

经济展望

亚洲

2011年5月
经济分析

- 国内外需求旺盛，2011年亚洲经济增长势头保持强劲。
- 预计未来经济增速呈放缓趋势，因其会受到高油价和日本地震所造成的供应中断的影响，但经济的持续增长前景依然良好。
- 通胀是主要风险。近期食品和能源价格上涨的第二轮通胀效应显而易见，需求压力现也进一步激化。
- 需进一步收紧货币来抑制通胀。如果物价居高不下，大多数国家都有一定的空间通过财政措施来缓冲通胀和其对增长带来的影响。
- 风险仍与经济过热有关。然而，对经济增长的负面影响可能会起到平衡的作用。

目录

1. 全球展望: 复苏, 全球性的冲击以及脆弱性.....	4
2. 亚洲经济快速增长神话.....	6
专题: 日本大地震.....	13
3. 尽管增长受阻, 经济前景依然强劲.....	15
4. 经济增长受到的阻力缓冲了过热风险.....	17
5. 表格.....	18

出版日期: 2011年5月12日

概述

亚洲经济继续取得惊人的良好表现。继2010年的强劲反弹后（中国：10.3%；除中国以外的亚洲地区：6.5%），受国内外需求旺盛的驱动，其经济增长势头在2011年得到了持续。各地一季度GDP增长达到或超过了此前的预期。虽然已经增速放缓的迹象已经有所显露，但经济在年内保持增长的前景良好。

尽管经济增长前景有利，但仍面临两项突出挑战：1）来自油价飙升的冲击和日本地震的影响；以及2）通胀压力的上升。就前者而言，考虑到亚洲经济增长势头强劲、且预计物价上涨会有所放缓，而日本供应链中断将是暂时性的，因此第一项挑战对经济影响应会很小。相反，通胀压力引发的担忧将更大，为了应对这个问题，决策者们均保持或进一步加强了其货币收紧措施。

相对于我们3个月前最新的一次展望报告，我们修正了基准预测，将2011年的增长预期进行了整体小幅下调，并上调了通胀预期。现在，考虑了油价上涨和日本供应链中断的影响后，我们预测2011年除中国以外的亚洲地区经济将增长4.3%，依然十分强劲（此前预测为4.8%）。我们预计经济增速会在二季度放缓，并在年内余下的时间里有所反弹。关于中国，鉴于其一季度经济增速高于预期，我们将其全年的经济增长预测上调到了9.4%（此前预计为9.2%）。

我们上调了许多国家2011年的通胀预期，包括中国、印度、菲律宾、新加坡和越南。由于2011年下半年导致食品价格上涨的扰乱因素会逐步消失，我们的基准预测认为下半年物价上涨的速度会放缓，且货币收紧也将继续发挥作用抑制通胀预期，因此，我们预计通胀仍将处于可控水平。尽管如此，通胀预期仍然存在向上的风险。

通胀压力方面，尽管经济增长受到了一些负面的影响，货币收紧还在持续，某些地区还有所加强。我们预计年内会进一步加息，且多会较早进行。资本再度流入会导致货币进一步升值，而决策者们之所以能容忍这种情况是因为这有助于抑制通胀。

在我们看来，经济运行过热和通胀上升仍然是最主要的风险。就这一点而言，进一步收紧货币是对的。如果石油和商品价格未能如我们的基准预测所预期的那样下滑，多数经济体都还将有通过额外的财政措施来缓解对经济增长和通胀影响的政策空间。日本地震的影响也是风险之一，但应是短期的，因为震后重建已经启动，且供应链也正在逐步恢复正常。

1. 全球展望：复苏、全球性的冲击和脆弱性

在开始亚洲经济展望之前，我们将回顾全球展望。读者也可直接跳至第二部分（第6页）进入亚洲展望章节。

全球经济将继续强劲增长，但面临向下风险。

全球经济继续强劲增长，且预计2011和2012年经济均会以4.4%的速度增长，这主要是受新兴经济体的支撑（图1）。然而，高物价（主要是高油价）的威胁加大了不确定，并对多数地区的经济增长和通胀构成了风险，甚至包括一些可从较高的商品出口价格直接受益的地区。与此同时，前一期全球经济展望中识别出的地方性风险几乎仍未改变。特别是，欧洲的财务压力可能会持续，尤其是在希腊、葡萄牙和爱尔兰。围绕美国最终启动财政整合流程的政治分歧只会加大市场上的不确定性，即便我们认为最终还是进行某些形式的财政调整。最终，新兴市场经济运行过热的压力仍然存在，但受商品价格上涨的驱动，未来这一担忧会在南非更为突出。

虽然高物价招致了风险，但却不太可能削弱经济增长。

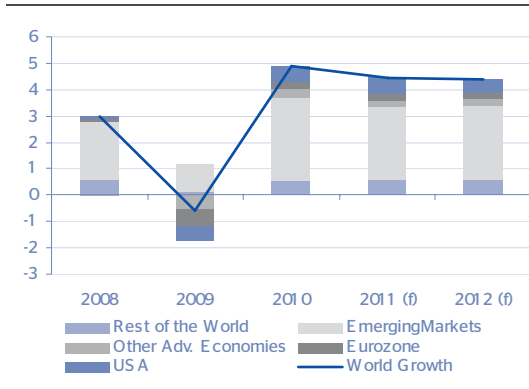
中东及北非地区的政治动荡是导致油价从年初以来不断飙升的主要原因，这是最大的全球性风险。虽然有很大的不确定性且该地区的抗议还在进行，但我们认为局势不会蔓延至利比亚以外的其他重要产油国并扰乱石油生产。因此，鉴于OPEC充足的闲置产能和OECD国家的石油存货均高于历史均值，油价中的地缘政治风险溢价会逐渐下降。尽管如此，2011年大多数时候油价可能会维持在110-120美元/桶附近，并将于2012年回落至100美元/桶左右。

鉴于其他商品（如食品和金属）的价格也在上涨，受到负面影响的地区将主要是主要的发达国家 and 亚洲多数的新兴经济体，原材料的主要进口国。另一方面，中东和拉丁美洲的贸易条件将得到改善，成为主要的受益者，并能够循环利用这笔意外之财。然而，这次冲击将被全球经济充分吸收而不会对经济增长造成严重影响。这一点连同2011年一季度相对强劲的数据证明多数地区的经济增长预测与我们2月份的全球经济展望报告中所述相比基本没有改变。但墨西哥和南美是两个例外，其2011年一季度的强劲经济数据和贸易条件的改善促使我们上调了对其2011年经济增长的预测。与二线国家的情况相反，欧洲核心国家经济将继续增长，而美国方面，受油价上涨影响，3个月前美国经济增长预期的向上风险现已更趋平衡了。

高油价将推升总体通胀，迫使多数地区央行提早加息。

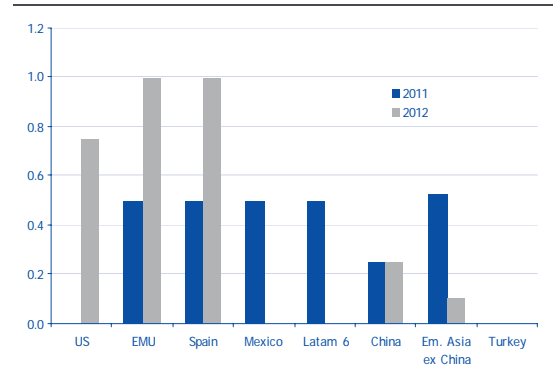
石油冲击的主要影响将体现在价格指数上。多数经济体2011-12年通胀上升将促使货币当局提早上调利率，有的甚至会争取更大幅度的加息（图2）。尽管如此，央行在选择应对风险的方法上仍然各不相同。尤其是，在美国和欧元区，各家央行在不同程度上将注意力从支持经济增长或防止出现经济增速极低和通缩的尾端风险转向了维持通胀预期稳定（需特别注意的是其货币政策十分宽松）。因此，提早加息的可能性更大。首次加息的时机取决于是否有对第二轮通胀效应的潜在风险做出反应的必要。欧洲央行的强硬方式旨在通过先发制人的行动避免一切风险（并因此于4月份进行了第一次加息）。另一方面，美联储更加关于其经济复苏缺乏可持续性的问题，更倾向于观望并只会在风险真实出现的情况下采取行动。在这两种方式中，新兴经济体似乎更倾向于在有必要的情况下提前加息，但也时刻对过度的资本流入和货币升值保持着警惕。

图1
全球GDP增长和各地区的贡献



来源: BBVA Research and IMF

图2
预期年底官方利率相对于2011年2月份利率水平的变化



来源: BBVA Research

欧洲二线国家仍将面临很大的财务压力

只要对陷入偿付困境的国家（希腊、爱尔兰和葡萄牙）的疑虑仍然存在，债务重组的风险就不会消散，这些国家的私部门融资会受到负面影响且主权债务利差会很高，且这种情况可能会蔓延至其他国家。因此，亟需制定出一种全面且细致的债务解决方案，以避免危机蔓延至其他欧洲国家。

美国有望实现财政整合

在美国，在就公共债务的可持续性寻求一致的过程中，两党在赤字削减方面的提议截然相反，并围绕此问题展开了艰难的谈判。最终，财政整合将通过削减政府津贴或提高税收收入来实现。我们认为两党会就削减赤字和可持续的债务增长达成一致，但政治程序将十分漫长。

新兴经济体中对经济过热的担忧持续

新兴经济体继续显露出经济运行过热的风险，但各国的情况存在显著差异。有的国家刚开始通过进一步收紧的货币政策以应对这些风险，例如中国和巴西就是两个重要的例子。我们认为经济过热的风险是可控的，但未来情况或许会在南美变得更为突出，因为对其而言物价上涨会起到推波助澜的作用，而在亚洲的新兴市场，其影响相反。此外，鉴于亚洲国家与日本广泛的贸易联系和日本在供应链中所处的位置，对日本经济放缓程度的疑虑也会对多数亚洲国家的经济增长造成影响。另外，与南美相比，当前多数亚洲地区的经常账户盈余为该地区提供了一定的缓冲。

2. 亚洲经济快速增长神话

即便是与世界其他地区快速增长的新兴市场同侪相比，亚洲国家的经济增长表现也非常优异。继2010年的强劲反弹后（中国经济增长了10.3%；除中国以外的亚洲地区经济增长了6.5%），受内、外需旺盛的支撑，强劲的经济增长势头在2011年得以延续。虽然也已开始显露出了一些增速放缓的迹象，但年内持续增长的前景依然良好，若考虑到发达国家经济复苏迹象的日趋明朗化，经济的增长前景就更好了。

这样就是说，有两个突出的问题。第一，国际油价飙升，以及近期日本灾难性地震和海啸对经济增长造成的负面影响。第二，受食品 and 商品价格上涨，以及近期的需求压力的影响，通胀压力进一步加剧。

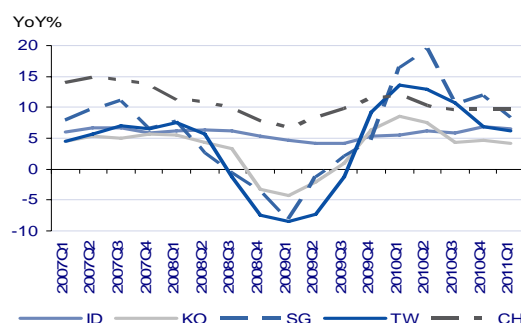
至于负面影响，鉴于近期所表现出的强劲增长势头、物价增速放缓的预期和日本供应链中断的短期性，我们认为这不会严重削弱年内的经济增长。尽管如此，经济增长却可能呈现出放缓趋势。正如前一期的亚洲展望报告所讨论的，这样的放缓是经济的健康发展表现，能够避免通胀的进一步上升和经济运行过热的风险。与此同时，为了应对通胀风险，决策者们一直保持着、有的还加强了货币收紧措施，特别是在那些需求方压力较为显著的国家，如印度。决策者们还容忍了货币的进一步升值，以帮助减轻通胀。

尽管面临阻碍，经济增长仍然保持强劲

指标显示经济增长势头继续保持强劲，一季度GDP增长均符合或超过了预期（图3）。尤其是，中国、台湾和新加坡一季度GDP增长均大幅超过预期，而韩国和印尼的经济增长情况也基本符合预期，经济增速较上一季度继续提高。

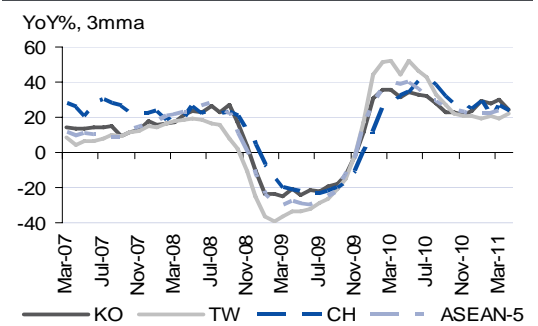
支撑经济强劲增长的是出口惊人的良好表现（图4），反映出了中国和印度的强劲需求和国际贸易的持续增长，以及对发达国家资本品出口的增长。同时，随着财政刺激政策的退出，受益于信贷的快速增长（图6）和低失业、高工资带来的强劲收入效应（图7、8），国内私人需求会逐步增加（图5）。由于资产价格飙升导致的大量抵押贷款需求，以及内地出台一系列限制国内信贷增长的措施之后大陆企业贷款需求的增长，香港的信贷增速尤其快，这也是使香港监管机构对未来资产质量越发担忧的原因之一。

图3
经济增长势头持续到了2011年一季度



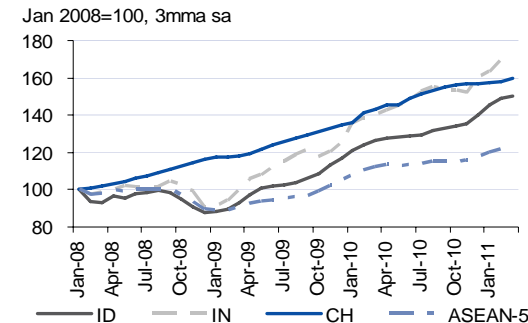
来源: CEIC and BBVA Research

图4
出口增长



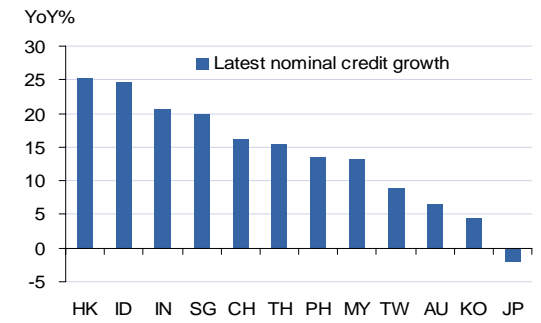
来源: CEIC and BBVA Research

图5
零售表现强劲，但正在放缓，因为通胀对购买力造成了影响



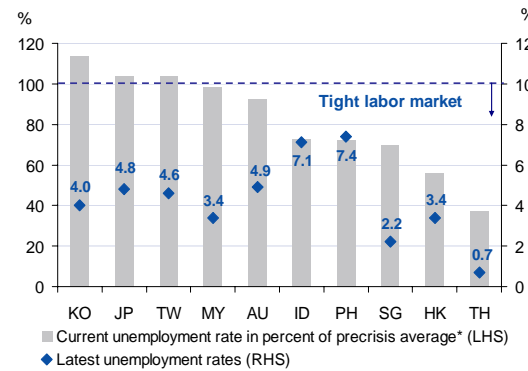
来源: CEIC and BBVA Research

图6
信贷快速增长为国内需求提供了支撑



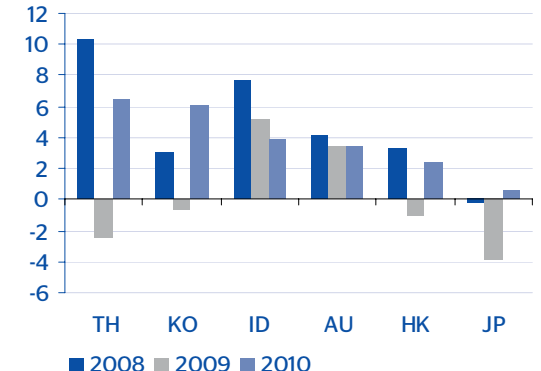
来源: CEIC and BBVA Research

图7
多数亚洲国家的失业率低于危机前的平均水平



* 02-07年失业率均值
来源: CEIC and BBVA Research

图8
名义工资上涨



来源: CEIC and BBVA Research

一些经济增速放缓的迹象有所显露

尽管经济指标表现强劲，但也显露出了一些明显的初期增速放缓迹象。例如，澳大利亚、中国和韩国4月份PMI指数和工业产值均有所下滑。在印度这个通胀依然居高不下且打算进行更大幅度加息的国家，资本货物的生产和投资支出也正在走弱。就此而言，日本震后经济指标已经出现了下滑，零售和工业产值以及消费者和企业信心指数均出现大幅下滑（相见第13页专题内容）。

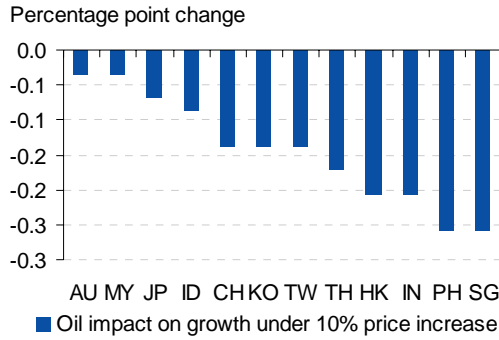
经济增长受阻

作为原材料进口国，多数亚洲经济体都受到了油价和其他商品价格飙升的冲击（图9、10）。印尼、马来西亚和澳大利亚是该地区最大的商品生产国，但即便是它们，也受到了不同程度的冲击，因其会对国内制造业造成影响、削弱外部需求，且燃油补贴上涨也会给投资者信心造成潜在的负面效应（尤其是在印尼）。也就是说，到目前为止影响还很小。除了强劲的经济增长势头之外，限制国际物价上涨向国内市场传递的财政措施也有助于隔离影响（表1）。此外，尽管亚洲产业结构的能源密集型程度相对较高（特别是韩国、台湾和泰国），但石油仅占总能耗的一部分，天然气和煤炭消耗也很大；重要的是，后者的价格并未与石油同步上涨（图11、12）。

第二个重大阻碍来自日本地震海啸造成的供应链中断和对日本需求与经济增长产生的影响（详见第13页专题阅读）。由于泰国（汽车业）和台湾（半导体和电子行业）从日本进口零部件占比很大，其受到供应链中断的冲击尤其大。虽然预计只会在二季度产生短期影响，到现在混乱的局面已经能够掌控，这或许是因为有存货且生产商有能力找到替代的供应商。一般地说，鉴于日本的进口在贸易总额中的占比很小，预计其对整个亚洲地区的影响十分有

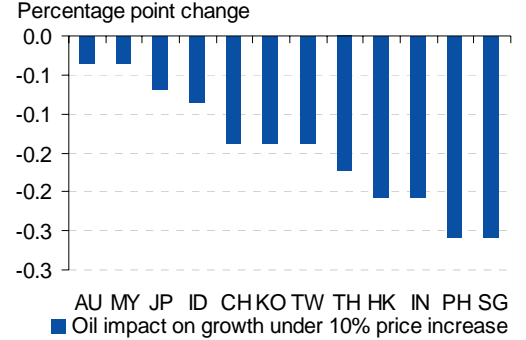
限。也就是说，鉴于对日本经济前景的不确定性，特别是在核危机持续的情况下，灾难带来的整体影响和对旅游业和投资流动的影响还需继续监测。

图 9
假设油价上涨10%（包括预期会有政策反应），GDP增长的变化情况



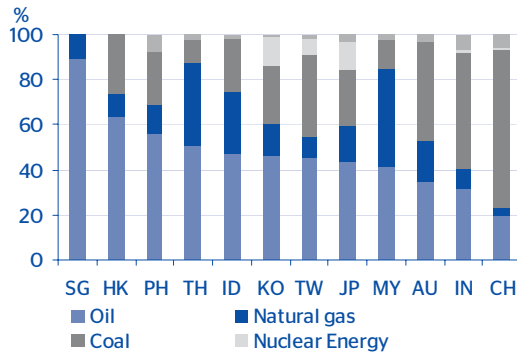
来源: BBVA Research

图 10
假设油价上涨10%（包括预期会有政策反应），通胀的变化情况



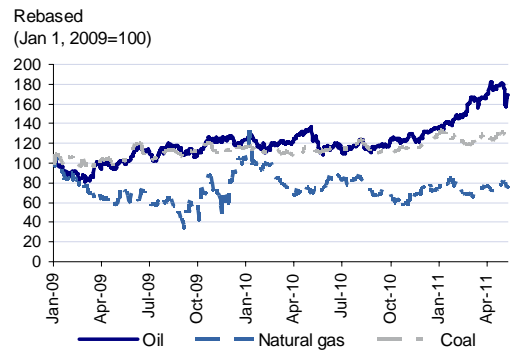
来源: BBVA Research

图 11
不同的能源消费模式下，油价对亚洲各国的影响不同



来源: International Energy Agency and BBVA Research

图 12
油价增幅大于其他替代能源价格的增幅



来源: Bloomberg and BBVA Research

表 1

亚洲地区所采取的缓解油价上涨冲击的措施

	近期的行动	前期的措施
中国	将国内油价最高上限设置为 130 美元/桶；隐性补贴	国家发改委拥有定价权并能够在国际原油价格波动超过 +/- 4% 时调整国内油价
香港	电力和交通补贴	电力补贴
印度	燃油补贴，向低收入家庭直接发放液化石油气和煤油的现金补贴，预计该政策会执行到 2012 年 3 月，可能会延迟对柴油价格解除管制	政府对石油产品的价格进行了管制，并通过 3 种渠道向石油企业提供补贴：1) 对石油企业的直接补贴；2) “石油债券”；3) 削减石油税
印尼	通过将私家车从使用补贴燃油的范围中剔除的削减补贴计划已被搁置	从 2005 年开始向 1900 万贫苦家庭实施了一项史无前例的现金转移支付项目，以减轻燃料价格上涨的影响。伴随着 2008 年燃油价格的上涨，也进行了类似的现金转移支付。向最低收入居民发放了 102 亿美元以抵消 2008 年油价飙升的影响
韩国	考虑下调原油进口关税	一直以来，石油补贴都是 1) 支持低收入渔民和农民；2) 对制造商和运输业提供油价救济的传统方法
马来西亚	政府估计今年在燃油补贴上的额外支出将达 40 亿，尽管燃油价格继续上涨，但政府没有计划削减当前的补贴合理化项目	石油企业直接向公共交通提供每公升 1-2 比索的补贴
菲律宾	对小型运输经营者提供高达 5 亿比索（1500 万美元）的燃油补贴	
台湾	1) 当国际原油价格达到 120 美元/桶时，政府和公众将各自分担 1/3 的油价负担。2) 对那些生计在很大程度上依赖使用石油产品的渔民和农民提供补贴；3) 商品税减半；4) 正在考虑提供交通补贴	在 2007-2008 年燃油价格上涨后，政府向某些经济部门提供了 125 亿新台币的补贴，包括出租车司机和大众交通企业。
泰国	2010 年 12 月，泰国政府宣布再次开始提供柴油补贴以保证柴油零售价格不超过 30 泰铢（1 美元），该决定会一直持续到 2011 年 4 月（最近又进行了延期）	2008 年 3-7 月临时对油价上限进行了管制，以缓解全球油价上涨对生产者和消费者的影响

来源: BBVA Research, government sources, and media reports.

决策者继续面临通胀上升和过热风险的挑战

亚洲的通胀压力自去年10月以来逐渐增加，许多国家的通胀都超过了目标区间或舒适水平，特别是印度、中国和越南（图13）。首先，是供应方面的因素推动了通胀的上升，特别是食品和能源价格的上涨。然而，最近价格压力已蔓延至了核心通胀，导致第二轮通胀效应，因为通胀预期会上升且需求方的因素会发挥更大的影响。不仅仅是商品市场的价格压力显著，资产市场也同样如此，尤其是中国、香港、新加坡和台湾的房地产市场。

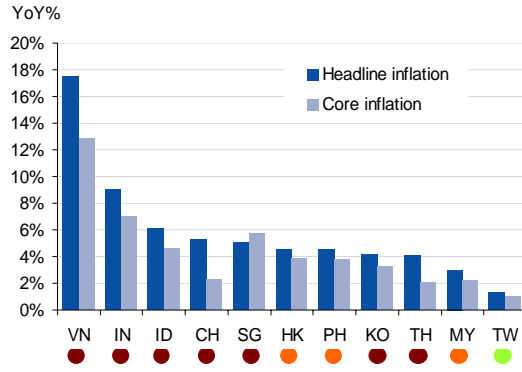
最近几周食品和能源价格已经显示出了一定程度的放缓，但尽管如此，在许多国家，其仍然是导致通胀较去年同期大幅上升的主要原因。但影响各不相同，取决于价格上涨的幅度和各个国家食品的占比以及消费者价格通胀的情况，其中越南、印度、印尼和韩国受到的影响最大（图14）。

越南的通胀情况尤其严重，4月份CPI较去年同比上升了17.5%，全球物价上涨形成的压力因经济运行过热的压力和近期一系列的货币贬值而有所加剧。印度也一直在与高通胀作斗争，3月份WPI通胀同比上升9.0%，大大高于当局6.0%的预测，鉴于基础设施和其他供应方面的限制，需求方面的压力使市场对印度经济在不产生通胀问题的情况下增长超过8%的能力产生了质疑。

在印尼和韩国，尽管4月份的通胀压力有一定程度的缓解，但却出现了通胀压力向国内蔓延的迹象。一般地说，从图15中的高产能利用率和以上图7中所示的趋紧的劳动力市场状况可以看出，亚洲的产出缺口已经弥合，许多国家的失业率都显著低于历史水平。因此，名义工资水平继在2009年的全球性危机中下滑后再次开始上涨（上图8）。在香港，新的最低工资法案于5月1日开始生效，这可能会导致整体工资水平和通胀小幅上升。同时，食品和油价上涨引发的第二轮通胀效应也推升了通胀预期。此外，在像香港和新加坡这样的地区，正如所料，在经过了一段时间的滞后以后，房屋租金的上涨以及与之伴随的房地产市场的繁荣也开

始从CPI上有所体现。因此，香港、印度、印尼、韩国、泰国和越南的核心通胀正在上升（图16）。

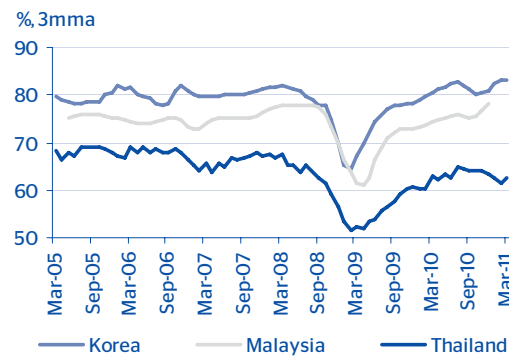
图 13
许多亚洲国家的通胀已超过了官方的目标区间



注: 红色为通胀超过政府目标的国家; 黄色为通胀在政府目标向上区间或高于历史均值的国家

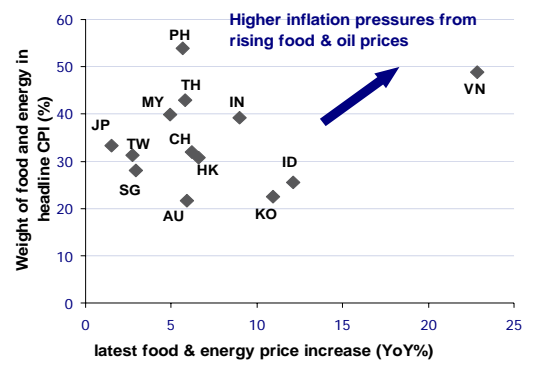
来源: CEIC and BBVA Research

图 15
产能利用率回升至历史正常水平



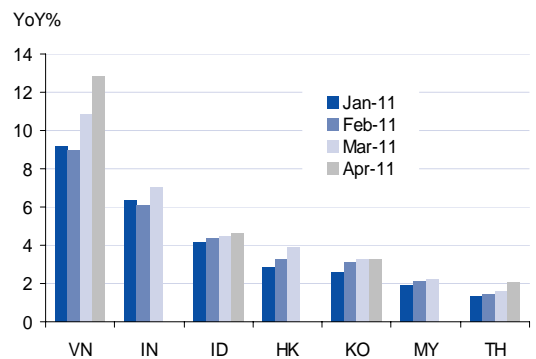
来源: CEIC and BBVA Research

图 14
食品和油价飙升是推动通胀上升的主要因素，但对各国的影响程度有所不同



来源: CEIC and BBVA Research

图 16
核心通胀上升

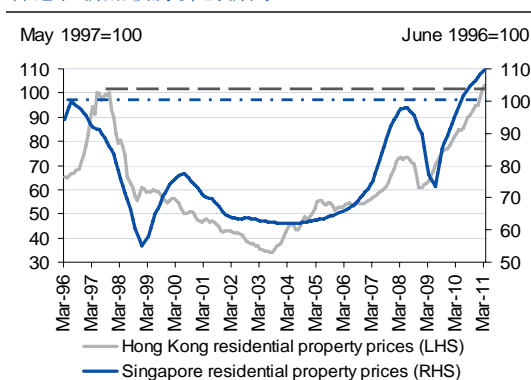


来源: CEIC and BBVA Research

另一方面，日本和台湾的通胀却走向了极低的极端。在日本，通货紧缩已成为一个持久性的问题，近期地震产生的压力和随之而来的供应中断可能会导致价格出现实质性的上涨并使通缩提早结束。日本之外，由于岛内食品供应充足，食品通胀相对较低，以及稳定的通胀预期，台湾的通胀仍然处于该地区的最低水平（3月份同比上升1.4%）。

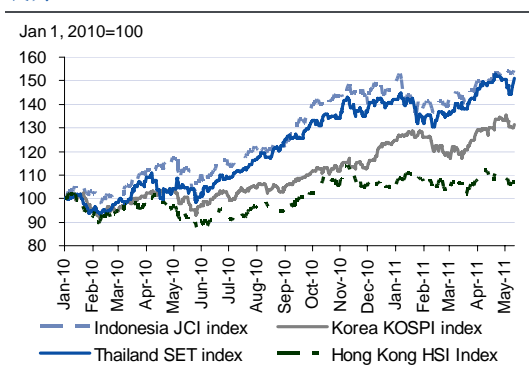
资产价格泡沫的风险仍然是房地产市场主要担忧的问题，特别是在中国、香港、新加坡和台湾。由于利率低、抵押贷款增长迅猛，香港和新加坡的房产价格已经创下了历史新高（图17）。股市方面，由于对货币收紧的恐慌和全球性风险情绪的再次爆发，近期股价有所下跌（图18），但向上的趋势并未改变，特别是在资本可能进一步流入的情况下。

图 17
香港和新加坡房价创新高



来源: CEIC and BBVA Research

图 18
强劲的经济增长前景和资本流入促使亚洲股市表现良好



来源: Bloomberg and BBVA Research

各国央行加大力度抑制通胀

面对通胀的攀升和过热风险，多国央行再度开始、有的则是加大了货币收紧的力度（图19）。由于通胀数据总是超出预期，市场认为央行的行动已经滞后了，尽管预计经济增长会在今年余下的时间里受到一定的阻力，决策者们仍试图通过预先加息迎头赶上通胀上升的步伐。

在这方面，印度是行动最为猛烈的一个，自今年初以来已累计加息100个基点，最近在5月初就将利率上调了50个基点，标志着印度央行此前采取的逐步加息策略已经有所转变。中国的央行也很强势，2011年到目前为止已加息50个基点，并伴随着每月一次的法定存款准备金率上调。韩国、菲律宾和泰国的央行今年的加息幅度也都达到了50个基点，印尼和马来西亚则分别加息了25个基点。在新加坡，汇率被作为货币工具，正如所料，其在4月宣布了上调汇率波动区间的中心值（升值），这是自2010年4月以来的第三个连续收紧举措。最近几个月多个地区都允许将货币升值作为抑制通胀的工具，特别是在印尼和韩国。

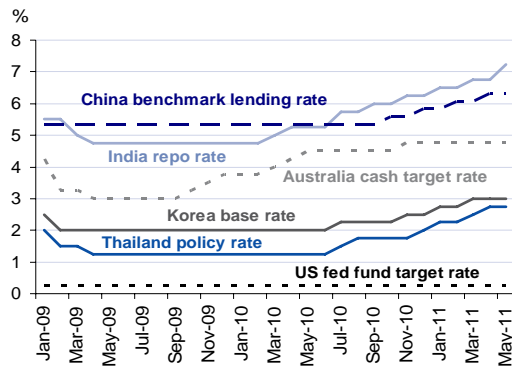
在亚洲，日本央行维持着异常宽松的货币政策，成为一个例外。即便是在地震前，日本的经济复苏也十分脆弱。因此，日本央行一直将利率维持在0-0.1%的区间，并在地震后向国内金融市场注入了流动性，扩大了资产购买项目，并为银行向对地震受灾地区的企业提供安排的信贷融通。此外，由于日元面临升值的压力，在震后G7国家达成一致行动之后，日本央行还释放了可能进一步外汇进行市场干预的信号。

再现资本流入和货币升值压力

近几个月资本流入有所放缓，但由于利差的扩大和该地区强劲的经济增长前景，资本再度开始大量流入亚洲（图20）。这给货币带来了进一步的向上压力（图21）。货币当局继续干预，但相较于去年，节奏已经有所放缓（图22）。

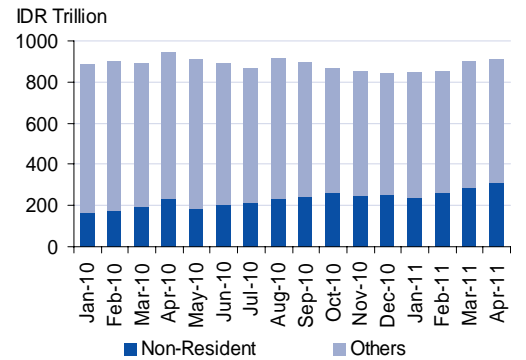
各国政府普遍忍住没有采取新的宏观审慎措施——这是去年各国偏好使用的应对资本流入的工具。我们认为，这反映出了近期资本流入的放缓趋势——以及美联储释放的结束二次量化宽松的信号——和各国所采取的观望态度以评估已经采取的措施的效果。正如我们上一期亚洲展望报告中所提到的，我们认为各国的决策者们倾向于维持国内市场与全球资本市场的联动，且我们认为不会出台严厉的限制资本流入的措施，但我们不排除时而会加强执行现有规定的可能。

图 19
预计还会继续加息以抑制通胀预期



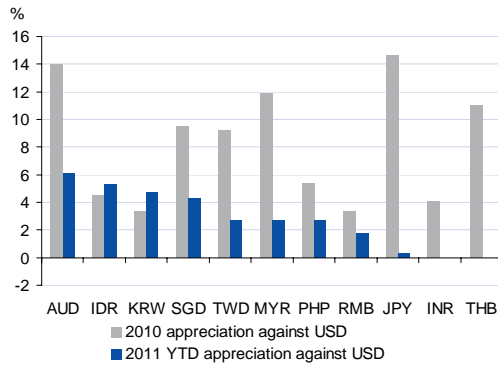
来源: CEIC and BBVA Research

图 20
如印尼债券市场上外国投资者的持有量所示，资本再度开始流入



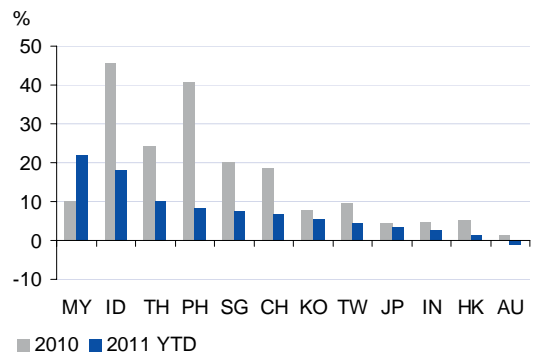
注: 国家债券和央行票据持有量(SBIs)
来源: Bank of Indonesia and BBVA Research

图 21
各国容忍了本币对美元升值，以应对通胀...



来源: Bloomberg and BBVA Research

Chart 22
外汇干预导致外汇储备增速放缓



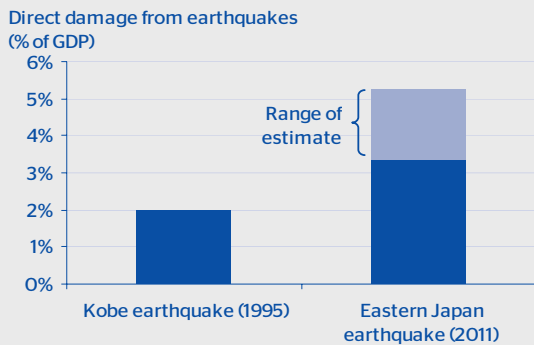
来源: CEIC and BBVA Research

专题: 日本大地震——深入的短期影响, 未来充满不确定性

2011年3月11日, 日本发生了9级大地震, 并引发了海啸和核危机。地震摧毁了日本东北部地区。这是日本自1995年神户大地震以来最严重的一次自然灾害。日本政府估计地震造成的伤亡和失踪人数已超过了25,000人, 但这一数字目前还只是暂时的。撰写本文之时, 日本政府仍然在致力于稳定福岛核电站局势, 而进一步核泄漏的后果现在还很不明朗。

我们可以从几个方面来分析此次灾难所造成的经济后果。最直截了当的就是计算地震造成的直接经济影响(财产损失)。受到影响的地区占国民生产的比例相对较小——约为日本GDP的7%。受地震和海啸影响最严重的地区是日本的主要农业区, 也是日本重要的汽车生产中心之一, 有许多如石油、钢铁和纸浆等原材料行业, 并且有多座核电站。地震破坏了地方的基础设施并对日本其他地区造成了许多间接影响。除了港口、机场和道路等地方基础设施以外, 地震还破坏了房屋、工厂和设备。日本政府估计地震造成的直接损失在16-25万亿日元之间, 或者说为GDP的3.3%-5.2%, 大大高于神户地震造成的GDP 2%的经济损失(图23)。

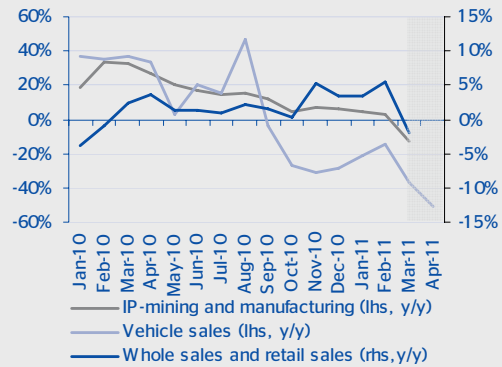
图 23
日本地震直接影响估计



来源: BBVA Research based on Japanese government data

除了直接的经济影响外, 计算与生产和经济增长有关的间接影响也很重要。受震后大量企业和商店关闭、交通和供应链以及能源和通讯等关键服务业中断的影响, 日本工业产值大幅下滑(图24)。过去几周里, 还有不少关键领域的工厂关门歇业, 特别是在汽车和电子行业等占日本制造业比例很大的行业。同时, 预计停电也会对更多行业造成严重影响。此外, 对核辐射的恐慌也使日本的出口、旅游和商业信心受到了影响。确实, 随着近几周事件逐步走向明朗化, 地震对供应链和经济增长的影响的估计数据已有所加大。

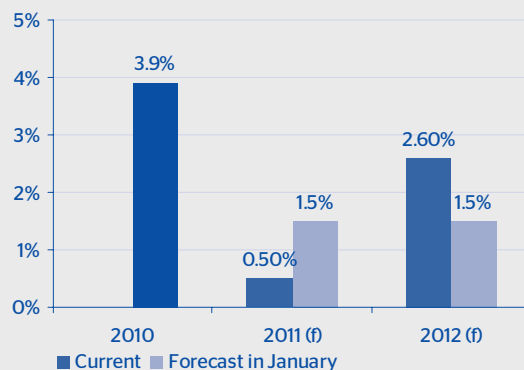
图 24
日本震后经济指标有所下滑



来源: Haver Analytics and BBVA Research

显然, 上述情形可能会在短期内对经济增长产生严重影响。地震的时候, 日本的经济复苏虽然十分脆弱, 但还在正轨。2010年日本经济增速从2009年下滑6.3%反弹到了3.9%。震前的指标显示经济增速已回到了1.5%左右的经济潜在增长水平, 由于国内需求疲软、人口老龄化问题和其他结构性因素的影响, 以前完全不可能有那么高。不幸的是, 日本的经济复苏受到了地震的破坏。对自然灾害给经济增长搞成的经济损失的估计总是十分不精确。这就是说, 预计日本2011年的经济增长会受到很大拖累。另一方面, 这一系列的经济放缓之后通常紧跟着就是消费者支出重新增长带来的强劲反弹(特别是更换损坏的耐用品)和公共重建支出带来的经济增长。2011年的这次地震所造成的负面影响可能会集中在一、二季度, 紧接着便是在接下来几个季度里的大幅反弹。总的说来, 我们预计短期内日本的真实GDP增长会下降1个百分点, 但2012年的经济增长可能会高于我们此前的预期(图25)。

Chart 25
日本GDP预测(%)



来源: Haver Analytics and BBVA Research

在日本的历史上, 这次地震要属代价最大的自然灾害了, 这一部分与福岛核电站核辐射可能产生的持久影响有关。

事实上，这些数据还有很大的不确定性且情况存在恶化的风险。同时，电力中断也加大了其对经济活动影响的不确定性。因此，地震的最终影响可能会高于现在的估计。尽管如此，其对短期经济增长前景的影响仍然十分有限。

灾害会导致通缩提前结束吗？

地震以前，市场预计日本的通货紧缩会持续到2012年中期。日本的通缩一方面与国内需求疲软有关，另一方面产能充足有关。地震后紧接着发生的供应减少推动通胀上升，加之受灾地区是重要的食品生产地，情况就更是如此了。然而，对通胀的影响应该会受到信心指数下降、需求减少对物价造成的向下压力的抵消，最终的影响十分有限。因此，我们预计通缩会在2011年底结束，早于地震前预测的2012年中期。

全球经济增长会受到影响吗？

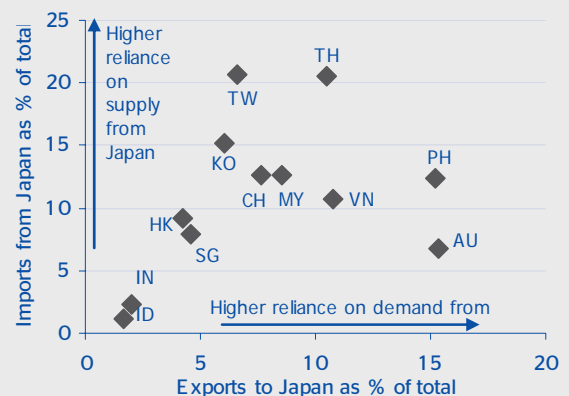
日本是世界第三大经济体。然而，也不可能每次的日本需求下滑都会对全球经济复苏造成严重影响。事实上，随着重建工作的启动，一些国家对日本的出口可能还会增加。然而，供应链的中断可能会产生不利影响。确实，日本地震扰乱了全球供应链，特别是对汽车零部件而言，已经影响到了亚洲和欧洲的区域经济体。如图26所示，一些亚洲国家对与日本贸易的敞口很大，尤其是台湾和泰国。然而，由于工厂会在未来几个月里恢复生产，供应链的中断应该只是暂时的。

还有足够的财政空间支持震后重建吗？汇率和利率会受到什么样的影响？

日本疲软的财政状况明显是惯常自然灾害过后V型复苏所面临的一个向下风险。由于日本的公共债务以高达约GDP的200%，财政状况已经很紧了，这导致评级机构近期下调了日本的主权信用展望。

显然，安抚工作和震后重建所需的额外预算支出使政府此前削减赤字的努力变成徒劳。日本已经通过了第一次总金额达4万亿日元（GDP的0.5%）的补充预算案。额外的预算来自对其他用途支出的重新分配且不能增加财政赤字或债券发行。然而，更多的额外预算支出无疑将会引发新的债券发行。一部分重建支出有可能通过提高销售税税率来筹集，但这回损害日本的经济复苏。撰写本文之时，日本还没有通过任何有关的税收措施，但政府已经，甚至在地震之前，就承认正在考虑将消费税税率提高3%。利率方面，财政状况可能恶化会对长期利率形成一定的向上压力。然而，由于多数公共债券都由国内投资者持有，这样的影响应该很小且可控。在短期内，预计日本央行会将政策利率维持在0-0.1%之间，汇率方面，日本央行以及G7国家此前在危机之初进行过干预，因震后资本流入回撤而面临着货币升值的压力。

图 26
亚洲国家与日本的贸易往来



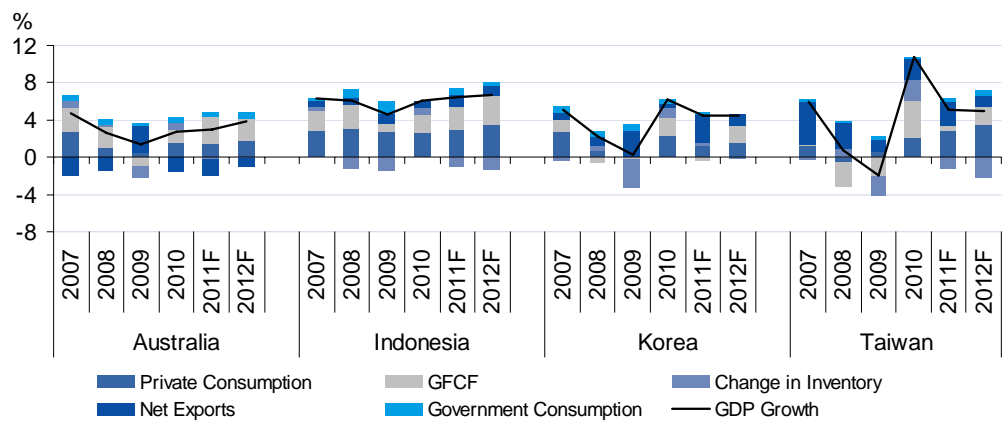
来源: CEIC and BBVA Research

3. 尽管增长受阻，经济前景依然强劲

如上所述，未来亚洲经济体面临着两项挑战。一是在油价和物价上涨的冲击及日本地震的影响下维持经济增长；二是抑制通胀的上升。从某种程度上而言，这些挑战可以相互抵消，因为经济增长的阻力和增速的放缓会有助于避免过热风险。我们认为年内保持增长的前景十分良好（图27），但我们预计接下来几个月的经济指标会有放缓的趋势。

图 27

预计国内需求会推动亚洲2011-12年经济增长



来源: CEIC and BBVA Research

我们的基准预测预计经济增长会放缓，通胀会上升

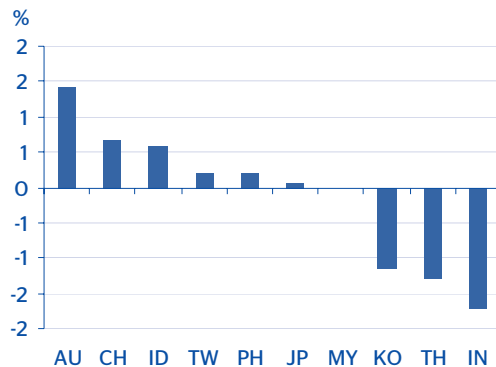
未来，我们预计经济增长会受到来自油价上涨和日本地震的阻力，这会从第二季度的经济数据中开始有所体现。然而，鉴于一季度GDP增长高于预期以及我们认为物价增速会放缓的基准预测，我们对亚洲全年经济增长的预测仅比3个月前亚洲展望报告中的预测低一点点。另一方面，考虑到近期的通胀趋势，我们也上调了对该地区的通胀预测。

我们预计未来1-2个季度会有更进一步的适度的货币收紧。我们预计会有更大幅度的加息——许多亚洲国家的实际利率仍然为负（图28）——但这不会对经济增长产生负面影响，决策者们无疑已经意识到这这点。财政政策方面，我们的预测继续认为2011年财政赤字会有所减少（图29）。

我们将2011年亚洲除中国以外地区的经济增长预期从此前的4.8%下调到了4.3%，而将对中国的增长预期从9.2%上调至9.4%（表2）。此番修正是一季度经济增长高于预期、油价上涨的影响与我们的基准商品预测相符以及日本地震的影响着三个因素的考虑所进行的。我们对预期的下调是因为预计经济增长会在二季度放缓，并会在随后随着物价增速的放缓和日本重建支出的增加而有所反弹。事实上，部分国家对日本的出口可能会增加，且/或市场份额会扩大，特别是那些直接在第三市场上竞争的企业，如韩国企业。

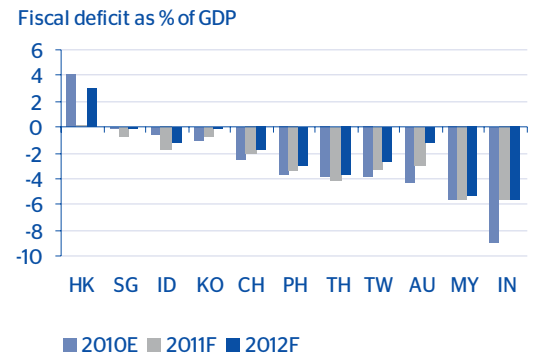
我们对日本、越南和印度2011年的经济增长预测下调幅度最大。对日本而言，受地震影响，我们预计今年的增长会比此前的预测低0.5%或1个百分点。然而，重建支出可能会使2012年的GDP增长较我们之前1.5%的预测值提升1.1个百分点，至2.6%。我们下调了对印度2011年经济增长的预期（从之前的8.5%下调为现在的8.1%）是因为考虑到了油价上涨和更为严厉的货币收紧措施的影响，这两个因素似乎已经影响到了投资支出。在越南，由于其一季度经济增长低于预期以及受到了新增货币收紧措施的影响（因为政府在力争维持宏观稳定），我们将对其的增长预期由6.9%下调到了6.2%。另一方面，在澳大利亚，我们维持对其经济增长3.0%的预期。虽然1月份昆士兰洪灾会继续对上半年的GDP的增长形成向下压力，重建支出和物价上涨带来的积极的贸易条件冲击应该能起到一定的抵消作用。

图 28
许多国家的实际利率仍然为负



注: 使用当前通胀计算而得
来源: CEIC and BBVA Research

图 29
许多国家旨在削减财政赤字



来源: CEIC and BBVA Research

虽然预计通胀压力会处于可控水平，但我们仍然上调了对通胀的预测

鉴于近期的通胀趋势，我们将亚洲除中国以外地区2011年的平均通胀预测由3.3%上调到了4.1%。其中越南（上调至12.5%）、印度（8.0%）、菲律宾（4.9%）和新加坡（4.1%）的上调幅度最大；并且我们还将对中国的通胀预测上调到了4.9%。日本方面，我们预计通缩会提前结束，因此将对其通胀预测由-0.2%上调到了0.3%（表3）。然而，对于澳大利亚，由于其在1月份受到了洪灾以及近期澳币升值的影响，通胀有所下滑，我们维持此前对其今年通胀为3.0%的预测。由于我们的基准预测中认为下半年物价增速会下滑，预计通胀仍会处于可控水平，因为导致食品供应中断、价格上涨的因素会消失，且货币收紧措施会显现出抑制通胀的效应。

预计货币升值压力会持续

由于预期资本会进一步流入，且货币当局也愿意允许一定幅度的货币升值来帮助缓解通胀压力，预计亚洲货币会进一步走强（表4）。然而，在某些情况下，物价的上涨会是经常账户收支状况恶化并限制升值的压力，特别是在韩国、泰国、台湾和印度；而在澳大利亚、马来西亚和印尼等商品生产国则会产生相反的影响。货币政策方面，我们预计还会进行多次提前性加息以抑制通胀（表5）。

4. 经济增长受到的阻力缓冲了过热风险

由于亚洲经济的反弹和通胀的上升，我们相信经济过热仍然是该地区最大的风险。物价上涨和日本大地震对经济增长带来的阻力都是向下的风险。的确，我们预计经济指标会在近期就表现出放缓的趋势，就像中国和韩国的PMI指数、印度的投资支出数据那样。然而，由于日本经济会在下半年反弹，且我们的基准预测估计物价增速会在下半年下降，这样的增长阻力应该只是暂时的。

通胀明显存在向上的风险。如果物价未出现预想中的下滑，或者如果货币当局因担忧经济前景或为了不鼓励资本流入而不愿意加息，通胀都将超过我们的预期。

由于亚洲经济的基本面强劲，该地区依然能够很好的经受住向下的风险。特别是，如果石油和商品价格未能像预想的那样下滑，多数经济体都将会有足够的财政政策和/或刺激政策的空间来减轻它们的影响。因此，我们估计油价进一步上涨对经济增长的整体影响将相对较小。此外，该地区的经常账户盈余和高额的外汇储备水平能够使经济体免受商品价格上涨带来的外部影响。但是也有例外，比如印度这样财政赤字较大且存在经常账户赤字的国家就很容易受到负面冲击。

各国的特定风险也非常值得关注。日本会继续面临核危机和重建融资这一财政挑战相关的不确定性。鉴于巨大的贸易和投资流动，这样的不确定性也给亚洲其他地区带来了风险，但鉴于上面讨论过的原因，我们相信其总体影响应会较小。泰国将继续在7月的大选前面临政治上的紧张局势。越南方面，过热风险仍然很高，并伴随着通胀的加速上升和极低的外汇储备水平。

5. 附表

表 2

宏观经济预测：国内生产总值

(年度同比增速%)	2008	2009	2010	2011 (F)	2012 (F)
美国	0.4	-2.6	2.9	3.0	2.7
欧元区	0.3	-4.1	1.7	1.7	1.5
亚太地区	5.6	3.8	8.0	6.4	6.7
澳大利亚	2.4	1.4	2.6	3.0	3.8
日本	-1.2	-6.3	3.9	0.5	2.6
中国	9.6	9.2	10.3	9.4	9.1
香港	2.3	-2.7	6.8	4.8	4.5
印度	7.5	7.0	8.8	8.1	8.0
印尼	6.0	4.6	6.1	6.4	6.7
韩国	2.3	0.3	6.2	4.5	4.5
马来西亚	4.7	-1.7	7.2	5.1	5.4
菲律宾	3.7	1.1	7.3	4.5	5.2
新加坡	1.5	-0.8	14.5	5.0	4.8
台湾	0.7	-1.9	10.8	5.0	4.9
泰国	2.5	-2.3	7.8	3.8	4.8
越南	6.3	5.3	6.8	6.2	6.8
除中国外的亚洲地区	3.0	0.2	6.5	4.3	5.1
世界	3.0	-0.6	4.9	4.4	4.4

来源: CEIC and BBVA Research

表 3

宏观经济预测：通胀

(年度同比增速%)	2008	2009	2010	2011 (F)	2012 (F)
美国	3.8	-0.3	1.6	2.8	2.2
欧元区	3.3	0.3	1.6	2.4	1.6
亚太地区	5.7	0.3	3.6	4.4	3.7
澳大利亚	4.4	1.8	2.9	3.0	2.9
日本	1.4	-1.4	-0.7	0.3	0.5
中国	6.0	-0.7	3.3	4.9	4.2
香港	4.3	0.5	2.4	5.2	3.7
印度	8.7	2.1	9.5	8.0	6.5
印尼	9.8	4.8	5.1	6.6	5.9
韩国	4.7	2.8	3.0	3.8	3.1
马来西亚	5.4	0.6	1.7	3.0	2.7
菲律宾	9.3	3.2	3.8	4.9	4.0
新加坡	6.6	0.6	2.8	4.1	2.8
台湾	3.5	-0.9	1.0	1.9	1.5
泰国	5.5	-0.8	3.3	3.6	3.0
越南	23.2	6.9	10.0	12.5	9.7
除中国外的亚洲地区	5.5	1.0	3.7	4.1	3.4
世界	6.1	2.2	3.7	4.7	4.0

来源: CEIC and BBVA Research

表 4

宏观经济预测：汇率（期末）

		2008	2009	2010	2011 (F)	2012 (F)
美国	EUR/USD	0.70	0.70	0.75	0.78	0.77
欧元区	USD/EUR	1.50	1.40	1.34	1.29	1.30
澳大利亚	USD/AUD	0.67	0.90	1.02	1.04	0.95
日本	JPY/USD	96.1	92.1	81.1	88.0	87.0
中国	CNY/USD	6.84	6.83	6.61	6.30	6.00
香港	HKD/USD	7.75	7.75	7.77	7.80	7.80
印度	INR/USD	48.6	46.6	44.7	45.0	44.0
印尼	IDR/USD	10838	9395	8996	8600	8800
韩国	KRW/USD	1364	1166	1126	1020	988
马来西亚	MYR/USD	3.56	3.52	3.06	2.88	2.83
菲律宾	PHP/USD	48.3	46.8	43.8	43.0	43.0
新加坡	SGD/USD	1.49	1.40	1.28	1.21	1.19
台湾	NTD/USD	33.0	32.3	29.3	28.2	27.8
泰国	THB/USD	34.8	33.3	30.1	31.0	31.0
越南	VND/USD	17433	18479	19498	21500	21500

来源: CEIC and BBVA Research

表 5

宏观经济预测：政策利率（期末）

(%)	2008	2009	2010	2011 (F)	2012 (F)
美国	0.61	0.25	0.25	0.25	1.25
欧元区	2.73	1.00	1.00	1.50	2.00
澳大利亚	4.25	3.75	4.75	5.25	5.75
日本	0.10	0.10	0.10	0.10	0.25
中国	5.31	5.31	5.81	6.81	7.31
香港	0.50	0.50	0.50	0.50	1.50
印度	6.50	4.75	6.25	7.75	7.50
印尼	9.25	6.50	6.50	7.25	6.50
韩国	3.00	2.00	2.50	4.00	4.50
马来西亚	3.25	2.00	2.75	3.50	3.75
菲律宾	5.90	4.00	4.00	5.00	5.50
新加坡	1.00	0.69	0.48	0.45	1.45
台湾	2.00	1.25	1.63	2.13	2.63
泰国	2.75	1.25	2.00	3.25	3.50
越南	8.50	8.00	9.00	11.00	9.00

来源: CEIC and BBVA Research

免责声明

本文及其所含信息、观点、估计与建议由Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (以下简称“BBVA”)提供,旨在为客户提供报告发行日相关的一般信息,如有更改,恕不提前通知。BBVA将不负责通知变更事项或此后内容的更新。

本文件及其内容不构成对购买或认购任何证券或其他投资工具,或从事、撤出投资的邀约、邀请或唆使。本文件及其内容均不能构成任何合同、承诺或任何形式的决议的基础。

阅读本文的投资者应注意到文中所提及的证券、投资工具或投资可能并不适合于其特定的投资目的、财务或风险状况,上述因素并未被纳入本报告所考虑的范畴。因此,投资者在做出投资决策时应考虑到上述情况并在必要时寻求专业的建议。本文的内容均基于可信赖的公开信息得出,BBVA并未对这些信息进行独立核实,BBVA不对其精确度、完整性及正确性提供任何形式的担保。由于采用本文件或其内容所导致的任何直接或间接的损失,BBVA概不负责。投资者应注意的是,证券或投资工具过去的表现或投资的历史收益并不能保证其未来的表现。

证券或投资工具的市场价格和投资的收益会随着投资者的兴趣而波动。投资者应意识到其投资可能蒙受损失。期货、期权和证券或高收益证券交易存在高风险,并非对所有投资者都适合。的确,在某些投资中,潜在的损失可能会超过初始的投资金额,且在这一情况下,投资者可能会被要求支付更多的金额来支持那些损失。因此,在进行任何此类交易之前,投资者应意识到其操作,以及所持有股份所涉及到的权利、义务和风险。投资者还应注意,文中所述的投资工具可能在二级市场上有限,甚至根本不存在。

BBVA及其任何分支机构,以及各自的高管和员工,可能直接或间接地持有本文或任何其他有关文件所提及的任何证券或投资工具;他们可能是为自己或第三方从事这些证券交易,为前述证券或投资工具的发行人、相关公司及其股东、高管和员工提供咨询或其他服务,或可能在此报告出版前后对这些证券、投资工具和相关投资产生了兴趣或进行了交易,但上述行为都在适用法律允许所允许的范围内进行。

BBVA及其任何分支机构的销售人员、交易员和其他专业人士可能为客户提供与本文意见相反的口头或书面市场评论。此外,BBVA及其任何分支机构的自营交易和投资业务的投资决策也可能与本文的建议不符。本文件未经BBVA的事先书面同意不得:(1)复印、影印或以任何其他形式或方式复制;(2)传播;或(3)引用。该报告不得复制。传达、传播或提供给任何有法律禁止其传播的国家内的任何个人或实体。如未能遵循这些限制性规定可能违反相关地区的法律。

在英国,本文件仅适用于以下人士:(1)具有2000年金融服务及市场法2005年(金融促进)法令(修订的“金融促进法令”)第19条第5款所述投资工具专业经验的;(2)金融促进法令第49条第2款1-4点规定的对象(高净值公司、非公司社团等);及(3)被依法邀请或吸引来参与2000年金融服务及市场法第21章所述投资活动的人士(所有这些人均被称为“相关人士”)。本文件仅适用于相关人士,非相关人士不得照此行事或依赖本文件。本文相关的任何投资或投资活动仅对相关人士可用且仅将由相关人士参与。本报告分析师、作者的报酬体系基于多重准则而定,包括BBVA获得的收入和BBVA集团一个财年的收益(这反过来包含了投资银行产生的收益);但其报酬与投资银行任何具体交易的收益无关。

BBVA不是美国金融业监管局的成员且不受其信息披露规则的约束。

“BBVA受BBVA集团证券市场运营行为准则的约束,像其他规章一样,其包括防止和避免所获评级内利益冲突的规定(包括信息壁垒)。参考BBVA集团证券市场运营行为准则请见以下网站:

www.bbva.com/CorporateGovernance”

BBVA, S.A.是一家在西班牙中央银行及西班牙证券交易委员会监管下的银行,在西班牙中央银行的注册号为0182

This report has been produced by the Asia Unit of the Emerging Markets team*Chief Economist for Asia***Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Jenny Zheng

jenny.zheng@bbva.com.hk

Fielding Chen

fielding.chen@bbva.com.hk

Sumedh Deorukhkar (India)

sumedh.deorukhkar@grupobbva.com

Mario Nevares

mario.nevares@bbva.com.hk

*Mainland China***Daxue Wang**

daxue.wang@bbva.com.hk

Zhigang Li

zhigang.li@bbva.com.hk

Le Xia

xia.le@bbva.com.hk

Serena Wang

serena.wang@bbva.com.hk

With the contribution of:

*Markets Analysis***Richard Li**

richard.li@bbva.com.hk

BBVA Research*Group Chief Economist***Jorge Sicilia***Chief Economists & Chief Strategists:*

Regulatory Affairs, Financial and Economic Scenarios:

Financial Scenarios

Sonsoles Castillo

s.castillo@grupobbva.com

Financial Systems

Ana Rubio

arubiog@grupobbva.com

Economic Scenarios

Juan Ruiz

juan.ruiz@grupobbva.com

Regulatory Affairs

María Abascal

maria.abascal@grupobbva.com

Spain and Europe:

Rafael Doménech

r.domenech@grupobbva.com

Spain

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@grupobbva.com

Europe

Miguel Jiménez

mjimenezg@grupobbva.com

Emerging Markets:

Alicia García-Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Cross-Country Emerging Markets Analysis

Pensions

David Tuesta

david.tuesta@grupobbva.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

South America

Joaquín Vial

jvial@bbva.cl

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

Alejandro Puente

apuente@grupobbva.cl

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com.co

Peru

Hugo Perea

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@provincial.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido

ant.pulido@grupobbva.com

Equity and Credit

Ana Munera

ana.munera@grupobbva.com

Interest Rates, Currencies and Commodities

Luis Enrique Rodríguez

luisen.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management

Henrik Lumholdt

henrik.lumholdt@grupobbva.com

United States and Mexico

United States

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

Mexico

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Macro Analysis Mexico

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

Contact details**BBVA Research**

43/F, Two International Finance Centre

8 Finance Street

Central, Hong Kong

Tel. + 852-2582-3111

Fax. +852-2587-9717

research.emergingmarkets@bbva.com.hk

BBVA Research reports are available in English, Spanish and Chinese