



中國經濟將轉向結構和效益增長，通過投資率引導擴內需穩增長。

中國下一輪經濟增長將由新型基礎設施建設、先進製造業和戰略性新興產業所共同驅動，驅動經濟高質量發展。未來的高質量投資不僅需要加快適應內外宏觀經濟調整、內外環境變化的新周期，而且要求加強內外投資精細化管理，改變過去追求投資規模和增速的路徑依賴，轉向結構和效益增長，通過投資率引導擴內需穩增長。

# 中國投資範式迎來轉變



金融觀察 鄧宇

上海金融與發展實驗室特聘研究員

經過多年發展，中國逐漸形成以「公共投資+外商投資+社會民間投資」三方驅動的經濟增長模式。這一階段，中國的投資率大幅上升，交通、物流、電力等基礎設施建設突飛猛進，相應地配套產業園區建設也在加快，為改革開放後40餘年經濟中高速增长奠定了重要基礎。國家統計局數據顯示，2013至2021年全國資本形成率平均每年為43.9%，2022年全國資本形成總額對國內生產總值（GDP）增長貢獻率為50.1%。可見，投資依然是驅動中國經濟增長的關鍵動力。

但由於經濟結構變化，投資驅動的經濟增長同樣遵循邊際效應遞減規律，過剩投資、無效投資和非生產性投資過度將可能產生適得其反效果。從國際比較來看，投資對經濟增長的拉動作用普遍存在減弱趨勢，多數高收入國家主要依靠消費內需增長，城市化基本完成，基礎設施建設投資下降，房地產大規模開發基本結束，很難依賴這些投資實現增長目標。

筆者預計在未來很長一段時間，單純依靠投資規模增長對中國經濟的拉動作用將減弱，更多將轉向投資結構優化和投資效率提升兩個層面，從而提升投資的貢獻度。長遠考慮，中國的縣域城鎮化、綠色低碳以及高科技產業等仍有巨大投資空間。

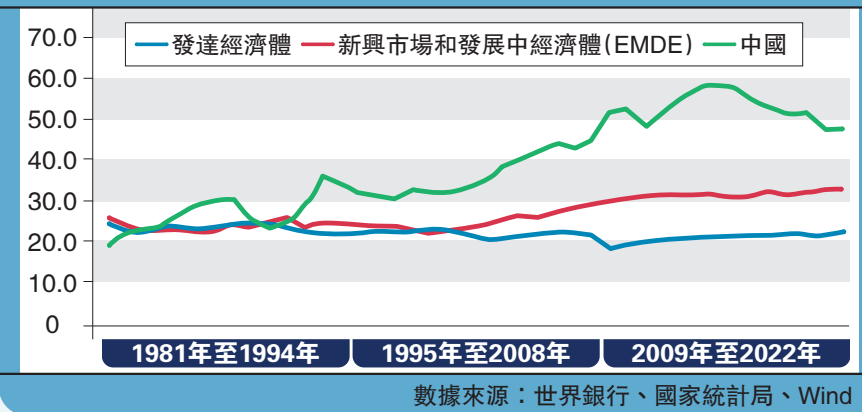
## 內外投資環境調整

首先，傳統以基礎設施建設及低端製造業等為主的投資逐步下降，新型基礎設施建設和戰略性產業投資的比重不斷上升。近年來中國經濟轉型調整加快，表現為新舊動能轉換和經濟增長模式轉變，公共投資結構發生新的變化，投資領域逐漸從傳統基礎設施建設和房地產，轉向新型基礎設施及科技創新領域。「國家產業引導基金+信貸資源配置+財政稅收補貼」投資組合共同發力科技創新產業。

統計顯示，截至2022年末，中國共設立2107隻政府引導基金，目標規模約12.84萬億元（人民幣，下同），已認繳規模約6.51萬億元。從投向來看，國家產業引導基金主要投向信息通訊、生物醫藥、新材料、新能源、量子通信、節能環保等新興產業、高科技產業。從信貸資源配置來看，根據中國人民銀行披露數據，截至2023年6月末，高技術製造業中長期貸款、科技型中小企業貸款、全國「專精特新」企業貸款的餘額分別為2.5萬億元、2.36萬億元、2.72萬億元，連續3年保持在20%至30%以上的增速。

其次，社會民間投資結構出現新的調整，新興產業投資領域擴大，正成為新的趨勢。中國經濟和產業正處於新舊動能轉換的周期，太陽能光伏、新能源汽車、量子通信、智能裝備、人工智能、航空航天、物聯網等領域逐漸集聚「彎道超車」的比較競爭優勢。以太陽能光伏和新能源汽車

## 中國與發達經濟體、新興經濟體的投資率（單位：%）



為例，目前中國在這兩大新興產業領域具有較強的國際競爭力，不但發展規模和國際市場份額遙遙領先，而且成為引領企業出海的重要驅動力。

研究顯示，2022年中國新能源項目投資金額高達9.2萬億元（含中國台灣地區），新能源產業已經成新興科技產業的重點投資領域。據統計，近十年國內新能源汽車品牌披露融資金額超過3840億元。2023年上半年，中國新能源汽車出口53.4萬輛，同比增長160%，主要目的地是歐洲、東南亞和北美等地區。同時，中國新能源汽車出口含金量大幅提升，2022年中國新能源汽車出口單車均價15.6萬元，同比提升24.7%。

再次，對外雙向投資政策和市場加快開放，外商直接投資結構發生新的變化，同時對外直接投資尤其對發展中國家投資擴大。當前，全球經濟普遍面臨較大的下行壓力，地緣政治動盪和發達國家「去風險」交織疊加，短期因素並未改變外商來華投資的總體預期，中長期看中國吸引外資的優勢仍在，包括超大规模製造產能以及高素質人力資本優勢。

研究顯示，外資企業佔比不到全國企業總數的3%，創造了中國2/5的對外貿易、1/6的稅收收入和近1/10的城鎮就業。統計顯示，2022年中國吸引的外國直接投資額增加5%，達到創紀錄的1891億美元，2023年上半年約972億美元。

## 公共投資面對挑戰

一方面，公共投資規模擴張和增長需考慮債務問題，市場調整及新舊動能轉換面臨陣痛期，對公共投資的可持續性帶來新的考驗。過去40多年，中國大规模城市化和工業化創造了大量的投資需求，公共投資發揮了巨大作用，吸引許多社會民間資本參與，不但為中國製造業轉型升級和高科技發展提供了強大的基礎保障（交通、物流、電力等），而且通過投資建立起世界最大的內需市場。但過去的投資存在不少歷史遺留問題，地方競爭和GDP指標考核催生了過剩投資，同時拉高地方債務（包括隱性債務）。下一步需要規範地方政府舉債行為，有序化解潛在債務風險，各地方在債務規模、結構和比例分布存有差異，亟待統籌制定和完善一攬子化債方案，激活公共投資潛力和效能，壓降無效投資和過剩投資，發揮公共投資在改善民生、提高就業等方面的積極作用。

另一方面，國際局勢和地緣政治

發生深刻變化，外商投資重新調整布局，以及對外直接投資面臨的外部環境和風險將增多。近期，部分輿論傾向於認為外商對華投資增速有所下滑，「外資離場」、「產業鏈外遷」等議論較多，某種程度上反映了大變局下外商投資的結構性變化。於中國主權投資和企業出海而言，歐美國家所實施的出口管制和投資審查等政策將可能演變為長期化趨勢，大國博弈、地緣政治危機等將成為對外投資的主要風險考量，企業出海既要考慮國別政治、法律和監管合規風險，也要應對可能出現的「次級制裁」及不公平的投資歧視。今後一段時期，對外投資不但要注重防範國別和區域風險，而且要提高國際投資前瞻性。

下一階段的投資仍將不可或缺，而且需要發揮更大的作用。從三個層面把握投資範式的宏觀環境變化：其一，國際比較而言，幾乎沒有國家的經濟增長長期保持在中高水平，因而中國經濟增長的趨勢性變化符合經濟規律；其二，世界上主要經濟體的內部結構具有較大差異，中國經濟增長雖有結構性變化，但並不妨礙投資、消費和出口三大驅動的共同發力，關鍵在於三者的均衡穩定發展，投資如何進行優化調整將面臨新的考驗；其三，無論是發達國家「去風險」，抑或是其他技術管制和投資審查等政策機制，還是地緣政治和科技革命，這些變量客觀上是經濟周期、產業周期變化的現實反映，意味著變量的重新組合將孕育新的增長機會。

雖然依靠投資拉動經濟增長的邊際效用愈來愈弱，但加快投資範式轉變仍極為緊迫，且對未來經濟再增長和高質量發展意義重大。下一步，需要從三個領域加以矯正：其一，着力提升公共投資效率，在供給側和需求側兩端發力，加快形成符合國家戰略導向、順應經濟規律、適應全球產業鏈格局變化的投資模式；其二，激發社會民間投資的積極性，開放更多市場，降低准入門檻，供政策綠色通道，大力提振投資信心，鼓勵、引導和支持更多私營部門廣泛參與綠色低碳、新型基礎設施和戰略性新興產業投資，制定完善相關制度和政策，支持民營企業參與國家重大戰略工程；其三，有效促進雙向投資，一方面加快打造更加開放的外商直接投資環境，吸引更多外資參與重點領域投資，另一方面加強對重點國家和地區、重點項目對外直接投資，支持本土企業出海，提高國際競爭力。

（本文僅代表個人觀點）

## 借力數字經濟 增強外貿韌性



實話世經 程實

工銀國際首席經濟學家、董事總經理

「長風破浪會有時，直掛雲帆濟滄海」。就中國貿易而言，在全球經濟增長疲弱、保護主義盛行的背景下，2023年以來的表現確實是承壓明顯，但我們從微觀調研中，明顯感受到中國外貿企業百折不撓的抗壓韌性，借力數字經濟的突破與發展，中國貿易正發生由微觀到宏觀的漸次變革，這勢必將幫助中國貿易適應全球化新趨勢，以內生改革應對外部挑戰，在高品質發展之路上行穩致遠。

筆者從企業風險管理、企業生存發展和制度性支持3個維度出發，分別調研了來自中國不同省份、不同出口領域的六家出口企業。結果發現：一方面，短期來看，風險和壓力客觀存在，中國外貿企業在供應鏈管理和合規審查上的整體風險有所增加，中小規模出口商仍面臨較大的外需疲弱挑戰；另一方面，長期來看，通過數字經濟（以大資料、人工智能、區塊鏈為代表）賦能出口企業實現自身轉型升級越來越成為共識，除了數字經濟賦能核心業務效果正面，通過數位技術優化制度建設尤其是制度性服務建設（如境外客戶通關支援、交通便利支援、支付服務等）也將有效助力企業降低貿易成本，以自身競爭力提升來化解外部壓力。

筆者調研的出口商中，有3家企業近年來已經開始針對自身業務實現與人工智能、大資料、區塊鏈等技術的交叉應用。舉例來看，一家水果出口商試圖使用區塊鏈技術來記錄柑橘和葡萄柚從採摘到出口的全過程，為東南亞消費者提供更高的產品透明度。考慮到東南亞國家對數字貨幣和區塊鏈技術的普遍認同，這家水果出口商通過提供區塊鏈服務來說明下游客戶跟蹤其產品的整個供應鏈，從種植、收穫、加工、運輸到最終銷售。買家就可以驗證產品的來源和品質，而且可以確保所有的貿易環節都是安全和可持續的。另外一家來自浙江的全球傢具出口商通過生成式AI來創建適應不同市場需求的新傢具設計。

具體來說，在大規模生產訂單到來之前，該出口商通過生成式AI創建產品的虛擬樣本或模型，然後再基於AI樣本創建3D列印的樣品模

型，允許買家在購買前預覽產品。這樣可以有效節省物流成本，並減少因樣品不符預期而可能產生的退貨。從出口商反映的情況來看，生成式AI模型，比如生成對抗網絡（GANs）或自編碼器，可能會產生的AI設計並不總是完全可行或可列印的，因此對於較複雜的傢具設計，列印出的實體與設計模型之間可能存在一定的差距。但從長期來看，通過深度結合人工智能技術將是出口型企業實現轉型和升級的有效途徑之一。

## 提升境外客戶體驗

除了通過「一帶一路」倡議提升沿線國家港口、機場、道路、通信網絡等基礎設施品質外，政府可以從軟性制度改革層面為貿易商往來提供便利性。我們的模型估計結果顯示：制度支持愈強的國家，雙邊貿易額的提升將愈顯著。當出口國的制度品質每提升1個單位，雙邊貿易額將提升1.1個百分點；當進口國的制度品質每提升1個單位，雙邊貿易額將提升0.5個百分點。

在我們的調研中，出口商高度認同制度支援（尤其是服務便利）對貿易成本的影響十分顯著。具體來看，出口商普遍反映境外相關客戶來中國，在入境簽證審批、銀行卡支付（中小商店無法支援外幣卡支付）、國內生活服務軟體應用（如護照難以實名認證，非中國內地手機難以驗證相關服務等）和私人交通出行（購票服務及英文地點查詢）等方面仍存在一些不便。這使得多數國內出口商直接選擇在中國香港或直接飛往客戶所在地進行業務商談。

事實上，中國的數字化服務建設已經非常健全，但境外客戶的體驗相比境內客戶仍有不足，這意味着相關領域的帕累托改進尚有空間。因此，筆者相信，進一步升級數字經濟向境內外客戶全面賦能，提升制度性服務便利，說明企業更好實現數字經濟轉型將是中國實現國內國際雙邊相互促進的重要途徑之一。



數字經濟的突破與發展，令中國貿易正發生由微觀到宏觀的漸次變革。

## 租盤搶手 租金7個月漲5.5%



樓語縱橫 楊永健

世紀21·Q動力總經理

今年的暑假租賃市場可謂異常暢旺，一方面因應樓市持續整固，部分客源轉買為租，加上來港升學的內地生重投市場，以至一眾留港進修就業的「港漂」令今年的暑假期間，較去年的租賃市場自然顯著回升；另一方面，向來暑期是租賃市場的旺季，特別是一眾家長客往往會趁暑假為即將入學的子女搬屋，租賃成交回升，近期整體租金亦顯著回升。

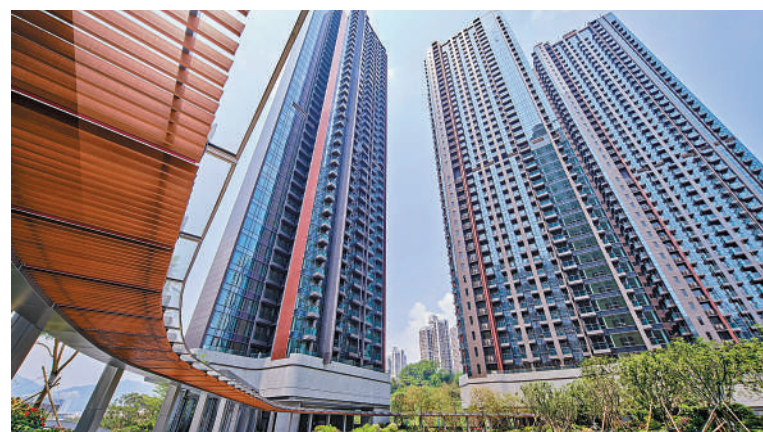
事實上，近月整體租賃變得活躍，部分新入伙的新盤，租金亦價量齊升。其中，火炭的星凱·堤岸自月前入伙以來租賃市場持續暢旺，上月屋苑共錄得60多宗成交，一個開放式單位的呎價更高達67元，租客為新來港的內地專才，再創屋苑入伙以來的呎價新高，可以同港島區豪宅呎價相比。另外，新地早前推出西九龍臨海服務式住宅本舍TOWNPLACE WEST KOWLOON，項目推出市場預租，反應亦相當熾熱，反映近月市場上租盤相當搶手。

按屋宇署的數字，今明兩年是新樓落成高峰期，今年上半年獲批入伙紙的新樓已多達8379伙。隨著新盤近月陸續收樓，入伙新盤一個接一個，為市場提供大量租盤。整體而言，近月租金仍能保持平穩向上，反映市場吸納量維持強勁。

## 較高位仍低一成

根據差估署全港私人住宅租金指數，整體租金已經自年初開始連升7個月，最新租金指數升至183.2，比較今年1月的173.6，其間整體租金的累計升幅已高達5.5%，加上近月租賃市場持續暢旺，相信稍後公布8月份的租金指數仍會維持上升。最新租金指數已回升至自2021年10月以來的20個月新高。

無可否認，在過去3年的疫情期間，整體租金顯著受壓，除2021年全年租金錄得稍微上升外，其餘3年整體的租金均有所回落。按目前的租金水平計算，租金較2019年8月的高位仍有接近一成的差距，但今年開始已顯著回升，加上剛過去的暑期租務旺季刺激租賃成交轉趨暢旺，整體租金水平亦因而被推高，租金持續推高下，可望令樓市整固期提前結束。



火炭星凱·堤岸的租賃市場在近期持續暢旺，上月共錄得60多宗成交。