

內地啟動新一輪債轉股

銀行不得直接參予「殭屍企業」禁入

香港文匯報訊（記者 海巖 北京報道）時隔17年後內地再啟銀行債轉股。作為中央提出的「降槓桿」的重要舉措，國務院昨日下午發《關於積極穩妥降低企業槓桿率的意見》及《關於市場化銀行債轉股權的指導意見》，標誌着新一輪債轉股正式啟動。此輪債轉股強調以市場化原則定價、籌資、參與和退出。銀行不得直接「債轉股」，但支持其新設機構參與，債轉股各個交易環節均可享受稅收優惠。

國務院文件提出，鼓勵面向發展前景良好但遇到暫時困難的優質企業開展市場化債轉股，包括因行業周期性波動導致困難但仍有望逆轉的企業；因高負債而財務負擔過重的成長型企業；高負債居於產能過剩行業前列的關鍵性企業以及關係國家安全的戰略性企業。文件嚴禁已失去生存發展前景扭虧無望的「殭屍企業」、惡意逃債的企業、債權債務關係複雜且不明晰的企業、有可能助長過剩產能擴張和增加庫存的企業參與債轉股。

助降低企業槓桿及財務成本

包括金融資產管理公司、保險資產管理機構、國有資本投資運營公司等多種類型機構均可參與；支持銀行利用現有符合條件的所屬機構，或允許申請設立符合規定的新機構開展市場化債轉股，並鼓勵社會資本參與開展債轉股。文件強調，除國家另有規定外，銀行不得直接將債權轉為股權。

中國銀監會副主席王兆星昨天在記者會表示，此輪市場化債轉股既包括不良資產，也包括一部分正常貸款，其目的主要是為降低企業槓桿及其財務成本。

他說，上世紀90年代銀行不良率高達20%以上，資本充足率為負，處於技術性破產的境地，為了維護銀行體系、提升競爭力，確實採取了一些政策性的不良剝離措施，但今天的銀行業不良率只有1.75%左右，資本充足率達到13%以上，撥備覆蓋率也達到260%以上，所以銀行沒有必要通過債轉股處理不良，化解風險。

債務重組或使銀行承受損失

另外，此次債轉股嚴禁「殭屍企業」、失信企業和助長產能過剩的企業參與。對於「殭屍企業」，銀監鼓勵債權人委員會制定清晰可行的資產保全計劃，穩妥有序推動其重組整合或退出市場，盤活信貸資源。對於技術管理比較先進、還有生產可能的企業，則鼓勵通過自主自願，由債權人和銀行等債權人平等協商來確定債務重組。王兆星說，債務重組可能成功，也可能失敗，銀行可能會承擔一定損失。這是市場決定資源配置可能會出現的結果，「我們鼓勵企業爭取成功，但對可能發生的損失也要做好充分的準備和應對措施。」

文件中還對債轉股的實施給予了一些具體政策，如允許參考股票二級市場交易價格確定國有上市公司轉股價格，允許參考競爭性市場報價或其他公允價格確定國有非上市公司轉股價格；允許通過協商並經法定程序把債權轉換為優先股，依法合理確定優先股股東權益。

涉及環節獲相應稅收支持

財政部部長助理戴柏華說，在降槓桿和債轉股涉及的到交易各個環節，都將獲得相應的稅收政策支持。符合條件的企業重組，所得稅、增值稅、土地增值稅、契稅等可獲減免。企業破產所涉及到清算費用、職工工資等都在企業所得稅的稅前扣除。資產證券化涉及到的有關合同暫不徵收印花稅。符合「真實損失」原則的呆賬，都可以在企業所得稅的稅前扣除。



本輪債轉股政策要點

- 政府不承擔損失的兜底責任，政府不強制企業、銀行及其他機構參與債轉股
- 銀行、企業和實施機構自主協商確定債權轉讓、轉股價格和條件
- 銀行不得直接將債權轉為股權，應通過債轉股實施機構實現
- 禁止「殭屍」、產能過剩、逃廢債企業債轉股
- 允許參考股票二級市場交易價格確定國有上市公司轉股價格
- 嚴格禁止債轉股企業任何股東特別是股東掏空企業資產

發改委、財政部、央行、銀監會、國資委等多部委官員在國務院新聞辦召開發佈會解讀此次債轉股政策。 海巖 攝

製表：記者 海巖

央行：貨幣政策將適時微調

香港文匯報訊（記者 海巖 北京報道）出席發佈會的人民銀行副行長范一飛在回答記者提問時表示，為了積極穩妥地降槓桿，貨幣政策要做到鬆緊適度，過度寬鬆可能導致貨幣供應在高位攀升，過度收緊又可能導致經濟增速滑出合理空間，貨幣政策將保持穩健的基本取向，靈活適度，適時預調微調，為降槓桿營造適宜的貨幣政策環境。他還表示，債務優化後，貨幣、信貸和社會融資規模增速慢一些，也可以滿足實體經濟需求。

另外，范一飛表示，貨幣政策的實施也會考慮降槓桿對存量信貸和社會融資規模的影響。「在降槓桿過程中，由於企業兼併重組、實施市場化債轉股，包括銀行業加大不良資產處理力度等，這些都可能減少存量信貸和社會融

資規模，出現信貸和社會融資規模增速下降並低於預期的情況。」他說，如果用還原的方法和可視角來測算，也就是說在計算貨幣信貸增長時，把債務清理、債轉股部分還原考慮，將看到貨幣供應量增速、信貸增速和社會融資規模增速可以保持基本不變。

他又指出，發展股權融資也會在不增加合理信貸投放的情況下，增加社會融資總量，但總量變化的同時，隨着股權融資增長，社會融資結構會更加優化。未來將進一步完善社會融資規模統計方法，更精準地把握調控力度。

范一飛還表示，由於債務結構優化、存量資產盤活，會提高金融資源的利用效率、加快貨幣流通速度，實際上相對慢一些的貨幣信貸和社會融資規模增速，也能夠滿足實體經濟的融資需求。

政府不兜底 拒做「免費午餐」



17年前的政策性債轉股操作過程中，不少債務人將債轉股當做「免費午餐」，受到外界詬病。國家發改委副主任連維良昨天回答本報提問時表示，這一輪市場化債轉股如果出現損失，政府將不承擔兜底責任，即政府不提供「免費午餐」。另外，對於債轉股過程中出現的資產損失，由原股東先擔責。

連維良說，市場化、法治化是這次債轉股的最大特點，強調債轉股由市場主體自主協商確定，而不是由政府說了算，所有市場主體、債轉股的各個環節

和所有行為都在法治框架下依法進行。他指出，此次債轉股防範三大風險，一是防範道德風險，避免借債轉股之機惡意逃廢債務，避免成為免費午餐；二是防範債轉股之後股東權益落實不到位帶來的風險；三是避免債轉股之後槓桿率降而復升的風險。

不強制債權實施債轉股

至於如何避免債轉股成為免費午餐，連維良表示，此次在制度設計上已充分考慮到，強調「三不」即政府不兜底、不強制、對原股東不負責。「債轉股由各相關市場主體自主決

策，風險自擔，收益自享，如果形成損失，誰負責誰負責，政府不承擔損失的兜底責任」，連維良表示，政府不提供免費的午餐。另外，政府不強制企業，不強制銀行，不強制實施機構，不強制某一個特定的債權必須實施債轉股。

連維良還表示，要避免債轉股成為「免費午餐」，很重要的一點是「不免費」。具體指，在整個債轉股過程中，要貫徹債權先於債權吸收損失的原則。如果債轉股過程中，確有資產損失，這個代價必須由原股東先擔責。 ■香港文匯報記者 海巖 北京報道

丁曉方：港股最值得投資



方瀛研究與投資聯合創始人及首席投資官丁曉方。張偉民 攝

香港文匯報訊（記者 莊程敏）方瀛研究與投資聯合創始人及首席投資官丁曉方昨出席「燕集香江」財經論壇時表示，雖然內地改革開放多年，但從資本角度看，改革開放才剛剛開始。「從市場角度來說，香港是最佳的市場」，因其估值仍很低。他又建議投資者可從3大概念去把握長線投資機會，包括：民營化、城鎮化及全球化。

丁曉方稱指投資者有3大誤區：一是內地經濟增長很好，但上市公司質量差，創造回報能力低；二是香港股市與內地一樣只宜短炒；三是香港的經濟及股市正在衰退中。他說，其實自80年代以來，港股表現跑贏亞洲其他市場，複合年均增長率達9.4%，目前恒生指數市盈率僅12.6倍，遠低於美國標普指數的20.4倍、上證指數的

17.3倍，同時港股股息率高達3.4%。

港股跑贏亞洲其他市場

同時，在過去的10年內，民間創新的騰訊（0700）升了59倍，政府壟斷的中移動（0941）升了1.8倍，這反映出民營化的趨勢；國家壟斷的中石油（0857）下跌40%，地方壟斷的中國燃氣（0384）升9.9倍，這反映出城鎮化的趨勢；富智康（2038）下跌89%，瑞聲科技（2018）上升了9倍，這反映出全球化的趨勢。

他認為，內地經濟轉型的過程中，不少內地及海外優秀公司均可從中受益，建議投資者可留意科技/互聯網創新、清潔型經濟（清潔能源、水、食品）、老齡社會、自動化及人工智能等領域，並聚焦優秀內地民企。

方案較預期佳 內銀股利好

香港文匯報訊（記者 周紹基）中國國務院昨日公佈了內銀「債轉股」方案，強調政府「不兜底」，「債轉股」將以市場化方法運作，「殭屍企業」更要依法破產，另又以股權融資等手段來降低槓桿。訊證證券行政總裁沈振盈認為，方案比預期好，主要是在銀行和企業之間，多了一個第三方金融資產管理公司來實施「債轉股」。按現行法律，銀行並不能直接投資企業股權，由於修改銀行法阻力大，故引入了第三方作實務操作，令運作更有效率。由於方案優於預期，他相信內銀股短線有上升空間。中長期則要看槓桿降低後壞賬到底會增加多少，以及銀行和企業如何攤分損失。沈振盈說，雖然有外資看淡「債轉股」的成效，但財困企業在「債轉股」後就不用支付利息，成功營運下去的機率便會增加。當然若企業最終仍倒閉，無論債或股，銀行都會有所損失；

但債轉股政策，起碼給了企業一線生機，對內銀股仍是利好。至於港股方面，美國總統大選如火如荼，但市場似有共識，不論大選結果如何，12月再加息幾已確定。A股昨日向好，今日港股有望略為高開。

李克強「加持」濠賭股料造好

第一上海首席策略師葉尚志表示，恒指技術上仍處於23,156至24,364點的波動區間內，A股昨日已復市並造好，加上「港股通」重開，港股成交量將回升，有望支持大市，特別是濠賭股有李克強的「加持」，相信表現會更突出。除了憧憬李克強訪澳門期間有機會「送禮」外，澳門9月博彩收入升幅也較市場預期佳。他認為澳門賭業最差的時間已過去，但盈利難以像過往般大幅攀升，故建議選擇中場和非博彩業務比例較高的股份。

9月賭收升7.4%勝預期

濠賭股在過去3個月，大致累升逾30%。據澳門最新數據顯示，國慶黃金周期間訪澳遊客總數為101.77萬人，增長8.5%，當中內地旅客86.17萬人，增長7.7%。此外，澳門博彩收入已連續兩個月增長，當中9月賭收升7.4%，勝過市場預期。

晉裕環球資產管理高級分析師黃耀宗表示，濠賭股在年中時技術上已經「築底」，加上多個利好消息支持，可繼續看好，值得逢跌吸納。凱基證券投資顧問部副總裁麥嘉嘉則表示，過去兩年澳門賭業正在轉型，澳門政府更不想當地過分依賴賭博收入，故金沙（1928）旗下巴黎人，發展能吸引家庭客的非博彩業務，股價應看高一線。但她提醒，賭業股整體市盈率已升至約23倍，故不建議高追，宜趁大市調整時才入貨。

呂向榮：跨境資管「倒春寒」

香港文匯報訊（記者 周曉菁）內地資金近年來積極參與全球配置，資管行業面臨雙重機遇和挑戰。交銀國際資產管理公司總經理呂向榮昨日於「燕集香江」財經論壇上表示，現時全球資產價格高企，投資回報不易，跨境資管「倒春寒」並不出奇，但相信「春天到夏天會過得非常快，上升空間很大」。

呂向榮解釋，對於中資商業銀行的資管部門來說，海外資管無法超越其他企業，最有

優勢的業務就是跨境資管，2015年是香港中資資管行業的「春天」，但市場的一些波動導致政策有所調整，未來短期和中期內的政策仍會收緊，這種情況下跨境資管就面臨「倒春寒」的境況。

對於資管行業的未來發展，弘源資本首席投資官浦永瀨認為「回報低，風險高，難度很大」。現今投資周期與過往相比已大幅縮短，市場上基本每一年都有很大的回調，導

致從業者 and 投資者搞不清楚是危機來臨還是回調。而近期的英國退歐、特朗普或當選美國總統等「小概率事件」，成為全球經濟環境的不確定因素，「政治因素對經濟、投資的決策影響，已經到了前所未有的地步」。

浦永瀨在現場選與德勤中國首席經濟學家許思濤「拍腦預測」，料人民幣明年將會貶至7.2-7.3的區間，又稱貶值多少都是由國家政策決定。他指出，人民幣正在貶值，資本開放時代下，中國有眾多投資機會，但機會越來越少，獲利也越來越少，「一些客戶很認同以美元計價，在全球做配置」。