

# BARINGS

上市股票

## 中港股票： 在经济重启中 寻找价值

霸菱视野

经济重启、基本面复苏和良好的政策环境均为中国股票市场创造具有吸引力的长期投资依据。



**方伟昌, 特许金融分析师**

中港股票投资总监



**李伟博**

资深董事, 股票客户投资组合经理



过去两年拖累国内股票市场下跌的多项利空因素，有望在2023年转化为利好因素。事实上，中国股票市场已经面临一系列挑战，例如疫情的爆发和房地产市场表现疲弱等。

然而，随着中国在2022年年底重启经济，我们认为最艰难的时期已经结束，国内股票市场前景向好。特别是政府将工作重点放在经济增长上，意味着有望推出支持性政策。此外，国际货币基金组织预测，2023年中国经济增长率将达到5.2%，并超越发达市场，使中国成为经济增长最快的主要经济体系之一<sup>1</sup>。

## 经济重启为消费活动带来支持

新冠疫情是导致2022年影响中国经济增长的关键因素，使国内制造业和消费活动受到影响。在2022年底，政府总结新冠病毒变异病毒株的致命率已降至可接受的水平，并随之开始迅速放松限制。

2023年1月，高频次出行数据显示，市内和城际交通均在迅速恢复。主要城市的地铁客流量从低位回升约50%，恢复到疫情爆发前水平的约70%，而全国高速公路交通流量也超越了同期水平<sup>2</sup>。航空交通恢复步伐缓慢；国内航班在1月底恢复到96%，而跨地区航班也恢复到疫情爆发前水平的13%，其中以飞往大中华地区、东南亚和欧洲的航班居多<sup>3</sup>。在这利好环境下，加上恰逢中国春节假期，推动了国内消费复苏。国内旅游业收入在春节期间同比增长30%，达到2019年水平的73%，而餐饮业收入则同比增长16.4%，达到疫情爆发前水平的73%<sup>4</sup>。

图一：中国航空客运量回升

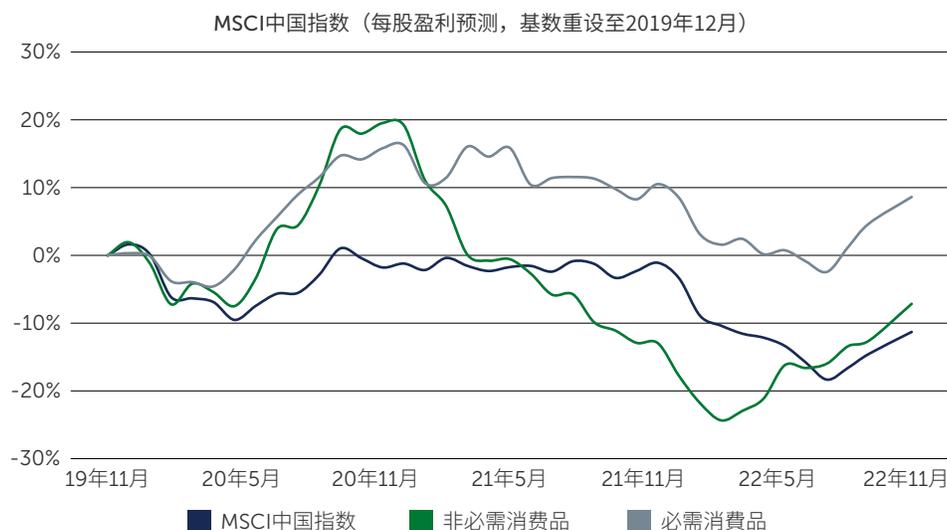


资料来源：摩根大通研究。截至2023年1月。

1. 资料来源：国际货币基金组织和《世界经济展望》。截至2023年1月。
2. 资料来源：摩根大通研究。截至2023年1月。
3. 资料来源：摩根大通研究。截至2023年1月。
4. 资料来源：里昂证券研究。截至2023年1月。

展望未来，中国消费有望继续复苏。2022年，中国家庭储蓄增长人民币17.8万亿元，即1,237亿美元，其中大部分可能会在2023年转化为被压抑的消费需求<sup>5</sup>。政府在2022年中央经济工作会议<sup>6</sup>上将「扩大内需」列为优先事项，为消费复苏提供了进一步支持；这表明可能会推出一系列旨在提升消费者信心的刺激措施，从减税、鼓励消费到发放消费券等。消费相关政策支持的重点很可能针对大众消费者，并对可支配收入较低的家庭有较大影响。因此，市场对必需消费品和非必需消费品企业的市场盈利预测要高于更广泛的MSCI中国指数，其中必需消费品企业的盈利预测比疫情爆发前的水平高出8.6%（图二）。

**图二：必需消费品和非必需消费品企业的市场盈利预测高于MSCI中国指数**



资料来源：FactSet及霸菱。截至2023年1月。

## 房地产、科技和消费品行业的利好因素

在2020年之前，互联网和房地产行业部分公司严重依赖外部融资和高杠杆，而较少关注自身商业模式的长期可持续性。鉴于此前监管有所收紧，目前仍在经营的公司不但实力更为雄厚，还拥有积极的商业实践，因此我们认为监管收紧举措使未来的竞争环境质量有所改善。

5. 资料来源：中国人民银行，《2022年金融统计数据报告》。截至2023年2月。

6. 资料来源：中华人民共和国国务院。截至2022年12月。

对现在的房地产开发商来说，其资产负债表得到了国内各大银行提供的信贷拨备，从而获得急需的资金援助。自2022年底以来，政府已推出近12项支持性政策改善资产负债表质量和房屋负担能力。这些措施包括降低房屋借贷利率下限、为开发商提供股权融资支持，以及放宽某些地区的房屋购买限制。因此，购房者情绪可能有所改善，同时，该行业的估值和基本面也有望随之改善。此外，房地产市场对于提升消费至关重要，因为房屋通常是购买汽车、家电等大宗耐用品的驱动因素。因此，放宽房地产市场政策可能会对消费品行业产生积极的连锁反应。

2022年第二季度以来，相关部门支持和鼓励互联网公司的发展，恢复批准新的游戏许可证。然而，受到当时消费前景黯淡的影响，许多互联网和平台公司不得不通过采取成本优化战略来保持利润率。展望未来，随着消费者信心逐渐改善，平台公司也可能会夺得更高的线下消费份额。这主要是因为新冠疫情增加了消费者在日常活动中对平台应用程序的依赖，而企业正在利用线上平台将客流量吸引到线下商店。虽然2022年头11个月的零售销售总额增长持平，但线上商品销售增长超过10%，其中餐饮、服装和耐用商品等行业均录得正增长<sup>7</sup>。我们认为，线上平台的市场份额可能会继续提升，而线上与线下消费活动之间的联系也将会增强。

鉴于通胀环境温和，中国仍然维持着宽松的货币政策。这可能部分由于中国需求温和，消费受到抑制，使成本保持在较低水平。虽然重启经济可能会增加整体需求，但可能与发达市场需求降温和能源价格下跌相抵消。与此同时，当美国利率接近高峰时，人民币汇率的压力也可能有所缓解，从而吸引全球投资者资金流入，为出口活动带来支持。

## 拥有长期投资机会的领域

政府为国家发展制定了重要战略方向，目标包括经济发展的双循环模式、可持续发展、创新和现代化，以及提高社会福利<sup>8</sup>。展望未来，这些举措可能使涉及相关题材的企业和行业受益，从而创造长期投资机会。

7. 资料来源：国家统计局和霸菱。截至2023年1月。

8. 中国在2021年发布《国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》。

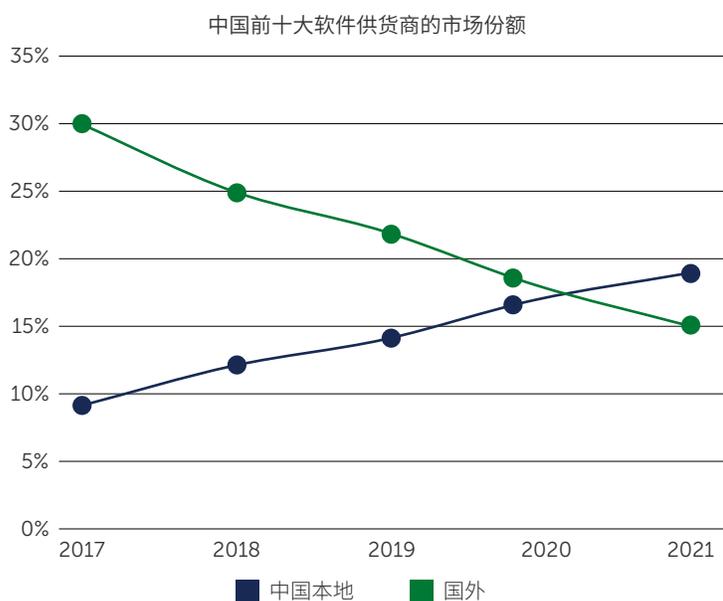
### 国内品牌占据主导地位

双循环模式举措是中国国家发展战略的核心部分，其首要任务之一是促进内循环，力求建立强大的国内经济，使本地生产和所提供的商品和服务占据国内消费的很大一部分。基于上述举措，本地品牌通过提升产品和服务质量，从而具有更强的竞争力（图三）。此外，国内品牌往往更能贴近中国消费者不断变化的品味，从而开发出更适合其生活方式和喜好的产品。例如，中国家庭习惯先扫地再拖地。国内品牌已经生产出具备拖地功能的清洁机器人，使国内企业在这个产品类别市场占据主导地位。随着越来越多本地品牌在运动服、软件、汽车和消费商品等领域表现出色，本土化趋势有望继续发展。这一题材的受益者可能是中国市场所独有，因此，中国市场可为投资者提供与全球同行不一样的回报。

### 中国企业在全球供应链中的附加值逐渐提高

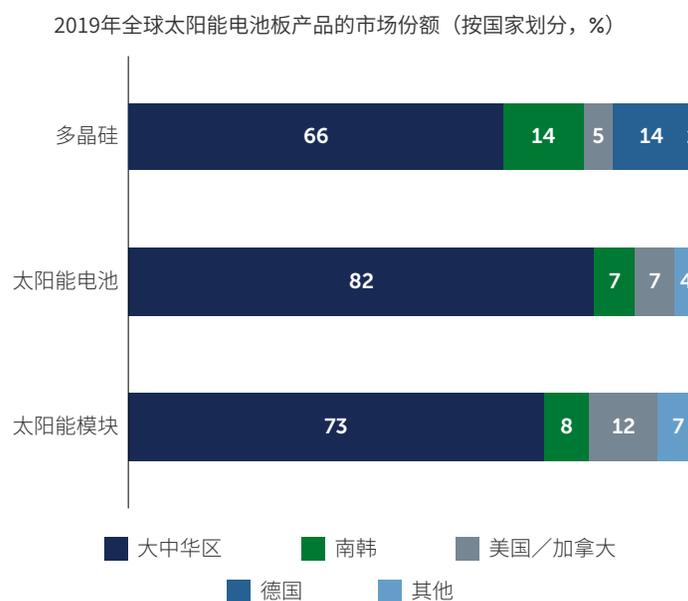
双循环计划的外循环部分力求提升中国企业在全球供应链中的竞争力；通过严谨的研发来加快中国企业进入高附加值领域的步伐。这需要借助中国的供应链优势，以及它作为全球最大市场的地位，从而促进创新和扩大产品在全球范围的分销。特别是，中国每年的STEM（科学、科技、工程和数学）毕业生人数众多，使中国企业能够主导一些具有前瞻性的行业和产品。例如，在全球太阳能电池板供应链中，有超过三分之二的产品由中国所生产（图四）。此外，中国的硬件企业正在向新兴产业拓展，例如增强现实/虚拟现实设备的生产。

图三：国内品牌主导中国软件行业



资料来源：摩根士丹利研究和IDC。截至2023年1月。

图四：中国企业引领前瞻性行业

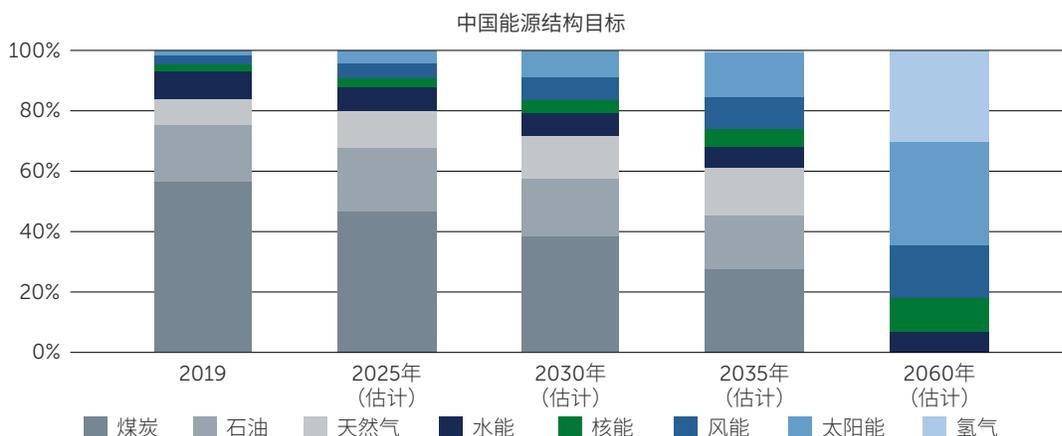


资料来源：彭博新能源财经和Statista（按公司总部所在国家划分）。截至2020年。多晶硅总产量以吨计量，而太阳能电池和太阳能模块总产量则以吉瓦计量。

### 日益关注可持续性和高质量增长

另一个可能带来长期投资机会的领域是可持续性，这也是中国的发展战略重点，特别是能源，能源一直是中国主要且成本高昂的进口商品。过去20年，中国经济为追求高增长，在有些情况下在效率方面做出了让步。随着重心从高增长转向高质量增长，提高效率和降低风险成为优化的首要任务。因此，可持续发展日益备受关注，包括扩建可再生能源基础建设和减少浪费。虽然这有助于降低气候相关的实质和转型风险，但也可能降低中国对能源进口的依赖，同时为推动低碳环境转型的企业创造了机会。

图五：中国能源结构转型



资料来源：中金公司。截至2020年12月。

### 外部风险仍然存在

虽然中国确实拥有长期投资机会的领域，但某些行业的竞争环境可能会变得艰难。以美国为主导的技术保护主义，使中国在获得先进半导体和生物技术方面受到掣肘。虽然这意味着一定程度的受挫，但更重要的是，这也提醒中国必须在尖端技术的发展上实现自给自足。追赶的过程可能充满艰辛，而且需要投入大量资本，但中国市场的深度可能有助于消化部分成本，同时也会创造独特的投资机会。

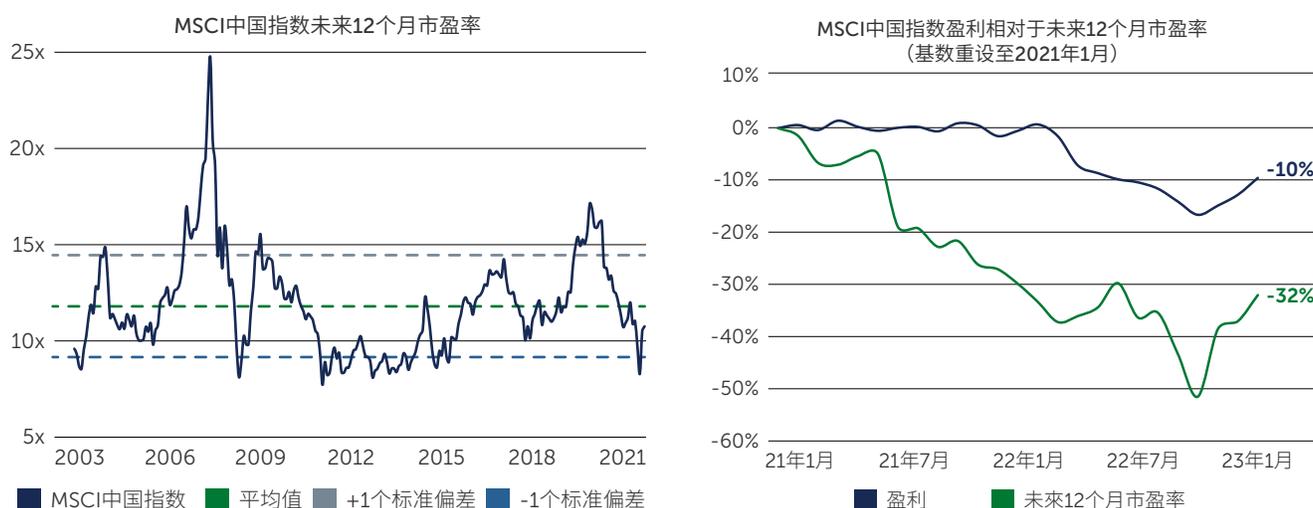
虽然许多低附加值产业逐渐迁移至印度、东南亚甚至拉丁美洲，但中国企业实际上是最早扩张供应链和物流网络的企业之一。例如，中国纺织制造商早在十年前便已开始着手进行扩张，而中国半导体企业自疫情爆发以来也开始实施供应链多元化进程。中国在把握人口红利方面的经验可能会对希望在亚洲其他发展中国家取得成功的中国企业带来好处。

「前景向好为投资者带来具有吸引力的买入点，有助于对全球第二大经济体系及股票市场进行投资。」

## 预计基本面将会继续复苏

受益于经济重启，中国股市从2022年11月到今年1月录得反弹，但与此前的峰值相比，市场还没有完全恢复。年初，市场气氛相对于基本面来说仍然低迷，使中国股票市场的估值具有吸引力；其目前的估值仍低于20年来的平均水平。与两年前相比，这一估值水平已大幅折让32%，而盈利共识只下跌了10%（图六）。

图六：目前估值具有吸引力



资料来源：FactSet和霸菱。截至2023年1月。

展望未来，企业业绩和全球经济增长等不确定因素仍然存在，市场波动性可能会维持。然而，随着影响中国经济的短期和长期因素陆续显现（从经济重启到基本面复苏，再到良好的政策环境），我们相信中国股市的前景向好，为投资者带来具有吸引力的买入点，有助于对全球第二大经济体系和股票市场进行投资。

霸菱是一家管理3,472亿美元\*资产的环球投资管理公司，致力寻找不同的投资机遇，并在公共和私募固定收益、房地产和专门的股票市场构建长线投资组合。作为美国万通的子公司，霸菱的投资专才常驻北美、欧洲和亚太区，旨在为其客户、社区和员工提供服务，并竭力实践可持续发展和负责任的投资

#### 重要资料

本文仅供参考，不构成任何投资建议或承诺。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，对任何因直接或间接使用本材料或者据此进行投资所造成的一切后果或损失，霸菱不承担任何法律责任。

本文非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。

本文所载的市场观点、投资策略或业务流程有可能因发布日后的各种因素变化而调整，公司在对其进行更新时不会另行通知，本文所载内容也不构成公司对市场观点、投资策略或业务架构的承诺。

若本文转载第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，不代表本公司立场。

本文版权归霸菱所有，未获得本公司事先书面授权，任何人不得对本文内容进行任何形式的发布、复制。如引用或转载本材料所载内容，务必联络霸菱并获得许可，并需注明出处为霸菱，且不得对本文中的任何内容进行有违原意的删节和修改。

霸菱对本文保留一切法律权利。

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

\*截至2022年12月31日

23-2790392