



▲在外需走弱的同時，如果出現內需不足，對經濟發展會帶來更大的挑戰。

內需不足正為中國經濟帶來嚴重壓力。內需不足令企業經營困難，就業承壓，債務可持續性降低，經濟中風險點大量浮現。在今年7月24日召開的中央政治局會議上，已經將「內需不足」列為當前中國經濟面臨的一個主要困難挑戰。

優化收入分配 解決內需不足



憑高望遠 徐高

中銀國際證券總裁助理
首席經濟學家

所謂內需，就是國內的消費與投資。內需不足，就是國內消費和投資的需求低於國內供給能力。在內需不足的時候，如果外需（淨出口）也比較弱，經濟就會陷入總需求不足、生產能力過剩的蕭條狀態。嚴重時候，甚至會導致企業大面積倒閉、工人大量失業。當前中國的內需不足，疊加出口走弱，已給經濟帶來明顯壓力。

乍看起來，內需不足似乎是一件不可思議的事情。人的慾望是無窮的，總是希望得到更多。因此，經濟學對人們偏好的「一個基本假設是「無厭足性」，即不管消費水平多高，更多的消費總能給消費者帶來更高效用。因此，不存在某個極限的消費水平可以讓消費者滿足，消費者總想消費更多。而另一方面，供給受限於投入要素的數量，以及技術水平，總是有限的。有限的供給與無窮的慾望相比，似乎怎麼也不可能出現供給過剩、需求不足的問題。

但真正對經濟活動有影響的，並不是人腦子裏的慾望。如果沒有表現為市場上的購買活動，就不會對經濟活動產生實際影響力。當我們說需求不足的時候，談到的需求是有購買力支撐，體現為實際購買活動的需求，即「有效需求」(effective demand)。人的慾望雖然是無窮的，但有購買力支撐，通過購買行為表現出來的慾望卻是有限的。有效需求有可能低於供給，從而產生內需不足的狀況。

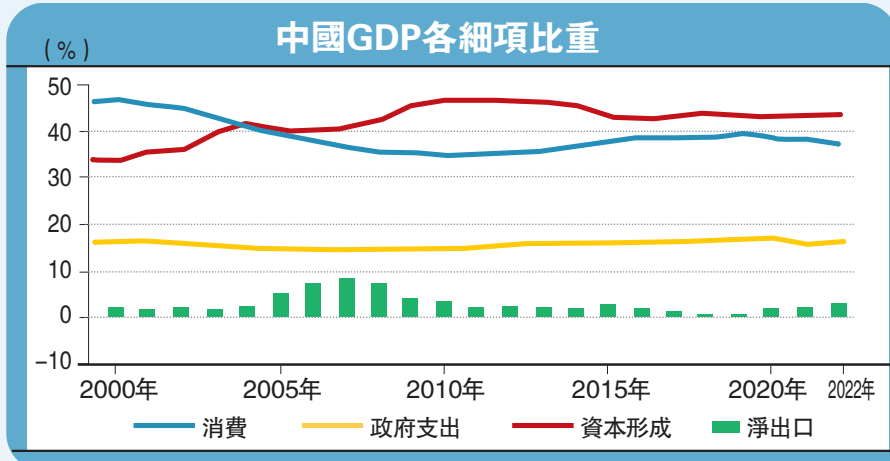
社會購買力不均衡

最早認識到有效需求不足問題的，是提出「人口論」的馬爾薩斯。在1814年寫給大衛·李嘉圖一封信中，馬爾薩斯寫道：「有效需求由兩個成分構成，購買力和購買願望……一個國家，供給有可能超過需求。一國必然擁有購買它所生產的全部產品的購買力，但我很容易地設想它不擁有購買這些產品的願望。」

馬爾薩斯說的很對，一國必然擁有足夠的購買力來購買它所生產的全部產品。這是因為一個國家的產出，也就是這個國家的收入，同時也就是這個國家的總購買力。當然，市場中的交易以貨幣作為支付工具。雖然貨幣可由中央銀行無中生有地創造，但貨幣的真實購買力來自國家的產出。所以，不要被貨幣所蒙蔽，要看到一國的真實購買力其實是這個國家的產出。由於一國的產出就是該國的收入，所以有效需求不足不會是因為總購買力不足。

但馬爾薩斯講的，「我很容易地設想它不擁有購買這些產品的願望」，看上去與前文論述的偏好之無厭足性矛盾——如果人的慾望是無限的，他怎麼會在擁有足夠購買力的時候，卻沒有購買產品的願望呢？

要理解這一點，就需要知道購買產品會出於兩種目的，消費和投資。消費是無厭足的，投資卻不是。消費者如果有可能，總是希望更多消費，但投資卻不是愈多愈好。投資以獲取投資回報為目的，投資意願大小受投



資回報率高低的影响。如果投資回報率太低，投資者就算有購買力，也不會太願意購買更多投資品來投資。所以，如果收入（購買力）大量流向了投資者而非消費者，投資者又因為投資回報率較低而缺乏投資意願，那麼投資者手裏的購買力就不能充分變成購買行為，全社會購買力與購買意願結合形成的有效需求就會低於總供給，從而讓內需不足。從這個意義上來說，內需不足本質上是個收入分配問題，是經濟中收入分配狀況與購買意願未能匹配的結果。

當然，如果投資者本身就是消費者，就不會有內需不足的問題了。這種情況下，如果投資者缺乏投資意願，他總是可以、也總是會把收入轉而拿去消費。這種情況下，內需不足的問題不會產生。但真實世界中，投資者主要是企業部門。如果企業部門為消費者所擁有，就做到了投資者與消費者的合二為一。此時，如果投資回報率較低而讓投資意願低迷，企業部門會通過分紅的方式將其收入轉移給擁有企業的消費者部門，從而增加消費者的收入和消費。這樣，低迷投資留下的缺口會被旺盛消費所彌補，讓內需維持在與供給相匹配的水平。

換句話說，如果消費者與企業兩大部門之間存在着財富效應的聯繫，收入就會根據投資回報率的變化自動在兩大部門之間調整，在投資回報率低的時候更多流向消費者部門，而在投資回報率高的時候更多流向企業部門。在市場機制的調節下，購買力就會與消費和投資意願有效結合，從而不會發生內需不足的情況。

三種對策各有優點與不足

中國因為在消費者（居民）和企業兩大部門間的收入分配存在剛性，難以在投資回報率降低的時候自動增加消費者部門總收入佔經濟的比重。這樣，中國大量購買力剛性留存在企業部門，與企業部門低迷的投資意願結合，就導致了中國購買力總量雖然足夠，但國內有效需求不足的狀況。所以說，中國的內需不足的根本原因在於，中國消費者和企業兩大部門之間的收入分配出了問題。

因此，要化解中國的內需不足問題，要麼需要增加消費者的收入，解決消費者部門購買力不足的問題，要麼需要刺激企業部門的投資，解決企業部門支出意願不足的問題。如果兩者都不做，內需不足的問題會因為投資回報率的下降而加劇，並最終演變成生產過剩的經濟危機。

由此邏輯，應對中國內需不足問題有上、中、下三策。

「上策」是調節收入分配，將更

多收入從企業部門導向消費者部門，從而放鬆消費者的購買力約束，增加消費。這是推進消費轉型，化解內需不足的根本之策。

當然，收入分配調整是困難而緩慢的。在收入分配未能顯著改善之前，中國可用的「中策」是，提升企業部門（投資者）的投資意願，即是用宏觀政策來刺激投資。而在佔據了中國總投資主體的製造業投資、基建投資和房地產投資這三者中，後兩者因為不會像製造業投資那樣帶來產能擴張，加重供給過剩問題，因而更應該是刺激投資的主要對象。這也是基建投資和地產投資在次貸危機之後十多年來，成為中國穩增長兩大主要抓手的原因。

不明就裏的人或對「中策」不以為然，認為這是低效投資，會衍生出債務風險、經濟扭曲等一系列問題。在這些人看來，停止刺激投資，反而能讓市場出清，消除扭曲，從而讓經濟輕裝上陣。這派沒有認識到收入分配約束，並反對刺激投資的觀點，可被視為應對內需不足的「下策」。

「中策」固然有其問題，會付出投資效率低下，債務規模上升等代價。但「下策」更不足取。「下策」並不會像其鼓吹者想像的那樣帶來好結果，而只會把中國經濟引向生產過剩的經濟危機。從理論上講，中國內需不足根植於中國收入分配結構，很大程度上是中國企業所有制結構的產物。不再刺激投資、放任經濟增長下滑，並不會自動帶來收入分配結構的改善，因而也不會自動消除內需不足問題。

因此，在收入分配改革未取得實質性進展，消費者部門收入佔經濟比重仍然偏低的時候，中國理應採取「中策」，通過刺激投資，尤其是基建投資和房地產投資來穩定增長。這不是最優的選擇，卻是在收入分配結構約束下的約束最優，會帶來遠好於「下策」的經濟狀況。

三策中如何做選擇，是政治決策。但作為經濟研究者，有必要把可能的選擇弄清楚，各個選項的後果講清楚，以幫助決策者做判斷。不明就裏的人往往會從一點出發，做局部性思考、直線性推斷，給出南轅北轍的建議。他們可能懷着好心，卻會把中國經濟推向「下策」這一最壞的情景。

面對內需不足帶來的經濟壓力，以及伴隨而來的各種風險，穩增長就是最大的防風險，是當前的當務之急。當前，中國經濟急需「中策」來穩住局面、爭取時間，再下大決心推進「上策」。如此，方能兼顧長短，讓經濟增長的列車繼續在軌。

城中村改造推動城市高質發展



財眼看房 夏磊

國海證券首席經濟學家

本輪城中村改造立足實際，更強調發展的質量與效益，與上次棚改顯著不同。城中村改造的經濟意義值得重視。

第一大經濟意義是改善民生，實現人居環境高質量發展。當前城中村「髒亂差」的現實，與人民「住好房」需求相背離。首先，建築老舊，存在安全隱患。城中村存在較多年久失修建築，房屋逐漸破損老化，同時私搭亂建、擅自加層等違法改擴建現象嚴重，不滿足基本的建設標準。其次，住房基礎設施不完善，居住條件差。由於建築規劃缺乏監督指引，房屋成套率低，缺少水電燃氣等基礎設施配套，存在道路狹窄、排水不暢、缺乏固定的垃圾存放場所等問題導致居住環境差。再次，缺乏公共服務配套。城中村位於城市建成區內，但未被城市公共服務覆蓋。

第二大經濟意義是形成有效需求，推動經濟高質量發展。城中村改造拉動內需主要涉及四大方向：新建商品房銷售和投資，包括為拆遷戶提供的安置商品房、貨幣化安置的業主非定向再置業、改造地塊騰退後供應的新建商品房、騰退後新增保障性住房；住房租賃消費，供給端有村民將富餘的安置房出租，需求側有異地安置期間村民階段性過渡租賃和原有租戶再租賃；房地產相關產業鏈的消費和投資，帶動建築業、機械工業、電器機械、電子及通信設備製造業等房地產上下游產業；配套基礎設施建設投資，包括教育、醫療等公共服務設施，公共交通、水電氣熱、污水垃圾處理等城市基礎設施。

筆者預計5年改造周期內，樂觀情形下21城累計拉動住宅銷量9.7億平方米、佔全國住宅總需求量的17%；謹慎情形下拉動2.8億平方米、佔比4.9%。如果按照房地產銷售面積比例將範圍擴大到合型城市的35城，預計樂觀、謹慎情形下改造期內累計拉動商品住宅銷售面積分別為14.4億、4.2億平方米，分別佔全國商品住宅需求總量的25.3%、7.3%。

第三大經濟意義在於補齊城市建設治理短板，促進城市高質量發展。從城市規模看，《「十四五」新型城鎮化實施方案》提出，積極破解「大城市病」，推動超大特大城市瘦身健體。中國過去許多中心城市進行「攤大餅」式的發展，城鎮化不徹底，過度追求擴張，導致交通、人口、生態環境等方面問題突出。從城市功能看，好的城市風貌應該是職住平衡、有完備的產業配套，能解決部分居住區就業。但當前城

城中村大多是簡單的雜亂居住區，產業缺失或老化，亟待升級。

城中村改造是促進城市高質量發展的重要舉措。

第一，引導城市集約化發展。通過城中村改造，完善城市產業結構，使城市的發展模式由追求「大而全而散」轉向追求「特而強而優」，從而約束城市規模。第二，提高城市管理效率。通過對土地性質重新規劃，使城中村納入城市發展規劃，提高土地資源的利用效率，推動城市公共資源向更加緊湊、高效的發展。第三，植入產業。以城中村改造為契機，結合城中村自身情況，發展合適產業。對無產業型城中村，依據城中村自身資源建立合適產業；針對產業型城中村，進行產業升級。第四，促進城市可持續發展。通過引入相關產業或城中村原有產業升級，帶動就業與周邊物業價值提升，增加持續性利稅收入。

第四大經濟意義是調整供需格局，推動房地產業高質量發展。經過多年發展，城市核心區可供地塊銳減，尤其是一、二線城市，缺乏核心區土地供應。北京、上海、深圳、廣州等城市核心區住宅用地供應十分稀缺，土地供應郊區化，但大量購房者的購房需求、租房者的租賃意願回歸城市核心區，造成了大城市住房供需錯配的矛盾。城中村改造可以把城市核心區的土地重新釋放供應出來，在此基礎上，建造功能齊全的現代化建築，滿足多方需求。

房地產供給側改革

城中村改造不僅調整優化供需結構，更是真正意義上的房地產供給側改革。

一是釋放核心城市優質土地資源。城市核心區土地的使用價值遠超城郊土地，屬於優質地段，經過多年發展這部分土地已所剩無幾。將原本佔用城市核心區的建築拆除或修繕，增加城市核心區的土地供應，能有效改善城區土地供應不足的問題。

二是增加城區改善型商品房供應，順應改善需求向核心區回流的趨勢。當前，購房者回歸理性，更注重通勤時間等與日常工作生活密切相關的居住功能屬性，其購房需求逐步回歸城市核心區。城中村改造所釋放的地塊，有助於增加改善型住房的供應。

三是增加租賃供給，實現職住平衡。城市核心區住房供不應求，使得其房價、租金皆居高不下，給年輕人、外來人口造成了生活壓力。將城中村佔用的土地騰挪出來，在此基礎上建造容積率高的建築，增加租賃住房數量，有利於滿足城市淨流入人口的需求，降低通勤成本為城市發展吸納更多人才。

樓市陷入低潮 需多方面提振



樓市新態 汪教教

祥益地產總裁

香港特區政府近年在造地有了突破，更加關注到市場的轉流率，是向前進步了。市場正在全面復常中，不少市民仍嫌速度太慢，加上樓市表現欠佳，撤銷樓市辣招之聲四起。有人引用地產前輩的名言「貨疏市爽，貨多市不爽」。而事實上，現在的建築成本急升、商業信貸息口也在增加，再加上地價昂貴，其實發展商的利潤持續減少。

環球不利的因素多且複雜，發展商開始不再積極投地，並努力出貨，大家應該留意及深思這個新轉變。若發展商真的去到不容易賺錢的地步，相信樓市的調整階段是否應告一段落？

其實特區政府近年都不斷放寬樓市辣招，放寬按揭保險計劃、放寬釐印費及放寬借貸，這些都是積極措施，筆者相信要完全取消樓市辣招，特區政府和公眾人士或有以下顧慮：1) 放寬辣招之後樓價會不會大升？2) 會否讓利於發展商？令到日後貧富進一步懸殊？3) 在政治及宏觀方向是否配合中央？

以2002年為例，特區政府退出市場對樓市十分有效。但當時亦有副作用，例如勾地政策令到特區政府失去土地供應的主動權。多方面問題是源於政策不夠快去改變，加上民粹範圍令房屋政策包括資助房屋遲緩推行，到了今天連置業資助貸款計劃也未回復，要振興樓市筆者認為有三大原則：

其一，特區政府造地只造熟地，熟

地是否去建屋在乎市場反應。只要熟地足夠的話，市場需要的時候在很短時間內就有樓花作供應，只追求「熟地庫」這做法便不怕供應過多。

其二，特區政府要說清楚和固定自己立場，總不能夠一面說不會平賣地，另一方面又不斷作出超平的賣地成交，這樣會讓市場產生困惑。如果特區政府成交價格飄忽，只會令持貨的發展商心急出格，而買入土地的價格便只能保守及低價了。賣地不同造地，其實是要有商業智慧的，否則「嚇死買家，擔心死市民」。

其三，先救二手再救一手，如果說振興香港經濟，救二手市場效益更大，因為每個成交都有兩個小市民受惠，而受惠的群眾亦較發展商快及直接去回饋市場。再者，先救二手就沒有任何政治風險，亦可以確定到基層生活比財團先得到改善。

年輕人上車 有助啟動換樓鏈

振興樓市不用費力太多，因為特區政府已經打通了換樓鏈的按揭，只要鼓勵年輕人上車，換樓鏈就好像百葉窗般去逐步啟動各樓市板塊了。

如何啟動上車購買力但又不會有副作用？如果樓市淡靜令放盤量增加，筆者認為政府應該評估二手供應增加了多少，從增量角度重新推出置業資助貸款計劃，讓年輕人得到更多置業機會，在供求平衡之下令到二手住宅市場有力起動，最後發展商亦會受惠及改善生意。特區政府現在需要的是明確「市場策略」，去講究購房者反應，純粹靠行政經驗並不能讓市場良性互動。