

## 中國企業加速拓境外市場



經濟把脈 梁中華

海通證券  
首席宏觀分析師

在激烈的全球競爭中，中國產業的供給優勢明顯，海外收入對企業盈利的支撐愈發顯著。通過挖掘海外的「需求」，提供「中國製造」的高質量「供給」，也會給中資企業帶來不少投資機會。

數據顯示，2022年全球對外直接投資流量1.5萬億美元，其中美國位居首位，達到0.37萬億美元；中國、日本規模緊隨其後，均在0.16萬億美元左右。三個國家合計佔比達到46.5%。

值得關注的是，一方面，2023年中國對外投資規模攀升。該年前十一個月，中國全行業對外直接投資1355.1億美元，同比增長2.9%。其中，非金融類直接投資1156.8億美元，同比增長12.7%。另一方面，中國對外併購規模回落，意味着其他形式的投資更加活躍。2022年，中國對外併購實際交易總額200.6億美元，比2021年下降37%，其中直接投資佔比75.7%，規模下降25.3%。

過去企業對外投資或趨於「跨境避稅」的動機。從對外直接投資存量看，截至2022年末，中國境內對中國香港的規模達到1.59萬億美元，或主要與地理區位等因素有關。在英屬維爾京群島、開曼群島的投資緊隨其後，規模分別達到0.37萬億美元、0.21萬億美元，或主要緣於「避稅天堂」的政策優惠。這三者合計佔比達到78.7%。

新一輪投資熱潮下，對外投資流向東盟的規模強勁增長。中國境內對開曼群島、英屬維爾京群島的投資在2021年、2022年先後回落，對歐盟、美國、澳洲的投資自2019年斜率放緩，而對於東盟的投資規模保持強勁態勢。究其原因，首先，隨着近年國際稅收治理體系的完善，全球因「避稅天堂」而對外投資的行為已經收斂。其次，在「一帶一路」倡議的推動下，流向共建國家的對外投資增速穩步提升。

從行業分布看，2022年中國境內對外直接投資存量主要以租賃和商務服務業居首，規模超過萬億美元，佔比達到39%；其後是批發和零售業、金融業、製造業、採礦業、IT服務業的規模超過千億美元，這五大行業合計佔整體的比重達到46.5%。值得一提的是，製造業是對外直接投資最為活躍的主體，其中汽車製造業存規規模領先，2022年達到631.8億美元，計算機通信設備、

專用設備、醫藥等製造業以及非金屬礦物製品等領域的規模也相對靠前。

雖然中國對外直接投資覆蓋範圍較廣，但是在不同的經濟體的產業布局不盡相同。租賃和商務服務業、批發零售行業的對外直接投資主要分布在亞洲、拉丁美洲。製造業的對外直接投資更多流向歐洲、北美洲。在大洋洲和非洲，採礦業、建築業的對外直接投資分別佔據主導，一方面與當地資源賦賦有關，另一方面主要緣於需求的影響。

## 境外納稅增超三成

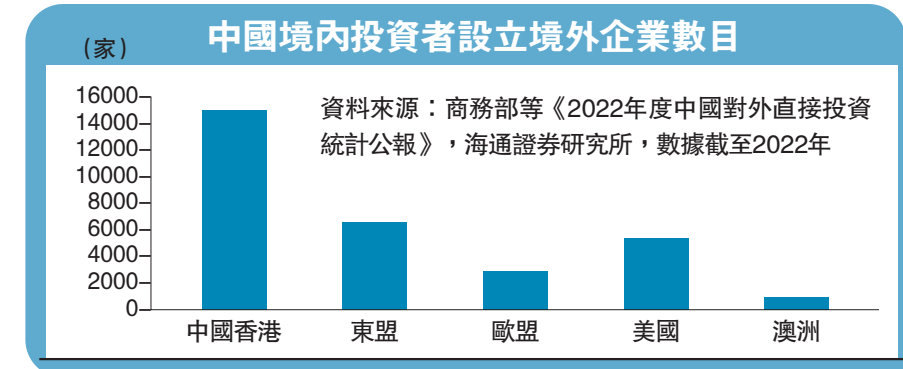
新一輪出海傾向於「產業」輸出，中國境內投資者在境外積極設立企業。根據商務部發布的《2022年度中國對外直接投資統計公報》，截至2022年末，中國2.9萬家境內投資者在國（境）外共設立對外直接投資企業4.66萬家，分布在全球190個國家（地區），對外直接投資累計淨額達到2.75萬億美元。這些境外企業不僅用工需求較大，而且營收增速較高。從2022年的情況看，首先，僱傭員工超過410萬人，外方員工近250萬。其次，這些境外企業向投資所在地納稅750億美元，增長35.1%。

從行業分布看，2011年起，批發零售業的數目超過製造業，隨後保持領先優勢。截至2022年，中國批發零售業、製造業、租賃商務服務業的境外企業數目分別達到1.3萬家、8734家、6273家，合計佔比約59.2%。

由於數據更新等局限性，宏觀層面更多反映2022年及以前的情況，並且難以詳細考察企業出海的動機及與出海相關的盈利狀況。因此，我們有必要借助上市公司等數據進一步從微觀層面探究。

截至2024年1月，A股上市公司約5300餘家，其中在2023年中報披露海外業務收入的有2478家。2023年上半年，這些公司的海外業務收入合計達到3.4萬億元（人民幣，下同），佔營業總收入的比重18%。

在披露海外收入的公司中，2023年上半年，電子行業海外業務收入達到4920.8億元，佔營業總收入的比重為52.7%，無論規模還是比重均位居首位。其次，電力設備、汽車、家用電器行業的海外業務收入規模較大，分別達到3520.3億元、3062.1億元、2396.2億元，佔營業總收入的比重分別為30.9%、30.2%、35.5%。此外，基礎化工、通信、傳媒、機械設備的營業總收入佔比也在25%以上。建築裝飾行業的海外收入雖然規模較大，但是佔比較小。



## 人才湧入 港樓租金逆市場



樓語縱橫 楊永健

世紀21·Q動力總經理

體租金顯著回升而樓價卻顯著回落，其間租金回報率自然大幅回升，但在按揭高企下，回報率仍未見吸引。

相信大家亦明白，連月來租金顯著回升，因基於多個因素引致。疫後通關，不少內地生已重新來港升學，加上政府實施的高才通計劃，不少海外以至內地專才來港，各地區租盤變得特別搶手，更出現缺盤的現象，即使過去一年是全新落成的高峰期，但整體租金仍平穩向上，個別新入伙屋苑的租金亦有所回升。

此外，本地最新失業率持續回落，最新失業率已跌至2.9%水平，就業市場變得緊張，企業自然需要調整薪酬來搶人手、搶人才，扣除部分人轉工。目前市場已幾近達至全民就業，儘管如此，隨着樓價持續回落，買家入市意慾仍然審慎。

無可否認，租金升樓價跌的情況可說是樓市怪現象，但有關情況或許仍會維持一段時間，始終近年銀行高息存款比起物業回報率還要吸引。後市隨着租金升樓價跌，物業租金回報率自然有所回升，加上美國息口經已見頂，最快今年下半年重啟減息，相信當減息遇上回報升，買樓收租自然變得吸引。

總結2023年的樓市，成交量出現一手升、二手跌的背離。全年新盤銷售約1.08萬伙，較2022年約9300伙，顯著增加1500伙，增幅達17%，同期二手成交量卻出現回落，全年只有3.6萬宗二手成交，較2022年的逼近3.7萬伙，按年減少不足1000伙，減幅僅約2.5%，但再創自1996年有紀錄以來新低。總括而言，全年樓市註冊量只有5.8萬宗，較前年的接近6萬宗，樓市氣氛確實冷靜。

不過去年出現樓市怪現象，樓價持續回落，但整體租金接連回升，情況確實令人有點摸不着頭腦。根據差餉物業估價署提供全港私人住宅樓價及租金指數，最新去年11月份的指數來看，最新租金指數為186.8，按月微升0.6%，但原來已經是自去年1月開始連續十一個月上升，整體租金按年上升5.9%。同時間樓價接連回落，已經連跌七個月之多，最新11月份樓價指數為316點，按月再跌1.4%，按年的跌幅更高達6.6%。整



經過有關部門圍繞房地產市場推出了一系列政策。目前，二手房價格調整在2023年接近完成。

過去兩年，樓市是影響中國經濟最為核心的因素，已成為政府和市場的廣泛共識。過去一段時間，有關部門圍繞房地產市場推出了一系列政策。目前來看，二手房價格調整在2023年接近完成；未來若能引導一手房價格充分下修，則整體樓市企穩值得期待。

## 內地二手樓市完成觸底



經濟前瞻 高善文

國投證券首席經濟學家

時下關於中國正在經歷房地產泡沫破滅的觀點十分流行。歷史上，美國、日本及其他很多國家都付出過泡沫破滅的代價。部分人相信，中國既然享受了房地產泡沫被吹大時的好處，就不得不承擔泡沫破滅後的代價。

上述看法值得我們深思，但進一步觀察數據，許多方面值得討論和推敲。

所謂泡沫，是指一段時間內大量投機性需求湧入市場，推動價格脫離基本面上升至不可維持的高度。當價格嚴重脫離基本面，最後就必然面臨修正。一方面，價格修正會非常大；另一方面，價格修正通常伴隨着槓桿斷裂和去槓桿，會帶來很大痛苦。

由於泡沫上升期大量投機性需求湧入市場，導致供應會不正當地放大；而投機性需求消失後，放大的供應就會形成過剩。泡沫破裂的過程，一方面是過度槓桿的清除，另一方面是供應過剩的清除。清除過剩意味着供應要回到異常弱的水平，並通常要花費很長時間。

回顧日本泡沫破滅的過程。1986年之前，日本房地產投資佔GDP比重只有8%。泡沫化過程中，房地產投資佔比從8%上升到近11%。房地產泡沫破裂後，清除供應過剩意味着房地產投資佔比至少要下降到8%以下。但直到1998年爆發金融危機，日本才開始認真清除供應過剩。2003年房地產投資比重體維持在6.5%，比泡沫之前低1個百分點。從價格泡沫破滅算起，日本花了十年以上的時間。

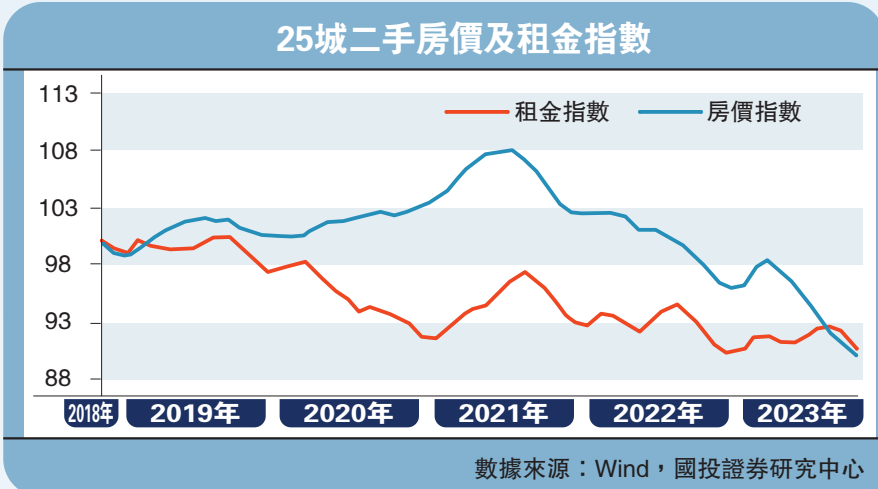
美國的情況與日本類似。2002年之前，美國房地產投資佔GDP比重也在8%左右。2003年房地產投資佔比快速上升。泡沫破滅之後，美國立即開始了對供應過剩的清除。2013年以後，美國房地產投資佔比接近7%，比泡沫之前低1個百分點。從2008年泡沫破滅到2013年經濟大體恢復正常，美國大約花了五年時間。

值得注意的是，中國似乎沒有出現明顯的供應過剩堆積。中國房地產投資佔GDP比重的峰值出現在2013年，此後房地產投資佔比快速下降，到2024年可能會下降到5.5%左右。很多人認為2016年-2021年，中國經歷了房地產明顯的泡沫化過程。從投資情況看，供應超過趨勢顯著擴大的情況似乎沒有，或者相當輕微。

在供應過剩層面，中國房地產市場表現與典型的房地產泡沫是極其不同的，供應過剩很不明顯，且供應過剩的清除（如果存在的話）是十分徹底的，時間非常快、幅度非常大。

房地產泡沫化過程中，大量投機性需求湧入市場，交易量放大。泡沫一旦破裂，價格下跌會導致市場主體不再有加槓桿的意願，不僅投機性需求消失，一部分正常需求透支也會消失，因此交易量會快速萎縮。交易量觸底後，往往需要很長時間才能恢復，因為有大量過剩需要清除，有大量透支需要逐步修復。

我們重點觀察二手房市場，是因為泡沫破滅後，房地產企業收縮投



數據來源：Wind，國投證券研究中心

資，一手房市場供應下降影響成交，但二手房市場不會受此影響。更進一步，泡沫破滅以後，部分需求會從一手房轉入二手房，實際有助於推高二手房交易量。也因此，觀察二手房得出的結論是保守的。

美國泡沫化過程中，二手房交易量迅速放大，從年化50多萬套擴大到70多萬套，擴張比例接近40%。泡沫破滅後，二手房交易量基本打對折，隨後在底部維持了很長時間，直到2013年以後交易量才恢復到正常水平，投資也逐步恢復正常。在此過程中，2009年、2010年二手房銷售劇烈波動，這是由房東付不起房貸、銀行大量「止贖」所帶來的。年度數據繼續下跌，並且維持在很低的水平，與投資層面的數據一致。

在大多數條件下，多個國家的二手房市場觀察結論類似，普遍出現交易量劇烈萎縮，幅度大約在50%上下，底部持續時間大約五六年，然後逐步恢復正常。當然也有個別的例外，但這是比較普遍的模式。

中國的情況有些不同。從我們便於收集的13個城市的政府以過戶為基準披露的數據看，2021年以來一手房交易持續萎縮，到2023年大約縮到七折附近的水平。二手房市場交易量實際只在2022年下降了一年，從2020年的頂部來算也只下降了兩年，然後2023年顯著放量，實現了兩位數的增長。

從更大口徑的克而瑞30城數據看，中國二線城市二手房交易量在2023年創歷史新高。相較一手房從頂部下降到七折，2022年二手房交易量只下降到八折的水平，且在2023年顯著放量，創歷史新高。用其他不同口徑的數據也能得出類似的結論。

從政府公開披露的數據推算，2023年中國二手房交易量是明顯放大的。在一手房繼續下降8%的情況下，二手房交易顯著放量，這與大多數泡沫破裂情況下的市場調整極不一樣。其中有兩個問題：首先是二手房為何顯著放量？其次是二手房與一手房的表現為何如此不同？

## 價格修正 並非泡沫破滅

我們以第三方中介機構（貝殼）的數據為基礎，得到了25城二手房價格和租金價格指數（見配圖），其中以2018年11月為100。

從25城的租金指數看，疫情以來租房市場出現萎縮，租金指數下降到2018年11月的90%。從25城的住宅售價看，在2020年-2021年一些觀點認為的「泡沫化最後一棒」，儘管住房租金下降10%，但住宅價格上升8%，價格的上升明顯背離基本面。

2021年底，25城房價從頂部開

始下跌，目前為止較頂部下跌接近20%，價格指數已顯著低於2018年11月，房價絕對水平可能已下跌到2017年底2018年上半年的水平，房價相對租金的估值也明顯修正，目前可能略好於2018年下半年的水平。

2018年以來，中國居民可支配收入上升30%。這意味着二線城市的房地產市場經過兩年調整，租金回報率已回到2018年的水平，房價收入比已回到2017年之前的水平。

考慮貸款的可負擔性，壞消息是居民預期收入在下降，好消息是按揭利率比當時低得多。在合理的久期假設下，相對於收入，貸款的可負擔性是差不多的。

我們知道，2016年-2017年是最近一輪房地產價格明顯開始上升的起點。從這些指標來看，當前二線城市的住宅估值已回到本輪泡沫化中期的水平，即估值相對較低，價格可負擔，因此剛性需求入市，交易量開始放大。

以上是從估值層面理解二手房交易量為什麼放大，如果把微觀層面的估值變化和宏觀層面不存在供應過剩結合在一起，我們的基本結論就是中國二手房市場的價格調整在2023年已經接近完成。

進一步引伸的結論是，中國住宅市場正在經歷的是價格的明顯修正，而不是泡沫的破滅。價格修正的成因是受突發疫情影響，租金和居民預期收入下降，但同期房價繼續上漲，導致資產價格脫離基本面，迫使價格下修回歸。

## 宜放寬一手限價 讓市場調整

目前一手房市場進一步縮量可能有三個原因：一是地方政府對一手房市場進行限價，價格無法充分修正，市場難以出清，導致交易量無法釋放，市場不能發揮正常功能，調整過程無法順利、徹底地完成。而二手房價格可以更加自由地地下跌，一旦調整到合理區間，剛性需求得以釋放。二是二手房市場有交付風險，交付壓力還在進一步擴大的可能。三是二手房供應縮量太快，企業拿地和開工收縮，新房推盤下降。

對照二手房的調整情況看，如果政府能夠充分消除交付風險，徹底阻斷房地產企業的流動性風險，並引導一手房市場價格充分調整下修，那麼一手房市場的企穩是值得預期的。

從這個意義上看，筆者認為當前宏觀經濟的核心問題是要盡快恢復一手房市場的功能。需要充分強調和高度警惕的是，如果房地產企業流動性風險進一步蔓延，那麼未來情況的演化仍然存在許多變數，這方面的不確定性仍然很大。