



# 星展中国“洞悉亚洲”年度论坛 2013

## DBS ASIAN INSIGHTS CONFERENCE CHINA 2013



### 主题一：转型中的中国一再平衡过程

到了2020年，中国人均GDP将达到约9000美元。人口政策、出口战略、城镇化进程等将起到关键推动作用。

### 主题二：中国经济再平衡对亚洲资产及投资配置的影响

全球经济前景喜忧参半。从亚洲内需股到房地产信托投资讲述中国经济在亚洲举足轻重的主导地位。

### 主题三：新趋势，新未来

金融危机以来，中国经济软着陆将确保中国在未来30年取得稳定增长。

# 目录

## 主题一：转型中的中国—再平衡过程

- 3 洞悉亚洲 掌握先机
- 4 蜕变中的亚洲
- 5-6 全球金融危机五年后
- 7 转型中的中国
- 8-9 人民币国际化进程
- 10 离岸人民币中心的发展
- 11-12 人民币国际化机遇

## 主题二：中国经济再平衡对亚洲资产及投资配置的影响

- 13-16 冰火共舞话投资
- 17-18 专题座谈：投资亚洲内需股的玄机
- 19-20 亚洲连系：房地产投资信托基金、商业信托、海外债券资本市场

## 主题三：新趋势，新未来

- 21 投资创新
- 22-23 未来中国发展的趋势与挑战

# 洞悉亚洲 掌握先机

葛甘牛 星展银行（中国）有限公司首席执行官

在全球经济进入“柔和增长”阶段的当下，亚洲正成为世界上主要的经济体之一。年轻的人口、大量的储蓄、消费的增加，以及地区贸易和投资的增长等变化，将亚洲置于规模空前的发展之中，变革与机遇也随之而来。

生于亚洲、长于亚洲  
星展银行更了解亚洲

洞悉亚洲，星展银行引领前沿。在过去20年里，亚洲不断兴起和发展，星展银行也随着亚洲

的崛起发展成为亚洲领先的金融服务集团。亚洲正在进行深入的变革，随着中国继续实行经济再平衡的策略，中国企业需要寻找突破的机会，到区域和全球寻求新发展，这是个机遇和挑战并存的时代。凭借星展银行对亚洲市场的了解和上百名亚洲顶尖研究专家，星展银行致力于助力投资者和企业更深入地了解亚洲所蕴藏的机遇和挑战，从而更好地把握市场，捕捉机会，促进更好的发展。

在此背景下，星展银行邀请亚洲区经济、货币、行业分析等各方专家，于2013年5月31日汇聚上海浦东丽思卡尔顿酒店，以前瞻眼光洞悉市场变化，分享从宏观洞察到投资先机等独到见解，为企业更好地把握市场，捕捉机会，提供良好的平台。

星展银行于1993年在北京成立代表处，2007年5月在中国设立了外资法人银行，到2013年正值星展银行进入中国20周年。自成立法人银行后，星展中国发展迅速。目前星展中国的总资产已经达到了一千亿人民币，在中国的外资银行当中排名第五。星展银行在财资市场、环球交易服务、中小企业服务、财富管理等具体的业务领域，不仅积累了丰富的经验，也建立起了区域和本土的优势。除了银行业内领先的信用评级、资金实力，星展银行也是少数真正能够实现新加坡、香港、台湾和中国大陆市场联动的亚洲银行之一。

自2009年起，星展银行连续五年获选“亚洲最安全银行”，并且在2012年被《金融时报》属下的《银行家》杂志肯定为“亚洲最佳银行”，2013年获评《亚洲银行家》杂志“亚洲最佳管理银行”。



欢迎关注“星展中国洞悉亚洲”（DBSAsianinsights）官方微信，获取星展银行研究报告。



# 蜕变中的亚洲

高博德 星展集团执行总裁

自2008年以来，亚洲，尤其中国，已经成为全球经济增长的主要引擎。这是由于亚洲经济在过去的十年已经奠定了坚实的基础，使其能够充分的应对短期的经济波动。亚洲有很多的优势，年轻的人口、大量的储蓄、教育和医疗体制的改善，消费的增加，以及地区贸易和投资的增长。

星展银行预测，到了2016年，亚洲的GDP将会与美国持平，到了2020年，亚洲的GDP将会超过美国达17%。随着亚洲成为世界上主要的经济体，它将推动着宏观趋势的重大变化，而这将给企业带来深远的影响。

## 四大主要宏观趋势

### 一) 国内消费

过去亚洲，特别是中国，被视为是世界的工厂，所生产的产品都要出口到西方。但现在，国内消费已经慢慢地驱动着全球的需求。中国以及亚洲的经济再平衡正在取得长足的进步，亚洲的中产阶级正在快速发展，而中国正进入经济再平衡阶段，这深刻改变了本区域的经济模式。

亚洲的中产阶级将会从2010年的五亿增长到2020年的十七亿，也就是翻三番，世界中产阶级的比例也会从28%增长到50%。亚洲这些富人的资产管理规模将会从2005年占世界份额的12%增长到2015年的23%，而且亚洲对于爱马仕等奢侈品的需求与日俱增，因此亚洲消费者的增长潜力是巨大的。

### 二) 亚洲区内贸易

回顾过去十年，亚洲区域内贸易，比如说中国与东盟之间的贸易，增长的速度远远超越了亚洲和美国以及亚洲和欧洲之间的贸易。未来十年，这个数字会进一步增加。

### 三) 城镇化

今后十年，星展银行预测，亚洲的基础设施投资预计达到8万亿美元，因为亚洲区要不断的发展能源、交通、住房、通信以及水设施来满足城镇化和发展的需求，因此资本需求将会是巨大的，充分利用储蓄将为亚洲带来丰富的经济发展机遇。对于资金的需求，肯定会带来巨大的市场，特别是固定收益方面，比如说证券化资产。还有其他的一些类别，它们在西方的吸引力越来越小，但是在亚洲变得越来越重要。

### 四) 科技

亚洲年轻的中产阶级越来越多地采用科技去推动新的创新。举一个例子，手机或者说移动化已经改变了人们的生活和工作方式。亚洲的消费者现在利用他们的手机进行各种各样的活动。比如说信息的搜索到支付、到在线购物、到形成预定等，社交媒体和宣传力量形成了一种网络的效应，驱动着客户的忠诚度，也促进品牌的形成。

中国是亚洲腾飞的主要引擎，而中国宏观经济前景及转型很关键的一部分是人民币国际化。随着中国逐渐实现人民币市场化，越来越多的跨境交易将会以人民币来结算。在不久的将来，人民币可能就会成为一个世界货币，和美元并驾齐驱，成为美元的一种很好的互补货币，可以大幅降低货币对冲的风险。

另外，根据中国“十二五”计划，中国政府希望能够引导经济实现可持续发展，力求经济发展的质量，而不只看经济增长的速度。这一转型的过程可能并不容易，但是星展银行深信中国政府有能力引导中国经济走向正轨，中国政府有许多的货币和政策工具可以使用，也可以刺激经济的增长。中国的领导者并没有选择这条轻松的道路让人欣慰，因为这可能导致更深层次的结构性问题，意味着中国宏观经济的调控政策已经愈加的成熟。星展银行对于中国的增长前景充满信心，中国能够成功地实现转型。



# 全球金融危机五年后

黄鲳诚 星展集团研究部执行董事

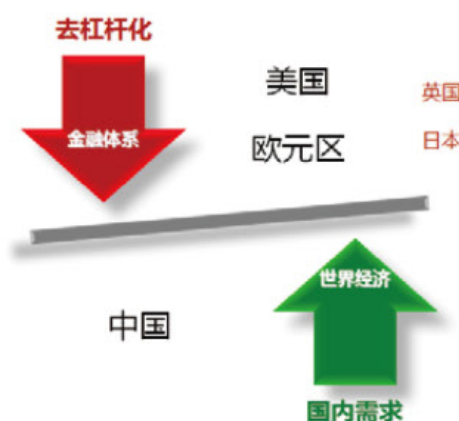
自2008年金融危机爆发至今已逾五年。期间，全球金融市场经历了前所未有的考验，从美国雷曼兄弟破产、希腊危机到欧元区危机，危机一拨接着一拨。来自美国、欧洲以及其他储备货币国家的各种问题，让全世界银行的金融体系备感压力。这股压力也传到中国，让国人不由得为经济增速放缓或增速不够快而担忧。



## 亚洲崛起

令人欣喜的是，危机之后亚洲的增速加快，以中国为主的亚洲地区为全球经济的发展提供了有力的支撑。星展银行通过数据分析发现，全球金融市场的增长在2008年金融危机前后，其格局发生明显的改变。从2001至2007年金融危机之前的这一阶段，欧洲、美国、日本市场在增长，这些国家给与全球经济贡献速度要快于亚洲，但在危机出现后的阶段，欧美国家的贡献消失殆尽，亚洲市场飞速增长。其中，中国从2002年成为WTO会员国至2012年这十年里，GDP增速飞快，已从2万亿到8万亿美元。以中国为首的亚洲国家在金融危机后迅速崛起。如今，整个亚洲的经济体量已超越美国，达到20万年的历史最高水平。

## 危机后的全球发展格局



在亚洲国家经济发展逆势上升之际，其股市却展现出与之截然不同的走向。美国的股票市场非常坚挺，日本、德国，尤其德国的股票市场不断创新高，而经济增长强劲的中国，股票市场却一直非常低迷。同样的现象在东南亚国家、出口导向型的其他亚洲国家也是如此。

对此，黄鲳诚认为，国内需求导向型经济能更好的抵御对外经济部门的需求疲软，同时，促进国内需求有助于缩小储蓄与投资间的差距。一些东南亚国家和中国都是最佳例子。对于东南亚某些内需型国家和受到外向型经济影响的亚洲国家，在保持经济高速增长的同时，也付出相应的代价，如导致经常账户的赤字或是外币储备压力增加。为此，建立健康平衡的贸易体系至关重要。以中国为例，随着中国的内需不断的确立和扩大，以及外需有所增长，中国的股票市场也将随之回升。

## 各国合作，共促世界经济复苏

如今，世界各国都在努力促进全球经济的复苏。即将于今年9月召开的G20峰会，也将探讨如何协调一致，促进各国同步可持续复苏及增长事宜。美国财政部长雅各布·卢曾发表言论：“尽管危机之后，美国仍然是世界最大的经济体，并在欧元区的危机当中提振着世界经济的增长。但美国不能一直挑大梁。世界经济恢复不能只靠一个美国！”

## 展望：为经济复苏做好准备

美国	增长引领主要市场
日本	从通货紧缩转向通货膨胀
欧元区	从经济危机转向经济复苏
中国	从注重“量的增长”转向注重“质的增长”
亚洲出口国	从低增长率转向更高的高增长率
东南亚地区	增长率仍然相对较高，但将会适度放缓

那么，世界经济复苏需要什么？一个强大的德国和一个进步的中国。因为强大的德国能够保持欧元区的稳定，而进步的中国则将引领亚洲乃至世界经济的增长。

黄鲳诚认为：“五年来，第一次看到了隧道那一头的曙光。”世界经济的复苏大业正在缓慢推进中，包括美国、日本、欧元区的大国以及亚洲各国都在为经济复苏积极准备。可以预计的是，中国经济将从注重“量的增长”转向注重“质的增长”，而亚洲经济在保持强劲增长势头的时候，也将进一步探讨整个区域的重新调整，从而创造外汇储备的新高，更重要的是，明年世界经济将有一个更乐观的涨幅。

## 欧元是否已走出低谷？

德国是值得关注的。没有德国，就没有欧元。如果德国经济比较强劲的话，并且持续支持其他相对比较疲软的邻国，那么欧元将会继续获得好的支撑。

欧元是相对估值的货币，要了解欧元走势不单看欧洲经济的基本面，也要看美元的情况。欧洲、德国经常项目盈余是非常强大的，占GDP的比重，高于大多数的亚洲国家，甚至高于中国。相较之下美国的经常项目保持稳定，欧元预计在1.20得到一个支撑，保持稳定。

## 日元会进一步贬值多少？

日元在最近六个月中的增速已快于美国。日本央行可能已推出量化宽松政策，两年的债券也相应有所提高。本次调整之后，日经指数已相对强劲，十年期的债券率也有提高，给全球的债券市场注入了部分波动性。星展银行通过对日本的政府、公司、企业界的调查显示，美元对日元汇率在1兑95到1兑100这个区间是市场认为较为合理的区间，若高于这个水平可能会带来一些挑战。

## 强劲美元是否已经回归？

美国股市在上涨、地产也在上涨，市场希望美元能够保持坚挺。那么事实是否如此呢？黄昌诚认为，可以从两个方面理解这一问题。

一) 市场：事实上，联储局的真实想法和市场的实际走向常会有出入。比如，美国政府一直在强调，情况在改善，但和预期的目标还差得很远。实际上，美国正面临着低就业率，政府正在努力创造就业机会时面临重重难关。

美国的预算以及失业率有非常紧密的联动，因为美国一半的收入由所得税支持，所以当经济表现强劲的时候，美国的预算水平增速会快于失业率的增速。以20世纪90年代的美国为例，当时是美元走势保持强劲的时期。美元保持坚挺，通胀率在2%以上，失业率则低于6.5%。当时美国货币政策支持了美元走强，同时美国的牛市，也助推这一预算的变动。

二) 赤字：当赤字增长时，意味着美国政府预算比较大。美国面临双赤字，即预算赤字和经常帐目。坚挺的美元会使得美国经常帐目的赤字更大。

那么，美国是否已准备好强势回归？黄昌诚认为，从奥巴马总统的言论中可见，他希望美国进一步地促进贸易，增长其出口量，从而创造就业机会。如此将贸易量增长和就业机会的创造关联起来，从侧面反应出，美国希望全球其他国家需求增强，尤其是德国和中国。



# 转型中的中国

梁兆基 星展集团研究部执行董事

至2020年，中国人均GDP将达到约9000美元。为了实现这一目标，从人口政策、出口战略、城镇化推动、金融市场改革，包括利率市场化，以及人力资源管理，都将成为中国转型为之努力的方向。值得注意的是，人口政策影响着城镇化的发展，城镇化的进程又与银行改革紧密相连，外贸策略则影响人民币长远的走势，与人力资源的管理也不无关联，转型中的中国所面临的这些问题都是环环相扣的。



## 人口政策：即将放宽生育制度

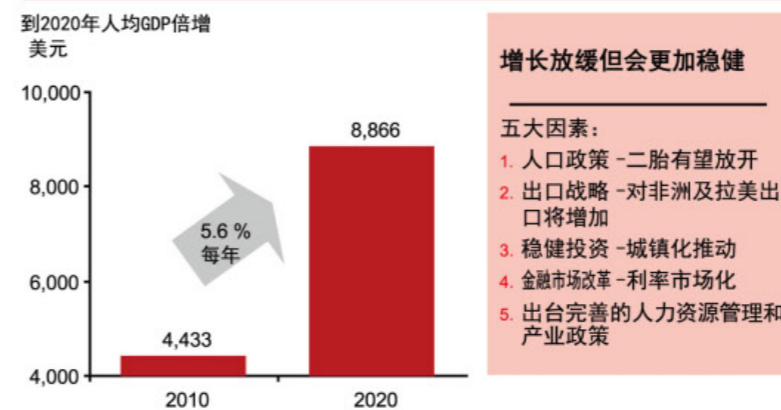
计划生育导致中国人口老龄化问题日益加剧，成为中国工资不断攀升的一大原因。梁兆基认为：“人口政策的改变对民众私人消费意义重大，人口增加对于经济发展的影响是长远的。如果每一个家庭可以自由生第二胎的话，能为中国的生育机带来非常庞大的机会，同时还会衍生出对房地产，对教育等需求的增加。”对此，可以预见的是，未来几年内，人口政策将会有一些转变，例如二胎政策的放开等，但这些变革并不会戏剧性的一蹴而就，而是需要长期缓慢的推进。

## 城镇化进程：经济增长的推动力

与人口政策密切相关的是城镇化推动，这也是转型中的中国所面临的一个巨大问题。梁兆基认为：“城镇化进程将瞄准年轻人较多的小城镇。因为城镇化需要有年轻的人口去推动，而老龄化的社会只会失去活力、经济停滞并缺乏生产力。理想的城镇化地区需要具备几大核心要素，包括城市及其附近乡镇需有年轻的人口结构、合理且能够负担的房产价格、城市要具备有竞争力且增长快速的工业支持，以及中国户籍制度需要调整，以解决乡镇儿童城市入学等问题。可见，城镇化进程是非常复杂的，需要长期的规划。

另外，城镇化进程还将有力带动投资和消费。“未来中国中部地区的城镇固定资产投资将成为耀眼亮点。”梁兆基表示，城镇化的推进将拉动对基础设施的需求。城市需要重新设计，无论是校址选择、电力配备，还是地下铁路与商场建设等都需要长期、合理的布局与规划。

## 到2020年如何实现人均GDP倍增？



## 金融市场改革：利率市场化

利率市场化是整个中国转型中至关重要的一环，它与城镇化推进密切相关。城镇化要成功，利率市场化一定要同步进行；城镇化要发展得快，则利率市场化要提前进行。事实上，梁兆基指出，自2012年起，中国的利率市场化已经开启，贷款利率已“基本”放开，基准利率下浮10%以内。可以大胆的预测，中国央行在未来将开放更多政策，存款利率有望向上调整。随着利率市场化的推进，它将进一步促进资本的优化与配置。

## 出口战略：非洲及拉美出口将增加

2007年，经济学家认为美国西方国家的崩溃可能使中国很快就达到贸易逆差。事实上，在过去几年中国没有出现逆差问题。星展银行通过数据分析得出，中国对非洲和拉美的出口更能抵御外部冲击。2012年，中国对非洲和拉丁美洲的出口占总出口的11%，比10年前的仅占5%翻了一番还多。这一占比不仅已赶超中国对东盟出口10%的份额，同时，若长期保持稳定增长水平，至2020年，还将超越目前欧盟所占的17%。非洲和拉丁美洲将是中国主要的贸易伙伴，深化与非洲和拉美的经贸关系，将是未来中国出口战略的必然趋势。

## 完善人力资本：维持出口竞争优势

从许多商业经典案例中可以发现，国家的人力资本在出口再平衡进程中发挥举足轻重的作用。通过上移增值产业链，维持出口竞争优势，竭力壮大人力资本基础，出台更加完善的产业政策，人民币的中长期走势将保持进一步升值。

梁兆基表示，当中国人口政策慢慢的改变，城镇化发展起来，配合银行利率市场化、投机行为的改变，中国未来的路将越走越宽。

# 人民币国际化进程

**吴鸣 中国人民银行上海总部跨境人民币业务处处长**

2009年7月，中国宣布开始在跨境交易中使用人民币业务。短短四年时间，人民币跨境业务的交易规模突破3万亿，占整个海关进出口的8.4%。仅今年一季度，跨境业务就已突破1万亿。如此快速的发展，不禁让人们对于人民币跨境业务的未来前景充满期待。

在跨境业务迅猛发展的同时，人民币也实现了多重领域的跨境使用。随着人民银行通过和境外的货币当局签署货币互换协议，部分的央行也开始选择人民币作为它部分的储备。“如今不单单企业可以在对外投资的时候用人民币，外商在对中国境内投资的时候，也能使用人民币。”吴鸣说道，这就表明，人民币具有结算货币、投资货币和部分储备货币的功能。

此外，诸多境外企业对于中国在境外的机构成为人民币合格境外投资者（RQFII），政策上原来局限在所谓的二八投资限制，即最多20%投资于股票市场的限制，已经在今年三月份调整为允许100%的股票投资。RQFII对中国的投入热情不断升温。

政策方面，目前跨境人民币业务政策已然常态化。2011年，资本项下首先开启了对外直接投资使用人民币，同年10月又出台了外商直接投资人民币结算的办法与相应实施细则，汇率风险得到了很大程度的降低。2012年6月，所有的跨境人民币限制陆续取消，外汇能做的业务，人民币跨境业务同样能做。

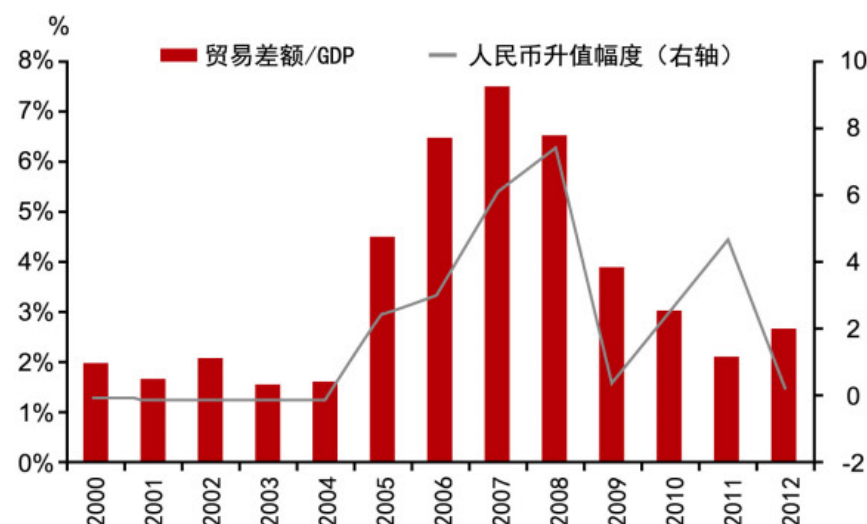
吴鸣指出，整个人民币的发展能走多远与经济基本面是密切相关的。中国整体已经成为第二大经济体，进出口规模世界前茅，并且已经从接受投资逐步成为一个向外投资的国家地区，整个人民币的基础设施进一步完善，因此有理由相信人民币在未来的国际舞台上能够走得更好。



## 人民币政策未来可能的方向：

谈到人民币政策未来可能的发展方向，吴鸣表示，人民币政策还继续以市场需求为导向，多地已在全国推行一个完整统一的经常项目简化的政策。此外，这个系统的运行可以覆盖更多的时区，将会使人民币在国际间的清算更加高效，并朝着24小时人民币清算的目标前行。

## 贸易顺差与人民币升值



## 观众提问：距离人民币国际化和利率市场化还有多久？

吴鸣：对于人民币国际化，很多人认为，如果没有所谓的利率市场化，应该很难走得很远。事实上，过去四年，人民币是在还没有可兑换的情况下就开始了整个国际化进程。但是，其中涉及到一些比较敏感的，或者说是我们管理的挑战也来自于整个利率市场化的程度还不是太够。比如说会呈现境内外一个货币、两种利率的问题，包括汇率也是一样。

我们认为人民币国际化要走得更远，就一定要推进利率市场化。我们已经在逐步的推进利率市场化，这个程度远比很多学界评论的要走得远。贷款利率已经可以下浮到30%，反映了人民银行推进利率市场化的决心，但有些商业银行跟不上进度。

利率市场化进程将因为人民币国际化而加速，特别是上海向境外公司直接放贷，以便于企业之间进行定价。像这些更为频繁化的业务，我认为利率市场化的条件也将越成熟。

## 观众提问：香港的人民币比内地便宜多了，但内外企业对境外人民币使用不平等问题是 否得以解决？

吴鸣：作为中资企业没有办法像外商投资企业一样可以享受人民币外债，包括人民币资本金的政策。外商投资企业，就外债而言，确实有比中资更加好的跨境人民币政策，但人民银行总行也在积极研究缩小差距。目前有企业通过发改委等的批准，就是境内的企业可以到境外发行债券。这个渠道只是试运作的阶段，人民银行也正积极配合协调发改委，想把这个事能够做好，包括很多中资企业内保外贷或者外保内贷的方式，我们也在积极的研究。从政策角度来说，我们应该更加好的满足各类企业的要求。总体来说，在资本项可兑换的情况下，大家将有更加广阔的全局资金用于运作和部署。

## 观众提问：跨国公司在跨境人民币资金池的管理是否会放开？未来是否在集团内实现自由流动？

吴鸣：上海率先进行了有关境内资金池的政策。在上海，我们已经以个案的方式受理了很多企业的要求，很多企业的反响也非常的良好，特别是来自于企业总部的声音，从资金成本的角度欢迎这个做法。从人民币国际化的角度，他们认为这是中国政府进一步显示真正意义上切实有效的措施，把人民币推向更加深度的国际化。

双向资金池的对接是全球惯例。我们目前已经进入了比较深入的调研当中，也期待着上海继续能够在这个领域上面成为第一个落地此政策的城市。



# 离岸人民币中心的发展

伍维洪 星展集团财资及市场部总监

追溯离岸人民币的起源，早在2004年，香港便已有了为个人办理人民币兑换港币的业务，直至2007年，离岸人民币业务开始快速地发展。如今，离岸人民币业务已成功进入新加坡、台湾、伦敦等地区。而香港，作为离岸人民币最早的起源地，其拥有的人民币存款近6700多亿，与最初的规模不可同日而语。

## 两岸人民币的未来发展：

### 一) 香港：继续占主导地位

香港开办离岸人民币业务已有八年，积累了丰富的经验，有着不少独特的优势，例如：其办理80%的人民币支付业务；受理中国内地银行开具的50%以上的信用证；不断充实最大的离岸人民币资金池；提供多元化人民币金融产品；中央政府提供政策扶持；更宽松的政策提升银行竞争力等，这些优势都将进一步稳固香港在离岸人民币业务方面不可动摇的主导地位。



### 二) 新加坡：通往东南亚的门户

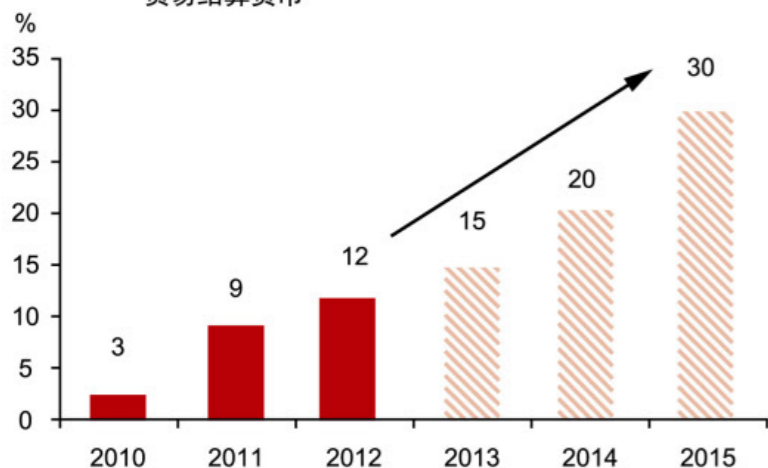
新加坡是亚洲第二大外汇交易中心、跨国公司的财务中心，同时它也是中国第三大贸易伙伴。新加坡办理的人民币支付业务在整个亚洲区名列前茅。由于其在发债、债券市场的特殊优势，许多机构在新加坡发美元债，再换成美金。中国的企业就可以拿债券到新加坡发债，然后换成美金或者汇回中国境内，这就很好的实现了离岸人民币的回流。不仅如此，新加坡更是离岸人民币业务通往东南亚的门户。最近两三年，东盟贸易的发展极为迅猛，已经和中国贸易的规模十分接近。未来，如果新加坡可以利用其在东盟地区的优势，将进一步推进离岸人民币结算业务的蓬勃发展。

### 三) 台湾与伦敦：本地和西方的业务枢纽

台湾理所应当是本地人民币离岸业务的枢纽，但政策条件的限制导致了部分业务无法展开。如果台湾能取消部分限制条件，必将在未来的离岸人民币业务中发挥更大的影响力。而伦敦则是人民币离岸业务在西方的重要枢纽，凭借其世界贸易中心的特殊优势，使它在中国和欧洲拥有巨大的货币交易量。

## 先区域化，后国际化

- 到2015年，中国贸易总额的30%将用人民币结算
- 在5年内，人民币有望替代日元成为全球第三大贸易结算货币



无论香港、新加坡、台湾还是伦敦，每个区域都有其独特优势。而离岸人民币业务的发展，首先要做到互补，优先区域化，而后国际化。预计未来两三年，中国将会出现六七个清算地区，它可能是中东、巴西、南美或者其他任何地方。只有当人民币清算遍布各地，并能便捷地使用人民币进行贸易结算，这才能真正让人民币走向国际。

随着中国日益重视通过东盟各国及亚洲其他地区开展贸易，在此推动下，亚洲区内贸易将促进人民币国际化的进程。伍维洪预测，到了2015年，中国贸易总额的30%将使用人民币结算。五年内，人民币有望替代日元成为全球第三大贸易结算货币。

# 人民币国际化机遇

周洪礼 星展银行集团研究部经济师

随着越来越多的中国企业走出国门，人民币也随之走向了国际化。近期，人民币走势强劲，仅今年三到五月这短短两个月内，人民币兑美元的升值幅度已达1.5%，这一涨幅不仅超越了其2012年全年涨幅，更使之成为整个亚洲升值幅度最大的货币。星展银行集团研究部经济师周洪礼预测：人民币在2013年会有2%左右的缓步升幅。

星展银行看好人民币主要原因有三：

一、即便中国的经济增速放缓到7.5%，甚至是7%，也是全世界最快的。同时，中国政府的财政状况也是相对健康的。因此，当市场整体稳定下来，资金依然会流入中国。

二、人民币贬值不符合中国的发展。中国经济正经历结构调整，允许人民币升值，引导资源重新配置，是经济再平衡过程关键的因素。

三、政府一直积极推动人民币国际化，目前仍处于较初步阶段。拉丁美洲的出口占总出口的11%，比10年前的仅占5%翻了一番还多。这一占比不仅已赶超中国对东盟出口10%的份额，同时，若长期保持稳定增长水平，至2020年，还将超越目前欧盟所占的17%。非洲和拉丁美洲将是中国主要的贸易伙伴，深化与非洲和拉美的经贸关系，将是未来中国出口战略的必然趋势。



## 人民币国际化步入“快车道”

人民币国际化的步伐在最近一年两年里明显加快。人民币结算的跨境贸易已占总体贸易约12%。从2010年开始，这个数字已经翻了几倍。另外，人民币在贸易结算货币的排名，也从去年20位上升到现在的13位，是非常积极的发展。不过，人民币作为支付货币的市场份额仅为0.7%，远远低于欧元、美元的30%到40%，所以改善的空间还有很多。

为此，周洪礼认为，十年后的人民币应该依然处于一个温和上升的轨道上。更乐观的情况是，人民币已经成为了一个自由浮动的货币，市场的供求会使其波幅变得更大。不过，人民币所面临的挑战也会越来越多。

以中国老龄化的问题作为例子。中国工作人口占总人口的比例目前处于顶峰，相信于2015年会开始回落，而印度人口的拐点预计要到2040年才出现。印度等市场的人口红利还有进一步释放的空间，只要能够把通胀水平和财政状况保持在一个相对稳定的水平，其生产力、经济增速等，都有可能将超越中国，当然，印度货币所面临的升值压力也可能会高于人民币。如果等到这个时候才推动人民币国际化，就为时已晚，难度会更高。

## 全球金融危机给中国的海外直接投资（ODI）创造机会，海外直接投资将推动人民币国际化进程

周洪礼指出，从目前来看，如果进一步推动人民币国际化，最大的增长潜力，就是在中国对外直接投资这一部分。使用人民币做结算的中国对外直接投资占总对外投资的比例只有6%，低于人民币FDI，人民币FDI占比是36%。如果现在中国对外直接投资，就是人民币ODI的存量，像FDI一样，有36%使用人民币结算的话，这个规模可以达到8000亿人民币。8000亿人民币足够把现在香港人民币存款翻一番。这个目标是能够达到的，主要因为现在境外的居民、海外的企业对于人民币接受的程度和愿意持有人民币的意愿已经上升了很多，而且还会持续地改善。只要政府、监管部门可以逐步放宽相关政策，人民币就可以通过对直接投资这个渠道大规模的流出境外。

进行对外直接投资的中资企业目前正处于非常有利的时点上。从现有数据来看，中国企业对外投资主要流向亚洲、拉丁美洲等资源比较丰富的发展中国家。这一方面反映了中国工业发展的需求，另一方面则反映出中国企业到发达国家投资时所面临的诸多阻力。正因如此，中国对外投资占美国外来投资的比例仅有2%。



然而，自2008年金融危机爆发之后，发达国家的经济欠佳，就业市场十分疲软，尽管当地政府推出了许多提振经济计划，失业率并未太多改善，银行不放贷，企业不愿贷款等，这样的环境为中国企业创造了一个很好的机会。中国企业可趁此机会到发达国家进行收购兼并，进行对外投资，并且达到互补的效果。不仅将提振当地的就业市场，同时对中国企业带来产业升级、扩大销售网络等益处，甚至可以向当地的政府申请把高科技专利转让给中国企业。如果对外投资多了，融资的需求肯定也会大幅增加。过去进行对外投资时都是以美元融资，如今中国富强了，可以直接用人民币进行投资。

由此，海外直接投资便推动了人民币国际化进程。中国政府可以借鉴日本在70、80年代的经验。当时许多日本的企业往外发展，而日本政府鼓励日本企业在境外多收购资源、产品，甚至鼓励企业在境外做一些收购兼并等，比如日本大型的汽车公司，丰田、本田等把生产基地搬到美国。当时，日本政府也非常鼓励日本银行大规模放贷，放日元贷，提升境外的日元需求和促进日元境内境外的循环。

中国政府可以鼓励企业在境外融资，在香港、新加坡发行点心债，或直接鼓励企业在境外跟银行贷款。取得融资后，企业可以到海外进行投资、从事收购兼并、开工厂等。这些投资活动发展到一定规模、一定基础的时候，还可以进一步把中国的产品，比如钢材、原材料、水泥、建材等出口到境外的中国企业去，以便释放中国的过剩产业。当然，这是最理想的结果。

人民币国际化最主要的原因之一就是为了降低美元作为主要货币储备的风险。当人民币流到境外规模变大的时候，海外的央行也可能用人民币作为其外汇储备。人民币国际化是必要的，而中国对外的投资跟人民币国际化，两者是紧紧相扣的。

## 冰火共舞话投资

林哲文 星展银行财富管理投资总监

目前的全球经济让人困惑，各国经济的表现都不一样，有一些国家可能经济过热，有一些国家可能过冷，有一些国家情况则会出现资产市场表现和经济表现不一的情况，经济虽差，但股市表现良好。

全球经济的前景喜忧参半。美国的经济复苏、日本“坚冰”慢慢融化、欧元区处在“坚冰”之中、甚至导致了中国的经济增长势头大幅降低。中国对资产市场的影响，由于各个国家经济前景的差异导致，各国的资产市场表现也各不相同。

美国的资产市场表现，处于冰火之间，美国的经济在增长，公司的利润也在增长。量化宽松政策（QE）是过去几个月市场最关注的问题。市场担心联储局退出QE，主要是因为QE在推动股市上涨方面发挥了重要的作用。

林哲文认为，联储局可能在近期不会退出量化宽松的政策。他指出，美国的失业率直接影响到美国联储局的通胀目标值，目前美国通胀只有1%，远远低于联储局的目标值。美国的政府自动减支计划已经生效，联储局肯定也会关注自动减支计划的影响。美国公司的盈利，目前市场也达成了共识。美国明年经济增长会比较强劲，跟随的美国公司盈利，明年也将增长得比较强劲。

在过去四五十年里，在美国的每一个熊市发生之前或者开始之前都会看到美国国债收益率的扁平化，甚至倒挂。实际上美国的国债收益率还远远没有出现倒挂。

如果量化宽松政策继续，如果政策利率仍然保持低位，如果经济继续中度增长，公司盈利继续增长，美国股市的估值肯定还会继续上扬。如果目前美国股市的估值，标普500、道琼斯，都处于周期的中部，还没有到达周期的尾部。

至于日本，日经指数的上涨主要是日本政府的刺激政策，希望在两年时间之内使他们货币基础扩大一倍，并实现2%的通胀率。目前，日本的储户心里受到了很大的冲击。日本银行的存款已达到了2.4万亿美元，这基本上是东京证券交易所整个市值55%到60%。安倍希望能够给日本的这些储户造成冲击，使他们能够把钱从银行里面取出来投入到股市当中。随着这一新政策的实施，日本经济的“坚冰”必会慢慢融化。

中国的资产市场，以上海为例，上证综指还在寻求更多的货币刺激政策和更强劲的经济增长。现在中国的股市正在筑底，比较上海的上证综指、日经指数和纳斯达克指数，其市场的上升、下降时间都是相似的。上证综指现在已经没有任何的泡沫存在。但是黄金的泡沫才刚刚破裂。“我觉得现在购买上证综指会比黄金好一点”。

“中国其实现在债券市场的估值非常低。相对而言，中国现在债券的价值本来应该超过这个股票的”。通过对标普500等相关指数进行泡沫分析，包括其他市场的泡沫分析，市场泡沫破灭还需较长时间才能实现。但对于权益的市场，泡沫在短期之内不会出现。

林哲文认为，全球经济，或在火或在冰，其实更多是在两者之间，目前处于一个平衡点。



投资建议

股市

东方和西方世界投资者的态度似乎正在两极化。美国市场的一大关注焦点是联储局收紧量化宽松规模的时间。基本假设是，美国经济的复苏将导致联储局在未来几个月内开始收缩其每月850亿美元资产购买计划的规模。

但是在东方世界，MSCI亚太（不含日本）指数一直表现不佳，几乎与美国采购经理人指数（PMI）的疲弱表现保持同步。（图1）这其中的隐含信息是，美国经济增长不够强劲。

这意味着什么？牛市将在“烈火”（过热的经济以及不断上升的通胀率和利率）还是“寒冰”（经济活动再次低迷以及通缩）中走向终结？

都不是。全球经济正在增长，但增速并不接近可能导致我们担心“烈火”的水平。事实上，近期的全球产量数据显示，全球经济增长在过去几个月中失去一些动力。

直白的说，联储局将最终削减量化宽松的规模。但这并非迫在眉睫。失业率依然高于联储局所设定的6.5%目标水平。劳动参与率没有出现持续不断的下滑。与此同时，通胀率几乎只是联储局所认为容忍阈值的一半。虽然“支出封存”（政府削减支出计划）继续在美国经济中发挥作用，但联储局可能将慎之又慎。

此外，收紧并不意味着量化宽松的结束。它意味着联储局将根据经济数据的良好程度，来削减资产购买的金额。最终，在联储局真正退出量化宽松时，国债收益率不一定会飙升。过往来看，美国国债收益率往往取决于联邦基金目标利率。（图2）并且政策利率可能在联储局结束量化宽松后的很长一段时间内维持在零水平。

另外，决定股市命运的可能不是量化宽松的最终退出，而是退出的方式。如果届时美国经济能够自我保持增长并且企业盈利上升，那么股市将能更好地经受退出所带来的影响。

事实上，在过去30年中，美国10年期国债收益率的见底和走势反转一直与标普500指数的显著上涨，而非熊市，存在关联。

如果美国10年期国债收益率因经济增长强劲而上升，同时联储局通过零政策利率而锁定了收益率曲线的短端，那么由此导致的曲线增陡可能对股市有利。过去40年中，在美国股市每一次进入熊市前，美国国债收益率曲线都会出现趋平且通常最终倒置的情况。

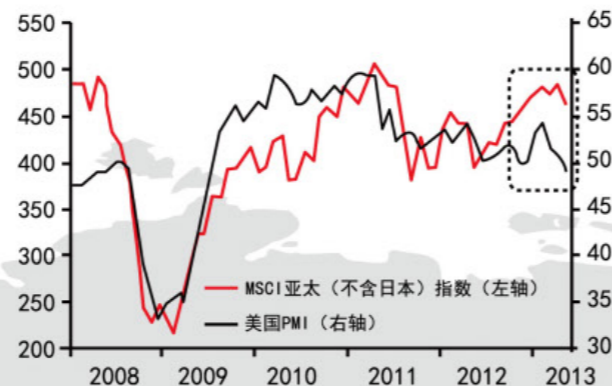
与此同时，日本央行启动了大规模的量化宽松，计划在2年内令基础货币规模翻番。这对日本储户的心理造成了前所未有的货币冲击，促使资金从存款流向风险资产，包括国际资产。因全球经济适度扩张而承受重压的亚洲（不含日本）股市，可能会在2013年下半年的晚些时候因全球经济增长逐步好转而获得提振。

中国股市将经历筑底阶段，可能会在未来几个月内限于宽幅区间波动，有待来自中国政府和央行的更明确政策信号。在政府似乎更为担忧较长期结构性改革并正阻止信贷泡沫形成的同时，这个市场需要货币刺激政策和更快速的经济增长。但是，从市盈率和市净率这两项指标来看，中国的股票估值均低于全球金融危机时的低位。这表明，中国股市的下行空间有限，有耐心的逆向投资者可采取价值投资策略。

股票

市场希望看到有货币刺激政策出现，以及更强劲的经济增长的出现。但现在中国政府比较担心结构性的问题，他们希望能够进行结构性的改革，而且现在中国政府也比较担心环境的问题，还有腐败的问题以及一些长期的问题。同时，拖累股市还有一个原因，就是货币紧缩的政策。看上证综指的市盈率，实际上现在的市盈率水平比之前金融危机的时候要低，处在泡沫破裂后的一个阶段。

图1：疲弱的美国PMI和亚太（不含日本）股市



资料来源：彭博咨询 截至2013年6月13日

图2：美联储政策利率推动美国国债收益率趋势



资料来源：彭博咨询 截至2013年6月13日

现在中国的股市已触底，上证综指相比日经指数、纳斯达克指数，就会发现，其实它们在这些市场的上升、下降的时间都是蛮相似的，就可以得出一个结论，及上证综指现在泡沫已经完全破裂了，已经没有任何的泡沫存在。

债券

债券正处于市场周期的高级阶段。对美国债券和其他收益型基金的净资金流入已达到周期性极端水平。（图3）展望未来，围绕联储局最终收紧/退出量化宽松的经常性焦虑以及美国国债收益率曲线的增陡可能对价格造成下行压力。

在过去几个月中，全球总回报率转为负值。我们看到，在美国国债收益率上升的同时，亚洲债券被抛售。（图4）这一压力不太可能得到缓和。实际上，随着联储局最终收紧和退出量化宽松的时间一点点临近，资金可能会加速流出美国基金，从而给亚洲债券带来更多压力，尤其是外资持有比例较高的债券。

虽然在全球主要金融中心仍有大量避险现金坐拥负利率，但债券市场仍然不太可能崩溃。比较可能的是，以市值计价的收益会逐步降低。

我们可能会看到由债券朝股票的逐步转向，而不是“大轮换”。美国养老基金似乎早已开始了这一流程。

我们目前将债券下调至看淡。不过，随着我们为了追求更高的收益率而下移信用质量，我们将持更加谨慎的态度。我们偏好较短期的债券。

在中国高收益债券（主要是房地产行业债券）中，我们留意到定价仍然较低。我们将关注“BB”级水平的基准债，即流动性较好、项目地点不错、具一定规模并且对主要二/三线城市有分散性敞口的债券，比较偏好曾经受市场考验的非首次发行人。

商品

在今年晚些时候，随着全球经济增长更为强劲，大宗商品与股票之间的价格分歧将发生转变。

自去年12月以来，大宗商品与股票的价格走势出现分化——尽管全球股市呈现强劲的上行势头，但汤森路透(ThomsonReuters)/Jefferies CRB指数却下滑。该走势分化可能是由于股市具有预期性的关系。

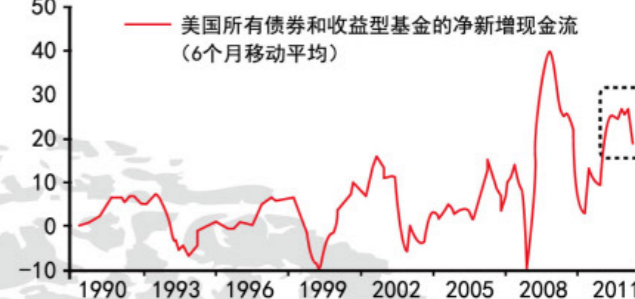
股票由于对经济和盈利强劲增长的预期而上涨，而大宗商品往往对“实时”经济情况作出反应。近期内，大宗商品仍会维持下行压力。在工业金属方面，库存水平总体上仍然较高，可能会在未来几个月内限制价格的上涨。

例如，中国钢铁公司在2013年第二季度提高了产量，增产的幅度显然甚于季节性需求增长的幅度。这就意味着库存挤压，从而对铁矿石价格产生连锁效应。同样的，铜价继5月因中国出口数据上升而小幅上涨后，目前因中国出口数据同比回落而下跌。无论如何，这似乎在大部分时间内都受到了伪装成出于货币套利目的而发生的资金流动的人为推动。

在大宗商品的周期性疲弱中，关注其较长期趋势将是很有帮助的。在过去大约200年中，大宗商品的“超级周期”会在10至35年时间里出现上行，并在20至70年时间里经历一个完整周期。该长期走势与全球产量的主要变动有关。最近的所谓“超级周期”始于1999年，并与新兴市场的崛起存在关联。如果该周期的确如同一些评论家目前所说的那样已经结束，那么可能将是200年来最短的周期之一。

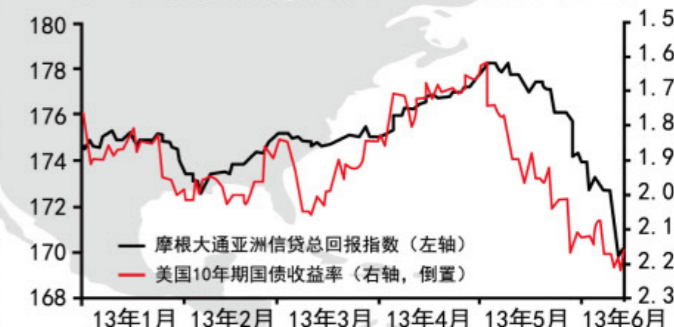
由于它受到新兴市场对众多基本材料需求的推动，该“超级周期”的结束将意味着中国、印度和印尼等拥有大量人口的经济体的强劲增长结束。但这些国家的人口和持续的城镇化进程表明该情况不太可能。例如，联合国表示，到2050年，还将有3亿中国人流向城镇。这意味着，中国必须建造额外的城镇基础设施，以满足相当于全美国人口数量的新增城镇人口的需要。

图3：对美国债券和其他收益型基金的净资金流入可能已见顶



资料来源：彭博咨询 截至2013年6月13日

图4：随着美国国债收益率攀升，投资者卖出亚洲债券



资料来源：彭博咨询 截至2013年6月13日



**货币**

美元继续在较宽的区间内波动。在未来几个月内，美元可能将重回该区间的底部。

除此之外，美元需要在中长期内走软，以填补该国预算和经常项目的双重赤字。

但是，投资者必须留意三点：1) 随着联储局最终退出宽松货币政策的时间临近，美元存在因美国国债收益率进一步上升而上涨的风险。2) 亚洲（不含日本）经济体因其货币兑美元和日元走强而面临日益增加的竞争压力。由于日元兑美元的贬值，台湾地区和韩国还面临“双重打击”。3) 市场对美国努力消除“双重赤字”的看法。页岩能源应会有助收窄经常项目赤字，而美国国会预算办公室相信华盛顿将在未来2年内显著降低财政赤字。

**2013年第3季战术性资产配置策略**

	3个月	12个月
<b>股市</b>	<b>看好</b>	<b>看好</b>
美国	看好	看好
欧洲	中性	中性
日本	看好	看好
中国	中性	看好
亚太(日本)除外	中性	看好
新兴市场	中性	看好
<b>债券</b>	<b>看淡</b>	<b>看淡</b>
全球(亚洲)除外	看淡	看淡
亚洲(日本)除外	中性	中性
<b>另类投资</b>	<b>看淡</b>	<b>看好</b>
不动产	中性	中性
商品	中性	看好
黄金	看淡	看淡
对冲基金	中性	中性
现金	看淡	看淡



**专题座谈：投资亚洲内需股的玄机**

- 吴琇琼 星展集团研究部区域股票策略师
- 吴淑燕 星展唯高达证券（香港）研究部主管兼中国房地产业分析师
- 许思敏 星展唯高达证券（香港）研究部副主管兼消费品行业分析师
- 吴宏奇 星展唯高达证券（香港）消费品行业分析师



**亚洲：内需投资的重地**

在内需和基础设施建设的双重作用下，亚洲的增长模式正在发生可喜的蜕变，这也为从商者和投资者提供了更多的机遇。全球危机后的五年，亚洲的消费实力已经远远超过美国、日本及欧元区。投资亚洲内需股拥有更强大的市场潜力。一大原因是，亚洲占据全球近八成人口，至少在未来的十年，即2020年之前，其人员比例、人口老化问题等不明显。其中，值得投资推荐的国家集中在中国、印度和印度尼西亚。同时，投资内需的行业繁多，包括基础建设、铁路、公路建设、发电厂、水源处理等消费必需品都是内需行业。而生活水平的提高、城镇化的推进，这些都是内需股成长的主要动力。

## 投资内需股的主要领域：

### 一) 房地产与房地产股

国内房地产需求主要由首次置业者和二次置业者组成，又由改善性需求作为主导。其中，大规模的城镇化是驱动中国房地产需求的一大重要因素。从长远来看，房地产股比房地产本身更具有投资潜力。从港股和A股分析，调控政策对于股价的影响，远远超过房价对于销售量的影响。中国的房价越调整越向上发展，而其中碧桂园（2007HK）、世茂房地产（813HK）、华润（1109HK）、中海（688HK）、方兴（817HK）的股票前景十分看好。这些房地产的执行能力，在过去的五年当中有长足的进步，盈利表现也相当稳定，但与历史平均水平比较，估值还是被偏低，值得推荐。

### 二) 零售市场

传统零售的衍生，网上零售的发展越来越成为重要的一块内需投资领域。中国国内网上零售的增长领先全球，中国网上销售的规模也颇为庞大。未来，中国更将成为全球最大的网上零售市场。主要由于中国有超过五亿网民，随着现代智能手机的普及，对网上销售的推动作用十分巨大。越来越多的零售商、品牌商继续投入网上业务之中，而这个趋势还将继续。当然，传统的实体销售对于众多品牌商、零售商同样重要。值得注意的是，其中二三线城市的零售商扩张速度远远快于一线城市。由于二三线城市的经营成本较一线城市更具性价比，渠道向二三线城市的扩张，将成为网上零售商的重要趋势。

其中新秀丽（1910 HK）、普拉达（1913 HK）、Coach（6388 HK）这些国外品牌知名度较高，在与竞品竞争中会表现出色，莎莎国际（178 HK）、海尔电器（1169 HK）是增长较为不错的个股，它们透过内部的增长，比如产品结构的调整，对渠道管理的提升将带来不错的收益。最后，佐丹奴国际（709 HK）的基本面表现十分稳定，而且最重要是他们在现金流的管理很强，尤其是对于喜欢收高息的投资者来说是一个不错的选择。

### 三) 食品饮料消费市场

今年，中国食品饮料市场的整体发展明显放缓。受国家政策影响，高档类的消费，如酒水、餐饮等，也都受到较大的影响，这一点无论从公司还是行业都有比较明显的体现。另一方面，具有刚性需求定义的行业并未受影响，如婴儿奶粉等。目前中国消费市场遇到如成本问题、品牌问题、品质问题等，都需要投资人能够对之有正确的认识。

星展银行建议，在考虑投资食品饮料行业时，集中在比较成熟、渗透率较高的领域。如啤酒行业，它相对其他行业的投资价值更高，在短至中期能够实现产业的飞跃，而其他行业很难做到这一点。



# 亚洲连系：房地产投资信托基金、商业信托、海外债券资本市场

郭雪梅 星展银行董事总经理兼资本市场部副主管

黄励 星展银行大中华区债券资本市场定息收益部高级副总裁



## 房地产投资信托基金和商业信托

2013年，中国经济虽然摆脱了“硬着陆”危机的阴影，但欧美离走出金融危机还有一段距离，市场相信将继续剧烈波动，周期也将进一步缩短。如何在动荡的市场中确保稳健的现金流和资本回报率是企业2013年主要面临的挑战之一。

除了上市和发债以外，房地产投资信托基金（REITs）或商业信托（Business Trusts）可以是另一融资渠道。过去十年，在低利率市场的环境当中，REITs对于投资者非常具有吸引力，因此其股价在亚洲翻倍增长。新加坡和香港更成为房产信托上市的温床，帮助许多房产业主套现融资和进行资金循环。

顾名思义，REITs的资产组合是房地产，商业信托所管理的资产，并不局限于房地产领域。所谓REITs是指开发商将旗下的以租金回报为主的商用物业打包为信托基金，然后向投资者发售，让投资者有机会获得每年较固定的租金回报，而开发商则可以成功套现该商业项目。商业信托则适用于有稳定现金流的资产。星展银行成功主导的案例包括船舶、港口，也包括房地产。

长期以来，房地产企业的融资渠道主要是依赖银行、债券市场或股市。银行借贷和发债会影响公司的杠杆，而发股则会削弱主要股东对资产的控制权，所以也不能经常发股。REITs和商业信托的出现，对拥有稳定现金流资产的企业，特别是从事开发商业地产的企业而言，是一个既能降低杠杆又不会削弱资产控制权的新融资渠道。新加坡最大开发商旗下的公司就利用了REITs和商业信托模式作为融资渠道，拥有资本优势实现快速扩张，在中国36个城市拥有59个商业地产项目。

由于利率低，流动性强，且结构清晰、透明度高、现金流稳定等优势，亚洲市场的REITs表现出众，投资者兴趣盎然。自2002年以来，星展银行在新加坡及除日本以外的亚洲市场中的REITs领域排名第一，与日本的REITs市场差距仅70亿。随着一些储备项目的推进，未来两到三年便能够赶上日本的市场。

REITs和商业信托可以在一定程度上推进中国金融体制改革和创新进程。从本质上看，REITs属于资产证券化的一种方式，资产证券化是中国金融体制改革必须要突破的一个瓶颈。实现金融产业的升级，通过资产证券化为产业提供更多的资金支持和融通。REITs是基于房地产业务的证券化产品，由于房地产保值性和分红相对稳定，有利于中国资产证券化产品的推广。

郭雪梅分享道，“我们成功地在新加坡推出了一个日本REITs，在首日公开上市那一天，股价上涨了30%多。欧洲、美国、香港等地的投资者都想要在亚洲的房托市场进行投资。为此，我们希望能够把中国的资产在香港的REITs市场进行上市。新加坡和香港REITs的收益率目前各接近5%”

## 投资者的考虑因素

发起人的承诺	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 设立信托的原因</li> <li>• 信托不应被视为发起人处置其不愿保留的资产的“垃圾场”</li> <li>• 设立信托后，发起人通过保持其在信托中的股权，并在上市时承诺锁股，显示对信托的长期支持</li> <li>• 发起人将其品牌给予房托使用</li> </ul>
可信的增长故事	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 自身的增长来自于租金的调整、资产的提升、以及资产的深度开发</li> <li>• 发起人大量的项目储备可供房托今后进行收购，同时发起人给予房托优先收购的选择权</li> <li>• 发起人的业务网络提供更多向第三方收购资产的机会</li> <li>• 有足够的举债空间确保能够进一步进行收购</li> </ul>
高质量的物业资产	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 优良的地理位置</li> <li>• 信誉度高且类型多样的租户基础，确保租金收入的稳定</li> <li>• 在可预见的时间段内，需求大于供给</li> <li>• 有空间可以通过资产提升、租金调整和资产的深度开发提升租金收入</li> </ul>
注入信托的资产的估值	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 投资者认为资产注入信托时的价格是公平的/有吸引力的</li> <li>• 与已上市的同类信托相比，上市时的分派收益率有吸引力</li> <li>• 收益率应该高出无风险的利率水平达到一定程度，使得外国投资者可以在资产配置时进行全球性的比较，以鼓励他们的参与</li> </ul>
有能力的资产管理人	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 经验丰富的资产管理团队，在物业的开发、管理和出租方面有良好的过往业绩</li> <li>• 如需要，可通过聘用外部顾问或合资的方式利用第三方的经验和专长</li> </ul>

## 海外债券资本市场概览

**美元债券：**它的定价成本是直接跟美国国债进行挂钩的，但美国国债一直都处于一个比较低的利率。由于美元流通性高，美元在亚洲挂钩的产品最多。

**人民币债券：**除了美元市场，人民币债券市场是一个很新的市场。从2009年开始，海外人民币的存款越来越多，同时也带动了人民币基金和人民币债券市场。然而，在过去两年，人民币债券市场受到种种因素影响，其中包括国内融资成本降低，以及国内企业到海外收购的意向减少等。

随着人民币产品的流通性越来越广，很多基金和私人银行对人民币债券的需求有所回弹。从今年第一季度开始，可以看到越来越多的国企到香港发人民币债。除了国企外，还有一些外资企业、民企和房地产企业等在探索发行人民币债。

**新加坡元债券：**去年和今年有很多香港的蓝筹股公司，以及一些比较小的公司选择到新加坡发债。这主要是因为新元债券的利率仍处于非常低的水平，而且在未来三、五、十年还将继续保持在非常低的水平。考虑到这个趋势，国内企业未来也可以考虑到新加坡发债。

## 投资创新

## 沈南鹏 红杉资本中国基金创始及执行合伙人

如果一个行业只有大鱼吃小鱼的份，投资人会赚到一些钱，但未必会赚很多钱。当一个行业是快鱼吃慢鱼，快鱼吃大鱼的时候，这个行业就会产生很多爆发性的成长机会，表现出高额回报的可能性。

社会各界对于“中国今年经济增长应该是多少，8%还是7%？”这一问题都抱有十分的好奇。然而，作为一名投资人，沈南鹏表示，他越来越不在意经济增长的数字。他认为，随着竞争日趋激烈，轻而易举就能赚钱的投资已不复存在。如今，中国行业会越来越注重差异化发展，很多企业将面临长期艰难的挑战，会有一个持续性的成长。对于一个投资人而言，选择合适的行业进行投资，其重要性与选择正确的企业、企业家不相上下。在具体投资行业的选择上，红杉资本中国基金创始人及执行合伙人沈南鹏详细分析了信息科技、医疗以及消费三大领域。



## 一) 信息科技

在过去十几年里，信息科技的发展情况令人欣喜，已有企业跻身世界IT行业前十名，例如阿里巴巴、百度和腾讯都表现出色。信息科技是典型的创新驱动成长的行业，其成长不仅仅指企业规模的壮大。以腾讯为例，在大环境不佳的情况下，其股票仍然屡创新高，它的成功很大程度上是因为新产品——微信的重要驱动。

## 二) 医疗行业

过去五年医疗行业的平均增长率约20%。医疗仪器、药品和医疗服务行业涌现了大批成长迅速的优秀企业。他们拥有创新药品和创新仪器设备，获政府批证以及研发的产品独特性，避免了中国制造容易进入壁垒低以及同质化现象严重的困境。此外，未来的一大趋势是，区别于传统的国营医院体系，资本驱动的医疗行业公司在市场上将占据更多市场份额。

## 三) 消费领域

消费行业一直都是中国对外展现的黄金领域。但沈南鹏认为，不是投资中国的消费行业一定赚钱，选择消费子行业（包括服装、餐饮、渠道等）甚是重要。其中一个最重要的原因在于，过去五年中，中国的电子商务或者说中国互联网，对消费行业冲击巨大。五年前的消费行业研究员考虑问题时还停留在传统消费渠道管理的角色，而当时互联网已经开始出现抢占线下零售商的地位，但这在整个投资行业中却并未引起重视。如今，互联网对传统渠道的抢占已经成为趋势。如果传统的公司没有互联网的解决方案和解决方法，其面临的挑战将非常严峻，而这也是在投资时必须预估到的。

除了在投资行业选择方面的建议，沈南鹏对未来的投资趋势作出了分析：

## 一) “技术”与产品将差异化发展

沈南鹏在会议中说道，随着市场的竞争越来越激烈，在信息科技、医疗等行业中，“技术”已经成为获得成功的一个重要“潜台词”。比如在美国，尤其是风险投资行业，技术是投资的一个最主要的诉求点。投资往往可以帮助一个企业家实现技术的突破。而在中国，过去很多优秀的企业，更多是商业模式的创新，例如许多消费品、媒体公司，包括分众传媒这样的企业，都是通过商业模式创新来获得成功。如今，同质化竞争日趋严重的情况下，如何寻求技术与产品的差异化发展将是企业首要面临的问题。

## 二) 注重创业与人才储备

人才储备是每个企业能够蓬勃发展的基石，中国的人才库已经十分庞大，不管是民营企业还是跨国公司已积累了一批优秀的中层管理人才。这些人才可以变成这些年轻创业企业发展过程中很好的领导者，这一现象也是帮助企业成长的重要支持力量。

同时，如今有一批年轻人，把创业作为第一选择，创业精神正如十几年前医疗、信息科技行业创业者所拥有的，是成功的重要驱动力。相对的，这个时代也为年轻人创业提供了良好的社会资源支持，尤其在消费、信息科技等新兴行业，年轻人能更好地了解客户需求，创业的成功性也更高。

# 未来中国发展的趋势与挑战

樊纲 中国国民经济研究所所长

## 中国经济短期问题

从去年起，中国经济和房地产业都已进入软着陆过程。应对2009年世界金融危机，中国出台的刺激经济政策导致泡沫的产生，目前，部分行业仍存在经济过热时期导致的产能过剩问题。房地产作为支柱型产业，中国经济对它的依赖性较高，导致房地产业预期调整，对于投资的增长速度影响比较明显。同时，新政府上台之后出台的反腐、控制公费消费等政策，也影响了消费。”对于今年的经济形势，总体还是比较乐观的。樊纲认为，今年整体情况会优于去年，经济增长速度在8%左右。

有人认为，中国经济从此告别两位数增长，进入低增长时代，事实未必如此。回顾过去30年，中国经济也并非每年都保持在10%以上的增长。值得注意的是，一旦经济增长速度超过9%，就会通货膨胀；超过10%，达到两位数，必然会既是通货膨胀，又是财产泡沫。现在有一些行业生产能力过剩高达50%，清理过程非常困难。所谓正常的市场经济，应该是企业通过努力，兢兢业业，专注专业，并不断创新，以实力在竞争中胜出的经济，而不是经济过热时期，有产品就会畅销的经济。因此，8%左右是一个正常的水平，不是低增长，是正常的高增长，并且是将来有利于中国今后几年有可持续的高增长。

有一些人主张，低了就等于结构调整，我认为不一定。结构调不调整不取决于增长速度的高低，而是取决于有没有采取改革和调整政策、有没有实现制度调整等。但前提是防止经济增长速度过热、过冷，防止通货膨胀和通货紧缩，使经济能够稳定增长。所以，从这个意义上来讲，中国经济能够稳在8%左右是好消息，利于中国今后几年可持续的高增长。

谈到房地产调控政策，樊纲指出，2009年的暴涨把所有人都吓坏了，中国有那么多的钱，储蓄率这么高，这么多的钱在那流动，贫富差距又这么大，多数人买不起房的情况下，少数人却可以买几百套，投资性的需求把房价炒得高高的。为此，决策者看到这种情况，会比较谨慎，不敢再轻易刺激一把，不敢轻易放松。在没有新制度来替代原政策的情况下，他们也不会轻易放松这些政策。

我们需要正确的认识到，GDP增长为8%，不是低增长，而是正常的高增长。今后，我们还需要适应这个正常的高增长。鉴于当前各国经济、大宗商品、资源价格等都没有取得新的、大的增长点，因此能够实现稳定增长已经相当不错了。

从长期发展角度来讲，中国企业、中国金融界，在未来30年里都能够实现稳定增长，现在这一点，应该说还是比较乐观的，正在实现当中。

## 中国经济长期问题

对更多人而言，中国经济是不是从此走向下滑的道路，能不能持续走完中国工业化、城镇化的进程，是最关键的问题。中国能否跨越中等收入陷阱，能否再有二三十年的高增长？这就是中国经济面临的长期问题。

首先，对于第一个问题，从经济学角度来讲，中国还需要二三十年的高增长，才能够走完中国工业化第一阶段。

所谓的中国工业化第一阶段就是指应该转移出的农民基本完成转移。目前，中国农民转移比例：30%的劳动力为城市劳动力，35%的劳动力为农民工，35%的劳动力为农民。以世界上主要发达国家为例，美国辽阔的田地，农民占劳动力的比重仅1.7%；法国盛产葡萄酒，但农民占比为2.3%；日本种精细大米，在神户还给牛做按摩，农民比重也不到4%。从这一点看，中国离第一阶段完



成都还有很大距离。另外，正常情况下，一个国家农民和农民工的收入基本持平，农民占比在10%到15%时，才算第一阶段完成了。中国现在农民的收入是农民工收入的一半，这也是差距。

那为什么中国沿海出现民工荒呢？中国目前的问题在于城镇化落后于工业化，城镇化的重点放在城市建设，而忽略了人才。农民工过早的退出了城市的劳动力供给是因为城里面不提供他各种各样的社会福利、社会保障，孩子上学都没有地方去，干了几年就回去了。所以在城里没有老农民工，农村有一批壮年劳动力，有打工经历的壮年劳动力又回去了。

政府目前推行新型城镇化，就是要让农民在城里面待下去，而不是退出去，这样城镇化进程才能够真正进一步的发展下去。同时，为了进一步转移农民，还将创造20%劳动力。以每年8%的增长计算，大概创造八九百万，四百万城里面的就业，四五百万农民工转移，每年转移五百万的话，如果一亿五千万劳动力新增就业的话，中国还需要三十年的时间才能完成这个进程。

至于中国能不能跨越中等收入陷阱，所谓的中等收入陷阱，即收入到了中等水平，但是竞争力、生产力没有达到中等水平。收入的增长快于生产力增长，不光发展中国家会出现，现在欧洲、美国出的事跟这个一样，都是因为入不敷出。

造成收入陷阱的原因：一是由于劳动力短缺。由于城镇化的制度，没有跟上工业化的进程，结果中国过早的实现了民工荒。劳动力短缺，就使得工资收入增长过快。另外，收入差距大。尤其对于劳动力比较多的大国，就业不充分，农民工没有转移完，70%的低收入阶层决定了我们巨大的收入差距。

要跨越中等收入陷阱，一方面要保持生产力的不断提高，使生产力提高的速度快于收入增长的速度。另一方面，要防止入不敷出的现象，防止过度的社会福利和收入的增长脱离生产力增长的现实。

为了达到这一点，各行各业都需要提高生产力。经济学家认为，专注而专业的发展，通过进一步提升每个行业的生产力，使收入和生产力的提高相适应，中国就能够不断发展。中国没有不好的产业，只有做不好的企业。中国需要像德国企业学习，几代人兢兢业业专注地做一个零部件，达到全世界领先，谁都替代不了的地步，然后不断的领先、创新，这才能跨越中等收入陷阱。

“所有的经济都是走过中等收入的过程。我们现在在中等收入的门槛上，6000美元，一直到2万美元都属于中等收入的过程，这个过程就看你能不能不断提高生产能力。一说生产能力提高，竞争力提高，很多人就想到要发展高科技，要发展高科技产业其实不是这么一回事。能不能从原来的低端升级到高端，不在于你是不是转产，而是需要技术进步、产业创新、市场创新品牌推广等等，把自己的产业，在价值链上面提高到比较高的水平，你的生产力就提高了，你多付一点工资成本，就不是问题了，就不会跌入这个陷阱了。”

“现在老说我们皮鞋袜子就是皮鞋袜子，意大利的皮鞋袜子就是时尚产业，为什么意大利的皮鞋袜子是时尚产业？我说最基本的一个原因，因为意大利的公司是一个家族干了几代人，兢兢业业专注地搞皮鞋袜子，所以人家是时尚，人家是领导整个产业的发展。你本来只有一二十年的过程，一代人没有完成，就想着转产，你怎么有创新能力。所以中国需要的是专注且专业的发展。”

经济是一个发展过程，发展是积累的过程，充满着风险，包括社会问题、政治问题等，逐步走到前沿，逐步积累起自己对这个产业、产品所谓的核心竞争力。中国能不能再有二三十年的增长，最根本的问题是企业的的问题，能不能有一大批企业能够成长起来。

“大家都说德国企业怎么怎么好，德国企业也是这样，企业就做一个零部件，几代人兢兢业业专注地就是做好这个，全世界领先，谁都替代不了它，然后不断的领先、创新，才能跨越中等收入陷阱。我们不是说马上就成为最领先的，但你得从低端走向中端，有了中等的收入，有了中等的生产力，然后逐步往前走，通过进一步提升我们每个行业的生产力，来使我们的收入和生产力的提高而相适应，那我们中国就能够像德国一样不断发展。德国的社会福利也不低，但它的竞争力高、生产力高，所以它不出问题，还可以救别人。”

中国现在出一点矛盾什么的其实很正常。各式各样的问题比如食品安全、法律制度都是出了事以后慢慢完善的。所以这个意义上，中国仍然在发展的早期，连工业化第一阶段还没有完成，刚走了一半多一点。但反过来讲，正是因为这样，中国还有无限的发展潜力和巨大的发展机遇。从长期发展角度来讲，中国企业、中国金融界，在未来30年里都能够实现稳定增长，现在这一点，应该说还是比较乐观的，正在实现当中。

# 星展银行荣膺 亚洲最安全 亚洲最佳

GLOBAL FINANCE

《全球金融》杂志  
2009 年至今  
连续五年“亚洲最安全银行”



《银行家》杂志  
2012 年“亚洲最佳银行”

THE ASIAN BANKER

《亚洲银行家》杂志  
2013 年  
“亚太区最佳管理银行”

AsiaRisk AWARDS 2012

《亚洲风险》杂志  
2012 年亚洲区（除日本）  
“最佳衍生产品机构”



我们谨将此份荣耀献给您，愿努力不懈成就您的锦绣未来。

免费客服热线 400 820 8988 网址 [www.dbs.com.cn](http://www.dbs.com.cn)

亚洲最安全，  
亚洲最佳

亚洲最安全银行 2009 - 2013, Global Finance  
亚洲最佳银行 2012, The Banker  
亚太区最佳管理银行 2013, The Asian Banker

星展银行，带动亚洲思维

星展銀行  DBS