

債轉股冷思考：中國特色與特殊背景

中銀香港高級經濟研究員

蘇傑

隨着3月8日華榮能源發佈盛重工啟動債轉股公告，作為化解企業債務和銀行不良資產上升因境、配合供給側與國企改革的重要措施，市場對內地新一輪債轉股熱議不斷。撥開市場迷霧，如何看待此輪債轉股呢？

債轉股並非內地獨有

一般認為，債轉股可泛指一切將債權轉化為股權的行為，國際上將其分為以追求高收益為目的的「收益型債轉股」和以處理不良債權為目的的「止損型債轉股」。後者又可分為市場主導的「商業性債轉股」和政府主導的「政策性債轉股」。

從全球範圍來看，發達經濟體一般多採用商業性債轉股，主要依靠市場力量依法由債權人與債務人直接協商實現。政策性債轉股則多發生在新興發展中市場轉軌期或經濟不景氣階段，往往採用政策與市場並重的手段。相較而言，依靠市場手段債轉股的成功率較高，但也存在財政注入、貨幣超發引發通脹、利率上升等問題。

財經評述

內地債轉股歷史重現

從近期市場討論來看，內地的債轉股相當於「止損型債轉股」，即處置不良資產，進行債務重組的一種方式，相較於催收、一般性重組更為嚴重，但相對於破產清盤程度較輕，可看作債務重組的最後解決措施。1999年為盡快化解國有企業經營困境，遏制國有銀行不良率高企的趨勢，內地財政部注資400億元成立四大資產管理公司，剝離收購四大商業銀行不良資產1.4萬億元，由資產管理公司將其管理的部分債權轉變為企業股權，最終債轉股4,050億元（佔比30%）。

一方面，四大行借此甩掉歷史包袱，不良率下降10%左右。通過核心企業債轉股，也成功帶動地區性、行業性企業重組和上市步伐；另一方面，其引發的「免費午餐」（企業財務軟約束）、資源錯配（對傳統過剩行業的救助導致破產成本增加）、「賴賬文化」（劣幣驅逐良幣加「三角債」）以及財政負擔加劇等問題備受詬病。

本輪債轉股蓄勢待發

新一輪的債轉股既非智利等南美國家化解外債的翻版，也不同于波蘭等

中東歐私有化背景下的舉措，更缺乏美國在法律、市場、監管等方面的高度契合，具有強烈的中國特色，與企業去槓桿的進程密切相關。目前內地非金融企業債務佔GDP的比重為123%，遠高於德國、美國、英國的54%、67%、74%，也超越日本、韓國約100%的水平。

有別於上一輪債轉股，目前內外形勢均發生變化。全球經濟步入增長乏力的疲弱期，發達與新興市場均面臨不少結構性問題。中國內地經濟總量雖躍居全球第二，但步入中高速增長和結構調整的新常態。

另外，當前債轉股的區域性特徵明顯，長三角、東北、華北地區的不良貸款情況比中西部、珠三角更為嚴重，農村信用社、農村及城市商業銀行或是重災區。其中，去年底農商行不良率為2.48%，遠高於整體的1.67%。

今年3月李克強總理表示要「用市場化推動，探索用債轉股降低企業槓桿」，但有關債轉股政策至今仍未能出台。綜合市場信息，本輪債轉股擬將結合政策與市場導向、觸及現有法律法規修訂和頂層設計、主體聚焦銀行、標的更為多元化，探索改善企業公司治理結構與優先股等問題。債轉股若持續成功實施，短期內有助於避免企業債務違約，改善銀行資產負債水平，中長期可推進經濟結構轉型和金融體制改革。

監管趨緊 P2P 洗牌潮將現

比富達證券（香港）市場策略研究部高級經理

何天仲

近年內地P2P平台「爆煲」案例頻現，涉及金額與人數越來越多，中央對P2P平台的監管也不斷加強。上年7月央行發佈了《互聯網金融指導意見》，宣佈內地P2P網貸告別無監管時代，近日再度牽頭多部委出台了《互聯網金融風險專項整治工作實施方案》，進一步加強對P2P網貸平台的監管。可以預見，隨着監管力度不斷增強，內地P2P將告別野蠻增長，行業洗牌潮將出現。

內地經濟增速放緩，銀行為規避風險，發放貸款積極性不高，個人和中小企業從銀行借錢難度大，且成本高；與此同時，社會民間資金充足，但缺乏投資去處，P2P網貸平台正好打通了兩者之間的通道。

而過去兩年央行多次降息之後，貨幣基金等收益率已下滑至4%左右，但P2P網貸的投資回報率普遍仍能達到10-20%，無論對於借方還是貸方，都較為吸引，因此P2P網貸迎來了高增長期。

成交量增長快 問題平台湧現

據網貸之家發佈的數據，2015年內地新增網貸平台1,020家，創歷史新高。網貸規模也不斷擴大，2015年全年各平台網貸成交量達到了9,823.04億元（人民幣，下同），較2014年增加288.57%，且呈現向發達地區集中的趨勢。貸款餘額

方面，截至2015年底，內地網貸行業總體貸款餘額高達4,394.61億元，較前年同期增長324%，增幅驚人。

由於網貸資金流向優質項目比例較低，網貸規模迅速壯大的同時，其潛在風險也大幅上升。據統計，2015年內地網貸問題平台達到896家，佔比高達三成以上，是2014年的3.26倍。年中及年末資金緊張時期更是平台問題高發期，上年僅6、7及12月三個月出現問題的平台就達到340家，超過2014年全年總和。2015年問題平台中，「跑路」和提現困難分別佔55%和29%，停業佔15%。

行業綜合收益率料降至約10%

收益率方面，2015年行業綜合收益率为13.29%，較2014年下降了457個百分點，對比早期高達30%左右的綜合收益率，收益率回歸理性可降低平台營運壓力及違約風險。由於2016年資金面整體較為寬鬆，以及銀行息率處於低位，行業綜合收益率預計將進一步降至10%左右。

以往內地P2P網貸平台產品類型主要為信用貸款、車貸、房貸等，如今許多平台已將業務拓展至票據、融資租賃及產業保理等領域，對不同行業滲透度明顯提升。P2P網貸可為投資者帶來相對穩定的較高回報，對資金需求方也提供了便利，市場需求巨大。為保證P2P行業長遠健康發展，監管力度將加大，部分資質較差的平台將會逐步退出市場，資金實力雄厚，風控能力突出的平台將獲得更大的發展機會，值得留意。

多哈會議無進展 油價趨反覆

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

近期高風險資產出現反彈，除了因為多國央行維持非常寬鬆的貨幣政策，以及油價顯著回升，帶動新興市場股匯債出現反彈。投資者期待的多哈產油國會議，在多番延長後，最終未能達成協議。為何過去一年半的低油價情況，並未能刺激消費市場？如今達成凍產協議後，油價走勢會何去何從呢？

油價低企有利消費市場？

自2014年6月以來，國際油價下跌了大約60%，但不少國家的經濟卻出現放緩。雖然同期美匯指數升了超過15%，但按照價格計算，油價於過去一年多仍下跌超過40美元。

以往油價低迷，雖然對出口石油的國家帶來傷害，但對進口經濟帶來刺激作用。這點是基於以往進口石油的國家，它們消費比率較高。因此，油價高低會影響零售市場。

但油價自2014年開始下跌後，對全球經濟卻帶來負面影響，連帶環球股市亦出現下跌。據國基會的4月份世界經濟展望中，提到在過去半年多點時間，當油價下跌時，股票市場往往亦跟隨下跌。此外，過去低油價能刺激歐美消費市場的神話，自去年8月以來並沒有出現。

供求關係出現轉變成主因

任何資產價格的升跌，當然與供求有不可或缺的關係。油價過去一年多的下跌，除了全球需求疲弱外，供應持續增加亦成為主要原因，令國際油庫存持續上升。雖然多哈會議達成凍產協議，但協議只是針對供過於求的問題，而非可以即

時降低庫存。目前除了油組成員國的產量屢創新高外，一些非油組的成員國，例如美國的頁岩油供應亦相當充裕，令油庫存持續高企。

油價下跌影響產油國被低估

石油需求減少中，以產油國的需求跌幅最大。雖然佔全球比率只有12%，但油價下跌對當地經濟的影響，似乎較大家想像之中大。產油國的本土消費顯著轉弱，固定投資大幅下降。另一方面，不少產油國以往把累積的財富成立主權基金。由於政府大幅減少開支，而且國家的還款能力轉弱，令投資者憂慮其外債能否如期償還的問題。

此外，由於油價持續低迷，亦影響了全球私人機構對石油的開採及勘探資本開支。據IMF引用Rystad能源公司的估計，2014年-2015年全球石油及天然氣部門的資本開支減少了2,150億美元，約佔全球固定資本開支的1.2%。近年美國原大力發展頁岩油，但由於油價過低，令不少營運商破產或結束營業。因此，亦拖累了美國經濟。

石油進口國受惠程度被高估

油價下跌有利發達國家經濟，這個幾乎是必定的定律，亦於今次油價下跌中被打破。除了上文提及美國能源行業的相關投資受到較大的影響，新興國家眼見油價已顯著下跌，令政府大幅削減對燃油開支的補貼。雖然政府的財政將會改善，有空閒去降低稅率及增加公共開支，但這實在需要一個時間過程。

預料油價短期支持位於35美元左右，而阻力在45美元。下次油組會議將於6月份舉行。

積極覓地建屋也應善用公帑

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

政府繼續透過修改土地用途及適度增加發展密度，並會就不同用地和地區進行土地用途檢討，務求善用已建設土地及周邊地帶，充分利用現有土地資源去增加房屋供應。發展局局長陳茂波表示，早前覓得約150幅具房屋發展潛力用地，如能及時修訂法定圖則，當中大部分預計可於2014/2015至2018/2019年度的五年內推出。截至今年三月底，該批用地已有超過四成向城市規劃委員會提交法定圖則修訂建議。在2016/2017年度，計劃就40多幅用地展開法定圖則修訂程序，估計可提供8萬個住宅單位。

港府亦正與港鐵積極探討現有及未來車站和相關用地的發展潛力，最新的一項研究認為，油塘站通風大樓用地上蓋發展住宅技術上可行，改劃用途後，連同毗鄰用地，可興建約1,000個住宅單位，具未來沿線車站和用地的發展潛力。該地段鄰近港鐵，附近屋苑有鯉魚門邨及高翔苑等，商場如鯉魚門廣場在五分鐘步行之內，附近學校和其他社會設施完備，具備發展住宅的條件。

另一方面，房屋署經研究後，擬將北角渣華道及電照街交界一幅面積0.12公頃的土地興建一座單幢式房屋，按披露的文件顯示，該地段毗鄰海關總部大樓，現為電照街遊樂場，建議將該幅用地提供資助房屋單位，料將興建居屋。該土地原屬「政府、機構或社區」用地，須向城規會申請改為甲類住宅用地，當局預計2018年中可將土地轉交房委會，工程施

工期約四年，項目預計於2022年落成。

北角地建居屋值得商榷

上述電照街用地，距港鐵北角站僅幾分鐘路程之遙，附近為北角市中心，與年前標售發展作住宅用途的前北角邨用地僅一街之隔，該前北角邨用地前臨維港，享有無遮擋的海景景觀，筆者對電照街地段是否應該用作資助房屋有保留。

首先，有意見認為雖然電照街地段地點便利，但由於地段面積小，只能發展壹棟居屋，擔心日後管理費較貴，另外更重要的是居屋訂價的矛盾，該區私樓新盤呎價達18,000到兩萬元，若將來建成居屋新盤，就算打折扣後出售，售價仍會與居屋申請者的負擔能力有距離，但房委會定價又不能脫離與市價掛鉤，歸根究底，在善用土地資源角度，真正問題是以該幅土地的優越條件，是否更適合作私人住宅發展而不是作資助房屋。

僅一小撮人受惠欠公允

從另一角度看，如在好像電照街這類市中心地段興建資助房屋，政府庫房將少收了假如發展私人住宅的潛在賣地收入，這是除了居屋作折扣定價之外的額外補貼，而到時只會少數幸運兒中籤，當這個居屋滿五年禁售期，屆時若轉售將跟隨該區私樓樓價，該批幸運兒即是中籤如中大獎。

這樣來說，即是一小撮人受惠於公帑的補貼，又對其他抽不到電照街居屋的申請者是否公平，還望當局仔細參詳一下再作定案。

深港通打開投資內地成長股大門

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

繼滬港通之後，深港通的通車一直備受關注，不過股災打亂了其步伐，國家急於救市也無心無力推動。不過，近期似乎深港通箭在弦上，再次被提到議程上。

顧名思義，深港通便是指深圳證券交易所和相關聯合交易所建立技術連接，使內地和相關投資者可以通過當地證券公司或經紀商買賣規定範圍內的對方交易所上市的股票。

2014年11月滬港通啟動，為內地資本市場開放踏出重要一步，於是越來越多關注的目光放在深港通，希望可以成為又一加速器。直到2016年3月5日，全國人大會議的政府工作報告提出2016年重點工作部分，適時啟動深港通列入深化金融體制改革的工作內容當中。隨後，國務院總理李克強分別在兩會的記者會，以及博鰲閉幕式上提出今年擇機推出深港通。

何時宣佈時間存變數

4月，廣東省省長指出會加快推進深港通，隨後在廣東政府官網的一份文件中提到，適時推出深港通和QDII2試點，推動深港兩地資本市場互通。直到20日彭博社指內地或於7月前批准深港通，把對於通車時間的猜測推至高峰。主要考慮的時間有三個：一是5月全國人大委員長張德江訪港；二是MSCI於6月公佈是否將A股納入其指數之內；三是七一回歸前。不過深港通宣佈的時間存在變數，亦不知會否在宣佈批准的同時一併宣佈啟動日期。港交所行政總裁李小加則多次表示港交所已做好開通深港通的準備，而在正式宣佈後，需要3個月至4個月進行籌備工作。

進入二季度，大市不如一季度那麼劇烈波動，整體市場企穩，雖然包括貨幣政策在內的不少不確定因素依舊存在，但至少市場開始消化。加上中國內地近期數據出現好轉，雖然不能斷言經濟是否見底，但至少不會硬著陸，一切似乎比我們之前擔憂的要好一些。滬指從1月底點2,638回升至3,000水平附近，升逾13%。深成指也有所企穩，恒指更是幾乎快回補完今年1月以來的跌勢。投資者雖然仍較謹慎，但投資氣氛有所改善，的確給深港通提供可落實的前提條件。

不過考慮之前滬港通的情況，其實並不如之前的預想，但開通的時間點是準的，的確趕上了一波牛市。而深港通這個體量更小的機制，相信至少中短期對於大市的影響有限。

港交所及券商股可留意

深港通的開通將和滬港通產生協同互補作用，深港通更是打開了投資內地成長性股的大門，包括信息技術和醫療保健的新經濟行業，吸引更多資金投資中國內地市場，同時港股中的稀缺品種也將再次受到關注。當然其中港交所（0388）作為港股唯一交易所，預期深港通帶動成交額增長，有利其盈利提高。其股價從3月開始逐步上升，至今累計升幅近18%。尤其是昨日在彭博社有關深港通消息出來後，港交所逆勢靠穩，今日則進一步上行一度突破200元，上望220元。除了AH差價股，券商股也是炒作的一個標的，收購傳聞也再起，時富金融（0510）便在3月尾急升，並配合大成交。



外電傳內地或於7月前批准深港通，把對於通車時間的猜測推至高峰。圖為深圳證券交易所。

港股若破21794可全力造好

興證國際證券聯席董事

何世浩

隨着上月歐央行六招齊發，來個超級QE，成效未見，但市場迄今對充裕的流動性感到樂觀。環球股市反彈，美股更已創下了年內新高，港股亦繼續2月延伸以來的反彈浪。這裡筆者先不談歐洲超級量寬對其經濟之影響，卻想從恒生指數技術分析此次反彈是彈完再尋底抑或是新一輪牛市之開始。

先比較去年10月反彈及今次2月以來之回升，筆者統計兩次指數見底回升10%時，個股反彈之力度及全面性，發現去年10月反彈30%或以上個股有402隻，今年2月有554隻；又去年10月反彈60%或以上個股有113隻，今年2月反彈有146隻，可見今次回升的覆蓋層面比較廣泛。

再看恒指月線圖，暫時形成支持，如餘下時間支持成功確立，恒指便有機會自熊二反彈以

來第一個陽燭支持，情況一如1994年及1998年的形態。若以年線圖計算，配合保歷加通道（Time periods: 18, deviation: 2），近20年凡一觸到中軸便即回升，伴隨而來是至少一年之牛市。

後市端視A股能否回勇

美股現已率先突破年內高位，而A股卻仍在低位徘徊，滬市日成交額只有1,400億元人民幣，較去年6月的最高13,000億元萎縮近90%，投資情緒悲觀。隨着低估值的投資機會陸續浮現，A股不少大股東始增持及回購。

從大資產配置的角度而言，隨着中央對一線城市進行調控，相對一線城市樓價的大幅高估，股票市場的低估值提供了轉戰股市的契機。因此，今次港股能否進一步收復失地，還看A股能否及時回勇。

策略上，如港股能於短期內升穿今年高位21,794，可全力造好。

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。