

经济展望

亚洲

2013 年第一季度
经济分析

- 由于欧洲尾部风险减少、美国避免了“财政悬崖”以及新兴经济体（尤其是中国）的良好表现，[全球经济前景正在改善](#)。我们预计全球经济增长率将会从 2012 年的 3.2% 上升至 2013 年的 3.6%。
- 2012 年第三季度亚洲增长走出低谷后，增长势头开始回升。增长回升是由于宽松性的国内政策、强劲的国内需求以及中国不断增长带来的积极溢出效应。
- 我们预计 2013 年增长会持续逐渐回升，大致符合先前的[预测](#)。预计通胀会上升，但应在可控范围之内。今年预期的资本流入及其相关的货币升值压力将会造成政策方面的挑战。
- [风险变得更加均衡](#)。虽然由于全球不确定性使得下行风险依然相当大，由于中国更加强劲的增长，出乎意料的上升也是有可能的。今年晚些时候某些东盟经济体经济过热可能会带来风险。

目录

1. 全球展望：情绪改善，尾部风险降低4

2. 增长走出低谷7

 框1：日本新政府力图重振经济..... 14

 框 2：印度 - 增长重新启动 15

3. 增长势头应当会持续改善.....16

4. 风险正变得更加均衡17

5. 表格18

出版日期：2013 年 2 月 18 日

概述

正如预期的那样，由于采取宽松性的国内政策及中国经济回升，亚洲的增长势头已经回升。第三季度走出低谷后，第四季度该地区大多数经济体的增长都有回升，而且最近高频率指标表明增长势头正持续到 2013 年。劳动力市场仍然紧张，国内需求具有弹性，尤其是在东盟经济体。即便如此，回升幅度还是相当小，整个地区仍然存在一些零星的疲软迹象，尤其是在一些更加开放的经济体系，如新加坡、韩国和澳大利亚。

由于持续性政策支持和全球环境的改善，我们预测 **2013-2014 年大多数经济体的增长都会回升**。我们预计 2013 年亚太地区的增长率为 5.6%（高于 2012 年的 5.2%），2014 年增长率为 5.8%，因为这两年均得到中国 8.0% 左右强劲增长率的支持。由于日本新政府和日本央行的经济刺激措施，我们对日本的增长率做了上调修正（即由先前的 1.2% 上调至 1.7%）。相比之下，由于印度的增长势头减弱且实施了更加紧缩性的货币政策，我们降低了对印度增长率的预测（即由先前的 6.7% 降低至 6.5%）。

按照先前的预测，通胀逐渐发展，但价格压力依然受到抑制。由于预期增长回升，2013 年通胀应当会逐渐上升，但应该会保持在可控范围之内，在大多数情况下，这为政策保持适应性提供了空间。然而，源于强劲全球流动性的资本流入以及该地区的强劲增长前景可能会产生上行压力，并在某些经济体产生资产价格泡沫。

由于通胀压力不大且增长回升仍然不显著，大多数国家依然倾向实施宽松的货币政策。最近几个月许多央行均宽松了政策，其中包括澳大利亚、印度、韩国、泰国和日本（量化宽松）。展望未来，我们预计印度、韩国和日本会实施进一步的宽松政策（通过进一步扩大资产购买计划），而且如果非矿业活动持续疲软，我们不排除澳大利亚会再次下调利率。进一步展望未来，由于过热压力上升（在这方面，印尼日益扩大的经常账户赤字已经引起注意），某些东盟经济体可能即将上调利率。

由于增长势头上升，大多数经济体的财政政策扩张性可能小于 2012 年。例外情况包括韩国，朴槿惠总统新一届政府提前进行 2013 年的支出，为促进消费刺激敞开了大门。日本也是一个例外，首相安倍晋三新一届政府实施了财政刺激计划，尽管市场对日本的高额公共债务表示担忧。在该地区的其他地方，政策仍然倾向于财政整顿，尤其是在印度，政策制定者继续努力克服巨额赤字，而澳大利亚政府正力图重返预算盈余。

资本流入和货币紧张局势对 2013 年的宏观政策构成挑战。由于全球流动性、风险厌恶情绪降低以及该地区强劲的增长前景，我们预计资本流入会回升。这可能会对通胀和资产价格施加压力，对货币政策构成挑战。此外，近期日元疲弱正导致贸易伙伴之间关系紧张，尤其是韩国，这可能会导致当局通过干预和宏观审慎工具来抵御升值压力。

鉴于全球不确定性，虽然下行风险仍然很大，但与前几个季度相比，这些风险已经变得更加均衡。在采取了积极的政策措施之后，欧洲的尾部风险已经降低，但增长前景尚未改善，而且政策平稳实施还不能看作是理所当然的。在美国，政策制定者们仍在努力应对财政策略的关键要素。在该地区之内，中国和日本之间的地缘政治紧张局势持续增高，而且朝鲜发生的事件构成长期风险。另一方面，如果全球经济复苏快于预期且如果中国出现令人惊喜的回升，增长情况可能超过预期。在 2013 年年底之前，印度尼西亚和菲律宾等经济体可能会出现过热的风险。

1. 情绪改善，尾部风险降低

我们在了解亚洲情况之前，先回顾一下全球展望。如果读者愿意，可翻到第 7 页直接查看有关亚洲的章节。

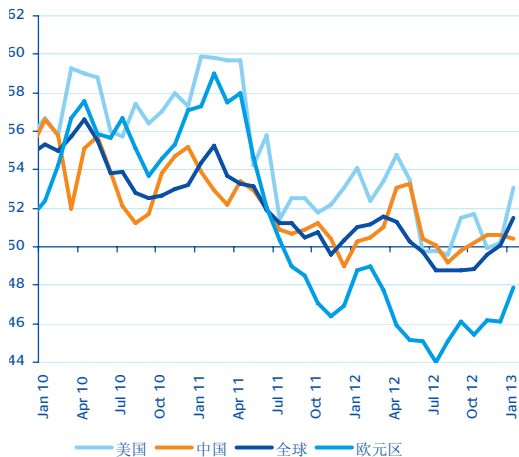
在过去的三个月里，对全球经济前景构成的许多威胁均已逐渐消失，引发了新一轮的乐观情绪。金融紧张局势降低至两年低点（图 1），尤其是在欧洲，几乎所有的资产类别均从中受益。这也促进了各地区间消费者和企业信心的提升（图 2）。然而，在经济活动方面尚未发生任何显著变化。根据我们的估计，2012 年全球 GDP 增长了 3.2%，低于 2011 年的 3.9%。最近的数据表明，全球 GDP 可能加速增长，尽管是从低水平增长。

图 1
BBVA 金融压力指数



来源：BBVA 研究部

图 2
信心指数（PMI）



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

政策执行的进展是信心提高的根据

中国已经避免了硬着陆。自 2012 年第三季度以来，GDP 增加加快。在刺激政策之外，投资在 GDP 回升方面占很大比重。此外，由于有亚洲国家和美国的需求，已经出现了改善的初步迹象，然而向欧洲和日本的出口仍然落面。此外，政权移交进展顺利。然而，对中国增长可持续性仍然存在一些担忧。地方债务和影子银行贷款的步伐很可能是对增长构成的最大金融威胁。即使在短期内，这些威胁也可能是对新刺激措施实施的一个约束。

中国经济的回升是全球经济恢复的重要要素。通过提高的商品价格，其他出口导向型经济体从中受益，其中包括拉丁美洲的经济体。

美国并没有从悬崖上掉落。尽管 2012 年第四季度 GDP 下降（按年度计算下降 0.1%），但基本情景更加明朗。在过去几个季度中，消费增长保持相当稳定，平均仅略低于危机前的增长水平。同时，房地产业发展加快。

在岁末年初之际达成的财政协议受到市场的欢迎。它可以避免对经济有较大的拖累，并有助于提高美国公共债务的可持续性。然而，该协议并没有涉及到不确定性的两个潜在来源。首先，削减开支仍计划于三月初开始。如果付诸实施，将会对经济产生额外的拖累，其幅度占 GDP 的 0.8% 左右。第二，并没有关于债务上限的永久性协议，虽然后面的协议中把这个债务上限问题延迟到 5 月中旬。因此，在未来几周内，将会举行更多的谈判以避免经济急剧收缩，同时促进财政可持续性。然而，如果政策制定者继续互相推脱，未能达成两党妥协，实质性的进展是不可能实现的。

欧洲尽了自己的一份力量。关于希腊的协议表明，欧洲致力于维持其欧元区成员资格。此外，自 12 月欧盟峰会以来，银行业联盟取得了进展。该进程似乎对打破政府和银行金融部门之间的恶性循环是一个关键性的环节，而且对遏制困扰欧洲周边一些国家的资本外流潮也同样重要。在 12 月欧盟峰会上达成的协议并不像起初所想的那样雄心勃勃，但仍是相当积极的，因为它们对实施单一的监督机制以及对采取单一解决机制的初步措施包含有明确的日程表。

最后，欧洲央行的 OMT 计划作为实际支撑似乎有持久的影响，其可以防止金融紧张局势不断升级这种情况可能会持续下去，因为核心和周边国家的政府缺乏实施这一进程的激励措施。鉴于西班牙的债券收益率为 5 - 5.5%，意大利的债券收益率为 4 - 4.5%，主权国家金融形势并不恶劣，尤其是考虑到从掌控的政治家观点来看摆脱困境的政治代价。

软复苏仍然是我们的基准情景

尽管尾部风险降低，经济基本面的改善难以实现。因此，软复苏仍然是全球展望中最有可能的情景。即使美国已经避免了从悬崖上掉落，美国的政治家们仍然需要对包括隔离和债务上限在内的关键问题达成一致意见。2013 年财政政策将会更加紧缩，从而挤压家庭收入。房地产行业可能正在复苏，但去杠杆化进程仍在进行之中，对外部门离完全复苏遥远。因此，我们维持对美国经济的展望，虽然有潜在的惊喜。我们预计 2013 年美国经济增长率为 1.8%（低于 2012 年的 2.2%），2014 年增长率为 2.3%。

在欧元区，尾部风险可能已经消失了，但外围地区仍然陷入衰退之中，后者受到财政整顿和资金条件的拖累。某些经济体仍然面临去杠杆化和财政紧缩。然而，2013 年开始时德国和其他核心国家的领先指标指向更好的前景。因此，我们大致维持我们对欧元区的预测，即 2013 年仅回升 0.3%（在 2012 年萎缩 0.5%之后），2014 年增长 1.3%。

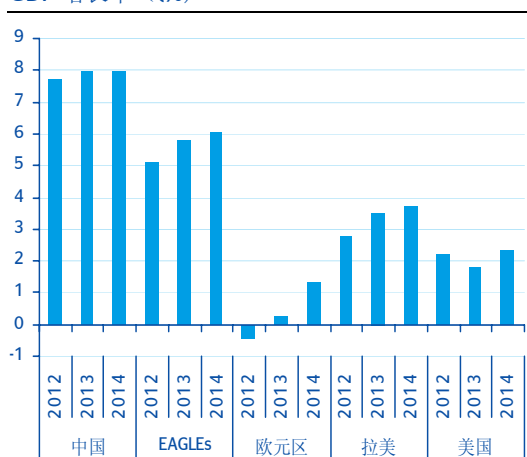
中国的展望在短期内更加清晰。我们把预测略微向上做了修正，即 2013 年和 2014 年中国的增长率可能达到 8%。中国经济的稳健性以及美国经济的应变能力对于支持大多数新兴国家的需求将会起到一定的作用。将拉丁美洲作为一个整体，我们对先前的预测略微下调，这主要是由于巴西和阿根廷境况较弱。2013 年拉丁美洲经济体增长率将会达到 3.5%，而 2014 年将会达到 3.7%，接近其增长潜力。反过来看，亚洲新兴经济体将会表现出更加强劲的增长，加快其增长步伐，2013 年增长率达到 6.6%，高于 2012 年的 6.1%。

图 3
世界 GDP 增长率



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图 4
GDP 增长率 (%)



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

围绕全球展望的不确定性仍然很高，倾斜于下行，但三年来第一次也存在潜在的上行惊喜。欧元区构成最大的风险，由于不同原因，金融紧张局面可能会反复。欧洲外围国家可能无法达成其当前的财政目标。如果各政府的反应是更加紧缩，衰退可能会加剧。然而，这种风险不大，因为欧盟委员会已经明确表示，如果由于周期性因素未能达到目标，不会强制对这些国家做进一步的调整。同时，此类事件可能会扰乱市场并触发救助请求。在这方面，虽然欧洲央行似乎已经准备好介入，核心与周边国家之间的任何潜在争辩均可能成为不稳定性的一种来源。其他因素也可以发挥一定的作用，比如银行对塞浦路斯的救助（然而仍有待确定下来），或政治事件，比如意大利的选举。如果一个或多个这些触发因素起作用而使金融紧张局势加剧，2013 年欧元区会继续经济衰退。

另外一个重大风险源来源于美国就如何处理财政赤字存在的政治分歧。根据我们的估计，如果这两种风险成为现实，世界经济增长率将低于基准情景近一个百分点，远低于其历史平均水平。充分执行欧元区治理协议以及美国财政问题的进一步协定对于持续性的全球经济复苏是必要条件。

2. 增长走出低谷

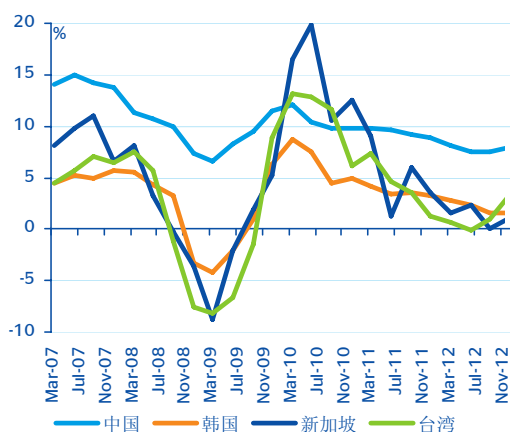
亚洲经济体预期的回升终于出现了（图 5）。虽然该地区以外的外部需求仍然受到一定抑制（图 6），区域内贸易和国内需求一直有弹性，促进了 2012 年第四季度增长势头的适度回升。除了全球情绪改善（见上文）以外，支持性的国内政策以及中国经济好转是回升的关键因素。然而，一些薄弱环节依然存在，尤其是在更加外向型经济体，比如日本、韩国和澳大利亚的增长情况低于预期。

在过去一个季度中最值得关注的区域发展之一是日本政府领导人的变更，去年十二月选举结果显示前首相安倍晋三获胜。由于经济增长疲软，新首相上任后承诺振兴经济并终止通货紧缩。其行为一直存在争议 - 不仅仅在国内而且在七国集团（G7）和 20 国集团（G20）国际会议上 - 并且包括财政刺激计划以及对日本央行采取更积极的宽松政策立场和更高的通胀目标（从 1% 提高到 2%）施加的压力。因此，尽管在第四季度连续第三个季度经济萎缩，股市飙升，日元一直呈稳步疲软趋势。后者已经在贸易伙伴之间引起了关注，可以在未来数月中对有争议的货币讨论（见第 14 页有关日本经济政策详细说明）定下基调，尽管 20 国集团为避免冲突而做出了努力。

除日本之外，整个地区宽松性财政和货币政策基本上已经被搁置。最近在货币方面的例外是澳大利亚，该国于 12 月降低了利率（自 2011 年 11 月以来累计降 175 个基点），以及印度，该国于 1 月降低了利率。在财政方面，除日本和韩国以外，大多数地区政策制定者正在力图控制刺激措施，以保持较低的债务水平，并留有余地，以备不时之需。

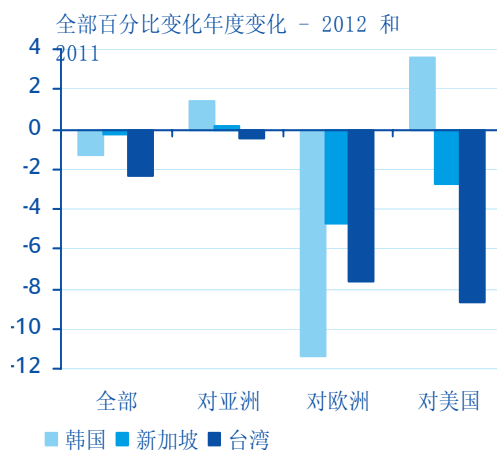
该地区因其良好的基本条件而继续受到全球投资者的认可，为 2013 年进一步的资本流入打下基础。评级机构重申了其稳健的评估：惠誉公司于 11 月确定了印尼的投资评级（BBB-）；穆迪公司在印度增长减缓以及“双”经常账户赤字和财政赤字产生的种种担忧之中对其 Baa3 确定了“稳定”的展望，并引证了健康储蓄和投资率；标普公司确定了中国 AA- 级稳定展望；穆迪公司将菲律宾的评级升至 Ba1，并引证了健康增长和政府改善的财政表现。对于日本，即使在新财政刺激措施实施期间人们对高水平的公共债务持续表示担忧的情况下，标普公司还是重申了其 AA- 级。

图 5
2012 年第三季度亚洲 GDP 增长走出低谷



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图 6
总的说来，2012 年亚洲出口疲软，主要是由于欧洲和美国的原因



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

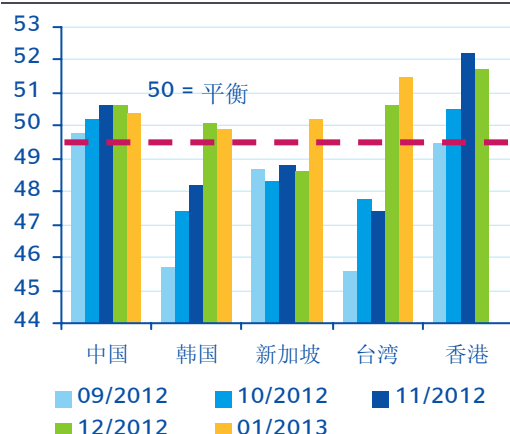
第四季度增长结果超出了预期

第四季度 GDP 结果证实第三季度增长放缓走出了低谷（图 5）。中国第三季度 GDP 增长率好于预期，年同比达到 7.9%（高于第二季度 7.4%）；韩国第四季度增长保持在低水平（年同比为 1.5%），其环比增长势头上升（从前一个季度的 0.1% 上升至 0.4%）。台湾第四季度的增长出人意料地从第三季度的年同比 1.0% 增长至 3.4%。同时，由于得到强劲国内需求的支持，东南亚（东盟）的增长持续引人注目。菲律宾第三季度经济增长率年同比为 7.1%，第四季度为 6.8%。印尼第三季度增长率为 6.2%，第四季度为 6.1%。由于受到去年

洪水的破坏，泰国增长从年同比 18.9% 降至全年 6.4% 的增长率。即使是新加坡，由于其对出口的高度依赖性，增长率急剧降低，在第三季度萎缩后，第四季度有所增长（年同比增长 1.1%），从而避免了技术衰退。增长回升得到了高频率指数的支持，其中包括采购经理人指数（PMI）和工业生产指数（图 7 和 8）。

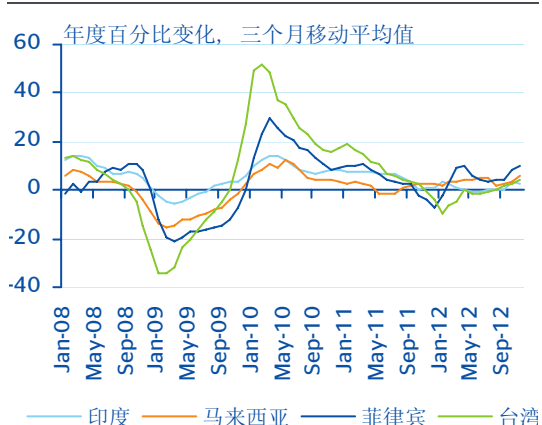
正如在先前季度更新中所指出的那样，在很大程度上由于东盟的强劲需求，2012 年亚洲区域内贸易表现相当不错（图 6）。后者帮助抵消了欧洲和美国疲弱需求所带来的影响。韩国和台湾的出口结果表明：2012 年对东盟出口（分别占出口总额的 14% 和 11%）增长强劲，年同比分别为 10.1% 和 9.8%。一般地说，似乎在许多经济体出口增长均开始回升（图 9），虽然由于与中国的岛屿争端，日本的出口表现疲软（图 10）。

图 7
不断上升的采购经理人指数是增长前景改善的标志



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

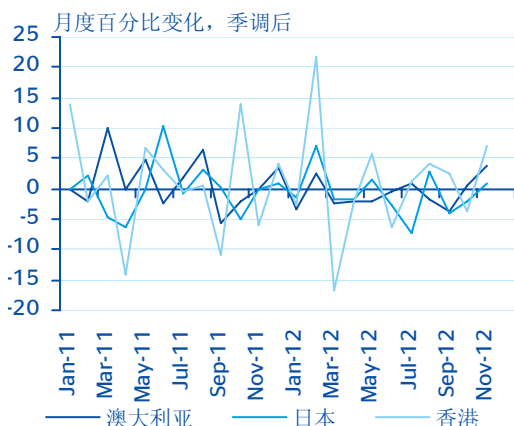
图 8
区域工业生产增长呈上升趋势



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

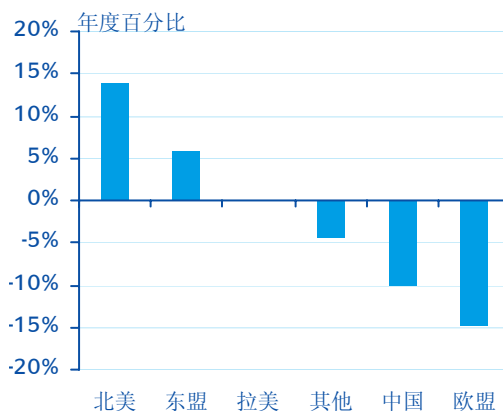
除了出口和采购经理人指数（PMI）的积极趋势，工业生产增长势头似乎也在增大（图 8）。印度的制造业一直处于压力下，10 月份工业生产增长达到了 16 个月的新高，即年同比 8.2%，尽管之后工业生产增长失去了增长动力，活动指标已走出低谷。11 月份马来西亚出现了类似的回升（7.1%，12 月份为 3.7%），菲律宾为 9.8%，12 月份台湾为 2.4%，这是由于受到中国需求的影响。

图 9
亚洲出口增长表明回升的迹象



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图 10
按目的地分 2012 年日本出口增长

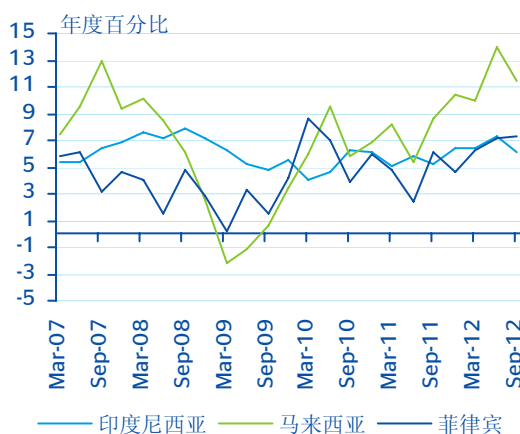


来源：CEIC 和 BBVA 研究部

国内需求和信贷增长使亚洲免遭全球增长缓慢所带来的影响

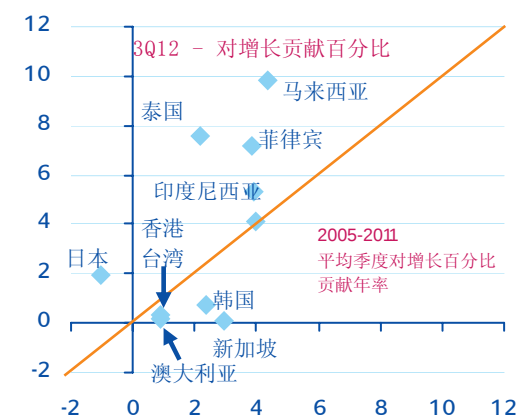
虽然在更开放的亚洲经济体出口下降拖累了增长，强劲的国内需求持续支持整体增长（图 11）。这一点在东盟经济体尤其明显，在最近几个季度中对增长的贡献以较大幅度超过了历史平均水平（图 12）。由于外部需求疲软和强劲的劳动力市场状况，此增长的一部分是周期性的；然而，同时，结构性因素和经济再平衡在起作用，城市化不断上升（图 13）导致人均收入和消费支出增高。在强劲汽车需求的支持下（印尼），强劲的零售销售方面也出现了这些趋势（图 14）。但也有例外，比如韩国，12 月份百货商店的销售仍然疲弱，尽管自总统大选以来消费者信心有所回升（图 15）。

图 11
东南亚国内需求仍然坚挺...



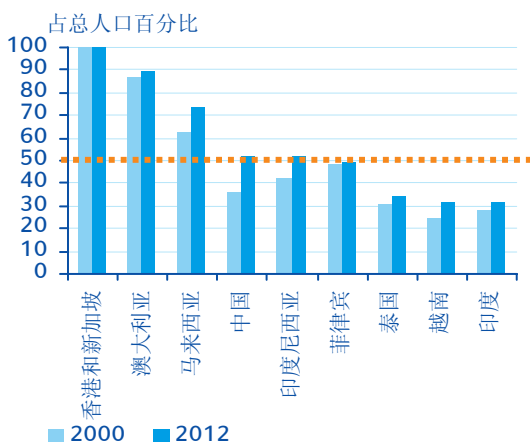
来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图 12
...其对增长的贡献在增加



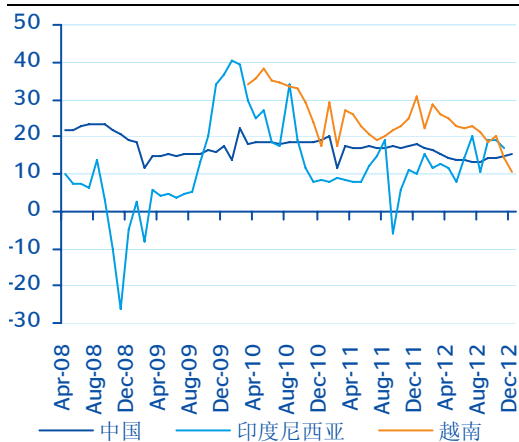
来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图 13
国内需求激增背后是亚洲城市化趋势



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图 14
零售销售仍保持相对活跃

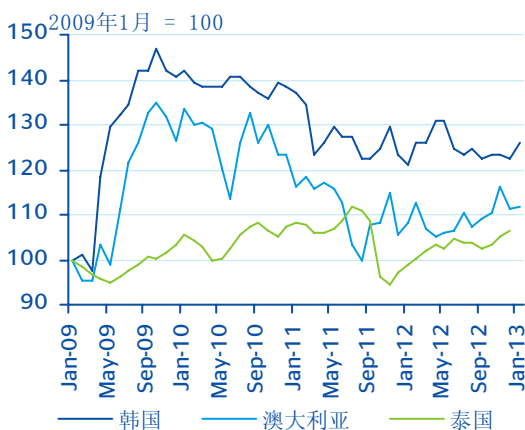


来源: CEIC 和 BBVA 研究部

支持国内需求恢复力的另一个因素是强劲的信贷增长（图 16 和 17），与历史标准有较高的相关性，如果置之不理，可能会导致资产质量和金融稳定方面出现问题。2012 年年底信贷增长开始降温（图 18）。

房地产价格不断上升持续成为头条新闻，尤其是在香港和新加坡（图 19）。去年 10 月份推出进一步的紧缩措施，包括去年 10 月份：1）对于非常住居民购置的住房征收 15% 的印花税（BSD）；2）将特别印花税（SSD）纳税期从 2 年延长至 3 年；3）增加特别印花税（SSD）的税率（3 年的增加至 5%，2 年的增加至 10%，1 年的增加至 15%）。1 月份新加坡推出了新一轮的紧缩措施，其中包括增加印花税和降低贷款价值比。

图 15
因全球环境改善，消费者信心正在回升



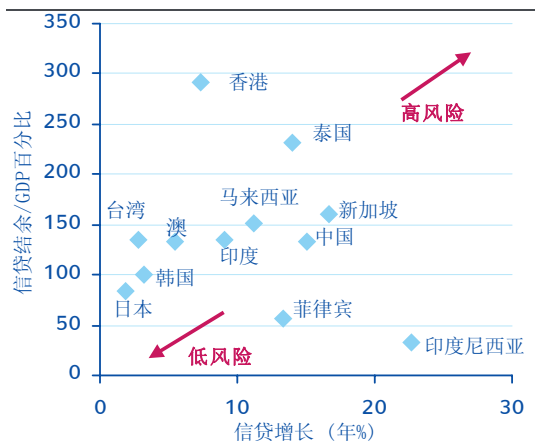
来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图 16
自 1997 年以来，信贷快速增长



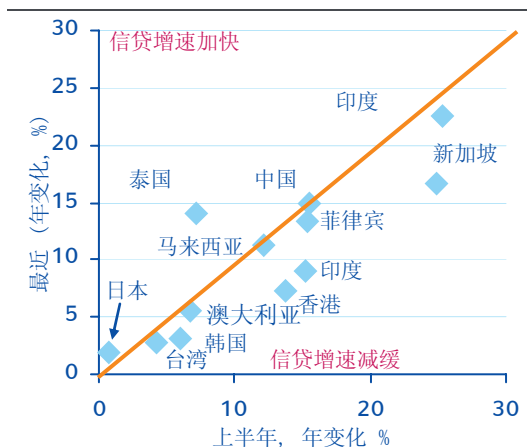
来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图 17
在某些经济体信贷增长是一种风险...



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

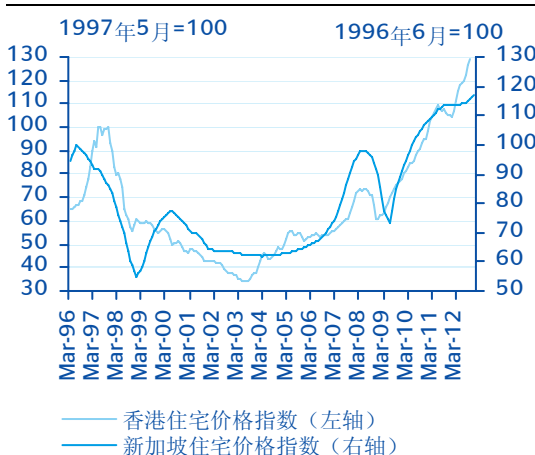
图 18
...虽然在 2012 年初急剧增长之后显示出降温的迹象



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

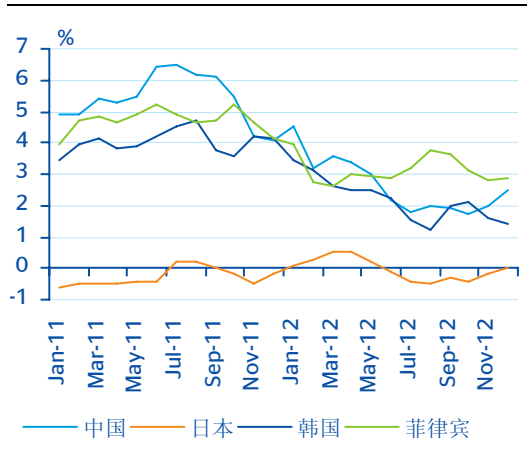
资本流入在支持国内需求方面也发挥了作用，特别是投资。在这方面，2012 年印尼的外国直接投资（特别是在采矿和运输业）飙升至创纪录的 230 亿美元。2012 年韩国的外国直接投资也创纪录，达到 163 亿美元，这是由于来自中国的投资增加了一倍多。

图 19
香港和新加坡房价达到历史新高



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图 20
通胀保持低位

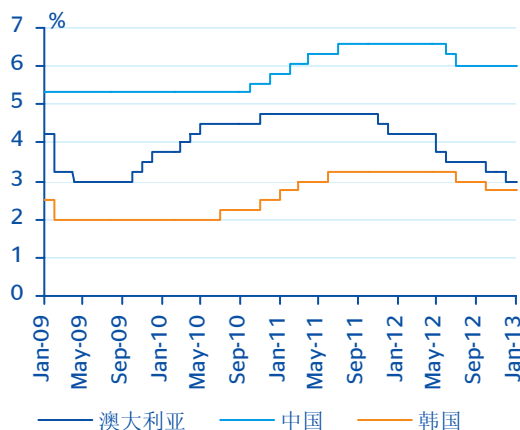


来源：CEIC 和 BBVA 研究部

减弱的通胀为宽松货币政策提供了空间

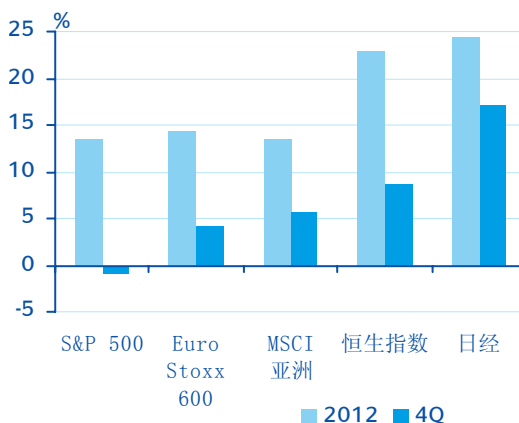
大多数亚洲经济体中持续的产出缺口和货币升值有助于控制通胀（图 20）。在印度通胀仍然是持续令人关注的一个问题，虽然 1 月份通胀已经降到了三年来的最低点，即年同比 6.8%（批发物价指数通胀）（更多信息，请见第 16 页的详细信息）。与此同时，在日本持续的通货紧缩（12 月年同比-0.1%）持续困扰经济（关于日本政策的进一步详情，请见第 14 页的信息）。

图 21
2012 年各国央行采取了宽松政策



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图 22
第四季度区域市场表现强劲；2012 年亚洲广泛指数大致与 DM 水平相当

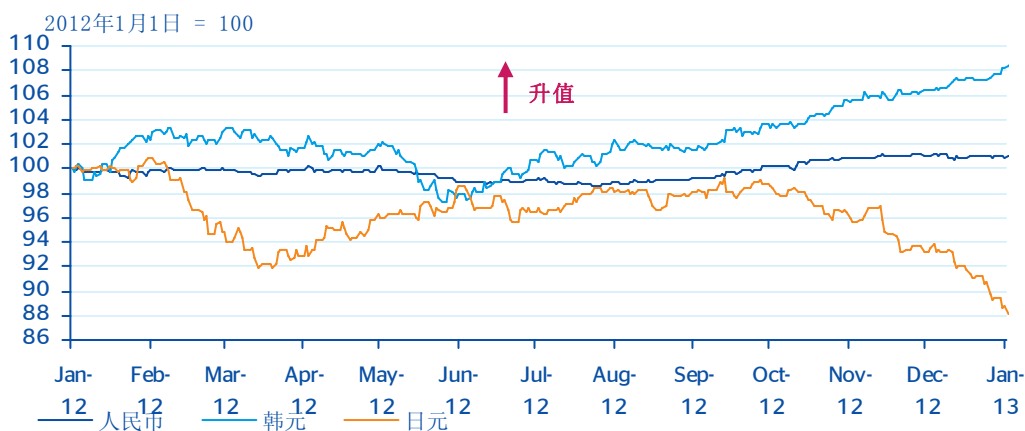


来源：CEIC 和 BBVA 研究部

由于通胀率较低，在 2012 年第四季度有几个央行进一步放松了货币政策，包括澳大利亚（50 个基点）、韩国（25 个基点）、菲律宾（25 个基点）以及泰国（25 个基点）。印度 1 月份重新开始了其降息周期。日本央行通过扩大其资产购买计划继续放松货币政策，最近宣布了 2% 的一项新通胀目标（由原来的 1%），而且要“尽快”实现，2014 年 1 月将开始实施更大规模的量化宽松政策。尽管第三季度增长回升（从第二季度的年同比 5.9% 增长至 7.1%），10 月份菲律宾降息至 3.5% 的创纪录低点，以支持其出口商并阻止导致过多货币的资本流入。

自 2011 年 11 月以来，澳大利亚共计已经降息 175 个基点（图 21），因其经济处于“双速”状态，一方面国内需求放缓，另一方面采矿/出口行业一直在蓬勃发展，由于发展中国家（尤其是中国）的需求不断增加。看起来越来越像矿业发展已经达到顶峰，澳大利亚正努力通过降低利率支持企业发展，并应对货币强势增长，由于其“避风港”的地位（澳大利亚被三大评级机构评为 AAA 级）。

图 23
第四季度日元暴跌是主要报道



来源：Bloomberg 和 BBVA 研究部

亚洲市场：第四季度表现强劲

2012 年开始呈现强劲表现之后，2013 年亚洲股市会继续增长（图 22）。中国正在出现的回升是提升区域投资者情绪的一个重要因素，而且是香港恒生指数上升的关键因素。在东盟市场上，菲律宾指数脱颖而出，在二月初达到了创纪录的新高。除了在进一步强劲经济增长的定价方面以外，菲律宾市场有望进一步上调评级（三大评级机构目前均将菲律宾评为比投资级低一个等级）。在日本，在首相野田佳彦宣布举行新的大选之后，由于预期日元会贬值（对该国的出口商来说这是一个积极的现象），股票在 11 月中旬开始大幅上涨。

在货币方面（图 23），日元的急剧贬值引发了货币干预的期望，尤其是在韩国（以及菲律宾）。自 11 月份以来，韩元兑日元升值超过 20%，在韩国出口商之中引起了惊慌。在 11 月份和 12 月份，韩国政府试图通过对外资银行降低远期持仓限额（即从 200% 的资本降至 150%）以及对国内银行从 40% 降至 30% 的做法来遏制投机压力。另一面是印尼盾，2012 年它在亚洲新兴经济体中表现最差。尽管其作为投资目的地的强势地位，不断扩大的经常账户赤字以及对经济改革的势头（如印度）的顾虑对货币产生了很大影响。

框 1：日本新政府力图重振经济

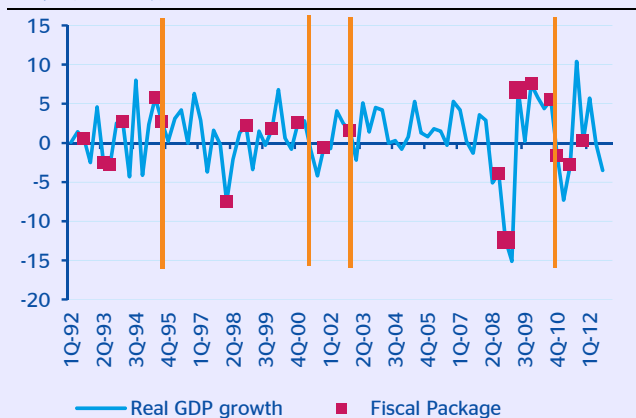
去年日本经济急剧放缓，GDP 连续三个季度萎缩，致使全年增长率仅为 2.0%，因为疲软的外部需求导致私人消费和出口下滑。同时，与中国在钓鱼岛/尖阁列岛上的争议一直是一个拖累，不利于贸易流量和旅游流量。

自民党的胜利是政策转变的信号

12 月份自由民主党在大选中获胜，从而导致经济政策的重大转变。新首相安倍晋三宣布了终止持续通货紧缩和恢复经济增长的一揽子财政和货币政策。在财政方面，尽管日本的高额公共债务，政府启动了一项主要集中于公共工程的 10.3 万亿日元的刺激方案。与此同时，12 月份日本央行扩大了每月约 3 万亿日元的资产购买计划，1 月份宣布 2% 的通胀目标，以及将于 2014 年 1 月开始的无限制资产购买计划。政策已经对日元以及市场情绪产生影响，自 12 月份以来兑美元的汇率下降了 12%，股市上涨幅度超过 20%。

日本政府试图通过使用积极的货币和财政政策刺激经济发展并非首次。自 1990 年以来已经采用了许多措施，开始了所谓“失去的十年”。

图 24
日本的 GDP 增长



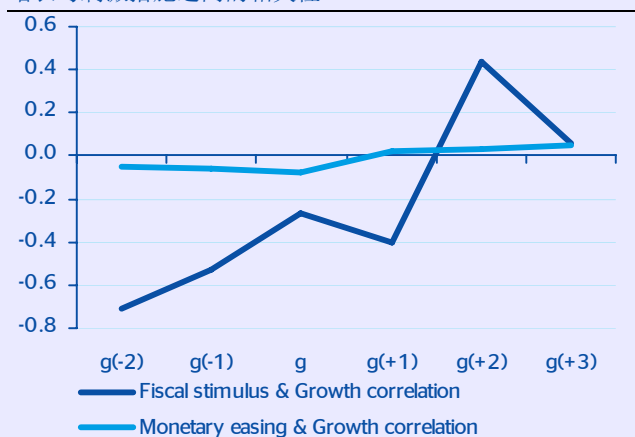
注释：垂直线表示货币购买期
来源：CEIC 和 BBVA 研究部

近年来日本政府纷纷推出其他大型财政刺激方案，以应对增长放缓（图 24）。最大两项方案是在 2008 年金融危机之后实施的，每项方案的金额均超过 GDP 的 12%。这些方案集中在两个主要方面：公共工程和社会基础设施项目投资以及银行对中小企业和房地产行业贷款的信用担保和信用额度。

就日本央行而言，1999 年初它曾经将主要利率下调几乎为零，并在 IT 泡沫破灭后诉诸于大规模资产购买的非常规宽松措施。金融危机之后，显著再次增加了日本政府债券和国库券购买量。值得一提的是，尽管做出了这些努力，显然未能阻止通货紧缩，或削弱日元（或许是由于其作为避风港的原因）。

我们的估计说明日本财政措施的影响是相当突出的，这一点可以从方案规模和 GDP 增长率之间的相关性看出（图 25），我们在公布日期之后延迟了两个季度。值得一提的是，可能与预期相反，货币宽松政策与增长率的相关性要小得多。

图 25
增长与刺激措施之间的相关性



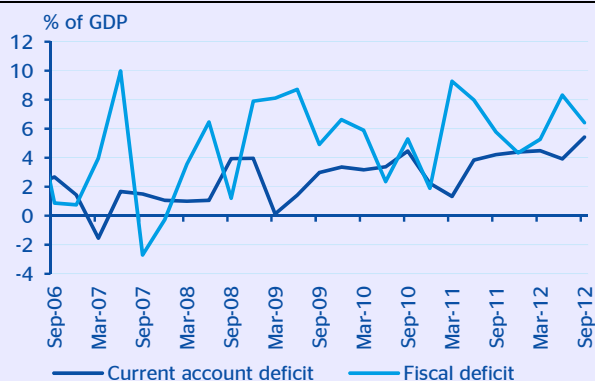
来源：CEIC 和 BBVA 研究部

框 2：印度 - 增长重新启动

对于印度经济来说，这是一个艰难的时期，因为实际 GDP 增长创下了 10 年来低点，即年同比 5.4%（2012 年第三季度），且批发物价指数保持在年同比 7.0% 左右。国内政策僵局以及正在出现的外部不利因素抑制了增长，而宽松的财政政策（图 26）抑制了印度储备银行于 2012 年降低利率，这时其他央行实施了宽松政策。这些持续性的财政控制不力削弱了缩小经常账户赤字（2012 年第三季度占 GDP 的 5.4%）方面所做的努力，并使得公共债务相对较高，占 GDP 的 70%。在这种情况下，评级机构的警告（即可能降低至垃圾级别）加剧了印度政府快速投资和财政改革方面的压力。

令人欣慰的是，在上一个季度印度政府宣布了刺激缓慢增长和避免潜在主权评级降级的几项政策措施。这些措施包括：1）允许在多品牌零售、民用航空、广播和电力方面有外国直接投资；2）成立一个快速审批项目的投资内阁委员会；3）推迟对外资流入征税规定的实施；4）批准银行业改革，旨在放宽外资银行进入印度的范围，促进金融包容性、银行融资以及合规性改善。此外，印度储备银行在国内债券市场以及外部商业借款方面提高限制，降低现金准备金率，以减轻外国资本流入，并缓解国内流动性压力。

图 26
A tale of twin deficits



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

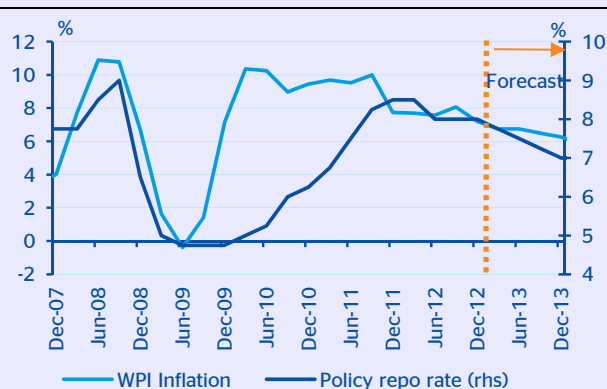
与此同时，当局也采取了财政整顿方面的积极措施，比如 1）局部放松管制所管理的燃料价格（尤其是柴

油的价格）；2）推出一个直接现金转账支付计划，以提高补贴、转账和社会福利支付的效率；3）对在全国范围内实施商品及服务税（GST）达成共识，以取代现有的增值税；4）减少铁路客运补贴。

尽管有这些积极的措施，政府方面需要满足更多的需求。GDP 增长放缓和企业盈利能力薄弱已经拖延了总收入的增长（年同比增长 14%，预算为 23%），而非计划支出（包括利息和补贴）超出了目标（年同比 12% 相对于 9%）。因此，根据目前的趋势，我们预测 2013 财年赤字适度超支，达到 GDP 的 5.7%。

尽管存在政治障碍，政府继续推动改革的承诺将有助于减小宏观稳定的风险，为印度赢得时间，以避免评级被下调，并最终提高投资者的信心。展望未来，由于通胀率走低（图 27），我们预计到 2013 年年底回购利率额外削减 75 个基点，使政策利率达到 7.0%。我们预计印度的实际 GDP 增长将会改善，2013 年和 2014 年平均分别为年同比 6.5% 和 6.9%，这是私人消费和投资需求的恢复所带动的。在财政和投资改革方面的进一步牵引是在不助长通胀风险的情况下货币政策促进经济增长的关键所在。由此而论，即将于 2 月 21 日举行的议会预算会议非常重要，有望将使政府在保险和养老金行业方面允许更高外国直接投资的建议获得批准，并使 2014 财政年度的精简预算获得批准。

图 27
减轻通胀应该会促进更大的利率下调



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

3. 增长势头应当会持续改善

与我们在去年 11 月出版的《亚洲展望》相一致，我们的基准建立在 2013 年增长势头进一步改善的基础上。中国增长表现的不断改善已经对该地区的其他国家产生积极的溢出效应。持续的支持性货币政策（尤其是在日本）以及全球环境进一步逐步改善应当会维持正在出现的回升。因此，除了少数几个国家（日本、澳大利亚和 2012 年异常高增长的几个东盟经济体）以外，我们预测 2013 年会有更好的增长（表 1），而且我们预计 2014 年几乎所有经济体的增长均会进一步回升。随着增长回升，预计大多数经济体中通胀均会上升，但应保持在舒适水平之内，为实施宽松政策提供了空间。

预计 2013-2014 年度增长势头会回升

我们对去年 11 月份所更新的该地区增长预测的大部分均未做变更。对于亚太地区，我们预计 2013 年增长会回升到 5.6%（由 2012 年的 5.2%），2014 年会回升到 5.8%，因为这两年均得到中国 8.0% 左右持续强劲增长的支持。我们在 2013 年所做的最大修正是对日本（即由先前的 1.2% 上调至 1.7%），这是由于新政府的刺激措施所产生的影响，以及对菲律宾（即由先前的 5.0% 上调至 5.9%），这是由于国内需求强于先前的预期。我们在 2013 年所做的最大下调是对印度（即由先前的 6.7% 下调至 6.5%），这是由于持续政策执行僵局造成的，以及对韩国（即由先前的 2.9% 下调至 2.7%），这是由于仍然疲软的出口和国内需求。

预计通胀会上升，但应当会保持在可控范围之内

很有可能的是，在 2012 年第三季度和第四季度通胀达到多年低点之后已经走出低谷。展望未来，我们预计资本流入会回升，它应当从不断上升的 GDP 增长增加需求压力（表 2）。这在很大程度上符合我们之前的预期，因此，总的来说，我们并未对 2013 年或 2014 年的通胀前景做重大变更。我们预计未来数月印尼通胀会上升，可能会上升至当局 5.5% 舒适区的上限，特别是按照目前的预期，如果电费增加。卢比持续疲软可能会进一步加剧印尼的通胀。

货币政策前景是多种多样的

在 2012 年一轮降息之后，我们预计多数央行仍然保持在 2013 年上半年的水平（表 4）。然而，我们预测印度会进一步降息（75 个基点），韩国在上半年降息 25 个基点。鉴于低通胀和非矿业的疲软，我们不排除澳大利亚再次降息。另一方面，我们已经排除了此前我们对中国降息的预测，原因是经济增长正在回升，以及对不断上涨的房价存在的担忧。在东盟，今年可能会出现过热的风险，这可能会在今年年底之前使加息成为必要。

除了在日本和韩国以外，我们预计 2013 年不会有大规模的财政刺激措施。韩国政策制定者似乎对支持增长的进一步财政措施泰然自若，这些措施作为当选的朴总统经济政策的一部分，重点在于社会福利项目和基础设施。印尼 2013 年的预算是一个审慎的例子：预算预计 2013 年赤字占 GDP 的 1.6%（2012 年居于 1.7% 和 2.0% 之间）。税收政策也将会被利用，泰国政府将会通过对首车买家实行免税政策来刺激国内需求，而马来西亚可能会降低所得税并增加最低工资，虽然其政策受到该国高额财政赤字（根据我们的估计，2013 年为 5.0%）的制约。印度也有类似的制约，最近实施急需政策改革的努力使当局在解决该国的长期高额赤字。

亚洲货币（日本除外）处于由资本流入所带来的升值压力之下

不断降低的全球风险厌恶情绪以及亚洲的强劲增长前景促进了资本流入该地区。这应当继续对货币造成向上的压力，尤其是在 2013 年下半年（表 3）。日元持续贬值的趋势可能会持续下去，这可能会在贸易伙伴之间造成紧张情绪，并使央行通过干预货币来应对升值。同时，我们预计 2013 年中国当局允许货币进一步适度升值，或兑美元升值 2-3% 左右。

4. 风险正变得更加均衡

连续几个季度强调前景中的下行风险之后，我们现在预测风险会更广泛地均衡化。正如在《全球展望》中所指出的那样，全球经济的尾部风险已经减弱，虽然尚未被消除。此外，中国避免了硬着陆，对于全球和区域情绪来说，这都是积极的。如果外部环境的风险成为现实，大多数亚洲经济体均有得到进一步政策支持的空间。

在该区域内，下行风险来源于地缘政治方面的担忧，尤其是来自目前中国和日本之间的争议。与朝鲜的紧张关系仍然是一个长期的威胁，这一点被最近的核试验所证实。在宏观方面，我们注意到日元持续疲软，货币紧张局势不断上升。源于全球流动性的预期资本流入以及该地区的强劲增长前景可能会在此环境下进一步使货币管理复杂化。可能会出现资产泡沫不稳定的风险（比如香港房地产市场中存在的风险）和通胀风险。印度的改革势头也需要密切关注。

前景中也有上行风险。美国和中国的增长强于预期，可能会导致更为强劲的出口好转。事实上，在某些东盟经济体，强劲的国内需求和宽松的宏观政策已经产生对过热的担忧，尤其是在印尼和菲律宾。最后，需要关注某些经济体的信贷快速增长，以免它对消费者和企业的资产负债表成为一种负担，并避免在未来数年内对资产质量产生负面影响。

5. 附表

表 1

宏观预测: 国内生产总值

(增长率%同比)	2010	2011	2012	2013 (预测)	2014 (预测)
美国	2.4	1.8	2.2	1.8	2.3
欧洲货币联盟	1.9	1.5	-0.5	0.3	1.3
亚太	8.2	5.7	5.2	5.6	5.8
澳大利亚	2.4	2.2	3.5	3.0	3.4
日本	4.4	-0.7	2.0	1.7	1.7
中国	10.4	9.3	7.8	8.0	8.0
香港	7.0	5.0	1.4	3.5	4.0
印度	8.9	7.5	5.4	6.5	6.9
印尼	6.1	6.5	6.2	6.3	6.8
韩国	6.2	3.6	2.0	2.7	4.0
马来西亚	7.2	5.1	5.2	4.8	5.0
菲律宾	7.6	3.9	6.6	6.0	5.6
新加坡	14.5	5.0	1.5	2.3	4.0
台湾	10.8	4.1	1.2	3.5	4.2
泰国	7.8	0.1	6.4	4.5	5.2
越南	6.8	5.9	5.0	5.8	6.3
亚洲除中国	6.7	3.4	3.6	4.0	4.4
世界	5.1	3.9	3.2	3.6	4.1

来源: CEIC 和 BBVA Research

表 2

宏观预测: 通胀 (平均)

(增长率%同比)	2010	2011	2012	2013 (预测)	2014 (预测)
美国	1.6	3.1	2.0	2.1	2.2
欧洲货币联盟	1.6	2.7	2.5	1.6	1.5
亚太	3.6	4.8	3.0	3.3	3.5
澳大利亚	2.8	3.4	1.8	2.9	2.5
日本	-0.7	-0.3	0.0	0.1	0.7
中国	3.3	5.4	2.6	3.3	4.0
香港	2.3	5.3	4.0	4.2	3.7
印度	9.8	9.2	7.5	6.6	5.6
印尼	5.1	5.4	4.6	5.1	5.5
韩国	3.0	4.0	2.2	2.6	3.3
马来西亚	1.7	3.2	1.7	2.6	2.7
菲律宾	3.8	4.4	3.2	3.5	4.0
新加坡	2.8	5.2	4.5	3.4	4.0
台湾	1.0	1.4	1.9	1.8	1.9
泰国	3.3	3.8	3.0	3.4	2.9
越南	10.0	18.1	9.3	8.2	8.3
亚洲除中国	3.7	4.3	3.3	3.3	3.2
世界	3.8	5.2	4.1	3.9	3.9

来源: CEIC 和 BBVA Research

表 3

宏观预测: 汇率 (期末)

		2010	2011	2012	2013 (预测)	2014 (预测)
欧盟*	美元/欧元	1.34	1.30	1.32	1.32	1.33
澳大利亚	美元/澳元	1.02	1.02	1.04	1.09	1.10
日本	日元/美元	81.1	76.9	86.75	100.0	104.0
中国	人民币/美元	6.61	6.30	6.23	6.10	5.95
香港	港币/美元	7.77	7.77	7.75	7.80	7.80
印度	卢比/美元	44.7	53.1	55.0	52.5	52.0
印尼	印尼盾/美元	8996	9069	9793	9400	9200
韩国	韩元/美元	1126	1152	1064	1060	1000
马来西亚	林吉特/美元	3.06	3.17	3.06	2.90	2.80
菲律宾	比索/美元	43.8	43.8	41.0	40.0	39.0
新加坡	新币/美元	1.28	1.30	1.22	1.20	1.19
台湾	台币/美元	29.3	30.3	29.0	28.7	28.2
泰国	泰铢/美元	30.1	31.6	30.6	30.0	29.5
越南	越南盾/美元	19498	21034	20840	22000	22000

来源: CEIC 和 BBVA Research

表 4

宏观预测: 政策利率(期末)

(%)	当期	2011	2012	2013 (预测)	2014 (预测)
美国*	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
欧盟*	1.00	1.00	1.00	0.75	1.25
澳大利亚	3.00	4.25	3.00	3.25	4.00
日本	0.10	0.08	0.10	0.10	0.10
中国	6.00	6.56	6.00	6.00	6.50
香港	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
印度	7.75	8.50	8.00	7.00	6.50
印尼	5.75	6.00	5.75	5.75	6.00
韩国	2.75	3.25	2.75	2.75	3.25
马来西亚	3.00	3.00	3.00	3.25	3.50
菲律宾	3.50	4.50	3.50	3.50	4.25
新加坡	0.40	0.45	0.40	0.40	0.40
台湾	1.88	1.88	1.88	1.88	2.13
泰国	2.75	3.25	2.75	3.50	3.50
越南	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00

来源: CEIC 和 BBVA Research

免责声明

由西班牙对外银行编制本文件及其中所述的信息、意见、估计和建议，并向其客户提供有关发布报告日期的一般信息，其中内容变动无须事先通知。因此，如有内容变动或更新西班牙对外银行无需承担事先必须通知客户的责任。

本文件及其内容并不构成要约、邀请或恳请购买或订购任何有价证券或其它票据、着手或撤销投资。本文件或其内容都不构成无论何种性质的任何契约、承诺或决定的依据。

阅读本文件的投资者应知悉：因为编制本报告时并未将投资者的具体投资目标、财务状况或风险状况考虑在内，因此本文件所涉及的有价证券、票据或投资可能不适合每位投资者。因此，投资者作出各自投资决定时应考虑前述情况，如有必要，还应获得该等专业建议。本文件内容基于通过可视为可靠来源获得而为公众所知悉的信息。但是，西班牙对外银行并未对该等信息进行独立核实，因此不对该等信息的准确性、完整性或正确性作出任何担保，无论明示或暗示。由于使用本文件或其内容而导致产生任何类型的直接或间接损失，西班牙对外银行不承担任何责任。投资者应注意：有价证券或票据的过往表现、投资的历史结果并不对未来表现提供任何保证。

有价证券或票据的市场价格、投资结果可能产生不利于投资者权益的波动。投资者应深知：他们甚至有可能面临投资亏损。对期权、期货、有价证券或高收益证券所作的交易具有高风险，并非适合每位投资者。确实，有一些投资的潜在损失可能超过最初投资金额，在该等情形之下，可能要求投资者支付更多金钱以弥补亏损。因此，在着手进行有关票据的任何交易之前，投资者应该知悉其操作以及同一标的的股票相关权利、义务和风险。投资者还应知悉：前述票据的二级市场可能受限或根本不存在。

西班牙对外银行或其任何附属机构及其各自主管与员工可能直接或间接持有本文件或任何其它相关文件中所涉及的任何有价证券或票据，在适用法律允许的范围内，他们可能在其账户或第三方账户中对该等有价证券进行交易，向前述有价证券或票据发行方、相关公司或其股东、主管或员工提供咨询或其它服务，或在公布本报告之前或之后享有前述有价证券、票据或相关投资之上的权益或执行相关交易。

西班牙对外银行或其任何附属机构的销售人员、交易员和其它专业人士可以向其客户提供口头或书面市场评论或交易策略，其中所反映的意见可能与本文件所述意见相反。另外，西班牙对外银行或其任何附属机构的自营交易和投资业务可以作出与本文件所述建议不一致的投资决策。未经西班牙对外银行事先书面同意，不得（1）通过其它任何方式或以其它任何形式复制、复印或复写；（2）重新分配；或（3）引用本文件中任何部分。如果法律禁止，则不得向任何国家（或个人或机构）中任何个人或机构复印、传播、散布或提供本报告中任何部分。未能遵守前述限制性规定，即违反了相关适用法律。

在英国，仅可向《财务服务及市场条例 2000(财务推广)2001 命令》所描述的个人提供本文件，不得直接或间接向其它任何个人或机构交付或散布本文件。特别地，仅能够并针对如下个人或机构交付本文件：（1）英国以外的个人或机构；（2）具有如 2001 法令第 19(5)条所述投资相关专业知识的个人或机构；（3）高资本净值机构以及 2001 法令第 49(1)条所规定的可合法向之披露本文件内容的其它任何个人或机构。

与本报告的分析师和作者相关的薪酬制度基于多重准则，包括财政年度内西班牙对外银行获得的收益以及西班牙对外银行集团的间接收益，其中包括通过投资银行业务产生的收益，但是他们不获得基于投资银行任何具体交易所产生收益的任何薪酬。

“西班牙对外银行以及西班牙对外银行集团中的任何其它机构并非纽约证券交易所或全美证券交易商协会的成员，不必遵守影响该等成员的披露原则。”“西班牙对外银行应遵守西班牙对外银行集团适用证券市场运作的行动守则，其中包括防止和避免与既定等级利益冲突的原则以及信息壁垒原则。访问如下网址：[www.bbva.com/Corporate Governance](http://www.bbva.com/Corporate%20Governance)，可了解有关西班牙对外银行集团适用证券市场运作的行动守则的信息。”

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, CFA

jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

Fielding Chen

fielding.chen@bbva.com.hk

Sumedh Deorukhkar (India)

sumedh.deorukhkar@bbva.com

Weiwei Liu

carrie.liu@bbva.com.hk

Le Xia

xia.le@bbva.com.hk

George Xu

george.xu@bbva.com.hk

Paul Pozarowski

paul.pozarowski@bbva.com.hk

Edward Wu

edward.wu@bbva.com.hk

BBVA Research*Group Chief Economist***Jorge Sicilia***Emerging Markets:***Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Cross-Country Emerging Markets Analysis

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

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

oswaldolopez@bbva.com

Mexico

Carlos Serrano

carlos.serrano@bbva.com

Macroeconomic Analysis Mexico

Carlos Serrano

carlos.serrano@bbva.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:

Economic Scenarios

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.com

Financial Scenarios

Sonsoles Castillo

s.castillo@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@bbva.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