



▲數據顯示，當前中國建築投資佔GDP的比重在6%以上。

中新社

由於土地財政收入的下滑對財政平衡的負面影響，內地需要尋找其他可行的財政收入來源。國有企業的利潤總額和繳稅規模的量級大致與土地財政收入相當，通過改革國有企業的運營模式，增加其市場競爭力和盈利能力，從而創造更多的稅收和利潤，提高財政收入水平，或能在一定程度上抵銷土地財政收入的下降。同時，發揮國有企業的引導作用和正外部性也有望為經濟發展注入新的動力和活力。

國企改革接棒土地財政



經濟把脈 明明

中信證券固定收益
首席研究員

土地把房地產和財政緊密聯繫在一起。隨着中國房地產市場進入長周期下行階段，土地收入在財政收入中的比重也將逐步下滑。

地產的長周期下行源於人口紅利退潮、城鎮化進程放緩 and 房價偏高。首先，從人口層面來看，勞動年齡人口是購房的主力。中國15—64歲人口數在21世紀的第三個十年顯著下行，同時人口出生率也出於各種原因開始大幅回落。其次，中國的城鎮化率已經接近64%，相比於發達經濟體已經不足10%的空間，這表明中國城市化已經進入相對成熟的階段。最後，從房價收入比和租售比來看，中國一些大城市的相對房價已經處在全球較高水平，這也使得許多人難以負擔購房，從而導致市場需求減弱。

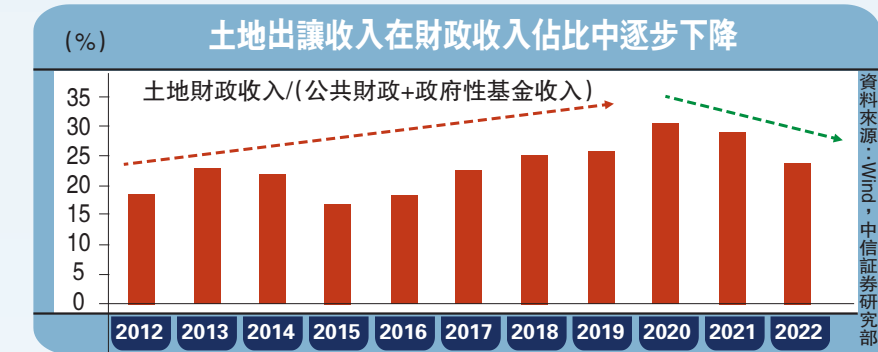
地產投資、土地財政收入都面臨長期向下的趨勢。如果按照穩定狀態下住宅建築投資佔GDP（國內生產總值）的比重來看，日本和美國大概在3%左右波動，而當前中國建築投資佔GDP的比重在6%以上。在未來的一段時間裏，中國的房地產市場可能會經歷一段波折的下行期，未來的建築投資可能會逐步減少。由於土地把房地產和財政緊密聯繫在一起，地產投資在經濟中佔比的下滑也會使得土地收入在財政收入中的比重逐步回落。土地財政收入的頂峰出現在2021年（8.7萬億），佔（公共財政+政府性基金收入）比重的頂峰出現在2020年，超過30%。2022年則下降至不到6.7萬億元（人民幣，下同），佔比不足24%。

提升競爭力與盈利能力

由於土地財政收入的下滑對財政平衡的負面影響，政府需要尋找其他可行的財政收入來源。截至2020年，全國國有企業資產總額達到268.5萬億元，按照央企和地方國企劃分，央企和地方國企的資產規模佔比為35%和56%。其中，國有資產總額為76萬億元。要彌補土地財政收入下滑的影響，做大做強國有企業和實現國有資產的增值是目前來看比較合理的選擇。

國有企業的利潤總額和繳稅規模的量級大致與土地財政收入相當。2022年，全國國有企業的利潤總額達到4.3萬億元，應交稅費達5.9萬億元。政府可以通過改革國有企業的運營模式，增加其市場競爭力和盈利能力，從而創造更多的稅收和利潤，提高財政收入水平，或能在一定程度上抵銷土地財政收入的下降。

發揮國有企業的引導作用和正外部性。一方面，國有企業通常是國家的支柱性產業，國有企業做大做強通常需要增加投資和擴大規模，這將帶動相關產業的發展，創造更多的就業



機會，促進社會經濟發展。另一方面，政府可以通過引導國有企業參與國家戰略性產業，推動技術創新和產業升級，從而為經濟發展注入新的動力和活力。

央國企估值長期低於非國企。中證指數顯示，過去十年間，央國企的市盈率均值分別為10.82和13.01，遠低於A股18.16的市盈率均值。與此同時，央國企當前的估值水平分別處於33.33%以及36.65%分位，處於歷史較低水平。

過去十年間，上市國企的ROE（淨資產回報率）水平顯著高於上市民企，但在利潤大幅上漲的背景下，估值水平卻提升有限。截至2023年3月28日收盤，中證國企的市淨率為1.19，遠低於中證民企3.11的市淨率及A股1.64的平均水平。總的來看，當前的估值水平未能充分反映央國企近年來經營狀況的改善以及較好的發展態勢。

央國企估值偏低的原因包括：整體性及結構性。

首先，相較於民營企業和外資企業，央國企承擔着更重的穩就業及穩增長等事關國計民生的重大任務及社會責任，比如在疫情期間減收或免收房租、維持招工規模等舉措，造成了額外的費用開支以及風險，對其整體估值造成了一定影響。

其次，央國企組織架構較為複雜，經營管理效率相對較低。國有企業分工較細、各級部門眾多，組織架構較為繁雜，導致企業決策流程冗長等問題，企業經營效率相對較低。與此同時，國有企業多數存在激勵力度不足的現象，也在一定程度上制約了其發展提升的空間。

國有企業多屬於傳統行業，估值相對受限。從行業分布角度來看，金融、周期等國有企業佔比較高的傳統行業整體估值偏低，而國有企業佔比較低的消費行業及成長風格的股票估值相對較高，導致國有企業估值受限。

調整考核機制 推動高質量發展

近年來，為推動中央企業加快實現高質量發展，國資委探索建立了中央企業經營指標體系，並持續進行動態調整。2019年提出「兩利一率」（淨利潤、利潤總額、資產負債率）；2020年，首次形成「兩利三率」指標體系，增加營業收入利潤率 and 研發經費投入強度兩個指標。2021年，為引導中央企業提高勞動力配置效率及生產效率，增加了全員勞動生產率指標，完善為「兩利四率」。

2022年，針對「兩利四率」指標，進一步提出「兩增一控三提高」的總體要求，並通過預算管理和業績考核等工作將指標分解到每一家央企，統領和推進各項重點工作。

2023年1月份國資委召開中央企業負責人會議，針對部分央企存在的回報水平不優、盈利質量不高、市場競爭力不強、創新能力不足等短板，會議確定了央企考核體系從「兩利四率」調整為「一利五率」。具體來看，「一利五率」是在「兩利四率」的基礎上，將淨利潤改為ROE，營業收入利潤率改為營業現金比率。

調整後的考核機制加強了對國企的盈利能力和收益質量的考核，意在推動國企高質量發展：

一是將淨利潤調整為淨資產收益率。ROE可以更好地衡量企業權益資本的投入產出效率，反映企業為股東創造價值的能力，有利於引導中央企業更加注重投入產出效率，加大虧損企業的治理力度，盤活存量資產，提高資產利用效率，提升淨資產創利能力以及收益水平。

二是用營業現金比率替換營業收入利潤率指標。營業現金比率的分子為經營活動產生的現金流量淨額，對營業現金比率的考核體現出國資委「要有利潤的收入和要有現金的利潤」的監管要求，有利於進一步落實國有資產保值增值責任，推動國有企業更加關注現金流的安全及可持續投資的能力，從而全面提高企業經營業績的「含金量」，真正實現高質量發展。

三是繼續保留資產負債率、研發經費投入強度、全員勞動生產率指標。其中，對資產負債率的考核由「控」調整為「穩」，由「控制在65%以內」的剛性約束調整為「總體保持穩定」，在繼續確保不盲目擴張的前提下，給予了一定的彈性空間。近期國家多次強調科技創新的重要性，對央企研發投入的考核可以更好地推動技術轉化，加快產業轉型，解決「卡脖子」問題，有效防範產業鏈「斷鏈」風險。

過去幾年，中字頭央企的ROE、研發投入強度保持穩步提升的態勢，2022年分別達到10.2%和3.4%；營業現金比率則是在波折中提升，2022年達到19.5%的近年最高值；資產負債率指標也得到了有效控制，從高點時的接近65%的警戒值逐步降至2022年的62.5%。在新的考核體系下，預計淨資產收益率及營業現金比率等新加入指標還會有進一步的提升空間。

美國商業地產貸款會爆雷嗎？



天風視野 宋雪濤

天風證券首席宏觀分析師

近期美國銀行業的負面新聞頻發，3月初全球最大的另類資產管理公司黑石集團違約了一隻5.31億歐元的芬蘭商業地產抵押貸款支持證券（CMBS）。由於商業地產抵押貸款是美國小型地區性銀行的貸款組合中佔比最大的一塊，而且歷史上看，導致銀行破產的主要驅動因素也是商業地產資產質量的惡化。因此，儘管導致黑石集團違約的底層資產在芬蘭，但依然引發了市場對於美國本土商業地產貸款及其衍生品可能出現連鎖風險的擔憂。

本輪快速加息之下，美國商業地產的貸款和相關證券會像次貸危機時的居民住宅貸款及其衍生品一樣，造成美國銀行業的廣泛危機嗎？

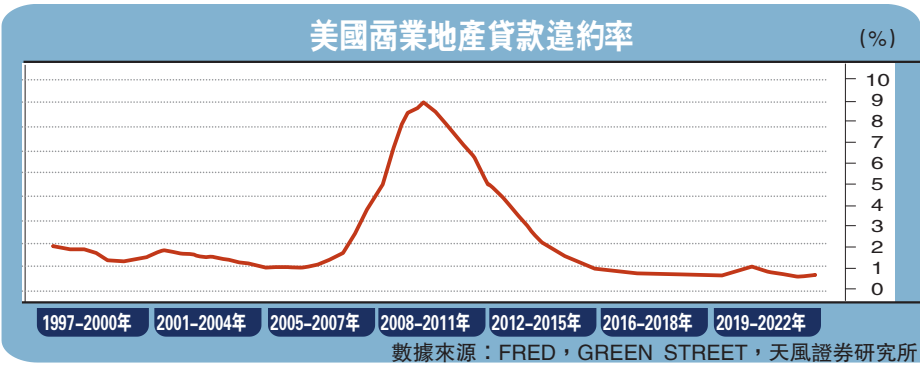
考察商業地產貸款對美國銀行業的影響，首先要考慮的是資產質量是否有出現問題的跡象。過去三年以來，美國商業地產市場表現出冷暖不均。疫情後，正如電子商務加速了陳舊的購物中心的消亡一樣，遠程辦公也在摧毀寫字樓。寫字樓的空置率普遍較高，因為很多企業轉向了遠程辦公，不需要像過去那樣需要大量的辦公空間。這導致辦公物業的需求量減少，而空置率上升。

2023年1月，美國前50大城市的寫字樓平均掛牌價同比漲幅僅為1.1%（遠低於CPI房租通脹）。與此同時，美國寫字樓空置率上升至16.6%，較去年同期上升了0.8%。其中，科技企業聚集的西雅圖和三藩市的寫字樓空置率上升了1.5%和2.9%，而大部分主要城市的寫字樓空置率略有回落。

美國監管機構從去年開始已經關注到了商業地產可能存在的風險。FDIC（聯邦存款保險公司）在2022年8月的《監管見解》（Supervisory Insights）報告中曾表示：「考慮到疫情後工作和商業變化的不確定長期影響、利率上升的影響、通脹壓力和供應鏈問題，在即將到來的審查周期中，審查人員將加大對銀行商業房地產貸款交易測試的關注。」

金融部門持續去槓桿

最近半年，雖然美國商業地產價格在聯儲快速加息的影響下出現明顯下跌，但截至2022年四季度，商業地產貸款的違約率仍處於歷史低位0.68%，從底部0.65%剛出現回升。



樓價呈反彈 撈底時機已過



樓市強心針 廖偉強

利嘉閣地產總裁

過去幾年，新冠疫情令經濟及民生都直插谷底，樓價亦在去年大幅滑落。當然，樓價急速下滑另一個主因是陸續有港人移民，由於需要套現，卻遇上去年的逆市，愈是心急，討價還價的力量就愈弱，骨牌效應下，加速了樓價的跌勢。

不過，筆者認為今年樓市全面回升，內地及香港通關、經濟復常，就算準備移民的業主，也不會再願意大幅減價求售，買家執「跳樓貨」的時機已完結。在此情勢下，積極入市的買家，到



▲兩地通關、經濟復常，業主議價力回升，買家執「跳樓貨」的時機已過。 中通社

考慮到銀行是商業地產抵押貸款的主要持有人，接下來的焦點是潛在問題資產（商業地產貸款和衍生品）在銀行資產端有多大規模。

截至2022年底，美國商業地產的抵押貸款規模為3.6萬億美元，主要由商業銀行持有（65%），保險公司持有15%，MBS（按揭抵押證券）發行機構（主要為房利美和房地美）持有13.5%，REITs（房地產投資信託）和外國銀行持有比例不足5%。目前商業地產貸款的規模既遠低於住宅抵押貸款的規模（13.4萬億美元），也不及次貸危機期間美國住宅抵押貸款規模的三分之一。

儘管疫情後，美國商業銀行持有的商業地產貸款規模超越了住宅抵押貸款，但由於銀行資產規模的膨脹，兩者佔銀行資產的比例僅為12.5%和10.9%，依然低於2006年高位的15%和19.5%。

筆者此前撰文提到，金融部門尤其是銀行是提供房貸的主要機構，隨着經濟體的成熟，銀行更樂於提供房地產貸款，而企業融資需求逐漸轉向直接融資市場，因此金融部門槓桿與居民部門槓桿走勢接近。

金融危機之後，美國居民部門和金融部門持續去槓桿，居民和金融部門負債佔GDP（國內生產指數）比例已經分別從金融危機高峰期接近100%和120%回落至75.6%和75%，金融部門的資產負債表整體相對健康。

除商業銀行貸款外，另一個需要關注的資產是以地產抵押貸款為底層資產的MBS。次貸危機期間，住宅抵押貸款證券（RMBS）佔美國GDP的比例高達50%，且非政府機構發行的RMBS（包括次級貸款）佔GDP的比例超過了15%。而截至2021年，RMBS佔GDP比下降至不到40%，且幾乎全部由政府機構（如房利美）發行，非政府機構發售部分大幅收縮。

商業地產抵押貸款證券方面，次貸危機期間規模佔GDP的比例不到6%，大部分為非政府機構發行，截至2021年，CMBS佔GDP比例小幅上升至6%，但非政府機構發行比例已回落至2%。

考慮到金融部門槓桿率已大幅降低，且商業地產抵押貸款證券化率較低，筆者認為這個領域出現複雜衍生品導致的銀行流動性危機概率較低。

總的來說，目前美國商業地產貸款的質量問題，以及可能引發銀行業危機的潛在風險，均不像媒體所渲染的那麼嚴重。

底仍會專注於買二手樓，還是會選擇一手樓呢？

其實，上述問題已不是今時今日才會問的事，從來沒有肯定的答案。有買家會認為二手樓相對便宜，因為同區的新樓，溢價往往比較高，而且大部分的新樓都是樓花，沒有機會親身到單位內視察景觀和內櫥。亦有買家一心想隨自己喜好家居裝修，所以不介意二手樓單位內櫥殘舊；反而新盤已提供的裝修及傢具設備，對他們來說未必合意。更有些買家心急入住，樓花期長的新樓，也不適合他們。

至於喜歡新樓的買家，當然會有自己選擇的道理。首先，單位是全新未經居住，就毋須擔心單位內櫥的折舊程度，以及單位是否有過「不吉利」的事件發生。目前大部分推出的新盤，發展商都已經將單位裝飾得美輪美奐，廚廁電器亦相當齊備，可以節省大筆裝修費及時間，這亦吸引不少買家。另一重點就是，發展商為新盤提供五花八門的付款方法，可令買家置業較輕鬆和具彈性，加上樓齡是全新的，大部分銀行都能估定價及做到足夠成數的按揭。

筆者從事地產代理行業多年，當然明白什麼是「百貨撞百客」。無論一手樓也好，二手樓也好，買到自己心水的單位就是最好。