

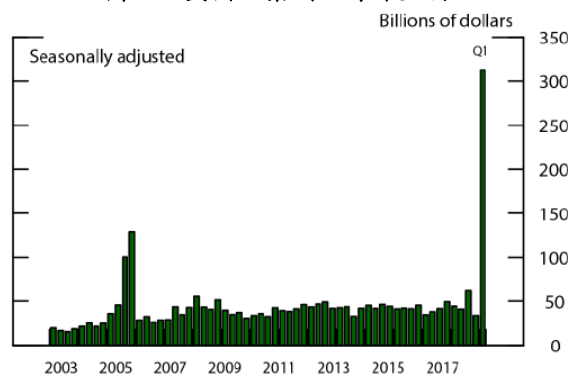
## 《信報》專欄〈一名經人〉

### 調回資金無用途 升轉橫行亦正路

自美國年初退稅後起，美股的表現便一枝獨秀。箇中原因固然是企業交少一截稅，盈利頓時大增，令持續的升市變得合理化——市盈率可不怎大升。另一較少人為意的，原來是自年初起企業亦大幅調回海外盈利，這亦可由美元自第一季起見底回升所印證。聯儲局最近繫記便有三名研究員列出了這方面的數據（見參考），今文借來探討一下。

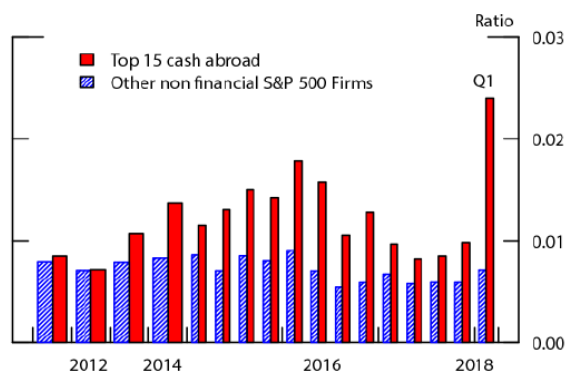
從2003年有這方面數據所見，美國企業每季調回海外盈利的金額大多日子穩定，多在500億美元上下【圖一】。以往有突如其來的大幅調回，都是有個別政策所致的，譬如在2004年便曾減少調回海外盈利的稅率一年，結果當年調回的資金曾漸增四季，但一年後當稅率回復正常後，每季調回盈利的額度又回復至正常的每季約500億水平。至於今年首季，數字飆升五倍至逾3,000億美元，若減稅持續，數字會否持續高企？

圖一：美國企業調回海外盈利



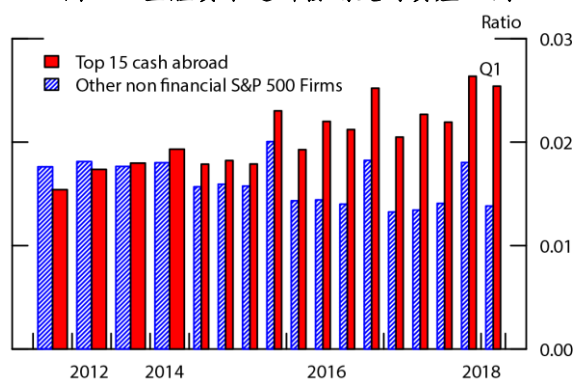
答此一問之前，看看調回盈利的用途為何，即資金買了什麼。是否用於回購股份？若以標普五百非金融企業計，回購股份佔資產比例未見異樣，但調回資金最多的頭15間大企則不同了：今年首季用於回購股份佔資產的資金比例較之前高出約倍【圖二】。

圖二：整體股份回購對資產比例



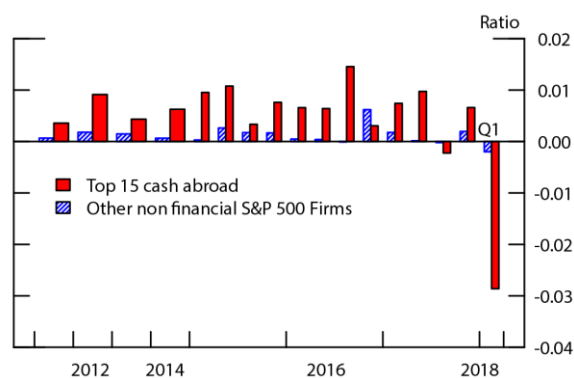
用於包括研發的資本開支又多不多？整體標普五百非金融企業計，趨勢其實稍跌，至於調回資金最多的頭15間大企近年雖見升勢，但不特別的快，且只以今年首季計，則更稍回【圖三】。這反映起碼大企對前景不太看好，調回資金後不是用於研發投資，而是回購股份推高（自己）股價，最大得益者還不過是有認股權證落袋的企業高層。

圖三：整體資本連研發開支對資產比例



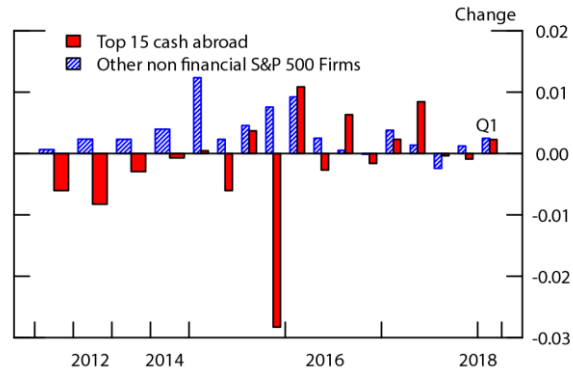
值得注意的是，在股份回購大增的同時，淨購買證券的資產比例卻大跌【圖四】。怎解讀呢？這些證券其實主要是美國國債，當海外盈利仍在海外時，主要還泊在國債，而當要調回資金時，自然先要賣出國債，結果就是債息抽升。查美國十年期國債孳息，正是一年前由近2厘拾級升至今年2月的接近3厘，頭尾足足1厘，相當於加息四次。然而在今年2月打後至今，債息沒進一步趨升，意味近兩季未必再有大量盈利調回。

圖四：整體淨購買證券對資產比例



最後看看債佔資產的按季變動：調回的資金有否用於還債呢？如有的話佔比應跌。從整體標普五百非金融企業看，債佔資產比例在過去兩年變動不大，至於頭十五大企，債佔比在過去一年的變動同樣不大【圖五】。這顯示調回的資金並無改善資產負債表。雖然美國企業的債務未算很重，但在2015年債務顯著增加時，同期標指的表現較差，尤下半年和翌年初更曾兩度大幅調整（皆一成以上）。可見債佔比高其實不利股市。

圖五：整體債估資產按季變動



由此可見，即使有減稅利好因素都好，若調回資金沒有出路，因前景不明不投資，只是塘水滾塘魚地回購股份推高股價的話，升市也難持久。是故拼圖早料美股轉橫行，由此看來亦機會不低。當然，未有什麼重大利淡因素下，美股亦難大跌而出現熊市。

參考：Michael Smolyansky, Gustavo Suarez, and Alexandra Tabova (2018). “U.S. Corporations’ Repatriation of Offshore Profits,” FEDS Notes, September 4.

羅家聰  
環球金融市場部