



股票

如何投資於一個更開放的 中國股票市場

霸菱視野

隨著中國持續向國際投資者開放其資本市場，並於環球股票投資機會集中所佔的比重增加，中國股票無疑將為投資者掀開令人振奮的新篇章。對環球投資者而言，中國A股過往是一個封閉的資產類別，但隨著中國政府推出多項措施鼓勵境外投資者參與，中國A股市場已經變得更加開放。霸菱香港中國股票投資總監方偉昌與客戶投資組合經理李樂鳴將深入探討這項資產類別，以及投資者應如何對其進行投資。

引言

中國股市包含了環球部份規模最大及增長最快的企業，在近年來取得指數式的增長。隨著中國在岸A股在環球指數所佔的比重日益增加，加上中國企業在離岸證券交易所上市，中國股票目前在環球股票投資機會集中所佔比重遠比以往更大。本文將探討投資於中國在岸及離岸股票市場的不同方式、我們對該資產類別的投資觀點，以及霸菱目前提供的策略，以把握環球第二大股市帶來的增長機會。

圖一：投資於中國A股的不同方式

	合格境外機構投資者(QFII)	人民幣合格境外機構投資者(RQFII)	滬深港通北向交易	
			滬港通	深港通
推出時間	2002年11月	2011年12月	2014年11月	2016年12月
A股投資範圍	<ul style="list-style-type: none"> 在上海及深圳上市的所有股票 一級市場活動，例如首次公開募股(IPO)、增發股份及供股 		<ul style="list-style-type: none"> 上證180指數及上證380指數成份股 A、H股雙重上市的公司（並非以人民幣計值的股份或風險警示板上的股份除外） 二級市場及供股，不包括首次公開募股(IPO) 目前有579隻合資格買賣的股份 	<ul style="list-style-type: none"> 深證成份指數及中小創新指數成份股（市值≥人民幣60億元） A、H股雙重上市的公司（並非以人民幣計值的股份或風險警示板上的股份除外） 二級市場及供股，不包括首次公開募股(IPO) 目前有740隻合資格買賣的股份
合格機構投資者	中國證監會及國家外匯管理局預先審批的合格境外機構投資者		所有香港及境外投資者（包括對沖基金）可以透過北向通進行交易	
投資額度	基本額度與資產管理規模掛鉤；額外額度須經國家外匯管理局審批。額度不可轉讓		北向每日額度為人民幣520億元	北向每日額度為人民幣520億元
交易貨幣	美元及其他外幣	人民幣	人民幣	人民幣
資本流動	<ul style="list-style-type: none"> 規則規定3個月鎖定期和投資本金及利潤存在20%匯回限制於2018年6月取消（如有需要，國家外匯管理局仍然可能對合格境外機構投資者(QFII)匯回施加臨時限制） 如審批後1年後仍未使用，部份或全部額度可被國家外匯管理局收回 	<ul style="list-style-type: none"> 非開放式基金的3個月鎖定期於2018年6月取消 無匯回限制 如審批後1年後仍未使用，部份或全部額度可被國家外匯管理局收回 	<ul style="list-style-type: none"> 資本流動受到限制較少，但仍然受到每日額度限制 只有在兩個市場均開市及於相關結算日中有銀行服務提供之日方才可進行交易 小型股所佔比重仍然較少 	

資料來源：香港交易所、中國證券監督管理委員會、國家外匯管理局、MSCI及霸菱。截至2019年2月。

中國A股與H股有何差異？

中國A股是指在岸上市的中國股票，在上海證券交易所及深圳證券交易所買賣，以人民幣計值。這些股票以往僅開放給中國內地投資者，境外所有投資者均不得投資。中國H股是指離岸公開上市的中國企業，在香港證券交易所買賣，開放給所有投資者。

情況於2002年開始發生變化，中國A股開始實施合格境外機構投資者(QFII)計劃，向境外投資者開放，在額度制度下投資於在岸市場。

隨後人民幣合格境外機構投資者(RQFII)計劃於2011年推出，標誌著中國資本管制逐步放寬，並與此前的計劃有所不同。RQFII放寬了對貨幣結算、資金鎖定期及資金匯回等領域的現有限制，亦新增了可投資資產類別及放寬投資者參與的條件。而隨著時間推移，這兩項計劃的投資規則逐漸放寬及統一，令境外投資者參與的限制減少。

滬港通於2014年11月推出，令境外投資者對在岸市場的投資渠道大幅拓寬；而隨後深港通亦於2016年12月實施。這些跨境投資渠道的推出，連接了不同交易所，促使各個市場的投資者能夠使用當地的券商及結算所，買賣在其他市場上市的股份。滬深港通計劃的成立最終成為A股於2018年納入MSCI指數的一大里程碑。

QFII / RQFII申請須經過中國國家外匯管理局審批，最終獲批額度將與持牌投資者資產規模或投資需求掛鉤。儘管滬深港通毋須審批流程，但北向（投資於在岸中國市場）及南向（投資於香港市場）交易均設有每日投資額度。

圖二：香港中國股市概覽

	香港交易所		上海證券交易所		深圳證券交易所	
	主板	創業板(GEM)	A股	B股	A股	B股
上市公司數目	1,938 H股：244	387 H股：24	1,455	51	2,133	48
總市值（十億）	33,194港元	167港元	30,432人民幣	86人民幣	19,467人民幣	61人民幣
平均市盈率	11.56倍	26.29倍	14.11倍	11.34倍	23.67倍	6.48倍
市場成交量 總額	1,093.25億港元		2,650.24億人民幣		3,582.74億人民幣	

資料來源：香港交易所。截至2019年2月22日。

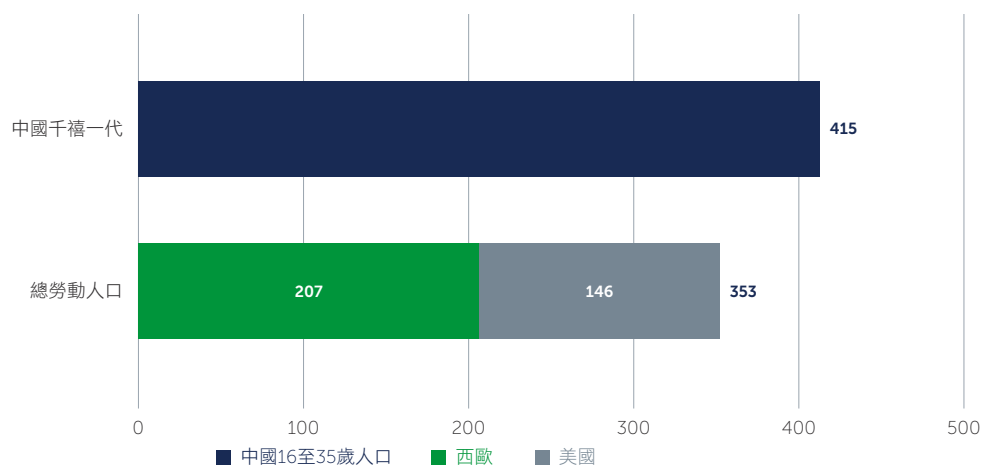
霸菱對中國股票的投資觀點

儘管中美貿易緊張局勢令近期宏觀數據波動，以及市場憂慮中國短期經濟增長勢頭，但我們仍然看好中國股市的長線走勢，原因是：

- **企業盈利勢頭良好且表現穩健：**繼中國持續致力應對產能過剩問題及去庫存後，中國企業的利潤率有所改善；而生產者價格通脹朝著正面邁進，增強了企業的議價能力，並改善其收入增長。由於這些因素大致是非週期性的，長遠而言有助於推動企業盈利增長呈現良好及可持續的復甦。
- **估值具有吸引力：**我們認為無論是相對於環球其他股市還是過往水平，在岸及離岸中國股票的估值均仍然具有吸引力。
- **政策工具充分以支持經濟增長：**中國正在實施較為寬鬆的貨幣政策，多次下調銀行存款準備金率，令銀行可放貸資金增加；此外，政府採取積極財政政策，例如加大基建投資及實施個人所得稅改革，這均有望為長遠經濟增長前景帶來支持。
- **國內因素成為經濟增長更主要的推動力：**內需佔中國實際國內生產總值增長的比重日益增加。中國的人口統計狀況良好，其中中國千禧一代人數增加，為消費帶來支持，加上政府致力在創新／科技領域迎頭趕上，均成為經濟可持續增長的推動力。

從「由下而上」基本因素的角度而言，我們看好有望受惠於持續城市化及消費升級趨勢的公司。隨著民眾收入持續增長，中國消費者對優質商品及服務的需求增加，我們繼續看好具有強大品牌及議價能力的國內領先消費企業，以及能夠提升市場份額和受惠於行業整合的企業。

圖三：中國千禧一代人口多於美國與西歐的總勞動人口（2014年的人口規模，百萬）



資料來源：國家統計局、司爾亞司數據(CEIC)、EUROMONITOR及高盛環球投資研究。截至2016年5月。

具體而言，由於流動性改善及支持增長的政策方向均有望為中國A股表現帶來支持，我們較為看好該資產類別。中國國內股市的市值及上市公司的廣度已經取得強勁增長，為投資者物色基本因素穩健的投資機會提供了一個成熟的領域。我們認為投資者不應只密切留意中國A股，而應該高瞻遠矚地進行部署，主要原因為以下三點：

1. **與環球股市及其他資產類別的相關性較低**：由於中國A股市場性質特殊，從過往及目前持續的表現來看，中國A股與其他市場的相關性較低，因此為投資者帶來了投資組合多元化的裨益。

圖四：不同市場與資產類別10年期表現的相關性

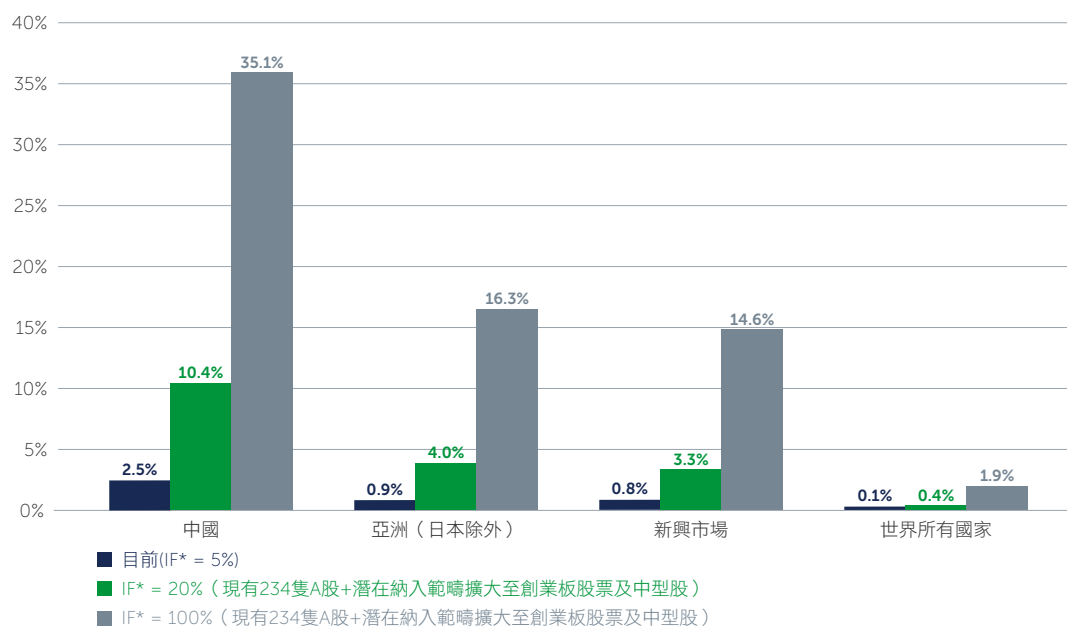
	中國A股	亞洲 (日本除外)股票	美國股票	環球股票	新興市場 股票	環球高收 益債券	環球投資 級別債券	新興市場 高收益 債券	新興市場 投資級別 債券
中國A股	--	0.52	0.34	0.36	0.49	0.36	0.10	0.29	0.25
亞洲(日本除外)股票	0.52	--	0.75	0.82	0.98	0.79	0.51	0.70	0.66
美國股票	0.34	0.75	--	0.97	0.76	0.67	0.34	0.52	0.46
環球股票	0.36	0.82	0.97	--	0.84	0.77	0.44	0.63	0.54
新興市場股票	0.49	0.98	0.76	0.84	--	0.81	0.55	0.75	0.69
環球高收益債券	0.36	0.79	0.67	0.77	0.81	--	0.50	0.83	0.73
環球投資級別債券	0.10	0.51	0.34	0.44	0.55	0.50	--	0.53	0.71
新興市場高收益債券	0.29	0.70	0.52	0.63	0.75	0.83	0.53	--	0.81
新興市場投資級別債券	0.25	0.66	0.46	0.54	0.69	0.73	0.71	0.81	--

資料來源：彭博。截至2018年12月31日。

註：中國A股= MSCI中國A股在岸指數；亞洲(日本除外)股票= MSCI亞洲所有國家(日本除外)指數；美國股票=標準普爾500指數；環球股票= MSCI世界指數；新興市場股票= MSCI新興市場指數；環球高收益債券=美銀美林環球高收益債券指數；環球投資級別債券=彭博巴克萊環球綜合債券總回報指數；新興市場高收益債券=彭博巴克萊新興市場高收益總回報指數；新興市場投資級別債券=彭博巴克萊新興市場投資級別總回報指數。

2. **中國A股進一步獲納入環球指數**：MSCI決定從2018年6月起，首次將A股納入其環球指數，現時有逾200隻中國大型A股獲納入MSCI新興市場指數。MSCI於3月1日批准將中國A股在MSCI指數中的權重翻兩番(將納入比重由5%增加至20%)，並於2019年11月起將納入範疇擴大至中型股及創業板股票。有鑑於此，我們相信A股在環球投資者可投資範疇中所佔比重日益增加的趨勢仍將持續，並成為整體在岸股市表現的結構性推動力。

圖五：中國A股佔MSCI指數百分比



資料來源：MSCI、FACTSET及高盛環球投資研究。截至2019年3月1日。

*IF = 納入比重。

- 市場低效意味著主動型投資（而非被動型／貝他系數型投資）為帶來超額回報的關鍵：國內零售投資者參與度高，而主動型賣方分析師覆蓋範圍偏低，均造成中國A股市場低效。我們認為，這令「由下而上」選股成為產生超額回報的最佳策略。中國A股市場於過去5年表現大致持平（按MSCI中國A股在岸指數計算），霸菱中國A股投資策略於同期卻錄得優於大市的絕對年度化升幅，而其波動性亦低於大市。我們相信這印證了我們的觀點：在這個研究覆蓋範圍相對較小的市場，要把握市場低效帶來的投資良機，「由下而上」的主動型投資流程是關鍵所在。

霸菱香港中國股票投資策略

霸菱致力管理專門的中國股票投資組合超過35年，並在中國A股市場持續演變的過程中，成為投資於中國A股的先行者。我們擁有豐富的投資經驗及強大的營運實力，能夠透過QFII、RQFII及滬深港通投資於在岸股市。霸菱是透過提供一系列中國股票投資策略，以投資者進入中國股票市場的先行者。

霸菱香港中國投資策略

- 大規模的所有市值香港中國股票投資策略
- 具有靈活的投資範疇及能力，得以全面把握中國增長主題，主要投資於離岸上市的中國及香港公司，和於中國有顯著業務的台灣及跨國公司，並可透過滬深港通靈活地以有限比重投資於在岸中國股市
- 專門為該資產類別打造投資流程及設有專門並經驗豐富的大型中國股票團隊，包括11位平均擁有10年投資經驗*且常駐香港的投資專業人士
- 運用創新方法，在股票估值中納入宏觀及動態環境、社會及管治(ESG)方面的評估，設定股價目標

霸菱中國A股投資策略

- 具有靈活的投資範疇及能力，得以全面把握中國增長主題，主要投資於在岸上市的中國股票，並可靈活地以有限比重投資於離岸中國股市
- 專門為該資產類別打造投資流程及設有專門並經驗豐富的大型中國股票團隊，包括11位平均擁有10年投資經驗*且常駐香港的投資專業人士
- 運用創新方法，在股票估值中納入宏觀及動態環境、社會及管治(ESG)方面的評估，設定股價目標，鑑於在岸中國股市低效及主動型賣方分析師覆蓋範圍偏低，我們「由下而上」的基本因素分析方法提供了無可比擬的優勢

*霸菱，截至2018年12月31日。

霸菱為一家管理逾3,170億美元*資產的環球金融服務公司，致力滿足客戶持續演變的投資及資金需求。透過主動型資產管理及直接始創，我們於公共及私募資本市場中提供創新的投資方案及不同的投資機遇。作為美國萬通的子公司，霸菱擁有強大的環球業務版圖，其商業及投資專業人士遍及北美、歐洲及亞太區。

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2019年3月31日