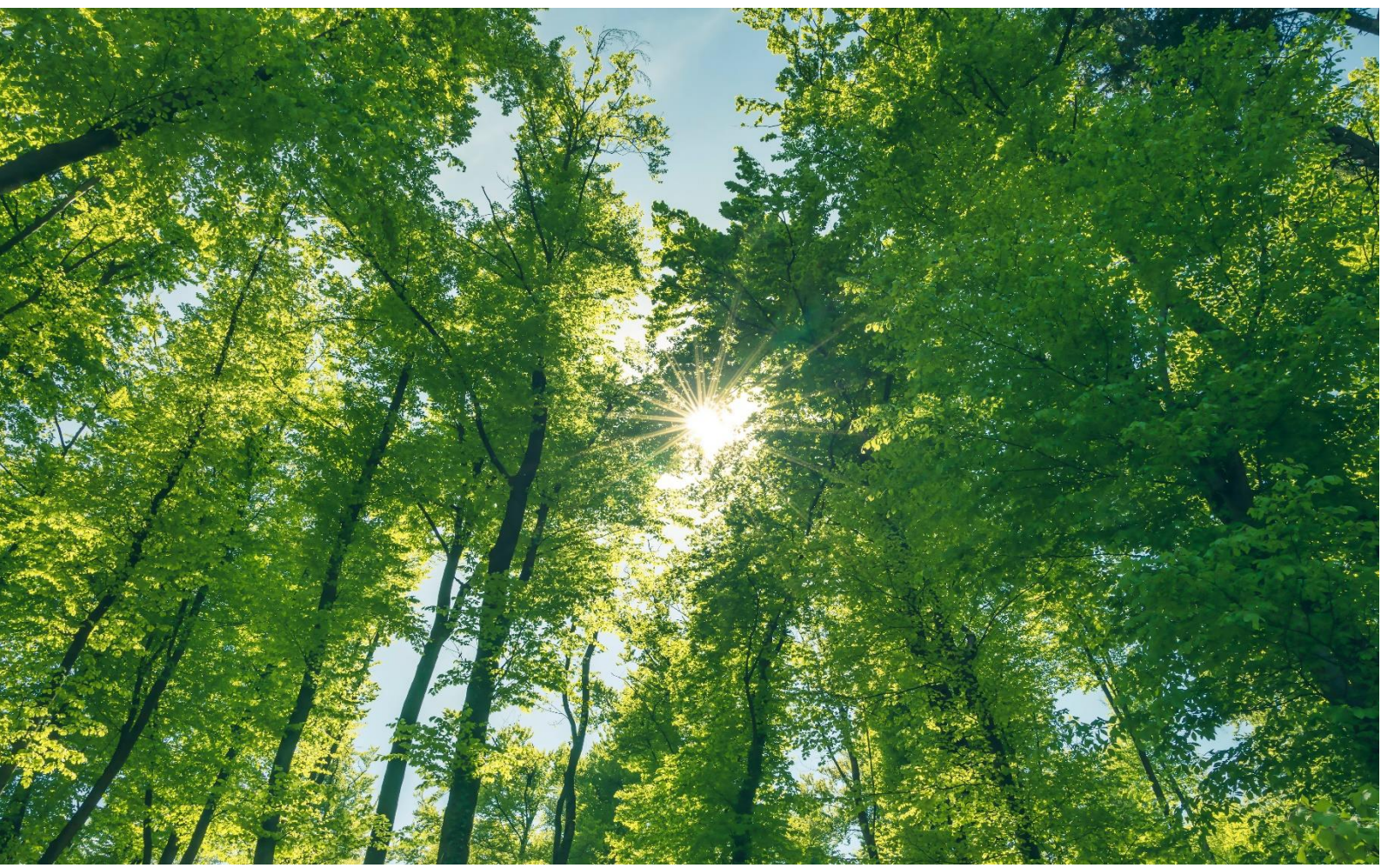




市場觀點

中國從「不予投資」轉身 成為「備受追捧」



中國 — 從「不予投資」(Uninvestable) 轉身成為最「備受追捧」(Desirable)

這是多年以來，外資在 2025 年首次實現對中國資產的全面正向持有。中國曾一度被外國投資者認為「不予投資」(Uninvestable)，而今已轉身成為最「備受追捧」(Desirable) 的市場之一。市場的短期漲幅顯得迅猛而凌厲。投資者或傾向於鎖定短期利潤，但我們認為結構性估值重估的潛力仍更大。

在過去 33 年間，中國經濟增長相對美國擴張了約 8 倍。同期，作為外資買入中國資產指標的恒生指數 (HSI)，其表現卻較標普 500 指數 (S&P 500) 遜色 60%。就估值而言，香港市場較美國市場折讓 50%。鑒於中國製造業當前的附加值成分、創新成分、中國在全球經濟中的主導地位，以及其在人工智能 (AI) 發展上的領先，我們不禁要問：市場是否仍應主張中國應以折讓估值進行交易？誠然，中國經濟當前處於「不過熱亦不過冷」的狀態。我們論證，最強勢的股票市場無須依賴最強的經濟，因為投資者所買入的並非當前經濟狀態，而是由現行經濟形勢所決定的未來政策方向轉變。偏軟的經濟加上寬鬆貨幣政策，反而對股市更為有利。

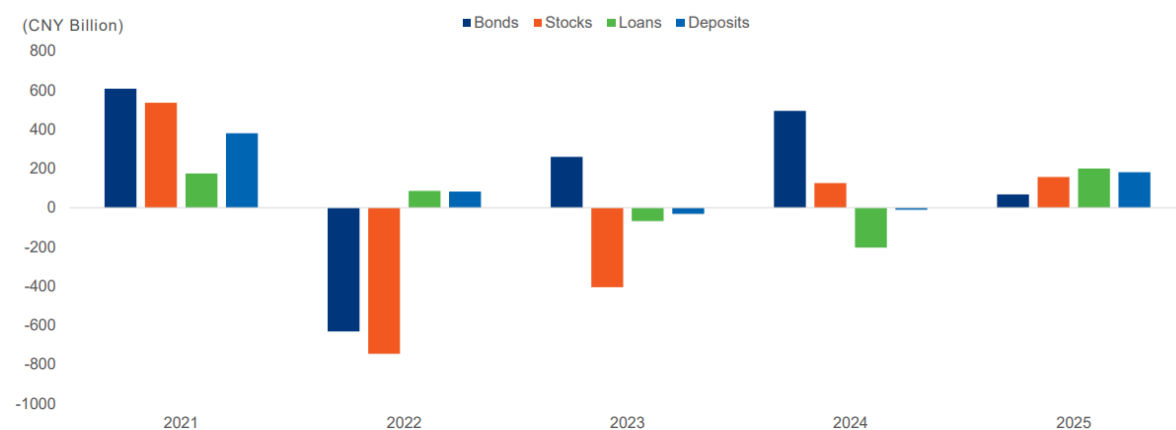
簡而言之，受獲利回吐 (Profit Taking) 的影響，香港 / 中國市場短期內或會出現盤整。我們建議把握整固機會進行增持，以佈局多年估值重估的龐大潛力。

投資情緒出現 180 度轉變

近年來，市場對中國股票的看法發生了顯著轉變。中國股市曾因長期市場低迷和經濟逆風，一度被視為缺乏投資價值，但如今卻為投資者提供了極具吸引力的投資理據。這一轉變並非源於全面經濟繁榮，而是由政策改革、情緒改善和結構性低估等因素共同促成。關鍵在於，最強勢的股市往往不需要最強的經濟，而是依賴政策支持的預期和早期復甦的動能，這些條件與中國當前走勢一致。

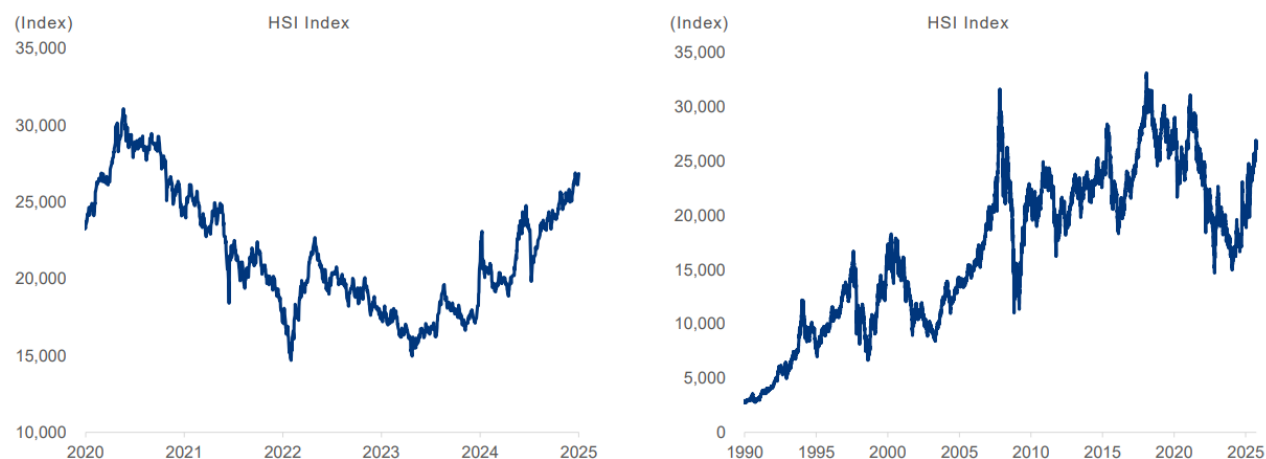
境外資金流入是這波復甦的重要指標。經過多年的資金外流，2025 年出現一個轉捩點：債券、股票、貸款和存款等所有主要類別的淨持倉均出現擴張，為四年來首次。這種廣泛的增長反映出在全球不確定性，特別是美國政策不明朗的背景下，投資者信心恢復，導致資金流向了包括中國在內的新興市場。先前持觀望態度的外資，正在從長期熊市後的歷史低位重建倉位。

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

恒生指數 是衡量境外資金流向中國資產的可靠晴雨表。其近期上漲是在經歷了三年下跌之後發生的，這段下跌使估值受到抑制，倉位極度輕微。從 2022 年底接近 15,000 點的低點，恒生指數已在 2025 年年中攀升至 25,000 點左右，這表明這是一個追趕階段，而非過度擴張。此輪復甦建立在先前低度曝險的基礎上，容許持續上漲的空間，且沒有立即過度擁擠的風險。



Source: Bloomberg, KGI

國內情緒透過上證 A 股指數呈現類似走勢。該指數在 2023 年至 2024 年的大部分時間徘徊在 3,000 點以下，近幾月開始穩步上移，逼近 3,500 點。此溫和反彈顯示本地投資者信心正在恢復的早期階段，早前因房地產板塊困境與增長疲弱而退場的投資者正逐步回流。雖然尚未達到亢奮，但該趨勢為政策措施落地後更廣泛參與奠定基礎。



Source: Bloomberg, KGI

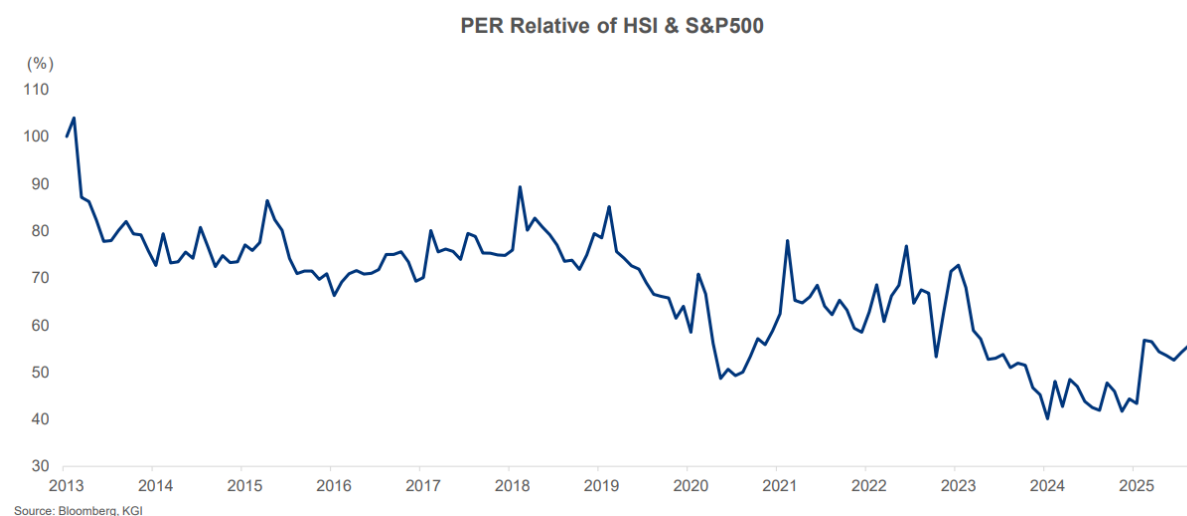
歷史背景凸顯了投資機會

過去 33 年中，中國的國內生產總值 (GDP) 相對於美國增長了八倍，並成為全球第二大經濟體。然而，作為中國相關股票代理指標的恒生指數，同期卻落後於標普 500 指數 60%。這種脫節突顯了嚴重的低估，即經濟成就並未轉化為相應的市場回報。監管干預、地緣政治緊張局勢和全球風險偏好降低等因素曾導致這種表現不佳，但現在這些因素似乎正在減弱。



估值指標支持重估潛力

恒生指數相對於標普 500 指數的市盈率在 2024 年觸底，接近其長期平均水準的 60%，為十多年來的最低點。截至 2025 年底，該比率約為 70%，預示著多年期常態化進程的開始。隨著企業盈利回升與利率環境寬鬆，這種差距為估值倍數擴張提供了空間，而無需依賴激進的增長假設。



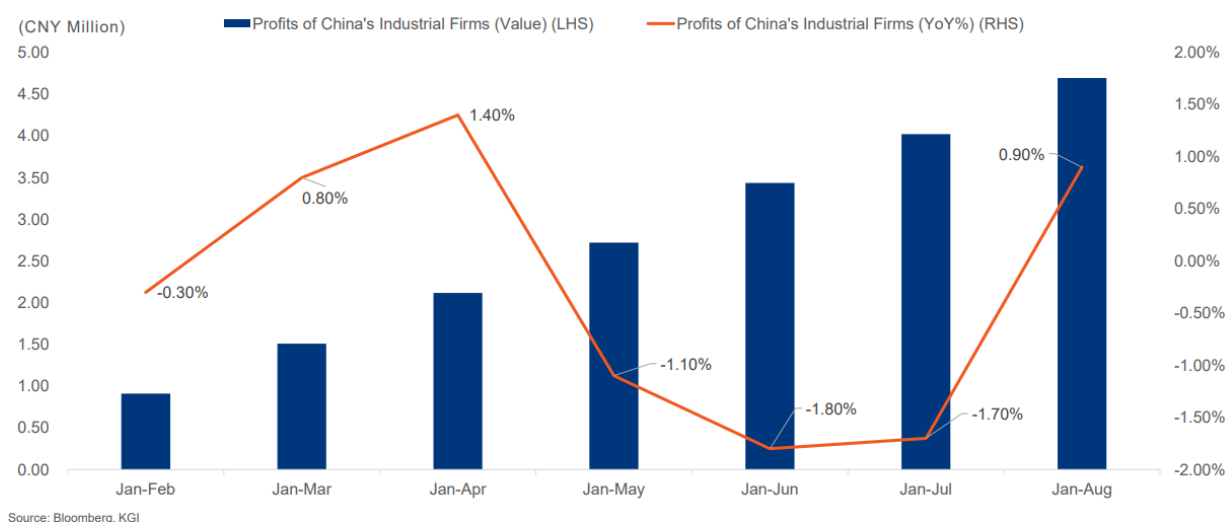
這一前景的核心前提是，股市的優異表現源自於政策預期，而非經濟週期的高峰。理想條件包括：GDP 增長從低基數中改善，處於早期復甦階段；通脹穩定或輕微下降以避免緊縮；消費者信心逐步上升以刺激支出不導致經濟過熱。中國的狀況符合這些標準。市場普遍預測 2025 年 GDP 增長為 4.5%，低於官方 5% 的目標，但足以預示穩定並提振企業利潤，同時避免引發升息。核心通脹徘徊在 1% 以下，支持寬鬆的貨幣環境和借貸。零售銷售雖為低個位數，但反映出溫和的樂觀情緒，透過定向刺激措施可能會加速。

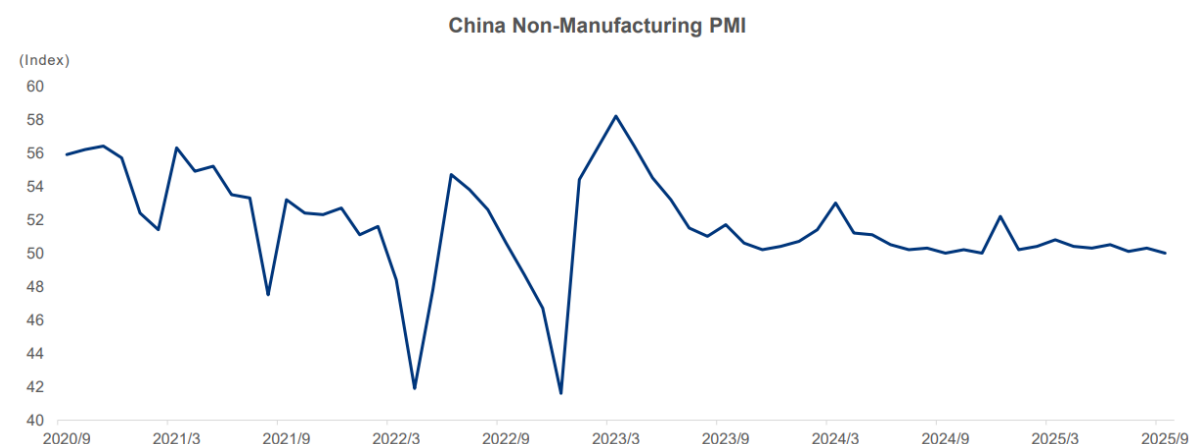
指標	最佳狀況	原因	中國
GDP 增長週期	從低水平改善（早期復甦階段）	預示經濟復甦和企業利潤上升，但不會引發立即加息；市場預期未來增長	對中國 GDP 增長的共識預測為 4.5%，低於 5% 的官方目標
CPI 趨勢	穩定或下降（低至中度通脹，約 2%）	避免央行緊縮政策；支持借貸和投資，保持寬鬆的政策環境	核心通脹率低於 1%
消費者信心強度	從中/低水平上升	表明支出和樂觀情緒增加，從而推動盈利，但又不至於引發通脹壓力	零售銷售增長處於低個位數水平

資料來源: 凱基

企業基本面與外部平衡

企業基本面提供了進一步穩定的證據。工業企業利潤在 2025 年 8 月轉為正增長，按年增長 0.9%，而 7 月則為 -1.7% 的收縮。此轉變由頭八個月累計虧損人民幣 11 億元轉為盈利人民幣 9 億元，顯示製造業的成本壓力緩解與需求回升。2025 年 9 月的非製造業 PMI 為 50.2，反映經濟既非加速亦非收縮，這對增長前景反應敏銳的股票而言是理想的。





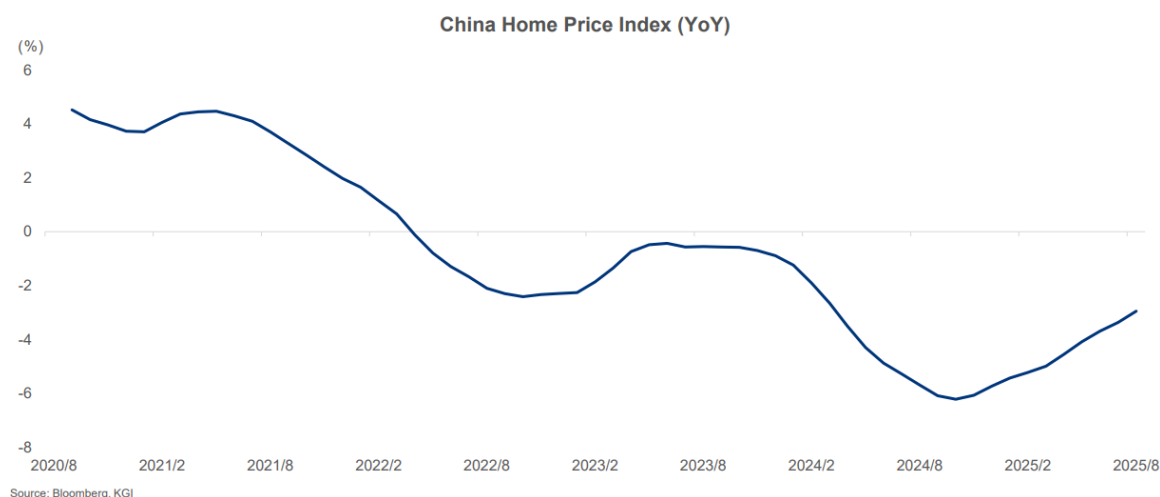
Source: Bloomberg, KGI

外部收支平衡支持了以上論述。2025 年 8 月的中國貿易順差達到 1,023.3 億美元，超出預期的 992 億美元，並支撐人民幣穩定。這種韌性抵銷了國內較為疲弱的指標，例如工業生產，其年增率從 7 月的 5.7% 放緩至 5.2%，並低於預測的 5.8%。雖然生產仍然疲弱，但這更符合可控式放緩而非衰退。

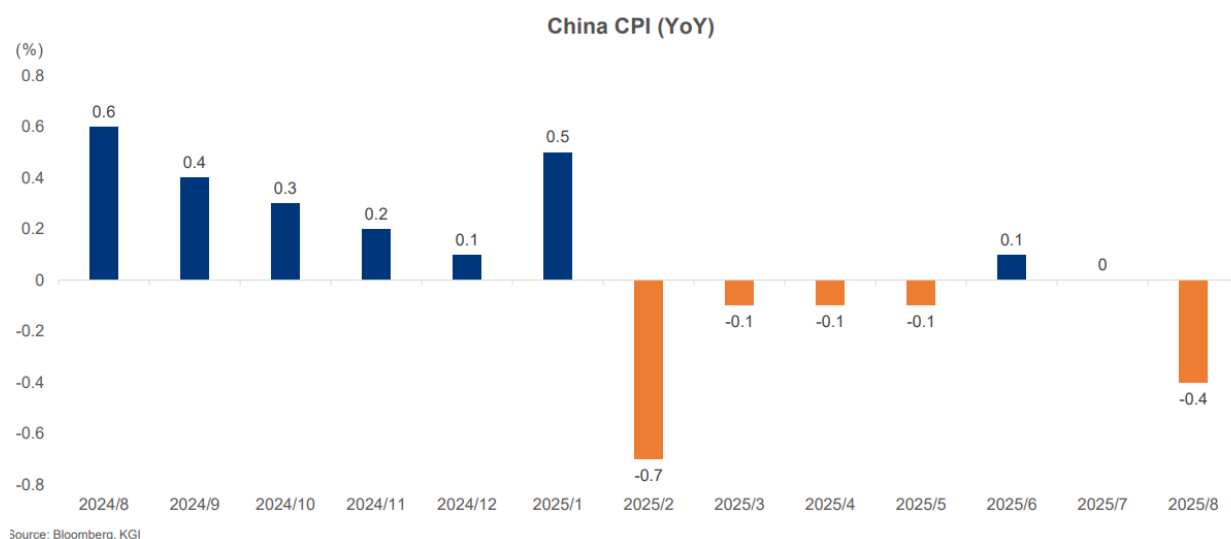


Source: Bloomberg, KGI

房地產板塊這個長期以來的拖累因素，顯示出初步改善。自 2024 年第三季度以來，房屋價格年增率雖然仍在下降，但降幅正在收窄，8 月的跌幅為 -2.1%，較年初的 -4.5% 有所緩和，配合發展商融資和買家措施的政策寬鬆，減少了下行風險，同時沒有助長泡沫。



通脹走勢維持溫和，2025 年 8 月的整體消費者物價指數 (CPI) 輕微跌至 -0.1% 的通縮區間。剔除食品和能源後的核心指標升至 0.9%，在 7 月的 0.8% 之後創下 18 個月新高，顯示內需存在但尚無工資推升壓力。這種環境使 10 年期政府債券孳息率保持在 2% 以下，9 月份為 1.8%，市場流動性充裕以支持投資與企業再融資。



總結而言，中國股市的表現領先並非因為經濟過熱，而正是因為經濟適度回穩。外資流入、被低估的基準指數以及與政策預期相符的指標，創造了一個理想的進場點。投資者將有望從以預期為導向的估值重估中受益，並將中國納入多元投資組合中的核心配置。隨著全球資金流動常態化，從不予投資到必要配置的轉變似乎正在進行中。

投資產品與服務部

◆ 梁啟榮 · CFA

證監會持牌人 (中央編號 ADU276)

cusson.kt.leung@kgi.com

◆ 梁煒鏗

證監會持牌人 (中央編號 ARA294)

vitus.wh.leung@kgi.com

◆ 莫偉民 · CFA

證監會持牌人 (中央編號 BHJ465)

raymond.mok@kgi.com

◆ 龔俊樺 · CFA

證監會持牌人 (中央編號 BRY438)

tommy.kung@kgi.com

◆ 葉晉宜

證監會持牌人 (中央編號 BSQ196)

derek.yip@kgi.com**重要聲明**

於本文件內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司(「凱基」)或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券、保險或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本文件所載的資料，不得在美國、或向美國人士(即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司)或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本文件內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。在未經凱基書面同意下，並不允許擅自以任何方式轉發、複印或發佈於本文件內之全部或任何部份內容。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

所有投資涉及風險，證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。

債券不等同於定期存款，不受香港存款保障計劃保障。債券持有人會承受各種不同風險，包括但不限於：(i) 信用風險：債券的利息及本金是由發行人支付。倘發行人違約，債券持有人可能無法收回利息及本金。債券持有人須承擔發行人的信用風險。信用評級機構給予的信用評級並非對發行人信用可靠程度的保證；(ii) 流動性風險：一些債券的二手市場可能不活躍，到期前賣出時可能需要時間；(iii) 利率風險：當利率上升時，定息債券的價格一般會下跌。你如希望在到期前將債券出售，所收取款項可能會低於閣下購買時所支付的價格。除非你完全明白並願意承擔與之相關的風險，否則不應投資於債券。如對相關的風險有疑問，你應尋求獨立意見。

你應就上述資料內容謹慎行事，進行你自己的獨立審查，你並且應在作出任何投資決定前尋求獨立專業意見。你應該根據你自己的風險承受程度、財務狀況、投資經驗、投資目標、投資視域及投資知識去小心考慮投資是否適合你本人。

凱基不對於此所提供的資料之準確性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陳述或保證。在任何情況下，任何人欲倚賴或使用於此所載的資料應該等資料之準確性、完整性、可靠性及適用性進行獨立檢查和核實。任何模擬結果、以往及預測的業績並不必然作為未來業績的指引。於此內所提供的資料(包括任何數據)未必經過獨立核實，而該等資料不應被信賴作為投資決定。凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就該等資料的任何遺漏、錯誤、不準確、不完整或其他情況，或由於信賴該等資料而導致任何人士或實體蒙受或招致的任何損失或損害(不論任何形式的直接、間接或相應的損失或其他經濟損失)承擔任何責任。而且，凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就第三方所提供的或引用自第三方的資料內容承擔任何責任。

凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及僱員可不時就上文所涉及的任何證券擁有權益