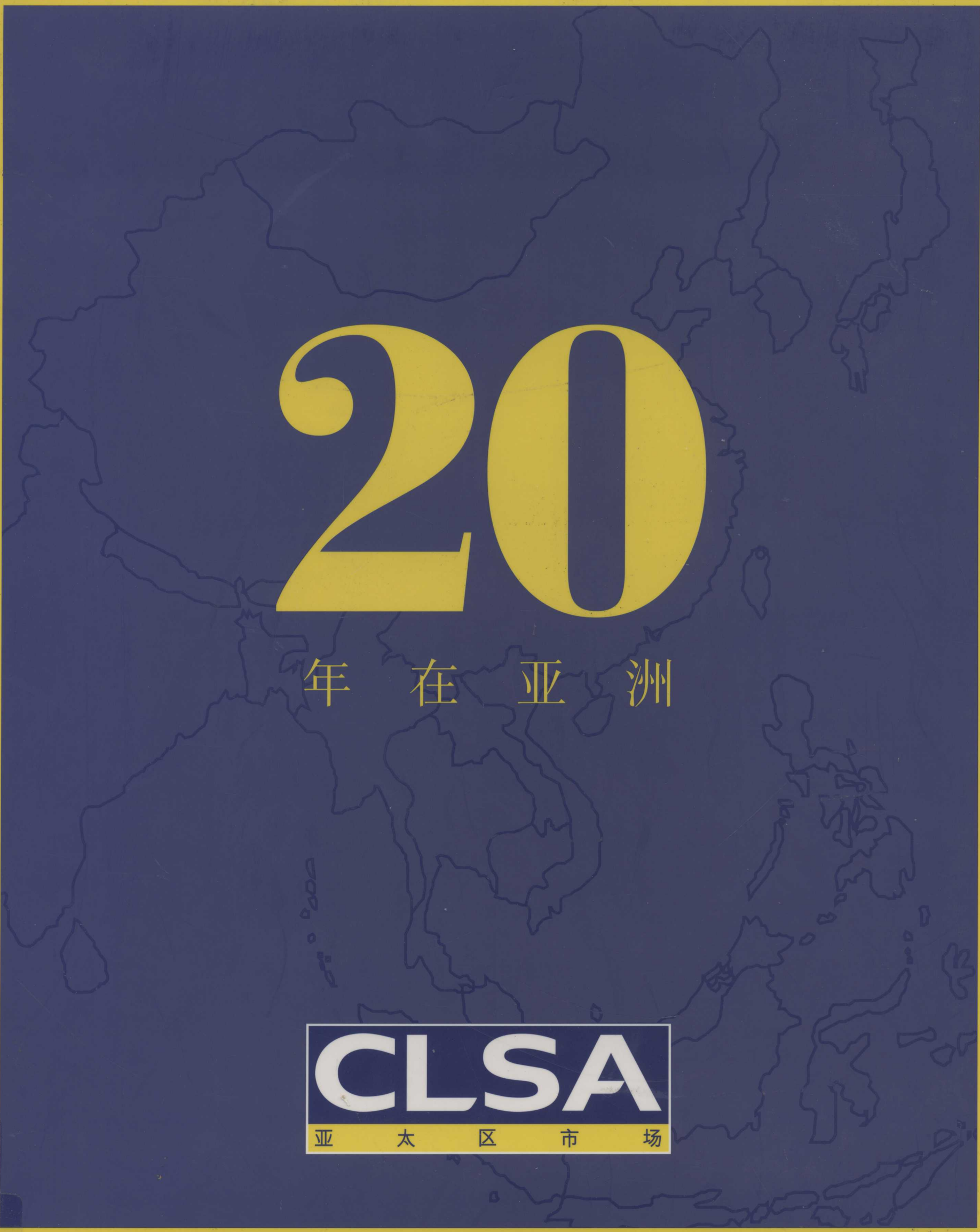




20

年在亚洲

CLSA
亚 太 区 市 场

F830.91
786

20

年在亚洲





© 2006年12月
里昂证券亚太市场

版权所有。未经出版者书面允许，本书的任何部分均不得以任何形式转载或再版。包括但不限于电子、机械、影印、记录、存储在检索系统或传送。

内容筛选：顾家利（已故）、马诗苙、白浩文

编辑与设计：哈里西蒙、莫仲荣、石安琪

制作：黄国斌、吴耀忠

翻译：刘素

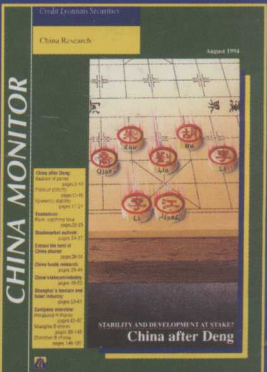
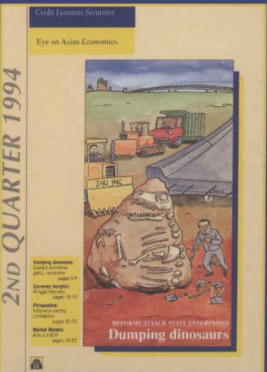
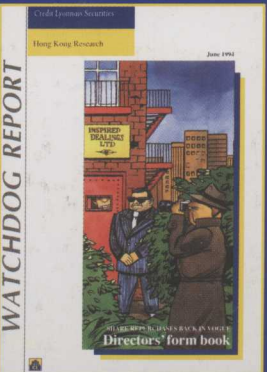
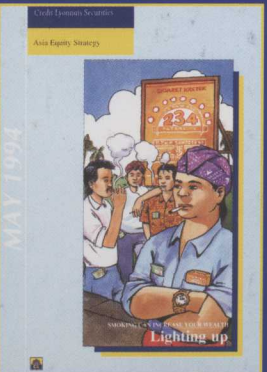
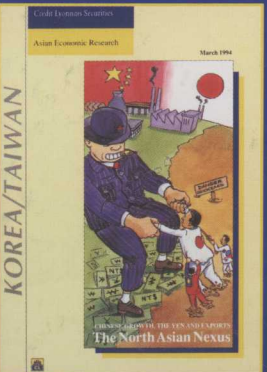
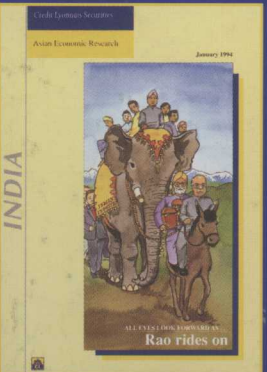
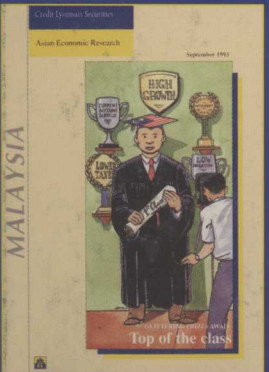
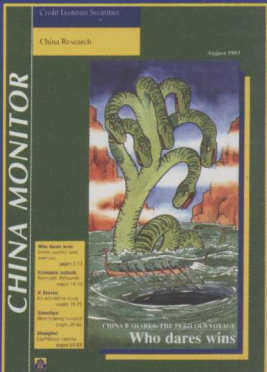
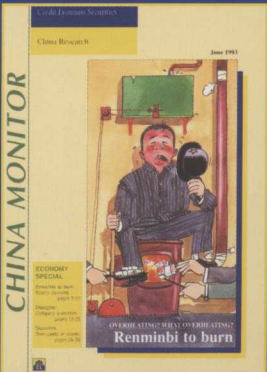
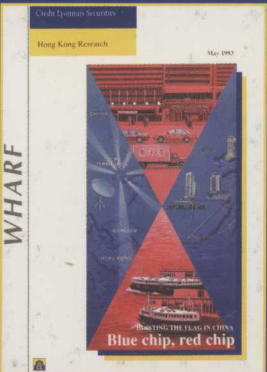
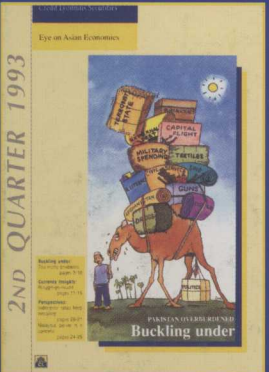
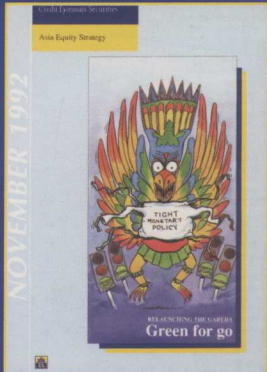
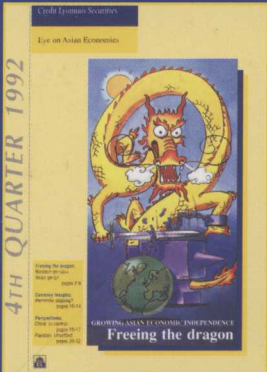
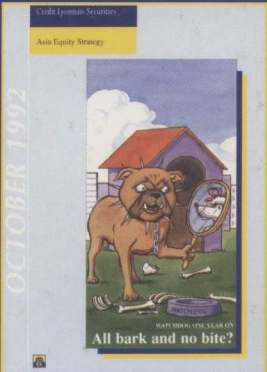
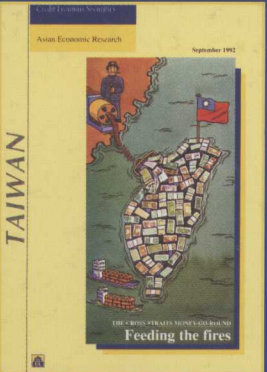
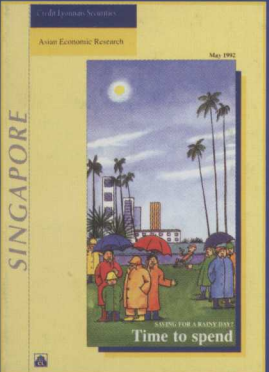
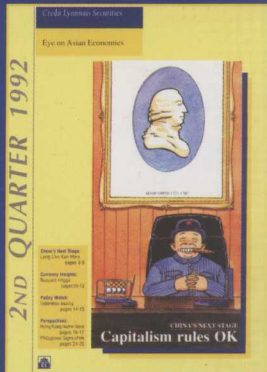
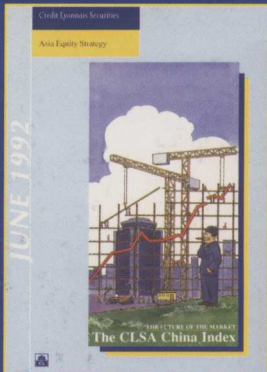
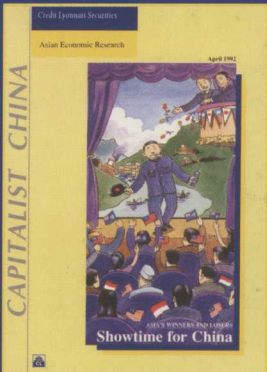
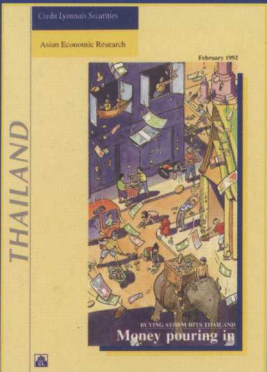
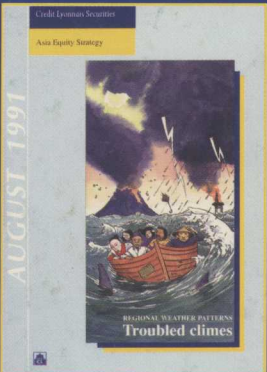
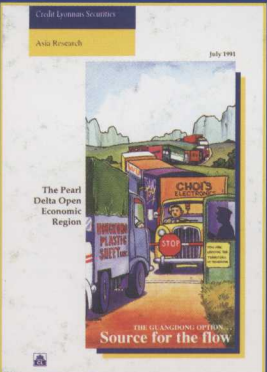
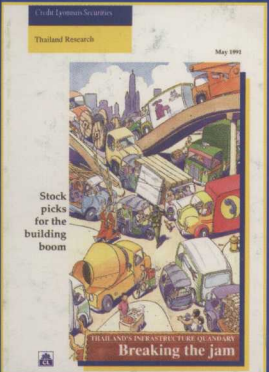
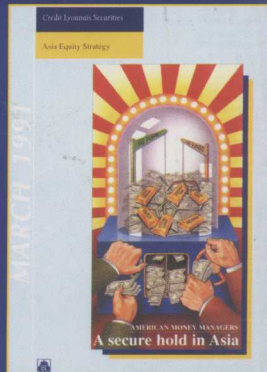
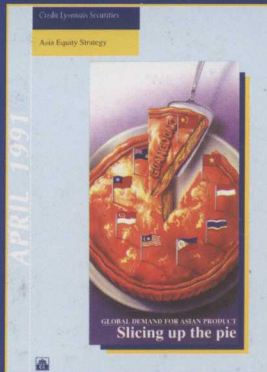
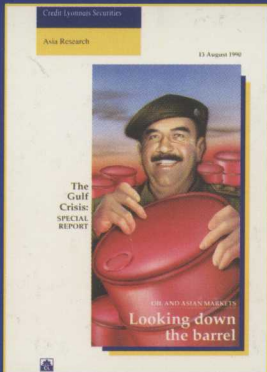
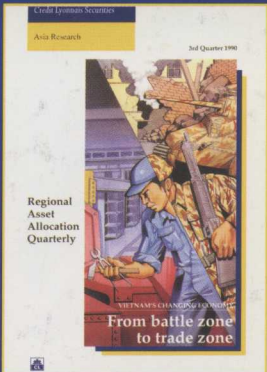
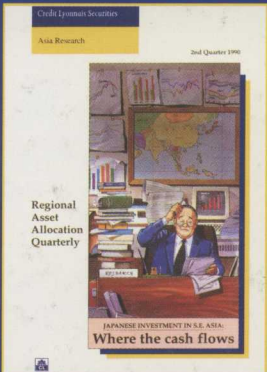
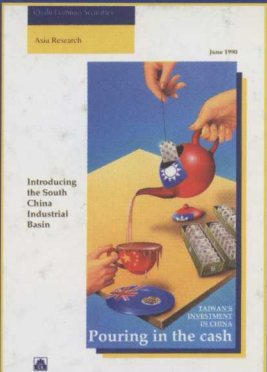
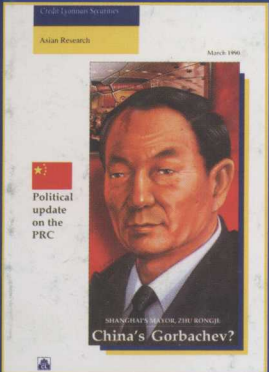
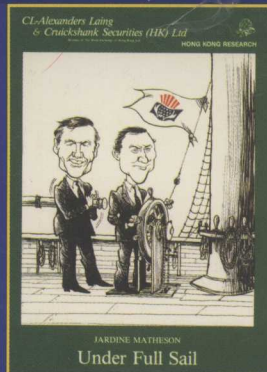
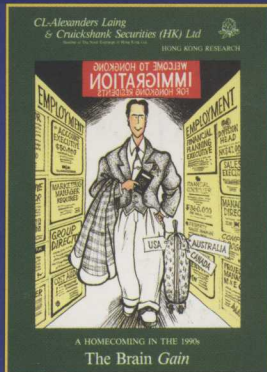
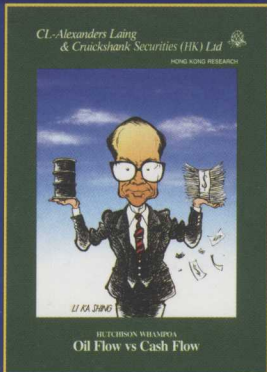
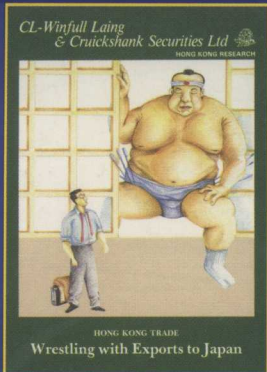
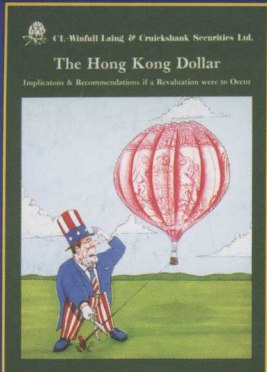
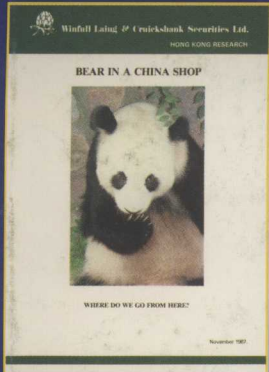
ISBN 9628606700



9 789628 606702

印刷：集成有限公司







长寿

cháng shòu

中文里“长寿”两个字是从代表“强项，长处”，“坚持不懈”和“领袖才能”的符号里演变出来的。这些，正是人们赖以生存和繁荣壮大之本。二十年来，里昂证券无论是规模还是力量都得以壮大。作为亚洲最独立的投资银行，里昂证券承诺提供客观而有开创力的研究。我们也喜欢用多元变化的色彩来展示我们的观点 - 正如这份报告封面所昭示的一样。

亚洲的独家见解

此画册限量发行3000本

本册编号为 2403



1986 - 2006

20周年 纪念画册



里昂证券的二十年

一九八六年，罗纳德里根还在白宫当政；道琼斯工业指数攀升到1900点；玛格丽特撒切尔于十一月十日大选稳操胜卷；阿根廷称雄世界杯；纽约Mets队支配了世界大赛。

而在香港，离回归还有十一年；恒生指数攀升到二千点；黄金地带办公楼租金每英尺15-17港元，而且你仍可以从中环看到九龙后面的远山。那时的天空是清澈的，在城里目所能及的范围，可以看到抵港航机掠过地平线急转之后降落在启德机场。那时的香港，熙熙攘攘、活力四射。

八月，一家名叫Winfull Laing & Cruickshank的不起眼的证卷经纪行在中环的新世界大厦开张了，迎接澳洲记者Jim Walker成为主席。稍后，另一位来自加拿大温哥华的记者顾家利加盟。

这两位先驱者认识到：内容，才是压倒一切的王牌。能够创造价值的信息，对投资过程起着决定性的作用。不仅于此，他们还明白，正如在良好的新闻行业，信息的真实性与健全性也至关重要。独立研究的概念，亦由此而诞生——一个融合了分析师编撰自由和信息是为投资者而不是推广者服务的基础信念。

这些关于独立研究的指导性的原则，经过多次的去粗取精，成就了今日的里昂证券。20年后，这些原则，仍然主导着公司。

里昂证券在过去的二十年里，随著亚洲市场的大起大落有过成功，也有过失败。从香港单一的办事处开始，里昂证券壮大为一间在十四个国家设有十八个办事处的泛亚洲投资银行，并在亚洲股票交易和证券研究产品方面处于领先地位。

在这整个时期当中，里昂证券一直得到其大股东里昂第一信贷（现为Credit Agricole）的大力支持。他们对于Jim和顾家利的远见卓识具有先见之明。现在的Credit Agricole，继续著这一传统。最重要的是，前后两家股东公司，

都看到了给管理层完全的自主权对里昂证券进行商业运作的价值所在。这与环球投资产品通常所具有的沉闷单调形成了鲜明的对比。

在过去的二十年里，里昂证券吸引了不少极赋天份的人材——正是这些人塑造了今日的里昂证券。更重要的是，这些人履行了“提供能够产生价值的见解”的诺言。这本书，颂扬所有这些人（因人数众多，恕不能一一尽录）。更重要的是，它表彰长期以来如此清晰而明确地期待里昂证券成功、支持并对里昂证券不离不弃的客户们。

令人悲伤的是，这本书也标志着里昂证券两位创始人Jim Walker (殁于2004) 和 Gary Coull (顾家利，殁于2006) 的过世。如果说Jim是最初的远见卓识者，顾家利就是那些远见的杰出实现者。他渴望看到这家公司成功的热诚和执著，远比其他任何单一因素更直接地推动了这家投资银行取得今天如此显赫的成就。

二十年来，里昂证券出版了数百份以原创艺术画作封面的研究报告。本纪念册收录了最好的一些作品。这些原创画作在很多方面象征了里昂证券能够以小制大，不断击败规模更大、资金更充足的竞争者，正如顾家利生前常说的“四两能够拨千斤”。

我们以卡通作封面的研究报告与眾不同：某些时候不甚恭敬，亦不总是政治正确；通常是幽默的，但有时侯也不尽人意；某些时候是错误的，但能引发读者思考，增加价值。假若我们的研究不是那麼发人深醒，这个经营权早就和某些竞争对手的命运一样，早已灰飞烟灭。而那些对手，也许曾经在二十年前嘲笑过这家刚起步的经纪行。

乐民信
主席和行政总裁

二十年的高质素

翻阅二十年来的研究报告封面，我记起顾家利先生曾经常常在年轻的分析师们刚加入里昂证券时，把他们带到他的办公室，对那些年轻人指出，他们正置身于世界上最令人兴奋的故事当中。

顾家利曾经是，用比较温和的字眼来说，一头关注亚洲故事的全力以赴的公牛。他充满热情地相信，围绕里昂证券于1986年成立左右起发生的事件，都是股票经纪界里最振奋人心的故事。

那些不是数字或者是冷静的分析可以理解的故事，而是只能由发自内心的沈浸在故事当中、并可以跳出当时传统股票经纪思维框架的经纪来讲述的故事。这也要求一种新的研究方法：这种新的方法将不再局限于无休止的公司/业界年报、股市指数卡和现状分析。

里昂证券准备独树一帜来讲述亚洲故事，在封面上加卡通图画是计划的一部分。我们的封面不仅使里昂证券的报告从基金经理桌面上众多的研究报告中突围而出，而且协助创立了一种着眼于驱动我们市场动态变化的风格，以及界定这种变化的人民、公司和国家。

必须提及的是，当卡通封面首次推出时，很多人的即时反应是“这是一份娱乐性刊物”。考虑到当时的里昂证券还是个没有华尔街大投资银行实力集团血统的街头新小子，很多基金经理都把这个卡通封面当作是业余爱好者不够专业的产品的标志。

可是，当读者开始理解封面后面的信息和其所蕴含的主题，这种观点很快就被推翻了。是的，数字全在那里，但是已经消化为故事，动态变化的追踪一直是好的里昂证券研究报告的关键所在。

翻阅这本纪念册里的卡通画，人们可以看到，无需参照内容，比较大的主题在过去二十年里横扫了整个亚洲，比如：中国从封闭中崛起而成为世界

大国；东南亚国家联盟的兴起、衰落和复苏；印度的新兴；日本在十五年衰退后的复苏……等等。

人们也可以看到故事人性的一面：从小泉纯一郎在日本的划时代改革到菲律宾、印尼、马来西亚和泰国政权的崩溃和改朝换代。注意在这些特定时期，反映在封面上的内容与金融并没有太大的关系，反而常常被多姿多彩的人物个性、大型的系统性的事件、以及远超出数字本身的全球经济走向的内容主宰。

回顾这些封面，我最喜欢的是以朱镕基作为中国的戈尔巴乔夫的那张卡通。在那张卡通问世时，朱镕基还是上海市长，并以其开发浦东的领导能力著称。我们的报告揭示了朱镕基在政治和经济方面具有领导中国人民走向新纪元的领袖素质。

把朱镕基作为另一个戈尔巴乔夫的个性描绘，配上一幅中国共产党会议的破裂的玻璃画，正确地捕捉了这位伟人将在政治和经济两方面改变中国面貌的改革者角色。这是一幅微妙的卡通，在一瞥之间捕捉了所有的要素。

现在里昂证券已经不再是初出茅庐的新手，而是一家已经在业界屹立的领先投资银行之一。我们的封面仍然继续担负著在每天源源不断、堆积如山的研究报告中脱颖而出，以及讲述数字背后的故事的双重功能。

亚洲的故事仍然令人兴奋，故事的发展仍然在它的早期。只要故事还在继续，封面就会不断推陈出新。我们希望你喜欢这本书收录的封面，并期待著我们的下一个二十年。

Jonathan Slone
股票交易总监



二十年的品牌建立

James Capel · Hoare Govett · Barings · Jardine Fleming · BZW · WI Carr ·
Smith New Court · 恒生指数攀升到二千点 · 市场总交投额达到4千二百
亿 · 一瓶生力啤酒才一港元 · · ·

那是二十年前里昂证券诞生时的香港。当时，证券交易主要为英国公司所主宰，数以百计的小型中国经纪行、四家股票交易所和资讯齐全得出乎意料的交易随处可见。

在这个当时被认为极富竞争性的市场没有人给予里昂证券太多的成功机会，尽管当时香港的股票交易，可收取可观的1%的佣金。当然总交投额比较低，而且所有大额的外资都还没有到埠。香港的财富由几家英资公司操控。而这些公司，被高财富净值的个体（如前警务人员及其同行）染指，而且只有为数不多的几个退休基金和一些古怪的信托基金，那就是我们1986年末悄悄破土而出、进入香港时的股市情景。三位新闻记者打理著这家早期的公司。由前主席Jim Walker率领，我自己担任当时的交易室负责人（没有任何相关的从业经验）和机智风趣的作家Malcolm Surry担任研究部负责人（也没有任何相关的从业经验）。

我们三人都曾经在南华早报任职，Jim和我是同期，Malcolm较我们早期。我们都强烈地认识到，股票市场和新闻业有很强的共性。只要你能够在别人之前获得好的资讯，把它用一种令人读得愉快的形式呈现出来，然后大量的卖出去，在这些元素融合的某个地方，就会有生意可做。

于是，我们有了两个伟大的主意：每天用我们的“第一手”资讯与客户保持联系，以及用彩色卡通画作封面以确保客户打开这份来自于不知名的股票经纪行的股市报告。而这份报告的发行者，正处于一个被认为有著过多的研究并且已经被过度交易了的市場。（这情形至今没有太大变化。）

我们把每日联系客户的资讯称为《晨光第一綫(Morning Line)》，得名于澳洲人对极其有用的赛马资讯的称谓。我们三人都是跑马地多年来忠实

的马迷。到现在为止，我们已经连续出品了超过四千期的《亚洲晨光第一线 (Asia Morning Line)》。

使用卡通的创意对我们来说显而易见：通过在封面上印制有创意的东西，我们可以增加客户选出这份报告并阅读内容摘要的机会。这一招看来相当奏效，并使得里昂证券的品牌和研究手法鹤立鸡群。

我们不能完全确定到底有多少封面流传于世，但这本二十周年纪念册里收录的是我们的珍藏。在过去的二十年里，里昂证券扩张遍及全亚洲，并短暂的进军过非洲、东欧和拉丁美洲。我们始终致力于发现新的角度，来为我们的客户提供更好的书面报告、每日口头股评和交易指南。

对我们至关重要的，是机构投资者而不是上市公司，机构才是我们的核心客户。里昂证券确实有进行公司交易，但我们力图通过交易为机构投资者增值，虽然我们并非总是成功。与我们的母公司里昂第一信贷和 Credit Agricole 之间没有直接的营运联系，造就了我们追求“独立证券交易”的经营风格。

二十年来，我们坚定不移的贯彻这一战略，感谢来自于我们客户的强大支持，使里昂证券能够因这个独立的立场而继续得益。

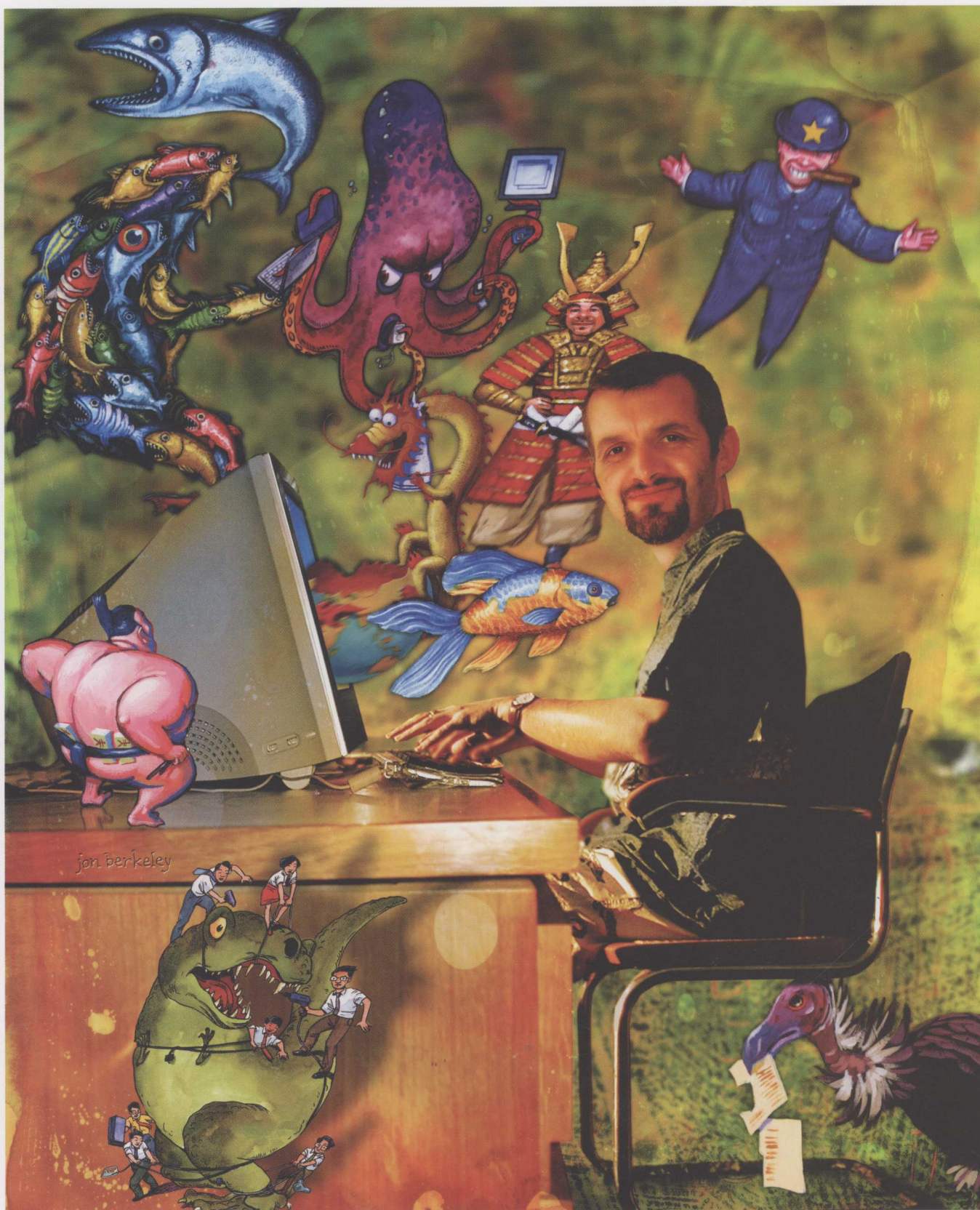
回望早年的创业路，难以相信里昂证券已经发展得这样快、覆盖面这样广，并且，容我谦恭地说，攀升得这样高。我们欢迎来到我们年度投资论坛现在站在讲台上的世界和地区性的领袖们、亚洲最精明强干的商界精英和在各个领域走在前沿的思想家们，就一系列的论题展开探讨。

里昂证券比上个世纪八十年代的很多品牌持续的时间更长久，迄今为止，里昂证券是那个年代硕果仅存的名字。我们为此而感到非常骄傲，并诚邀你加入我们的二十周年亚洲庆典。

顾家利

*这是顾家利生前为二零零六年九月里昂证券第十三届投资论坛撰写的遗稿。
在那里我们为里昂证券二十周年庆典拉开了序幕。*

大师们...



Jon Berkeley 早于一九九一年开始为里昂证券的报告作封面和插图。他曾于伦敦、都柏林、悉尼和香港居住和工作过，现定居于巴塞罗那。他的作品经常见于《时代周刊》，《华盛顿邮报》，《太阳时报》，《洛杉矶时报》和《经济学人周刊》。

... 在工作



Alex Hughes 是一位土生土长、从未离开过伯明翰的小夥子。他从2000年起为里昂证券经济报告作插图。他的作品可见于各种出版物如《每日电讯报》，《犹太社会主义者报》，《新国际主义者》和《伯明翰运动巨人》。

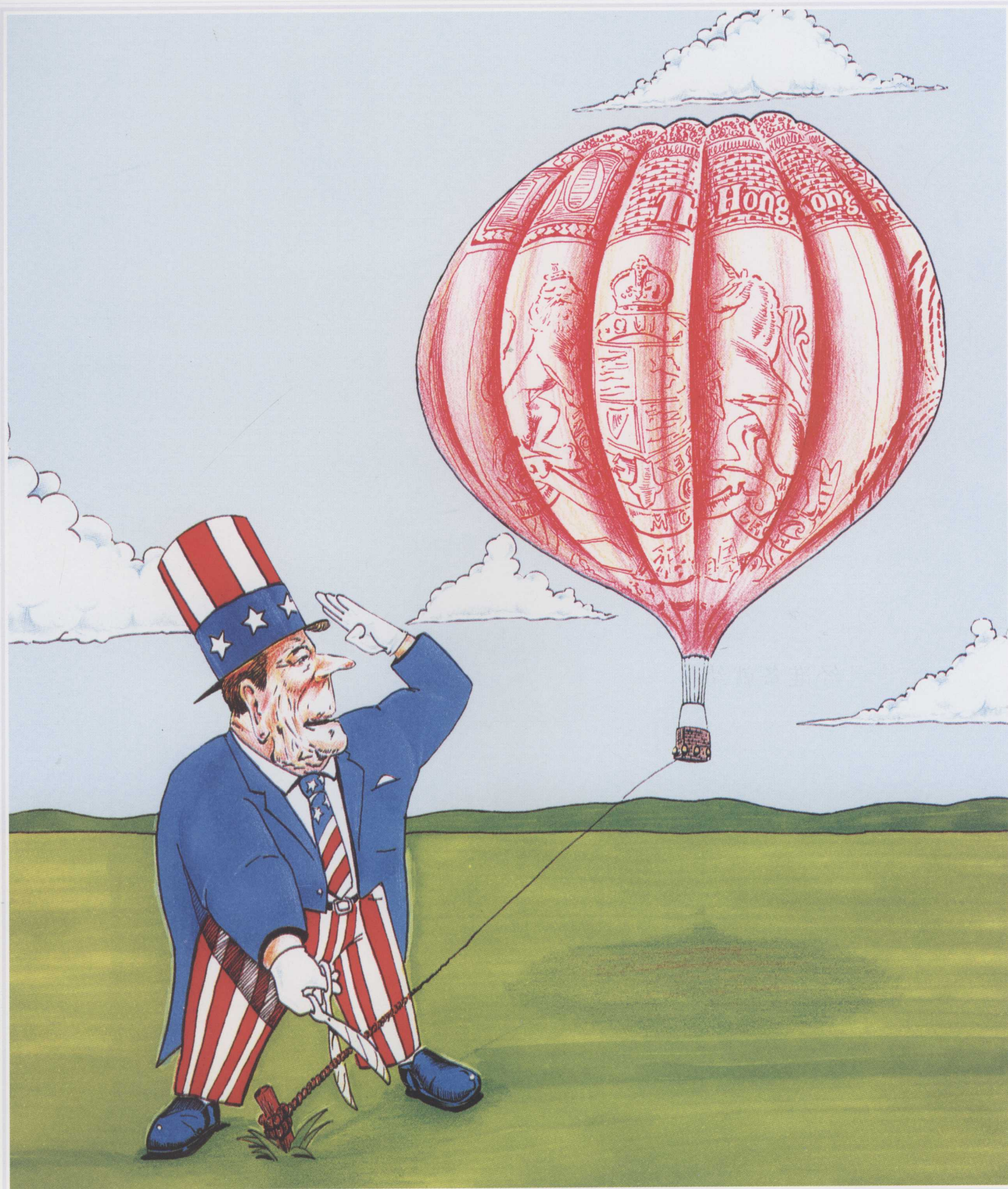
1987 全球股灾

道琼斯指数一夜之间暴跌 508 点 (22%)。当时香港尚处于休市期间，连夜传真到埠的抛售指令不得不等候开市。连一贯沉着冷静的 Jim Walker 也有几分颤抖。他说：“我们得赶快出台一点东西。”结果，就有了《Panda Bear》的研究报告 - 一个集合了我们充满创意研究声誉的早期证明。

那天晚上，在湾仔一家喧嚣的餐厅里，我们弯着腰在餐桌底下和纽约、伦敦的交易员通话。那天晚上，一架蓝色的罗尔斯罗伊斯在湾仔半山马己仙峡道着了火。那确实是股市的一次终结，但对我们来说，却是一个开端。当政府推出拯救期货市场的紧急计划时，里昂信贷已经准备就绪。

四天之后股市重开，香港股市狂泻 45%。许多投资者都只愿意和有银行作靠山的经纪行进行交易。我们享受了这种优势达数月之久！年轻而充满热情的里昂证券团队因而学了宝贵的一课：“经历永无止境。你以为已经穷尽了它，却发现每个终点其实是新的起点。”到现在，我们已经有了 20 年这样宝贵的经验。

Malcolm Surry



港元：变值的影响及我们的建议
香港研究报告，一九八七年十二月

CLSA