



亞洲資本市場的深化改革

在蒙提·派森的幽默短劇「職業指導顧問」中，註冊會計師堅決地把自己化身為一名馴獅師來把他手下的案件馴服。輔導員卻不為所動，把他比喻為一個「乏味和糟糕」的人，並嘲笑他馴服「巨大的野獸」的能力。事實證明，在蒙提·派森劇中的那名會計師根本不知道他野心在現實中存有差異，同時也缺乏勇氣去實現。那麼，亞洲的會計師們將要表現得比這名會計師更勇敢，因為只有這樣，他們才有可能把獅子馴服。他們是推動該地區資本市場發展的一部分；為中產階級客戶的儲蓄投資提供資訊並在財務報告和企業管治之間建立信任，以吸引國際投資者。這就是為什麼會計師的數目在中國和印度等地有如此迅速的增長。那麼，亞洲打算如何去協助經濟改革這一進程呢？

在亞洲，政府部門似乎都會優先考慮金融部門的改革。也許他們認為，亞洲的資本市場仍是區域發展中的致命弱點。儘管亞洲經濟的可持續增長前景樂觀，過度依賴美元似乎仍會為脆弱的經濟體帶來投機性的衝擊。近20年前的亞洲金融危機（AFC）暴露了亞洲資本市場的缺陷。在固定匯率、欠發達的證券市場、借貸予國企的低效率銀行系統，以及在缺乏長遠的本地權益資金的情況下，那些具潛力的企業被迫使用美元借貸。當過度膨脹的資產價格開始回落時，經濟體就跌進了惡性循環的漩渦中。市場需求下降和貨幣貶值所帶來的外債負擔，導致公司削減勞動力和資本支出，進一步降低市場需求。

中產階級的需求

今天的亞洲看起來卻非常不同。經濟增長再不是全球化所帶來的結果，而是從內部引發的。內需是增長的催化劑，和過往比較，中產階級人口的增長令市場改革有著很不一樣的變化。事實上，有研究預計到2030年，亞洲將佔有全球中產階級人口中的三分之二。

亞洲的年齡中位數在近30年內不斷上升，從在東南亞國家聯盟（東盟）和印度中的20多歲攀升至繁榮北亞國家中的35到40多歲。因此，在到達「收入高峰期」後，這群富裕的亞洲人更需要一個可靠、高效的資本市場來協助他們作退休儲備。為了滿足這些需求，保險公司和養老基金需要建立一個具穩健回報的保障體系，以履行他們在服務條款中的長遠責任。

但目前市場已加快步伐去進行金融改革和零售投資。儘管市場發展已相當成熟，但某些金融產品還是比較新穎。在韓國，市場基本上並沒有開發開放式共同基金，銀行在21世紀初才開始發行此基金。在日本，退休儲蓄工具已被廣泛地建立起來，各種的養老金能為投資者帶來超過十年以上的退休保障。

金融產品的發展會製造額外的投資和增加資本供應者（投資者）的需求。這需要一個廣大且優化的資本市場來滿足這些需求。因此，最重要的是如何讓中小企（SMEs）能夠透過資本市場（而不是銀行貸款）來獲取所需資金。這就形成了一個良性循環，因為在得到所需的資金後，中小企將增加他們在市場中的投資，從而促進未來的經濟增長，並鼓勵投資者在資本市場上作進一步的投資。

舊有的銀行體制面臨競爭

在亞洲，傳統和轉型的觀念仍然並存，這在金融領域內也不例外。但經濟是在中小企的帶動下增長，而不是在那些和國家有緊密聯繫的聯合大企業。由私人家族所經營的企業仍具有巨大的力量，但很多時候他們的工作效率、創意和企業管理概念都被認為處於落後位置。諷刺的是，這樣的商業模式仍被保留下來，公營銀行依然傾向於支持他們。

那麼，我們應如何去深化市場，讓中小企（地區中那些具潛力的企業）能夠在資本市場上取得更多資金？如何透過幫助那些資金追求者（機構）來為投資者（即是資金追求者）製造更多的投資機會？國家財富的增長、更成熟的投資能力和深化市場，三者結合將創造出一個風潮，這風潮不但會令國內和區域投資者產生投資興趣，同時也能為海外投資者提供更大的投資保證。



「在會計師所帶領下的時代——標誌著資本市場的改革將向前跨出讓人興奮的一步，從動盪不穩和投機性的賭博事業，發展成為一個可信、且能夠滿足亞洲中產階級投資需求的機構。」

大量湧入的私募股權投資

私募股權投資已經成為那些新企業的一個重要融資來源。這種情況在中國市場上表現得更為強勁，基金目前佔2萬億美元的全球私募股權投資基金市場中的15%（截至2013年12月的）。本地交易量增多，新增的投資者也是以本地為主。保險公司現可在私募股權投資的投資組合內作出高達10%的投資。另外，現今中國的百萬富翁人數已超過一百萬人，高財產值的個人投資者都尋找不同途徑，進行個人財富投資。

從歷史上看來，尚未成熟的股權投資市場意味著許多國際機構會透過進行這一類的資產投資來取得在中國投資經驗。不過，現今的強大需求可能會令市場上出現太多基金，吸引少數而有吸引力的交易。

在現正擴展的股權投資市場中，為了避免投資市場上流動性不足和私募股權投資時所涉及的高額費用和投資風險，投資者可透過公權投資來取得同等利潤。

股權、首次公開招股是深化改革市場的象徵

因為股權可以被隨時買賣，而估值也是現成的，所以對投資者來說，公開招股是一個流動性高的多元化*投資機會，而且它不像大部分私募股權基金投資，需要在2%的管理年費上另繳20%的業績費，投資者可以在一個相對較低的銷售成本上買賣公開股股的股權。在亞太地區，股權投資市場在世界市值中的佔有量已從15年前的不到20%增至現有的32%。在總市值方面，所涉及的金額達到20萬億美元。企業私有化雖然為市場帶來了部份的增長，但私營企業的首次公開招股（IPOs）才是增長的主因。在過去十年，中國大陸和香港的總市值中約有45%的增長也是由首次公開招股所致。這遠高於美國在進行首次公開招股時為總市值帶來的15%增長。

海外投資者和海外機構同時也對這樣的投資市場感興趣，希望通過投資，在亞洲地區的交易所上市。龐大的交易量、流動性高和持續開放的市場吸引區域和外國企業在亞洲尋找所需的資金。

固定收益把債券市場的重心從主權轉向企業債券

亞洲本地貨幣（LCY）債券市場的增長，是該地區的在過去十年內，最重要的資本市場發展。亞洲目前在新發行的環球債券基金（YE2013年）中的佔有量超過31.7%。這和它在1997年時只佔基金總量的11%相差甚遠。金融危機（GFC）後，新興的東亞本地貨幣債券市場已有逾兩倍的增幅，總額達至79,000億美元（截至2014年6月）。但有些人士卻憂慮

舉債經營這種快速上漲的經營模式所帶來的槓桿效應。亞洲市場正在一個低基礎上發展，並持有部份來自美國、英國和歐元區的國債。

穩健的債券市場有什麼意義？

對機構(資本追求者)而言	對投資者(資本供應者)而言
<ol style="list-style-type: none"> 1. 政府能夠使用國內的現金儲備，以國家的法定貨幣（而不是外幣）來控制市場，讓市場發展免受外幣波動所影響。 2. 銀行融資能為大型企業提供獲取資金的一途徑，企業可以直接通過大眾和機構投資的方式來以更具競爭力的價格來取得資金。 3. 在某些情況下，那些被國企銀行拒絕借貸的中小企業，也可從穩健的債券市場上取得資金。 	<ol style="list-style-type: none"> 4. 散戶投資者認為債券可為他們帶來多元化的投資機會和比一般儲蓄賬戶更高的儲蓄利率。 5. 由於債券市場具長遠的投資期限，大型機構的投資者(退休基金、保險公司和銀行)均轉向債券市場投資，這能讓他們更妥善地作資產負債匹配管理。對銀行來說，發行債券為它們提供了除銀行存款外另一個融資來源。

我們都知道相對較低的主權債務水平是有利的，能為當地政府管理財政資產負債表時提供一定的靈活性。但在私人債務方面，較高水平的債務也可能是有利的，這在債務為較低成本的固定收益證券更為顯著。我們可以以其GDP的相對規模大小來衡量一個債券市場的成熟度。基於這樣的測量方式，韓國（130%）、馬來西亞（102%）、新加坡（81%）和泰國（76%）分別被列入亞洲地區中本地債券市場較為發達的排名當中。但從絕對規模來說，中國卻在亞洲的本地貨幣債券市場中佔有主導的地位，有著約62%、折合達4.9萬億美元的佔有量（包括主權和企業債券）。但中國的本地貨幣（LCY）債券市場在整個市場中仍有著較低的佔有率，約佔國內生產總值（GDP）的51%，說明其債券市場仍具有很大的發展空間。

因為公共和私營部門債券在流動性和透明度間存在著一定的差異，外國投資者將傾向把持有的大部份股權投放於亞洲的政府債券當中。大多數以本地計價的政府債券比企業債券更為流動，其中由於缺乏二級市場的支持，政府債券中的投資者更傾向於買入持有策略。我們預計透過改善市場透明度和

*多元化並不免除投資所帶來的損失。

「國家財富的增長、更成熟的投資能力和深化市場,三者結合將創造出一個風潮，這風潮不但會令國內和區域投資者產生投資興趣，同時也為海外投資者提供更大的投資保證。」

推動金融市場一體化的發展,特別是在東盟區外推動二級市場的發展,將會為企業基金(目前約佔本地發行的貨幣債券市場中的40%)進一步發展帶來更好的勢頭。

良性循環的開始

為了在這些市場中形成一個良性循環,在機構尋求資金的時候,市場也需要增加流動性,給予投資者信心。亞洲的股票市場本身已經較小,而且容易受到衝擊。缺乏債券市場,無疑令這情況進一步加劇。在正常的情况下,當股市陷入衰退時,債券市場將會成為投資者和企業的另一個流動性投資來源(但這兩個市場在亞洲也未發展成熟)。市場形式化、改善投資實踐方式和區域市場一體化(如人民幣國際化)等措施能幫助推動市場的發展。

在全球金融危機(GFC)掀起的炒作熱潮的影響下,市場上需要一種新貨幣來充當國際儲蓄貨幣,而人民幣(RMB)也快將成為世界上第二最常用的貿易融資貨幣。自從全球金融危機後,亞洲面對著共同的問題。然而,亞洲金融業的復原能力已比1997年時要強得多。在亞洲金融危機後,外來的壓力迫使區域作出基本的改革。目的在於糾正過去的政策失誤和清理金融體制中的主要斷層。但對在宿醉後醒過來的亞洲來說,全球金融危機卻對它造成相對較小的傷害,因為全球金融危機對亞洲地區只有間接影響。歸根究底,誘發2008年金融危機的主因正是西方國家。亞洲金融市場近期的改革也不是為了應對金融危機而進行的。大量的本地資本主義改革只是為了提高市場的投資效率,並為亞洲締造出更多自給自足型的市場。

即使擴大聯合貸款會為市場提供一個資本平台,它同時也為全球貨幣政策帶來很多不確定的因素,這意味著亞洲的資本市場將持續波動。市場上的疲弱情緒導致外國投資者質疑亞洲市場的增長。但是,愈多愈來的中產階級也表示他們正需要一個較成熟的市場來為支持他們的投資儲蓄。在滿足此需求的同時,資本市場上的穩定性也不容忽視。這是一個重要原因,解譯為何投資者認為再度重演1997年的貨幣相關事件已是愈來愈不可能。從資本追求者和和資本供應者的廣泛而一致的本地需求看來,市場上的波動似乎正在減弱。在這種情況下,外國投資者的投資心態可能並沒有那麼浮動不安了。

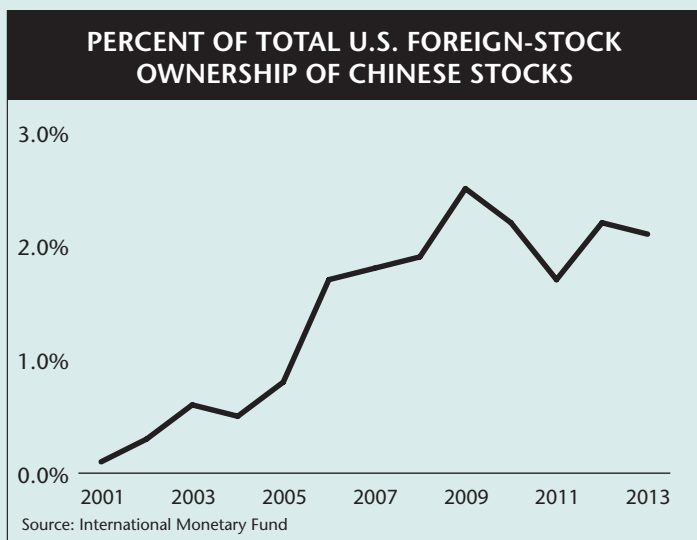
「乏味」的深化改革結果 / 動盪的市場

亞洲區的投資市場很多時候也是以滿足國內對儲蓄產品的需求為目標。中國就正有這個必要,同時市場也希望透過提升人民幣的國際形象,從而吸引一眾海外投資者在中國市場進行投資。在缺乏商品和資產需求的情況下,沒有人能夠去介定某一種國際貨幣。因此,在中國希望人民幣能與美元和歐元相互抗衡的同時,它也需要去滿足這樣的需求。根據國際貨幣基金組織(IMF)的資料顯示,截至2013年底美國公民在中國股市中只持有進賬為1,350美元的股份 - 僅佔美國公民的海外股票累計增持總額的2.1%。儘管中國市場有持續上升的趨勢,這與標準量相比仍有一段距離。

毛澤東的領導下建立了這個民族國家,及後在鄧小平和馬雲帶領下,資本主義革命茁壯成長,一眾會計師和銀行家等人士將引領中國下一個革命浪潮。在中國,隨著會計行業的發展步伐加快,本土會計師事務所正挑戰著四大會計行。現時,中國已具備一眾合適的士兵來面對即將到來的挑戰。

在我眼中看來,蒙提·派森總是喜歡嘲笑英國的一眾「中產階級」,和浪漫的國家革命和企業家經濟發展相比,金融改革可能散發著一股讓人感到「沉悶」的氣味。但在會計師帶領下的時代——若真的能夠從亞洲開始——這標誌著資本市場的改革將向前跨出讓人興奮的一步,從動盪不穩和投機性的賭博事業發展成為一個可信、且足以滿足亞洲中產階級投資需求的機構。這至少對我來說,是一個令人振奮的消息。

何如克博士
首席投資官及投資組合經理
銘基亞洲





Matthews Asia

披露及備註

本文討論的觀點與資料反映於特定時間的意見及市況評估，可能出現變動。閣下不應倚賴本文件作為買賣特定證券或整體市場的建議。

本介紹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。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。

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。此外，單一國家基金由於集中投資特定的地理位置，可能較分散投資基金承受較高水平的市場風險。投資於中小型公司較投資於大型公司涉及更大風險，因為與大型公司比較下，中小型公司的股份可能較為波動，流通量亦較低。

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Matthews Global Investors (Hong Kong) Ltd.銘基環球投資(香港)有限公司發出，並未經證監會審閱。如果您是屬於香港的專業投資者，請直接聯絡銘基環球投資(香港)有限公司，了解更多關於本基金的資料。

本文件在英國由Matthews Global Investors (UK) Limited發出。Matthews Global Investors (UK) Limited是Mirabella Financial Services LLP所委任的代表，而Mirabella Financial Services LLP則受英國金融管理局(Financial Conduct Authority, FRN 415559)授權和監管。

本文件未經任何監管機構審閱或批核。本文件只供機構/專業投資客戶參閱。

©2014 Matthews International Capital Management, LLC銘基國際投資公司

G.MATAI—2014年11月

電話: +1 (415) 954-4510
電郵: globalfunds@matthewsasiasia.com
網站: matthewsasiasia.com

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