



金融危机已经过去了十年，亚洲正在迅速成长，但要做的工作依然很多。

David Burton 和 Alessandro Zanello

10年前，1997—1998年的亚洲金融危机爆发。亚洲很少有国家能置身事外，危机的余波在全世界蔓延。10年之后，亚洲在全球经济舞台熠熠生辉，显示出了非凡的活力。然而成功背后隐藏着什么？对于已经成为世界经济发动机的亚洲来说，新的挑战是什么呢？

回 顾

回过头来看，亚洲金融危机被证明是一次暂时的挫折，尽管其付出了巨大的经济和社会成本。这一危机的特征是投资者情绪的急速逆转和国际资本的突然撤退。在那些遭受危机袭击的国家，人们对于金融机构和公司健康性的怀疑迅速蔓延开来，造成了资本外流的恶性循环，汇率急剧下跌，资产负债状况迅速恶化。私人需求下降极为严重，在大多受危机冲击的国家，产出快速并且大规模下降。社会保障体系的不完善使得冲击所造成的社会和经济影响更趋严重，而社会保障体系本应该用于保护那些在经济崩溃中受损最严重的人们。

当私人投资者竭力退出时，国际社会加入了援助者的行列，开始提供外部融资（包括IMF的援助），同时亚洲各国政府开始调整政策，采取了强硬且适当的政策步骤，并且采取措施用以协调私人部门的

融资。经过调整之后，这种多管齐下的举措最终扭转了潮流：信心逐渐恢复，资本开始回归。当金融和实体部门的脆弱性被化解之后，遭受打击最重的国家又恢复了增长。最坚定的改革者最先弥补了早先的损失，到2003年，所有危机国家的GDP都超过了危机前的水平（见图1），人均GDP的恢复则多花了一点时间。

大踏步前进

今天，亚洲位列全球经济的明星行列。这一地区不遗余力地将危机转化为机遇。上世纪90年代后期的考验已经重新激发了对地区身份和共同经济命运的认同感。地区政策论坛已经获得了新的重要地位。政策合作正在变得日益具有吸引力，清迈双边互换网络等一些倡议在亚洲中央银行间逐步推出，清迈协议正在被转化成为一个储备库安排，亚洲债券基金项目为亚洲国家的自我保障和共同目标提供了一个受欢迎的途径。除此之外，伴随着以中国为中心的复杂供应链的发展，地区内贸易发展也极为迅速。

同时，亚洲并没有放弃外向型的经济定位，正是这种定位推动了其在世界经济舞台上令人瞩目的增长。区域内贸易更多是全球贸易的补充而非替代。随着区域内和区域外金融及贸易联系的深化，在危机

10年之后，亚洲的经济活力重新迸发。遭受危机打击最大的国家在为经济可持续发展奠定基础方面取得了长足的进步，这些国家的中期发展前景一片光明。

成功背后隐藏着什么？今天活力的关键来源于灵活的宏观政策框架和金融及公司部门的综合改革。更为灵活的汇率制度减缓了外部冲击，大量的外汇储备被积累起来，通货膨胀目标制提供了一个货币锚，财政政策采用了更为长期的视野来保证债务的可持续性。在结构改革方面，应对金融体系损伤的措施已经逐步完成，以医治潜在的脆弱性。推动金融体系重组的机制正在运转，监管和审慎框架已经得到提升，公司治理得到强化。还有许多工作要做，但东南亚国家的金融机构和公司部门总体来看已经重新站稳了脚跟（见图2和图3）。

当遭受打击最严重的国家正忙于收拾危机造成的烂摊子时，亚洲其他国家也没有闲着（见表）。中国和印度向着地区经济引擎的目标大踏步迈进，菲律宾经受住了危机的打击并得以很快的恢复，越南在全球经济舞台上冉冉升起，日本也从“失去的10年”和严重通货紧缩的泥潭中挣扎出来。

在过去的10年中，IMF和该地区各经济体一道致力于改革计划的实施。逐渐地，这已经被作为IMF日常监控活动的一部分来进行，包括新发起的透明度与金融部门倡议。

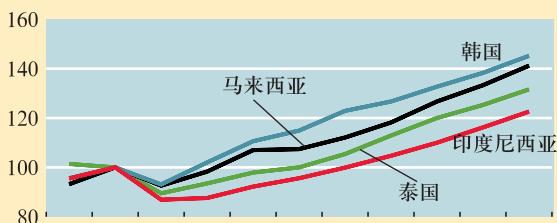
下一个10年？

那么亚洲国家将面临什么呢？这很大程度上依赖于其是否能解决许多中期问题。尽管每个国家的优先事项不同，一个共同的主题是应对全球化和利用其带来的发展机会。举例来说，中国和印度对于全球经济较为深入的参与为亚洲其他国家打开了新的

图1

暂时的挫折

亚洲危机导致了产出的大幅下降，但恢复也来得相当快。
(实际GDP指数，1997年=100)



资料来源：IMF，世界经济展望数据库。

窗口，但是潜在的利益将伴随着一定的风险。全球资本流动的加快就是一个很好的例子。进一步来说，当全球一体化步伐加快的同时，经济结构快速变化和外部冲击带来的脆弱性和社会压力注定要走上前台，这些和机遇的降临是携手而来的。政府——亚洲的，其他地方也一样——需要设置缓冲器以减轻冲击的负面效应，同时采取有助于获取一体化加深所带来的利益的政策。

尽管挑战很多，这里我们只关注其中两个最重要的——解决日益恶化的收入不平等的必要性以及学会同不稳定的资本流动共同相处（对于亚洲国家更为详尽的政策目标，见“亚洲变革浪潮”，金融与发展，2006年6月号）。

收入不平等。在过去10年中，收入不平等现象在亚洲地区日渐明显。例如，中国当下的收入分配的扭曲程度甚至超过了美国和俄罗斯。甚至连日本这样一个收入平等的楷模现今的收入不平等也超过了工业国的平均水平。事实上，广泛应用的收入分配指标，如基尼系数和中产阶级规模指标都指向了同一个方向——更不平等的收入分配（包括城乡分化）和

图2

更健康的公司治理……

在遭受危机打击最重的国家，曾过度负债的公司已经削减了其债务。

(公司资产负债率，百分比)



资料来源：IMF，公司脆弱性效用。

图3

……更健康的银行

通过积极的重组，银行的不良贷款已经降到了更为可控的水平。

(不良贷款和总贷款之比)



资料来源：CEIC数据有限公司；世界银行。

¹1998年世界银行估计。

亚洲社会的两极分化。

导致亚洲国家收入差距拉大的原因很复杂。很多因素都在起作用，但对亚洲较为发达的经济体来说，主要是更加强调技能的技术进步在发挥作用，对于亚洲发展中经济体来说，从农业社会向工业社会的转型进程充当了收入分配不平等的主要力量。当然全球化为技术和生产方式的变化赋予了更广的含义，这是工资差异化和部门发展差别的根源。除了道德和社会含意，恶化的收入不平等也是经济决策者所关注的。如果得不到矫治，逐渐加大的不平等会损害社会的凝聚力，并降低人们对进一步融入全球经济的支持，尽管这种融入有着很大的潜在收益。更广义地说，社会网络的破裂会导致低下的经济后果——例如，长期的经济低增长，宏观经济的不稳定，当逆向冲击发生时经济缺乏回旋余地。

亚洲的决策者们正在寻求阻止这一趋势的对策。具体措施取决于各个国家的具体环境，但对各国而言，都需要健全的宏观经济管理的支持，这对于可持续增长是必要的。增长为穷人脱贫和弱势群体获得机会提供了最大的保证。矫治不平等的直接措施包括：教育和基础设施上的更多更有效的支出，用以构建人力资本和改善资源配置；劳动市场改革，用以增加就业和提高非正规工人的就业条件；金融市场的更为平等的进入机会，用以帮助穷人和提高经济效率；监管方面的改革，用以支持投资环境。由于老年人往往更穷，采取措施以更好缓解老龄化社会加速的负面财政影响，也有助于解决某些国家的收入和地区不平等问题。

日渐高飞

亚洲包括了一些世界上增长最快的经济体。

	2005	2006	2007	最新预测
亚太地区工业国	2.0	2.3	2.4	2.1
日本	1.9	2.2	2.3	1.9
澳大利亚	3.1	2.4	2.6	3.3
新西兰	2.2	1.5	2.5	2.6
亚洲新兴经济体	8.6	9.0	8.5	8.1
中国香港	7.5	6.8	5.5	5.0
韩国	4.2	5.0	4.4	4.4
新加坡	6.6	7.9	5.5	5.7
中国台湾省	4.0	4.6	4.2	4.3
中国	10.4	10.7	10.0	9.5
印度	8.7	9.1	8.4	7.8
印度尼西亚	5.7	5.5	6.0	6.3
马来西亚	5.2	5.9	5.5	5.8
菲律宾	5.0	5.4	5.8	5.8
泰国	4.5	5.0	4.5	4.8
越南	8.4	8.2	8.0	7.8
NIEs ¹	4.7	5.3	4.6	4.6
ASEAN-5 ²	5.5	5.7	5.8	6.0
亚洲	7.2	7.6	7.2	6.9

资料来源：IMF，世界经济展望数据库和工作人员估计。

¹NIEs指新兴工业化经济体。

²ASEAN-5是指印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国。

不稳定的资本流动。亚洲面临的另一个巨大挑战是正在发生的资本市场的融合，这无论是对地区内还是对全球范围而言都一样。这一地区的巨大经常账户盈余持续成为其国际收支盈余的主要原因。但是，流向亚洲国家的净资本流入相对于GDP而言接近于长期的平均水平，而总的资本流入和流出达到了历史高点(见图5)。资本大量涌入源自巨大的全球流动性和扩大的国际投资者数量。改善的基本面、相对于国内资产的较高利差(尤其是对日元)以及更为深化的地区金融一体化吸引着国际资本流入。储蓄也在以前所未有的速度流出该地区。某些情况下积极的官方外汇储备管理，对居民海外投资的放松，再加上整个地区更好的市场融合和生产结构，为资本外流提供了强大的动力。

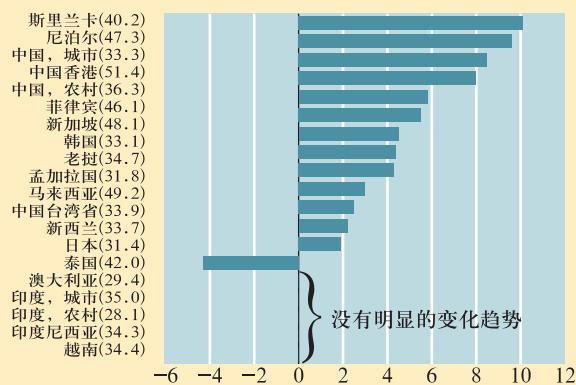
资本流动在近年来也变得更容易波动。资产组合和其他投资(主要是银行贷款和衍生品交易)的逐渐增加的重要性解释了这一趋势和两个方向的金融波动。资本流动的剧烈波动(主要是日元套利交易——借入日元投资于以外币标价的高收益资产的行为)已经成为政策关注的目标(见图6)。正如1997—1998年金融危机所表明的，资本快速流动会带来实际汇率猛然升值、资产价格泡沫和不谨慎的国内贷款等危险，另一方面——当资本流入突然停止或转化成恐慌性外逃时，这会导致波及面很广的经济和金融扭曲。

对于潜在不稳定的资本流动，缺乏一劳永逸的政策工具，但是各国家间相互加强和协调的政策能

图4

日渐增长的不平等

在过去的10年中，许多亚洲经济体的收入分配指标都有所恶化。(基尼系数，过去10年中的变化，百分比)¹



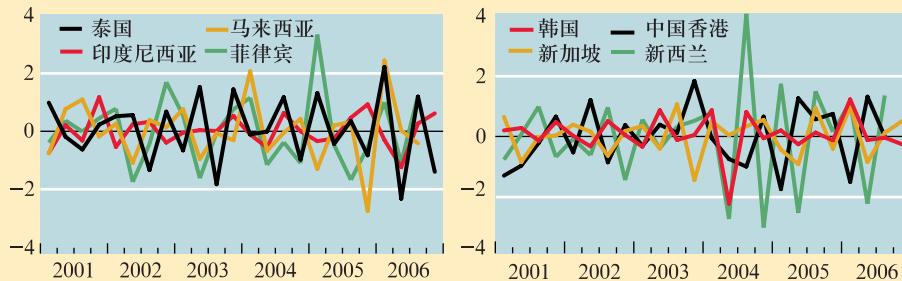
资料来源：世界银行，PovCalNet数据库，WIDER世界收入不平等数据库，OECD，澳大利亚和韩国官方。

¹基尼系数用于测量收入不平等，系数从0到100取值。系数越低，表示收入分配越平等。括号内的数值是最近的基尼系数值，方括号则显示了相对于10年前的系数变化。

图6

波动更加剧烈

资本流入和流出的波动已经能够成为政策关注的目标。
(资产组合和其他投资流入季度变化的标准差)



资料来源：CEIC数据公司；IMF《国际金融统计》和工作人员估计。

对解决这一问题做出最好的保证。在稳定的宏观经济政策背景下更大的汇率灵活性——也许还有在不导致“逆风向行事”的前提下基于稳定汇率为目的的干预——可能是缓解资本流动冲击的成本最低的方式。

对亚洲而言，一个辅助战略就是抓紧发展国内金融市场，包括区域内的金融一体化。香港、新加坡和东京之外的地区金融市场规模太小，尤其是债券市场和股票市场比起成熟经济体来说流动性不足。

图5

流入.....

流入亚洲新兴经济体的总资本，危机期间急剧下降，现在已经超过了危机前的水平。

(占GDP的百分比)



.....流出

资本总流出也达到了历史高点，由几个因素推动，包括外汇储备的积极管理和市场的更好融合。



资料来源：CEIC数据有限公司；IMF，《国际金融统计》；
世界经济展望数据库；工作人员估计。

¹直到1997年都不包括中国香港。

更深和更广的资本市场将提供一个防火墙来应对意外的资本流动，可能还可以通过将亚洲储蓄保留在地区内而增加一种稳定手段。能通过以下方式来加快区域内的金融整合：进一步加强市场基础设施和公司治理，强化金融机构的风险管理，通力协调金融监管和税收政策。在这些领域，政府的推动为市场驱动的、自下而上的过程提供了有益支持。保持对资本外流限制的进一步放开能支持更深入的一体化，并缓冲资本流入的波动。

逐渐增加的收入不平等和潜在的不稳定的资本流动不过是全球化带给亚洲挑战的两个例子。亚洲决策者们要做的事还很多。需要采取步骤来鼓励家庭消费和私人投资，从而将增长建立在内需的基础上，并限制整个地区对外需的依赖。更强劲的国内需求将和地区内更强势的货币一道，推动全球经济增长达到新的平衡，并有序解决经常账户失衡问题。

同时，随着开放国内市场压力的增加，必须抵制贸易保护主义。同样的，避免优惠贸易安排蔓延对贸易的扭曲是很重要的。随着生产和贸易格局的转变，产品和劳动市场的进一步改革也是必需的，这有助于发展新的比较优势。最后，许多国家需要健全社会保障体系，这会缓冲结构性变化带来的冲击，尽管其不可能阻止这种变化；同时应对快速增长带来的环境影响的政策措施必须被采纳。

* * * * *

金融危机 10 年之后，亚洲正在以新的自信面对未来，并且有很好的理由去这么做。成功的基础在它失去的地方又被重新获得，亚洲已经准备好成为世界经济一个不断壮大的力量。令人鼓舞的是，政策正在逐渐适应全球化的快速步伐，可持续增长的基础正在被奠定。尽管需要应对的政策问题乍看起来令人生畏，在当今快速变化和相互联系的经济中，改革必须是一个连续的过程，应对这些问题的政策可能也会有助于其他问题的解决。IMF 将继续和亚洲各经济体一道紧密合作，以帮助其在这一改革进程中向前发展。

David Burton, IMF 亚洲及太平洋部主任；
Alessandro Zanello, IMF 亚洲及太平洋部副主任。