



亚洲及太平洋经济社会委员会 宏观经济政策、减贫和包容性发展委员会

第二届会议

2011年12月7-9日，曼谷

临时议程项目4

亚太各经济体为继续保持活力而 需应对的政策性挑战

亚太各经济体为继续保持活力而需应对的政策性挑战： 增长前景、新出现的各种阻力、以及包容性可持续发展的 政策议程

秘书处的说明

内容提要

亚太区域正面临全球环境急剧恶化的挑战。亚太经社会过去已警告说，世界发达国家经济体仍然陷于2008年爆发的经济危机的泥淖之中。危机现阶段对亚太国家的影响是为规避风险而出现的资本外流对金融市场的影响，以及更重要的是由于出口需求不断减少而对增长产生的影响。

亚太区域许多经济体目前仍在继续全力应对通货膨胀的挑战——通货膨胀在很大程度上是受到诸如全球粮食和石油价格上涨、以及全球资金流动推动大量外国资本流入等各种因素的影响。亚太区域许多国家现正面临着如何在全球经济环境日益恶化的情况下维持价格稳定的棘手问题。

亚太各国决策者应保持警惕，监测发达世界各种问题蔓延的事态发展。任何全球性信贷紧缩无疑都将对亚太区域金融市场产生影响，2008年的情况就是如此。人们日益承认，必须加强资本控制来应对这种危机。不过，由于亚太区域有着强有力的宏观经济基础，能够采取短期刺激措施，因而其局势相对有利。亚太区域面临的中期挑战是，实施推动国内和区域需求的包容性政策，以继续恢复增长平衡，从而维持其发展势头。

委员会各成员不妨相互交流经验；委员会不妨审议本文件中所分析的各种问题，并就今后的包容性可持续发展区域政策议程提供指导意见。

* 本文件之所以未能按时提交，是由于提交截止日期之前未能获得相关的国家数据。

目 录

章 节	页 次
一、亚太区域的前景和新出现的各种阻力.....	3
A. 应对不断恶化的全球环境.....	3
B. 发达经济体危机的第二阶段.....	4
C. 亚太区域各国受发达世界增长放缓的影响程度各不相同.....	6
D. 来自国外的持续通货膨胀压力.....	9
E. 金融市场的动荡加剧.....	12
二、政策挑战和选项.....	16
A. 在增长与通货膨胀之间寻找平衡点.....	16
B. 应对资本流动.....	19
C. 在外部压力下恢复平衡.....	19
列表:	
1. 某些亚太发展中经济体的财政收支情况.....	16
图示:	
1. 2008-2011 年各主要发达经济体每年每季度实际国内生产总值增长情况.....	5
2. 某些亚太经社会发展经济体实际国内总产值逐年增长情况， 2008-2011 年.....	7
3. 某些亚太经社会发展经济体出口的逐年增长情况，2008-2011 年.....	8
4. 某些亚太经社会发展经济体消费价格逐年通货膨胀情况， 2008-2011 年.....	10
5. 油价、粮农组织粮价指数、以及某些食品价格（指数 1998-2000 年 = 100），2007-2011 年.....	11
6. 亚洲主要发展中经济体的政策利率，2008 年至 2011 年 8 月.....	12
7. 亚洲各主要发展中经济体证券市场的表现，2009 年至 2011 年 8 月.....	13
8. 主要发展中经济体汇率变动情况，2009 年至 2011 年.....	14
9. 以外汇储备所占百分比表示的某些发展中经济体的脆弱程度.....	15
10. 以所占国内总产值百分比表示的某些亚太发展中经济体的公共债务 总额，2010 年.....	17

一、亚太区域的前景和新出现的各种阻力

A. 应对不断恶化的全球环境

1. 亚太区域正面临应对急剧恶化的全球环境的挑战。亚太经社会已警告说，¹ 世界各发达经济体目前仍然陷于 2008 年爆发的经济危机的泥淖之中。2008 年末的危机主要影响到金融部门，在危机发生后最初几个月里，亚太区域显示了令人高兴的韧性；但时至 2009 年，危机蔓延到了实体经济，从而使发达经济体的需求急剧减少，给亚太区域带来很大冲击。自 2010 年以来，亚太区域通过出口复苏表现出强大力量，此种复苏是由于发达经济体采取了财政刺激政策促进出口需求增加，以及亚太区域各国之间的贸易扩大，并因为一些亚洲经济体的国内需求强劲。然而，现在有迹象表明，今后几个月里亚太区域很可能不得不面对更加困难的全球环境。

2. 2011 年初，很多人过早地对前景表示乐观，但现在越来越清楚，发达经济体的复苏停止了，这是危机第二阶段的开始。美国和欧洲发达经济体必须在增长面临困境的情况下解决其公共债务问题，这不同于从金融部门开始的危机的第一阶段。增长停顿甚至很可能使一些经济体的衰退出现二次探底，并很可能对亚太区域产生不利影响。危机本阶段对亚太国家的影响将是，风险规避的加强和风险溢价的提高可能会通过风险较大的公司的资本成本提高形式蔓延到实体经济，从而对金融市场造成影响。更重要的是，发达经济体增长放缓，将减少对亚太区域的出口需求，从而对亚洲及太平洋区域造成直接影响。

3. 亚太区域许多经济体目前仍在继续全力应对通货膨胀挑战。各国持续存在的通货膨胀在很大程度上是受各种全球因素的影响，尤其是粮食和石油价格上涨以及外国资本流入。此外，其国内需求占很大份额的一些国家由于各种当地因素，通货膨胀也有所加剧。为了控制这些因素对核心通货膨胀的影响，2011 年各国当局采取了大量的货币政策紧缩措施。除了因全球增长减缓而使全球商品价格降低外，许多情况下紧缩措施还使通货膨胀的步伐放慢了一些。然而，由于通货膨胀率仍然相对较高，各国面临在不断恶化的全球环境使增长放慢的情况下维持价格稳定的棘手问题。

4. 发达经济体为支持增长而可能采取的措施将使亚太区域面临更多挑战。由于美国国内存在着不同的观点、以及欧元区出现了主权债务危机，许多发达经济体政府采取更多财政刺激措施的空间有限，因此各国政府很可能把宽松的货币政策作为刺激增长的主要工具。在美国，有可能在某个时候实行第三轮量化宽松政策；在欧元区，只要目前较低的通货膨胀压力不增加，低利率就会维持下去。更多流动资金注入金融市场以及亚太区域利率与发达世界的差距，将会使亚太区域的资产市场和货币继续吸引外国投资者。因此仍然存在着通过这种渠道形成资产市场泡沫、汇率升值和通货膨胀压力增加的风险。另一方

¹ 《2011 年亚洲及太平洋经济和社会概览》（联合国出版物，出售品编号 E.11.II.F.2）。

面，影响全球金融稳定的各种不确定因素导致的全球风险规避引起大量资本外流，致使目前的资本市场和汇率很不稳定。今后还存在着意外的全球经济事件造成资本回流的风险。这样的事件可能是欧元区经济体主权债务违约，这可能使人们担心发达经济体各银行将遭受重创，从而导致信贷紧缩、避险、以及从亚太市场抽回资金。除了资本流入外，亚太区域出现通货膨胀压力的另一个原因是商品价格上涨，看来全球流动资金的注入支持了这种趋势。整个亚太区域出现通货膨胀压力的一个主要原因是粮食和石油价格急剧上涨。亚太经社会过去就已特别指出，² 自危机爆发以来致使物价上涨的一个驱动力量是商品市场金融化，发达经济体的货币宽松措施更加快了这一进程，这种看法现已较为普遍地得到承认。

5. 面对如此众多的迅速演变的挑战，亚太区域决策者应保持警觉，监测发达世界反冲力的早期迹象。由于亚太区域有着有利的宏观经济基础，在面对这些挑战时保护其经济活力方面，亚太区域的局势仍然较为有利。如果增长确实受到巨大压力，许多国家可凭借其有利的预算实施短期刺激措施。此外，如果由于人们对全球增长感到担忧而导致通货膨胀压力大幅减轻，亚太区域相对较高的利率将为货币宽松措施提供空间。在银行业，亚太区域不大可能因为主权债务违约而蒙受重大损失，因为大多数区域银行的直接风险有限。然而，信贷紧缩则可能对亚太区域产生影响，因为一些经济体要依靠向外国借贷，同时资本突然外流可能对一些经济体资产市场和货币造成压力，2008 年的情况就是如此。

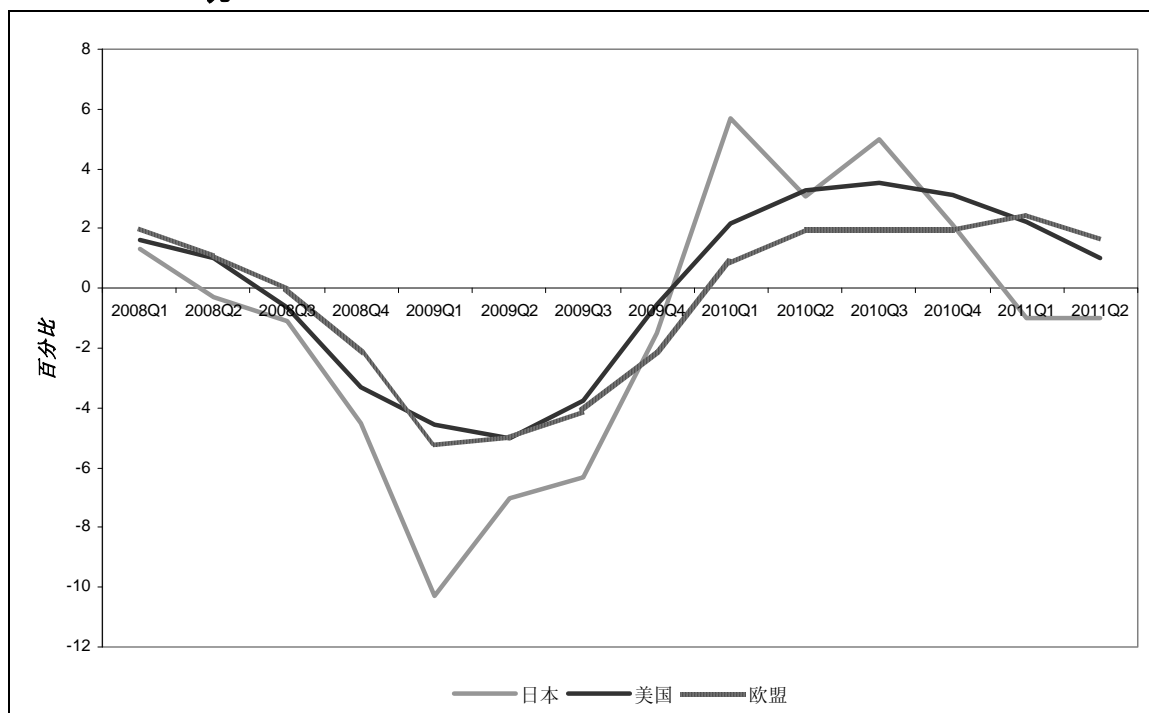
B. 发达经济体危机的第二阶段

6. 美国和欧元区经济体这些主要发达经济体和亚太区域的主要出口市场的增长停滞不前，主要是因为人们对主权债务的严重程度感到担忧。过去几个季度的增长数据表明，这些经济体的复苏进程停顿了(见图 1)。同时，在 2011 年初发生了海啸和核事故后，日本的增长趋势急转直下。一旦日本恢复了正常的经济活动并开始灾区重建工作，预计其增长速度将加快。不过这虽然有益于该经济体，但由于其作为出口市场的重要性降低，因此不大可能对亚太区域其他国家的增长有很大帮助。

7. 美国和欧元区的增长放缓有若干特定时间原因——2011 年初的石油价格高居不下和日本发生的灾难对全球供应链的影响。然而，增长放缓的其他因素是更根本的原因，使人们对下一年的经济前景感到担忧，因为这一期间现了增长放缓的迹象，而先前采取的财政刺激措施却日益停止实施。此外，这些经济体十分重视通过削减支出来减少债务，这意味着，今后不大可能采取更多的重大财政刺激措施。

² 《2011 年亚洲及太平洋经济和社会概览》(联合国出版物，出售品编号.E.11.II.F.2)。

图示 1. 2008-2011 年各主要发达经济体每年每季度实际国内生产总值增长情况



资料来源：亚太经社会，根据香港环亚经济数据有限公司的数据，见 <http://ceicdata.com/> (2011年9月5日查阅)。

8. 在美国和欧元区采取进一步重大刺激措施的空间有限，其原因各不相同，但所产生的影响却很相似。就美国而言，立法机构内两党对该国的债务情况持不同观点，在最近关于债务上限的谈判中可以看出，这随后导致标准普尔将该国的债务评级下调。对于大多数欧元区国家，采取进一步财政刺激措施的可能性比美国更小，因为金融市场为了维持新发放债务的可接受的收益率差价，施加了要采取紧缩措施的压力。压力的另一个来源是，各国想尽量避免受到过高赤字程序的制裁，这个程序是欧洲联盟委员会为约束那些没有足够谨慎的财政政策的国家而制定的。持续存在的欧元区债务危机产生的一个重大风险是，有可能影响到欧洲和其他发达经济体的各主要银行。有这样的可能性：这些银行持有的欧元区主权债务若出现任何违约，或压力测试将其主权债务资产下调为市场价值，都将使一些银行倒闭，从而引发新的银行危机，致使全球金融市场发生大动乱，并可能导致全球信贷紧缩，需要采取政府救助措施。

9. 美国和欧元区决策者可采取的另一种主要办法是，进一步放松货币政策。在美国，目前利率已接近零，不可能再进一步降低。因此，需要采取非传统的货币宽松政策方法。2011年8月，美国联邦储备银行采取的这样一种措施是，承诺在2010年中旬之前不再提高利率。美国可采取的一种措施因为其可能执行的范围之广而最有力，这就是另一轮的量化宽松措施。然而，前一轮此种措施并没有发挥很大作用，因而没有多少理由认为进一步的量化宽松措施能取得更好的成效。尽

管人们对这种措施的成效有疑虑，但新一轮的量化宽松措施可能产生的好处使这种方法仍然具有吸引力，因为在没有适当的财政措施的情况下，这是可支持增长的为数不多的可选择的方法之一。在欧元区，在进一步降低利率方面仍然有着有限的空间。

10. 亚太区域的新兴经济体必须同世界上其他发展中经济体一道，应对发达经济体为恢复增长而采取的措施所产生的各种不利影响以及它们自身增长放慢的问题。由于采取货币刺激措施而使全球流动资金增加的一个结果是，将有更多的外国资本流入亚太区域沿海地区。部分全球流动资金还可能进入诸如粮食和石油等商品市场，进一步加剧对亚太区域的通货膨胀压力。发达经济体增长放慢，除了对亚太区域的贸易产生影响外，另一个风险是这些经济体的保护主义措施加强。我们看到，在大多数经济下滑期间，受影响的经济体内就会出现保护国内工业的趋势，限制来自进口品的竞争。这可能导致采取发达经济体货币贬值的措施，以及支持出口、同时限制进口的贸易措施。因此有可能爆发全球货币战，在此种货币战中，亚太区域将不得不对其汇率进行管理，以维持出口竞争力。

C. 亚太区域各国受发达世界增长放缓的影响程度各不相同

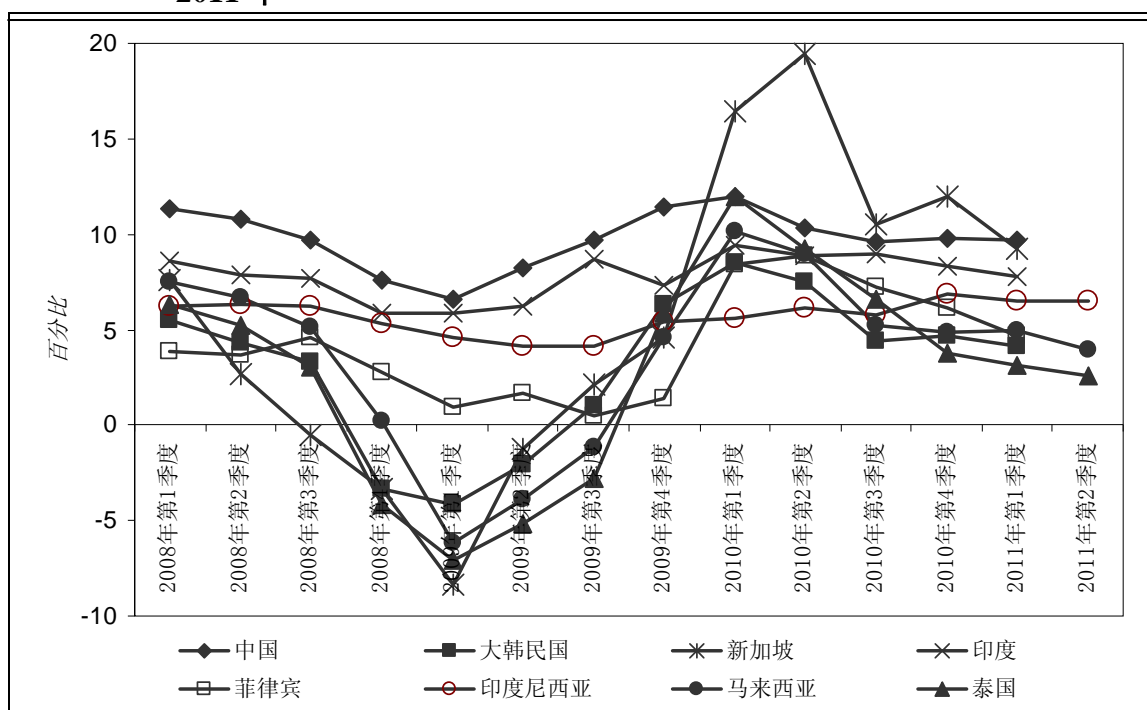
11. 尽管发达经济体的状况岌岌可危，对亚太区域增长的影响视各国的具体情况而差异很大。从过去几个季度各国的情况(见图示 2)可看出，亚太区域一些经济体开始出现了增长放慢的迹象。有两个主要方面促成亚太区域经济体受影响的程度不同。一是出口部门与国内需求相比的重要程度。在这方面，亚太区域有这两类经济体的明显例子。亚太区域有许多经济体显然要依靠出口，其他一些经济体则由于其有着巨大的国内需求而在推动全球增长中发挥主要作用。另一方面是，向本区域内有着巨大的国内需求的经济体出口的重要性日益增加，这越来越成为向甚至依靠出口的经济体提供支持的渠道。

12. 亚太区域因发达世界经济放缓而面临最大增长压力的经济体是东亚和东南亚依靠出口的制造业经济体。这些经济体的出口在国内生产总值(国内总产值)中所占份额最大，其中受影响最大的是马来西亚、菲律宾、大韩民国、新加坡、泰国、中国台湾省和中国香港。从其中一些经济体最近几个月的出口增长情况(见图 3)可看出已出现了增长放慢的迹象。由于全球局势而可能增长放缓的其他亚太经济体是商品出口国。这类经济体所受的影响不那么确定，因为并非所有商品价格(例如粮食价格)都同全球增长一样呈下滑趋势。因此，亚太区域一些商品生产方所受的影响可能比其他经济体更为不利，依各方所生产的商品种类而定。

13. 另一方面，受上述经济放缓影响最小的经济体是那些有着巨大而有力的国内部门的经济体，其中最突出的是印度、印度尼西亚和中国。印度和印度尼西亚强有力的国内需求是因为消费在国内生产总值中占很大比例，而中国的国内需求则主要是通过投资渠道产生。中国的情况较特殊，出口对于其经济的重要性超过了有着巨大国内需求的

其他经济体，投资的很大一部分也与出口部门相关，这意味着发达世界的需求继续减少将对中国的增长产生较大影响。此外，自 2008 年危机开始以来，中国国内投资并非总是以一些基本因素为基础，在有些情况下是靠产生强劲的信贷增长的政策来支持。印度和印度尼西亚的情况与此有些相似，相对有利的实际利率也是支持这两个国家消费的因素。印度和中国的通货膨胀率按其最近的历史标准相对较高，过去一年中在设法收紧货币政策，这可能在某种程度上限制了过去强劲的国内需求。确实，从这些大经济体最近的情况可看出紧缩政策的影响，印度 2011 年第二季度的国内总产值增长率降至 18 个月来的最低点，但仍然强劲，为 7.7%。

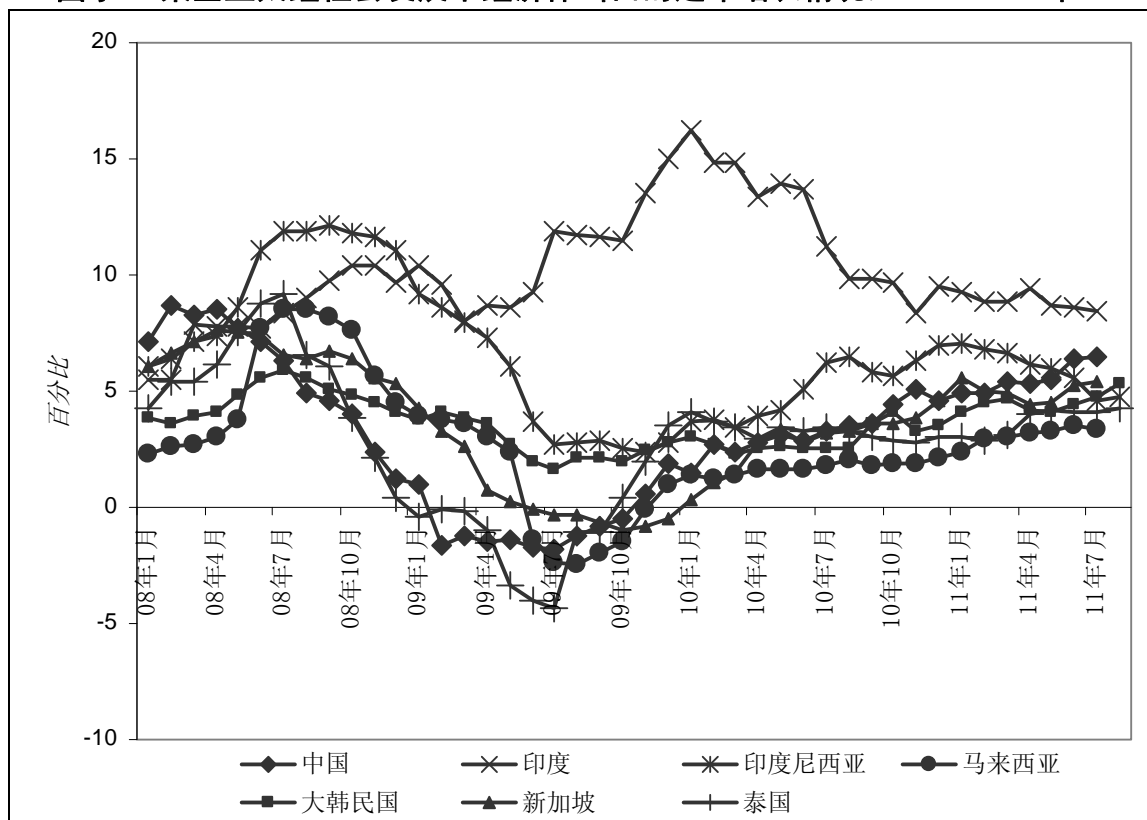
图示 2. 某些亚太经社会发展经济体实际国内总产值逐年增长情况，2008-2011 年



资料来源：亚太经社会，根据香港环亚经济数据有限公司的数据，见 <http://ceicdata.com/> (2011年9月5日查阅)。

14. 高频指标在某种程度上表明许多国家今后的出口是否可能放慢。与 2010 年相比，过去几个季度发达市场的增长已经放慢，由于定货和生产之间的时间间隔，最近几个月若干主要的出口经济体(例如 2011 年 8 月在大韩民国和中国台湾省)采购经理人指数低，表明出口方预计生产将在近期内受到影响。需密切监测 2011 年下半年的出口增长数字，以直接证实是否可能出现这种出口放慢。日本的地震和海啸对亚太区域供应链的影响致使一些经济体人为地压制出口；这将使确定出口增长趋势变得有些困难。日本在 2011 年逐步恢复生产，这可能在一定程度上有利于出口增长。然而，从一些主要的出口经济体新的的出口定单的逐月数字可以看出，今后几个月出口增长减速的趋势已开始了。中国 2011 年 8 月的数字就是一个实例。

图 3. 某些亚太经社会发展中经济体出口的逐年增长情况，2008-2011 年



资料来源：亚太经社会，根据香港环亚经济数据有限公司的数据，见 <http://ceicdata.com/> (2011年8月15日查阅)。

15. 区域内出口需求变得日益重要，这是有助于减轻发达经济体增长放缓所产生影响的一个因素。然而，对此需持谨慎态度。因为从最近几个月采购经理人指数下滑可看出，亚太区域许多经济体的制造业全面放慢，这清楚地表明发达经济体仍然很重要，因为这种下滑与发达经济体的放慢是同步的。亚太区域内部贸易的增长速度确实超过了亚太区域同世界其他地区的贸易。虽然 2000-2009 年期间亚太对世界其他地区的出口约翻了一番，区域内部的出口却增加了将近 2.5 倍。³ 然而，由于出现上述各种趋势，作为出口总额一部分的区域内部出口的重要性至今只略微提高。区域内部出口占亚太区域出口总额的比例从 2000 年的 49% 提高到 2009 年的 52%。⁴ 此外，满足区域内最终需求的区域内部出口所占份额就低得多，因为亚太区域中等收入和高收入经济体出口的很大一部分是中间产品，在另一个国家加工后，又转而出口到发达经济体。中国是区域内部中间产品投入的最重要的目的地，其对发达经济体的出口所占的巨大份额可能在某种程度上更好地说明发达经济体对亚太区域这类经济体确实很重要。如果发达经济体

³ 《2011 年亚太贸易和投资报告》(联合国出版物，出售品编号.E.11.II.F.8.)，第一章，第 9 页。

⁴ 《2011 年亚洲及太平洋经济和社会概览》(联合国出版物，出售品编号.E.11.II.F.2.)，第三章。

的需求严重下降，并在一段时间里始终低迷，在整个区域供应链产生的连锁反应将最终反映在区域内部出口上。

16. 区域内部需求将不能象在危机开始时那样支持出口经济体，因为有着巨大国内需求的主要经济体采取重大刺激措施的可能性降低了，亚太区域两个最大的发展中经济体，即中国和印度，对控制物价上涨的关注超过了对维持增长的关注，因此增长虽然放慢了，但仍然较为强劲。亚太经社会进行的分析⁵表明，在危机开始后、以及随后发达经济体的需求回升之前，中国的强劲增长是亚太区域出口复苏的一个重要因素。来自印度的需求也是支持亚太区域增长的一个因素，大家都知道印度是一个有着巨大、并不断扩大的国内消费的经济体，同亚太区域大多数地区都保持贸易赤字。例如，2010年东南亚国家联盟（东盟）经济体同印度的贸易顺差为130亿美元，占东盟贸易顺差总额的17%，中国同印度的贸易顺差为210亿美元。⁶然而，同危机开始时的情况不同，中国和印度的政策体系现在都开始从刺激增长变为货币紧缩，以便对各自在投资和消费领域驱动国内需求的因素进行调整。亚太区域注重国内需求的经济体都普遍担心通货膨胀，而以出口为主导的经济体却担心增长放缓，正是亚太区域发展的这种双轨现象意味着在短期内区域需求对增长的支持不如前几年那样有力。

D. 来自国外的持续通货膨胀压力

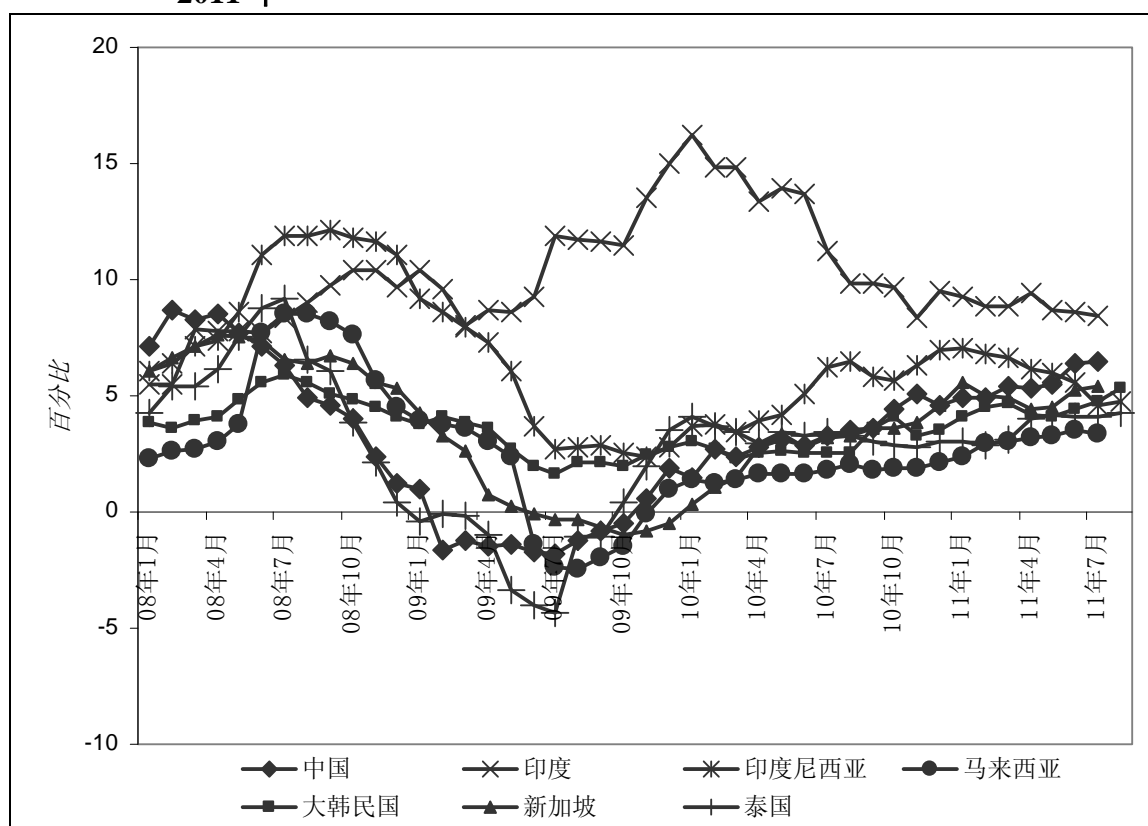
17. 全球势态发展以及亚太区域许多地区采取的货币紧缩政策，使2011年早些时候出现的通货膨胀步伐加快的现象有所缓解。推动物价上涨的压力很大一部分是供应造成的，并有着全球粮食和石油价格高涨的外部因素，但出口强劲和国内需求强劲产生的各经济体内部的有力增长也在某种程度上推动了需求拉动的通货膨胀。亚太区域各地驱动通货膨胀的因素各不相同，那些靠国内需求拉动的经济体的消费或投资迅速扩大，它们更担心的是需求导致的通货膨胀，而出口经济体则更多地受到外来通货膨胀的影响。对于这些出口经济体，由于近几个月来全球对出口的支持减少，许多国家需求导致的压力也有所减轻，目前通货膨胀的主要驱动因素集中于对全球粮食和石油价格的展望上。现在不能确定，如果全球增长放慢，是否一定会使若干反向价格驱动因素发挥作用，从而导致这两种商品的价格大幅下降。对于国内需求拉动型经济体，管理国内通货膨胀驱动因素将继续是一项政策挑战。然而，在其中一些经济体，由于为控制价格采取了有力的货币政策措施，增长速度放慢了。在增长受到威胁的环境中，要在整个亚太区域管理通货膨胀的不同驱动因素，对于决策者来说是一种挑战，因为关于货币政策的任何决定都将对增长产生影响。

⁵ 同上，第一章，第11页。

⁶ 《2010年亚洲及太平洋经济和社会概览》（联合国出版物，出售品编号.E.10.II.F.2），第一章，第16页。

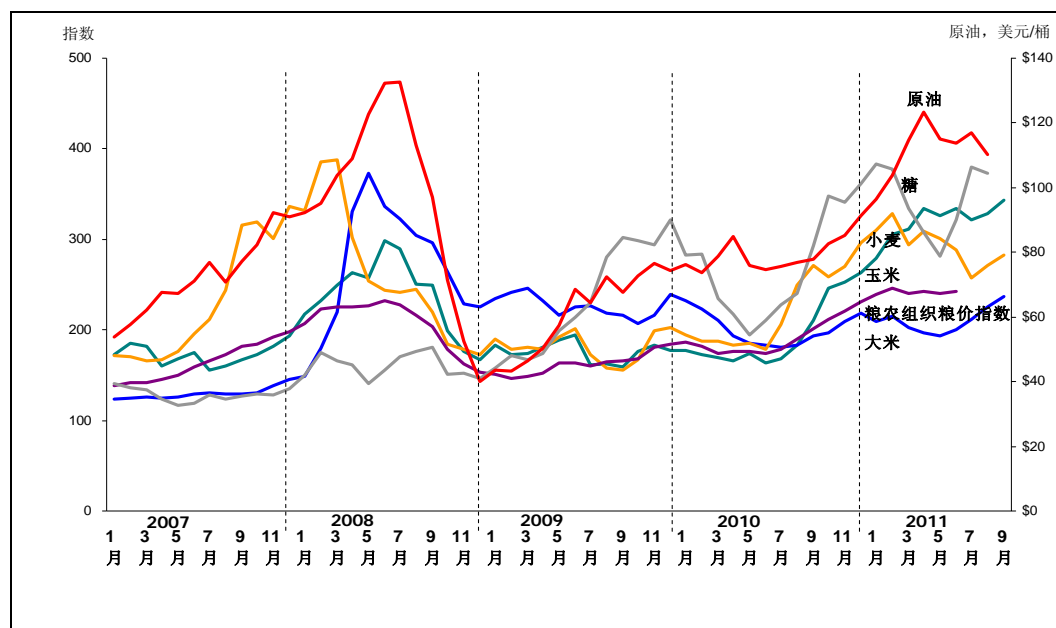
18. 2010 年间，通货膨胀成为亚太区域许多地区关注的一个问题(见图示 4)，不过对于不同类别的经济体有着不同的驱动因素。在东南亚和东亚全球化程度较高的出口经济体，物价上涨主要是由于高昂的全球粮食和石油价格(见图示 5)，并因为资本流入这些经济体相对开放的金融市场。粮食和石油价格高居不下有以下几个原因：中东的政治动乱使人们对这一地区的石油生产经济体感到关切、因气候原因主要粮食生产国的供应链被打乱、粮食作物被用于生产生物燃料、以及大量的流动资金推动了商品市场的投机活动。物价上涨的原因还有，由于全球有大量的流动资金、以及亚太经济体有着与发达经济体不同的利率和相对健康的成长前景，大量资本流入了其中许多经济体。这些资本流入推动诸如证券和房地产等资产价格大幅上升。对于那些国内需求起重要作用的若干经济体，巨大的需求压力更加推动了全球粮食和石油价格引起的物价上涨。南亚许多经济体，例如印度，尤其受到消费需求拉动的物价上涨的影响。而中国则尤其受到投资需求拉动的物价上涨的影响，物价上涨超过了决策者预定的指标，因为危机期间颁布的刺激措施导致强劲的信贷增长，从而推动了投资。

图示 4. 某些亚太经社会发展中经济体消费价格逐年通货膨胀情况，2008-2011 年



资料来源：亚太经社会，根据香港环亚经济数据有限公司的数据，见 <http://ceicdata.com/> (截至 2011 年 9 月 6 日)。

图示 5. 油价、粮农组织粮价指数、以及某些食品价格（指数 1998-2000 年 = 100），2007-2011 年



资料来源：联合国粮食及农业组织，<http://www.fao.org/es/esc/prices/PricesServlet.jsp?lang=en>；United States Energy Information Administration，http://tonto.eia.doe.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_d.htm；及国际货币基金组织初级商品价格。

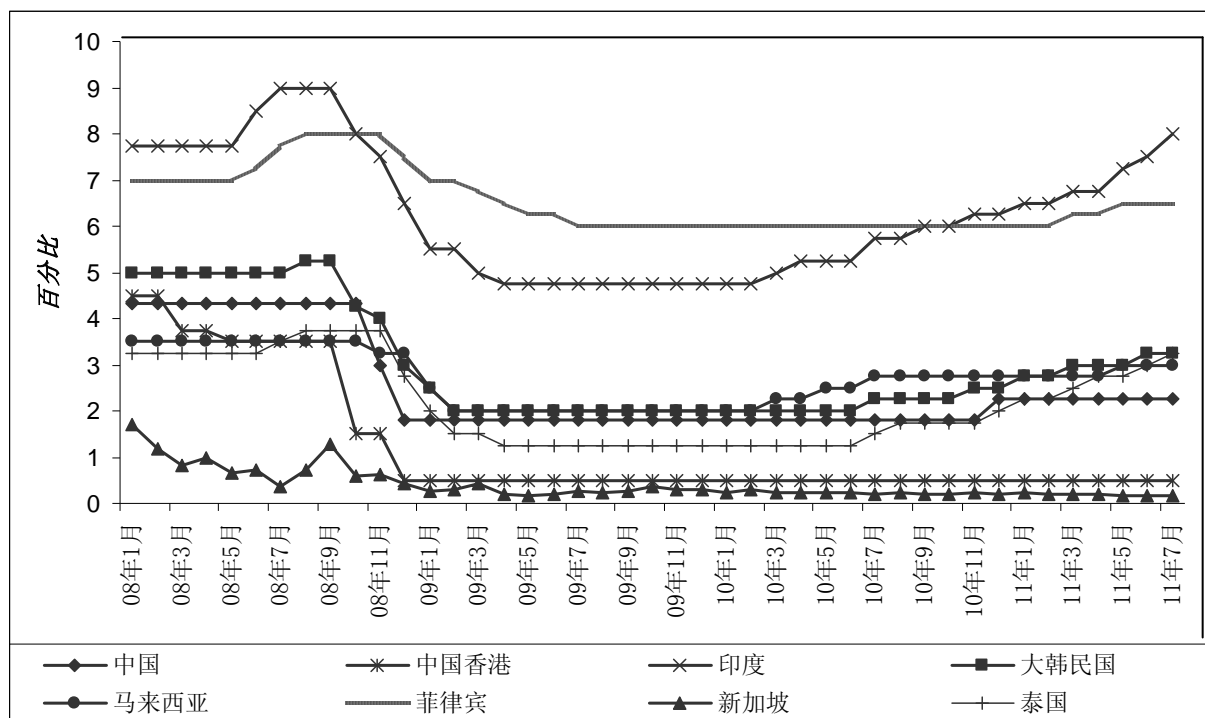
最后更新：2011年9月13日。

19. 自 2010 年以来，为控制不断上涨的物价，亚太区域各经济体逐步采取了货币紧缩政策(见图示 6)。由于出口经济体的增长前景随着全球环境呈下滑趋势，在为控制通货膨胀而采取的货币紧缩政策和增长之间进行权衡，变得越来越重要。近几个月紧缩措施产生了作用，加上大宗商品价格下降，也使亚太区域一些经济体的通货膨胀率趋向稳定(见图示 4)。对增长前景的忧虑，以及通货膨胀的预期值变得略为积极这一事实，使一些经济体最近暂不实行进一步货币紧缩政策(见图示 6)。与此成对照的是，其增长主要靠国内因素各经济体则继续采用货币政策，以减轻需求导致的物价压力。整个 2011 年，在一些东南亚经济体和中国，加强了货币政策和其他控制措施。人们接受此种措施对这些经济体产生的不利影响，认为是应对过热威胁所必需的。不过中国的情况比较独特，出口和投资都通过不同的渠道对增长产生重要影响。因此，在出口放慢的时候为抑制过多投资引起的需求驱动型通货膨胀所采取的措施，将使经济增长面临的又一压力，让一些人担心经济会不可避免地出现“硬着陆”。

20. 由于在亚太区域出现了一些逆向力量，今后几个月的通货膨胀前景就更加不确定。通常人们预计，全球增长放缓将减少对商品的需求，因而粮食以及特别是石油价格会大幅降低。然而，除全球需求外，这两种商品的价格还取决于若干其他因素。从供方来看，始终存在着供应链被切断的风险，对粮食而言是由于气候原因，对于石油则是因为中东持续的不稳定局势。从需求方面看，生物燃料引起的粮价

和油价间的互动，以及全球有着大量流动资金在推动商品市场中的投机活动，可能继续造成价格上涨的压力。因而出现了在经济放缓的时候这两种主要商品的价格却上涨、保持平稳、或至少不大幅下降的问题。对于亚太区域非商品生产经济体来说，这种前景预测意味着，在通过商品渠道对于物价造成的压力尚未完全消除前，必须支持增长。

图 6. 亚洲主要发展中经济体的政策利率，2008 年至 2011 年 8 月



资料来源：亚太经社会计算的数字是根据香港环亚经济数据有限公司的数据，见 <http://ceicdata.com/> (2011年9月6日查阅)。

注：中国：政策利率（再贴现率）；中国香港：政策利率（贴现窗基本利率）；印度：政策利率（回购利率（印度储备银行））；大韩民国：政策利率（基本利率（韩国银行））；马来西亚：政策利率（隔夜政策利率）；菲律宾：政策利率（回购利率）；新加坡：隔夜回购利率；泰国：政策利率（月底）。

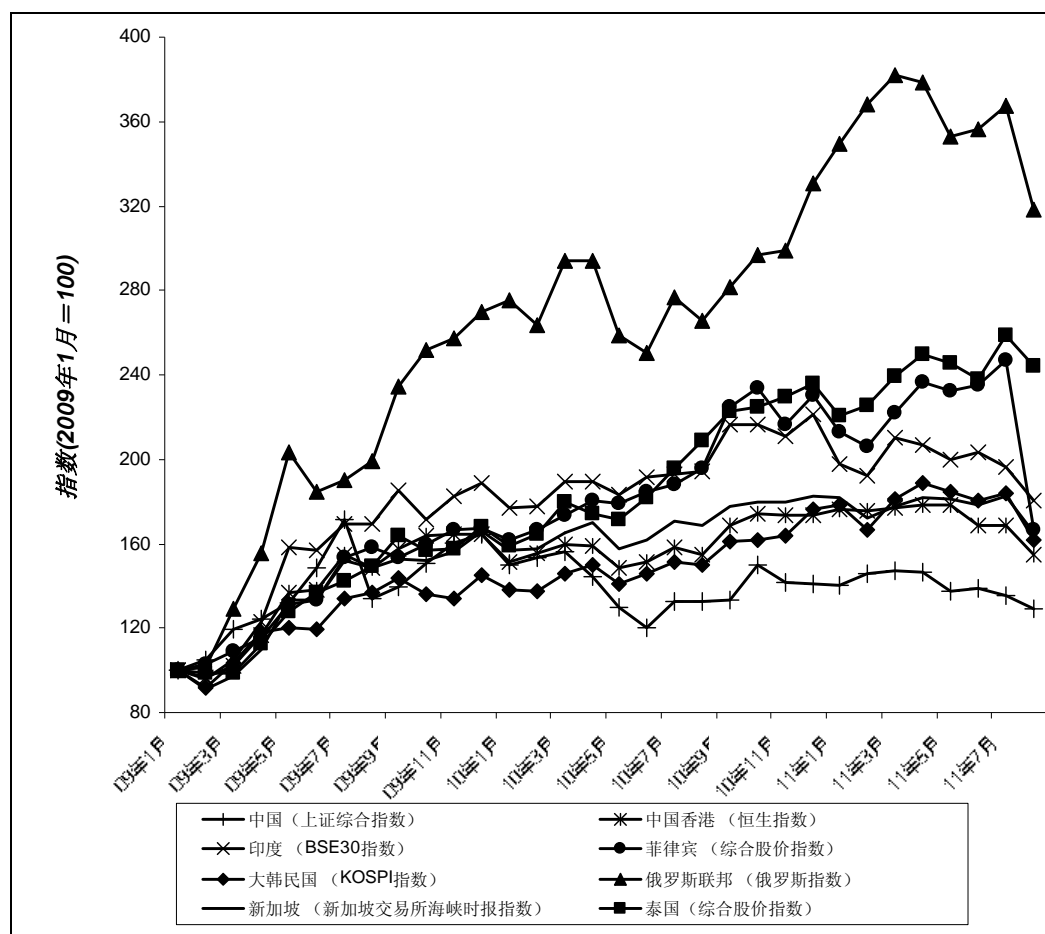
E. 金融市场的动荡加剧

21. 亚太区域的金融市场处于一个很不稳定的时期，因为投资者们觉察到全球经济以及亚太区域面临的风险增加，试图躲避这种风险。亚太区域的资产价格和汇率将会随着全球资金流动情况、财政状况以及各种重大新闻而面临资本流出期和流入期。因此有一点很清楚，即决策者们必须使其经济体对周期性震荡造成的后果做好准备，此种震荡将使宏观经济规划更加困难。

22. 亚太区域最近出现了资本外流，因为投资者们开始意识到全球经济放缓将不可避免地对亚太区域许多经济体的出口拉动型增长模式产生影响。因此，对已缩减规模企业的增长预测影响到了证券市场（见图 7）。此外，由于人们认为在增长受阻的环境中各经济体不大可能采取货币紧缩政策，对利率动向的假设有所改变，从而影响到债券市场。从更广的角度看，在全球经济呈现不确定性的时候，亚太区域还

受到“安全逃亡”（即退回到被视为安全的资产）的典型反应的影响。因此，尽管美国有着主权债务的问题，投资者们却再次大量转向美国国库券。

图示 7. 亚洲各主要发展中经济体证券市场的表现，2009 年至 2011 年 8 月



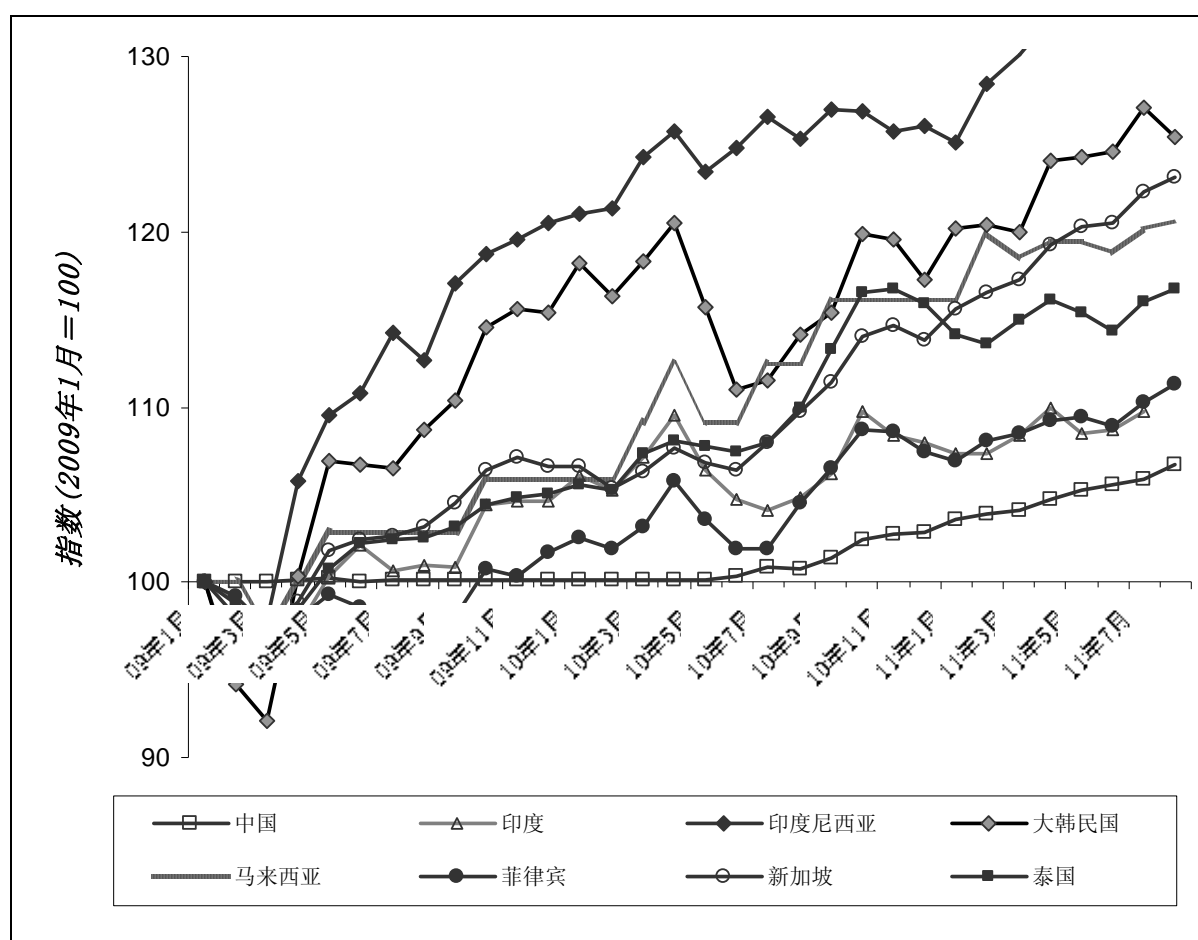
资料来源：亚太经社会计算的数字是根据香港环亚经济数据有限公司的数据，见 <http://ceicdata.com/> (2011年9月查阅)。

注：每一国家的证券市场在图示的括号中注明。

23. 然而，有理由相信，有一些基本因素将不时导致外部资金持续流入亚太区域。尽管亚太区域增长放慢，但区域内各经济体的增长仍然比发达经济体更强劲，支撑着证券市场和房地产市场。虽然许多经济体的利率不大可能高于最近几个月，但仍然远远高于发达经济体接近零的利率，因而使外国仍然对亚太区域的债券和其他资产感兴趣。或许还可以说，投资者对风险产生了一种略有不同的看，逐渐警觉地意识到，在局势不明朗的情况下，应该撤出新兴市场。例如，虽然从短期看美国的国债仍然很受欢迎，但从长期看，美国国债可能被视为风险更大的资产，因为在人们看到最近几个月就债务上限问题进行谈判时遇到的各种困难，对美国是否愿意和能够继续为此种债务提供资金日益产生疑问。

24. 在既有正面因素也有负面因素影响流入亚太区域的资金的情况下，各经济体应为此种资金流动的大起大落做好准备。因此存在着汇率和资产价值的较大变化对宏观经济稳定产生影响的风险。汇率变动（见图示 8）将影响到通货膨胀、出口业绩和国内金融部门稳定。资产价值的变化造成潜在的资产价格泡沫进一步扩大、并且此种泡沫可能破裂的风险。亚太区域各经济体传统上通过加强外汇储备来管理外汇波动的风险，既是为了在突然出现资本外流时保护货币，也是为了维持出口竞争力。

图示 8. 主要发展中经济体汇率变动情况，2009 年至 2011 年



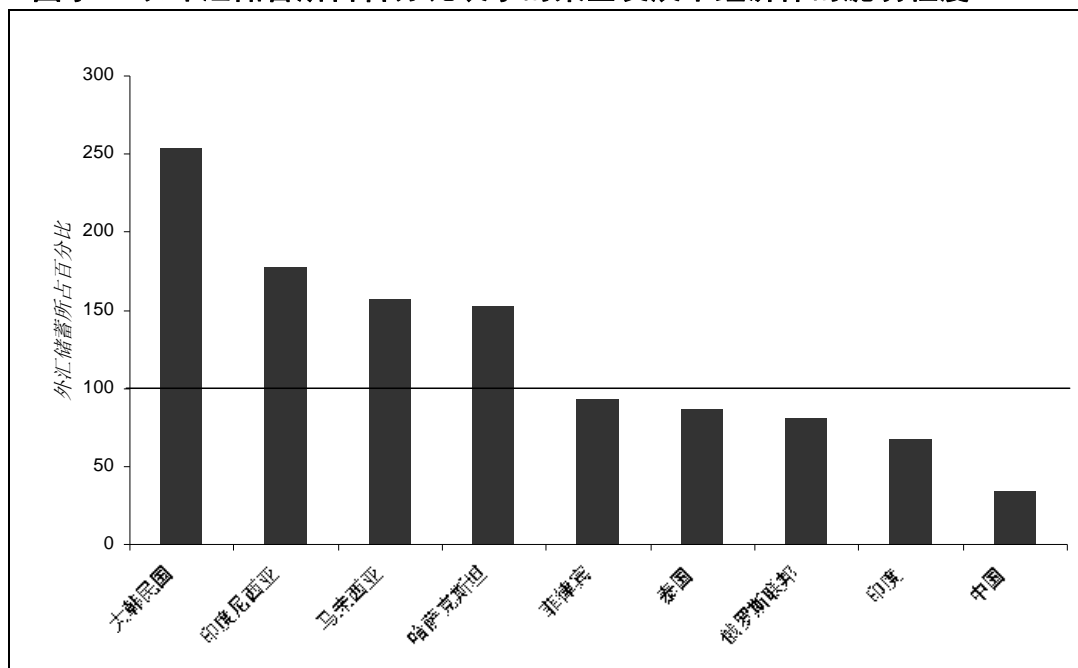
资料来源：根据香港环亚经济数据有限公司的数据，见 <http://ceicdata.com/> (2011年9月查阅)。

注：上升趋势表示升值，下降趋势表示贬值。

25. 然而，亚太经社会的外汇储备脆弱性指标表明，在一些情况下不能明显地看出，在出现大量资本外流的情况下，外汇储备足以保护汇率，以及从而保护宏观经济稳定（见图 9）。如果所设想的最糟情况使全球经济再次发生银行业危机，例如由主权债务违约和欧元区银行倒闭引起的危机，那么亚太区域若干经济体面临汇率压力的风险就很大。其结果可能是投资者大批转向安全资产，导致突然丧失短期资本。面临风险最大的可能是这样一些经济体：它们有着根基深厚、高度开放和相对完善的金融市场，在过去几年中有大量资本

流入，因而可能其外汇储备不能够完全应付可能出现的这样大规模的组合资本外流。

图示 9. 以外汇储备所占百分比表示的某些发展中经济体的脆弱程度



资料来源：亚太经社会计算的数字是根据国际货币基金组织的《国际金融统计数据汇总》(光盘)(2011年7月)、世界银行季度外债统计数据库(2011年9月查阅)和香港环亚经济数据有限公司(2011年9月查阅)的数据。

注：脆弱程度是短期债务、当年最后一个季度的进口值、以及资产和债务证券组合投资资金存量之总和。

26. 即使有足够的储备，使用此种储备也无助于解决在出现资本外流时资产价格下滑的问题。同样，在资本流入的情况下，使用储备也不能防止国内资产价值过度上涨。为应对资本流入造成的通货膨胀的后果而常用的工具、即上调利率也如此，这在某种程度上是弄巧成拙，因为这会吸引更多的资本。如果人们预计资本流入亚太区域将是一种长期趋势，那么继续把外汇储备做为一种主要工具来管理资本流入的后果，就会造成各种各样的困难。除了使用外汇储备能产生的功效外，一个始终存在、并日益重要的问题是持有这些储备的成本。美元和欧元贬值使以当地货币计算的外汇储备的价值大幅缩水，并且在中期内这两种货币很可能进一步贬值。另一项成本是，欧洲或美国债券接近零的利率与发行国内债券所支付的相对较高的利率的差异，发行国内债券是为了应对因注入当地货币而引起的通货膨胀。

27. 鉴于把外汇储备做为应对资本流入的主要工具所具有的这些缺点，亚太区域各经济体正在按照亚太经社会过去所建议的那样，把资本控制做为一项补充措施。过去一年里，印度尼西亚、大韩民国、泰国和中国台湾省都采取了各种控制措施。这些措施包括限制外汇和国内银行的外债风险、限制外国对国内资产的持有、限制外国持有资产

的到期期限（印度尼西亚、大韩民国和中国台湾省、）、以及对外国持有资产征税（大韩民国、泰国）。

二、政策挑战和选项

A. 在增长与通货膨胀之间寻找平衡点

28. 虽然在困难的全球大环境下，亚太区域许多国家的增长受到压力，但在通过政府政策支持增长方面仍然有很大空间。亚太区域大多数国家在增加政府支出方面留有很大财政余地，利率也可以保持不变，在不会引起通货膨胀问题的情况下甚至可以下调利率，因为这些国家的利率相对较高，下调利率意味着能够刺激借贷。虽然在金融危机开始时出台的各种刺激政策导致财政收支下滑，但由于后来出现强劲的增长，与过去几年相比，2010 各国政府财政情况好转（见表 1）。然而，亚太各国财政政策的业绩差异很大，南亚国家的财政赤字相对较高，而东亚和东南亚国家 2010 年的财政情况则得到有力巩固。

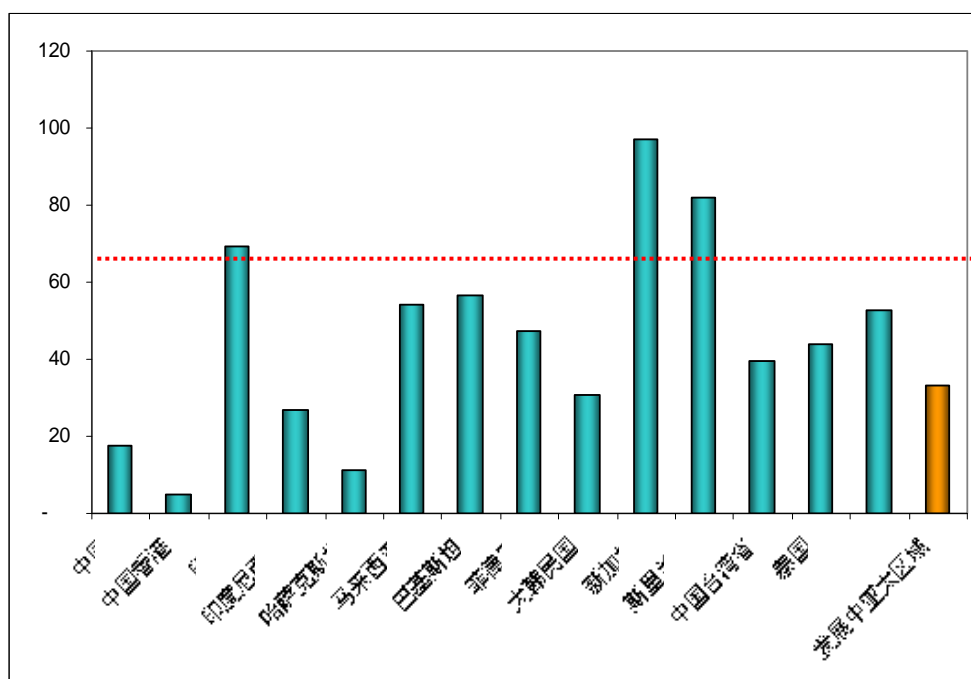
列表 1. 某些亚太发展中经济体的财政收支情况
(占国内总产值的百分比)

	2006	2007	2008	2009	2010
孟加拉国	-3.2	-3.2	-4.7	-3.9	-4.5
中国	-0.8	0.6	-0.4	-2.9	-2.1
斐济	-2.9	-1.8	-1.5	-3.0	-3.6
中国香港	4.0	7.7	0.1	1.6	4.1
印度	-5.3	-4.1	-8.5	-9.58	-8.1
印度尼西亚	-0.9	-1.3	-0.1	-1.6	-0.6
哈萨克斯坦	0.8	-1.7	-2.1	-2.9	-2.5
马来西亚	-3.3	-3.2	-4.8	-7	-5.6
巴基斯坦	-4.3	-4.4	-7.6	-5.3	-6.3
巴布亚新几内亚	5.1	6.4	2.5	-14.3	-0.5
菲律宾	-1.1	-0.2	-0.9	-3.9	-3.7
大韩民国	-2.6	0.4	-2	-5.1	-2.3
萨摩亚	0.3	1.2	-1.9	-4.0	-8.1
新加坡	0.0	2.9	0.1	-0.36	-0.1
斯里兰卡	-7.0	-6.9	-7	-9.9	-8.0
中国台湾省	-0.7	-0.1	-0.9	-3.5	-3.2
泰国	0.1	-1.1	-0.3	-4.8	-2.1
越南	-1.2	-4.6	-3.1	-10.6	-8.0
发展中亚太区域	-1.6	-0.2	-2.0	-4.2	-3.0

资料来源：亚太经社会，根据各国和亚洲开发银行提供的资料，《2011 年亚洲发展展望》（2011 年，马尼拉）。

29. 受增长下滑影响最大的经济体中，大多数都有采取财政刺激措施的空间。亚太区域大多数出口拉动型经济体的财政赤字和公共债务额（见图 9）相对较低，但在诸如马来西亚等少数国家则比较高。从亚太区域的总体财政可持续性来看，亚太发展中经济体的公共债务额相对较低，截至 2010 年平均为国内生产总值的 33%，远远低于占国内总产值 60% 这一谨慎的公共债务门槛。因此，必要时采取进一步刺激政策，既不会对预算造成过重的负担，在那些最可能受出口放慢打击的经济体，也不会使公共债务增加到不可持续的水平。一些经济体（例如南亚的一些经济体）的公共债务额很高（见图 10），但它们大多数是国内需求拉动型，受全球需求减少的影响较小，因而不大可能有必要采取进一步刺激措施。某些经济体可采用的财政政策包括减少税收、向低收入家庭提供现金补助以及增加基础设施支出。其他方法可能包括一次性补助，例如发放消费券和现金。

图示 10. 以所占国内总产值百分比表示的某些亚太发展中经济体的公共债务总额，2010 年



资料来源：亚太经社会，根据香港环亚经济数据有限公司（2011 年 9 月）和国际货币基金组织世界经济展望数据库（2011 年 4 月）的数据。

注：新加坡的公共债务占国内总产值的比例很高，应被视为一个例外情况，因为大多数公共债务是中央公积金的政府内部债券，不是用来为政府赤字提供资金。

30. 对在亚太区域再次采取刺激措施的担心是此种措施对通货膨胀的影响。通货膨胀在最近几个月虽然有所缓解，但在许多经济体仍然很高。今后几个月通货膨胀的外部因素的压力可能继续减轻，因为全球经济下滑减少了对大宗商品的需求，其价格也随之下降。此外，在全球规避风险的环境中，在亚太区域也推动了通货膨胀的资本流入可能会有所减缓。然而，亚太区域通货膨胀的一个主要因素是粮价上涨，而全球粮价上涨的原因可能不受困难的全球环境的影响。粮食需求与

全球增长的趋势不大一致，气候因素和财政投机仍然是粮价短期波动的更重要原因。

31. 因此，亚太区域必须做好准备应对这样的风险：尽管国内增长放慢，但通过粮价、并可能通过油价形成的外部物价压力仍然很大。虽然通货膨胀的许多原因是外部的，是全球粮食和石油价格上涨以及外国资本流入造成的，但这些物品的价格上涨通过投入价格提高和工资需求增加的第二轮效应推动了核心通货膨胀。因此，通过货币政策限制需求将对控制物价产生一定作用。然而，货币政策是一个钝器，因为这意味着要控制物价上涨就要限制需求，而物价上涨是外部造成的，即是供应主导的，而不是由于国内需求过热。由于出口放慢而己在遭受压力的经济体中的需求进一步受到紧缩货币政策的影响。征税和关税政策等对商品高昂价格产生直接影响的措施，应成为应对通货膨胀措施的一部分，这些措施还应包括控制资本方法，以限制外国资本流入当地资产市场。不过，在整个经济中物价大幅上扬、促使通货膨胀的可能性增加的时候，货币政策仍然是最有效的工具，尽管会给增长带来很大影响。那么问题就变为在最近增长成为人们关注的问题时，什么样水平的通货膨胀在短期内被视为是可接受的？

32. 或许可以这样说，面临外部和供应拉动型通货膨胀的经济体把使通胀维持在较低水平列为头等重要大事的做法有些过头，因为这样做会造成工作或收入减少，而给民众带来困难。更恰当的做法可能是，考虑到增长和货币政策产生的通货膨胀影响这两个方面，重新思考在特定时期是否有必要不顾增长前景恶化的事实而使当前的短期通货膨胀水平实现预定指标。亚太区域一些经济体有设定通货膨胀指标的制度，以便实施 1997 年亚洲危机后颁布的货币政策，这些国家包括大韩民国、泰国、菲律宾和印度尼西亚。一种可选择的做法是，将通货膨胀指标向上调整，或从更长远的观点予以考虑。另外一种做法是，取消确切的指标，而是通过仔细地评估总体经济环境以及货币政策对所有方面、而不仅仅对通货膨胀的影响，不断地重新考虑和更新货币政策决定。

33. 对于一些通货膨胀率高的国内需求拉动型经济体来说，行动方针比较明确。因为在这些经济体内，强劲的国内需求是驱动物价上涨的因素之一，将仍然必须考虑遏制需求的财政措施。这将会使增长放慢到更可持续的水平。例如，印度就可能放慢增长，因为面对以将近两位数速度上涨的物价，决策者们继续加紧实施利率措施。

34. 在亚太区域的经济体中，中国的情况比较特殊：它既是出口拉动型，又有着需求推动的很高的通货膨胀率。然而，中国在增长大幅放慢的情况下采取任何进一步刺激措施，对于亚太区域各出口经济体的增长来说都是一个关键因素。对于经济增长的任何重要支持都将有助于减轻来自发达经济体的出口打击。中国将需要采取一套不同的措施，既维持增长，又管理通货膨胀，而其他经济体则或是主要由出口推动，或是靠国内需求拉动。中国受到全球增长放慢的影响很大，但又出现了强劲国内需求影响的通货膨胀，这种需求主要是通过发放信

贷支持投资造成的。虽然通过货币政策抑制国内投资是减少通货膨胀的一种合理政策，但在其他增长因素疲弱的时候，要避免经济过度放慢，即“硬着陆”，这种政策将是一种困难的恢复平衡举措。可能不再需要采取过度的紧缩政策，因为出口的放慢将减少需求压力。必须仔细地监测经济的短期增长走向和物价变化情况，以确保采取任何措施都时机正确、规模适当。

B. 应对资本流动

35. 亚太区域仍在继续努力确定何种政策适宜于应对大量短期资本流动造成风险的紧迫问题。目前综合采用货币干预、外汇储备积累以及有限的资本控制等手段的政策，并不能消除此种资本流入的影响和资本突然外流的风险。如上所述，把干预措施做为旨在减少与资本流入和外流相关的风险的主要方法带来了许多不利之处。整个亚太区域日益接受的一种补充方法是，以预防方式对资本进行控制，以便在源头处理资本流入问题，而不是在资本流入后才采取干预等应对措施。然而，迄今亚太区域对资本的控制有限，从当前的情况看不足以有效应对这一挑战，需进一步予以改进。

36. 今后，各经济体可能必须制定控制措施，以应对今后因外国资本进入亚太区域而形成的长期压力“新标准”的挑战。对于资本控制措施，历来的一种批评意见是，短期资本流入的时间是短暂的，因此实行控制的长期效率成本超过了应对这个临时问题所带来的惠益。然而，可以说在新的全球环境中组合资本的行为变化无常，由于亚太区域固有的吸引力，各种资金被长期吸引到该区域，从中期增长预测和与发达世界利率的差异都可以看出这一点。

37. 因此，各经济体要避免起伏不定的资本流入造成的不利影响，需采取的下一个步骤可能是，对外国组合投资和非生产性银行投资更广泛地实行量的限制。虽然这是一项强硬措施，但鉴于一些发展中经济体长期受到来自发达世界的压力，这样做可能是有理的。指导原则可能应是，让那些为外国直接投资、公司和银行项目借贷以及新发放的公司股票和债券提供资金的外国投资自由进入，同时认真管理现有的各种组合和其他资产的资本进入。这种区分资本用途的做法因其本身的性质，难以做到尽善尽美，可能会出现纰漏，或使实际投资可利用的外国资金减少。然而在实际中，这方面的考虑或许并不十分重要，因为受资本流入影响的大多数发展中经济体可能并不急需外国资金来支持其投资，或者其投资吸引力非常大，任何限制措施都不会吓退外国资本。

C. 在外部压力下恢复平衡

38. 要维持其增长势头，亚太区域的中期需要仍然是将其增长驱动因素从区域外需求转为区域内和国内需求。然而，全球环境造成的区域外需求放慢使这项挑战在短期内更加难以应对。为协助进行这种转向

而可能采取的一些措施可能会在短期内对增长产生不利影响，加剧目前的增长困难。亚太区域各经济体在恢复需求平衡方面情况各不相同，一类经济体，主要是中国，需要增加消费；而另一类经济体，尤其是东南亚各经济体，则需要更多的投资。此外，其汇率面临升值压力的出口拉动型经济体可能针对发达国家货币执行一种协调汇率升值措施，这既支持国内投资和消费，又不会影响到区域内出口。此种政策虽然有助于使进口货物对于各经济体的投资方和消费者更加廉价，并减少引进的通货膨胀，但却会在区域外市场上进一步损害出口竞争力，带来失业风险，并对出口部门的工资形成下调压力。在出现外部困难的时候，政府政策若损害现有增长驱动因素，可能会带来苦果。

39. 要继续执行调整经济重点、转向国内和区域需求这一中期任务，更可接受的政策是执行一整套措施，支持今后的增长驱动因素，同时对目前的增长驱动因素不产生过大影响。这样的一套政策是，继续建立社会保护系统，例如由政府提供保健和失业保险，并提供养恤金以及增加保健和教育方面的公共支出。这些措施将减少消费者为防不时之需而进行的储蓄，从而提高他们的消费能力，同时又不会对增长的其他构成部分造成不必要的下行影响。在那些投资相对较小的经济体，从有助于投资的角度看，基础设施支出显然是一个充满机遇的领域。各国政府有足够的空间加强对本国基础设施的投资以及对财政能力较弱的邻国的投资，因为此种投资可以有很好的回报，并通过加强区域内部一体化和贸易而产生很多间接惠益。还可通过设立促进发展融资的区域金融机构来支助这种投资，此种结构将包括建立一种体系，在其大量储蓄和未得到满足的投资需要之间牵线搭桥。亚太经社会曾分析过这一问题。⁷

40. 推动恢复平衡的另一种方式是，支持亚太区域农村部门的发展。在亚洲及太平洋，大多数穷人生活在农村地区，其收入大多数来自农业。加快农业增长，并从而提高农村收入，除了能改善穷人的生活和减少贫穷外，还将增加国内和区域的消费。在亚太区域力争实现更均衡的经济增长时，需要开展知识集约化程度更高的第二次绿色革命，这将扭转几十年来公共政策和海外援助优先事项中对农业部门相对忽视的现象。促进提高农业生产能力是一项主要政策措施，因而公共资源的使用必须从补贴消费转为促进提高农业生产能力。这就需要持久的农村研究方案、开展公共教育、以及更好地设计农村扩展方案。国际伙伴关系和南南合作也可有助于促进开展这样一种绿色革命，同时亦可消除人们对粮食安全问题的担心。

⁷ 《2011年亚洲及太平洋经济和社会概览》(联合国出版物，出售品编号E.11.II.F.2)，第三章。