

经济展望

亚洲

2012 年第三季度
经济分析

- 全球经济增长的前景在很大程度上取决于欧洲和美国及时的政策执行情况。2012年上半年经济状况恶化之后，我们预计2013年全球经济状况将会略有回升。
- 由于上半年经济疲软且全球经济复苏延迟，我们正在下调亚洲经济增长预测值。此外，外部需求放缓正在波及到国内经济活动，恶化了经济增长失去动力背后的内部因素，尤其是在印度和中国。
- 由于财政和货币政策的支持及改善的全球环境所带来的影响，我们预测第四季度经济增长会回升。通货膨胀率下降在未来几个月内会进一步促进货币政策的放宽。
- 经济前景面临的风险严重呈下降趋势。尤其是，如果金融紧张局势在欧洲加剧，亚洲的负面影响会通过贸易和金融渠道进行传播，而政策支持会提供一定的缓解作用。

索引

1. 如不采取政策措施，全球增长放缓会加剧	4
2. 亚洲经济增长放缓对欧盟的影响	6
框1：印度：随着经济增长，放缓处于十字线	11
框2：地区性银行对欧洲银行去杠杆化的抵消	12
3. 根据较弱的外部环境做出的较低的增长预测	16
4. 前景的下行风险	18
5. 表格	19

概要

由于疲软的外部环境而带来的压力，亚洲经济增长正在放缓。由于该地区强劲的基本面因素和国内需求，经济增长相对更有弹性。由于外部经济状况疲软，加上在某些情况下国内的某些因素，使得第二季度表现低于预期。此外，由于欧洲危机加剧，2012年第四季度经济增长好转的可能性进一步减弱。由于欧洲市场疲软和美国迟缓的经济复苏造成的外部环境的不确定性，经济前景面临的风险呈下降趋势。

由于出口增长放缓和国内需求疲软，第二季度指标弱于预期。在该地区较大的经济体中，印度和中国经济减缓尤其引人注目，前者与结构性改革国内政策执行的不统一性有很大关系，后者与先前的紧缩政策有一定的关系。该地区更加开放的经济体，尤其是北亚地区，经济增长也明显放缓。相比之下，东南亚经济体的增长，尤其是印度尼西亚的增长，持续相对较好。

随着通胀缓和，政策制定者们加速了货币政策的放宽，以应对外部阻力。尽管在一些国家，如印度和新加坡，整体通胀依然较高，由于需求压力缓和且商品价格松动，价格压力缓和大于预期。因此，通胀在官方目标范围之内或低于此目标范围。相应地，中国、印度、韩国、澳大利亚和菲律宾的中央银行在最近几个月中调低利率方面比先前预计的积极性更大。

鉴于上半年经济疲软且全球经济复苏延迟，我们正在下调2012年和2013年经济增长预测值。对于亚太地区，我们新的增长预测为2012年同比5.4%（先前年同比5.7%），2013年同比5.8%（先前年同比6.1%）。由于出口减弱且投资缓慢，中国和印度对增长均做出重大下调，分别下调为7.8%、5.6%。还有一些上调的情况，即日本、菲律宾和泰国做出了上调，因为第一季度这几个国家的增长强于预期。

由于欧洲的金融紧张局势仍然很高，风险呈下降趋势。进一步恶化的欧元危机会通过贸易和金融渠道对亚洲地区的经济增长产生显著的影响。由于国内多种因素的存在，印度和中国增长进一步放缓也存在一定的风险。即使在我们当前的基线下，在一些国家中已经明显显现对国内需求产生的负面影响会加剧该地区的经济增长放缓，进一步的政策支持会起到一定缓解作用。

为扩大内需并应对这些风险，政策刺激措施可能会持续下去。我们预计中国、印度、韩国和澳大利亚会进一步采取货币宽松政策。台湾和菲律宾采取宽松措施的前景也在提高。如果经济增长形势恶化，大多数国家均有余地采取额外的措施，虽然在印度和日本这样的余地受到限制，由于这些国家存在巨额赤字和债务负担，而财政政策一般都是具有支持性的。额外财政刺激措施的可能性在中国是最高的，中国已经采取措施，来加快基础设施建设支出和社会住房建设。

货币市场的前景高度依赖于外部环境的演变。在短期内，亚洲货币市场可能会受到全球风险厌恶情绪的较大影响，如果人们对欧洲危机的解决感到失望，这种情绪可能会增加。由于中国外部发展前景暗淡且增长放缓，我们预计2012年人民币兑美元将会升值。如果按预计的那样欧洲的金融紧张形势到年底得到缓解，区域货币应该会出现好的反弹。

1、如不采取果断的政策措施，增长放缓会加剧

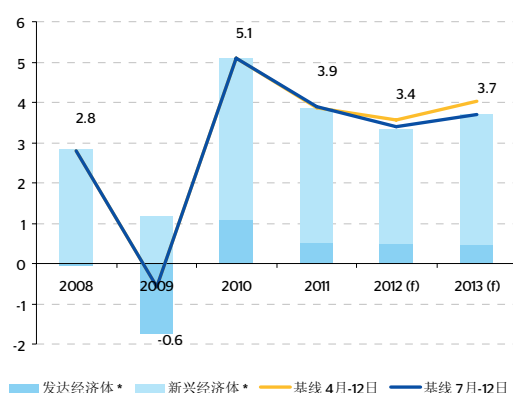
我们在了解亚洲情况之前，先看一下《全球展望》。读者也可以翻到第 6 页直接进入亚洲章节。

只有在实施关键政策的情况下全球经济增长才能改善

2012 年上半年全球经济状况恶化之后，我们预计 2013 年经济状况将会略有回升，但这取决于经济政策的执行情况。我们预计 2012 -2013 年全球 GDP 增长率约为 3.5%，前提是实施了一些全球性政策措施。其中有些政策已经宣布或批准，但等待执行；其它的政策还待通过。需要采取一些政策措施，以防止欧洲金融状况进一步恶化，防止美国财政剧烈调整，并防止新兴经济体的增长放缓。

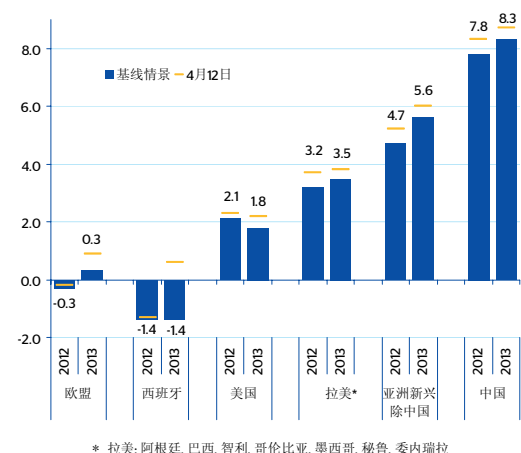
在 6 月份政策峰会上，欧元区领导人就加强货币联盟达成了数项重要协议，包括在欧元区统一的银行监管、有关银行和财政问题的意义深远的计划以及增长配套措施。然而，还必须使用金融援助机制，以确保金融稳定（即欧洲金融稳定机制（EFSF）和欧洲稳定机制（ESM）），以防止金融“意外事件”。在美国需要签署一项协议，以防止从 2013 年初开始生效的自动削减支出和减税措施到期。这样的一个“财政悬崖”会推动美国经济重新陷入衰退。总统竞选活动使得这样的协议难以在大选之前签署。

图表 1
2013 年全球 GDP 增长 (%) 回升



来源: BBVA Research

图表 2
新兴市场引领 GDP 增长 (%)



* 拉美: 阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 墨西哥, 秘鲁, 委内瑞拉

来源: BBVA Research

与此同时，在有余地实施经济刺激政策的新兴经济体中，需要采取一些措施，以支持国内需求，并减轻外部经济放缓带来的影响。此外，由于欧元区危机起伏不定以及美联储新一轮的量化宽松前景，资本流入的波动性可能会增加。

如果不能增强市场信心，就有可能拖延欧元危机

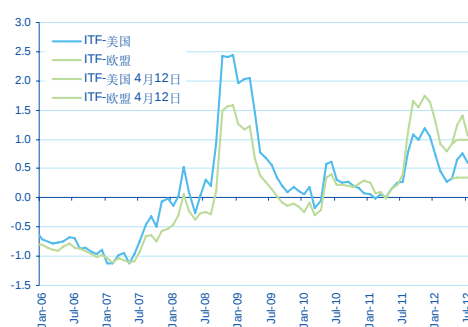
当前经济状况的主要不确定性是在加强欧盟治理的努力开始之前经济状况会进一步恶化。如果已经做出的决定能够有力和迅速执行，应当可以解决问题。这些措施旨在消除西班牙主权银行反馈循环中新出现的风险，在一级和二级市场购买债券时通过积极利用欧洲金融稳定机制（EFSF）/ 欧洲稳定机制（ESM）稳定欧元区金融市场。最近在西班牙采取的控制赤字的政策措施以及欧洲央行行长表明的强烈支持的立场有助于缓和紧张局势。

总之，由于欧元区持续存在金融压力以及全球经济信心恶化，我们对 3 个月前的预测进行了下调。我们新的预测情景指出 2012-2013 年欧元区处于停滞时期。鉴于由于某些国家正在考虑国内政策有可能已经通过措施的实施过于缓慢，风险将向下行发展。

欧元区解体的风险，虽然在我们看来只是一个尾事件，正在引发欧元区资金流断裂并阻碍资金进入与欧元区其他国家存在净债务的经济体。快速实施金融援助机制和争取欧洲央行的资金是消除欧元区解体风险的关键。最后，采取必要的措施将意味着以责任分担（债务共担）的某种形式将国家主权转让给欧洲机构。如果挑战应对的令人满意，2012 年下半年全球经济增长应当可以逐步获得动力。

在美国的情况下，我们对 2012 年及之后前景预测进行下调是由于 2012 年上半年令人失望的增长数字及来自欧元区的金融压力的影响。我们预计新兴经济体很可能是 2013 年全球 GDP 增长轻微加快的主要动力。在拉丁美洲，尽管对 3 个月前的经济增长预测进行了普遍下调，但对墨西哥的预测（2012 年和 2013 年分别为 3.7% 和 3.0%）保持不变，这是由于 2012 年上半年乐观的活动数据、国内市场持续有利的融资条件以及竞争力的提高。在巴西，由于外部环境的影响以及诸如信贷市场发展放缓和丧失竞争力等国内问题，对于经济增长的预测进行了较大的下调（从 2012 年的 3.3% 下调至 2.2%）。

图表 3
金融压力指标，BBVA Research (*)



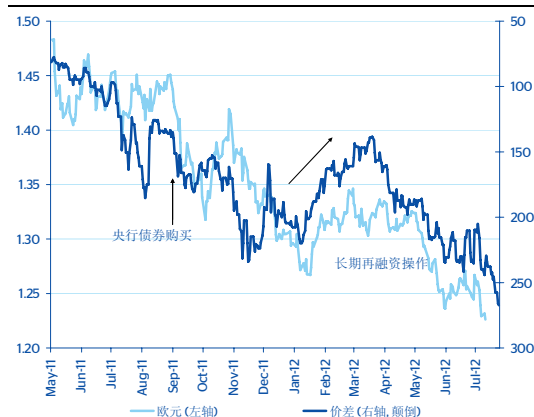
来源: BBVA Research and EPFR
(*)跟踪一系列金融变量趋势，包括股市的波动性，利率和汇率，主权和企业信用风险和流动资金紧张情况。来源: BBVA Research

对亚洲来说，今年上半年中国经济增长放缓超过预期。根据减弱的全球前景，我们相应地对 2012-2013 年的预测进行了下调。然而，支持经济增长的货币和财政措施应当会促进中国增长的回升，2013 年将上升到 8.3%，比 2012 年高出半个百分点。在亚洲其他国家也有余地采取支持经济增长的政策刺激措施。然而，存在一些下行风险，包括外部需求更严重的恶化以及国内金融脆弱性加剧的中国经济持续放缓。

改变发达和新兴市场的风险看法

在预测期（2012-2013 年）风险预测更侧重于发达经济体，尤其是欧元区。新兴经济体有更多的余地来实施财政和货币政策，而且总体而言，其累积失衡较低。从欧洲到美国和新兴市场（包括拉丁美洲市场）的资本流动不断增加。自 5 月底以来，市场开始定价时，美国经济失去发展势头，传统上看作是无风险的主权资产（即美国 and 德国）的债券收益率降至历史低位。对欧元区达成快速解决方案能力的疑虑消除已刻不容缓，但这种情景的可持续性存在风险。

图表 4
美元-欧元及西班牙和意大利风险溢价
平均价差对比 10 年期 Bund; 2011 年 1 月 1 日指标=100



来源: BBVA Research and EPFR

2. 亚洲经济增长放缓对欧盟的影响

通过2012年的中间点之后，亚洲经济增长放缓出现了一些减弱的迹象。第二季度增长持续放缓(图表5)，主要是由于上述不确定的全球环境造成外部需求进一步疲软。而这种情况反过来不断打击着消费者和企业的信心，连带影响到国内消费和投资。由于有强劲的经济基本面因素和不断增长的区域内贸易活动，该地区经济增长仍然相对有弹性，政策制定者们适当地加强了刺激举措，以应对外部的疲软状况。

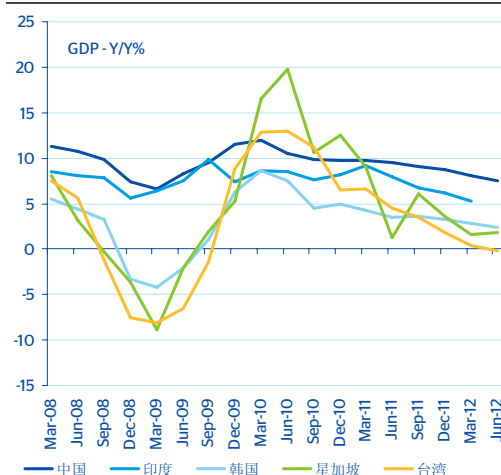
除了外部发展前景之外，投资者和政策制定者们正密切关注该地区较大经济体（尤其是中国和印度）的经济放缓问题。第二季度中国公布了2009年以来最低的季度增长率，年同比7.6%（季度同比1.8%），因为出口和国内需求均减弱。印度的经济增长在第一季度下降至年同比5.3%，这是近十年中最低的增长率，它是由于政策改革步伐缓慢导致私人消费疲软和投资环境恶化引起的（见11页方框栏1）。相比之下，由于强劲的国内需求和外国直接投资流入，印度尼西亚的增长仍然保持强劲，第二季度增长至年同比6.4%，尽管出口增长放缓。

正如预料的那样，该地区更加开放经济体的增长放缓更为明显。例如，在韩国（年同比2.4%）和新加坡（年同比1.9%），第二季度GDP增长仍远低于增长趋势。与此同时，该地区的商品出口商感到了外部需求减弱和商品价格走低带来的影响：近几个月中印度尼西亚的贸易收支转为逆差，与澳大利亚的增长趋势相类似（图表6）。

随着增长放缓和今年早些时候商品价格从高位降下来（尽管由于全球天气条件的变化引起软性商品的价格近期有所上涨），通货膨胀已经减弱。这使得政策制定者们将注意力转向了支持经济增长。中国、印度和澳大利亚在第二季度均削减了其政策利率，而在7月份韩国自2009年以来首次削减利率，菲律宾将其利率降至历史低点3.75%。同时，减弱的出口和资本流入导致货币升值放缓，甚至逆转转为贬值，最引人注目的是中国的人民币。与此同时，许多国家（包括中国和韩国）均加紧财政刺激措施的实施。由于我们预料经济增长仍将保持疲弱，至少到2012年的第四季度，更多的宽松政策可能在未来几个月里推出。

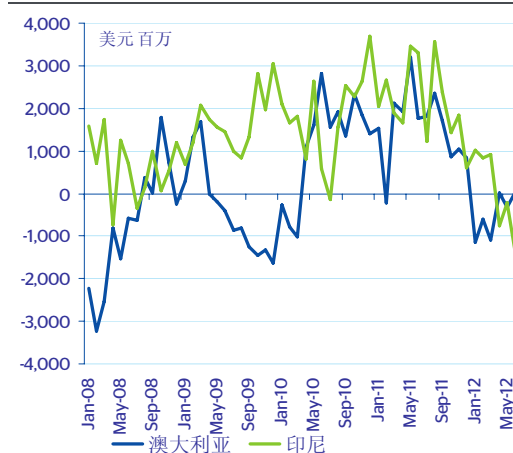
加剧的全球风险厌恶情绪和疲软的金融市场条件使得某些国家正加快资本账户自由化计划。值得注意的是，中国已经扩大了人民币外来投资的合格境外机构投资者（QFII）计划，当局已经向某些外国投资者（包括中央银行）开放国内银行间债券市场。与此同时，中国非金融类对外直接投资继续快速增长，2012年上半年几乎增长年同比50%。在5月和6月印度宣布了几项措施，进一步开放外商投资的金融账目，在贸易方面中国、韩国和日本5月宣布将在今年下半年开始自由贸易协定谈判。

图表 5
在全球逆风下亚洲GDP增长正在放缓



来源: CEC 和 BBVA Research

图表 6
贸易赤字



来源: CEIC 和 BBVA Research

亚洲经济增长势头放缓快于预期...

自5月份我们发布上一季度经济展望以来，欧洲危机对外部需求的影响引起了亚洲经济增长势头减缓快于原先的预期。尤其是，疲软的外部条件波及到了国内需求。

第二季度中国GDP增长（年同比7.6%）和韩国GDP增长（年同比2.4%）持续减缓，增长低于先前的预期。新加坡年同比稍有增长（自第一季度的1.4%增长至年同比1.9%），但由于出口疲弱，环比萎缩（季度同比-1.1%）。疲软的结果和外部需求迅速复苏前景降低使政策制定者降低了官方经济增长预测，如印度尼西亚从6.3%-6.7%降至6.1%-6.5%，韩国从3.5%降至3.0%。

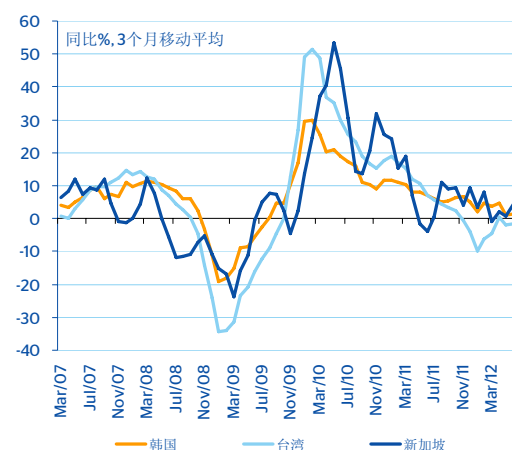
在近来工业生产趋势方面减缓尤其明显（图表7），主要制造中心年同比增长大幅下降，如韩国（年同比1.5%）、台湾（年同比-1.5%）和新加坡（年同比4.5%）。最近日本的工业生产动摇不定，即使该国从去年的地震有所复苏。新加坡工业生产不稳定，自今年年初以来6月份显著增长（年同比7.6%），但由于较弱的外部环境，预计在未来几个月中生产增长仍然保持低迷。同时，制造业采购经理人指数（PMI）也呈下降趋势（图表8）。自1月份以来，由于新出口订单疲软，6月份韩国PMI（49.4）首次降到50扩张/收缩的盈亏平衡点以下，而由于对需求的担忧，7月份澳大利亚PMI下降了6.9个点，降至40.3。

...但由于有区域内贸易和国内需求，仍然保持有弹性

然而，鉴于外部环境疲软的严重性，亚洲经济体的恢复力人印象深刻。正如在我们先前的季度展望中所指出的那样，有一个因素是区域内贸易（占总贸易中65%左右）以及与拉丁美洲和非洲等其他新兴市场贸易的不断增长（占总贸易中15%左右），支持了经济增长（图表9和10）。虽然亚洲出口商仍然高度依赖中国的需求，主要还是与销往美国和欧盟海外市场的出口产品生产的投入有关的，随着时间的推移，向东盟经济体的出口份额有所增加。例如，自2007年以来韩国的高端生产者向东盟的出口份额从11%提高到14.5%。菲律宾也是如此，在过去四年中其出口额增加了，送往其他东盟国家的货物贸易份额从8%上升到22.5%。

图表 7

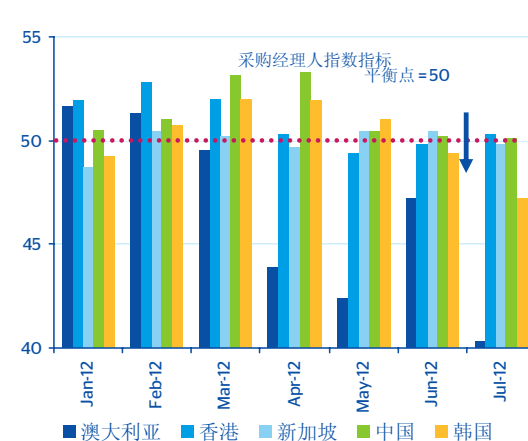
随着出口下降，工业生产减弱了 ...



来源: CEC 和 BBVA Research

图表 8

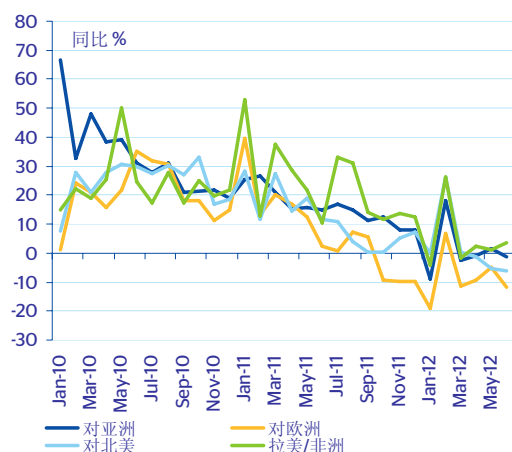
...PMI 显示前景依然受到抑制



来源: CEIC 和 BBVA Research

图表 9

尽管欧洲和美国的需求有所减弱，与新兴市场之间的贸易一直有弹性

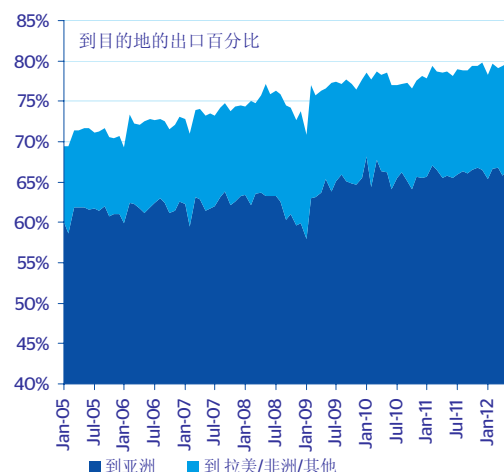


来源: CEIC 和 BBVA Research

*数据包括香港、韩国、新加坡和台湾

图表 10

新兴市场反映了亚洲出口份额不断增加



来源: CEIC 和 BBVA Research

*数据包括香港、韩国、新加坡和台湾

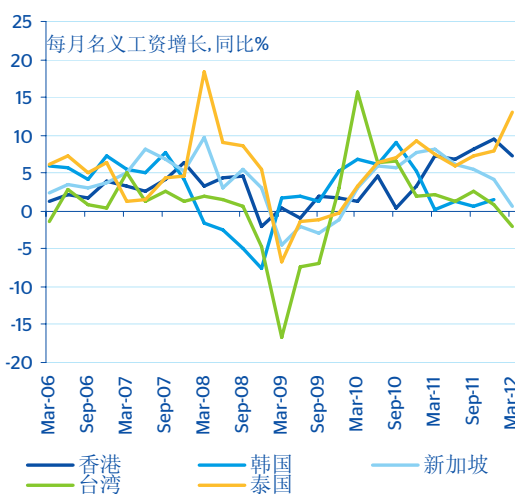
今年这些趋势尤为明显，因为与欧盟、美国、甚至与中国的贸易额均已下跌。对韩国而言，截止到6月份向东盟出口增长年同比20.2%，即使向欧盟、美国和中国的出口均减少。对台湾来说，台湾尤其感受到中国和美国对机械和电子产品（这两项产品占其出口的48%）需求减弱所带来的影响，年初至今向东盟、澳大利亚和日本的出口增长一直良好。

区域内对马来西亚和泰国生产国商品的需求也保持有弹性。事实上，5月份马来西亚和泰国向东盟出口急剧增长，分别增长了年同比16.4%和12.6%。这一点对这两个国家来说均很重要，因为向东盟的出口份额从历史上看一直保持在25%以上，马来西亚和泰国与台湾和韩国相比而言，这给前者更多的缓解作用。然而，从总体来看，区域内贸易的加强还不足以完全弥补欧洲和美国需求下降带来的影响。

支持亚洲经济体相对弹性的另一个因素是强劲的劳动力市场。近来工资增长广泛减缓（图表11），但最近几年稳定的工资增长和紧俏的劳动力市场（图表12）有助于维持国内消费和国内总需求（图表13）。

图表 11

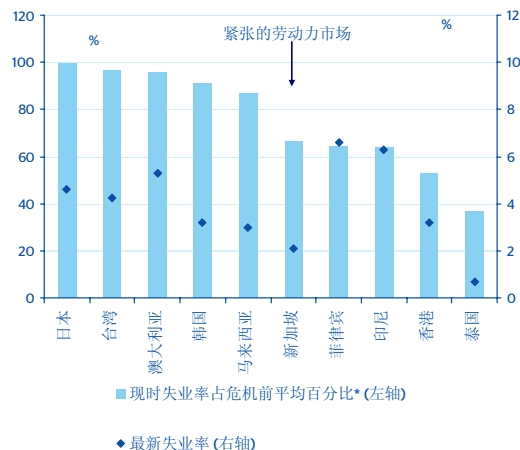
名义工资增长已经放缓...



来源: CEIC 和 BBVA Research

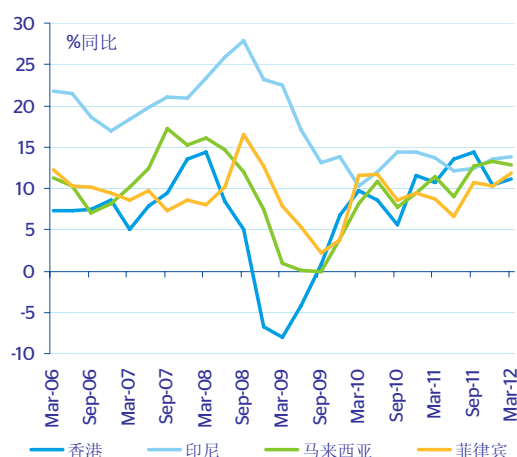
图表 12

...尽管紧俏的劳动力市场...



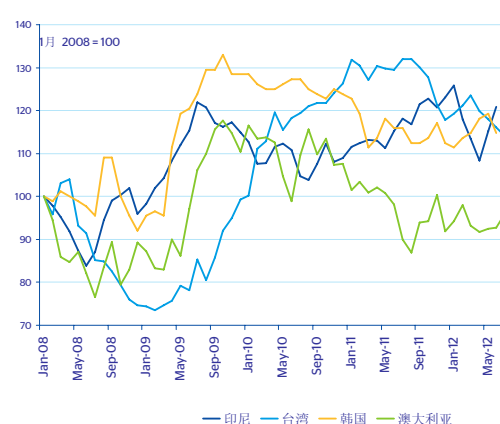
来源: CEIC 和 BBVA Research

图表 13
...持续支持最终国内需求...



来源: CEIC 和 BBVA Research

图表 14
...尽管减弱的消费者信心使前景阴云密布



来源: CEIC 和 BBVA Research

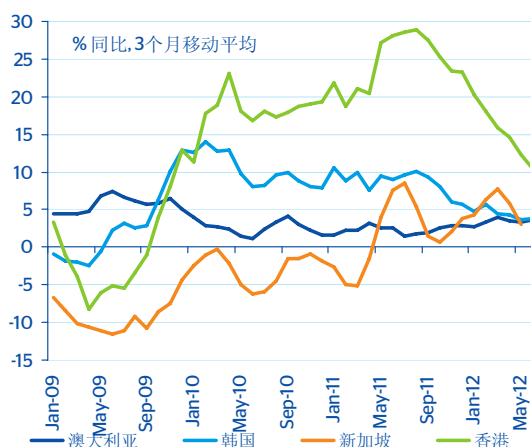
由于消费者信心减弱（图表14），国内需求现在正面临压力，尽管整个地区存在某些不一致性。一方面，澳大利亚1月至5月期间就业数据强劲，6月份零售销售额连续第六个月攀升。由于日本政府的激励措施促进了汽车销售及持续重建支出产生的积极影响，日本的零售销售额5月份意外增长（年同比+3.6%），6月份又增长年同比0.2%。然而，在更加开放的经济体，如在新加坡和韩国的零售销售额已迅速下滑（图表15）。韩国顶级百货商店和折扣商店的销售额6月份萎缩，年同比分别为-2.0%和-7.2%。与此同时，印度尼西亚的零售销售额也放缓了（从4月份的年同比11.7%降至5月份的年同比8.0%），尽管消费者信心保持强劲。投资也有所放缓，尤其是在中国和印度，虽然印度尼西亚和菲律宾的投资仍然强劲。

经常账户盈余在缩小

有一定弹性的国内需求和放缓的出口导致经常账户盈余缩小。对于该地区大部分国家而言，如在中国，结构性盈余已经过高，盈余缩小对修正全球失衡和增长转向依赖国内需求是有益的。然而，在少数情况下，不断扩大的经常账户赤字可能导致问题。在印度，经常账户赤字从2011年财政年度GDP的-2.7%扩大到2012年财政年度的-4.5%，对货币的下调压力是一个关注的问题。6月份出口额年同比下降-5.5%，希望能够实现疲软卢比促进印度出口的预期。

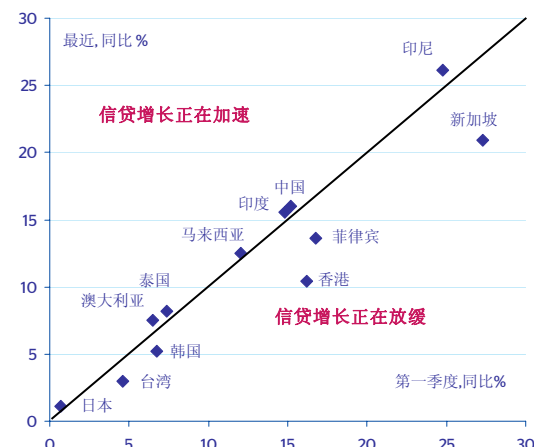
由于外部需求疲弱和商品价格下降，印度尼西亚的经常账户最近也受到压力，该国6月份出口额显著下降（年同比-16.4%）。尽管经济基本因素良好且增长势头强劲，这些因素导致自2010年7月以来首次贸易赤字。如同在印度一样，近期印度尼西亚出现货币疲软，迫使中央银行进行干预，以阻止印尼盾的波动，从而减少了印度尼西亚的外汇储备。

图表 15
在更加开放的经济体零售销售额呈现下降趋势



来源: CEIC 和 BBVA Research

图表 16
在主要金融中心香港和新加坡信贷增长放缓速度最快



来源: CEIC 和 BBVA Research

到目前为止欧元危机对区域信贷趋势仅有轻微的影响

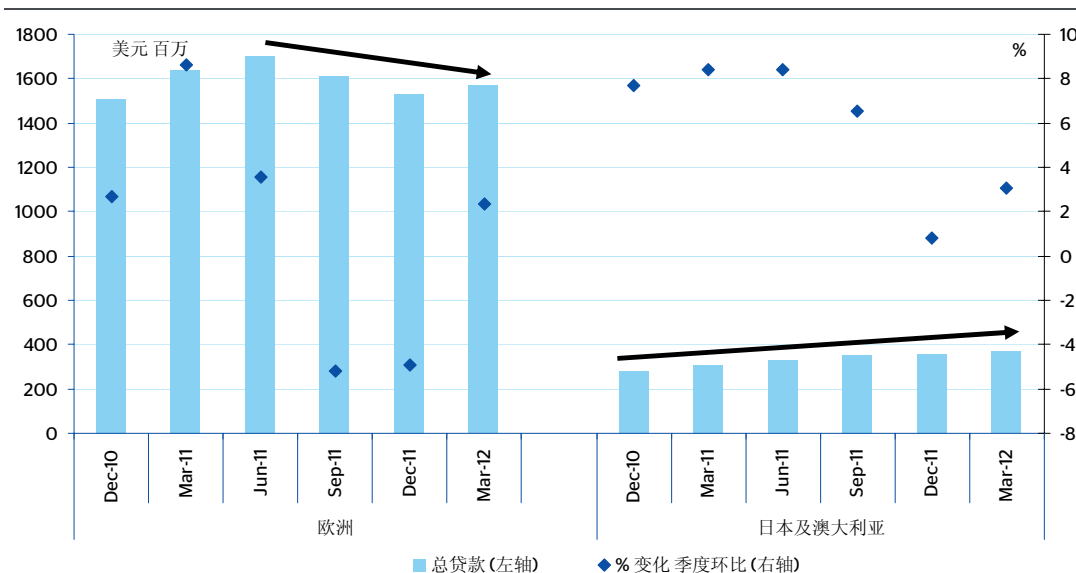
根据国际清算银行（BIS）最新数据(图表17)，贷款给亚洲的欧洲银行第一季度上升，尽管上升可能反映出季节波动性（从历史上看，银行通常在一年当中的第一季度加快放款）。然而，尽管有相继性积极趋势，自去年6月以来亚洲从欧洲银行获得的信贷明显下降（-7.7%，见第12页方框栏2）。受到这种去杠杆化作用影响最大的国家包括韩国（年同比-11.5%）、台湾（年同比-32.2%）及澳大利亚（年同比-17.5%）。

重要的是，地区性银行，尤其是日本和澳大利亚银行，由于其流动资产依然充足，采取了措施，阻止了总体信贷增长显著放缓。

然而，该地区整体贷款趋势较为复杂，在主要金融中心香港和新加坡年同比减缓最快，菲律宾也是如此（图表16）。从某种程度上说，鉴于先前过高的信贷增长率，放缓是受欢迎的。同时，在其他国家，如印度尼西亚（5月份年同比26.1%）和马来西亚（5月份年同比12.5%）信贷增长仍然很高，预计在短期内这种趋势将持续下去。同样，中国的信贷增长出现回升迹象，因为当局放宽了支持经济增长的金融条件。

图表 17

第一季度欧洲贷款略有反弹，而区域贷款继续扩大



来源: BIS 和 BBVA Research

框 1：印度：随着经济增长，放缓处于十字线

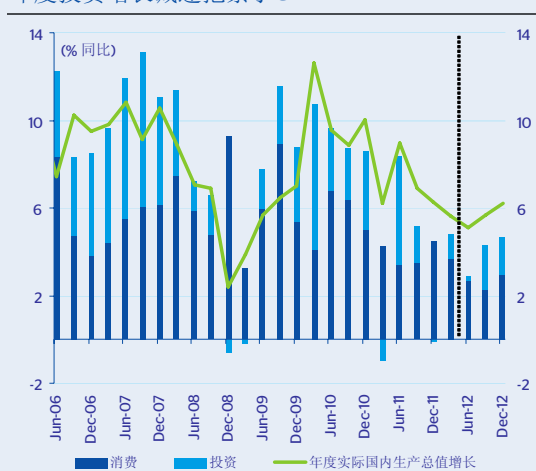
在该地区较大的经济体中，印度经济经历了最严重的放缓。经常账户和财政账户赤字削弱了投资者的信心，加上全球逆风，导致印度增长势头减缓。第一季度GDP增长是9年来最低的(年同比5.3%)，这是由于服务业增长减缓和制造业活动萎缩所致。服务业产值在印度GDP中占约60%，在第二季度获得了力量。农业增长同样令人失望。此外，投资环境恶化，粮食价格上涨，以及基础设施瓶颈(最近停电)等均对消费者和企业信心产生了负面影响。

投资增长大幅减速(图表18)是印度经济增长放缓的主要因素。虽然已在最近几个月中采取了步骤进行改革，以促进投资和吸引外资，但步伐过于缓慢。发电、采矿业、制造业、土地收购等领域也需要改革。自2011年11月以来，措施了几项政策措施，以加强外国投资流入，例如，7月初印度储备银行(RBI)提高了境外机构投资者在政府债务和基础设施借贷方面的限额。然而，这些措施通常低于市场预期。

鉴于第一季度以来大多数实际经济活动指标相继放缓，有可能在第二季度印度的经济增长会更低，尤其是考虑到弱季风季节正常雨量偏低。

幸运的是，石油价格急剧下跌和黄金需求降低有可能阻止经常账户赤字上升。关于资本账户，虽然近几个月来外国机构投资者投资回升，但由于国内政策实施延迟，外国直接投资流入放缓仍令人担忧。我们预计印度储备银行和财政部将继续采取进一步的措施，以提高资金流入，包括推出允许发行美元债券和美元互换额度方面的新规定。疲软的卢比可能最终会促进出口，帮助印度恢复其增长势头，虽然这将在很大程度上取决于外部环境。

图表 18
印度投资增长减速拖累了GDP



来源: CEIC 和 BBVA Research

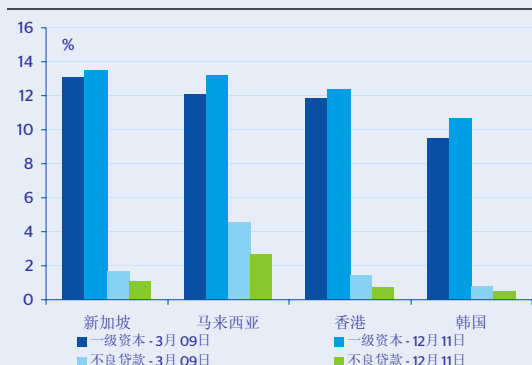
框 2：地区性银行对欧洲银行去杠杆化的抵消

由于主权债务和金融危机仍在困扰欧洲，欧洲银行向亚洲的贷款已经减少。法国和德国银行向亚洲的贷款已连续两个季度下降，仅在第一季度就分别下降年同比-17.2%和-16.0%（最近一段时间可利用国际清算银行的数据）。在亚洲，韩国和台湾也许遭受了最沉重的打击，在第一季度来自欧洲（包括英国）的银行贷款分别减少年同比11.5%和32.2%（韩国从法国的借款年同比下降38.2%）。

然而，在该地区的其它地方，包括日本、新加坡、香港和中国来自欧洲银行的信贷增长保持正值。尤其是中国来自欧洲的贷款持续强劲增长（2012 年第一季度年同比17.2%）。

图 19

总的来说，自金融危机以来区域银行就改善其资产负债表。



来源: CEIC 和 BBVA Research

尽管近期其他欧洲国家有去杠杆化的趋势，香港（占到欧洲向亚洲贷款的一半）的贷款增长仍然相对强劲，2012 年第一季度年同比 4.1%。来自日本银行的贷款更加强劲，今年第一季度向该地区的贷款增长年同比 13.2%。澳大利亚也持续加强了地区内的贷款，在上一个季度中向亚洲每个国家的贷款增长年同比超过 18%。这一情况，加上来自美国的相对强劲的贷款，帮助抵消了某些欧洲银行向该地区贷款的减少。

展望未来，该地区的银行似乎做好准备，以抵御欧洲进一步去杠杆化作用。持久的欧洲危机给区域性银行及其顾客充裕的时间，以便应对。一般来说，亚洲银行的资产负债表依然强劲（图表19）。新加坡（13.5%）、马来西亚（13.2%）、香港（12.4%）、韩国（10.7%）的一级资本水平已经高于巴塞尔协议III要求，而拖欠率很低。

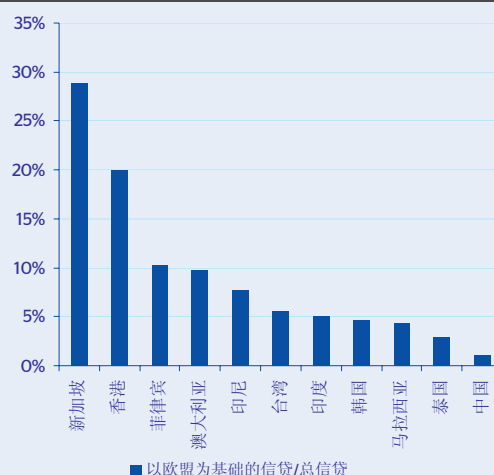
这就是说，香港和新加坡金融中心所受到的影响可能最大，这是由于其从欧洲银行的借贷较高（图表20）。至

于其他地方，虽然印度一半以上的外国银行借款依靠欧洲银行，在信贷总额中这些欧洲贷款数量仅为5%，因此限制了欧洲银行去杠杆化对国内信贷可用性的影响。

到目前为止，从欧洲银行向该地区贷款下降相对于在全球金融危机期间所看到的还算不大。从2008年第二季度的高峰期到2009年第一季度的低谷期，欧洲向亚洲的贷款下降了5470亿美元，而自2011年第二季度近期高位以来欧洲向该地区的贷款仅下降了1020亿美元。亚洲可能会继续看到来自欧洲的进一步去杠杆化作用，但本地银行似乎更愿意抢占市场份额。

图 20

在该地区香港和新加坡对欧洲的信贷风险最高

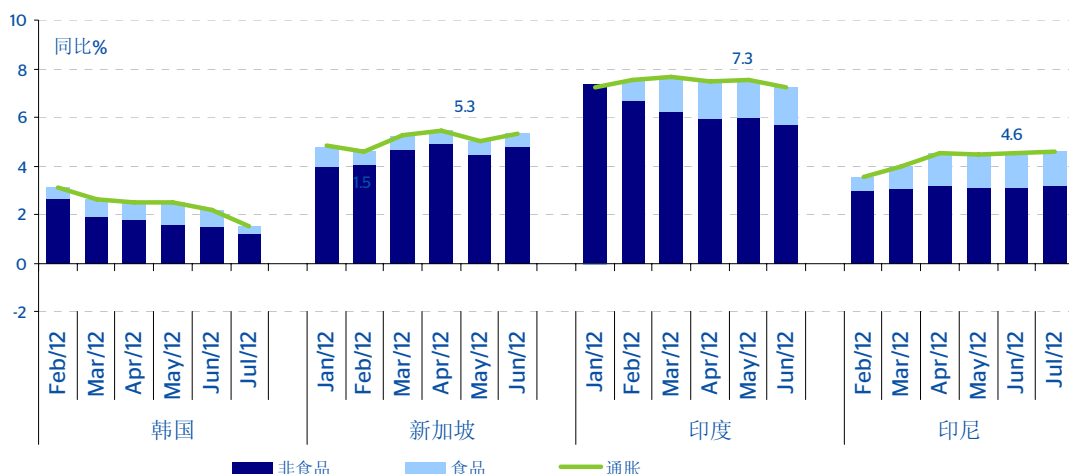


来源: CEIC 和 BBVA Research

*数据不包括英国

图表 21

除了印度和印度尼西亚以外，该地区广泛出现食品价格降低，导致更低的通货膨胀率。



来源: CEIC 和 BBVA Research

由于增长减弱且商品价格走低，通货膨胀已经减弱。

第二季度整个地区通货膨胀率均广泛下降，给政策制定者进一步宽松的余地。然而，有一些例外情况，如印度通货膨胀居高不下（6月份7.3%），新加坡也是如此（6月份年同比5.3%），在这些国家紧俏的劳动力市场及其“避风港”的地位已经对住房和运输成本造成不断增加的压力。印度尼西亚的通货膨胀率在上升（7月份年同比4.6%），主要是由于基数效应及持续的食品价格压力（如印度，见图表21），尽管政策制定者预计今年通货膨胀率将保持在3.5%-5.5%目标范围内。

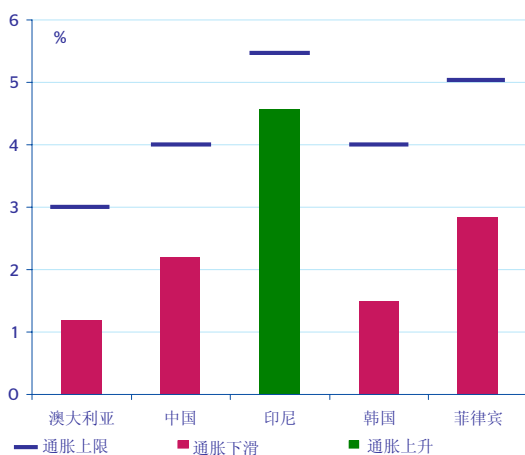
其他几个国家，如澳大利亚和菲律宾，年同比通货膨胀率处于官方目标范围或低于此范围（图表22），主要是由于能源价格下跌和需求压力减少。中国(6月2.2%)、香港(6月年同比3.7%)和韩国(7月1.5%)均从去年的高通胀有了缓解。

日本的通货紧缩环境仍然是一个例外。日本央行一直在寻求按照近期采取的1%目标和资产购买计划引发通货膨胀。正在努力通过策划一定的日元贬值来帮助出口商，由于加剧的全球风险厌恶情绪，日元相对强劲（日元与美元兑换率保持在低于80:1）。

随着第二季度石油价格大幅下降，而且全球增长将保持趋缓，预计在未来几个月中仍然存在价格压力。

图表 22

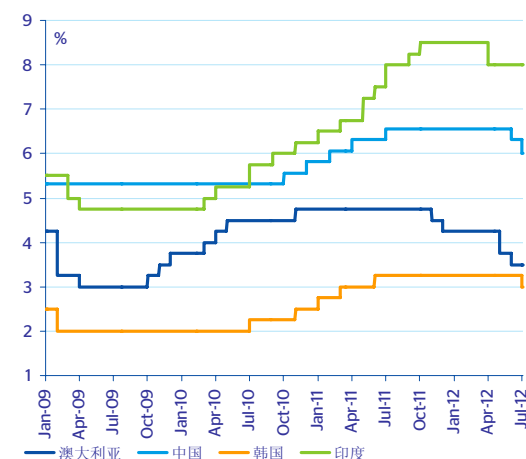
远低于政府上限的通货膨胀率有余地进行进一步的政策支持



来源: CEIC 和 BBVA Research

图表 23

政策制定者已缓解利率以支持经济增长



来源: CEIC 和 BBVA Research

政策制定者们采取财政和货币手段做出反应

近几个月来，亚洲的财政和货币当局调整了其政策，以应对全球经济增长放缓的严重性及其对经济体的影响。因此，政策不断更具扩张性，尤其是在货币政策方面。自3月份以来，印度(50个基点)、澳大利亚(75个基点)、中国(56个基点)、韩国(25个基点)和菲律宾(25个基点)都削减了利率(图表23)，而印度尼西亚和泰国在今年早些时候已经削减了利率。鉴于弱于预期的经济条件和低于预期的通胀，澳大利亚5月1日意外削减了50个基点，并做出努力确保“适当水平的借贷成本”，此举令市场感到惊讶。

印度储备银行4月份做出削减利率50个基点的决定出乎市场意料，因为预料的是削减25个基点。对于中国和韩国，下调利率早于预期，这表明这两国当局正在采取积极的措施，应对恶化的外部条件，对这两个经济体的通胀下降留有了余地。如上所述，日本4月份扩大其资产购买计划，由5万亿日元增至70万亿日元，这标志着自2月起第二轮量化宽松政策的实施。

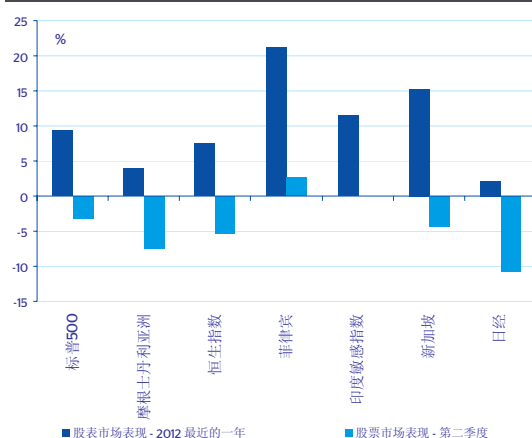
尽管削减名义利率，由于通货膨胀率急剧下降，实际利率现在比去年同期更加积极。利率水平也普遍高于2008 - 2009年期间的低点。因此，有余地按照需要进一步削减，以支持经济增长。

在财政政策方面，低债务-GDP比率允许大多数国家采取扩张性政策。例如，泰国从去年在水灾中恢复得到了重要的扩张性财政政策的支持，包括企业税率从30%下调至23%（计划2013年进一步下调至20%），柴油燃料消费税减少，大米价格干预计划以及对汽车购买者进行的补贴。政府还提高了公务员的工资，曼谷4月份增加了最低工资，明年将扩大到该国其他地区。

马来西亚制定了几项措施来增加今年的支出，包括提高公务员的工资，给低收入家庭和农民现金补助（总计约720亿美元），并增加公路和铁路支出。政府还在实行燃料价格补贴，并正在考虑8月份发放另一轮的现金补贴。然而，这种增加的支出是有代价的，因为它导致了日益恶化的财政状况并增加了债务总额（根据国际货币基金组织的报告，分别为GDP的-5.0%和52.5%），促使标准普尔发出警告，如果不采取增加收入的措施，马来西亚的主权债务将会降级。

韩国还通过提高效率实施批准的项目推出了70亿美元的刺激计划，并建立了一个基金，向中小型企业融资。日本努力改善其日益恶化的财政状况，众议院通过一项法案，于2014年4月提高消费税，即从5%上调至8%，然后在2015年10月上调至10%。地震灾后重建支出增加了国家的财政压力，提高消费税被看作是增收急需手段，将提交上议院进行投票表决，其前景尚不明朗。

图表 24
尽管全球处于金融风暴中，一些地区股市表现强劲



来源: Bloomberg 和 BBVA Research

图表 25
2012年货币出现波动，印度卢比达到历史低点



来源: Bloomberg 和 BBVA Research

亚洲市场：波动性高，前景不明朗

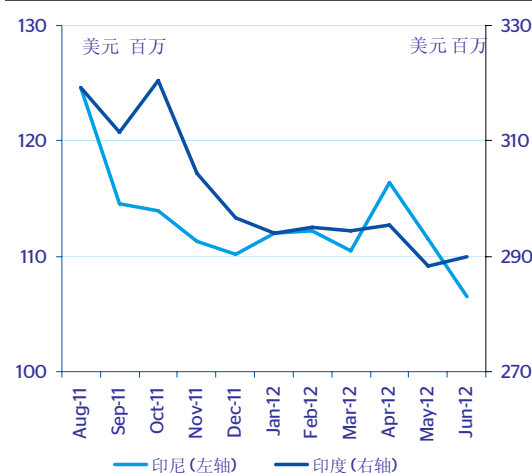
如同世界其他地方一样，亚洲股票市场今年高度不稳定。虽然该地区市场普遍低于标准普尔500指数，但某些市场收益可观。7月底菲律宾市场上涨21.2%，反映7月份标普主权评级升级，而新加坡指数上涨了15.3%，印度敏感指数上涨了11.5%，尽管人们对经济增长放缓和政策改革的步伐迟缓存在有消极情绪。这些成果大多数发生在第一季度，因为第二季市场广泛跌价抛售(图表24)。最近跌价抛售的原因是担心欧洲危机、中国进一步放缓以及美国经济数据正在减弱。

由于外部需求疲软，第二季外汇市场也高度不稳定(图表25)。5月份快速跌价抛售，6月初有一个反弹，原因是美联储和欧洲央行可能进一步采取宽松的政策，一直持续到7月。印度卢比吸引了最多的关注，因为在6月末它达到历史低点，其原因是减弱的基本面因素和通过国内石油和黄金进口商增加了美元购买。自那时以来，当全球形势有所改善时卢比就出现回升。中央银行一直在积极利用储备(图表26)来消除波动：自去年8月以来，印度尼西亚的储备下降了14.6%（现在为1065亿美元），而印度的储备减少了9.1%。

总的来说，该地区今年表现最佳的货币为菲律宾比索(+ 4.9%)和新加坡元(+ 4.3%)。近期比索的强劲表现（7月3日它达到4年来的最高点）使得当局考虑采取措施来遏制货币过度投机行为（如通过非交割的货币远期对资本流入采取更严格的规则），以阻止货币升值过快，那样会对出口商带来负面影响。如上所述，在日本，尽管当局试图通过定量宽松的政策使货币贬值，但在第二季度日元还是升值了。

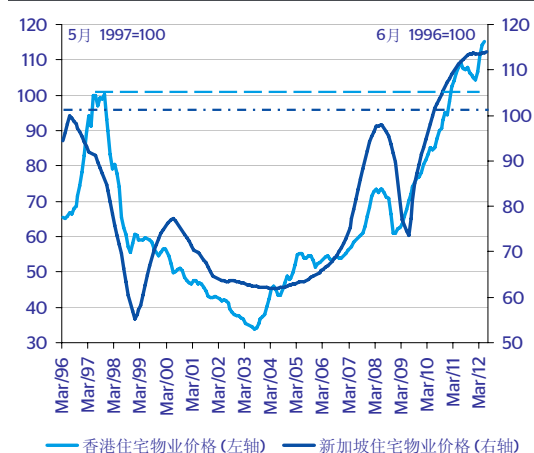
尽管风险厌恶情绪高涨，新加坡和香港的房地产市场持续上升(图表27)。在香港，对写字楼的需求依然强劲，尽管市场担心香港新一届政府的社会住房政策最终可能会压抑价格。在新加坡，房地产达到了一个创纪录的新高，第一季度下降0.1%之后，第二季度回升0.4%。虽然政府努力遏制房价上涨（12月住宅购买税为10%），新加坡已成为外国买家的“避风港”。然而，在该地区其他国家，房地产价格一直处于压力之下，年初至今韩国房地产价格下跌0.7%，在中国房价连续10个月下降后6月份上涨0.1%。

图表 26
中央银行一直使用储备来稳定本国货币



来源: CEIC 和 BBVA Research

图表 27
房地产市场保持强劲



来源: CEIC 和 BBVA Research

3. 根据较弱的外部环境做出的较低的增长预测

在全球不利因素和不确定性增加的背景下，我们适当修改了2012年和2013年亚太地区GDP增长预测值。正如在第1条中所述，在上个季度下行风险进一步增加，反映在全球风险厌恶情绪的升高。同时，由于亚洲的内部实力和对欧元区有限的直接财务风险，我们仍然对亚洲能够抵御最差的动荡保持乐观，虽然增长率会受到已经减弱出口的影响。同时，财政政策和货币政策刺激措施对削弱的外部需求有一定的缓解作用。

对2012年和2013年GDP预测值所做的下调修正

疲软的外部需求和目前欧洲存在的财政压力使我们对亚洲增长较早回升并不那么乐观。我们最新的预测是基于欧洲危机逐步解决，即到第四季度欧元区的金融紧张形势开始缓解。连同亚洲地区的经济刺激措施，这样的措施应当在今年年底时为增长逐步回升打下基础。然而，这种前景存在相当大的下行风险。

由于上半年弱于预期的表现，我们对亚太地区2012年全年增长预测做了下调，并对今年其余时间及2013年全球预测做了下调。总之，我们对该地区的总体预测从先前的年同比5.7%下调至年同比5.4%（表1），我们对中国和印度的预测做了较大的修正。对于2013年，我们对亚太地区的预测从先前的年同比6.1%下调至年同比5.8%。

我们对中国2012年和2013年的预测分别是年同比7.8%和8.3%，低于先前的预测值8.3%和8.7%。我们相信中国经济放缓已经稳定，进一步刺激措施应该确保在今年剩下的时间里增长会逐步回升。在印度，经济增长的势头依然相对较弱，我们降低了对印度2012年和2013年的预测，即年同比5.6%和7.1%，低于先前的预测值6.8%和7.4%。我们预计改革势头在2013年将会加快步伐。

由于外部需求持续疲软，我们预计2012年某些出口主导型经济体将进一步放缓，尤其是香港（从年同比3.1%下降至年同比2.1%）、韩国（年同比2.5%）和台湾（从年同比3.2%下降至年同比2.0%）。对于新加坡（年同比2.6%），目前我们2012年的预测仍然保持不变，但对此项预测有加剧的下行风险。

我们还在2012年做了一些上调修正，包括日本（从年同比1.9%上调至2.4%），反映其从去年的地震有强劲的回升，虽然更长期限的实力仍然值得怀疑，因为日本的高债务水平和人口老龄化问题（反映出最近惠誉主权评级从AA降到A+）。由于菲律宾强劲政府消费和私人消费，在第一季度之后我们对菲律宾的预测从年同比3.7%上调至年同比4.8%；我们对泰国的预测从年同比4.5%上调至年同比5.0%，泰国从去年的水灾迅速恢复。

鉴于脆弱的全球环境，通胀压力趋缓

虽然在一定程度上由于基数效应，预计在今年下半年标题数字会有适度上升，但通货膨胀不再是一个关键问题。国内需求已经减弱，低迷的外部环境应该确保通胀压力受到遏制，直到今年年底（表2）。因此，我们对2012年区域性通胀预期进行了修正，即从年同比3.5%下调至3.3%，中国（从年同比3.5%下调至3.0%），香港（从年同比4.7%下调至4.3%），韩国（从年同比3.4%下调至2.5%），澳大利亚（从年同比2.7%下调至1.9%），平均下调0.6个百分点，反映了低迷的全球环境和石油价格下跌，这些情况进一步缓解了通货膨胀。对于印度尼西亚（从年同比5.4%下调至4.8%），先前预测的燃油价格上涨现在看来不太可能，这将导致今年通货膨胀率比先前预测的更低。

通胀压力在印度依然最强（2012年从年同比6.9%上调至年同比7.3%），疲软的卢比提高了能源成本；在新加坡（2012年从年同比3.3%上调至年同比4.1%），其国内需求仍然有弹性。

政策制定者更加积极，有可能额外降息

全球经济放缓已引起亚洲的政策制定者降息反应。除了今年已经降息外，我们预计中国、印度、澳大利亚、韩国和菲律宾将进一步降息（表4），我们认为中国有可能在存款准备金率方面再降2-3。对于其他国家，如泰国和马来西亚，降息的可能性也在增加，尽管它们尚未纳入我们的基线。

对于该地区的其余国家，我们预计政策制定者保持不变，或者允许先前的政策性削减采纳到经济体中（印度尼西亚），或者像在新加坡那样，由于通胀仍然较高。新加坡通过4月份紧缩货币政策使市场惊讶（新加坡通过汇率管理其货币政策），如果通货膨胀率下降，它可以在10月份的下次会议上放宽货币政策（通过减缓货币升值步伐），由于增长显著放缓。日本很可能会继续扩大其资产购买计划，因为它试图应对通货紧缩。

某些“困难的事”可能需要通过财政支出来完成，在这方面亚洲保留着巨大余地。中国很可能宣布财政刺激措施，甚至增加预算能力有限的印度也已经试图以快速基础设施投资、提高税收的透明度及提高外国直接投资对各部门的限制等手段来刺激经济发展。韩国和越南等其他国家有可能提供支持，虽然预计其支持比2009年更为有限。

跌价抛售亚洲货币将面临短期压力

预计亚洲货币在未来几个月内将稍有贬值，因为目前国外压力继续影响区域风险资产。较弱的货币也会给国内出口商提供一些缓解。然而，根据我们预测到今年年底增长会逐步回升，我们预计在改善的全球环境和美国进一步定量宽松政策前景下亚洲货币最终会反弹（表3）。尽管利率较低，亚洲市场和发达市场之间的收益差异仍然有吸引力。须特别说明的是，由于全球环境低迷和出口疲软，我们相应降低了我们对人民币升值的预期。我们还预计日元将在今年下半年贬值，因为全球形势的改善和政策措施（包括量化宽松）会引起日元跌价抛售。我们认为，卢比已经达到底线，并应在今年剩下的时间内保持平稳，到2012年年底兑换率约为54卢比：1美元。该国的基本面因素在2013年逐步改善，将会使卢比进一步升值，到2013年年底兑换率约为51卢比：1美元。

4. 前景的下行风险

在相对良性的第一季度之后，在上一个季度中全球风险已大幅度增加。虽然我们仍预计2012-2013年度亚洲会有合理的增长率，但这一前景受到明显下行风险的影响，由于全球环境存在不确定性。从积极的一面来看，宽松的石油价格在一定程度上抵消了某些全球不利因素。

如果欧元区危机未能减弱，2013年增长可能会低得多，由于出口增长疲软及加剧的风险厌恶情绪会导致处境更加困难的金融状况和投资困难。相对于我们的基准，区域性经济增长平均约降低2个百分点，香港这样更加开放的经济体将会受到更严重的影响。一个相关的风险是如果欧洲银行去杠杆化作用加速，可能会出现处境更加困难的金融状况。

该区域内自身的风险来源于中国经济增长进一步放缓的可能性。此外，还不能忽视的是，疲软的出口进一步波及国内需求。

特定国家的风险也值得监测。今年晚些时候中国将迎来十年一次的领导层更换。尽管我们预计这一过程不会导致政策转变，但权力之争已经比预计的更加动荡。此外，韩国将在12月份举行总统选举。与此同时，在印度，仍有待观察政府是否会成功恢复其改革的势头，这对恢复投资者信心和经济增长非常关键。最近大规模瘫痪式停电提醒印度落后的基础设施，这对取得更高的中期增长目标是一个制约因素。

政治变化可能加剧地缘政治的紧张关系不断上升。尤其是中国、菲律宾和越南之间对中国南海的地区争端仍在持续。中国和日本之间在中国东海问题的类似争端正不断升级。这些冲突不仅会损害投资者的信心，而且还会不断引起进一步构建军事力量的压力，从而转移更加有成效的投资。

5. 表格

表 1

宏观经济预测: 国内生产总值

(同比% 增长率)	2009	2010	2011	2012 (末)	2013 (末)
美国	-3.1	2.4	1.8	2.1	1.8
欧盟	-4.4	1.9	1.5	-0.3	0.3
亚太	4.2	8.1	5.8	5.4	5.8
澳大利亚	1.5	2.4	2.2	3.2	3.0
日本	-5.5	4.4	-0.7	2.4	1.4
中国	9.2	10.4	9.2	7.8	8.3
香港	-2.7	7.0	5.0	2.1	3.1
印度	9.1	8.8	7.5	5.6	7.1
印尼	4.6	6.1	6.5	6.1	6.4
韩国	0.3	6.2	3.6	2.5	3.2
马来西亚	-1.6	7.2	5.1	4.2	4.9
菲律宾	1.1	7.6	3.9	4.8	4.5
新加坡	-0.8	14.5	5.0	2.6	3.5
台湾	-1.9	10.8	4.0	2.0	3.8
泰国	-2.3	7.8	0.1	5.0	5.1
越南	5.3	6.8	5.9	5.6	6.5
亚洲除中国	1.0	6.7	3.5	3.8	4.1
世界	-0.6	5.1	3.9	3.4	3.7

来源: CEIC 及 BBVA Research

表2

宏观经济预测: 通胀 (平均)

(同比% 增长率)	2009	2010	2011	2012 (F)	2013 (F)
美国	-0.4	1.6	3.1	2.0	1.9
欧盟	0.3	1.6	2.7	2.3	1.4
亚太	0.3	3.6	4.8	3.3	3.4
澳大利亚	1.8	2.8	3.4	1.9	3.0
日本	-1.4	-0.7	-0.3	0.2	0.1
中国	-0.8	3.3	5.4	3.0	3.6
香港	0.6	2.3	5.3	4.3	3.6
印度	2.4	9.6	9.4	7.3	6.3
印尼	4.8	5.1	5.4	4.8	5.2
韩国	2.8	3.0	4.0	2.5	3.0
马来西亚	0.6	1.7	3.2	2.3	2.7
菲律宾	3.2	3.8	4.4	3.4	3.9
新加坡	0.6	2.8	5.2	4.1	3.2
台湾	-0.9	1.0	1.4	1.6	1.6
泰国	-0.8	3.3	3.8	3.5	3.3
越南	6.9	10.0	18.1	10.6	9.8
亚洲除中国	1.0	3.7	4.3	3.4	3.2
世界	2.2	3.0	5.1	4.2	3.9

来源: CEIC 及 BBVA Research

表 3

宏观经济预测: 汇率 (期末)

		2009	2010	2011	2012 (末)	2013 (末)
欧盟	欧元/美元	1.43	1.34	1.30	1.23	1.31
澳大利亚	美元/欧元	0.90	1.02	1.02	1.04	1.06
日本	美元/澳元	92.1	81.1	76.9	82.0	86.0
中国	日元/美元	6.83	6.61	6.30	6.31	6.13
香港	人民币/美元	7.75	7.77	7.77	7.80	7.80
印度	港币/美元	46.60	44.71	53.06	54.0	51.0
印尼	卢比/美元	9395	8996	9069	9100	9000
韩国	印尼盾/美元	1166	1126	1152	1140	1100
马来西亚	韩元/美元	3.52	3.06	3.17	3.05	2.90
菲律宾	林吉特/美元	46.8	43.8	43.80	42.50	42.50
新加坡	比索/美元	1.40	1.28	1.30	1.26	1.23
台湾	新币/美元	32.3	29.3	30.28	30.20	29.90
泰国	台币/美元	33.3	30.1	31.55	30.50	30.50
越南	泰铢/美元	17942	19498	21034	21500	22000

来源: CEIC 及 BBVA Research

表 4

宏观经济预测: 政策利率 (期末)

(%)	2009	2010	2011	2012 (末)	2013 (末)
美国	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
欧盟	1.00	1.00	1.00	0.75	0.75
澳大利亚	3.75	4.75	4.25	3.25	4.00
日本	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
中国	5.31	5.81	6.56	5.75	6.00
香港	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
印度	4.75	6.25	8.50	7.50	6.50
印尼	6.50	6.50	6.00	5.75	5.75
韩国	2.00	2.50	3.25	2.75	2.75
马来西亚	2.00	2.75	3.00	3.00	3.00
菲律宾	4.00	4.00	4.50	3.50	3.50
新加坡	0.69	0.48	0.45	0.40	0.40
台湾	1.250	1.625	1.875	1.88	1.88
泰国	1.25	2.00	3.25	3.25	3.50
越南	8.00	9.00	9.00	9.00	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 / Corporate Governance”

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

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbva.com

Chile

Alejandro Puente

apuate@bbva.com

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com

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.rodriquez@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