

# 专题报导： 中国股市的反弹能否延续取决于果断的财政刺激措施

## 重点

- ◆ 中国国家发展与改革委员会（发改委）于 10 月 8 日举行的新闻发布会中未有宣布新的刺激政策，导致恒生指数出现 9.4% 的调整，我们认为这是一个短期的技术性回调。
- ◆ 我们预计，财政部很可能会推出进一步的财政刺激措施，以配合货币宽松政策，旨在提振内需与促进经济增长。然而，政策宣布的具体时间及财政刺激的规模仍未能确定。
- ◆ 在静待更多有力证据显示中国经济基本面与企业盈利有实质改善之际，我们对中国内地与香港股市维持中性看法。我们认为，中国股市能否延续升势将取决于财政政策；我们较偏好具备高股息的优质中国国企、拥有稳健盈利能力且估值远低于国际同业的互联网龙头。香港市场方面，我们偏好估值偏低且具备高股息的保险、电讯与公用事业类股，以及财务状况稳健且遭过度抛售的部分地产发展商



范卓云  
汇丰私人银行及财富管理  
亚洲区首席投资总监

## 发生了什么事？

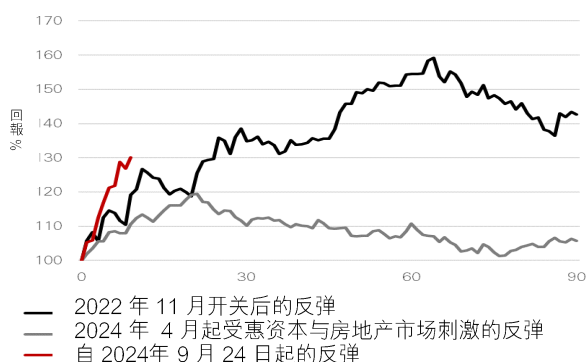
- 中国国家发展与改革委员会于 10 月 8 日举行备受瞩目的新闻发布会，由于未有宣布新的刺激政策而令外界失望。
- 人民银行自 9 月 24 日公布一系列货币、房地产及资本市场支持计划以来，市场已经预期财政支出计划会采取「不惜一切代价」的方式提振经济，并预测刺激方案规模会达 2 万亿元至 10 万亿元人民币不等。
- 由于新闻发布会让人失望，引发了大规模的获利回吐，恒生指数（HSI）急挫 9.4%，收报 20,927 点，创下了 6,200 亿港元（800 亿美元）的日交易量新高。与此同时，反映 A 股市场整体走势的沪深 300 指数开盘时录得小于预期的 5.9% 升幅（与市场预期的 +10% 涨停相差甚远）。尽管如此，A 股市场的日成交量仍达到了创纪录的 3.43 万亿元人民币（4,860 亿美元），因内地投资者在国庆黄金周假期后追赶中国离岸股市的巨大升幅。
- 我们认为恒生指数的急跌属于短期的技术性回调，因为该指数自中国刺激政策公布后的九个交易日内已累计上涨了 26.6%。多种短期技术因素放大了市场下跌的幅度，包括沉重的获利回吐压力、A-H 股套利交易、投资者重新布局，以及策略性地从中国离岸股票转向国内 A 股，以在黄金周假期后获取更多重估上升的空间。
- 值得注意的是，投资者其实不应该因发改委未有宣布实质刺激政策而感到失望，因为该委员会的职责是制定经济改革战略、设立宏观经济目标，以及协调宏观与结构性改革政策，而非向外宣布有关的融资计划。公布政策实际上是由财政部负责。

- 我们相信会有进一步的财政刺激政策出台，以补充宽松货币政策的不足，从而恢复国内需求并支持经济增长。然而，政策宣布的确实时间表及刺激方案的规模仍不明朗，我们认为财政刺激的最终规模，可能取决于中央领导层提供额外政策支持的迫切性。
- 发改委传达了建设性的讯息，即中国经济「稳定」，并在实现 2024 年 5% 左右的经济增长目标方面取得了「积极进展」。发改委的政策基调似乎反映出财政刺激政策的迫切性降低；发改委强调的现有财政措施包括：
  - 1) 特别地方政府债券（SLGB） - 发改委要求在 10 月底前加快使用 2024 年所有的特别地方政府债券发行配额。预计 2024 年地方政府建设项目余额约为 2,900 亿元人民币，显示今年有较大空间增发特别债券
  - 2) 超长期中国政府债券（SCGB） - 发改委未有透露将于 2024 年提高超长期中国政府债券的额度。相反，当局正在准备 2025 年的项目清单。
  - 3) 提前发布 2025 年项目清单 - 发改委计划将 2025 年 2,000 亿元人民币（占 GDP 的 0.2%）的建设项目清单提前至 2024 年，其中 1,000 亿元人民币的中央财政开支将于 10 月底前发布。
- 发改委重申了加大逆周期支持力度和促进消费需求的政策重点，并强调稳定房地产行业及推出更有效的措施提振资本市场的重要性，然而并未提供具体的政策细节。

## 投资影响

- 在静待更多有力证据显示中国经济基本面与企业盈利有实质改善之际，我们对中国内地与香港股市维持中性看法。我们认为至今宣布的支持措施应能有效避免去杠杆化及债务通缩螺旋进一步恶化；然而市场预期中央有更多政策让 2024 年以后的中国经济有更持续的改善。
- 我们认为市场急剧波动是一个及时的警号，让我们关注基本面的质素。展望未来，我们认为中国经济反弹的延续将取决于财政政策，这仍是中国结构性增长前景的主要推动力。
- 由于刺激经济措施需要时间发挥作用，并推动基本面改善。我们看好被低估的优质中国及香港行业龙头，它们具有强劲的盈利能力，并具有潜力透过增加派息及股份回购来改善股东回报。我们偏好高股息的优质国企，包括精选的中资银行、电讯及能源股，以及盈利前景稳健及相对于美国同业有显著估值折让的蓝筹互联网龙头。在香港，我们偏好保险、电讯及公用事业行业中被低估的高息股，预期这些股票在全球减息周期中表现良好。MSCI 中国及恒生指数的 12 个月远期市盈率分别为 11.5 倍及 9.9 倍，低于五年平均水平。
- 我们对中国房地产高收益债券及高资本杠杆的中国私人发展商股票仍持审慎态度，但我们会选择性地持有财务实力稳健及可派发高股息的优质中国国企发展商，以及香港地产发展商。
- 我们预期较长期的低息环境将会持续，而央行的宽松政策将继续为中国投资级别债券。

中国股市在本轮及过去受政策所推动的表现



资料来源：彭博、汇丰私人银行及财富管理，截至 2024 年 10 月 9 日。过去的表现并不代表未来的表现。

## 免责声明

本文件或影片由香港中环皇后大道中1号香港上海汇丰银行有限公司（“HBAP”）编制。HBAP 在香港注册成立，为汇丰集团成员。本文件或影片由汇丰银行（中国）有限公司、HBAP、汇丰银行（新加坡）有限公司、汇丰（台湾）商业银行有限公司及汇丰金融技术服务（上海）有限责任公司（合称“分发方”）分发及/或提供。本文件或影片仅供一般传阅及参考用途。

无论基于任何原因，本文件或影片所载之部分或全部内容均不得复制或进一步分发予任何人士或实体。如于某司法管辖区内分发本文件属违法，则不得于该司法管辖区内分发本文件或影片。所有未经授权之复制或使用本文件或影片，均属使用者的责任，并有机会引致法律诉讼。本文件或影片只提供一般性资料，文件内所载的观点，并不构成投资研究或出售或购入投资产品的意见或建议。本文件或影片内所载的部分陈述可能会被视为前瞻性陈述，提供当前预测或未来事件预估。相关的前瞻性陈述不保证未来表现或事件，并涉及风险及不确定性。基于多项因素，实际结果可能和相关前瞻性陈述大不相同。HBAP 及分发方对更新其中的前瞻性陈述，或对提供实际结果和前瞻性陈述的预测不同的原因，概不承担任何责任。本文件或影片并无契约效力，在任何情况下，于任何司法管辖范围内均不应被视为促销或建议购入或出售任何金融工具，而此等建议并不合法。当中所载内容反映汇丰环球投资委员会于编制时的观点及意见，可能随时变更。这些观点未必代表汇丰投资管理当前的投资组合构成。汇丰投资管理所管理的个别投资组合主要反映个别客户的目标、风险取向、投资期限及市场流动性。

投资价值及所得收益可升亦可跌，投资者有机会未能取回投资本金。本文件或影片所载之过去业绩并不代表将来的表现，所载之任何预测、估计及模拟均不应被视为将来表现的指标。任何涉及海外市场的投资，均有机会受到汇率兑换影响而令投资价值上升或下跌。和成熟市场相比，新兴市场投资本质上涉及较高风险，而且较为波动。新兴市场的经济一般倚赖国际贸易，因此一直以来并可能继续会受贸易壁垒、外汇管制、相对币值控制调整及其他和其进行贸易的国家/地区实施或协商的保护主义措施的不利影响。而此等经济体系亦会继续受到其他和其进行贸易的国家/地区的经济状况的负面影响。投资涉及市场风险，请细阅所有和投资相关的文件。

本文件或影片就近期经济环境提供基本概要，仅供参考。文章或影片代表 HBAP 的观点，并以 HBAP 的环球观点为依据，未必和分发方的当地观点一致。其内容并非按照旨在促进投资研究独立性的法律规定编制，并且分发前不受任何禁止交易规定的约束。其内容不拟提供且投资者不应加以依赖以作会计、法律或税务意见。作出任何投资决策之前，应咨询独立的财务顾问。如选择不咨询财务顾问，则须审慎考虑投资产品是否适合。建议您在必要时寻求适当的专业意见。

有关第三方资料乃取自我们相信可靠的资料来源，我们对于有关资料的准确性及/或完整性并无作出独立查证。因此您必须在作出投资决策前从多个资料来源求证。

此条款仅适用于汇丰（台湾）商业银行有限公司向其客户分发时的情况：汇丰（台湾）办理信托业务，应尽善良管理人之注意义务及忠实义务。汇丰（台湾）不担保信托业务之管理或运用绩效，委托人或受益人应自负盈亏。

## 关于 ESG 和可持续投资的重要信息

我们现在为许多严重排放温室气体的产业提供资金。我们制定了一项策略来帮助客户和我们一同减排。欲了解更多详情，请浏览[www.hsbc.com/sustainability](http://www.hsbc.com/sustainability)。

从广义上，「ESG 和可持续投资」产品包括在不同程度上考虑环境、社会、管治和/或其他可持续发展因素的投资策略或工具。我们归入此类别的个别投资可能正在改变，以实现可持续发展成果。并不保证 ESG 和可持续投资所产生的回报和不考虑这些因素的投资回报相近。ESG 和可持续投资产品或会偏离传统市场基准。此外，ESG 和可持续投资或可持续投资带来的影响并没有标准定义或量度准则。ESG 和可持续投资及可持续发展影响的量度准则是（a）高度主观的，而且（b）在不同板块之间和同一板块之内可能存在重大差异。

汇丰可能依赖由第三方供应商或发行机构设计或报告的量度准则。汇丰不会经常就量度准则自行作出具体的尽职审查。并不保证：（a）ESG / 可持续发展影响或量度准则的性质和任何个别投资者的可持续发展目标保持一致；（b）ESG / 可持续发展影响将达到指定水平或目标水平。「ESG 和可持续投资」是一个不断演变的领域，新的监管规例可能生效，这或会影响投资的分类或标签方式。今天被视为符合可持续发展准则的投资未必符合未来的准则。

\*本文件或影片为 HBAP 根据英文报告翻译的译文。HBAP、汇丰银行（中国）有限公司、汇丰（台湾）商业银行有限公司、汇丰银行（新加坡）有限公司及汇丰金融技术服务（上海）有限责任公司已采取合理措施以确保译文的准确性。如中英文版本的内容有差异，须以英文版本内容为准。

本文件或影片的内容未经任何香港或任何其他司法管辖区的监管机构审阅。建议您就相关投资及本文件或影片内容审慎行事。如您对本文件或影片的内容有任何疑问，应向独立人士寻求专业意见。

©版权所有 2024。香港上海汇丰银行有限公司。保留一切权利。

未经香港上海汇丰银行有限公司事先书面许可，不得以任何形式或任何方式（无论是电子、机械、影印、摄录或其他方式）复制或传送本文件或影片的任何部分或将其任何部分储存于检索系统内。