國企「走出去」股權投資風險及對策

左智卿 中國華融（澳門）國際股份有限公司投資管理部董事總經理

對外投資作為推動經濟發展的三駕馬車之一，隨着我國整體實力的增強和全球化發展的進一步深化，境內企業尤其是國有企業「走出去」，已成為當前中國經濟內外結構調整的重中之重。截至當前，中國企業「走出去」主要集中在基礎設施建設、通信、高科技出口、能源等領域，參與方式主要為股權投資、債權融資、工程承攬承建、技術服務輸出等。而在最為常見的股權投資領域，國有企業已成為令人矚目的主導力量，投資規模上已佔據了半壁江山。

然而，在境內國有企業「走出去」進行海外股權投資的同時，往往面臨着不夠了解所投國家實際環境的困擾，如何識別海外股權投資中的風險所在，如何精準選中優質標的資產是獲得成功的基本前提。

國企身份被政治化導致失敗

根據已有的案例，境內國有企業參與國際經貿活動中，遇到的問題和風險主要表現在以下幾個方面：一是因國企身份而屢遭國外安全審查和輿論炒作，導致投資失敗。如2005年中海油收購美國優尼科石油公司就是因為政治因素的影響而失敗。二是國別風險判斷不足，政治、經濟局面不穩導致投資損失。如對委內瑞拉、敘利亞等經濟政治不穩定國家的投資，已面臨巨大損失。

管理技術經驗不足導致損失

三是組織管理不到位、技術及經驗不足導致的損失。如2009年中國鐵建承建沙特麥加輕軌項目，巨虧41億元；2009年中國電力投資緬甸密松水電站項目，因環境影響嚴重被緬甸政府擱置，面臨73億元損失，以及2008年中石化18億美元收購加拿大Tanganyika石油公司100%股權，獲得在敘利亞和埃及的石油勘探和開採權，但後來發現產品質量與原先探測的不一致，導致煉化成本提高一倍，遭受巨大損失。因此，對於境內國企而言，如何適應國際競爭新格局，精準識別風險，是每一次境外投資成功落地的關鍵。

藉混改塑造國企獨立性形象

總結以往失敗的原因和教訓，有以下幾個方面可以考慮進一步完善：

首先是推進國有企業的混合所有制改革，逐漸降低國有股持股比重，這是應對國際上「競爭中立」規則的最根本的方式之一，並且還能塑造我國國有企業在國際上的獨立性形象。

按國際規則辦事 加強專業化

其次是認清中外體制的差異性，按照國際規則辦事。比如國內建設項目，較常見的是先以超低價投標，中標後再以各種理由要求客戶提價或延期，但在國際市場上罕有此例，否則就觸發違約條款。

如2010年中海外以超低價競標奪得波蘭高速公路項目，後來在成本及工期上變動，遭波蘭政府索賠17.51億元人民幣即是如此。

第三是加強行業專業化水平、嚴格細緻做好投前調查。如中石化18億美金收購加拿大礦產，出資之前竟然沒有調查清楚礦產產品屬性，最終導致約100億元的虧損，而這類失敗是完完全全的人禍，也是最可惜的。

推進市場多元化助分散風險

第四是推進市場多元化戰略，分散風險。積極倡導國有企業在對外投資過程中採取選擇性參與策略，採用市場多元化戰略，改變在個別國家和地區投資過於集中、增長速度過高的狀況，從而避免風險集中爆發。

加息周期展開 機會成本上升

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

美聯儲議息，加息自然是意料中事。9月份美聯儲議息，加息決策早已預期。唯一重要的，是前景展望和未來貨幣政策走向。以官方的預測而論，年內加息三次後，尚有一次在第四季。如此說來，筆者由去年至今，一直在本欄以至其他場合，多次反覆申述，以期望管理角度，預測聯儲局在2018年合共加息四次，每季加息一次，基本上已是言中了。

根據聯儲局主席之言，基本上都是樂觀的，而這種樂觀的態度，亦是局方與會者多所認同的。事實上，怎可能不認同？可不是嗎？經濟數據很客觀，儘管大家可以這裡那裡的挑剔，又或者質疑數據是否完全符合論者設定的標準，但假如數據採納以至統計的方式，一直保持穩定，沒有無緣無故的改變，則分析者還是可以看到當中，究竟是不是進步了，抑或停滯不前。

美經濟增長佳支持加息

顯然，以目前的經濟，不單是特朗普為自己臉上貼金的讚，也不單是鮑威爾以相對中立的態度表達出來，而是具體的經濟數據客觀呈現，經濟增長快，通脹低，失業率，繼續加息，幾乎必然。

央行官員態度，一般評論或報道，愛以什麼鷹派鴿派去分，但其實，還原基本步，一切以數據為本，目前的形勢，足夠繼續加上去。

太多噪音雜音影響投資

當然，媒體以至廣大受眾，往往喜歡這些華而不實的花絮，勝於簡單直接的大道理。也就說明了，何以絕大多數投資者，投資表現連大盤平均數都不如，因為太多噪音雜音的騷擾下，不斷進出交易，作出偏離長遠利益的策略，而不能有效地把握大趨勢的好處。

說起這個基本趨勢與噪音的關係，不妨從聯儲局主席的一點答法去作例子。議息後，慣常有會見記者的環節，美聯儲主席答問，對於油價對通脹的影響，他認為只是暫時性。換言之，油價升，但並非升了太多，並未足以成為通脹預期中的結構性問題。如果看得深入一點，把握字裡行間，細味微言大義，當中有一重含意：油價升是有影響的，但不會大到影響經濟增長。

看待加息要從大局着眼

同理，大家看待央行加息，要從大局着眼。舉例，早前太多人已預料加息，所以在押注方面先行減倉，但不說明真正大方向，只待結果一出，馬上又可以回復原貌，原來的軌跡。

■美國聯儲局主席鮑威爾發言似乎淡化聲明刪去「寬鬆」的影響，稱此不代表改變局方政策路徑，只顯示貨幣政策發展符合預期進度。 彭博

那麼，原來的軌跡是什麼？很簡單，經濟強，加息不斷，息口主導！一來，加息周期開展，任何資產價格，由於最終的定價都是以現金流折現，最終都難免受壓。二來，從資產之間的配置看，拿着同樣資產，收取同樣現金流，所面對的機會成本卻在增加中，但若某種資產無息可收，則更是明顯，因為之前純粹看重資本升值。

換言之，是着重供求導致價格向上，帶動投資者互相追捧的趨勢，如今趨勢逆轉，更無息可恃，機會成本增加，不言而喻。

三大新因素強化加息和縮表「蹺蹺板」效應

程實 工銀國際首席經濟家 錢智俊 工銀國際高級經濟學家

2018年6月以來，我們在多篇報告中指出，美聯儲今年將通過「快加息+慢縮表」的政策搭配，保持其貨幣政策的「不鬆不緊」。9月27日，美聯儲年內第三次加息落地，同時點陣圖再次支持2018年總共加息四次。在加息提速之際，美聯儲縮表則進一步放緩。較之於2017年的縮表計劃，2018年5月，美聯儲表內的國債和MBS縮減進度分別滯後117億和264億美元，至2018年8月，兩數分別繼續擴大至152億和328億美元。美聯儲的上述表現印證了我們此前預判。

展望未來，我們認為，三大新因素正在進一步強化加息和縮表的「蹺蹺板」效應，導致加息的提速必然伴隨縮表的減速，進而決定了加息和縮表的未來搭配。

因素一：適應政策工具的期限分化。在本輪貨幣政策正常化進程中，美聯儲主要通過加息來調整短端利率，通過縮表來調整長端利率。從本質來看，貨幣政策的正常化，即為政策利率向自然利率靠攏的過程，因此經濟走勢和自然利率在長短端的不同表現，決定了政策工具的期限分化。

長短端政策工具走勢分化

第一，長短端政策工具的走勢分化。根據學理，大規模減稅等財政刺激會在短期內引致市場預期的「過度敏感」。得益於此，2017年以來，美國經濟增速迅速邁入階段性高點，驅動短端中性利率和政策利率上行。基於此，2017年一季度，美聯儲由鴿派加息轉入鷹派加息，並在2018年堅持加速加息的立場。但是，在短期「過度敏感」消退後，赤字財政對實體經濟和市場預期的長期刺激則相對有限，導致長期中性利率的反彈相對較弱。

第二，長短端政策工具的功能分化。對於央行而言，短端政策利率主要致力於維持經濟的短期穩定。而為了彌合長期產出缺口、保持物價和就業的長周期穩定，長端利率的調整更加關注長趨勢信號，而非階段性波動。

規避貨幣政策內外矛盾

因素二：規避貨幣政策的內外矛盾。具體而言，美國收益率曲線的正常化包括兩項目標。目標一，推動收益率曲線總體上移。伴隨加息的推進，這一目標通過美聯儲表內證券的被動到期即可實現。目標二，修復收益率曲線的形狀，使其根據經濟復甦形勢而適度地陡峭化。這需要美聯儲主動擇機賣出部分表內證券，以實現精確塑形。在2017年公佈的縮表計劃中，美聯儲在2018年後為自身留出了主動操作的空間。但是，從現實來看，目標一和目標二的落地存在衝突。如果目標一過快實現，就會推動長端利率迅速上揚，壓低美聯儲表內證券的市場價格。在此情況下，一旦美聯儲需要在市場上主動賣出表內證券以滿足目標二，就將被迫承擔高額的交易損失。

因素三：構建下行風險的「緩衝墊」。雖然目前美國經濟正處於階段性高位，但是從長遠來看，未來的下行風險正在上升。一方面，在赤字財政的短期刺激消退後，美國經濟增速將有所放緩。根據本次議息會議的預測，以及OECD和CBO的最新預測，2019年美國經濟增速將高位回落，下滑0.2個-0.7個百分點。另一方面，貿易摩擦的成本亦將漸次顯現。雖然在一對一的貿易摩擦中，美國較對手佔據優勢，但是由於美國多線出擊，成為全球貿易摩擦成本的彙集中心，貿易替代空間狹小，因此難以擺脫負向衝擊。 (本文有刪節)

油價雖上看百元 歐央行應能避免重蹈覆轍

MCGEEVER 路透專欄

歐洲央行在2008年和2011年的升息之舉，或許是近代央行史上最大的政策錯誤。隨着油價再次上看100美元，歐洲央行最不願見到的就是重蹈覆轍。

一朝被蛇咬，十年怕草繩。布蘭特原油價格本周觸及每桶82.55美元，創下近四年來最高水平。過去一年油價漲了40%，歐洲央行對這個通脹危險信號恐怕難以置之不理。同樣在本周，歐洲央行總裁德拉吉對歐洲議會表示，歐元區基礎通脹的加速「相當活躍」，並表示對薪資增長繼續加快抱有信心。

把這些全拼湊起來，你或許會認為歐洲央行應該已經準備推翻維持歷史低檔利率到明年夏季的承諾，提前祭出一兩次壓抑通脹的升息。

這次不會了。真要說的話，原油價格升破100美元的震撼，反而可能促使當前這批歐洲央行決策高層動手放寬政策，或至少延長寬鬆政策，而不是收緊政策。

油價急漲非因需求上升

首先，目前油價急漲比較偏向源於供應受限而非需求上升。美國對兩個石油輸出國組織(OPEC)成員國委內瑞拉及伊朗實施制裁，打擊了這兩國的石油產量，而根據野村的資料，OPEC及其盟友產油國的備用產能仍處於歷史低檔。在美國帶頭之下，全球經濟正以強勁穩定步伐增長。但經濟增長所面臨的種種風險，從貿易戰到美國升息，整體上看是偏向下檔。若經濟增速放緩，將會抑制石油需求。

其次，油價通常會波動過頭，在臨近周期頂峰和低谷時波動加劇。這意味着油價可能比評論家幾個月前預期的漲得更高，亦或跌得很慘。

第三，油價保持高位運行的跡象，比如說在較長一段時間內處於100美元上方，可能擠壓企業獲利，迫使企業裁員。在已然動盪和危險的政治環境下，失業率不斷攀升，法蘭克福肯定會謹慎看待。

簡而言之，有理由認為這將是「壞」通脹，而非「好」通脹。當然現在不會重演2008年或2011年的一幕。歐洲央行在2008年7月上調了利率，當時油價創下每桶147美元的紀錄高價，較之前一年翻了一倍。當時亦正值全球信貸緊縮之際：貝爾斯登(Bear Stearns)BSC.N幾個月前剛被紓困，雷曼兄弟(Lehman Brothers)數周後宣佈倒閉。

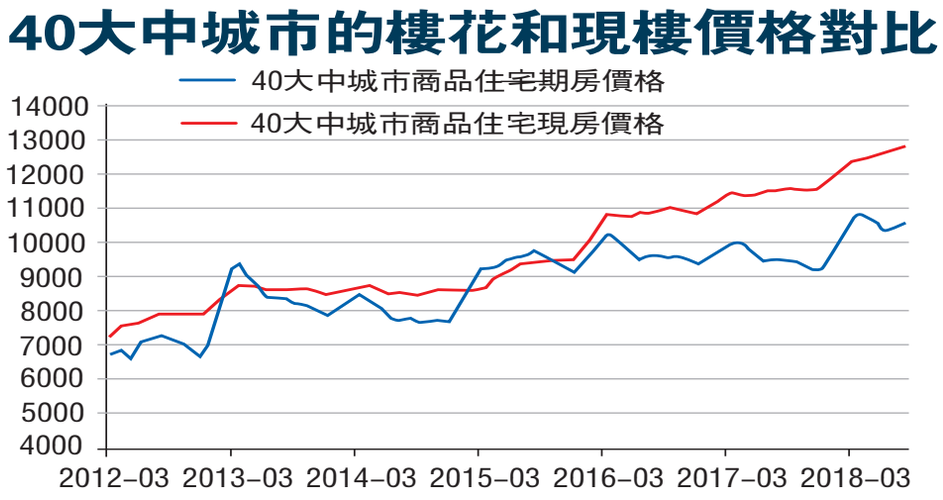
早年連番加息造成失誤

2011年油價再次衝破100美元，歐洲央行不止一次而是兩次上調利率，彼時也正值歐元區債務危機愈演愈烈：希臘和愛爾蘭已靠援助度日，西班牙和意大利公債收益率不斷飛漲，最終促使德拉吉在一年後採取一切必要措施來干預。

今時今日的歐洲央行決策者將會更為謹慎，尤其是儘管通脹率觸及目標，但還低於當時的水平。整體通脹率目前在2%，但2008年和2011年時則分別為4%和3%。歐洲央行打算在今年年底結束其2.6萬億歐元的購債措施，且維持利率不變「至少」到明年夏天。關於利率指導的模棱兩可足以讓歐洲央行有很大的迴旋餘地。歐洲央行可在明年9月或12月加息，更或按兵不動，就其信守承諾而言仍無可厚非。

取消預售制度影響深遠 料短期內難以實行

康證投資研究部



資料來源：Wind, 中信建投

廣東省房地產行業協會於上周對下屬的副會長單位，發佈《關於請提供商品房預售許可有關意見的緊急通知，其中關於「商品房預售制度」引起極大迴響。市場憂慮一旦取消預售制度，將會對發展商的資金鏈帶來沉重壓力，即使住建部隨即闢謠，指有關說法並不屬實，但未能減低市場的憂慮，本周內房股全線受壓。

建設部於94年頒佈《中華人民共和國城市商品房預售管理辦法》後，內地房屋的預售制度正式推行。目前主要城市商品房預售比例普遍達到八成以上。此預售制度帶來不少優點，有利發展商縮短企業的現金流回籠周期，降低資金斷裂風險，同時滿足規模龐大的融資需求。訂金及預收款項，一般佔發展商資金來源約兩至三成，且沒有利息成本，是重要的資金來源。對買家而言，樓花價格普遍比現樓更優惠。自2012年以來，40大中城市的樓花均價和現樓均價在絕大多數月份當中，樓花售價低於現樓售價約一成至兩成，而且價差於近年有擴大的趨勢，可見預售制度和分期付款的方式能降低入場門檻，從而帶動樓市的需求。

預售制熱議不絕仍奉行至今

預售制度當然引起不少問題，對買家而言須承擔建設風險，收樓前買家或會面對延遲交付，甚至項目爛尾的風險，收樓後可能遇上貨不對辦及質量等問題。融資方面，銀行作為按揭貸款方，地產商的大部分資金風險轉嫁予銀行，倘若樓市波動，一旦買方斷供將令銀行面對資金鏈問題。上述問題往往是源於以往配套未盡完善，市場欠缺監管，有意見認為制度助長炒賣成風，過往十多年以來，內地對於預售制的熱議此起彼伏，但最終仍然奉行至今。

取消預售制行業臨巨大壓力

本部認為制度在短期內仍會維持，因為取消預售制將影響深遠，基本上並不現實。全面實施現售的話，發展商從買地、規劃、興建、交付等，整個過程最快需時兩年才能確認資金回籠。

即使內地金融市場近期由去槓桿轉為穩槓桿，但現時內地資金面緊張狀況並未得到緩解，取消預售制令發展商的資金成本上升，現金流的壓力急增，對於採取高周轉、高槓桿營運模式的企業形成極大壓力，或會引發行業資金鏈斷裂。

地方政府收入恐大幅減少

另外，取消預售制令目前興建中的項目未能推出市場，短期供應驟降，反而助長樓價升勢，與原先遏制樓價上漲的目標背道而馳。由於資金回籠的速度大幅減慢，以及資金成本上升，令發展商投資買地的意慾大大減低，土地市場降溫，將會導致地方政府的收入大幅減少，地方債務風險隨之上升。

預售證審批條件或將提高

因此內地短期內並不具備取消商品房預售制度的條件，預期當局將會着手於提高審批預售證的條件，例如在過去兩三年，當局於需求方面推出針對性政策，包括限購、限貸、限售、限價等，另外在供應方面加入更多條款，賣地時提高入場門檻等等。

總結而言，相信日後內地房地產行業難以再倚靠以往高周轉、高槓桿的經營模式，經營成本將陸續提升，財政實力較弱的發展商面臨退出市場，行業整合之後，具備多元化融資渠道、資金實力雄厚的優質發展商可擴大市佔率，內地房地產行業的集中度將不斷提升。

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。