



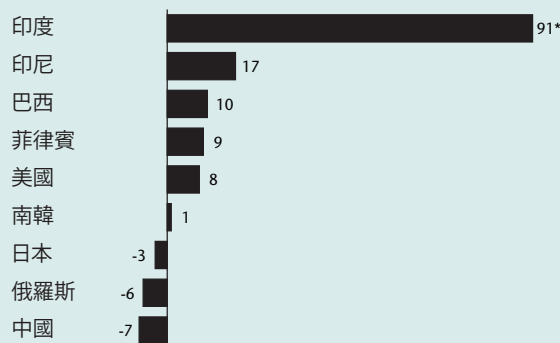
數字的力量

相信美國三藩市灣區（銘基亞洲總部所在地）的球迷在過去數年大多感到欣喜。即使金州勇士最終未能蟬聯美國國家籃球協會（NBA）總冠軍，但球隊在整個賽季表現出色，82場賽事中有73場獲勝，打破早前由芝加哥公牛所保持的紀錄。我與兒子早前觀賞的西岸決賽亦戰況激烈，我倆尤其欣賞金州勇士精英球員的表現，也使我開始領略球隊口號“Strength in Numbers”（數字的力量）的背後含意。過去兩年，金州勇士在多方面均展現其「數字的力量」。亞洲佔全球人口約60%，今天正同樣展現「人口結構的力量」。

在過去30年，擁有13億人口的中國展示了如何有效運用龐大人口以創造經濟奇蹟。中國由一個以億計農村人口為主的低生產力農業經濟，逐步走向生產力更高的工業和城市經濟，因而大幅提高其經濟水平。在1990年，中國仍有超過60%的人口處於貧窮線以下，但有關比例在2015年已降至不足4%。分別擁有超過12億和6.5億人口的印度及東盟（東南亞國家聯盟）國家，亦展現類似的數字力量。

印度是一個獨特例子。據估計，印度在未來十年將為全球增加超過1.15億人口勞動力，並在其後十年再增加1億。根據這些估計，意味著印度為全球帶來的新增勞動人口將高於全球其他國家合計（不包括非洲）的勞動人口。這不僅為國家、地區及全球造成重大的宏觀經濟影響，同時亦創造不少投資機會。

印度為全球帶來的新增勞動力
2015年至2025年間的升幅(百萬)



*一些經濟學家對印度作出較高的預測，超過1.15億
資料來源：國際勞工組織 (www.ilo.org)

除了分配有限資源以應對迅速增長的人口之外，如何有效運用龐大人口以創造數字的力量，是印度面對的首要挑戰。當地國內生產總值需要維持在可持續的高增長水平以創造更多就業機會，已是不爭的事實。爭議的重點在於，印度採取的措施是否足夠，以及是否處於正軌。印度自1991年開放市場以來，國家經濟顯著改善，國內生產總值增長由低單位數字（1950年至1980年為3.5%）升至高單位數字。然而，不少市場人士仍然不滿政府所推行的土地、勞工及稅務改革至今尚未完成。事實上，政府在過去兩年推行的數項措施亦值得市場關注。

破產法：賦予銀行更大權力

中型及小型企業（中小企）所作出的重要貢獻有時被受到忽略。它們在大部份亞洲經濟體中扮演



「投資者往往注意到印度市區人口稠密，卻忽略了印度人口結構背後的真諦。」

著重要的角色。印度方面，中小企聘用全國超過40%的勞動力。多份調查發現，融資問題是中小企面對的最大單一挑戰。如果說企業家是推動經濟增長的引擎，那麼信貸便是發動引擎的燃料。就印度的情況來看，信貸佔國內生產總值的比率（以絕對價值計）仍屬偏低。單就信貸水平來看，並不會引發市場憂慮，但其他週期性和結構性問題卻值得注視。

自印度政府在1969年對整個金融體系實行國有化，其銀行體系一直由公營銀行主導。在過去數十年，只有少數私營銀行獲發業務牌照，市場70%的借貸活動仍須透過公營銀行進行。在上一個商業週期（即2000年代中至後期），這些公營銀行的融資項目往往欠缺紀律，所引申的問題正於今天開始浮現。這些項目包括基建發展、礦業，而在個別情況下，由與官員有密切聯繫的富商所發展。目前，金融體系內主要來自公營銀行的約17%貸款均面對還款壓力，因而導致可供企業家及商家使用的信貸額非常低。

面對充滿挑戰性的環境，政府正積極解決銀行業的問題，並已推行若干解決方案，包括成立銀監局以助出售不良資產、從私營企業中吸納人才出任公營銀行的高級管理人員，而非從政府委任人選中挑選，以及重整銀行資本。

缺乏破產法是扭曲印度銀行體系，造成行業困局的其中一項結構性因素。印度央行行長拉詹（Raghuram Rajan）指出「在印度，當貸款變成壞賬時，發起人（業務擁有人）會威嚇銀行將訴諸法庭審理，然後啟動長達十年的法律程序」。這句話正好說明印度的情況 - 由於這些發起人的政治人脈關係良好，故即使未能償還貸款，亦從未喪失其資產擁有權。印度收回債務須時冗長（超過四年；美國為少於兩年），而收回債項比率亦甚低（25%；相對美國為80%）。

然而，印度最近通過可凌駕現行法例的無力償債及破產法，應可嚴厲整頓現有體制，扭轉權力失衡的問題，賦予銀行更大權力（即發起人須承受失去資產擁有權的風險），以及提供具透明度和為期較短的解決方案指引。新法例應有助杜絕銀行體系內的蓄意違約行為，以及防範不良貸款嚴重干擾銀行體系。提高資金使用效率對支持企業家，從而創造就業機會至關重要。

釋放農村力量

投資者往往注意到印度市區人口密集，卻忽略了印度人口結構背後的真諦。印度仍有相當龐大的農村人口，主要依靠務農為生（佔總人口約65%），並大多獨立於城市生態系統。印度要邁步向前，實在無法撇下大部份人口置諸不理。換句話說，若釋放這股力量，應可支持印度錄得龐大的經濟增長。

在過去20年，印度持續透過改善和擴大道路網絡與電網，致力將城市與農村連繫起來，進展顯著。「全天候」公路由不足50,000公里延長至超過450,000公里；電網覆蓋家庭的比率亦由約44%躍升至超過70%。這些簡單項目有助印度小城鎮的中小企顯著提高生產力。

總理莫迪在2014年推出一項全面涵蓋所有印度家庭的綜合金融服務計劃，令銀行賬戶的數目在短短兩年內增加超過1.75億個，達到現時的4億個。印度的消費公司推銷牙膏或洗髮水等產品時，一向擅長以「袖珍裝」，而非標準包裝形式推銷產品。現時，這種「袖珍包裝」的銷售模式亦應用於銀行體系，隨著時間將有助擴大金融體制的參與渠道及提高參與率，從而促使儲蓄創富、提高可供企業使用的信貸額、增加投資，以及創造就業機會。

「在過去20年，印度持續透過改善和擴大道路網絡與電網，致力將城市與農村連繫起來，進展顯著。」

管治：發展的先決條件

在營商方面，印度的排名甚低（在189個國家中排名130）。因此，就現行生態系統而言，應無法創造足夠的職位空缺，以吸納預期新增的龐大勞動人口。印度排名偏低主要受到多項因素拖累，包括官僚主義和貪腐問題。於我而言，加強管治是改善實際基礎設施的先決條件。

上屆政府一直由朋黨資本主義支配，令具備政治聯繫的公司表現優於大市。其後，這類公司開始陸續呈現問題，當中不少公司東主更被迫出售資產（在印度屬罕見例子）。在2015年5月，政府亦通過《黑錢法》，把擁有非法資金列作刑事罪行。有人認為這是過於激進的做法，但卻是整頓社會的必需措施。

印度的儲蓄率高企，但資金成本亦非常高。超過三分之二的家庭儲蓄集中於實物資產（包括房地產和黃金），因為大眾擔憂其他形式的金融儲蓄並不安全。貪污所得的黑錢往往以這兩類資產作避風港。如果要把資金引向正途，用作提升生產力從而創造就業，便需要設立明確的獎罰機制。政府已設立多個網站，主動追蹤項目的審批情況，從而減低高層貪腐的情況。一直與政治掛鈎的煤礦拍賣項目，最近亦在高度透明的環境下完成。由於新任煤炭部長致力提高透明度，帶動現有煤炭資產的產量錄得高單位數字的增長（在2016財年為8%），而在過往只有低單位數字的增長（在2010至2014財年為1.4%）。

此外，為改善公務人員懶散形象，政府引入生物特徵出入紀錄系統，以防公務人員偷懶失職。其他改善措施包括放寬對中小企的若干規範，以推廣「創業文化」。新政府似乎銳意重新建設管治環境，令人感到鼓舞。雖然這些變動可能會造成短期干擾，但長遠而言應有助於簡化印度的官僚作風，締造有利的營商環境及創造就業機會。

另一角度看印度發展

央行行長拉詹宣佈將不會連任，引發市場憂慮。雖然部份憂慮亦屬合理，但我認為有證據顯示經濟環境在多方面已取得進展。此外，值得注意的是，印度儲備銀行行長的平均任期一般比西方國家短。拉詹在任期內已經採用一個以通脹為目標的框架、與財政部合力解決公營銀行的不良資產問題，以及成立新的貨幣政策委員會，作為體制框架的一部分。這些變動將成為他的功績之一。印度儲備銀行一直被喻為印度信譽較高的機構，即使拉詹離任後亦料將維持不變。

除了對個別事件存有輕微偏差看法外，整體而言，我對該國主要官員銳意推出多項措施，應對無數挑戰的印象深刻。當然，我認同執政者的改革路途仍然漫長，但其中有值得表揚之處。印度的資本成本高企，因此，從一些舊壞實物資產釋放資本、改善銀行體系以優化資本分配，以及為中小企的創業人才提供更高標準的管治環境，將需要一段漫長的過程才能發揮人口結構的力量。期望政策官員再接再厲，繼續勇於應對艱巨的改革挑戰，成功創造更多就業機會。在此營商環境下孕育出的創業型公司，將會成為我們看好的投資目標。

雖然銘基亞洲並非以宏觀經濟預測或政策變動作為投資基礎，但我們仍然會盡力了解主要的執政者行動對區內經濟和企業造成的影響。對我們來說，了解宏觀經濟不單是指預測國內生產總值、利率，及／或匯價變動，而是應該了解更多有關構成亞洲社會體制的社會經濟發展。銘基亞洲正是秉持有關信念，致力物色優質企業和管理團隊。

Rahul Gupta
銘基亞洲基金經理



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。

©2016 Matthews International Capital Management, LLC 銘基國際投資公司

G.MATAI—2016年7月

電郵: globalfunds@matthewsasiasia.com

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