



东亚

区域
经济
展望
报告
(AREO) 2019

新经济的能力与连通性建设



本报告由东盟与中日韩宏观经济研究办公室（AMRO）编写，为其成员经济体使用，已通过AMRO执行委员会审查。本报告的出版已获得AMRO执行委员会的批准，其任何解释或结论不一定代表AMRO成员经济体的观点。本报告对特定领土或地理区域的指定或引用，亦或对“成员”或“国家”这些术语的使用，AMRO不作出任何关于领土或地区在法律或其他地位上的判断。

本报告的所有内容均不构成或被视为是对AMRO特有的权利和豁免权的限制或放弃。

除非另有说明，本报告数据截至2019年3月31日。

东盟与中日韩宏观经济研究办公室© 2019版权所有，侵权必究。ISSN: 25297449

印于新加坡

东盟与中日韩宏观经济研究办公室（ASEAN+3 Macroeconomic Research Office）
10 Shenton Way, #15-08 MAS Building
Singapore 079117

enquiry@amro-asia.org

www.amro-asia.org





目录

前言	vi
致谢	vii
缩略语表	viii
报告重点	x
1. 宏观经济展望与挑战	1
区域经济展望与全球背景	2
贸易保护主义的溢出效应	11
全球货币政策转变的支持	20
政策建议	26
专栏 1.1. 区域经济增长不断变化的驱动因素	8
专栏 1.2. 区域电子产品出口表现及未来的挑战	14
专栏 1.3. 中美贸易紧张局势：通过全球价值链对本区域的影响	16
专栏 1.4. 中美贸易紧张局势：对区域增长的短期和长期影响	18
专栏 1.5. 东亚经济体房地产估值周期介绍	30
专栏 1.6. 东盟4国的泰勒规则测算	31
附录. 主要宏观经济专栏参考文献	32
	34
2. 专题报告：新经济的能力与连通性建设	35
亚洲金融危机后的再平衡与韧性：蓄势待发	36
新经济，旧约束？能力与连通性方面的三个缺口	50
弥合差距：ASEAN+3 for ASEAN+3	59
摘要和政策建议	66
专栏 2.1. 满足新经济、新人口和服务业的需求	47
专栏 2.2. 基础设施投资及其对区域经济增长的影响	58
专栏 2.3. 东亚连通性与一带一路倡议：百花齐放	64
参考文献	71
附录. 东亚经济体的发展近况	73
文莱达鲁萨兰国	74
柬埔寨	77
中国	80
中国香港	83
印度尼西亚	87
日本	90
韩国	93
老挝人民共和国	96
马来西亚	99
缅甸	103
菲律宾	106
新加坡	109
泰国	112
越南	115



附图

1. 宏观经济展望与挑战

图 1.1.	全球风险地图	3
图 1.2.	东亚：商业、信贷及房地产估值周期	4
图 1.3.	全球经济活动月度PMI调查	5
图 1.4.	全球资本支出	6
图 1.5.	全球制造业：新订单及预期商业状况	6
图 1.6.	东亚：出口表现	6
图 1.7.	东盟4国和韩国：国内需求	6
图 1.8.	中国：国内需求	6
图 1.9.	区域经济体：经常账户余额预测	7
图 1.10.	东盟5国和韩国：非居民投资组合资本流动净额	7
图 1.11.	东盟4国和韩国：外汇市场压力指数	7
图 1.12.	贸易保护主义在本区域的主要传播途径	11
图 1.13.	按关税类别分列的中国对美国的出口	12
图 1.14.	中国对欧盟的出口	12
图 1.15.	主要经济体：区域出口表现	12
图 1.16.	中国对美出口增值产品来源	13
图 1.17.	美国和欧洲公司在华投资计划调查	13
图 1.18.	主要股票指数：对中美贸易紧张局势的反应	20
图 1.19.	新兴市场：金融环境指数	21
图 1.20.	区域新兴市场：长期借贷成本	21
图 1.21.	东亚：金融压力指数	22
图 1.22.	东亚：外汇储备充足性	23
图 1.23.	新兴市场：股市波动及主权债券利差	23
图 1.24.	美联储对2019年及以后货币政策方向的前瞻性指引与市场预期	23
图 1.25.	东盟4国和韩国：市场对主权风险的看法	23
图 1.26.	主要新兴市场：稳健的主权资本市场准入的ERP矩阵记分卡标准	23
图 1.27.	新兴市场：外部脆弱性和财政稳健性，2018	24
图 1.28.	区域新兴市场：2010年1季度外国非直接投资资本累计流入额	24
图 1.29.	新兴市场：股市估值	24
图 1.30.	东盟5国和韩国：流入本区域股市和债券市场的资金	25
图 1.31.	政策矩阵：评估当前的政策立场和建议	26
图 1.32.	主要东亚经济体：财政平衡	27
图 1.33.	主要东亚经济体：一般政府债务	27
图 1.34.	东盟4国：实际利率与泰勒规则估算	28
图 1.35.	东盟4国：实际通货膨胀与通货膨胀目标	39
图 1.1.1.	东亚：1990-2018年历史增长表现	8
图 1.1.2.	区域经济增长的驱动因素：2016年国民收入核算传统方法与进口调整法	

图 1.1.3.	区域经济增长的驱动因素：对实际GDP增长的贡献	9
图 1.1.4.	东盟5国：根据进口调整法调整的各组成部分在GDP中的变化	10
图 1.2.1.	对全球半导体销售的贡献	14
图 1.2.2.	区域经济体：电子产品出口	14
图 1.2.3.	全球电子产品及亚洲技术新出口订单PMIs	15
图 1.2.4.	区域经济体：2017年电子产品出口的集中和贡献	15
图 1.2.5.	全球智能手机出货量预测	15
图 1.3.1.	美国直接针对中国出口的贸易行动给本区域出口造成的风险.	16
图 1.3.2.	东亚：主要出口，2017	17
图 1.4.1.	不利贸易情景：对实际GDP增长影响的绝对值估算，2019-2020平均值	19
图 1.4.2.	地区GVC参与度及出口至美国和中国的增值产品份额	19
图 1.4.3.	基准和不利贸易情景：按行业估算对实际GDP增长和工业生产的长期影响	19
图 1.5.1.	程式化的房地产估值周期	30

第二部分. 新经济的能力与连通性建设

图 2.1.	区域的相对重要性：1998年、2018年、2035年名义GDP	36
图 2.2.	硬件及软件基础设施和区域连通性	38
图 2.3.	“新经济”示意图：更有效地生产及供应产品及服务	39
图 2.4.	服务业价值链	40
图 2.5.	服务业占GDP比例	40
图 2.6.	服务业中的就业占比	40
图 2.7.	2017年人力资本与服务发展之间的关系	40
图 2.8.	各国前往东盟旅游人次	41
图 2.9.	世界最大的旅游消费国	41
图 2.10.	东盟国家出境旅游人次	41
图 2.11.	年轻中国游客更倾向于自由行或半自由行	41
图 2.12.	东亚：城市人口	44
图 2.13.	城市化率 - 城市化人口占比	44
图 2.14.	全球中产阶级人口	44
图 2.15.	中产阶级的富裕与崛起：房地产业需求类型	45
图 2.16.	中产阶级消费	46
图 2.17.	东盟十大贸易伙伴	46
图 2.18.	根据最终需求地区分类的东盟增值产品出口比例	46
图 2.19.	东亚经济体基础设施发展需求	50
图 2.20.	东亚经济体：航空运输基础设施的质量	50
图 2.21.	东盟经济体：储蓄-投资缺口	52
图 2.22.	CLMV外债总额	53
图 2.23.	CLMV政府债务总额	53
图 2.24.	东盟4国和韩国：投资占GDP的百分比	54
图 2.25.	东亚经济体外汇储备覆盖率	54
图 2.26.	资本流向东盟5国和韩国	55
图 2.27.	2017年人力资本发展缺口	57
图 2.28.	2017年熟练雇员可用人数和技能排名	57

图 2.29.	东亚经济体：2017-2018年卫生、教育及培训全球排名	57
图 2.30.	东亚经济体：政府一般卫生支出	57
图 2.31.	东亚经济体与比较国：2017-2018年创新能力与知识产权保护	57
图 2.32.	东亚经济体和比较国：2017-2018年法律框架	57
图 2.33.	日本官方发展援助	60
图 2.34.	按地区划分的中国基础设施投资	60
图 2.35.	按行业划分的中国对东盟的基础设施投资	60
图 2.36.	按照来源国和地区划分，流入东盟8国经济体“新经济”的创建投资FDI	60
图 2.37.	流入东盟经济体的FDI：主要来源国及地区	61
图 2.38.	中国对东盟直接投资：前七大产业	61
图 2.39.	按来源国家/地区划分的东盟8国新建投资：所有行业	61
图 2.40.	按来源国家/地区划分的东盟8国对传统服务业的新建投资	61
图 2.41.	东盟服务贸易协定	63
图 2.42.	东亚主要品牌	63
图 2.1.1.	房地产投资者正在或计划在2019年活跃的广泛行业	48
图 2.1.2.	房地产投资者正在或计划在2019年活跃的细分行业	48
图 2.1.3.	中国的“最后一公里”包裹提取站	48
图 2.1.4.	地区房地产行业的外国直接投资	49
图 2.1.5.	以购买方划分的交易金额占比	49
图 2.1.6.	东亚主要经济体的跨境资本来源	49
图 2.2.1.	2015年基础设施支出及每年的缺口	58
图 2.2.2.	高于基准的模拟GDP增长	58
图 2.3.1.	东盟连通性总体规划 2025	64
图 2.3.2.	BRI覆盖范围	64
图 2.3.3.	总投资和涌入的私人投资在2019-2020年对东盟4国的影响	65

表格

1. 宏观经济展望与挑战

表 1.1.	2019-2020年GDP增长和通货膨胀预测	4
表 1.4.1.	短期：不利贸易情景假设	18
表 1.6.1.	东盟4国：泰勒规则规范	31
表 1.6.2.	东盟4国：泰勒规则估算结果	31

2. 新经济能力与连通性建设

表 2.1.	经济部门所需的基础设施	38
表 2.2.	超负荷运营的主要东盟机场	42
表 2.3.	融资和技术因素：基础设施项目的不同阶段	52
表 2.1.1.	东盟智能城市网试点城市	48
表 2.3.1.	主要东盟经济体：一带一路倡议案例研究	68

前言

AMRO自成立以来已经取得显著成绩，在此基础上，我们持续加强监测工作和研究活动，并出版和推广其研究成果。继2017年5月《2017东亚区域经济展望报告》（AERO 2017）以及多个国家的年度国别磋商报告发布之后，在AMRO成员经济体的支持下，2018年我们继续发布了多个国别报告。AMRO职员还增加了专题和其他研究活动，目的是向我们的成员国和广大民众及时提供相关的分析成果。令人鼓舞的是，在AMRO网站上发布的AREO月度更新报告和职员专题博客，都受到了广泛关注。

我们正在继续完善我们的分析框架和分析工具，通过开展区域经济监测，支持实施“清迈倡议多边化协议”，履行我们的使命，为本区域金融稳定做出贡献。在本期《2019年东亚区域经济展望报告》（AERO 2019）中，我们引入了房地产市场估值周期，并在AMRO监测框架的基础上，对选定的东亚区域经济体的泰勒规则模型进行了估算。随着经济评估与政策对话模型（ERPD Matrix）框架的制定和实施，AMRO监测框架得到了加强。这些新的分析工具也增强了我们对各成员经济体的风险评估，丰富了跨国分析。更重要的是协助研究人员对现行政策立场进行评估，并向成员经济体当局提出政策建议。

与2018年相比，尽管全球经济增长的基本驱动力正在放缓，预计2019-2020年对区域经济的提振作用有所减弱，但区域经济增长仍应保持韧性。随着全球贸易形势趋紧，外部需求疲软对区域经济增长带来的影响可能会变得更加明显。然而，近期发达经济体货币政策的转向可能会减轻这一风险。全球市场去年经历了一轮又一轮的剧烈波动，反映出国际贸易的不确定性，但在美联储和欧洲央行采取较为温和的态度后，货币状况近期有所缓解。本区域政策制定者需要做好准备，通过灵活使用现有的政策工具，并根据各国具体的条件和情况进行调整，减轻下行风险。令人鼓舞的是，尽管本区域的短期前景预计将有所放缓，但长期经济基本面依然稳固。

本年度的专题研究“新经济的能力与连通性建设”，是继AREO 2017专题章节（回顾亚洲金融危机（AFC）后的区域经济一体化及再平衡），以及AREO 2018专题章节（关注经济增长的驱动因素和区域保持韧性及持续增长的战略）之后的进一步阐述。本区域大多数国家以“出口型制造业”战略为主要支柱，在过去二十年里繁荣发展。本报告探讨了东亚经济体如何通过加强能力建设及连通性迎接新经济，并论述了这些区域的三个主要挑战，以及如何面对这些挑战来实现下一阶段的经济的发展。

尽管推进技术前沿的提升一直以来都不一帆风顺，而且还会继续不平衡，但向服务业的转型是不可避免的，需要重新考虑“能力”意味着什么以及需要什么样的“连通性”。创造和维持增长所需的投资将包括：新技术；使用新技术的人力资本；以及日益复杂和国际化的新价值链网络和连通性。与此同时，发展中经济体的基础设施建设面临三个主要挑战：储蓄率低造成的资金缺口；需要建立资本流动波动缓冲造成的外汇限制；以及在治理、人力资本和连通性方面反映出改善需求的要素差距。最后，我们认为，可以通过善用本区域丰富多样的资源，加强区域一体化，促进能力建设及连通性，从区域内部寻找应对挑战的解决方案。

许和意（Hoe Ee Khor）

AMRO首席经济学家

致谢

本报告提供了AMRO工作人员对本区域短期经济前景的评估，包括面临的风险、脆弱性和挑战，以及国家当局的政策回应。评估以区域监测小组的分析为基础，并借鉴了国家监测小组的工作。报告还包括了工作人员对本区域面临的长期结构性问题所做的专题研究。报告已提交给执行委员会成员，以便他们对东亚地区经济发展和政策问题进行讨论。

本报告是在AMRO主任常军红博士以及其他高层管理人员的指导下，由Li Lian Ong博士带领的区域和金融监测小组起草的，由首席经济学家许和意(Hoe Ee Khor)博士审核。

“东亚区域宏观经济展望与挑战”一章由Anthony Tan先生（主持编写）、Edmond Choo先生、Vanne Khut女士和Justin Lim先生编写；专题章节“新经济的能力与连通性建设”由Suan Yong Foo先生（主持编写）和Vanne Khut女士编写；San Ling Lam先生（AMRO顾问）对该章节提出宝贵建议。其他参与本章节的小组成员包括Malichanh Chiemsisoulath、Laura Grace Gabriella女士、刘心一博士、Wei Sun和Madeleine Vinuya。

本报告也得益于监测部门其他工作人员的投入和建议，他们是Seung Hyun (Luke) Hong博士、Sumio Ishikawa博士、Jae Young Lee博士、Chaipat Poonpatpibul博士、Matthew Yiu、Abdurohman博士、Jinho Choi博士、Diana del Rosario女士、Tanyasorn Ekapirak博士、Paolo Hernando先生、黄贤国(Jerry)博士、Zhiwen Jiao、李文龙博士、Dan Lu、Ruperto Pagaura Majuca博士、Muhammad Firdauz Muttaqin先生、Thi Kim Cuc Nguyen博士、Jade Vichyanond博士、Wanwisa (May) Vorrarikulkij女士和Yang-Hyeon Yang，以及AMRO的其他同事。

本报告还受益于以Bandid Nijathaworn为组长的AMRO顾问组于2019年3月7日对报告提出的若干建议。出席2019年1月22日在曼谷举行的AMRO-IMF研讨会的与会者对本报告专题章节的初稿提出了富有洞见的评论与反馈，对此，本报告作者对他们表示由衷的感谢。

Edmond Choo 协调出版工作；Huong Lan (Pinky) Vu 和 Jiayi Zhang提供交流与外联支持；Faith Pang 与成员经济体当局联络。

本报告中所表达的观点仅为AMRO工作人员的观点，并不以任何方式涉及各AMRO成员经济体的意图。

缩略语表

ADB	亚洲开发银行	ODA	官方开发援助
AEs	发达经济体	ODI	对外直接投资
AFC	亚洲金融危机	OECD	经济合作与发展组织
BIS	国际清算银行	OPEC	石油输出国组织
BOJ	日本银行	OTC	场外交易
BOT	泰国银行	PBC	中国人民银行
CAPEX	资本支出	PCE	个人消费开支
CPI	消费者物价指数	PMI	采购经理指数
CBO / CPB	国会预算办公室/荷兰经济政策分析局	PPI	生产价格指数
DBU	本地货币单位	RBA	澳大利亚储备银行
DXY	美元指数	SGP	稳定与增长公约
EMs	新兴市场	SITC	国际贸易标准分类
EIA	美国能源信息署	SOEs	国有企业
ECB	欧洲中央银行	UMP	非常规货币政策
EPFR	新兴市场投资基金研究公司	UNCTAD	联合国贸易与发展会议
FCY	外币	USMCA	美墨加贸易协定
FDI	外国直接投资	VAT	增值税
U.S. Fed	美联储	WEO	国际货币基金组织的《世界经济展望》
FOMC	联邦公开市场委员会	WTO	世界贸易组织
FX	外汇	3MMA	3个月移动平均值
G3	美国、欧元区和日本	4wma	4周移动平均值
GDP	国内生产总值	bps	基点
GFC	全球金融危机	EBITDA	息税折旧摊销前利润
GFCF	固定资本形成总额	FY	财年
GNI	国民总收入	mb/d	百万桶/日
GST	商品及服务税	m-o-m	月度环比增长
GVC	全球价值链	PPP	购买力平价
HICP	消费价格调和指数	q-o-q	季度环比增长
ICR	利息备付率	SA	季节性调整
IEA	国际能源署	s.w.d.a.	季节性和工作日调整
IIF	国际金融协会	SAAR	季节性调整年化率
ILO	国际劳工组织	y-o-y	年同比
IMF	国际货币基金组织	YtD	年初至今
LCY	本国货币	ASEAN	东南亚国家联盟
MAS	新加坡金融管理局	ASEAN (ex-SG)	东盟（不包括新加坡）
NAFTA	北美自由贸易协定		
NEER	名义有效汇率		
NFC	非金融企业		
REER	实际有效汇率		

ASEAN+2	东盟与中国（包括中国香港地区）、韩国	EU	欧盟
ASEAN+3	东盟与中国（包括中国香港地区）、日本、韩国	FI	芬兰
ASEAN-4	东盟四国（马来西亚、泰国、印尼、菲律宾）	FR	法国
ASEAN-5	东盟五国（马来西亚、泰国、印尼、菲律宾、越南）	IT	意大利
ASEAN-6	东盟五国和新加坡	MX	墨西哥
ASEAN-8	东盟8国，不包括文莱和新加坡	NL	荷兰
Plus-3	中国、日本和韩国	PT	葡萄牙
BCLM	文莱、柬埔寨、老挝、缅甸	RU	俄罗斯
BRICS / LatAM	金砖国家（巴西、俄罗斯、印度、中国和南非）/ 拉丁美洲	SK	斯洛伐克
CLMV	柬埔寨、老挝、缅甸、越南	SP	西班牙
BN	文莱	TR	土耳其
CN	中国	U.K	英国
HK	中国香港 ^{1/}	U.S.	美国
ID	印度尼西亚	ZA	南非
JP	日本	AUD	澳元
KH	柬埔寨	BND	文莱元
KR	韩国	BRL	巴西雷亚尔
LA, Lao	老挝人民民主共和国	CHF	瑞士法郎
PDR	老挝人民民主共和国	EUR	欧元
MM	缅甸	GBP	英镑
MY	马来西亚	HKD	港元
PH	菲律宾	IDR	印度尼西亚盾
SG	新加坡	JPY	日元
TH	泰国	KHR	柬埔寨瑞尔
VN	越南	KRW	韩元
AU	澳大利亚	MXN	墨西哥比索
AT	奥地利	MYR	马来西亚林吉特
CY	塞浦路斯	PHP	菲律宾比索
BE	比利时	RMB	人民币
BR	巴西 德国	RUB	俄罗斯卢布
DE	爱沙尼亚	SGD	新加坡元
EE	西班牙	THB	泰铢
ES		TRY	土耳其里拉
		USD	美元
		VND	越南盾
		ZAR	南非兰特

^{1/}为简洁起见，文中称“中国香港”为“香港”。

报告重点

宏观经济展望与挑战

我们预计，尽管全球风险平衡转向下行，新兴经济体将面临更大的阻力，但东亚地区仍将保持韧性。G3经济体商业周期的成熟、科技和资本支出的周期性放缓，以及贸易摩擦带来的持续不确定性表明，在2019年至2020年期间，全球增长驱动力可能会有所放缓。对于那些更加开放、贸易依赖性更高的经济体，外部需求疲软带来的不利影响会变得更加明显。然而，大多数东亚经济体正在努力加强基本面建设；其中多数国家正处于经济周期的中期，经济增长接近各自的长期趋势，产出缺口接近于零，通货膨胀在政策目标之内或符合长期趋势。尽管大多数国家的政策空间已经缩小，政策制定者仍应利用各种杠杆和累计缓冲来缓解不利因素，以管控因宏观经济相互依赖带来的不确定性。

2018年下半年，主要受全球贸易不确定性影响，市场再次出现波动。借贷成本上升及美元升值的共同作用导致了新兴市场的金融压力，特别是结构性脆弱的经济体，加剧了风险规避情绪，新兴市场出现抛售行为。在亚洲，特别是印度尼西亚和菲律宾，强烈感受到全球金融环境收紧，借贷成本急剧上升。由于国外投资者结清其投资组合，9月及10月本区域资本流出总额达60亿美元。

近期主要经济体货币政策转向应该能够缓解本区域资本外流的压力。2019年初，疲软的经济指标以及对全球经济（包括中国）普遍放缓的预期，进一步导致市场不稳定。美联储和欧洲央行此前一直走在正常化道路上，但它们的态度大转弯也产生了意想不到的影响，加剧了人们对全球经济同步放缓的担忧，从而导致市场进一步波动。然而，从长远来看，只要政策方向明确，市场不会持续出现意外，全球金融环境的放松将有利于经济增长。

与2018年相比，本区域在2019-2020年的增长速度仅略微放缓，但增长轨迹的不确定性更大。尽管前景较为黯淡，但基本面依然稳固。考虑到目前已实施的贸易保护主义措施带来的短期影响，预计区域经济增长在2019-2020年为5.1%（2018年为5.3%）。与2018年相比，整体通胀预计将稳定在2%左右。我们已将中国2019年的经济增长预期上调至6.3%（与2019年1月的6.2%相比），2020年为6.2%。预计日本2019财年的经济增长率将保持在0.6%，2020财年将放缓至0.5%。我们对东盟的经济增长预期保持在5.1%，2020年将小幅回升至5.2%。

全球贸易放缓带来的阻力越来越大，本区域无疑将受到考验。围绕贸易的不确定性依然很高，尽管中美贸易谈判取得了进展，但贸易摩擦紧张局势进一步升级的风险不能低估。贸易保护主义向本区域的风险传递将主要通过出口和全球价值链，随着全球经济增长放缓，这些风险可能会因二级效应而被放大。对中国直接出口敞口较大的区域经济体，以及面向区域外需求通过全球价值链间接出口的区域经济体，短期内将受到更大影响。高度开放和对贸易依赖性高的经济体，如香港、韩国、马来西亚、新加坡，以及在某种程度上的越南，尤其容易受到冲击。

我们的最差预期是，贸易紧张局势将针锋相对地升级，导致本区域经济增长率下降0.4个百分点。在这种极端的情况下，美国和中国将对两国之间的所有进口商品征收25%的关税。



在短期内，预计对本区域某一特定经济体的增长影响的绝对值将更大，最高可达-1.0个百分点。毫不意外，美国和中国都将蒙受损失，如果实施更多的非关税措施，损失将更大。2019-2020年间，与中国相比(-0.6个百分点)，对美国的绝对影响将相对较小(-0.3个百分点)，但是对美国的相对影响较大(2019-2020年平均增长率的13%)，对中国的相对影响较小(低于10%)。

由于下行风险变得更加明显，在政策方面几乎没有可自满的余地。一些成员国采取了先发制人或前瞻性政策措施，有助于缓解市场担忧。一些经济体则采取了货币紧缩政策，以维持国内外价格稳定，并遏制长期低利率对金融稳定造成的风险累积。有的经济体还采取了其他措施，如暂停进口密集型基础设施项目，以减轻经常账户的压力。

在财政方面，稳健的公共财政使财政政策发挥了有限但至关重要的逆周期作用。各成员国采取更具扩张性的政策，或者在财政政策具有约束力的情况下，重新安排支出的优先顺序，即使整个地区的财政空间已经缩小。在经历了一段高于趋势水平的增长时期之后，受到全球金融环境宽松的提振，一些区域经济体目前正处于信贷周期放缓阶段，已放松宏观审慎措施，以支持贷款活动。

从中长期看，需要采取更多行动来支持本区域的增长前景并增强韧性，特别是要加强能力和连通性建设，深化国内资本市场。过去二十年本区域整体繁荣，“出口型制造业”战略成为大多数国家的主要支柱。然而，向服务业转型是不可避免的，需要解决在必要领域进行投资以产生和维持增长的问题。

专题报告：新经济的能力与连通性建设

能力与连通性建设是东亚迎接“新经济”，开启下一阶段增长轨迹的首要任务。本区域多数国家以“出口型制造业”战略为主要支柱，在过去二十年里繁荣发展。尽管推进技术前沿的提升一直以来都不一帆风顺，并且还会继续不平衡，但向服务业的转型是不可避免的，需要重新考虑“能力”意味着什么以及需要什么样的“连通性”。近期出现的关键问题是，如果投资不足得不到解决，将会影响经济增长。2019年专题报告是在AREO 2017亚洲金融危机后区域经济一体化及再平衡，以及AREO 2018年韧性和增长的基础之上的进一步延伸。

三个关键驱动因素将决定本区域在中短期内的能力和连通性建设的重点。首先，技术或第四次工业革命（4IR）引领自动化、去工业化及服务业的兴起。其次，成熟的人口结构及快速增长的中产阶级将会着重向更加节约劳动力，以技术和知识为基础的生产能力的转变，刺激本区域内部对消费品及服务的需求，包括改善居住空间、新的或重新配置的服务，以及对更好的连通性的需求。第三，西方的保护主义，与本区域的日益富裕和最终需求，将共同对区域一体化起到推动和拉动作用。

发展中经济体，尤其是新兴市场，在不能以自筹资金进行长期投资的领域面临复杂的挑战，包括公共基础设施、人力资本及其他促进国家生产力的无形资产。东亚地区经济快速增长将会产生新的基础设施需求，扩大预期的投资缺口。气候变化的结果将会加大基础设施薄弱的国家面临经济增速放缓的风险。

确定了能力及连通性建设方面的三个关键缺口，即资金、外汇及要素缺口。“资金缺口”是国内投资需求（包括公共基础设施）与国内可用储蓄资金之间的缺口。“外汇缺口”描述了新兴市场和发展中经济体需要通过积累大量外汇储备以减轻资本突然外流的风险而面临的融资限制。“要素缺口”体现了非财政限制。当资金得到保障时，进行基础设施项目的的能力取决于有效的项目管理、必要的人力资源以及所采用的专业知识和技术。

为了弥合差距，需要利用东亚地区内部投资，依靠区域金融安全网，同时发展专业知识、技术和体系。东亚经济体可以进行更多的长期投资，以提高整个地区的能力和连通性。东亚新兴市场也应继续参照发达国家的最佳做法，这些国家仍是本区域技术转让投资和向“新经济”转型的主要驱动因素。清迈倡议多边化协议符合本区域公共利益，为东亚经济体提供了金融安全网。东亚经济体的人力资本、专业知识和技术发展水平的多样性，为进一步加强合作与协作提供了空间，弥补区域经济体的要素缺口，优化区域稀有资源的配置和回报，特别是应推进各种措施，以加强区域一体化和连通性。

宏观经济展望与 挑战



2019年面对全球经济下行风险及更大的阻力，东亚地区应保持韧性。G3经济体商业周期的成熟、科技和资本支出的周期性放缓，以及贸易摩擦带来的持续不确定性表明，在2019年至2020年期间，全球增长驱动力可能会有所放缓。自2018年中期以来，由于全球贸易不确定性和利率上升，全球市场再次出现波动，一些新兴市场的金融动荡带来风险规避情绪，加剧了这种波动。然而，最近主要经济体的货币政策转向，已导致全球利率下降，并为经济增长提供一些支持。大多数区域经济体现行的政策可能需要重新调整，特别是在货币和财政领域，然而，宏观审慎政策普遍充足。

1 区域经济展望与全球背景

东亚经济体正面临外部需求的影响和持续贸易摩擦带来的阻力，但预计仍保持稳定。在经历了长期高于趋势水平的增长之后，主要G3经济体的经济活动正恢复到其潜在增长水平，而全球科技和资本支出周期正从去年的峰值回落。由于增长势头可能会受到一些特殊因素的抑制（比如美国的商业支出更加疲软，德国对新车排放法的调整，以及日本计划上调消费税所带来的影响），G3经济增长的大幅回落可能会令人吃惊。贸易的发展可能成为未知数 - 尽管据报道中美谈判取得了进展，但国际贸易体制的不确定性，以及美国与其主要贸易伙伴（中国、日本和欧盟）之间进一步针锋相对地提高关税，都可能拖累经济活动。

主要是受全球贸易不确定性的影响，2018年下半年全球金融市场经历了新一轮动荡，并且由于美国收紧货币政策而进一步恶化。强劲的美国经济和不断走强的美元使新兴市场的脆弱性凸显，宏观经济失衡加剧。阿根廷和土耳其的动荡影响了整个新兴市场，加剧了对具有双重赤字的新兴市场的风险规避情绪，即便是那些宏观经济基本面良好的新兴市场。最近人们对美国和欧洲经济可能出现衰退，以及中国经济可能大幅放缓的担忧，进一步令市场感到不安。

在短期内，本区域面临的主要是外部风险，即反映了全球风险，也反映了中国的尾部风险。在全球风险地图中，根据所报道的中美谈判的进展情况，贸易保护主义升级的风险被视为中等可能性事件（图1.1）。由于上述特殊因素的抑制作用可能会持续，G3经济体增长低于预期的可能性也已上升（从低到中）。鉴于出口面临强劲阻力，中国经济大幅放缓（尾部风险）的可能性已从中期转向短期，而国内去杠杆化进程可能会加剧这种情况。与此同时，地缘政治风险有所减弱，从当务之急转变为中期尾部风险，而贸易和金融风险则成为焦点。

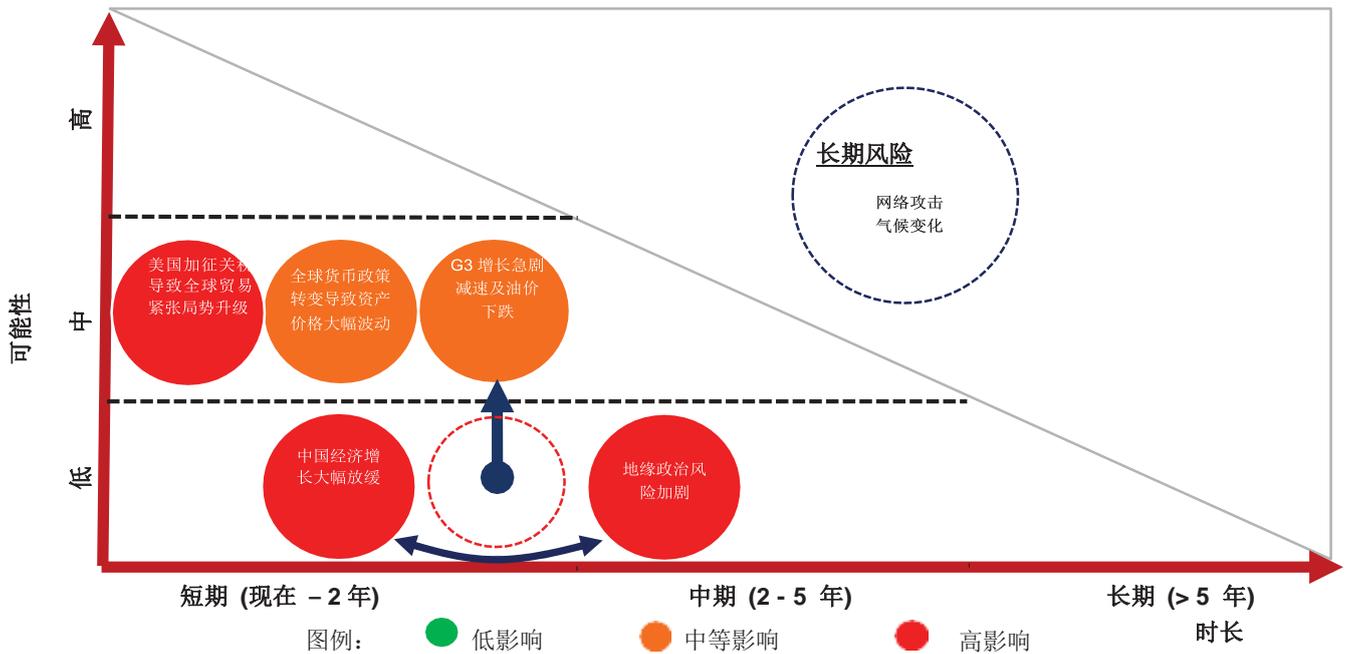
东亚地区的增长速度仅略微放缓。尽管本区域的前景转弱，但依然稳固。考虑到已经实施的贸易保护主义措施以及一些区域政府（表1.1）采取的政策行动在短期内造成的影响，预计2019-2020年的增长率为5.1%，略低于2018年的5.3%。然而，全球增长势头放缓给本区域的增长轨迹带来了更大的不确定性。预计总体通胀率将稳定在2%左右。

令人鼓舞的是，大多数东亚经济体表现良好，几乎没有迹象表明宏观经济失衡的集中累积。许多仍处在商业周期的中期阶段，经济增长接近各自的长期趋势，产出缺口接近于零，通货膨胀在政策目标之内或接近其长期平均水平（图1.2）¹。发展中经济体，尤其是柬埔寨和越南，增长势头强劲。一些大宗商品出口国，特别是文莱和缅甸，增长速度正在加快，但这些经济体正处于商业周期的早期阶段，通货膨胀压力相对较小。日本是唯一一被评估处于商业周期后期阶段的成员经济体，经济增长接近其潜力，表现在劳动力市场紧缩的条件下，名义工资不断上涨，工作岗位与申请者的比率达到了创纪录的水平。所有经济体正处在信贷周期复苏或放缓阶段，几乎没有证据表明存在任何信贷泡沫。与此同时，除了相当富裕的中国和香港以外²，本区域房地产估值基本处于温和水平。

¹ 参阅 AMRO（2018a）用于估计商业和信贷周期的方法的讨论。

² 参阅第4节有关房地产估价周期的详情，并结合 AMRO 研究人员的政策建议，进一步讨论这些周期。

图 1.1. 全球风险地图
(相对于2018年4月)



资料来源：AMRO 估算。

注：

短期风险

- a. **美国加征关税导致全球贸易紧张局势升级 (中等可能性; 高度影响)**。在局势升级的情况下，假设美国与其主要贸易伙伴之间不会达成贸易协议。之后美国将价值2000亿美元的中国进口商品的现行关税从10%提高到25%，并对其余所有从中国进口的商品征收25%的关税。在这一假设中，美国还对进口汽车征收全面关税。由于风险可能与G3经济体中较弱的经济增长相互作用，这种影响可能会被放大。然而，根据所报道的谈判持续进展情况，我们对升级的可能性评估保持不变。
- b. **全球货币政策转变导致资产价格大幅波动 (中等可能性; 中度影响)**。发达经济体由于货币政策转变导致资产价格大幅波动的可能性已经降低。近期主要经济体的货币政策转向应会缓解本区域资本外流的压力。美联储和欧洲央行转向温和的货币政策（此前一直走在正常化道路上）应该对经济增长起到支持作用。在2019年3月的会议上，联邦公开市场委员会（FOMC）预计2019年和2020年不会加息，相比之下，2018年12月的会议预计2019年将加息两次，2020年加息一次。自2010年代初美联储开始提供政策预测以来，政策基准的50个基点的变动是最大的。此外，欧洲央行已经将首次加息的时间推迟至最早为2020年底。

- c. **中国经济增长大幅放缓 (可能性低; 高度影响)**。近期出口前景的不确定性与国内去杠杆化进程的相互作用，是中国经济增长的短期尾部风险。
- d. **G3经济增长急剧减速及全球油价走弱 (中等可能性; 中等影响)**。考虑到特殊风险因素的抑制作用，G3经济增长低于预期的可能性增加，特别是：财政刺激的扩散效应（美国），德国（欧元区）新排放标准法令导致长期疲软，脱欧的不确定性（英国），及2019年末计划上调消费税带来的长期负面影响（日本）。中国经济增长大幅放缓也可能导致全球油价走弱。

中期风险

- e. **地缘政治风险加剧 (可能性低; 中度影响)**。随着朝鲜半岛紧张局势的缓和，地缘政治风险已从短期尾部风险转变为中期尾部风险，关注的重点也转向贸易风险。

表 1.1. 2019-2020年GDP增长和通货膨胀预测

	实际 GDP 增长 (年同比增长百分比)			标题通货膨胀率 (年同比增长百分比)		
	2018	2019 p/	2020 p/	2018	2019 p/	2020 p/
东亚地区	5.3	5.1	5.0	2.0	2.1	1.9
文莱	0.1	2.1	2.0	0.1	0.4	0.5
柬埔寨	7.2	7.1	7.0	2.5	2.8	3.0
中国	6.6	6.3	6.2	2.1	2.2	1.8
香港	3.0	2.7	2.7	2.4	2.5	2.3
印度尼西亚	5.2	5.1	5.1	3.1	3.5	3.5
日本 (财年)	0.6	0.6	0.5	0.8	0.8	0.7
韩国	2.7	2.6	2.6	1.5	1.0	1.4
老挝	6.5	6.6	6.9	2.0	2.1	2.5
马来西亚	4.7	4.6	4.7	1.0	1.6	2.2
缅甸 (财年)	7.3	7.3	7.4	5.0	4.5	4.5
菲律宾	6.2	6.4	6.6	5.2	3.0	3.0
新加坡	3.2	2.5	2.6	0.4	1.1	1.5
泰国	4.1	3.8	3.7	1.1	1.0	1.0
越南	7.1	6.6	6.7	3.5	3.8	3.7

资料来源：各国政府部门；AMRO 估算。

注：日本 2018、2019、2020 年实际 GDP 增长的数据分别采用的是截至 2019、2020、2021 年 3 月的财政年度的数据。缅甸从 2018 年开始，实际 GDP 增长数据采用的是 10 月开始的新财政年度的数据。对于尚未获得 2018 年数据的经济体，所采用的数据是 AMRO 的估计数据。印度尼西亚总体通货膨胀数据采用的是年底的数据。

图 1.2. 东亚地区：商业、信贷及房地产估值周期

		商业周期					房地产估值周期
		早期	中期	晚期	衰退		
信贷周期	复苏		印度尼西亚 马来西亚 泰国 中国			低	
			文莱 柬埔寨			中	
						高	
	扩张				不适用		
	减速		菲律宾 新加坡 越南	日本		中	
		韩国 香港 老挝			高		
紧缩					不适用		

资料来源：AMRO 估算。

注：韩国对房地产估值的分析主要集中在首尔及其周边地区，这些地区的房价同比涨幅较高。

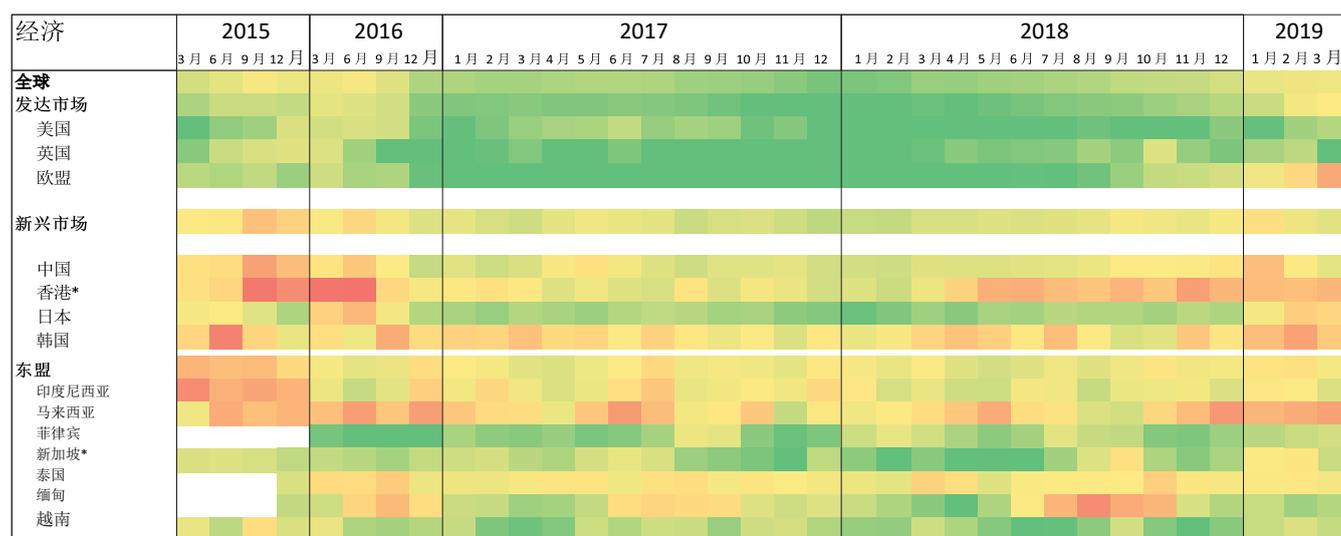
对更加开放、贸易依赖性更高的经济体而言，2019 - 2020 年外部需求疲软给区域经济增长带来的不利影响会变得更加明显。自2016年以来全球经济增长强劲，使本区域受益，积极推动贸易为增长提供了强大的动力（图1.3）。尤其是G3经济体的投资上升周期，刺激了需求，从而促进了本区域的出口。展望未来，外部需求可能会减弱，这不仅是由于关税措施的影响，而且还反映了G3经济体技术和资本支出周期的转变（图1.4）。

主要的担忧之一是2019年可能出现“出口悬崖”效应。制造业采购经理人指数（PMI）调查指明了这一风险，因为2018年的高产量/出口在一定程度上反映了贸易紧张局势可能升级之前的前期负荷。自2018年四季度以来，出口订单的前瞻性指标和对制造业商业状况的预期都有所恶化，预示着前景将更加疲软（图1.5）。2018年11月，本区域的出口数量和价值都有所下降，并在12月出现萎缩。然而，出口在一月份略有反弹（图1.6）。

随着外部需求放缓，区域增长将由内部需求支撑。继2017年强劲增长之后，区域内需继续保持增长态势（专栏1.1）。在劳动力市场结构稳定及收入持续增加的驱动下，个人消费保持强劲。尽管一些东盟经济体对经常性支出进行持续整合，但公共部门仍然提供支持（图1.7）。一些东盟新兴经济体的投资得到了公共基础设施项目的支持（例如，泰国的大型基础设施项目；菲律宾的“大建特建”计划；以及印度尼西亚的基础设施投资项目，这些项目反过来也有助于吸引私人投资。在中国，个人国内需求指标也保持稳定（图1.8）。

尽管出口需求疲软，但预计2019-2020年区域经济体的经常账户头寸仍保持韧性。迄今为止，本区域强大的外部需求有助于将其新兴市场与区域外部的市场区分开来（AMRO2018b）。预计泰国和韩国将实现健康的经常账户盈余，中国和马来西亚也将出现盈余，尽管规模相对较小。由于印度尼西亚实施了限制进口和促进出口的措施，以及预计石油价格将下跌（印尼是石油净进口国），预计印度尼西亚的经常账户赤字将会减小；与阿根廷、南非和土耳其出现的广泛的外部失衡相反（图1.9），菲律宾的经常账户赤字可控。此外，日本应在基本收入平衡稳定的基础上，继续保持强劲的经常账户盈余。

图 1.3. 全球经济活动月度PMI调查



资料来源：IHS Markit；AMRO 估算。

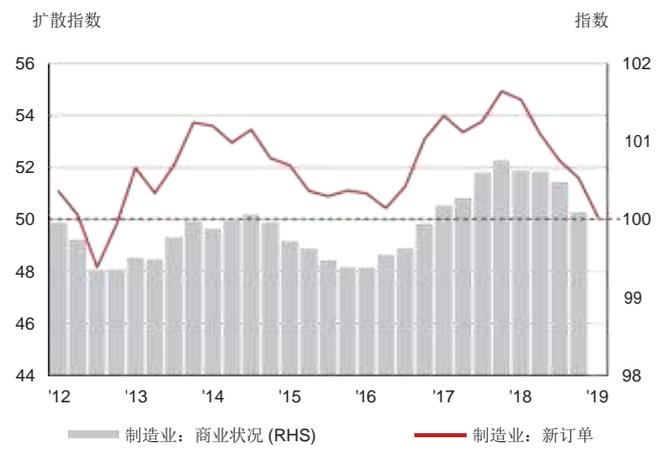
注：颜色表示读数与 50（中性点）之间的距离。读数越红，越低于 50；读数越绿，越高于 50。香港和新加坡的 PMI 指的是整个经济体的 PMI。

图 1.4. 全球资本支出



资料来源: HaverAnalytics; 各国政府部门; AMRO 计算

图 1.5. 全球制造业: 新订单及预期商业状况



资料来源: Haver Analytics.

图 1.6. 东亚: 出口表现

数量及价值



资料来源: HaverAnalytics; 各国政府部门; AMRO 计算。

根据目的地计算价值



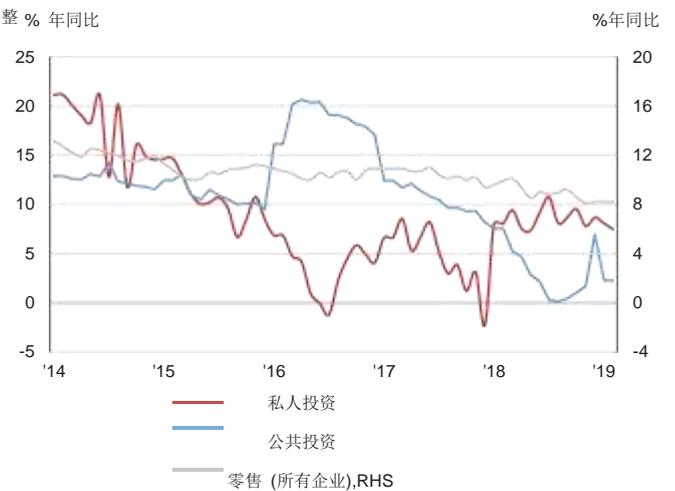
资料来源: HaverAnalytics; 各国政府部门; AMRO 计算。

Figure 1.7. 东盟4国和韩国: 国内需求



资料来源: 各国政府部门; AMRO 计算。

图 1.8. 中国: 国内需求



资料来源: 各国政府部门; AMRO 计算。

图 1.9. 区域经济体：经常账户余额预测

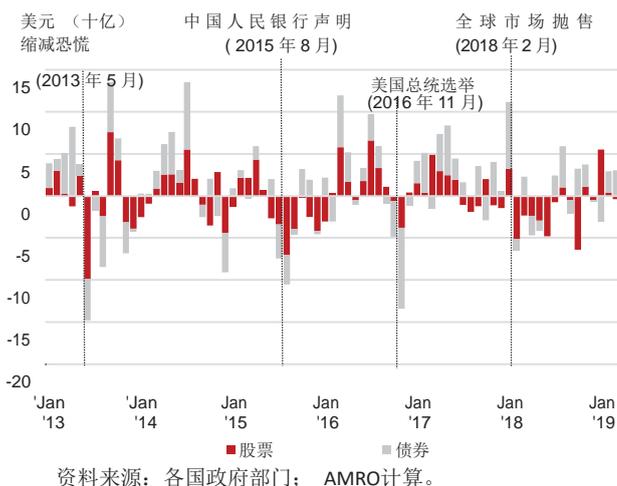


资料来源：各国政府部门；AMRO计算。

2018年区域新兴市场出现了大量非居民投资资本净流出。在2017年获得350亿美元投资资本净流入之后，东盟5国及韩国2018年累计净流出380亿美元。其中包括2-4月债券市场累计净流入170亿美元，股票市场累计净流出约100亿美元，4月底新兴市场抛售期间流出84亿美元，8月回归净流入（图1.10）。由于担心美联储在2018年2月加速标准化进程，股市资金流出主要由投资者重新平衡投资组合而引发的。随后的贸易紧张局势升级及一些新兴市场动荡加剧了这种情况。与之相反的是，尽管与美国存在贸易冲突，但中国的资本流动情况相对具有韧性，资金持续流入股票和债券市场，部分原因是中国宣布MSCI新兴亚洲指数权重增加，并纳入了摩根大通及彭博债券指数。

区域经济体应该继续建立缓冲，以应对未来更加不确定的全球环境。迄今为止，压力水平与以往的压力事件相比相对较低，例如本区域在2013年缩减恐慌之后的几个月经历了高达234亿美元的投资组合资金大幅回调。以东盟4国及韩国为基础计算的外汇市场压力指数表明本区域反击外部冲击的方式是允许汇率进行调整，适时使用外汇储备使波动平稳（图1.11）。

图 1.10. 东盟5国和韩国：非居民投资组合资本流动净额



资料来源：各国政府部门；AMRO计算。

图 1.11. 东盟 4 国和韩国：外汇市场压力指数^{1/}



资料来源：各国政府部门；AMRO计算。

^{1/} EMPI 是过去六个月中某个月的货币和外汇储备的百分比变化之和。

专栏 1.1

区域经济增长不断变化的驱动因素

在快速工业化及融入全球经济的支持下，东亚已经实现了经济高速增长，尤其是在过去的三十年^{1/}。然而，在全球金融危机之后（GFC），经济增长已经由年均6%放缓至约5%，反映出全球形势更具挑战性，同时也与中国经济增速放缓的时间吻合，中国正在经历再平衡（图1.1.1）。所以在这种“新常态”下，经济增长的驱动因素是什么，尤其是需求来源及正在发生的结构性变化，反过来将对未来经济增长产生影响吗？

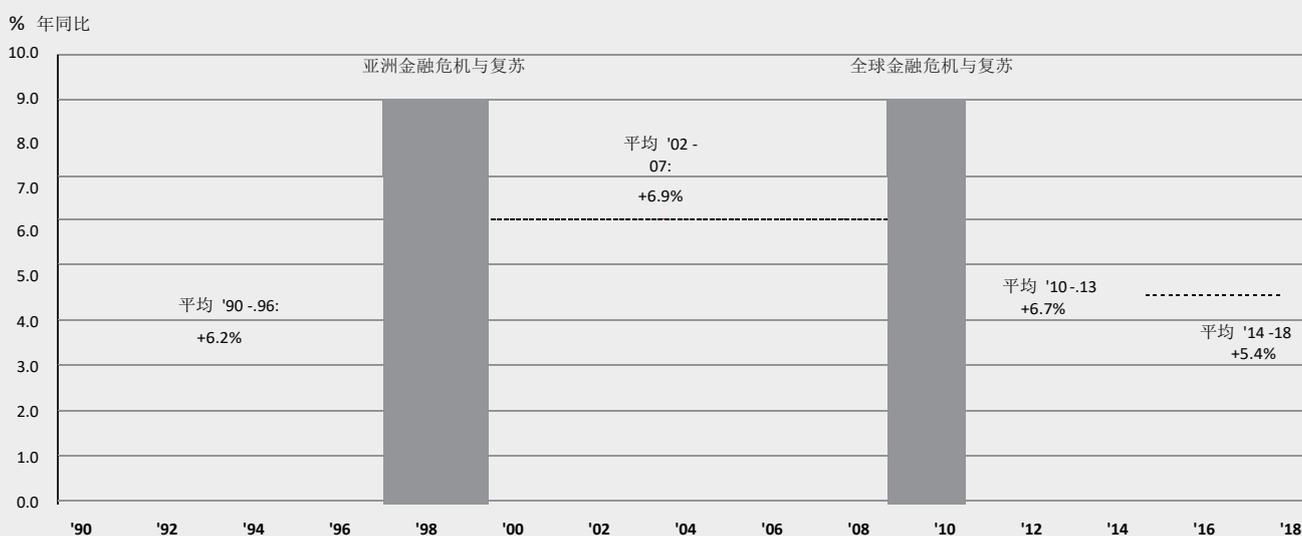
传统的国民收入核算办法通常被用来确定增长的驱动因素（或来源）。通常将GDP分解为个人消费、公共消费、固定资本形成总额（投资）及净出口额。这种方法的优点是净出口额突出了对外贸易对经济增长的净贡献。其局限性在于没有反映出内需及外需对拉动增长做出的真实相对贡献，因为满足内需的进口并没有从每个需求组成部分中扣除，因此夸大了内需对总增值的贡献。在这种情况下，采取另一种方法来估算主要需求组成部分对GDP增长的净贡献（称为进口调整法），以便更加准确地确定本区域不断变化的增长驱动因素。

通过投入产出表（IO），将投入产出累积生产结构（CPS）技术应用于东盟5国。采用了Kranendonk和Verbruggen (2008)的方法^{2/}。CPS技术估算与经济最终需求的各个组成部分相关的货物及服务的进口量。然后利用特定最终需求组成部分与其进口量之间的差额，推导出各需求组成部分对总体GDP的净贡献。传统方法与进口调整方法之间的比较清楚地显示出，两者在量化内需与外需对区域经济增长的推动作用时存在显著差异（图1.1.2）。

将进口调整方法应用于增长各个需求组成部分，得出以下结论：

- 从短期来看，自2016年年中开始的全球贸易上升周期有助于促进增长，缓解国内需求。在全球贸易长期低迷之后，由于贸易开放程度较高，近期的周期性回升对本区域有利。日本是一个很好的例子，其外部需求约占2017年的GDP增长总额的三分之一，而在2016年这一比例几乎可以忽略不计（图1.1.3）。因此自2017年以来，全球贸易上升周期促使区域增长更为平衡，有助于缓解国内需求压力。

图 1.1.1. 东亚地区：1990-2018年历史增长表现

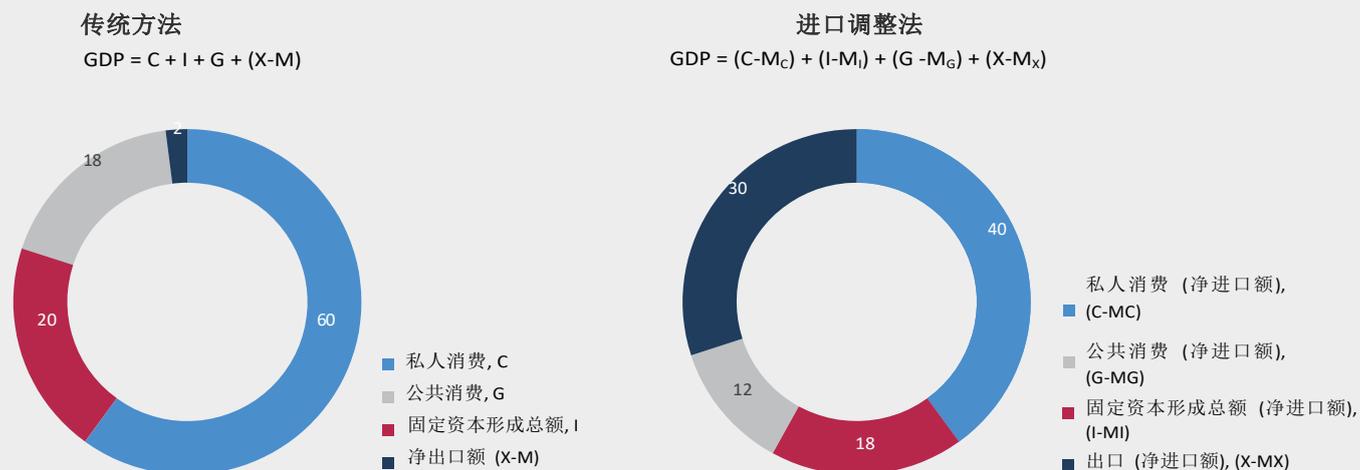


资料来源：各国政府部门；AMRO 计算。

^{1/} 不包括危机发生的年份 1997-98 年，及 2008-09 年。

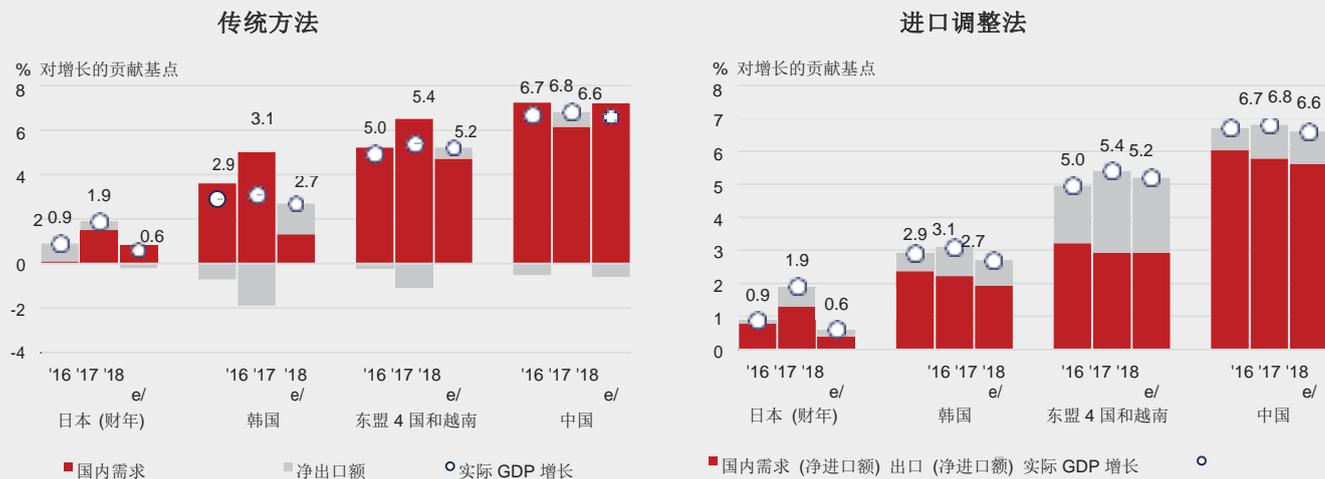
^{2/} 本图表使用的 IO 表来自经合组织。初步结果可能与国家当局的官方 IO 表不同。

Figure 1.1.2. 区域经济增长的驱动因素：2016年国民收入核算传统方法与进口调整法
(% 东亚 GDP)



资料来源：经合组织；AMRO 估算。
注：未显示股票变化。

图 1.1.3. 区域经济增长的驱动因素：对实际GDP增长的贡献



资料来源：经合组织；AMRO 估算。

资料来源：经合组织；AMRO 估算。

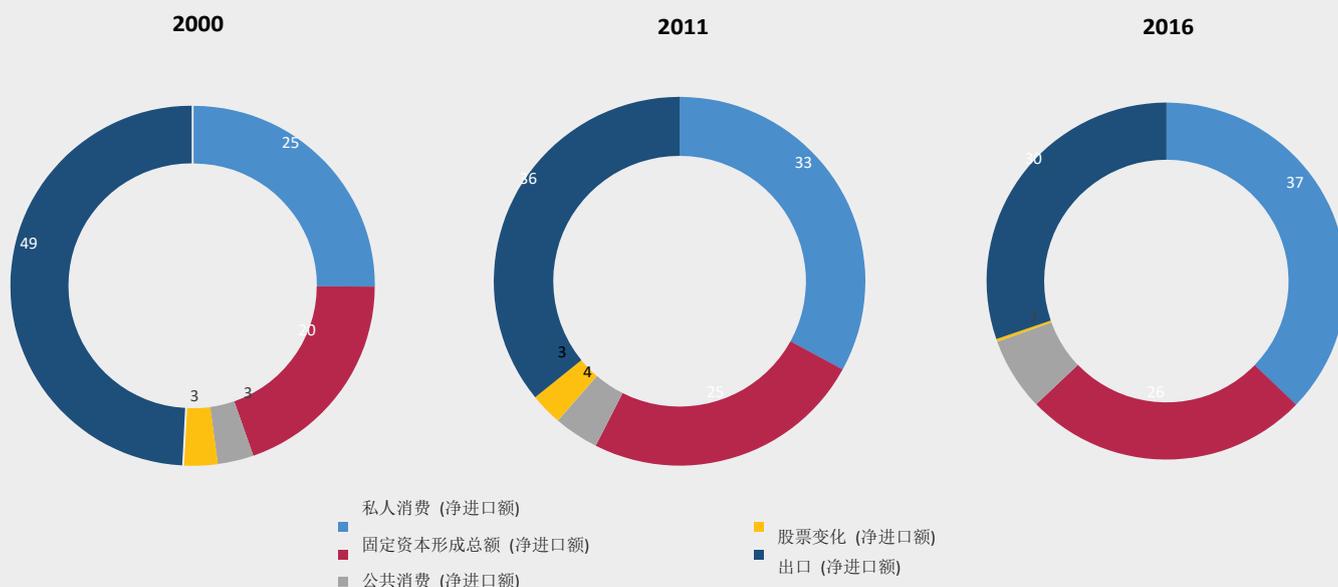
• 长远来看，从外部需求转向国内需求将成为区域增长的重要推动因素，具体地说：

- 虽然外部需求仍然是重要的增长推动力，但对本区域创造增值的贡献已有所下降。2000-2010年，出口（减去进口后的净额）在总增值中所占比例大幅上升，达到40%-50%的峰值，反映出本区域全球供应链的快速增长。随着全球金融危机和欧洲主权债务危机的爆发，全球贸易大幅下滑，2017年这一比例下降至30%左右。根据趋势，出口导向性企业（尤其是依赖出口的中小型企业）未来可能会经历进一步放缓（图1.1.4）。在保护主义威胁日益加剧的情况下，当前全球贸易紧张局势可能会给出口行业带来更多阻力。
- 尽管不断升级的全球贸易紧张局势可能会在短期内给本区域的出口带来负面影响，但在全球金融危机爆发后，经济增长的驱动因素向扩大内需的方向重新平衡，将有助于稳定本区域的增长势头。特别是近年来私人消费和固定资本形成总额（投资）刺激了东盟5国的经济体增长（图1.1.4）。

例如泰国的大型基础设施项目（如东部经济走廊），菲律宾的“建设、建设、建设”项目，旨在改善实体基础设施，同时促进连通性。在外部环境不利的情况下，这种向国内资源倾斜的增长再平衡将变得尤为重要。

出口的构成也随着时间的推移而改变，最终需求出口在本区域增值出口中所占份额越来越大。出口到本区域的增值产品份额也在稳步上升（从2011年的35%增加到2016年的45%），反映出本区域消费增长。不断增长的区域内部需求和本区域对增值出口的需求可以减轻保护主义对面向区域外需求的全球价值链的影响。

图 1.1.4. 东盟5国：根据进口调整法调整的各组成部分在GDP中的变化
(占东盟5国 GDP 的百分比)



资料来源：经合组织；AMRO 估算。

2 贸易保护主义的溢出效应

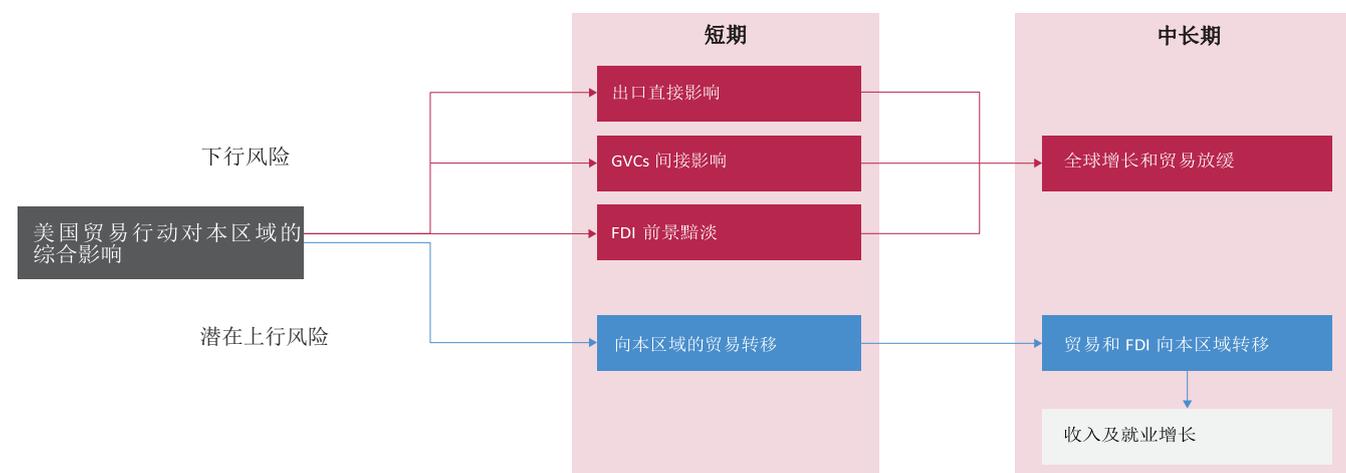
在贸易紧张局势进一步升级的风险下，全球贸易不确定性仍将居高不下，这可能会加剧全球经济放缓。美国贸易保护主义措施引发的紧张局势近期随着中美贸易谈判的进展有所缓和³。然而，美国与其他主要贸易伙伴，日本和欧盟，尚未就新的贸易协议达成一致。此外，2018年11月30日美国-墨西哥-加拿大签订的贸易协定是否能够获得各自国家立法机构的批准，仍然充满挑战。加拿大和墨西哥都要求，在任何批准程序开始之前，取消美国对钢铁和铝征收的现行关税。此外，在美国商务部于2019年2月17日向白宫提交了第232条汽车关税调查报告后，特朗普总统有90天的时间来决定下一步行动，该报告可能会突出国家战略利益。

中美贸易紧张局势对本区域的风险传递，可以从短期和中长期两方面进行考察。短期内，风险传播的主要途径是通过（1）出口（直接渠道），（2）全球价值链（GVCs）（间接渠道），以及（3）信心（间接渠道）。来自中国的潜在替代效应（或贸易转移效应）也可能在短期内造成上行风险。如果全球贸易和全球增长放缓（图1.12），短期效应可能会被中长期的二阶效应放大。尽管如此，短期替代效应和中长期外国直接投资（FDI）对本区域的投资转移效应的结合可能使一些区域经济体受益。

中国对美国的出口已经受到了关税措施的负面影响。受关税影响的第一批和第二批出口产品（分别为340亿美元清单和160亿美元清单）在各自的关税生效后急剧下降（图1.13）。自2018年四季度以来中国对欧盟的出口也大幅放缓（图1.14）。去年贸易紧张局势开始之时，AMRO运用全球向量自回归模型对本区域的影响做了初步评估，结果显示，在接下来的三年里，美国和中国的增长都会受到0.2%至0.4%的小幅负面影响（AMRO 2018）。

区域出口放缓的趋势正在扩大。对中国出口敞口较大的区域经济体，以及间接通过全球价值链（GVCs）面向外部需求的经济体，短期内将受到更大影响（图1.15）。韩国的出口已经受到中国出口放缓的负面影响，其他高度开放及依赖贸易的经济体，如香港、韩国、马来西亚、新加坡，及某种程度上的越南，尤其容易受到影响。与之相反的是，柬埔寨对中国及通过GVCs的直接敞口相对较低。

图 1.12. 贸易保护主义在本区域的主要传播途径

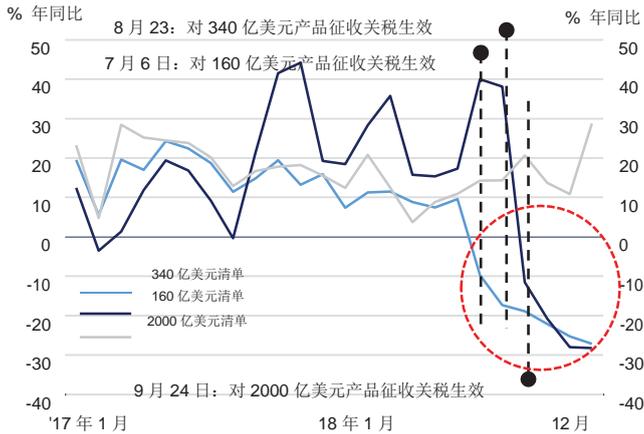


资料来源：AMRO。

³ 2018年6月中旬，随着美国宣布对从中国进口的价值500亿美元的产品征收25%的关税，中美贸易紧张局势进一步加剧。第一批（价值340亿美元）于2018年7月6日开始生效，第二批（价值160亿美元）于2018年8月23日生效。中国紧随其后发布反击声明。2018年9月18日美国最终确定了2000亿美元中国进口产品清单，自2018年9月24日起加征10%的额外关税。总的来说，美国对其从中国进口的一半产品征收了关税。中国对美国进口产品实施的反击性附加关税使其征收的关税达到其从中国进口总额的85%。美国曾表示，2018年9月实施的对2000亿美元进口产品征收的关税将在2019年1月进一步提高至25%，但在两国领导人从2018年12月1日起达成90天停战协议后，这一税率已被搁置。

由于本区域目标产品附加值很高,美国对中国的最初几轮关税对本区域的影响将最为显著,但在随后几轮关税中,影响应该相对较小。由于中国占海外出口(包括本区域)至美国一半以上的电子增值产品和四分之一以上的机械增值产品,通过GVCs向本区域的传播意义重大(专栏1.2和1.3)。出口至中国的电子产品中,不到一半的增值产品来自中国,四分之一的增值产品来自日本、韩国和东盟(图1.16)。

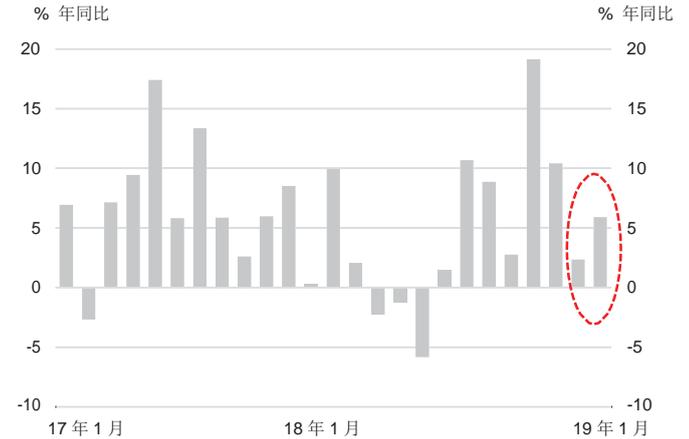
图 1.13. 按关税类别分列的中国对美国的出口



资料来源: USITC; AMRO 计算。

相比之下,几乎四分之三的机械增值产品来自国内,十分之一来自本区域。美国随后在9月份实施的几轮关税措施中,来自中国国内的增值产品相对较多(基本制造业和大宗商品,如纺织品、塑料、木材和家具),与之前针对的产品不同。

图 1.14. 中国对欧盟的出口



资料来源: 各国政府部门; AMRO 计算。

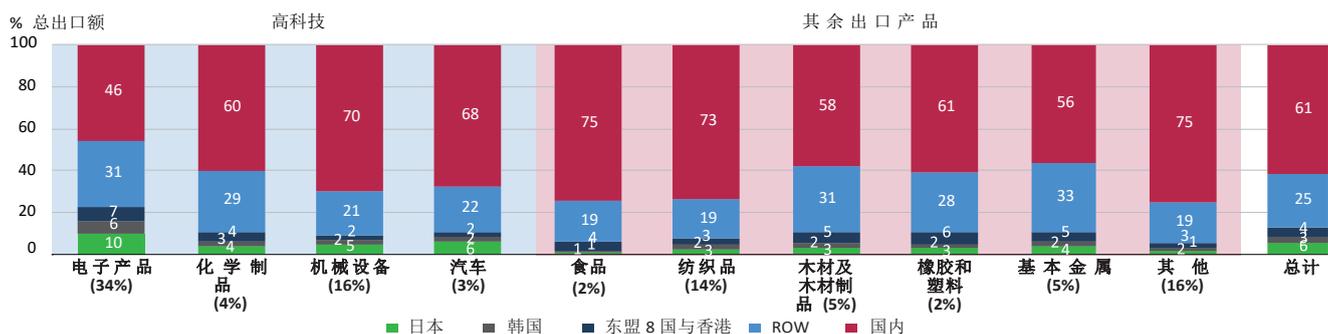
图 1.15. 主要经济体: 区域出口表现 (年同比增长百分比)

	2018												2019				
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月			
中国	黄	绿	橙	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	红	中国
香港	黄	橙	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	橙	香港
韩国	黄	黄	黄	橙	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	橙	韩国
日本	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	橙	日本
马来西亚	绿	黄	黄	绿	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	橙	马来西亚
新加坡	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	橙	新加坡
泰国	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	橙	泰国
菲律宾	橙	橙	橙	橙	橙	橙	橙	橙	橙	橙	橙	橙	橙	橙	橙	-	菲律宾
印度尼西亚	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	橙	印度尼西亚
越南	绿	黄	绿	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	黄	橙	越南

资料来源: 各国政府部门; AMRO 计算。

注: 颜色表示读数与中点之间的距离。读书越红, 负值越大; 读数越绿, 正值越大。

图 1.16. 中国对美出口增值产品来源



资料来源: Haver Analytics; 经合组织的增值贸易数据库; AMRO 估算。

注: 各栏是指各行业中, 按照来源地划分的增值产品在中国出口中所占的比例, “国内”是指来自中国的增值产品。括号中的百分比指的是 2017 年该产品向美国出口的份额。

从长远来看, 降低关税的调整取决于中国的生产商是否能够将生产转移至国外。这些应对措施将对区域供应链重组/重新配置产生影响, 很可能取决于关税措施是永久性的还是临时性的, 如果是前者, 则取决于这些措施能在多大程度上转嫁给消费者或由生产者承担。后者将导致生产者盈利能力降低, 资产负债表走弱, 从长远来看可能是不可持续的。美国关税对中国出口产品价格竞争力的总体影响可能被人民币贬值部分抵消。或者, 更高的成本也可以转嫁给区域供应商, 从而对这些经济体产生负面溢出效应。

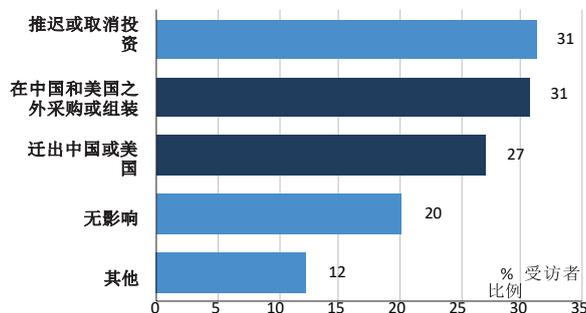
对美国和欧洲在华企业的调查显示, 中美贸易冲突严重影响了他们在中国的投资计划, 东盟可能成为受益者。一些公司正在制定转移生产的应变计划, 东盟成为首选的替代目的地。在中国的美国商会最近的一项调查显示, 近三分之一在华经营的美国公司计划将业务外包或在美国和中国之外进行组装, 或者完全搬迁, 东盟再次成为首选 (图 1.17)。

在中国的欧盟商会所做的一项类似调查也显示, 超过 15% 的受访欧洲企业打算更换供应商, 或将生产迁出美国和中国。马来西亚已批准的项目总投资在 2018 年达到创纪录的高点。也就是说, 全面迁出很可能是渐进的, 由于调整过程中存在着相当大的不确定性, 可能需要较长时间才能实现。

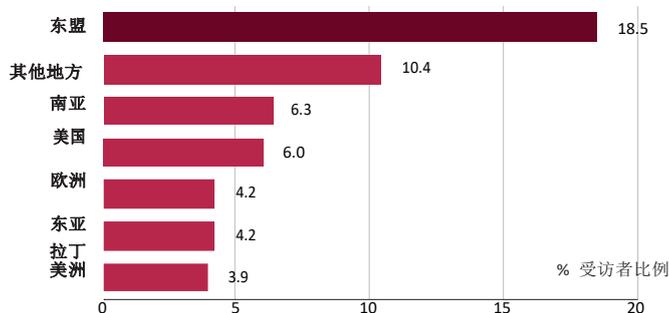
AMRO 的不利设想是, 贸易关税将以同样的方式针锋相对的升级, 这表明, 根据所考虑的范围, 这种影响将是综合性的。在这一设想中, 美国和中国将对彼此的所有进口产品征收 25% 的关税 (专栏 1.4)。在短期内, 按绝对值计算, 对单个经济体 GDP 增长的影响将更大, 估计最高可达 -1.0 个百分点。在 2019-2020 年, 与中国相比 (-0.6%), 对美国增长的绝对影响相对较小 (-0.3%), 但是对美国的相对影响 (2019-2020 平均增长的 -13%) 要大得多, 而对中国的相对影响为 (-9.6%)。从长期来看, 区域生产/供应链的重新配置可以使一些国家 (特别是东盟) 受益, 而中国的一些行业将出现萎缩。

图 1.17. 美国和欧洲公司在华投资计划调查

中美贸易紧张局势对企业战略的影响



搬迁或考虑搬迁的首选目的地



资料来源: 中国美国商会; 上海美国商会; AMRO 计算。

注: 根据 2018 年 8 月至 9 月间 430 家公司的调查结果。

专栏 1.2

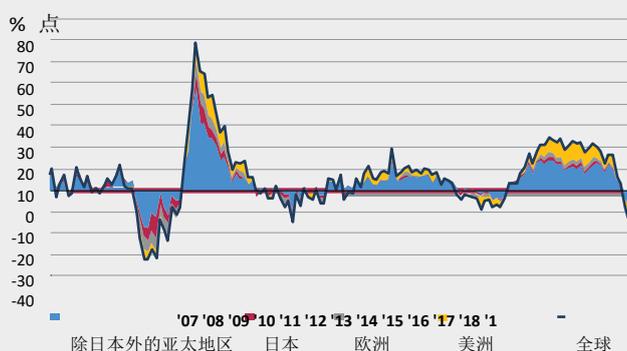
本区域电子产品出口的表现及未来面临的挑战

制造业和出口行业是亚洲经济增长的重要引擎^{1/}。许多亚洲经济体通过出口导向的投资驱动型增长模式，受益于垂直贸易专业化的增长，特别是在电子行业。电子产品在本区域制造业出口总额中占有很大比例（平均30%），凸显出这一行业的重要性。尽管本区域自2016年底以来一直受益于全球科技上升周期，但电子产品出口的增长势头在最近几个月有所减弱：

- 2016年中，在经历了长时间的增长乏力之后，外部增长动力强劲回升。随着主要发达经济体的持续周期性复苏，备受期待的全球科技和资本支出周期的上升，为全球贸易增长提供了强劲动力。全球电子产品的出口^{2/}，特别是智能手机部件和电器零件的出口，支持了整体出口（图 1.2.1）^{3/}。强劲的需求受到苹果公司（以下简称“苹果”）等大型跨国公司智能电话销售的强劲支撑，给本区域带来了显著的正面溢出效应。实际上，本区域是苹果在全球最大的生产基地，2017年占苹果全球供应量的44%，2018年升高至47%^{4/}。
- 然而，从2018年初以来，本区域主要电子产品出口增长态势大幅放缓。这一趋势在本区域各主要参与者中都存在，但在韩国、菲律宾、泰国和越南更为明显（图 1.2.2）^{5/}。尽管整体增长仍保持相对健康，但由于基数较高，持续放缓已开始对经济活动产生影响。随着生产商收紧控制，亚洲科技行业的领先指标，如新出口订单PMI分项指数，近几个月大幅放缓，表明生产商和出口商的前景将更具挑战性（图1.2.3）。

该行业面临的直接下行风险来自于不断加剧的贸易保护主义行动。对电子产品（及相关产品）征收的关税如果转嫁到消费者，可能会抑制需求。中国出口产品中的高科技产品是美国当局最近两轮贸易关税所针对的目标之一，而电子产品则是这些出口产品的基础。如果企业缩减资本支出或推迟投资，本区域电子产品出口需求的减少将对经济增长产生直接影响。由于电子产品出口在一些经济体的整体出口中高度集中（如菲律宾、新加坡和越南），或者相对于GDP在出口中占有相当大的比例（如马来西亚、越南和新加坡），这些经济体可能会受到大规模需求冲击的影响，包括二阶效应的影响（图1.2.4）。

图 1.2.1. 对全球半导体销售的贡献



资料来源：全球半导体销售统计；AMRO 计算。

图 1.2.2. 区域经济体：电子产品出口



资料来源：各国政府部门；AMRO 计算。

注：区域经济体包括日本、韩国、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国和越南。

^{1/} 对多数经济体来说，出口仍然是重要的增长驱动因素（参见专栏 1.1 区域增长的驱动因素）。根据进口调整后的增值概念，不论经济体规模大小，从 2016 年开始，出口对 GDP 增长的贡献约为 30%-45%。

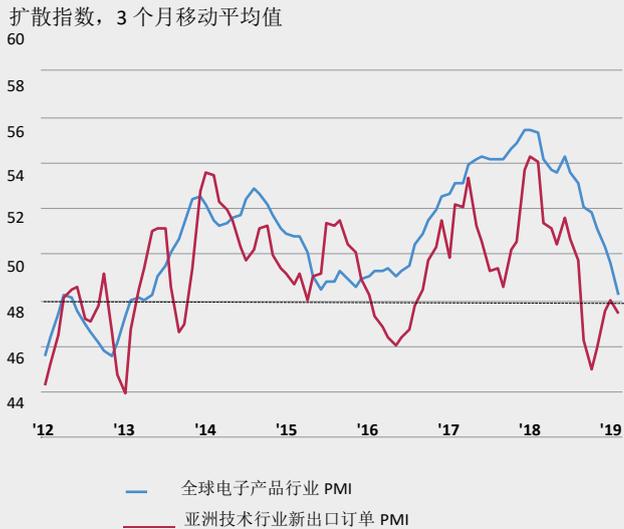
^{2/} 本栏内的电子产品分类是指适用于所有出口商的四位 HS 编码 8471-8473 和 8501-8548。

^{3/} 根据 IMF (2018)，智能电话零部件的生产分别占马来西亚和新加坡出口额的 17.4%和 15.9%，在 2017 年 10 月达到峰值。

^{4/} 根据苹果 2017 年和 2018 年供应商清单，本区域（包括中国、香港、日本、韩国和新加坡）分别是其 88 家和 94 家供应商总部所在地。这两年苹果供应商总部的数量保持在 200 家左右。

^{5/} 本区域主要电子产品出口商指的是中国、日本、韩国、马来西亚、菲律宾、泰国和越南。

图 1.2.3. 全球电子产品及亚洲技术新出口订单PMIs

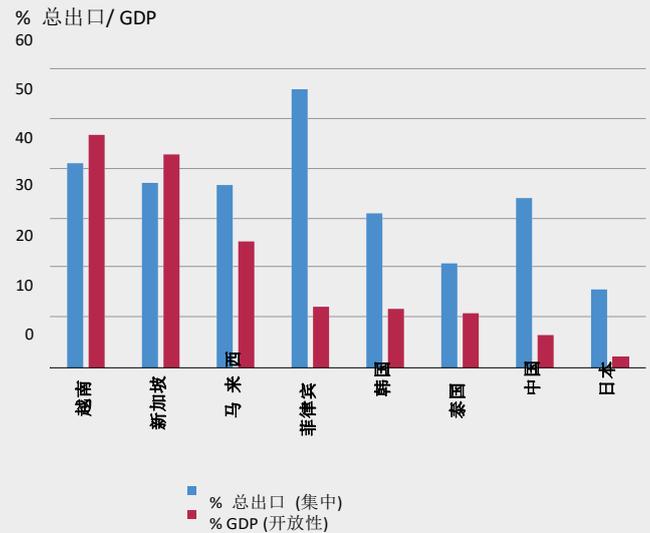


资料来源: IHS Markit; AMRO 计算。
注: 平衡点= 50; 指数高于 50 表明较上月有所改善, 低于 50 则表明情况恶化。

从长期来看, 由于需要重组生产和分销链, 长期的贸易紧张局势可能会破坏本区域的供应链。由于中国电子产品出口中包含了大量区域产品, 美国对中国征收关税的负面影响将在本区域全球价值链中引起反响。以苹果手机为例 - 虽然是美国设计, 但主要在亚洲工厂生产及组装, 并在区域内采购中间部件。区域的全球价值链参与指数很高, 特别是韩国 (62)、马来西亚 (60) 和新加坡 (62)^{6/}。因此, 如果对中国出口产品的需求下降, 深深融入中国电子产品生产的供应链将受到负面影响^{7/}。

除了贸易保护主义的影响, 全球智能手机需求饱和在某程度上, 可能进一步减少对电子产品出口的需求。International Data Corporation 估计即使今年推出了 5G 手机, 今年全球智能手机销量的增速也将下降 4.1%, 未来四年将仅以年均 1.9% 左右的速度增长 (图 1.2.5)。

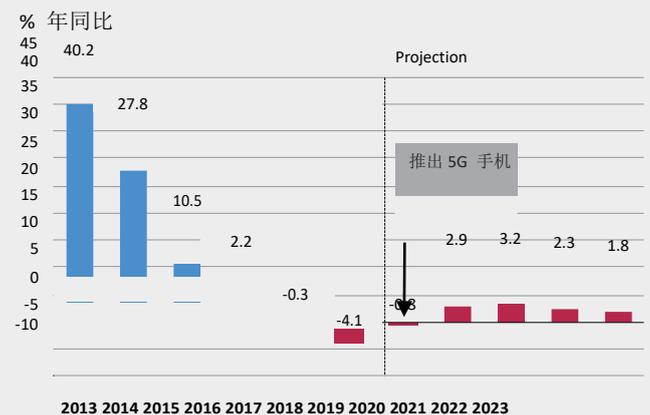
图 1.2.4. 区域经济: 2017年电子产品出口的积累和贡献



资料来源: 联合国商品贸易统计数据库; AMRO 计算。

然而, 从长远来看, 随着人工智能、自动驾驶汽车和物联网的应用加速了工业 4.0 浪潮, 对新电子产品的需求可能会不断上升。在这种情况下, 由于广泛和一体化的端到端电子供应链, 本区域可能成为一个主要的受益者。因此, 各国政府应继续制定政策, 帮助其经济体配备必要的基础设施和技能, 以满足这些技术不断上升的趋势。

图 1.2.5. 全球智能手机出货量预测



资料来源: International Data Corporation; AMRO 计算。

^{6/} 2011 年数据。资料来源: 经合组织的增值贸易数据库, 2016 年 12 月。
^{7/} 进一步讨论请参见专栏 1.3。

专栏 1.3

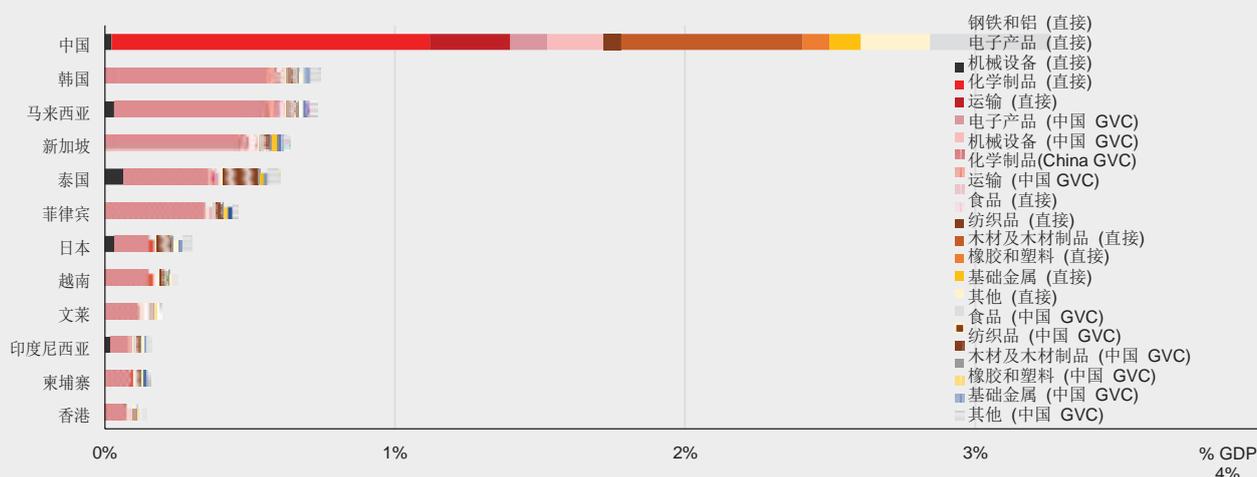
中美贸易紧张局势：通过全球价值链对本区域的影响

全球价值链是东亚其他地区感受到中美贸易摩擦的重要（间接）渠道。直接关税的影响估算与增值信息相结合，以得出美国的行动对中国出口及其他国家的溢出效应（图1.3.1中的阴影栏）。简单地说，从出口总额中扣除目标出口产品的国外增值额，从而得出关税影响净值。例如美国301条款调查对中国出口的直接影响（红色实线）不包括中国电子、机械、化工和一些出口运输设备的国外增值。这些源自本区域经济体的国外增值部分，通过全球价值链溢出（GVCs）效应增加了对这些经济体出口的影响。

迄今为止，美国贸易行动给出口带来的影响，最多占各区域经济体GDP的1%（不包括中国）。尽管针对中国的出口相当于中国GDP的4.3%，但如果减去出口中的国外增值部分，目标出口的国内增加值估计将低于GDP的3.3%。由于韩国通过全球价值链及电子和汽车等行业与中国实现贸易一体化，韩国出口可能受到的影响最大。在东盟国家中，对马来西亚和新加坡的影响更严重，对柬埔寨和印度尼西亚等国的影响较小。

在美国针对的中国出口产品中，电子产品和汽车在东亚拥有广泛的全球价值链，这可能会放大负面影响。鉴于中国在电子产品生产网络中的关键作用，美国对中国电子产品出口征收关税可能给地区带来巨大影响。电子产品也是许多国家的主要出口产品（尤其是韩国、马来西亚、菲律宾、新加坡和越南），它与中国电子产品制造商的生产联系十分密切（图1.3.2）。虽然不如美国对中国电子产品出口采取的行动那么重要，但美国针对非美国汽车制造商的行动可能会对日本和韩国产生重大的直接影响，并可能通过与全球价值链的联系以及第二轮投资者信心效应，对泰国产生影响。泰国是东盟主要的汽车制造中心。

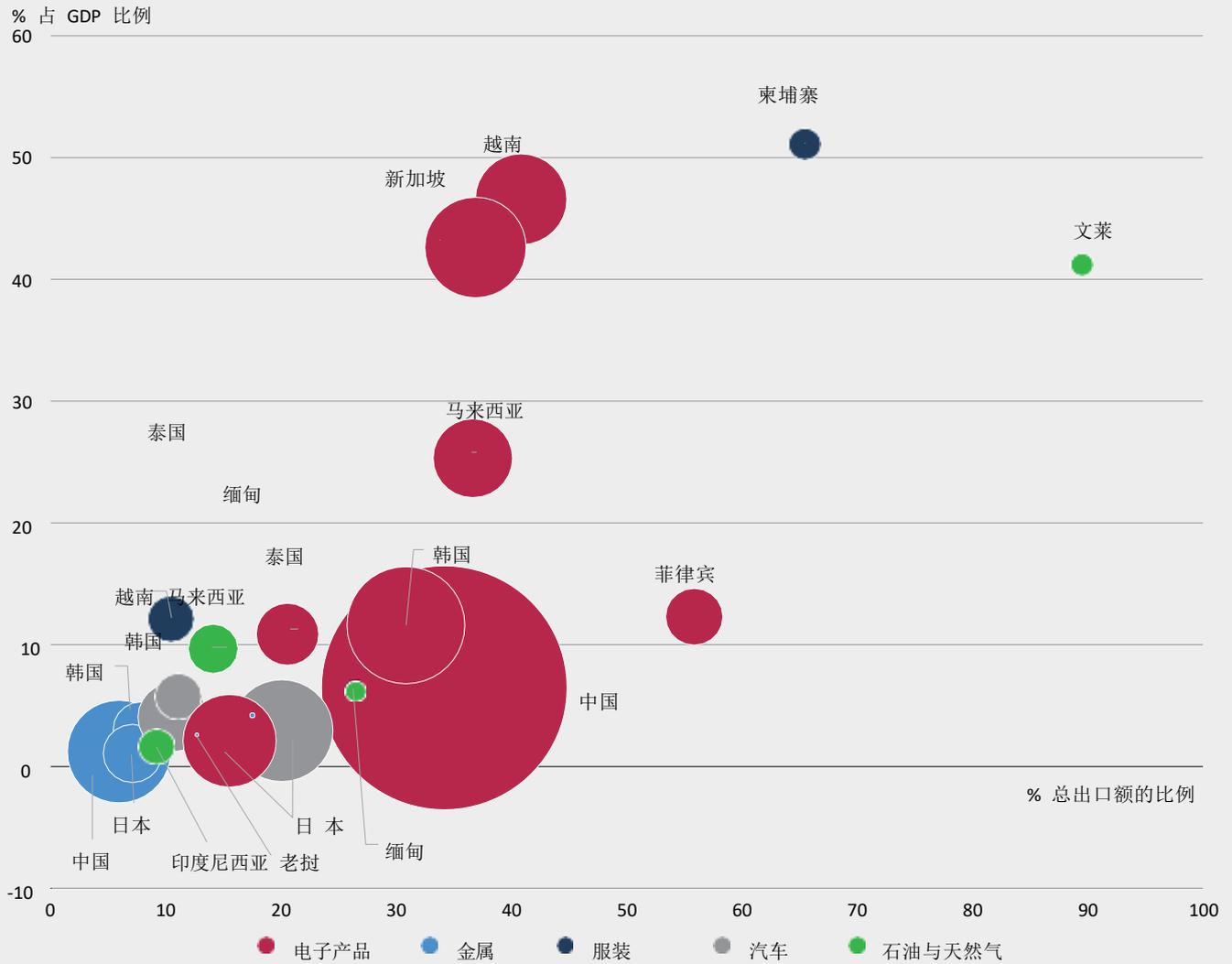
图 1.3.1. 美国直接针对中国出口的贸易行动给本区域出口造成的风险



资料来源：经合组织；AMRO 估算。

注：风险敞口包括通过 GVCs 产生的影响。

图 1.3.2. 东亚经济体：主要出口， 2017 ^{1/}



资料来源：联合国商品贸易统计数据；AMRO 计算。

^{1/} 圆形的颜色表示不同的主要出口产品；圆形的面积表示以美元计的出口量。

注：每种产品对应的 4 位 HS 编码为：电子产品 (8471-8548)，金属 (7201-8113)，服装(6101-6217)，汽车 (8702-8709)，石油和天然气 (2709-2713)。本图表反映了每个经济体不止一个主要的出口产品。

专栏 1.4

中美贸易紧张局势：对区域增长短期和长期影响

通过投资及贸易转移的相互作用，估算可能对区域增长产生的短期和长期影响。使用Oxford Economics (OE)全球经济模型和全球贸易分析模型（GTAP）进行模拟：

- 对于最多两年的短期估算，根据历史相关性和主要宏观经济变量之间的理论关系，利用OE模型估算“不利贸易情景”的影响。这一情景假设如表1.4.1所示。
- 对于长期估算，GTAP模型可以根据全球投入产出数据库改变本区域各个行业的贸易和生产模式。它考虑了较长时期内整个经济体的各种反馈效应¹⁴。

在短期内，如果出现不利的贸易情况，所有经济体都将受到负面影响。美国和中国都将因互相征收关税而遭受损失，如果实施更多的非关税措施，遭受的损失可能更大；本区域的其他经济体也不可能毫发无损。短期内不利贸易情景造成的影响如下：

- 显然将对各经济体的增长产生负面影响，估计最高可达-0.1%（图1.4.1）。与中国相比（-0.6%），2019-2020年对美国的影响较小（-0.3%）。
- 在这种情况下，高度开放并依赖贸易的经济体，如香港和新加坡，将受到最严重的冲击（-0.6%至-0.9%的负增长），韩国紧随其后（-0.4%的负增长）。对东盟5国的其他国家影响较小，预计2019-2020年在-0.1%至-0.2%之间。

表 1.4.1. 短期：不利贸易情景假设

情景	美国	中国
基准线（当前）	对进口自中国的500亿美元的产品征收25%的关税，对额外2000亿美元的产品征收10%的关税	对进口自美国的500亿美元的产品征收25%的关税，对额外600亿美元的产品征收5%-25%的关税
不利贸易情景	对从中国进口的所有产品征收25%的关税	对从美国进口的所有产品征收25%的关税

资料来源：Oxford Economics；AMRO 估算。

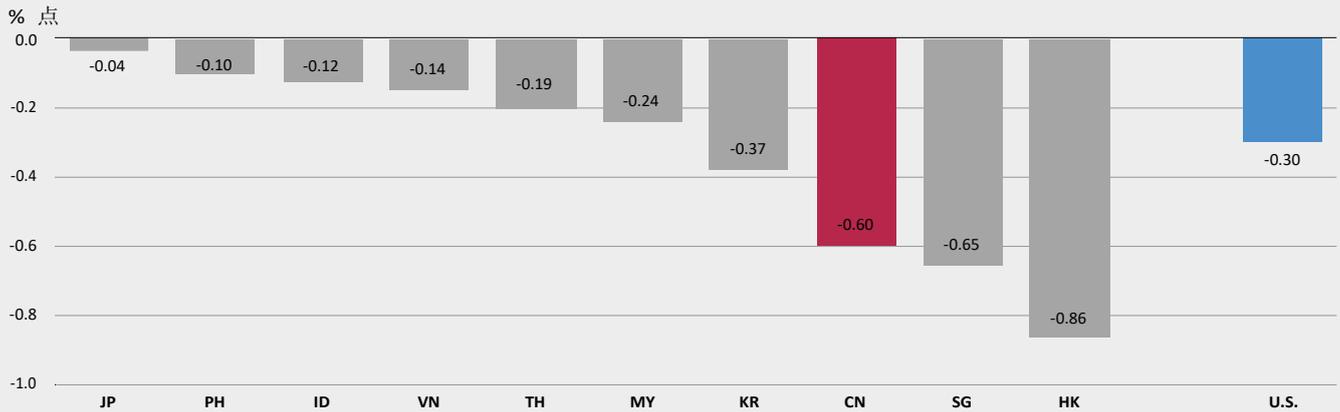
¹⁴ “长期”是从一种稳定状态向另一种稳定状态的转变，时间框架根据生产者和行业的反应而变化。

- 全球价值链参与度更高，以地区最终外部需求为导向的经济体（此处指美国）将受到更大影响（图1.4.2）。
- 2019-2020年预计区域经济增长为4.7%，比基准线（5.1%）低0.4%。

从长远来看，由于区域生产/供应链重新配置而出现的贸易局面，既有赢家，也有输家。不利贸易情景造成的长期影响（图1.4.3）如下¹⁴：

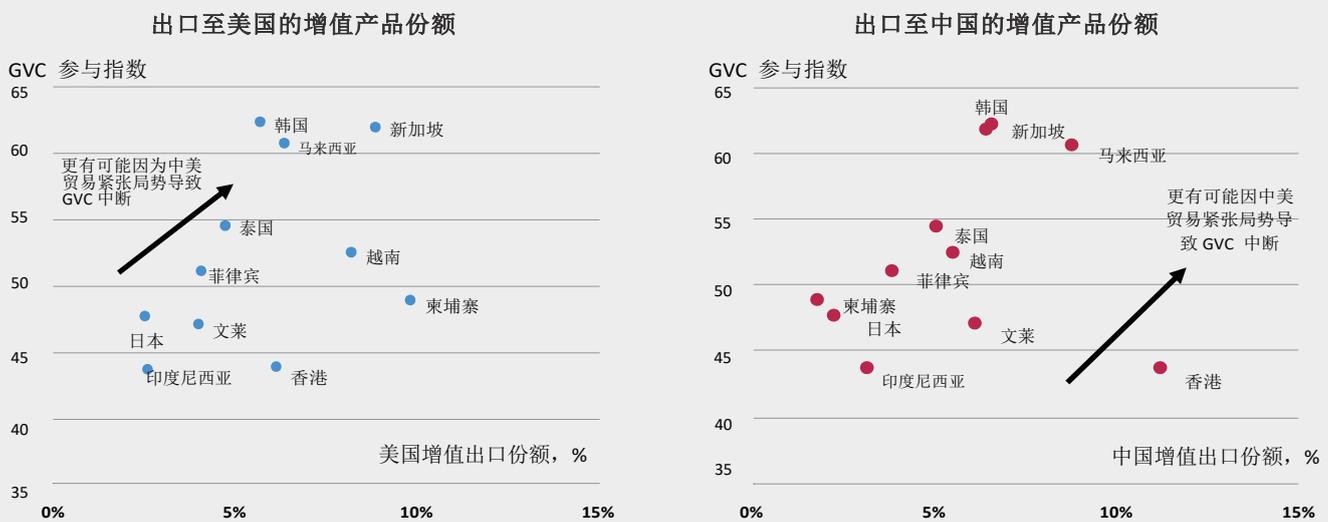
- 中国对本区域出口的贸易/投资转移效应的上行效应在电子和机械行业最为明显，约占美中双边贸易总额的一半，服装行业也是如此。
- 电子产品和机械生产搬迁后，中国的这些行业将萎缩；美国在这些行业的产量将小幅增长；新加坡、马来西亚和泰国将获得更大的收益。
- 中国的服装产量将小幅下降，越南和柬埔寨的服装生产将会增加。
- 在其他行业，本区域的化学品产量将会下降，而美国、中国、新加坡和柬埔寨的服务业产量将会减少，这可能是由于美国和中国的需求受到抑制，继而是全球其他地方需求减少所带来的第二轮效应。

图 1.4.1. 不利贸易情景：对实际GDP增长影响的绝对值估算，2019-2020平均值



资料来源：Oxford Economics； AMRO 估算。

图 1.4.2. 地区GVC参与度及出口至美国和中国的增值产品份额



资料来源：经合组织的增值贸易数据库；AMRO 估算。

注：GVC 参与指数是前后关联的总和。这个数字越高，一个经济体在全球价值链中的一体化程度就越高。

资料来源：经合组织的增值贸易数据库；AMRO 估算。

注：GVC 参与指数是前后关联的总和。这个数字越高，一个经济体在全球价值链中的一体化程度就越高。

图 1.4.3. 基准和不利贸易情景：按行业估算对实际GDP增长和工业生产的长期影响

经济体	实际GDP增长变化 (百分点)		按照行业划分，工业生产变化 (百分点)									
	基准	不利	不利情景									
			总额	电子和机械	汽车	农业	服装	化学品	金属	服务	其他	
中国	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
美国	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
香港	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
韩国	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
日本	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
新加坡	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
马来西亚	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
印度尼西亚	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
泰国	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
菲律宾	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
越南	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
柬埔寨	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
文莱	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
老挝	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
世界其他地区	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1

资料来源：AMRO 使用 GTAP Version 9 数据库所做的估算。

注：在上图中，较深的红色阴影表示负面影响更显著，黄色阴影表示中性或轻微的影响；而较绿色的阴影表示贸易情景的显著的、积极的影响。这些结果具有指示性，因为使用全球投入产出表进行估算，不一定能反映个别经济体经济结构的最新变化。

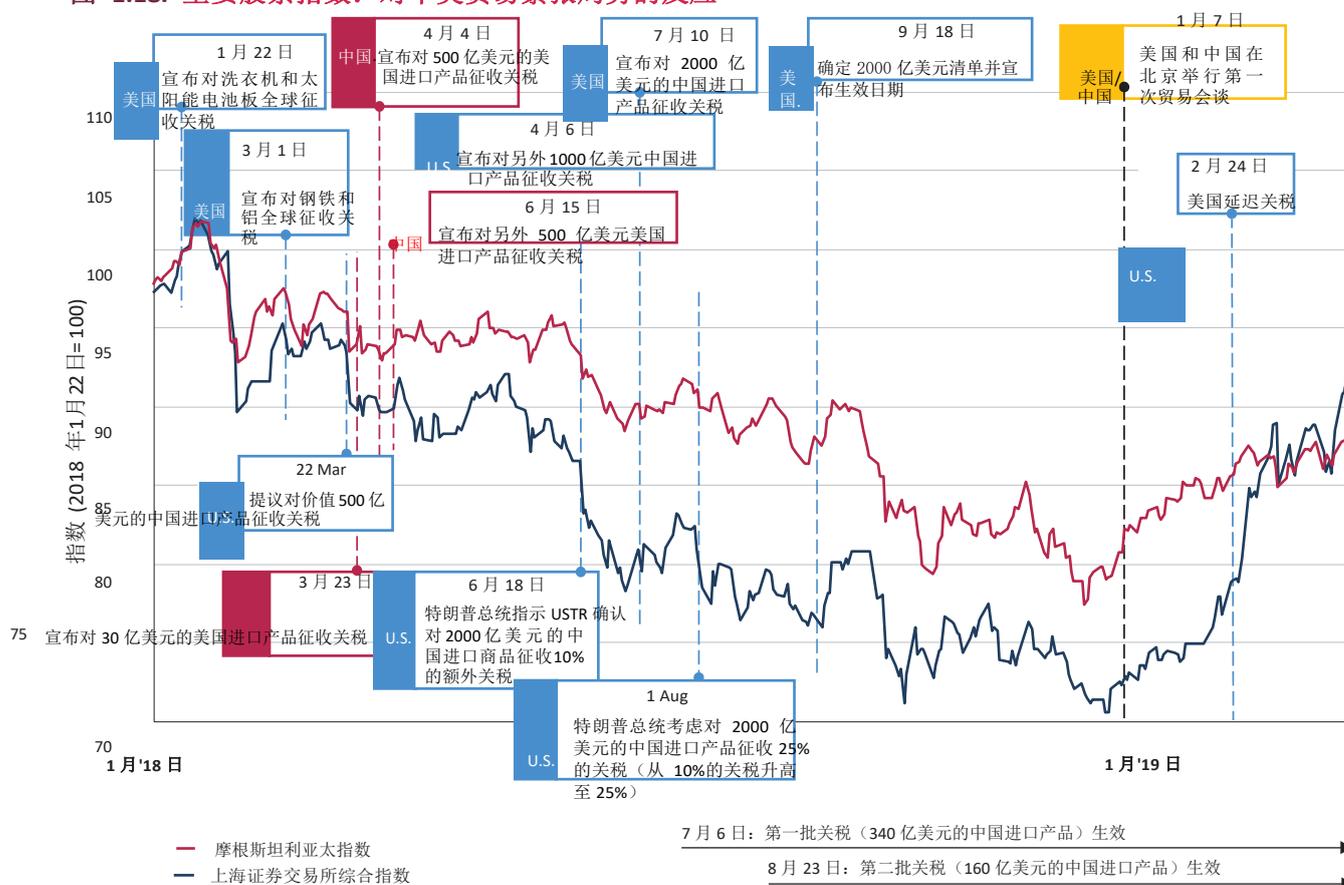
3 全球货币政策转变带来的支持

近期主要经济体货币政策转向应该能够缓解本区域资本外流的压力。2019年初，疲软的经济指标以及对全球经济（包括中国）普遍放缓的预期，进一步导致市场不稳定。今年早些时候，美联储和欧洲央行转向了温和的货币政策（此前一直走在正常化的道路上）也产生了意想不到的影响，证实了人们对全球经济同步放缓的担忧，导致市场进一步波动。然而，从长远来看，只要政策方向明确，市场不会持续感到意外，全球金融环境的放松将有利于经济增长。日本央行长期实行的超宽松货币政策，也有助于通过日本银行的贷款满足本区域巨大的融资需求。

自2018年中期以来，全球贸易紧张局势升级，一些新兴市场的金融动荡加剧了市场再度波动。新关税提案的公布打压了本区域股市，每次公告平均下跌100个基点（图1.18）。幸运的是，关税公布与实施之间的时间间隔允许市场进行调整，最大限度地减少资产价格可能出现的突然大幅波动。受阿根廷和土耳其动荡局势影响，美元走强以及美国经济强劲带动美国国债收益率稳步上升，导致全球金融环境趋紧，避险情绪升温(图1.19)。

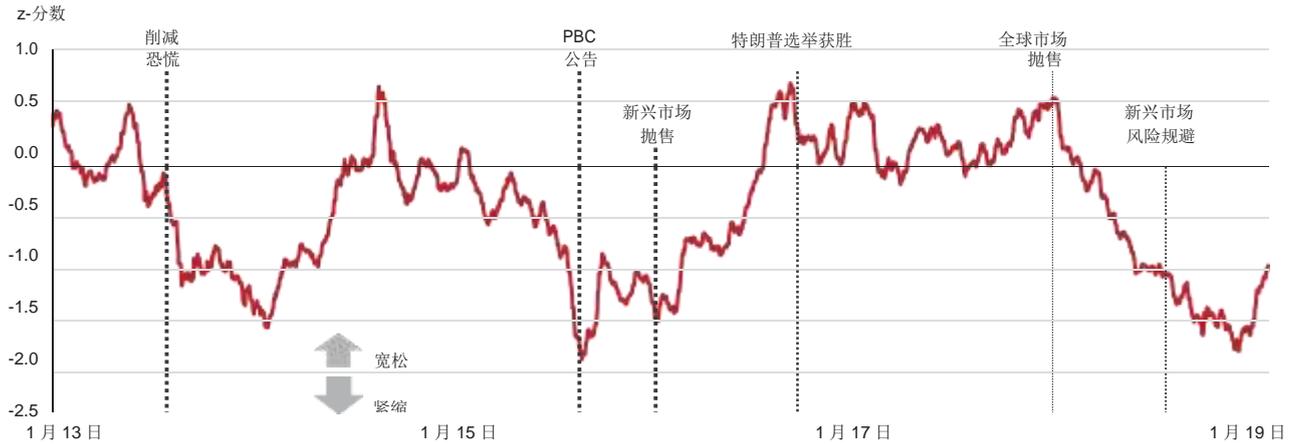
2018年新兴市场遭受的金融压力在整个地区引起了反响，一些国家受到越来越多的市场审查。印度尼西亚和菲律宾对全球金融环境收紧带来的溢出效应感受最为强烈。这两个国家债券市场的借贷成本急剧上升（图1.20）。由于国外投资者结清其投资组合，9月及10月本区域资本流出总额达60亿美元。AMRO金融压力指数（Poonpatpibul和其他，2018）证实，政策制定者同时使用汇率和储备杠杆来吸收市场压力，市场压力自那以来已经减弱（图1.21）。就缓冲而言，以进口和短期外债覆盖衡量，本区域外汇储备仍然充足。截至2018年12月，本区域的外汇储备总额已足以覆盖8个月的进口和3倍的短期外债，尽管各个经济体的覆盖率各不相同，尤其是在债务方面（图1.22）。

图 1.18. 主要股票指数：对中美贸易紧张局势的反应



资料来源：各国政府部门；AMRO 编译。

图 1.19. 新兴市场：金融环境指数



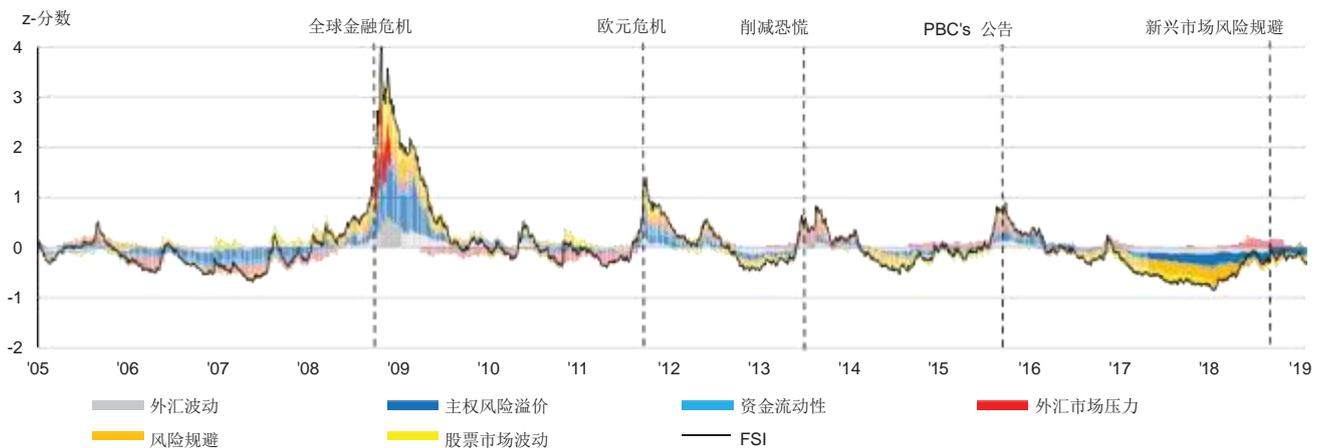
资料来源：JPMorgan; AMRO 估算。

图 1.20. 区域新兴市场：长期借贷成本^{1/}



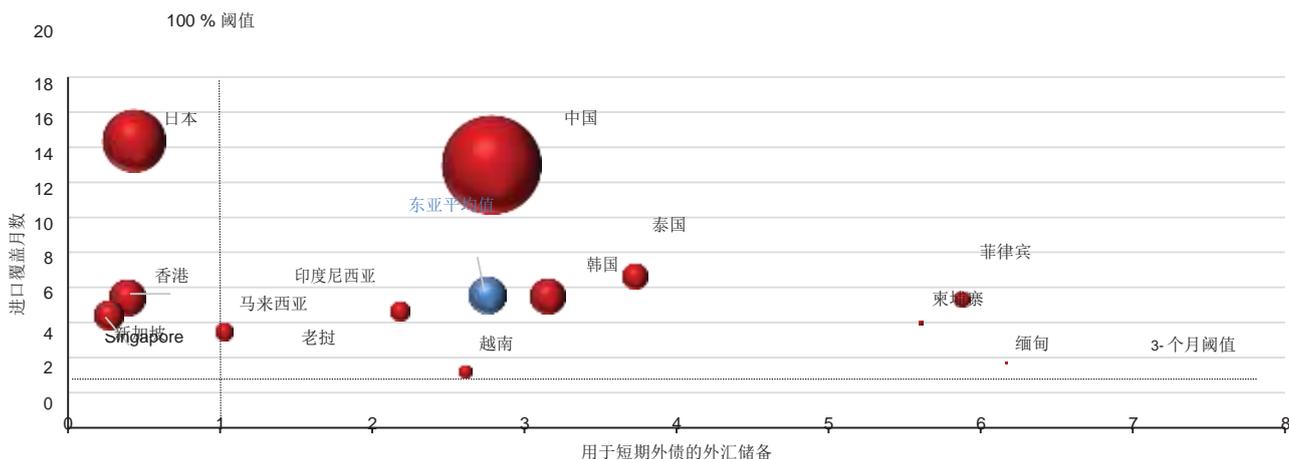
资料来源：国家中央银行。
^{1/}10-年本币主权债券收益率。

图 1.21. 东亚：金融压力指数



资料来源：各国政府部门；AMRO 估算。

图 1.22. 东亚：外汇储备充足性



资料来源：IMF；各国政府部门；AMRO 计算。
注：根据最新数据。圆形的大小表示以美元计的国际储备的相对数量。

鉴于美联储和欧洲中央银行近期的温和转变，政策制定者似乎正在根据市场观点进行重新调整。今年年初的避险情绪表明，在全球经济面临下行风险时，在定价方面，市场走在了政策曲线的前面。在此期间，随着市场波动性加剧，股市飙升，主权债券利差扩大（图1.23）。然而，美联储在2019年3月的联邦公开市场委员会（FOMC）会议上下调了前瞻性指引（图1.24）之后，这两家机构似乎都已就2019年的利率走向达成一致。尽管如此，多数FOMC成员仍预计2020年将逐步加息，而市场预计将降息。

区域政策制定者应该能够在这段时间内更好地管理任何向全球货币政策转变的风险。尽管经济增长高于趋势水平，劳动力市场紧缩，但美国的通货膨胀仍然相对温和。因此，长期收益率一直相对较低，从而有助于缓解地区新兴市场对美联储政策调整的压力；面对预期的不利因素，低借贷成本对于支持经济增长也将十分重要。此外，随着时间的推移，地区政策制定者已开发出更加多样化的政策杠杆（例如，债券市场的发展；与宏观审慎工具的协调），并具有一定的政策空间灵活运用这些杠杆。其中一个明显的未知因素是石油输出国组织（OPEC）的持续减产和美国对委内瑞拉的制裁对全球油价的影响。

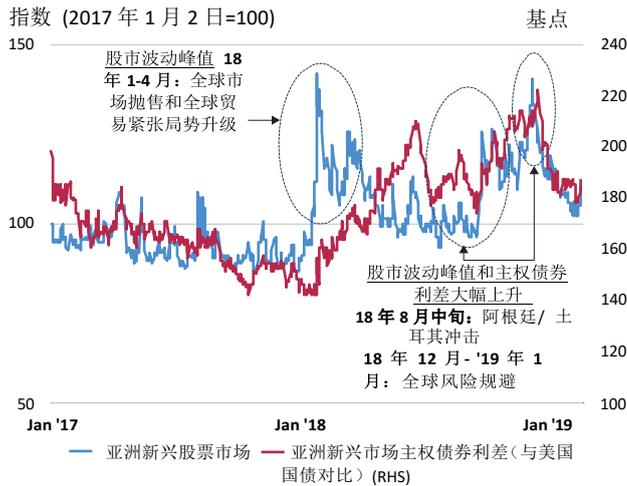
尽管如此，投资者在区域新兴市场的定位，使一些国家面临波动性冲击和资本外流。从积极的一面来看，全球投资者似乎在2013年缩减恐慌之前就对新兴市场的区分变得更加敏锐，而本区域的新兴市场也从加强宏观基本面的努力中受益（图1.25）。例如，市场似乎正在评估个别国家相对于新兴市场同行的业绩，印度尼西亚就是一个很好的例子，说明人们的观念有所改善（图1.26）。但是，尽管区域新兴市场的外部性和财政部门看起来比其

他新兴市场更健康（图1.27），但资本流动突然停止或逆转的风险仍然存在。2010年至2017年，区域新兴市场（东盟5国、中国和韩国）年均非外国直接投资（投资组合和银行业）流入1700亿美元。除中国外，每年平均投资额为600亿美元（图1.28）。

一方面，区域股市估值现在不那么乐观，降低了这类资产未来大幅回调的风险。全球金融危机以及2013年“缩减恐慌”爆发前夕，包括在本区域内的新兴市场股市都是从估值较高的起点开始上涨的，即高于趋势水平，而这与异常强劲的增长和资本流入时期相吻合。股票估值已从周期性峰值回落，目前约处于历史长期平均水平，从而降低了大幅调整的风险（图1.29）。

另一方面，与其他新兴市场不同的是，本区域的主权债券市场对全球投资者仍具有吸引力，这可能是一个脆弱环节。虽然2018年东盟5国和韩国经历了累计38亿美元的净流出，但总的来说，尽管市场波动，流入债券市场的资金在很大程度上仍然具有韧性（图1.30）。尽管自亚洲金融危机以来，以外币计价的债券在本区域的集中度有所下降，但本区域积累了大量以本币计价的债券（包括企业债券和主权债券）。尽管全球金融环境有所缓和，但市场情绪的任何突然转变和避险情绪的急剧上升，都可能通过主权风险溢价的提高，引发风险的大幅重新定价，即使经济基本面在很大程度上保持不变。

图 1.23. 新兴市场：股市波动及主权债券利差



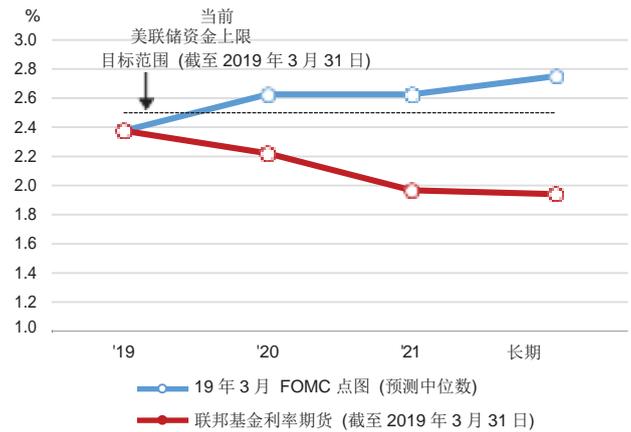
资料来源：Haver Analytics；AMRO 计算。

图 1.25. 东盟4国和韩国：市场对主权风险的看法^{1/5}



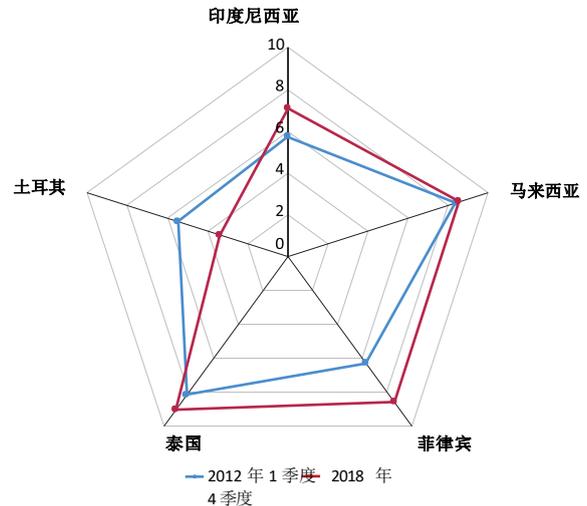
资料来源：Haver Analytics。
^{1/5} 年期主权信用违约互换利差。

图 1.24. 美联储对 2019 年及以后货币政策方向的前瞻性指引与市场预期



资料来源：Haver Analytics；美联储。

图 1.26. 主要新兴市场：稳健的主权资本市场准入的 ERP 矩阵记分卡标准



资料来源：ARTEMIS；Haver Analytics。
注：每个经济体都以预先确定的新兴市场的长期平均值为基准。排名根据 Z-分数，范围从 0 至 10；排名离中心值（零）越远，市场对经济的感知风险就越小。

图 1.27. 新兴市场：外部脆弱性和财政稳健性，2018

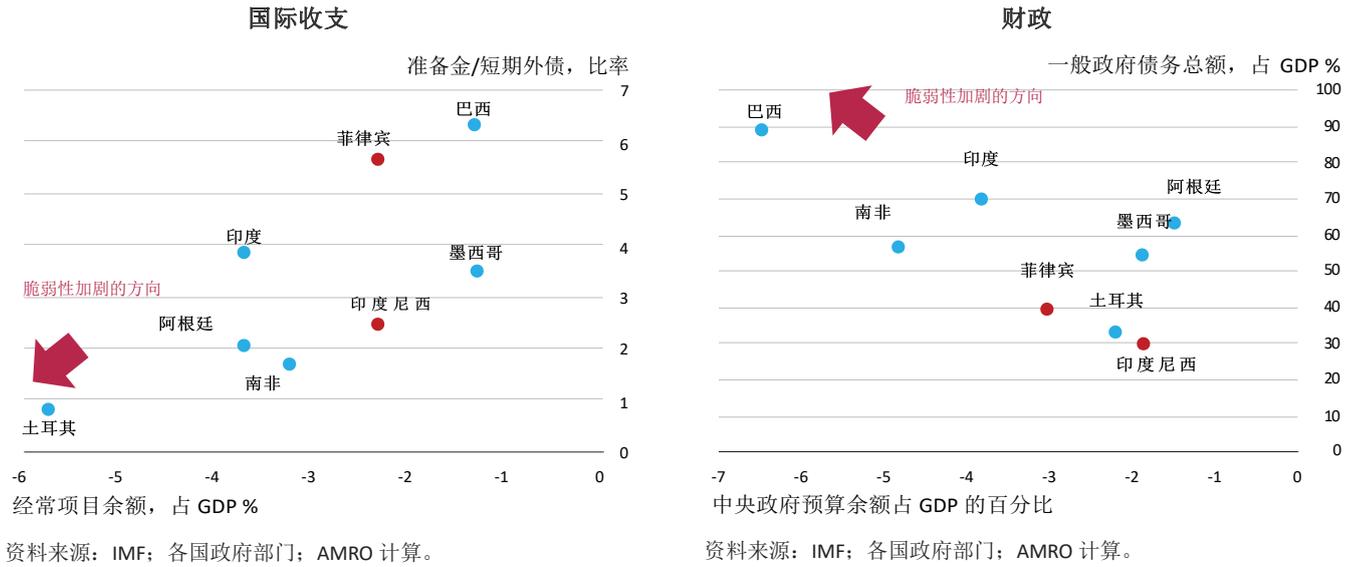


图 1.28. 区域新兴市场：2010年1季度外国非直接投资资本累计流入额

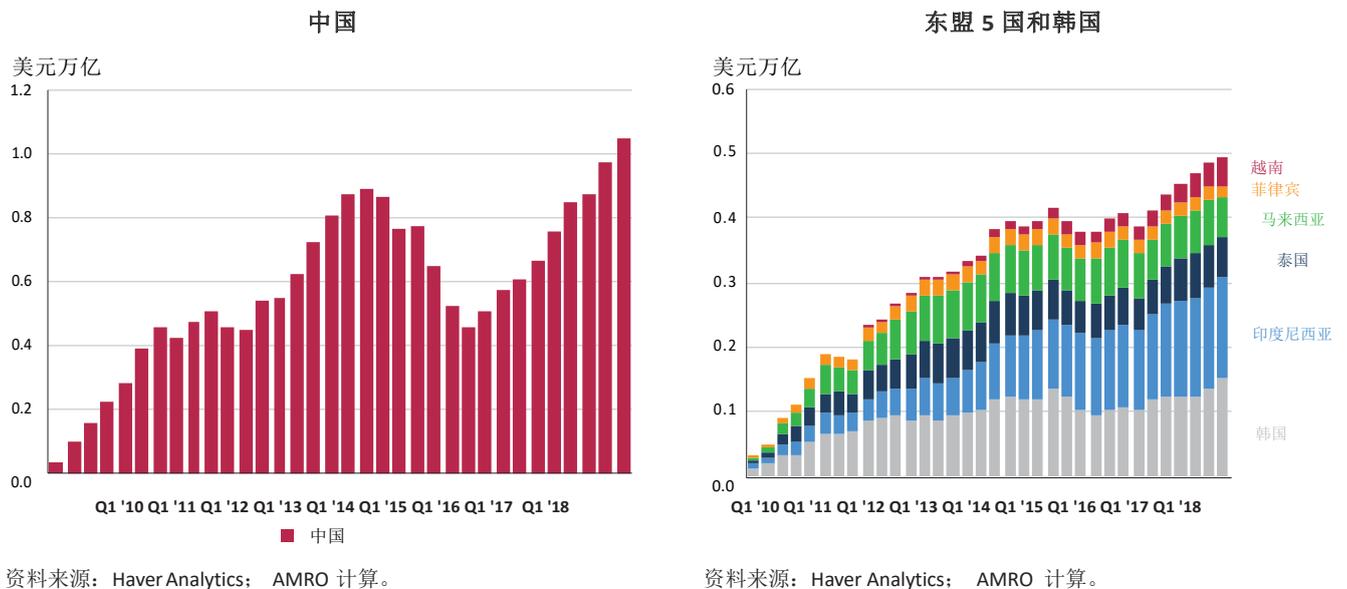
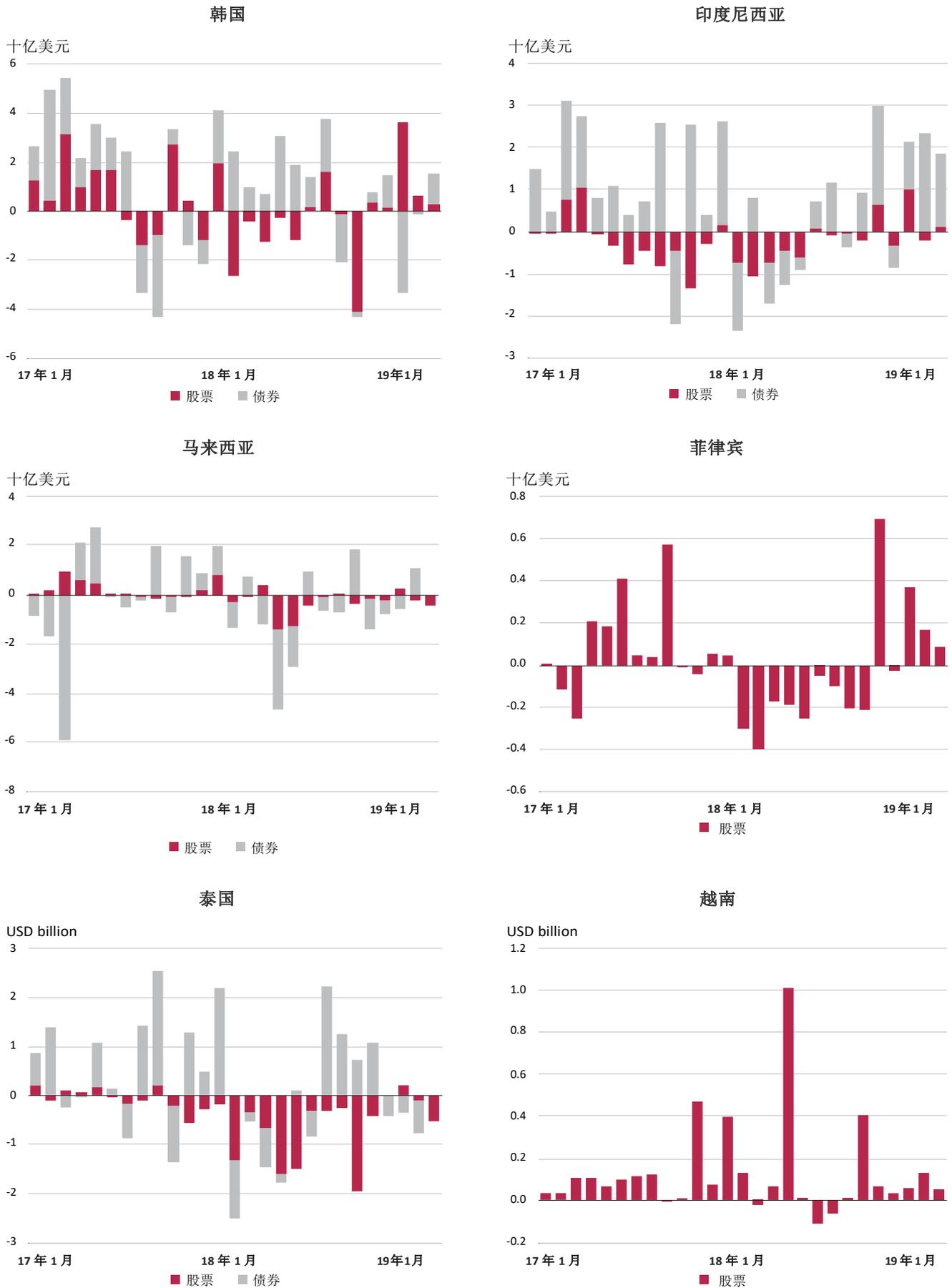


图 1.29. 新兴市场：股市估值
(周期性调整后的市盈率)



图 1.30. 东盟5国和韩国：流入本区域股市和债券市场的资金



资料来源：国家交流；AMRO 计算。

4 政策建议

总的来说，大多数区域经济体当前的政策需要调整，特别是货币和财政政策。宏观审慎政策似乎在很大程度上是充足的，但是一些国家的货币政策应该调整，以便更有利于经济增长。同样，一些国家的财政政策应该更具扩张性（取决于可利用的财政空间），而有的国家也可能采取紧缩政策，以减少未来面临下行风险时的脆弱性。

尽管区域经济体一直在努力提高自身的韧性，但是在政策方面几乎没有自满的余地。借鉴以往经验，决策者采取先发制人或预先准备好的政策措施，帮助缓解市场担忧（图 1.31）。一些国家采取货币紧缩政策以保持国内外价格稳定，并遏制长期低利率造成的金融稳定风险的累积。良好的公共财政状况使财政政策能够发挥重要的逆周期作用，尽管作用有限，整个地区的财政空间普遍缩小。宏观审慎措施在本区域总体上非常严格，但一些经济体正在放松这些措施。

对商业、信贷和房地产估值周期的分析表明，大多数区域经济体都处于有利地位，能够根据预期的阻力调整支持增长的政策。多数经济体目前处于商业周期的中段，产出缺

口接近于零，通货膨胀处于目标区间，或者长期平均值左右，政策制定者在考虑采取短期先发制人的政策措施时具有一定的灵活性，在保持金融稳定的同时保证经济增长（图 1.2）。显然，政策策略还应取决于一个经济体在信贷周期中所处的地位及其房地产估值。约有一半的东亚经济体目前正处于信贷周期放缓阶段，而且至少同样多的经济体其房地产估值目前处于较低或中等水平（专栏 1.5）。

除了周期性因素外，经济政策还需要关注经济结构性，以支持增长前景，并在中长期内增强韧性。在本区域增长的下一阶段，能力及连通性建设、深化国内资本市场等政策目标应成为首要任务。本区域大多数国家以“出口型制造业”战略为主要支柱，在过去二十年繁荣发展。然而，向服务业的转变是不可避免的，面对人口老龄化，必须解决促进和维持增长所需领域的投资问题。

图 1.31. 政策矩阵：评估当前的政策立场和建议

成员	财政政策		货币政策		宏观审慎政策		成员
	当前政策立场	政策建议	当前政策立场/条件	政策建议	当前政策立场	政策建议	
中国	■	↑	■	↑	■	↔	中国
日本	■	↓	■	↔	■	↔	日本
韩国	■	↑	■	↔	■	↔	韩国
香港	■	↑	■	-	■	↔	香港
新加坡	■	↑	■	↔	■	↔	新加坡
印度尼西亚	■	↔	■	↓	■	↔	印度尼西亚
马来西亚	■	↓	■	↔	■	↔	马来西亚
菲律宾	■	↓ Fiscal Rule	■	↓	■	↓	菲律宾
泰国	■	↑	■	↔	■	↔	泰国
文莱	■	↓	■	-	■	↔	文莱
柬埔寨	■	↔	■	-	■	↔	柬埔寨
老挝	■	↓	■	↔	■	↔	老挝
缅甸	■	↔	■	↓	■	↔	缅甸
越南	■	↔	■	↔	■	↔	越南

AMRO 对当前政策立场的评估

- 扩张/ 宽松
- 中性
- 收缩 / 收紧

AMRO 建议

- ↑ 扩张较多
- ↓ 扩张较少
- ↔ 保持当前扩张 / 宽松
- ↓ 收紧较多
- ↑ 收紧较少
- ↔ 保持收紧
- ↑ 宽松倾向
- ↓ 收紧倾向
- ↔ 保持中性

资料来源：AMRO 估算。

财政政策

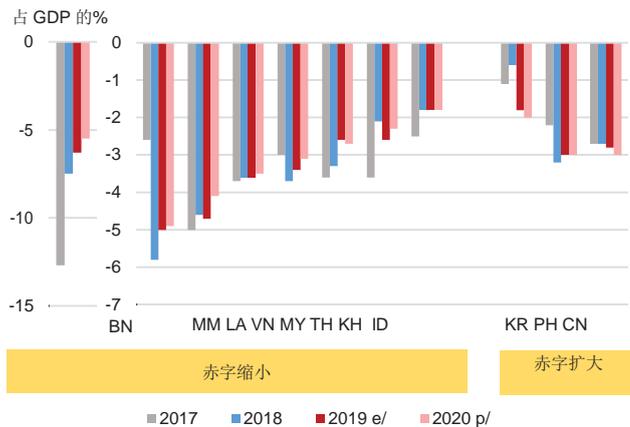
东亚经济体采取了更具扩张性的财政政策, 或者在财政规则具有约束力的情况下, 重新确定支出的优先次序, 以应对增长放缓的势头。预计多数经济体将保持目前的支持性财政政策立场, 尽管有些国家寻求财政整顿以控制债务, 并把支出转为资本支出。与2017年相比, 大多数区域经济体的财政赤字在2018年普遍收窄, 预计2019-2020年将进一步缩小(图1.32)。

本区域的公共财政总体上保持谨慎。尽管大多数区域经济体的一般政府债务占GDP的比率在过去几年中普遍上升, 但以国际标准衡量, 债务占GDP的比例仍然适中。与低收入和中等收入发展中经济体的各自基准相比, 老挝和越南的债务占GDP的比率相对较高, 这表明需要进行财政整顿(图1.33)。相比之下, 柬埔寨、印度尼西亚、韩国、菲律宾和泰国的债务占GDP的比率低于其比较国, 这表明有一些可用的财政空间。也就是说, 对于外部脆弱的经济体, 财政政策的使用可能会受到限制。例如印度尼西亚和菲律宾是双赤字(经常账户和财政账户)国家, 在全球风险规避期间有可能面临更大的市场

压力。随着出口出现阻力, 外部状况受到限制, 当局或许应该考虑更具针对性的临时财政政策(如税收和收入政策), 以支持增长。

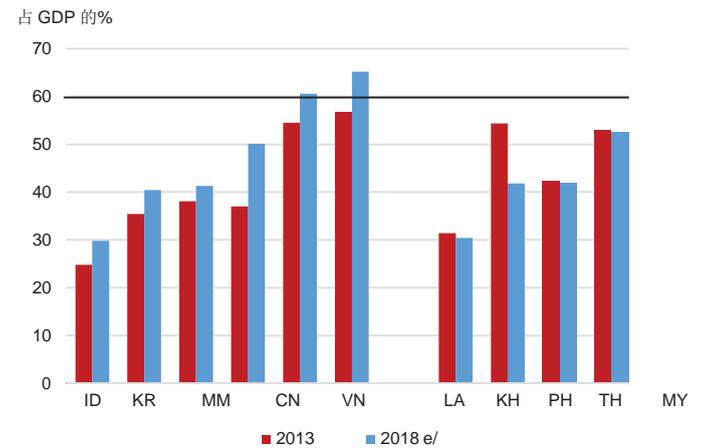
收入占GDP的比重较低、难以调动收入的经济体, 无法利用财政政策进行周期性刺激和结构性改革。东亚发展中经济体面临的挑战更为复杂。这些经济体目前严重依赖外部优惠贷款为其发展融资, 但当他们的经济地位提高到中等收入水平时, 可能将无法获得优惠性贷款。这些经济体需要进行财政改革来扩大其税收基础以提高税收, 同时控制经常支出。柬埔寨在调动收入方面的改革努力取得了预期成果, 通过广泛增加直接和间接税实现了税收收入的持续增长, 尽管仍需要继续提高支出效率。

图 1.32. 主要东亚经济体：财政平衡



资料来源：各国政府部门；AMRO 估算与预测。

图 1.33. 主要东亚经济体：一般政府债务



资料来源：各国政府部门；AMRO 估算与预测。

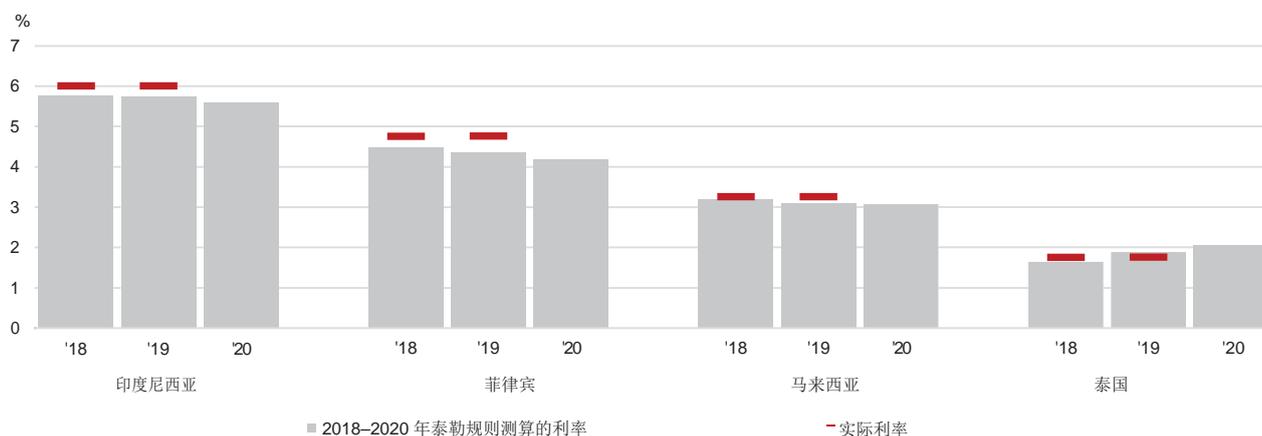
货币政策

面对强大的外部压力和国内不断上升的通货膨胀，本区域一些经济体开始采取先发制人的货币紧缩政策以确保金融稳定。印度尼西亚和菲律宾是两个典型的例子：前者自2018年5月以来已经六次加息，累计达到175个基点，后者自2018年5月以来也已五次加息，累计达到175个基点。AMRO根据泰勒规则（Taylor, 1993）估算，两国当前的利率都高于模型测算的利率（图1.34 和专栏1.6）。市场反应证明，这些政策回应有助于提振信心。除了菲律宾以外，其他国家的通货膨胀都处于或低于各自通货膨胀目标去见的中点；菲律宾的通货膨胀也已迅速放缓，目前已在目标区间之内。外部金融条件的放松和国内通胀压力的缓解，为政策制定者提供了一定的回旋余地，以便在必要时利用货币政策支持经济增长。

一些经济体调整了货币政策的宽松程度，以遏制长期低利率导致的金融脆弱性的累积。马来西亚的政策制定者在2018年1月先发制人的将隔夜拆借利率上调了25个基点，至3.25%（自2014年7月以来首次提高）说明担心持续低利率会导致失衡加剧。同样，韩国在2018年11月将基准利率上调了25个基点，至1.75%，以遏制金融失衡及家庭债务的增加。相比之下，中国（正处于信贷周期的复苏阶段）放宽了存款准备金率（RRR）以提高银行流动性并促进贷款。

展望未来，更易受到外部冲击的区域经济体应当保持或紧缩货币政策，以确保投资者的信心。然而，总体温和的通货膨胀环境及近期全球宽松的货币政策表明，在外部不利因素出现的情况下，如有必要，还有一些可以放宽的空间（图1.34和1.35）。

Figure 1.34. 东盟4国：实际利率与泰勒规则估算

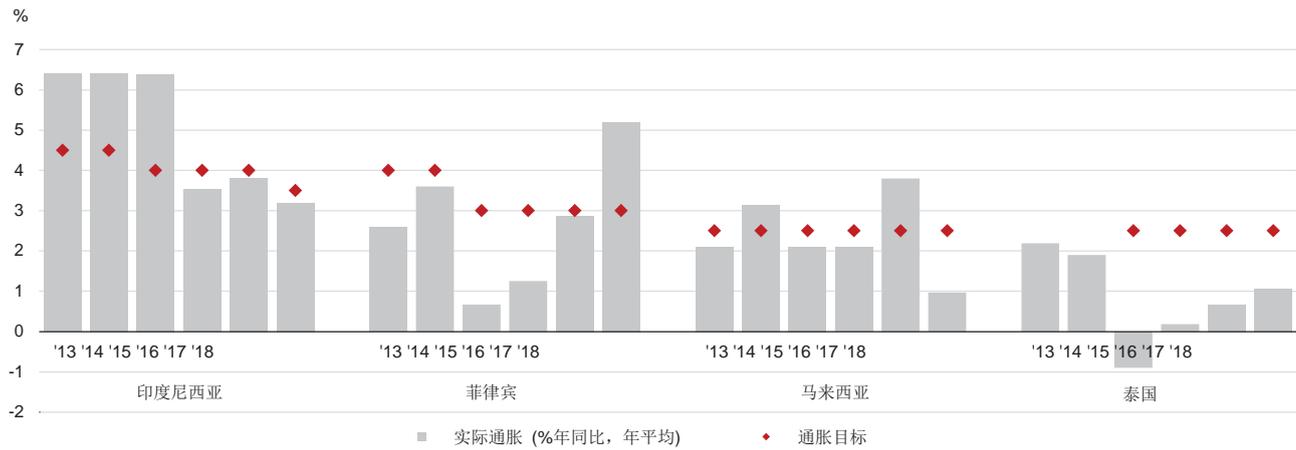


资料来源：各国政府部门；AMRO 估算与预测。

注：2018-2020年底泰勒规则隐含利率根据AMRO对GDP和通胀的预测计算。

2018年实际利率是指2018年公布的最新利率：印度尼西亚（12月20日）、马来西亚（1月25日）、菲律宾（12月13日）、泰国（12月19日）。2019年实际利率是指2019年年初公布的最新利率：菲律宾（2月7日）、马来西亚（3月5日）、泰国（3月20日）、印度尼西亚（3月21日）。

图 1.35. 东盟4国：实际通货膨胀与通货膨胀目标



资料来源：各国政府部门；AMRO 估算。

注：马来西亚是一个不以通胀为目标的经济体。马来西亚的通货膨胀目标被假定为长期的平均通货膨胀目标。

宏观审慎政策

本区域政策制定者通常保持严格的宏观审慎措施，以遏止金融脆弱性的累积，但为了支持经济增长，已经做了一些调整。在印度尼西亚，当局利用处于信贷周期复苏阶段的机会，放松抵押贷款的贷款价值比/融资价值比，同时保持总体审慎的标准，以促进信贷增长，以支持经济。印度尼西亚通过调整RRR的组成部分，提高RRR的平均水平，降低固定RRR，使银行可以灵活管理其日常流动性，从而提高银行的流动性，改善贷款情况。对于家庭或企业债务存量大的经济体，如中国、韩国、马来西亚、泰国和新加坡，政策制定者应继续保持相对紧缩（或进一

步收紧的）宏观审慎政策。

为抑制房地产价格而采取的行动导致一些经济体的信贷放缓。在新加坡为房地产市场降温的宏观审慎措施，已经降低了抵押贷款的增长。为了防范高房地产价格带来的金融稳定风险，韩国收紧了先发制人的宏观审慎政策也减缓了信贷增长。随着抵押贷款增速放缓，中国抑制信贷增长的努力已初见成效；尽管如此，房地产估值仍然很高，在供应不足的大城市，房地产价格可能很快开始再次上涨。

专栏 1.5

东亚经济体的房地产估值周期

本报告作为对2018年报告中引入的商业和信贷周期的补充，将对房地产估值周期做进一步阐述。房地产价格通过实体的净资产对经济产生更广泛的影响，从而影响其借贷、投资和支出的能力（Claessens, Kose和Terrones 2011a）。与房地产有关的贷款通常是金融机构资产负债表上最大的风险敞口之一，也是金融稳定性一个最重要的风险来源，亚洲金融危机和全球金融危机的事态发展就证明了这一点。

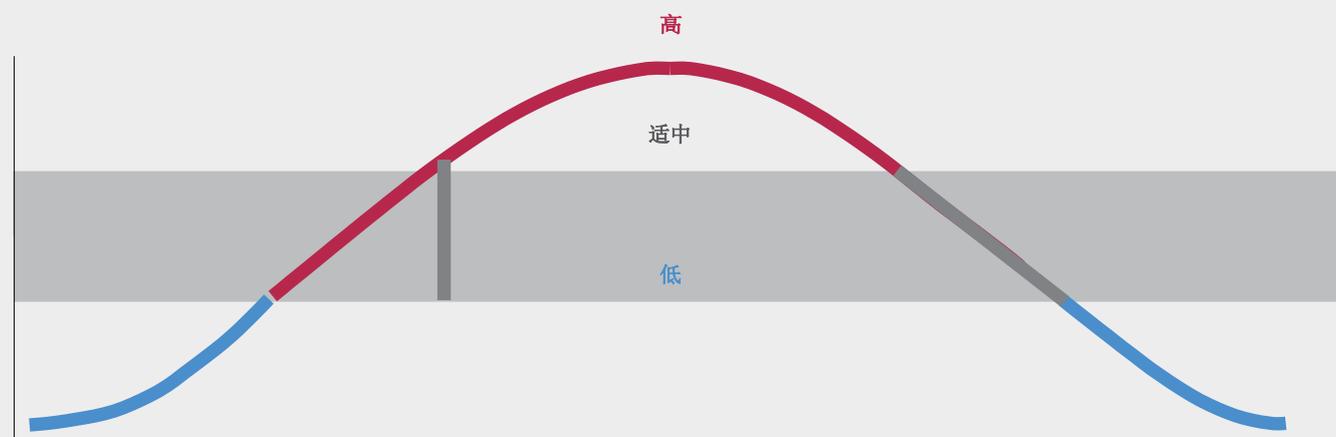
鉴于商业和金融周期之间的重要联系，密切监测商业和金融周期应成为宏观金融监测和政策设计的一个不可缺少的部分。例如：

- Claessens 等人（2011a, b）的研究表明信贷和房地产价格的周期性行为高度相关，而Drehmann, Borio and Tsatsaronis（2012）发现金融周期可能表现为信贷周期中期与房地产价格的同步运行。Arregui等人（2013）的研究表明，在信贷高速增长的情况下，实际房地产价格的上涨对银行危机发生的概率有显著的影响，即房价的快速增长与信贷的快速增长往往会“以糟糕的方式结束”。
- Helbling（2003）发现发达经济体的房价暴跌与实质性的负产出缺口有关，实际GDP增长明显下降通常导致经济衰退。相应地，Claessens, Kose和Terrones（2011a）估计，伴随房价下跌的衰退往往比其他衰退持续的时间更长，程度更深，而伴随信贷或房价上涨的复苏往往会导致更强劲的产出增长。

金融繁荣的一个关键特征因素（即房地产价格的快速增长）可以通过估计这些价格的估值来评估。AMRO房地产估值周期采用与股票市场估价相似的标准，即市盈率。相应的房地产市场的指标是价格与租金比率^{4/}。在可获得长期数据的情况下，通过估算Campbell和Shiller（1998）周期性调整的市盈率的等效值（在这种情况下，是房地产真实价格除以过去10年的平均租金）来消除商业周期中的短期波动和变化。然后对数据进行筛选，以确定相对于长期趋势的估值。房地产估价周期的程式化说明如图1.5.1所示。

房地产估值周期的引入增强了AMRO对成员财务风险的分析，及相应的减轻这些风险的政策建议。政策制定者可以通过货币、财政和宏观审慎政策等多种形式的杠杆来管理影响金融稳定的风险。适当协调和实施这些杠杆可以防止经济过热或资产价格泡沫的增长，以及任何随之而来的可能对增长造成的实质性损害。

图 1.5.1. 程式化的房地产估值周期



资料来源：AMRO。

^{4/} 参见 Mayer（2011）关于使用价格租金比指标评估房地产估值的文献讨论。

专栏 1.6

东盟 4 国的泰勒规则估算

AMRO运用泰勒规则估算具有双重目标。首先，分析过去影响东盟4国货币政策的主要因素；其次，根据各国央行可能的反应，为评估当前和未来的政策提供基准。除马来西亚外，这些经济体都有明确的通胀目标。虽然马来西亚没有明确的通货膨胀目标，但它的目标是将通货膨胀保持在长期平均水平附近。这些经济体也是全球金融状况最有可能影响其国内货币政策的经济体。

标准泰勒规则增加了几个变量，以考虑国内外因素。根据这些经济体对资本流动的开放程度，使用美国国债收益率作为反映全球金融状况的指标。在国内方面，信贷增长和汇率等变量被添加到估计的产出缺口和通货膨胀与其目标（或长期平均水平）的偏差中。使用这些规范，泰勒规则的估算结果显示，马来西亚调整后的R平方为87%，印度尼西亚、菲律宾和泰国超过90%（表1.6.1）。

模型估算表明，国内外变量对货币政策决策都很重要。通货膨胀、产出缺口和外部金融环境（美国国债收益率）对大多数经济体都很重要（图1.6.2）。美国国债收益率系数对印度尼西亚和马来西亚非常重要。滞后的利率变量也非常重要，表明货币政策是渐进的。由于这些经济体多数处于商业周期中期，产出缺口小，通货膨胀稳定或趋于稳定，外部金融环境可能在未来一年对货币政策发挥重要作用。

表 1.6.1. 东盟4国：泰勒规则规范

国家	调整后的R平方	国内变量					国际变量			
		滞后利率	通货膨胀	产出	信贷增长	NEER	汇率	美国国债收益率	联邦资金利率	衡量全球不确定性
印度尼西亚	0.925847	P***	P	P**			P	P***		
马来西亚	0.867388	P***	P**	P***				P***		
菲律宾	0.960827	P**	P**	P**			P***	P		P*
泰国	0.918000	P***	P***	P	P***				P	

资料来源：AMRO 估算。

注：使用 P 值的显著性水平（* 为 10%、** 为 5%、*** 为 1%）。所有变量都是与趋势的偏差。

表 1.6.2. 东盟4国：泰勒规则估算结果

国家	自变量	系数	涵盖时间
印度尼西亚	滞后利率 (-1)	0.6839***	2010 年2季度–2020年4季度
	通货膨胀	0.2504	
	产出 (-1)	2.6664*	
	美国国债收益率 (10年期)	1.5306***	
	汇率 (IDRUSD)	-0.0429	
马来西亚	滞后利率 (-1)	0.6828***	2005年4季度–2020年4季度
	通货膨胀	0.1118**	
	产出 (-1)	0.2762***	
	美国国债收益率 (5年期)	0.4052***	
	滞后利率 (-1)	0.8504**	
菲律宾	通货膨胀	0.9000**	2005年4季度–2020年4季度
	产出 (-1)	0.6968**	
	美国国债收益率 (10年期)	1.1233	
	全球不确定性衡量	-0.1187*	
	汇率 (PHPUSD)	-0.1192***	
泰国	滞后利率 (-1)	0.5842***	2008年1季度–2020年4季度
	通货膨胀	0.2269***	
	产出 (-1)	-0.0162	
	信贷增长	0.0892***	
	联邦基金利率	0.1266	

资料来源：AMRO 估算。

注：使用 P 值的显著性水平（* 为 10%、** 为 5%、*** 为 1%）。括号中的数字是滞后量。2018 年之后的时间是根据 AMRO 的预测。

附录. 主要宏观经济预测

	2017	2018e/	2019 p/	2020 p/
文莱				
实际GDP增长（%年同比）	1.3	0.1	2.1	2.0
整体通胀率（区间平均值，%年同比）	-0.2	0.1	0.4	0.5
经常账户余额（占GDP的%）	16.8	12.6	13.5	13.5
中央政府财政收支（财年，占GDP的%）	-12.7	-7.5	-6.3	-5.5
柬埔寨				
实际GDP增长（%年同比）	7.1	7.2	7.1	7.0
整体通胀率（区间平均值，%年同比）	2.9	2.5	2.8	3.0
经常账户余额（占GDP的%）	-8.0	-9.1	-8.4	-7.7
中央政府财政收支（财年，占GDP的%）	-2.7	-2.1	-2.6	-2.3
中国				
实际GDP增长（%年同比）	6.9	6.6	6.3	6.2
整体通胀率（区间平均值，%年同比）	1.6	2.1	2.2	1.8
经常账户余额（占GDP的%）	1.3	0.4	0.7	1.0
中央政府财政收支（财年，占GDP%）	-2.9	-2.6	-2.8	-3.0
中国香港				
实际GDP增长（%年同比）	3.8	3.0	2.7	2.7
整体通胀率（区间平均值，%年同比）	1.5	2.4	2.5	2.3
经常账户余额（占GDP的%）	4.7	4.3	2.8	2.8
中央政府财政收支（财年，占GDP%）	5.6	2.1	1.5	1.5
印度尼西亚				
实际GDP增长（%年同比）	5.1	5.2	5.1	5.1
整体通胀率（区间平均值，%年同比）	3.6	3.1	3.5	3.5
经常账户余额（占GDP的%）	-1.7	-3.0	-2.6	-2.3
中央政府财政收支（财年，占GDP%）	-2.5	-1.8	-1.8	-1.8
日本				
实际GDP增长（%年同比）	1.9	0.6	0.6	0.5
整体通胀率（区间平均值，%年同比）	0.7	0.8	0.8	0.7
经常账户余额（占GDP的%）	4.0	3.8	3.7	3.5
中央政府财政收支（财年，占GDP%）	-3.6	-4.3	-4.0	-3.8
韩国				
实际GDP增长（%年同比）	3.1	2.7	2.6	2.6
整体通胀率（区间平均值，%年同比）	1.9	1.5	1.0	1.4
经常账户余额（占GDP的%）	4.9	4.7	4.6	4.2
中央政府财政收支（财年，占GDP%）	-1.1	-0.6	-1.8	-2.0

	2017	2018e/	2019 p/	2020 p/
老挝				
实际GDP增长（%年同比）	6.9	6.5	6.6	6.9
整体通胀率（区间平均值，%年同比）	0.8	2.0	2.1	2.5
经常账户余额（占GDP的%）	-7.0	-7.8	-7.0	-6.5
中央政府财政收支（财年，占GDP%）	-5.6	-4.6	-4.7	-4.6
马来西亚				
实际GDP增长（%年同比）	5.9	4.7	4.6	4.7
整体通胀率（区间平均值，%年同比）	3.7	1.0	1.6	2.2
经常账户余额（占GDP的%）	3.0	2.3	2.1	2.1
中央政府财政收支（不包括基金，占GDP%）	-3.0	-3.7	-3.4	-3.1
缅甸				
实际GDP增长（%年同比）	6.8	7.3	7.3	7.4
整体通胀率（区间平均值，%年同比）	4.0	5.0	4.5	4.5
经常账户余额（财年，占GDP的%）	-4.3	-3.6	-3.9	-4.0
中央政府财政收支（财年，占GDP%）	-2.6	-6.2	-5.0	-4.9
The Philippines				
实际GDP增长（%年同比）	6.7	6.2	6.4	6.6
整体通胀率（区间平均值，%年同比）	2.9	5.2	3.0	3.0
经常账户余额（占GDP的%）	-0.7	-2.4	-2.3	-2.0
中央政府财政收支（占GDP%）	-2.2	-3.2	-3.0	-3.0
新加坡				
实际GDP增长（%年同比）	3.9	3.2	2.5	2.6
整体通胀率（区间平均值，%年同比）	0.6	0.4	1.1	1.5
经常账户余额（占GDP的%）	16.0	17.7	18.0	18.5
中央政府财政收支（占GDP%）	2.3	0.4	-0.5	-0.7
泰国				
实际GDP增长（日历年，%年同比）	4.0	4.1	3.8	3.7
整体通胀率（区间平均值，%年同比）	0.7	1.1	1.0	1.0
经常账户余额（占GDP的%）	11.0	6.9	5.7	4.9
中央政府财政收支（财年，占GDP%）	-3.6	-3.3	-2.6	-2.5
越南				
实际GDP增长（日历年，%年同比）	6.8	7.1	6.6	6.7
整体通胀率（区间平均值，%年同比）	3.5	3.5	3.8	3.7
经常账户余额（占GDP的%）	2.7	4.2	3.1	2.0
各级政府借款净额（% of GDP）	-3.5	-3.5	-3.6	-3.5

资料来源：各国政府部门；AMRO 估算。

注：e/表示估算值，p/表述预测值。除非另有说明，数据指日历年。无法获得 2018 年的数据，2018 年的数据是根据 AMRO 的估算。

参考文献

ASEAN+3 Macroeconomic Research Office (AMRO). 2018a. "Box B: The Winds of (a Trade) War." *ASEAN+3 Regional Economic Outlook 2018*. Singapore.

<https://amro-asia.org/publications/regional-surveillance/amro-regional-surveillance-reports/asean3-regional-economic-outlook/>

_____. 2018b. "Monthly Update of the AREO—Special Feature: Recent Market Turmoil in Argentina and Turkey and Spillovers to Regional Emerging Markets," Singapore, September.

<https://amro-asia.org/publications/regional-surveillance/amro-regional-surveillance-reports/asean3-regional-economic-outlook/monthly-update-of-the-areo/>

Arregui, Nicolas, Jaromir Benes, Ivo Krznar, Srobona Mitra, and Andre Oliveira Santos. 2013. "Evaluating the Net Benefits of Macroprudential Policy: A Cookbook." IMF Working Paper 13/167, International Monetary Fund, Washington, DC.

<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Evaluating-the-Net-Benefits-of-Macroprudential-Policy-A-Cookbook-40790>

Campbell, John Y., and Robert J. Shiller. 1998. "Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook." *Journal of Portfolio Management* 24(2): 11–26.

Claessens, Stijn, Ayhan Kose, and Marco Terrones. 2011a. "How do Business and Financial Cycles Interact?" IMF Working Paper 11/88, International Monetary Fund, Washington, DC.

<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/How-Do-Business-and-Financial-Cycles-Interact-24805>

_____. 2011b. "Financial Cycles: What? How? When?" IMF Working Paper 11/76, International Monetary Fund, Washington, DC.

<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Financial-Cycles-What-How-When-24775>

Drehmann, Mathias, Claudio Borio, and Kostas Tsatsaronis. 2012. "Characterizing the Financial Cycle: don't Lose Sight of the Medium Term!" BIS Working Paper No. 380, Bank for International Settlements, Basel.

<https://www.bis.org/publ/work380.htm>

Helbling, Thomas. 2003. "House Price Bubbles—A Tale Based on Housing Price Booms and Busts." Real Estate Indicators and Financial Stability. Proceedings of IMF/BIS Conference on Real Estate Indicators and Financial Stability, International Monetary Fund, Washington, DC, 27–28 October.

<https://www.imf.org/external/pubs/ft/reif/2005/eng/index.htm>

International Monetary Fund. 2018. "Global Prospects and Policies." Chapter 1. *World Economic Outlook*. Washington, DC, April.

<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/03/20/world-economic-outlook-april-2018>

Kranendonk, Henk, and Johan Verbruggen. 2008. "Decomposition of GDP Growth in Some European Countries and the United States." *De Economist* 156(3): 295–306.

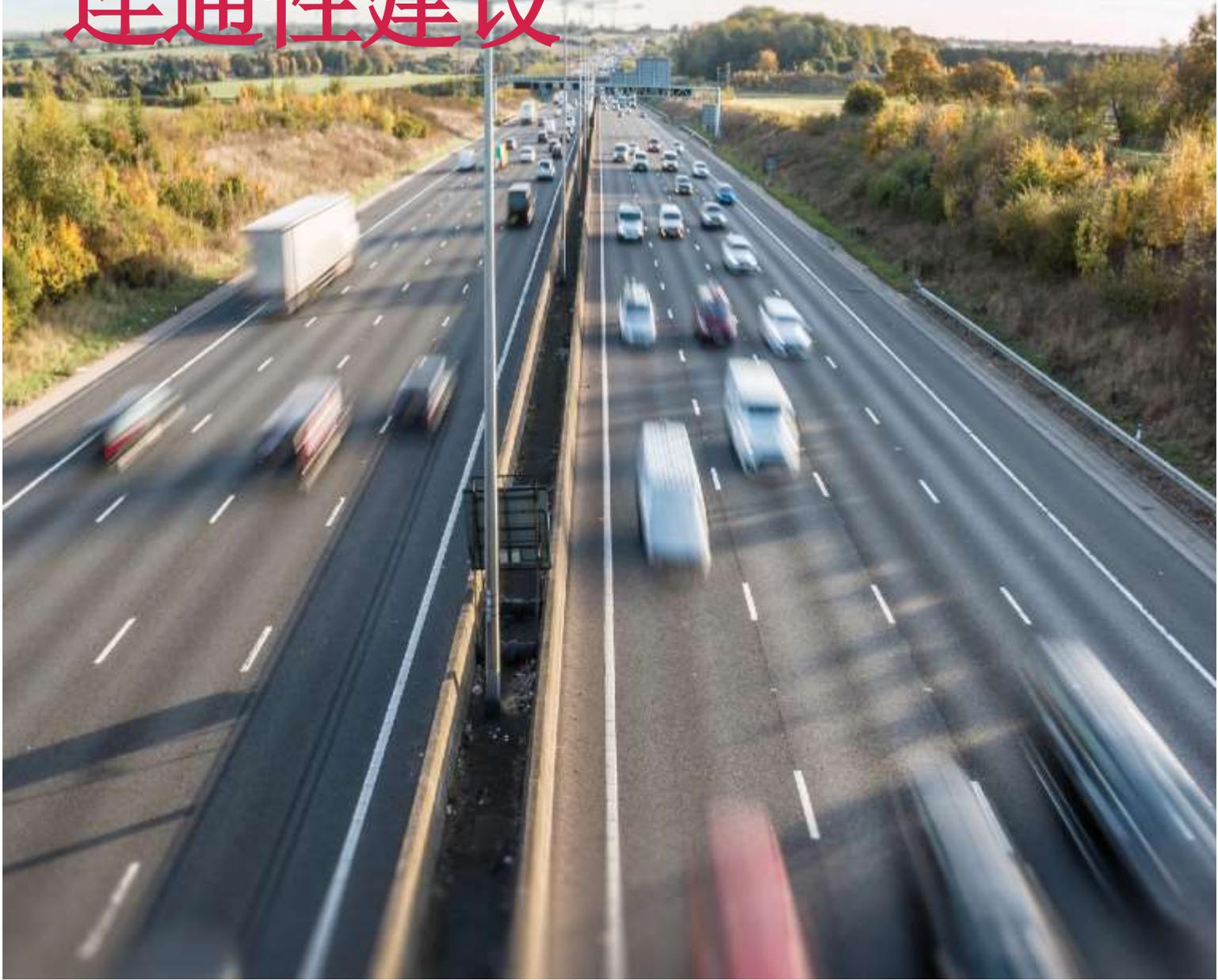
Mayer, Christopher J. 2011. "Housing Bubbles: A Survey." *Annual Review of Economics* 3: 559–577.

Poonpatpibul, Chaipat, Anthony Tan, Simon Xinyi Liu, and Edmond Choo. 2018. "Assessing Financial Stress in China, Japan, Korea and ASEAN-5 Economies." AMRO Working Paper 18-05, ASEAN+3 Macroeconomic Research Office, Singapore.

<https://amro-asia.org/assessing-financial-stress-in-china-japan-korea-and-asean-5-economies/>

Taylor, John B. 1993. "Discretion versus Policy Rules in Practice." *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 29: 195–214

专题报告： 新经济的能力与 连通性建设



东亚地区实现“新经济”转型的关键是提高其能力和连通性。三个关键驱动因素将成为短期到中期内决定本区域的能力和连通性建设的首要任务，即技术或第四次工业革命（4IR）、成熟的人口结构和快速增长的中产阶级，以及西方保护主义、地区富裕程度和最终需求的不断增长。然而，本区域仍然面临阻碍其连通性及发展的三个关键缺口：资金、外汇及要素缺口。为了解决这些差距，本区域需要发挥东亚内部投资的杠杆作用，利用区域金融安全网（RFSN），发展专业知识、技术和体制，加快推进区域一体化和连通性建设。

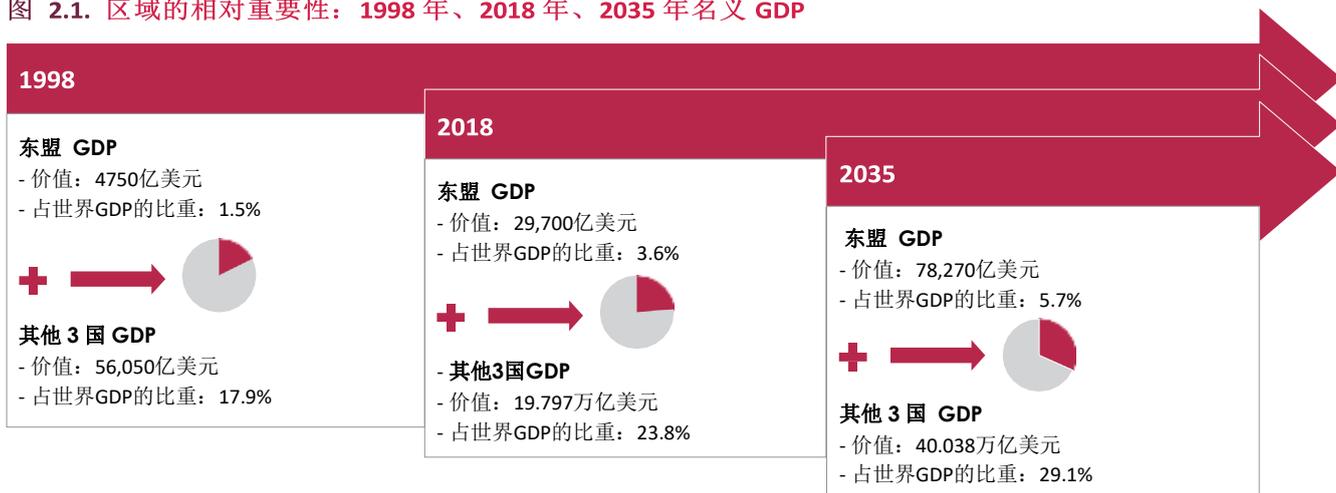
1 亚洲金融危机后的再平衡与韧性：蓄势待发

在经历了1997年的动荡事件后，东亚经济体走过了漫长的道路。本区域GDP总量从亚洲金融危机（AFC）后的6万亿美元（占世界GDP的19.4%），增加到2018年的23万亿美元（27.4%），预计到2035年将达到48万亿美元（34.8%）（图2.1）。本章以AREO 2017（AMRO 2017）亚洲金融危机后地区经济一体化与再平衡，以及AREO 2018（AMRO 2018a）韧性与增长为基础。在东亚国家迎接“新经济”并开启下一增长阶段时，重点是增强能力与联通性建设。

能力与连通性建设是东亚迎接“新经济”，开启下一阶段增长轨迹的首要事项。本区域多数国家以“出口型制造业”战略为主要支柱，在过去二十年里整体繁荣发展。尽管推进技术前沿的提升一直以来并且会继续不平衡，但向

服务业的转型是不可避免的¹，需要重新考虑“能力”意味着什么以及需要什么样的“连通性”。能力及连通性建设将是本区域下一阶段增长的主要任务。近期出现的一个关键问题是投资不足，如果得不到解决将会影响经济增长。创造和维持增长所需的投资将包括：优化生产和分销效率的新硬件和软件、迎合数字技术和个性化服务所需的人力资本和技能组合，以及应对日益复杂和跨界的新价值链的网络和连通性。

图 2.1. 区域的相对重要性：1998 年、2018 年、2035 年名义 GDP



资料来源：各国政府部门；世界银行；AMRO 计算和预测。

¹ 值得注意的是，虽然世界各经济体花了几个世纪的时间才从农业转向制造业，但服务业的崛起正在加快，尤其是在中低收入国家（Buckley 和 Majumdar 2018）。

本章内容概括如下：第2节回顾了推动本区域能力建设和首要任务的三个重要的发展：技术革命引领去工业化及新经济中服务业的兴起；成熟的人口结构和快速增长的中产阶级；在全球保护主义抬头的背景下，区域一体化不断扩大和深化。第3节确定并评估了东盟深化一体化及连通性建设方面的三个主要挑战：资金、外汇及要素缺口。第4节审查了区域倡议的范围，以解决其中一些制约因素。第5节总结了一些政策建议。在整个章节中，这些国家大致分为以下几类：

- **东亚高收入（“HI-A”）**经济体受到这三项缺口的制约最小：中国、日本、韩国、文莱、香港和新加坡。对成熟的HI-A经济体，这三项缺口为它们在适应和迎接新经济的过程中利用本区域的增长提供了机会。中国是中高收入经济体，但按购买力平价计算是世界上最大的经济体，储蓄率高，技术先进，因此，即使在应对自身发展挑战的同时，中国也能够帮助其他发展中经济体解决这三大缺口。

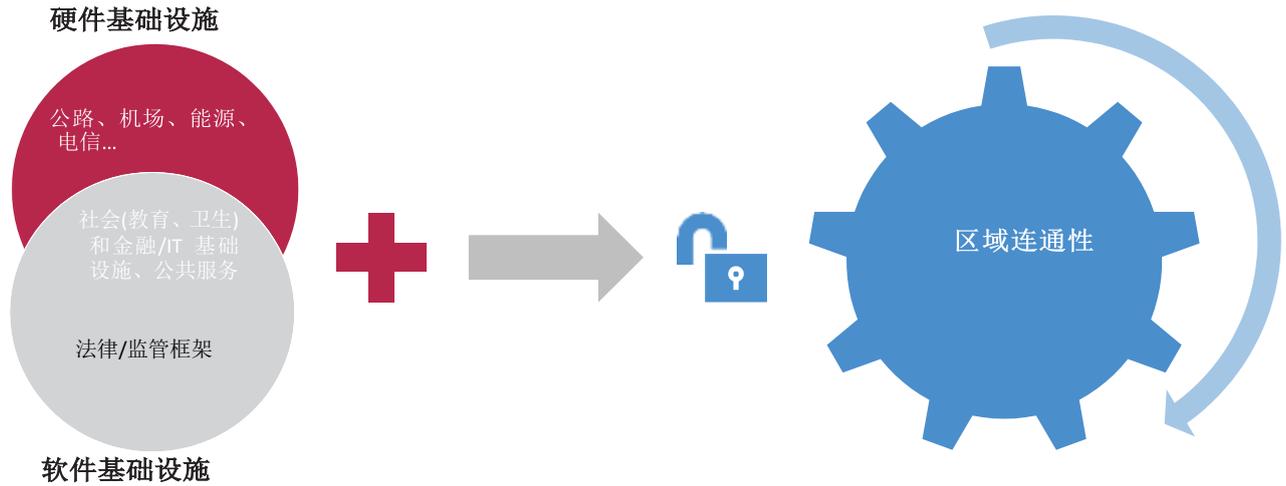
引领能力与连通性建设：阻力与动力

三个关键驱动因素将在短期到中期内决定本区域的能力和连通性建设的首要任务。首先，技术或第四次工业革命（4IR）引领自动化、资本密集度低的工业生产及服务业的兴起。在“新经济”下重组全球价值链（GVCs）将会重新定义对未来经济增长至关重要的国内外基础设施需求。其次，成熟的人口结构及快速增长的中产阶级将会强调向更加节约劳动力，以技术和知识为基础的生产能力的转变，刺激本区域内部对消费品及服务的需求，包括改善居住空间、新的或重新配置的服务，以及对更好的连通性的需求。第三，西方的保护主义与本区域的日益富裕和最终需求，将共同对区域一体化起到推动和拉动作用。随着时间的推移，本区域自身需求的拉动作用，将超过保护主义压力对区域内连通性的推动作用。

- **东盟中等收入（“ASEAN-4”）**的经济体已经克服了金融和非金融方面的限制，达到了今天的水平，但这三个缺口仍（在不同程度上）对经济增长具有约束力：印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国。他们曾经是低收入经济体，在金融全球化的变幻莫测中积累了丰富的经验，这造成了一种政策偏差，无论对错，都会使缺口比原本应有的更为尖锐。
- **东盟低收入（“CLMV”）**经济体存在传统发展中国家的问题：投资需求超出储蓄能力，生产能力受到限制（包括劳动力、技术和体制）。与早期的新兴经济体不同，柬埔寨、老挝、缅甸和越南面临着这些发展限制，而此时全球化和外国资本的进入可以帮助缩小这些缺口，但如果融资过度，还可能造成经济损失。

东亚经济体需要同时扩大其“硬件”及“软件”基础设施，包括：加强运输、电信和公用事业等结构；健全透明的法律及监管框架；IT基础设施；稳定的金融系统（图2.2和表2.1）。社会机构（教育、医疗和公共住房服务）构成了一个国家整体的基础设施。区域连通性既包括促进货物和人员更有效流动的硬件基础设施，也包括促进各国内部和各国之间传播或共享知识、服务和其他“无形资产”的软件基础设施。区域连通包括东盟经济共同体（AEC）、东盟与中国及其他主要贸易伙伴之间的自由贸易协定；东盟与中日韩宏观经济研究办公室（AMRO），以及清迈倡议多边化（CMIM）协议，为各国政府合作和加强区域一体化提供了框架。

图 2.2. 硬件及软件基础设施和区域连通性



资料来源：AMRO。

表 2.1. 经济部门所需的基础设施

行业 / 经济活动和主要特点	所需基础设施
先进制造业：自动化、电子化	生产厂房、工业园区、发电机；技能学习和知识产权框架
现代物流与配送：集散地	自动分拣、包装及配送空间；连通物流公司、制造商、销售平台和支付系统运营商
灵活及时的运输服务：数字化	办公空间，数字运营的备份站点；健全的监管框架，强大的AI能力
使用大数据的电子商务和其他在线服务：去中介化、数字化	配备数字系统和冷却装置的办公空间；物流服务
旅游和接待：定制体验	机场、港口、公路、铁路、酒店、饭店、餐饮、娱乐设施
BPO/KPO：使用AI，不同国家的关键节点	配备数字系统的办公空间、语言学习中心、学科内容学习中心、电信设施
城市化 + 人口变化 + 富裕程度提高	“智能城市”生态系统为专业人士及不断扩大的中产阶级提供“工作和娱乐无缝连接”；体验服务而不是购买商品的空间；为年长者提供医疗保健的设施和专业知知识，为富裕人士提供各生命周期健康医疗；豪华公寓

资料来源：AMRO。

迎接新经济及其服务

随着各国从出口型制造业增长战略向“新经济”转变，能力及联通性的改善将成为未来增长的关键决定因素。由于供应链的发展，需要数字工具和精通技术的人力资本来生产新产品及服务，并将这些产品及服务交付给消费者和企业（图2.3和2.4）。

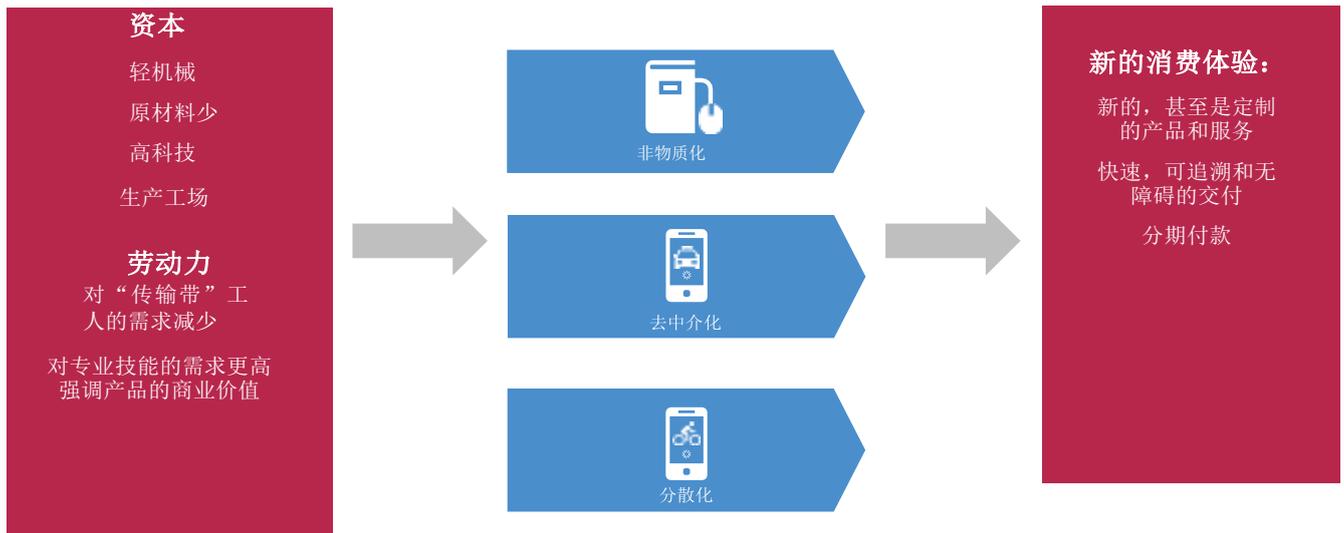
随着服务业变得日益正规和易于交易，商品和服务之间的界限变得模糊，服务业在新经济中将占有突出地位。服务贸易需要超越实际运输方式的连通性，因为服务出口（向外国居民提供和交付服务）可以在供应商不离开该国的情况下进行。WTO定义了四种服务贸易的形式（WTO2015）：跨境贸易（例如国外咨询服务）；海外消费（例如旅游、出国留学）；商业形式（例如银行在当地设立的海外分支机构，为当地居民提供金融服务）；以及自然人的流动（例如外国专业人士前往当地，为当地居民提供服务）。由于产品与服务变得难以区分，或服务与服务捆绑在一起，价值链将发生变化，例如：电脑及其运行所需的软件；实物和餐饮服务；伴随货物和服务的支付服务等。

本区域一些国家中，服务已经占GDP和就业的一半以上，东亚其他国家和地区，如香港、马来西亚、菲律宾和新加坡也在迅速赶上（图2.5和2.6）²。新服务中的许多子行业需要更高的技能以持续创新，并保持竞争力，因此人力资本发展较强的经济体拥有较大的服务行业并不奇怪（图2.7）。

新经济服务需要更高层次的软件基础设施和跨境连通性。健全的法律和监管框架，高效安全的支付系统（无论是国内或国外）都是至关重要的。将对知识产权（IPR）、企业主和投资者权利的法律保护、专业服务标准、支付协议和网络安全进行更严格的审查。必须解决自由贸易协定、投资条约和相互承认协议（MRAs）问题，以扩大跨境价值链，促进高质量的FDIs、熟练劳动力和管理专业人员的更自由流动。例如健全的IPR框架对以版权为基础的行业至关重要（WIPO2014）³。根据WIPO（2014），这些新服务占韩国GDP的9.9%，就业的6.2%，紧随其后的是中国（GDP的6.4%，就业的6.5%），新加坡（GDP的6.2%，就业的6.2%），在文莱、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国平均占GDP的4.1%和就业的5.7%。

新经济服务业包括传统的和新的收入来源。例如旅游业（正在发生重大变化），以及在数字经济下行之有效且蓬勃发展的新服务，如电子商务和业务流程外包（BPO）等。

图 2.3. “新经济”示意图：更有效地生产及供应产品及服务

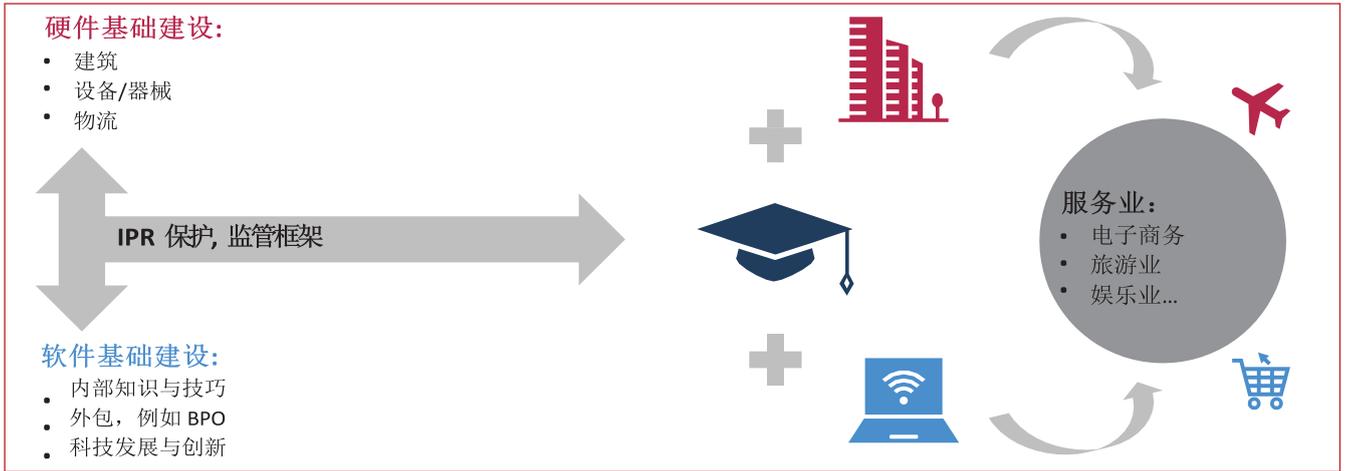


资料来源：AMRO。

² 随着 GDP 和贸易的统计方法和测量方法(最适合核算货物生产和运输)的更新以反映新经济下的增值,服务业在新经济中所占的份额也可能增加。

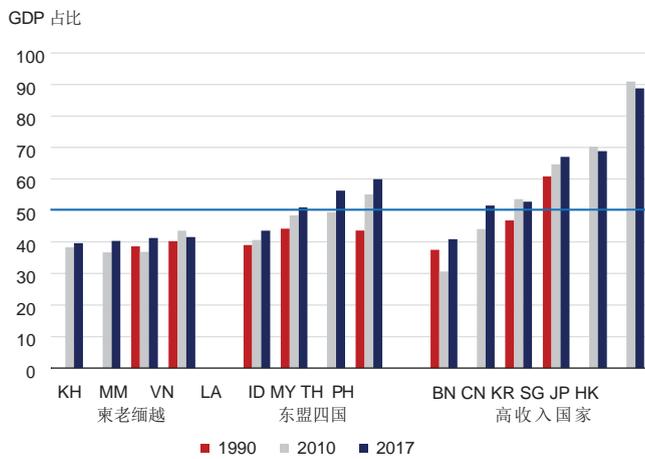
³ 据 WIPO 称,版权产业包括软件和数据库、新闻和文学、音乐、戏剧制作、歌剧、电影、广播和电视、摄影、视觉和图形艺术、广告服务和版权收集协会。

图 2.4. 服务业价值链



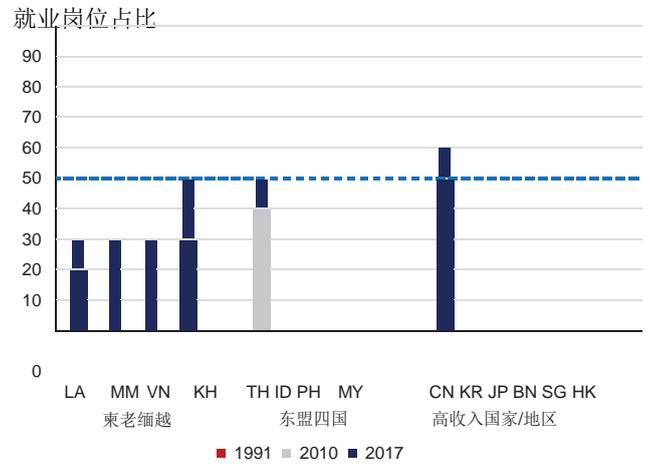
资料来源: AMRO。

图 2.5. 服务业占GDP比例



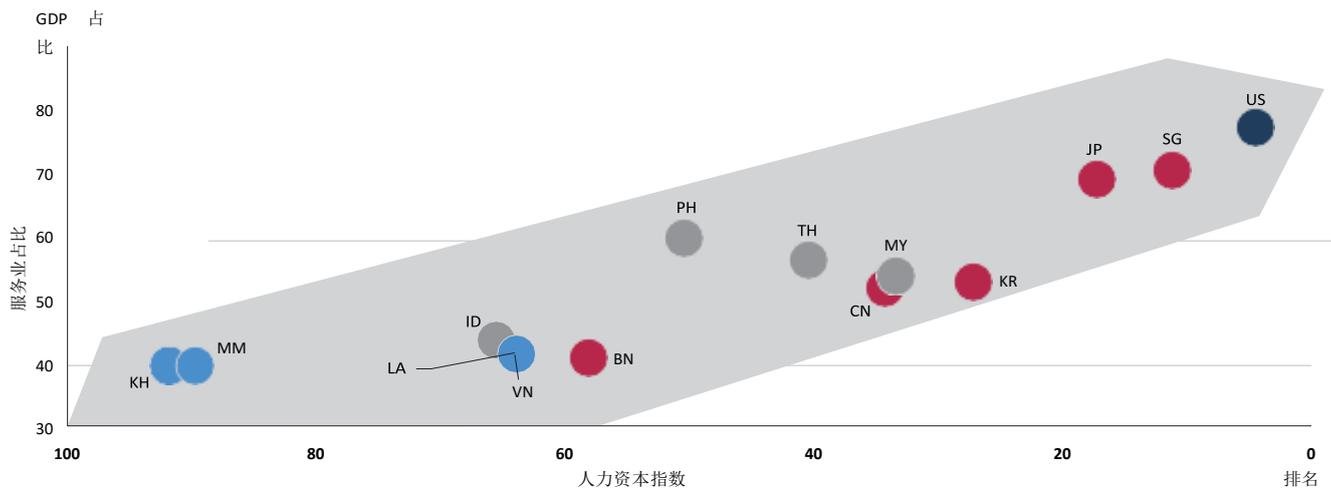
资料来源: 各国政府部门; 世界银行。
注: 日本数据截止至 2016 年。

图 2.6. 服务业中的就业占比



资料来源: 各国政府部门; 世界银行。
注: 就业数据于 1991 年至今。日本数据截止至 2016 年。

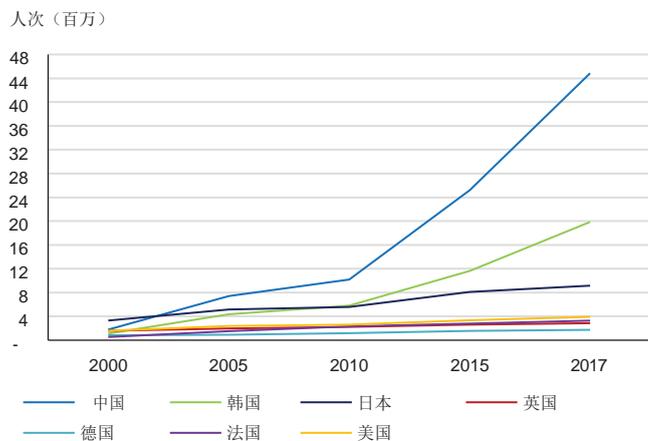
图 2.7. 2017年人力资本与服务业发展之间的关系



信息来源: 世界经济论坛 (2017)。

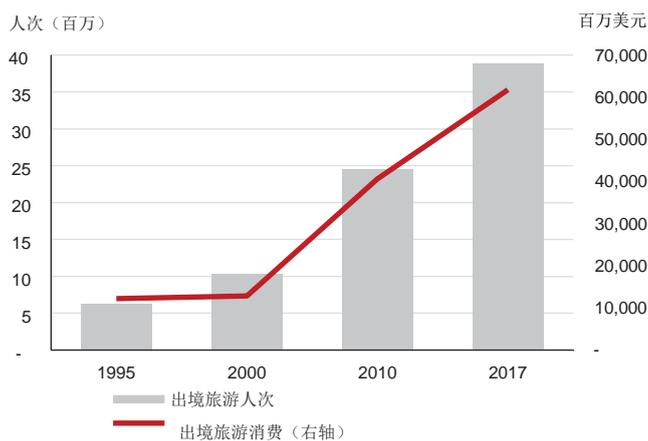
旅游业（传统旅游业和旅游业 2.0）的指数级增长会带动连通性和与旅游业相关行业的需求增长，旨在提供无缝交通并提升消费者体验。同时，旅游业可以创造跨境价值链，如一名新加坡旅客可以使用中国的网络平台，订乘日本航空公司的航班，飞往泰国度假，居住在美国公司旗下的酒店，并消费韩国、印尼和越南公司提供的商品与服务。在这种情况下，没有任何一个企业拥有或主导整个价值链。相反而言，这其中最重要的便是在现实世界和网络世界中地区间的连通性。与制造业相似的是，这些价值链中最重要的部分包括高效的航空及陆路运输、可互相操作的支付系统，以及允许通过包括商业存在和人员流通等方式供给服务的自由贸易政策。

图 2.8. 各国前往东盟旅游人次



资料来源：各国政府部门；AMRO 计算。
注：文莱数据截止至 2016 年。中国前往马来西亚的游客数据包括香港。

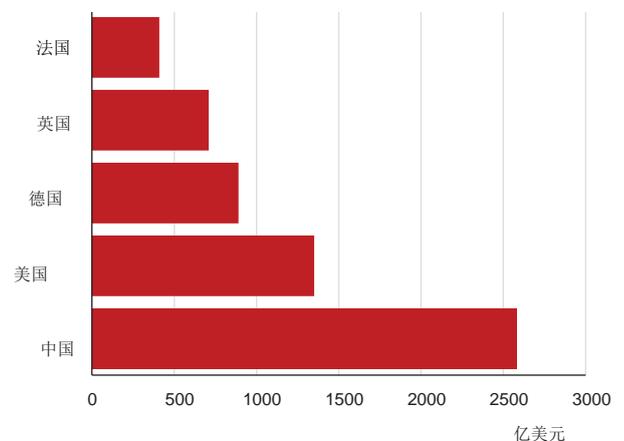
图 2.10. 东盟国家出境旅游人次



资料来源：世界银行，世界旅游组织，旅游统计年鉴，以及 AMRO 计算。
注：旅游人次及消费仅包括柬埔寨、老挝、印度尼西亚、菲律宾、泰国和新加坡。文莱（2010）和菲律宾（2010 和 2017）的出境旅游人次均为估算。

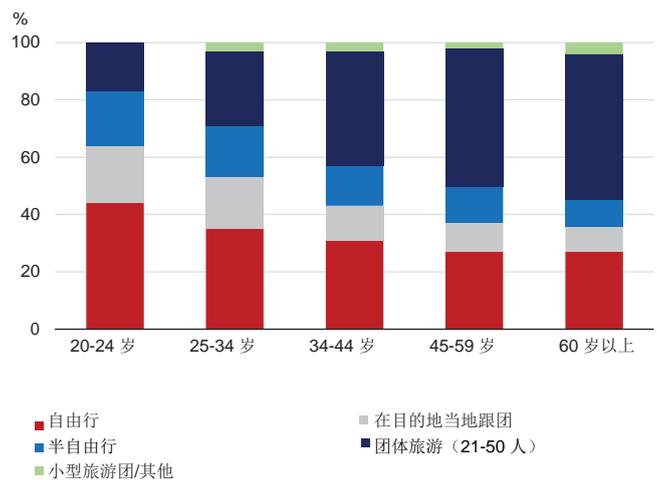
东亚已逐渐成为地区乃至全球旅游业的关键贡献者。中国是现今世界上最大的旅游消费国，其消费额已超过美国与德国的总和（图2.9）。前往东盟国家的中国游客在过去十年中增长了近五倍，从2008年的830万人次增长到2017年的4480万人次。有关机构预测在2035年，这个数字还将增长2.3倍（Poonpatpibul等，2018）。同样，日本和韩国也是东盟国家主要的游客来源国（图2.8），并在未来几年仍有增长空间。东盟国家国民出境旅游人次也同样在快速增长（图2.10），这得益于本区域中产阶级人口的快速增长以及航空旅行价格的降低。

图 2.9. 世界最大的旅游消费国



资料来源：联合国世界旅游组织。

图 2.11. 年轻中国游客更倾向于自由行或半自由行



资料来源：Maybank Kim Eng (2019)；以及 McKinsey Global Institute.

东亚经济体正在扩建包括机场、码头、高速公路以及铁路等交通基础设施建设，为游客出行提供便利，但这一过程中仍存在许多瓶颈。在本区域的许多国家，需求量持续超过容量的增长。在印度尼西亚、菲律宾以及泰国，机场使用率数据显示旅游业的发展可能会受到机场容量和服务效率的限制。印度尼西亚有着开发更多类似于巴厘岛的度假圣地以及发展海上运输来连接各个岛屿的雄伟计划。柬埔寨、老挝和越南同样规划建设新的机场和高速公路以促进国际旅游并链接各大主要城市。与其他东盟国家不同，新加坡的机场使用率较为合理（表 2.2），但新加坡也已经提前计划樟宜机场五号航站楼的建设，建成之后可将容量提升至现在的两倍。

旅游产业的增长不仅需要出行能力的提升。跟随旅游团的中国游客将会持续减少，年轻一代对科技产品更加敏感的“独立游客”更喜欢选择自行计划自由行（图 2.11）。“新经济中的旅游业”会细化分类、重新配置、并定制价值链，从以旅游公司为中心的标准化目的地、旅程及酒店转型为更受消费者驱动的差异定价结构需求和旅行体验的定制（Laesser和Jäger 2019）。传统营销手段会被倾向于客户分析和定位的服务替代，新的旅游产业也会促进如娱乐业和医疗保健业等相关产业的增长。

科技正在使得如BPO一类的服务更加可交易并商品化，同时也有提高生产力的潜能。过去几十年间的信息通信技术革命使得BPO服务产业得以增长。此外，电信成本的极大降低使得这类服务能够从境外以更低的人力成本和价格提供。这对拥有相关技能的劳动人口和新兴经济体来说是有益的。呼叫中心、会计等其他曾因成本或需要当面交流而受限于国内的产业现在可以由境外组织提供，并接受国际竞争。例如菲律宾就从信息通信技术革命中极大地获利，主要因BPO行业的驱动，其服务业占总出口的40%（与印度类似）。BPO以3-5倍于国家平均工资的薪资雇佣了超过100万人；在过去十年中，BPO从呼叫中心扩展到更广泛的用途和更复杂的服务。

表 2.2. 超负荷运营的主要东盟机场

机场	城市	旅客（2017）		
		实际（百万）	容量（百万）	使用率（%）
樟宜机场	新加坡	62.2	85.0	73.0
吉隆坡	吉隆坡	58.6	70.0	84.0
苏加诺-哈达	雅加达	63.0	60.0	105.0
素万那普	曼谷	62.8	45.0	140.0
廊曼	曼谷	40.6	30.0	135.0
尼诺伊·阿基诺	马尼拉	42.0	31.0	136.0
新山一	胡志明市	35.9	25.0	144.0
内排	河内	23.1	25.0	92.0

资料来源: Maybank Kim Eng (2019)。
注: 素万那普和廊曼的数据截止至 2018 年。

与BPO相似的商业服务很容易受到科技的影响,这会带来机会,但同时也需要新的技能来提供更高的VA服务。虽然BPO产业在菲律宾仍在稳步增长,但在未来仍有可预见的挑战,科技正在影响当前价值主张的各个方面。外包服务提供商应当使用创新技术来应对市场需求和挑战,加强产品和服务并管理人才流动,同时管理运营成本,重点关注流程自动化和社会管理工具。新技术已经在淘汰许多呼叫中心岗位并使其他岗位转型。人工智能(AI)软件和机器人能够更快速地完成工作,而且24小时工作,还能提供高质量的工作成果。这种科技能够激励公司逐渐放弃外包模式,并以较低的成本将这些功能引入公司内部。尽管如此,迅猛的科技发展仍在创造新机会。例如,支持业务流程服务(BPaaS)的云科技就有着增长空间,能够打开中小型企业市场(因为它能够采取更为量身定制的方式和更低的固定成本来购买BPO服务)。此外,科技也能使BPO提供商提供新服务以防止其对现有服务的影响。

电子商务是另一种服务专业化带来更高的VA“产品”的例子。以电子商务为中心的价值链可以被概念化,为平台提供商与多个价值链链接:供应商、生产商、经销商、运输商、零售商以及“最终需求”客户。电子商务平台的成功依赖与各利益相关者的高效(甚至无缝)的接触点,这样才能降低商务成本并以更低的价格向更大的市场销售自己的产品。例如电子商务能够将供应商与生产商更直接地连接,允许零售商在没有实体店面的情况下展示产品并动态地调整价格,以及为消费者提供更大的范围,可以在理想的价格区间来搜索最理想的商品或服务。成功的电子商务价值链的几个关键部分必须包含快速、可靠并易于使用的人工智能和数字系统;能够处理和传播大量信息的数据分析;欺诈检测以及强有力的知识产权和消费者保护框架;以及能够满足技术要求的高专精技术人员。

全球电子商务在过去十年中显著增长。根据McKinsey Global Institute (MGI 2017) 的估测,电子商务从2005年的4950亿美元增长到了2016年的19150亿美元。在东亚地区,电子商务已迅速的扩展为一种购物常态。中国已领先其他经济体成为全球电子商务和移动支付的领军国家,从2005年仅仅占世界电子商务的0.5%增长至2016年的42.4%。中国的移动支付的估值在2016年为7900亿美元,是美国的11倍(MGI 2017)。新加坡2018年电子商务的营收额为41亿美元,与一年之前的30亿美元相比有所增长,这个数字预计在2023年翻倍为85亿美元⁴。

旅游业、BPO、电子商务以及其他新型或重组行业会为“人力资本和“虚拟”连通性的能力水平设立新的标准。各国如果想抓住机遇实现更高的服务拉动型增长,就必须提高标准或超过这些新门槛。从菲律宾与BPO相关的经验中可以看出,科技能够颠覆一个国家现有的价值链,但同时,通过适当的基础建设和人力资本的提升也能开通通往更高的VA服务的大道(AMRO 2018)。菲律宾的BPO服务是高度多样化的,从基础的呼叫中心服务发展成了为放射医疗和会计行业提供分析服务,制作视频和其他多媒体产品,以及网络游戏和与其相关的支持服务。

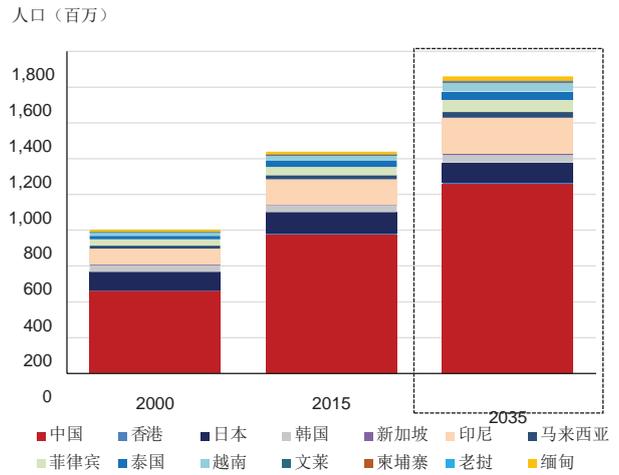
⁴Source from Statista (<https://www.statista.com/outlook/243/124/ecommerce/singapore>).

城市化发展与人口结构变迁

受城市化进程、人口变化趋势以及社会渴望的驱动，会扩大高端服务的范围以及高端房地产的需求。估计在2035年，东亚的城市人口将由2015年的60.4%提升至69%（图2.13）；仅中国的城市人口就会占到整个区域的63.9%（图2.12）。

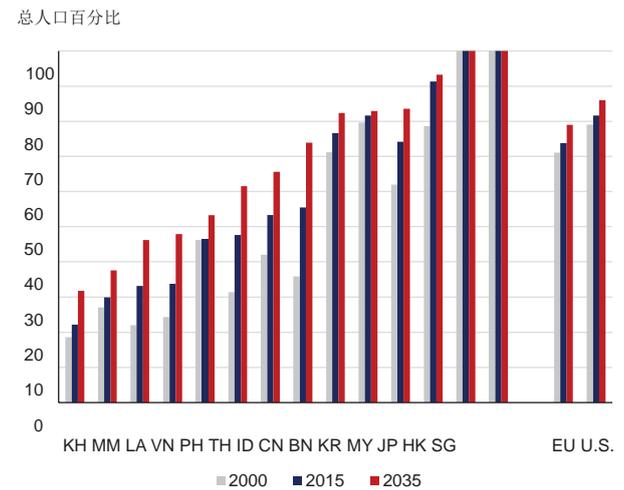
城市化意味着需要对基础建设进行大量的投资。例如住房、排污、排水、发电、轨道交通、高速公路等。然而在亚洲，城市化也将伴随着中产阶级的壮大和富裕阶层的增长。据估计，到2030年亚太地区中产阶级的消费支出将大大超过北美和欧洲中产阶级消费的总和（图2.14）。如今，东亚地区已经成为世界最大的汽车、手机和其他耐用消费品、奢侈品以及高端酒品的消费市场。消费者会更加挑剔并对科技更加敏感，对商品和服务的需求会不断进化：从食品到就餐体验，从基础医疗到养生保健，从在货架上选购基本消费品到在电商平台上购买奢侈玩具。他们会寻求当地或国际品牌的通识体验，并在任何地方使用定制的银行和金融资讯服务。

图 2.12. 东亚：城市人口



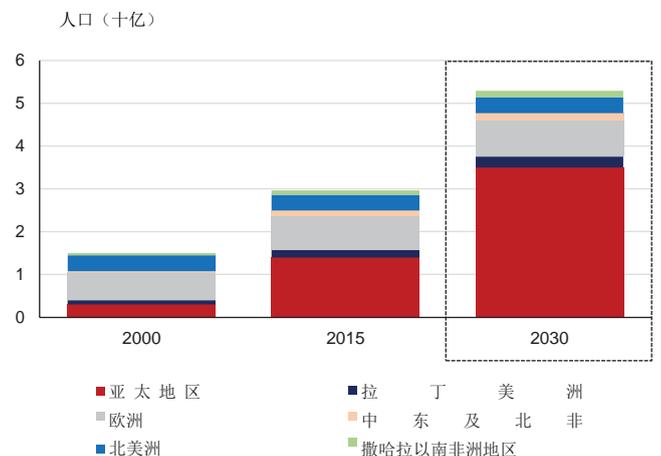
资料来源：世界城市化前景报告
注：2035 指预计人口。

图 2.13. 城市化率 - 城市化人口占比



资料来源：世界城市化前景报告。
注：2035 指预计人口。

图 2.14. 全球中产阶级人口

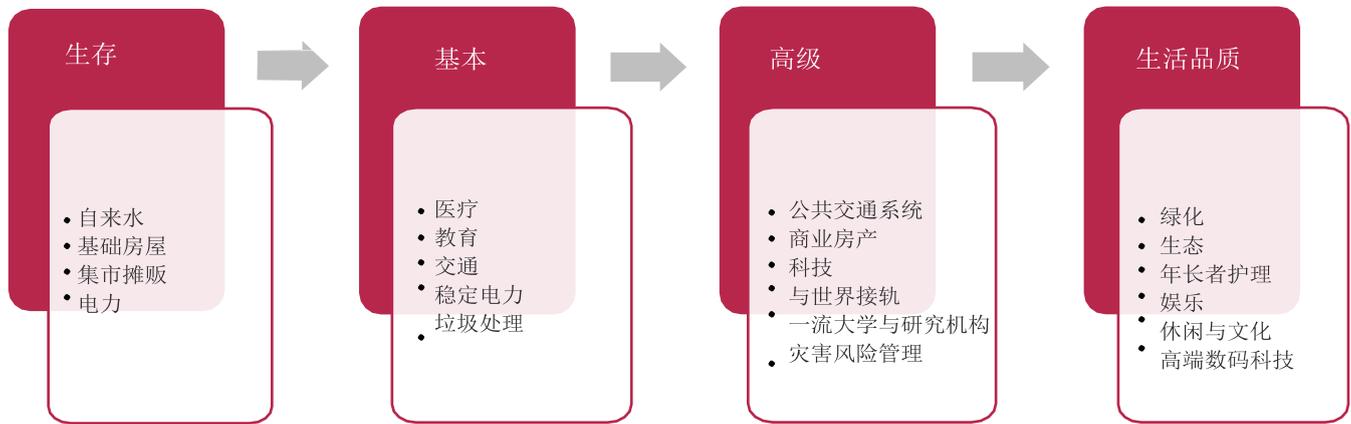


资料来源：Kharas (2017)。
注：2030 年指预计人口。

东亚地区的物质性及社会性基础设施建设会反映出新的人口结构和不断变化的愿望，例如房地产业（专栏2.1）。房地产的需求类型会从实用性（基础房屋、标准公共设施、医疗保健及教育）

到高端公寓建筑群（绿化景观、适合年长者、有科技含量并与世界接轨），并从千篇一律的标准化户型到有着独特的建筑设计风格和工程结构的定制化房产（图2.15）。

图 2.15. 中产阶级和富裕阶层的崛起：房地产业需求类型



资料来源：PwC (2013 以及 AMRO)。

在全球保护主义抬头背景下日益增长的区域一体化

保护主义贸易政策在全球金融危机后急速增长，并在过去两年里逐步加剧，反映在美国和欧洲对全球化和自由贸易的强烈反对。保护主义抬头的趋势可能会逼迫东亚重构全球价值链并将需求重新导向地区内部。根据AMRO的估算，美国进一步增加关税可能会导致东亚在未来两年内GDP的增长率减少1%⁵。与全球经济关联最紧密的经济体（新加坡、香港、韩国）会首先受到冲击，但对中国及其他国家的影响也不可忽视。然而，在区域经济体调整生产以适应保护主义环境后，短期影响会逐渐消退。中国的制造业企业会通过将生产地转移到不受关税影响的国家来进行优化，区域内的需求链会被重新调整。各国也会在中长期使市场多样化，整个地区会更加一体化并减少对外部需求的依赖。

与此同时，东亚经济体终端需求的快速增长会为生产和服务留在区域内增添越来越强大的拉力。如今，按附加值计算，最终需求在区域内的出口已经增长至区域出口总额的近一半（图 2.18）。全球一体化的重心会继续向亚太经济体转移，因为其生产能

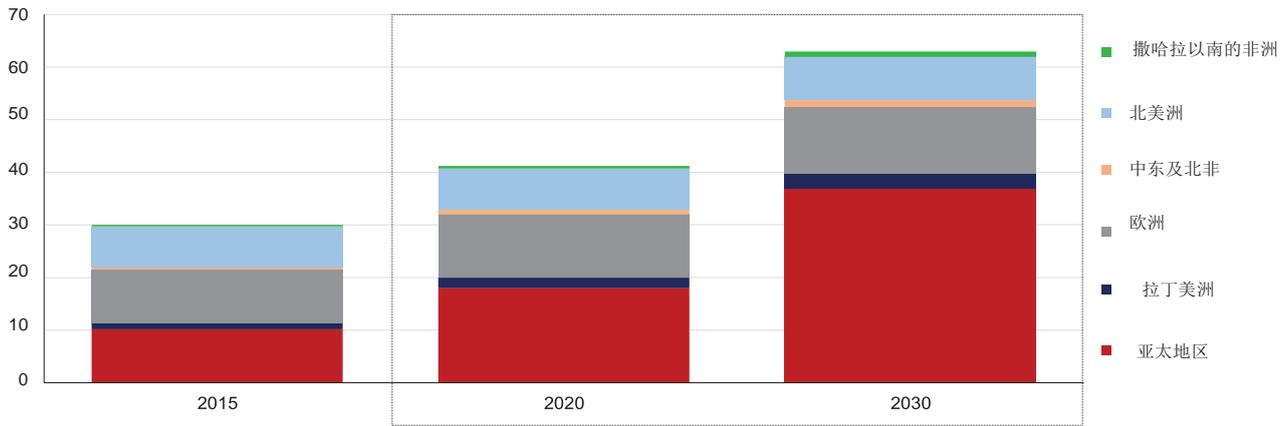
力和消费需求远超任何其他区域（图 2.16）。在2030年，预计亚太地区中产阶级的消费将会超过北美和欧洲的总和。

中国已经是东盟最大的贸易合作伙伴（仅次于东盟内部贸易），欧盟与美国分别排在第二和第三，但体量远不及中国（图2.17）。换言之，由于中国经济快速增长，中国已成为区域生产网络的中心，而东盟经济体在专精全球价值链的特定领域时也将自己纳入了这些网络，并发展其生产力。然而，在中产阶级和富裕人口逐渐崛起的背景下，对中国的区域性出口越来越多地受到中国的最终消费和投资需求的影响，以及对美国、欧洲和其他国家的再出口的影响。同样，东盟地区内部的需求对出口和经济增长的影响随着时间的推移逐渐增强，并导致更大的经济一体化。这种引导东亚一体化的“推动”“拉动”因素的结合，将推动地区能力的提升和对更好的区域内连通性的需求。随着时间的推移，随着美国 and 欧洲的需求相对缩小，来自本区域自身最终需求的拉动将占主导地位。

⁵ 基于牛津经济模型。

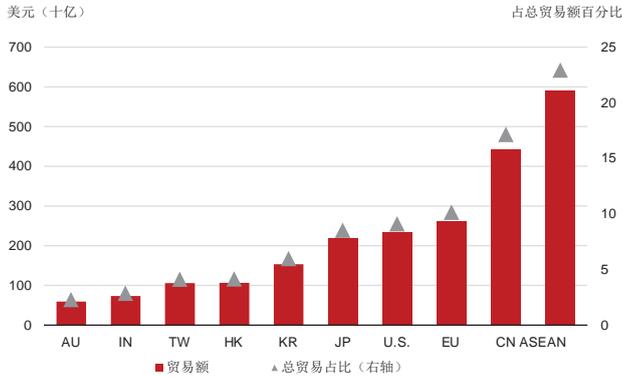
图 2.16. 中产阶级消费

美元（千亿）



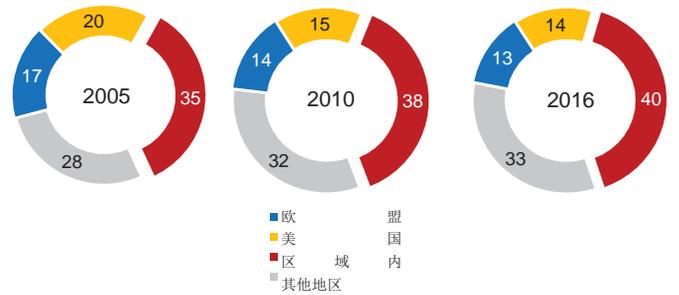
资料来源: Kharas (2017)。
注: 2020 年和 2030 年指预计消费。

图 2.17. 东盟十大贸易伙伴



资料来源: 东盟统计数据门户; AMRO 计算。
注: 数据截止至 2017。

图 2.18. 根据最终需求地区分类的东盟增值产品出口比例



资料来源: OECD 的 TiVA 数据库; AMRO 计算。
注: 总数可能因四舍五入不为 100%

专栏 2.1

满足新经济、新人口、新服务业的需求

房地产投资是一个有趣且重要，却又不被投资者和政策制定者关注的领域。大众对其认识过于简单和消极，认为外籍富豪和当地高收入阶层的专业人士抬高了当地的住宅和商业房产的价格和租金，或者政府建立“绿色空间”的目的在于将国家作为吸引这类人才的中心。

事实上，“新经济”和“新人口”的需求和日益增长的服务业正在主导区域内房地产投资的变化。它们更加注重实用效率，在设计和用途上更加多样化，并反映了日益增强的自下而上的方法，来补足传统的自上而下的宏观驱动方法。例如，普华永道（2019）的调查显示，虽然房产投资者活跃的领域略显普通（图 2.1.1），但满足“新经济”和服务业迅速出现的高专精需求正在驱动投资决定。这些需求范围广阔，从BPO及电子商务需要的办公室和储存空间、为年长者和学生准备的住宅设施，到高科技经济活动的数据中心和为蓬勃发展的旅游业准备的新度假酒店（图 2.1.2）。

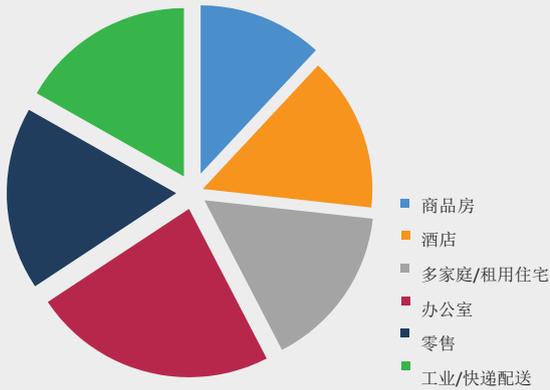
在未来几年里，会出现多种增值产品来源，包括逐渐可交易化的高科技服务业。除了满足经济和人民的特定需求之外，跟过去相比，更加强调良好的适应各国的城市化以及城市翻新进程。简而言之，房地产投资和建筑会相较之前更加定制化：

- “智慧城市”发展计划是个很好的例子。经过深思熟虑的“智慧城市”计划（比如新加坡）旨在实现多个目标之间的一致性，这些目标应该是互补的，而不是抵触的。例如：1. 创造并部署更先进也更易使用的新科技，以提升工作效率，同时改善工作与生活的平衡；2. 投资硬件基础设施（如先进的光纤网络）来提高软件基础设施的质量（如新的在线教育的机会以及为企业提供效率更高的无缝业务操作流程）；3. 通过针对性的措施提高社会经济包容性（如通过数码手段监控家中老人的健康状况）。值得一提的是，“智慧城市”试点项目正在发展中国家和新兴的东亚经济体中激增。东盟智慧城市网络中的26个试点城市（表 2.1.1）旨在为2030年为其中的9000万市民提供更高的生活质量，其中的一个重点区域是建设具更高科技、更能促进生产的基础设施（东盟 2018）。
- 其他行业专精的计划也是相同的。比如，那些希望在制造业和电子商务也占更大比重的国家会更加关注于发展仓储和物流以及为“最后一公里”的配送设施开发解决方案。前者包含对高科技基础建设的大量投资，从而实现生产、储存和运输之间“恰到好处”的联系。后者需要投资者探索机会，获取在人口密集区、位置较好、

但又使用不足和/或价格低廉的房产，再将其转化为配送网点。确实，在过去五年中，地区内这类网点的数量急剧增加，尤其是（也毫无意外的）是在中国（图 2.1.3）。除此之外，人们也越发的认识到，还需要发展交通以最大化的利用这些快递网点。另一个例子则是菲律宾蓬勃发展的BPO行业，以及它如何影响了国内的房地产投资。研究表明，在马尼拉大都会，BPO行业在2018年的前三季度占据了42%的办公空间，而菲律宾离岸博彩运营商又占据了25%。对于住宅房产而言，有传闻称20%到40%的公寓被出售给了大量前往菲律宾居住、工作和娱乐的外国人。

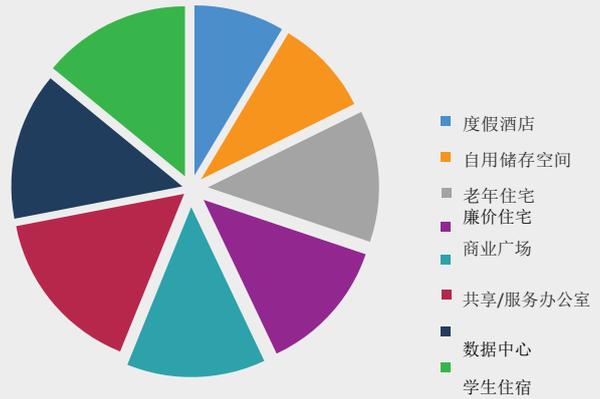
即使跨境流动正在迅速增加，投资来源也显示出更加多样化的迹象。在2013年和2018年之间，流入本区域内的房地产业的外国投资增加了两倍。然而，即使如此，跨境投资目前只占据了东亚地区主要城市五分之一的房地产投资。在跨境投资中，区域内投资占主要份额，但是美国和欧洲的投资也同样重要，尤其是对韩国和日本而言（图 2.1.4-2.1.6）。

图 2.1.1. 2019年房地产投资者正在或计划参与的领域



资料来源: 普华永道 (2019)。

图 2.1.2. 2019年房地产投资者正在或计划参与的领域细分



资料来源: 普华永道 (2019)。

表 2.1.1. 东盟智慧城市网试点城市

国家	城市			
文莱	斯里巴加湾			
新加坡	新加坡			
老挝	琅勃拉邦	万象		
柬埔寨	马德望	金边	暹粒	
印度尼西亚	巴纽旺宜	雅加达	望加锡	
缅甸	曼德勒	内比都	仰光	
菲律宾	宿务	达沃	马尼拉	
泰国	曼谷	普吉岛	春武里府	
越南	岘港	河内	胡志明市	
马来西亚	新山	哥打基纳巴卢	吉隆坡	古晋

资料来源: 东盟秘书处。

图 2.1.3. 中国的“最后一公里”包裹提取站



资料来源: 中国邮政以及 iResearch (2018)。

图 2.1.4. 地区房地产行业的外国直接投资

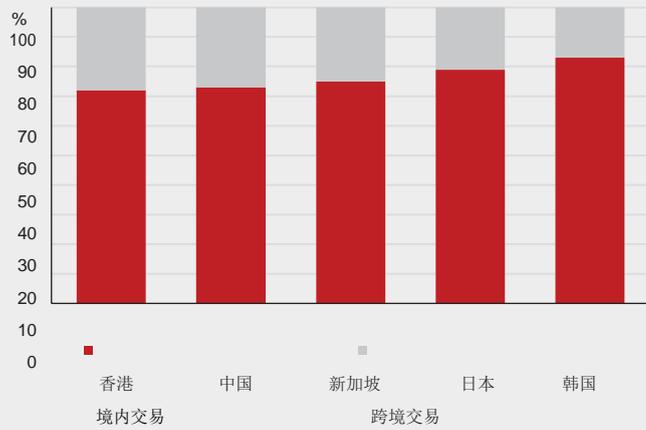


排行	投资路径	投资量 (百万美元)
1	美国至东盟	5,555
2	欧盟至东盟	2,330
3	美国至中国	2,165
4	欧盟至中国	1,621
5	香港至中国	1,550
6	日本至东盟	1,478
7	美国至韩国	1,370
8	东盟至东盟	1,232
9	美国至日本	949
10	中国至东盟	910

资料来源：Orbis 跨境投资；AMRO 计算。

注：数据基于已披露的交易金额，仅反映了 2018 年地区之间/区域内金额最大的 10 笔交易。

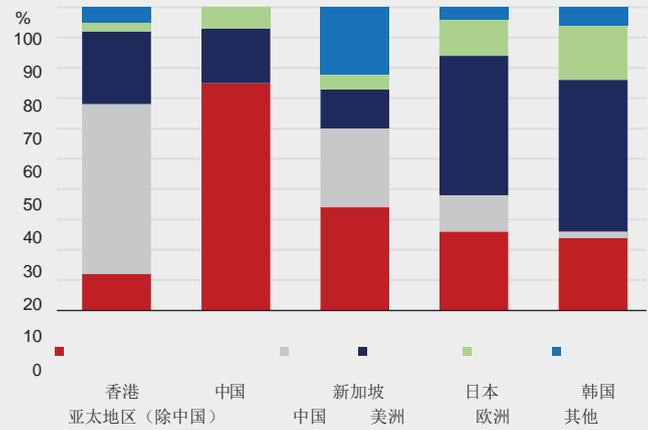
图 2.1.5. 以购买方划分的交易金额占比



资料来源：普华永道（2019）；以及 Real Capital Analytics。

注：2012 年至 2018 上半年平均数。

图 2.1.6. 东亚主要经济体的跨境资本来源



资料来源：普华永道（2019）；以及 Real Capital Analytics。

注：2012 年至 2018 上半年平均数。

¹⁴ 新加坡、日本、香港、和中国依靠基础设施建设的质量（包括如光纤接入和稳定的电力供应等重要因素）吸引了绝大多数的外国资本，在建造数据中心方面一直处于领先地位。同时，如马来西亚、印度尼西亚以及柬埔寨的“第二波”和“第三波”经济体也纷纷效仿，为投资者提供更廉价的地点效仿。

2 新经济旧制约？能力与连通性方面的三个缺口

发展中经济体，特别是新兴市场国家，在长期投资方面面临复杂的挑战，涉及公共基础设施、人力资本和其他提高国家生产力但并非自筹资金的无形资产。

硬件和软件基础设施、区域连通性

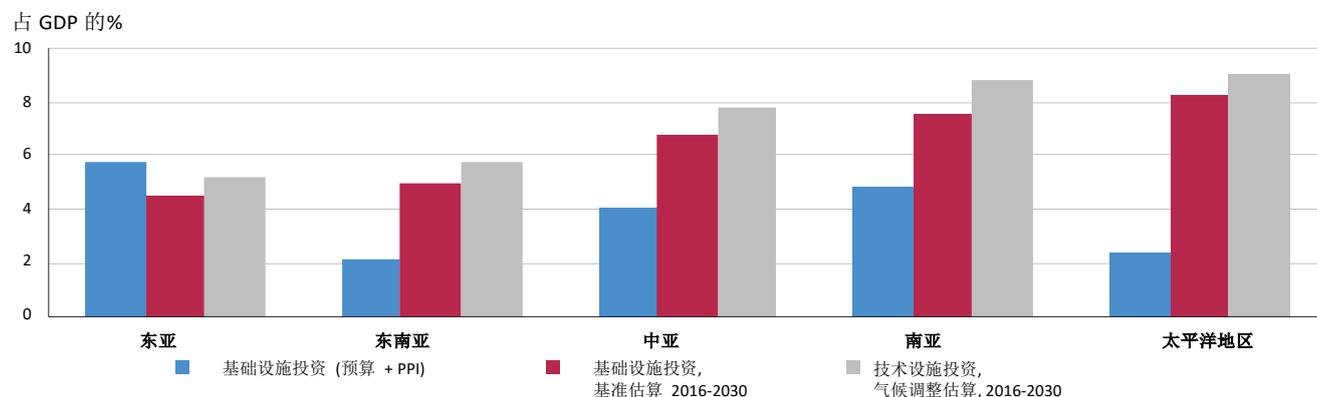
亚洲开发银行对亚洲发展中国家根据气候变化调整后的基础设施投资需求的估算并非无足轻重。至2030年的15年内，预计金额约为26万亿美元，即每年需1.7万亿美元（图2.19）。这些估算包括交通、能源、通讯、水和环境卫生等基础设施（ADB 2017）。在东南亚，预计在此期间的3.15万亿美元开支将相当于每年国内生产总值的5.7%。本区域目前只投资了所需资金的一半。

东亚地区快速的经济增长将产生新的基础设施需求，扩大预期的投资缺口。一些经济体的国内基础设施和连通性跟不上经济增长的步伐，落后于各自发展阶段的基准。例如，在2008年至2018年间，越南的航空运输基础设施

质量全球排名实际上从89降至103，而泰国的排名则从31降至39（图2.20）。

气候变化的后果导致基础设施薄弱的国家增长放缓的风险更高。他们将更容易受到自然灾害的影响，并遭受更多的损失，用于救灾和重建的预算外开支将使本已负担沉重的财政和外部状况更加紧张。

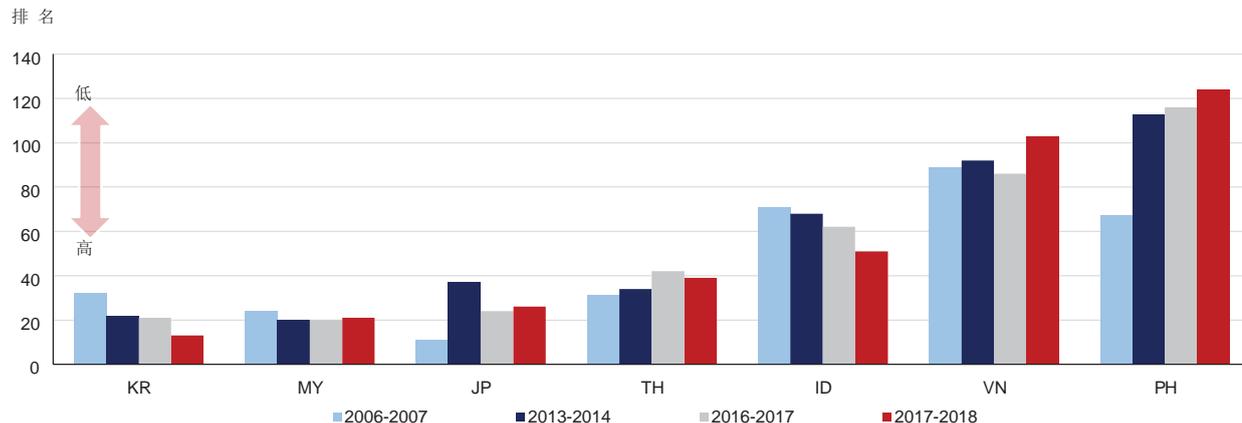
图 2.19. 东亚经济体基础设施发展需求



资料来源：ADB (2017)。

注：此图中，东亚包括中国、香港、台北、韩国和蒙古；东南亚包括印度尼西亚、马来西亚、泰国、菲律宾新界、文莱、柬埔寨、老挝、缅甸和越南。

图 2.20. 东亚主要经济体：航空运输基础设施的质量



资料来源：世界经济论坛

软件基础设施投资对释放地区经济潜力同样重要。衡量软基础设施，以及提升这些无形资产质量所需的投资支出，则更难获得。软件基础设施的影响可能在缺乏的时候最为明显。软件基础设施要素紧密相连，并与硬件基础设施和生产能力的有效性相互交织：例如金融连通性需要跨境支付的便利法律/监管框架，学校和医院分别与教育和医疗系统携手并进。

跨国基础设施的区域公益事业（RPG）性质（包括硬件和软件）加剧了其投资不足。ADB强调，跨境（硬件）基础设施产生的溢出效应、外部效应和好处，很难归于某个特定国家或将成本分配至某个特定国家（ADB 2018a）。如果没有各国的集体行动，狭隘的国家利益或涉及的高昂成本将导致RPG供应不足。在软件基础设施领域，政府解决跨境问题的投入（促进服务连通性和价值链）更加重要。

CLMV国家从较低的基础起步，在基于传统的“以制造换出口”增长战略的基础上，在经济发展领域做得很好，但向制造业价值链上游移动将是一个挑战。4IR使他们更加远离技术前沿。在许多制造业的分支领域，工人很难升级学习更先进的技术方法。根据世界银行的数据，柬埔寨和缅甸在纺织品、服装和鞋类（TCF）领域的经验就是一个例子，高技能和技术密集型工业产品在两国工业产品出口中所占比例非常小（2016年在柬埔寨占0.4%，2017年在缅甸占6.1%）。

三个缺口，三个东亚集群

影响基础设施发展进程的“缺口”有三个。在确保基础设施投资充足方面最常被提及的困难是融资限制（以传统**资金缺口**为代表，及本章将提到的**外汇缺口**、**要素缺口**体现了非财务限制），进行基础设施项目的能力（当资金得到保障时）取决于有效的项目管理、必要的人力资源及所采用的专业知识和技术。软件基础设施建设与人力资本开发密不可分，影响着国家利用经济增长的能力。由于起点不同，解决缺口的进展也不平衡，资金、外汇和要素缺口对东亚经济体的影响各不相同（Khor, Poonpatipibul and Foo 即将出版）。

资金缺口

资金缺口就是国内投资所需资金（包括公共基础设施）与国内储蓄可用资金之间的缺口。资金缺口可以通过资本流入来弥补 – 以外国投资或贷款的形式（根据优惠或商业条款）。其重要性因本区域不同国家而异。

基础设施投资不足也开始影响其他东盟国家的经济增长。在菲律宾，它推动了“大建特建”计划的制定和实施，这是一项雄心勃勃的计划，在2017-2022年间每年将基础设施投资占GDP的比例提高约2个百分点。印度尼西亚正在实施一项宏伟的基础设施建设计划（222项国家战略项目和3个计划），预计在2015-2019年间将投资3031亿美元或GDP的29.1%，不过实施时间可能会延长到2020年后（AMRO 2018b）。实际上，实施过程受到宏观经济稳定因素的制约，迫使政府调集更多的财政收入为基础设施投资计划提供资金。

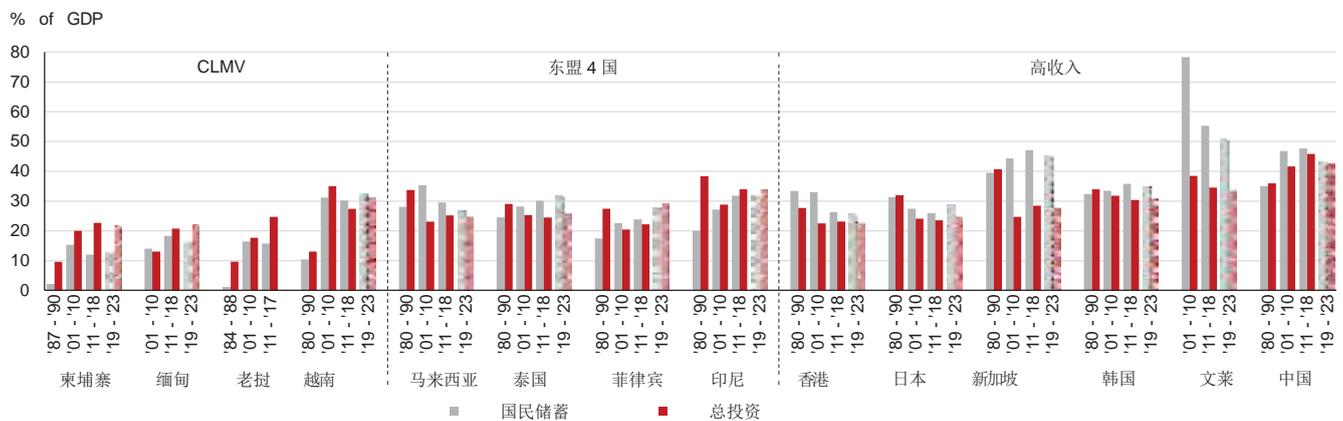
由于HI-A 经济体在过去进行了大量投资（包括公共和私人投资）建设生产能力，所以资金缺口在HI-A 经济体中不那么重要。这些经济体实现了与其收入状况相称的人力资本和社会发展水平。它们在发展初期（20世纪60年代至80年代，在韩国则是20世纪90年代）都存在经常账户赤字，但现在其国民储蓄已足以满足国内投资需求。然而，即使这些经济体也迫切需要继续投资新的数字经济并适应人口老龄化，这些国家的决策者还需努力解决技术和新价值链对就业规范和社会公平问题的影响，以及如何为人口老龄化重新配置公共基础设施和服务。

在CLMV经济体中，较低的国内储蓄率给基础设施投资造成了实际的资金约束（图2.21和专栏2.2）。这些国家经常账户赤字相对较大，反映出对国外融资的依赖。由于无法筹集到资金的项目将被延期或搁置，资金缺口对CLMV经济体能力建设的实际或预先影响可能比观察到的或事后储蓄 - 投资缺口所显示的更大。

CLMV 经济体从MDBs（世界银行，亚洲开发银行）收到的援助资金仅能解决他们各自资金缺口的一小部分。MDBs的财政资源严重不足，无法满足发展中经济体的大部分基础设施建设需求，尽管许多国家认识到基础设施能带来共同利益，但它们对向多边机构提供更多资金持谨慎态度。例如，ADB和东盟成员国2011年成立的东盟基础设施基金（AIF）每年为基础设施项目提供3亿美元贷款，但对到2030年预计连通性建设所需的6000亿美元资金缺口几乎是杯水车薪。

公共基础设施项目的性质（漫长的酝酿期，未来现金流的不确定性）使得私人融资对发展中经济体尤其具有挑战性。基础设施项目的技术因素增加了通过规划、建设和运营阶段获得融资的难度，因为股权投资者通常需要更多的信息和专业知识（Ehlers 2014）（表2.3）。毫无疑问，基础设施融资的主导模式是债务，而非股权；公司合作的项目中，股权投资的参与率通常在25% - 35%（ADB2017; Ehlers 2014）。银行在发放贷款的时候通常要求政府担保，即使是世界银行或亚洲开发银行主导的项目也是如此。

图 2.21. 东盟经济体：储蓄和投资



资料来源：IMF；AMRO 计算。
注：文莱的投资数据从 1995 年开始。柬埔寨和缅甸的储蓄和投资数据分别来自 1986 年和 1998 年。老挝的数据来自世界银行（没有预测）。

表 2.3. 融资和技术因素：基础设施项目的不同阶段

阶段	经济及合约事宜	金融特点	潜在投资者
计划	<ul style="list-style-type: none"> 严格的书面合同。 计划10-30个月。 需要信用评级和担保。 	<ul style="list-style-type: none"> 需要寻找股票投资者和债券投资者。 早期投资的债券投资者要求较高的价格。 	<ul style="list-style-type: none"> 股权出资人需要具备高水平的专业技能 - 通常是承建商或政府。 债务投资者往往是银行。
建设	<ul style="list-style-type: none"> 需要密切监控。 需要有效的争端解决机制。 	<ul style="list-style-type: none"> 高风险阶段：违约风险和其他不利事件。 	<ul style="list-style-type: none"> 如果发现缺口，很难获得再融资或额外融资。
运营	<ul style="list-style-type: none"> 所有权结构必须清晰。 现金流管理非常重要。 	<ul style="list-style-type: none"> 需要的现金流超过偿还债务所需的现金。 	<ul style="list-style-type: none"> 债券是再融资需求的自然选择。

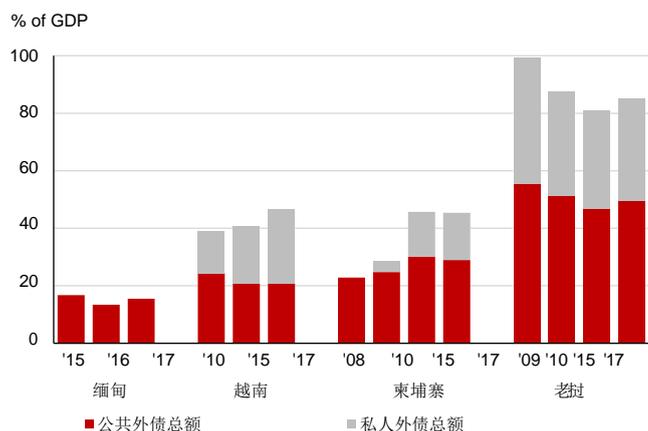
资料来源：Ehlers (2014); AMRO。

私人投资者参股的最低门槛回报率（通常每年上涨18%）将使大多数基础设施项目在商业上无法生存。CLMV经济体能够以优惠（或部分优惠）条款从MDBs和捐助国，特别是中国和日本 - 包括中国的“一带一路”倡议（BRI）和日本的优质基础设施伙伴关系（PQI）获得长期融资。然而，尽管MDB和捐助资金通常低于市场利率（包括与BRI项目有关的3-6%，或日本援助资金的0-3%）但即使预计的经济回报证明了投资的合理性，仍然不能确定实际收入流是否可以偿还债务。

一些CLMV政府在为基础设施项目融资而增加外债方面持保守态度。他们意识到了风险，并意识到了本国经济能力的局限性（在后面的“要素”缺口中详细阐述）（图2.22和2.23）：

- **柬埔寨**：2017年长期外债总额占GDP的45.3%（其中公共外债约占28.9%）⁶；目前是国外基础设施融资的“海报国家（poster country）”。

图 2.22. CLMV外债总额

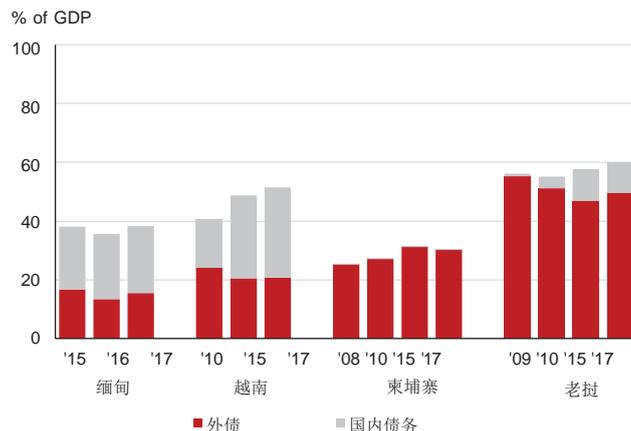


资料来源：各级政府部门；世界银行；ARTEMIS；AMRO 计算。
注：本图表中柬埔寨的外债仅指长期外债，因为外债总额没有详细分类。每个国家的周期不一致是由于数据不足造成的。

- **老挝**：外债总额约占GDP的84.9%（其中公共外债约为49.5%），一些债务是在泰国资本市场发行的债券；大多数资金用于水力发电项目，收入流滞后且周期长（10-20年）。
- **缅甸**：2017年外债总额约占GDP的15.5%。
- **越南**：公共债务接近GDP的65%的上限，外债总额约占GDP的46.6%（其中公共外债约为20.7%）；逐步进入为中等收入水平，无法获得优惠贷款。

总的来说，东盟4国经济体的储蓄高于投资，初步印象似乎并没有资金缺口。过去20年这些国家的经常账户余额总体盈余，平均约为GDP的3.4%。本章将这些国家面临的融资制约的性质称为“外汇缺口”。

图 2.23. CLMV政府债务总额



资料来源：各级政府部门；世界银行；ARTEMIS；AMRO 计算。
注：本图表中柬埔寨的外债指的是外债总额。每个国家的周期不一致是由于数据不足造成的。

⁶ 由于数据的不足（缺少外债总额的详细分类），图 2.22 使用世界银行国际债务统计数据。然而，根据官方数据，2017 年公共外债占名义 GDP 的 30.2%，根据现值计算，占 GDP 的 21.4%。

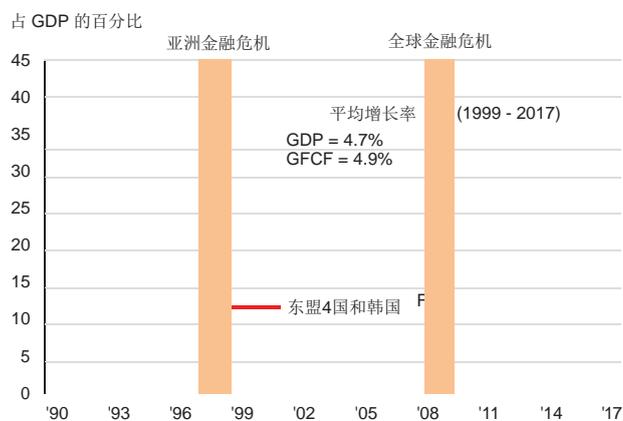
外汇缺口

外汇缺口描述的是新兴经济体需要通过积累大量外汇储备来降低资本突然外流的风险而面临的融资约束。东盟4国经济体失去了从MDBs和官方捐助机构获得优惠贷款和赠款的机会，但它们随时可以利用外国直接投资、资本市场和外国贷款来填补国内资金缺口。它们的资本账户开放，国内金融市场相对于全球市场的规模较小，这意味着与拥有更复杂和更深入的金融市场的发达经济体相比，它们更容易受到金融冲击。事实上，他们在亚洲金融危机期间举步维艰的历史，再加上当今资本流动的不稳定性质，都表明（无论对错）MI-东盟经济体在公共基础设施支出方面受到的财政限制，比储蓄 - 投资缺口所能保证的要多。

亚洲金融危机的后遗症：先储蓄，后投资

AFC的一个直接后果是，随着各国政府、银行和企业专注于修复和加强资产负债表，东盟4国经济体和韩国的公共和私人投资双双大幅下滑。受影响的国家（通过IMF的项目设计或选择）采取倾向于提高储蓄和投资者信心的政策，即使这意味着推迟急需的投资支出（图2.24）。

图 2.24. 东盟4国和韩国：投资占GDP的百分比

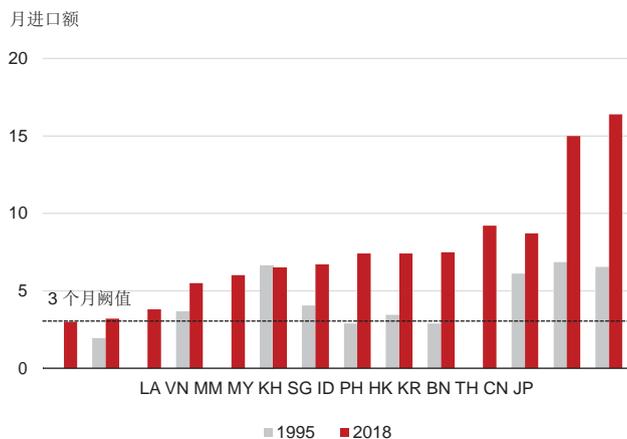


资料来源：世界银行；AMRO 计算。

从可能过高的投资水平，尤其是危机前几年在房地产和大型项目上的投资（主要由外币银行贷款提供资金）过去20年来，本区域一直处于“低谷”状态。其结果是，东盟经济体从AFC之前的巨额经常账户赤字变成了危机后的巨额盈余。他们偿还了IMF和其他债权人的债务，并着手建立外汇储备，作为应对未来国际收支危机的一种自我保险（图2.25）。其结果是，对长期增长至关重要的基础设施支出严重不足。

在AFC期间，韩国和东盟四国的外币贷款削弱了经济，当本币兑美元大幅贬值时，债务偿还变得不可持续。因此，AFC的一个教训是，各国在需要借款和为项目融资时，应尽量减少或减轻货币错配风险。此后，韩国、印度尼西亚、马来西亚和泰国在发展国内资本市场方面取得了令人瞩目的进展，并成功发行了以本币计价的债券，以弥补财政赤字，并为项目发展融资。

图 2.25. 东亚经济体外汇储备覆盖率



资料来源：各国政府部门；世界银行；AMRO 计算。

外部风险

然而，项目融资固有的流动性、期限错配和展期风险并不能完全解决。只要债权人和投资者在项目具有财务可行性并能够偿还债务之前，可以选择赎回或不展期本金，风险就是固有的。尽管这些风险存在于包括国内银行贷款在内的任何信贷中介中，但如果这些债券由外国债券投资者持有，那么这些风险就会加剧，这些投资者的目标是实现风险调整后的回报最大化。不足为奇的是，东盟4国经济体已将重点放在积累外汇储备上，而不仅仅是满足进口需求。问题仍然存在：多少才是足够的呢？除非各国能够解决与外国资本流入相关的金融稳定问题，否则答案可能是永远不够。

外汇缺口反映了东盟4国经济体在过去20年中在AFC之后的增长和稳定之间的紧张关系。外汇缺口反映了东盟4国经济体在过去20年中及在AFC之后，增长和稳定之间的紧张关系。换句话说，这些国家的储蓄 - 并继续储蓄 - 其经常账户余额超过了从投资和增长角度来看可能的最佳程度。在评论将经济稳定等同于储蓄和经常账户盈余以及外汇储备战备的政策偏见时，一些东盟当局对市场要求如此高标准的金融审慎的“不公平”表示愤怒。其他人回忆起AFC之后，通过审慎的财政政策和充实外汇储备重建信心的痛苦岁月，也表达了类似的观点。

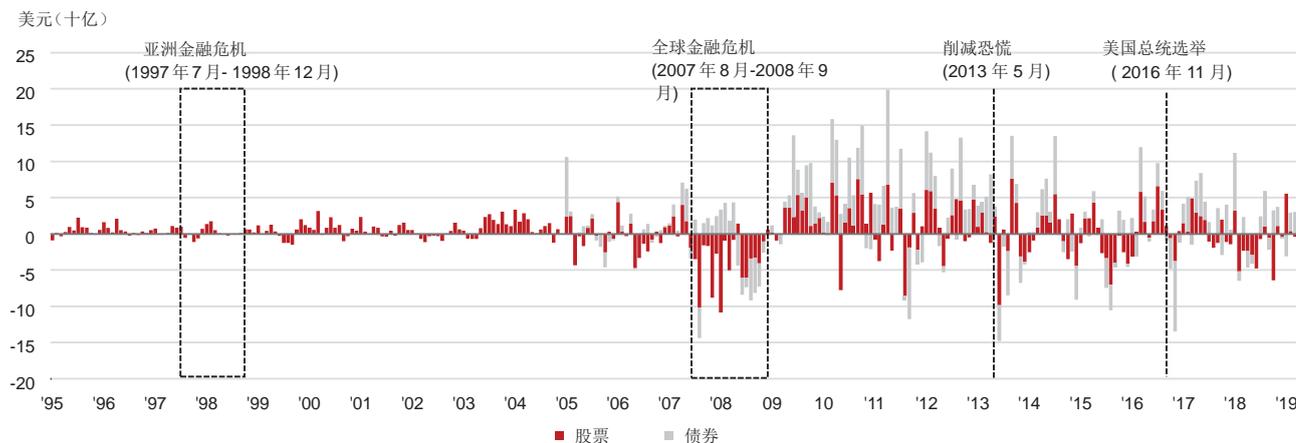
更广泛地说，过去20年的全球金融环境不利于长期投资。资产管理行业的快速增长，以及投资者情绪和全球资本流动的更大波动性，意味着新兴市场 and 小型开放经济体非常容易受到涌入和流出金融市场的投资组合投资者的风险偏好和风险规避行为的影响。全球金融市场通过阻止或逆转资本流动，可以迅速惩罚个别国家或整个地区（子地区）不遵守严格的宏观经济和金融政策。

即便是全球普遍的避险情绪升温，也往往足以引发流向新兴市场经济体（包括东盟地区）的资本“突然停止”流动。2013年的“缩减恐慌”、2016年的美国总统大选以及2018年的全球市场抛售就是很好的例子。每一次，包括东盟在内的新兴市场地区都经历了资本流动的重大变化(图2.26)。

CLMV经济体获得指定用于基础设施项目的长期项目融资，暂时缓解了外汇缺口。然而，随着这些国家从低收入过渡到中等收入时，东盟4国的惨痛教训不会被忽视，这或许可以解释为什么CLMV现在仍在谨慎地承担额外债务。

二十国集团知名人士2018年报告认识到，金融市场的过度波动“可能导致采取损害国家和地区增长的应对措施”（2018年全球金融治理）。发展中国家迫切需要对全球金融架构进行改革，以便充分利用国内金融市场和国际资本流动为投资和增长提供资金。除非建立有效的全球金融安全网，否则即使在投资和增长需要经常账户赤字的情况下，各国仍会避免或减少经常账户赤字，并通过积累更多的储备进行“自我保险”。

图 2.26. 资本流向东盟5国和韩国



资料来源：各国政府部门；AMRO 计算。

要素缺口

融资并不是能力与连通性建设的唯一制约因素。CLMV经济体和东盟4国的“要素缺口”在不同程度上阻碍了基础设施投资，阻碍了基础设施项目有效和及时地实施。

二十国集团EPG报告指出，治理能力和人力资本是加强投资环境必须解决的关键制约因素。浪费和腐败造成的漏洞破坏了国内资源和可用于基础设施项目的外国资金。项目管理如果不充分考虑劳动和技能的要求将会遇到困难。如果需要拨出未列入预算的支出用于进口工人和专业人员，或用于购买外国技术和设备，要素缺口可能会加剧东道国政府已经面临的资金和外汇缺口。

技术劳动力缺口在CLMV经济体中尤为突出，这些经济体在世界经济论坛中的人力资本发展指数排名低于全球平均水平（图2.27）。特别是柬埔寨、老挝和缅甸，医疗保健支出低，教育投资长期不足，熟练劳动力的供应有限（图2.28-2.30），正在影响这些国家进一步追赶及增长和发展的能力。作为回应，目前正在努力大幅增加这一领域的投资。以柬埔寨为例，该国社会部门的总支出从2013年占GDP的4.6%上升到2018年约占GDP的7%。教育经常性支出从2013年占GDP的1.6%上升至2017年占GDP的2.7%，如果包括资本支出，公共教育支出占GDP的比重增加到3.1%⁷。相比之下，香港、韩国、日本和新加坡在过去几十年里已经系统的升级和提高了教育质量。

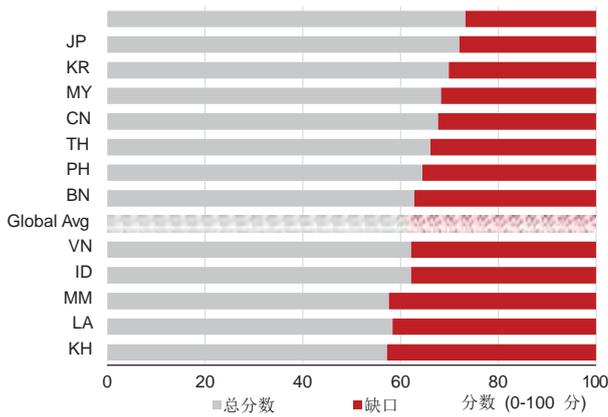
需要加强总体监管框架，对IPR以及所有者和投资者权利的法律保护，以使私人债务或股票融资站稳脚跟（图2.31和2.32）。不仅CLMV如此，东盟4国经济体也是如此，它们必须依靠私营部门的参与或合作，以填补资金和外汇缺口。认识到IPR的重要性，东盟成员国通过了《2016-2025年东盟IPR行动计划》。它以先前的IPR行动计划（2004 - 2010年和2011 - 2015年⁸）为基础，有四个战略目标：(1) 加强本地区IPR办公室和IPR基础设施建设；(2) 开发区域IPR平台和基础设施；(3) 发展扩大的和包容的东盟IPR生态系统；(4) 加强区域机制，促进资产创造和商业化，特别是地理标志和传统知识。

即使在项目完成后，如果这些要素缺口仍然没有得到解决，实现新基础设施带来的增长红利也不是一件容易的事。维护和运营这些设施需要劳动力、资本和专业知识，金融科技和电子商务等新服务需要区域协议和监管框架，以便顺利运营和扩大，特别是跨境业务。基础设施最终是否成功取决于对提高的产能的需求和项目可行性研究的稳健性，即是否遵守成本估算和收入预测是否切合实际。

⁷ 柬埔寨还启动了第三个医疗战略规划（2016-2020年），提供高质量、保效率和公平的医疗服务，并试点了技能发展基金，以提高技能培训的质量。

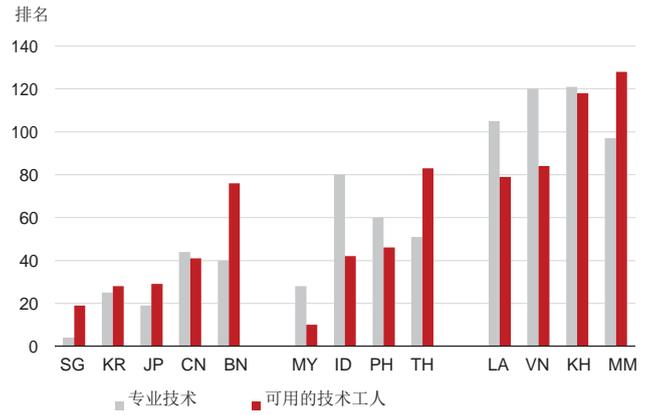
⁸ 根据2016年3月21日新加坡知识产权局局长讲话，东盟IPR行动计划（2011-2015）中108项须交付成果（或28项提议）中的80%以上已经完成。2015年5月举行的商标和马德里议定书研讨会的补充更新表明，继新加坡和越南之后，柬埔寨和菲律宾已成为“马德里议定书”的成员，而新加坡和越南是2011年以前唯一加入“马德里议定书”的东盟国家。加入“马德里议定书”是“2011-2015年东盟IPR行动计划”的举措之一。

图 2.27. 2017年人力资本发展缺口



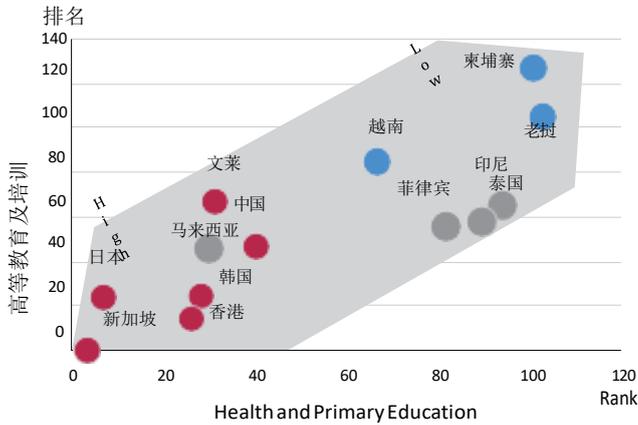
资料来源：世界经济论坛 (2017a)。
注：灰色条是人力资本指数的总分数。红色条代表人力资本发展的缺口，即“距离理想状态的距离”，或者简单的是总分与理想值 100 分之间的距离。

图 2.28. 2017 年技术员工可用人数和技能排名



资料来源：世界经济论坛 (2017a)。
注：技术员工的可用性是企业领导人对所在国家企业平均能够找到熟练员工的程度的看法。专业技术是指工作中使用的专业技能的广度和深度。

图 2.29. 东亚经济体：2017-2018年卫生、教育及培训全球排名



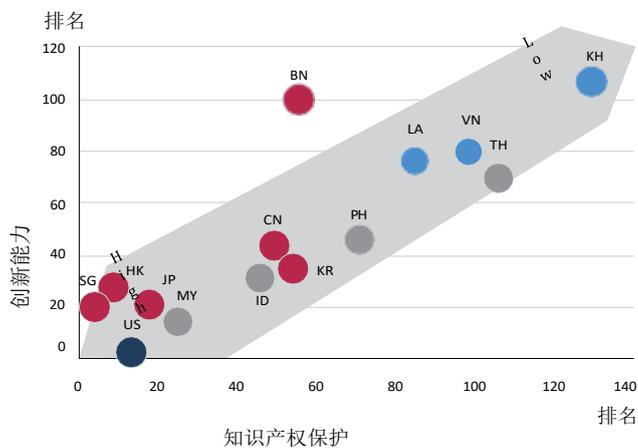
资料来源：世界经济论坛 (2017b)。
注：没有缅甸的数据。

图 2.30. 东亚经济体：政府一般卫生支出



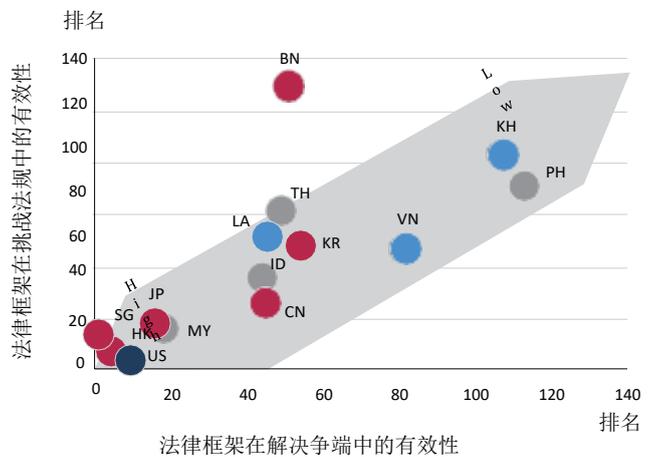
资料来源：世界卫生组织。
注：日本数据截至 2014 年，没有香港的数据。

图 2.31. 东亚经济体与比较国：2017-2018年创新能力与知识产权保护



资料来源：世界经济论坛 (2017b)。
注：没有缅甸的数据。

图 2.32. 东亚经济体和比较国：2017-2018年法律框架



资料来源：世界经济论坛 (2017b)。
注：没有缅甸的数据。

专栏 2.2.

基础设施投资及其对区域增长的影响

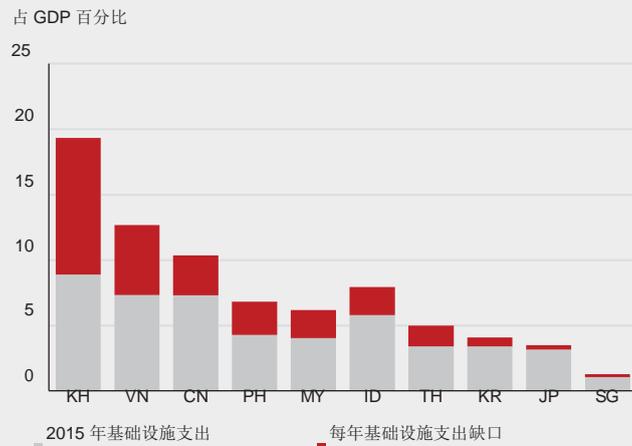
在过去几十年里，基础设施投资在使本区域各国实现高水平增长方面发挥了关键作用。公路、铁路和公用事业等硬件基础设施投资的增加，需要额外的政府支出，在短期内直接推动了GDP增长。从长期来看，基础设施项目还将通过降低通勤和交易成本间接提高生产力，同时增强整体经济的增长潜力。在东盟，20世纪70年代和80年代大规模的基础设施投资，以及来自日本公司和美国、欧洲跨国公司持续的FDI流入，有助于促进进出口型制造业战略，为增长和发展提供基础（AMRO 2019）。由此产生的知识溢出效应和提高生产力的FDI也将扩大劳动力和本土企业的能力，从而进一步提高这些国家的增长潜力。

然而，基础设施支出的巨大缺口仍然存在，尤其是在发展中经济体。AFC后外汇储备的积累导致基础设施投资被削减，基础设施投资不足，可能限制了区域的增长潜力（AMRO 2019）。Oxford Economics（2017）最近对50个国家至2040年的7个行业进行的一项研究显示，本地区的基础

设施支出需求非常大，但各国之间存在差异。在未来20年里，柬埔寨、越南等发展中国家每年基础设施支出缺口很大，但对韩国、日本和新加坡等受益于持续不断的高质量支出的高收入国家来说，相对较小（图2.2.1）。与此同时，中国和东盟4国等国家的基础设施需求，平均每年约占GDP的2%，主要反映了在连接国内和跨境城市中心的新铁路和高速公路网络上所需的支出（AMRO 2019）。

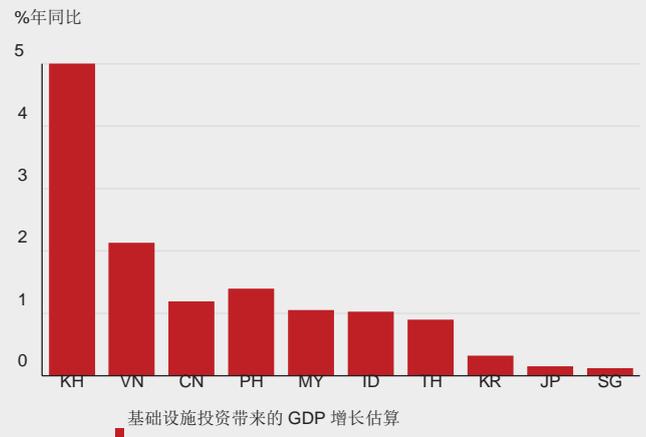
从长期来看，AMRO的模拟显示，如果各国的基础设施缺口得到解决，本区域国家的GDP将会增长。AMRO使用全球贸易分析项目模型模拟表明，假设各国的基础设施支出缺口得到充分填补，额外基础设施投资对GDP的直接和间接贡献将是巨大的。例如，本区域国家中柬埔寨和越南的GDP增长最大，从长远来看，分别在当前GDP基准线上增长5%和2.1%。与此同时，对中国和东盟4国经济增长的额外提振幅度较小，从0.9%到1.4%不等。因此需要一致努力，解决这些现有的基础设施差距，包括利用该区域现有的融资办法和专业人士知识。

图 2.2.1. 2015年基础设施支出及每年的缺口



资料来源：Oxford Economics；全球贸易分析项目；AMRO 估算。

图 2.2.2. 高于基准的模拟 GDP 增长



3 弥合缺口：东亚需互助共赢

G20 EPG报告提出两个关键的战略以解决新兴经济体基础设施投资的资金缺口。首先，国内储蓄为长期投资和融资韧性提供了基础，各国可以通过加强公共财政及税收，改善对国内资源的使用。其次，基础设施需要更大规模的私人投资。考虑到对债务可持续性的担忧，应该更加注意降低风险并利用股权融资。

尽管东亚在提高税收效率和增加国内储蓄方面还有一定空间，但更大的挑战是如何有效地将更多资金投入基础设施项目。在CLMV经济体中，要素缺口限制了它们的能力，将优惠资金用于可行的增强能力的基础设施项目。东盟4国经济体本身没有资金缺口，因为他们要么有盈余储蓄，要么有能力借入必要的资金。然而，由于对潜在不稳定的资本流入所带来的金融稳定风险的担忧，他们不能将更多储蓄用于长期投资。

利用东亚内部投资填补资金缺口

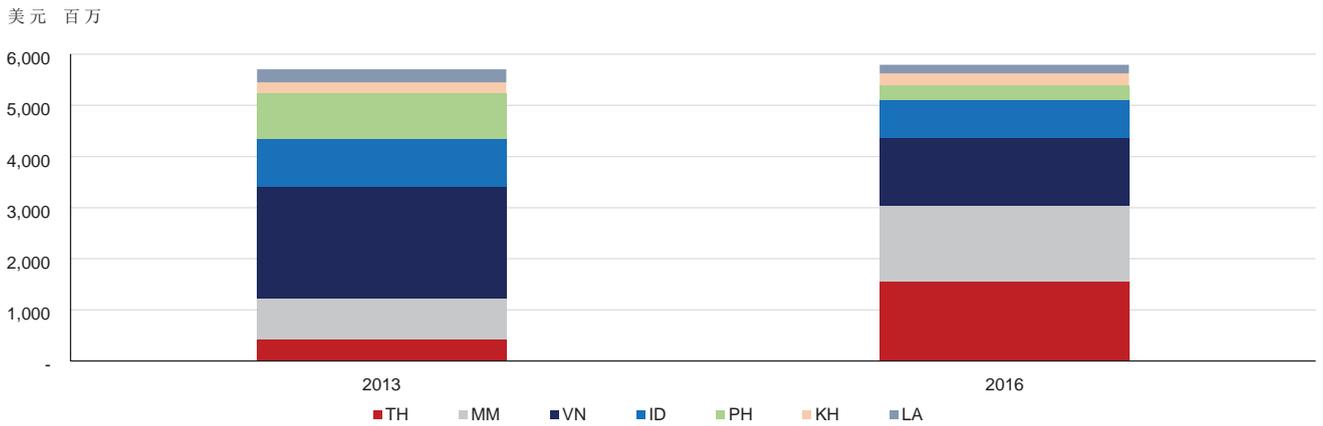
东亚经济体有更多的长期投资空间，以增强本地区的能力和连通性。尽管本区域存在资金缺口，但2011-2018年期间，东亚经济体的经常账户盈余平均占GDP的2.3%。过去，本区域曾因将储蓄盈余以外汇储备的形式投资于美国和欧洲的低收益金融资产而受到批评，这些资金随后被投资组合经理或投资者转移回亚洲，以寻求更高的收益率。实际上，HI-A经济体将储蓄盈余的相当大一部分投资于发达经济体的有价证券，但是也投资于本区域。中国提出的BRI（专栏2.3）以及日本提出的PQI有助于调动本区域的公共和私人资源，用于基础设施项目。特别是日本的发展机构多年来一直为区域国家的基础设施建设提供资金，越南和缅甸是日本官方发展援助（ODA）的主要受援国（图2.33）。中国传统上投资于自然资源和能源行业，但最近一直投资于制造业和基础设施项目（图2.35）。

东亚新兴市场经济体应继续接纳发达国家，这些国家仍是本地区（特别是东盟8国经济体）技术转让投资和向“新经济”转型的主要动力。为应对贸易和技术保护主义而对跨境经济和金融活动设置壁垒是不明智的。

在过去5年中，4IR在全球范围内势头强劲，东亚地区在技术进步方面取得了显著进展，美国和欧洲在东盟8国经济体的“新经济”领域的FDI占很大比例（图2.36）。事实上，在过去10年里，美国大幅增加了在东盟的FDI总额（图2.37）。在本区域内，日本和韩国一直将大量FDI投资于这些行业，而中国对东盟的直接投资则主要进入传统“旧经济”行业及CLMV经济体的基础设施（主要是柬埔寨和老挝）（图2.38）。韩国对东盟8国经济体的大量新建投资（图2.39）主要流入越南的先进制造业，2018年美国占东盟现代服务业所有FDI的一半（图2.36），其中大部分流入新加坡，美国对东盟传统服务业的兴趣要小得多（图2.40）。

除了欢迎美国和欧洲的FDI，并设法确保日本和韩国的资金流入，东盟经济体应当更多利用新加坡等区域中心发挥的中介地位。约20%对东盟经济体的FDI直接来自新加坡。这在很大程度上反映了美国和欧洲公司倾向于通过新加坡向东盟投资。

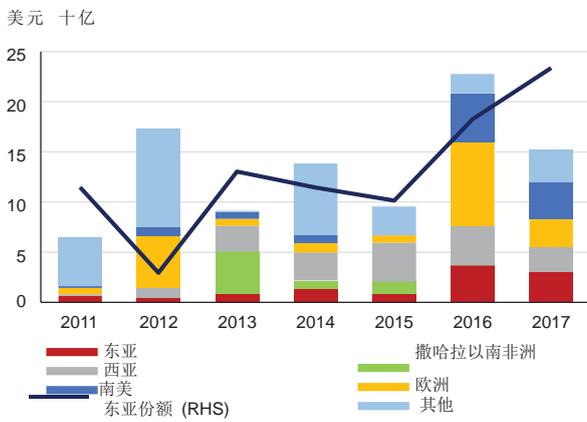
图 2.33. 日本官方发展援助



资料来源：各国政府部门；AMRO 计算。

注：官方发展援助包括贷款、赠款援助及技术合作。泰国数据截至 2015 年和 2016 年；老挝的数据截至 2013 年和 2015 年。

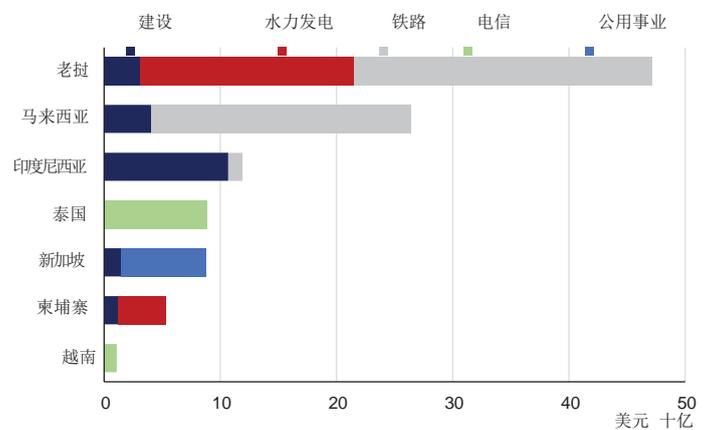
图 2.34. 按地区划分的中国基础设施投资



资料来源：American Heritage Foundation；AMRO 计算。

注：直接交易。累计流量数据。

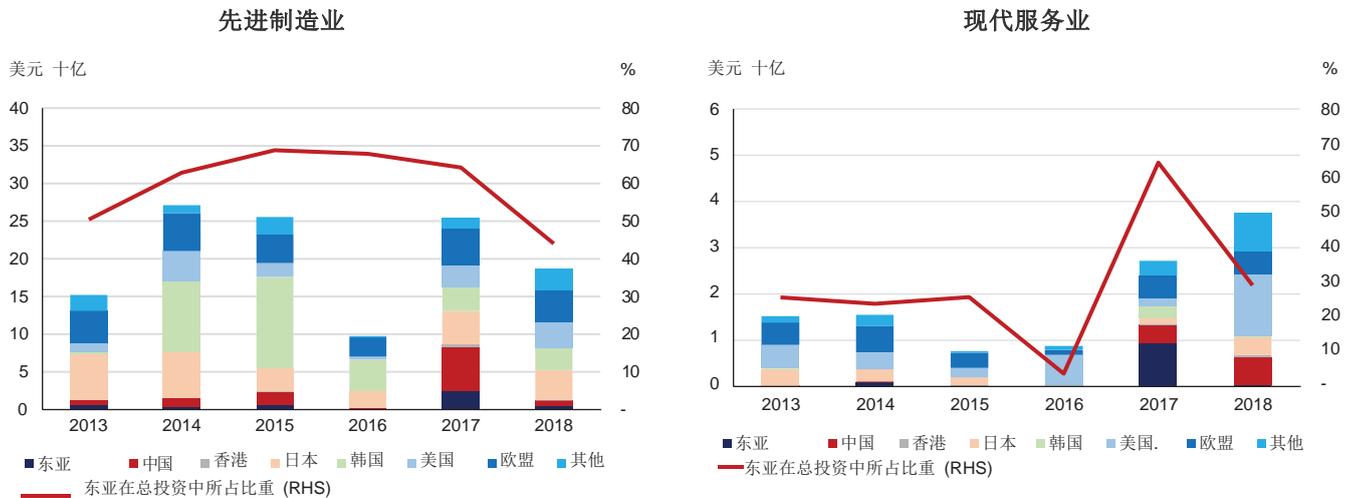
图 2.35. 按行业划分的中国对东盟的基础设施投资



资料来源：American Heritage Foundation；AMRO 计算。

注：直接交易。2011 至 2018 年上半年累计流量数据。

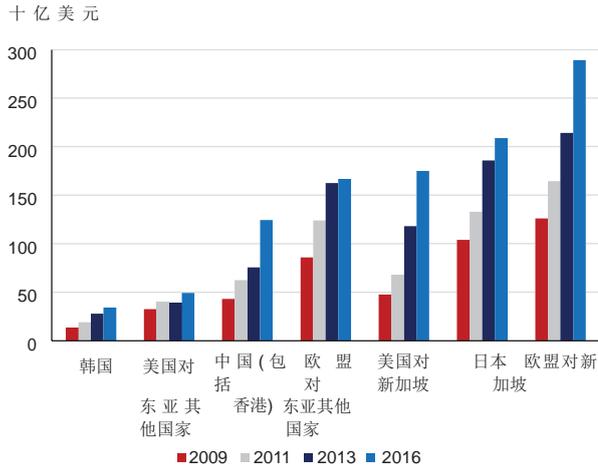
图 2.36. 按照来源国和地区划分，流入东盟8国经济体“新经济”行业的新建投资 FDI



资料来源：Orbis Crossborder Investment；AMRO 计算。

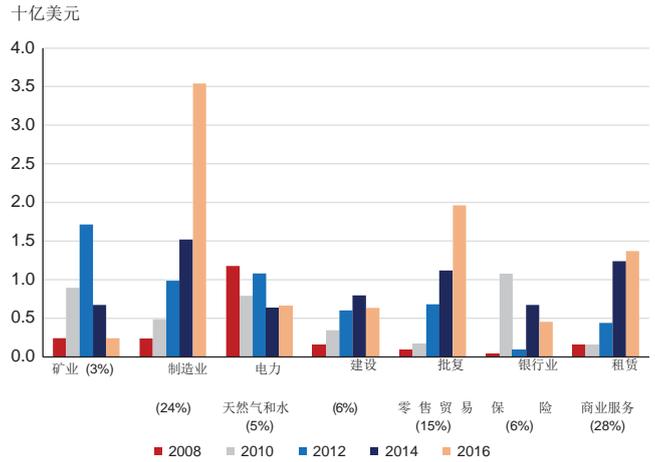
资料来源：Orbis Crossborder Investment；AMRO 计算。

图 2.37. 流入东盟经济体的FDI：主要来源国及地区



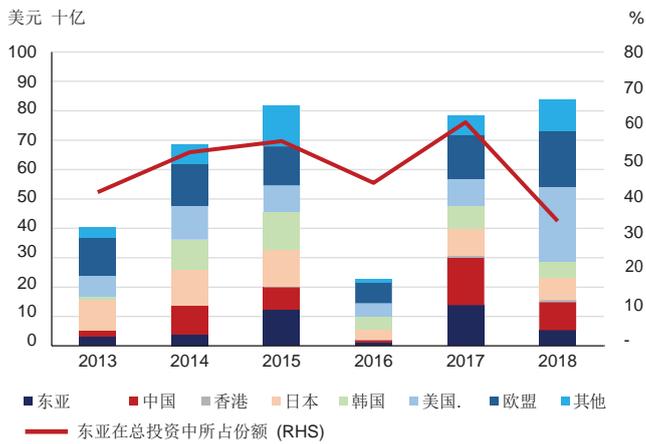
资料来源：IMF CDIS；AMRO 计算。

图 2.38. 中国对东盟直接投资：前七大产业



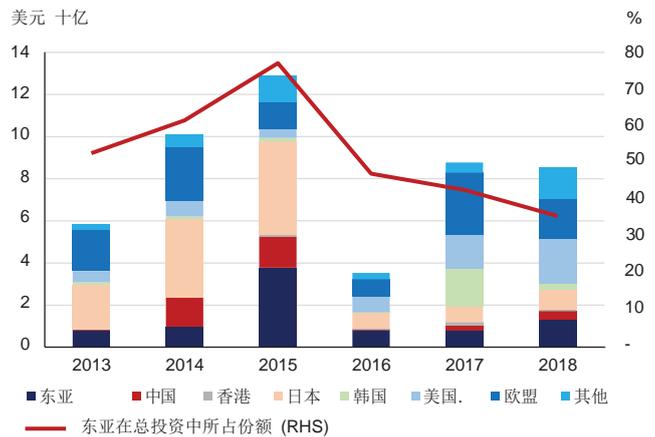
资料来源：各国政府部门；AMRO 计算。
注：图表横轴每个行业括号中的数字是中国在 2014-2016/7 年对东亚的对外直接总投资中各个行业所占的平均比例。

图 2.39. 按来源国家/地区划分的东盟8国新建投资：所有行业



资料来源：Orbis 跨境投资；AMRO 计算。

图 2.40. 按来源国家/地区划分的东盟8国对传统服务业的新建投资



资料来源：Orbis 跨境投资；AMRO 计算。

加强 CMIM 解决外汇缺口

20国集团EPG报告强调，如果发展中国家要在管理金融稳定风险的同时从资本流动中受益，就必须建立一个有效的全球金融安全网（GFSN）。为加强各国抵御短期全球流动性冲击能力的长期流动性机制，将有助于解决由于外汇缺口（即高于最优经常账户余额）以及外汇储备积累对资本流动开放的代价，而对东亚地区基础设施投资造成的制约。

CMIM是为东亚经济体提供金融安全网的RPG。它的前身是清迈倡议（CMI），一个在本区域中央银行之间松散的双边互换协议，于2000年亚洲金融危机之后成立，作为对IMF资金的补充，但是从未使用过。2008-2009年GFC期间，韩国和新加坡与美联储签订了双边互换协议，印度尼西亚则从世界银行牵头的财团获得了资金保障。随着时间的推移，CMIM逐渐发展成为区域自我管理的储备池。根据东亚所有中央银行之间的共同协议，各国中央银行之间的双边互换实现了多边化，2011年资金总规模扩大至1200亿美元。清迈倡议多边化稳定性贷款工具（CMIM-SF）成立于2011年，向国际收支出现暂时困难或流动性短缺的成员经济体提供短期流动支持。AMRO的成立旨在支持CMIM，为区域经济体提供宏观经济监测，并在利用CMIM资金时提供分析和政策建议。自此之后，资金规模已扩大至2400亿美元，并于2014年新建了危机预防机制 - 清迈倡议多边化预防性贷款工具（CMIM-PL），为宏观经济基本面相对强劲但面临流动性冲击风险的国家提供预防性信贷额度。

发展东亚专业知识、技术和体制

东亚经济体在人力资本、专业知识和技术发展水平的多样化，为进一步密切合作与协作，弥补要素缺口，优化本区域稀有资源的配置及回报提供了空间。本区域专业人员和熟练劳动力的流动性增强，将使CLMV经济体能够从其他东亚经济体中满足其技能和管理差距，同时为增长较慢的更发达经济体的专业人员提供新的就业和职业发展机会。这将要求东亚加强与专业人员流动有关的相互承认协议。

要成为一个可信赖的区域金融安全网，必须加强CMIM的流动性机制和危机预防职能。特别是，该资金必须随时准备就绪并可供使用，以便市场认为它是一种可信和可行的储备缓冲，各国可在必要时利用这种缓冲来增加其储备。只有这样才能有效解决东亚新兴市场经济体外汇缺口制约。成员国刚刚完成了对CMIM的首次全面审查，这将使修订后的CMIM协议生效时，CMIM资金在运作上更有准备。

由于AMRO需要对提出请求的成员国的宏观经济表现进行评估，加强AMRO的金融和宏观经济监测对提高CMIM的准备工作也是至关重要的。AMRO为成员国提供独立、专业和可行的宏观经济评估，对解决与CMIM有关的道德风险问题具有重要意义。在此，我们有必要记住20国集团EPG报告中的观点，即在当今高度相互关联的全球金融市场中，“即便是运行良好的经济体”也面临波动风险和溢出效应。

同时，互联网经济中的自由职业服务的增长给技能流动赋予了新的含义：东亚经济体中专业人员和技术人员可以网络“配对”服务的需求，而不需要实际的流动。与实际跨境劳动力流动一样，通过互联网提供服务并不意味着政府不需要就法律监管框架达成一致，对于最低标准、许可证要求、专业责任和税收义务等问题还需提供清晰的规范说明。

2015年11月22日，东盟国家领导人通过了《东盟经济共同体2025年蓝图》，其目标之一是通过促进资本、熟练劳动力和人才流动的项目，加强良好治理、透明和快速回应的监管机制，以及更广泛的东亚人员、机构和基础设施的连通性（东盟2015）。经过了20多年的艰苦努力，2018年8月29日，落实《东盟服务框架协议》（AFAS）第十套承诺议定书正式签署，以深化现有服务的自由化并为市场准入开放新的服务部门。东盟服务贸易协定（ATISA）（图2.41）建立在AFAS的基础上，以加强本区域的服务一体化，一旦实施，将构成东亚协议“三驾马车”的第三部分也是最后一部分 - 与东盟货物贸易协定（ATIGA）和东盟综合投资协议（ACIA）一起以改善经济和行业一体化。

尽管美国继续在全球保持相当大的技术领先地位，但中国、日本、韩国和本区域的其他国家也取得了令人瞩目的进步。2018年KPMG的一项调查显示美国仍是全球科技创新领军者，中国位居第二；印度位列第三；英国和日本并列第四（KPMG2018）。许多东亚品牌也已成为全球知名品牌（图2.42）。

图 2.41. 东盟服务框架协议



资料来源：东盟服务框架协议（1995）。

图 2.42. 东亚主要品牌

东亚	制造业	服务
	<ul style="list-style-type: none"> 瑞声科技 安踏 达利食品集团 海尔 华为 	<ul style="list-style-type: none"> 阿里巴巴 百度 腾讯
	<ul style="list-style-type: none"> 佳能 本田 松下 资生堂 索尼 	<ul style="list-style-type: none"> CyberAgent Out-Sourcing! Welcia SMFG
	<ul style="list-style-type: none"> 现代 起亚 LG 电器 Posco 三星 	<ul style="list-style-type: none"> Amora Pacific Corporation Lotte Confectionery Netmarble Games
	<ul style="list-style-type: none"> Batu Kawan Berhad C.P. Group Indofood Petronas San Miguel 	<ul style="list-style-type: none"> Capitaland Grab Singapore Airlines Thegioididong Vingroup

资料来源：AT Kearney; Forbes; AMRO。

专栏 2.3.

东盟连通性和一带一路倡议：百花齐放

2016年，东盟国家元首/政府首脑在万象通过《东盟连通性总体规划2025》(MPAC)，旨在加强实体联系、机构联系和人文交流，实现东盟共同体一体化。这一愿景中的能力和连通性建设基于五个关键要素：可持续基础设施、数字创新、无缝物流、卓越监管和人员流动(图2.3.1)。重点领域已取得明显进展：

- 旨在建立高效、完整、安全、环保的可持续的区域陆路运输走廊，连接东盟成员国(AMS)及周边国家的东盟高速公路网络(AHN)。
- 新加坡-昆明铁路(SKRL)，从新加坡到金边的部分将如期实施。
- 东盟电网(APG)，已完成9个电力互联项目。
- 跨东盟天然气管道(TAGP)，包括13条双边天然气管道。
- 东盟单一航空市场(ASAM)。
- 东盟单一海运市场。

图 2.3.1. 东盟连通性总体规划 2025

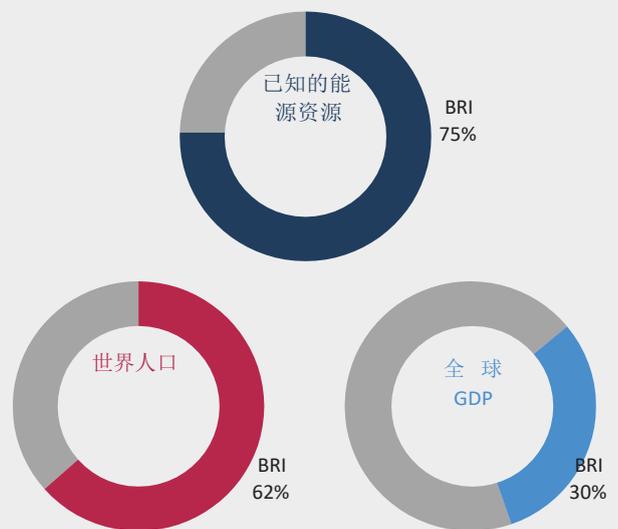


资料来源：东亚 (2016).

然而，未来20年满足东盟基础设施发展需求的财政资源和技术知识仍然令人生畏，并将超出单个国家的能力。

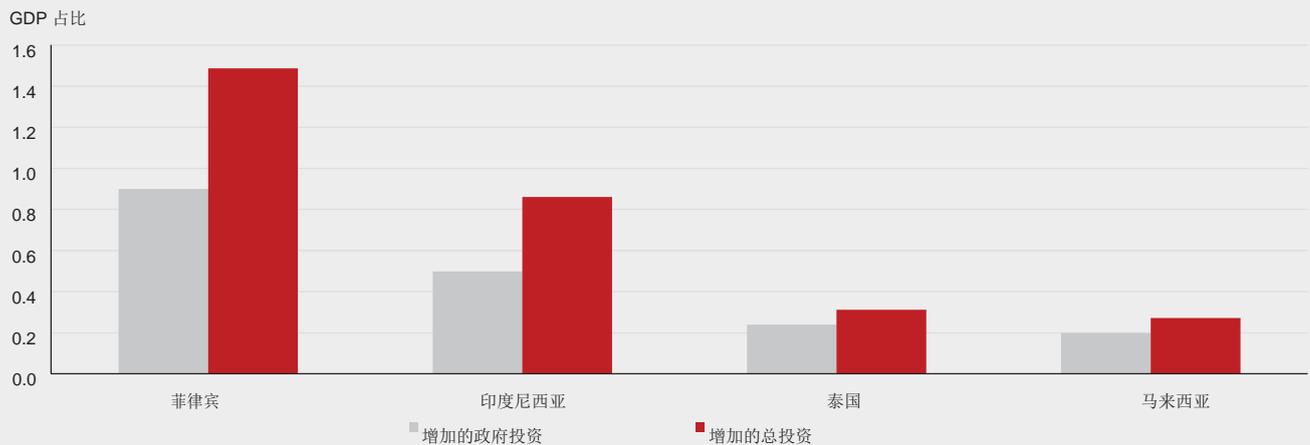
“一带一路”倡议(BRI)是中国同东盟等发展中经济体建设基础设施和连通性的大胆尝试。据世界银行估计，“一带一路”项目的地理覆盖范围约占全球GDP的三分之一、世界人口的三分之二及能源储备的四分之三(图2.3.2)。BRI项目通过将区域金融中心和IFIs联合起来或结成伙伴关系，创造了可负担的新的融资机会，填补了储蓄-投资缺口。此外，有证据表明，BRI项目吸引了大量私人投资。AMRO对东盟4国经济体的模拟表明，在未来两年内，仅填补一个国家基础设施缺口20%的“一带一路”投资，就可能吸引占该国GDP多达0.3%的私人投资。这种涌入现象在菲律宾和印度尼西亚最为明显，这两个国家的投资缺口也最大(图2.3.3)。

图 2.3.2. 一带一路覆盖范围



资料来源：世界银行

图 2.3.3. 总投资和涌入的私人投资在2019-2020年对东盟4国的影响 (模拟)



资料来源：牛津经济研究院；AMRO 估算。

注：我们假设，由于“一带一路”倡议，这些国家政府投资将比图 K5 所示的投资缺口高出 20%（AERO2018 第 74 页）。这实际上将总投资缺口缩小了 20%。如红色条形图显示，菲律宾和印度尼西亚的缺口较大，其公共投资占 GDP 的比例增长最快。政府投资的增加将在未来一段时间内推动私人投资和 GDP 的增长。灰色条形图显示了前两年对总投资的影响。

更重要的是，基础设施和连通性的改善对就业和经济活动产生了积极的影响。例如，新公路使大量农村劳动力从农业向高收入的工作转移，对靠近工业化城市的农村影响尤为明显。跨境运输基础设施的建立通过促进区域范围内的劳动力流动产生了类似的影响（Agenor, Canuto and Jelenic 2012）。

一带一路是一项雄心勃勃的尝试，旨在通过克服融资和要素限制来提高新兴市场经济体的能力和连通性，并非没有挑战。可以理解的是，东道国担心这些项目对债务可持续性的影响，以及与外国投资和外国管理项目相关的潜在的社会混乱，而中国也必须在其外交政策和对外投资战略的背景下证明这些项目的合理性。

然而中国及其一带一路合作伙伴正在迅速学习。在2018年一带一路回顾中，中国政府强调治理和执行的重要性高于扩大一带一路项目的规模和范围。中国国家开发银行和中国进出口银行已经在借贷活动中十分谨慎，亚洲基础设施投资银行（AIIB）表现出高水平的公司治理和对最佳实践的遵守。

展望未来，在本地区制定和维持基础设施发展举措的可行途径包括三个主要方面：确定挑战，形成健全的治理，并利用成功项目的经验来加快进一步发展。

4 总结和 policy 建议

继AMRO (2017) 和AMRO (2018a)专题报告章节之后，本章重点关注国内外基础设施对能力及连通性建设的需求。本章考虑了区域一体化的首要任务以及建立有利于金融稳定和增长的全区域支持机制的必要性。

三大驱动因素突出了这一紧迫性。首先，技术革命以及随之而来的去工业化和去中介化为各国提供了动力，包括那些目前正在实施出口型制造业增长战略的国家，调整结构和装备自己，以适应由服务驱动的新价值链，否则就有被抛在后面的风险。其次，本区域的人口结构（成熟的人口结构及不断增长的中产阶级和富裕人士）将会向更加节约劳动力，以技术和知识为基础的生产能力转变，刺激区域内对消费品及服务的需求，改善居住空间，以及对更好的连通性的需求。第三，东亚内部日益增长的最终需求，加上美国和欧洲日益高涨的保护主义情绪，表明全球化将越来越多的以东亚经济体为中心，而优先考虑本区域能力和连通性的战略既谨慎又务实。

随着服务业变得日益复杂和可以交易，商品和服务之间的界限变得模糊，服务业在新经济中将占有突出地位。传统服务业，如旅游业，在不断增加的中产阶级的推动下，将成指数级增长。然而，它们将被新技术改变，变得更加多样化和个性化。新型服务，如BPO、电子商务、Uber和在线游戏将会涌现并发展成为主要产业。这些新旧服务业都需要硬件和软件基础设施和更高级别的连通性。

本章主要阐述了三个“缺口”即资金缺口、外汇缺口和要素缺口，这些缺口给致力于改善基础设施的国家带来了挑战：

- “资金缺口”源自发展中国家相对于其投资需求的低储蓄率：
 - 对发展中国家来说，由于酝酿时间长、技术要求高和未来现金流的不确定性，基础设施项目的“资金缺口”尤其令人生畏。私人股权参股要求的门槛回报率为两位数，银行在涉及大量银团贷款的时候通常要求政府担保，即使是世界银行或亚洲开发银行主导的项目也是如此。
 - CLMV经济体的资金缺口最为严重，其国内储蓄不足以满足基础设施投资需求。他们对承担过多债务持谨慎态度是可以理解的。如果项目的酝酿期太长，收入流不确定，即使以优惠利率获得的长期融资仍然存在问题。ADB估计到2030年，东盟经济体每年的基础设施融资需求为1390亿美元。
- 东盟4国拥有储蓄盈余或者有能力获得资金。然而，他们易受到资本突然外流风险的影响，造成了外汇约束，需要积累大量外汇储备，从而导致对长期增长至关重要的基础设施投资不足，也就是“外汇缺口”。
- “要素缺口”反映了东亚经济体在实施承诺提高能力的基础设施项目，以及努力融入新经济服务和价值链的监管框架（或缺乏监管框架）时所面临的非金融挑战。管理不善和缺乏具备适当技能和专业知识的劳动力只是其中的一些困难。

东亚经济体可以更多地利用自身资源来弥补本区域在能力和连通性建设方面投资不足的三大缺口。本区域应该保持开放，而不是通过对跨境经济流动和金融活动设置自己的壁垒来应对其他地方的保护主义。

东亚经济体作为一个整体，经常账户盈余足以填补本区域的资金缺口。日本和中国分别通过ODA和BRI以优惠利率向项目提供资金，但是仍有空间调动更多的私人资源（尤其是股权融资）用于基础设施项目。具体地说，本区域更多的储蓄盈余可以作为直接投资，以满足本地区的发展需要。如果将本区域的储蓄盈余投资于美国和欧洲的低收益资产，然后由投资组合经理重新分配回本区域，那么这种策略将带来额外的好处，减轻组合投资对区域经济构成的金融稳定风险。

东亚经济体需要确定并解决其他关键要素的短缺，即使融资即将到位，这些要素也会阻碍能力建设。当全球化和全球化带来的收益越来越多地由服务主导时，人力资本水平、软件基础设施的依托（便利的法律监管框架，支付方式和IT连通性）以及良好治理的要求甚至更高。利用东亚经济体的专业技术和管理经验，填补本区域部分地区的技能缺口，扩大本区域技术共享或转让的范围。AEC蓝图为政府间合作提供了一个框架，以促进东盟内部货物、服务、投资、资本和熟练劳动力的无缝流动。

东亚经济体应继续加强清迈倡议及AMRO的监测能力，以提供有效可信的地区金融安全网，解决外汇缺口问题。AMRO和CMIM，以及AEC和其他促进区域协作的机构或框架，都是“软件基础设施”和区域公共产品的一部分，是促进东亚经济体经济转型和增长所必需的。

表 2.3.1.主要东盟经济体：一带一路倡议案例研究

国家	项目描述		合作模式	状态/评估
	名称	项目成本		
柬埔寨	金边至西哈努克的高速公路： <ul style="list-style-type: none"> 长度：190公里。 目的：改善货物运输和4号国道沿线的交通状况。4号国道经常受到洪水的影响，导致路关闭。 	美元 20亿： <ul style="list-style-type: none"> 柬埔寨 PPSHV 高速公路有限公司 BOT投资方案。 	租期54年	<ul style="list-style-type: none"> 项目于2019年3月22日正式开工，预计2023年完工。
	Lower Sesan II 坝： <ul style="list-style-type: none"> 容量：400 兆瓦。 用途：减少电力短缺，降低发电成本，促进社会发展。 	美元 8亿： <ul style="list-style-type: none"> 51%：中国澜沧江国际能源有限公司。 39%：柬埔寨公司 Royal Group。 10%：越南 EVNI。 	合资企业	<ul style="list-style-type: none"> 2018年12月18日正式开工。 大坝预计将占该国总发电量的20%左右，预计将有助于减少电力短缺，降低电力成本，促进柬埔寨的社会发展。
印度尼西亚	雅加达-万隆 铁路： <ul style="list-style-type: none"> 长度：140公里。 用途：把雅加达与西爪哇的万隆连接起来，以后可扩展至东爪哇的泗水。 	美元 53-60亿： <ul style="list-style-type: none"> 60%：一个有印尼国有企业组成的财团。 40%：中铁国际集团有限公司 	中国国家开发银行贷款（CDB）： <ul style="list-style-type: none"> 贷款期限：40 年。 固定利率：项目成本的75%。 宽限期：10 年。 没有政府债务担保。 	<ul style="list-style-type: none"> 2016年开工建设，预计2019年投入运营。 工作进展：由于征地和需要补偿土地所有者的问题而推迟。政府正在系统地处理这些问题，但为了解决这些问题，项目投入运营的日期可能会从2019年调整到2021年。
	Kayan 水电工程 (加里曼丹)： <ul style="list-style-type: none"> 用途：提高印度尼西亚的发电能力。 	美元178亿	合作方： <ul style="list-style-type: none"> PT 印度尼西亚 Kayan水电能源公司。 中国电力建设集团公司 (中国电建)。 	跟据北加里曼丹省政府，继2018年4月PT 印度尼西亚 Kayan水电能源公司与中方合作伙伴中国电力建设集团公司（中国电建）签署合同后，该项目一期工程可能很快开工。

表 2.3.1. 主要东亚经济体：一带一路倡议案例研究

国家	项目描述		协作模式	状态/评估
	名称	项目成本		
老挝	老挝 - 中国铁路： <ul style="list-style-type: none"> 长度：414 公里。 用途：连接中国和东盟，老挝段铁路起点为昆明，途径老挝主要城市，共有32个车站。 	美元60亿，其中： <ul style="list-style-type: none"> 60%（美元36亿）：中国的银行向中老两国政府成立的合资企业提供贷款。 40%（美元24亿）：股权，其中： <ul style="list-style-type: none"> 70%（美元16.8亿）由中国股东出资。 30%（美元7.2亿）由老挝政府出资，其中：65%（美元4.7亿）来自中国进出口银行贷款，35%（美元2.5亿）来自政府预算（2017-2021年每年5千万美元）。 	中老两国政府成立了合资企业（老挝政府不担保债务）。	<ul style="list-style-type: none"> 建设：完成20%，计划于2021年12月启动。 预计该项目在大约20年后才能实现盈亏平衡，因此，需要从长期角度仔细管理直接财政影响和或有负债。
	Vientiane-Vang Vieng Expressway: <ul style="list-style-type: none"> 长度：113.5公里。 用途：大大缩短从首都万象到Van Vieng主要旅游目的地之间的旅行时间，与老挝人民民主共和国进一步将该国发展为东盟地区的主要旅游目的地的目标一致。 	美元13亿： <ul style="list-style-type: none"> 95%：中国。 5%：老挝政府。 	一家名为“老挝-中国高速公路联合开发有限公司”的合资公司。	<ul style="list-style-type: none"> 高速公路于2018年下半年开工建设，预计将在三年内完工。 高速公路上的通行费拟议为4.5万至5.6万基普（约合5.25-6.50美元）。
马来西亚	槟城第二大桥： <ul style="list-style-type: none"> 长度：24 公里（马来西亚和东南亚最长的桥梁之一）。 用途：横跨槟城南海峡，连接槟城岛屿的Batu Maung与陆地的Batu Kawan。 	美元13.7亿： <ul style="list-style-type: none"> 60%：中国进出口银行贷款： <ul style="list-style-type: none"> 贷款期限：20年。 利率：每年3%。 40%：马来西亚政府。 	由中国公路规划设计院（HPDI）、AECOM（中国港湾工程有限责任公司（CHEC）顾问）承办。	<ul style="list-style-type: none"> 运营中：2014年3月4日。 经济效益：以种植园为主的地区变成更加发达和多样化的城镇，与全国其他地区的联系更加紧密。前期和长期成本完全在马来西亚的财政能力之内。
	ECRL: <ul style="list-style-type: none"> 长度：688公里。 用途：连接马来西亚半岛东海岸的南中国海和西部的战略航线。 	美元 131-200亿（重新估算）。	由Malaysia Rail Link Sdn Bhd (MRL)拥有并经营，是MMOF全资拥有的专用车辆（SPV）。	<ul style="list-style-type: none"> 2017年8月开始施工，但在2018年新政府上台后暂停，作为全面的国家财政分析的一部分，新政府对项目的可能成本进行了重大重新评估。 两届政府目前正在对项目进行审查。

表 2.3.1. 主要东盟经济体：一带一路倡议案例研究（续）

国家	项目描述		合作模式	状态/评估
	名称	项目成本		
缅甸	Gong Hai 水电站（位于Pang 河上）： <ul style="list-style-type: none"> 容量：25万兆。 目的：增加水力发电，以满足迫切的电力需求（政府的目标是到2030年向全国供电）。 	尚不清楚	由山东水利建设集团有限公司负责承建。	<ul style="list-style-type: none"> 建设日期：尚不清楚。 2018年7月，山东水利建设集团有限公司接到缅甸Gong Hai水电站EPC项目中标通知。 给缅甸带来的经济效益和社会效益可能非常大，因为该国电气化率仅为31%，年需求增长15%。
	Kyaukpyu 港口： <ul style="list-style-type: none"> 目的：连接沿海岸线国家，包括中国和印度洋。 	美元 90-100亿 (项目期限为50年) <ul style="list-style-type: none"> 70%：中国。 30%：缅甸。 	中国国际信托投资公司（中信集团）与缅甸Kyaukpyu经济特区管理委员会（SEZ）合作。	<ul style="list-style-type: none"> 建设日期：尚不清楚。 2018年11月18日CITIC和SEZ签署协议。 预计该项目将为当地社区带来10万个就业机会，并产生实质性收入。
泰国	中国-泰国铁路： <ul style="list-style-type: none"> 长度：873公里。 目的：连接泰国、老挝人民民主共和国和中国云南省，提供从新加坡到中国铁路连接中的缺失路段，并将泰国-老挝边境上的曼谷和Nong Khai之间的旅行时间从14个小时缩短到4个小时，并进一步连接到云南昆明。 	美元120亿。	中国国有企业聘用中方技术顾问负责项目的工程设计。	<ul style="list-style-type: none"> 建设：在经历了一些延迟之后，该项目于2017年12月启动，项目的一期工程预计将于2021年投入运营。 该项目契合泰国整体经济发展，其中一个重要内容是深化澜沧江-湄公河次区域一体化。此外，泰国国内的利益相关方也从中获益匪浅。

资料来源：媒体报道；各国政府部门；AMRO。

参考文献

- Agenor, Pierre-Richard, Otaviano Canuto, and Michael Jelenic. 2012. "Avoiding Middle-income Growth Traps." Economic Premise No. 98, The World Bank, Washington, DC, November.
<http://documents.worldbank.org/curated/en/422121468155111398/Avoiding-middle-income-growth-traps>.
- Asian Development Bank (ADB). 2017. *Meeting Asia's Infrastructure Needs*. Manila, February.
<https://www.adb.org/publications/asia-infrastructure-needs>.
- _____. 2018b. *Asian Development Outlook 2018: How Technology Affects Jobs*. Manila, April.
<https://www.adb.org/publications/asian-development-outlook-2018-how-technology-affects-jobs>.
- _____. 2018a. *Asian Economic Integration Report (AEIR): Towards Optimal Provision of Regional Public Goods in Asia and the Pacific*. Manila, October.
<https://aric.adb.org/aeir>.
- Association of Southeast Asian Nations (ASEAN). 1995. *ASEAN Framework Agreement on Services*. Bangkok, December 15.
https://asean.org/?static_post=asean-framework-agreement-on-services.
- _____. 2015. *ASEAN Economic Community Blueprint 2025*. Jakarta, November 2.
https://asean.org/?static_post=asean-economic-community-blueprint-2025.
- _____. 2016. *Master Plan on ASEAN Connectivity 2025*. Jakarta, November.
https://asean.org/?static_post=master-plan-asean-connectivity-2025-2.
- _____. 2018. "ASEAN Smart Cities Framework." Jakarta.
<https://www.asean2018.sg/Newsroom/ASCN>.
- ASEAN+3 Macroeconomic Research Office (AMRO). 2017. *ASEAN+3 Regional Economic Outlook 2017*. Singapore, May.
<https://amro-asia.org/asean3-regional-economic-outlook-areo-2017/>.
- _____. 2018a. *ASEAN+3 Regional Economic Outlook 2018*. Singapore, May.
<https://amro-asia.org/asean3-regional-economic-outlook-2018/>.
- _____. 2018b. *AMRO Annual Consultation Report: Indonesia – 2018*. Singapore, August.
<https://amro-asia.org/amros-2018-annual-consultation-report-on-indonesia/>.
- Buckley, Patricia, and Runki Majumdar. 2018. "The Services Powerhouse: Increasingly Vital to World Economic Growth." Deloitte Insights, July 12.
<https://www2.deloitte.com/insights/us/en/economy/issues-by-the-numbers/trade-in-services-economy-growth.html>.
- China Post and iResearch. 2018. *2018 China Smart Express Cabinet Industry Case Study Report - China Post Express*.
- Ehlers, Torsten. 2014. "Understanding the Challenges for Infrastructure Finance." BIS Working Paper 454, Bank for International Settlements, Basel.
<https://www.bis.org/publ/work454.htm>.
- Global Financial Governance. 2018. *Making the Global Financial System Work for All*. Report of the G20 Eminent Persons Group on Global Financial Governance. Singapore, October.
<https://www.globalfinancialgovernance.org/>.
- Kharas, Homi. 2017. *The Unprecedented Expansion of The Global Middle Class: An Update*. Global Economy and Development Working Paper 100, Brookings Institution, Washington, DC.
<https://www.brookings.edu/research/the-unprecedented-expansion-of-the-global-middle-class-2/>.

Khor, Hoe Ee, Chaipat Poonpatpibul, Suan Yong Foo. Forthcoming. "Belt and Road Initiative: A Framework to Address Challenges and Unlock Potential for High-Quality and Inclusive Growth." *The Singapore Economic Review*, forthcoming.

KPMG. 2018. *The Changing Landscape of Disruptive Technologies: Tech Hubs Forging New Paths to Outpace the Competition*. United States, March 25.

<https://home.kpmg/ca/en/home/insights/2018/03/the-changing-landscape-of-disruptive-technologies.html>.

Laesser, Christian, and Silvio Jäger. 2001. "Tourism in the New Economy." In *Tourism Growth and Global competition*, edited by Peter Keller and Thomas Bieger, 39–84. St. Gallen: AIEST.

<https://www.alexandria.unisg.ch/14021/>.

Li, Wenlong, and Simon Xinyi Liu. 2018. "China's Increasing Economic Linkages with ASEAN and the Potential Spillover Effects." AMRO Working Paper 18-03, ASEAN+3 Macroeconomic Research Office, Singapore.

<https://amro-asia.org/chinas-increasing-economic-linkages-with-asean-and-the-potential-spillover-effects/>.

Maybank Kim Eng. 2019. *China Tourists: Losing Altitude*. Singapore, January 14.

McKinsey & Company. 2017. *Digital China: Powering the Economy to Global Competitiveness*. McKinsey & Company, December.

<https://www.mckinsey.com/featured-insights/china/digital-china-powering-the-economy-to-global-competitiveness>.

Monetary Authority of Singapore. 2016. *Financial Stability Review 2016*. Singapore, November.

<http://www.mas.gov.sg/Regulations-and-Financial-Stability/Financial-Stability/2016/Financial-Stability-Review-2016.aspx>.

Oxford Economics. 2017. *Global Infrastructure Outlook: Infrastructure Investment Needs 50 Countries, 7 Sectors to 2040*. Oxford, July.

<https://www.oxfordeconomics.com/recent-releases/Global-Infrastructure-Outlook>.

Peña, Andreas Mendoza, Mike Hales, Erik R. Peterson, and Nicole Dessibourg. 2018. *2018 Global Cities Report - Learning from the East: Insights from China's Urban Success*. AT Kearney.

<https://www.atkearney.com/2018-global-cities-report>.

Poonpatpibul, Chaipat, Wenlong Li, Suan Yong foo, Simon Xinyi Liu, Xinke Tang, and Tanyasorn Ekapirak. 2018. "China's Reform and Opening-Up: Experiences, Prospects, and Implications for ASEAN." AMRO Working Paper 18-05, ASEAN+3 Macroeconomic Research Office, Singapore.

<https://amro-asia.org/chinas-reform-and-opening-up-experiences-prospects-and-some-implications-for-asean/>.

PwC. 2019. *Emerging Trends in Real Estate: Asia Pacific 2019*.

<https://www.pwc.com/sg/en/publications/aprealestemerging.html>.

World Economic Forum. 2017. *The Global Competitiveness Report 2017-2018*. Geneva, September.

<https://www.weforum.org/reports/the-global-competitiveness-report-2017-2018>.

_____. 2017. *The Global Human Capital Report 2017*. Geneva, September.

<https://www.weforum.org/reports/the-global-human-capital-report-2017>.

_____. 2017. *The Inclusive Growth and Development Report 2017*. Geneva, January.

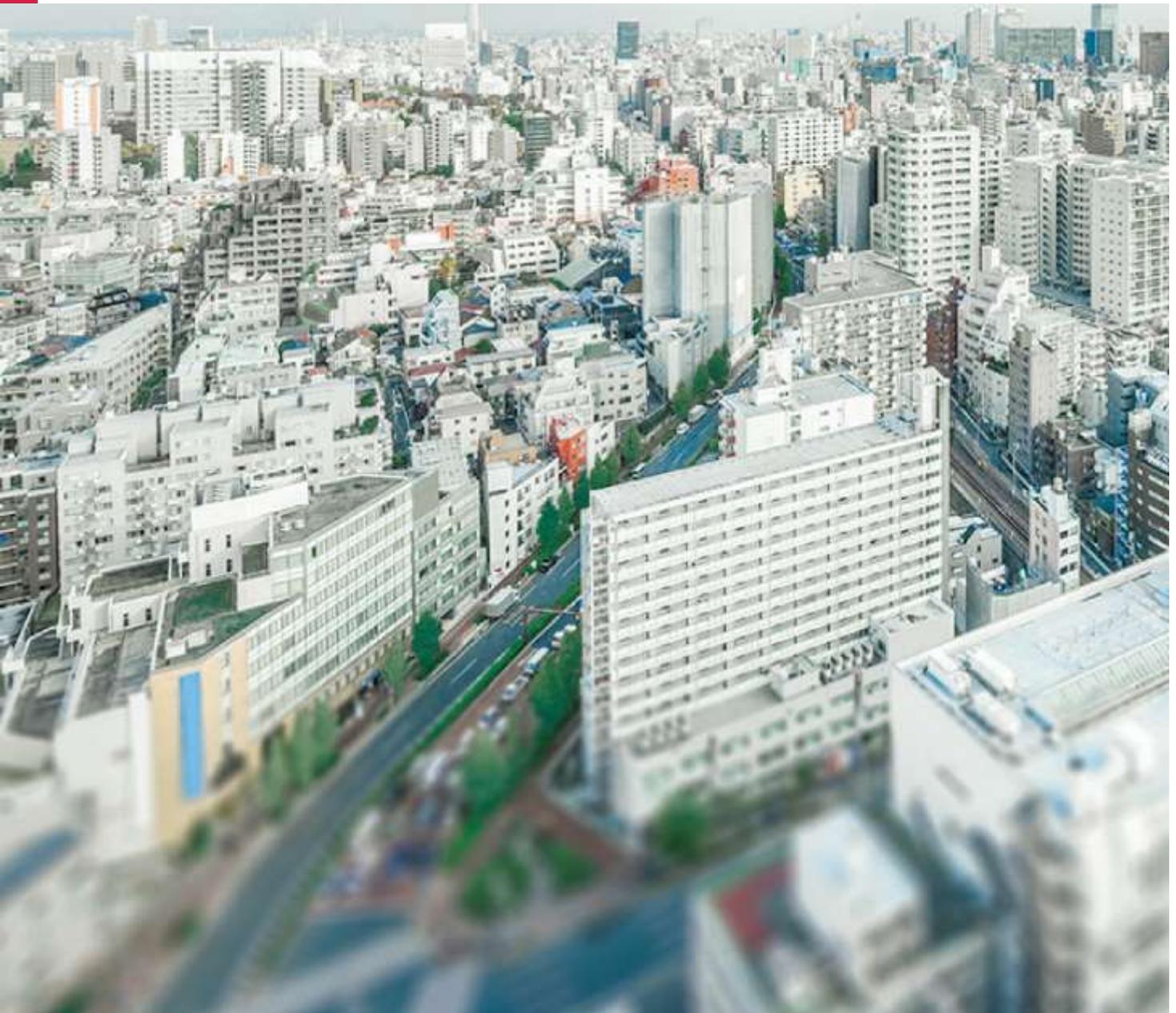
<https://www.weforum.org/reports/the-inclusive-growth-and-development-report-2017>.

World Intellectual Property Organization (WIPO). 2014. *WIPO Studies on the Economic Contribution of the Copyright Industries*. Geneva.

World Trade Organization (WTO). 2015. *The Most Dynamic Segment of International Trade: Trade in Services*. Geneva.



附录： 东亚经济体的发展



文莱

继2017年强劲反弹后，文莱的经济增长在2018年放缓至0.1%。2017年第二季度经济开始复苏，2017年第四季度强劲增长，整体增长1.3%。然而，尽管石油和液化天然气（LNG）的价格上涨，但2018年石油和LNG产量下降，导致增长放缓。2018年第一季度实际GDP增长2.8%，第二季度和第三季度分别收缩到2.6%和1.1%。金融行业的收缩也导致了经济增长放缓。2018年GDP增长放缓至0.1%，2019年由于Hengyi's炼油厂投产和强劲的外国直接投资持续流入，GDP增长回升至2.1%。

2018年，主要受食品价格上涨推动，消费者价格通胀回升至正值。平均而言，CPI涨幅从2017年的-0.2%升至2018年的0.1%。2018年通货膨胀上升主要是供给侧因素，如食品饮料消费税的提高。2019年，通货膨胀率预计将保持正值在0.4%左右，与预期的国内需求走强相符。

由于基础设施和FDI项目的资本货物进口大幅增加，预计2018年的贸易顺差会略有收窄。2017年第4季度随着LNG产量增加，价格走强，出口大幅反弹，贸易顺差有所扩大。2018年第2季度，石油和液化天然气产量意外下降，贸易顺差大幅收窄。据估计，2018年其余时间随着石油和LNG的价格持续上涨，贸易顺差会略有改善。由于进口增速超过出口增速，2018年全年贸易顺差略低于2017年。2018年经常账户盈余将收窄，但在2019年将回升至较高水平。总体而言，该国的外部形势依然强劲，拥有足够的官方储备和外国资产。

银行业依然健康。银行继续保持良好的资本状况，其风险敞口也得到了相对良好的管理。截至2018年第4季度，资本充足率为风险加权资产的18.4%。然而，总体不良贷款率（NPL）从2017年的4.4%上升至2018年4.8%，同期内的净不良贷款率从1.6%上升至2.4%。NPL比率成上升趋势，主要是经济复苏乏力所致。

政府预算有所改善，但仍存在巨大赤字。由于石油和天然气收入大幅增加，及持续限制总的财政支出，预算赤字占GDP的比例从2016/17财年的16.6%降至2017/18财年的12.7%。2018/19财年的预算是将赤字降低到GDP的9%。根据财政年度上半年实现的收入，预算赤字有可能缩小至GDP的7.5%。

从中期来看，经济发展面临的主要风险来自于国内要素，如过于依赖石油和天然气行业。自2016年价格复苏以来，2018年石油和天然气产量的意外下降影响了经济增长。也阻碍了政府支持经济的能力。从外部来看，主要风险来自于全球石油和天然气价格急剧下跌的可能性，其他外部风险对经济的影响较小。特别是文莱参与全球价值链的程度相对较低，不太容易受到全球贸易冲突的溢出效应影响。

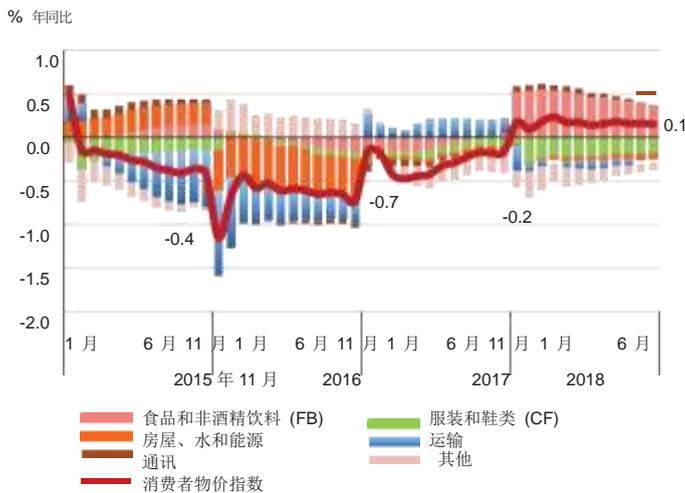
文莱：主要经济指标图

受到适度的石油和天然气生产的拖累，预计 2018 年文莱的经济增长将放缓。



资料来源：经济计划与发展部；AMRO 估算。

主要受食品价格和通信费用上涨推动，2018 年居民消费品价格涨幅回升至正值。



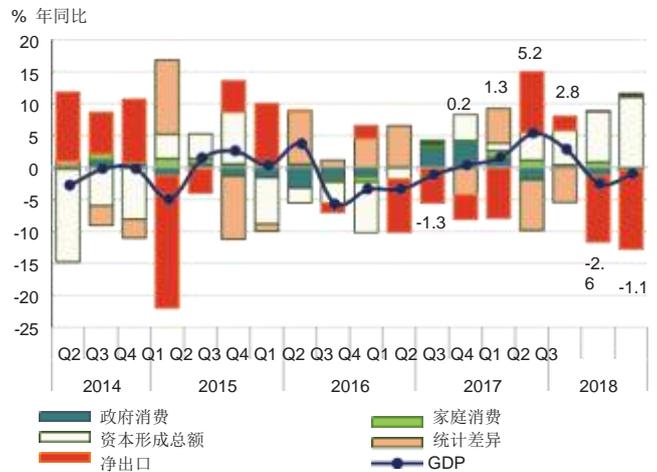
资料来源：经济计划与发展部；AMRO 计算。

银行业依然稳健，资本充足。



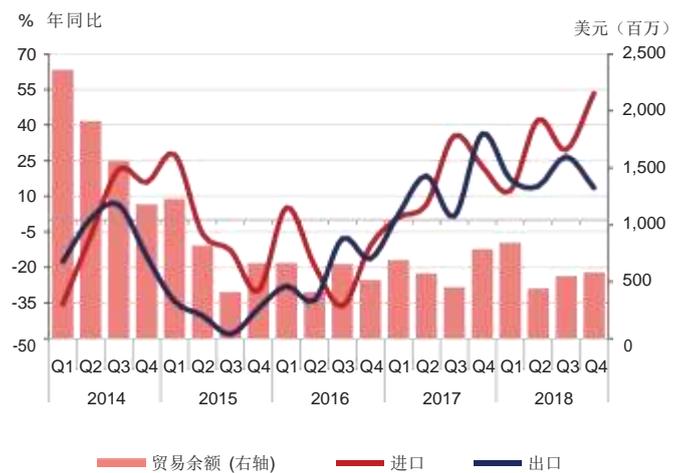
资料来源：Autoriti Monetari Brunei Darussalam；AMRO 计算。

2018 年 GDP 增速放缓，主要是由于净出口增长缓慢，而投资增速继续加快。



资料来源：经济计划与发展部；AMRO 计算。

贸易账户仍将保持顺差，但随着出口下降而进口上升，预计顺差将会缩小。



资料来源：经济计划与发展部；AMRO 计算。

尽管有所改善，2017/2018 财年政府预算仍然显示巨额赤字。



资料来源：财政部和经济部；AMRO 计算。

注：*) 预算数据。

文莱：主要经济指标表

	2015	2016	2017	2018 ¹⁾
国民收入与价格	(百分比变化, 除非另有说明)			
实际GDP	-0.4	-2.5	1.3	0.1
最终消费	0.0	-4.2	5.9	-
私营部门	5.2	-1.3	4.1	-
公共部门	-3.6	-6.5	7.4	-
资本形成总额	6.6	-11.1	8.0	-
商品出口	-10.8	-1.9	-2.7	-
商品进口	-11.7	2.7	1.3	-
价格				
消费者物价指数 (平均值)	-0.4	-0.7	-0.2	0.1
国际收支	(百万美元, 除非另有说明)			
经常账户余额	2,157.0	1,470.0	2,020.0	1,559.0
(占GDP的百分比)	16.6	12.9	16.7	12.6
贸易余额	2,910.0	2,153.0	2,403.0	2,028.0
总体余额	72.0	144.0	-282.0	74.0
国际储备总额	3,367.0	3,489.0	3,488.0	3,562.0
(对商品与服务进口的覆盖月数)	8.3	9.8	7.4	6.9
财政部门 (中央政府) ²⁾	(占GDP的百分比)			
总收入	21.7	22.7	22.5	26.6
石油和天然气收入	16.2	16.2	17.5	21.3
非石油和天然气收入	5.5	6.5	5.0	5.3
总支出	37.1	39.3	35.2	34.2
经常性支出	29.2	31.2	30.0	29.0
资本支出	8.0	8.1	5.2	5.2
预算余额	-15.4	-16.6	-12.7	-7.5
货币金融部门	(百分比变化, 除非另有说明)			
国内信贷 ³⁾	28.5	-21.3	-14.2	5.9
其中: 私营部门	4.9	-8.4	-3.3	-3.0
广义货币	-1.8	1.5	-0.4	3.8
其他项目				
平均汇率 (文莱元/美元)	1.37	1.38	1.38	1.35
期末汇率 (文莱元/美元)	1.42	1.45	1.34	1.37
名义GDP (百万美元)	12,390.0	11,400.0	12,136.0	13,567.0
名义GDP (百万文莱元)	17,664.0	15,748.0	16,747.0	18,301.0

资料来源：文莱政府；AMRO 预测。

注：¹⁾ 2018 的数据根据 AMRO 的预测（未计通货膨胀）。²⁾ 数据以财政年度计，从 4 月至次年 3 月。³⁾ 国内信贷基于货币调查中的国内债权数据。

柬埔寨

2018年柬埔寨经济继续保持强劲增长。2017年经济稳定增长7%，与前两年持平。2017年服装生产减少被强劲的建筑活动、到访游客人数的稳步增长和农业生产的改善所抵消。受出口增长强劲、到访游客数量显著增多和国内需求旺盛的推动（特别是政府消费和投资）预计2018年经济增长将快速上升至7.2%，但是由于全球经济增长疲软，2019年将略微下降至7.1%。

总体通货膨胀率仍相对温和，2018年平均为2.5%，而前一年为2.9%。2018年上半年能源价格上涨带来的上行压力通过政府的行政管理措施得到缓解。2018年年底，能源价格下跌，同时供应状况改善，运输成本和食品价格下降，这是CPI的两个主要组成部分。这两项在11月和12月均出现了环比通货紧缩。

得益于可持续的外国直接投资流入，整体外部情况持续加强。尽管经常账户赤字仍然很大，而且由于进口增速大于出口增速，据估计2018年经常账户赤字将有所扩大。但由于外国直接投资（FDI）的强劲流入，资本和金融账户盈余将足以抵消这一赤字。因此，总体收支应保持盈余，从而导致外汇储备进一步累积。截至2018年12月国际储备总额已增加至101亿美元，足以满足大约6个月的货物和服务进口。

金融部门主要指标总体保持良好。随着新的最低资本要求和流动性覆盖率审慎监管措施的实施，银行对私营部门的贷款从2016年的19.8%下降至2017年的18.5%。然而截至2018年第3季度，由于大选后国内形势相对稳定，经济活动更为强劲，信贷开始再次回升，增幅达到21.3%。随着信贷增速超过存款增速，存贷比小幅上升。整体而言，由于商业银行和其他货币金融机构的资本充足率均维持在规定的最低监管水平以上，金融业仍保持良好的缓冲。

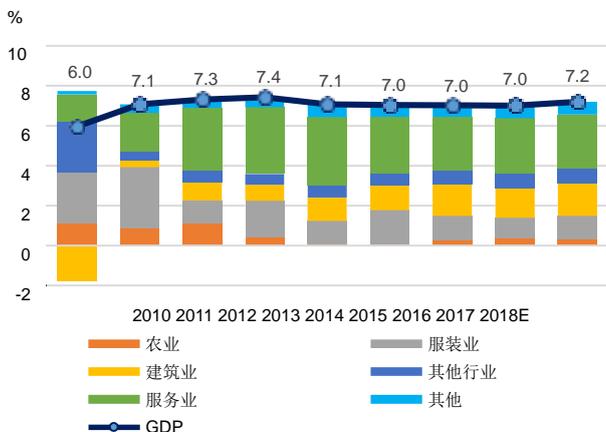
财政状况有所改善，税收收入表现持续强劲。2018年初步数据显示国内税收收入超出预算目标约12%。另一方面，支出，特别是资本支出放缓，导致整体财政赤字大大低于预算数字。2018年财政收支赤字占GDP的2.1%，低于最初预算的5.8%。目前的预算盈余占GDP的比重从4.3%小幅上升至5.1%，有助于政府积累存款作为财政缓冲，为公共投资项目融资。

未来经济增长的阻力主要来自外部因素。鉴于其在“除武器之外的一切产品（EBA）”优惠贸易协议下高度依赖欧盟市场，暂停EBA会大大削弱其在市场的出口竞争力。另一个外部风险来自于中美贸易中美贸易战升级的可能性（可能导致这两个经济体的增长势头减弱，加剧全球保护主义情绪。此外，由于中国在柬埔寨的投资不断增加，FDI流入 - 特别是进入房地产行业）更易受到中国政策突然变化的影响。

为了在中期保持高增长，柬埔寨需要继续努力提高外部竞争力和经济多元化。不断提升的基础设施和人力资源、促进贸易，对提高竞争力和生产率至关重要。此外，在增长基础相对狭窄的情况下，继续努力实现增长的多样化也是必不可少的，与旅游相关的服务业显示出巨大的潜力。

柬埔寨：主要经济指标图

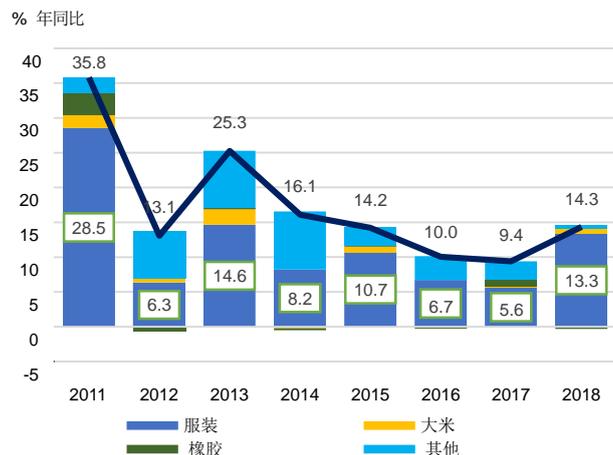
受强劲的建筑活动、服装制造和旅游相关服务的推动，柬埔寨经济继续保持强劲增长



资料来源：国家统计局。

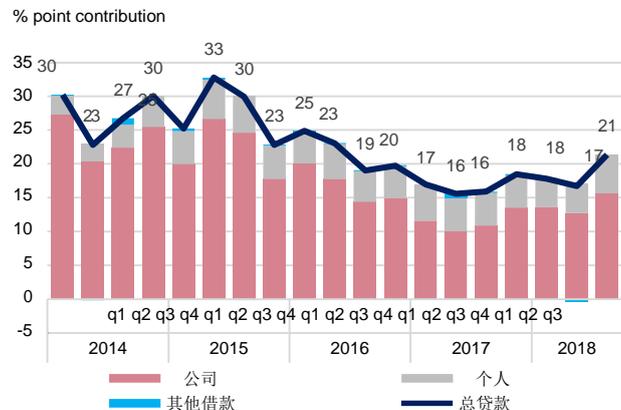
注：2018E 指的是 AMR 估算。

2018 年出口增长反弹，服装出口大幅增长。



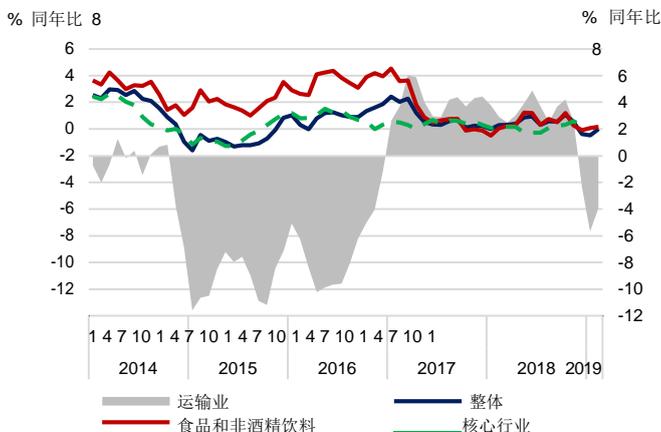
资料来源：柬埔寨国家银行。

商业银行对私营部门的国内信贷增长在 2017 年下半年开始回升，特别是对企业信贷。



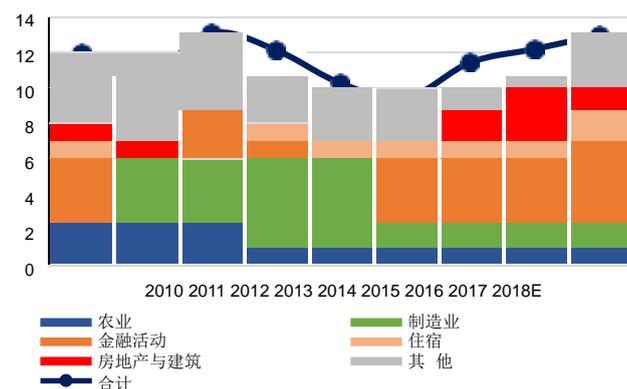
资料来源：柬埔寨国家银行；AMRO 预测。

2018 年年底，食品产量增加，能源价格下跌，总体通货膨胀率仍相对温和。



资料来源：柬埔寨国家银行。

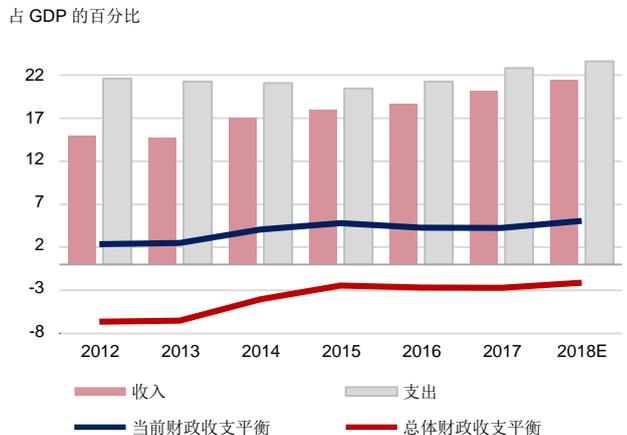
FDI 流入依然强劲，特别是金融行业和和房地产有关的活动。



资料来源：柬埔寨国家银行。

注：2018E 指的是 AMRO 根据前三个季度的数据所做的估算。

2017 年财政状况继续改善，但由于资本和工资支出增加，预计 2018 年财政赤字将扩大。



资料来源：经济财政部。

注：2018E 是指 AMRO 根据截至 2018 年 12 月的初步预算执行情况(TOFE)进行的估算。

柬埔寨：主要经济指标表

	2015	2016	2017	2018
国民收入与价格	(百分比变化, 除非另有说明)			
实际GDP	7.0	7.0	7.1	7.2
农业	0.2	1.3	1.7	1.8
建筑业	19.2	21.8	18.0	17.9
服装制造业	9.8	6.7	5.8	6.4
私人消费	5.9	6.7	4.6	4.7
政府消费	4.4	5.7	6.5	6.1
总投资	9.9	10.0	6.0	6.8
消费者物价指数 (平均值)	1.2	3.0	2.9	2.5
国际收支	(百万美元, 除非另有说明)			
贸易余额	-3,948.8	-3,846.5	-4,278.0	-5,258.6
服务业, 净额	1,712.3	1,602.4	1,878.4	2,345.3
经常账户余额	-1,567.4	-1,687.5	-1,782.4	-2,230.2
(占GDP的百分比)	-8.7	-8.4	-8.0	-9.1
总余额	830.7	872.6	1,434.6	1,380.6
国际储备总额	5,093.3	6,730.8	8,757.9	10,138.5
(对商品和服务进口的覆盖月数)	3.9	4.9	5.8	5.6
外债	8,693.5	9,754.3	11,438.4	12,704.5
(占GDP的百分比)	48.2	48.7	51.6	51.9
财政部门 (一般性政府)	(占GDP的百分比)			
收入和补贴	19.9	20.9	22.0	22.8
其中: 税收收入	15.8	15.9	17.3	18.7
支出	20.4	21.3	22.8	23.6
经常性支出	13.0	14.2	15.7	16.2
购入非金融资产	7.4	7.1	7.2	7.4
经常净借/贷	4.8	4.3	4.3	5.1
净借/贷	-2.4	-2.7	-2.7	-2.1
政府债务	31.2	29.2	30.1	30.9
货币金融部门	(百分比变化, 除非另有说明)			
国内信贷	24.3	21.9	15.6	21.1
私营部门	27.1	22.5	18.5	23.2
广义货币	14.7	17.9	23.8	24.0
其他项目:				
名义GDP (十亿柬埔寨瑞尔)	73,422.7	81,241.9	89,753.6	99,102.3
名义GDP (百万美元)	18,050.0	20,016.7	22,158.2	24,501.0
人均GDP (美元)	1,163.2	1,269.9	1,384.4	1,489.5
平均汇率 (柬埔寨瑞尔/美元)	4,067.8	4,058.7	4,050.6	4,044.8

资料来源：柬埔寨政府；AMRO 估算。

中国

中国经济增长持续疲软。自2018年第3季度以来，由于经济领域中金融去杠杆化和中美贸易摩擦的强烈影响，投资、出口和消费放缓。特别是基础设施固定资产投资显著放缓。自2018年12月以来出口大幅下降，私人消费也有所放缓。为了支持经济增长，已经对相关政策措施进行了调整。中国政府一直积极与美国政府进行贸易谈判，这提振了市场情绪，并在一定程度上改善了出口前景。削减增值税以及降低雇主缴纳的社会保险费率的提议，有望改善企业信心和投资环境。为支持企业经营和消费，政府也推出了个人所得税减免和新能源汽车补贴等其他针对性措施。

政府还采取了政策措施来促进金融系统中的信贷。加快发行新的地方政府债券和立即向投资项目注入资金有助于缩小资金缺口。货币政策措施方面，例如下调存款准备金率及有针对性的中期贷款，有望给实体经济提供更多贷款。

在采取政策措施后主要经济指标有所改善。2019年前两个月，社会融资总量强劲反弹；官方及财新PMI也同样提升。得到改善的资金状况及近期批准的基础设施项目将进一步支持投资。

由于服务业蓬勃发展，失业率一直保持在低水平。2018年12月，据调查城市失业率为4.9%，服务业就业形势依然保持韧性。

通货膨胀已经得到抑制。2019年2月，CPI通胀率为1.5%，预计将保持在较低水平和稳定水平。2019年2月，PPI上涨0.1%，较2017年的高位有所回落。2017年的高位影响了上游工业利润和投资。

放眼未来，由于结构调整、金融去杠杆化和外部风险增加，预计中国的经济增长将进一步放缓。受贸易冲突和适度调整的刺激方案的影响，经济增长将从2018年的6.6%下降至2019年的6.3%和2020年的6.2%。鉴于贸易冲突可能升级，金融去杠杆化造成的影响可能会持续，经济增长的风险倾向于下行。

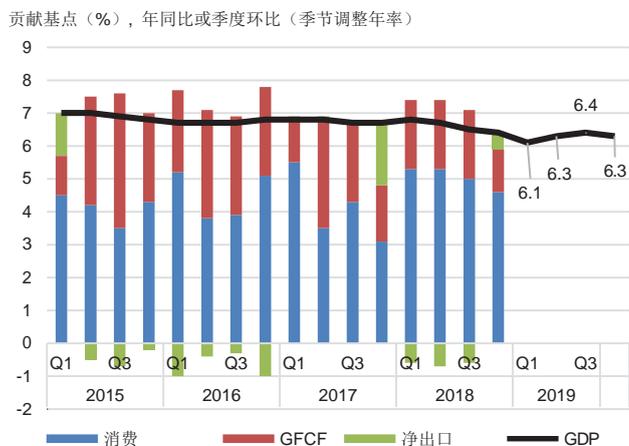
根据AMRO所做的最不利贸易情景模拟显示，2019年中国的经济增长可能显著放缓。尽管流入的外国直接投资和组合投资仍然强劲，中国的外汇储备继续保持稳定，但是国内股票市场的情绪依然脆弱。如果贸易冲突升级，中国可能面临人民币贬值和资本流出的压力。根据模型模拟，2019-2020年如果对中国所有出口商品的关税提高到25%，对中国GDP增长产生的负面影响约为0.5%-0.7%左右。

一些银行需要在谨慎的资本市场中筹集大量资本。加强监管和去杠杆化的努力，特别是对影子银行业务的监管，降低了金融系统的风险。然而股份制银行、城市商业银行和农村商业银行的资本充足率仅仅略高于12%。为了满足未来更严格的要求，这些银行需要筹集大量（昂贵）的资本以便能够向经济领域提供贷款。

在应对近期不利因素的同时，中国必须继续推进经济性结构改革。尽管企业杠杆率有所下降，但是仍然处于高位。家庭债务也在迅速上升。应当继续完善刺激方案以避免风险累积。国有企业（SOEs）深化改革对降低高债务水平，解决行业脆弱性问题是必不可少的。为国有企业、私营企业和外国企业提供一个“公平竞争的环境”，将进一步增强私营企业的信心，吸引外资，加强国有企业改革，释放生产力。

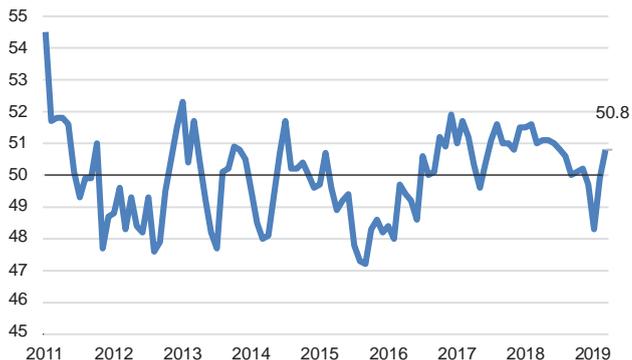
中国：主要经济指标图

中国 GDP 增长一直在放缓，尽管仍处于可观水平。



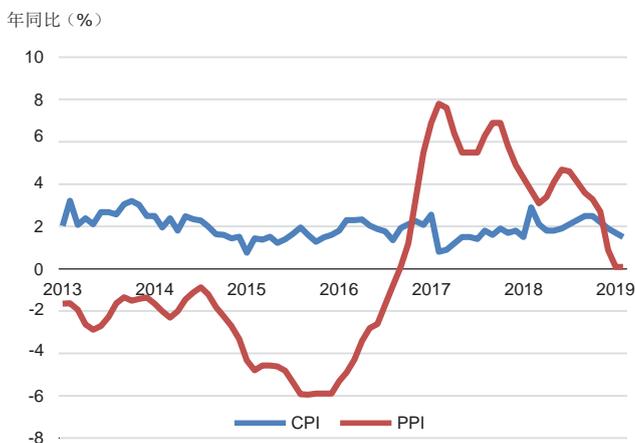
资料来源：中国国家统计局；万得；AMRO 估算。

在积极政策措施的支持下，财新 PMI 等领先指标显示出一些初步改善迹象。



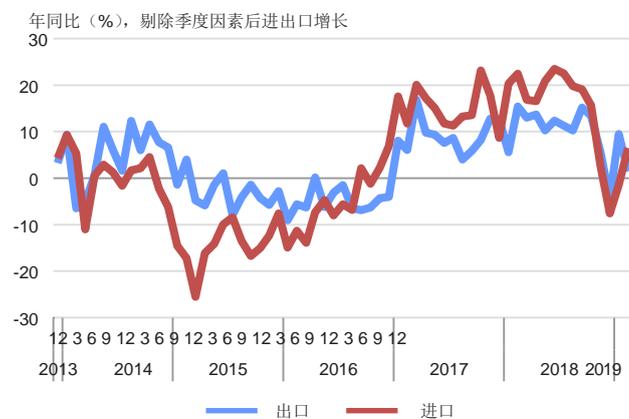
资料来源：中国国家统计局。

CPI 通胀保持在较低水平和稳定水平，但 PPI 通胀大幅回落。



资料来源：中国国家统计局；AMRO 计算。

随着关税上调和全球手机需求下降，贸易出现下滑。



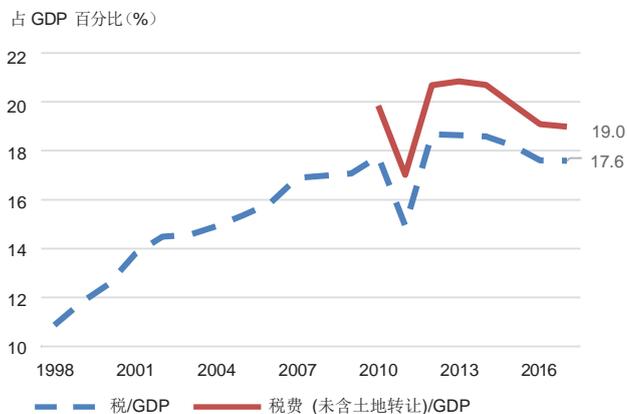
资料来源：中国海关总署；AMRO 计算。

此外，社会融资总量在 2019 年 1 月出现反弹。



资料来源：中国人民银行。

由于实行了支持性的财政政策，减税降费改革，税费占 GDP 的比例有所下降。



资料来源：中国财政部。

中国：主要经济指标表

	2015	2016	2017	2018
国家收入和价格	(百分比变化, 除非另作说明)			
实际GDP	6.9	6.7	6.8	6.6
消费	7.8	8.3	7.2	9.2
资本形成总额	6.0	6.0	4.8	4.6
采购经理人指数 (制造业)	49.9	50.3	51.6	49.4
采购经理人指数 (非制造业)	53.6	53.7	54.6	55.6
劳动力市场				
登记失业率: 城市 (平均值%)	3.6	3.7	3.7	3.8
平均工资	10.1	8.9	10.0	10.0
价格				
消费者物价指数 (平均值)	1.4	2.0	1.6	2.1
生产者物价指数 (平均值)	-5.2	-1.4	6.3	3.5
国际收支	(十亿美元, 除非另作说明)			
经常账户余额	304.2	202.2	164.9	49.1
(占GDP的百分比)	2.8	1.8	1.4	0.4
金融账户余额	-434.1	-416.4	148.5	59.6
(占GDP的百分比)	-4.0	-3.7	1.2	0.4
外国直接投资	135.6	133.7	136.3	135.0
对外直接投资	145.7	196.1	120.1	121.1
外债总额	1383.0	1415.8	1710.6	-
外汇储备	3330.4	3010.5	3139.9	3072.7
人民币汇率 (兑美元, 平均值)	6.23	6.64	6.75	6.62
财政部门 (一般性政府)	(占GDP的百分比, 除非另有说明)			
收入 (年度百分比变化)	5.8	4.5	7.4	6.2
支出 (年度百分比变化)	13.2	6.3	7.6	8.7
收入	22.1	21.5	20.9	20.8
支出	25.5	25.2	24.6	24.6
总体余额	-2.4	-2.9	-2.9	-2.6
中央政府债务	15.5	16.2	16.4	16.7
货币金融部门	(百分比变化, 除非另作说明)			
融资规模	12.6	16.6	13.4	9.8
贷款总额	14.5	12.8	12.1	12.9
上海证券交易所综合指数 (上证指数)	3539.0	3104.0	3307.0	2494.0
上海银行隔夜同业拆借利率 (%)	2.0	2.2	2.8	2.6
十年期国债收益率 (%)	3.4	2.9	3.6	3.6
银行资本充足率 (%)	13.5	13.3	13.7	14.2
不良贷款率 (%)	1.7	1.7	1.7	1.9
其他项目				
名义GDP (万亿人民币)	68.6	74.0	82.1	90.0
名义GDP (万亿美元)	10.9	11.1	12.2	13.6

资料来源：中国政府部门；AMRO 估算。

中国香港¹

香港的经济增长势头已经放缓，很大程度上是由于中美贸易摩擦和中国增长放缓。AMRO预计2019年增长2.7%，低于2018年的3%。2018年第4季度出口暴跌，固定投资出现负增长。消费增长仍然相当强劲，与企业工资增长保持一致，但是展望未来，可能会受到外部不确定性和房地产市场下滑的影响。更高频率的指标显示2019年年初增长持续减速。PMI和贸易指标仍处于收缩区间。

通胀仍然坚挺，但通胀压力可能在未来一段时间内有所缓解，与此同时，房地产市场也将趋缓。私人房屋租赁约占整体通胀的40%。随着住房市场的态势放缓，通胀紧缩可能会滞后。2018年12月年同比通货膨胀率为2.5%，2019年1月为2.4%，2月进一步下降。私人住房占其中很大部分。稳定的工资增长，家庭收入中位数在连续几个季度强劲增长起到了制衡作用。

由于上述因素，信贷扩张有可能减缓。简言之，可能是由于：（i）与贸易冲突有关的不确定性；（ii）整体增长放缓；（iii）房地产市场适度。2018年贷款总额和垫款增速放缓，近几个月年同比增幅远低于10%。大部分经济领域出现广泛疲软。

2018年下半年房地产市场放缓，2019年初有所企稳。2019年2月的住宅价格比7月的峰值低7.5%左右，而写字楼价格在2018年末和2019年初有所下降。

香港的财政状况依然非常强劲。考虑到政府在制定政策时的保守态度，包括土地溢价对收入的贡献，预计2019年和2020年将继续出现盈余。

由于可能出现重大溢出效应，中美贸易摩擦和中国经济增长急剧放缓是香港面临的主要风险。如果美国对所有从中国进口的商品征收更高的关税，中国进行反击，将会对香港产生巨大的溢出效应。根据AMRO的估算，2020年香港的GDP可能会下降1%。由此产生的冲击会被转移到香港与贸易相关的服务业，包括离岸贸易和非贸易服务出口，其中大部分需求来自中国和美国。贸易冲突，加之企业和金融去杠杆化，将导致中国经济增长大幅下降，并通过需求下降和市场情绪而影响到香港。

房地产市场放缓可能是一个健康的发展。逐渐下降可能是有益的，如果：（a）2018年住宅价格上涨；（b）以LTV比率计的银行缓冲充足；（c）为新购房者提供降低杠杆率的机会。然而，如果房地产市场大幅下跌，可能会导致私人消费大规模减少，并影响已经面临外部阻力的当地经济增长。经济放缓可能会反过来影响工资，导致第二轮效应。

政策制定者正在讨论如何更好地减轻中美贸易摩擦给香港服务业和整体经济带来的影响，并采取了包括增加中小企业融资担保等有益的措施。也可通过增加公共投资，向低收入群体提供财政支持等财政措施来支持经济。还可以考虑如何进一步增加各类服务出口的增值，即使香港的服务业已经高度发达。在其他地区的贸易和投资多元化的政策，如东盟，也有助于减少影响。

如果价格调整显示出潜在的不稳定迹象，当局愿意调整房地产市场措施。如果房地产市场的任何变化都是渐进的，可以避免拖累已经放缓的经济增长，那将是可取的。

财政政策依然稳健且经过深思熟虑。在保持财政审慎的同时，利用财政资源提高增长潜力和应对人口老龄化挑战，仍然是适当的政策方向。

中国香港：主要经济指标表

	2015	2016	2017	2018
实体经济及价格	(百分比变化, 除非另作说明)			
实际GDP	2.4	2.2	3.8	3.0
私人消费	4.8	2.0	5.5	5.6
政府消费	3.4	3.4	2.8	4.2
本地固定资本形成总额	-3.2	-0.1	2.9	2.2
出口	-1.4	0.7	5.9	3.8
商品	-1.7	1.6	6.5	3.5
服务	0.3	-3.5	2.9	4.9
进口	-1.8	0.9	6.6	4.5
商品	-2.7	0.7	7.3	4.9
服务	5.0	2.0	2.1	2.2
GDP平减指数	3.6	1.6	3.0	3.7
劳动力市场				
失业率 (平均值%)	3.3	3.4	3.1	2.8
价格				
总体通货膨胀 (平均值)	3.0	2.4	1.5	2.4
基础通货膨胀 (平均值)	2.5	2.3	1.7	2.6
国际收支	(十亿美元, 除非另作说明)			
经常账户余额 (占GDP的百分比)	3.3	4.0	4.7	4.3
贸易余额 (占GDP的百分比)	2.4	2.3	1.1	0.1
出口, 离岸价	494.0	502.0	532.0	547.0
进口, 到岸价	515.0	518.0	554.0	577.0
整体余额	36.0	1.1	32.0	1.0
(占GDP的百分比)	11.8	0.4	9.4	0.3
不包括净远期头寸的官方储备总额	358.8	386.2	431.0	425.0
(保留进口货物的月份)	32.1	36.0	36.8	32.7
外债总额	1,300.3	1,357.0	1,579.0	1,691.0
短期外债 (占国际储备的百分比)	251.3	237.3	244.0	266.0
财政部门(一般性政府)	(占财政年度GDP的百分比)			
收入	18.8	23.0	23.3	-
支出	18.2	18.6	17.7	-
统一预算平衡	0.6	4.5	5.6	-
公共债务	0.1	0.1	0.1	-
货币金融部门	(百分比变化, 期末)			
贷款总额	3.5	6.5	16.1	-
贷款总额 (占GDP的百分比)	314.2	322.1	349.8	-
存贷比 (%)	70.1	68.4	73.0	-
分类贷款比率 (%)	0.69	0.72	0.56	-
资本充足率 (%)	18.3	19.2	19.1	-
三月期香港银行同业拆借利率 (% , 期末)	0.4	1.0	1.3	-

	2015	2016	2017	2018
其他项目	(百分比变化, 除非另作说明)			
港元汇率 (港元/美元)	7.75	7.76	7.79	-
GDP (十亿港元)	2,398.3	2,490.6	2,662.5	2,845.3
GDP (十亿美元)	309.4	320.9	341.6	363.0
人均GDP (美元)	42,431.9	43,736.0	46,216.0	48,717.0
资产价格				
恒生指数 (期末值, 1964年=100)	21,914.4	22,000.6	29,919.2	25,846.0
(年度百分比变化)	-7.2	0.4	36.0	-13.6
居住类房地产价格 期末值, 1999年=100)	285.0	307.4	352.9	368.0
(年度百分比变化)	2.4	7.9	14.7	1.9

资料来源: 香港当局; AMRO 估算。

印度尼西亚

2018年印度尼西亚的经济增长受到国内需求回升的支持。在强劲的消费和投资推动下，实际GDP增长由2017年的5.1%上升到2018年的5.2%。与此同时，由于外部需求下降而进口增加，出口增速放缓，净出口成为整体经济增长的拖累。高频数据显示，尽管外部阻力持续不断，2019年国内消费和投资稳健，将会继续支持经济增长。

通货膨胀率一直稳定在印度尼西亚银行3.5±1%的目标区间内。截至2018年12月，整体通货膨胀率同比上涨3.1%，而核心通货膨胀率小幅上升至3.1%左右。由于食品和能源通胀率下降，2019年初整体CPI下降至3%以下。与此同时，截至2019年3月，核心CPI保持相对稳定，约为3%。

不断恶化的贸易余额加重了经常账户赤字。经常账户赤字占GDP的比重从2017年的1.6%上升至2018年的3%。2018年前9个月由于石油价格上涨，国内需求增加导致石油和天然气(OG)贸易逆差扩大。与此同时，大宗商品出口下滑，而与国内经济活动增加有关的进口强劲，导致非OG贸易顺差收缩。积极的一面是，服务业和初级账户赤字缩小，反映出到访游客数量增多带来的收入增加和汇往海外的利润减少。近期石油价格下跌，以及持续实行的政策措施，如B-20政策及促进贸易和出口的措施，将有助于在未来控制经常账户赤字。

外部形势的变化缓解了印尼盾的下行压力，并重新激发了外国投资者对以印尼盾计价的资产的兴趣。2018年前10个月，受到美元走强及美联储加息和全球贸易紧张局势升级的影响，印度尼西亚的金融市场经历了动荡，反映了外国投资者撤出新兴市场。然而，近期美联储加息暂停之后，外国投资者已经开始重新购买政府债券和股票。2018年10月，印尼盾平均贬值约10%，至1美元兑换15,178印尼盾。2019年3月反弹至1美元兑换14,211印尼盾。印尼盾走强和资本流入的回升，使得印度尼西亚央行(BI)的总外汇储备从2018年9月的1148亿美元增加到2019年3月的1245亿美元。在2018年5月至11月6次加息175个基点之后，印度尼西亚央行也暂停了政策利率。

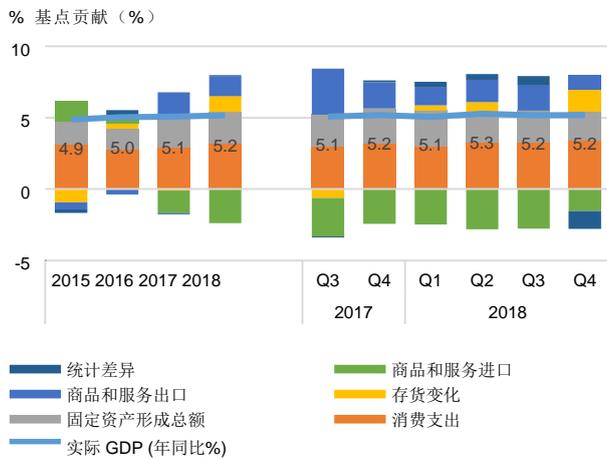
货币状况已经在某种程度上收紧。广义货币增长率加速，从2019年1月的5.5%上升至2月的6%，较前一年的8%有所下降。国内信贷在10月达到13.3%的峰值，2019年2月下降至12%。作为对政策加息的回应，银行上调了存款利率，但是贷款利率保持相对稳定。银行业整体保持稳健，资本缓冲强劲，不良贷款率降低，盈利能力提高。

2018年预算实现情况有所改善。受收入增长的推动，整体财政收支平衡占GDP的比重缩小至1.8%。得益于石油带来的意外收入，并在扩大税基和加强税收管理的情况下，非OG税收收入增加。自2015年以来，预算收入首次升至GDP的13.1%。预计2019年税收收入保持强劲，由于大选年度相关支出增加，赤字将稳定在GDP的1.8%。

外部形势的变化仍然是印度尼西亚经济下行的主要风险。由于外资持有的本币资产增加，包括政府债券和股票，印度尼西亚仍然容易受到资本波动风险的影响。全球需求放缓幅度超出预期，特别是主要贸易伙伴，如中国的需求放缓，将会影响印度尼西亚主要大宗商品出口的价格和需求。鉴于持续不断的外部不确定性，预计当局将继续调整政策组合，以保持经济稳定，增强抵御外部冲击的能力。从好的方面看，最近燃油价格的回落可能为印度尼西亚不断扩大的经常账户赤字提供一些喘息的机会，并为当前燃油补贴政策提供必要的调整空间。

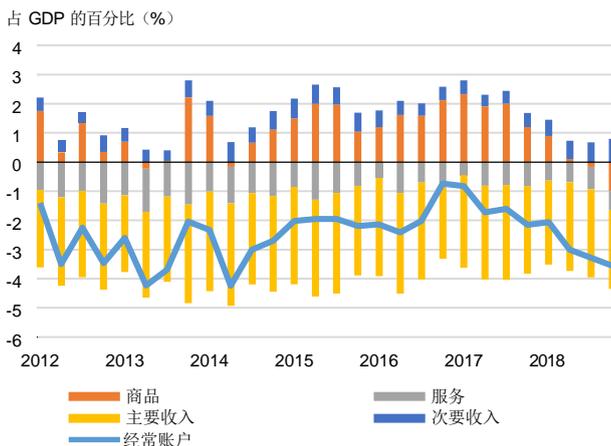
印度尼西亚：主要经济指标图

在外部不利因素的影响下，强劲的国内需求支撑了去年经济增长的回升。



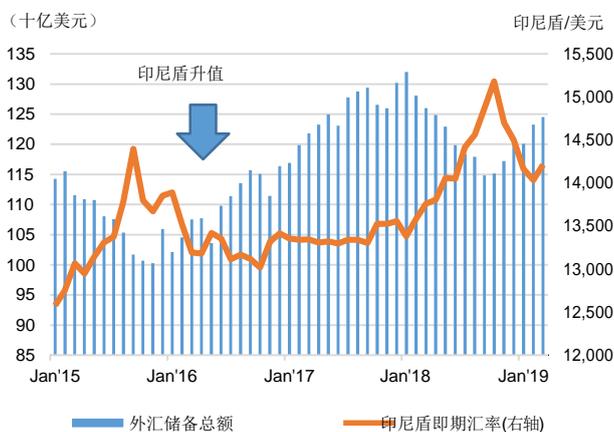
资料来源：印度尼西亚中央统计局。

不断恶化的贸易余额加重了经常账户赤字。



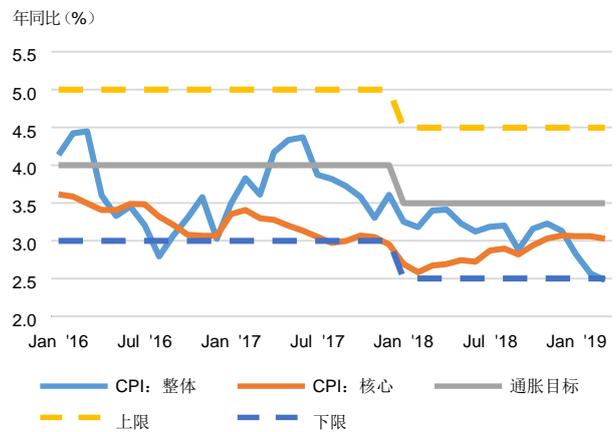
资料来源：印度尼西亚央行。

...最近几个月补充了外汇储备。



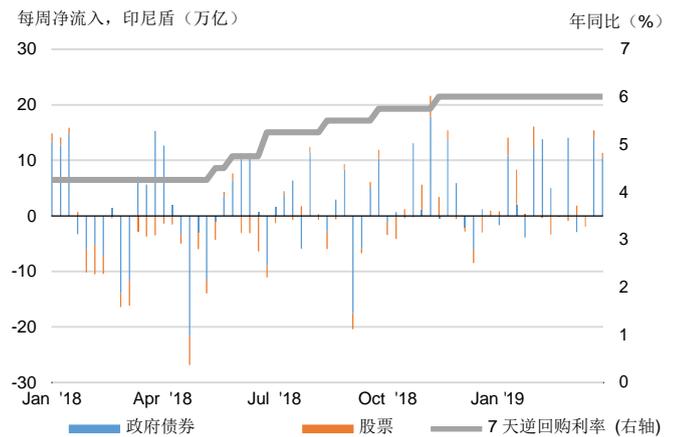
资料来源：印度尼西亚央行

通货膨胀率继续稳定在印度尼西亚央行的目标区间内。



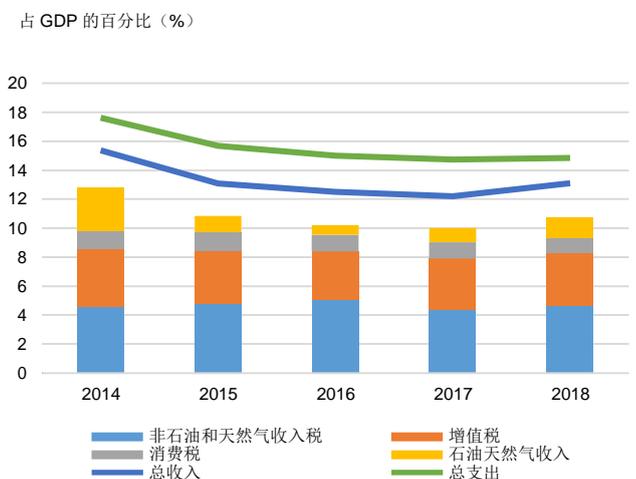
资料来源：印度尼西亚中央统计局。

在近期资本净流入回升的背景下，印尼央行在 2018 年 5 月至 11 月六次加息之后，已经暂停了政策利率...



资料来源：印度尼西亚央行；财政部。

石油带来的意外收入和加强税收支持财政整顿。



资料来源：印度尼西亚财政部。

印度尼西亚：主要经济指标表

	2015	2016	2017	2018
国民收入	(占GDP的百分比)			
实际GDP	4.9	5.0	5.1	5.2
家庭消费	5.0	5.0	4.9	5.0
政府消费	5.3	-0.1	2.1	4.8
固定资产形成总额	5.0	4.5	6.2	6.7
出口	-2.1	-1.7	8.9	6.5
进口	-6.2	-2.4	8.1	12.0
国际收支	(占GDP的百分比)			
经常账户余额	-2.0	-1.8	-1.6	-3.0
贸易余额	1.6	1.6	1.9	0.0
石油和天然气	-0.7	-0.5	-0.7	-1.1
非石油和天然气	2.2	2.1	2.5	1.1
资本账户余额	2.0	3.1	2.8	2.4
外国直接投资 (净值)	1.2	1.7	1.8	1.3
资产组合投资 (净值)	1.9	2.0	2.1	0.9
其他投资 (净值)	-1.2	-0.6	-1.1	0.2
国际收支总余额	-0.1	1.3	1.1	-0.7
财政部门 (中央政府)	(占GDP的百分比)			
收入和补贴	13.1	12.5	12.3	13.1
支出	15.6	15.0	14.7	14.9
预算余额	-2.6	-2.5	-2.5	-1.8
中央政府债务	27.0	28.0	29.4	28.9
货币金融部门	(百分比变化)			
广义货币	9.0	10.0	8.3	6.3
私营部门信贷	8.9	9.3	7.7	12.6
其他项目	(十亿美元, 除非另有说明)			
整体通货膨胀率 (年同比, 期末值)	3.4	3.0	3.6	3.1
印尼央行政策利率 (年利率%)	7.50	4.75	4.25	6.00
汇率 (印尼盾/美元, 平均值)	13,392.0	13,307.0	13,384.0	14,246.0
国际储备	105.9	116.4	130.2	120.7
外债 (占GDP的百分比)	36.1	34.3	34.7	36.2
名义GDP	861.0	932.0	1015.0	1042.0

资料来源：印度尼西亚政府部门；AMRO 估算。

日本

2018年日本经济继续以其潜在水平增长，季度GDP大幅波动。经济增长的波动性主要是由恶劣天气和自然灾害等偶然因素造成的。第4季度，GDP增长回升至1.9%，部分是第3季度大幅下降（-2.4%）的复苏。2018年，在劳动力市场趋紧的情况下，由于家庭收入增加，私人消费有所回升，尽管仍存在波动。受劳动力节省型投资需求的强劲支持，企业固定投资依然坚挺。出口增长保持正值，进口继续温和增长。尽管由于海外市场放缓，2019年日本出口呈现疲软，但在国内支出的带动下，日本经济适度扩张。

放眼未来，2019财年，日本实际GDP预计保持0.6%的温和增长，2020财年将略微下降至0.5%¹。2019财年的增长主要受国内需求的推动，但受到外部需求放缓及中美贸易冲突带来的负面溢出效应的影响。2019年10月计划的消费税上调和与2020年东京奥运会有关的项目的适度投资，将拖累经济增长。

消费者物价指数涨幅继续低于1%。2019年前两个月，CPI（不包括生鲜食品）上涨0.8%，略低于前几个月的0.9%-1.0%。尽管劳动力市场强劲，但核心CPI（不包括生鲜食品和能源）通货膨胀率仍处于较低水平，2018年下半年保持在0.3%-0.4%。与此同时，预计中期通货膨胀率保持在1%左右。展望未来，预计2019财年消费者价格将温和上涨0.8%，2020财年上涨0.7%（剔除消费税上调的影响）。也就是说，在中短期内，通货膨胀率不可能达到日本央行设定的2%的目标。

鉴于经常账户盈余可观，外部头寸依然强劲。经常账户盈余占GDP的比重从2017年的4%下降至2018年的3.5%。由于全年石油价格上涨导致进口增幅高于出口增幅，商品贸易顺差从2017年的5万亿日元缩水至2018年的3.5万亿日元。主要收入盈余保持在20.8万亿日元，反映出日本积累了大量海外投资。与此同时，居民对外投资继续推动了资本外流，以寻求更高的回报，并得到了经常账户巨额盈余的支持。

财政整顿落后于计划，财政政策比计划更具扩张性。总体财政赤字有所减少，主要是由于经济增长强劲和日本国债利息支出下降，税收收入增加。然而，在继续扩张的财政政策下，中央和地方政府的主要赤字远远高于2015年公布的中期财政整顿计划，原定目标是在2020财年实现主要盈余。

主要受外部风险因素的影响，近期经济前景的下行风险加剧。包括中美贸易摩擦的进一步升级，主要贸易伙伴经济增速大幅放缓，及新兴市场危机再次出现，或地缘政治紧张局势加剧。国内方面，尽管将采取缓解措施，2019年10月计划上调的消费税可能导致需求波动。

日本的结构挑战可能会严重破坏经济的长期增长和稳定。首先，人口迅速老龄化和低出生率将减少劳动力，降低经济长期增长的潜力。而且，与社会保障相关的支出增加和税收基础的减少，可能会导致财政平衡恶化。其次，财政整顿一再拖延，可能会对财政纪律产生负面影响，导致公共债务进一步累积，金融脆弱性加剧。第三，长期的货币宽松政策导致金融机构的净息差下降，迫使金融机构承担更高风险，特别是地区性银行、养老基金和保险公司。这也同样损害了日本政府债券市场的市场职能。如果出现负面冲击，由于息差收窄以及由此产生的高风险投资组合的累积，对区域银行盈利能力构成的下行压力，可能会妨碍它们的金融中介功能。

¹ 我们的基线预测没有考虑临时性抵消措施的潜在影响，包括减税和财政刺激（价值2万亿日元）如果这些措施得以成功实施，它们可能对2019财年的增长前景构成上行风险。

日本：主要经济指标图

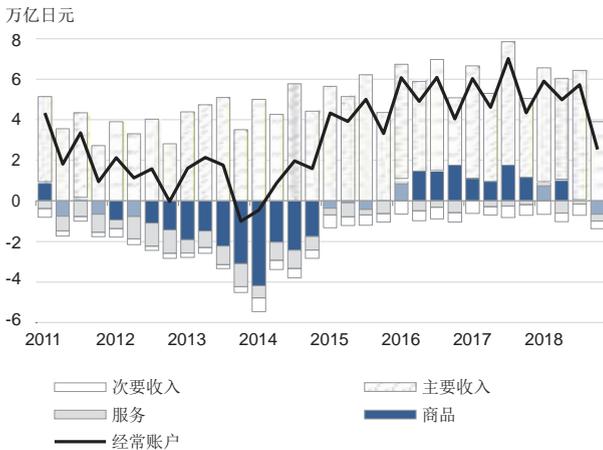
2018 年，实际 GDP 增长 0.8%，同时呈现出大幅波动的增长轨迹。

基点，季度性环比增长（季节性调整年化率）(%) 10



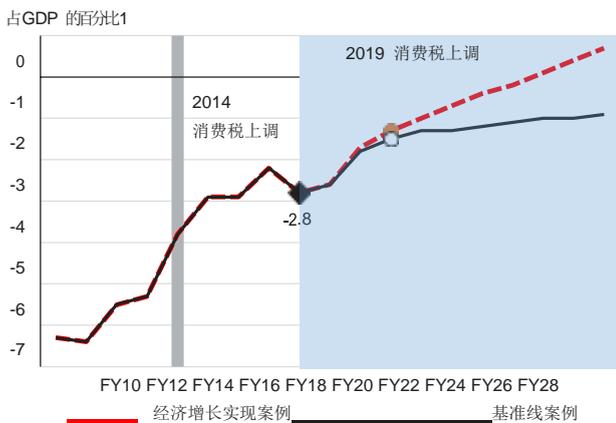
资料来源：日本内阁办公室。

2018 年经常账户盈余仍高达 GDP 的 3.5%。



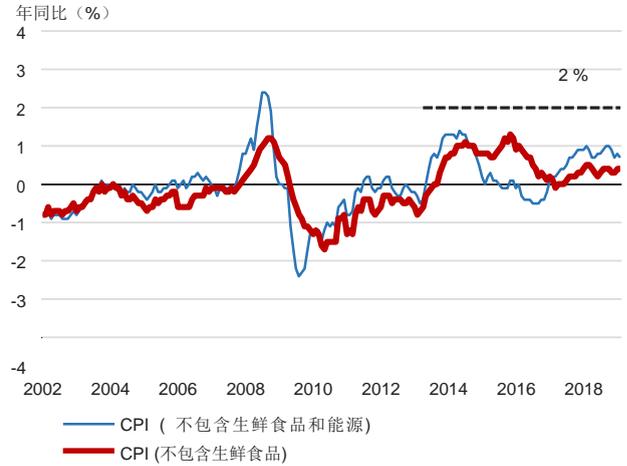
资料来源：日本财务省。

以 GDP 计的主要余额预计在 2026 财年仍为赤字。



资料来源：日本内阁办公室(2019 年 1 月)注：主要余额是指中央和地方政府。

CPI 涨幅虽逐步上升，但仍保持在较低水平，低于 2% 的目标。



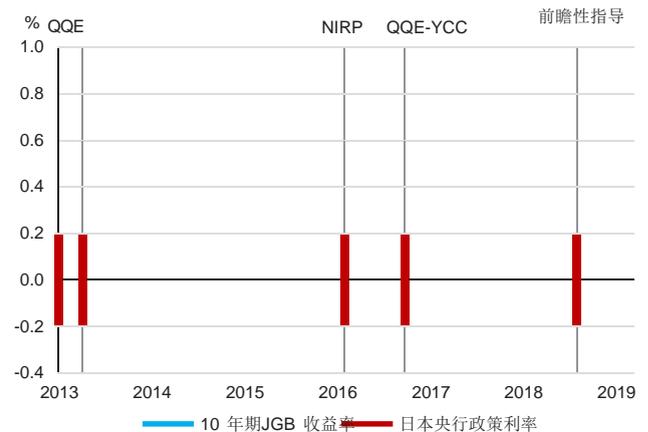
资料来源：日本总务省。

自 2019 年初以来，随着贸易紧张局势的缓解，日元兑美元逐步贬值。



资料来源：日本央行。

10 年期日本国债 JGB 收益率已降至零左右尽管日本央行在 2018 年 7 月允许将收益率区间扩大。



资料来源：日本央行。

日本：主要经济指标表

	2015财年	2016财年	2017财年	2018财年 预测
实体经济和价格	(年度百分比变化, 除非另作说明)			
GDP增长	1.3	0.9	1.9	0.6
私人消费	0.7	0.0	1.1	0.7
私人非住宅投资	1.6	-0.5	4.6	3.5
私人住宅投资	3.7	6.3	-0.7	-4.4
政府消费	1.9	0.7	0.4	1.1
公共投资	-1.6	0.6	0.5	-3.3
净出口 (百分比)	0.1	0.8	0.4	-0.2
商品和服务出口	0.8	3.6	6.4	1.9
商品和服务进口	0.4	-0.9	4.0	3.2
劳动力市场	(月份平均数值)			
失业率 (%，剔除季节因素)	3.3	3.0	2.7	2.5
每位求职者获得的岗位数量比率 (季节调整后)	1.23	1.39	1.54	1.60
价格	(月份平均数值)			
CPI (所有产品)	0.2	-0.1	0.7	0.8
CPI (不包含生鲜食品)	0.0	-0.2	0.7	0.8
CPI (不包含生鲜食品和能源)	1.0	0.3	0.2	0.4
国际收支 ^{1/}	(万亿日元, 除非另作说明,)			
经常账户余额	18.3	21.0	21.8	20.9
占GDP的百分比	3.4	3.9	4.0	3.8
贸易余额, 清关后	-1.1	4.0	2.4	1.5
出口商品, 清关后	74.1	71.5	79.2	80.7
进口商品, 清关后	75.2	67.5	76.8	79.3
主要收入余额	21.3	18.7	19.9	20.0
金融账户余额	24.3	24.7	19.6	21.0
国际储备 (十亿美元, 期末值)	1,262.0	1,230.0	1,268.0	-
财政部门 (中央和地方政府) ^{2/}	(占GDP的百分比)			
主要余额	-2.9	-2.9	-2.2	-2.8
财政余额	-4.4	-4.4	-3.6	-4.3
未偿债务	185.2	187.6	188.2	189.2
货币部门 ^{3/}	(百分比变化, 除非另作说明)			
货币基础	32.3	23.4	14.2	7.2
隔夜拆借利率 (%)	-0.002	-0.060	-0.068	-0.066
其他项目 ^{3/}				
汇率 (日元/美元, 平均值)	120.1	108.3	110.8	111.3
汇率 (日元/美元, 3月底数值)	112.4	111.8	106.2	110.4
日经225指数 (日元, 3月底数值)	16,758.7	18,909.3	21,454.3	20,014.8
10年期日本国债收益率 (%，3月底数值)	-0.049	0.067	0.043	0.013
不良贷款率 (%，3月底数值, 主要银行)	0.97	0.87	0.66	-
名义GDP (十亿美元, 财年)	4,437.0	4,955.0	4,940.0	5,003.0
名义GDP (万亿日元, 财年)	533.0	536.8	547.4	550.3

资料来源：日本政府部门；AMRO 估算。

注：^{1/} 国际收支中的 BOP 数据按照 IMF BPM6 标准。^{2/} 2018 财年的数据根据 AMRO 预测。^{3/} 2018 财年数据反映截至2018 年12 月底的数据（截至2018 年9 月底的货币基数除外）以美元计算的年度名义GDP 是基于AMRO 估算。^{4/} 按照财政年度计算，除非另作说明。

韩国

2018年韩国经济增长放缓。由于投资减少，GDP增长从2017年的3.1%降至2.7%。在国内，2018年全年继续调整投资，同时紧缩措施对房地产市场产生了抑制作用。与此同时，尽管2018年下半年消费者信心减弱，但在家庭收入提高的推动下，私人消费持续增长。政府支出也在扩大以支持增长势头。从外部来看，受全球对信息技术和石化产品强劲需求的推动，出口实现了稳健增长。

就业形势依然脆弱。由于贸易、酒店和餐饮、商业设施和制造业招聘减少，2018年就业增长放缓。平均失业率为3.8%，而青年失业率为9.5%。就业受到抑制主要是由于企业重组、人口老龄化、自动化程度提高，及2018年初最低工资标准提高16.4%。

整体通货膨胀率低于韩国央行设定的2%的目标。尽管9月至10月的通货膨胀率为2%，但是由于农业、畜牧业、海产品、及公共服务价格稳定，2018年全年的整体通货膨胀率约为1%-1.5%左右。由于核心通货膨胀率稳定，需求侧压力得到缓解。

外部头寸依然强劲。由于商品贸易顺差较大，服务业逆差较小，2018年经常账户盈余可观，达到764亿美元，约占GDP的4.7%。巨额盈余往往投资于海外，居民海外资产组合投资增加，以养老金和保险公司为首。市场忧虑全球贸易保护主义对韩国经济产生的不利影响，表现在非居民的流动上。流入韩国债券市场的资金减少，2018年第4季度股票市场出现资金外流。

韩国金融部门总体稳定。2018年对私营部门的信贷小幅增长。宏观审慎措施收紧导致家庭贷款增幅逐步下降，而企业贷款继续小幅增长。银行的优质企业贷款增加，次级贷款或不符合贷款分类等级的贷款比例下降。然而金融机构资本状况总体良好，资本充足率高。2018年9月政府采取了收紧多套房的措施以来，首尔及周边地区的房屋价格涨幅有所放缓。

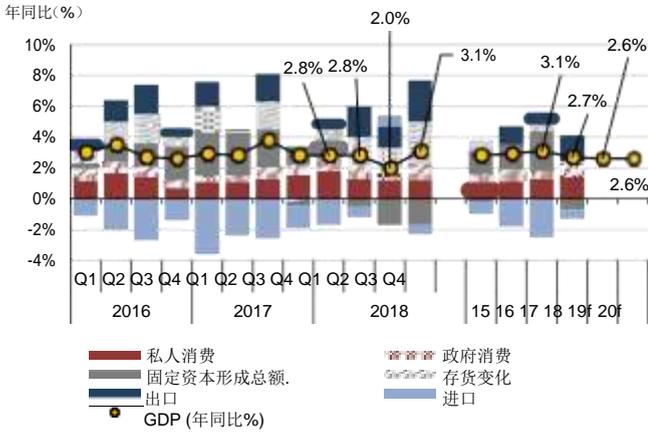
尽管财政支出增加以支持经济增长，但由于税收收入强劲，财政缓冲仍然充足。2018年中央政府的支出增加，占GDP的比重从2017年的23.7%增加到24.3%。支出主要集中在政府的政策重点，即创造就业和社会福利。与此同时，由于企业盈利强劲及与房地产有关的税率上调，税收收入继续增长。财政余额赤字从2017年占GDP的-1.1%收窄到-0.6%。中央和地方政府债务处于低位，约占GDP的38.2%。受全球贸易和经济活动放缓的风险增高的影响，2019年预算支出将进一步扩大，达到GDP的25.1%。

放眼未来，经济增速有可能进一步放缓，但仍处于其潜力范围之内。由于投资环境疲弱，出口下滑，预计2019年韩国经济增长率为2.6%。由于全球石油价格走弱及需求疲软，预计整体通货膨胀率将下降1%。尚未解决的全局贸易冲突、美国对汽车进口征收关税、全球信息技术产业的放缓速度快于预期、区域经济体的增速放缓等带来的负面溢出效应，将成为经济增长的阻力。财政支出增加将带来尾部风险。

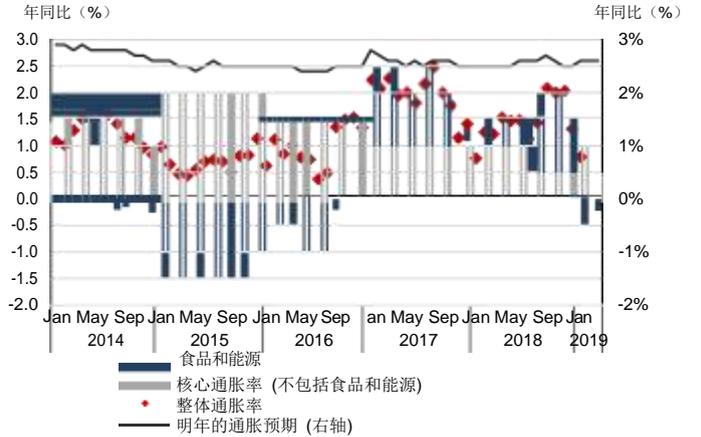
从长远来看，经济面临的主要挑战为增长潜力下降。除了人口老龄化，青年失业率高也使得劳动力市场面临结构性挑战。而且，过于集中在ICT产业可能导致韩国经济容易受到全球ICT衰退的冲击。此外，主要制造部门，如ICT和汽车产业海外外包的扩张将削弱国内就业和投资。

韩国：主要经济指标图

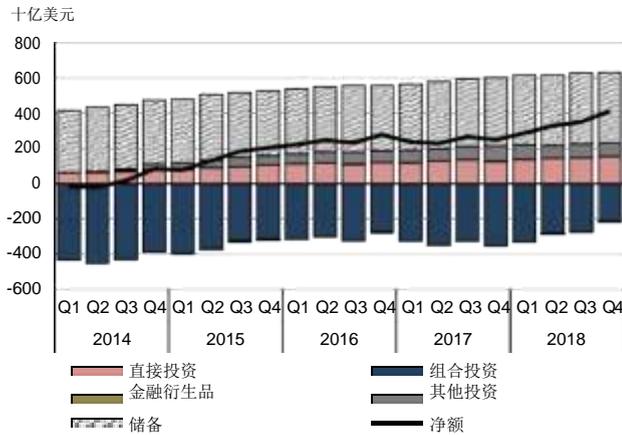
预计2019年韩国经济温和增长。



随着全球石油价格下跌，近期整体通货膨胀率下降。



随着经常账户管理巨额盈余，韩国海外资产自 2012 年以来一直在增长。



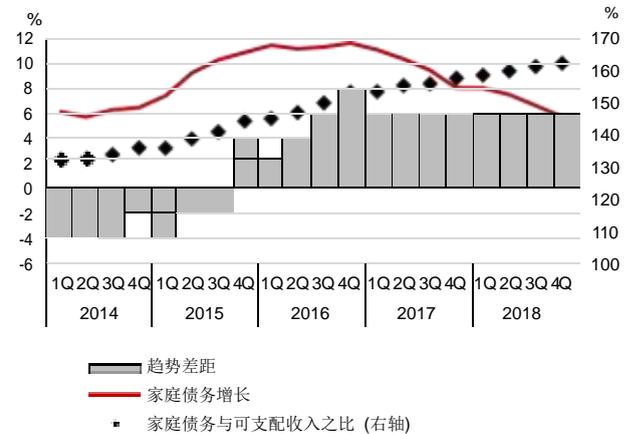
2019 年初，非居民组合投资流入韩国债券和股票市场。



2018 年财政赤字（不包括社会保障基金的总体财政平衡）收窄。



由于宏观审慎措施收紧，家庭债务逐渐减少。



韩国：主要经济指标表

	2015	2016	2017	2018
国民收入和价格	(百分比变化, 除非另作说明)			
实际GDP	2.8	2.9	3.1	2.7
最终消费	2.4	3.0	2.8	3.5
私营部门	2.2	2.5	2.6	2.8
公共部门	3.0	4.5	3.4	5.6
资本形成总额	7.3	5.6	10.1	-1.9
建筑	6.6	10.3	7.6	-4.0
设施投资	4.7	-1.0	14.6	-1.6
知识产权产品	1.8	3.5	3.0	1.9
商品出口	-0.6	2.1	3.8	4.0
商品进口	0.7	3.3	7.4	1.9
劳动力市场				
失业率 (% , 平均值)	3.6	3.7	3.7	3.8
价格				
消费者物价指数 (平均值)	0.7	1.0	1.9	1.5
核心通胀, 不包括食品和能源 (平均值)	2.4	1.9	1.5	1.2
国际收支	(十亿美元, 除非另作说明)			
经常账户余额	105.1	97.9	75.2	76.4
(占GDP的百分比)	7.6	6.9	4.9	4.7
贸易余额	120.3	116.5	113.6	111.9
服务业 (净额)	-14.6	-17.3	-36.7	-29.7
金融账户余额	90.7	92.2	80.1	53
直接投资 (净额)	19.6	17.8	16.2	24.4
组合投资 (净额)	49.5	67.0	57.9	43.9
其他投资 (净额)	19.8	10.9	14.3	-14
总体余额	12.1	7.6	4.4	17.5
官方储备总额	368	371.1	389.3	403.7
(商品和服务进口覆盖月份)	8.3	8.8	7.9	7.5
短期外债 (占国际储备的百分比)	28.3	28.2	29.8	31.4
财政部门 (中央政府)	(占GDP的百分比)			
总收入	23.8	24.5	24.9	26.1
总支出	23.8	23.4	23.5	24.4
总体余额 包括社会保障基金	0.0	1.0	1.4	1.7
管理余额	-2.4	-1.4	-1.1	-0.6
中央和地方政府债务	37.8	38.2	38.2	38.2
货币和金融部门	(百分比变化)			
国内信贷	6.8	5.5	5.6	5.4
(占GDP的百分比)	191.7	192.7	193.1	197.2
汇率 (韩元每美元, 期末值)	1,172.00	1,208.50	1,071.40	1,118.10
10年期政府债券收益率 (% , 期末值)	2.2	2.2	2.5	2.0
房地产价格 (百分比变化, 平均值)	3.4	2.7	1.3	2.2
其他项目				
名义GDP (万亿韩元)	1,564.1	1,641.8	1,730.4	1,782.3
名义GDP (万亿美元)	1,382.4	1,414.7	1,530.2	1,619.8

资料来源：韩国政府部门；AMRO 估算。

老挝

2018年老挝经济增长放缓。经济增长从2017年的6.9%下降至2018年的6.5%。矿业产量下降拖累了经济，而由于装机容量没有显著提高，电力行业对经济增长的贡献相对较小。洪水导致农业产出也下降，而财政政策紧缩也抑制了经济增长。2018年服务业是经济增长的主要驱动力，这得益于强劲的批发和零售贸易活动。在经历了两年的收缩之后，随着游客数量的增加，与旅游业相关的行业也得到了改善。随着洪水的影响消退，大型水利发电项目在下半年开始运营，外国直接投资（FDI）项目和基础设施发展的建设活动激增，预计2019年经济增长将小幅回升至6.6%。

通货膨胀率从去年的低水平开始上涨。2017年通货膨胀率为0.8% - 8年以来最低 - 受食品和燃料价格上涨的推动，2018年通货膨胀率上涨至2%。由于服装、鞋类、家具及家用设备等个人消费品价格上涨，2018年核心通货膨胀率也同样从2017年的0.9%上涨至2.2%。游客数量的回升也导致餐厅和酒店的价格上涨。2019年前三个月通货膨胀率保持在1.6%的低位，预计会小幅上升，但全年仍在可控范围内。

2018年经常账户赤字进一步扩大，占GDP的比重从2017年的7%上升至2018年的7.8%。主要原因是巨额贸易逆差达到GDP的4.8%，主要收入大量外流，次级收入账户的资金流入减少，利润汇回和利息支出增加也导致流入的汇款有所下降。与此同时，随着游客数量正增长，服务业略有改善。尽管FDI流入强劲并对外发行债券，但由于经常账户赤字扩大，到2018年底国际收支总体出现赤字。

2018年汇率承受巨大压力，2018年三季度平行汇率与商业汇率之间的汇率差扩大了4%。自那以后，随着平行汇率升值而商业汇率贬值，这一差距已经缩小。外汇储备从2017年底的10.02亿美元下降至2019年2月底的8.5861亿美元。

由于经济活动放缓和财政紧缩政策，信贷增长放缓。对私营部门和国有企业(SOEs)的信贷增长从2017年12月的10.8%下降至2018年12月的2.3%。财政紧缩也导致对SOEs信贷收缩，公共投资减少。2018年5月对外币贷款的限制有所放松，与早期的紧缩政策相反。然而，信贷增长依然疲软，

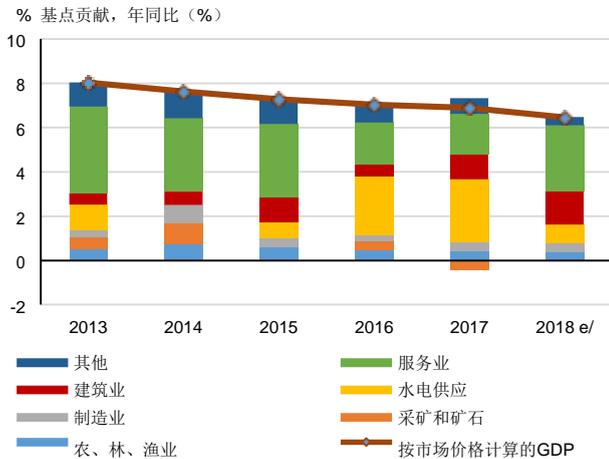
2018年4季度，外币贷款和基普贷款分别上升3.2%和3.1%。从2015年开始实行的利率上限在2019年2月被取消，允许银行更好的为信贷风险标价。

整体来看，银行体系稳健，2018年9月银行体系总体资本充足率为17.8%，远远高于8%的最低要求。2018年底存贷比达到87.4%。银行的赢利能力正在缓慢上升，2018年3季度资产回报率为0.68%。与此同时，2018年3季度总体不良贷款率小幅上升至3.1%。尽管银行体系总体稳健，但仍存在弱点，如一些国有银行资本率低。清理与前期项目有关的遗留政府欠款仍在进行中。

尽管创收面临挑战，但是政府削减支出，2018年财政赤字有望收窄。尽管税收收入增长持平，但是支出被严格控制，预计财政赤字有所改善，从2017年占GDP的5.6%下降至2018年的4.6%。预计2019年财政赤字占GDP的比重将小幅上升4.7%，主要的税收改革预计到2020年才会开始生效，因此2019年需要谨慎管理支出以弥补缺口。当局进行财政整顿的强烈意愿对改变公共债务与GDP之比不断上涨的趋势是至关重要的，需要与政策努力互相补充以保持强劲的增长势头。

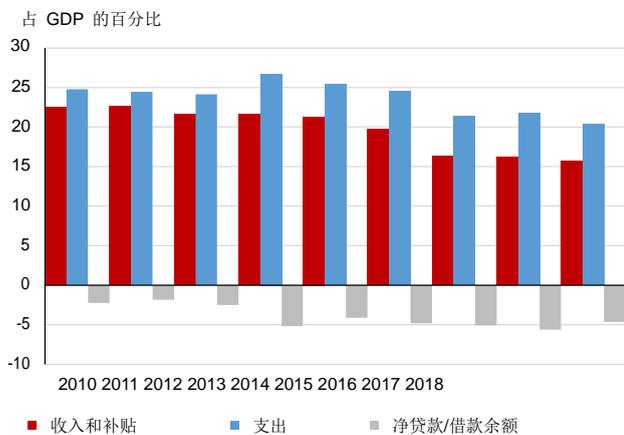
老挝：主要经济指标图

由于资源部门的放缓和严格的财政管理，2018 年增长放缓。



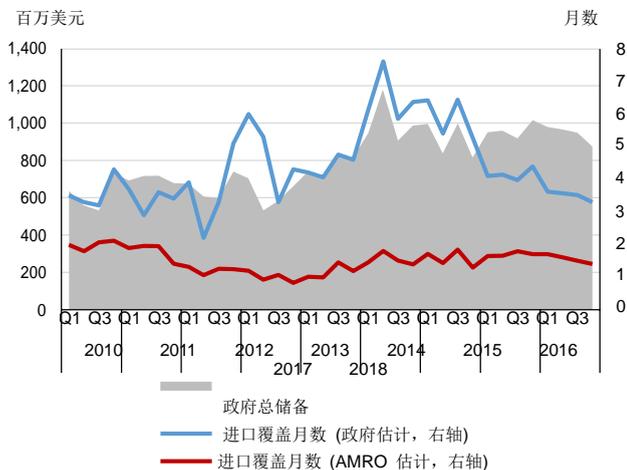
资料来源：老挝国家统计局。

财政整顿继续进行，更严格的支出控制弥补了2018 年收入增长缓慢的影响。



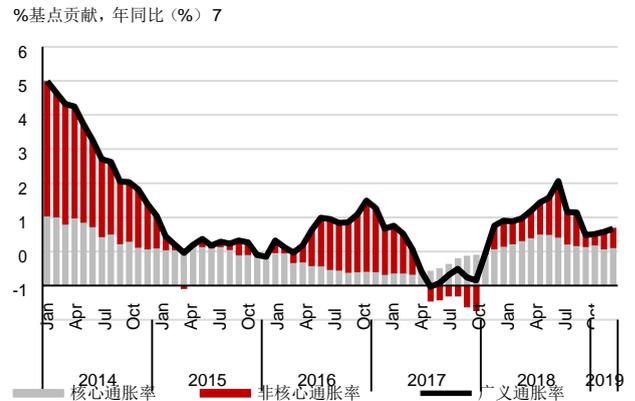
资料来源：老挝财政部。

2018 年底外汇储备下降至 8.73 亿美元，相当于约 1.4 个月的进口额。



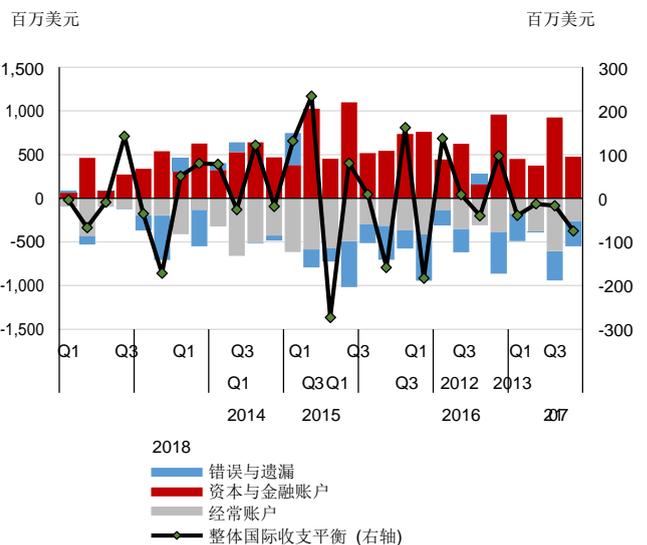
资料来源：老挝银行；AMRO 估算。

受食品和燃料价格上涨的推动，2018 年通货膨胀率上升至 2%。



资料来源：老挝国家统计局。

由于国际收支在2018 年出现了总体赤字，外国直接投资和组合投资的稳定流入，部分弥补了巨大的经常账户赤字。



资料来源：老挝银行。

信贷增长放缓可能归因于 SOEs 的信贷收缩和私营部门信贷增长放缓。



资料来源：老挝银行；AMRO 计算。

老挝：主要经济指标表

	2015	2016	2017	2018
实体经济和价格	(百分比变化, 除非另作说明)			
实际GDP	7.3	7.0	6.9	6.5
GDP平减指数	2.3	3.0	1.9	1.7
消费者物价指数 (平均值)	1.3	1.6	0.8	2.0
失业率	1.3	1.4	1.5	-
国际收支	(百万美元, 除非另作说明)			
出口	3,653.0	4,245.0	4,823.0	5,295.0
进口	5,675.0	5,372.0	5,636.0	6,164.0
贸易余额	-2,022.0	-1,128.0	-813.0	-869.0
(占GDP的百分比)	-14.0	-7.1	-4.8	-4.8
经常账户余额	-2,268.0	-1,385.0	-1,193.0	-1,430.0
(占GDP的百分比)	-15.7	-8.7	-7.0	-7.8
资本和金融账户余额	2,919.0	2,534.0	2,156.0	2,219.0
(占GDP的百分比)	20.2	15.9	12.6	12.1
总体余额	171.0	-172.0	201.0	-146.0
政府总储备	987.0	815.0	1,016.0	873.0
(商品和服务进口的覆盖月数)	1.8	1.5	1.8	1.4
出口数量	18.4	15.9	6.7	7.0
进口数量	13.0	-6.2	2.3	6.9
外债总额	11,663.0	13,523.0	14,497.0	15,923.0
(占GDP的百分比)	80.8	85.0	84.9	87.4
财政部门 (一般性政府)	(占GDP的百分比)			
收入和补贴	19.7	16.3	16.2	15.7
支出	24.5	21.4	21.8	20.3
经常支出	15.2	15.3	12.5	12.0
资本支出	9.3	6.1	9.3	8.2
净贷款/借款余额	-4.8	-5.1	-5.6	-4.6
初级净贷款/借款余额	-3.8	-3.8	-4.3	-2.9
公共债务	57.7	58.5	60.1	62.9
货币和金融部门	(年度百分比, 平均值, 除非另作说明)			
国内信贷	17.9	18.5	6.4	9.2
政府	31.2	-8.8	-60.6	304.4
国有企业	8.2	16.7	-2.6	-9.1
私营部门	19.3	22.0	14.2	4.7
私营部门信贷 (占GDP的百分比)	37.1	41.0	43.0	41.6
广义货币	14.7	10.9	12.2	8.3
储备货币	6.6	-1.4	9.5	5.0
其他项目				
名义GDP (十亿基普)	117,251.0	129,280.0	140,749.0	152,375.0
名义GDP (百万美元)	14,430.0	15,913.0	17,070.0	18,224.0
人均GDP (美元)	2,222.8	2,409.9	2,585.1	2,777.7
汇率 (基普/美元, 平均值)	8,125.00	8,124.40	8,245.60	8,361.10

资料来源：老挝政府部门；AMRO 估算。

马来西亚

2018年尽管经济增长放缓，但仍保持韧性。2018年强劲的私人消费推动实际GDP增长4.7%，但是由于投资乏力和出口增速放缓，实际GDP增速从2017年5.9%的三年高点下降。预计2019-2020年GDP将保持约4.6%-4.7%的温和增长，反映出持续的财政整顿、全球电子周期放缓、原油价格下跌，及部分由中美贸易紧张引发的全球贸易前景不确定性带来的溢出效应。

中期有可能继续抑制通货膨胀。2018年通货膨胀率总体呈下降趋势。6月至8月间，GST税率为零，整体通货膨胀率和核心通货膨胀率下降至1%以下。尽管9月重新引入了销售和服务税（SST），但通货膨胀率仍保持在低位。展望未来，预计2019年总体通货膨胀率将上升60个基点，达到1.6%，之后在2020年恢复到约2.5%的长期增长趋势。

商品出口大幅下降，显示出易受外部阻力影响的迹象。2018年上半年，以美元计算，出口增长加快至20%，但在下半年放缓至9%，并在2019年前两个月下降了5.1%。剔除再次出口，由于中美贸易紧张局势升级和全球需求疲软，国内出口大幅下滑。

外部头寸仍然受到持续的经常账户盈余和稳定的外国直接投资流入的支持。2018年经常账户保持盈余，但是由于主要账户赤字扩大，经常账户盈余收窄。在2季度和3季度外国直接投资流入大幅下滑后，4季度出现反弹，全年平均占GDP的2.4%。净外资流入缓冲了2018年大量非居民组合投资流出，特别是在5月和6月，马来西亚政府发生意外变化和投资者更广泛的规避风险。国际收支在2018年出现小额顺差，而外汇储备保持在1000亿美元以上，足以为7个月的进口提供资金，与短期外债持平。

尽管在2018年进行了政策利率调整和资本外流，但金融环境依然宽松。继2018年1月政策利率上调25个基点后，银行贷款利率在一年中趋于稳定。尽管资本外流，但各银行与马来西亚Negara银行超额的林吉特流动性在全年都相当稳定，而信贷在经过多年的缓和之后，增长速度加快。银行拥有充足的资本和流动性缓冲，稳定的资产质量和健康的融资情况，尽管容易受到私营部门债务上升和房地产市场供应过剩的影响。

新政府继续进行财政整顿。2018年和2019年预算赤字目标分别提高至GDP的3.7%和3.4%，以纳入前政府未列入预算的未清退税和承诺以及Petronas一次性特别股息的准备金。尽管进行了修订，2019年的财政整顿仍在继续，反映出剔除一次性支出和收入项目后，调整后赤字占GDP的比例下降了50个基点，至2.9%。鉴于庞大的债务负担，财政整顿必须继续下去，特别是包括为偿还部分政府担保债务而进行的转移支付。

为了成为一个更具包容性和高收入的国家，团结一致持续的提高生产力是至关重要的。需要促进创新和研究发展以吸引高增值的私人投资，随之提高就业质量并改善收入分配。因此，需要做出更大努力，以确保公平竞争，加强企业间的技术引进和人力资本发展。

马来西亚：主要经济指标图

因投资减少、出口增长放缓，2018 年的增长有所减缓。

贡献率年同比 (%)



资料来源：马来西亚统计局；AMRO 计算。

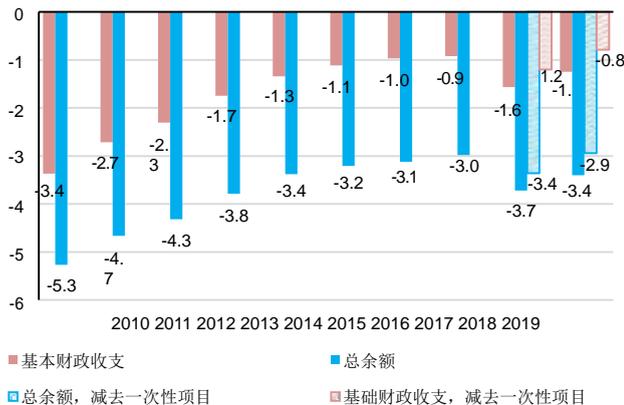
在经历了 2018 年的大量抛售之后，在 2019 年初期非居民已经成为了债券和股票的净买家。外资 MGS 持仓稳定在 38%。



资料来源：马来西亚国家银行；马来西亚衍生品交易所。

2018-19 年度的财政赤字目标已被重新调整，主要用于以前未编入预算的支出和收入项目。

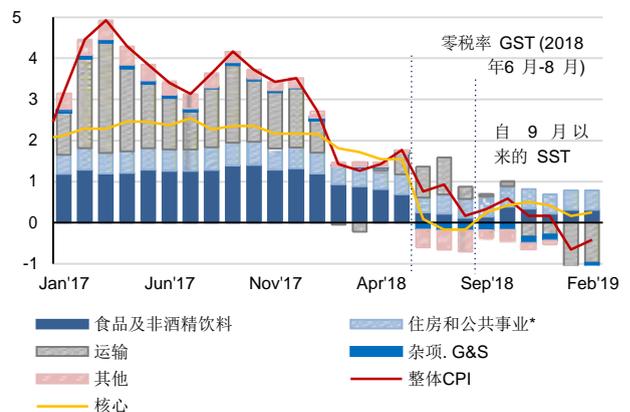
联邦政府余额，占 GDP 的百分比 (%)



资料来源：马来西亚统计局；马来西亚财政部。

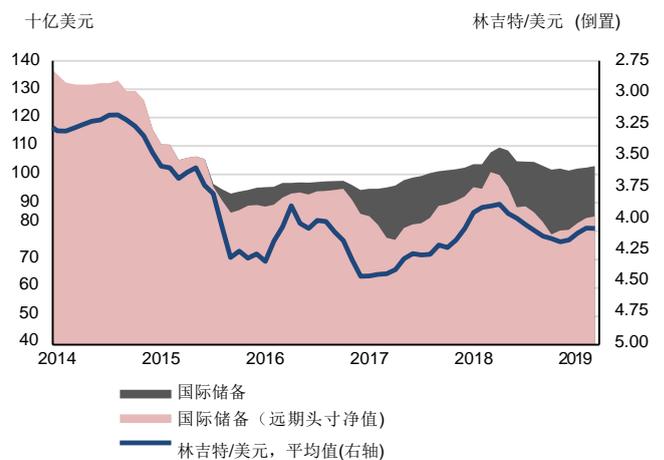
尽管 2018 年九月恢复了销售及服务税，通货膨胀率依然很低。

贡献率年同比 (%)



资料来源：马来西亚统计局；AMRO 计算。

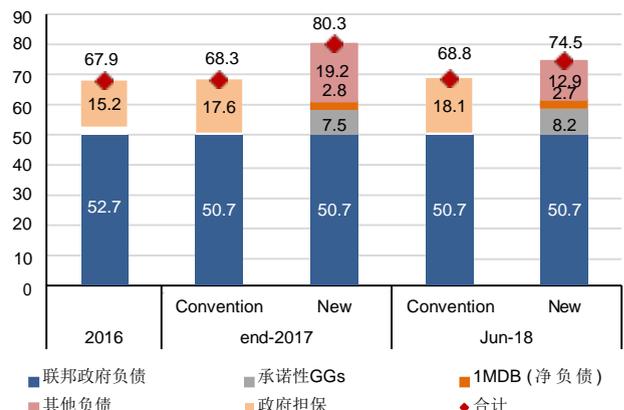
外汇储备和马来西亚林吉特在 2018 年下半年持续走低后于 2019 年第一季度有所好转。



资料来源：马来西亚国家银行。

政府负债仍低于自行设定的占 GDP55%的限额，尽管总债务已上升至包括承诺性 GG、1MDB 债务和其他债务。

占 GDP 的百分比 (%)



资料来源：马来西亚财政部。

注：其他债务指公私合作 (PPP) Pembiayaan Bt Sdn Bhd (PBT) 以及私人融资计划 (PF) 下的项目。截至 2018 年底，联邦政府债务为 GDP 的 51.8%

马来西亚：主要经济指标表

	2015	2016	2017	2018
实体经济及价格	(百分比变化, 除非另作说明)			
实际GDP	5.1	4.2	5.9	4.7
私人消费	6.0	6.0	7.0	8.1
政府消费	4.5	0.9	5.4	3.3
资本形成总额	6.7	3.3	6.4	-4.4
固定资本形成总额	3.6	2.7	6.2	1.4
商品和服务出口	0.3	1.3	9.4	1.5
商品和服务进口	0.8	1.3	10.9	0.1
劳动力市场	(Percent)			
失业率	3.2	3.5	3.4	3.3
价格	(百分比变化, 除非另作说明)			
消费者价格指数 (平均值)	2.1	2.1	3.7	1.0
核心通胀率 (平均值)	N.A.	2.5	2.3	0.8
GDP平减指数	-0.4	2.0	3.8	0.9
国际收支	(十亿美元, 除非另作说明)			
经常账户余额	9.0	7.2	9.4	8.3
(占GDP的百分比)	3.0	2.4	3.0	2.3
贸易余额	28.0	24.6	27.2	30.1
出口, 离岸价	174.5	165.9	187.8	207.4
进口, 离岸价	146.5	141.0	160.5	177.3
服务余额	-5.3	-4.6	-5.3	-4.9
收入	34.8	35.6	37.0	39.7
支出	40.1	40.1	42.3	44.5
主要收入, 净值	-8.2	-8.4	-8.5	-12.2
次级收入, 净值	-5.5	-4.5	-4.0	-4.7
金融账户余额	-14.2	-0.1	-1.1	4.6
直接投资, 净值	-0.5	3.3	3.8	2.8
直接投资资产	-10.2	-10.2	-5.6	-5.8
接投资负债	9.7	13.5	9.4	8.6
投资组合, 净值	-6.7	-3.4	-3.6	-11.0
净收购金融资产	-2.3	-3.6	-4.5	-2.3
净负债额	-4.4	0.2	1.0	-8.7
其他投资, 净值	-6.9	0.2	-1.2	12.6
其他投资, 净值	-8.3	-5.8	-4.4	-11.0
错误和遗漏净值	1.0	1.4	3.8	1.9
总体余额	95.3	94.5	102.4	101.4
官方储备资产 (期末值)	6.1	6.3	6.1	5.5
(对商品与服务进口的覆盖月数)	72.2	74.3	65.4	64.7
外债总额 (占GDP的百分比)	42.0	41.3	39.7	43.8
短期外债 (占总额的百分比)	1.2	1.1	1.2	1.0
短期外债 (占国际储备的比重)				

	2015	2016	2017	2018
财政部门(国家政府)	(占GDP的百分比)			
政府收入	18.9	17.3	16.3	16.3
政府支出	22.1	20.4	19.3	20.0
财政收支平衡	-3.2	-3.1	-3.0	-3.7
主要余额	-1.1	-1.0	-0.9	-1.5
政府负债	54.4	52.7	50.7	51.8
政府负债, 包括或有负债	15.3	15.2	17.6	18.1
货币部门	(百分比变化, 期末值, 除非另作说明)			
广义货币	3.0	3.2	4.9	8.0
其中: 私营部门	8.3	5.8	5.8	6.4
其中: 贷款其	8.2	6.0	3.8	5.0
中: 证券	8.6	4.0	23.6	16.7
其他项目				
汇率 (林吉特/美元, 平均值)	3.91	4.15	4.30	4.04
汇率 (林吉特/美元, 期末值)	4.29	4.49	4.08	4.17
名义GDP (十亿林吉特)	1,158.5	1,231.0	1,353.4	1,429.8
名义GDP (十亿美元)	297.5	297.3	315.3	354.5
人均GDP (美元)	9,515.5	9,397.3	9,832.6	10,948.5

资料来源: 马来西亚政府部门; AMRO 估算。

缅甸

缅甸的经济在2018/19财年预计有所回暖。因为自然灾害导致农业受扰以及电信相关服务的疲软，经济增长在2018财年中中期放缓至6.5%。因政府意图在财年过渡期降低预算赤字，遏制公共开支同样对增长造成压力。旅游便利化措施以及海外航线的扩张支持游客的到访，入境游客人数自2018年下半年开始增长。在制造业持续增长以及经济改革的背景下，缅甸经济预计在2018/19财年增长7.3%。

虽然通货膨胀率在2018年第2至第3季度小幅上升，但在年底有缓和的迹象。受洪水和第三季度货币贬值的影响，通货膨胀率在2018财年中中期达到了7%。随着汇率稳定且洪水影响消退，通货膨胀率自2018年11月已有所降低。预计2018/19财年的总体通货膨胀率约为5%。

外部头寸依然疲软，但经常账户余额和外国直接投资（FDI）流入量已有所改善。出口额保持着10.5%的增长率而进口额在2018/19财年的前四个月降低了3%，从而缩小了贸易逆差。与此同时，游客人次的回升加强了服务业。经常账户赤字预计占GDP的比重预计从2017/18财年的-4.4%提升至2018/19财年-3.6%。FDI许可在2018/19财年的前四个月有所回升。截至2018年9月外汇储备保持在53亿美元，约等于4个月的进口额。

在广义货币增长持续放缓的同时，信贷增长已开始稳定。截至2018年8月信贷增长了23.8%，有望从2017/18财年的放缓中走出谷底。近期出台的降低银行国际汇款业务限制，以及国际贸易中允许外币结算的政策，应该能够帮助扩张国内信贷业务并支持银行业的持续发展。

2018/19财年批准的预算提供了扩大支出以支持增长的可能性。2018财年中中期的已实现收入高于预期。包含已付费用的情况下，2018财年中中期，实际财政赤字已降至GDP的1.8%。然而，政府计划在2018/19财年提高预算赤字至GDP的5.8%左右，以支撑经济增长和社会福利

主要下行风险包括若开邦持续的紧张局势，以及欧盟撤销优惠贸易待遇的可能性。这些持续的担忧引发了现有及潜在投资者的持有观望态度，阻碍了外国投资的流入以及本地企业的情绪。

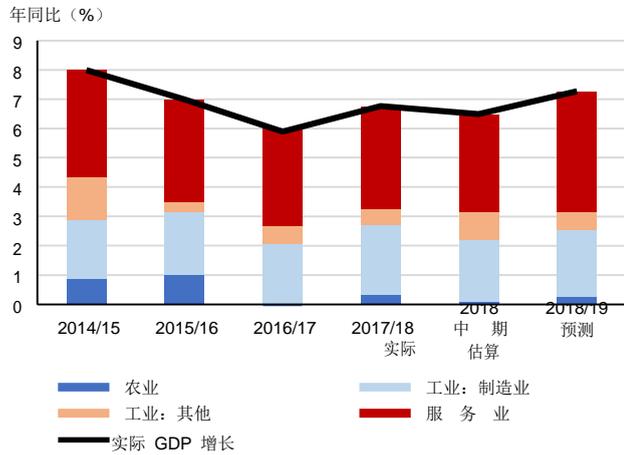
外部头寸也容易受到与主要贸易伙伴关系的不利变化的影响。在出口方面，农业依然受到邻国地缘政治风险的影响，而劳动密集的服装业也会在欧盟取消现行优惠贸易政策的情况下受到极大的打击。投资流入（尤其是出口为主导的制造业）也会受到负面影响。受到低外汇储备以及大量非正规市场的存在的牵制，官方平稳汇率变动的能力极其有限。

加快结构性改革对维持投资者信心以及发展市场化经济极其重要。应该加强改革，发展由市场主导的经济，包括软件和硬件基础设施建设，以及监管和法律框架。在外部不确定的情况下，加速自由化和放松管制的步伐将是增强投资者信心的有效战略。

²2018 财年中中期指 2018 年 4 月到 9 月的半年期间。新财年于 10 月开始并于次年 9 月结束。

缅甸：主要经济指标图

继 2018 年增长疲软之后预计 2018/19 经济增长将会回升。



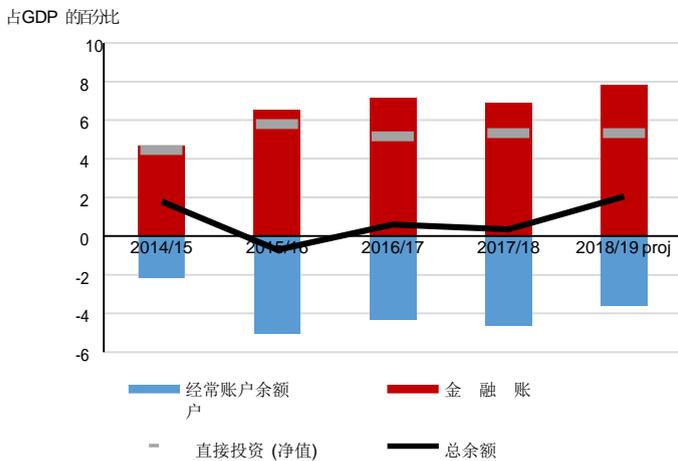
资料来源：缅甸计划与财政部；AMRO 计算。

随着来自燃料价格及汇率方面的压力减弱，以及洪水影响的逐渐消退，通货膨胀率自 2018 年 11 月开始放缓。



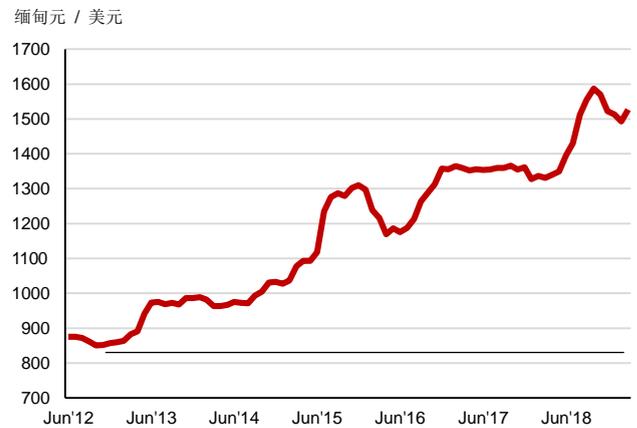
资料来源：缅甸中央统计局。

持续的FDI 流入支持了金融账户，抵消了经常账户赤字。



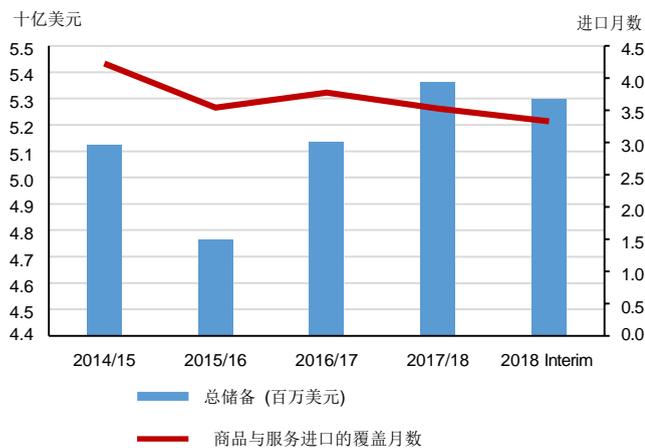
资料来源：缅甸中央银行

2018 年末，缅甸元的大幅贬值得到了控制



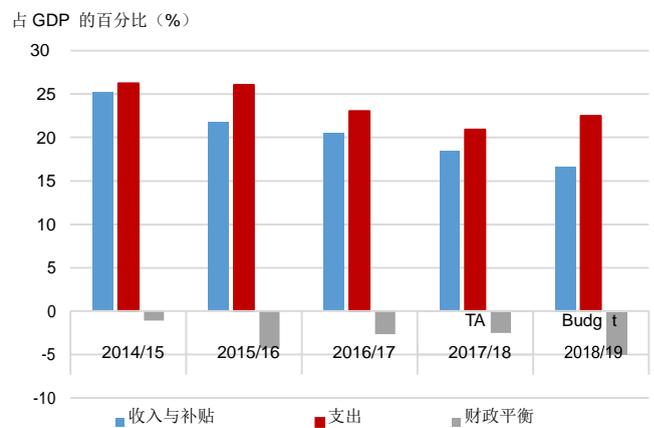
资料来源：缅甸中央统计局。

2018 年第三季度，缅甸外汇储备小幅下降，导致进口覆盖率下降。



资料来源：缅甸中央银行；投资和公司管理局。

2018/19 财年预算赤字大幅上升。



资料来源：缅甸计划与财政部。

缅甸：主要经济指标表

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19
实体经济和价格	(百分比变化)			
实际GDP ^{1/}	7.0	5.9	6.8	7.3
消费者物价指数 (2012=100, 平均值)	10.0	6.8	4.0	5.0
消费者物价指数 (2012=100, 期末值)	8.4	7.0	5.4	5.1
国际收支	(百万美元, 除非另作说明)			
贸易余额	-4,048.0	-4,394.2	-4,680.2	-4,734.0
经常账户余额	-3,009.5	-2,721.2	-3,104.5	-2,307.1
(占GDP的百分比)	-5.1	-4.3	-4.6	-3.6
金融账户	3,885.8	4,533.1	4,634.3	4,975.3
直接投资 (净值)	3,443.0	3,260.2	3,588.7	3,390.6
官方开发援助 (净值)	444.5	-35.0	224.7	350.0
外债总额 (占GDP的百分比)	16.7	13.4	15.5	15.8
国际储备总额	4,764.0	5,133.9	5,364.0	6,597.0
(进口月数)	3.5	3.8	3.5	4.1
财政部门 ^{2/}	(占GDP的百分比)			
收入与补贴	21.7	20.4	18.6	16.6
税收收入	8.6	8.9	8.1	7.6
国企收入	10.2	9.1	8.2	7.8
支出	26.0	23.0	21.1	22.5
财政平衡	-4.3	-2.6	-2.5	-5.8
主要余额	-3.1	-1.3	-1.1	-4.4
公共债务	38.1	35.6	38.4	42.4
货币金融部门	(百分比变化, 期末值, 除非另作说明)			
国内信贷	32.4	24.5	20.2	25.8
私营部门	34.2	33.5	23.4	26.4
广义货币	26.3	19.4	18.0	20.3
基础货币	22.8	8.8	6.0	10.0
存贷比	70.6	69.2	70.0	-
其他项目				
汇率 (缅元/美元, 平均值)	1,222.4	1,260.6	1,355.8	1,565.0
汇率 (缅元/美元, 期末值)	1,216.0	1,362.0	1,335.0	1,550.0
名义GDP (十亿美元)	59.5	63.2	67.3	63.6
名义GDP (十亿缅元)	72,714.0	79,722.9	90,450.9	106,096.3

资料来源：缅甸当局；AMRO 估算。

注：2018/19 数据指预计数据，且新财年于十月开始。

菲律宾

由于高通货膨胀率侵蚀了家庭购买力，外部需求疲软对出口构成压力，2018年菲律宾经济增长放缓。尽管如此，由于固定资本形成总额及政府消费强劲增长，积极的政府支出增强了经济的韧性。2018年经济增长6.2%，是过去三年的最低水平。由于国内需求强劲，预计经济增长将会逐步恢复，尽管经济增长面临下行风险，2019年经济增长仍有望达到6.4%。

2018年通货膨胀率高于目标范围，主要原因是受到供应冲击。2018年整体通货膨胀率上升5.2%，远远高于目标区间3%±1%。食品价格大幅上涨、石油价格飙升、消费税上调及比索贬值，都是造成物价上涨的原因。在实施了一系列非货币措施后，包括通过对稻米加征关税的法律和降低石油价格，预计2019年平均整体通货膨胀率预计将稳定在目标区间3%±1%。

外部头寸走弱，但是缓冲依然充足。受资本商品和原材料进口强劲的推动，2018年经常账户赤字占GDP的比重扩大到2.4%。金融账户净流入78亿美元，主要是由于外国直接投资流入强劲，但不足以覆盖经常账户赤字和错误及遗漏导致的资金外流。由此造成的资金缺口主要是通过减少菲律宾央行的国际储备来填补。因此，截至2018年10月，国际储备总额下降至747亿美元，之后于2019年2月小幅上升至828亿美元 - 足以满足该国的外部融资总需求。

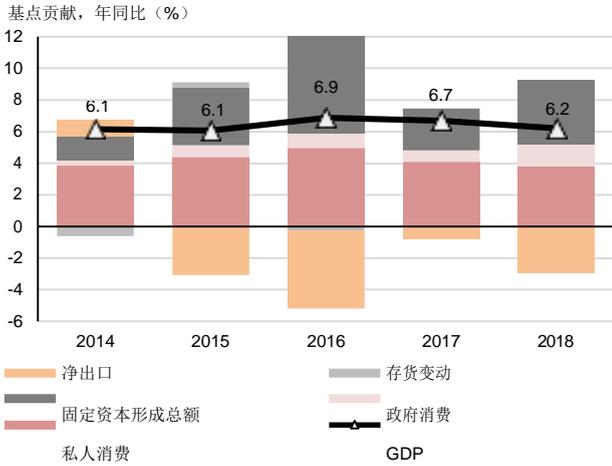
货币环境紧缩，但是信贷持续扩张。货币政策紧缩，短期资本外流加剧导致所有市场利率大幅上升。由于需求强劲及竞争加剧，银行继续大力扩张信贷。预计信贷将保持快速增长，但是随着实际借贷成本上升，信贷增长有可能放缓。尽管信贷增长，银行体系总体上仍保持稳健，但是非银行部门可能存在潜在弱点。

随着“加速和包容性税收改革法案”第一阶段的实施和税收管理的完善，财政状况明显得到改善。财政空间的扩大使政府能够更积极地推行发展计划。在收入增加的支持下，政府加快了向其他机构付款的步伐，并提高了执行能力。由此，政府支出首次超过了财政计划。作为提高财政效率的一部分，政府将在2019年将预算从以债务为基础转变为以现金为基础。

菲律宾经济面临的主要风险大部分为短期风险。从外部来看，全球贸易紧张局势不断升级仍然是主要风险。从国内来看，通货膨胀率升高、金融脆弱性是主要关注的问题。全球贸易紧张局势及全球经济放缓可能会严重拖累菲律宾的经济活动。由于全球金融环境放松，短期资本外流的压力已经消退。通货膨胀率已经大幅下降，但是全球石油价格带来的不确定性可能会推迟其回归至目标区间的中点。过去几年信贷快速增长可能会潜在增加金融脆弱性。整体来看，风险似乎正在减弱。

菲律宾：主要经济指标图

由于外部需求和私人消费疲软，2018 年经济增长放缓。



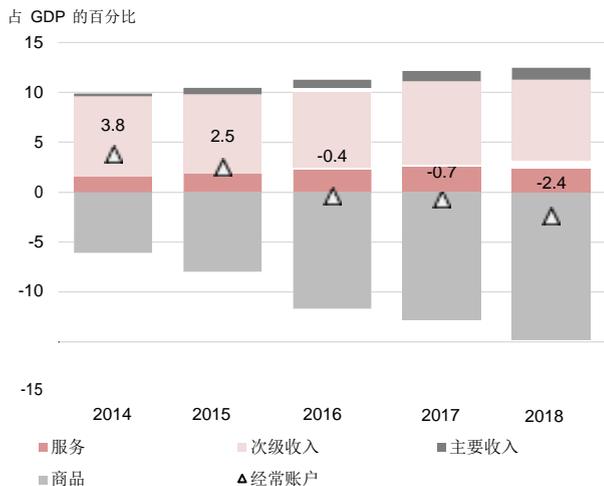
资料来源：菲律宾统计部门。

随着菲律宾央行上调政策利率，短期资本外流，货币头寸收紧。



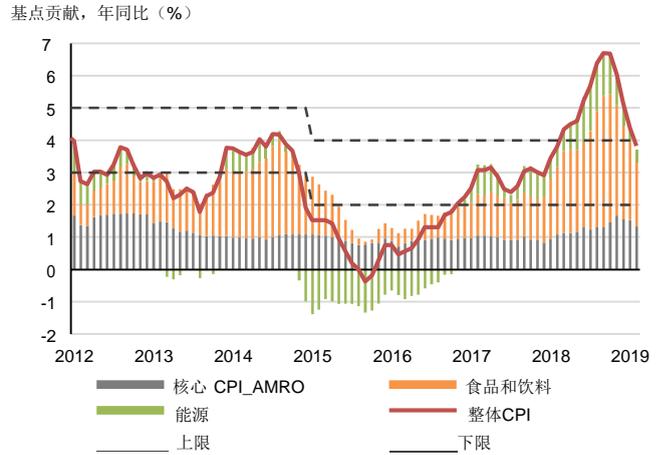
资料来源：菲律宾央行。

由于经常账户赤字扩大，外部头寸恶化。



资料来源：菲律宾央行。

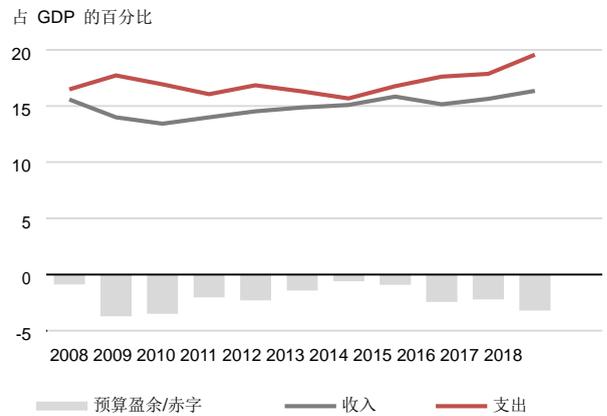
2018 年，通胀加速升至目标区间上限以上，主要原因是受到供应冲击，但最近开始回落。



资料来源：菲律宾统计部门；AMRO 计算。

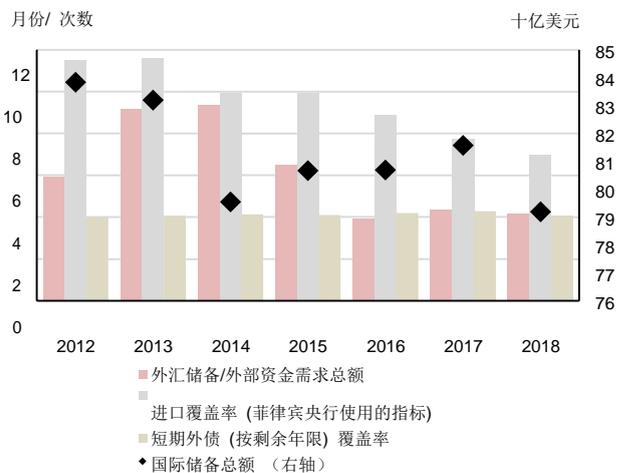
注：能源包括房屋项下的电力、天然气和其他燃料，及运输业项下的燃料和润滑油。食品和饮料指所有的食品、饮料和烟草，其他部分由 AMRO 用来计算核心通胀率。

税收改革增强了财政实力。



资料来源：菲律宾财政部。

国际储备充足。



资料来源：菲律宾央行。

注：进口覆盖率是指商品进口、服务支付和主要收入覆盖的月份。

菲律宾：主要经济指标表

	2015	2016	2017	2018
实体经济及价格	(百分比变化, 除非另作说明)			
实际GDP	6.1	6.9	6.7	6.2
私人消费	6.3	7.1	5.9	5.6
政府消费	7.6	9.0	6.2	13.0
固定资本形成总额	16.9	26.1	9.4	12.9
商品和服务出口	8.5	11.6	19.7	13.4
商品和服务进口	14.6	20.2	18.1	16.0
价格				
消费者物价指数 (期末值 2012=100)	0.7	2.2	2.9	5.1
消费者物价指数 (平均值 2012=100)	0.7	1.3	2.9	5.2
核心通胀率 (平均值 2012=100)	1.0	1.6	2.4	4.2
GDP平减指数	-0.6	1.7	2.3	3.8
国际收支	(十亿美元, 除非另作说明)			
经常账户余额	7.3	-1.2	-2.1	-7.9
(占GDP的百分比)	2.5	-0.4	-0.7	-2.4
贸易余额	-23.3	-35.5	-40.2	-49.0
服务余额	5.5	7.0	8.7	10.5
主要收入 (净值)	1.9	2.6	3.2	3.8
次级收入 (净值)	23.3	24.7	26.2	26.8
金融账户余额	2.3	0.2	-2.8	-7.8
直接投资, (净值) 组	-0.1	-5.9	-7.0	-5.9
合投资, (净值) 其	5.5	1.5	2.5	0.9
他投资, (净值)	-3.1	4.6	1.7	-2.8
错误与遗漏	-2.4	0.3	-1.6	-2.3
整体余额	2.6	-1.0	-0.9	-2.3
国际储备总额 (期末值)	80.7	80.7	81.6	79.2
外债总额 (占GDP的百分比)	26.5	24.5	23.3	23.9
短期外债 (占总额的百分比)	19.5	19.4	19.5	20.3
财政部门(国家政府)	(占GDP的百分比)			
政府收入	15.8	15.2	15.6	16.4
政府支出	16.7	17.6	17.9	19.6
财政盈余	-0.9	-2.4	-2.2	-3.2
主要余额	1.4	-0.3	-0.3	-1.2
政府债务	44.7	42.1	42.1	41.8
货币金融部门	(百分比变化, 期末值, 除非另作说明)			
国内信贷	11.5	17.0	13.9	14.7
其中: 私营部门	12.1	16.6	16.4	14.9
广义货币	9.3	13.4	11.3	8.9
其他项目:				
汇率 (比索/美元, 平均值)	45.5	47.5	50.4	52.7
汇率 (比索/美元, 期末值)	47.2	49.8	49.9	52.7
按当前价格计算的GDP (万亿比索)	13.3	14.5	15.8	17.4
按当前价格计算的GDP (十亿美元)	292.8	304.9	313.6	330.7
人均GDP (美元)	2,882.7	2,953.1	2,988.9	3,101.8

资料来源：菲律宾政府部门；AMRO 估算。

新加坡

2018年新加坡经济增长保持强劲，但是随着全球科技行业周期性增长放缓及全球经济增长放缓，新加坡的经济增长也有所放缓。继2017年强势反弹3.9%之后，2018年经济增长放缓至3.2%。随着全球科技周期上升的动力减弱，制造业放缓，其关键的最终需求市场增长放缓，加剧了这一趋势。受金融和商业服务的推动，服务行业活动依然活跃。

劳动力市场的改善步伐继续加快，导致基本工资压力上升。尽管外部环境不断恶化，但就业净增长却在提高并扩大。大部分增长是由服务业推动的，而制造业萎缩有所缓解。自2017年以来生产率增长一直强劲复苏，在生产率增长的支持下，名义工资增长从2017年的3.1%提高到2018年的3.5%。

2018年，新加坡金融管理局（MAS）核心通胀率继续小幅上升至1.7%，而整体通胀率仍保持在0.4%的低位。2019年2月，由于租金下降速度放缓，MAS核心通胀率保持在1.5%不变，而整体通胀率保持在0.5%的低位。然而，由于劳动力市场更加坚挺，预计2019年通货膨胀压力将会增加。

货币政策正常化符合中期抑制物价的目标。去年，新加坡元名义有效汇率政策区间的斜率从2018年4月前的0%略微上升了两倍，以应对劳动力市场的稳步改善和高于潜在水平的增长，以及通胀压力的不断增加。

2017年第2季度至2018年第3季度，房地产市场经历了价格回升，但在2018年7月宏观审慎措施收紧后，房地产市场已开始趋于稳定。在2017年第2季度至2018年第3季度，私人住宅价格大幅上涨9.6%后，受市场情绪改善带来的

强劲交易量影响，私人住宅价格开始企稳，2018年底3季度和2019年第1季度环比小幅回落-0.5%。由于国有土地的大量出售，潜在的土地供应量也正在增加，因此，当局提高了额外买方印花税（ABSD）并收紧了贷款与估值比率（LTV）的限制，以冷却房地产市场，并使房产价格与经济基本面保持一致。办公楼租金正在回升，而零售和工业空间的租金则继续下降。

银行对非银行实体和居民的贷款增速放缓，反映出经济增长放缓，包括贸易紧张局势和房地产降温措施的影响。2018年和2019年初，一般商业领域的商业贷款增长有所放缓。在消费领域，住房贷款增长也有所放缓。

修订后的2018年财政预算案是扩张性的预算，计划大幅增加支出，尤其是基础设施支出。由于营业收入增长较好，支出总额低于预期，2018财年整体财政状况已从占GDP 0.1%的轻微赤字调整为占GDP 0.4%的盈余。2018财年，所有23个特定行业的产业转型蓝图（ITM）全部出台。每个ITM都在生产力、就业和技能、创新和国际化等领域为特定行业制定了整体计划。这些计划将试图帮助这些行业实现增长和竞争力，并为新加坡未来的经济创造高质量的就业机会。AMRO估计，2019财年财政刺激力度将会很小，这是由基本财政收支的变化推动的，不包括新宣布的“立国一代基金”和“长期护理支援基金”（从2019年开始）的一次性和经常性支出。

展望未来，预计经济增长步伐将会更加平缓。2019年经济增速将放缓至2.5%，与其长期增长潜力相吻合。由于中美贸易冲突和全球增长疲软，经济增长的下行风险增加。一些企业和家庭容易受到经济急剧放缓的影响。

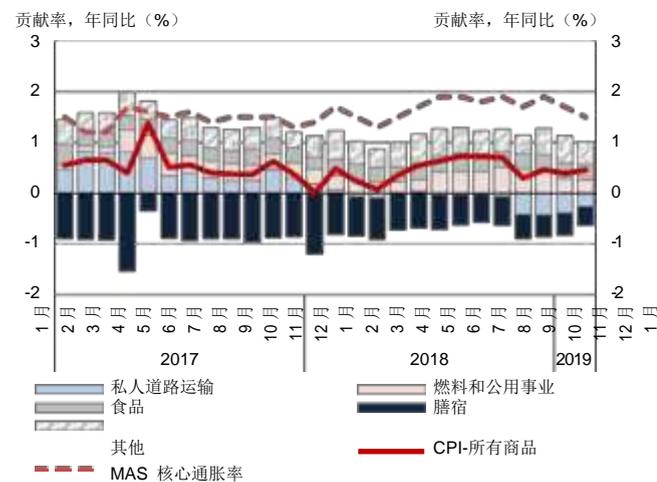
新加坡：主要经济指标图

2018 年，随着全球科技行业复苏带来的周期性增长放缓，新加坡的增长放缓。



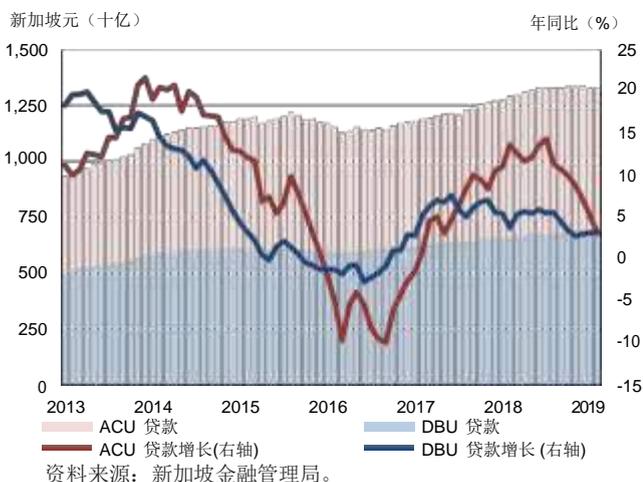
资料来源：新加坡国家统计局。
注：各行业 GDP 份额基于 2018 年的数据。

整体通胀率上升但仍保持在低位，新加坡金融管理局核心通胀率继续小幅上升，接近 2%。

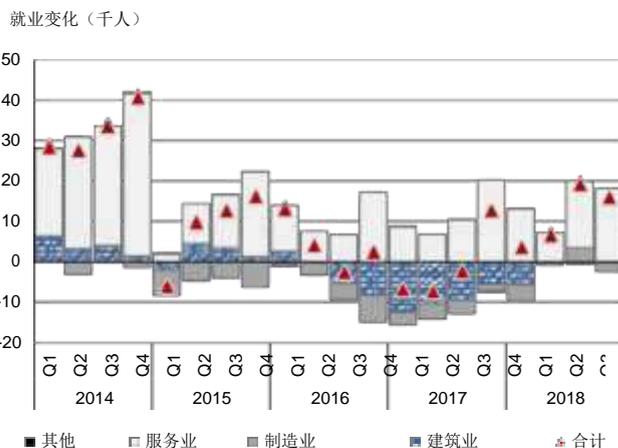


资料来源：新加坡国家统计局；新加坡金融管理局。

银行贷款增速开始放缓。

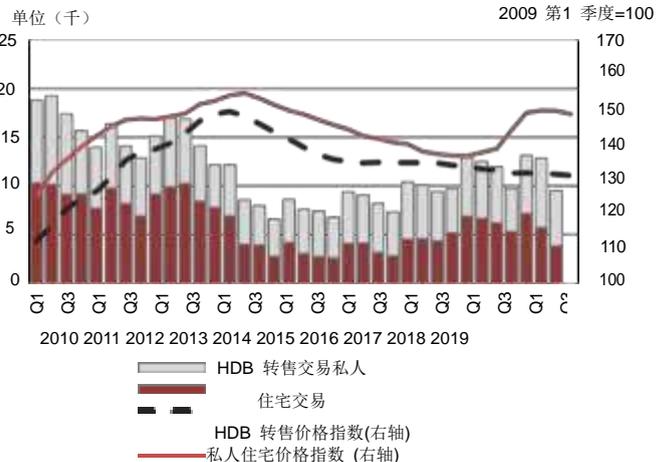


在服务业的推动下，就业净增长加速。



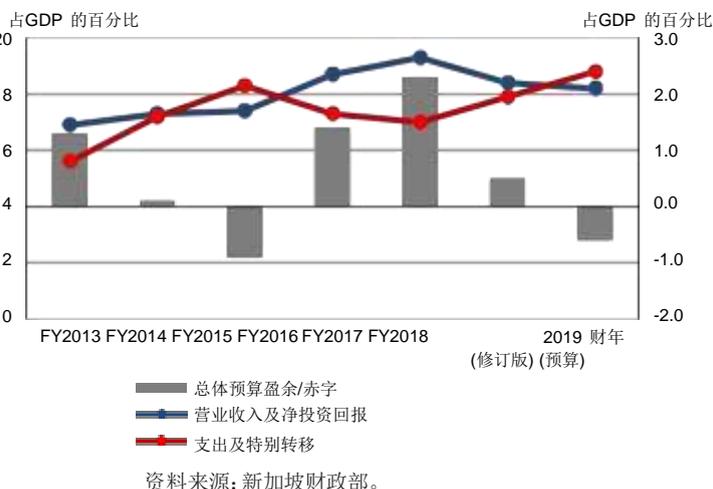
资料来源：新加坡人力部。

2018 年房地产市场强劲复苏，但在 2018 年 7 月宏观审慎措施调整后开始企稳。



资料来源：Urban Redevelopment Authority; and Housing Development Board. 注：2019 第 1 季度数据根据预先估计的数据。

修订后的 2018 财年总体预算盈余为 0.4%，预计将在 2019 财年降至 -0.7%。



新加坡：主要经济指标表

	2015	2016	2017	2018
国家收入和价格	(百分比变化, 除非另作说明)			
实际GDP	2.5	2.8	3.9	3.2
实际私人消费	5.0	2.2	3.2	2.4
实际公共消费	7.8	4.3	4.2	3.6
固定资本形成总额	1.5	0.9	5.3	-3.4
商品和服务出口	5.0	0.8	5.4	5.2
商品和服务进口	3.6	0.6	7.0	4.5
MAS核心通胀率	0.5	0.9	1.5	1.7
消费者价格指数	-0.5	-0.5	0.6	0.4
年平均失业率	1.9	2.1	2.2	2.1
国际收支	(占GDP的百分比, 除非另作说明)			
经常账户余额	17.0	17.5	16.0	17.7
资本和金融账户余额 ^{1/}	-16.8	-17.9	-7.9	-13.9
直接投资 (净值)	8.0	10.7	15.2	12.4
组合投资 (净值)	-20.1	-6.1	-10	-6.6
其他投资 (净值)	-6.5	-18.1	-10.7	-15.1
衍生品 (净值)	1.8	-4.4	-2.4	-4.6
总体收支盈余	0.4	-0.6	8.1	3.5
国际储备 (十亿美元, 期末值)	247.7	246.6	279.9	287.7
财政部门	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
营业收入 (占GDP的百分比)	15.3	15.4	16.2	15
总支出 (占GDP的百分比)	15.9	15.9	15.7	16.1
基础盈余 / 赤字 (占GDP的百分比)	-0.6	-0.5	0.5	-1.1
总体预算盈余 / 赤字 (占GDP的百分比)	-1.0	1.4	2.3	0.4
货币部门	(百分比变化, 除非另作说明)			
三个月新元银行同业拆息率 (期末值, %)	1.2	1.0	1.5	1.9
国内流动性指标 (期末值)	0.2	-0.2	0.1	0.0
狭义货币 M1	6.7	5.5	5.4	-1.2
广义货币 M2	4.0	8.4	4.1	5.1
其他项目				
海峡时报指数 (期末值)	2,883.0	2,881.0	3,403.0	3,069.0
私人住宅售价指数 (2009年第一季度=100)	141.6	137.2	138.7	149.6
即期汇率 (新元/美元, 平均值)	1.37	1.38	1.38	1.35
本地银行不良贷款率 (期末值, %)	1.1	1.4	1.6	1.5

资料来源：新加坡政府部门。

注：^{1/} 根据 BPM6，财务账户的约定符号发生了变化。现在，正数代表资产或负债、净余额中的净流出增加。然而，本图表仍然使用以前的约定符号。

泰国

受私人消费和投资的推动，泰国的经济增长从2018年3季度的3.2%加速至4季度的3.7%。从2017年4季度以来，私人消费一直呈上升趋势，部分原因是首次购车计划下的5年锁定期结束。普吉岛沉船事故后旅游业的轻微复苏，抵消了净出口的负增长对经济的影响。

整体通货膨胀率仍然很低，部分原因是近期石油价格下跌拖累了通货膨胀率。2018年2月整体通货膨胀率为0.7%，第4个月低于泰国银行指定的目标区间的下限。

外部头寸依然强劲，反映出经常账户大额盈余，国际储备很高。经常账户盈余从2017年占GDP的11%，快速收缩至2018年占GDP的6.9%，反映了全球贸易冲突和普吉岛沉船事故的影响，以及强劲的投资和进口消费的结果。经常账户盈余已被部分回收利用，并以国内企业直接投资和居民投资组合的形式向海外投资。

总体财政政策继续保持扩张以支持经济。2018³财年，财政收入占GDP的比重小幅下降至15.2%，支出占GDP的比重下降至18.5%，总体财政赤字为GDP的3.3%，低于2017财年。2017和2018财年资本支出较少。尽管财政赤字持续存在，但由于公共债务仅略高于GDP的40%，因此泰国拥有巨大的财政空间。

展望未来，泰国经济有望以接近其潜力的水平增长。预计2019年增长3.8%，2020年增长3.7%。预计2019年和2020年通货膨胀率约上涨1%。经常账户盈余预计在2019年和2020年将继续收窄，反映出外部环境更加疲软，全球贸易冲突对出口的影响，但国内消费和投资需求依然强劲。

经济增长面临的下行风险主要来自中美贸易谈判及国内政治的不确定性。尽管贸易转移的正面效应可以抵消贸易冲突产生的部分负面溢出效应，但是中美贸易谈判结果的不确定性仍然是一个关键风险。围绕大选产生的政治不确定性，对东部经济走廊大型项目和投资构成潜在风险。尽管泰国的主要旅游市场（来自中国的游客数量回升）但普吉岛沉船事故挥之不去的影响仍然会带来下行风险。

尽管仍存在一些薄弱环节，但金融稳定面临的风险依然可控。长期低利率下的逐利行为，对储蓄合作社和共同基金来说，是一个潜在的风险。修订后的抵押贷款法规要求，第三次及以后的抵押贷款的贷款额与价值之比为70%，第二次抵押贷款的贷款额与价值之比为80%至90%，这应有助于增强金融稳定。家庭债务与GDP的比率，虽然有所放缓，但与地区同行相比仍然较高。需要继续检测中小企业贷款质量，特别是当金融状况开始收紧时。

泰国的老龄化速度相对较快，面临着“未富先老”的风险。泰国的老龄化将会减少劳动适龄人口的比例，从而降低劳动力对泰国潜在增长的贡献。随着养老及医疗相关支出的增加，人口老龄化也会给财政状况造成压力。

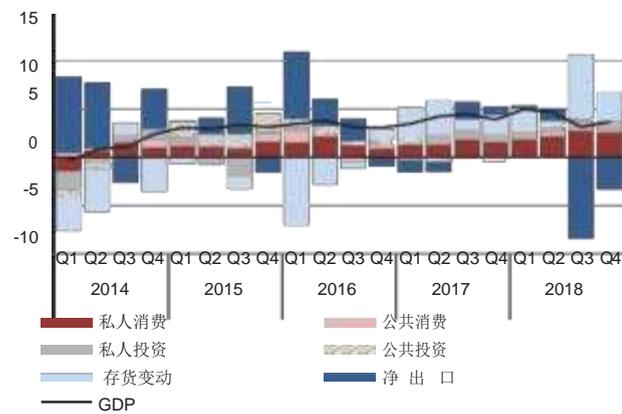
二十年战略计划，包括泰国4.0方案，以及东部经济走廊的旗舰项目，是一个倍受欢迎的举措。通过提高教育，特别是科学技术教育，加强职业培训，可以提高劳动生产率。为了应对快速老龄化，需要进行一系列协调一致的改革，包括延迟退休、动员以前乡村就业不足的劳动力，并鼓励高技能移民。

³ 泰国 2018 财政年度为 2017 年 10 月 1 日至 2018 年 9 月 30 日。

泰国：主要经济指标图

2018 年上半年之前经济增长一直保持强劲势头，但在出口好转和旅游业放缓的情况下，2018 年下半年经济增长有所放缓。

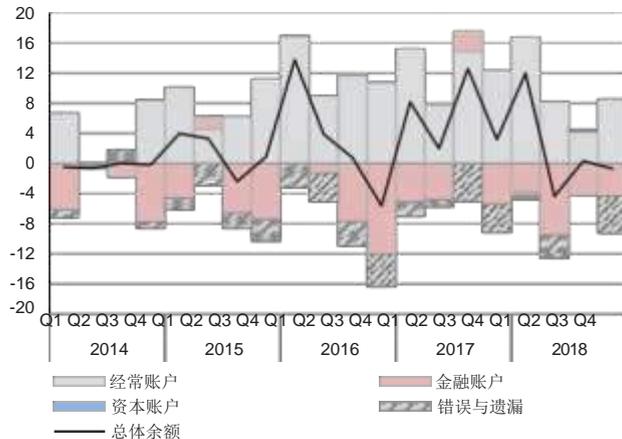
年同比 (%)



资料来源：CEIC；国家经济和社会发展理事会；AMRO 计算。

尽管经常账户盈余收窄，外部头寸依然强劲。

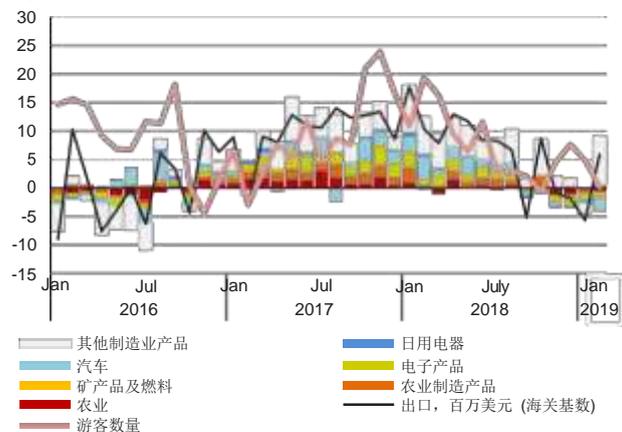
美元 (十亿)



资料来源：泰国银行；CEIC。

经济增长面临的下行风险主要来自中美贸易谈判及国内政治的不确定性。

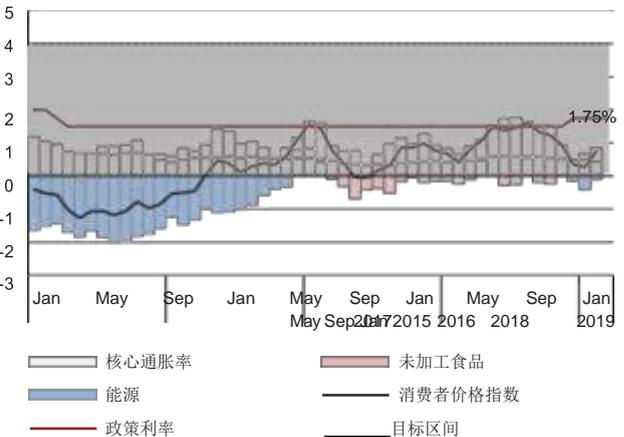
年同比 (%)



资料来源：泰国银行；CEIC；泰国海关；旅游及体育部；AMRO 计算。

受近几个月石油价格下跌的影响，总体通胀率保持低位。

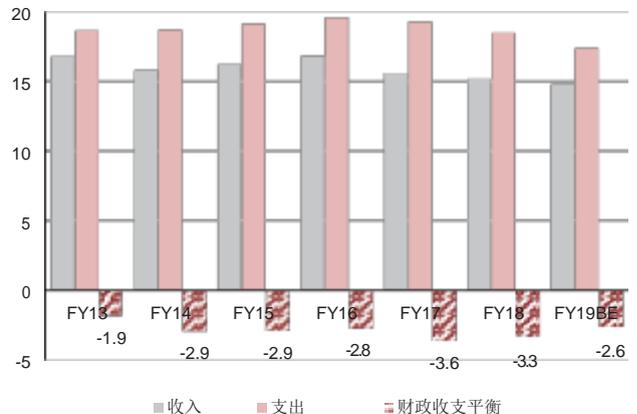
年同比 (%)



资料来源：泰国银行；贸易和经济指数局；CEIC。

近年来收入与 GDP 之比与支出与 GDP 之比都有所下降。

占 GDP 的百分比 (%)



资料来源：预算局；CEIC；财政政策办公室。

家庭债务占 GDP 的比重，虽然有所下降，但与地区同行相比仍然处于高位。

年同比 (%)

占GDP的百分比 (%)



资料来源：泰国银行；AMRO 计算。

泰国：主要经济指标表

	2015	2016	2017	2018
实体经济和价格	(百分比变化, 除非另作说明)			
实际GDP	3.1	3.4	4.0	4.1
最终消费	2.4	2.7	2.3	4.0
私营部门	2.3	2.9	3.0	4.6
一般政府部门	2.5	2.2	0.1	1.8
资本形成	4.4	2.9	1.8	3.8
私营部门	-2.1	0.6	2.9	3.9
一般政府部门	28.4	9.5	-1.2	3.3
商品和服务出口	1.6	2.8	5.4	4.2
商品和服务进口	0.0	-1.0	6.2	8.6
劳动力市场				
失业率(%, 平均值)	0.9	1.0	1.2	1.1
价格				
消费者物价指数(平均值)	-0.9	0.2	0.7	1.1
国际收支	(十亿美元, 除非另作说明)			
经常账户余额	32.1	48.2	50.2	35.2
(占GDP的百分比)	8.0	11.7	11.0	6.9
贸易余额	26.8	36.5	34.2	22.3
出口, 离岸价格	214.0	214.3	235.3	252.2
进口, 离岸价格	187.2	177.7	201.1	229.8
服务业, 净值	19.2	24.3	28.9	28.8
收入	61.8	67.8	75.5	84.1
支出	42.5	43.5	46.7	55.3
主要收入(净值)	-20.6	-19.4	-20.3	24.0
次级收入(净值)	6.7	6.8	7.5	8.0
金融账户余额	-16.8	-20.8	-12.4	-21.9
直接投资(净值)	3.9	-10.6	-10.6	-7.2
组合投资(净值)	-16.5	-2.8	-2.1	-5.8
其他投资(净值)	-5.1	-7.8	0.2	-9.0
错误与遗漏	-9.5	-14.5	-11.7	-5.4
总体余额	5.9	12.8	26.0	7.3
除净远期头寸的总国际储备	156.5	171.9	202.6	205.6
(对商品与服务进口的覆盖月数)	8.2	9.3	9.8	8.7
外债总额(占GDP的百分比)	32.0	32.5	36.7	35.2
财政部门^{1/}	(占财年GDP的百分比)			
收入	16.2	16.8	15.6	15.2
支出	19.1	19.6	19.3	18.5
预算余额	-2.9	-2.8	-3.6	-3.3
公共债务	43.7	40.8	41.2	41.8
货币部门	(百分比)			
政策利率(年利率, 期末值)	1.5	1.5	1.5	1.8
10年期政府债券收益率(期末值)	2.5	2.7	2.5	2.5

资料来源：泰国政府部门；AMRO 估算。

^{1/}2018 财年是从 2017 年 10 月 1 日至 2018 年 9 月 30 日。

越南

2018年越南经济强劲增长，预计2019年将保持增长势头。得益于电子制造业及批发零售行业强劲增长，2018年GDP增长7.1%。受制造业及服务业的支撑，预计2019年GDP增长约为6.6%。为了缓解通货膨胀压力，政府采取了管控价格上涨的措施，包括延迟上调环境保护税。因此，2018年平均整体通货膨胀率为3.5%，低于4%（实际）的目标值。

经常账户与金融账户盈余有助于增强外汇储备缓冲。截至2018年11月底，外汇储备达到550亿美元。由于新兴市场资本外流，2018年下半年越南盾面临下行风险，导致越南盾兑美元贬值约2.1%。

财政整顿继续按照中期财政整顿计划进行。尽管税收收入相对较高，但是总收入保持不变，2018年占GDP的25.7%，主要是由于与土地和贸易有关的收入下降。支出与前一年持平，使得赤字保持在占GDP的3.5%。由于财政整顿，截至2018年底，公共债务占GDP的比重降至58.4%。

信贷增长放缓，与SBV较低的信贷增长目标一致。为了维护金融稳定，SBV将目标从2017年的18%调低至2018年的17%。实际上，银行体系的实际信贷增长从2017年的18%下降至2018年的14%。尽管信贷增长放缓，但是货币环境保持相对宽松，部分原因是2018年1月SBV将公开市场的政策利率从5%降至4.75%。

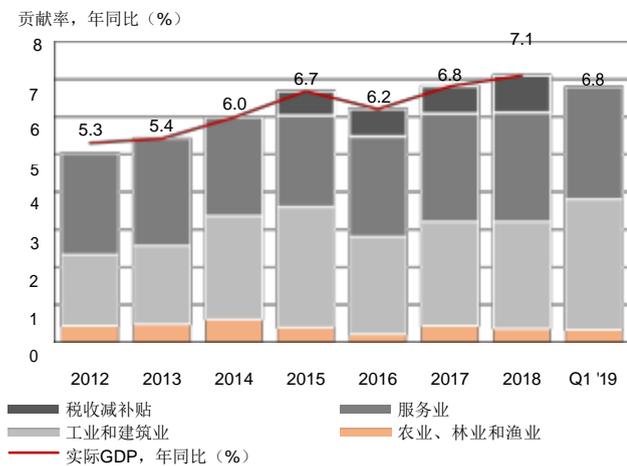
实体经济和国际收支的主要风险来自于贸易保护主义抬头。中美贸易冲突可能通过全球价值链和国内及第三方市场的竞争对越南的出口产生影响。此外，贸易保护主义抬头导致全球需求放缓，将对越南出口构成重大挑战。从积极的方面来看，中美贸易紧张局势导致的贸易转移可能使越南受益，外国企业可能从中国搬迁至越南。

银行部门的风险主要来自相对较低的资本缓冲和仍相当可观的不良贷款（NPLs）。NPL解决速度加快，截至2018年底，越南资产管理公司收购的NPLs，大约35%已经处置。然而，银行体系中仍有大量遗留NPLs。与此同时，由于《巴塞尔协议》（Basel II）对风险权重的标准将于2020年初适用于所有银行，预计本已较低的银行资本充足率将进一步下降。

对可持续性较差的收入来源的依赖增加可能会损害长期的财政状况。近几年，企业所得税占GDP的比重有所下降，反映出企业所得税的税率下调，而增值税和非税收收入增加，抵消了收入下降。对非税收收入的依赖增加，特别是SOE的股权化和与土地相关的收入，将会增加对财政的长期可持续性的担忧。

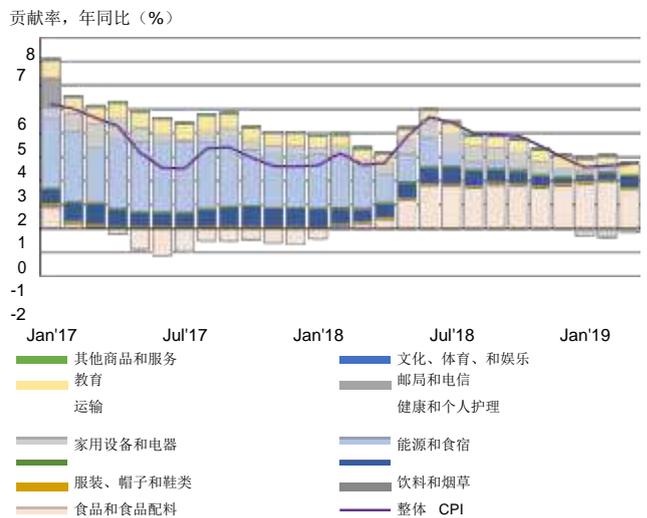
越南：主要经济指标图

2018 年经济增长依然强劲。



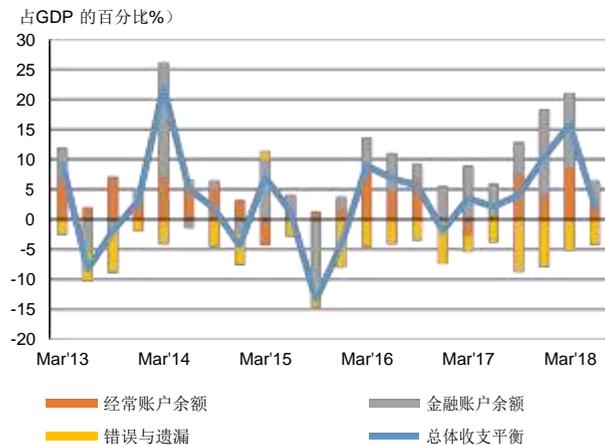
资料来源：CEIC；越南国家统计局；AMRO 计算。

总体通胀率保持在当局（实际上的）设定的 4% 的目标以下。



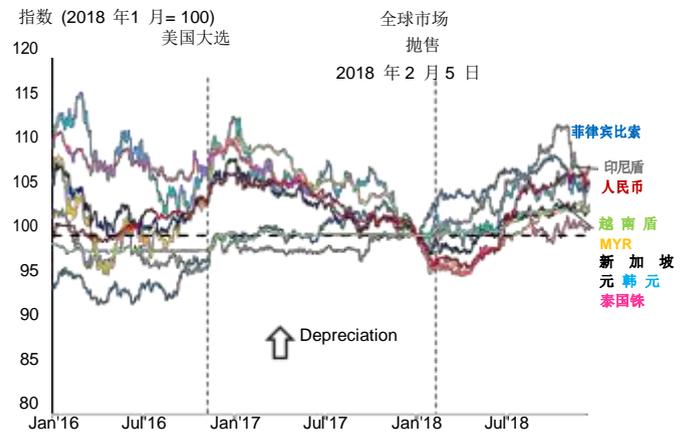
资料来源：CEIC；统计办公室；AMRO 计算。

经常账户、资本账户和金融账户盈余继续支撑总体收支平衡。



资料来源：CEIC；越南国家银行；AMRO 计算。

越南盾与其他区域货币相对于美元贬值。



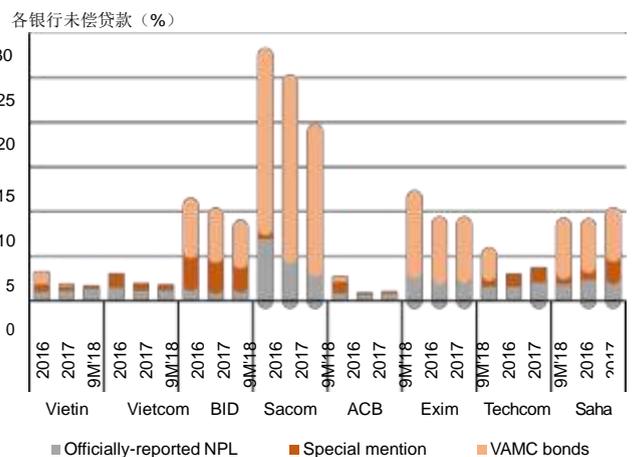
资料来源：Haver Analytics；AMRO 计算。

公共债务依然可控。



资料来源：CEIC；财政部；AMRO 计算。

银行在解决不良贷款方面取得进展。



资料来源：上市银行财务报告；AMRO 计算。
注：BID 指越南投资开发银行；ACB 指亚洲商业银行；前三家银行是 SOCBs，其他的是国内私人银行（也可称为股份制银行）

越南：主要经济指标表

	2015	2016	2017	2018
国民收入和价格	(百分比变化)			
实际GDP	6.7	6.2	6.8	7.1
消费者物价指数 (平均值)	0.6	2.7	3.5	3.5
国际收支	(美元十亿, 除非另作说明)			
经常账户余额	0.9	8.2	6.1	10.3
(占GDP的百分比)	0.5	4.0	2.7	4.2
贸易余额	7.4	14.0	11.5	9.1
服务余额	-4.3	-5.4	-3.9	-3.9
主要收入	-9.9	-8.4	-9.9	-9.5
次级收入	7.7	8.0	8.4	8.5
金融和资本账户余额	1.6	11.0	20.2	3.6
(占GDP的百分比)	0.8	5.4	9.0	1.5
直接投资, 净值	10.7	11.6	13.6	18.0
组合投资, 净值	-0.1	0.2	1.9	1.0
其他投资, 净值	-9.1	-0.9	4.8	-15.4
错误与遗漏净值	-8.5	-10.8	-13.8	-8.1
总体余额	-6.0	8.4	12.5	5.8
国际储备总额	28.3	36.5	49.1	54.9
对商品与服务进口的覆盖月数	2.0	2.4	2.7	2.6
对短期债务的覆盖率	1.9	2.1	2.6	2.4
	(百分比%)			
外债偿还/商品和服务出口	3.8	3.3	4.0	3.0
外债总额/GDP	42.0	44.8	48.9	49.0
短期/外债总额	13.0	13.9	13.0	13.4
财政部门 (一般性政府)	(占GDP的百分比%)			
收入和补贴	23.8	24.5	25.7	25.7
支出	28.5	28.7	29.2	29.2
净借/贷余额	-4.7	-4.3	-3.5	-3.5
公共债务	61.0	63.7	61.4	61.4
货币金融部门	(百分比变化)			
私营部门债券	18.8	18.8	17.4	13.8
广义货币	14.9	17.9	14.3	14.0
其他项目:				
汇率 (越南盾/美元) 平均值	21,698.0	21,932.4	22,369.7	22,602.0
名义GDP (十亿美元)	193.4	205.3	223.8	244.9
名义GDP (万亿越南盾)	4,192.9	4,502.7	5,007.9	5,535.3

资料来源：越南政府部门；CEIC；AMRO 估算。

注：2018 年数据为估算数据。2018 年的直接投资和其他投资数据反映了 Sabeco 的交易。



东盟与中日韩宏观经济研究办公室
ASEAN+3 Macroeconomic Research Office

10 Shenton Way,
#15-08 MAS Building
Singapore 079117

☎ +65 6323 9844

📠 +65 6223 8187

✉ enquiry@amro-asia.or

🌐 www.amro-asia.org