



大中華股市經歷了不平凡的 2021 年：首季在宏觀經濟數據勝預期的推動下，投資者追捧中國股票；下半年過後，內地政府推出多項針對性的行業監管措施，市場氣氛轉淡，投資者轉趨謹慎及觀望，拖累離岸中資股票市場在第三至第四季大幅回落。相反，內地 A 股市場保持相對平穩，台灣股市更在科技股帶動下屢創新高。大中華區股票部高級組合經理謝企剛相信，中國市場經歷如疫情般前所未見的轉變，令中國加速轉型的步伐，投資者可透過「自下而上」的選股策略，捕捉在岸（A 股），港股及台股的潛在投資機遇。

## 大中華股票：充滿選股機遇

### 市場回顧

2021 年大中華股票市場表現迥異，特別是中港股市。離岸及在岸中國股票走勢持續分歧，前者受 2019-新型冠狀病毒疫情回升及監管憂慮拖累而顯著調整，包含國企、紅籌、離岸上市中資股的 MSCI 明晟中國指數，累積下跌逾 22%。反觀內地 A 股受應對經濟下行風險的政策支持，錄得輕微升幅。台灣股票表現一枝獨秀，累積升幅達 25%<sup>1</sup>。

### 房地產、資訊科技平台的監管憂慮

政府連番推出及重申行業監管措施，以及著名房地產發展商出現流動性緊絀，引發違約憂慮，均成為 2021 年下半年市場關注的焦點。在第三季，政府對課後培訓、物業管理服務、互聯網平台等個別行業板塊

的監管政策收緊，導致部份板塊出現顯著拋售。<sup>2</sup> 自第四季以來，情況略見緩和，市場亦已消化大部份嚴厲措施的影響。

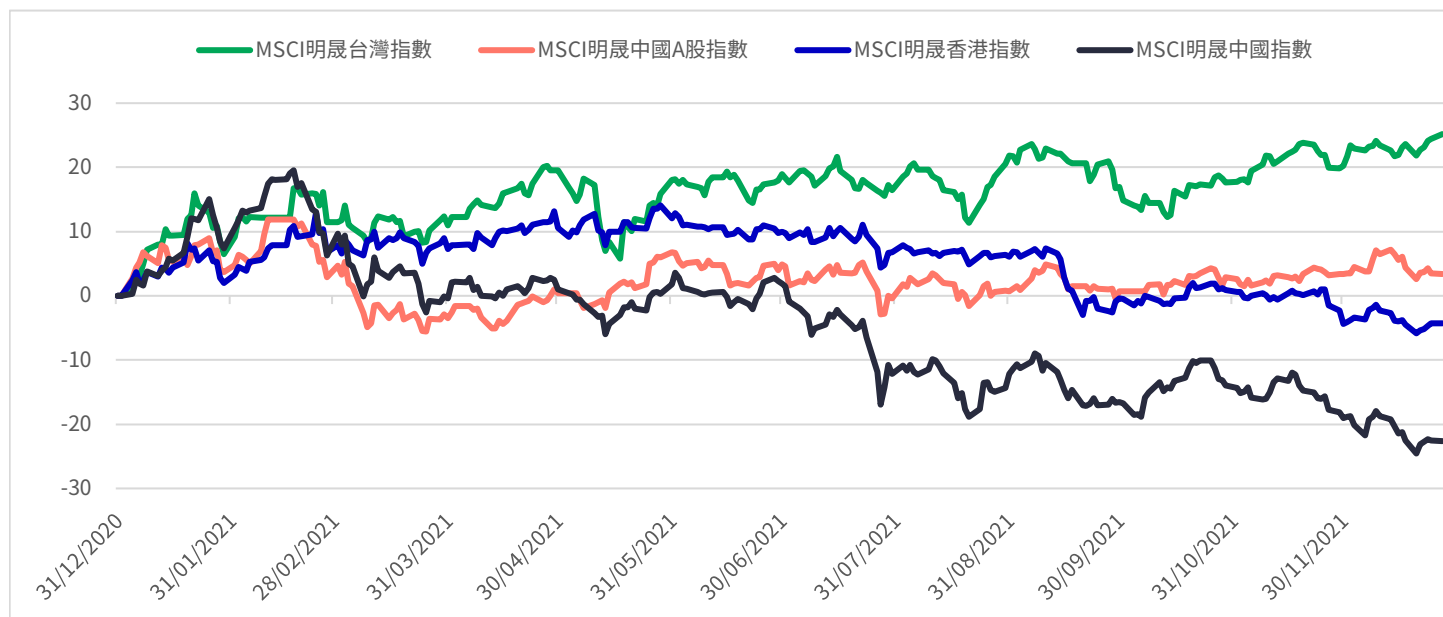
對於互聯網平台，在 10 月份的政治局集體學習會議上，中央政府呼籲應該兼顧互聯網平台的監管與發展，並表示數碼經濟對於提升生產力及國際競爭力至關重要。其後，部份主要平台的反壟斷罰款結案，投資者認為行業的利淡因素可望緩減。從基本因素來說，我們認為第三季的監管整頓導致股市從年初至今出現調整，目前中國股市內相關板塊已經開始呈現價值。

房地產方面，儘管可能發生的信貸事件繼續備受關注，但中國政府表示個別大型發展商的債務危機及骨牌效應風險受控，金融機構對房地產企業的融資行為

<sup>1</sup> 資料來源：彭博資訊。總回報以美元計算，截至 2021 年 12 月 27 日。反映大中型國企股、紅籌股、內地 A 股、B 股及海外上市中資股表現的 MSCI 明晟中國指數跌 22.62%、MSCI 明晟香港指數跌 4.31%，MSCI 明晟中國 A 股指數升 3.38%，MSCI 明晟台灣指數升 25.18%。過往表現並非日後表現的指標。

<sup>2</sup> 在 2021 年 7 月 24 日，中國政府正式發布《關於進一步減輕義務教育階段學生作業負擔和校外培訓負擔的意見》（又稱「雙減」政策）。中華人民共和國住房和城鄉建設部，2021 年 7 月 23 日。若干網約車公司於美國上市後不久，中國國家互聯網信息辦公室（網信辦）在 7 月初宣布對有關網約車平台進行網絡安全檢查。

圖 1: 2021 年市場回顧：中港台股市表現



彭博資訊，截至 2021 年 12 月 28 日。

已恢復至正常狀態。數據顯示，10 月和 11 月份內地住房按揭貸款及房地產發展商放貸的規模持續增加，而且預期動力會維持。

## 2022 年展望

雖然不少投資者聚焦各項負面因素所帶來的市場波動，行業監管亦令投資者對持保留態度，但宏觀而言，中國經濟經歷了出口反彈、外匯儲備增加、人民幣穩步升值的 2021 年，經濟的確從疫情中回升。

除了內部的宏觀經濟有利因素，在岸及離岸的中國股票仍可潛在受惠於寬鬆的貨幣政策。美國聯儲局於 12 月展開放慢買債行動，中國人民銀行（人行）則擇機於今年內第二次降低存款準備金率，並啟動 20 個月以來第二次減息，令在岸的股票市場流動資金隨即增加。雖然行業陸續出現調整，但政府正透過較寬鬆的政策以支持企業。另外，中國正在加速結構性轉型，展望中國股票市場仍有不少具潛力的行業及發展機遇，可以歸納為五個大主題：「5C」，以下分析相關受惠行業。

## 第一個「C」：COVID-ZERO 清零政策

### 推動工業生產

- 2020 起中國一直維持清零及隔離政策，並於早期開始嚴控疫情，令中國在 2020 年成為最早走出疫情之國家之一。在 2020 年中開始，全球產業鏈受到疫情影響的時候，中國的政策保證工業生產已經恢復。所以在疫情後半段時間，實際上是受益的，具體例證包括，中國上半年佔全球的出口份額提升到 14.6%。中國出口也拉動中國整體經濟在 2020 年超預期，直到 11 月的宏觀數據顯示，中國的出口勢頭仍保持良好。基於過去的成功經驗，我們認為中國政府會維持嚴控疫情。

## 第二個「C」：Common prosperity 共同富裕

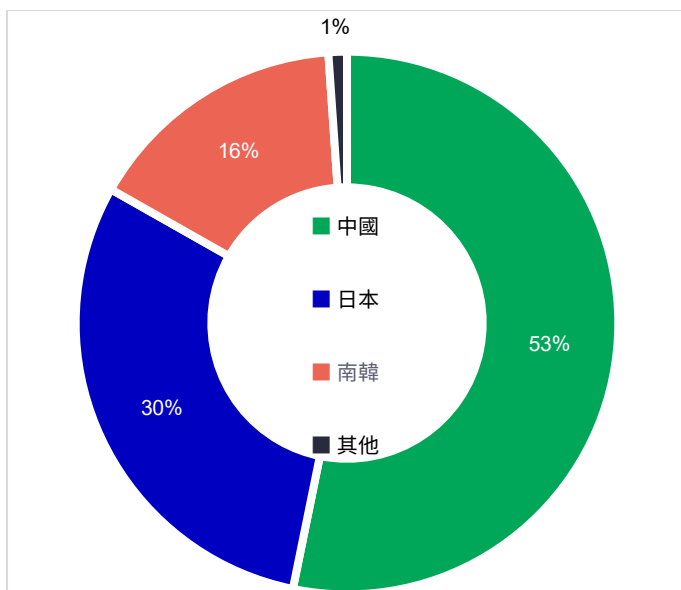
### 推動本土消費和創新

- 中央財經委員會於去年 8 月召開了第十次會議，會議強調共同富裕是社會主義的本質要求，要合理地調節高收入和整頓收入分配秩序，透過高質量發展促進共同富裕。我們相信「共同富裕」旨

在縮窄個人、地區及城鄉之間的差距至可接受水平。企業仍可維持盈利能力和資本積累，但增長率將會受限。「把蛋糕做大做好」是共同富裕的基礎，而中國整體經濟可透過本土消費和創新「把蛋糕做大做好」。

- 事實上，雙循環戰略的例子正好說明新經濟的運作模式。一方面，本土經濟增長將成為推動增長的主要因素，本土消費和創新（例如數碼經濟、生物科技等）仍會是支持中國從目前階段向前邁進的關鍵基礎。另一方面，中國銳意加強作為環球製造業中心在高增值領域上的影響力，先進科技帶動的工業自動化和製造業升級將成為重點。

圖 2: 中國的本土創新漸見成效，電動車電池生產商的全  
球市場佔有率已超過一半



中信證券，彭博資訊，2020 年 8 月。

第三個「C」：Co-existence of regulation & development for IT and e-commerce 科技及電子商  
貿監管與發展並存

推動數碼化長遠發展

- 雖然現在斷言收緊監管措施已經結束可能為時尚早，但我們相信大部份嚴厲措施已經推出，市場亦已消化有關消息。相關平台及行業亦迅速修正

其業務與營運模式，讓增長預測得以重設。我們重申，科技和數碼化可帶來的長遠推動力。

第四個「C」：Carbon peak and carbon neutrality  
碳達峰及碳中和

推動新能源行業

- 繼早前提出中國目標於 2030 年達碳達峰和 2060 年達碳中和後，國務院於 10 月份提出「2030 年前碳達峰行動方案」，敦促各省、自治區、直轄市人民政府，國務院各部委、各直屬機構貫徹執行，目標為 2030 年非化石能源消費比重達到 25% 左右，單位國內生產總值二氧化碳排放比 2005 年下降 65% 以上，實現 2030 年前碳達峰目標。
- 由於可再生能源業是獲得政府資助的重點策略行業，我們預期該板塊將有穩健的投資機會。由於政府加快發行債券，並推行支持可持續發展的政策，風電和太陽能（光伏）基地的建設已經加速進行。長遠來說，我們認為，2030 年實現碳達峰的路線圖，意味着當局將在更制度化的框架下推行減碳措施。進一步來說，若中國能夠繼續創新、透過製造和生產技術來應對上述能源問題，相信有助達致碳達峰及碳中和。

第五個 C：Changing demographics 人口結構轉變

- 人口結構的轉變，正不斷重塑相關投資主題及機遇，更重要的是改變本土品味。面向青年和老年的產品／品牌都逐漸演變，足以反映有關情況。
- 其中，消費升級的概念已由產品轉向服務，能快速迎合本地口味的企業成為贏家。消費需求現時更側重於配合生活方式（例如物業管理服務）和創造體驗（例如旅遊）的優質服務。

- 消費品方面，可迅速迎合本土品味的企業應可成為贏家。事實上，曾有不少本土品牌成功從外資品牌搶佔市場份額，例如運動服裝、護膚和化妝品等範疇。

### 大中華股票：三地的獨特機遇

以下我們會再就個別在岸及離岸市場的相關機遇，作綜合分析和前瞻。

#### 1. 在岸股票市場：A 股

A 股具備三個比較獨特的投資機會：

- 新能源，尤其是新能源設備公司

在碳中和的目標下，太陽能（光伏）和風電的裝機有望在未來幾年保持比較高的增長速度。雖然，太陽能裝機於 2020 年受到原材料價格影響，導致 2021 年的新增裝機量低於預期，然而，我們相信 2022 年全球

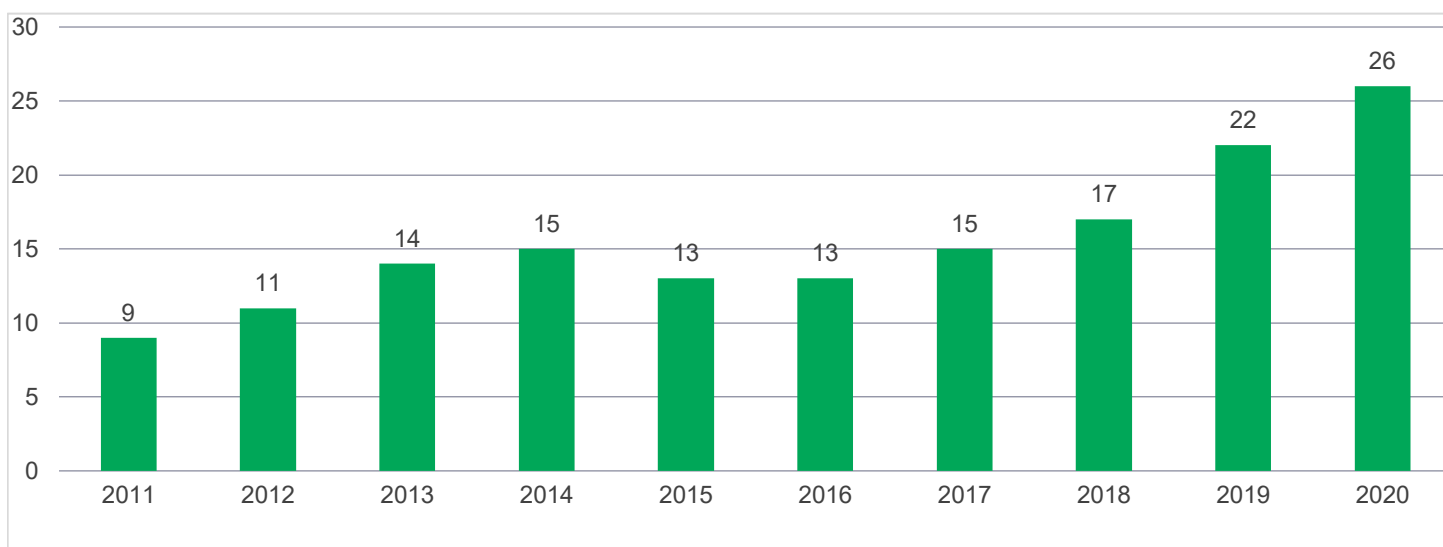
裝機量將會有明顯增長。在太陽能價格持續高企下，新能源營運商對風電的態度較以前更積極，因此 2021 年和 2022 年的裝機數量有望超出預期。

值得一提的是，新能源的推動衝擊電網行業，為了迎接競爭，相信電網的資本投資將會超預期。投資機會方面，港股中較多新能源營運商，而新能源材料和設備公司則基本上都於 A 股市場交易。

- 電動車產業鏈

電動車滲透率提升不斷提升，尤其是獲歐美補貼效應帶動。電動車已經從一個補貼驅動的行業，演變成消費拉動驅動的行業。隨著傳統車企的電動車型在 2022 年大量上市，預期 2022 年電動車銷量還會維持一個比較高的增長。電動車產業鏈很多相關的材料和設備企業都是 A 股上市公司。

圖 3: 中國本地品牌佔化妝品市場的份額 (%)



Euromonitor，瑞銀，截至 2021 年 9 月。



### ▪ 半導體

半導體的國產替代，將會是持續幾年的一個行業趨勢。2021 年，半導體的周期性景氣度非常高，我們對 2022 年半導體行業的資本開支持正面的看法，因此也看好半導體設備公司。電動車和太陽能滲透率的提升，提升功率半導體（即與電源、電力控制應用有關的半導體元件）的結構性需求，功率半導體相關公司前景可以看高一線。

### 港股

雖然港股於 2021 年大幅跑輸 A 股及台股，參考過去五年恒生指數的估值範圍，一旦市帳率跌至低於 1 倍便是觸底的訊號，而截至 2021 年 12 月底時，港股 2021 年的歷史市帳率是 0.97 倍，顯示下行風險有限。至於推動港股躍升的催化劑，包括更多公開股票市場集資（IPO），尤其是從美國回歸的上市公司。

另外，中國證監會最近表示，滿足合規要求的 VIE（可變利益實體）架構企業，在備案後可赴境外上市，加上美國證券交易委員會通過實施新規定，連續三年未符合上市審計規則的外國公司需要退市，我們預期中概股來港/回流上市的數目會持續增加，為港股帶來資金支持。

最後，市場對於大型互聯網和電子商貿股的增長預期已作重設，而我們認為，目前的估值水平已反映大部份利淡因素。展望未來，科技和數碼化仍然具備長遠推動力。促使 2022 年出現估值重估的因素，可能包括：政府進一步釐清遊戲版號審批和使用時間的限制，新零售服務（例如社區團購）展現強勁增長，以

及新鮮食品和雜貨的電子商貿滲透率日益提升等。我們認為，市場忽略這些利好因素可能會錯失捕捉上升的機會。

### 台股

經歷了 2021 年的高增長後（預期為 6%），台灣市場 2022 年 GDP 預測將會將下降至 3.3%，但仍高於疫情前水平，企業盈利的增長速度，可能會放慢至 0-3%，主要為原材料以及周期性股份錄得負增長所拖累。大部份電子股盈利景仍為正面，例如，半導體/伺服器，以及汽車電子股份的盈利增長可望有雙位數增長。

2022 年將是一個選股不選市的一年。企業盈利於 2022 年的第二季有可能回落，加上市場預期聯儲局會加息，分析過往聯儲局加息及台灣股市表現的數據，我們預期台灣股市的指數高位，將會分別出現在第一季及第四季，主要投資重點為中型電子增長股（IC 設計、伺服器、電動車、Metaverse 相關股份），以及可受惠於加息的銀行股、以及疫情後受惠股。

我們預期，目前半導體晶片荒問題將延續到 2022 年上半年，台灣主要受惠者為晶圓片代工，由於預期價格於 2022 年的第一季將持續上升，毛利率可望持續上揚；另外，晶圓片（IC）設計亦會受惠，原因為台灣晶片正漸漸取代歐美晶片，令短缺晶片的問題已開始出現替代效應，令晶圓片價格有更多調高空間。

東南亞疫情於 2021 年的第三季受到擊後，正逐漸緩解，台灣在內地的廠商多為電子下游，第四季以來，大部份廠商利用生產調配方式，加上限電措施大幅減

緩，減低了對生產的衝擊，廠商未來亦考慮分散生產地以降低限電風險。而且，台灣在東南亞的廠商主要為紡織、製鞋商，目前使用率已恢復至 80% 以上，廠商正持續將生產地分散，以降低過度集中於越南的風險。

### 大中華股票的各项發展帶來更多選擇

鑑於投資機遇日益多元化，投資大中華股票市場的最佳方針便是採取「由下而上」的選股角度，而非專注於較狹窄的個別市場。我們對各類股票的發展感到鼓舞，最明顯的是可再生能源股急速增長、香港 IPO 行業發展蓬勃及半導體供應鏈的轉變。此外，中國中產階層持續擴大及對本土品牌的渴求，在奉行主動管理方針下，為我們提供更豐富的投資意念。最後，我們相信最嚴格監管措施的時期已成過去，加上市場憧憬疫情相關憂慮有所緩減，因此投資者信心有望在 2022 年加速提升。

## 免責聲明

宏利投資管理是宏利金融的環球財富及資產管理分部。本文件只供相關司法權區適用法例及規例容許收取本文件的收件人使用，內容由宏利投資管理編製，當中的觀點為撰寫文件當日的意見，並可予以更改。宏利投資管理乃根據其認為可靠的來源編匯或得出本文件的資料及／或分析，惟對其準確性、正確性、有用性及完整性概不發表任何聲明，對因使用有關資料及／或分析而引致的任何損失亦概不負責。有關組合的投資項目、資產分配或於不同國家分布的投資均屬過往的資料，並非日後投資組合的指標，日後的投資組合將有所改變。宏利投資管理、其聯屬公司或彼等之任何董事、高級職員或僱員，對任何人士倚賴或不倚賴本文件所載資料行事而引致的任何直接或間接損失、損害或任何其他後果，概不承擔法律責任或其他責任。

本文件的部份資料可能包含就日後發生的事件、目標、管理規定或其他估計所作出的預測或其他前瞻性陳述。該等事件並不一定會發生，並可能與本文件所載的情況存在重大差異。本文件載有關於金融市場發展趨勢的陳述乃按照現時的市況作出，有關市況會出現變化，並會因市場隨後發生的事件或其他原因而改變。本文件的資料僅供參考，並不構成代表宏利投資管理向任何人士提出買賣任何證券的建議、專業意見、要約或邀請。本文件的資料不得視為現時或過去的建議，或游說買賣任何投資產品或採納任何投資策略的要約。本文件所載的所有資料概不構成投資、法律、會計或稅務意見，或任何投資或策略適用於閣下個別情況的聲明，或構成向閣下提出的個人建議。過往回報並不預示未來業績。

投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件(如適用)，以獲取詳細資料，包括任何投資產品的風險因素、收費及產品特點。

專有信息 — 未經宏利投資管理事先同意，不得以任何形式或就任何目的向任何第三方複製、分發、傳閱、散播、刊登或披露本文件全部或任何部分內容。

本文件由宏利投資管理(香港)有限公司屬下分部宏利投資管理(亞洲)刊發。

證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。

547505