

世 界 经 济 与 金 融 概 览

地区经济展望

亚洲和太平洋地区

引领全球复苏

中期再平衡

.....

2010 年 4 月

©2010 国际货币基金组织

出版物在版编目

地区经济展望：亚洲和太平洋地区：引领全球复苏：中期再平衡——
华盛顿特区：国际货币基金组织，2010年。
(世界经济和金融概览，0258-7440)

内含参考书目。

英文版：ISBN 978-1-58906-917-6

中文版：ISBN 978-1-58906-990-9

1. 经济预测——亚洲。2. 经济预测——太平洋地区。3. 经济发展——亚洲。
 4. 经济发展——太平洋地区。5. 资本流动——亚洲。6. 资本流动——太平洋地区。
- 一、国际货币基金组织。二、系列：世界经济和金融概览。

HC412.R445 2010

请将订单寄送至以下地址：

International Monetary Fund, Publication Services

PO Box 92780, Washington, DC 20090, U.S.A.

电话：(202) 623-7430 传真：(202) 623-7201

电子邮箱：publications@imf.org

网站：www.imfbookstore.org

目录

定义	vii
摘要	x
第一部分——亚洲和太平洋地区：引领全球复苏	1
第一章 近期发展动态和主题	3
(一) 概述	3
(二) 近期发展动态	5
(三) 亚洲、库存周期和中国的作用	12
(四) 从国内公共部门需求向国内私人部门需求过渡？	15
(五) 大规模的资本流动会威胁金融稳定吗？	22
第二章 预测、风险和政策挑战	29
(一) 2010-2011 年的预测	29
(二) 前景面临的风险	31
(三) 政策挑战	33
第二部分——亚洲和太平洋地区：中期再平衡	39
第三章 亚洲是否需要再平衡？	41
(一) 引言	41
(二) 亚洲出口依存度评估	42
(三) 再平衡对亚洲经济体意味着什么？	44
(四) 是否存在供应方面的失衡？	47
(五) 再平衡的影响：说明性模型模拟	48
(六) 结论	51
技术性附录 3.1	59
附件——低收入国家和太平洋岛国	61
A1. 亚洲低收入国家：经济复苏前景和政策挑战	63
A2. 全球危机对太平洋岛国的影响	66
A3. 恢复马尔代夫的宏观经济可持续性	69

目录

参考文献	71
------	----

专栏

1.1.	亚洲地区近期的汇率走势	7
1.2.	日本国内需求的前景如何?	10
1.3.	中国: 2009 年非同寻常的投资应对措施	18
1.4.	亚洲以往大规模资本流入事件的经验教训	25
2.1.	评估亚洲地区的货币政策态势	37
3.1.	推动中国消费: 公共卫生支出是正确的解决方案吗?	52
3.2.	亚洲的消费和金融发展	53
3.3.	再平衡亚洲增长: 投资的作用是什么?	55
3.4.	亚洲全球综合货币和财政模型与政策假设	58

表

2.1.	亚洲: 实际国内生产总值增长	29
2.2.	亚洲若干国家和地区: 宏观审慎措施	34

图

1.1.	全球增长势头评估	3
1.2.	对全球经济增长的贡献度	4
1.3.	亚洲: 围绕商业周期的国内需求	4
1.4.	亚洲若干新兴国家和地区: 相对于美国的增长差距和净资本流入	4
1.5.	亚洲若干国家和地区: 出口	5
1.6.	股本资金净流入	6
1.7.	亚洲若干国家和地区: 公司债券 (AAA 级) 和政府证券的利差	6
1.8.	亚洲若干国家和地区: 劳动力市场状况	6
1.9.	亚洲若干国家和地区: 制造业产能利用率	8
1.10.	亚洲新兴国家和地区: 消费者价格	8
1.11.	亚洲: 增长势头	9
1.12.	亚洲若干国家和地区: 工业生产和库存周期	12
1.13.	亚洲若干国家和地区: 库存和出货	13
1.14.	亚洲对美国的出口和美国的库存周期	13
1.15.	亚洲: 出口联系	14
1.16.	亚洲若干国家和地区: 国内生产总值增长和与中国最终需求有关的增加值	14
1.17.	亚洲若干国家和地区: 实际有效汇率和世界出口市场份额变动情况	15
1.18.	亚洲出口: 前瞻性指标	15

1.19.	财政刺激措施对 2009 年实际国内生产总值的影响	15
1.20.	出口导向的亚洲若干国家和地区：国内私人部门需求（不包括库存）对经济增长的贡献度	16
1.21.	亚洲地区私人部门消费对恢复的贡献度	16
1.22.	亚洲若干国家和地区：私人部门消费、消费者信心和股票价格	16
1.23.	就业	17
1.24.	2009 年的住户信贷	17
1.25.	亚洲若干国家和地区：私人部门国内需求	17
1.26.	亚洲若干国家和地区：资本实际成本变动情况	19
1.27.	亚洲若干国家和地区：银行向公司部门提供的贷款	20
1.28.	亚洲若干国家和地区：银行向住户和公司提供的贷款	20
1.29.	亚洲：公司资产负债表	20
1.30.	亚洲若干国家和地区：本币债券发行	21
1.31.	银行向中小企业和大型公司提供的贷款	21
1.32.	亚洲：2010 年的财政刺激措施	21
1.33.	财政刺激措施对 2010 年实际国内生产总值的影响	22
1.34.	亚洲若干新兴国家和地区：净资本流入	22
1.35.	亚洲若干国家和地区：净资本流入	22
1.36.	亚洲新兴国家和地区：股票价格和市盈率	23
1.37.	亚洲若干国家和地区：房地产价格	23
1.38.	亚洲新兴国家和地区（不包括中国）：过剩流动性和净资本流入	23
1.39.	中国和印度：储备货币构成	24
2.1.	中国和印度：对增长的贡献	29
2.2.	新兴工业化经济体和东盟五国：对增长的贡献	30
2.3.	亚洲工业国：对增长的贡献	30
2.4.	亚洲：消费者价格	30
2.5.	亚洲：经常账户差额	31
2.6.	亚洲：国内生产总值增长	32
2.7.	国际清算银行会员银行对亚洲主要经济体的合并未偿债权	32
2.8.	新兴经济体：公司外币债权和贷款展期的预计	32
2.9.	亚洲若干国家和地区：政策利率和隐含六个月远期利率	33
2.10.	产出缺口：预计闭合时间	34
2.11.	提前一年的通胀预期：2009 年第二季度和 2010 年第一季度之间的变化	34
2.12.	亚洲若干国家和地区：抵押贷款	35
2.13.	亚洲：经过周期性调整的广义政府差额	35
2.14.	公共债务	35
2.15.	日本：消费者价格变动	36
3.1.	纵向一体化对贸易的影响	42
3.2.	出口增加值占国内生产总值的份额	42
3.3.	亚洲若干国家和地区：出口依存度和敞口	43

目录

3.4.	亚洲若干国家和地区：对实际国内生产总值增长的平均贡献	43
3.5.	亚洲若干国家：出口增加值占国内生产总值的份额	43
3.6.	亚洲若干国家和地区：中、高科技产品在总出口中所占的份额	44
3.7.	亚洲若干国家和地区：美国私人最终需求实际下降对增加值的影响	44
3.8.	私人消费	44
3.9.	相对于稳态水平的消费	45
3.10.	私人消费与国内生产总值之比的累积变化（2000-2007年）：可支配收入和储蓄率的估计贡献	45
3.11.	投资	46
3.12.	资本/产出比和投资/产出比	46
3.13.	模型中投资/国内生产总值比偏离样本均值的决定因素	46
3.14.	亚洲若干国家和地区：工业在国内生产总值中所占份额的超出部分	47
3.15.	亚洲若干国家和地区：基于模型的工业在国内生产总值中所占份额的超出部分	47
3.16.	亚洲：生产率水平	48
3.17.	产出	48
3.18.	投资/国内生产总值比	49
3.19.	消费/国内生产总值比	49
3.20.	经常账户差额/国内生产总值比	50
3.21.	出口	50
3.22.	进口	50

定义

本《地区经济展望：亚洲和太平洋地区》使用了下列国家和地区分类：

- “亚洲新兴国家和地区（Emerging Asia）”系指中国、香港特别行政区、印度、印度尼西亚、马来西亚、韩国、菲律宾、新加坡、中国台湾省、泰国和越南。
- “亚洲工业国（Industrial Asia）”系指澳大利亚、日本和新西兰。
- “亚洲（Asia）”系指亚洲新兴国家和地区以及亚洲工业国。
- “新兴工业化经济体（Newly industrialized economies, NIEs）”系指香港特别行政区、韩国、新加坡和中国台湾省。
- “东盟四国（ASEAN-4）”系指印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国。
- “东盟五国（ASEAN-5）”系指印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国和越南。
- “欧盟十五国（EU-15）”系指奥地利、比利时、丹麦、芬兰、法国、德国、希腊、爱尔兰、意大利、卢森堡、荷兰、葡萄牙、西班牙、瑞典和英国。
- “两大经济体（G-2）”系指欧元区和美国。
- “七国集团（G-7）”系指加拿大、法国、德国、意大利、日本、英国和美国。
- “二十国集团（G-20）”系指阿根廷、澳大利亚、巴西、加拿大、中国、欧盟、法国、德国、印度、印度尼西亚、意大利、日本、韩国、墨西哥、俄罗斯、沙特阿拉伯、南非、土耳其、英国和美国。
- “泰德利差（TED Spreads）”系指银行间同业贷款利率与短期国债利率之间的差值。

文中使用的缩略语如下：

AsDB	亚洲开发银行
ASEAN	东南亚国家联盟（东盟）
BoJ	日本银行
CGER	汇率问题磋商小组
CIS	独立国家联合体
CPI	消费者价格指数
DEA	国内导向的亚洲国家和地区
EEA	依赖出口的亚洲新兴国家和地区
EM	新兴市场
ERM	汇率机制
FCL	灵活信贷额度
FDI	外国直接投资
GDP	国内生产总值

定义

GIMF model	全球综合货币和财政模型
GMM	广义矩估计法
IPO	首次公开上市
ISIC	国际标准行业分类
IT	信息技术
LIC	低收入国家
NIE	新兴工业化经济体
NPL	不良贷款
OECD	经济合作与发展组织（经合组织）
P/E	市盈率
PICs	太平洋岛国
PMI	采购经理人指数
PPP	购买力平价
REER	实际有效汇率
REO	《地区经济展望》
RoW	世界其它地区
SAAR	季节调整折年率
SDR	特别提款权
SITC	《国际贸易标准分类》
SMEs	中小企业
SOE	国有企业
UN	联合国
WEO	《世界经济展望》

文中使用的惯例如下：

- 在表中，空白格表示“不适用”，省略号 (...) 表示“未提供”，0 或 0.0 表示“零”或“可忽略”。表中数字之和与合计数有微小差异是舍入法之故。
- 年或月之间的短破折号 (-) (例如，2007–2008 年或 1–6 月) 表示涉及的年度或月份，包括年初年末或月初月末；年或月之间的斜线或短斜线 (/) (例如，2007/2008 年) 表示一个财政年度或财务年度，缩略语 FY 也具有相同含义 (例如，FY2009)。
- 长划线 (—) 表述数字为零或小于所示最末位数字的一半。
- “十亿”系指 1 000 个百万；“万亿”指 1 000 个十亿。
- “基点”指 1 个百分点的一百分之一 (例如，25 基点即 1 个百分点的 1/4)。

本报告所使用的“国家”并非在所有情况下都指国际法律和惯例视为政治实体的领土实体。在本报告中，该术语也包括那些虽然不是政治实体，但与其有关的统计数据仍然分别和独立列出的领土实体。

本《地区经济展望：亚洲和太平洋地区》由基金组织亚洲和太平洋部 Roberto Cardarelli 协调的团队撰写，Anoop Singh、Kalpana Kochhar 和 Mahmood Pradhan 负责总体指导。该团队成员包括 Ashvin Ahuja、Emre Alper、Vivek Arora、Steven Barnett、Nigel Chalk、Marcos Chamon、Pelin Berkmen、Ran Bi、Varapat Chensavadijai、Rodrigo Cubero、Jonathan Dunn、Leif Lybecker Eskesen、Tarhan Feyzioglu、Sonali Jain-Chandra、Kenneth Kang、Malhar Nabar、Shanaka Peiris、Papa N’Diaye、Runchana Pongsaparn、Romauld Semblat、Chad Steinberg、Murtaza Syed、D. Filiz Unsal 和 Olaf Unterberdoerster。本文还获得了 To-Nhu Dao、Souvik Gupta、Adil Mohommad 和 Yiqun Wu 提供的研究协助以及 Lesa Yee 和 Imel Yu 提供的制作协助。基金组织对外关系部的 Joanne Blake 和 Julia Lutz 对本报告进行了编辑，并负责协调出版和发行等事宜。此外，该报告还纳入了其它部门和某些执行董事的建议和意见。

摘要

在这场多年来最为严重的经济衰退发生一年之后，亚洲正走在全球复苏道路的前列。高企的失业率、脆弱的住户资产负债表以及低迷的银行信贷阻碍了发达经济体的复苏步伐，它们依然严重依赖宏观经济政策的支持。相反，许多新兴和发展中市场的活动在 2009 年和 2010 年第一季度迅速恢复，这种情况在亚洲尤为明显。但亚洲各地区的经济复苏模式不尽相同，国内导向程度较高的经济体（如中国、印度和印度尼西亚）和澳大利亚成功地摆脱了经济危机的冲击，而出口导向程度更高的经济体则经历了剧烈的 V 型经济周期。至 2009 年末，大部分亚洲经济体的产出已恢复至危机前的水平，即便那些在危机期间受冲击最严重的经济体也是如此。

相对于世界其它地区，亚洲更为快速的复苏似乎与以往截然不同。首先，尽管过去三十年间，亚洲国内生产总值趋势增长超过了发达经济体，但亚洲对于全球经济复苏的贡献超过其它地区尚属首次。其次，在以往的经济危机中，亚洲地区的复苏通常是由出口驱动，但这次却同时得益于其旺盛的国内需求，尤其是住户消费。最后，在以往的复苏中，亚洲的资本返流速度较为缓慢，而此次的净资本流入却大幅上升，这一方面反映了极高的全球流动性，另一方面说明亚洲的经济恢复力和经济框架均有所改善。

如第一章和第二章所述，近期内，亚洲有望继续引领全球复苏，原因有二。首先，由于发达经济体的需求终于得以恢复，因此，全球和国内库存周期有可能进一步促进亚洲在 2010 年大部分期间的工业生产和出口。其次，尽管宏观经济政策趋于收紧，国内私人部门需求仍有望继续保持强劲。随着经济活动的恢复日渐稳固，许多国家政府计划逐步取消财政和货币刺激政策。尽管如此，众多亚洲经济体的国内私人部门需求似乎足以维持近期的经济增长，因为较高的资产价值、强劲的消费者信心和逐渐改善的就业状况都有望推动消费，同时，产能利用率回归到更为正常的水平，也可能促进投资增长。

虽然如此，经济复苏的步伐在亚洲各地区仍然不太一致。中国有望在 2010 年恢复至两位数的增长，其增加消费和私人部门投资的政策促进了国内私人部门需求的上升。由于中国的需求推动了进口增长，尤其是商品和资本货物的进口，因此，这对本地区其它部分也会产生积极影响。鉴于强劲的需求，当局已经开始着手控制信贷的过快增长，以保障银行资产负债表的质量。而日本的出口部门虽呈恢复态势，但其私人部门需求的增长仍然面临重重阻力，且出现通货紧缩，迫使当局不得不一再重申将长期实施宽松政策。

亚洲相对强劲的周期位置可能给其前景带来近期风险，特别是如果明朗的增长前景和与发达经济体日趋扩大的利率差异吸引更多资本流入亚洲地区。这有可能导致某些经济体出现经济过热，并且容易受到信贷和资产价格周期强劲上扬以及之后骤然下滑的影响。尽管到目前为止，亚洲各地区资产价格上升的趋势基本得到控制，但 2009 年期间该地区众多经济体过剩流动性的增长引起人们的担忧，因此，各国决策者们需关注宏观经济和金融体系的稳定，防止国内资产和住房市场失衡积聚。

中期内，亚洲地区面临的主要政策挑战是，确保国内私人部门需求成为更为主要的增长引擎。一旦库存调整到位，亚洲向发达经济体的出口将有所减缓，因为后者的国内需求可能会低于危机爆发前的水平，从而削弱全球需求。即便在最好的情况下，由于中国的消费和消费品进口市场规模较小，因此也仅能部分抵消发达经济体减少的需求。此次全球危机还向亚洲说明了国内需求作为第二大“增长引擎”的重要性，这种增长引擎能弥补工业化国家失去的那部分需求，并减少外部冲击对亚洲经济体的影响。这

种国内私人部门需求的培育主要依靠该地区的一系列结构性改革。

的确，第三章认为，亚洲仍然比其它地区更依赖于外部需求。国内需求的再平衡要求各经济体在各个领域采取措施。一些经济体可能需推动消费，另外一些需增加投资，很多经济体则可能需要提高服务部门的生产率。亚洲地区实施的一系列综合措施——包括财政措施，产品、劳动力和金融市场改革，以及更灵活的汇率机制——将大大有助于全球需求的再平衡。

第一部分

亚洲和太平洋地区：引领全球复苏

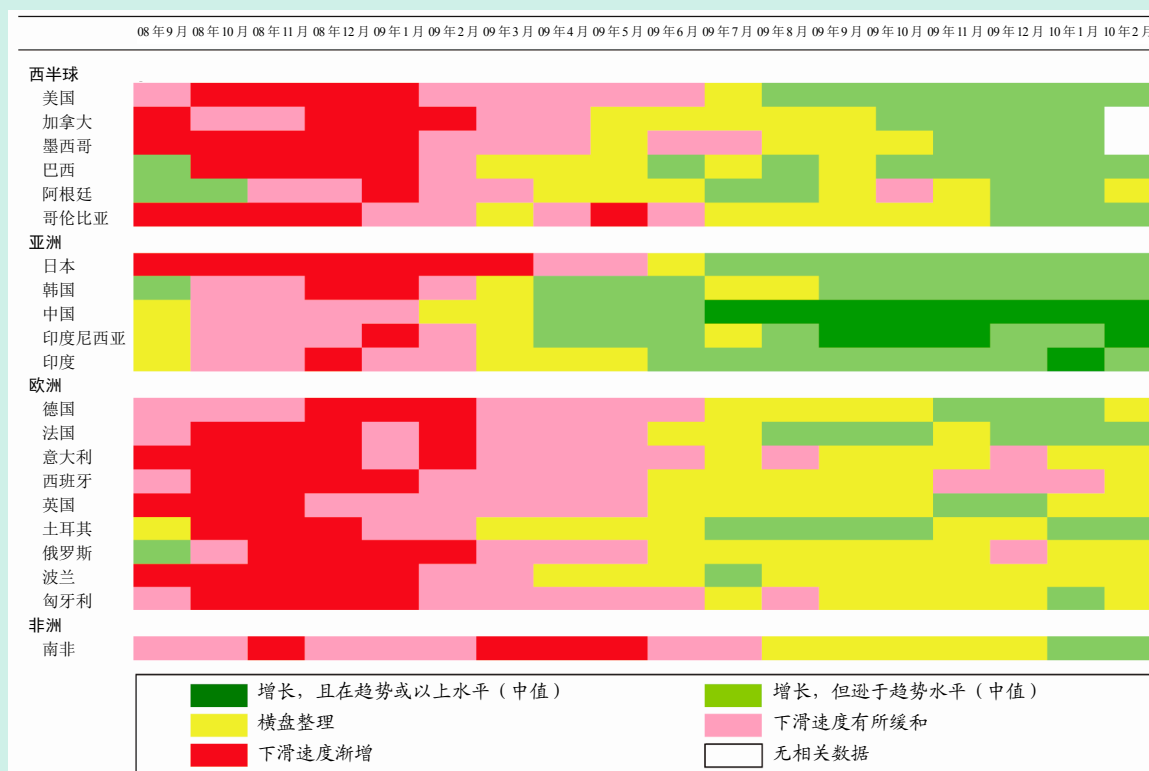
第一章 近期发展动态和主题

(一) 概述

在这场多年来最为严重的经济衰退发生一年之后，亚洲正走在全球复苏道路的前列。整个 2009 年期间，许多新兴和发展中市场的经济活动迅速恢复。这一年，亚洲地区出现复苏“绿芽”比世界任何地区都要早，并且一直持续至 2010 年的前

几个月（图 1.1）。具体而言，关键经济指标的增长超过长期趋势的不仅仅是中国，还包括其它一些具有较大国内需求基础的亚洲新兴经济体，即印度和印度尼西亚。虽然某些主要的拉丁美洲国家和其它新兴和发展中经济体也出现显著增长，

图 1.1. 全球增长势头评估¹



资料来源：Haver Analytics；彭博资讯；以及国际货币基金组织全球数据源数据库；和工作人员的计算。

¹ 上述数据基于四个经济指标，即工业产值、实际零售额、商品出口额和采购经理人指数（PMI）。有些评估数据，特别是近几个月的评估数据基于实际数据和对基本变量的预测。

注：本章的主要撰稿人是 Ashvin Ahuja、Roberto Cardarelli、Sonali Jain-Chandra、Malhar Nabar、Runchana Pongsaparn 和 Olaf Unteroberdoerster。

图1.2. 对全球经济增长的贡献度
(以百分点表示)

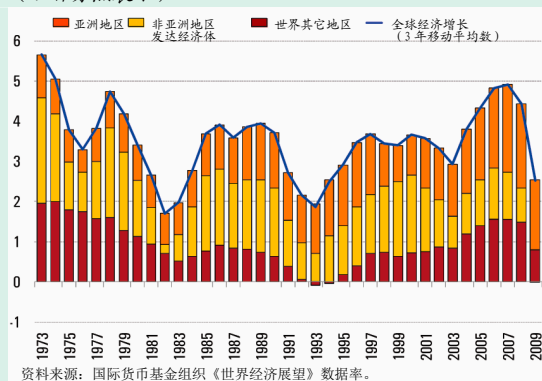


图1.3. 亚洲：围绕商业周期的国内需求¹
(中位数；周期峰值 = 100)

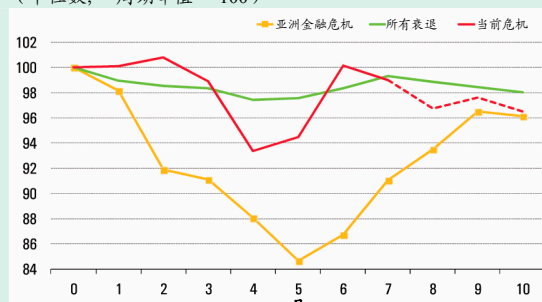
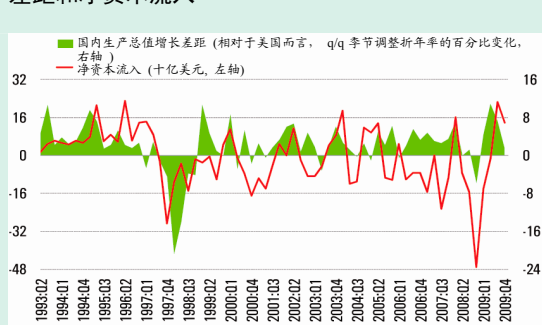


图1.4. 亚洲若干新兴国家和地区：相对于美国的增长差距和净资本流入¹



但亚洲新兴国家和地区仍处于领先。相反，该地区以外的其它发达经济体的经济复苏步伐则显得较为缓慢，这主要是因为其较高的失业率，住户的资产负债表受损较严重，以及低迷的银行信贷状况。2010年初，诸如德国和英国等主要发达经济体的经济活动扩张仍显强势。即便是在美国，虽然经济恢复态势已经开始显露，但相对过去而言，步伐仍然滞缓，且依然严重依赖于宏观经济政策的支持（参见2010年4月《世界经济展望》）。在该地区的发达经济体中，澳大利亚和新西兰的经济活动只出现了温和下滑（澳大利亚完全躲过了衰退），之后迅速复苏，部分原因在于中国的强劲需求。

亚洲经济的较快恢复似乎与以往有些不同。由于强劲的潜在增长，亚洲新兴国家和地区的国内生产总值增长幅度在过去三十年间超过了发达经济体。但目前这次危机中亚洲的情况之所以有所不同，至少有三个原因。首先，这是亚洲首次引领全球复苏，而在过去所有的全球性经济衰退中（参见2008年4月《世界经济展望》），亚洲对于全球经济复苏的贡献度要小于其它地区（图1.2）。其次，在以往的经济危机中，亚洲地区的复苏通常是由出口驱动（参见2009年5月《地区经济展望》），但这次，却是得益于有弹性的国内需求（图1.3）。第三，以往净资本返流亚洲的速度极为缓慢，而此次的净资本流入量却激增，这既体现出全球流动性水平较高，也说明亚洲的经济恢复能力和经济框架均有所改善（图1.4）。如同本报告第三章所述，亚洲的前途仍然与全球经济状况紧密相关。

近期，亚洲有望继续引领全球经济复苏，但在地区内的各经济体之间会呈现较大差异。

- 由于发达经济体的最终需求强于预期，全球和国内存货周期有可能继续推动亚洲在2010年大部分期间的工业生产和出口。
- 即便已经取消了部分政策刺激措施，但国内

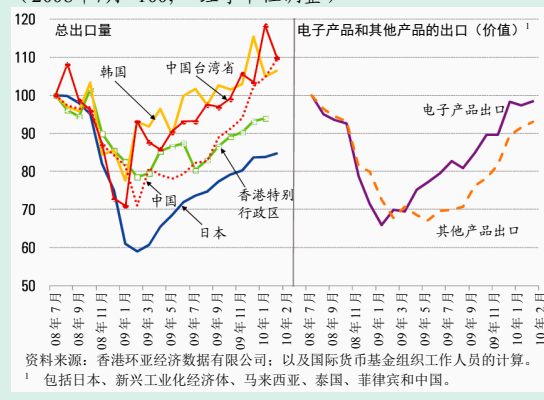
私人部门需求仍然维持在较高水平。随着经济活动的日渐恢复，许多国家政府计划在2010年逐步取消相关政策刺激措施。根据目前的预算计划，在2009年实施的平均约三分之一的财政刺激措施将在2010年取消。此外，尽管某些中央银行已经开始停止实行宽松货币政策，2010年的货币政策仍然不太可能完全回归正常状态。至少在近期内，尽管政策刺激措施的作用将逐渐消散，但在该地区的很多经济体中，国内私人部门需求仍然有望保持充分的增长势头。

- 经济复苏的步伐在亚洲各地区仍然不太一致。中国有望在2010年达到两位数的增长率，其增加消费和私人部门投资的政策促进了国内私人部门需求的上升。同时，政府当局已经开始防止信贷的过快增长，以确保银行资产负债表的质量。日本的国内私人部门需求仍然面临重重阻力，通货膨胀率已陷入负值区间，迫使当局不得不一再重申将长期实施宽松政策。

略有些矛盾的是，亚洲地区强劲的周期位置也可能给其前景带来近期风险（因资本进一步流入该地区）。相比较发达经济体而言，更为乐观的增长趋势和与先进经济体日趋扩大的利率差异有可能吸引更多资本流入。然而，这也会导致某些经济体出现经济过热，并且容易受到信贷和资产价格周期强劲上扬以及之后骤然下滑的影响（参见2007年10月《世界经济展望》）。目前，除了少数地区，亚洲各地区资产价格上升的趋势基本得到了控制，但2009年期间该地区众多经济体流动性的过多增长引起了人们的担忧。因此，决策者们需要注意采取相关措施，确保宏观经济和金融体系安全，防止国内资产和房地产市场失衡的积累。

中期内，亚洲的主要政策挑战是，确保国内私人部门需求成为更为主要的增长源头。一旦库

图1.5. 亚洲若干国家和地区：出口
(2008年7月=100; 经季节性调整)



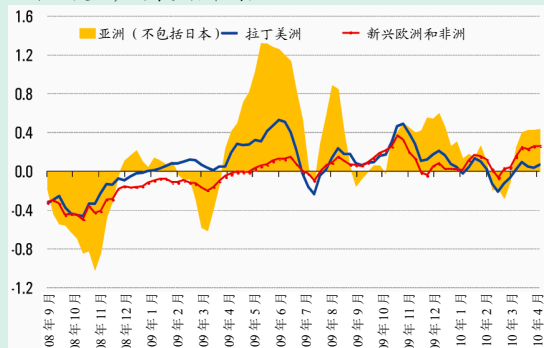
存调整到位，亚洲向发达经济体的出口将可能有所减缓，因为后者的国内需求预计不能回到危机爆发以前的增长水平（参见2010年4月《世界经济展望》）。且中国的消费品进口市场相对较小，因此仅能部分抵消发达经济体减少的需求。此次全球危机还向亚洲说明了国内“增长引擎”的重要性，这种增长引擎能减少外部冲击的影响。培育国内私人部门需求需要进行一系列结构性改革，相关讨论内容请参见第三章。

本章考察亚洲在2010年至2011年期间的前景。下一部分内容将综述2009年秋季以来经济活动和金融市场状况的主要趋势。接下来的三部分内容则探讨一些有关地区展望的关键问题。例如库存周期将持续多久？中国对于地区出口趋势的作用是什么？亚洲的“自发性”国内私人部门需求如何？地区内资产价格泡沫带来的风险有多强？第二章将对前景进行预测，并说明相关风险，最后再阐述主要的政策挑战。

(二) 近期发展动态

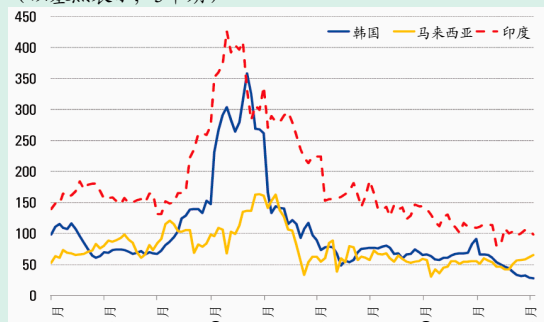
自2009年秋季以来，亚洲出口活动恢复较快，新兴工业化经济体（NIEs）和中国的出口量已达到危机前的水平（图1.5）。占总出口三分之一的电子产品出口在2009年首先复苏，至今仍以较快

图1.6. 股本资金净流入
(十亿美元; 4周移动平均数)



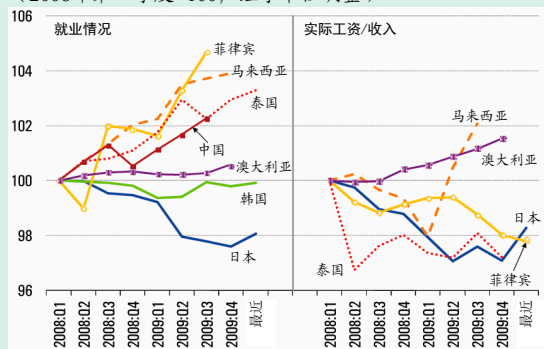
资料来源：新兴市场投资基金研究公司。

图1.7. 亚洲若干国家和地区：公司债券（AAA级）和政府证券的利差
(以基点表示; 5年期)



资料来源：路透社；彭博资讯；以及香港环亚经济数据有限公司。

图1.8. 亚洲若干国家和地区：劳动力市场状况
(2008年第一季度=100; 经季节性调整)



资料来源：香港环亚经济数据有限公司；以及 Haver Analytics。

的速度增长，这主要得益于全球通过亚洲供应链重新建立库存。同时，随着全球经济复苏逐步启动，非电子产品的出口在2009年下半年也加速增长。的确，无论是对发达经济体（特别是美国）还是对中国的出口在近几个月内均取得环比增长的势头。

金融状况仍然很有利于经济增长。

- 相比其它新兴市场，亚洲的股本流入恢复速度更为强劲，这反映了亚洲地区较为明朗的增长前景和稳健的财政状况。随着对欧元区主权信用恶化的担忧，2010年初出现的全球风险规避风潮使亚洲地区的有价证券流入量有所减缓，但是近几个月却迅速恢复（图1.6）。特别是，由于亚洲地区相对有吸引力的收益率和强劲的经济基本面，2010年外国公司在亚洲地区债券市场的买入量持续快速增长。
- 随着公司利差不断下降（图1.7），亚洲各公司也因此获得了涉足国内债券市场的充分动力。发行公司债券能部分取代银行贷款的作用，银行信贷在该地区总体而言仍较疲软。但发债只是相对大公司而言比较方便，中小企业（SMEs）仍然依赖银行贷款。

由于资本的持续流入和出口的回升，总体而言，亚洲地区的汇率自2009年秋季以来进一步上升。尤其是，印度尼西亚、韩国和菲律宾等国货币兑美元汇率再升值5%。不过，人民币仍然事实上与美元挂钩。实际有效汇率升值较小，很多国家的汇率仅相当于2008年初的水平，韩圆汇率甚至比当时的汇率水平还要低20%。而日元是一个重要的例外，其兑美元汇率和实际有效汇率相比2008年初都上升了20%。与此同时，人民币实际有效汇率却比2009年3月降低5%（见专栏1.1）。

强劲的出口和宽松的金融环境继续促进消费者信心和消费支出增长，但企业支出则在近期才开始恢复。私人部门消费同样得益于过去两个季

专栏 1.1. 亚洲地区近期的汇率走势

截至 2010 年，亚洲货币兑美元的名义汇率继续保持 2009 年的上扬趋势。由于美元的走弱，韩圆和东盟货币也出现升值。但是，人民币仍然有效地钉住美元，因为当局期望在全球不确定性加剧期间维持货币的稳定性。日元于 2009 年 11 月底达到 14 年来的新高，但自那时之后已下滑 8% 左右，这部分反映了日本较低的短期利率。

许多地区货币的实际有效汇率已经接近 2008 年初的水平。然而，日元从 2008 年初开始大幅升值。日元在全球经济危机期间是走势最强的货币之一。自雷曼兄弟公司破产以来，日元实际有效汇率已上涨 20% 左右，这是各种因素汇集的结果，如更多的全球风险规避（传统上储备货币较受青睐）和套利交易的平仓（伴随全球利率下降）。另一方面，尽管韩圆已在很大程度上扭转了雷曼兄弟公司破产之后发生的下跌，但自 2008 年初以来仍然贬值了约 20%。

地区货币的上行压力明显大于汇率变动反映的程度。事实上，近期的大多数升值压力已经通过进一步的储备积累被吸收。2009 年，亚洲经济体积累了约 8,000 亿美元的官方储备，储备存量达到了 5.2 万亿美元，是其它新兴市场外汇储备总和的两倍多。但是，其中的约一半归于中国。

随着全球经济危机的蔓延和美元的走强，人民币实际有效汇率大幅升值，但是在过去的 12 月，其价值已下跌 5%。这一时期，虽然中国的生产率明显提高，但货币价值目前仅与 2002 年初的水平相当。虽然对具体数字的点估计存在重大不确定性，但一系列指标表明，人民币仍然被低估。由于外部需求骤跌，经常账户顺

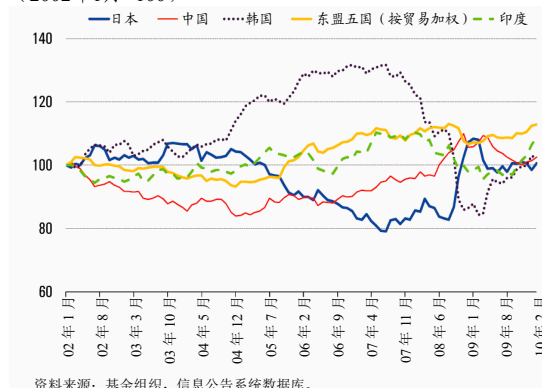
亚洲若干国家和地区：对美元的名义汇率

(2008年1月=100, 正变化意味着升值)



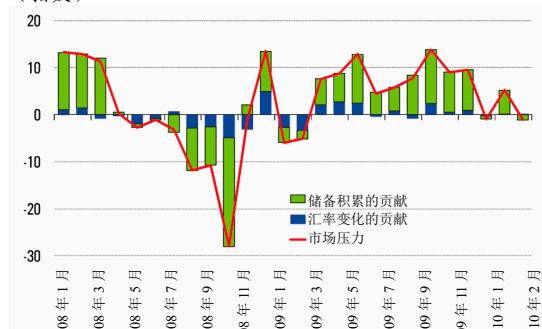
亚洲若干国家和地区：实际有效汇率 (REER)

(2002年1月=100)



亚洲新兴国家和地区（中国除外）：汇兑市场压力¹

(指数)

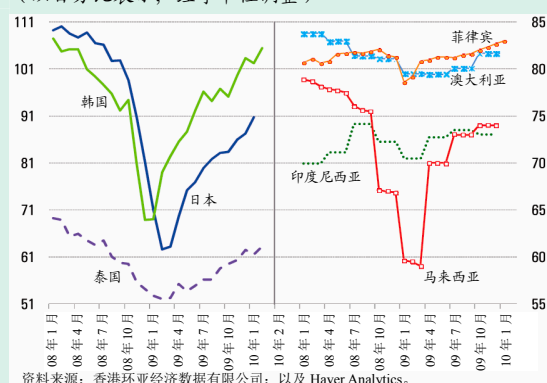


注：本专栏的主要撰稿人是 Olaf Unteroberdoerster。

差已从 2007 年的 11% 下滑至去年的低于 6%。但是，按目前实施的政策，随着全球经济复苏，预计可在中期内走出困境。尽管经常账户顺差出现周期性下跌，但储备积累的速度仍然创历史最高水平，2009 年储备增长约 4 500 亿美元。

中期内，亚洲地区的货币有望进一步走强。强劲的出口使各国逐步摆脱了全球经济危机，预计 2010 年的其余时间将继续如此，同时，国外资本有可能继续流入该地区。如同文中所讨论的，亚洲地区货币的进一步升值可以保护亚洲经济体免受潜在产出水平迅速恢复和大量的资本持续流入对价格和金融稳定形成的威胁。

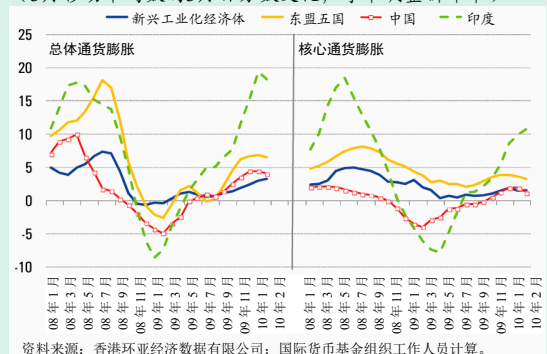
图1.9. 亚洲若干国家和地区：制造业产能利用率
(以百分比表示；经季节性调整)



随着增长趋势愈加强劲，目前已有通胀压力重新抬头的迹象。尽管年增长率大体上比较缓和，但总体通货膨胀已开始连续加速上升。这部分反映了近期粮食价格的上扬（价格依然极不稳定），同时也表明更为强劲的国内需求所产生的更为普遍的价格压力，这从核心通货膨胀率的回升便可见一斑，在印度，此种情况尤为突出（图 1.10）。

虽然亚洲总体呈复苏趋势，但各经济体之间仍然存在较大差异。除香港特别行政区外，在亚洲新兴国家和地区中，更为外向型经济体在 2009 年第四季度便开始逐步走出危机的阴影，所有这些经济体的产出已达到或超过危机爆发前的顶峰水平。澳大利亚、中国、印度和印度尼西亚在 2009 年完全躲过了衰退，并继续保持强劲势头。但是，就恢复的速度和性质而言，亚洲各国的表现迥然各异（图 1.11）：

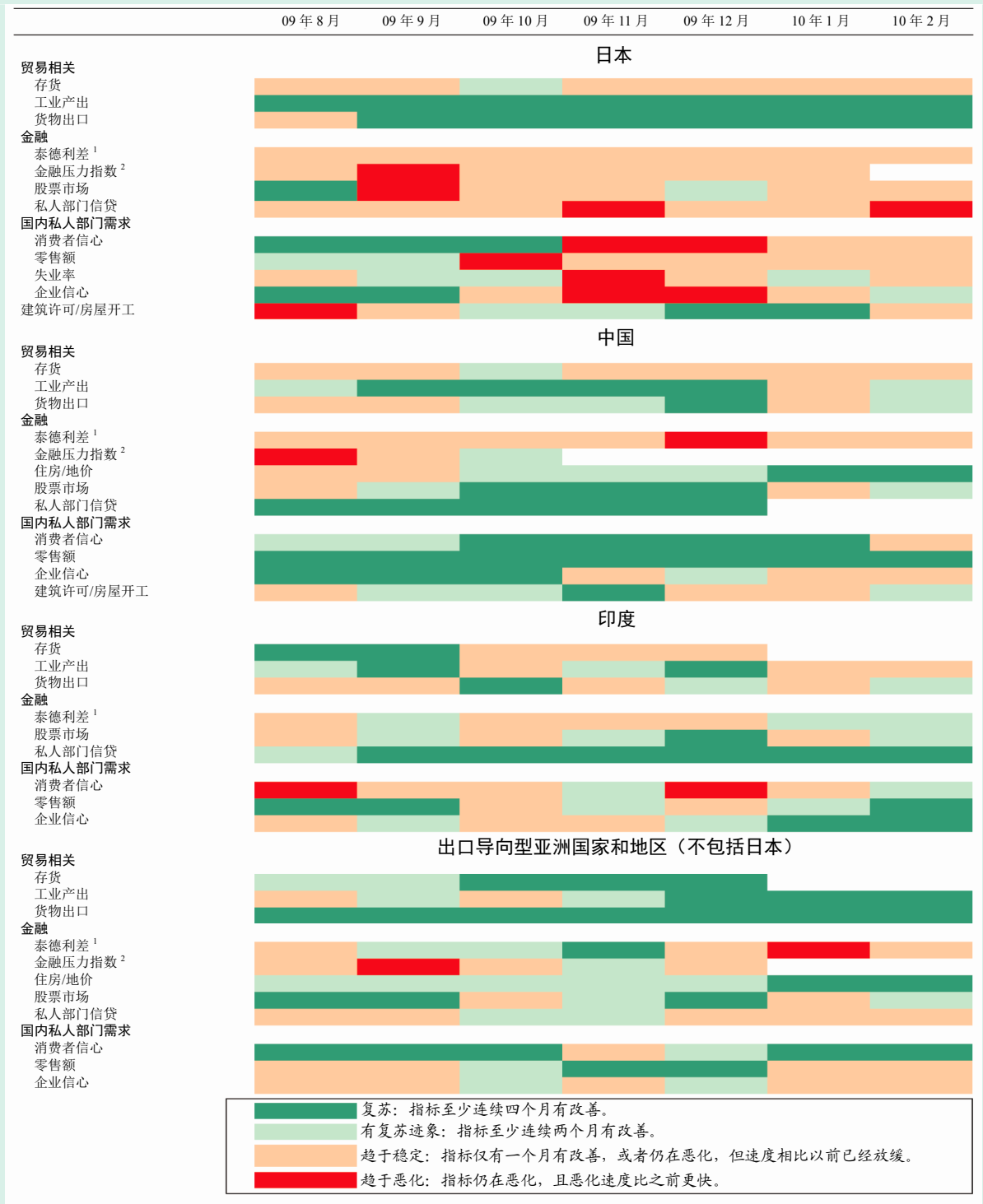
图1.10. 亚洲新兴国家和地区：消费者价格¹
(3月移动平均数的3月百分数变化；季节调整折年率)



- 日本：过去半年来，虽然其出口活动加速恢复，但却未能影响到国内需求。日本已采取大规模财政刺激措施支持私人部门消费，然而中小企业仍然过剩的产能和紧缩的财务状况，严重阻碍了投资活动（见专栏 1.2）。与全球形势相一致，日本国内金融市场已趋于稳定，但相对于亚洲其它国家，其股票市场的恢复（自 2008 年末以来上升约 40%）明显滞后，这部分是由于日元的升值以及该国银行股的疲软所致。尽管资本市场已恢复正常，但银行信贷增长缓慢，主要原因是贷款需求疲软。

度来劳动力市场状况的不断改善，许多东南亚国家联盟（东盟）国家和中国的实际工资和就业率均呈上升趋势（图 1.8）。同时，韩国和泰国的企业支出也开始增长，因为对于未来的不确定性正在逐步消散，产能利用率正在向正常水平回归（图 1.9）。

图 1.11. 亚洲：增长势头



资料来源：香港环亚经济数据有限公司；Thompson Datastream；Haver Analytics；以及国际货币基金组织工作人员计算的数据。

¹ 三个月（或短期）货币市场利率减去可比短期国库券利率。

² 参见 Balakrishnan 等人（2009 年）。该指标包括与银行业、证券市场和外汇市场发展动态有关的七个变量。

³ 基于季度数据。

专栏 1.2. 日本国内需求的前景如何？

自 2008 年底以来，日本的投资活动下滑 15% 以上，是其它发达经济体的约 1.5 倍。同样，该国私人部门消费的下降速度也快于其它可比国家，但这一差距自 2009 年中期以来有所缩小。本专栏主要讨论，为何日本的国内需求未能恢复到与其它亚洲国家和地区一样的程度。

日本国内需求未能自行恢复的主要原因是经济复苏期间的外部环境不佳。特别是：

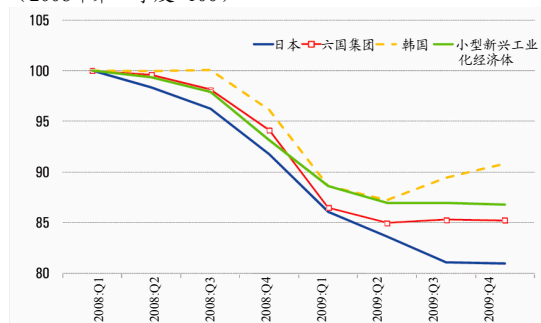
- 2008 年 9 月至 2009 年 1 月期间，日元实际有效汇率上升 17%，是发达经济体中涨幅最高的货币。由于日本的银行基本未遭受让美国和欧洲的金融机构深感痛苦的资金压力，因此最初的升值动力是寻求避风港的资本流入。由于与美元和欧元的利率差异降至有史以来的最低水平，日元套利交易的平仓使日元进一步走强。
- 2009 年，日本的主要贸易伙伴需求增长 1.33%，而亚洲的新兴工业化经济体（香港特别行政区、韩国、新加坡和中国台湾省）为 2-5%。这主要是因为危机之前对中国和发展中亚洲经济体的出口份额较少（2007 年，日本为 26%，而新兴工业化经济体为 32-55%），反映了日本的出口主要为高端消费品。¹

这两个因素对出口的影响较大。相对于亚洲的其它经济体，日本的出口下降也最多，同时，在汇率和外部需求发展方面也处于劣势。相反，韩国的汇率则出现大幅贬值，甚至在 2009 年其出口居然呈现正向增长。

注：本专栏的主要撰稿人是 Pelin Berkman 和 Stephan Danninger。

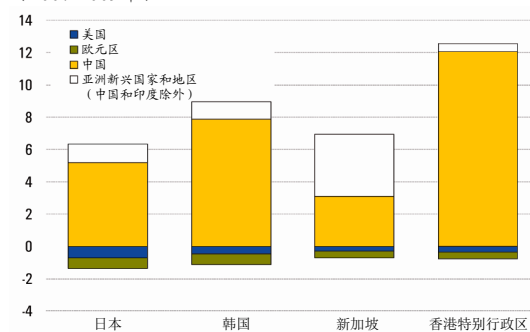
¹ 汽车、信息技术和机械等高级制造品在日本生产中的比例比其它七国集团经济体要高（Sommer, 2009 年）。日本的主要出口伙伴为美国、欧元区国家、中国和不包括印度和中国的发展中亚洲国家（其出口额占日本出口总额的 50% 以上）。

实际总投资¹
(2008 年第一季度=100)



资料来源：国际货币基金组织工作人员计算。
¹ 小型新兴工业化经济体包括香港特别行政区、新加坡和中国台湾省。

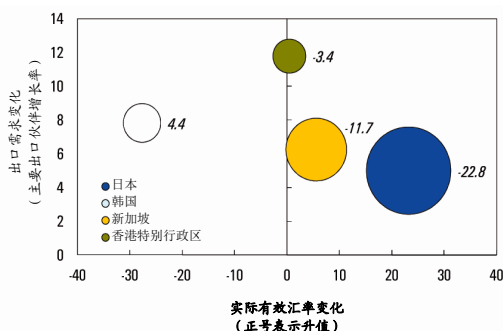
来自主要出口伙伴的出口需求变化
(2007-2009 年)



资料来源：国际货币基金组织工作人员计算。

对出口量的影响

(2007-2009 年，百分比；气泡大小显示出出口量的实际变化)



资料来源：国际货币基金组织工作人员计算。

专栏 1.2. (续)

在这种背景下，日本国内需求的反应迟钝并非完全出乎意料。日本出口活动启动与投资活动复苏之间的 1 年滞后期仍在历史标准内。在之前类似的经济衰退中（1992 年的汇率机制危机和 2000 年-2001 年的全球经济衰退）。全面的投资活动在四个半季度后才开始恢复，机械和设备投资活动则在两个半季度后恢复。

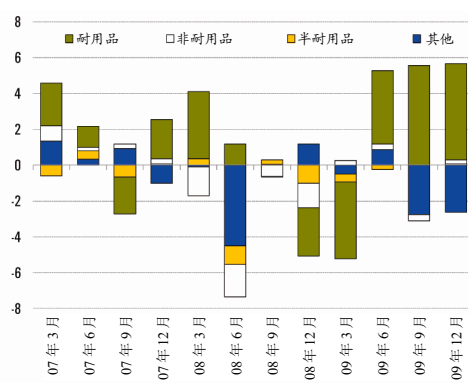
展望今后，有几个因素有可能会制约国内需求的恢复：

- 通货紧缩。自危机爆发以来，核心通货膨胀迅速下降，目前处于负值区间。由于提高了实际借款利率，通胀紧缩将阻碍投资的恢复。此外，长期的通缩也会影响银行贷款，因为借款人不断增长的资产负债会削弱其还款能力。
- 财政状况岌岌可危。日本的高财政赤字和净公共债务（2009 年，其财政赤字和净债务分别超过国内生产总值的 10% 和 105%）会引发对该国财政可持续性的担忧，对今后几年大规模财政调整的预期也给恢复带来不利影响。
- 低潜在增长率和劳动力市场疲软。劳动力减少和资本积累缓慢阻碍了周期性反弹，在中期内，预计日本的潜在增长率将从 2007 年的 1.5% 降至 1% 左右。而国内服务业（占总体就业人数的 70%）生产率增长较低的状况将会使劳动力市场的恢复放缓。不包括耐用品在内的基础消费增长在整个 2009 年度都呈疲软走势，这种情况有可能因 2010 年下半年将终止针对耐用品的财政刺激措施而更加变得紧张。

出口带动的经济复苏是否能扩大，主要取

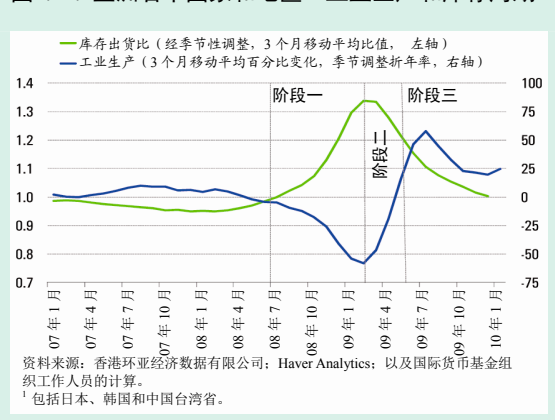
决于日本是否能控制通胀紧缩，并找到维持财政可持续性和经济增长的方法。可持续的宽松货币政策将是抑制通胀紧缩的关键因素，但是也需制定更为广泛的宏观经济政策计划，以使经济发展更具活力。其中的主要要素便是制定和实施可靠的中期财政调整计划，并采纳具有供需措施的全面结构改革方案。

日本：对最终国内消费增长的贡献
(季度环比，用百分点表示，季节调整折年率)



资料来源：国际货币基金组织工作人员计算。

图1.12. 亚洲若干国家和地区：工业生产和库存周期¹



- 中国经济自2009年秋季以来便持续增长，且增长面愈来愈广。至2009年末，其出口活动加速增长，目前在数量上已超过危机前的水平，这与其不断上升的工业产值是一致的。与此同时，国内私人部门需求进一步增强，这从零售额高于趋势的增长和不断提升的消费者信心便可见一斑，而这两者则反映了劳动力市场的近期改善以及对住户收入和消费的持续财政支持。¹ 的确，2010年第一季度高于预期的国内生产总值增长（为2007年以来的最快增长速度）反映了消费的巨大推动作用。此外，虽然政府引导的投资活动是2009年大部分时间增长的主要驱动力，但国内各个城市的房屋价格上涨以及仍然充足的信贷和流动性，使2009年下半年的房地产投资大幅上升。
- 印度在过去半年也呈强劲增长趋势，工业产值和出口增长进一步提升，同时，国内私人部门需求仍然保持较高水平。特别是，2009年秋季以来，企业和消费者信心持续增强，金融环境依然保持较佳状态——泰德（TED）

¹ 尤其是，农村地区购买商品和交通工具可获得补贴，向贫困人口和老年人发放的补贴额增加，医疗保险补贴的范围扩大，并实行了新的医疗改革，劳务税收减少，养老金覆盖范围和可移动性得以改善，同时当局出台了相关政策抑制企业裁员。

利差相比亚洲其他国家下降幅度更大，信贷增长加速，股票价格继续上升。结果，零售额和企业支出也随之大幅上升。

相比亚洲新兴市场 and 地区，亚洲低收入国家（LIC）的经济复苏速度则较为缓慢，虽然这是因为这些经济体受全球金融危机的影响普遍较轻，但也反映出它们某种结构脆弱性（参见专栏 A1）。全球经济危机已经使很多太平洋岛国经济明显倒退（参见专栏 A2）。这些经济体的收入大幅下降缘自一系列原因，包括：汇款下降、就业减少，以及政府收入下降引发的对政府薪金、社会和投资支出的压力。旅游业收入和旅游相关投资的大幅下滑同样给这些经济体带来损失，马尔代夫的形势尤为严峻（参见专栏 A3）。

（三）亚洲、库存周期和中国的作用

自2009年初以来，有三大因素在促进亚洲地区出口方面发挥了关键作用，这些因素同样可以影响近期的出口前景。首先是高科技制造业产品全球和国内库存周期的开始，在这些产品领域（如电子产品），很多亚洲经济体都具有很大的比较优势。其次是危机期间中国的最终国内需求的力度。第三则是在全球经济下滑背景下亚洲出口商有能力提高市场份额。

亚洲和库存周期：将持续多久？

库存调整显著地放大了亚洲的工业生产和出口周期。这一调整周期通常包括三个阶段。经济衰退开始时，发货量的下降超出产量，因此库存增加，导致企业不得不削减产量，减少库存，这就是为什么2008年下半年和2009年初亚洲地区的工业生产出现大幅下降的原因（图1.12）。

当经济危机最严重的时期过去之后，需求开始逐步恢复，于是企业增加工业生产，防止库存进一步回落，这也是2009年期间亚洲地区的工业生产大幅反弹的原因，同时，库存仍会下降，但速度缓慢。最后，随着最终需求恢复，重建库存

的需求有时候使得工业产出量会高于最终销售量所需要的水平。

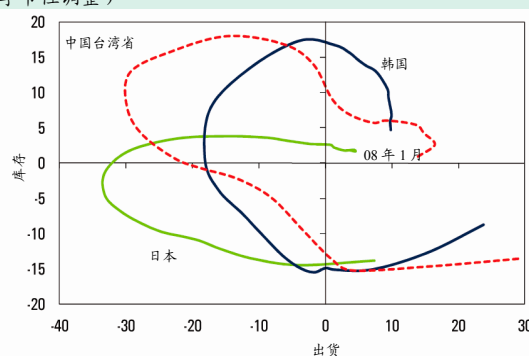
按照回归估计分析，库存调整往往会迅速地反馈到亚洲地区的工业生产。具体而言，估计表明，库存-出货比与趋势值每偏差一个百分点，亚洲的工业生产增长率将在次月上升或下降约 0.1 个百分点。这说明，自 2009 年韩国的工业生产回落至最低谷以来，有四分之一的恢复归功于库存周期。根据 2009 年第二季度和第三季度发布的国内生产总值数据，库存事实上促进了众多经济体的经济增长（包括澳大利亚、韩国和东盟经济体），这既反映了库存消耗在逐步放缓，也反映了近期的库存重建。

国内库存周期能持续多久呢？“库存时钟”（一个显示库存和出货量动态的四象限图）显示亚洲的库存周期远未结束。例如韩国和中国台湾省，2009 年末的出货量再次增长（同比基础上），但是存货仍然略有减少，这说明，库存建立过程正在进行（图 1.13）。日本 2009 年末大幅度去存货的过程似乎结束，但是无论制造业产品出货量还是库存仍然大大低于趋势值。假设库存周期将按 2009 年的速度进行，则这些经济体需经过两至四个季度才能回到最初水平。

鉴于亚洲的库存对外部需求的依赖，国外的库存调整也将至关重要。特别是，美国库存的周期性变化（按库存-出货比与趋势值的偏差计量）通常对亚洲至美国的出口量具有较强的放大作用（图 1.14）。工作人员估计，美国的库存-出货比相对于趋势值每下降一个百分点，则亚洲至美国的出口量会在下一个季度增长 1.5 个百分点。2010 年第一季度，美国的库存出货比约比趋势值低 5%，则该国的库存调整将在 2010 年第二季度为亚洲的出口带来 7 个百分点的增长。事实上，2009 年秋季，美国的电子产品进口零售比较危机前的长期平均水平要低 10% 左右，并且始终稳定在这一水平，而到了年底，随着美国信息技术（IT）类产品库存的进一步补充，该比率再一次上升。

图1.13. 亚洲若干国家和地区：库存和出货

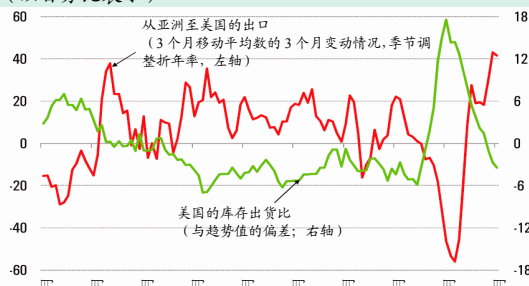
（自2008年1月起；同比百分比变动的3个月移动平均数；经季节性调整）



资料来源：香港环亚经济数据有限公司；以及 Haver Analytics。

图1.14. 亚洲对美国的出口和美国的库存周期

（以百分比表示）



资料来源：香港环亚经济数据有限公司；Haver Analytics；以及国际货币基金组织工作人员的计算。

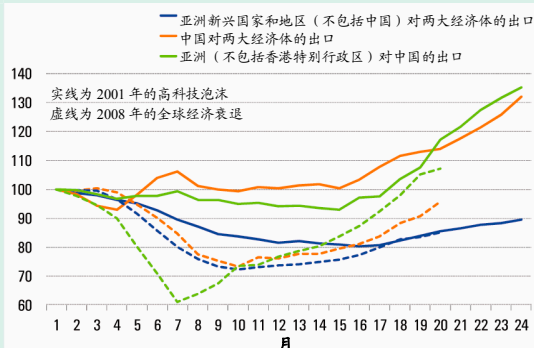
中国的作用

相对于前几次下滑，中国对于亚洲出口周期的影响似乎已经发生了变化（图 1.15）。

- 中国和亚洲其它地区对美国和欧元区（两大经济体）的出口量在近期的全球危机期间同时下滑，而在 2001 年衰退期间，中国对两大经济体的出口基本未受影响。本世纪初，中国开始迅速与亚洲的全球供应链融合，从而在该地区的最终货物出口中的份额逐步上升。在此次全球衰退爆发之前，此融合进程已经相当深入，因此亚洲作为一个整体与发

图1.15. 亚洲：出口联系

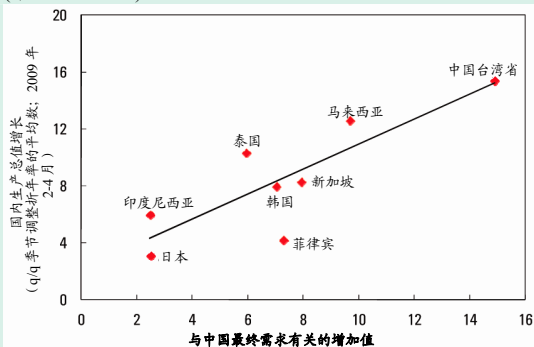
(3个月移动平均数；危机前峰值=100)



资料来源：国际货币基金组织工作人员的计算。

图1.16. 亚洲若干国家和地区：国内生产总值增长和与中国最终需求有关的增加值

(单位：百分比)



资料来源：国际货币基金组织工作人员计算。

达经济体周期的联系相比本世纪初更为密切。结果，目前无论是中国还是整个亚洲地区的出口均在恢复。

- 危机爆发之初，相比中国对两大经济体（G2）的出口，亚洲其它地区对中国的出口下跌速度更快，幅度也更大，而在恢复阶段，亚洲其它地区对中国的出口增长速度则是中国对发达经济体出口增长的三倍（图 1.15）。这至少反映了中国从亚洲其它地区的部分进口是为其最终国内需求服务的。的确，增加值贸易流量法可以避免将对中国的中间产品再出口计为对中国的出口——这表明对中国的最终需求具有较大敞口（相对中国出口部门的需求）的亚洲经济体在 2009 年第二季度后便开始进入强有力的复苏阶段（图 1.16）。

中国既是亚洲地区的贸易中心，也是最终需求的来源，因此无论是中间产品，还是最终产品的进口均在近几个月内有所增长。开始是在 2009 年，中国的进口主要集中于中间产品和商品。强劲的商品进口说明中国的最终需求增加，且基本是与年初开始的基础设施项目有关的需求。但是，这也同样反映了商品的囤积，无论是出于对今后项目的预期还是作为价值的储存，正如铁矿石进口和国内钢铁产量之间不断扩大的差距所反映的一样。2009 年期间和 2010 年初，最终消费品和投资品的进口也呈上扬趋势。这些货物包括用于进一步加工的机械设备，因此与来自亚洲地区之外的最终需求有着千丝万缕的联系，此外，这类货物还包括消费类电子产品，如电子通讯装置和机动车辆。

虽然中国强劲的增长未能抵消发达经济体需求的下降（中国仍然是一个相对较小的消费品进口国），但某些亚洲出口国却因此而得益。由于中国原材料的进口量巨大（约为世界进口总量的六分之一），中国最终需求的恢复能力对于产品出口国仍然相当重要，无论对于亚洲地区内（澳大利亚、印度尼西亚和马来西亚）还是地区外均是如此。但对于许多其它地区经济体的影响则有限。如同 2009 年 10 月《地区经济展望》中所述，尽管中国的消费品进口在过去十五年来增长幅度高于平均水平，但在 2008 年仅占全球消费品进口量的 3%。最近的经济危机表明，亚洲新兴经济体能很好地实现从依赖发达经济体的国内需求向中国和其它新兴市场的转变。例如韩国对中国的消费品出口在 20 世纪 90 年代中期平均仅占对美国出口量的 10%，而在 2006-2008 年间，这一比例已上升至 60%。而就资本货物而言，相对美国，中国已是一个更大的市场，对中国的资本货物出口是对美国的两倍。

资料来源：国际货币基金组织工作人员计算。

市场份额上升

对于大多数亚洲地区经济体而言，2009年出口反弹也反映了市场份额的增加。那么，驱动因素是什么呢？其中之一是亚洲出口商有能力应对竞争日益激烈的市场状况，例如通过提升产品的价格竞争力，增加出口产品种类，以及打开新市场（例如中国）。其次的因素是亚洲卓越的生产率和相对其它地区较弱的汇率——在外币价格下跌时，本币疲弱的汇率可以给出口商一定缓冲，以减少本币计值利润的损失。的确，2009年出口市场份额的变动和过去两年间实际有效汇率之间似乎存在某种负向联系（图 1.17）。

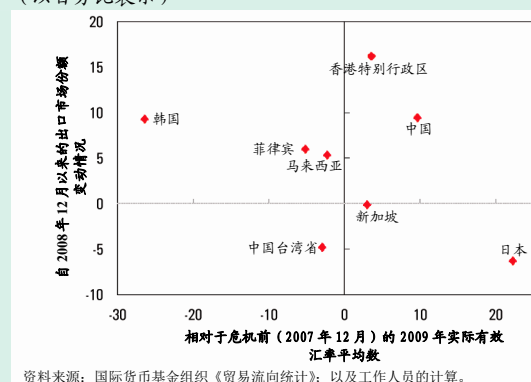
亚洲出口活动的近期展望仍然令人鼓舞，但是，一旦库存周期趋于正常，出口增长将减缓。预计 2010 年的大部分时间，生产都会受到库存周期的推动，因为发达经济体的最终需求将继续恢复，且国内生产者和美国的进口商会继续重建已消耗的库存。这与有关亚洲出口的关键前瞻性指标也是一致的，如美国的订单出货比和采购经理人指数新订单等（图 1.18）。但是，由于住户储蓄可能增长，且投资计划会受到稀缺的信贷和过剩产能的影响，预计发达经济体国内需求的恢复步伐在今后两年内会比较缓慢。因此 2011 年亚洲的出口增长速度会更为缓和。

(四) 从国内公共部门需求向国内私人部门需求过渡？

由上文得出，有关亚洲发展前景的一个关键点是，随着政策性刺激措施的逐步取消，国内私人部门需求将恢复至何种程度。

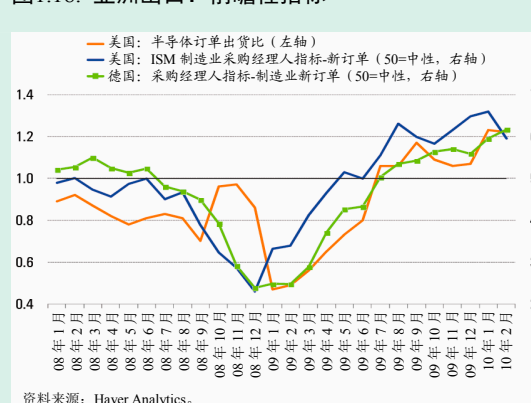
公共部门需求在亚洲地区国内需求的恢复过程中一直发挥举足轻重的作用。工作人员基于基金组织全球综合货币和财政（GIMF）模型所做的估计表明，去年实施的财政刺激措施对亚洲地区增长的总体贡献平均约为 1.75 个百分点（图 1.19）。此增长幅度在各地区不同，高度开放的亚

图1.17. 亚洲若干国家和地区：实际有效汇率和世界出口市场份额变动情况
(以百分比表示)



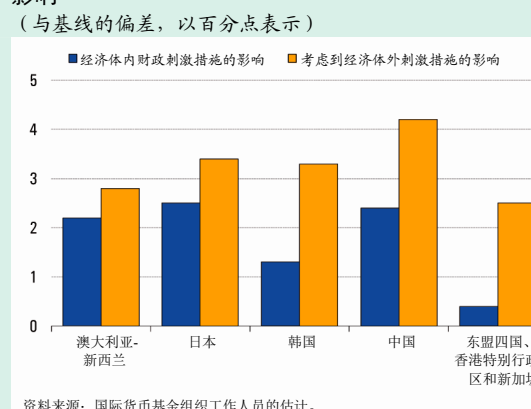
资料来源：国际货币基金组织《贸易流向统计》；以及工作人员的计算。

图1.18. 亚洲出口：前瞻性指标



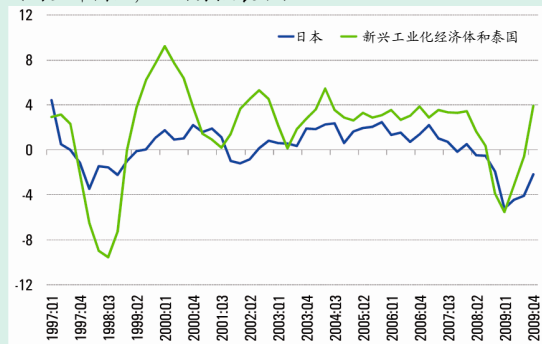
资料来源：Haver Analytics。

图1.19. 财政刺激措施对2009年实际国内生产总值的影响
(与基线的偏差，以百分点表示)



资料来源：国际货币基金组织工作人员的估计。

图1.20. 出口导向的亚洲若干国家和地区：国内私人部门需求（不包括库存）对经济增长的贡献度（与上年同比；以百分点表示）

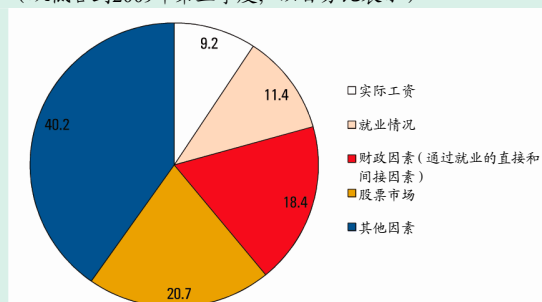


资料来源：国际货币基金组织工作人员估计。

洲新兴经济体包括东盟四国、香港特别行政区和新加坡约为 0.5 个百分点，而中国则超过 2 个百分点，其财政刺激措施主要集中于高乘数的基础设施支出。有趣的是，将亚洲以外国家实施的刺激措施所产生的溢出效应纳入考虑，财政刺激对亚洲地区增长的平均贡献约为 3.5 个百分点，这反映了亚洲地区对于外部需求的高度依赖性。

2009 年，国内私人部门需求同样增长。根据国民账户的国内生产总值增长构成数据，2009 年亚洲地区国内私人部门需求（不包括库存）对国内生产总值增长的贡献比为 40%。虽然总体结果主要由那些国内需求基数较大的经济体所决定，但与亚洲金融危机相比，那些依赖出口的亚洲地区（日本除外）的国内需求更有活力（图 1.20）。

图1.21. 亚洲地区私人部门消费对恢复的贡献度¹（从低谷到2009年第三季度；以百分比表示）



资料来源：国际货币基金组织工作人员估计。

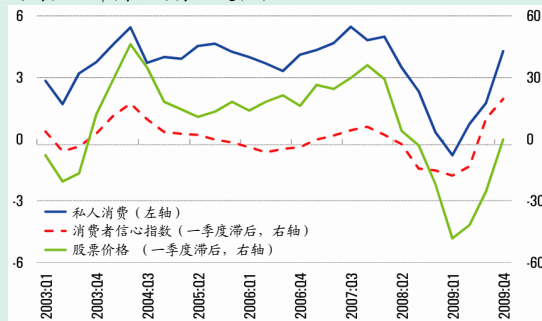
¹ 采用分组广义矩估计回归法对香港特别行政区、韩国、新加坡、中国台湾省、马来西亚、泰国和菲律宾的数据进行估计。

通过直接鼓励消费² 以及间接支持就业和可支配收入，³ 财政刺激措施促进了亚洲地区私人部门消费的恢复。基金组织工作人员采用部分亚洲经济体私人部门消费简单计量经济模型所做的估计表明，2009 年第一至第三季度期间，财政刺激政策对于这些经济体私人部门消费恢复的贡献约为四分之一（图 1.21）。

但是，“自发性”私人部门消费同样有所增加。估计有两个因素对于促进私人部门消费的恢复起到大约一半的作用：

- 资产价格的迅速增长。大量的资本流入拉高了股票价格，这有利于维持消费者信心，并产生消费的财富效应，（图 1.22）尤其是在诸如韩国等股票市场市值相对较高的经济体。
- 劳动力市场状况的改善。相比发达经济体和其它新兴市场，亚洲地区的就业状况普遍恢

图1.22. 亚洲若干国家和地区：私人部门消费、消费者信心和股票价格¹（与上一年同比百分比变化）



资料来源：香港环亚经济数据有限公司，Haver Analytics；以及彭博资讯。

¹ 包括澳大利亚、香港特别行政区、印度尼西亚、韩国、马来西亚、中国台湾省和泰国。

² 例如，通过泰国的公共服务补贴，马来西亚的燃料价格补贴，中国的农村地区家电补贴，韩国、日本和中国台湾省的购买机动车辆或其他耐用品的税收优惠。

³ 例如，通过现金转移支付（澳大利亚和韩国、印度尼西亚和泰国）、降低所得税（新西兰）和发放首次购房补贴（澳大利亚），或者通过实施促进就业率的各种措施（香港特别行政区、日本和新加坡）。

复较快（图 1.23）。亚洲地区的企业似乎主要通过囤积劳动力和减少工作时间应对工业产值的下降。经济危机最糟糕的阶段过去之后，首先是工作时间恢复，之后便是就业率和工资随之增长，这在东盟经济体尤为突出。然而，日本再一次成为例外，几乎没有就业率增长的趋势，名义工资水平仍然处于下降趋势。

同时，通过缓解总体资金状况，宽松的货币政策促进了消费。与亚洲金融危机不同，积极的金融和信贷政策有利于减少企业破产和危机对就业水平的影响。利率降低对于私人部门消费的直接影响在不同的经济体表现也可能不尽相同，原因之一是各国的金融系统存在差别。尤其是，在住户较易获取贷款、因此债务负担也更重的经济体，如亚洲工业国、韩国和马来西亚，这种影响更为明显（图 1.24）。此外，较低的政策利率也提高了股票价值，从而支持了消费。

相反，在依赖出口的亚洲地区，私人部门投资大幅下滑，直至 2009 年末才回复到正值区间（与去年同比增长）（图 1.25）。这与这些经济体中投资和可贸易部门之间的紧密联系是一致的（参见 2009 年 5 月《地区经济展望》）。随着出口和产能利用率大幅下降，私人部门投资也随之锐减，日本和韩国则更为明显。伴随着出口活动的迅速恢复，产能利用率回归了正常水平，高增加值制造业部门（如韩国的手机产业和中国台湾省的半导体产业）机械设备支出的增长推动了投资。即便在中国，制造业部门的投资在 2009 年下半年也呈加速之势，尽管私人部门投资的大部分增长主要集中于房地产业（专栏 1.3）。

资本成本的下降促进了投资周期的转变，虽然大部分亚洲地区的银行信贷仍然普遍疲软，但中国是个例外。

图1.23. 就业
(指数; 2008年第一季度=100, 经季节性调整; 各类经济体平均数)

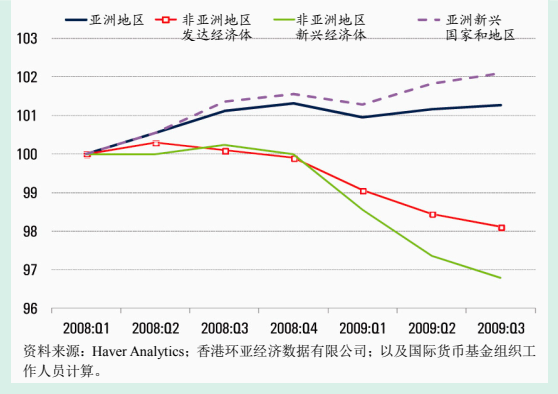


图1.24. 2009年的住户信贷
(占国内生产总值百分比)

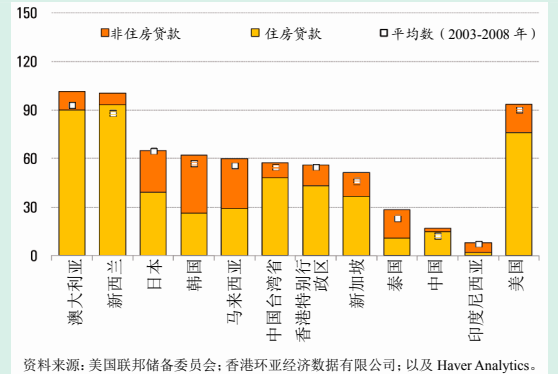
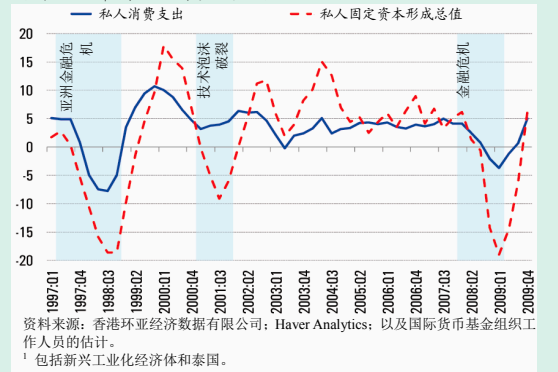


图1.25. 亚洲若干国家和地区：私人部门国内需求¹
(与上一年同比百分数变化)



专栏 1.3. 中国：2009 年非同寻常的投资应对措施

无论以何种标准衡量，就绝对值而言，中国以每年 2 万亿美元的投资额居世界之首，是日本的两倍多，占全球资本形成的 18%。此外，中国的投资额占产出的 44%，这比世界上任何一个国家都要高，超过经济合作与发展组织（经合组织）经济体平均数的一倍多。房地产、制造业和基础设施投资各占中国总投资的四分之一左右。

2009 年，中国的投资额增长幅度达到前所未有的 20%，是过去三十年来平均水平的两倍，并且对国内生产总值增长的贡献为 8 个百分点，同样是历史最高水平。

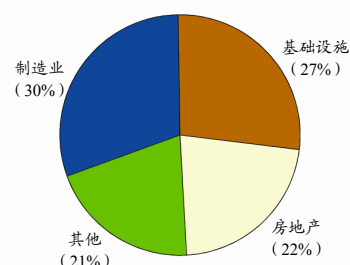
中国在 2009 年的投资活动主要体现了四个关键特性：¹

- 基础设施投资引导投资热潮，增长幅度达到惊人的 44%。中央政府的投资支出增长了一倍多，地方政府也实施了一系列规划已久的基础设施项目。基础设施扩张的资金来源主要来自于中央政府债券和银行贷款。
- 2009 年初，房地产投资略显萧条，但在年度内平稳恢复。这主要是因为政府扭转了当时采取的意在使房地产市场降温的政策，其中包括修订最低首付款规定。
- 制造业部门的投资增长 30%，与过去五年的平均增长水平相当，尽管出口出现较大降幅。
- 相比之下，服务业的投资仍然保持较低水平。不包括公用事业、交通和房地产的服务业占产出的三分之一左右，但仅占总投资额的 12%。

虽然投资活动的公共和银行资金来源在年内呈增长趋势，但其它融资来源仍为主流。无论是针对固定资产投资的国家融资还是银行贷款均上升 50% 之多，而外国融资渠道却有所减少。包括留存收益在内的其它资金来源仍占有所有投资资金来源的四分之三。

总的投资增长幅度在年内应该继续走强，但会降至去年的最高水平以下，因为政府将采取相关措施实现其贷款和货币增长目标（大大低于去年的结果）。此外，政府还计划限制新增的公共部门项目。

中国：在固定资产投资中的份额



资料来源：国际货币基金组织工作人员计算。

注：本专栏的撰稿人是 Tarhan Feyzioglu。

¹ 基于城镇固定资产投资数据，包括土地购置、旧设备和建筑物。

专栏 1.3. (续)

随着房地产开发商积极响应政府增加住房供应的措施，尤其是针对低收入人群开发的住房，房地产投资在今年应该会继续大幅增长。但是，目前尚不清楚，此类供应措施和已宣布的减少投机性需求的措施是否足以放缓房地产价格的上升。

此后几年，投资增长可能将继续保持强劲态势，但会从公共部门驱动因素逐渐转变为私人部门带动的资本形成。鉴于城镇化的根本动因和对住房的需求，而住房又属另类投资工具，因此房地产仍将快速发展。这将会支持商品和资本货物的进口，同时还会用于支持中国建立其生产贸易产品的能力。

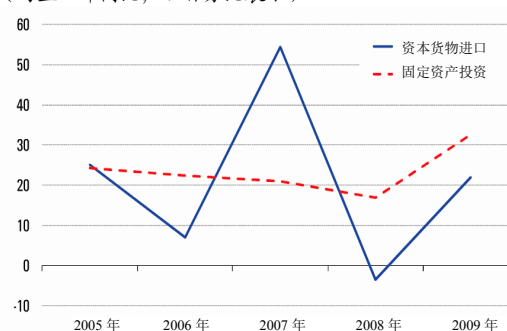
但是，如投资仍然面向迎合外部需求的制造业产品，则会产生一个重大风险，即产能过剩的问题（例如钢铁、铝材的生产）将会扩展至其它行业，从而导致银行业的利润减少，投资回报下降，不良贷款增多。

中国：固定资产投资融资

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
(占总数的百分比)					
国家预算	4.4	4.5	4.2	4.7	5.2
国内贷款	18.8	18.5	16.9	15.7	17.2
外国资本	4.2	3.8	3.5	3.0	1.8
自筹	54.4	55.6	57.0	62.2	58.5
其他	18.1	17.7	18.4	14.4	17.2
(增长百分比)					
国家预算	32.9	28.9	19.1	35.7	53.7
国内贷款	18.8	23.6	17.5	11.8	52.4
外国资本	25.9	13.2	19.0	2.7	-15.6
自筹	36.9	28.2	31.5	31.4	30.9
其他	19.4	22.7	33.2	-5.6	66.7

资料来源：国际货币基金组织工作人员计算。

中国：资本货物进口和固定资产投资的实际增长
(与上一年同比；以百分比表示)

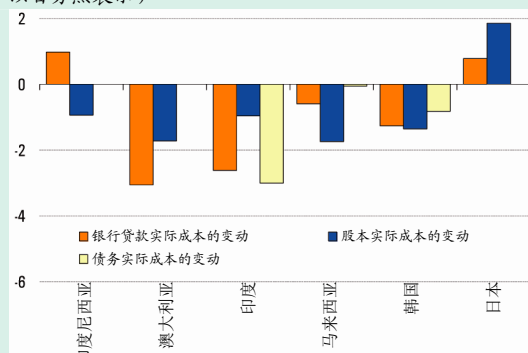


资料来源：香港环亚经济数据有限公司。

- 2009年期间，资本成本下滑，从而释放了投资资源（图 1.26）。⁴ 银行贷款利率和公司债券利率随着中央银行政策利率而下降，并且维持在比危机前低得多的水平。股票估值的骤增进一步拉低了资本成本。这与亚洲金融危机的情形形成了鲜明对比，当时，资本流入突然停止，与银行业相关的问题表明企业

⁴ 银行贷款的实际成本是优等银行贷款利率和经济共识组织提前一年通货膨胀预期之间的差额。债务的实际成本即 AAA 级公司债券收益和同样的通胀指标之间的差额。股权的实际成本可用 2008 年 10 月《世界经济展望》中相同的方法来定义。

图1.26. 亚洲若干国家和地区：资本实际成本变动情况
(2009年第四季度相比2008年第一至三季度的变动平均数；以百分点表示)



资料来源：I/B/E/S Inc.; ConsensusEconomics Inc.; 以及国际货币基金组织工作人员的计算。

图1.27. 亚洲若干国家和地区：银行向公司部门提供的贷款

(3个月移动百分比变化; 季节调整折年率)

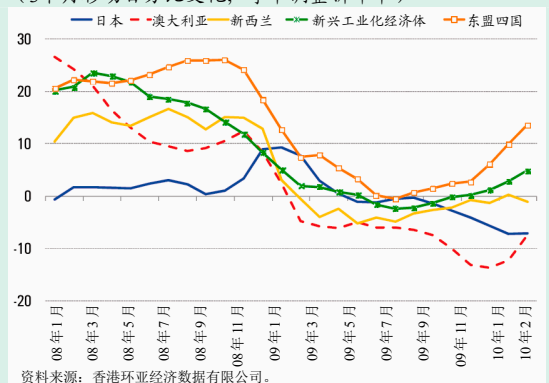


图1.28. 亚洲若干国家和地区：银行向住户和公司提供的贷款

(2009年6-12月的变动情况; 以百分比表示)

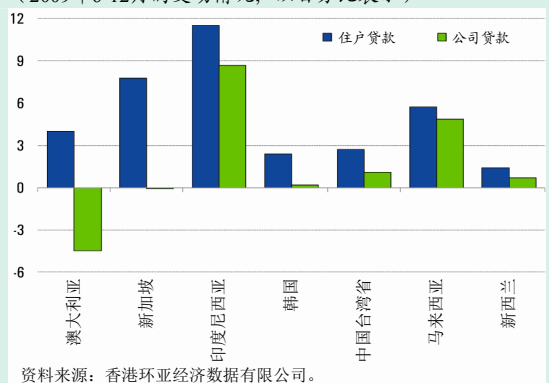
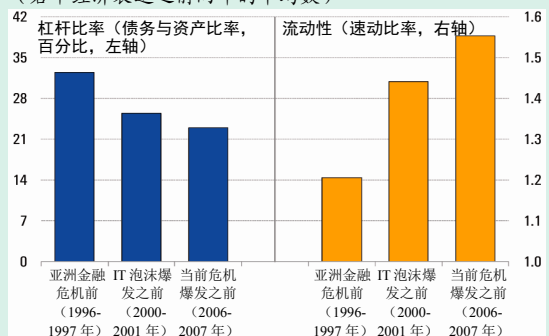


图1.29. 亚洲：公司资产负债表

(若干经济衰退之前两年的平均数)



资金的有效成本大幅上升，从而进一步阻碍了投资。在少数经济体中，如印度尼西亚，2009年的低通货膨胀率（年度基础），部分抵消了名义利率的下降，而在日本，通货紧缩导致资本的实际成本略有增加，尽管融资成本仍然保持在较低水平。

- 虽然银行贷款利率有所下降，但是2009年下半年银行向企业提供的贷款却相对低迷（图1.27）。这与2001年经济衰退结束后的复苏过程截然相反，当时，亚洲地区的私人部门投资和信贷周期几乎同时发生了变化。对此的一个解释是，相比前次的恢复时期，亚洲的银行更加不愿意对外贷款（与其西方同行有些相似），因为对于复苏的程度和今后的金融监管尚不确定（日本银行更是如此）。的确，在一些地区经济体，向住户部门提供的贷款比向企业部门提供的贷款增长更为强劲（图1.28），这也说明对抵押贷款风险重视不够。
- 虽然银行信贷市场表现平平，但投资活动却有增长趋势，这里有两个潜在的解释，而并非相互矛盾的。首先，危机发生时大型企业具有较佳的资产负债表和充足的现金储备（图1.29），因此可以通过内部产生的资金为其投资活动提供支持。其次，亚洲较大规模企业不断挖掘资本市场的潜力，以满足其资金需求。特别是，2009年本币债券发行的复苏表明资本市场仍比以往有更多的空间吸收新发行的债券（图1.30）。相对较低的成本和较长期限（通常3至5年）的债券融资促使大型企业转向公司债券市场，以确保为经营和长期的资本投资提供相对低廉和长期的融资。
- 然而，中国的表现再一次让人感到意外，其2009年的新增银行贷款合计上升到相当于国内生产总值的30%，这些贷款不仅为当地政

府运作的基础设施项目（约为全部项目的一半）提供支持，而且为经济体的其它部门提供资金，如制造业和房地产业。但因贷款增速过快，对银行资产质量和当地政府融资的担忧促使当局在今年采取了减少信贷的政策，以期2010年的总体贷款增加（国内生产总值的18%）相比2009年有所降低。

但是，投资活动的持续回升需信贷周期发生转向，对中小企业而言更是如此。与发达经济体的银行不同的是，亚洲的银行在整个危机期间资金都比较充足，而且流动性甚佳，不良贷款（NPLs）的增长幅度也比危机刚爆发时的预期要小得多。随着不确定性的消失和促进抵押贷款增长的宏观审慎措施的实行，银行向企业部门发放的贷款应有所上升，的确，有迹象表明，某些亚洲经济体的企业信贷周期已经开始发生变化，如印度、印度尼西亚和新西兰。这对于中小企业尤其有好处，因为这类企业受银行贷款减少的影响最大，即便政府担保计划和针对性的贷款额度可能会部分抵消了这种影响。在韩国，这种情况尤为突出，该国银行向中小企业发放的贷款实际上相比大型企业是增加的（图1.31）。虽然这类措施的施行较为及时，但是鉴于中小企业部门的就业人数在整个地区内占有较大比例，因此措施的持续实施也带来了财政风险和潜在的扭曲（相关讨论见2009年10月《地区经济展望》）。而且，只要信贷的整体恢复情况一直保持不温不火的状态，且投资好转的可持续性受到质疑，则取消支持措施就会有困难。

总的说来，尽管政策框架的宽松度下降，但国内私人部门需求有望在近期内保持强劲。2010年财政刺激措施的取消（基于当前的预算计划）占国内生产总值的0.6%，而2009年则为2%（图1.32）。但是，这些总量措施掩盖了存在于各国的重大差异，印度和韩国大幅度撤销刺激措施，而中国则继续实施刺激措施。工作人员基于基金组

图1.30. 亚洲若干国家和地区：本币债券发行（十亿美元）

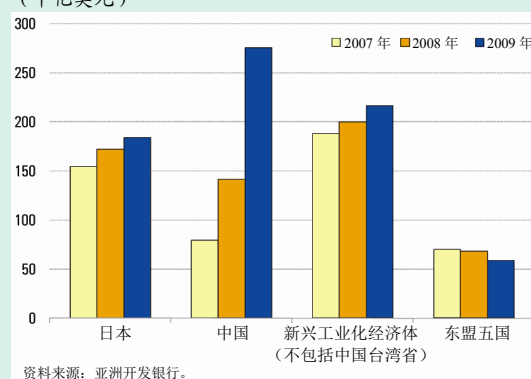


图1.31. 银行向中小企业和大型公司提供的贷款（2008年第四季度=100）

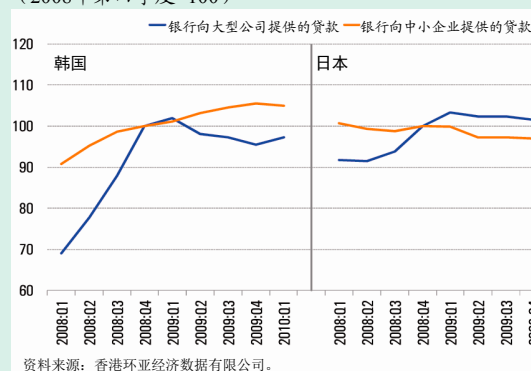
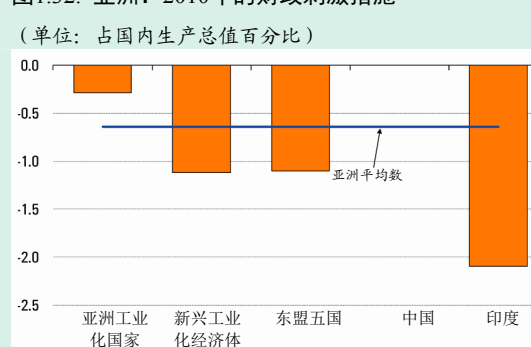


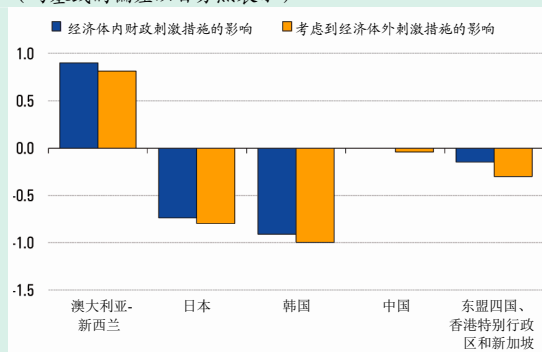
图1.32. 亚洲：2010年的财政刺激措施¹



资料来源：国际货币基金组织工作人员的估计。
¹ 相对于2009年而言，在结构性财政收支中因危机应对措施而发生的变化。负数意味着撤离财政刺激措施。

图1.33. 财政刺激措施对2010年实际国内生产总值的影响

(与基线的偏差以百分点表示)



资料来源：国际货币基金组织工作人员的估计。

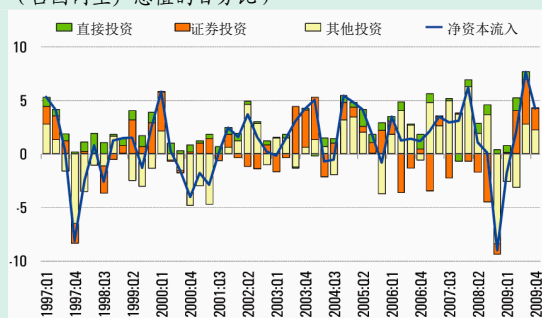
织全球综合货币和财政模型所做的估计表明，这对于该地区经济增长的负面影响平均仅为0.3%，但对于韩国的负面影响最大，最高时约达1%（图1.33）。

(五) 大规模的资本流动会威胁金融稳定吗？

2008年和2009年初，亚洲新兴国家和地区经历大量资本外逃，但2009年第三季度，资本流入反弹至历史新高（图1.34）。这种好转较之以往类似情况更为快速，且资本流入量更多，主要原因便是全球金融环境的迅速恢复（毋庸置疑，发达国家极低的政策利率也是原因之一）。尤其是，证券投资 and 跨境银行往来在2008年和2009年初期资本流动大量紧缩后大幅上升。在增长预期较为强劲的亚洲国家，如中国、印度和印度尼西亚，以及那些与中国保持密切贸易往来的国家和地区，如韩国，私人部门的净资本流入量较大，但日本仍然出现了净资本流出现象（图1.35）。基金组织工作人员根据亚洲资本流入决定因素模型所做的估计表明，有两个因素主要驱动亚洲地区的净资本流入，一是相对于美国的增长差异，二是全球风险规避的程度。此外，亚洲相对较高的利率也起了一定的作用，尽管对亚洲货币汇率升值的预期可能会促进该地区的套利交易流入。

图1.34. 亚洲若干新兴国家和地区：净资本流入¹

(占国内生产总值的百分比)

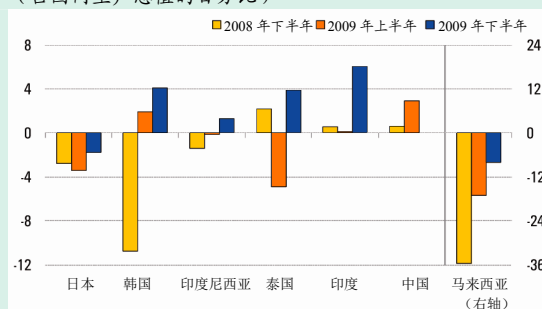


资料来源：香港环亚经济数据有限公司；以及国际货币基金组织《国际收支统计》。

¹ 由于数据的局限性，不包括中国和越南，也不包括香港特别行政区和新加坡两个金融中心。

图1.35. 亚洲若干国家和地区：净资本流入¹

(占国内生产总值的百分比)



资料来源：香港环亚经济数据有限公司；国际货币基金组织《国际收支统计》；以及国际货币基金组织工作人员的计算。

¹ 中国2009年下半年的数据尚未提供。

尽管自去年末起资本流入有些滞缓，但资本流入的前景仍然向好。与以往大量资本流入情况的主要差别是，此次的真实的货币投资者占了新增资金的绝大多数，而不是杠杆投资者。资本流入有可能持续下去，因为欧洲和美国的经理在亚洲的投资权限日趋扩大，亚洲地区各国的表现有望超出发达经济体，且这些发达经济体的货币措施将更为宽松。而且，由于新兴市场股票在全球投资者证券投资组合中的份额仍然有限，因此，

即便组合投资分配额的增加较小，也会形成向亚

洲地区的较多资本流入。⁵ 此外，日本的机构投资者也有大量资本流入新兴亚洲，而且本地养老基金和保险公司也将资金投回本地区。

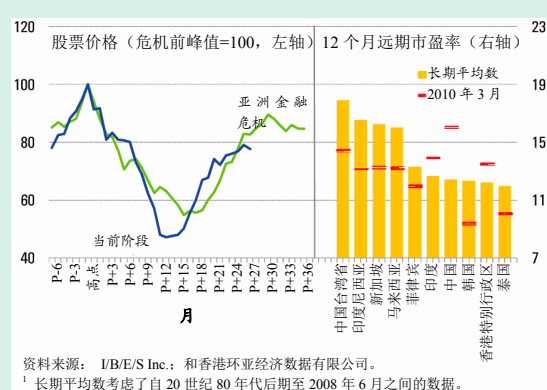
大量的资本流入促进了资产价格的提高。但至目前为止，尽管已经出现了一些压力迹象，资产估值仍基本上与长期平均数一致。总的说来，股票价格与以往危机（如亚洲金融危机，图 1.36）后的复苏情况基本类似。此外，前瞻性市盈率仅在中国、香港特别行政区和印度才高于长期平均数。然而，这或许也反映了“过份”乐观的盈利预期。根据盈利和国内生产总值增长之间的长期历史关系，基金组织工作人员的估计表明该地区许多经济体的盈利预测可能比基金组织《世界经济展望》做出的国内生产总值增长预测所表示的盈利更为乐观。此外，在少数亚洲国家（主要是印度、印度尼西亚、韩国和马来西亚），10 年政府债券收益和股票收益的比率（市盈率的倒数）目前高于其长期平均值。在某种程度上该平均值是一个有效基准，这意味着要么必须提高债券价格，要么降低股票价格，以使其回复到以往的平均值。最后，有关房产价格过度上涨的担忧也仅限于中国城市地区以及香港特别行政区和新加坡的高端豪华住宅区（图 1.37）。⁶

但这并不能让人满意，根据历史经验，当与资本蜂拥流入有关时，资产价格的升降周期会逐渐形成。1990-2009 年期间，大量资本流入亚洲经济体，结果表明，当出现这种情况时，资产价格通常会在长期内呈现上涨趋势（参见专栏 1.4）。

⁵ 基金组织 2010 年 4 月的《全球金融稳定报告》估计，美国非杠杆机构投资者持有的本国证券每变动 1%，就会形成向新兴市场证券 450 亿美元的重新分配，一般说来，也表示会有约 200-250 亿美元流入亚洲经济体。

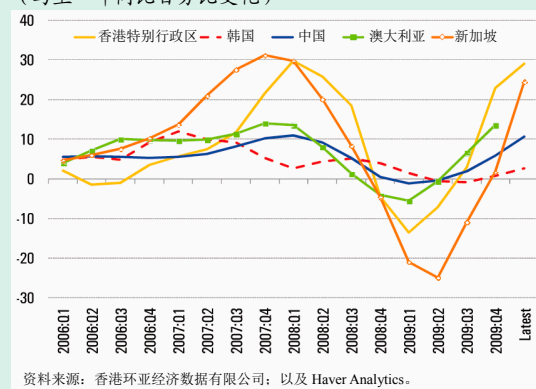
⁶ 见第二章，关于解决对这些经济体房地产价格上涨担忧的一些政策措施。

图1.36. 亚洲新兴国家和地区：股票价格和市盈率¹



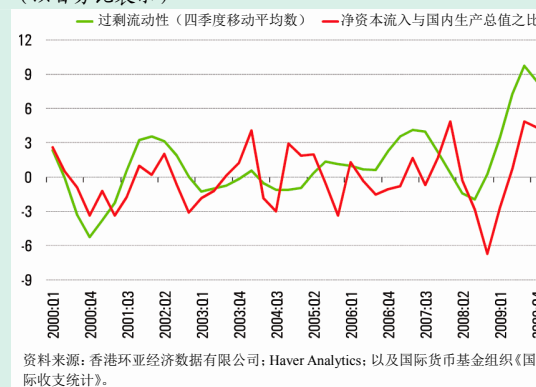
资料来源：I/B/E/S Inc. 和香港环亚经济数据有限公司。
¹ 长期平均数考虑了自 20 世纪 80 年代后期至 2008 年 6 月之间的数据。

图1.37. 亚洲若干国家和地区：房地产价格
 （与上一年同比百分比变化）

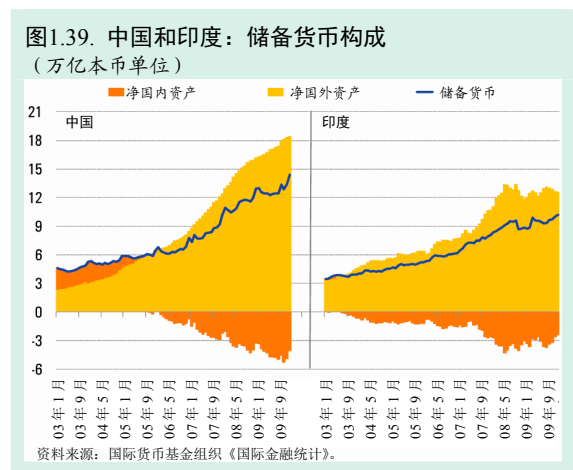


资料来源：香港环亚经济数据有限公司；以及 Haver Analytics。

图1.38. 亚洲新兴国家和地区（不包括中国）：过剩流动性和净资本流入
 （以百分比表示）



资料来源：香港环亚经济数据有限公司；Haver Analytics；以及国际货币基金组织《国际收支统计》。



同时，过去造成不可持续资产价格增长的大量资本流入一般也会伴随“过剩流动性”的快速增加（广义货币供应的增长要比名义国内生产总值快得多）。此次危机中，亚洲新兴国家和地区的过剩流动性在近几个月内均呈增长态势。但这部分是抵制因日益增加的外汇储备造成之汇率升值压力的政策的结果（图 1.38）。尤其是，中国仅部分对冲了较高储备对货币供应的影响，实际上是选择满足与经济活动强劲增长相关的大量货币需求（图 1.39）。

专栏 1.4. 亚洲以往大规模资本流入事件的经验教训

全球风险偏好随同亚洲经济的复苏开始恢复，大量资本再次流入亚洲地区基本扭转了 2008 年底发生的忽然停滞。同时，股票价格出现反弹，房产价格也呈增长趋势，尤其是在某些地区市场。预计 2010 年亚洲的经济增长幅度和利率与发达经济体之间仍将保持较大差异，因此，该年度仍会有相当的资金继续流入亚洲地区。那么，这是否会拉高资产价格到难以维持的水平呢？资本流入可能会导致资产价格的上升和以后的下降，对此，早期的宏观经济信号可能是哪些？

要解答这些问题，我们首先看看过去二十年间亚洲的“大量资本流入和资产价格极度动荡”事件，并分析与此有关的某些关键宏观经济指标。¹

我们采用了以下定义：

- “大量资本流入”事件指，私人部门资本流入净值与国内生产总值之比大大低于趋势值（至少比其八个季度移动平均数高一个标准差）并超过1%国内生产总值的时期。²
- 对于股票价格，当实际股票价格年增长率的四个季度移动平均数（4qma）降至20%以下时，则表示发生股市崩盘。³ 而之前的上涨时期的开始是指，价格增长幅度在大跌前急剧上升变为正值的第一个季度。
- 对于房产价格，当实际房产价格年增长率的四个季度移动平均数降至5%以下时，则表示发生下跌事件。⁴ 事件的持续时间遵从有关房地产价格标准。
- 接下来，我们确认一些子事件，包括在各事件发生后六个季度内发生的大量资本流入、资产价格上涨和下跌。换句话说，若

注：本专栏的主要撰稿人是 Souvik Gupta、Malhar Nabar 和 Shanaka Peiris。

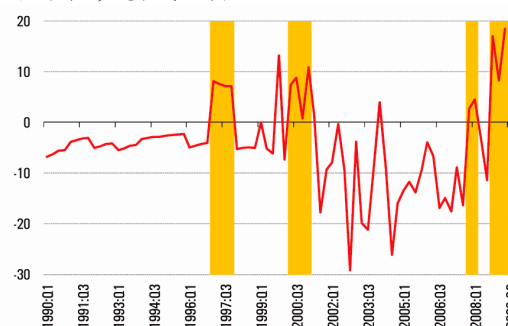
¹ 数据集涵盖 1990 年第 1 季度至 2009 年第 3 季度期间的亚洲经济体的数据，包括澳大利亚、中国、香港特别行政区、印度、印度尼西亚、日本、韩国、马来西亚、新西兰、菲律宾、新加坡、中国台湾省、泰国和越南。

² 若一个季度发生了两个临近事件，且该季度的净资本流量为正值，则将这两个临近事件合并为一个持续事件。但是，一次大量资本流入事件后立即在下个季度发生了流出事件，则不视为一个事件（根据 2007 年 10 月《世界经济展望》中的方法）。

³ 这与 Fatas 等人提出的定义是一致的（2009 年）。

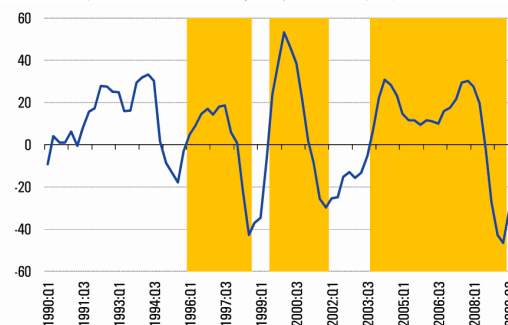
⁴ 同样与 Fatas 等人 2009 年提出的定义是一致的。

香港特别行政区：净资本流入¹
(占国内生产总值的百分数)



资料来源：香港环亚经济数据有限公司；国际货币基金组织国际收支统计。
¹ 阴影部分为大规模资本流入阶段。

香港特别行政区：实际股本价格¹
(与上一年同比百分数变化；4季度移动平均数)



资料来源：香港环亚经济数据有限公司；Haver Analytics；基金组织工作人员计算的数据。

¹ 阴影部分为实际股本价格中的上涨-下跌阶段。

专栏 1.4. (续)

资本流入开始于资产价格周期启动初或结束后的六个季度内，则流入事件与资产价格上涨和下跌相关联。若不在该六个季度内开始，且当时不存在上涨和下跌事件，则划分为“孤立”事件。同样，若资产价格上涨和下跌开始于资本流入事件发生之前或之后的六个季度窗口期，则与资本流入事件相关。

根据此定义，我们在一个样本里总共确认了 58 个资本流入事件，其中 24 件与股票价格上涨和下跌事件的发生相关，9 件与房产价格事件的开始有关。⁵

资产市场的上涨和下跌周期具有相当长的期间，但与资本流入事件相关时，此期间会持续更长。

这些事件展现出一些有趣的模式。最初的分析结果表明，资产价格的上涨和下跌周期通常会持续数个季度。股票价格涨跌周期事件的中间持续时间为 11 个季度，房产价格则为 16 个季度。当资产价格事件与大量资本流入事件相关时，该周期会持续更长时间。资本流入事件 6 个季度内开始的股票价格涨跌周期的平均持续时间为 12 个季度，而房产价格周期为 28 个季度。

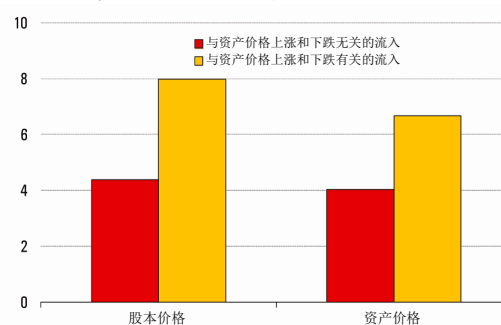
过剩流动性的增长是区分既有较高资本流入，又有资产市场涨跌事件的主要因素。

那么是什么将结合资本流入和资产价格涨跌的事件与孤立的资本流入事件区分开来呢？我们采用一套宏观经济指标将两组事件进行对比，这些指标包括：实际汇率升值、银行业存贷比、通货膨胀、储备积累、相对于国内生产总值增长的私人部门信贷增长、以及定义为广义货币与名义国内生产总值之比的过剩流动性增长。对于各个指标，将在匹配组和孤立组中计算资本流入事件开始后六个季度内的平均数，并进行统计测试，以评估两个平均数之间的差异是否在 5% 时显著。

结果表明，相比孤立事件，匹配的资本流入事件的过剩流动性增长要高得多。通过采用亚洲金融危机发生时的数据，这种现象得到了确认。大量资本流入与过剩流动性增长的峰值有关，也与资产价格的持续上涨和随后的下跌有关。⁶

亚洲：流入阶段之后的过剩流动性

(以百分数表示：各阶段组的均数)



资料来源：国际货币基金组织工作人员估计。

⁵ 就股票价格上涨和下跌而言，样本的 46 件事件中，20 件与资本流入事件匹配。而总共包含 19 件事件的样本中，有 7 件与房产价格涨跌事件匹配。

⁶ 已确认的匹配资本流入事件包括：韩国（1996 年第 2 季度—1997 年第 1 季度）、香港特别行政区（1997 年第 1 季度—1997 年第 4 季度）、印度尼西亚（1995 年第 4 季度—1997 年第 1 季度）、马来西亚（1996 年第 1 季度—1996 年第 4 季度）和泰国（1995 年第 2 季度—1996 年第 1 季度）。菲律宾在此期间同样受到影响，但是大量资本流入最初发生于 1993 年第 3 季度。为与其它案例保持一致，菲律宾关键变量的时间路径为 1993 年第 3 季度之前和之后的六个季度内。

专栏 1.4. (续)

相反，对于那些与资产价格波动没有联系的大量资本流入事件，过剩流动性一般低于之前的季度。⁷即便过剩流动性增长始终低迷，且资本流入下降，资产价格也会稳步上升，这或许反映了基本面的改善，而非表示金融环境过于宽松。

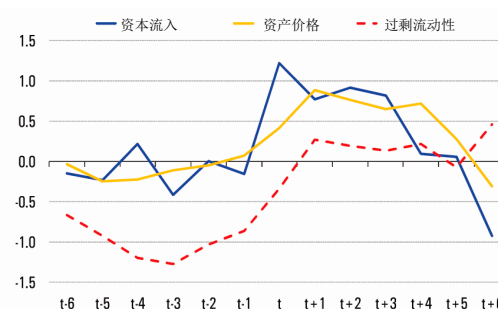
匹配的资本流入和资产周期事件与抑制升值的较多的干预相关，从而导致储备积累较高。

与资本流入相应的政策似乎在区分匹配事件和孤立事件时发挥着重要作用。与孤立的资本流入事件相比，大量资本流入事件与资产价格涨跌周期匹配的事件似乎储备累积额要高得多。这表明，对产生于大量资本流入的升值压力的干预可能也会产生风险。

匹配的资本流入事件与高通货膨胀率相关。

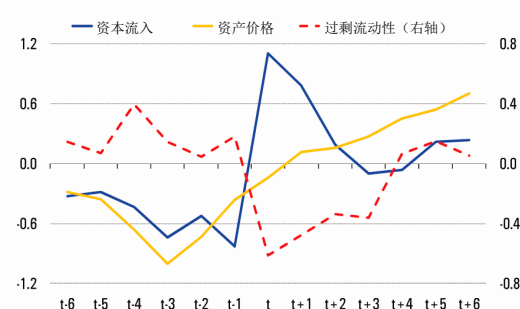
我们同样发现，相比孤立流入事件，匹配的流入事件中通货膨胀率可能要高得多。因此，匹配的资本流入事件中产生的较高流动性可能部分是由于对于一般价格压力相对更为宽松的立场。

总的说来，有证据表明，宽松的货币政策下若有大量的资本流入，则资产价格涨跌周期的风险会加大。

亚洲金融危机：资本流入、资产价格和过剩流动性¹

资料来源：国际货币基金组织工作人员计算。

¹ 在图中，用标准差数标示，标准差根据时间 t 大规模流入开始之前和之后八个季度的均数得出。

隔离的流入：资本流入、资产价格、过剩流动性¹

资料来源：国际货币基金组织工作人员计算。

¹ 在图中，用标准差数标示，标准差根据时间 t 大规模流入开始之前和之后八个季度的均数得出。

⁷ 样本中，独立于房地产价格和股票价格涨跌的资本流入事件包括：澳大利亚（1993 年第 2 季度—1994 年第 4 季度和 2002 年第 2 季度—2003 年第 3 季度）、印度（1993 年第 3 季度—1994 年第 4 季度）、新西兰（1992 年第 2 季度—1992 年第 4 季度、1995 年第 2 季度—1996 年第 1 季度和 1999 年第 1 季度—2000 年第 2 季度）、新加坡（1993 年第 3 季度—1994 年第 4 季度）和中国台湾省（2002 年第 2 季度—2003 年第 3 季度）。

第二章 预测、风险和政策挑战

(一) 2010-2011 年的预测

与 2009 年 10 月《地区经济展望》中的预测相比，本报告上调了对很多亚洲经济体国内生产总值增长的预测。目前，就整个地区而言，2010 年的增长幅度预计为 7% 左右，比 2009 年秋的预测值高 1.25 个百分点，2011 年仍保持在这个速度（表 2.1）。具体说来：

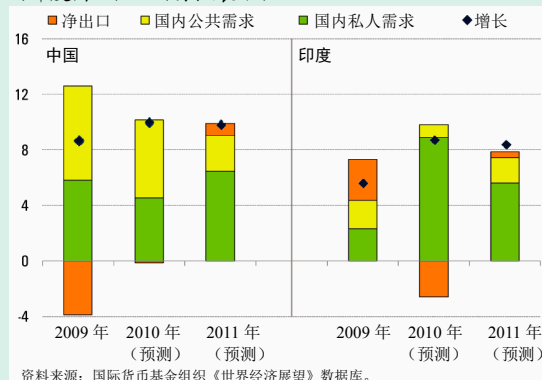
- 中国的国内生产总值增长幅度有望在 2010 年加速至 10%。投资的增长贡献比 2009 年低得多，这是因为刺激措施收紧，使新增公共部门和私人部门投资放缓，但仍有望保持较高水平。得益于正在实行的结构改革和财政措施，消费增长仍会较为强劲，同时外部需求的恢复意味着增长将不再受到净出口的影响。2011 年仍将保持快速增长，但是，这种增长将更多地源于私人部门。私人部门投资的增加将抵消公共部门投资的下降，同时外部需求将再次转为正向（图 2.1）。
- 由于强劲的国内需求，预计印度的增长率将在 2010 和 2011 年分别达到 8.75% 和 8.5%（2009 年为近 6%）。随着企业盈利能力和融资环境的改善，投资活动将愈发活跃，同时，随着就业前景的改善和不确定性的降低，消费增长将保持强劲。此外，刺激措施的逐步取消会使公共部门的贡献度下降，同时由于进口的快速增长，净出口的贡献度将下降（图 2.1）。
- 主要由于增长从公共部门向私人部门转变，新兴工业化经济体（香港特别行政区、韩国、新加坡和中国台湾省）的增长有望在 2010 和 2011 年分别达 5.5% 和 5% 左右，而在 2009 年约收缩了 1%（图 2.2）。私人部门投资和库存的重建有望促进中国台湾省和韩国的增长，

表 2.1. 亚洲：实际国内生产总值增长
(年度同比，以百分数表示)

	2009 年	2010 年	2011 年
		最新预测	
亚洲工业国	-4.1	2.1	2.2
日本	-5.2	1.9	2.0
澳大利亚	1.3	3.0	3.5
新西兰	-1.6	2.9	3.2
亚洲新兴国家和地区	5.7	8.5	8.4
新兴工业化经济体	-0.9	5.5	5.1
香港特别行政区	-2.7	5.0	4.4
韩国	0.2	4.5	5.0
新加坡	-2.0	8.9	6.8
中国台湾省	-1.9	6.5	4.8
中国	8.7	10.0	9.9
印度	5.7	8.8	8.4
东盟五国	1.7	5.4	5.6
印度尼西亚	4.5	6.0	6.2
马来西亚	-1.7	4.7	5.0
菲律宾	0.9	3.6	4.0
泰国	-2.3	5.5	5.5
越南	5.3	6.0	6.5
亚洲新兴国家和地区，中国除外	2.6	6.8	6.6
亚洲新兴国家和地区，中国和印度除外	0.4	5.5	5.3
亚洲	3.4	7.1	7.1

资料来源：国际货币基金组织，《世界经济展望》数据库。

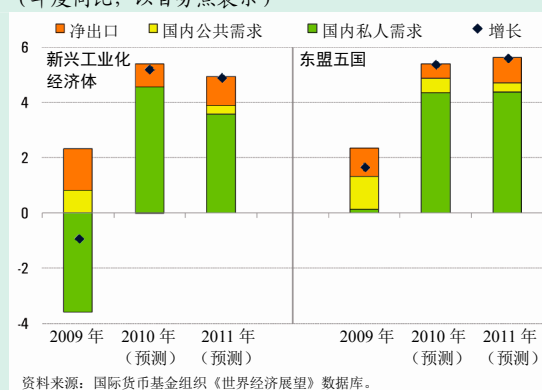
图 2.1. 中国和印度：对增长的贡献
(年度同比，以百分点表示)



而净出口估计在 2010 年的贡献度不会很大。但是，随着全球经济持续复苏，净出口将对 2011 年的增长做出贡献。

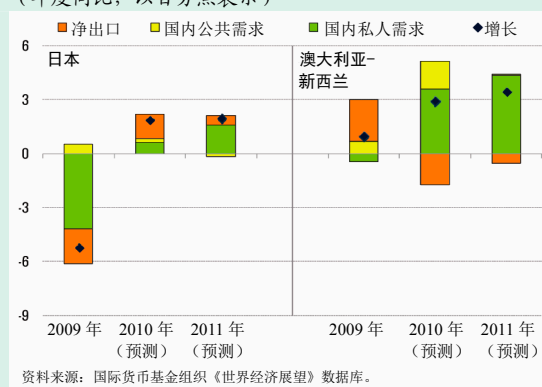
- 东盟五国 2010 和 2011 年的增长幅度预计将

图2.2. 新兴工业化经济体和东盟五国：对增长的贡献
(年度同比，以百分点表示)



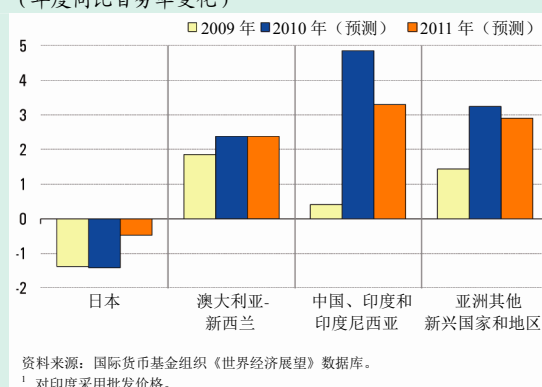
达到 5.5%左右，而 2009 年为 1.75%(图 2.2)。在印度尼西亚，私人部门和公共部门消费应该会继续促进经济的复苏，与此同时，投资增长有望大幅提速。泰国在无任何冲击的情况下，其国内需求的加强和库存的重建将在 2010 和 2011 年为其增长提供支持。马来西亚和菲律宾的复苏将由私人部门消费引导，前者由迅速恢复的汇款收入驱动，后者则由日益改善的就业环境和上涨的商品价格驱动。越南的经济增长有望在其强劲的私人消费、投资活动回弹以及外部需求恢复的基础上加速。

图2.3. 亚洲工业国：对增长的贡献
(年度同比，以百分点表示)



- 工业化亚洲国家中，日本的国内生产总值增长幅度预计将在 2010 年和 2011 年从 2009 年的-5%回归正值区间，增长 2%左右。外部需求增加以及来自政策刺激措施的持续支持有望在 2010 年上半年推动经济增长，同时，商业投资和住户转移支付将温和回升。2011 年，就业率的增加也将使国内需求继续呈恢复态势（图 2.3）。

图2.4. 亚洲：消费者价格¹
(年度同比百分率变化)



- 澳大利亚的经济有望在 2010 和 2011 年分别增长 3%和 3.5%，其中，国内私人部门需求将取代公共需求成为增长的主要推动力。尤其是，中国的需求迅速恢复以及上扬的商品价格将促进私人部门投资，尤其是在能源领域。同时，旨在解决商品出口供应链中瓶颈问题的公共基础设施投资也将给私人部门投资提供额外的刺激。尽管不断上升的抵押贷款利率给消费者信心造成了不利影响，实际收入的增长，加上劳动力需求的恢复，将推动住户消费。预计新西兰的经济活动也呈增长趋势，主要驱动因素便是现行的财政刺激措施、较低的抵押贷款利率和上涨的商品出口价格（图 2.3）。

通胀压力在亚洲地区仍得到抑制（图 2.4）。

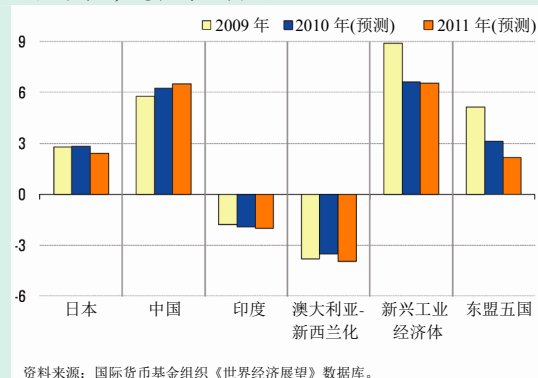
中国由于大量产能过剩，因此国内通货膨胀可能依然得到控制，不过粮食供应方面的紧张会带来

一些短期压力。在印度、印度尼西亚和越南，随着商品价格逐渐稳定，货币环境宽松度下降，2011年的通胀压力有望下降。在日本，随着2010年劳动力市场将趋于稳定，投资活动有望复苏，2010年的通货紧缩将缓慢消退，但仍将持续至2011年中期。澳大利亚和新西兰的通货膨胀率预计在2010年将维持在其各自的目标区间，表明这两个国家超出目标的通货膨胀率正在进入下行区间，同时也显示了与其它亚洲经济体相比，它们的经济减速较为温和。

预计亚洲经常账户顺差总额占国内生产总值的比例将在今后两年小幅下降（图2.5）。⁷以美元计值的对外顺差将略有增长（从2009年的约5,600亿美元升至2011年的6,000亿美元），但是占国内生产总值的比例将会下降（从2009年的3.75%降至2011年的3.25%）。然而，在这种趋势的背后是显著的个体差异。中国由于对外资产的积累推动投资收入增加，而基础设施投资的减少则使进口增长放缓，因此其经常账户顺差有可能从2009年的2,800亿美元（占国内生产总值的5.75%）上升至2011年的4,000亿美元（占国内生产总值的6.5%）。故在2011年，中国的对外顺差将占亚洲地区对外顺差总额的三分之二，仍然是最大的单个贡献国。相反，若不将中国纳入在内，亚洲地区的经常账户顺差将从2009年的2,800亿美元降至2011年的约2,000亿美元。该地区几乎所有的主要经济体都在此下降行列，包括日本、新兴工业化经济体和东盟四国，这是因为进口增长速度将超过出口的恢复速度，同时商品价格将稳定在较高的水平。对韩国而言，近期韩圆的升值同样也可能将导致经常账户顺差下降。另一方面，印度的经常账户顺差在今后两年依然基本保持稳定，约为国内生产总值的2%，而澳大利亚和新西兰由于外国资本将继续投资私人部门，因此其经常账户将呈逆差状态。

⁷ 同过去一样，这些预测依据的是现有政策，并假设实际有效汇率不变。

图2.5. 亚洲：经常账户差额
(占国内生产总值的百分数)



(二) 前景面临的风险

相比去年十月份，目前的前景不确定性有所减少，但仍有下行风险（图2.6）：

- 基本预测的主要下行风险依然源于全球经济复苏的脆弱性。如2010年4月《世界经济展望》中所强调的，危机爆发后，虽然一系列强有力的政策支持措施防止了经济活动的进一步下滑，并为经济复苏奠定基础，但还是带来了新的风险和脆弱性。重要的是，发达经济体中与公共债务负担相关的下行风险越来越明显。主要的担忧是，众多发达经济体内的政策操作空间已经几乎消耗殆尽或越来越有限，从而使其脆弱的经济复苏暴露于新的冲击之下。即使没有新的冲击，某些发达经济体面临的巨额借款需求以及更为雄心勃勃的整顿计划的需要，都会损害全球经济复苏并增加风险溢价，从而影响到亚洲地区。
- 短期内的风险是，对欧元区边缘地区的主权流动性和偿付能力的担忧会转化为全局的、具有传播性质的主权债务危机（如同2010年4月《全球金融稳定报告》中所讨论的）。虽然希腊的主权债务状况尚未对该地区的资本流入造成重大影响——主权信用违约掉期（CDS）利差的扩大极为有限——但如果这

地区经济展望：亚洲和太平洋地区

图2.6. 亚洲：国内生产总值增长
(核心预测和若干置信区间；以百分数表示)

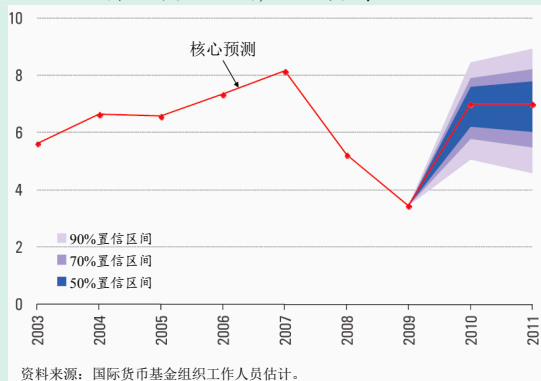


图2.7. 国际清算银行会员银行对亚洲主要经济体的合并未偿债权
(十亿美元；基于直接借款人)

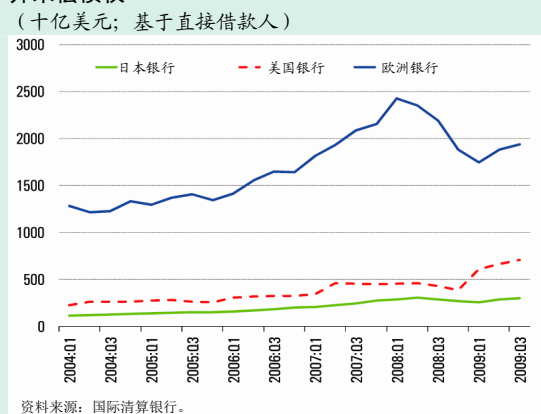
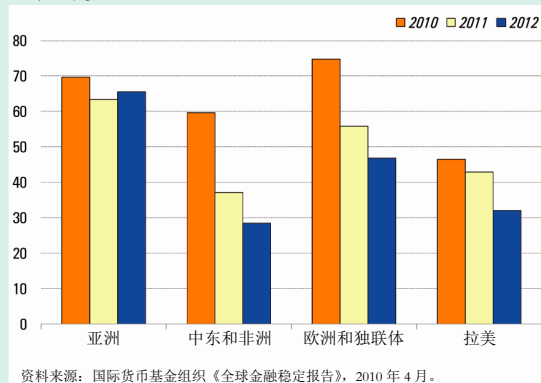


图2.8. 新兴经济体：公司外币债务和贷款展期的预计
(十亿美元)



种担忧影响到某些更大的欧洲经济体，主要的风险事件就会是不断恶化的全球风险规避的一部分。此外，欧洲内部出现的问题可能导致欧洲银行在亚洲的进一步收缩，从而可能再次导致亚洲市场的美元和欧元融资压力。由于欧洲银行提供的贷款几乎占亚洲跨境信贷的一半（截至2009年9月底，约为5,830亿美元），因此资产负债表的进一步去杠杆化和从亚洲撤出可能也会影响亚洲地区某些重要的融资活动，尤其是贸易融资（图2.7）。全球风险规避的增加和重新出现的去杠杆化压力尤其给亚洲的公司和银行带来风险，因为亚洲在2010和2011年的再融资需求相对而言要高于其它新兴市场（图2.8）。

- 对于亚洲部分地区而言，来自于商品价格的进一步下行的风险要强于目前所预期的。如2010年4月《世界经济展望》讨论的，随着全球需求继续增长，粮食商品市场可能依然紧张。如果供应不出现预期增长，实际粮食价格仍然具有上行风险。高于预期的通胀压力可能会导致更为严厉的货币紧缩政策，损害强劲经济活动、活跃的金融市场和充足的消费者信心之间的良性循环，而它们在目前恰是支撑亚洲地区国内私人部门需求的三大因素。
- 中国明显的经济下滑将影响到大部分亚洲地区。采取过度激进的信贷正常化措施，或为避免中资银行所持有的资产质量大幅受损而对房地产市场实施严格监管，或是通胀压力或资产价格的过度增高都有可能导致这种状况。此种情况有可能在整个亚洲地区产生影响，对那些从中国强劲的表现中受益的经济体的影响巨大，尤其是商品出口国（澳大利亚、印度尼西亚和马来西亚）和资本货物的出口国和地区（韩国和中国台湾省）。
- 从上行的角度看，出口对增长的促进作用有可能会超出我们目前的基线预期。这反映了

发达经济体的经济复苏好于预期，尤其是，不确定性进一步的减少和优于预期的金融市场信心改善促进了美国的私人部门消费。但是，这或许也反映了亚洲巩固近期所获的外部市场份额。

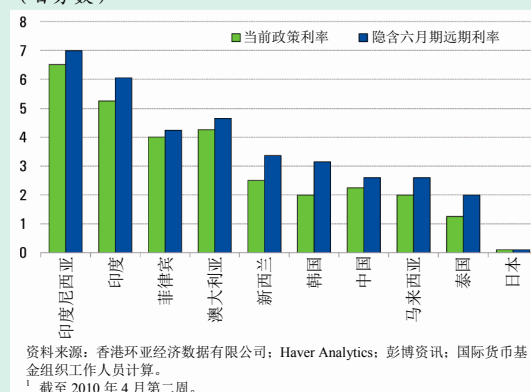
(三) 政策挑战

对于决策者而言，近期主要的政策挑战便是确定货币和财政政策正常化的适当步伐。由于很多经济体的国内私人部门需求在 2009 年逐步增强，“虚假的黎明”风险也随之大幅降低（2009 年 10 月期亚洲和太平洋地区《地区经济展望》中讨论）。因此，亚洲地区政策正常化的实施可能需早于我们在 2009 年秋季的预期，并几乎可以肯定要先于发达经济体。但是决策者们必须根据全球经济复苏的脆弱性衡量亚洲恢复的能力，谨慎而逐步地取消刺激措施。另外，尽管在此期间难以探查比通常更多的不确定性，但幸运的是，大多数亚洲经济体都具有灵活的财政和货币空间应对外部冲击。而且，对于该地区不同的经济体来说，取消刺激措施的适当步调也不一样，需根据以上所述各种风险敞口和周期状况方面的差异而定。

事实上，亚洲地区的一些经济体已经开始收紧货币政策，包括澳大利亚、中国、印度和马来西亚。中国和印度的中央银行已在 2010 年初提高了存款准备金率，以期收回流动性，尽管相关指标仍然大大低于危机前的水平。澳大利亚中央银行自 2009 年 10 月份以来已连续五次提高政策利率，而印度和马来西亚也在 2010 年初提高了政策利率。2010 年 4 月，新加坡金融管理局通过重新制定汇率政策区间开始收紧其政策态势，意欲在今后的时期使新加坡元名义有效汇率“温和而渐进”地升值。此外，第一章中所讨论的名义汇率升值也促使该地区其它经济体收紧了金融环境的宽松度。

展望未来，在使货币政策正常化的过程中，需考虑到以下几个因素：

图2.9. 亚洲若干国家和地区：政策利率和隐含六个月远期利率¹
(百分数)



- 目前所实施的货币政策的宽松程度，例如可按与这样的政策利率的差距衡量：该利率与目标水平的零产出缺口和稳定的通货膨胀水平是一致的。虽然对这种利率的估计受制于相当大的不确定性，但根据基金组织工作人员的估计，印度、韩国和泰国等地区经济体的这种差距相对较大（参见专栏 2.1）。在这些经济体，按市场所预期的那样在 2010 年 4 月逐步提高政策利率（图 2.9）仍然会使货币政策保持合理的宽松状态，同时也有助于当局发出承诺维持价格稳定的信号。
- 与产出缺口消失吻合的步伐。根据工作人员的估计，印度和韩国的产出缺口有望在 2010 年后期消失，马来西亚则晚些，将在 2012 年初，日本更晚（2015 年）（图 2.10）。在经济萧条程度较深和对外部需求敞口较高的经济体，正常化的速度可能取决于对全球经济复苏正稳步上升和国内私人部门需求正逐步加强的进一步确认。
- 消费者价格和资产价格通胀压力的抬头。虽然近期通货膨胀抬头部分原因是由于粮食和能源价格的升高，但较高的核心价格也揭示了这些经济体的消费者价格指数（CPI）篮子中较易波动部分的第二轮效应所带来的上行

图2.10. 产出缺口：预计闭合时间

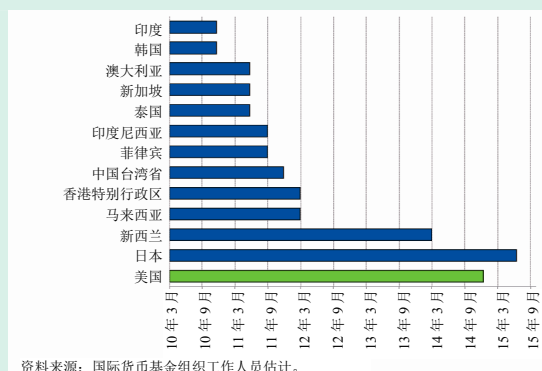


图2.11. 提前一年的通胀预期：2009年第二季度和2010年第一季度之间的变化（以百分点表示）

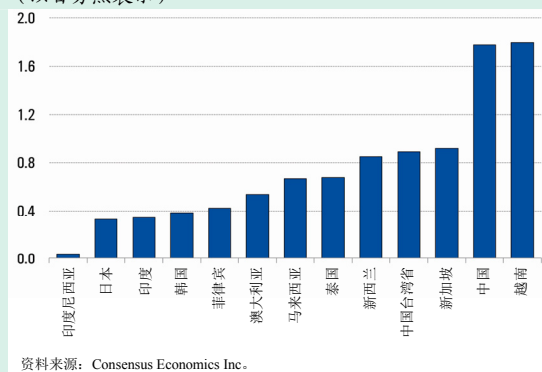


表2.2. 亚洲若干国家和地区：宏观审慎措施

香港特别行政區	<p>豪宅的抵押上限为房价的60%。</p> <p>大众市场房产的贷款最高限额为1 200万港元（150万美元）。</p> <p>对2 000万港元以上销售额的印花税增加了50基点，上升到4.25%。</p> <p>颁布了有关抵押率的非约束性准则，以抑制贷款竞争过度。</p>
韩国	<p>首尔市区贷款与房价比的上限已从60%降到50%。</p> <p>负债/收入比的覆盖范围已扩大到非投机性领域，在首尔不能超过55%，仁川广域市和京畿道则为收入65%。规定适用于超过5 000万元的按揭贷款。</p>
新加坡	<p>不允许只付息贷款。</p> <p>逐渐停止对房产开发者的特殊援助计划。</p>
中国	<p>对购买不满五年的房产提高转售税。</p> <p>第一套住房在90平方米以上的最低首付为30%。第二套住房贷款与房价比的上限为50%。</p>

资料来源：各新闻机构。

风险。的确，在该地区的许多经济体中，特别是中国和越南，相比2009年5月，2010年初的通胀预期已有所增加。显然，产出缺口的迅速消失会加剧此类风险，所以，在增长较为疲软的经济体，货币政策的正常化可以逐步进行。另一方面，过剩流动性可能会推动资产价格不可持续的上涨，这也要求尽快地恢复更为正常的货币政策环境。

虽然国内周期性考虑因素较倾向于早期货币收紧措施，但这也需根据吸收更多资本流入的风险进行权衡。大规模的资本流入会使宏观经济管理更为复杂，因为这有可能导致经济过热，增加信贷和资产价格周期的脆弱性，并使实际汇率急剧升值。要缓解这些风险，可根据各个国家不同的情况采取各种措施：

- **宏观审慎措施：**该地区一些国家早已实施了审慎监管，以降低由国内流动性过剩和借贷成本较低引起的资产价格上涨，尤其是房地产价格（表2.2）。且此类措施已经产生了一定的作用，如韩国和新加坡减缓了其国内抵押贷款的增长（图2.12）。
- **更为灵活的汇率也有助于减少资本流入。**这两个原因。首先，高增长差异加上对升值压力的抵制，使市场参与者期待货币随着时间走强。近期内，资本流入会增加国内流动性，拉高资产价格，同时，对今后货币升值的预期将强化这种上行压力。汇率上升可以预先阻止资本的短期流入。其次，若无更多的货币升值，则需继续对冲对货币供应影响的压力。虽然中央银行可能会转而采用法定准备金规定作为（低成本的）对冲工具，但这种做法也存在将扭曲因素引入国内银行体系的风险。
- **资本管制的作用：**汇率低于其均衡值时，面对大量资本流入的第一道防线应是允许名义汇率升值，同时限制汇率波动。但是，若资

本流入在速度和规模方面呈压倒性趋势，则当局可临时收紧现有的管控体系，并延迟任何计划中的自由化行为，直至压力消退。在一些情况下，一国可考虑放宽资本流出，或进行鼓励资本流出的金融改革，例如通过加强资产管理，包括公共养老金管理。

尽管很多地区经济体计划取消部分在经济危机期间实施的财政刺激措施，但多数亚洲国家和地区的财政政策仍然有望维持宽松状态。基金组织工作人员对周期性调整的政府预算差额所做的预测表明，2010和2011年，预算很可能仍低于危机爆发前的水平(2005至2007年间的平均值)(图2.13)。一般说来，逐步取消财政刺激措施似乎较为合适，因为仅日本面临与其它许多发达经济体类似的债务可持续性挑战(图2.14)。由于今后仍然存在较大的下行风险，因此继续实施有针对性的财政措施似乎是相对可承受的风险管理模式，尤其是对于自发性国内私人部门消费的恢复仍较为脆弱的经济体。

与此同时，重要的是确保财政政策可在中期内变得更为中性。中期财政整顿策略的优点存在于三个层面：

- 对于亚洲而言，全球经济危机带来的关键经验教训是反周期政策非常重要。因此，需恢复必需的财政空间，以便应付今后的冲击，尤其是债务水平相对较高(印度和马来西亚)或正面临老龄化相关支出压力的经济体。
- 同时，制定可靠的计划为今后的稳定性政策创造财政空间，能提升如今所实施的财政刺激措施的有效性，因为这类计划可减少未来预算计划的不确定性和借款成本溢价。
- 最后，逐步回归更为中性的政策有助于减少发达经济体高额债务带来的负面溢出影响，特别是长期利率的提高导致的不利影响。

日本可能需采取更为强有力的措施抑制通货紧缩(图2.15)。2009年12月，日本银行对通胀

图2.12. 亚洲若干国家和地区：抵押贷款
(月环比百分数变化；季节调整折年率)



图2.13. 亚洲：经过周期性调整的广义政府差额
(占国内生产总值的百分数)

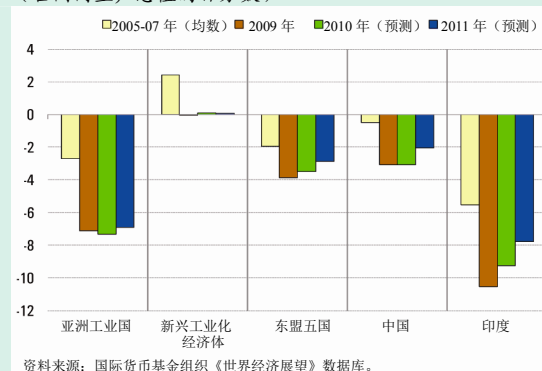


图2.14. 公共债务
(占国内生产总值的百分数)

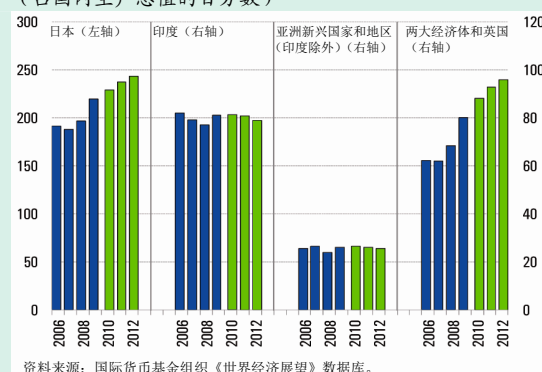


图2.15. 日本：消费者价格变动
(同比百分数变化)



紧缩的重新抬头做出反应，一再重申将继续推行非常宽松的金融环境，并通过引入新的资金供应业务，鼓励进一步降低较长期货币市场利率。虽

然这些措施似乎阻止了中期内通货膨胀预期的下降，但若通缩加剧或持续较长时间，仍需采取进一步的措施。政府将在年中公布的计划会介绍其中期财政和增长战略的细节，这也将有助于增强对日本公共财政状况的信心和降低预防性储蓄的必要性。

中期内关键的挑战是制定结构政策，以实现持久地向国内需求的再平衡。仍然伤痕累累的金融部门和虚弱的住户资产负债表仍然影响着主要发达经济体的经济复苏，因此，亚洲的出口活动并非是强大的“增长引擎”。为迅速改善生活水平，提高地区对外部冲击的恢复能力，巩固国内增长源将是众多国家的战略重点。这就要求实施广泛的基础结构改革，第三章将对此进行更为详细的讨论。

专栏 2.1. 评估亚洲地区的货币政策态势

亚洲地区的经济复苏快于预期，因此使部分亚洲经济体首先开始货币政策的正常化。亚洲地区的一部分中央银行已经着手降低货币宽松度。2009年10月，澳大利亚储备银行在该地区率先提高了利率，并在此后又四次提高政策利率。马来西亚国家银行于2010年3月提高政策利率，印度储备银行也分别于2010年3月和4月提高了政策利率。其它亚洲中央则有望在2010年晚些时候采取类似政策。

除其它因素以外，政策利率提高的幅度取决于在多大程度上当前的利率与零产出缺口和稳定通货膨胀状态下的利率一致。

但是，这些利率无法直接观测到。任何时点下，它们都取决于经济状态和金融市场状况，并仅能通过观察通货膨胀和产出缺口如何对政策冲击做出反应而事后推断出。这些利率并不是固定的，而是随着基本宏观经济环境的变化而变动。因此，简单地观察2009年大幅降息后，亚洲目前的政策利率水平大大低于危机前的水平并不能让我们评估这些经济体的货币政策宽松度。

本专栏中，我们采用标准的泰勒规则货币政策反应函数对一些亚洲经济体的政策利率进行了估计，这些经济体包括澳大利亚、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、新西兰和泰国。

本货币政策规则描述了各国中央银行针对预期产出缺口和通货膨胀率与目标水平或理想水平的预期偏差做出的相关政策利率决策。对不同时间下的方程进行估计，可以用来评估将产出维持在潜在水平以及将通货膨胀率维持在稳定或目标水平的政策利率。根据Cúrdia和Woodford（2009年）的研究，我们也可以让政策利率根据金融市场的发展动态（表示为风险溢价的变化）做出反应，因为其动态影响到对企业和住户最重要的利率。例如，若更为严格的金融环境增加了风险溢价，则应调低政策利率，以维持企业和消费者的信贷成本不变。

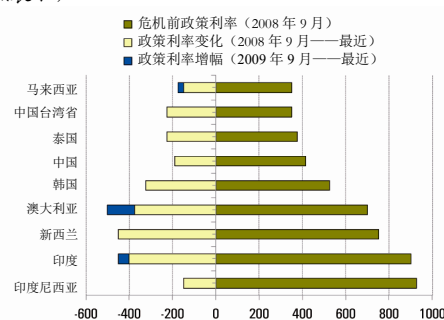
因此，回归方程如下所示：

$$i_t = \alpha + \beta i_{t-1} + \gamma_1 E_t[\pi_{t+1} - \pi^*] + \gamma_2 E_t x_{t+1} + \sum_k \delta_k S_{t-k} + \xi_t,$$

其中， i_t 代表政策利率， $E_t \pi_{t+1}$ 和 $E_t x_{t+1}$ 分别指通货膨胀率（年度同比）和产出缺口（采用HP过滤法做出的估计）预期， π^* 表示目标通货膨胀率（明确的通货膨胀目标，或样本期间的平均数），

注：本专栏的主要撰稿人是 D. Filiz Unsal。

亚洲若干国家和地区：政策利率
(以基点表示)

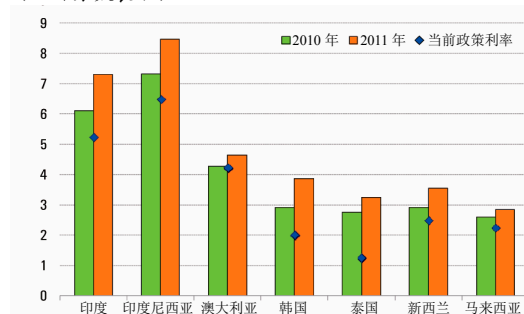


资料来源：Haver Analytics；国际货币基金组织工作人员计算的数据。

S_t 指风险溢价估计值（表示为五年期主权信用违约掉期利差）。¹ 该方程根据 Clarida、Calf 和 Gertler（1998 年）中采用的方法估计。²

结果表明，根据泰勒规则估计的亚洲地区在危机期间的政策利率降低了 150 个基点，几乎达到历史最低水平，反映了产出缺口为负值以及风险溢价增加。但是，随着经济逐渐复苏，金融市场趋于稳定，泰勒规则所建议的利率也随之提高。2010 年，印度、韩国和泰国的实际政策利率和泰勒规则利率之间的差距变大，而澳大利亚和马来西亚的货币政策态势则接近中性，这部分是因为政策利率在近期的提高。今后，随着亚洲地区的经济复苏有望加速，预计至 2011 年，亚洲地区与中性态势一致的利率平均将再提高 75 个基点。

亚洲若干国家和地区：估计的泰勒规则名义利率（以百分数表示）



资料来源：彭博资讯；香港环亚经济数据有限公司；国际货币基金组织工作人员估计。

¹ 我们采用了五年利差，原因是这些合约往往流动性最强。然而用信用违约掉期利差表示风险溢价可能并不是最合适的，尤其是在债务水平很低的经济体。

² 方程的估计采用了自 2003 年以来的月度数据，并使用广义矩估计法。利率的变动会影响未来的通货膨胀率和产出缺口，这会使普通最小二乘法有可能存在偏差，所以使用广义矩估计法可使估计值保持一致。该方法设定至少说明了 85% 的政策利率变动情况，并通过了过度识别限制（over-identifying restrictions）测试。

第二部分

亚洲和太平洋地区：中期再平衡

第三章 亚洲是否需要再平衡？

过去十年里，亚洲地区贸易有了强劲增长，但亚洲依然严重依赖外部需求，并且这种依赖超过了其它地区。在危机后的世界，亚洲需要更多地依赖来自国内的需求及保持高增长，提高经济弹性。转向国内需求的再平衡需要该地区的许多经济体在一系列领域采取行动。有些国家可能需要增加消费，其它国家则需要增加投资，而众多国家则需要提高服务部门的生产率。一套全面的措施还有助于实现全球需求的再平衡，特别是若能在该地区各地同时加以执行，这类措施包括财政措施，产品、劳动力和金融市场变革及更灵活的汇率。

（一） 导言

亚洲和世界经济的需求需要再平衡，以恢复持续的高增长。⁸ 二十一世纪零零年代初，美国和其它发达经济体开始了信贷驱动的消费繁荣，这种繁荣在全球金融危机下走向尽头。危机给住户和金融机构的资产负债表带来了持久损害，财政需要进行大规模整顿，金融很可能需要更严格的监管，这些情况意味着这些经济体的国内需求不太可能回到危机前的增长率。其它经济体，尤其是那些在过去十年里储蓄大于投资的新兴市场经济体，需要加速填补这个消费不足的真空地带——否则，全球需求将不足以维持世界增长。

就亚洲而言，发达经济体需求的减弱意味着一个重要增长源的衰弱。在过去十年中，地区经济体之间的贸易一体化日趋增长，这给该地区带来了希望——亚洲可能更有能力应对发达经济体的商业周期，地区经济体可通过增加彼此之间的贸易，加速其趋同步伐。但在 2008 年末，全球需

求瓦解，该地区依赖出口的经济体对此做出了过度的反应，这说明亚洲的未来依然与全球经济表现密切相关。相对于其它地区而言，该地区将是全球需求实现再平衡的最大受益者。

在这种背景下，本章将探讨三大问题：

- 亚洲对外部需求的依存度是否大于其它地区？
- 需要采取何种措施以加强亚洲地区的国内增长源？该地区内是否有差异？
- 在亚洲地区之内和之外，有哪些政策可成功实现全球需求的再平衡？

为回答这些问题，本章采用三步走的方法。

首先，为量化亚洲增长对外部需求的依存度，将考察贸易流量的增加值概念——不仅要反映亚洲和发达经济体之间的直接贸易联系，而且还要反映它们之间的间接贸易联系（如马来西亚通过向中国出口中间产品产生的对美国出口敞口）。其次，将通过与模型基准、经验基准之间的比较，考察亚洲消费和投资是否“过低”，贸易部门使用资源的数量是否“过高”。再次，将采用基金组织的全球综合货币和财政模型（GIMF），评估亚洲及其以外地区可以采取的、能够加强该地区国内增长源的宏观经济政策和结构政策及其所带来的影响。

本章得出了两个主要结论：

- 首先，相对于其它发达经济体和新兴市场地区而言，亚洲增长对外部需求的依赖程度更大。这种依赖导致了生产结构失衡——这种生产结构严重倾向于工业，更概括地说，严重倾向于贸易部门。这意味着增长的再平衡将需要亚洲大多数经济体提高其服务部门的生产率。但似乎只有少数经济体存在消费过

注：本章的主要撰稿人是 Adil Mohammad、Papa N'Diaye 和 Olaf Unteroberdoerster。

⁸ 见 Blanchard 和 Milesi-Ferretti（2009 年）。

图3.1. 纵向一体化对贸易的影响

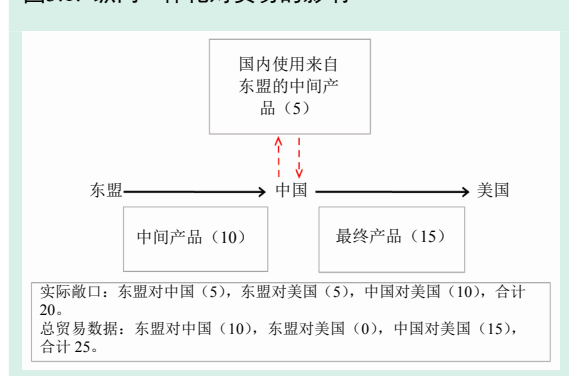
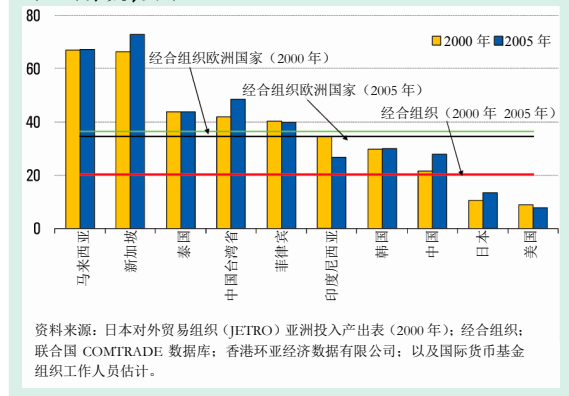


图3.2. 出口增加值占国内生产总值的份额
(以百分数表示)



低问题（最突出的是中国），其它几个经济体完全有能力在其现有的水平上提高投资与国内生产总值之比。

- 其次，产品、劳动力和金融市场以及财政和汇率政策变革可能会带来增长模式的成功转变。不过，该地区的所有经济体都需采取这些措施。如果只有几个经济体实施改革，那么再平衡的努力仍然可能会对本国和地区产生积极的溢出效应（在中国等较大经济体实施改革的情况下尤其如此），但这将不足以弥补外部发达经济体需求减弱所带来的空缺。

(二) 亚洲出口依存度评估

贸易性质上的结构变化使外部依存度评价更

加复杂。简单基于出口与国内生产总值之比的衡量指标将会高估出口作为增长源的作用，因为纵向贸易一体化的提高意味着出口中本国生产增加值的份额在下降（例如有关中国的资料见 Cui 和 Syed, 2007 年）。纵向贸易一体化还掩盖了一个经济体对最终需求来源的真实敞口（见 2008 年 4 月《地区经济展望》）。例如东盟经济体对美国需求的依赖，不仅因为它们对美国的直接出口，而且因为它们将中间产品出口到其它国家后，经加工后再出口到美国（图 3.1）。为捕捉这些直接和间接敞口，我们采用亚洲国际投入-产出（AIO）表——该表旨在描述亚洲经济体如何结合国内和国外投入进行货物生产，可用来衡量一个经济体生产的增加值中将有多少可以归结于本国、地区内和地区外需求（详见技术性附录）。⁹

利用该方法可得出以下结果：

- 按照国际标准，亚洲的出口“敞口”程度较高——敞口系指增加值中与外部需求有关的部分所占的份额。就数据集内的所有亚洲经济体而言（日本除外），该水平超过了经合组织平均水平，对于其中大多数经济体而言，该水平甚至高于高度一体化的欧洲经合组织成员（图 3.2）。¹⁰ 此外，随着时间推移，差异已普遍加大。在出口的增加值中，大约有三分之二转向了亚洲以外的目的地——但在有些情况下，如韩国、菲律宾和中国台湾省，对亚洲内部需求的敞口增大了。¹¹ 相反，中国对该地区的出口敞口一直稳定在一个较小的基数上。¹² 此处采用的增加值数据集没有

⁹ 见 Kalra 等人（2009 年）。投入-产出表是为 1995-2008 年构建的，该表以日本对外贸易组织提供的 2000 年亚洲投入产出表为基础，采用了 Pula 和 Peltonen（2009 年）的方法。

¹⁰ 由于数据的局限性，经合组织数据对亚洲经济体所依据的是总外部需求，而非最终外部需求，这使后者成了一个更苛刻的基准。

¹¹ 计算对香港特别行政区的转口贸易进行了调整，否则将会高估亚洲需求对该地区增加值的贡献水平。

¹² 中国对来自亚洲地区之外的外部需求敞口已从总增加值的 15%（1995-2000 年平均水平）增加到 19% 以上（2001-2008 年平均水平），而对来自亚洲地区内的外部

列入印度，但印度出口总额与国内生产总值之比非常低（2008 年为 20%），这说明，其敞口程度要低很多。

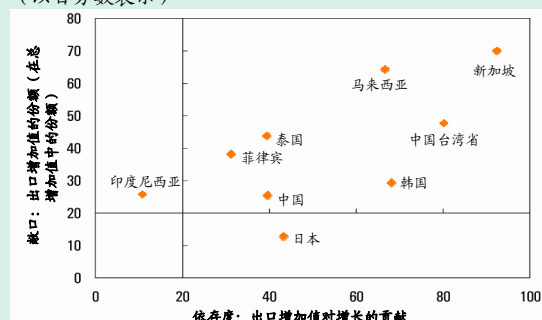
- 即使出口敞口较低，出口也通常是增长的主要引擎（图 3.3）。例如，日本的出口敞口只占增加值的 10%，但出口对 2001-2007 年增长的贡献率却达到 40%左右（图 3.4）——该期间的国内需求增长一直很疲软。在这种情况下，另一个值得注意的情况是，在从增加值角度衡量出口时，亚洲经济体中出口对增长的贡献远远大于国民账户所显示的水平——通常是后者的两倍多。其原因是基于增加值的衡量指标反映了出口收入的份额。如果将该收入用于进口，将会减少国民账户中净出口对增长的贡献率。然而，如果将后一衡量指标作为广泛认可的国际基准，则在整个亚洲地区，净出口对增长的贡献率一直都高于其它新兴市场地区，尤其是拉美地区。

亚洲对外部需求的实际依存度甚至比这些衡量指标所显示的更大，原因有二。

- 与出口有关的投资：在亚洲地区，由于有很大一部分的投资与出口部门有关，外部需求对增长的贡献还表现在其对投资的影响上（有关中国的资料，见 Guo 和 N'Diaye, 2009 年 a）。在根据出口占制造业产出的份额，以及机械设备投资占总固定资本形成总额的份额进行简单估计后，结果显示，亚洲大约有 30-40% 的投资最终依赖出口。如果将这一点列入考虑，则该地区的外部敞口将会上升，上升幅度平均为国内生产总值的 10 个百分点——而中国的出口敞口上升到国内生产总值的 45% 以上（图 3.5）。这样，所计算的出口依存度（反映出口对增长的贡献）将平均增加 5-10 个百分点左右。

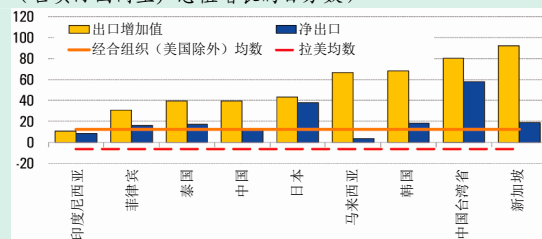
需求，敞口则一直稳定在总增加值的 6% 左右。这些趋势主要反映了中国对发达经济体出口的快速增长，对于发达经济体来说，中国已成了该地区供应链网络的中心。

图3.3. 亚洲若干国家和地区：出口依存度和敞口
(以百分数表示)



资料来源：日本对外贸易组织（JETRO）亚洲投入产出表（2000 年）；经合组织；联合国 COMTRADE 数据库；香港环亚经济数据有限公司；Haver Analytics；以及国际货币基金组织工作人员估计。

图3.4. 亚洲若干国家和地区：对实际国内生产总值增长的平均贡献^{1, 2}
(占实际国内生产总值增长的百分数)

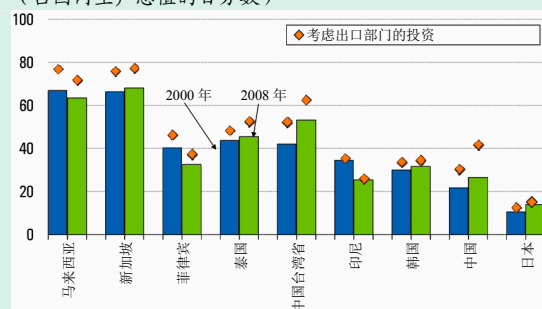


资料来源：日本对外贸易组织（JETRO）亚洲投入产出表（2000 年）；经合组织；联合国 COMTRADE 数据库；香港环亚经济数据有限公司；Haver Analytics；以及国际货币基金组织工作人员估计。

¹ 2001-2007 年对 3 年期增长率的平均贡献。经过汇率调整的缩减指数。

² 拉美地区包括阿根廷、玻利维亚、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁、巴拉圭、乌拉圭和委内瑞拉。

图3.5. 亚洲若干国家和地区：出口增加值占国内生产总值的份额
(占国内生产总值的百分数)



资料来源：日本对外贸易组织（JETRO）亚洲投入产出表（2000 年）；经合组织；联合国 COMTRADE 数据库；香港环亚经济数据有限公司；Haver Analytics；以及国际货币基金组织工作人员估计。

图3.6. 亚洲若干国家和地区：中、高科技产品在总出口中所占的份额
(2000-2008年均数)



资料来源：联合国 COMTRADE 数据库。

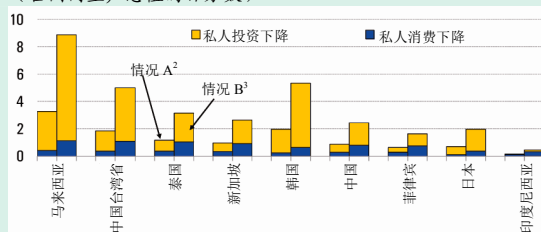
¹ 拉美地区包括：阿根廷、玻利维亚、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁、巴拉圭、乌拉圭和委内瑞拉。新兴欧洲包括：保加利亚、克罗地亚、捷克共和国、爱沙尼亚、匈牙利、拉脱维亚、立陶宛、波兰、罗马尼亚、斯洛伐克共和国和斯洛文尼亚。

- 构成效应：亚洲对出口的依存度因其专门从事高度周期性的制造业（尤其是 IT 产品）¹³ 而变得复杂（图 3.6）。正如 2009 年 10 月《地区经济展望》所指出的那样，2008 年末的全球金融混乱导致了对这些产品需求的崩溃，这些产品一般更加依赖信贷市场状况和消费者信心。结果，在 2008 年下半年和 2009 年上半年，美国从亚洲的进口下降，幅度大约相当于美国消费下降幅度的 10 倍。采用我们计算的出口依存度，亚洲出口的下降可能使整个亚洲经济体在该期间的国内生产总值增长下降了 0.5-2 个百分点¹⁴（图 3.7）。

(三) 再平衡对亚洲经济体意味着什么？

另有一种方法可用来衡量亚洲是否“过度”依赖外部需求，该方法需要评估其国内消费和投资是否“过低”。为解决这些问题，本节将对亚洲消费和投资采用两个不同的基准，一个以简单新古典增长模型所预测的值为基础，另一个则以有关投资和消费的标准经验模型结果为基础。

图3.7. 亚洲若干国家和地区：美国私人最终需求实际下降对增加值的影响¹
(占国内生产总值的百分数)



资料来源：日本对外贸易组织 (JETRO) 亚洲投入产出表 (2000 年)；经合组织；联合国 COMTRADE 数据库；香港环亚经济数据有限公司；Haver Analytics；以及国际货币基金组织工作人员估计。

¹ 2008-2009 年美国私人耐用消费品支出下降，对进口的影响与耐用消费品中的进口份额和机器设备中的投资份额成比例。

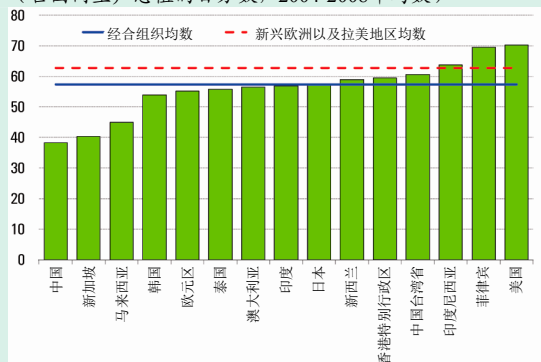
² 美国耐用消费品进口的下降影响了美国从亚洲国家的进口，这种影响分别与亚洲在美国耐用消费品和机器设备进口中的份额成比例，依据 COMTRADE 数据库。

³ 美国耐用消费品进口的下降集中在来自亚洲的进口上。

消费是否过低？

在引证时，通常将消费过度疲软作为亚洲经常账户顺差的主要驱动因素（见 Bernanke, 2005 年）。但在亚洲地区，消费与国内生产总值之比的差异很大，从中国的不足 40% 到菲律宾的 70%（图 3.8）。就该地区的很多经济体而言，消费接近经合组织或其它新兴市场的平均水平。这至少说明，在对亚洲消费疲软问题进行普遍定性时要慎重。模型类基准和经验基准显示的结果如何？

图3.8. 私人消费
(占国内生产总值的百分数，2004-2008年均数)



资料来源：国际货币基金组织《世界经济展望》数据库。

¹³ 对于亚洲很多经济体来说，中科技和高科技产品出口在总出口中的份额超过了经合组织的平均水平（大约 57%），而对于我们样本中的所有经济体来说（印度尼西亚除外），该份额还超过了拉美地区和欧洲新兴国家和地区的平均水平（大约 45%）。中科技和高科技产品的定义以《国际标准行业分类》（第 2 次修订本）的分类为基础。

¹⁴ 如果美国进口需求下滑对亚洲进口产生了不成比例的影响，则所估计的影响甚至会更大。（在进行极端假设的情况下，即假设下滑全部集中在从亚洲的进口上时，则大约为国内生产总值的 2-8 个百分点）。

- 模型估计数据。对于亚洲的很多经济体来说，实际消费没有偏离我们对稳定消费水平的估计数据（详见技术性附录）（图 3.9）。在与其它新兴市场经济体的偏差进行比较时，它们往往在全球样本的一个标准差范围内。但有一个重要例外，中国消费过低的情况突出——实际上，在该地区（日本除外的亚洲）最近几年的国民储蓄总值中，中国将近占了其中的三分之二（Prasad, 2009 年）。
- 经验基准。根据结构性消费方程获得的跨国证据（Guo 和 N'Diaye, 2010 年）显示，中国消费疲软与国别行为因素之间没有多大关系。相反，其在很大程度上可能与住户可支配收入份额的低下和下滑以及储蓄率的上升有关（图 3.10）。日本和韩国在 2000-2007 年期间，住户可支配收入在国内生产总值中的份额也下降了，但其住户对此做出的反应是为了维持消费水平，降低储蓄率。¹⁵ 中国住户的高储蓄率主要是因为需要通过预防性储蓄来弥补社会安全网和服务的不足，另外还与人口因素（如性别失衡因素）有关。¹⁶ 不能充分获取金融服务（包括消费信贷和住房贷款）也是一个重要原因。正如专栏 3.1 将要进一步解释的那样，旨在增加社会保险和服务（主要为医疗保障面）的改革可有效促进中国消费。此外，旨在改善金融服务获得渠道的措施（如韩国旨在发展抵押信贷市场的改革）也有望提升私人消费水平（专栏 3.2）。

投资是否过低？

亚洲高水平的经常账户顺差还可能是投资骤降的结果。在亚洲金融危机之后，亚洲新兴国家和地区的投资与国内生产总值之比急降了 10 个

¹⁵ 亚洲地区住户可支配收入份额的下降反映了公司盈利能力和储蓄的上升。2009 年 10 月《地区经济展望》中对此进行了分析。

¹⁶ 例如，见 Blanchard 和 Giavazzi（2005 年）、Kuijs（2005 年）、Chamon 和 Prasad（2010 年），以及 Wei 和 Zhang（2009 年）。

图 3.9. 相对于稳态水平的消费¹
（占国内生产总值的百分数）

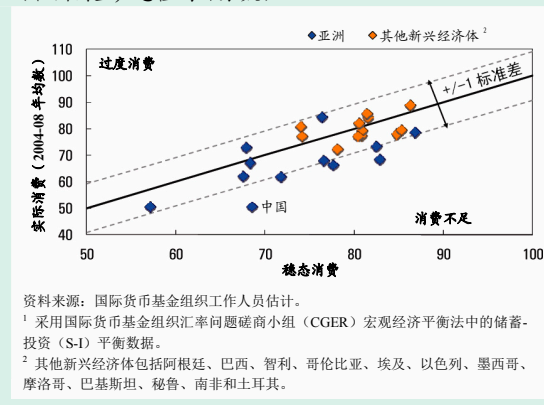
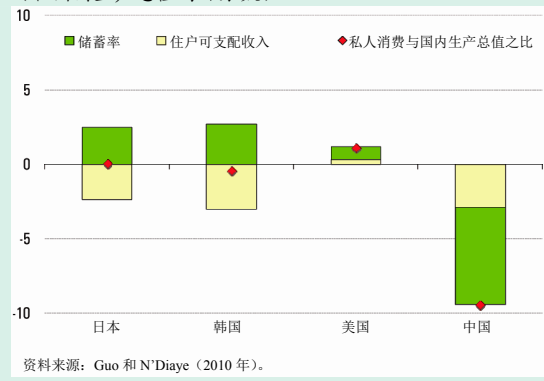


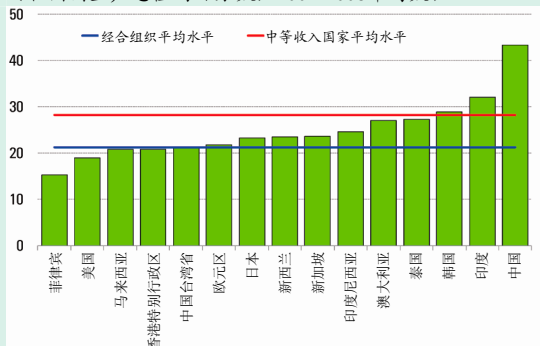
图 3.10. 私人消费与国内生产总值之比的累积变化
（2000-2007 年）：可支配收入和储蓄率的估计贡献
（占国内生产总值的百分数）



百分点或以上，而且一直处于低水平（受危机冲击最严重的经济体尤其如此），但储蓄大体上保持了稳定（见专栏 3.3）。一方面，至少有部分下降可归因于危机爆发前的那些年所进行的过度投资；¹⁷ 另一方面，该地区各经济体的投资与国内生产总值之比存在着很大差异。这再次说明，要慎防将问题普遍化（图 3.11）。除了马来西亚和菲律宾外，亚洲大多数新兴经济体的总体投资率都高于经合组织的平均水平，并且更接近中等收入

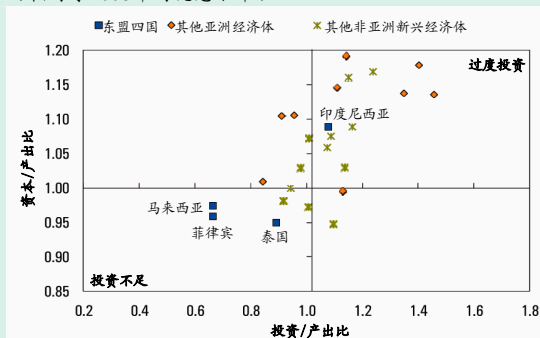
¹⁷ Eichengreen, 2006 年; Hori, 2007 年; Guimaraes 和 Unterroberdoerster, 2006 年。

图3.11. 投资
(占国内生产总值的百分数, 2004-2008年均数)



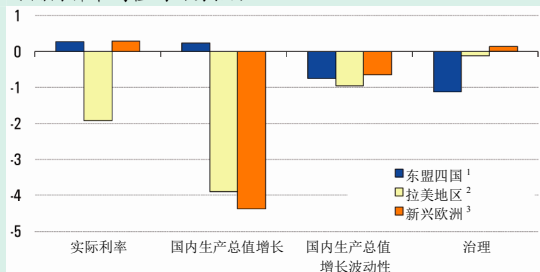
资料来源: 世界银行世界发展指标数据库; 国际货币基金组织《世界经济展望》数据库。

图3.12. 资本/产出比和投资/产出比
(相对于2008年的稳态水平)



资料来源: 宾夕法尼亚大学世界表 (PWT); 国际货币基金组织《世界经济展望》数据库和工作人员计算。

图3.13. 模型中投资/国内生产总值比偏离样本均值的决定因素
(偏离样本均值的百分点)



资料来源: 国际货币基金组织工作人员估计。

¹ 东盟四国包括印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国。

² 拉美地区包括阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥和乌拉圭。

³ 新兴欧洲包括保加利亚、克罗地亚、捷克共和国、爱沙尼亚、匈牙利、拉脱维亚、立陶宛、波兰、罗马尼亚、塞尔维亚、斯洛伐克共和国和斯洛文尼亚。

国家的平均水平, 这与其较低的发展阶段一致。就亚洲工业化经济体而言, 投资率接近经合组织的平均水平 (大约为 20-25%), 但韩国除外。此外, 公共和私人投资之间存在着重要差异。的确, 在那些受到亚洲金融危机冲击的经济体中, 投资下降主要与私人投资有关。危机之后, 公共投资往往发挥着相对更大的作用 (主要是韩国、马来西亚和泰国) ——其主要反映在基础设施更新项目上, 这种情况部分抵消了私人投资的下降。

- 模型估计数据。在资本-产出比低于其长期水平的国家中, 投资率应高于其长期水平——这些国家正在追赶其同组国家, 因此, 需要进行更多的投资。否则, 投资率就会“过低”——这些国家位于投资不足区间 (图 3.12)。我们对大约 30 个经济体 (多数是新兴市场经济体) 在资本和投资率方面的稳态水平进行了估计。结果显示, 最近几年中, 东盟有些经济体 (印度尼西亚除外) 投资不足的程度似乎比其它国家更深 (详见技术性附录)。相反, 中国和印度过度投资程度最大。话虽如此, 仍应慎重对待基于模型的这些估计数据, 主要是因为它们不能反映结构变化 (如远离资本、基础设施或住房投资密集的增长方式)。¹⁸

- 经验基准。基于投资经验模型的估计数据 (见专栏 3.3) 显示, 投资气候 (主要是治理) 不佳和宏观经济不确定性可能会妨碍该地区的私人投资, 在东盟四个经济体中尤其如此 (图 3.13)。¹⁹ 的确, 为促进国内外投资, 该地区

¹⁸ 此外, 这些数据还没有对不同时期投资效率的变化进行控制——尽管它们对一系列折旧率不敏感这一事实可部分解释该问题。在剔除亚洲金融危机阶段后, 增量资本-产出比一直比较稳定, 东南亚新兴经济体在 20 世纪 80 年代平均约为 4.5, 而二十一世纪零零年代则为 4, 这说明总效率也大体上是稳定的。

¹⁹ 这包括国家风险国际指南中的治理指标, 该指标主要反映了投资者对公共和私人部门腐败问题的看法。由于这种投资气候恶化不一定能反映实际的恶化情况, 而很可能是投资者因为亚洲金融危机之类的严重经济冲击而在看法上恶化的结果。

的很多经济体都已将改善商业环境的举措列入了改革议程，其中包括：加强法制、债权人权利和政府事务透明度；旨在改善金融获得渠道的各种改革；以及旨在国外和国内投资者之间或者私人 and 公共投资者之间创造公平竞争环境的举措等（见专栏 3.3）。不过，尽管有了进展，但投资者观念的改善似乎很慢（另见 Hori，2008 年，以及 2006 年 5 月《地区经济展望》）。

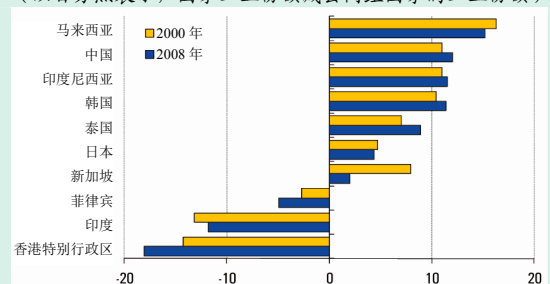
相反，中国和印度的投资水平已经很高，这给它们带来了艰难的挑战。中国的消费水平异常低，同时又依赖于外部需求，这说明有必要将投资结构从制造和出口等行业转向社会和消费部门，以使增长转向消费。另一方面，印度的总体投资水平介于中国和东盟四国之间，其来自外部的需求和来自本国的需求已经有了不错的平衡，因此，通过金融改革和财政整顿，来促进私人部门参与基础设施投资和支持更快的增长，将能使该国受益。

（四） 是否存在供应方面的失衡？

在供应方面，与高度依赖外部需求相对应的是过度依赖贸易部门。例如中国工业在国内生产总值中的份额大约为 50%，这将近是经合组织平均水平的两倍，比中低收入国家的世界平均水平高出 10 个百分点以上（图 3.14）。但是，东盟经济体、日本和韩国工业在国内生产总值中所占份额也较高。与此形成对照的是，在亚洲，服务业在国内生产总值中所占的份额一般较低，但印度除外。回归估计证实，中国和东盟 4 个经济体的工业在国内生产总值中所占份额高于“常态”水平（图 3.15）。对于新加坡来说，情况也是如此（尽管模型估计数据不具有统计上的显著性）——新加坡作为金融中心，已经是一个主要以服务业为基础的经济体。在考察就业份额时，得出了类似的结果，大体上证实了亚洲经济体对工业（服务业）的敞口过度（不足）。

图3.14. 亚洲若干国家和地区：工业在国内生产总值中所占份额的超出部分¹

（以百分点表示，国家工业份额减去同组国家的工业份额）

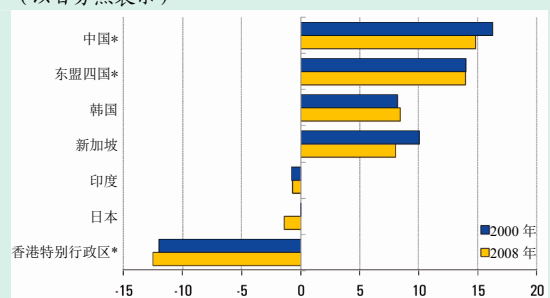


资料来源：世界银行《世界发展指标》；以及基金组织工作人员计算。

¹ 同组国家定义根据世界发展指标确定。列入同组的国家如下：香港特别行政区、韩国、日本、新加坡（经合组织）；中国、印度尼西亚、菲律宾、泰国（中低收入国家）；印度（中下收入国家）；马来西亚（中上收入国家）。

图3.15. 亚洲若干国家和地区：基于模型的工业在国内生产总值中所占份额的超出部分¹

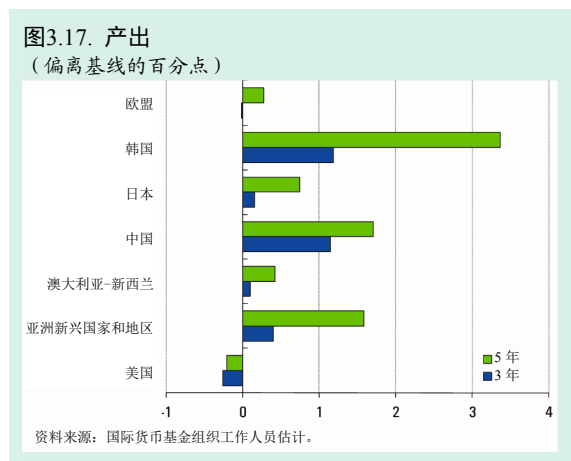
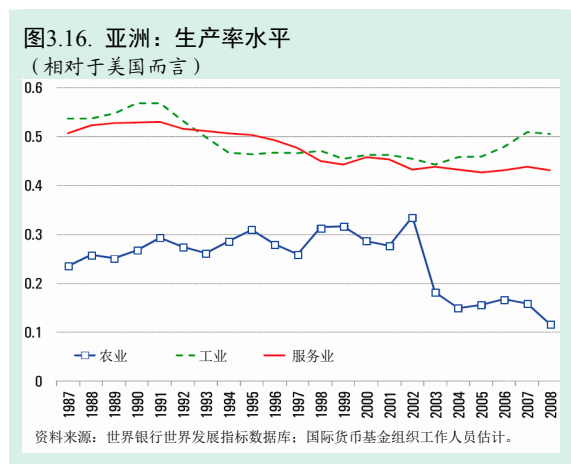
（以百分点表示）



资料来源：国际货币基金组织工作人员估计。

¹ 根据国别虚拟变量估计。工业份额的解释变量包括人均收入（购买力平价）、人口和地域面积。经济体上标的星号表示在 5% 水平上具有统计显著性。

同时，亚洲服务部门的生产率水平普遍较低。工业和服务业大体分别反映了贸易部门和非贸易部门。但在最近几年中，亚洲服务部门的生产率增长一直相对滞后于美国（图 3.16）。经验研究显示，解除管制和进一步对国外竞争开放将更有助于释放服务部门的增长潜力（Nicoletti 和 Scarpetta，2003 年；Conway 等人，2007 年）。的确，很多地区经济体的政策措施都开始允许加大基础设施相关服务的竞争，进一步开放零售和金融部门，并解除进入社会服务领域（如健康和教育）的限制。



然而，印度具有活力的服务部门与此形成了有趣的对照，其服务部门一直是其经济中最有活力的部门（从某种程度上反映了较高的生产率增长速度），在过去二十年中一直引领着国内生产总值的增长。不过，相对于那些由最终产品出口引领增长的国家来说，其正规部门就业的增长缓慢。拓宽基础设施投资以改善与市场之间的连通性，放宽劳动法和其它规定，将能提升工业和农业的增长前景，过去这些产业都是传统的劳动密集型。

(五) 再平衡的影响：说明性模型模拟

该地区的政策对持续增长的贡献有多大，溢出效应如何？本节将根据基金组织的全球综合货

币和财政模型，利用多国模拟来帮助说明该地区成功实施结构政策和宏观经济政策将会怎样推进国内增长源和实现再平衡。本节考虑的政策（见专栏 3.4）包括从旨在提高非贸易部门的生产率进而增加投资的结构改革，到旨在减少预防性储蓄动机的金融部门和财政政策，再到有关实际有效汇率的行动措施。该地区各经济体的政策结合是以上部分介绍的需求和资源配置失衡证据为指导的。各项政策还通常与若干经济体当局正在实施或打算实施的中期改革计划保持一致。

主要预测情景：所有经济体的同时再平衡

所考虑的核心预测情景是，在面临美国需求疲软的情况下，亚洲成功实现再平衡。该情景假设美国私人储蓄率高出基线 2.5%（占国内生产总值比值）（最近基金组织《世界经济展望》的预测），而私人部门投资长期下滑。这与一个完善的亚洲经济体再平衡预测情景相结合，即整个地区经济体都同时实施所有政策措施（专栏 3.4）来推进国内需求和服务部门生产率。由于大多数改革及其效益的实现都需要时间，所以本节将重点介绍其中长期影响。²⁰

- 相对于第一章介绍的基线预测数据而言，亚洲所有经济体的产出都上升了，这反映了结构改革的实施以及在整个地区和世界其它地方的正面溢出效应（图 3.17）。美国产出仍然低于基线水平，但相对于亚洲整体或部分国家和地区不采取再平衡措施而言，下滑水平要低一些。例如，Blanchard（2010 年）运用的全球综合货币和财政模型进行的模拟显示，相对于不采取再平衡措施而言，亚洲新兴国家和地区的再平衡举措（储蓄的下降和更加灵活的汇率制度）将会使美国产出上升

²⁰ 但是，再平衡增长可能要在短期内付出代价，如就业方面的代价。尽管并不总是需要在短期内牺牲就业，但很可能需要通过各项政策来实现平稳过渡（2010 年 4 月《世界经济展望》；Guo 和 N'Diaye, 2009 年 b）。

1%左右。²¹

- 在短期和中期内，所有经济体的投资与国内生产总值之比上升，但中国除外（图 3.18）。此外，投资（主要是非贸易部门的投资）上升了，因为结构性改革提高了生产率。在中国，非贸易部门的企业增加了投资，而贸易部门的企业则减少了投资，因为资本成本增加且汇率升值。最初主要表现为贸易部门投资的下降。但随着时间推移，总投资会上升，因为非贸易部门有越来越多的投资来满足不断增长的需求。
- 在澳大利亚、中国、亚洲新兴国家和地区及新西兰，私人消费与国内生产总值之比上升（图 3.19）。私人消费份额的上升反映了金融部门改革所带来的影响——这种改革改善了金融获得渠道，减少了预防性储蓄。另外还反映了劳动者收入的提高，以及对外债务偿还金额下降的财富效应（在澳大利亚和新西兰，通过降低利率和某种程度的货币升值）。²² 日本和韩国的消费与国内生产总值之比下降，但其原因不同，至少在中短期内如此。在日本，基于降低公债水平这一目的的预期消费税率上升最初打压了消费，尽管财政整顿对风险溢价产生积极影响并减少了预防性储蓄。但从长期来说，消费水平会上升，因为结构性改革所带来的好处会显现，而财政紧缩的态势会终结。在韩国，消费与国内生产总值之比的下降只是说明，改革主要刺激了投资，国内生产总值上升的速度比私人消费更快。

²¹ 根据这些模拟结果，如果全球需求再平衡只集中在亚洲新兴国家和地区，那么三年之后，美国产出将仍然比基线低 2%左右（如果亚洲不采取再平衡措施，那么将比基线低 3%左右）。

²² 就澳大利亚和新西兰而言，货币变化带来的估值影响可能会被高估，因为银行的大多数外国负债都进行了对冲。

图3.18. 投资/国内生产总值比
(偏离基线的百分点)

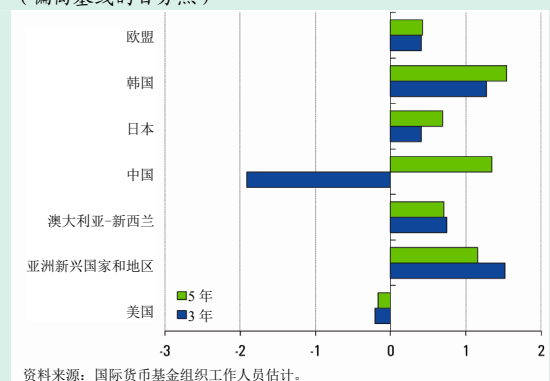
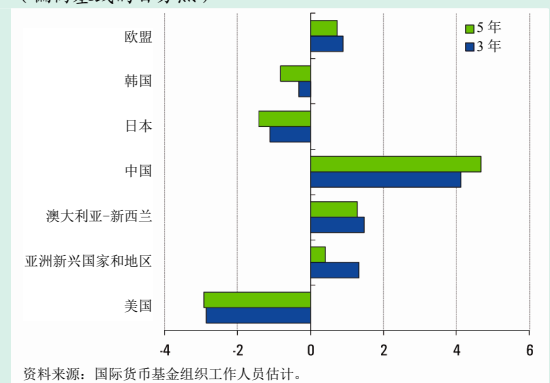


图3.19. 消费/国内生产总值比
(偏离基线的百分点)



- 亚洲增长的再平衡也将改善全球的失衡状态。由于本国需求的增强、来自美国的出口需求降低，再加上货币升值，亚洲大多数经济体的经常账户差额都下降了（图 3.20）。从短期来说，较低的经常账户差额反映了相对于基线而言出口减少和进口增加；从较长期来说，中国进口需求的增强将会提升日本、韩国、亚洲新兴国家和地区的出口（图 3.21 和 3.22）。一个经济体的生产结构如果能随时生产中国所需的最终消费品，那么将会因中国需求增强而受益最大（主要为韩国）。

对于印度来说，亚洲再平衡所带来的溢出效应可能更有限。如第（二）节所述，印度对出口的依存度不如亚洲其它的国家和地区，因此从该

图3.20 经常账户差额/国内生产总值比
(偏离基线的百分点)

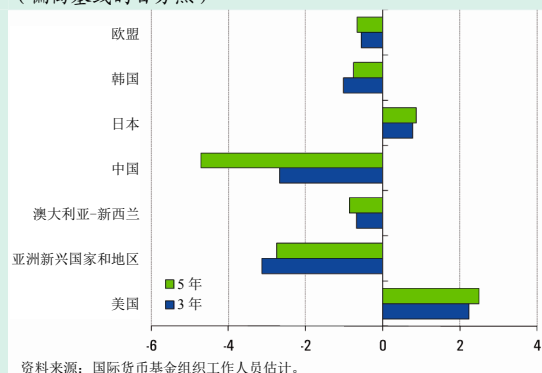


图3.21. 出口
(偏离基线的百分点)

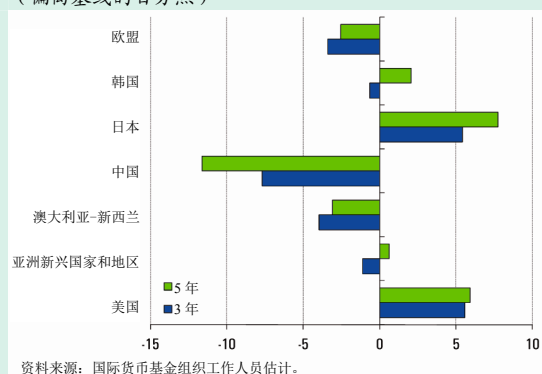
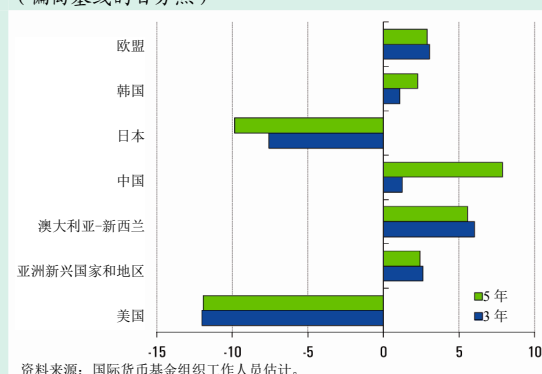


图3.22. 进口
(偏离基线的百分点)



地区国内需求加强中获得的好处较少。此外，该国与亚洲贸易伙伴之间的一体化程度较低。例如中国、日本和韩国在印度资本和消费品出口中所占的份额大约只有2-3%，要比它们各自对美国的份额少5到10倍。同时，印度再平衡对亚洲其它经济体的溢出效应还可能更有限。如上所述，印度增长主要依靠本国的驱动因素，印度的再平衡将不是按照同样的程度从外部增长源转向国内增长源，而是更集中地将重点放在结构瓶颈问题上，主要是基础设施问题。改善与国内外市场之间的连通性将有助于解决印度过度依赖服务的问题，并通过改善劳动密集型产业和农业的前景来促进总体就业。但对于亚洲其它经济体而言，印度资本货物进口可能上升所带来的溢出效应同样有限，因为在世界舞台上，印度只是一个很小的购买者，其进口只占世界资本货物出口的2%或2%以下。

备选预测情景：部分再平衡

单是某些个别经济体的再平衡就会给亚洲其它经济体带来积极的溢出效应，但不会全面抵消缺乏外部需求的问题。

- 在争论亚洲对全球需求再平衡的贡献时，中国通常是争论的中心，因此，我们将以中国为重点。除了中国的巨大经常账户顺差外，这可反映两个情况：第一，按照国际标准，提升中国低消费率的空间似乎较大（见第(三)节）；第二，中国的经济活力，包括中国消费品的进口增长率非常高——在过去15年中每年大约为15%，而世界平均水平为10%。
- 不过，仅靠中国的再平衡增长将不能全面抵消外部需求缺乏所带来的问题。例如，美国储蓄率上升对亚洲出口的负面影响将不会因为中国储蓄率的同等水平下降而抵消。中国需求增加给该地区带来的积极溢出效应至多也只是减少三分之一的负面冲击（另见2009

年10月《地区经济展望》)。一个重要的原因是，尽管增长水平很高，但中国一直是消费品的很小的进口者——其进口只占全球进口的3%——而美国仍然在全球进口中占主导地位，无论是从直接贸易关系还是间接贸易关系来说，都是如此。此外，该地区的各个国家，尤其是那些在目前主要满足发达经济体需求的国家，需要按照中国对最终产品的新需求，来调整自己的生产线。²³

- 此外，如果人民币升值速度比我们核心预测情景中所考虑的速度更快（专栏3.4），那么给贸易伙伴（包括美国）额外带来的积极溢出效应也将有限。在预测情景分析时，如果在上述主要预测情景中补充考虑汇率灵活性的增加（人民币两年期间的实际有效升值为10%，随后为浮动汇率），而中国和其它国家不加速改革，那么结果将显示，中国的经常账户比核心预测情景额外下降的幅度只相当于国内生产总值的0.75%，而美国经常账户的改善幅度则为国内生产总值的0.25%。对中国和其它地方增长的最终影响将取决于推进私人消费的速度。汇率升值可提高劳动力收入比例，从而为私人消费提供支持，但结构僵化可能会使转向更平衡经济的速度放慢。

(六) 结论

亚洲如何才能成功实现再平衡？各种衡量指标和国际比较显示，亚洲增长对外部需求的依存度很高。这种依存度导致了生产结构的失衡，非贸易部门的发展相对不足。从国内需求方来说，使增长更具弹性的方法更加多样化，有少数经济体需要提高私人消费，另一些经济体则需要促进投资。

整个地区同时实施一整套措施有可能带来增长模式的成功转变，这些措施包括：产品和劳动力市场、财政和汇率政策以及金融市场方面的改革组合（在采取措施改善资金获得渠道的同时，实施审慎政策，以避免过度冒险）。如果单靠个别经济体（包括中国）来实施，则再平衡举措虽有助于提高亚洲的增长水平，但却不足以弥补外部发达经济体需求减弱所带来的空缺。事实上，全球衰退引发了对发展战略的反思，而这种反思已超越了地区周期性复苏的范畴。例如，在新加坡，由财政部长担任主席的高级别经济战略委员会已提出建议，让长期增长具有持续性和包容性。2010年的预算通过提高生产率和国内工人在经济中的作用而实行了其中的某些建议。在马来西亚，政府推出了“新经济模式”，其中包含一项雄心勃勃的改革议程，以期通过解决长期存在的结构和财政缺陷来重振经济。如果这一远景得以实现，人均收入将在十年内翻一番。

²³ 按照基于300种以上消费品的进口相似度指数来计量，中国进口的一篮子消费品与其他发达经济体进口的一篮子消费品之间大约只有35%的重叠。

专栏 3.1. 推动中国消费：公共卫生支出是正确的解决方案吗？

加强消费是中国决策者的关键目标，是其再平衡增长战略不可分割的一部分。本专栏将考察基金组织最近的工作论文（Barnett 和 Brooks，2010 年），该文件认为促进消费的一个重要方面是提高公共卫生支出。该论文的关键结论是，公共卫生支出提高 1 元将会使城市住户支出增加 2 元。

在引证时，预防性储蓄通常作为住户储蓄率高的一个因素。20 世纪 90 年代的改革——尤其是国有企业改革——打破了所谓的铁饭碗，当时的教育、医疗和养老制度被废除。这增加了住户面临的不确定性，可帮助解释预防性储蓄上升且水平较高的原因。这也指出了一个潜在的解决方案：通过加强社会服务的提供来减少预防性储蓄，从而降低住户进行自我保险的必要性。这在理论上确实站得住脚，但从经验上来说，是否也属实呢？

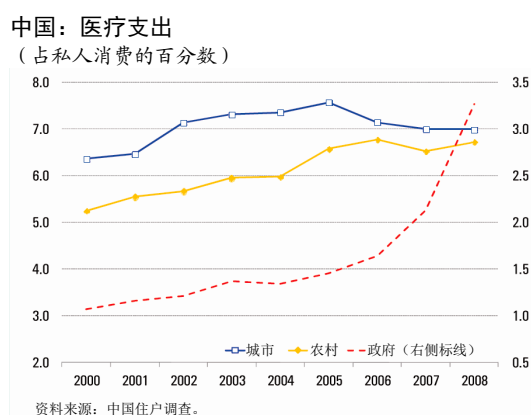
公共社会服务的增加可减少预防性储蓄，至少可以减少城市住户用于卫生支出的预防性储蓄，这一观点得到经验证据的支持。正如 Barnett 和 Brooks（2010 年）所示，利用省份时间序列数据进行回归后得出了相当稳健的结论：政府卫生支出增加 1 元会使城市消费增加 2 元。对于收入水平较高的农村地区来说，这一结论也成立。基金组织财政事务部的另一项研究（Baldacci 等人，2010 年）以经合组织国家的面板估计数据为基础，对中国储蓄率和社会支出之间的关系采用了说明性估计数据，也得出了类似的结论。

经验结论很重要，因为事前不清楚增加政府支出所带来的影响。一方面，政府提供的越多，住户自己支付的就越少。因此，政府卫生支出可替代私人支出，从而降低住户消费。另一方面，如果政府支出减少了住户通过自我保险预防未来大额医疗费用风险的必要性，那么住户消费将会上升。的确，城市住户在最近几年中的私人医疗支出已经下降，这说明，政府卫生支出的增加可能已将住户资金解放出来用于其它支出或储蓄。经验结果显示，第二种效应更突出，政府增加卫生支出会使住户减少储蓄和增加花费。

与卫生支出相反，对于通过增加政府教育支出提高消费的观点，似乎没有什么证据可以提供支持。但这可能说明，预防性动机集中在高等教育费用上，而政府增加支出的大部分一直用于初等教育和中等教育，还可能说明，预期的住户教育支出增速比政府支出增速快。

将重点放在卫生支出上时，结果证实了常规观点，即预防性动机可帮助解释中国的高储蓄率。令人鼓舞的是，中国决策者已将改善医疗作为首要事项。这种做法当然会使中国人直接受益，可改善获得医疗服务的渠道并提高医疗质量。还可能会带来促进住户消费的附带好处，从而有助于中国经济的再平衡。

注：该专栏的主要撰稿人是 Steven Barnett。



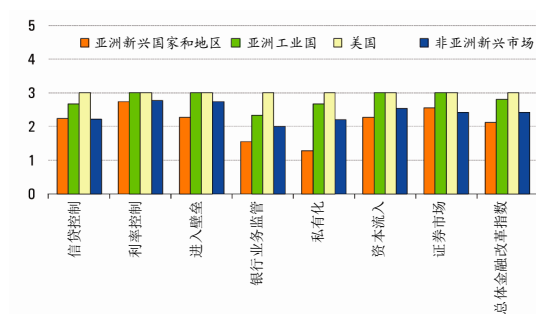
专栏 3.2. 亚洲的消费和金融发展

金融改革以及由此带来的金融获得渠道的变化与住户对储蓄水平及时间做出的决定密切相关。理论表明，金融改革对储蓄的总体影响可能很不明朗。在更加自由化的金融市场中，住户可能更容易获取资金，因而储蓄较少，因为预防性动机不那么强烈。但同时，在一个更加自由化的金融市场中，利率可能会上升，而这在很多情况下，会诱使住户增加储蓄。获取按揭贷款能力的变化所带来的影响也可能不明确，具体要视起点而定。将首付从高水平降到中等水平可诱使住户增加储蓄，因为以前从来不能满足高额首付的住户可能会开始进行储蓄以满足较低首付的要求。首付比率的进一步下降最终可能会降低储蓄（为满足该要求所放弃的消费金额减少）。本专栏分析住户消费和金融发展程度之间的经验联系（包括中国和印度），并针对相互排斥的影响，提出了哪种影响占主流的问题。

金融部门发展如何对私人消费产生影响？我们对一个基于跨国数据库的面板回归进行了估计（24 个发达经济体和新兴市场经济体）——它将消费占国内生产总值的份额与金融部门的改革举措联系起来，同时将那些可能会对消费起决定作用的其它因素考虑进来，这些因素包括：（按购买力平价计算的）人均收入、住户可支配收入占国内生产总值的份额、私人部门信贷、货币供应和实际利率。金融发展衡量指标包括以下方面：（1）进入壁垒（如许可要求和对外国银行参与的限制），（2）利率和信贷管制，（3）金融部门的私有化，（4）国际金融交易限制，（5）证券市场操作限制，（6）银行业监管，（7）总体金融改革指数（Abiad、Detragiache 和 Tressel，2008 年）。¹主要结论如下：

- 金融改革使住户消费占国内生产总值的份额上升。例如，结果显示，将 2005 年中国金融改革指数提高到韩国水平²会使住户消费占国内生产总值的份额提高 2.4 个百分点，而将该指数提高到最高水平时（与 7 国集团持平），则会提高 5 个百分点。尽管这带来了很大的改善，但中国消费水平约占国内生产总值的 35%，因此其与基于回归的常态水平之间仍然有很大差距（标准的消费水平大约占国内生产总值的 50%）。
- 印度受益程度是否与中国一样？中国因其异常低下的消费水平而成了大多数关注的焦点，但印度消费水平也较低。根据此处对消费采用的回归模型，2005 年印度消费占国内生产总值的份额比跨国比较所显示的水平低约 9 个百分点。但相对而言，印度的金融更发达（按照所采用的

金融改革指数，2005 年



资料来源：Abiad、Detragiache 和 Tressel（2008 年）。

注：本专栏的主要撰稿人是 Marcos Chamon 和 Sonali Jain-Chandra。

¹ 由于金融改革指数之间的相关性，我们一次只考虑一个改革指数。金融改革数据库截至 2005 年。

² 根据 Abiad、Detragiache 和 Tressel 数据库的计量，中国金融部门的当前发展水平大致相当于韩国 1985 年的水平。

金融改革指数，2005 年印度和中国的指数值分别是韩国指数水平的 87%和 68%)，将印度 2005 年的金融改革指数提高到韩国水平只能让消费占国内生产总值的份额增加 1 个百分点。

- 金融深度也起到了某种作用。除了金融改革外，还考虑了金融深度，该指标不仅衡量相关制度，而且还衡量信贷的供应和需求。私人部门信贷与国内生产总值之比增加 1 个百分点将会使消费占国内生产总值的份额提高 0.05 个百分点。

政策影响如何？金融改革能对促进消费发挥重要作用，还可为其它举措提供有用的补充。改善住户获取金融服务（尤其是消费信贷或住房融资）的渠道，可减少储蓄或持有预防性现金的动机，从而促进消费。决策者应制订那些可以促进消费但不会带来系统风险的金融改革措施。抵押消费贷款（如巴西采用的工资贷款）往往比较安全，但除非这种贷款有潜在需求，否则其对消费的影响有限。拓宽住房相关贷款的获得渠道（如韩国为使抵押市场更具有竞争力和深度而从 1999 年开始的改革）可对消费产生较大的潜在影响，但会增加系统风险。

专栏 3.3. 再平衡亚洲增长：投资的作用是什么？

自亚洲金融危机以来，亚洲大多数新兴国家和地区的投资水平一直很低。此外，虽然基础设施需求仍然很大，但整个地区的投资仍然主要受出口驱动。本专栏将探讨妨碍亚洲投资的某些因素，以及各项政策如何才能帮助解决这些问题。

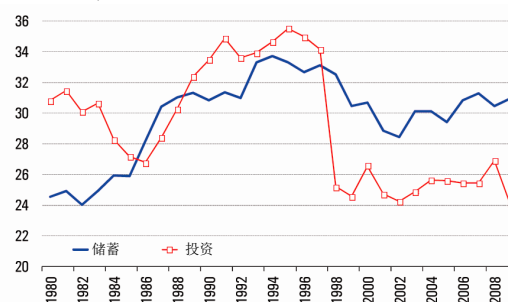
自 20 世纪 90 年代后期以来，亚洲大部分新兴国家和地区的投资支出都急剧下降，并一直维持在较低水平。自亚洲金融危机以来，亚洲新兴国家和地区（不包括中国和印度）投资与国内生产总值的平均比率下降了将近 10 个百分点，如今停留在危机前高峰水平的三分之二左右。这主要是由于私人投资的骤降和公共投资的不变。在储蓄相对稳定的情况下，投资的这种骤降一直是导致该地区巨额经常账户顺差的一个重要因素。

印度和中国是这种趋势中的突出例外，两国的投资与国内生产总值的比率稳步上升。特别地，在印度，私人投资支出已成为一个日益重要的因素，占总投资的近四分之三。尽管有持续的基础设施发展需求，但相对于该地区的其它国家而言，维持较高的私人投资率在这些国家似乎不是一个问题。因此，稍后的大多数讨论都将集中在除中国和印度以外的经济体的发展上，亚洲新兴国家和地区是指除去这两个国家的经济体。

亚洲新兴国家和地区的总体投资率下降了，其部分原因是对于那些导致 20 世纪 90 年代末金融危机的过度投资的矫正，而另一个原因是该地区私人投资的构成在过去十年里发生了变化，转向了制造部门中以出口为导向的更大企业。自危机以来，内向型企业和服务部门企业的恢复表现要差得多。尤其是，在整个亚洲新兴国家和地区中，较小企业的投资都落后，这反映了危机以来基本面的虚弱，主要是盈利能力和流动性较低。由于在亚洲新兴国家和地区再平衡增长模式中，要将生产结构和支出模式从增长的外部驱动因素转向国内驱动因素，所以有空间将资本支出转向那些与国内经济体更直接相关的企业和部门——甚至在总投资不异常低下的国家中（如韩国和新加坡），也是如此。

注：本专栏的主要撰稿人是 Malhar Nabar 和 Murtaza Syed。

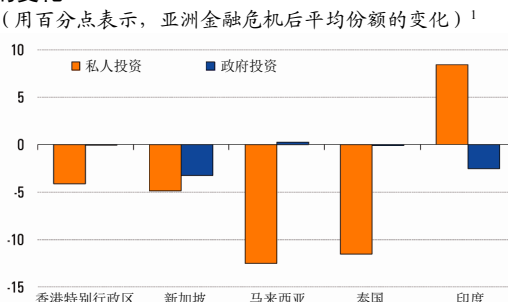
亚洲新兴国家和地区：储蓄和投资¹
(占国内生产总值的百分数)



资料来源：国际货币基金组织《世界经济展望》数据库。

¹ 不包括中国和印度。

亚洲若干新兴国家和地区：投资占国内生产总值份额的变化
(用百分点表示，亚洲金融危机后平均份额的变化)¹



资料来源：国际货币基金组织《世界经济展望》数据库。

¹ 危机前均数按 1986-1996 年期间计算，危机后均数按 1999-2009 年期间计算。

专栏 3.3. (续)

引起这些趋势的原因是什么？

工作人员的估计数据显示，总投资下降可部分通过亚洲金融危机后的结构变革来解释。¹ 相对于 20 世纪 90 年代初期而言，(1) 投资回报下降使投资占国内生产总值的份额降低 5 个百分点；(2) 不确定性增加，使投资占国内生产总值份额的降低幅度略高于四分之三个百分点；(3) 对商业环境看法的恶化，这又使投资占国内生产总值的份额降低了四分之三个百分点。²

按照更细分的企业层级来看，缺乏外部融资是一个主要的制约因素，对于小企业来说，尤其如此。³ 自亚洲金融危机以来，东盟经济体内部投资对内部资金的供应情况更加敏感。对于规模小、更倾向于内向型和在服务部门从业的企业来说，这种影响尤其明显。一种可能的解释是，所有这些因素都妨碍了企业提供担保（如实物资产、硬通货应收款）的能力。但在新兴工业化经济体中，融资制约程度要轻一些，仅限于内向型企业和劳动密集程度较高的企业。

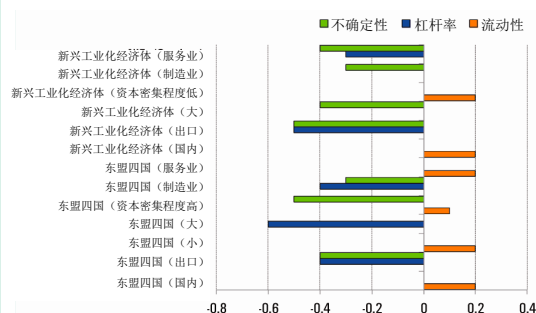
此外，企业一级的分析显示，较高的杠杆率会

抑制投资，在出口和服务部门都是如此。相反，在中国，投资和基本面之间的联系要弱得多，而显示印度各企业投资决定因素差异的证据较少。这似乎说明，通过改革使中国进一步推进私人投资或使印度将私人投资从出口转向国内部门来实现再平衡的余地较小。

推进投资并将投资转向国内需求可采取什么措施？

进一步改善投资气候。自亚洲金融危机以来实施的结构改革，这可能会给该地区的投资气候带来很大变化，但有关看法似乎没有赶上新的实际情况。有必要继续做出努力，如：让产品和劳动力市场更具竞争力（如香港特别行政区通过竞争法）、为外国投资者创造公平的竞争环境（比如，马来西亚最近在服务部门降低对外国投资的限制）、确保合同执行以及减少行政瓶颈（如印度尼西亚和马来西亚为投资者提供一站式服务）。

亚洲新兴国家和地区：投资率对基本面的弹性



资料来源：Worldscope；以及国际货币基金组织工作人员计算。

¹ 所采用的回归框架为 Arellano-Bond 广义矩估计法，包括将国内生产总值增长、实际人均国内生产总值、不确定性、资本成本、金融市场发展和治理质量等作为独立变量。不确定性由国内生产总值增长的波动性来表示（按照基于滚动五年期限的标准差）。金融市场发展指数来自 Abiad、Detragiache 和 Tressel（2008 年）。衡量商业气候看法的衡量指标采用了《国家风险国际指南》的政治风险指数，由政治风险服务组编制。

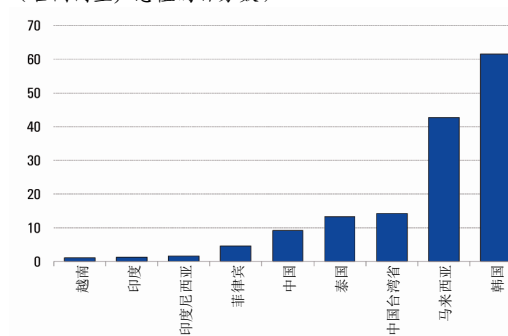
² 至于该地区治理质量方面的投资者看法，以前的估计过于乐观，正如 2006 年 5 月《地区经济展望》所讨论的那样，本估计与这种乐观估计的重新衡量结果一致。

³ 以采用 Worldscope 数据的动态面板计量经济学方法为基础。企业一级的投资取决于盈利预期（Tobin's Q）、现金流、杠杆率（债务与资产比）和不确定性（周股票价格指数回报的标准差）。

专栏 3.3. (续)

- 改善金融获得渠道。甚至对于较大的企业来说，融资来源也可拓宽，因为在亚洲新兴国家和地区中，只有韩国和马来西亚具有规模相当大的公司债券市场。此外，对于较小和更面向服务的企业来说，需要通过以下方式改善其金融基础设施：更多地按照基于风险的条件贷款；改革担保法以便考虑到更广泛系列的证券化（除了不动产和其它固定资产外）；通过采用马来西亚那种有针对性的减税来拓宽风险资本融资池。深化信贷信息和扩大征信系统的覆盖面（2008年，菲律宾设立信用信息公司就属于这种做法）也能改善获得渠道，因为这有助于银行更好地评估信用风险。
- 通过促进中小企业重组来减少信用风险。例如，韩国资产管理公司（KAMCO）从银行购买不良贷款，并重新打包后销售给投资者，从而为韩国公司不良债务成功地创建了一个市场。⁴为使中小企业部门有效进行类似的重组和整顿，可促进发展那些专门对小企业不良债务进行重新打包的资产管理公司。
- 增加基础设施投资。在未来十年中，亚洲需要在基础设施方面投资近 7.5 万亿美元，包括交通、能源和通信方面的投资。⁵尽管有进步，但基础设施质量方面存在明显差异，其中中国、印度、印度尼西亚和菲律宾滞后。这些国家对基础设施的需求也受到人口特征和快速城市化的影响。例如，为满足由此引起的融资需求，印度对公路投资采用了公私投资合作模式。为提高项目的可行性，可采取资本拨款、进口机器设备减关税以及简化外部商业借款规定等。

亚洲若干国家和地区：公司债券市场规模，2009年
(占国内生产总值的百分数)



资料来源：亚洲开发银行；国际清算银行。

⁴ 见 Kang 和 Kim (2006 年)。

⁵ 见亚洲开发银行 (2009 年)。

专栏 3.4. 亚洲全球综合货币和财政模型与政策假设

本章采用的全球综合货币和财政模型（GIMF）包括八个地区：亚洲 5 个区块（中国、亚洲新兴国家和地区、日本、韩国、澳大利亚和新西兰）、美国、欧元区和世界其余地方。¹与本章（二）节一致，该模型还纳入了若干生产阶段，对中间产品的生产、中间产品向国内外装配商的分销、消费和投资货物的最终生产进行了区分。因此，更全面（即：直接和间接）地反映了外部冲击的传导和再平衡溢出效应的影响。

主要预测情景中对亚洲经济体再平衡举措的政策假设有：

- 对中国一揽子改革方案的假设类似于 N'Diaye、Zhang 和 Zhang（2008 年）所进行的假设，包括（1）旨在提高生产率的服务部门结构改革（如加强本国和外国公司之间的竞争、零售服务自由化），以及住户偏好向非贸易品的转变；（2）旨在减少预防性储蓄的财政改革，即增加教育、医疗和养老金的覆盖面，改善农村地区基础设施；（3）深化金融发展和自由化（包括利率），以便能够更好地平稳住户消费、进行资本配置和改善银行的风险管理；（4）人民币实际有效汇率逐步升值——为说明之目的，假设 10 年期间升值 20%——以促进向更依赖非贸易部门的方向转变，并通过提高劳动力收入份额来刺激私人消费。
- 日本一揽子改革方案旨在提高服务部门生产率（在 5 年期间，每年为 0.5 个百分点），实现劳动力和产品市场的自由化，让财政走上更具有可持续性的轨道。财政整顿目的是在 5 年期间降低财政赤字，降幅为国内生产总值的 5%（类似于 2002-2007 年期间的政策，不过那是一个以健康增长为特征的期间），一半的负担要靠增加税收，另一半靠削减支出。税收增加完全通过消费税率的逐渐提高来实现。
- 韩国和亚洲新兴国家和地区的结构改革旨在提供服务部门生产率，所采取的措施包括鼓励加大竞争，在贸易部门和非贸易部门之间创造公平的竞争环境，促进劳动力和产品市场的灵活性，及进一步发展国内资本市场，包括减少对住户的信贷限制。

注：本专栏的主要撰稿人是 Papa N'Diaye。

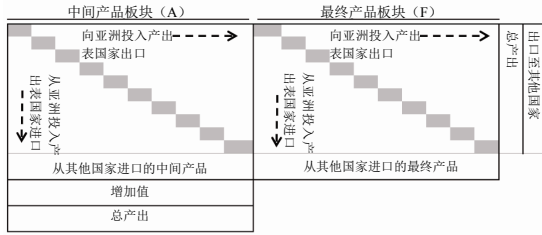
¹ 亚洲新兴国家和地区组包括：香港特别行政区、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国。

技术性附录 3.1

亚洲投入/产出 (AIO) 表

更新亚洲 2000 年投入/产出表和数据来源

我们的更新办法以 Pula 和 Peltonen (2009 年) 为依据。亚洲投入/产出表分为三块：中间需求 (A)、最终需求 (F)、和出口 (L)，如下所示：



其中每个板块中的要素更新如下：

中间需求板块 (A)

- 增加值 (V_{t+1}^j)：增加值的增长率根据各国国民账户数据计算（数据来自 CEIC 数据库）。
- 总产出 (X_{t+1}^j)：除 2000 年数据外，无亚洲投入/产出表国家的总产出数据（美国除外），因此，将各国制造部门的产出与增加值之比作为替代变量来估计国内生产总值数据中的总产出。有关制造业增加值的数据来自国民账户，而有关制造业产出的数据以工业生产数据为基础（都来自 CEIC 数据库）。
- 进口投入品 ($A_{t+1}^{i,j}$)：对于所进口的中间投入，我们采用两个数据来源。有关进口的国民账户数据用来估计总进口（包括货物和服务）的增长率。为捕捉贸易方向的变化，我们对中间产品采用了 COMTRADE 数据，因为 COMTRADE 只包括商品贸易，所以我们假设按方向和类型划分的进口变化对于货物和服务是类似的。假设 i, j 分别表示来源国和需求国，那么：

$$\text{int } M_{t+1}^{*ij} / \text{int } M_t^{*ij} = (M_{t+1}^{NA} / M_t^{NA}) * \frac{(\text{int } M_{t+1}^{COMij} / \text{int } M_t^{COMij})}{(M_{t+1}^{COM} / M_t^{COM})} \quad (1)$$

其中“int”代表中间产品，M 代表进口，NA 和 COM 分别代表国民账户和 COMTRADE。2000 年数据按总进口的增长率增加，并按双边中间产品进口在需求国总货物进口中的份额变化进行加权。

- 运费和保险，以及进口关税 (BA_{t+1}^j, DA_{t+1}^j)：假设这些项目在总进口中的份额不变，且增长率等于国民账户中总进口的增长率。

- 国内中间产品投入 (A_{t+1}^{jj})：作为残值来估计，等于总进口减去总进口投入品，即：

$$A_{t+1}^{jj} = X_{t+1}^j - V_{t+1}^j - BA_{t+1}^j - DA_{t+1}^j - \sum_{j=1}^n A_{t+1}^{ij} \quad (2)$$

最终需求板块 (F)

该板块的更新办法与上述更新类似。最终需求的更新分别对消费需求和投资需求进行，具体如下：

- 消费和投资 ($C_{t+1}^{ij}, I_{t+1}^{ij}$)：这些系列采用国民账户数据来更新。消费等于私人消费支出加上政府消费支出，而投资等于总固定资产投资和存货之和。
- 进口的最终产品和投资货物 ($cF_{t+1}^{ij}, iF_{t+1}^{ij}$)：增长率计算如下：

$$cM_{t+1}^{*ij} / cM_t^{*ij} = (M_{t+1}^{NA} / M_t^{NA}) * \frac{(cM_{t+1}^{COMij} / cM_t^{COMij})}{(M_{t+1}^{COM} / M_t^{COM})}, \quad (3)$$

以及

$$capM_{t+1}^{*ij} / capM_t^{*ij} = (M_{t+1}^{NA} / M_t^{NA}) * \frac{(capM_{t+1}^{COMij} / capM_t^{COMij})}{(M_{t+1}^{COM} / M_t^{COM})} \quad (4)$$

其中 c 表示消费， cap 表示资本货物。

- 运费和保险，以及进口关税 ($cBF_{t+1}^j, iBF_{t+1}^j, cDA_{t+1}^j, iDA_{t+1}^j$)：办法与中间需求板块相同。
- 国内生产的最终产品 ($cF_{t+1}^{jj}, iF_{t+1}^{jj}$)：作为残值估计，即总最终消费减去各类最终产品进口之和。

出口板块(L)

往香港特别行政区、欧盟 15 国和世界其它地方的出口 ($L_{t+1}^{iH}, L_{t+1}^{iO}, L_{t+1}^{iW}$) 采用国民账户和 COMTRADE 数据, 按类似的方式计算。公式如下:

$$(EX_{t+1}^{*ij} / EX_t^{*ij}) = (EX_{t+1}^{NA} / EX_t^{NA}) * \frac{(EX_{t+1}^{COMij} / EX_t^{COMij})}{(EX_{t+1}^{COM} / EX_t^{COM})}, \quad (5)$$

其中 $j=H, O, W$

追踪国家、地区内和地区外需求的增加值

需要计算 Leontief 逆矩阵 (具体如下)。从供应方来说, 基本投入-产出方程式为 $AX + Y = X$: 其中 A 为投入系数矩阵 ($a_{ij} = \frac{A_{ij}}{X^j}$), X 为总产出向量, Y 为最终需求矩阵。在该方程式重排后得出: $X = (I - A)^{-1}Y = BY$, 其中 B 为 Leontief 逆矩阵。 B 的每个元素 b_{ij} 用来衡量 j 国每 1 个单位最终需求将需要 i 国多少个单位的产出。

对于任何最终需求向量 (或矩阵) f^j, f^j 对总产出的影响表示为: $IF_X^j = Bf^j$

对增加值的影响为 $IF_V^j = \hat{v} * Bf^j$: 其中 \hat{v} 为对角矩阵, 包括各国增加值与总产出之比。

j 国最终需求对 i 国增加值的贡献率为: $CR_{i,HK}^{ij} = 100 * (IF_V^{ij} / \sum_{j=1}^J IF_V^{ij})$, 其中 J 为最终需求向量数。

对香港特别行政区的转口贸易进行的调整。

在香港特别行政区的出口中, 再出口占有很高的比例 (97%)。如果不将这种情况纳入考虑, 将会高估香港特别行政区最终需求对亚洲投入/产出表国家增加值的贡献情况。为了对此进行调整, 香港特别行政区进口对增加值的贡献在未经调整前, 有一部分被重新分配到其它国家和地区, 具体如下:

$$CR_{i,HK}^{ij} = CR_t^{ij} + \mu_t^{Hi} * \lambda_t^H * CR_t^{iH} \quad (6)$$

其中 $CR_{i,HK}^{ij}$ 为向 j 国的出口对 i 国增加值的经调整的贡献率, CR_t^{ij} 为未经调整的比率, μ 为香港特别行政区对 i 国出口在香港特别行政区总出口中所占的比率。 π 为 t 年香港特别行政区再出口与香港特别行政区总出口的比率, 而 CR_t^{iH} 为香港特别行政区未经调整的贡献率。

稳态投资

我们采用了 2005 年《世界经济展望》专栏 2.4 “亚洲新兴国家和地区投资过低吗” 中的方法,

在新古典增长模型中, 稳态投资 (i^*) 表示为: $i^* = k^*(g+d)/(1+g)$, 需要估计稳态资本-产出比 (k^*)、折旧率 (d) 和潜在产出增长率 (g)。

资本存量根据标准的永续盘存法推算。1950-1980 年间的总固定实际投资数据取自美国宾夕法尼亚大学世界表 (Penn World Tables), 1980 年以后的数据取自基金组织的《世界经济展望》。

对于给定的折旧率, k^* 为 1950 年至 2008 年这段时间内较长时间 (15 年和 20 年期间) 的最大平均资本-产出比率。这有助于确保稳健性, 特别是相对繁荣期和萧条期如亚洲金融危机而言。

此处报告的结果是两个模型的平均数据, 一个的折旧率为 5%, 另一个为 7%。

潜在产出增长率与国际货币基金组织《世界经济展望》的中期预计数据一致。

稳态消费

稳态消费水平得自稳态投资水平 (见上文) 和国别储蓄-投资常态, 采用了有关开放经济体的国民账户恒等式: $Y^* - (S-I)^* - I^* = C^*$, 其中 Y 表示收入, S 表示储蓄, I 表示投资, C 表示消费。

储蓄-投资常态水平 $(S-I)^*$ 以工作人员利用基金组织汇率问题磋商小组 (CGER) 宏观经济平衡法做出的估计数据为基础。这些是基于面板回归估计数据的结构性经常账户差额数据, 反映了国家特征 (如: 发展水平和人口特征要素), 取自经常账户差额中的周期性变化。

附件

低收入国家和太平洋岛国

专栏 A1. 亚洲低收入国家: 经济复苏前景和政策挑战¹

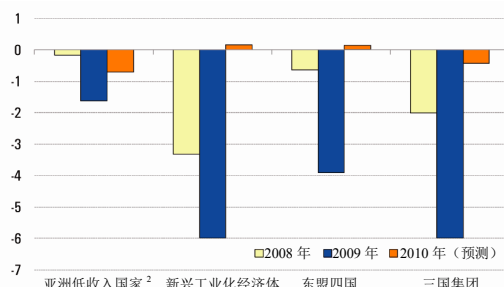
亚洲低收入国家的经济增长在经过 2009 年初的小幅下滑后, 于下半年开始上扬。外部需求的增长、活跃的外国直接投资流入、私人汇款以及宽松的货币和财政政策促进了经济复苏。

但是, 亚洲低收入国家的复苏速度却比亚洲新兴国家和地区要慢, 尽管不同亚洲低收入国家之间存在一些差异。更为依赖出口、从而受全球危机打击更严重的国家目前正经历更强劲的复苏。相对开放的亚洲低收入国家中, 经济更为多元化且国内需求旺盛的国家维持了相对高速和稳定的增长(巴布亚新几内亚和越南); 而那些出口基础较窄的国家虽然受经济危机冲击最为严重, 但是由于其外部需求改善、价格上涨, 这些国家在 2010 年的经济复苏将更加强劲(柬埔寨和蒙古)。

预计低收入国家在 2010 年的经济复苏速度会比较滞缓, 原因如下:

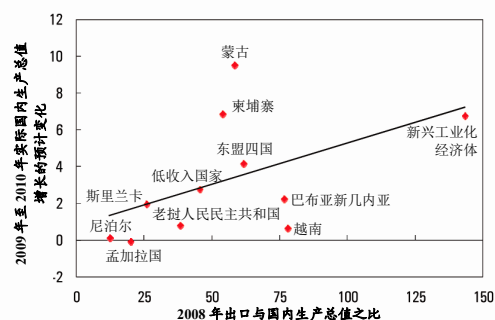
- 在中国强大需求的推动下, 亚洲低收入国家的商品出口一直都较为强劲, 但是服装出口的恢复却相对缓慢, 这主要是因为对服装的需求疲软, 而且几乎没有迹象表明美国重新增加服装库存, 从而影响主要的亚洲低收入服装出口国。
- 亚洲低收入国家的外国直接投资流入(占国内生产总值比例)普遍下降, 尽管在以资源为基础的国家下滑幅度略小, 如老挝人民民主共和国、蒙古和巴布亚新几内亚。然而, 即便全球经济状况进一步好转, 亚洲低收入国家的外国直接投资可能会继续处于较低水平。如果亚洲新兴经济体能继续保持其竞争优势(包括持续改善商业环境), 则这种情况更有可能发生。20 世纪 90 年代末亚洲金融危机结束之后, 便出现了此种情况, 当时, 大量的外国直接投资从亚洲低收入国家抽出, 流入亚洲新兴经济体, 反映了后者竞争力的改善(通过大幅的贬值)。

与危机前增长相比的实际国内生产总值增长¹
(以百分数表示)



资料来源: 国际货币基金组织《世界经济展望》数据库和工作人员计算。
¹ 危机前增长界定为 2000-2007 年的平均增长。
² 列入亚洲低收入国家中的国家, 参见脚注 1。

出口依存度和对实际国内生产总值增长的影响
(以百分数表示)



资料来源: 国际货币基金组织《世界经济展望》数据库和工作人员计算。

注: 本专栏的主要撰稿人是 Ran Bi 和 Varapat Chensavasdjai, To-Nhu Dao 提供协助。

¹ 本篇分析中的亚洲低收入国家包括孟加拉国、柬埔寨、老挝人民民主共和国、蒙古、尼泊尔、巴布亚新几内亚、斯里兰卡和越南。

专栏 A1. (续)

- 私人汇款仍然是某些亚洲低收入国家的重要收入来源，但这些国家（孟加拉国、尼泊尔和斯里兰卡）的汇款收入增长可能减缓，因为海湾地区的雇工潮在 2008 年中期之后正逐步消失。
- 最后，扩张性政策帮助缓解了经济危机的冲击，但同时也增加了宏观经济风险。整体来说，在孟加拉国、斯里兰卡和越南等国实施的财政刺激措施未能充分实行，主要缘于执行能力的限制。随着全球经济危机逆向溢出效应逐渐明显，某些经济体的政策利率也大幅降低，尤其是在 2009 年第一季度之后（蒙古和斯里兰卡）。这促进了经济增长，但是也推动了信贷的快速增长和通胀压力的增加，后两者随着全球商品价格的反弹而变得更为严重。此外，过分宽松的政策也导致某些国家的外部头寸出现恶化趋势，如尼泊尔和越南。

展望未来，对于亚洲低收入国家较为关键的一步是恢复宏观经济稳定性。就大多数国家而言，收紧货币和财政政策将有助于控制信贷增长和通货膨胀，并减少国际收支压力。另外，虽然多数国家的财政有望获得小幅改善，其赤字却可能依然保持较高水平，从而引发了对债务可持续性的担忧。

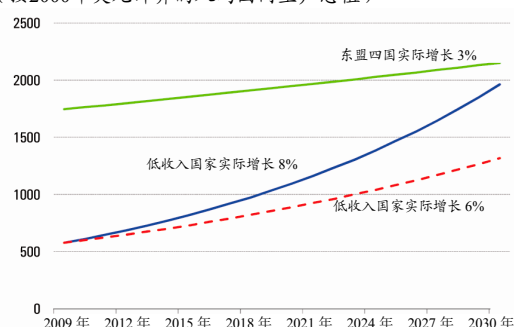
中期内，亚洲低收入国家的实际国内生产总值增长有望平均达到 6-7%，从而使其收入水平逐步接近于亚洲新兴经济体。但是，这些国家的经济发展速度需快于危机前的增长率（约为 6%），以便在之后的二十年内大幅缩小与东盟四国的收入差距。近期的研究表明，在贸易环境或外部需求遭到全球性冲击时，亚洲低收入国家的经济复苏速度相比其它国家略显迟缓，要完全恢复至历史平均增长速度需五年时间左右。此次危机期间，亚洲低收入国家的累计产出损失估计约为国内生产总值的 3%，其与亚洲新兴经济体缩小差距的过程可能会大幅放缓。

为了充分实现其发展潜力，亚洲低收入国家不能仅仅依赖于外部需求和资本流入的快速恢复，而是应当在各种结构改革方面取得重大进展，以提升其竞争力，包括：

- 改善商业环境，以吸引更多私人部门投资和外国直接投资。根据世界银行的《2010 年商业环境报告》，亚洲低收入国家在这方面仍然落后于亚洲新兴国家和地区，其中仅孟加拉共和国在协助新企业方面取得一些进展。
- 解决基础设施瓶颈问题，尤其是交通和公用事业方面的，同时解决熟练劳动力短缺的问题，

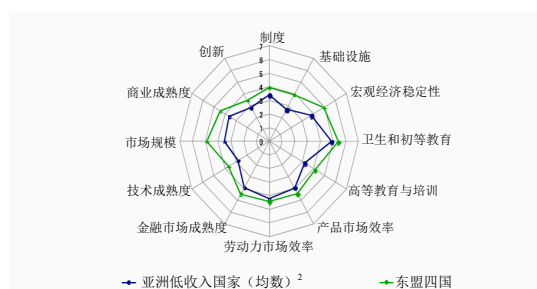
中期增长路径图示

(按 2000 年美元计算的人均国内生产总值)



资料来源：国际货币基金组织《世界经济展望》数据库和工作人员计算。

亚洲若干国家和地区的竞争力指数，2009-2010年¹



资料来源：世界经济论坛，全球竞争力报告，2009-2010 年。

¹ 每个要素按 1-7 等级评分，1 分表示质量最差，7 分表示质量最好。

² 包括孟加拉、柬埔寨、蒙古、尼泊尔、斯里兰卡和越南。

与东盟四国相比，这些仍是亚洲低收入国家最为薄弱的领域（世界经济论坛《2009-2010 年全球竞争力报告》）。为此，需投入更多资本性和社会支出，但要在一定的财政框架内施行，以确保中期财政稳定性。要实现这一目标，亚洲低收入国家需对其税收政策和管理进行重大改革，对于依赖资源的国家，还需有效管理较大量的资源收入。一些亚洲低收入国家（孟加拉国、老挝人民民主共和国、巴布亚新几内亚、斯里兰卡和越南）已经开始实施这方面的改革，但仍需进一步深化。

- 提升生产的国内附加值。具有丰富自然资源的亚洲低收入国家应扩展其加工业的作用（如越南正在发展国内炼油厂）。此外，亚洲低收入国家可以拓宽产品基础，以便降低对商品价格冲击的脆弱性。
- 维护银行体系的稳健性。部分国家的信贷持续过度增长以及房地产泡沫的破灭增加了这些国家资产质量问题的严重性，尤其在柬埔寨、老挝人民民主共和国、蒙古、尼泊尔和越南等国，因此需进一步加强这些经济体的银行监管能力。

专栏 A2. 全球危机对太平洋岛国的影响

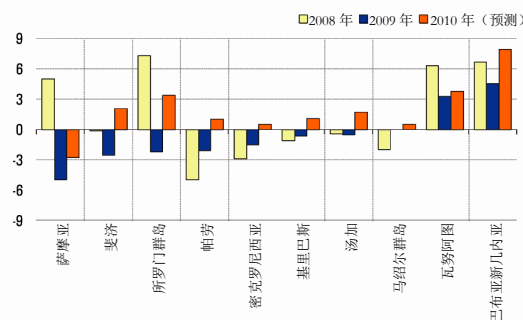
随着全球经济危机席卷太平洋，2009年，几乎所有太平洋岛国的经济增长都出现了大幅度下滑。增长下滑的原因包括游客数量下降，关键出口市场损失，以及来自于澳大利亚、新西兰和美国的工人汇款减少。斐济的经济增长同样出现了结构性问题，使其糖出口量降至历史最低。萨摩亚的旅游业则因海啸而受到巨大冲击。帕劳面临外国直接投资下降的问题，因为外国企业无法获得资金，与美国的协定谈判延长可能也影响了该国的投资活动。所罗门群岛则由于木材生产减少而出现经济下滑，其中部分与木材的过度砍伐相关。相反，巴布亚新几内亚和瓦努阿图的经济增长得以维持，前者是得益于其封闭的金融部门、仍然良好的贸易条件和公共支出的增加，后者则得益于旅游业和建筑业。

2008年，许多太平洋岛国的通货膨胀率因国际粮食和燃料价格上涨而达到较高水平，2009年，其通货膨胀率出现大幅下降。其中部分原因是这些国家严重依赖的部分国际商品价格回落。其它关键原因是，太平洋岛国的金融部门由来自澳大利亚和美国等国的国际银行所操控，而这些银行采取了较为谨慎的信贷政策，同时经济活动普遍低迷，因此国内信贷增长急剧收缩（尽管瓦努阿图的信贷增长仍然较为强劲）。在基里巴斯，2009年底通货膨胀率降为零也反映出了2009年下半年澳大利亚元（本国货币）的强势升值。2009年上半年，斐济的国内流动性进一步下降，因为该国的国际储备已少于其两个月的进口支付额。2009年4月，斐济元贬值20%，其储备和流动性恢复。贬值使得通货膨胀略有上扬，尽管国内信贷增长并未反弹。在汤加，不良贷款的上升也限制了银行贷款的增长。

注：本专栏的主要撰稿人是 Jonathan Dunn。

实际国内生产总值增长

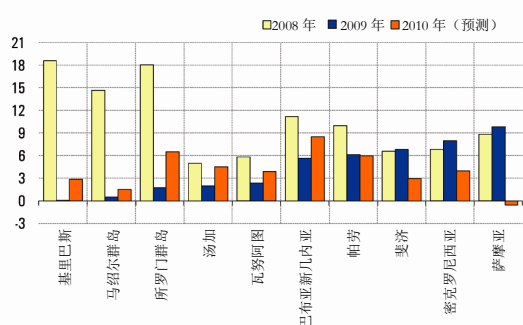
(以百分数表示)



资料来源：国际货币基金组织，APDLISC 数据库。

消费品物价膨胀

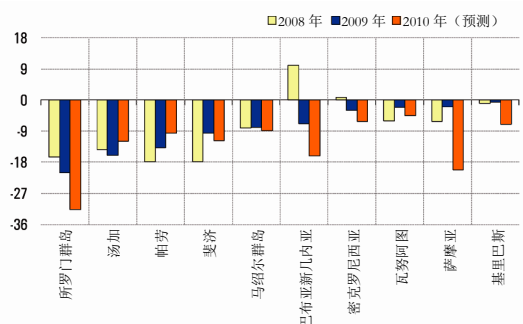
(以百分数表示)



资料来源：国际货币基金组织，APDLISC 数据库。

经常账户差额

(占国内生产总值的百分比)



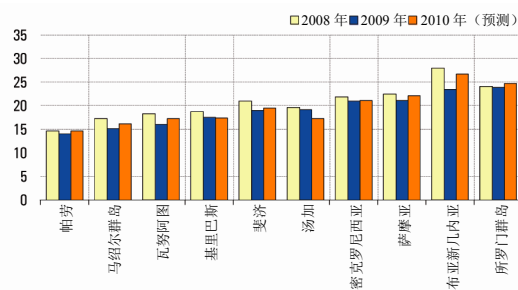
资料来源：国际货币基金组织，APDLISC 数据库。

2009年，由于商品价格下跌，进口需求放缓，贸易差额发生急剧变化，因此大部分太平洋岛国的经常账户逆差有所改善，即便斐济的食糖出口显著下滑，也是如此。但是，某些国家的经常账户则出现恶化态势。所罗门群岛由于原木出口下降和外国公司汇回利润增多，经常账户逆差随之扩大。得益于强劲的国内需求，巴布亚新几内亚的进口得以继续，然而，商品价格的下降减少了名义出口，使其经常账户变为逆差。汤加则面临投资收入减少和汇款收入大幅下降。

2009年期间，大部分太平洋岛国的财政部门受危机冲击较为严重。在一些具有大型信托基金的国家（图瓦卢和北太平洋协定国家），由于投资效益不佳，其基金价值缩水10-20%，从而限制了这些国家通过财政刺激措施促进经济发展的能力。在基里巴斯，其信托基金继2008年贬值12%之后，2009年其价值有小幅上涨。随着进口、消费和利润下降，所有的太平洋岛国都面临税收收入大幅减少的问题，尽管在一些国家（如基里巴斯），捐款增多或非税收收入增加部分抵消了税收收入的下降。尽管施行了开支限制，所罗门群岛仍然无法弥补其收入的不足，从而给早已脆弱的现金状况带来了进一步的压力。糟糕的收入表现（和快速减少的国际储备）使斐济无法在年初洪灾后支付必需的开支，迫使其政府冻结公务员工资。在斐济和马绍尔群岛，高额公债限制了政府在经济危机期间实施促进国内需求的措施。而与此相反的是，巴布亚新几内亚累积的丰厚矿藏收入使该国可以大力实施财政刺激措施。

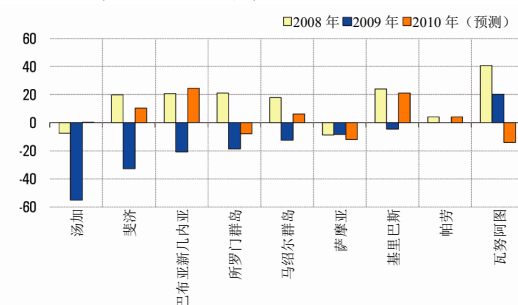
由于亚洲地区（包括澳大利亚和新西兰）的经济增长更为强劲，预计2010-2011年期间，太平洋地区的经济会小幅上升，但岛国的复苏可能会呈现不均衡的状况。在截至2010年1月的12个月期间，前往库克群岛、斐济和瓦努阿图的澳大利亚游客分别增加23%、9.5%和15%（相比之前的12个月）。但是，前往其它太平洋岛国的澳大利亚和新西兰游客仍然呈轻微负增长趋势。此外，随着经济逐步复苏，游客开始了长途旅行，因此太平洋地区的旅游业有可能会下滑。预计太平洋岛国的出口活动会随着目标市场的恢复呈增长态势，但是萨摩亚在海啸灾难后重建旅游业的同时，出口贸易仍然会比较萧条；所罗门群岛的木材出口预计

税收收入¹
(占国内生产总值的百分比)



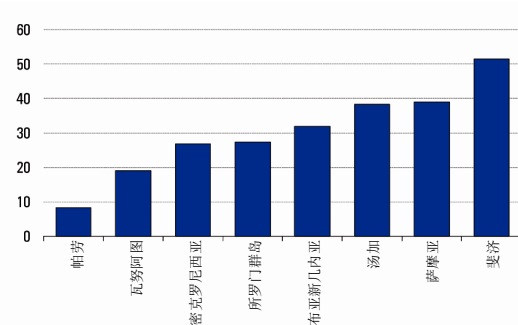
资料来源：国际货币基金组织，APDLISC数据库。
¹ 国内总收入。

出口增长
(以百分数表示，按美元计算)



资料来源：国际货币基金组织，APDLISC数据库。

公共债务，2009年
(占国内生产总值的百分数)



资料来源：国际货币基金组织，APDLISC数据库。

专栏 A2. (续)

会继续下降。在基里巴斯，地区经济复苏有望产生溢出效应，提升短期前景，并且私人部门的活动似乎也活跃起来，特别是在建筑和零售行业。另外，预计太平洋岛国劳动力的主要目标国（新西兰和美国）失业率在 2010 年仍然会维持在较高水平，这可能会影响太平洋岛国的汇款收入和经济增长。巴布亚新几内亚的液化天然气项目尚在建设阶段，同时，其出口收入开始恢复，因此将会促进到国内需求并产生强劲增长。预计，国际商品价格将上涨，故在今后几个月，太平洋岛国有可能会面临通胀压力。

专栏 A3. 恢复马尔代夫的宏观经济可持续性

2008-2009 年期间的全球经济危机严重冲击了马尔代夫，加剧了其不可持续的财政扩张的影响，导致巨大的外部失衡和财政失衡。马尔代夫当局通过实行雄心勃勃的政策措施进行应对，此类措施获得了外部资金支持，其中包括一项基金组织规划，从而促进了该国经济的稳定，并使其走出宏观经济危机。尽管如此，仍然存在重大挑战。

2004 年发生海啸灾难之后，政府支出占国内生产总值的比例几乎增长了一倍。其中关键的原因是公共工资在 2004-2009 年期间增长至四倍，几乎占政府 2009 年总收入的 90%。财政扩张加上 2008 年的商品价格上涨导致进口快速增长和经常账户逆差扩大。

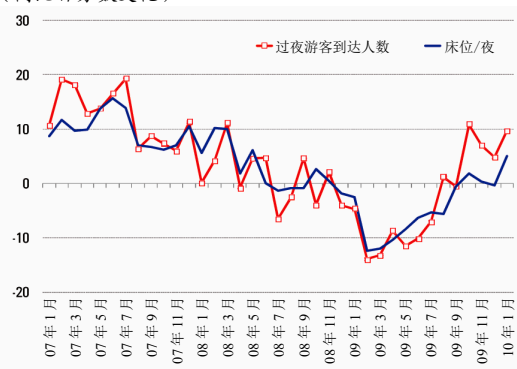
自 2008 年中期以来，全球经济危机使已有的失衡状况更为严重。旅游收入深受全球经济萧条的影响，并使旅游经济呈下滑趋势。此外，旅游收入的减少还影响到了外汇收入和财政收入。由于进口贸易放缓（海关关税是主要的收入来源）和旅游度假项目陷入困境所导致的租赁延期付款，外汇收入和财政收入均有所下降。2008 年，财政赤字增长至国内生产总值的 17%，若无相关调整措施，将可能在 2009 年达到 30% 以上。为了弥补膨胀的赤字，政府更加依赖中央银行贷款。此外，全球经济危机也严重阻碍了流入旅游相关活动的外国投资，一家主要的银行无法对外部信贷展期，因此面临严重的美元流动性短缺。同时，因向旅游部门的敞口巨大，银行的不良贷款急剧上升。

至 2009 年中期，形势变得较为严峻。在财政政策宽松、赤字货币化和不利外部冲击情况下，支持固定汇率（自 2001 年以来固定在 1 美元兑换 12.8 拉菲亚）导致储备遭受严重损失。这使得马尔代夫金融管理局不得不对外汇进行配给，至此，一个具有大量溢价的平行外汇市场形成。

为此，一项由基金组织提供支持的综合规划出台，该规划采取了有效的政策措施，意在恢复宏观经济稳定性和财政可持续性。2009 年 12 月，基金组织执董会批准了一项混合融资安排，将一项

旅游

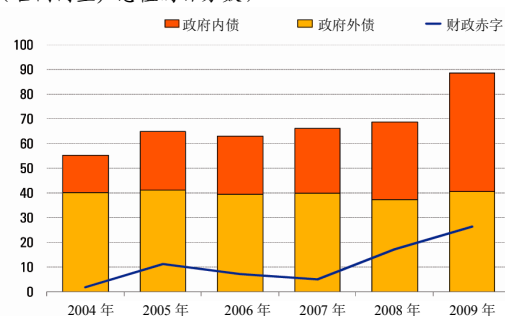
(同比百分数变化)



资料来源：国际货币基金组织工作人员计算。

公共债务

(占国内生产总值的百分数)



资料来源：国际货币基金组织工作人员计算。

注：本专栏的主要撰稿人是 Rodrigo Cubero。

专栏 A3. (续)

“备用安排”与“外部冲击贷款”相结合，共融资约 9,200 万美元（份额的 700%）。该规划的核心是加大力度减少财政赤字，同时保护社会性支出。此外，规划还致力于吸收过剩的拉菲亚流动性，增加储备，以及增强金融部门。

财政方面，当局已采取了雷厉风行的措施，以减少财政赤字。公共部门工资暂时平均下降了 14%，启动了浩大的公共部门裁员过程，并大幅增加电费，以减少相关补贴。此外，政府还承诺采取新的税收措施，以增加收入和扩大税基，包括旅游业和其它行业的营业收益税和商品服务税。为了保护贫困人口，当局保留了预算里的社会性支出，并提高了补贴的针对性。

此外，该规划还旨在重建国际储备至稳健的水平，同时继续维持目前实施的钉住美元汇率体制。货币政策则主要通过收紧国内货币流动性，为财政调整措施提供支持。同时，当局还采取了相关措施，恢复对货币供应量的控制：它停止了赤字货币化，将政府对金融管理局的债务存量转化为可交易证券，并将这些证券作为担保品引入了公开市场业务。另外，当局还加强了金融部门的监管框架，比如，就贷款损失准备金、资产分类、单个借款人限额和净敞口头寸制定了相关规定。

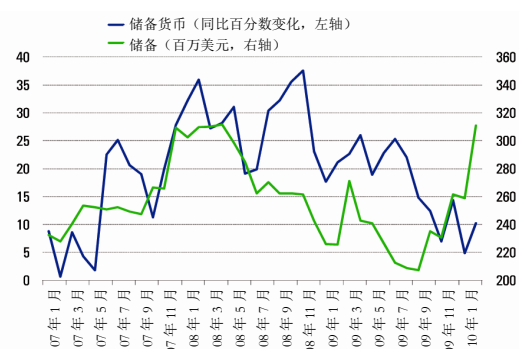
此类政策的有力实施获得了大量多边和外部资金支持。同时，基金组织的规划促进了来自于其它多边资源的支持，包括世界银行和亚洲开发银行。印度也提供了大量的资金。此外，由世界银行和联合国于 2010 年 3 月召开的捐助国大会也获得了来自其它双边捐助国的众多承诺。

当局根据基金组织规划所实施的强有力政策以及来自外部的资金支持成功使其稳定了经济，恢复了信心。汇率压力得以缓解，国际储备增加，货币增长放缓，银行业状况趋于稳定。

旅游业随着全球经济的复苏开始恢复，从而促进了经济增长的恢复。

然而，展望未来，仍然存在重大挑战和风险。公共部门改革进程比预想的要慢；当局面临对公共部门工资下调的强烈反对，因此可能要比预期更早终止此项政策；鉴于政府缺乏议会多数支持，需进行的税收改革可能会遭到搁浅。由于公共债务水平很高（预计今年将达到国内生产总值的 97%），任何重大财政失误都会损害债务可持续性。尽管如此，当局仍然坚定地支持基金组织规划所设定的目标。

储备货币和总国际储备



资料来源：国际货币基金组织工作人员计算。

参考文献

- Abiad, A., E. Detriagiache, and T. Tressel, 2008, “A New Database of Financial Reform,” IMF Working Paper 08/266 (Washington: International Monetary Fund).
- Asian Development Bank, 2009, “Infrastructure for a Seamless Asia” (Manila).
- Balakrishnan, R., S. Danninger, S. Elekdag, and I. Tytell, 2009, “How Linkages Fuel the Fire: The Transmission of Financial Stress from Advanced to Emerging Economies,” Chapter 4 in *World Economic Outlook* (Washington, International Monetary Fund, October).
- Baldacci, E., G. Callegari, D. Coady, D. Ding, M. Kumar, P. Tommasino, and J. Woo, 2010, “Public Expenditures on Social Programs and Household Consumption in China,” IMF Working Paper No. 10/69 (Washington: International Monetary Fund).
- Barnett, S. and R. Brooks, 2010, “China: Does Government Health and Education Spending Boost Consumption?” IMF Working Paper No. 10/16 (Washington: International Monetary Fund).
- Blanchard, O. and F. Giavazzi, 2005, “Rebalancing Growth in China: A Three-Handed Approach,” CEPR Discussion Paper No. 5403.
- Blanchard, O. and G. M. Milesi-Firetti, 2009, “Global Imbalances: in Midstream?” IMF Staff Position Note 09/29 (Washington: International Monetary Fund).
- Blanchard, O., 2010, “Saving Scenarios for Emerging Asia and the United States” (unpublished; Washington: International Monetary Fund).
- Bernanke, B., 2005, “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit,” Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, (March 10).
- Chamon, M. and E. Prasad, 2010, “Why are Saving Rates of Urban Households in China Rising?” *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 2, No. 1, pp. 93–130 (January).
- Clarida, R., J. Calf, and M. Gertler, 1998, “Monetary Policy Rule in Practice: Some International Evidence,” *European Economic Review*, Vol. 42, No. 6, pp. 1033-67.
- Conway, P., D. De Rosa, G. Nicoletti, and F. Steiner, 2007, “Regulation, Competition, and Productivity Convergence,” OECD Economic Department Working Paper (Paris: Organization for Economic Cooperation and Development).
- Cui, L. and M. Syed, 2007, “The Shifting Structure of China’s Trade and Production,” IMF Working Paper No. 07/214 (Washington: International Monetary Fund).
- Curdia, V. and M. Woodford, 2009, “Credit Spreads and Monetary Policy,” NBER Working Paper No. 15289 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Eichengreen, B., 2006, “The Blind Men and the Elephant,” *Issues in Economic Policy*, (Washington: The Brookings Institution).
- Fatas, A., P. Kannan, P. Rabanal, and A. Scott, 2009, “Lessons for Monetary Policy from Asset Price Fluctuations,” in *World Economic Outlook* (Washington: International Monetary Fund, October).
- Guimaraes, R. and O. Unteroberdoerster, 2006, “What’s Driving Private Investment in Malaysia? Aggregate Trends and Firm-Level Evidence,” IMF Working Paper 06/190 (Washington: International Monetary Fund).

- Guo, K. and P. N'Diaye, 2009a, "Is China's Export-Oriented Growth Sustainable?" IMF Working Paper No. 09/172 (Washington: International Monetary Fund).
- , 2009b, "Employment Effects of Growth Rebalancing in China," IMF Working Paper No. 09/169 (Washington: International Monetary Fund).
- , 2010, "Determinants of China's Private Consumption: An International Perspective," IMF Working Paper (forthcoming).
- Hori, M., 2007, "The Evolution of Trade in Emerging Asia," Asia and Pacific Regional Economic Outlook (Washington: International Monetary Fund, October).
- , 2008, "Investment Recovery from Financial Crisis: A View from Cross-Country Experiences," mimeo (Washington: International Monetary Fund).
- International Monetary Fund, 2005, "Is Investment in Emerging Asia Too Low?" in World Economic Outlook (Washington, September).
- , 2006, Regional Economic Outlook (Washington, May).
- , 2007, World Economic Outlook (Washington, October).
- , 2008a, Asia and Pacific Regional Economic Outlook (Washington, April).
- , 2008b, World Economic Outlook (Washington, April).
- , 2008c, Asia and Pacific Regional Economic Outlook (Washington, October).
- , 2008d, World Economic Outlook (Washington, October).
- , 2009a, Asia and Pacific Regional Economic Outlook (Washington, May).
- , 2009b, Asia and Pacific Regional Economic Outlook (Washington, October).
- , 2010a, Global Financial Stability Report (Washington, April).
- , 2010b, World Economic Outlook (Washington, April).
- Kalra, S., A. Mohommad, P. N'Diaye, and O. Unteroberdoerster, 2009, "Global Shifts in Demand: Making Up for Weaker Consumption in the United States," in: Asia and Pacific Regional Economic Outlook (Washington: International Monetary Fund, October).
- Kang, K and S. Kim, 2006, "A Strategy for Restructuring the SME Sector in Korea," IMF Staff Country Report No. 95/36 (Washington: International Monetary Fund).
- Kuijs, L., 2005, "Investment and Saving in China," Policy Research Working Paper No. 3633 (Washington: World Bank).
- N'Diaye, P., Zhang, P., and Zhang, W., 2008, "Structural Reform, Intra-Regional Trade, and Medium-Term Growth Prospects of East Asia and the Pacific—Perspectives from a New Multi-Region Model," Journal of Asian Economics, Vol. 21, Issue 1, pp. 20–36.
- Nicoletti, G. and S. Scarpetta, 2003, "Regulation, Productivity, and Growth: OECD Evidence," Economic Policy, Vol. 18, No. 36, pp. 9–51.
- Prasad, E., 2009, "Rebalancing Growth in Asia," NBER Working Paper 15169 (Cambridge Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Pula, G. and T. Peltonen, 2009, "Has Emerging Asia Decoupled? An Analysis of Production and Trade Linkages Using the Asian International Input-Output Table," ECB Working Paper No. 993, (January).
- Sommer, M., 2009, "Why has Japan Been Hit So Hard by the Global Recession," in IMF Staff

- Position Note No. 09/05 (Washington: International Monetary Fund).
- Thorbecke, W., 2009, "Can East Asia Be An Engine of Growth for the World Economy?" RIETI Discussion Paper Series 09-E-006 (Tokyo: Research Institute of Economy, Trade and Industry).
- Wei, S. and X. Zhang, 2009, "The Competitive Saving Motive: Evidence from Rising Sex Ratios and Savings Rates in China," NBER Working Paper No. 15093 (Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research).
- Woolridge, D., 2008, "Asia: End of Decoupling," UBS Investment Research, Asian Focus (January).
- World Bank, 2010, "Doing Business 2010" (Washington).
- World Economic Forum, 2010, "Global Competitiveness Report 2009–2010" (Geneva, Switzerland).