

2017 东亚区域经济展望报告

亚洲金融危机20年回顾

东盟与中日韩宏观经济研究办公室 (AMRO) 著

**ASEAN+3
REGIONAL ECONOMIC OUTLOOK 2017**

ASEAN+3 Region:
20 Years after the Asian Financial Crisis

East Asia

中国财经出版传媒集团

 经济科学出版社
Economic Science Press

2017 东亚区域经济展望报告

亚洲金融危机20年回顾

东盟与中日韩宏观经济研究办公室 (AMRO) 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图字：01-2017-8117

图书在版编目(CIP)数据

2017东亚区域经济展望报告：亚洲金融危机20年回顾/
东盟与中日韩宏观经济研究办公室著. 北京：经济科学出版社，
2017.12

ISBN 978-7-5141-8762-5

I. ①2… II. ①东… III. ①区域经济-研究报告-
东亚-2017②金融危机-研究-亚洲 IV. ①F131②F833.15

中国版本图书馆CIP数据核字(2017)第294215号

责任编辑：孙怡虹 杨 洋

责任校对：刘 昕

责任印制：王世伟

2017东亚区域经济展望报告

亚洲金融危机20年回顾

东盟与中日韩宏观经济研究办公室 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲28号 邮编：100142

总编部电话：010-88191217 发行部电话：010-88191522

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

天猫网店：经济科学出版社旗舰店

网址：<http://jjkxcbs.tmall.com>

北京中科印刷有限公司印装

890×1240 16开 10.25印张 245000字

2017年12月第1版 2017年12月第1次印刷

ISBN 978-7-5141-8762-5 定价：78.00元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：010-88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话：010-88191586)

电子邮箱：dbts@esp.com.cn)

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认为是对 AMRO 特有的权利和豁免权的限制或放弃。

除另有说明，本报告数据截至 2017 年 3 月 31 日。

© 2017 ASEAN+3 Macroeconomic Research Office

致谢

《2017 东亚区域经济展望报告》中所提供的评估是 AMRO 对东盟与中日韩地区（以下简称“本地区”或“该地区”），包括中国（含中国香港地区）、日本、韩国以及东盟——印度尼西亚、马来西亚、新加坡、泰国、菲律宾、文莱、老挝、柬埔寨、缅甸和越南经济发展和风险进行持续监测的一部分。报告主要是对近期本地区经济发展和前景、本地区经济与全球经济的关系以及金融市场之间的内在联系进行全面评估。这些工作主要通过 AMRO 监测部门的分析以及对各成员经济体的磋商来完成。

本报告是在 AMRO 主任常军红博士和首席经济学家 Hoe Ee Khor 博士的指导下，由 AMRO 地区和金融监测小组在 Chuin Hwei Ng 女士带领下起草的。

“东亚区域宏观经济展望与挑战”的主笔是 Anthony CK Tan 先生，Siti Athirah Ali 女士和 Edmond CY Choo 先生参与了本部分的撰写。该团队与日本成蹊大学 Tomoo Inoue 教授合作，并在 Chaipat Poonpatpibul 博士的建议下，利用全球向量自回归模型（GVAR，Global Vector Autoregressive）分析了溢出效应。

“亚洲金融危机 20 年回顾”是本报告的专题研究。在亚洲金融危机发生 20 年后，我们对本地区经济体的经济结构和宏观政策框架的发展进行了详细探讨。这部分的研究是在 Chuin Hwei Ng 女士带领下，由 Jinho Choi 博士、Edmond CY Choo 先生以及 Vanne Khut 女士共同完成的。

本报告也得益于 AMRO 监测部门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、Abdurohman 博士、Paolo Hernando 先生、黄贤国博士、Pum Huot 博士、Akhis R. Hutabarat 博士、Yoichi Kadogawa 先生、Hyunjung Joseph Kim 博士、李文龙博士、刘心一博士、Ruperto PagauraMajuca 博士、Thi Kim Cuc Nguyen 博士、唐新科先生、Enrico Tanuwidjaja 先生、Jade Vichyanond 博士、Wanwisa Vorrarikulkij 女士，以及 AMRO 的其他同事。

该报告还受益于 Bandid Nijathaworn 博士为组长的 AMRO 顾问组以及受邀参加报告研讨会的与会者的建议。本报告作者还对出席 2017 年 3 月 1 日在马尼拉举行的 AMRO-IMF 研讨会的与会者提供的富有洞见的评论与反馈表示感谢。毋庸置疑，本报告中所表达的观点仅为 AMRO 工作人员的观点，并不涉及各 AMRO 成员经济体。

本报告中文版翻译工作由中国人民大学国际货币研究所副所长涂永红教授组织完成，参与翻译工作的主要人员是中国人民大学国际货币研究所学术委员（原国家外汇管理局副局长）魏本华先生、中央财经大学统计学院苏治教授以及中国人民大学财政金融学院白宗宸、李胜男、周梓楠、刁璐、胡鑫、原鹏。

前言

很高兴由我来介绍AMRO旗舰报告的创刊号《2017东亚区域经济展望报告》(简称AREO),这是AMRO地区监测工作的年度出版物,涵盖了本地区经济展望和当前的热点专题。该报告的出版是AMRO于2016年2月升级为国际组织以来一个里程碑意义的事件。AMRO的使命是通过开展本地区经济监测和实施“清迈倡议多边化(CMIM)协议”,为本地区宏观经济和金融稳定做出贡献。

进入2017年,东亚地区经济表现出惊人的韧性。在第一部分“东亚区域宏观经济展望与挑战”中,我们指出,2016年本地区经济整体增长了5.3%。如果排除尾部风险,在通货膨胀(以下简称“通胀”)可控的情况下,我们预计2017年的经济增长率为5.2%。本地区两个最大的经济体——中国和日本的经济增长放缓并保持稳定。相对于其他新兴市场,韩国和东盟地区新兴市场经济体较好地应对了全球金融市场的波动。同时,东盟地区的发展中经济体增长依然强劲,逐步在缩小与本地区新兴市场经济体之间的差距。

与此同时,本地区乃至全球都面临着严重的政策不确定性风险。美国贸易保护主义抬头的威胁将持续地对本地区的出口造成影响。收紧的全球金融环境压缩了货币政策的操作空间,尽管财政政策可以发挥较大作用,但这也具体取决于每个经济体的财政空间。如今,经济增长与金融稳定之间的平衡已经变得更加微妙。我们认为,在这样一个不确定的全球环境中,政策制定者的明智之

举是将金融稳定放在首位。政策制定者应继续使用包括宏观审慎政策在内的一整套政策工具，并推进结构性改革。

《2017 东亚区域经济展望报告》的第二部分是一个专题研究。在本期创刊号中，我们选择了“亚洲金融危机 20 年回顾”这样一个题目。亚洲金融危机是一个标志性事件，它突显了在危机管理和处置中对区域金融合作的迫切需求，为此本地区在 2000 年建立了“清迈倡议”，随后发展为“清迈倡议多边化协议”，并创立了 AMRO 开展宏观经济监测，以支持这一进程。

虽然研究这个专题的角度很多，但我们的报告更关注本地区的政策制定者是如何在亚洲金融危机之后重建经济增长的缓冲机制和政策基础。也正是这些努力措施使他们成功度过了之后发生的全球金融危机。这些措施包括制定更稳健的货币政策框架来抵御外部冲击；进行金融、财政和结构性改革；采取恰当的宏观审慎措施以增强金融市场的韧性。这些更加积极的政策框架使得本地区得以保持对资本流入的开放（全球金融危机爆发后本地区的资本流入激增），并从依赖外需转向内需。由于本地区保持了对贸易和资本流动的开放，使我们能够从不断增长的区域贸易和投资一体化浪潮中获益。由于清醒地认识到资本流动波动性的加剧和不稳定的影响，东盟与中日韩成员们共同建立了一个地区安全网并通过加强宏观经济监测来对此进行支持。这一地区安全网与各成员加强其国内政策框架及提高风险缓冲能力的努力一起，将提高成员们应对冲击的韧性，并使其保持相对强劲的经济增长。

Hoe Ee Khor
AMRO 首席经济学家

东亚区域宏观经济展望与挑战

尽管东亚地区经济在2016年经受住了外部冲击，但全球政策的不确定性显著上升，特别是随着贸易保护主义情绪的高涨，全球贸易前景不容乐观。全球金融市场仍旧动荡，并对本地区新兴市场经济体产生溢出效应。

全球主要经济体的潜在增长势头正在逐步改善，但经济复苏很容易受到政策不确定性的影响。美国方面，更严格的贸易和移民政策可能会抑制经济增长，但特朗普政府促进经济增长的议程也给美国经济带来了上升潜力。欧盟方面，欧元区和英国的增长势头强于预期，但在欧元区主要国家的选举以及英国脱欧谈判之前，笔者对其经济前景持谨慎态度。

全球政策不确定性对本地区的溢出效应通过贸易和金融渠道共同发挥作用。贸易方面，全球贸易复苏和大宗商品价格回升的迹象令人鼓舞，但这些复苏正受到来自特朗普政府贸易保护主义倾向的威胁。特别是对于那些与美国有着大量双边贸易顺差的本地区经济体，更容易受到贸易保护主义的威胁。金融市场方面，全球金融环境正在收紧，美联储正在逐步加息，政策不确定性可能会加剧金融市场波动，这也使得新兴市场面临着资本外流风险。

预计2017年中国和日本将保持稳定的经济增长，但美国贸易保护主义的抬

头将带来下行风险。中日两国的经济增长将很大程度上决定本地区的整体经济增长，预计2017年和2018年，本地区增长率将略放缓至5.2%和5.1%左右。

中国的生产者价格最近大幅上涨，从短期看，中国经济在目前推进的结构性调整中呈现稳定增长的迹象。中国经济的稳定增长将继续锚定本地区的经济增长，中国也已成为本地区其他经济体的重要出口市场。展望未来，中国经济面临的主要任务包括加快国有企业改革步伐、持续削减过剩产能、控制企业债务及遏制金融稳定风险。

预计日本经济在2017年将保持强劲增长，高于潜在增长率。这得益于其宏观经济政策和外部需求的支撑。随着美国国债收益率相对于日本国债收益率的上升以及其他结构性因素，日本向本地区的投资预计将持续增长。

AMRO通过全球向量自回归模型(GVAR)的实证研究比较了来自美国、中国和日本溢出效应的影响。研究表明，来自美国和中国的实体经济冲击比来自日本的冲击对本地区出口有更加显著的影响，且来自中国的影响比美国的更持久。源自美国、中国和日本的企业压力也对本地区新兴市场中企业部门和金融市场产生压力。

在贸易前景不明朗的情况下，本地区的经济增长将继续主要由国内需求拉动，货币政策和财政政策也将支持经济增长。本地区各经济体的外汇储备缓冲仍然比较充足。然而，与2016年相比，使用货币政策和财政政策的空间普遍收窄。

当前，以传统进口和短期外债覆盖率等常规指标来衡量，本地区外汇储备缓冲能力较强，但当局应继续保持较强的缓冲能力，因为如果外国投资者突然抛售其持有的本币资产以及由于“风险规避”导致资本外流，都将可能给汇率和外汇储备带来更多压力。此外，提高汇率灵活性并配合审慎干预放缓调整的速度，也是应对外部冲击风险的合理对策。

在货币政策方面，与2016年相比，2017年在通胀上升和全球货币紧缩的环境下，本地区经济体通过继续放松货币政策以支持经济增长的空间将收窄。那些由于高信贷增长或外债较高而累积了大量金融脆弱性的经济体，将在保持宽松的货币政策以支持经济增长和维护金融稳定之间进行艰难的权衡取舍。

在此情况下，财政政策应发挥更大的作用，以减轻实体经济面临的下行风

险。但财政政策的空间也已普遍缩小，而且对于某些经济体来说，财政政策还受到财政法规的限制。那些公共债务较低、外部状况良好的本地区经济体可以考虑保持适度的财政扩张。而那些经常账户和财政收支都依赖于外部融资（“双赤字”）的经济体在实施扩张性的财政政策时将面临更多的约束。

在当前不确定的全球环境中寻求增长与稳定之间的平衡，政策制定者的明智之举是将金融稳定放在首位。在货币政策受到限制的情况下，本地区的政策制定者可能会考虑重新调整其宏观审慎政策措施，以维护金融稳定和促进经济增长。当前调控需求层面的政策空间有限，政策制定者应重点加快结构性改革。

专题报告：亚洲金融危机20年回顾

2017年距亚洲金融危机爆发已经过去整整20年。作为本地区经济发展历史上的标志性事件，它深深影响了之后区域经济增长及一体化的基础和进程，同时也深远地影响了政策制定者们对危机管理和处置方案的看法。更重要的是，亚洲金融危机突显了在危机管理和处置上区域金融合作的迫切性和必要性。为此，在东盟与中日韩财长会议上诞生了“清迈倡议”，随后又扩展为“清迈倡议多边化协议”，以及成立了独立的宏观经济监测机构——东盟与中日韩宏观经济研究办公室（AMRO），为清迈倡议多边化提供支持。

亚洲金融危机后的第一个十年（1997~2006年），东亚经历了剧烈负面冲击之后的经济调整，同时也为经济增长重新奠定基本面。这一时期的复苏之路是各国对汇率制度、企业和金融部门进行改革、整顿财政以及改革审慎监管，实施了根本性和痛苦的政策调整。得益于这些政策调整，加之出口复苏，东亚经济得以恢复并重构了增长的基础。

亚洲金融危机后东盟及中日韩地区对贸易、外国直接投资和资本流动保持开放政策，使得本地区尤其是东盟发展中经济体可以在全球金融危机爆发后的十年里受益于区域经济一体化增长，也受益于来自中国的区域贸易和跨国直接投资。即便来自美国和欧元区等发达经济体的外部需求突然停止增长，东亚国家仍然继续受益于经济一体化和中国经济的增长。区域内跨国融资流动也有所增加，日本继续在本地区充当主要贷款人和投资者的角色。

在美国和欧元区实施大规模货币政策刺激的背景下，区域间的融资流动有所增加。这有利于本地区从出口导向到内需拉动的再平衡进程。然而，大规模的持续的资本流入，增加了资本流入国的金融脆弱性，加剧了金融市场的波动，增加了货币政策管理的复杂程度。为了管控金融稳定风险，同时又能从资本流入中获益，本地区的政策制定者运用了宏观审慎措施，这在全球范围内是最为积极的。

在当前不确定的全球环境中，亚洲金融危机继续为政策制定者提供着宝贵的经验。首先，亚洲金融危机提醒本地区经济体将政策重点放在金融市场和资本外流所带来的风险上。其次，亚洲金融危机凸显了危机在经济体之间传染的速度和影响。最后，亚洲金融危机还强调了在各国国内建立更加灵活和积极的政策框架，以及在地区间加强金融合作以应对外部冲击的必要性。

当前的全球政策不确定性（包括非经济事件的不确定性）要求政策制定者保持现有政策纪律，并灵活应对迅速变化的国际环境，协调各政府机构，并确保政策意图良好地传达到市场。除了这些短期挑战之外，本地区还面临着被视为增长“瓶颈”的结构性挑战。它不仅体现在基础设施方面，而且体现在人力资本方面。这些挑战在经济增长放缓的情况下愈加突出。因此，加快结构性改革以提高效率显得更加紧迫。

在当前全球环境下，全球和地区金融安全网（如“清迈倡议多边化协议”）在增加经济缓冲以应对外部冲击和风险传染方面发挥的作用愈加重要。政策制定者对区域金融合作的承诺将有助于稳定市场预期，为本地区的持续增长和发展提供坚实的政策基础。

缩略语表

ADB	亚洲开发银行	LCY	本国货币
AEs	发达经济体	MAS	新加坡金融管理局
AFC	亚洲金融危机	NAFTA	北美自由贸易协定
BIS	国际清算银行	NEER	名义有效汇率
BOJ	日本银行	NFC	非金融企业
BOT	泰国银行	REER	实际有效汇率
CPI	消费者物价指数	ODA	官方开发援助
DBU	本地货币单位(新加坡)	OECD	经济合作与发展组织
DXY	美元指数	OPEC	石油输出国组织
EMs	新兴市场	OTC	场外交易
EIA	美国能源信息署	PBC	中国人民银行
ECB	欧洲中央银行	PCE	个人消费开支
EDF	预期违约频率	PMI	采购经理指数
EPFR	新兴市场投资基金研究公司	RBA	澳大利亚储备银行
FCY	外币	SGP	稳定与增长公约
FDI	外国直接投资	SITC	国际贸易标准分类
Fed	美联储	SOEs	国有企业
FOMC	联邦公开市场委员会	UMP	非常规货币政策
FX	外汇	UNCTAD	联合国贸易与发展会议
G3	美国、欧元区和日本	VAT	增值税
GDP	国内生产总值	WEO	国际货币基金组织的《世界经济展望》
GFC	全球金融危机	WTO	世界贸易组织
GFCF	固定资本形成总额		
GNI	国民总收入		
GST	商品及服务税	3MMA	3个月移动平均值
GVC	全球价值链	4wma	4周移动平均值
HH	家庭	bps	基点
HICP	消费价格调和指数	EBITDA	息税折旧摊销前利润
ICR	利息备付率	FY	财年
IEA	国际能源署	mom	月度环比增长
IIF	国际金融协会	PPP	购买力平价
ILO	国际劳工组织	qoq	季度环比增长
IMF	国际货币基金组织	SA	季节性调整

s.w.d.a.	季节性和工作日调整	BR	巴西
SAAR	季节性调整年化率	DE	德国
yoy	年同比	EE	爱沙尼亚
YtD	年初至今	ES	西班牙
		EU	欧盟
ASEAN	东南亚国家联盟	FI	芬兰
ASEAN(ex-SG)	东盟(不包括新加坡)	FR	法国
ASEAN+2	东盟与中国(包括中国香港地区)、韩国	IT	意大利
ASEAN+3	东盟与中国(包括中国香港地区)、日本、韩国	MX	墨西哥
ASEAN-4	东盟四国(马来西亚、泰国、印度尼西亚、菲律宾)	NL	荷兰
ASEAN-5	东盟五国(马来西亚、泰国、印度尼西亚、菲律宾、越南)	PT	葡萄牙
ASEAN-6	东盟六国(马来西亚、泰国、印度尼西亚、菲律宾、越南、新加坡)	RU	俄罗斯
		SK	斯洛伐克
BCLM	文莱、柬埔寨、老挝、缅甸	SP	西班牙
BRICS / LatAM	金砖国家/拉丁美洲	TR	土耳其
CLMV	柬埔寨、老挝、缅甸、越南	U.K.	英国
Plus-3	+3(中国、日本、韩国)	U.S.	美国
BN	文莱达鲁萨兰国	ZA	南非
CN	中国		
HK	中国香港	AUD	澳元
ID	印度尼西亚	BND	文莱元
JP	日本	BRL	巴西雷亚尔
KH	柬埔寨	CHF	瑞士法郎
KR	韩国	EUR	欧元
LA, Lao PDR	老挝人民民主共和国	GBP	英镑
MM	缅甸	HKD	港元
MY	马来西亚	IDR	印度尼西亚盾
PH	菲律宾	JPY	日元
SG	新加坡	KHR	柬埔寨瑞尔
TH	泰国	KRW	韩元
VN	越南	MXN	墨西哥比索
		MYR	马来西亚林吉特
AT	奥地利	PHP	菲律宾比索
CY	塞浦路斯	RMB	人民币
BE	比利时	RUB	俄罗斯卢布
		SGD	新加坡元
		THB	泰铢
		TRY	土耳其里拉
		USD	美元
		VND	越南盾
		ZAR	南非兰特

致谢 / 1

前言 / 3

报告重点 / 5

缩略语表 / 9

东亚区域宏观经济展望与挑战 / 1

一、全球背景及溢出效应对区域经济的影响 / 3

二、区域经济展望与挑战 / 27

三、政策讨论 / 44

四、附录：主要宏观经济指标（预测数据为2017年3月估算）/ 48

专题报告：亚洲金融危机20年回顾 / 51

一、1997~2006年：重塑基础 / 53

二、2007~2016年：再平衡与利用区域一体化 / 63

三、2017年：在全球化经济中重建与增长 / 77

附录1 基于全球向量自回归（GVAR）模型的溢出效应研究 / 81

1.0 引言和文献回顾 / 83

2.0 模型估计与检验 / 85

附录2 近期东亚经济形势 / 91

文莱 / 93

柬埔寨 / 97

中国 / 101

中国香港 / 105

印度尼西亚 / 109

日本 / 113

韩国 / 116

老挝 / 120

马来西亚 / 123

缅甸 / 126

菲律宾 / 130

新加坡 / 134

泰国 / 138

越南 / 142

参考文献 / 146

2017 东亚区域经济展望报告

亚洲金融危机20年回顾

ASEAN+3 REGIONAL ECONOMIC OUTLOOK 2017

ASEAN+3 Region:

20 Years after the Asian Financial Crisis

东亚区域宏观经济展望与挑战

2017

