



▲中國企業將工廠遷移到海外以獲取穩定的外貿訂單。圖為長城汽車旗下電動汽車品牌歐拉好貓在泰國羅勇新能源汽車製造基地下線。

近年「企業出海」赛道突然爆发，製造企業、遊戲公司、互聯網公司紛紛向外闖，媒體機構與中介公司則為企業出海探路，提供境外投資考察服務。顯然，企業出海的焦慮與需求正在井噴，甚至有人喊出「不出海，就出局」的口號。

# 企業出海需求迎來井噴

大學之道 清和 智本社社長

在筆者看來，企業出海主要有兩大動因：

一是中國經濟正在告別高增長，增量時代逐步轉化為存量時代，內卷壓力愈來愈大。中國為世界提供了30%多的產能，但只貢獻了14%的消費。在國內需求不足和外貿條件緊縮的背景下，大量的產能需要出海。

二是受中美關係轉向、美對華加徵關稅、國際貿易條件緊縮的影響，中國企業將工廠遷移到海外以獲取穩定的外貿訂單。近些年，拜登政府推行友岸生產、近岸生產和供應鏈多元化的政策，有意引導產業轉移到印太地區和北美。一些大型跨國公司要求供應商必須在海外建立一個備選工廠。

## 日本經驗值得借鑒

從主動策略的角度來講，只有將部分產能轉移到海外，才能保持穩定的貿易關係，並從中獲取訂單和先進技術，一些國有企業也在悄悄地佈局海外。如今，中國企業正面臨一次前所未有的出海機遇和挑戰。產業出海相當於在無人區裏探索，需要直面國際競爭的挑戰，適應投資國的營商環境、勞工關係、產業政策、法律規則和信貸市場。

當然，中國企業也可借鑒日本企業出海經驗。歷史上，日本企業有幾次成功的出海經歷。70年代，日本遭遇石油危機，日本企業將化工、鋼鐵等高耗能產業轉移到新興國家。80年代，日美貿易摩擦加劇，日本汽車企業將部分產能轉移到北美。90年代之後，日本陷入漫長的大衰退，國內需求不足，日本企業紛紛走向海外，向新興國家轉移過剩產能，同時進入歐美市場「與狼共舞」。這也促使日本產業結構持續轉型升級。

如今，日本大型製造業企業基本上是跨國公司，日本上市公司40%營業收入來自海外市場，市值前十大上市公司70%營收來自海外市場。日本大型企業的全球化產業鏈整合能力極強，善於整合歐美技術、日本資本、中國及新興國家的廉價勞動力和土地資源，同時實現全球化、多幣種風險對沖。

通常，大型企業最先感受到一個經濟體增長和有效需求不足天花板，他們選擇率先求變，向海外市場拓展空間，把產能轉移到新興經濟體，尋求成熟經濟體予以對沖。美的、聯想、海爾、吉利等大型製造企業是最早出海的一批企業，他們早在2008年前後就開始在新興國家投資。近些年，大型企業出海的動力愈來愈強，從製造業逐步擴大到零售業、軟件及互聯網產業。

中國企業出海具備兩大利器：一

是極強的產業鏈整合能力；二是發達的消費類應用。製造業企業出海和消費類互聯網企業出海的優勢比較大。軟件與互聯網企業出海，有面向新興國家，也有面向歐美國家。比如，拼多多的跨境電商平台Temu迅速擴張，推動中國很多小企業出海，將商品賣向美國市場。騰訊的微信、支付等應用大規模滲透到亞洲市場。目前騰訊旗下海外遊戲收入佔遊戲總收入比重已達到30%左右。

製造業企業出海的目的主要是越南、泰國、馬來西亞、印度等亞洲新興國家，以及北美的墨西哥。這些國家受益於中美關係轉向的巨大紅利，近些年發展勢頭強勁。越南最大的出口國是美國，最大的進口國是中國。不少東南亞企業，包括一些中資背景的企業，大量從中國進口原材料和零配件，在當地加工組裝後出口到歐美國家。

不過，上述國家都不是成熟的經濟體，產業網絡不健全。越南的紡織服裝產業鏈、電子產業鏈比較完整，遷往越南的中國企業以這兩大產業為主，但是重工業落後，還無法生成汽車、起重機、機床等。墨西哥的汽車產業鏈比較健全，一些中國汽車企業以及零配件企業已佈局墨西哥。

所以，企業出海需要實地考察，認真分析營商環境、產業發展狀況、政策配套、基礎設施、土地租金、人工工資、工人效率以及稅收成本。

一位已將產業轉移到越南胡志明市的服裝工廠主算了一筆賬：胡志明市的服裝廠人工工資大約是中國深圳的50%，但勞動效率也只有50%。二者相抵，胡志明市的勞動成本沒有優勢。此外，胡志明市的土地價格也跟深圳差不多。但這位工廠主還是決定將產業轉移到胡志明，原因有三：一是美國採購商削減了對深圳工廠的訂單量，工廠遷移到越南後，訂單量明顯增加；二是美國對中國加徵關稅後，越南的關稅比中國更低；三是越南的工人效率還有提升空間。

## 有助規避政治風險

美國政府正在密切關注中國企業出海形勢，他們擔心中國產能湧向全球，加劇當地企業競爭。特朗普早些時候放話，如果今年當選，他將對中國企業在墨西哥生產的汽車徵收100%的關稅，讓中方「無法在美國銷售這些汽車」。

墨西哥是美國為數不多的近岸生產的貿易夥伴。根據《美墨加協定》的要求，在美國銷售的汽車至少要有75%的汽車零部件來自北美地區，還要求汽車的鋼鋁材料中有70%也要來自北美地區。中國企業只能通過墨西哥進入美國市場，目前中國不少汽車零配件供應商已在墨西哥投資，並將產能運送給美國的特斯拉工廠。

墨西哥在中美之間承擔着橋樑作用，該國工廠大量向中國進口，加工

組裝後將產品出口到美國。根據聯合國的商品貿易統計數據，中國在墨西哥商品進口中所佔的比例，從2011年的14.9%上升到了2022年的19.6%。但是，中國對墨西哥國內消費總附加值的貢獻僅為3%，說明中國向墨西哥提供的產品大部分用於再出口，而墨西哥最大的出口對象就是美國。

中國在墨西哥投資要比亞洲新興國家更加敏感。很多中資企業選擇低調行事，並在海外註冊公司後再投資墨西哥。據墨西哥經濟秘書處統計，從2018年到2023年，中國在墨西哥的外國直接投資（FDI）金額為23億美元。根據墨西哥國立自治大學經濟學系教授恩里克·杜塞爾-彼得斯（Enrique Dussel-Peters）的計算，如果追溯投資的原始來源，這個數字應約為100億美元。

除此之外，中國軟件和互聯網平台出海還可能引起美國的警惕。據外媒報道，美國將出手打擊跨境電商平台Temu和Shein。按照美國的法律，從國外直接郵寄價值低於800美元的包裹毋須繳納關稅。近年來，Temu和Shein平台上的很多包裹都是通過這種方式進入美國，美國國土安全部計劃加大該類包裹的審查力度。

今年是美國大選年，共和黨和民主黨都將在中美貿易問題上做「文章」。筆者預計，新能源汽車、人工智能、量子計算都存在被技術制裁的風險，消費類互聯網應用和跨境電商亦將成為重點關注領域。不過，大部分出海的產業都不會遇到美國的「圍追堵截」。

## 全球產業鏈再重組

中國企業出海有被動的因素，但更應積極看待和應對。當前處於全球貿易版圖大變局時期，過去的全球化秩序遭受挑戰，新的秩序正在形成，中國企業需要參與到新的秩序構建和新的產業鏈分工之中。

當今世界的貿易，70%是中間品，30%是製成品，大多數商品不是由一個國家來完成，而是需要許多國家、許多企業一起來完成。

出海不等於出口，出口是商品出口，出海是產業出海，企業家去海外投資與生產，需要僱用當地的工人，在他國貸款融資，可能在另一個國家銷售和提供服務。

中國企業出海以新的方式融入全球產業鏈中，整合其他國家的資本、勞動力、土地、信息、技術等資源，實現全球化經營。日本產業出海的一個成功經驗是，通過全球產業鏈整合把產品性價比做到極致，同時實現多經濟體、多幣種的風險對沖。

中國企業出海可能是全球產業鏈的一次重組。對中國企業來說，這是機遇也是挑戰。這次產業出海無疑將推動中國一批企業走向國際。中國企業需要把握市場先機，遵守當地法律，尊重國際規則，適應本土文化。

# 中國房地產有實際需求支撐

天風視野 宋雪濤 天風證券 首席宏觀分析師

在經歷了連續兩年多的調整以後，市場開始擔心中國房地產可能會重演日本90年代或美國2007年的危機。儘管中、日、美房地產市場存在一定的相似之處，但也有諸多本質上的不同。

日本在1960至1975年經歷了快速的城鎮化發展，城鎮化率在15年的時間由63.3%提升到75.7%，年均提升0.83個百分點。1976年開始日本城鎮化進程顯著放緩，1976至2000年城鎮化率的年均提升幅度僅有0.27個百分點。

2000至2010年，日本推行市町村「平成大合併」，使很多「村」通過行政力量被撤銷，導致城鎮化率出現了一次統計意義上的非自然提升，並沒有直接帶來人口由農村向城市的快速流入。因此，從人口的角度上來看，日本真實住房需求增長在1976年出現了拐點。

## 城鎮化率有提升空間

但日本的房價在城鎮化進程放緩以後反而出現大幅的上漲。1978至1991年，日本實際房價指數連續上漲14年，累計升幅高達80%，而其間日本城鎮化率僅提升了1.5個百分點，房價的上漲缺少真實需求的支撐，房地產泡沫由此產生。

在日本地產泡沫破裂的過程中，實際房價指數下跌了18年，直到2009年才開始觸底回升，其間累計下跌達44%，實際房價指數基本回到了泡沫之前的水平。

與日本當年相比，中國房地產目前仍有真實的住房需求支撐。截至2023年，中國常住人口城鎮化率約66.2%，相當於日本1963年的水平，距離日本1975年城鎮化進程由快到慢的拐點仍有10個百分點的提升空間。

更何況，截至2022年，中國戶籍人口城鎮化率尚不足50%，與中國常住人口城鎮化率還相差17.5個百分點。只要戶籍制度改革還在繼續，城鎮化率就還有很大的提升空間。

中國目前約有2.5億人沒有在戶籍地工作和生活。沒有戶籍意味着在一些大城市不具備購房資格，抑制了一部分正常的購房需求。所以，中國的房地產市場供求關係的區域分化較大，有些人人口淨流出地區的房地產可能面臨結構性的過剩，而有些人人口淨流入地區的房地產可能仍然存在結構性不足。

截至2022年，中國有18個省份的常住人口數量小於戶籍人口，人口呈現

淨流出趨勢，其中河南缺口較大約為1664萬人；其餘13個省份的常住人口數量則大於戶籍人口，人口保持淨流入，其中廣東、浙江較為明顯，常住人口分別超出戶籍人口2607萬人、1466萬人。

## 居民購房槓桿不高

中國居民購房的平均槓桿並不高。人民銀行2018年《中國金融穩定報告》中曾提到中國居民購房的平均首付比例在34%以上。因此，即便是在房價最高點購房，房價也需要平均下跌三分之一以上才會使房產成為負資產。

而房價快速上漲是從2015至2016年開始的，許多人並非在最高點買房，所以即使房價下跌導致財富效應縮水，但房子成為負資產的比例可能並不高。購房槓桿不高，意味着房價的下跌可能不會太快。

2008年美國次貸危機的爆發速度之所以很快，原因之一是很多低價還能力的購房人的首付比例較低，甚至約等於零，房價稍有下跌就會使房產成為負資產。而個人破產制度的存在，又使得購房者可以宣布破產後斷供，將風險轉移給銀行。

結果很短時間內，銀行被迫得到了很多淨值為負的房產，而銀行又需要盡快折價轉變成流動性，導致房地產拋售壓力加大、房價下跌更多，又使得更多的房子成為了負資產，最後層層放大為系統性風險。

而中國目前除了深圳做過試點以外，沒有個人破產制度。因此，即使房子成為了負資產，斷供後被銀行收走法拍，銀行依然可以向個人追償剩餘貸款。也就是說，風險不會在短時間內集中到銀行和金融系統上，減慢了風險的傳導速度。

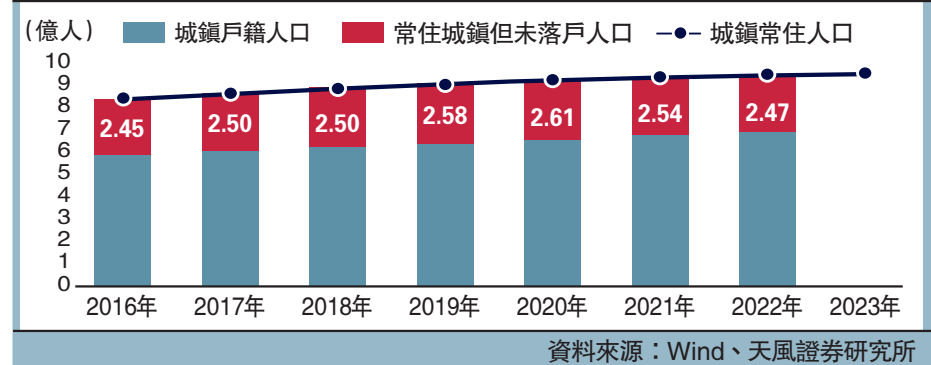
雖然中國房地產市場曾出現泡沫化傾向，但是推動泡沫化傾向的依然是實際需求，並非單純的金融泡沫。中國沒有類似美國複雜的房地產衍生品市場。

美國次貸危機首先是MBS（住房抵押貸款證券化）出了問題，然後擴散到CDS（信用違約交換）和CDO（債務擔保業務）。而中國沒有此類衍生品，房地產雖然有下行風險，但風險加速擴散的動力受到了抑制。

當然，筆者並不是認為中國房地產的調整已經確認結束，而是要理性看待調整過程，經濟背景和體制不一樣，單純的國際比較沒有意義。

2021年下半年以來，中國房地產風險已經持續和快速化解，低槓桿、低金融化程度、沒有個人破產制度，都可以被看作是地產風險傳導的減速器。

## 中國常住城鎮但未落戶人口約2.5億人



# 放盤量減少 租金升勢未止

樓市新態 汪敦敬 祥益地產總裁

本周一（4月8日）公司數據部同事向筆者匯報市場情況稱，屯門區的租賃樓盤告急，放盤量跌破警戒線。租盤出現告急的原因有兩個：首先，在撤辣之前太多人悲觀看樓市，令到剛需去租樓的多、買樓的少。其次，特區政府全面推行人口引進政策，例如外勞、優才及專才等入境計劃，令到香港人口數量恢復增長勢頭。如此看來，此類政策是正確及成功的。



▲市場需求增加，令租盤數量減少。

與此同時，內地人才來港帶動房屋需求，也等於香港經濟愈來愈企穩之時，就吸引到愈來愈多人來港工作及居住，同樣帶動新的房屋需求。再加上，辣招推行逾13年，對樓市炒家有打壓，同樣對買樓收租的人士都一併打壓，於是令到租盤長期處於低增長水平。

在此背景下，我們見樓價在未撤辣前不斷下跌，而租金不斷上升，截至今年2月，樓價連跌10個月，而租金在過去13個月中有11個月上升。在撤辣之後，筆者經營的公司，3月份促成的買賣成交量增加131%，而租務方面，雖然租盤減少，租金上升壓力增加，但我們所促成的成交量仍然多了64%。

說回數據部給筆者的報告，看到一年前即2023年4月8日，屯門區的租盤是736個，而撰文的當日，即一年後的2024年4月8日，屯門區的租盤只有409個，按年大減44%。這是一個信號，反映出除了內地居民源源不絕來港買樓，香港居民換樓方興未艾之餘，租金顯然會進入上升周期。如果不買樓等樓價跌，最後會付出高昂的機會成本。「買樓有風險！不買樓也有風險！」在市場上任何決定也是要付出代價的。