

供发布：华盛顿特区

东部时间 2013 年 10 月 11 日，9: 15

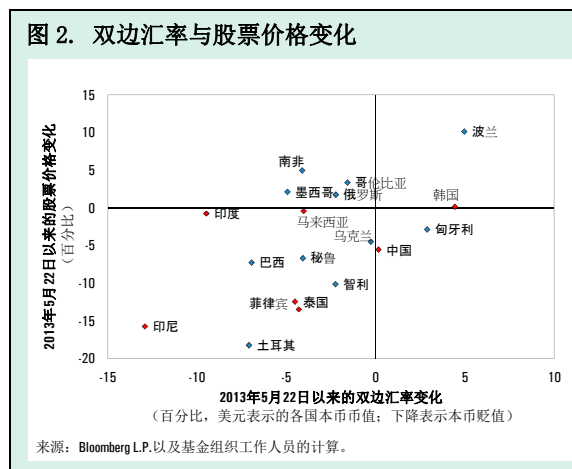
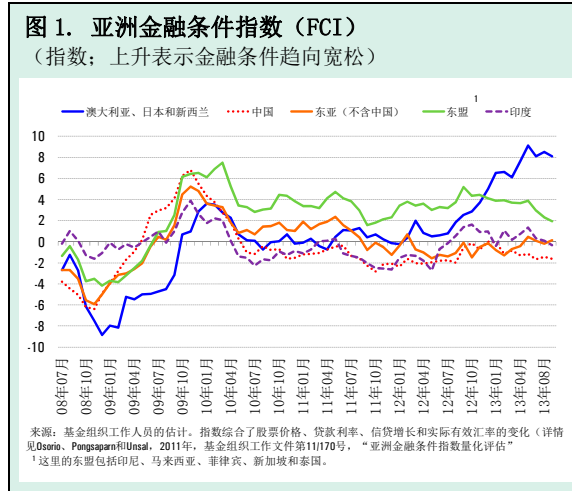
亚太地区经济展望：2013 年 10 月最新预测

亚洲受到最近新兴市场金融资产重新定价风波的冲击，在过去几个月内，经历了一波资本流出。虽然迄今为止资本流出的总体影响依然受控，但一些国家面临较大的压力。全球流动性趋紧——以及一些国家本身的结构障碍——将影响增长，但对大多数经济体来说，对先进经济体出口的逐步回升以及强韧的国内需求能够部分地抵消该影响。然而，如果形势进一步趋紧，地区内部的差异将会扩大。具备更强基本面和政策可信度的经济体将能通过降低政策利率和推行财政支持来抵消输入型紧缩效应。其他推迟改革、未改善财政脆弱性或容忍太高通胀水平的经济体可能不得不采取顺周期性的政策收紧。宣布可信的中期改革计划将会重建信心并缓解政策取舍的难度。

更复杂的全球环境

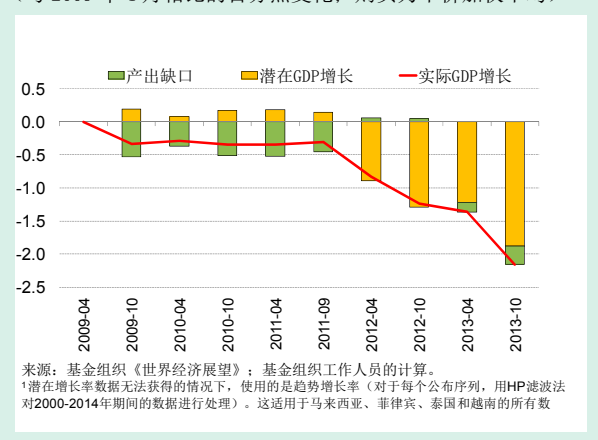
自 2013 年 4 月期《地区经济展望》发布以来，随着市场对美联储退出的预期造成资本从很多新兴市场流出，一些亚洲经济体面临的全球环境愈发复杂。因此，随着股票价格下跌，收益率曲线变陡（图 2），各个亚洲新兴经济体的国内金融条件趋紧（图 1）。9 月美联储延迟退出的决定缓解了资本流出压力，市场随之有所好转，但总体仍然低于 5 月的水平。调整过程大体保持有序。然而，印度和印度尼西亚面对的压力更为集中，为了维护各自的货币，上调了政策利率，收紧了流动性，印度还进一步放开资本流入。总体来说，各国央行在动用国际储备上一一直很有节制。

资本流动逆转反映了先进经济体的收益率上升且有更多有吸引力的投资机会，但同时亦反映亚太地区的内部因素——尤其是亚洲新兴经济体的增长前景总体减弱、信贷周期完成度很高，以及各国具体的脆弱性：



- **亚洲新兴经济体的增长前景整体减弱。** 2013年上半年经济活动势头不足。来自先进经济体的外部需求疲软以及中国的经济放缓抑制了大部分亚洲新兴经济体的工业活动。尽管劳动力市场强健、金融条件总体宽松，但是国内需求有所走弱。同时：印度的供应瓶颈越来越具有制约性，中国的投资回报降低。亚洲主要新兴市场经济体的增长潜力大幅下降（图3）。

图3. 亚洲：2014年GDP修正¹
（与2009年4月相比的百分点变化；购买力平价加权平均）

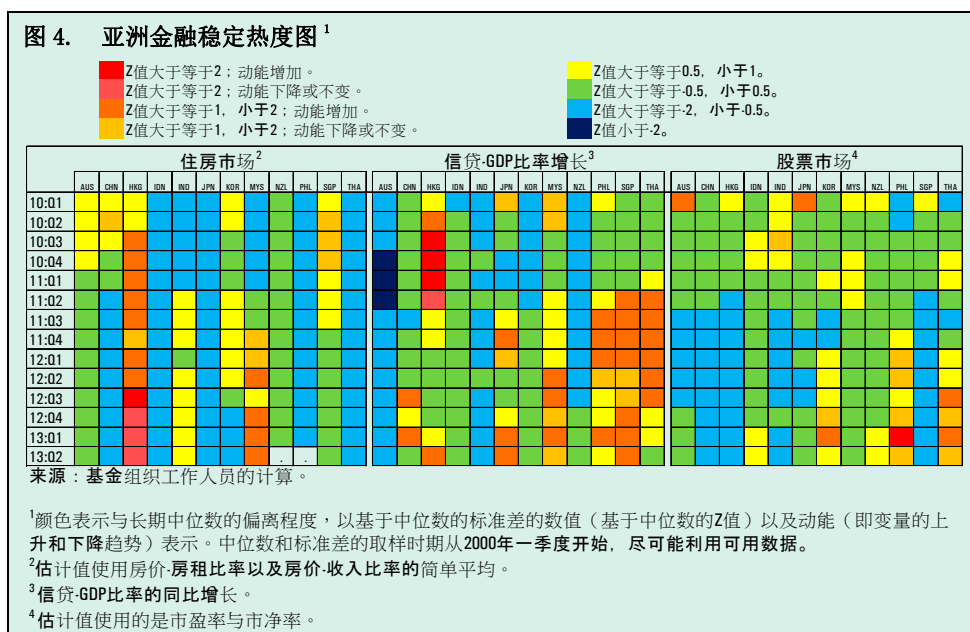


- **信贷周期完成度很高。** 过去几年中，亚洲新兴市场经济体的信贷增长强劲，资产价格上扬，从而积累了一定的金融失衡，并在一些市场形成局部过热（图4）。
- **对外顺差降低。** 直到最近，随着美国和欧洲的增长艰难以及亚洲的经济周期超

前于先进经济体，亚太地区各经济体的经常账户头寸都已经减弱。但是，很多经济体仍然保有大量的结构性盈余——在有些经济体，超过中期基本面和合理政策所支持的水平。

- **具体的特殊脆弱性显现。** 基本面的弱化在过去五年中被充裕的流动性所掩盖，但最近几个月开始凸显。印度和印度尼西亚尤为明显。这两个国家都有巨大的经常账户逆差，并面临很高水平的通货膨胀（包括食品价格导致的通胀）——虽然印度尼西亚最近补贴燃料价格适当地上调，通货膨胀情形却进一步加剧。其他令人担忧的问题有：财政状况（马来西亚）、近几年强劲的信贷增长（泰国、菲律宾和更广泛的东盟）、以及一些低收入国家过于刺激的宏观政策（老挝人民共和国和蒙古）。

尽管市场波动性上升，但从大局看，有关美联储退出的信息的影响基本可控，且9月美联储推迟退出的决定进一步减小了压力。事实上，尽管自5月22日以来资本流出规模很大，但仍远低于去年9月至今年4月期间的累计流入。此外，汇率贬值较为有序，货币疲软也将有助于提升经济体的竞争力，并支持增长。



目前为止，没有任何迹象显示汇率和利率波动对公司或银行的资产负债表形成压力。在一些东盟经济体和香港特区，较弱的资本净流入将有助于缓解与信贷暴增、资产价格急剧上涨以及金融失衡积累有关的担忧。在澳大利亚，最近的资本流出也降低了其货币的高估程度，并缓解了货币政策的压力。韩国没有遭受亚太地区普遍的资本流出和货币贬值，这说明强劲的基本面和可信的政策框架是抵御全球流动性冲击的最好武器。

在多变全球环境中，增长仍保持强劲

一些国家趋紧的外部融资状况和自身的结构性障碍将影响亚洲新兴市场经济体的增长，但是在依然有利的金融条件和抵御能力较好的劳动力市场的支撑下，反向的有利因素包括：先进经济体的增长加速、本币疲软以及旺盛的国内需求。预测亚洲的整体增长率 2013 年将达到 5%左右，2014

年增至约 5.25%，其中，亚洲新兴市场经济体这两年的增加率预计保持在 6.25-6.5%（表 1）。对亚洲新兴市场经济体来说，相对于今年 4 月期《地区经济展望》的预测，增长率下调将近 1 个百分点，这是同时考虑到最近金融条件收紧以及中国和印度更深的供应方面因素。

这一增长路径与全球大宗商品价格的良好前景表明，总体通胀率将维持在各国央行的适宜区间之内。但印度、印度尼西亚和一些低收入国家（斯里兰卡和越南）则是例外，它们仍面临持续的高通胀（图 5）。

表 1. 亚洲实际 GDP
(同比百分比变化)

	事实数据和最新预测				与2013年4月期 《世界经济展望》 预测的差异	
	2011	2012	2013	2014	2013	2014
	澳大利亚	2.4	3.7	2.5	2.8	-0.5
日本	-0.6	2.0	2.0	1.2	0.4	-0.2
新西兰	1.4	2.7	2.5	2.9	-0.2	0.4
东亚	8.2	6.6	6.7	6.6	-0.4	-0.8
中国	9.3	7.7	7.6	7.3	-0.4	-1.0
香港特区	4.9	1.5	3.0	4.4	0.0	0.0
韩国	3.7	2.0	2.8	3.7	0.0	-0.2
中国台湾省	4.1	1.3	2.2	3.8	-0.8	-0.1
南亚	6.4	3.5	4.0	5.2	-1.9	-1.1
孟加拉	6.5	6.1	5.8	6.0	-0.2	-0.3
印度	6.3	3.2	3.8	5.1	-2.0	-1.2
斯里兰卡	8.2	6.4	6.3	6.7	0.0	0.0
东盟	4.7	5.7	4.9	5.3	-0.6	-0.2
文莱达鲁萨兰国	3.4	0.9	1.4	6.2	0.3	0.2
柬埔寨	7.1	7.3	7.0	7.2	0.3	0.0
印度尼西亚	6.5	6.2	5.3	5.5	-1.0	-0.9
老挝	8.0	7.9	8.3	7.8	0.3	0.1
马来西亚	5.1	5.6	4.7	4.9	-0.4	-0.3
缅甸	5.9	6.4	6.8	6.9	0.3	0.3
菲律宾	3.6	6.8	6.8	6.0	0.8	0.6
新加坡	5.2	1.3	3.5	3.4	1.5	-1.7
泰国	0.1	6.5	3.1	5.2	-2.8	1.0
越南	6.2	5.2	5.3	5.4	0.1	0.2
小型国家¹	5.0	3.3	2.8	3.3	-0.5	-0.3
太平洋岛国²	3.7	2.5	1.9	2.3	-0.3	-0.1
亚洲新兴市场经济体³	7.8	6.4	6.3	6.5	-0.9	-0.9
亚洲	5.8	5.1	5.1	5.3	-0.6	-0.7

来源：基金组织工作人员的预测。

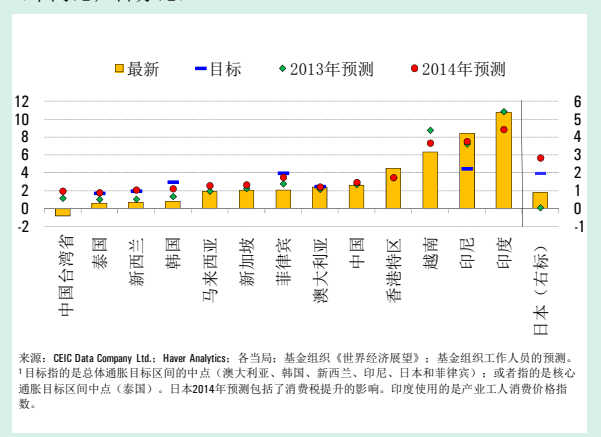
¹小型国家包括：不丹、斐济、基里巴斯、马尔代夫、马绍尔群岛、密克罗尼西亚、帕劳、萨摩亚、所罗门群岛、东帝汶、汤加、图瓦卢和瓦努阿图。

²太平洋岛国包括：斐济、基里巴斯、马绍尔群岛、密克罗尼西亚、帕劳、巴布亚新几内亚、萨摩亚、所罗门群岛、汤加、图瓦卢和瓦努阿图。

³亚洲新兴市场经济体包括：中国、印度、印尼、马来西亚、菲律宾、泰国和越南。

注：印度的数据基于财年。

图 5. 亚洲：总体消费者价格指数通胀¹
(年同比；百分比)



来源：CEIC Data Company Ltd.; Haver Analytics; 各当局；基金组织《世界经济展望》；基金组织工作人员的预测。
¹目标指的是总体通胀目标区间的中点（澳大利亚、韩国、新西兰、印尼、日本和菲律宾）；或者指的是核心通胀目标区间中点（泰国）。日本2014年预测包括了消费税提升的影响。印度使用的是产业工人消费价格指数。

然而，在这些总体趋势背后，地区内还存在着巨大差异：

- 中国基本没有受到最近的金融市场波动影响。虽然经济活动能从外部需求的回升中受益，但由于必须继续采取措施降低目前过快的信贷增长，并消化过去几年的经济过度，经济增速会有所放缓。由于结构性因素将推动中国稳步进入较慢速的增长路径，预计2013年中国经济增长会减缓至7.6%，2014年持续降至7.3%。一些行业的产能过剩和食品价格的趋稳意味着通胀将不再是问题。
- 随着安倍新政重启经济活力并正推动日本走出长期通缩，日本的增长上行成为亚太地区的一个亮点。由于定量和定性货币宽松计划引发汇率贬值及资产价格回升，金融条件显著宽松。通胀和通胀预期提高，但仍远低于日本银行2%的目标。由于日元疲软及工业国家需求的恢复，出口前景得以改善，加上国内需求强劲，在此推动下，2013年第四季度的年同比增长率很可能达到3.5%。展望未来，预测2014年增长将减速至1.2%，原因包括重建支出的回落和消费税的即将上调，且后者在短期内将会把总体通胀推高2.9%。日本将于12月宣布新的财政刺激措施，这会对增长预测带来上行风险。
- 亚太地区其他先进经济体的前景各不相同。韩国已经摆脱了全球市场波动的影响，其经济在财政和货币刺激措施的推动下开始温和复苏。资源投资热潮的减缓会拖累澳大利亚的增长，但在新西兰，持续的低利率和地震后重建的加速将推动经济发展。
- 对印度来说，最近的金融压力影响可能会使公司和银行资产负债表更加脆弱，并使本已处于历史较低位的增长预测进一步下调。其原因包括持续的供应限制以及在结构性改革上进展缓慢。然而，

尽管需求疲软，食品价格很可能推高总体通胀接近两位数。

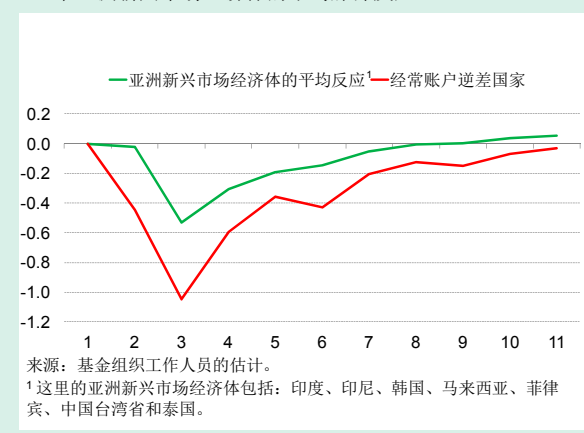
- 鉴于金融条件趋紧以及投资减弱，印度尼西亚的增长将有减缓，并于明年趋稳。大多数其他东盟经济体的增长会有所回升。它们面临的外部需求将上涨，同时国内需求能顶住国内金融条件的恶化而保持稳健，其部分原因在于强大的公共基础设施开支（泰国）。
- 大多数亚洲低收入经济体基本未受到最近市场波动性的影响，不过，鉴于它们与国际金融联系有限，波动的“第二轮”影响可能将通过贸易渠道在未来几个月里显现。信贷迅速增长（通常是由宽松宏观经济政策推动的）正在推动经济增长，但在一些国家（柬埔寨、老挝人民民主共和国、蒙古和尼泊尔），也引发了担忧，同时，薄弱的银行部门对越南来说依旧是一项挑战。
- 除了大宗商品生产国，大多数太平洋岛屿国家的增长前景继续受到结构性障碍的负面影响，一些国家的外部平衡正在积聚。

……但是存在着新一轮资本流出和期限风险溢价上升的风险

全球融资条件可能进一步收紧，并引发新的资金流出、资产价格下滑和金融条件趋紧。基本面较弱且有风险暴露的亚洲经济体可能会受到更大影响，尤其同时还存在着公司和银行资产负债表错配的经济体（图6）。美国经济的走强从贸易渠道长期来看会有所助益，但其在亚洲产生的直接效应会是对增长带来负面影响。

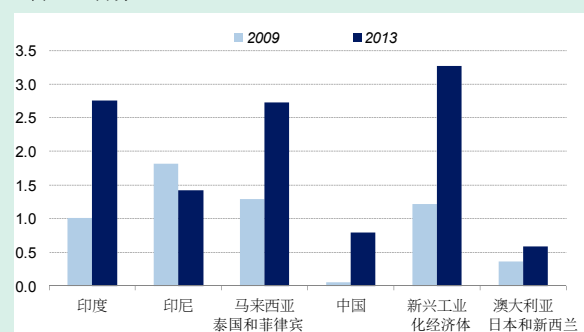
图 6. 美国 10 年期国债利率上升 100 基点对 GDP 的影响

（七个亚洲新兴市场经济体的平均脉冲反应）



亚太地区的风险很大程度上是特质性的。如 2013 年 4 月期《地区经济展望》所归纳的，一个潜在的风险来自亚洲新兴市场经济体中金融失衡的累积。最近几年高风险的公司借款确实有所增长（图 7），利差被压缩到异常低的水平，且缺乏充分的数据（如外币借款的对冲程度），这些都进一步加深了不确定性。大多数情况下，稳健的公司和银行资产负债表理应能抵御可能发生的冲击，但目前来看，让借款成本和市场门槛回到历史标准将带来巨大压力。风险的第二大潜在来源是投资急剧下跌，尤其是中国和印度。鉴于亚洲高度的地区一体化，任何较大经济体特别是中国的意外放缓，都极具破坏性，尤其是对韩国、中国台湾省和大多数东盟国家而言。如果没有全面实施可信的财政整顿和结构性改革，日本的新宏观经济框架在提升增长和通胀预期方面可能不太有效，且货币政策将负担过重，这也会对亚洲其他经济体产生负面影响。

图 7. 高风险企业借款¹
(占 GDP 百分比)



来源: Dealogic; CEIC Data Co. Ltd; Haver Analytics; 基金组织工作人员的计算。
¹ 包括2009年1-9月及2013年1-9月的高收益率的债券和高杠杆率的银团贷款; 以占前三季度GDP百分比来表示。

准备迎接更崎岖的道路

趋紧的、更不明朗的全球金融环境以及近期资本流出造成的差异化影响说明，有必要建立清楚、可信、充分沟通的连贯宏观经济框架（货币政策、财政政策、宏观审慎工具以及资本流动管理措施）。最近的经验表明，庞大的储备不足以避免基本面已失衡情况下的金融市场波动性。对亚太地区很多经济体来说，宏观经济政策由于可能引发资本流出、通胀升高、信贷质量担忧或财政脆弱性，可能无法提供更多支持。因而，结构性改革在重振经济增长方面可以起到重要作用。

汇率政策

面对集中的资本流出时，主要防线应当是灵活的货币汇率以及谨慎使用旨在抚平波动并确保市场有序运行的外汇干预措施。

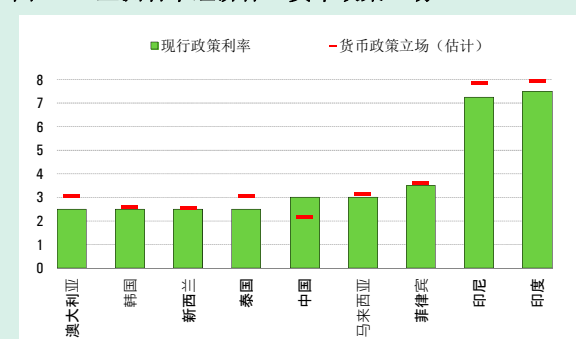
货币政策

- 对于通胀水平不高和经济活动放缓的经济体，当前的货币政策立场——与过去央行的惯常做法相比稍显宽松，在某些经济体，甚至可以称得上是宽松的（图 8）——这提供了一些应对下行风险的

保障。在有些经济体（泰国和菲律宾），最近的资本流入逆转充当了货币紧缩，帮助减轻了金融失衡的累积，延缓了货币政策紧缩。一旦增长放缓且金融形势进一步收紧，鉴于这类经济体目前的低通胀和政策可信水平，它们可以考虑降低政策利率。

- 在那些通胀压力已经很高且依赖外国资本流入（印度和印度尼西亚）或信贷增长过度扩张（老挝人民民主共和国和蒙古）的经济体，未来几个月可能需要进一步收紧货币政策。如果国际收支压力加剧，紧缩工作会更加迫切。

图 8. 亚洲若干经济体：货币政策立场¹



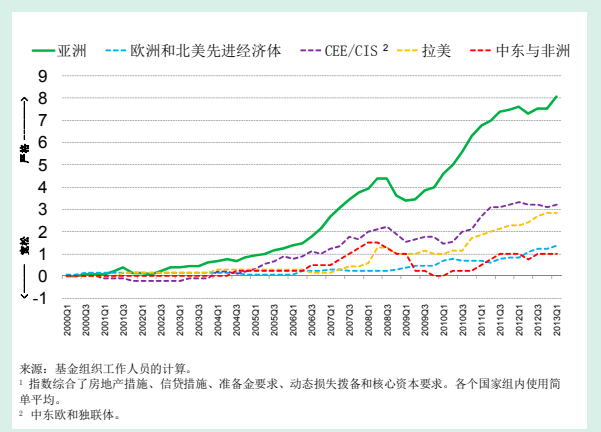
来源: 基金组织工作人员的估计; Haver Analytics; CEIC Data Co. Ltd.
¹ 估计的货币政策立场是根据该国中央银行反应模式的惯常表现而进行推导得出。即，在经济形势大致不变的情况下，该国中央银行根据其惯常表现而在不久后应予以实现的政策利率。因此，这种利率不应被理解为该形势下的“最优”利率。

- 日本的通胀预期开始上升，但是低于 2% 的目标。进一步提高预期及降低实际利率之前必须进行谨慎沟通。为了加强货币传导，日本银行的资产购买计划需要继续稳步实施，以鼓励投资者调整投资组合，转向对增长有更大作用、能带来更多贷款的高风险资产。
- 对中国来说，首要任务是放慢信贷增长，尤其是影子银行部门信贷的增长。这需要更多利用利率作为主要货币政策工具来提供支持。

金融政策

随着全球流动性势头减弱，宏观审慎政策——过去几年中亚洲经济体越来越多地运用这种政策（图9）——应当作为对稳健宏观经济政策框架的补充，在维护金融稳定方面继续发挥作用。很多情况下，随着利率上升，由杠杆和资产价格攀升引发的风险更加凸显，而宏观审慎政策的实施便是针对这些风险。虽然，随着金融条件趋紧，宏观审慎政策对金融中介机构的限制作用将会减弱，但我们也没有必要去削弱这些措施。随着全球融资条件收紧，强有力的监管和微观审慎措施相结合，在保护金融系统方面特别有效。在这方面，最近宣布的提升印度银行系统抵御能力的改革路线图值得肯定。

图9. 宏观审慎政策：地区总计
(2000-2013年第三季度)¹



中国的首要任务是推进金融改革，以防止风险进一步积累，促进投资的更有效分配，并提高家庭资本收入。主要步骤包括：放开存款利率，加强监管（包括对影子银行的监管），以及通过引入存款保险和针对濒临破产机构的正式处置机制来解决广泛的“隐性担保”这种看法所带来的道德风险问题。

资本流动管理措施

尽管当国际资本涌入时，有些经济体可以对流入采取管控措施，但全球形势收紧时，对资本流出实施管控可能会事与愿违——至少在非极端情况下（极端情况下，作为能解决基本面问题的更广泛措施的一部分，资本流动管理措施能暂时起到作用）。应当考虑撤回之前的流入管控，并进一步放开对更稳定资本流入源的限制。

财政政策

与全球金融危机发生之前相比，结构性财政余额总体变弱，并且，就整个亚太地区而言，财政整顿的速度必须适度，从而让自动稳定机制保持运作，甚至在出现不利情形时，还需提供财政支持。然而，对有些国家（印度、日本和越南）来说，高债务和逆差意味着采取逆周期政策的空间很小，而重大财政整顿应成为优选。日本应当采取具体措施来遏制财政风险，一个主要内容是，计划在2015年10月上调消费税率到10%，并保持统一的消费税率。对一些新兴和低收入经济体来说，通过实施结构性财政改革来促进可持续、包容性增长的空间依旧很大，主要指的是，应将政府预算从低效税收和针对性不强的补贴转向对社会安全网和关键基础建设的投资。印度、印度尼西亚和马来西亚最近对其高额的能源补贴进行了削减，它们应当继续这

样做。对中国来说，增强地方政府财政的管理、透明度和总体治理框架将能遏制不断增长的地方政府债务和准财政操作带来的风险。最后，鉴于太平洋岛国对外部冲击的高度脆弱性，它们应当继续重建财政缓冲并改善教育、卫生和基础设施建设方面的公共支出构成，从而促进包容性增长。

结构性政策

随着亚洲增长由于全要素生产率增长降低而减缓，以及投资者越来越根据基本面区别对待各个国家，结构性改革能推动技术

赶超并经受住未来的经济动荡这一道理越来越明朗。每个经济体的工作重点各不相同，如很多经济体中需大规模减少产品市场的准入障碍，并实施旨在遏制劳动力市场二元性的就业保护改革，印度和马来西亚需推进能源部门和补贴改革，印度和菲律宾应进行广泛的体制改革以增加基础设施建设支出，中国应推进向消费型增长转型的再平衡工作。这些方面的决定性进展对促进未来更持续、平衡和包容性的经济增长有重大作用。