■均勝電子通過德國老牌汽車電子供應商和德國機器人公司，實現產品線升級和國際化。圖為均勝工人為表面貼裝線備料。 資料圖片

全球觀察

中國光大銀行香港分行行長、香港金融學會副會長
陳林龍

中資企業跨境併購八大風險點及對策

跨境併購是中資企業「走出去」的主要路徑，也是進行技術、品牌、產業整合，佈局海外資產配置，增強綜合競爭優勢的主要手段。據BCG調查，中國企業僅32%的海外併購案例「無故障」，這不僅降低了跨境併購的成功率，更削弱了併購後的協同效應，甚至使企業背上了沉重的財務和法律負擔，增加了金融系統的風險和承壓。

為此，筆者認為應從以下八個方面入手把控風險點，為企業「走出去」保駕護航。

信息不對稱成首要難題

1、盡職調查風險。信息不對稱是「走出去」的首要難題，解決方案即真實、準確、完整地進行盡職調查。由於企業單獨完成盡調難度大、成本高、效率低，需要外部專業團隊的支持，如投行、會計師事務所、律師事務所、資產評估事務所、諮詢公司等中介機構，提供盡職調查、方案設計等服務，以減少信息不對稱，降低跨境風險。相對中介機構主體的品牌和美譽度，具體執行團隊的相關經驗和歷史、團隊核心人員的成功率和效率、團隊負責人在跨境環境下對各中介機構的掌控度和協調能力都是需要觀察的重點。

探討「中國溢價」現象

2、估值風險。當下，「中國溢價」成為一種普遍現象，中企海外併購整體以高槓桿、高溢價、低績效為特點，對併購項目的估值高於全球平均水平。主要有以下幾個原因：

首先，併購方未做出全面、客觀價值判斷。被併購主體的核心技術、管理團隊、有條件履約的大額訂單有時並不能在財務報表中充分反映出其價值和風險。關鍵客戶、核心供應商等商業鏈條的價值往往也不能在審計報告中被突出。被併購主體的金融資產，尤其是較為複雜的金融衍生物資產的估值隨着時間和條件的衍變也有可能出現巨大的變化。因此，中資企業需要特別重視被併購主體在跨境易主之後，商業鏈條可能出現變化所帶來的估值折損，提高對複雜的金融資產價格判斷的能力，必要時易採取與原股東協商剝離或出售的方式處理，以減少其帶來的估值損失。

其次，經濟、貿易、行業周期對估值的影響。2007年起，某中資集團通過股權轉讓和二級市場買入獲得比利時某企業大量股權，合計花費超過200億元人民幣。然而隨着金融危機在歐洲逐漸蔓延，該企業被政府拆分出售，導致該集團巨額虧損。在當下英國「脱歐」、美國特朗普執政，全球主要經濟體孤立主義和貿易保護主義沉渣泛起的背景下，中資企業在跨境收購中應對經濟、行業、商業周期等變動的外部風險進行充分評估。

再次，基於「分歧補償」的原因。中資企業在跨境併購過程中，通常會在經營理念、經營管理權等方面與併購標的產生分歧，而較高的溢價在一定程度上是對這種分歧的補償。

3、境外審批風險。部分地區尤其是發達國家，會以國家安全的角度審查境外資本對本國的收購行為。例如，美國的外國投資委員會（CFIUC）就是執行該職責的機構。2012年9月28日，美國總統奧巴馬以涉嫌威脅國家安全為由，簽署總統令叫停三一集團關聯公司美國羅爾斯公司的一項風電建設項目，最終三一集團通過訴訟維護了權益。今年2月16日，華潤微電子和華創投資的高價收購美國仙童半導體被拒，原因是賣方擔心美國監管當局會出於安全考慮阻止該交易。

中資企業在跨境併購過程中，應保持積極開放的態度，與東道國監管機構保持溝通和交流，對涉及國家安全審查的項目宜早作準備，制定詳盡的應對預案，充分考慮其艱巨性和持久性。

關注新興經濟體額外風險

4、法律風險。「一帶一路」沿線多為新興經濟體，與發達國家相比，其所面臨的額外法律風險主要來自於兩個方面。一方面，發展中國家因缺乏完善的併購相關法律體系，常常會通過緊急立法對特定外資併購進行監控，使項目方措手不及。另一方面，由於法律不健全，相關法律界定模糊，可操作性差，東道國可能出於特殊目的對投資方作出不利解釋，使得中資企業在進行海外併購時遭遇法律障礙。

中資企業需在審批、支付、融資等關鍵環節對東道國的相關法律體系做全面梳理，對相關歷史案例進行分析，並與中介機構對風險點做出預案。（摘錄）

（二之一）

百家觀點

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

再論「忽然的通脹預期」即使做到也未必好事

上周五（18日）在此分析過，何以特朗普尚未真正上場，市場已忽然掀起一陣通脹預期。的確，這一點很是奇怪。

大家不妨想想，聯儲局花了這許多年，由2009年的第一次量寬，之後歷經八年，按照伯南克老早在金融海嘯出現前的幾年寫好的藍本，在連番動作下，終於可以偷來一點時間，增加消費和投資，降低失業。只可惜，通脹就是沒有明顯出現，通脹預期亦無法形成。這一點，可是十分重要，畢竟通縮是大忌，今天的東西，明天便宜，後天更便宜，誰會今天趕着買？今天不買，明天不買，則有誰會投資去生產供應？如此類推，循環下去，必無好處。故此，以經濟學家的立場，一般傾向有通脹為上，至於不同地方應有哪個比例的通脹，以及背後反映的貨幣供應增長速度，則又可以再斟酌。

實體經濟能否受惠惹關注

然而，就像奇蹟一般，這個連聯儲局用盡力氣亦無法解決的東西，特朗普只是競選結果公佈，已經可以馬上改變了。為什麼？上周分析道，由於一直以來，大家對通脹的量度，都是以CPI或PPI或PCE等，原則上，對於正常情況是有用的量度，但當央行持續量寬，新的貨幣供應源源不絕對直入金融市場買資產，而最終卻無法轉化至實體經濟，則上述的量度可說是無能為力。

是的，若以金融海嘯至今，各種資產價格的升值，就以美國為例，房地產也好，股市也好，債市也好，哪個不是大漲特漲的？以此觀之，早就應該有通脹，只不過那是資產通脹，不是一般大家在日常生活觀察到的普遍物價持續上漲，也就不符合課本上的定義了。

當然，這裡不是說要改變定義，定義就是定義，問題是，大家可以再從通脹一詞去理解，所謂通脹，其實說的通貨膨脹，通貨也者，就是流通貨幣也，不是貨物。既然如此，原則上只是有持續不斷增加的貨幣供應，理應谷起在物價水平持續上升方面，帶來很大動力。只不過，在央行主導的量寬大計中，資產價格之升，不在各式量度之上而已。

債台高築最終埋單仍是央行

不過，大家也不要高興得太早，就算特朗普真的會做，說到做到，但也未必一定是好事。誠然，美國的基建老化，大有再增加改善的必要，但其財政政策的花費不無上限，尤其稅收不可加，甚至還要減，而債疊債的程度，早已是人所共知的危險。如此一來，最終埋單的，必然是央行，還不是貨幣政策，只是直接和間接的分別而已。

關鍵是，真的如此簡單嗎？我們這樣可以看到，沒道理所有投資者，以至所有消費者，特別是美國當地的，卻會不知道，這個理性預期，最終會怎樣發展？稍後再談。

■美國房地產、股市和債市等已因量寬大漲特漲，但通脹改善情況仍然不明朗。圖為紐約證券交易所。 資料圖片

時富資產管理董事總經理
姚浩然

美元持續強勢 抑壓港股表現

美國加息預期在過去一星期持續升溫，美匯指數創13年新高並升穿101水平，美國國庫債券孳息率亦急升，其中30年期國庫債券孳息率已升穿3厘。

加息預期升溫帶動美元持續強勢，美元強勢致令資金從新興市場流出，從而影響新興市場股市(包括香港和內地股市)表現。

另外人民幣貶值亦受影響，人民幣兑美元中間價連跌13日至接近6.9水平，人民幣兑美元離岸價最高更曾跌至接近6.918水平。

因此，筆者預計在下月美國聯儲局議息會議舉行之前，美匯指數會持續在高位徘徊，投資者在這段時間內可選擇一些防守性較高或對息口較為敏感的股份會較為有利。

明年加息步伐料加快

上星期多個美國聯儲局官員發表講話，他們的言語大多都明示或暗示下月加息機會上升，其中費城聯儲主席和聖路易斯聯儲主席皆傾向支持加息，另外聯儲局主席耶倫亦指出加息時機進一步臨近，表示經濟數據符合相對短期內加息條件，市場普遍預期下月將會加息，預期屆時加息幅度為四分一厘。

另外，隨着特朗普的新政府將於下年入主白宮，加上共和國掌控參眾兩院，料特朗普的政策會較為順利落實。而特朗普的財政刺激政策如推動大型基建開支和增加就業，會有利增加通脹壓力和降低失業率，因此市場認為特朗普政府上場後會增加加息機會率，所以憧憬美元和美匯指數會持續強勁。

筆者預計若特朗普政策落實，將會加快明年的加息步伐，致令明年有機會加息兩次，惟加息幅度仍會保持在較低水平，大約四分一厘左右。

港銀行股息差收入增

加息預期升溫對港股有幾方面影響。第一、美元強勢令新興市場貨幣相對貶值，導致資金從新興市場流出至美元市場，因此內地和香港兩地股市表現受壓。

第二、人民幣兑美元持續貶值，會影響一些以人民幣計價在港上市的中資股表現。

第三、息口預期上升會拖累地產股表現，因為預期物業按揭利率上升，從而令置業成本上升。但在這預期下，一些對息口較為敏感的股份會受惠，例如本地銀行股，因為有利息差收入。

惟筆者認為，待美國加息落實後，美元強勢應會稍為緩和，屆時資金有機會重回新興市場之中，有利A股和港股市表現。

特許測計師、中國房地產估價師
張宏業

投資主導樓市 加辣顯無奈

過去一周，筆者參加朋友和客戶飯局時，每每被問及樓市新辣招對本地樓市有何影響？是否重擊住宅樓市後，工商舖市場會明顯受惠呢？住宅一手樓交易情況會否受惠呢？

人類不斷重複歷史，但是歷史也告訴大家寶貴經驗。政府最新實施的住宅從價印花稅統一調升至15%，是自2009年金融海嘯以來，特區政府第八度出招。從成效角度去考量，前七輪調控政策對扭轉住宅樓價作用十分有限，樓價仍是節節上升，但是交易量(包括一/二手樓)都整體下跌。

特首於今輪辣招的記者招待會上，直指出投資需求一直主導市場，需要採取新的壓抑措施，正道出了香港面對的困境和無奈。

香港建築師學會委託青協進行有關「香港青年對住屋的期望」的調查，正好聚焦青年人對置業的失望和無奈。如果把過去十年的收入中位數和樓價相比，立見真相所在。十年間，個人或居於私樓家庭收入有超過五成的漲幅，但是同期內樓價升了130%，從9.2年急增至14年收入，不吃不穿才能抵銷樓價。在有意置業受訪群中，超過53%預計可以負擔500萬元以下樓價，現時居住的人均面積僅是126平方呎，比起他們期望的271平方呎，還未及一半量，這也道出為何現任政府於青年人中的受落程度最低。

多輪出招未能壓抑樓價

第四、六、七輪調控措施後，樓市的升勢均見回落，甚至如第七輪後，樓價曾錄得按年跌幅，不過只能產生短暫緩和作用，樓價中長線的上升勢頭明顯未有扭轉，正是投資活動戰勝居住行為的經濟因素作怪。今輪的調控措施明顯是劍指投資者，力圖將他們趕出住宅市場，主觀性引導去工商舖和地盤類別。

工商物業和車位料受惠

筆者預料以下幾類物業會受惠。工商舖市場，當以細價工商物業和整幢商廈最得益。因為住宅開徵統一15%從價印花稅，最受害的中細價住宅，金額於一千萬以下，這些投資者極可能轉戰同價錢的工商物業和車位。中資大手購買香港商廈是不爭事實，也是短期內不會改變，長期收取2.5%-3.5%回報率。民生商舖也是別項選擇，但是必須已出租並收取理想回報率(於4%或以上)，投資者也會積極參與。

小業主惜售提價機會大

又到年終展望期，各大傳媒走訪香港主要開發商負責住宅營銷的主管，紛紛表態看好未來一年豪宅市場，還看升一成以上，而且會多推出適合首置上車的細住宅單位，當然各類現金和稅務回贈也少不了。

筆者完全同意這些觀點，營銷方向必是跟着市場需求走的，不難想像一手樓交易量和交易額比重會再向上攀升。面對不斷萎縮的二手住宅市道，小業主肯定是惜貨提價，交易量短期大幅回落，但是樓價下落有限。缺乏再投資機會，又再入市面臨沉重稅金，二手業主惜貨如金，成交價只有每每創下新高，靜待投資有心人出現。

在餘下二個月內，開發商的去貨壓力不會太高，因為首三季買賣情形不俗。她們不會再次進行大規模速銷行為，大幅削低邊際利潤。最主要的是在中資湧港的大形勢下，政府拍賣土地仍然會錄得高水位，本地開發商傾向不跟內地投資者高價搶地，也同樣是面對資金出路缺乏局面。

具體走向，還看明年。當特朗普上場後，美國經濟路向更加明朗化，人民幣貶值走勢方才落實後，香港樓市才見真章。

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。