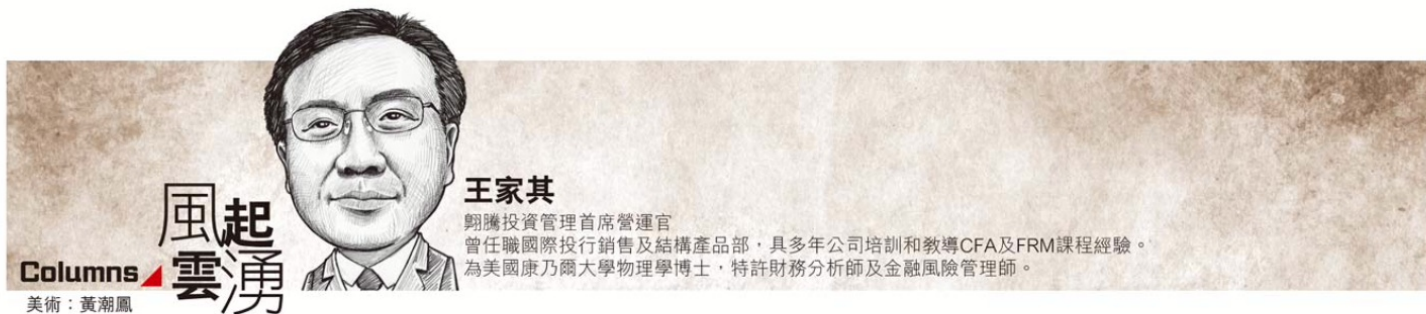




風起雲湧

王家其

翺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。

Columns

美術：黃潮鳳

中國借來的繁榮

中國的債務風險遠比股市高，投資者需要更關注。整體債務（包括中央政府、地方政府、企業及個人）對經濟的重大影響來自兩方面，第一是量：中國股市在今年6月高峰時是國內生產總值（GDP）的118%，但麥肯錫（McKinsey）2月估計，債務為GDP的280%，遠高於股市；第二是系統性風險：由於不少債務為銀行持有，債券的風險直接影響銀行業穩定，影響舉足輕重。

舉債模式不利長遠

中國債務狀況有幾個特色，首先是增速驚人。中國GDP增速快，但債務增長更快。中國總債務佔GDP比例，由2007年的200%增至今年的280%，已超過了美國的269%。一個國家以舉債支持基礎建設，本是無可厚非，而且固定投資也是中央過去達成GDP目標的主要工具。但數據顯示，中國債務的邊際效益（Marginal Effect，見96頁財經詞彙）

愈來愈低，從2007年至今借入1.8元人民幣，才能產生1元人民幣的GDP，將來若要維持高增長，需要借入的錢只會愈來愈多。債務是需要償還的，舉債不過是將未來的GDP轉移到現在，對下一代卻大大不利，中國以債務維持經濟增長的模式是不能持續的。

其次，中國債務中有三分一跟房地產有關，包括個人按揭、發展商融資。但內地不少非地產企業也有投資房地產，因回報更高、增長更快。房地產在債務中的極大比重絕不健康，會令地產行業大得不能倒，任何對房地產不利的政策都可能帶來骨牌效應，引發金融危機。結果是中央不得不維持高樓價，把社會資源集中在房地產市場，令其他行業不能健康發展，可能重蹈香港地產獨大的覆轍。筆者在一次內地交流中，分享美國的成功企業都沒有政府支持，相反內地的大企業多是國企。一位內地朋友卻提出，美國沒有高地價政策，讓公司

專心本業，已是對企業很大的支持。

風險集中銀行體系

先進國家如美國和日本的債務也不少，但大部分由中央政府發行，故信用風險近乎零。但在中國，中央佔整體債務僅20%，而67%是地方及企業債，有一定的信用風險。先進國家擁有深而廣的機構投資者，就算有違約事件（例如美國的底特律及最近的波多黎各），都能分散損失，不會帶來系統性風險。但內地的機構投資者的規模不夠大，加上保險公司的資產被嚴格監管，不能投資高風險產品。故此內地不少企業或地方債，都會打包成理財產品或信託產品，經由銀行賣給零售客戶。

散戶往往不明白風險，只追求收益。雖然很多理財產品是不保本的，但當資產出問題，客戶投訴，最終也是銀行包底，即所謂「剛性兌付」，信貸風險最後還是由銀行來承擔。這解釋了為何內銀股一直低迷，市帳率低於1倍，這顯示投資者不信任銀行的資產質素。當然，中國有龐大的外匯儲備，民間儲蓄亦高達14.7萬億元人民幣，出現金融危機的機會不高。但中國利率水平比歐美高，令企業財務支出較多，削弱盈利能力。■

“債務是需要償還的，舉債不過是將未來的GDP轉移到現在，對下一代卻大大不利，中國以債務維持經濟增長的模式是不能持續的。”