

中國 — 2021年的投資機遇？

上半部



劉國杰
管理合夥人
首域盈信資產管理

劉國杰自2002年加入首域盈信資產管理，擔任董事專責管理大中華區股票投資組合，已加入首域盈信逾十八年。劉國杰是多個首域盈信策略的首席基金經理，包括首域盈信中國增長策略和首域盈信亞洲股本優點策略。

下文問答是節錄自劉國杰在2021年1月的網絡直播。

中國於2021年的前景如何？

市場經歷去年的經濟低迷情況後，2021年中國經濟出現復甦亦不足為奇。倘若今年可以順利推出疫苗，我們相信經濟將能反彈，旅遊業和其他受到嚴重衝擊的行業尤其有望收復失地。去年，香港的旅遊業大跌99.9%，因此行業繼續轉差的空間不大。

今年，我們相信整體市場有機會迎來更均衡的增長，當中包括週期性股票及去年股價受重挫的股票。隨著經濟復甦，其他行業的股票亦會變得更具吸引力，而且這並不只限於某幾個行業，與去年大部分回報集中於少數股票的情況不同。過去兩個月，市場已開始出現轉變的跡象，因此我們預計今年的表現將有別於去年。

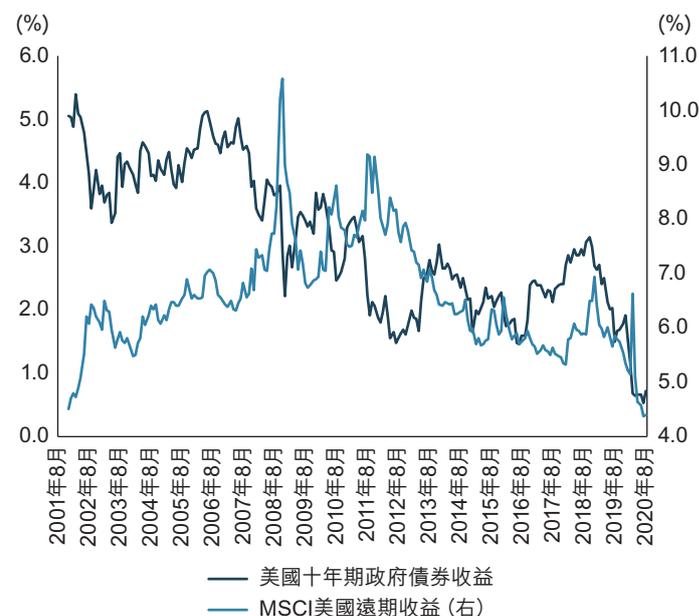
我們仍然相信，複雜的政治環境將會繼續影響今年的市場，幸好新上任的美國總統拜登較上一任總統容易捉摸，而且不太可能會推出極端政策。話雖如此，由於中美關係屬敏感的政治議題，我們不相信拜登會全面撤銷特朗普之前簽署的行政命令。我認為，任何從政者都不會急於在上任初期大刀闊斧改變外交政策。

今年，我們的團隊將會採取更審慎的方針。2020年的市場情況略為反常，即使市場估值高企，但投資者仍舊信心十足。隨著股價上升80至100倍的公司（大多為新公司）公佈業績，我們將能判斷這些公司是否符合投資者的期望。

我們並非認為中國和其他市場的股票價格必然會下跌，惟預計今年的回報可能會較去年遜色。作為保守型投資者，我們在挑選股票時需要更加審慎。

目前全球資金氾濫，刺激股價上升，令股票估值十分高昂。你認為債券的價格是否較股票吸引呢？

美國股票與債券



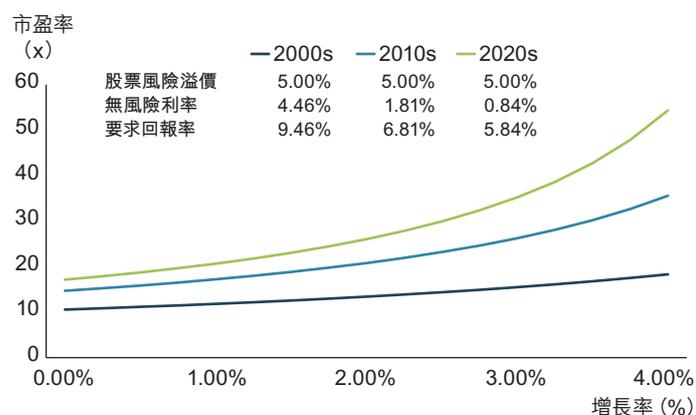
資料來源：彭博社，Datastream，FactSet，MSCI，麥格理，截至2020年8月29日



現時美國債券的孳息率約為1%，當任何投資都能帶來1%回報時，大家可能會覺得所有投資都變得很便宜。相比之下，如果所說的是香港的物業，你又會否認為這水平過高呢？倘若現金存款利率僅得0.2%，那麼收益率達2%的物業租賃投資肯定會是較佳的選擇。換言之，哪種投資較具吸引力，實際上取決於利率水平。

投資者要留意，大家雖然預計經濟會反彈，但卻未有預期利率會上升，與過往的復甦不同。背後原因在於經濟仍然不穩，故此我們相信股票的投資價值仍較債券高。就以藍籌股長江和記實業為例，其債券孳息率約為1.6%至1.7%。然而，其股息率卻超過5%。

在既定的增長率下“正確”的市盈率



資料來源：FactSet，首域盈信資產管理，截至2020年8月29日。無風險利率基於香港10年期債券利率。

此圖表展示另一個分析投資價值的方式：「在息率超低的環境中，為何股價的升幅會如此大？」這個思考方式是從數學角度去檢視價格趨勢，我們稱之為「學術角度」分析。

在圖中，我們假定風險溢價維持於5%，並按照美國十年期國庫券的不同孳息率計算合理的市盈率。綠色線代表2020年，當時美國十年期國庫券的孳息率為1%，而企業增長率為4%，相應市盈率為50倍。這聽上去似乎很高，但這只是假設十年期債券孳息率為1%的計算結果。

你認為中國有哪些長期優勢呢？

中國相比競爭對手的表現

指標	中國	印度	韓國	台灣
人口（百萬人）	1,395	1,339	52	24
教育程度 （25歲以上擁有高等學位的 人口百分比）	3.58 (2010)	9.14 (2011)	26.68 (2015)	-
大專畢業生 （'000人）	7,533 (2018)	-	335 (2017)	289 (2018)
製造業工資（美元每小時）	3.8	0.7	18.7	8.6
基建（2019全球競爭力）	36	70	6	16
營商便利度（2019指數排名）	31	63	5	15

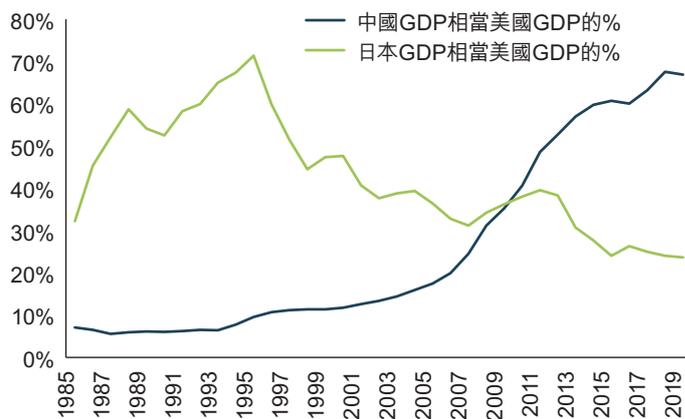
資料來源：摩根士丹利

中國依然是具吸引力的製造業基地。2020年的最重要事件之一，是Tesla以短短一年時間於上海建成了其最大的製造工廠。去年，上海工廠佔Tesla汽車產量的近三分之一。新工廠落成具有重大意義，原因並非是該工廠隸屬Tesla又或與電動車市場有關，而是由於過去中國的製造業主要集中於鞋履及紡織，近年則主攻iPhone。以往，大家沒有想到中國製造的汽車會出口至歐洲市場，亦未有料到Tesla會於一年內從零開始建成工廠。

中國的另一項長期優勢是「工程競爭力」。縱然中國已經不再是廉價勞動力來源，但當地合資格工程師的薪酬仍然只有美國工程師的一半或三分之二。結果，中國部分行業開始迅速發展，例如醫藥、軟件、半導體及汽車業等。當我們分析華為成功的原因時，大家會發現這其實是源於中國升級製造業，亦即中國國家主席習近平最新提出的五年規劃的主要目標。

你認為中美關係會如何發展？對中國經濟會有甚麼影響？

中國現時的GDP相當於美國的約67% — 與日本在90年代中期的情況相若



資料來源：美國商務部、中國商務部、彭博、FactSet、國家統計局、世界銀行、首域盈信資產管理。截至2020年6月30日。

目前的政治氣氛早有先例。於1980年代，美國及日本亦曾經爆發多次貿易糾紛。當時，美國對日本進口汽車徵收重稅，重創了日本的汽車業。隨著中國逐漸崛起，目前其國內生產總值已相當於美國的約70%，情況就與之前的日本相若。以國內生產總值計，美國是全球最主要的經濟體，因此先後與最大勁敵日本和中國展開政治及經濟角力。美國對5G市佔率超過50%的華為實施制裁，原因正是其不希望被其他國家超越。由此我們可以推斷，日後美國將會實施更多針對中國的措施。

話雖如此，若然我們回顧於1980年代末至1990年代初貿易制裁對日本經濟造成的影響，便會發現措施在某程度上其實有利當地經濟。以豐田汽車（Toyota）為例，該公司不單堅守全球最大汽車製造商的寶座，更同時於美國生產汽車。豐田利用當地資源支持全球擴張，並且維持行業龍頭地位。我深信，即使面臨制裁，個別中國企業也能像豐田般逆勢壯大。



投資者應該注意哪些長期趨勢呢？

全球化帶來各種問題，而現時我們正面對民粹主義帶來的威脅。美國以至全球各國都已改變對全球化的態度。我們將留意當局如何應對有關議題，但我不認為政策將會出現重大轉變。我尤其關注疫情所加劇的社會不平等問題。作為長線投資者，我們將會密切監察各國政府如何於未來五至十年消除不平等的現象。

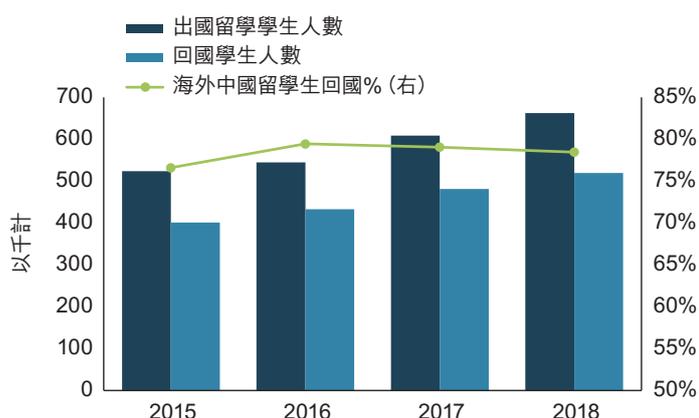
於中國最新公佈的十四五規劃中，政府宣佈計劃減輕中國對全球經濟的依賴程度，並減輕全球經濟對中國的影響，同時達致自給自足及振興國內消費。另外，當局亦推出補貼，以鼓勵民眾購買家用電器及汽車。我們相信，有關趨勢將於未來五至十年持續。隨著中國經濟發展及收入水平提升，民眾開始思考如何改善生活質素。故此，就算是在疫情前，消費開支、教育及旅遊行業亦已具備明顯的增長潛力。

同樣，我們亦可以預期商品的平均售價將上升。中國有不少價格低廉的啤酒，而每包即食麵的平均售價亦不足人民幣1元。不過，在最近三年，我們留意到一項特別的趨勢，那就是高檔產品陸續打入市場。舉例，手工啤酒的售價可達到人民幣10元，甚至是20元。以往，花數百元人民幣便能買到一個電飯煲。然而，在智能技術冒起後，部分智能家電的價格遠超先前水平。我相信，價格上升的趨勢或會對企業利潤構成直接影響，並且提高股東回報。

我們注意到的另一項趨勢是國內品牌日益普及。李寧和安踏等國內運動品牌，以及完美日記和百雀羚等化妝品牌創下佳績，反映年輕一代在生活及收入水平提升後，開始對中國品牌更有信心。我們相信，此趨勢將於未來延續，更多中國品牌會像華為和小米般大放異彩。

海外學生正回流中國

海外中國留學生回國人數



資料來源：國家統計局，Five IP Offices, Wind, FactSet。截至2020年6月30日。

最後一項值得留意的現象，是每年約有六十萬名中國留學生從海外大學畢業後回國。若大家留意中國上市企業的高層人員背景，便會發現大部分人在回國開展事業前，均曾經於海外工作或留學。我們相信，留學生回國將有助中國提升技術能力。

華為的研發規模大增兩倍，目前已與全球同業看齊

	華為 2013	華為 2018	蘋果 2018	三星 2018
研發開支(美元百萬)	4,382	14,501	14,236	15,374
收入(美元百萬)	34,146	103,029	265,809	221,506
研發 / 收入	12.8%	14.1%	5.4%	6.9%

資料來源：國家統計局，Five IP Offices, Wind, FactSet。截至2020年6月30日。

中國科技企業的研發開支連年上升，而且正在追上蘋果及三星。當然，並非所有研發項目均能成功，但投資者絕對樂意看到企業重視研發，以及當中蘊藏的增長機遇。

我們已投資於多間中國科技企業，而且買入的科技股並不限於互聯網公司，原因是我相信各項新技術將於往後數年應用於其他行業，例如零售及食品行業等。未來，各行各業均會利用新科技節省成本，科技行業的定義將會不斷擴闊。



資料來源：公司數據，資料截至2021年2月28日

免責聲明

本文件所載只屬一般性資料，並不包括亦不構成投資或投資產品建議。有關資料來自首源投資（「首源」）認為可靠的來源，而且在發表本文件時為準確的資料，首源並無就有關資料的中肯、準確、完整或正確作出明確或隱含的聲明或保證。首源、其任何聯營公司、任何董事、主管人員或僱員概不就任何因使用本文件而直接或間接引致的損失承擔任何責任。

本文件僅供一般參考，並不可視為提供全面的資料或特別建議。本文件所述意見為發件人在發表報告時的觀點，並可隨時予以修訂。本文件並非銷售文件，且不構成投資建議。未取得具體的專業意見前，任何人士不應依賴本文內容，及/或有關資料所載的任何事宜為行事基礎。未經首源投資預先同意，不得複製或傳閱本文件的全部或部分資料。本文件只可於符合相關司法管轄區的適用法例下使用及/或收取。

本文對具體證券的提述（如有）僅供說明用途，不應視成建議買賣有關證券。本文提述的所有證券可能或可能不會在某時期成為基金組合的部份持倉，而持倉可能作出變動。

於香港，此文件由首源投資（香港）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。於新加坡，此文件則由首源投資（新加坡）發行（公司註冊號碼：196900420D）。此廣告或出版物並未經新加坡金融管理局審閱。

首源投資及首域盈信資產管理是首源投資（香港）有限公司的商业名稱。首源投資（註冊編號53236800B）及首域盈信資產管理（註冊編號53314080C）是首源投資（新加坡）的商业部門。首域盈信資產管理標誌乃為MUFG（定義如下）或其聯營公司之商標。

首源投資（香港）有限公司及首源投資（新加坡）是首源投資投資管理業務的一部分，該公司最終由全球金融集團三菱日聯金融集團（“MUFG”）擁有。首源投資在不同司法管轄區內有多間公司。

MUFG及其附屬公司對本文件包含的任何聲明或信息概不負責。MUFG及其任何附屬公司均不保證本文中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本文中提及的任何投資並不是對MUFG或其附屬公司的存款或其他負債，而投資存在投資風險，包括收入和資本損失。