

影响一国资本市场的因素很多。对于股票市场而言，其上市企业的地理分布、行业分布和产品创新方面的多样性特征，直接影响其业绩表现的稳定性和在全球资本流动中所扮演的角色。

## 全球资本市场 多元化是王道？

文 / Ken Dewoskin

进入 2013 年，全球各地的经济数据喜忧参半，笼罩 2012 年的发展迷雾挥之不去，未来前景仍难明朗。我们仍然面对商品价格波动不定、经济负增长或迟滞不前、制造业负增长、失业率居高不下、房地产市场波动难平，以及大量贸易投资争端难解难分的棘手态势。但有一些启稳的迹象亦不容忽视，包括欧元在内的主要货币之间外汇关系的相对稳定、许多重要经济体呈现复苏迹象、各大经济体领导人对于经济复苏的持续重视、资本全球流动性持续上升，以及世界大多数资本市场呈现相当强劲的增长势头。

然而，尽管近年来资本市场增长较为强劲，但其地域分布并不均衡。我们对全球最大的新兴经济体相对较弱的股票市场表现进行了回顾。尽管整体而言，几大新兴经济体在国内生产总值增长方面仍大幅领先发达国家，但这已经是连续第三年金砖四国股指落后于全球股指。截至 2012 年 12 月 28 日，巴西、俄罗斯、印度和中国的摩根士丹利金砖四国股票指数（MXBRIC）上升了 11%，相比摩根士丹利全球股指低了 1.6 个百分点。



为何国内生产总值增长引领全球的经济体在资本市场上的表现却相对较弱？这是一个非常重要的问题。全球商业媒体已经就此展开探讨，但迄今为止，答案众说纷纭，莫衷一是。但可以明确的是，相关实体经济的表现并非驱动其股票市场表现的唯一因素，更多相关因素包括政府在经济中扮演的角色、上市公司治理、股息收益前景，以及投资者对于经济前景的总体信心等。

### 一、增长、规模与多样性

一般情况下，我们认为增加多样性可以提高市场稳定性，包括上市公司种类和配套服务的多样性（法律、金融、语言，甚至文化差异）。我们期待一个具有国际竞争力的资本市场遵循健康发展的轨迹，并期待看到市场增长和上市措施的多样性之间存在更多实质性的关系。

上市公司可衡量的多样性元素包括上市公司的行业和地理分布、产品多样化——如交易所交易基金 (ETFs)、房地产投资信托基金 (REITs)、特殊目的公司 (SPVs) 和资本库公司 (CPCs)、市值范围，及其所在国和潜在投资者所在国的营销活动和市场透明度等。

交易所数据的明显差异让我们更清楚地了解 2012 年即将结束之时全球股票资本市场的总体趋势。截至 11 月，世界交易所联合会成员交易市场中，从纽约泛欧交易所集团的 13.6 万亿美元，到百慕大股票交易所的 12.7 亿美元，市值差异巨大。在所有成员交易市场中，就多样性一个方面而言，即从上市公司的地理分布来看，百慕大股票交易所全部 52 家上市公司中，75% 来自百慕大以外的其他地区，其吸收国外上市公司的比例最高。

但通过观察全球排名前 15 的市场，它们代表截至 2012 年 11 月市值超过 1 万亿美元的全球所有股票交易所，我们会有更多发现。纽约泛欧交易所拥有 2346 家上市公司，其中略超过 22% 来自美国境外。而中国却截然相反，中国三大股票交易所中的上市公司目前为止无一例外均来自中国国内。日本东京和印度孟买证券交易所情况也与中国相同。

表 1 包含了全球排名前 15 的股票交易所的一系列衡量标准。截至 2012 年 11 月，仅这 15 家交易所市值超过 1 万亿美元。



表 1 全球排名前 15 的股票交易所

外 汇	市值 美元百万 (2012 年 1 月)	市值 美元百万 (2012 年 11 月)	2012 年 度至今 市值	上市项 目总数	海外企业 百分比	2012 年 度至今 上市项目
纽约泛欧证交所 (美国)	12625648.15	13613345.3	21%	2346	21%	1.5%
纳斯达克 OMX	4152813.91	4576855.0	19%	2585	11%	-3.9%
伦敦证券交易所	3397125.81	3571896.4	8%	2765	21%	-4.4%
东京证券交易所	3468875.64	3334918.8	1%	554	0%	-0.4%
纽约泛欧证交所 (欧洲)	2561963.61	2752856.0	10%	1076	13%	-3.9%
香港交易所	2480178.01	2714201.7	24%	1540	6%	4.3%
上海证券交易所	2457334.10	2219896.8	-9%	954	0%	2.7%
TMX 集团	2014474.22	2034211.5	4%	3974	2%	-7.5%
德国交易所	1303589.54	1428806.0	13%	758	11%	-1.6%
澳洲证券交易所	1303806.59	1349206.1	8%	2056	5%	1.7%
印度孟买证券 交易所	1225472.20	1238847.9	14%	5180	0%	1.5%
瑞士交易所	1122741.33	1215140.6	11%	271	11%	-3.6%
印度国家证券 交易所	1200735.95	1213899.2	14%	1661	1 only	1.7%
巴西交易所	1393769.04	1140624.1	-9%	921	1%	-1.9%
韩国交易所	1091504.63	1132057.9	12%	1785	1%	-1.3%

■ 北美地区 - 22.5 兆美元    ■ 亚太地区 - 16 兆美元    ■ 欧洲地区 - 14.2 兆美元

虽然这仅是对具有分析价值的财富数据的一小部分进行的初步对比分析，但却能从中看出一些有趣的事实。首先，从单个交易所来看，交易所规模存在巨大差异。在上述排名前 15 的交易所中，纽约泛欧交易所几乎是韩国证券交易所，即最小规模交易所的近 12 倍。从区域来看，就北美、亚太和欧洲地区交易所的总市值而言，总市值之间的差异较小，即总市值最高的北美地区不到总市值最低的欧洲地区的 2 倍。亚太地区正好处于中间，市值规模大却分布不均衡。从城市分布来看，纽约股票市场市值为 16.7 万亿美元，几乎是亚洲最大城市——东京股票交易所市值的 5 倍。数据表明，亚洲地区资本流通能力与其他地区无异，但资本来源相当无序，该区域资本流动机制有待完善。



数据分析显示的另一个差异也显而易见。北美市场的国际化程度非常高，更受国外上市公司的青睐。纽约泛欧交易所 22% 的上市公司来自美国境外，其次是伦敦，国外上市公司比例为 21%。欧洲位于中间，而亚洲交易所的国外上市公司比例非常低。在此方面，香港证券交易 6% 的上市公司来自本土之外，接下来是澳大利亚，但亚洲股票交易市场的更多上市公司来自本土，因此，也容易受国内经济影响。

从大的方向来看，这些数据是正确的，但是全球化令这些数据统计存在不确定性。因为关于何谓本土上市公司的定义已经发生了变化，尤其对于那些在亚洲资本市场上市的公司来说。在像中国这样的经济体中，外国投资者被限制进入很多行业。因此，在外资的所有权方面，一些复杂的股权结构设计应运而生，比如被广泛讨论的 VIE 模式 (Variable Interest Entities, 可变利益实体或协议控制)。在这个模式中，境外注册的上市实体与境内实际业务运营实体相分离，境外上市实体通过协议控制境内的业务实体。典型的例子是某家企业其主要业务和资产在中国大陆，却在开曼群岛注册成立，并在中国大陆以外的资本市场上市。依据一个更为严格的关于“本土上市公司”的定义，香港只有 8 ~ 10 家的外国上市公司。

2012 年 IPO 市场发展并不强劲，但按照百分比计算，香港新增上市公司多于其他任何市场，上市公司数量比上年增加了 4.3%。总体而言，IPO 市场回归历史局面，纽约 - 泛欧交易所 (NYSE-Euronext) 连续两年募集资金居世界各大市场之首。在美国，纽约证券交易所 (NYSE) 与纽约证券交易所市场有限责任公司 (NYSE MKT) 凭借 79 宗 IPO 和 16 宗转让交易成为市场龙头。在欧洲，纽约泛欧交易所迎来 25 家新上市企业，募集资金约 27 亿欧元 (合 35 亿美元)。对美元的预期担忧似乎并没有影响这一趋势。媒体有关美国和欧洲经济复苏缓慢且不稳定的一贯腔调也没有影

响市场发展，这表明纽约证券交易市场上公司地理分布的多样性从整体上削弱了美国经济对纽约证券交易所各大板块的影响。相对而言，2012 年中国大陆只有两家企业成功赴海外上市，创下自 2003 年以来的最低水平，比 2011 年下降了 83%，相较 2010 年下降了 95%。

这是小规模数据分析样本，从国家和地区角度揭示了资本市场形成吸引力和发展前景所应具备的特点。开放境外企业上市是体现市场多样性的一个关键方面，它能够支持市场的可持续增长。

## 二、行业分布概况初探

服务于不同规模的机构投资者和个人投资者的分析人士，同样非常关注个体上市企业以及行业。对行业趋势的分析趋向于为关键业绩指标，如市盈率、增长预期、股息支付限额、市场份额分析以及全球环境与监管变化的影响等设定一些基准。因此，由于预计中国对于重要商品和资源的消费将放缓，传统的能源股整体都受到了影响。而医疗保健类股票则对于《美国平价医疗法案》(Affordable Care Act) 较为敏感。清洁能源业股票则对全球主要市场上实施的补贴政策，以及诸如美国页岩开发等能源供应领域的重大变动更加敏感。

如美国纳斯达克和英国创业板等证券市场，其设计与建立旨在为主导高成长与高风险领域的特定行业提供支持。其他市场从定义上看无从得知其行业属性。但即使在那些对特定行业并无特殊政策或选择偏好的股票市场上，对于任何一个经济体而言，行业动态的历史变迁是其发展演变的重要组成部分，因而也会影响相关股票市场上的行业分布概况。一般来说，这一演变过程会从基本的商品和服务、工业生产或出口，向金融服务、科技、能源、高价值商业与消费者服务演进。

作为我们深入了解行业分布概况以及资本市场发展的初步工作，我们对纽约证交所、上海证交所和香港交易所这三大不限于专门行业或规模的证券市场进行了分析。

首先要提及的是，以下三点事项需要特别注意：第一，数据在一定程度上较为粗略，因为证券交易所公布的数据类型往往并不完全一致，但我们更多地会考虑各家交易所内部的比率。第二，虽然根据前文所述，行业分析与投资决策具有明显的相关性，但行业分布概况、三大市场的不同表现，以及各交易所过去三年股指变动这三者之间究竟存在何种关系，仍不明朗。第三点非常重要，我们考虑的是上市公司的数量，而不是所比较行业的总市值。对比某行业上市公司数量与其总市值，会得出该行业内部集中度、多样性以及竞争态势等明确的信息。这对于投资者作出决策以及企业选择在何地上市既有积极影响，亦有消极影响。

从表 2 和相关饼状图中，我们归纳出三大要点。

表 2 上市行业分类

行业	中国创业板	深圳	上海	香港	纽约
能源	6	10	36	54	242
物料与资源	51	150	165	171	184
工业资本产品	68	162	172	154	123
商业服务	12	13	4	19	73
运输与物流	3	10	56	50	65
耐用消费产品	29	131	167	403	307
快速流通消费产品	10	48	68	89	124
医疗保健与生命科学	40	43	54	63	118
金融与银行	-	3	31	130	266
房地产	-	8	82	153	161
信息科技/媒体	131	116	71	209	174
电讯	-	2	2	17	56
公用事业	4	2	46	39	99
总计	354	698	954	1,554	1,992

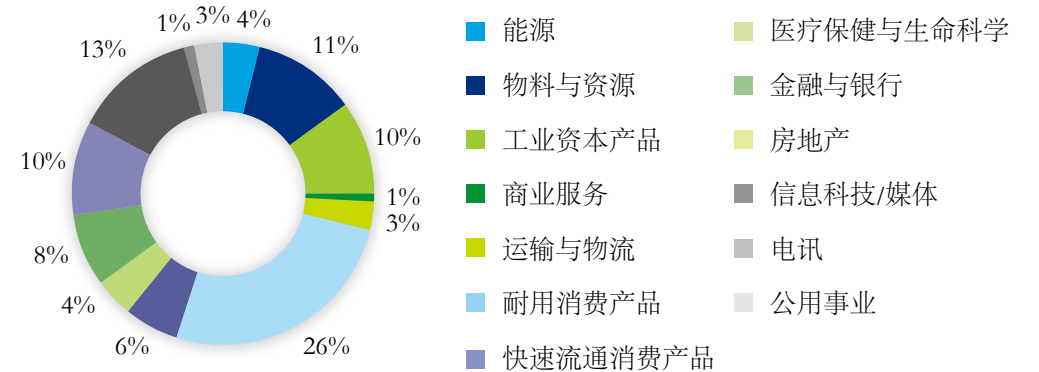
首先，根据我们的上市分类，以上三大市场的上市项目跨越了 14 个门类，范围非常多样。从各大市场上前三大行业占上市总量的比重来看，三大市场的状况颇为相似。纽约和上海专门化程度似乎最高，其市场前三大行业占上市总量的份额接近 53%。香港并无太大差异，其前三大行业占上市总量的比重约为 50%。

其次，三大市场的主导行业亦各不相同。上海证交所超过 50% 的上市公司属于材料和资源、工业生产资料以及耐用消费品行业，这反映出上述制造业在资本调配及改革时期的增长进程中扮演了重要角色。

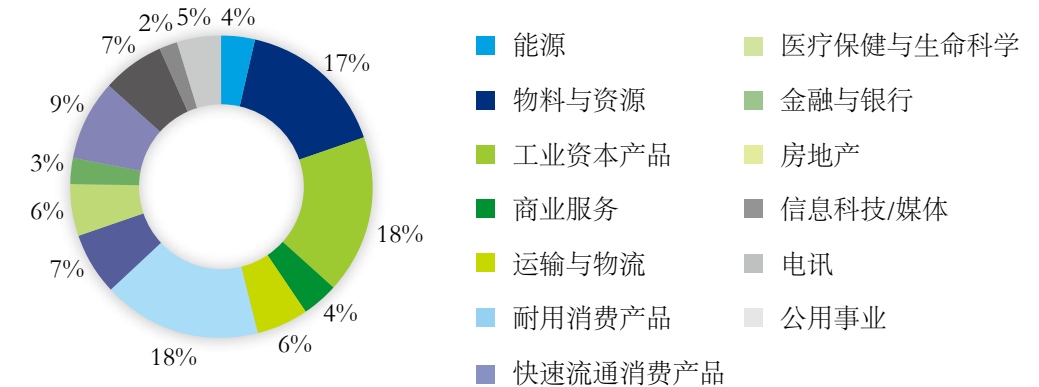
纽约市场上的主导行业还包括耐用消费品，但另一方面，金融、银行与能源业亦占据一席之地，这反映出纽约作为全球银行业与金融中心的地位，以及纽约高度发达的能源等行业相关的衍生品市场。在香港，除耐用消费品行业外，其他两大行业分别为 IT 和媒体行业及材料与资源行业。

图 1 三大市场的主导行业

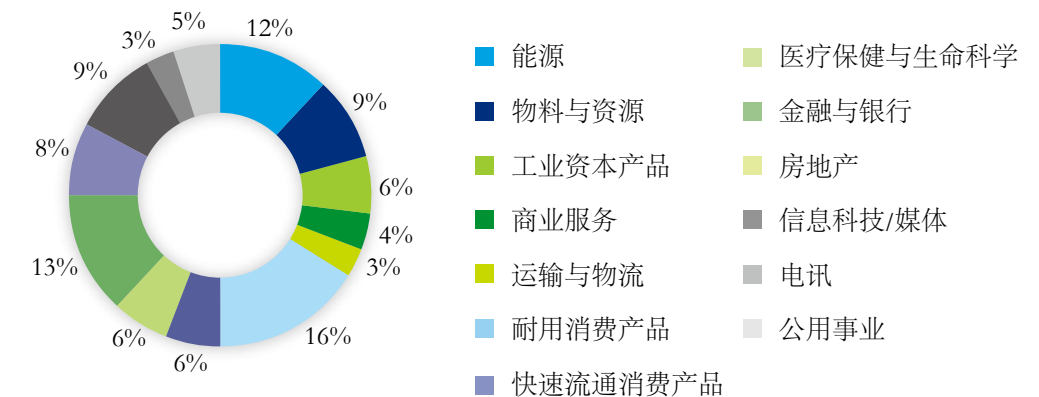
香港交易所



上海交易所



纽约证券交易所



第三点源于我们上文提到的第三点注意事项，即某行业上市项目数量与总市值之间的差异。在纽约，上市电信公司为 56 家；在上海只有两家。纽约市场上最大的

两家上市电信公司总市值为 3260 亿美元，上海市场最大的两家上市电信公司总市值仅为 130 亿美元。而中国最大的两家电信运营商——中国电信和中国移动均未在上海证券交易所上市。

中国市场上某些上市公司具有特殊的集中性特点，金融与银行业表现尤为明显。在金融与银行业板块，纽约拥有上市公司 266 家；上海仅有 31 家。纽约最大的五家上市银行总市值为 5069 亿美元，而上海的数字为 7600 亿美元。这一对比反映出经济结构的组成方式、国有制在关键行业扮演的角色以及相关监管制度、竞争水平和所处的经济发展阶段。

### 三、反例

但是，我们必须承认有些例子并不支持本文论点，不仅涉及上市地理范围，而且和行业多样性相关。例如，相对而言，多伦多交易所并没有根据行业或地理范围进行划分。在多伦多交易所，包括多伦多证券交易所和多伦多创业交易所，只有 2% 的上市企业的注册地址不在加拿大境内。当然，实际上许多多伦多上市企业的基础资产是在国外，特别是在拉丁美洲。

更有趣的是，从行业角度来看，多伦多交易所较为单一，主要集中于矿业。在其 3832 家上市企业中有 44% 是矿业企业，行业集中度非常高。这种专注十分成功，多伦多交易所在 2011 年宣称其提供 40% 或全部的全球募集矿业资金，是该行业 90% 交易的发生地。

但是，这么高的行业集中度有利有弊。其明显益处在于支持资本市场的整体生态系统。多伦多的矿业服务能力——银行、律师事务所、咨询公司、审计师和保险公司——是世界上任何地方都无法比拟的。但是，我们也见证过行业高度集中的弊端，2012 年的后几个季度，由于能源和矿产品价格下滑，占其市值总额绝大比重的矿业企业损失惨重，11 月，多伦多交易所损失了 7.5% 的价值，在交易所 15 强中损失比例最大。

多伦多交易所追求的增长战略始终没有放弃其作为矿业专家的定位。但方向上而言，多伦多正在迈向地理多样化和产品多样化（如果不是行业多样化）。截至 2012 年 10 月，173 家新企业在多伦多交易所上市，其中 28 家国际企业，包括来自美国、拉丁美洲、非洲和澳洲的新企业以及三家来自中国香港的新企业。多伦多采取积极措施，走向产品多样化，在 304 项交易新资产中，接近一半不是主要公司：70 家资本库公司，40 项交易所交易基金，以及 21 个结构性产品。

### 四、何去何从？



在当前全球化和资本流动相对开放的时代，市场作为一个整体，未来几年的发展方向无非两条道路，一是迈向全面性、包容性更高的行业分布范畴，另一条则是走向更高层次的专门化。如果市场的演变遵循主要行业和企业的历史发展趋势，那么后者成为发展方向的可能性更大。基于企业核心能力及众多其他竞争优势，不断扩张规模和打造战略性专门化是占据全球市场主导地位的企业之共同特征。尽管在商业周期中，我们经历的有些并购浪潮会推动部分产品和服务的多样化，但是大范围聚合时代已然结束，取而代之的是持续聚焦企业品牌和能力的时代。因此，股票市场亦可能出现类似状况。

对监管机构和金融服务供应商而言，紧跟这一发展方向对其实现当地业务增长至关重要。正如跨国公司通过扩张“跨国”版图提高专门化的同时亦助长了规模的提升，股票市场的行业专门化将促进地区多元化并扩大涉及范围，继而重塑某特定市场的金融服务生态系统，在日趋全球化的基础上协调和整合金融、法律、财务和咨询服务。这一过程中，压力或机遇将与之相伴。

如果亚洲主要资本市场最终朝着专门化方向发展，继而实现更大范围的地域覆盖，他们将会提升其作为主要参与者对亚洲一体化的贡献。亚洲实体经济体之间的互补性很强，其中包括印度尼西亚和缅甸等资源丰富的经济体，中国大陆、泰国和韩国等高级制造业经济体，以及中国香港和新加坡等重要的服务经济体。亚洲不断壮大的财富将有利于主要资本市场（尤其是中国香港和新加坡）满足印度尼西亚和缅甸等经济体与日俱增的资本需求，这亦是许多亚洲领袖提倡的“双赢之道”。

Ken Dewoskin 德勤中国高级顾问

德勤中国版权所有。未经许可，不得以任何形式转载。