



上市股票

中國：大脫鈎

霸菱視野



方偉昌，特許金融分析師
中港股票投資總監



李偉博
股票投資平台客戶投資組合經理

中國股票具備眾多獨特屬性，特別是考慮到投資於在岸市場的不同方式不斷改善，這於中國調整經濟佈局以實現長遠可持續增長之際，為投資者帶來直接的投資機會。

中國最近的确一直備受關注，無論是由於廣泛加強監管，還是因持續的貿易及政治緊張局勢。因此，很多投資者一直在評估自身對中國及中國企業的投資。儘管許多不明朗因素猶存，但我們認為目前為監督長遠可持續發展而實施的監管週期或即將結束。

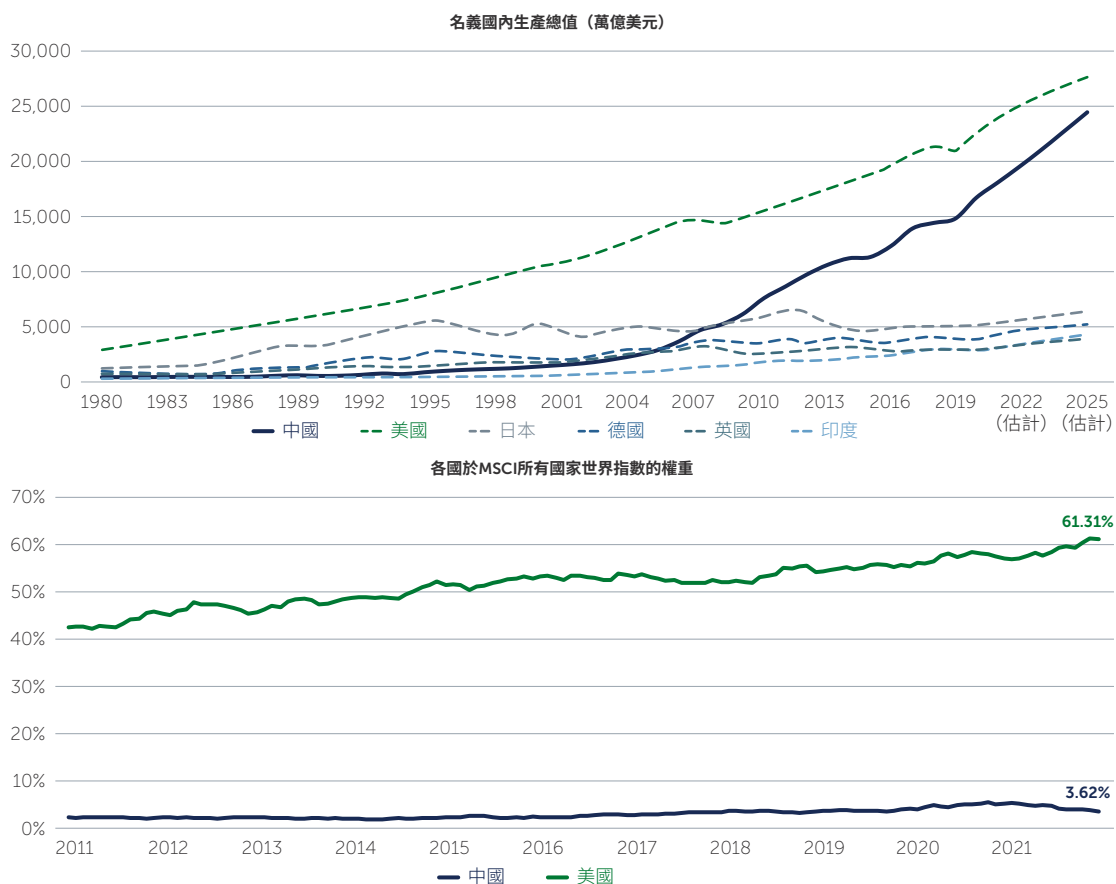
此外，從投資的角度來看，與環球其他主要市場相比，中國股票的估值似乎相對具吸引力，可見目前的環境有望提供良好的入市機會。

大脫鈎

自1978年宣佈對外開放政策以來，中國於融入環球經濟方面取得巨大進展。於1960年至2020年，中國的名義國內生產總值增長37倍，並超越印度、英國、德國及日本¹。與此同時，中國利用其人口紅利及勞動年齡人口增長（總人口近14億），躋身成為中等收入經濟體系。於2020年，中國經濟已增長至14.7萬億美元，佔環球國內生產總值的17.4%，成為世界第二大經濟體系²。此外，作為眾多國家的最大貿易夥伴，中國亦是環球供應鏈的關鍵一環。

儘管中國的經濟規模龐大且增長迅速，但該市場經常被國際投資者忽視，相對於環球其他股市而言，國際投資者對中國股市的投資比重較低。實際上，中國於MSCI環球股票指數的佔比處於低單位數水平（圖一）。

圖一：中國：投資配置不相稱



資料來源：國際貨幣基金組織《世界經濟展望》、MSCI、FactSet及霸菱。截至2021年12月31日。

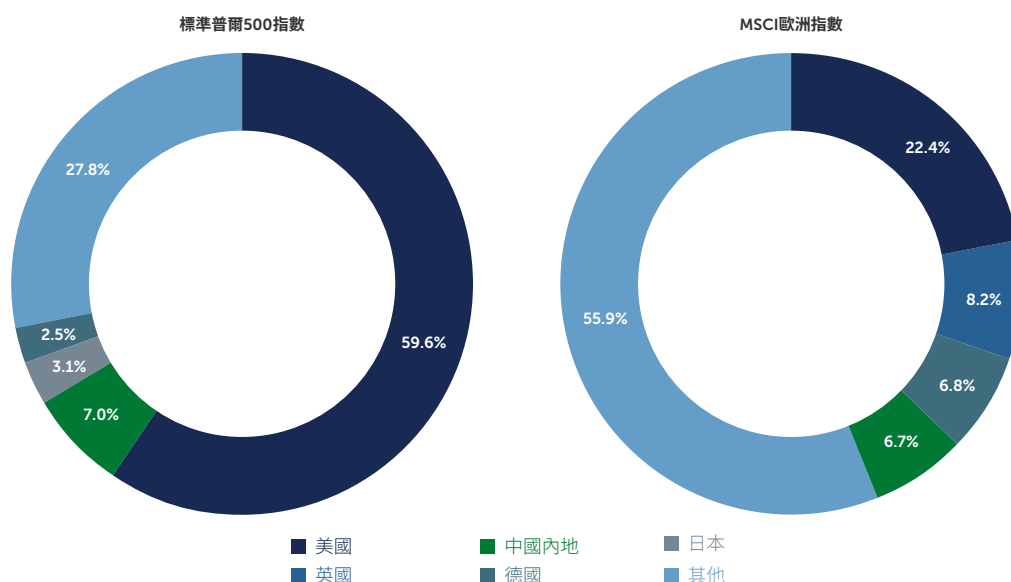
1. 資料來源：世界銀行。截至2021年7月31日。
 2. 資料來源：世界銀行。截至2021年7月31日。

「透過已發展市場指數投資於中國的
環球投資者，可能對中國的關鍵結構性
增長驅動因素配置較低，
造就該資產類別的投資機會。」

國際投資者對該資產類別的投資比重較低

或許有人認為，投資於環球領先的包裝消費品、汽車、原材料及科技跨國企業便可以受惠於中國的經濟增長。這在一定程度上可能成立，但仔細分析這些企業的收入明細時，可以發現很多企業對中國的直接投資水平較低，導致主要已發展市場指數未能充分反映中國真實的經濟狀況。例如於FAANG³企業中，僅一家企業以較大規模涉足中國內地。中國企業的收入於MSCI所有國家世界指數當中佔10.0%，而在標準普爾500指數中的佔比更低，只有7.0%⁴。這意味著透過已發展市場指數投資於中國的環球投資者，可能對中國的關鍵結構性增長驅動因素配置較低，造就該資產類別的投資機會。

圖二：中國企業的收入佔比偏低



資料來源：FactSet及霸菱。截至2021年12月31日。

3. Meta (前稱Facebook)、Amazon、Apple、Netflix及Alphabet (前稱Google)。

4. 資料來源：FactSet、MSCI、彭博及上海證券交易所。截至2021年12月31日。

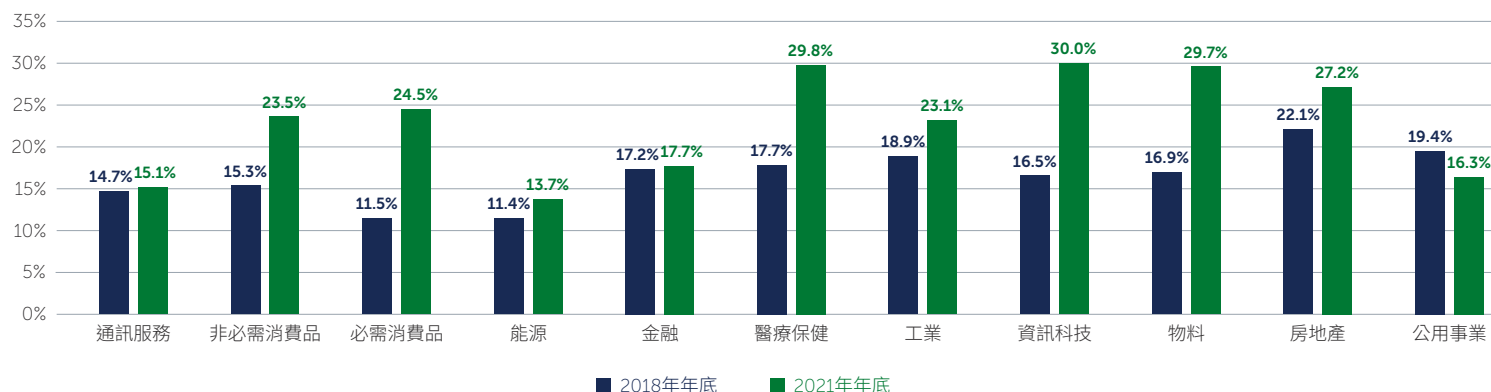
此外，環球企業捕捉趨勢的速度較慢，例如中國消費者轉為偏好本土品牌。隨著中國消費者生活質素不斷提高，西方產品的吸引力似乎有所下降，很多消費者傾向更方便及更貼近中國生活方式的產品。與此同時，中國企業正走向國際。

例如於2018年至2021年，中國企業在MSCI所有國家世界指數各行業中的數目平均增加8.3%**(圖三)**。

在當中很多行業，中國企業的規模位居世界前列。多年來，中國大力投資於自身基建，以支持其供應鏈，並改善長遠經濟前景。

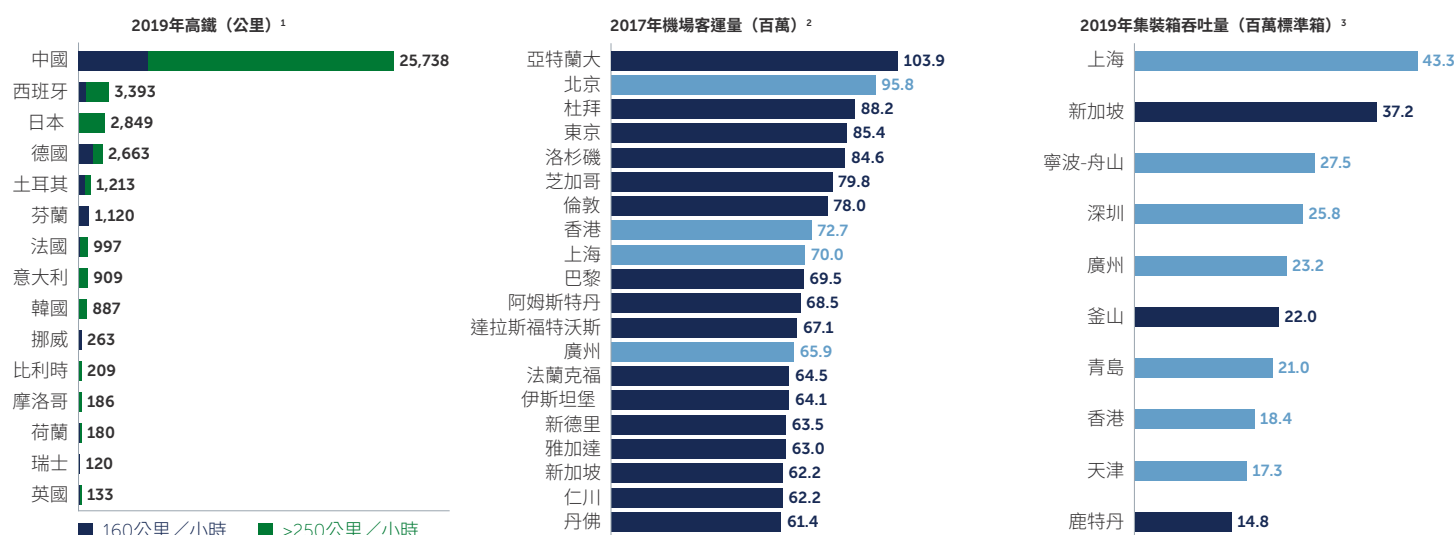
因此，如今中國的高鐵系統、機場及集裝箱港口的規模與繁忙程度位居世界前列**(圖四)**。此外，中國亦將擁有領先的5G基建。我們認為結合實物供應與技術互聯互通，可打造出創新及穩定的基建網絡，將推動中國持續商業化，增強其於電動車、半導體及擴增／虛擬實境等新興科技領域的主導地位。

圖三：中國企業於MSCI所有國家世界指數各行業總數的百分比



資料來源：FactSet及霸菱。截至2021年12月31日。

圖四：如今中國的高鐵系統、機場及集裝箱港口的規模與繁忙程度位居世界前列



1. 資料來源：國際鐵路聯盟。截至2021年7月31日。
 2. 資料來源：國際機場協會。截至2021年7月31日。
 3. 資料來源：勞埃德船舶日報的《2021年一百個港口》。

中國「A股」市場

中國企業可在香港及美國等中國內地以外（「離岸」）的交易所，以及上海證券交易所及深圳證券交易所等中國內地（「在岸」）的交易所上市。在岸股票市場通常被稱為「中國A股」市場。儘管多數環球投資者透過離岸上市證券投資於中國企業，但大部份投資機會僅存在於A股市場。

MSCI中國所有股票指數涵蓋在岸及離岸上市的大中型企業。從該指數的成份股來看，42.8%的企業僅在中國A股市場上市，包括在科技、醫療保健及消費品行業表現強勁的企業⁵。然而，若要物色中國A股市場的滄海遺珠，需要額外的專業知識以克服語言、文化及監管環境等障礙。

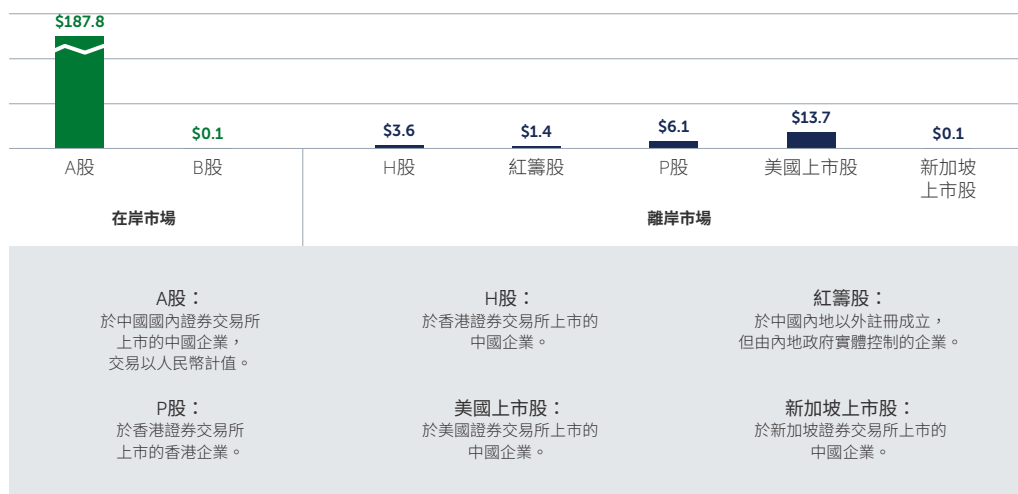
A股的優勢

除可投資於獨特的行業及企業外，中國A股市場亦具備很多其他重要優勢，包括：

- **流動性較強**

中國A股市場的獨特之處在於參與人口龐大。投資人口龐大意味著市場流動性強，這與離岸上市企業的境況形成鮮明的對比。例如截至8月底，中國A股市場六個月的日均交易量接近1,878億美元，而中國離岸市場僅為約249億美元（圖五）。

圖五：在岸與離岸市場的六個月日均交易量（十億美元）



資料來源：彭博、FactSet、Wind及高盛環球投資研究。截至2021年12月。

備註：在岸中國股票包括A股及B股。所有離岸中國股票僅於香港、美國及新加坡證券交易所上市。

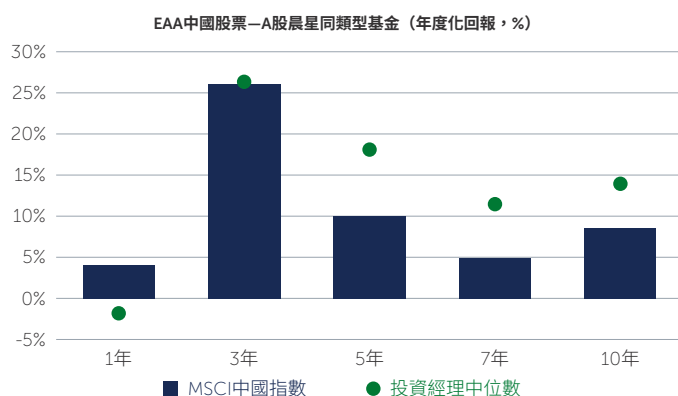
5. 資料來源：FactSet、MSCI、彭博及上海證券交易所。截至2021年12月31日。

• **低效**

中國A股市場的零售投資者參與度較高，這意味著投資者的成熟度可能存在很大差異，造成市場低效，但這則為專業的主動型投資經理帶來取得超額回報的機會，特別是在採用「由下而上」及以研究為主導的方式物色長線投資機會時。

例如，主動型投資經理能令五年期及十年期的年度化表現分別跑贏基準指數802基點及549基點(按中位數計算)(圖六)。

圖六：主動型投資經理能透過中國股票產生額外超額回報



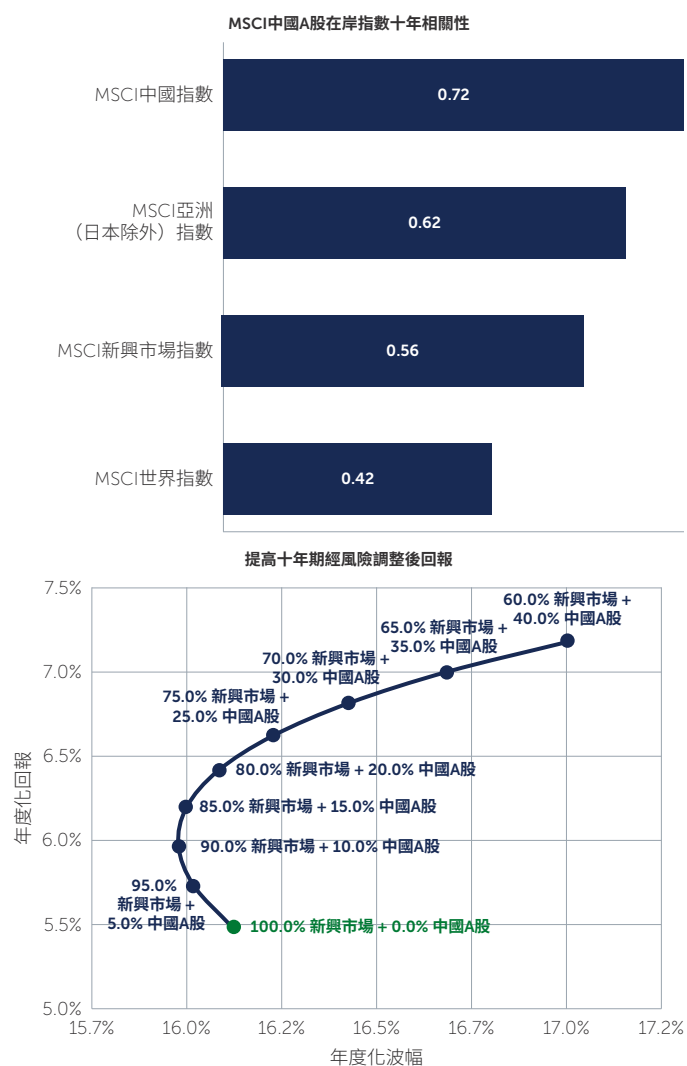
資料來源：晨星。截至2021年12月31日。
基於晨星類別 — EAA中國股票 — A股；貨幣對沖 = 不適用。

• **與其他市場的相關性低，並且有望提高經風險調整後回報**

鑑於企業的特異性、宏觀經濟環境、政策週期、投資者概況以及可投資於該市場的方式等原因，中國A股市場與環球股市一直以來的相關性都較低。因此，投資於中國A股不僅有望產生超額回報，而且有機會帶來多元化裨益。

例如，當深入分析過去十年相關市場的歷史數據，於新興市場配置中增加約15%的中國A股，可降低投資組合的波動並提高回報。值得注意的是，新增配置的比重與於假設納入因子為100%的情況下中國A股的模擬權重一致。

圖七：中國A股帶來提高經風險調整後回報的投資機會

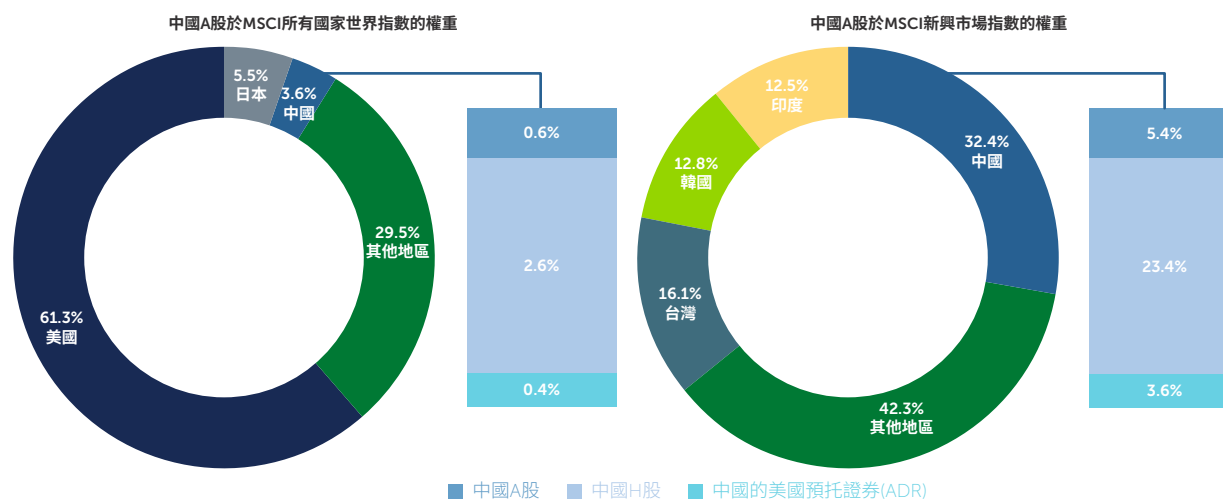


資料來源：FactSet及霸菱。截至2021年12月31日。相關性採用各指數的每月回報計算，以美元計值。新興市場及中國A股分別為MSCI新興市場指數及MSCI中國A股在岸指數，以美元計值。

可投資於該市場的方式逐步改善

儘管中國A股市場具備獨特的屬性，但很多環球投資者直到近期才開始考慮投資於中國A股。MSCI於2018年5月開始將中國A股市場納入其環球指數。截至2021年12月，大中型A股企業20%的納入因子才生效。從本質上來說，這意味著被納入的中國A股股票僅佔其市值的一小部份，導致A股在標準股票基準指數中的比重更低。

圖八：納入因子降低，意味著對中國A股的比重更低



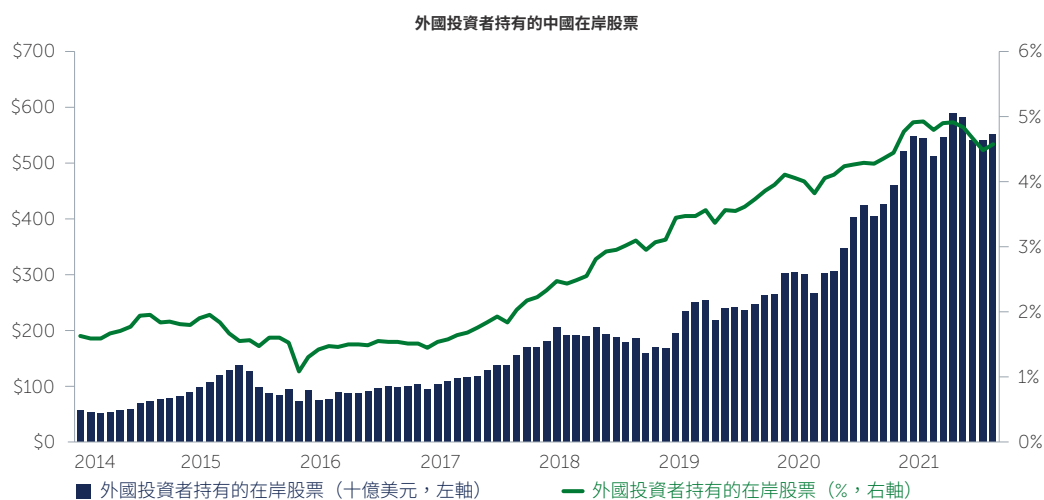
資料來源：FactSet及霸菱。截至2021年12月31日。

為改善環球投資者可投資於A股市場的方式，中國監管機構多年來推出了一系列措施。最開始是實行兩項「配額制度」，即分別於2002年及2011年推出的合格境外機構投資者(QFII)及人民幣合格境外機構投資者(RQFII)計劃。此後，為提高流動性及不同投資渠道的便利性，當局對這兩項計劃加以簡化。就近期而言，2014年11月及2016年12月分別推出滬港通及深港通（統稱為「滬深港通計劃」），增加可投資於A股市場的方式。這些計劃進一步允許環球投資者透過於內地兩大證券交易所交易，投資於合資格的A股企業，同時透過香港中央結算有限公司結算，從而加強與國際的連繫性。

繼投資於中國A股的不同渠道推出及逐步開放後，外國投資者人數逐漸增加。事實上，外國投資者持有約5,520億美元中國A股，佔整個市場的4.6%，較2014年1月的逾500億美元（佔2%）高出10倍（圖九）⁶。儘管除當前納入因子外，有關其他納入途徑尚未公佈，但我們認為中國A股最終將逐步納入主要指數，加上環球投資者長遠的參與度上升，將為在岸資產價格帶來額外的支持，亦有望降低市場波動。

6. 資料來源：彭博及霸菱。截至2021年12月31日。

圖九：受惠於不同投資方式有所改善，環球投資者紛紛進入中國在岸市場



資料來源：彭博及霸菱。截至2021年12月31日。

投資啟示

中國經濟各方面的發展一直是、並將可能繼續成為未來數年的熱門話題。實際分析表明，相對於中國的環球經濟地位，環球投資者對中國股票的配置可能不足。

於中國近期的五年規劃（社會經濟藍圖）中，中國政府表示計劃發展循環經濟、增強環境可持續性，並且到2035年人均國內生產總值翻一番。而中國近期承諾實現碳中和及提高環境、社會及管治標準，表明中國在應對氣候變化方面承擔起更大的責任。隨之而來的消費再平衡、綠色基建發展及科技進步，無疑將帶來各種令人振奮的長線投資機會，而這些機會僅可透過投資於中國企業獲得。

霸菱為一家管理3,914億美元*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。

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2021年12月31日

22-1996148