



王家其

翹騰投資管理首席營運官
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。

風起雲湧

Columns
美術：任耀楠

中國債務問題嚴峻

幾個重大經濟危機都來自債務過高，1997年亞洲金融危機導火綫，是亞洲多國如南韓、泰國、印尼等美元債務嚴重；2007年次按危機則來自美國房地產槓桿率過高；2011年的歐債危機則由於希臘債務纏身。最近市場關注意大利，專家估計該國銀行體系內的壞帳為國內生產總值（GDP）的21%。意大利的債務問題假若處理不當，隨時演變成另一個希臘。歐債、美國次按都不是香港問題，但該等債務從來都是環球及系統性，對港股的影響十分嚴重。

剛性兌付為硬道理

中國的債務比歐洲更嚴重，而且正在惡化。中國整體債務對GDP比例為250%，而2005年才150%，即是債務的增速高於GDP，並不健康。中國債務有幾個特色：一、債市是封閉市場，海外投資者只有通過合格境外機構投資者（QFII）才能參與在岸股票市場。而離岸市場，包括香港，規模遠比不上在岸市場。根據德銀統計，現時中國境內債市規模為48.5萬億元人民幣，而離岸規模只有8,000億元人民幣，不到在岸市場的

20%。過去一年人民幣下跌，投資者對人民幣產品需求減少，離岸市場正在萎縮。二、能在海外發債的一般都是實力較強的發行人，如中央政府及國企，風險較低，故很多在內地的違約事件，一般海外投資者比較少留意到。

三、日本的債務中，中央政府佔的比重最大，違約風險比較低。歐洲情況則比較特別，因為歐洲國家把發鈔的權力交給歐洲央行，故國家違約風險仍然存在。中國70%的債務來自企業，故風險比較高。四、債務雖然嚴峻，但債務違約率卻很低。根據評級機構穆迪統計，中國的違約率只有0.2%，遠低於美國的0.9%及全球的0.8%，故**剛性兌付**（見88頁**財經詞彙**）在中國仍然是硬道理。最近螞蟻金服下招財寶的一些資產出現違約，結果由招財寶包底承受損失，投資者免除虧蝕，這類故事愈來愈多。

處理不當牛市難來

債務嚴重及剛性兌付帶來幾個問題：一、高風險，高回報這個概念在內地似乎不適用。國內一些評級較低的發行人及理財產品，以高息來吸引

投資者，到出問題時往往總有第三者來包底，試問基金業如何跟這些產品競爭，基金業着重長綫投資及風險管理，但內地債券理財產品卻往往高息而且剛性兌付。風險跟回報的關係被扭曲，影響了基金業的發展。二、資本錯配。本來債務高，盈利低的企業根本不應該有能力在市場融資。但國企，或者有背景的公司往往仍能夠融資，而且成本很低。故在內地很多企業近年從事很多海外併購，在歐洲收買球員球隊，在香港買地，出的都是不合理的天價，因不需考慮回報，其他企業難以競爭。

企業債務龐大，直接影響到銀行的資產質素。內地銀行的市帳率大部分低於一倍，例如**工商銀行**（01398）為0.77倍，**交通銀行**（03328）為0.65倍，顯示投資者對中資銀行的資產不信任。理財產品能剛性兌付，需要第三方來包底。這個角色，往往由銀行擔當。近年銀行的盈利被壞帳撥備削弱，股價橫行。銀行股是A股及恆指中最權重的板塊。中國的債務假若不處理好，恐怕就算全球大牛市，港股投資者也只能從旁觀看。FM