

►馬來西亞的經濟轉型經驗，值得後發國家學習，特別是中等經濟體，亟待探索適合自身國情的發展模式。



馬來西亞已經跨入中等收入國家行列，而且經濟長期保持中速增長，成為多元化新興工業國家。國際機構預測，馬來西亞最早將在2025或2026年成為高收入國家。馬來西亞國家銀行預計2024年的經濟增長在4%至5%之間。展望前景，雖然馬來西亞實現經濟較高增長的難度較大，但只要連續保持4%至5%的穩定增速，成為高收入國家的目標可期。

# 馬來西亞經濟轉型的啟示

金融觀察 鄧宇  
上海金融與發展實驗室  
特聘研究員

馬來西亞是東盟創始國之一，過去40餘年的經濟增長保持較強的穩定性。根據國際貨幣基金組織（IMF）統計，1980至2022年馬來西亞的實際GDP平均增速約5.6%，僅4個年份出現負增長。馬來西亞的經濟轉型取得成功，探索出適合自身國情的發展道路，堅持工業化路線，立足於發展製造業，不吝於學習借鑒先進工業國的成功經驗，不斷更新經濟改革政策，適應了不同歷史時期的國際國內形勢。

馬來西亞經濟轉型有三點經驗啟示。一是採取務實策略，充分利用外部有利環境。二戰前馬來西亞經歷殖民經濟時代，工業化比較初級。1950年代末期馬來亞聯邦宣告獨立，其後獲得自治地位，至此馬來西亞的經濟發展開始步入正軌，1960至1970年代工業基礎迅速建立，為1980年代的經濟高增長打下了基礎。1970年代，馬來西亞最早主張設立東盟，採取「抱團取暖」的方式構建和平穩定的外部發展環境，在東南亞一體化進程中發揮了積極引領作用。1960年代以來，馬來西亞一貫採取比較務實和克制的外交策略，一方面積極發展周邊睦鄰友好關係，推動東盟一體化發展，在地緣政治、軍事安全以及外交領域爭取更大的話語權，另一方面依託東盟發展全球多邊外交，拓展與全球主要經濟體多邊及雙邊經貿關係，東盟國家、中國、美國、歐盟和日本是其重要貿易夥伴，佔比約68%，中國更連續14年成為馬來西亞最大貿易夥伴。

## 重視製造業 貨幣政策穩健

二是穩步推進經濟改革，重視發展製造業。馬來西亞的經濟長期維持中速增長，主要在於多次成功的經濟轉型。和多數後發國家的工業化路徑一樣，馬來西亞主要依靠外貿出口並吸引外部投資實現工業化，致力於建立多元的新興工業化經濟體，先後提出「新經濟政策」、「2020宏願」、「國家發展政策」、「多媒體超級走廊」、「生物谷」等計劃。在不同時期，馬來西亞所實施的經濟政策相對穩健，幾乎沒有出現類似拉美國家的激進改革，而且秉持著穩健務實的轉型基調。很重要的一點，馬來西亞的製造業增加值保持在高位，2022年製造業增加值佔GDP的23.39%，高於印尼和新加坡。2018年10月，馬來西亞啟動國家工業4.0計劃，旨在推動製造業及其相關服務業企業的數字化轉型，2023年9月公布新工業總體規劃（NIMP 2030），加快推動製造業轉型，廣泛布局電子工業、綠色可再生能源，同時加大汽車產業發展，計劃到2030年實現電動汽車銷量佔比15%，到2040年將這一比例提高至38%。

三是堅持穩健的宏觀政策，外債規模總體不高。近年馬來西亞主張



「去美元化」，倡議建立亞洲貨幣基金組織，表明其相對獨立的宏觀政策立場。作為後發國家，馬來西亞的外債規模不高，償債能力較強，外匯儲備有餘，具有比較充足的宏觀政策空間。一方面，馬來西亞常年保持一定的貿易順差，2022年的順差約512億美元，同期外匯儲備約1026億美元，佔GDP的比重約25.2%，國際收支保持基本平衡；另一方面，馬來西亞的外債較少，2022年其總外債佔GDP約75.7%，規模不高，且償債能力較強。從財政赤字看，馬來西亞的財政政策傾向於預算平衡，預算雖有擴張，但預計2024年財政赤字佔GDP的比例為4.3%，而2023年為5%。貨幣政策方面，馬來西亞通脹比較溫和，甚至長期處於較低水平，因而貨幣政策相對穩健，保持適度的寬鬆。

## 科技投資與現代基建需提高

至於馬來西亞經濟轉型面臨的兩個主要問題。其一，中高端製造業發展相對薄弱，科技投資存在不足。馬來西亞雖建立起具有自身特色的製造業體系，但主要局限於傳統的電子工業、石油、天然氣以及橡膠等製造業領域，部分屬於中低端製造業，過去這些行業對擴大出口具有重要貢獻，但隨着全球新一輪科技革命加速演進，中高端製造業的需求快速增長，周邊國家的製造業廣泛興起，馬來西亞的傳統製造業優勢逐漸被周邊國家所部分替代，而馬來西亞的先進製造業發展比較薄弱，科技投資也存在嚴重不足，很難支撐未來的經濟增長。比較而言，不少中等經濟體遭遇此類問題，製造業萎縮後出口產值下降，進而拖累經濟增長，陷入「中等收入陷阱」。

從現代產業轉型來看，馬來西亞在科技投資的支出相對偏低，距離實現大規模產業轉型升級還需要更大力度的投資，製造業的「含金量」仍有提升空間，而且未來要實現更高的增長目標，還需要盡快彌補科技產業的短板。近年來，馬來西亞提出從科技使用國轉型科技創新國，從技術含量低的製造業轉型成技術含量較高、附加值較高的產業，有望擺脫經濟增長瓶頸。

其二，現代基礎設施建設滯後，未來有較大提升空間。馬來西亞傳統的基礎設施建設具備比較好的基礎，交通物流體系相對完善，而且在數字基礎設施建設方面也走在前列，為未來數字市場發展奠定基礎。但是，馬來西亞在現代基礎設施建設投資缺乏必要的資金、技術以及管理經驗，雖

有發展數字市場和跨境電商等機會，但困於現代基礎設施連通性缺乏，前期中馬合作的基础設施投資項目也受到多方阻力而延期。早前馬來西亞提出「東海岸鐵路計劃」（ECRL），意在促進沿線交通便利化，但總體進展緩慢。同時，隨着馬來西亞製造業發展以及城市人口加快擴張，國內的電力需求激增，迫切需要加強電力生產投資。馬來西亞宣布未來5年為數字基礎設施建設提供約844億元的財政支持，落實「國家光纖化和連接計劃」（NFCP），將為經濟轉型帶來新的機會。

未來發展前景方面，多年來，馬來西亞對內深化市場改革，提升政府行政效能，保持政策的靈活務實，積極發展工業化，搶抓全球化發展紅利，對外推進東盟一體化，提升東盟的國際影響力，使其成為全球經濟增長最為活躍的區域之一。這些有益的經濟轉型經驗助推馬來西亞的經濟模式走向成熟，值得後發國家學習，特別是中等經濟體，亟待探索適合自身國情的發展模式。相較於其他中小型經濟體，馬來西亞的內外發展環境較好，一方面擁有獨立的外交政策，背靠東盟，長期以來的自主性賦予其更加開放的經貿政策，將繼續吸引包括中國在內的國際投資者擴大在馬來西亞投資，另一方面經濟發展韌性較強，增長潛力較大，發展前景可期，未來通過產業升級，將後發優勢轉變為比較競爭優勢，將能夠實現既定增長目標。

## 明年有望成為高收入國家

但是，馬來西亞國內市場較小、經濟對外依存度較高，未來經濟增長將面臨地緣政治等不確定性。未來需要從三個方面發力：一是完善國內交通和物流體系，構建全方位的交通物流網絡樞紐，並加快數字基礎設施投資布局，為未來的數字市場和跨境貿易創造便利，拓展數字貿易和服務貿易新優勢；二是着力推進現代產業升級，促進傳統電子、石油以及橡膠製造業轉型，加快新能源以及先進製造業投資，擴大高科技投資規模，挖掘中高端製造業發展潛力；三是增加綠色科技和可持續項目投資，推動能源轉型，推動經濟社會和生態可持續發展。

如果按照人均GNI（國民總收入）年均5.5%至6.5%的增長速度，預計2025年左右馬來西亞的人均GNI（2022年1.1萬美元）有望達到世界銀行2022年設定的「高收入國家標準」。 （本文僅代表個人觀點）

# 地緣政治風險升高 黃金表現或超預期

實話世經 程實  
工銀國際首席經濟學家  
董事總經理

「巧隨浪開合，能逐水低平。」基於菲利浦斯曲線的新變化，2024年全球大類資產配置的輪動周期將再次開啟。當通脹與勞動關係由菲利浦斯曲線的陡峭區間滑入曲度凹陷區間時，貨幣政策將提高對就業影響的權重，從而導致大類資產切換加速。然而，當前全球經濟趨勢的同質性正在減弱、異質性正在增強，這使根據傳統線性的「美林時鐘」配置大類資產的方向已經失靈。本文結合菲利浦斯曲線模型，構建了「大類資產八象限」來刻畫非線性經濟周期內的大類資產輪動。

首先是2024年全球大類資產輪動加速的底層邏輯：通脹與就業關係在菲利浦斯曲線上的新變化。通過擬合當前菲利浦斯曲線，通脹從陡峭區域逐漸過渡到平坦區域的過程中（也就是進入曲度凹陷區間），失業率的變動對經濟的敏感度會增加，而通脹的變化對經濟的敏感度將相對減少。這意味著當經濟處於曲度凹陷區間時，貨幣政策將提高對就業影響的權重。當通脹與就業關係滑入曲度凹陷區間內，全球大類資產配置也將發生顯著輪動。

受到地緣、疫情、貿易保護主義等多重外生衝擊影響，全球經濟趨勢的同質性正在減弱，異質性正在增強。周期上，全球經濟復甦的結果未必是經濟過熱，而是經濟直接進入滯脹或衰退。空間上，發達國家之間，發達國家與新興市場之間經濟活動的復甦、過熱或者衰退不再具有顯著的一致性和同步性。比如2021年中國經濟率先全球復甦，但其他主要經濟體深陷衰退；2023年美國經濟率先全球過熱，其他主要經濟體仍處於緩慢復甦。這使得基於線性判斷的「美林時鐘」已經不能再很好地刻畫經濟周期的非線性變化。因此，基於菲利浦斯曲線將通脹與就業的非線性關係劃分為八個象限，從而更加具體的觀察菲利浦斯曲線上通脹—就業關係變化對應的大類資產周期輪動。

其次，菲利浦斯曲度凹陷區間對應美國「低通脹，弱就業」（經濟軟衰退）的經濟象限，顯示債市、大宗表現相對較好。儘管全球經濟在擺脫「高通脹、弱就業」的滯脹泥沼後，將繼續向經濟復甦階段過渡。但考慮到美國經濟周期對全球大類資產輪動的顯著影響，

我們主要集中觀察了美國經濟象限的輪動變化。具體來說，在菲利浦斯凹陷區間內，美國更高失業換取更低通脹，很明顯將對應經濟軟衰退象限（即「低通脹，弱就業」）。

觀察過去30年該象限內大類資產的變動情況，發現經濟若從過熱實現「軟衰退」（或者溫和衰退），那麼股票的市場波動將明顯小於經濟「硬衰退」帶來的衝擊。因此，2024年如果美國順利實現溫和衰退，我們認為美股市即使下跌，其下跌的空間也是有限的，而隨着減息周期的開啟，市場流動性可能會進一步推高股市表現。

另一方面，從經濟過熱到弱衰退的過程中，債市表現預期將是積極的。儘管在「硬衰退」象限中，債市的表現更加好於「軟衰退」，但相對於其他資產債券的表現將更具吸引力。大宗商品在溫和衰退象限中的表現相對複雜。

## 美減息時間表左右金價

我們發現黃金在溫和衰退象限中仍是值得配置的資產，但需要特別注意，歷史上黃金主要在溫和衰退前期表現亮眼，但隨着美國聯儲局減息政策的開啟，黃金價格或出現一定回檔。因此，黃金在2024年上半年或將保持強勢，但隨着減息落地，黃金則可能在2024年下半年見頂回落。最後，在溫和衰退象限內，地產投資的吸引力將顯著下降，這與美國當地地產熱度見頂下行的方向保持一致。

最後，曲度凹陷區間內象限轉移將通過通脹預期和實際短期利率來影響大類資產切換。結合歷史，在菲利浦斯曲度凹陷區間內，美國經濟象限由「高通脹、強就業」轉向「低通脹，弱就業」的過程中，通脹預期和實際短期利率的下調預期會被進一步放大，預期對大類資產輪動的影響甚至超過了減息政策落地的直接影響。

因此，在2024年美聯儲減息政策實質性落地前，面對任何「鴿派」信號，市場敏感度或將進一步被放大。在這個傳導過程中，唯一不確定性因素來自風險溢價的外生衝擊。

如果風險溢價因為地緣政治或其他風險被抬升，名義收益率的下降預期將被部分對沖，這使得在新的經濟象限中，債券的表現將不及預期，而黃金的表現可能超過預期。面對當前全球經濟政治的高度不確定性，我們認為市場仍需高度警惕風險溢價對名義收益率帶來的影響。

# 取消壓測 按揭仍需入息證明

談樓說按 王美鳳  
中原按揭經紀  
董事總經理

特區政府在最新財政預算案回應市場聲音為樓市撒辣，為不同需求的潛在買家降低入市門檻，有利於樓市鬆綁復甦。是次按揭放寬項目包括暫停供款壓力測試（以現時按息假設加2厘後，供款佔入息比率不低於60%），壓力測試在於幫助供樓人士應付利率上升時增加防守力，基於現時加息周期已見頂，未來走勢將逐步回落，現時暫停實施壓力測試無疑是合適的。

然而，市場上有些人查詢，取消壓力測試是否等於入息要求不設特定限制？甚至有人問是否不用提交入息證明？筆者在釐清一下計法。

## 首套房供款不超入息一半

為確保按揭借款人有足夠還款能力，按揭銀行一向需評估借款人的入息水平，當中需提交相關入息證明，這個基本準則沒有變的。過往按揭申請人須同時通過兩項供款能力的評估，一項是壓力測試，另外一項是供款佔入息比率之要求。

現時已停止實施供款壓力測試，原則上，按揭借款人只需要符合既有的供款佔入息比率要求，以首套房及自用物業按揭為例子，計法是以現時按揭息計之每月總供款金額不超過入息一半即50%。

例如首置買家購置一個600萬元物業，申請七成按揭、30年還款期，以現時按息4.125厘計（H按以封頂息率計），每月供樓金額為20355元，假設沒有其他債務供款，最低入息要求便是40710元；與放寬前需同時符合壓力測試對比，最低入息要求減少約4.3%（1822元）。

要注意的是，若果按揭申請人已經有按揭在身，又或已是按揭擔保人身份，再申請之按揭便屬於二套房按揭，對於二套房按揭又或按揭物業屬於非自用性質例如是收租物業，這類之供款佔入息比率上限需降低至40%，而並非上述之50%。

上述例子之買家若然是購置自用物業但已有按揭在身，便已屬於申請二套房按揭，上述之入息要求需要提高，每月債務供款部分亦需加入擔保按揭之供樓金額計算；在此情況下，這類按揭申請人很多時會考慮先除去擔保人身份，以減低按揭上會的難度。



◀樓市全面撒辣後，二手氣氛轉旺，成交回升。