



▶韓國推動汽車、半導體、造船以及重要製造行業等升級革新，保持國際競爭力，形成韓國經濟的鞏固基礎。

韓國創造的「漢江奇跡」折射出後發國家的成功路徑，證明了工業化與製造業仍是支撐經濟穩定、可持續增長的關鍵因素。韓國在數十年的經濟探索中取得的經驗，恰恰也充分驗證了後發國家實現追趕並贏得競爭主動性的模式也是可行的。作為後發國家，除了充分利用內外環境將後來者優勢潛力釋放，在後期工業化進程中，更應重視自主創新和產業鏈價值鏈提升。

韓國經濟發展的考驗

澤被萬物 鄧宇 西澤研究院 特約高級研究員

二戰後韓國持續推進政經改革、市場開放和工業化進程，經濟保持中高速增長。2021年聯合國第68屆貿易和發展理事會會議上，正式認定韓國為發達國家。不過，韓國也面臨着貧富差距擴大、社會發展失衡以及人口老齡化等問題，將長期困擾韓國經濟社會發展，而且成為阻礙其進一步躍升的困境。

充分利用後發優勢

二戰後韓國在美國等西方國家援助和支持下開始推動經濟發展，專注於工業化進程實現追趕，經過艱難的政治改革和市場開放，韓國經濟搶抓有利時機，將後發優勢轉化為持續的發展動力，為經濟起飛創造了積極條件。從兩個層面來看：

一是國內經歷了艱難曲折的政經改革。戰前韓國已被日本殖民，形成以農業及輔助的輕工業為主的殖民經濟模式。戰後韓國李承晚政府統治腐敗，經濟治理混亂，加上朝鮮戰爭的失敗，國家經濟發展陷入困境。20世紀60年代初，朴正熙採取了積極的經濟發展路線，不僅推動銀行國有化，加大公路、發電廠等重要基礎設施建設，而且加快基礎教育發展，提高初級教育入學率及國民識字率，為韓國工業化打下了基礎。20世紀70年代，軍人獨裁政府統治下的資源和權力分配矛盾尖銳，同時中東石油危機爆發，高通脹引發經濟衰退，韓國政府被迫採取緊縮政策，直到1980年中才恢復平穩增長。

二是從依賴美國援助到追求經濟自主。二戰後韓國又經歷了殘酷的朝鮮戰爭，工業基礎發展落後，作為後發國家不具備啟動工業化的基礎條件，不得不依賴美國的援助。20世紀60年代越南戰爭期間，韓國通過參戰獲得了美國的扶持，而借助美國直接、間接支援，以及戰爭特需物資供應等積累了一定財政資金與外匯，為工業化建設啟動奠定了基礎。20世紀70年代，韓國政府在歷經石油危機後，借鑒日本經驗，逐漸從輕工業向重工業戰略轉型。在政策扶持下，韓國企業獲得了快速發展機遇，如現代、三星等開始崛起，自主科技創新開始加快，尤其是半導體產業發展迅速。進入20世紀90年代，韓國逐漸從軍人政府統治走向民主政治，經濟產業也走向現代化，開啟了新一輪的中高速增長周期。

堅持以製造業立國

韓國在二戰後充分利用內外有利條件專注經濟發展，並以製造業為立國，同時加強科技創新和開發多邊市場，贏得了競爭優勢。「漢江奇跡」的經驗表現為三個方面：

其一，重視推進工業化並提升製造業競爭力。韓國的經濟增長表現與其國內外發展環境密切相關，無論是軍人政府統治時期還是後來的民主政治時期，韓國政府始終對經濟發展抱有決心，並格外重視工業化建設，重點強化製造業能力建設，作為國家經



濟競爭的基礎。數據顯示，韓國GDP構成中製造業的佔比從1954年的10.4%增至1970年的19%。從1960年代的輕工業到1970年代的重工業，以及1980年代開辦的半導體產業等，政府的產業政策和創新制度在其中發揮了重要作用。到1988年，韓國GDP中的製造業佔比達30.5%，對於後發國家而言，啟動工業化必須具備堅實基礎，在當時條件不允許的情況下，韓國着重利用外部資源和第一輪全球化時機，大膽推進出口導向型經濟，賺取大量外匯收入並增加財政資源，為產業配套政策提供支持。近三十年，韓國GDP中製造業的比例一直維持在28%左右。這也成為了韓國保持穩定增長水平的關鍵，並成功抵禦多次外部危機的衝擊。

其二，強調科技自主創新以增強出口價值鏈。韓國的出口貿易獨具優勢。數據顯示，2021年韓國出口額為6445億美元，貿易額接近1.26萬億美元，均創歷史新高，貿易額全球排名第八。韓國根據國際環境和經濟發展水平不斷調整產業政策，從早期的輕工業迅速轉向重工業（重工業化學、汽車、造船等），而且在20世紀70年代初就開始探索發展半導體產業，1973年和1975年相繼推出「重工業促進計劃」和扶持半導體產業的六年計劃，在當時的競爭環境下加強科技自主創新，因而能夠在二十年間基本建立起高效的半導體產業集羣，成為全球半導體產業價值鏈的重要一極。當前全球科技競爭加劇，韓國政府加大了科技自主創新力度。2021年5月，韓國政府發布了以綜合半導體強國為目標的產業發展戰略，預計半導體產業總投資規模將達到約合4500億美元，力爭在韓國建成全球最大的半導體製造基地。

其三，注重區域貿易並積極開發多元化市場。韓國非常注重對國際科技前沿和國際環境的適應性布局，從不同年代的產業投資計劃可以發現其中的關鍵性轉型，事實證明這些轉型緊扣國際經貿發展趨勢，而且符合國情。由於韓國國內市場相對有限，大量的商品仍依託擴大出口來完成。根據韓國貿易協會國際貿易通商研究院《出口對國民經濟貢獻率分析（2020年）》報告，2020年韓國實際出口額增加2.3%，對經濟增長的貢獻率達0.6個百分點，出口附加價值GDP的比重達23.1%，出口產業相關的就業人口佔就業總人數的12.8%。韓國十分注重開發國際多元化市場，並積極主動推進區域自由貿易，與包括中國、

東盟等在內的周邊國家貿易往來密切，如2010年《東盟—韓國自貿協定》、2015年《中國—韓國自由貿易協定》等。同時，韓國採取極為務實的外貿政策，2019年韓國決定放棄在WTO的「發展中國家」地位，穩定自身的貿易環境，並主動加入到《區域全面經濟夥伴關係協定》（RCEP），而且將首次和日本建立雙邊自貿關係。

結語與展望

後發國家具有相似的發展路徑，而韓國的經濟發展模式具有獨特性，提供了成功經驗樣本。憑藉其獨特的地緣政治環境和國內市場開放、改革等積極條件，韓國在20世紀60年代開始加快成長，並確立了以製造業為根基、以出口為導向的經濟模式，很快獲得了持續的經濟增速。同時，韓國在多次的改革進程中釋放了潛力，不斷推動汽車、半導體、造船以及其他重要製造行業等升級革新，保持了持續的國際競爭力，形成了韓國經濟的鞏固基礎，從而能夠在多次經濟金融危機中很快修復。

然而，從韓國的國內市場規模、出口貿易潛力空間以及未來科技創新的前景來看，要恢復到以往的中高速增长勢頭的難度越來越大。數據顯示，2021年韓國65歲及以上人口比例達到16.5%，預計到2025年佔比可能達到20%，屆時韓國將進入「超超齡化社會」。人口老齡化加劇，將產生諸如福利支出大幅增加、勞動力資源短缺，以及社會轉型危機等一系列問題，可能拖累未來經濟增長。

雖然目前韓國的GDP總量規模約1.8萬億美元，人均國民總收入達到3.52萬美元，但最近十年GDP平均增速已回落至3%左右，與2008年經濟危機前的7%的水平相比已折半，2019年東亞與太平洋地區GDP增長率達到5.8%。尤其作為出口導向型經濟，近年來國際地緣政治局勢發展不確定性增多，全球產業鏈重構加速，對韓國的經濟產業結構也將帶來深遠影響。數據顯示，韓國的資本財佔其GDP的比重高達70%左右，資本壟斷成為了「頑疾」。

發展失衡問題可能會削弱韓國的經濟增長潛力。因此，未來韓國要維持較為穩定、可持續的經濟增速，除了持續深挖經濟發展潛力和改善外部發展環境，如何促進國內經濟社會發展平衡，彌補發展鴻溝，仍是當下韓國面臨的嚴峻考驗。

（本文僅代表個人觀點）

聯儲緊縮難題在於穩預期

領軍智庫 李鋼 中國外匯投資研究院 金融分析師

隨着美聯儲進入緊縮政策周期，投資者愈發謹慎，VIX恐慌指數高位徘徊，凸顯市場不安情緒，並暗示美股短中期波動率遠高於常態水平。今年以來，美元及美元資產走勢極端：美元指數突破104點高位後難見拐點；納斯達克指數跌幅近27%，創2020年11月以來新低，科技板塊下跌較為顯著；美債同樣被減持拋售呈現單邊下跌態勢，美債收益率則不斷創出新高，並且多次出現收益率曲線倒掛的極端現象。

不過，資本市場極端化表現較美聯儲的行動過於超前，畢竟聯儲局尚未開始縮表，市場中的貨幣總規模也並未出現明顯減少，反映出加息對市場的邊際影響遠超預期。這種狀態可能主要是因為美聯儲政策「落後於曲線」，即實際利率的上升速度低於反應通脹和實際經濟增長等因素的平衡利率，且政策指引過於強調未來不確定性，加之美聯儲在疫情期間低估了通脹的嚴重程度，市場對聯儲的信任度也有所降低。因此，聯儲政策預期干擾了投資行為，外界過於誇大短期因素刺激、忽視長期因素影響。

在當前全球疫情複雜多變，俄烏地緣政治僵局一波三折的背景下，美聯儲的確很難做出明確的加息節奏指引，畢竟加息對經濟的邊際影響不確定，尤其是通脹高居不下對市場的影響存在滯後性，激進的加息政策可能引起需求恐慌性縮減。但這也並不意味美聯儲不能做到比現在更明確的政策指引，包括更加明確通脹和就業變化與加息縮表節奏的對標關係。雖然美聯儲官員明確支持，在下半年通脹仍未見頂的情況下加息75個基點，但市場對「見頂」的評估並沒有統一標準。從4月的通脹數據可見，雖然物價仍有8.3%的上漲幅度，但相較3月8.5%增幅已有下降，繼而市場對於數據是否表明通脹見頂爭議較大。

特別要指出的是，能源價格下跌掩蓋了核心通脹的持續強勁現實，筆者預計年底前通脹的放緩幅度不會太大，下

降過程要比預想的更加緩慢，甚至可能進入平台期。主要原因包括：其一，當前總體與核心通脹的同比下滑受到了基數效應的影響，去年4至6月份，受二手車價格飆升的刺激，通脹增幅嚴重偏離了正常水平，而這種基數效應帶來的通脹下滑表現可能會隨季節修正；其二，勞動力市場的過熱狀態及工資上升對更廣泛的服務業通脹影響巨大，加之耐用消費品需求比預期穩定，以及供應鏈問題短期難以改善，消費供需矛盾將持久支撐通脹；其三，從地緣政治角度來看，能源和更廣泛的大宗商品可能仍將維持高位震盪態勢，生產者與消費者物價之間的傳導將刺激總體通脹上升。

恐慌情緒導致極端行情

在下次美聯儲例會之前，還有一輪通脹和就業數據可參考，這將決定聯儲局是否採取更加激進的緊縮政策，尤其是當前美元資產「跌跌不休」，非線性貨幣緊縮政策使得市場較為敏感。這需要美聯儲在確保不後落於曲線的狀況下，採取更加明確和果斷的政策，其中的重點在於更準確評估市場預期對資產價格波動的影響。相對於亞歐等發達國家和新興市場而言，美聯儲政策對市場的調控可能更加高效，但當下基本環境較此前更為複雜，海外市場也對美元有較大干擾。特別是去年年末以來，資本市場恐慌性行為導致資產價格波動時常出現極端行情，美聯儲需要在推進貨幣政策正常化的基礎上強化市場信心的穩定。

綜上所述，當前美元和美元資產極端單邊性走勢主要源於：市場應對聯儲不確定政策時的恐慌性操作，加之經濟衰退預期與境內外地緣政治交織推升避險情緒，資本市場變得敏感而焦躁。未來美聯儲需要在推進緊縮政策節制通脹的同時，兼顧平衡市場動盪，尤其是需要穩定投資者預期。其中關鍵在於，聯儲局克服基本面複雜情況下給出穩定的加息節奏預期，保持政策不落後於經濟現實與收益曲線。筆者預計聯儲政策執行到一定階段，或市場恢復理性之後，美元和相關資產將逐步轉勢調整，美元貶值意願將得以釋放，屆時美股和美債也將恢復到長期上漲或寬幅震盪的狀態。



H按，暫定推行日期為今年11月1日。

新居屋選H按 慳息可期

樓按明曉 張穎曦 經絡按揭轉介營運總監

現時購買房委會出售的資助房屋，只可選擇承造最優惠利率按揭計劃（P按），並不能選用銀行同業拆息按揭計劃（H按）。然而，日前房委會建議容許參與財務機構除了提供現行的P按外，亦可以向相關買家提供H按，涵蓋現有按揭人、現有業主和二手市場計劃的新買家，並暫定推行日期為今年11月1日。這也意味着預計四季度開始揀樓的「居屋2022」買家，或可成為首批選用H按計劃的新居屋業主。此外，新政策或會誘發部分現有資助房屋業主轉按慳息。

事實上，根據金管局最新數據顯示，3月份H按選用比例高達97.1%，而選用P按的比率則只有1%，主要原因是由於現時拆息低位橫行。以5月11日的一個月行業同業拆息（HIBOR）為0.18厘及現時大部分新造H按計劃為H+1.3厘計算，實際按息只需要1.48厘，與普遍P按計劃的實際按息為2.5厘比較，節省超過1厘的利息開支。

若以「居屋2022」其中一個單位作為例子，北角驥華苑最貴單位的臨時售價為531萬元，白表買家最高可承造九成按揭，貸款額為477.9萬元。如供

款25年，選用P按的每月供款為2.1439萬元，全期利息開支為165.2818萬元；如選用H按（假設實際按息為1.48厘），每月供款為1.9068萬元，全期利息開支為94.1425萬元。H按比P按的每月供款少2371或11%，全期利息開支少71.1393萬元或43%。

此外，現時正在供樓的資助房屋業主，亦可考慮轉按至H按計劃慳息，更可獲得銀行最高1.4%的現金回贈。假設尚餘貸款額200萬元，年期尚餘15年，若貸款額及年期不變，由P按轉按至H按（假設實際按息為1.48厘）每月供款由1.3336萬元減至1.2397萬元，減少939元或7%。但要注意，未補地價的居屋並不能加按套現，只可轉按。

最後，打算選用H按的資助房屋買家及業主需留意，美國加息周期已經啟動。雖然香港仍未跟隨加息（P），但在美國持續加息及縮表的情況下，資金有機會加快流出港元市場，拆息亦有機會隨之上升，使與拆息相關的H按實際按息逐步上揚，甚至有機會觸及封頂息率約2.5厘，與P按「睇齊」，由P按轉H按的慳息作用或會漸漸減弱。不過，由於H按設有封頂息，基本上即使拆息不斷上升，只要銀行未有更改P利率，實際利率將鎖定於封頂位不變，使用H按仍然可比P按更為慳息。如有疑問，可向銀行或專業按揭中介作進一步諮詢。