



# 從年報看企業不動產管理：行業策略呈分化

財經評述

經濟學博士、經濟學家 龐凜

在上期專欄文章中，筆者以各行業市值排名前10的頭部上市企業作為切入點，覆蓋年報中反映企業在房地產經營性租賃方面的核心數據，聚焦8個細分領域共計75家頭部上市企業橫跨三年周期的近2,000份數據，持續跟蹤辦公樓和產業園的新舊動能主體在不動產管理方面的動態路徑。在本文中，筆者繼續通過分析年報數據，力圖捕捉保險、券商和互聯網企業的不動產策略調整。

總的來說，儘管2022年頭部上市公司流失了2.4萬從業人員，保險依然是人員密集型行業，是辦公樓市場主要的需求來源，同時管理和技術類人員的比例有所上升；十大頭部券商在2022年的租金成本總額達45.9億元，同比上升9.7%，成本控制壓力有所顯現，預計其租賃決策將趨於謹慎；互聯網企業在不動產策略上的調整更為靈活，主要受其業務調整方向的影響，有的大規模自建和購置，有的利用辦公租賃市場窗口期加速布局。

2022年，上市保險企業員工規模持續收縮，五家頭部險企共計流失員工近2.4萬

人，平均降幅為3.0%。從部門結構來看，五家險企的瘦身主要集中在營銷業務領域。代理人隊伍規模的持續下降，與之相關的在職營銷員工數量也在下滑。

## 險企營銷員工規模收縮

其中，A企業的保險類業務從業人員2022年減少超1.9萬人，下降幅度是三年來最大的一次。國家取消保險代理人資格考試後，保險營銷員曾迎來爆發式增長，但低門檻、低留存率等粗放式發展特點明顯。近年來，隨着保險營銷人員分級分類管理措施的落實，人力清虛、產能提升成為保險行業轉型高質量發展下各企業調整的主要方向。

## 疫情倒逼行業數碼轉型

在營銷業務縮編的同時，管理和技術類人員的比例卻有所上升。其中，B企業2022年在營銷人員減少17.8%的情況下，專業技術人員同比增長近10%。疫情反覆使保險行業受到需求放緩、線下服務受限等不利影響，進一步拖累處於下行周期的保險業，卻也倒

逼行業的數碼化轉型以滿足多元化需求。

## 險企寫字樓需求續領跑

在筆者看來，保險企業人員數量結構化的此消彼長是行業監管、科技賦能、需求變化等綜合因素的結果。隨着內外環境的改善，保險行業正逐步從規模化擴張走向量穩質增階段。鑑於保險行業人員密集型的屬性不變，我們預計保險行業在辦公樓市場需求中的重要地位不會改變。

2022年證券行業受市場波動影響整體業績表現有所下滑，十家頭部上市券商全年營業收入合計2,896.6億元，同比減少22.04%，但其年租金成本總額達45.9億元，同比上升9.7%。租賃成本佔營收比例均明顯提高，多家企業開始關注降本增效、控制風險，並在不動產策略上作出應對。

覆蓋十家頭部券商的年報，筆者發現持有資產超過100億元的C企業在員工人數逐年遞增的情況下，租賃成本反而逐年下降，表明經濟壓力攀升時期，搬入自持物業不失為抗衡成本增長的策略之一。而以租賃資產為

主的D企業，其租賃成本的同比增幅遠高於員工數量的增幅，明顯拖累其租金成本管理效率，2022年租賃成本佔總營業收入的比例達2.5%。

## 券商租賃選擇保持謹慎

筆者認為，儘管證券行業在2022年短期受挫，但頭部券商人員規模及營業網點數量整體保持擴張勢頭。鑑於租金成本控制壓力的全面顯現，預計券商企業對於辦公樓租賃方面的成本把控和流程監管將更加嚴格，租賃選擇上保持謹慎。

年報數據顯示，經歷了寒冬的互聯網行業在快速恢復原有業務的同時正積極調整業務方向，很多頭部企業在轉型期早已將不動產管理理念納入到企業戰略的頂層設計，從企業對不動產租賃及持有的比例便可見一斑。E企業在整合傳統互聯網營銷業務、向創新業務轉型的推動下，對經營性物業產生巨大的使用需求，租賃資產及持有資產保持同比例均衡增長，總額已超過1,800億元。F企業着重向一體化供應鏈方向發展，因此相關

的持有資產比例明顯增長。G企業為加強業務和技術的高效統籌，對組織架構的整合也體現在員工規模和租賃資產的變化上；H企業因前店後司的企業發展模式，在不動產擴張方式上以租賃資產為主，儘管人員規模有所下降，其租賃資產總額在2021年-2022年還是保持了17%-18%的同比增長。

從筆者的角度看，互聯網行業在政策監管策略轉換及企業降本增效的背景正加快速「數實融合」的步伐，面對不斷開闢的新賽道，互聯網企業將依託其高靈活性的不動產策略及時調整辦公樓租賃需求。

過去三年，疫情、經濟下行壓力和外部不確定性等多重因素對辦公樓市場的供應和需求端復甦造成一定影響。但企業年報中的數據真實地反映了宏觀經濟形勢向上向好和市場主體活力的不斷恢復。頭部企業員工規模及不動產載體面積的擴張趨勢，預計將轉化為辦公需求並在2023年釋放。金融、科技等傳統行業仍將推動市場需求發展，半導體、生物醫藥等新興行業將釋放新需求動能。

# 投資生態變 是誰估錯價？

百家觀點

永豐金融資產管理董事總經理 涂國彬

放眼全球，對於很多資產配置者而言，當前最大的迷思是，縱然全球疫情過去，但遺留下來，特別是觸發全球通脹預期後，央行大舉加息，產生一連串的連鎖反應，最終導致原本的遊戲規則，可能有明顯的變化，形成新的投資生態。

說起來，其中一個關乎全球投資者，無論股債，不少地區的，一個根本性的問題是，假如大家的想法都已透過真金白銀押注在金融市場上，則當前的賠率來看，要麼看債的人看錯了，要麼看股的人看錯了，甚或是看債看股的都看錯了。

## 多年量寬扭曲預期

是這樣有趣的一個現象，尤其從波動率以至資產估值定價等不同角度，已經很多人在反思，究竟是哪裏出了問題？當然，不排除一個根源，就是金融海嘯以來，量寬和超低息環境維持太久，而背後亦種下強大的信念，讓投資者相信央行可以為所有危機背書兜底，不會讓投資者再次面對大規模的危機云云，令投資者對於風險和預期回報的想法，大異於正常，才是關鍵。

## 幣策變速變向不易猜對

正是面對如斯不尋常的投資環境，這裏不只一次談及，儘管上半年風險資產有一定可為，但踏入下半年，一切可能不一樣，投資者要小心，上半年賺到

的，可能在下半年倒輪。何以故？不要說得很遠，就看看年初至今，主流投資者押注的交易方向，不論股匯債商品的，有多少可以最終成功落實，一切如願的？不必等到真的踏入下半年，已經可以見到，其實年初多數的猜想，最終都沒成事。而最關鍵的，恐怕是央行貨幣政策的變速和變向。

## 半年盤點 得失知多少？

踏入6月份，沙場秋點兵，全球投資者年初至今的盤算，究竟有多少得意之作，過程中又有多少失意而還？說起來，最主流的猜想，也就是美聯儲降速加息，算是準確的，儘管過程中，局方不是沒有打算過重新提速，但最終因為某些原因，包括歐美銀行出事，危機當前，不能勉強而為，但以效果而論，普遍投資者應該都押中寶。然而，仔細一點來看，很多人同時附帶的預測，即年內不單降速加息，甚至不加息，以至更極端一點的，年底前開始減息，則恐怕未算正確。是的，6月議息，有可能公布是不加



◆加拿大及澳洲等地近期繼續加息，各地央行仍未真的可以放下自在，只能繼續用力用藥，市場正關注美國聯儲局又怎可能真的放鬆下來？圖為加拿大央行。

息，但原本外界是估計3月已經可以明示或暗示，結果是5月仍未如此，繼續加息25點子。當然，說得更遠的減息，是言之尚早了。如此看來，難怪外界不是建基於這個大方向的交易，包括對於美股或美元的預測，以至波動性的預測，上半年雖未完，但似乎都不甚如願了。

## 各國續加息 美獨可放鬆？

是的，美聯儲儘管有降速加息，但直到目前為止，仍未真的宣布暫停，一直

資料圖片  
只開樓梯窗，不見人下來。投資者難免失望，更不要說到今年內要減息的那些了。事實上，近日所見，澳加等地繼續加息，看來打擊通脹預期，長路漫漫，各地央行仍未真的可以放下自在，只能繼續用力用藥。如此一來，美聯儲又怎可能真的放鬆下來？

(權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。)

# 緊縮貨幣政策已開始發揮作用

施羅德首席經濟師及策略師 Keith Wade

美國聯邦儲備局(聯儲局)在2023年5月宣布加息0.25厘，聯邦基金目標區間上限調至5厘至5.25厘間。這是聯儲局連續第十次上調，亦是自2007年8月以來的最高水平。隨着各國央行持續加息，其影響逐漸有跡可尋。

利率高企已令經濟活動轉弱。製造業活動(尤其在歐洲及亞洲)呈下降趨勢。而由於家庭住戶的支出模式逐漸恢復至疫情前的水平，服務業亦得以持續復甦。

在施羅德投資的最新預測中，我們已將2023年的環球國內生產總值增長預測，由2022年的2.8%至經上調的2.4%

(此前預測為2%)，並將於2024年的經濟增長預測下調至1.9%(此前預測為2.2%)。由於美國的經濟增長預測有所提升，我們亦上調了2023年的美國經濟增長預測。美國家庭住戶支出更具彈性，使企業能透過上調價格將成本轉嫁至消費者身上，同時企業亦能繼續招聘人手，從而鞏固穩健的勞動力市場。與此同時，我們預料美國將於2023年年底至2024年年初才步向經濟衰退，較此前預測推遲一個季度。美國2023年第一季的經濟表現亦高於預期，導致其2023年經濟增長預測由0.3%大幅上調至1.5%。通脹已持續降溫，但在服務業通

脹不斷熾升下，情況變得更為棘手。而核心消費者物價指數通脹率按年同期僅從5.7%下降至5.5%。

## 內地帶領新興市場經濟增長

我們對新興市場的國內生產總值增長預測將由2023年的4.4%放緩至2024年的3.9%。自新冠疫情政策解封後，內地於2023年初表現強勁，經濟活動亦持續復甦。我們預料，內地將繼續帶領新興市場於2023年加速發展。服務業將持續受惠於疫情防控措施放寬後的需求釋放，而房地產市場亦應在低基數的基礎上逐步增長。

然而，內地的消費復甦目前正處於不均衡的狀態，或隨着時間而失去復甦動力。家庭住戶的過剩儲蓄亦所剩無幾，同時信貸周期所帶來的支持力度將逐漸減弱。因此，我們預計中國國內生產總值增長速度將從2023年的6.4%放緩至2024年的4.3%。

緊縮貨幣政策所產生的影響，以及過去一年的加息幅度對經濟活動造成滯後影響(通常約六至九個月)，意味着大部分新興市場經濟於短期內將有所放緩。好消息是新興市場的通脹已從高位逐步回落，並預料於2023年底前有顯著跌幅。

# 土地規劃思維存優化空間

華坊諮詢評估特約資深顧問 譚善恒

承接筆者前篇分享了對城市規劃委員會(簡稱「城規會」)2019年至今根據《城市規劃條例》的4,843項規劃申請進行的大數據分析，筆者進一步把所有分區計劃大綱圖與規劃申請之間的關係進行分析。

分區計劃大綱圖內劃分的各個用途地帶理應不會跟對應的規劃申請數目有強烈的正比關係，否則意味著市場認為該地帶的「經常許可」土地用途，實際上不足以令土地持有者按規使用，反之，要通過規劃申請來反映所需。下述其中一些分析結果：

## 應續檢討農地劃分定義

農業地帶的強烈正比關係說明香港幾十年來由農地開發成住宅地的市場需求不少，這客觀現象值得政府進一步檢討農業地帶的劃分定義，甚至把部分改劃為適度物業發展的用途。商業、商業/住宅、自然保育區、郊野公園、政府/機構或社區、休憩用地等，均沒有呈現強烈的正比關係，可理解為這些地帶沒有強烈誘發相應規劃申請，意味目前的「經常許可」土地用途設計為市場所接受。

## 檢討工業地帶適合用途

工業地帶的申請主要是輕微放寬發展密度限制和部分樓面用作非工業用途，現時該地帶的「須申請獲准」用途和備註已列明這些「變化」條件，建議政府檢討哪些工業地帶適合改劃為「其他指定用途(商貿)」，促進改建更新。鄉村式發展地帶最主要的用途是興建新界豁免管制屋宇(俗稱「丁屋」)，但卻發現68%的申請都是臨時用途，還有22%是由於擬建丁屋橫跨鄉村式發展地帶和其他地帶。新界土地城市化令鄉村式發展地帶部分土地未必只適合興建丁屋，此地帶有待政府完成檢討多年的丁屋政策才能地盡其用。

住宅(甲~丁類)地帶按發展密度由高至低命名，筆者發現發展密度越低，正比關係越明顯，住宅(丁類)當中，77%的申請都是臨時非住宅用途，意味着現時規劃的發展密度所帶來的經濟誘因不足以令這些地段作住宅用途。期望現屆政府以增加房屋供應結果為修改法例的目標，放寬住宅(丁類)的發展密度會是《2022年發展(城市規劃、土地及工程)(雜項修訂)條例草案》獲得通過後值得考慮的市場跟政府雙贏之議題。



◆筆者建議政府檢討哪些工業地帶適合改劃為「其他指定用途(商貿)」，促進改建更新。資料圖片

# 以不變應萬變 維持現有最低工資檢討機制

香港中華廠商聯合會會長 史立德



◆今日香港缺乏勞動人口及人才，就更需要靈活變通，以留住商家，吸引外資進入及物色人才。圖為中環。資料圖片

香港作為細小及外向型經濟體，一直奉行自由經濟，要維持競爭力，必須有效率、有彈性，特別是今日香港缺乏勞動人口及人才，就更需要靈活變通，以留住商家，吸引外資進入香港，創造就業機會，物色人才。

本周最低工資委員會就優化法定最低工資檢討機制展開第二階段諮詢，根據有關文件，是次主要探討法定最低工資水平的檢討周期，是否有需要改為「一年一檢」、是否同意採用指標或以指標構成的方程式，調整法定最低工資水平等。香港經歷2019年社會運動及三年多的世紀疫情，經濟急需復甦。回顧全面復

常通關以來，政府及各界紛紛外訪，招商引資，宣傳香港的競爭優勢，希望盡快回復昔日光輝。然而，數月以來，經濟增長力度有待加強，訪港旅客數目有待增加，出口貿易數量有待改善。

另一方面，香港上月公布最新的失業率數字，2月至4月經季節性調整的失業率為3%，較1月至3月的3.1%下跌0.1個百分點；就業不足率則維持1.2%。數字無疑亮麗，不過各行各業均出現人力及人才不足的情況，吸引人才及輸入外勞的聲音不絕，從政府宣布將人才清單擴至51個專業，以及研究為建築、運輸等多個行業輸入外勞可以得知。香港商界一直接受政府推出的多項勞

工福利政策改革，即使面對疫情和全球經濟衰退，仍配合最低工資水平的實施，落實取消強積金對沖和逐步增加勞工假期，展現極大誠意維持和諧的勞資關係和社會安定。

## 營商環境穩定不容置疑

然而，是次優化法定最低工資檢討機制的諮詢內容確實有值得商榷餘地。對現時的香港而言，必須營造便利的營商環境，維持行之有效的最低工資檢討機制，包括檢討周期、釐定方式，以及最低工資委員會的組成方法，此對香港營商環境穩定的重要性不容置疑。相反，引入過分頻繁和「機械式」的檢討方

式，只會損害香港營商環境和競爭力，對經濟、社會和民生都造成負面影響。

舉例說，每次檢討都涉及繁重的行政工作，如果將檢討周期由「兩年一檢」縮短至「一年一檢」，可以想像，今年剛完成檢討工作，又要開始下一輪的諮詢。

此外，現行最低工資檢討機制全面，已平衡不同持份者的權益。如果以方程式釐定最低工資水平，單純將最低工資水平與通脹掛鉤，有可能引發工資與物價互相追逐的惡性循環，形成勞資「雙輸」的局面。

因此，在最低工資釐定機制方面，以不變應萬變，會是最好的選擇。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。