

環球減債 中資顯優勢



國際視野

Pierre Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

在上星期，筆者於本欄指出，在原材料價格下跌及通脹壓力減緩下，亞洲股市之所以不能反彈，是因為區內近年盛行美元借貸。事實上，過去5年，我們活在美匯大熊市中，借美元作為投資之用，合情合理，因為本國的貨幣持續上揚。還有一個好處是美元的借貸成本較本幣為低，所以，區內以美元作借貸貨幣的規模相當高。

不過，近期美元兌大部分亞洲貨幣回升，美元借貸迅即造成困擾。如我上星期指出，韓國正在醞釀危機，另一個受過度美元借貸所打擊的國家是澳洲。悉尼最近被列為樓價最高的城市：悉尼的住房開支，是當地人平均年收入的8倍。這個樓市泡沫只是剛開始，澳洲地產商的差勁業績很可能只是個開始，其連鎖反應則可以從疲弱的零售商銷售數據中反映出來。

整體而言，由於環球金融市場正經歷降低負債（deleveraging）的過程，避開負債偏高的市場或行業是明智的做法。

人民幣兌美元無貶值壓力

但是，在亞洲中，也會有例外。中國企業是毋須減債的地方，儘管A股市場跌得慘烈，但這些企業的借貸渠道仍開放，中國企業負債比率反在增加中。更重要的，是這未必會造成問題，原因是人民幣是少數亞洲貨幣之中，仍能維持兌美元的匯價不貶值。人民幣兌美元的升值速度確放緩至如烏龜步行般，對過去幾年發行了美元債券、以美元支付本息的中國企業來說，

顯然是個壞消息，原因是他們預計美元會跌得較快，令他們還款時更輕鬆。然而，人民幣仍然緩步上揚，令中國企業在取得海外融資方面有不少便利。已經發生的現象是中國今年在海外發債金額大增，中資企業向國際市場籌得的新債達290億美元，較去年同期增加了77%。

那麼，我們要擔心中資企業的負債嗎？無論從任何角度看，這都是不需要擔心的，它們取得很好的借貸條件。以美元債而言，中國是少有的地方，其貨幣兌美元未來仍有升值空間，因此，中資企業仍有很大空間可以用低息借美元，最近，招商局（0144）發行5億美元債券，5年期息率才不過是6.125厘，而10年期部分息率則為7.125厘，中華煤氣（0003）也發行了10億美元的10年期券，年息率為6.25厘，但過去2年中華煤氣來自中國的收入年增長達47%。

國內游資充裕 信貸仍寬鬆

至於人民幣債方面，中國政府雖然限制了銀行放貸年增長不得超過15%，但中國

人民幣兌美元貶值壓力放緩



快速發展的企業債券市場提供了新的資金來源，去年中資企業發行1830億人民幣的債券，大部分是由國企發行（包括了本港上市的H股企業），只有110億元的發行人是民企，今年至今中企發債已達1150億元，發行人大部分是民企，佔了850億元，於7月25日完成的其中一宗發行，是由大唐發電（0991）籌集25億元15年期債券，年息5.9厘，這息率跟韓國鐵路發行的一筆2億美元5年期債券相若，不過，標普給予大唐的信貸評級為BBB，而韓國鐵路的評級則為A級，因此，大唐若是到海外集資，將要付出高得多的利息。

在亞洲地區，印度、韓國、泰國、菲律賓及印尼等地仍採緊縮貨幣政策，而在中國若處適當的行業，信貸還是較寬，這也不是什麼新聞，中國的高儲蓄率，令其較其他金磚國家（即巴西、印度、俄羅斯）有更充裕的流動資金。

就算有一定比例的中國企業不善於理財，但事實是它們背後有充裕的資金供應，這在國際上一偏減債聲中，確是一種優勢，而中資企業的估值亦相對低，在現時悲觀情緒充斥下，撈底可能言之尚早，但當市況回穩，中資企業將會來一次大翻身。