

反内卷不仅仅是去产能

——如何理解反内卷的经济逻辑

经济研究 · 宏观专题

证券分析师：李智能

0755-22940456

lizn@guosen.com.cn

S0980516060001

证券分析师：田地

0755-81982035

tiandi2@guosen.com.cn

S0980524090003

证券分析师：董德志

021-60933158

dongdz@guosen.com.cn

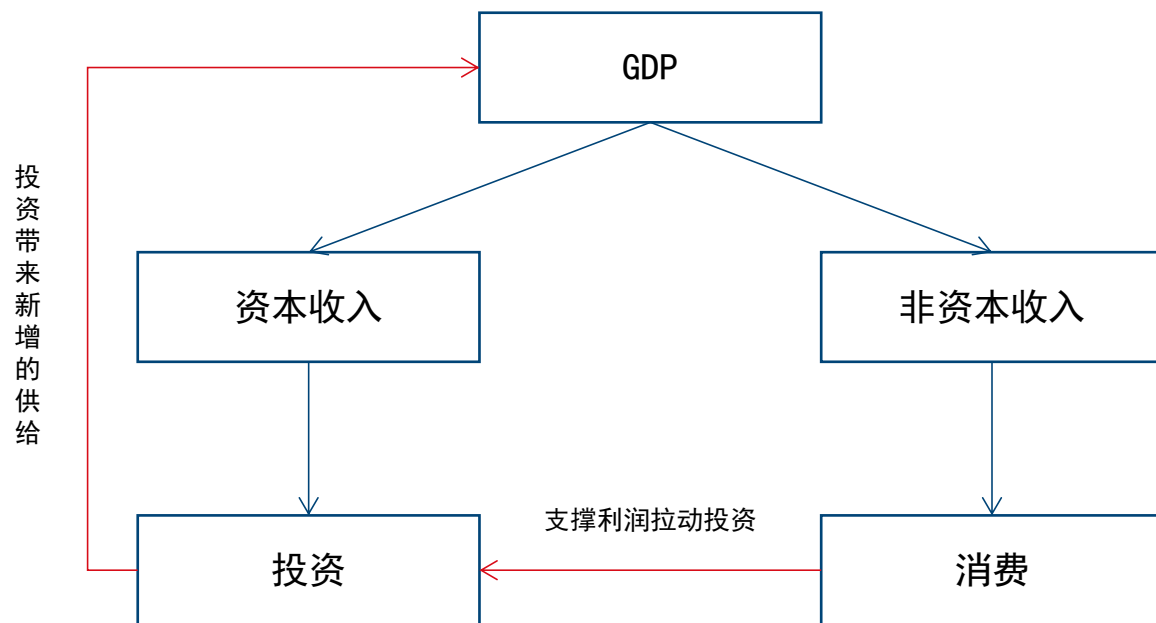
S0980513100001

- 本文从宏观经济会计恒等式出发，系统分析了投资与消费之间的内在张力及其对经济增长的影响。资本收入集中于少数高收入群体，边际消费倾向低，是投资的主要来源；而非资本收入人群消费倾向高，构成消费需求主力。两者比例的失衡导致中国资本产出比（ K/GDP ）持续上升、资本回报率（ r ）不断下降，逼近“效率悬崖”，投资驱动型增长已难以为继。
- 实证数据表明，中国投资效率下降主要源于消费未能同步跟上供给扩张，尤其是服务消费需求偏弱与服务业投资过剩的结构性错配。一次分配中资本收入占比偏高，挤压居民消费能力；二次分配中政府支出偏重投资而非民生，进一步加剧供需失衡。债务扩张虽可短期缓解需求缺口，但已接近居民偿付能力边界，可持续性低。
- 短期可通过淘汰低效产能提升资本回报率，但长期必须通过改善收入分配（如加强劳工权益、增加福利支出）才能真正实现可持续增长。美国历史经验表明，二次收入分配改革往往先于一次收入分配（资本收入占比下降），并对经济增长、失业率、通胀和资本市场产生深远影响。当前中国的“反内卷”政策应超越2016-2017年的去产能经验，更注重收入分配改革。

GDP恒等式带来的启示

- 投资创造新供给，直接拉动经济增长；消费则代表需求，是企业利润的源泉，消费通过支撑利润拉动投资并间接拉动经济增长。
- 可持续增长依赖于投资与消费比例的协调平衡，经济增长离不开投资但并不能一味扩大投资。

图：经济增长引擎的动态平衡原理



资料来源：WIND、国信证券经济研究所绘制

- **GDP=资本收入+非资本收入**，这是一个会计恒等式，是永久成立的。其中资本收入集中在少数人手中，人均占有量大、边际消费倾向低，是投资/供给的主要来源；非资本收入所在人群人均占有量小、边际消费倾向高，构成消费/需求的主力。这导致投资与消费天然存在此消彼长的张力，其背后是资本与非资本收入分配的博弈。
- 由于**资本收入=资本存量（K）*资本回报率（r）**，因此上述GDP恒等式可变形为：**资本收入占比=资本回报率*（资本存量/GDP）**。
- **资本收入和非资本收入占比保持不变是一种平衡的经济分配状态**，此时资本收入和非资本收入的增速均持平整体GDP增速（注：平衡不代表合理）。
- **在资本收入占比稳定的平衡状态下，资本回报率（r）与资本产出比（K/GDP）呈反比**。其中，K/GDP是衡量投资效率的关键指标：其上升意味着资本存量增速快于GDP增速，投资效率下降（边际产出减少）；下降则意味着效率提升。

中国现实：投资效率持续衰减

- 从中国的角度来看，2009年起中国的资本存量与GDP比值持续上升，表明次贷危机之后，中国资本存量的增速持续超过GDP增速，投资效率不断下降。

图1：2009年起中国的资本存量与GDP比值持续上升

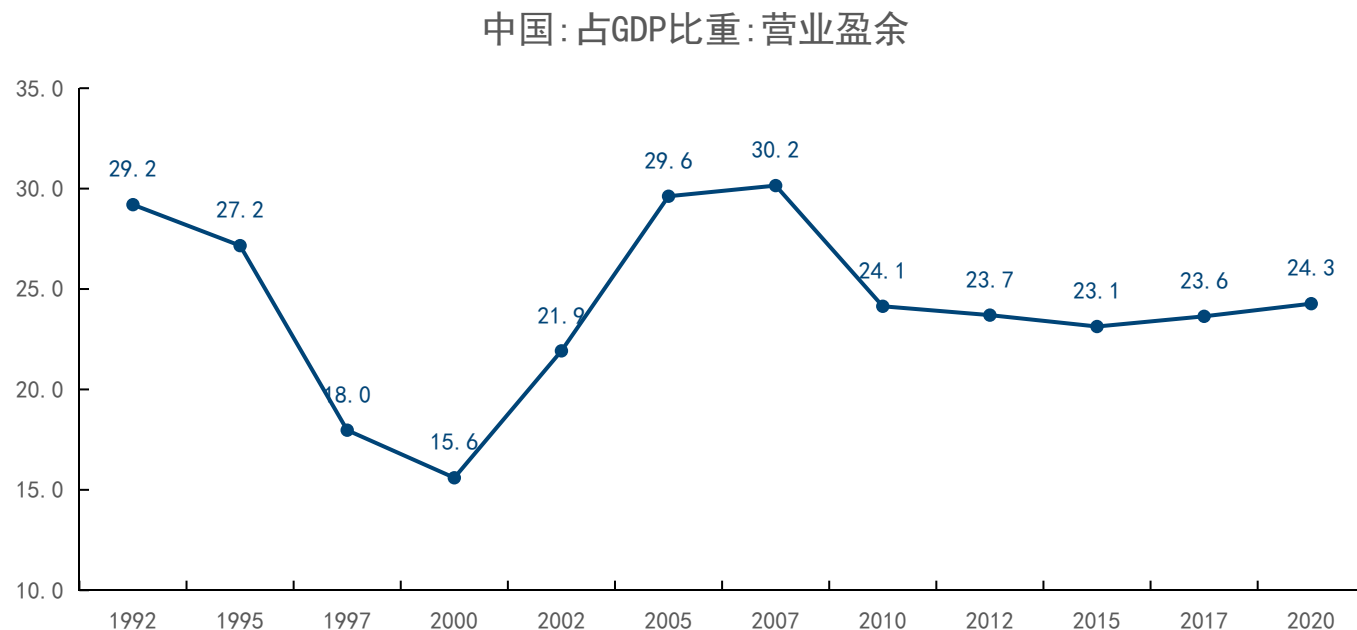


资料来源：WIND，国家资产负债表研究中心，国信证券经济研究所整理（注：资本存量=非金融资产合计值）

2010-2020年中国的资本收入占比变化并不大

- 2010-2020年中国的资本收入占比变化并不大，这意味着2010年以来中国的资本回报率出现了较明显的回落（基于前述的会计恒等式）。由于企业经营本身具有不确定性，这些不确定性带来的风险绝大部分由资方承担，导致资方必须在自由市场要求的回报上，额外增加一项风险溢价，因此资本回报率的下降是存在下边界的，且下边界要明显大于无风险利率。一旦资本回报率向下击穿下边界，则市场化的经济主体将不会继续投资，此时“投资驱动型增长”模式就会迎来效率悬崖，即进入投资停滞、增长停滞的状态。

图：中国资本收入占比走势一览

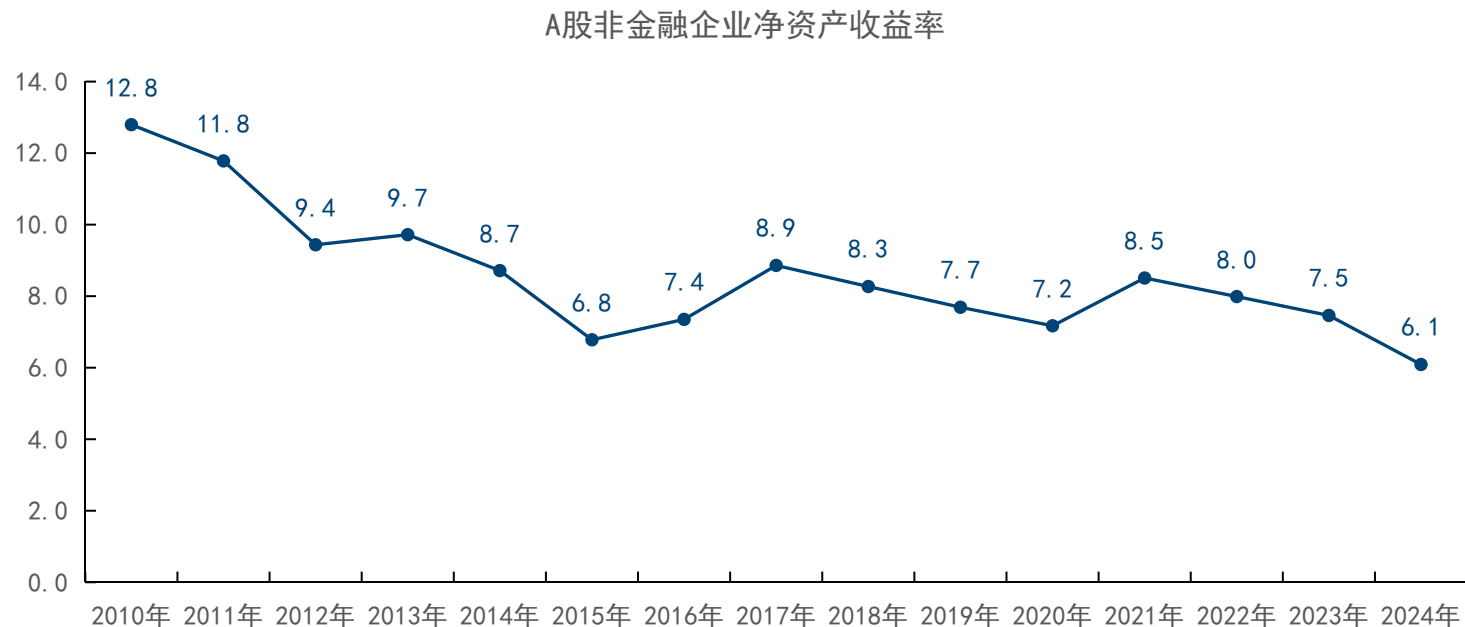


资料来源：WIND、国信证券经济研究所绘制

中国“投资驱动型增长”模式正接近效率悬崖

- 长期的名义GDP平均增速可能构成投资回报的一个下边界，因为一个企业的投资回报若低于名义GDP增速，则这个企业即使将所有的盈利均投入再生产，其企业的营收增长速度也大概率将慢于名义GDP增速，在此情况下，该企业营收在经济中的占比会越来越低直至可忽略不计。若未来中国长期的实际GDP增速平均约为4%，长期通胀增速平均约为2%，则中国投资回报的一个下边界或约为6%，在此情况下，2024年以及2015年中国A股上市公司的整体净资产收益率均非常接近这个投资回报下边界，即2015年以及2024年我国的投资驱动型增长均已经接近效率悬崖。

图：2010-2024年中国A股非金融企业净资产收益率呈现明显的回落态势



资料来源：WIND、国信证券经济研究所绘制

效率悬崖的直接原因：消费需求不足

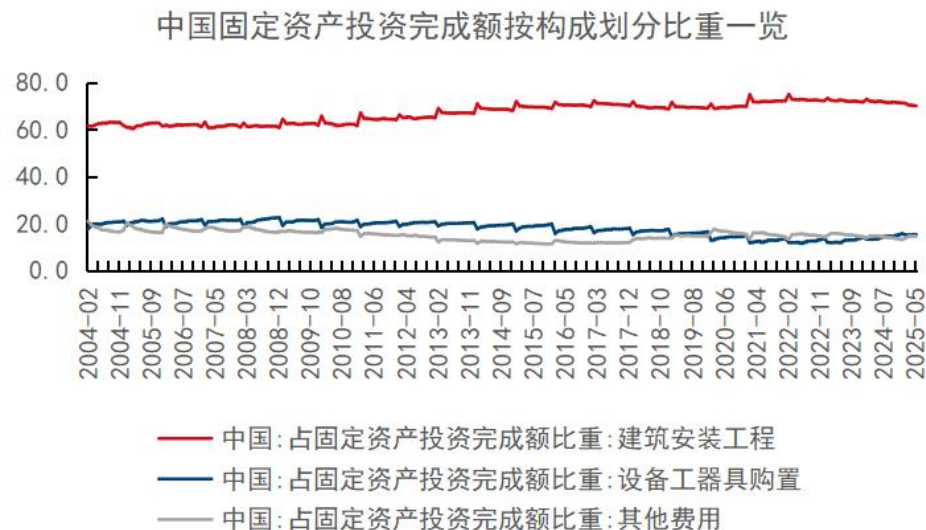
- 到底是什么因素导致中国的投资效率逐渐下降、投资回报率逐步回落并接近效率悬崖？
- 中国的实证证据（例如产能利用率数据）倾向于给出这样一种解释：投资效率下降的主因在于消费需求（最终需求）的增长未能同步跟上供给能力的快速扩张，导致大量产能闲置，实际产出长期低于潜在产出水平。
- 这是理解中国“资本产出比（ K/GDP ）持续上升”与“资本回报率（ r ）持续回落”这对“孪生现象”的关键：两者看似是会计恒等式中两个不同变量，实则受同一根本性因素驱动——最终消费需求（特别是居民消费）的相对不足。一方面，消费需求增长乏力导致大量新增投资形成的产能无法被充分利用，大量资本沉淀为低效或闲置产能，无法有效创造GDP，直接推高了 K/GDP 比值（分母GDP增长慢于分子 K ）。另一方面，消费作为企业利润的终极来源，其疲软直接压制了企业的销售收入和盈利空间，是推动资本回报率（ r ）趋势性下行的核心力量。因此， K/GDP 上升与 r 下降实则是“消费需求不足”这枚硬币不可分割的两面。

投资与消费错配加剧了产能闲置问题

投资结构与消费结构的错配加剧了产能闲置问题

- 中国固定资产投资的结构性特征为此提供了佐证。从投资构成看，与服务业（第三产业）生产活动更为相关的“建筑安装工程”占比异常突出（高达70%左右），而与制造业（第二产业）产能扩张、效率提升更直接相关的“设备工器具购置”占比则相对偏低（仅约15%）。这意味着大部分新增资本流向了服务业的硬件设施建设。然而，与此形成鲜明反差的是，中国居民的最终消费结构中，服务消费占比长期显著偏低。服务消费需求增长的相对滞后，极可能是导致大量沉淀在服务业领域的资本（如商业地产、部分基础设施）利用率偏低、投资效率难以提升的关键结构性因素。供给（投资）结构与需求（消费）结构的错配加剧了资本闲置问题，而这一结果可能和政府的支出结构密切相关（支出偏向投资而非居民服务消费）。

图：中国固定资产投资完成额中建筑安装工程占比超70%



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：中国居民消费中服务消费占比明显偏低



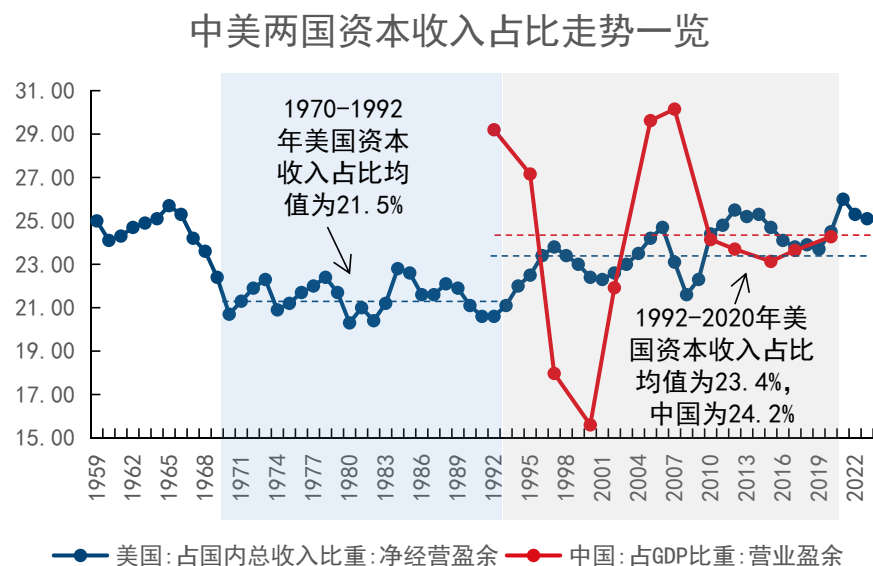
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

收入分配失衡是根本原因

收入分配失衡是中国面临效率悬崖的根本原因

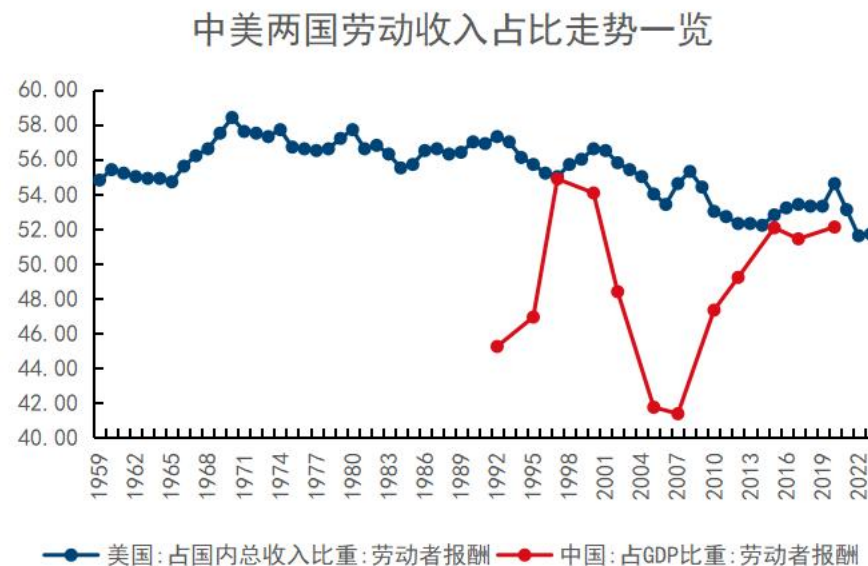
- 消费需求不足、投资与消费错配分别对应中国经济产出在一次分配和二次分配中的失衡现象。一次分配过程中，1992-2020年中国的资本收入占比约为24.2%，高于同期美国的资本收入占比23.4%，明显高于1970-1992年美国的水平21.5%。根据前面的阐述，过高的资本收入占比构成对非资本收入的挤压，从而压低全社会的消费能力。而二次分配过程中，中国政府将大量的财政资源投入到政府投资领域而非居民福利改善领域，这进一步加剧了消费需求不足、产能闲置问题。
- 通缩是收入分配失衡的衍生现象。

图：中国的资本收入占比平均值高于美国的历史平均水平



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：中国劳动收入占比明显低于美国的历史平均水平

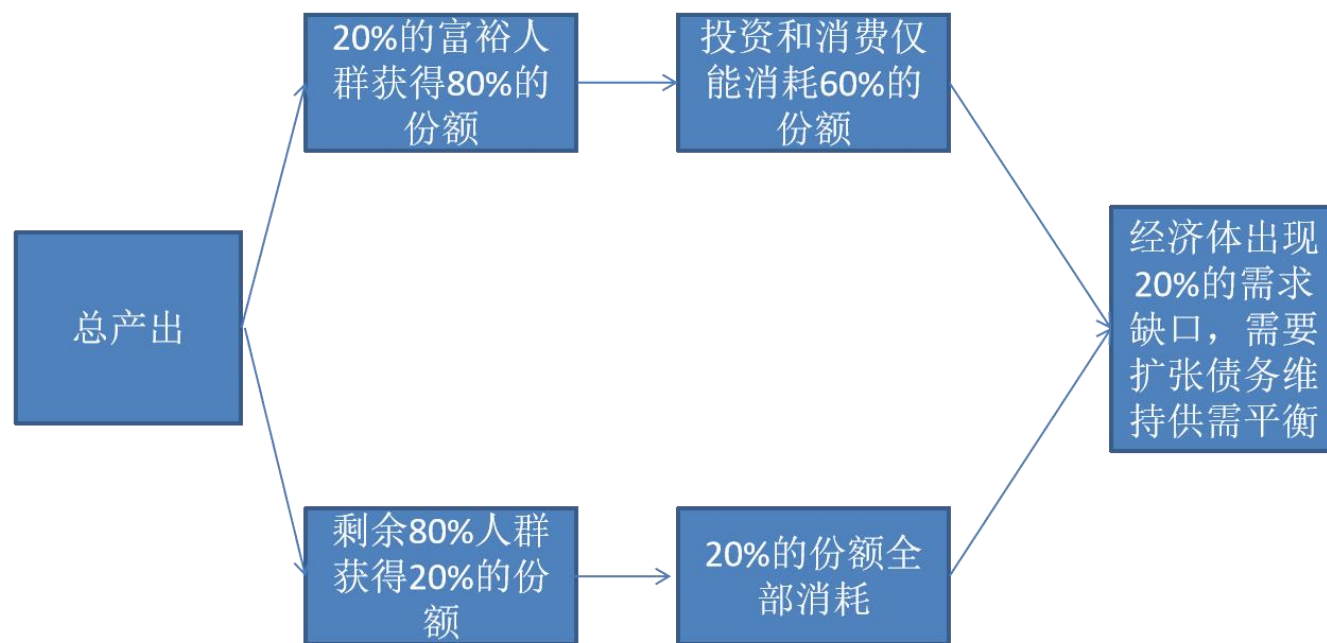


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

收入分配失衡带来供需缺口以及不可持续的债务扩张

- 收入分配失衡往往带来巨大的内部需求缺口，面对需求缺口经济体常被迫诉诸于一种高风险策略——收入偏低人群通过信用扩张（债务累积）向高收入人群“预支”购买力，以勉强维持当前的生产规模和市场出清。债务累积具有天然的上限约束——居民偿付能力的边界。净出口也是一种债务（外国人的债务）。

图：经济产出分配示意图

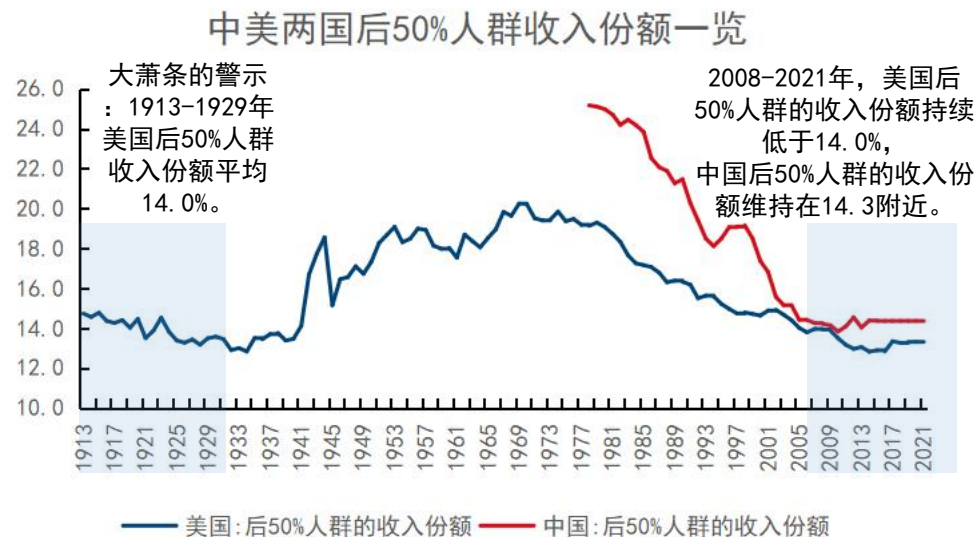


资料来源：WIND、国信证券经济研究所绘制

次贷危机后中国后50%人群收入份额与大萧条前的美国基本相当

- 结合一次分配和二次分配，次贷危机后中国后50%人群收入份额与大萧条前的美国基本相当，表明次贷危机后中国的收入分配失衡现象非常突出，这也可以解释为何次贷危机后中国居民杠杆率明显提升。
- 债务累积具有天然的上限约束——居民偿付能力的边界。从中美两国后50%人群的收入份额走势看，当前两国居民的偿付能力可能都不太允许债务进一步明显扩张，供需不平衡矛盾凸显。
- 美国靠政府加杠杆弥补供需缺口，但通胀压力逐渐凸显；中国政府谨慎加杠杆，面临通缩。

图：中国和美国后50%人群的收入份额



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：近几年中国和美国居民均不再继续加杠杆

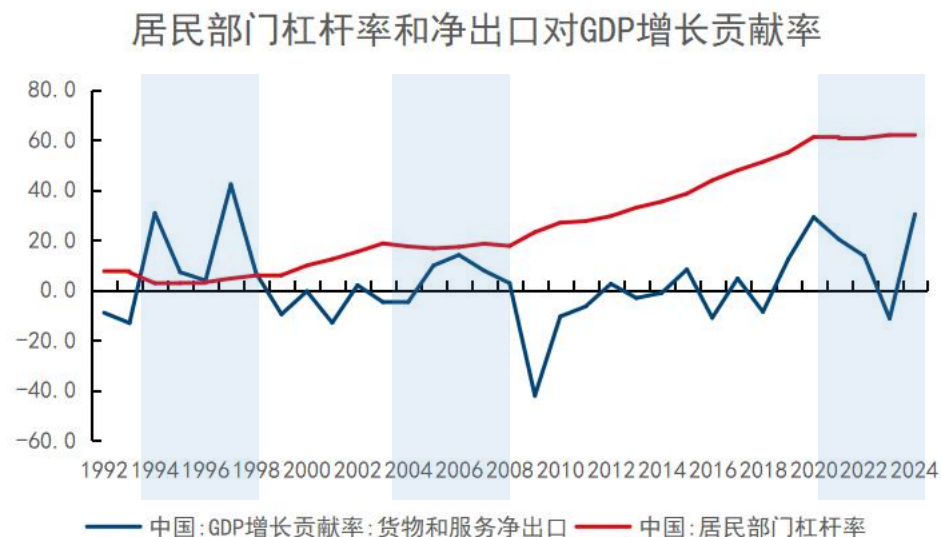


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

中国居民债务与净出口轮番扩张以平衡供需但难度越来越大

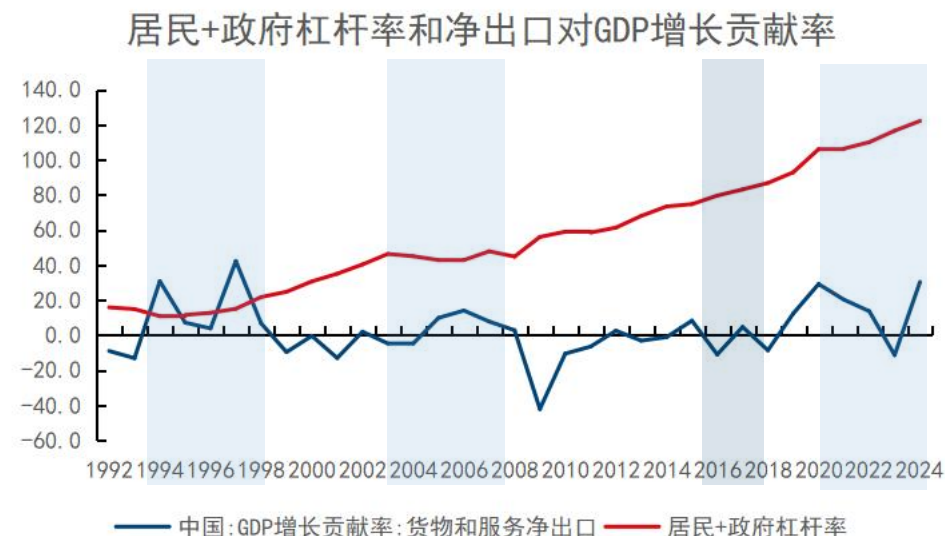
- 1992年以来，中国经历了三次居民杠杆率走平的现象，在此期间净出口对GDP增长的贡献率均明显提升（居民杠杆率上升时期净出口的贡献约为零或负值），表明中国居民债务与净出口轮番扩张以平衡供需；
- 从“居民+政府”杠杆率走势来看，前两次居民杠杆率走平时“居民+政府”杠杆率亦走平（同时净出口的贡献提升），但2021年以来这一次不一样，居民杠杆率走平时“居民+政府”杠杆率继续提升，同时净出口的贡献明显提升至正值，即使这样中国还是进入通缩的状态，这表明中国通过扩张债务来平衡供需的难度越来越大。

图：中国居民债务与净出口轮番扩张以平衡供需



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：2019年以来，中国通过扩张债务来平衡供需的难度明显加大



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

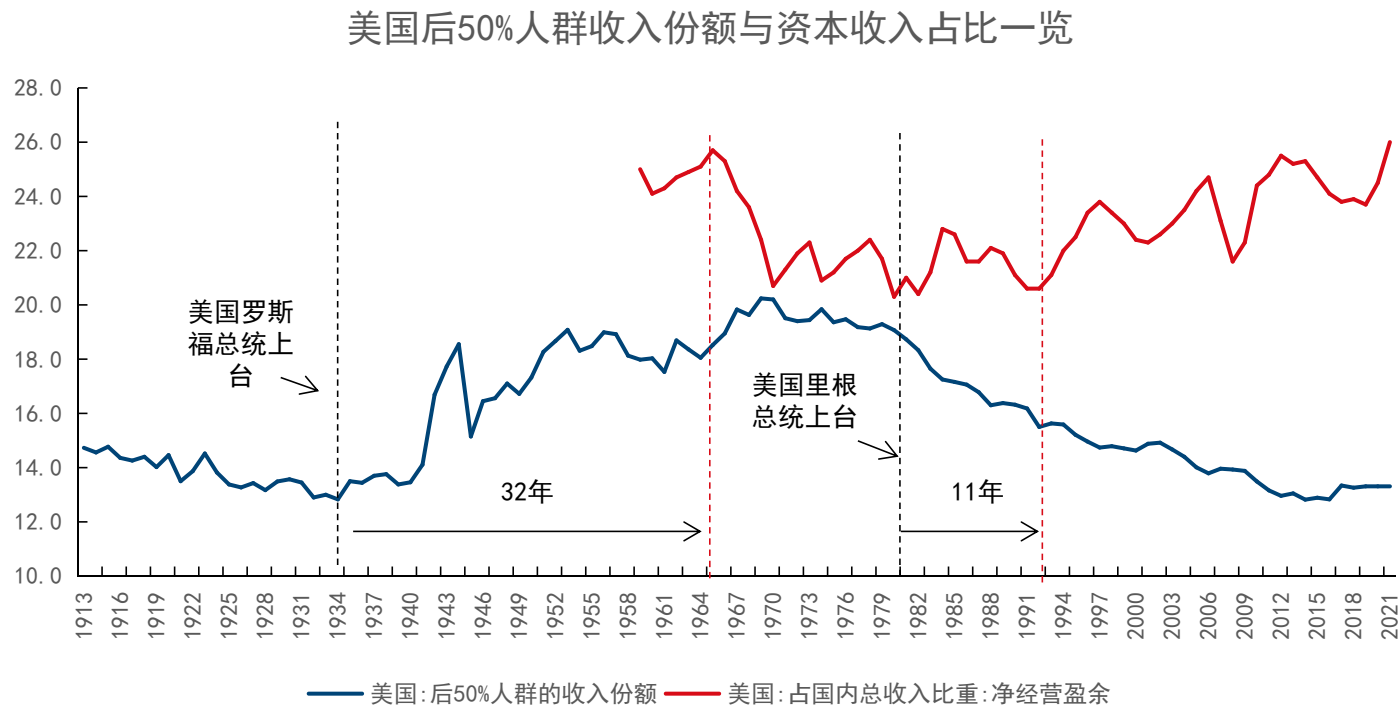
如何避免投资的效率悬崖？

- 资本收入占比=资本回报率*（资本存量/GDP）。
- 短期来看，只要想办法提高资本回报率，就能缓解效率悬崖的紧迫感，而在保持资本收入占比不变的情况下（虽不合理但平衡的分配，改革阻力小），要提高资本回报率，只能通过降低资本产出比（ K/GDP ）的方式进行。降低资本产出比，一方面可以通过鼓励创新来提高新增投资的边际产出来达成（见效慢），另一方面，可以通过加快低效落后产能的退出减少存量资本从而立刻达到降低资本产出比的目的（见效快）。
- 长期来看，收入分配失衡是经济增长面临效率悬崖的根源，改善收入分配或是中国可持续增长的唯一选择。
- 2016-2017年中国的供给侧结构性改革着重清理低效落后产能，短期内取得较好的效果，推动资本回报率回升，但由于收入分配进一步失衡（资本收入占比有所抬升），若干年后中国再次面临效率悬崖。
- 因此，当前提出的“反内卷”不会是2016-2017年的简单重复，此次“反内卷”除了推动低效落后产能的退出以外，政府通过加强劳工权益保障、增加福利支出来调整一次和二次收入分配是更为关键的内容。
- 此外，若将投资划分为创新投资与模仿投资，则效率悬崖困境往往源于模仿投资过多，收入分配改善后企业运营成本大概率上升，一定程度上也将抑制模仿投资，而创新投资预期回报率高，对成本上升的容忍度也高，受到的影响大概率较小。

美国经验：二次分配改变领先一次分配改变

- 1933年美国罗斯福总统上台执行“救济、复兴、改革”（3R）新政，后50%人群收入份额随即迎来持续三十多年的上升趋势，但直到1965-1970年美国资本收入占比才出现明显回落。
- 1981年美国里根总统上台推行以减税、放松管制、紧缩货币供应和控制社会福利开支为主要特征的“里根经济学”，后50%人群收入份额加速回落，1992年美国资本收入占比迎来持续上升趋势的起点。

图：美国后50%人群收入份额持续抬升30年后资本收入占比才明显下降



资料来源：WIND、国信证券经济研究所绘制

美国改善收入分配过程中的经济表现

美国改善收入分配过程中的经济表现

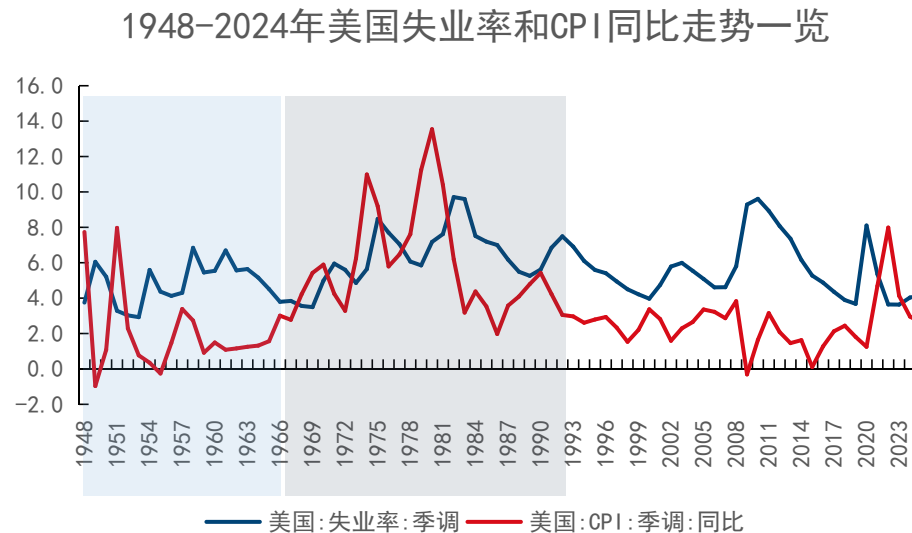
- 美国收入分配开始改善至资本收入占比明显下降之前，实际GDP同比中枢维持在较高水平；资本收入占比明显下降后，实际GDP同比中枢出现较明显的回落。
- 美国收入分配开始改善至资本收入占比明显下降之前，失业率和CPI同比维持在较低水平；资本收入占比明显下降后，失业率和CPI同比明显上升。

图：美国资本收入占比下降后实际GDP增速中枢回落



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：美国资本收入占比下降后通胀和失业率均上升



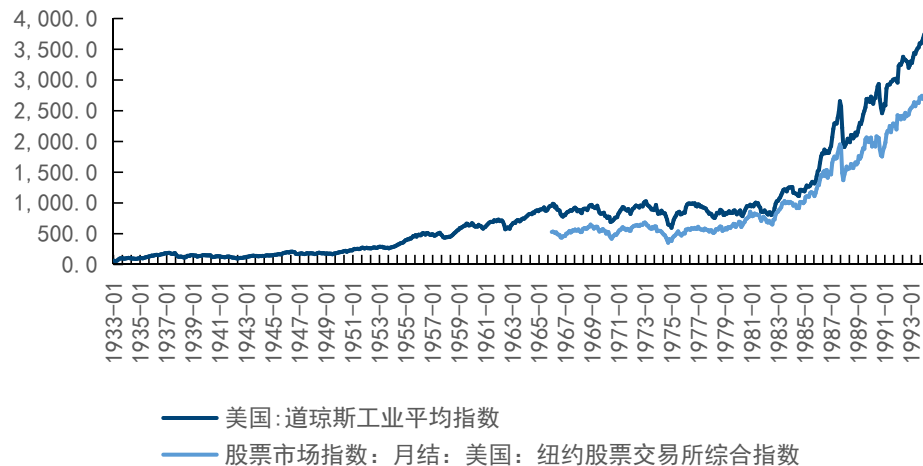
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

美国收入分配改善过程中的资本市场表现

- 美国收入分配开始改善至资本收入占比明显下降之前，股票指数持续上涨，前期较为缓和，后期上涨斜率变陡；资本收入占比明显下降后，股票指数进入长期原地踏步的震荡格局。
- 美国收入分配开始改善至资本收入占比明显下降之前，前期利率维持在较低的水平，后期有所抬升；资本收入占比明显下降后，利率进一步明显抬升。

图：美国股票指数走势

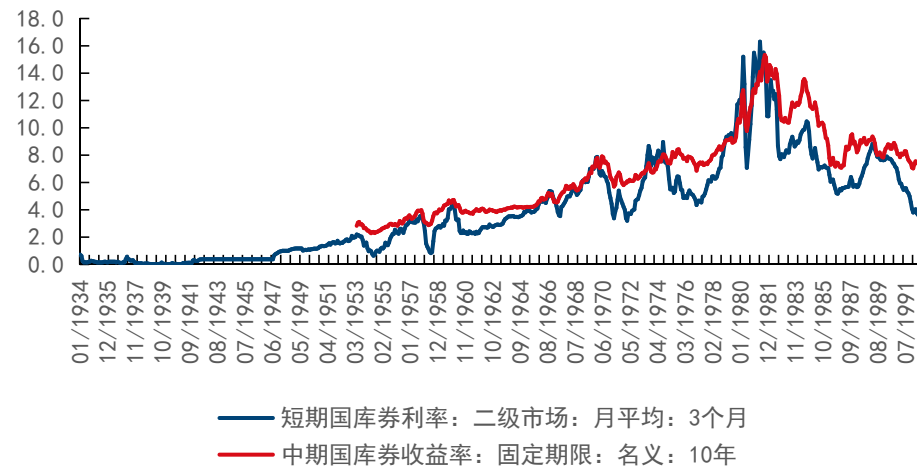
美国股票指数走势一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：美国国债利率走势

美国国债利率走势一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

- 海外经济下行超预期，海外政策推出滞后，海外市场波动。

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032