



張麗萍
環球新興市場
固定收益研究主管

中國金融市場近期加劇波動，主要是由房地產、互聯網及教育等多個主要行業領域的監管變動所引發。在今期投資通訊，環球新興市場固定收益研究主管張麗萍詳列這些政策轉變的本源，並指出投資者日後需要注意的事項。她的團隊結合在岸及離岸分析後認為政府實施有關監管變動，對中國長期社會經濟發展應可帶來

正面影響。

中國信貸市場實地分析：改變中的監管環境

整體而言，我們認為中國政府加強對房地產、互聯網及教育等行業的監管審查，是應對民眾所關注的問題而作出的舉措之一。儘管市場在過去一周的走勢顯著反覆，個別受影響行業的信貸息差的擴闊幅度仍屬溫和ⁱ。我們相信，這些監管變動對宏觀經濟的影響應相當輕微，相信不會左右中國 2021 年下半年的國內生產總值增長，但對中國的長期社會經濟發展有利。

首先，就近期的監管發展而言，部份市場人士認為這些政策出乎意料之外，但並非感到全然驚訝。我們認為，投資者需要注視往後發展，因為監管環或會繼續出現改變。

監管政策改變的背景

事實上，政府自 2017 年以來，已將其首要的經濟優先目標，由推動量化增長，轉為鼓勵更具體的質化成果。換言之，經濟發展應講求為民眾日常生活帶來更

大裨益，而不是單純追求可觀的整體國內生產總值數據。基於這個框架，近期監管改動的主要目標，是透過降低教育相關成本和鼓勵組織家庭，以應對國民人口增長放慢的挑戰。政府在較早前，亦已表示關注以下領域對社會造成的潜在不利影響：

- **課後補習班：**根據 2020 年人口普查數據顯示，中國正面對人口急速老化及育兒成本高昂的風險。許多家庭在計劃生兒育女時，都會把教育開支列作重要考慮因素之一，尤其是課後補習培訓費用。最近發布的「雙減」教育政策ⁱⁱ，是沿用始於 2018 年的法律基礎，並在草議過程中涉及不同的持份者。該法律框架最終在三個月前定案，並於 7 月底發布。
- **外賣送餐員：**自 2020 年 9 月以來，互聯網上流通多篇有關外賣送餐員安全風險問題的文章，引發社會廣泛討論ⁱⁱⁱ。經過接近一年的討論後，國家市場監督管理總局（市場監管總局）^{iv}連同其他六個部門在 7 月 26 日聯合發布有關保障外賣送餐員權利和權益的詳細指引。

- **互聯網：**自去年中國監管機構煞停一家公司的新股上市後，監管機構進一步加強對互聯網公司的監管。在過去兩周，中國對互聯網行業的監管法規明顯升級^v。多個相關領域均受到嚴格審查，包括銀行業、反壟斷法規（於 2008 年生效納入國法）、數據安全和社會平等。我們預期中國加強監管互聯網行業的情況將會持續；然而，只要相關公司遵守法規並與政府合作，相信能應對這些監管限制。此外，與可變利益實體 (VIE)^{vi} 結構相關的風險，應屬個別情況多於廣泛的結構問題。
- **房地產市場投機：**自 2016 年起，中國政府多次在高層會議上重申「房子是用來住的，不是用來炒的」。其後，多項旨在遏制房地產炒作的政策相繼出台（去年為應對新冠肺炎疫情而推出的政策除外）。當局於 2021 年公布「三條紅線」以及其他緊縮措施，主要旨在防止房地產市場和開發商透過過量借貸進行投機活動^{vii}。

政策促進社會經濟長期發展

我們認為，這些新法規在短期內應不會對中國今年下半年的經濟復甦造成重大影響；長遠來看，對國家的社會經濟發展及以下若干主要行業將可帶來正面影響：

- **教育：**雖然政策對課後補習培訓行業造成沉重打擊，但相信對整體經濟造成的影響相對較小：該行業僅佔中國 2019 年國內生產總值約 0.7%^{viii}。我們認為，政府在過渡期間將採取循序漸進的方針。該行業僱用不少受過高等教育的導師，其中許多都是應屆大學畢業生。此外，課後補習培訓教育，一般採取預先收費模式，因此可能引發重大財務損失。

儘管法規監管對行業造成打擊，長遠來看，我們認為有助緩減中產階層所承受的高昂教育及育兒成本，從而釋放更多消費力，以及營造更多元化的教育環境，因為非學科類的校外補習培訓業務仍可如常營運。

- **互聯網：**互聯網行業的新法規對宏觀經濟造成的影響應屬有限，有關法規主要旨在改善員工福利、網絡安全及遏制壟斷勢力。加強對員工和客戶的保障，可降低與該行業相關的整體社會風險。減少互聯網平台壟斷的戰術性策略，亦有助促進市場競爭，並刺激經濟創新。

從信貸角度來看，中國互聯網公司在中長期增長和盈利能力方面，將面臨結構性挑戰，因為有關公司將在運用其市場主導地位，以及實現跨行業增長時將遇到更多阻力。隨著這些事件風險持續發酵，我們預期中國互聯網行業的債券表現將繼續波動。

- **房地產：**金融體系應有能力應對旨在遏抑房地產行業炒作的措施，從而帶來更正面的長期發展前景。中國銀行體系的平均按揭相關貸款與估值比率 (LTV) 約為 50%，影子銀行和透過互聯網金融點對點借貸平台 (P2P) 貸款的過度槓桿，在過去數年已有所放緩。此外，中國人民銀行在 2020 年下半年對銀行業進行多輪房地產相關壓力測試，以確保銀行體系能夠經受潛在的調整。

[在近期的展望中](#)，我們亦指出，一些擁有充足土地儲備，並於在岸和離岸市場具備多元化融資渠道的發展商應較為有利。

總結：金融市場反覆波動，難免會令投資者感到不安。

但這輪的監管變動情況而言，我們認為投資者應探究本源和背後理據。更重要的是，我們認為這些政策應有助提振中國的社會經濟環境，長遠而言，將有助投資者發掘吸引的風險調整後回報。

免責聲明

宏利投資管理是宏利金融的環球財富及資產管理分部。本文件只供相關司法權區適用法例及規例容許收取本文件的收件人使用，內容由宏利投資管理編製，當中的觀點為撰寫文件當日的意見，並可予以更改。宏利投資管理乃根據其認為可靠的來源編匯或得出本文件的資料及／或分析，惟對其準確性、正確性、有用性及完整性概不發表任何聲明，對因使用有關資料及／或分析而引致的任何損失亦概不負責。有關組合的投資項目、資產分配或於不同國家分布的投資均屬過往的資料，並非日後投資組合的指標，日後的投資組合將有所改變。宏利投資管理、其聯屬公司或彼等之任何董事、高級職員或僱員，對任何人士倚賴或不倚賴本文件所載資料行事而引致的任何直接或間接損失、損害或任何其他後果，概不承擔法律責任或其他責任。

本文件的部份資料可能包含就日後發生的事件、目標、管理規定或其他估計所作出的預測或其他前瞻性陳述。該等事件並不一定會發生，並可能與本文件所載的情況存在重大差異。本文件載有關於金融市場發展趨勢的陳述乃按照現時的市況作出，有關市況會出現變化，並會因市場隨後發生的事件或其他原因而改變。本文件的資料僅供參考，並不構成代表宏利投資管理向任何人士提出買賣任何證券的建議、專業意見、要約或邀請。本文件的資料不得視為現時或過去的建議，或游說買賣任何投資產品或採納任何投資策略的要約。本文件所載的所有資料概不構成投資、法律、會計或稅務意見，或任何投資或策略適用於閣下個別情況的聲明，或構成向閣下提出的個人建議。過往回報並不預示未來業績。

投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件(如適用)，以獲取詳細資料，包括任何投資產品的風險因素、收費及產品特點。

專有信息 — 未經宏利投資管理事先同意，不得以任何形式或就任何目的向任何第三方複製、分發、傳閱、散播、刊登或披露本文件全部或任何部分內容。

本文件由宏利投資管理(香港)有限公司屬下分部宏利投資管理(亞洲)刊發。

證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。

540703

ⁱ 宏利投資管理，截至 2021 年 7 月 30 日。中國互聯網公司的債券息差表現受控：具指標性的互聯網投資級別債券息差在該星期內擴闊 15 至 20 點子，與市場相關性較高的投資級別債券則擴闊約 50 至 60 點子。

ⁱⁱ 在 2021 年 7 月 24 日，中國政府正式發布《關於進一步減輕義務教育階段學生作業負擔和校外培訓負擔的意見》(又稱「雙減」政策)。

ⁱⁱⁱ 中國勞動人員保障雜誌《勞動保障世界》的一項研究發現，84%的送貨員平均每日工作超過 10 小時。以北京的送貨員為例，平均每日工作 11.4 小時。工時過長令送貨員面對過量工作的風險。

^{iv} 在 2021 年 7 月 26 日，國家市場監督管理總局（市場監管總局）連同其他六個部門聯合發布有關保障外賣送餐員權利和權益的詳細指引，例如強制工傷保險、靈活就業、保障當地最低收入等。

^v 其他互聯網相關監管措施包括：1) 數據安全法，將於 2021 年 9 月生效，政府將對擁有大量個人私隱資料的公司、及其關鍵資訊科技基建相關的業務提高監管。2) 數家中國互聯網公司在美上市後，中國國家互聯網資訊辦公室（The Cyberspace Administration of China, CAC）7 月初宣布將對若干網約車平台實施網絡安全審查。此前，為確保關鍵信息基礎設施安全和維護國家安全，《網絡安全審查辦法》已於 2020 年 6 月生效。

^{vi} 使外國持有人有權獲享來自中國公司的經濟利益，但限制其對業務控制權的控股公司。

^{vii} 在 2020 年，中國人民銀行與住房和城鄉建設部宣布，已就房地產企業草擬新融資規則。計劃進行再融資的發展商將根據三個門檻進行評估：資產負債率上限為 70%（剔除按合約所出售項目的預收款項）；淨負債比率上限為 100%；現金短債比率至少為 1。

^{viii} 彭博資訊，2021 年 7 月 27 日。