

內地債轉股四大方向未清晰

中銀香港高級經濟研究員

蘇傑

作為推動國有企業改革與化解企業債務問題的一項重要措施，內地新一輪債轉股相關政策目前仍在討論研究中。在媒體熱議和各類研討層出不窮的背景下，可從四個方面來探討其基本方向。

政策與市場怎兼顧

本輪債轉股強調「市場化」：在企業選擇上，商業銀行可能引入第三方評審，增加企業核定的有效性；在轉股定價上，商業銀行或在企業債務成本高企的狀況下，更多採用市場定價、減少國有資產損失和商業銀行虧損；在財政難以兜底的背景下，股權處置更多藉助社會資金，需依賴資本市場和多種金融工具（如資產證券化等）等市場化手段。不過，具中國特色的債轉股實難完全等同於發達市場的債轉股模式。以地方政府角色為例，如何在標的評估、造價、管理、分紅、退出等各环节規避地方政府利益的考慮（包括經濟增長、就業、政績等因素）具有相當難度。

財經評述

頂層設計亟待突破

法律障礙是此輪債轉股在制度層面的最大約束。從海外經驗來看，在推出相關措施之前，大多事先在法律法規層面提供明確指引。目前內地的《商業銀行法》不允許銀行投資非金融企業和持有非自用不動產；《商業銀行資本管理辦法》則對被動持有股權有資本佔用規定：兩年內風險權重為400%，兩年後是1,250%。另外，除去商業銀行在准入與退出方式上均面臨法律制約，現有《公司法》、《破產法》也缺乏對債轉股的相關規範。

主體標的定位多元

在混合所有制與混業經營改革背景下，銀行或成為此輪債轉股的主體，但也存在爭議：一是內地銀行是否具備經營管理產業公司的能力，銀行參與會否對企業經營構成不正當干預？二是銀行與企業的關係會否重蹈日本「主辦銀行」制度的覆轍，造成經濟金融發展的滯留？三是銀行趁機開展證券、基金等業務，或形成更大的金融壟斷體系，不利於多層次資本市場建設，特別是證券、基金、信託等主體發展。此輪標的選擇或更多元化：

在企業屬性上，不僅局限於國有企業，更涵蓋大型民營企業；在企業性質上，既包括上市企業，也包括未上市的混合所有制企業；在行業選擇上，或更多集中於鋼鐵、水泥、電解鋁、船舶製造、煤炭等產能過剩行業。與標的相對應的是，入選企業債務在銀行賬面上更多地反映為關注類貸款甚至正常貸款，而非不良貸款。

完善治理提升效益

有分析認為，商業銀行受到財政部、央行以及巴塞爾協議的內外監管，可利用自有的激勵機制，倒逼債務企業整改、重組，解決原有的「內部人控制」問題，加強股東地位和話語權，完善公司治理結構，從而推進企業效益提升。近期優先股作為債轉股的表現形式被廣泛討論。優先股在公司資產破產清算的受償順序（索償權）排在債權之後，比普通股優先；股利分配順序較普通股優先，通常按事先約定股息率發放。優先股雖在銀行利益保護上較為有利，但不能參與企業經營權限，如何發揮改善企業治理作用值得商榷。

綜上所述，本輪債轉股雖然基本確立市場化的方向，但法律規範、主體、標的、步驟等環節涉及內地金融改革的多個層面，仍需進一步釐清。

環球股市現調整 後市有下調空間

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

環球股市近日普遍下跌，主因受多項利淡消息影響。首先，日圓匯價持續上升，美元兌日圓曾見105.55。市場持續測試日本央行何時會干預匯市，或推出新一輪寬措施去刺激經濟。第二，澳洲央行出乎市場預期減息0.25厘，指標利率降至新低的1.75厘。央行聲明顯示，對環球經濟前景不感樂觀，且預期今年當地經濟增長只屬溫和，通脹持續於低位，令投資者的憂慮增加。第三，最新公佈的財新中國4月製造業採購經理指數持續處於收縮狀態，投資者憂慮中國經濟前景。內地近日有報道指，央行短期內應該無意再放水，亦影響了投資市場氣氛。

第四，先後有兩名美國地方聯儲銀行行長表態支持加息。三藩市聯儲銀行行長指，只要當地經濟、通脹及就業市場持續好轉，他會支持下月加息。阿特蘭大聯儲銀行行長指，雖然不能確定下月會否加息，主因未完全掌握第二季經濟狀況，但肯定全年會加息兩次。兩人的談話屬鷹派，令美元匯價上升，新興市場股匯及商品價格則下跌。

第五，高收益債券企業的財政狀況，再度引起市場關注。上周末，有兩間美國能源企業宣佈破產，令能源高收益債的違約率升至歷史高位。據媒體指，獨立石油及天然氣公司 Ultra Petroleum Corp 及石油暨天然氣探勘商 Midstates Petroleum Company 分別於上周末申請破產保護。據惠譽

指，計及這兩間能源企業，這個分類的高收益債違約率升13%，不但超過1999年的歷史高位9.7%，更遠遠高於一年前不到2%的水平。

油價彈 能企資金周轉難

雖然近期油價顯著反彈，由2月的低位大約26美元左右，升至近期的高位大約44美元，升幅近七成，但不少能源企業的資金周轉的確出現問題。惠譽估計，到今年年底能源企業的債務違約可能升至兩成或以上。除了商品價格本身大幅下跌的問題外，投資者亦開始關注美國銀行業收緊對商業及工業的貸款標準，可能令能源企業的資金周轉進一步惡化。標普顯示，美國整體高收益債違約率於4月已升至3.9%，是2010年9月以來最高水平。

是次環球股市調整，只是過去大約兩個月反彈後，較為明顯的調整。美國今年加息幅度及時間存在不確定性，反而可能影響市場未來的信心。美國今晚將公佈官方就業數據，由於私人就業增長呈放緩，料市場更關注官方就業數據情況。若數據符合或較市場預期理想，將會提高6月聯儲局加息的機會。

過去一段時間，美國聯儲局似乎刻意把6月加息的機會降低，以便令美元回落至一個更低的水平。若聯儲局轉為支持加息，即使令美元上升，但升幅未必如上次般去到100水平。因此，要留意美元會否於短期轉為出現上升趨勢。

土地政策要有定力 短期波動別亂陣腳

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

政府公佈最新未來三四年的潛在私人住宅一手樓供應量，在3月底為92,000個單位，按季增加5,000伙，是自2003年底以來的新高。金管局公佈今年首季負資產宗數，由去年底的95宗上升至1,432宗，較去年第四季激增14倍，其中涉及未償還貸款也按季上升近11倍至49.19億元。

傳媒對上述兩項數據均表示關注，首先，樓市未來供應多，兼且在現時經濟氣氛下，樓市會否受到進一步負面影響。另外，香港在2003年沙士期間，負資產個案高達十萬宗的慘痛狀況大家仍記憶猶新，經歷十年，大約到2012年香港經濟樓市復甦，所有負資產個案才被完全消化。

坊間關注未來事態發展，認為政府應該是時候檢討「辣招政策」的聲音此起彼伏。發展局局長陳茂波在網誌提出，根據差餉物業估價署的資料顯示，去年第四季市民的置業負擔比率維持在約62%的高水平，仍遠高於過去20年的平均值（46%）。市民在住屋方面的開支仍佔住戶整體開支約34.3%，較5年前增加了約2.6個百分點；等待「上車」的市民仍有不少。沒有條件在土地供應的工作上「放軟手腳」，特別是由於「造地」的過程（由覓地、再經各項規劃及工程技術研究，以至諮詢公眾並提供各種所需的基建配套），動輒需要十年或更長的時間。因此，各項短中長期土地供應工作必須持續，執行政策必須有定力，不能因為短期樓市波動而自亂陣腳。

應重視供求能否配合

筆者認同香港在中長期線土地供應方面，應該繼續致力增

加土地儲備，但同時亦應該注視市場需求是否能夠配合。在大量新增供應而市場需求跟不上的環境下，即出現供過於求的現象，無疑樓價回落是會令較多人能夠負擔置業。不過偏偏香港樓市的狀況是寧買當頭起，樓價愈升愈多人追捧，樓價跌的時候，買家觀望何時跌定，愈跌愈多人買樓，形成惡性循環。現時的环境正是如此，交投大幅萎縮，尤其二手樓交投更為明顯，政府在樓宇買賣方面的印花稅收入也顯著減少。

筆者近期聽到不少聲音，包括地產代理、銀行按揭、律師樓以及廣告業界等皆叫苦連天。物業成交大幅減少嚴重影響相關業界的生計，港府亦應該理解社會上相關界別的苦況，適度調節政策維持房地產市場交易，在一個較健康的成交宗數水平下運作。現時香港經濟零售及旅遊不景，失業率有回升的隱憂，但「一帶一路」及創新科技等新政策所帶來的經濟效益仍有待觀察，或許需要一段時間才能發揮效果，有人認為應該先救樓市以救經濟。

政策可適度引入彈性

從一個宏觀角度看，政府可以堅持持續增加土地供應，但因應市場需求下降，可適度引入彈性，調減每年推出市場的新增供應數量，暫緩推出的部分新增供應不會就此浪費，可留在土地儲備中，待將來再推出市場。這樣的好處是可以令樓價穩定下來，重新恢復市場的信心，令市場成交宗數回復到一個較健康的水平，否則就算樓價下跌，有需要置業的買家卻不敢入市，即是仍未能滿足這些人士的置業需求。筆者更為關注負資產宗數的上升，借鑑當年的經驗，發展下去或衍生重大民生悲劇，以及影響銀行按揭資產的質素，及時採取措施穩定樓價有助於緩解負資產上升趨勢。

白酒業明顯改善 高級酒續跑出

比富達證券（香港）市場策略研究部高級經理

何天仲

自2012年底開始，內地白酒行業受反腐影響進入深度調整期，其中高級白酒受到的衝擊最大。為應對挑戰，各大酒企不斷調低售價，以攻佔中低級市場；同時拓展銷售渠道，告別單一代理商發展模式等。經歷長達3年的調整後，白酒行業整體改善明顯，上年大部分上市酒企已有利潤正增長，今年盈利增速料將進一步擴大。雖然白酒行業仍面臨產能過剩問題，惟高級白酒企業去庫存效果理想，加上其受認可程度高，增長動力更足，值得關注。

庫存降 盈利增

早前受反貪腐影響，高級白酒需求驟降，各大廠商相繼調低售價，以提振銷量，消化庫存。經歷長達三年的調整後，部分高級白酒零售價降幅甚至過半。以飛天茅台為例，其價格由2012年初的每支2,000元（人民幣，下同）降至今年3月底的每支830元，跌幅達58.5%。庫存方面，截至今年3月底，飛天茅台的庫存已由去年同期的1.5個月降至半個月水平，已接近健康水平。

業績方面，2015年內地18家上市酒企中有15家獲得利潤增長，今年一季度，15家酒企的利潤增速更進一步擴大至10%以上，業績改善帶動股價利好。以貴州茅台（600519.SH）為例，其股價在2014年初展開反彈，近日已創下歷史

新高，表現大幅跑贏大市。截至今年一季度，茅台、五糧液及古今貢酒的預收賬款均達到歷史最高水平，分別為85億元、68億元和9.9億元，顯示批發商看好高級白酒未來銷量。

雖然高級白酒企業開始復甦，但白酒行業的整體產能過剩問題仍未明顯改善，中小酒企競爭仍非常激烈。據統計，2014年底，內地白酒（折65度、商品量，下同）產能大約為1,660萬噸，但2014年全年白酒的銷售量僅為約1,202.6萬噸。2015年前三季度白酒銷量雖然同比增長6.8%至914.4萬噸，但庫存率較2014年末仍增長了4.4%，去庫存壓力依然高企。

企業併購注新動力

近年白酒行業企業併購行為頻密，2012年至2015年白酒行業併購案例高達22起，今年年初至今已3起，預計併購熱潮將會持續。併購有助酒企化解產能，豐富產品線，以及提升市場佔有率。部分上市企業也在積極推進員工持股等改革，對企業管理水平和資金實力的提升刺激正面。

整體而言，高級白酒的復甦走勢強勁，但行業仍受困於產能過剩，整合仍將繼續。企業併購可為行業發展注入新動力。大型白酒企業可憑藉自身充裕的資金實力進行擴張，提升市場份額及議價能力。可以預見，中低級白酒市場仍是競爭紅海，而高級白酒品牌將繼續引領復甦，行業馬太效應增強，值得留意。

美日央行行動分歧 資產市場後勁不繼

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

踏入5月，金融市場的氣氛，似乎有點後勁不繼。究其因，不難明，主要就是央行取態的分歧。可不是嗎？4月底有一眾央行的議事會議，沒有太大懸念，沒有新動作，沒新聞就是好新聞，對嗎？那得視乎大家把預期這個焦點放在哪裡。

事實上，從預期這回事來看，投資者對於央行大員的想法，固然時刻關注，但總的來說，離不開一個概率分佈，而不會真的因為新聞這天說這位委員說什麼，改天又說另一位行長說什麼，便完全改變。畢竟，除非這些人說的有什麼新意，又或者這個人打倒昨日的我，而且事前完全沒有估計，否則，每次會議前後，大概有某個數量的正反意見，皆往往是投資者早有預期的事了。

當然，一般人從新聞上看到的，就是什麼人說了什麼一番話，然後硬要把眼前的資產價格表現，與之拉上一個因果關係，那可真是的懶惰之過。怎麼可能以為在新聞看來是新的事件，對投資者來說便真的是新？從事件發生的先後順序看，可能是新，但從投資者預期的角度，可能早有一定想法，只要不超越這個範圍，一切還真靠譜的，那就沒什麼好驚奇，自然對資產價格沒什麼大影響了。

美延遲加息 免前功盡廢

說起資產價格，近期焦點來自美日央行取態和期望管理的分歧。美聯儲有條件加息而未加，或多或少是投鼠忌器，不希望本身的行動，令前功盡廢，而過程中，也或多或少受到年初日本央行的負利率行動影響。美國盡一切可能為投資大眾作期望管理，盡量不打草驚蛇。相比之下，日本往往太早或太誇張地預告，結果做不到，投資者失望而回。這種結果與期望之間的落差，經常令人對於日本央行有可能公佈重大消息前的匯市特別敏感。

是的，當前最重要的資產互動，是美債/日圓/金價三者走勢。傳統觀點看，兩者皆強，是避險主導。相反，則是有一定風險胃納。我看未必。在歐洲和日本的負利率不是一朝一夕可以改變之時，美國加息步伐不會太快，可拖則拖，4月不加息是意料中事，6月大概也加不成，一來沒有充分的期望管理時間；二來近日數據有點疲弱，沒了勁；三來，若年內只加個一兩次，何必急急而為？如果是，風險資產也不無一試之理。

當然，多年來皆是量寬催谷的資產價格，早已不便宜，論值博率，難吸引，但反過來，若相似環境持續下去，你可以不買資產嗎？可能暫時不買，但一有大波動後，仍是有誘因。這就是央行要做的事，大家的錢趕出來後，買資產、穩信心，至於是否流進實體經濟，這個可沒保證。這種理解，不是傳統教科書的想法了。



■筆者認為美聯儲有條件加息而未加，或多或少是投鼠忌器。左為美聯儲主席耶倫。

中國企業海外併購年

興證國際證券市場拓展部聯席董事

周嘉儀（前無綫電視新聞主播）

有人稱2016年為「中國企業海外併購年」，因為今年中國企業加強全球併購，單計首季中國海外併購總額已達約1,100億美元（約佔全球兩成），當中實際交易金額165.6億美元。此趨勢相信定必會打破去年紀錄，而有預測估計今年全年數字會達到2,000億美元以上。

事實上，中國對外投資額在全球各國的排名，已由數年前的十甲以外，躍升至2014年全球第三位，當然今年有望進一步上升。這些動輒數十至數百億美元的併購多不勝數，信手拈來的例子包括大連萬達收購美國傳奇影業、中國化工收購先達（Syngenta）及三峽集團收購巴西水電站等。從行業分佈來看，這些併購涉及多個行業，包括製造業、信息傳輸及商業服務業等。

覓尖端技術 增企業實力

中國企業加緊海外併購，一方面可以藉此獲取海外尖端技術和品牌，提高企業產品的

實力和服務；另一方面亦可減低內地經濟增長放緩的衝擊。去年中國經濟增長創下25年來新低，進出口低迷、製造業產能過剩以及擔心人民幣貶值等因素或多或少加速了海外收購。為了協助併購，政府亦透過「一帶一路」及簡化海外併購程序，希望積極鼓勵企業進軍海外市場，發改委剛公佈希望修訂《境外投資專案核准和備案管理辦法》就是簡化程式的一例。

不過，不斷加快的併購也衍生出其他問題，有人擔心中國企業缺乏透明度、出現嚴重債務等問題，海外併購潮或會後繼乏力。另外外國對中國資金對外急促擴張的憂慮或多或少令併購受阻，例如中聯重科早前向特雷克斯（Terex）提出收購方案，便因美國議會擔心國家安全而被反對。外國政府對國家安全的擔憂以及對中國買家的警惕，定必會對往後收購實施更嚴格審查。

的確，成功的境外併購有助提升產業水平，但回顧往績亦不難看到不少困難。如何應對海外併購其中風險，是中國企業必須深思的問題。

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。