

## 中國：聚焦長遠未來

2025 年 6 月

儘管中國股市面臨越來越嚴格的審查，但我們認為，在技術進步、政策支持、消費者復甦和當前具吸引力評價的支持下，中國股市的長期前景仍具吸引力。

今年，在川普政府對傳統盟友及經濟敵人實施貿易關稅後，市場波動上升。截至撰寫本文時，不僅是關稅水平仍在談判中並且充滿變數，且此舉對全球總經需求環境的影響亦極不明朗，但可能會偏向降溫。

另一方面，5月中美在日內瓦舉行貿易談判，緩和緊張局勢，這是自1月中國國家副主席韓正出席川普就職典禮以來，雙方首次舉行高層會談。在會談之前，美國承認中美兩國擁有共同利益，中美之間的高關稅不可持續。儘管貿易談判取得了積極進展，雙方同意大幅降低關稅 90 天，但未來談判仍有待觀察。

儘管越發不明朗的前景引發全球市場波動，但長期機會繼續存在，且我們相信中國仍是這樣一個例子。此觀點以四項主要原則為核心：1)中國的長期主義，2)國家支持，3)內需驅動型消費，4)評價。

### 1. 長期主義

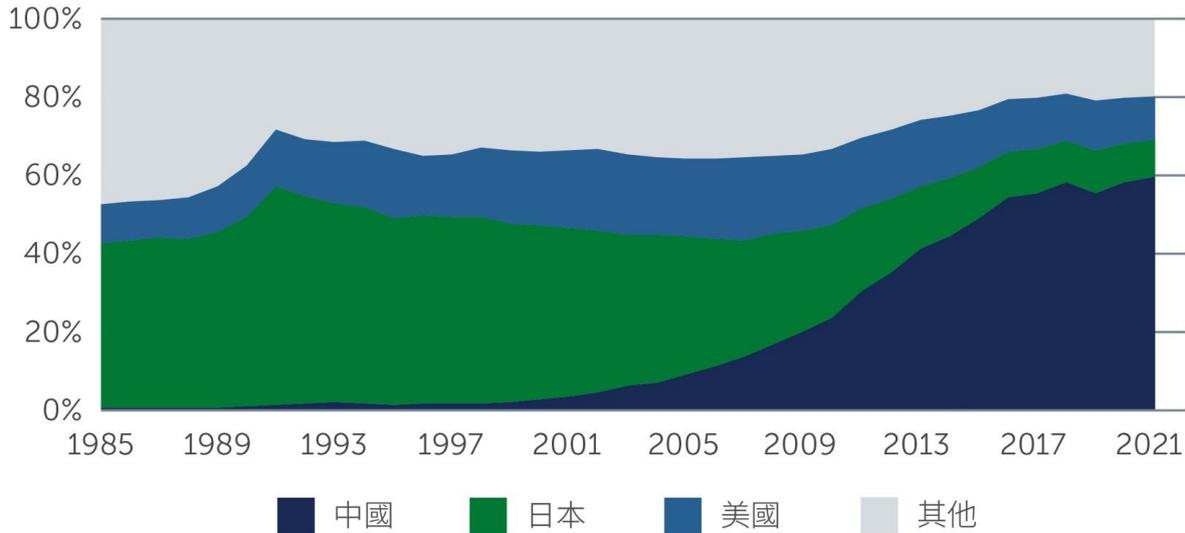
中國的長期主義是指中國優先考慮長期經濟目標而非追求短期利益的策略，通常以五年規劃為指導，專注於永續發展。一項關鍵的長期策略是專注於科技，即所謂的「新質生產力」，包括人工智慧及機器人等前驅領域。這項策略的結果是中國跟上了科技發展步伐，目前在許多產業中更擁有科技優勢，成為能進行重大創新的科技領導；而就在不久之前，世人還根深蒂固地將中國視為追隨者。

兩個例子最能說明這點。第一個是每年的專利數量龐大，在短短的二十年內，目前中國已躍升至佔有逾 50%的專利；第二個是深度求索(DeepSeek)開發的突破性人工智慧模型造成的顛覆。該模型對西方模型的性能構成挑戰，並且開發成本極低。

### 每年全球專利申請佔比<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup>世界知識產權組織及世界銀行，2025 年 5 月。



## 魅力攻勢

我們應該認識到，在中國崛起成為大國之時，已經發生這種轉變，以適應由美國霸權主導的世界。因此，這種長期主義應亦有利於未來發展，特別是考慮到近期的地緣政治轉變，目前中國將自身定位成經濟全球化的全球擁護者。相關外交活動的種子已在成形，習主席於過去幾個月出訪越南、馬來西亞及巴西等重要的區域貿易夥伴。這場外交活動突顯對中國而言，川普發起的最新貿易戰是個關鍵時刻——這既是抵制美國在世界各地影響力的機會，也是管控對其他出口市場造成威脅的機會。

## 2. 國家支持

中國面臨著「地產困境」與「經濟軌道向新增長模式調整」的雙重壓力。然而，此經濟轉型是堅定邁向更優質增長、以工業生產為中心，以及希望擴大消費。值得注意的是，在此轉型階段，顯然並未實施「大爆炸式」刺激措施。此策略轉變反映了過去大規模的刺激措施造成或加劇的種種弊端，包括地方債務水平增加、地產市場的嚴重依賴以及由此引發的金融系統相關風險。

迄今為止，國家支持包括去年 9 月採取的實質性措施，以支持國內交易，包括新融資管道，以及央行的前瞻性指引：可在必要時進一步擴大對股市的支持規模<sup>2</sup>。3 月舉行的兩會亦反映政府的意圖及決心有所變化，會議強調要重新擁抱國有及私營企業，以及相關股市。這與年初習主席與民間科技巨頭召開的座談會相呼應。貨幣及財政政策亦保持支持性立場。於 5 月初，中國實施進一步的支持措施，下調政策利率及銀行存

<sup>2</sup>中國人民銀行行長潘功勝，2024 年 9 月公開演講。

款準備金率，以及擴大再貸款工具額度，涵蓋科技、服務消費及養老、農業等產業以及中小企業。與此同時，許多企業已宣佈回購股票來穩定價格，此舉亦得到政府的鼓勵。

### 3. 國內消費

直到最近，中國始終堅定透過國家協調投資於自身認定的關鍵產業(電動車、電池及可再生能源)，推動經濟增長。儘管此舉支持了增長，但是電動車的飽和及歐洲等主要市場的經濟不景氣導致了報酬遞減。此外，因地產未能走向正常化，中國變得愈加擔憂將會無法實現增長目標，令經濟穩定及就業面臨進一步風險。

另外，零售銷售並無大幅反彈。儘管家庭現金儲蓄水平有所增加，但消費並未同步跟上，導致經濟出現通縮壓力。這很可能是因為地產在家庭財富中佔較大比重，加上因價值未能回穩，因此民眾感到愈加不寬裕，不願消費。

政府強烈地察覺到這點，已推出針對性措施，包括下調利率、幫助業主、將爛尾樓改建為社會住房。目前這些措施的影響初步顯現，地產交易量出現回穩跡象，且即使外部環境不好，最近公佈的黃金週零售銷售數據依然強勁。在不明朗因素不斷上升及貿易中斷的環境下，能獲得強大的內需驅動是大有優勢的。

更何況，目前中國正走出多年的經濟調整，處於更有利的地位；而相比之下，美國的經濟數據剛開始惡化，市場對盈餘的共識預測似乎與當前的經濟環境相衝突：不確定性高，消費者與投資者信心疲弱，以及進口稅偏高。

### 4. 評價

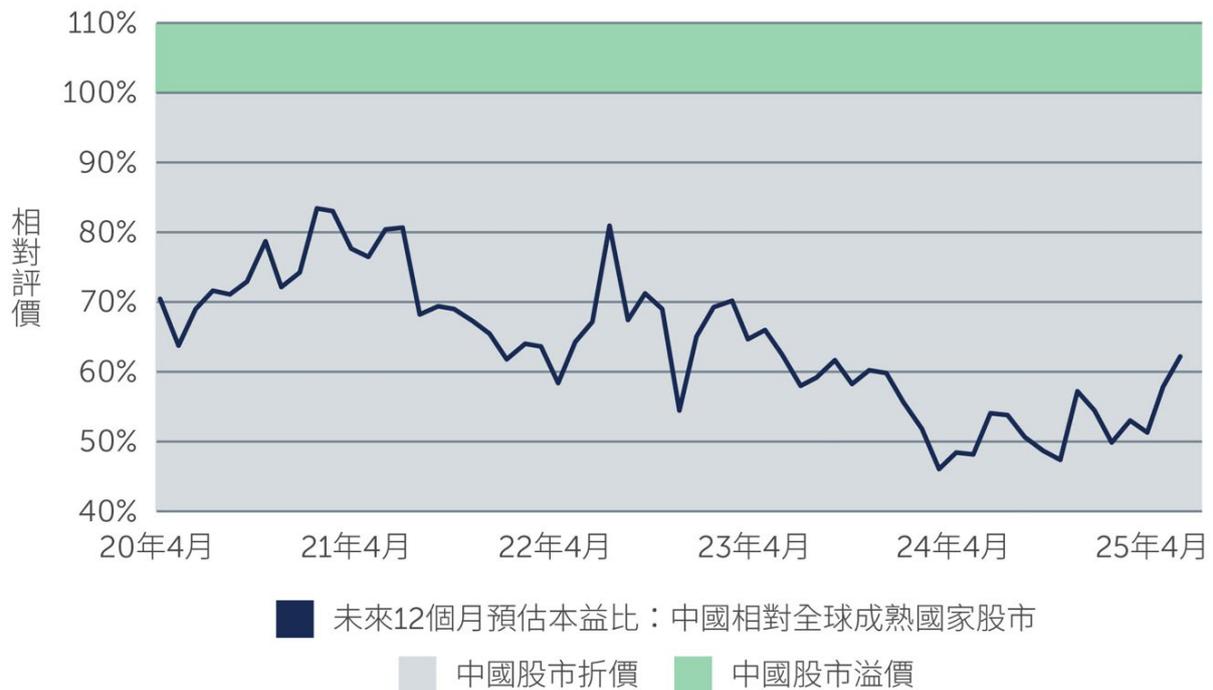
起始點往往至關重要。相較於過去，中國當前的市場評價仍具吸引力，即使是小幅的盈餘正常化，亦會有利於中國市場，更不用說是顯著的經濟復甦。

然而，企業盈餘復甦很可能是漸進式，而非 V 型復甦，反映出當前刺激措施穩定傳導，因為措施在經濟中發揮作用需要時間。

### 中國相對於全球成熟國家股市的評價<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup>資料來源：MSCI 及 Refinitiv，數據截至 2025 年 4 月 30 日。中國按 MSCI 中國指數衡量，全球成熟國家股市按 MSCI 世界指數衡量。



此外，有充分理由認為，目前中國股東報酬與過去迥然不同。最近經濟困境的一個重大利多在於，為提振股價表現，企業不得不將注意力重新集中於支持少數股東，因此，配息及股票回購大幅增加，目前處於歷史高檔。除增長預期上升以外，這應會為評價提供基本面的支持。

## 結論

儘管近期中國股市波動，但在科技進步、政策支持、消費者復甦及評價低廉的支持下，中國市場仍存在長期機會。重要的是，鑑於驅動因子的多樣性，我們認為，涉足一系列廣泛的中國企業及股票是非常重要的。A 股市場可提供獨特的科技領域投資機會，同時更廣泛的中國及香港交易所為投資者提供消費者支出復甦帶來的機會。

TW25-4520906

**霸菱證券投資顧問股份有限公司 獨立經營管理 一百一十四年金管投顧新字第零零捌號**  
地址：台北市信義區信義路五段 7 號 55 樓 A 室(台北 101 大樓) 電話：0800-062-068

本基金經金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。