

经济展望

亚洲

2011 年第 3 季度
经济分析

- 区域内经济快速增长的势头有所放缓。受到二季度商品价格高企以及日本地震导致的供应中断的影响，工业生产和出口增长放缓。
- 尽管下行风险增加，下半年的经济增长前景依然保持乐观。二季度的经济放缓符合预期，并有助于减轻区域内经济过热的压力。我们预期经济在下半年会有一个温和适度的反弹。
- 通胀忧虑犹存。商品价格趋于稳定，整体通胀已经缓和。持续升高的核心通胀率显示需求压力依然存在。
- 市场预期货币政策或将进一步收紧。但受制于市场对经济缓慢增长和全球经济复苏的关注，预计紧缩政策将会渐进的实施。
- 和上一季度相比风险更为平衡，这是由于经济过热压力降低以及增长的下行风险上升所致。

目录

1. 全球展望:未来经济前景以政治因素为中心.....	4
2. 从经济过热到对经济增速放缓的担忧.....	6
专题:对日本从3月11日地震海啸的灾难中恢复的境况更新.....	12
3. 阻力消退之后期待经济增长反弹.....	14
4. 风险大致平衡.....	16
5. 表格.....	17

出版日期: 2011 年 8 月 4 日

概述

如我們預期，受二季度持續上漲的大宗商品價格和3月11日日本地震導致的供應中斷影響，亞洲經濟快速增長的勢頭逐步放緩。不過在一季度，由於強勁的國內和外部的需求，經濟快速增長甚至出現過熱風險。具體來講，區域內工業製造和出口漸漸放緩，逐步公佈的二季度GDP數據也證實了經濟發展正在放緩這一趨勢。

除了市場關注的亞洲週期性增長變化和通脹壓力，在二季度市場主要關注一些外部事件。特別是，全球經濟發展所帶來的影響，持續惡化的歐洲主權債務問題對金融體系穩定性的衝擊，美國債務危機和美國經濟前景和貨幣政策。在世界的任何一個地方，這些問題都對該地區股市帶來了沉重的壓力，但是得益於亞洲地區強勁的經濟基本面以及良好的發展前景，亞洲市場情緒依然活躍。

儘管面臨下行風險，我們預計在今年接下來的時間內經濟會出現反彈。持續穩定的大宗商品價格，日本復蘇和較強的經濟基本面這些因素會支持經濟增長。來自中國和印度的強勁需求會抵消部份歐美需求疲弱的影響。不斷擴張的信貸和穩定的收入增長會使得區域內的需求不停增大。

二季度經濟放緩基本符合我們的預期，我們對2011年和2012年的預測作出了細微的調整。到現在為止低於預期的日本和澳洲的經濟表現，使得這兩國經濟面臨下行風險。除中國外的亞洲地區我們將2011年經濟增長率從4.3%調低至4.1%。我們維持對中國經濟增長9.4%的預測。對於2012年的預測我們大致上保持不變，除中國外的亞洲地區和中國的經濟增長率分別為5.2%和9.1%。

儘管大宗商品價格趨於穩定，二季度經濟增速放緩，通脹問題依然面臨挑戰。從核心通脹率數據顯示，價格上漲壓力依然存在。我們將2011年除中國外的亞洲地區通脹率調整為4.5%（前期預測值為4.1%），中國通脹率調整為5.3%（前期預測值為4.9%）。

我們繼續保持對進一步貨幣收緊政策的預測，但其力度和進度均會受到經濟增長前景和外部環境的影響。一些地區的央行暗示其緊縮的貨幣政策會相對放鬆，我們將相應縮減對澳大利亞、印尼和韓國加息的預期。區域內強勁的經濟增長和不斷擴大的息差使得資本流向亞洲，我們認為區域內大部分貨幣會進一步升值。

自我們前一次季度報告更新以來，風險開始變得更加平衡。經濟過熱風險依然存在，不過因為二季度經濟放緩，風險也有所緩和。同時，經濟增長下行風險持續增高。有跡象顯示從二季度開始的經濟增長放緩可能比我們所預測的要持續更久，特別是在美國經濟復蘇放緩和歐債危機持續惡化而弱化了外部環境的情況下。

1. 全球展望：未來經濟前景以政治因素为中心

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。

在上半年經歷了經濟疲軟之後，全球經濟會繼續增長

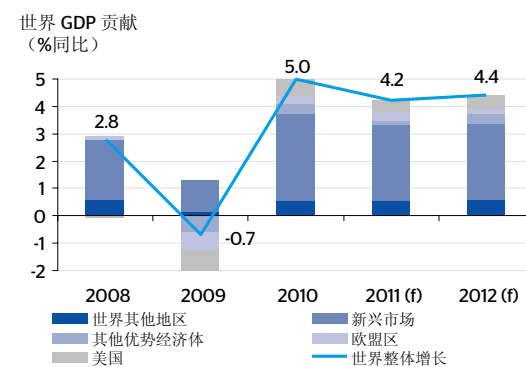
全球經濟增長在上半年出現了輕微放緩的跡象，在美國尤為明顯，新興經濟體同樣也出現了放緩的情況。不過經濟放緩主要受到短期暫時性因素的影響（高油價，日本供應鏈中斷和不利的天氣），全球經濟在未來會以穩健的速度增長，預計2011年和2012年增長率分別為4.2%和4.4%（圖1）。

然而，現今面臨的風險主要是經濟發展的下行風險。儘管石油價格停止攀升以及國際供應鏈的恢復使美國經濟活動重回軌道，但在後金融危機時代有着高度杠桿化的消費者，經濟復蘇依然脆弱並且容易再次陷入危機。最近美國疲軟的經濟提醒了我們，這樣的情況可能削弱了消費者和生產者的信心。

在歐洲和美國，財政赤字是政策制定者面臨的一個很大難題。由於債務如何償還的問題還沒有得到解決，主權債務危機在歐洲愈演愈烈(圖2)。市場風險正轉化為系統風險。市場壓力逐步從希臘、葡萄牙和愛爾蘭擴散到西班牙、意大利和比利時。雖然美國的債務償還能力是無需質疑的，不過美國面臨短時間內需要大幅度調整債務的挑戰，同時面臨著如何通過政治談判來解決這些短期問題，而不是提出一個長期的綜合的解決方案。這加大了美國長期國債收益率突然飆高的概率。

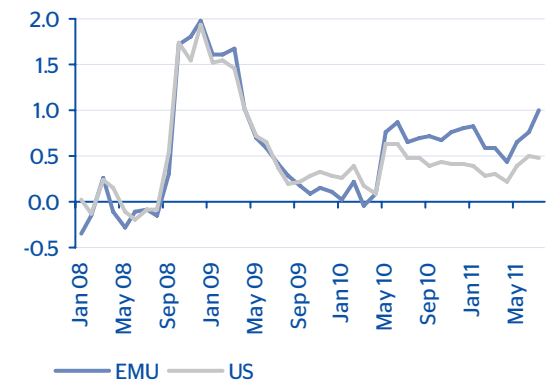
最後在新興市場方面，亞洲和拉丁美洲的緊縮政策持續減緩了快速增長的經濟使經濟過熱的擔憂有所緩解，儘管大部分財政政策依然適度，貨幣當局的負擔仍然過重。

圖1
全球GDP增長及貢獻



來源：CEIC 和 BBVA 研究部

圖2
BBVA金融壓力指數



來源：CEIC 和 BBVA 研究部

是時候要考慮通過大膽的政治行動來解決歐債問題

最近幾周來自金融市場的壓力使得歐債問題擴散到西班牙和意大利，加大了危機變成全歐洲系統性風險的機會（使得風險擴散超出歐洲範圍）。推遲為救助希臘提供資金和堅持讓私營部門承擔一定的成本，以及沒有一個清晰的能從根本上解決希臘債務問題的方案共同造成了這樣的局面。在解決希臘問題上猶豫不決使得危機擴散至一些原本沒有主權問題的國家（如西班牙和意大利）以及整個歐洲金融業。危機的擴散使得整個歐洲的流動性越來越差。

在這樣的情況下，7月21日歐盟峰會上，各國決定一起解決流動性和主權危機的問題。針對前者，歐洲各國決定改善歐洲金融穩定機構（EFSF），先為陷入困境並有償債能力的國家提供貸款（有如國際貨幣基金組織提供的靈活信貸額度，可以在二級市場上買入主權債）。針對主權危機，峰會放鬆了為希臘發放貸款的條件（其它國家也適用）。峰會就通過回購和債務交換減少私營部門持有希臘債務淨現值的21%的方案達成了一致。

這些措施在解決歐洲金融危機的正確道路上無疑邁出了一大步，甚至是不可預料的。即使這樣歐洲也還沒有完全走出困境，這些措施的推出只是輕微降低了歐洲一些國家的風險溢價。除了7月21日峰會推出的措施外，歐洲還需要擴大EFSF，加強各國間財政合作，推出歐洲債券，推進經濟改革和一個更明確的由歐盟授權的旨在解決希臘債務和主權危機的方案。直到這些措施都得以實施，歐洲依然面臨着主權債利差升高的風險（不僅是歐洲外圍國家）。

美國財政整頓的焦點依然在政治因素上

在美國，兩黨就兩種相對的財政消滅方案展開了激烈的爭論，不過到目前為止美國利率並沒有因此被推高。這代表著市場認為為了避免違約，債務上限最終會被提高。但是一味地提高債務上限而不致力於制定一個長期的解決債務的方案並不能從根本上解決問題。這樣看來風險依然存在，正如歐洲的情況，不停地將問題推延而不解決。將債務推後到2012年選舉後，這樣可能會推高美國的長期利率。

在拉丁美洲的許多國家，政治因素也是經濟發展前景的關鍵

在拉丁美洲，許多國家未來的表現也面臨著來自政壇產生的不確定性。在某些情況下這些不確定性是因為一些國家的治理水平相對較弱，大規模的抗議活動和對政府腐敗的指控。在其它情況下，這些不確定性是因為最近政府的一些變化產生或者由於選舉帶來的不確定性。儘管選舉週期對經濟週期的影響已經沒有上一個十年那麼大，但至關重要的是，資本是會被偏離了持續不斷的经济改革的广泛政策改变所浪费的。

對新興經濟體經濟過熱的擔憂有所緩解

雖然經濟過熱的風險依然存在，但是總的來說，在持續緊縮的政策和物價上漲以及日本地震帶來的沖擊之下，經濟過熱的風險有所減緩。特別值得一提的是，隨著經濟數據顯示中國經濟的增長正在放緩，硬著陸的風險有所降低，但增長步伐依然穩健，經濟有可能軟著陸。不過，膨脹問題在新興經濟體中仍值得關注，特別是決策制定者們過於擔心經濟放緩和貨幣升值的情況，可能會使他們面臨落後於形勢的風險。

2. 從經濟過熱到對經濟增速放緩的担忧

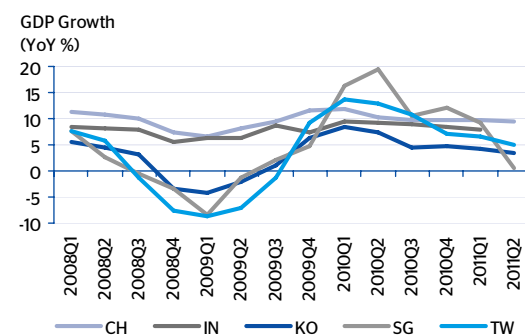
在2008到09年金融危機期間，儘管歐美增長疲弱，亞洲依然顯示出強勁的反彈。即使是在2011年第一季度該地區也保持了高於預期的經濟增速，這主要來自亞洲地區內最大的新興經濟體—特別是中國、印度和印尼—受到強勁經濟基本面的支撐。的確，亞洲地區經濟增長過快使得經濟過熱成為今年早些時候市場關注的主要焦點。急劇擴張的信貸、持續上漲的通脹和某些國家飆升的物價都顯示出經濟過熱所帶來的風險。

經濟過熱的風險依然存在，不過市場逐步開始擔心經濟增長勢頭是否可以持續的問題。正如我們在上一部份所描述的那樣二季度經濟指標顯示經濟增長正在放緩，全球經濟發展下行風險增加。在之前的[亞洲經濟展望](#)中我們討論了二季度經濟放緩的主要原因，包括居高不下的物價，3月地震和海嘯中斷日本供應鏈和風險厭惡渠道使歐洲債務危機擴散。到目前為止，放緩的經濟符合我們的預期同時經濟過熱的壓力得到一定的緩解。

除了對該地區週期性增長和通脹的關注外，市場在上季度關注的焦點受到外部事件的主導。特別是，持續擴散的歐債危機，美國債務爭論以及美國經濟增長前景和貨幣政策等事件為地區和全球經濟增長所帶來的衝擊。正如世界其他地區一樣，這些外部事件為地區股市帶來了沉重壓力，但受到亞洲地區強勁經濟基本面和增長前景的支撐，投資者情緒相對積極，可見於最近的貨幣走勢（見圖19-22的討論）。

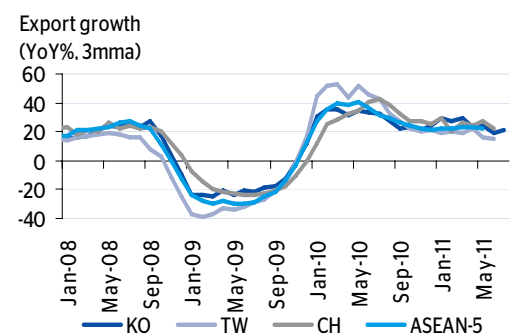
雖然受到外部環境影響，經濟發展下行風險增大，我們仍然維持對該地經濟前景樂觀的看法。我們預計隨著日本從地震影響中恢復和商品價格的回落，亞洲經濟增長在下半年會逐步反彈。就不斷加強的通脹壓力而言，我們認為各國央行會繼續採取緊縮的貨幣政策，但加息的速度和規模都會受到外部經濟前景不確定性的制約，因為決策制定者在面臨這些不確定性時都會表現出較為保守和謹慎的態度。

圖3
亞洲經濟增長在二季度放緩



來源：CEIC 和 BBVA 研究部

圖4
出口增長放緩，不過仍然強勁

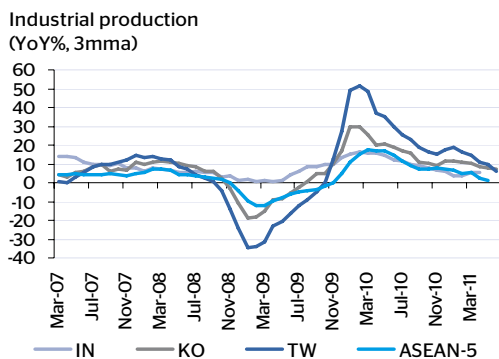


來源：CEIC 和 BBVA 研究部

發展阻力使得二季度經濟指標放緩

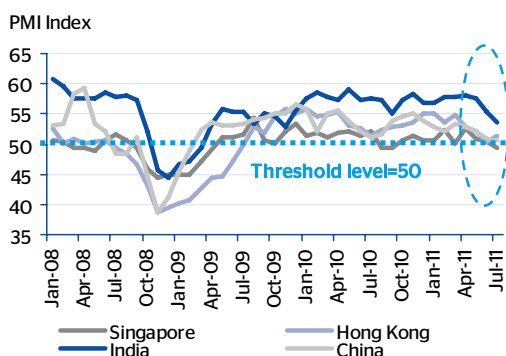
在一季度錄得高於預期的增長後，已公佈的二季度GDP數據顯示增長出現放緩跡象，如中國（同比增長9.5%）、韓國（同比增長3.4%）和新加坡（同比增長0.5%）（圖3）。公佈的如出口、工業生產和採購經理人指數的高頻指標也與GDP的增長放緩相一致（圖4、5、6、7）。特別像泰國的汽車製造業和中國台灣、新加坡以及菲律賓的電子製造業，受日本供應鏈中斷的影響較大，經濟放緩的程度也比較大。（相反，正如預期的那樣，受惠於填補日本地震留下的產能缺口，韓國的電子製造業顯示出增長跡象）（見圖6和12頁的專題）。除了日本供應鏈受阻以外，全球石油價格居高不下也為經濟增長增添了阻礙（圖8）。

图5
第二季度工業生產放慢…



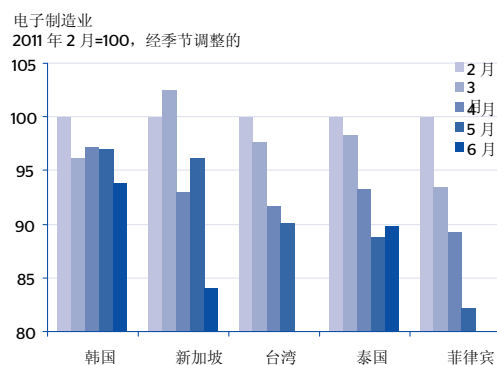
来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图7
亞洲PMI指数減弱



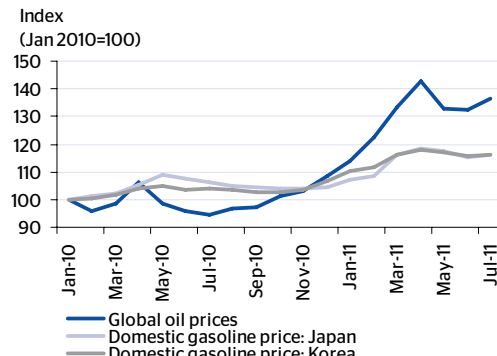
来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图6
…特別是電子行業，反應出日本供應鏈中斷以及出口減弱…



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图8
居高不下的全球油價已在國內蔓延

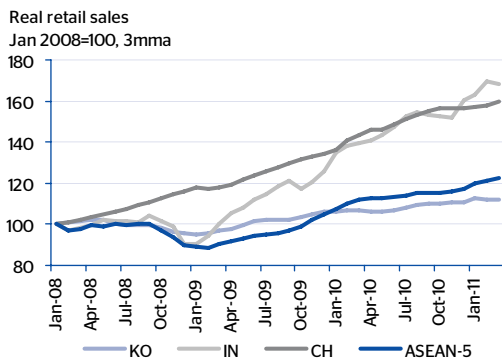


来源: Bloomberg, CEIC 和 BBVA 研究部

在國內方面，增長的需求持續托起經濟發展。大多數國家零售業銷售不斷增加(图 9)，受利於強勁的的勞動力市場，工資和收入普遍上漲(图 10)。同時，信貸增長似乎是持續的，進一步支持了內需(图11)。

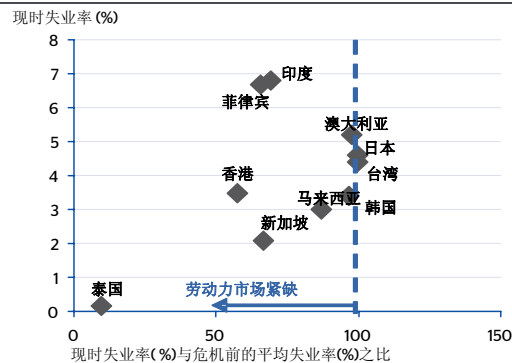
除了中國和印度，其他国家的央行在減緩信貸增長時表現的更為積極。銀行貸款的迅速增長反映出貨幣政策依然適當。強勁的信貸增長有利於較強的國內需求，不過這樣在某些情況下同時加大了對經濟過熱和金融穩定性的擔心。香港的信貸擴張在亞洲是最快的（6月同比增長28.1%），雖然存貸比從2010年初的71%增長到84%，不過仍在安全的範圍內。信貸增長主要是來自大陸企業和房貸強勁的需求。為了防止流動性突然變差對金融系統的衝擊，香港經融管理局（HKMA）在5月對銀行做了壓力測試並且在6月提高了住房貸款的發放要求。在韓國，信貸增長相對緩慢。為了應對持續增長的家庭貸款（在2011年3月底貸款是可支配收入的150%），韓國當局引入了一些措施控制貸款增長，包括針對風險較高的抵押貸款設置更為嚴格的資本要求和給予一些稅收方面的優惠鼓勵大家使用固定利率借貸。

图9
零售业趋势反映出强劲的国内需求



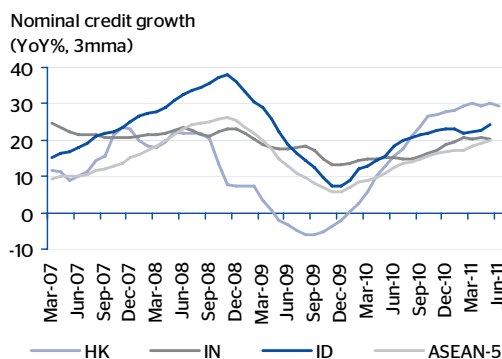
来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图10
几乎所有亚洲经济体的失业率都低于危机前的平均水平



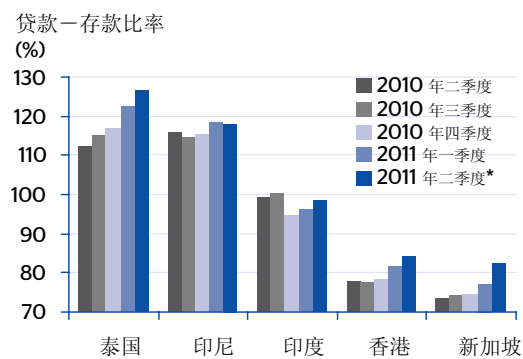
来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图11
大多数亚洲经济体信贷增长迅速推动国内需求



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图12
贷存比率呈上升趋势

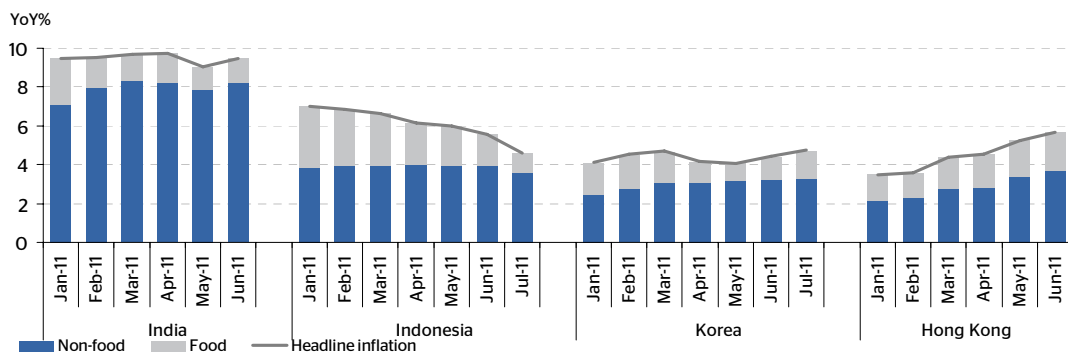


* 印度、印尼和泰国为 2011 年 5 月底的数据
来源: CEIC 和 BBVA 研究部

儘管經濟增長放緩，通脹和經濟過熱的風險依然存在

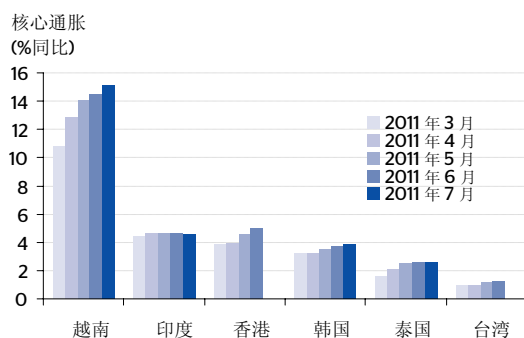
隨著商品和食品的價格趨于穩定，多數國家的通脹情況有所緩解。結果是，通脹率在一些國家可能已經見頂，例如中國和印尼。不過來自需求方面的壓力可能繼續推高通脹，非食品類需求對通脹的貢獻越來越顯著（圖13），同時核心通脹率也顯示出上升的趨勢（圖14）。

图13
尽管一些国家的整体通胀正在放缓，非食品类需求的压力却在上涨



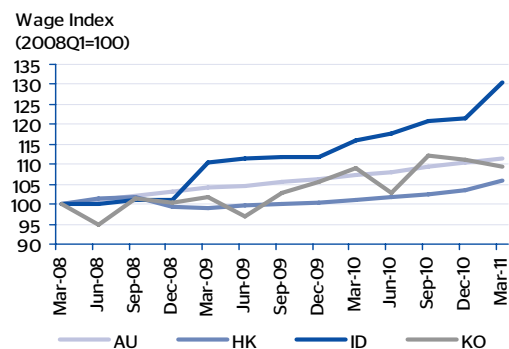
来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图14
核心通胀呈上升趋势



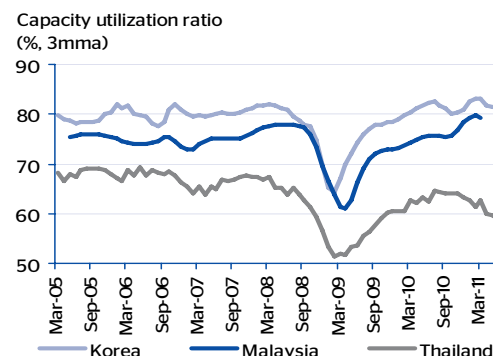
来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图16
工资水平正在上涨



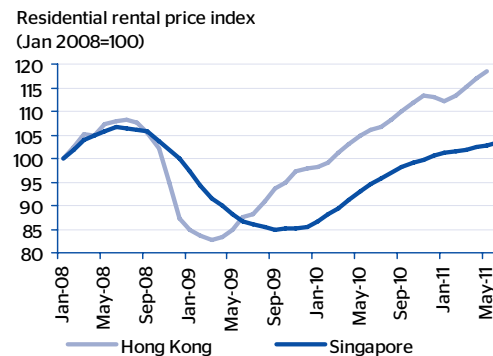
来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图15
产能利用率普遍高於历史水平



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图17
香港及新加坡房租价格迅速上涨



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

來自供給面价格的壓力並沒有完全消失。例如，6月份中國豬肉價格同比上漲57%，推高6月通脹，使得通脹增長達到高於預期的6.4%，鼓動政府釋放其豬肉儲備。在澳大利亞，因為洪澇推高水果價格，二季度通脹達到3.6%，超出政府設定的2-3%的目標值。

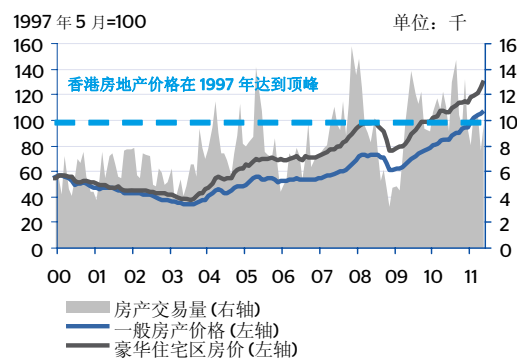
除了這些特別的因素，通貨膨脹主要受需求方面的因素影響，指向經濟過熱的風險，雖然增長已經放緩。較高的產能利用率（图 15）和強勁的勞動市場（图8和图16）顯示產出缺口正在縮小。在物業市場繁榮的經濟體中，如香港和新加坡，房價上升，房屋租金作為CPI計算組成（香港29.2%，新加坡20.0%）正推高CPI（图17）。

在印度和越南經濟過熱導致的通貨膨脹率飆升特別值得注意。越南6月通脹同比增長9.4%，7月同比增長22.2%。在越南，當局正在努力維護宏觀經濟的穩定性來控制越來越嚴重的通貨膨脹，同時貶值的貨幣也在推高通脹。在香港和中國通脹正在成為社會關注的主要問題。特別在香港，當香港經濟週期性和美國經濟週期性不相符合的時候，聯匯政策使得香港放棄了獨立的貨幣政策而必須採取和美國一樣的貨幣政策。

另一個通脹得極端則是在日本和中國台灣。日本終於走出了通貨緊縮，6月CPI同比上升至0.2%，部份是由於3月11日地震造成的供應短缺所致。在中國台灣通脹持續升高，不過依然處於低位，6月同比增長僅1.9%（通脹短暫升高是因為受到塑化劑影響，使得運動和水果飲料行業受到污染）。

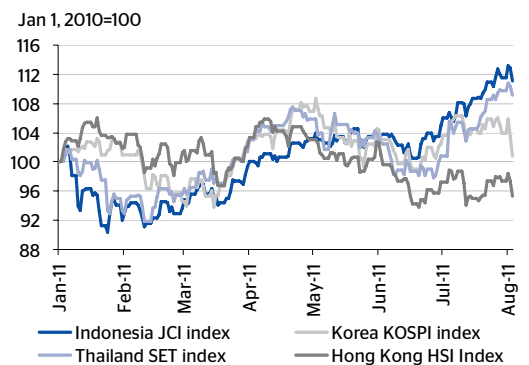
同時，資產泡沫依然存在，特別是在香港、新加坡和中國台灣（台北），因為持續的緊縮政策和全球避險需求增加使得資金流入減緩，地產價格增長速度逐步放慢。在中國，由於政府持續調控冷卻市場，包括收緊流動性，控制信貸和推出各種宏觀調控措施（詳見[中國房地產展望](#)），在過去一年里，房產價格增長有所減弱。在香港，金融管理局推出一些新措施控制房價，提高住房貸款放款要求和增加土地供應。這些措施推出後，房地產市場交易量有所下降（圖18）。在股票市場，處於對美國債務上限和歐債擴散的顧慮股價走弱（圖19）。不過，在資本可能進一步流入亞洲的時候，股價可能恢復上升趨勢。

图18
尽管香港房產交易量下降，房產價格持續上漲



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图19
最近亞洲股票市場走弱，和全球趨勢一致



来源：Bloomberg 和 BBVA 研究部

儘管對於經濟增長的關注增多，緊縮政策依然持續

亞洲地區的中央銀行持續使用貨幣緊縮政策來應對依然持續的通脹壓力以及仍然為負的實際利率(圖20)。這就是說，由於全球環境的不確定性增加，政策的重心開始轉向支持經濟增長。緩解整體通脹也為放慢利率正常化的節奏提供了空間。

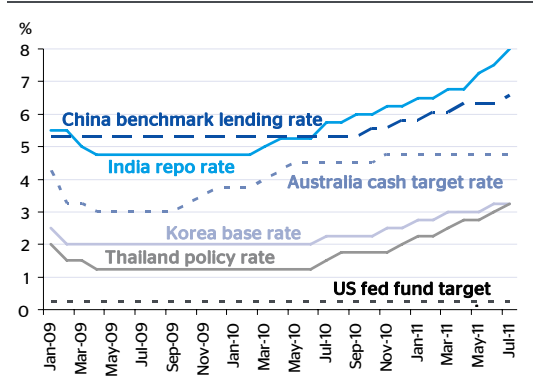
印度依然是使用貨幣緊縮政策最為積極的國家，因為需要克服通脹和經濟過熱問題。印度儲備銀行(RBI)宣佈在7月會有一次大於50個基點的加息，自從2010年3月開始的緊縮週期以來，這是第11次加息。相比之下，在中國台灣，中央銀行維持每個季度一次加息的一個比較循序漸進的節奏，這樣有助於鎖定通脹預期。在6月再加息12.5個基點，自2010年中以來累計加息62.5個基點。

中國，韓國以及泰國在過去3個月考慮到上升的核心通脹，各加息25個基點。不過，對全球不確定性以及通脹放緩的關注越來越多，使得一些中央銀行延遲加息。比如印尼，2月份以來還沒有加息過。澳大利亞，去年11月以來也沒有加息過，這是由於昆士蘭洪水之後經濟增長緩慢以及近期對全球環境的擔憂。在越南，儘管通脹為兩位數，中央銀行仍然將回購利率從15%調低到14%，基於政府長期以來偏重於經濟增長的政策。

強勁的經濟基本面增加了亞洲貨幣的吸引力

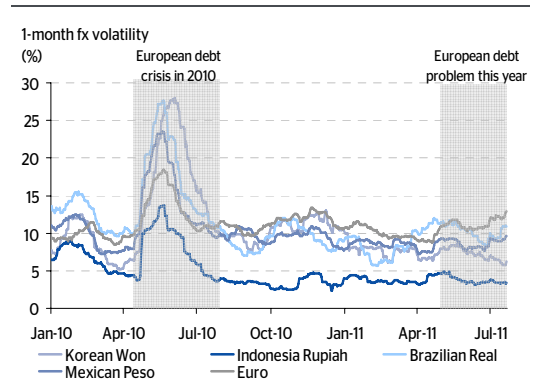
儘管全球的風險厭惡情緒都在發作，亞洲地區由於受到強勁經濟基本面的支持，得到了國際投資者的青睞。特別是，穩健的財政狀況，較低的負債水平，資本充足的銀行體系以及較高的儲備都有助於控制風險。最近貨幣波動，和前幾次類似情況相比算是微乎其微。舉例來說，貨幣波動同2010年5月首次爆發希臘債務問題的時候相比，波動非常小(圖21和22)，這說明投資者相信亞洲地區具備抵禦外界衝擊的能力。亞洲貨幣相對於其他貨幣應變能力較強。韓元以及印尼盾的波動（高beta值貨幣）在最近幾個月有所減小，而歐元波動在上升，這和2010年的情況相比形成一個強大的反差。同時，亞洲地區的貨幣當局持續干預以阻止貨幣迅速升值(圖23)。

图 20
许多亚洲国家仍然坚持利率正常化



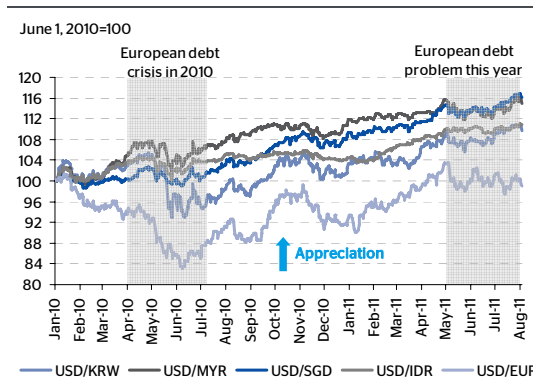
来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图 21
在这一轮欧洲债务危机的冲击下亚洲货币表现得更加稳定



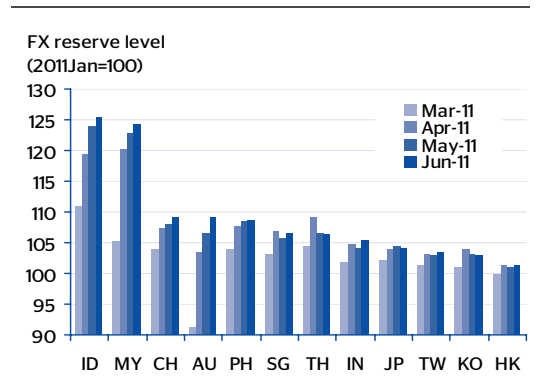
来源: Bloomberg 和 BBVA 研究部

图 22
尽管全球厌恶风险情绪升高，亚洲货币仍在升值



来源: Bloomberg 和 BBVA 研究部

图 23
外汇干预使得外汇储备积累持续



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

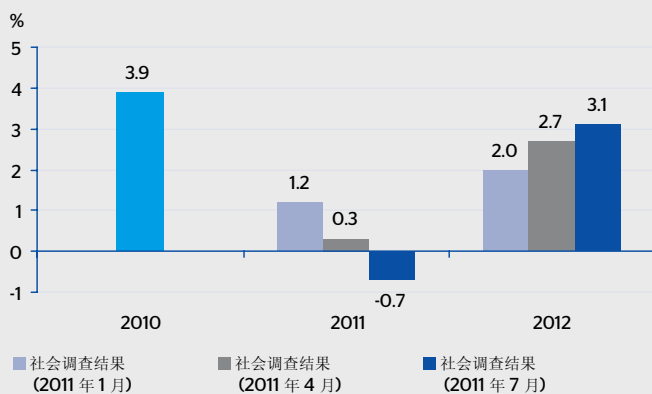
专题：对日本從 3 月 11 日地震海嘯的災難中恢復的境况更新

雖然日本3.11地震海嘯給日本帶來的經濟影響比預期的更為嚴重，不過經濟的復蘇也正在進行中。

由於供應中斷的範圍開始變得明顯，全年GDP預期增長已經逐漸下降(圖24)。向下修正是基于一季度GDP增長遠遠低於預期的事實(-3.5%，經季節調整的季度環比)，證實了技術性衰退(兩個季度連續負增長)，說明即使是在地震之前，增長勢頭也較弱。雖然前景的不確定性仍然存在，特別是考慮到日本電力供應的困難，不過證據顯示工業生產以及出口已經見底，為下半年經濟復蘇提供了一個平臺。

圖24

日本2011年經濟增長前景受到供應鏈中斷的影響而逐漸下調



來源：Asia-Pacific Consensus Forecasts 和 BBVA 研究部

政策反應

政府以及日本銀行已經實施了一系列災後經濟刺激計劃，以便救災及重建。日本央行在貨幣政策方面，將資產購買計劃金額提高到10萬億日元，稍後推出了1萬億日元計劃為銀行提供資金以供貸款給災區受影響的企業，用0.5萬億增加貸款利率來支援經濟復蘇，將政策利率維持在0-0.1%的水平。貨幣方面的其中一個挑戰是日元大幅升值（7月底8月初衝破每美元77日元），

由於美國債務談判以及歐洲方面的不確定性，在最近幾周日元在一定程度上被視為避險貨幣。在8月4日，當局於今年第二次宣佈干預日元升值。如果經濟復蘇呈現疲軟，在未來幾個月有可能進一步放寬貨幣政策。

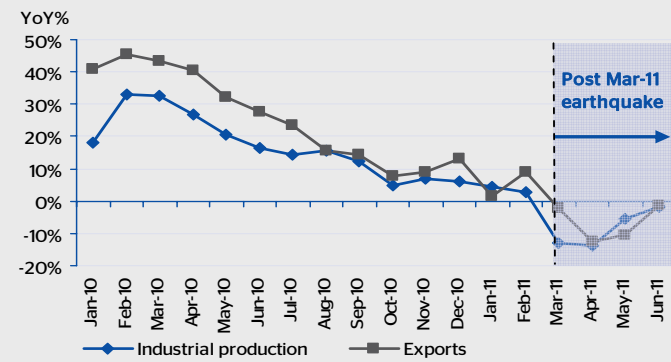
在財政方面，5月國會通過4萬億日元的額外預算（佔GDP的0.8%左右）來清理碎石，融資修建臨時住房，恢復公共設施及基礎建設以及支持災後受影響的企業。由於財政支出空間有限，日本債務總額為GDP的200%—政府轉移了一部份資金用作其他用途，所以不會產生新的債務。在7月政府第二次通過了2萬億日元的額外預算（大致佔GDP的0.4%）用作重建以及賠償核事故的受害者。第三次額外預算有望在8月底通過，金額可能會超過10萬億（大概佔GDP的2%）。這將把日本2011年的財政赤字提高到GDP的10.5%，為已經存在的財政問題增添了更大的壓力，使得惠譽評級及標準普爾在過去的4、5月份將主權債務評級調整為負。

復蘇的信號

儘管災難和核危機十分嚴重，經濟正在迅速復蘇。關鍵指標已在4月見底(圖25)，供應量的恢復比預期要快。同時，最近一個季度短觀調查證實了企業經營情緒正在恢復，且製造商對於第三季度經營狀況表示非常樂觀(圖26)。在消費者方面，零售業和汽車銷售業也在3月跌落之後呈上升態勢(圖27)。

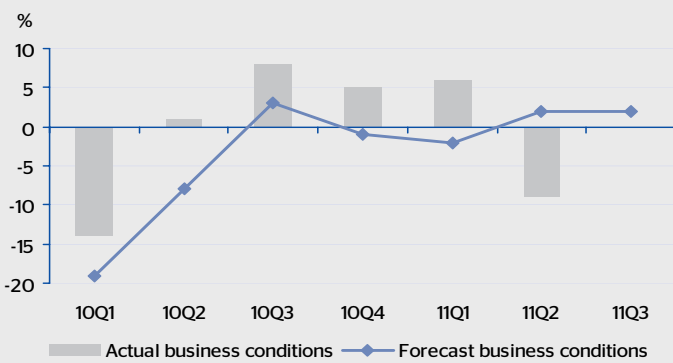
受到商業信心和消費者支出增加以及災後重建支出的刺激方案的共同推動，應該會引導經濟增長復蘇。不過，不確定性依然存在，特別是對日本核能中斷前景及核能安全（佔電力生產總量的30%）的擔憂。由於媒體廣泛關注，目前54個核反應堆中的35個都在核查中，剩下的安排在2012年核查。重新啟用這些核反應堆需要當地政府的批准，並且需要面對公眾對這些設備安全性的質疑。此外，日元最近最強，如上所述，可能會損害日本嚴重依賴的出口增長。

图25
日本生产和出口在4月已见底...



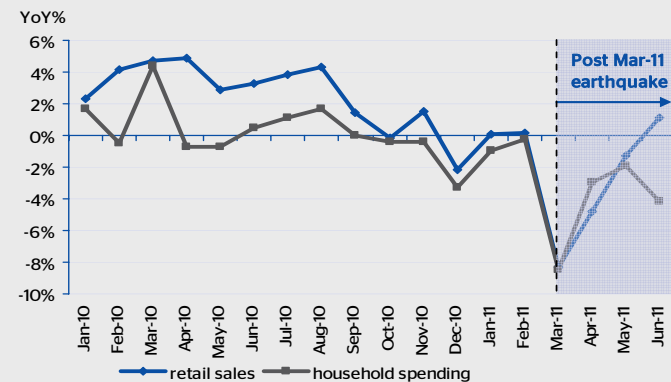
来源: Haver Analytic 和 BBVA 研究部

图26
制造业仍然对商业环境保持乐观态度



来源: Haver Analytic 和 BBVA 研究部

图27
私人消费已触底反弹...



来源: Haver Analytic 和 BBVA 研究部

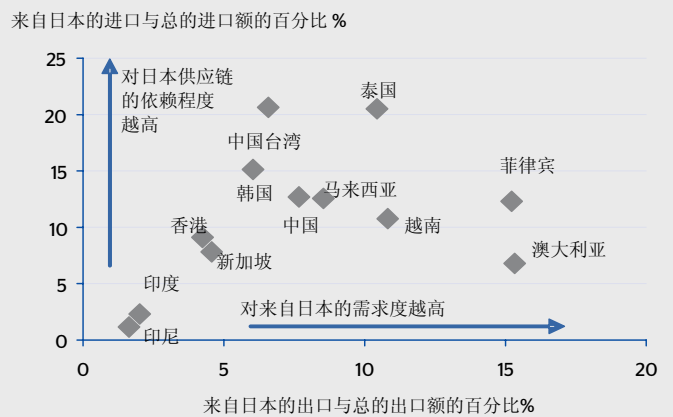
日本以外的影响

众所周知,日本是一个重要的高科技产品零件供应国以及汽车制造业和电子产品出口国。因此,由于地震造成的汽车、电子及其他制造工业的供应链中断对其经济的冲击远远大于其他经济体。

如图28所示,在亚洲,像泰国,中国台湾以及菲律宾这些国家非常依赖日本,一方面是进口日本零件,一方面是出口产品到日本。

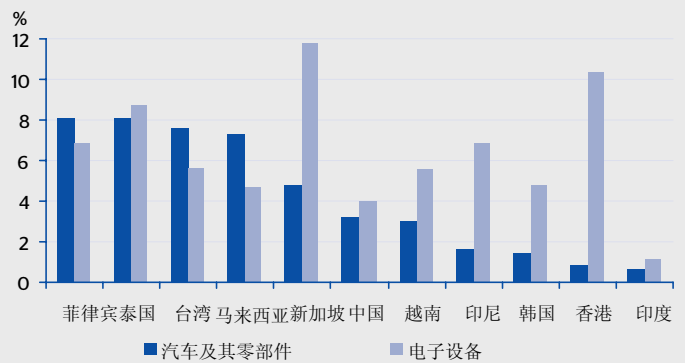
毫不惊讶,这些经济体受到的影响是最大的。日本高科技出口产品在亚洲生产链中的重要性如图29可见,这些产品的附加值在亚洲出口中是非常高的。地震以来,日本对亚洲其他国家的出口明显减少,导致供应中断,特别是菲律宾及泰国(图30)。尽管如此,由于日本的经济会在下半年复苏,供应量的恢复以及日本灾后重建将会再次提升该地区的出口前景。

图28
日本对亚洲贸易状况的影响



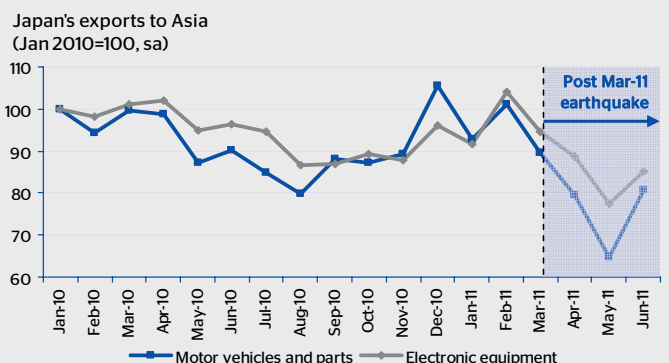
来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图29
日本在亚洲国家出口中的增值份额



来源: IMF, Koopman (2010)及 BBVA 研究部

图30
日本对亚洲其他国家的汽车及电子产品出口大幅减少



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

3. 阻力消退之后期待经济增长反弹

最近經濟放緩有助於緩解（不過還沒有消除）經濟過熱和通脹的壓力。因此，政府面臨持續採用貨幣緊縮政策來抑制通脹的挑戰，他們估計增長指標和前景即使在外部環境不明朗的情況下依然會迎來復蘇。

雖然全球經濟放緩的前景使得經濟下行風險增加，不過由於油價上漲及日本方面的影響逐漸消散，我們依然相信亞洲地區已經做好下半年經濟恢復強勁增長的準備。即使外部需求低於我們的預測，中國和印度強勁增長所支持的區域內貿易有助於這個地區持續增長，更何況該地區具有強勁的經濟基本面以及財政和貨幣政策迴旋的空間。同時，需求方面的壓力可能會持續推動通脹壓力，因此需要進一步實行貨幣緊縮政策。

我們預計下半年經濟增長出現反彈

由於第二季度經濟增長放緩的指標大致符合我們上一季[亞洲經濟展望](#)中的預期。我們微調了我們的預期。整體而言，我們將2011年除中國以外的亞洲地區的GDP增長預期從原來的4.3%調低到了4.1%（主要是因為調低了對日本經濟的預測），我們維持我們對中國的預測，GDP增長為9.4%。我們的預測反映出在下半年經濟會出現反彈(圖31)。對於2012年，我們將中國除外的亞洲地區的GDP增長預期從5.1%調高到5.2%，主要是因為對日本經濟增長預期的小幅調整。我們維持我們對中國GDP的增長預期在9.1%的水平。儘管如此，全球不確定性可能會對我們的預期產生一定負面風險，特別是該區域一些較小並且依靠出口較多的經濟體可能對外界需求的依賴非常嚴重。

我們對2011年GDP的預測基本保持不變(表1)。我們最大的修正是對於日本經濟的預期，從+0.5%到-0.3%，以及對澳大利亞經濟的預期，從3.0%到2.3%，在這兩國的預期上都低於第一季度預測的結果。由於第一季度高於預期的經濟增長，我們稍微調高了對香港(從4.8%到5.0%)和泰國(從3.8%到4.0%)的預期。在7月的和平選舉以及日本供應鏈持續恢復之後，泰國的增長前景比較光明。

鑒於強勁需求，通脹壓力依然存在

我們將2011年中國以外的亞洲地區通脹預期從4.1%調高到4.5%，由於6/7月份高於預期的數據，將中國通脹預期從4.9%調高到5.3%。中國以外，最大上調地區是越南和印度，如上所述，他們經濟過熱的壓力十分嚴重。我們將部份預期下調，印尼(6.2%)，菲律賓(4.6%)以及中國台灣(1.6%) (表2)。雖然商品價格的穩定有助於緩解整體通脹率（中國和印尼的整體通脹率有可能已經見頂），不過產能利用率比較高，我們預期核心通脹率會繼續走高。

鑒於對增長的擔憂，緊縮政策的步伐可能會放緩

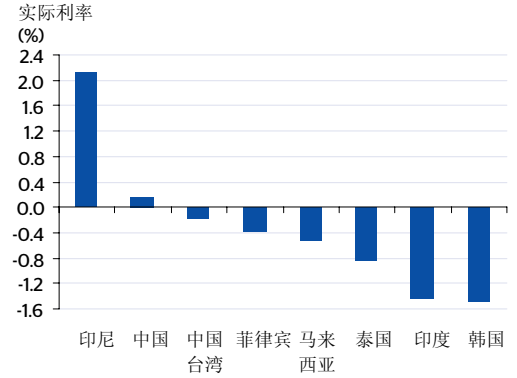
該區域貨幣狀況保持寬鬆，實際利率在很多情況下仍然為負(圖32)。鑒於這個情況以及潛在的通脹壓力，我們預計很多中央銀行會在今年下半年繼續提高利率。不過，我們相信由於經濟已經放緩以及對外部經濟的關注越來越多，加息的速度和幅度都會比較溫和。因此，我們調整了對澳大利亞，印尼以及韓國加息方面的預期(我們預計今年下半年澳大利亞及印尼僅會有一次25個基點的加息，韓國會有兩次25個基點的加息)。對於中國台灣，我們認為中央銀行會在明年總統選舉之前維持每季度12.5個基點的加息速度(表3)。在財政方面，我們預計2011年的赤字會減小。最近緩和的商品價格減少了食物及能源的補貼負擔，使得政府的財政目標更容易實現。

图 31
我們預計亞洲地區經濟在今年下半年復蘇



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图 32
很多亞洲經濟體的實際利率依然為負



备注: 使用现时通胀率计算得出
来源: CEIC 和 BBVA 研究部

貨幣升值壓力尽管已经放緩，但是依然存在

由于健康的經濟增長及不斷增加的收益率差所支持的外部平衡，我們預計大多數亞洲國家貨幣會持續升值。也就是說，由于資金流入減緩以及進一步官方對匯率的干涉，升值的步伐相對美元會比較溫和(表4)。越南盾是一個例外，由于高通脹和宏觀經濟的不穩定性，我們預計它會貶值。

4. 風險大致平衡

虽然经济过热风险依然存在，不過根據上個季度的情況來看，經濟增長前景的下行風險有所增加。第二季度經濟放緩證明風險比我們預期得更為持久，特別是如果外部环境受到美國的經濟衰退及歐洲持續的財政緊張問題而變得疲弱。所以，經濟前景的風險變得更加平衡。

第二季度經濟放緩緩解了過熱的風險，不過緊縮政策和強勁的就業市場條件使風險仍然存在。儘管商品價格放緩，通脹依然可能上升，特別是如果中央銀行對於最近經濟放緩感到比較得意或者如果他們依然對經濟增長前景的不明朗過分緊張。此外，如果發生因為惡劣的天氣或者中東及其他地方政治的不確定性導致意外供應中斷，商品價格可能會上漲。

經濟发展的下行風險源自歐洲財政緊張可能產生的溢出效應，主要是通過外需的渠道，由于亞洲強勁的經濟基本面而比較少通過直接的融資渠道。美國的增長放緩表現出另一個經濟下行的風險，特別是對於亞洲一些較小較開放的經濟體，比如香港和新加坡。在亞洲，經濟发展的下行風險也同日本經濟復蘇的情況不如預期有關，特別是由于電力短缺以及在中國存在的硬著陸風險（我們認為很遙遠）。即使下行風險成為現實，多數亞洲經濟體能夠緩沖经济发展带来的冲击并有減緩貨幣緊縮的空間或者可以在需要的情況下采取財政刺激措施。

特定國家的風險需要掛差。日本，如上所述，由于高額的債務負擔及重建成本，面臨較大的財政壓力。過熱的風險在印度、越南持續存在，他們需要繼續努力保持宏觀穩定。在香港，房租及房價上漲以及對銀行借款速度的快速增長仍然是大家關注的焦點。在泰國，7月的和平選舉緩解了選舉的不確定性，不過泰國還需繼續應對新一屆政府政權移交的問題，伴隨著更新政權的不穩定風險。

5. 表格

表 1

宏观经济预测: GDP

(年度同比增长率%)	2008	2009	2010	2011 (F)	2012 (F)
美国	-0.3	-3.5	3.0	2.1	2.6
欧元区	0.3	-4.1	1.7	2.0	1.3
亚太地区	5.2	4.1	8.0	6.2	6.7
澳大利亚	2.4	1.4	2.5	2.3	3.8
日本	-1.2	-6.3	4.0	-0.3	2.9
中国	9.6	9.2	10.3	9.4	9.1
香港	2.3	-2.7	7.0	5.0	4.5
印度	5.1	9.1	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	4.8	-1.6	7.2	5.1	5.4
菲律宾	4.2	1.1	7.6	4.5	5.2
新加坡	1.5	-0.8	14.5	6.0	4.8
台湾	0.7	-1.9	10.9	4.8	4.9
泰国	2.5	-2.3	7.8	4.0	4.8
越南	6.3	5.3	6.8	6.2	6.5
除中国外的亚洲国家	2.3	0.8	6.5	4.1	5.2
世界	2.8	-0.7	5.0	4.2	4.4

来源: CEIC 和 BBVA 研究部

表 2

宏观经济预测: 通胀 (平均.)

(年度同比增长率%)	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	1.7	2.7	1.8
亚太地区	5.7	0.3	2.7	4.8	3.6
澳大利亚	4.4	1.8	2.8	3.2	2.9
日本	1.4	-1.4	-0.7	0.3	0.5
中国	6.0	-0.8	1.2	5.3	3.9
香港	4.3	0.6	2.3	5.2	3.7
印度	8.7	2.4	9.6	9.0	6.5
印尼	9.9	4.8	5.1	6.2	5.9
韩国	4.7	2.8	3.0	3.8	3.1
马来西亚	5.4	0.6	1.7	3.1	2.7
菲律宾	9.3	3.2	3.8	4.6	4.0
新加坡	6.6	0.6	2.8	4.3	2.8
台湾	3.5	-0.9	1.0	1.7	1.4
泰国	5.5	-0.8	3.3	3.8	3.0
越南	23.2	6.9	10.0	19.0	12.0
除中国外的亚洲国家	5.5	1.1	3.7	4.5	3.5
世界	6.1	2.2	3.0	4.8	4.1

来源: CEIC 和 BBVA 研究部

表 3

宏观经济预测：汇率（期末）

		2008	2009	2010	2011 (F)	2012 (F)
美国	欧元/美元	0.70	0.70	0.75	0.74	0.75
欧元区	美元/欧元	1.50	1.40	1.34	1.36	1.33
澳大利亚	美元/澳币	0.67	0.90	1.02	1.04	0.95
日本	日元/美元	96.1	92.1	81.1	88.0	87.0
中国	人民币/美元	6.84	6.83	6.61	6.30	6.00
香港	港币/美元	7.75	7.75	7.77	7.80	7.80
印度	卢比/美元	48.6	46.6	44.7	45.0	44.0
印尼	印尼盾/美元	10838	9395	8996	8500	8700
韩国	韩元/美元	1364	1166	1126	1020	988
马来西亚	马币/美元	3.56	3.52	3.06	2.88	2.83
菲律宾	比索/美元	48.3	46.8	43.8	42.5	43.0
新加坡	新币/美元	1.49	1.40	1.28	1.24	1.22
台湾	新台币/美元	33.0	32.3	29.3	28.2	27.8
泰国	泰铢/美元	34.8	33.3	30.1	30.5	30.5
越南	越南盾/美元	16598	17942	19498	21500	22000

来源：CEIC 和 BBVA 研究部

表 4

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	1.75	2.00
澳大利亚	4.25	3.75	4.75	5.00	5.50
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	8.00	7.75
印尼	9.25	6.50	6.50	7.00	6.50
韩国	3.00	2.00	2.50	3.75	4.25
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	2.000	1.250	1.625	2.125	2.625
泰国	2.75	1.25	2.00	3.50	3.50
越南	8.50	8.00	9.00	11.00	9.00

来源：CEIC 和 BBVA 研究部

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 Nevaes

mario.nevaes@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

Claire Chen

claire.chen@bbva.com.hk

With the contribution of:

*Markets Analysis***Richard Li**

richard.li@bbva.com.hk

BBVA Research

Group Chief Economist

Jorge Sicilia*Emerging Markets:***Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Cross-Country Emerging Markets Analysis

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

China

Daxue Wang

daxue.wang@bbva.com.hk

India

Sumedh Deorukhkar

deorukhkar@grupobbva.com

Latam Coordination

Joaquín Vial

jvial@bbvaprovida.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

Mexico

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Macroeconomic Analysis Mexico

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Developed Economies:***Rafael Doménech**

r.domenech@bbva.com

Spain

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Europe

Miguel Jiménez

mjimenezg@bbva.com

United States

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

*Financial Systems & Regulation:***Santiago Fernández de Lis**

sfernandezdelis@grupobbva.com

Financial Systems

Ana Rubio

arubiog@bbva.com

Pensions

David Tuesta

david.tuesta@bbva.com

Regulation and Public Policy

María Abascal

maria.abascal@bbva.com

Global Areas:

Financial Scenarios

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Economic Scenarios

Juan Ruiz

juan.ruiz@bbva.com

Innovation & Processes

Clara Barrabés

clara.barrabes@bbva.com

*Market & Client Strategy:***Antonio Pulido**

ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

Ana Munera

ana.munera@grupobbva.com

Global Credit

Javier Serna

Javier.Serna@bbvauk.com

Global Interest Rates, FX

and Commodities

Luis Enrique Rodríguez

luisen.rodriguez@grupobbva.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