



剖析流動性

流動性 (Liquidity) 是一個很難界定的概念，通常在充滿挑戰的市場環境中才顯得重要，因此不難理解為何市場人士可能以惶恐不安的心情看待流動性問題。

作為以基本因素「由下而上」選股的投資者，銘基亞洲從整個流動性頻譜分析業務，所以我們必須在可行的情況下考慮和減輕相關風險。雖然大部份讀者在市況向下時注意到那些風險，但我們發現投資者通常忽略改善流動性實際上有助提升股票回報，同時為我們這類亞洲投資者帶來更佳的機會。

國際貨幣基金組織的一份工作文件把流動性廣泛定義為五個重疊的特性，用以進行評估：(i) 緊密度、(ii) 即時性、(iii) 深度、(iv) 廣度和(v) 彈性。有鑑於此，從指數或證券層面而言，一個流動性高的市場應該具備低交易成本、高執行速度、大量交易指令、高交投量對價格的影響輕微，以及迅速從市場失衡狀態調整的特點，方能滿足上述各項標準。

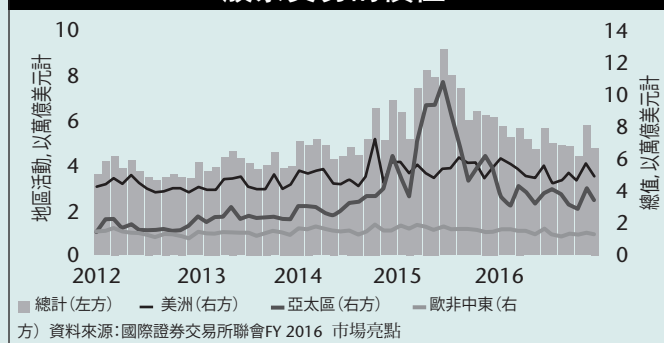
由於流動性這個概念隱含多種特性，我們不能使用單一指標來涵蓋市場流動性的所有元素。不過，我們能夠透過可供使用的數據來量度交易成本、買賣價差和證券成交量，從而迅速掌握市場、投資組合，甚至是個別股票的流動性情況。

若我們以市場成交量作為基本的替代指標，根據國際證券交易所聯會的統計，亞太區整體是全球流動性第二高的地區。

然而，最觸目的是亞太區流動性的增長情況：自1996年起急增接近六倍，而部份市場的增幅較其他市場顯著，中國上證綜合指數的平均每日成交量以38%的複合年增長率上升，印尼和泰國亦分別錄得20%及19%的可觀複合增長。反觀另一端，南韓是流動性增長最慢的市場，但仍錄得5%的複合增長率，反映整個地區都受惠於流動性增長。



股票交易的價值



為何亞洲區的流動性出現變化？

區內流動性改善其實受多項因素的影響，但最重要和經常出現的因素包括：

- ✿ 財富增加
- ✿ 股東結構轉變
- ✿ 當局放寬監管，市場人士更易於進行投資

財富

全球管理顧問公司Boston Consulting Group表示，亞太區的私人金融財富以雙位數字增長，這股勢頭可望持續至2020年，屆時應會超越北美洲。家庭收入增加是帶動私人金融財富增加的主要原因。由於預期股票配置佔這筆財富的比重將會逐漸增加，應能繼續改善當地股市的交易條件。

股東結構

回顧過去，成交量受到限制的情況屢見不鮮：當地政府等大股東持有公司的大量股權，限制大市的公眾流通量。在這些情形下，任何有關沽貨離場或拋售持股的決定通常都利好證券的流動性。不過，與這些行動相反，過往亦有計劃作長期投資的大型新股東入市的特殊例子。以日本為例，當地政府近年推出大規模的貨幣刺激措施，當中包括增加政府的間接持股權，最終減少指數公眾流通量的交易頻率。根據彭博資訊的數據，日本央行將在2017年底成為55隻日經225指數成份股的最大股東，並已躋身其中81家公司的首五大股東之列。

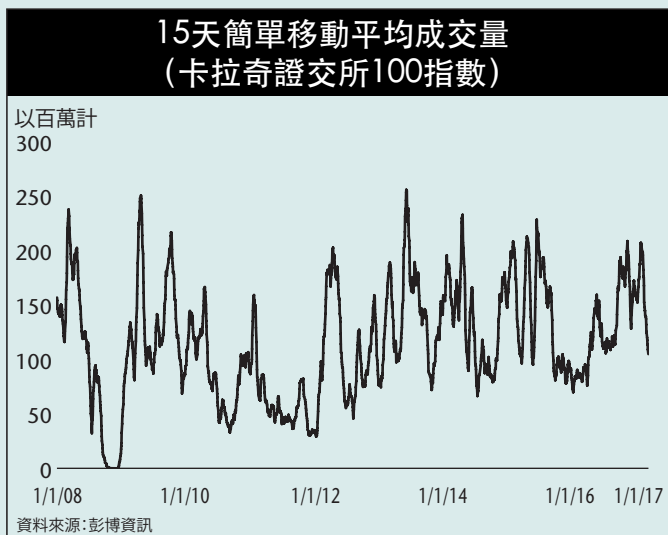
「最觸目的是亞洲區流動性的增長情況：自1996年起上升接近六倍。」

除了政府相關實體所實施的限制外，私人機構亦有公司創辦人及其家族通常持有大量股權的同類情況。一般來說，大股東家族減持的消息長遠能夠獲得市場的正面反應。

監管和投資途徑

雖然持股權結構轉變的情況並不常見，但亞太區近年較常出現當局修改監管規例的情形。舉例來說，越南政府在數個市場環節取消49%的外資持股限制，預計長遠將利好流動性的發展。不過，由於目前只有少數公司根據這項措施作出轉變，我們需要一段時間之後才可全面評估這項措施的影響。其他市場方面，印度政府亦有同類專為特定行業而設的法例，以開放市場增加外國直接投資；菲律賓媒體則報道，當局有意取消外國投資者只能持有公共事業40%股權的限制。如果區內政府繼續就監管採取類似行動，將有助帶動這些市場的流動性持續增長。

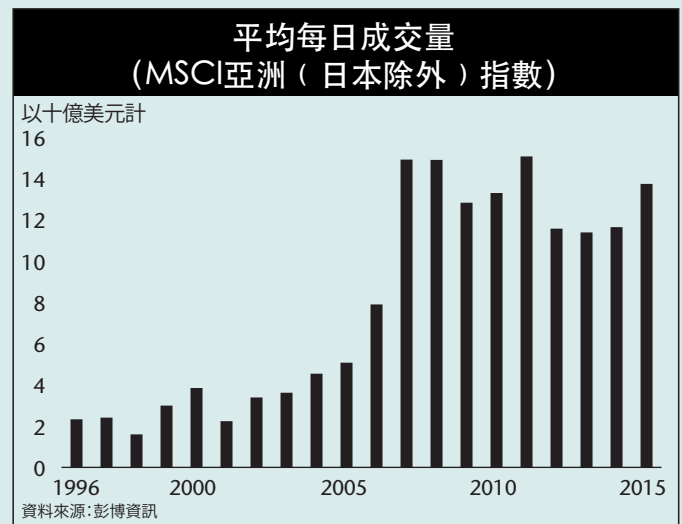
事實上，巴基斯坦亦有採取同類措施。當地市場流動性不足，導致巴基斯坦在2008年由MSCI新興市場指數降級至MSCI前緣市場指數（Frontier Market Index）。不過，推行結構改革—包括取消外資持股限制及更廣泛的經濟措施後（例如基金組織的計劃）—巴基斯坦在今年初獲恢復新興市場的地位，而自公佈以來，這項消息一直利好股市表現。



至於其他市場，結構性轉變亦為中國市場帶來深遠的影響。儘管近年的焦點集中於政府的干預交易措施，但市場的投資途徑增加對成交量的衝擊也不容忽視。以2014年推出的滬港通為例，境外投資者可以透過這項跨境投資安排買賣中國A股，這正是市場參與程度增加的主因。在實施該機制的首年，上證綜合指數的每日成交量較去年急增575%。

市場受壓時的流動性

雖然市場流動性在上述原因支持下形成整體正面的趨勢，但過往亦曾出現流動性措施在短期內大幅擴張和收縮的情況。例如：亞洲金融危機（1997年）、科網股泡沫爆破（2000年）和全球金融危機（2007至2008年）期間的平均每日成交量顯著上升，其後隨即下跌。



綜觀全球，大部份市場在受壓時買賣價差都會擴闊，反映波幅水平上升；亞洲亦出現相同的情況。不過，買賣價差自2009年起收窄，顯示此後的市場環境漸趨穩健。

流動性緊絀的影響

「就流動性來說，當樂聲停止時，情況將變得複雜，但只要樂隊仍在演奏，你就得翩翩起舞。」

普林斯（Charles “Chuck” Prince），前花旗集團主席（2007年）

「整體來說，亞洲資本市場持續發展開放更多了股市和公司，讓我們可以進行由下而上的分析。」

與普林斯先生的名言不同，我們採取長線投資方針能讓我們自行決定參與市場的時間。因此，流動性短絀通常為我們帶來前所未見的吸納良機。當市況表現淡靜時，資產價格和相關基本因素出現偏差的機會增加，而我們可以把握隨之而來的短期波幅，投資於那些能夠帶來長期價值的公司。

相反，流動性水平不足代表證券較易受到顯著的日內波動所影響。這對長期投資者有何重要性？儘管我們奉行嚴謹的投資程序，但我們仍可能作出錯誤的選股決定。這通常在買入股票時難以察覺，但業務管理不善或競爭環境轉變都會導致支持投資主題的基本因素隨著時間而改變。當發生這些問題時，我們必須了解持股的價值，以免對離場價格或相關的交易成本造成不良影響。

即使投資主題一如我們的預期般發展，我們仍不能忽略以上的因素。在這個情況下，我們鎖定利潤的意欲將受拖累。執行成本偏高將蠶食實質收益，而延遲交易則會造成昂貴的放棄機會成本。

此外，流動性緊絀的影響亦會伸延至整體投資組合水平，因此我們需要注視股份持有人的資金流向。在這個情況下，若客戶贖回某項策略，我們沽出持倉以發還現金的行動，會否對仍然持倉的客戶資產估值造成潛在影響。同樣道理，我們也要關注流入資金會否影響我們增持現有倉盤的能力。

如何減輕流動性風險？

我們一方面設法運用流動性下降所帶來的機會，同時亦就相關風險制定保障措施，而決定適當的持倉規模是控制風險的最簡單方法之一。這對我們部份表現較卓越的策略來說尤為重要，因為投資於小型公司時，我們最終可能持有大量公眾流通股。因此，同時從策略和公司層面監察持股有助確保我們的持倉不會削弱長期回報。

這個持倉規模概念與每項策略的適當額度限制相輔相成，因為個別委託投資的規模可能會產生不利影響，特別是從市值頻譜而言。儘管這個限制通常較適合以小型股為主的投資組合，但它仍與我們的全部委託息息相關。隨著策略逐漸累積大量資產基礎，我們必須考慮它帶來的影響。

除了證券層面以外，我們可以為每個投資組合保留適當規模的現金緩衝，以減輕與基金流相關的風險。雖然我們實際上已作全額投資，但持有少量現金結餘有助局限資產基礎大幅波動對剩餘基金持有人的影響。

最後，縱使監察集中持倉量、持股規模和現金管理都是應對這個問題的有效方法，但堅守我們的長期投資理念才是解決這項風險因素的最佳良方。我們可以藉此處於有利位置，駕馭流動性和廣泛風險因素帶來的週期性挑戰。

雖然我們強調流動性趨緊所形成的風險，但我們可以運用一些方法減輕這些風險，甚至在部份情況下藉它們提供的罕有人市良機而獲利。

整體來說，亞洲資本市場持續發展開放更多了股市和公司，讓我們可以進行「由下而上」的分析。隨著市場監管進一步放寬和投資途徑增加，我們現有的持倉將可從中獲益，未來亦能掌握更佳的投资機會。

Colin Dishington，特許會計師，特計金融分析師
銘基亞洲
投資總監



Matthews Asia

披露及備註

本文討論的觀點與資料是截至此報告出版日期，可能出現變動及未能反映作者現時的觀點。本文所述的觀點代表於特定時間內對市場情況所產生的評估，只屬意見，閣下不應倚賴本文件作為特定投資或整體市場的建議。本文所載的資料並不構成買賣特定證券或投資工具的建議。投資於國際及新興市場可能須面對額外風險，例如社會及政治不穩定、市場流通量不足、匯率波動、高波幅及監管制度不完善等。本文件所載述的資料取自從數個在編彙本檔時相信是可靠及正確的來源，但對於資料的完整性或準確性並沒有任何聲明或保證（明示或暗示）。銘基國際投資公司概不就使用本資料所造成的任何直接或相應而生的責任或損失承擔任何責任。

本文件在新加坡，只提供予新加坡證券及期貨法第304節項下的機構投資者，以及新加坡證券及期貨法第305節項下的相關人士，兩者的定義均遵從有關法例所述。本文件不得在新加坡傳送或分發予散戶投資者。

本文件由銘基環球投資（香港）有限公司於香港發出，並未經證監會審閱。如果您是區分為香港的專業投資者，請直接聯絡銘基環球投資（香港）有限公司，了解更多關於銘基亞洲基金的資料。

本文件在英國只可提供予專業投資者和合格交易對手（按英國金融市場行為監管局的定義）。在任何情況下，以上文件都不能轉發至英國以內任何非專業投資者和合格交易對手（按英國金融市場行為監管局的定義）。Matthews Global Investors (UK) Limited受英國金融市場行為監管局的授權和監管，發表以上文件，註冊牌照號碼FRN 667893。

本文件為中文翻譯版本。如英文版和中文版之間有任何差異，一概以英文版為準。

本文件未在任何監管機構註冊或批核。本文件不公開發行，及只供機構/專業用途。

©2017 Matthews International Capital Management, LLC 銘基國際投資公司

G.MATAI—2017年3月

電郵: globalfunds@matthewsasiasia.com

香港:
電話: +852-3901-0880
網站: hk.matthewsasiasia.com