

## AMRO 2017 年度东亚经济展望报告 (ASEAN+3 Regional Economic Outlook 2017) 摘要

### 一、宏观经济展望与挑战

2016 年，东亚（东盟十国、中国（含香港）、日本、韩国）经济体较好地经受住了外部冲击，但当前全球政策不确定性已明显上升，尤其是贸易保护主义抬头，全球贸易前景不容乐观。同时，全球金融市场持续动荡，对地区新兴市场有负面溢出效应。

- 虽然全球各主要经济体的增长势头逐步改善，但是政策不确定性将影响到经济复苏进程。在美国，特朗普政府采取的严厉贸易政策和移民政策可能会对经济带来负面影响，但其促增长的政策也给经济提供了一些上升的空间。在欧元区和英国，增长势头强于预期，但考虑到欧元区主要经济体选举结果的不确定性和英国脱欧谈判的影响，我们对欧元区的经济增长前景持谨慎态度。

- 全球政策不确定性可能会通过贸易和金融渠道对东亚经济产生影响。在贸易方面，虽然全球贸易量和商品价格回升，但东亚（尤其是对美国有大量贸易顺差的经济体）贸易前景受到特朗普政府贸易保护主义的威胁。在金融市场方面，美联储加息导致全球金融环境逐步紧缩，同时金融环境受到政策不确定性的威胁，进而加大金融市场波动性及资金从新兴市场流出的风险。

- 我们预计中国与日本经济在 2017 年保持平稳增长，这是东亚经济稳定增长的基石，但另一方面美国贸易保护主义是东亚经济增长的一个潜在下行风险。我们预计东亚整体经济增速在 2017-2018 年别为 5.2%、5.1%。

- 中国正在进行经济结构调整，短期内经济增长有企稳迹象。最近生产者价格指数大幅上涨。中国经济稳步增长有助于东亚地区增加出口。展望未来，中国面临的主要挑战包括国有企业（SOE）改革、去产能、遏制企业债务增长和金融市场风险。

- 由于宏观政策的支持和外部需求的改善，我们预计 2017 年日本经济将保持较强增长，高于潜在增长率。由于美国与日本货币政策差异化导致美元国债相对日元国债收益率上升，加上其它结构性因素，日本对东亚净证券组合投资流入有望持续。

- 通过全球矢量自回归（GVAR）模型，AMRO 实证研究比较了来自美国、中国和日本对区域内各经济体的影响。研究表明，相比于日本，美国和中国实体经济变化将对此区域产生更大的冲击；而相对于美国，来自中国实体经济变化

带来的冲击将持续更长时间。来自美国、中国和日本企业部门的压力是这些冲击传导的重要渠道。

由于贸易前景不明朗，区域经济增长的动力将主要来自内需以及货币和财政政策支持。区域内各经济体外汇储备充足。与2016年相比，多数经济体在货币和财政政策方面的运用空间缩小。

- 基于衡量外汇储备是否充足的传统指标（包括进口和短期外债覆盖率），区域外汇储备充足。即使这样，由于存在潜在的资本外流风险，区域各经济体应继续保持充足的外汇储备。在“风险厌恶”的情况下，外资突然从本地区撤离将会对汇率和外汇储备带来压力。对此，灵活汇率机制与政策干预可以缓解汇率和外汇储备调整的速度，以较好应对外部冲击风险。

- 在货币政策方面，与2016年相比，通货膨胀率上升，与此同时，全球流动性趋紧，这减少了域内经济体通过放松货币政策支持经济增长的空间。一些经济体因为信贷增长过快和外债高企面临金融脆弱性风险，难以兼顾以宽松货币政策支持增长与维护金融稳定。

- 尽管财政政策空间普遍缩小，且一些经济体受到财政规则制约，但财政政策在抵消经济下行风险、支持经济发展方面还是能发挥较大作用。对于那些公共债务水平较低、且对外防范风险能力较强的经济体，可考虑维持适度扩张的财政政策。对于那些处于经常账户赤字和财政赤字（“双赤字”）状态且依靠外部融资的经济体，如果其维持扩张的财政政策，将面临着更为紧张的融资环境。

- 在当前不确定的全球环境下，政策制定者需要在增长和稳定之间寻找平衡，审慎的做法是优先考虑金融稳定。考虑到货币政策的局限性，政策制定者可以考虑调整宏观审慎政策来维护金融稳定和支持经济增长。鉴于短期需求侧管理政策的局限性，政策制定者需加速结构改革进程。

## 二、亚洲金融危机20年后的东盟和中日韩区域

2017年是亚洲金融危机爆发二十周年。亚洲金融危机作为一个标志性事件，形成了东盟和中日韩经济发展和一体化的基础并推动了这一进程的发展，也深刻地影响了政策制定者对危机管理和解决的看法。尤其是，亚洲金融危机凸显了区域在危机管理和解决方面加强财金合作的迫切性，进而推动在东盟和中日韩的财金合作框架下发起“清迈倡议”，并进一步演进为“清迈倡议多边

化（CMIM）”，创建了东盟与中日韩宏观经济研究办公室（AMRO）作为独立的宏观经济监测组织来支持 CMIM 的实施。

- 亚洲金融危机后的第一个十年（1997-2006）是一个经济整顿期，区域经济在危机中受到严重的负面冲击，危机后重建了经济发展的基础。域内经济体在汇率制度、企业和金融部门改革、财政整顿和审慎监管改革等方面进行了痛苦的调整。通过一系列改革调整，受危机影响的经济体重建了经济复苏的基础并在出口带动下开始经济复苏进程。

- 在亚洲金融危机后第二个十年（2007-2016），尽管全球金融危机爆发减少了外部需求尤其是来自美国和欧洲的需求，但东盟和中日韩地区特别是东盟新兴经济体继续开放贸易、投资和资本流动，并从区域一体化及中国对地区增加的贸易与投资中获益。由于日本继续发挥了作为东盟和中日韩区域的主要贷款人和投资者的角色，区域金融资金流有所增加。

- 在美国和欧元区大规模货币政策刺激的背景下，流入区域的资金增加，这有利于东盟和中日韩区域从出口导向增长向国内需求导向增长的转型。然而，大量持续的资金流入也增加了资金接受国金融系统的脆弱性，放大了金融市场波动，使得货币政策管理更加复杂。为在管理金融稳定风险的同时从资本流入中获益，东盟和中日韩的政策制定者积极采取了宏观审慎措施。

- 在当前充满不确定性的全球环境下，亚洲金融危机为政策制定者提供了宝贵的经验教训。首先，政策制定者应把政策重点放在金融市场和资本外流引起的风险方面。其次，亚洲金融危机凸显了各经济体间金融风险的快速传播和相互影响。第三，亚洲金融危机的经验教训强调必须在国内建立一个更灵活和更积极响应的政策框架；同时，也必须在区域内展开更深化的财金合作来共同应对外部冲击。

- 当前全球政策存在不确定性，包括一些非经济事件的不确定性，这就要求政策制定者保持政策纪律，并灵活应对快速变化的全球环境。同时，这也要求不同政策制定者之间更好地协调，确保政策意图能够很好地为市场所理解。除了这些短期挑战，东盟和中日韩区域也面临着长期结构性挑战，区域内经济增长的瓶颈，不仅存在于基础设施建设方面，而且人力资本问题在经济放缓的环境下也更加突出。因此，加快结构性改革来提高效率显得尤为迫切。

- 在当前全球环境中，诸如 CMIM 这样能够提高防范外部冲击能力并缓解危机蔓延的区域金融安全网和全球金融安全网显得更为重要。各经济体对继续加强区域财金合作的承诺，将有助于稳定市场预期，为地区持续增长和发展提供坚实的政策基础。