

STRICTLY PRIVATE. INTENTIONAL FOR PROFESSIONAL INVESTORS ONLY.



瀚亞投資
eastspring
investments

保誠集團成員 

2023年08月

瀚亞中國A股基金

(新台幣、美元、人民幣)

林庭樟

研究投資處 – 海外股票部

Experts in Asia. Invested in Your Future.

eastspring.com.tw

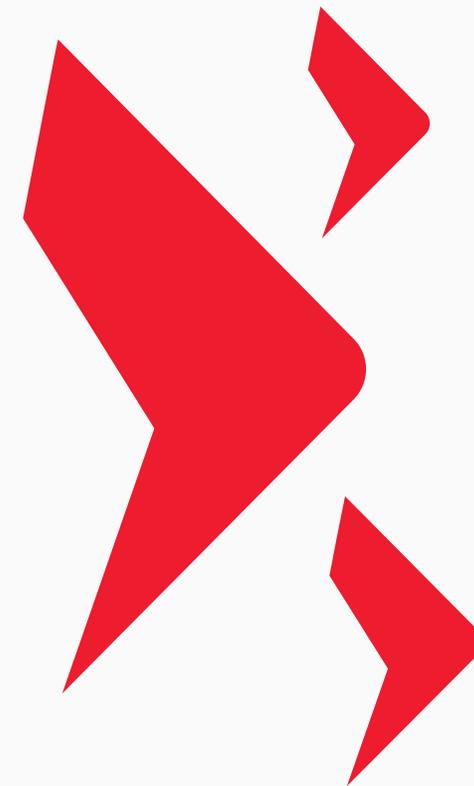
報告大綱

1. 投資哲學及基金績效檢視

2. 市場看法

3. 投資策略與結論

附錄: 投資顧問 – 中信保誠介紹



1.

投資哲學及基金績效檢視



瀚亞中國A股基金投資的主軸及策略

- ▶ 著重在中國大陸經濟體(含中國大陸地區、香港)各產業中，具有強勁競爭優勢的領導廠商。日本基金之資產配置有超過60%投資於中國A股
- ▶ 鑑於投資的超額收益來自於產業的超額利潤，進而來自於能夠推動社會前進的科技變革，以及能夠提升人們生活品質的醫藥和消費。因此，我們選擇科技、醫藥和消費這三個行業作為現階段中國A股的主要投向
- ▶ 個股的選擇上，我們秉持「價值成長」理念，選擇具有成長空間、持續成長的優質企業，以合理價格買入，享受企業長期成長價值

績效表現 (%, 新台幣計價)

基本面選股，擇優布局
在地資源與觀點，深刻掌握

報酬率%	今年以來	三個月	六個月	一年	兩年	三年	五年
基金績效	2.41	-2.89	-5.46	-7.86	-7.48	-2.71	6.52
同類型基金平均	0.22	0.26	-6.05	-8.96	-13.45	-5.82	1.77
排名	5/11	10/11	5/11	5/11	4/11	3/11	2/8

資料來源：Lipper · 資料截至2023/07/31

資料僅作說明使用，無任何推薦投資標的之意圖，市場有潛在風險，過去績效不代表未來之績效表現。

基金產業配置及漲跌幅 參與中國行情最佳選擇

產業配置	比重(%)
非核心消費	8.0
醫療保健	15.4
金融	11.4
資訊技術	13.5
核心消費	13.5
工業	11.3
公用事業	0.2
能源	0.2
原材料	7.9
加總	86.7

基金持股的上市地	比重%
中國大陸(上證交易所)	44.8
中國大陸(深圳交易所)	38.7
香港	3.2
加總	85.1

資料來源：Lipper · 資料截至2023/07/31

資料僅作說明使用，無任何推薦投資標的之意圖，市場有潛在風險，過去績效不代表未來之績效表現。

基金前十大持股

瀚亞中國A股基金前十大持股	比重(%)	產業類別
恆瑞醫藥 600276 C1	4.65%	醫療保健
貴州茅台 600519 C1	4.14%	核心消費
以嶺藥業 002603 C2	3.55%	醫療保健
國聯證券 601456 C1	3.11%	金融
新寶股份 002705 C2	3.00%	可選消費
上海銀行 601229 C1	2.70%	金融
東方證券 600958 C1	2.68%	金融
同仁堂 600085 C1	2.65%	醫療保健
渝農商行 601077 C1	2.62%	金融
工商銀行 601398 C1	2.58%	金融
加總	31.68%	

資料來源：Lipper，資料截至2023/07/31

資料僅作說明使用，無任何推薦投資標的之意圖，市場有潛在風險，過去績效不代表未來之績效表現。

2.

市場看法

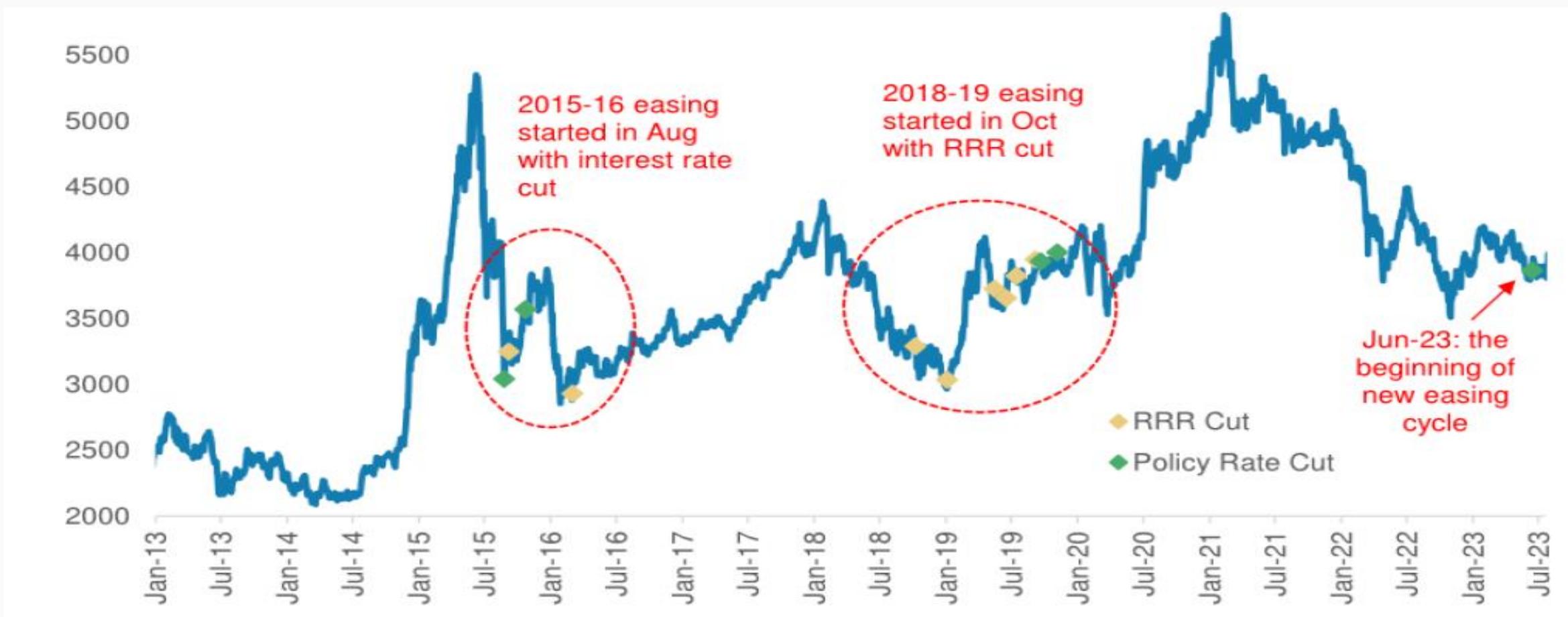




指數下滑到一定程度就會出台刺激政策

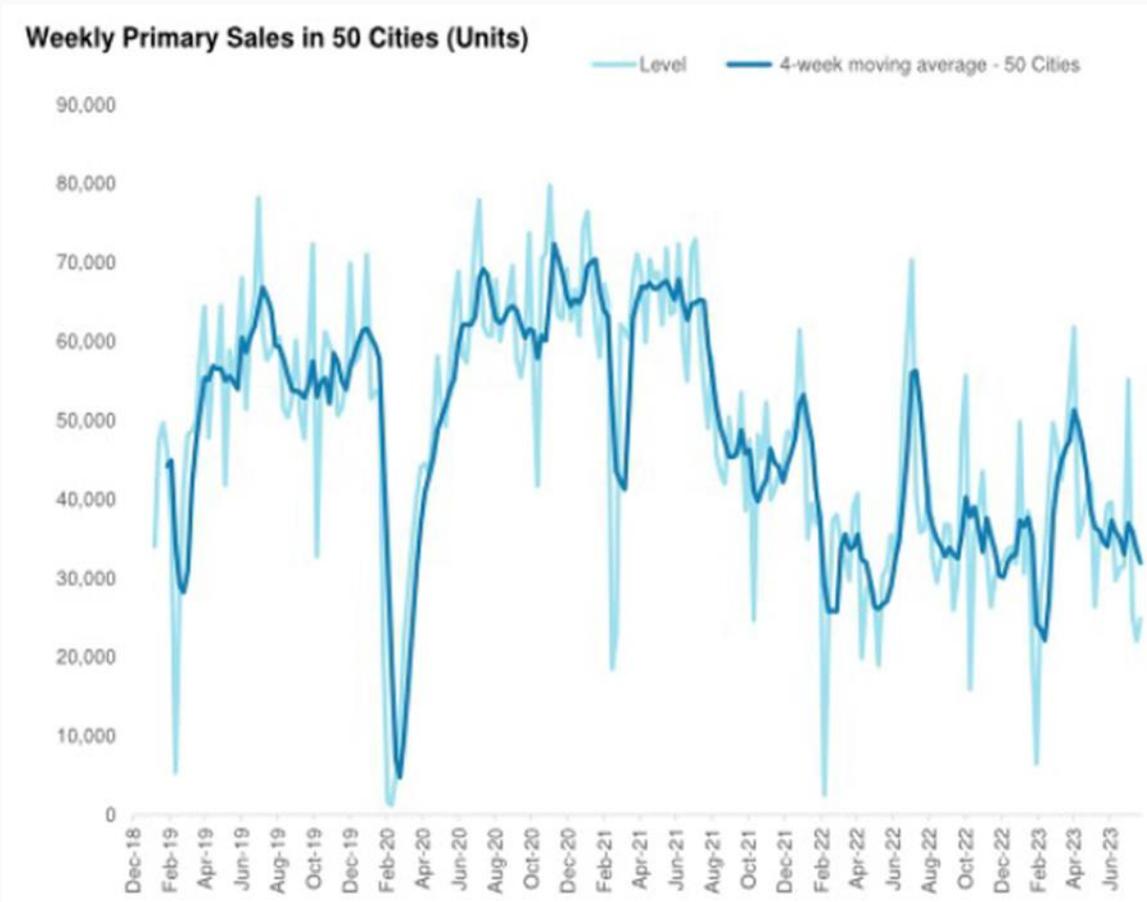
7月政治局言論對市場看法，相較6月會更早時為憂慮

滬深300 指數與政策對應圖

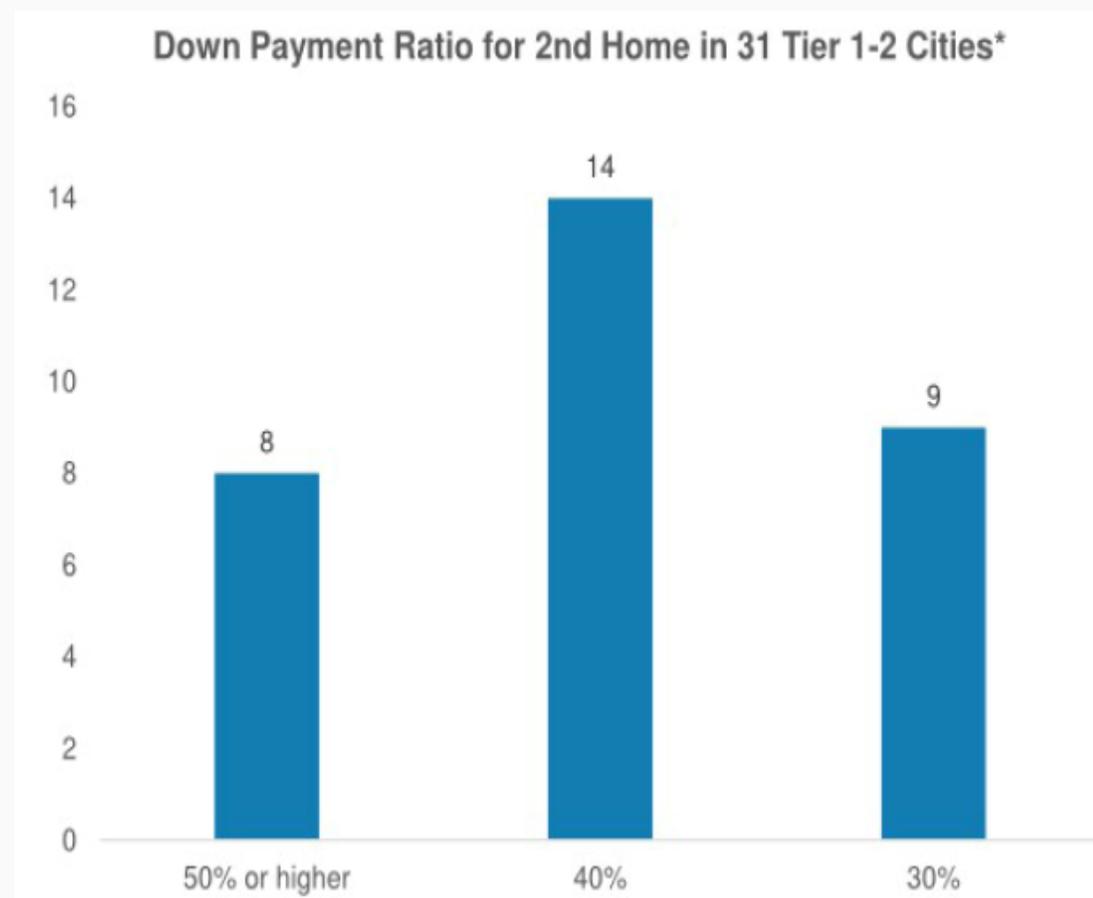


政策調降購屋門檻尚有空間

50大城市房地產交易量連續超過3個月下滑



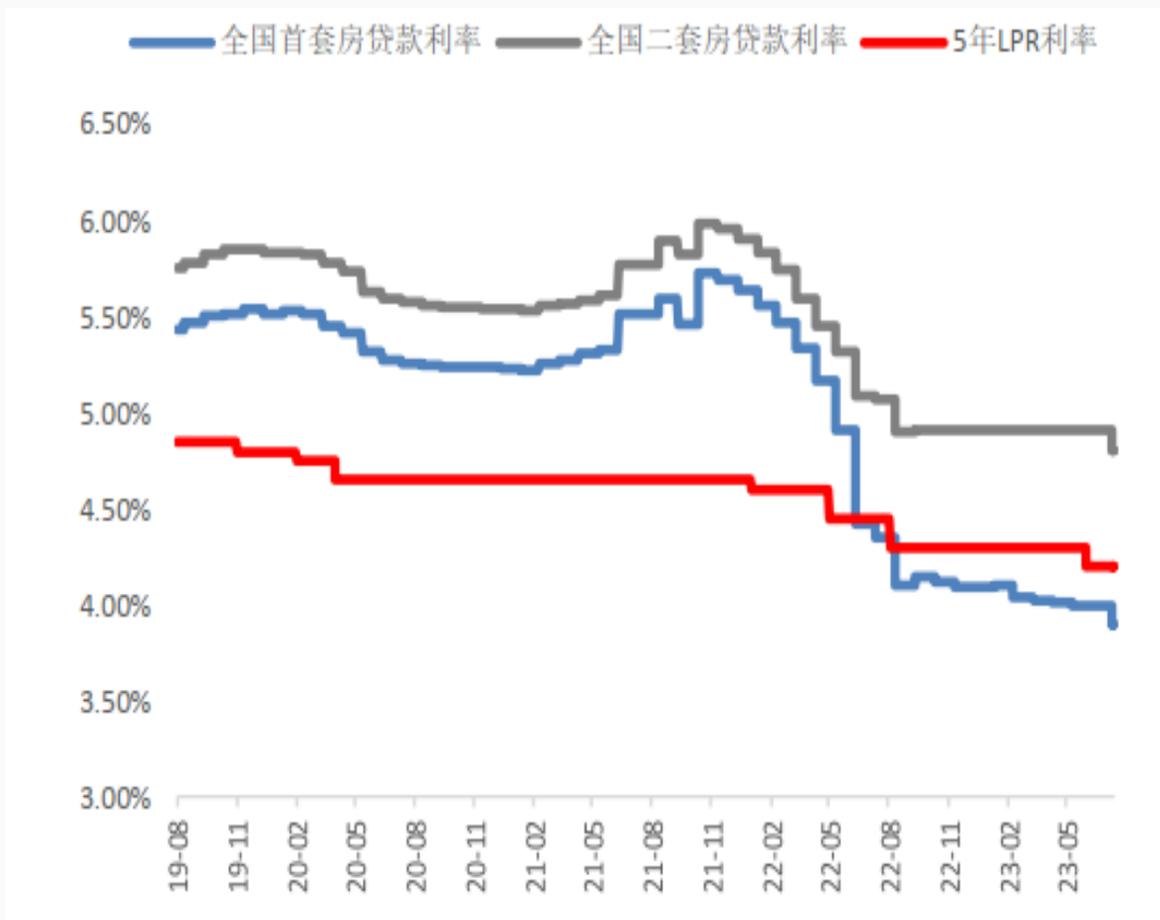
1/2線城市2套房頭期款成數



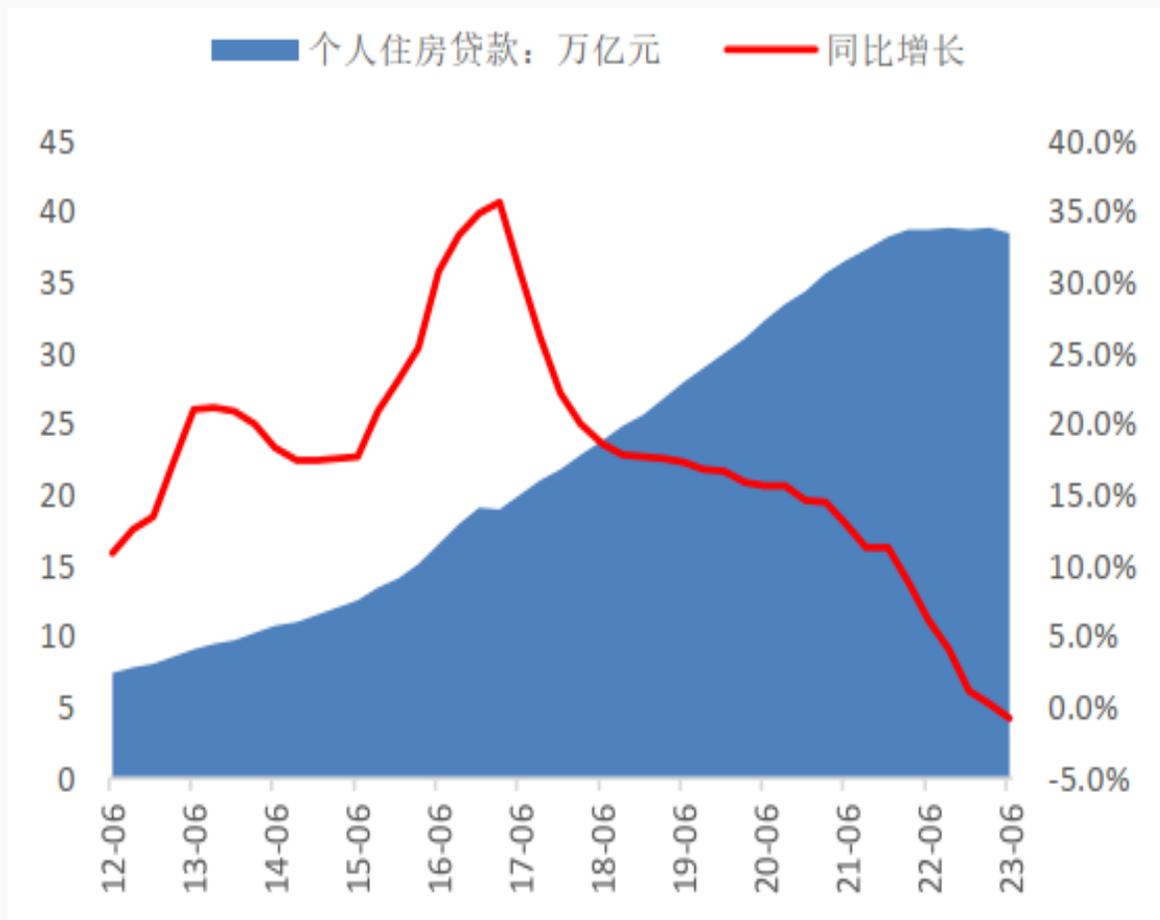


金融16條調整銀行存量房貸利率，支撐地產行業復甦

中國首套、二套房貸利率為4.0%、4.8%



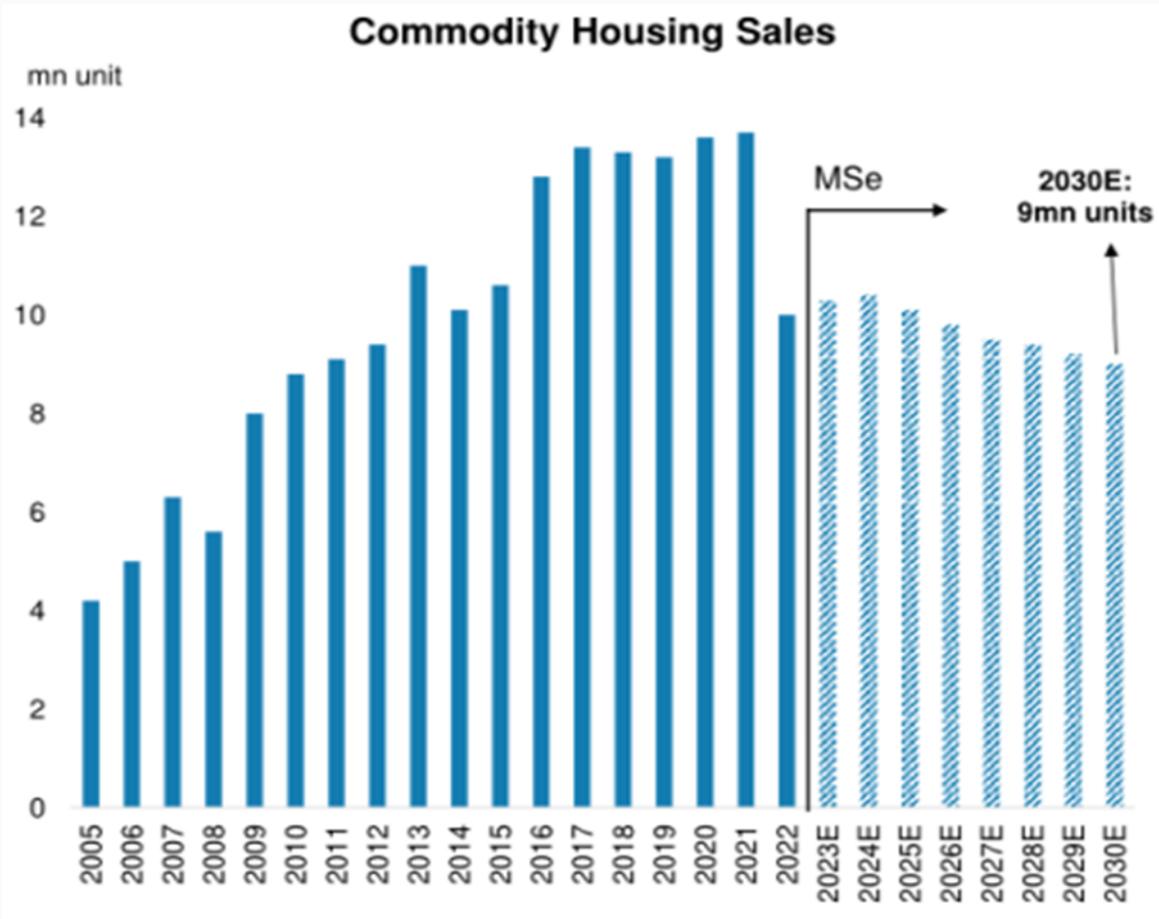
個人住房貸款餘額38.9萬億元



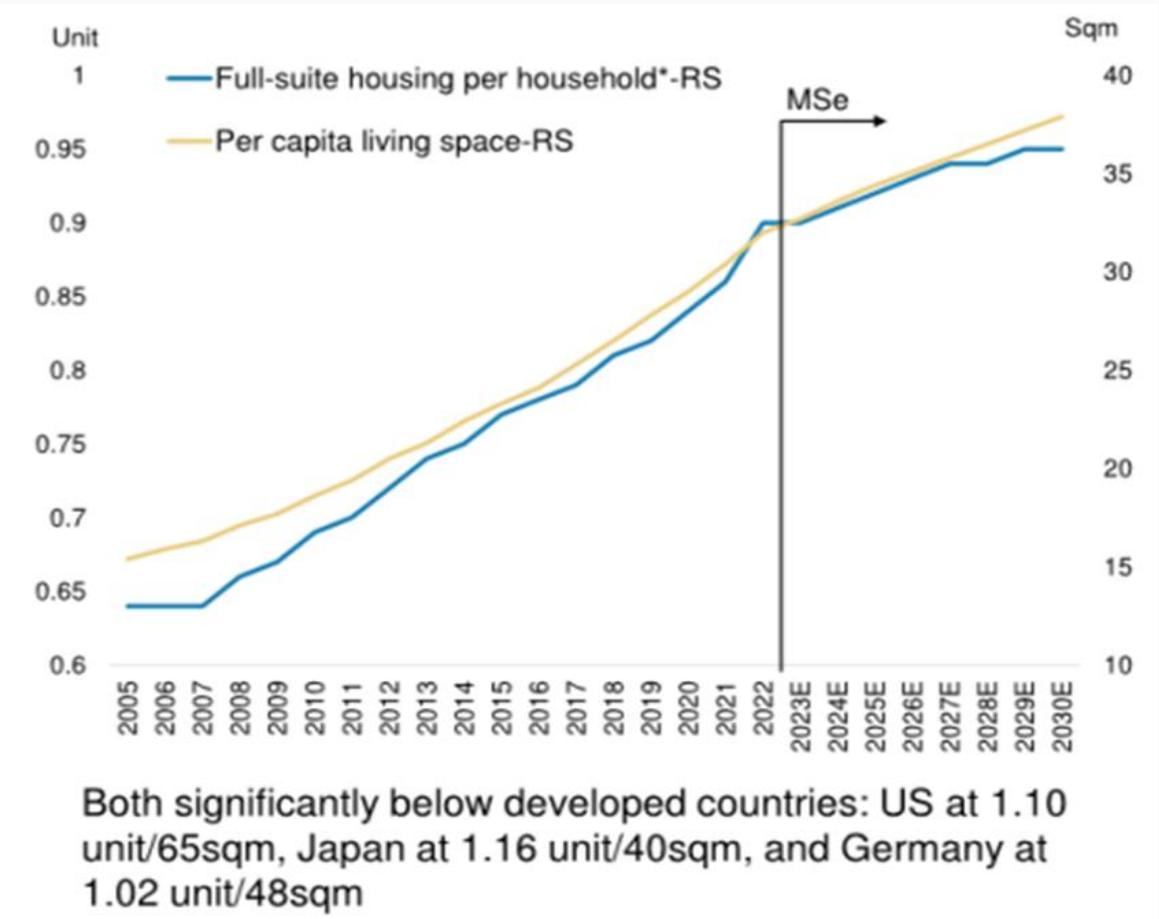


長期來看，房地產銷售仍然具備支撐與需求力道

房地產中長期來看需求仍然健康



房地產支撐來自機基本需求與需求升級



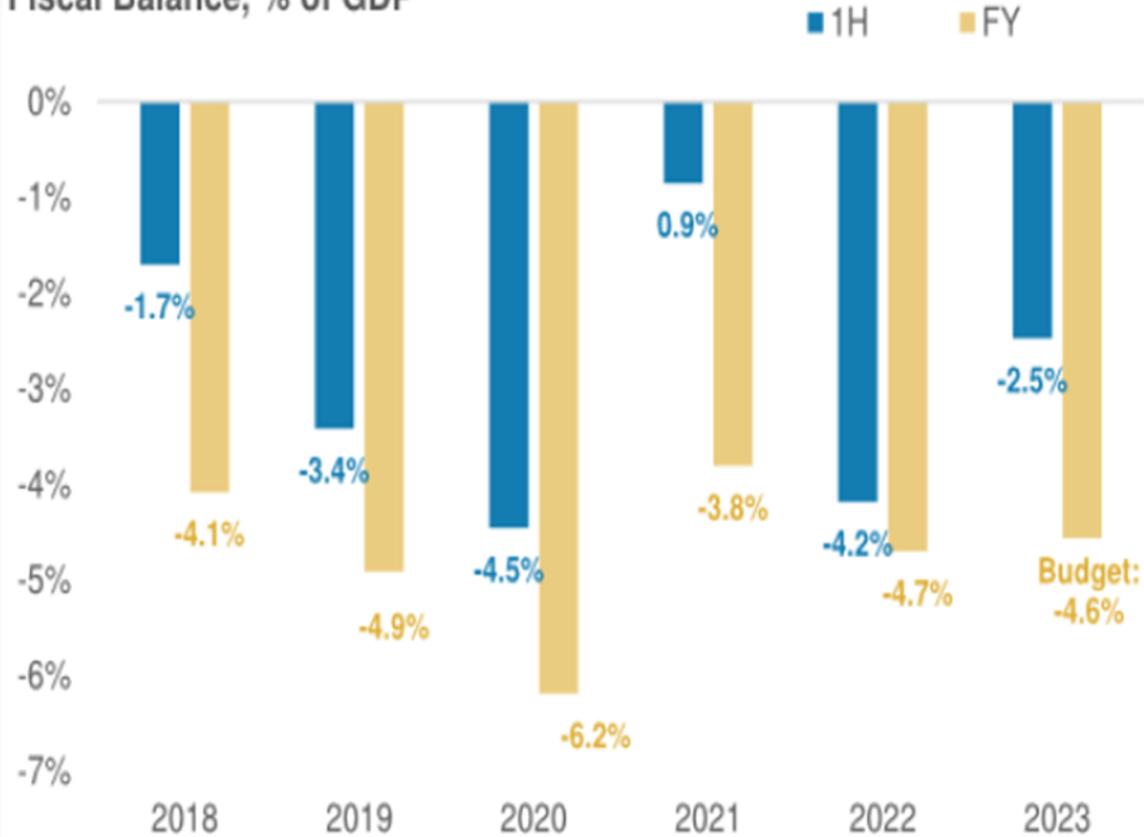


為了對經濟做刺激與支撐，預計在2023下半年財政支出將大增

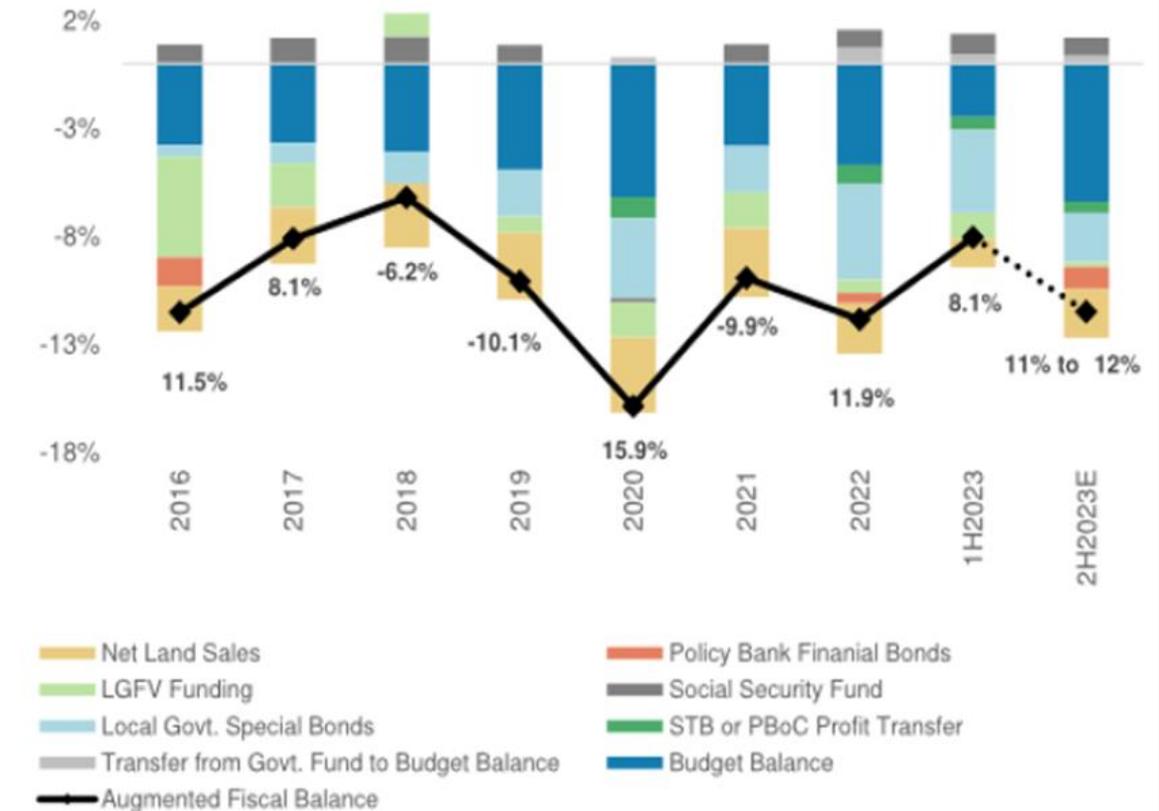
2023H1的財政緊縮與2018、2021年狀況類似

下半年財政赤字可能推升至GDP 11-12%

Fiscal Balance, % of GDP



Augmented Fiscal Balance, % of GDP





灑錢救經濟整理

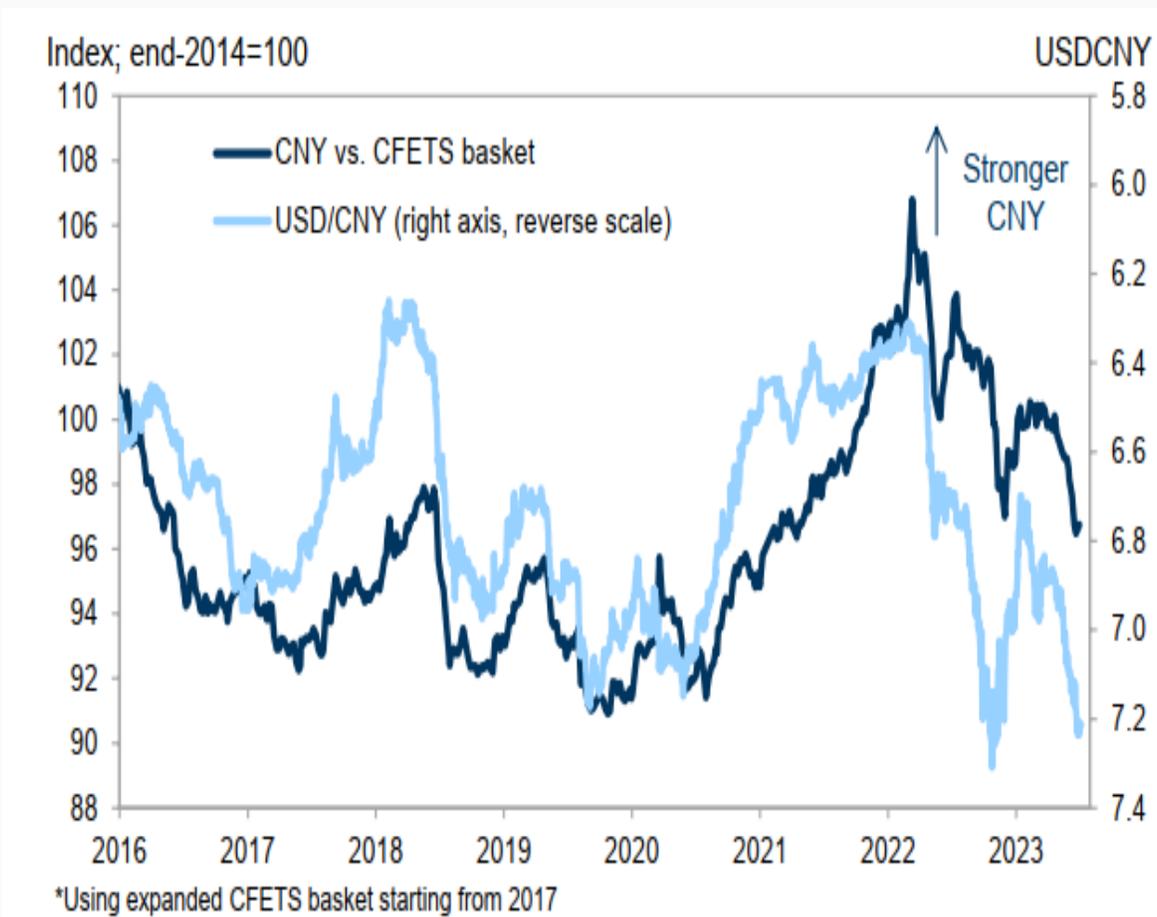
H2持續更加寬鬆是確定的方向，預期Q3 cut RRR 25bp, Q4 降息10bp

歷史上政府大幅發行債券及擴大寬鬆一覽表

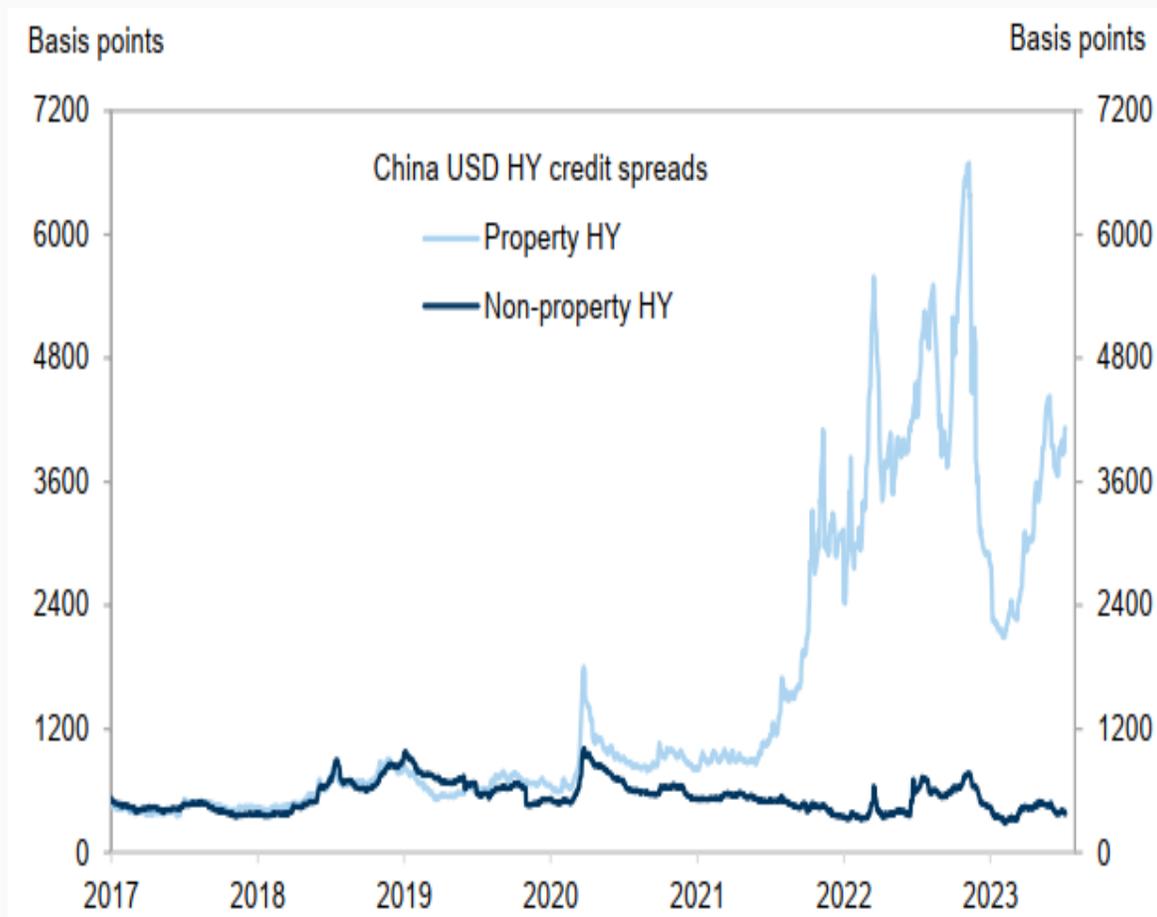
Batch	Year	CGSB quota		Tenor Years	Targeted or market-based issuance	Nominal GDP RMB tn	Effective fiscal deficit % of GDP	Purpose
		RMB bn	% of GDP					
1st	1998	270	3.2	30	Targeted	8.5	-2.9	Replenishing the equity capital of big four banks
2nd	2007	1550	5.7	15, 10	Targeted + market-based	27.0	+0.6	Purchasing FX assets to establish China Investment Corp (CIC)
3rd	2020	1000	1.0	10, 5, 7	Market-based	101.4	-6.2	Funding fiscal spending in response to initial Covid outbreak

市場與政策不特別著力

人民幣兌一籃子貨幣仍呈現明顯貶值趨勢



房地產債券高利差仍擴大當中





市場判斷 - 1

市場預期與展望

- ▶ **8月份：近期宏觀政策支援穩增長的態度和信號在不斷增強，但市場仍在期待更多的實質政策落地。7月國內經濟資料環比繼續走弱，不過A股目前估值相對較低，且政策托底宏觀經濟的態度明確，大幅下行的風險已不大，上行力度則取決於宏觀經濟的修復情況。預計指數仍將以區間震盪格局為主，尋找結構性機會。**

回顧策略與檢討

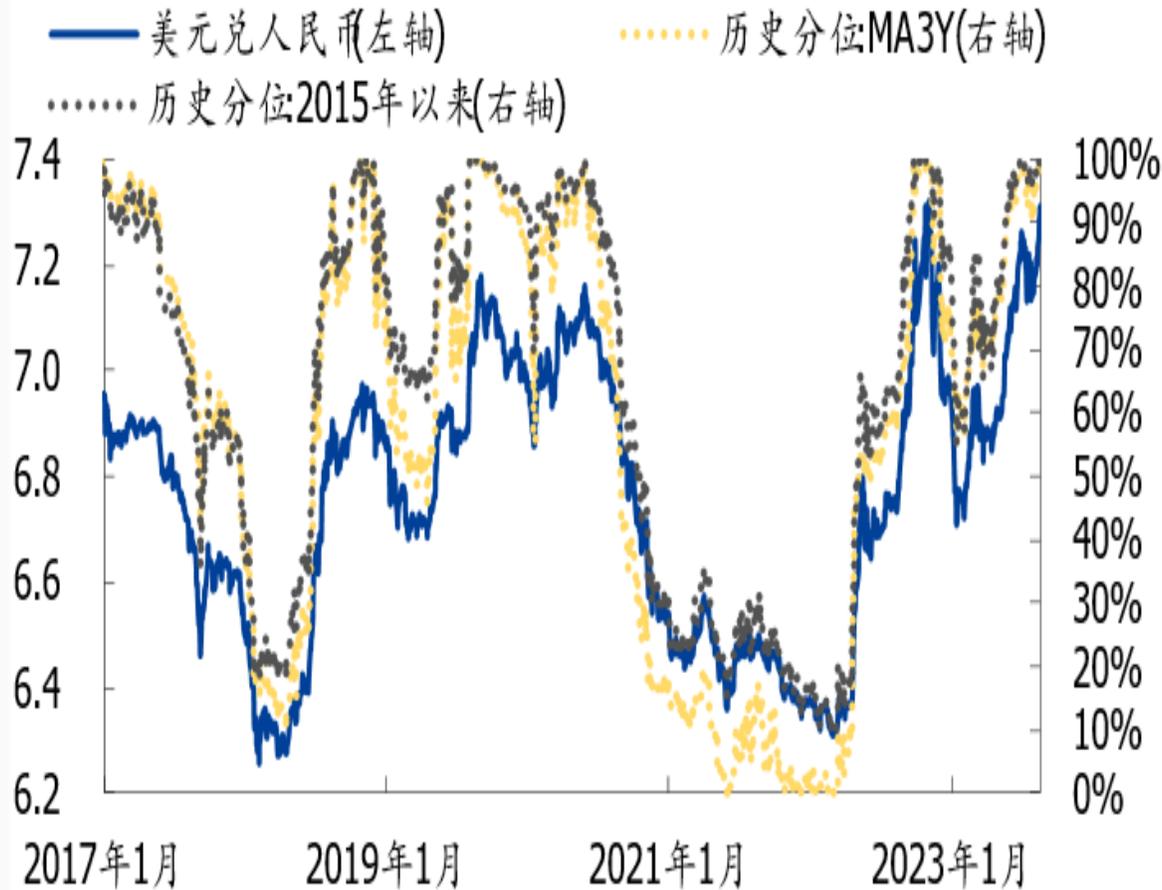
- ▶ 7月份：預期與現實反復交織導致行情震盪且波動較大，持續弱現實情況下催生出市場對政策的“強預期”跡象，但我們對強刺激政策的預期偏謹慎，注重高品質發展的頂層設計下仍然以結構性機會為主，預計市場未來一個月仍會震盪，目前整體處於震盪區間的中下沿，側重一些Q2業績預告（快報）預期較好的個股的挖掘
- ▶ 6月份：經濟資料普遍低於預期驗證了“弱現實”，由此帶來的“弱預期”風險正被逐漸釋放，頂層設計淡化總量增長、聚焦高品質發展的背景下，預計市場短期仍會震盪



工業企業庫存週期有望最快在今年四季度見底

匯率市場方面，截至8/18，美元兌人民幣上升至7.290。（強弱順序：美元>日元>人民幣>歐元）歷史視角下，人民幣相對美元貶值，截止8月18日，美元兌人民幣歷史分位（15年至今）升至99.7%，近3年歷史分位升至99.3%

美元兌人民幣歷史走勢



美元指數與10年期美債利率



國內7月經濟資料仍然偏弱

匯率市場方面，截至8/18，美元兌人民幣上升至7.290。（強弱順序：美元>日元>人民幣>歐元）歷史視角下，人民幣相對美元貶值，截止8月18日，美元兌人民幣歷史分位（15年至今）升至99.7%，近3年歷史分位升至99.3%

7月中國經濟數據維持低檔盤旋

- ▶ 整體看，7月經濟再度下探。7月經濟資料普遍下行，其他口徑的資料也是普遍大降，包括信貸社融超季節性走弱、CPI同比時隔2年半轉負、PMI持續處於收縮區間等。歸因看，核心還是經濟內生動力不強、需求不足、信心不足
- ▶ 結構看，7月經濟各分項全面回落，普遍不及預期。7月消費、投資、工業生產等經濟資料同比增速普遍回落，從兩年平均增速、環比增速、市場預期等角度看，也是明顯走弱；此外，7月出口增速創3年來新低，進口增速大降，工業企業盈利延續大幅負增，居民短貸和房貸均同比轉負，企業中長貸結束11月連增。
 - 消費端：社零增速低位下探，弱於預期；新增發佈服務零售額，增速較高。7月社零同比2.5%，較前值回落0.6個點，明顯低於Wind一致預期的5.3%，季調環比-0.1%，低於疫情前同期平均的0.75%，指向消費仍弱。結構看，多數消費增速回落，金銀珠寶、家電、化妝品等消費增速回落最多。統計局表示本月起首次增加發佈服務零售額，1-7月份，服務零售額同比增長20.3%，明顯高於商品消費，暑期旅遊出行、文體娛樂等服務消費火熱。高頻看，8月上旬人員流動持續回落，汽車消費增速跌幅收窄。
 - 投資端：地產、製造業、基建均回落。1-7月固定資產投資同比3.4%，較前值回落0.4個點，低於市場預期的3.9%，季調環比0%，低於疫情前同期平均的0.44%。
 - 供給端：工業、服務業生產均回落。7月工業增加值同比3.7%，較前值回落0.7個點，低於市場預期的4.6%，兩年平均增速為3.7%（前值4.1%），季調環比0%，低於疫情前平均的0.41%，指向工業生產較弱。服務業增速繼續回落。分行業看，黑色、食品加工、橡膠生產增速提升，電氣機械、運輸設備等行業回落較多。
 - 就業端：總體失業率小升，青年失業暫停發佈。7月城鎮調查失業率較6月提升0.1個點至5.3%。31個大城市調查失業率下降0.1個點至5.4%，整體就業形勢穩定。

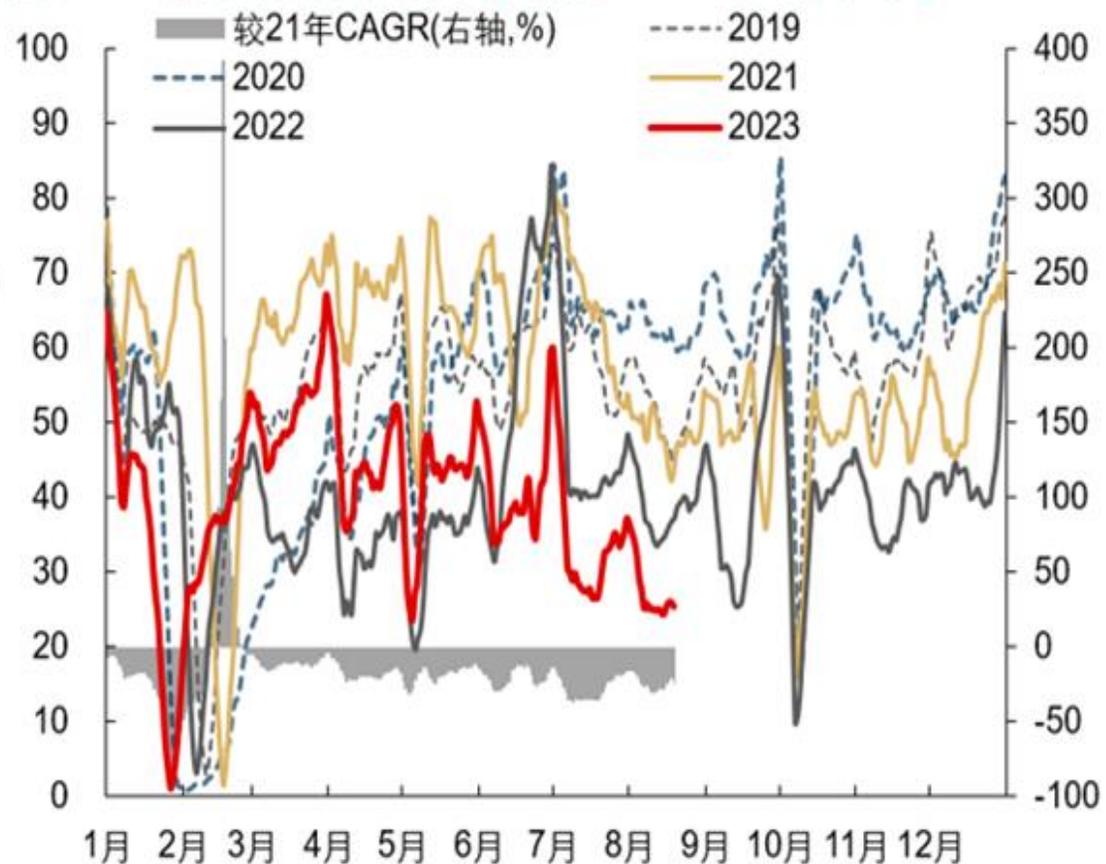


房地產：新房成交低迷，二手房成交轉弱

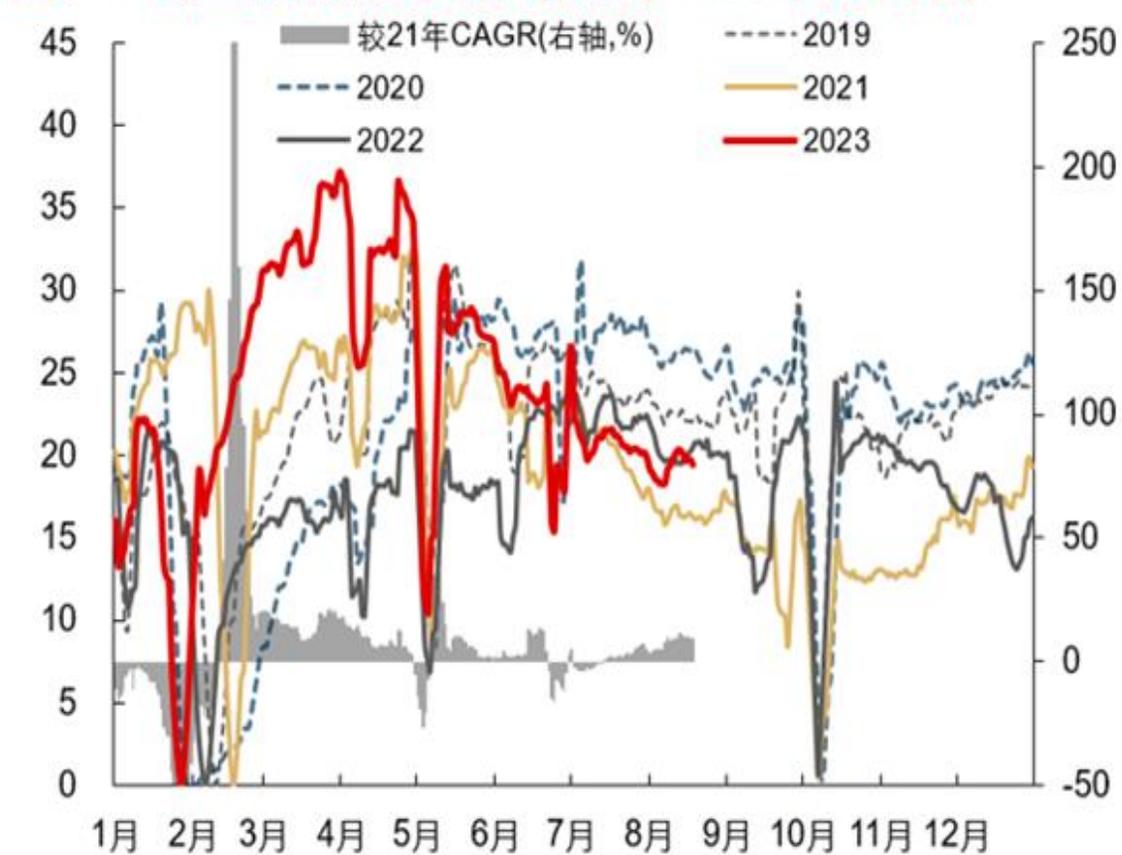
地產政策放寬確有預期，但各地實際出臺的政策目前還不多，因此市場觀望情緒仍然比較重。最近一段時間新房成交繼續橫在低位，淡季更淡的特點比較明顯；二手房成交有所轉弱，樣本城市中僅有北京、南寧兩地二手房成交強於季節性

30城新房成交仍橫在低位

图：30城新房成交面积（日频，MA7，万平米）



图：14城二手房成交面积（日频，MA7，万平米）

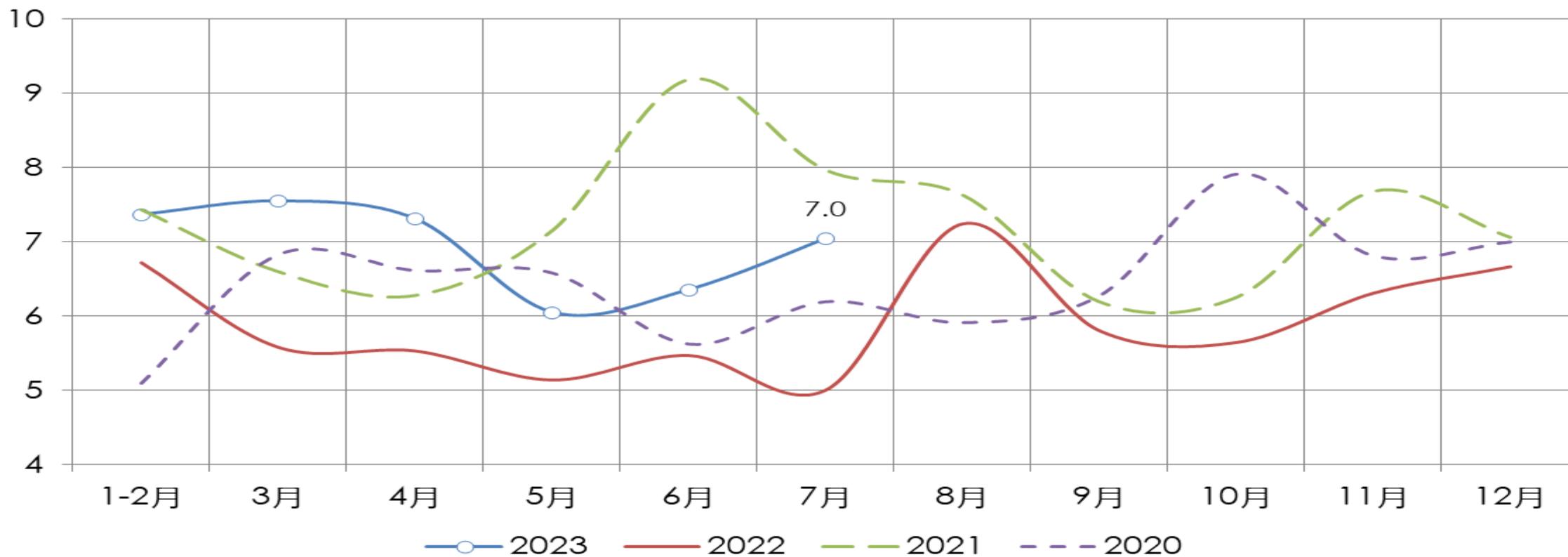


房地產：住宅竣工穩步推進

7月住宅竣工同比增長41%，低基數下實現高增長；保交樓政策推動下，預計竣工全年有望實現正增長

保交樓為目前最重要房地產政策之一

住宅竣工年化(亿平米)





政策信號以判斷官方與民間對經濟認知程度

- ▶ 8.17，央行發佈《2023年二季度中國貨幣政策執行報告》，並設有4個專欄：《合理看待我國商業銀行利潤水準》、《金融支持宏觀經濟回升向好》、《結構性貨幣政策持續支援重點領域和薄弱環節》、《人民幣匯率在合理均衡水準上保持基本穩定》
- ▶ 對比看，本次報告總基調基本延續了7.24政治局會議、8.1央行下半年工作會議等近期會議的說法，包括“國內經濟運行面臨需求不足等挑戰；穩健的貨幣政策要精準有力；綜合運用多種貨幣政策工具”，對海外通脹仍擔心等。
- ▶ 也有不少新變化，尤其是更關注人民幣匯率（新增“堅決防範匯率超調風險”），其他包括對全球經濟形勢轉為偏樂觀，重提“發揮貨幣政策工具的總量和結構雙重功能”，新增“統籌協調金融支援地方債務風險化解工作；保交樓貸款支持計畫至2024年5月末”，刪除“搞好跨週期調節”和“三個兼顧”等。



七大政策信號

- ▶ 信號1：央行對全球經濟形勢轉為偏樂觀，認為“全球主要經濟體延續恢復勢頭”；對國內經濟仍然擔心，延續強調“國內經濟運行面臨需求不足、一些企業經營困難、重點領域風險隱患較多等挑戰”。——上層對經濟的認知比較真實和透徹。
- ▶ 信號2：央行對海外通脹仍然擔憂，認為當前海外通脹在高基數下繼續回落，但“勞動力市場依然偏強，通脹回落至疫情前水準仍需時日”；央行認為我國物價短期轉負主要是“需求恢復時滯和基數效應導致的階段性現象、而非通縮”，往後看“8月開始CPI有望逐步回升，PPI已於7月觸底反彈、未來降幅還將趨於收斂”。
- ▶ 信號3：貨幣政策基調基本延續7.24中央政治局會議、8.1央行下半年工作會議、Q1貨幣政策報告等的定調，表示“穩健的貨幣政策要精準有力；綜合運用多種貨幣政策工具；貨幣信貸總量適度、節奏平穩”等。同時，也有一些新變化、尤其是更關注匯率，包括重提“發揮貨幣政策工具的總量和結構雙重功能”，新增“堅決防範匯率超調風險”、“統籌協調金融支持地方債務風險化解工作”等。
- ▶ 信號4：對房地產表述有一些新變化，尤其是對地產融資方面。
- ▶ 信號5：二季度貸款加權平均利率再度回落，居民房貸利率續創新低。
- ▶ 信號6：針對我國商業銀行淨息差和資產利潤率下降，專欄分析認為“商業銀行盈利狀況會隨著經濟週期波動，對此應理性看待，不必過度解讀”。
- ▶ 信號7：專欄指出“人民幣匯率不會單邊走貶”，央行、外匯局“堅決防範匯率超調風險”，並“有信心、有條件、有能力維護外匯市場平穩運行”。



市場估值-1

近期市場持續調整，全市場（非金融地產）當年PE回升至15倍左右，低於中樞0.82倍標準差
長端利率在2.65%附近震盪，風險溢價仍在2010年以來+1.54倍標準差，權益資產吸引力在較高水準

市場評價位於長年低檔



風險溢酬於政治局會議後緩步回升



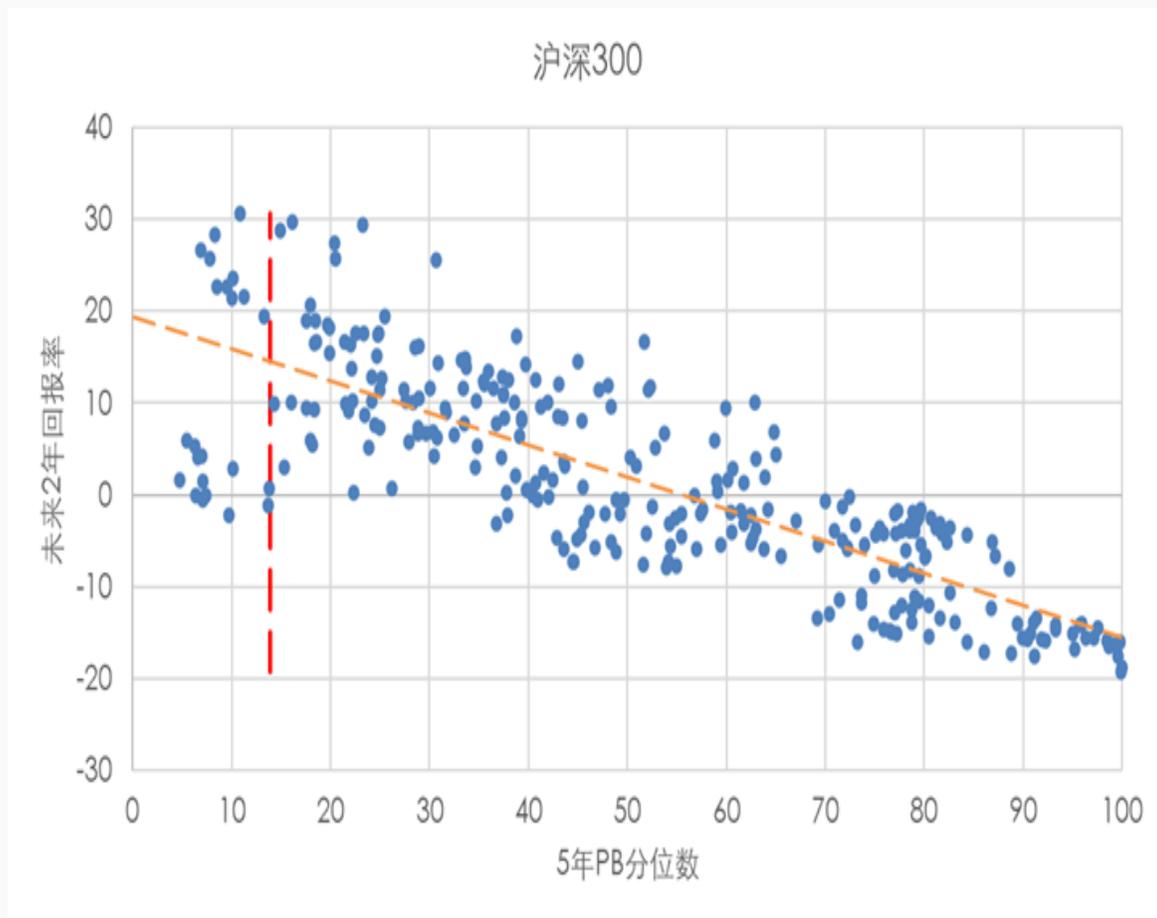
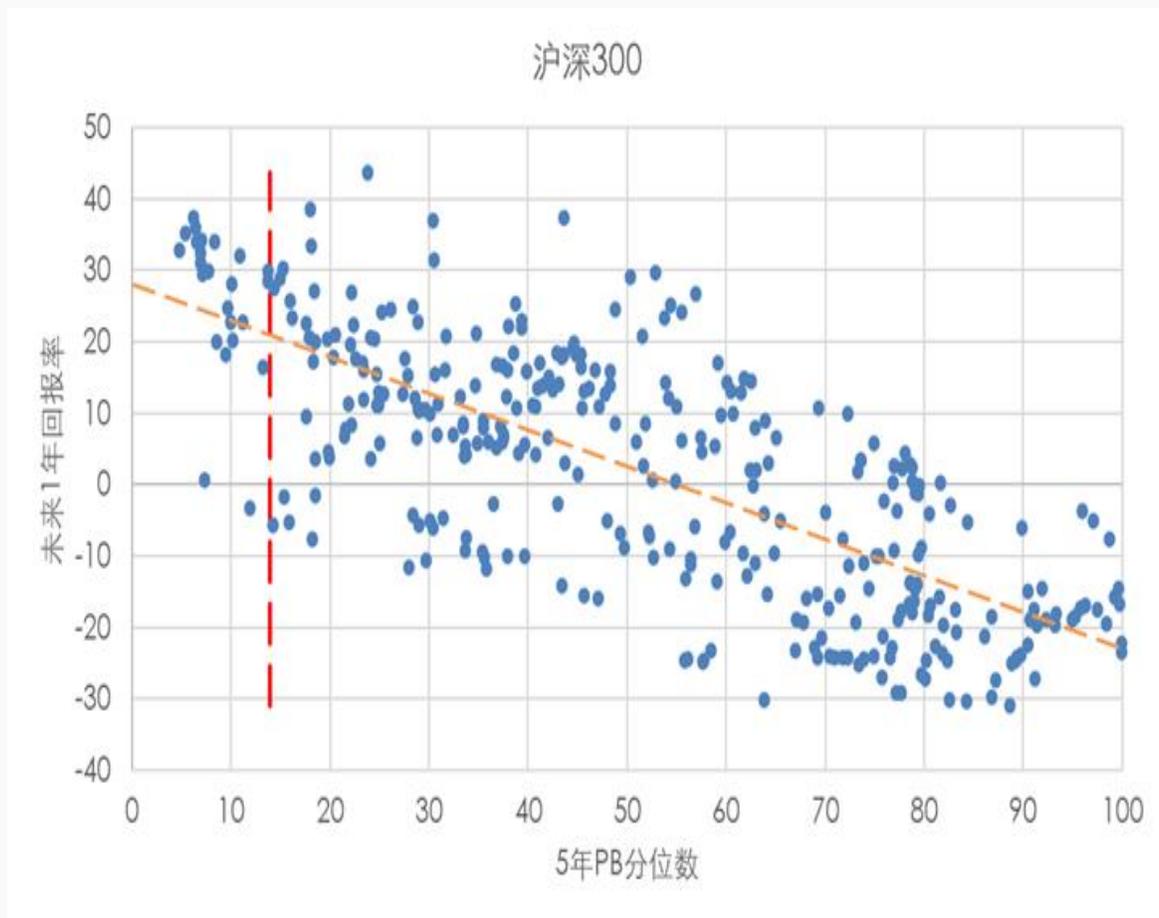


市場估值-2

以滬深300為例，滬深300的PB處於過去5年的後14%分位數，勝率、賠率具備吸引力
儘管當前經濟環境和市場預期處於低位，但定價隱含的風險收益特徵具備較高吸引力

未來一年預期超額收益**18%**，勝率**80%**，下行風險**5%左右**

未來兩年預期超額收益年化**14%**，勝率**92%**，下行風險接近**0%**





在財報公布後尋找市場新契機

- ▶ 目前倉位86.7%，7月政治局會議帶來市場情緒和市場指數的一波反彈，但8月份以來市場持續調整且調整幅度較大
- ▶ 一方面，經濟資料的改善需要時間，並非一蹴而就，近期宏觀政策支持穩增長的態度和信號在不斷增強，但市場有點開始不買帳，仍在期待更多的實質政策落地。我們也認同這個想法，等待見到實際的資料和基本面的拐點再做調整也可。另一方面，A股目前處於估值底部，且政策托底宏觀經濟的態度明確，大幅下行的風險不大，並且權益資產性價比突出。
- ▶ 短期在市場情緒低迷情況下，預計指數仍存在上行的壓力（除非有新的給與市場信心的東西出現）。操作上，二季報業績臨近披露結束，將對全市場各行業Q2業績進行匯總分析，尋找基本面相對穩定和突出的結構性機會



操作計畫 – 關注方向

尋求業績公告後具備成長與潛力的公司布局

- ▶ 醫藥（短期減倉規避情緒壓制的影響）：
 - 醫藥反腐歷年有之，今年對市場的影響如此大確實超預期（可能比較弱的經濟環境會放大這類事情的影響），並且一些事件性的因素對行業存在情緒壓制。
 - 但醫藥來自患者的需求始終存在並且是穩定的，醫保支出端的總量每年也保持穩定增長。短期反腐造成的衝擊從中長期來看有利於行業出清和格局重塑，可關注後續超跌之後佈局的機會。
- ▶ 食品飲料：龍頭公司估值已具備長期吸引力，同樣受益弱預期扭轉的看漲期權。
- ▶ 電子（復蘇鏈+半導體設備及零部件）：
 - 國產替代空間大，聚焦瓶頸技術環節突破的投資機會：隨著國產化比例不斷提升，未來下游企業的資本開支預計也逐漸提升，核心廠商的稼動率將逐漸提升。
 - 復蘇鏈關注下有去庫存情況，預計Q3-Q4庫存去化基本完成，未來補庫+需求恢復帶來增量。



操作計畫 – 關注方向

尋求業績公告後具備成長與潛力的公司布局

- ▶ 高品質央企與高股息的投資機會（大行、高股息率銀行+央企建築類）：
 - 在國內經濟弱復蘇情況下，央企經營效率提升的考核帶來的盈利的提升。
 - 高分紅高股息兼具防禦屬性。
- ▶ 傳媒（主要關注遊戲方向）
 - 年初以來AI應用的催化+行業多年底部+資金籌碼結構（機構持倉較少），傳媒板塊經歷了一波快速拔估值的上漲行情。
 - 拔估值階段已過，後續看產業趨勢驗證和業績兌現。但是，我們認為業績兌現的主要原因並非AI加持，而是“遊戲版號的重新發放”，並且每月保持較多數量的版號下發。企業拿到版號到遊戲上線開始產生經營效益一般要6-12個月，下半年將是遊戲台塊內公司逐漸業績釋放的階段並且有望逐漸加速。重點關注A股頭部的遊戲標的（遊戲行業具有強者恒強的屬性）

3.

投資策略與結論

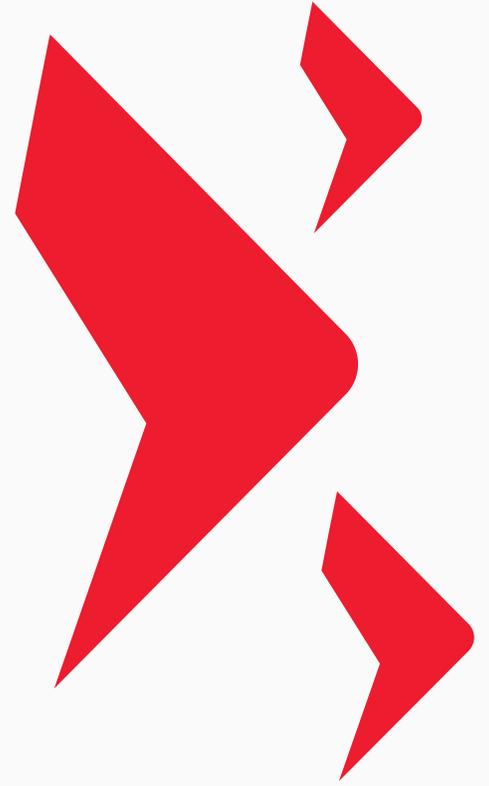


投資展望總結

- ▶ 中國市場再度回到低檔區間震盪。在中央政治局出檯6大扶持政策外，針對各產業及地方級政府亦有多項刺激方案。從目前中國居民的超額儲蓄及資本組成來看，這些政策若再搭配適當經濟發展方針給予信心扶持，是有可能給予中國經濟及股市起到振衰起弊的作用。
- ▶ 然而從另一角度看，在政策推出的同時，必定有某些成本必須伴隨付出；包括財政赤字提升、債信評等受影響、以及債務擴張等問題必須面對。舉債及寬鬆是否能有效拉抬中國沉痾的投資市場，我們仍必須進一步觀察。

附錄

投資顧問 – 中信保誠介紹



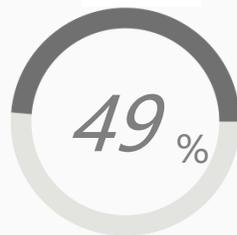
強大股東背景，助力公司資產管理業務發展



中信集團

世界 5 0 0 強

+



英國保誠

世界 5 0 0 強

+



中新創投

- / 中國中信集團有限公司是在鄧小平同志支持下，由榮毅仁同志于1979年創辦的。中信集團深耕綜合金融、先進智造、先進材料、新消費和新型城鎮化五大業務板塊，致力於成為踐行國家戰略的一面旗幟，國內領先、國際一流的科技型卓越企業集團。2021年連續第13年上榜美國《財富》雜誌世界500強，位居第115位。
- / 英國保誠於1848年在倫敦成立，是極具規模的國際金融集團，在全球擁有2000多萬名客戶。集團業務遍及亞洲、美國及非洲，並於倫敦、香港、新加坡、紐約四地上市，長期位列美國《財富》雜誌世界500強，2021年位居第55位。
- / 元禾控股全資子公司，設立了中國第一支國家級股權投資母基金、中國規模最大的天使投資平臺等。

立足中國，放眼全球的 綜合性資產管理公司

定位

專注標準化投資
追求長期業績優
秀

能力

多元的投資能力
完善的產品體系
廣泛的客戶基礎
高效的運營體系

理念

專業制勝
敬畏市場
尊重人才

資源


國際標準
本土資源

1440億

資產規模

1000萬+

累計服務
投資者

20年

投研團隊核心管理
人員平均從業年限

16年

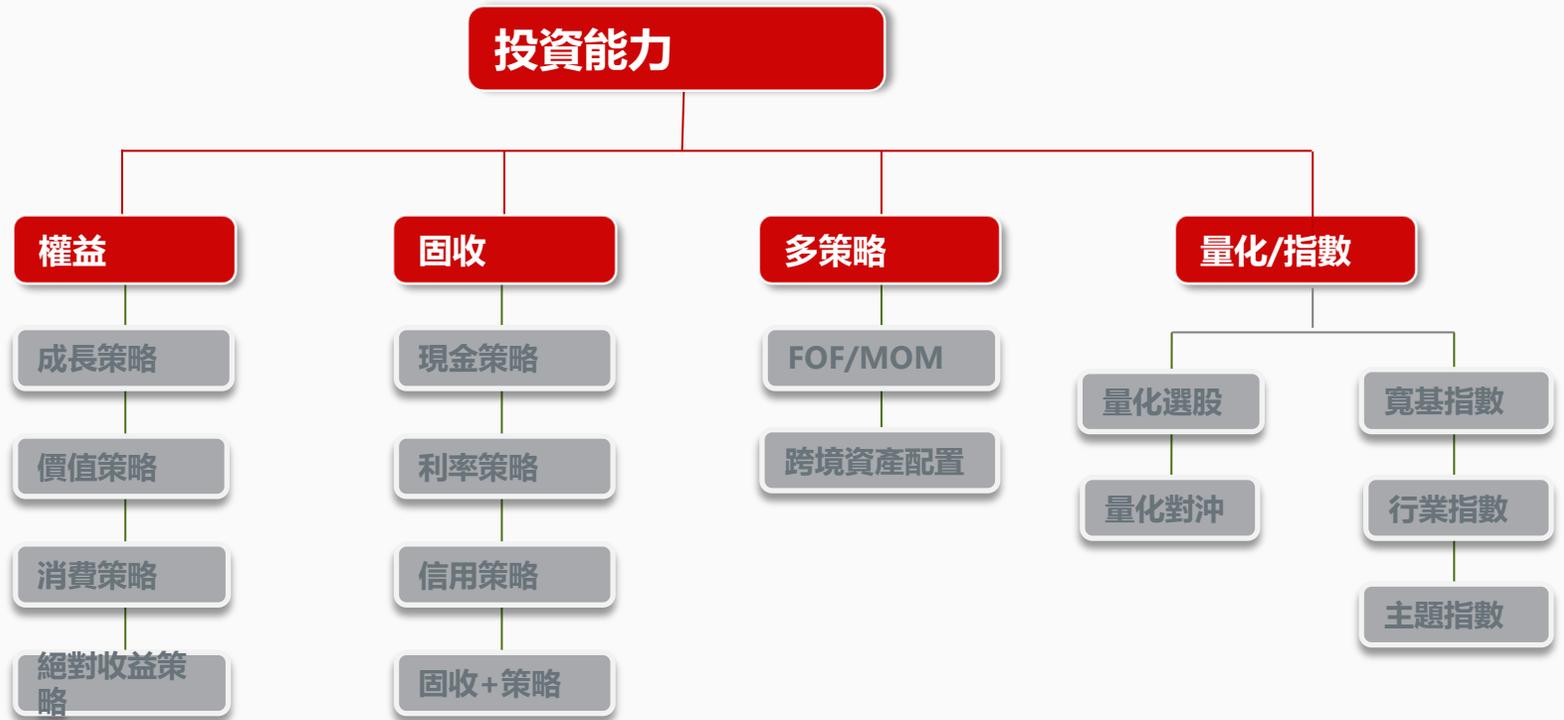
公司歷史

35位

非貨幣公募排名，
共149家

多元的投資能力

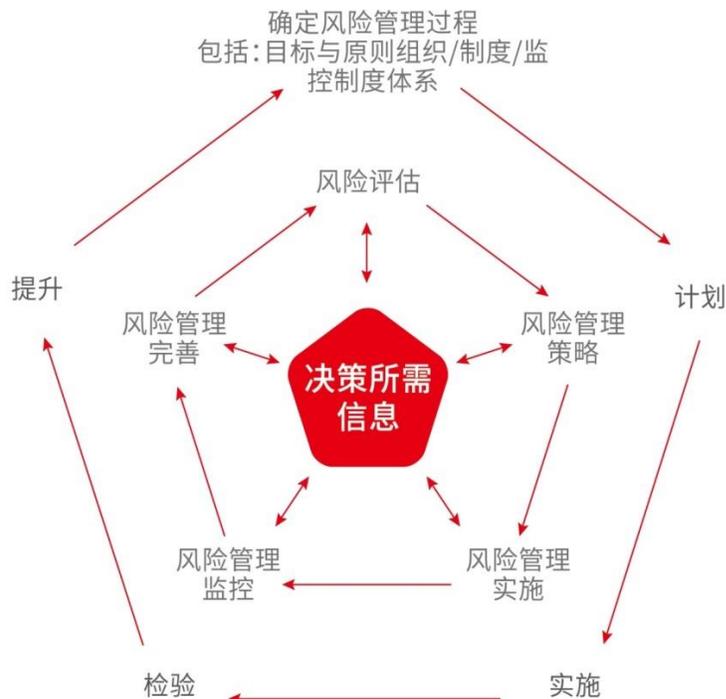
- 公司建立起權益、固收、多策略、量化/指數四大核心投資能力，深耕細作兩大業務主線“主動權益”與“理財替代”



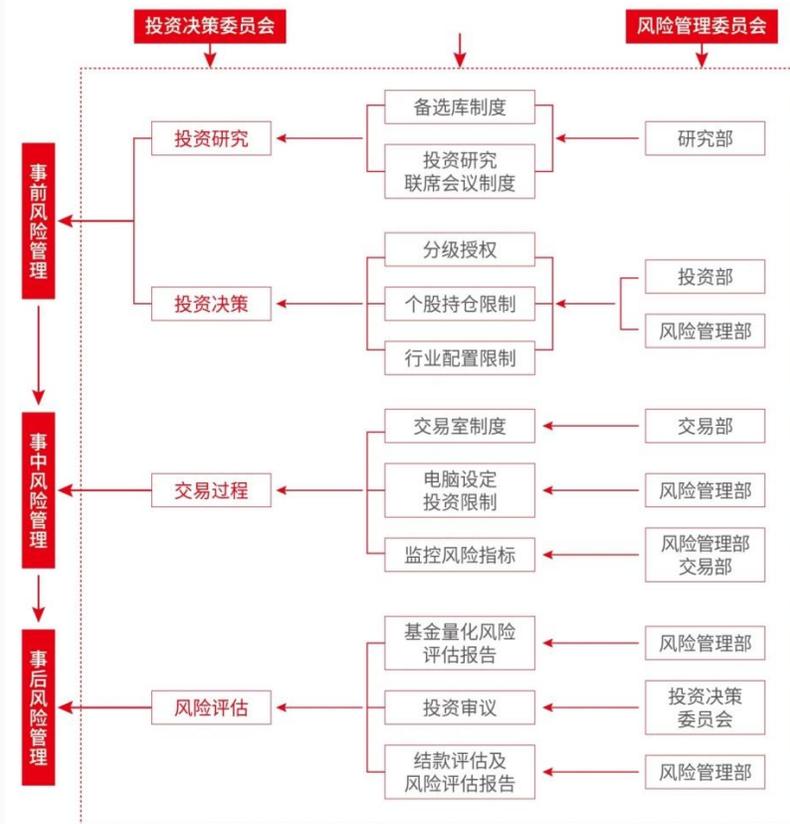
嚴謹的風險控制

- 公司具備健全的風險管理制度和管理架構。完善的投資風險控制體系，力求通過專業嚴謹的投資，為投資者創造穩定可靠的收益

風險管理流程



投資風險管理架構



中信保誠：經驗豐富、 理念一致、配備齊全的 投研團隊

權益投資（12人）

- **經驗豐富**：投資團隊平均擁有15年以上從業經驗，具有出色的行業和個股研究能力；
- **“理念一致、風格多樣”**：投研團隊既能形成合力，不同基金經理在一致的投資理念下，又有自己獨特的選股思路和行業偏好。

研究（15人）

- **覆蓋全面**：涵蓋宏觀策略及所有一級行業；
- **深度研究**：研究員平均有6年以上的行業研究經驗，對行業和個股深度研究。

中信保誠基金管理有限 公司：積極穩健的投資 理念和流程

發現投資機會

- 順應市場規律
- 堅持基本面為主導
- 把握行業景氣波動
- 投研人員通過日常對上市公司和所在行業深入而廣泛的覆蓋發現投資機會
- ✓ 調研
- ✓ 公告

把握買入時機

- 結合估值
- 精選個股
- 對企業基本面深入研究，結合宏觀和上下游產業情況，形成投資建議
- ✓ 建估值模型
- ✓ 行業比較
- ✓ 公司比較

風險控制和審查

- 投資組合構建與再平衡
- 風險控制和審查
- 匹配風險和收益預期，監測整個投資流程的執行、定期回顧和調整
- ✓ 動態跟蹤，盈利預測調整
- ✓ 目標價管理
- ✓ 突發事件跟蹤預警



敬語

本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，此外，匯率走勢亦可能影響所投資之海外資產而使資產價值變動。另，內容如涉新興市場之部分，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度亦可能低於已開發國家，而使資產價值受不同程度影響，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。本基金主要投資於中國及在中國營運但於其他市場(如：香港)上市之有價證券，投資人須留意中國市場特定政治、經濟與市場等投資風險。

有關基金應負擔之費用已揭露於基金之公開說明書或投資人須知中，投資人可至下列網址查閱：公開資訊觀測站：<http://newmops.tse.com.tw>、瀚亞證券投資信託股份有限公司：<http://www.eastspring.com.tw>或於本公司營業處所：台北市松智路1號4樓，電話：(02)8758-6699索取/查閱。瀚亞投信獨立經營管理