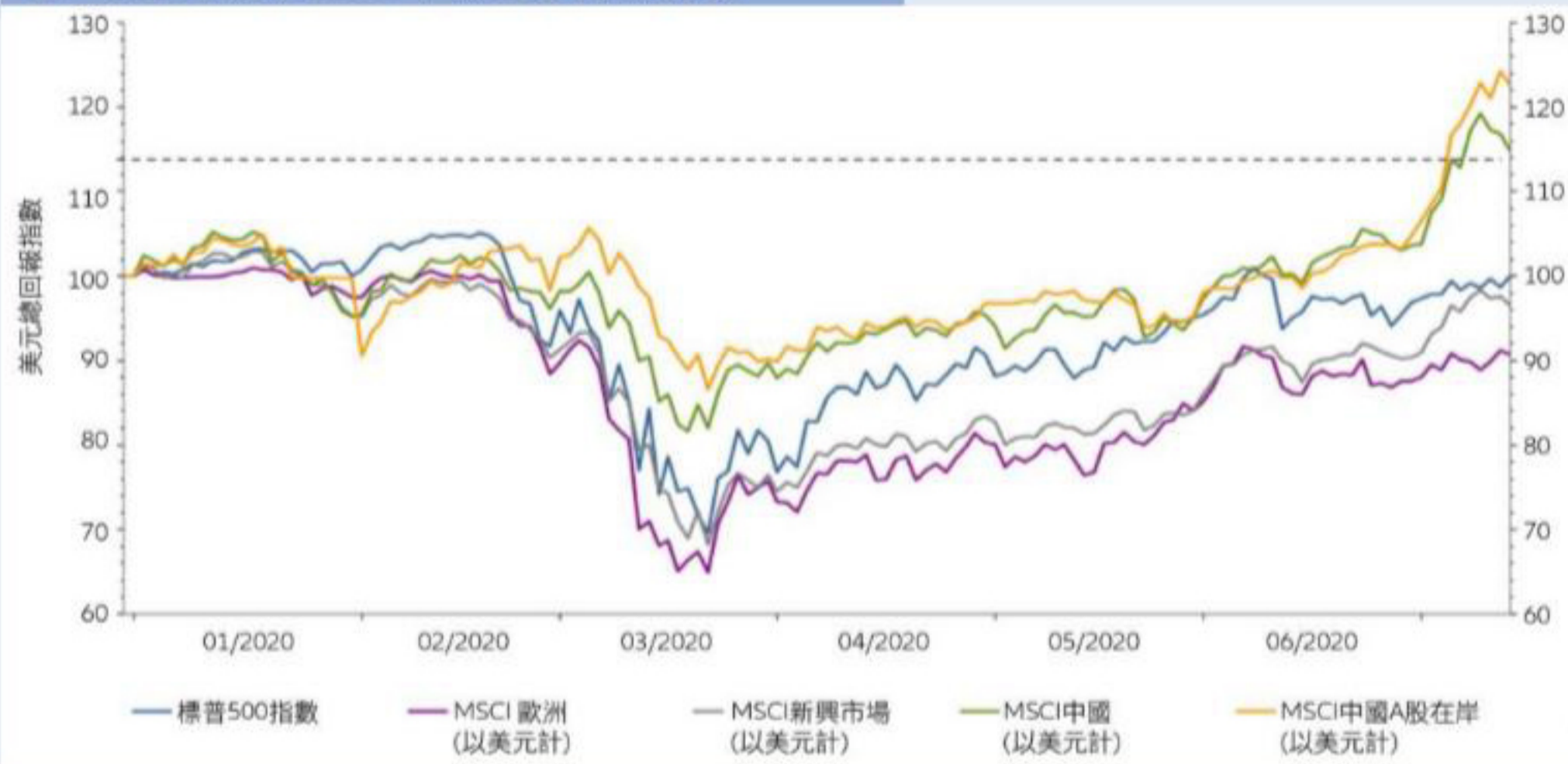


就基本因素而言，中國在新冠疫情中是「先入先出」。隨著逐步取消全國封鎖，經濟活動明顯復甦。大多數上市公司已恢復接近100%的運營，縱然保持社交距離致使外出就餐及旅遊等活動仍然低迷。不過，近期中國企業盈利強於預期，雖然沒有達到今年初的盈利增長預期，但環球裡正增長已為罕見。中國的經濟和盈利復甦似乎遠遠領先於世界其他地區。(見下圖)

圖一：全球股市2020年初至今相對表現



資料來源：Refinitiv DataStream、安聯投資，截至2020年7月15日。過往表現並不代表未來業績。

寬鬆的流動性，尤其是中國A股

國內散戶投資者一直在推動中國股市上漲。中國A股市場的成交額已升至創紀錄高位，一些受散戶投資者青睞的股票(增長、慣性增長股票)領漲。同時，外資在中國A股的參與度依然強勁。我們認為，國際投資者湧入中國反映了一個長期的資產配置趨勢，在全球指數中所佔比例也越來越高。以目前的MSCI全球指數為例，美國權重為58%，中國權重僅為5%。這些權重的未來方向似乎已經確定，資金流動應該遵循。

中國A股市場風險

目前較大的市場風險是地緣政治，隨著11月美國大選的推進，中美貿易的緊張局勢可能升級。美國兩位總統候選人都競相向中國展現強硬的立場，而這可能會給企業帶來不可預知的後果，取決於其供應鏈和客戶所在地。

中國 – 接續不斷旅程

儘管很難確定趨勢和行業輪動的臨界點，但若要保持平衡，在不同行業進行多元化的配置，亦有助降低錯過行業反彈的風險。此外，可在每個行業選擇性地關注若干股票，以幫助在長期內產生更持久並可重複的回報，而非關注週期性的行業輪動或市場趨勢。

結論

畢竟我們仍處於中國資本市場長期發展的初期階段，中國股市的質素和數量都在不斷提高。因此，我們對中國A股的長期前景仍持建設性態度。

在國內疫情受控、經濟穩步復甦下，中港股市近月出現了明顯的反彈，然而中美關係再度傳來雜音為市場帶來一定波動。上半年財報季進入尾聲，企業盈利修訂依然保持強勁，且中國經濟數據繼續保持穩步增長 — 8月財新中國製造業 PMI 達 53.1，創9年來新高，製造業已連續6個月處於擴張區間¹。儘管下半年市場將持續波動，我們依然對亞洲尤其是中國區市場保持樂觀。

中國市場展望

1) 樂觀前景確定性強

- 寬鬆的政策面：政府不斷出台財政支持措施，如放寬貸款、減稅降費、發行政府債券等，在全球範圍內率先實現全面復工復產，市場預期持續向好(見左圖)

2) 盈利低谷期已結束

- 自今年1月以來，我們首次見到盈利升級大於降級
- MSCI中國指數下半年每股收益預計將由上半年的-15.6%大幅反彈至+27%¹(見右圖)
- 隨著經濟復甦的加速，我們有望看到進一步的升級

3) 弱美元將為新興市場創造良好市場環境

- 美聯儲最新立場指出，將繼續保持零利率狀態，並有意提高通貨膨脹目標，為股市帶來上升動力
- 美元走弱歷來利好新興市場。在全球流動性龐大的背景下，相信超前復甦的中國將繼續吸引資本流入

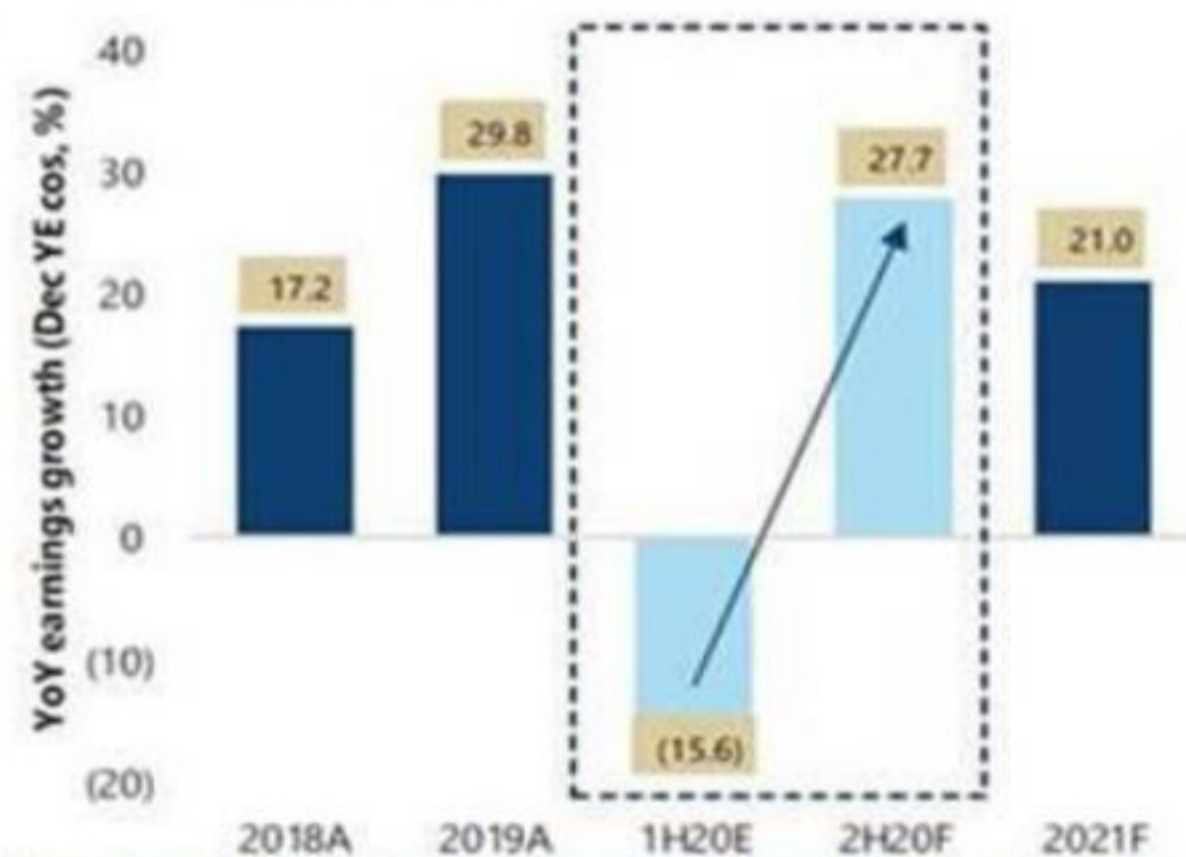
8月中國經濟活動數據 —

房地產銷售、汽車銷售、基建及製造業為本月亮點

活動指標	8月增幅(同比·%)
在線商品銷售	16.5
房地產 — 銷量	13.7
房地產股固定投資	12.1
汽車銷量	11.6
鋼鐵生產	11.3
固定資產投資	8.1
基礎設施固定資產投資	6.7
製造業固定資產投資	6.6
水泥產量	6.6
工業生產 — 製造業	6.0
工業生產	5.6
服務業生產指數	4.0
房地產 — 新開工	2.4
零售	0.5
餐飲銷售	-7.0
房地產 — 已完工	-9.8

資料來源：CEIC，高盛全球投資研究，NBS，截至2020年9月17日

MSCI 中國 — 同比盈利增長預測



Note: Current MSCI December year-end companies (ex-China A) which have reported 1H20 results. Source: Jefferies, FactSet

注：目前MSCI除中國A股外已公佈2020年上半年業績的公司
資料來源：Jefferies, FactSet

中美貿易摩擦

中美兩國關係持續緊張，美國多次試圖壓制中國在科技上的發展。我們認為，美國此舉將促使中國本土高科技產業飛速發展。受益於內地經濟穩健增長，以及中國在科技層面減少對外依賴，中資科技股及新經濟股中長期仍有卓越的增長潛力。另外，由於現時環球股市風險較高，我們認為受惠於中國內部需求增長等具備防守性的板塊將繼續獲得市場青睞。

美國總統大選即將在疫情大流行、經濟衰退及國內紛爭不斷的環境下舉行。選舉結果對主要政策領域均可能產生重大影響。

美國總統大選選情淺析

民主黨總統候選人前副總統拜登目前在競選中佔優勢，在最近的全國民調中，他領先特朗普約7個百分點。年初至今，他的領先優勢一直非常穩定，但在關鍵州的領先優勢有所收窄，令特朗普仍有機會成功連任。詳見右圖。

美國兩黨在參議院議席的爭奪戰勢均力敵，若拜登當選，民主黨議席數目將決定拜登政府能否落實參選政綱。我們認為可能出現三種情況：

- 1) 民主黨大勝，控制美國政府及國會（民主黨贏得參議院控制權）
- 2) 拜登勝出但國會參眾兩院由兩黨分別控制
- 3) 特朗普勝出，維持現狀

疫情大流行為選舉活動帶來史無前例的嚴峻挑戰，包括郵寄投票大增，可能加劇計票工作的複雜程度，延遲公佈選舉結果，並引發選舉訴訟。我們認為選舉結果受質疑或延遲公佈結果的風險較高。選舉可能會在選舉日後數週甚至數月方可完成點票，得知結果。

相關的地緣政治風險

大選結果會對我們追蹤的主要地緣政治風險造成影響。若拜登勝出，意味著可能重新推行可預測的貿易及外交政策，短期而言可為新興市場資產及整體風險情緒帶來支持。然而，由於美國兩黨均支持對中國採取更強硬的競爭策略，即使拜登執政，中美在科技、貿易及投資等方面的結構性競爭仍會非常激烈。

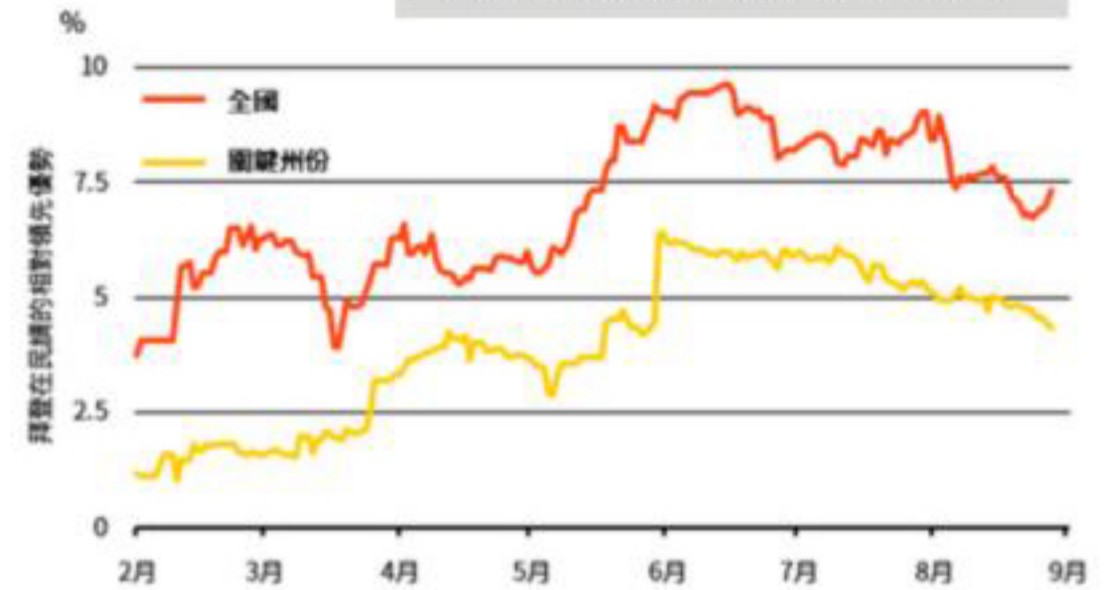
氣候政策亦是主要關注重點。美國可能立即重新加入巴黎協定，並提高減排目標，其推出的財政計劃有望在歐盟近期努力的基礎上，進一步促進全球各地加強環保刺激措施的協調工作。若特朗普勝出，可能導致貿易及移民方面的「美國優先」立場進一步強化。

對市場的影響

我們認為「以稅收為重點」的大選結果分析過於片面，不應簡單地作出民主黨大勝對市場不利，而兩黨分別控制政府及國會較有利的判斷。例如，在民主黨大勝的情況下，投資者須在提高稅項、加強監管、擴大財政扶持措施規模及可預測的外交政策之間求取平衡。我們認為這情況主要會影響定息收益資產及股市領先走勢，並可能推高長期利率，導致美國國庫券收益率曲線略為趨陡。

小型股等以國內業務為主的股票可能最受惠，提高稅項及加強監管則可能令大型股受壓。此情況印證應就通脹上升作好準備，並支持我們在策略配置上減持成熟市場名義政府債券的觀點。無論結果如何，可持續投資新浪潮均將持續，但在民主黨大勝的情況下此浪潮可能加速推進。

拜登在全國民調中佔優勢且在關鍵州份選情領先（2020年）



資料來源：貝萊德智庫，數據來自FiveThirtyEight，2020年9月。註：橙色曲線顯示在全國民調中，前副總統拜登領先特朗普的優勢。黃色曲線顯示拜登在6個關鍵州份（亞利桑那州、佛羅里達州、密歇根州、北卡羅來納州、賓夕法尼亞州及威斯康辛州）的平均領先優勢。