

《JFU 注册会计师简讯》、《JFU 财税简讯》，以及《JFU 数字化工具简讯》，旨在分享我们针对执业过程中所遇问题的思考。免费订阅。如有垂询和评论，欢迎联系 JFU 简讯编辑邮箱，enquiries@jfuconsultants.com

 订阅 JFU简讯 查询 分享 转发给别人 English

效率红利 引领中国从重“量”到重“质”的蜕变

来源：JFU

2026 年 1 月 2 日

联系我们

上海办公室： [窦琳琳](#) | 经理（中国业务）

北京办公室： [刘畅](#) | 经理（中国业务）

当前，关于中国的市场情绪主要聚焦于不断攀升的增量资本产出率（ICOR）——该指标已从 2010 年的 3.4 暴涨至 2024 年的 9.5，印证了投资效率的下降。分析师将其解读为增长引擎“熄火”的征兆，即在中国同于以往的 1 美元投资，已难复往日的高增长荣光。

本期简讯旨在挑战该认知。基于 2024 年的最新数据，中国经济绝非陷入停滞，而是在进行一场大刀阔斧的结构重组。得益于资本从房地产（-10.6%）向高技术制造业（+7.0%）的巨额再分配，经济增长率已稳健维持在 5% 的水准。

正如下文所述，我们认为中国正步入“效率红利”的时代。随着经济重心从“量”的扩张（建厂造房）向“质”的提升（卓越运营）转型，投资效率将重回加速轨道。对于外国投资者而言，价值不再仅依托于中国广泛的市场大盘收益（Beta），而是取决于运营中特定的结构性效率。

目录

1. 破解 ICOR 的谬论：走向成熟的代价

- 2. 结构型转向：资本流向何方
- 3. 战略案例研究：怡和洋行（Jardine Matheson）的信号
- 4. 风险版图：为何效率是唯一的对冲
- 5. 新功能：规则治理与激励机制
- 6. 微观战略：以架构重塑现实
- 7. 破局之道：PONDARA 战略研判

1. 破解 ICOR 的谬论：走向成熟的代价

不可否认，资本效率确实有所下降。我们的内部研究表明，中国当前的 ICOR 已高达 9.5。

然而，若仅用片面的数据便断言为失败，则是忽视了经济发展的客观规律。中国正在经历迈向成熟经济体的典型演进路径：

1. 增长趋稳

两位数高速扩张的时代已经结束，在 2022 至 2024 年间，中国已然转型迈入“高质量发展”的全新阶段，且经济增长率已稳健维持在 5% 的水准。这绝非“熄火”，而是一个庞大的复杂经济体趋于平衡点的重要标志。

2. 效率红利的展望

目前较高的 ICOR 实为经济变轨过程中的“摩擦损耗”。“十五五”规划已就中国 ICOR 攀升的问题给出了政策回应，旨在确保资本支出能产生实质性的经济回报。这种预期的改善即是我们所说的**效率红利**的体现：标志着新型高科技产业基础所产生的回报开始超越其初始建设成本，迎来效益拐点。

2. 结构型转向：资本流向何方

要想理解效率为何将得到提升，我们必须洞察资本正流向何方。尽管中国约 **GDP 的 40%**（2024 年）的投资率在全球范围内依然属于高水平，但资本的配置已发生了根本性的结构变革。

我们正在见证旧引擎与新动能之间的一场历史性“大分流”：

行业	2024 年投资增长	战略信号
房地产	-10.6%	以规模为基础的资产泡沫时代，正在经历主动的去泡沫化。

行业	2024 年投资增长	战略信号
制造业	+9.2%	资本正在回归实体经济，以构建产业深度。
高科技产业（制造与相关服务业）	+8.0%	创新正在取代基建，成为主要驱动力。

泡沫退去后的真相：投资效率的下滑（即 ICOR 的攀升），在很大程度上是因为房地产行业痛苦但必要的矫正所导致的。与此同时，“新经济”板块——特别是高科技技术制造业——吸纳资本的速度已超越整体投资增速。所谓的“效率红利”并不体现于总量的平均值中，而是蕴藏在这些特定的高增长板块，以及那些能够承接其外溢效应的要素之中。

3. 战略案例研究：怡和洋行（Jardine Matheson）的信号

近期的市场动向印证了“效率红利”的论断。怡和洋行集团旗下万宁（Mannings）于 2025 年 12 月 16 日宣布，将对其内地线下实体连锁进行战略性撤出。在我们看来，这并非一场撤退，而是对其集团 2024 年年报所披露战略的一次有纪律的执行。

1. 战略转型：“积极投资者” vs. “业主经营者”

在过去，“业主经营者”的模式往往以追求资产规模为核心逻辑。而如今，作为一名“积极投资者”，集团的首要目标已锁定为股东总回报（TSR）。

2. 前车之鉴：永辉超市

万宁的撤出，与此前抛售永辉超市股权的战略逻辑一脉相承。这两大举措共同印证了集团的决心：面对被本土数字生态垄断的红海市场（竞争惨烈、利润微薄），拒绝为了规模而牺牲价值。

3. 资本配置的转向

至关重要的是，资本正在被重新配置，而不是被弃置。在撤出低效率的万宁业务的同时，集团继续在华南地区扩张 7-Eleven，净增门店超过 100 家（正如集团 2024 年年报所述）。他们正将资本从摩擦成本高的载体转移至高效率、高周转的载体，且主要通过轻资产的特许经营模式来实现。

给经营者的启示：

外资必须停止将中国视为一个可以通过“市场大盘（Beta）”获利的整体。单纯“身在中国”已远远不够；您必须置身于中国高效的领域之中。成功要求企业具备足够的敏捷性，将资源从“规模”资产重新配置到能够实现结构性效率的“价值”资产上。

4. 风险版图：为何效率是唯一的对冲

怡和洋行的案例分析凸显了迫使企业转向“效率导向型战略”的三大主要风险。请务必透过这一视角，重新审视您的运营：

核心风险	威胁	效率对冲策略
地缘政治与经济不稳定	市场情绪低迷与增长降速，正直接打击消费意愿与宏观基本面。	敏捷调整： 从僵化的计划转向动态的资源配置。如果某个板块陷入停滞，资本必须具备足够的流动性以便转移。
竞争与市场变革	本土竞争对手利用数字平台和即时配送（如美团/饿了么）削弱传统商业模式。	组合优化： 果断剥离无法占据头部地位或无法数字化融合的资产。若无数字效能加持，庞大的“线下版图”只是累赘。
运营绩效	成本攀升与合规重压，正在不断蚕食传统板块的利润护城河。	常态化监控： 绝对客观地评估投入资本回报率（ROIC）。如果某个业务单元无法产生高于资本成本的回报，它就是“减法”的候选对象。

5. 新功能：规则治理与激励机制

民间投资数据进一步印证了“效率红利”理论。2024 年民间投资微降 0.1%，但若剔除房地产投资负面的下行影响后，实则逆势上涨 6%。这释放出一个明确信号：资本正从房地产行业撤离，而该行业曾是由已失灵的旧引擎——“关系型行政”——所驱动的。顺应“十五五”规划，国家治理模式正全面转向“基于规则的治理”（法治化营商环境），意在通过确定的规则来修复信心，从根本上降低制度性交易成本，以此驱动现代化经济的发展。

从“靠人脉”到“靠法制”

几十年来，成功的关键在于构建昂贵的关系网以便在不透明的环境中穿行。如今，这种不透明已成为一种累赘。政府正基于法治大力重塑治理模式，旨在吸引民间资本回流。时代的逻辑变了：您不再需要为“门路”买单，只需要为“合规”负责。

反腐红利：一项经济学观察

反腐败重构了企业家的底层逻辑：

- **过去的逻辑：**搞“寻租”。靠“搞关系”、“走后门”获利，这种模式直接导致了那些盲目、重复或者无效的建设和发展。
- **现在的逻辑：**靠本事“求效”。当旁门左道走不通了，想盈利就只能靠真本领，把战略和运营做到极致，这更多地取决于远见、技能和技术专长。

这种环境正在促使企业提升效率。未来的经济增长，得靠规规矩矩的办事效率，和想干实事、干正事的劲头。

关联拓展：在我们的另一期简讯《[增长与税收](#)》（Tax for Growth）中，我们深入探讨了这一动力转换（即从“寻租”转向“求效”）背后的经济学理论。

6. 微观战略：以架构重塑现实

在规则与效率至上的新赛道，旁门左道已无立足之地。唯有扎实的战略、科学的架构与高效的运营体系，才是您的制胜法宝。

商业本质上是一个抽象的实体。您如何定义这种“抽象性”——即其法律形式、治理结构和价值链——决定了它最终呈现的财务结果。新时代的利润与价值逻辑，可以阐明为：

- 利润 = 收入 - 成本 - 风险 - 税负
- 绩效 = 承诺 + 战略 + 体系 + 能力
- 价值 = 利润绩效 + 风险管理

关联拓展：如需深入了解利润逻辑、抽象架构以及如何设计您的运营体系（Modus Operandi），请参阅我们的专题简报：[《以价值为核心的增长》（Value-focused Growth）](#)和[《塑造现实：构建商业公司》（Shaping Reality: Structuring a Business Firm）](#)。

一个高效的架构才能够将上述要素结合起来，从而通过体系最小化成本、通过合规最小化风险，并通过政策对齐最小化税负。政府正在主动通过各项政策优惠来嘉奖这种高效率，但前提是您的体系——涵盖公司股权架构及运营模式——必须经过精心设计，方能承接这些红利。

高效率的嘉奖

机遇	政策	结构性要求
创新	额外 100% 研发费用加计扣除	您的会计体系必须经过架构设计，以准确归集和分类符合条件的研发费用。
较小的职能性法律实体（注）	5% 有效税率（对所得额的 25% 按 20% 税率征收）	您是否进行了职能拆分？如果您有独立的小型业务单元（如销售、支持），它们是否被架构为独立的实体，以符合“小型微利企业”的资格（年应纳税所得额 ≤ 300 万人民币）
利润再投	预提所得税递延	利用财税 [2018]102 号文，将利润直接用于在中国境内再投资，而非汇出境外缴纳预提所得税。

注：较小的职能单元不仅更灵活，还可能享受“小型微利企业”的税收优惠政策。该类企业的认定标准如下：年应纳税所得额 ≤ 300 万元人民币，从业人数 ≤ 300 人，资产总额 ≤ 5000 万元人民币。

7. 破局之道：PONDARA 战略研判

置身于规则导向型的经济环境下，您具体的业务实况就是决定成败的关键变量。您是否明晰自身的定位？

我们诚邀您参与一项免费的“中国战略与合规健康检查”。这一简短的评估旨在对照当前的监管现实来分析您的战略，并识别潜藏的风险。

我们将深度剖析您的答案，重点关注：

- **毛利陷阱：**本地竞争对手的价格通常比外资低 30%。您是否对“关税 + 增值税”的完整影响进行了建模测算？（如未测算，您的定价模型可能已失效。）
- **合规偏差：**您当前的营业执照**经营范围**是否与您的实际**收入来源**相匹配？（“范围不符”是目前主要的审计触发点。）
- **资金困局：**您的利润是否滞留境内？上一次成功汇出股息是什么时候？（检查是否存在外管局 SAFE 合规缺口。）
- **重组潜力：**是否存在需要重塑的历史遗留版图？（检查是否有提升投入资本回报率 ROIC 的可能）。

下一步行动

我们将利用 PONDARA 系统来处理您的回答。这是一项免费的战略分析服务，旨在为您精准展示：在您特定的运营环境中，结构性效率将如何释放巨大的商业价值。

[\[问卷入口\]](#) | [\[立即联系我们\]](#)