



公開股票

## 中國：大脫鉤

霸菱洞察



**方偉昌, CFA**  
香港中國股票團隊主管



**李偉博**  
董事、客戶投資組合經理  
股票

中國股票具備眾多獨特屬性；中國調整經濟佈局實現長遠永續增長，加上中國境內市場開放情況不斷改善，為投資者帶來直接的投資機會。

可以說，中國最近一直備受關注，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，儘管很多投資者在考量中國及中國公司的投資時有許多不明朗因素，但我們認為目前的監管週期或即將結束。

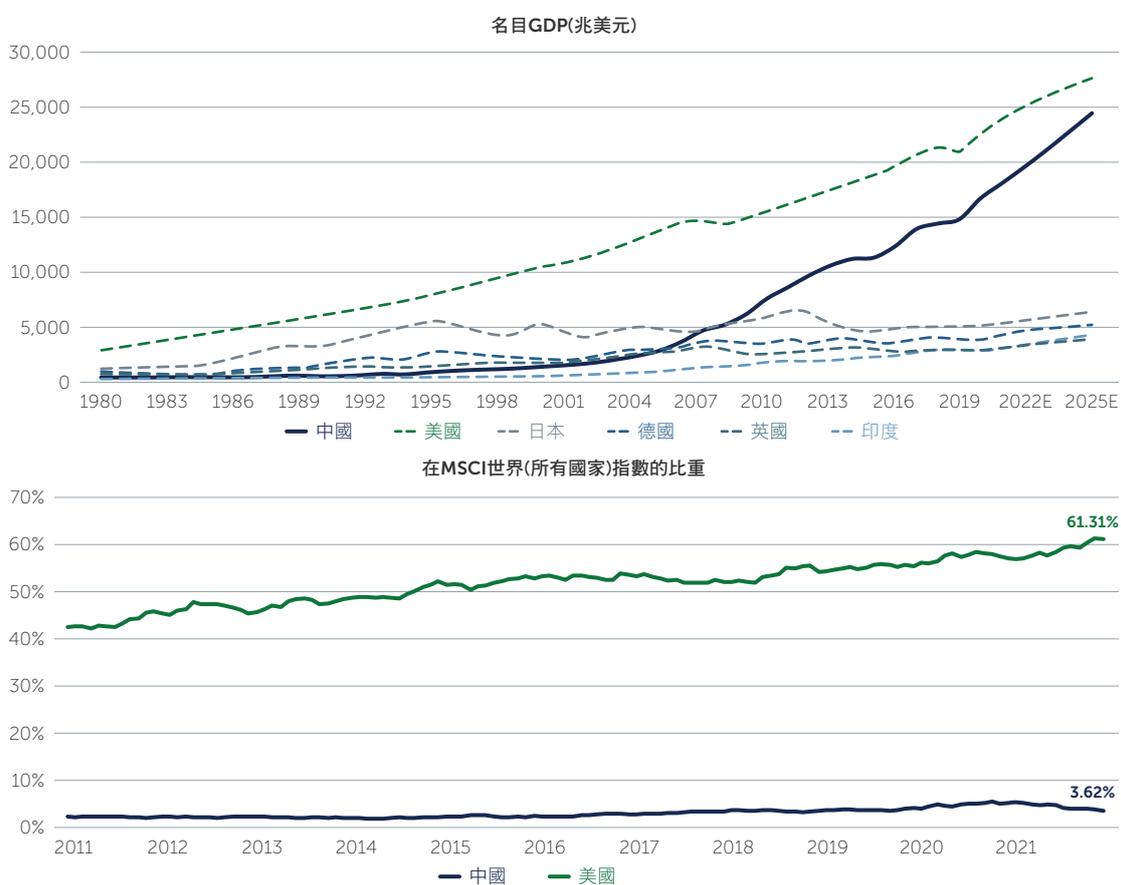
此輪監管旨在加強督察，為長遠永續發展奠定堅實的基礎。此外，從投資的角度來看，與全球其他主要市場相比，中國股票的評價似乎相對具吸引力，可見目前的環境有望提供逢低買進的機會。

## 大脫鉤

自1978年宣佈「對外開放政策」以來，中國於融入全球經濟方面取得巨大進展。1960年至2020年，中國的名目GDP(國內生產總值)增長37倍，超過印度、英國、德國及日本<sup>1</sup>。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。到2020年，中國經濟規模已增長至14.7兆美元，佔全球GDP的17.4%，成為世界第二大經濟體<sup>2</sup>。此外，作為眾多國家的最大貿易夥伴，中國亦是全球供應鏈的關鍵一環。

儘管中國的經濟規模龐大、增長迅速，但該市場經常被國際投資者忽視，相對於全球其他股市而言，國際投資者對中國股市投資比重偏低。實際上，中國於MSCI全球股票指數的比重仍相對低(圖一)。

圖一：中國：配置偏低



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

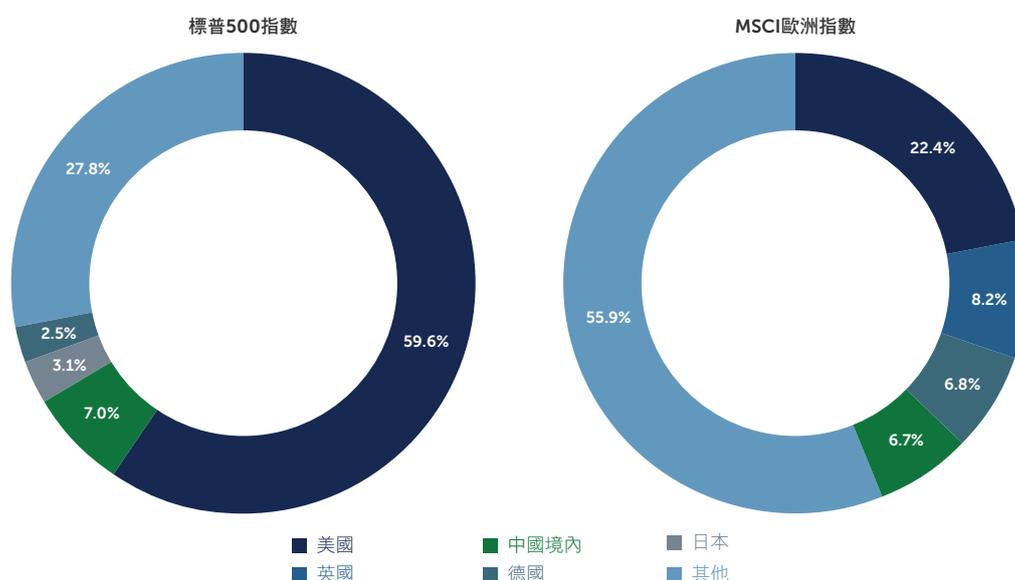
1. 資料來源：世界銀行。截至2021年7月31日。  
 2. 資料來源：世界銀行。截至2021年7月31日。

「透過已開發市場指數投資中國的全球投資者，可能低估了中國的關鍵結構性增長驅動因素，造就了中國股票的投資機會。」

## 國際投資者對中國股票的投資比重偏低

或許有人認為，對全球領先的消費品、汽車、原物料及科技跨國公司進行投資，便有機會受惠於中國的經濟增長。這在一定程度上可能是對的，但仔細分析這些公司的收入細項，可以發現很多公司對中國的直接投資水平較低，導致主要已開發市場指數未能充分代表中國真實的經濟狀況(圖二)。例如，於FAANG<sup>3</sup>公司中，僅一家公司大規模涉足中國境內。來自中國的收入僅占MSCI世界(所有國家)指數公司收入的10.0%，而在標普500指數中的佔比更低，為7.0%<sup>4</sup>。這意味著，透過已開發市場指數投資中國的全球投資者，可能低估了中國的關鍵結構性增長驅動因素，造就了中國股票的投資機會。

圖二：收入來自中國的比重



資料來源：FactSet及霸菱。截至2021年12月31日。

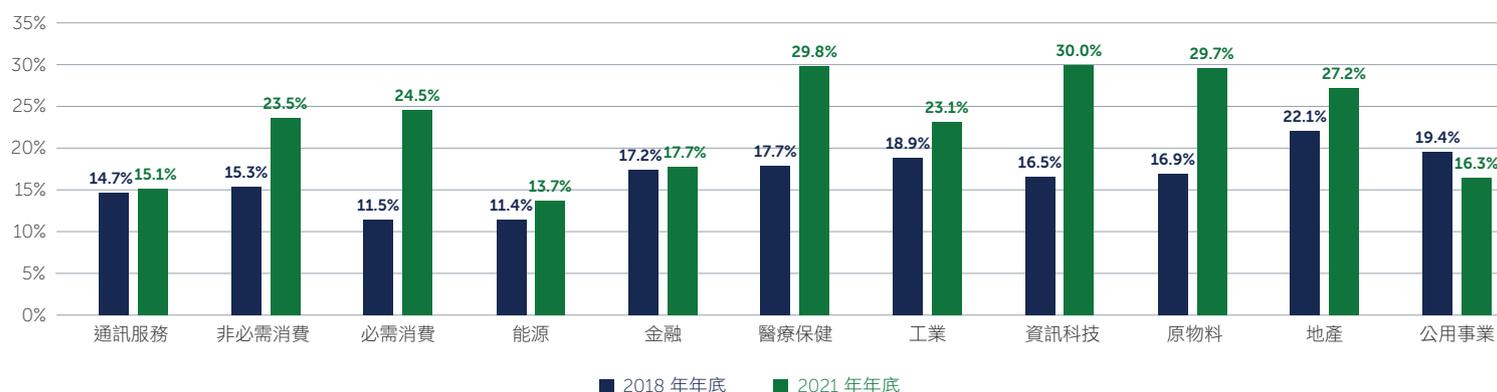
3. Meta(前稱Facebook)、Amazon、Apple、Netflix及Alphabet(前稱Google)。  
 4. 資料來源：FactSet、MSCI、彭博及上海證券交易所。截至2021年12月31日。

此外，全球公司捕捉趨勢的速度較慢，例如中國消費者對本土品牌的偏好轉變。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、更貼近中國生活方式的產品。與此同時，中國公司越來越國際化。例如，2018年至2021年，MSCI世界(所有國家)指數各

產業中國公司的數目平均增加8.3%(圖三)。在當中很多產業，中國公司的規模名列世界前茅。多年來，中國大力投資自身基建，以支持其供應鏈，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)。

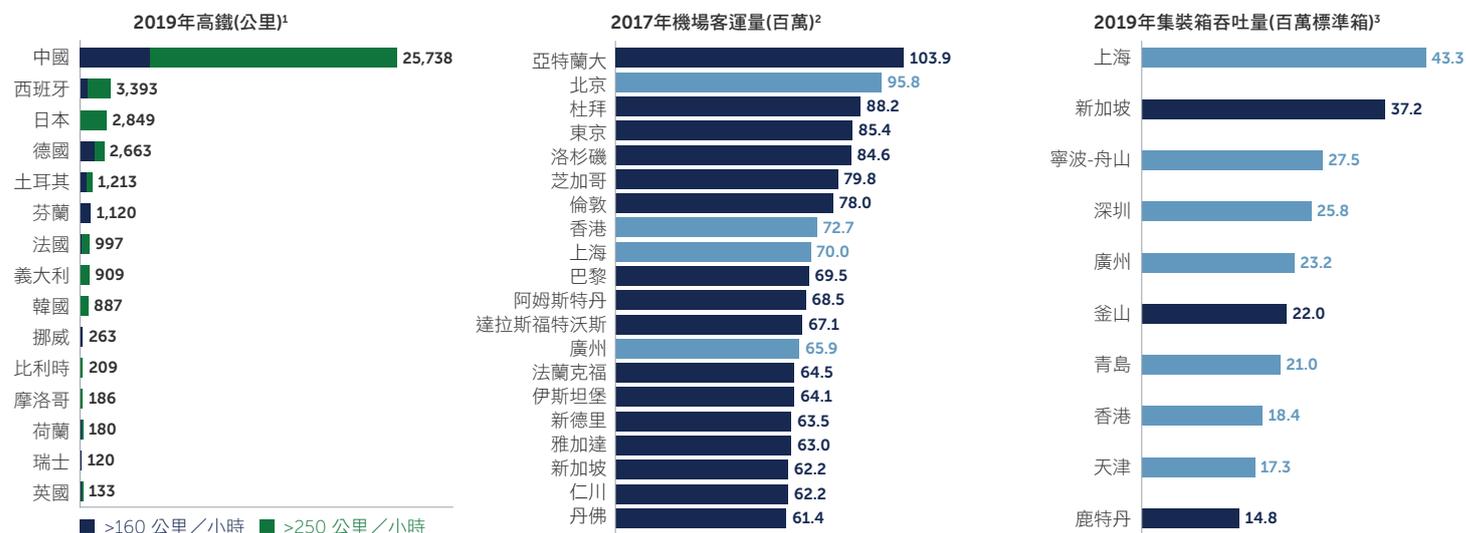
此外，中國將擁有領先的5G基建。我們認為，實物供應與科技互聯相結合，可打造出創新、穩定的基建網路，將推動中國持續商業化，增強其於電動車、半導體及AR/VR(增強/虛擬實境)等新興科技領域的主導地位。

圖三：中國公司於MSCI世界(所有國家)指數各產業公司總數的比重



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名列世界前茅



1. 資料來源：國際鐵路聯盟(UIC)。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：Lloyd's List的《2021年一百個港口》(One Hundred Ports 2021)

## 「中國A股」市場

中國公司可在香港及美國等中國境外(「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境內(「在岸」)的交易所上市。境內(在岸)股票市場通常被稱為「中國A股」市場。儘管多數全球投資者透過境外上市證券投資中國公司，但大部份投資機會僅存在於A股市場。

MSCI中國全股票指數涵蓋境內及境外上市的大中型公司。從該指數的成份來看，42.8%的公司僅在中國A股市場上市，包括在科技、醫療保健及消費品業表現強勁的公司<sup>5</sup>。然而，若要挖掘中國A股市場隱藏的明珠，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

除可投資獨特的產業及公司外，中國A股市場亦具備很多其他重要優勢，包括：

- **流動性佳**

中國A股市場的獨特之處在於參與群體龐大。投資群體龐大，意味著市場流動性強，這與境外上市公司的狀況形成鮮明的對比。例如，截至去年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，而中國境外市場僅約249億美元(圖五)。

圖五：中國境內市場與境外市場的六個月日均交易量比較(十億美元)



資料來源：彭博、FactSet、Wind及高盛全球投資研究。截至2021年12月。備註：境內中國股票包括A股及B股。所有境外中國股票僅限於香港、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。

• **低度效率**

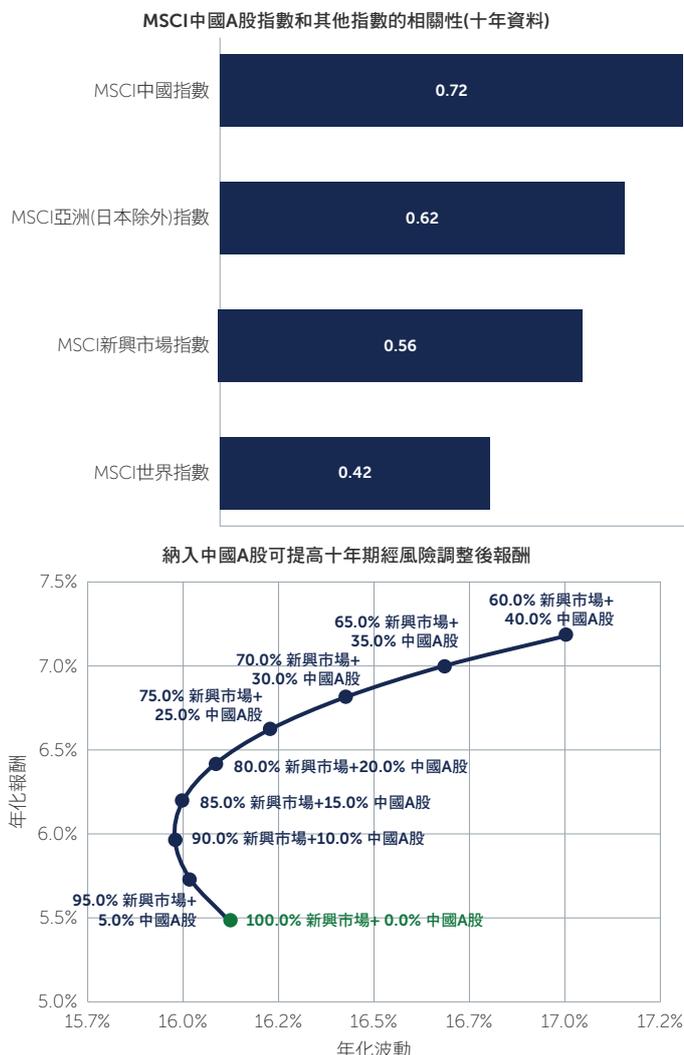
於中國A股市場，零售投資者的參與度較高，這意味著投資者的成熟度可能存在很大差異。這就造成市場低度效率，從而為專業的主動型投資經理帶來取得超額報酬的機會，特別是在運用「由下而上」、研究驅動的方法物色長線機會時。

• **與其他股票市場的相關性低，並且有望提高經風險調整後報酬潛力**

從過往表現來看，中國A股市場與全球股市的相關性較低，原因包括公司的獨特性、總體經濟環境、政策週期、投資者概況以及市場准入性等。因此，投資中國A股不僅有望產生超額報酬機會，而且有機會帶來多元化優勢。

例如，深入分析過去10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，可降低投組的波動並提高報酬(圖六)。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。

圖六：中國A股帶來提高經風險調整後報酬的機會

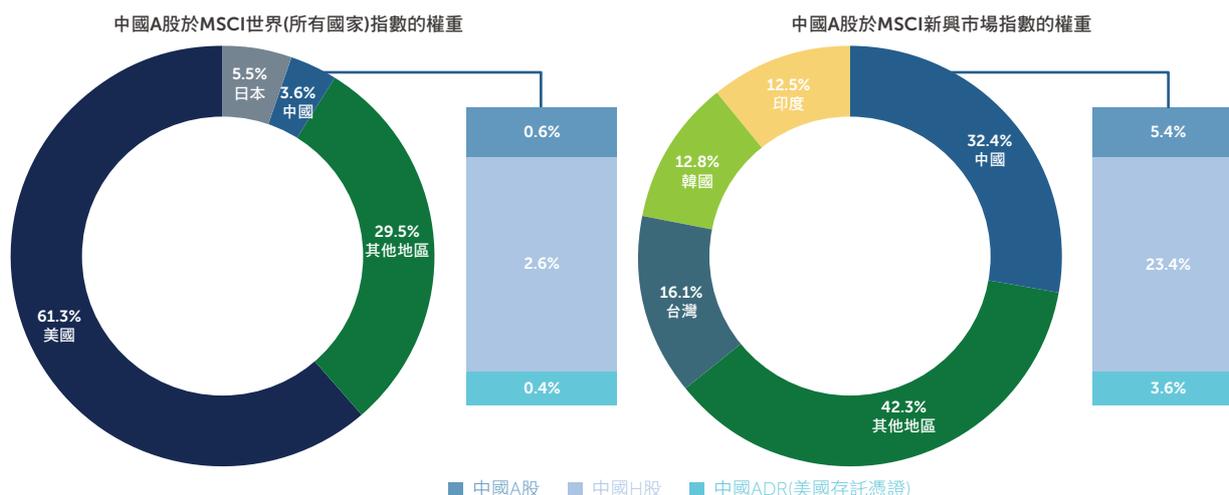


資料來源：FactSet及霸菱。截至2021年12月31日。相關性採用各指數的每月報酬計算，以美元計價。新興市場由MSCI新興市場指數代表，中國A股由MSCI中國A股境內(在岸)指數代表，以美元計價。

## 市場准入狀況逐步改善

儘管中國A股市場具備獨特的屬性，但直到近期才成為很多全球投資者的考慮選項。2018年5月，MSCI開始將中國A股市場納入其全球指數。截至2021年12月，大中型A股公司的納入因子為20%。從本質上講，這意味著中國A股股票的納入僅佔其市值的一小部份，導致A股在標準基準股票指數中的比重更低(圖七)。

圖七：納入因子降低，意味著中國A股的比重更低



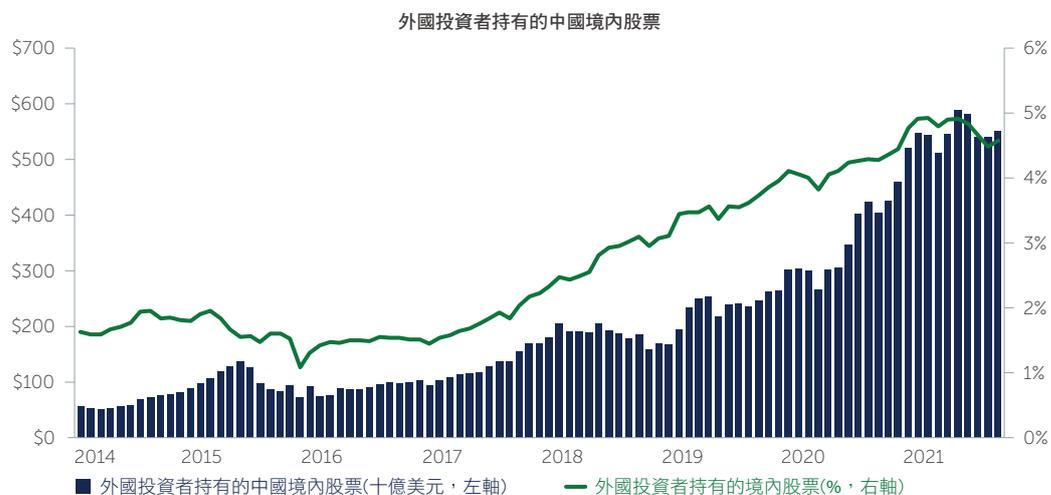
資料來源：FactSet及霸菱。截至2021年12月31日。

多年來，為改善A股市場對全球投資者的准入，中國監管機構推出了一系列措施。最開始是實行兩項「配額制度」，即合格境外機構投資者(QFII)及人民幣合格境外機構投資者(RQFII)計畫，分別於2002年及2011年推出。此後，為提高流動性及准入的便利性，當局對這兩項計畫加以簡化。就最近期而言，2014年11月及2016年12月分別推出滬港通及深港通(統稱為「滬深港通計畫」)，強化了A股市場的准入。這些計畫進一步允許全球投資者透過於中國境內兩大證券交易所交易，投資合資格的A股公司，而透過香港中央結算有限公司(HKSCC)結算，則加強了國際聯繫。

繼中國A股准入管道推出及逐步開放後，越來越多外國投資者蜂湧而來。事實上，外國投資者持有約5,520億美元的中國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(圖八)<sup>5</sup>。儘管除當前因子外，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，加上長遠來看全球投資者加大參與度，將為中國境內資產價格帶來額外的支持，亦有望降低市場波動。

5. 資料來源：彭博及霸菱。截至2021年12月31日。

圖八：受惠於准入狀況改善，全球投資者紛紛進入中國境內市場



資料來源：彭博及霸菱。截至2021年12月31日。

## 重要啟示

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

在中國近期的五年規劃(社會經濟藍圖)中，中國政府表示計畫發展循環經濟、增強環境永續性，並且到2035年人均GDP翻一番(增加一倍)。而中國近期承諾實現碳中和及提高環境、社會及治理(ESG)標準，表明中國在應對氣候變化方面承擔起越來越多的責任。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中國公司獲得。

霸菱為一家管理逾3,914億美元\*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  
一百零六金管投顧新字第零零貳號 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。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（即 A 股及 B 股），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。本文所提及之個股或公司，並非推薦或勸誘投資該個股或公司。

請至 [BARINGS.COM](https://www.baring.com) 發掘更多

\*截至2021年12月31日

TW22-2010665 刊出日期：2022年1月28日