



智利與中國的經貿往來日益密切，合作不斷深化。智利深度參與RCEP，以更低成本獲得進口資源，藉此加快提升投資和貿易開放水平。

## 經濟觀察家

智利（Chile）是南美洲的發達經濟體，目前國內生產總值（GDP）規模達到了3356.58億美元，人均國民總收入（GNI）為1.35萬美元。過去四十多年，智利的經濟保持持續的中高速增長，可以說是南美洲國家的發展奇跡，即便同南美洲的兩大經濟體——阿根廷和巴西相比，智利的發展水平也展現出了較強的競爭力。

之所以智利能夠保持長期穩定的增長水平，除了自身的資源稟賦和地理區位條件，還與該國堅持的市場經濟和自由貿易的發展理念有關，而且在經濟開放、內部改革和全球化方面均有不俗的表現，這些成功經驗為發展中國家的轉型提供了很好的鏡鑒。

# 智利經濟改革的啟示

金融觀察  
鄧宇

雖然智利經濟在經歷多次的世界動盪、全球經濟和金融危機等衝擊，但在生產效率、增長率等方面始終表現出較強的韌性，正是得益於其較好的工業基礎和較強的貿易能力。智利早期的市場化改革——「智利計劃」激活了要素資源配置的效率，充分釋放自身的優勢潛能，比如豐富的礦產、林業和漁業資源等。

## 貧富差距持續擴大

不過，「智利計劃」也暴露出諸多潛在風險，呈現出兩面性。一方面是智利經濟的繁榮和人均GDP的快速增長，2000—2018年智利的年均增速在4%左右，同期的GDP規模增幅超過三倍，另一方面卻是貧富差距的日益擴大和經濟社會發展的不均衡問題凸顯。

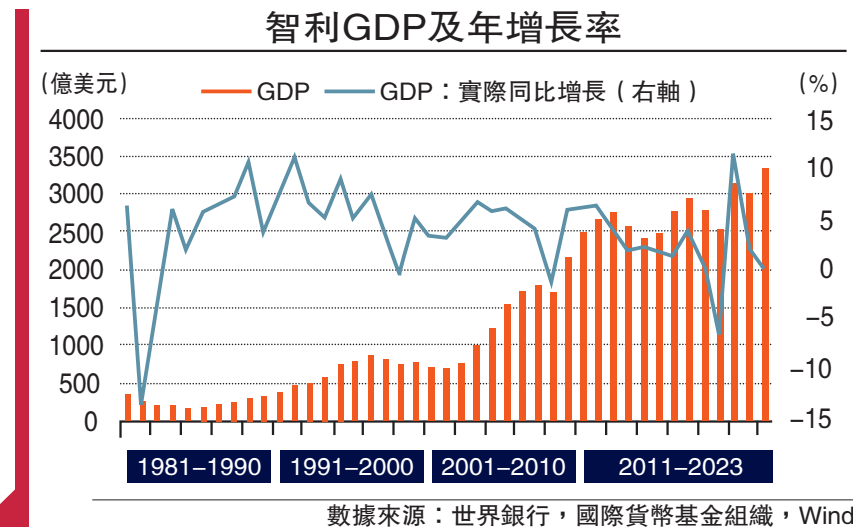
上述結構性矛盾，在經過數年的外部地緣政治動盪和內部的改革進程減緩後更加突出，直接導致智利的經濟增長放緩，逐步走向「中等收入陷阱」。2023年智利的經濟增速降至0.2%，雖避免了衰退，但發展明顯趨緩，而且內部的不穩定因素開始顯現，中期發展前景並不樂觀。如何擺脫「拉美化」成為智利未來經濟改革迫切需要解決的難題，該國要實現經濟再增長，既要穩定經濟增速，也不能忽視增長的質量和效益問題，需要強化均衡發展，並在再全球化進程中找準比較競爭優勢。

客觀而言，所謂的「智利計劃」僅反映了新自由思潮的實驗性，但忽視了智利本身的改革進程。從政府和市場兩個角度來看，智利的經濟改革取得了階段性的成功，源於其內部相對妥協和平穩的政體文化，即使初期有比較激進的改革，但在迅速調整改革方式後重新走向正軌，顯示出智利的精英階層務實的一面，包括較好地控制通脹和穩定匯率。相較而言，拉美地區的其他國家卻長期飽受高通脹之苦，加上銀行和貨幣危機，導致金融體系內在不安。

市場方面，智利高效務實的治理模式不但創造了具備國際競爭力的營商環境，成功吸引大量外資，而且也營造了開放和競爭的市場環境，包容的開放政策和自由的貿易體系助其成為拉美最具競爭力的經濟體。世界銀行《2022年營商環境報告》顯示，智利營商環境在190國之中排第59位，居南美第一。世界知識產權組織發布的《2023年度全球創新指數》顯示，在132個國家和地區中，智利綜合指數全球排名第52位、南美第二位。

## 對華經貿日益密切

與多數後發國家的追趕模式相似，智利以外向型經濟模式為主。雖然該國的經濟結構相對單一，但充分利用了當地的農業（比如葡萄酒）、礦產（銅）及其他林業、漁業資源條件，成功開拓國際市場，而且近年來智利開啟新型工業化模式，轉向綠色和科技創新。2020年智利公布《綠氫國家戰略》計劃於2040年建成全球三大綠氫出口國之一。



智利與中國的經貿往來日益密切，合作不斷深化。中國保持着智利第一大貿易夥伴地位，2023年兩國的進出口貿易額達到626億美元，比2008年增長2.6倍。此外，中國持續擴大在智利的能源、農業、礦產和金融等領域的投資。智利則積極參與和融入「一帶一路」倡議，而且在申請加入區域全面經濟夥伴關係協定（RCEP），以此拓展經貿合作「朋友圈」，並通過深度參與RCEP以更低成本獲得進口資源，藉此加快提升投資和貿易開放水平。

不過，智利也要直面經濟社會發展的失衡問題。經過三年疫情衝擊後，智利的經濟遭遇重挫，經濟增長放緩、通脹高企且利率不斷升高，目前的通脹仍在4%以上，政策基準利率則在5.5%，呈現出「低增長、高通脹和高利率」的趨勢。

外債方面，智利的債務增長加快，截至2024年3月末的債務規模達到117.8億美元，比2019年末增長35.6%，外債佔GDP的比重上升至40.5%，比2019年末要高出7%。工業領域，智利的製造業增加值佔GDP的比重降至8.5%，遠低於同等規模的埃及（15%）和南非（12.9%）。科研方面，智利的研發支出佔GDP的比重不增反降，過去十年的平均僅值0.36%。由於缺乏科技創新，智利的產業升級緩慢，因而也造成貿易的附加值不高，出口貿易增值空間有限。長此以往，智利的經濟轉型和產業升級將可能受挫，削弱未來增長空間。

智利所面臨的外部風險正在上升，包括高利率導致的信貸萎縮和經濟活動減弱，以及資本外流加劇。統計顯示，2020—2024二季度，智利資本外流超過230億美元。地緣政治的不確定性及美聯儲降息的不明朗將可能加劇智利經濟的復甦脆弱性。內部來看，智利長期存在的結構性失衡問題日益嚴峻，該國基尼系數長期處在高點，加上高通脹和高利率影響，普通民眾的生活成本大幅攀升，失業率高達8%，明顯高於經合組織國家4.8%的平均水平。

國際收支方面，2023年智利的國際收支差額擴大至639.1億美元，比2019年增長46.3%，國際收支失衡的問題依然突出，將加劇貨幣的不穩定以及嚴重貶值，不利於經濟穩定。最新預測顯示，未來十年智利經濟的平均增長率為2.2%，低於拉美主要國家平均2.5%的增長水平，不及秘魯（2.9%）、哥倫比亞（2.8%）和墨西哥（2.4%），而且其比較優勢也可

能被這些國家所替代。

## 結論與展望

外界觀點認為，智利經濟的發展奇跡被解釋為「智利計劃」的勝利，即美國為智利經濟改革所確立的休克療法和新自由主義經濟模式，促進了該國走向市場經濟和全球化。但是，這些改革背後一直存在結構性缺陷，具體表現為：過激的私有化、過早的「去工業化」及發展的不均衡等，致使經濟增長所惠及的全民福利不完備，貧富差距擴大和社會不平等反過來阻礙經濟再增長。

智利經濟的增長奇跡遭到了嚴重的困難，已到了不得不深化改革的階段，如果任由其發展，將可能破壞未來增長的環境，而且可能落入到「中等收入陷阱」。經濟結構來看，智利的向外型經濟受到外部環境的影響較大，在大國博弈和地緣政治動盪的時代，智利也很難「獨善其身」。

與其他發展中國家非常相似，智利目前所面臨的主要問題，即大國博弈和地緣政治的不確定性，可能會引發全球貿易和金融市場的不穩定，部分發展中國家的資本外流以及匯率波動可能加劇，大宗商品價格震盪的概率增加，對高度依賴資源出口的智利而言將可能面臨貿易順差收窄甚至出現貿易赤字。

新自由主義的理念能否持續還存在未知數。現實表明，僅憑市場開放和自由貿易政策已經很難獲得更大的比較優勢，而且在新一輪科技革命、再全球化及地緣政治波動的周期中，缺乏深度改革和內生性增長動能的經濟體將很難走出困境，智利面臨相似的增長難題，比如製造業的下滑、外部投資的減少等，將阻礙經濟實現進一步增長。

從主要發展中國家的經驗來看，要走出「中等收入陷阱」的難度較高，真正成功的國家屈指可數。倘若沒有戰略定力和社會共識，貿然的改革或不穩定的政策將可能推毀過去數十年積累的成果。未來智利的改革仍應遵循市場經濟規律，重視經濟社會和生態平衡問題，關注中低收入群體的發展，完善社會福利體系，改變貧富差距和不平等問題，以實實在在的改革成果凝聚共識，以可預期的結構性改革、穩定的經濟增速和可持續發展的方式，努力探索出破解「拉美難題」的智利模式。

（作者為上海金融與發展實驗室特聘研究員。本文僅代表個人觀點）

## 「共和黨橫掃」對市場有何影響？

天風視野  
宋雪濤

近期美債、美元的大幅反彈，說明全球市場已經開始為「共和黨橫掃」做準備，一個有利證據是，特朗普在全國民調支持率及七大關鍵搖擺州的支持率均有所上升。從參眾兩院的歸屬來看，雖然眾議院歸屬仍有懸念，但是共和黨拿下參議院幾乎板上釘釘。

2016年大選結果出爐後，市場對特朗普獲勝會帶來經濟災難的預測「大錯特錯」，美股也在大選當天暴跌之後的第二天就扭轉方向大幅高收。在特朗普的第一個任期內，共和黨人推動了大規模企業減稅，但同時平均關稅稅率也翻了一番達到了3%。

如果2024年大選的結果最終是「共和黨橫掃」，將會帶來什麼影響？參眾兩院的歸屬一致意味着，特朗普政府的政策意圖可以順利得到推行，其中選民關注度高的經濟政策會優先得到實行。特朗普的經濟政策傾向可簡單概括為「低利率、低稅率、高關稅」，但也是一個「不可能三角」。因為低稅率會從需求側刺激經濟活動，高關稅又會推升供給成本，兩者都會帶來更高的通脹水平；而更高的通脹水平需要更高的利率加以抑制，這又和低利率且財政擴張的政策傾向是相互矛盾的。

所以，即使是「共和黨橫掃」，特朗普政府也需要在貨幣（低利率）、財政（低稅率）、貿易（高關稅）這三個政策手段之間有所取舍——要麼強化其中的兩個並弱化另一個、要麼在推行節奏上要有優先順序。就像2016年「共和黨橫掃」後一樣，特朗普政府先於2017年推進了內政優先的大規模減稅法案，再於2018年上半年開始加徵鋼鋁和中國商品關稅，最後於2018年底迫使聯儲停止緊縮。

特別值得說明的是，提高關稅對美國經濟的影響。根據美國國際貿易委員會報告《Economic Impact of Section 232 and 301 Tariffs on U.S. Industries》，301條款徵收的關稅完全由進口商承擔，每增加一個百分點的關稅，被徵稅商品的進口量和進口額下降約兩個百分點。

2018—2021年，受301條款保護的美國本土產業年均產值增長0.4%，其中0.2%是由於產品價格上升所致，2021年最受益於關稅保護的十個行業的產值增長幅度在1.2%到7.5%之間。301關稅對美國本土產業的有利程度取決於進口商品的關稅稅率和可替代性。

但是提高關稅也給下游產業發展造成負擔，以232條款中的鋼鋁為例，

加徵關稅推高了生產成本，鋼鋁漲價給美國本土鋼鋁生產商帶來了28億美元的額外收益，但給下游製造業造成了34億美元的損失，使得加徵鋼鋁關稅造成了每年6億美元的經濟淨損失。

2016年特朗普當選總統後，美元指數在短期內一度上升了5.6%，但之後在減稅和加息期間美元指數持續下滑。中美貿易摩擦和疫情爆發期間的避險因素導致美元指數有所反彈，但總體仍是向下趨勢。特朗普的第一個任期，美元指數累計下跌了10.3%，人民幣兌美元匯率升值了6.3%。

## 美債收益率曲線更加陡峭

如果特朗普再次上任，美元可能面臨相似的情況。先是延長減稅帶來的經濟繁榮、先推動美元走強，但為了彌補財政缺口的加徵關稅可能帶來滯脹，進一步提高財政赤字和債務上限又會削弱美元信用，兩者都會抵銷美元走強的勢頭，如果聯儲在兩難之下被迫選擇降息，也會進一步推動美元走弱。

歷史上「共和黨橫掃」對美股的影響積極。考慮到特朗普在上一任期的首年，美股信息技術板塊表現不錯，以及他與硅谷的關係比過去更加密切，「特朗普利空科技股」的說法站不住腳。特朗普政府的保護主義傾向、稅收優惠政策和放鬆金融監管等，整體對股市有利。

在「共和黨橫掃」的情況下，美債的收益率曲線可能變得陡峭。特朗普的減稅和關稅政策將推高通脹，使得美債的長期利率難以回落，而特朗普的低利率傾向又可能讓聯儲不得不考慮再加息的政治壓力，因此相比之前美債利率曲線的長時間倒掛，特朗普下的「共和黨橫掃」可能使得收益率曲線更加陡峭。

特朗普的政策出發點是「美國利益優先」，並非僅針對中國，而是針對非美國國家全面鋪開，比如加徵10%的全面關稅和20%的轉口地關稅。對於生產效率更高的中國而言，這可能並非壞事，強調美國利益優先會傷害盟友利益，有利於中國改善和歐洲、日本、韓國的貿易關係，緩解中國與非美國國家在「新三樣」和汽車出口上的貿易緊張關係。

儘管貿易限制政策具有不可預見性，可能對A股市場的短期風險偏好造成衝擊，但從特朗普第一任期（2017年到2020年）的A股表現來看，僅2018年因為貿易戰和去庫存帶來了持續下跌，其餘時間均有上漲。

（作者為天風證券首席宏觀分析師）



「特朗普的政策出發點是「美國利益優先」，是針對非美國國家全面鋪開。」

## 高成數按揭物業 出租需「甩按揭」

樓按明瞭  
張顯曦

新一份《施政報告》推出多項放寬按揭措施，當中包括非自用物業的按揭成數上限由六成放寬至七成、「供款與入息比率」上限由40%調升至50%，以及本身有其他按揭在身，按揭成數及「供款與入息比率」上限無須調低10%，該措施可讓購買物業作出租用途的投資客即時受惠。

首期方面，假設購入一間800萬元物業作出租用途，可承按揭成數由放寬前最多六成增至七成，即首期開支由320萬元大幅減少80萬元（25%）至240萬元。入息要求方面，申請人的「供款與入息比率」上限則由放寬前40%調升至50%。

## 買樓出租 留意三大須知

在現時按息下跌、租金回報高、「供平過租」的背景下，配合新按揭措施，投資客已加快入市步伐。近期新盤項目交投個案中，投資客比例更高達約四成。不過，購買物業作出租用途的買家，有幾點事項需要注意：

首先，若買家本身有另一按揭物

業在身，如購買新物業作出租用途，銀行審批買家入息時，會將新物業及現有物業的供款一同計算。假設買家現有A物業的每月供款金額為1萬元，現時想購買B物業，每月供款2萬元，計算「供款與入息比率」時，銀行會將兩個物業的每月供款相加計算，換言之，買家入息最少為6萬元（3萬元×2）才能通過最低入息要求。

其次，雖然銀行審批買家入息時，需要將新物業及現有物業的供款一同計算，但租金收入可當作入息計算，並助買家更易通過審查。若單位屬租約物業，部分銀行會以租金的七至八成作為入息計算；若單位未正式租出，部分銀行亦會接受「擬租金收入」，並委託測量師行來為單位估算租值，一般以預計租值的六成計算入息。

再次，按揭保險公司「物業必須為自住居所」的規定仍然存在，除非有特定情況，透過按揭保險計劃申請高成數按揭的物業不能作出租用途。業主若想將按揭物業由自用轉為出租，可以透過轉按「甩按揭」，將按揭成數降至七成或以下，才能將單位合法出租。

（作者為經絡按揭轉介營運總監）