

中國重獲關注： 追蹤中國加快重啟的進展



Michelle Qi

股票主管
瀚亞上海

中國政府在最近的全國人民代表大會上設下約5%的國內生產總值增長目標。我們預計中國的經濟復甦將分為三個階段進行，而隨著經濟復甦利好盈利增長，加上投資者由尋求系統性回報轉為創造超額回報，中國A股市場將進一步上升。

重新開放至今對中國經濟產生什麼影響？

消費者支出在整個春節期間走強，最新數據顯示，18個城市的地鐵客流量（7日移動平均值）已達到2019年水平的115%。餐廳收入及電影票銷售額亦超越2019年的水平。按M2貨幣供應量及企業貸款計算的信貸需求已呈改善跡象。與此同時，中國製造業及非製造業採購經理指數（PMI）在1月均回升至50以上，並在2月進一步改善，表示復甦的範圍相對廣泛。

我們認為中國的經濟復甦分為三個階段展開。在第一階段，隨著人員流動回復正常，對服務的需求應會上升，但依然疲弱的就業以及低迷的家庭收入或會限制需求。政策扶持措施將在經濟復甦的下個階段發揮關鍵作用。四年以來，我們首次預期中國的控疫管理、經濟以及監管政策將協調一致，以重振經濟

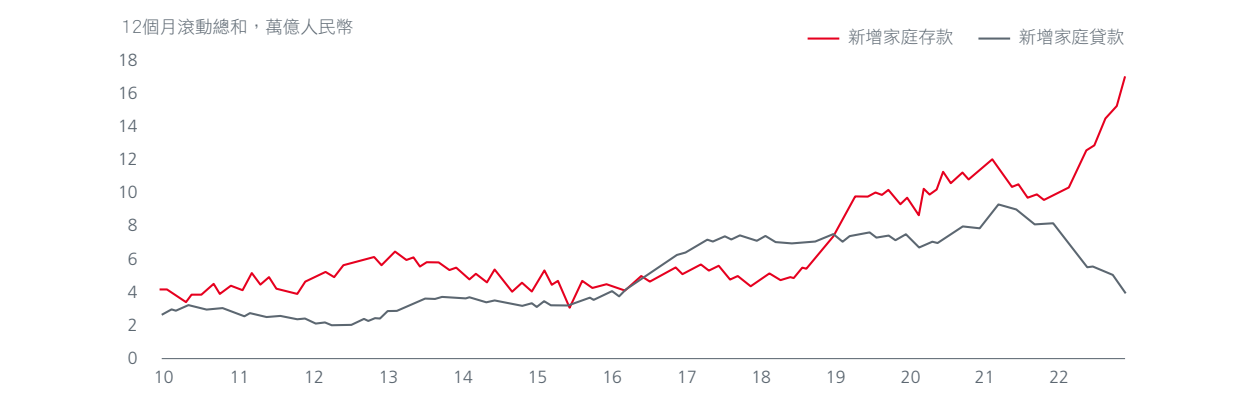
增長。為了促使經濟在第二階段持續復甦，企業必須有足夠信心增加支出及生產。隨著去庫存週期結束，盈利有機會在下半年回升。

在經濟復甦的最後階段，隨著企業盈利及家庭收入上升，過剩的家庭儲蓄有望振興消費。2022年的家庭支出疲弱，加上置業數量及金融投資減少，帶動家庭存款大幅上升。見圖1。消費者信心及勞動市場需要改善，消費才能夠在2023年強勁反彈。

全國人民代表大會（人大）的重點是什麼？

人大會議的政府工作報告設下的主要目標處於市場預期區間的低端，國內生產總值增長目標為5%左右，預算赤字佔國內生產總值的3%左右。市場對政府沒有公佈大型刺激措施感到失望，尤其是針對房地產市場的措施。儘管如此，我們發現今年至今的房地產銷售相當穩健，政府的整體基調似乎支持該行業——重點是把領先房地產發展商的系統性風險降至最低，並減輕地方政府的利息負擔。政府似乎對當前的經濟復甦步伐感到滿意，而只要經濟復甦可持續，並且不存在系統性風險，

圖1. 家庭存款一直累積，抵押貸款則下降



資料來源：摩根大通。瀚亞投資。截至2023年1月。

政府便不太可能推出大型刺激措施。我們認為，政策指令繼續支持我們在高端製造業、新能源、消費及醫療服務等戰略行業尋找機會的投資立場。

中國重新開放是否已經或將會推高通脹？

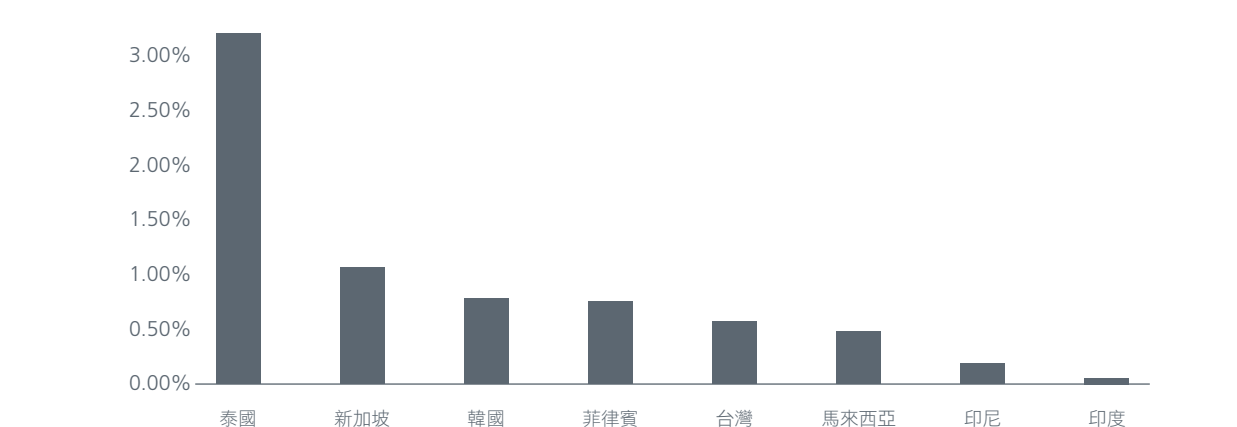
中國2月消費物價指數通脹率為1.0%，升幅為2022年2月以來最低。相比其他已發展經濟體及新興經濟體，中國至今為止的通脹壓力相對溫和，為央行提供了維持低利率的空間。由於豬肉價格見頂，加上國內需求仍然疲弱，2023年上半年的通脹可能保持溫和。因此，在國內需求及信貸增長更顯著回升前，中國人民銀行大概會維持寬鬆政策。然而，風險在於需求復甦較預期強勁導致國內通脹加快上升。

中國耗用全球近五分之一石油，超過一半的精煉銅、鎳、鋅以及超過五分之三的鐵礦石，因此中國重新開放對商品價格的影響值得關注。話雖如此，目前的復甦由消費帶動，與過往集中於基建及固定投資的復甦不同。因此，重新開放對商品價格的影響可能較小。與此同時，已發展經濟體的經濟放緩應會拖累商品需求，並抵銷部分相關影響。

中國重新開放如何影響亞洲其他地區？

除了影響商品價格外，中國亦將從旅遊及貿易渠道影響亞洲。亞洲是中國旅客出境旅遊的主要目的地之一，隨著中國遊客的回歸，亞洲應迎來利好因素。根據2019年的數據，綜觀整個亞洲，中國遊客在泰國、新加坡及韓國的消費額（佔國內生產總值百分比）排名前列。見圖2。

圖2. 中國旅客消費佔國內生產總值百分比（2019年）



資料來源：世界旅遊觀光協會、匯豐。2023年2月。

亞洲出口亦應受惠於中國經濟復甦。從歷史上看，在亞洲區內，台灣、韓國及馬來西亞為中國帶來最高的消費品附加價值（佔國內生產總值百分比）。然而，由於消費可能集中於服務的積壓需求（如國內及跨境旅遊、堂食等）而非貨品的需求，對亞洲出口增長的刺激作用可能較為溫和。

由於投資者看好中國重新開放，中國A股市場自11月以來已上升12%。市場有沒有空間進一步上升？

我們認為中國A股市場有空間進一步上升。相比中國離岸市場，中國A股與中國宏觀政策的相關性更高，國內領先企業（「小巨人」企業）的代表性更高，意味著市場應在更大程度上受惠於政府的扶持政策。

市場升勢最初由投資者對增加系統性持倉的渴求帶動，並且主要利好基準指數成分股及大型股。資金亦集中流入與重新開放的主題相關的股票，例如與消費者相關的股票。隨著對中國經濟復甦的信心加強，我們預計尋求超額回報機會的資金將會流入市場，並集中投資於與政府戰略重點一致的行業。這些行業包括電動車及電動車供應鏈、可再生能源、醫療保健及先進製造業。

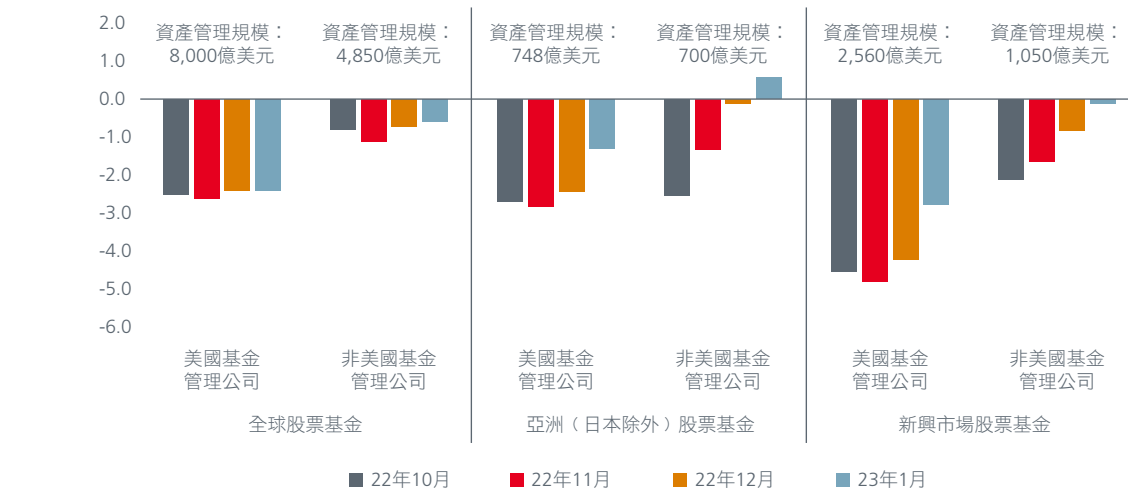
放寬對互聯網平台的監管打擊亦可能利好投資者情緒。互聯網平台行業最近傳出利好消息——有報道指，中國中央領導層初步同意重啟螞蟻集團在上海及香港的上市計劃。中國的網約車巨擘滴滴在間斷一年半後亦獲准註冊新用戶。此外，監管機構在1月發放了88張電子遊戲許可證。政府的立場在最近改變，確認了互聯網平台在創造就業及提升消費者信心方面的重要性。

由於大部分離岸投資者的投資組合仍然低配中國（見圖3），投資組合的持倉增加將為A股市場帶來上升空間。我們認為，由於投資組合經理在過去三年未能視察新公司及進行盡職調查，主動型投資者將迎來大量選股機會——僅在2022年，A股市場便有428隻新股上市，集資額達840億美元，創下歷史新高。儘管中國A股市場的估值不再如2022年年底般便宜，但中國經濟復甦應利好未來增長。

中國房地產的跌勢是否已經結束？

自2022年11月以來，中央政府推出了多項政策，以改善房地產發展商的流動性狀況，並穩定房地產行業。政府在新的一年繼續推出扶持政策。地區方面，多個城市已降低首套房按揭

圖3. 中國 / 香港股票的主動權重（%）



資料來源：晨星、FactSet、EPFR、摩根士丹利研究部；註：各分類的基金範圍由晨星地區性分類下最大的30隻主動型互惠基金組成。我們排除了ESG基金、收益基金及系統化基金。所有涵蓋的基金均以MSCI或富時標準地區的所有國家世界市場、亞洲（日本除外）市場或新興市場為基準。2023年2月。

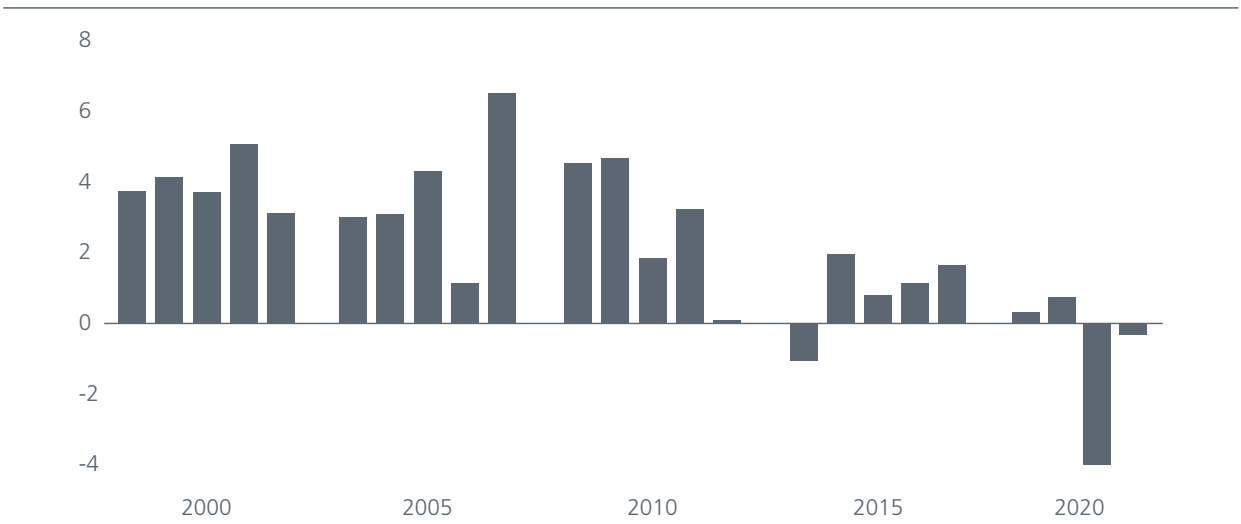
貸款利率，降低首期款項的要求，並延長了房屋補貼措施。自年初以來，多間發商選擇性地補充土地儲備，意味著流動性狀況不斷改善。此外，房地產發展商大連萬達能夠在2023年兩次在離岸債券市場發債，顯示市場正逐漸恢復信心，儘管投資者選擇時仍然非常審慎。此外，最近的銷售數據顯著回升，尤其是二手房屋市場，顯示了買家情緒亦有所好轉。二手市場的復甦仍需時間才能完全傳導至新房銷售市場，但我們預計整體房地產市場將在2023年下半年前靠穩並局部好轉。整體而言，相比2022年，房地產行業對2023年經濟增長的拖累應會減少。圖4。

投資者需要注意哪些主要風險？

除了注意通脹走勢外，剛開始回復穩定的房地產行業亦值得投資者關注，因為融資渠道依然是關鍵所在。積極管理及對沖策略有助緩減這些風險。

中美關係的情況亦將繼續成為投資者的重要考慮因素。美國的科技制裁，尤其是晶片禁運可能會損害中國科技產品的生產及出口。然而，隨著中美緊張局勢推動了進口替代的趨勢，軟件、半導體、工業自動化及醫療設備行業有可能出現國內領先企業，有望為投資者創造吸引的投資機會。

圖4. 房地產行業對國內生產總值增長的貢獻（%）



資料來源：瑞銀集團，2023年2月。

免責聲明

資料來源：瀚亞投資（新加坡）有限公司

本文由瀚亞投資（香港）有限公司（「瀚亞香港」）刊發。本文並不構成任何證券之認購、買入或沽售的要約或建議。本文所載任何意見或估算資料可能作出變更，恕不另行通告。本文所載資料並未就任何人士的特定投資目標、財務狀況或特殊需要作出考慮；因此，亦不會就任何收件人士或任何類別人士，基於本文資料或估算意見所引致的直接或間接損失作出任何擔保或賠償。過往表現，對經濟、證券市場或市場經濟走勢的預測、推斷、或估算，未必代表將來或有可能達致的表現。瀚亞香港是英國Prudential plc.的全資附屬公司。瀚亞香港和Prudential plc.與一家主要在美國營運的Prudential Financial, Inc.,和在英國成立的M&G plc的附屬公司Prudential Assurance Company,沒有任何關係。

本文及資料在瀚亞投資網站(www.eastspring.com.hk)由瀚亞投資（香港）有限公司刊發，並未經香港證監會審閱。