



經濟觀察家



察股觀經

筆者最近在研究高收入經濟體的人口規模變化時，驚訝地發現，這些年世界銀行把高收入經濟體的跨入門檻降低了，如最高的門檻應該是在2013年，人均國民收入(GNI)為1.2745萬美元，去年的標準為1.2375萬美元。為何在全球貨幣發行總規模越來越大、通脹延續的趨勢下，但高收入門檻卻不升反降？為何有些已經跨入高收入經濟體門檻的國家又被降級呢？

中泰證券首席經濟學家 李迅雷



►中國改革開放以來，經濟高速增长，成為「世界工廠」是其中一個重要原因 法新社

# 工業薄弱 貧富不均 高收入經濟體緣何降級？

回看歷史不難發現，發達經濟體與新興經濟體之間的最大區別，就是匯率的穩定性。例如，從上世紀70年代至今，包括日本、加、澳、歐元區、英國、瑞士、瑞典等國在內的發達經濟體對美元的匯率水平幾乎沒有發生明顯的偏離，其超穩定性堪稱奇跡。但包括俄羅斯、印度、巴西、南非等新興經濟體的匯率水平則大幅貶值，同期大概貶值了70倍左右，這說明新興經濟體的貨幣穩定性比較差。

## 金磚五國成色不同

即便從最近二十年來看，俄羅斯的盧布兌美元的匯率，也貶值了200%，即從22:1達到66:1；巴西的雷亞爾貶值了120%、南非的蘭特貶值了148%。如此大幅度的貨幣貶值，使得以美元計算的GDP總量就大幅縮水。

貨幣貶值只是表象，可以直觀解釋南非、巴西、俄羅斯等國從高收入經濟體中除名的原因。但本幣大幅貶值背後的原因又是什麼呢？這恐怕更值得研究。

「金磚四國」這個詞是高盛首席經濟學家吉姆·奧尼爾於2001年首次提出的。2003年10月高盛公司發表了一份題為《與BRICS一起夢想的全球經濟報告》。報告估計，到2050年，世界經濟格局將會經歷劇烈洗牌，全球新的六大經濟體將變成中國、美國、印度、日本、巴西、俄羅斯。

應該說，金磚四國外長於2006年聯合國大會期間舉行了首次金磚國家外長會晤，開啟金磚國家合作序幕。2011年，南非正式加入金磚國家，英文名稱定為BRICS，於是變為「金磚五國」。在金磚五國中，南非、俄羅斯、巴西都曾被納入到高收入經濟體中，但之後則由於出現經濟危機等原因，本幣大幅貶值，進而又退居為「中高收入經濟體。」

數據顯示，巴西在1980年的時候，GDP在全球的佔比達到3.61%，如今卻只有2.8%；1990年俄羅斯GDP在全球的佔比為3.73%，如今只有2.08%。上世紀60至70年代，南非曾經是全球的發達經濟體，也是非洲國家中經濟體量第一的大國，但自上世纪80年代以後就開始逐漸衰落。

上述三個國家的衰落，與其三次產業結構變化有關。譬如南非第二產業的比重下降過快，從1994年的38.2%降至2018年的27.7%。南非經濟的衰退，大背景是80年代蘇美對其進行經濟制裁，之後到了1994年，長期執掌南非政權的布爾人被趕下了台，黑人當家作主，曼德拉當選南非首任黑人總統。這又使得部分白人精英逃離南非，計算機、生物醫藥、航天科技、軍事科技、納米技術、工業製造等高科技人才流失，使得南非在全球的經濟地位逐步下移。

總體來看，巴西、南非、俄羅斯三國從高收入國家跌回到中高收入經濟體之後，似乎都陷入到中等收入陷阱中。與2000年初甚至與2010年相比，「金磚」的成色已經淡去很多，今年前三季度，這三國的GDP增速都接近於零，比發達經濟體增速都慢。

大部分發展中國家都有成為高收入國家或經濟強國的夢想，但二戰之後成功晉級為高收入經濟體或發達經濟體的成功案例並不多。而且，成功晉級為高收入經濟體所覆蓋的人口數量也十分有限，如亞洲四小龍，人口加總也就一億多；再加上一些盛產石油的國家，靠資源優勢成為高收入經濟體。迄今為止，高收入經濟體的人口數量只佔全球人口多16%左右。

## 難避中等收入陷阱

然而，有更多的發展中國家在向高收入經濟體衝刺的過程中失利，陷入中等收入陷阱，如墨西哥、阿根廷、巴西、馬來西亞、菲律賓、土耳其、伊朗、南非、俄羅斯等國，發現這些陷入到中等收入陷阱的經濟體有幾個共性：

首先是工業體系不夠完善，製造業不夠強。製造業不強，要麼工業品出口不行，要麼進口替代不行，這就影響到一個經濟體的國際競爭力，進而導致外匯儲備不足，誘發貨幣貶值。相比之下，二戰之後成功實現經濟轉型並成為高收入國家的，最典型的是日本和韓國，這兩個國家都是製造業的強國，在家電、汽車、造船、電子等產業具有很強的優勢。換言之，要成為高收入經濟體，與他國的商業競爭恐怕避免不了，而且一定要通過競爭獲得優勢，並在某些領

域具有較強的國際競爭力。中國改革開放以來，經濟高速增长，其中有一個重要原因，就是成為「世界工廠」，也成為商品出口第一大國。因此，中國經濟總量佔金磚國家的比重維持上升趨勢，相比之下，其他四個金磚國家的GDP份額都無一例外的降低了。

其次，陷入中等收入陷阱的國家通常存在國家治理結構缺陷。發達經濟體通常都實行市場經濟體制，高度法制化，保持國內社會經濟穩定，因此，高收入經濟體中，絕大部分是西方國家。但不少陷入中等收入陷阱的國家，如伊朗，曾經是一個社會與經濟高度開放的現代化高收入國家，但經歷了伊斯蘭革命之後，卻變成一個政教合一的國家，人均國民收入目前只有5200多美元。此外，拉丁美洲國家也多次經歷了民主政體與軍人統治的交替體制，產生了很多弊端。

再次，不專注於發展經濟，為爭取在全球獲得更多話語權而屢屢與其他國家發生衝突。典型的如白人統治下的南非，如今的伊朗等。前蘇聯也曾是一個超級大國，但國家解體之後，一度陷入混亂局勢。即便到如今，俄羅斯依然參與到一些地緣政治中，軍事力量的介入，導致西方國家對其採取制裁措施，從而不利於經濟發展。

最後，收入差距過大會導致經濟結構扭曲，不利於經濟長期可持續增長。研究發現，大部分陷入中等收入陷阱的經濟體，其基尼系數一般都在0.4以上，但大部分發達經濟體的基尼系數則在0.4以下，基尼系數越高，表明收入差距越大，如南非已經到了0.6。

收入差距過大，或導致中低收入階層有效需求不足，從而使得消費增速過低，影響經濟增長。例如，印度的收入差距過大，使得該國經濟波動較大，今年第三季度的GDP增速僅有4.5%，與2017年7%以上的增速，大幅回落。智利也是貧富差距過大的國家，其首都聖地亞哥，由於地鐵票價上漲，引發騷亂。

總之，要成為高收入經濟體，而且不被淘汰出局，需要從做大做強製造業、完善國家治理體系、以經濟建設為重心和縮小收入差距等方面多管齊下。

## 通證經濟的發展趨勢

香港國際新經濟研究院高級研究員 付鏡



鏈能講堂

區塊鏈的一個重要的落地應用是通證經濟。以比特幣、Libra、央行數字貨幣為代表的數字通證開始出現，貨幣迎來了數字化時代。朱嘉明等學者判斷：數字通證已經經歷了兩個階段：在第一階段，數字通證需要與原來的經濟體系發生結合，試圖與傳統金融、傳統產業相融合；到了第二階段，數字通證形成氣候、自成體系，正在吸引傳統經濟形態嵌入到數字通證體系之中，呈現了主導着整個經濟社會演變的徵兆。

通證經濟之所以有威力，最核心的價值，就是帶來了流動性的質變。流動性的提升，從長遠看，一定讓行業受益。Token（通證）比傳統股權，最深刻的改變就是流動性提升。它會帶來市場發行機制的進一步完善，協作成本進一步降低，信息不對稱進一步消弭。

但也有一些雜音，區塊鏈圈內有種說法：「很多人拿出的區塊鏈方案，其實只是為了挽救自己融資失敗的上一個BP（商業計劃）而已。」此說法雖顯尖刻，但反映出部分現實問題。事實上，確實有很多人急切希望看到區塊鏈立竿見影的效果，但區塊鏈技術並不是那種孤立的、可以直接嵌入現有業務，並立即收穫成果或性能明顯改善的技術。

區塊鏈及其落地應用通證正在打造全球版的納斯達克。此前，創業公司覺得國外背景的投資公司非常牛，等到創業成功了以後，更期待再納斯

達克、紐交所去上市。但現在世界很多科技項目，特別是區塊鏈項目，都希望找中國的投資機構來投資，因為中國在區塊鏈方面的理念、觀念以及經濟實力都是匹配的。中國能夠吸引到全球最好的、最頂尖的、最有希望的人才和最敏銳的資金都流向一個地方的時候，那個地方的經濟、科技的發展絕對是全世界最有前景的。

## 終被納入官方監管

以前，科技、信息、互聯網的浪潮，都是由其他國家制定規則，中國只是跟隨，中國互聯網頭部公司也不乏國外的投資機構。在全世界，中國是石油、鐵礦石、大豆等大宗商品的消費大國，可這些商品定價權都不在中國手上。現在，區塊鏈產業中國和全球在同一個起跑線上。中國在區塊鏈領域的人才佔主導地位，相關標準和規則要由中國來引領，所以中國一定要掌握區塊鏈領域的話語權。

現今通證經濟已經提供了一種新的金融工具，以便更好地激勵經濟體中不同的成員，那些分發給早期使用者的通證，價值會伴隨着整個經濟體的價值提升而升高。筆者判斷，大部分的通證最後都會被定義為證券，會被納入證券法監管。

監管機構必將經歷一次認知升級。在很多的嘗試和努力之後，一定會發現用原有的金融監管辦法和條例很難去監管這些新興的高流動性資產。這個時候，監管層就願意去發展出一套新的體系，需要參與者願意配合，並且提供包括技術在內的多方面支持。

## 香港樓市幾經風浪

利嘉閣地產總裁 廖偉強



樓市強心針

隨著1979年中國啟動經濟改革開放以來，加上之後簽署中英聯合聲明，均對內地及香港社會經濟帶來至關重要的影響，而多年來香港樓價亦維持轉轉上升的大格局。

香港人勤奮及拼搏，造就發展一日千里，大家齊心合力將一個面積細小的漁港，打造成今天的大都會城市，吸引了全球各地人口到來經商及聚居。香港是一個中西文化交流的集中地，更加是一個法制健全，低稅制及自由的城市，無論本地人及外國人都喜歡以此為家。

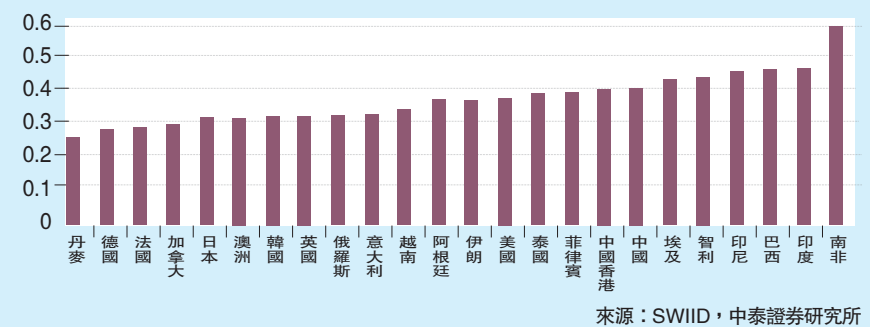
回顧一路以來的發展，三十多年前正值中英談判期間，當時不少香港人對前景感到憂慮，很多人都打算移民，再加上當時銀行利率高企（優惠利率20厘），人心惶惶之下，樓價自然崩潰，當時累積的跌

幅平均約32%。1997年7月1日香港回歸中國，不久後樓市即迎來第二次大衝擊，起因是97年出現的亞洲金融風暴，之後幾年還有不同因素的影響，包括政府政策及沙士疫症等，結果幾年間的樓價累挫約65%，而當年銀行利率亦相對高，優惠利率仍達9.5厘。

至於數到第三次比較大的樓市跌幅是2008年的環球金融海嘯，但當年的困局只維持了大約半年，而樓價平均跌幅亦只有約14%。

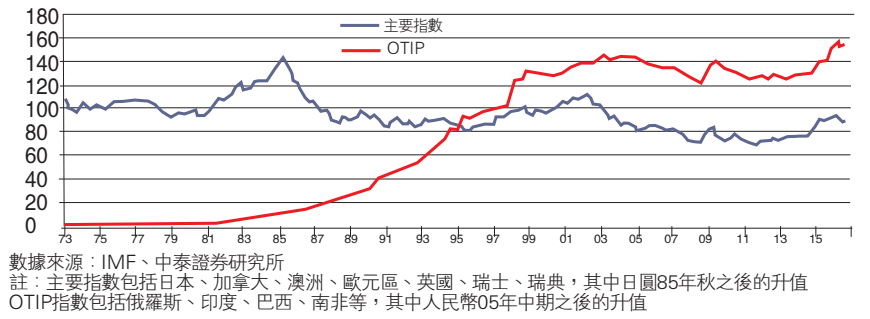
上述乃香港地產在這四十年間，經歷過的三次較大的跌幅。值得注意的是，頭兩次的大跌市，銀行的供款利息都是較高，當樓價下跌時，業主的供樓負擔相對吃力，拋售的壓力亦較大。但現今銀行按揭供款利率處於歷史低位，供樓負擔相對輕鬆，業主持貨能力較強，因此這十多年間，只要樓價調整約一成，市場便有很強的承接力，樓價難出現急挫的情況。

## 主要經濟體居民收入的基尼系數



來源：SWIID，中泰證券研究所

## 不同發達經濟體美元指數與新興經濟體美元指數天壤之別



數據來源：IMF、中泰證券研究所 註：主要指數包括日本、加拿大、澳洲、歐元區、英國、瑞士、瑞典，其中日圓85年秋之後的升值 OTIP指數包括俄羅斯、印度、巴西、南非等，其中人民幣05年中期之後的升值