

去產能任重 國企改革迎難而上

中銀香港高級經濟研究員

蘇傑

今年的《政府工作報告》指出，「今明兩年，要以改革促發展，堅決打好國有企業提質增效攻堅戰」。加強國企改革成為近期市場關注的熱點。作為1978年拉開序幕的內地國企改革，在先後經歷擴大企業自主權、兩權（企業所有權和經營權）分離、建立現代企業制度、國有經濟戰略調整以及國有資產管理體制改革等幾個重要階段之後，面臨經濟增長步入新常态，改革邁向深水區的新形勢。

產能過剩陷惡性循環

內地經濟的去產能任務與國企的經營困境有直接關係。2015年國有工業企業利潤與收入同比增速雙雙步入萎縮區間（分別下滑6.7%和5.4%），為2008年金融海嘯以來最差表現；儘管官方數據顯示，同期總資產佔GDP比重為176.2%，仍高於債務佔比116.8%，但實際負債問題或較為嚴重。有評

級機構估算，國企債務／權益比由2012年的1.83%急升至2015年11月的1.98%。

產能過剩的惡性循環在國企尤其突出：一方面，產能過剩使得工業品價格持續47個月同比下滑，導致各產能過剩行業的整體盈利空間大幅收窄，國企經營日趨困難。另一方面，為避免產能過剩企業倒閉引發債務和金融風險，需不斷投入信貸資源，從而在低效率企業和高效率企業之間形成明顯的資源錯配。

為追求高增長和高稅收，地方政府往往大力扶持鋼材、水泥等具有高投入高產出特徵的產業，各地方之間的競爭亦容易導致重複建設並引發產能過剩；一旦出現產能過剩，地方政府又往往通過補貼等方式給本應被市場淘汰的企業「輸血」，使得產能過剩問題持續存在。目前產能過剩主要集中在鋼鐵、煤炭、水泥等上游產業，多為資本密集型國有重工業企業，固定成本比重大，經營槓桿系數高，銀行信貸負擔重。按計劃，產能利用率和虧損面分別為67%和50%的鋼鐵行業，5年需退出產能1億噸至1.5億噸，同兩項指標分別為74%和80%的煤炭行業3年至5年擬退出產能5億噸，減量重組5億

噸。其中，國企佔比較大，上市國企佔比近九成，去產能任務較重。

國企改革面臨三瓶頸

伴隨著去產能壓力，國企近40年改革仍有三大問題懸而未決：一是定位始終未能清晰，即國企究竟是一個純經濟組織還是同時承擔政治、社會、經濟功能的複合型組織；二是市場壟斷地位，儘管國企涉足的領域已由改革前的無所不包而逐漸集中於國計民生及重大行業，但在「自然壟斷」行業缺乏市場競爭下，服務效率和品質低下，已成為民眾詬病的焦點；三是政府功能問題，自2003年國資會成立以來，政府管理事務性、行政性較為嚴重，企業經營發展束手束腳，而規範資本運作、提高資本回報、維護資本安全則不到位，難以保障國有資產保值增值。這就導致現實中「政企不分」未能緩解，如目前逾百家央企中有85家建立了規範董事會，但不同制度存在「有形無神」（缺乏實質選任與管事權）問題。歸根究底，當前國企改革面臨的問題其實反映了多年經濟體制改革所積澱的矛盾相互交織。

（二之一）

負利率下的投資攻略

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

雖然上周聯儲局一如市場預期，維持利率及貨幣政策不變，但今年加息預期的次數由4次減至2次，令投資者感到意外。在多個國家或地區已實施負利率下，美國以至全球經濟體難以獨善其身，令全球資金流向將再作出新部署。在三低（低經濟增長、低通脹及低利率）的年代下，投資者應該怎樣部署？

買高息公用股及ETF

負利率是變本加厲的寬政策，意味着經濟持續轉差，令購買資產計劃起不到作用，才會使用負利率措施。在經濟欠明朗下，資金通常會流向比較保守的資產，而股票市場上的高息股是其中之一。在高息股當中，以公用事業類較受歡迎，主因公用股現金流高，且具穩定性。除了高息股外，一些負債較高但業務維持穩定的企業，亦可以受惠於利息開支下降。

除了高息股外，高息ETF股票亦是投資者的選擇。根據資料顯示，目前最高息的首五大ETF中，以XDB滙深銀行ETF(3061)派息率最高。之後分別為BMO香港銀行股(3143)及價值中國ETF(3046)。前兩者均為銀行股，但在息差持續收窄，以及資產質素可能受到經濟因素轉差，故並非本都認為值得留意的類別。相反，價值中國ETF似乎表現較佳，較值得投資者留意。

在負利率下，認為即將出現金融危機的投資者有增無減。過去一年多，環球股市持續下跌，已反映了經濟轉弱的風險增

加。另一方面，央行不斷希望透過不同的寬鬆貨幣政策，令到全球經濟可以持續運行增長。但非傳統貨幣政策的代價，可能於未來數年逐步反映。況且，投資者認為聯儲局最終實施負利率的機會上升，美元又回落至95水平以下。

黃金資產吸引力增

因此，黃金可望成為吸引投資者的資產。除了實金及紙黃金外，黃金ETF亦會成為投資者留意之一。SPDR金ETF(2840)及價值黃金ETF(3081)均可望成為投資者的投資對象。

候低吸納高息貨幣

高息或經濟表現較佳的主要貨幣，可望成為投資者焦點之一。今年以來，除了日圓外，表現較突出的主要貨幣分別是澳元、歐元及紐元。目前，紐元及澳元的息率分別是2.25厘及2厘水平。在目前息口下，的確資金會對有息收的澳元及紐元有較大興趣。不過，中國經濟的不穩定性，對澳紐元的影響仍在浮現。雖然澳洲經濟近期有所好轉，但並非如以往可以即時扭轉劣勢。因此，即使要投資息率較高的主要貨幣，亦只應候低吸納，而不用急於買進。

企業債為理想投資

在目前存款在銀行可能收取零息下，投資一些具投資級別的企業債券，亦可能是一個較理想的投資方法。雖然企業在經濟欠佳下，投資級別可能會受到影響，但通常具投資級別的企业，財務情況會相對較為健康。

海上風電迎發展機會

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理

何天仲

受「搶裝潮」影響，去年全年內地風電新增裝機容量3,297萬千瓦，同比增長31.5%，創歷史新高，風力發電累計併網裝機容量達1.29億千瓦。據國家能源局發佈的《2016年風電開發建設方案》（下稱《方案》），2016年全國風電建設規模將達3,083萬千瓦，風電投資規模可保持平穩增長。當前內地不同地區風電發展有別，「三北」地區風力發電過剩，棄風限電嚴重，預計增長主要來自中東部及沿海地區，發展值得關注。

據統計，去年全年內地棄風電量達339億千瓦時，同比增1.69倍，平均棄風率增加7個百分點至15%。其中「三北」地區成為棄風重災區：內蒙古棄風電量91億千瓦時，棄風率18%；甘肅棄風電量82億千瓦時，棄風率39%；新疆棄風電量71億千瓦時，棄風率32%；吉林棄風電量27億千瓦時，棄風率32%。由於「三北」地區棄風現象嚴重，中央開始限制當地風電項目的發展，並向中部、東部沿海地區及海上轉移。

國策續支持發展

內地海上風電近年增長迅速，主要因為海上風力資源更強更穩定（可開採量達5億千瓦），且海上風機單機容量更大，利

用小時數也更高，同時靠近用電區域，無棄風限電之擔憂。2014年，內地海上風電新增裝機容量22.93萬千瓦，同比大增487.9%；2015年海上風電新增裝機容量36萬千瓦，同比增57%，累計並網裝機容量達101.78萬千瓦，增長快速。

海上風電的迅速發展主要受益於國策支持。2014年8月，國家能源局發佈《全國海上風電開發建設方案（2014-2016）》，提出總容量1,053萬千瓦海上風電項目開發建設方案。其中，已核准項目總容量為175萬千瓦，處於前期準備階段項目總容量為853萬千瓦。此外，能源局還發佈多項措施，方便海上風電項目建設。

值得注意的是，目前海上風電標杆電價為潮間帶每千瓦時0.75元（人民幣，下同），近海每千瓦時0.85元，明顯高於陸上風電（I類每千瓦時0.49元、II類每千瓦時0.52元、III類每千瓦時0.56元）。海上風電項目的投資成本大約為陸地風電的1.5倍至2倍，運行成本約為陸地風電的1.5倍，均明顯高於陸地風電。短期而言，海上風電的發展仍非常依賴政策扶植和政府補貼。

筆者認為，雖然當前部分地區存在棄風限電現象，惟海上風電尚處於發展初期，仍具較大增長空間，預計「十三五」期間風電佔整體發電量比重上升走勢不會改變。其中，風機零部件、海底電纜、風電整機及風機安裝和運輸等相關產業鏈均可顯著受惠，值得留意。

「泛珠三角9+2」具發展潛力

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

國務院發表深化泛珠三角區域九加二合作的指導意見，泛珠三角區域包括福建、江西、湖南、廣東、廣西、海南、四川、貴州、雲南等9個省區加上香港和澳門特別行政區（統稱為「9+2」），約佔全國五分之一的國土面積、三分之一的人口和三分之一的經濟總量，是最具活力和發展潛力的地區之一。

拓港澳發展新空間

意見提出「泛珠三角9+2」的戰略定位是全國改革開放先行區、全國經濟發展重要引擎、內地與港澳深度合作核心區、「一帶一路」建設重要區域，以及生態文明建設先行先試區等。當中關於內地與港澳深度合作，依托港澳兩地國際競爭優勢及內地九省區廣闊腹地和豐富資源，在內地與港澳建立更緊密經貿關係的安排（CEPA）及其補充協議框架下，加強各領域合作，拓展港澳發展新空間，提升區域開放型經濟發展水平。

關於「一帶一路」建設區域方面，立足珠三角區域連接南亞、東南亞和溝通太平洋、印度洋的區域優勢，充分發揮建設福建21世紀海上絲綢之路核心區及相關省區作為「一帶一路」的門戶、樞紐、輻射中心和海上合作戰略支點功能，發揮港澳獨特作用，共同推動及塑造高水平參與國際合作的重要區域。

搶「一帶一路」商機

在剛舉行的粵港合作聯席會議，政府司司長林鄭月娥在會上指出：國家《「十三五」規劃綱要》的港澳專章特別指出要發揮港澳優勢，提升港澳在國家經濟發展和對外開放中的地位和功能，反映中央政府在謀劃國家整體發展佈局時，對香港的高度重視，特區政府一定全力以赴，秉持「國家所需、香港所長」的理念，積極參與國家建設及長遠發展。

在聯席會議上，粵港雙方亦就《2016年重點工作》達成共識，當中合作項目達92項。具體合作範疇的進展和合作包括在「一帶一路」方面，特區政府提出利用香港金融、貿易物流、高級服務業、旅遊等優勢支柱產業，積極配合推動「一帶一路」，鼓勵廣東省企業利用港平台到沿線國家投資基礎設施及生產項目。另外鼓勵省與香港的法律及仲裁專業合作，為內地企業與沿線國家和企業簽訂經貿投資合同，省港兩地專家提供跨境法律及解決爭議服務。

推動科技成果轉化

在「創新及科技」方面，粵港兩地未來會聚焦推動科技成果轉化的工作，促進「官產學研」互動合作，已成立「粵港信息化專家委員會」，積極推動兩地在雲計算、大數據、智慧城市等技術合作。在「專業服務」合作方面，來年加強法律及建築工程等專業領域合作，爭取兩地律師事務所聯營範圍至全廣東省。在建築相關工程方面，前海正與港業界合作，引入香港的項目管理系統。港方爭取更多試點項目，並將現時在前海的港專業企業名冊及專業人士登記備案制度引入至南沙和橫琴。

《廣東協議》的措施已陸續透過CEPA框架下的《服務貿易協議》延伸到內地其他省市，粵港合作樹立楷模，奠定了「泛珠三角9+2」深度合作的基礎。

在澳門特區方面，上述國務指導意見提及，改善和調整赴港澳「個人遊」政策，支持澳門作為世界旅遊休閒中心建設，促進澳門作為中國與葡語國家商貿金融合作平台、共同推進澳門會展商貿、中醫藥業等發展，支持澳門經濟適度多元發展、支持廣東與澳門共建江門大廣海灣經濟區、有序推動粵港澳遊艇自由行等。據悉，澳門特區政府已完成五年發展規劃草案，配合國家發展藍圖，同時在提高居民生活質素、改善交通以及提升澳門旅遊質量和創新旅遊產品等多方面作出規劃。

金融市場對恐襲的反應

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

過去一周，最矚目的新聞大事，非恐怖襲擊莫屬，比利時布魯塞爾的爆炸，是近年一浪接一浪的襲擊中，又一次的衝擊。不過，對於久經戰陣，在金融市場上打滾的人來說，電視片段是一回事，真正重點是對資產價格的影響，包括影響的方向，影響的幅度，影響的時間，影響的層面，這些才是投資者關心的。

投資者不太害怕

從投資者的反應看看，事件發生，匯價波動是明顯的，歐元和英鎊下跌，這是合理之至，畢竟出事地點就在歐洲。不過幅度不算大，這才是重點。又例如，資金爭相走避，跑進國債，債價升而債息跌，這也是合理的結果。說起來，近年全球寬，部分地區已經局部實行負利率，這樣一來，債息走低，也不奇怪。再說反映美股後市波動性的風險指標VIX，這個指數有上升，但升幅不算大。若要考慮避險情緒的，可能忘不了油價和金價，以往每逢有地緣政治的問題，例必成為投資者的短暫避風港。然而，今次所見，油價不升反跌，金價升了少許便轉跌，說明了，投資者不太害怕。

然則，究竟是什麼心態在影響，令投資者覺得，這種風險不再是風險？

防不勝防無得避

抽離一點，不去刻意留意新聞，純粹從已知的數據看不同資產類別的走勢，大概可以得出一個結論：沒太大影響。這可奇怪了，嚴格來說，人人在談避險什麼的，恐怖主義活動正是風險所在呀，為什麼沒有去迴避呢？答案很簡單，防不勝防，避無可避。

的確，從恐怖主義活動的本質來說，其風險回報的權衡，就是這麼一回事，以很少的私人成本，造成很大的社會破壞，對於以破壞為念的人，這是本小利大，也是其可以一直無日無之，多不勝數地發生的原因。

誠然，近年中東局勢緊張，過去幾十年的事態變化，大家可以清楚看到，目前的中東地區，基本上是亂局，且是結構性的，牽一髮動全身，之前的勢力均衡打破了，如今還未找到一個大家可以接受的均衡狀態。

顯然，從一般的分析角度看，究竟何時何地以哪種方式出現恐怖襲擊，外界是很難預計的，有點隨機的意味，但從另一角度看，那可又是結構性的。可不是嗎？上述討論的恐怖主義活動，本質上就是分散力量的游擊，是隨機的，個別事件看，絕對是，但從整體佈局看，大家已經習慣，它成為全球當今世上的一個事實，跑不出，逃不了，不久又再發生。

正因如此，投資者面對反正常有發生，只是不肯定出在何時何地，以何方式出現的事件，怎可能完全沒有心理準備？到真的發生時，又哪會一下子怕得要死，把資產拋掉？



■筆者認為對投資者來說，不會太害怕恐襲，因為防不勝防。圖為比利時民眾悼念恐怖襲擊遇難者。

新華社

政策制定者與市場參與者

興證國際證券宏觀策略分析員

葉旨暉

今年博鰲亞洲論壇正在海南舉行，大眾的焦點放在昨天李克強總理的演說，較少人留意清華大學中國與世界經濟研究中心主任李稻葵在一個分組論壇的言論。他表示若我們只注視人民幣匯率，是解讀中國經濟的最大錯誤；更點名批評對沖基金經理巴斯（Kyle Bass），因為巴斯早前指內地銀行的信貸危機最終會迫使中國政府下調人民幣匯率。

出發點不同影響解讀

若細看李稻葵及巴斯對人民幣不同的解讀，我們便能發現截然不同的出發點：前者的出發點是政策制定者，後者則是出於市場參與者。

先看政策制定者。現時的人民幣國策大方向是「完善人民幣匯率市場化形成機制」及「保持人民幣匯率在合理均衡水平上基本穩

定」（2016年政府工作報告），這樣的「市場化」及「穩定」符合政策制定者的最佳選擇，因為「市場化」帶來經濟動力，「穩定」有助製造一個有利推動其他政策的環境。（當然，如何界定何謂「合理」的「均衡水平」是一大藝術。）因此他們不會只注視人民幣匯率，他們希望達至設定的政策目標，他們的興趣更不會在於何時買入或沽出人民幣。

至於巴斯代表的則是市場參與者的角度。在後金融海嘯時代，投資者除了要關注經濟數據外，更要密切留意各國央行的一舉一動（有人笑言各國央行才是現在最大的不確定性）。市場參與者的選項是在觀察央行政策及研究經濟數據後，選擇用手上的資金做投資決定。他們的主要興趣不在於經濟基本面，或人民幣是否「市場化」，而是在這過程中的兩個選擇——買入或沽出人民幣。

政策能否成功，最後也取決於政策制定者與市場參與者的互動。

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。