

國際脈動

瞭望亞洲新興市場

永豐期貨◎劉佳倫

雖然新興市場往往政治不穩定、法規變動快速、貨幣波動大和企業治理水平參差不齊，導致投資波動相對成熟國家來得大，但也因此伴隨著高增長潛力，導致新興市場一直以來在資產配置中倍受注意。

近幾年，提到新興市場基本上可以直接把範圍聚焦在新興亞洲，從中國的龐大消費市場，到印度年輕且人口龐大的勞動力，再到東南亞國家快速成長的中產階級，都讓市場相當關注。

新興市場包含哪些國家？

一般而言，新興市場泛指人均收入、資本市場開放程度、工業化程度等條件低於歐、美、紐、澳等成熟市場的國家，但並未明確的嚴格定義。所以通常不同的研究機構對於新興市場的識別會有些許出入。

若以股市投資的角度出發，多數投資機構會參考富時集團（FTSE Group）編制的FTSE新興市場指數（FTSE Emerging Index）或是明晟公司（MSCI Inc.）編制的MSCI新興市場指數（MSCI Emerging Markets Index），除了具有公信力，也已有許多投資機構連結該指數發行對應的金融商品，在投資起來會相對便捷。

從FTSE及MSCI兩集團公布指數成分來看（見圖1），新興亞洲占新興市場指數的占比均高達70%以上，亞太（APAC）國

家的權重在FTSE的新興市場指數裡面高達74.83%，而在MSCI新興市場指數則更高達78.20%，在彰顯目前新興市場裡面，亞洲國家是最主要的重要區域，右側表格的細項則可看到兩指數的分配狀況大致相同，都是將高達30%以上的權重給予中國（FTSE 33.93%、MSCI 31.40%），其次則是將整個指數約15%的權重分配給具有人口紅利的印度（FTSE 17.5%、MSCI 13.7%）以及臺灣（FTSE 16.18%、MSCI 14.80%）。而泰國、印尼、馬來西亞、菲律賓都是同時被FTSE以及MSCI列為新興市場的國家，韓國則是兩者在亞洲地區唯一的分歧，MSCI將韓國認定為新興市場，占MSCI新興市場指數12.00%，而FTSE則未列入。

而其次則是歐洲、中東、非洲國家（EMEA），占比在兩個指數裡均佔據13~15%，而此區的國家大致上也雷同，以沙烏地阿拉伯、南非、阿聯酋、土耳其、卡達、科威特為主。而大約還剩下8~10%左右的權重則分布在拉丁美洲國家，如巴西、墨西哥、智利。

整體而言，可以看出FTSE與MSCI對於新興市場的定義最主要還是集中在亞洲國家，撇除MSCI認為現階段韓國對外匯市場的開放程度仍應歸類為新興市場，與FTSE小小的分歧外，其他分配理念均相同，分別列入中國、印度、臺灣、泰國、印尼、馬來



Market information

區域	FTSE Emerging Index	MSCI Emerging Markets Index
亞太 (APAC)	74.83%	78.20%
歐、非、中東 (EMEA)	14.55%	13.30%
美洲 (Americas)	10.63%	8.70%

區域	國家	FTSE	MSCI
亞太 (APAC)	中國	33.93%	31.40%
	印度	17.50%	13.70%
	臺灣	16.18%	14.80%
	韓國	2.45%	2.00%
	泰國	2.25%	2.00%
	印尼	1.72%	1.50%
歐、非、中東 (EMEA)	菲律賓	0.80%	0.70%
	沙烏地阿拉伯	4.62%	4.20%
	南非	3.79%	3.60%
	阿聯酋	1.74%	1.40%
	土耳其	1.12%	0.60%
	卡達	1.05%	0.90%
	科威特	0.93%	0.90%
	宏蒙	0.80%	0.80%
	希臘	0.59%	0.40%
	匈牙利	0.24%	0.20%
美洲 (Americas)	捷克	0.17%	0.20%
	羅馬尼亞	0.12%	0.10%
	冰島	0.11%	0.10%
	埃及	0.06%	0.10%
	巴基斯坦	0.01%	0.01%
	巴西	6.56%	5.00%
	墨西哥	3.24%	2.70%
	智利	0.66%	0.60%
	哥倫比亞	0.17%	0.10%
	秘魯	0.30%	0.30%

圖 1、FTSE 新興市場指數與 MSCI 新興市場指數的區域及國家權重分布
資料來源：FTSE(截至 2023/7/31), MSCI(截至 2023/4/30)

西亞、菲律賓。本文聚焦在權重較大的中國及印度，以洞悉未來新興市場發展動態。

諸多挑戰的中國

中國自從2010年擠下日本，成為全球僅次於美國的第二大經濟體。根據IMF在2023年4月的最新資料顯示，世界第一大經濟體的美國名目GDP為26.85兆美元，而中國則是19.37兆美元位居第二，遠高於第三至第五名的日本（4.41兆美元）、德國（4.31兆美元）、印度（3.74兆美元）。

中國除了是全球第二大的經濟體，同時也擁有高達16億的人口，2021年超過美國成為全球最大的消費市場，等於同時兼任了「世界工廠」以及「世界市場」。在這樣的背景下，這十幾年來，市場上的機構投資人總是將中國的經濟看做重要的領先指標，資金也往往朝中國集中流向。

挑戰 1、美國對中國限制政策日益增強

自從2018年美國前總統川普開始展開貿易戰後，美國與中國的關係日益惡化，起初美國對中國進口的數百億美元商品加徵關稅，但隨著中國予以反擊，對美國商品加徵相應的關稅，讓貿易戰持續了數月，雙方都加徵了數千億美元的關稅，導致全球市場動

盪，多國供應鏈受到衝擊。

與此同時，貿易戰也逐漸擴散上綱成為科技戰，即便川普卸任換上拜登，美國對中國的禁令有增無減，截至今年5月美國工業安全局（BIS, Bureau of Industry and Security）的《出口管制規則》第744部分的補充第4號列表顯示，目前美國已經列了超過1,000家的中國企業，而2023年6月13日又再將包含中國航空工業集團的中國航空研究院等43間企業列入到出口管制名單的「實體清單」，一步步讓中國在科技上的勢力越來越遭到限縮。

而此類的限制政策恐怕不會在短期內出現改變，根據皮尤研究中心（Pew Research Center）最新2023年7月26日發布的研究報告來看，全球24個國家有67%受訪者對中國抱持負面看法，顯示近年來全球對於中國的負面情緒日益升溫，尤以歐美國家最為嚴重，雖然從圖2可以發現仍有部分國家，如奈及利亞（15%）、肯亞（23%）、印尼（25%）對於中國的負面比例相對較低，但這些國家在全球的地位來說話語權也較低，反觀澳洲（87%）、瑞典（85%）、美國（83%）、加拿大（79%）、荷蘭（77%）、德國（76%）等高經濟地位的國

	'02	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18	'19	'20	'21	'22	'23
	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
澳洲	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	87	85	86	87
日本	42	-	71	67	84	69	69	61	84	93	91	89	86	83	78	85	86	88	87	87
瑞典	-	-	-	40	-	-	-	-	-	-	-	-	59	49	52	70	85	80	83	85
美國	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	79	76	82	83
加拿大	-	27	-	37	-	36	-	-	-	45	-	48	40	40	45	67	73	73	74	79
荷蘭	-	34	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	43	42	45	58	73	72	75	77
韓國	31	-	-	42	49	54	56	-	-	50	42	37	-	61	60	63	75	77	80	77
德國	-	37	33	54	68	63	61	59	67	64	64	60	60	53	54	56	71	71	74	76
法國	-	42	41	51	72	60	59	49	60	58	53	49	61	52	54	62	70	66	68	72
英國	-	16	14	27	36	29	35	26	35	31	38	37	44	37	35	55	74	63	69	69
波蘭	-	34	-	42	54	41	41	32	41	43	52	44	42	29	37	34	-	-	55	67
印度	-	-	-	-	-	-	-	-	41	39	32	36	41	-	-	46	-	-	-	67
西班牙	-	21	38	43	56	41	38	39	46	47	55	50	56	43	48	53	63	57	63	66
義大利	-	-	-	61	-	-	-	-	64	62	70	57	61	59	60	57	62	60	64	58
希臘	-	-	-	-	-	-	-	-	38	37	46	-	37	40	48	32	-	42	50	51
以色列	-	-	-	45	-	37	-	46	-	60	50	42	-	43	42	25	-	-	46	50
匈牙利	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	44	45	47	37	-	-	52	50
巴西	-	-	-	-	-	-	34	37	39	28	44	36	-	25	33	27	-	-	-	48
南非	-	-	-	-	51	-	-	-	43	40	34	43	32	38	35	-	-	-	-	40
阿根廷	-	-	-	31	31	24	28	-	-	22	30	26	-	26	27	24	-	-	-	34
墨西哥	-	-	-	41	38	43	31	46	36	33	38	34	-	23	27	22	-	-	-	33
印尼	-	25	31	30	34	34	37	28	-	24	25	22	-	36	32	36	-	-	-	25
肯亞	-	-	-	15	-	14	10	21	-	13	16	22	23	21	17	25	-	-	-	23
奈及利亞	-	-	-	-	-	-	15	-	-	11	14	14	18	13	17	17	-	-	-	15

圖 2、各國對中國不滿意 (unfavorable) 比例排名
資料來源：Pew Research Center

家對中國負面比例的程度最為嚴重，而且多數國家的不滿情緒都是在2023年達到近幾年來最嚴重狀況，這無疑將加強歐美繼續對中國採取強硬政策態度。

挑戰2、解封後復甦程度低於市場預期

遭遇新冠疫情後，中國採取的「清零」封城政策明顯較其他國家來得嚴格，從2020年1月23日封至2023年1月8日，也不免讓許多投資機構期待今年年初的解封有望讓中國經濟迎來報復性反彈。

然而事與願違，中國官方製造業PMI僅在今年第一季回升到50以上，4~7月連續四個月的製造業PMI均在49附近徘徊，而財新製造業PMI雖然5、6月回到50之上，然7月則再度跌回49.2，低於市場預期，顯示製造業的復甦程度實在較為薄弱。而從物價方面也可以發現，PPI年增率自從2022年10月開始轉為負成長，CPI年增率則於今年7

月翻負，也代表經濟狀況放緩的情形也逐漸從生產製造端傳導至家計消費部門，甚至7月17日公布的中國第二季GDP成長率僅6.3%也大幅低於市場預期，顯見長達接近兩年的「清零政策」影響，國內需求低迷，又加上全球經濟下行風險導致外需疲軟，讓中國解封後繳出的經濟成績單較不理想。

挑戰3、房市景氣滑落，恐釀恆大2.0

中國政府自從2016年開始發起去槓桿化運動，通過減少「影子」或非正規銀行體系的增長，以降低系統性金融風險。但除了政府方面陸續祭出的調控政策以及三條紅線，又遭逢新冠疫情等外在因素疊加，2021年作為中國的大型地產開發公司恆大集團的資金鏈開始出現問題，商票逾期潮愈演愈烈，直到2021年12月3日宣布無法履行債務責任，引發了中國歷史上最大的債務重組案，媒體統計起債務規模高達人民幣1.97萬億且另有

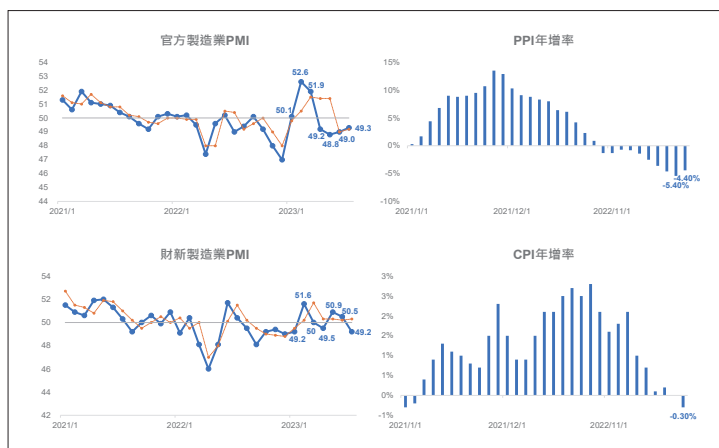


圖 3、中國 2021 年以來的製造業 PMI 數據以及通膨數據
資料來源：Investing.com(橘色虛線為市場預期值)



大量隱性負債。

而近期另一間大型房企碧桂園也面臨同樣危機，2023年8月7日有兩筆美元債本應支付2,250萬美元的利息，但卻未能準時繳交。雖然截稿之日尚未超過30天的寬限期，但這樣以債息延期，甚至債券違約的現象恰巧就是2020以來多起中國房企暴雷事件的起手式，不免讓多數投資人擔憂中國的房企恐怕再度進入山雨欲來的氛圍。

整體而言，中國雖然仍是世界第二大經濟體，IMF今年7月對於中國的2023、2024年GDP成長率仍未進行下調，分別預期能繳出5.2%、4.5%的成長率。但基於上述美國步步對中國的科技、軍事進行政策與外貿上的打壓，中國對內又面臨國人消費疲軟、通貨緊縮疑慮，同時房企暴雷的隱憂又再度重新燃起，這些挑戰都讓中國的投資吸引力下降。

後起新秀·印度

近年來印度已崛起為一個不能忽視的後起新秀。印度在2022年第4季超越英國，成為世界第五大經濟體，根據IMF在2023年4月的最新資料顯示，印度的名目GDP為3.74兆美元，略低於第三與第四名的日本（4.41兆美元）、德國（4.31兆美元），而與第六名英國的3.16兆美元則有小幅拉開差距的狀況。對於全球投資者來說，印度有許多優勢，促使成為投資熱點。

機會1、許多年輕人口的人口紅利

根據聯合國的數據，印度的人口於2023年4月開始超越中國，並在年底來到14.29億，而被超車變成第二名的中國則是14.26億人口。雖然印度現階段的問題在於缺乏高水準熟練技工、就業機會不足、女性地位與勞動參與率雙低，讓印度未能發揮人口紅利。

不過根據CIA.gov的The World Factbook數據顯示，印度的人口年齡中位數為28.7歲，遠低於中國的38.4歲，以及臺灣的42.3歲。這意味著充滿更年輕、有潛力的人口，對印度來說是相對優勢的先天條件，在印度人口可能持續增加的情況下，可以期待在未來幾十年內，印度勞動供應力充足，恰巧有望取代人口增速逐漸放緩的中國。

機會2、中產階級崛起，內需潛力驚人

根據摩根士丹利（Morgan Stanley）於2022年10月發布的數據觀察，預期印度未來的消費力有望從1.8兆美元升高至2032年的4.5兆美元。主要原因來自於中產階級崛起，預期人均GDP將從2021年的2,278美元增加至2031年的5,242美元，且家戶人均GDP達1萬到3.5萬美元的比例也將從2021年的24%升高至2031年的46%，而家戶人均GDP相對較低不到0.5萬美元的比例也從38%降低至13%，預計整體財富結構將有所好轉，除了帶動家庭消費購買力提升，消費型態也有望從食品消費擴大到電子商務、娛樂和服務行業。

機會3、科技創新和數位化

印度是少數為了IT產業成立政府部門的國家，有了政府的支持，印度的IT/ITeS行業蓬勃發展。例如印度的邦加羅爾（Bangalore）就素有印度矽谷之稱，有全球數千家的IT產業進駐，包括台積電、宏基等臺灣企業。三分之一左右的印度IT人才受雇於邦加羅爾為外國企業寫程式、設計電腦產品。此外，政府特別針對網路防護、高性能計算、AI及區塊鏈等技術領域加強投資與發展。也因為有政府的扶植與支持，印度的數據費用為10盧比/GB（約0.12美元/GB），使其成為全球資料費率最具競爭力的國家之一。

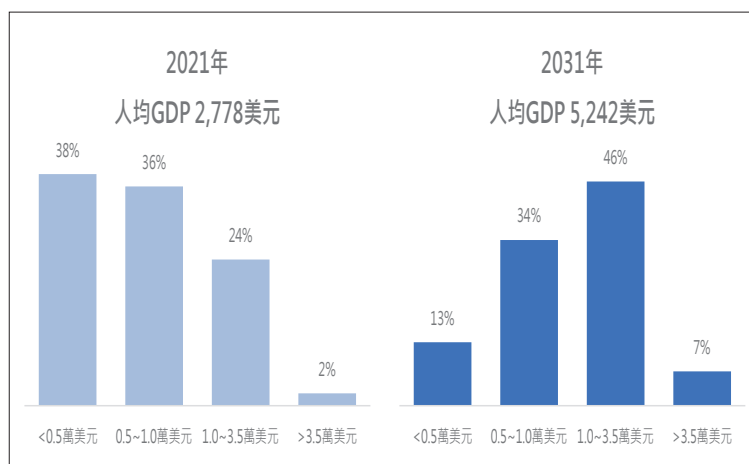


圖 4、預期印度 2031 的人均 GDP 以及家戶人均 GDP 占比分布
資料來源：Morgan Stanley, 2022/10/31

機會 4、改革和政策支持

美國對中國的處處制裁與限制無疑對全球經濟帶來負面影響，但印度反而從中加速推進「印度製造」的契機。

印度製造的政策從 2014 年印度總理莫迪提起並推動，同時又加上 2017 年 11 月川普開始改用「印太」（Indo-Pacific）取代使用的多年「亞太」（Asia-Pacific）來描述美國在亞洲的新戰略後，再搭上 2018 陸續出現的貿易戰、科技戰，讓「Made in India」的理念被各界關注。

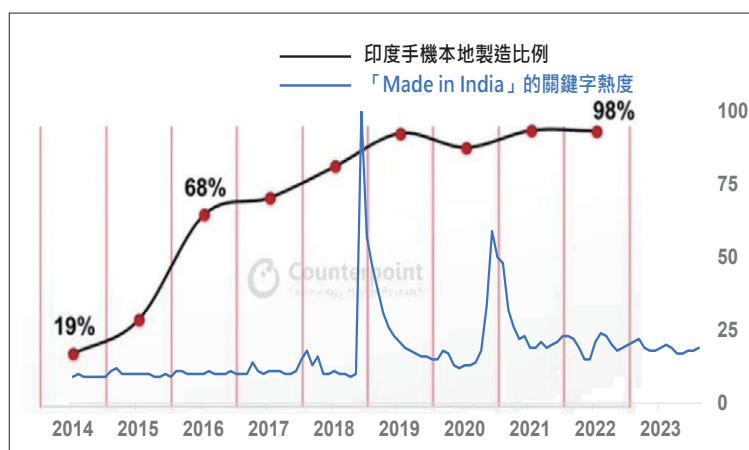


圖 5、印度手機本地製造比例以及「Made in India」的關鍵字熱度
資料來源：Counterpoint Research, Google Trend

根據 Counterpoint Research 的報告顯示，2014 年至 2022 年間，印度手機產量的複合年增長率（CAGR）為 23%。在此期間，印度製造手機累計出貨量突破 20 億部。報告稱，2014 年，國內發貨量中只有 19% 是本地製造，而 2022 年這一比例已經增加至高達 98%。而同期間參考 Google Trend 的數據，也明顯可以發現 Made in India 的關鍵字在 2018 貿易戰議題火熱後大量被搜尋，與手機印度製造於 2018 的第二波攀升具有正相關。

整體而言，於內有印度政府的改革刺激與扶持，於外則有西方國家排斥中國帶來的轉單效應，這對印度來說無疑是一大投資亮點。

中印兩國股市的表現狀況

綜上所述，過去十幾年中國在新興市場扮演舉足輕重角色，現階段由於中國仍是全球第二大經濟體，是全球投資人需要關注的國家，但隨著中國面臨許多短期內棘手的挑戰，都讓中國舉足輕重的霸權地位漸漸出現鬆動。然此時印度卻隨著此消彼長之勢，加上政策推波助瀾，預估中產階級將於未來十年明顯崛起，似乎都讓印度有種可以跟中國互補甚至是取代中國的潛力。

從圖 6 觀察，若以 2014 年底為基準值，參考印度孟買敏感指數以及表彰 A 股的 A50 指數，可以看出目前印度股市的表現確實優於中國股市。而再仔細觀察兩者的關係，純看走勢而言，2018 年 6 月至 9 月貿易戰時期，陸股修正約 25%，而同期間印度指數則是上



圖 6、中國與印度股市的年度日報酬相關係數與累積表現
資料來源：Yahoo Finance 資料期間：2014/12/30~2023/8/3
註：相關係數以年為期間滾動式計算日報酬相關係數

漲20%；而2021年6月至2022年12月，中國面臨恆大事件波段向下修正達50%之時，印度則是在此時向上走揚約40%。

以年度的日報酬相關係數來看，自2021年以來，陸股與印度股市的相關係數均小於0.3，在統計學上屬於低度相關，甚至2023年的相關係數降到0.055，因此在長期資產配置的角度來看，股市表現上呈現低度相關的印度與中國，可以值得留意一同放入資產配置的組合中。

相關參與的期貨商品

本文主軸框架從新興市場出發，介紹了不論是MSCI或是FTSE，在新興市場的指數編撰下，主要都是以亞洲國家為主，而其中最大權重的就是本文聚焦的中國與印度。一個是已經在新興亞洲中具有一席之地的大國，另一個則是多項機會與優勢浮現，正在崛起的後起之秀，就長期投資的角度下，兩者都不能忽視。

然而2022年以來許多國際情勢變化莫測，經歷了Fed又快又猛的升息循環後，原

先看似目前的5.25%至5.50%已經臨近利率高點，但近期原油價格又悄悄彈升了約20%，美國CPI年增率也結束了連續12次降溫的趨勢，於8月中公布的數據出現反彈，市場擔憂再起，憂心聯準會將再度上修終端利率，也帶動近期的美元指數續揚回到103之上，十年期美國公債殖利率回升至4.2%，再度逼近2022年10月前波高點的位置。

在這樣的過程中，縱使新興市場有長期潛力，但只要國際資金必須抽離，股市也難有起色，甚至當市場情緒較恐慌時，新興市場拋售

力道往往較成熟市場更大，所以建議可透過期貨商品進行相應的避險與調節。

以中國股市來說，可以透過新加坡交易所的中國A50指數期貨參與A股的行情波動，而香港交易所的恆生指數期貨、恆生科技指數期貨也是可以反映部分偏向港股的表現。而印度股市過去較為人熟悉的是新加坡交易所追蹤Nifty50指數的印度指數期貨，由於現階段因為印度當局進行政策性調整，新加坡交易所的印度指數期貨自2023年6月底下市，現階段臺灣投資人暫時能參考的是金管會有開放核准的香港交易所的MSCI印度（美元）指數期貨（MSCI India(USD) Index Futures）。而另一個選擇則是直接參與整個新興市場指數的交易，例如ICE US交易所的MSCI新興市場小型指數期貨，追蹤本文剛開始圖1所敘述的MSCI新興市場指數，內涵約30%的中國、近15%的印度、近15%的臺灣、近10%的韓國，日均量達到5萬口以上，是個流動性不錯可以考慮的避險增益的工具。

