

中國觀點

2021年中國 – 為增長做好準備

2020年12月



概要

- ◆ 中國比其他經濟體更迅速反彈，可望開始由非常規刺激措施轉向政策正常化，並提供更具針對性的紓困措施以引領經濟發展
- ◆ 在就業市場及家庭收入復甦帶動下，中國消費者或成為驅動2021年GDP增長的主要動力
- ◆ 新的五年規劃（2021至2025年）及「雙循環」戰略，將成為促進生產力及長期增長潛力的關鍵

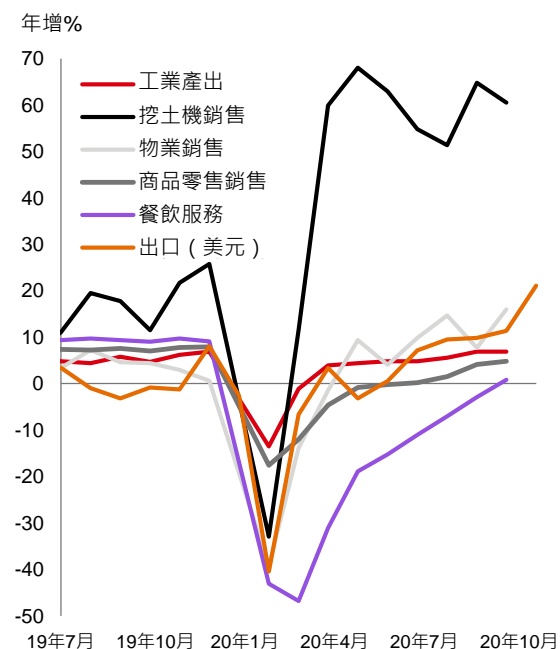
2021年中國 – 為經濟增長做好準備

中國從新冠肺炎危機及相關經濟影響復甦的步伐，無疑超越世界各地。這受惠於防疫措施相對迅速及有效、政策刺激措施，以及其「先進先出」優勢，同時，生產活動亦比預期更早恢復正常，讓中國的出口搶佔環球市場市佔率。在製造業及投資帶動下，中國經濟呈「雙速復甦」，復甦範圍在近數月更擴大至表現落後的服務業及消費。中國可能成為今年唯一出現正增長（約2.0%）的大型經濟體，我們預期2021年增長將加快至約8.0%，即高於趨勢增長率。中國經濟在第二季已恢復至疫情前的產出 / GDP水平（視2019年第四季為當前水平），且有望在2020年底前重回疫情前的「趨勢增長路徑」。

消費及服務業領先

踏入2021年，我們預計增長動力將從投資轉向家庭消費、從製造業轉向服務業，以及從基礎設施及房地產投資轉向製造業投資（受盈餘好轉及需求前景向好所支撐）。就業市場回暖及家庭收入復甦應可支持私人消費。

穩健而廣泛的經濟復甦



資料來源：CEIC、彭博、滙豐環球投資管理，2020年12月。
僅供說明。



2021年中國 – 為增長做好準備 (續)

新冠疫苗啟用可能對中國經濟活動恢復正常帶來有限影響，但我們認為疫苗對疫情最敏感的面對面 / 面對消費者的服務業完全復甦為必要因素。

中國出口可能維持穩健；中美貿易緊張局勢降溫及區域化

在有效疫苗廣泛供應支持下，我們預計2021年環球復甦步伐將會加快，但即使環球生產復甦從後趕上，中國出口仍會維持穩健。同時，抗疫及居家產品的需求可能會在未來數月達到高峰，而消費開支可能從商品轉向服務。我們預料在拜登領導下，中美貿易關係將更加平和及可預測，美國可能採取多邊及按照規則的協調方針處理貿易爭端。我們認為拜登有可能修改或撤銷其認為川普針對中國實施，但有損美國經濟的部分措施（如關稅），惟由於拜登初期將聚焦國內問題，加上兩黨支持在結構性問題（如國有企業補貼 / 公平貿易、市場准入、強制性科技轉移及知識產權保障等）上採取強硬立場，我們認為美國關稅或科技限制出現即時或重大轉變的可能性不大。美國可能繼續視中國為策略競爭對手，並維持中國獲取美國先進科技的限制，但亦將在擁有共同利益的領域（如氣候變化、疫情防控）與中國合作。我們預計貿易緊張局勢將會緩和。隨著新簽署《區域全面經濟夥伴協定》，中國將進一步加強區域經濟合作，並增加東盟供應鏈聯繫的投資。

貨幣政策正常化及財政重整；針對性援助措施及精準方針可望持續

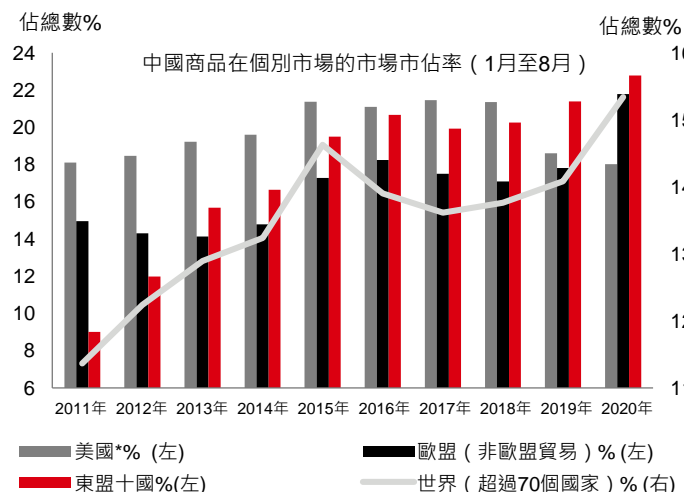
鑑於經濟增長迅速復甦，我們預計當局將在2021年逐步減少其緊急貨幣 / 財務援助，利率逐步回復正常、信貸增長放緩、房地產及金融監管的立場將更為強硬。去槓桿化及債務清理受疫情及債務寬免影響而中斷，可能會獲得優先處理。儘管如此，我們預計針對性寬鬆措施及流動性支持可望持續，之前政策延遲明年3月到期的中小企貸款還款，違約風險需受密切關注。信貸差異備受關注，但防止出現系統性風險仍是重要政策目標。供給面因素緩和令食品 / 豬肉價格通縮，通脹有所緩和 – 短期整體通脹率為負數，相對於2020年，2021年的通脹或會減慢；在服務消費逐漸回復正常下，核心通脹增長溫和，並不支持當局突然撤銷政策支援。

政府亦可能逐步撤銷部分逆週期財政刺激措施（如臨時稅務 / 費用寬減 / 豁免），這些措施側重企業救助及支持公共投資（相對之下，對家庭的財政支援有限）。財政審慎將有助促進消費及私人投資的增長再平衡。我們預計2021年預算赤字及地方政府特殊債券發行配額將會減少（且沒有人民幣1萬億元的抗疫特別國債），但我們預計不會出現財政緊縮。我們預料中國將推出更多政策及改革以擴大內需（如城鎮化2.0作為主要增長動力）。

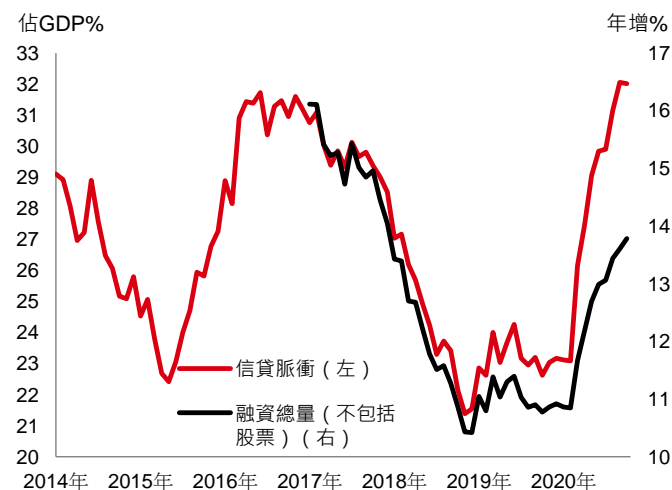
聚焦「十四五」規劃及「雙循環」發展戰略的有效實施

我們預計中國將更側重結構改革，以促進生產力及長期增長潛力。十四五規劃的重點是促進本土科技及創新、擴大及提升國內（消費）需求，以及追求優質、均衡及可持續增長。「雙循環」戰略的重點是加強自給自足及競爭力，同時繼續推動經濟開放，包括「一帶一路」計劃（著重發展 / 項目質素）。

中國今年的出口強勁



2021年信貸動能或從高點回落



附註：*美國1月至10月數據；資料來源：世界貿易組織、CEIC、彭博、滙豐環球投資管理，2020年12月。

以下將深入探討近期事件及政策措施，怎樣影響中國固定收益及股票市場：

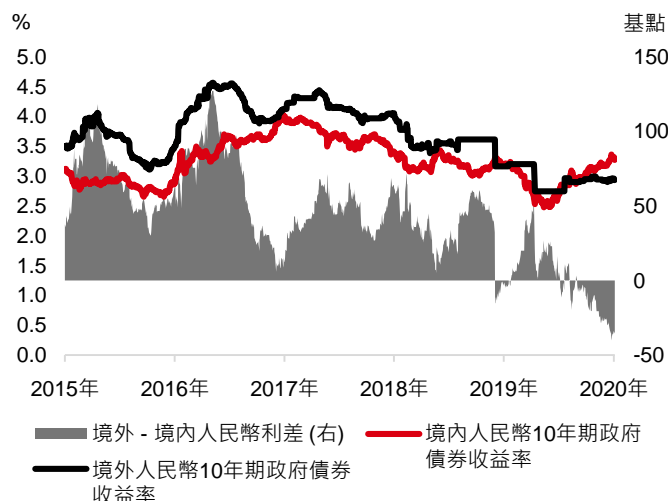
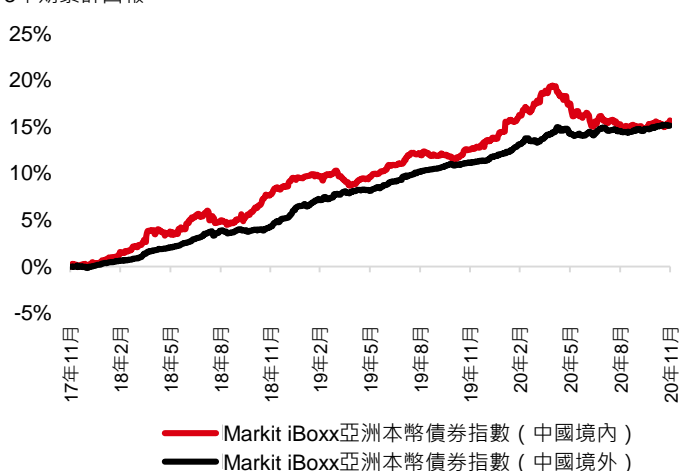
固定收益

年初至今，在政府及政策銀行票據的資金流入帶動下，債券流入達到1,160億美元

- ◆ 儘管境內市場出現連串債券違約令投資者大為震驚，但11月各年期的中國政府債券收益曲線實際上並無變化。當局重申對逃避債務採取零容忍政策，市場情緒已從違約事件的影響恢復過來。我們認為，這些境內違約個案應視為個別事件，反映中國當局希望確保提高金融紀律
- ◆ 11月30日，人行意外對銀行體系注入現金，使債券收益率急跌。當日，央行通過一年期中期借貸便利操作注入人民幣2,000億元，利率維持在2.95%。當局亦進行人民幣1,500億元為期7日的逆回購操作，淨注入人民幣1,100億元。因此，央行該月累計注入人民幣4,000億元。境內人民幣債券（按iBoxx亞洲本幣債券指數（中國境內）計算）在截至11月31日止一個月美元計價升2.0%，年初至今的升幅為7.8%。月漲幅主要由美元走弱（兌人民幣跌1.7%）帶動
- ◆ 按資金流計算，10月境內市場出現80億美元資金流入，較表現非常強勁的第三季稍為緩和（平均每月流入210億美元）。政府債券及政策銀行票據分別出現80億美元及50億美元的資金流入，低於上月的110億美元及70億美元。年初至今，在債券收益率偏高及人民幣走強所帶動下，10月底資金流入達到1,160億美元。中國及美國10年期政府債券收益率之間的利差，已從年初的130個基點擴大至11月的200個基點，而同期人民幣兌美元匯率升5.5%
- ◆ 11月，境外指數 — iBoxx亞洲本幣債券指數（中國境外）— 美元計價升2.0%，年初至今漲9.4%。此外，部分房地產開發商從股市及債市籌集新資金，融資壓力有緩和跡象，11月美元中國信貸上漲0.7%。彭博中國投資級別信貸指數月內升0.4%，而在發行量較少下，中國高收益債券升1.6%
- ◆ 邁入2021年，鑑於資金流強勁，加上全球第二大經濟體的經濟持續復甦，我們對中國固定收益仍有信心。此外，新冠疫苗有進一步樂觀消息及美元弱勢，似乎有利此資產類別的增長

中國債券在經濟復甦下保持平穩

3年期累計回報

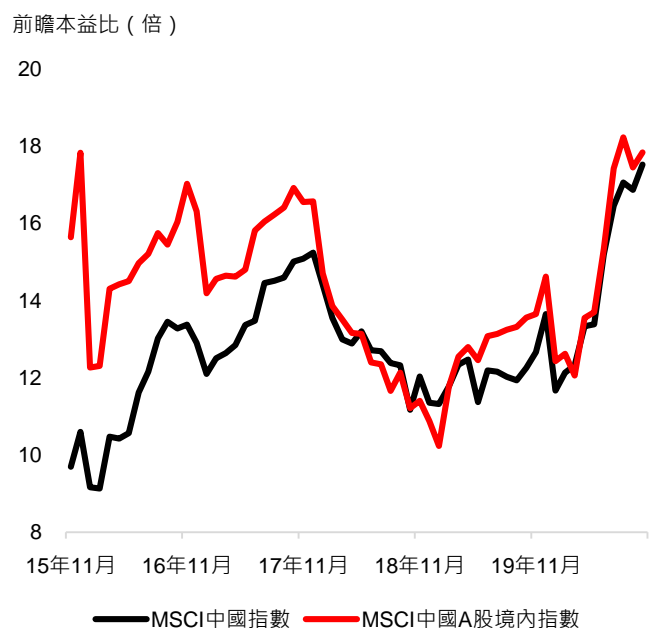
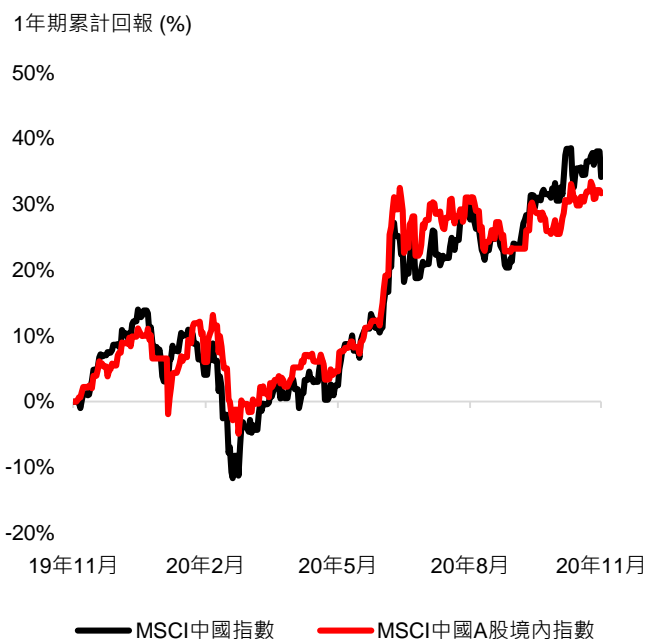


資料來源：彭博、Markit，數據截至2020年11月30日。總回報按當地貨幣計算。
僅供說明，不構成上述資產類別、指數或貨幣的任何投資建議。以上之觀點及意見會不時轉變。

- ◆ 更多宏觀數據顯示經濟持續復甦，中國境內及境外股票在11月延續漲勢。月初至今（11月30日），MSCI中國A股境內指數及MSCI中國指數 — 境內及境外指數 — 月內分別升4.9%及2.8%。境內方面，由中國最大型企業組成的滬深300指數美元計價漲7.5%，恒生指數則急升9.3%
- ◆ 11月公佈的有利數據顯示中國有望成為率先擺脫疫情影響的經濟體，其中工業利潤增長穩步擴大。10月工業利潤從9月的10.1%（年增）增長至28.2%，而工業公司的利潤率從去年同期的6.4%擴大至7.2%，較去年同期高1.1%
- ◆ 11月，香港、上海及深圳證券交易所同意將在香港上市但未有盈餘的合資格生物科技公司以及上海科創板納入互聯互通計劃。預計納入將於2021年初開始生效，實施細節及時間安排尚待監管機構及交易所營運商進一步公佈。另外，在中國大陸，當地交易所營運商發佈一份諮詢文件，當中涉及新三板（中小企集資途徑）上市公司遷往科創板及創業板的規則
- ◆ 以資金流計算（截至11月30日），透過互聯互通機制進行的南向交易年初至今出現淨買入780億美元，在經濟持續復甦下，境內投資者持續買入香港科技、金融及消費類股票，淨買入額可望創下歷史新高。另一方面，隨著美國新任政府即將上台，市場預期世上兩個最大經濟體之間的關係將會好轉，中國A股的北向交易吸引了210億美元外資流入
- ◆ 評價方面，MSCI中國指數及滬深300指數的12個月前瞻本益比現時分別為15.2倍及14.8倍，2021年預期盈餘增長分別為22%及17%

MSCI中國指數及滬深300指數從疫情引發的衰退中反彈，12個月前瞻本益比現時分別為15.2倍及14.8倍

經濟持續復甦帶動中國股市持續攀升



資料來源：彭博、滙豐環球投資管理，截至2020年11月30日。總回報按當地貨幣計算。

投資附帶風險。過去表現並不代表將來表現

行業*	前景	評論
非必需消費	+	我們尤其看好具有採用率較快、淨利正在擴張，並擁有較佳物流系統的電子商務平台。我們看好可望受惠國內消費及旅遊業復甦的公司。
必需消費	+	受定價能力較高及電子商務管道支持，個別龍頭公司的邊際利潤仍然可觀。新冠疫情爆發後，需求應可迅速恢復，尤其是酒精飲品。因應地緣政治風險及疫情的憂慮升溫，我們看好此類股份的防禦能力。
能源	○	疫苗的樂觀情緒推高市場對經濟活動恢復正常的期望。能源股的評價低，將可受惠於油價上漲，但實際需求將需要時間才能恢復。
金融	-	我們對銀行股持偏低比重，利率下調可能對淨利差構成壓力。保險股的評價具吸引力，我們看好業內部分具有長遠增長機遇的優質公司。
醫藥	+	我們看好在創新藥物擁有出色研發能力的公司，以及增長可見度高及業務模式穩健的服務供應商。經過近期調整後，評價看來具有吸引力。
工業	-	展望未來，我們預期當局將推出更多基建項目，而建築工程將全面復工，但將側重於「新基建」。
資訊科技	+	雖然爆發新冠疫情，但隨著蘋果公司推出新產品，智慧型手機的需求仍然穩定，我們看好產品升級的趨勢，並偏好可受惠於科技持續升級的股份。
材料	-	由於環球經濟放緩，我們對建築及工業材料需求反彈的可持續性持懷疑態度。金價在寬鬆環境下急升，我們在此行業類別看好金礦開採公司。
房地產	-	可能新推的「三道紅線，四檔管理」政策或會阻礙開發商的長遠增長。長遠而言，我們看好物業管理公司，這類公司擁有穩健現金流量，在市場持續整合下仍具防禦力。
電訊	-	我們選擇性看好遊戲、社交平台及雲端服務公司，因新冠病毒疫情爆發將有助市場加快採用科技。由於缺乏正面推動因素，我們對電訊公司持偏低比重。
公用	-	風能、太陽能及核能等替代來源的供應不斷增加，令整個行業的回報持續承受壓力。由於經濟增長緩慢，需求依然低迷。

資料來源：彭博、滙豐環球投資管理，截至2020年12月。

*備註：滙豐環球投資管理境外中國股票團隊的行業觀點：「+」= 正面、「-」= 負面、「○」= 中性

僅供說明，且不構成上述資產類別、指數或貨幣的任何投資建議。以上之觀點及意見會不時轉變。

本文所載任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。滙豐環球投資管理概不就能達成任何預測、預計或目標承擔責任。僅供說明。

數據綜評

指標	數據截至	實際	預期	前期	分析
工業生產 (年增)	10月	28.2%	--	10.1%	近期數據顯示中國第四季經濟復甦依然強勁，生產活動繼續高於趨勢的步伐增長，而消費及服務業的復甦亦正在加快。基建投資穩健、地產活動表現穩定及出口強勁，亦繼續支持整體增長。服務業生產亦顯著向上，由9月年增長5.4%加速至10月年增長7.4%。增長強勁反映服務活動的限制放寬（因中國有效控制新冠病毒感染）及今年10月假期較長的一次性影響。邁入2021年，我們預期工業生產的增長動力將由投資轉為消費，以及由公共/基建及房地產投資轉為私人/製造業投資。大規模接種疫苗讓受到疫情嚴重打擊的行業加快重開及回復正常表現落後的服務業或可帶領增長步伐。隨著今年首三個季度的財政開支低於預算案的預測，第四季的財政開支擁有充裕空間支持增長。儘管針對性政策支持將會持續以維持經濟復甦，但我們預期2021年將會進行財政整合，貨幣政策推動力亦會減弱，而當局對地產及金融監管則採取較為強硬的立場。
固定資產投資 (年初至今，年增)	10月	1.80%	1.6%	0.8%	房地產投資保持動力，基建及製造業固定資產投資則持續溫和復甦。我們預期製造業資本開支將會繼續回升，因內需外需均見好轉、信貸支持增強及工業利潤強勁反彈（10月年增急升28.2%）所致。地產活動及基建投資預期於2021年將失去部分動力，前者的遞增財政支持將會減少（我們預期地方政府專項債券發行的年度配額將會縮減），而後者則由於發展商財政狀況更趨緊絀，且若干地方政府房屋部門採取限制措施而面臨考驗。儘管如此，我們預期在持續資金支持下，基建投資仍會保持穩健。預料當局將繼續採取不同物業政策立場及避免過度收緊政策。
零售銷售 (年增)	10月	4.30%	5.00%	3.3%	受商品消費帶動，加上服務業增長加快，零售銷售持續復甦，餐飲銷售亦重拾增長（年增上升0.8%），乃因今年的黃金假期較長，可望推高本地旅遊及住宿/餐飲服務的需求。商品消費方面，汽車銷售及其他非必需消費品銷售（如化粧品、珠寶首飾及通訊產品等）亦穩健增長。雙十一網上購物旺季的銷售強勁，顯示中國消費者逐漸恢復信心，並擁有強勁消費力，大型店舖於雙十一期間的網上銷售年增大升29%。與此同時，勞動市場繼續逐步改善，根據統計，城市失業率由9月的5.4%，進一步下降至10月的5.3%。我們預期2021年消費開支將持續好轉，落後的服務業將會從後趕上，而預期新冠病毒疫苗獲廣泛應用亦可發揮支持作用。
出口 (美元，年增)	10月	11.4%	9.2%	9.9%	歐美地區近期疫情惡化，但中國對兩地的出口因西方假期購物旺季而受惠（對美國的出口年增大升46%）。中國對亞洲其他地區的貨運維持強勁增長動力。居家需求（如適應數位環境所需的高科技產品）及個人防護產品的需求亦保持強勁。另一方面，進口增長穩定反映對若干主要商品的需求減弱，這可能是由於本地存貨水平偏高及農產品進口放緩所致，而非石油普通進口（內需指標）及與出口加工品則持續回升。預期疫苗獲廣泛應用，其他地方的疫苗生產力亦會從後趕上，與新冠病毒疫情相關的需求勢必於2021年逐步放緩。儘管如此，隨著環球及本地經濟復甦，我們預期中國將能維持出口，進口增長則會進一步改善。然而，環球疫情控制及中美關係仍面對未知之數。拜登政府上台後預料將採取多邊主義及合作方針，中美關係將會較為穩定及可預測，預料中國將因此而受惠。儘管如此，我們認為回應美國民主共和兩黨對國有企業補貼、公平貿易、市場進入、強制性科技轉移及知識產權保障等問題的憂慮，可能會繼續對中國構成壓力。中長期而言，預料中美（科技）競賽依然相當激烈。
進口 (美元，年增)	10月	4.7%	8.6%	13.2%	
貿易差額 (美元)	10月	584.4億	463.0億	370.0億	
消費物價指數通膨率 (年增)	11月	-0.5%	0.0%	0.5%	整體消費物價指數通膨自2009年以來首次出現負數，主要是由於食品通膨下降（尤其是豬肉價格因供應增加而回落，及去年基數極高）所致。非食品及核心通膨則分別維持在-0.1%及+0.5%的水平。隨著服務消費逐步回復正常，核心通膨預料將於2021年溫和回升，但生豬價格的下跌週期，可能繼續成為短期內拖累整體通膨的因素。由於環球商品需求持續回升為商品價格提供支持，預期生產者物價指數於未來將持續溫和上升。低通膨不利當局政策緊縮。
生產者物價指數通膨率 (年增)	11月	-1.5%	-1.8%	-2.1%	
社會融資總量 (人民幣)	11月	21,300億	20,750億	14,200億	11月的數據顯示信貸增長有回復正常的初步跡象。社會融資總量增長由10月的13.7%，輕微下降至年增13.6%。儘管企業及家庭的中長期貸款近期稍為緩和，但人民幣貸款增長維持在13.3%的穩定水平。依照每月新增貸款基準計算，政府及企業債券發行有所減慢，影子銀行信貸則持續偏軟。預料信貸政策將繼續集中於針對性支持中小企及製造業，而信貸流向房地產發展商應受到限制。信貸增長預料將於2021年放緩。
新增人民幣貸款 (人民幣)	11月	14,300億	14,500億	6,898億	

- 指月度月增 / 季度季增 / 年增數據改善
- 指月度月增 / 季度季增 / 年增數據轉差
- 指月度月增 / 季度季增 / 年增數據無變動

資料來源：彭博、滙豐環球投資管理，截至2020年12月

滙豐中華投信係滙豐環球投資管理境外基金總代理人，以上觀點來自滙豐環球投資管理。

滙豐中華證券投資信託股份有限公司

滙豐中華投信獨立經營管理

台北市敦化南路2段99號24樓

02-6633-5808

www.assetmanagement.hsbc.com.tw

本資料僅供參考，滙豐中華投信已盡力尋找可靠之資料來源提供正確之意見與消息，但無法保證該等資料之正確及完整性，請勿將其視為投資任何有價證券或其他金融產品之建議或要約，投資人如欲進行投資，應自行判斷投資標的、投資風險，承擔投資損益結果，滙豐中華投信及其董事、受僱人不因此而承擔任何損害賠償責任。本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書或投資人須知。內容涉及新興市場部分，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響。匯率走勢亦可能影響所投資之海外資產價值變動。文中個股、類股或產業，僅為參考舉例，不代表個股、類股或產業推薦，且不為未來投資獲利之保證，亦不為基金未來之持股，HSBC不負擔任何預測或目標無法達成之責任。以上資料僅為歷史數據，不為未來投資獲利之保證，在不同指數走勢、比重與期間下，可能得到不同數據結果。由於高收益債券之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。不適合無法承擔相關風險之投資人。