

# 前沿市场股权投资： 寻找未来的赢家

由Lawrence Speidell, CFA总结整理, 2012年2月

翻译: 蒋科、柳柏桦

[http://www.cfainstitute.org/learning/products/publications/contributed/Pages/frontier\\_market\\_equity\\_investing\\_\\_finding\\_the\\_winners\\_of\\_the\\_future\\_\\_summary\\_.aspx](http://www.cfainstitute.org/learning/products/publications/contributed/Pages/frontier_market_equity_investing__finding_the_winners_of_the_future__summary_.aspx)

前沿市场象征着众多丰富而多元的文化，但有时却又令人难以应对。此种观感被许多聚焦于局势动荡、旱涝灾害、独裁政治、军事冲突以及健康问题的媒体报道加强了。事实上，与更为人熟知的新兴市场相比，前沿市场在经济、政治上的发展并无不同。他们未必更具风险，也并非质素更低；他们只是体量更小、流动性更低、所处的发展阶段更早。此外，前沿市场是逾12亿人口的家园所在，理应被视作可予投资的标的。

本篇专题这本专著考察了前沿市场的定义、历史、经济、政治以及投资优势。这些内容是基于作者和他的同事在42个前沿市场国家进行的80余次走访，并结合20世纪80年代起就进行的新兴市场研究而形成的。

## 什么是前沿市场？

三百年前，欧洲以外的一切地区都是前沿市场；三十年前，今天的新兴国家也属“前沿”；时至今日，我们可以说，任何未被“MSCI国际全球指数”收录在内的国家均属于前沿市场，至少从发达国家投资者的角度来看确是如此。或者说，任何拥有股票市场、却又未被“MSCI新兴市场指数”收录的发展中国家都属于前沿市场。世界银行的世界发展指标数（WDI）数据库涵盖了211个国家，截至2008年，其中117个国家拥有独立的股票市场并且市值为该数据库所收录。MSCI将其中24个国家归类为“发达国家”（包括香港，虽然其政治上归属于中

国，但经济体系相对独立），另有21个国家被收录于“MSCI新兴市场指数”。

根据世界银行数据，全球人口约有63%分布在新兴市场，22%分布在前沿市场，5%分布在美国，10%分布在其它发达国家。但是，GDP总量的分布却截然不同，26%分布在新兴市场，7%分布在前沿市场，25%分布在美国，42%分布在其它发达国家。最后，至于资本市场总量的分布，前沿市场刚逾1.4万亿，仅占全球资本市场总量的2.6%、新兴市场的10%，后者的总量占到了全球的26%。与之相比，美国和其它发达国家分别占全球资本市场总量的31%和40%。

从1996年起，“前沿市场”这一称呼开始被国际金融公司（IFC）所采用，用以描述体量较小的股票市场，为此IFC专门创设了由21个国家组成的“前沿市场成分”来追踪其表现。这一成分指数以及相应数据库的维护后来由标准普尔公司接手。此后，MSCI以及Russell也相继引进了前沿市

此，许多投资者更倾向于使用“剔除GCC国家”的前沿市场指数。

与新兴市场国家相比，确定前沿市场国家身份的一个主要决定因素就是其股票市场较差的流动性。由于这一特征，前沿国家在短期内升级为“新兴”国家的可能性不大，但是，越南和尼日利亚还是具备这样的潜力。

## 经济机会

多年来，前沿市场囿于贫穷的恶性循环，缺乏足够的储蓄用于未来经济增长所需的投资。即便有投资，也是由殖民政权完成，他们拿走的远比投入的更多。但如今，前沿市场所具备的机遇已经堪比20年前的新兴场所具备的机遇。

前沿市场国家取得了长足的经济进步，但是他们的收入依然偏低，2009年基于购买力平价的人均国内生产总值（以下简称

确定前沿市场国家身份的一个主要决定因素就是其股票市场较差的流动性。由于这一特征，前沿国家在短期内升级为“新兴”国家的可能性不大

场指数。

在所有上述情况中，指数的编制者也都提供了剔除“海湾合作委员会（以下简称GCC）”国家后的前沿市场指数。GCC国家均为中东地区富裕的石油生产国，与其它那些贫穷得多的发展中国家几乎没有共性。因

GDP)的中位数为4200美元（不含去除中东地区），而新兴国家的这一数据为7000美元。但是，前沿市场国家2000~2009年的年均GDP增速达到了4.4%，而与之相比，发达国家和新兴国家的这一数据分别为2.2%和4.5%。同期，在GDP年均增速最快的20个国

家中有17个来自于前沿市场。投资者都很清楚中国高达10.3%的年均经济增速，但少有人知道卡塔尔增长的更快，达到12.2%。在此期间，具备优异增长表现的国家还包括：哈萨克斯坦（8.6%）、越南（7.3%）和乌干达（7.2%）。国际货币基金组织（IMF）对从现在起到2015年的年化GDP增长率做了预测：坦桑尼亚（7.2%）、加纳（7.0%）、赞比亚（6.9%）和尼日利亚（6.8%）。

前沿市场经济的强劲增长得益于其年轻的人口构成，而与此同时发达国家的人口正加速老龄化（东欧国家的老龄化人口是一个不幸的例外）。在日本和意大利，只有14%的人口处于15周岁以下，而在赞比亚、坦桑尼亚和孟加拉国，相应的比例则要高的多（分别达到46%、43%和36%）。这些年轻的劳动力能够为发达国家的老龄消费者生产产品，而随着他们成为富有效率的工人，他们本身也会成为重要的消费群体。随着中国劳动力成本的上升，机会出现在那些生产成本更低的地区，比如越南、孟加拉国，甚至非洲。

资本也同样重要，我们可以通过“资本形成总额占GDP的比重”这一指标来衡量。中国资本形成总额占GDP的比重在2000年到2009年间激增至45%的个例是难以复制的，但是前沿市场总体情况良好，举例而言，越南的该比率在2009年达到38%。2000年到2009年，整个前沿市场资本形成总额占GDP的比重呈正向变化，平均达到20.9%，而新兴市场的数字为20.6%。与此同时，欧洲、澳大利亚和远东地区（EAFE）的这一比率下降了4%至18%，而美国仅为14%。

技术也在发挥着巨大作用，它使得前沿

国家今天的发展要比20年前的新兴国家更为容易。举例而言，移动电话在那些固定电话服务严重受限且极不稳定的国家引发了巨大变化。前沿国家跳过了对基于铜线的昂贵固话设施的需求，直接步入了无线时代。

原材料为前沿国家的发展提供了又一支柱。经济的发展在前沿和新兴国家催生了一批迅速成长的中产阶级，从而带动了对住房、交通、家具的需求，而这又反过来加强了对制造所需这些地区所产出原材料的需求。这一发展为前沿国家带来了良性循环，因为其中许多国家都拥有足够的资源来满足中产阶级消费群体对于基础设施以及产品的需求。

最后，前沿国家的金融产业开始显现发展的迹象。“小微金融”领域取得了巨大增长。这一概念由来已久，但是其机构化却是由孟加拉国格莱珉银行在20世纪70年代晚期率先实现的。格莱珉银行的成功表明，收入金字塔底层也存在着大批信誉良好的借贷者。前沿市场对于个人信贷的需求是巨大的，但是供给却十分有限，因此高利率成为一种常态。即使是从事小微金融的慈善机构也会对小额贷款征收高达45%的年化利率。银行通常只接收个人存款并且发放商业贷款，从中获取5%~10%的净息差。但是，他们正在通过小微金融的模式不断学习，并开始尝试对企业客户的雇员提供无担保信贷。要形成个人贷款文化还有很长的一段路要走，但是机遇确实存在。

## 政治和地缘政治

在经历了多年令人失望的援助计划后，如今前沿市场的重点已转为鼓励制度发展，

从而为更好的增长创造环境。许多“强人政治”统治者已经逝去（津巴布韦的穆加贝虽是例外，但已经老去），取而代之的则是新生的民主政治，由此催生了加纳和博茨瓦纳等地区的和平政权交接。而科特迪瓦在经历了2010年动荡的总统选举之后，目前在新领导层的带领之下也正向着积极的方向前进。

易卜拉欣基金（Mo Ibrahim Foundation）通过提供“非洲领导成就奖”来助力非洲的民主进程，向那些通过民主选举上台的、致力于推进民主事业的、并在任期结束时主动卸任的杰出非洲领袖们提供奖励，包括在10年期内累计支付500万美元并在之后的生命期内提供每年20万美元的资助。而在中东地区，“阿拉伯之春”运动有望演化出功能性更强的政府和更广范的经济体系。

同时，世界银行和国际货币基金组织这样的国际机构对前沿国家的政策建议的性质也在发生转变。过去，这些团体总是敦促发展中国家政府在经济下行时削减开支，以保护信用评级并稳定汇率。不过现在，许多经济学家相信这样的政策反而会使加剧经济周期恶化，使造成发展中经济体下行时长更久且影响和更深。现在，这些国际组织开始鼓励更富远见的逆周期政策。

传统基金会(Heritage Foundation)通过编制“经济自由度指数”来比较国家素质。这项排名共有10项要素，包括商业自由、贸易自由、财政自由、政府支出、货币自由、投资自由、金融自由、产权保护、消除腐败以及劳工自由。每一个要素又转而基于几个次级要素。传统基金会的数据来源包括世界银行、经济学人信息部智库、美国商务部、世界贸易组织、经济发展与合作组织(OECD)、欧盟统计局和国际货币基金组

织。前沿市场和新兴市场国家都会进入这项排名，并且二者在排名均值上并无明显差别。根据2011年的数据，尼日利亚排在希腊、印度、中国和俄罗斯之前，而罗马尼亚、乌干达和蒙古的排名则领先于巴西和意大利。而在榜单前列，毛里求斯的排名甚至比美国更高。

## 股票市场表现

截至2011年12月的十年间，由“标准普尔剔除不含GCC国家的前沿广泛市场指数(S&P Frontier BMI)”表征的前沿市场增长了262%，与之相比，“MSCI新兴市场指数”增长了277%，“MSCI欧洲、澳大利亚和远东地区(EAFE)指数”增长了66%，“标准普尔500指数”增长了33%。同时，上述指数对应的年化月收益标准差分别为18.2%、20.8%、18.3%和15.8%。因此，根据风险和回报之间的权衡，前沿市场理应在充分分散的投资组合中占有一席之地。

前沿市场指数标准差如此之低的原因之一在于前沿国家之间的相关性较低。孟加拉国的投资者可能都不知道保加利亚或博茨瓦纳在哪儿，更不用说关注这些国家的市场形势了。这与金砖四国(巴西、俄罗斯、印度、中国)近年来不断上升的相关性形成鲜明对比，因为投资者在风险偏好的环境中寻求“贝塔”时，已开始将金砖四国视为一个整体进行交易。

前沿市场的另一好处是与其他指数的相关性较低。截至2011年12月的36个月中，“标准普尔不含剔除GCC国家的前沿广泛市场指数”与“标准普尔500指数”的相关性低至0.68，而后者与“MSCI新兴市场指数”和“MSCI

EAFE指数”的相关性则分别为0.86和0.92。前沿市场和新兴市场之间的相关性亦较低，2006年以来的均值大约为0.40。

另外，尽管前沿市场经济以生产大宗商品为基础（包括石油、铜、黄金等），但其股票市场却与大宗商品价格走势呈现低相关性，这一点与新兴市场和发达市场无异。究其原因，是因为大宗商品生产者通常是全球性的跨国公司或政府主导的实体，而罕有此类企业在前沿股票市场中挂牌。反而在这些市场上金融股占据了40%-50%的指数权重，另有20%的权重为消费类股票。

最后，也是前沿市场最吸引人的一点来自于估值。GDP的高速增长确实令人振奋，但如果投资者为此付出太多，未来的回报也可只能只是差强人意。但是，截至2011年12月，“MSCI前沿市场指数-不含剔除GCC国家”的追溯市盈率为8.0倍，“MSCI新兴市场指数”为10.7倍，EAFE指数为12.3倍，美国指数为13.9倍。当前的前沿市场指数相对新兴市场指数折价为26%，而自1996年以来平均折价率为19%。不仅如此，折价趋势线显示当前的折价率应低于长期均值，这表明现在或许正是投资前沿市场的良机。

## 挑战

从实践的层面来看，挑战依然存在。

基金经理在投资前沿市场时不能忽视操作风险。这些风险与托管、交易以及结算密切相关，包括流动性限制、透明度缺失、外汇风险以及交易对手方风险。

开设当地账户时与官僚机构打交道是相当棘手的，可能会遭遇拜占庭式（杂乱无章、复杂诡秘）的监管以及外汇限购。交易下单也会遇到问题，这使得严密监控以避免交易指令“丢失”甚至错误执行变得十分必要。另一挑战在于，新股首发常常更青睐本地投资者，有时甚至排斥外国投资者。最后，交易佣金和手续费会带来单向交易成本，低至1%、高至5%，大多数落在2%-3%的区间。

外汇交易风险需要仔细评估，因为有些前沿市场国家币值波动巨大。此外，投资者也面临着资本管制风险（正比如1997年在新兴国家马来西亚所发生的那样），这是一种极端的外汇交易风险。2008年12月，尼日利亚政府在奈拉（尼日利亚货币）大幅贬值后进行外汇管制，导致投资者的外汇交易命令被延迟执行。另一大挑战在于，全球托管银行对前沿市场国家货币通常要求内部兑换，并从中收取可观的兑换费用，大约在0.5%到2.5%之间，甚至更多。

流动性是很多投资者关注的一个重点问题，因为前沿市场公司的交易量较为稀疏。为了应对投资组合流动性的局限，一些基金

---

基金经理在投资前沿市场时不能忽视操作风险。这些风险与托管、交易以及结算密切相关，包括流动性限制、透明度缺失、外汇风险以及交易对手方风险。

经理会扩展其投资范围，加入一些较小新兴市场的股票，另一些投资经理则会利用国家基金或交易所交易基金进入某些特定市场。针对客户，投资经理会设置锁定期限、限制赎回频率、并要求赎回事先通知。某位观察人士表示，前沿市场投资者是“以今日的价格购买明日的流动性”。但是在现有情况下，基金规模一般在2亿到10亿美元之间（取决于投资策略），单笔交易指令规模则大约在10万美元到100万美元不等。

## 前沿市场的行为金融学

虽然人性恒常，但前沿市场的投资者依然会遭遇文化和行为上的差异，而他们自身所存的偏见也使得挑战与机会共存。

外国投资者往往会将糟糕的个案一般化（比如津巴布韦总统罗伯特·穆加贝）一般化，从而形成普遍的偏见（例如反对一切非洲政府）。然而，每个国家都应当被区别对待。还有，媒体总是强调负面新闻，比如冲突、暴乱、旱涝以及人民受苦。在发达国家，矫正负面新闻的最好办法就是亲自走访、了解实情。而在前沿市场，惊喜很有可能多过意外。

消除负面的行为偏差正是外国投资者的强大优势所在：他们将先进的财务分析工具带到前沿市场，而本土投资者还只会轻信市场传言、误解股票拆分、甚至不计算市盈率。当下前沿股票市场的无效定价令人想起格雷厄姆和多德在1934年首写《证券分析》时的境况。

## 展望

无人知晓未来数十年将有怎样的惊喜在等待我们，但全球化的趋势已经无法逆转。所有国家都趋于更好的理解经济成功的基本要素：建立完善的法制以及激励企业家、鼓励商业发展，从而创造就业并获取利润。沿着此路径发展，在此方面提升最多的国家将获得最好的回报。今天，其中许多国家被视为“前沿市场”是因为地域狭小、不受欢迎、流动性差。他们目前尚未进入国际投资界，但已然加入了全球经济共同体的行列。因此，现在正是关注前沿市场的最佳时机。

CFA 协会 2013 (美国弗吉尼亚州薛伦斯维尔)版权所有

本文翻译获得CFA协会授权许可。保留所有权利。