

# 專題報導： 中國股市的反彈能否延續取決於果斷的財政刺激措施

## 重點

- ◆ 中國國家發展與改革委員會（發改委）於 10 月 8 日舉行的新聞發佈會中未有宣佈新的刺激政策，導致恒生指數出現 9.4% 的調整，我們認為這是一個短期的技術性回調。
- ◆ 我們預計，財政部很可能會推出進一步的財政刺激措施，以配合貨幣寬鬆政策，旨在提振內需與促進經濟增長。然而，政策宣佈的具體時間及財政刺激的規模仍未能確定。
- ◆ 在靜待更多有力證據顯示中國經濟基本面與企業盈利有實質改善之際，我們對中國內地與香港股市維持中性看法。我們認為，中國股市能否延續升勢將取決於財政政策；我們較偏好具備高股息的優質中國國企、擁有穩健盈利能力且估值遠低於國際同業的互聯網龍頭。香港市場方面，我們偏好估值偏低且具備高股息的保險、電訊與公用事業類股，以及財務狀況穩健且遭過度拋售的部分地產發展商。



范卓雲  
滙豐私人銀行及財富管理  
亞洲區首席投資總監

## 發生了什麼事？

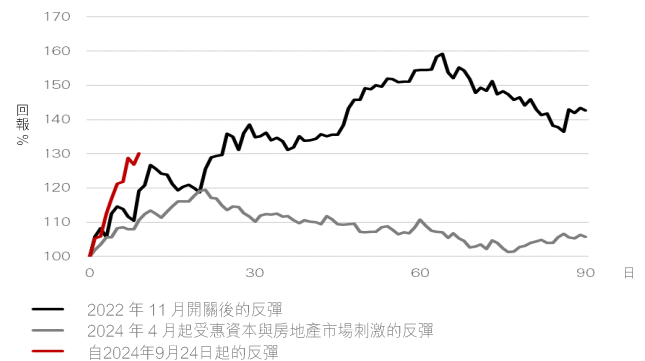
- 中國國家發展與改革委員會於 10 月 8 日舉行備受矚目的新聞發佈會，由於未有宣佈新的刺激政策而令外界失望。
- 人民銀行自 9 月 24 日公佈一系列貨幣、房地產及資本市場支持計劃以來，市場已經預期財政支出計劃會採取「不惜一切代價」的方式提振經濟，並預測刺激方案規模會達 2 萬億元至 10 萬億元人民幣不等。
- 由於新聞發佈會讓人失望，引發了大規模的獲利回吐，恒生指數（HSI）急挫 9.4%，收報 20,927 點，創下了 6,200 億港元（800 億美元）的日交易量新高。與此同時，反映 A 股市場整體走勢的滬深 300 指數開盤時錄得小於預期的 5.9% 升幅（與市場預期的 +10% 漲停相差甚遠）。儘管如此，A 股市場的日成交量仍達到了創紀錄的 3.43 萬億元人民幣（4,860 億美元），因內地投資者在國慶黃金週假期後追趕中國離岸股市的巨大升幅。
- 我們認為恒生指數的急跌屬於短期的技術性回調，因為該指數自中國刺激政策公佈後的九個交易日內已累計上漲了 26.6%。多種短期技術因素放大了市場下跌的幅度，包括沉重的獲利回吐壓力、A-H 股套利交易、投資者重新佈局，以及策略性地從中國離岸股票轉向國內 A 股，以在黃金週假期後獲取更多重估上升的空間。
- 值得注意的是，投資者其實不應該因發改委未有宣佈實質刺激政策而感到失望，因為該委員會的職責是制定經濟改革戰略、設立宏觀經濟目標，以及協調宏觀與結構性改革政策，而非向外宣佈有關的融資計劃。公佈政策實際上是由財政部負責。

- 我們相信會有進一步的財政刺激政策出台，以補充寬鬆貨幣政策的不足，從而恢復國內需求並支持經濟增長。然而，政策宣佈的確實時間表及刺激方案的規模仍不明朗，我們認為財政刺激的最終規模，可能取決於中央領導層提供額外政策支持的迫切性。
- 發改委傳達了建設性的訊息，即中國經濟「穩定」，並在實現 2024 年 5% 左右的經濟增長目標方面取得了「積極進展」。發改委的政策基調似乎反映出財政刺激政策的迫切性降低；發改委強調的現有財政措施包括：
  - 1) 特別地方政府債券 (SLGB) - 發改委要求在 10 月底前加快使用 2024 年所有的特別地方政府債券發行配額。預計 2024 年地方政府建設項目餘額約為 2,900 億元人民幣，顯示今年有較大空間增發特別債券。
  - 2) 超長期中國政府債券 (SCGB) - 發改委未有透露將於 2024 年提高超長期中國政府債券的額度。相反，當局正在準備 2025 年的項目清單。
  - 3) 提前發佈 2025 年項目清單 - 發改委計劃將 2025 年 2,000 億元人民幣（佔 GDP 的 0.2%）的建設項目清單提前至 2024 年，其中 1,000 億元人民幣的中央財政開支將於 10 月底前發佈。
- 發改委重申了加大逆週期支持力度和促進消費需求的政策重點，並強調穩定房地產行業及推出更有效的措施提振資本市場的重要性，然而並未提供具體的政策細節。

## 投資影響

- 在靜待更多有力證據顯示中國經濟基本面與企業盈利有實質改善之際，我們對中國內地與香港股市維持中性看法。我們認為至今宣佈的支持措施應能有效避免去槓桿化及債務通縮螺旋進一步惡化；然而市場期望中央有更多政策讓 2024 年以後的中國經濟有更持續的改善。
- 我們認為市場急劇波動是一個及時的警號，讓我們關注基本面的質素。展望未來，我們認為中國經濟反彈的延續將取決於財政政策，這仍是中國結構性增長前景的主要推動力。
- 由於刺激經濟措施需要時間發揮作用，並推動基本面改善。我們看好被低估的優質中國及香港行業龍頭，它們具有強勁的盈利能力，並具有潛力透過增加派息及股份回購來改善股東回報。我們偏好高股息的優質國企，包括精選的中資銀行、電訊及能源股，以及盈利前景穩健及相對於美國同業有顯著估值折讓的藍籌互聯網龍頭。在香港，我們偏好保險、電訊及公用事業行業中被低估的高息股，預期這些股票在全球減息週期中表現良好。MSCI 中國及恒生指數的 12 個月遠期市盈率分別為 11.5 倍及 9.9 倍，低於五年平均水平。
- 我們對中國房地產高收益債券及高資本槓桿的中國私人發展商股票仍持審慎態度，但我們會選擇性地持有財務實力穩健及可派發高股息的優質中國國企發展商，以及香港地產發展商。
- 我們預期較長期的低息環境將會持續，而央行的寬鬆政策將繼續為中國投資級別債券提供良好支撐。我們對中國本幣債券及美元債券保持中性看法。

中國股市在本輪及過去受政策所推動的表現



資料來源：彭博、滙豐私人銀行及財富管理，截至 2024 年 10 月 9 日。過去的表現並不代表未來的表現。

## 免責聲明

本文件或影片由香港中環皇后大道中1號香港上海滙豐銀行有限公司（「HBAP」）編製。HBAP 在香港註冊成立，為滙豐集團成員。本文件或影片由滙豐銀行（中國）有限公司、HBAP、滙豐銀行（新加坡）有限公司、滙豐（台灣）商業銀行有限公司及滙豐金融科技服務（上海）有限責任公司（合稱「分發方」）分發及／或提供。本文件或影片僅供一般傳閱及參考用途。

無論基於任何原因，本文件或影片所載之部分或全部內容均不得複製或進一步分發予任何人士或實體。如於某司法管轄區內分發本文件屬違法，則不得於該司法管轄區內分發本文件或影片。所有未經授權之複製或使用本文件或影片，均屬使用者的責任，並有機會引致法律訴訟。本文件或影片只提供一般性資料，文件內所載的觀點，並不構成投資研究或出售或購入投資產品的意見或建議。本文件或影片內所載的部分陳述可能會被視為前瞻性陳述，提供目前預測或未來事件預估。相關的前瞻性陳述不保證未來表現或事件，並涉及風險及不確定性。基於多項因素，實際結果可能與相關前瞻性陳述大不相同。HBAP 及分發方對更新其中的前瞻性陳述，或對提供實際結果與前瞻性陳述的預測不同的原因，概不承擔任何責任。本文件或影片並無契約效力，在任何情況下，於任何司法管轄範圍內均不應被視為促銷或建議購入或出售任何金融工具，而此等建議並不合法。當中所載內容反映滙豐環球投資委員會於編製時的觀點及意見，可能隨時變更。這些觀點未必代表滙豐投資管理目前的投資組合構成。滙豐投資管理所管理的個別投資組合主要反映個別客戶的目標、風險取向、投資期限及市場流動性。

投資價值及所得收益可升亦可跌，投資者有機會未能取回投資本金。本文件或影片所載之過去業績並不代表將來的表現，所載之任何預測、估計及模擬均不應被視為將來表現的指標。任何涉及海外市場的投資，均有機會受到滙率兌換影響而令投資價值上升或下跌。與成熟市場相比，新興市場投資本質上涉及較高風險，而且較為波動。新興市場的經濟一般倚賴國際貿易，因此一直以來並可能繼續會受貿易壁壘、外匯管制、相對幣值控制調整及其他與其進行貿易的國家／地區實施或協商的保護主義措施的不利影響。而此等經濟體系亦會或繼續受到其他與其進行貿易的國家／地區的經濟狀況的負面影響。投資涉及市場風險，請細閱所有與投資相關的文件。

本文件或影片就近期經濟環境提供基本概要，僅供參考。文章或影片代表 HBAP 的觀點，並以 HBAP 的環球觀點為依據，未必與分發方的當地觀點一致。其內容並非按照旨在促進投資研究獨立性的法律規定編製，並且分發前不受任何禁止交易規定的約束。其內容不擬提供且投資者不應加以依賴以作會計、法律或稅務意見。作出任何投資決策之前，應諮詢獨立的財務顧問。如選擇不諮詢財務顧問，則須審慎考慮投資產品是否適合。建議您在必要時尋求適當的專業意見。

有關第三方資料乃取自我們相信可靠的資料來源，我們對於有關資料的準確性及／或完整性並無作出獨立查證。因此您必須在作出投資決策前從多個資料來源求證。

此條款僅適用於滙豐（台灣）商業銀行有限公司向其客戶分發時的情況；滙豐（台灣）辦理信託業務，應盡善良管理人之注意義務及忠實義務。滙豐（台灣）不擔保信託業務之管理或運用績效，委託人或受益人應自負盈虧。

## 關於 ESG 與可持續投資的重要資訊

我們現在為許多嚴重排放溫室氣體的產業提供資金。我們制定了一項策略來幫助客戶與我們一同減少排放。欲了解更多詳情，請瀏覽 [www.hsbc.com/sustainability](http://www.hsbc.com/sustainability)。

從廣義上，「ESG 與可持續投資」產品包括在不同程度上考慮環境、社會、管治與／或其他可持續發展因素的投資策略或工具。我們包括在此類別的個別投資可能正在改變，以實現可持續發展成果。並不保證 ESG 與可持續投資所產生的回報與不考慮這些因素的投資回報相近。ESG 與可持續投資產品或會偏離傳統市場基準。此外，ESG 與可持續投資或可持續投資帶來的影響並沒有標準定義或量度準則。ESG 與可持續投資及可持續發展影響的量度準則是 (a) 高度主觀，而且 (b) 在不同板塊之間與同一板塊之內可能存在重大差異。

滙豐可能依賴由第三方供應商或發行機構設計與／或報告的量度準則。滙豐不會經常就量度準則自行作出具體的盡職審查。並不保證：(a) ESG／可持續發展影響或量度準則的性質將與任何個別投資者的可持續發展目標保持一致；(b) ESG／可持續發展影響將達到指定水平或目標水平。「ESG 與可持續投資」是一個不斷演變的領域，新的監管規例可能生效，這或會影響投資的分類或標籤方式。今天被視為符合可持續發展準則的投資未必符合未來的準則。

\*本文件或影片為 HBAP 根據英文報告翻譯的譯文。HBAP、滙豐銀行（中國）有限公司、滙豐（台灣）商業銀行有限公司、滙豐銀行（新加坡）有限公司及滙豐金融科技服務（上海）有限責任公司已採取合理措施以確保譯文的準確性。如中英文版本的內容有差異，須以英文版本內容為準。

本文件或影片的內容未經任何香港或任何其他司法管轄區的監管機構審閱。建議您就相關投資及本文件或影片內容審慎行事。如您對本文件或影片的內容有任何疑問，應向獨立人士尋求專業意見。

© 版權所有 2024。香港上海滙豐銀行有限公司。保留一切權利。

未經香港上海滙豐銀行有限公司事先書面許可，不得以任何形式或任何方式（無論是電子、機械、影印、攝錄或其他方式）複製或傳送本文件或影片的任何部分或將其任何部分儲存於檢索系統內。