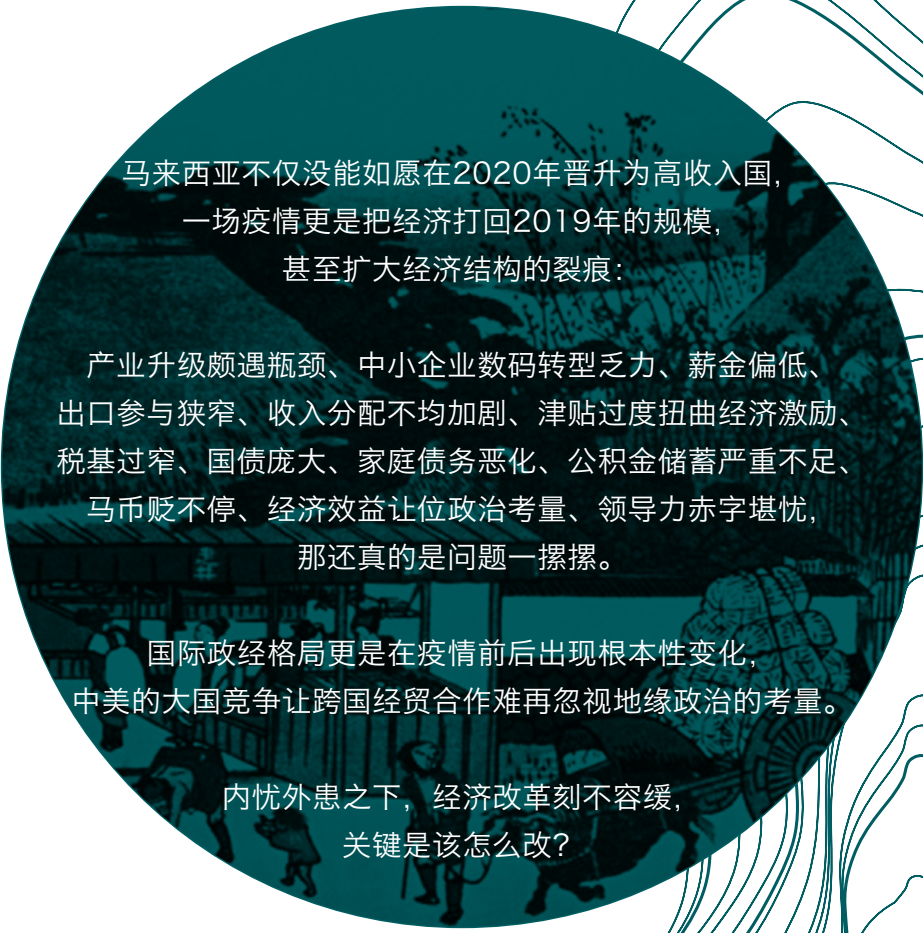




# 浮世解

黄锦荣



马来西亚不仅没能如愿在2020年晋升为高收入国，  
一场疫情更是把经济打回2019年的规模，  
甚至扩大经济结构的裂痕：

产业升级颇遇瓶颈、中小企业数码转型乏力、薪金偏低、  
出口参与狭窄、收入分配不均加剧、津贴过度扭曲经济激励、  
税基过窄、国债庞大、家庭债务恶化、公积金储蓄严重不足、  
马币贬不停、经济效益让位政治考量、领导力赤字堪忧，  
那还真的是问题一摞摞。

国际政经格局更是在疫情前后出现根本性变化，  
中美的大国竞争让跨国经贸合作难再忽视地缘政治的考量。

内忧外患之下，经济改革刻不容缓，  
关键是该怎么改？



序言



8

浮世(壹)

疫情如何改变了经济



13

马股已过万重山？  
慎防经济在10月摔跤  
风雨过后见彩虹  
再现管控令  
经济复苏冰火二重天  
防疫政策加剧经济不均等  
K型复苏

浮世(贰)

通胀再现

市场色变

通胀与恶的距离  
大马逼近低增长高通膨？  
大马也有结构性高通膨危机？  
告别低通膨低利率又如何  
迎接贝弗里奇曲线  
当经济增长不均沾



45



## 浮世 (叁)

### 摆脱不了的经济转型困境



74

## 浮世 (肆)

### 别老是说大马要破产



107

二十年经济转型不成：评中期检讨报告

关键是经济，傻瓜！

下一个十年

争相位影响复苏质量

新政府、旧思维、腐经济？

下个20年的大象与跳蚤

企业管理随想

## 浮世 (伍)

### 神秘的货币

### 糟透的汇率



139

货币化国债引担忧

再谈国债如何货币化

国行信贷政策得发力

量宽和缩表

国行货币政策近局限

贷款政策可助国行突破

令吉还要跌多久？

升息不可为 锁汇即封喉

正视马币长期贬值



浮世  
(陆)

公共政策的八堂课



175

浮世  
(捌)

事关学术无用之用



246

别让退休金成为退休惊  
从诺贝尔经济学奖看大马最低工资  
土著30%股权目标早已达成  
鲍莫尔成本病和数字大蓝图  
给碳排放定个价  
制定政策需要想象力  
股权众筹退场机制是关键  
稳定不稳定的稳定币



浮世  
(柒)

国际经济演义



203

贸易战的尽头  
后疫情时代的全球经贸格局  
美国大选攸关国际  
RCEP的意义  
2022年灰犀牛  
升息降准市场心慌慌  
式微中的美元霸权？  
国际金融的两个婚礼一个葬礼  
英镑危机的教训  
紧密贸易造就和平？  
挂钩与脱钩间的经济制裁





## 疫情如何改变了经济

事过境迁，当你回想起疫情那两年，某种诧异感难免会浮现，那两年，到底是怎么走过来的？或经历低潮、或机遇无限、或无所改变，或走了一趟陷困/反弹/瓶颈的循环。

大马经济何尝不是如此。

独立以来，我们经历过无数个经济衰退，有80年代公共债务危机和大宗商品价格不景气所引发的，也尝过90年代汇率和金融风暴所掀起的，甚至是于千禧年受美国金融危机牵连的。

但我们不曾需要在生命与生计之间，做出艰难抉择。面对疫情蹂躏，我们不得不停止所有工商业及社会活动，减少人与人之间的接触，以阻断病毒传播链。然而，生产与消费的赫然停止，与人的心搏骤停无异，那是全面的经济休克，经济怎能不陷困。后来的经济复苏，也随着流动管控的放松后再收紧而起起伏伏。



虽然疫情已经是过去式，但或多或少总会影响经济发展的轨迹。

回顾历史，公共债务危机的烂摊子促使公共机构的私营化，因为私营化需要外资的参与，国内资本市场也顺势搭上于90年代初兴起的全球资本市场自由化的列车；亚洲金融危机改变货币当局对汇率波动的态度，往后不再执着于令吉兑美元汇率的伪稳定，也推动马币债券市场的发展；全球大衰退催化经贸及投资对象的多元化努力，带动美元独霸国际储备货币的深思。

还看今朝，疫情后的经济管理该吸取什么样的教训？疫情期间受创最微、转身最快的企业正好是提升数码装备最迅速的企业，所以是加快企业数码转型的脚步？也许吧。还是巩固针对人民的福利支出，优化其传导机制为上上策？也没错。之所以经济没有崩溃，社会没有动荡，复苏没有受阻，一系列的经济纾困计划，本来就居功不少。

然在回顾及修订我写过的相关篇章当中，我察觉疫情管控仿若一记警钟，敲响我们应对未来尾事件（也就是不太可能会发生，一旦发生，后果极其严重的事件）的基本态度，那就是动态宏观经济管理的时间连贯性。

这套理论源自于芬恩·基德兰德（Finn Kydland）和爱德华·普雷斯科特（Edward Prescott）在1977年发表的一篇经典文章，强调货币政策的时间连贯性对控制通货膨胀的关键性作用。此文为二人在2004年荣获经济学诺贝尔奖。

个中道理其实很简单。假设在通膨升高的压力下，央行表示将升息，但坚持货币政策是灵活的，并酌情决定（discretion），经济一旦出现红色讯号，央行会马上U转降息。这看似合乎情理的政策声明却缺乏时间连贯性，注定是要以失败告终，因为市场会形成政策随时U转的预期，既然会U转，市场何须闻风起舞。结果，由市场决定的长期利息不会随着政策利息上调而升高，利息也就失去影响商业投资及消费的杠杆，无法压制通膨。

这也解释了为何全球央行都会设定通膨目标，也常在政策声明中表现一种不把通膨压平誓不罢休的态度，这就是一贯之的政策承诺（commitment）。

从这个视角看疫情管控，行动限制就像是好意但善变的措施，而疫苗接种便像一诺千金的决策。管控令随着确诊病例的起伏而时紧时松，结果管控令比疫情传播本身更伤经济。相反的，一旦疫苗接种到位，哪怕疫情没少反复，每日仍有过千病例，经济依然逐步开放而不倒退。

未来肯定少不了疫情的另一轮爆发，也免不了气候变化和大国竞争所可能带来的产业断链及粮食供应短缺等尾事件，我们该如何以“不变”（的政策承诺）应万变（的不确定性）？

## 第一解

## ● 马股已过万重山？

虽然截至2020年8月7日，富时大马吉隆坡综合指数收市所报的1585.41点仅是重返去年年末的水平而已，但相较于疫情期间曾跌至十年最低水平的1219.72点而言，已经是大涨30%，那表示股市要进入技术性牛市了。

## 股市经济不同步

这样的发展还颇是丈八金刚摸不着头脑。经济受疫情所创、失业率偏高、各国经济纷纷沦陷，不是进入技术衰退就是双位数负成长，而即将公布第二季经济表现的大马自然也不会例外，当下的经济复苏更是亦步亦趋的。但股市在三月从谷底反弹以后就一路长虹，近期更是屡创交易量记录，单是8月7日那180亿的交易量就等同于过往7、8天的总和。

在失业人数攀新高的当儿，股市也一样刷新记录，世界仿如走在两个平行线上。资源不足的一群在挣扎求存的同时，资源充沛的一票人在添加财富，所以疫情对经济的冲击是不均等的，而疫情会让财富分配不均的问题恶化，这是往后公共政策需要关注的地方，也是接着下来制定任何经济振兴配套需要更有针对性的事实依据。

近来冒起而凝聚着的股市狂热都聚焦在“冠病股”，举凡与手套沾上边的消息都要让股民狂追，而且疫情越是拖延，“冠病股”的盈利前景就越是光明，但疫情越是拖延，难道经济复苏不就更步履蹒跚？经济那头冷时、股市这头热，似乎也推翻了我们惯有的一个认知，以为股市就是经济的晴雨表。

## 股市狂热是泡沫？

当然，股市蓬勃兴旺会产生财富效应，哪怕那仅是账面盈利，赚了钱而精神气爽的股民会更愿意花钱，而经济复苏最需要的提振剂就是消费，因为市道没买气，商家看不到需求，任何企业转型和重振旗鼓的努力都显得苍白无力。至于这财富效应到底多有效，能否抵御延缓摊还贷款和工资津贴措施结束对经济所造成的冲击，那就要问，股市的蓬勃旺盛是个泡沫吗？

泡沫的形成，一般起于对经济增长的预期过度乐观或者对于风险的评估过于偏低，认为股价只升不掉，1997/98年亚洲金融风暴以前的股市就是这番景色。凭着“东亚奇迹”和马币兑美元的软挂钩所赋予的金融稳定的假象，那是一个股盲也能像股精般致富的年代。

以此为标准，当下的股市走势自然谈不上泡沫，因为市场既没有对经济增长充满不合理的乐观预期，也没有对宏观经济和金融风险视而不见。

话虽如此，这并不表示当前股市皆是便宜货。衡量股价是否相对便宜，最基本的标准就是市价相较于营收的本益比，而当下的整体本益比已经趋平全球金融危机以前的水平，离亚洲金融危机以前的水平也没有太远。要是接着下来陆续公布的公司财报出现糟糕的营收表现，股市便会因为马股显得昂贵而出现下调。

但如果业绩普遍上没有预期般差，而大马第二季经济表现也比预期出色，甚至更优于区域经济表现的话，现有的一切疯狂都将被合理化，股市会在低息环境和乐观的经济预期下继续向前挺进，也许届时才是泡沫形成的第一步。

© 11-08-2020

2020年的股市随后进入一个波动性异常的四个月，先是续跌至1466点，10月以后一路反弹，12月升至1627点。但，自此以后的一年半里，指数仅在1500到1600点之间游荡，与其说是泡沫，那更像是失魂，与我国在2021年防疫成功、经济重回增长轨道的发展背道而驰，股市再一次与国内经济脱节。而且相较于正面的、国内的新闻，股市情绪似乎更受负面的、国外的大事件所牵动。俄乌战争在2022年二月爆发，上海于同年三月封城，美联储同月启动升息循环、缩减资产负债表，指数即从年初的1608点急跌，来到七月的近1400点。股市在万重山走失了。

## 第二解

## ● 慎防经济复苏在10月摔跤

我在行管令开始大约两周以后和《南洋商报》记者做过一次电访，并如此预估大马经济成长的表现：“2020年次季和第三季经济料陷入萎缩，首季增长或仍能幸保不失，但增幅肯定会很小。因此，我预计大马经济可能会在第三季正式进入技术性衰退。”

## 经济将呈V型复苏

随后国行在5月份公布第一季GDP为0.7%，是当时全球少数能在疫情冲击下，依然保持正成长的国家。接着，果不其然，第二季GDP增长萎缩17.1%，成了区域经济表现最糟糕的国家之一，也写下了我国经济史上最糟糕的经济增长表现。

但那更多是因为4月份我们都身陷同样是前所未有的全国行管令当中，经济活动几乎全面处于休克状态。由于经济活动在5、6月份逐步恢复运作，7、8月份也开始出现往日的热闹，V型复苏之路也因而在铺陈当中。

假设经济增长按季强力反弹18%，第三季GDP增长按年将萎缩5%左右。连续两个季度的负成长意即我国经济继2009年大衰退以后将再次进入技术性衰退。

但这样的经济衰退显然地并不再让人忧虑，因为衰退不仅短暂，已成为过去式，而且经济正强力复苏着。经济增长要是能按季以15.5%左右的速度在第四季持续复苏动力的话，按年就可摆脱衰退并开始重新增长6%-7%，而全年经济萎缩3.5%-3.6%，这大概就是国行把负3.5%暂且定调为今年最乐观的经济增长表现的一种想象。

而经济复苏也已经陆续出现在数据上。6月份银行贷款总申请额从4月份的487亿回升至707亿，近乎两倍之多，也比去年同期多了8个百分点，而且关键是用作商业营运周转资金的贷款申请在4月的时候还占了所有贷款申请类别的60%，但来到6月比例已经回降到往常的25%，而房贷、车贷则重新成为主要的贷款申请，占据60%，这显示整体商业环境和消费氛围正迅速地恢复。

撇开数据不谈，且看旅游区的车水马龙和商场在周末、假日的熙熙攘攘，大家也都可以感受到疫情以前的日子回来了。

## 慎防W型复苏

不能掉以轻心的是经济复原随时会遇到挫折。即便失业率开始下滑，但70多万人依然处于失业状态，而6月份银行贷款大幅度增长的组别也包括了用来应急的个人和信用卡贷款。如果第三季复苏力道稍微不足，经济按季仅反弹15%，按年就会萎缩7.5%。

随着工资津贴措施和贷款延长摊还计划在9月以后将寿终正寝，营运依然受困的商家将和银行进入债务重组的阶段，而



减薪和裁员的可能性也会搞砸市场消费氛围，经济复苏进入10月份可能会摔一跤。要是第四季复苏力度因此进一步疲弱，经济按季反弹将下滑至13.5%，按年增长就仅有2%，全年经济也将萎缩5.5%。

为免经济复苏在10月份以后受挫，政府有两项即时且有效的政策应对。其一，国行可以选择在9月份的货币政策委员会会议中议决多一次的降息，以提供一个更有助于个人和商家进行债务重组和支撑经济活动的宏观经济环境。

另一方面，政府应加速审理就业保险计划的申请，甚至考虑让失业津贴有时效性地更为慷慨一些，一来可避免原来就供不应求的就业市场因过度拥挤而出现就业质量恶化的问题，二来也减低经济复苏摔跤以后需求迅速萎缩的可能性，以保持经济复苏的底气。

© 25-08-2020

2020年第三季的经济增长按季来算是21.3%，比我预测的18%还强劲。但经济复苏在10月份还真的摔跤了。第四季的经济增长，按季仅有1.8%，W型复苏还是出现了，全年经济也真的如我最坏的假设那般萎缩5.5%。

不过，国行在2020年7月将隔夜政策利息下调至1.75%以后就没再碰利息，而是配合财政部推出多项信贷政策。财政部也通过2021年财政预算案延长失业援助金多三个月，并让B40群体和中小微型企业再享三个月的贷款自动延长摊还计划。奈何，经济于2021年还是延续了W型的走势，在第一季按季萎缩4.2%以后才开始回弹，先是在第二季缩小负增长，接着第三季微幅增长，最后第四季才强劲复苏10.5%。

## 第三解

## ● 风雨过后见彩虹

年末的主旋律常是回顾过去，展望未来，每每回头一望，就会发现事后孔明要远比洞察先机容易得多。

正当2019年年末中美就贸易纷争达成第一阶段协议，全球因为贸易战歇火而热切期待2020年之际，突如其来的疫情却给全球经济带来摧毁性的一击。

## 经济展现韧性

然而，就在我们身处前所未有的经济休克，商业活动几乎全面停顿，悲观情绪弥漫，彼此不安地预测可能出现百万失业大军以及店面生意将骨牌式结业，呼吁大家适应“新常态”的论调此起彼落的当儿，经济在商业活动重启以后的复苏却意外地强劲。

街道的车水马龙和商店的门庭若市展示了人类爱群聚、爱体验生活是疫情无论如何也拿不走的本性，所谓的“新常态”顿时成了过去式。

失业率在5.1%登顶以后开始改善，失业人数在最糟糕的时候并不超过82万人、结业的店铺换个生意重新营业、银行在各

个商业用途上的放贷迅速恢复到疫情前的水平，而进出口表现也同样令人鼓舞。

## 经济全面复苏的三个关键

事情的发展往往就是如此曲折，惊吓以后总会迎来惊喜。

虽然确诊病例依然高居不下，但大家似乎已经能够从容地与疫情并行，抗疫不忘生活，因此市道对于进入2021年的经济能否延续连日来的热闹开始乐观以对。

虽然2021年还不能达成全民接种新冠疫苗，但只要疫苗效益高、没出现致命性的副作用，市道会因为疫情出现重要转折而对经济复苏更为乐观。此时此刻，乐观的氛围对扩大商业投资、增聘人手、提高私人消费意愿而言，可是无比的重要。

虽然即将迈入拜登政权的美国不会在一夜之间就压平疫情曲线，但是从拜登宣布的内阁阵容来看，美国即将恢复过往重用经验丰富、为宪法而非总统服务的传统，这对于重塑国际多边秩序与合作、抗疫、甚至振兴经济来说，都是好事一桩。

只要美国不感冒打喷嚏，而中国经济复苏持续强稳，世界经济的回暖也将给大马经济稳健的复苏提供一个关键性的空间。

## 疫后经济改革犹如病后复健

人要是遇上类似心脏停止跳动、失血过多、呼吸受阻等突如其来的紧急状况而被送入院的话，不管需要动用任何医疗手段，医生做的第一件事总是先保人命，而不是追究患者是否过着不健康的生活作息。只要把命保住，康复以后，再谈养生、重调理，改变饮食作息也不迟。

同样的，经济虽然避过了风雨，迎来了彩虹，但风雨过后的天空未必更美好，复苏了的经济并不必然变得更强韧、更灵活，所以明年经济复苏之时，也将是启动新一轮漫长的经济改革和转型之日。

© 28-12-2020

回看2021年，开文的这一段，“事后孔明要远比洞察先机容易得多”，仍旧管用，谁会在2020年年末料到，因抗疫方针混乱不堪而成为国际笑柄的美国，在2021年却因为疫苗接种策略奏效而快速复苏，强劲的经济表现延续至今；中国作为2020年的抗疫模范生，却疏于疫苗接种，在病毒持续变种，并出现传播率强、致命率低特征以后，抗疫方针僵化不变，还是清零为上，结果赔了经济代价。

事后孔明，我们该吸取什么教训呢？太多了。

对于难料的尾事件（tail event），我们是无法消灭或根除的，因为那是奈特式不确定性（Knightian uncertainty），并非可控的风险。既然无法根除，那唯有防范，减低事发后果的伤害性。但防范措施不能像尾事件那样难料，要不然防范措施所造成的伤害，不会亚于尾事件本身。

行动管控令就是酌情决定（discretionary）的措施，确诊病例增加了就来管控，退了就松绑，结果管控令比疫情传播本身更伤经济。至于疫苗，它像一个不变的政策承诺（commitment），接了种，自由就不受限，经济也随着恢复，即便疫情没少反复，每日仍有上千病例。

另外一个尾事件就是气候变化了，所以早日定下政策承诺，催化能源转型，强化气候变化缓冲能力，而非届时依情况办事，才是疫情事后真正的孔明。