

# 经济展望

## 亚洲

2012年第一季度  
经济分析

- 全球经济正在减速，但在新兴经济体复苏的引导下，全球经济将在**2012年下半年**反弹。随着欧洲主权、财政和金融危机持续，风险呈现大幅下降。
- 由于外部环境弱化，亚洲增长势头继续减弱。弹性国内需求，特别是在中国，有助于抵消弱化的外部需求。
- 亚洲增长势头下降将在今年上半年触底，并在下半年逐步反弹。由于弱化的外部前景以及对国内需求的溢出风险，我们适度下调了对2012-13年的亚洲增长预期。
- 通货膨胀下降使货币政策向支持增长方向调整。通过财政刺激支持增长的空间仍然存在，特别是当下滑风险显现时。

## 索引

1. 全球经济下滑及欧洲经济衰退.....	4
2. 测试亚洲增长弹性.....	6
框：恢复印度增长.....	14
3. 外部环境弱化造成增长下调.....	15
4. 前景下滑风险.....	17
5. 圖表.....	18

出版日期: 2012 年 2 月 10 日

## 概述

由于外部环境弱化，亚洲增长势头一如所料继续减弱。由于出口下降，地区大多数经济体在第四季度的增长进一步减慢，少数情况是对国内需求的撞击作用造成的。然而，由于国内需求持续强劲，中国在第四季度出现令人惊讶的增长，这进一步表明，该国经济正在避免硬着陆。再加上近期全球风险偏好的改善，这预示着地区近期前景良好，尽管来自欧洲的外部不确定性将带来下滑风险。

增长放缓伴随着通货膨胀出现受人欢迎的进一步下跌，这为采取额外的货币宽松政策提供了空间。中国持续强劲的需求、健康的潜在根基以及预期宽松政策将有利于2012年的亚洲增长。

鉴于弱化的外部前景以及欧洲危机带来的风险，我们下调了2012年和2013年的增长预测。对于除中国外的亚洲区域，我们将2012年全年增长预测下调了约 $\frac{1}{2}$ 个百分点，2012年从4.9%降至4.2%，2013年从4.8%降至4.4%。鉴于近期持续增长势头以及采取政策刺激的空间，我们仅适度下调了对中国的增长预测，2011年从8.6%降至8.3%，2013年从8.9%降至8.7%。修正的依据是增长势头在2012年上半年将降到最低点及政策宽松的影响，之后，随着外部环境改善，经济将逐步反弹。

风险继续降低。欧洲债务和金融危机未能解决可能对外部需求造成进一步负面影响，并可能蔓延至国内需求。危机加剧将使得出口和投资减弱，从而大幅降低增长势头。推行更严格信贷条件的风险将加剧经济下滑，尽管地区的健康银行系统似乎已准备取替某些国外较低信贷流动所造成的萧条。

作为一项主要政策关注点，通货膨胀正在减弱。虽然少数经济体的总通货膨胀仍然较高，如香港、新加坡、印度和越南，但它有减弱迹象。在许多经济体，包括韩国和印度尼西亚，通货膨胀已降至官方目标范围内。同时，少数经济体对资产价格泡沫的担忧仍未消失，特别是香港、新加坡和中国的房地产价格，即使房地产价格已开始下降，但对投机购房的禁令仍在实行。

我们预计未来几个季度将出现适度利率下降，并采取其它财政支持，以保持增长。许多中央银行已在近几个月放松货币政策，包括印度尼西亚、菲律宾、澳大利亚和泰国，而中国和印度也表明将通过降低法定存款准备金来扭转其紧缩周期。我们预计未来利率将适度下降，大多数经济体通常降低约50个基点，如果外部环境恶化超过当前预期，才可能出现更大幅度下降。韩国和菲律宾计划预付其2012年的财政支出，而其它经济体仍有采取财政刺激政策的余地，但不包括印度和日本，因其赤字和债务水平较高。

亚洲金融市场的前景高度依赖全球风险规避的发展。2012年截止目前，本地区的资金流入保持强劲，这有助于逆转2011年底的廉价抛售和货币的疲软。这种反弹的可持续性将取决于欧洲债务危机得到完满解决以及美国和中国坚稳的增长前景。2012年截止目前，地区货币可能损失部分收益，但在今年下半年将再次复苏。

# 1. 全球经济下滑及欧洲经济衰退

在谈及亚洲前，我们先看一下[全球展望](#)。如果需要，读者可直接翻到第6页亚洲部分。

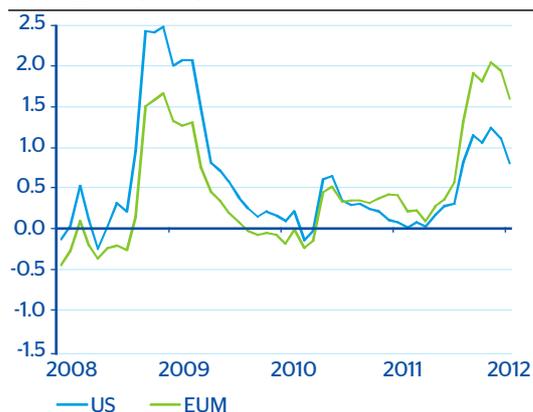
## 全球经济在 2011 年底下滑，但在新兴经济体的引导下，将在 2012 年下半年反弹

全球经济在2011年最后几个季度明显减速。这是欧洲增长减弱（第四季度已经为负增长）以及新兴经济体减速造成的，2011年底新兴经济体季同比增长约1%，是自2008年危机以来的最低增长率。然而，减速的推动因素差异较大。由于在解决主权和金融危机方面未能取得重大进展，自9月份以来，欧洲一直受到持续较高财政紧张的影响（参见图1）。另一方面，除了发达经济体下滑外，新兴经济体下滑的部分原因是直到2011年上半年为避免过热而在以前采取的政策紧缩的结果。

未来，欧洲机构预计会采取的坚决行动将缓慢降低财政紧张和全球风险规避，有利于全球经济在2012年下半年反弹。然而，对反弹的最大贡献来自于新兴经济体，因为其政策将更有助于增长。同时，即使美国比前几次复苏的增长速度更慢，但它将在今年上半年摆脱欧洲衰退的影响。因此，相对于我们此前在11月份公布的《全球经济展望》，我们将2012年的全球增长预测下调了0.6个百分点，2013年0.3个百分点，分别降至3.5%和4.1%（图2）。

图1

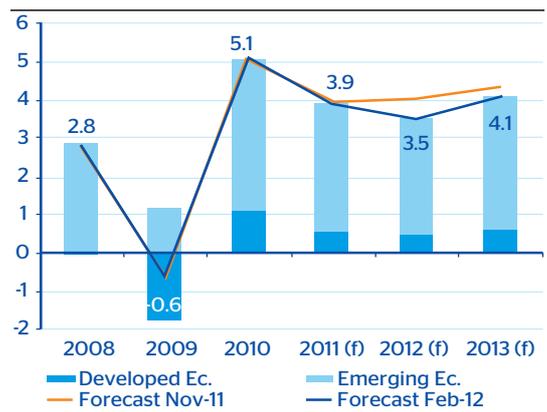
BBVA金融压力指数



来源：BBVA 研究部

图2

全球 GDP 增长 (%同比)



来源：BBVA 研究部及 IMF

## 欧元区仍是全球前景的主要风险

即使在欧洲和新兴经济体的增长率下调后，风险仍保持下降。这些风险取决于欧洲主权 - 金融危机的发展情况，它将继续保持，可能加剧欧洲衰退，并通过贸易联系、金融风险和风险规避增加而溢出至其它地区。

尽管自10月份以来已取得一定进展 - 主要是ECB提供长期流动资金和达成更多财政纪律的一些协议，但在三个方面需要采取更加坚定的行动。首先，在主权债务方面，对希腊偿付能力的担忧需要通过完成与私营部门股东的交易来解决。同时，应建立相当规模的可靠主权防火墙，以防止扩散至流动性差的国家。其次，应推动宏观经济改革，以改善增长前景，包括旨在纠正金融机构资产负债表的改革，同时要当心，避免突然削减对私营部门的信贷。最后，欧元区治理需进一步改善，以巩固货币联盟，包括财政联盟的明确路线图。

除了这三点，如果议定的财政协定被各国批准，且在3月份的欧盟峰会后得到令人信服地执行，再加上为降低周边国家的脆弱性和改善长期增长前景而提出的改革方案，欧洲经济前景将大大改善。

## 持续财政紧张推动欧洲走向衰退

欧洲财政紧张继续保持在高于2008年雷曼兄弟公司倒闭后的水平（图1）。鉴于此，再加上周边国家财政调整的影响，我们下调了对欧洲的增长预测，包括至少在2012年上半年的负增长以及全年-0.5%的增长，2013年将缓慢反弹。值得注意的是，这些预测取决于危机的迅速解决以及财政压力的明显下降。欧洲核心和周边国家的表现差异将继续增大，部分原因是后者的大规模财政调整。

与欧洲相反，美国将像2011年下半年那样在2012年出现反弹。我们的预测与三个月前相同，2012年为2.3%，2013年为2.2%。然而，复苏比典型的后衰退周期更弱，且受到欧洲风险以及国内政策不确定性风险的影响，包括2013年可能的财政紧缩（由于减税到期且执行自动削减支出）。另外，恶化的房地产状况、严格的信贷市场以及持续去杠杆化将抑制消费支出。

### 新兴经济体正在软着陆

与2008年雷曼兄弟公司倒闭后的情况相比，新兴经济体的信心重新振作，包括下述亚洲。这使得新兴经济体的国内需求走强，即使其金融市场也在一定程度上通过较低资金流入、更紧贸易金融以及资产价格下降而受到了全球风险规避增大的影响。

2011年新兴经济体下滑意味着，在2011年底，其相对发达经济体的增长差距接近3个百分点，比21世纪初以来历史性的4个百分点稍低。我们预计，全球风险规避将保持高位，但在2012年下半年将慢慢缓解，这与欧洲紧张状况预期逐步缓解是一致的。另外，与2011年上半年的紧缩政策相比，经济政策将转向更有利于增长。这将在发达国家需求减弱的不利外部影响下保持国内需求。在这种情况下，新兴经济体预计将在2012年底恢复接近季同比2%的增长率（2011年底为1%），全年增长6.2%。这一良好表现的主要例外情况是欧洲新兴市场，其与欧元区的贸易和金融联系更加密切。

## 2. 测试亚洲增长弹性

如上所述，尽管新兴市场经济体的增长目前有所减慢，但预计将在2012年引领全球复苏。在新兴经济体中，亚洲继续发挥着特别重要的作用，尽管造成最近几个季度增长趋势减缓的外部不利因素有所加剧，2011年该地区增长仍达到令人惊讶的7.4%（图3）。

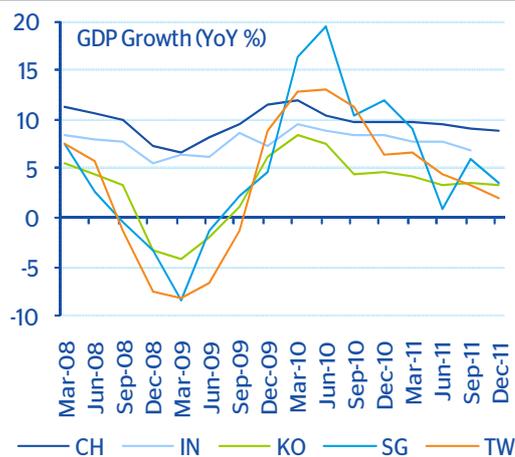
然而，要控制去年的这种增长并不是一件容易的事。由于全年全球不确定性增强，政策制定者必须将其注意力从防止过热转向支持增长和防止全球经济出现下滑风险，特别是欧洲债务危机的影响。上半年的加息被暂停，到年底时，许多中央银行开始实行宽松货币政策。财政政策还在不同程度上开始转向有利于增长，2012年还将采取应急措施，以防止全球经济出现尾部风险。

转向支持性政策姿态以及持续信贷增长使国内需求不断增强，部分弥补了外部需求的较低贡献。因此，直到2011年底的总体增长下降与我们在11月份最新一期《亚洲经济展望》中的预测总体上是一致的。中国继续在其支持地区出口方面发挥重要作用，弥补了欧洲的需求衰减（图4）。国内需求的恢复还归因于地区合理的基本因素，包括合理的公共财政、强大的外部定位以及健康的银行系统。

根据这些优势，即使他们降低了发达经济体的评级，而且全球经济风险日益增大，但评级机构仍在去年提高了许多亚洲主权国家的评级。在地区最值得注意的升级中，印度尼西亚分别在12月和1月被惠誉和穆迪提高到投资级。对于菲律宾来说，它在6月份分别被穆迪和惠誉提高到Ba2和BB+，获得接近投资级的评级，而标准普尔在12月份将该国的前景提高到“正”。尽管存在朝鲜政权过渡的不确定性和影响，韩国前景在11月份被惠誉提升为正。惠誉在11月份将澳大利亚升级为AAA（与穆迪和标准普尔保持一致）。然而，并非所有地区经济体均具有坚实基础。尤其是日本继续经历不平稳海啸后复苏，高额国债负担对情绪造成压力；这使得穆迪在8月将其降级为Aa3。

随着全球不利因素增多，地区增长开始在2011年底更大幅度地减慢。政策制定者通过将其注意力从控制通货膨胀转向支持增长。印度尼西亚（100基点）、澳大利亚（50基点）、泰国（50基点）和菲律宾（25基点）均利用通货膨胀缓解提供的机会而降低了利率。

图3  
弱化的外部需求使亚洲GDP增长趋缓...



来源：CEIC 及 BBVA 研究部

图4  
...但来自中国的需求有助于地区出口



来源：CEIC 及 BBVA 研究部

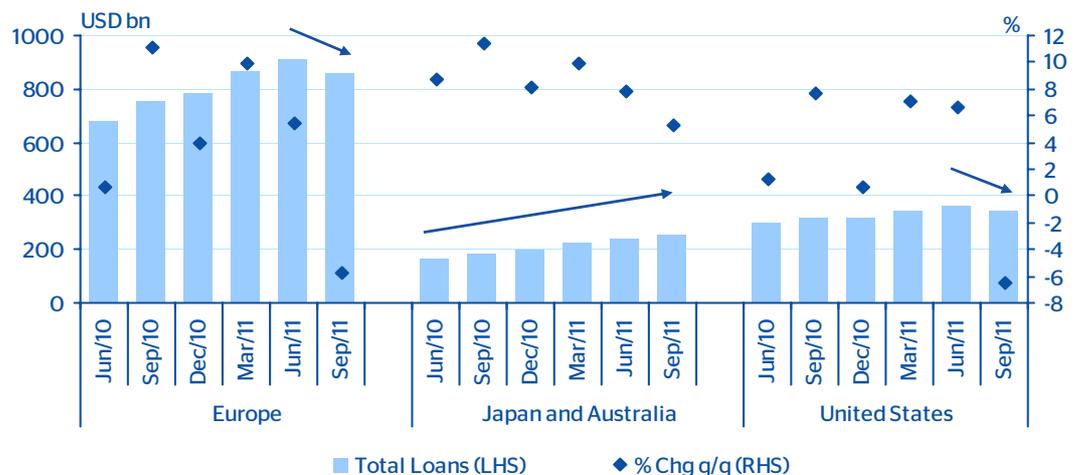
### 地区内部联系支持下的增长减缓

由于外部需求弱化，亚洲增长势头在第四季度呈现广泛放缓（图3）。依照顺序，在第三季度，中国GDP增长从2.3%降至2.0%（季度环比，经季节调整），韩国从0.5%降至0.4%，新加坡、台湾和印度尼西亚的经济均萎缩（分别下降1.2%、0.3%和1.3%，季度环比，经季节调整）。在迄今报告的国家中，只有菲律宾出现季度环比增长（从第三季度的0.3%增至第四季

度的0.9%)，因为该国政府迅速增加支出，以支持经济。抵消出口下滑的国内需求不断恢复，特别是中国、印度尼西亚和菲律宾。韩国的面向出口经济显然是一个例外；由于外部不确定性造成韩国企业大规模降低投资，国内需求季同比萎缩了0.3%（经季节调整）。

为了在一定程度上部分抵消较弱的外部需求，地区正在加强亚洲地区内部联系。例如，中国从其它亚洲经济体的进口继续增长（比12月的最近三个月同比增长3.3%），最终需求的份额日益增大（相对于加工货物再出口）。地区内部银行贷款也有所增长，包括日本和澳大利亚，这取代了正收缩以支撑其国内市场资金需求的欧洲贷款者的贷款（图5）。

图5  
随着欧洲银行去杠杆化，地区银行贷款逐步增长



来源：BIS 及 BBVA 研究部

地区放缓步伐并不一致，在某些情况下，增长相对之前预期表现欠佳。尤其是印度的增长在去年大幅提高利率以抑制通货膨胀的压力下减缓。消费者和企业信心也因经济改革的步履维艰加上印度财政赤字和经常项目逆差而动摇，所有这些使得卢比在2011年底贬值到历史低水平，然后在今年初随着全球风险规避减少而反弹（参见框“恢复印度增长”，第14页）。另外，由于受10月份严重洪灾的影响，泰国经济急剧减慢，这场洪灾使泰国汽车和电子行业的工业生产及供应链中断。

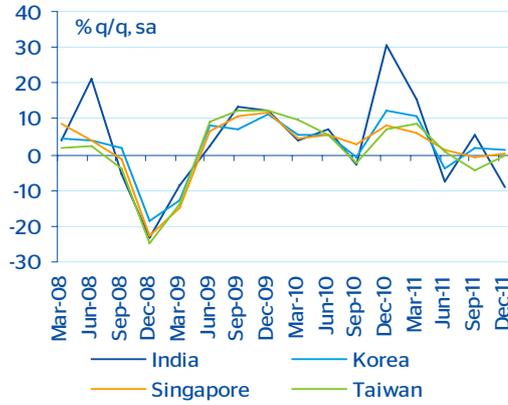
在3月份地震和海啸后，日本在整个第三季度经历了高于预期的复苏。然而，近期活动指标（如IP和出口）表明，随着出口受到全球不利因素、日元升值、泰国洪灾造成的供应中断（考虑到日本公司依赖泰国输入）以及核设施关闭造成的电力短缺的影响，增长出现减速。未来，在震后重建的支撑下，日本预计会重新复苏。国债仍令人担忧，超过225% GDP，重建支出使这一情况更加恶化。尽管如此，在2011年萎缩0.4%后，增长预计将在2012年恢复。

弱化的外部需求造成出口增长减缓（图6），地区大多数较小和/或更多开放经济体感受到最严重的下滑。尤其是台湾、韩国和新加坡严重依赖欧盟的出口市场（占出口总额的10%，附加影响来自对中国的加工货物出口，以生产运往欧盟的制成品）。例如，新加坡对欧盟的出口在11月份年同比萎缩超过20%。

随着出口下滑，由于预计订单减少，公司削减支出，整个地区的工业生产增长逐渐走弱（图7）。台湾电子导向经济的工业生产在第四季度季度环比萎缩了0.8%（季节调整）。同时，鉴于上述原因，日本工业生产一直走弱（12月连续季度环比增长-1.3%），印度工业生产也出现萎缩，11月份季同比下降1.6%（经季节调整）。整个1月份的采购经理人指数结果微幅提高（图8），在中国（50.5）、澳大利亚（51.6）和香港（51.9）已进入扩张阶段，但新加坡（48.7）和韩国（49.2）仍呈现萎缩，因为制造商对前景仍保持谨慎。也就是说，整个亚洲的企业信心总体上减弱（图9），日益增大的库存和已付运货品比（图10）可能预示着未来

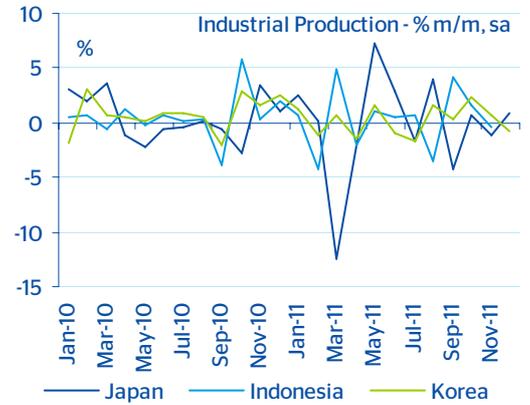
数月的生产前景走弱。好的方面是，美国的耐用品订单逐步增多（图11），从而缓解了欧洲的需求弱化。

图6  
出口增长逐步减缓...



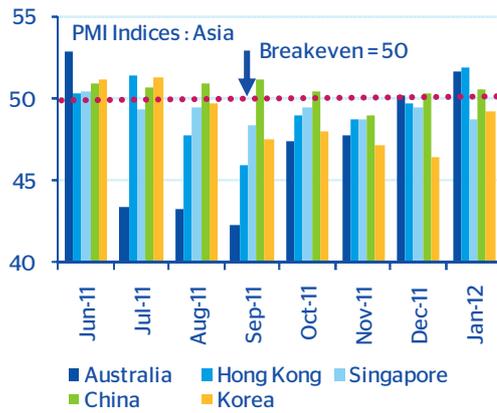
来源：CEIC 及 BBVA 研究部

图7  
...走弱前景正抑制生产



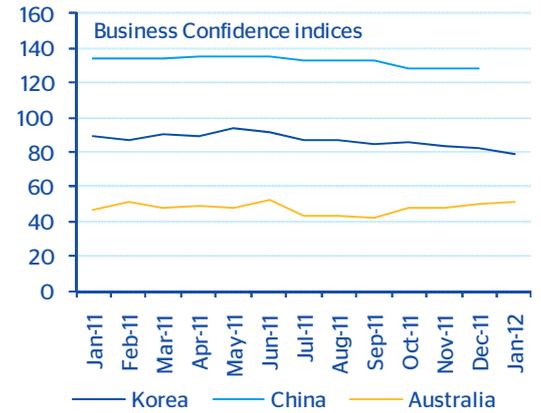
来源：CEIC 及 BBVA 研究部

图8  
PMI结果自11月以来有所改善...



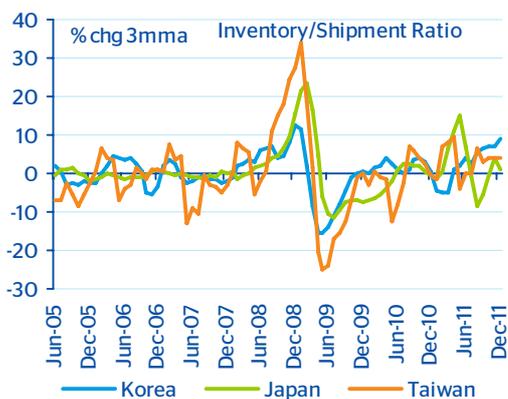
来源：CEIC 及 BBVA 研究部

图9  
...但总体企业信心下降



来源：CEIC 及 BBVA 研究部

图10  
库存和已付运货品比增大



来源：CEIC 及 BBVA 研究部

图11  
美国耐用品订单增多



来源：CEIC 及 BBVA 研究部

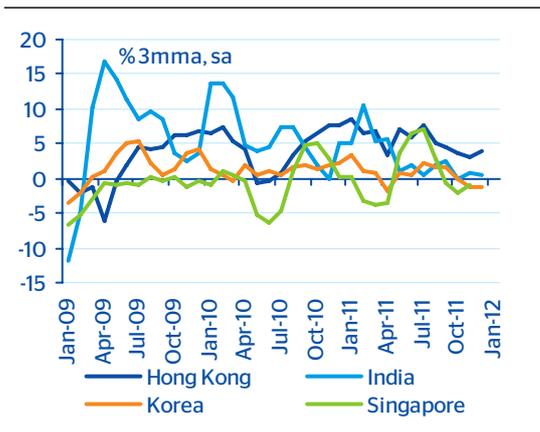
### 弹性国内需求正呈现弱化迹象

亚洲增长截止目前保持相对弹性的一个关键原因是强劲的国内需求。尤其是消费和投资，即使面对外部不利因素，但在地区强大基础、健康银行系统以及较低失业率的支撑下，一直呈现增长势头。然而，近期数据开始表明，国内需求出现一定程度弱化，这可能是出口增长减慢的外溢所致。

零售不断下滑（图12），尤其是易受外部需求弱化影响的更开放经济体，如韩国和新加坡；根据12月份最新数据，澳大利亚也呈现零售减弱迹象。随着零售下降，进口也减缓（图13），这可能是国内需求弱化的迹象，尤其是鉴于消费者信心的下降趋势（图14）。然而，对于地区较大且更加面向国内的两个经济体中国和印度尼西亚来说，国内需求呈现更大弹性。实际上，国内需求走强是这些国家第四季度GDP结果增强的一个关键因素。

截止目前，外部环境弱化对亚洲增长势头的传递效应在很大程度上仅限于贸易渠道，整个金融渠道几乎没有明确的传递效应迹象。如前所述，2011年第三季度的近期BIS数据表明了欧洲银行去杠杆化对地区造成的一定程度影响（图5），但随着地区银行摆脱停滞，总体银行流动性有所增强（图15）。

图 12  
零售增长趋缓...



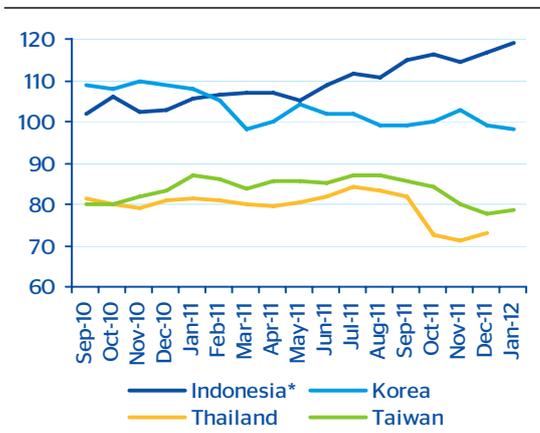
来源：CEIC 及 BBVA 研究部

图 13  
...进口不断下降



来源：CEIC 及 BBVA 研究部

图 14  
消费者信心减弱...



来源：CEIC 及 BBVA 研究部

\*印度尼西亚指数承蒙印度尼西亚银行提供。

图 15  
...但强劲信贷增长支持国内需求



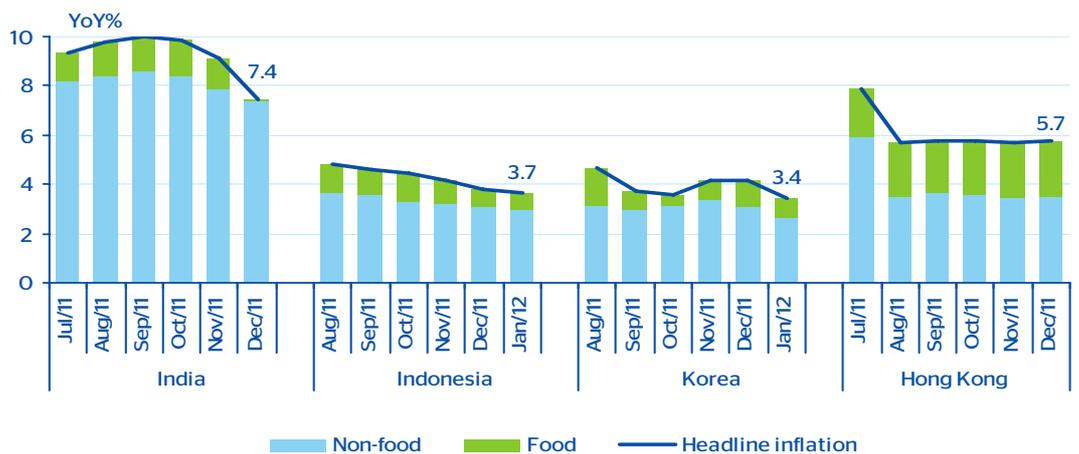
来源：CEIC 及 BBVA 研究部

### 通货膨胀继续缓解

随着增长减慢以及过热压力减小，通货膨胀继续下降，尽管在某些情况下，它仍高于政策制定者确定的合理范围。下降的食品价格以及去年较高价格指数水平带来的有利基数效应有助于降低通货膨胀（图16-18）。印度的通货膨胀下降最为显著，在2011年大部分时间接近10%之后，其通货膨胀在12月份降至同比7.5%。中国的通货膨胀在12月份呈现令人鼓舞的下降=滑，降至约同比4%（尽管因季节性食品价格影响，它在1月份升至同比4.5%），韩国通货膨胀回到官方目标范围（官方范围2-4%），1月份为同比3.4%。尽管已呈现下降趋势，但越南通货膨胀仍为地区最高，从8月份较高的同比23.0%降至12月份的同比18.1%，这在很大程度上是由于食品价格下降。部分由于仍然较高的房地产和租赁成本（租金占香港CPI指数的比重达30%），新加坡（同比5.5%）和香港（同比5.6%）整个12月份的总通货膨胀仍然较高。虽然在2011年达到历史高位后房地产价格有所下降，但由于典型时滞，租金的下降速度较慢。

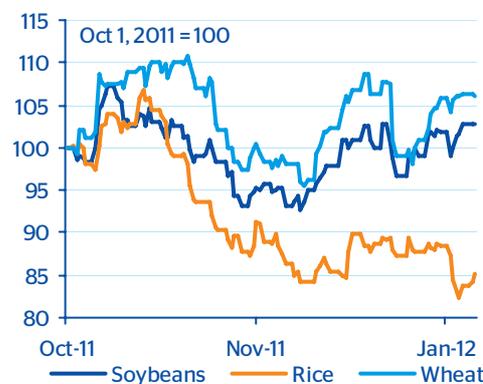
在去年一直很棘手的核心通货膨胀率最终也呈现趋缓迹象（图19）。核心通货膨胀下降为政策制定者开始逆转货币政策紧缩周期提供了信心，中国和印度降低了法定存款准备金率，泰国和菲律宾最近降低了利率（图20）。

图 16  
通货膨胀近期出现广泛下降



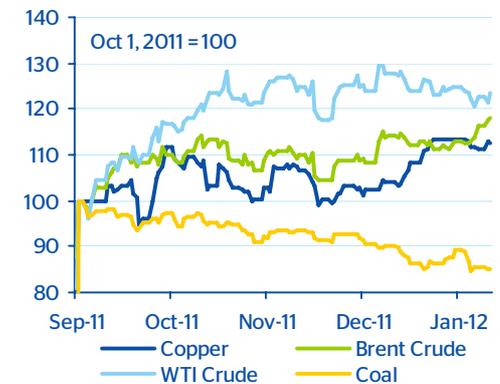
来源: CEIC 及 BBVA 研究部

图 17  
食品价格在2011年底下降...



来源: Bloomberg, CEIC 及 BBVA 研究部

图 18  
...但一些商品价格仍在上涨

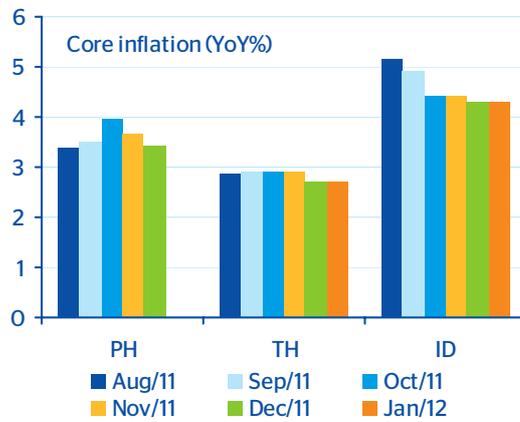


来源: Bloomberg, CEIC 及 BBVA 研究部

图 19

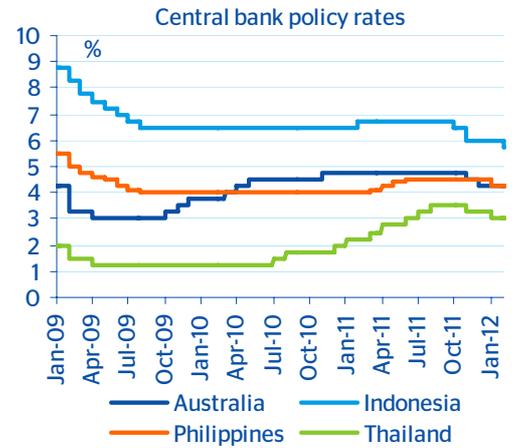
图 20

缓解的核心通货膨胀...



来源: CEIC 及 BBVA 研究部

...为降低利率提供了空间



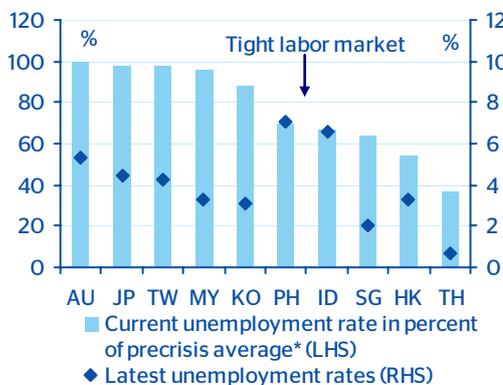
来源: CEIC 及 BBVA 研究部

同时, 为帮助控制房地产价格(新加坡房地产价格已连续9个季度增长), 当局实行了新的举措: 尤其是从12月开始, 对外国住房购买者强制征收10%的印花税(外国人约占住房购买的20%), 永久居民购买第二套住房和公民购买第三套住房, 利率为3%。在香港, 近期房地产价格在2011年达到历史高位后有所下降, 但当局仍对房地产市场保持警惕, 尽管他们并未排除当房地产价格下降太快时有扭转相关紧缩程序的可能性。

### 货币宽松加快

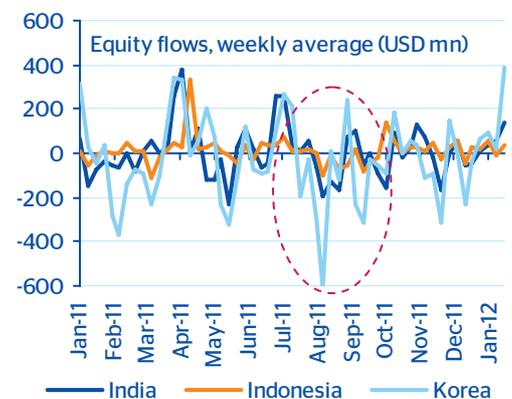
通货膨胀下降为中央银行放松货币政策提供了空间, 以支持增长并防止恶化的外部环境可能最终影响国内劳动力市场的风险, 后者到目前为止保持合理弹性(图21)。中国在11月底发出转向宽松的信号, 法定存款准备金率下降50个基点, 印度储备银行也在1月份做了同样的事情。自第四季度以来, 许多其它中央银行都降低了利率, 包括印度尼西亚(100基点)、澳大利亚(50基点)、泰国(25基点)和菲律宾(25基点), 而新加坡在10月份通过放慢其货币升值速度而放宽了政策(新加坡在其货币政策工具中采用汇率)。鉴于仍为负值的实际利率以及当局不愿促使消费者债务进一步增长, 韩国银行明显是一个例外。

图 21  
劳动力市场保持紧缩



来源: CEIC 及 BBVA 研究部  
\* 2002-2007 年平均失业率

图 22  
资本流动数据: 风险偏好大幅摇摆

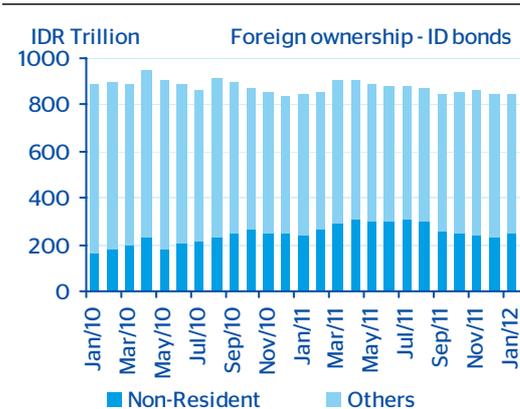


来源: Bloomberg, CEIC 及 BBVA 研究部

### 亚洲资产市场在混乱的第三季度后反弹

全球风险规避和资本流动的摇摆是2011年全球资产市场的主要推动者，亚洲也不例外。在美国陷入债务僵局和标准普尔主权降级后，随着欧洲继续滑向更深的债务危机，8月份和9月份的外流尤其严重（图22和23）。虽然产权投资市场在第四季度强势反弹（图24），摩根士丹利资本国际公司亚太指数的全年表现（-17.4%）落后于欧洲和标准普尔500的其它主要指数（图25）。在12月份，韩国在朝鲜领导人金正日逝世后经历了大规模外流，但随着投资者的平静，韩国综合股价指数出现强劲反弹。2012年初截止目前，全球风险偏好的反弹以及美国联邦和欧洲央行的宽松货币立场引起大量资金流入以及亚洲市场和货币的反弹（图26）。

图 23  
印度尼西亚债券仍易受到外流的影响



来源：Bloomberg, 及 BBVA 研究部

图 24  
地区市场在第四季度强势反弹



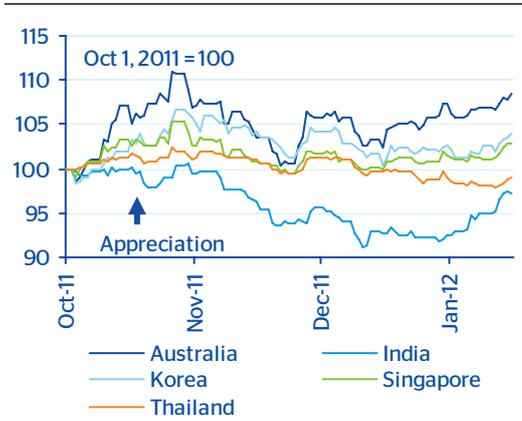
来源：Bloomberg, 及 BBVA 研究部

图 15  
2011年中国落后于美国及欧洲



来源：Bloomberg, 及 BBVA 研究部

图 16  
2012年亚洲货币有所回升



来源：Bloomberg, 及 BBVA 研究部

## 框：恢复印度增长

### 光明的中期前景

自上世纪 90 年代初以来，印度一直是世界上增长最快的经济体之一，根据购买力平价（PPP），它已成为世界第三大经济体，仅次于美国和中国。使印度成为亚洲中期增长前景最光明的经济体以及被外国投资者所青睐的优势有：有利的人口统计数据、不断增长的收入水平、快速城镇化、稳定且井然有序的金融行业以及能源、基础设施、零售和银行业巨大的未开发潜力。印度在我们的“主要新兴和增长经济体”集团EAGLES中排名靠前，预计在未来十年每年增长 8%，对全球增长的贡献达到惊人的 10%，仅次于中国（参见BBVA Research“[为何投资者应当关注BBVA EAGLES](#)”以及该系列即将发布的更新）。

### 正在经历的周期性下滑

尽管存在这些结构性有利因素，但在近几个月，印度增长出现减速，其货币在 2011 年底承受了压力。与亚洲其它国家一样，下滑的部分原因是弱化的外部需求。然而在印度，主要因素是国内问题，包括财政赤字和经常项目逆差的扩大、高利率和通货膨胀、主要政策改革进展缓慢以及行政官僚作风。

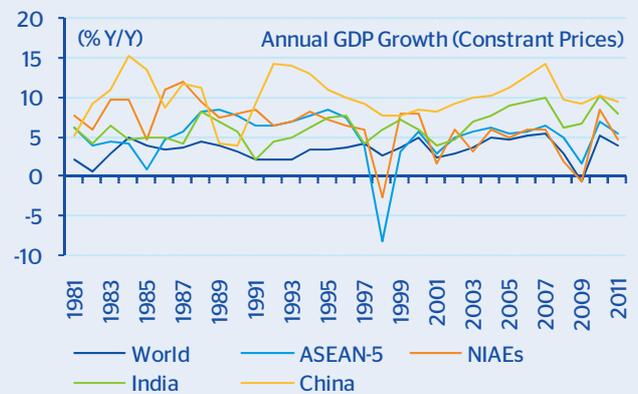
我们预计，2011 年 GDP 增长同比平均为 7.2%，远低于前一年的 8.7%。我们预计 2012 年的增长同比约为 7.0%。值得欣慰的是，鉴于食品价格从持续两年的近两位数水平大幅下降，总体批发物价指数通货膨胀已在 2011 年 12 月降至 7.5%。我们预计，未来总通货膨胀将稳步下降，2012 年同比将从去年的 9.2%降至平均 6.5%。

### 市场正在从大量廉价抛售中恢复

近期 2011 年底卢比的大幅贬值使通货膨胀有上升风险。随着印度的外部脆弱性逐步显现，经常项目逆差占 GDP 的 35%，且高度依赖外资流入，卢比开始贬值（2011 年兑美元为 18.7%，使其成为亚洲表现最差的货币）。由于主要改革倡议出现倒退，使得投资者情绪受挫，货币损失进一步恶化，尤其是在基础设施和零售方面。印度银行随后的外汇干预以及一系列旨在刺激资金流入和防止外汇市场投机活动的措施有助于防止损失扩大。最近，全球风险偏好增加使得货币急剧反弹。在去年大幅下跌后，印度的产权投资市场和国内货币已在 2012 年初复苏。

图 27

印度：GDP 增长率是世界上最快国家之一



来源：CEIC 及 BBVA 研究部

然而，由于全球前景仍然脆弱且印度经济正奋力应对主要挑战，在宏观经济以及政策方面，股市和外汇市场压力恢复的风险仍时隐时现。

### 恢复信心的政策

在印度需要在投资改革方面取得明显进步以及推动投资支出的时刻，不健康的财政状况正成为私人投资的潜在障碍。2012 年，由于税收收入下降和过量财政支出造成税收增长趋缓，印度的财政赤字预计超过预算估算（预算为 GDP 的 4.6%，估计为 5.6%）。大规模赤字可能抑制私营部门的信贷流动，而进一步下滑可能使经济体的通货膨胀压力增大。政府有责任通过降低补贴和实行税收改革来开展财政整顿。在这种情况下，3 月份的 2013 财政年度联邦预算将被密切关注。

### 对亚洲其余国家的影响

目前，印度放缓对亚洲其它国家的直接影响相对较小，仅占中国 GDP 增长变化影响的一小部分。印度经济在一定程度上高度依赖亚洲其它国家的进口、投资和资金流入。在 2011 年 3 月结束的年度内，亚洲占印度 FDI 流入的约 20%，而 2007 年不到 10%。我们预计，只要政策制定者能够成功解决其经济面临的主要挑战，印度将在未来几年内成为亚洲增长越来越大的推动因素。

### 3. 外部环境弱化造成增长下调

虽然亚洲近期增长势头的下滑截止目前与预期保持一致，但由于弱化的全球环境，我们适度降低了2012年和2013年的前景预期。中国以及其它新兴市场的弹性国内需求和持续强劲增长将部分弥补发达经济体造成的外部需求弱化。我们预计，增长势头下滑将在2012年上半年降到最低点，之后，随着外部环境改善以及政策宽松造成的积极影响，增长将逐步反弹。然而，由于欧洲的不确定性，下滑风险仍然存在。

#### 弱化外部需求造成 2012-13 年预期下调

随着欧洲增长减弱以及财政压力增大，外部不利因素越来越强劲，我们下调了对2012年和2013年的GDP增长预测（表1）。除了弱化外部需求对出口增长直接影响外，我们预计对国内需求也会产生一定溢出效应，如上所述，在某些经济体，这种情况似乎正在出现。中国的政策宽松和持续强劲增长可防止增长过度减缓，有助于为今年下半年的逐步反弹创造条件。

因此，我们对亚太地区的2012年GDP预测从以前的同比6.4%下调至同比5.8%，2013年预测从同比6.4%下调至同比6.1%。我们对中国的2012年和2013年预测仅微幅下调，分别（从以前的8.6%和8.9%）降至同比8.3%和8.7%，中国是地区其它国家的一个重要增长因素。尤其是，中国2011年第四季度好于预期的增长结果以及政策宽松空间使我们对该经济体将避免硬着陆更加有信心。由于生产和投资势头减弱，我们更大幅度地下调了印度2012年的预测，从以前的8.0%降至同比7.0%。大多数其它经济体，包括日本，仅下调了½个百分点，由于其对出口的依赖，新加坡（从同比4.1%降至同比2.7%）、香港（从同比4.1%降至同比3.1%）、菲律宾（从同比4.9%降至同比3.8%）和泰国（从同比5.3%降至同比4.4%）的下调幅度更大，泰国下调的原因还在于去年洪灾的持久影响。

尽管出现这些调整，根据我们对外部环境将在今年下半年改善的预期，我们仍对地区前景持积极态度。尽管近期有些弱化，但随着货币和财政政策转向更有利于增长，再加上合理潜在基本因素和健康劳动力市场状况支撑的企业和消费者信心，国内需求将保持弹性。然而，由于外部前景的不确定性以及国内需求受到更大负面影响的可能性，下滑风险仍然存在。

#### 通货膨胀将继续缓解

我们预计，在有利基数效应以及食品和商品价格预期进一步下降的推动下，通货膨胀减弱趋势将在2012年持续（表2）。根据当前趋势，我们下调了我们对亚太地区的2012年通货膨胀预测，从以前的3.7%降至3.3%。显而易见，我们预计，主要经济体的通货膨胀将保持在官方目标或合理范围内，这将为一定程度的货币立场宽松提供空间，以在弱化外部环境条件下促进增长。

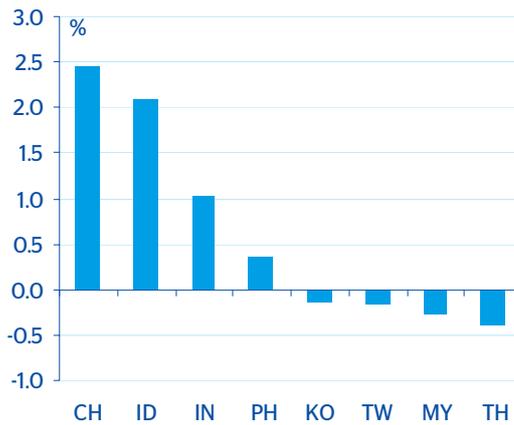
#### 政策制定者可能在货币和财政方面表现积极

整个地区的中央银行在2011年底转向政策宽松，我们预计这一趋势将持续到2012年上半年，尤其是随着实际利率逐步增大（图28）。然而，除非外部环境出现超过我们底线的更大幅度下降，鉴于许多经济体的实际政策利率保持在接近零或负值水平，我们不认为任何国家会实行积极宽松政策。例如，澳大利亚储备银行最近表示，它认为当前利率水平（4.25%）总体上是合理的，如果中国和美国的前景在近期持续改善，它将保持这一利率。韩国也延迟降低利率，表示它将使利率“正常化”（目前为3.25%），以利于避免资产泡沫和防止消费者信贷进一步膨胀。

也就是说，我们预计，整个地区在今年将适度降低利率（图29和表4）。尽管政策利率的前景仍取决于数据，但我们预计，澳大利亚、菲律宾、印度尼西亚、泰国和韩国将进一步降低利率，平均约50个基点。在中国，当局在去年11月通过降低存款准备金率（RRR）发出了宽松周期开始的信号，我们预计购买力平价（PPP）将进一步降低，到2012年中将降低约150-200个基点，如果外部状况走弱，第二和第三季度可能有两次降低利率。在印度，由于通货膨胀下降以及增长势头减缓，我们预计利率将于第一季度末或第二季度开始降低。

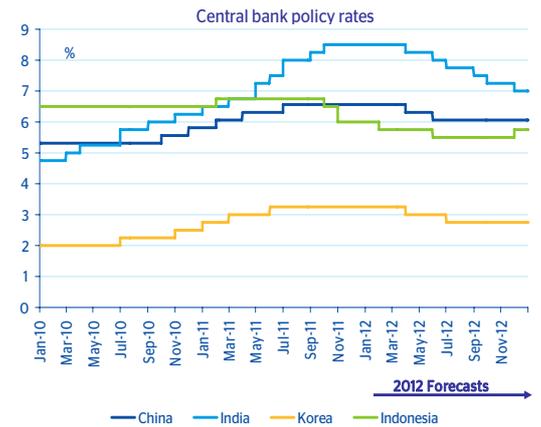
在中国，实行与2008-09年相同刺激政策的空间现在更加有限，我们预计，财政支撑将优先用于经济适用房建设、水分布基础设施项目等重点支出以及减税和消费补贴。许多其它经济体预计也会增加急需基础设施支出，包括菲律宾和印度尼西亚。香港在近期2012/13年预算建议中提出了许多受欢迎的举措（将于3月份由立法会批准），包括退税和电费补贴以及加大对中小企业（SMEs）和基础设施项目的支持。另一方面，韩国目前对追加预算犹豫不决，到目前为止，韩国仅选择在今年上半年预付支出。同时，由于其较高的国债水平，日本面临着一些限制因素，但震后重建将在2012年持续，从而为经济复苏提供进一步支撑。

图 28  
实际利率不断提高



来源：CEIC 及 BBVA 研究部

图 29  
我们预计2012年将多次降低利率



来源：CEIC 及 BBVA 研究部

### 如果欧洲风险得到控制，则货币将走强

亚洲货币前景严重依赖于2012年剩余时间内风险规避的发展情况。2012年初的发展变化有利于亚洲货币，但人们对这些趋势在近期是否会持续存在疑问。尽管地区货币近期出现反弹，但鉴于2012年上半年弱化的外部前景，我们预计，大多数货币将在近期损失部分收益。我们预计，随着全球环境改善，升值趋势将在下半年使这些货币再次坚挺（表3）。这一前景也适用于人民币，我们预计，其对美元的全年升值幅度降至约3%，而2011年为5%，大部分出现在下半年。鉴于欧洲危机仍未解决，波动性将较大。

## 4. 前景下滑风险

全球前景的不确定性仍使我们的2012-13年预测有下调可能，特别是鉴于欧洲持续的债务和金融危机。如果年中过后欧洲金融压力仍增大，或中国或美国的前景下滑风险成为现实，则亚洲经济体增长的下滑幅度将比我们的预测更大。

地区较小和面向出口的经济体将因外部需求弱化造成的出口下降而受到最沉重打击，如果欧洲发生更严重的危机，这些经济体的贸易金融还可能受到破坏。在这种情况下，对香港和新加坡金融中心的影响可能尤其严重。总体上说，对于开放资本账户和依赖外国借款的经济体，如韩国、印度尼西亚和澳大利亚，其受到国际资本流动突然中断的影响相对较大。也就是说，地区强大的潜在基本因素，包括高额外汇储备、良好资本化的银行系统以及政策刺激的空间，将有助于应对这些风险，2011年底的地区复苏已证明了这一点。

即使根据我们当前的底线，由于出口增长减缓的不利影响，国内需求弱化幅度仍可能比预期更大。韩国情况即是明显证据，其投资和消费在2011年第四季度的下降幅度比预期更大。地区较大经济体，特别是中国和印度尼西亚，对于保持强劲需求做了更充分准备。印度也做好了准备，尽管最近国内经济走弱使其比在我们上次季度更新时面临更大风险。

地理政治风险也值得关注。与伊朗关系日益紧张可能对石油市场造成负面影响，并反过来扭转亚洲通货膨胀的健康下滑。它还可能给地区能源进口经济体带来压力，特别是印度和日本。

国别风险包括日本和泰国因其各自在2011年的自然灾害造成复苏进展不平衡。尽管两个经济体目前正在复苏，但电力短缺、企业信心下降、高额国债和外部不利因素继续影响日本的复苏；泰国的电子和汽车行业也面临着他们多久才能够开始生产的不确定性。朝鲜政权过渡仍是引起投资者担忧的一个原因，它将在近期增加韩国的不确定性，而后者将在今年年底面临总统大选。同时，印度正忙于应对增长势头减缓和改革进展缓慢造成的信心下降。其“双”赤字和仍然较高的通货膨胀限制了政策机动的空间。最后，虽然中国硬着陆的风险减退，但在面对强大外部不利因素和国内金融脆弱性的条件下，其保持高增长的能力将受到挑战。

2012年地区部分国家仍存在政治不确定性。香港将在3月底任命新特首，韩国将在12月份举行总统大选。中国也将在10月份更换领导人，并在2013年3月任命新主席和总理。总之，即将出现的变化可能使当局在领导换届前采取刺激措施，以在2012年支持增长和保持稳定。同时，未来海峡两岸的政治紧张关系在1月份“台湾总统”马英九再次当选后已经缓解，这预示着台湾将进一步加强与大陆的经济融合。

## 5. 图表

表1

宏观经济预测: 国内生产总值

(%同比增长率)	2009	2010	2011(年尾)	2012(年尾)	2013(年尾)
美国.	-3.5	3.0	1.7	2.3	2.2
欧洲货币联盟	-4.2	1.8	1.6	-0.5	1.0
亚太	4.2	8.1	5.8	5.8	6.1
澳大利亚	1.5	2.4	1.8	3.2	3.4
日本	-5.5	4.4	-0.4	2.2	1.3
中国	9.2	10.4	9.2	8.3	8.7
香港	-2.7	7.0	4.8	3.1	4.3
印度	9.1	8.8	7.2	7.0	7.4
印度尼西亚	4.6	6.1	6.5	6.2	6.4
韩国	0.3	6.2	3.6	3.0	4.0
马来西亚	-1.6	7.2	4.5	4.4	5.1
菲律宾	1.1	7.6	3.7	3.8	4.7
新加坡	-0.8	14.5	5.0	2.7	4.7
台湾	-1.9	10.8	4.1	3.3	4.5
泰国	-2.3	7.8	1.8	4.4	5.2
越南	5.3	6.8	6.2	5.9	7.2
亚洲除中国外	1.0	6.7	3.5	4.2	4.4
世界	-0.6	5.1	3.9	3.5	4.1

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(年尾)	2012(年尾)	2013(年尾)
美国.	-0.3	1.6	3.2	2.3	2.3
欧洲货币联盟	0.3	1.6	2.7	1.8	1.3
亚太	0.3	3.6	4.8	3.3	3.4
澳大利亚	1.8	2.8	3.4	2.6	2.6
日本	-1.4	-0.7	-0.3	-0.2	0.2
中国	-0.8	3.3	5.4	3.3	3.7
香港	0.6	2.3	5.3	4.5	3.6
印度	2.4	9.6	9.4	6.5	5.8
印度尼西亚	4.8	5.1	5.4	5.2	5.4
韩国	2.8	3.0	4.0	3.2	3.6
马来西亚	0.6	1.7	3.1	2.5	2.5
菲律宾	3.2	3.8	4.4	3.7	4.2
新加坡	0.6	2.8	5.2	3.0	3.6
台湾	-0.9	1.0	1.4	1.1	1.5
泰国	-0.8	3.3	3.9	3.7	3.0
越南	6.9	10.0	18.6	12.4	8.8
亚洲除中国外	1.0	3.7	4.4	3.3	3.1
世界	2.2	3.0	5.1	3.9	3.6

来源: CEIC 及 BBVA 研究部

表 3  
宏观经济预测:外汇(期末)

		2009	2010	2011	2012 (F)	2013 (F)
美国.	欧元/美元	0.72	0.76	0.72	0.80	0.79
欧洲货币联盟	美元/欧元	1.39	1.33	1.39	1.26	1.27
澳大利亚	美元/澳元	0.90	1.02	1.02	1.02	0.98
日本	日元/美元	92.1	81.1	76.9	84.0	90.0
中国	人民币/美元	6.83	6.61	6.30	6.11	5.80
香港	港币/美元	7.75	7.77	7.77	7.80	7.80
印度	卢比/美元	46.6	44.7	53.06	49.00	46.50
印度尼西亚	印尼盾/美元	9395	8996	9069	8900	8900
韩国	韩元/美元	1166	1126	1152	1100	1050
马来西亚	马来西亚元/美元	3.52	3.06	3.17	3.05	2.90
菲律宾	比索/美元	46.8	43.8	43.80	43.00	41.00
新加坡	新币/美元	1.40	1.28	1.30	1.23	1.22
台湾	台币/美元	32.3	29.3	30.28	30.20	29.60
泰国	泰铢/美元	33.3	30.1	31.55	30.50	30.50
越南	越南盾/美元	17942	19498	21034	21500	22000

来源: CEIC 及 BBVA 研究部

\* US and EU 外汇汇率代表长期平均数, 其他外汇汇率为期末。

表 4  
宏观经济预测:政策利率(期末)

(%)	2009	2010	2011	2012 (F)	2013 (F)
美国.	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
欧洲货币联盟	1.00	1.00	1.10	0.75	0.75
澳大利亚	3.75	4.75	4.25	3.75	4.50
日本	0.10	0.10	0.10	0.10	0.25
中国	5.31	5.81	6.56	6.06	6.56
香港	0.50	0.50	0.50	0.50	1.25
印度	4.75	6.25	8.50	7.00	6.00
印度尼西亚	6.50	6.50	6.00	5.75	6.25
韩国	2.00	2.50	3.25	2.75	3.25
马来西亚	2.00	2.75	3.00	2.50	3.00
菲律宾	4.00	4.00	4.50	4.00	4.00
新加坡	0.69	0.48	0.45	0.40	0.40
台湾	1.25	1.63	1.88	1.63	2.13
泰国	1.25	2.00	3.25	3.00	3.50
越南	8.00	9.00	9.00	9.00	9.00

来源: CEIC 及 BBVA 研究部

## 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/CorporateGovernance](http://www.bbva.com/CorporateGovernance)”

BBVA, S.A.是一家在西班牙中央银行及西班牙证券交易委员会监管下的银行,在西班牙中央银行的注册号为0182.

**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**

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**

apuente@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

*Finacial 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 &amp; 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.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