

中國股市的強勢捲土重來

2022年初期中國股市顯得低迷，MSCI中國指數和KWEB(美國上市的中国互聯網股)在2021年監管收緊週期分別跌22%和50%。在俄烏戰爭期間，人們對中國立場的擔憂日益加劇，儘管於副總理劉鶴令人鼓舞的講話後，交易量和價格呈現大幅的單日反彈，但中國指數仍創下歷史新低。隨著上海6月解除封鎖，第二季交易以重新開放為主軸，但第三季積極情緒有所消退。消極情緒在10月二十大開始時達到頂峰，股市再次創下歷史新低。然而，歷史性的V型反彈重演，因為市場最初對習近平主席全面獲勝的負面反應，很快被新領導層將提振經濟增長並推出寬鬆政策的樂觀情緒所取代，如此良好走勢也與我們從歷史上觀察到於黨代表會議後的中國股市相對強勢表現相吻合。

圖1：中國股市表現(2007年7月至2022年7月)



資料來源：MSCI。

第四季度代表著拐點

中國提前結束為期三年的清零政策，12月7日國內全面放寬防疫限制，從2023年1月8日起解除的國際旅行限制讓人大吃一驚。冬末前如此劇烈轉向超出市場的最佳預期，因為即使是積極的共識，也預估中國防疫限制將在2023年4月左右(2023年全國人民代表大會之後)放寬，預期2023下半年才會向世界其他地區廣泛重新開放。此外，大多數人預計清零將呈現之字形退出，以適應疫苗接種進展和醫療資源建設，而如此突然的逆轉引發對防疫政策決策基礎的質疑。我們認為最高領導層的成功繼任為新的政策週期鋪平道路，而總體經濟現實的傾斜和前所未有的民間運動可能推助實施進程加快。

投資中國的2023年重新開放

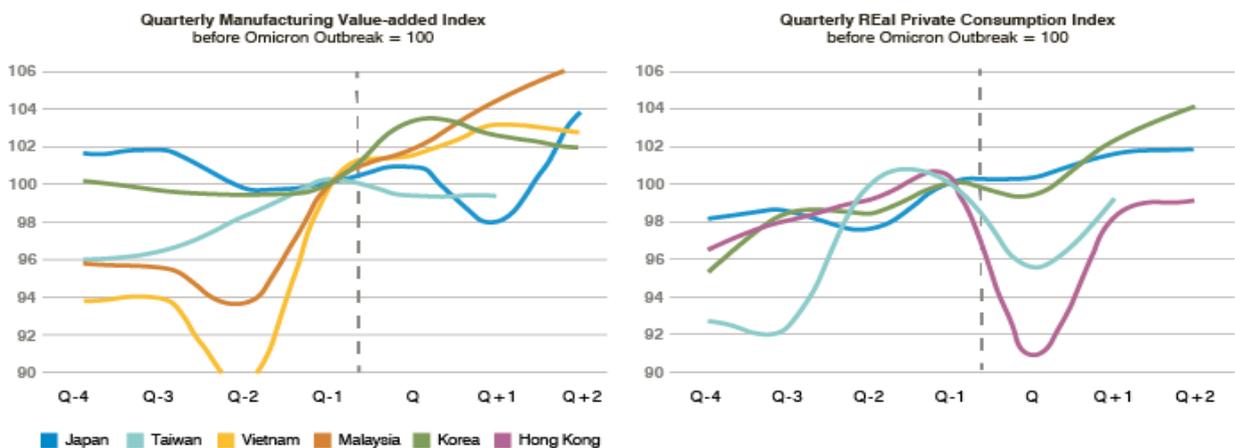
重新開放的初期問題：來自亞洲鄰國的經驗

市場歡迎期待已久的退出清零政策，從12月初開始中國股市受到強勁提振，MSCI中國指數和KWEB指數在短短一個多月內分別上漲23%和43%。清零和房地產去槓桿化可說是中國經濟面臨的兩大障礙，阻礙整體可投資性，而一步取消防疫限制並逐步放寬房地產限制，無疑使投資情緒重新洗牌進入2023年。

在冬季流感季節和疫苗接種不盡如人意的情況下，如此大幅取消所有與防疫相關的限制，導致全國各地的確診病例不斷增加，以及對醫院運行的擔憂。然而，中國確診高峰似乎比大多數人預期的要快，根據數據科學家的模型，以臺灣和香港的數據進行回溯測試，中國大多數主要城市可能已在農曆新年之前達到感染高峰。

儘管感染對流動性和消費產生時間影響，但大多數投資者以預估11月和12月將出現疲軟的情境下展望第四季。由其他亞洲國家的重新開放經驗來看，從病例激增引起的消費阻礙中恢復，可能需要一個季度(見下圖)。

圖2：亞洲鄰國的重新開放經驗顯示供應鏈將平穩復甦，而病例增加的情況下，消費可能會在一季度內從最初的阻礙中恢復

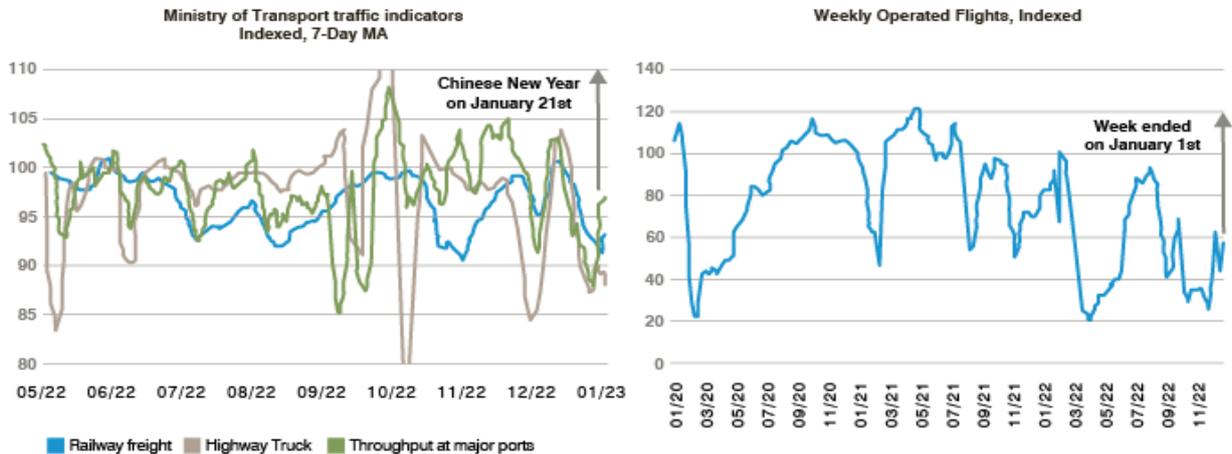


來源：摩根士丹利

此外，對供應鏈的初期影響是中國和全球貿易更關心的問題，但從亞洲鄰國的經驗來看並未特別明顯。我們預期隨著交通瓶頸的消除，重新開放將首先有利於物流業，然後隨著工人從確診中恢復，製造業將回復，然後隨著消費者流動的回歸，再加上1月下旬中國新年促銷活動的提前啟動，消費和旅遊業將復甦。儘管疫情確診病例激增，以及2023年

的農曆新年比往常提前等因素可能影響第一季的消費情緒，但主要城市的交通和物流指數正在迅速反彈，顯示復甦正走向正軌，並促使第二季指引有所改善(見下圖)。

圖3：進入2023年，第一個不受限制的農曆新年，中國大眾運輸流動開始反彈，並可能超過之前的高度



資料來源：CEIC、摩根士丹利。

消費主義的回歸：由下而上的驅動

我們認為中國重新開放後的消費復甦更多是自發性，而不是刻意刺激驅動的。過去三年的大規模疫情檢測和對商業活動的限制，已耗盡財政政策的空間，此意味發放消費券的可能性較低，正如在香港所見相似。雖然中央政府正在逐步推出房地產刺激措施，但消費刺激任務很可能在地方層面處理，地方當局不再需要浪費財政能力來滿足與疫情相關的關鍵績效指標。中國人民銀行在重新開放的早期階段可能會保持寬鬆，但或將逐漸關注通貨再膨脹的風險。

中國經濟增長故事的回歸可能會促使利率和股票收益上升，並支持人民幣走勢。12月初以來香港和中國股市大幅上漲，投資者情緒似乎正在修復。這場盛宴不僅僅是針對中國股市的盛宴，甚至在中國正式宣佈重新開放之前，與中國消費者和遊客有關的全球股票，即香港消費、澳門博弈、東協和日本旅遊等，已在11月時看到谷底及反彈模式。預估在邊境關閉三年後，全球最大的消費群體之一的消費釋放將令人感到振奮。

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