

## 日歐經濟復甦大分化



微觀經濟 周浩

國泰君安國際  
首席經濟學家

全球主要經濟體2023年一季度的經濟數據最終塵埃落定。從結果上看，日本經濟超預期上行帶給了市場最大的「驚喜」；歐元區GDP增速則與市場預期基本一致，略顯「疲軟」。

日本一季度實際GDP環比增長0.4%，遠高於市場預期的0.2%。進一步看，私人消費支出和資本開支是GDP超預期的最主要推動因素。疫情後入境旅遊迅速恢復，經濟運行常態化推動服務消費穩步復甦；同時半導體供應緩解促進汽車銷量回升，耐用品消費增長快速。但另一方面，全球範圍內需求走弱也在施壓日本出口。

從日本國內需求端看，疫情對消費的影響進一步消退，私人消費支出環比增長0.6%，高於前值（+0.2%）及市場預期（+0.4%）。按產品劃分，耐用品支出環比大幅增長5.9%（前值+3.4%），半耐用品支出環比下降2.6%（前值-2.1%），非耐用品支出環比增長0.4%（前值-0.2%），服務支出環比增長0.8%（前值+1.3%）。往前看，日本作為相對緩慢走出疫情影響的發達經濟體，在2023年內需求端有望持續貢獻對經濟的拉動作用。

根據日本央行短觀(Japan Tankan)商業環境調查報告，日本企業對經濟前景的預期相對樂觀，尤其是非製造業企業，Tankan非製造業指數在上季度升至幾十年來的歷史高位，這意味着相關企業基於樂觀的經濟預期有望擴大開支規模，進而形成對經濟的持續推動。

值得一提的是，日本在半導體和人工智能領域的積極態度有望推動行業資本開支快速擴張，從而進一步提高日本在全球經濟中核心競爭力，這將在中長期維度為日本經濟增長持續提供動力。

受全球需求萎靡影響，日本出口或將持續拖累經濟增長。在過去一段時間，高通脹是主要發達經濟體普遍面臨的棘手難題。雖然大幅加息在相當程度上壓降了整體通脹，但高利率環境對需求的壓制也非常明顯。日本作為典型的出口導向型經濟體，受需求走弱影響，2023年一季度出口環比降4.2%，上一季度為增5.0%。往前看，為將核心通脹降至各國央行認為「適宜」的水平，高利率環境在短期內仍將持續，這意味

着日本出口在短期內很難產生實質性改善，出口壓將持續拖累經濟增長。

相較於日本經濟的「超預期」，歐元區2023年一季度經濟增速表現相對「疲軟」，環比增長0.1%，基本與市場預期一致；與此同時，歐洲央行將2023年歐元區經濟增長預期上調至1.1%，但歐洲央行也提示「經濟前景下行風險已經增加」。

GDP的分項數據並沒有公布，但部分高頻先行指標顯示歐元區未來的經濟增長前景並不明朗。進入5月以來，投資者信心開始轉弱，歐洲經濟「火車頭」德國的ZEW經濟預期指數從4月的4.1大幅回落到-10.7，德國ZEW經濟現況指數也進一步下降至-34.8（前值為-32.5）。雖然預期指數單次負值並不能說明經濟狀況的急轉直下，但是連續三個月下降疊加歐洲央行提示的「經濟前景下行風險已經增加」給未來經濟的發展前景畫上一個問號。

## 歐元區受高通脹高息率困擾

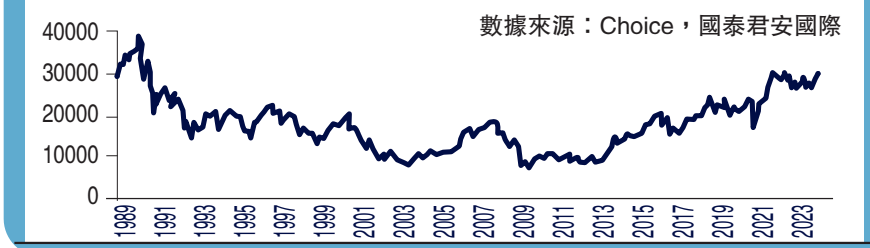
德國ZEW經濟指數在預測經濟發展轉折點中表現良好，但對經濟波動幅度的判斷並不準確，而且該指數調查的是投資者和採購經理，這意味着更傾向於反映金融市場的情緒。因此，該指數轉負更多是反映出被調查人對歐洲央行未來加息的擔憂，經濟基本面並不一定像數字本身那樣「糟糕」。鑒於此，即將公布的PMI（採購經理人指數）及IFO經濟景氣指數對於追蹤歐元區「真實」的經濟發展狀況將更為重要。

往前看，疫情消退後旅遊、休閒娛樂的常態化將會持續推動服務業復甦，歐元區勞動力市場表現穩定及工資的溫和上升也都將推動服務消費持續改善，但是通脹高企及尚未終止的加息仍在繼續壓制商品消費需求。

總體而言，上季日本及歐元區經濟復甦邏輯基本一致——分化復甦。一方面，疫情的消退及穩定的勞動力市場提振了市場信心，服務業快速恢復對整體經濟發展起到了積極的拉動作用；另一方面，歐元區受高通脹及高利率影響，製造業復甦相對緩慢，海外資本產品需求的疲軟則拉低了日本的出口水平。

往前看，相對歐美而言，日本通脹問題並不嚴重，低利率環境下企業基於樂觀經濟預期有望擴大資本開支規模，進而形成對經濟的持續推動；歐元區受制於核心通脹的居高不下，高利率環境短期內難以改變，經濟發展相對受限。

## 日經225指數邁向「歷史巔峰」



## 內外循環啟動 樓市動力十足



主樓布陣 布少明

美聯物業住宅部行政總裁  
(港澳)

近期有報告指本港樓價或於下半年調頭向下，主要理由是目前二手成交放緩。報告引起不少媒體關注，惟筆者對此持相反看法。誠然，自4月初起，二手交投的確有放緩跡象，但主因是4月長假港人「報復式」外遊，加上新盤貼市價搶攻，吸走大部分市場的購買力。與此同時，筍盤及移民盤被消化，亦是二手交投減慢的主要原因。但從整體住宅交投來看，市場成交表現仍不俗。

據美聯物業房地產數據及研究中心綜合土地註冊處資料顯示，在不包括一手公營房屋之下，本年截至5月18日，一手私樓及二手住宅註冊量合共錄得2.329萬宗，較去年同期的1.7917萬宗大幅升約三成。近日多個新盤銷情均理想，樓市動力其實未見大幅減弱的跡象。如單從二手交投放緩就推斷樓市增長的動力減慢未免有失偏頗。隨着兩地通關的威力日漸發酵，本港的經濟活動已逐漸復常，零售及旅遊的數據均表現理想，多間大行上調本港全年GDP增長預測。筆者預計，經濟持續增長將增強市民置業信心，推動「內循環」生生不息，為樓市帶來強勁的支持。

「內循環」之外，下半年港樓還有望受惠於「外循環」的啟動，亦即是境內外資金流入樓市。雖然反映非本地人

及公司客的買家印花稅（BSD）個案，在全面通關後仍處較低水平，惟始終受三年疫情打擊，加上全面通關時間尚短，內地買家來港置業入市情況難以即時完全恢復。但不可忽略的是，新來港定居人士入市為樓市帶來新動力。由去年四季度開始，已陸續湧現搶入市的情況，這種趨勢於上季更加明顯。

## 全年樓價料升15%

特區政府積極推出多項措施吸引人才來港，包括剛公布擴大人才清單，涵蓋專業由13項大增至51項，相信今年來港投資移民的細節亦將會落實。特區政府為吸納人才而扭盡六壬，不排除未來會有更多的相關措施，增加香港對中外人才的吸引力。相信下半年來港的專才數目將會持續增加，並成為本港樓市生力軍，加速港樓的「外循環」啟動。隨着專才來港工作及生活，即時為本港帶來新增租住需求，支持租金向上。

疫情已去，樓市復常成為事實。展望下半年樓市，料受惠於「內外雙循環」加快啟動帶來的動力，交投有望持續向好，特別是新盤，在發展商「求量不求價」的政策之下，相信會繼續成為樓市的焦點，二手業主有見新盤交投熾熱，亦不會大幅減價求售。本港樓市有發展凌厲後勁，當然我們不能排除「黑天鵝」出現，除非外圍政經環境出現急劇的變化，引致業主「恐慌性」拋售，相信樓價難有大幅回調的可能，故維持全年樓價升約10%至15%的預測。



▲分析預計，隨着土地價格回歸理性，房企整體的利潤空間有望擴寬。

中新社

當前內地房地產市場正逐步走向復甦，房企的資產負債表有望不斷改善。但行業尚處於保交樓和債務出清的關鍵階段，仍需持續關注房企的銷售和流動性情況，增強政策支持的精準性和穩定性，不斷鞏固行業回穩向上基礎。本文將對滬深上市房企關鍵的財務與經營性指標展開分析，從資產負債表角度回顧房地產業2022年的主要問題，展望2023年需要重點關注和紓解的難點。

## 內房板塊業績漸改善



評經議濟 連平

植信投資首席經濟學家兼  
研究院院長

根據第四次全國經濟普查披露的房地產企業數據推算，滬深106家上市房企的總資產、負債、營收分別佔到全國房地產開發經營企業總規模的10%、10%、16%左右。

## 去年經營難度明顯上升

在對這106家房企2022年前三季度的財務數據分析後發現：滬深上市房企資產、負債和所有者權益規模出現了自1998年房改以來的首次負增長，資產負債表呈現一定程度的衰退。

## 1) 利潤下滑攤薄淨資產

去年受周期性因素、疫情反覆和商品房市場下行的影響，2022年前三季度滬深上市房企營收和利潤出現了自住房商品化制度改革以來的首次「雙降」局面。其中營收同比降13%，淨利潤規模同比減半，三分之一以上的房企出現虧損，企業經營難度上升。

盈利下滑會攤薄淨資產並影響房企流動性。根據資產負債表與利潤表的勾稽關係，資產負債表留存收益科目主要受到利潤表淨利潤變動的影響。去年房企淨利潤的下滑導致留存收益下降6.3%並帶動所有者權益下降3.2%。根據現金流量表與利潤表的勾稽關係，以淨利潤為起點通過間接法扣除不涉及現金的收入和費用等科目後便能得到經營現金流。因此淨利潤下滑也減少了房企經營性現金流入從而削弱了整體流動性。

## 2) 負債規模下降但結構失衡

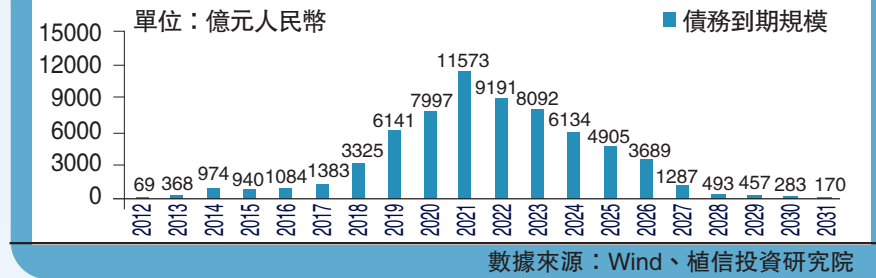
在「三道紅線」約束下，房企去年普遍採用「量入為出」的開發策略，控制拿地規模和減少借貸，「負債端」規模壓降初顯成效。2022年前三季度滬深上市房企負債規模同比下降2.7%，是房改以來首次下降。央國企、民企分別降0.9%和4.5%，民企債務壓降幅度更為明顯。去年房企負債規模雖有收縮但債務結構出現了失衡問題，應引起重視。

債務結構失衡會增加房企短期償債壓力。去年房企負債規模的下降主要緣於債務結構中長期和無息負債的減少。由於房地產的特殊性，合同負債和預收賬款、商票等應付票據雖屬於負債科目，但一般無需支付利息，一定程度上體現了房企對供應商等上下游資金的佔用，其規模合理增長能夠增加企業的流動資金。假如在創收不足的情況下短期和有息借貸比例繼續攀升則會增加房企的短期償債壓力。因此控制負債總量的同時合理補充長期低息的外部資金至關重要。

## 3) 存貨和貨幣資金減少令總資產收縮

2022年前三季度滬深上市房企的貨幣資金規模降幅由2021年同期的7.1%進一步擴大至14.7%，存貨規模同比下降4.1%，反映出房企普遍存在的兩類不可忽視的問題：第一類是可動用貨幣資金量下降，房企債

## 今年內地房企信用債與美元債到期規模超8000億



務壓力被低估；第二類是存貨對資金的佔用上升，房企的流動性偏緊。

房企資產規模收縮的主要原因是流動性不足。去年前三季度滬深上市房企期末現金及現金等價物餘額均降至近五年最低水平，經營和籌資現金流各下降51%和9%，說明房企流動性不足。

## 今年資產負債表或向好

當前房地產市場正逐步走向復甦，在整體環境趨穩的背景下房企的資產負債表有望不斷改善。行業可能會逐步呈現分化趨勢。得益於銷售業績和融資狀況的好轉，今年優質房企可能迎來適度的擴張機會，資金需求可能會逐步增加。中小房企可能主要以推動存貨債務去化和盤活存貨資產為主。須指出的是，行業尚處於保交樓和債務出清的關鍵階段，因此仍需要繼續關注房企的銷售和流動性情況，注意防範收入放緩、債務集中兌付和流動性不足等三類風險可能對部分中小房企造成的影響，增強政策調控的精準性和穩定性，鞏固行業回穩向上基礎。

## 1) 淨資產有望逐步得到補充

去年房企經營主要受到了疫情和市場波動的影響，今年隨着上述因素對房企工程建設、營銷拓客、收入確認等環節的干擾逐步褪去，房企的盈利狀況可能會持續修復，將對淨資產形成有益補充。

一是銷售回款可能會增加並帶動收入回升。優質房企憑藉合理的布局和產品結構表現出比較強的經營韌性，銷售業績增速率先回正。一季度銷售份額前一百家重點房企銷售金額的同比增速自去年以來首次轉正。其中，超半數的企業累計業績實現同比正增長，近四成房企的同比增幅超過30%，復甦勢頭良好。

二是項目施工進度有望加快並降低對收入確認的影響。新版會計準則引入了「分時段確認收入」的概念，但多數房企仍沿用分時點的方式確認收入。房企採用的收入確認時點主要有兩個：竣工驗收、實際交付。一季度，疫情緩解、房企回款加快疊加「保交樓」專項借款推動全國房屋竣工面積同比增長14.7%，房屋竣工的持續回升有利於提高收入結轉效率。

三是隨着房價回穩，減值計提規模可能呈下降趨勢並減少對利潤的擠佔。去年樓市降溫，房企對市場的判斷較為謹慎，相應增加了資產減值的計提規模，滬深上市房企去年前三季度資產和信用減值計提規模佔淨利潤三成。今年一季度，隨着主要城市的房價逐步回升，重點房企的商品房銷

售單價同比增長6.8%，較去年末回升10個百分點，房企進行大幅存貨減值計提的空間或已相對有限。

四是隨着土地價格回歸理性，房企整體的利潤空間有望擴寬。去年末全國100大中城市土地掛牌均價下降10.7%，今年一季度土地市場逐步觸底企穩，土地價格中樞的適度下移將有助於推動房企盈利能力的持續回升。

## 2) 負債規模可能保持下降趨勢

2023年，房企整體的負債規模可能將進一步下降。寬鬆的政策環境也為房企化解存量負債提供了有利條件，預計整體債務風險可控。短期內房企的負債率水平可能會暫時維持高位，一方面這是周期波動下房企必須經歷的過程，另一方面現階段槓桿水平保持相對平穩有助於房企維持資金來源的穩定，確保能夠順利達成「保交樓」目標和安全度過存量債務集中兌付高峰。長期來看，房企的負債率可能將以更為平穩的節奏逐步下降。

優質房企的融資狀況可能將率先改善，資金壓力有望進一步減輕。一方面今年以來在「金融三支箭」與「保交樓專項借款」等政策的支持下，優質房企銀行貸款、信用債等融資渠道有望逐步恢復。一季度，房企信用債新增發行規模1581.78億元（人民幣，下同），同比、環比分別增加17.6%、27.2%。十餘家重點房企中期票據的註冊金額已超千億元。

另一方面，部分優質房企的開發貸、信託貸款、境內外債券等相繼獲得展期，資金壓力進一步緩解，債務風險整體可控。截至今年4月底，重點房企獲得的信用債、美元債展期所涉及的金額已分別超過600億元和1400億元。另有三十餘家重點房企正在籌劃定向增發等股權融資事宜，部分房企公布的定增金額超過百億元。此外，隨着預收款項等無息負債和淨資產規模的回升，優質房企淨資產對有息負債的覆蓋能力將有所提升，淨負債率有望小幅下降。

## 3) 總資產質量有望進一步提高

2023年，得益於房企銷售業績和融資狀況的逐步改觀，房企有望持續補充淨資產和激活總資產，從而扭轉資產負債表收縮趨勢。部分中小房企可能會通過加快存貨資產的處置速度以進一步盤活總資產。優質房企的資金壓力相對較小，可能會率先進入銷售帶動投資活動回升的良性循環並佔據核心城市發展先機，資產規模和質量有望進一步提高，資金需求可能也將隨之增長。因此房企資產端的修復仍離不開政策和金融機構的資金支持。