

# 減低槓桿有助長遠發展

時富資料管理董事總經理  
姚浩然

現時中國的高槓桿主要來自借貸，以小規模的自有資金撬動大量資金，擴大經營規模。適度的槓桿有助企業擴充，但過高的槓桿反而會妨礙發展，甚至拖累日常經營。目前中國企業的負債/權益比逐年增加，2005年為1.38，2014年已達1.6，而企業負債率由2014年的115%攀升至2015年第三季度的125%，增長驚人，經合組織國家(OECD)平均只有90%。債務上升令企業的財務風險不斷上升，這衍生出三大問題。第一，企業利息負擔沉重，融資成本居高不下；第二，企業面對龐大債務，用新債抵舊債情況不時出現，2014年企業發行的信用債券中60%是用來還本付息；第三，企業對借貸作為融資方法依賴愈來愈高，新項目落實取決於能否獲得貸款，形成惡性循環。

## 宜鼓勵透過權益資本集資

要解決以上問題可從兩方面入手，改善融資方式和企業盈利。上段提到，中國企業過分依賴借貸的融資方法，令融資成本不斷提高。其實，中央可考慮推出措施吸引企業透過增加權益資本的方法來集資。例如重點發展股票一級發行市場，強化股市籌集資本的基本功能，為企業股權集資提供便利條件並降低籌資費用；此外，中央還可通過財政和貨幣政策，如降成本中的降低稅費負擔和融資成本，令資本的回報率提高，幫助企業吸引外來資金直接投資成為權益資本。

## 企業技術改造增生產效率

另一方面，近十年中國企業的平均淨利潤率從2005年的12%逐年下降為2014年的7.2%，雖然債務成本為此負上部分責任，但更大原因來自經濟結構改變，一些

傳統高增長行業在社會的需求正逐漸減少，例如煤、鋼和水泥這些產能過剩行業，而新興的經濟增長動力亦未完全成熟，令中國經濟在這種轉型中的時期面對難題。因此，中國正多管齊下，務求以緩和及較可控的方式逐步消化槓桿問題。措施包括通過去產能釋放一些債務風險及資源來支持新興產業發展；加快國有企業改革，以集中資本投資來提高資本回報；提高企業技術改造和設備更新，以增強生產效率和質量。

筆者認為以上兩個皆為減輕槓桿的治本方法，不但能將適當資源分配到發展空間的企業上，還能幫助產業升級，提升企業在國際市場上的競爭力，有助提高企業盈利能力，令企業能累積內在資本。長遠而言，企業負債率應可改善，而產業優化和盈利提升亦可減低財務和信用風險。



■現時中國的高槓桿主要來自借貸，以小規模的自有資金撬動大量資金，擴大經營規模。圖為福州民眾前往工行營業網點辦理有關業務。資料圖片

# 大型經濟體抗危機能力待提升

路透社透視專欄作家  
Peter Thal Larsen

熱點透視

全球經濟強權對於應對下次危機的準備不足。這是上周末在上海召開的20國集團(G20)財長和央行總裁會議透露出的主要信息。雖然憂心危機已經迫在眉睫看似是杞人憂天，但G20會議上關於財政和貨幣政策產生的爭論對於下次危機來說卻不是好兆頭。

## G20會議凸顯全球分歧嚴重

G20會議已經很多年沒有產生實質性的行動，因此對於這次G20會議的預期也不高，與會者也沒有給人驚喜。實際上，在上海浦東召開的兩天會議主要凸顯出嚴重的全球分歧。

以貨幣政策為例。今年全球股市下跌，至少部分可以歸咎於市場擔心超低利率對於刺激增長已經失效，而且各央行已經彈盡援絕。雖然央行官員一如預期，否認了這種觀點，但沒有跡象顯示他們對於下一步行動達成了共識。央行的最新武器——負利率，不僅震撼了投資者，也暴露出以往關係極為密切的官員之間的緊張。

在上海參加會議時，英國央行總裁卡尼對負利率政策發出警告。他說，負利率政策的設計是為了壓低匯率，將需求疲軟轉移到其他國家，因此「全球經濟進一步逼近流動性陷阱」。雖然卡尼沒有明說，但顯然他在批評日本央行總裁黑田東彥。

有關政府需要擴大支出的看法是另一個衝突點。會議之前，國際貨幣基金組織(IMF)重申，債務水平較低的國家可以「採取更多行動」以促進需求，比如通過借款投資基礎設施項目。

德國財政部長朔伊布勒(Wolfgang Schäuble)不認有關提高槓桿可以解決這世上問題的說法。「靠債務融資的增長模式已經達到極限，」他對國際金融協會(IIF)舉行的一次會議稱。「如果我們繼續這樣走這條路，那就別看電視節目了。殭屍將會壓垮我們。」

在以往，美國或許有能力迫使參與者達成更有意義的協議。但現在美國很難發揮國際領袖的作用，因為總統選舉瀰漫着孤立主義以及嚴重的排外情緒。同時東道國中國則更想讓世界相信其有能力控制本國經濟放緩問題。

## 中國力保人民幣「基本穩定」

中國領導人利用上海會議進行了一場公開閃電戰，以緩

■國務院總理李克強承諾，人民幣將保持「基本穩定」，央行行長周小川罕見地出席記者會，重申了這一立場。資料圖片

解對人民幣進一步貶值的擔憂。國務院總理李克強承諾，人民幣將保持「基本穩定」，央行行長周小川罕見地出席記者會，重申了這一立場。

這一戰術有一定效果：G20最後的公報中擔憂事件列表中沒有出現中國。但這番開誠佈公的表態並未進一步釐清中國將如何管理匯率。央行副行長易綱在IIF會議上稱，央行現在監控三種不同的中國貿易加權匯率指標，台下可聽聞投資者一陣騷動。

意見不統一影響不應被誇大。就像G20指出的，全球經濟今年仍然預計增長近3.5%，金融市場動盪的情況與這種預測不符。

不過上海會議上展現出的分歧說明，當下一次衝擊不可避免出現時，大型經濟體防範不足。或許等危機全面爆發，G20成員國才會放下分歧，做出一些實質性決定。世界其他國家或許很快就能見分曉。

# 從賣地計劃看香港樓市

山西省政協委員、特許計師、中國房地產估價師  
張宏業

繼財政司司長上周三宣佈2016/17年財政預算案後，發展局局長隨即發佈下年度政府賣地計劃。貫徹特區行政長官的施政報告精神，政府繼續增加各種用途的土地供應量，以市場力量維持樓價平穩前進。

展望今年本地經濟情形，財政司司長先來「報憂」，並預計GDP增長率及基本通脹率齊齊急跌，正是本屆政府四年來錄得最低數字，分別由2015年的GDP增長2.4%下調至1%-2%及基本通脹率由2015的2.5%下跌到2%。如以2011年計，GDP增長和基本通脹率更分別下跌超過六成以上，反映經濟發展由平穩逐步走上衰退路，情況令財政司司長非常擔心。面對本地出戶貨值減少、訪港旅客下降及本港政治掙拗有增無減，財政司司長只有用各種減稅收及政府費用去振興本地內部消費，期望紓減經濟下行壓力。

但是基於不同因素，本地住宅樓價於過去幾年仍然持續向上，特區政府只有2013年陸續推出樓市管理措施，再配合平穩土地供應量，住宅樓價直到去年九月份才見頂回落，也換來二手樓市成交量嚴重萎縮，一手樓市主導整體住宅樓價。自從去年九月起，本港住宅樓價

持續回落，各類指數顯示至二月底平均跌勢已突破10%，且未見暫停跡象。在整體住宅樓價回落背景下，發展局局長表明短期不減減及維持各類物業的土地供應量，尤其大幅增加商業地及酒店地數目，有效地減低特區營商成本及維穩本地旅遊業競爭力。2016/17年賣地計劃不乏亮點，筆者試圖具體分析對年度樓市影響。

## 九龍東區佔政府賣地表45%

同樣地，下年度將有29幅住宅用地可供出售，當中12幅位於港九市區，共提供約1萬伙供應，佔總供應量逾半。港島中只有二幅土地，分別位於堅尼地城及鴨脷洲，估計可建1,500個單位，當中以鴨脷洲住宅為主，共可建約1,420個單位。可惜都是還未完成改劃，存着未能推出市場的潛在風險。市區地區大增，主因是九龍東尤其啟德發展區及茶果嶺地區將會密集式供地。七幅啟德發展區第1F、1I、1K及1L區共提供6,520個，再加上茶果嶺地區的1,300個和油塘臨海地，總計約8,720伙來自九龍東區，佔去政府賣地表的45%。

相反地，今年新界住宅土地供應量偏低，三大供應區是屯門(3,610伙)、大埔(2,510伙)及沙田(1,260伙)，而去年流標的青衣細山路及元朗凹頭地及去年延遲出售的二幅大埔住宅地也被納入2016/2017年賣地計

劃內。值得大家留意是將軍澳區沒有土地供應，但也會受制於龐大九龍東住宅土地開售，對整個九龍東及將軍澳地區住宅樓價構成不少下行壓力。

## 地價向下催化樓價再下跌

從以往數年將軍澳密集式賣地經驗估計，發展商對啟德發展區及九龍東土地偏向審慎。在下行樓市時，地價往往跌得「快過、深過」樓價。且於同區供應密集，日後樓盤時間相近，發展商投地出價不會進取，且有「一浪低於一浪」情況，最差可能出現流標事件。特區政府為着保持賣地收益，極可能因市場走低而不惜減低底標，避免再現「流標」事件。如前文提及，市民購買樓市是看樓價預期走向，地價向下肯定催化樓價再下跌，形成「雪球效應」，造成下半年樓價跌勢加劇。

新一年賣地除了市區地區佔多外，亦出現大地皮逾半局面。根據發展局資料，大/中/小型地皮分別由2015/16的9/14/6幅轉為10/16/3幅，而中大型地皮(即超過0.5公頃)更由23幅增加至26幅。如以伙數規模分析，新年度賣地表中一超過一半為規模逾500伙的大型地皮，較去年增加六成，反之中小型地皮價13

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

# 負利率乃非常時期非常手段

踏入今年首季，全球市場風起雲湧，避險情緒一下子出現。債息走低，金價急升，股市大跌，全在幾周內發生。而觸發的因素，都是結構難題，由中國，到油價，到其後的負利率。但，首季已過了三分二的今天，開始有了轉機嗎？

說起來，投資者面對天天在變的數字，難免無所適從。此一時說加息已經開始，那邊廂卻道經濟危機正出現，究竟如何是好？是，美聯儲甫決定加息，已經出現了如斯情景，之後的道路，還會平順嗎？

所幸美國最新公佈的數據，把經濟增長率的數據向上修訂。換言之，大家最擔心的，並未出現，美國復甦仍是好好的，失業率在低位徘徊，目前只剩下通脹預期這一點尚未令人滿意。

## 央行決策須顧及各方面

當然，大家都知道，央行大員的決策，不獨考慮美國本身的通脹和失業，更要顧及其他地方的變化，尤其是金融市場的反應。此之所以，當中國股市去年大跌，連帶人民幣亦突如其來出現貶值，可以有巨大的震撼，甚至一時間蓋過其他好消息。更何況，油價大跌一年多至今，相關各方的搏弈尚在演變，沒有停戰的準備，只有偶爾出現的小談判，又或者外間的憧憬。

無論如何，投資者應當理解，目前所見的，只是十年前美國樓市泡沫大吹特吹，八年前正式爆破，大家仍在為當初的所作所為善後。非常時期的非常手段，是前所未見的，若以正常時期的心態去量度之，一定不可以理解。

問題是，即使美國失業率已大降，而過去幾年，隨着量寬一直在做，資產價格被推升的妙計發揮效用，但投資者並沒有忘記當日的景象，真正願意投以信心一票的，始終是少數。大家只是憑着借來的資金，在借來的光景中，盡量撈一把真實的鈔票。

正因如此，即使量寬已盡(起碼對美國如是)，但加息之途，絕對是長路漫漫。當全球都在講負利率，但真正做的不多，則有關故事，仍然有相當吸引力，讓投資者在沒有透徹理解下，感到恐懼。

## 新事物屬正常理解極限

事實上，作為新事物，負利率這種違反常理的事，正是非常時期的一種表現。利率減到零，正常來說，應不可以再減吧？如今告訴大家，仍有一定空間可做，但這已是投資者可以正常理解的極限了。

不錯，一直這樣做，是希望把資金趕出去，不要留在銀行體系，不要停在這裏賺少少的利息收入。都出去，出去找投資，買東西，總之，就是不要停留，盡量有活動，這樣才可以有投資，有消費，最終有生產，有職位，這樣才可惠及實體經濟。這是新一招的最根本動機。

然而，投資者都不是省油的燈，勉強要求存放在此，倒不如都拿走。就以剛實際負利率的投資者為例，但為安全計，不少人都把它消費掉，只是安放家中，只催生了夾萬，這可說是上述大計最害怕見到的結局。

也許，如今說已出了轉機，是為時尚早。



■美聯儲局主席耶倫較早前表示，正在研究如果經濟形勢惡化，負利率是否對經濟有幫助。資料圖片

# 為何內地開放債市會受到歡迎？

施羅德投資亞洲定息產品主管  
Rajeev De Mello

中國人民銀行在上周三宣佈將會取消債券市場的額度限制。向長線投資者開放債券市場是進一步推動中國資本市場融入環球市場的重要一步。

最近，市場主要關注中國對資本外流採取限制措施，但此舉代表中國將繼續實施中期開放政策。目前為止，相關措施包括提高私人投資者的限額、取消外國央行的限額以及將人民幣納入特別提款權(SDR，由國際貨幣基金組織創立的國際儲備資產，可由成員國用作官方儲備的補充)的貨幣籃子。

## 中國政府債券帶來正收益

我們認為許多環球機構投資者將會對此消息表示歡迎，原因如下：一、這為投資者帶來增加亞洲持倉的機會，而中國是除日本以外亞洲最大的流動市場；二、除美國以外，目前大部分流動債券市場均為負收益，而中國政府債券將帶來正收益；三、儘管近期市場擔憂人民幣兌美元的表現，但人民幣正朝着自由浮動的方向前進；及四、中國擁有不斷增

長的貿易盈餘。

我們認為隨着運行細節(如最低持有期限)逐漸公佈，債券指數供應商或會開始將中國境內債券納入環球指數中。這亦會吸引環球投資者的關注。不過，貨幣政策方面的不確定性仍是阻礙外國投資者的最大因素之一。然而，這問題在今年內或會得到解決，並成為投資者增持中國政府債券的訊號。

受人民幣貶值加劇的預期影響，中國離岸人民幣債券(「點心」)市場正受到隱含息率上升的打壓。發行人不希望支付高息，而買家則擔憂市場的波動性。開放境內市場將進一步鼓勵國際投資者遷入更具流動性的國內市場。離岸息率上升及國際法律框架將使點心債券市場維持若干吸引力。

## 人民幣面臨短期壓力仍大

與此同時，人民幣面臨的短期壓力仍較大。而在市場人士對貨幣政策有更清晰的預期之前，我們認為人民幣仍將成為憂慮的源頭。由於這些變化發生不久，這或需要更多時間改變。人民幣不過是從去年8月才開始逐漸改變參考美元匯率的機制，而貿易加權匯率制度則在12月份才變得更加明確。

幅，按年減低三成。

若果地皮規模偏大，則地價金額較大，且總投資較高，大型發展商佔優，降低市場競爭性，明年大地皮成交價不會理想。面對樓價持續走低前景，發展商會增加開發利潤率，出價時較為保守。如果政府不對大型地皮估價調整，就可釀成流標事件。

新財年的土地供應重點還有商業及酒店用地部分，將推出8幅商業用地和3幅酒店地，提供54萬平方米樓面及2,100個酒店房間，是創5年來新高。商業及酒店用地主要供應地區正是啟德發展區，分別提供19.5萬平方米樓面及全部2,100酒店房間；另外商地主供應區是長沙灣的17.8萬平方米樓面面積。

當然最關注是中環美利道多層停車場的商業地招標，是約二十年來中區首次商業地開售。這地皮可提供的42萬平方米的樓面，肯定是下財年的商業地王，對未來幾年中環/金鐘甲級寫字樓價格/租金具指標性作用。

2016/17年財政預算案以紅色為封面，能否沖旺下財政年度樓市，而且明年賣地收入能否達到670億目標呢？還是如2015/16年不達標呢？這也值得各位關注，賣地收入偏低是特區樓市轉弱的訊號，如果成為「新常态」，則樓市轉弱情形基本上已確定了。當樓價的下調勢頭慢慢形成，則不可能希望短期內結束，畢竟本港樓市已經不停地上升逾十三年了。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。