

►孟加拉的工業體系不完善，局限於勞動密集型產業，未來需要擴大服務業及新興產業投資，通過產業升級創造更多就業機會。



孟加拉位列世界第35大經濟體，過去十餘年充分釋放人口紅利和後發優勢，經濟保持較快增長，GDP增速名列前茅，城市化和工業化發展也取得較大進展，發展前景可觀。但是，近期孟加拉出現政局動盪，反映其經濟高增長背後的結構性困境，以及嚴重的經濟社會失衡問題。

孟加拉經濟轉型的隱憂

金融觀察 鄧宇
上海金融與發展實驗室
特聘研究員

孟加拉和其他後發國家類似，在經濟高速增長的過程中催生其他問題，比如貧富差距過大、人口政策不當、就業難題等，成為經濟持續增長的障礙，即陷入「增長的悖論」——經濟愈增長，社會問題愈突出。這次政治事件折射了孟加拉長期遺留的經濟社會發展不均衡的問題，首先需要穩定政局，向外釋改革和發展的積極信號，同時要重新評估經濟發展戰略，推動社會改革和優化人口政策，健全財政和貨幣金融政策體系，通過穩健的改革釋放增長潛力，並在發展中解決突出的社會矛盾。

依重貿易 佔GDP高達30%

一、孟加拉經濟增長取得的成績

一是經濟保持持續且較快增長，人均收入改善。過去數十年，孟加拉大力發展經濟，適逢全球化紅利時期，一方面推動對外開放，發展外向型經濟，積極吸引外資，起初承接國際產業鏈的初級產業體系，包括紡織業、電子工業品等，從而獲得穩定的外匯收入。另一方面，儘管孟加拉存在多黨制，但經濟改革持續推進，包括推行私有化政策、建立工業區，以及提出「數字孟加拉」。1981年孟加拉的GDP規模僅264億美元，2023年已升至4464億美元。2000至2023年的GDP年均增速為6%，遠超多數發展中國家。

二是出口貿易持續擴大，不斷吸引外資。1970年代大多數發展中國家均選擇外向型經濟模式，即以出口導向為主，當時孟加拉也選擇這個發展模式。孟加拉具備一定的後發優勢，比如人口近1.7億，15至64歲勞動力佔比高達67.61%，人口紅利為孟加拉發展出口貿易提供勞動力資源。同時，孟加拉奉行相對開放的外交政策，積極融入全球化，參與地區和世界重要事務，同中國、印度及其他區域國家保持緊密的經貿聯繫，吸引大量外資。這種外向型經濟模式，貿易額一度佔孟加拉GDP的比重45%至48%，近年降至約30%，但仍較高。區域經貿方面，孟加拉同中國的經貿和投資往來密切，2023年雙方貿易額達到239.7億美元，中國是孟加拉第一大貿易夥伴，孟加拉是中國在南亞地區第二大貿易夥伴，2024年雙方建立全面戰略合作夥伴關係。

二、孟加拉經濟轉型的經驗教訓

其一，經濟持續轉型，但發展存在失衡。孟加拉被譽為「南亞奇跡」，從最不發達國家進入到中低收入國家行列，有兩方面原因值得重視：一方面，全力謀發展，各政黨和社會致力擺脫貧困落後的狀態，因而在數十年推行的經濟政策得以延續，國內政局雖有波折，但整體上仍穩定。目前已經實施了八個五年計劃，從初期的農業主導型轉向外向型為主的經濟模式。而且孟加拉奉行友好的



外交關係原則，不介入地區衝突和紛爭，地緣政治風險可控，具備較和平的外部環境，有利於促進經濟增長。但是，隨着經濟規模擴大，社會發展失衡的矛盾日益突出。例如經濟增長對出口的嚴重依賴，伴隨不斷攀升的外債，以及外匯儲備下降、常年貿易逆差等問題。人口高峰以及失業率升高等問題凸顯，社會矛盾累積，經濟的快速增長並未能轉化為社會廣泛的福利。

勞動密集產業佔比高

其二，大力發展製造業，但結構並不合理。孟加拉主要得益於外向型經濟模式，以及全球化紅利。一方面，初期這種後發優勢帶來穩定的外匯收入，能夠維持基本的國際收支平衡，外資的湧入也帶來先進的設備及管理，奠定工業化的發展基礎，特別是勞動密集產業發展較快。從製造業增加值來看，1970年代孟加拉的製造業增加值佔GDP僅個位數，2023年已升至22.34%，顯示其較強的製造業優勢。但另一方面，孟加拉的經濟結構有天然缺陷，工業體系不完善，局限於紡織等勞動密集型產業，成衣業出口額佔全國出口總額的85%左右，其他製造業並未得到發展。低附加值產業佔比過高，僅能對經濟總量規模有利，卻無法給民眾帶來更多收入和財富。反映在該國的儲蓄總額佔GDP的比重從2012年的40.6%，下降至2023年的34.9%，同期人均GDP年均增速為5%左右，尚未跑贏GDP的年均增速（6%以上）。未來孟加拉需要擴大服務業及新興產業投資，通過產業升級創造更多就業機會。

三、孟加拉推動經濟發展的前景

首先，穩定政局，保持經濟改革連續性。孟加拉此次出現政局動盪，深層次反映長期以來深埋的結構性矛盾，隨着經濟下行壓力加大，以及年輕失業人口居高不下等問題凸顯，最終引發政局不穩，可能破壞經濟增長預期。當務之急是穩定國內政局，關鍵步驟在於兩個維度：一方面要推動國內政黨各派別凝聚共識，防止內部分裂或擴大矛盾，孟加拉目前推舉由經濟學家尤努斯領導臨時政府，具有穩定民心的作用，也是國內各黨派妥協的產物。未來要實現正常化運作還需要實質性舉措，促成各方和談以及多方溝通協調，另一方面要加強與民眾以及外界溝通，促進信息透明，維持良好的周邊睦鄰關係，減少政局不穩定帶來的負面衝擊，維持主權評級，保持經濟改革的連續性，推動國

家回歸正常的發展軌道。

其次，重新審視經濟社會議題，促進均衡協調發展。如何解決經濟結構性問題，以及促進經濟社會均衡發展是現任政府的緊迫議題。目前主要有四大結構性困境亟待破解：一是堅持抗通脹，目前通脹已升至雙位數，仍要加強抗通脹，提振消費信心；二是制定完善合理的人口政策，着力推進城市化並改善居住條件，創造宜居、和諧的生態環境，實現包容性增長；三是促進經濟結構調整，既要在提升傳統優勢產業的同時增加附加值，提高產值和產出效益，也要重視服務業發展，為解決年輕群體的就業問題創造更多崗位機會；四是重視新興產業和創新投資，加大投入數字化和綠色轉型。

債務急增 財政承壓

最後，加大財政和金融改革力度，着力解決債務問題。「債務陷阱」是制約後發國家經濟可持續增長的主要障礙，值得警惕。從兩組數據觀察：一是儲備佔債務的比重，2016年孟加拉總儲備佔外債達77.66%，但2022年已降至34.79%，幾乎折半；二是外債存存量佔GNI比重，2022年孟加拉的外債存存量佔GNI的比重下降至20.28%，比1994年的高點44.48%下降逾半。過去3年孟加拉的債務增長較快，平均每年增加國內債務72.7億美元，同時外債也大增。孟加拉已向IMF提出50項經濟改革承諾。下一步孟加拉需要加強財政預算執行效率，優化支出結構，加大支持年輕人口就業，控制赤字增長，穩定債務規模，防範債務違約風險，另一方面需要促進金融穩定，改善銀行業資產質量，並通過緊縮政策抑制通脹高企。

四、結論與展望

過去10年，孟加拉GDP年均增長維持在6%以上，預計將於2026年脫離「最不發達國家」行列。現階段的政局動盪威脅到孟加拉的宏觀經濟穩定面臨風險，近期穆迪將孟加拉2024年經濟增長預測從之前的5.4%下調至5.1%。但總的來看，孟加拉的經濟增長仍有望保持在中高速增長水平，預計隨着國內政局逐漸穩定，各項改革措施加以實施，營商環境加快改善，將有利於解決經濟社會失衡問題。展望未來3至5年，孟加拉的增長潛力巨大，不但有望回歸到過去6%以上的增長水平，而且仍將是南亞乃至全球最具經濟活力和發展潛力的國家之一。

(本文僅代表個人觀點)

優化民企上市制度 杜絕違規套利

熱點把脈 皮海洲
財經評論家

今年7月中旬召開的二十屆三中全會作出了《中共中央關於進一步全面深化改革、推進中國式現代化的決定》（以下簡稱《決定》）。《決定》對進一步深化資本市場改革進行部署，作出「健全投資和融資相協調的資本市場功能」、「促進資本市場健康穩定發展」、「建立增強資本市場內在穩定性长效机制」等安排。

其實，就進一步深化資本市場改革來說，《決定》的部署突出的是重點，是一些綱領性的表述。實際上，中國股市經過了30多年的發展，進一步深化資本市場的改革是全方位的。畢竟近年來，中國股市所暴露出來的問題是全方位的。可見，進一步深化資本市場改革任重而道遠。

進一步深化資本市場改革要解決的問題有很多，不過，在眾多需要解決的問題之中，「股市第一錯」是亟待糾正的。畢竟這對於中國股市的健康發展，對於中國股市的正本清源都有着積極的意義。實際上，這個問題如果能夠得到解決，困擾中國股市發展的諸多問題也就迎刃而解了。

中國股市的第一錯是什麼？既然被稱為是「第一錯」，自然就不是小問題，而是影響中國股市發展的大問題。實際上，「股市第一錯」也確實是中國股市制度建設中的一個重大問題，它指的是民營企業、私人企業（包括家族企業，下同）上市套用的是國營企業甚至是大央企的上市制度，因而享受了國企上市的紅利，並因此給中國股市的發展帶來了較大的負面影響。

眾所周知，中國股市是以「改革試驗田」的形式誕生的，其誕生的目的是為國企改革服務的，是為國企脫貧解困服務的。

所以，中國股市在誕生後相當長一個時期內，只允許國有企業上市，而民營企業、私人企業是不能上市的。當時的股市制度都是為國企上市量身定製的，包括企業上市條件的設置，也是為國企定製的。

最明顯的就是上市公司股權結構的設置，在企業上市的條件裏，就有一條這樣的明確規定，即要求發行人公開發行的股份達到公司股份總數的25%以上；公司股本總額超過4億元（人民幣，下同）的，公開發行股份的比例為

10%以上。這一規定，在實際執行的過程中，演變成發行人公開發行的股份達到公司股份總數的25%即可；總股本超過4億元的，公開發行股份達到總股本的10%即可。這一規定實際上就是允許了大量非流通股（也即限售股）的存在，這其實就是考慮到了國有股東在一些企業的大量持股問題，以保持絕對控股地位。

這樣的股權結構設置對於國有企業來說不會有什麼問題，包括股東減持的問題，在很多國有上市公司中也不會出現。一方面是國有股東要對企業進行絕對控股，所以不會大量減持股份；另一方面，國有股東要減持股份也需要主管部門的審批，這個過程較為繁瑣。也正因如此，國有股東的減持壓力通常都不太大。

壓低非流通股比例

然而，隨着中國經濟的發展，民營經濟、私人經濟取得了長足的發展，中國股市也允許民營企業、私人企業上市。但是，民營企業、私人企業上市並沒有為其建立相應的股市制度，而是沿用了國有企業上市的制度。如此一來，民營企業、私人企業上市享受的是國企上市的政策紅利，當中包括股權結構的設置也是套用國有企業的標準。於是，困擾股市健康發展的股東減持問題隨之而來。

在套用國企股權結構設置的背景之下，上市的民營企業與私人企業，私人股東就佔有了大量的股份，這些私人股東因為股票的成功上市而一夜暴富，於是股票上市之後，想方設法套現就成了某些私人股東千方百計要做的事情。而且為了控股股東能夠以更高的價格套現，各種利益輸送甚至違法違規的事情也就層出不窮，股市中的多種問題因此而產生。

所以，進一步深化資本市場改革，就有必要把這個問題加以解決。民營企業、私人企業上市不應繼續套用國企上市的法規政策，而必須要適合於民營企業、私人企業上市的相关政策。比如，在股權結構設置的問題上，要將控股股東的持股比例控制在30%以內。同時首發流通股的比例不低於公司總股本的50%。並且明確規定，在控股股東30%的持股中，有一半的股份即15%的持股，永不上市流通。避免控股股東清倉式減持後，將一個空殼公司留給市場。可以斷言，「股市第一錯」得以糾正後，中國股市的很多問題也就不復存在了。



◀中國股市經過30多年的發展，進一步深化資本市場的改革是全方位的。

善用按揭存款掛鈎戶口 有助慳息(上)

談樓說按 王美鳳
中原按揭經紀
董事總經理

本港加息周期由2022年開始，今年基於美國延後減息而令本港息率大致橫行，雖然對上這次本港加息周期步伐相當溫和，加幅大為落後於美息，但由於市場按息已有十多年處於超低水平，令現時4厘多之按息已被稱為「高水平」。減息步伐未開展，息率未降的情況下，按揭供款人士可善用按揭存款掛鈎戶口（mortgage-link account）自製減息效果。

存款息看齊實際按息

現時不少銀行按揭計劃仍有提供按揭存款掛鈎優惠，一般做法是向按揭客戶提供一個高存息往來戶口，存息與按息一致；換句話說，現時實際按息主要為4.125%，存息亦是4.125%，用家將日常儲蓄及備用資金存放於高存息戶口，便可以賺取高存息收入，以抵銷按揭利息支出，等同降低淨按息，若運用這類戶口得宜，可有很好的對沖加息的

效果。上述這類戶口的存款上限一般高達尚餘按揭額的一半即50%，即是說，例如有投資或生意往來的大額資金停泊在高存息戶口，該月以存息收入抵銷按揭支出後的淨按息可降低多達50%，可見善用按揭存款掛鈎戶口可達至很大的慳息作用。

當然，一般供樓人士未必有需要停泊大額資金，以目前平均按揭額約500萬元為例，按息4.125%（為方便計算以息率不變作參考）、30年還款期，假設供樓業主於提取按揭當日將備用資金30萬元存入高存息戶口，並於每月持續存入5000元儲蓄，全期以存息收入抵銷按息後，淨利息支出可減少達31%，省去金額約達104萬元，實際按息等同由4.125%降至約2.74%。以上例子以相同存款金額可賺取現時一般活期儲蓄利息作比較，當然，息率有上落波動性，有關例子僅供參考。

而對於上述高存息的存款額上限，亦需要留意按揭餘額會隨着按月償還本金之後而逐步減少，故此，不要誤以為按揭餘額一直維持在原本按揭金額不變。