

經理人觀點：中國仍是今年亞洲市場搖擺震盪的關鍵因素

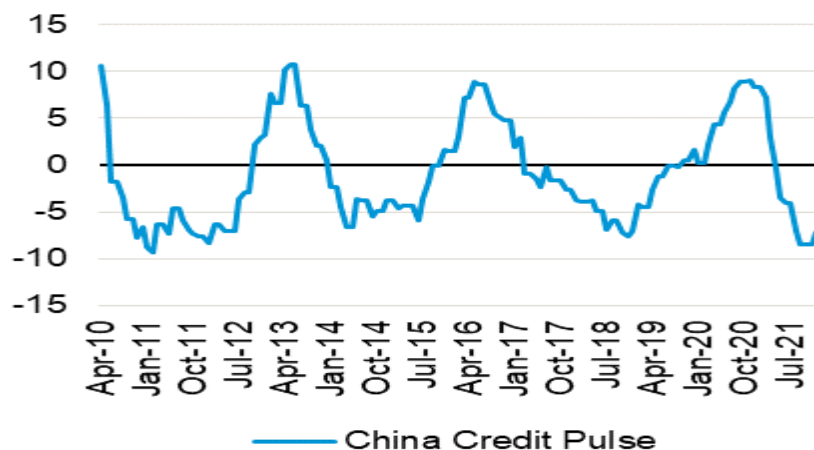
2021年是亞洲回報多元化的一年，在成熟國家科技需求的支持下，蓬勃發展的台灣增長24%，而印度在強有力的政策支持下增長25%，但被因記憶體產業衰退和提前加息而表現不佳的韓國股市(下降10%)所抵消。南亞繼續受到疫情負面影響(東協走低3%)，而中國採取積極的反週期緊縮政策和積極的監管改革，導致MSCI中國指數下修23%，MSCI中國海外指數下挫38%，中國A股則小幅收低6%。

對2021年的預期是復甦、輪換和通貨再膨脹，儘管由於政策退出首先影響中國市場，而南亞任何形式的緊縮政策多滯後，因此股票回報率適中。儘管年初對中國持謹慎態度，但預期2022年領導層交接時應不會再出現激進的周期性轉變或強硬的監管改革。中國在過去9個月內已完成從高峰到低谷的貨幣政策調整，而此類調整通常會耗時12至18個月。

課後輔導的國有化和房地產的強力去槓桿被證明超出大多數熊市的情景，由於後者對國內經濟的直接和間接影響很大，因此對市場情緒的損害尤其嚴重。再加上嚴重的能源短缺、零組件短缺和疫情中斷，導致第四季經濟增長低於預期，導致股票評級下調(MSCI中國指數在11月和12月為負9%)，尤其以循環型和政策曝險的股票為主。

中國很可能繼續成為今年絕對和相對指數表現的關鍵波動因素，繼去年積極的反週期政策和社會經濟調整之後，在全球經濟走向寬鬆政策退出的背景下，提出一個特殊的主張，至少呈現出具吸引力的多元化風險投資機會。

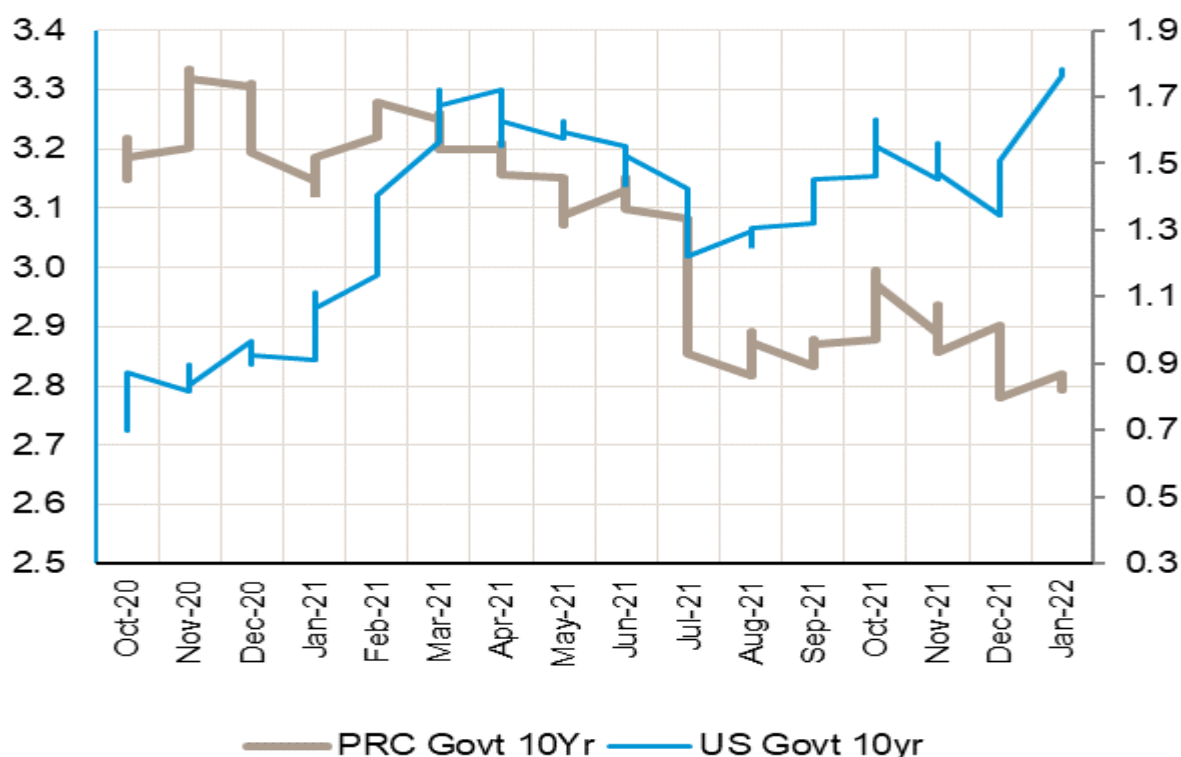
圖一：中國信用脈動



資料來源：Bloomberg, 截至2021年12月31日。僅用於說明，過往表現並非代表未來業績或當前或未來趨勢的可靠指標。

2021年12月，由最高層領導的一個關鍵工作組明確表明政策轉向寬鬆的立場，以維持增長為主要目標。部分人士認為社會政治議程的優先事項，包括雙循環和共同富裕，可能會排除任何應對當前經濟增長負面趨勢的緊迫性。我們不同意這一觀點，並且考慮到去年周期性和監管調整帶來的系統性風險(包括房地產去槓桿的不可預見結果)和失業風險，今年將在領導層交接會議上提出一個更加有利於增長的討論議程，而此議程或將在2022年晚些時候進行。

圖 2：中國與美國10年期公債利率



資料來源：Bloomberg, 截至2021年12月31日。僅用於說明，過往表現並非代表未來業績或當前或未來趨勢的可靠指標。

我們對中國股票的偏好定位是政策敏感與深度價值，目前布局仍然在具政策吸引力的相關行業。如果社會經濟調整步伐放緩(尤其是房地產)，中國股市可能會得到進一步提振，並且更多將關注於遏止經濟負增長趨勢，而轉向結構性積極觀點則將取決於近期高度關注的雙循環、共同富裕、政府對民營企業影響的深度與廣度。

整個地區(中國除外)疫苗覆蓋率和群體免疫達到正水平，預計消費和民間投資都會復甦。

根據摩根士丹利估計，到第一季底，預估12個亞洲國家中有11個國家的首劑疫苗接種率將超過80%。此外，鑑於全球增長放緩但仍處於高位，預計貿易活動將保持活躍，共同呈現具吸引力消費、投資和資本支出的環境，以利於支持企業獲利發展。

從政策的角度來看，通膨預期相對於當前的預測較低迷，此意味與成熟國家相比，該地區的負面財政和貨幣脈搏可能要低得多，而中國極有可能在2022年上半年積極推動貨幣和財政措施。該地區的其他主要群體，包括對成熟國家增長和政策轉變最敏感的北亞，與以國內為重點，並從受疫情影響後又再度復甦的南亞經濟體。

我們認為北亞從今年開始可望受到成熟國家經濟強勁增長的支持，以及良好的貿易趨勢和區域復甦(希望今年中國成為順風)的衍生幫助，進而推動較強勁的資本支出。南亞和印度提供具吸引力的周期性和結構性概況，沒有如同發達經濟體(包括北亞/中國)所面臨的人口結構、不平等、債務和通縮壓力等挑戰的地方性問題。

從結構的角度來看，積極的人口結構和低負債可以在政府措施的支持下，推動更高水平的增長，包括新的基礎設施和可再生能源投資。2022年民間投資可能會強勁復甦，此將得益於從中國的生產轉移和貿易活動持續升溫，進而推動強勁的資本支出和消費前景。

主要風險包括美國通膨導致政策利率高於當前預期，以及從利差或避險角度來看的美元走強。即使在最近偏鷹派的預測下，美元近期的回落反映實際利率在一段時間內仍將保持低位，而其他更具週期性的地區和貨幣可能表現相對更好。對美元走強、近期市場表現不佳、中國和潛在的美國利率曲線趨平(可能導致更高的股票風險溢價)的擔憂是目前普遍減持新興市場股票的原因。

然而，企業持續獲利增長抵消利率上升的情況以及中國轉向寬鬆的立場，加上具有吸引力的估值，可能會推動積極偏多布局。鑑於新興市場股票相對於成熟市場的流動性較低，並且可能從信貸市場交互影響，即使是小規模的資金部位轉向新興市場，也可能帶來較大的正向波動。

【台中銀投信獨立經營管理】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。有關基金應負擔之費用已揭露於基金之公開說明書中，投資人可至公開資訊觀測站中查詢。本基金投資涉及新興市場部分，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可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響。投資人因不同時間進場，將有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。公開說明書備索，或至本公司網站<https://www.tcbisct.com.tw>，或公開資訊觀測站<http://mops.twse.com.tw>查詢下載。