

经济展望

亚洲

2012 年第四季度
经济分析

- 全球央行大胆的宽松政策降低了经济前景的不确定性，但仍面临诸多挑战。预计全球经济将继续疲弱复苏态势，2012 年 GDP 增长 3.2%，2013 年攀升至 3.5%。
- 虽然亚洲经济增长势头持续放缓，但各国家和地区内需强劲，因而有余地实施进一步宽松政策。因此，我们对亚洲经济体增长的预测仅做了小幅下修，并维持当前对通胀前景温和的预期。
- 我们预计亚洲经济增长在四季度和 2013 年初回升。事实上近期数据显示，特别是在中国，经济已经开始企稳。展望未来，外部环境的不断改善，加上政府的政策支持，应会进一步巩固其回升的势头。
- 未来经济增长的下行风险犹存。除了欧洲前景的不确定性以外，美国疲弱的经济增长，以及地缘政治紧张局势的相关风险，都会对亚洲经济增长施加下行压力。

目录

1. 全球展望：中央银行采取行动降低尾端风险	4
2. 亚洲如何在全球经济不利因素中维持增长势头？	7
专题1：中日争端下的经济余波	15
3. 增长动能逐步改善	16
4. 下行风险犹存	18
5. 附表	19

出版日期：2012 年 11 月 8 日

概述

疲弱的外部环境，加上中国、印度和日本等国的国内因素，亚洲的经济增长动能持续放缓。尽管经济放缓，劳动力市场未现走软迹象，国内需求在宽松政策的支持下减弱幅度有限。由于对进一步政策宽松和外部条件改善的预期，我们预计在今年剩下的时间内增长动能会逐渐回升，从中国和区域内其他国家和地区最近的经济活动指标已经可显看出有回升势头。然而，鉴于欧洲经济疲软和美国财政悬崖前景而导致全球经济复苏的不确定性，经济的下行风险犹存。

鉴于第三季度增长弱于预期，我们在适当小幅下修增长预测的同时，仍然预计 2013 年大多数国家和地区会有复苏。迄今为止，区域内较大经济体的增长放缓较为显著，包括中国、印度和日本，以及该地区一些最依赖出口的开放型经济体，如韩国、新加坡和台湾。相比之下，东南亚国家的经济增长较好。我们现在对 2012 和 2013 年亚太地区增长预测分别为 5.2% 和 5.5%（先前预测分别为 5.4% 和 5.8%）。对于 2013 年我们所做出最重大修正是，将中国的增长由原先的同比 8.3% 下修至 7.9%，将印度增长由原先同比 7.1% 下修至 6.7%。

由于通胀压力显弱，我们对通胀前景的预测大致维持不变。由于需求疲软和大宗商品价格走低，第三季度许多经济体的通胀放缓至多年低点，包括中国和韩国在内。也要看到，通胀在其他一些国家和地区依然高企，如印度和新加坡。此外，鉴于第三轮量化宽松政策实施以来资金流入亚洲区域的预期和劳动力市场未现疲软的态势，如果经济复苏步伐超出我们基线设想，通胀压力很容易重现。

区域内的政策制定者以谨慎的货币宽松政策应对增长放缓。通胀压力较弱使得各国都有采取进一步宽松政策的空间，同时谨慎的降息步骤也反映决策者在产能利用率较高以及劳动力市场稳定的形势下倾向于留有一定政策放宽的余地，以便当外部条件恶化时加以应对。展望未来，我们预计中国、印度和日本会采取进一步的货币宽松政策（如日本央行的资产购买计划扩张），其他国家诸如韩国和澳大利亚，如果增长进一步放缓，同样有宽松的政策空间。

由于各国政府力求维持健康的预算平衡，从而使得对财政刺激政策的运用较为保守。中国加大了对基础设施建设的开支，韩国和日本也宣布了适度的经济刺激计划。另外，尽管政策态势还是以支持经济增长为基调，各国政府也寻求对于其在 2008 至 2009 年全球金融危机爆发后所实施的经济刺激措施的预算平衡。如果经济复苏下行风险加剧，区域内大多数经济体都可以采取进一步的财政刺激措施。

鉴于外部环境存在不确定性，经济复苏下行风险犹存。尽管最近所采取的政策步骤都是积极的，欧洲危机解决过程中出现的反复仍然是对亚洲经济增长构成的主要风险。此外，美国低迷的复苏前景将会继续拖累亚洲出口表现，年底的财政悬崖风险更是雪上加霜。如果这些外部风险成为现实，并考虑额外宽松政策实施后，亚洲经济增长可能会下降约 1 个百分点，在更加开放的经济体（如香港等）其影响会更显著一些。区域内，中国经济增长持续放缓也是风险之一（虽然潜在增长正在逐步放缓），中国与其邻国之间的地缘政治紧张局势也存在风险，尤其是中日之双边关系。

尽管存在这些风险，亚洲金融市场的前景总体向好。全球风险偏好改善且欧洲央行、美联储和日本央行最近采取行动使全球流动性增加之后，区域内资本流入呈上升趋势。虽然各股票和外汇市场将继续受到全球经济发展的影响，在外部环境改善的基线设想下，我们预计 2013 年亚洲市场会有所走强。

1. 中央银行采取行动降低尾端风险

在讨论亚洲前，我们先看一下《全球经济展望》。如果读者希望直接阅读亚洲部分，可直接转至第 7 页。

央行的大胆政策行动降低了全球前景的不确定性，但挑战仍然存在

预计全球经济将继续疲弱复苏态势，2013 年 GDP 增长 3.5%，高于 2012 年的 3.2%。在全球多个央行（尤其是欧洲央行）采取有影响力的决策后，市场风险厌恶情绪降低支持了复苏前景。然而，有三个因素可能会破坏这一前景：首先是对欧元区解体而引发的忧虑情绪再现的风险；其次是美国所谓的财政悬崖（支出削减和税收优惠取消，相对于美国 GDP 的 4%），2013 年初若无法避免，它会拖累美国经济重新陷入衰退；第三是新兴经济体（尤其是中国）经济增长放缓的风险。

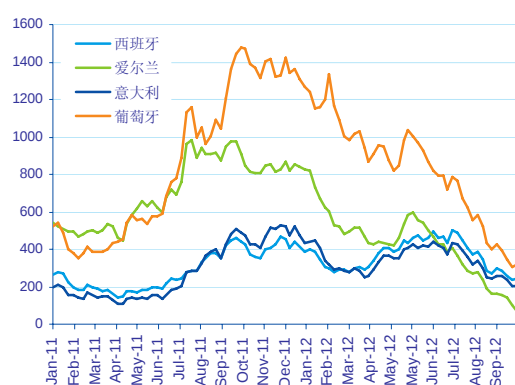
央行制定救助措施，其他政府应该遵循

在世界经济复苏面临不确定性和风险的背景下，政策制定者，特别是欧元区和美国的货币当局已采取种种措施，以避免出现与 2008 年末爆发的金融危机规模相当的系统性事件发生。

“...不惜一切代价...”

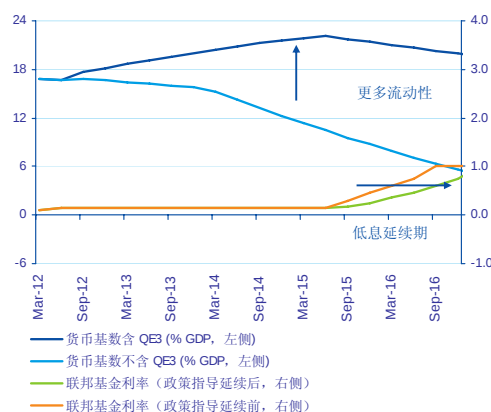
我们认为，欧洲央行行长马里奥·德拉吉（Mario Draghi）于 7 月底宣布的一项新国债购买计划（直接货币交易计划 OMT）对于最终消除欧洲债务危机是决定性的一步。在某些情况下，欧洲央行可能在二级市场对主权债务进行干预。在欧洲央行做出此项举措之前，6 月份欧元区峰会上各国领导人就欧洲银行业单一监管机构路线图、关于财政问题有深远意义的改革计划以及对经济增长的配套措施等问题达成共识。欧洲央行已经承诺从向欧洲基金（欧洲金融稳定基金和欧洲金融稳定机制）寻求经济援助的那些国家以“严格和有效的条件”无限量购买其主权债券。自从 6 月份以来欧洲各国金融市场的紧张局势已经显著缓解（见图 1）。

图 1
欧元区国家金融压力指数¹



来源：BBVA Research

图 2
QE3 及长期政策指导利率



来源：BBVA Research

¹ BBVA 研究之金融压力指数（FSI）是一个综合指标，其概述了一下因素动态：风险对策（五年期信用违约掉期、非金融公司信用违约掉期和金融债务）、波动性（股票、利率和汇率）以及流动性压力（银行同业利率和三个月无风险资产之间的价差）。

其他因素最近加强了欧洲的货币联盟。首先是应对欧元区任何新救助计划的欧洲稳定机制全面启动。其次是实现欧洲银行业联盟的进程继续向前发展，尽管进程缓慢。

我们期望欧元区为加强其对成员国的经济治理而最终出台一项完整的一揽子方案。正如我们长期以来一直主张的那样，此项方案应该包括银行联盟、财政联盟和欧洲央行最终承担欧元区主权国家最终贷款人的角色。在所有这些方面均取得了进展，尽管不足以迅速使得欧元区走出危机，但随着时间的推移会逐步缓解其压力。在短期内，欧洲央行的计划和欧洲稳定机制（ESM）可创建一个基准，以应对像意大利和西班牙这样的国家可能面临筹资困境。同时，有效实施银行业联盟计划以及进一步明确财政联盟构想方案是欧元区长期可持续发展的关键。

“...只要相关国家求助...”

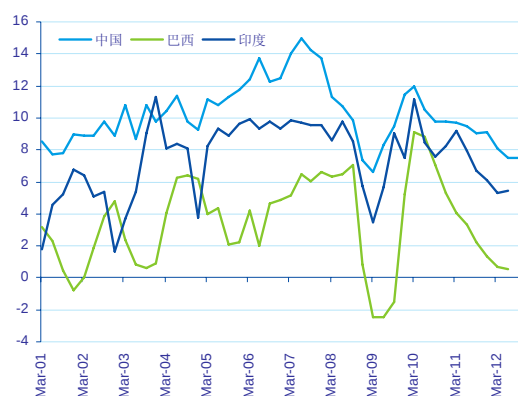
由于美国经济增长缓慢且失业率居高不下，加上欧洲复苏的很大不确定性，在选举前解决如何使美国政府降低赤字这样的僵局是最不适宜做的事。在此背景下，美联储毫不犹豫地采取了行动。首先，按照“前瞻性指导政策”，美联储宣布将利率保持在目前的低水平，至少直到 2015 年中期。其次，美联储宣布了新一轮的量化宽松政策，以支持经济增长和就业复苏。此次进一步的货币宽松政策不同于前几轮：美联储将购买抵押贷款支持证券（MBS），而不是国债，而且在相当长的一段时间内将继续这一政策，甚至在复苏企稳之后。

在我们看来，通过推出第三轮量化宽松政策（QE3）和延长超低利率期限等政策指导，美联储在购买防范“财政悬崖”的保险，但并非一剂良方。在我们的基线设想中，两党最终将达成一项协议以避免自动削减支出和赋税增加等一系列问题的出现。然而，我们也期待某种形式的财政整顿，尽管某种程度上其会拖累经济增长。美联储为促进经济发展已经做出了努力，以避免 2013 年美国重新陷入经济衰退。正如先前量化宽松计划表明的那样，这些计划会促进资金流入新兴经济体，降低风险溢价和融资成本。

央行的政策行动仍然无法令全球增长企稳

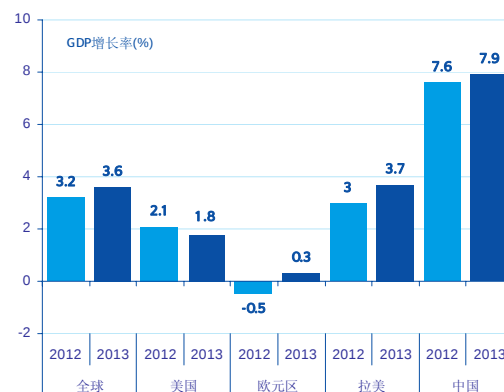
世界经济增长可能避免减缓至过去 30 年低点（除去 2009 年经济大衰退），但低增长环境持续存在。自从 2011 年以来，发达经济体失去了其增长动能。最近新兴经济体也受到冲击（见图 3）。今年上半年巴西经济几乎停滞不前；第一和第二季度印度 GDP 年同比分别增长 5.3% 和 5.5%，这是自 2009 年以来最低增速；今年第三季度中国经济增长减缓至 7.4%，这也是自 2009 年以来的最慢增速，虽然其近期数据表明经济活动开始回升。

图 3
新兴经济体 GDP 增长率（年度同比%）



来源：Haver 和 BBVA Research

图 4
GDP 增长率 (%)



来源：Haver 和 BBVA Research

(*) 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和委内瑞拉

在我们的基线设想下，欧元区可能于 2013 年重拾增长动能。虽然 2012 年 GDP 会同比减缩（-0.5%），但 2013 年会小幅反弹（+0.3%）。对于美国，我们维持先前的预测：2012 年和 2013 年增长率保持在 2% 左右。我们 10 月份的基线预测做出的主要下修国家为中国（2012 年下修 0.2 个百分点，2013 年下修 0.4 个百分点），虽然这两年其增长率预期均保持接近 8% 的水平，这是由于政策刺激措施的作用。其他新兴经济体的增长动能将弥补中国经济的放缓：2013 年拉丁美洲的增长前景略微上修，该地区的增长率将从 2012 年的 3% 增至 2013 年的 3.7%。

总而言之，预计世界经济将继续疲软复苏态势，全球 GDP 增长在介于 3.0% 和 3.5% 之间。然而，这依赖于几个关键性假设，尤其是欧洲各成员国是否会兑现其承诺。与此同时，欧洲稳定机制/欧洲央行的干预应该足以使西班牙和意大利的国债收益率回落到符合两国中期内将公共债务维持在可持续的水平。这意味着，这两个国家将保持投资级评级，并继续兑现其财政承诺（或准予在延长期达到结构性平衡要求）。最后，在这种情景下，希腊应该留在欧元区，反过来希腊需要从欧洲各成员国得到进一步的支持，无论是额外筹资或更长一段时间内的财政修复。根据我们以往的经验，很多事情还是可能会出错，但各国倾向于在关键时刻临近时找到解决方案。

2. 亚洲如何在全球经济不利因素中维持增长势头？

由于不利因素继续影响全球经济增长，2012 年第三季度亚洲经济增长持续放缓，在某些国家和地区放缓程度超过先前预期。尽管相对稳定的劳动力市场和持续信贷增长推动国内需求的回升，尤其是东南亚地区（东盟经济体），外需疲弱抑制了出口，尤其是向欧盟的出口，欧盟仍然是亚洲主要的出口市场（图 5）。区域内最大经济体增长纷纷趋缓，尤其是中国、日本和印度，使得整个区域增长的下行压力加剧。因此，亚洲地区各经济体第三季度 GDP 持续走弱，尽管最近有初步迹象显示增长势头可能回弹。

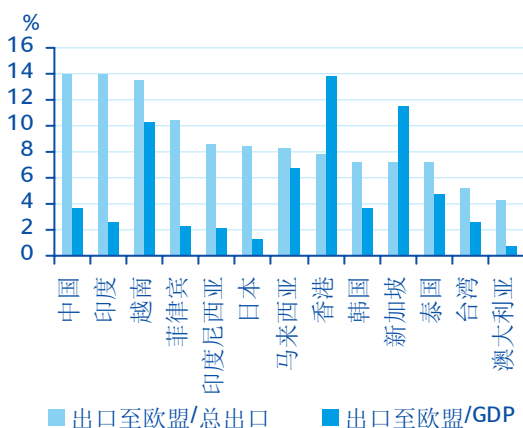
政策的制定日趋支持经济增长。亚洲地区维持宽松货币态势，鉴于通胀回落和国内增长疲软，许多央行最近进一步实施宽松政策。另一方面，财政政策的使用则更为谨慎。虽然一些国家仍有财政刺激的政策空间，货币当局通常宁愿不改变先前的财政整顿计划。韩国则是例外，该国在第三季度宣布了 129 亿美元（约占 GDP 的 1.1%）的经济刺激措施；中国的基础设施建设开支加大，以应对经济放缓；日本的措施力度更有限，因其财政刺激空间受到高赤字和债务水平的约束。

迄今为止，各国政府应对目前正在持续的放缓趋势尚未推出激进的刺激措施。这其中有很多原因，最主要的是产出缺口仍然很小，这可以从产能利用率较高和稳定的劳动力市场加以佐证（图 6）。此外，当前的经济放缓是渐进的，是在 2010 年和 2011 年初经济过热之后出现的。因此，政策制定者有余地采取进一步宽松政策，以防外部增长前景的持续下行风险。

有初步迹象表明增长可能正在企稳。最值得注意的是，中国 9 月份的经济活动指标强于预期。先前出口表现令人失望的那些经济体最近也有回升迹象，其中包括中国、韩国（10 月）和台湾。从外部环境来看，积极的政策措施，诸如美国的第三轮量化宽松政策，欧洲央行承诺购买主权债券及日本进一步放宽货币政策，也改善了风险偏好，导致资本重新流入亚洲。

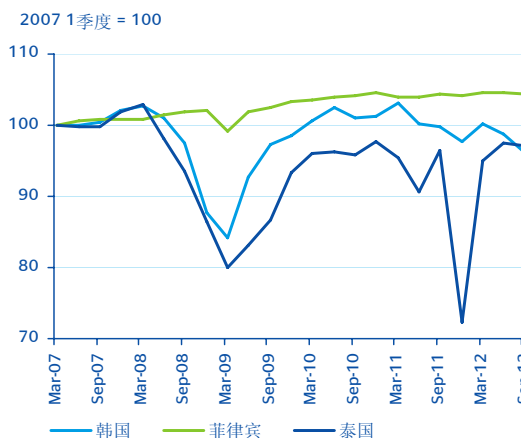
许多国家和地区积极的发展政策和近期的经济指标都有助于改善投资者情绪。印度推行的政策改革持续发酵，香港和新加坡正采取措施，以巩固其作为主要金融中心的地位。鉴于韩国强劲的财政基本面状况和银行业外部脆弱性的降低，国际主要评级机构将韩国主权信用评级上调（此外，标准普尔公司和穆迪公司分别于 7 月份和 10 月下旬调高了菲律宾的主权信用评级）。因此，虽然短期增长动能受到外部不利因素的抑制，但亚洲区域内经济体中期增长前景仍然稳健。然而，令人担心的新问题是，中国和其邻国日益紧张的关系，如果不能尽快得到妥善处理 and 解决，会对区域内贸易和投资流动产生不利影响（见第 16 页专题 1）。

图 5
欧洲是亚洲出口商品的主要市场



来源：CEIC 和 BBVA Research

图 6
亚洲国家产能利用率维持高位



来源：CEIC 和 BBVA Research

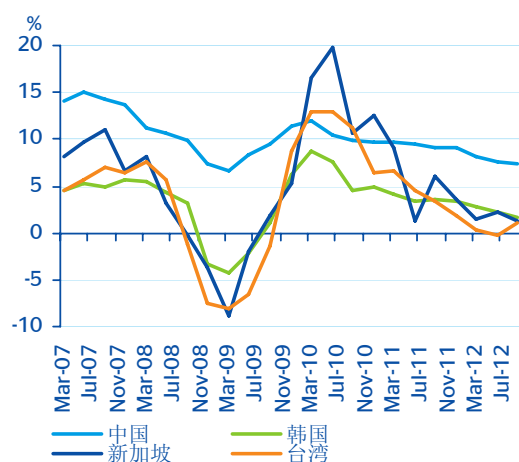
出口依赖型经济体的经济增长仍然受压

迄今为止发布的第三季度GDP结果表明亚洲各国家和地区增长持续放缓（图 7），放缓程度略高于我们在 8 月份发表的上期**季度展望**中所做的预期。尤其是中国的经济增长从第二季度同比 7.6%持续降至第三季度年的同比 7.4%。然而，官方数据显示，实际上中国的经济增长经季调后按季环比连续走高从二季度的 2.0%升至三季度的 2.2%，9 月份宏观经济活动指标也有回升，最显著的是出口、零售销售、城镇固定资产投资和人民币贷款增长等方面，使得市场对于今年早些时候政府实施的宽松政策已经使增长触底反弹的信心提振。

与此同时，由于投资疲弱，韩国 GDP 增长从二季度的同比 2.3%减缓至三季度的 1.6%（经季调后按季环比从二季度 0.3%放缓至三季度的 0.2%）。经济增长下行促使韩国央行在 10 月初将 2012 年和 2013 年的增长预测分别从先前的 3.0%和 3.8%下修至 2.4%和 3.2%（接近于我们的预测，详见第三节）。虽然第三季度 GDP 增长是自 2009 年四季度以来低点，然而消费市场回暖以及出口较前一季度的回升使得有谨慎乐观的空间。另一方面，新加坡增长则大幅放缓，由于第二季度 GDP 增长最终结果从原先经季调后年化增速同比下降 1.1%上修至增长 0.2%，以避免市场所担心的技术型衰退。三季度 GDP 预览经季调后年化增速同比下降 1.5%，其原因主要是出口下滑，9 月份非石油类国内出口产品同比下降 3.4%，这是由于欧洲市场需求疲软（同比下滑 15.7%），亚洲其他国家也是如此。

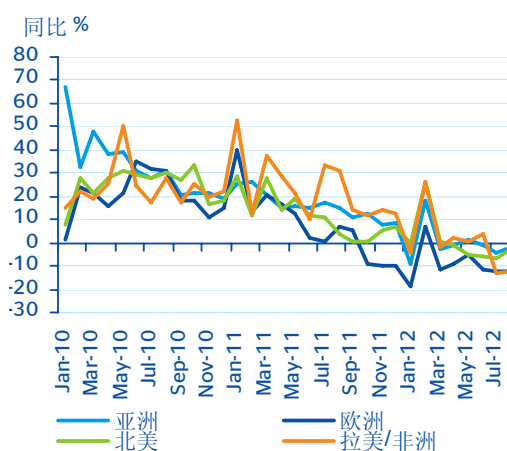
由于美国经济复苏仍然缓慢，加上新兴市场增长疲弱，最近值得关注的是，出口疲弱表现扩大到其他市场，包括美国、拉丁美洲、非洲、甚至亚洲，同比均录得负增长（图 8）。向北美的出口以及向亚洲其他地区的出口（区域内贸易）相较对欧洲的出口表现要好一些。事实上，由于出口到欧洲的股份一直在下降，区域内贸易的股份相应有所上升（图 9）。

图 7
GDP 增长持续放缓



来源：CEIC 和 BBVA Research

图 8
欧洲需求疲弱是出口增长放缓的主要原因

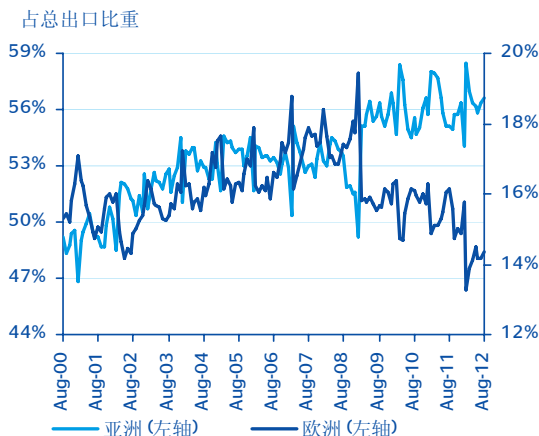


来源：CEIC 和 BBVA Research
*上述数据为香港、韩国、新加坡和台湾的数据

欧盟的终端需求下降也影响到了中国的供应链（图 10）。尤其是，鉴于亚洲各国家和地区向中国出口与中国整体出口之间的关系具有很强的正相关性（图 11），各国家和地区向中国的出口随着中国对欧盟出口的下降而转弱。

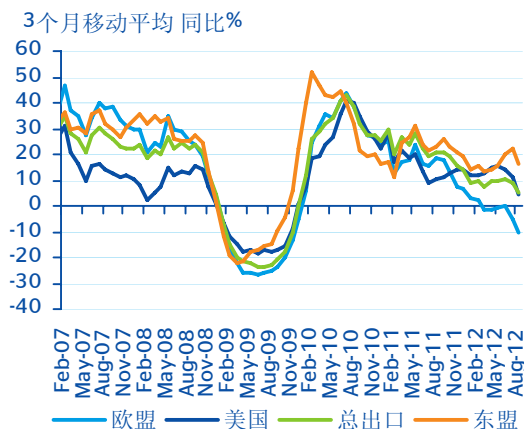
由于区域内出口放缓，商业信心受挫，但也有例外，如自去年的洪灾以来泰国经济持续复苏（图 12）。同时，制造业采购经理人指数（PMI）和工业生产增速同比均出现下滑（图 13）。尤其是日本，在全球经济放缓的逆风、日元汇价高企以及最近与中国外交争端的综合影响下，其工业产值增长大幅下降（8 月份同比下滑 4.3%）。

图9
危机影响下欧洲国家占亚洲国家出口份额下降



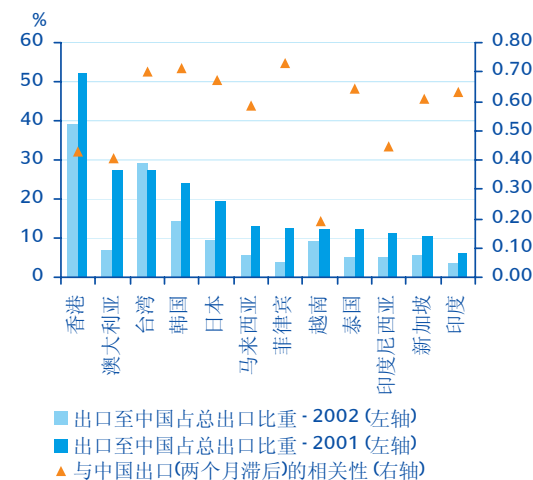
来源：CEIC 和 BBVA Research

图10
中国出口放缓对区域内其他经济体有外溢效应



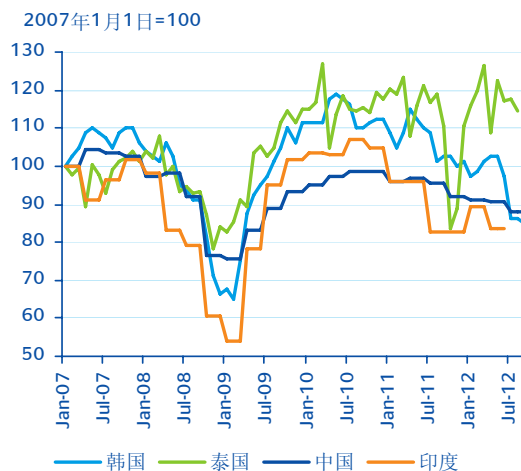
来源：CEIC 和 BBVA Research

图1
...鉴于中国出口与亚洲出口之间的相关性较强



来源：CEC 和 BBVA Research

图2
商业信心正在减弱...

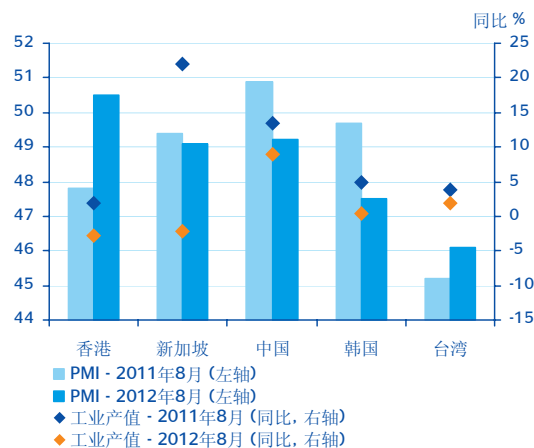


来源：CEIC 和 BBVA Research

国内需求展现韧性，在一定程度上抵消了外需疲弱的影响

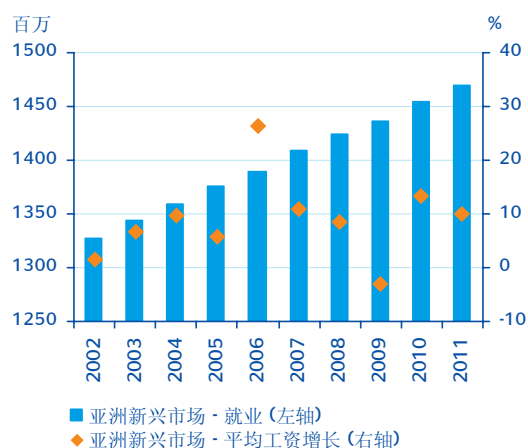
稳定的劳动力市场和宽松政策的推动，使得各地内需展现韧性，并成为区域经济增长的一个主要支持因素。尤其是，持续的就业和工资增长（图 14）、信贷增长同样强劲（图 15）以及低息环境有助于在一定程度上抵消外部需求疲软的影响。东盟经济体国内需求的强劲势头最显著（图 16），亚洲其他国家和地区的形势则更趋复杂，如韩国、日本和印度等地有所衰减（图 17 和 18），在某些地区消费者信心也受到抑制（图 19）。

图 13
... PMI 和工业产值同比下滑



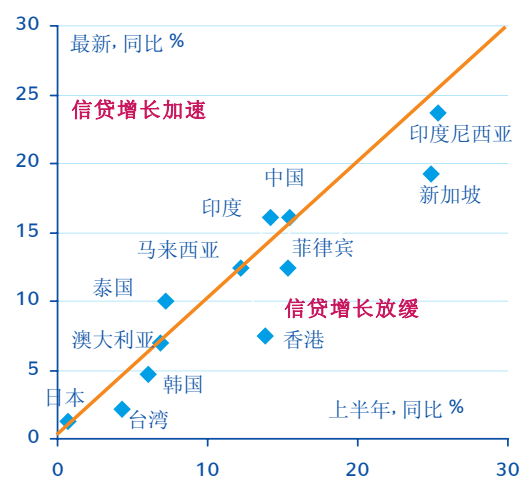
来源: CEIC 和 BBVA Research

图 14
长期就业和工资增长支持国内需求



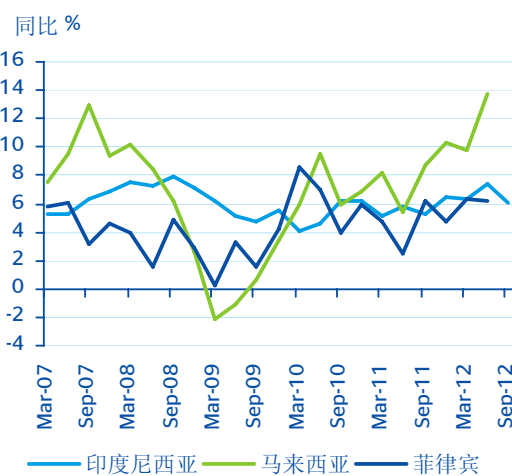
来源: CEIC 和 BBVA Research

图 15
信贷增长仍然具有支持性



来源: CEIC 和 BBVA Research

图 16
最终国内需求*在东南亚地区较为强劲...



来源: CEIC 和 BBVA Research

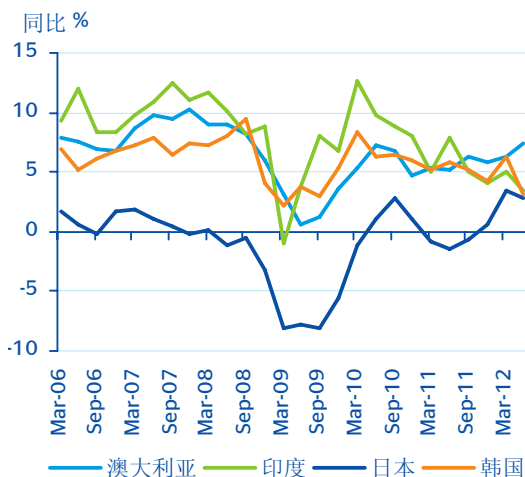
*最终国内需求为消费加投资

资本流入也有助于支持国内需求

美国、欧盟和日本央行纷纷行动加强全球流动性，导致资本重新流入亚洲。在这方面，韩国的外国直接投资流量已经上升，在今年前 9 个月达到 112 亿美元的高位，比 2011 年同期增长近 50%。印度尼西亚的外国直接投资流入也较为强劲，第三季度飙升至 59 亿美元。

图7

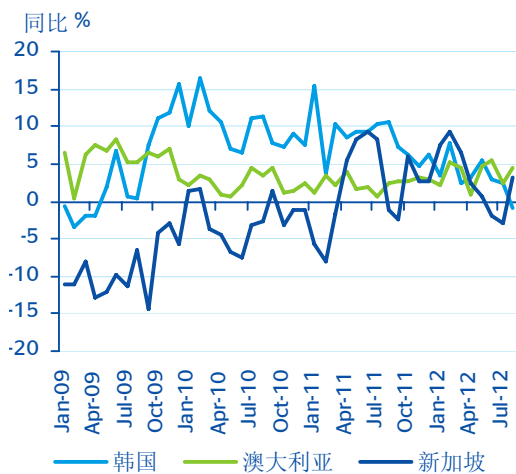
...虽然其他国家形势更为复杂



来源: CEIC 和 BBVA Research

图8

零售销售增速放缓



来源: CEIC 和 BBVA Research

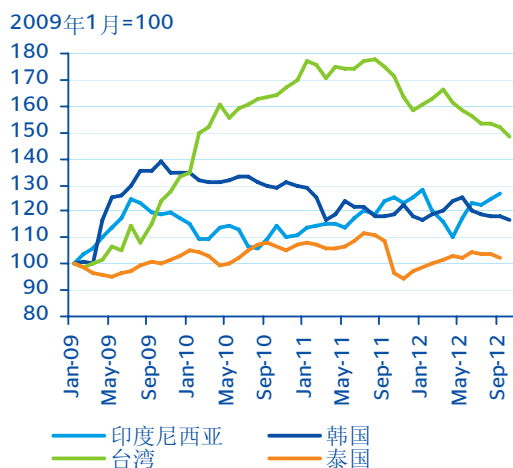
后 QE3 时代，亚洲央行的应对

美联储在 9 月中旬宣布推出第三轮量化宽松政策的声明在亚洲政策制定者中反应不一。一方面，与第二轮量化宽松政策推出时形势不同，现在亚洲各国家和地区适逢增长放缓且通胀回落，相比之下，第三轮量化宽松政策的推出被视为较为积极的政策影响（关于其潜在影响详细情况，请参阅我们近期的EAGLEs《经济观察》）。

然而，在香港和新加坡这样的经济体中，人们对受流动性推动的资产价格泡沫的担忧依然存在（图 20），政府反应更加积极。事实上，由于房产价格达到创纪录高位，新加坡和香港当局分别宣布新措施，以遏制价格进一步攀升。新加坡对所有新住房贷款的上限设到 35 年，而先前没有限制；香港则对非永久性居民购房新征印花税。泰国当局放宽了海外投资规定，以便促进资本外流。区域内其他国家，人们对商品价格的影响（如印度）和潜在的热钱不稳定的流动（如菲律宾）表示关注。

图9

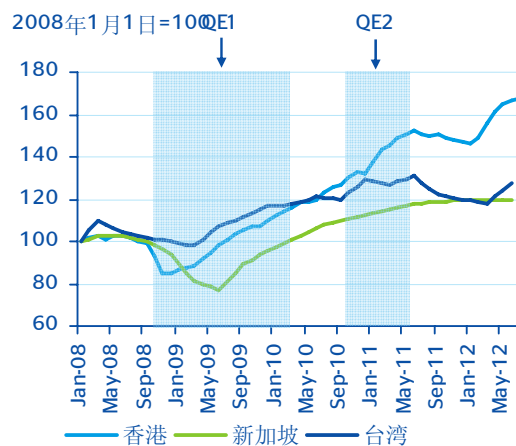
减弱的消费者信心使前景阴云密布



来源: CEIC 和 BBVA Research

图20

美联储先前实施的量化宽松政策清楚表明对亚洲房地产价格产生了影响



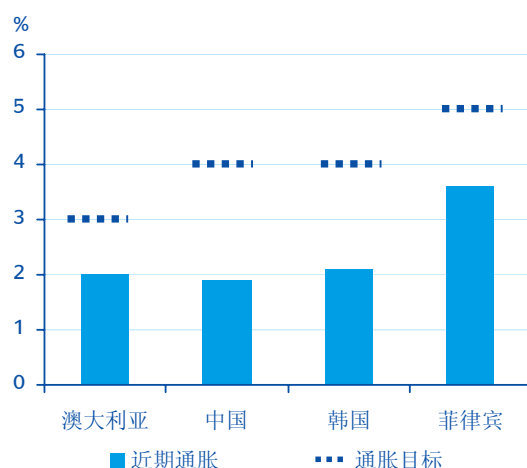
来源: CEIC 和 BBVA Research

由于增长疲弱，通胀压力温和

由于需求压力较弱且商品价格稳定，通胀仍然在各个货币当局的政策目标范围内（图 21），仅有少数例外（印度和新加坡）。核心通胀率也处于良好控制中。例如，在第三季度，中国（7 月份同比 1.8%）和韩国（8 月份同比 1.2%）均录得两年内通胀低点，而其通胀上限的目标为 4%。虽然两国 9 月份通胀率均略有回升至 2% 左右，但仍处于目标范围内。台湾 8 月份通胀大幅攀升（从 7 月同比 2.5% 增至 8 月同比 3.4%），主要是由于台风季节食品供给受到影响，10 月通胀率回落至同比 2.4%。与此同时，日本连续第四个月通货紧缩（9 月同比下降 0.3%），尽管日本央行 2 月份设定了 1% 的通胀目标且最近加快了央行资产购买计划。

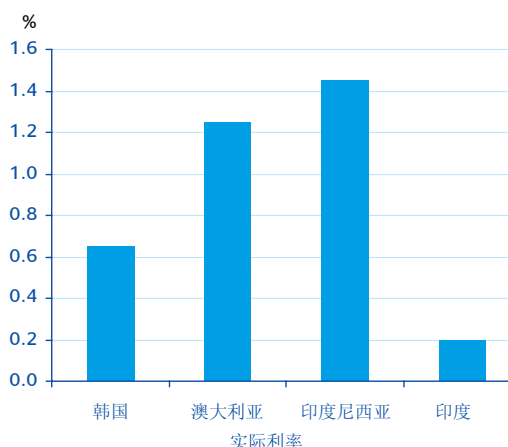
由于房价和运输成本上涨，新加坡的通胀仍然是一个值得关注的问题（从 8 月同比 3.9% 上升至 9 月同比 4.7%），而在印度，批发物价指数（WPI）同样高企（从 8 月同比 7.6% 攀升至 9 月同比 7.8%，原因是柴油价格上涨了 12%）。在经济增长相对强劲的经济体中，通胀压力也是一个问题，其中包括印度尼西亚（自 4 月份以来高于 4% 水平），菲律宾的通胀率从 3 月份的低点同比 2.6% 增长至目前同比 3.1% 的水平。

图21
通胀仍然在政策目标范围之内...



来源: CEIC 和 BBVA Research

图22
...而且维持实际利率为正



来源: CEIC 和 BBVA Research

货币政策支持增长，财政政策留有余地

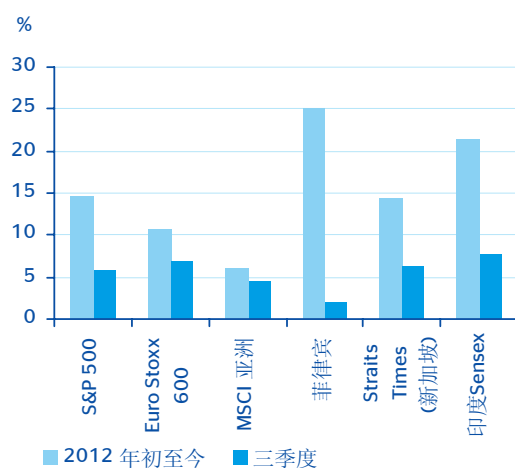
在大多数国家和地区，政府在实施政策刺激手段应对外部不利因素时留有余地。这反映了多种因素的联合作用，其中包括尽管经济放缓，产出缺口仍较小，劳动力市场稳定，且政策制定者还是倾向于对实施进一步宽松政策留有余地，以便在外部环境恶化时能加以应对。

在缓冲外部需求转弱对经济增长所带来的影响时，大多数亚洲经济体主要选择货币政策，而不是财政政策，因为这些国家和地区的实际利率基本维持为正（图 22）。在长期按兵不动之后，韩国央行终于开始下调基准利率，迄今为止共计下调 50 个基点（7 月和 10 月分别下调 25 个基点），使政策利率降至 2.75% 的水平，实际利率仍旧为正，且距 2009 年全球金融危机期间达到的低点还有 75 个基点左右。最近菲律宾、泰国和澳大利亚的货币当局也纷纷下调利率。由于日本利率已经接近于零，如上所述，日本继续扩大其资产购买计划，达到 91 万亿日元规模。新加坡金融管理局的做法与众不同，因为在其 10 月份的半年期政策会议上维持其货币温和升值的政策区间（新加坡金融管理局利用汇率政策而非利率作为货币政策调控工具，尽管经济增长急剧放缓。

在财政方面，政策仍然具有很大的支持性，但许多地区政府选择严控赤字扩大，因为在 2009 年金融危机期间的经济刺激措施落实到位后，他们试图促进预算平衡。例如，澳大利亚计划在前四年财政赤字之后于 2012-13 年计划录得财政盈余。有多种选择形式的支持，例如韩国分别于 7 月和 9 月公布了一些措施，以支持小型企业和消费者支出。与此同时，日本政府批准了一项大于预期但仍然适度的财政刺激一揽子补贴方案，总规模约占 GDP 的 0.1%，以帮助抵消预计在今年下半年会出现的经济萎缩。鉴于日本极高的公债水平，此项一揽子方案的资金将来源于预算储备基金，以避免发行新的债务。而且，重要的是，中国实施了加大基础设施建设的财政支出和加快保障性住房建设的政策。区域内大多数国家都有政策空间，可以实施进一步的财政刺激措施，以防范外部环境的恶化，明显的例外是印度和日本。

图23

第三季度亚洲股市反弹；区域内部分股市表现突出



来源: Bloomberg 和 BBVA Research

图24

印度卢比从历史低点回升；韩元因基本面而升值



来源: Bloomberg 和 BBVA Research

亚洲市场：区域内股指表现良好

股票市场随全球风险厌恶情绪起伏，但自夏末以来由于从欧洲、美国以及最近从中国传出好消息/经济指标，股市开始普遍上扬。美联储宣布的“无限制的”第三轮量化宽松政策导致全球资本流动性激增，促进新兴市场资本流入。鉴于上述积极因素，较吸引的 P/E 值也是对区域内股市持乐观态度的原因。尽管 MSCI 亚洲指数落后于其在发达市场的同行指数（图 23），但 2012 年该区域股票市场业绩明显更佳，主要是因为中国和日本在 MSCI 指数方面的权重远远大于其他国家（今年中国和日本比该地区其他国家的股指收益要低）。今年迄今为止表现最强的是菲律宾（24.9%）、新加坡（14.3%）和印度（21.4%）。然而，尽管首次公开招股（IPO）寥寥无几，需求不强且交易量较低印证着市场的疲软环境，但亚洲市场普遍呈上升趋势（MSCI 亚洲上升 8.4%）。

印度市场的表现值得特别注意。由于投资者信心提高，尤其是印度政府于 9 月份宣布政策改革（当局宣布了鼓励资本流入的几项新措施）之后，自 6 月底至 10 月初卢比升值约 5.4%，虽然由于资本流出和对央行政策的担忧，幅度有所收窄。尽管近期的弱势，目前卢比的表现仍然好于 6 月份的时候，当时卢比急剧贬值使其达到历史低点（今年 3 月 1 日和 6 月 22 日期间卢比贬值了 16.1%）。今年印度 Sensex 指数明显上扬，成为区域内回报最高的市场之一（20.8%）。上述政策调整正在改善上市公司盈利前景。

总的来说，区域内各国家和地区货币表现良好（图 24），尤其是在欧洲央行公布了债券购买计划的政策以及美联储宣布第三轮量化宽松政策之后。9 月份菲律宾比索触及 4 年来的新高，而韩元在 10 月份也升至 13 个月来新高。因为新加坡金融管理局在其 10 月份的审查会议

上决定不减慢货币升值步伐，新加坡元一直在强端交易。与此同时，由于资本流入激增，在港元触及交易区间强端（7.75 港元/1 美元）之后，香港金融管理局近三年来首次被迫干预汇市，以捍卫联系汇率制度。由于资本流入以及可能存在的中国货币当局在美国总统选举前为缓解贸易紧张形势所做出的努力，人民币在 9 月/10 月间突然升值，可能也导致了区域内其他货币的广泛升值趋势。

日元已从其先前的高位回落。这是由于许多因素造成的，包括定期干预的作用，日本央行的量化宽松政策，持续的贸易赤字，逐步改善的全球风险偏好（鉴于日元的避险天性，在风险厌恶情绪走高时日元往往会随之走强）。因此，最近日元已经贬值至接近 80 日元兑 1 美元的水平，第三季度平均约在 78.5 日元兑 1 美元。此外，尽管经济势头转好，印尼盾今年仍贬值，主因放缓的出口和强劲的进口导致经常帐逆差。印尼当局做出的回应是，使用外汇储备来平稳每日汇价波动，自 4 月至 7 月使外汇储备下降几乎 100 亿美元。那时以来，储备已回升至 1026 亿美元。

专题 1：中日争端下的经济余波

近几个月中国和日本之间关于中国东海钓鱼岛/或所谓尖阁列岛的领土争端使得两国双边关系急剧恶化。除政治影响外，争议将中国和日本（分别为世界第二和第三大经济体）之间的经贸关系处于危险之中。特别是，争议可能会破坏两个经济体之间的贸易、投资流动以及旅游业。鉴于中国市场的规模对于日本出口和旅游业流入的影响，日本的 GDP 增长可能会受到不利影响；相比之下，对中国的直接影响要小得多。

经济相互依赖性

2011 年中日之间的双边贸易额达到 3100 亿美元，其中 1500 亿美元是中国向日本的出口，1600 亿美元是日本向中国的出口。中国是日本最大的出口市场（占 2012 年前 9 个月出口总额的 18%，相当于日本 GDP 的 2.4%），而日本是中国的第四大出口市场（占中国出口总额的 8%，相当于中国 GDP 的 2.2%），中国的前三大市场分别是欧盟、美国和香港。值得注意的是，中国市场对日本来说越来越重要，日本市场对中国市场也很重要（图 25）。

图 25
中日两国互相出口份额

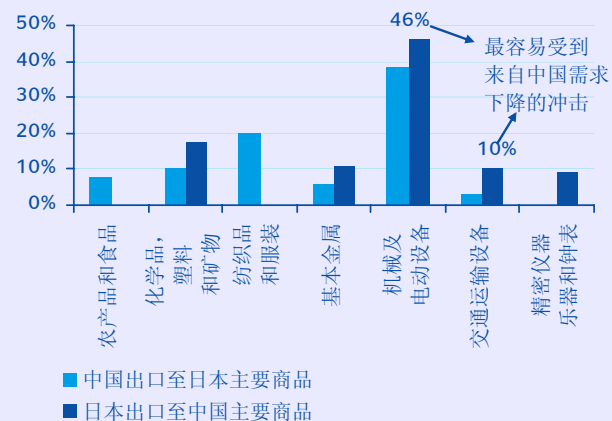


来源：CEIC 和 BBVA Research

日本出口到中国的产品为附加值较高的产品（机械、电气设备和运输设备，占其出口总额的 56%），而中国出口到日本的产品为附加值相对较低的商品（图 26）。

日本是中国第三大外国直接投资来源地（居香港和欧盟之后），2006-2010 年期间占中国的外国直接投资流入量的 5.3%（265 亿美元）。另一方面，中国在日本的投资数额相对较少（约 3.5 亿美元）。

图 26
中日两国出口商品组成



来源：CEIC 和 BBVA Research

两国均为对方的主要旅游市场，中国游客到日本旅游的份额超过日本游客到中国旅游的份额（分别为 18% 和 2.6%）。因此，这种游客流动一旦中断，即会对日本旅游产业产生相对较为严重的影响，日本一直受益于来自中国不断增加的游客流入，在 2000 至 2010 年期间中国游客到日本旅游的人数每年增长约 15%。2010 年日本旅游业流入收入达到 GDP 的 0.2%。

争端下的经济影响

尽管迄今为止数据有限，此次两国领土争端的某些影响已经有所显现。在华经营的日本企业，尤其是汽车行业企业，受到中国国内抵制日本品牌的影响，9 月和 10 月销售额年同比下降 40-50%。中国游客到日本旅游人数增速亦从 8 月的同比 89% 大幅降至 9 月的同比 10%，而 9 月日本对中国的出口增速同比下降了 14%（相比之下，日本以外地区出口至中国同比增长 4%）。展望未来，如果在未来一年争端以目前类似的影响持续（日本对中国的出口下降 10%），根据我们估计，对日本经济增长的影响至少占 GDP 的 0.3%。而出口和旅游收入的减少对中国的影响则要小得多；然而，由于从日本流入的外国直接投资降低，有可能在长期对产出和就业方面造成损失。

3. 增长动能逐步改善

由于持续的政策支持和全球增长的改善，我们预计在今年余下时间及 2013 年亚洲经济增长会逐渐回升，这与我们 8 月发布的第三季度《亚洲经济展望》相符。因此，我们预测大部分国家和地区（除少数几个例外，如日本和澳大利亚）2013 年的经济增长会向好（表 1）。然而，由于全球复苏的不确定性以及区域内地缘政治紧张局势加剧，下行风险会左右增长前景。随着增长改善，价格压力也可能会加剧，根据我们在基线情景下的预测，区域内通胀前景仍普遍温和，这应当为在维持经济增长需要时进一步实施宽松政策提供空间。

对 2012 年和 2013 年 GDP 预测下修

我们对 2012 年和 2013 年的预测适度下修，主要是由于 2012 年第三季度增长较为疲弱。因此，现在我们对亚太地区的经济增长预测从先前的按年同比 5.4% 和 5.8% 分别下修至 5.2% 和 5.5%。对于 2012 年，由于出口表现逊于预期，最大的下修分别来自于：中国香港（从先前的同比 2.1% 下修至 1.3%），新加坡（从先前的同比 2.6% 下修至 2.1%）以及中国台湾（从先前的同比 2.0% 下修至 1.2%）。由于震后重建逐渐结束以及出现国内和外部需求减弱的迹象（后者在一定程度上是受到了与中国加剧的双边紧张关系的影响），我们也对日本经济增长预测略有下调（从同比 2.4% 下调至 2.2%）。由于出口表现不佳对国内需求的溢出效应，我们也对韩国的经济增长预测进行下调（从同比 2.5% 下调至 2.3%）。

对于 2013 年，我们幅度较大的下修主要包括：中国（同比从 8.3% 下修至 7.9%）以及印度（同比从 7.1% 下调至 6.7%）。对中国的下修反映了截止到今年第三季度中国弱于预期的增长动能，以及政策响应的力度弱于原先的预期。预测假设增长动能在第三季度触底，第四季度到 2013 年适度反弹至同比 7.5%。此外我们仍然预计在 2013 年印度增长会有所回升，但力度不如先前预期，因为投资者对改革努力的可持续性的担心挥之不去。我们对菲律宾和马来西亚 2013 年的经济增长预测进行了上修，即前者由同比 4.5% 上修至 5.0%，后者由同比 4.9% 上修至 5.0%。由于未来一年经济发展将吸引外资流入以及受益于积极的国内政策，菲律宾的增长前景向好。

通货膨胀：大体维持我们的预测，2013 年通胀率将温和上升

我们预计 2013 年通胀水平将随着增长反弹而温和回升，但与今年相比，仍然大致稳定（表 2）。唯一做出重大修正的是对印度，由于其国内能源价格调整、更高的商品价格和供应方面的问题，我们预计印度 2012 年通胀率会从先前的同比 7.3% 攀升至 7.8%，2013 年会从先前的同比 6.3% 上升至 6.7%。我们预计 2013 年中国的通胀率也会逐渐攀升，但仍然保持在当局 4% 的政策目标范围内。与此同时，由于包括对电力的补贴缩减，正如先前所做的预测，我们预计 2013 年印度尼西亚的通胀会加剧，上行风险来自于近期印尼盾的贬值。

如果需要，2013 年政策支持留有空间

尽管近期各国央行纷纷下调基准利率，货币当局在使用政策刺激措施来应对增长的外部阻力时是谨慎的。由于通胀依然温和，如果需要，仍然有进一步下调利率的空间，尤其是在中国、印度、韩国和澳大利亚，虽然我们目前的基线情景中仅包括中国的降息预期（表 4）。如果韩国经济增长依然疲弱，有可能在 12 月份总统选举之后降息。同样，鉴于澳大利亚矿业的繁荣期预计在 2013 至 2014 年见顶，如果非矿业部门的增长没有反弹，澳大利亚储备银行也有空间来进一步降低利率。我们预计日本央行会进一步采取宽松政策，逐渐增加其资产购买计划的规模。相反，由于强劲的增长势头和通胀风险不断加剧，我们认为印度尼西亚下调利率的政策空间不大。

预计明年整体财政平衡状况会逐步改善，除印度尼西亚、马来西亚和泰国以外。如果韩国实施经济刺激措施，我们并不会感到惊讶，尤其是在 12 月份总统选举之后，菲律宾也可能实施经济刺激措施。我们预计在 11 月份中国十年一度的国家领导层换届之后，中国会采取额外的

经济刺激措施。这些措施可能会集中在继续加大基础设施建设开支上。相比之下，由于印度和日本的高赤字和债务水平，这两个国家采取财政刺激措施的力度会持续受到限制。

亚洲货币急剧升值，存在下行风险

如果全球经济状况改善，正如我们基线情景中的预测，资本重新流入应该会支持本国货币进一步升值。近期各国货币前景各不相同，比如澳元到今年年底可能会升值，而其它货币（如日元）可能会有所贬值（表 3）。然而，自从 7 月份以来亚洲货币的升值看起来已经延续一段时间，近期内该趋势可能会暂缓，鉴于下列原因，比如市场对美国财政悬崖何时能得到有效解决的担忧在加剧、西班牙何时正式提出援助请求仍不确定、中国在领导层换届期间出现政策无力以及 11 月份美国财政部报告发表后人民币升值趋势可能出现的逆转等。然而，如果明年年初全球经济状况改善，那么我们很可能会看到资本重新流入和亚洲货币的进一步升值。

4. 下行风险犹存

虽然最近在欧洲采取的政策措施和美国进一步实施量化宽松政策之后，外部增长前景的下行风险有所消减，然而全球经济的不确定性仍然对我们的亚洲经济前景预测构成最大的下行风险。尤其是欧洲，经济增长前景依然疲弱，投资者对一系列政策的执行前景仍然不能肯定。在美国，虽然最近的数据显示经济持续增长（尽管步伐缓慢），但在今年余下时间内“财政悬崖”的威胁会影响市场的信心，如果不能及时解决，可能会对 2013 年增长前景产生严重影响。

如果欧元区危机持续下去，或甚至进一步加深，2013 年经济增长会大幅下降，加上出口增长放缓和厌恶风险情绪加剧，从而导致全球金融形势更加紧张，并对投资产生很大影响。在这种形势下，考虑到政策刺激措施的空间，亚洲区域经济增长平均将下降约 1 个百分点，更加开放的经济体（如中国香港）会受到更大的负面影响。

我们看到有两个主要风险源于亚洲地区。首先是中国的经济增长可能低于预期。这种风险目前已经有所降低，鉴于近期出现了稳定迹象。然而，我们不再像以前那样确信，新一届政府是否将出台强有力的应对政策，以阻止增长进一步放缓，而且正在进行的领导层换届工作也没有先前预计的那样顺利。中国经济增长放缓可能对亚洲地区构成风险，尤其因为许多经济体严重依赖中国作为出口目的地。第二个风险来自于中国与其邻国之间加剧的紧张局势所构成的，尤其是与日本在领土方面的争端。如果这些争端得不到妥善解决，可能会破坏区域经济合作和一体化，并可能威胁到区域内贸易和投资流动。

其他国家和地区也有许多具体的风险需要引起关注。除了中国的领导层换届之外，日本可能很快举行首相选举，韩国也会如期进行总统选举。在印度，政府维持改革势头将是非常重要的，否则投资者信心可能会再次受挫，以至于减少资本流入和投资。

5. 附表

表 1
宏观预测: 国内生产总值

(增长率%同比)	2009	2010	2011	2012 (预测)	2013 (预测)
美国	-3.1	2.4	1.8	2.1	1.8
欧洲货币联盟	-4.4	1.9	1.5	-0.5	0.3
亚太	4.2	8.1	5.8	5.2	5.5
澳大利亚	1.5	2.4	2.2	3.2	3.0
日本	-5.5	4.4	-0.7	2.2	1.2
中国	9.2	10.4	9.2	7.6	7.9
香港	-2.7	7.0	5.0	1.3	3.0
印度	9.1	8.8	7.5	5.6	6.7
印尼	4.6	6.1	6.5	6.2	6.3
韩国	0.3	6.2	3.6	2.3	2.9
马来西亚	-1.6	7.2	5.1	4.5	5.0
菲律宾	1.1	7.6	3.9	5.5	5.0
新加坡	-0.8	14.5	5.0	2.1	2.5
台湾	-1.9	10.8	4.0	1.2	3.5
泰国	-2.3	7.8	0.1	5.0	4.8
越南	5.3	6.8	5.9	5.0	6.1
亚洲除中国	1.0	6.7	3.5	3.7	3.9
世界	-0.6	5.1	3.9	3.2	3.5

来源: CEIC 和 BBVA Research

表 2
宏观预测: 通胀 (平均)

(增长率%同比)	2009	2010	2011	2012 (预测)	2013 (预测)
美国	-0.4	1.6	3.1	2.0	2.1
欧洲货币联盟	0.3	1.6	2.7	2.5	1.8
亚太	0.3	3.6	4.8	3.3	3.4
澳大利亚	1.8	2.8	3.4	1.8	2.9
日本	-1.4	-0.7	-0.3	0.1	0.1
中国	-0.8	3.3	5.4	3.0	3.6
香港	0.6	2.3	5.3	3.9	3.7
印度	2.4	9.6	9.4	7.8	6.7
印尼	4.8	5.1	5.4	4.6	5.1
韩国	2.8	3.0	4.0	2.2	2.9
马来西亚	0.6	1.7	3.2	1.8	2.9
菲律宾	3.2	3.8	4.4	3.4	3.9
新加坡	0.6	2.8	5.2	4.4	3.4
台湾	-0.9	1.0	1.4	1.9	1.8
泰国	-0.8	3.3	3.8	3.1	3.3
越南	6.9	10.0	18.1	9.4	8.4
亚洲除中国	1.0	3.7	4.3	3.4	3.3
世界	2.2	3.0	5.1	4.2	4.0

来源: CEIC 和 BBVA Research

表 3

宏观预测: 汇率 (期末)

		2009	2010	2011	2012 (预测)	2013 (预测)
欧盟*	美元/欧元	1.43	1.34	1.30	1.28	1.30
澳大利亚	美元/澳元	0.90	1.02	1.02	1.06	1.08
日本	日元/美元	92.1	81.1	76.9	82.0	86.0
中国	人民币/美元	6.83	6.61	6.30	6.32	6.13
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	53.5	51.0
印尼	印尼盾/美元	9395	8996	9069	9400	9000
韩国	韩元/美元	1166	1126	1152	1120	1100
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	42.00	41.50
新加坡	新币/美元	1.40	1.28	1.30	1.22	1.20
台湾	台币/美元	32.3	29.3	30.28	30.00	29.70
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 和 BBVA Research

表 4

宏观预测: 政策利率(期末)

(%)	当期	2010	2011	2012 (预测)	2013 (预测)
美国*	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
欧盟*	0.75	1.00	1.00	0.75	0.75
澳大利亚	3.50	4.75	4.25	3.25	3.50
日本	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
中国	6.00	5.81	6.56	5.75	5.75
香港	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
印度	8.00	6.25	8.50	8.00	6.75
印尼	5.75	6.50	6.00	5.75	5.75
韩国	3.00	2.50	3.25	2.75	2.75
马来西亚	3.00	2.75	3.00	3.00	3.00
菲律宾	3.75	4.00	4.50	3.50	3.50
新加坡	0.40	0.48	0.45	0.40	0.40
台湾	1.88	1.63	1.88	1.88	1.88
泰国	3.00	2.00	3.25	2.50	3.00
越南	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00

来源: CEIC 和 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

Juan Ruiz

juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbva.com

Chile

Alejandro Puente

apuate@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

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 (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.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