

# 內地市場化債轉股料加速

財經評述

蘇傑 中銀香港高級經濟研究員

中國2017年《政府工作報告》將「積極穩妥去槓桿」列為年度重點工作之一，強調「降低企業槓桿率作為重中之重」，要求「支持市場化法治化債轉股」。截至去年年底，中央和地方國有企業負債總額約131.72萬億元（人民幣，下同），同比增長9.7%，佔GDP比重約177%。同期內地銀行業金融機構不良貸款率則為1.9%，較前年年底下降0.02個百分點，其中商業銀行不良率1.74%，上升0.07個百分點。債轉股目前呈現什麼特點？將產生何種影響？市場普遍關注。

## 注重政策與市場導向結合

相較於上世紀90年代末以行政主導的債

轉股，新一輪債轉股注重政策與市場導向的結合。從政策層面看，自去年兩會《政府工作報告》提及支持「市場化債轉股」之後，10月國務院發佈《關於積極穩妥降低企業槓桿率的意見》和《關於市場化銀行債轉股指導意見》，政策脈絡逐漸清晰。其主要思路是：「三無」（無試點規模、指標、進度要求）、「分類分層」（「一企一策」，「一事一議」）、突出重點（鼓勵鋼鐵、煤炭等重點去產能行業）、「多元化參與」（「一企一策」，「一事一議」）、突出重點（鼓勵鋼鐵、煤炭等重點去產能行業中具一定經營能力、受歷史債務影響負擔較重的企業作為首選）、多元化參與（持股方可為四大AMC、地方AMC、國有資本營運公司及基金等）。兩會期間銀監會

表示，正抓紧制定《債轉股實施機構管理辦法》，預計上半年推出。

## 地方國企與銀行或成主角

從操作層面看，市場化債轉股的參與方更集中於地方國有企業與商業銀行，市場化與個性化特徵顯著。今年內地各地方兩會上，湖北、吉林、河南、山東、山西、青海等均將債轉股列為重點工作，加上地方國企靈活性相對較高，渤海鋼鐵、廈門海翼、廣晟資產、重慶建工、山東能源、山西焦煤等均已或正在通過與國有商業銀行組建的資產管理公司（或基金公司）協議簽訂債轉股方案。新一輪市場化債轉股對象呈現高（負

債）、大（主要是國企）、上（多為上市公司）、強（周期性較強，有望跟隨宏觀環境變化有所改善）等特點，持股方則多為商業銀行子公司設立基金，既有利於剝離風險，又可保證將獲利留在本行系統之內。截至今年2月，新一輪債轉股簽約金額4,300億元，實施金額400億元。

## 供給側改革慢牛前景可期

市場化債轉股實質上將今年內地經濟兩大主線相互串連，在推進供給側結構改革的同時，也嚴守發生系統金融風險的底線，料會在兩會後加速推進。其影響可從三方面看，在改革層面，政府從直接投資人角色退出，

更依靠商業方式和市場手段完成債轉股，對於持續推進政府職能轉變、激發市場活力，形成報告中提及「小企業鋪天蓋地、大企業頂天立地」的局面有所助益。

在現實層面，市場化債轉股可直接、迅速降低非金融企業的債務槓桿，也在一定程度上幫助銀行處置不良資產，維護金融系統穩定。在金融市場層面，近日內地A股有關分類及個股股價已受消息帶動收漲，相信隨着市場化債轉股的推進，市場可望形成穩定的貨幣政策環境預期。A股風險溢價料會透過化解產能過剩行業債務風險有所降低，加上企業盈利趨於改善，供給側改革主導的慢牛前景可期。

# 加息預期明顯 市場難免震盪

百家觀點

涂國彬 永豐金融集團研究部主管

有別於之前循序漸進，近日經過高密度、短時間的造勢，市場對本月加息的預期，明顯之至。

美聯儲主席耶倫最先在連續兩日的證詞中，開始釋放加息信號。隨後，一眾官員，無論鴿派、鷹派，還是中間派，均紛紛發表有關加息的言論。接下來，耶倫在上周六凌晨的言論，給大家這番努力，畫上了圓滿句號。市場接收到美聯儲如此明顯的信號，3月加息概率已經升至95%，在此前一週這個數據才只有約兩成。

當然，經濟數據也給這樣的預期帶來支持。近來，無論是就業還是通脹皆顯示出，美國經濟的確朝着積極方向恢復。那麼，接下來，或許只看周五的非農報告，只要不是非常令人失望，下周加息該是基本定局。在此之前，投資者有所保留，不過小非農ADP強勁，創近3年新高，並接近6年高位，遠超預期，如此讓大家對周五的非農更樂觀，並推動下周加息預期升至100%。考慮當下的國內外環境，經濟數據，以及新總統特朗普，3月是一個比較有利的時機。

## 特朗普行情近期現調整

市場各類資產也開始出現了轉向。由特朗普帶出的行情在近期有所調整。美股從去年11月開始開啟強勢上行的格局，不斷創新高，但在最近幾個交易日連續下跌，這是自大選以來最大的下挫。香港市場同樣受到牽連，恒指從兩萬四上方回落，測試23,500支持，沽壓增加。美匯指數進入今年開始，先從高位回落，一度跌至100水平下方，不過，好在有買盤支持，很快回到100水平之上。在加息預期不斷升溫下，美匯指數震盪走高，惟上行動能有限，好友似乎還是有些保留。非美貨幣在美元上漲下，也相對受壓回落。

## 股匯債三殺局面或重現

現在，焦點轉向到底年內會加息幾次？是否美聯儲比我們想像中更為鷹派？隨着加息有可能加速，新興市場曾經的股匯債三殺局面或重現。中國同樣面臨挑戰，相信資本管控制將持續，人民幣有一定的下行空間，但

在經濟不斷企穩下，不存在大幅貶值的基礎。貨幣政策分歧加大，目前歐央行等繼續維持寬鬆的政策，考慮全球通脹預期皆在上升，各央行還是面對不小的收緊壓力。

商品市場普遍受壓。加上庫存數據拖累，油價跌破了從去年12月開始的每桶52美元至57美元區間。銅價在2月中上旬突破每噸6,000美元之後便乏力上行，進入3月開始沽壓加大，連續下跌，跌破50日線支持。貴金屬出現

較明顯的回調。首當其衝的便是黃金。金價從2月27日衝高突破每盎司1,260美元之後便一路加速下行，更在上周四跌破上行通道，在過去八日就下挫近4%，走勢進一步轉弱。其他貴金屬也同樣受壓，白銀加速下行，短短幾日就回吐了上個月大部分升幅，目前開始測試每盎司17美元支持。然而，金價應不會是單邊下行的格局，畢竟還要考慮歐洲大選所帶來的政治不確定性，避險需求還是存在的。



■由特朗普帶出的行情在近期有所調整。美聯社

# 油價50美元是建倉良機

盧浩德 興證國際證券私人銀行副總裁

油價自2016年年底OPEC（石油輸出國組織）減產後，徘徊於每桶50美元至55美元之間。減產本應是推動油價向上的主要動力，但油價從減產前每桶45美元升至減產最高55美元便止步，原因是：一、高油價令

美國油氣生產商重返市場，令市場短期供應增加；二、美國自OPEC減產後原油庫存不跌反升，且2017年3月還創新高；三、非OPEC產油國減產執行率僅為40%；四、CFTC投機性油倉位長期處於新高，擁擠交易

阻止油價再向上。

這些因素皆為油價上升帶來巨大阻力，但相信油價年內不會再跌穿每桶50美元，因為這是宣佈減產後的強力支持位。每當油價在每個星期EIA發佈美國原油庫存數據大波動時，均有神秘的強力買盤出現支持。再加上，OPEC亦頻密出口術支持油價，經常暗示如有需要他們會再次加大減產力度。最近的OPEC會議將在3月26日在科威特評估2月的數據，他們對於當前環境還在觀望中，並明言現階段出手是言之過早。在沒有利好消息且原油長倉交易又出現擁擠下，油價在開最新會議之前應會波動向下，如果油價跌穿或接近每桶50美元，是絕對的建倉機會，因為OPEC一定會出口術或行動阻止油價進一步下

跌，所以現階段對策是等待下跌機會建倉。油價短期再向下機會大，因為OPEC希望藉油價再次下跌去勸誘非OPEC組織提高減產執行率。目前OPEC減產執行率平均達90%，但非OPEC組織執行率只有40%。

## 石油股表現弱值博

在港上市的石油股近期表現疲弱，且沒有跟隨大市上升，並出現拋售。特別是中海油（0883）近期拋售至9元左右的超賣水平，14天RSI跌至30以下，現在造價是比OPEC在上年年底前提出減產前還要低，是一個值博的吸引水平。若果OPEC和非OPEC組織在5月或之前再出手減產的話，油價應可突破上次高位每桶55美元。（資料來源：EIA）



■石油輸出國組織宣佈減產後，油價徘徊於每桶50美元至55美元之間。資料圖片

# 特首應維持合理公私營住宅比例

陳東岳 香港專業人士協會常務副主席及註冊專業測量師（產業測量）

一石激起千重浪，鴨脷洲一幅住宅用地以天價168.55億元批出，平均樓面地價每平方呎2.2萬元，為香港賣地歷史改寫新高紀錄。適值樓價指數亦創新高，即時引起市場廣泛熱議，有評論認為今年全年樓價將有兩成升幅，內企投資港住宅發展亦漸成趨勢。在此關鍵時刻，適值特首選舉，大家期望幾位候選人在解決房屋問題方面有良方妙藥，梁振英特首則提醒不要搞錯房策，否則將是港人的大不幸。地政總署公佈，鴨脷洲南道住宅地以逾168億元批出，中標財團為龍光地產與合景泰富合資。地皮每方呎樓面地價約2.2萬元，中標價屬本港賣地史上最貴地皮。無疑地皮擁有前臨無遮擋海景兼港鐵南島線服務等優越條件，但地皮平均呎價是否超高則見人見智，有人認為麵粉貴過麵包，市場即時反應就是港島南區住宅加價封盤不一而足。

## 內企投港地趨勢料持續

今次內企高價入市投地，是較早時候啟德住宅用地海航等中資積極以高價中標的延續。料內企投港地這個趨勢或將持續下去，這很可能與對人

幣匯率未來走勢的預期有關，內企購港資產有預防人民幣兌美元假如持續下調的保險作用。有評論亦提及有「內資外貸」的狀況，以及看好港優質地皮供應短缺等原因。內地產能過剩，或許內企對建材如鋼筋水泥等建築成本亦掌握得較貼市，以致可以較高地價去投標。正如中標的龍光地產投資發展部副總經理林力山稱，入標價是經過計算，並認為屬合理水平。

現時政府實施多種辣稅措施，銀行亦審慎做樓宇按揭，但樓價仍然上升。雖然這或許與現時樓市較受一手樓主導，一手樓樓價或多或少反映印花稅及代理佣金等成分，但歸根究底，還是私人住宅新樓供應問題。在新增熟地不容易的環境下，假如撥太高比例的住宅地皮建公屋，自然令可建私樓的地皮減少，則庫房實地收入因而減少，私樓樓價只會更高，所以維持一個穩定而合理比例的公私營住宅供應非常重要。當然，更重要的是「地從何來」？如何令社會有共識去開發足夠質量可供發展的中長線土地供應，是未來一屆甚至多屆特首無論是誰亦必須面對的挑戰。

# 歐美政經不明朗 候吸亞洲區資產

葉澤恒 康宏投資研究部環球市場高級分析員

踏入3月，歐洲進入大選期。荷蘭及法國分別在3月15日及4月23日舉行選舉。正當資金為部署投資在什麼地區而煩惱之時，美聯儲多名委員表示，於短期內加息是合適的做法。與此同時，美國債務上限問題亦開始臨近，再為投資市場帶來不明朗因素。短期的部署應如何呢？

## 美3月中或達債務上限

美國可能於3月15日前後到達債務上限，美國政府可能無法再發債。近期，總統特朗普才表示，會大幅減稅及增加基建開支，以刺激美國經濟增長。由於特朗普的財政政策要獲得國會通過，需要一些時間去籌備及解釋政策。雖然金融市場理解由政策推動至落實是需要時間，惟一旦落實的時間被延後，可能令市場再次評估美國經濟的增長速度會否放緩，影響美聯儲3月會否加息的決定。

雖然市場已知道有關訊息，但仍處於十分緊張的狀況。美股可以連升十多日，道指更升穿21,000點水平。納指及標普500指數亦創新高。反映投資者恐慌情緒的VIX指數仍處於相當低的水平，反映投資者仍未十分恐慌。雖然掉期息差上升，但整體金融市場表現仍相當平穩。至於其他市場及資產方面，暫時亦未見異動，目前仍主要是反映美

聯儲本月加息的機會相當高。

評級機構標準普爾於2011年8月5日下調美國主權債務評級，由AAA下調至AA+，是美國主權信貸於1917年獲得最高評級以來，首次被下調。當時，穆迪及惠譽雖然維持美國評級不變，但警告美國政府需要正視美國財政赤及債務問題。當時引起市場的震盪，資金流向避險資產。

不過市場認為，由於美國國債是以美元計價，且不少全球主要央行、基金及機構投資者持有一定數量的美國國債作為其投資資產，故在這環境下，投資者並未輕言沽售美國國債。對比目前與2011年的金融市場，可以見到美國經濟有明顯改善，通脹有所回升，勞動市場有所緊張，工資亦見略為回升。雖然企業投資有改善，但改善的動力不足。特朗普上場後，要求企業把在外的廠房搬回美國，是可以改善有關問題。除了美國本土經濟有改善外，亞洲區的經濟亦於過去幾年有明顯的復甦。

## 歐債危機問題有增無減

對比美國以至亞洲地區，歐洲可說是每況愈下。由歐債危機引發的問題，進一步擴展至政治層面。去年英國「脫歐」公投，可說是一個明顯的轉捩點。多國在今年大選，不

明朗因素有增無減。另外，依賴出口資源的國家，近年財政狀況亦受到資源價格下跌所拖累。美國經濟增長有改善，2月就業市場仍趨於樂觀下，預期美聯儲下星期將會加息。一旦美聯儲不排除6月再加息的話，美元勢必轉強，亞洲及新興市場可能面臨短期走資潮。另外，美國債務上限問題亦逼近，再加上歐洲大選所引發的不明朗因素可能於短期內發酵，環球市場短期或出現明顯調整。惟一旦調整出現，內地與香港，以至亞洲區資產可候低吸納，只有韓國資產因為政治及經濟問題需要避開。



■美聯儲本月加息的機會相當高。圖為美聯儲主席耶倫。法新社

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。