

# 「債務災難」打不倒股市??

鉅亨網 首席經濟學家 邱志昌博士

## 壹、前言



(圖一：美元指數周曲線圖，鉅亨網首頁)

1980 拉美國家、1997 亞洲東南亞國家，多因為美元指數大漲而發生「債務災難」。2018 年是否舊戲重演？運用財務槓桿擴充業績，是每位企業 CEO 必備能力；但企業資本支出投入後，經營績效彰顯與回報時間點，未必符合當時融資時的算計與預期。就以金融投資為例，在金融市場有價證券、或是商品投資中，以期貨合約多空風險最高。因為槓桿程度最高，以保證金交易制度，可能發生血本無歸狀況。例如今 2018 年 2 月 6 日，深夜美國股市大跌，衍生出次日台股期貨合約盤前斷頭，讓期貨操作投資者將以往獲利全數回吐。在企業槓桿運用後到收益回收過程中，是否會發生這樣的風險？這種機率是非常低的，以產業景循環觀點是不太可能發生的；只有系統性風險才會。財務理論公司理財領域中，強調資本結構與公司價值無關，只要會賺錢、用槓桿或是股東資本去賺多一樣；因此鼓勵融

資貸款會有「稅盾」，債息可以享受扣稅。企業舉債或是發行公司債，多需判斷總體經濟循環變化，尤其是利率資金成本趨勢。運用外幣舉債更要謹慎，借到強勢外幣那是會呼天搶地的。近期美元指數上揚後，新興市場的貨幣貶值，過去在 1980 年因為美元指數高達 124.19 點，被美元外債無端升值給「催慘」的拉丁美洲國家；現在外債與資金外逃歷史再度重演，還是以阿根廷情況最慘烈。

## 貳、人最好不要搞到一生多在還債！

國家主權評等表								
阿根廷 Argentina								
標普			穆迪			惠譽		
日期	評級	展望	日期	評級	展望	日期	評級	展望
2017/10/30	B+	穩定						
2017/04/04	B	穩定						
			2017/03/06	B3	正向			
						2016/05/10	B	穩定
2016/05/06	B-	穩定						
			2016/04/15	B3	穩定			
2016/02/03	SD	負向						
			2015/04/20	Caa2	負向			
			2014/07/31	Caa1	負向			
						2014/07/31	R.D	負向
2014/06/17	CCC-	負向						
2013/09/11	CCC+	負向						
						2012/11/27	CC	負向
2012/10/30	B-	負向						
2012/04/23	B	負向						
2010/09/13	B	穩定						
						2010/07/12	B	穩定
2006/10/02	B+	穩定						

(圖二：阿根廷國家主權變遷過程，鉅亨網)

阿根廷在過去幾十年中每任財長，每一年多要到美國紐約協商，在 1981 年到 1986 年因強勢美元，外債暴增經濟泡沫化遺留下來的債務問題。這次美元指數稍微回升，阿根廷外債問題又迅速惡化。在 1980 年起種下債務危機後，阿根廷到 2001 年多還在與國際投資銀行債務協商。阿根廷財政部以「減免債務」等多元化方案，與部份債權人達成協議；但小部份債

權額度較大的債權人，因為刪減債務幅度太大而不同意，最後在 2014 年阿根廷雙手一攤「違約」了。這段過程由以下，該國主權信用等級變遷可見；2012 年該國信用為 B 級、該國公債還可算是高收益債。但到 2016 年時就不行了，在油價底部區的 24.6 美元/桶時，信用等級為 SD 等、就是 Stander Default(標準違約)；2017 年好不容易又升高到 B+ 等級，但 2018 年 4 月初美元指數回升後，資金外跑情況又使阿根廷，為留住金融帳資金傷腦筋。即使目前阿根廷央行大幅提高利率，也無法抵擋資金流出。這多是一種循環的宿命，在弱勢美元階段，投資銀行勸進新興國家發行美元貸款或是國債。而每一個被勸進國家當然也多知道，美元指數當時是下跌、但未來也會升高；是一個上下起落循環。但每次美元匯價升高後，就是這些新興國家來不及「去槓桿」。1980 年起到 1986 年拉丁美洲是這樣，1997 年東南亞泰國等也是這樣；這次美元由弱到強勢循環，必需較謹慎的新興國家應該是中國大陸了。

自 1989 年改革開放快速發展三十多年後，中國地方政府債務與企業債已累積到，需要以「資產管理公司」來清理地步。債務清理加上中美貿易戰爭，這些多是長期事務；美國 301 條款未來將會緊跟著，中國貿易經濟至少陪同到 2025 年。這次中美貿易戰爭中，白宮就祭出通訊設備禁令，禁售中興電信設備到美國七年規定；霎時使中興電信股價大跌，突發性系統風險會嚴重影響投資回報。不少投資多是這樣發生無法給付貸款利息，最後也無法償還本金，出現逾期放款與違約事件；之後這筆債務就成為不良債權。

### ***叁、結構複雜的理財商品與影子銀行、附買回協議等！***

根據彭博社與鉅亨網的分類，中國債務總共可歸類為五種：「理財產品」(Wealth Management Product)、「非金融機構的貸款」(Non-Bank Financial Institutions)、「影子融資銀行」(Shadow Banking)、「附買回協議」(Repurchases)、及「大額轉讓定期存單」(Negotiable Certificate of Deposit)。其中規模最大的是「理財商品」，從 2012 年開始出現理財

商品後，隨著不良金融債權的增長，到 2016 年 10 月的總規模達到 30 兆人民幣。以目前 GDP 規模；理財商品佔比為 2.5 倍。未來大陸資本市場開放程度拉高後，對企業債務清理效率會提升。但經濟問題不是靜態的，在舊債務逐步償還的過程中，新的債務也會不斷冒出來；這會使得事情變得「剪不斷理還亂」，看誰跑得快。對未來中國經濟發展最具威脅的是，美國商務部要求的；停止政府對企業有關於工業 2025 產業研究、製造與補貼。美國認定這項金額達 3,000 億美元的補貼金額，是不公平的貿易競爭手段。從中國商務部立場解讀，這當然是一項干預措施。但由反向角度思考，這真的要衡量債務清理、與產業發展動態發展。中國商務部與國務院多要保證，工業 2025 產業與目前債務清理，兩項政策多可以順利進行。如果萬一債務清理不如規劃的順遂，而工業 2025 產業又出現發展障礙，則「企業債」只會增長不會減少。



(圖三：中國 10 年期國債殖利率，鉅亨網)

在上述這五項大債務中，較為隱藏性的埋伏債務，應該是房地產債權的著陸問題；這種泡沫債務就藏在非金融機構貸款、與影子銀行中。美國這種心態可能不對，但中國需要評估的是；當美國關掉內需市場後，工業 2025 的「有效需求」(Effective Demand)是否可由歐盟與東協撐得起來？在產

業發展的更替中，每個經濟體絕對無法完全擺脫舊經濟的累贅，它有時的確是「拖油瓶」。如 1994 年開展的網路革命至今如此地蓬勃，但其間經歷 2000 年本身過度發展泡沫低盪，在 2004 年才又逐步接續發展。而在 2008 年時候的金融創新革命，又在 2008 年捅出舊經濟房產次級房貸風暴。一代又一代的產業革命，在轉換過程中多是會出現失落或是掉棒。若將 2015 年 6 月視為債權大清理元年，則中國產業結構要在 10 年時間中過渡到電商、物聯與互聯網、工業 4.0 自動化產業等；難保這期間不會有失速風險。根據發行全球高收益債的投資銀行追蹤，自 2014 年以來這些債務違約風險多發生在，國營金屬與礦業中。中國企業點心債殖利率這幾年來平均值為 3.63%，目前這個水準與目前在香港掛牌的，中國 10 年期國債殖利率水準相當。只不過點心債的是平均值，但國債殖利率是從低檔 2.6% 爬升到 4.11%，再轉為滑落到目前水準。

#### 肆、結論：以阿根廷股市可驗證：資本結構與公司價值無關？！



(圖四：阿根廷股價指數月 K 線圖，鉅亨網 Stock. Q)

雖然全球可以為阿根廷債務哭泣，但檢視阿根廷股價指數的長期走勢可發現，雖然你為它債務煩心，可是股價指數走勢卻是長多格局，與美股不遑相讓。如果將國家股市總市值代表企業公司價值，則與美股比肩同列，阿

根廷這家公司並沒因為它債台高築，而出現與美股總市值顯著差異；可見「MM 定理」在國際間也是成立的。因此真的別自作多情，「為阿根廷哭泣」。對中國而言，如何將高達 30 兆人民幣理財商品降溫，的確成為去槓桿的最大負擔。

*(提醒：本文無政治立場，用財務理論分析驗證定理；說明與判斷無多空立場。任何金融機構與個人引用本文，需注意與遵守著作權規定。)*