

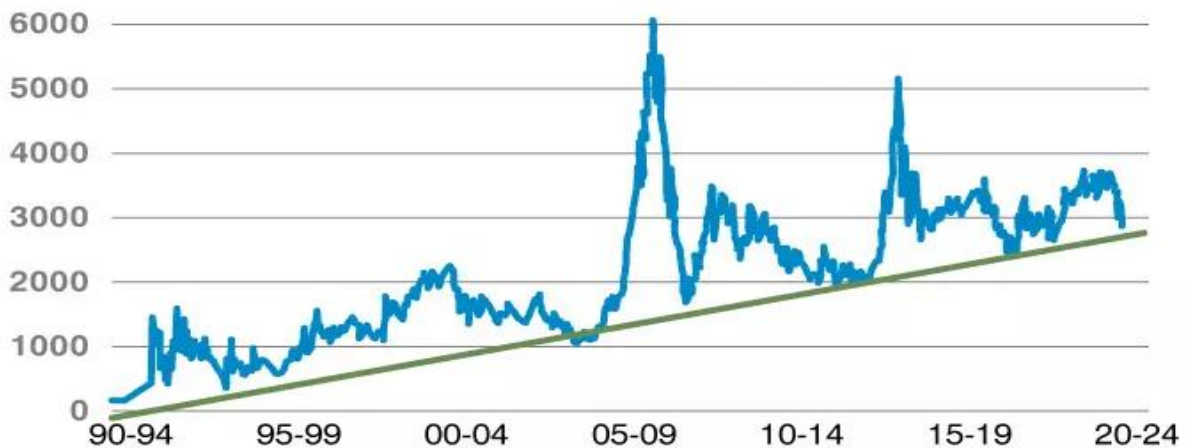
房間里的大象：新興市場投資者視角下的中國

近年來，中國受到各種不利因素的衝擊，現在由於新冠疫情封鎖而陷入進一步的不確定性，使得中國相關投資最近在很大程度上被投資者迴避。然而，隨著政府刺激措施的開始出現，工具箱中還擁有大量工具，GAM INVESTMENTS投資總監Tim Love闡述中國目前為投資者提供價值的觀點。

自2021年第一季以來，新興市場(EM)一直面臨持續而重大的不利因素，受到中國走勢的影響，最近導致價值型股票、合理價格增長股票和不具相關性股票等廣泛且多方面的新興市場拋售。價值型股票拋售的其中一個因素為中國疫情清零封鎖政策，對已經脆弱的全球經濟造成需求衝擊。五週多以來，中國已有2,600萬上海居民處於嚴重封鎖狀態，引發人們對進一步供應限制和經濟損失的擔憂。政府清零政策也侵蝕投資者對中國A股的信心，而這些A股通常與H股不同。與此同時，合理價格增長股票並將繼續受到美國和中國之間，關於中概股的監管套利的影響。

儘管中國的清零政策，加上烏克蘭和俄羅斯衝突的全球影響，引發對增長的擔憂，但新興市場股票與MSCI所有國家世界指數相比表現優異。這種優異表現是絕對的還是相對的，取決於增長放緩還是實際衰退的出現。截至2022年5月6日，恆生指數的交易價格是歷史市淨價的0.7倍，處於市場歷史觸底的10%以內。同樣，在研究預估本益比時，摩根大通的中國股票策略師指出，MSCI中國指數目前處於2016年以來歷史底部的十分之一之內。

圖1：上證綜指(價格指數)



資料來源：Bloomberg。

中國政府刺激的分水嶺？

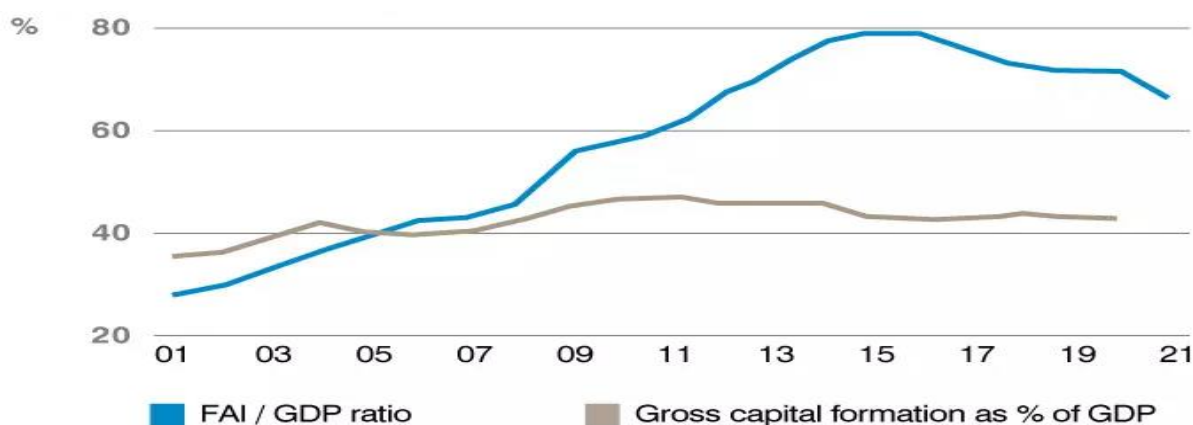
鑒於中國在新興市場中的規模，我們認為一個有意義的刺激計劃，具有基礎設施乘數效應者，將受到市場的歡迎。迄今為止，刺激措施在中國一直備受期待，但並不盡人意。然而，我們開始看到一些有形的貨幣和財政支援正在出現，銀行存款準備金率(RRR)下調，以及金融和房地產部門的支持性信貸措施。中國整體融資的小幅提振幫助房地產股在大幅拋售後找到基地，中國房地產行業可能正處於轉機之時點。3月份全國房地產銷售下降26%，而第一季房地產銷售價值和數量分別下降22.7%和13.8%。此外，由於開發商對營運前景持謹慎態度，房地產投資增長進一步放緩：2022年第一季度房地產投資年增長僅0.7%，這是自2020年下半年以來最慢的一年增長率。放鬆政策現在正在實施，包括降準、資金方面的改善、抵押貸款利率的降低以及購房限制的放寬。

新冠疫情之外的中國

到目前為止，中國的增長是單面向的，過度依賴出口/基礎設施相關的資本支出，儘管零售和房地產市場正在萎靡不振。風險在於，隨著全球經濟增長風險上升以及中國人民銀行激進寬鬆政策終於開始(而美聯儲則收緊貨幣政策)，在全球出口前景疲軟之下，一旦貿易順差收窄，這可能會拖累人民幣(CNY)，正如我們在2018年所看到的那樣。

隨著中國擺脫目前的清零立場，我們預計中國將把後疫情刺激措施的重點放在對GDP有結構性乘數效應的地區，重點關注生產率的提高、人人享有的繁榮以及通過改革(包括養老金和農村土地擁有權)提升農村地區。我們認為它還可能從固定資產投資(FAI)，轉向更多消費和清潔能源導向型投資。

圖表2：投資扮演的角色

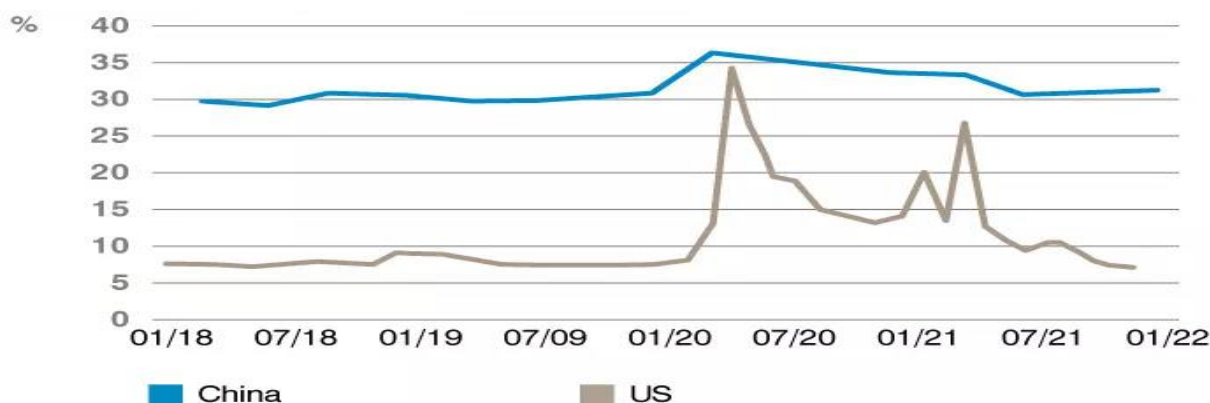


資料來源：NBS，摩根大通，截至2022年4月。

2022年第一季中國GDP年增長4.8%，跑贏4.4%的普遍預期。與3月份相對應的是，除零售銷售外，所有主要指標也都超過預估(固定資產投資今年以來：年增長9.3%[預估：8.5%]，3月份工業生產年增長5%[預估：4.5%]，GDP季增長：1.3%[預估：0.6%])。關鍵的例外是3月份的零售銷售年增長為負3.5%，而市場預估為負1.6%。然而，僅憑上述數據並不一定意味著是時候更加樂觀。

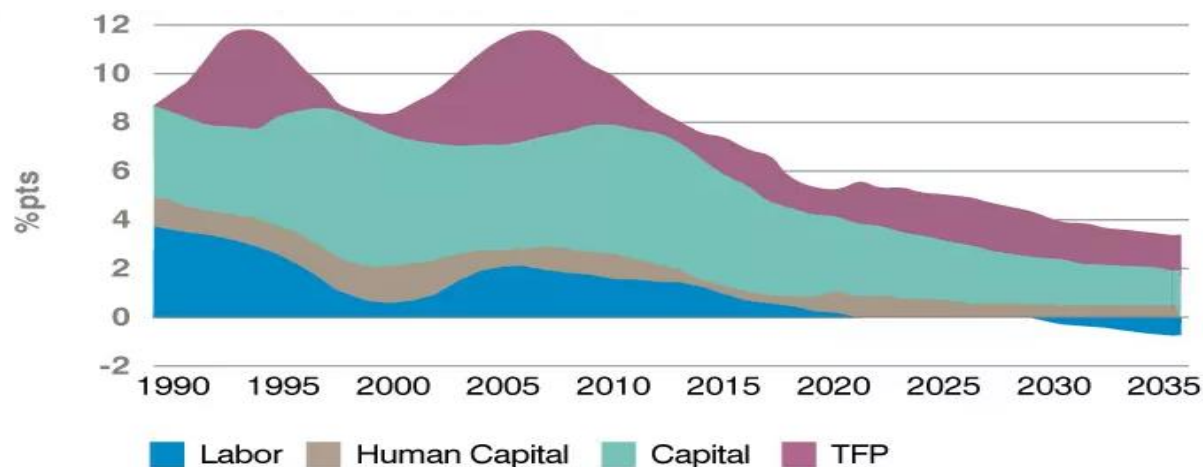
中國家庭的儲蓄支撐投資熱潮，他們需要開始增加支出，減少儲蓄。因此，至關重要的是，中國必須推動政策降低其家庭儲蓄率(目前超過30%)，從下圖中可以看出，這遠遠高於美國家庭水準(5至10%)。中國經濟仍偏向於投資，投資占GDP的40%以上。我們預期大批處於領先地位的耐用消費品，將會有轉向以消費者為中心的行業。中國過去30年的增長主要是由資本推動的，勞動力和生產率是第二位的。但展望未來，鑒於中國現在固定資產投資存量非常高，勞動力正在萎縮，重點必須放在全要素生產率(TFP)上。我們預計會看到從資本數量到資本質量的轉變。

圖表3：中國 vs 美國家庭儲蓄率



資料來源：CEIC，摩根大通，截至2022年4月。

圖4：1990至2035中國各項潛在成長趨勢



資料來源：摩根大通，截至2022年4月。

圖5：全要素生產率

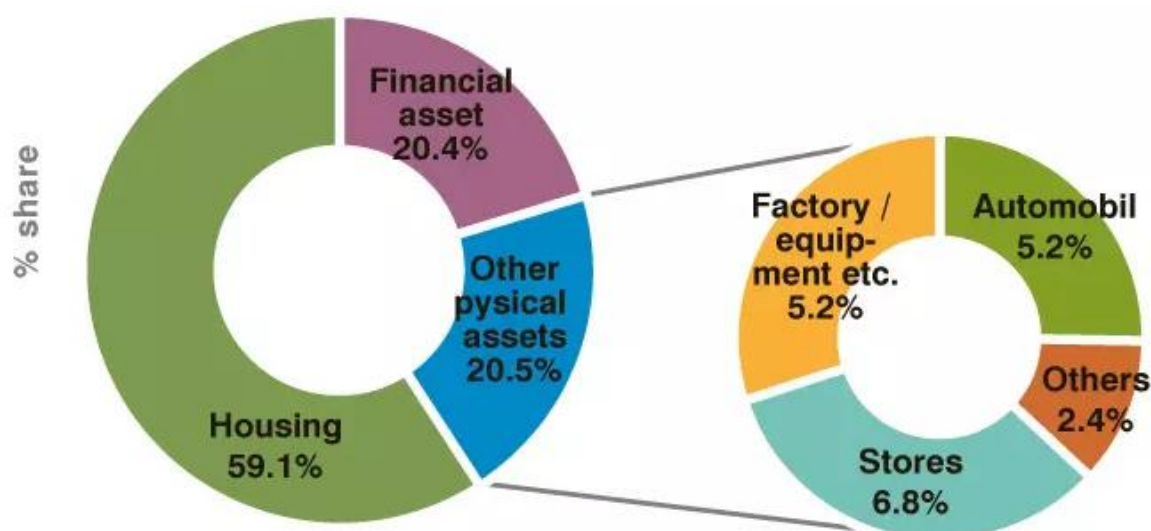
% pts	TFP	Capital	Labor	Educa- tion	Growth poten- tial	Actual Growth
2000-2007	2.9	4.6	1.6	1.1	10.2	10.6
2008-2015	1.7	5.0	1.6	0.8	9.0	8.7
2016-2020	1.4	3.6	0.6	0.6	6.1	5.8
2021-2025	1.7	2.6	0.1	0.8	5.3	
2026-2030	1.8	2.0	-0.1	0.6	4.4	
2031-2035	1.5	1.6	-0.5	0.6	3.1	

資料來源：國家統計局，摩根大通，截至2022年4月。

爆炸性政策的潛力

中國增長故事中的其他因素是，養老金和/或農村土地改革的潛在爆炸性。彭博社的頭條新聞稱，中國正在推動“個人養老金發展”，此提醒我們中國仍有爆炸性改革可能要實施。彭博社的頭條新聞是在一篇政府網站上的評論文章之後發佈的，該文章概述個人每年能夠投資高達12,000元人民幣的金融工具作為個人養老金的一部分的情況。從下圖中可以看出，金融資產目前僅占家庭資產的20%(而美國這一比例超過60%)。擴大養老金網對於推動消費增長(第1點)以及更廣泛的市場健康(長期資本流入)也至關重要。

圖表 6：2019年中國家庭資產組成

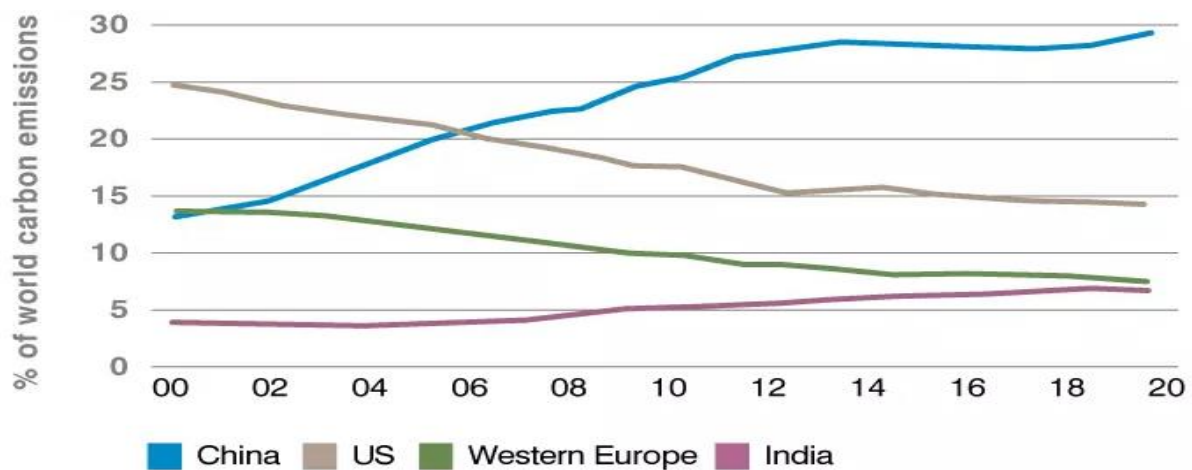


資料來源：中國人民銀行，摩根大通，截至2022年4月。

除了養老金，另一個值得關注的領域是農村土地/財產改革。回想中國在1990年代對城市住房市場的私有化，推動支撐GDP增長的所有制文化。農村財產目前不是個人所有制，因此改善農村土地使用權的改革，有助於推動農村家庭資產擁有權和財富積累的改善。

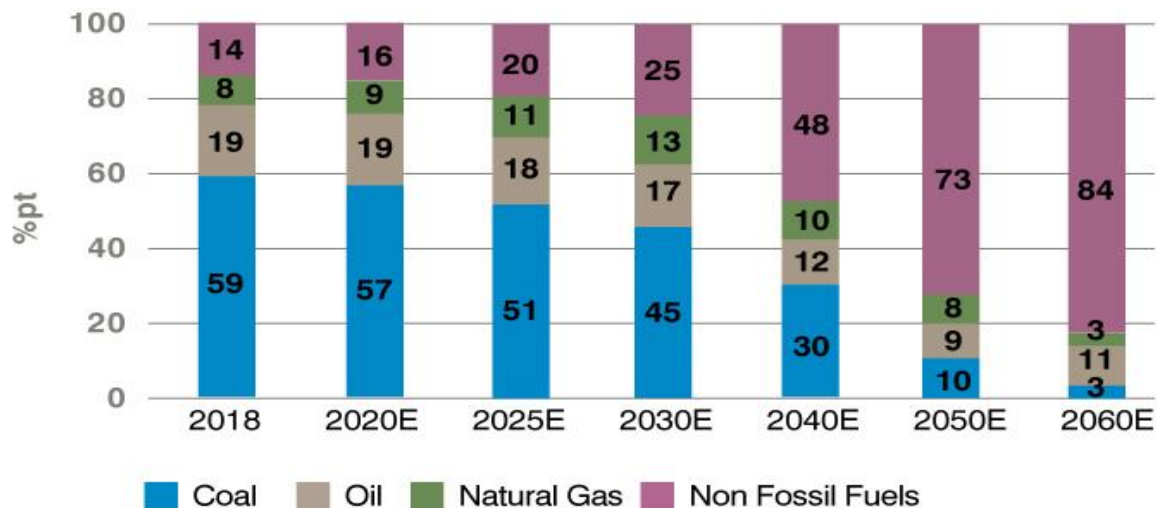
中國的能源結構仍然嚴重偏向於煤炭(55%)和石油(18%)，可再生能源發展可謂相當年輕。然而，出於污染和能源安全原因，中國仍然專注於向更清潔的能源過渡。中國現在是全球最大的電動汽車(EV)市場(預測到2022年中國將銷售超過500萬輛新能源汽車)，並且在可再生能源產能方面領先於所有其他國家。從長遠來看，我們認為中國今年增加的風電裝機容量(28GW)可能會超過英國整個風電裝機容量(25GW)。

圖表7：全球主要二氧化碳排放來源國



資料來源：IEA，摩根大通，截至2022年4月。

圖8：中國能源占比預測趨勢



資料來源：NBS，清華大學，摩根大通，截至2022年4月。

資產配置者目前對中國的配置較低，但上述因素使我們相信，減持中國投資部位與維持中性或增持一樣危險。我們認為風險資產的拋售過於不分青紅皂白，估值支撐依然強勁。我們相信今天的環境可能會為逆向價值投資者提供一個有吸引力的機會切入點，因此我們正在探索中國在選擇性非監管爭議性品質方面的弱點，並在可能的情況下，進行五年計劃投資。

【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.tcbstc.com.tw>，或公開資訊觀測站<http://mops.twse.com.tw>查詢下載。