



▲內地新能源汽車及其他高端製造業競爭激烈，企業間的內捲問題嚴重，企業利潤也大幅下降。

經濟觀察家

最近不少人把「反內捲」的重要性上升到了新一輪供給側結構性改革的高度。但筆者認為，只有把造成內捲的根本原因分析清楚，才能對症下藥地「反內捲」。從資產荒的角度看內捲，或能找到其深層原因。

「資產荒」導致內捲加劇



近年來資本市場呈現兩大特徵：風險偏好下降和無風險投資回報率下降，即所謂的「資產荒」。如4月份中國10年期國債收益率曾下探至1.55%，創了有紀錄以來最低水平。資產荒不僅在資本市場上揮之不去，實體經濟中企業毛利率的不斷走低也是資產荒的一種表現，即企業之間相互壓價競銷、製造內捲。本文從資產荒的角度去分析企業、政府和居民部門的「內捲」行為，希望能為「反內捲」提供線索。

部分行業供大於求

近年來，規模以上製造業企業營業收入利潤率持續向下，高點出現在2021年，2022、2023、2024年分別為5.35%、5%、4.63%，今年前五個月進一步走弱至4.25%。從資產回報上看，規模以上製造業企業每百元（人民幣，下同）資產實現的營業收入也持續走低，從2022年的107元降至2024年的92.3元，今年前五個月進一步降至85.2元。

在持續上升的經營壓力面前，企業競爭加劇，也即所謂的「內捲式」競爭。一些企業通過「捲價格」實現「以價換量」，盡可能擴大需求、搶佔市場份額，結果就出現了「增量不增收、增收不增利」。2022、2023、2024年規模以上製造業企業增加值同比分別增長3%、5%、6.1%，今年上半年進一步加快至7%，但PPI自2022年10月起已連續三十三個月同比負增長。

以出口部門為例，可以從出口價格指數去衡量「內捲」的程度。如以2023年1月為基數，中國的貨物出口價格指數下跌幅度（截至2024年9月）在不到兩年內下跌15%，遠超其他新興經濟體出口商品價格指數的跌幅。

還有一些企業利用自身優勢地位「捲賬期」、「壓庫存」。比如，2022、2023、2024年，規模以上製造業企業平均賬款回收期分別為54、62、65.6天，今年前五個月進一步拉長至71.7天。又比如，一些企業向下游環節壓貨，造成全行業庫存水平高、周轉慢。2022、2023、2024年規模以上製造業企業產成品周轉天數分別為19.5、21.6、21.5天，今年前五個月進一步放緩至23.2天。

「內捲式」競爭的根本原因是部分行業供大於求。企業是理性經營主體，「內捲式」競爭並非「為捲而捲」、「以捲為樂」，更多體現的是產能過剩狀態下的求生欲。近年來，供大於求現象愈發突出，2022、2023、2024年規模以上製造業企業產能利用率分別為75.8%、75.28%、75.2%，今年上半年進一步降至74.2%。

如果說在給定產量和市場需求的情況下，「內捲」是企業市場化競爭行為導致的，那麼出現「供大於求」的原因，可能就不僅僅是企業的市場化投資行為，因為企業盈利狀況和經

營預期並不支持投資擴張。2021年9月起，製造業PMI（採購經理人指數）曾多次跌破榮枯線，生產經營活動預期分項指數也呈現走弱態勢，對未來經營前景似乎難言樂觀。

由此推測，製造業投資擴張與地方政府行為有關。由於中央和地方之間的分工不同，中央對地方進行政績考核，這種考核方式會直接影響地方政府的行為模式。地方政府為了完成GDP考核指標，更傾向於拉動投資，因為投資是快變量，而消費是慢變量，且拉動投資是有抓手的，促進消費則缺乏抓手、見效慢。

考慮到地方政府債務壓力影響其基建投資能力，而擴大對新興產業的投資且還兼具完成「新舊動能」轉換、產業轉型升級的目標任務，故地方政府有動力加大推動製造業投資特別是新產業投資的工作力度。

可以看到，近年來促進製造業投資的政策力度加大。財政支持方面，近年來，地方政府一般公共預算中，一般公共服務的「商貿服務—招商引資」分項支出明顯增長。2023年招商引資支出344.72億元，同比增長19.5%，增速高於商貿服務支出的7.1%。一些地方甚至出現了土地低價出讓、稅收「終身返還」、補貼層層加碼的招商引資亂象，扭曲市場資源配置。

金融支持方面，近年來不少官方文件都強調「提高製造業中長期貸款佔比」、「促進製造業中長期貸款大幅增長」等，製造業中長期貸款餘額同比增速一度超過40%，客觀上為製造業企業投資擴張提供了大力度的資金支持。

地方政府傾向於吸引新興產業和高端製造業投資。一些政府投資引導基金設定較高返投比例，變相成為地方招商引資工具，尤其在投資新能源、電動車、芯片及其他高端製造業方面存在一哄而上、投資同質化競爭，進而導致產能過剩的現象。

消費取決於收入預期

根據經濟學家莫迪利安尼的「生命週期假說」消費理論，當期消費與當期收入、預期收入和當期財產，以及各自的邊際消費傾向有關。對於中國居民而言，當期收入主要與工資收入有關（今年上半年全國居民人均工資性收入佔人均可支配收入的比重為57.8%），當期財產主要與房產有關（中國家庭資產中約60%集中在房地產）。

具體看，當期收入方面，2022、2023、2024年城鎮非私營單位平均工資增速分別放緩至6.7%、5.8%、2.8%，私營單位增速更低，僅分別為3.8%、4.8%、1.7%；預期收入方面，消費者對於收入預期的信心指數平均值從疫情前2019年的124.95降至2024年的95.42；當期資產方面，70個大中城市房屋銷售價格指數自2022年4月以來均為同比負增長。地方政府難以系統性解決收入、預期、資產價格問題，促消費知易行難。

這裏還有邊際消費傾向的問題。通常來說，低收入群體的邊際消費傾向高，高收入群體的邊際消費傾向低。2024年中國可支配收入前20%的居民家庭的可支配收入合計佔比為45.5%，收入分配差異不利於整體消費水平提升。

近年來居民「多存少花」特徵明顯。截至6月末，居民人民幣存款餘額已突破162萬億元，居民存款與貸款的比例持續走高至1.93。以市盈率倒數扣除無風險利率表徵股市風險溢價，居民存貸比與股市風險溢價正相關。即在居民風險偏好水平較低的情況下，預防性儲蓄高，對於無風險資產的需求明顯高於風險資產。

宏觀上看，中國總儲蓄率也明顯偏高。2023年中國總儲蓄率為42.49%，高於同期的德國（27.57%）、日本（29.98%）、美國（18.35%），也高於世界平均水平（26.12%）、中高等收入國家（33.47%）。

總儲蓄率高的背後，是否與中國不同階層居民收入結構長期固化有關？儘管162萬億元居民存款的結構如何並不清楚，但從招商銀行每年公布的年報中可以發現儲戶AUM（資產管理規模）的集中度高得驚人，即大致2%左右的儲戶擁有超過80%的資產。

從中國國家統計局公布的收入結構看，佔中國總人口60%的中等及以下收入者的收入佔比在過去十年裏一直維持在30%，基本沒有變化。這對於促消費是不利的。

從國際經驗看，高儲蓄導致高資本形成。根據世界銀行數據，對2023年146個國家的總儲蓄率和資本形成率進行分析，發現總儲蓄率高將導致資本形成率也高。但中國的資本形成率仍然偏高，按照中國的總儲蓄率水平，41.13%的資本形成率高於趨勢值9.37個百分點。且中國的資本形成率是全球平均水平的兩倍。

但高資本形成並不必然導致高製造業佔比。進一步對資本形成率和製造業佔比進行分析，發現資本形成率與製造業佔比沒有穩定關係。中國41.13%的資本形成率和25.5%的製造業佔比，均明顯高於全球平均水平。

由此，如果說偏向節儉的傳統文化和相對保守的行為方式導致了中國高儲蓄率，高儲蓄率帶動高資本形成率有一定的必然性，但中國的高製造業佔比實際上是可調降的。從總量來看，中國製造業增加值在PPI持續為負的情況下仍佔全球31%左右，但人口佔比只有17.5%，儘管可以通過大量出口來消化一部分產能，但還是存在較大缺口。

從穩增長的角度看，擴大製造業投資比房地產投資和基建投資更具有合理性，但從新發展格局的雙循環角度看，保持內外循環的暢通比穩增長更為重要。

（作者為中泰證券首席經濟學家）

關稅戰下半場 警惕美國打補丁



經濟把脈 梁中華

對比由對等關稅政策帶來的理論關稅稅率變化，與美國海關實際清關計算稅率變化，會發現實際關稅稅率的增幅6.5%遠不及理論值的14.5%。這就導致關稅收入增長遠不及預期。在一定程度上促使市場形成了TACO的認識(Trump Always Chicken Out)（特朗普總是臨陣退縮），引發資金對於關稅交易的脫敏。

出現這一現象的原因有三：一是中國通過轉口、搶運的方式，降低了在美國進口中來自中國高關稅產品的比重，導致中國產品稅率提升對總體稅率的拉動不及預期。對比2024年中國佔美國進口比重的13.4%，2025年5月已降低到7.4%；對比4月9日以後高關稅時期，發貨明顯前置至3月到4月初。

二是對墨西哥、加拿大25%的芬太尼關稅在實際操作中幾乎沒有生效。依據我們對加、墨產品中美墨加協議佔比的假設，加拿大和墨西哥在3月4日25%的芬太尼關稅加徵後理論稅率應分別提升14.7%、17.1%，但實際稅率僅分別提升1.8%、4.1%。拆分結構來看，美國政府實施「232條款」後的鋼鋁關稅與汽車鏈實際關稅稅率都有合理程度的提升，但芬太尼關稅下的「其他」項稅率提升明顯較低。

三是可能出現產品層面的調整。從美國進口產品結構與不同產品總體稅率的變化來看，稅率提升越高的產品總體進口的比重下降更多。但由於不同產品實際情況差異較大，這一邏輯並不完備。

根據上述三點原因，我們就更好理解為何今年上半年關稅措施對中國出口和美國通脹的影響程度不及預期。

中國：出口量穩價增

中國的出口出現量穩價增，後續將溫和回落。

量的層面，上半年出口量增速維持高位。出口商應對關稅的三種方式是搶出口、轉口和替代。2024年11月至2025年4月出口增速中樞較高，約一半由搶運透支導致，另一半則可能是貨真價實的增量訂單。若來自非美非轉口地的增量訂單持續支撐，即使搶運的訂單被透支或者轉口監管趨嚴，後續出口回落仍有韌性。轉口的方式實際上化解了關稅的影響：一方面降低了美國實際徵收的稅率；另一方面規避了中國出口量可能受的影響。

價的層面，上半年出口價格不降反升。由於量維持高位，出口商並無必

要降價保量，出口價格不降反升。從人民幣計價的總出口價格來看，中國出口商總體出口價格指數顯著提升；即使僅從美國的進口價格指數看，由於自各國進口的價格均有下降，中國下降幅度並未明顯弱於其他國家。由於貿易價格主要跟隨需求，PMI（採購經理人指數）指示的需求疲弱帶來總體進口價格下降，而非中國出口受到高關稅的影響主動承擔成本。

美國：需求壓制通脹

關稅下美國的通脹並未明顯回升，一方面是前文所述產品實際稅率提升幅度低於理論值；另一方面，從消費品實際稅率變化的角度看，汽車市場需求較弱和油價的擾動也對通脹形成壓制。從各類消費品實際稅率的變化來看，多數產品如家庭耐用品（含家電傢具等）、食品飲料和娛樂品價格均隨稅率的提升出現季調後價格水平的上漲，也可以較為清晰地看到，汽車的疲弱和能源的價跌是1至5月通脹低迷的重要因素。

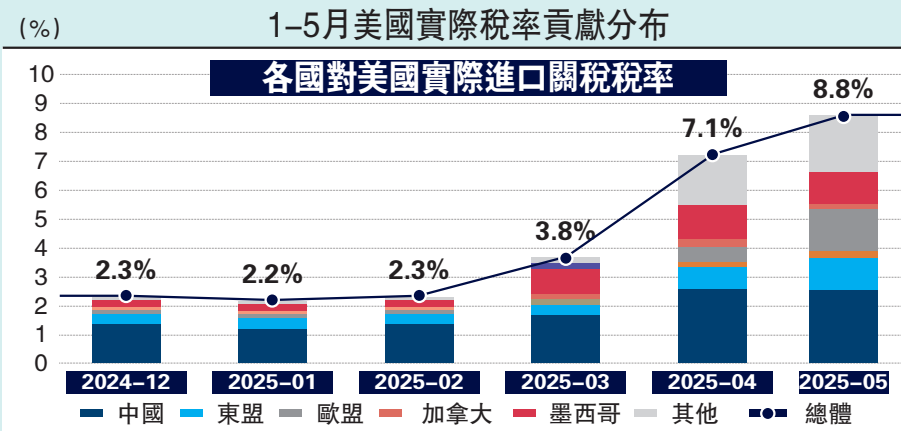
考慮到無關稅情形下仍存在基準價格漲幅，以2012至2019年季調環比均值作為基準情況，商品通脹1至5月基準價格漲幅0.6%，1至5月實際商品價格漲幅0.9%，而實際稅率提升帶來的理論通脹上漲2.1%，說明1至5月的通脹在油價、車價低迷的情況下仍已體現出15.6%的關稅漲價。考慮到價格變化應滯後於關稅的調整，以及油價在6月的回升，預計這一值在6月將顯著提升，關稅對商品通脹的提振效果在6月及以後將體現得更加清晰。

實際關稅徵收遠不及理論值，是關稅對經濟的影響程度低於預期的重要原因，而這主要是由於存在轉口和加拿大墨西哥實際執行關稅稅率較低導致。

關稅戰下半場加徵關稅，一方面針對轉口有明確的限制，如美國已同越南達成貿易協議，將對越南商品徵收20%關稅，對經越南輸美商品徵收40%關稅；另一方面，特朗普威脅對加拿大和墨西哥自8月1日起分別加徵35%和30%的關稅。似乎正巧與本文分析的關稅增收不及預期的原因對應，反映特朗普可能在下半場對關稅措施「打補丁」。

因此，在對等關稅下半場，如果特朗普以財政增收或其他目的，存在實質性提高關稅稅率的意願，那麼無論是實際關稅稅率提升幅度，還是關稅帶來的經濟影響方面，都有超預期的可能。因此要重視過度TACO交易的風險。

（作者為國泰海通證券宏觀首席分析師）



新盤賣少見少 發展商惜售重現



樓語縱橫 楊永健

香港樓價已經連跌三年，其間累計跌幅已達三、四成，整固終有一日會完結，早前已有跨國券商預期本地樓價即將見底回升。以政府差餉物業估價署的私人住宅樓價指數來看，樓價指數已連升兩個月。樓市是否已經臨屆轉振點？一旦確認樓市逆轉，買家又應該如何部署？昔日跌市心態已不適用，再者近期已有發展商作出「超前部署」，改變近年清貨心態，重啟以往升市時期的惜售心態。

過去數年間買家入市心態審慎，加上去年以至今年是新盤落成的高峰期，其間銷售持續出現供多於求的現象。在新盤貨尾的總存量持續增加的情況下，發展商亦只好面對現實，接受大幅減價賣樓，部分發展商甚至要虧損離場，但求去貨只好劈價賣樓，或是蝕本賣樓。發展商看淡樓市，加速降低新盤庫存亦是做生意的策略，但大家亦要明白，隨着市況逆轉，新盤庫存已顯著回落，近期已有個別發展商實行封盤加價，調低代理佣金以減慢「去庫存」的速度。

隨着下半年美國將重啟減息步

伐、低息環境延續，加上近年來政府賣地已大幅減少，未來供應大減的同時，同時間整體新盤庫存量亦由高峰期的2.8萬伙，大幅回落至最新不足2萬伙的水平，新盤餘貨賣少見少，申請預售新盤的數目亦大幅減少，未來新盤預售減少，只要未來新盤銷售維持，相信發展商新盤銷售策略亦會改變。

當然大家要明白，每個發展商的財政狀況不一，新盤庫存的情況亦各有不同。無可否認，部分發展商已重啟以往惜售心態，以往需要加速去庫存，現時要轉為減慢去庫存的速度，以往重量不重價，目前會重價多於重量。近月市場上缺乏大型新盤登場，亦正反映部分發展商已開啟惜售心態，新盤訂價策略亦可能需要更新。

總括而言，未來市場上仍有不少現樓新盤有待消化，加上整體新盤總庫存仍多達2萬伙的高水平，部分發展商仍然面對一定「去庫存」的財政壓力，供應減少而銷售持續。發展商採取惜售的加價策略是正常操作，一旦加幅過高，亦大有機會嚇走買家，甚至轉購同區其他樓盤，屆時更得不償失，相信發展商仍會維持審慎訂價策略。

（作者為世紀21星鑄總經理）