

# BARINGS

上市股票

## 香港中國股票： 於經濟重啟中 物色價值

霸菱視野

經濟重啟、基本因素復甦及利好的政策支持均為中國股票市場締造具有吸引力的長線投資理據。



**方偉昌**，特許金融分析師

中港股票投資總監



**李偉博**

資深董事，股票客戶投資組合經理



於過去兩年拖累中國股票市場下跌的多項利淡因素有望於2023年轉化為利好因素。事實上，中國股票市場面臨多項挑戰，從根本引發、以風險為中心的監管收緊，到疫情爆發及為此實施的封城措施令國內經濟活動受到拖累，再到房地產市場表現疲弱，不一而足。

然而，隨著中國於2022年年底重啟經濟，我們認為熊市已經結束，中國股票市場前景向好。特別是中國政府致力將工作重點放在經濟增長上，這意味著有望隨之推出一系列支持性政策。隨後，國際貨幣基金組織預測，2023年中國經濟增長將達到5.2%，並超越已發展市場，令中國成為經濟增長最快的主要經濟體系之一<sup>1</sup>。

## 經濟重啟為消費活動帶來支持

中國的新型冠狀病毒清零政策被視為導致2022年中國經濟引擎停滯的關鍵因素，其中封城措施令國內製造業及消費活動受到影響。然而，中國政府於年底總結新型冠狀病毒變異病毒株的致命率已降至可接受的水平，並隨之開始致力迅速放鬆限制。

於2023年1月，高頻次出行數據顯示，市內及城際交通均在迅速恢復。主要城市的地鐵客流量從低位回升約50%，恢復至疫情爆發前水平的約70%，而全國高速公路交通流量亦超越同期水平<sup>2</sup>。航空交通恢復步伐緩慢；國內航班於1月底恢復至96%，而跨地區航班則恢復至疫情爆發前水平的13%，其中以飛往大中華地區、東南亞及歐洲的航班居多<sup>3</sup>。在此利好環境下，加上正值中國春節假期，均推動國內消費復甦。國內旅遊業的收入於春節期間同比增長30%，達到2019年水平的73%，而餐飲業收入則同比增長16.4%，達到疫情爆發前水平的73%<sup>4</sup>。

圖一：中國航空客運量回升

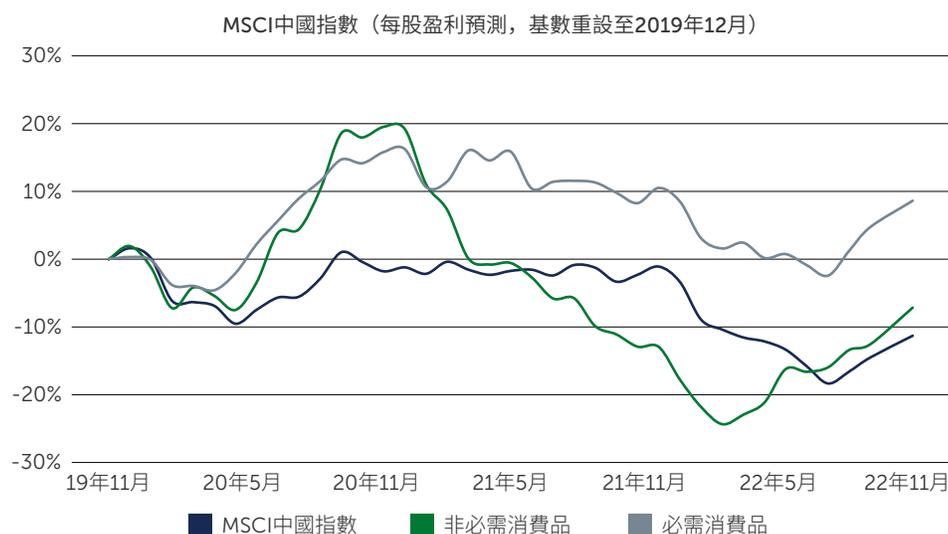


資料來源：摩根大通研究。截至2023年1月。

1. 資料來源：國際貨幣基金組織及《世界經濟展望》。截至2023年1月。
2. 資料來源：摩根大通研究。截至2023年1月。
3. 資料來源：摩根大通研究。截至2023年1月。
4. 資料來源：里昂證券研究。截至2023年1月。

展望未來，中國消費有望繼續復甦。2022年，中國家庭儲蓄增長為人民幣17.8萬億元，即1,237億美元，其中大部份可能會在未來一年轉化為被壓抑的消費需求。中國政府於2022年中央經濟工作會議<sup>5</sup>上將「擴大國內需求」列為優先事項，為消費復甦提供進一步支持；這表明中國政府可能會推出一系列旨在提振消費者信心的刺激措施，從減稅、鼓勵消費到發放消費券等。消費相關政策支持的重點很可能針對大眾消費者，並對可支配收入較低的家庭有較大影響。因此，市場對必需消費品及非必需消費品企業的市場盈利預測高於更廣泛的MSCI中國指數，其中必需消費品企業的盈利較疫情爆發前的水平高出8.6% (圖二)。

圖二：必需消費品及非必需消費品企業的市場盈利預測跑贏大市



資料來源：FactSet及霸菱。截至2023年1月。

## 房地產、科技及消費品業相關的監管利好因素

除了預計消費品業將受到利好政策所支持外，互聯網公司及房地產發展商亦有望受到中國政府可能放寬監管的支持。這另一個方面反映出中國政府致力提振國內經濟活動及消費者情緒。於2020年之前，互聯網及房地產行業中許多公司嚴重依賴外部融資及高槓桿，而甚少關注自身商業模式的長期可持續性。雖然目前監管方向似乎與此前的政策不同，但目前仍在營運的公司不僅實力更為雄厚，而且擁有積極的商業實踐，因此我們認為監管收緊舉措已令未來的競爭環境質素有所改善。

5. 資料來源：中華人民共和國國務院。截至2022年12月。

對於從這場監管風暴倖存下來的房地產發展商來說，其資產負債表得到中國各大銀行提供的信貸撥備以獲得其極需的資金援助。自2022年底以來，中國政府已推出近12項支持性政策以改善資產負債表質素及房屋負擔能力。這些措施包括降低房屋借貸利率下限、為發展商提供股權融資支持，以及放寬某些地區的房屋購買限制。因此，購房者情緒可能有所改善，同時，該行業的估值及基本因素亦有望隨之改善。此外，房地產市場對於重振消費至關重要，因為房屋通常為購買汽車及家電等大宗耐用品的驅動因素。因此，放寬房地產市場政策可能會對消費品行業產生積極的連鎖效應。

同樣，中國政府於2022年第二季對互聯網公司的政策立場轉為支持，恢復批准新的遊戲許可證。然而，受到當時消費前景疲弱的影響，許多互聯網及平台公司不得不採取成本優化策略以維護利潤率。展望未來，隨著消費者信心逐漸改善，平台公司亦可能會提升線下消費的錢包份額。這主要是由於封城措施增加消費者在日常活動中對平台應用程式的依賴，而企業正利用線上平台將客流量吸引至線下商店。雖然2022年首11個月的零售銷售總額增長持平，但線上商品銷售增長超過10%，其中餐飲、服裝及耐用商品等行業均錄得正增長<sup>6</sup>。我們認為線上平台的市場份額可能會繼續提升，而線上及線下消費活動之間的聯繫亦將會增強。

鑑於通脹環境溫和，中國仍然維持寬鬆的貨幣政策。這可能部份由於中國需求溫和，抑制的消費令成本保持在較低水平。儘管中國重啟經濟可能會增加整體需求，但可能被已發展市場需求降溫及能源價格下跌令其有所抵銷。與此同時，當美國利率接近高峰時，人民幣匯率的壓力亦可能有所緩和，從而吸引環球投資者資金流入，為出口活動帶來支持。

## 擁有長線投資機會的領域

中國政府最近明確為國家發展制定重要戰略方向，目標包括經濟發展的雙循環模式、可持續發展、創新和現代化，以及提高社會福利<sup>7</sup>。展望未來，這些舉措可能令涉及相關主題的企業及行業受惠，從而締造長線投資機會。

6. 資料來源：國家統計局及霸菱。截至2023年1月。

7. 中國於2021年發佈《國民經濟和社會發展第十四個五年規劃和2035年遠景目標綱要》。

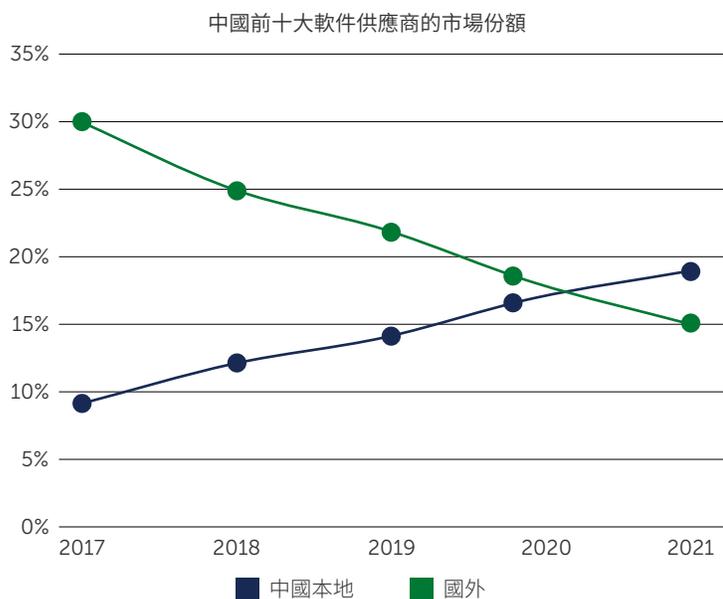
### 國內品牌佔有主導地位

雙循環模式舉措為中國國家發展戰略的核心部份，其首要任務之一乃促進內循環，並旨在建立強大的國內經濟，令本地生產及提供的商品及服務佔國內消費的一大部份。基於以上的舉措，本地品牌透過提升產品及服務的質素，從而具有更大競爭力（圖三）。此外，國內品牌往往更能貼近中國消費者不斷變化的品味，開發出更適合其生活方式及喜好的產品。例如，中國家庭習慣先掃地再拖地。國內品牌已經生產出具備拖地功能的清潔機器人，令國內企業在此產品類別市場佔有主導地位。隨著越來越多本地品牌在運動服、軟件、汽車及消費商品等領域表現出色，本土化趨勢有望繼續發展。這主題的受惠者可能為中國市場所獨有，因此中國市場可為投資者提供與環球同行不相關的回報。

### 中國企業於環球供應鏈中的附加值逐漸提高

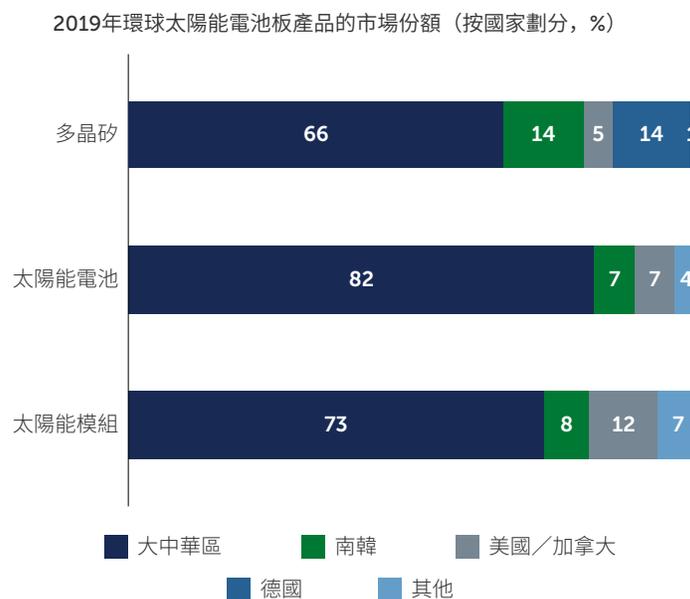
雙循環計劃的外循環部份旨在提升中國企業在環球供應鏈中的競爭力；透過嚴謹的研發，加快中國企業進入高附加值的領域。這需要借助中國的供應鏈優勢，以及其作為環球最大市場的地位，以促進創新及擴大產品於環球範圍的分銷。特別是，中國每年的STEM（科學、科技、工程及數學）畢業生人數眾多，令中國企業能夠主導一些具有前瞻性的行業及產品。例如，環球太陽能電池板供應鏈中超過三分之二的產品由中國所生產（圖四）。此外，中國的硬件企業正在向新興產業擴展，例如增強現實／虛擬現實設備的生產。

圖三：國內品牌主導中國軟件行業



資料來源：摩根士丹利研究及IDC。截至2023年1月。

圖四：中國企業引領前瞻性行業

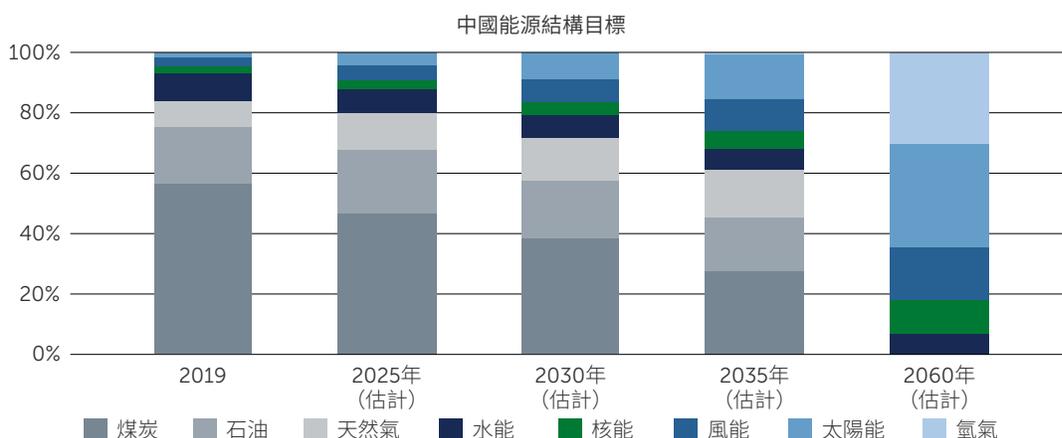


資料來源：彭博新能源財經及Statista（按公司總部所在國家劃分）。截至2020年。多晶矽總產量以噸計量，而太陽能電池及太陽能模組總產量則以吉瓦計量。

### 日益關注可持續性及高質量增長

另一個可能帶來長線投資機會的領域為可持續性，這亦是中國的發展戰略重點，尤其是能源一直是中國主要但成本高昂的進口商品。在過去20年，中國經濟在許多情況下為追求高增長而在效率方面作出讓步。隨著重心從高增長轉向高質量增長，提高效率及降低風險成為優化的首要任務。因此，可持續發展日益備受關注，包括擴建可再生能源基礎建設及減少浪費。雖然這有助於降低氣候相關的實質及轉型風險，但亦可能降低中國對能源進口的依賴，同時為推動向低碳環境轉型的企業創造機會。

圖五：中國能源結構轉型



資料來源：中金公司。截至2020年12月。

### 外部風險猶存

雖然中國確實擁有長線投資機會的領域，但某些行業的競爭環境可能會變得艱難。以美國為主導的技術保護主義令中國在獲得先進半導體及生物技術方面受到掣肘。雖然這意味著一定程度的受挫，但更重要的是，這亦提醒中國必需在尖端技術的發展上實現自給自足。追趕的過程可能充滿挑戰且屬資本密集型，但中國市場的深度可能有助於消化部份成本，同時亦創造獨特的投資機會。

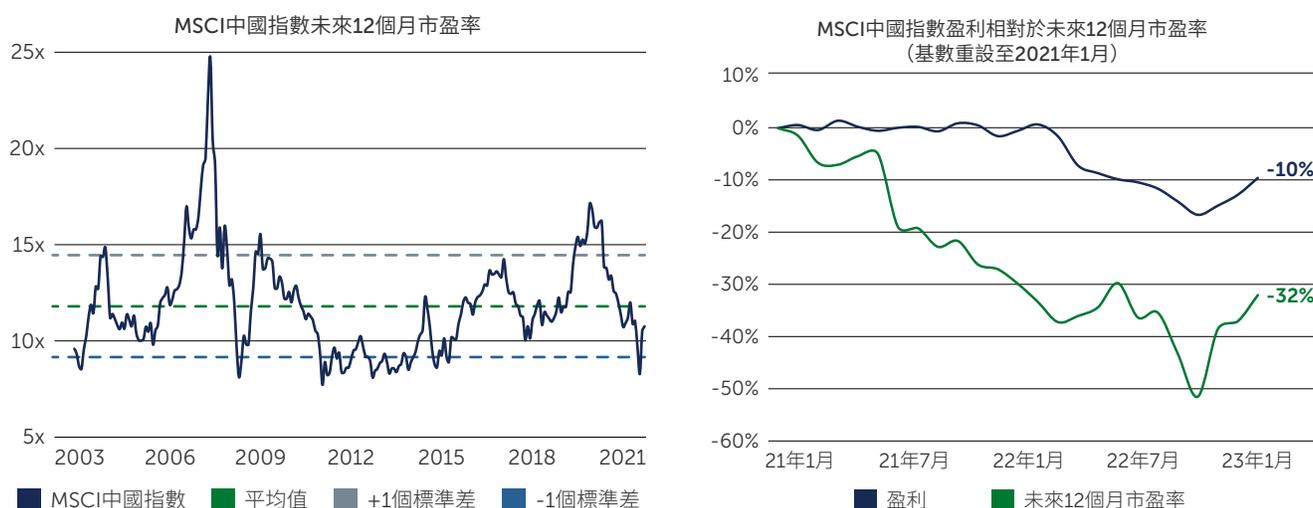
雖然許多低附加值的產業逐漸遷移至印度、東南亞甚至拉丁美洲，但中國企業實際上為最早擴張供應鏈及物流網絡的企業之一。例如，中國紡織製造商早於十年前已開始著手這過程，而中國半導體企業自疫情以來亦開始實施供應鏈多元化進程。中國在把握人口紅利方面的經驗可能對於希望在亞洲其他發展中國家取得成功的中國企業帶來裨益。

# 「市場整合為投資者帶來具有吸引力的買入點，以投資於環球第二大經濟體系及股票市場。」

## 預計基本因素將會繼續復甦

受惠於中國經濟重啟，香港中國股市自2022年11月至今年1月錄得反彈，但與此前的高峰值相比，該市場尚未完全恢復。於年初，市場氣氛相對於基本因素而言仍然低迷，令中國股票市場的估值具有吸引力；其目前的估值仍低於20年來的平均水平。與兩年前相比，此估值水平已大幅折讓32%，而盈利共識僅下跌10%（圖六）。

圖六：目前估值具有吸引力



資料來源：FactSet及霸菱。截至2023年1月。

展望未來，由於尚有企業公佈業績及環球經濟增長等不明朗因素，市場波動性可能會維持。然而，隨著影響中國經濟的短線及長線因素陸續顯現（從經濟重啟，到基本因素復甦，再到利好的政策支持），我們相信香港中國股市的前景向好，而市場整合為投資者帶來具有吸引力的買入點，及投資於環球第二大經濟體系和股票市場。

霸菱為一家管理超過 3,472 億美元\*資產的環球投資管理公司，致力物色不同的投資機遇，並在公共及私募固定收益、房地產及專門的股票市場構建長線投資組合。作為美國萬通的子公司，霸菱的投資專才常駐北美、歐洲及亞太區，旨在為其客戶、社區及員工提供服務，並竭力實踐可持續發展及負責任的投資。

#### 重要資料

本文件僅供資訊用途，概不構成買賣任何金融工具或服務的要約或邀請。在編製本文件所載資料時，並未考慮可能接收本文件人士的投資目標、財務狀況或具體需要。本文件並非、亦不得被視為投資建議、投資推薦或投資研究。

有意投資者在作出投資決策時，必須依賴自行對投資對象的優點及所涉及風險的判斷，在作出投資決定前，有意投資者應尋求適當的獨立投資、法律、稅務、會計或其他專業意見。

除非另有說明，否則本文件所載觀點是霸菱的觀點。這些觀點是基於編製文件當時的事實，本著真誠的態度而提出，有可能發生變動，恕不另行通知。本文件的部份內容可能是以相信為可靠來源的資料為基礎。霸菱已盡一切努力確保本文件所載資料實屬準確，但概不就資料的準確性、完整性或充分性作出任何明示或暗示的聲明或保證。

所提及的任何特定發行人並非旨在也不應被詮釋為購買、出售或持有這些發行人證券的建議。本文件所載的任何預測是基於霸菱在編製當日對市場的意見，視乎許多因素而定，可能發生變動，恕不另行通知。任何預計、預估或預測未必代表未來將會或可能出現的表現。本文件所載的任何投資績效、投資組合構成或例子僅供說明用途，並非任何未來投資績效、未來投資組合構成及／或投資的指引。任何投資的構成、規模及所涉及風險可能與本文件所載的例子存在重大差異。概不聲明投資將會獲利或不會產生虧損。在適當情況下，貨幣匯率的變動可能對投資價值產生影響。

投資涉及風險。過往表現不可作為未來表現的指標。投資者不應僅根據此資料而作出投資決定。

本文件由霸菱資產管理（亞洲）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。

了解更多詳情，請瀏覽 [BARINGS.COM](https://www.barings.com)

\*截至2022年12月31日

23-2769928