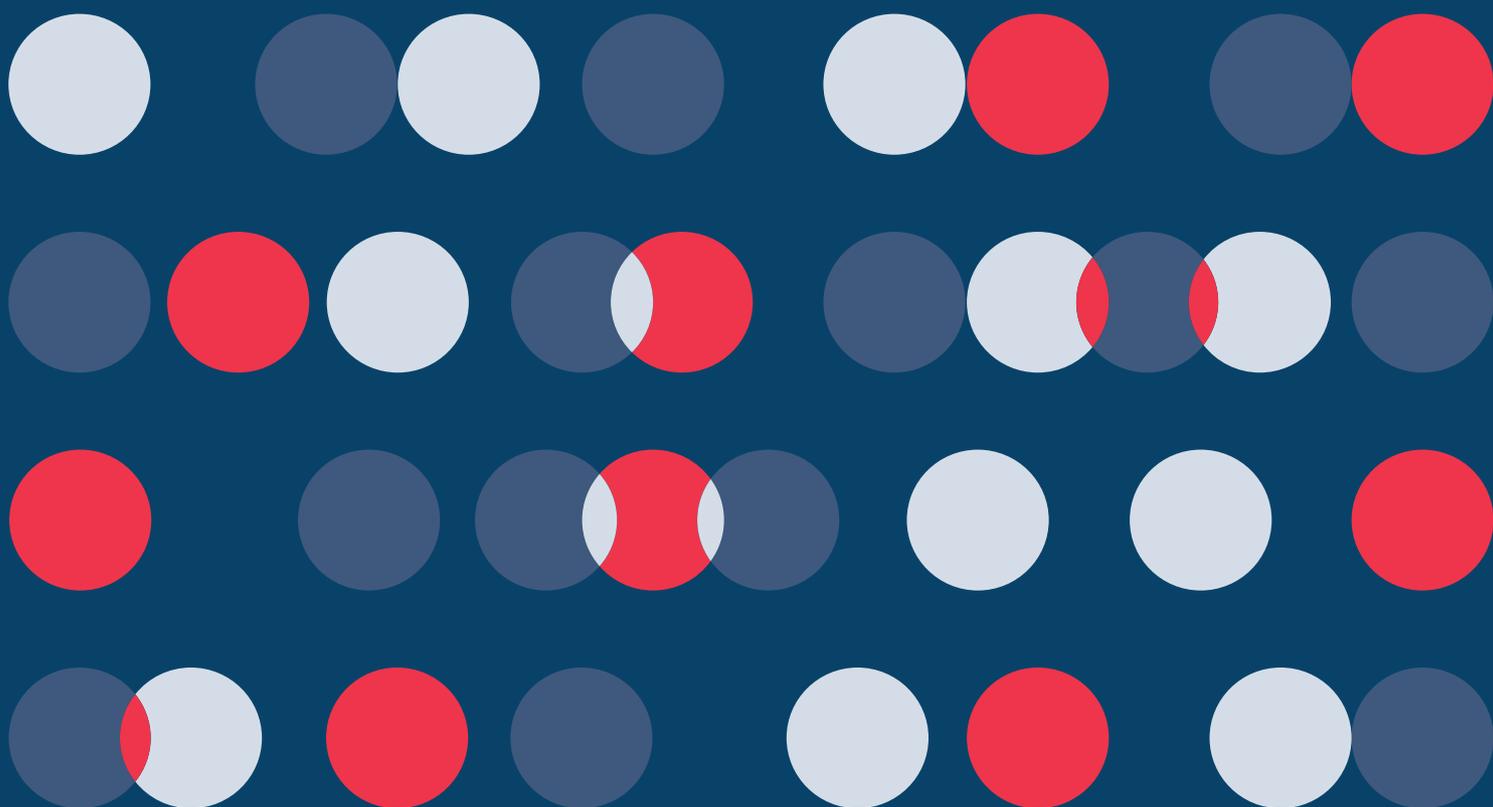


2018年6月

研究報告

亞洲增長市場：投資機遇與風險管理



目錄

頁數

摘要	1
1. 捕捉亞洲增長潛力	2
1.1 亞洲經濟是全球增長引擎	2
1.2 亞洲除日本的經濟體 — 具吸引力的投資主題	3
2. 投資機遇與風險	7
3. 亞洲除日本的投資工具	9
3.1 亞洲除日本的主題投資基金	10
3.2 相關風險管理工具	11
3.3 香港交易所 MSCI 亞洲除日本指數期貨及其相關 ETF	12
4. 總結	13
附錄：香港交易所 MSCI 亞洲除日本淨總回報指數期貨的合約細則	14

摘要

亞洲一直以來都是全球增長引擎，區內除了日本是先進經濟體外，其餘大都是新興或發展中市場，當中又以中國為首。過去 10 年，不計日本的亞洲地區（下稱「亞洲除日本」）中多個經濟體所錄得的增長率均超越已發展經濟體，且預期還會繼續急速增長。推動其增長的因素包括區內的自由貿易措施、中國的帶頭作用及「一帶一路」倡議、東南亞國家聯盟（東盟）的經濟合作措施、區內個別國家的本土經濟發展計劃及雙邊經濟貿易協議，以及這種種帶來的區內深化整合等。

基於亞洲增長型經濟體所衍生的潛力，以「亞洲除日本」為主題的投資日益吸引全球投資者的關注。市場開發了專門追蹤亞洲除日本的資本市場投資表現的基準指標，包括 MSCI 亞洲除日本指數及富時亞洲除日本指數等，許多被動型投資工具（例如現今越來越受全球資本市場投資者熱捧的交易所買賣基金（ETF）等）均以之作為相關指數。要捕捉亞洲除日本的市場增長潛力，以亞洲除日本基準指數為相關資產的 ETF 不啻是適當的工具。

如同任何類型的投資一樣，亞洲除日本的投資亦有下跌的風險，包括現時利率趨升、美國稅務改革及貿易保護措施，及不明朗因素對亞洲除日本各市場的影響等。在歐洲，歐洲期貨交易所及歐洲國際期貨交易所均有提供若干亞洲除日本指數的期貨產品，讓投資者管理亞洲除日本投資的風險，但亞洲現時尚未有交易所提供這類產品。香港交易所將於 2018 年 6 月 11 日推出的新產品 — **MSCI 亞洲除日本淨總回報指數期貨** — 將會是亞洲時區首隻切合全球投資者需求的該類產品。

1. 捕捉亞洲增長潛力

全球投資者要物色投資機遇，大多會選擇有高增長潛力的新興市場。不計日本這個高度發展經濟體的亞洲地區，正是全球數一數二可提供這樣的投資機遇的經濟區域。據報導，在英國的公眾信託基金投資組合中，亞洲除日本所佔的份量已超越了全球新興市場¹。下文討論亞洲除日本的潛力及相關推動因素。

1.1 亞洲經濟是全球增長引擎

過去十年，新興市場（或經濟體）的國內生產總值的實質增長率已遠超已發展市場（或經濟體），尤以亞洲新興經濟體為甚。根據國際貨幣基金組織（IMF）的報告，亞洲區 30 個新興及發展中國家合共佔全球國內生產總值的 31.6%（2017 年），雖然低於先進經濟體的 41.8%，但已與七大主要先進經濟體的 31.0% 看齊²（見表 1）。亞洲區的新興及發展中經濟體，以中國及印度為領頭者，分別佔全球國內生產總值的 17.7% 及 7.2%。於 2007 年至 2016 年這十年間，七大主要先進經濟體的國內生產總值平均實質增長率為 0.74%，遠遠低於亞洲區新興及發展中經濟體的平均數 4.89%³，其中中國及印度這兩大亞洲新興經濟巨頭的平均數更分別為 8.41% 及 7.08%。

表 1：不同經濟體在全球國內生產總值中的佔比（2017）

	經濟體數目	全球國內生產總值中的佔比
先進經濟體	39	41.8%
主要先進經濟體	7	31.0%
美國*		15.5%
歐元區	19	11.7%
德國*		3.3%
法國*		2.3%
意大利*		1.9%
西班牙		1.4%
日本*		4.4%
英國*		2.3%
加拿大*		1.4%
新興市場及發展中經濟體	154	58.2%
亞洲區新興及發展中國家	30	31.6%
中國		17.7%
印度		7.2%

* 主要先進經濟體。

附註：國內生產總值佔比按相關經濟體國內生產總值的購買力平價估值計算。

資料來源：IMF《世界經濟展望》，2017年10月。

¹ 見 Tim Stewart, *Asia ex-Japan the new 'investment destination'*, Investor Daily (www.investordaily.com.au)，2017年4月7日。

² 資料來源：IMF的《世界經濟展望》，2017年10月。國內生產總值佔比按相關經濟體國內生產總值的購買力平價估值計算（其他所述的數字亦如是）。國家是按IMF的國家分類。主要先進經濟體為加拿大、法國、德國、意大利、日本、英國及美國。

³ 平均數是按IMF的國家分類及取自世界銀行數據庫（最後更新日期：2017年12月22日）的個別國家每年國內生產總值的實質增長率計算。

毫無疑問，亞洲一直是全球增長引擎，而未來幾年仍有望如是。根據世界銀行的報告⁴，先進經濟體增長率預期在 2018 年輕微減弱至 2.2%（2017 年預期增長率為 2.3%），並於 2019 年至 2020 年進一步減至平均 1.8%；而新興市場及發展中經濟體（EMDE）的增長率則有望加速，達至 2018 年的 4.5%（2017 年估計增長率為 4.3%）及 2019 年至 2020 年的平均 4.7%。在所有 EMDE 之中，亞洲經濟體表現拔尖：東亞及太平洋地區的 EMDE 的增長率預期於 2018 年達到 6.2%，2019 年至 2020 年則平均為 6.1%（大部分是由於中國經濟結構性放緩所致）；南亞區的 EMDE（包括印度及巴基斯坦）有望更勝一籌，預期增長率於 2018 年達到 6.9% 及 2019 年至 2020 年平均達到 7.2%。（見表 2）

表 2：先進經濟體以及新興市場及發展中經濟體的國內生產總值實質增長率⁽¹⁾

(百分比)	2017 (估計)	2018 (預測)	2019 (預測)	2020 (預測)
全球	3.0	3.1	3.0	2.9
先進經濟體⁽²⁾	2.3	2.2	1.9	1.7
美國	2.3	2.5	2.2	2.0
歐元區	2.4	2.1	1.7	1.5
日本	1.7	1.3	0.8	0.5
新興市場及發展中經濟體 (EMDE)⁽²⁾	4.3	4.5	4.7	4.7
東亞及太平洋	6.4	6.2	6.1	6.0
中國	6.8	6.4	6.3	6.2
印尼	5.1	5.3	5.3	5.3
馬來西亞	5.8	5.2	5.0	4.7
菲律賓	6.7	6.7	6.7	6.5
泰國	3.5	3.6	3.5	3.4
南亞 ⁽³⁾	6.5	6.9	7.2	7.2
印度	6.7	7.3	7.5	7.5
巴基斯坦 (要素成本)	5.3	5.5	5.8	6.0

⁽¹⁾ 國內生產總值按市價計算、並按 2010 年恆值美元匯價計量。

⁽²⁾ 只顯示部分地區及國家。

⁽³⁾ 數據為相關國家於 2017/18 至 2020/21 財政年度的數據。

資料來源：世界銀行，*Global Economic Prospects – Broad-Based Upturn, but for How Long?*，2018 年 1 月。

1.2 亞洲除日本的經濟體 — 具吸引力的投資主題

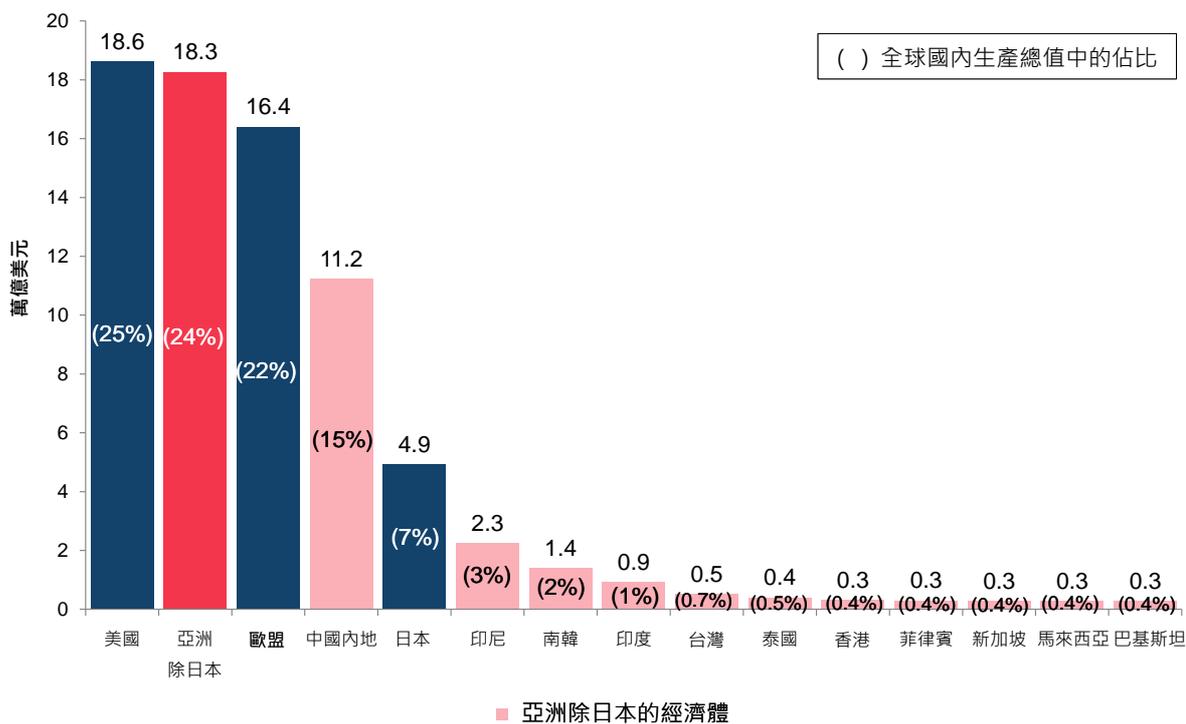
在亞洲區，除卻日本是 IMF 所界定的主要先進經濟體之一，區內大部分都是新興或發展中市場，還有一些規模不大但相對已發展的經濟體，如香港及新加坡。這些市場加起來在全球經濟佔相當重要份量，當中大部分市場的經濟增長已超越了主要已發展經濟體（見下文）。

按 2016 年的名義國內生產總值計⁵，中國及另外十大亞洲除日本的經濟體合共佔全球國內生產總值的 24%，與美國的比重（25%）相若，已然超出歐盟的比重（22%）（見圖 1），當中香港、新加坡、南韓及台灣被 IMF 分類為先進經濟體，其餘七個均被列為 EMDE。

⁴ 世界銀行，*Global Economic Prospects – Broad-Based Upturn, but for How Long?*，2018 年 1 月。

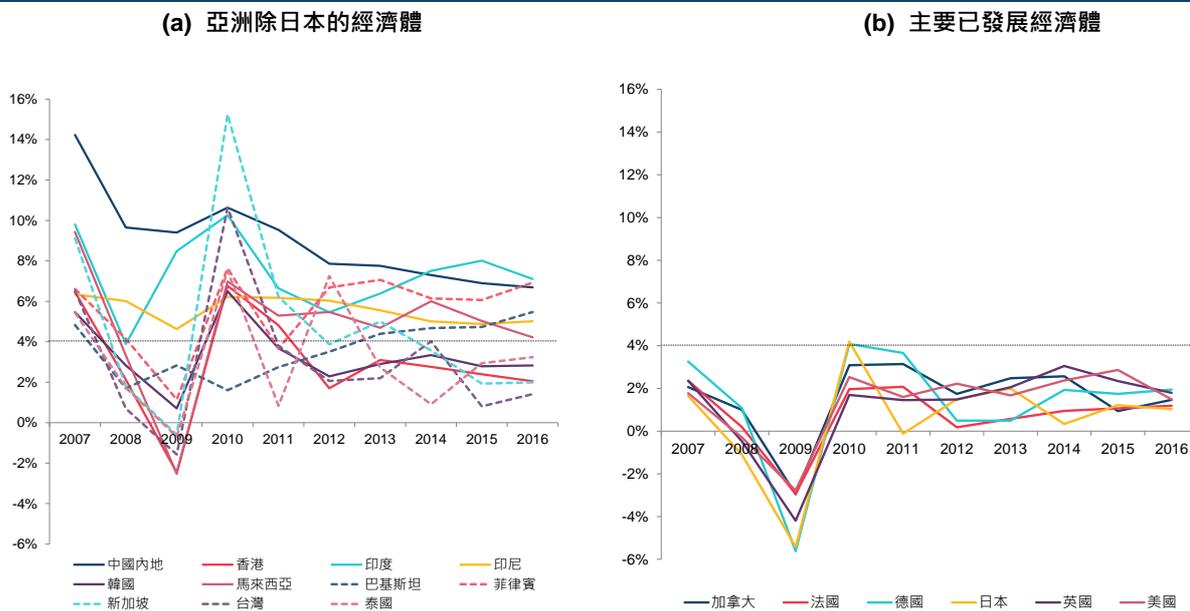
⁵ 根據 IMF 的“World Economic Outlook Database”（「世界經濟展望數據庫」）。

圖 1：亞洲除日本的經濟體與主要已發展經濟體的名義國內生產總值（2016）



資料來源：IMF 的「世界經濟展望數據庫」，引自維基百科。

圖 2：亞洲除日本的經濟體與主要已發展經濟體的國內生產總值實質增長率（2007 - 2017）



資料來源：台灣數據來自中華民國統計資訊網；其他數據來自世界銀行數據庫。

過去十年，這些亞洲除日本的經濟體中，許多的國內生產總值增長率都較已發展經濟體更為可觀（見上圖 2），且有望繼續維持較高增長率（見上文第 1.1 節）。下文嘗試討論背後相關的推動因素。

東方的自由貿易措施相對西方的貿易保護主義

西方的已發展經濟體現時的思維較為傾向貿易保護主義及去全球化，現任美國總統的「美國優先」政策及英國脫歐可說是其中的表表者。美國 2017 年退出《跨太平洋夥伴關係協定》，其餘 11 國⁶之間的協定亦尚未生效。歐盟與美國就建議中的《跨大西洋貿易和投資夥伴關係協定》的磋商在 2016 年美國總統大選後即已停了下來，至今進展不大。不過，基於投資出現周期性反彈及貨幣政策進一步回復正常，世界銀行預期已發展經濟體未來數年還可見適度增長⁷，只是世界銀行作此預測時，不曾預知美國後來接連頒布措施，對從中國及其他國家進口的產品實施懲罰性關稅，亦並未估量中國以至其他國家接下來可能會採取的對應行動⁸。

反觀在地球的另一端，亞洲除日本的經濟體正與西方已發展經濟體的去全球化行動反道而行，積極尋求貿易及投資事務上的相互合作，以提供動力來維持相對高的經濟增長水平。此外，基於這些地區發展相對落後，現時及未來大力投資基建發展的潛力龐大，可為企業帶來大量投資和增長機遇，為日後迎接更多經濟活動、支持進一步增長奠下基礎。

中國的「一帶一路」倡議

中國國家主席習近平 2013 年首次提出「一帶一路」倡議，涵蓋「絲綢之路經濟帶」和「21 世紀海上絲綢之路」。絲綢之路經濟帶貫穿中亞、西亞、中東至歐洲，旁及南亞和東南亞。21 世紀海上絲綢之路則貫穿東南亞、大洋洲及北非。在 2013 年隨後的一個活動中，中國國務院總理李克強強調有需要籌建 21 世紀海上絲綢之路，與東南亞國家聯盟（東盟）對接⁹。2015 年 3 月中國政府發布有關「一帶一路」倡議的行動方案，表明加快籌建「一帶一路」有助沿線國家經濟蓬勃發展、鞏固國家之間的交流和相互學習，以及推動世界和平與發展。根據該行動方案，「一帶一路」倡議旨在：促進經濟要素有序自由流動、資源高效配置和市場深度融合；鼓勵「一帶一路」沿線國家經濟政策合作及進行更深入廣泛和高標準的地區合作；以及共同打造開放、包容、均衡、普惠的地區經濟合作架構。

「一帶一路」倡議據稱涉及過百國家——當中超過 60 個國家位於「一帶一路」沿線¹⁰，其他許多國家是透過加入亞洲基礎設施投資銀行（亞投行）¹¹、或與中國協作建設交通基礎設施、又或透過其他合作方式參與其中¹²。一系列涉及「一帶一路」沿線國家的基礎設施項目（例如高速公路及鐵路）已開展進行，中國在融資及具體建造工程方面均積極參與。2017 年 5 月的「一帶一路」國際合作高峰論壇上，中國主席重申中國支持全球化及自由貿易，承諾對「一帶一路」沿線國家投資 1,240 億美元。

「一帶一路」沿線的發展中國家不少都缺乏財力自行建設基礎設施（不論是政府或私人興建）。現在通過有中國支持的「一帶一路」項目，這些國家即可從加強了的基礎設施、境外投資和隨之而來的貿易和經濟活動中得益。中國本身已承諾進一步開放市場，增進國際協作。

已知參與「一帶一路」的國家合共佔全球國內生產總值約三分之一、以及全球貨物及服務貿易額約四分之一¹³。預料「一帶一路」倡議可為區內人民及企業創造無數就業機會及商貿機遇。

⁶ 澳洲、汶萊、加拿大、智利、日本、馬來西亞、墨西哥、新西蘭、秘魯、新加坡及越南。

⁷ 世界銀行，《Global Economic Prospects — Broad-Based Upturn, but for How Long?》，2018 年 1 月。

⁸ 市場評論普遍認為美國的反貿易措施對自身的衝擊比對中國的影響大。可參見如《金融時報》，*Trump-style tariffs against China would shoot US in the foot*，2017 年 4 月 6 日。

⁹ 東盟有十個成員國：汶萊、柬埔寨、印尼、老撾、馬來西亞、緬甸、菲律賓、新加坡、泰國及越南。

¹⁰ 中國國際貿易研究中心 2015 年 8 月刊發的《「一帶一路」沿線國家產業合作報告》識別出「一帶一路」沿線有 65 個國家將會參與該倡議。

¹¹ 亞投行是中國發起設立以支持「一帶一路」倡議的多邊發展銀行，總部設於北京，宗旨是提高亞洲以至世界各地的社會及經濟效益。截至 2017 年底，亞投行有 84 個已獲准的成員，遍布世界各地。

¹² 馮氏集團利豐研究中心 2016 年 5 月的報告，《The Belt and Road Initiative: 65 Countries and Beyond》，識別出 48 個這樣的國家。

¹³ 資料來源：馮氏集團利豐研究中心 2016 年 5 月的報告，《The Belt and Road Initiative: 65 Countries and Beyond》，新加坡政府網站（<https://www.iesingapore.gov.sg>）。

東盟力量

亞洲除卻中國和印度兩大巨頭之外，東盟也迅速冒起成為一蓬勃經濟區。東盟經濟共同體成立於 2015 年，旨在落實經濟融合措施，創造東盟成員國的單一市場。前文所述的 11 個亞洲除日本的經濟體（見圖 1 及 2）中，有 5 個都是東盟成員國。東盟是促進亞洲區內以至亞洲與世界各地進行跨國融合及合作的平台，故進一步衍生出「東盟十加三」（包括亞洲除日本區內的中國及韓國）¹⁴及「東盟十加六」（再包括亞洲除日本區內的印度）¹⁵，以及建議中涉及「東盟十加六」共 16 國的自由貿易協定《區域全面經濟夥伴關係協定》。這還沒計及東盟內部以至東盟成員國與世界各地訂立的許許多多自由貿易措施，例如 2017 年 11 月香港與東盟簽訂《自由貿易協定》和相關《投資協定》，協助促進雙邊貿易和投資活動。

所有東盟成員國都是「一帶一路」沿線經濟體。東盟的自貿措施與「一帶一路」倡議預期可實現優勢互補，令亞洲區內的增長動力倍增。據東盟與中日韓宏觀經濟研究室最近發表的一份報告¹⁶稱，東盟地區經濟體將在能源供給、基礎設施互聯互通、地區融合等方面受益於「一帶一路」倡議。報告預計中國未來 5 年與「一帶一路」相關的對外投資可達 6,000 億至 8,000 億美元，這亦會帶動東盟國家的私人投資。

亞洲除日本的國家的經濟措施¹⁷

亞洲的發展中國家一直積極發展基建以促進經濟增長，如今在「一帶一路」倡議的推動下，有關發展當更進一步。「一帶一路」倡議中有六大經濟走廊的建設¹⁸，當中有部分將橫跨亞洲除日本的各個國家。東南亞眾國之中，馬來西亞、新加坡、菲律賓、印尼及泰國被視為是中國的主要合作夥伴。以下是亞洲除日本的國家近期的一些經濟發展措施：

- **馬來西亞**與中國最近簽訂了 9 項諒解備忘錄及協定，總值 70 億美元，包括多個在大馬的投資項目，涵蓋建築、農業、證券交易、基礎設施以及港口和機場合作。馬來西亞計劃於 2018 年推出另外四個主要鐵路項目，估計總值約 400 億美元。
- **馬來西亞及新加坡** 2018 年 1 月簽訂協議，準備於年內成立合資公司，營運連接大馬新山與新加坡的捷運系統。
- **新加坡**是與中國簽訂全面自由貿易協定的首個亞洲國家。兩國正在密切建設中新（重慶）戰略性互聯互通示範項目及南向貿易通道，以減少貿易成本及刺激東南亞與華西之間的貿易活動。
- **南韓** 2013 年提出「歐亞計劃」，倡議接通歐亞大陸的能源及物流基礎設施（例如鐵路網絡、石油及天然氣管道以及電網），並於 2016 年重申進行有關計劃。貿易障礙方面亦會逐步消除，締造龐大的自貿區。此外，南韓總統文在寅上任後提出「新北方政策」，會與俄羅斯共同架起「九座橋樑」及合作建設基礎設施項目，另提出「新南方政策」，旨在深化及擴大南韓與東盟經濟體在基礎設施、能源、旅遊及其他產業方面的合作。文在寅建議這兩項政策與「一帶一路」倡議對接，以促進多元化的外交戰略及擴闊境外經濟合作。
- **印尼**擬進行多個主要基礎設施項目，包括優化城市與偏遠地區及新海港之間的交通，現正為項目吸引投資。
- **巴基斯坦**繼投資 620 億美元到中巴經濟走廊後，再在「一帶一路」倡議下簽訂價值 5 億美元的交易。中國在 2015 年宣布計劃就巴基斯坦的基礎設施項目投資 460 億美元，承諾的投資額到 2017 年初已增至 620 億美元。中國將共同發展巴基斯坦的能源、運輸、工業及服務業。

¹⁴ 加入中華人民共和國、日本和南韓。

¹⁵ 進一步加入澳洲、新西蘭及印度。

¹⁶ 《2018 年度東亞區域經濟展望報告》，2018 年 5 月 3 日發表。

¹⁷ 所列個別措施引述自「一帶一路」倡議公布後各方媒體的報道。

¹⁸ 即中蒙俄經濟走廊、新亞歐大陸橋（由俄羅斯貫穿中國至荷蘭及比利時）、中國—中亞—西亞經濟走廊（連接中國與阿拉伯半島）、中國—中南半島經濟走廊（連接中國至河內及新加坡）、中巴經濟走廊及孟中印緬經濟走廊。

- **菲律賓**與中國簽訂 13 份雙邊合作協議，中國承諾融資及投資 240 億美元。「一帶一路」相關項目包括港口網絡發展。
- **泰國** 2017 年 6 月宣布計劃於 2017 年至 2021 年投資 440 億美元發展基礎設施（包括東部經濟走廊項目）及提升工業發展對接「一帶一路」倡議，作為促進國內經濟增長的助力之一。這個投資計劃涉及機場擴建、新鐵路及城市、港口發展及刺激現代化工業。

香港被視為已發展市場，是一個具備先進金融及交通基礎設施、高效港口設施、貿易及物流支援的開放經濟體，能提供專業高端的金融、法律、管理、調解和仲裁服務。香港已成為亞投行成員，預期會在「一帶一路」中擔當主要金融樞紐的重要角色。

2. 投資機遇與風險

亞洲除日本的經濟體的經濟增長進程及模式獨特，有別於西方已發展國家，市場上專門追蹤亞洲除日本的資本市場投資表現的基準應運而生，這包括由 MSCI、富時羅素及標普道瓊斯指數等全球數大指數供應商編纂的指數，如 MSCI 亞洲除日本指數(MSCI AC Asia ex Japan Index)¹⁹、富時亞洲除日本 RIC 限制指數(FTSE Asia ex Japan RIC Capped Index)²⁰及標普泛亞發達市場除日本 BMI 指數(S&P Pan Asia Developed Markets Ex-Japan BMI)²¹等。

以 MSCI 亞洲除日本指數為例，指數涵蓋兩個已發展市場（香港及新加坡）及九個新興市場（中國、印度、印尼、南韓、馬來西亞、巴基斯坦、菲律賓、台灣及泰國）。截至 2018 年 2 月底，該指數包含 646 隻成份股，當中中國所佔權重最高(35.32%)，反映其在亞洲除日本的地區經濟的主導地位²²。過去五年，亞洲除日本的市場（以 MSCI 亞洲除日本指數為代表）整體表現跑輸其他已發展市場及環球市場（分別以 MSCI 環球指數(MSCI World Index)²³及 MSCI 所有國家全球指數(MSCI ACWI Index)²⁴為代表）。不過，隨着全球經濟逐漸從環球金融危機後十年的經濟放緩中復甦，亞洲除日本的市場在最近 2017 年重整旗鼓，表現更勝已發展市場，是整體新興市場（以 MSCI 新興市場指數(MSCI Emerging Markets Index)²⁵為代表）同步增長的主要驅動者。（見圖 3。）

¹⁹ 由 MSCI 編纂而覆蓋亞洲除日本市場的指數還包括 MSCI 亞太除日本指數(MSCI AC Asia Pacific ex Japan Index)、MSCI 太平洋除日本指數(MSCI Pacific ex Japan Index)及其他指數。

²⁰ 由富時羅素編纂而覆蓋亞洲除日本市場的指數還包括富時亞太除日本指數(FTSE Asia Pacific ex Japan Index)、富時發達市場亞太除日本指數(FTSE Developed Asia Pacific ex Japan Index)、富時環球亞太除日本指數(FTSE World Asia Pacific ex Japan Index)及其他指數。

²¹ 由標普道瓊斯編纂而覆蓋亞洲除日本市場的指數還包括標普增值泛亞除日本大中型股指數(S&P Enhanced Value Pan Asia Ex-Japan LargeMidCap Index)、標普優質泛亞除日本大中型股指數(S&P Quality Pan Asia Ex-Japan LargeMidCap Index)及其他指數。

²² 其他市場的權重為：南韓 — 16.85%；台灣 — 13.28%；香港 — 11.32%；印度 — 9.53%；及其他 — 13.7%。資料來源：MSCI 亞洲除日本指數資料單張(MSCI AxJ Index factsheet)(2018 年 2 月 28 日)。

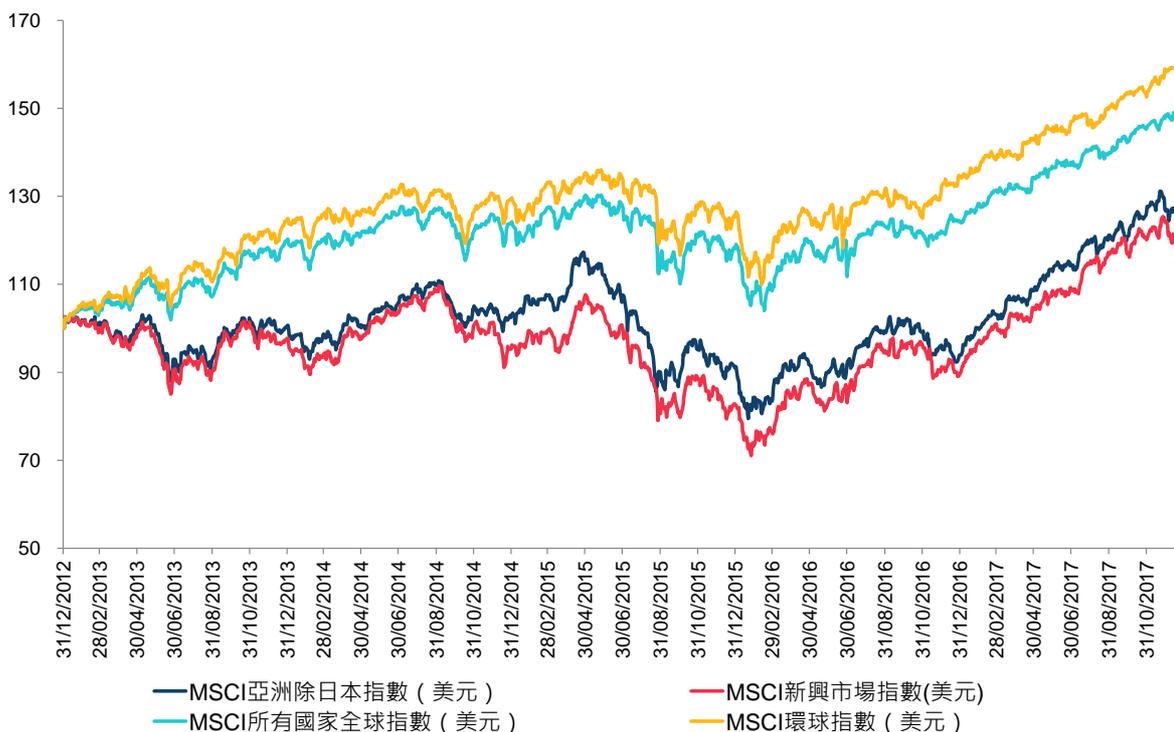
²³ MSCI 環球指數捕捉 23 個已發展市場的大型及中型股的表現。

²⁴ MSCI 所有國家全球指數捕捉 23 個已發展市場及 24 個新興市場的大型及中型股的表現。

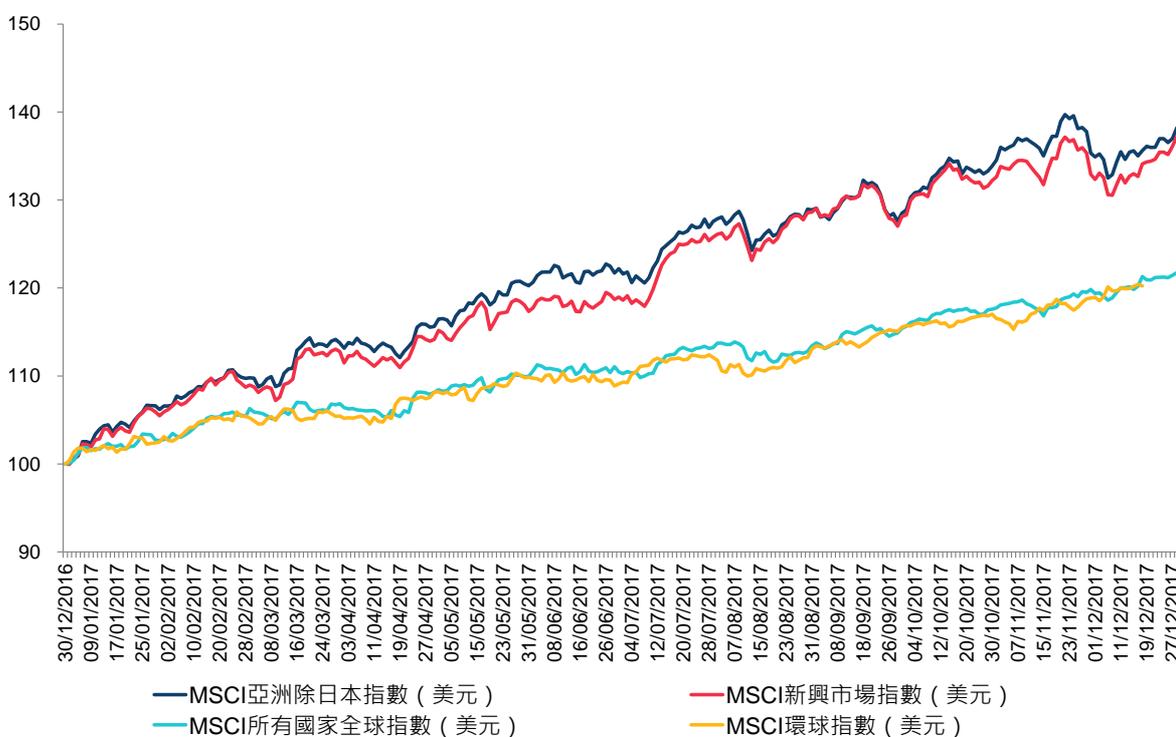
²⁵ MSCI 新興市場指數捕捉 24 個已發展市場的大型及中型股的表現。

圖 3：MSCI 亞洲除日本指數相對於 MSCI 環球指數、MSCI 新興市場指數及 MSCI 所有國家全球指數* 的表現（五年表現及一年表現）

(a) 五年表現（2012 — 2017）· 以 2012 年 12 月 31 日作基數重新計算



(b) 一年表現（2017）· 以 2016 年 12 月 30 日作基數重新計算



* MSCI 環球指數代表全球已發展市場，而 MSCI 所有國家全球指數代表全球已發展市場及新興市場。

資料來源：湯森路透。

機構投資者很清楚亞洲除日本地區的長線增長可帶來的獲利機會，是以他們投資於這些市場的意欲有增無減²⁶。這個地區的股票市場增長勢頭強勁，除卻全球經濟及國際貿易情況漸入佳境外，也還有其他基本因素支持，包括：作為區內經濟火車頭的中國，其宏觀經濟狀況呈現強勢，2018年的增長目標約為6.5%²⁷；區內經濟融合及貿易自由化繼續深化，以及隨着區內經濟增長帶動的各行各業企業預期盈利增長等。然而，即使增長潛力雄厚，亞洲除日本的市場的市盈率卻遠低於整體環球市場²⁸，對投資者而言「物超所值」。

此外，在買賣中國股票方面的市場發展亦是動力所在。MSCI於2017年6月公布將於2018年6月把中國A股納入MSCI新興市場指數及MSCI所有國家全球指數²⁹，在這之前，MSCI亞洲除日本指數中代表中國的股票都是在香港上市的中國股票。目前，上海與香港及深圳與香港的股票市場交易互聯互通機制（分別為「滬港通」及「深港通」），已然助推全球資金投資中國股票，稍後待MSCI指數納入中國A股後，因為有投資者會採用追蹤指數的被動投資策略，勢將吸引更多全球投資者買賣中國股票，令中國主導的亞洲除日本市場投資進一步活躍。

香港市場（包括中資公司的上市H股）佔亞洲除日本的投資權重甚高³⁰，再加上香港與中國經濟關係密不可分，並與國內金融市場互聯互通（許多中國股票同時在兩地上市，加上滬港通和深港通的聯通作用），這些都能令香港受惠。MSCI指數納入中國A股預期亦會對香港市場帶來正面影響。此外，中國證券監督管理委員會（中國證監會）於2017年12月公布了H股全流通試點計劃，讓H股公司內地股東所持有的非流通股份轉換為可流通的H股，亦會進一步促進中國股票在市場的流動性。

然而，投資亞洲除日本的市場亦有一定風險因素，包括下列各因素可能帶來的影響：

- 美國加息，引發全球各地跟隨；
- 美元強勢，新興市場可能資金外流；
- 美國改革稅制，包括新增邊境調整稅(Border Adjustment Tax)及調高鋼鐵及鋁材等部分進口商品的關稅，以及中美貿易談判的不明朗因素，觸發貿易戰的可能性；
- 區內地緣政治衝突；
- 中國現行經濟轉型能否持續有序進行；
- 政治及政策不明朗因素，區內經濟極易受市況變化所影響。

3. 亞洲除日本的投資工具

為把握亞洲除日本的市場增長潛力，投資者正在尋找能捕捉投資機遇和管理相關風險的合適工具。除了親自挑選個別市場及股票的主動投資策略，近年越來越多投資者喜歡選用交易所買賣基金(ETF)等被動型投資工具。ETFGI³¹數據顯示，2016年底全球6,630隻上市ETF或交易所買賣產品(ETP)吸納了共3,548萬億美元的投資資金，2016年全年淨流入3,893.4億美元³²；

²⁶ 可參見如 Tim Stewart · *Asia ex-Japan the new 'investment destination'*, Investor Daily (www.investordaily.com.au) · 2017年4月7日；以及 Anik Sen 及 Elizabeth Soon · *Why US protectionism will not quash opportunities in Asia ex Japan equities* (www.pinebridge.com) · 2017年3月10日。

²⁷ 資料來源：中國國務院總理 2018年3月5日發表的政府工作報告。

²⁸ 於2017年底，MSCI亞洲除日本指數的市盈率為15.24，MSCI所有國家全球指數的市盈率則為20.55。資料來源：MSCI亞洲除日本指數2018年2月28日的資料單張。

²⁹ 公告指，基於5%的局部納入因子（即中國市場合資格股票的市值的5%），中國A股在MSCI新興市場指數中的備考權重初步約為0.73%。

³⁰ 於2018年2月底，香港上市的中國股票及本地股票在MSCI亞洲除日本指數的權重合共為46.64%。

³¹ ETFGI LLP (<http://etfgi.com>) 是完全獨立的研究及顧問公司，服務客戶包括全球各大機構投資者及專業投資者、環球ETF及ETP行業、業內監管機構及顧問。

³² 資料來源：ETF industry grew faster than hedge funds in 2016 – ETFGI (《2016年ETF行業增長快於對沖基金—ETFGI》)，International Adviser · 2017年3月6日。

2018年1月，投資金額進一步攀升至歷史新高 5.2 萬億美元，也是 ETF 或 ETP 連續 48 個月錄得資金淨流入³³。

ETF 是追蹤指數、大宗商品、債券或一籃子資產的可買賣證券，與普通股一樣也是透過證券交易所買賣。投資 ETF 相當於投資其相關資產。以股票指數 ETF 而言，相關資產組合就與該指數成份股的相對權重一致。因此，要捕捉亞洲除日本市場的增長潛力，追蹤亞洲除日本市場指數的 ETF 可會是理想的被動型投資工具。除此以外，市場上亦有專門以亞洲除日本為投資主題的互惠基金。隨著投資者逐漸重視主題投資，市場上也有相對應的指數期貨及期權，投資者可循此渠道投資有關市場又或對沖其相關的投資。

以下是以亞洲除日本為投資主題的 ETF 及指數衍生工具簡介。

3.1 亞洲除日本的主題投資基金

MSCI 指數已知為全球最多 ETF 追蹤的基準。就亞洲除日本的主題投資而言，如表 3 所示，MSCI 亞洲除日本指數的 ETF 的資產規模為最高 — 2018 年 2 月底約 73 億美元，相對於 MSCI 太平洋除日本指數 ETF 的約 70 億美元，以及其他追蹤區內除日本基準指數的已知 ETF 的約 32 億美元。除 ETF 以外，已知的還有過百個互惠基金產品亦是以 MSCI 亞洲除日本指數作為首選基準，2017 年 6 月時的管理資產總額達 1,180 億美元。

產品	管理資產 (百萬美元)
MSCI 亞洲除日本指數的 ETF	7,258
iShares 安碩 MSCI 亞洲 (日本除外) ETF	4,965
iShares 安碩核心 MSCI 亞洲 (日本除外) ETF	897
db x-trackers MSCI AC Asia ex Japan TRN Index UCITS ETF	766
LYXOR MSCI Asia ex Japan UCITS ETF	525
UBS ETFs plc – MSCI Asia ex Japan SF UCITS ETF	105
MSCI 亞洲除日本指數的互惠基金*	118,072
其他以區內除日本指數為基準的 ETF	10,233
MSCI 太平洋除日本	6,992
MSCI 遠東除日本	3,081
MSCI 亞太除日本	16
富時亞洲除日本	69
富時亞太除日本、澳洲及新西蘭	52
富時 RAFI 亞太除日本	23

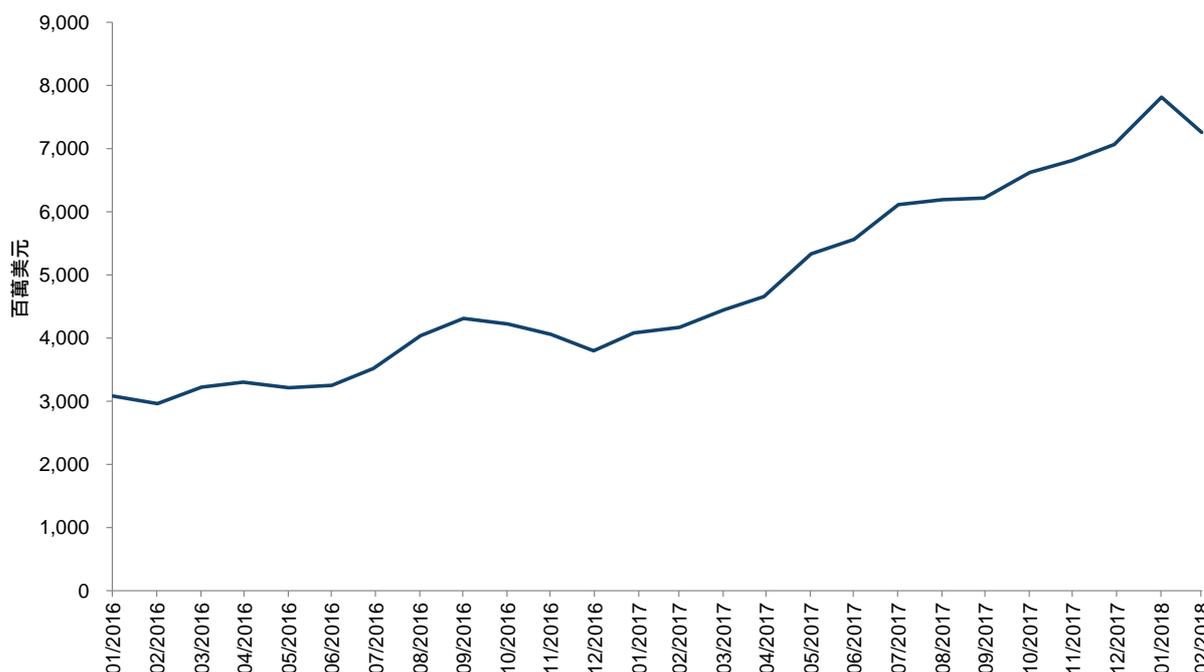
* 管理資產金額為 2017 年 6 月數字。

資料來源：個別有關 ETF 的管理資產為在彭博系統內盡可能搜尋所得的數字；互惠基金的管理資產數字來自 eVestment。

追蹤 MSCI 亞洲除日本指數的 ETF 的上市地遍及全球，包括香港、新加坡、德國、倫敦及美國。追蹤區內除日本基準指數的其他已知 ETF 的上市地亦包括意大利、墨西哥、阿姆斯特丹及瑞士的交易所。由於世界各地的上市 ETF 均愈來愈受歡迎，加上投資者對亞洲除日本的主題投資興趣日濃，於 2016 年 1 月至 2018 年 2 月這兩年間，追蹤 MSCI 亞洲除日本指數的 ETF 所管理的資產錄得 135% 的強勁增長 (見圖 4)。

³³ 資料來源：ETFs, ETPs, pass \$5 trillion with record January net new assets (《ETF 及 ETP1 月錄得 5 萬億美元的新淨資產》)，ThinkAdvisor，2018 年 2 月 9 日。

圖 4：環球市場 MSCI 亞洲除日本指數 ETF 的管理資產總值 (2016 年 1 月 — 2018 年 2 月)



註：圖中所示為表 3 所列五隻 ETF 的管理資產總值。

資料來源：彭博。

3.2 相關風險管理工具

雖然世界各地交易所共有超過 20 隻亞洲除日本主題的 ETF 上市買賣，但相對應的風險管理產品並不多，就僅有兩家歐洲交易所 — 歐洲期貨交易所及歐洲洲際期貨交易所 — 所提供的區內除日本指數期貨。該等產品於 2017 年錄得 624,757 張合約的總成交量，全球計算日均成交量約 2,540 張合約 (見表 4)。

表 4：環球交易所的區內除日本指數衍生產品成交量(2016 及 2017 年)

交易所	產品	成交量	
		2016	2017
歐洲期貨交易所	期貨：		
	MSCI 亞洲除日本指數(FMXJ)*	不適用	6,850
	MSCI 亞太除日本指數	43,875	29,929
	MSCI 太平洋除日本指數(FMPX)	4,580	35,395
歐洲洲際期貨交易所	期貨：		
	MSCI 亞太除日本指數	6,701	1,432
	MSCI 遠東除日本指數	96	0
	MSCI 亞洲除日本指數	275,561	166,770
	MSCI 太平洋除日本指數	344,457	384,381
總計		675,270	624,757
日均成交量#		2,756	2,540

* 2017 年推出的產品。

按香港市場總交易日計算。

資料來源：Futures Industry Association (FIA) 成交量報告 (2017 年 12 月)。

雖然投資者對區內除日本的投資興趣日濃，同時亦有相關的 ETF 在區內如香港及新加坡的交易所上市，但若說像亞洲除日本指數的期貨或期權這類的相關風險管理工具，現時區內交易所卻未見提供。鑑於這一市場空缺，香港交易所於 2018 年 5 月 8 日宣布推出新產品 — **MSCI 亞洲除日本淨總回報指數期貨**(下稱「香港交易所 MSCI 亞洲除日本指數期貨」)，以更好地服務亞洲時區投資者³⁴。產品已獲監管機構批准，將於 2018 年 6 月 11 日正式上市交易。

3.3 香港交易所 MSCI 亞洲除日本指數期貨及其相關 ETF

香港交易所 MSCI 亞洲除日本指數期貨的相關指數是 MSCI 亞洲除日本淨總回報 (美元) 指數。產品可於日間交易時段 (早上 8 時 30 分至下午 4 時 30 分) 及收市後交易時段 (下午 5 時 15 分至翌日凌晨 1 時正) 買賣。按香港交易所計劃於 2018 年實施的升級措施，收市後交易時段將會進一步延長至翌日凌晨 3 時。香港交易所將安排流通量提供者以支持此期貨產品的市場流動性。(見附錄的產品合約細則)

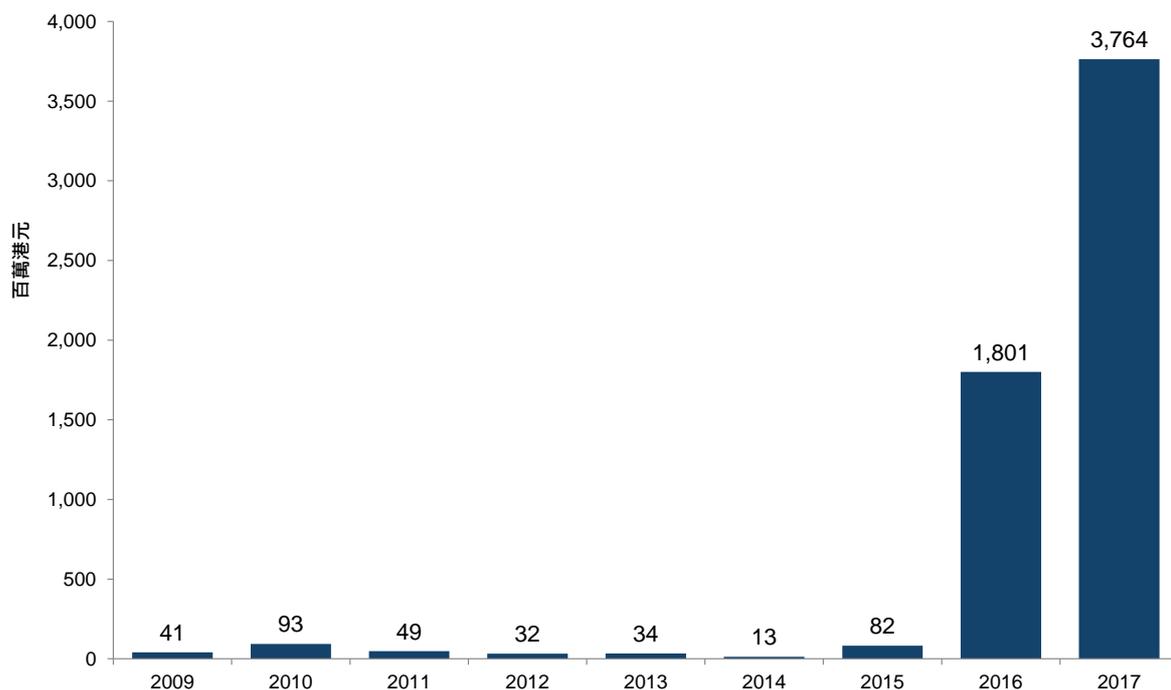
現時香港交易所旗下證券市場也有數隻亞洲除日本的 ETF 上市 (見表 5)，其中錄得最高成交金額的是 iShares 安碩核心 MSCI 亞洲除日本指數 ETF。該 ETF 以港元、美元及人民幣三種貨幣交易。圖 5 所示為其上市以來的年度成交金額，從中可見此 ETF 的成交金額於 2016 年及 2017 年快速增長 (2016 年：較前一年增長 20 多倍，2017 年：倍增 109%)，反映出投資者對亞洲除日本的產品需求日益強勁。

股份代號	ETF	買賣貨幣
3010	iShares 安碩核心 MSCI 亞洲 (日本除外) 指數 ETF	港元
9010	iShares 安碩核心 MSCI 亞洲 (日本除外) 指數 ETF	美元
83010	iShares 安碩核心 MSCI 亞洲 (日本除外) 指數 ETF	人民幣
3085	領航富時亞洲(日本除外)高股息率指數 ETF	港元
2805	領航富時亞洲(日本除外)指數 ETF	港元
3043	Xtrackers MSCI 太平洋(日本除外) UCITS ETF	港元

資料來源：香港交易所。

³⁴ 歐洲期貨交易所的 MSCI 亞洲除日本指數期貨交易時段為上午 7 時 50 分至晚上 10 時 (歐洲中部時間)，對應香港時間為下午 2 時 50 分至翌日凌晨 5 時。歐洲洲際期貨交易所的 MSCI 亞洲除日本指數期貨交易時段長一點，為凌晨 1 時至晚上 9 時 (倫敦時間)，對應香港時間為上午 9 時至翌日凌晨 5 時。換言之，若亞洲投資者欲在亞洲時區透過該等期貨產品對沖其亞洲除日本的投資，其選擇十分有限。

表 5：iShares 安碩 MSCI 亞洲（日本除外）指數 ETF 在香港交易所的年成交額（2009 至 2017 年）



資料來源：香港交易所。

香港交易所推出 MSCI 亞洲除日本指數期貨，為投資於亞洲除日本主題的 ETF 及其他亞洲除日本被動投資工具的投資者提供工具來管理其風險。

4. 總結

新興亞洲國家一直以來都是全球增長引擎，且預計未來幾年也如是。推動其增長的因素包括區內的自由貿易措施、中國的帶頭作用及「一帶一路」倡議、東盟的經濟合作措施、區內個別國家的本土經濟發展計劃及雙邊經濟協議，以及這種種帶來的區內深化整合等。

基於亞洲增長型經濟體所衍生的潛力，以「亞洲除日本」為主題的投資日益吸引全球投資者的關注。隨著被動型投資工具日受追捧，以亞洲除日本基準指數為相關資產的 ETF 可以是捕捉亞洲除日本的增長潛力的適當工具。鑒於現時利率趨升、美國接連推出稅務改革及貿易保護措施，以及不明朗因素對亞洲除日本各市場的影響，投資者會需要風險管理工具來管理其亞洲除日本的投資所面對的下跌風險。香港交易所將於 2018 年 6 月 11 日推出的新產品——香港交易所 MSCI 亞洲除日本指數期貨——將會是亞洲時區首隻切合全球投資者需求的該類產品。

附錄：香港交易所 MSCI 亞洲除日本淨總回報指數期貨的合約細則

項目	MSCI 亞洲除日本淨總回報指數期貨
相關指數	MSCI 亞洲除日本淨總回報 (美元) 指數
交易系統的產品代碼	MXJ
交易貨幣	美元
合約乘數	每指數點 100 美元
最低價格波幅	0.01 指數點 (或 1 美元)
合約月份	最近期的五個季月 (季月即 3 月、6 月、9 月及 12 月)
交易時間 (香港時間)	上午 8 時 30 分至下午 4 時 30 分 (日間交易時段) ; 下午 5 時 15 分至翌日凌晨 1 時正 (收市後交易時段)
最後交易日	合約月份的第三個星期五。如該日為香港公眾假期，則為前一個香港營業日
最後交易日的交易時間 (香港時間)	上午 8 時 30 分至下午 4 時 30 分
最後結算日	第三個星期五之後的第二個香港營業日
結算方式	以現金結算合約差價
最後結算價	第三個星期五的相關指數官方收報指數價值
大手交易最低交易量	50 張合約

免責聲明

本文所有資料及分析只屬資訊性質，不能倚賴。本文概不構成亦不得視為投資或專業建議。本文資料已力求準確，但若因此等資料不確或遺漏引致任何損失或損害，香港交易所及其附屬公司、董事及僱員概不負責。

