

【解牛集】— 刊於〈信報〉，2017年10月24日

中國須借外力融資一帶一路

艾麗西亞·加西亞·埃雷羅 (Alicia Garcia-Herrero)
科大商學院兼任教授，科大新興市場研究所研究學人

香港金融管理局總裁陳德霖日前透露，該局轄下的「基建融資促進辦公室」(IFFO) 擬聯同數個主權基金及退休基金組成財團進行投資，現正研究將不同的一帶一路相關投資項目打包，以助調低風險及提高回報，預計項目投資期將長達十年以上。可以看到，一帶一路的融資活動，香港開始積極參與。事實上，龐大的帶路項目融資，是推進一帶一路成敗的關鍵環節。

毫無疑問，亞洲需要基礎設施。亞洲開發銀行 (ADB) 最近將該地區未來 15 年所需基礎設施數量，估計達到 26 萬億美元，即每年 1.7 萬億美元。幸運地，中國所倡議的一帶一路，正好切合亞洲地區對基礎設施的迫切需求，尤其在運輸和能源基礎設施方面為然。但說易做難。直觀地說，巨大的資金需求，預料很大程度靠中國龐大的金融資源去支撐。

融資需求不易滿足

看深一層，中國當局已經對這些項目所需融資作出了估計，起始階段，資金由 1 萬億美元 (單位·下同)，五年內增至 5 萬億。同樣，「一帶一路」沿線覆蓋的國家，隨著時間推移而增至今天逾 65 個國家。但畢竟中國所能支持的融資也有一定限度。2015 年前，基於中國國內資金泛濫；加上擁有近 4 萬億美元外匯儲備之巨，的確有需要進行多元化投資，故中國的融資能力予人信心。很湊巧，期內中國銀行的資產質量也在提高當中，基於當時經濟發展蓬勃，銀行的信貸也以雙位數字增長。

然而，此一時彼一時，中國經濟如今放緩，銀行的資產負債表受到呆帳困擾，更糟糕的是，銀行繼續對這些償還能力有可疑的貸款再融資，使向一帶一項目下的融資空間受到壓縮。很明顯，銀行的債務負擔加重，使一帶一路的融資順利推行帶來不利影響，因為中國的銀行在「帶路」融資活動中舉足輕重，迄今是最大的貸款機構 (中國開發銀行貸款約 1000 億美元；而中國銀行則承擔 200 億)。

可以說，為一帶一路提供巨額融資的重擔，主要由中國的銀行肩負起。事實上，向「帶路」項目提供融資的多邊組織，很多都有心無力，如亞洲基礎設施投資銀

行（AIIB），其成立的目的，本來就是為區內基礎建設出力，卻只能投資 17 億美元。

融資方案的三個選擇

另一方面，中國的企業債務好像並不令人太擔憂，近年，由於資本大量外流，中國外匯儲備由近 4 萬億美元，「縮水」了 1 萬億美元，即使 3 萬億美元儲備，看來仍很巨大，但 3 萬億之數，似乎是中國的外匯儲備的下限，因為跌破 3 萬億元水平，就會惹來市場信心丟失。在資金源源外流的背景下，要恢復市場信心，3 萬億美元的外匯儲備便不容有失，故而中國向「帶路」項目提供的融資，顯然也受到局限，起碼在硬通貨（hard currency）上為然。在這個新形勢下，中國國家主席習近平倡議的一帶一路，其建設的融資方案，便需要有不同的選擇方妹，從而也衍生不同的影響。下文一一闡述。

一、中國向「一帶一路」大規模項目的首個融資方案——也是最沒有可能的方案，是繼續作出單邊融資。由於前文提到的債務原因，需要硬通貨，這樣一來，便益增單邊融資的困難。可以看到，中國仍以選擇使用人民幣進行貸款，至少是據此有助人民幣進一步國際化。但即使如此，融資活動仍然有障礙。原因如下——

第一，人民幣作為國際貨幣有所褪色，因為中國的股市出現顯著調整；加上人民幣過去一段時間持續貶值。雖則人民幣依然可以在「帶路」項目作為融資貨幣，只要那些借款國家向中國的能源或建築企業作出支付，但這個「準易貨系統」（quasi-barter system）雖然可以解決硬通貨的限制，但此舉卻對資產負債表過度擴張的中國國內銀行難免構成風險。事實上，中國內地銀行的呆滯貸款（doubtful loans）近年不斷增加，使銀行的貸款空間不斷萎縮。

值得注意的是，中國的政策銀行迄今是「帶路」項目最大的借貸人（至少達 2000-3000 億元之譜），而且有些融資項目，往往帶有濃烈的政治考慮色彩，如果這些貸款無法收回，則對中國銀行業的資產質素勢必帶來負面影響。

借助海外資金之力

第二個方案，是引入海外資金為「帶路」項目融資，最明顯的做法，是向國際性銀行借貸，基於「帶路」沿線國家的債券市場並不發達；與此同時，中國本身的離岸債券市場規模仍然相當有限。事實上，跨國的銀行貸款是一個巨大金融資金池，尤其在全球金融危機前夕。斯時，中國對國際借貸不感興趣，但跨國借貸的規模依然達到 15 萬億美元，其中近半由歐洲銀行借出。在 15 萬億美元貸款中，有約 20% 流向「帶路」沿線經濟體。當中，歐洲銀行亦為最大「玩家」。

再者，要滿足未來五年一帶一路宏大計劃的 5 萬億美元融資，跨國貸款的增長率估計為 50%；而如此規模的激增亦並非史無前例（實際上，在全球金融危機前幾年，跨國貸款也曾巨幅增長），然而，真正的瓶頸，在於中國的外債急增。即使由帶路沿線國家攜手進行融資，中國的外債也有可能從佔國內生產總值（GDP）12%的輕鬆水平，跳升到外債佔 GDP 比率高達 50%的境地。

三、是上述方案一及二的混合方案。這個方案建基於利用多邊開發銀行為「帶路」項目提供融資。可以理解，中國是近年成立的亞洲基礎設施投資銀行（AIIB）及金磚國家新開發銀行（the World Bank）的最大股東，然而，在固有的多邊銀行，如亞洲開發銀行（ADB）、歐洲復興開發銀行（EBRD）及世界銀行中，中國的參與程度明顯相形見绌，如今中國的積極參與，意味日後對帶路項目的融資負擔，可以與其他債權人分擔，與此同時，透過新近由中國倡導成立的多邊銀行（如亞投行），繼續主導基建的建設。看起來，這個方案很完美，但問題在於，這些貸款機構可動用的資金，無法滿足帶路項目的融資需求。

與歐洲銀行合作

很明顯，中國似乎不可能單靠自身的銀行對帶路龐大的項目進行融資，無論投入量有多大。在邏輯上，共同融資的最佳來源地是歐洲，至少銀行貸款佔主導地位是如此（筆者估計，在「帶路」沿線國家會有一段時間是這樣）。事實上，歐洲銀行已經是「帶路」沿線國家最大的跨國貸款人，所以，這只是一個強化的發展趨勢而已。此外，由於歐洲和帶路沿線一些國家，在地緣上十分接近，益增了這些基建項目的吸引力。

另一方面，歐盟也有自身的基礎設施融資計劃，即容克計劃（Juncker Plan），因而有跟中國對基建項目達成合作共識的基礎。出於共同利益，2015 年底，由歐盟委員會推出的中國連接平台（EU-China Connectivity Platform），清晰確定了一帶一路雙方共同關心的項目。這一切對歐洲來說無疑是好事，並成為中國「帶路」倡議的積極參與者，不光提供融資，也確定共同關心的項目。

不言而喻，除歐洲外，對「帶路」項目提供融資的其他貸款人亦將無任歡迎，因為基建的落成，及後運輸成本的下降和緊密的聯通，將有利於整體世界。然而，歐洲在「帶路」項目中的優勢，可使歐洲成為融資的牽頭人，使歐洲大陸更接近中國。未來幾年，歐洲對習近平提出的一帶一路倡議漸感興趣之下，我們會看到歐洲為「帶路」項目在公私領域作共同融資的數目不斷增加。

值得憂慮的是，若然歐洲對習近平提出一帶一路有戰略懷疑，這會影響到歐中的

共同融資合作步伐。

香港可任融資中心角色

對香港而言，一帶一路帶的商機不宜忽略。事實上，香港可以在融資領域擔當一個重要角色。原因有下列數端。第一，香港一直以來都是外資進入中國的橋頭堡，近年，中國對外進一步開放，無損香港的前哨作用；第二，香港作為全球的主要離岸中心。除可透過股票市場籌集資金外，香港也是全球跨國銀行的進駐地，國際貸款業務發達，據國際清算銀行的數據，截至 2016 年底，在香港作國際貸款流向世界其他地方的融資，規模達到 2.7 萬億美元。香港對一帶一路的支援潛力，已變成現實行動，首先，香港監管當局對跟一帶一路和基礎建設相關的公司來港上市的條件有所放寬。此外，前文提到金管局推出的「基建融資促進辦公室」，就以促進基建投資及其融資為任務。此外，今年 7 月開通的「債券通」，也可以成為中國吸引外國融資帶路項目的有用工具。可以看到，香港有機會成為帶路倡議的融資中心。

總括來說，中國無法獨力為帶路龐大的項目進行融資，必須借助國際融資，因而她須要避免對項目滲入更多的政治考慮，而須從市場的角度著眼，並採用協作的方式與世界其他夥伴合作，共同推進這個宏遠的鴻圖計劃。