

►中國穩增長的重心在於提振消費，擴大國內需求，要多渠道增加居民收入，增強中低收入群體的消費能力和意願。



中國經濟當前面臨的困難，無論是結構性問題還是周期性問題，都是長期形成的。故不能期望短期內就能化解，更需要防止發生系統性風險，在資產泡沫破滅、資產價格回歸理性的過程中，讓下行的斜率盡量平緩。

穩增長關鍵在於擴消費

察股觀經 李迅雷
中泰證券
首席經濟學家

眼下市場對於擴大積極財政政策的規模，以及貨幣政策的進一步放寬都有期待，但筆者認為，大家先要對現實情況有清晰的認識，目前的挑戰可分為兩個方面：一個是結構性問題，另一個是周期性問題。

產能結構急需優化

關於結構性問題，既有供給側的結構性問題，又有需求側的結構性問題。

首先來討論一下需求側問題。中國經濟的增量收縮始於2011年，即GDP增速開始持續下行。為何不是從2008年開始算起呢？是因為次貸危機後，中國推出了超規模財政刺激計劃。等到2011年，中國經濟的財政刺激效應已經消退，增長動力下降，同時出現了2012至2016年長達4年的工業生產者出廠價格指數（PPI）負增長，這一長時間的負增長使得製造業的投資增速大幅下行。

為此，穩增長政策頻頻發力，如「大眾創業、萬眾創新」、自貿區試點、負面清單制度、互聯網金融等，同時又在2015年採取頻繁的降準減息、人民幣國際化等舉措。

如果說2015年6月之前，應對PPI為負、經濟下行壓力大的舉措是放鬆管制、逆周期調控等，那麼，2015年6月之後股市異常波動就是「市場失靈」的表現，而推進「供給側結構性改革」則可被視為加強管力度。2016年7月的政治局會議首次提出「抑制資產泡沫」，2016年底的中央經濟工作會議首次提出「房住不炒」，是為了對前期過度刺激政策的一種糾偏。

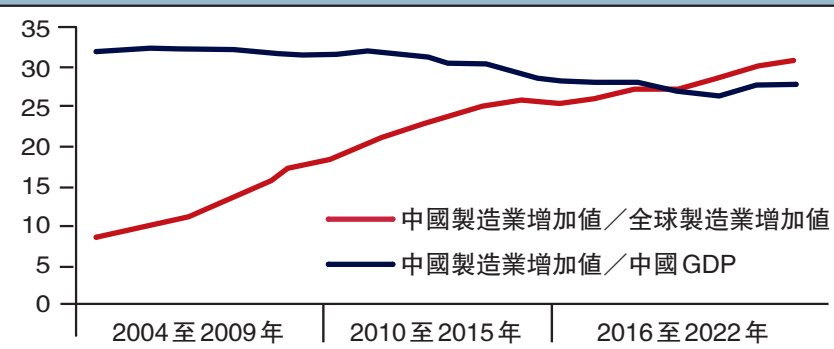
如今距離2016年已8年，對2012至2016年那一階段的政策變化與改革舉措需要回頭看，這可能對解決當今面臨的困難具有很好的借鑒意義。筆者早在2016年就提出「有效需求不足」的問題，而造成這一情況的根本原因是結構性問題，即長期的投資拉動增長模式，使得居民部門在國民收入分配中的比例偏低，且收入差距擴大，而這又是長期累積的結果。

例如2010年中央經濟工作會議提出「要研究制定收入分配改革方案，努力扭轉收入差距擴大趨勢」；2011年的中央經濟工作會議提出，「把擴大內需的重點更多放在保障和改善民生、加快發展服務業、提高中等收入者比重上來」。而今年7月30日的政治局會議再度提出，「要以提振消費為重點擴大國內需求，要多渠道增加居民收入，增強中低收入群體的消費能力和意願」。

然而，擴大消費必須增加居民收入，尤其要增加中低收入階層的收入，這方面如易行難。儘管中國目前的個人存款總規模高達146萬億元（人民幣，下同），但規模如此之大的存款，有多少能轉化為消費呢？如果這些數據不了解清楚，要擴大消費仍然是很難的。

其次，再來看供給側面臨的問

(%) 中國製造業增加值佔全球比重續增



題。儘管2016年出台的供給側結構性改革已經明確提出「去產能、去庫存」，但中國製造業的供給能力仍在不斷擴大。中國製造業增加值佔全球比重每年約上升1個百分點，到2023年已經佔到全球31%，但人口佔全球只有17.6%。

2023年的中央經濟工作會議也明確提出「部分行業產能過剩」，尤其以汽車、新能源等行業的產能過剩問題更為突出。過去幾年間，中國大約要消費全球煤炭、鋼鐵、銅、鋁等一半左右的量，但今後隨着房地產周期的下行及製造業的升級，對大宗商品的需求也會逐步下降。

從陸上運能的角度看，到2022年末，中國高鐵營業里程4萬公里，佔全球高鐵營業里程（5.88萬公里）的68%；中國地鐵運營里程9691公里，佔全球地鐵運營里程（20246公里）的48%；中國高速公路里程17.7萬公里，約佔全球高速公路里程（約40萬公里）的44%。可見作為人口佔全球比重17.6%，且今後佔比仍將不斷下降的國家，需要關注長期基建投資所帶來的陸上運輸的運能供給過剩問題。同時，陸上運輸與空運、水運和海運等都彼此相關，甚至存在此消彼長關係。

無論是需求側的問題還是供給側的問題，最終都會反映在商品和服務的價格上。簡單統計一下，中國從2012年至今，PPI只有3年沒有出現過單月的負值，分別是2017年、2018年和2021年。2022年10月至今，又是新一輪PPI持續為負的周期，且居民消費價格指數（CPI）也多次出現負值，GDP平減指數已經連續5個季度為負。2023年中央經濟工作會議既提出「要解決有效需求不足問題」，又提出「繼續推進供給側結構性改革」，說明一部署，需要九分落實，而落實難的長期問題值得反思。

人口老化制約樓市需求

最後，談談周期性問題。如上文所述，導致經濟收縮的主要原因是房地產長周期的下行。房地產周期屬於中長周期，或稱庫茲涅茨周期，一個完整周期或時長為20至25年。

早在10年前，即2014年的中央經濟工作會議就指出「從經濟風險積累和化解看，伴隨着經濟增速下調，各類隱性風險逐步顯性化，風險總體可控，但化解以高槓桿和泡沫化為主要特徵的各類風險將持續一段時間」；2016年7月的政治局會議又提出「抑制資產泡沫」，可見決策層對資產泡沫、高槓桿等風險的提醒早在10年前就有了，但房地產長周期的

拐點出現卻是在2021年的下半年。

房地產下行時間已經過去3年多，其「估值」水平依然偏高。如全球的核心城市租金收益率平均在4%左右，對應25倍「市盈率」，中國核心城市住宅的「市盈率」普遍在50倍以上。

對比30年前的A股市場，其平均市盈率水平也曾長期大幅高於全球平均水平，通過30多年的長期調整（即熊長牛短），目前平均市盈率水平才與全球平均水平基本接軌，但與美股相比，中小市值公司的估值水平仍偏高。如到今年6月末，中國市值前500家的上市公司市盈率中位數為18.7倍；美股市值前500家公司市盈率中位數為23.4倍。

從2024年一季報看，中國市值前500家上市公司淨資本回報率（ROE）平均數為10%，中位數為9.6%；美股市值前500家公司的ROE平均數33.7%，中位數14.7%。這說明A股中大市值公司的估值優勢並不明顯。

由此類推，中國房地產市場的房價調整是否也有長期化調整的趨勢？從人口的角度看，中國的總人口高點與房地產的高點都出現在2021年，但中國人口老齡化的加速度比90年代的日本要快。2022年以後，中國第二次嬰兒潮中出生的人口將步入持續10年以上的退休高潮。從新增人口的角度看，2023年中國總和生育率為1.09，相比日本為1.2，美國為1.62，故老齡化加速與今後出生嬰兒數量的減少，都對房地產的需求帶來制約。

關於穩增長的發力方向，重心不應該放在如何讓樓市見底回升上，因為只要估值水平偏高、盈利增長率偏低等問題得不到解決，資產價格最終還是會回落。從去年中央經濟工作會議首次把「有效需求不足」列為六大困難的首位，到7月30日政治局會議提出「要以提振消費為重點擴大國內需求，要多渠道增加居民收入，增強中低收入群體的消費能力和意願」，說明在應對經濟收縮的對策上已經形成共識。

對中國而言，相比日本的優勢是製造業配套健全，基礎設施完備，新能源、智能汽車等新產業具有領先優勢，勞動力成本尚不算高，仍具有較強的國際競爭力。同時，消費對GDP的貢獻比日本少20個百分點，完全可以利用我國地域廣、人口多的優勢，大力發展服務業，擴大消費。

擴大消費主要靠兩個途徑，一是超規模發行長期國債，用於增加居民福利和社保、增加居民收入；二是調整財政支出結構，即擴大在民生領域的支出，減少基建投資領域的支出。

分成制模式 適合智能設備融資

鏈能講堂 付饒
香港國際新經濟研究院
執行董事

智能設備項目適合採用RWA（Real World Asset，現實世界資產）融資，投資者或合作夥伴不是通過股權投資或債務融資來獲得回報，而是通過設備產生的現金流直接分配收益。這種模式通常被稱為「收益分享模式」或「分成制模式」。

在收益分享模式中，智能設備的運營收入直接按約定比例分配給參與者，而不是作為股息或償還債務。投資者不獲得公司股份，因此不會稀釋原有股東的股權；公司也不需要償還本金和利息，降低了財務風險。合同條款通常更加靈活，可以根據設備的表現和市場情況調整分配比例。

對於初創企業或資金緊張的公司來說，投資者與公司共同承擔智能設備運營的風險，如果設備表現不佳，投資者的損失也有限。公司有動力提高智能設備的性能和運營效率，因為更高的現金流意味着更高的收益分配。

智能設備的RWA實施過程包括五個環節：設備部署——公司負責智能設備的研發、生產和部署；收益監測——通過物聯網技術實時監測設備運營情況和產生的現金流；簽訂協議——與投資者或合作夥伴簽訂分成協議，明確收益分配的比例、時間和條件；收益分配——根據協議定期將收益分配給投資者或合作夥伴；持續優化——根據市場反饋和設備表現，不斷優化設備性能和運營策略，提高現金流。

採用收益分享模式的投融資需注意合同條款明確，包括收益分配的基數、比例、頻率和終止條件等。評估設備運營風險，並制定相應的風險管理措施。遵守相關法律法規，確保商業模式合法合規。考慮分成制對公司和投資者的稅務影響，進行合理的稅務規劃。

在智能設備和自動化領域，確實存在一些成功的案例。例如可口可樂公司通過部署自助售貨機，不僅提高了銷售效率，還通過數據分析優化了產品供應。全自動咖啡製作的公司Cafe X，通過在機場、商業大樓和其他高流量地區部署機器人咖啡亭來提供快速、便捷的服務。

上述案例中的公司通過技術創新來提高效率，降低成本。採用靈活的收益分享商業模式，以降低合作夥伴的門檻

並快速擴張，同時盡快精準定位市場需求，提供符合消費者期望的產品或服務，並與場地提供者、供應商和其他利益相關者建立良好的合作夥伴關係。

筆者以一個假設中的炒菜機器人投資項目為例。一間風險投資公司擬用現金流收益分享模式投資炒菜機器人項目。市場調研顯示，快速餐飲行業對於提高效率、降低成本的需求日益增長。機器人技術成熟，能夠實現炒菜過程的自動化，減少人工成本，能夠持續產生穩定現金流。風投公司預計能夠在一年內收回成本，並在後續年份產生穩定現金流，於是斥資50萬美元金額投資50台炒菜機器人，部署在城市商業區內的快餐店。

電子支付普遍 快捷統計收入

按照投資合同約定，風投機構獲得33%的營收分成，場地提供方獲得67%營收，不再另外向炒菜機器人提供方收取租金。因為絕大多數消費者採用電子支付，每台機器人可以直接將工作量與營收做匹配並上鏈、不可篡改、可隨時審計，降低投資者的信任成本。

我們來計算一下投資回報，每台機器人平均年收入3萬美元，總收入150萬美元。年運營成本包括維護、電費等，每台機器人年成本5000美元，總成本25萬美元，年淨利潤125萬美元。投資者第一年收到50萬美元，投資回收期為一年。投資風險則包括機器人可能存在技術故障或需要定期升級；消費者可能對機器人炒菜的質量有疑慮；機器人可能需要專業維護，增加運營成本等。此外，潛在成本還包括法律法規變化，增加合規成本或限制業務運營。如果經營不善，投資者可能本金虧損。

從上述的假設情況來看，第一年的投資回報率為零，因為投資者僅回收了投資成本。但從第二年開始，投資者將會獲得純利潤分成，投資回報率將顯著提高。

如果首輪投資獲得成功，項目方將業務擴展到其他城市，持續的技術研發可提高機器人的效率和用戶體驗。這個假設的案例展示出，現金流收益分享模式在智能炒菜機器人領域的應用。我們可以看到，雖然初始投資回收期較短，且可能本金虧損，但長期來看，這種模式具有實現穩定收益的潛力。

需要提醒的是，投資者需要仔細評估市場需求、技術成熟度、運營成本和潛在風險，以確保投資能夠帶來滿意的回報。

樓市下行期 豪宅展現抗跌力

樓市智庫 陳永傑
中原地產亞太區副主席
兼任宅部總裁

1970至1980年，香港經濟起飛，彼時大家深信「磚頭最保值」的想法而置業，多個大型屋苑亦是在這段時期落成。當中鯉魚涌太古城至今升值幾十倍，可謂見證樓市起跌。近年樓價下跌不少，但「磚頭」仍然有價，頂級豪宅地段的物業亦發揮保值作用。

受到利率上升及經濟放緩影響，不少人關心樓價何時見底，每星期公布的中原城市領先指數CCL，已經自2021年8月高位回落超過四分之一，部分屋苑跌幅近四成，但也有不少抗跌力較強的樓盤，在這段時期樓價跌幅低於兩成，甚至不足一成。

過去3年間，中原樓價指數內的138個成分屋苑，其中有103個屋苑的樓價錄得兩成以上的跌幅，下跌三成以上的有27個，當中以灣仔會景閣跌幅最大，達39%。

令人感到吃驚的是，兩個市區鐵路盤太古城及九龍灣德福花園，樓價不知不覺已下跌37%，前者呎價由21292元

下跌至13485元，後者呎價由15044元回落到9448元。近年不少鐵路新盤低價推售，從而影響周圍二手樓盤的表現。

坐落於傳統豪宅地段的屋苑，則發揮出「磚頭」保值作用。前五個呎價跌幅最小的CCL屋苑，全為豪宅級物業，包括中半山地利根德閣、嘉富麗苑、何文田君頤峰、九龍站凱旋門及渣甸山嘉雲臺，雖然過去3年樓價跟隨大市下跌，但跌幅少於15%，成為全港抗跌力最強、最保值物業。其中地利根德閣呎價僅下跌8%，是過去3年唯一樓價跌幅少於一成的屋苑，成為「保值之王」。

人才湧港 高端物業需求增

筆者認為，除了地理位置優勢外，由於豪宅業主具有一定實力，且供應少，一直被視為優質資產，能對抗通脹及具有較大升值空間，故豪宅抗跌力一直強於中小型住宅。

據差估署數字顯示，過去3年中小型住宅樓價下跌24%，反觀大單位同期跌幅為17%。近年特區政府大力搶人才，並於2022年底推出「高端人才通行證計劃」吸引人才，至今共批出近7萬張簽證，帶動本港高端物業市場住屋需求，未來豪宅樓價可看高一線。



◀豪宅位處優越地段，供應少，樓盤抗跌力強。