

经济展望

亚洲

2011年第4季度
经济分析

- 外部需求减弱，亚洲经济增速继续放缓。强劲的内需抵消了其部分影响，但随着出口增速的下滑，此前对于经济增长将在今年下半年出现反弹的预期未能实现。
- 经济增长前景依然强劲，但下行风险因不确定的全球环境而有所上升。我们对2011-12年亚洲经济增长预测进行了下修，但鉴于内需的强劲以及出口将于2012年逐步反弹的预期，下调幅度很小。
- 经济增速放缓有助于减轻区域内过热压力，且通胀也已经开始回落。这加大了实施经济刺激政策的空间。如果外部环境继续恶化，我们预计货币政策会进一步松动。
- 我们前一期季度报告发表之后，经济增长风险转为向下。出口增速在放缓，这或将对国内需求产生传导影响。亚洲区域内强劲的经济基本面、政策操作的空间和来自中、印两国的需求应能有助于遏制这些风险。

目录

1. 全球展望：经济增速放缓且面临下行风险.....	4
2. 亚洲经济增速放缓：经济状况依然健康还是令人担忧？	6
专题：亚洲如何抵御外部冲击？	13
3. 2011-2012年经济增长预测小幅下调.....	15
4. 经济增长前景面临下行风险.....	17
5. 附表.....	18

出版日期：2011 年 11 月 8 日

概述

由于外部需求减弱，亚洲经济增长动力持续放缓。特别是第三季度的GDP增长低于预期，近期的出口数据也显示增长受到负面影响。强劲的国内需求部分抵消了外部需求疲弱的影响。不过我们之前所预期的下半年受到来自于日本经济震后复苏以及较低大宗商品价格驱动下的经济反弹并未发生。

增长的放缓帮助减轻了经济过热的压力，除非美国和欧洲经济环境进一步恶化，亚洲的增长前景依然强劲。良好的经济基本面、中国和印度的持续增长、国内需求的支持都有助于避免区域内经济体受到美国缓慢增长和欧洲金融危机的影响。

面对外部需求前景的趋弱，我们对2011及2012年经济增长的预期进行小幅下调。对于除去中国以外的亚洲地区，考虑到下半年增速放缓，我们对其2011年全年的增长预期从4.1%下调至3.7%；而2012年则从5.2%下调至4.9%。同时我们也将中国2011年及2012年的增长预测分别从9.4%和9.1%下调至9.1%和8.6%。这次调整基于我们对于国内需求保持强劲以及2012年（特别是在下半年）外部需求逐渐回升的基准预测。

尽管如此，未来经济增长面临的下行风险显著上升。特别是欧洲债务危机若继续恶化可能会造成外需更疲弱以及金融环境进一步趋紧。这可能会对区域内出口和投资前景造成影响，区域内小型开放经济体的增长或将显著放缓。这样的情况下，亚洲较大的经济体，例如中国，印度和印度尼西亚基于其国内需求的支持，应该可以保持稳定增长。且中国和印尼都有政策刺激的空间。

作为近年政策导向的主要因素，通胀压力随增长放缓以及食品商品价格下滑开始逐渐消退。在区域内一些经济体，通胀水平依然超过政府设定目标，特别是印度，中国，香港，新加坡和越南，但总体通胀压力也在趋缓。与此同时，房地产市场泡沫问题在中国和香港持续受到关注，相关的决策者持续加强政策力度以减缓资产价格进一步上涨。

通胀压力趋缓使得政策重点开始逐渐从抑通胀转向保增长。澳大利亚和印度尼西亚两国率先宣布开始降息，新加坡最近也通过放缓新元升值步伐以放宽货币政策态势，而日本央行则是进入汇市直接干预不断升值的日元汇价，同时扩大其资产购买计划。未来，我们预计政策会适度的继续放宽。但是鉴于有些经济体已经较为宽松的政策态势，我们并不认为会出现大幅的降息举措，除非外部经济环境显著恶化。

市场仍旧关注欧洲主权债务危机的解决进程。因此，外汇和股票市场比平时更加充满不确定性。我们基准情景预测假设全球避险情绪有所缓和，我们预计亚洲货币将依然保持缓慢升值的趋势。进一步说，由于区域内较强的经济基本面以及对欧洲主权债务相对较小的风险敞口，区域内市场未来的升势可期。

综上所述，自从我们上个季度的报告发布以来，区域内经济增长风险转为向下。主要的风险来自于欧洲债务危机的进一步恶化。另外，出口增长放缓或将对国内需求产生影响，这可能会使得我们的基准预测再次需要下修。而能够抵消这些负面影响的则是区域内经济体依然有实施刺激政策的空间。除了货币宽松政策之外，考虑到许多亚洲经济体债务水平相对较低，依然具备实施财政刺激政策的空间，尽管近期快速的实施这些政策将面临一定挑战。

1.全球展望：经济增速放缓且面临下行风险

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。

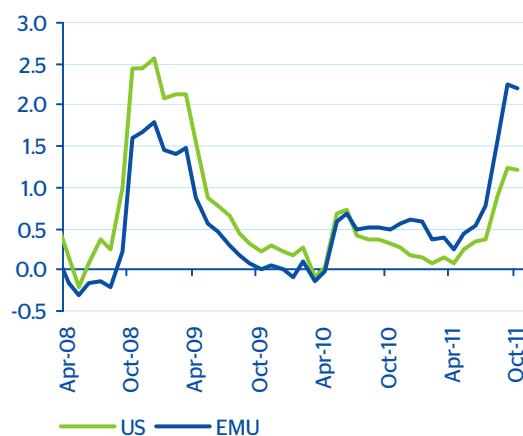
全球经济前景很大程度上由欧债危机的解决情况来决定

全球经济前景在过去的几个月继续恶化，主要受到4方面因素影响，而这些影响还在延续。首先是主要但不仅限于发达国家和地区低于预期的经济增长速度。尽管美国经济在第三季度重回复苏轨道，而欧洲经济在第一季度表现相对较好，之后即显露明显的减速迹象。其次是欧洲的主权债务危机开始恶化，并开始扩散至系统性层面。10月欧盟会议上所宣布的决议是在向正确的方向前进，但仍然未解决欧洲经济面临的关键问题，特别是用来增强流动性机制的一些细节，包括欧洲金融稳定机制（EFSF）杠杆化操作，私人投资者所持有希腊债务的重组以及推进欧洲治理统一财政的路线图。第三，对于主权危机和欧洲金融系统健康程度的担忧开始加剧，金融系统的承压程度甚至超过了2008年10月雷曼兄弟破产之后的水平（图1）。最后，全球避险情绪高涨造成金融市场波动，自2009年开始首次扩散至新兴市场经济体的资产。

在这种情况下，我们对2011和2012年全球经济增长相较前期预测分别下调了0.3个百分点，主要是由于发达国家的经济增长预期下降（美国，欧洲，部分由于日本震后复苏而抵消），而新兴市场国家和地区的增长预期较前期也稍有放缓。因此，我们预期全球经济在2011年增长3.9%，2012年增长4.1%，主要受到新兴市场相对于发达国家而言依然稳健的经济增长支持（图2）。

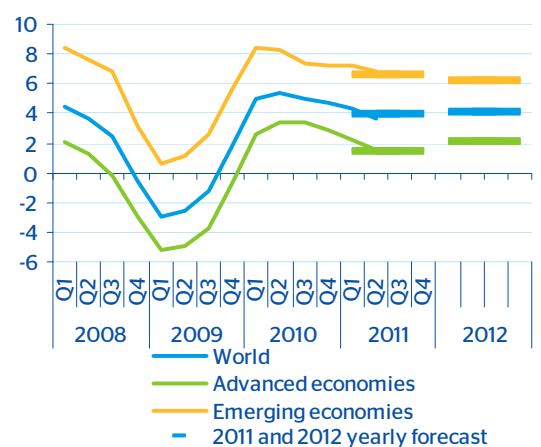
这一相对强势的增长预期仍属合理，但面临的下行风险较大，短期内受到欧洲主权金融危机进一步动向的影响。特别是欧洲金融压力的迅速缓解有助于避免欧洲和其他地区国家由于其金融风险敞口和全球避险情绪的蔓延而使得经济增长受到较大影响。

图1
BBVA 金融压力指数



来源: BBVA 研究部

图2
全球GDP增长 (%同比)



来源: IMF 和 BBVA 研究部

欧洲朝着正确的方向迈进，但是主要的问题还悬而未决

在我们看来，10月的欧盟会议有5个主要问题需要成功解决：1.解决希腊债务的可持续问题；2.在欧元区建立主权金融防火墙；3.促进外围国家进一步的改革；4.强化银行业体系；5.加强欧元区的管理。以这些来看，近期的会议在正确的方向上走出了重要的一步，但是还没有完全的解决这些问题。首先，希腊的私人债券持有者被要求主动接受减记50%（比7月达成协议的比重更高）但是即使投资者都参与其中，市场对参与债务交换和希腊的偿债能力依然担忧。其次，欧洲金融稳定机制EFSF会用担保机制进行杠杆化操作并由外部增资救助（可能包括IMF）。不过，EFSF具体的功能细节在12月前可能不会落实。其有效性的测试将会持续许多周，相对欧洲主要国家的沉默，欧洲央行ECB暂时还是会需要扮演最后购买者的角色。再次，尽管积极的消息是更多的经济改革已经在议程上（主要是意大利），但是银行业的资本重组改革一直缺乏效率，造成欧洲银行面临突然去杠杆化的风险。同时，长期的流动性制度架构还没有实施。最后，尽管欧洲在经济治理上取得进展，但是关于欧洲财政一体化和建立欧元区统一的国债市场等方面尚缺少清晰的路线图，而这个在我们看来是维持长期可信的货币联盟的主要因素。

如同我们在过去强调的，部分的解决方案可能会帮助缓解欧洲金融市场的紧张状况，但是并无法降低至可持续性水平。因此现在已经达成的协议使得大家仍旧怀疑避免希腊债务重组危机蔓延的机制是否已经落实。这可能会需要足够大规模的EFSF，并需要ECB作为最后债务购买者并对银行进行资本重组以获得继续融资渠道。如果这些没有落实，市场会对希腊改革后的债务可持续性以及风险偏好对未来核心国家所需救助的可能性进行折价，这会加剧下行风险并使得信贷紧缩，欧洲陷入衰退，危机向全世界蔓延。¹

美国3季度增长改善，但是结构性的疲弱还在继续

积极的方面，美国经济增长看起来在3季度重回复苏轨道，至少根据初步的预测。这并不意味着很多，今年前两个季度的增长趋缓，而产出缺口依然很高。但是这减轻了市场对其经济二次探底的担忧。尽管如此，美国经济依然面临结构性的疲弱，消费者和商业信心持续低迷，房屋市场依然调整中。这样的情况下，抵御欧洲危机可能冲击的能力较小。另外，国内政治僵局可能会阻碍“大妥协”方案用以1.避免非故意的短期财政紧缩；2.推动长期可信的财政整合改革。

新兴市场正在软着陆的轨道上，但是面临外部阻力

新兴市场持续强势增长，受到国内需求强劲的支持。拉丁美洲国家高企的商品价格和亚洲经济体的出口增长，尽管两者都出现较大的调整，仍旧为经济增长前景提供了支持，在今年早些时候担忧经济过热之后，正处于期待已久的软着陆轨道之上。欧洲和美国的新一轮危机已经对两个地区的金融市场带来压力，反映在市场的波动性加剧，货币贬值以及资本流入减少上。然而，许多国家有着相当规模的缓冲余地，较强的公共财政和较过去改善的宏观经济管理，这些国家和地区有足够的空间引入新的刺激政策来应对外需的走弱。总的来说，较为负面的外部环境已经让新兴国家和地区决策者的注意力从经济过热转向增长面临的下行风险，以及必要时期的政策支持。

¹ 详见“欧洲无序违约风险向全球蔓延的渠道”2011年7月的全球经济展望中专题1对于欧洲无序违约的传导渠道及全球影响的概述。

2. 亚洲经济增速放缓：经济状况依然健康还是令人担忧？

2011年初市场曾对亚洲经济运行过热表示担忧。但随着全球经济前景的恶化，亚洲地区经济增速放缓的迹象越发明显，各国的政策重心纷纷转向了保增长。

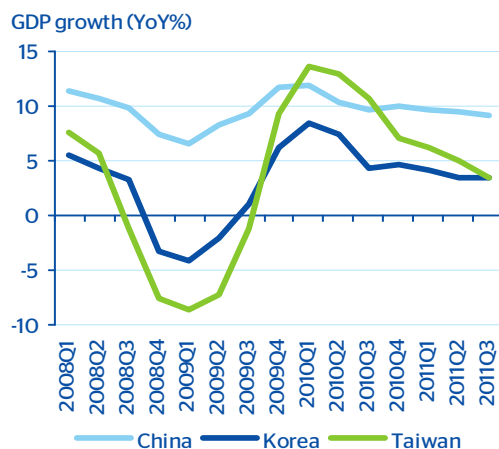
继一季度亚洲各国GDP结果高于预期之后，二季度经济增长势头开始减弱。读过我们上期经济展望报告的读者或许能回想起来，经济增速的放缓符合预期且早就因日本地震导致的供应链中断和商品价格的负面影响而被预料到了。尽管如此，在旺盛内需的拉动下，上半年经济仍保持着强劲增长。因此，经济增速放缓是经济健康运行的表现，并在一定程度上帮助消除了经济运行的过热压力。

正如我们前一期亚洲经济展望中提到的，随着日本的复苏和物价的下滑，我们预计亚洲经济会在今年下半年出现反弹。然而，由于外部环境比预想的更糟，反弹未能实现。特别是，近日的经济活动指标显示外部需求正在减弱，尤其是对亚洲地区更为开放的小型经济体而言更是如此。因此，我们下调了对2011年余下时间和2012年的经济增长预期，但鉴于国内需求依然强劲且目前看来可以部分抵消外部需求下滑的影响，我们仅对预测结果进行了小幅下修。随着外部需求的减弱和通胀的下滑，各国决策者们已经将注意力转向了保增长之上。

从许多方面来看，经济增速的持续放缓仍是良性的：经济过热的压力进一步减轻了，通胀似乎也到达了顶部。由于经济基本面强劲，亚洲的市场信心仍然颇高（相见13-14页专栏：亚洲如何抵御外部冲击？）在一些国家，核心通胀仍然居高不下，如韩国（10月份同比上升3.7%），使得政策态势转向宽松的决策者陷入了两难境地。目前，印尼和澳大利亚已经宣布降息，其他多数国家央行也已经暂停加息。最近一次加息的国家是印度（10月份为8.5%），以应对国内的高通胀压力（今年至今，印度通胀水平一直处于9%之上）。

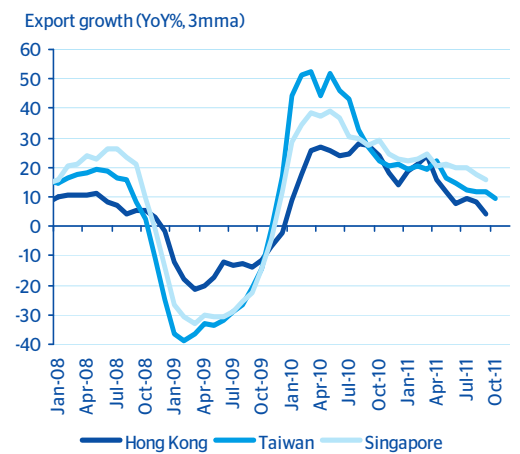
随着夏季之后全球投资者风险厌恶情绪高涨，三季度末投资者大幅抛售亚洲市场股票、债券和多数亚洲国家和地区货币（日元除外），市场波动达到了雷曼危机以来前所未有的幅度。由于投资者买入信用违约掉期对冲多头头寸风险，导致亚洲主权信用违约掉期利差大幅飙升。然而市场情绪仍然不高，随着欧债危机解决方案逐步浮出水面，市场也出现了一定程度的反弹。

图3
三季度亚洲经济增速继续放缓...



来源: CEC 和 BBVA 研究部

图4
...出口增长受外部影响而下滑



来源: CEC 和 BBVA 研究部

受外部因素影响三季度经济增速放缓

亚洲地区经济体三季度GDP增长受到了全球环境的负面影响。特别是中国（同比增长9.1%）、韩国（同比增长3.4%）和台湾（同比增长3.4%）经济增速较二季度进一步放缓（图3），且出口增速也趋缓，尤其是小型开放经济体，如新加坡、香港和台湾（图4）。GDP按季度来看韩国和台湾GDP环比增长下滑，其中韩国GDP季度环比增速从二季度的0.9%下滑到了0.7%，而台湾经济则出现了2009年以来的第一次收缩，季度环比增幅从二季度的0.2%下滑至-0.3%。新加坡季度环比GDP增幅出现反弹（季节因素调整后的年华增速从二季度的-6.5%回升至1.3%），避免了技术性衰退；尽管如此，经济增速表现出明显放缓迹象，且新加坡金融管理局近期对2011年全年GDP增长率进行了向下修正，下调到了其先前预测区间（5-6%）的下限附近。

也就是说，GDP增速并未急剧下滑，在某些国家甚至有所上升，例如：印度尼西亚三季度GDP同比增长6.5%，基本与上个季度相当。更普遍的情况是，强劲的国内需求为国家经济增长提供了支撑，且出口虽然在减弱，但也表现相对强劲，包括韩国和印尼，这主要是因为区域内贸易增长、新兴市场需求较为强劲和日本所做出的重建努力有关。尤其是中国经济的持续强劲增长促进了区域内贸易的发展，帮助推动了该地区其他经济体的出口（图5）。

然而，未来几个季度，美国和欧洲问题导致的外部需求下滑可能会导致出口增长进一步放缓，并对亚洲小型开放经济体的内需产生传导影响。例如，与欧美贸易往来占其出口20%的台湾，其出口就已经遭遇了大幅下滑，三季度出口总额较上季度减少了7.9%（经季节因素调整后的年化率）。香港的出口也出现了大幅下滑：虽然季度环比增长5.2%，但由于对美国的贸易同比收缩8.9%，9月份的同比增速跌至-3.0%，且从环比来看，继8月份环比增长15%之后，香港9月份出口经季节因素调整后下降了10%。

图5 部分国家对主要市场出口的变化

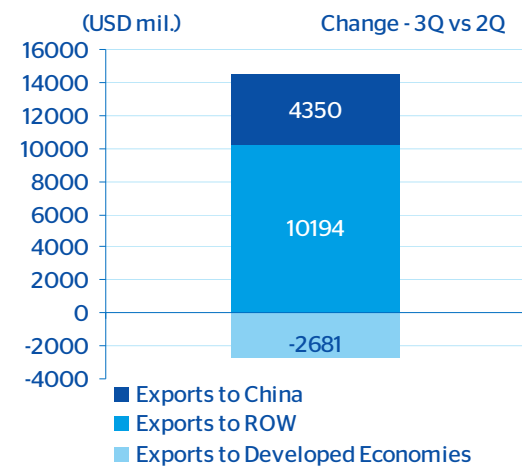
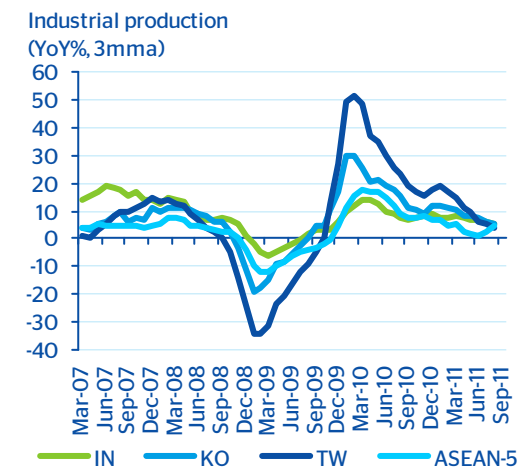


图6 工业产值增速继续放缓



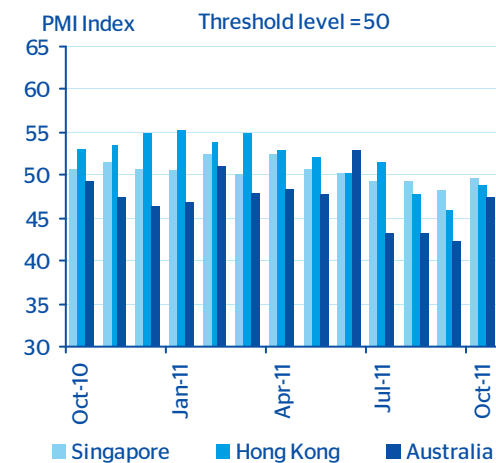
备注: 以上进出口数据包括韩国, 新加坡, 中国台湾和泰国; 发达国家经济体包括法国, 德国, 意大利, 日本, 英国和美国。
来源: Haver Analytics 和 BBVA 研究部

来源: CEIC 和 BBVA 研究部

除出口外，其他三季度的高频指标也出现了放缓迹象。工业产值增速继续放缓，特别是在印度、韩国和台湾（图6）。印度工业产值增速主要是因采矿业收缩和制造业增速放缓所致。虽然中国的PMI指数表现较好，仍处于50以上的扩张区间，但相比之前也有所下滑，且其他亚洲经济体，包括澳大利亚、香港和新加坡，其PMI指数已经跌到了50分界线以下（图7）。

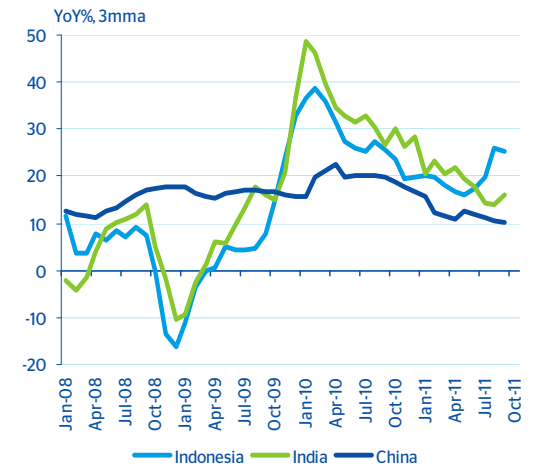
尽管外部环境走弱，但旺盛的国内需求为GDP的增长提供了支撑，特别是对中国、印度和印度尼西亚等大型经济体而言更是如此，其零售销售仍保持着强劲增长势头（图8），且在韩国，其国内需求对三季度GDP增长的贡献更是占到了一半以上。相反，国内需求一直是受工资上涨和低失业率（图9、图10），以及信贷快速增长的支撑（图11）。然而，信贷增长自身却产生了许多令人担忧的问题，致使中、印两国货币当局近日上调了法定存款准备金率和利率（但中国已经暂停了始于7月的加息周期，印度最近一次加息是在10月）来管理宽松的流动性状况；香港当局继续监控信贷的快速扩张，避免信贷质量下降。尽管如此，亚洲各家银行仍拥有足够的资本且似乎已经准备好了应对当前的全球动荡（详见13页专题）。

图7
PMI 随全球不确定性加剧而下滑



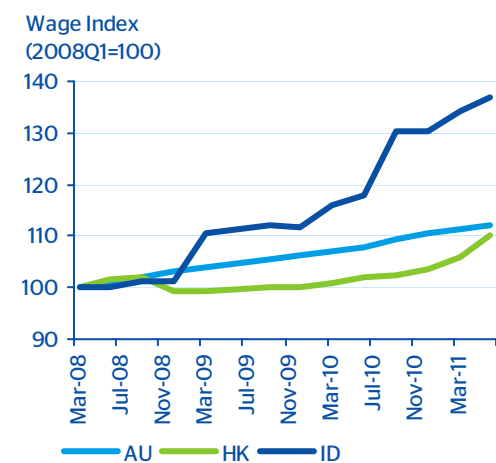
来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图8
零售销售增长表现良好...



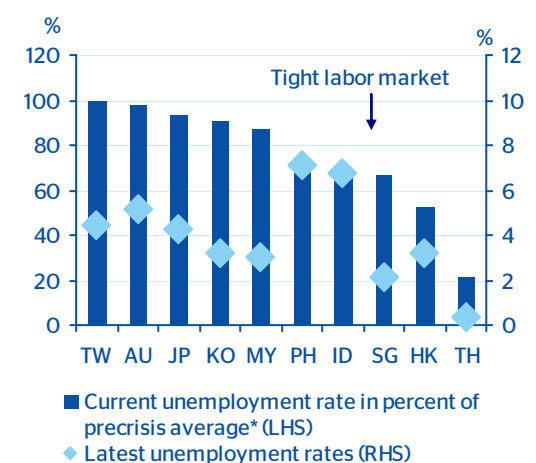
来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图9
... 工资水平不断上涨



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图10
失业率较低...



* 备注: 平均失业率 2002-2007
来源: CEIC 和 BBVA 研究部

日本经济继续从3月的地震和海啸灾难中逐步复苏，出口和产出均回到了震前水平。然而，经济复苏动力依然不够强劲，且日本央行已经增加了财政支出并对日元的升势进行了干预，以避免强势日元损害该国的经济增长前景。泰国持续洪水导致的供应链中断也给日本生产商造成了压力。

韩国三季度GDP同比增长3.4%，与软着陆的预期相符。出口增长势头良好（图12），但10月份出现了放缓迹象（同比增长9.3%，是2009年以来的最小增幅）。受信贷增长强劲的支持，三季度国内需求保持稳定，并支撑着GDP的整体增长。在印度，由于加息和预期经济改革节奏放慢导致投资下滑，该国经济增速出现放缓。

图 11
...信贷快速增长刺激内需

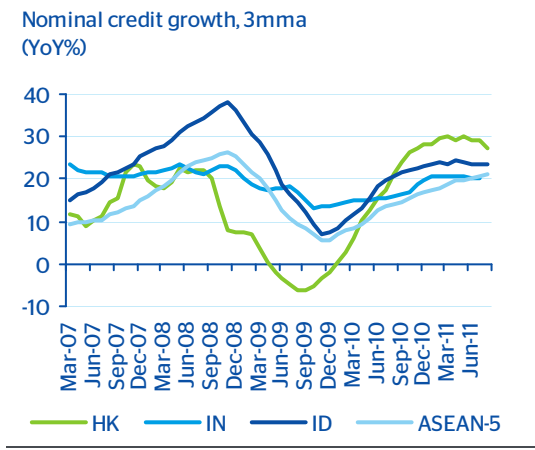
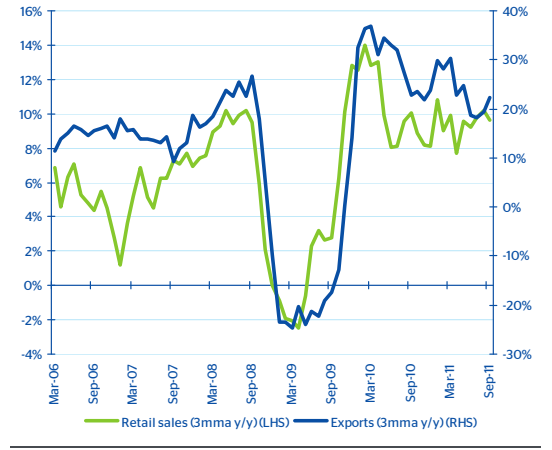


图 12
韩国经济指标增速放缓显示该国经济正在软着陆



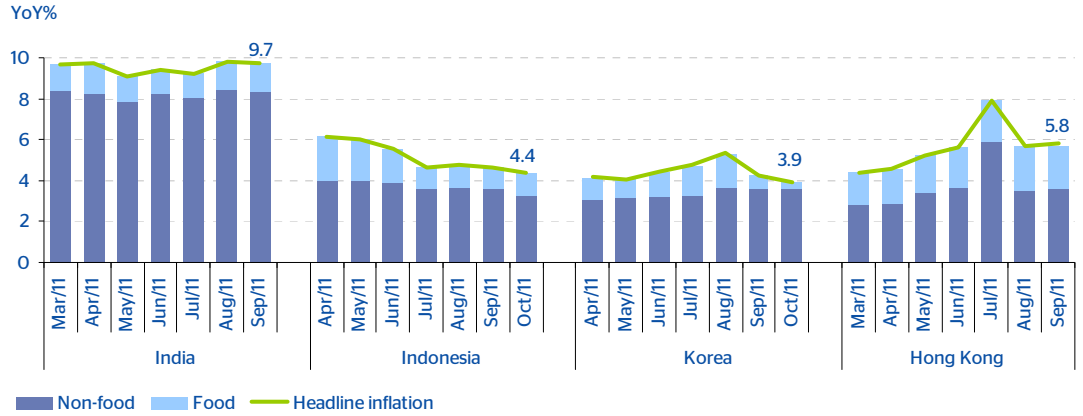
通胀已经见顶，但仍维持高位

受食品和商品价格下滑的影响，通胀在三季度到达了顶部，随后开始放缓（图13-15）。无论从同比还是环比的角度看，下滑的迹象都十分明显，如印尼10月份通胀月度环比就下滑了0.1%（9月份上升了0.3%），且澳大利亚三季度通胀环比上升了0.4%（季节因素调整后），而二季度则为0.7%。

尽管如此，现在宣称抑制通胀目标已经达成还为时尚早，许多国家的通胀都还处于或高于目标区间，如新加坡（同比5.5%，目标：4-5%）和韩国（同比3.9%，目标：2-4%）。此外，核心通胀仍然高企（图16）。由于受到需求强劲和卢比走弱的双重影响，印度的高通胀现象尤其顽固。

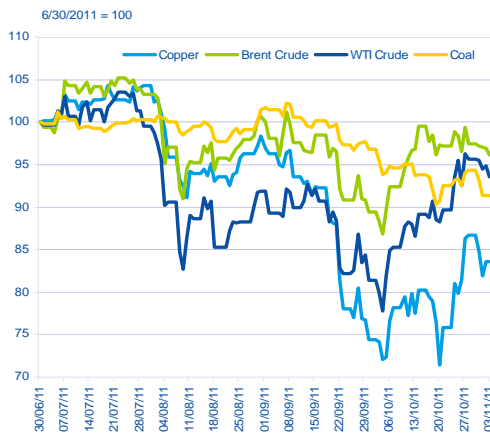
亚洲新兴经济体中，越南仍是通胀水平最高的一个，曾在7月份因经济过热压力和货币贬值飙升至22%。另一个极端则是中国台湾（10月份通胀同比上升1.2%），其央行通过货币政策稳定食品价格，使得台湾成为现时亚洲通胀率最低的新兴经济体。

图13
随着全球经济增速放缓，总体通胀开始放缓



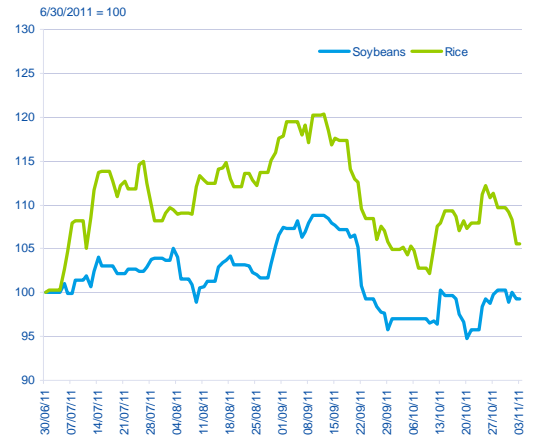
来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图14
大宗商品价格下降,经济增长趋缓



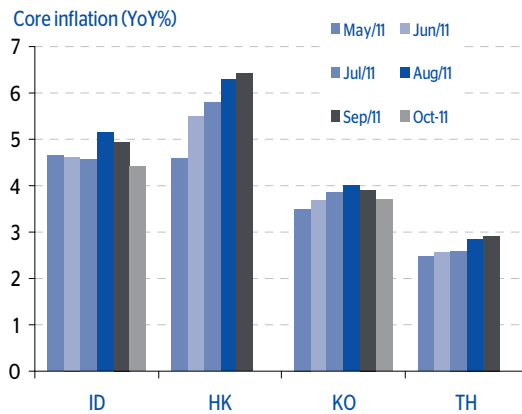
来源: Bloomberg, CEIC 和 BBVA 研究部

图15
食品价格目前来看已经见顶...



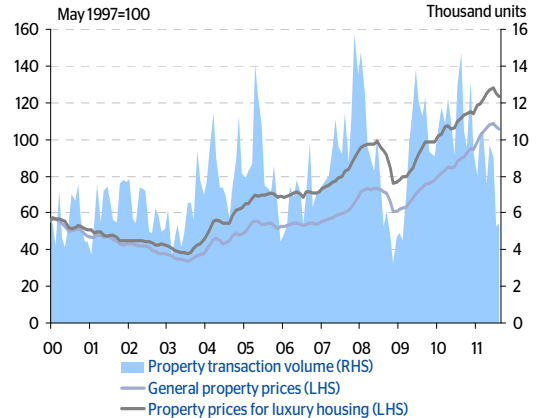
来源: Bloomberg, CEIC 和 BBVA 研究部

图16
...但是核心通胀依旧高企



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图17
香港的高房价现在有所趋缓



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

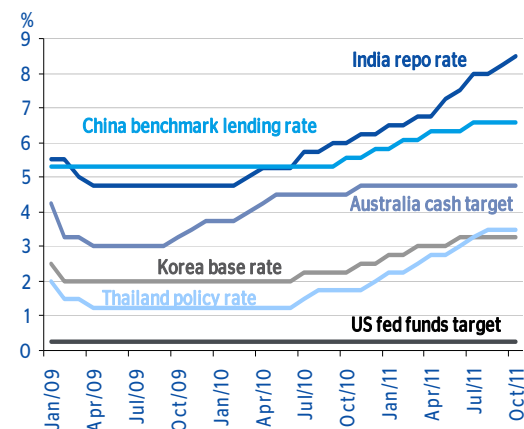
在香港，总体通胀居高不下与租金上涨有关（房屋租金占消费者价格篮子的31%），当局也采取了一系列措施来为房地产市场降温。受这些措施和全球风险厌恶情绪持续的影响，资产价格和交易量开始走低（图17）。10月份发表的年度施政报告中，政府宣布恢复居者有其屋计划，提供住房补贴并计划在未来几年内修建更多居民能够负担的住房、加大土地供给。

政策重心从抑通胀转为保增长

受全球不确定性和经济增速、通胀放缓的影响，亚洲国家决策者们开始将注意力从抑通胀转向保增长。多数国家已暂停加息，印尼（10月）和澳大利亚（11月）更是已经开始降息（图18），而新加坡、中国和日本则以各种形式放松了货币政策态势（新加坡在10月份放满了货币的升值步伐）。但印度却是个例外，其10月份连续第13次加息以抑制通胀，但该国也表示这可能是本轮收紧周期中的最后一次加息。然而，鉴于部分国家通胀仍然很高，决策者们对降息和宽松货币政策（真实利率仍将接近为零，图19）的决定一直比较谨慎。

图 18

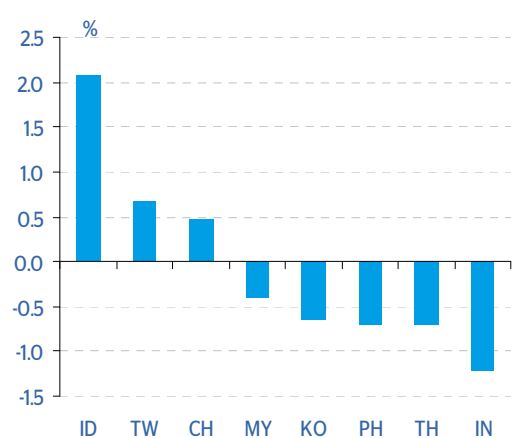
大多数央行暂停了加息周期...



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图 19

...但是不少国家和地区的实际利率仍旧为负



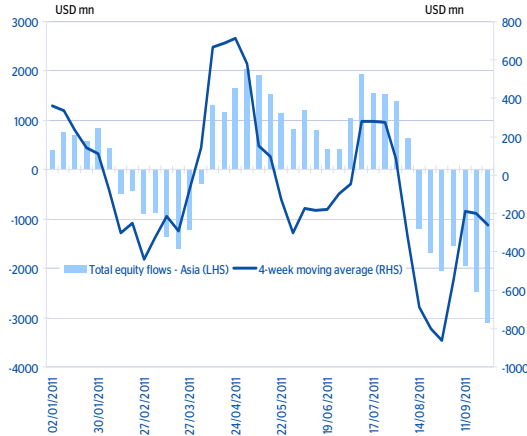
来源: Bloomberg, CEIC 和 BBVA 研究部

全球风险厌恶情绪上升，亚洲市场资产价格下跌

美国和欧洲前景的不确定性主导着市场情绪，出现了几轮像9月底那样的对“高风险”证券、货币和债券的抛售（图20、23）。由于投资者的注意力已从该地区强劲的经济基本面转移开并更加关注国际趋势和增加流动性以满足赎回需要的必要性，资金流出增加。突然的资本流出促使一些国家和地区央行对外汇市场进行了干预，比如印尼央行就动用其部分外汇储备来减少汇率波动。10月末时，为应对日元的避险天堂特性带来的货币升值压力，日本央行对汇市进行了2010年9月以来第四次干预。标准普尔下调美国国债评级之后，各国央行的外汇管理更是面临挑战，标普的降级导致各个经济体开始进行外汇储备的多样化，但亚洲地区对美国国债的投资比例依然很大（图21）。

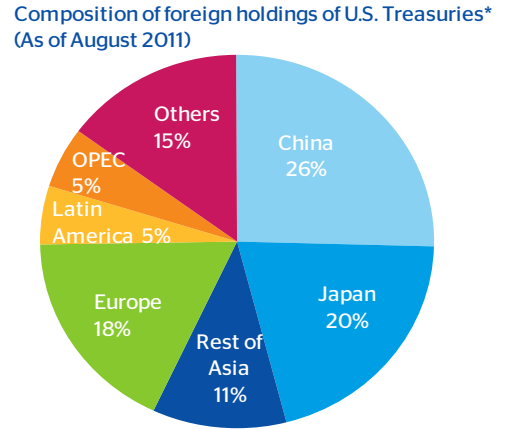
尽管近期出现了抛售，今年大部分时间里，亚洲货币仍是投资者比较青睐的投资品种，由于该地区经济基本面强劲，许多货币都创下了多年来的新高。这也就是说，多轮资产抛售导致汇率的波动和下半年亚洲货币对美元的走弱（图22）。例如，澳币对美元汇率于7月27日达到了1.1081的最高点，9月末时也仅回落到0.9662。澳币的走势仍受到商品价格预期、中国未来需求和本国利率前景变动的左右。

图 20
全球不确定性导致资本外流增加



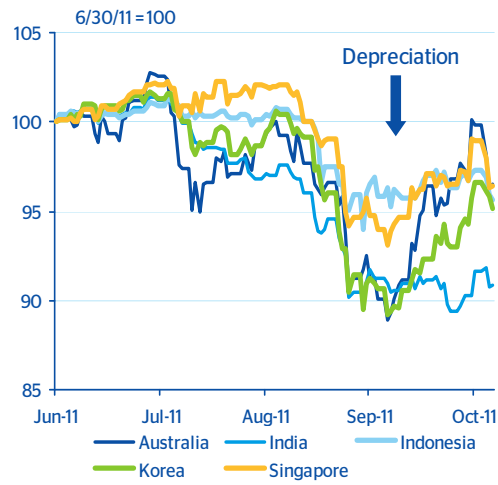
备注: 上图包括印度, 印度尼西亚, 韩国, 菲律宾, 台湾, 泰国, 越南
来源: EPFR, Bloomberg 和 BBVA 研究部

图 21
亚洲地区持有很大比例的美国国债



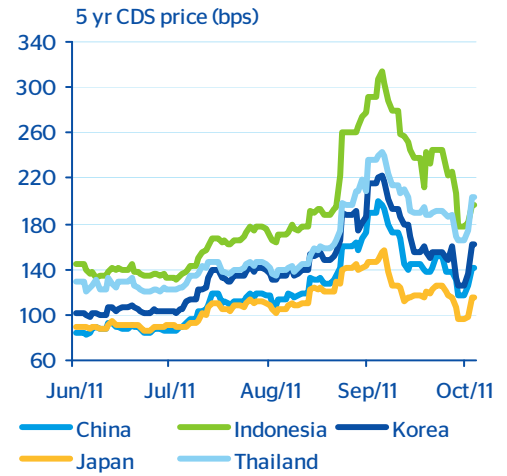
备注: 外国投资者持有约 30% 逾期美国国债
来源: 美国财政部 和 BBVA 研究部

图 22
亚洲货币三季度纷纷走弱



来源: Bloomberg 和 BBVA 研究部

图 23
亚洲国家 CDS 价格显示风险偏好情绪高涨



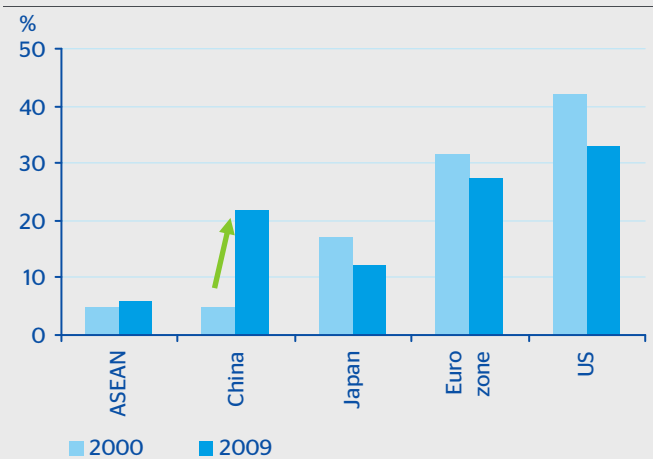
来源: Bloomberg 和 BBVA 研究部

专题: 亚洲如何抵御外部冲击?

由于对欧债危机和美国经济增长迟缓的担忧, 国际市场饱受打击。资本从新兴市场(包括亚洲)“风险资产”的流出速度在 8、9 月有所加快。随着近日欧洲领导人对抑制风险蔓延和危机解决计划的关注, 亚洲市场趋于稳定。美国传来的利好消息也起到了一定的帮助。

然而, 市场依然趋紧, 且经济增长的向下风险还在上升, 评估亚洲抵御外部冲击的能力十分重要。该地区对出口的依赖程度很高且其资本市场与国际市场高度相关。因此, 若全球经济出现严重衰退——就像后雷曼时期那样——该地区则会面临很大的风险, 但其脆弱性会随着时间的推移而降低, 且基于我们对经济增长低迷的基准预期, 该地区应能维持经济的合理健康增长。

图 24
亚洲国家出口市场基于终端需求

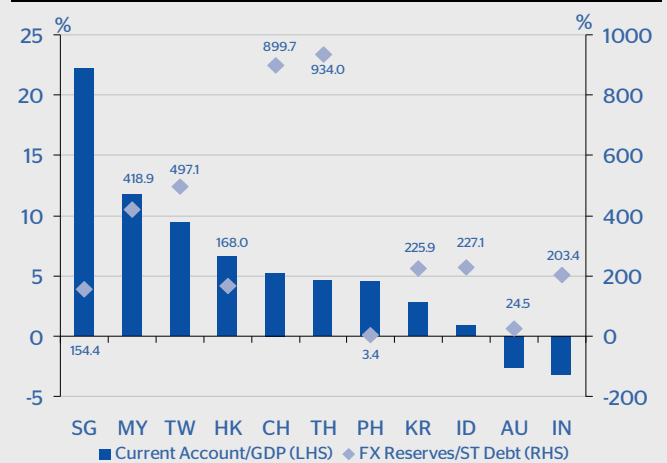


来源: IMF, Singapore MAS 和 BBVA 研究部

根据我们对疲弱的外部需求设定的基准场景, 亚洲的出口或在未来两个季度里进一步放缓, 因为根据 IMF 和新加坡金融管理局的估计, 亚洲出口产品约 60%的终端需求仍来自美国和欧洲(图 24), 这一结果也得到了亚洲发展银行类似分析的支撑。然而, 对亚洲出口产品的最终需求约三分之一来自该地区内部, 其比例一直呈上升趋势, 这主要与来自中国的终端需求增长有关。相较于 10 年前的情况, 正应会有助于减轻经济增速放缓的影响。

此外, 亚洲经济基本面强劲, 债务对 GDP 的比率较低且财政赤字较小, 应能在外部经济增速放缓的情况下为亚洲经济提供支撑。经常账户顺差(印度除外)和较高的外汇储备(图 25)也能为资本流入突然停止提供缓冲。

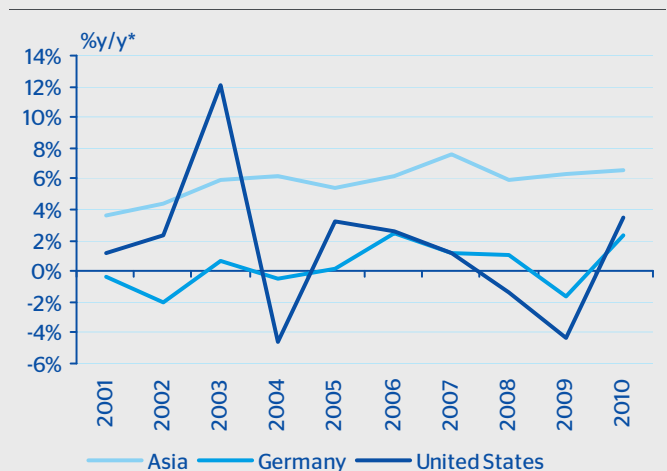
图 25
亚洲经济体拥有良好的经常账户差额和外汇储备



来源: IMF, Haver Analytics 和 BBVA 研究部。经常账户差额数据为 2010 年。

同时, 亚洲还有政策刺激的空间。一些国家已经采取了这方面的措施: 澳大利亚、印尼、日本和新加坡均放松了货币政策, 而菲律宾则增加了财政支出以应对出口的下滑。这些政策应能有助于内需维持过去 10 年来的稳定增长趋势, 并超过发达国家的内需增速(图 26)。

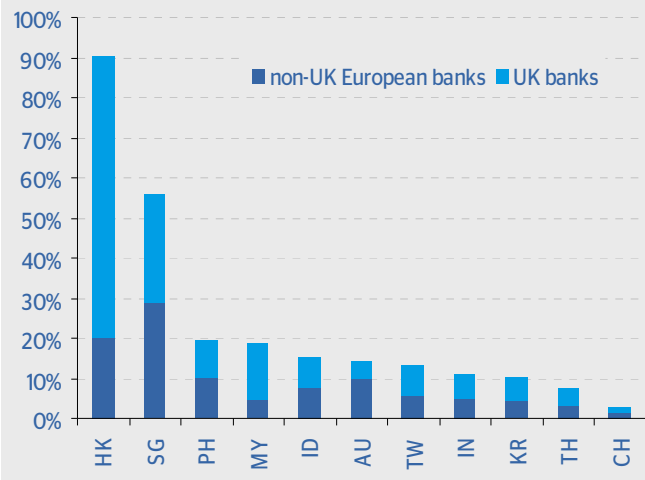
图 26
过去十年亚洲国家内需增长强劲



*备注: 私人消费, 政府消费和投资的年增长
来源: CEIC 和 BBVA 研究部

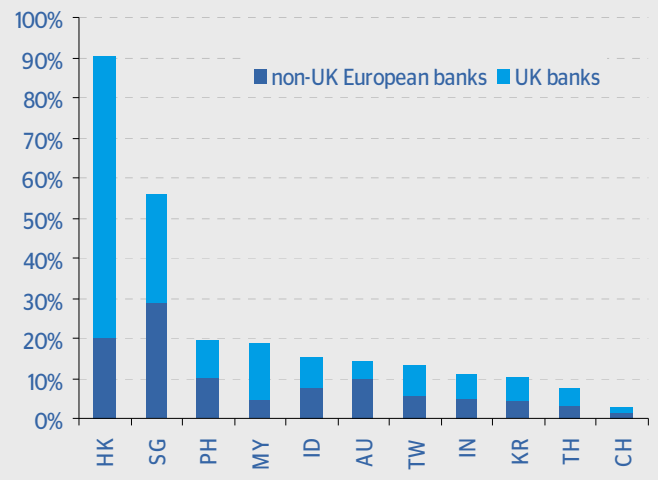
图 27

亚洲经济体从欧洲银行体系借款占本国信贷比重



来源: CEIC, BIS 和 BBVA 研究部

除了对出口的严重依赖，在外部信贷条件收紧的情况下亚洲的一个脆弱性还在于其对外部借款的依赖，包括来自欧洲的贷款（图27）。尽管如此，即便是在外国银行缩减贷款的情况下，亚洲国内银行似乎已准备好为国内贷款者提供信贷；央行充足的外汇储备也应会有助于缓解外币流动性的缺乏。亚洲地区的银行资本都较为充足（图28），这也能帮助缓冲外部冲击。



来源: CEIC, BIS 和 BBVA 研究部

除了对出口的严重依赖，在外部信贷条件收紧的情况下亚洲的一个脆弱性还在于其对外部借款的依赖，包括来自欧洲的贷款（图27）。尽管如此，即便是在外国银行缩减贷款的情况下，亚洲国内银行似乎已准备好为国内贷款者提供信贷；央行充足的外汇储备也应会有助于缓解外币流动性的缺乏。亚洲地区的银行资本都较为充足（图28），这也能帮助缓冲外部冲击。

3. 2011-2012年经济增长预测小幅下调

根据我们的基准预测，由于欧洲和美国经济增速的下滑，我们下调了对亚洲2011-12年的经济增长预测。中期内，该地区将继续受益于其强劲的经济基本面，但由于国内需求的放缓和出口的走弱，其面临明显的向下风险。因此，我们此前预计会在今年下半年出现的反弹至少会延迟到2012年二季度。随着增速的放缓和商品及食品价格的继续下滑，总体通胀应会进一步回落。根据我们的基准场景，我们预计经济增速会在明年二季度触底，并在随后的下半年出现强劲反弹。

外部环境疲弱导致下调 2011-12 年 GDP 估计值

由于外部环境带来的负面影响明显大于我们上一期亚洲展望报告中所描述的情况，我们对2011和2012年的GDP增长预测进行了修正（表1）。我们将2011年的亚太地区GDP增长预测从6.2%下调到了5.9%，2012年从6.7%下调到了6.4%。其中，主要是对中国经济增长预测的修正（2011和2012年经济增速分别从此前的9.4%和9.1%下调到了9.1%和8.6%）。我们还预计新加坡2011和12年经济增速为5.1%和4.1%（此前分别为6.0%和4.8%），且我们对澳大利亚经济增长预测也进行了向下修正，2011和2012年分别从2.3%和3.6%下调到了1.8%和3.6%。由于受到了近期洪灾的影响，我们将泰国今年的GDP增长预期从4.0%下调到了3.0%，但洪水的影响还在评估当中。预计今年除中国以外的亚洲地区经济增速将达3.7%（此前预测为4.1%）且明年将为4.9%（此前预测为5.2%）。

虽然我们的增长预测较此前有所下调，但仍然比较健康。尽管如此，鉴于全球环境的不确定性，我们的预期仍然面临向下风险。

通胀压力逐渐减轻

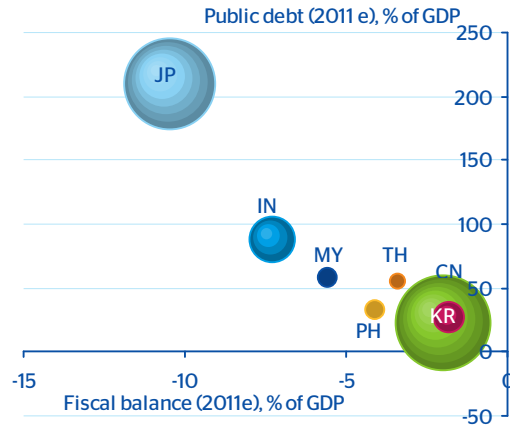
随着需求压力的减轻和食品、商品价格的回落，亚洲的通胀应会继续下滑（表2）。预计新加坡（3.5%）、香港（4.5%）、澳大利亚（2.9%）和韩国（3.4%）2012年平均通胀会回落到官方的目标区间内。然而，部分国家的通胀仍然很高且需要进行持续的评估。

决策者态度或从观望转为宽松

对多数国家而言，尽管经济增速出现放缓迹象，但政策制定者们仍然十分担心通胀问题，货币政策都将暂时保持不变（表4）。正如上面所提到的，印尼、澳大利亚和新加坡已经开始采取放松措施，且我们预计前二者会在未来几个月里进一步降息。在中国，年底前或选择性地采取一些放松措施，可能是下调小型银行的存款准备金率。但根据我们现在的预测，任何国家都还不会采取大幅降息的举措——货币政策已经十分宽松了——如果外部需求状况继续走弱且通胀继续放缓，其也还有一定的政策空间。

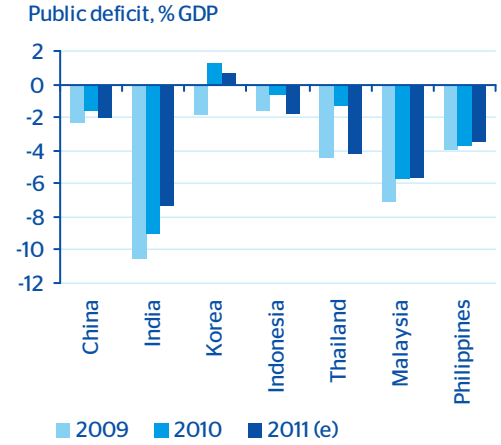
由于多数亚洲国家和地区的债务和赤字水平都不高，如果下行风险爆发需要对经济增长提供支撑的话，也还有财政刺激的空间（图29）。近期的财政态势不断在缩减2008-09年金融危机期间实施的刺激措施（图30）。新的刺激措施最有可能侧重于基础设施支出和鼓励消费支出的政策，特别是在消费水平还有很大提升空间的中国。确实，菲律宾政府就已经在10月末宣布了一项针对基础设施的刺激计划。

图 29
必要情况下多数经济体拥有实施刺激政策的空间



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图 30
财政赤字较08/09年危机之后有所下降



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

货币：区域强势，但仍受到欧洲问题的影响

总的说来，鉴于亚洲相对强劲的经济增长前景和正利差，该地区的货币有望继续反弹（表 3）。然而，经济前景仍然收到全球风险厌恶情绪发展的左右，而这又将取决于市场对欧债和金融问题解决方案的满意程度。因此，经济前景存在向下风险，且随着全球经济增速放缓的深化，出口会收到很大影响，并进而影响货币走势。

4. 经济增长前景面临下行风险

全球环境的恶化给我们的经济增长预测带来了向下风险。随着经济增速的进一步放缓和通胀的下滑，过热风险已经消退。如果全球经济增速的放缓超过了我们当前的基准预期，且如果资金状况进一步趋紧，对我们当前亚洲经济增长预测的影响会更大。该地区的较小的出口导向型经济体的经济增速所受的影响将是最大的。同时，资本账户开放且依赖国外贷款的经济体，如韩国、印尼和澳大利亚，其面临的国际资本流入突然停止的风险相对更高。然而，该地区强劲的经济基本面，包括高额外汇储备、资本充足的银行业体系和政策刺激空间，应会有助于应对这样的风险。

即便是在我们当前的基准场景中，国内需求仍有可能达不到预期的风险。这对出口导向型经济体而言尤其如此，这从出口增速的放缓对内需的影响就可见一斑。亚洲的大型经济体，包括中国、印度和印尼，维持强劲内需的能力相对较高。

在香港，信贷增长过快给该地区经济带来了特殊风险，其加大了房地产业出现资产泡沫和未来出现不良贷款的概率，但目前这一风险正在消退。印度仍在对抗高通胀，且高额的财政和经常项目赤字使其更容易收到外部冲击的影响。在日本，震后复苏可能进展缓慢，特别是在日元保持强势的情况下更是如此。韩国和台湾将于2012年举行总统大选（台湾在1月，韩国在12月），市场将密切关注其政策是否可能转向。

然而，全球经济严重低迷还不是亚洲所面临的最大风险，而是中国经济可能硬着陆。尽管如此，正如我们即将发表的中国经济展望报告中所述，我们认为中国经济硬着陆的可能性很小。政策刺激的空间和可控的政府债务水平以及对于影子银行贷款的监管应能使当局将经济引向软着陆。尽管如此，下行风险依然存在，且需要密切监控。

5. 附表

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	1.6	2.3
欧元区	0.3	-4.1	1.7	1.7	1.0
亚太地区	5.2	4.1	8.0	5.9	6.4
澳大利亚	2.4	1.4	2.5	1.8	3.6
日本	-1.2	-6.3	4.0	-0.4	2.7
中国	9.6	9.2	10.3	9.1	8.6
香港	2.3	-2.7	7.0	4.8	4.1
印度	7.5	7.0	8.9	7.6	8.0
印尼	6.0	4.6	6.1	6.3	6.4
韩国	2.3	0.3	6.2	3.7	3.8
马来西亚	4.8	-1.6	7.2	4.5	4.9
菲律宾	4.2	1.1	7.6	4.5	4.9
新加坡	1.5	-0.8	14.5	5.1	4.1
台湾	0.7	-1.9	10.9	4.5	4.2
泰国	2.5	-2.3	7.8	3.0	5.3
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	3.7	4.9
世界	2.8	-0.7	5.0	3.9	4.1

来源: CEIC 和 BBVA 研究部

表 2

宏观经济预测: 通胀 (均值)

(年度同比增长率%)	2008	2009	2010	2011 (F)	2012 (F)
美国	3.8	-0.3	1.6	2.9	2.2
欧元区	3.3	0.3	1.7	2.6	1.6
亚太地区	5.7	0.3	2.7	4.8	3.7
澳大利亚	4.4	1.8	2.8	3.5	2.9
日本	1.4	-1.4	-0.7	-0.2	-0.1
中国	6.0	-0.8	1.2	5.3	3.9
香港	4.3	0.6	2.3	5.3	4.5
印度	8.7	2.4	9.6	9.3	7.0
印尼	9.9	4.8	5.1	5.4	5.5
韩国	4.7	2.8	3.0	4.4	3.4
马来西亚	5.4	0.6	1.7	3.1	2.7
菲律宾	9.3	3.2	3.8	4.5	4.0
新加坡	6.6	0.6	2.8	5.0	3.5
台湾	3.5	-0.9	1.0	1.5	1.4
泰国	5.5	-0.8	3.3	4.0	3.8
越南	23.2	6.9	10.0	19.0	13.3
除中国外的亚洲国家	5.5	1.1	3.7	4.4	3.5
世界	6.1	2.2	3.0	5.0	4.0

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	0.71	0.74
欧元区	美元/欧元	1.50	1.40	1.34	1.40	1.35
澳大利亚	美元/澳币	0.67	0.90	1.02	1.03	1.05
日本	日元/美元	96.1	92.1	81.1	77.0	84.0
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	49.0	45.0
印尼	印尼盾/美元	10838	9395	8996	8800	8700
韩国	韩元/美元	1364	1166	1126	1080	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	1.27	1.22
台湾	新台币/美元	33.0	32.3	29.3	29.5	29.0
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	0.25
欧元区	2.73	1.00	1.00	1.00	1.00
澳大利亚	4.25	3.75	4.75	4.50	4.75
日本	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
中国	5.31	5.31	5.81	6.56	6.81
香港	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
印度	6.50	4.75	6.25	8.50	7.50
印尼	9.25	6.50	6.50	6.25	6.50
韩国	3.00	2.00	2.50	3.25	3.50
马来西亚	3.25	2.00	2.75	3.00	3.00
菲律宾	5.90	4.00	4.00	4.50	5.00
新加坡	1.00	0.69	0.48	0.45	1.45
台湾	2.000	1.250	1.625	1.875	2.125
泰国	2.75	1.25	2.00	3.25	3.00
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 Economies team*Chief Economist for Asia***Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Jeffrey Cantwell

jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

Fielding Chen

fielding.chen@bbva.com.hk

Sumedh Deorukhkar (India)

sumedh.deorukhkar@grupobbva.com

Mario Nevaes

mario.nevaes@bbva.com.hk

Zhigang Li

zhigang.li@bbva.com.hk

Le Xia

xia.le@bbva.com.hk

George Xu

george.xu@bbva.com.hk

*With the contribution of:**Markets Analysis***Richard Li**

richard.li@bbva.com.hk

BBVA Research*Group Chief Economist***Jorge Sicilia***Emerging Economies:***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

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