

HKRSA

香港退休計劃協會

The Hong Kong Retirement Schemes Association

2024年4月9 (星期二)
上午 11時 至 中午12時正

網絡研討會:解讀中國經濟未來：政策影響、市場信號與投資機會

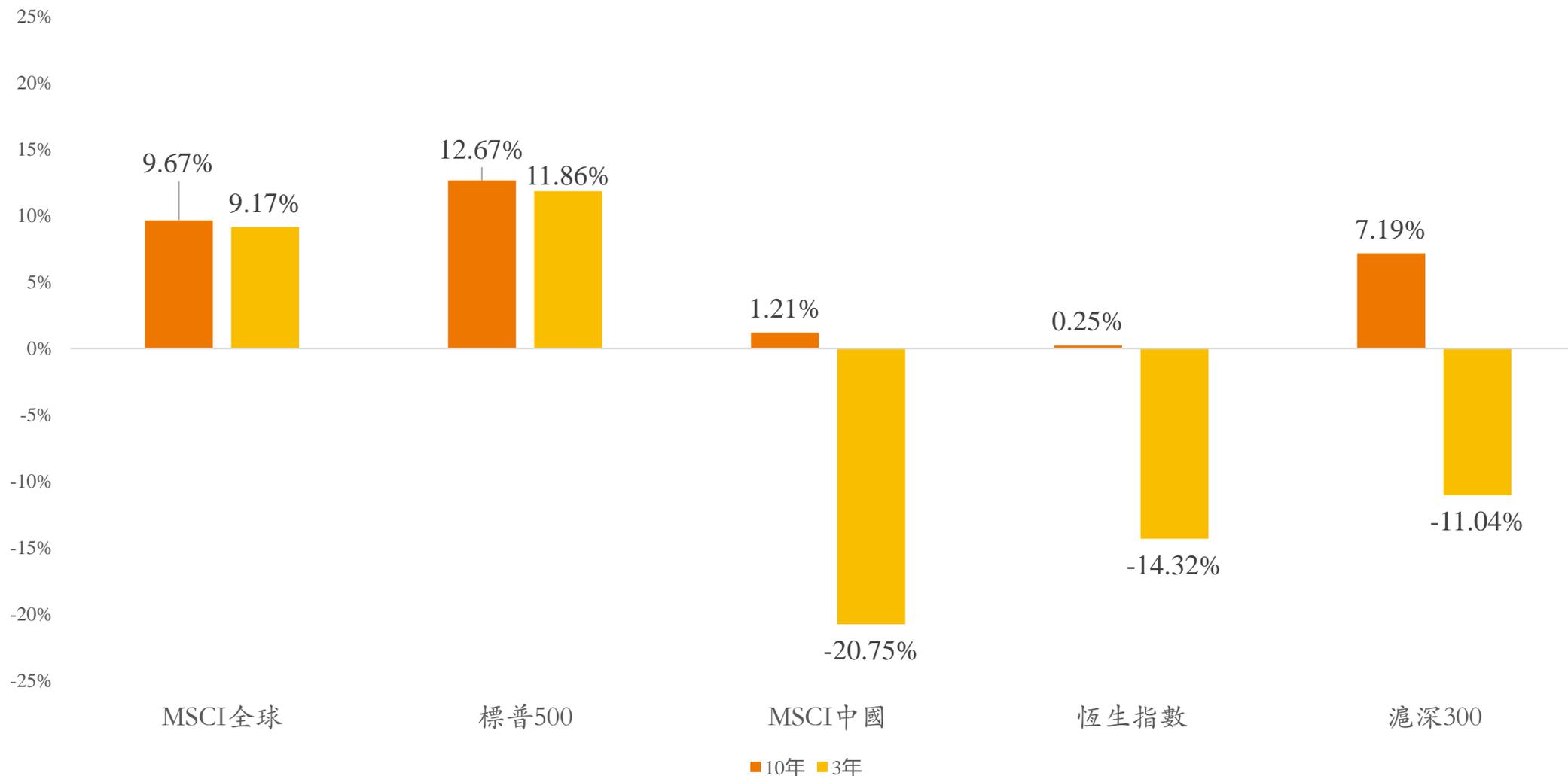


解讀中國經濟未來：政策影響、 市場信號與投資機會

2024年4月

中港股市過去三年回撤拖累長期回報

全收益率（年化）



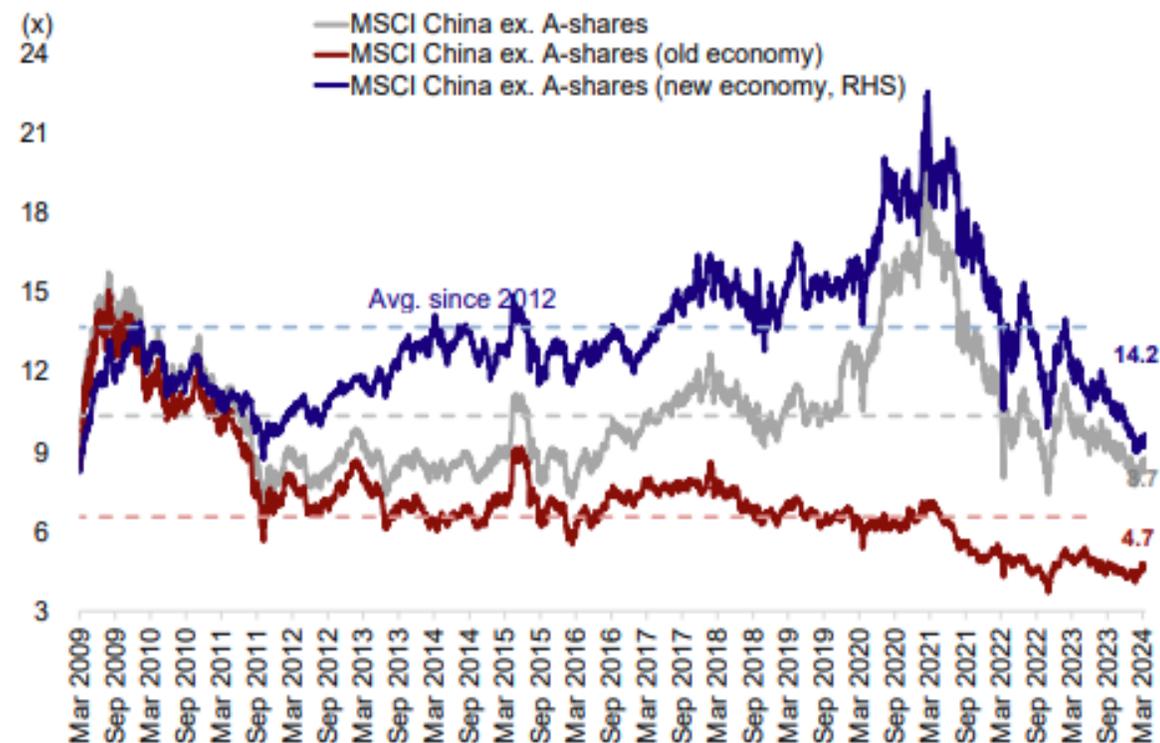
宏觀面：中國宏觀經濟在什麼位置

		2021年	2022年	2023年	2024年	對比13-14年	對比16-17年	
長中短週期力量疊加	長週期背景	人口結構	持續抑制	持續抑制	持續抑制	持續抑制	持續抑制	抑制減弱
		制度環境	持續抑制	持續抑制	持續抑制	持續抑制	中性	抑制
		科學技術	海外封鎖	海外封鎖	海外封鎖	海外封鎖	提振	提振
	中週期趨勢	房產地產	強抑制	強抑制	強抑制	弱抑制	弱抑制	強提振
		工業產能	強提振	強提振	弱抑制	弱抑制	強抑制	弱提振
	短週期波動	企業庫存	強提振	強抑制	強抑制	中性	強抑制	強提振
		宏觀政策	強抑制	弱提振	強抑制	弱提振	強抑制	弱提振

■ 三週期疊加定位框架：相比23年有邊際好轉，但短週期的提振，難以打消長週期和中週期的隱憂

- **長週期**：人口上，規模和結構均陷入第二峭壁期；制度上，效率和公平、發展和安全的天平向後者傾斜；科技上，海外持續封鎖。
- **中週期**：地產尾部風險未充分釋放，但下滑最快時點已過，政策開始發力；工業產能出清剛剛開始，投資增速下行，盈利水準收縮進行時。
- **短週期**：庫存週期已經觸底回升。政策從“口惠”轉向“實至”，節奏上財政發力前置。2-3個季度的主動補庫存週期可以維繫。

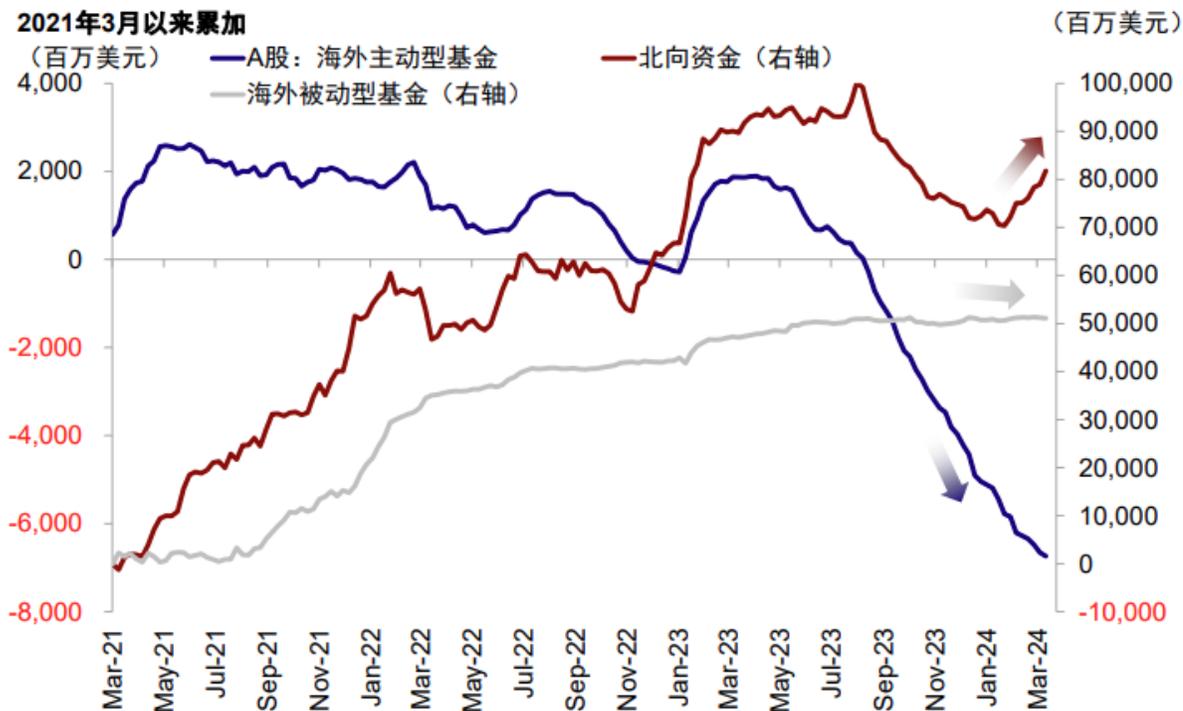
估值面: 中國股市處於長期底部區



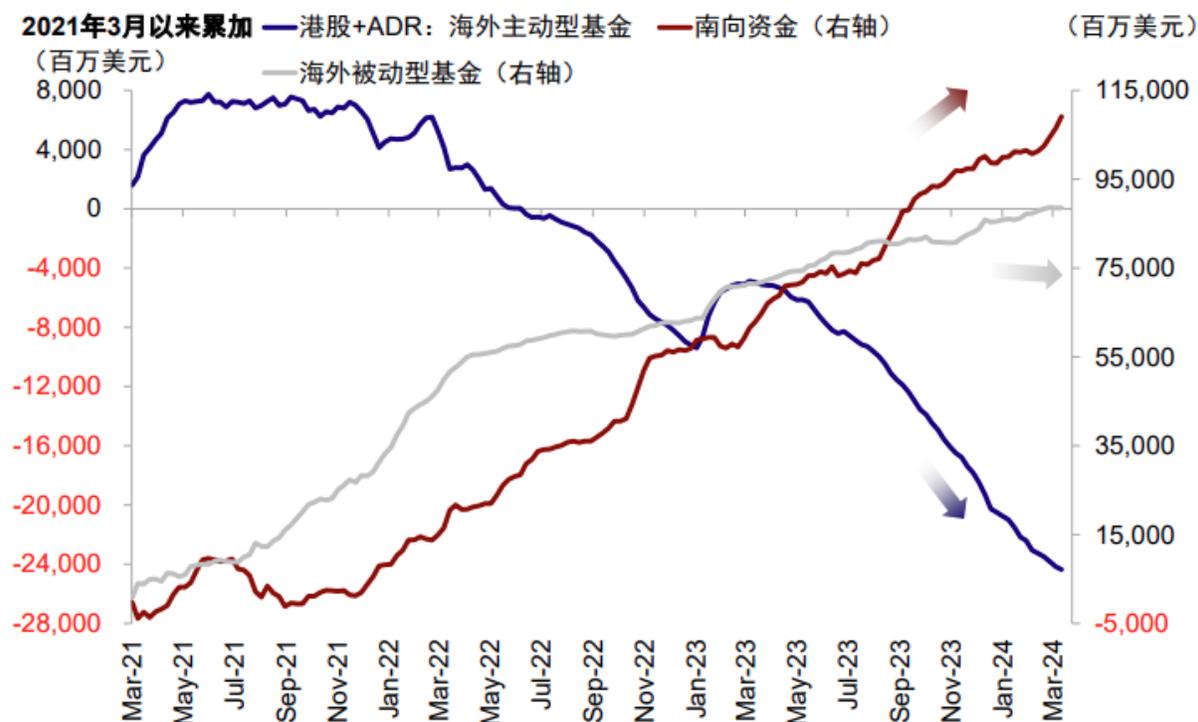
- 全國兩會明確了今年的主要增長目標和政策取向，各項政策進入積極落實階段
- 政府工作報告反映政策基調與中央經濟工作會議沒有變化：承認現實中存在困難和挑戰，但對實現目標有信心
- 政策突出高品質發展特徵，量化目標符合中央經濟工作會議的安排(2024GDP增速5%)。財政預算赤字率擴張(3%)，貨幣政策表態四平八穩，房地產仍然被放置在防風險板塊
- 國務院印發《推動大規模設備更新和消費品以舊換新行動方案》，從中央到地方針對推動新質生產力發展密集表態
- 證監會集中發佈多項檔釋放強監管、防風險信號，資本市場改革
- 關注後續政策，如果增長目標不如人意或特定事件發生可能觸發增量政策

資金面：資金流出的最壞狀況可能已過

A股資金流向

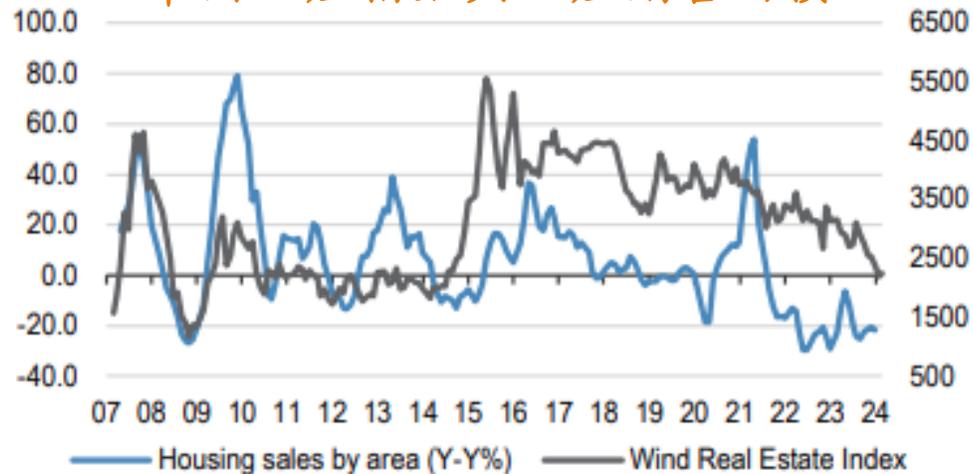


境外中資股資金流向

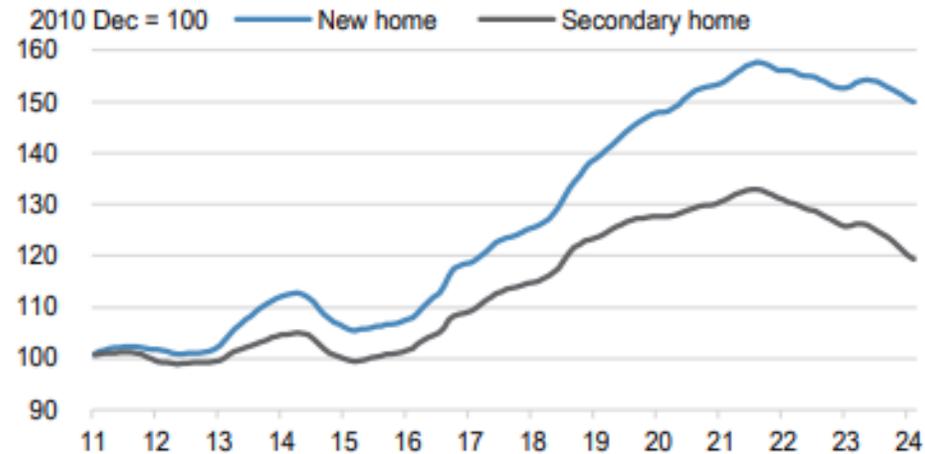


房地產下行趨勢難免，但已過最快陡坡

中國地產指數與地產銷售面積



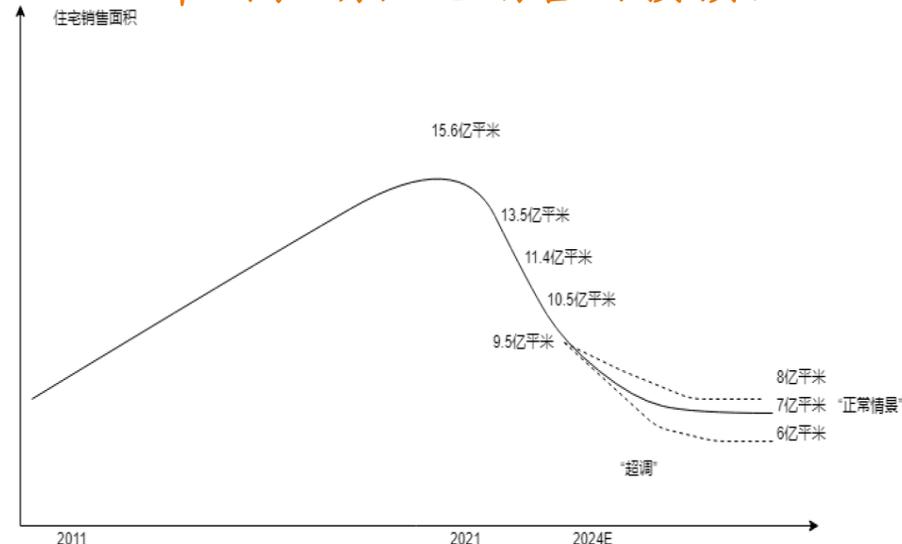
中國百城房價指數



中國75城帶看指數



中國長期住宅銷售面積預估



小結：對中港股市持謹慎樂觀看法

■ 宏觀：2024年有內外部共振改善的視窗期，**整體中性**

- 積極因素：財政轉向寬鬆，階段性拉動需求；庫存去化到低位，啟動弱補庫；全球貨幣緊縮下半年結束，外需階段性呈現韌性
- 不利因素：產能過剩尚未完全出清；房地產仍在下行通道中；美國選舉大年地緣政治易生波瀾

■ 估值：估值底部，盈利上行，**整體正面**

- 盈利增速：中港股市2024年盈利增速有望回升，影響中性偏正面
- 無風險收益率：中國國債收益率持續下行，美國加息週期結束，國債收益率有望回落
- 市場經過近兩年的下跌，已經處於低估狀態，對市場影響顯著正面。

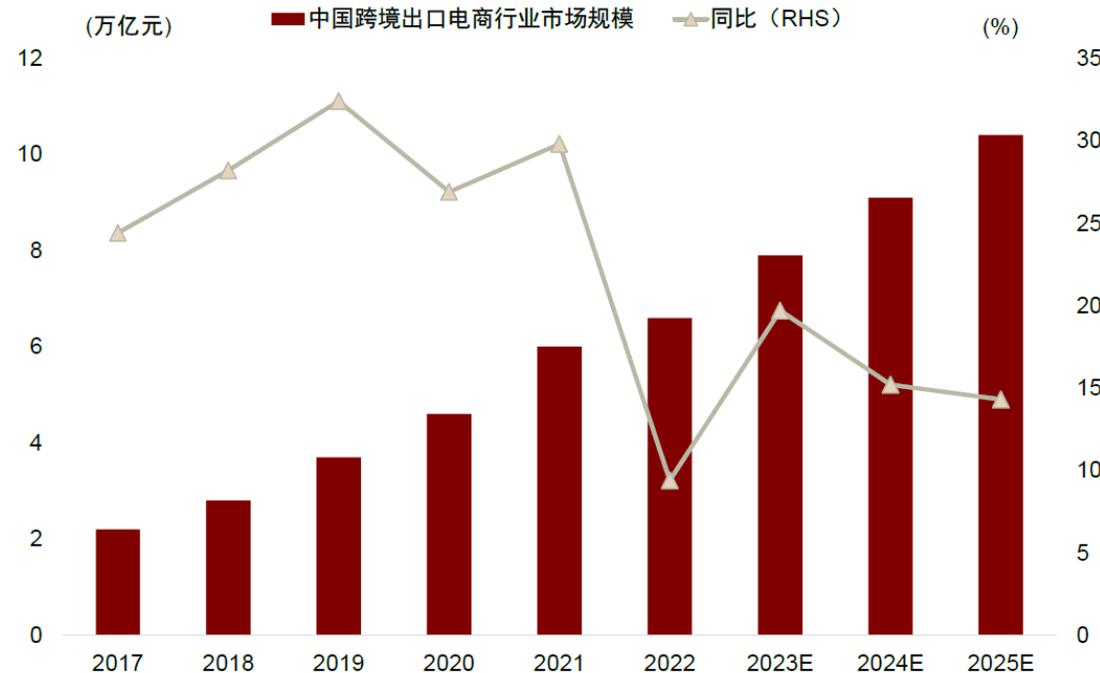
■ 政策：**中性偏正面**，但幅度可能低於過去幾輪週期。

- 一方面，繼續做好融資端和投資端的平衡發展是主線
- 另一方面，未來政策大概率靠自上而下推動，金融工作會議強調安全與風險多過改革與創新

■ 資金：資金流出的最壞狀況可能已過，**整體評價中性**。

長期投資主線一：優質產能出海

- 參照日本經驗可得，在長期經濟回落的背景下，海外佈局、資產負債表健康的企業能產生更多研發投入，良好的國際化往往帶來較高的成長性，出海戰略對營業收入和利潤率的增長都具有正向作用
- 關注汽車、高端製造、光伏、消費品出海機會



長期投資主線二：AI是新一輪的技術革命

- 應用：中美兩個市場（參考軟體、互聯網），美國領先，當下國內還在模仿、探索階段
- 演算法：中美兩個市場，巨人的遊戲，萬卡集群至少上億美元投入

■ 算力：國內硬體供應鏈

GPU資料中心
IDC公司，公有雲IaaS供應商

GPU伺服器

伺服器廠商

交換機

交換機廠商

網路

運營商

其他設備

網路安全，空調

GPU晶片

主機板

記憶體

光模組

DPU

PCB

光晶片

■ 數據：商業化機會

資料來源

搜尋引擎，社交媒體

數據標注

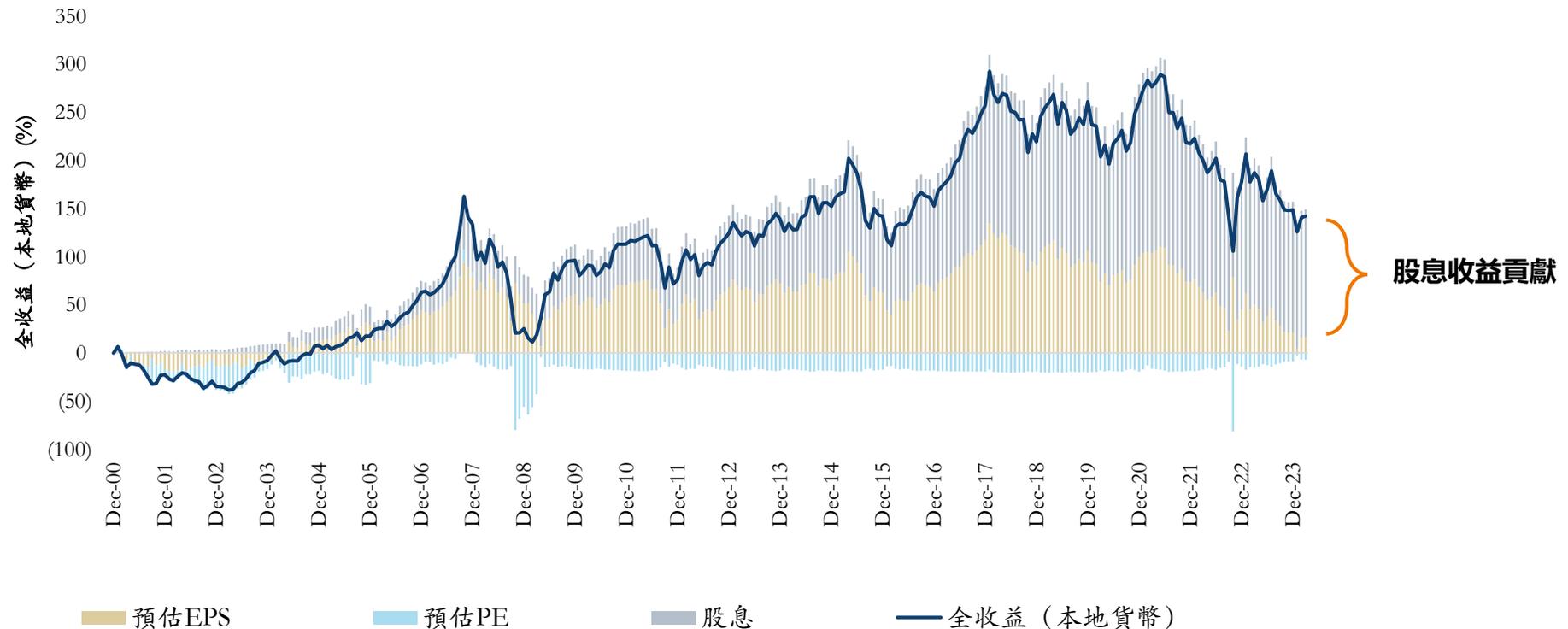
收集和記錄資料的工具

資料庫，電子病歷

長期投資主線三：紅利資產成為絕對收益的壓艙石

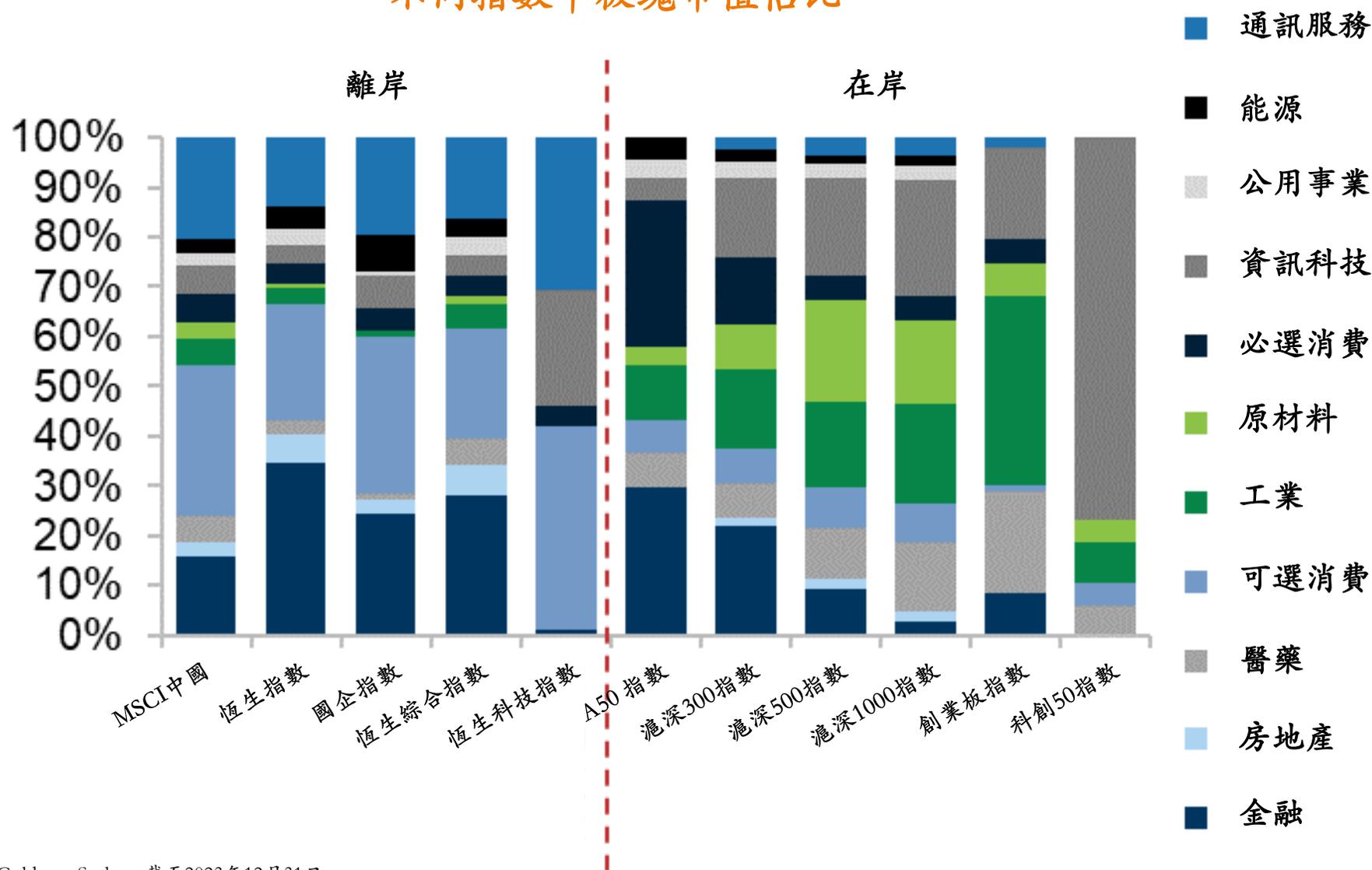
在市場整體盈利中樞下行、地緣政治衝突下，紅利資產提供穩健收益

- 2018年以來，中美衝突、國內經濟週期波動、行業監管變化等變化加劇了港股的波動性和股價收益的不確定性。同時，港股傳統行業（如電信、能源等）進入發展穩態階段，有意願提升派息率（如中海油提出了22-24三年固定保底股息，弱化了市場對油價波動擔心），提供了（1）股息為安全墊、（2）盈利增長和估值提升為收益彈性的投資機會



投資港股或A股？ 兩地市場結構差異顯著

不同指數中板塊市值佔比



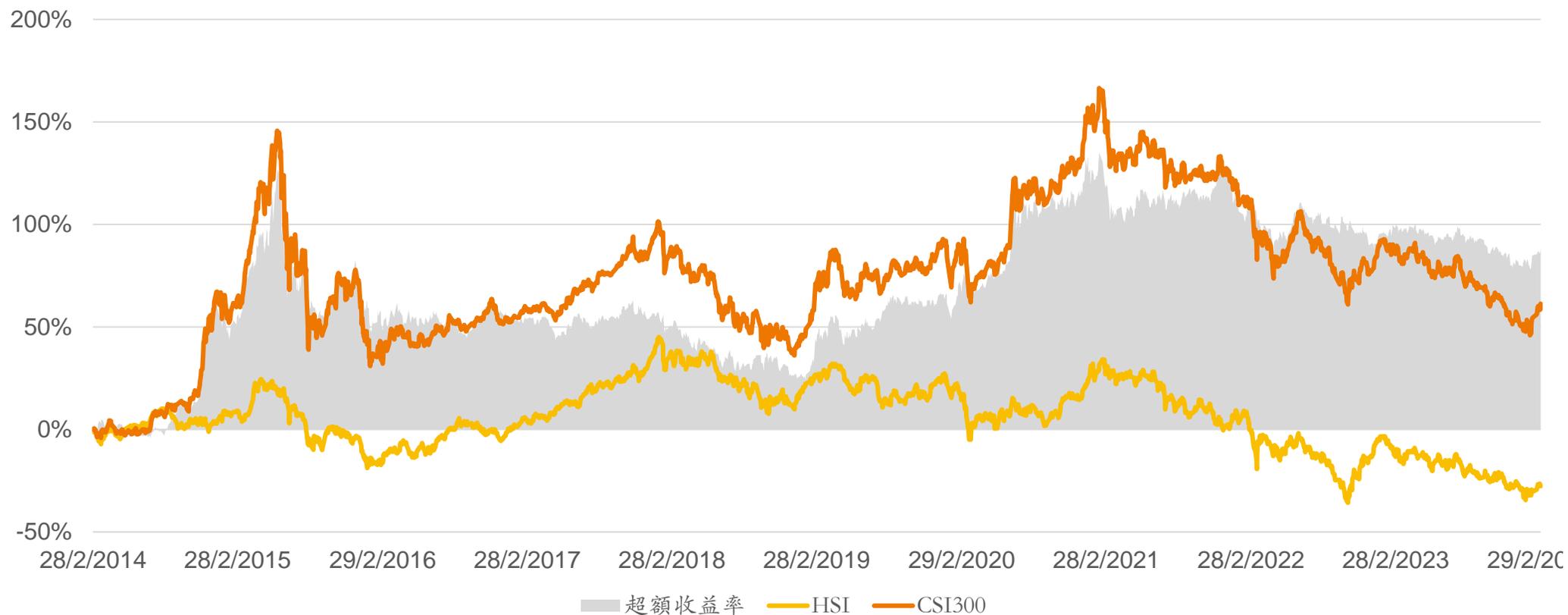
A股和其他主要股市相關程度較低，長期有助分散風險



過去20年主要股市回報相關性

	MSCI China A onshore	MSCI China	MSCI Hong Kong	MSCI Asia	MSCI Asia ex Japan	MSCI Japan	MSCI US	MSCI Europe	MSCI Emerging Markets	MSCI World
MSCI China A onshore	100%	65%	54%	49%	57%	29%	39%	31%	53%	39%
MSCI China	65%		84%	79%	89%	42%	38%	49%	84%	60%
MSCI Hong Kong	54%	84%		82%	89%	46%	45%	61%	84%	69%
MSCI Asia	49%	79%	82%		93%	72%	57%	74%	94%	88%
MSCI Asia ex Japan	57%	89%	89%	93%		54%	52%	67%	97%	79%
MSCI Japan	29%	42%	46%	72%	54%		46%	71%	57%	70%
MSCI US	39%	38%	45%	57%	52%	46%		56%	54%	65%
MSCI Europe	31%	49%	61%	74%	67%	70%	56%		69%	87%
MSCI Emerging Markets	53%	84%	84%	94%	97%	57%	54%	69%		82%
MSCI World	39%	60%	69%	88%	80%	70%	65%	87%	82%	

A股和港股長期走勢對比



長期持續投資A股主動管理基金，表現優於指數投資



買在2008年高點

指數	指標	總期數	總投入	總資產(元)	總收益	總收益率	年化收益率
滬深300指數	定投	89	89,000.00	175,132.62	86,132.62	96.78%	9.58%
滬深300指數	單筆投資	1	89,000.00	88,201.12	-798.88	-0.90%	-0.12%
Wind普通股 票型基金指數	定投	89	89,000.00	226,667.47	137,677.47	154.69%	13.47%
Wind普通股 票型基金指數	單筆投資	1	89,000.00	166,806.48	77,806.48	87.42%	8.86%

定投滬深300指數收益率曲綫圖



數據來源：Wind，區間為2008年1月17日至2015年6月9日。

長期持續投資A股主動管理基金，表現優於指數投資



買在2015年高點

指數	指標	總期數	總投入	總資產(元)	總收益	總收益率	年化收益率
滬深300指數	定投	67	67,000.00	97,934.45	30,934.45	46.17%	7.04%
滬深300指數	單筆投資	1	67,000.00	67,643.15	643.15	0.96%	0.17%
Wind普通股 票型基金指數	定投	67	67,000.00	127,805.52	60,805.52	90.75%	12.27%
Wind普通股 票型基金指數	單筆投資	1	67,000.00	94,399.52	27,399.52	40.89%	6.34%

定投滬深300指數收益率曲綫圖



數據來源：Wind，區間為2015年6月9日至2021年1月5日。

A股主題行情明顯，主動管理有助掌握市場節奏



近10年申萬一級行業漲跌幅

	TMT				機械						週期							消費							醫藥		大金融				滬深300	
	通信	傳媒	計算機	電子	汽車	機械設備	環保	國防軍工	交通運輸	電力設備	石油石化	煤炭	公用事業	建築裝飾	鋼鐵	有色金屬	基礎化工	建築材料	家用電器	紡織服飾	輕工製造	食品飲料	農林牧漁	社會服務	商貿零售	美容護理	醫藥生物	非銀金融	銀行	綜合		房地產
2023	25.8%	16.8%	9.0%	7.3%	3.3%	3.3%	-7.0%	-6.8%	-15.6%	-26.2%	4.3%	4.1%	-1.2%	-5.4%	-8.2%	-8.7%	-14.7%	-22.6%	3.8%	0.3%	-7.3%	-14.9%	-13.1%	-22.0%	-31.3%	-32.0%	-7.0%	-2.7%	-7.9%	-12.2%	-26.4%	-11.4%
2022	-15.6%	-26.1%	-25.5%	-36.5%	-20.1%	-20.7%	-22.8%	-25.3%	-3.4%	-25.4%	-13.9%	10.9%	-16.4%	-11.0%	-23.8%	-20.3%	-19.1%	-26.1%	-20.9%	-14.7%	-20.0%	-15.1%	-11.4%	-2.2%	-7.1%	-6.7%	-20.3%	-21.3%	-10.5%	10.6%	-11.2%	-21.6%
2021	3.0%	-0.5%	1.4%	16.0%	17.2%	14.8%	20.6%	11.2%	2.6%	47.9%	20.3%	39.6%	31.4%	16.4%	34.1%	40.5%	37.2%	4.5%	-19.5%	3.4%	11.6%	-6.0%	-4.9%	-10.3%	-4.6%	0.1%	-5.7%	-17.5%	-4.6%	13.8%	-11.9%	-5.2%
2020	-8.3%	7.9%	9.8%	36.1%	45.8%	31.1%	-1.5%	58.0%	0.2%	94.7%	6.7%	7.0%	1.0%	-7.9%	4.9%	34.8%	35.0%	23.7%	31.1%	-7.1%	15.8%	85.0%	18.3%	99.4%	-0.2%	57.9%	51.1%	6.1%	-3.2%	13.1%	-10.9%	27.2%
2019	20.0%	21.2%	48.0%	73.8%	14.6%	23.9%	0.5%	27.2%	17.3%	24.4%	11.1%	10.9%	5.1%	-2.1%	-2.1%	24.3%	24.2%	51.0%	57.0%	7.1%	19.3%	72.9%	45.4%	27.9%	8.8%	26.3%	36.8%	45.5%	22.9%	26.1%	22.8%	36.1%
2018	-31.3%	-39.6%	-24.5%	-42.4%	-34.3%	-35.1%	-45.6%	-31.0%	-30.2%	-34.9%	-25.3%	-32.7%	-29.7%	-29.3%	-29.6%	-41.0%	-31.7%	-30.3%	-31.4%	-34.3%	-36.6%	-22.0%	-22.4%	-10.6%	-32.7%	-22.8%	-27.7%	-25.4%	-14.7%	-39.3%	-28.8%	-25.3%
2017	-3.1%	-23.1%	-11.3%	13.5%	-0.5%	-10.2%	-2.6%	-16.6%	6.5%	-8.5%	-4.7%	12.9%	-7.0%	-6.3%	19.7%	15.4%	-3.8%	6.0%	43.0%	-23.8%	-12.6%	53.9%	-12.6%	-4.2%	-13.6%	-4.4%	3.6%	17.3%	13.3%	-21.5%	0.8%	21.8%
2016	-16.0%	-32.4%	-30.3%	-12.7%	-9.5%	-16.8%	-14.4%	-18.6%	-22.6%	-17.2%	-3.7%	0.1%	-17.7%	-0.4%	-8.1%	-6.2%	-7.1%	0.0%	-1.9%	-13.6%	-14.4%	7.4%	-8.6%	-21.2%	-13.5%	-10.4%	-13.5%	-14.7%	-4.9%	-12.9%	-17.7%	-11.3%
2015	72.7%	76.7%	100.3%	72.0%	46.9%	46.8%	42.9%	28.5%	32.6%	60.5%	5.3%	-9.5%	22.9%	14.1%	1.8%	15.4%	55.0%	26.8%	42.7%	89.2%	89.9%	26.6%	66.8%	78.4%	45.5%	42.3%	56.7%	-16.9%	-1.4%	71.2%	44.9%	5.6%
2014	41.0%	17.5%	40.3%	18.6%	38.4%	41.9%	27.2%	53.9%	64.8%	31.5%	22.1%	25.7%	55.7%	83.3%	78.3%	38.4%	27.4%	42.9%	21.3%	33.3%	28.8%	16.0%	16.3%	37.2%	32.8%	-4.0%	16.0%	121.2%	63.2%	45.6%	65.3%	51.7%
十年累計收益	63.9%	-26.7%	75.4%	117.4%	94.2%	54.1%	-29.4%	43.9%	23.6%	105.2%	12.9%	65.4%	18.6%	22.0%	35.4%	74.5%	91.3%	49.5%	126.4%	-4.0%	32.6%	311.1%	51.2%	188.5%	-35.7%	14.4%	70.1%	33.8%	38.4%	63.0%	-10.8%	47.3%

數據來源：Wind，泰康資產，截至2023年12月31日。

- 除非另有說明，本文件所載的所有信息均截至文件發布日期。
- 上述內容僅供參考之用，並旨在供泰康資產管理(香港)有限公司(「泰康香港」)客戶作一般閱覽之用，而並非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要，亦不應構成買賣任何投資產品的意見或要約或招攬。
- 編備本文件所用的任何研究或分析乃由泰康香港為自身用途及目的而獲取，並來自於本文件日期認為可信的來源，惟概不就源自第三方的資料的準確性或完整性作出任何聲明或保證。
- 有關未來事件或表現的任何預測或其他前瞻性陳述未必具有指示性，而且可能與實際事件或結果有別。任何意見、估計或預測可在無事先警告的情況下隨時變更。泰康香港不對因使用本文件而引致的損失而負任何責任。
- 本文件之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映泰康香港的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，泰康香港亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。
- 本文件僅供香港退休計劃協會內部參考使用。未獲泰康香港的事先書面批准，不得複製、分派或傳送本文件與任何人。本文件及其所載資料亦不得在任何禁止作出分派及刊發的司法管轄區分派及刊發。如果閣下並非本文件之指定收件人，請勿繼續閱讀本文件並應即時將之銷毀。
- 投資涉及風險。往績並非預測日後業績表現的指標。
- 本文件由泰康香港發布，並未經證券及期貨事務監察委員會審閱。閣下於決定投資之前，應諮詢閣下的投資顧問。