

全球觀察

中銀國際首席策略分析師 胡文洲

■本輪債轉股鋼鐵等嚴重產能過剩行業的龍頭企業將直接受益。



上周，三季報進入密集披露期，公司業績成為投資者關注焦點。另外，多家媒體報道表外理財或將納入央行宏觀審慎評估(MPA)廣義信貸範圍，部分投資者擔心市場流動性趨緊。上周恒生指數跌1.80%，國企指數跌1.77%，港股日均成交金額升至617.5億港元，較前一周略有上漲。

國務院近日發佈了《關於積極妥降企業槓桿率的意見》以及相關附件《關於市場化銀行債權轉股權的指導意見》。此次債轉股意見的出台是繼2015年深化國有企業改革和供給側結構性改革正式實施以來中央政府推出的又一項重大的經濟改革措施。本次債轉股是指相關實施機構(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實施機構)收購銀行的不良資產，把原來銀行與企業間的債權、債務關係，轉變為實施機構與企業間的股權關係。在具體的操作方式上，銀行不能直接將債權轉為股權，但是銀行現有符合條件的所屬機構或者申請設立符合規定的新機構可以開展市場化債轉股。

措施有別上次 對象前景佳企業

相對於上一輪1999年的債轉股，本次的債轉股在宏觀背景、政策目的、操作方式、資金來源、實施主體以及實施物件等方面均有較大的不同。從宏觀背景上看，上一輪債轉股推出時，受到1998年亞洲金融危機的影響，中國正處於宏觀經濟下行的過程中，國有企業大面積陷入困境，銀行累積了大量壞賬；此次債轉股出臺，正值中國經濟發展正處於新舊動能接續轉換、經濟轉型升級的關鍵時期，經濟增速放緩，企業債務槓桿高企，產能過剩，銀行不良貸款面臨較大上升壓力但仍處於可控範圍。

在債轉股對象方面，上一輪的債轉股企業由國家經貿委進行篩選，以陷入債務困境的國有企業為主，政策立足在幫助國有企業緩解困難，解救即將倒閉的國有企業。本次債轉股意見明確了債轉股企業的資質和條件，政策核心在「促轉型升級，去產能和去槓桿」。本次債轉股對象主要集中在發展前景良好但暫時遇到困難的優質企業，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，特別是戰略性新興產業領域的成長型企業；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。嚴禁扭虧無望、已失去生存發展前景的「殭屍企業」，有惡意逃廢債行為的企業，債權債務關係複雜且不明晰的企業，以及有可能助長過剩產能擴張的和增加庫存的企業作為債轉股對象。

盤活銀行不良資產 減企債負擔

在操作方式上，上一輪的債轉股的實施由政府主導，金融資產管理公司在企業的選擇和資產定價方面基本沒有話語權。而此次債轉股更強調市場化、法制化的執行原則，主要體現在債轉股對象選擇、資產定價、籌集資金、股權退出等具體實施方案將由債權人、企業和實施機構依據國家政策導向自主協商以市場化方式確定，核心目標是希望實現三方機構共贏。政府只負責政策頂層設計和推動具體實施，不干預具體事務，不承擔兜底責任。

筆者認為，本次債轉股指導意見的出臺將有助於盤活銀行的不良資產，減輕企業債務負擔，有效降低中國內地經濟、金融體系以及資本市場的系統性風險，總體利好港股。

鋼鐵煤炭等產能過剩行業受惠

行業個股方面，作為本輪市場化債轉股的主要實施機構，金融資產管理公司大有可為。在企業的選擇和資產定價方面，金融資產管理公司將擁有獨立評審權，是直接受益者；預計本輪債轉股對象主要集中鋼鐵、煤炭、有色以及裝備製造業等存在嚴重產能過剩問題的行業。因此，這些行業的龍頭企業和關鍵性企業也將直接受益；債轉股對內地商業銀行形成輕微的利好。預計本次債轉股能夠在未來幾年有效控制銀行業的不良貸款生成率大幅攀升，化解銀行不良貸款風險。同時，債轉股對銀行而言將是一個處理不良貸款的新途徑，並能為銀行爭取到更多的時間處理不良資產。筆者估計未來幾年內地銀行業的平均不良貸款生成率為1.2%，如果每年完成3,000億元人民幣的債轉股，則不良貸款生成率將降為1.05%。另外，此次意見所強調的市場化機制能夠有助於銀行在處置不良貸款的過程中降低道德風險，防止銀行資產品質的下降。

(本文為作者個人觀點，其不構成且也無意構成任何金融或投資建議。本文任何內容不構成任何契約或承諾，也不應將其作為任何契約或承諾。)

降內地經濟風險利好港股 市場化債轉股改革三方共贏

特聘測計師、中國房地產估價師 張宏業

今年的國慶黃金周不再是房產銷售周，而是樓市調控周。如筆者前文預計，九月份的一二線城市需求已被大幅透支後，隨着逾二十城市的限貸限購措施出臺，市民索性參加國慶周旅行，主要城市樓市立刻急凍下去。

回首過去，近年內地樓市調控實施共有三次，即2011年3月、2013年3月和2016年10月開始。如果以打擊房價成績而言，2011年3月調控出臺後，房價轉轉回落一年間才重回起步點，算是成功之舉，但2013年3月的調控措施則成效不彰，結果是房價仍然整體震盪中上行，今天仍未回到出臺前價格水平，算是失敗之作！這次調控會收到什麼效果，大家一齊來分析。

比較前二遭調控時期，此次實同2013年3月那次相似，都是整體經濟表現下行，政策力度仍然維持寬鬆，不同是主要打擊面集中一線和庫存不高的二線城市，

三四線城市明顯是沒有實際推行。如上次調控一樣，筆者相信這次措施會收到短期性遏制房價效果，但是房價漲勢不變。

新調控遏樓價料收短期效果

中國國家統計局最近公佈，今年首9個月商品房銷售面積及金額都錄得雙增長，按年急升26.9%和41.3%，其中住宅部分更上升27.1%和43.2%。預計第四季商品房銷售情形轉差，幅度可能達15%或以上，但是整年商品房銷售量和金額仍會是小幅正值！這正是調控措施制定者樂見的，不會再加重調控範圍和深度。

中央和地方較為看重的還是房地產投資額的變化，調控是否會讓房地產投資放慢呢？再對整體下行的中國經濟如何影響呢？

截至9月底，全國房地產開發投資實為7.46萬億元人

內地房策宜向「一城一策」發展

人民幣，按年增長5.8%，增速比首8個月提高0.4%，比去年1%明顯地健康得多了。

全國房產開發投資趨向健康

回顧歷史，上兩次調控措施出臺後，房地產商也減少土地購買，地王現象稍為平靜，這應是與房地產行業收緊信貸不無關係。筆者發現國內融資方一手已收緊購房的信貸條件，但是同時倡議開拓新的房地產融資渠道。如10月10日剛出臺的《國務院關於積極妥降企業槓桿率的意見》中，明確表示鼓勵房企開拓新型的融資方式，朝着證券化、信託投資基金化、輕資產化方向走。不過對於土地價格暴升，則下手不輕，通過種種行政/政策手段，務求地王現象絕跡。中央/地方政府主觀地希望房地產投資量不會大幅走低，再而打擊經濟增長。

百家觀點

永豐金融集團研究部主管 涂國彬

美大選成主題 資產波幅加劇

雖然2016已經過去了大部分，但剩下的兩個月或許對全球資產都有至關重要的影響。兩大問題都被推到了時間窗口，即美國大選和美聯儲加息。

如果說上半年還有不少人今年恐怕一次加息都難，那麼到了下半年，尤其是在這個暑假後，市場開始普遍預計至少年底會有一次行動。

支持這一想法的主要是兩個來源，一是來自美聯儲決策者們，尤其是頭號重要人物都不斷釋放鷹派言論，這些被視作意見和耶倫極為相近的官員，他們正在用一二次的講話給市場傳遞加息的訊號。

GDP增長佳 12月加息概率高

二是來自美國經濟的表現，主要通過經濟數據看出。近一個月，數據表現好壞不一，不過製造業和就業整體還是較為樂觀，而上周五的三季度GDP增長更是創下兩年新高，是二季度增速的兩倍多。這被視作為美聯儲12月加息鋪平了道路，美聯儲沒有什麼理由再度拖延這一行動。期貨市場顯示，預計12月加息概率已經超過七成。此外，美聯儲非常關心的核心PCE超預期但不及前值，消費支出僅溫和增長不及預期。

數據的公佈對各類資產影響有限，基本回到了數據發佈前的水平，包括美元、美股和黃金，2年期美債收益率觸及5個月新高。但周內兩個消費者信心指數均遜色，表現出美國消費者們在大選期間對經濟現狀和未來不太有信心。有恐慌指數之稱的VIX也連續走高4日，上周漲21.36%。

事實證明，大家的這種擔憂是必要的。雖然在三輪電視辯論後，加上民調結果顯示，希拉里入主白宮幾乎無懸念，但是就在距離大選僅剩數日，本已經接近平息的希拉里郵件門再度拉回公眾視線，FBI要重啟調查。

郵件門事件 大選局勢添風險

儘管很難說郵件門會扭轉局勢，但是對於希拉里來說顯然不是好事，對於市場來說更加視作重大風險。之前由GDP帶來的利好馬上被抵消，美股隨即下跌，標普跌至六周低點，美元更是擴大跌幅，跌穿5和10日線，受阻99水平。而有特朗普反方向指標之稱的墨西哥披索追隨美股下跌。避險資產受捧，美債黃金均上揚。

可見目前市場情緒尤不穩定，大選成為美國市場交易的主線，包括美股、美債、美匯、黃金等。這也會影響到香港市場。周內密集多個央行會議，但相信包括美、英和澳在內的央行都會選擇按兵不動，將舞台交給美國。

市場避險 黃金或進一步反彈

重新回到本文的開頭所提的兩大問題，美大選和美加息，很明顯前者所帶來的短期影響更大。對於加息，因為做好了預期管理，料即使真的加息了，市場也不會太過於驚慌。反倒是美國大選，這種政治不確定性，不到最後宣佈誰也無法有百分之百的把握。料接下來，市場波幅還將加劇，避險資產包括黃金或有進一步的反彈空間，而原本就岌岌可危的美股或有較大的下行壓力。



■美國大選期間市場波幅將加劇，避險資產包括黃金或有進一步的反彈空間。

時富資產管理董事總經理 姚浩然

內地經濟料持續改善 港股中線走勢偏穩

內地上周公佈了第三季度國內生產總值(GDP)增速為6.7%，為連續三個季度維持於6.7%，成績值得欣喜，市場對中國硬著陸憂慮進一步減少。內地股市受刺激激應而起，上證綜合指數自公佈以來已上升近3%，港股升勢則較為反覆，投資氣氛仍然受美股及人民幣貶值影響。

內地第三季度GDP能維持6.7%除了符合市場預期之外亦顯示內地經濟正重回正軌，能做到維持穩定增長。回顧近月內地重要的經濟數據，製造業採購經理人指數(PMI)自3月起重上50分水嶺之上，8月、9月錄得的50.4更是22個月新高；工業生產者出廠價格(PPI)持續改善，9月更錄得四年半以來首次同比正增長0.1%；進出口數據中雖然9月數據略為失望，錄得-10%，但比2月最壞時的-25.4%已有大幅改善，3月更曾錄得正增長11.5%。經濟數據的持續改善顯示內地經濟正重回上升軌道，配合另外兩頭馬車——消費和投資的穩定增長，9月份消費零售零售同比增長10.7%，創今年以來新高，加上中央在基建方面不斷加大投資，筆者相信內地今年GDP應能達到6.5%至7%區間增長的目標。

人幣跌內房調控 影響料短暫

雖然內地經濟數據理想，但市場仍擔心近期中央大幅收緊內房政策會影響消費和基建投資力度，憂慮會拖慢經濟增速，加上人民幣近期的連續貶值，令中資公司對市場的吸引力下跌，因此港股的升勢亦受限制，未能如內地股市般大幅向上。筆者認為內地經濟

數據的持續改善可延續至第四季，雖然收緊內房政策可能會對經濟增速有影響，但相信影響只是短暫，而短暫的陣痛可換來更健康、更高可持續性的投資環境，相信是值得的。

深港通北水流入 將支持後市

另一方面，人民幣近期的連續貶值主要受美元匯價持續強勢拖累。市場憂慮美國聯儲局將於今年12月加息，美匯指數升至98水平，引發資金從新興市場流走至美國市場。

雖然預計人民幣兌美元在年底將持續貶值，惟筆者認為美國聯儲局即時在12月份加息，加息的幅度和步伐亦不會太大和太快，因此相信加息時間表明朗化後，人民幣的貶值速度會放慢。預料港股經過短期調整後可企穩23,500點，加上深港通快將開通，北水流入的憧憬可支持港股造好，預計港股中線走勢偏穩。



■近月內地多項重要的經濟數據持續改善。

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。