

BARINGS

公開股票

香港 中國股票： 於經濟重啟中 挖掘價值

霸菱洞察

經濟重啟、基本面復甦以及有利的政策支持，
為中國股市創造具吸引力的長線投資理由。



方偉昌，特許金融分析師
香港中國股票團隊主管



李偉博
資深董事
股票客戶投資組合經理



在2023年，過去兩年拖累中國股市下跌的多項利空有望轉為利多。事實上，中國股市面臨諸多挑戰，包括對某些產業的監管收緊，到疫情爆發以及為此實施的封城措施，令國內經濟活動受到拖累，地產市場疲弱。

然而，隨著中國在2022年底重啟經濟，我們認為熊市已經結束，中國股市前景正面。特別是，中國政府致力於將工作重點放在推動經濟增長上，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(IMF)預測，2023年中國經濟增長將達到5.2%，超過已開發市場，讓中國成為經濟增長最快的主要經濟體之一¹。

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是導致2022年中國經濟引擎「熄火」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，在去年底，中國政府得出結論，新型冠狀病毒變異病毒株的致死率已降至可接受的水平，並開始致力快速放鬆限制。

到今年1月，高頻率移動數據顯示，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點回升約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過同期水平²。空中交通以階段方式恢復；於1月底，國內航班恢復到96%，而跨地區航班則恢復至疫情爆發前水平的13%，其中飛往大中華地區、東南亞及歐洲的航班居多³。在此正面的環境下，又適逢中國春節假期，推動國內消費復甦。春節期間，國內旅遊業收入年增30%，達到2019年的73%，而餐飲業收入年增16.4%，達到疫情爆發前的73%⁴。

圖一：中國航空客運量回升



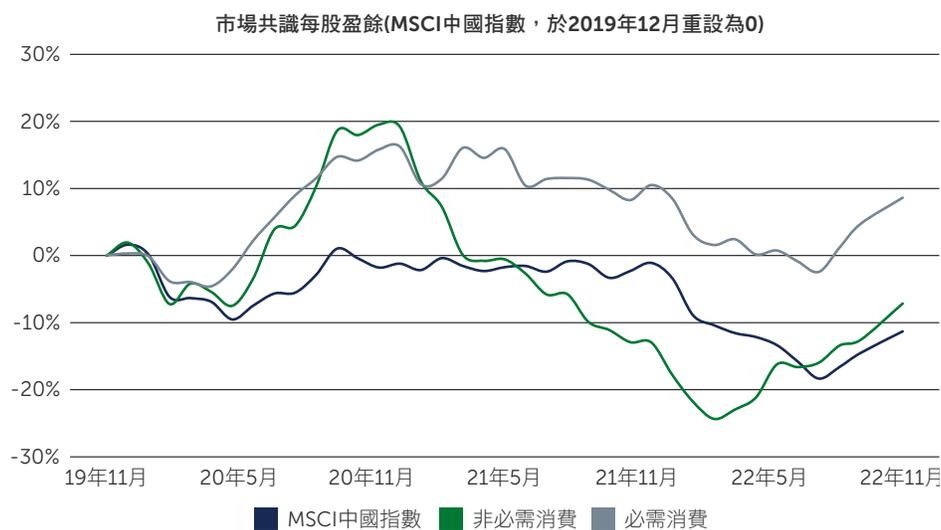
資料來源：摩根大通研究。截至2023年1月。

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，中國家庭儲蓄增長人民幣17.8兆元(1,237億美元)，其中很大一部份可能會在未來一年轉化為消費需求。中國政府在2022年中央經濟工作會議⁵上將「擴大國內需求」擺在優先位置，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，不一而足。

消費相關政策支持的重點很可能是針對大眾消費者，對可支配收入較低的家庭有較大影響。因此，市場對必需消費及非必需消費企業的市場共識盈餘預估高於整體MSCI中國指數，其中必需消費企業的盈餘較疫情爆發前的水平高出8.6%(圖二)。

圖二：必需消費及非必需消費企業的市場共識盈餘優於大盤



對地產、科技及消費業的監管轉為有利

除了消費業會受到正面的政策提振外，互聯網公司及地產開發商亦有望受到未來中國政府可能放寬監管的支持。這從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。在2020年之前，互聯網及地產業的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永續性。雖然目前監管方向似乎與過去的政策不同，但我們認為，過去監管收緊舉措已令目前仍在營運公司的實力更為雄厚，且擁有正面的商業實踐，整體品質有所改善。

5. 資料來源：中華人民共和國國務院。截至2022年12月。

對於能夠挺過這場監管風暴的地產開發商來說，其資產負債表得到中國各大銀行提供的信貸支持。自去年底以來，已經推出近12項支持性政策，以改善資產負債表品質及住房負擔能力。這些措施包括降低房貸利率下限、為開發商提供股權融資支持，以及放寬某些地區的購房限制。因此，購房者情緒可能有所改善，同時，該產業的評價及基本面亦有望隨之改善。此外，地產市場對重振消費至關重要，因為住房通常是汽車及家電等大宗耐用品購買的驅動因素。因此，放寬地產市場政策可能會對消費業產生正面的連鎖效應。

同樣，在去年第二季，中國政府對互聯網公司的政策立場轉為支持，重新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保護利潤率。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在線下消費的市占率。這主要是因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引到線下場所。雖然2022年前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、服裝及耐用品等產業均是正增長⁶。我們認為，線上平台的市占率可能會繼續提升，而線上線下消費活動之間的聯繫亦將會更加緊密。

鑑於通膨環境溫和，中國仍維持寬鬆的貨幣政策。這部份是因為中國需求溫和，受壓的消費令成本保持在較低水平。儘管中國重啟經濟將可能增加整體需求，但這一壓力可能會被已開發市場需求降溫及能源價格下跌所抵銷。與此同時，在美國利率接近高點時，人民幣匯價承受的壓力亦可能有所緩和，從而吸引全球投資者資金流入以及支持出口。

擁有長線投資機會的領域

中國政府近期明確了國家發展重要戰略方向，其中目標包括經濟發展的雙循環模式、永續發展、創新和現代化以及提高社會福利⁷。展望未來，這些舉措對受惠於相關主題的企業及產業有利，亦創造出長線投資機會。

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》。

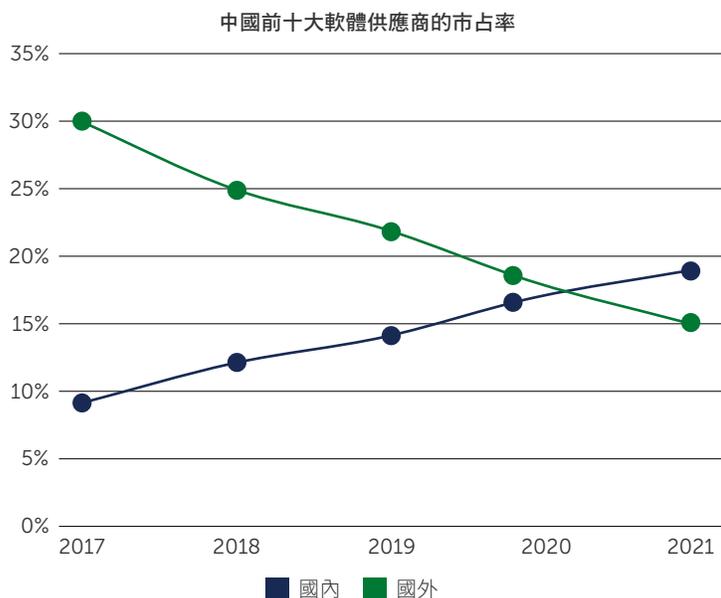
國內品牌佔有主導地位

雙循環模式是中國國家發展戰略的核心部份，其首要任務之一就是促進內循環，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很大比重。由於這些努力，本土品牌透過提升產品及服務的品質，從而具有更大競爭力(圖三)。此外，國內品牌往往能更好地跟上中國消費者不斷變化的品味，開發出更加適合其生活方式及喜好的產品。例如，中國家庭習慣於先掃地後拖地。國內品牌已經生產出具備拖地功能的打掃機器人，而中國企業在此產品市場佔有主導地位。隨著越來越多的本土品牌在運動服飾、軟體、汽車及消費品等方面表現出色，本土化趨勢有望繼續發展下去。這一主題的受惠者可能是中國市場所獨有，因此，中國市場為投資者提供可能與全球同業相關性低的選擇。

中國企業在全球供應鏈的附加價值逐漸提高

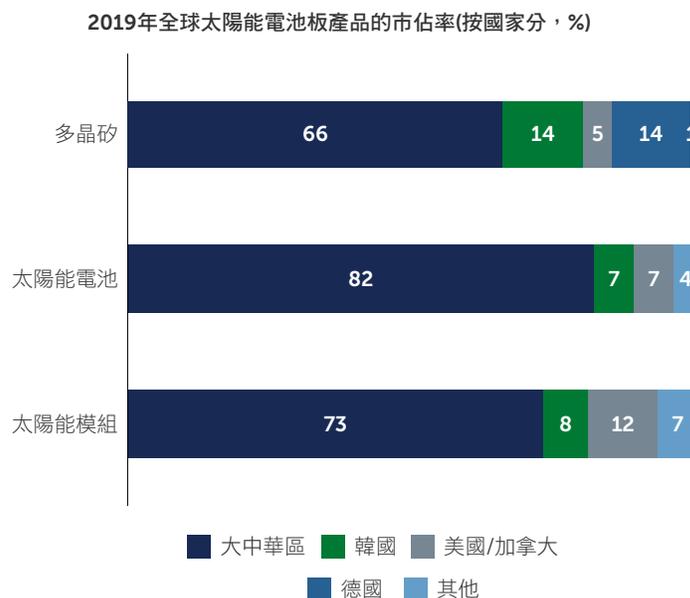
雙循環模式的外循環部份旨在提升中國企業在全球供應鏈中的競爭力；透過嚴格的研發，協助中國企業進入高附加價值的領域。這就需要借助於中國的供應鏈優勢，以及其作為全球最大市場的地位，以促進創新，並擴大產品在全球銷售。特別是，中國每年的STEM(科學、科技、工程及數學)畢業生人數最多，這使得中國企業能夠主導一些具前瞻性的產業及產品。例如，全球太陽能電池板供應鏈中超過三分之二的產品是中國生產的(圖四)。此外，中國的硬體企業正在向新興產業擴展，例如增強現實/虛擬現實(AR/VR)設備生產。

圖三：國內品牌主導中國軟體產業



資料來源：摩根史丹利研究及IDC。截至2023年1月。

圖四：中國企業引領前瞻性產業

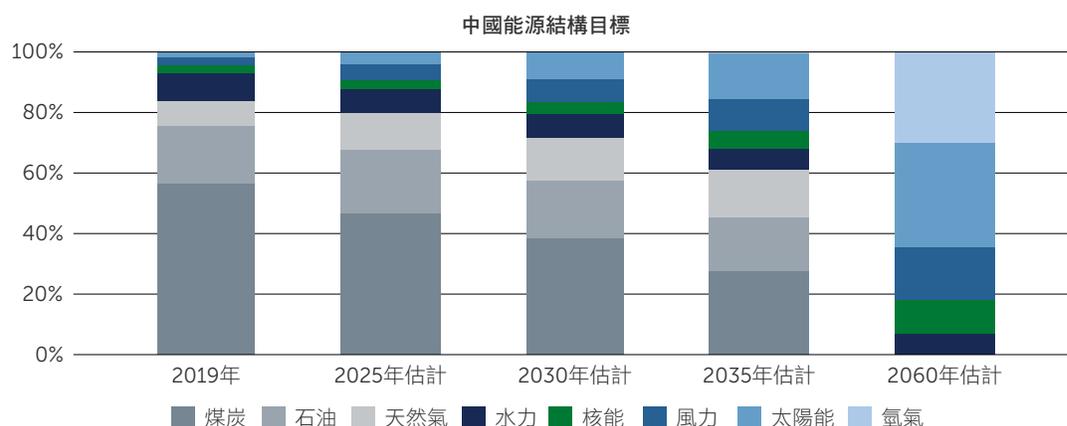


資料來源：彭博新能源財經及Statista(按公司總部所在國家劃分)。截至2020年。多晶矽總產量以噸計量；太陽能電池及太陽能模組總產量以吉瓦(gigawatts)計量。

日益關注永續及優質增長

另一個可能帶來長線投資機會的領域是永續性，這是中國的發展戰略重點。特別是，能源一直是中國主要的進口商品，但成本高昂。在過去二十年，在許多情況下，中國經濟為追求高增長而在效率方面作出讓步。隨著經濟工作重心從高增長轉向優質增長，提高效率及降低風險成為優化的首要任務。因此，永續發展日益受到關注，包括增加可再生能源基建及減少浪費。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，同時為那些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。截至2020年12月。

外部風險猶存

雖然中國確實存在擁有長線投資機會的領域，但某些產業的競爭環境可能會變得艱難。以美國為首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壓抑。雖然這意味著一定程度的挫折，但更重要的是，這亦警醒了中國，務必在尖端技術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。

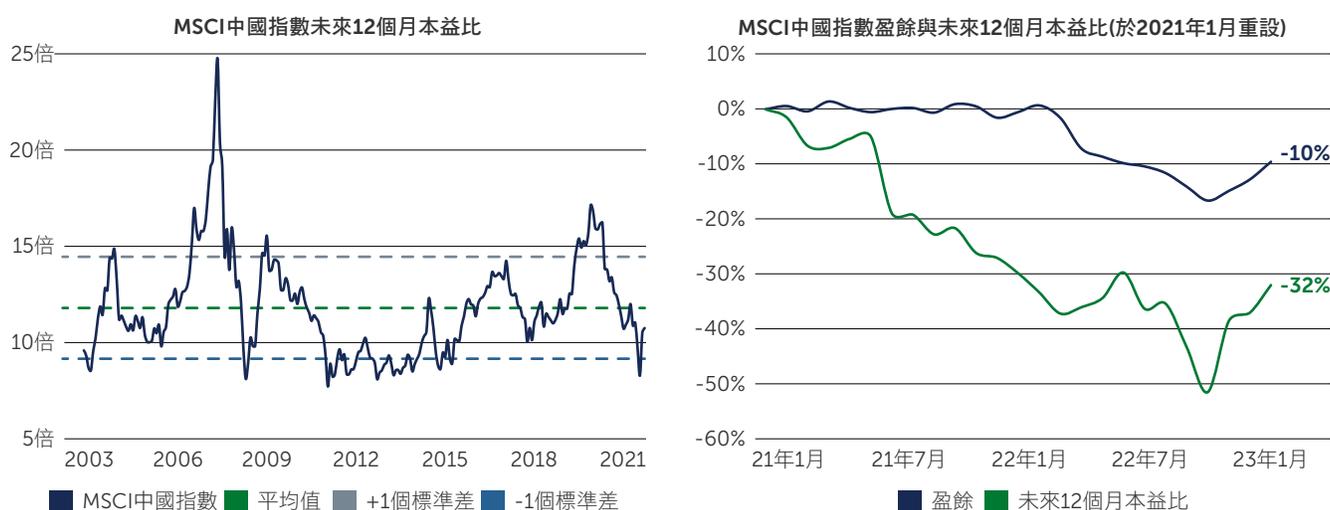
特別是，雖然許多低附加價值產業逐漸遷移到印度、東南亞甚至拉丁美洲，但中國企業實際上是最早擴張供應鏈及物流網路的企業之一。例如，中國紡織製造商早在十年前就開始著手這方面事宜，而中國半導體企業自疫情以來亦開始實施供應鏈多元化佈局。中國在把握人口紅利方面的經驗，對希望在亞洲其他開發中國家取得成功的中國企業可能有利。

「市場盤整為投資者帶來具吸引力的買入點，以投資於全球第二大經濟體及股市。」

預計基本面將會繼續復甦

受惠於中國經濟重啟，香港中國股市自去年11月至今年1月出現明顯反彈，但與之前的高點相比，該市場尚未完全恢復。相對於基本面而言，1月市場氣氛仍低迷，令中國股市的評價具吸引力；中國股市目前的本益比仍低於二十年來的平均水平。與兩年前相比，本益比已大幅折價32%，而盈餘(市場共識)僅下跌10%(圖六)。

圖六：目前中國股市評價具吸引力



資料來源：FactSet及霸菱。截至2023年1月。

展望未來，由於尚有許多不明朗因素(例如企業公佈的財報及全球經濟增長)，市場波動性可能會維持高檔。然而，隨著影響中國經濟的短線和長線正面因素繼續發酵(經濟重啟，到基本因素復甦，再到有利的政策支持，不一而足)，我們相信香港中國股市的前景正面。我們認為，市場盤整為投資者帶來有吸引力的買入點，以投資於全球第二大經濟體及股市。

霸菱為一家管理逾3,472億美元*資產的全球投資管理公司，致力於尋找不同的投資機會，並在公共及私募固定收益、房地產及專門的股票市場建構長線投資組合。作為美國萬通(MassMutual)的子公司，在北美、歐洲和亞太地區駐有投資專家，致力於為客戶、社區和員工提供服務，並致力於可持續的發展和負責任的投資。

【霸菱投顧 獨立經營管理】

霸菱證券投資顧問股份有限公司 台北市基隆路一段 333 號 21 樓 2112 室
一百零六管投顧新字第零零貳號 0800 062 068

本基金經管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。本基金無受存款保險、保險安定基金或其他相關保障機制之保障。基金投資可能產生的最大損失為全部本金，投資人需自負盈虧。如因基金投資產生紛爭，投資人可先向本公司提出申訴，投資人不接受本公司申訴處理結果或未在三十日內處理回覆時，投資人可在處理結果或期限屆滿之日六十日內再向「金融消費評議中心」申請評議。所提供之資料僅供參考，此所提供之資料、建議或預測乃基於或來自相信為可靠之消息來源。然而，本公司並不保證其準確及完整性。該等資料、建議或預測將根據市場情況而隨時更改。本公司不保證其預測將可實現，並不對任何人因使用任何此提供之資料、建議或預測所引起之損失而負責。本文提及之經濟走勢預測亦不代表相關基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。有關基金應負擔之費用（境外基金含分銷費用）已揭露於基金之公開說明書或投資人須知中，投資人可至境外基金資訊觀測站中查詢或向霸菱投顧索閱。基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率；基金淨值可能因市場因素而上下波動。本基金投資涉及投資於新興市場部份，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響。過去績效並非現在及未來績效之指標。績效資料並未考量基金單位發行及贖回所生之佣金及成本。本基金有投資大陸地區證券市場掛牌之有價證券（即 A 股或 B 股）。依法令規定，投資大陸地區證券市場之有價證券以掛牌上市有價證券為限，且投資前述有價證券總金額不得超過本基金淨資產價值之百分之二十。投資人亦須留意中國市場特定政治、經濟與市場等投資風險。

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

*截至2022年12月31日

TW23-2754040 出刊日期：2023年2月23日