

「一帶一路」引燃「夏季攻勢」？！！

鉅亨網 總主筆 邱志昌博士

壹、前言

本文偏執與主觀認為：一、深滬股市目前仍受困於，不良金融資產債權清理，因此步履蹣跚。但隨首次 2017 年 5 月中旬，全球各國聚首中國北京，進行「一帶一路」論壇。二、在 2017 年 4 月 14 日(本週五)凌晨，美國商務部匯率調查報告公佈後，人民幣貶值期間將漸漸收尾；而中國深滬股市也將會突破重圍。本文聚焦討論中國經濟發展根本問題，不良金融資產債權(利空)；與一帶一路(利多)。

2015 年 6 月後至今，中國股市再沒出現過顯著多頭行情；當時上證股價指數高點為 5,178.19 點，但從當時至今、大盤多處盤整格局。在近期亞洲各國貨幣匯率已轉強，尤其新台幣匯價大幅升值、台股加權股價指數已攻萬點之際；上證指數難道還會無動於衷？雖然中國大型企業在美股上市者眾，但上證與國際股市步調並不相同，尤其是與美股趨勢幾乎不相干。美股在 2015 年第二季時也一度陷入整理；但盤整時間並未持續太久就續創新高。台股雖步履蹣跚，但近期加權股價指數，也攻到 2015 年 4 月最高 10,000.14 點附近。回頭看上證綜合股價指數；即使中國 GDP 年成長率、今 2017 年還可維持 6.7%，但上證大盤指數表面至今還懶洋洋、尚未具有攻擊跡象。

貳、中國股市大盤會被不良金融資產債務羈絆！



(圖一：上證綜合股價指數周 K 線圖，鉅亨網首頁)

會造成這種現象、主要與潛在原因現象為：一、中國股市具備「順向利潤」特徵，就是多數國際股市多已上揚後，它仍還會在盤整；直到投資者多已按耐不住，才深呼吸一口氣、一波直攻到底。如果運用財務理論「股票定價模型」CAPM(1964, Sharp)單因子、或是三因子(Fama and French, 1993)、及四因子模型(Carhart, 1997)驗證；則以四因子模型中第四因子，自變數「順向利潤」(Momentum Profitability)對應變數「報酬率」、呈現影響顯著現象。二、但不可忽略的是，在這種指數或大盤還在整格局中，投資銀行共同基金經理人，對上證大陸 A 股操盤績效卻仍有可圈可點者。部份專挑小型股 Small Size 的基金經理人，每次在大盤盤整後期階段中，基金淨值操作績效多遠贏過「大盤報酬率」。三、尤其是在 2015 年 6 月那一波，上證股價指數由谷底旱地拔蔥而起前；部份共同基金「累積報酬率」多已遠超過大盤；但當大盤指數全面上揚後，最後基金投資組合報酬率，雖還是跟隨增加，但最終仍是輸給大盤。其關鍵就在於最後的大盤指數，最後突然揚升大幅上揚。四、基於這些特質，若對中國股市結構瞭解不深，較

好投資方式是由「共同基金」切入；再沒把握的話，就用基金「定時定額」進場。以這樣投資方式若能持之以恆，將會有機會見到，在這種大規模經濟體中，若有專注與聚焦的專業；則指數外表的沉悶、不會妨礙對 A 股精確選股與操盤績效。五、長期研究中國股市必然發現，在每次股市大盤大漲後，就會浮現「不良金融資產債權」問題；或說是反著說，每次的大多頭的終結，多因為是不良金融資產債務問題；就是它把急漲的股市給拖下來。不良資產債權問題，不僅是中國股市「拖油瓶」，還可能是未來中國經濟、進入金融改革最大障礙；理解中國企業不良資產形成，及它與股市及經濟發展互動關係，並理解其處理方式；有助於掌握投資、中國股市及相關資產契機。

為什麼中國股市會有上述特徵？這與它總體經濟發展主軸有關。1989年改革開放後，中國走入鄧小平所規劃，社會主義經濟發展路線；以國營企業領導民營方式創富。1989年到2008年約19年，是中國製造業成長最快速期間。但在高度成長同時，因為企業對財務槓桿高度運用；槓桿的邊際效率很高，創造高水準的「權益報酬率」，使得國家GDP規模呈現邊際遞增成長。但近20多年來的擴張與競爭，也使後段班企業留下不良金融資產債務。1987年改革開放前，中國就定調以國有企業為經濟資源運用主體；將國家財政與經濟資源集中到國營企業中，希望它能帶動總體經濟成長。但在1997年亞洲金融風暴摧殘下，這種運行模式出現首次倒債問題，造成改革開放後第一次信貸危機。97年風暴過後到2003年SARS期間，企業不良債權總額佔GDP規模，由17%增加到1999年的20%；而逾期放款占總放款金額比率，則一直到2002年多還停留在25%以上。全國金融不良資產總金額，從約1,550億美元增加到2002年2,450億美元；2005年才降低到1,500億美元。



(圖二：中國上證股價指數月 K 線圖，鉅亨網首頁)

叁、這次的不良資產清理期間會很長？

為解決每次經濟擴張後，不良資產所造成負擔；中國國務院以四種方法進行清理：一、國有銀行股份化改革。二、用國家外匯儲備注入金融體系。三、成立資產管理公司、收購不良債權資產。四、以債轉股方式。全球金融業處理不良債權，唯一方法就是資產重組。而在資產重組下，有能力還可繼續正常經營的金融機構，就用公積金或是保留盈餘、現金增資，或是以未來獲利去回補被倒債的債權。但是中國從 1997 年那次之後金融不良資產債權，就已影響國有銀行在經濟體系正常運作；尤其是在打呆帳又要推動經濟成長。這種情情就得仰賴政府收購不良資產債權；政府再將這些資產轉到資產管理公司，以長期投資持有到期或其它方式處理掉。國有銀行多是以國家資源去清理的；為集中處理不良資產，中國國務院在 1998 年後、根據「金融資產管理條例」，成立四家資產管理公司，東方、長城、華融、信達；近期最主要清理方式已是「以債轉股」。國際投資銀行對這樣處理方式相當不以為然，因為國營機構管理的經營效率並非最佳，而「以債轉股」結果會發生，銀行介入被收購公司經營深度不夠，公司治理與

業務經營多不是專業，因此形成不良債權的非正面循環。這也是之前國際經濟學家羅比尼不斷警告；這樣如滾雪球般的不良資產債務，最終將會形成中國信貸危機「完美風暴」。



(圖三：人民幣兌換美元匯率周曲線圖，鉅亨網首頁)

要將不良資產完全清除，這是不可能的事；但預估清理不良資產的顯著改善期間將會有多長？這是中國國務院或經濟發改委，將會運用哪些政策工具的主要依據。這 20 多年來國務院與人民銀行，手上對不良資產債務處理政策工具約有：資產管理公司收購、寬鬆貨幣政策、管理浮動的人民幣匯率、以債轉股、企業債不再剛性兌換等等。以運用的方式為認定的話，嚴格言中國已發生過三次信貸危機：1997 年、2008 年與 2015 年。自 1997 年亞洲金融風暴之後，每次經濟高峰期過後，中國金融監理單位與國務院，多要出手收拾在景氣繁榮期間，所製造的泡沫與留下的債務。1997 年、2008 年與 2015 年多是如此。由上股價指數走勢，2008 年之後的下跌方式可說暴跌，股價指數水準也最高。

從各種商品與原物料供需均衡價格變化趨勢，會使資金財務槓桿效率，由邊際遞增轉為遞減的階段，應該就在 2008 年至 2015 年之間。對 1997 年亞洲金融風暴，中國國務院主要以資產管理公司收購，並未牽動貨幣與匯率政策。亞洲金融風暴的中國災情，經過約 6 年多時間情勢就穩住了，也因此 2002 年後金融不良債券總額漸趨遞減；人民幣仍可以守住不貶值承諾。但對 2015 年 4 月這一波，全球經濟景氣高峰後應對；人民銀行就顯得相對保守，這可由人民幣匯率貶值浮動見到。2015 年 4 月是為全球產業景氣高峰期，之前中國企業所遺留債務，因本息無法償還已經衍生不良債權，而現在再因為 2008 年後資金寬鬆，運用槓桿操作、雖還可維持 GDP 於高檔不墜；但在舊加新債務後，不良資產債權總規模可能已是 1989 年來最大規模。在此情勢下的匯率浮動，有助紓解國際經濟外部干擾；也可在工資成本上揚後，還給企業對外出口一些價格競爭力。

肆、結論：全球經濟發展由美國轉到以中國為中心歐亞地區？



(圖四：上證股價指數日 K 線圖，鉅亨網首頁)

中國經濟成長模式仍無法擺脫，以投資為主要刺激手段。而投資就是固定資產購置，則必然也會運用長期負債；如果營運效率高、則企業權益報酬率還可大幅提升。這也是為何過去在不良金融資產債權不斷累積，但中國 GDP 成長趨勢仍然強勁。在 2008 年之前，財務槓桿大、但報酬率高；唯 2015 年後情勢已改觀；「供給側改革」就是一個重要信號與分水嶺，產能過剩、供給大於需求、均衡價格下降。如果缺乏重要與積極政策推進，2015 年後槓桿權益報酬率將轉弱。這之所以在 2008 年後，中國開始規畫經濟發展新方向；2012 年後對內推出境外自由經貿區，由實體產業進入社會主義金融改革；而對外則推「一帶一路」；在美國貿易保護意識抬頭後，為企業的產能擴張出路。過去三年來，中國配合 AIIB(亞洲基礎建設投資銀行)、絲路基金、及金磚銀行等，中國已與相關的約 46 個以上國家，洽談出一些基礎建設的合作。這些成果可能就會在 2017 年 5 月，中國北京首次「一帶一路」論壇中浮上檯面。「一帶一路」與美國財政政策最大不同是：一、它不只是一次性公共建設，是一種長期性、一系列固定資產投資；整個投資方案呈現開放式網狀型態。美國財政政策及未來貿易概念，是趨於封閉式，投資的「加速效果」不大。但中國「一帶一路」則是國際建設，屬於開放性；預估其「加速效果」較大。二、這也之所以近期，含新台幣等亞洲各國貨幣明顯走強原因；資金回流、產業空洞化場景就在貿易保護意識下結束。未來全球經濟發展長期趨勢，以內需建設及投資為主流。中國「一帶一路」應可再次帶動 GDP 成長，它的投資「加速效果」可填補財務槓桿遞減效應。如果預期 GDP 的成長，會遠大於不良資產債務；或許久等不到的滬股攻勢就會發動了？(提醒：本文是為財金專業研究分享，非投資建議書；不為任何引用本文為行銷或投資損益背書。)