

2019年2月

## 牛市中的中国

论及对全球增长背景的关注，中国是备受瞩目的领域之一。得益于其信贷激增之下城市化和工业化的快速进程，中国经济在20世纪90年代和21世纪最初十年经历了极为强劲的扩张。

然而，历史表明，这样的繁荣不可持续，鲜有善终。因此，国际上几乎每个官方机构都开始对债务亮起红牌。中国的政策制定者也作出了回应，致力于抑制信贷过度的领域，尤其是非银行贷款人的信贷行为。

中国的增长已经放缓（10%以上的增长不可能永续，增长率终将与国内劳动力和科技增长的增速趋同），去年减速变得更为明显。随着国内信贷增长放缓，商业投资和消费支出受压（尤其是汽车和住房等大宗消费），中国这一当今世界第二大经济体的增长率在2018年跌至1990年以来最低水平（尽管仍然超过6%）。

北京方面的政策制定者有能力为经济提供支持，且提供经济支持的意愿越来越强。中国人民银行最近下调了所有银行的准备金率，从而腾出1000多亿美元用于新增贷款，政府还表示将很快推出具有针对性的政策拉动内需，其中包括减税和基建计划。不过外界一方面预计中国会推出更多刺激措施以进一步巩固经济增长，另一方面还是担心中国无法在不牺牲金融稳定的情况下成功实现“软着陆”。

中美之间持续的紧张局势令这些内部问题雪上加霜。市场情绪和市场表现无疑受到影响，不过目前贸易壁垒增加所导致的负面影响有所减弱。然而，鉴于全球供应链紧密交织的程度，贸易不确定性的持续时间越长，对贸易活动的直接影响就越大。此外，中美两国的重要性也意味着如此影响将波及全球各地，特别是严重依赖中美进口及投资，将其作为增长驱动力的东南亚和拉美发展中国家。

由于达成协议对两国来说具有共同的利益，最终在这方面显示出些许进展的迹象。中国通过降低汽车进口关税、增加美国产品进口和开放市场准入等方式作出了一些让步，美国则同意不执行关税提升计划，将它作为12月达成的90天停火协议的一部分。双方已同意在未来几个月内恢复谈判，希望实现能让双方都挽回面子的折中方案。

当然，目前一切都还难以保证，因此不确定性和波动性可能会持续存在。不过，尽管这可能使得一些投资者试图避免承担与中国相关的潜在下行风险，中国经济之重要性日益提升的事实意味着它绝不能被忽视。关键是要聚焦于风险敞口管理，重点关注在中国立足的高质量全球公司，而不是直接投资于仍在走向成熟过程中的中国市场，这样的策略有助于避免投资者陷入仅在外围观望的局面。

毋庸置疑，中国经济前景的阴云对全球增长的背景、乃至风险资产表现的走向都具有重大影响。但即便风险比比皆是，市场也可能有太过悲观的倾向。数据似乎表明，有关第二大经济体死亡报道过于夸张。换句话说，尽管存在担忧，但不妨让我们把英语中“公牛踏进瓷器店” (bull in a china shop) 这句谚语改头换面一下，作为我们对中国经济局面的总结：中国并未打破牛市。