

经济展望

亚洲

2012年第二季度
经济分析

- 2012年的全球经济前景逐步复苏。然而，随着欧洲危机持续，前景面临强势下滑风险。
- 与此次展望一致的是，在融通性政策支持下，亚洲增长预计会在2012年剩余时间内加速。尽管鉴于外部不利因素再次出现使得人们保持谨慎，但这种情况的发生已呈现一些暂时信号。
- 然而，在较高油价影响下，我们正微幅下调对2012年的全年增长预测。随着通货膨胀减弱，未来实行进一步货币政策宽松有了一定空间，以支持增长。
- 由于全球环境的持续不确定性，亚洲前景仍有下滑风险。欧洲危机持续是主要风险，中东局势紧张造成的油价可能进一步上涨是第二位风险。

目录

1. 全球复苏，但风险再次出现.....	4
2. 亚洲展望：增长是否已触底？	6
3. 小幅增长下调.....	15
4. 前景下滑风险.....	17
5. 图表.....	18

出版日期：2012年5月9日

摘要

由于外部环境走弱，亚洲增长正在减缓。然而，近期指标表明，增长将可能触底。尽管鉴于外部不利因素再次出现使得人们保持谨慎，但这为今年剩余时间内加快增长创造了条件。

随着第四季度增长继续减缓，2011 年全年结果在总体上与预测一致。也许是由于从去年造成供应链大规模中断的日本和泰国自然灾害中恢复，今年第一季度的增长结果在一定程度上呈现相继提高趋势。虽然中国在第一季度的增长率低于预期，但我们认为，其势头已触底。

通货膨胀继续减弱，这为进一步实行宽松货币政策以支持增长留下了空间。虽然几个国家的通货膨胀仍然走高，特别是印度、香港和新加坡，但通货膨胀率在很大程度上已降至政策制定者的目标范围。然而，较高的油价一直对通货膨胀造成适度上行压力，如果中东局势恶化，则这一风险需要加强监控。同时，全球风险偏好的最终上行，再加上发达经济体的宽松货币条件，这可能导致资金流入亚洲，并对资产价格造成上涨压力。

主要由于在我们基线情景下较高油价的影响，我们小幅下调了对 2012 年的增长预测（比我们去年 2 月份的季度情景高 15%）。然而，调整非常有限，使得 2012 年亚太地区的增长率降至 5.7% 同比（仅比以前低 0.1%）。在这些调整中，我们对印度和日本的预测进行了较大幅度下调。同时，我们对中国的展望保持不变，2012 年为 8.3%。

由于外部前景的持续不确定性，特别是欧洲，下滑风险仍然存在。虽然到目前为止，亚洲一直对欧洲危机的影响保持弹性，中国和美国的需求有助于弥补对欧洲的出口下降，但财政压力增大以及外部需求大幅下降可能通过贸易和金融渠道对亚洲增长前景造成不利影响。即使在我们目前全球增长加快的基线情景下，出口增长减缓可能影响国内需求的风险仍然存在。

政策立场预计仍然是通融性的，如果前景风险成为现实，则大多数国家仍有进一步实行宽松政策的空间。虽然地区部分国家的宽松货币政策已结束，但许多国家预计将进一步放宽政策，以支持国内需求，特别是中国、印度和澳大利亚。同时，大多数国家的财政政策立场仍支持增长，重点是社会支出和基础设施。然而，财政情况是多样的：在保持以前全年赤字目标的同时，韩国实行前紧后松式支出，澳大利亚的目标是恢复预算结余，日本和印度正努力控制其赤字，以抑制高水平的公共债务。

地区金融市场前景仍严重依赖于全球风险偏好的发展。在今年初有所恢复后，由于欧洲财政压力不断增大，最近情绪变得更加暗淡。虽然货币可能在近期面临贬值压力，但随着资金流入恢复，货币预计在今年晚些时候升值。总之，我们基线情景下全球增长加快以及发达经济体持续实行宽松货币政策将在今年为资产价格上涨创造条件。

1. 摘要：全球复苏，但风险再次出现

在讨论亚洲前，我们先审查《全球经济展望》。如果愿意，读者可直接转至第 6 页亚洲部分。

鉴于地区增长差异扩大以及下滑风险，全球经济活动将逐步复苏

在 2011 年特别是在最后一个季度逐步减速后，全球经济正开始呈现活力增强迹象。鉴于除中国外亚洲（包括日本）和拉丁美洲的强劲增长以及美国持续但适度的活力，2012 年第一季度全球增长预计会高于第四季度。我们估计，全球增长将继续加快，并在 2012 年底超过 1% 季度环比（2011 第四季度为 0.6%）。复苏将是多样的，主要经济区之间的增长差异将扩大。

如下所述，鉴于从泰国和日本的自然灾害中恢复（对地区供应链造成不利影响）以及 2011 年中之前实行的政策紧缩措施的逆转，亚洲增长率提高更加明显。另外，在美国需求的支持下，巴西更加宽松的货币政策以及墨西哥持续增长使得拉美增长率也可能提高。美国将继续在 2012 年和 2013 年保持约 0.6% 的季度增长率，远低于以前复苏的水平。然而，与 2012 年欧元区停滞的活动相比，这是一个相对强大的表现，在第一季度紧张局势暂时缓和后，欧元区增长被积极的财政整顿以及持续高水平的财政压力所拖累。

因此，在 2012 年和 2013 年全年，新兴经济体将恢复其对发达经济体约 4% 的增长差异。相应地，即使预期决定性政策行动使得欧洲的财政压力缓慢下降，但欧洲和美国之间的增长差距也将继续扩大。

总之，我们的增长预测与以前《全球经济展望》（2 月出版）的预测没有太大差异。我们预计 2012 年全球增长率为 3.6%，2013 年为 4%，新兴经济体对全球活动增长的贡献约为 80%（图 1）。但这一情景受到欧洲危机良性发展的影响，因此，我们的预测仍有下降风险。

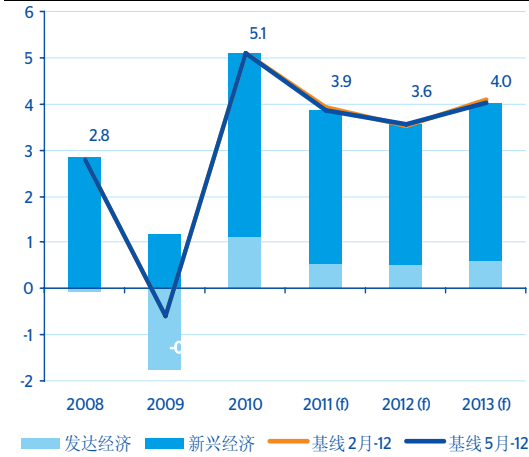
发达经济体的货币政策将在更长时期内保持融通性。然而，进一步政策干预（常规或非正规）的效果正在下降，同时，成本在升高，包括中央银行独立性降低的风险以及非常规措施的附带损害。美国和欧洲的政策制定者需要通过实施经济与体制改革以及管理金融风险来承担恢复增长的部分负担。虽然这些措施很有效，但中央银行应继续为货币传导机制的充分运行提供支持。

发达经济体宽松的货币政策将意味着新兴国家有利的融资条件。这些国家的中央银行必须衡量资金流入和不确定外部需求带来的压力与通货膨胀风险（部分来自油价）和强大国内需求。亚洲和拉丁美洲通货膨胀预测的差异 – 前者下降而后者稳定 – 将决定不同的货币政策前景。我们预计新兴亚洲将进一步实行有限宽松，而除巴西外的大多数拉美国家将保持谨慎紧缩。

欧洲危机的解决已取得进展，但仍需采取决定性措施

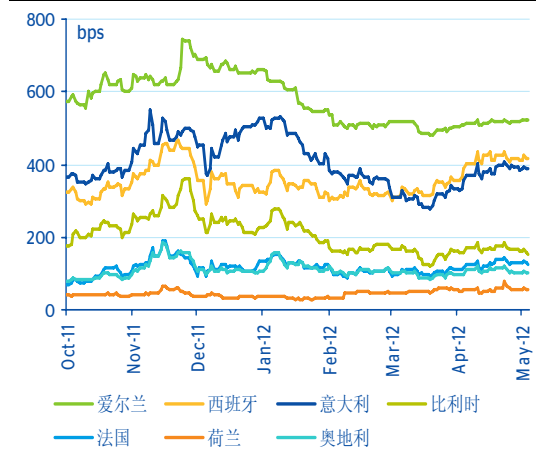
欧洲需要一条终结危机的清晰路线图。尽管在最近几个月取得一定进展，但仍有许多重要的悬而未决问题。首先，虽然私营部门持有的希腊主权债务得到重组，但由于改革疲劳以及可能比预期更深入的衰退，对长期可持续性仍存在重大疑虑。其次，欧洲稳定机制（ESM）获得 5000 亿欧元的新贷款能力（在 EFSF 已承诺的 2000 亿欧元基础上）。然而，鉴于西班牙和意大利未来三年的融资需求以及关于 ESM 贷款将高于现有私人债券持有者的推测，这尚不足以消除市场担忧。另外，IMF 增加的 4300 亿欧元资源将有多少归于欧洲国家，这一点尚不清楚。第三，人们对已批准（等待国家批准）财政协定的优点仍有疑虑，使政府受制于不超过 0.5% GDP 的结构赤字。尽管这是对控制成员国预算的一次重大变化，但在“异常情况”下允许偏离规则可能会削弱其在 ECB 强硬路线者中的优点。另外，在财政联盟或欧洲债券方面一直未取得进展。

图 1
全球 GDP 增长率 (%qoq)



来源: BBVA Research

图 2
欧洲主权风险溢价 (对德国的 10 年期债券收益差, bps)



来源: Datastream 和 BBVA Research

欧洲危机的新爆发仍是主要全球风险

最近四个月采取的最重要行动之一无疑是 ECB 提供长期偿债能力。这使得至少到 3 月份欧洲银行的流动性风险大幅下降、批发融资市场适度开放以及周边国家主权收益差压缩。但随着 3 月份以来意大利和西班牙风险溢价的快速增长，这些积极影响证明是暂时的 (图 2)。

长期流动资金注入的短期影响以及财政整顿与恢复增长之间的难题突出了两个结论。首先，ECB 行动只能在解决潜在经济与体制问题的同时发挥短期作用。应继续推动经济改革，同时，核心国家应刺激欧元区的需求。其次，有必要以一种更加渐进的方式重新考虑近期财政整顿路线，以制定全面、详细的中期整顿方案。

尽管价格猛涨会造成重大风险，但当前油价仅对全球增长有着适度影响

全球经济面临的第二个威胁是油价进一步上涨。2012 年初的近期猛涨可部分追溯至供应与需求基本面紧缩以及因伊朗局势紧张和有限市场缓冲使得地缘政治风险溢价增至约 10-15 美元/桶 (石油库存和生产者的闲置生产能力)。

在我们的基线情景中，我们认为，在 2012 年大部分时间内，布伦特石油价格约为 120 美元/桶，比我们 2 月份的预测高约 15%。我们认为，由于发达国家中央银行将此视为暂时冲击并将保持融通性政策，这仅对全球增长造成适度负面影响。然而，如果海湾冲突升级，油价可能大幅猛涨，即使中央银行没有做出反应，增长也可能通过全球风险规避增多而受到影响。

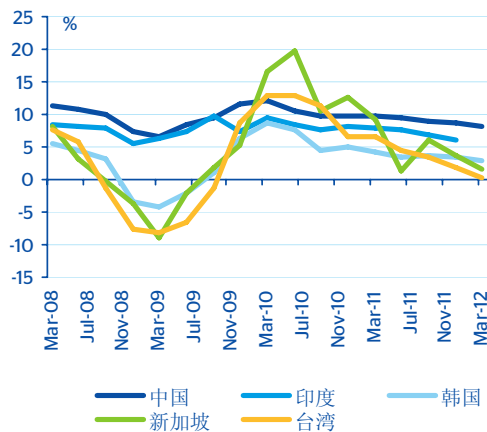
2. 增长是否已触底?

亚洲政策制定者从 2011 年初防止过热转向今年底支持增长和防止全球经济下滑风险。到目前为止，尽管因全球经济下滑风险，对前景的担忧依然存在，但他们在指导其经济软着陆方面似乎已经成功，如第 1 部分所述。

在我们外部前景改善的基线情景下，与我们以前亚洲经济展望一致的是，我们认为，尽管鉴于外部不利因素再次出现使得人们保持谨慎，但该地区目前正逐步好转。近期政策宽松的影响、从去年日本和泰国自然灾害中恢复以及未来外部需求增强将为今年剩余时间内加快增长创造条件。虽然第一季度年同比增长继续减缓，但一些经济体已相继加快增长（如韩国、新加坡和台湾）。另一方面，前瞻性指标正暂时指向未来几个季度反弹，其中最值得注意的是中国。然而，下滑风险仍然很高，较高油价产生新的不利因素，造成我们对 2012 年全年的 GDP 预测小幅下降，我们将在下面第 3 部分解释。

整个地区的政策仍然是适当支持增长。由于油价上涨提高了通货膨胀压力，一些中央银行已暂停实行进一步货币政策宽松（如新加坡近期紧缩了政策）。地区其它国家仍继续放宽政策，如澳大利亚、日本（通过 QE）、中国和印度。如果有空间，财政政策通常也会保持支持增长。

图 3
亚洲增长继续减缓...



来源: CEIC 和 BBVA Research

图 4
...较低出口增长和不断萎缩的贸易顺差



来源: CEIC 和 BBVA Research
*数据包括澳大利亚, 香港, 印尼, 韩国, 马来西亚, 新加坡, 台湾和泰国

与预期一致，增长减缓

正如预期那样，由于前期政策紧缩以及全球经济走弱的影响，整个亚洲在 2011 年全年的增长结果有所减缓（图 3）。在需求方面，由于外部环境的不确定性，投资增长逐步下降。印度尼西亚是一个例外，在强大国内需求和商品出口的推动下，其增长实际上有所加快，达到 6.5% 同比（2010 年为 6.1% 同比），是自亚洲金融危机以来的最高水平。同时，在中国，随着当局寻求实现软着陆，增长减缓至更加可持续的 9.2% 同比（2010 年为 10.4%），而由于高通货膨胀、不断提高的利率以及改革方面政策失误，商业信心减弱，印度增长（从 8.5%）降至 7.1% 同比。由于 3 月份地震和海啸的影响以及年底泰国洪灾造成的供应中断，日本增长萎缩了 -0.7% 同比。对于亚洲其它国家，增长结果总体上与我们的预期一致，尽管面临挑战性的全球环境，但也反映了地区弹性。

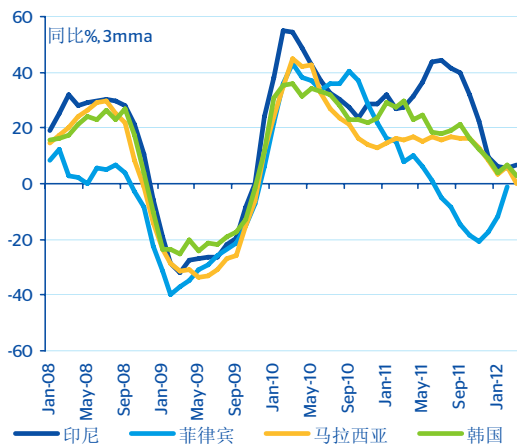
到目前为止，2012年的增长结果也在总体上与预期一致。中国是一个例外，由于弱于预期的投资，第一季度增长（8.1%同比）低于我们的预期（8.7%）。另一方面，如新加坡（1.0%同比）和韩国（2.8%同比），第一季度增长稍稍超过我们的预期。

到目前为止，欧洲动荡的金融溢出效应是有限的，地区银行（特别是日本）部分消除了欧洲贷款机构削减支出的影响。2011年第四季度的最新BIS数据显示，欧洲对除日本外亚洲的贷款萎缩了4.9%季度环比，是第二次直接季度下降。然而，同期来自日本和澳大利亚的贷款实际上有所增长。亚洲正在经历风暴的另一个信号来自亚洲贸易融资尚未受到欧洲危机显著影响的轶事证据。

走弱的外部需求：经济活动减缓的主要因素

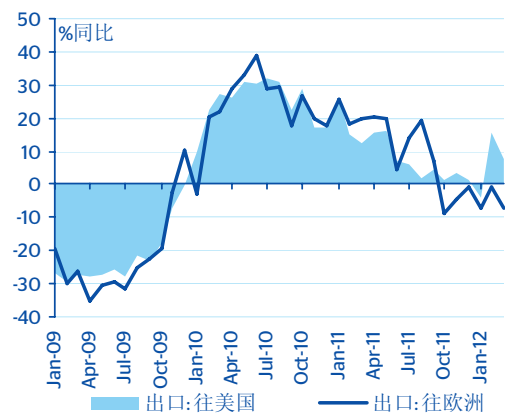
然而，总的来说，外部需求仍然很弱，是增长减缓的主要因素。由于较弱的欧洲需求（3月份-7.8%同比，是第六次直接月下降）仅被较强的对美出口（3月份+7.1%同比，图6）部分抵消，贸易差额在2012年初因较低出口（图5）而缩小（图4）。主要由于中国需求下降，以前部分抵消外部下滑的地区间贸易近期减少（图7）。然而，值得指出的是，由于走弱的外部需求，对中国的出口增长下降（即中国生产并运输至其它国家的商品），而对最终需求的出口有所提高，这有助于支持总体出口水平。

图5
总体上看，出口继续减弱...



来源：CEIC 和 BBVA Research

图6
...尽管对美国出口在1Q12有所反弹



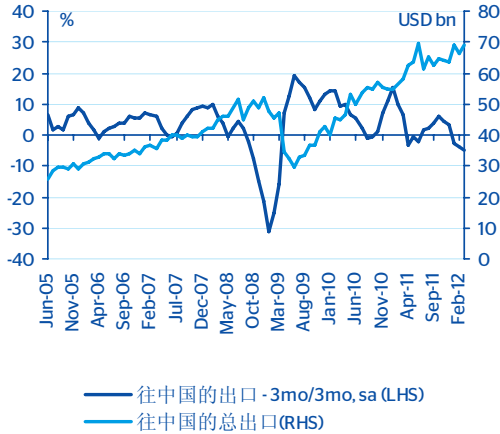
来源：CEIC 和 BBVA Research

*数据包括澳大利亚、香港、印尼、韩国、马来西亚、新加坡、台湾和泰国

许多经济体的工业生产继续减速（图8）。例如，在印度，由于高利率产生的国内不利因素，制造业一直处于压力之下（为应对增长减弱，印度储备银行近期将利率降低50个基点，降至8.0%）。由于汽车生产走弱，韩国工业生产也进一步下滑（3月份0.3%同比）。

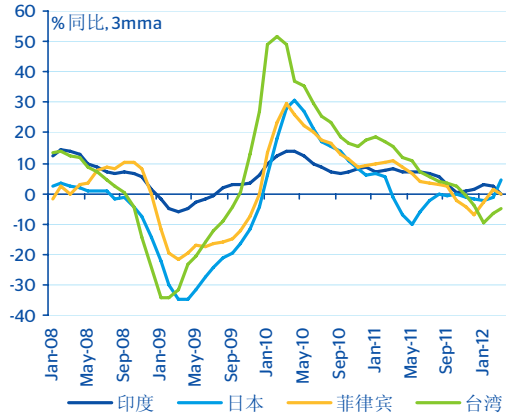
另一方面，在日本，近期活动指标正在加快。工业生产，特别是汽车行业，在2011年3月地震以及年底泰国洪灾造成的供应链中断正常化后有所反弹。出口也在恢复，由于情绪提高，消费者支出有所增长。未来，震后重建支出将继续在未来几个月推动经济发展。

图7
中国需求减弱正在影响地区



来源：CEIC 和 BBVA Research
*数据包括澳洲, 日本, 香港, 印度, 印尼, 韩国, 马来西亚, 菲律宾, 新加坡, 台湾, 泰国和越南

图8
工业生产也继续减缓



来源：CEIC 和 BBVA Research

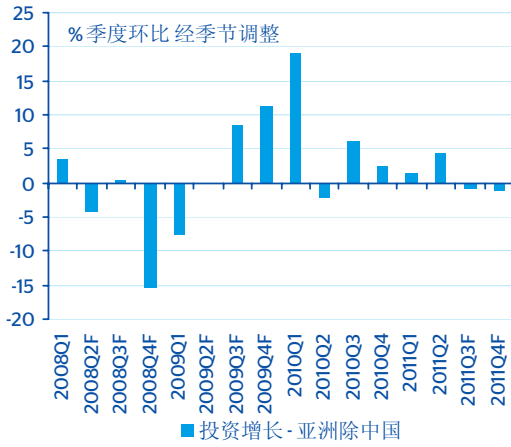
由于“双赤字”（经常项目和财政）存在、政策改革步伐缓慢以及以前为抑制高通货膨胀实行政策紧缩的影响，印度的发展也具有挑战性。这些不利因素是标普在4月份决定将印度的主权展望降至负值的主要因素（如果这种情况发生，则实际评级下降将使印度评级降至投资级以下）。虽然3月份宣布的FY13新预算为急需的财政整顿提供了一条可靠路线，但令市场失望的是，它未能明确税收政策（特别是被称为GAAR的建议逃税法规），且在刺激增长方面缺乏改革，尤其是基础设施，并开放了银行和零售业。

外部环境对国内需求及信贷的溢出效应

在过去几个季度内，强大的国内需求抵消了整个地区的出口弱化。也就是说，国内需求弱化迹象已经出现，特别是在投资方面（图9，鉴于前景不确定）。消费指标是多样的，许多经济体的零售业走弱，包括香港、新加坡、台湾和印度（图10）。另一方面，澳大利亚、马来西亚、韩国以及上述日本的零售业继续表现良好。尽管由于预期不断上涨的国内燃料价格造成印度尼西亚情绪弱化，但消费者情绪总体上仍保持强劲（图11）。

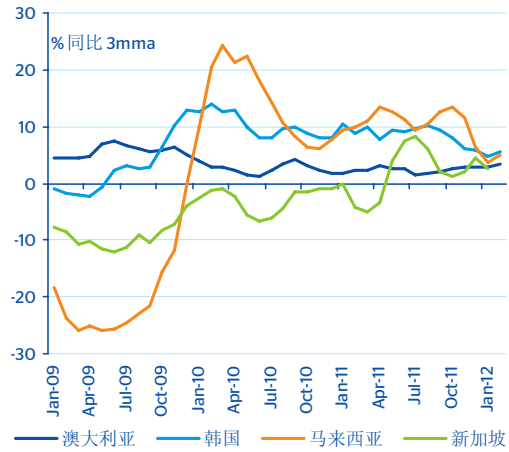
地区大多数国家的信贷增长开始减缓，而信贷增长是有助于保持国内需求的一个因素（图12）。下滑可能反映了多种因素，包括减弱的信贷需求以及因欧洲财政压力造成更多银行风险规避行为。然而，新加坡（27.6% 同比）和印度尼西亚（24.2% 同比）等国的信贷增长仍然很高。更广泛地说，由于亚洲银行资金雄厚，且为弥补外国银行的松懈做好充分准备，去杠杆化的欧洲银行对国内信贷条件的传导效应是有限的。

图9
投资环境一直很困难



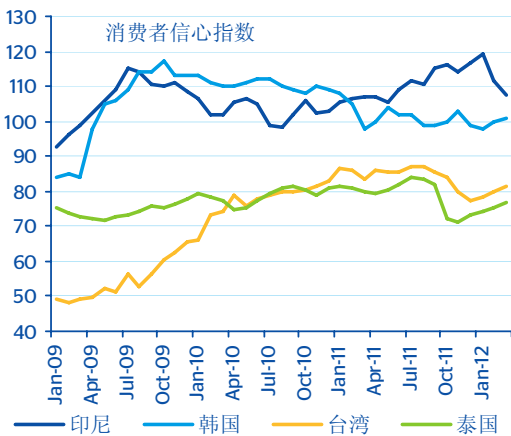
来源: CEIC 和 BBVA Research

图10
零售情况多样



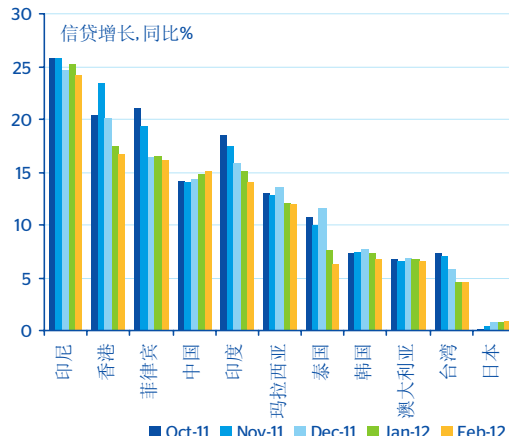
来源: CEIC 和 BBVA Research

图11
消费者信心不断升高



来源: CEIC 和 BBVA Research

图12
随着银行变得谨慎, 信贷减少



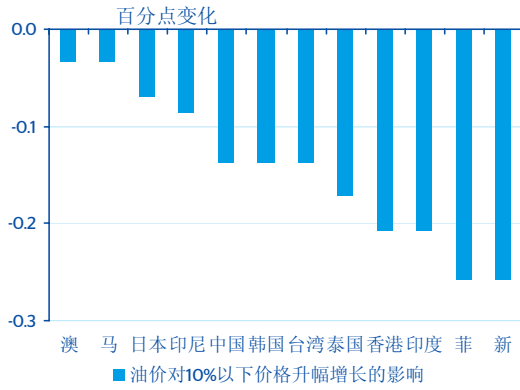
来源: CEIC 和 BBVA Research

前瞻性指标显示, 增长可能触底

虽然鉴于外部不利因素以及较高油价可能对增长造成的潜在影响, 我们仍然保持谨慎 (图 13), 但许多采购经理人指数(PMI)结果 (最显著的是中国) 有所改善 (图 14), 提供了一些增长可能触底的暂时迹象。自 2011 年中期以来, 韩国 PMI 在 2 月份首次进入扩张范围, 在 3 月份达到 52.0 的一年高位。

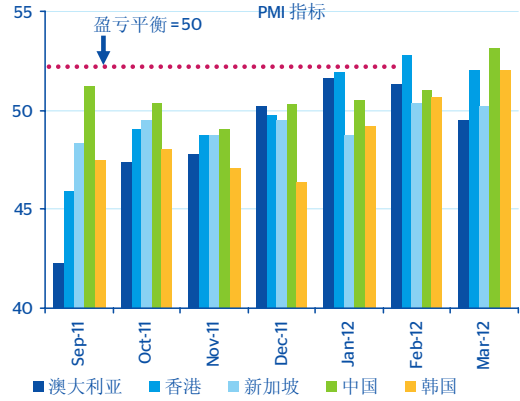
尽管仍然很高, 但另一个重要的前瞻性指标库存-发货比率已在韩国和台湾有所改善 (图 15)。库存比较稳定, 而地区对发达国家的电子产品发货数量有所增长 (图 16)。其它暂时稳定信号包括台湾出口订单及中国的加工产品进口 (一个重要的出口需求指标), 它们在年初 1 月份开始时非常弱, 但均有所改善 (图 17), 另外还包括不断提高的商业信心指数, 特别是泰国和菲律宾。

图 13
油价进一步上涨可能对亚洲增长造成不利影响



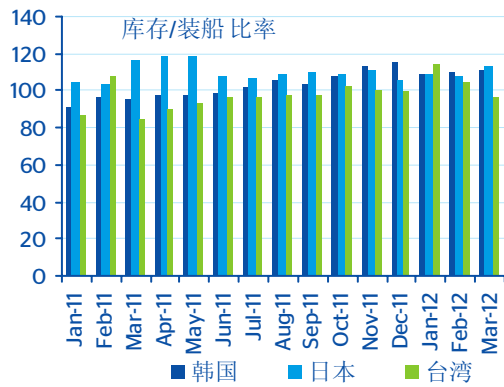
来源: CEIC 和 BBVA Research

图 14
制造业 PMI 显示前景不断改善...



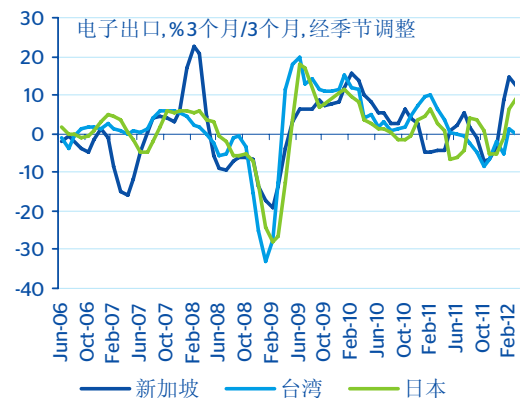
来源: CEIC 和 BBVA Research

图 15
...I/S 比率仍很高...



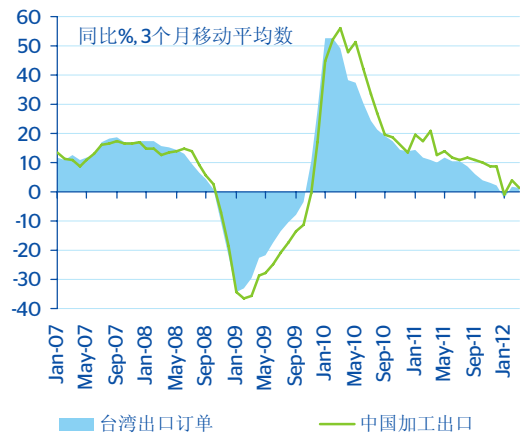
来源: CEIC 和 BBVA Research

图 16
...较高端出口如电子产品有所增长



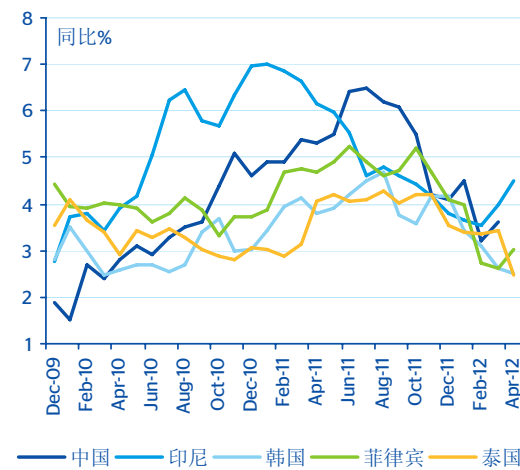
来源: CEIC 和 BBVA Research

图 17
前瞻性出口指标停止下降 (目前)



来源: CEIC 和 BBVA Research

图 18
一般通货膨胀率总体下降



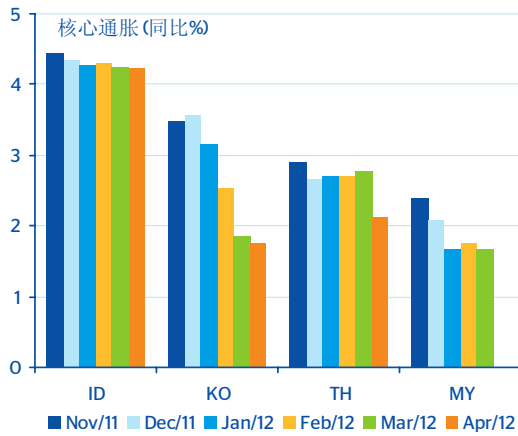
来源: CEIC 和 BBVA Research

尽管油价较高，但通货膨胀出现可喜下降

随着需求压力因增长减缓而缓解，通货膨胀降至政策制定者认为的适宜范围。中国和韩国（分别为 3.6% 同比和 2.5%）的一般通货膨胀和核心通货膨胀出现可喜下降（图 18 和 19）。然而，尽管今年已出现可喜下降，但一些国家的通货膨胀仍然很高，如印度（6.9% 同比）、香港（4.9% 同比）和新加坡（5.2% 同比）。然而，在印度，食品通货膨胀（占通货膨胀篮子的 23%）仍令人担忧（图 23），它因卢比弱化造成的进口通货膨胀而有所恶化。

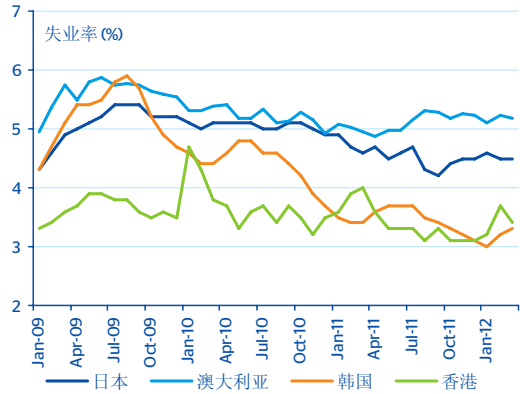
尽管总体呈下降趋势，但价格压力仍未显现，这可能使金融机构保持警惕。尤其是，根据历史标准，失业率仍很低（图 20），这造成持续工资增长（图 21）。不断上涨的油价仍是一种威胁，我们的分析认为，油价每上涨 10%，大多数亚洲经济体的通货膨胀率将增长约 0.1-0.5%（图 22）。

图 19
由于需求压力减弱，核心通货膨胀下降...



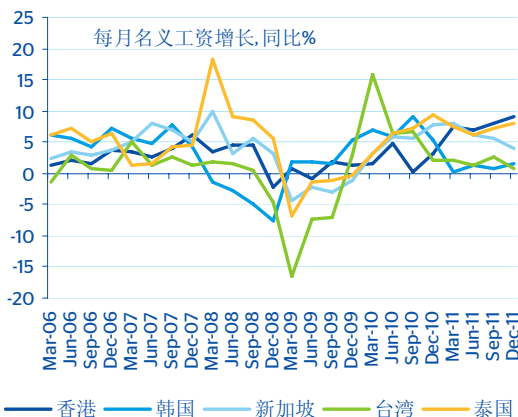
来源: CEIC 和 BBVA Research

图 20
...但紧张的劳动力市场...



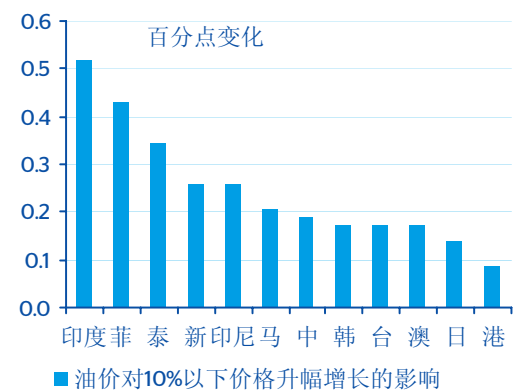
来源: CEIC 和 BBVA Research

图 21
...以及持续工资增长将使通货膨胀下降的可能性进一步降低...



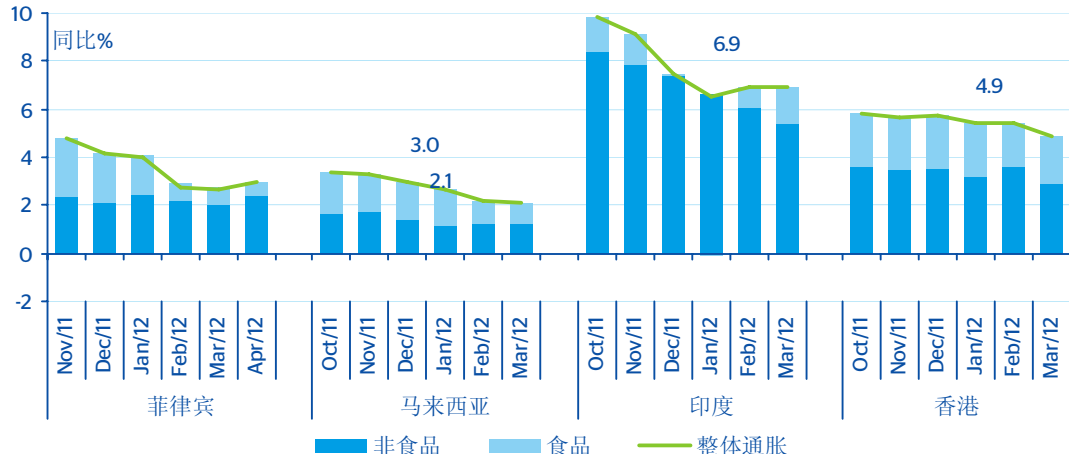
来源: CEIC 和 BBVA Research

图 22
...而不断上涨的油价还可能推高通货膨胀



来源: CEIC 和 BBVA Research

图 23
食品价格下降以及基数效应使通货膨胀降低



来源: CEIC 和 BBVA Research

放宽货币政策以支持增长的空间扩大

货币政策立场仍是支持增长。四个国家，包括菲律宾（50 基点）、印度（50 基点）、澳大利亚（50 基点）和印度尼西亚（25 基点），已在今年降低了其政策利率，以支持增长（图 24）。菲律宾降低利率的决定是其在 2012 年公布低于预期的 3.7% 增长率后政府在 2012 年上半年提前实施财政与货币政策的协调努力的一部分（政府的目标是 4.5%-5.5%）。自 10 月份以来，印度尼西亚共降低利率 100 个基点，但鉴于该国的强劲增长以及未来几个月燃料价格上涨的可能性，以后见之明来看，这些利率下降可能过于积极。通货膨胀预计在今年下半年会升高，这可能使当局通过紧缩而逆转政策。同时，在取得低于预期的第一季度通货膨胀结果后，澳大利亚在 5 月 1 日将利率降低 50 个基点，以鼓励银行降低其贷款利率，从而支持增长，这一高于预期的做法令市场惊讶；印度 4 月 17 日 50 个基点的降幅也令市场惊讶。

中国继续通过降低法定准备金率来放宽货币政策，而日本加紧实行量化宽松。对于后者，在终止通货紧缩的政治压力不断增大的情况下，日本银行 2 月份在其资产收购计划中公布了一个非正式的通货膨胀目标 1% 以及增幅。日本银行的举动造成日元波动显著增大。由于今年通货膨胀前景仍低于 1%，日本银行预计会在未来几个月再次加强刺激。

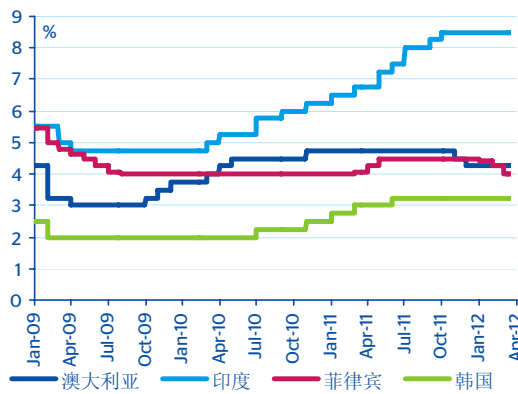
一些中央银行已发出信号，它们将不会进一步降低利率，这不仅是防止通货膨胀风险，而且为应对全球经济进一步恶化留出空间。泰国、马来西亚和韩国均暂缓降低利率，尽管 10 月份发生严重洪灾，但前者仍希望控制通货膨胀。这些国家的政策制定者强调了不断上涨的油价对通货膨胀的潜在影响，这可能使近期在实际利率方面的积极变化发生逆转（图 25）。同时，新加坡在 4 月份的半年会议上宣布紧缩货币政策，令观察者感到惊讶，这加快了货币升值的步伐，以应对顽固保持高位的通货膨胀。在 3 月份的通货膨胀结果（5.2% 同比）显示价格压力不断增大（2 月份：4.6% 同比）以及当局将其对 2012 年的通货膨胀展望从 2.5%-3.5% 提高至 3.5%-4.5% 后，这一决定看起来是正确的。

财政政策越来越成为焦点

财政扩张将对 2012 年地区增长产生重大影响。总体上，2012 年财政政策制定有轻微扩张倾向（图 26）。国家当局倾向于经济适用房建设、基础设施发展及小型企业。然而，某些国家也有政策失误，如在印度尼西亚，计划 4 月 1 日燃料价格上涨被推迟。虽然推迟并未危及赤字，但它确实引起人们对支出构成产生疑问（目标不明确的补贴），并被 S&P 作为其最近决定不将该国升级为投资级的一个因素（因此，标普仍比穆迪和惠誉对印度尼西亚的评级低一个等级）。然而，印度尼西亚继续吸引大量对外投资(FDI)流入，它还在 4 月中旬非常成功地发行了美元债券。

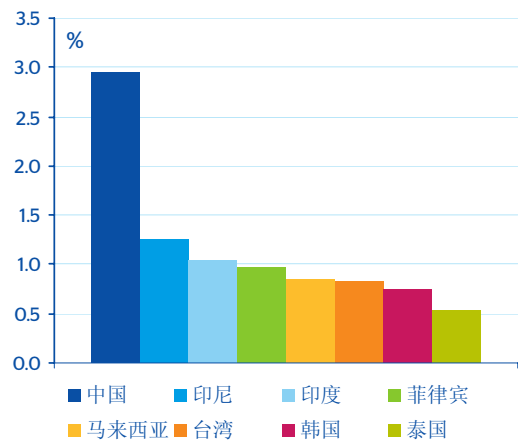
日本的一个持续担忧是高水平公共债务，目前在第一季度约占 GDP 的 220%，且由于震后重建的额外预算支出而有所增长。尽管政治阻力使立法通过变得不确定，但日本政府已提出在 2015 年前将消费税从 5% 提高到 10%。

图 24
货币政策是融通性的...



来源：CEIC 和 BBVA Research

图 25
...实际利率变得更加积极



来源：CEIC 和 BBVA Research

图 26
财政政策仍支持增长

国家	扩张、紧缩、中立?	2012 年财政预算	
		官方赤字目标	主要特点
中国	扩张	1.5% GDP	提高社会住房支出；在选择的服务行业，以增值税代替营业税；新消费补贴；结构性减税，即节能汽车
香港	扩张	0.2% GDP	通过有利税收抵免持续支持中小型企业；加大土地供应，启动补贴房地产计划；降低所得税；补贴电费
印度尼西亚	扩张	2.2% GDP	提高公务员工资；提高补贴燃料价格；降低煤进口税
马来西亚	扩张	4.7% GDP	购买新住房的财政支持
菲律宾	扩张	2.6% GDP	基础设施支出；农业和工业扶持服务；公私合作

来源：CEIC、中央银行网站和 BBVA Research

亚洲货币和产权投资市场：因外部不确定性造成的波动

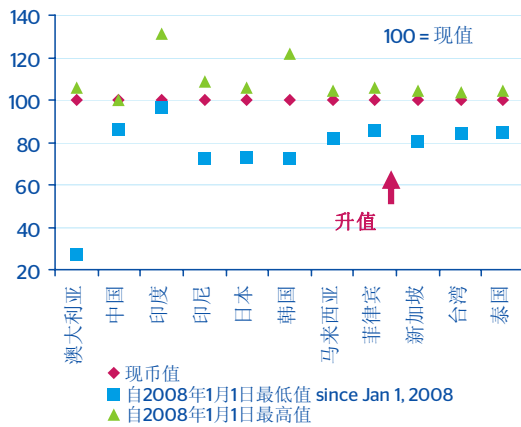
像世界其它市场那样，亚洲货币和产权投资市场随全球风险情绪而起起落落。许多地区货币在 2012 年均有所升值，包括 4 月份 MAS 政策紧缩后的新加坡元（对美元+4.8%）。2012 年到目前为止货币升值的其它国家包括台湾、菲律宾、韩国和马来西亚。

升值趋势的几个名显例外情况是印度、澳大利亚和日本。由于印度双赤字及缓慢政策改革造成的悲观情绪，印度卢比继续减弱至接近创记录低水平。由于增长减缓迹象、中国商品需求下降以及近期澳大利亚央行利率下降，澳元已跌落高位。日元一直多变：因早期干预、造成部分外流的风险偏好增大以及不断扩大的贸易赤字，在从2月初至3月中旬贬值到约84日元/美元后，货币最近又有所升值，回到80日元/美元的水平。

虽然季度展望可能有助于通过扩展我们对更长时期内亚洲货币的分析（图 27）而确定短期趋势，回到 2008 年（全球金融危机前），我们可以更广泛地了解哪些货币越来越得到投资者的青睐。根据此分析，澳元是表现最佳的亚洲货币，比低谷增长了 71%。其次是韩元（27.6%）、印度尼西亚卢比（27.4%）和日元（27.2%）。下图表明，许多亚洲货币目前接近其历史高位，大多数已从低位强势恢复。

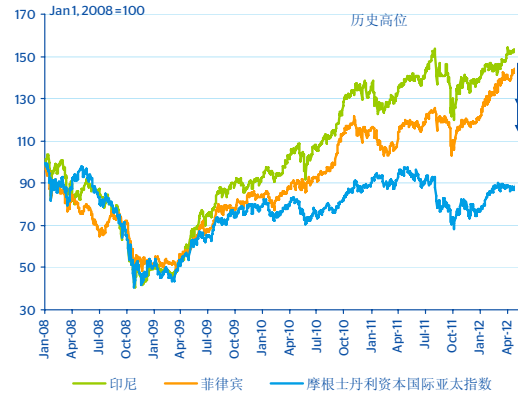
再看地区产权投资市场，在最近一个季度，菲律宾在地区内表现明显突出（图 28），自年初以来收益 19.6%，在 5 月初达到历史高位。投资者被本届政府的表现以及可能升至投资级的评级所吸引。印尼股票市场也有类似表现，在 4 月初达到新的历史高位。日本日经指数也很突出（2012年+12.2%）。

图 27
FX: 亚洲在金融危机后强劲反弹*



来源: Bloomberg 和 BBVA Research
* 截止 2012 年 5 月 8 日

图 28
菲律宾和印度尼西亚的产权投资市场达到历史高位



来源: Bloomberg 和 BBVA Research

3. 因油价不利因素造成小幅增长下调

虽然近期增长结果在很大程度上与预期一致，但我们小幅下调了对 2012 年的增长预测，以反映在我们基线情景下较高油价假设的影响。单独来看，较高油价通常会造成较大幅度下调。然而，鉴于支持性政策以及增长可能已触底的迹象，我们的下调是适度的（表 1）。我们对 2013 年的预测未变。然而，由于全球环境的不确定性，特别是欧洲，这些预测仍有下降风险。

2012 年增长预测小幅下调

增长率预计会在 2012 年剩余时间内逐步提高。2012 年亚太地区增长率目前预测为 5.7% 同比，我们以前预测为 5.8% 同比。单独来看，鉴于去年第四季度弱于预期的增长势头、财政整顿方面的努力以及较高油价对工业产出的预期影响，我们最显著的下调是日本（从以前的 2.2% 降至 1.9% 同比）。由于该国经济继续面临调控瓶颈及双赤字，我们还将对印度的预测（从 7.0% 同比）下调至 6.8% 同比。由于较高油价，我们将对香港的预测下调了 0.2%，降至 2.9% 同比。其余国家的下调幅度不超过 -0.1% 同比，值得注意的是，我们保持对中国的增长预测，仍为 8.3% 同比。

通货膨胀压力可能增大

由于基数效应、去年下半年降低政策利率的滞后影响以及上述油价上涨，印度尼西亚（我们预测 2012 年的全年平均通货膨胀为 5.4% 同比）和印度（2012 年为 6.9% 同比）等国最近几个月的良性通货膨胀趋势预计会逐步结束。严格的国内劳动力市场条件也可能防止食品和运输价格大幅下降，从而为通货膨胀创造一个下限。此外，在我们 2012 年风险偏好逐步改善的基线情景下，亚洲经济体的资金流入可能恢复，这可能对资产价格造成进一步上涨压力。因此，我们上调了对整个地区的通货膨胀预测（表 2） - 除印度和印度尼西亚外，我们将台湾上调了 0.4% 同比（增至 1.5% 同比），对中国（从以前 3.3% 同比增至 3.5% 同比）、韩国（从 3.2% 同比增至 3.4% 同比）和新加坡（从 3.0% 同比增至 3.3% 同比）进入了较小幅度调整。

印度尼西亚的通货膨胀预测仍取决于为降低补贴可能油价上涨的时机。这种上涨将造成通货膨胀大幅升高。

政策制定者有降低利率的空间，但将保持谨慎

虽然一些金融机构将选择暂缓调整利率，但我们预计中国、印度、澳大利亚和日本会进一步下调。在中国，这可能采取进一步降低存款准备金率（RRR）的形式，并可能将利率降低 25-50 基点，特别是在外部环境未能改善的情况下。我们预计在未来 1-2 个季度内，印度将再次降低利率 50 基点，澳大利亚降低 25 基点。

同时，我们排除了以前预计的其它国家可能进行的利率下调（表 4），因为我们预计政策制定者会为全球情况恶化保留空间。在韩国，其家庭债务很高，在我们目前基线情景下，尽管鉴于出口走弱以及 4 月份高于预期的通货膨胀降幅（降至 2.5% 同比），利率下降的可能性越来越大，但我们预计政策会暂缓。在泰国和马来西亚，当局的重点是控制通货膨胀，我们目前预计两国的政策会暂缓。马来西亚公布了 2011 年好于预期的增长率，而泰国预计会在从去年洪灾恢复的过程中公布 2012 年稳步增长。在台湾，越来越大的通货膨胀压力以及 2012 年好于预期的开端也使政策制定者暂缓调整利率。

由于通货膨胀在 2012 年底升高的可能性增大，特别是以前推迟的油价上涨最终会实现，我们预计印度尼西亚将在年底开始（从目前 5.75% 水平）提高利率。

货币可能在 2012 年下半年反弹前短期内弱化

亚洲货币在 2012 年初走强，此后在一定程度上有所减弱。我们预计，在随着全球反弹而逐步升值之前，大多数亚洲外汇将在今年下半年前贬值。日元是一个例外，我们预计日元将在今

年内贬值（表 3）。鉴于其近期走弱，一些货币，如卢比，将受到密切关注，由于政策利率预计会进一步下降，这些货币仍有贬值的风险。关于人民币，它在总体上是亚洲最受关注的货币，尽管期货汇率价格不会进一步升高，但我们预计人民币今年会进一步升值约 3%，因为我们认为，向消费型经济的计划转变将使货币走强。

4. 前景下滑风险

作为最近几个季度的持续主题，由于全球环境的不确定性，下滑风险仍笼罩着经济前景，特别是欧洲。即使下滑风险不会实现，且我们的外部基线情景保持不变，但我们预计，亚洲在今年剩余时间内仍有可能不出现反弹。国内需求可能不像我们预期那样强劲，较高油价的影响对增长的削弱幅度可能比我们目前的预期更大。

前景面临的^{最大}风险是不稳定的全球环境。虽然到目前为止，地区对财政压力和欧洲经济下滑保持弹性，但如果爆发更严重的危机，或者中国增长势头的下滑风险成为现实，则亚洲经济体的增长降幅可能比我们基线情景的预期更大。地区较小的出口导向型经济体将因外部需求减弱而变得更加脆弱。

出口减弱可能对国内需求造成更大影响的风险依然存在。这方面的证据已在多个国家显现，如在韩国，地区信贷增长减缓可能预示着国内需求进一步减弱。尽管印度增长减缓是未来几个月需要关注的一个持续忧虑，但地区较大经济体应更具有弹性。

另一个重要风险是不断上涨的油价，特别是鉴于中东局势紧张造成的供应中断。超出我们目前基线情景的油价猛涨将造成亚洲能源依赖型经济体增长率在一定程度上下降，特别是新加坡、香港、印度以及较小程度的韩国和台湾。通货膨胀率也会相应提高，并会抑制应对震荡的货币宽松空间。

整个亚洲的地缘政治风险仍值得关注。如果爆发，则中国南海领土争端以及朝鲜与韩国之间的持续紧张可能会削弱信心。

具体国家的不确定性与今年底韩国总统大选、中国较大幅度下滑的持久风险以及印度宏观不稳定和增长减缓有关。在中国，尽管我们仍认为领导人将顺利换届，但今年底及2013年初的政权交接比预期更加动荡。

5. 图表

表1
宏观预测: 国内生产总值

(增长率%同比)	2009	2010	2011	2012 (F)	2013 (未)
美国	-3.5	3.0	1.7	2.3	2.2
欧洲货币联盟	-4.2	1.8	1.6	-0.2	0.9
亚太	4.2	8.1	5.7	5.7	6.1
澳大利亚	1.5	2.4	1.8	3.1	3.4
日本	-5.5	4.4	-0.4	1.9	1.4
中国	9.2	10.4	9.2	8.3	8.7
香港	-2.7	7.0	5.0	2.9	4.3
印度	9.1	8.8	7.1	6.8	7.4
印尼	4.6	6.1	6.5	6.1	6.4
韩国	0.3	6.2	3.6	2.9	4.0
马来西亚	-1.6	7.2	5.1	4.2	5.1
菲律宾	1.1	7.6	3.7	3.7	4.7
新加坡	-0.8	14.5	4.9	2.6	4.7
台湾	-1.9	10.8	4.0	3.2	4.5
泰国	-2.3	7.8	0.1	4.5	5.2
越南	5.3	6.8	5.9	5.9	7.2
亚洲除中国	1.0	6.7	3.4	4.1	4.4
世界	-0.6	5.1	3.9	3.6	4.0

来源: CEIC 及 BBVA Research

表2
宏观预测: 通胀(平均)

(增长率%同比)	2009	2010	2011	2012 (F)	2013 (未)
美国	-0.3	1.6	3.2	2.5	2.3
欧洲货币联盟	0.3	1.6	2.7	2.4	1.5
亚太	0.3	3.6	4.8	3.5	3.5
澳大利亚	1.8	2.8	3.4	2.7	2.8
日本	-1.4	-0.7	-0.3	-0.1	0.2
中国	-0.8	3.3	5.4	3.5	3.8
香港	0.6	2.3	5.3	4.7	3.6
印度	2.4	9.6	9.4	6.9	6.0
印尼	4.8	5.1	5.4	5.4	5.5
韩国	2.8	3.0	4.0	3.4	3.6
马来西亚	0.6	1.7	3.2	2.5	2.5
菲律宾	3.2	3.8	4.4	3.9	4.2
新加坡	0.6	2.8	5.2	3.3	3.6
台湾	-0.9	1.0	1.4	1.5	1.5
泰国	-0.8	3.3	3.8	3.7	3.0
越南	6.9	10.0	18.1	12.3	8.8
亚洲除中国	1.0	3.7	4.3	3.4	3.2
世界	2.2	3.0	5.1	4.4	4.0

来源: CEIC 及 BBVA Research

表 3
宏观预测: 汇率 (其终)

		2009	2010	2011	2012 (末)	2013 (末)
美国*	欧元/美元	0.72	0.76	0.72	0.78	0.77
欧盟*	美元/欧元	1.39	1.33	1.39	1.28	1.30
澳大利亚	美元/澳元	0.90	1.02	1.02	1.06	1.10
日本	日元/美元	92.1	81.1	76.9	84.0	88.0
中国	人民币/美元	6.83	6.61	6.30	6.12	5.81
香港	港币/美元	7.75	7.77	7.77	7.80	7.80
印度	卢比/美元	46.60	44.71	53.06	49.00	47.00
印尼	印尼盾/美元	9395	8996	9069	9050	9000
韩国	韩元/美元	1166	1126	1152	1100	1050
马来西亚	林吉特/美元	3.52	3.06	3.17	3.05	2.90
菲律宾	比索/美元	46.8	43.8	43.80	43.00	43.00
新加坡	新币/美元	1.40	1.28	1.30	1.23	1.19
台湾	台币/美元	32.3	29.3	30.28	30.20	29.60
泰国	泰铢/美元	33.3	30.1	31.55	30.50	30.50
越南	越南盾/美元	17942	19498	21034	21500	22000

来源: CEIC 及 BBVA Research

* 美国及欧盟汇率代表每期平均, 其他全部为其终

表 4
宏观预测: 政策利率(其终)

(%)	现值	2010	2011	2012 (F)	2013 (末)
美国*	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
欧盟*	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
澳大利亚	3.75	4.75	4.25	3.50	4.50
日本	0.10	0.10	0.10	0.10	0.25
中国	6.56	5.81	6.56	6.06	6.56
香港	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
印度	8.00	6.25	8.50	7.50	6.50
印尼	5.75	6.50	6.00	6.00	6.25
韩国	3.25	2.50	3.25	3.25	3.25
马来西亚	3.00	2.75	3.00	3.00	3.00
菲律宾	4.00	4.00	4.50	4.00	4.00
新加坡	0.45	0.48	0.45	0.40	0.40
台湾	1.88	1.625	1.875	1.88	2.38
泰国	3.00	2.00	3.25	3.25	3.50
越南	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00

来源: CEIC 及 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、撤回投资的邀约、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.

此报告由新兴市场组亚洲单位提供

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

William Fitchett
William.fitchett@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

Latam Coordination
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Peru
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@bbva.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
arubio@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 (i)
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.rodriiguez@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