



▲2023年中國出口國際市場份額14.2%，連續七年保持貨物貿易第一大國地位。圖為比亞迪電動車（EV）正在裝載到「比亞迪探索者一號」滾裝運輸車上準備出口。

從世界經濟格局來看，發展中國家處於一個增長的向上時期。但從具體形勢分析，不少發展中國家所面臨的形勢卻更加嚴峻，發展中國家要擺脫增長困境，亟待穩定的國際地緣政治環境和國內政局，當務之急是啟動改革進程，找到新的經濟增長點，防止經濟持續下滑帶來的社會與政治問題。

發展中國家求解增長難題



金融觀察 鄧宇

上海金融與發展實驗室
特聘研究員

以中國等為首的發展中國家，積累了豐富的改革經驗，成功推動國家轉型，進入中高收入國家行列，一方面是切中了經濟改革的「要害」，破解了產業轉型的「瓶頸」，加快建立更高水平的經濟體制；另一方面在全球化競爭中發揮後發優勢和比較競爭優勢，從而實現「政局穩定—經濟增長—深化改革」的良性循環，拓展外部增長空間。

經濟結構亟待轉型

發展中國家的脆弱性表現在其依賴於資源、能源和出口導向的經濟模式，在高度全球化的發展階段，低附加值和產業鏈底端帶來的價值必然消耗大量的資源、人力和市場。諸如東南亞諸國、巴西、南非、土耳其等國家不具備龐大的內需市場，勞動力人口更是處於低增速，無法支撐未來向更高階段發展的資源和賦賦。

部分發展中國家的製造業均呈現不同程度的下滑趨勢，一方面是傳統的製造業萎縮，製造業在經濟結構的佔比下降，另一方面新型製造業發展滯後，科技創新乏善可陳。早期的出口導向型經濟體，例如新加坡、韓國等，在後期轉向科技創新領域，得以率先進入高收入階段，而大量發展中國家遭遇經濟結構性困境後，其脆弱性將充分暴露。

全球化分工和廉價的國際融資使發展中國家快速獲益，卻未能及時推進或選擇了錯誤的改革。拉美國家在20世紀石油危機爆發後，受到國際貿易環境惡化的影響，迫於結構性矛盾壓力，錯誤地選擇了進口替代模式和「舉債增長」的策略，導致債務加劇，經濟岌岌可危。

除了內部結構，外部因素也對發展中國家造成衝擊。貿易摩擦和「關稅戰」造成發展中國家的外部投資環境惡化。聯合國貿易發展會議（UNCTAD）發布的《全球投資趨勢監測》報告預計，流入亞洲發展中經濟體的外商直接投資估計將下降12%。加上國內政局不穩定，部分發展中國家的人均國內生產總值（GDP）甚至出現「逆行」現象。

勞動生產率是發展中國家二元結構轉型遲緩的根本原因。相比城鎮化率超過70%的發達國家，多數發展中國家城鎮化率剛剛超過50%，勞動生產率與發達國家也拉開三到四倍的差距。

而較低的勞動生產率增速使得債務負擔不可持續。據國際金融研究所（IIF）數據，截至2023年底，新興市場債務規模已攀升至104.6萬億美元，較2022年增長7.1%，佔全球總

債務比重由2022年的32.8%上升至33.4%。在此背景下，需要警惕部分發展中國家的主權債務違約風險。國際貨幣基金組織（IMF）估計，目前新興市場有約2370億美元的外債面臨違約風險。

此外，發展中國家所處的地緣政治風險也在持續上升，如何破解經濟轉型困境並融入「再全球化」面臨重大考驗。中國的經濟轉型經驗可為發展中國家提供成功樣本，即加快構建「雙循環」新發展格局：一方面以國內大循環為主體，堅定實施擴大內需戰略，推進全國統一大市場建設，鞏固國內超大市場；另一方面推動國際國內循環相互促進，積極拓展外部市場。2023年中國最終消費支出、資本形成總額對經濟增長的貢獻率分別為82.5%、28.9%。同時，中國的製造業特別是先進科技投資增長加速度，加快構建「消費內需增長（擴大內需）+科技創新升級（培育新動能）」的新格局。

金融風險不可不查

在匯率制度選擇上，發展中國家陷入了「三元悖論」，實行固定匯率制度會使貨幣政策獨立性受到挑戰，必須面臨國際游資的攻擊風險，而選擇浮動匯率制度又會導致淨外幣資產和負債的不穩定。

一些發展中國家以美元進行借貸和投資，採取軟釘住美元的政策，防止本幣過度波動或貶值，但這也使其陷入了高儲蓄兩難。持續盯住美元，一旦國際金融市場大幅震盪或者惡化，就會出現新興市場貨幣貶值和資金流出的狀況，而這種貶值的背後往往是財富重新分配，貧富差距進一步拉大。

國際收支失衡和外債持續擴張是制約發展中國家增長的關鍵，其中的主因是部分發展中國家的金融不發達，以及金融政策的失誤，包括過於激進的銀行自由化和放鬆匯率管制。此外，在當前國際環境下，多數發展中國家的經常項目盈餘和貿易順差帶來了豐富的外匯儲備，是面對強勢美元動盪的強心針。反觀擁有龐大經常項目赤字的土耳其和阿根廷在面對美聯儲加息收緊貨幣政策時出現匯率大幅貶值、股市大幅波動。統計顯示，阿根廷比索是2023年全球貶值最嚴重的貨幣之一，按美元計算的累計貶值幅度達到78%。

選擇金融開放的時機非常重要，在不確定性因素劇增的背景下，發展中國家的金融開放政策可能並不十分有效。1980年以來，一些發展中國家在國際壓力下迅速開啟金融自由化，結果出現了金融危機。1998年，俄羅斯被迫宣布允許盧布自由浮動，盧比兌美元匯率大幅貶值，導致俄羅斯迅速陷入債務危機。2002年，阿根廷宣布放棄貨幣局制度，阿根廷比索下跌

70%。歷史經驗表明，金融自由化的成本很高，在風險管理成熟度不高的情況下，必須逐步實行自由化進程才能夠避免陷入金融殖民主義。由於受制於美元外債佔比過高等問題，部分發展中國家的匯率可能繼續承壓，陷入「滾雪球」的長期債務困境。

謹慎面對外部挑戰

於發展中國家而言，尋找符合自己國情的發展道路難度頗高，卻是「正確而難」的事。中國已然找到適應本國國情的發展模式，加快構建「雙循環」新發展格局，不斷提高國際循環的質量和效益。

據統計，2013—2022年中國累計對「一帶一路」共建國家的直接投資超過2400億美元，2018—2023年中國與「一帶一路」共建國家貨物貿易增至2.8萬億美元，年均增長8.1%，目前的佔比增至46.6%。雖然近年來歐美發達國家推行「脫鉤斷鏈」政策，但仍難以替代中國在全球市場的競爭力。2023年中國出口國際市場份額14.2%，連續七年保持貨物貿易第一大國地位。

但對於多數發展中國家而言，由於身處大國博弈和地緣政治局勢動盪的特殊時期，外部循環面臨的風險挑戰明顯增多。以越南為例，2023年越南出口金額為3561.8億美元，同比下降3.9%，雖創造巨額順差，卻是進口大幅下降的結果，呈現「衰退性順差」的特徵。

展望未來，發展中國家將處於經濟增長困境與政治、社會結構變革並存的轉型期，這種結構性矛盾短期內無法彌合，而且可能呈現出反覆無常的局面。發展中國家尋求改革應尊重自身的歷史與國情。

中國作為發展中國家代表，在推進經濟改革和轉型已經探索出成熟且獨特的模式。一方面堅持改革不動搖，在不斷總結經驗基礎上持續深化，具有較強的社會共識，另一方面堅持漸進性改革，尊重經濟社會發展的客觀規律，把握主要矛盾，循序漸進推動落實改革事項。當前，中國進一步全面深化改革，旨在破解制約經濟高質量發展的瓶頸和障礙，通過釋放改革動力，煥發經濟再增長和高質量發展的活力與信心。

面對大國博弈和地緣政治複雜局勢，發展中國家要擺脫增長的困境，首先在於立足本國經濟轉型和產業升級，提高宏觀政策治理水平，審慎運用財政赤字和貨幣政策，提振國內投資和消費信心，增強內生性增長動能；其次在於把握好再全球化帶來的新機遇，積極拓展外部市場，推動區域自由貿易，有序推進市場開放，廣泛參與有利於本國、本地區經濟轉型發展的區域自由貿易協定，促進國際循環，降低世界經濟下帶帶來的不確定性預期。（本文謹代表個人觀點）

內地製造業景氣度分化加劇



持之以恆 易恒

華泰證券首席宏觀經濟學家

中國8月份製造業採購經理指數（PMI）較7月的49.4小幅回落至49.1；非製造業PMI較7月略回升0.1個百分點至50.3。綜合來看，一方面，PMI中的生產活動指數回落至榮枯線以下，新訂單指數亦延續下行態勢、可能體現生產淡季疊加高溫天氣擾動下、生產活動環比繼續減速，價格指標回落較為明顯。另一方面，8月新出口訂單亦邊際回升、可能表明內外需分化格局仍延續，同時戰略性新興產業EPMI也從7月的46.1回升至48.8，顯示出新興產業及傳統製造業企業之間的景氣度分化加劇。

往前看，內需及價格指標的持續回升仍需逆周期政策進一步加碼，而外需不確定性短期可控。近期宏觀高頻指標顯示，內需增長動能，以及地產周期均仍偏弱。較大體量的財政寬鬆是支持全年經濟增長達標的重要支撐。8月利率債（國債、地方政府債和政策性銀行債）淨發行約2萬億元（人民幣，下同），同比多增7873億元，較7月邊際寬鬆。同時，包括貨幣政策在內的地產寬鬆政策能否有效穩定地產價格預期，也是影響企業及居民預期改善的重要因素。

PMI各分項具體分析如下：

供需兩端分項指標有所放緩。生產端，8月生產指數較7月滑落到收縮區間，採購量和用工景氣度仍待改善。8月製造業PMI生產指數較7月下行1個百分點至49.1、採購量分項指數較7月環比回落1個百分點至47.8；生產經營活動預期指數亦較7月回撤1.1個百分點至52.0。不同規模企業生產經營狀況表現持續分化：8月大型企業PMI較7月回落0.1個百分點至50.4、總體保持擴張，而中/小型企業PMI較7月下行0.7/0.3個百分點至48.7/46.4。就業方面，8月製造業從業人員指數較7月的48.3邊際下行至48.1，或顯示製造業企業用工景氣度有所回落。



◀中國8月份製造業採購經理指數較7月的49.4小幅回落至49.1。

中國製造業PMI走勢



影響按揭批核的五點因素



樓按揭明曠 張頌曠

經絡按揭轉介營運總監

早幾個月前，銀行在按揭審批上出現「塞車」情況，以致影響買家上會進度，而現時多間大型及中小型銀行已作出兩週內完成按揭審批的承諾，以加快按揭審批流程。儘管如此，這並不表示銀行放寬按揭審批條件，除了銀行批核速度之外，買家還會遇上以下五點因素，亦有機會減低按揭審批的成功率，最終影響上會結果。

（一）文件不齊全

申請按揭時提供的資料及文件不齊全，會使審核過程拖延或被拒絕。如申請人為一般受薪人士，需要提交的文件會較為簡單；如屬自僱人士或以公司名義買樓，所需要的證明文件則會較為繁複。

（二）估價不足

銀行估價與物業成交價有差距，或導致最終批出的按揭貸款額不足以應付成交金額，買家須準備額外資金支付差額，此情況一般較易發生於樓市出現顯著下行的時候。此外，銀行對非優質物

業的估價較為審慎，如物業質素參差或出現舊建或契約等問題，亦會較易出現估價不足的問題。

（三）還款能力喪失
借貸必須要供得起，但不時會有買家遇上突發情況而未能通過銀行入息審查，例如突然失業或因經濟不穩而收入下跌。另外，買家有其他私人貸款在身，銀行亦會降低其還款能力，如未能及時找到擔保人幫忙，最終或未能通過入息審查。

（四）信貸紀錄不佳
銀行審批按揭時會查核申請人的信貸評級，如發現申請人有不良信貸紀錄，例如拖欠還款、長期只繳付最低還款額，或債務比率過高，銀行或會認為申請人有較高的借貸風險，不能負擔新的貸款，最終會影響其信貸評級及按揭批核結果。

（五）按揭公司拒批
申請高成數按揭需要透過按揭保險公司的協助，不過按揭公司的審批要求比銀行更為嚴謹，不少買家以為首置人士一定能夠申請最高九成按揭，但事實上申請八成以上按揭必須為固定收入人士，而佣金收入一般不會計算其入息，以致頓時大失預算。

有效需求仍然不足

非製造業商務活動指數擴張邊際提速、高溫多雨天氣擾動建築業開工（黑體）。非製造業商務活動指數景氣度環比邊際回暖，持續位於擴張區間。其中，服務業商務活動擴張邊際提速，而建築業商務活動受高溫多雨天氣擾動、擴張速度有所放緩。8月非製造業商務活動指數較7月回落0.1個百分點至50.3。其中，非製造業新訂單指數較7月上行0.6個百分點至46.3、仍位於偏弱區間。

具體來看，服務業商務活動指數環比上行0.2個百分點至50.2，航空運輸、郵政和電信廣播電視等行業位於較高景氣度區間。8月建築業商務活動指數較7月回落0.6個百分點至50.6，而建築業商務活動預期/新訂單指數分項較7月回升1.8/3.4個百分點至54.7/43.5。8月新增地方專項債7965億元，同/環比多增2019億/5150億元，專項債發行提速或對基建和建築開工預期改善形成支撐。

原材料和出廠價格持續走弱，或體現有效需求仍不足。8月PMI原材料價格指數和出廠價格持續回落，兩者價差有所收窄。或受有效需求不足及國內大宗商品價格下降因素影響，8月原材料購進價格指數較7月回落6.7個百分點至43.2；出廠價格指數較7月回落4.3個百分點至42.0、仍處於偏弱區間。具體而言，石油煤炭和黑色加工等行業價格指數分項回落幅度較大，高頻數據亦顯示國內原材料銅/鋁/螺紋鋼價格8月均價較7月環比回落5.5/2.3/5.1。

◀中國8月份製造業採購經理指數較7月的49.4小幅回落至49.1。