

亚洲之声

第四期 2018年3月



Deloitte.
Insights

我们亚洲之声系列将展现亚洲当前和未来所面临的挑战和机遇。
亚洲之声是德勤亚太区和全球网络精诚协作的成果。

目录

2018亚洲超预期发展的三大理由	 03
内部的力量，外部的需求：亚洲的持续发展机遇	 07
另一面：注意2018年可能出现的问题	 23
经济前景	 35



2018亚洲超预期发展的三大理由

2017年我们学会了透过现象看本质。表面上，2017年，政治分歧愈演愈烈，英美右翼倾向严重，是时局艰难、态势紧张的一年。但尽管我们面临着各种各样的挑战，其实这只是事情的其中一面而已。

喧嚣之下是慢慢恢复的全球经济。展望2018，经济恢复才是发展的主旋律。十年来，世界主要经济体首次向前迈出了相同的步调，而整体市场也首次显示出了信心。但总体情况究竟如何，在本期的《亚洲之声》，我们会再一次拨开云雾，展望2018亚太经济，探索经济发展可能存在（虽然可能性很小）的薄弱环节。

去年的这个时候，《亚洲之声》第一期面世，当时悲观情绪蔓延，以唱衰经济发展为主流，但我们却背道而驰，预测“2017年经济增长会好于预期”，并且认为亚洲会成为这一增长的中心力量。当时，领先指标数据显示，随着世界各地经济复苏的加强，全球经济增长将加快。我们还相信，中国将经受住逆势，并在全年保持良好的增长轨迹。如今我们回顾2017年，正如我们所言，大多数亚洲经济体的增长也都好于预期。

实现这一结果的原因之一是2017年亚太地区内需和出口的双双提升。我们当初预测，全球贸易将加速发展，亚洲将更具竞争力，亚洲消费者的持续需求将推动亚洲内部贸易，而后来的发展和这一预测相去无几。2018年又会有如何发展，让我们来一探究竟。

继2017年的惊喜之后，许多人预计，在接下来的一年里，亚太地区的增长将会放缓。然而，我们对亚太经济的前景仍保持乐观，并相信亚洲经济体将在2018年再次实现超越预期的增长。

一方面……

在第一篇文章《内部的力量，外部的需求：亚洲的持续增长机遇》中，我们列出了支撑这一预测的三个关键因素。

1. 国内条件有利于经济增长。

在亚洲大部分地区，近期政策改革带来的阻力正在消退。征收商品和服务税（印度和马来西亚）以及取消燃料和其他补贴（印度尼西亚）等举措损害了消费者的信心，但这些影响，和印度的纸币废除政策的影响一样，都在减弱。

同时，很多国家和地区还在采取措施改善营商环境，为吸引投资铺平道路，或者将政策中心转移到招商引资中来。例如，印度和印度尼西亚在世界银行的“经商”排名中都取得了重大进展。

2. 基建支出项目大兴土木。

在亚太地区，基建仍然是发展的重点。一些国家正在启动他们雄心勃勃的基础设施建设战略。泰国和菲律宾正在实施一系列重大运输项目，印度也已经宣布了相关项目。而亚太地区最大的基建项目是中国的“一带一路”项目，这一项目旨在通过改善亚洲和欧洲之间的贸易联系，提高亚洲的生产力和效率。

这些项目将推动近期的经济活动并有利于生产力长远发展。

3. 全球需求持续复苏，为亚太地区贸易驱动型经济体提供了更大的动力。

全球资本支出出现了复苏的迹象，而迄今为止，资本支出的缺位一直是全球经济复苏的掣肘。随着发达经济体资本支出增加，对亚洲地区制成品出口的需求随之增加，亚洲出口经济体将成为这一复苏的最大受益者。

全球金融条件仍然宽松，资本重新流入新兴市场和发展中经济体，流入亚太地区的非居民资本仍然保持着活力。全球经济似乎将迎来一个新的投资周期，推动经济反弹。

……另一方面

我们对亚太地区的近期发展感到乐观。

然而,如果说我们从最近的经济和地缘政治动荡中学会了什么,那就是我们必须考虑到那些“可能性较小”的结果。因此,虽然我们预测2018年仍然会保持喜人的增长,但是我们也承认一些区域经济体内部,乃至全球范围内,都一直存在着不稳定因素,这些因素可能成为亚太地区发展的薄弱环节。

在我们的第二篇文章《另一面: 注意2018年可能出现的问题》中,我们探讨了一些可能扰乱亚太地区增长的潜在挑战。我们面临的最大挑战是2008年后金融危机时期全球流动性过剩造成的债务积累。在澳大利亚、中国和韩国等一些国家,这种债务已流入房地产市场,引起人们对资产价格泡沫的担忧。

很多人都把注意力集中在中国,甚至中国央行行长也警告称,可能会出现“明斯基时刻”,而国际货币基金组织(International Monetary Fund)也呼吁中国增强银行的资本缓冲。因此,尽管我们的基本设想是中国的经济表现仍然会令人瞩目,但积累了有段时间的金融不平衡可能恶化。

高杠杆企业和家庭负债使非金融私营部门易受冲击。如果任其发展,严重的负面冲击可能对亚太地区的经济稳定产生深远的不良后果。

就近期而言,我们认为发生这种冲击的可能性很小,但随着地缘政治紧张局势的持续升级,这种风险也越来越大。对亚洲经济发展至关重要的全球贸易制度受到威胁。

美国政府对世界贸易组织(WTO)的政策及其对现有贸易协定的态度引起了人们的关注。美国最近决定对进口洗衣机和太阳能电池板征收高额关税,正好表明了这种风险是真实存在的。

这些措施可能将损害美国消费者以及中韩两国的生产商。然而,如果这样做导致中韩两国采取报复措施,“贸易战”的威胁可能打击全球市场信心,并可能扰乱全球经济复苏。再进一步来说,朝鲜军事紧张局势的加剧可能会在世界范围引发风险规避情绪,并造成资本回流。紧张局势的升级可能动摇信心,成为经济不稳定的根源。

最有可能的结果

尽管我们和亚太地区的决策者一样,都意识到了经济发展的薄弱环节和下行风险的根源所在,本区域的决策者也意识到这一点,但综合各方面而言,驱动增长的关键因素已经到位,2018年将延续去年全球经济活动的强劲反弹。

对于亚太地区而言,农历狗年将近,很快我们就要和鸡年说再见。据说鸡年出生的人值得我们信赖,并且他们在工作中有强烈的责任感。在亚洲各国,这些人一直在勤勉工作,并且从2017年宣布和实施的国内改革和投资中获益。让我们期待,在新的一年里,这些亚洲国家也会拥有狗年带来的一些美好特点——乐于沟通,认真工作和勇于负责——让亚洲可以巩固和延续2017年的发展。



内部的力量，外部的需求： 亚洲的持续发展机遇

2017年是意义重大的一年。一年前，当我们推出第一期《亚洲之声》时，2016年的美国大选和英国脱欧公投结果让我们措手不及。2017年伊始，谁也不知道地缘政治动荡会对全球贸易产生什么影响，我们处在一个全新的局面。新闻一片悲观，评论员也谨慎起来，使得2017年的预测都变得有几分黯淡。

在我们展望来年时，我们透过当时的主流观点发现了一些值得乐观的理由。我们预测亚洲的发展会超出当时低迷的预期。如今，一年过去了，我们知道，2017年亚太地区经济超预期发展的原因之一是内需和出口的双增长。也由于亚洲内部贸易全面增加，商品和技术的出口尤其受益于全球需求的增长，事实上，那些流行于亚洲之外的保护主义言论在亚洲影响不大。

现在，从政治角度来看2018年，不确定因素依然存在，人们也依然保持着谨慎的态度。事实上，尽管我们现在知道了英国脱欧引发的时局变动，也目睹了美国政府快速地做出了一个又一个重大决策，可是，过去的一年也是全球经济繁荣发展的一年，货币数量增加的一年，市场信心强劲的一年。

亚洲领先的几个经济体在解决重大问题方面取得了进展。例如，中国已采取措施，摆脱对建筑业的严重依赖，同时积极管理其金融风险。印度已实施了一些重大税收改革，将带来长期收益。日本也一直在慢慢地解决财政问题，现在已具备真正实施结构性改革的良好条件。其他亚洲经济体也正在不同程度上实现多样化发展，推行有利于商业发展的政策，并对资本深化进行投资。这是国内因素、低利率和强有力的外部环境三者综合作用的结果。

继2017年的惊喜之后，许多人预计，在接下来的一年里，亚太地区的经济增长将会放缓。然而，我们对亚太经济的前景仍保持乐观，并相信亚洲经济体将在2018年实现增长再提速。以下是三个主要理由：

- **国内情况**，许多经济体越来越多地受益于其结构性改革和稳定性。亚洲地区的两个主要经济体，中国和印度，去年成功地解决了一些重大问题，脱颖而出。
- **基础设施支出**，仍然是该地区的关键，将促进短期经济活动和长期生产力发展。
- **全球需求的持续复苏**可能为亚洲地区贸易驱动型经济体提供更大的动力。

我们相信亚洲经济体将在
2018年实现增长再提速。

因素1：国内条件非常适合实现经济增长

亚洲一些经济体，如印度、菲律宾和泰国¹，正在经历消费形式的国内需求回暖。而在其他国家，外部需求一直是经济增长的重要推动因素，特别是在中国、印度尼西亚和新加坡。亚洲内部贸易仍然是出口增长的主要驱动力，亚洲国家和地区一半以上的出口货物在亚洲境内进行销售²。与此同时，通货膨胀在一段时间内保持稳定，这将使货币政策能够继续推动经济复苏。

在近期，亚洲经济体的两项突破将推动其经济增长：

- 在东南亚各地给商业和消费者情绪带来短期负面影响的阵痛正在消散，例如恶劣的天气条件和推行一些有助于经济发展的政策时带来的影响。
- 为改善营商环境而进行的改革，已经使得该地区在营商环境排名上实现飞跃。

这个地区正在摆脱过去的消极影响

近年来，亚洲各国政府启动了财政整顿方案，以使其长期财政发展建立在更牢固的基础上。一开始对消费者信心带来的负面影响损害了近期的增长，但这些影响现在正在消散：

- 印度于2016年11月决定废除纸币，对经济增长产生了破坏性影响，现金短缺可能仍会抑制依赖现金的小企业和那些不太富裕的公民进行经济活动。尽管如此，由于货币流通已恢复到废币前的水平，这一突如其来的新政给经济带来的冲击现在可能已经有所恢复。此外，将更多的经济成分纳入金融和税收体系将会带来长期的积极影响。去年，为了刺激经济，政府开始征收统一的商品和服务税。从短期影响来看，经济增长因此放缓，消费需求也受到抑制。然而，市场混乱的局面似乎正在逆转。

- 马来西亚在2015年4月大胆地实施了新的商品和服务税,以抵消石油收入下降的影响,同时顺势推行燃料和其他补贴。一开始这个政策也给马来西亚家庭带来了冲击。但最近的数据表明,马来西亚消费者现在已经基本上克服了这些不利影响³。
- 在印度尼西亚,较低的油价为佐科威政府提供了在2015年初合理调整燃料补贴的机会。在早期,这一政策使得通货膨胀愈发严重并降低了消费者信心。然而,随着政府收入被释放出来并用于基础设施发展和有针对性的现金救济等生产活动,负面影响已经得到扭转⁴。

此外,在2013年至2015年期间,亚洲地区许多地方的中央银行还实施了宏观审慎措施,以控制家庭债务的过度增长以及房地产的繁荣发展,它们担心长此以往房地产繁荣可能威胁到金融稳定⁵。与上述财政改革一样,这些措施暂时抑制了国内需求。

最后,在2014-2015年期间,全球大宗商品价格暴跌也损害了印度尼西亚、泰国和马来西亚等国农业家庭的收入。2016年的恶劣天气(例如厄尔尼诺)也使马来西亚的农产品出口大幅度减少,种植园大旱,棕榈油产量首当其冲⁶。而在其他地方,泰国在过去几年里不得不对农村干旱,干旱对作物产量产生了不利影响⁷。在印度,生产过剩和废币政策也损害了农业收入。现在我们却发现,大宗商品价格企稳,尤其是农业收入反弹,刺激了国内需求。

改革正在发挥作用,改善了营商环境,也从而促进了投资

在中国,随着政府鼓励重工业的支出和投资以促进经济增长,企业的杠杆率也有所提高。然而,这导致工业产能严重过剩,并增加了金融风险。中国当局一直在推进国内改革,以削减过剩产能,迄今为止,信贷市场的紧缩措施对经济活动的影响总体上较为微弱⁸。

与此同时,印度政府通过实施JAM三位一体政策(银行账户、身份信息与手机号码)在金融普惠方面取得了巨大进展,这有助于向十多亿公民提供服务和政府福利。再加上2016年末的纸币废除政策以及去年的商品和服务税改革,印度的灰色经济正稳步走在正式化的道路上。更广泛地说,当地营商环境有了显著改善,印度在世界银行的“营商环境”排名中名列第100位,一年内跃升30位⁹。

在财政方面也取得了进展,各国政府利用更强有力的经济条件排除万难实施改革:

- 在日本,人们重新聚焦于安倍经济学的三支财政箭,以将日本经济从10年不温不火的增长和通缩的威胁中提振出来,并将消费税率从2019年10月的8%提高到10%。在此之前,消费税的上涨已经使经济陷入衰退。但随着形势变得乐观,2019年很可能会延续增长态势。收入的增加将用于旨在提高老龄化经济生产力的政策,包括改善托儿设施,以支持妇女加入劳动力队伍。
- 为了确保财政谨慎,菲律宾政府正在整合税收改革力量,以增加基础设施项目的收入,并保持政府财政的坚实基础。政府将降低个人所得税税率(高收入者除外),削减公司税,并简化其他税收规定以鼓励纳税人依法纳税。为了抵消这些方面的收入损失,政府将通过收紧税务减免扩大增值税基础。燃料消费税和糖果税将进行调整。政府还计划在2018年实施一项税收减免方案,以扩大税基并进一步提高税率。

另一方面，一些政府正趁着预算状况改善来推动支出计划和吸引外国投资；这是本区域促进经济增长和长期生产力增长的关键政策目标。政策的重点可以是精简政府程序，减少腐败和繁文缛节，以及调整外国所有权政策。

- 韩国于2017年初批准了一项11万亿韩元的补充预算，旨在为韩国人民创造更多就业机会、提高社会福利并推动其他为韩国民众增加收入的措施。随着收入的增加，增加财政支出将导致社会基础设施投资的增加以及对房地产投资的支持。
- 新加坡政府的目标是利用其枢纽地位和对贸易和商业的开放态度来吸引投资。2017年，未来经济委员会（CFE）公布了七项战略，以促进竞争并确保跟上发展潮流¹⁰。为了实现这一目标，政府宣布了一系列以创新和数字化为重点的措施和项目¹¹。
- 泰国政府希望吸引外国投资者在该地区建立制造业基地，为外国公司提供重要的外部规模经济，供其利用。为了配合制造业的发展，泰国政府制定了“泰国4.0”计划，这是一项全面计划，旨在推动泰国向知识经济转型，重点是研发和创新¹²。为此，泰国政府已经确定了10个国家优先考虑的目标行业，这些行业将成为新的增长引擎。
- 在印度尼西亚，主张改革的佐科威政府已经在努力改善营商环境，以吸引外国投资。自2015年初以来，印度尼西亚一直在实施16项组合政策以放松管制，修整印度尼西亚的营商环境¹³。2016年，佐科威总统签署了一项关于投资负面清单的条例，其中列出了对外国投资开放和关闭的商业领域，在各领域外资能享有的所有权各不相同¹⁴。因此，宏观经济环境、金融市场发展和创新得到显著改善，导致2017年第三季度外国直接投资创新高，印度尼西亚在世界银行“经商”排名中上升19位¹⁵。
- 菲律宾杜特尔特政府最近指示国家经济和发展局放宽对八个领域的外国投资限制，包括零售贸易和国内基础设施维护等。随着政府试图在一些领域前所未有地开放外国竞争和外资所有权，政府也在修订外国投资负面清单¹⁶，还计划降低外国投资者在该国做生意的资本要求。

政策的重点可以是精简政府程序，减少腐败和繁文缛节，以及调整外国所有权政策。

因素2: 基础设施支出计划大兴土木

亚洲地区各国政府已开始实施一系列基础设施举措。基础设施项目不仅将通过更高的投资活动促进本区域经济体的近期前景, 而且还将通过提高生产率支持长期经济增长。

亚太地区最大的基础设施建设项目是中国的“一带一路”。这个雄心勃勃的项目旨在通过改善亚洲和欧洲之间的贸易联系来提高亚洲的生产力和效率。该项目仍处于初期阶段, 但已根据该项目签署了若干基础设施协议。巴布亚新几内亚政府与中国签署的协议表明了这些举措的影响, 该协议将提供基础设施项目, 以加强该国农村地区的农业、公路和供水¹⁷。

但不仅是中国才有雄心勃勃的基础设施项目。各国政府已承诺为基础设施项目提供大量资金, 主要是在运输领域。

- 澳大利亚许多州政府资金充裕, 在过去的一年左右, 随着房价快速上涨, 印花税收入飙升, 从而支撑了预算底线。这一点我们可以在澳大利亚一系列投资活动中看出来, 包括计划在东部主要州实施的一些大型运输项目。
- 印度政府承认有必要给予公共投资更多关注来弥补该国的基础设施赤字。莫迪政府于2017年底启动了一项7万亿卢比的基础设施项目, 目标是到2022年3月铺设8万多公里的道路。印度还积极与国际伙伴合作, 加快基础设施建设进程。具体而言, 印度和日本一直在印度东北部各州的基础设施发展方面开展合作。

亚洲各国政府已承诺为基础设施项目提供大量资金, 主要是集中在运输领域。

- 在印度尼西亚, 佐科威总统加快了政府对基础设施的投资流程, 包括公路、港口、发电厂和铁路运输等项目的建设, 目前有37个项目被列入基础设施优先项目清单, 并计划在2019年前完成¹⁸。为了解决资金短缺的问题, 考虑到政府开支计划的上限, 佐科威政府正在邀请国内和外国投资者参与。
- 新加坡正在对现有运输业基础设施进行进一步升级, 新地铁线路以及线路延长段将在未来几年开始运营。而且新加坡和马来西亚政府还开展了吉隆坡-新加坡高速铁路项目¹⁹。

不仅交通运输得到政府的资助, 韩国和台湾政府都在扩大财政刺激计划, 绿色能源和人工智能等新技术的投资也会受惠于这些计划。

尽管公共投资是2018年经济增长的主要驱动力, 但也有迹象表明私人投资市场正在回暖。澳大利亚的私人资本支出在2017年第三季度实现同比增长, 这是2012年底以来的首次增长。此外, 随着2017年至2018年财政年度计划资本支出的增加, 未来发展的前景也是乐观的。

大量的公共和私人投资将在短期内为整个区域创造就业和商业机会。从长远来看, 推进互联互通将使货物在各经济体之间的流动更加容易, 并有助于提高企业生产力。

因素3：全球需求继续复苏，为亚洲地区贸易驱动型经济体提供更大动力

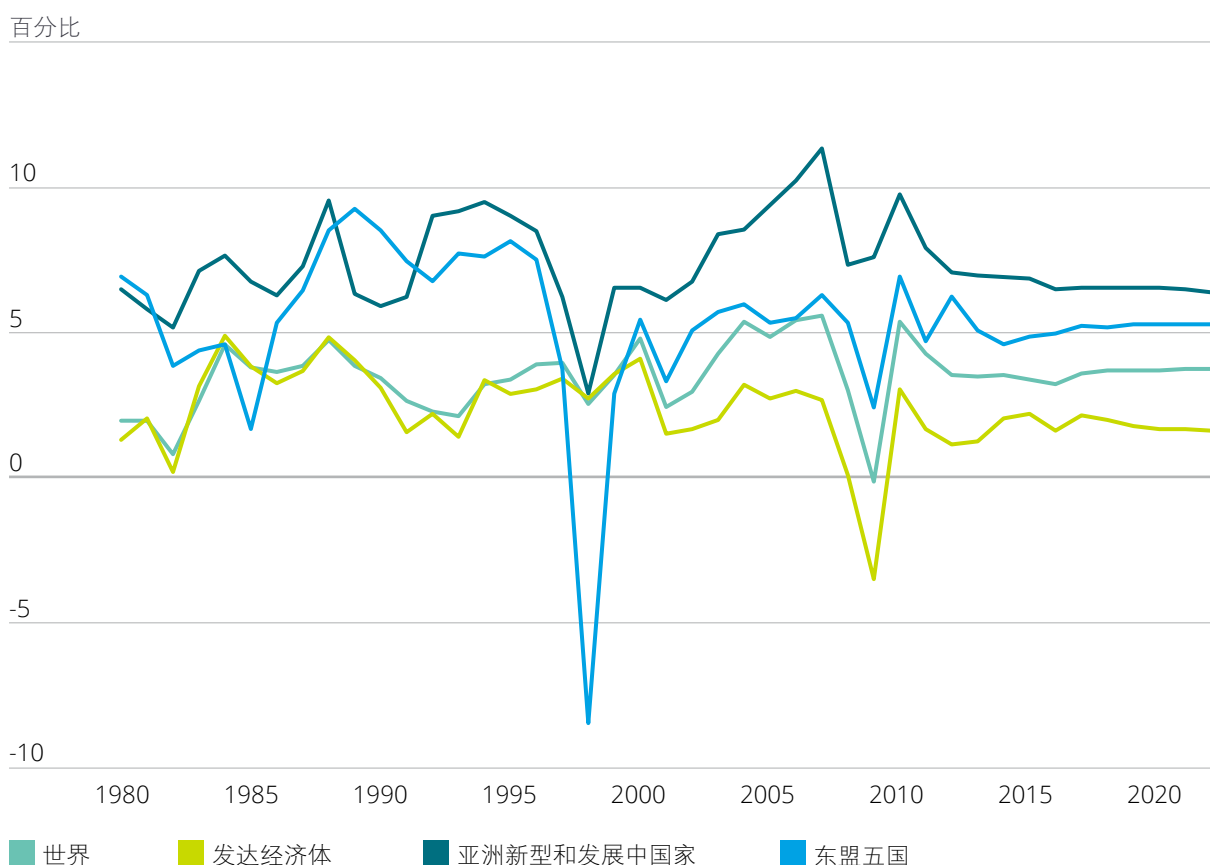
全球经济已转危为安，自2016年末以来，需求强劲增长，我们相信这一趋势可能会加速（图1.1）。世界经济的周期性回暖支持了亚太地区经济活动的广泛提升。目前，全球75%以上的经济正在复苏，预计全球经济增长将从2016年的3.2%上升到2017年的3.6%和2018年的3.7%²⁰。发达经济体的增长达到三年来的最高速，经合组织的领先指标数据显示略高于趋势增长（图1.2）。

我们认为，主要有三种力量在发挥作用，它们将推动全球需求的适度加速，使亚太区域的出口国受益。

在经历了近十年的危机和挑战之后，全球经济正进入周期性上升阶段

世界大部分地区的同时增长产生了一种有趣的发展过程，一些国家的经济增长趋势蔓延到其他地区，加强了这些地区的复苏，然后又回过头来蔓延回最初的国家，从而产生了一种螺旋式上升。美国经济活动的逐步反弹提振了欧元区和日本等其他发达经济体的需求。随着相互加强的经济增长良性循环获得更大的发展势头，以贸易为导向的东亚经济体加入了经济增长浪潮，进一步推动了全球需求、贸易和投资流动的复苏。

图1.1：各地区GDP增长*

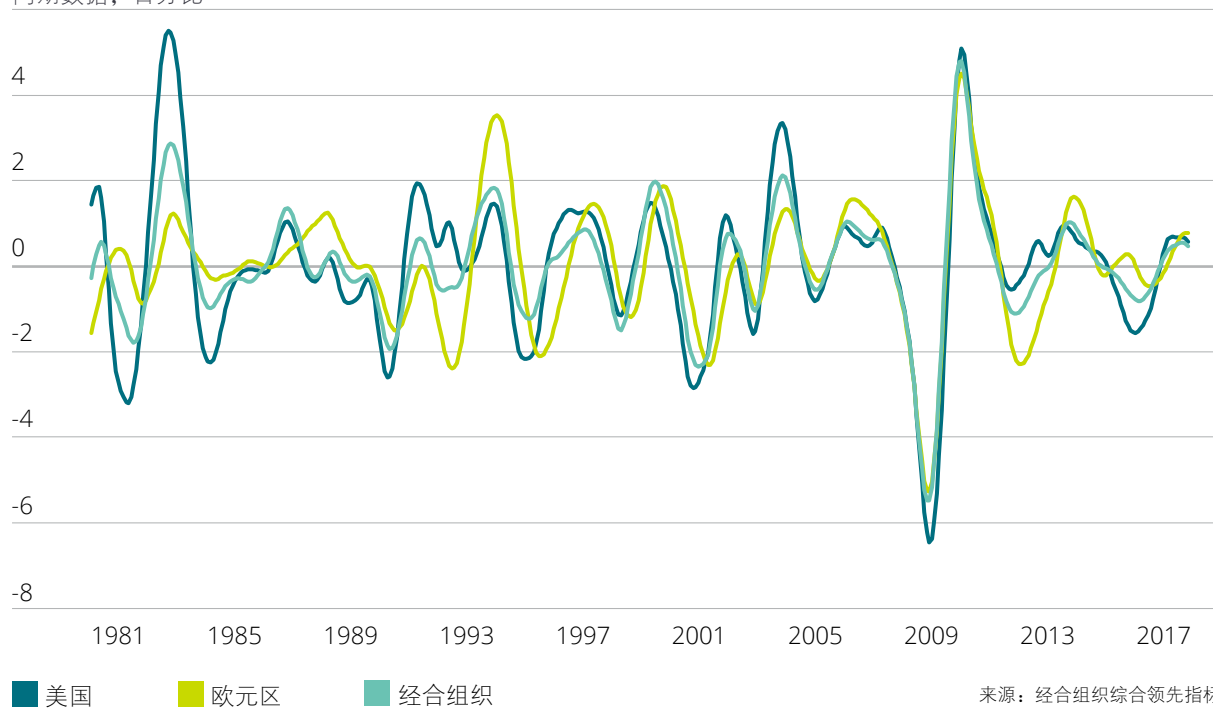


来源：世界货币基金组织世界经济展望数据库，2017年10月
*2017年预测值

德勤洞察 | Deloitte.com/Insights

图1.2: 经合组织国家信息系统

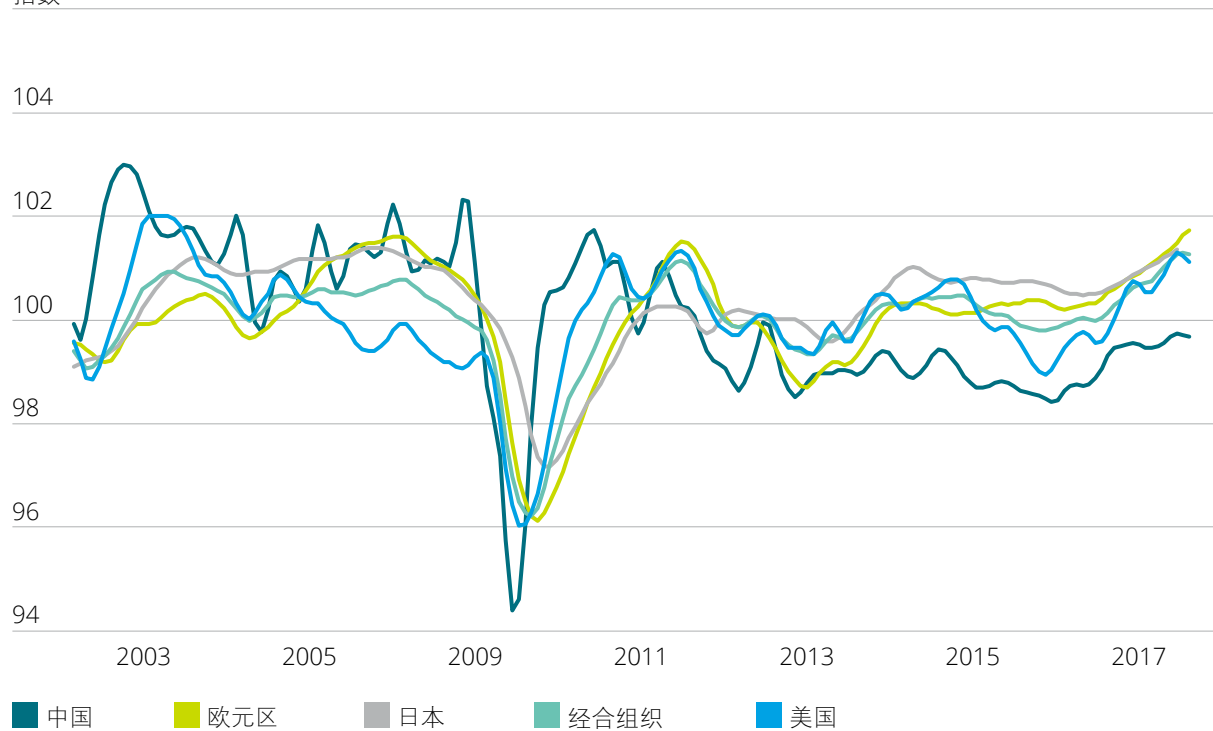
同期数据, 百分比



来源: 经合组织综合领先指标
德勤洞察 | Deloitte.com/Insights

图1.3: 主要经济体商业信心指数*

指数



来源: 经合组织商业信心指数
*振幅调整, 长期平均值= 100, 2008年1月-2017年11月
德勤洞察 | Deloitte.com/Insights

这一浪潮的背后是受全球金融危机打击的经济体参加经济活动的主要动力恢复正常。特别是，企业信心呈上升趋势，这将支持更高水平的投资活动，因为企业更愿意再次承担风险(图1.3)。

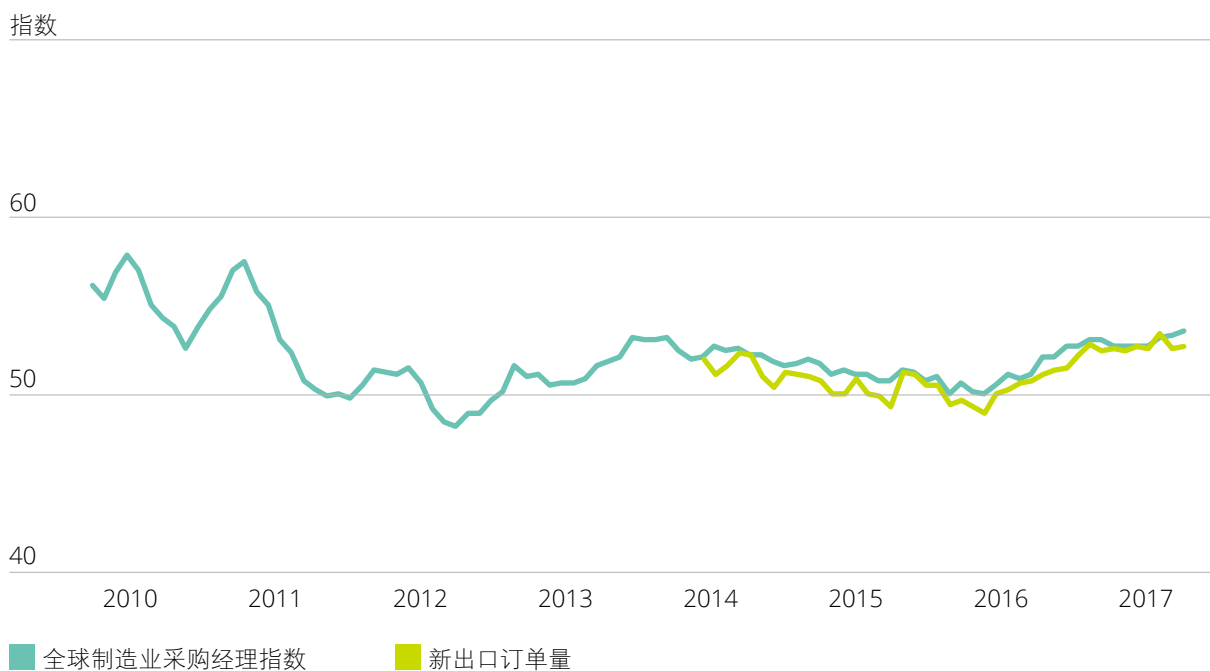
这种需求和产出的复苏更多地表现为出口需求；全球出口水平赶不上世界产出量的情况正在逆转。

这对亚洲制成品出口商来说是一个巨大的好处。世贸组织世界贸易领先指标的组成部分——空运量、集装箱吞吐量、电子贸易和出口订单——都在上升，这表明全球出口的反弹还有待进一步推进。世界贸易流量继续稳步上升，2017年9月，《荷兰经济政策分析部世界贸易监测》数据同比增长5.1%，高于2017年8月的4.5%，并延续了2016年2月以来的加速增长势头。更长远来看，自2016年末以来就保持着持续增长趋势——较之2015年至2016年期间不足2%，甚至是负增长的水平，发生了显著转变。

贸易的增长为过去五年中商业条件得以实现最大程度的改良打下了基础，2017年10月全球制造业采购经理人指数 (PMI) 为53.5，为2011年5月以来的最高水平(图1.4)。新出口订单的分项指数——未来全球制造业PMI表现的领先指标——也接近其近期高点。

区域经济增长势头越来越强劲，马来西亚、越南、新加坡、韩国、台湾和泰国等贸易导向型经济体受益最大。出口需求已渗透到制造业活动中，然后对港口和机场活动、物流以及一些贸易服务(如贸易融资等)等辅助领域产生需求。即使对于那些没那么重视出口的国家 and 地区，出口货物在过去一年中也颇可以实现稳定。印度的情况大致如此，该国出口在连续两年增长疲软之后，2017年实现复苏，2018年4月至10月进一步复苏²¹。这种出口增长的大部分是在工程产品、纺织品、药品和化学产品而不是传统商品中产生的。

图1.4：全球制造业制造业采购经理指数以及新出口订单量

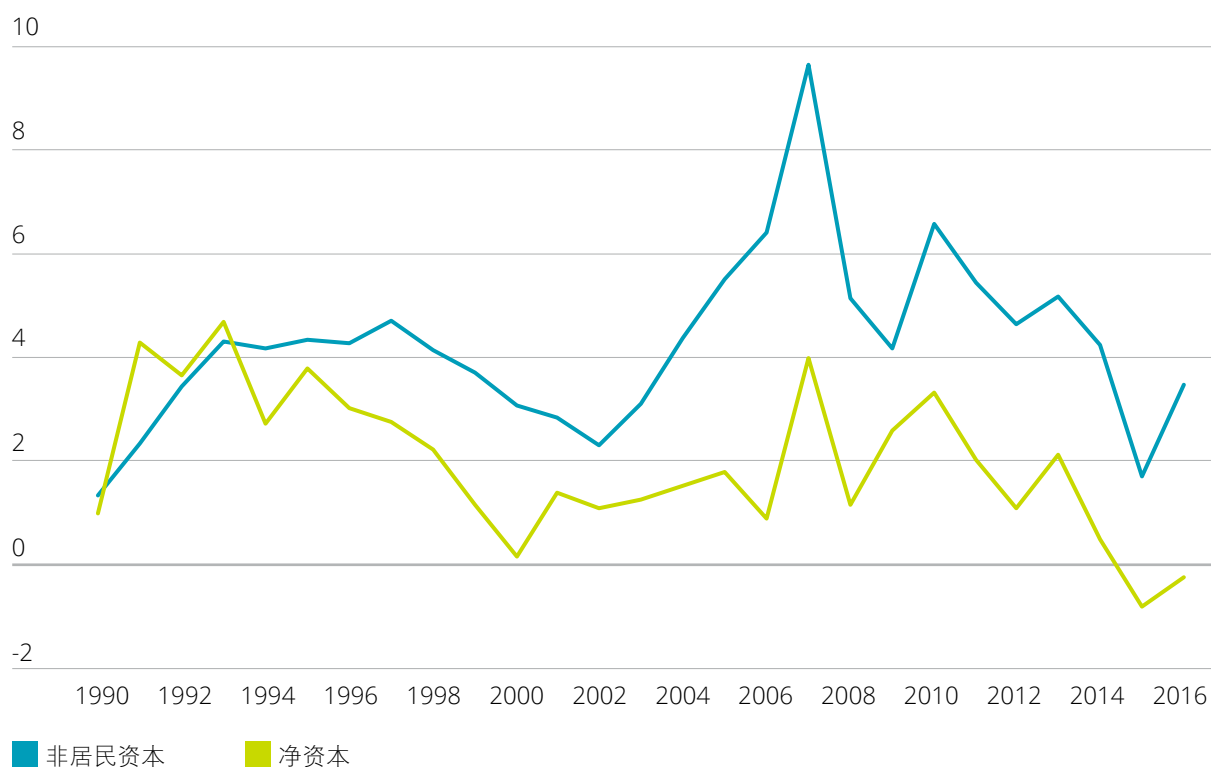


资源：CEIC全球经济数据库

德勤洞察 | Deloitte.com/Insights

图1.5: 新兴和发展中经济体资本流动

新兴和发展中经济体资本占GDP比值



来源: 世界货币基金组织世界经济展望, 2017年10月
德勤洞察 | Deloitte.com/Insights

极其宽松的全球金融条件继续推动全球复苏

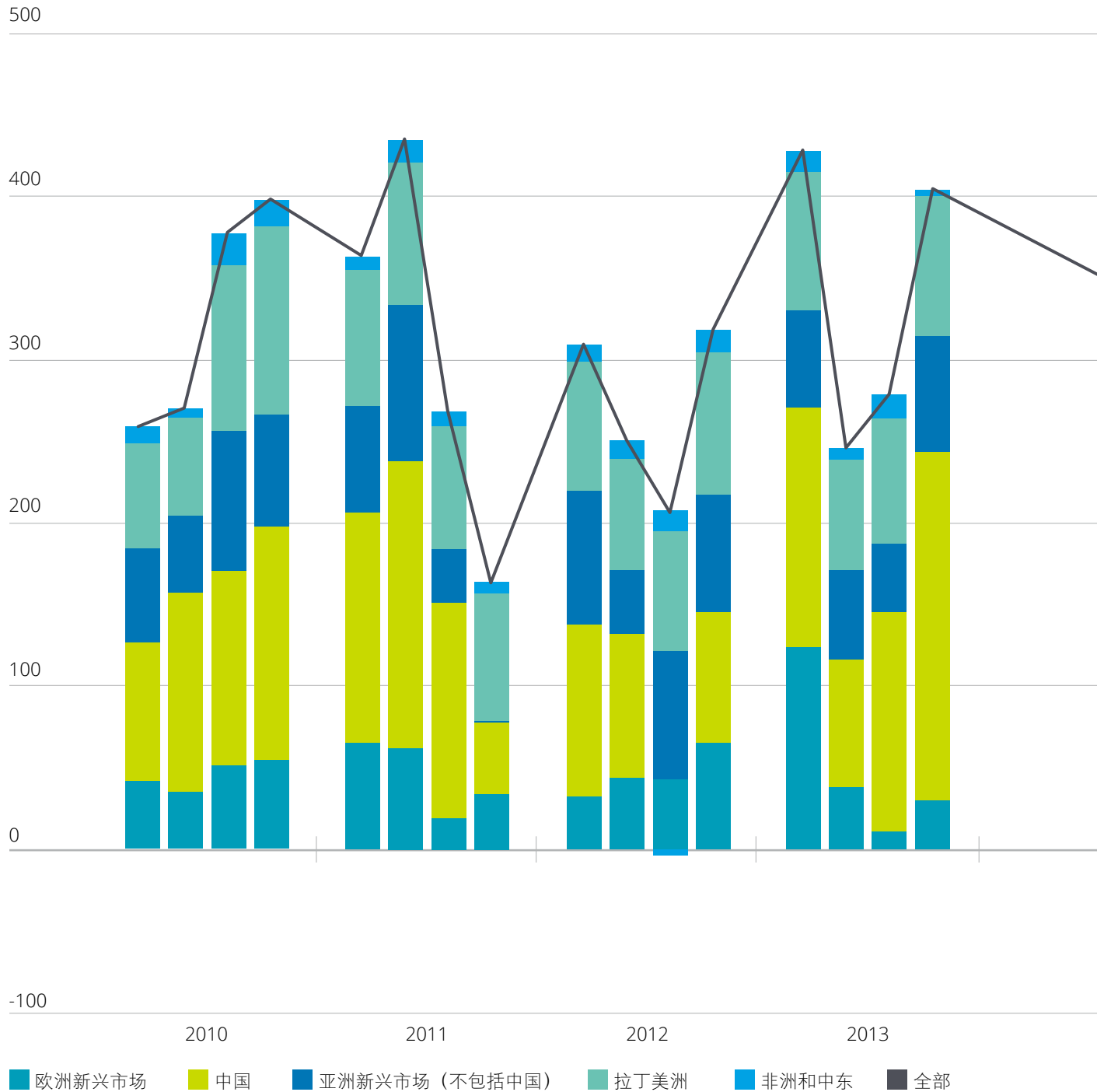
总的来说, 全球金融状况仍然宽松, 这在很大程度上是因为通货膨胀压力的迹象离我们仍然很遥远。股市走强, 波动性较低。信贷供应通常不是问题, 因为利率仍然很低 (中国除外)。许多国家的资产市场从这种流动性中受益, 有助于支撑家庭和企业经济状况。与此同时, 流入新兴市场和发展中经济体的资本已经再次回归 (图1.5), 流入该区域的非居民资本仍然保有弹性 (图1.6)。

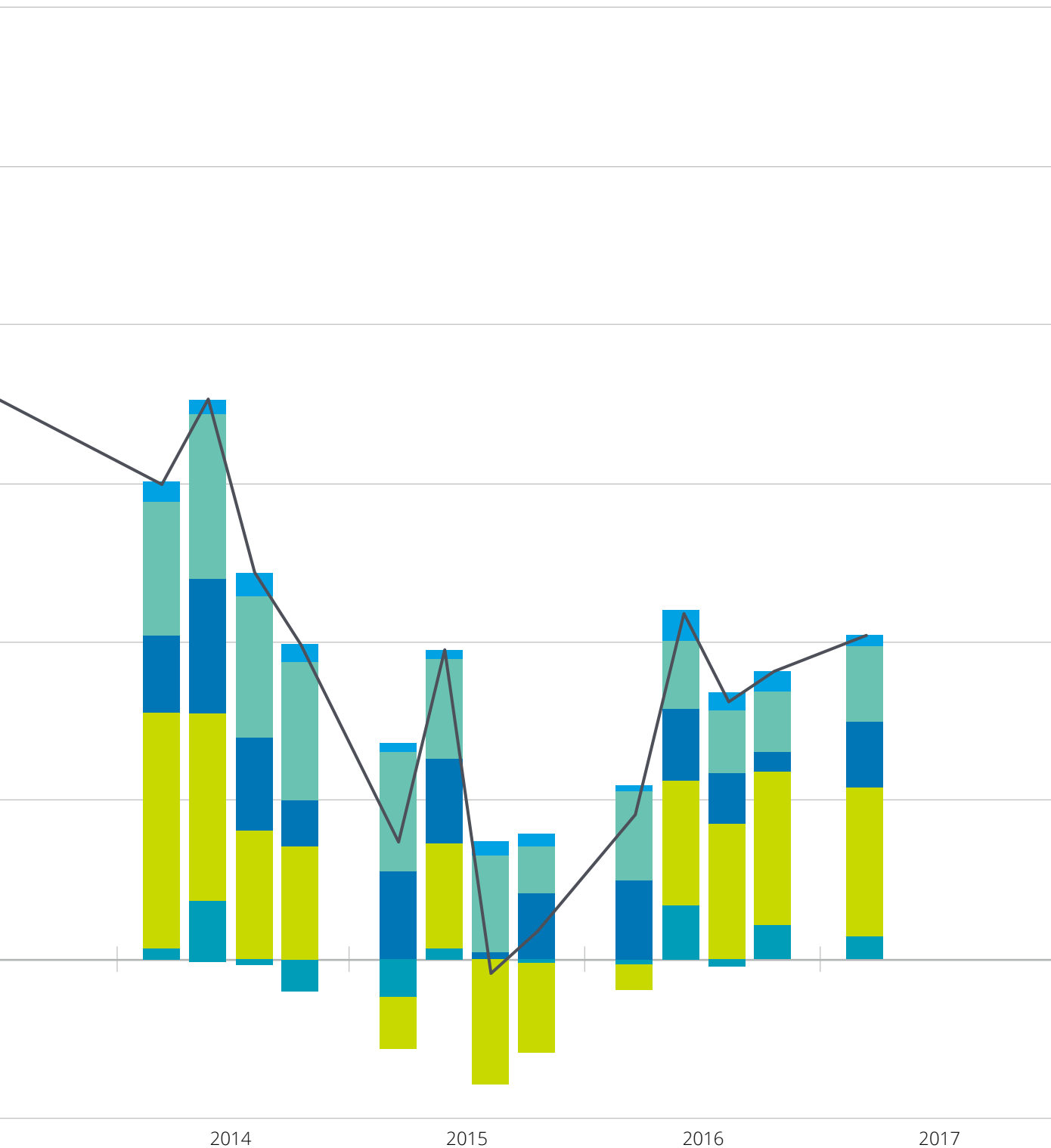
尽管经济活动有所加强, 但价格压力仍然很小, 这为央行维持宽松货币政策以推动经济复苏提供了机会。

全球金融状况仍然宽松, 这在很大程度上是因为通货膨胀压力的迹象离我们仍然很遥远。

图1.6: 新型和发展中经济体非居民资本流入

美元 (十亿)





来源: 世界货币基金组织世界经济展望, 2017年10月
德勤洞察 | Deloitte.com/Insights

私人资本支出有进一步加强的迹象

投资支出一直是全球经济复苏中缺失的一环，但现在已有回归的迹象。此外，亚洲制成品出口对资本支出相当敏感——经济复苏将大大增加全球对亚洲出口的需求。

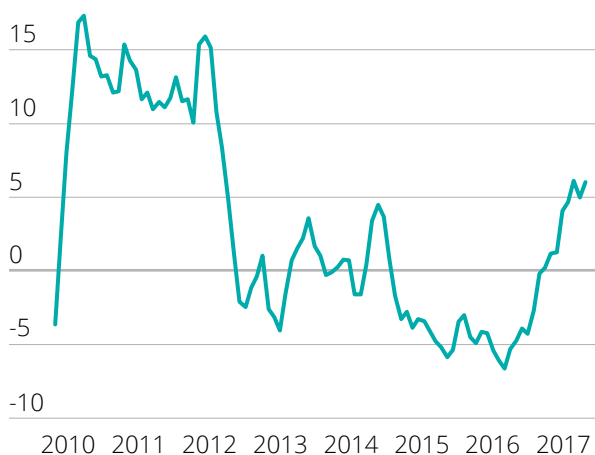
美国核心资本货物订单量已经有所提升（图1.7），而据日本《短观调查报告》显示²²，日本的产能利用率达到1991年以来的最高水平（图1.8）。

事实上，这是自1990年股市泡沫破裂以来，《短观调查报告》首次显示日本大型企业的需求超过了产能。

在欧元区，放宽信贷条件将为企业在这个全球最大的进口市场的投资计划提供更多支持²³。正如银行越来越愿意放贷一样，商业信心的上升表明，企业将更愿意借款以扩大规模。欧元区经济信心指数最近升至114.2，为2001年1月以来的最高水平²⁴。

图1.7：美国核心资本货物新订单

3个月移动平均；同期数据变动百分比



来源：CEIC全球经济数据库，FRED数据库
德勤洞察 | Deloitte.com/Insights

尤其是，半导体出货量和美联储科技脉冲指数等科技产品需求指标也处于多年高位（图1.9）。这是一种结构性的新型增长动力：数据分析、人工智能和物联网等新兴技术正在兴起，对东亚制造的各种电子元件的需求急剧增加。全球对技术需求的增加也可能对流入印度的外国资金产生积极影响，特别是如今“来印度制造”和“数字印度”等政府举措日益引人注目。

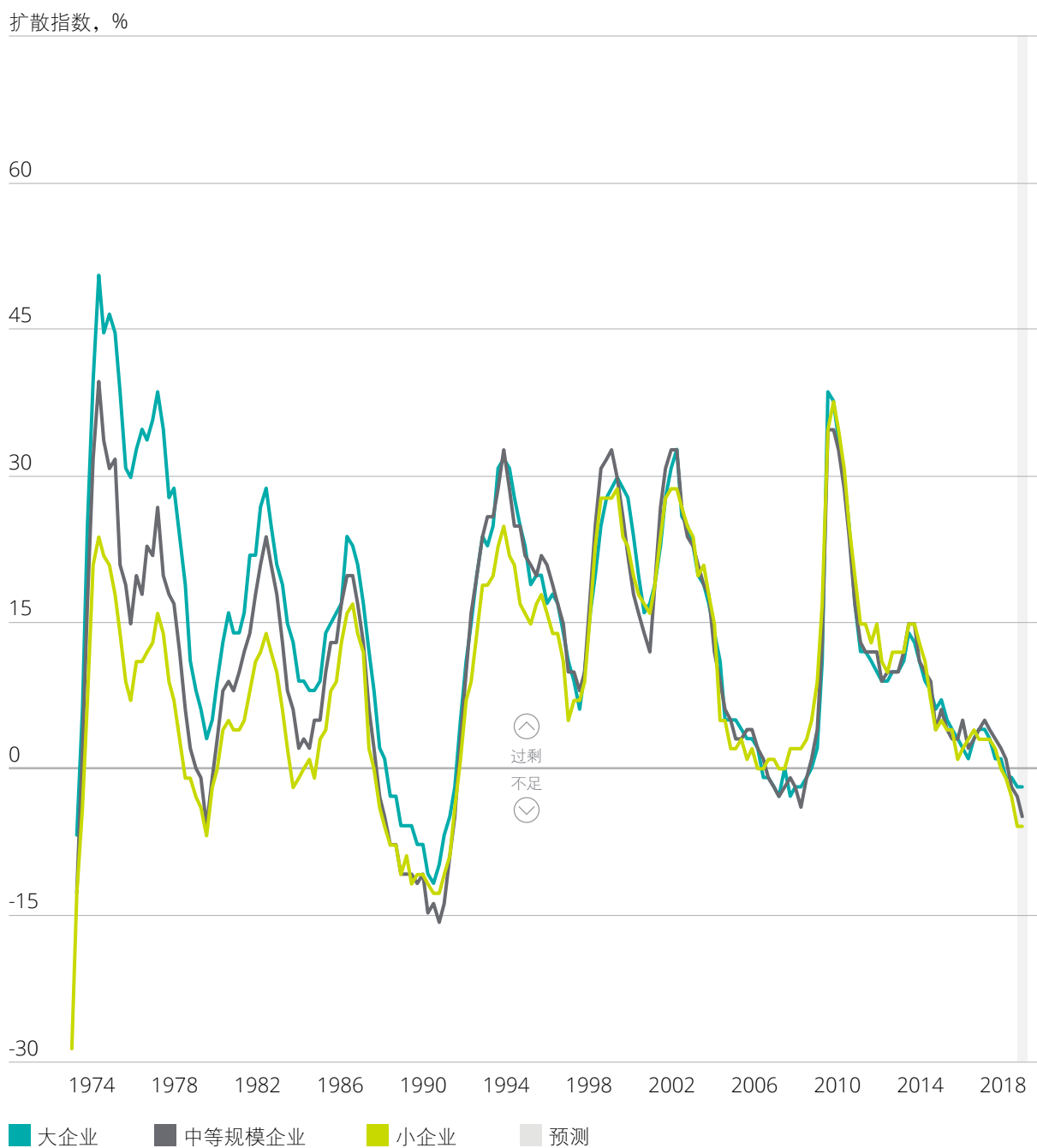
此外，全球经济中还有一些潜在的因素在起作用，这些因素为投资大幅增加提供了更充分的理由。

- 12月美国批准的税收法案应会推动投资增加，因该法案强调对美国公司大幅减税。
- 随着中国十九大圆满结束，习近平主席将继续推进他标志性的一带一路项目。这一基建项目将会向东南亚和中亚经济体带来大量需求。中国的这一基建项目将推动该地区大型基建项目的启动。

全球经济将迎来一个新的投资周期，进而将推动经济反弹。投资支出在短期内具有很高的乘数效应，而通过期间生产力的提高，也能推动长期增长。到最后，资本支出驱动贸易所带来的经济增长会比消费需求带动的经济增长更为显著。

在考虑2018年的前景时，有很多事情值得我们肯定。然而，如果说过去几年的不可预测性给我们带来了什么教训的话，那就是学会凡是都从两面看的重要性——要审视和意识到可能发生的事情，以及我们认为可能发生的事情。这就是我们在第二篇文章《另一面：注意2018年可能出现的问题》中主要探索的问题。

图1.8: 日本产能数据

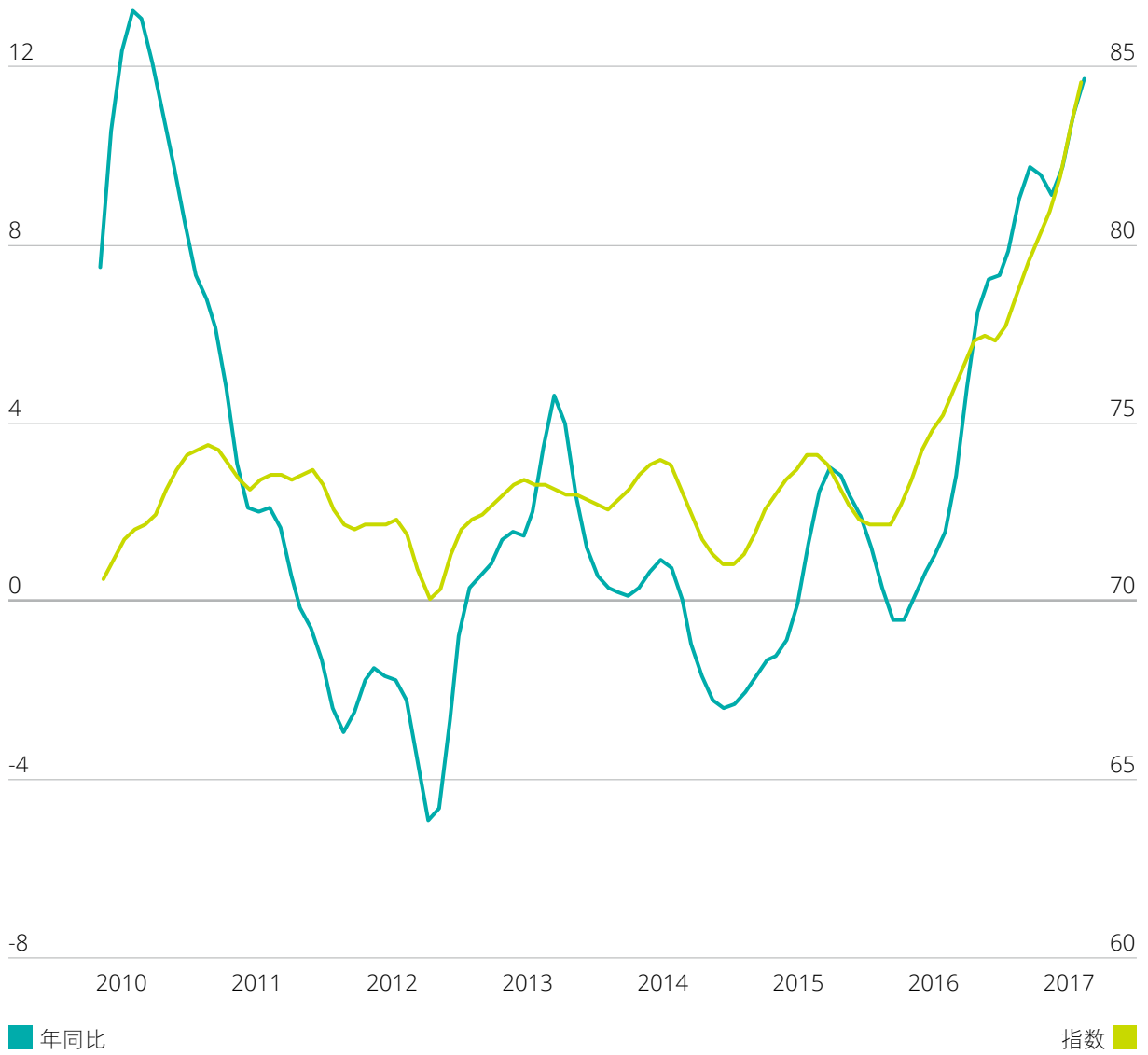


来源: 日本银行, 《短观调查报告》, 2017年12月
德勤洞察 | Deloitte.com/Insights

图1.9：美联储科技脉冲指数

同期数据变动百分比

指数



来源：百年亚洲顾问公司使用CEIC与FRED数据库计算所得
德勤洞察 | Deloitte.com/Insights

1. 国际货币基金组织,《地区经济展望》,2017年10月, <http://www.imf.org/en/Publications/REO/APAC/Issues/2017/10/09/areo1013>
2. 同上
3. 阿比丁,2017年,《纳吉经济学大局观》,2017年11月, <https://www.nst.com.my/opinion/columnists/2017/11/301572/najibnomics-looks-bigger-picture>
4. 雅加达邮报,《政策改革推动商业和经济增长》,2017年11月, <http://www.thejakartapost.com/adv/2017/08/30/policy-reforms-to-make-business-easy-and-boost-growth.html>
5. 马来西亚国家银行,《副行长在央行和伊斯兰合作成员国货币机构会晤上发表评论:马来西亚在宏观审慎政策上的经验与对金融包容性的见解》,2014年 http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=en_speech&pg=en_speech&ac=535&lang=bm, 获取时间:2017年11月29日
6. 星报,《厄尔尼诺造成棕榈油产量减少》,2016年9月, <https://www.thestar.com.my/business/business-news/2016/09/17/palm-oil-output-down-on-el-nino/>, 获取时间:2017年11月26日
7. 卢迪,《泰国大旱肆虐》,2016年, <http://www.businessinsider.com/extreme-drought-problematic-for-thailand-2016-1/?IR=T>, 获取时间:2017年11月26日
8. 《国际货币基金组织第四条磋商:中华人民共和国》,2017年10月, <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2017/08/15/People-s-Republic-of-China-2017-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-45170>, 获取时间:2017年11月18日
9. 印度时报,《世界银行“营商环境”排名印度跃升30位》,2017年10月, <https://timesofindia.indiatimes.com/business/india-business/indias-jumps-30-places-in-world-banks-ease-of-doing-business-rankings/articleshow/61360578.cms>, 获取时间:2018年1月10日
10. 通信和信息部,《未来经济委员会报告:七大战略》,2017年, <https://www.gov.sg/microsites/future-economy/the-cfe-report/7-strategies>, 获取时间:2017年11月26日
11. 总理办公室,《在总理办公室组建智能国家和数字政府组织》,2017年, <http://www.pmo.gov.sg/newsroom/formation-smart-nation-and-digital-government-group-prime-minister%E2%80%99s-office>, 获取时间:2017年11月26日
12. Languelin, O,《泰国4.0知多少?》,2017年, <https://www.thailand-business-news.com/economics/54286-thailand-4-0-need-know.html>, 获取时间:2017年11月26日
13. 雅加达邮报,《政策改革招商促增长》, <http://www.thejakartapost.com/adv/2017/08/30/policy-reforms-to-make-business-easy-and-boost-growth.html>, 获取时间:2017年11月26日
14. 第44号总统条例,《对外国投资开放和关闭的商业领域清单》,2016年, http://www5.bkpm.go.id/images/uploads/prosedur_investasi/file_upload/REGULATION-OF-THE-PRESIDENT-OF-THE-REPUBLIC-OF-INDONESIA-NUMBER-44-YEAR-2016.pdf, 获取时间:2017年11月26日
15. 世界银行,“营商排名”,2018年, <http://www.doingbusiness.org/rankings>, 获取时间:2018年1月12日
16. Paz, C. D.,《杜特尔特将签署新的外资开放清单》,2017年, <https://www.rappler.com/business/187650-philippines-foreign-investment-negative-list-duterte-review>, 获取时间:2017年11月26日
17. 路透社,《中国斥资40亿美元于巴布亚新几内亚建工业园》, <https://www.reuters.com/article/china-papua-investment/china-to-build-4-bl-industrial-park-in-papua-new-guinea-idUSL4N1E82EN>, 获取时间:2017年11月26日
18. 加速优先基础设施交付委员会,《37个重点项目名单》, <https://kppip.go.id/en/priority-projects/>, 获取时间:2017年11月26日
19. 陆路运输管理局,吉隆坡-新加坡高速铁路,2017年, <https://www.lta.gov.sg/content/ltaweb/en/featured-projects/hsr.html>, 获取时间:2017年11月26日
20. Lagarde, C,《休整时间》,2017年10月, <http://www.imf.org/en/news/articles/2017/10/04/sp100517-a-time-to-repair-the-roof>, 获取时间:2017年11月26日
21. 经合组织数据,德勤分析
22. 日本银行,《短观调查报告》, <https://www.boj.or.jp/en/statistics/tk/gaiyo/2016/tka1709.pdf>, 获取时间:2017年11月
23. 欧洲央行,《2017年10月欧元区银行贷款调查结果》,2017年, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.pr171024.en.html>, 获取时间:2017年11月26日
24. 欧盟委员会,《企业和消费者调查结果》,2017年10月, https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/esi_2017_10_en.pdf, 获取时间:2017年11月26日



另一面：注意2018年可能出现的问题

我们认为亚太地区未来一年有着积极的前景。亚洲国家和地区2017年的经济增长强于预期，这一态势预计将延续到2018年。

本期《亚洲之声》的第一篇文章《内部的力量和外部的需求：亚洲的持续增长机遇》概述了全球需求稳步复苏和宽松金融条件发挥的支撑性作用共同推动了这一向好的发展态势。但亚太经济体之所以得以充分利用增长，正是因为有亚太经济体自身的重大提振。

亚太区域许多经济体已开始各自国内的结构性改革。对于其中一些经济体，调整带来的阵痛现已消退，它们完全有能力从中获益。

因此，有理由对2018年的前景持乐观态度。然而，我们也必须认识到下行风险即将来临。我们认为，2018年以下几个方面值得我们关注：

- 私人部门债务增加带来的重大隐患，其来源：
 - 澳大利亚和韩国高杠杆家庭资产负债带来的风险
 - 中国企业债务和影子银行的潜在后果（明斯基时刻）²⁵
- 如果地缘政治紧张加剧，发生重大冲击的隐患。

在研究这些风险时，我们并不认为这些风险发生的可能性很大。事实上，我们相信亚太区的经济体系较以往更能应付外来冲击。但并非所有风险都是外部风险，各国政府必须认真应对这些挑战。

我们相信亚太区经济体系较以往更能应付外来冲击。

私人部门债务不断增加

本区域面临的巨大挑战是2008年后金融危机时期全球流动性过剩造成的债务积累。政府债务增加部分是由于危机后经济衰退以及各国政府为拉动需求和稳定金融市场所作的政策努力(图2.1)。在随后的十年中,财政可持续性问题的关注度受到了极大关注。

虽然建立健全的财政状况仍然是包括日本和澳大利亚在内的大多数国家政府的首要任务,但我们认为,从短期来看,非金融私人部门(其中非政府部门中不包括金融部门)债务不断增加是经济脆弱性的根源。高杠杆的企业和家庭资产负债使这个部门容易受到冲击。而其他经济体的脆弱性将取决于其债务积累的领域以及其金融体系的实力²⁶。在某些情况下,这种债务会流入房地产市场,例如澳大利亚、中国和韩国,从而引起了人们对资产价格泡沫的担忧。下面,我们将更深入地探索这部分内容。

从近期来看,这些脆弱性面临的考验可能会与地缘政治紧张加剧有关,包括保护主义势力的壮大。虽然没有理由相信紧张局势会突然升级,但是这些风险本身是不可预测的。

在2008年金融危机后融资条件宽松的情况下,一些亚太大国的家庭(图2.2)和非金融公司(图2.3)的债务使用都大幅增加。

家庭债务的增加在澳大利亚、中国和韩国尤为突出。债务积累本身并不一定是个问题。负债水平很重要,但并非一切。了解债务的用途很重要。例如,资金是否得到有效利用,是否有助于产生未来的收入。总的来说,在经历了2008年金融危机的衰退后,杠杆的增加有助于推动总体需求。

尽管如此,较高的债务水平让借款人对利率更加敏感。虽然目前利率较低,但随着利率逐渐正常化,借款人将面临更大的偿债压力。偿债问题可能给金融系统造成更大的信贷风险,而这反过来又可能对实体经济产生影响。中国非金融私营部门的偿债比率(DSR)几乎是2008年金融危机前的两倍(图2.4)。澳大利亚和韩国的偿债比率自00年代初以来就开始升高,但在过去十年中基本保持不变,尽管这一时期的债务使用显著增加。

2008年后金融危机时期积累的 债务是亚太地区面临的巨大挑战。

图2.1: 政府总债务

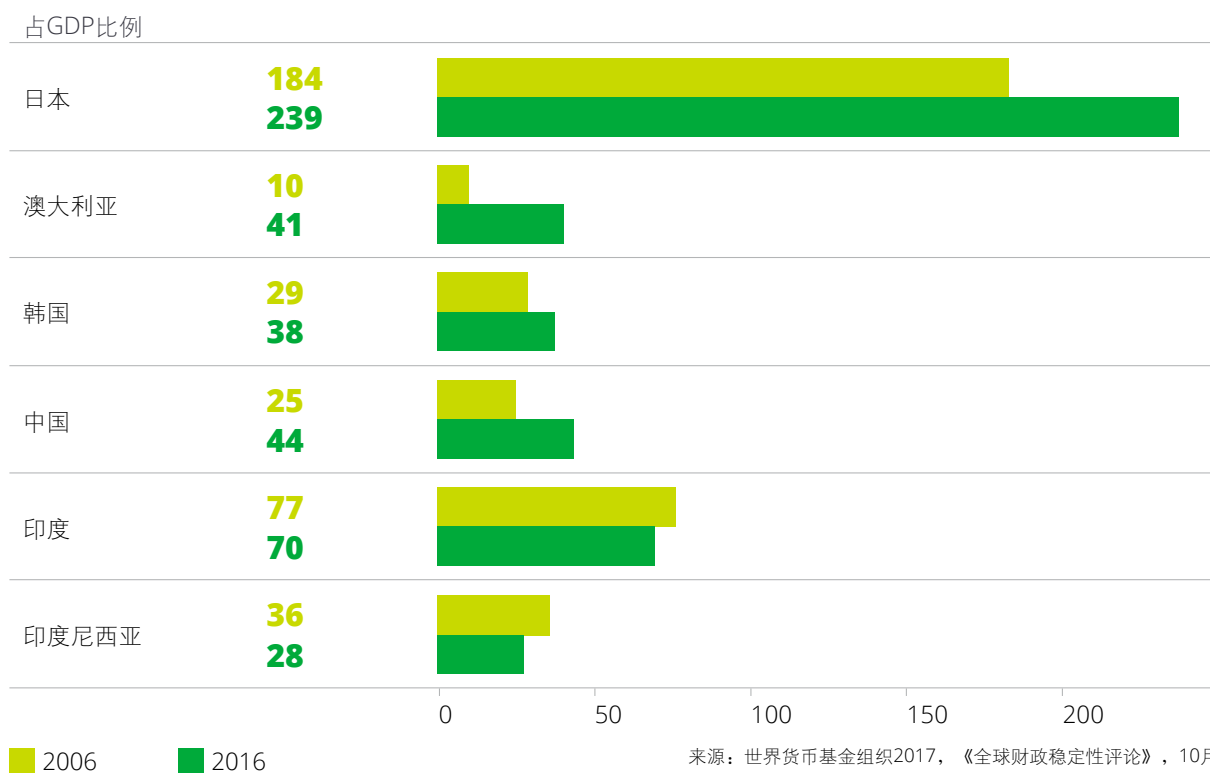


图2.2: 家庭总债务

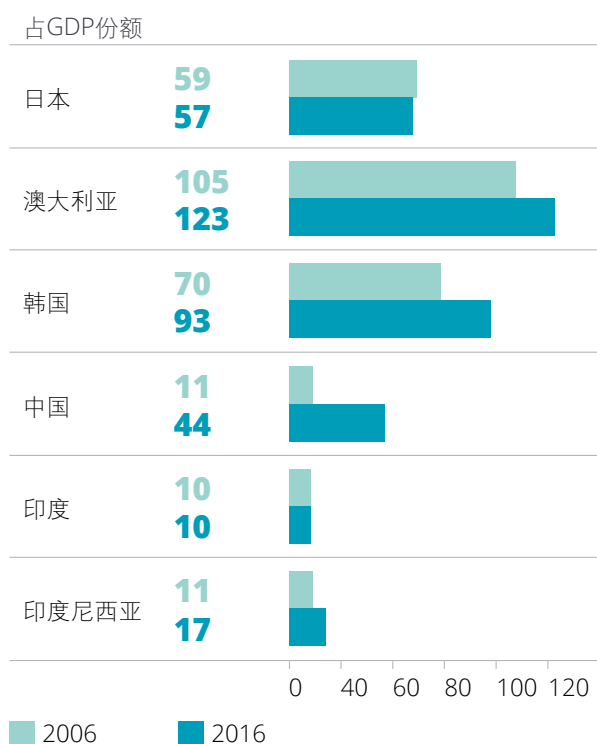


图2.3: 非金融企业总债务

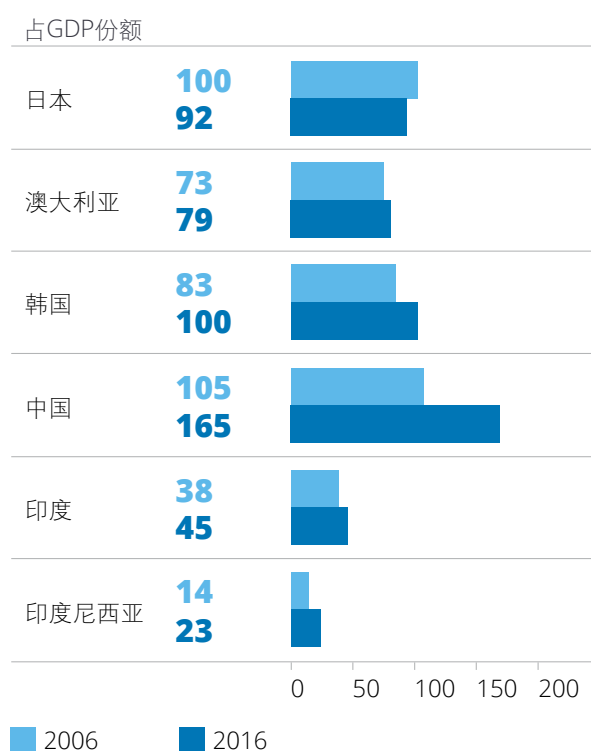
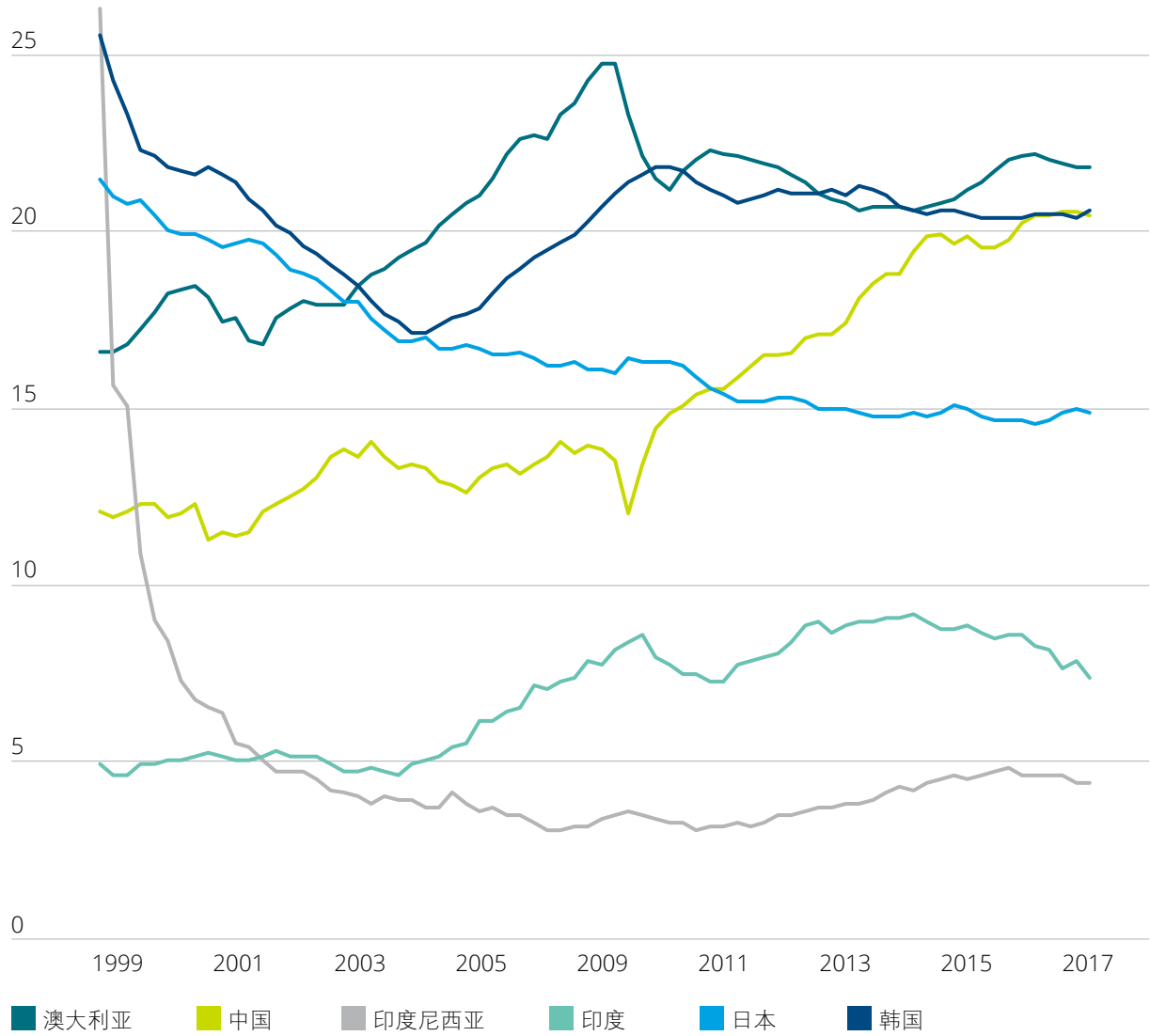


图2.4：非金融私营部门的偿债比率*

截至2017年6月%



*偿债成本是按分期还款的固定偿债成本计算的，按现有债务存量的平均利率除以收入计算。
资料来源：国际清算银行

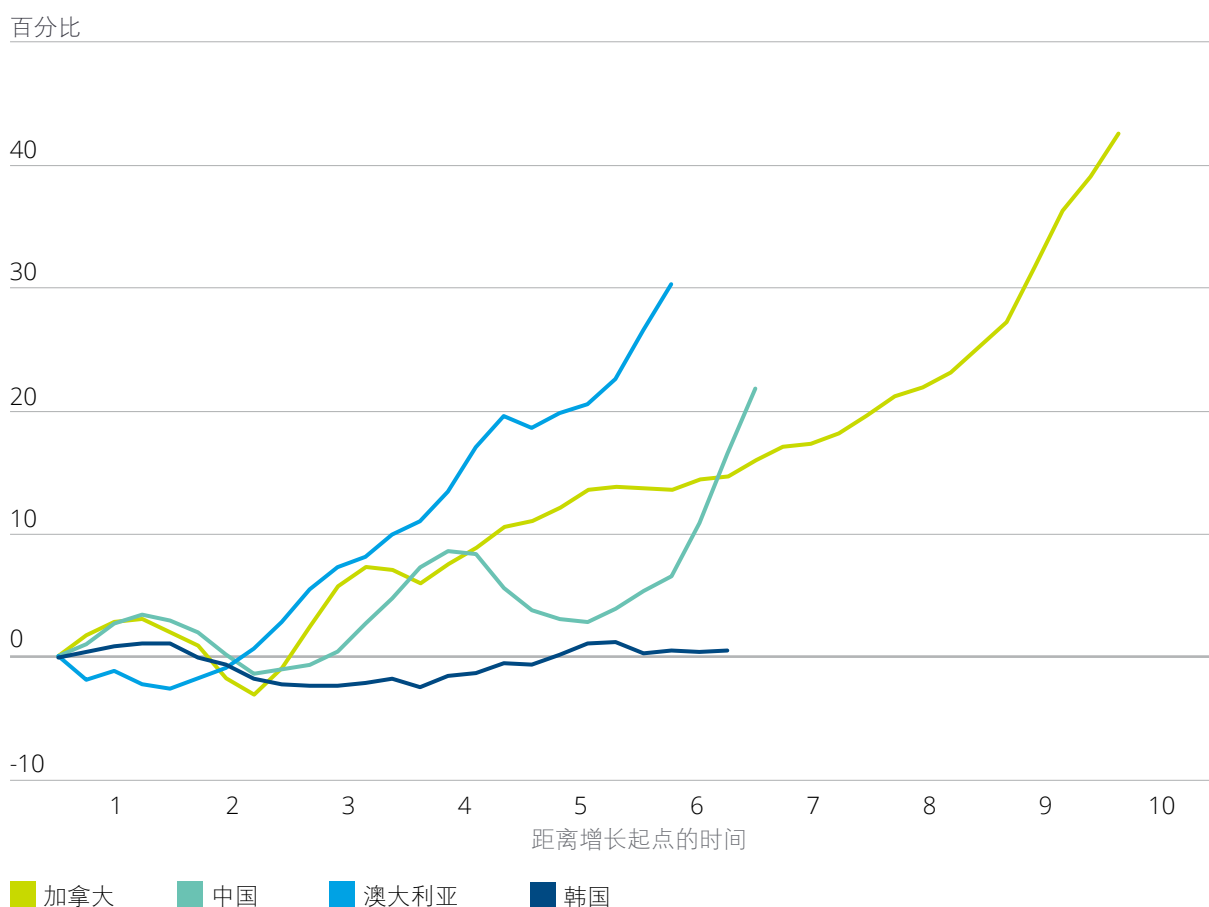
澳大利亚和韩国的高杠杆家庭资产负债

通常而言, 最近家庭债务的增加与借贷成本处于历史低位, 增加了对住房的需求有关。而后者恰好迎合了家庭风险偏好。住房需求的增加导致房价上涨, 从而导致业主可以通过抵押贷款借到更多的钱。人们担心的是, 这些购买行为正在推动“非理性繁荣”, 并造成资产价格泡沫, 从而使极易受影响的家庭资产负债面临价格暴跌的风险。如果家庭资产负债由银行提供资金, 价格的大幅调整可能会给银行系统和实体经济带来严重后果。

在这方面, 澳大利亚和中国的住房市场经历了显著的价格增长(图2.5)。然而, 这些市场价格大幅调整的风险取决于供求基本面是否有助于市场。

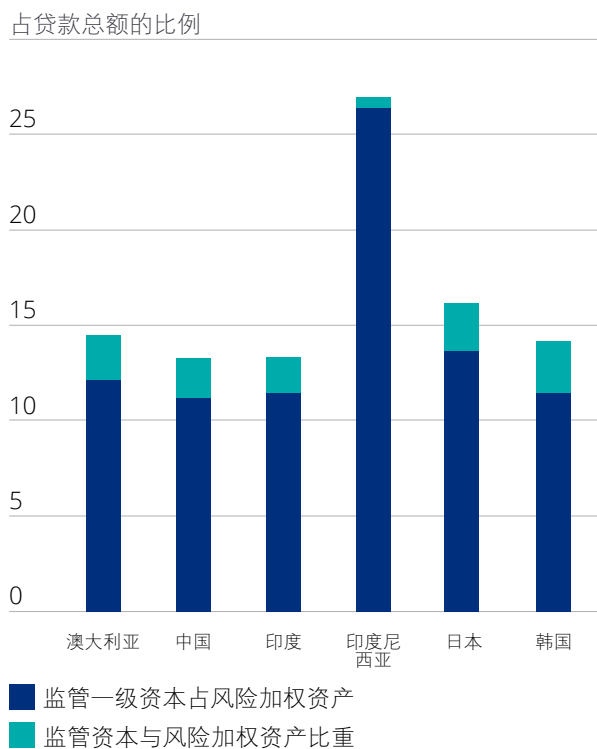
在澳大利亚, 过去四年房价上涨主要是受强劲需求的驱动, 并受到人口增长以及国内外投资的推动。与此同时, 在悉尼等主要市场, 供应没有跟上。此外, 贷款标准一直很严格, 监管机构保持审慎态度, 一直关注风险, 并试图利用宏观审慎手段对风险进行管理。而且这一部门资金充足, 贷款质量良好(图2.6和2.7)。

图2.5: 实际房价累计增长



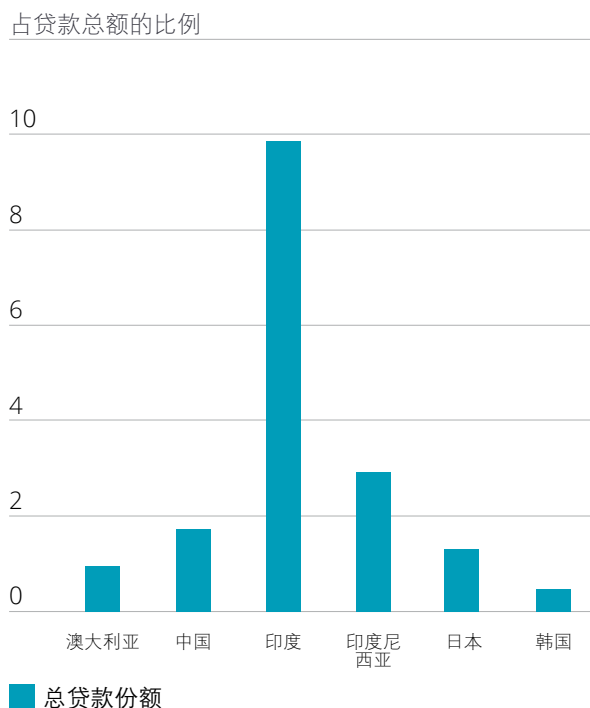
来源: 世界货币基金组织《全球财政稳定性评论》, 2017年10月
德勤洞察 | Deloitte.com/Insights

图2.6：存款机构资本充足率



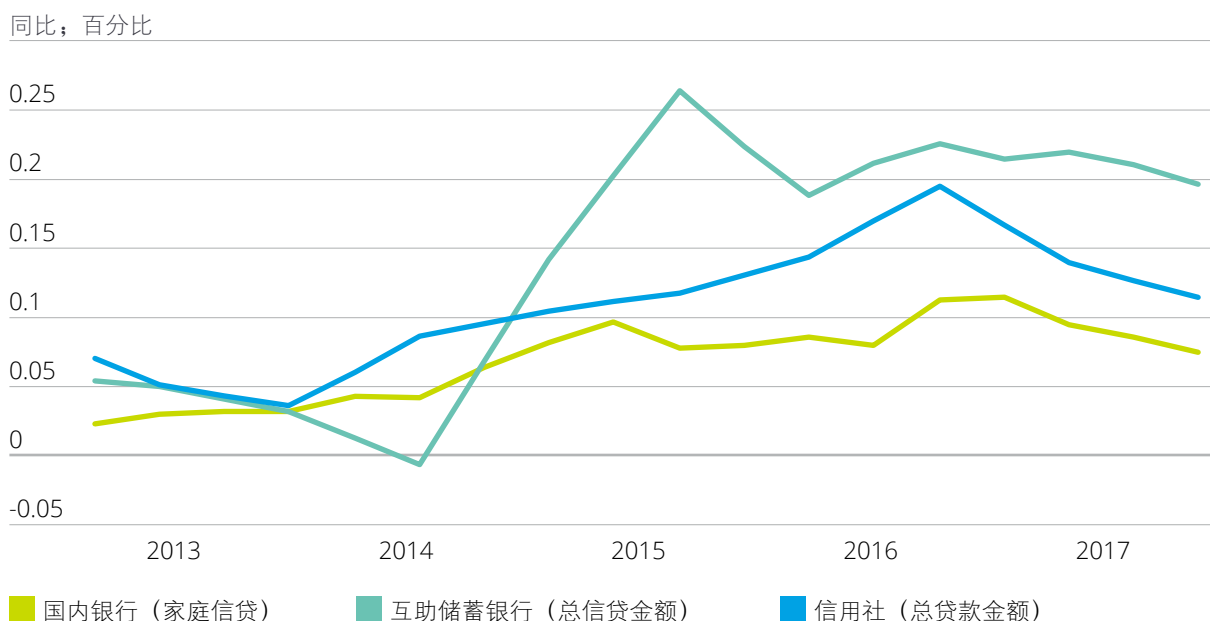
来源：国际货币基金组织金融稳定性指标
备注：以上数据截至澳大利亚2017第一季度，中国2016第二季度，印度2017第二季度，印度尼西亚2017全年，日本2017第一季度以及韩国2014全年
德勤洞察 | Deloitte.com/Insights

图2.7：存款机构不良贷款



来源：国际货币基金组织金融稳定性指标
备注：以上数据截至澳大利亚2017第一季度，中国2016第二季度，印度2017第二季度，印度尼西亚2017全年，日本2017第一季度以及韩国2014全年
德勤洞察 | Deloitte.com/Insights

图2.8：贷款增长——银行、互助储蓄银行和信用社



来源：德勤计算，金融监管服务
德勤洞察 | Deloitte.com/Insights

虽然澳大利亚银行极易受到住房抵押贷款影响, 但一些首要银行的压力测试表明, 它们对重大冲击具有抵御能力。总的来说, 尽管悉尼和墨尔本的房价近几个月有所回落, 但我们认为短期内不会出现大幅价格调整, 虽然高杠杆家庭资产负债表仍令人担忧。

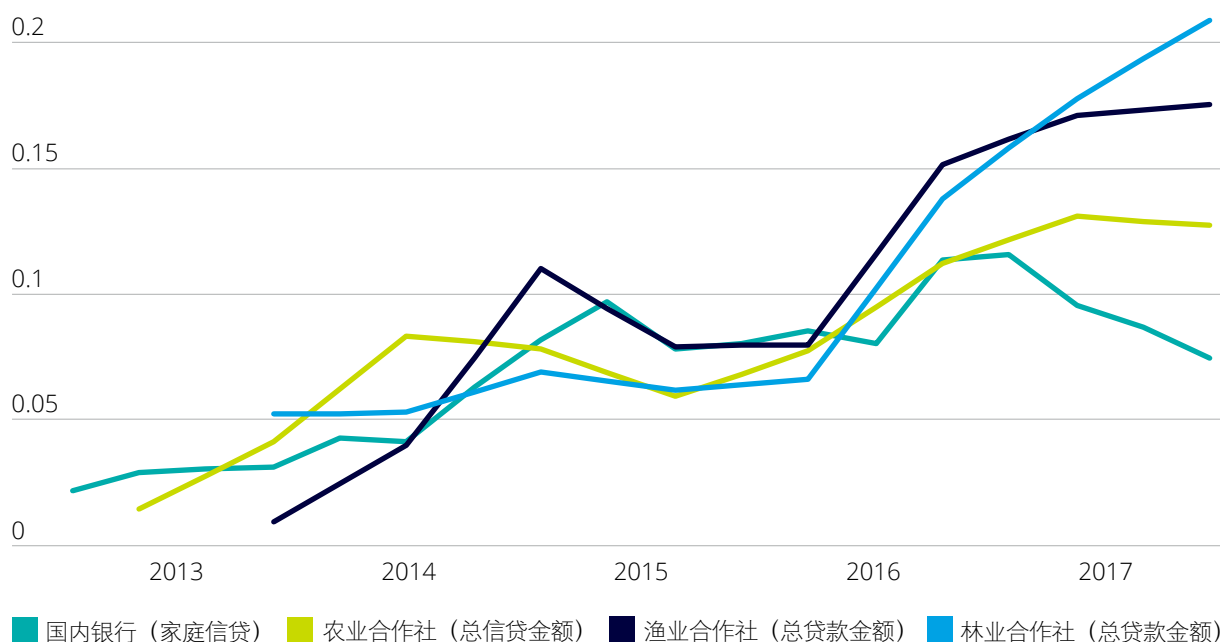
韩国房价上涨往往局限于大城市的某些地区。例如, 首尔的平均房价在过去四年中上涨了20%以上²⁷。韩国的家庭偿债比率在20国集团发达国家中名列前茅²⁸。另一方面, 韩国家庭资产负债表似乎相对稳健。

与此同时, 韩国政府现在开始认真考虑通过引进收紧抵押贷款要求和提高资本利得税来稳定该市的房地产市场。还有一些监管不那么严格的非银行金融机构也发放了大量的家庭贷款, 而且自2011年以来, 非银行金融机构发放的家庭贷款超过了银行部门发放的家庭贷款, 当局也需要管理好这些贷款的影响²⁹。

在过去四年中, 非银行金融机构的贷款总额增长率是银行的一点五乃至两倍 (图2.8和2.9)³⁰。

图2.9: 贷款增长——银行和信用合作社

同比; 百分比



来源: 德勤计算, 金融监管服务
德勤洞察 | Deloitte.com/Insights

尽管中国政府应保持谨慎，但没有迹象表明2018年会出现重大调整。

中国企业债务与影子银行

企业债务的提高是由宽松的信贷条件推动的。较低的利率和较低的市场波动性使公司能够以更低成本借款。2008年金融危机后的扩张性货币政策一直试图鼓励企业增加投资。而中国非金融企业债务水平的迅速上升主要是由国有企业推动的(图10)。

债务迅速积累的特点引起了一些关注。国际货币基金组织认为，短期批发资金的增加和影子银行及中小银行在提供贷款方面发挥的重要作用，“增加了中介活动的不透明度，不稳定的短期资金越来越多流入市场，并提高了对流动性压力的敏感性。”(图2.11)。³¹

中国人民银行行长周小川最近警告说，中国可能面临一个明斯基时刻。他说：“在繁荣的时期过于乐观，也会造成矛盾的积累，到一定时候就会出现所谓‘明斯基时刻’，这种瞬间的剧烈调整是要重点防止的。”³²

然而，今天的中国似乎与20世纪90年代初的日本大不相同，当时日本经历了房地产和股市泡沫破裂，是亚洲地区主要经济体最后一个经典的明斯基时刻。虽然人们对主要城市的房价上涨(图2.5)和债务水平感到担忧，但随着偿债负担迅速增加(图2.4)，中国当局非常清楚金融体系的风险，并一直在努力采取措施，以填补目前的失衡状态。与此同时，政府拥有庞大的财政缓冲，经济增长稳健，银行业资产质量也似乎相对良好(图2.6和2.7)。

尽管中国当局应保持谨慎，但没有迹象表明2018年会出现重大调整。中国当局成功缓解金融稳定风险意味着收紧信贷条件对经济活动产生了过度拖累的影响。国有企业去杠杆化是一个机会，可以清理一些长期影响竞争力的落后企业。同时，继续金融部门自由化和扩大经济增长来源的重大改革，对于长期可持续性发展至关重要。

图2.10: 中国债务总额

占国内生产总值的百分比

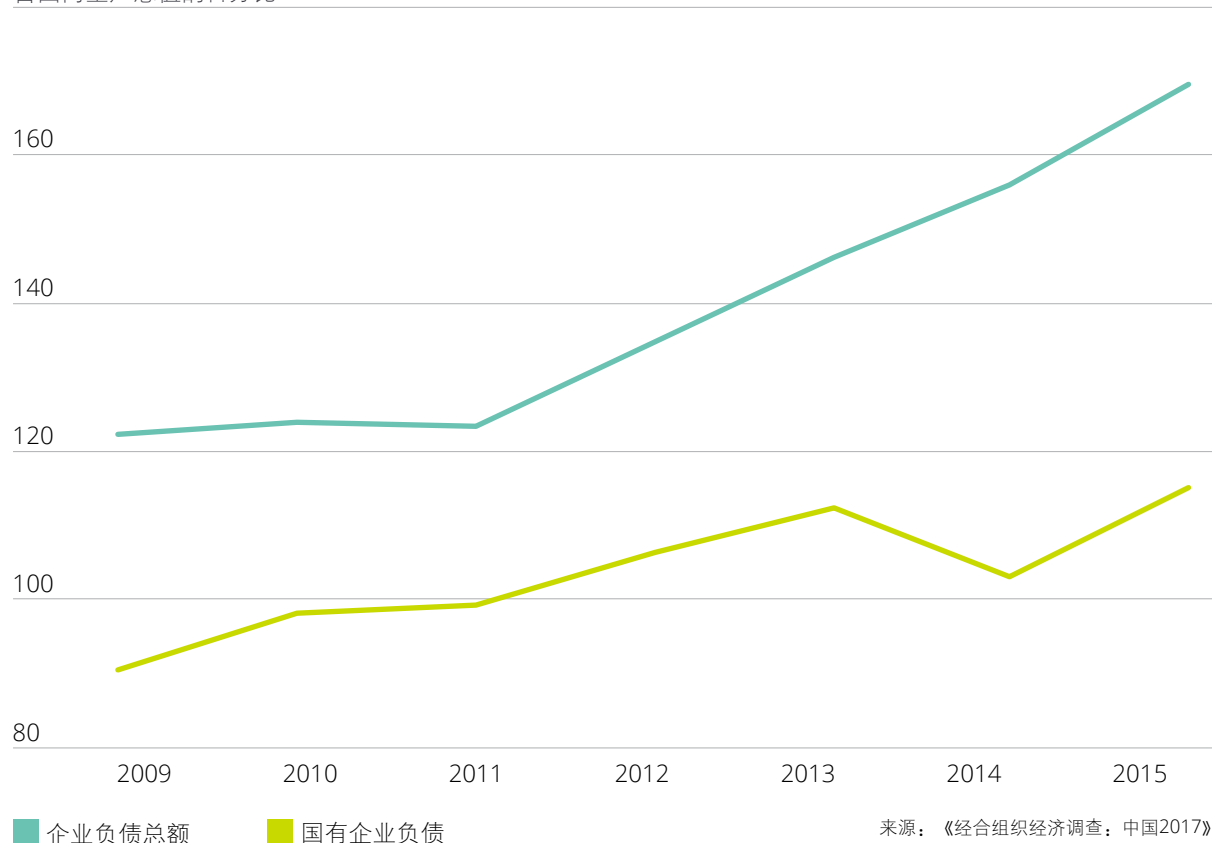
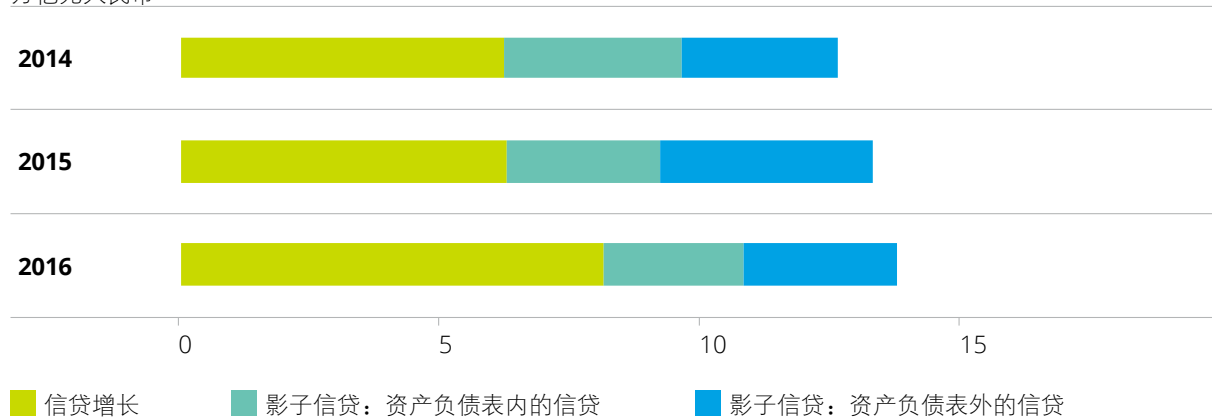


图2.11: 私人非金融信贷净增长

万亿元人民币



地缘政治紧张加剧

全球保护主义情绪的蔓延是亚太经济体的重点关注问题。美国已宣布打算从“美国优先”的贸易政策出发来审查所有仅存的自由贸易机制。美国贸易代表正在对中国的知识产权和技术转让规则进行调查,这是中美贸易关系的另一个转折点。尽管2017年美国在解决双边贸易失衡问题时的实际行动已经相当有限,但在2018年11月中期选举之前,这种情况可能还会加剧。另一方面,鉴于美国政府不切实际的贸易谈判要求,很难会有贸易伙伴会与之谈判。这些做法的目的是消除该国的双边贸易赤字(而这些赤字不过是整个宏观经济大局的产物)。

尽管如此,美国设置贸易壁垒还是会带来强烈的影响,不仅是与美国有巨额双边贸易顺差的国家和地区(包括中国、日本和韩国),还有马来西亚、泰国和越南,制造业对美国的出口水平占GDP的很大份额。抛弃数十年来在贸易自由化方面取得的进展,倒行逆施,将对美国及其贸易伙伴造成不利影响,更别提如果这样做导致了报复措施的话会有什么影响。

尽管美国财政部2017年10月的货币报告没有将中国列为汇率操纵国,但它将中国列在了“货币监控名单”上。“中美关系中的紧张局势有可能从口头指责升级为适得其反的政策措施,这仍是一个值得关注的问题。货币战争的影响将对正在进行的全球复苏造成破坏性影响。但在短期内,美国不太可能加剧这一问题。美国政府希望北京方面与他们在朝鲜问题上的强硬立场保持一致,这可能会降低他们进一步疏远中国政府的意愿。

更广泛地说,围绕朝鲜的军事紧张局势加剧,可能引发世界范围的风险规避情绪,并造成资本回流。军事介入将对直接参与的国家造成巨大的人员和物质损失,可能不仅包括韩国,而且还包括日本和中国。现在,中国和整个国际社会对朝鲜的经济制裁进一步加强,僵局取得突破的机会可能正在减少。

紧张局势的升级可能动摇企业和消费者的信心,并成为经济不稳定的根源。事实上,如上所述,鉴于亚洲经济体核心部分的债务水平很高,这种升级可能会大幅影响投资者意愿,影响经济增长,进而冲击金融市场。然而,各方力量目前似乎处于一种平衡状态,尽管只是一种很微妙的平衡状态。

25. 明斯基时刻通常是指信贷或商业周期导致的资产价格突然暴跌。
26. 许多国家在2008年金融危机之后继续采取措施加强金融体系。例如,印度最近公布了2.11万亿卢比的银行资本重组计划。
27. 金融时报,《韩国提高税率给房地产市场降温》,2017年8月2日, <https://www.ft.com/content/5fb472d4-774e-11e7-90c0-90a9d1bc9691>, 获取时间:2018年1月16日
28. 据国际货币基金组织《2017年10月全球金融稳定报告》称,2016年家庭总债务收入比达到150%以上,偿债比与平均数相差约1.5%。
29. 国际货币基金组织,《韩国2016第四条磋商媒体发布会》,2016年8月26日, <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2016/12/31/Republic-of-Korea-2016-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-44201>, 获取时间:2018年1月10日
30. 没有获得非银行金融机构家庭贷款的数据。用于比较的非银行金融机构——互助储蓄银行和互助信用合作社主要提供零售和小企业银行业务。
31. 世界货币基金组织,《全球金融稳定性报告》,2017年10月, <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2017/09/27/global-financial-stability-report-october-2017>, 获取时间:2018年1月
32. 金融时报,《中国央行行长:警惕明斯基时刻》, <https://www.ft.com/content/4bcb14c8-b4d2-11e7-a398-73d59db9e399>, 获取时间:2018年1月



经济前景

在我们展望2018之际, 必须下要针对特定的国家进行专门分析, 然后发掘出亚太地区共同的发展趋势以及集体的洞见。

在本期《亚洲之声》中, 我们让每个国家和地区提供了他们对2018年的前景展望, 并按照在未来一年的重要性顺序排列以下主题:



美国政府



美国经济增长与货币政策



贸易



朝鲜半岛



中国共产党第十九次全国代表大会后的中国



一带一路项目

中国

2017年,美国经济走强,全球经济同步复苏,对中国而言助益匪浅,但2018年中国经济可能放缓,原因有二。首先,在十九大之后,政府将控制金融风险列为首要工作,因此很可能抑制信贷增长,进而可能在短期内损害经济增长。第二,2017年出色的经济表现(6.9%的增长)³³提供了一个难以重复的高基准。然而,如果政策制定者成功地控制了信贷增长,并有意义地放开了金融部门,使外国资本能够帮助去杠杆化,这种放缓将是受欢迎的。鉴于中国劳动力市场的紧张和消费者承担债务的巨大空间,降低GDP增长目标是缓解明斯基时刻风险的最佳途径。正如在十九大上所承诺的那样,政府还将利用财政杠杆来缓解贫困。

面临的挑战是要坚持政策方针,特别是在企业和地方政府部门的去杠杆化方面,避免在经济放缓的第一个暗示—如房地产突然降温时,立即采取刺激措施。另一个风险是美国的税制改革转移了外国投资。此外,如果税制改革产生了更大的财政赤字,美联储将不得不采取更强硬的态度,促使资本从包括中国在内的新兴市场流出。鉴于这些挑战和全球利率的上升,政策上最好是降低GDP增长目标,并利用人民币作为缓冲器。2017年对美元的大范围调整使人民币汇率创下了两年来的新高,这可能会给有关部门留出一些余地,允许人民币在美联储紧缩周期内贬值并推迟加息。

2018年前景展望重要性排名: 中国



来源: 德勤和Centennial Asia Advisors Pte Ltd.

香港

世界发达国家的同步复苏和中国经济的稳定, 推动了香港的经济增长。随着全球越来越多国家开始经济复苏, 2018年可能会延续2017年的发展态势。此外, 香港透过“大湾区计划”与中国大陆进一步融合, 从长远来说也将会改善经济前景³⁴。透过大湾区, 香港将从深圳、广州、惠州和中山等城市的优势中获得协同效应, 同时对其金融、公共卫生和交通管理等服务的需求也将增长。

鉴于港元与美元挂钩, 受制于美元利率走势的前景, 本地资产市场将会发生波动。然而, 即使假设美国2018年会有四次加息, 随着通胀上升, 持续复苏也意味着实际利率可能会下降。

近年来, 房屋负担能力已成为特区政府日益严重的问题, 因此, 2018年加息的风险将较以往更低。事实上, 如果楼市狂潮不减, 特区政府是可以增加土地供应的。简而言之, 2018年香港仍处于优势。

香港所面对的最后挑战, 仍然是如何在维持“一国两制”模式的同时, 进一步融入中国经济。

2018年前景展望重要性排名: 香港



来源: 德勤和Centennial Asia Advisors Pte Ltd.

日本

日本经济预计将在2018年保持强劲势头，这得益于强劲的外部需求、创纪录的企业利润（推动资本支出增加）以及家庭收入的提高（推动消费支出）。

通货前景仍不明朗。在劳动力市场处于充分就业水平的情况下，2018年持续强劲的经济增长将对价格造成上行压力。此外，政府正在利用税收优惠和道义劝告的手段来迫使企业加快涨薪，结果在很大程度上取决于日本企业如何应对这些压力。

结构性改革和控制财政赤字也是影响中期经济轨道的重要问题。放宽劳动立法、让更多家庭接受免费高等教育以及普及儿童保育等改革旨在提高劳动生产率和劳动力供应。然而，不断膨胀的财政赤字仍然是一个挑战，而且日本政府也需要将提高收入和消费税与减少社会保障支出结合起来。

最后，既然自民党已经获得了两院三分之二以上的席位，安倍政府可能会在2018年或2019年提出宪法改革建议进行全民公投。政府面临的风险与英国和意大利最近面临的风险相似——政府的提议遭到民众的拒绝，统治集团也突然崩溃。执政的安倍自民党政府长期以来都被视为日本稳定的象征，突然垮台可能会在日本造成极大的不稳定。

2018年前景展望重要性排名：日本



来源：德勤和Centennial Asia Advisors Pte Ltd.

韩国

2017年, 在全球经济复苏和国内需求增加的推动下, 韩国经济处于复苏阶段。而由于全球经济状况有所改善以及韩中关系回暖, 已经将萨德导弹问题造成的经济损害降至最低, 我们预计2018年韩国经济将继续保持增长。此外, 政府的一系列政策, 如扩大就业政策、提高最低工资、谨慎提高利率和韩元升值, 预期将有助于稳定通货膨胀和改善消费者情绪。因此, 预计2018年国内生产总值增长率可达2.5%至3.0%。

在产业方面, 半导体将保持强劲, 并会推动出口市场复苏。汽车行业预计将走出2017年的艰难时期, 逐步复苏。消费品和零售业将随着消费者信心的改善而增长。然而, 建筑投资的放缓将对建筑、钢铁和相关行业带来负面影响。

要进一步加强和维持经济复苏, 政府必须培育高增值产业, 加强技术竞争力, 使出口市场多元化。此外, 防止过度通货膨胀和通过增加就业机会的数量和质量来建立社会保障体系, 对稳定国内市场至关重要。而且, 由于人们普遍认为朝鲜核试验是经济复苏的最大风险因素, 因此韩国政府应实施相关政策, 安抚市场, 稳定市场。

2018年前景展望重要性排名: 韩国



来源: 德勤和Centennial Asia Advisors Pte Ltd.

印度

对印度经济而言，过去的一年在许多方面都是具有决定性的一年。印度的间接税制已经完全被商品及服务税取代，同时印度仍承受着2016年11月废币政策冲击的影响。GDP增长率从2017年第三季度的5.7%飙升至第四季度的6.3%，这表明商品及服务税和废币政策起初带来的负面影响可能正在减弱。

2018年印度经济增长预计将达到6.8%至6.9%³⁵，使印度再次成为世界上增长最快的经济体之一。随着经济增长的加快，我们预计通货膨胀率会上升。城乡地区的个人消费将会成为这次经济增长的推动力。政府宣布的大规模银行资本重组预计将增加私人投资，并创造出如今急需的就业机会。

主要的外部风险包括石油价格冲击、税率竞争力和日益严重的贸易壁垒。然而，印度经济主要仍然是由国内驱动的，因此主要的下行风险归根到底将来源于国内，例如商品及服务税带来的持续冲击。2017年空气污染严重，可能促使政府采取政策措施来应对“雾霾危机”。在短期内，“雾霾危机”可能导致在政府监管上有更多的不确定性并且会冲击经济。

总之，经历了2017年的冲击之后，2018年预计将是巩固近期改革成果的一年。

2018年前景展望重要性排名：印度



来源：德勤和Centennial Asia Advisors Pte Ltd.

台湾

预计台湾2018年将会保持今年的势头, 国内生产总值增长率大概在2%至2.5%之间³⁶, 并有对各类出口的强劲需求的支持, 特别是科技方面, 对下一代电子产品的需求尤其强劲。然而, 鉴于今年对苹果新产品(尤其是iPhone X)的需求低于预期, 加之与来自海外(尤其是中国)的电子产品制造竞争日益激烈, 台湾需要考虑如何往产业价值链上游靠拢。

不过好消息是, 占出口8%的机械产品在2017年实现了几年来的首次大幅增长。事实上, 在2017年9月, 海外出货量同比增长56.5%。而其他主要出口行业(化工产品、塑料和橡胶、基本金属)在停滞了几年之后也有所回升。未来五年, 工业用地短缺将继续影响台湾。

2018年消费支出也会推动经济增长, 政府计划将公务员工资提高3%, 并将最低工资提高4.7%。低通胀和税收改革将进一步推动消费支出。

中国是台湾最大的出口目的地, 占台湾出口总额的30%左右。因此, 中国在十九大后的政策方向, 以及可能会变得紧张的台美贸易关系, 都将影响依赖出口的台湾。因此, 为了减轻对中国的经济依赖, 首要的是要深化与其他亚洲国家的贸易和投资联系³⁷。

最后, 作为一个高度开放的经济体, 无论是在中东还是在朝鲜, 台湾都要承受地缘政治不稳定之苦。由于台湾30%的原材料来自中东, 而且主要供应链位于靠近朝鲜的国家, 这些潜在的爆发点对台湾2018年的前景构成了风险。

2018年前景展望重要性排名: 台湾



来源: 德勤和Centennial Asia Advisors Pte Ltd.

泰国

2017年对泰国来说是非凡的一年，因为泰国GDP增长创下了四年多来的新高。这主要是由于出口增长促进了工业生产，同时也得到包括旅游业和公共支出在内的一些其他经济支柱的有力支持³⁸。

尽管泰铢升值（2017年升值约8%），2017年的出口依然强劲——这表明泰国出口相对于其贸易伙伴和竞争对手具有天生的竞争力。随着全球经济持续增长，出口在2018年将继续保持强劲。

随着已故国王普密蓬·阿杜德的哀悼期结束，个人消费也将加速增长。此外，农业收入下降得到逆转将推动消费水平的稳步攀升。而且，泰国2017年接待了3,300万至3,400万国际游客，旅游业的强劲势头也将推动个人消费。

2018年初，随着大型基础设施项目在一番波折之后最终得以实施，财政方面也将开始推动增长。铁路、港口和机场项目将在未来几个月内开始，这些项目会增加周期性投资，带动需求，同时提高长期经济增长的潜力。值得注意的是，个人投资在一段时间的低迷之后，已经开始复苏——资本支出和私人投资的增长将会给经济复苏带来额外的推动力。

2018年前景展望重要性排名：泰国



来源：德勤和Centennial Asia Advisors Pte Ltd.

菲律宾

2017年菲律宾经济全面腾飞, 而且所有指标都表明这一态势将会延续到2018年。汇款往来和业务流程外包的强劲增长也将继续提振国内需求。同时, 政府还在加大对基础设施的公共投资, 以缓解供应方面的瓶颈, 并允许企业开发边远地区的商业机会。自当前政府接管以来, 公共部门的基础设施支出占国内生产总值的比例上升了一个百分点, 私人投资似乎也将继续保持当前势头。例如, Metro Pacific Investments Corporation计划到2022年在公路、水和电力项目上投资160亿美元。

货币政策仍然保持宽松, 因为菲律宾央行相信它可以控制通胀压力。而由于菲律宾仍然是一个低杠杆经济, 高信贷增长尚未成为经济的风险。

2018年, 菲律宾经常项目可能会出现小额赤字, 但有丰盈的外国投资流入, 而且这一投资还在不断增加, 并有生产性支出驱动其增长。比索在过去两年大幅贬值, 现在已具竞争力, 不可能进一步大幅贬值。

政治风险也仍然能得到控制。杜特尔特总统试图控制阻碍国家发展的既得利益集团, 同时与南部的穆斯林和共产主义叛乱分子达成和平协议。

2018年前景展望重要性排名: 菲律宾



来源: 德勤和Centennial Asia Advisors Pte Ltd.

马来西亚

2018年，马来西亚经济将继续保持在一个最佳状态，并继续拥有超过外界预期的影响力。马来西亚是一个电子产品覆盖面相当大的开放经济体，它将明显受益于全球周期性好转，预计这种好转将持续到2018年，资本支出也将有所增加。此外，政府现正大力推行的基建计划，从长远来看，这些计划应可提高竞争力，同时在未来数年为经济带来可观的倍增效益³⁹。

通过一些虽然不太受欢迎，但是却有必要的政策，如商品和服务税和补贴调整，证明政府是在妥善地管理着经济。今后发展的确定性和政策的明确性就得到了保证，特别是在政府未来蓝图（即TN50）上，提供了指导经济发展的明确政策方向。

随着经济增长的改善，货币政策可能会收紧。然而，由于价格压力保持稳定，经常账户保持盈余，政府也没有必要大幅收紧货币政策。

不过，仍有一些风险值得马来西亚政府小心。比如，政府必须考虑久久未施行的结构性改革，为经济竞争力松绑，并且需要提高关联公司的效率，同时还需要解决人力资本发展问题，以刺激生产力增长，特别是现在马来西亚想发展成为高收入经济体时。

随着2018年大选的临近，短期内可能会有一些不确定因素影响企业信心。

2018年前景展望重要性排名：马来西亚



来源：德勤和Centennial Asia Advisors Pte Ltd.

新加坡

自2016年底以来, 由于全球需求旺盛和贸易流量恢复, 新加坡经济出现了巨大反弹, 这突显出新加坡作为一个开放的出口导向型经济体, 高度依赖全球经济, 特别是发达经济体的进口需求。得益于全球制造业的推动, 外部驱动因素将经济增长推升至2013年以来的最高水平。

而在逐步推进的同时, 外部积极因素越来越多地蔓延到国内, 这表明经济扩张的影响正在扩大, 使其更具可持续性。

展望未来, 预计增长主要由贸易持续强劲推动。新加坡还将受到出口强劲增长和服务业适度增长所带来的积极影响。随着新加坡政府加快公共资金项目的实施, 为陷入困境的建筑业提供一些活力, 新加坡建筑业将逐步扭转局面⁴⁰。

随着经济增长势头越来越强劲, 如果经济不再疲软, 经济增长进一步改善, 通胀意外上升可能成为一个麻烦。这意味着, 在下次2018年4月召开的政策会议上, 货币政策可能会从中立立场转向鹰派立场, 并逐渐升值。这将阻止经济盲目发展, 抑制可能日益加剧的通胀压力。

2018年前景展望重要性排名: 新加坡



来源: 德勤和Centennial Asia Advisors Pte Ltd.

印度尼西亚

全球经济的增长并未给印度尼西亚经济带来大幅度增长，因为印尼经济主要是由国内需求驱动的。然而，大宗商品价格上涨对这一趋势有所帮助。领先指标显示，2018年经济增长会更加强劲，因为商业和消费者信心的提高以及过去两年利率的下调产生了更强劲的国内需求。旅游业也很可能继续为经济增长提供强大动力。

商业环境的改善也将有助于吸引国内外投资。印度尼西亚在世界银行“营商环境”排名中的巨大飞跃（上升19位）证明，改革派政府在改良法律和投资环境方面走在了前列。

政府还在开发新的增长引擎。在旅游部门，政府正在努力建造“10座巴厘岛”，使过度依赖巴厘岛的情况得到改善。基础设施发展虽然是政府议程的核心，但起步缓慢，应在2018年开始加快步伐。

国内外的稳定性风险似乎得到了控制。通货膨胀率仍处于历史低位。经常账户赤字可能随着投资的增加而增加，但应该得到持续的资金维持。此外，印尼盾也保持了稳定。

下一次总统选举将于2019年4月举行，佐科·维多多政府已经放弃了民粹主义措施，同时也压制了对政教分离的威胁。

2018年前景展望重要性排名：印度尼西亚



来源：德勤和Centennial Asia Advisors Pte Ltd.

澳大利亚

澳大利亚2017年的经济增长令人失望, 展望未来, 反而能更加乐观。全球经济增长愈发强劲, 澳大利亚的主要贸易伙伴更是如此, 而且又得益于基础设施投资的推动, 预计将对经济增长略有推动作用。此外, 矿业投资下降带来的增长阻力现在已基本消除。

虽然就业增势有所加强, 而且根据劳动力市场的发展指标, 预计还会稍有提升, 但工资增长可能仍低于趋势, 这将继续影响家庭收入和消费。

与此同时, 高家庭债务仍然是宏观经济和金融稳定的风险所在。虽然审慎政策在减缓住房信贷增长和管理银行业系统性风险方面发挥了作用, 但房地产市场的发展仍然令人关切, 特别是在某些市内公寓市场。

而在另一方面, 通货膨胀预计将继续得到控制, 因此, 如果能够控制住住房市场的压力, 货币政策就有继续保持宽松的余地。除了预期的公共基础设施支出外, 这还会推动非矿业投资。

澳大利亚仍将面临风险, 尤其是来自中国的下行风险。

2018年前景展望重要性排名: 澳大利亚



来源: 德勤和Centennial Asia Advisors Pte Ltd.

新西兰

最近的全球贸易趋势表明，新西兰明年仍会处于优势，在2008年金融危机近十年后，随着全球经济加快增长，新西兰的贸易前景良好。总体而言，新西兰储备银行预计2018年GDP将实现稳定增长（3.6%），但为降低住房市场而做出的努力和预计净移民数量的减少可能会阻碍这一进程。此外，新西兰货币政策即将发生变化，不再仅仅针对通货膨胀，这可能导致现金利率和通货膨胀前景的不确定性。

随着世界经济重心向亚洲转移，在新兴中产阶级和消费驱动型经济增长的支撑下，新西兰与亚洲相对接近，加上强大的文化和经济联系，将使新西兰能够受益于亚洲在以下方面的支出增长：

- 旅游业是新西兰最大的出口行业，且预计将成为世界上增长最快的行业之一。我们预测，到2018年，新西兰对亚洲旅游业的需求将增加，共享经济将产生更大影响。
- 农商行业也有望成为全球增长最快的行业之一。新西兰可能会成为农商行业的长期赢家，因为新西兰更多以价值增长为战略重点，而非数量增长。
- 先进制造业在近年的出口收入大幅增长。2018年，预计医疗技术将推动进一步增长，这在很大程度上是由于人口老龄化以及对农业技术和其他科学技术的需求增加。

2018年前景展望重要性排名：新西兰



来源：德勤和Centennial Asia Advisors Pte Ltd.

33. 华尔街日报,《6.9%: 中国2017反击战》, <https://www.wsj.com/articles/china-growth-at-6-9-in-2017-the-state-struck-back-1516262810>, 获取时间: 2018年1月25日
34. 南华早报,《香港助力大湾区成为中国改革又一里程碑》, 2017年, <http://www.scmp.com/comment/insight-opinion/article/2114685/how-hong-kong-can-help-greater-bay-area-become-landmark>, 获取时间: 2017年11月6日
35. 德勤估计及预测数据
36. TOPICS,《台湾: 追逐国际潮流, 展望2018》, 2017年, <https://topics.amcham.com.tw/2017/11/taiwans-outlook-2018-riding-international-wave/>, 获取时间: 2018年1月15日
37. 经济学人,《台湾简报》, 2018年, <http://country.eiu.com/taiwan>, 获取时间: 2018年1月15日
38. 东盟简报,《泰国东方经济走廊全剖析》, 2017年, <https://www.aseanbriefing.com/news/2017/04/28/thailand-eastern-economic-corridor.html>, 获取时间: 2017年11月26日
39. 首相署表现管理及履行单位,《国家转型项目年报20162016》, 2016年, https://www.pemandu.gov.my/assets/publications/annual-reports/NTP_AR2016_ENG.pdf, 2017年11月26日
40. Boh, S.,《百亿级污水超级通道项目开始启动》, <http://www.straitstimes.com/singapore/work-starts-on-2nd-phase-of-10b-sewage-superhighway>, 获取时间: 2017年11月26日





鸣谢

我们的亚洲之声系列将展示亚洲当前和未来所面临的挑战和机遇。亚洲之声是德勤亚太区和全球网络精诚协作的成果。

以下经济学家对《亚洲之声》(2018年2月第四期)提供了丰富的见解和洞察:

Anis Chakravarty

首席经济学家、合伙人, 德勤印度
孟买
电子邮件: anchakravarty@deloitte.com

Gi Won Choi

资深合伙人, 德勤韩国
首尔
电子邮件: gichoi@deloitte.com

Richa Gupta

资深经济学家, 德勤印度
德里
电子邮件: richagupta@deloitte.com

Kenny Hong

C&I领导, 德勤台湾
台北
电子邮件: khong@deloitte.com.tw

Sarah Huang

C&I高级经理, 德勤台湾
台北
电子邮件: sarahuang@deloitte.com.tw

Linda Meade

合伙人, 德勤新西兰
惠灵顿
电子邮件: lmeade@deloitte.co.nz

Marcus Ng

业务领导人, 经济学顾问, 德勤东南亚 Asia
新加坡
电子邮件: marcusng@deloitte.com

Tsuyoshi Oyama

合伙人, 德勤日本
东京
电子邮件: tsuyoshi.oyama@tohmatsumatsu.co.jp

Chris Richardson

经济研究合伙人, 德勤澳大利亚
堪培拉
电子邮件: chr Richardson@deloitte.com.au

Rishi Shah

经济学家, 德勤印度
德里
电子邮件: shahrishi@deloitte.com

Ric Simes

经济研究总监, 德勤澳大利亚
悉尼
电子邮件: rsimes@deloitte.com.au

Stephen Smith

经济研究领导合伙人, 德勤澳大利亚
堪培拉
电子邮件: stephensmith1@deloitte.com.au

Sitao Xu

首席经济学家、合伙人, 德勤中国
北京
电子邮件: sxu@deloitte.com.cn

Manu Bhaskaran

Centennial Asia Advisors首席执行官; 合作伙伴
电子邮件: manu@centennialasia.com

以下德勤领导人提供了宝贵的指导意见、洞察和观点:

Yoichiro Ogawa

常务总监, 德勤全球及亚太区 首席执行官, 德勤日本
东京
电子邮件: yoichiro.ogawa@tohatsu.co.jp

Ian Thatcher

副常务总监, 德勤全球及亚太区
悉尼
电子邮件: ithatcher@deloitte.com.au

Ira Kalish

首席经济学家, 德勤全球
洛杉矶
电子邮件: ikalish@deloitte.com

Thomas Pippas

首席执行官, 德勤新西兰
惠灵顿
电子邮件: tpippas@deloitte.co.nz

Soo Earn Keoy

财务咨询主管合伙人, 德勤东南亚
新加坡
电子邮件: skeoy@deloitte.com

在此向《亚洲之声》团队的多名成员致谢:

Stephanie Choy
Franklin Wright
Chaanah Crichton
Karnon Chartisathian
Anneliese O' Young
Peita Calvert
Carmen Roche
Neil Glaser
Louise Kelly
Ashley Farrar
Emily Dabbs
Liza Van Der Merwe
Troy Bishop
Ramani Moses
Junko Kaji
以及“德勤洞察”全体成员



《亚洲之声》第一期, 2017年1月

2017年将会比你想象中的好

《亚洲之声》第二期, 2017年5月

透过数字化参与——亚洲正在赢得创新、增长和连接的竞赛

《亚洲之声》第三期, 2017年9月

人口结构推动亚洲经济格局转变

Deloitte.

Insights

请登陆www.deloitte.com/insights 浏览德勤洞察最新内容。

 关注 @DeloitteInsight

关于德勤大学出版社

德勤大学出版社发布原创文章、报告和期刊，为企业、公共部门和非政府机构提供专业洞察，我们的目标是通过调研工作，利用德勤专业服务机构上下的专业经验，以及来自学界和商界作者的合作，就企业高管与政府领导人所关注的广泛议题进行更深入的探讨。

德勤大学出版社是旗下Deloitte Development LLC出版社。

关于本刊物

本刊物中所含内容乃一般性信息，任何德勤有限公司、其成员所或它们的关联机构（统称为“德勤网络”）通过本刊物并不构成提供任何会计、企业、财务、投资、法律、税务及其他专业建议或服务。本刊物并不代替此等专业建议或服务，不可基于本刊物内容而做出任何可能影响自身财务或业务的决策或采取任何相关行动。进行任何可能影响自身财务或业务的决策或采取任何相关行动之前，请咨询合格的专业顾问。

任何德勤网络内的机构均不对任何方因使用本通信而导致的任何损失承担责任。

关于德勤

Deloitte（“德勤”）泛指德勤有限公司（一家根据英国法律组成的私人担保有限公司，以下称“德勤有限公司”），以及其一家或多家成员所和它们的关联机构。德勤有限公司与每一个成员所均为具有独立法律地位的法律实体。德勤有限公司（又称“德勤全球”）并不向客户提供服务。请参阅www.deloitte.com/cn/about中有关德勤有限公司及其成员所详细描述。

版权所有© 2018 APCA Limited。保留所有权利。