

经济展望

中国/亚洲

2013 年第四季度
经济分析

- 全球经济增长预计将在 2014 年加速，但下行风险犹存，主要包括美国的财政状况以及退出量化宽松政策之影响，加上欧洲经济复苏挥之不去的不确定性和中国的金融脆弱性问题等。由于新兴市场国家和地区增长动能趋弱，我们对 2013 年和 2014 年的全球增长预期分别下修至 2.9% 和 3.6%。
- 亚洲区域内各经济体的增长趋势依然各不相同。位于东北亚地区的中国和日本两国增长动能有所恢复；但亚洲其他国家和地区的增长放缓，其中以印度和印度尼西亚两国尤甚。受益于外部需求改善，预计 2014 年亚洲区域经济增长将会出现提速。
- 中国经济增长企稳势头向好，我们将今年全年增长预测小幅上修至 7.7%，维持 2014 年 7.6% 的预期不变。但是，由于中国实现经济再平衡之进程有所延缓，加上国内金融脆弱性问题加剧，对于中国经济中期增长前景的担忧依然存在。
- 亚洲地区经济增长的风险主要来自于未来量化宽松政策的退出所引发的新一轮资金外流，以及中国增长势头是否可以持续等方面。

索引

| | |
|---------------------------------|----|
| 摘要..... | 3 |
| 1. 全球增长：全球经济复苏伴随下行风险..... | 4 |
| 2. 亚洲经济体形势各有不同..... | 6 |
| 框1：日本经济改善能否抵消中国增长趋缓的影响？..... | 11 |
| 3. 中国经济企稳，以金融脆弱性问题加剧为代价..... | 13 |
| 框2：对中国金融自由化进程的评估..... | 21 |
| 4. 2014年增长基准预测较强，但面临诸多不确定性..... | 22 |
| 5. 下行风险犹存..... | 24 |
| 6. 表格..... | 25 |

发表日期：2013 年 11 月 11 日

摘要

亚洲区域内各经济体的表现持续分化。 中国和日本等东北亚国家的经济增长有所改善，但对于其他国家和地区而言，增长动能依然疲弱，其中以印度和印度尼西亚两国尤甚。此前市场对于量化宽松政策退出的预期所造成的资金流动曾加剧了印度和印尼经济的下行趋势，这一现象反过来揭示两国经济在经常账户赤字方面存在的结构性弱点以及较为脆弱的投资环境。

美联储推迟退出量化宽松政策，中国增长动能企稳回升，以及美国和欧洲经济的持续复苏，都有助于提振亚洲市场情绪。 推迟削减量化宽松规模的决定和美国债务上限问题的（暂时）解决，减轻了亚洲地区的金融压力，并为一些国家的政策制定者采取进一步的政策调整和结构性改革提供了喘息空间。尽管如此，一旦量化宽松政策开始退出（很可能在 2014 年早期），诸如印度和印度尼西亚等存在经常账户赤字且依赖于国际资本流入的国家其增长将面临新一轮的下行压力。

日本的经济增长总体上保持良好势头。 在“安倍经济学”之财政和货币刺激政策的推动下，日本经济的增长势头得以持续改善。非居民投资近期有所加速，这是以前经济增长一直缺失的部分，将对个人消费和出口的增长提供支持。日本经历了长期的通货紧缩，但从今年六月份开始，其整体通货膨胀率重新转正，虽然仍低于日本央行所设定的 2014 年年底 2% 的通胀目标。日本的当务之急是推进大胆的结构改革措施，以推动经济的长期增长，否则仅靠财政和货币政策可能无法重振经济。

我们对亚洲地区整体增长在未来逐步改善的基准预测仍然是基于外部环境向好的预期，这与我们近期的季度展望是一致的。 但是，我们下修了印度和印度尼西亚两国的增长预测（印度 2013 年和 2014 年的增长预测分别是 4.2% 和 4.6%；印度尼西亚 2013 年和 2014 年的增长预测分别是 5.6% 和 5.8%），下修幅度对整个区域的影响高于我们对日本和中国 2013 年经济增长的上修（日本增长 1.9%，中国增长 7.7%），因此，与我们上一季度的报告相比，亚洲地区的整体经济增长预测小幅下降。除印度和印度尼西亚之外，亚洲其他国家和地区的通货膨胀前景仍然较为温和。印度和印度尼西亚两国央行数度加息以期缓解本国货币的贬值压力，控制通货膨胀预期。

此前市场对于中国经济短期增长前景的悲观情绪已经逐步转向乐观，认为政府所制定的 2013 年 7.5% 的增长目标将能够轻易实现。 政策面的逐步明朗，有针对性的“微刺激”措施的实施加上更强的外部需求都促进了私部门制造业投资和增长势头的改善。国内生产总值（GDP）增长在第二季度触底，同比增长 7.5%，但在第三季度已回升至同比增长 7.8%，且增长势头在第四季度延续。因此，与之前 7.6% 的预测相比，我们将中国 2013 年的全年增速上修至 7.7%，对 2014 年的增长预期维持在 7.6% 不变。

我们预计中国整体政策态势将基本保持不变，尽管政策可能出现小幅收紧，以减少信贷过快增长和降低金融脆弱性。 到 2014 年基准利率预计维持不变，人民币兑美元汇率在 2013 年年底将维持在 6.10 的水平左右，此后将以每年 2-3% 左右的幅度继续升值。

然而，由于经济再平衡的进程出现推迟迹象，金融脆弱性问题持续加剧，使得对于中国经济增长反弹能否持续的担忧有所增加。 影子银行体系内信贷规模继续增长，造成公司和政府债务水平上升。房地产价格攀升幅度令人忧虑。这些金融脆弱性问题都限制了政府进一步放松政策的空间，突显了未来实施各项改革对于确保中期增长保持健康平衡的重要性。

亚洲区域经济增长所面临的风险主要来自于投资者对于美联储退出量化宽松政策的时间和力度的评估所导致的新一轮资本流动以及融资环境趋紧。 此外，中国经济增长是否可持续所面临的不确定性，以及 2014 年及以后经济增长逐步放缓，都将可能影响亚洲地区的整体经济增长步伐。

1. 全球经济复苏伴随下行风险

在探讨亚洲和中国经济状况之前，我们先来简要回顾一下 *全球展望*。如有需求，读者们可以直接跳至第 6 页的亚洲部分。

对风险厌恶情绪降低的积极经济评估

发达经济体的市场信心指数和经济活动指标持续改善，而在中国等主要新兴经济体也有停止恶化的迹象（图 1）。由于美联储预计退出量化宽松政策的时机推迟，加上中国经济短期增长前景向好，使得新兴市场近期的金融波动和资本流出状况也有所缓解（图 2）。此外，欧元区暂时结束经济衰退，美国政府达成（临时）财政协议，这都使金融市场的风险厌恶情绪维持在较低水平。

图 1
新兴市场的制造业采购经理人指数（PMI）已停止下滑



来源：Haver 和 BBVA 研究部

图 2
新兴市场的债券和股票资金流出状况趋稳



来源：新兴市场投资基金研究公司（EPFR）和 BBVA 研究部

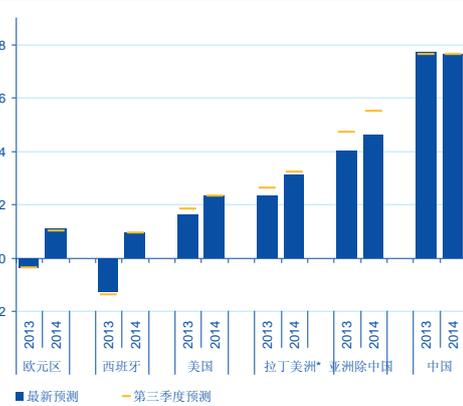
正如在 *全球展望* 中所述，由于对美国、墨西哥以及亚洲一些新兴经济体增长预测的下修（图 3 和图 4），2013 年全球经济增长将接近 3%，略低于此前预期。尽管如此，我们仍维持对 2014 年和 2015 年全球增长提速的预期，分别是 3.5% 和 4%。这一情景假设中的复苏程度有限，发达经济体除日本以外在 2014 年和 2015 年的增长动能将强于今年，对于全球增长的支持较大。而来自于亚洲和拉丁美洲的新兴经济体的贡献也将持续。

图 3
全球增长复苏，但仍较疲弱...



来源：BBVA 研究部和国际货币基金组织（IMF）

图 4
...对新兴市场增长预期的下修



* 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁、委内瑞拉

来源：BBVA 研究部

风险倾向下行，但较前期已有所降低

风险来自于预计 2014 年初开始的美联储量化宽松政策的“无序退出”，这将造成美国长期利率的“过度”攀升。若出现这一情况，全球经济的缓慢复苏步伐或将停滞。尤其是欧元区，鉴于其“金融分化”的状况、银行部门悬而未决的改革，以及已然接近尾声的经济衰退所带来之深远影响，都可能继续拖累经济前景。另外一个与美国相关的风险是，美国虽然暂时解决了预算谈判和债务上限的问题，但这一问题将在几周时间内卷土重来。新兴市场经济体，尤其是中国，增长趋弱对全球经济而言将是另外一个风险所在。尽管我们对中国经济的增长预期没有改变，但由于中国的金融脆弱性问题持续加剧，且为了中期经济持续增长所推行的改革措施可能会使得短期增速放缓，所以中国 2014 年及以后的经济增长前景仍然存在风险。

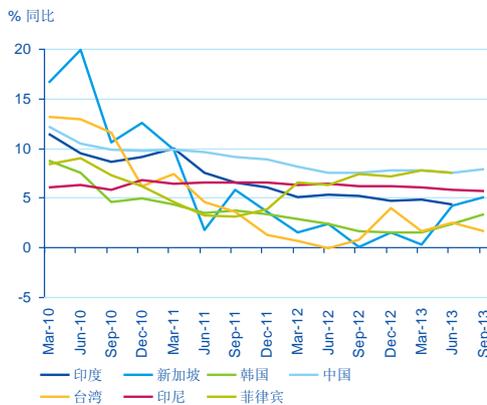
最后，欧元区仍旧存在债务危机重现的可能性。欧元区在建立银行联盟的道路上有所进展，使其成为近期推动全球经济复苏的积极因素之一。经济结束衰退，有效的短期宽松财政政策和欧洲央行对于货币稳定的保证均有助于上述之转变。但是，为保持市场信心，政策制定者需要继续采取措施稳固货币联盟，尤其是建立银行联盟方面，以及可以确保中期公共债务可持续发展的措施。

简言之，在我们的全球基线情景中，2013 年下半年国内生产总值（GDP）增长加快，将应该能够反映出市场信心的改善。然而，家庭和商业信心的改善，金融市场压力的降低，以及全球经济复苏可持续的关键，都在于美国、欧洲和中国等经济体之经济政策的实施和相互协调的共同作用之上。

2. 亚洲经济体形势各有不同

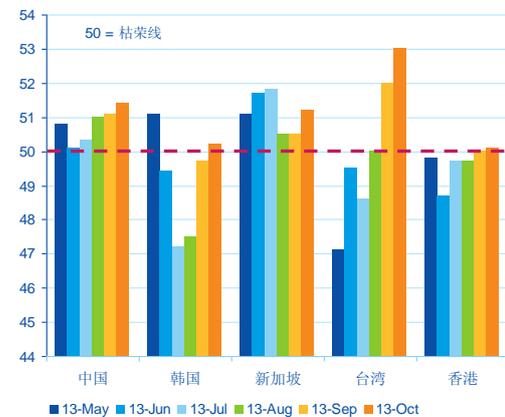
在过去几个季度中，亚洲各经济体表现仍然各不相同。此前市场对于量化宽松政策退出的预期所造成的资金流动加剧反映了印度和印度尼西亚等国经济上存在的结构性弱点，导致这些国家的投资和经济增长趋弱（图 5）。另一方面，由于各自刺激政策的实施提升了市场对于短期经济增长前景的信心，日本和菲律宾的经济增长均有所加速。同时，韩国由于政府实施了支持性的经济政策，加上发达国家对终端消费品的外需有所改善，其经济增长动能显示韧性。而中国短期增长前景向好（将在第三部分详细讲述），不仅降低了对经济硬着陆的担忧，更有助于拉动区域内贸易和经济增长的动能（图 6）。

图 5
第三季度，印度和印度尼西亚两国增长趋缓，而其他地区增长态势向好...



来源: Haver 和 BBVA 研究部

图 6
... 制造业采购经理人指数 (PMI) 也出现改善迹象



来源: 彭博资讯和 BBVA 研究部

印度和印度尼西亚得到一些喘息空间

近期，美联储推迟退出量化宽松政策以及美国债务上限谈判的暂时解决有助于缓解区域内的金融压力，并为政策制定者提供了采取进一步调整和结构性改革的喘息空间。但是，一旦退出量宽正式启动，由此而来的新一轮外部压力仍将如期而至，区域内经常账户赤字并依赖于外部流入资金的国家，例如印度和印度尼西亚，以及较小程度上的泰国，都将是最为脆弱的目标（图 7 和图 8）。印度和印度尼西亚的政策制定者意识到了这一点，他们一直都在积极的加息并采取其他政策措施，以改善经常账户赤字和吸引更多国外资金来本国投资。

图 7
印度和印度尼西亚最易受到资金突然停止流入的影响...



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图 8
...金融环境趋紧提高了政府的融资成本



来源: 彭博资讯和 BBVA 研究部

面对货币贬值压力（八月底印度卢比兑美元跌至 68.8 的历史新低），印度央行从七月初就开始采取一系列措施，这些措施包括收紧短期流动性，对国内石油公司直接提供外汇互换，限制居民的资金外流，开放置换窗口吸引非居民美元存款，以及放宽企业海外借贷的规定。这些措施还包括，通过限制黄金进口来逐步降低经常账户赤字（预计占 2013 年国内生产总值（GDP）的 4.2%），并提高外国投资在多品牌零售等关键领域的投资上限以期吸引资本流入。随后，为了缓解通货膨胀压力，在新任央行行长拉古拉姆·拉詹（Raghuram Rajan）的带领下，印度央行于九月和十月连续加息，同时对八月份实施的一些措施进行调整，放松了卢比的流动性。

在新行长的带领下，印度央行改善了在市场参与者之间的可信度，加上量化宽松退出的时间推迟，使得卢比汇价稳定在兑美元约 61 到 62 的水平，较之前低点有所反弹。但是，印度 2013 年第二季度的经济同比增长只有 4.4%，颇令市场失望，鉴于此，我们认为，为了实现对市场信心的持久性改善，关键在于实施更为大胆的结构改革，比如减少燃料补贴，改善基础设施发展所需的土地收购，并向外国资本开放更多行业。

在印度尼西亚，为了控制六月以来因燃油价格上涨引发的通货膨胀飙升现象，印尼央行在六月至九月间累计将基准利率提高了 150 个基点。随着通胀有所回落，货币稳定在兑每美元 11,000-11,500 印尼盾的水平，印尼央行暂时停止了加息步伐。同时，八月下旬印尼政府宣布了一项政策措施，以便缓解经常账户赤字问题（印度尼西亚的经常账户赤字在今年二季度意外扩大至占国内生产总值（GDP）的 4.4%）以及不断攀升的通胀（七月印尼通胀率同比增长升至 8.6% 的高点）。措施包括减少燃料进口（推广国产生物柴油产品）和降低矿产出口配额限制，以此减少经常账户赤字和货币贬值压力。印尼还试图通过向劳动密集型产业提供税收优惠来支撑增长动能，通过取消对牛肉和园艺产品的进口配额来缓解国内通胀压力，并通过精简审核程序和修改外资投资负面表列清单来增加外国投资。

尽管这些措施本身似乎不能解决货币贬值压力，但其中有些恰好与去年所实施之贸易保护主义政策相反，这一变化还是很受欢迎的。与印度的情况一样，政策措施的实施和量宽退出的时机推迟降低了印尼经济受到的外部压力，并为其央行和政府采取进一步措施来恢复投资者信心赢得了时间。

日本经济表现仍然出色，但也面临挑战和风险

在“安倍经济学”之财政和货币刺激政策下，日本经济的增长势头已然有所改善，受居民消费和出口的支撑，日本第二季度国内生产总值（GDP）季调后年化增长率为 3.8%，第一季度为 4.1%。尽管第二季度的居民消费增长相对趋缓，但之前在经济增长中一直表现欠佳的非居民投资则增长显著。近期的经济指标显示，日本的出口、工业生产和零售销售整体走势向好。与此同时，日本通胀预期有所上升，且在长期的通货紧缩之后，其整体通胀率在能源价格的带动下自六月以来已转正，九月通货膨胀同比增长 1.1%。尽管如此，日本的通胀水平仍远低于日本央行设定的 2014 年年底达到 2% 的目标。

在日本首相安倍于 2012 年 11 月获得大选胜利之后的六个月时间内，日本的金融市场一直在保持大幅上涨态势，目前逐渐趋于平稳。股票市场在五月录得 80% 的最大涨幅后从高点已经回落了 9%。同样，日元对美元到五月份累计贬值 30% 之后，目前在 98 水平上下波动。

日本金融市场趋于平稳，这可能说明市场对日本经济增长的持续性仍然存疑。事实上，随着财政刺激作用的消退，加上亚洲其他国家和地区进口需求可能出现临时性趋弱，日本经济增长可能会在今年下半年有所放缓。市场的注意力转移到了安倍经济学之“第三支箭”的实施，即结构性改革以促进中期增长前景。在这方面，政府准备按计划实施此前协定的于 2014 年提高消费税 3 个百分点至 8%。为缓解其对短期经济增长的拖累，日本政府计划在 2014 年实施一项总额达到 5 万亿日元的经济刺激计划，其中包括对投资实施税收优惠政策，对购房者进行补贴，并可能下调公司税税率，以及一些未指明的公共开支（具体细节或将在年底前进行说明）。

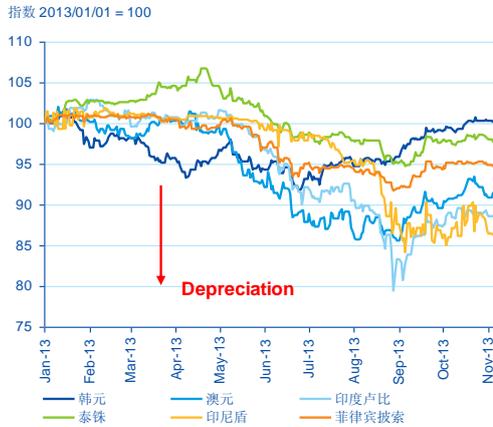
概言之，去年七月上议院选举以来，执政联盟同时控制了日本的参众两院，保证其政治上的稳定，而且理论上应该有助于推动未来通过更多的改革措施，包括放开农业部门，强化劳动市场灵活性，以及制定中期财政整顿的可信计划。但目前这些措施尚未明确阐述，倘若无法落实，财政和货币刺激政策将很可能会失败，而投资者们将可能对日本政府的偿债能力失去信心，日本迟早将出现债务危机，并将处于经济下行的漩涡之中。

国内政策的实施和外部需求的改善支撑着亚洲其他地区的经济增长

尽管近期印度和印度尼西亚的增长结果不尽如人意，但整体上，亚洲其他经济体的增长势头在支撑性政策和外部需求复苏的支持下已有所改善。然而，各国家和地区的表现比较分化。我们将在第三部分详细描述，中国国内生产总值（GDP）增长在第二季度触底至 7.5% 后，在第三季度的同比增长反弹到 7.8%，而且近期的经济活动指标显示中国的增长势头将持续至第四季度。同时，国际评级机构调升了菲律宾的信贷评级至投资级别，该国经济增长表现在区域内较为突出，国内低息和海外汇款流入的共同支持下，国内需求表现强劲，令菲律宾第一季度录得同比增长 7.7%，第二季度增长 7.5%。近来菲律宾中部地区在十一月 8 日和 9 日遭受了强台风的袭击，其所造成的经济损失尚在评估之中，对该国 GDP 增长的影响也尚不明确。

但是，其他东盟国家（ASEAN）的经济增长势头有所放缓，尤其对于印度尼西亚和马来西亚这样的大宗商品生产国而言，国际商品价格的疲软和量化宽松政策退出的预期之下所造成的金融市场趋紧都可能对经济增长造成压力。另一方面，由于韩国在年初实施了财政刺激措施，且保持了低息环境，该国增长势头仍在继续（第三季度同比增长 3.3%）。由于韩国经济的基本面比较强劲，而且其近年积极降低短期外部债务及融资依赖，因此投资者开始将韩国视为避险港，使其能够很好地经受住量化宽松退出预期所带来的金融市场波动（图 9 和图 10）。

图 9
韩元表现好于区域内其他货币



来源：彭博资讯和 BBVA 研究部

图 10
亚洲股票市场基本从五到八月的跌势恢复



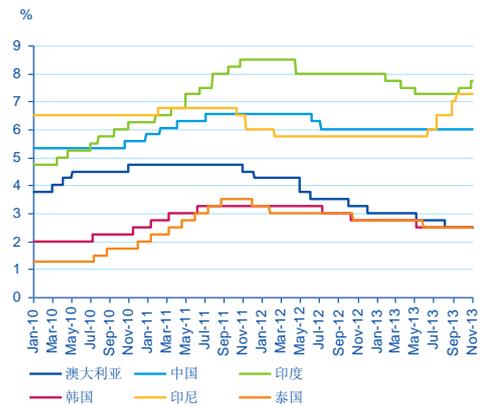
来源：彭博资讯和 BBVA 研究部

图 11
印度和印度尼西亚的通胀水平仍然高企，而亚洲其他地区则相对温和



来源：彭博资讯和 BBVA 研究部

图 12
货币政策态势分化



来源：彭博资讯和 BBVA 研究部

货币政策态势各不相同

印度和印度尼西亚近几个月均采取了紧缩性政策措施，除了这两个国家之外，亚洲大多数央行都采取了按兵不动的政策态势（图 11 和图 12）。如上所述，为缓解通货膨胀压力（九月的批发物价指数（WPI）和居民消费价格指数（CPI）通胀率同比增长分别达到 6.5% 和 9.8%），印度央行在其九月和十月连续上调回购利率累计达 50 个基点至 7.75% 水平。在印尼，央行为了抵制货币贬值压力，控制六月燃油价格提高 40% 所造成的通胀压力（居民消费价格指数（CPI）通胀率同比增长在八月份达到高点的 8.8% 后，于十月回落至 8.3%），印尼央行从六月至九月，将其基准利率累计上调了 150 个基点至 7.25%，十月份暂时停止了加息步伐。相反，面对非矿产行业的持续疲软和货币汇率居高不下，澳大利亚央行在八月份将其基准利率下调至 2.5% 的历史低点，自 2011 年十一月以来，累积降息达到 225 个基点。

展望未来，由于印度和印度尼西亚正在努力控制通货膨胀和经常账户赤字水平，因此，两国货币政策到 2014 年上半年都将继续倾向于紧缩态势，而量化宽松退出所造成的新一轮外部压力或将迫使两国的货币政策进一步趋紧。与此同时，韩国和澳大利亚还可能进一步降息的空间。但是，考虑到增长预期逐步改善，而且政策制定者希望利率从较低水平逐步正常化，因此降息不在我们的基线情景预测中。

印度和印度尼西亚的疲弱增长将影响亚洲增长前景

与我们近期的季度展望立场一致，我们的基线情景预测仍然基于逐步改善的外部环境（表 3）。然而，我们对印度（2013 年和 2014 年的增长预测分别为 4.2% 和 4.6%）和印度尼西亚（2013 年和 2014 年的增长预测分别为 5.6% 和 5.8%）2013 年的增长预测作了下修，幅度大于对日本（增长 1.9%）和中国（增长 7.7%）增长预测的上修。因此，与上一个季度相比，我们对亚洲地区整体经济增长的预测较上季有所降低。

由于投资者对美联储退出量化宽松的时间和力度进行评估，由此可能造成新一轮的市场波动，使金融环境进一步趋紧，这是全球经济增长前景的风险所在。此外，由于中国增长反弹的持续性尚不确定，而且国内金融脆弱性问题加剧，以及经济结构再平衡所面临的挑战之下，中国经济在 2014 年及以后出现放缓将可能会影响亚洲地区的整体经济增长。

除中国以外，区域内的其他国家和地区也存在特定风险。对于日本而言，倘若无法推进结构性改革措施，市场情绪可能发生转变，同时投资者也可能对日本政府中期财政整顿计划存在疑虑，尽管近期由于日本政府决定在 2014 年继续实施增加消费税的计划使疑虑有所缓解。此外，印尼政府的一系列加息和积极控制经常账户赤字的举措，其国内金融市场动荡情况有所缓和。但是，一旦量化宽松退出正式启动，新一轮外部压力将随即到来。同样面临压力的还有印度，该国仍旧面临着改革议程延缓，以及解决双赤字（财政赤字和经常账户赤字）问题所导致的经济增长动能趋弱。最后，泰国因提议的特赦法案将可能为流亡海外的前总理他信的回国铺平道路而引发国内政治局势紧张所连带的影晌也需要进一步观察，视其是否将对经济增长前景造成下行风险。

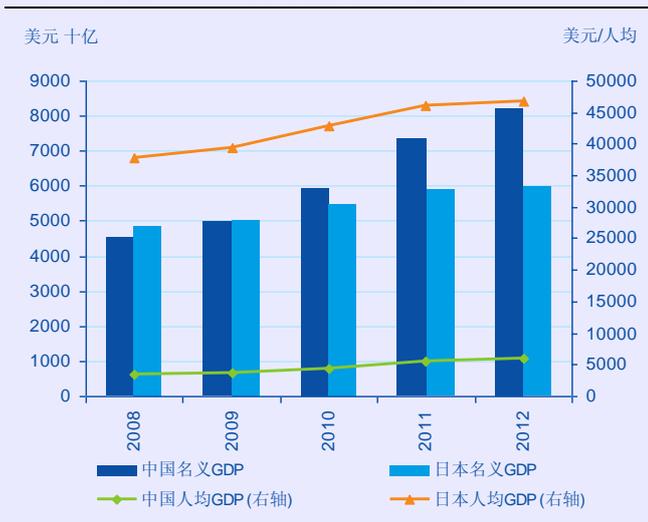
框 1：日本经济改善能否抵消中国增长趋缓的影响？

2010 年以来，中国国内生产总值（GDP）增长一直在减速，潜在增长率预计将在未来持续放缓，因此，中国增长趋缓对其贸易伙伴和全球经济增长的影响成为受到关注的问题。另一方面，在经历了几十年的低迷之后，近来对日本经济增长前景的预期出现了新一轮乐观看法。中国和日本分别是目前世界第二和第三大经济体，自然而然会存在这样的疑问，即中国增长的减速能否被日本经济的改善所抵消？

中国的经济规模超越日本

中国于 2010 年超越日本，成为世界第二大经济体（图 13），事实上，由于中国未来几年的增长预期为 7% 左右，而日本在未来几年的增长预期只有 1-2%，因此，在可预计的未来几年时间内，两国之间的经济规模差距仍将进一步扩大。

图 13
国内生产总值（GDP）和人均国内生产总值

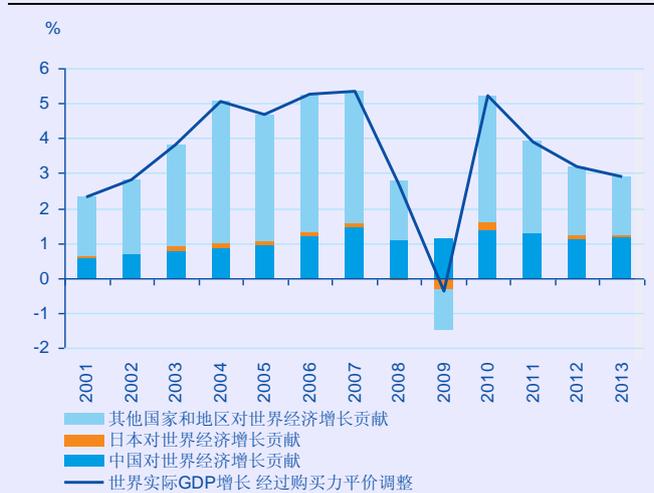


来源：国际货币基金组织（IMF）和 BBVA 研究部

中国对全球经济增长的贡献份额较大

鉴于中国相对较大的经济体规模和较高的增长速度，其对全球经济增长的贡献比日本的贡献要大得多（图 14）。事实上，2001-2012 年间，中国对全球增长的贡献平均是 1.0 个百分点，而日本仅占 0.1 个百分点。2013 年，中国的国内生产总值（GDP）预期增长 7.7%，而日本仅为 1.9%，鉴于此，我们预计中国对全球经济增长的贡献将达到 1.1 个百分点，而日本仅占 0.1 个百分点。这也就意味着，日本 GDP 增长速度要出现较大增长才能抵消中国 GDP 增速的放缓。中国增长速度每减少一个百分点，日本的增长速度就需要增加 1.5-2.5 个百分点。

图 14
与日本相比，中国对全球增长的贡献较大



来源：国际货币基金组织（IMF）和 BBVA 研究部

在全球出口市场所占的份额

与日本相比，中国除了具有较大的经济规模，其进口额度也比较大。按照出口国家和地区（表 1）划分，中国（包括香港）吸收了亚洲地区总出口量（不包括中国和日本）的 23%，是日本 10% 的两倍还要多；对于欧盟，中国和日本分部占其出口总量的 10% 和 3%；在拉丁美洲，中国和日本分别占其出口总量的 10% 和 2%。

但是，在 2013 年上半年，中国增长出现减速，而日本增长有所改善，在这样的情况下，上述比例发生了怎样的变化呢？与预期相反，对于亚洲和拉丁美洲的出口，中国所占比重略有增加，而日本所占比重则小幅降低（见表 1），出现这种现象很可能是因为日元的贬值效应。两个国家对欧盟出口所占比重均有所下滑。由于日本实施了结构性改革，以促进其长期潜在增长，因此，我们预计，这一措施将对其贸易伙伴的出口产生积极影响。但是，鉴于中国和日本两个国家之经济规模的差距，日本增长的改善或将不足以抵消中国增长的放缓。

表 1
对中国/香港出口和对日本出口

| | 对中国/香港出口占总出口比重% | | 对日本出口占总出口比重% | |
|---------|-----------------|----------|--------------|----------|
| | 2012 | 2013 上半年 | 2012 | 2013 上半年 |
| 亚太地区 | 23.4 | ↑23.6 | 9.6 | ↓9.0 |
| 韩国 | 30.5 | 30.0 | 7.1 | 6.2 |
| 新加坡* | 21.0 | 21.9 | 6.2 | 6.1 |
| 台湾 | 39.4 | 39.3 | 6.3 | 6.2 |
| 印度 | 9.1 | 8.4 | 2.3 | 2.1 |
| 印度尼西亚 | 12.8 | 13.2 | 15.9 | 15.5 |
| 马来西亚 | 16.9 | 16.3 | 11.8 | 11.6 |
| 菲律宾 | 21.0 | 19.3 | 19.0 | 20.3 |
| 越南 | 14.6 | 15.2 | 11.9 | 9.9 |
| 泰国 | 17.4 | 17.1 | 10.2 | 10.0 |
| 澳大利亚 | 30.6 | 35.5 | 19.3 | 18.1 |
| 欧盟 27 国 | 10.1 | ↓9.8 | 3.1 | ↓2.9 |
| 拉美 7 国 | 10.2 | ↑10.7 | 2.4 | 2.4 |

*非石油国内出口

来源：国际货币基金组织（IMF），UN Comtrade 和 BBVA 研究部

3. 中国经济企稳，以金融脆弱性问题加剧为代价

年初市场对中国短期经济增长前景的悲观论调已逐步被目前的乐观情绪所替代，认为今年中国经济增长很容易实现政府设定的 7.5% 增长目标。政策面的逐步明朗，有针对性的“微刺激”措施的实施加上更强的外部需求都促进了私部门制造业投资和增长势头的改善。中国国内生产总值（GDP）增速在第二季度触底，同比增长 7.5%，在第三季度实现同比增长 7.8% 的反弹（图 15）。近期的经济活动指标显示，目前的 growth 势头将在第四季度延续。由此，我们预测，中国 2013 年的全年增长将达到 7.7%，小幅高于之前所预测的 7.6%。我们对中国 2014 年的增长预测保持在 7.6% 不变。

尽管对中国短期增长前景持有信心，但鉴于中国经济结构再平衡的进程有所延缓，且国内金融脆弱性问题在容忍下加剧，对于中国经济反弹是否可持续的担忧加深。此轮经济反弹主要由投资和信贷拉动，同时影子银行信贷仍在持续快速扩张，导致公司和地方政府的较高负债水平。住房价格的攀升幅度也应有所警惕。这些金融脆弱性问题都将限制政府采取进一步放宽政策措施的空间，突显了未来实施各项改革对于确保中期增长保持健康平衡的重要性。从这个方面来说，中国（截稿时）正在进行的十八届三中全会上政府对于未来十年的改革计划安排将会受到密切关注。

国内需求支持短期增长势头的上涨

根据官方报道，中国第三季度国内生产总值（GDP）环比（季度性调整后）增长 2.2%（年化增长为 9.1%），第二季度环比增长为 1.9%（年化增长为 7.8%）。增长提速主要由国内需求推动。根据国家统计局（NBS）的数据，第三季度投资对经济增长的贡献达到 4.7 个百分点，而消费和净出口对增长的贡献分别是 3.7 个百分点和 -0.5 个百分点。公共基建投资和私部门制造业投资的走强拉动了投资的强劲增长。

除了外部需求有所改善以外（如下所示），中国经济的企稳反弹还受到财政和货币政策的支持。在财政政策方面，政府在第三季度实施了一系列的“微刺激”措施，包括将公共基础设施建设开支前置，加快保障房建设，以及鼓励民间资本进入公共投资项目和服务业等。此外还包括增值税改革和对小微企业实施减免税收措施，以及简化海关程序以促进出口。在货币政策方面，自今年六月发生流动性危机之后，中国央行更积极地投入到稳定银行间利率市场的操作中，尽管季节性相关的利率上升情况还是时有发生。央行还鼓励银行向中小企业、农村地区和西部省份进行借贷。这些措施都有助于促进经济增长，且其规模远小于 2009-2010 年所实施的 4 万亿一揽子经济刺激计划。

尽管经济增长反弹鼓舞人心，但主要还是由投资拉动，翘首以待的经济增长逐步转向消费驱动的再平衡进程仍然非常缓慢（图 16）。当然也有积极的方面，服务业在经济中的比重持续攀升（图 17），而且近几年的经常账户盈余也有所收窄（图 18）。

图 15
国内生产总值（GDP）第二季度触底后反弹



来源：国家统计局（NBS）、CEIC 和 BBVA 研究部

图 16
转向消费驱动的经济再平衡进程迟缓



来源：国家统计局（NBS）、Wind 和 BBVA 研究部

图 17
服务业占经济比重提升令人振奋...



来源：国家统计局（NBS）、CEIC 和 BBVA 研究部

图 18
...而且经常账户盈余收窄



来源：国家统计局（NBS）、Wind 和 BBVA 研究部

图 19
就业市场形势相对稳定



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

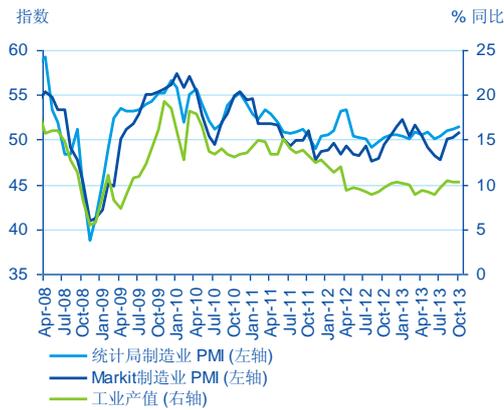
图 20
工资增长放缓也有所趋稳



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

就业市场仍然趋紧，截至 2013 年第三季度，城市登记失业率保持在 4.04% 的较低水平。人力资源和社会保障部的数据通常相较统计局（NBS）的数据更能反映市场动态，前者的数据显示，劳动力市场保持稳定，劳动力供求比率在九月份升至 1.08（图 19）。近期，劳动力市场采购经理人指数（PMI）的从业人员指数，以及平均工资增长也出现微幅上涨（图 20）。与第三季度经济增长反弹相一致的是，月度工业生产和利润指标自七月以来也有所改善（图 21 和图 22）。

图 21
第三季度中国制造业活动向好



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图 22
...工业企业利润也有所增加



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

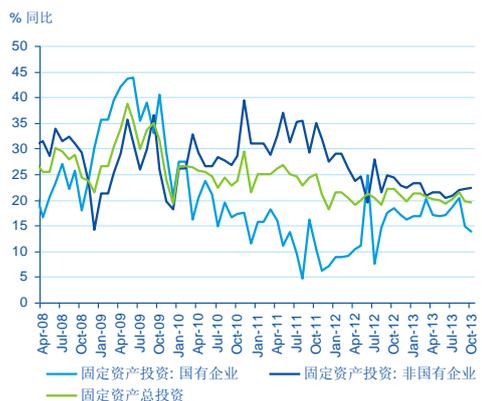
在需求方面，由于居民收入增长缓慢，加上中央政府打击官员奢靡消费，零售销售增速基本持平（图 23）。同时，基建投资和私部门制造业投资提速，支持固定资产投资较快增长（图 24 和图 25）。

图 23
零售销售增速基本持平...



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图 24
私部门投资改善...



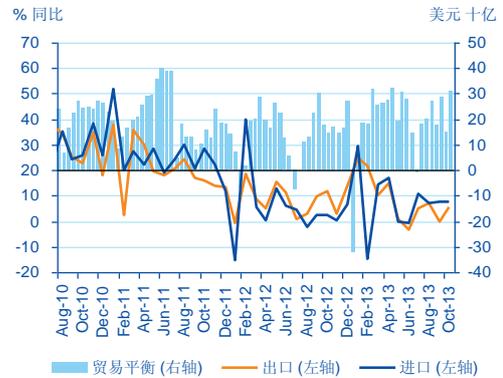
来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图 25
...制造业投资加速



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

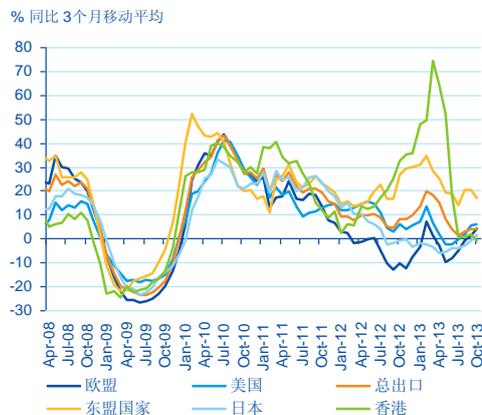
图 26
九月出口意外下降，外部需求仍然较脆弱



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

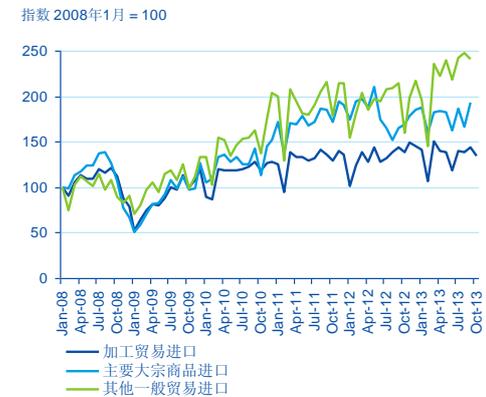
对外贸易方面，中国对美国和欧盟出口增长势头的持续改善（图 26 和图 27）抵消了对东盟国家（ASEAN）出口的疲弱影响，使得下半年出口整体有所增长。2012 年中期至 2013 年中期出现的贸易虚假行为使出口数据同比增长存在失真问题。调整之后，我们发现中国第三季度实际出口增长可能比目前官方数据高出几个百分点，即同比增长 6.9%（官方数据推算为 3.9%），而第二季度同比增长 2.5%（官方数据推算为 4.1%）。

图 27
出口整体改善，受益于美国 and 欧盟的需求增加



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图 28
最终商品进口额走高，显示国内需求较强



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

同时，中国对最终商品的需求强劲（图 28），显示内需向好。大宗商品进口也具有韧性（图 29）。中国第三季度的贸易盈余总额达到 615 亿美元，而第二季度是 658 亿美元。尽管如此，由于对中国短期增长前景的信心改善（图 30），三季度出现了外资回流现象，外汇储备在三季度末攀升至 3.66 万亿美元，而第二季度末是 3.50 万亿美元。

图 29
大宗商品进口量上升



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图 30
外汇储备随外资流入而继续攀升

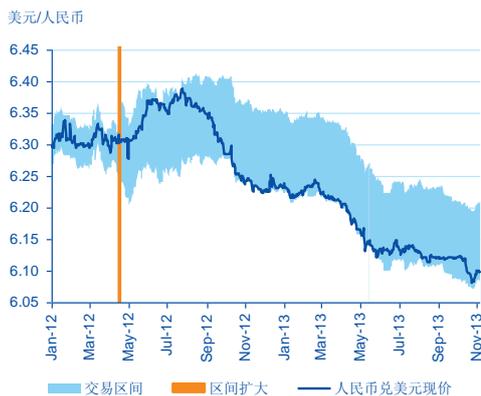


来源: CEIC 和 BBVA 研究部

人民币升值步伐符合预期

今年五月至九月期间, 人民币兑美元汇价走势基本持平, 自此之后, 由于对中国增长势头的信心改善, 新一轮资金流入显现, 加上同期美元走势疲软(图 31 和图 32), 十月份人民币兑美元再次升值。即期汇率仍在每日交易区间的强端附近进行交易, 而人民币一年期无本金交割远期(NDF)合约价格也一同走高, 或将预示着人民币的进一步升值趋势。人民币有效汇率在今年升值幅度也比较明显。市场关于人民银行将适时考虑进一步扩大人民币兑美元每日交易区间的传言不绝于耳, 从当前的每日中间价上下 1.0%扩大至上下 1.5%, 尽管政策制定者似乎更愿意等待即期汇率在交易区间的中间位置附近交易时进行下一步。

图 31
人民币逐步升值的步伐在继续



来源: 彭博资讯和 BBVA 研究部

图 32
名义和实际有效汇率在三季度升幅放缓

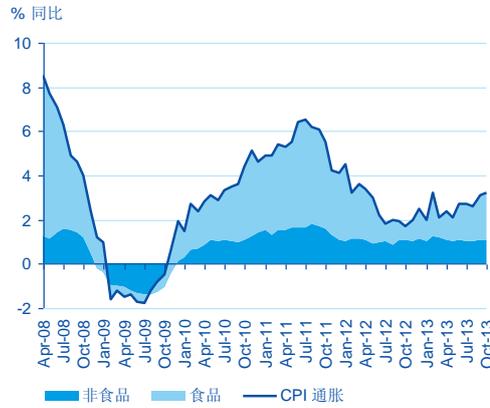


来源: 国际清算银行(BIS)、CEIC 和 BBVA 研究部

通货膨胀处于舒适区间

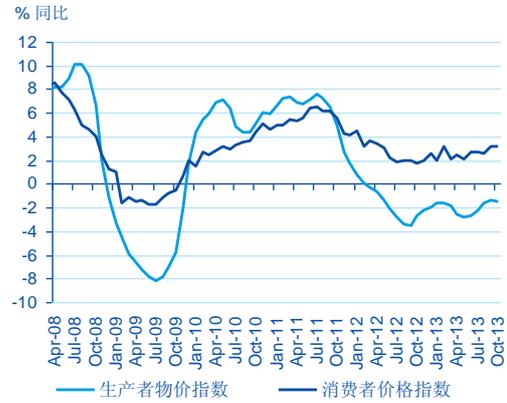
十月份, 由于极端天气因素, 食品价格有所上升, 整体通胀率同比增长 3.2%(图 33)。非食品通货膨胀同比增长仍保持在 1.6%的较低水平上, 生产者物价指数(PPI)仍旧处于通缩区间, 十月同比下滑 1.5%。总而言之, 通货膨胀压力仍然相对温和, 整体通胀率依旧保持在政府设定的 3.5%舒适范围之内(图 34)。

图 33
通货膨胀比较温和，但近期因食品价格上涨而有所攀升



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图 34
生产者物价指数（PPI）仍然处于通缩区间，但同比下滑幅度有所收窄

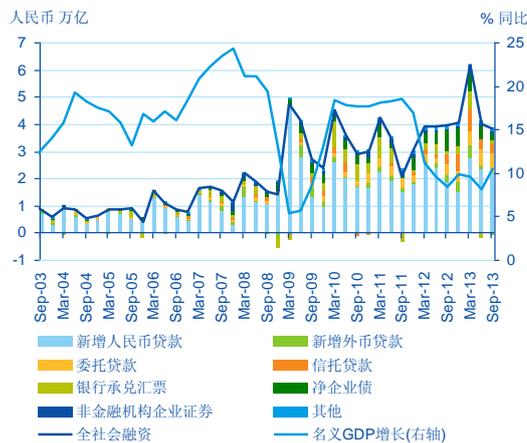


来源：CEIC 和 BBVA 研究部

强劲的信贷支持增长，但也加剧了金融风险

尽管政府已经推出措施限制影子银行活动以及高债务的相应风险，但第三季度信贷增长仍然较为强劲（图 35 和图 36）。自六月的“钱荒”发生之后，央行积极使用公开市场操作使得银行间市场的流动性总体保持稳定（图 37 和图 38）。近期（十月份）也有因季节性因素造成的市场波动现象。我们预计，银行间利率会稍微回落，但仍将高于之前，皆因央行目前趋紧的政策态势。

图 35
社会融资总量保持强劲势头



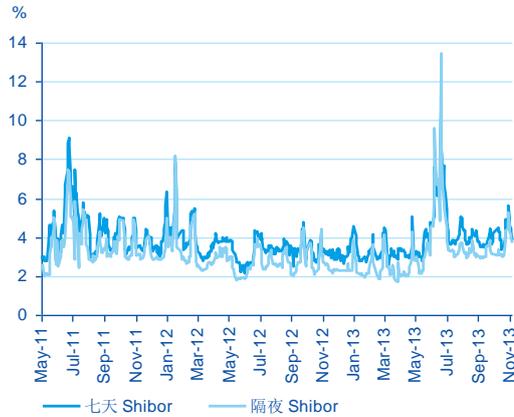
来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图 36
M2 和贷款增长保持在相对较高的水平上



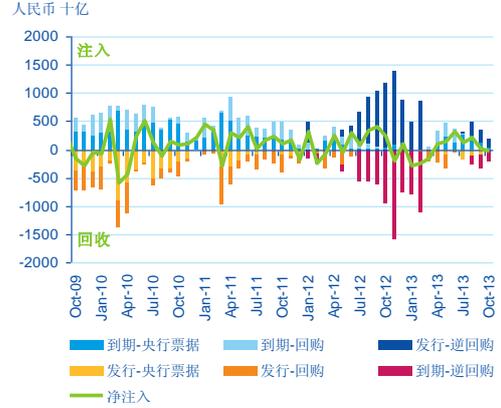
来源：Wind 和 BBVA 研究部

图 37
十月底银行间市场利率再次上扬



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

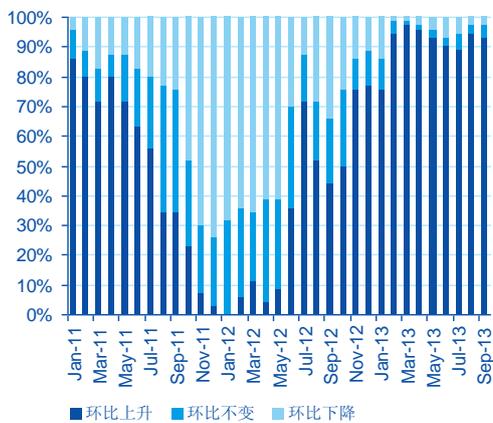
图 38
中国央行通过公开市场操作注入流动性...



来源: Wind 和 BBVA 研究部

信贷的强劲增长和信心的提升使房地产市场在经历了去年的短期冷却之后再次升温。广州、深圳、北京和上海等一线城市的房价涨势最猛，新建住房同比增长约为 15-20%（图 39 和图 40）。根据我们推算，第三季度全国房地产整体价格同比上涨达到 8.2，而第二季度为 6.0%。除了会造成对居民房价负担能力的担忧之外，住房价格的急速上涨也增加了资产泡沫风险（图 41 和图 42），并会限制政府采取进一步宽松政策的空间。

图 39
多数城市报告住房价格上涨



来源: 国家统计局 (NBS) 和 BBVA 研究部

图 40
房价高速增长需要警惕



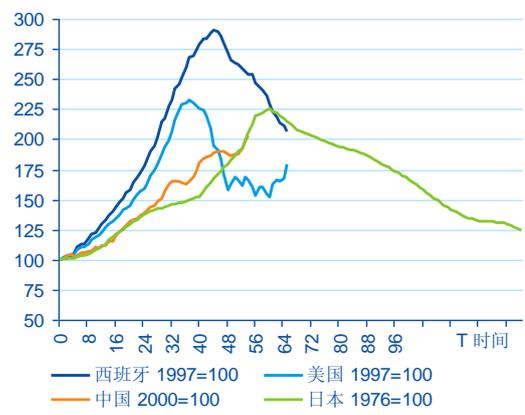
来源: 国家统计局 (NBS)、CEIC 和 BBVA 研究部

图 41
与基本面所反映的相比，实际房价上涨较快



来源：国家统计局（NBS）、CEIC 和 BBVA 研究部

图 42
中国房价尚未达到其他国家的泡沫水平，但正在不断接近



来源：国家统计局（NBS）、CEIC 和 BBVA 研究部

框 2：对中国金融自由化进程的评估

中国金融自由化曾在全球金融危机的影响下而停滞，但在 2012 年又获得了前进的动力，主要表现在取消人民币贷款利率的下限。同时顶着来自既得利益和外部环境脆弱的压力，还在今年采取了其他措施。为了保持改革势头，中国政府一直在多个方面齐头并进，并将继续使用试点项目，包括近期宣布成立的上海自由贸易试验区（详见下述分析）

利率自由化

中国央行于今年七月取消了借贷利率下限（基准借贷利率的 70%），由银行自由决定其贷款利率。但是，迄今为止，这一举措对平均借贷利率的影响微乎其微，由于不具有约束力，所以出现这一现象并不奇怪。

更为重要的是，在取消存款利率上限方面似乎进展不大（这是具有拘束力的），这也许是因为银行为了保护其利率空间进行了游说，同时中国政府也希望可以逐步放开存款利率上限，以确保金融的稳定。我们认为，2014 年底实施了期待已久的存款保险制度之后，2015 年底全面可能可以放开存款利率上限。同时，政府可能会将利率浮动范围提高至存款利率上限以上（目前存款利率执行上浮区间 10% 上限），并允许银行间市场引进信用大额存款凭证（CD），拓宽存款利率波动范围，这将有助于形成存款利率的市场型收益曲线

汇率灵活性

迄今为止，人民币日交易区间进一步放开的预期尚未出现（上次交易区间扩大至 +/-1% 发生在 2012 年）。拓宽交易区间的计划被推迟可能是因为量化宽松退出的预期造成了全球金融动荡，而且近期即期汇率交易触及了交易区间上限-政府可能希望即期汇率以交易区间的中间价进行交易。尽管如此，2014 年上半年，人民币汇率日交易区间的扩大预期还是可能会继续存在。

资本账户可兑换

在人民币可兑换方面取得了相对较大的进展，这是推动人民币国际化的主要举措。今年，人民币合格境外机构投资者（R-QFII）的地理覆盖范围得以扩展，现在覆盖至台湾、新加坡和英国，通过这一途径，境外机构投资者可以把离岸人民币调回大陆，用于债券和股权投资。

目前人民币合格境外机构投资者（R-QFII）额度是 2643 亿元人民币，几乎相当于合格境外机构投资者（QFII）之 2891 亿元人民币（475 亿美元）的投资额度。

实现人民币的完全可兑换还需时日，可能到 2020 年才会实现。我们认为，保持谨慎推进，并首先完成国内金融自由化进程是十分明智的做法，这符合普遍接受之改革顺序。除了推进现有的合格境外机构投资者（QFII）、人民币合格境外机构投资者（R-QFII）和合格境内机构投资者（QDII）项目之外，中国管理机构正在计划精简“跨境资本流动批准”方面的审批流程，并计划放开机构和个人投资者对境外投资。

金融自由化进程中的试点项目

除了上述措施，去年中国政府还开启了很多试点项目，以推进金融部门的改革。其中一个显著的例子是近期成立的上海自由贸易试验区（FTZ）。从其十月设立之初，市场预期就很高-大家认为这个自由贸易试验区将被用于推进利率资本账户自由化。然而在特定地理区域内实施这样的改革还存在很多实际困难，因此，上述之预期尚未化为现实。突出的问题是很难阻止国内资金流动对这个自由贸易试验区的渗透。温州和深圳前海等其他专注于金融自由化的试验区也面临同样的问题。

但是，其他一些试验项目进展顺利。其中，中国银监会（CBRC）于九月扩大了消费金融公司试点项目，由原来的四个城市扩展到 16 个城市。七月，允许尝试由个人资本建立银行，首批额度是 10 家银行。这推动了大量民营企业申请银行许可证（数量远远超出 10 家的配额），这可能会改变银行部门被国家资本完全掌控的局面。另一个十月份开始的试点项目是允许银行参与资产管理业务，以带动影子银行在规范的银行部门范围以内进行活动。

4. 2014 年增长基准预测较强，但面临诸多不确定性

由于增长势头恢复，我们对 2013 年增长预测上修至 7.7%，而对 2014 年的预测保持不变，仍为 7.6%。然而，2014 年及以后的增长风险将来自于金融脆弱性问题加剧和为实现中期经济结构再平衡所实施的改革措施带来的不确定性。对未来一两年的增长预测也将取决于中国领导人在推进改革措施的过程中所容忍的经济增长放缓程度，详细的改革蓝图将在正在召开的十八届三中全会后发布。

我们预计 2014 年的政策态势将和现在保持基本不变，继续实施稳健的货币政策和积极的财政政策。当然政策也可能朝适度紧缩的方向进行微调。十二月份的中央经济工作会议和 2014 年三月人大会议将会制定主要的宏观经济目标，届时政府的政策立场也将会更为清晰。同时，要密切观察明年的增长目标，预期可能会调低至 7.0%，显示中国政府旨在抑制相关风险，确保经济中期增长的稳定性。

增长势头有望维持到 2014 年上半年，但随后可能会放缓

对经济增长的信心增加，公共项目的支出以及外部环境的改善或将支持 2014 年上半年的增长势头（图 43）。随着抑制金融风险的相关措施的实施和潜在增长率的趋缓，增长动能很可能在随后出现放缓。同样，推进关键性改革措施也可能影响短期增长，其中包括利率自由化和阻止经济增长过度依赖信贷拉动。

通胀压力逐步攀升，受到增长放缓牵制

我们对 2014 年的通货膨胀预测仍将维持在 3.5%（平均），相对于 2013 年 2.8% 的预测有所上升。结合对经济增长的预测，通胀压力也将在可控范围之内。由此，我们预计通胀将载 2014 年中期触顶回落，大致在 3.5-4.0% 的范围内，到 2014 年底将进一步回落至 3.0-3.5% 的范围内（图 44）。在工资上涨和对能源、交通和公共事业价格补贴的取消下，中期通货膨胀率将会攀升至 4.0% 水平左右。

图 43
2014 年上半年增长势头将持续



来源：国家统计局（NBS）、CEIC 和 BBVA 研究部预测

图 44
2014 年中期通胀率触顶



来源：国家统计局（NBS）、CEIC 和 BBVA 研究部预测

人民币升值步伐继续，双向波动幅度增大

与我们之前的预期一样，人民币继续以每年 2-3% 的速度升值，目前已趋近我们的年终预期，即兑美元 6.10。随着外部需求的增加，我们预计 2014 年人民币升值步伐将继续，到 2014 年底有望达到兑美元 5.95 水平左右。2014 年，人民币兑美元的每日交易区间可能进一步扩大，人民币的双向波动幅度也将随之增大。此外，由于中国积极推动在贸易结算和越来越多的投资资本流动中使用人民币结算，因此人民币的国际化进程将被继续推进。更多离岸市场发行的人民币计价产品将成为离岸人民币回流大陆的渠道。

表 2
基线情景

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 (预测) | 2014 (预测) |
|------------------|------|------|-------|-----------|-----------|
| GDP (%，同比增长) | 10.4 | 9.3 | 7.7 | 7.7 | 7.6 |
| 通货膨胀 (均值, %) | 3.3 | 5.4 | 2.6 | 2.8 | 3.5 |
| 财政平衡 (占 GDP 百分比) | -2.5 | -1.1 | -2.1* | -2.0 | -1.8 |
| 经常账户 (占 GDP 百分比) | 4.0 | 1.9 | 2.3 | 2.4 | 2.8 |
| 政策利率 (%，期末值) | 5.81 | 6.56 | 6.00 | 6.00 | 6.00 |
| 汇率 (人民币兑美元，期末值) | 6.61 | 6.30 | 6.23 | 6.10 | 5.95 |

来源：BBVA 研究部

政策重心转向中期改革

中国新的领导班子已发出容忍增长放缓的信号，以抑制金融脆弱性问题，确保增长的可持续性和增长的质量。撰写本报告时，市场焦点都在三中全会上，我们预计，三中全会会为未来十年划定改革路线。改革议程很可能包括让市场发挥更大作用，即让市场来进行定价的举措（包括能源、公共事业和交通等价格）；推动城镇化的举措，尤其是户籍制度改革使得非城镇居民能够享有与城镇居民一样的社会福利；财税改革调整中央政府和地方政府的财权和事权，以提高地方政府的效力；以及金融行业改革，其中包括利率自由化。

5. 下行风险犹存

尽管区域内各经济体发展境况各不相同，但我们预计，随着外部需求的继续改善，亚太地区整体在 2014 年的经济增速将适度加快。但正如在[全球展望](#)中所述，尽管尾部风险有所降低，但对全球经济前景的下行风险犹存，主要由于美国财政政策的不确定性，欧盟经济复苏的韧性也存疑，以及中国亟需的经济再平衡。

亚洲地区的地缘风险依然存在，但目前仍处于可控状态，中日两国的领土争端和朝鲜半岛的紧张局势均有所缓和。但是，在泰国，国内政治稳定仍然比较脆弱。对于宏观经济层面，由于退出量化宽松政策的时间推迟，以及某些国家所采取的政策，包括印度和印度尼西亚的加息措施，并努力减少经常账户赤字等，使得外部压力有所缓和。印度和印尼两国都计划于 2014 年举行大选，这将会成为不确定因素，当量化宽松退出正式启动，新一轮资本流出开始，所遭受的外部压力将可能变得更大。

2014 年量化宽松政策的退出将对金融稳定性构成风险，这在今年五月至八月期间已经有所显现。印度和印尼两国需要对外部压力进行密切观察，两国近期的增长势头均有所放缓。日本经济的整体发展状况良好，但倘若结构性改革不能尽如人意，或中期财政整顿不能取得进展，市场情绪可能会有所转变。日本政府对于在 2014 年提升消费税率的决定对于中期财政整顿而言是积极的，尽管这一措施本身将对短期增长前景带来风险。

此外，由于中国经济增长反弹的可持续性仍不确定，以及日益加剧的金融脆弱性问题和经济再平衡方面所面临的挑战，中国在 2014 年和其后的时间经济增长放缓将可能影响到整个亚洲地区的经济增长前景。对于影子银行活动，公司债务和地方政府债务攀升，房价大幅增长所引发的金融风险，中国政府所采取的对策可能会影响短期经济增长前景；但倘若这些问题不能得以及时解决，则将对中国经济的中期增长前景构成更大的风险。

6. 表格

表 3
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 | 2.5 | 1.8 | 2.8 | 1.6 | 2.3 |
| 欧元区 | 1.9 | 1.5 | -0.5 | -0.4 | 1.1 |
| 亚太地区 | 8.2 | 5.8 | 5.3 | 5.2 | 5.3 |
| 澳大利亚 | 2.6 | 2.5 | 3.6 | 2.6 | 3.0 |
| 日本 | 4.7 | -0.6 | 2.1 | 1.9 | 1.5 |
| 中国 | 10.4 | 9.3 | 7.8 | 7.7 | 7.6 |
| 香港 | 6.8 | 4.9 | 1.4 | 3.3 | 3.7 |
| 印度 | 8.9 | 7.5 | 5.1 | 4.2 | 4.6 |
| 印尼 | 6.2 | 6.5 | 6.2 | 5.6 | 5.8 |
| 韩国 | 6.3 | 3.7 | 2.0 | 2.7 | 3.7 |
| 马来西亚 | 7.2 | 5.1 | 5.6 | 4.6 | 5.2 |
| 菲律宾 | 7.6 | 3.9 | 6.6 | 7.0 | 5.7 |
| 新加坡 | 14.8 | 5.3 | 1.3 | 2.8 | 3.6 |
| 台湾 | 10.8 | 4.1 | 1.3 | 2.3 | 3.7 |
| 泰国 | 7.8 | 0.1 | 6.4 | 4.2 | 5.0 |
| 越南 | 6.8 | 5.9 | 5.0 | 5.2 | 5.5 |
| 亚洲除中国 | 6.8 | 3.5 | 3.6 | 3.4 | 3.6 |
| 世界 | 5.1 | 3.9 | 3.2 | 2.9 | 3.6 |

来源: BBVA 研究部

表 4
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 | 2.1 | 1.7 | 2.2 |
| 欧元区 | 1.6 | 2.7 | 2.5 | 1.5 | 1.4 |
| 亚太地区 | 3.6 | 4.7 | 3.0 | 2.9 | 3.6 |
| 澳大利亚 | 2.8 | 3.3 | 1.8 | 2.2 | 3.0 |
| 日本 | -0.7 | -0.3 | 0.0 | 0.1 | 2.0 |
| 中国 | 3.3 | 5.4 | 2.6 | 2.8 | 3.5 |
| 香港 | 2.3 | 5.3 | 4.1 | 4.2 | 3.6 |
| 印度 | 9.6 | 9.2 | 7.7 | 5.8 | 5.6 |
| 印尼 | 5.1 | 5.4 | 4.3 | 7.0 | 5.6 |
| 韩国 | 3.0 | 4.0 | 2.2 | 1.6 | 2.7 |
| 马来西亚 | 1.7 | 3.2 | 1.7 | 2.1 | 2.7 |
| 菲律宾 | 3.8 | 4.7 | 3.0 | 3.0 | 4.0 |
| 新加坡 | 2.8 | 5.2 | 4.6 | 2.5 | 3.5 |
| 台湾 | 1.0 | 1.4 | 1.9 | 1.0 | 1.8 |
| 泰国 | 3.3 | 3.8 | 3.0 | 2.5 | 2.8 |
| 越南 | 10.0 | 18.1 | 6.8 | 6.5 | 7.5 |
| 亚洲除中国 | 3.7 | 4.3 | 3.3 | 3.0 | 3.6 |
| 世界 | 3.7 | 5.1 | 4.1 | 3.8 | 4.0 |

来源: BBVA 研究部

表 5
宏观预测: 汇率(期末)

| | | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 (预测) | 2014 (预测) |
|------|--------|-------|-------|-------|-----------|-----------|
| 欧元区 | 美元/欧元 | 1.34 | 1.30 | 1.32 | 1.37 | 1.30 |
| 澳大利亚 | 美元/澳元 | 1.02 | 1.02 | 1.04 | 0.99 | 0.945 |
| 日本 | 日元/美元 | 81.1 | 76.9 | 86.8 | 100.0 | 117.0 |
| 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 | 63.0 | 60.5 |
| 印尼 | 印尼盾/美元 | 8996 | 9069 | 9793 | 11200 | 10800 |
| 韩国 | 韩元/美元 | 1126 | 1152 | 1064 | 1090 | 1050 |
| 马来西亚 | 林吉特/美元 | 3.06 | 3.17 | 3.06 | 3.20 | 3.15 |
| 菲律宾 | 比索/美元 | 43.8 | 43.8 | 41.0 | 43.0 | 44.0 |
| 新加坡 | 新币/美元 | 1.28 | 1.30 | 1.22 | 1.25 | 1.24 |
| 台湾 | 台币/美元 | 29.3 | 30.3 | 29.0 | 29.6 | 29.2 |
| 泰国 | 泰铢/美元 | 30.1 | 31.6 | 30.6 | 31.5 | 30.5 |
| 越南 | 越南盾/美元 | 19498 | 21034 | 20840 | 21250 | 21600 |

来源: BBVA 研究部

表 6
宏观预测: 政策利率(期末)

| (%) | 现值 | 2011 | 2012 | 2013 (预测) | 2014 (预测) |
|------|------|------|------|-----------|-----------|
| 美国 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 |
| 欧元区 | 0.25 | 1.00 | 0.75 | 0.25 | 0.25 |
| 澳大利亚 | 2.50 | 4.25 | 3.00 | 2.50 | 3.00 |
| 日本 | 0.10 | 0.08 | 0.10 | 0.10 | 0.10 |
| 中国 | 6.00 | 6.56 | 6.00 | 6.00 | 6.00 |
| 香港 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.50 |
| 印度 | 7.75 | 8.50 | 8.00 | 7.75 | 7.00 |
| 印尼 | 7.25 | 6.00 | 5.75 | 7.25 | 6.75 |
| 韩国 | 2.50 | 3.25 | 2.75 | 2.50 | 2.50 |
| 马来西亚 | 3.00 | 3.00 | 3.00 | 3.00 | 3.50 |
| 菲律宾 | 3.50 | 4.50 | 3.50 | 3.50 | 4.00 |
| 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 | 2.50 | 3.25 | 2.75 | 2.50 | 3.00 |
| 越南 | 9.00 | 9.00 | 9.00 | 9.00 | 8.50 |

来源: BBVA 研究部

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，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 Markets team

*Chief Economist for Asia***Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Fielding Chen

fielding.chen@bbva.com.hk

Le Xia

xia.le@bbva.com.hk

George Xu

George.xu@bbva.com.hk

Sumedh Deorukhkar (India)

sumedh.deorukhkar@bbva.com

BBVA 研究部

*Group Chief Economist***Jorge Sicilia***Emerging Markets:***Alicia Garcia-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

Mexico

Carlos Serrano

carlos.serrano@bbva.com

Latam Coordination

Juan Ruiz

Juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive

jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com

Peru

Hugo Perea

hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@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

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

*Financial Systems & Regulation:***Santiago Fernández de Lis**

sfernandezdelis@bbva.com

Financial Systems

Ana Rubio

arubiog@bbva.com

Financial Inclusion

David Tuesta

david.tuesta@bbva.com

Regulation and Public Policy

Maria Abascal

maria.abascal@bbva.com

Recovery and Resolution Policy

José Carlos Pardo

josecarlos.pardo@bbva.com

Global Regulatory Coordination

Matías Viola

matias.viola@bbva.com

联系方式**BBVA Research**

10/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

www.bbvarsearch.com