何信息不得被转发或者以其他方式向任何其他人士提供，亦不得被用于其它用途。另，本文原文以英文书写，中文版本为翻译版本且仅供参考。