

次按帶來的金融危機已過去6年，美國經濟亦逐步復甦，失業率由2009年最高的10%下降到6月的6.1%。但經濟增長率卻一直維持在低水平。回顧過去美國的經濟循環，衰退時國內生產總值(GDP)負增長，然後經濟復甦，一般GDP數年後便會回升至4%至5%水平。但2013年美國GDP增長只有1.9%，2014年首季更下跌2.9%。

這個極不尋常的經濟循環，令人擔心下次經濟衰退來臨時下行壓力比過去更大。經濟不能全面復甦，原因是美國從2008年開始一個漫長的減債過程。2008年美國的家庭債務是GDP的100%，現時已低於80%，預期減債過程還會維持數年。由於美國消費佔美國GDP的70%，美國家庭在減債，減低消費，均不利GDP增長。

中國整體的債務在增加，6月標普調研報告指，2013年中國企業債務已高達14.2萬億美元，超過美國的13.1萬億美元。這可說是很驚人的數字，因中國的GDP還是低於美國，即中國的企業債務對GDP比例遠高於美國。

### 殭屍公司致產能過剩

中國企業債台高築，帶來幾個擔憂。第一，利息費用影響盈利。CLSA報告指，利息費用佔整體稅前利潤的比例，從2007年的10%上升至2013年的19%，令同期股本回報率(ROE)由25%下降至15%。相反，同期美國企業的ROE則維持在17%左右。ROE是推動股價的重大因素，中國的債務增加，令公司的利息費用上升，ROE下跌，解釋了近年A股表現不振。

第二，債務帶來產能過剩。中央早已

確認五大產能過剩行業：鋼鐵、水泥、電解鋁、平板玻璃及船舶。在海外違約的公司上海超日太陽能科技，也屬於產能過剩的光伏行業，《金融時報》報道，2011年至2012年中國的水泥產量就超過美國在20世紀的總水泥產量！企業若是嚴重虧損，按照市場經濟邏輯，企業早該倒閉。偏偏這些內地企業不少是政府企業，或是跟政府關係密切的民企，故政府還是透過銀行借貸給這些「殭屍公司」，結果產能過剩，浪費大量資源。

### 債務泡沫生金融危機

第三，劣幣驅逐良幣。內地銀行的利息受監管，往往不能跟風險掛鉤，故銀行面對龐大的資金需求，情願借給國企，因其背後有政府擔保，令中小企及民企的融資困難，對創業者及民企非常不利。CLSA研究發現，中國上市公司中，民企的資本回報率(ROIC)是13%，比國企的9%為高。這個比例顯示民企資本的運用效率遠比國企的高。中國政府經常提出鼓勵消費、創新科技，這些都是民企的領域，但偏偏國企的債務吸收了民間資金，令資源錯配，不能被有效運用。

第四，過去的金融危機都來自債務泡沫。1997年亞洲金融風暴來自亞洲國家的大量美元債務，2008年的金融海嘯來自美國的次按，近幾年的歐元危險則來自希臘、愛爾蘭、西班牙及葡萄牙等歐豬國的國家債務。中國的整體債務(政府、企業及家庭)已超過GDP的230%，實屬高危。筆者相信，中央原本是要收緊銀根減低風險，可惜最近當經濟增長減慢至接近7%，中國又再放寬銀行貸款。放水短綫有利經濟及股市，但當債務泡沫一旦爆破，其殺傷力將會更大。RM

# 中國債務泡沫

中央原本是要收緊銀根減低風險，可惜最近當經濟增長減慢至接近7%，中國又再放寬銀行貸款。放水短綫有利經濟及股市，但當債務泡沫一旦爆破，其殺傷力將會更大。

### 王家其

翹騰投資管理董事及風險管理官  
曾任職國際投行銷售及結構產品部，具多年公司培訓和教導CFA及FRM課程經驗。  
為美國康乃爾大學物理學博士，特許財務分析師及金融風險管理師。

