

總經市場分析與展望

焦點話題：2023年中國股市展望

2022年陸股延續前一年的疲弱走勢，滬深300指數全年累計下跌21.6%。房地產調控、科技監管、共同富裕等政策持續勒住經濟，年初又面臨Omicron本土疫情擴散，中國政府堅持「動態清零」，上海、深圳等城市陸續封城，重創出口製造供應鏈和內需消費，導致經濟放緩、股市評價大幅修正；下半年中國官方防疫封控政策反覆，則使股市持續底部震盪。



資料來源：Bloomberg · 2019/12/31~2022/12/31

中國政經週期現轉機，防疫不再提清零，強調「擴內需、提信心」

在11月底中國多地爆發反清零抗議潮後，中國開始放鬆疫情封控。12月初中國政府發布「優化防疫新十條」，未再提及「堅持動態清零不動搖」，放棄了強制集中隔離，並宣布不能隨意封閉居民區等措施；12月底再宣布自2023/1/8起取消對入境人員的隔離管理，並對國內的新冠感染者不再實行隔離措施，上述政策形同正式放棄清零，走向與病毒共存。

面對低迷的經濟現況，2022年12月舉行的中央經濟工作會議改弦易轍，定調2023年經濟政策首重「穩增長」，強調要「更好地統籌疫情防控與經濟社會發展」。這次中央經濟工作會議將「擴大內需」擺在第一優先任務；此外，中國官方對於多項不利經濟發展的政策，態度皆有所扭轉（表一），且提出將「加大宏觀政策調控力度」，未來可望祭出更多刺激經濟的具體措施，為深陷泥淖的經濟注入希望。

表一、近期中國政策轉向一覽表

2021年不利經濟發展的政策	2022年中國官方政策態度轉向
房地產調控	「保交樓、保民生、保穩定」、調降房貸利率、放鬆限購、協助優質地產商融資
科技監管	大型科網公司整改結束，放鬆監管、恢復發放遊戲版號、支持平台經濟與民營企業
共同富裕	「共同富裕的前提是做大蛋糕，不搞平均主義、殺富濟貧」
疫情防控	2023/1/8起新冠感染者不再實行隔離措施、取消邊境嚴格封鎖，放棄清零政策，轉向「保健康、防重症」

資料來源：復華投信整理 · 2023/1

本文提及之經濟走勢預測不必然代表經理公司之績效

目前中國經濟仍處於打底階段，但隨著政策利空減弱，經濟可望出現轉機。根據IMF預測（表二），2023年中國GDP增速為4.4%，優於2022年的表現，與全球主要經濟體相比，是唯一經濟動能增強的國家。

表二、主要國家2022、2023年經濟增速及差異

國家	GDP成長率(%)		2023相較於2022
	2022(E)	2023(E)	
美國	1.6	1.0	-0.6
歐洲	3.1	0.5	-2.6
日本	1.7	1.6	-0.1
中國	3.2	4.4	+1.2
台灣	3.3	2.8	-0.5

資料來源：IMF、復華投信整理，2022/10/31。

陸股跌幅已深，下檔有限上檔可期，但短期觀察解封後疫情爆發的影響

中國股市從2021年2月開始跌跌不休，以MSCI中國指數為例，截至2022年底，最大跌幅達63%，評價也修正了56%，整體已接近歷史上幾次重大系統性風險事件的修正幅度（表三），評估下檔風險相對有限。從歷史經驗來看，當陸股歷經系統性大跌，觸底後的三個月到一年股市平均有雙位數報酬，漲幅可觀。

展望後市，中國短期因疫情防控政策迅速放鬆，感染人口大增，可能干擾生產活動運行，使經濟復甦的道路或有波折，故仍須關注疫情變化對市場的影響。但市場普遍預期中國此波確診人數可能在第一季達到高峰，後續隨著疫情緩和，加上3月中國將召開全國政協、第十四屆全國人大「兩會」，確定新任領導班底，預期在兩會後，隨著政治局勢穩定、政策方向確立，中國政府將推出更具體的經濟政策，進一步支撐經濟回升、信心回穩，從歷史經驗來看，陸股可望有相對大的上檔空間。

表三、歷史陸股跌幅*、本益比修正幅度及觸底後期間漲幅

歷史系統性風險事件 (跌幅>40%)	陸股 跌幅	本益比 修正幅度	觸底後市場表現		
			3個月	6個月	12個月
亞洲金融風暴 (1997/8~1998/9)	-81%	-82%	54%	18%	103%
網路泡沫 (1999/7~2001/9)	-72%	-31%	36%	30%	16%
金融風暴 (2007/10~2008/10)	-74%	-76%	30%	61%	138%
經濟放緩、政策不確定性及疫情反覆 (2021/2~2022/10)	-63%	-56%	?	?	?
4次系統性風險下跌平均	-73%	-61%	40%**	36%**	86%**

*採用MSCI中國指數，**為前三次系統性風險觸底後的平均值。資料來源：Goldman Sachs、復華投信整理，2022/12。

全球景氣進入谷底期，靜待股債市由空轉多的機會

全球總體經濟而言，2023年全球景氣持續放緩，但美國經濟體質尚屬健全，發生嚴重衰退的可能性低。隨著通膨降溫，Fed已放緩升息步伐，但利率或維持在高檔更長一段時間，可能使全球金融市場持續波動，因此本月資產配置維持中性偏保守，低配股票並偏好投資等級債。後續將持續觀察通膨與Fed貨幣政策的變化，並密切留意經濟放緩幅度及景氣落底回升的時點。

主要股債市展望及說明

已開發股市：中性

聯準會升息幅度由三碼降為兩碼，但調高升息終端利率，市場擔憂經濟衰退風險上升使股市回檔。隨企業獲利預估持續下修，股市評價合理但未達便宜水準，但情緒面與籌碼面仍位於悲觀水準，製造業景氣亦接近落底，預期股市將維持震盪整理。

新興股市：中性

中國全面開放防疫政策，疫情擴散下經濟短期可能惡化，但政策亦將轉向寬鬆開放，有利陸股觸底回升，搭配美元隨升息接近尾聲轉弱將有利新興市場股市。

信用債：中性

Fed已放慢升息步伐，預計今(2023)年上半年結束升息循環。美國經濟雖正在放緩但仍具韌性，預料在經濟未衰退但公債殖利率及美元停止飆升下，信用債基金可望反彈，惟倘若美國經濟最終陷入衰退，則信用利差仍有進一步擴大的空間。

投資等級債：中性偏正向

美國通膨觸頂回落跡象越發明顯，加上政策利率已達限制性水準，Fed正逐步放緩升息速度，預計今(2023)年上半年結束升息循環。隨著通膨疑慮及Fed鷹派程度下降，美國公債殖利率已結束飆升趨勢，轉為高檔震盪，預期投資等級債券基金將逐步重拾其避險功能。

商品市場：中性偏負向

全球央行貨幣緊縮政策雖接近尾聲，但短期內尚無降息寬鬆可能，全球景氣增速持續放緩，OECD領先指標持續走低，全球能源需求較去年同期幾乎零成長，顯示儘管供給面仍然吃緊但需求面持續疲弱將使油價難有顯著向上空間。

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。本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。本公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；本公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責基金之盈虧，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。基金投資涉及新興市場部份，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。本基金得投資於大陸地區有價證券，其投資上限以基金信託契約及法令規定為準，投資人亦須留意大陸市場特定政治、經濟與市場等投資風險。有關基金應負擔之費用（境外基金含分銷費用）已揭露於基金之公開說明書或投資人須知中，投資人可向本公司及基金之銷售機構索取，或至公開資訊觀測站、境外基金資訊觀測站及本公司網站(<http://www.fhtrust.com.tw>)中查詢。

以投資非投資等級債券為訴求之基金：以投資非投資等級債券為訴求之基金適合尋求投資固定收益之潛在收益且能承受較高風險之非保守型投資人。投資人投資以非投資等級債券為訴求之基金不宜占其投資組合過高之比重。本基金經金融監督管理委員會核准或申報生效，惟不表示絕無風險。由於非投資等級債券之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。本基金不適合無法承擔相關風險之投資人。本公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；本公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責基金之盈虧，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。