

足，中國居民收入和消費佔GDP比重過低，長期消費不足，衍生成內需不足。



中國消費不足、投資過剩的經濟結構失衡，根子在於居民收入佔比過低的收入分配結構。而這個收入分配結構不會因為打壓投資、放任經濟增長下滑而自動優化。在此背景下，中國經濟有上、中、下三策可選。

收入分配機制急需優化

憑高望遠 徐高
中銀國際證券總裁助理
首席經濟學家

幾年前中央文件講得很清楚，中國經濟面臨着供給衝擊、需求收縮和預期轉弱這三重壓力。現在疫情過去了，供給衝擊已經消退，但需求收縮和預期轉弱這兩重壓力反而變得更加沉重。

需求收縮不是新問題。從20世紀90年代下半期到現在，中國經濟一直面臨內需不強的局面。內需不足的背景下，在外需不強的時候，中國經濟就會陷入總需求不足、增長乏力的局面。所以說，中國經濟長期增長的約束在需求面，而不在供給面。

市場調節效果不暢

經濟總需求無非來自消費、投資和淨出口這三項。其中，消費和投資是內需，淨出口是外需。中國需求不足的源頭是中國的消費不足，即消費佔中國經濟的比重太低。

跨國數據顯示，在超過1萬美元（2005年不變價計算）的人均GDP水平上，各國的居民消費佔GDP比重平均都在55%附近。而中國在人均GDP水平上升的同時，居民消費佔GDP比重卻持續走低，現在比世界平均水平低了差不多15個百分點。

消費佔GDP比重低，意味着經濟增長的果實沒有充分惠及到居民福利。按道理說，經濟增長的目標是滿足人民群眾對美好生活的嚮往。而人民群眾對美好生活的嚮往，主要表現為對更高消費的期待，即吃得更好、穿得更好、玩得更好。一個國家消費佔GDP比重如果較低，經濟總量增長和老百姓的個人感受之間存在脫節。

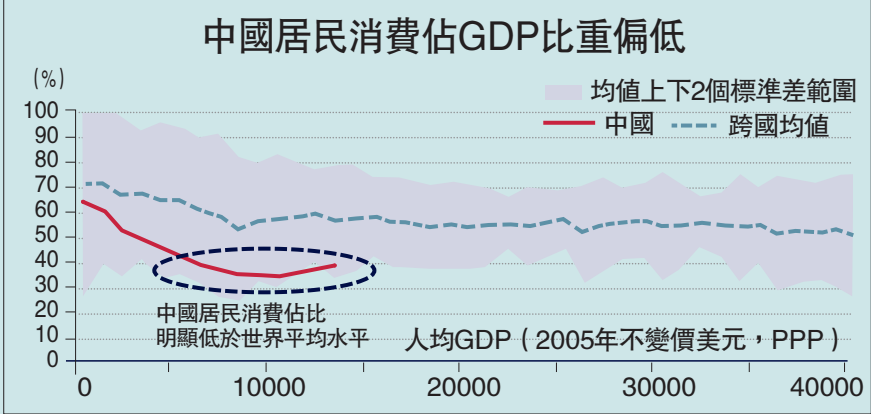
國民總儲蓄被定義為國民總收入減去消費，消費佔比低就意味着儲蓄佔比高——這是同一枚硬幣的正反兩面。中國目前的儲蓄率（儲蓄佔GDP比重）超過40%，差不多是世界其他國家平均儲蓄率的兩倍。

在組成內需的消費和投資兩塊中，消費才是最終需求，而投資只是派生性的需求。一般情況下，投資的目的是為了獲取投資回報。在投資回報率較低的時候，投資意願會比較低。如果此時收入不能自發從投資者手中轉移到消費者手中，變成更多的消費，就會出現消費與投資都弱的內需不足的情況。

對任何一個經濟來說，國民總收入中有多少應該變成消費，有多少應該變成投資，應該取決於投資回報率的高低。當投資回報率高的時候，經濟就應該多投資、少消費；而投資回報率低的時候，經濟就應該少投資、多消費。有這樣的市場機制調節，才能保證經濟中的投資和消費佔經濟的比重持續處在最優的水平。

我們都知道，消費主要是由居民部門做出，投資主要是由企業部門做出。在國民經濟初次分配中，居民所獲得工資收入和企業所獲得的資本回報佔經濟的比重大致恆定。因此，資本回報率對消費和投資的調節作用只能通過二次收入分配。

當投資回報率比較高的時候，企



業部門應當少向居民部門分紅，從而將更多企業部門初次分配得到的收入變成投資。反過來，當投資回報率比較低的時候，企業部門就應該向居民部門多分紅，讓更多收入從企業部門流向居民部門，從而讓投資規模下降，居民部門的收入和消費上升。可以說，投資回報率對消費和投資規模的市場化調節，離開了這種市場調節機制，經濟中消費與投資的佔比就會偏離最優水平。

以上這種市場調節機制要發生作用，前提條件是企業股權大部分被居民部門持有，居民部門因而對企業分紅決策有話語權，可以在需要企業分紅的時候要求企業向自己分紅。但中國居民部門與企業部門之間的割裂，讓這種市場調節機制很難發揮作用。

來自中國資金流量表的數據可以證明這一點。在過去二十多年，儘管中國企業利潤佔GDP比重一直在20%左右波動，但中國居民部門獲得的企業分紅（包括國企和民企分紅）卻一直不超過GDP的0.5%，微乎其微。

儘管現在中國已經投資過剩、投資回報率偏低，按理說中國應該減少投資、增加消費了，但因為企業向居民部門的分紅渠道不暢，所以企業部門初次分配所獲得的收入繼續大量留在企業部門，剛性變成企業儲蓄和投資。這樣一來，中國投資規模就因不受投資回報率的調節，而長期處在過高的位置。這是中國儲蓄過剩、投資過剩產生的主要原因。

穩經濟的上中下策

基於以上分析可知，中國經濟運行的關鍵阻塞是二次收入分配中，企業與居民兩大部門間的收入轉移規模對投資回報率不敏感，導致收入在企業與居民兩大部門間的分配缺乏市場化的調節機制。這種市場機制的缺乏令中國居民收入和消費佔GDP比重過低，長期消費不足。而消費不足又衍生成為內需不足，從而讓中國經濟增長長期面臨需求的約束。

所以說，中國經濟增長的瓶頸在需求面，而不是在供給面。聚焦於供給面，試圖從供給方給當前中國經濟找病因、開藥方的思路，是搞錯了方向，只能帶來誤解和誤判。

經濟的總需求由消費、投資和外需（淨出口）三部分組成。其中消費和投資可為中國自己掌握，外需則主要受外國影響。從中國消費不足的邏輯起點出發，中國有三條對策可選：「上策」是通過有利於居民部門的收入分配改革來真正推進消費轉型；「中策」是在收入分配改革進展有限的情況下，通過刺激投資來穩定增

長；「下策」則是在收入分配改革未取得實質性進展前，停止刺激投資。

先說「上策」，通過「全民國企持股計劃」來進行收入分配改革，增加居民收入佔GDP比重，從而增加經濟中消費佔比，實現消費轉型。

提升中國消費佔GDP比重，必須從增加居民收入入手。居民收入如果不能明顯增加，刺激消費的政策將難有效果。而從前面的分析可以知道，中國收入分配改革不僅僅要增加居民收入，更重要的還是要建立起依照投資回報率這個價格指揮棒的變化，來動態調節收入在居民和企業兩大部門間分配的市場化機制。

建立這個機制，光靠給老百姓發錢是不夠的，還要讓居民對企業的經營行為、投資和分紅決策有話語權。中國現存的龐大國企，為實現這一點創造了條件。國企當然是全民所有的。接下來要讓老百姓更直接地感受到他們對國企的所有權，讓國有資產在老百姓那裏「看得見、摸得着、用得上」，讓國有資產的回報更直接地惠及老百姓，從而支撐民眾的消費。

如果能夠做這樣有利於居民部門的收入分配改革，則可以從根子上化解中國長期因消費不足而來的內需不足，增長缺乏可持續性問題，也可以讓經濟增長更加惠及人民群眾的福利，真正落實高質量發展之要義。

再看「中策」，在消費疲弱的前提下，繼續通過刺激投資創造需求，穩增長。這條對策當然不是最好的出路，但它是在收入分配結構約束下的「約束最優」。用經濟學的術語來講，中策不是「最優」，卻是「次優」。

當然，持續刺激投資來拉動需求有其弊端。比如，中國大規模的基礎設施投資給地方政府帶來了不小的債務負擔；又比如，中國地產開發商的槓桿率不低，部分開發商過度追求高槓桿、高周轉的商業模式也有難以為繼的風險。因此，投資拉動的增長模式確實容易墮入詭局。正是如此，近些年中國在刺激投資方面越發審慎，甚至在近年出台了令地產投資明顯走弱的地產去槓桿政策。這些打壓投資的措施雖然看起來有其合理性，卻弊大於利，是比中策更糟的下策。

所謂「下策」，是在收入分配改革未取得實質性進展時，停止刺激投資，甚至打壓投資。打壓投資，並不會像某些天真者所設想的那樣讓經濟結構自動平衡，而只會讓需求不足的問題變得更加尖銳，進而引發供給面的被動收縮。這樣一來，中國經濟很可能重演1998到2002年長期通縮，以及大面積企業倒閉和工人失業的局面。

中美科企巨頭大比拼

廟堂江湖 沈凌
德國波恩大學
經濟學博士

過去十年，中國經濟增長提質降檔。而所謂高質量增長的重要內涵之一，便是高科技行業的增長。筆者一直追蹤中美兩國高科技公司的動態。對比這十年中的變化趨勢，可以發現一些很有意義的結果。

我最早關注的美國高科技企業，包含了蘋果公司、微軟、谷歌、亞馬遜，以及Facebook。而特斯拉和英偉達這兩家公司現在也加入了頭部行列，尤其是英偉達自去年以來如日中天，大有接棒美股領頭羊的趨勢。我也關注了中國的高科技公司，從早期的華為、阿里巴巴、京東、騰訊和百度開始，陸續加入了拼多多、比亞迪、寧德時代和字節跳動。

在中美科企對比中，加總雙方的年度營收額可知：十年前，美國頭部科技公司的營業總額是中國同行的大約5倍，到了2020年縮小至2.2倍。後來美國政府開始出手打壓中國科創，尤其是對華為與字節跳動這樣直接威脅到美國利益的中國公司。在此期間，平台企業的無序擴張也迎來整頓，阿里巴巴被罰款182億元人民幣。雙重壓力之下，中國頭部科企對美國同行的營業總額差距拉大了2.42倍，後在2023年企穩回升，重新接近到2.24倍。

美金融市場支撐巨額研發費

除了營業額比較，更加重要的是研發費用的對比，這方面美國科企是中國同行的3.54倍，大於營業額的差距。我們看到美國市場總能湧現出原創性的科技成果，重要原因也來自企業的巨額研發費用投入。而在這方面起重要支持作用的是美國高度發達的金融市場，比如新入榜單的特斯拉和英偉達，都是長期虧損而一朝功成的經典案例。在虧損期內，美國金融市場的融資作用功不可沒。

反觀中國資本市場的發展，過於注重融資而輕視了投資回報。重要的不是抽血融資，而是向誰輸血。如果能夠給有發展潛力的新型高科技公司融資，再多的抽血也值得。

除了上述的總量比較之外，更有意思的是分類觀察。在上述15家公司中，中國同行對比美國差距最小的是在社交

媒體。字節跳動的營收額已經逼近Meta的九成。怪不得美國政治家要出手了，因為在經濟競爭中落在了下風。但這樣的優勢能不能保持，不僅取決於美國政府的態度，更取決於中國企業是否具備足夠的技術優勢，這又取決於研發費用開支。至少到目前為止（2023年財報顯示），Meta的研發費用還是「騰訊+字節跳動」總和的1.64倍。

中國同行領先於美國的第二個領域是新能源汽車。中國有比亞迪和寧德時代兩家頭部企業，而美國只有特斯拉。與社交媒體相仿，中國頭部企業都逼近了特斯拉，因此特斯拉的營收額只有中國兩家同行的總額的三分之一。更加令人欣慰的是，比亞迪和寧德時代在研發費用上的開支保持着營收額上的同比例領先，甚至還略有超出。

但目前而言，資本市場對此視而不見，居然給中國企業的估值只有特斯拉的三分之一。對此，筆者在去年底曾經寫過評論文章，之後三個月特斯拉股價如預期下跌，但應該還遠未到位。

第三個值得對比的是華為和蘋果。到了2019–2020年間，華為的營收額已經達到了蘋果公司的50%左右。值得讚賞的是，在只有蘋果營收額一半的背景下，華為的研發費用是蘋果的110%。也許這樣的對手才是最可怕的，美國政客果斷出手，卡了華為的脖子，差點兒造成華為窒息。但三年之後華為重新崛起，2023年營收額企穩回升，達到蘋果公司的26%，而研發費用則是蘋果的88%。相信隨着手機新品和汽車業務的拓展，2024年華為的情況會進一步改善。

與華為相反的案例，恐怕就是百度了。在過去十年間，百度的營收僅增長了1.8倍，而谷歌增長了3.66倍，二者之間的差距非但沒有縮小，反而擴大了一倍多。研發費用的差距也在進一步擴大。因此，今天對比中美頭部科企，甚至都很難把百度列入其中。

所有的對比中最令人絕望的是微軟和英偉達，筆者甚至找不到一家中國企業可以與之對標。如果說微軟代表的是老牌科技企業，中國或許還有趕超的可能性的話，英偉達如日中天，中國的趕超之旅從什麼地方起步呢？更加令人不安的是，這家美國企業居然是華人創立。有報道指，現在在美國的頂級人工智能專家，本科教育的國籍背景中，中國佔了差不多一半。這件事讓人既喜又悲。

▲2019–2020年間，華為的營收額達到蘋果公司的50%左右。值得讚賞的是，在只有蘋果營收額一半的背景下，華為的研發費用是蘋果的110%。

聯儲年內減息 樓股受惠

樓市智庫 陳永傑
中原地產亞太區副主席
兼住宅部總裁

美國聯儲局連續五次會議維持利率不變，公布最新點陣圖顯示，成員維持今年合共減息0.75厘觀點不變，並沒有像市場預料般減息縮水。聯儲局主席鮑威爾指出，政策利率可能已達峰值，在今年某個時間開始放鬆貨幣政策屬合適，會後美股三大指數齊創新高。

聯邦基金利率目標範圍維持在5.25至5.5厘，符合市場預期。聯儲局成員預計，今年年底聯邦基金利率為4.6厘，與去年12月的預測一致。明年年底為3.9厘，高過早前預計的3.6厘；後年年底為3.1厘，高過早前預測的2.9厘。長期聯邦基金利率為2.6厘，略高過之前預計的2.5厘。

鮑威爾在會後記者會強調，對通脹持續向2%目標回落更有信心，但不宜降低利率目標範圍。政策利率可能已達到峰值，在今年某個時間開始放鬆貨幣政策是合適的，將仔細評估未來公布數據，逐次會議作出決定。

鮑威爾透露，通脹已大幅放緩，但仍未確定進展能否持續，並保持關注風險，如有必要，準備更長時間維持高利

率。他直覺認為利率不會回落至之前所見的非常低水平，即使1月消費者物價指數（CPI）及個人消費開支（PCE）物價指數甚高，但可能只是由於季節性調整所致；2月數據亦高，但不太嚴重。兩個月通脹數據未有改變整體情況，不會對這兩個月數據反應過度，但亦不會忽視。

鮑威爾更指出，如果勞動力市場出現顯著疲弱，會是開始減息理由，通脹降溫亦可能推動減息，但覺得單憑強勁的招聘，不足以推遲減息，強勁的就業增長不是局方擔心通脹頑固的理由。

會後資本市場反映正面，投資者認為點陣圖預期減息0.75厘的預期不變。美股升上高峰，筆者預計美國住宅樓市會水漲船高，刺激世界各地投資市場，香港亦受惠。假如美國今年落實減息，將進一步推動投資偏好，投資者得益。

▲鮑威爾指出，強勁的就業增長不是聯儲局擔心通脹頑固的理由。



▲2019–2020年間，華為的營收額達到蘋果公司的50%左右。值得讚賞的是，在只有蘋果營收額一半的背景下，華為的研發費用是蘋果的110%。



▲鮑威爾指出，強勁的就業增長不是聯儲局擔心通脹頑固的理由。