



▲增加居民收入和居民消費佔經濟的比重，疏通中國經濟內循環的堵點，從根本上化解內需不足的問題。

中國高效供應鏈吸引外資



創科宇宙 梁穎宇
創業投資者聯盟召集人

當一眾「果粉」正熱烈討論蘋果9月將有哪些新產品面世，近期有兩則新聞引發關注：一是蘋果手機主要製造商富士康宣布將在河南鄭州建設新事業總部，投資10億元（人民幣，下同）；二是富士康等代工廠因越南供應鏈不完善、電力供應不足等問題，把部分設備和模具拉回國內擴產。兩件事同時發生，立即引發果鏈回流，蘋果將把iPhone 16產能遷回中國的討論。

鄭州富士康工廠是全球最大的蘋果手機生產基地，巔峰期一度僱用了35萬名員工。近年美國以供應鏈安全為由，通過不同手段驅使蘋果等巨企把生產基地遷出中國，蘋果自2020年開始在印度製造iPhone旗艦機型，且不斷提升產能，曾表明希望到2025年，新iPhone中來自印度的比例可提高到25%。AirPods、iPad和MacBook的部分生產線則從中國轉移到越南。

作為蘋果最大代工廠的富士康也隨蘋果步伐，逐步將部分產業鏈轉向印度和越南。鄭州富士康園區的員工一度降至6、7萬人，連帶果鏈下游代工廠也大受打擊。更嚴峻的是在蘋果產業鏈帶動下，即便是國內手機、電腦產業鏈的龍頭企業，也紛紛向印度、越南、墨西哥等地轉移，以規避貿易壁壘及國內越來越高的成本。

中國供應鏈的專業化、集中度和高效率，曾經吸引全球型企業雲集中國。只是隨着地緣政治變化，供應鏈過度集中的問題，逐漸被視為一種影響未來的不安因素。美歐近年尋求減少對中國的依賴，加強本土製造的完整性，全球產業鏈、供應鏈正經歷一場調整與重構。

印度打着頭號製造業大國替代者的口號，2014年提出「印度製造」倡議，2020年又推出智能手機生產鏈接激勵計劃，旨在吸引全球手機供應鏈。過去幾年，成功吸引不少跨國大企業到當地試水溫，只是表現不盡如人意，去年在印度組裝的iPhone 15據報零件良品率不足50%，加上檢測出大腸桿菌超標，並沒有達到蘋果客戶的預期。

今年4月，蘋果公開的最新「果鏈」清單中，中國廠商近三年來首次淨增加，在最新的187家供應鍊企業中，國內廠商達到51家，佔比為27.3%。比亞迪、立訊精密等大廠已加入iPhone 16供應鍊，成為蘋果最新的代工夥伴。

高端製造業需要配套大量基礎資源，富士康等前往其他國家建廠的計劃，執行起來可謂是困難重重。印度也好、越南也好，吸引製造業的最大優勢是勞動力價格低廉，印度果鏈企業一個普通工人的工資只是1500元人民幣左右，僅為中國的四分之一；但是勞動力成本優勢，無法對沖工人管理難、供應鏈不完善、電力供應不足等問題。

印度與越南一樣，因電力系統跟不

上需求常常停電，只能靠限電保證基本需求，限電停工造成機器停擺，產能無法充分利用，實際上就是一種損失。富士康工廠實行多年的「三班制」，在印度更遭週工人強烈反對；越南工人比較積極，但同樣缺乏高技術勞工。此外，印度政府朝令夕改，外商在當地常遭無故刁難，被開出天價罰單或要賤價出售工廠，也讓外資無所適從。

最關鍵的是，印度和越南本土企業未能撐起整套供應鍊體系，包括原材料採購、零部件供應、物流運輸等通通要外求，大大降低生產效率。印度生產的iPhone核心零部件是從中國供應鍊進口；越南廠商也需要提前採購海量的零部件用於生產，大大影響到生產和銷售的彈性及靈活性，以致部分原本計劃將工廠移至印度的供應鍊廠商開始出現動搖，暫時改為觀望態度。

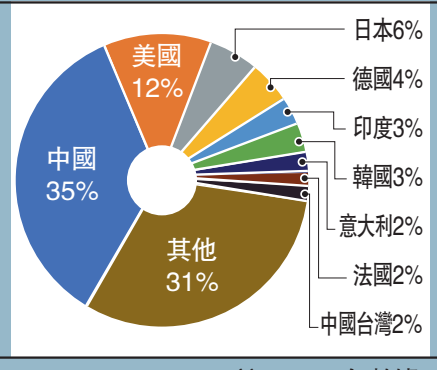
擁全球最齊全工業門類

中國是全球最大的製造業國家，更是全世界唯一擁有聯合國產業分類中全部工業門類的國家，聚齊了各種配套製造的資源，供應鍊高效運轉。在中國代工生產一台iPhone，95%的零件可以在1個小時內送到富士康的組裝車間，供應鍊優勢遠高於其他對手。內地政府也不會無緣無故對外企實施巨額罰款，還為富士康等企業在國內擴產提供了不少的政策支持。

再仔細來看富士康重回鄭州建設新事業總部的公告，此次戰略合作重點聚焦富士康「3+3」戰略產業轉化落地，即以「電動車、數字健康、機器人」三大新興產業，以及「人工智慧、半導體、新一代移動通信」三項新技術領域為發展重點，連富士康都在積極布局新能源車在內的新業務領域，中國在這方面的絕對優勢，相信也是回流的重要誘因。

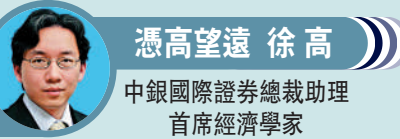
新能源汽車、鋰電池和太陽能電池號稱中國外貿「新三樣」，智能電動車超過40%零部件是燃油車沒有的新品類，三電系統、智能駕駛、智能座艙的諸多零部件只能通過創新供應鍊實現。中國發展成熟的供應鍊體系，遠遠走在其他國家之前。富士康在國內的工廠，亦已陸續涉及到新能整車製造，晶片封裝等領域。回流除了可提升果鏈效率，未來可藉更加多元化的產品服務，消除對於「果鏈」的過度依賴。

全球製造業生產總值佔比



當前各方對經濟形勢的評估沒有太大分歧，普遍認為中國有需求收縮、增長下行的明顯壓力。但對於是否需要通過刺激政策來托底的問題上，贊成與反對的聲音都有。筆者認為，刺激經濟不是「飲鳩止渴」，促進改革的必要之策。

化解需求不足 從居民收入着手



憑高望遠 徐衡
中銀國際證券總裁助理
首席經濟學家

評估宏觀政策的利害，不能就政策論政策地一概而論，而必須將政策放到具體的宏觀環境中來進行。同樣的宏觀政策，在不同宏觀環境中可能產生完全不同的效果。在某種宏觀環境中利大於弊的政策，在另一種宏觀環境中就可能弊大於利。這是因為宏觀政策在經濟中施行時存在複雜的反饋傳導機制，會產生一環接一環的擴散效應。

以上道理並不複雜，但容易被個人從其微觀生活中所得的經驗所遮蔽。每個人都生活在宏觀經濟中，都會從自己所處的位置出發，對經濟運行有一定了解。但這些得自微觀的了解，哪怕是變成了很多人共同持有的「常識」，也未必能夠完全把握宏觀經濟的運行。用出自個人經驗的微觀思維來理解宏觀經濟，評價宏觀政策，很容易出現偏差和誤解。

諾貝爾經濟學獎得主保羅·克魯格曼在2014年寫過一篇題為《成功的商人不懂宏觀經濟》的文章很好地說明了這個問題。文中有這麼一段話：「國家並不是公司。國民經濟政策，即使是在一個小國，也需要考慮在商業生活中常常無關緊要的某些類型的反饋。例如，即使是最大的公司，也只會把一小部分的產品賣給自己的員工，但即使是極小的國家，大多數商品和服務也主要是賣給國內的。」

政府支出亟待擴張

克魯格曼的意思是，微觀經濟主體生活在一個他不能控制，只能被動接受的外生經濟環境中。哪怕是一個規模很大的企業，其經營活動對整個宏觀經濟的影響也可以忽略不計。因此，微觀經濟主體決策時，既不會，也不應考慮他的行為對經濟環境的影響。企業決策時因需要量入為出，以收入確定其支出。企業是這樣，體量遠小於企業的個人就更是如此了。

很多人在談宏觀政策時，喜歡講政策空間，認為政策要留有餘地，不能把「彈藥」用盡。這種講法反映的就是把宏觀經濟當企業來看的微觀思維。其潛台詞是，政策的「彈藥」是給定的，只有這麼多，用一點就少一點，所以得省着用；要是把「彈藥」用盡，政策就難以為繼，甚至還會搞出問題。這種說法雖然聽上去符合普通人的常識，卻是對宏觀經濟運行的誤解。

討論一個國家的宏觀政策時，需要知道這個國家所處處的宏觀環境，很大程度上是由政府決定。政府作為宏觀政策的決策者，自己的支出關係着民間的收入。政府開支的變化，會影響民間經濟的活躍程度，並反過來引發政府收入的變化——對政府而

言，其收入是「內生的」，受政府自身的影響；這與微觀企業和個人將收入當成「外生給定」的狀況形成了鮮明反差。

當宏觀經濟陷入需求不足的低迷狀態時，政府如果量入為出，則民間的收入和支出會進一步下降，進而讓財政減收壓力變得更大。因此，政府反而要逆周期調控，通過財政支出的擴張來增加民間收入，帶動民間支出，進而打破經濟收縮的惡性循環。對只懂微觀經濟運行的人來說，這樣正確的政策應對是反直覺，甚至反常識的。這正是克魯格曼說「成功的商人不懂宏觀經濟」的原因。

運用宏觀思維來思考刺激政策，就能發現在不同的宏觀環境中，同樣的政策可能產生不一樣的效果。

還是以財政支出政策為例。在需求不足，供給過剩的宏觀經濟環境中，經濟中會有非自願的失業。此時，財政支出的擴張、花更多錢來購買產品和服務，可以讓失業的工人找到工作。而這些工人有了工作和收入後，其支出也會相應增加，從而讓更多失業的人能找到工作、獲得收入。這時，財政刺激會「帶動」經濟向好。反過來，更加活躍的民間經濟活動也會帶來更多的財政收入，從而讓財政刺激政策更可持續。

但在需求過剩、供給不足的宏觀環境中，財政刺激政策會有不同後果。此時，經濟中應已經達到了充分就業，工人們工作量都已經飽滿。此時，如果財政支出進一步擴張，工人們為了滿足財政的購買需求，就只能放下自己手中本來計劃要做的工作，轉而為財政增加的產品和服務之需求工作。這時，民間的工作總量和收入總量並不會因為財政刺激而明顯增加，而只是工作內容發生了變化。此時，財政刺激會「擠出」（crowd out）而非「帶動」民間需求，並不會讓總需求擴張多少，也不會讓經濟活動變得更加活躍。

顯然，在需求不足和需求過剩兩種宏觀環境中，財政刺激政策在前一種情況中可取，在後一種情況中不可取。上述例子說明，脫離具體的宏觀經濟環境，泛泛地說刺激政策是好是壞、應當還是不應當，沒什麼意義。

疏通內循環堵點

當然，一概而論地反對刺激政策的人應該還是少數，更多人擔心的是刺激政策的持續性。不少人認為，刺激政策雖然短期有正面效應，卻會在長期讓經濟付出更大代價。也有人認為，刺激政策會延緩甚至阻礙經濟結構改革。

近些年來，中國刺激政策的主要着力點在基建投資和地產投資兩個傳統經濟增長引擎上。有人擔心，將資源投放在這二者之上，既可固化中國投資拉動的傳統增長模式，還可能擠佔經濟轉型所需之資源，從而阻礙中國經濟結構的改革。但這種擔心缺

乏根據。

將刺激政策與結構改革對立起來的看法似是而非，搞反了因果關係：刺激政策是經濟結構問題的結果而非原因——正是因為經濟存在結構不合理之處，所以需要利用刺激政策來穩定經濟；而不是反過來，因為在用刺激政策，所以經濟結構不合理。

在討論中國經濟結構時，有需求面和供給面兩個所指。在需求面，中國的結構問題主要是消費不足導致的內需不足。而在供給面，中國的結構問題主要表現為產業結構還不夠優化，且在部分行業存在關鍵供給瓶頸。當前中國經濟面臨的需求收縮，增長減速之壓力，主要產生於中國需求面的結構問題。而需求面的結構問題，是刺激政策可以對沖的領域。

筆者曾撰文詳細分析過，中國因為居民總收入佔經濟比重較低，所以長期存在消費不足、內需不足的經濟結構問題。面對這種情況，「上策」是調節收入分配結構，增加居民收入和居民消費佔經濟的比重，從而疏通中國經濟內循環的堵點，從根本上化解內需不足的問題。

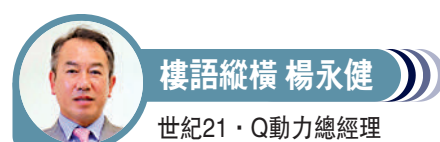
在收入分配結構的改革取得實質性進展之前，中國的「中策」是用刺激政策來刺激內需，落腳點只能在組成內需的消費和投資中。在投資中，又只能在基建投資、地產投資和製造業投資這三大組成部分中選擇。從政策效果來看，基建投資和地產投資是刺激政策着力點的最好選擇。這是因為刺激製造業投資會直接帶來產能擴張，加大供給過剩、需求不足的壓力；消費受限於居民消費，很難在短期內被刺激起來。

面對中國需求面的結構問題，調節收入分配的「上策」與刺激投資的「中策」並不矛盾。正是因為「上策」推進不足，所以才需用「中策」來穩定需求和經濟增長。而且，在當下內需不足的經濟環境中，刺激政策並不會「擠佔」經濟轉型所需資源，而反而會「帶動」民間支出。不取「上策」和「中策」，只是期望經濟需求面結構的不合理之處因為增長放緩而自動消失，是不切實際的一廂情願。

面對中國供給面的結構問題，刺激政策雖不能代替結構改革，卻可以營造一個穩定的宏觀經濟環境，從而對產業轉型升級提供有力支持。所以說，刺激政策與結構改革並不矛盾。而且在實踐中，可以將刺激政策和結構改革結合起來。比如，政府刺激政策在發力時，可以把着力點更多放在消費上，一方面增加消費者的收入，一方面化解約束消費的供給堵點。又比如，在刺激基建投資時，可以更多向約束中國經濟發展的「新基建」瓶頸處用力。

認為刺激政策會阻礙結構改革，甚至認為不刺激就自動能實現結構改革的想法，對經濟是有害的。

地產商去庫存 新盤轉售為租



樓語縱橫 楊永健
世紀21·Q動力總經理

樓市熱潮確實「來得快、去得仲快」，年初特區政府全面撤辣後，樓市熱潮即時展開，3月份的一手新盤銷售更達至4176宗，成為一手新例以來單月新盤銷售的新高紀錄。不過，熱潮過後，近月一、二手成交量全數拾級而下，交投逐步減少，樓價亦輾轉回落，整固壓力持續，個別的蝕讓幅度更高達三至四成。

當然，樓市並非全無利好因素，正如長和系主席李澤鉅所言，「我唔敢賭香港樓市會大差，過去歷史話我哋知邊個賭香港長期差都錯。」

市場並非全無利好因素，過去一段時間特區政府透過各項計劃吸納人才，來港專才有增無減，補充香港勞動力不足的同時，亦大大舒緩本地總人口的下跌幅度。加上出生率回升，最新本地總人口達753萬人，較去年底輕微回升。本地房屋需求持續增加，近月整體租金升幅明顯加快，近期新造的租金普遍較一年前上升一至兩成。

縱有上述利好因素，買家心態仍然觀望，主要是現階段息口仍然高企，部分定期存款息率仍維持4厘以上，相對

之下現階段租金回報仍然未算吸引，買家入市態度仍然較為審慎。而其中首要的問題，仍然是新盤存量一直維持高水平。無可否認，今年上半年新盤銷售顯著增加，令整體貨尾存量一度回落，但隨着近月發展商加快推盤，而新盤銷售又持續回落，令貨尾的總存量再度回升，最新全港貨尾總存量仍約達2.3萬伙水平。

香港減息已見曙光

過去已多次強調，今明兩年是新盤落成的高峰期。按政府差餉物業估價署的估算，今年新盤落成量將增加至2.22萬伙，較去年的1.38萬伙大幅激增逾60%，來年即2025年的新盤落成量更會進一步增加至2.55萬伙，較今年的估算落成量再增加約15%。新盤落成量持續增加，而貨尾庫存亦持續處於高位，考慮到租金水平持續上升，近日已有發展商實行將新盤轉售為租。

整體而言，現時樓市的兩大主要利淡因素，其中高息環境肯定屬短期因素，因為隨着美國減息在即，稍後香港亦會跟隨減息，供平過租或會重現。至於貨尾存量持續處於偏高位的問題，短期內確實較難解決，但隨着發展商將未售新盤轉售為租或會令新盤銷售回升，預計新盤高存量的問題可望舒緩。