

華為股權架構凸顯優勢



廟堂江湖 沈凌

德國波恩大學 經濟學博士

中美近年來在高科技領域的較量，最矚目的焦點莫過於華為。儘管任正非一直很低調，但也遮不住華為的耀眼奪目。不過，華為未來發展趨勢如何？說實話，筆者一直也沒有想明白。

因為無論是5G技術，還是芯片製造，都只是高科技競爭的結果，而對於長期增長而言，更加重要的是制度。美國資本市場針對科技創新具備完善的激勵機制，完勝其他發達經濟體。

而華為之所以可以成為中美科技競爭中的一抹亮色，總有其過人之處。如果這個過人之處還是能夠推而廣之，那麼就能成為中國高科技全面趕超美國的希望所在。

筆者長期對比中美兩國的高科技頭部公司，在拿華為與美國蘋果公司的對比中，發現前者有無與倫比的研發投入強度。以美國開始打壓華為前的2019年度財報為例，公司營收總額是美國蘋果公司的47%，淨利潤只有對方的16%，但是其研發費用卻是對方的116%。對於高科技公司來講，研發費用實際上就是未來的安身立命之本，如果今天在研發上投入少，那麼未來的高科技含量就必然減退。

因此，對於高科技公司來講，研發費用類似於傳統企業的再生產投資。直接對比兩家公司的研發絕對量和相對強度，已經可以得出華為為更加有發展潛力的結論。但這還不是事實的全貌，過去筆者也一直被此類財報對比所蒙蔽。

華為的股權結構是很特殊的，它並不是一家上市公司，其股權也不是傳統意義上的資本投入而產生的所有權益，而是一種虛擬股權。簡單來講，華為全部股權由員工集體持有，並沒有什麼「資本家」存在於這樣的股權結構中。而華為員工持有的股權份額，對應的是其在公司中的貢獻大小，而不是出資比例。也就是說，作為一個華為員工，也許並沒有出一分錢購買股份，但因為做出的貢獻很大，就獲得了很大一筆股權作為獎勵，以後每年的分紅實際上就是年終獎的一種形式。

所以，華為公司財報中的淨利潤，並不是給出資人的回報，而是對員工的獎勵來源，這與傳統上市公司的淨利潤概念完全不一樣。對於美國蘋果公司來

講，2019年年度淨利潤552億美元，是162億美元研發費用的3.4倍，也就是說：蘋果公司的出資人（也可以認為是資本家）拿走了552億美元，並不是研發人員或者公司員工享受到了巨額利潤。而華為當年的淨利潤630億元人民幣，實際上通過分紅的形式返還給了員工。對於員工來講，這就是他們收入的一部分。

激勵機制側重研發

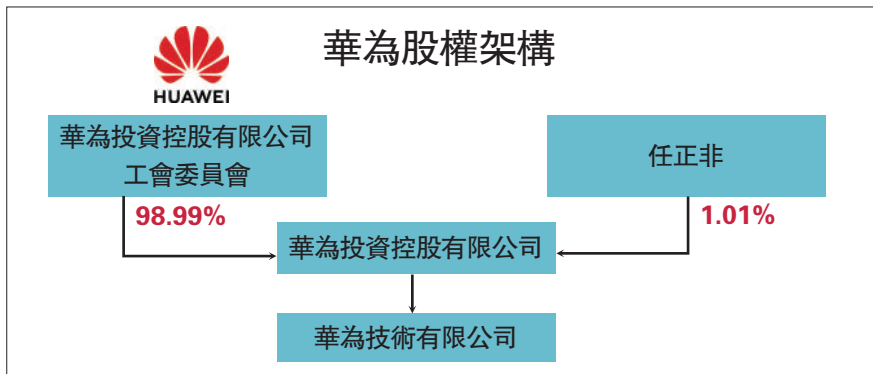
華為員工規模大約15萬人，其中絕大多數是研發人員，即便認為分紅的一半給予了研發人員，那麼真正的對研發的投入將會是：1315億元的財報研發費用+315億元的淨利潤=1630億元。這是美國蘋果公司的143%。

當然，隨後的三年華為在美國打壓下營收出現了下滑。以2023財報為例，華為營收總額是美國蘋果公司的26%，淨利潤則只有13%，但是研發費用明面上依然達到了對方的78%。實際上，按照上述計算出來的實際研發費用和美國蘋果公司剛好相等。換句話說，相對的研發強度是對方的四到七倍。

華為高強度的研發激勵機制，實際上是一種新型的帶有強烈社會主義思想的企業組織形式和激勵機制。在華為的股權結構中，資本的權重隨着時間的推移慢慢減少，而公司員工的分紅比例在慢慢增加，尤其是企業中做出重大貢獻的員工，其分紅比例是在動態增加的，這與傳統的「分紅權按照出資比例分配」大相逕庭。目前美國的資本市場中還沒有這樣的股權結構安排。

現有的AB股、同股不同權制度，是在經營管理層面的權力劃分，而不是分紅的不同。知識產權也許可以物化為股權，從而享有分紅權。但畢竟員工在職務上的貢獻很難被量化為知識產權從而得到相對應的回報。也有傳統企業給予很小一部分高管以股權激勵，但畢竟不是絕大多數員工，尤其是研發人員能夠享受得到。美國資本市場的遊戲規則本質上是對資本的激勵機制，不可能形成像華為一樣的全員集體持有公司股權。

華為更像是會計事務所或者律師事務所這樣的合夥制企業。在這樣的企業架構中，員工人力資本的權重遠大於金融資本的權重，也因此不太可能上市交易。但對高科技公司來講，這確實是一種更加有效的激勵機制，非常值得重視、研究和推廣。



樓市撤辣 後市有望轉旺



主樓布陣 布少明

美聯物業住宅部行政總裁 (港澳)

撤辣逾一個月，有市場人士指出，物業成交似有回軟跡象，更有人相信旺市只是「曇花一現」，是否如此？筆者相信，樓市購買力仍未消失，只是更加傾向新盤。以港島地鐵上蓋大型新盤為例，首賣422伙即日接近沽清，更有大手客以高達1.53億港元連掃8伙，為4月的樓市打響頭炮。項目即時加推應市，相信反應仍然熱烈。

事實上，樓市的信心自撤辣以來一直高漲。美聯信心指數最新報64.8點，按周升4.7%，連升四個星期，並且已經連續三周高於平均值。美聯信心指數是根據每星期美聯網盤價格變化製作而成，反映的是業主的信心，從而推斷市場的走勢，而平均值可以視為強弱的指標，當指數屬樓價好淡分界線，當信心指數長期處於平均線之上，可以視為樓市明顯轉強的信號。

縱觀後市，筆者相信，隨着入市信心增加，成交會絡繹不絕，尤其是新盤交投可以看高一線。這主要是由於現時供應量多，發展商開價傾向克制，對買家極具吸引力。

預料未來樓市走勢，可留意以下指標：其一是息口。雖然美聯儲的口風不斷轉變，時鷹時鴉，縱使暫時未減息，

但息口的確已經見頂。在息口轉趨穩定之下，相信本港樓市表現會愈來愈好。

其二是「租買比例」。撤辣後本地住宅買賣明顯活躍，一手及二手物業成交均暢旺，導致租售比率急跌，並跌穿四成的水平。以美聯物業促成的住宅租務及買賣個案作計算，美聯住宅租售比率（即美聯物業促成的住宅租務佔住宅租務及買賣的比率）3月錄38%，較2月約73%按月大減35個百分點，佔比創自2017年3月後的七年新低。由於租售比率不足四成，意味着樓市傾向買賣，並自2021年11月後逾2年來首次「買多過租」的情況。

本月一手交投料3500宗

值得注意的是，雖然「買多過租」，但不代表租務減少。隨着2月份農曆新年租務傳統淡季過去，3月份租務個案再次回升。綜合美聯分行資料，統計十大屋苑3月於市場的租務個案，合共錄329宗，較2月222宗按月大幅回升約48.2%，並略高於1月份317宗，創半年新高。簡單來說即是「租買同旺」，只是買賣較租務更旺而已。

從以上數據反映，本港樓市已經因為「撤辣」而轉活，勢頭徹底改善，若配合減息及本港經濟轉強等利好因素，相信樓市交投有望持續旺勢。筆者預期，4月份一手交投有望錄得約3000至3500宗水平，而二手市場交投則有望保持活躍，估計有約5000宗成交。

越南出口回升趨勢將會持續，主要是在利率下行預期下，海外需求



步入2024年，越南經濟復甦之路愈發清晰，在全球供應鏈和投資資本流動性改善、周邊國家經濟復甦等因素共同作用下，出口回暖拉動越南一季度GDP強勁復甦，同比增長5.66%，較之前四年同期水平顯著提升。

越南經濟走出黑暗



微觀經濟 周浩

國泰君安國際 首席經濟學家

2022年以來，在美聯儲激進加息，以及越南加大對地產行業整頓力度的影響下，市場對房地產及金融業的風險擔憂情緒開始蔓延，越南樓市、股市、匯市遭受三重重創。受此影響，2023年越南經濟增長顯著放緩，資產價格大幅貶值。此外，電力短缺，海外需求疲軟，越南作為亞洲重要的智能手機、電子產品和服裝出口國，2023年前三季出口持續收縮，增速一度下探至-21.3%。市場開始質疑越南能否繼續成為合格的「世界工廠」。

外需回暖刺激出口

作為典型的出口導向型經濟體，全球需求疲軟對越南出口影響極大。2024年一季度，美、韓、日等越南主要貿易夥伴需求持續回暖，推動出口增長17%至931億美元，進口增長14%至850億美元，貿易順差達81億美元。電子產品出口增長30%，智能手機增長10%，服裝增長7.9%。

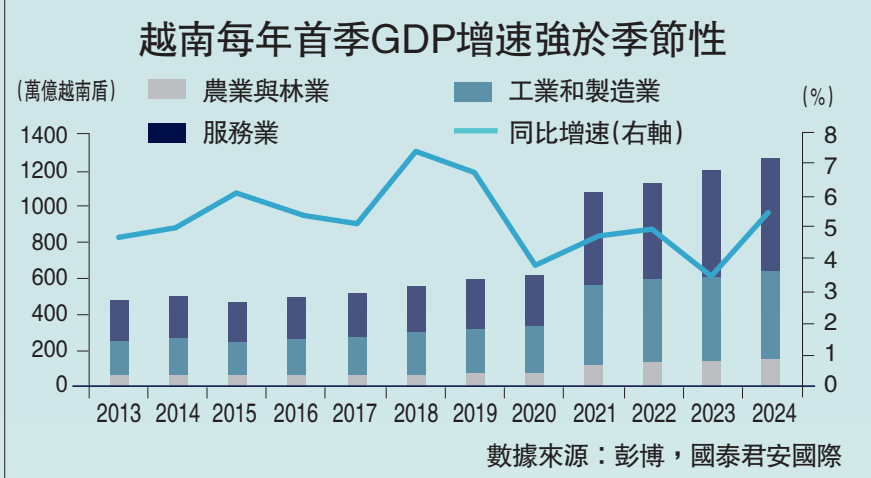
美國庫存周期見底對出口邊際影響已經消弭，越南出口增速有望持續上行。美國是越南最大的出口國，2023年越南對美出口佔比超28%。美國庫存周期於2022年下半年見頂，在高利率及低經濟增速預期下，美國隨即進入了接近一年的去庫存階段。美國去庫存對越南的影響是顯著的，在經歷收單潮後，越南出口增速一度創下十餘年最低值（-22.4%）。

整體而言，高利率對美國經濟的衝擊不再顯著。換言之，美國經濟在高息環境中的新常態趨勢愈發清晰。截至2023年末，美國庫存總額的同比增速已向上反彈至0.4%，庫存周期拐點或已出現。往前看，在近期強勁經濟數據支撐下，美國庫存增速有望持續上行。疊加2023年美越兩國正式確立為全面戰略夥伴關係，來自最大出口國需求的回暖將成為越南出口最大的上行驅動力。

作為「新興之秀」，越南電子行業在過去十年間經歷了爆炸式發展，過去幾年海外需求回暖對越南出口的干擾，反而再次印證了電子行業在越南製造業中的核心地位。2022年，越南貿易順差額為112億美元，而電子工業貿易順差高達112.46億美元。

近年全球科技龍頭在越南建廠已成大趨勢，2023年越南科技行業「好事連連」。蘋果主要供應商在越南投建兩個工廠；EDA大廠新思科技宣布將與西貢高科技園區合作開設半導體設計和孵化中心；芯片設計商Marvell宣布將胡志明市的子公司升級為「全球研發中心」；AI科技「一哥」英偉達CEO黃仁勳與越南當局討論半導體領域的合作協議，表示未來將投資2.5億美元用於建設在越南的芯片中心。

全球科技巨頭紛紛來越帶來了巨額資金流入，並對越南經濟形成了全面的拉動作用。越南2024年國外直接



投資延續了火熱上行態勢，繼2023年全年增長62%，今年一季度同比增速進一步飆升至171%。

外資大規模流入及海外需求回暖持續修復越南製造業景氣度，2024年一季度越南製造業PMI（採購經理人指數）較之前顯著改善，基本維持在擴張區間。從微觀角度看，2024年一季度，越南全國新註冊企業數量3.6244萬家，註冊資金133.06億美元，分別同比增長6.9%和7%。這也能在側面反映出越南國內市場對經濟整體的預期較為樂觀。

地產整頓接近尾聲

房地產行業整頓是越南經濟失速的重要內部原因。2022年下半年，受新冠疫情、通脹及美聯儲加息影響，越南外需走勢疲軟。同一時期，越南當局加強打擊貪腐和收緊監管措施，進一步推高國內外投資者的避險情緒，引發了一連串的經濟影響。在此期間，數百家小型發展商和房地產企業因融資困難相繼破產。未破產的企業也因房價下跌和滯銷影響，面臨資金回流不暢問題，新房供應更是停滯不前。不可否認的是，房地產整頓在外部環境惡化的同時成為了越南經濟失速的重要內部困擾。

2023年下半年以來，越南政府和開發商「三重組合拳」共同發力推動房地產行業復甦。首先，政府先後四次降低經營利率以提高購房者實際購買力；其次，政府發布了支持可再生能源公司債務重組的通知，緩解了地產商通過債市融資的壓力；最後，房地產開發商推出了更靈活和實惠的銷售活動，以更高的折扣吸引購房者。三重組合拳效果是顯著的，2023年下半年越南兩個核心城市河內和胡志明市公寓新增供給環比分別大幅增長60%、14%。雖然成交量尚不及巔峰期，但是量價齊升的趨勢也顯示出房地產行業或已尋得底部區間。

往前看，在政策和利率環境的雙重加持下，越南房地產行業有望再次進入上行空間。一方面，即便美聯儲降息時間一推再推，但房利利率項已是大概率事件，越南房貸利率下行空間已經打開，這意味着購買力將會得到切實提升，需求也會因此改善；另一方面，越南政府陸續通過了三個房地產行業的重磅政策：《房地產經營法（修訂）》、《住房法（修訂）》和《土地法（修訂）》，這三個政策

都將於2025年1月1日生效。回顧上一次越南政府大規模修訂相關法律，越南房地產迎來了2018-2022長達五年的高速增長。隨着房地產行業風險逐步出清，在政策和利率環境的雙重加持下，越南房地產長期向好。

不可否認的是，隨着製造業的轉型升級，越南基礎設施建設的不足被很多跨國企業所詬病。以2023年為例，持續高溫及嚴重乾旱使越南陷入供電危機，這對製造業的正常運營產生了嚴重干擾。隱藏在電力短缺背後的遠不止是眼前高溫乾旱導致的降溫設備用量激增，而是製造業飛速發展背後基礎設施建設的不足，電力系統只是冰山一角。製造業擴張、科技行業飛速發展背後離不開強大的供電系統，然而很多歷史遺留問題的存在卻導致電力市場成為經濟發展的拖累。

面對電力供給的不足，越南政府選擇主動出擊。在2024年3月下旬與國外投資者的記者會上，越南總理范明正誓言不會再出現電力短缺問題。總理的表態擲地有聲，截至3月15日，煤炭進口量（主要來自澳洲和印度尼西亞）比去年同期增長了約88%。據官方估計，今年前兩個月國內礦山的產量也增長了3.3%，可以滿足越南需求的一半左右。進口量和國內產量相結合顯示，在通常較為平靜的1月至2月期間，煤炭供應量每月超過800萬噸，比過去兩年的月平均水平高出近9%。

電力只是越南基建領域的一個縮影，除此以外，越南政府承諾對基礎設施的投資會超過其GDP的6.0%，相較之下東盟平均水平僅有2.3%，這反映出越南致力於加強其在全球製造和供應鏈領域的地位。值得一提的是，越南政府負債率較低，截至2021年僅有39%，這意味着其有較大的政策空間來推動基建建設。在當前產業鏈格局下，越南的基建與製造業將會互相強化成為經濟向上的重要動力。

對越南而言，疫情與海外需求走弱及國內樓市衝擊所帶來的黑暗時刻基本已渡過。一方面，就外部環境而言，利率下行預期下海外需求預期持續回暖，出口回升趨勢將持續；另一方面，來自內部地產行業整頓的衝擊已經漸漸消退，核心城市房地產已經出現量價齊升的趨勢。往前看，在政策對房地產和公共基建領域的大力支持下，越南經濟有望以電子製造為核心再次進入較長期的上行空間。