



▲針對愈演愈烈的汽車價格戰，國家工信部明確表示加大整治內捲力度，堅決維護公平有序的市場環境。

經濟觀察家

7月初中央財經委員會第六次會議召開，明確要求依法治理企業低價無序競爭，推動落後產能有序退出，釋放出國家層面「反內捲」政策新信號。隨後幾天，資本市場上對「內捲」和「反內捲」討論熱火朝天。

內捲加劇源於市場化不足

飛躍宏觀 內捲式競爭在這幾年表現特別突出，2024年統計局公布中國的平均每周工作時長達48.7小時，持續4年增加，「996」、「7x24」等新名詞在社會廣泛流行；2024年光伏產業集體虧損，多晶硅價格持續下跌，到年底16家光伏頭部企業聯合簽署自律公約，抵制低價惡性競爭；2025年至今汽車產業打起價格戰，龍頭企業帶頭拚價格，行業整體影響嚴重，部分新能源車企虧損嚴重。這些都反映出中國競爭內捲現狀。

內捲式競爭是一個社會性詞語，用於描述「違背經濟運行規律，低質量、同質化的過度無序競爭」的現象。這是百度百科給的定義，在經濟學理論裏並沒有相類似的詞語。本文通過經濟學理論來分析一下內捲的含義。

競爭的作用：優勝劣汰

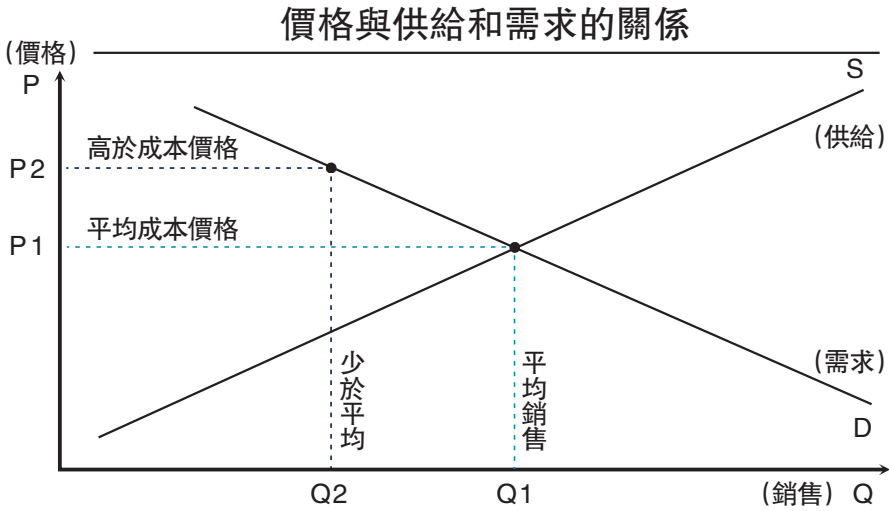
在經濟學理論裏，競爭是市場經濟的核心。如果沒有競爭，社會資源就無法達到最優配置，個人財富也就無法達到最大。**競爭就是優勝劣汰**，不斷淘汰落後的企業和產能，讓優質的企業和創新的技術發展起來，帶動整個社會技術進步，否則經濟沒有活力，技術難有進步，資源大量浪費。競爭是激烈的、殘酷的，商場如戰場，如果不能通過競爭淘汰落後企業或產能，於企業而言，好的企業發展不起來，壞的企業淘汰不下去；於行業而言，可能出現劣幣驅逐良幣現象；於社會而言，經濟效率低下，發展緩慢甚至倒退。

通過充分競爭，產業結構實現不斷升級變遷。社會上總有人擔心技術的進步會造成大面積的失業，實際上這是對經濟規律的不了解。技術進步會帶來部分領域勞動的替換，但更主要的是帶來收入的增長，其創造的新增需求可以在朝陽產業上吸納更多就業。這就是典型的經濟學理論：收入效應是大於替代效應的。只要能在總量上帶來收入的增長，那麼在個別領域的替代就可以犧牲。

通過充分競爭，全社會的資本能夠保持穩定且較高的回報率，這也是保證經濟持續健康發展的關鍵基礎。無論是從農業社會向工業社會轉變，還是從鋼鐵水泥等原材料加工產業向電氣化、自動化產業轉型過程中，資本能得到一定合理回報，這說明資本並沒有被浪費，產能沒有過剩。

高盈利可以吸引大量投資，高虧損可以淘汰大量產能，這本是市場正常行為。但部分行業人士或經濟評論家，認為虧損無法接受，企業破產倒閉會引發社會問題，就不願意讓過剩的產能快速出清，希望政府出面干預。這是對市場的錯誤理解，在微觀經濟學上，政府干預市場競爭，可能會扭曲市場行為，造成資源的進一步浪費。

競爭能否充分市場化，體現了該經濟體的投融资體制是否健全。投融资體制決定了產業發展從「進入—競爭—退出／轉型」整個環節的高效合理程度。如果在產業進入環節，政府實施核准制，就可能會出現權力尋租



空間，行業進入者並不一定是技術最先進者或資本最雄厚者，這在滋生腐敗的同時也影響到產業的健康發展。同樣在前期投資環節，各個進入者在銀行貸款時面臨利率不同、融資額度不同的隱形不平等對待，自然也就無法公平競爭，非市場化因素就會成為決定投資成功失敗的關鍵，造成嚴重的市場扭曲。

市場的扭曲：偏離合理水平

而同樣在競爭環節，如果以各種名目約束競爭也會造成無法市場化。比如在資本市場發展的早期，為了抑制地方政府的投資熱情，股票發行制度實行審批制，從額度分配到通道管理，嚴控上市規模和節奏。在這種情況下，上市公司會比同行業未上市公司率先在資本市場上募集大量資金用於投資建設，這就促使大量企業爭先恐後IPO。而由於緊缺性，新股定價往往偏離合理水平，讓企業家萌生了賺快錢的想法，資本市場也逐漸變成了融資市場，股民投資者得不到投資的回報。

2013年新華社發表文章《淡化行政干預、以真正的市場化改革解決IPO難題》就提出「逐步把發行節奏和發行價格的決定權交還給市場，通過市場這隻『看不見的手』去疏導『堰塞湖』」。最後註冊制在2023年全面實行。

最後在退出環節，競爭的加劇必然會導致部分行業和企業退出市場。但由於這些行業或企業部門牽連地方政府部門、大量職工失業和銀行不良等社會問題，導致僵而不死、低效運行。中國的企業破產制度有待完善，間接融資為主的投融资體制讓風險集中在商業銀行裏面，如果出現社會上大部分行業均過剩的情況下，就會引發系統性金融風險，更沒人敢推倒第一個多米諾骨牌。

中國在改革開放以來的40年快速發展中取得了偉大成就，但累積的問題也較多。地方政府作為運動員參與到某些領域投資建設中，讓債務問題加重到影響未來經濟發展的水平。從90年代的鋼鐵、煤炭到後面的光伏、電力、新能源都出現了產能過剩問題，造成前期的投資無法產生穩定的回報，居民收入增速不斷下降，消費需求也明顯不足，無力承接已經轉化的新供給能力，低物價預期持續存在，讓經濟陷入增長乏力的境地。

又由於為了穩定經濟增速，促投資政策始終處於重要位置，即使與當下需求明顯脫節。以當下為例，2025

年1至5月份汽車製造業利潤總額按年下跌11.9%，已連續3個月負增長，行業內捲嚴重。但同期汽車製造業固定資產投資完成額按年增長23.4%，今年前5個月都處於兩位數增速上，2013年以來都很少有持續這麼高的增長速度。如果未來汽車需求不快速提高，這些投資可能又會成為新的過剩產能。

政府在糾正「內捲式」競爭的過程中，若直接進行價格干預或產量限制，或不利於經濟長遠發展。如（配圖）顯示，當市場達到均衡時，價格為P1，但假設該價格低於汽車行業平均成本，所以大部分處於虧損狀態。政府為了防止內捲式競爭，規定價格為高於平均成本的P2，這會造成汽車需求的縮減和汽車生產的增多。由於實際銷售量由需求決定，所以最終的銷售量為Q2，可以看出Q2小於Q1。汽車行業的整體銷量下滑了，庫存也增加了。當然政府同樣可以規定汽車廠商實行限產，以實現任Q2上的供銷平衡。

但在這情況下，汽車產能的閒置部分超過了限價前，而且整個汽車行業的盈利狀況是否好轉取決於P2/P1與Q1/Q2的對比關係。如果P2/P1>Q1/Q2，整個汽車行業盈利有所好轉。不過利潤增加的部分來自於消費者福利減少的部分，因為消費者享受不到更低價的汽車產品了。

同時新增的閒置產能增加了債權方銀行的資產壓力，這些閒置產能幾年之後就會報廢。最後限產保價不利於競爭的開展，無法促進市場快速出清，又回到了前期所提到的低效市場問題。

改革的意義：可持續發展

解決內捲的問題，在某些領域是解決產能過剩的問題，進而解決投融资體制的問題。而非市場化因素出現在「進入—競爭—退出」任何一個環節，都會形成擁堵和扭曲。這就需要我們加快市場化改革的速度，完善市場主體破產和退出機制，鼓勵企業之間的兼併重組，鼓勵競爭。

最後，在宏觀調控上，注重投資的短期目標和長期利益，投資是為了未來的消費，如果當前的投資在未來無法保持穩定的回報率，就會影響未來的消費能力，就會形成新的過剩產能。通過改革的方式，讓經濟回到可持續發展的軌道上，讓市場通過優勝劣汰保持最優狀態，內捲問題或得到緩解。

（作者為長城證券首席宏觀分析師）

外賣大戰料推升本月零售數據

民生國計 陶川 隨着內地外賣市場規模的快速擴張，其在社會零售中的重要性愈來愈高。即使是在互聯網外賣市場初步成型的2015年，龍頭企業的「大手筆」補貼也能顯著帶動餐飲消費。但近期呼籲停止「內捲式」補貼的聲音愈來愈多，我們不禁發問，對於收入端而言，補貼究竟是「利好」還是「利空」？短期來看，訂單量增幅足以覆蓋客單價的「折損」，這對7月社會零售的帶動作用有多大？往後看，其持續性如何？

我們先需要搞清楚外賣在宏觀數據中的統計問題。

其一，外賣是如何在社會零售數據中進行統計的？社會零售數據包含商品零售和餐飲收入，後者指的是住宿和餐飲業企業（單位、個體戶）提供餐飲服務所取得的收入，外賣收入屬於其中一部分，在實際統計報表中，列為「通過公共網絡／非自營平台實現的餐費收入」。以實際的外賣點單場景舉例：商家餐飲收入＝標價－配送服務費－各項優惠或補貼。需要注意的是，配送服務費由平台企業收取，不計入商家的餐飲收入。即使商家自行提供送餐服務，因此產生的收入也不納入社會零售（餐飲收入）統計，但是所送的餐飲食品金額會納入。

其二，外賣在社會零售中的重要性如何？外賣市場規模在過去幾年快速擴張，增長速度持續快於同期的餐飲收入。參考商務部數據，在線餐飲佔餐飲消費總額比重已近25%，而餐飲收入佔社會零售比重約11.2%，因此外賣收入在社會零售中的佔比約是2.8%。

回顧歷史，2015年也曾出現過外賣「補貼大戰」，同期餐飲收入增速明顯走高。餓了麼在2008年成立，美團外賣、百度外賣先後在2013年11月、2014年1月成立，這是彼時的外賣市場「三巨頭」。三家企業的「補貼大戰」在2015年進入高潮，據報美團外賣從2014年9月起每月補貼額近2億元（人民幣，下同），2015上半年增至6億元。「補貼戰」一方面帶給了贏家更高的市場份額，2015年第四季美團市佔率升至第二；另一方面也明顯帶動了外賣市場的增長和餐飲消費的熱情，2015年餐飲收入按年增長11.7%，較2014年提高2個百分點。

回到當下，如何看待新一輪「外賣大戰」，及其對社會零售的影響？筆者逐一回答以下問題：

1）本輪「外賣大戰」的影響何時開始顯現？隨着三巨頭補貼力度提升，「外賣大戰」在7月正式進入白熱化階段。據報道，7月5日美團即時零售日訂單突破1億單，較去年峰值提前33天。7月12日，美團日訂單進一步超過1.5億單，熱度較6月明

顯提升。

2）外賣補貼究竟補貼了誰，成本由誰來承擔？答案是補貼了消費者，成本由平台和商家共同承擔。在成本分擔問題上，有兩類「極端」情形更加容易引發市場關注，一類是部分商家的引流產品在參與補貼的過程中「破價虧損」；另一類是有些低價訂單（比如奶茶「0元購」等）甚至由平台全額兜底。我們認為「中性情形」會是：參與補貼後，商家確實要承擔更多成本，餐飲收入大約會折損20.4%。

3）外賣補貼能夠帶動社會零售或餐飲收入嗎？考慮到訂單量的大幅增長，外賣補貼仍會顯著擾動總體餐飲收入。基於公開可獲得的數據資料，筆者推算，美團在今年7月份的即時零售（絕大部分為餐飲訂單）日均訂單或在1.35億單量級，較去年同期大幅增長86.6%。

4）帶動幅度能有多大？綜合考慮外賣補貼帶來的訂單量增長、客單價折損，假設案例企業的市佔率保持平穩，筆者預計7月全行業外賣餐飲收入按年增長48.6%。考慮外賣收入在社會零售、餐飲收入中的佔比後，測算本輪外賣補貼或能分別拉動7月餐飲收入、社會零售總額按年增長12、1.3個百分點，其「衡量效應」十分顯著。

價格補貼難以持久

但從持續性上看，「外賣大戰」的本質與當下「反內捲」的政策訴求並不兼容。電商平台本就是「反內捲」重點聚焦的領域，隨着本輪外賣價格補貼大戰愈來愈激烈，社會各方已開始警惕，7月15日遵義餐飲商會公開喊話呼籲停止「內捲式」補貼、中國連鎖經營協會發出《聯合抵制價格補貼「內捲式」競爭》倡議書。正值7月政治局會議召開前的重要窗口，外賣價格補貼大戰可能會進一步提高決策層對於「反內捲」議題的重視。

此外，若拉長周期看，餐飲收入總會向需求中樞「均值回歸」。隨着供給和需求環境的變化，2020年以來的餐飲收入已歷經數輪波動。但歷史經驗表明，餐飲收入最終仍會向需求中樞收斂，這一趨勢從去年下半年以來不斷強化；而需求在集中釋放後，往往也會「均值回歸」。

（作者為民生證券研究院首席經濟學家）



▲外賣價格補貼大戰愈來愈激烈，引起社會關注。

重塑置業階梯好時機

樓市新態 汪敦敬 上星期筆者撰文《警惕置業斷層 削弱樓市動力》得到好的回響，筆者想在這方面再探討。1997年回歸前炒風熾熱，但當時人口不斷增加，仍能保持置業階梯，政府在1988年推出了「自置居所貸款計劃」，以協助低收入家庭在私營物業市場置業。回歸之後，特區政府在1998年推出「首次置業貸款計劃」，以協助中產家庭置業，其後於2003年推出「置業資助貸款計劃」，「自置居所貸款計劃」和「首次置業貸款計劃」。「置業資助貸款計劃」供合資格人士在以下方案中三選一：1）借取免息貸款53萬元（分13年攤還）；2）借取免息貸款39萬元（分20年攤還）；3）領取每月按揭還款補助金3800元（共48期）。單身人士所獲的款額為上述的一半。

1997年之後，香港要承擔之前炒風造成的惡果——泡沫爆破局面。數十年來，筆者也支持對炒樓的管制，因為炒風活動如果過分，會破壞了本來房地產的其他重要功能。所以中央政府提倡的「房住不炒」，筆者認為相當正確。

我們既然有大的方向，更加有空間將房地產的其他功能發揮得好，其他功能包括：1）養老，包括買樓收租或做逆按揭去安享晚年；2）減低短炒，

令到房地產市場是最穩定的市場，筆者多年來常說內地房地產是「磚本位」；3）「紙磚頭」亦是一個良好的房產信託基金，可以進一步活化房地產這不動產的財富流通；4）房地產亦可以分配社會財富，不同板塊如果有合適轉流率是最好的分配財富結構；5）房地產亦可以抗高通脹，免得在高通脹之下財富蒸發，這點十分重要，特區政府是應該完善資助貸款。當然，我們未必需要鼓勵年輕人追求買樓，但亦應該讓他們知道社會是可以提供置業的選擇。

樓市暢旺 利好經濟

完善財富分配才是解決社會深層次矛盾的好方法。「置業資助貸款計劃」因當時市道低迷，特區政府決定退出市場、在2004年終止有關計劃，後來因為長期供應不足，的確難以再推出，筆者認為這是年輕人置業低迷的原因之一。

現在樓市剛剛過了最低迷的時候，是重整置業資助貸款的好機會。貸款雖然可能會引起壞賬，但其推動經濟的能力龐大，筆者認為物有所值，最重要是解決到深層次矛盾。

一個成功的金融中心和大都會，人口一定會增加。今次可能是修補置業階梯和化解深層次矛盾的好機會。

（作者為祥益地產總裁）