

經濟觀察家

債转股弊大於利



◀ 債转股需要商業銀行付出的資本金消耗非常高，並非是幫助商業銀行脫困的有效工具

「去槓桿」是供給側改革的主要內容之一。其重要性，關乎於金融體系乃至整個宏觀經濟的系統性風險。最近傳得沸沸揚揚的「債转股」，儼然是去槓桿的重磅舉措。但債转股並不是新鮮事，是十七年以前曾經用過的招。如今，境內外經濟環境與當年迥然不同，債转股能跟當初一樣，玩出理想的效果嗎？筆者對此不以為然。

國泰君安首席經濟學家 林采宜



資產配置觀察

首先，房地產市場長達十五年的牛市是上一輪債转股成功的重要前提。1999年，國有企業困境導致銀行逾期債權猛增，為了控制銀行體系的風險，信達、華融、長城、東方四大資產管理公司應運而生。他們通過與債務方簽訂債转股協議，將4000億元人民幣商業銀行的不良資產（逾期債權）承接過來，成功地幫助商業銀行拋下包袱、輕裝上市。時值房地產處於低谷，轉移給四大「壞帳銀行」的抵押品中不乏房產和土地，當時估值很低。其後的十五年裏，這些不動產的價格至少上漲十倍。不良股權由於其資產升值，變現之後大



▲作為重要的抵押品，土地房產增值的可能性很小，下跌的風險卻在逐漸加大

部分「盈利」。房產抵押風險較大債转股成功地實現了以時間換空間的不良資產消化。在這個過程中，房地產價格保證是「不良」轉「良」的核心酵母。目前，房地產價格已然處於泡沫巔峰，再漲十倍的可能性當然無存。作為重要抵押品，土地房產增值的可能性很小，下跌的風險卻在逐漸加大。債转股之後，不良資產被成功消化的幾率大大低於十七年前。

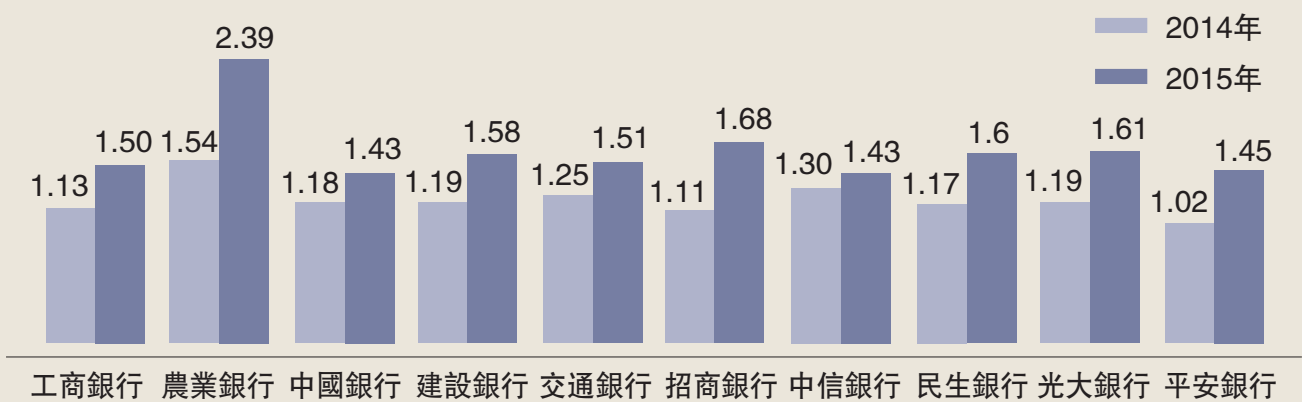
其次，宏觀經濟下行過程中，企業發生經營困難、面臨破產清算時，根據現有法律，銀行債權在清償順序中排名靠前。換一句話說，即便持有的是企業的不良債權，銀行在企業破產清算時，分一杯羹的幾率相對較高。一旦不良債權置換成不良股權，那麼企業一旦破產，作為股東的銀行，其清償順序排在所有債權人之後，基本上是顆粒無收。債转股使得銀行不良資產的處置損失率陡然上升。

商銀承擔高昂成本

第三，根據《商業銀行資本管理辦法》第六十八條，「商業銀行被動持有的對工商企業股權投資在法律規定處分期限內的風險權重為400%」。從實踐經驗來看，大部分企業逾期債務轉為股權之後，兩年之內是很難脫困。而兩年之後，該股權的風險權重將升至1250%。這也意味着，即便在短期內可以幫助減輕壞帳核銷的壓力，長期來看，債转股需要商業銀行付出的資本金消耗非常高，並非是幫助商業銀行脫困的有效工具。這也是大部分商業銀行對不良債權

部分上市銀行不良貸款率一覽

(單位：%)



審慎把握低息年代

祥益地產總裁 汪敦敬



樓市新態

年頭的時候，不是人人高唱美國加息將大難臨頭嗎？現在發生的事實是，香港在實質減息，而美國到4月7日為止的樓宇按揭創14個月新低。如果大家還認為，「樓價在2009年之後的大幅上升是因為量化貨幣和超低息年代，而2016年初人們對樓市不看好是認為美國會周期性息口上升」的話，大家現在應該重新檢視實際環境了。

在當下的貨幣戰爭中，美國若是想加息及美元升值，則要面對其他各大國，包括最親密盟友們的持續貨幣量化，尤其是日圓在安倍晉三再次擔任首相後曾大跌24%，但是近期仍可出現大升局面，結果當然令到美元下跌！美元沒有強勢如何加息？信美國加息，得到的是什麼？

美元升勢難強勁

我在年初發表的「2016年我對樓市的十大忠告」裏面寫到，「上半年價格見底，後市以匯率為依歸」，樓市到年中左右將有板塊陸續開始找到谷底，而後市就要視乎人民幣兌美元的走勢了。「人民幣價格下跌時，樓價下跌的動力便較大；反之，人民幣價格上升時，樓價上升的動力也較高。」

有人認為我這個講法是曲線唱淡，因為在年頭人人都認為美元強勢不

可阻擋，問題只是快與慢，但是我認為未必，我不覺得美國可以一如以往輕易「剪羊毛」，不認為美國可以透過加息或者一些「巧合的行動」，可以令美元回收得到美國及得到升值強勢。大部分國家其實都不願意再任其魚肉，就算如何配合的盟友，在貨幣政策上都毫不留情大印銀紙的，這對美元是相當不利的。此外，這種量化並沒有終止的勢頭，因為任何國家停止，國內財富很快就會被其他貨幣所蒸發了。

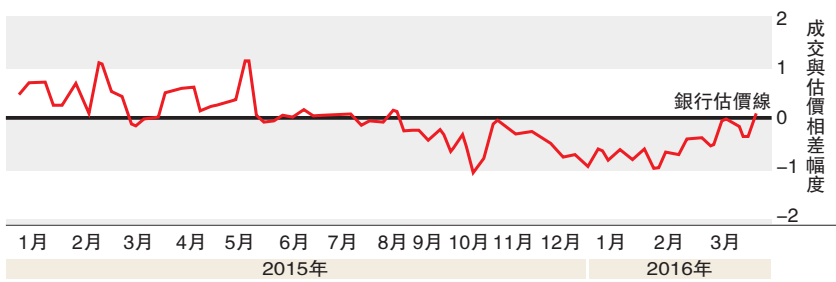
風雨大，如果你未能量力而為的話，我認為不要勉強置業，但是如果你已經準備好穩健的財務的話，我認為大家應掌握低息年代的美好時光，入市置業吧！

應做好按揭功課

但入市置業前應做好準備，我認為為準買家應在睇樓前就做好銀行預批，這可以在樓價調節的市道更保障自己。除了靠銀行之外，自己也應就按揭做好功課，有很多人擔心銀行估價下降而借不到錢，但是銀行估價下跌，其實亦可能等於你想買的單位價格下跌，如下跌率是同步的話，其實便影響不到借貸了。

為了方便我們的準買家可以更了解按揭實況，公司月前已推出了「祥益按揭估價指數」，是根據公司的最新成交，以及三家主要銀行（滙豐、中銀、恒生）的平均估價綜合計算相差的幅度，以及對比出同步值的正負數來判斷現時銀行貸款的鬆緊程度，讓市民可參考普遍成交及普遍估值的差距（高過零即代表銀行估價普遍低於普遍成交價，相反亦然）。

祥益按揭估價指數



創業黃金時代

互聯網預言家、《失控》作者 Kevin Kelly



未來世界

需要專注那些需要創造力、強調經驗的工作，例如科研、藝術領域。因此我們有理由相信人工智能最終將變成日用品。

這是創業的黃金時代，共享經濟的體系創建了一個開放性的創業平台，人人都能在其中發現自己的價值，更多的人參與其中，這個體系的能量和價值就越大。共享將是未來的核心關鍵詞，創業的出發點也應當由己及人，機遇的把握在於能否迅速與更多的人一起持續創造，發現更好的問題，找到更好的答案，創業會成為我們的生活。

科技在未來二、三十年有着一些必然的發展，並具有四方面推動力：分享、互動、流動、認知。

一：分享。舉幾個例子：Uber是全球最大的出租車公司，但是它自己沒有車隊資產；Facebook是全球最大的媒體公司，但它自己並不提供創造內容；阿里巴巴是全球最大的零售商、零售平台，但是它卻沒有自己的庫存。Airbnb是全球最大的酒店公司，但它沒有自己的物業。

上述公司的共性就在於沒有自有資產，所有權的重要性在下降。更為重要的是使用權，很多情況下使用權比所有權更加優先。對於經營公司來說是如此，對於消費者來說也是如此。這些得益於技術的發展，使得我們更好地分享資產。無論是Uber、阿里巴巴，還是Facebook、Airbnb，在二十年前是無法存在的，因為當時並沒

有共享技術，所以新的技術使得我們可以進行共享，也使得大家關注的重點從所有轉向了使用。

二：互動。曾經我們閱讀是看書，而現在通過看屏幕了解到我們周邊發生的很多事情。現在飛機上每一個座位後面都有屏幕，在全球每一個大城市在高樓上都有屏幕，甚至還有這種3D的屏幕。你帶上特製的3D眼鏡，可以看到這些屏幕上的內容，它們是非常靈活的。現在的電子書，更加便宜，且更具有靈活性。當我們把所有東西都搬到了屏幕上，都是流動性的，都是可隨時變更的。

三：流動。世界現在進入了屏幕的世界，所有事情都是在屏幕上進行流動。在二十年之後，我們會提升流動事物的價值，並讓固定事物都流動起來。現在最重要的流動內容就是數據，不管你在哪一個行業，從基本上來說都是數據行業，我們必須要了解到數據是如何流動的，並讓數據流動起來，否則它毫無價值。

四：認知。未來二十年最重要的技術是人工智能。人工智能會像兩百年前的電力一樣重要。使用人工智能的人越多，它的智能程度就越高，因為它是自動學習的，通過人們的使用，它也在不斷的學習，這是一個良性循環，使得人工智能快速增長和成熟。

人工智能的發展是讓人看好的。過去的智能機器人在執行任務的時候，是不能受到人類影響甚至干擾，但未來的智能機器人將能夠實現與人類的協作，甚至能夠與人類共事。未來發展是令人難以置信的，二十年後最偉大的產品還沒有被設計出來，還沒有問世。我們現在還只是處於這個變革趨勢的最初始階段。這意味着，任何人的創業都為時不晚，一切都來不及。（大公報記者毛麗娟深圳筆錄）