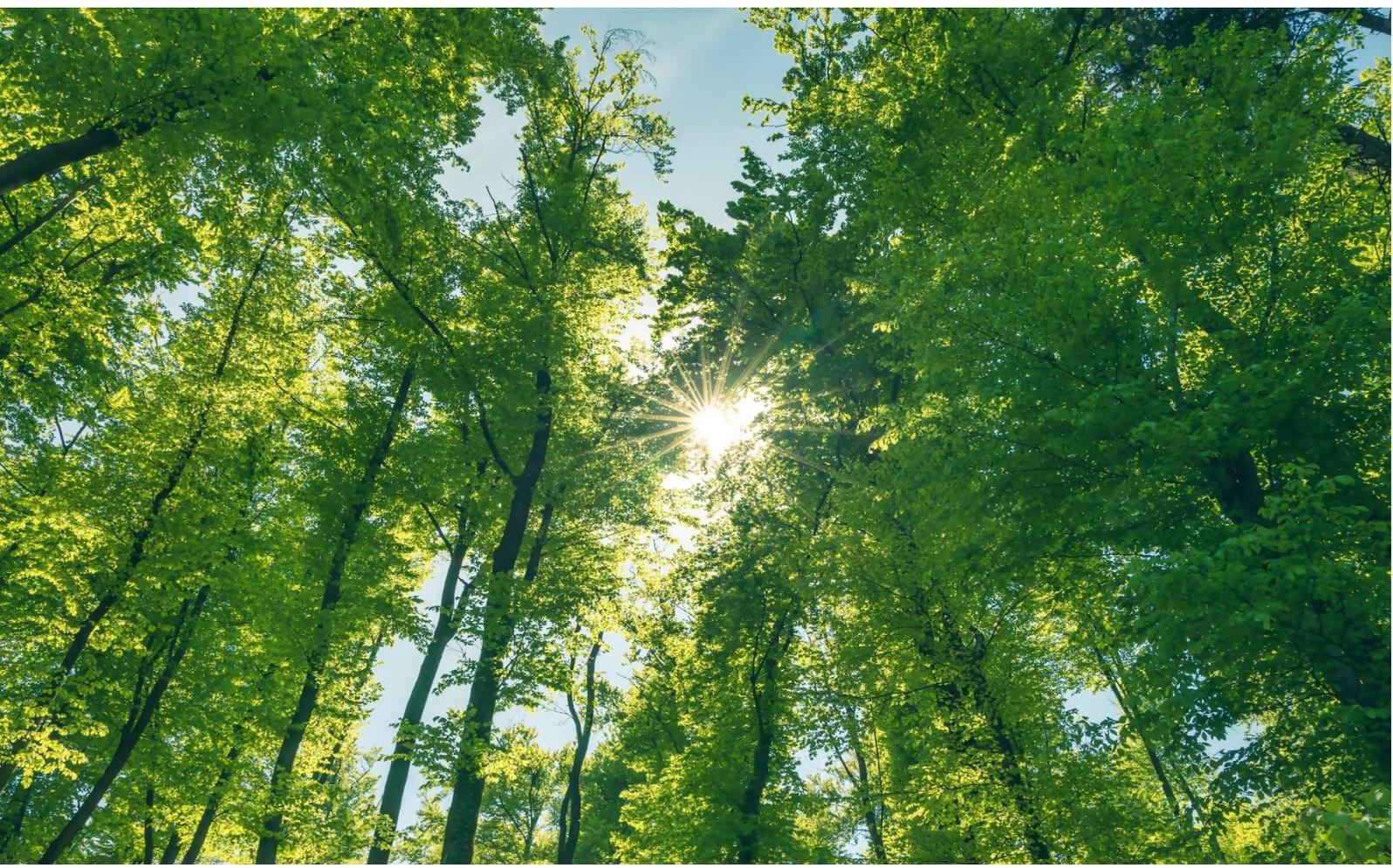




市场观点

中国从「不予投资」转身 成为「备受追捧」



中国 — 从「不予投资」 (Uninvestable) 转身成为最「备受追捧」 (Desirable)

这是多年以来，外资在 2025 年首次实现对中国资产的全面正向持有。中国曾一度被外国投资者认为「不予投资」 (Uninvestable)，而今已转身成为最「备受追捧」 (Desirable) 的市场之一。市场的短期涨幅显得迅猛而凌厉。投资者或倾向于锁定短期利润，但我们认为结构性估值重估的潜力仍更大。

在过去 33 年间，中国经济增长相对美国扩张了约 8 倍。同期，作为外资买入中国资产指标的恒生指数 (HSI)，其表现却较标普 500 指数 (S&P 500) 逊色 60%。就估值而言，香港市场较美国市场折让 50%。鉴于中国制造业当前的附加值成分、创新成分、中国在全球经济中的主导地位，以及其在人工智能 (AI) 发展上的领先，我们不禁要问：市场是否仍应主张中国应以折让估值进行交易？诚然，中国经济当前处于「不过热亦不过冷」的状态。我们论证，最强势的股票市场无须依赖最强的经济，因为投资者所买入的并非当前经济状态，而是由现行经济形势所决定的未来政策方向转变。偏软的经济加上宽松货币政策，反而对股市更为有利。

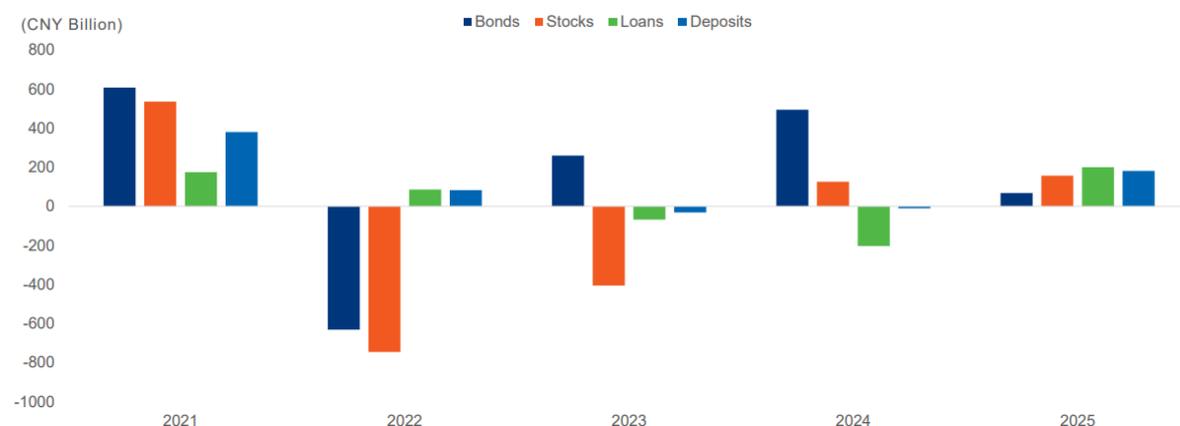
简而言之，受获利回吐 (Profit Taking) 的影响，香港 / 中国市场短期内或会出现盘整。我们建议把握整固机会进行增持，以布局多年估值重估的庞大潜力。

投资情绪出现 180 度转变

近年来，市场对中国股票的看法发生了显著转变。中国股市曾因长期市场低迷和经济逆风，一度被视为缺乏投资价值，但如今却为投资者提供了极具吸引力的投资理据。这一转变并非源于全面经济繁荣，而是由政策改革、情绪改善和结构性低估等因素共同促成。关键在于，最强势的股市往往不需要最强的经济，而是依赖政策支持的预期和早期复苏的动能，这些条件与中国当前走势一致。

境外资金流入是这波复苏的重要指标。经过多年的资金外流，2025 年出现一个转折点：债券、股票、贷款和存款等所有主要类别的净持仓均出现扩张，为四年来首次。这种广泛的增长反映出在全球不确定性，特别是美国政策不明朗的背景下，投资者信心恢复，导致资金流向了包括中国在内的新兴市场。先前持观望态度的外资，正在从长期熊市后的历史低位重建仓位。

Foreign Holdings of Chinese Assets Expand Across Board
2025 shows net growth in every asset class for first time in 4 years



Source: PBOC, KGI

恒生指数是衡量境外资金流向中国资产的可靠晴雨表。其近期上涨是在经历了三年下跌之后发生的，这段下跌使估值受到抑制，仓位极度轻微。从 2022 年底接近 15,000 点的低点，恒生指数已在 2025 年年中攀升至 25,000 点左右，这表明这是一个追赶阶段，而非过度扩张。此轮复苏建立在先前低度曝险的基础上，容许持续上涨的空间，且没有立即过度拥挤的风险。



Source: Bloomberg, KGI

国内情绪透过上证 A 股指数呈现类似走势。该指数在 2023 年至 2024 年的大部分时间徘徊在 3,000 点以下，近几月开始稳步上移，逼近 3,500 点。此温和反弹显示本地投资者信心正在恢复的早期阶段，早前因房地产板块困境与增长疲弱而退场的投资者正逐步回流。虽然尚未达到亢奋，但该趋势为政策措施落地后更广泛参与奠定基础。



Source: Bloomberg, KGI

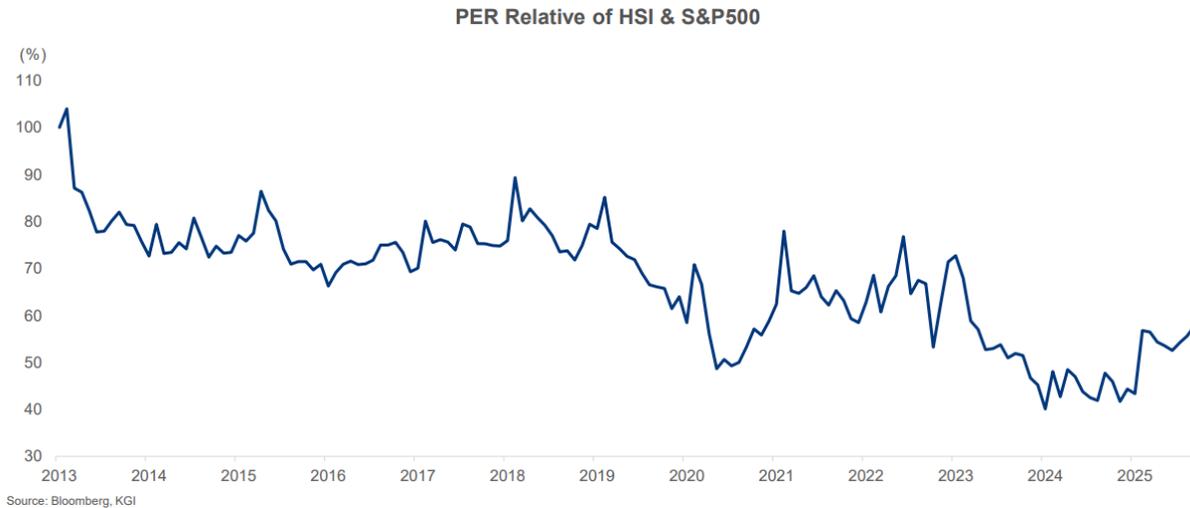
历史背景凸显了投资机会

过去 33 年中，中国的国内生产总值 (GDP) 相对于美国增长了八倍，并成为全球第二大经济体。然而，作为中国相关股票代理指针的恒生指数，同期却落后于标普 500 指数 60%。这种脱节突显了严重的低估，即经济成就并未转化为相称的市场回报。监管干预、地缘政治紧张局势和全球风险偏好降低等因素曾导致这种表现不佳，但现在这些因素似乎正在减弱。



估值指标支持重估潜力

恒生指数相对于标普 500 指数的市盈率在 2024 年触底，接近其长期平均水平的 60%，为十多年来的最低点。截至 2025 年底，该比率约为 70%，预示着多长期常态化进程的开始。随着企业盈利回升与利率环境宽松，这种差距为估值倍数扩张提供了空间，而无需依赖激进的增长假设。



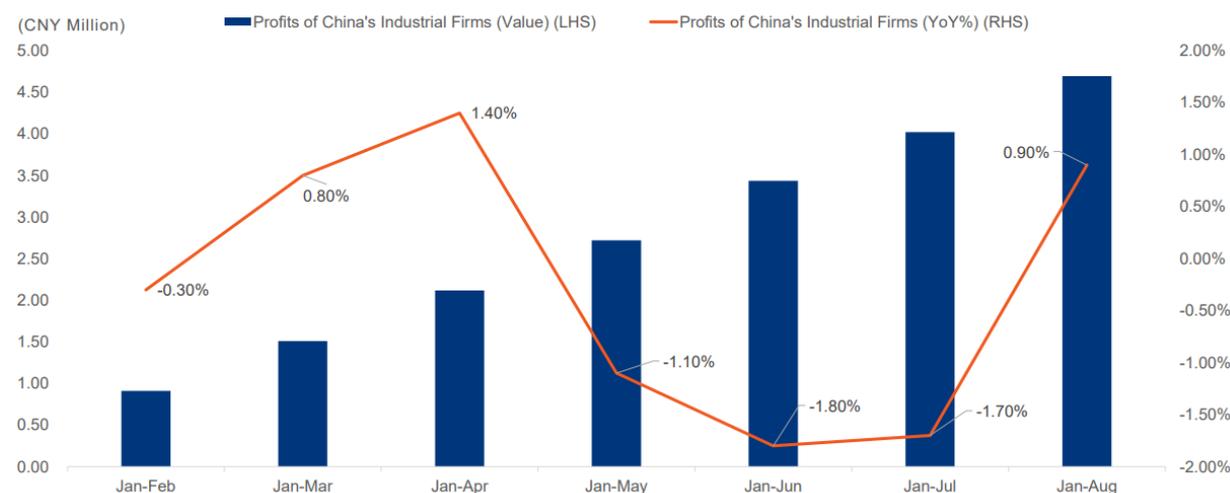
这一前景的核心前提是，股市的优异表现源自于政策预期，而非经济周期的高峰。理想条件包括：GDP 增长从低基数中改善，处于早期复苏阶段；通胀稳定或轻微下降以避免紧缩；消费者信心逐步上升以刺激支出不导致经济过热。中国的状况符合这些标准。市场普遍预测 2025 年 GDP 增长为 4.5%，低于官方 5% 的目标，但足以预示稳定并提振企业利润，同时避免引发升息。核心通胀徘徊在 1% 以下，支持宽松的货币环境和借贷。零售销售虽为低个位数，但反映出温和的乐观情绪，透过定向刺激措施可能会加速。

指标	最佳状况	原因	中国
GDP 增长周期	从低水平改善（早期复苏阶段）	预示经济复苏和企业利润上升，但不会引发立即加息；市场预期未来增长	对中国 GDP 增长的共识预测为 4.5%，低于 5% 的官方目标
CPI 趋势	稳定或下降（低至中度通胀，约 2%）	避免央行紧缩政策；支持借贷和投资，保持宽松的政策环境	核心通胀率低于 1%
消费者信心强度	从中/低水平上升	表明支出和乐观情绪增加，从而推动盈利，但又不至于引发通胀压力	零售销售增长处于低个位数水平

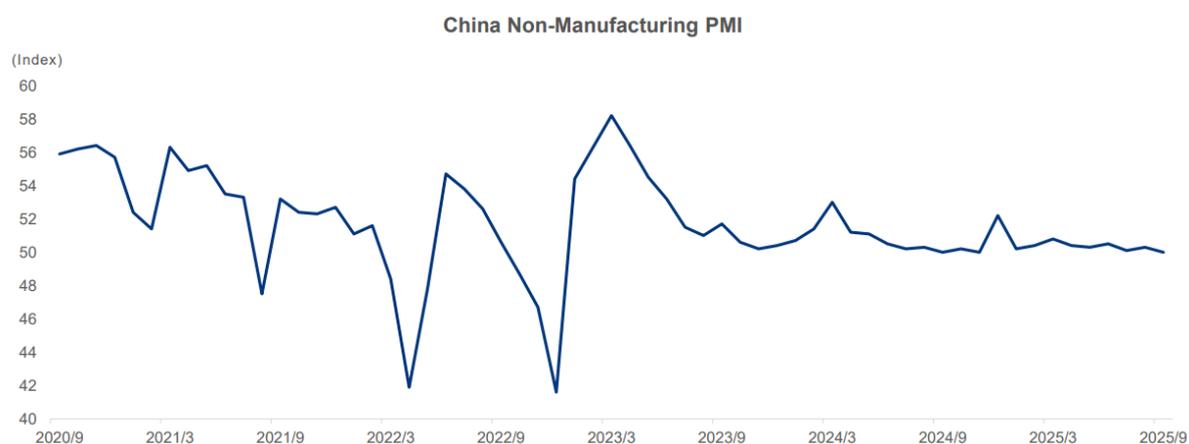
数据源: 凯基

企业基本面与外部平衡

企业基本面提供了进一步稳定的证据。工业企业利润在 2025 年 8 月转为正增长，按年增长 0.9%，而 7 月则为 -1.7% 的收缩。此转变由头八个月累计亏损人民币 11 亿元转为盈利人民币 9 亿元，显示制造业的成本压力缓解与需求回升。2025 年 9 月的非制造业 PMI 为 50.2，反映经济既非加速亦非收缩，这对增长前景反应敏锐的股票而言是理想的。

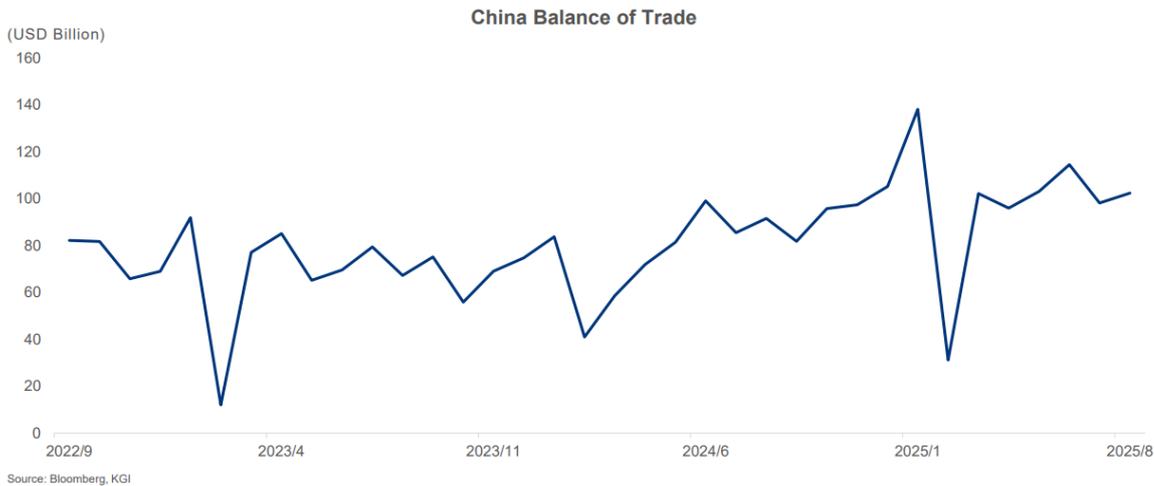


Source: Bloomberg, KGI



Source: Bloomberg, KGI

外部收支平衡支持了以上论述。2025 年 8 月的中国贸易顺差达到 1,023.3 亿美元，超出预期的 992 亿美元，并支撑人民币稳定。这种韧性抵销了国内较为疲弱的指标，例如工业生产，其年增率从 7 月的 5.7% 放缓至 5.2%，并低于预测的 5.8%。虽然生产仍然疲弱，但这更符合可控式放缓而非衰退。



房地产板块这个长期以来的拖累因素，显示出初步改善。自 2024 年第三季度以来，房屋价格年增率虽然仍在下降，但降幅正在收窄，8 月的跌幅为 -2.1%，较年初的 -4.5% 有所缓和，配合发展商融资和买家措施的政策宽松，减少了下行风险，同时没有助长泡沫。



通胀走势维持温和，2025 年 8 月的整体消费者物价指数 (CPI) 轻微跌至 -0.1% 的通缩区间。剔除食品和能源后的核心指标升至 0.9%，在 7 月的 0.8% 之后创下 18 个月新高，显示内需存在但尚无工资推升压力。这种环境使 10 年期政府债券孳息率保持在 2% 以下，9 月份为 1.8%，市场流动性充裕以支持投资与企业再融资。



总结而言，中国股市的表现领先并非因为经济过热，而正是因为经济适度回稳。外资流入、被低估的基准指数以及与政策预期相符的指标，创造了一个理想的进场点。投资者将有望从以预期为导向的估值重估中受益，并将中国纳入多元投资组合中的核心配置。随着全球资金流动常态化，从不予投资到必要配置的转变似乎正在进行中。

投资产品与服务部

◆ 梁启棠, CFA

证监会持牌人 (中央编号 ADU276)

cusson.kt.leung@kgi.com

◆ 梁炜铿

证监会持牌人 (中央编号 ARA294)

vitus.wh.leung@kgi.com

◆ 莫伟民, CFA

证监会持牌人 (中央编号 BHJ465)

raymond.mok@kgi.com

◆ 龚俊桦, CFA

证监会持牌人 (中央编号 BRY438)

tommy.kung@kgi.com

◆ 叶晋宜

证监会持牌人 (中央编号 BSQ196)

derek.yip@kgi.com

重要声明

于本文件内所载的所有数据, 并不拟提供予置身或居住于任何法律上限制凯基证券亚洲有限公司(「凯基」)或其关联成员派发此等数据之司法管辖区的人士或实体使用。此等资料不构成向任何司法管辖区的任何人士或实体作出的任何投资建议、或发售的要约、或认购或投资任何证券、保险或其他投资产品或服务的邀请、招揽或建议, 亦不构成于任何司法管辖区用作任何上述的目的之数据派发。请特别留意, 本文件所载的资料, 不得在美国、或向美国人士(即美国居民或按照美国或其任何州、属土或领土之法律成立的合伙企业或公司)或为美国人士之利益, 而用作派发资料、发售或邀请认购任何证券。于本文件内的所有数据只作一般数据及参考用途, 而没有考虑到任何投资者的特定目的、财务状况或需要。在未经凯基书面同意下, 并不允许擅自以任何方式转发、复印或发布于本文件内之全部或任何部份内容。该等数据不拟提供作法律、财务、税务或其他专业意见, 因此不应将该等数据赖以作为投资专业意见。

所有投资涉及风险, 证券价格有时可能会非常波动。证券价格可升可跌, 甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润, 反而可能会招致损失。

债券不等同于定期存款, 不受香港存款保障计划保障。债券持有人会承受各种不同风险, 包括但不限于: (i) 信用风险: 债券的利息及本金是由发行人支付。倘发行人违约, 债券持有人可能无法收回利息及本金。债券持有人须承担发行人的信用风险。信用评级机构给予的信用评级并非对发行人信用可靠程度的保证; (ii) 流动性风险: 一些债券的二级市场可能不活跃, 到期前卖出时可能需要时间; (iii) 利率风险: 当利率上升时, 定息债券的价格一般会下跌。你如希望在到期前将债券出售, 所收取款项可能会低于阁下购买时所支付的价格。除非你完全明白并愿意承担与之相关的风险, 否则不应投资于债券。如对相关的风险有疑问, 你应寻求独立意见。

你就上述数据内容谨慎行事, 进行你自己的独立审查, 你并且应在作出任何投资决定前寻求独立专业意见。你应该根据你自己的风险承受程度、财务状况、投资经验、投资目标、投资视域及投资知识去小心考虑投资是否适合你本人。

凯基不对于此所提供的数据之准确性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陈述或保证。在任何情况下, 任何人欲倚赖或使用于此所载的数据应就该等数据之准确性、完整性、可靠性及适用性进行独立检查和核实。任何模拟结果、以往及预测的业绩并不必然作为未来业绩的指引。于此内所提供的数据(包括任何数据)未必经过独立核实, 而该等资料不应被信赖作为投资决定。凯基、其关联成员或他们各身的董事、高级职员、雇员及代表不会就该等数据的任何遗漏、错误、不准确、不完整或其他情况, 或由于信赖该等数据而导致任何人士或实体蒙受或招致的任何损失或损害(不论任何形式的直接、间接或相应的损失或其他经济损失)承担任何责任。而且, 凯基、其关联成员或他们各身的董事、高级职员、雇员及代表不会就第三方所提供的或引用自第三方的数据内容承担任何责任。

凯基集团成员公司或其联属人可提供服务予本文所提及之任何公司及该等公司之联属人。凯基集团成员公司、其联属人及其董事、高级职员及雇员可不时就上文所涉及的任何证券拥有权益