

混改去產能重組並進 國企改革砥礪前行

財經述評

蘇傑 中銀香港高級經濟研究員

近日，隨着中國聯通混合所有制改革（以下簡稱「混改」）方案正式出爐，有關國企改革的政策、消息、題材與概念，受到內地與香港市場高度關注。混改、去產能以及整合重組作為國企改革的三大主線，勢必將為未來兩地市場發展帶來更多期待。

混改樣板極具指標意義

2014年9月，中石化銷售公司引入25家境內外投資者認購其29.99%的股權，打響國企混改第一槍。去年9月內地選定中國聯通、東方航空、南方電網、哈電集團、中核建及中船舶六家試點企業。年底中央經濟工作會議明確混改作為下一步國企改革的突破口。

然而，現實推進離國資委提出的「數量上

擴大、層級上提升、深度上拓展」目標相距甚遠。以冀望「國民共進」為例，今年以來國有控股上市公司71起股權轉讓案例中，民間資本參與的僅8家，其中2家停止實施，1家未獲通過。

中國聯通混改方案浮出水面對市場極具示範作用。從公佈的內容來看，包括BATJ(百度、阿里巴巴、騰訊、京東)在內的14家戰略投資者合共認購35.2%股份，員工持股2.7%，兩者相加37.9%，已超過聯通集團持股36.7%（現為62.7%）。另外，民營企業佔董事會3席，管理層佔2席，加起來亦超過國有企業的3席。

與當年中石化混改未觸及整個公司層面、國資一股獨大（中石化集團佔銷售公司股份70.01%）以及行政化傾向相比，大比例引

入社會資本、員工持股股權激勵的方案無疑更具市場化意義。

過剩產業去產能持續推進

受聯通混改消息吸引，市場對內地國企改革的關注也蔓延至去產能問題，鋼鐵、煤炭是重點領域，電解鋁與水泥行業可望成為新的焦點。

從鋼鐵業來看，今年劃定三條線，即年底化解5,000萬噸左右產能的「底線」、徹底取締「地條鋼」（以廢鋼鐵為原料，生產中不能有效進行成份和質量控制的鋼及其軋製的鋼材）的「紅線」和關注市場價格、防止大起大落的「上線」；煤炭行業方面，隨着去產能帶來的產量下降與價格回升，全行業銷售利潤率自2015年底的虧損至今年已可

維持10%的增長。

大宗商品價格回穩為去產能推進保駕護航，全球主要鋼鐵企業去年底以來呈現盈利回升的一致行情。相較而言，今年水泥與電解鋁去產能任務更重。前者透過错峰生產、行業自律和經常性停窯控制產量，今年新建產能基本停止；後者則透過龍頭企業帶動去產能，如山東信發關停53.05萬噸產能，中國宏橋擬關閉或取代200萬噸落後鋁產能。

兼併重組力求去槓桿

與此同時，鋼鐵、煤炭、重型裝備以及火電等重点領域的兼併重組亦在推進。6月5日，神華集團及國電雙雙停牌，引發市場對煤電聯姻的憧憬。若合併成真，強化煤電風

險對沖、營運一體化、產業集中度等協同效應勢必對行業在「一帶一路」落實中的國際競爭力有所幫助。上海、廣東、江西及山東等各省市正緊鑼密鼓推進併購重組。另外，7月以來，企業債連續違約的東北特鋼提交重整計劃，廣東、河北亦將處置「殭屍企業」列為重點工作。

據統計，2015年底內地金融、居民、政府（含地方融資平台）及非金融企業槓桿率分別為21%、40%、57%及156%，其中國企佔比約70%。今年6月國有企業負債94.13萬億元人民幣，同比上升11.4%。8月16日國務院發文鼓勵外資參與國企混改，國有資本投資運營公司配套文件或年底出台，混改、去產能以及整合重組等國企改革政策、消息值得持續跟蹤。

包裝紙企具增長潛力

陳曉光 比富達證券（香港）研究部高級研究員

在互聯網普及情況下，內地紙業發展分化，其中受惠電子消費及物流運輸高速增长，包裝紙需求增長強勁。近年內地持續收緊造紙行業環保要求，加速淘汰落後產能，加上收緊廢紙進口，紙價今年開始持續走強。龍頭包裝紙企具有較成熟廢紙進口或收購渠道，加上下游需求增長穩定，議價能力高，值得關注。

據中國造紙協會統計，2016年內地紙及紙板生產量10,855萬噸，同比增長1.35%，消費量10,419萬噸，同比增長0.65%。當中文化用紙如新聞紙、塗布印刷紙及銅版紙的產銷量均錄得不同程度的下跌，而常用於包裝的包裝用紙、箱板紙、瓦楞原紙、特種紙及紙板產量分別同比增長1.50%、2.67%、2.02%、5.66%，消費量分別同比增長1.17%、2.92%、1.93%、3.69%，增速均高於行業平均水平。

快遞急速發展大增紙品需求

據內地郵政局統計，2016年全國快遞服務企業業務量累計完成312.8億件，同比大增51.4%，並連續6年增長超過50%。今年首7個月，全國快遞服務企業業務量累計完成205.2億件，同比增長30.3%，其中異地業務量累計完成153.2億件，同比增長32.4%，增速較快。

快遞整體增速雖然有所回落，但仍處於較高水平，並刺激紙箱等相關紙製品需求增長，尤其異地業務方面，需求更大。

不過，快遞急速發展的同時亦引起了社會對於過度包裝的擔憂。據內地郵政局統計，2015年內地快遞行業消耗了99億個包裝箱，169億米膠帶，還有大量用於包裝的塑料填充物，當中很多都是一次性且非可降解的材料，對環境造成極大污染。

雖然有企業推出能減少膠帶使用的可降解紙箱，但只能一次性使用，不能有效減少紙箱使用數量。另外，部分企業開始推廣紙箱循環再用，惟成效有待觀察。由於紙箱較塑料製品更為環保，其替代作用對需求有一定支撐，料紙箱消費量短期難以大幅減少。

造紙業一反常態現淡季不淡

隨着去產能及收緊廢紙進口的成效逐漸顯現，今年紙價持續走強。上半年上游廢紙均價同比上升34.28%至1,725.51元人民幣(下同)/噸，下游箱板紙均價同比上升34.76%至4,204元/噸，瓦楞紙均價同比上升35.86%至3,500元/噸。5月至8月為造紙業傳統淡季，惟紙價仍能一反常態上揚，顯示下游需求強勁，利好包裝紙企盈利表現。

總體而言，快遞業務高速增长為包裝用紙帶來穩定需求增長，更出現淡季不淡的情況，料下半年傳統旺季包裝紙需求可維持較高增速。受惠環保政策及去產能，龍頭包裝紙企馬太效應顯著。

此外，內地收緊廢紙進口，亦令擁有成熟廢紙進口或收購渠道的龍頭紙企更具優勢，其發展前景值得期待。

聚焦央行年會 市場波幅暫降

涂國彬 永豐金融集團研究部主管

隨着美聯儲打開加息窗口，其他主要央行在經濟有所好轉的基本面支持下也開始摩拳擦掌，有意開始為貨幣政策正常化試水。不過，現在正是一個比較特殊的時間點。

首先，美聯儲經濟數據略顯疲態，讓投資者擔憂經濟增長動力，質疑加息路徑。而美聯儲的決策者也對加息存在較大的分歧，對年內開展縮表倒是達成一致。不過市場對於年內再加一次息的預期並不高，12月升息預期僅逾三成。

其次，其他主要央行態度模糊，包括英國、澳大利亞和歐央行等。有收緊貨幣政策的預期，其決策者也一度向市場放風，但隨後則出面希望市場不要過度狂熱，打消政策轉態的念想。

貨幣政策前景顯得模糊

所以當下，貨幣政策前景顯然有些模糊。我們腦中都有一個趨勢，那就是全球都將在某一個時點逐步轉向貨幣政策正常化，但到底是什麼時候，會不會是短期內，這些不確定性讓金融市場波動。這也就是為什麼Jackson Hole會議在現下受到關注的原因，大家都在等央行行長們的暗示和指引，即使獲得新的指引的概率不高。

央行官員發言成晴雨表

一年一度的Jackson Hole全球央行年會在每年8月下旬舉辦。原本是一個地區型經濟政策研討會，隨着會議主題轉向貨幣



■美國聯儲局主席耶倫(右)與歐洲央行行長德拉吉(中)，於今年3月出席二十國集團(G20)財長和央行行長會議時交談。資料圖片

政策，並越來越傾向邀請央行行長出席，聯儲主席曾數次發表重要政策聲明，被視作政策變化的晴雨表。加上媒體全程與會，更是擴大了會議的影響力，如此躍上了全球舞台，變成現今大家尤為關注的經濟事件。

回顧去年的央行年會，耶倫一番對於加息的講話並沒有帶來太多新意，未改加息的預期，倒是二號人物費切爾表示年內有最多加息兩次的可能性，引發市場震盪。對於今年的會議，主題是促進變化中的環球經濟。原本投資者特別期待歐央行行長

德拉吉會不會趁此機會宣佈逐漸縮減QE，尤其有近期強勁的經濟數據支持，畢竟他過去三年都沒有出席，難免惹人猜想，如此一度支持歐元大漲。

關注德拉吉會否出席年會

不過，有歐央行官員向媒體放風表示，德拉吉不會就貨幣政策發表新訊息，打消了市場的念頭。可能要到下個月的ECB會議才有所表示。目前歐元維持在高位震盪，缺乏方向，不過下方始終有買盤力量支持。在Jackson Hole會議之前，歐元更

是展開水平整理，靜待任何風吹草動。

除此之外，耶倫的言行也受到關注。任期將滿的她可能會是最後一次以美聯儲主席的身份出席央行年會，演講主題為金融穩定。恐怕她此次會給出新的有關加息和縮表指引的概率頗低，繼續要太極。

美匯指數目前仍在94水平下震盪，缺乏方向和向上突破的動能。加上地緣政治風險持續，料維持弱勢。綜合來看，此次央行年會看來不會有太大驚喜，市場波幅有限，但正因此也不可掉以輕心。

美國政局混亂 慎防拖累股市及經濟

葉澤恒 康證投資研究部環球市場高級分析員

特朗普繼「通俄門」事件後，再在極端白人與警察衝突後，指雙方均有責任，令美國政商界感到強烈不滿。原本由他成立的兩個組織，均由於多間大企業的高層辭職，所以要解散。美股上周已出現明顯調整後，是否已沒有再推升的動力呢？

班農辭職或屬緩兵之計

曾經是特朗普的愛將的首席戰略顧問班農，於上周五美股開市初段辭職，雖然曾經為美股帶來支持，但其實投資者憂慮特朗普於競選時許下的承諾無法實現，故當日美股再度下跌收市。班農辭職，雖然可能緩和一下政商界對特朗普政策的不滿，但不代表這件事已經完結。

一方面，共和黨內部在去年選總統候選人的初期，根本不是屬意特朗普的。但由

於當時只有他在民望中超越民主黨的希拉里，故不得不派他出選。因此，不少屬較溫和的共和黨人對他早已存有不滿。若果他獲得黨內支持，廢除奧巴馬的醫保法案本應早已獲得參眾兩院通過，而不是一直拖延到現在。

另一方面，民主黨的議員當然不滿特朗普的施政，特别是在「通俄門」事件，及近期極端白人在社區搞事，而特朗普竟然不是譴責生事的極端白人。因此，在目前的氣氛下，民主黨議員更不會全力支持特朗普政策。

在上述因素下，美國國會即將恢復工作，而9月至10月期間將需要處理多項重要議程。除了廢除奧巴馬醫改的議案可能將重交國會外，稅務改革及上調債務上限，似乎更是首要工作。上次債務上限未

能上調後，美國的主權評級被下調，結果引發全球金融市場震盪，而投資者本季需要較留意債務上限能否順利獲得上調。班農是次辭職，或是特朗普的緩兵之計，希望把氣氛緩和。

企業投資部署恐受影響

除了未能獲得兩黨的支持外，大商家在今次極端白人事件中，亦離特朗普而去。再加上，特朗普指責亞馬遜搶去數以萬計人士的工作，令商家對特朗普的施政可能失去信心之餘，更會懷疑特朗普在競選時許下的承諾能否實現。若商界對特朗普的施政信心下跌，可能連帶影響企業原先的投資部署。在這情況下，企業投資或可能於未來兩季放緩，從而影響下半年美國經濟增長。美股近期的調整，有可能是過去

幾年大升市後的一個調整開始。短期宜留意看淡美股的ETF交易量是否持續增加，從而顯示投資者開始看淡美股的其中一個因素。

關注耶倫及德拉吉講話

本星期市場的焦點，除了特朗普的施政外，聯儲局主席耶倫及歐洲央行行長德拉吉的講話，將會成為全球焦點。耶倫方面，預期投資者希望在她的言論中，能否看到她對美國通脹的看法，從而推算聯儲局於年底是否仍有加息的機會。

至於歐洲央行行長德拉吉方面，由於區內經濟持續復甦，故希望在他的言論能否得知央行會否在年底前宣佈減少甚至停止買債計劃，從而顯示央行明年更有機會開始把利率正常化。

氣候極端化 有必要加強應對

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）

颶風「天鴿」襲港，十號風球結合天文大潮，本港多處出現不同受災情況，鯉魚門和大澳出現海水倒灌沖塌民居、吊船流星錘、杏花邨地底停車場水浸沒頂、出動蛙人搜救、十多艘輪船擱淺、700宗塌樹甚至連警車也被擊中等等。香港的市場經濟活動包括股市停止一天，上班族上學的人士卻多了一天假期共敘天倫。極端天氣情況出乎意料，雖然風災帶來不少損失，但不幸中的大幸，還是絕大部分港人都在家中安然度過，筆者藉本文向打風當值執勤的紀律部隊、公共交通工具當值者、醫護人員、還有餐飲業界等人士致意！當然港府事前所作的方方面面的措施和廣泛向市民宣傳避災，亦是令到受災情況減到較低的主要因素。

港有效風災保障得來不易

香港有效的風災安全保障系統不是幸運得來的，多年來積累防風暴襲港經驗，港府

早已建立良好的預警系統和安全措施。近年極少見致命風災，但正常工商、金融、物流等行業無可避免受影響，上班及上學人士反而因打風帶來額外假期，航班取消亦影響乘客和旅客的行程。

今次比較特別的是十號波兼遇上天文大潮，本來水位已比平常高，颶風令海邊低窪地區更易受5米至6米高海浪衝擊，天文台早已頻密警告低窪地區防水浸風險，水浸黑點包括大澳亦做好居民疏散安排，但鯉魚門和杏花邨等地仍出現嚴重水浸，幸好當局救援人員包括消防甚至蛙人都很快到場拯救，致沒有發生傷亡意外。

其實早年每當暴風雨，本市市區和新界多處都出現大面積的水浸，兼有山泥傾瀉。印象深刻的是旺角彌敦道和上環永樂街一帶，每逢豪雨必水浸，店舖都在門前裝上水閘，防止浸進店內。政府多年努力做好斜坡鞏固和排洪水利工程，挖建如荔枝角及港島西雨

水排放隧道和跑馬地地底蓄水池，前述水浸情況已大大改善。

據報道，今次風災只收到八宗水浸報告，數量不算多，但問題是今次可能因正值潮漲，水位高影響眾多地點，除了大澳、鯉魚門和杏花邨，城門河和吐露港沿岸的沙田和馬鞍山一帶，海水倒灌導致水位高漲，連沿岸的行人隧道都被浸滿。

全球暖化恐致水患更嚴重

全球暖化導致海平面上升，有評論認為當局須研判今夏本港的水禍與全球氣候極端化的關係，並作因應之道。筆者認同這個看法，新的水患可能比前的程度更嚴重而牽涉地區亦比前更加廣泛，港府應有新的應對之策。

或可考慮設不適宜居住區

本港地理環境位於南中國海之濱多面環海，市民選宅鍾情海景，今次「天鴿」對海



邊住宅造成波浪衝擊，視頻傳來的畫面驚心動魄。或許港府在應對氣候暖化之餘，可同時研究海堤增加高度及強度和防波浪衝擊設施的建設，尤其應考慮到暴風適逢潮漲的情況，對於低海拔水平地帶，或可考慮設立不適宜居住區。市民大眾的宣傳教育更不可少，市民假如居住在近海邊的低窪地帶，就算是多層大廈，但居於較低樓層者，每遇到

打風，便應作預防海水浸入屋的防禦措施，而且為保障生命安全，應及早離開或搬到親友家中暫住。

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。