

亚洲

经济展望

2010年第三季度

经济分析

- 亚洲继续引领全球经济复苏，2010年上半年增长势头良好，主要归因于强劲出口以及国内需求增长。由于上半年的良好势头，我们提高了对地区增长的预期，尽管我们仍认为增长在下半年将趋缓。
- 由于食品和商品价格上升速率减慢，总体通货膨胀有所缓和，但鉴于迅速缩小的产出缺口，它仍值得观望。中央银行已恢复紧缩性政策，以降低这些风险。
- 随着全球风险规避的增长，资金流入近期出现下降，但鉴于地区的强劲增长前景，它将随时恢复。这将进一步增强地区货币实力。
- 风险在总体上得到平衡，一边是较弱外部环境造成的下滑风险，另一边则是一些经济体可能因强劲国内需求不能得到充分抑制而引起的过热风险。



索引

1. 全球经济风险再评估	4
2. 令人意外的亚洲增长反弹	6
3. 我们的预测进行上调，以反映上半年的强劲增长，下半年预计 将出现下滑	10
4. 地区风险在总体上得到平衡	12
5. 表	13

出版日期：2010年8月5日

概述

亚洲继续引领全球经济复苏，上半年增长势头良好。出口和国内需求的进一步反弹促进了增长。我们将我们对该地区（不包括中国）在2010年和2011年的全年GDP增长预测分别（从4.2%和3.8%）提高至5.1%和4.1%。

增长幅度预计在下半年趋缓至更持续性的增幅。随着全球和地区库存积压影响的减弱以及政策刺激的消除，出口增长将下降。实际上，虽然出口和工业生产仍很强劲，但已经显示趋缓迹象。

由于食品和商品价格下降，地区大部分国家的通货膨胀得到平抑。然而，一些国家，如印度、越南以及印度尼西亚，面临着相对较大的通货膨胀压力。从总体上看，在整个地区，鉴于增长势头强劲以及迅速缩小的产出缺口，通货膨胀值得观望。因此，中央银行在全球环境风险造成的短期暂停后恢复了紧缩性货币政策。

政策制定者们继续面临适时取消财政和货币刺激政策的挑战，同时对全球展望的风险保持警惕。国家当局对恢复紧缩性政策展现出越来越大的信心。然而，如果全球展望的风险成为现实，大多数国家将有采取进一步政策刺激措施的空间。评估未来几个季度增长前景的一个关键因素是私营部门活动代替取消财政刺激措施的进度。

更多逐步实行的紧缩性货币政策可望在今年推出，货币将保持逐渐增强的势头。地区强劲的增长前景和不断提高的利率可能产生资金流入，这将加重过热风险，使货币管理复杂化。资金流入和经常项目顺差可能产生升值压力，人民币进一步升值将加快这些趋势。

目前，风险在总体上得到平衡。下滑风险源于对美国 and 欧洲经济复苏势头的不确定性，后者仍有可能出现因主权债务造成的再次资金紧张。大多数亚洲经济体采取进一步政策刺激措施的空间以及地区强大的基本面将有助于抑制这些下滑风险。同时，过热风险仍存在，特别是当政策环境过于宽松以及国内需求压力或资产价格泡沫出现时。

地区增长前景还严重依赖于中国的需求，它一方面带来更急剧下滑的风险，另一方面带来过热风险。在地区内，尽管存在潜在的政治紧张局势，近期泰国前景继续改观。面对过热压力，越南继续努力保持宏观稳定。

1. 全球经济风险再评估

在对亚洲进行展望之前，先看一下全球经济面临的主要风险，这非常有用，特别是考虑到不确定性增强以及世界其它地区和本地区之间金融和贸易联系的重要作用。

欧洲财政调整对经济增长的影响将不像通常所认为的那样高。可信性的积极影响几乎可以抵消因公共需求下降造成的负面影响。相反，其它发达地区财政地位可持续性的中期风险可能被低估了。

金融危机影响欧洲经济的最重要渠道之一就是信心丧失，鉴于许多国家出现的高公共赤字，恢复信心的一个先决条件就是财政稳健政策。欧洲一体化计划正在按照 2010 年初提交给 EC 的计划实施。欧洲的财政一体化需要将重点放在结构方面，但一个积极的因素就是，计划调整非常迅速，且向缩减开支倾斜，这将增强信心，并几乎抵消因公共需求下降而对增长造成的负面影响。因此，只要保持财政一体化的决心，对欧洲经济活动的影响将是有限且暂时性的。另一方面，采取大量财政刺激措施且债务水平增幅与欧洲相同的其它发达经济体在减少赤字和稳定债务水平方面的动作相对较慢。这是一个被低估的中期风险，因为经验表明，宽松财政政策对利率的影响是高度非线性的，存在长期利率突然升高以及个人需求被取代的风险；这正是财政刺激一揽子计划所造成的反向效应。

全球展望的主要风险仍然来自于金融市场。应力试验在整个欧洲具有积极的影响，尽管是非对称的。尽管风险得到抑制，但再次出现财政紧张的潜在后果仍然相当大。

源自主权债务担忧的金融风险构成一个反馈环，它以增大市场风险以及耗尽流动资金而结束，特别是在欧洲。但是，第二季度欧洲财政紧张的急剧增长趋势开始减缓（参见图 1）。欧洲应力测试结果的公布对缓解紧张有着积极影响，尽管国与国之间有着明显不同。特别地，它可能成为消除西班牙金融体制不确定性的一个强大推动力，因为其实施严格，结果可信，且具有高度信息性。无疑，源自金融市场的欧洲和全球经济面临的风险仍令人担忧。

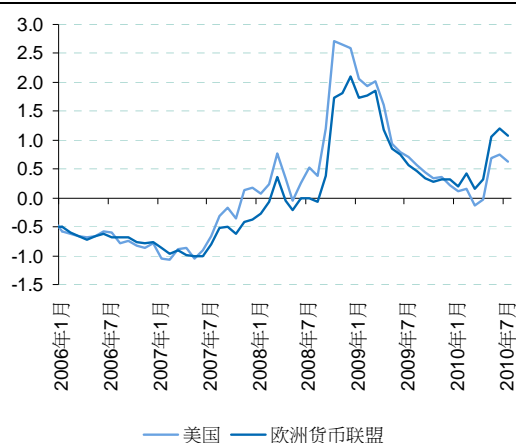
货币政策战略日益多样化。不确定性增强将促使美联储和欧洲央行推迟取消鼓励性政策。与此相反，大多数亚洲和拉丁美洲国家恢复了紧缩性政策。

欧洲的财政紧张以及对美国复苏步伐的不确定性将促使亚洲和拉丁美洲地区的中央银行推迟首次提高利率，并在延长期限内保持非常低的政策利率。两个地区的通货膨胀压力将下降，使其能够保持宽松的货币政策。但是，美国的较快复苏将意味着，美国退出当前货币政策将早于欧洲，两个因素将使欧元贬值。尽管两个中央银行将推迟实行紧缩性货币政策，但对风险的交流和评估将区分这两个机构，限制欧洲央行对通货紧缩风险做出反应的相对能力。另一方面，在新兴经济体，在欧洲债务危机蔓延造成的暂停后，紧缩性货币政策正在恢复。这将有助于缓解亚洲的通货膨胀压力——正在亚洲开始聚集，并防止年底南美洲出现可能的压力。一个重要的例外是墨西哥银行，它将在 2011 年第二季度前保持利率不变。即使通货膨胀在今年最后几个月内加剧，它将仍处于墨西哥银行的预测范围内，长期通货膨胀预期仍然得到良好预测。

全球经济正出现适度和有差异性的下滑。在中国和亚洲其它国家，缓慢增长势头将抑制过热风险。然而，在美国，在无政策支持的情况下，个人需求仍很弱，而在欧洲，信心将受到金融危机后果的负面影响。

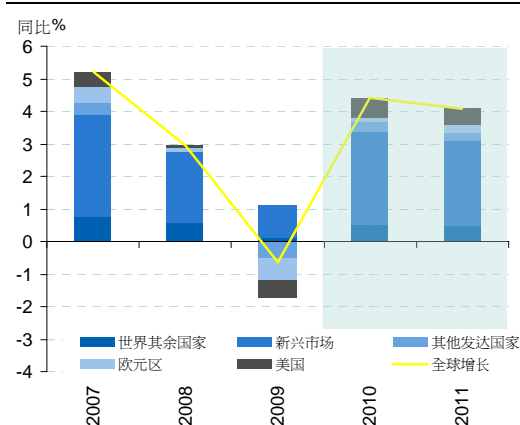
欧洲金融危机对其它地区的意外影响相对有限。但是，全球经济将放缓（参见图 2）。欧洲财政紧张的严重性将影响信心，抑制 2010 年下半年和 2011 年初的增长。而且，外部需求将不像上半年那样强劲，尽管它将为经济活动提供某些支持。在美国，由于劳动力和房地产市场的疲软，复苏可能趋缓。这表明了作为增长自发推动力的个人需求的局限性。在中国，第二季度减缓 GDP 增长以及降低活动指标是当局采取的控制经济在下半年软着陆的紧缩性措施开始生效的证据。拉丁美洲也将在 2011 年出现增长趋缓，但将保持强劲的增长率。因此，发达和新兴经济体之间以及这些集团内部的分歧将继续扩大。

图 1
美国和欧盟的金融压力指数*



* 三个信贷市场（主权、企业和金融）财政紧张、流动资金紧张以及利率、外汇和股票市场多变性的综合指标。
来源：BBVA Research

图 2
对全球 GDP 增长的贡献



来源：基于国民账目的 BBVA Research 和 IMF

尽管在正确方向上采取了一些措施，但必要的全球需求再平衡以及缩小全球不平衡问题仍悬而未决。

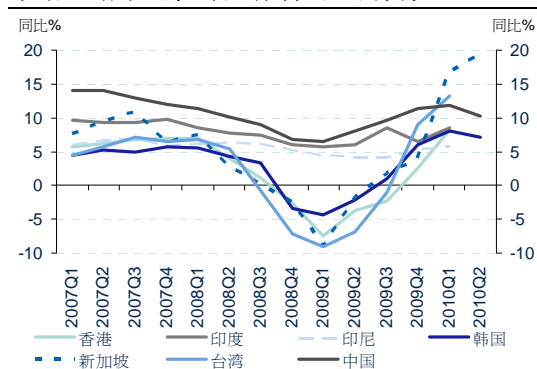
中国经济向更多内部需求的中期再平衡调整（特别是消费）已经开始，近期货币灵活性的恢复将有所帮助。需要进行深入改革，以提高消费。其它发达顺差国家也需要进行改革，以提高国内需求，特别是服务行业。另一方面，美国和其它具有大量外部融资的国家需要从消费引领的增长模式转向投资，特别是可贸易产品部门。近期的金融危机展现了对增长所需外国融资的限制。具有高度外部融资需求的经济体非常易受国际财政紧张局势的影响，所造成的汇率突然变动风险动摇了全球金融稳定。

2. 令人意外的亚洲增长反弹

尽管活动指标已开始缓和，但亚洲在 2010 年上半年的增长势头一直很强劲，亚太地区（不包括中国）在上半年的年同比增长预计达到 6.0%。因此，亚洲仍引领着全球经济复苏。近几个季度的增长数字一直呈现令人惊喜的上升势头，有时增幅还非常地大。在一些较小的面向出口的经济体，增长势头最强劲，它们受到 2008-09 年全球下滑的影响最严重，但即使在该地区的较大经济体（中国、印度和印度尼西亚），增长仍保持强劲势头（图 3）。

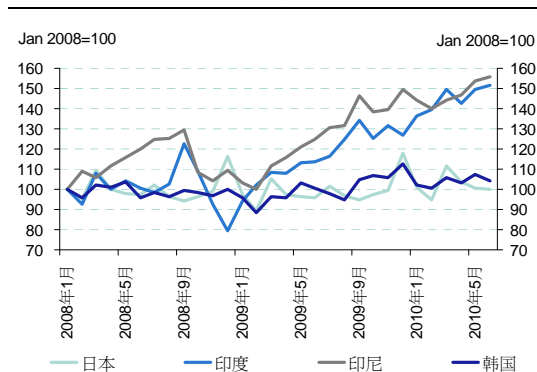
增长可主要归因于强劲的出口表现（图 4），它部分受到全球库存循环的推动。另外，国内需求成为该时期一个较重要的贡献因素，特别是在 2009 年中期至年底这段时间，即使政策刺激措施已被逐步取消。尽管政策制定者仍然对全球展望的风险感到担忧，他们现在对地区保持增长的能力更加具有信心，特别是考虑到近期欧洲主权债务危机发展的有限后果。因此，在第二季度的短期暂停后，货币紧缩已开始恢复，尽管幅度较小，在第二季度，随着欧洲债务危机的发展，政策制定者采取“观望”的态度。亚洲的强势经济反弹以及欧洲债务危机的有限影响均指向地区强大的基本面，其它地区的新兴市场也是这种情况，包括稳健的银行系统和财政状况。这些因素将有助于保持未来几年内的增长前景。

图 3
季增长结果出现令人惊喜的上升势头



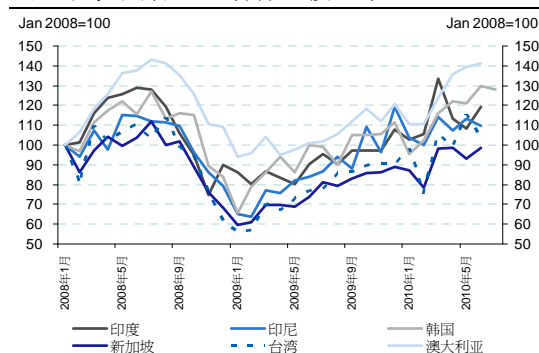
来源: CEIC 和 BBVA Research

图 5
不断增长的零售额是国内需求增强的迹象



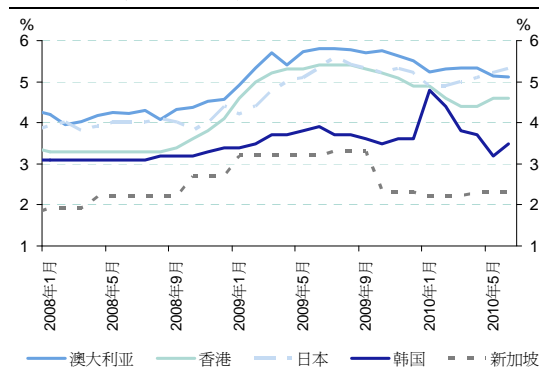
来源: CEIC 和 BBVA Research

图 4
出口表现强劲，近期有趋缓迹象



来源: CEIC 和 BBVA Research

图 6
强劲增长使得失业率下降



来源: CEIC 和 BBVA Research

随着国内需求增强，增长变得更加自我维持

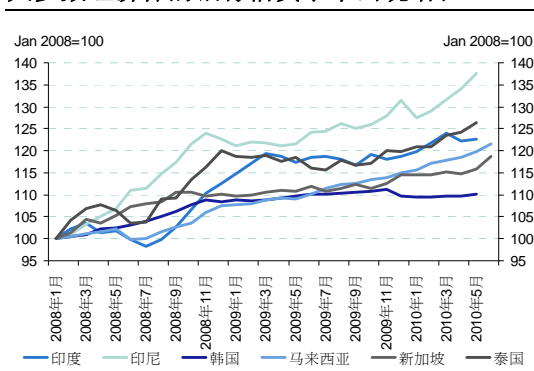
在早期阶段，地区恢复主要由出口——特别是对中国的出口——以及政府刺激措施推动。随着时间过去，自 2009 年中期和年底以来，国内需求日益成为强劲增长的重要贡献因素。特别地，由于劳动力市场状况的改善以及较强的消费者信心（图 5 和图 6），许多国家的个人消费不断增长，如韩国和台湾。稳步增强的企业信心和库存积压以及信贷增长也促使投资支出和生产出现增长（图 7）。例如，印度尼西亚今年一直在加快信贷扩张，增长从前一季度末的年同比 10.7% 增至 18.6%。

趋缓的早期迹象很明显

显然，近几个季度出现的增长反弹是不能持久的。例如，新加坡第一季度和第二季度的增长分别达到 38.6% 和 26.0%（按季节性调整后的年率计算，saar），台湾的季度增长为 11.3%（saar）。受强劲制造业增长和年初两座新娱乐度假村酒店开业后创记录的旅游增长的推动，新加坡 GDP 也出现增长；台湾增长主要受强劲投资的推动，近期备受期待的与中国的《经济合作框架协议》（ECFA）的签订使信心得到增强。

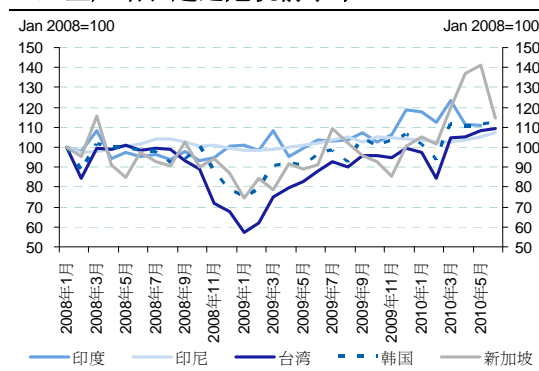
一些指标已出现趋缓迹象。6 月份和 7 月份的出口增长仍很强劲，在许多方面超出预期。但是，出口增长的幅度放缓（上面图 4）。许多国家的工业生产也呈现趋缓迹象（图 8），整个亚洲的采购经理指数（PMI）近期向扩张-收缩临界值下滑，表明出口继续下滑（图 9）。

图 7
大多数经济体的银行信贷水平出现增长



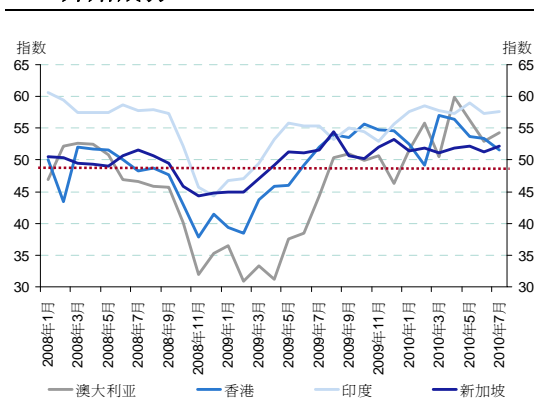
来源：CEIC 和 BBVA Research

图 8
工业生产增长超过危机前水平



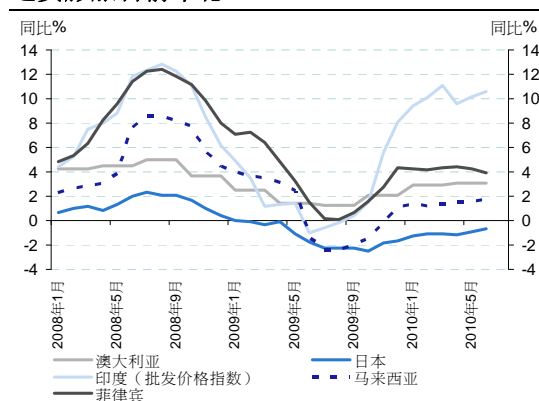
来源：CEIC 和 BBVA Research

图 9
PMI 开始减弱



来源：CEIC 和 BBVA Research

图 10
通货膨胀目前平稳

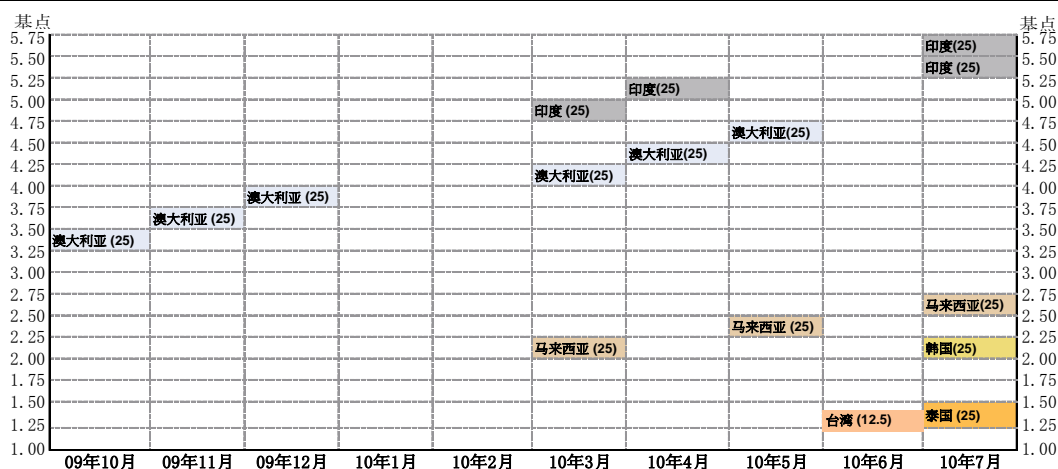


来源：CEIC 和 BBVA Research

通货膨胀仍令人担忧，但近期有所缓和

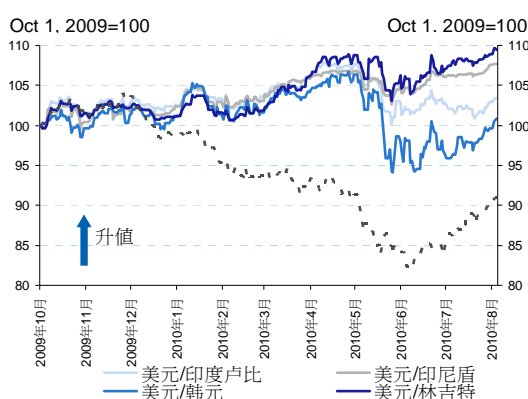
近期，随着食品和商品价格的下降，价格压力在很大程度上有所缓解。但是，在一些国家，特别是印度和越南，强劲的国内需求产生了过热压力，这一点从印度相对较高的通货膨胀即可看出（部分由于取消燃油补贴，6 月份 WPI 年同比增长 10.55%）。在地区其它国家，食品价格继续对通货膨胀造成上抬压力，特别是印度尼西亚以及马来西亚。在其它方面，整个地区的燃料价格有所下降（韩国、泰国和菲律宾在这一方面表现最明显）。日本仍陷于通货紧缩的困境，尽管在 5 月份和 6 月份，价格下降得到抑制（图 10）。

图 11
许多中央银行开始进入利率提高周期*



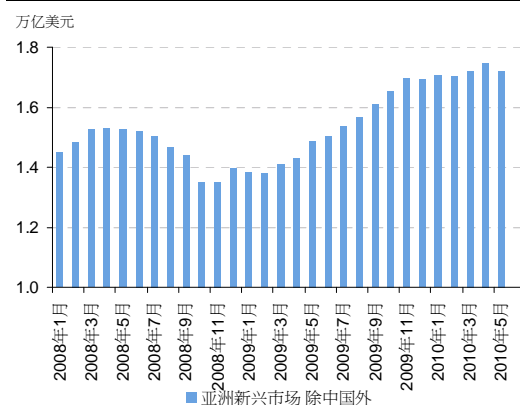
*中国和印度也通过提高准备金率来采取紧缩措施，分别提高了 150 个基点和 100 个基点，而越南也在 2009 年 12 月将其基准利率提高了 100 个基点。
来源: CEIC 和 BBVA Research

图 12
货币在全球风险规避中弱化



来源: Bloomberg 和 BBVA Research

图 13
外汇储备增长趋缓



注: 不包括中国的新兴亚洲国家包括香港、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、菲律宾、新加坡、台湾和泰国。
来源: CEIC 和 BBVA Research

由于增势强劲，尽管全球展望的不确定性，退出政策仍在继续

尽管存在全球展望的风险，缩小产出缺口和强劲增长前景促使国家当局继续其退出政策刺激措施的战略。在财政方面，政策刺激措施正逐步取消，在某些国家已接近完成，如新加坡。

鉴于全球展望的风险以及近期价格压力的缓解，货币政策通常仍是融通性的。然而，由于上半年的强劲增长以及对增长势头持续性的信心增强，地区大多数中央银行在美联储之前开始或恢复其紧缩周期，它们寻求使利率从异常低的水平实现正常化。韩国就是一个例子。在保持利率处于创记录低水平的 2.00% 长达 18 个月，韩国银行 (BOK) 在 7 月初将利率提高了 25bp。BOK 此举的原因是国内指标的持续改善以及抑制未来通货膨胀压力的需要。台湾也在 6 月底的当前周期内首次提高了利率 (12.5bp)，原因是国内需求增强。除了台湾和韩国，马来西亚和泰国也提高了利率，而澳大利亚 (自 4 月份以来一直暂停) 以及最近的印度也鉴于其相对较高的通货膨胀 (7 月份两次提高利率) 而采取了积极行动 (图 11)。新加坡承认其非常强劲的增长反弹，它利用汇率作为操作工具，在 4 月底通过将其汇率区间调整到更利于增值的水平而采取积极的紧缩政策，同时走向逐步增值的道路 (从零增值的道路开始)。

最近全球风险规避的增大暂时抑制了货币增值，但压力仍然存在

随着全球不确定性的增大，增值压力在一定程度上得到缓解。也就是说，潜在地区收支状况平衡仍很强劲，鉴于地区强劲的增长前景，将有更多资金流入。中国最近同意货币增值将加快这一趋势 (图 12 和图 13)。近期由于大量资金流入造成的货币压力促使一些国家采取措施抑制多变量。例如，韩国在去年 6 月份实行了紧缩性货币控制措施，包括限制外国和国内银行的货币衍生工具；而与此同时，印度尼西亚

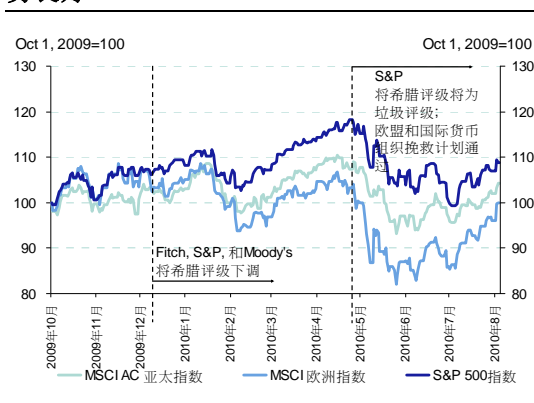
对其利率政策走廊做了技术性改变，实行 BI 货币（“SBIs”）最少 1 个月持有期的政策，以降低资金流的多变性。

亚洲强劲的基本面有助于使地区不受欧洲主权任务危机后果的影响

即使欧洲债务危机的发展造成全球风险规避增大、欧洲主权信用评级下降以及对全球经济复苏持续性的担忧，但上半年仍出现了上述强势表现。亚洲强大的潜在基本面，特别是稳健的银行系统以及合理的财政状况（少数例外），造成危机的影响有限。实际上，即使欧洲信用评级下降，地区一些国家，如印度尼西亚、韩国和印度（本地货币债务），在此期间通过主要信用评级机构均提升了其主权信用评级。

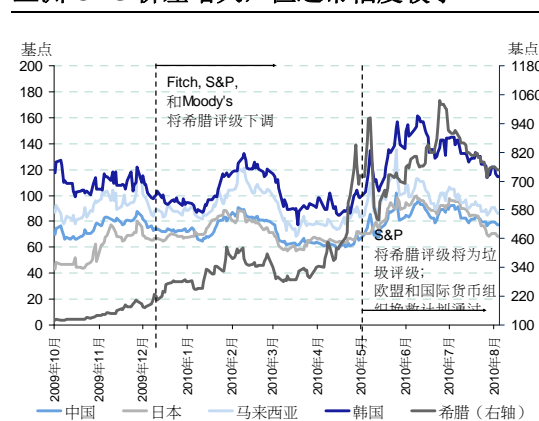
如上所述，风险规避增大的后果对亚洲货币造成影响，使其在危机最强烈时期出现退缩。后果对韩元的影响最为严重，它是地区的“高风险”货币之一，特别是鉴于韩国易受国际资金流停滞的影响。但是，对货币的影响相对得到控制，特别是与欧元的贬值相比（图 12），储备水平仍然较高（图 13）。同样，亚洲股票市场的余波也很明显，但与欧洲的情况相比仍然有限（图 14）。最后，亚洲 5 年期主权信用违约掉期（CDS）价差在危机期间有所扩大，特别是韩国，但后来一直在下跌（图 15）。亚洲金融市场的近期发展表明，随着全球和地区信心增强，情况在不断改善。

图 14
尽管存在危机后果，亚洲股票市场总体上走势良好



来源：Bloomberg 和 BBVA Research

图 15
亚洲 CDS 价差增大，但通常幅度较小



注：5 年期主权债券的 CDS 价差
来源：Bloomberg 和 BBVA Research

3. 我们的预测进行上调，以反映上半年的强劲增长，下半年预计将出现下滑

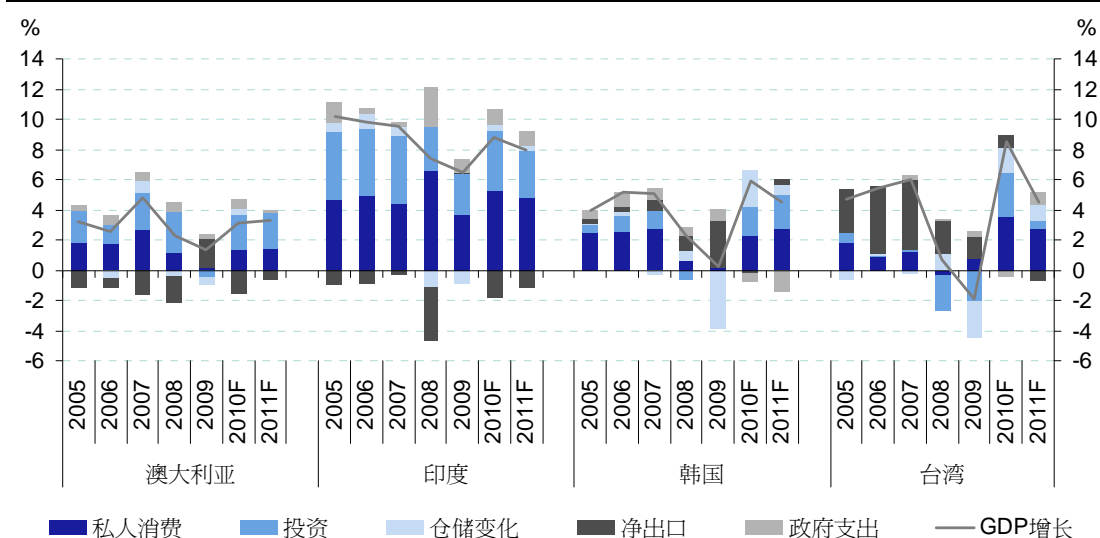
由于出口迅速恢复以及国内需求增强，亚洲的经济反弹超出了预期。未来地区前景仍然光明，中国和其它新兴市场经济体的需求可望使出口需求保持强劲，尽管美国和欧洲前景存在着风险。鉴于投资增长以及个人消费趋势走强，国内需求也将保持强劲。

根据上半年强劲增长的结果，我们将我们对亚洲经济体（不包括中国）2010年全年的总体增长预测从以前的4.3%上调为5.1%。在某些方面，上调的幅度是相当大的（表1）。尤其是，更面向出口的经济体呈现急剧升降的V形复苏，从而使新加坡的增长从8.3%上调为15.0%，台湾从7.4%上调为8.5%，韩国从5.0%上调为5.9%。更面向国内的经济体的强劲国内需求也促使对2010年的增长预期进行上调，印度从8.0%上调为8.8%，印度尼西亚从5.5%小幅上调为5.7%。对于日本，尽管国内需求仍然较弱，但到目前为止，强于预期的出口表现使得我们对其2010年的GDP预测从1.6%增至2.3%。我们2011年的预测进行了小幅调整，对地区总体增长预测从以前的3.9%上调为4.1%。

重要的是，我们的2010年预测认为，随着增长率回到更加持续性的水平，下半年的增长将放缓。全球和国内库存积压的短期增长可能会很快减弱，西方国家不景气的增长复苏将抑制其出口表现。随着地区的国内增长源继续从公共部门转向私营部门，更健康的发展模式将在中期出现，自我维持的国内需求将对增长做出更大贡献（图16）。

图 16

对选出国家的分块 GDP 预测：一种更加自我维持的增长模式将出现



来源：CEIC 和 BBVA Research

通货膨胀缓解

随着下半年增长放缓，我们认为价格压力将在总体上处于我们的基准线以下。在今年大部分时间出现增长之后，由于食品和商品价格下降趋势，地区内的通货膨胀率也开始下降。因此，我们对通货膨胀预测进行了小幅下调，预计地区总体年通货膨胀将从以前的2.9%降为2.8%（表2）。一方面，印度和越南的平均年通货膨胀将保持在两位数，而另一方面，日本的通货膨胀可望在2010年均保持在负值。

尽管出现近期衰退，但地区货币可望再次增强

随着近期全球风险规避的增长使得地区货币出现贬值，特别是对于澳元和韩元，我们将我们对亚洲货币兑美元的年底预测进行了小幅下调（表3）。然而，鉴于地区强劲的增长前景、预期资金流入以及经常项目顺差，我们仍然认为，地区货币将会再次走强，而所有这些因素又受到中国货币增值的促动。

全球展望的风险延迟，但并非预先采取的政策紧缩措施造成的

随着政策制定者在展望通货膨胀时对近期强劲增长趋势的评估以及对强劲增长前景持续性的信心增强（表4），紧缩性货币政策已开始恢复。在印度，在7月底最近一次提高利率后，我们预计在下半年将有三次提高利率，每次25个基点。在澳大利亚，随着通货膨胀缓解以及储备银行评估自去年10月份以

来其近期积极提高利率政策的影响，我们预计今年将还有一次利率提高，达到 25 个基点。我们预计韩国银行将在第四季度再次将利率提高 25 个基点，以抑制通货膨胀压力。在日本，鉴于持续通货紧缩以及较弱的国内需求，我们认为在 2012 年前利率不会增长。

在金融政策方面，尽管在今年下半年，政策将保持适度的扶持性，由于强劲的中期前景，大多数金融机构将把在今年以后缩小其预算赤字作为目标。

4. 风险在总体上得到平衡

地区下滑风险主要源自于外部环境。欧洲的不确定性以及美国较慢增长的风险将使得较弱的出口需求给地区造成意想不到的后果。风险规避的加剧也将对地区金融市场造成下压力，并提高企业部门的借贷成本。然而，如果这些风险成为现实，大多数国家应有恢复政策刺激措施的充分空间，以缓解近期的增长影响。地区强大的潜在基本面——高外汇储备水平、稳健银行系统以及合理的财政状况——也应有助于使其免受国外金融压力的影响，尽管一些经济体易受到国际资本市场停滞的影响，如韩国和印度尼西亚，它们严重依赖外国融资（前者是大规模银行融资，后者是债券融资）。

鉴于近期增长趋缓以及全球环境风险增大，中国的过热风险有所减弱。实际上，如果增长减幅要快于预期，则我们认为该地区预计的下半年下滑应更加明显。也就是说，过热风险仍然存在，地区一些经济体在下半年的强势反弹为价格压力增大创造了条件。因此，政策制定者面临着取消政策刺激措施以规避这些风险挑战，同时又要注意在外部展望风险成为现实的情况下保持充分的扶持性措施。

在国内方面，通货膨胀风险和资产价格泡沫（目前不存在）仍然值得观望。尤其是，地区面临着资金流再次涌入的前景，这将使货币管理复杂化，并加剧过热风险。

最后，具体国家的风险也存在。例如，泰国继续面临着潜在政治紧张的风险。越南仍在努力保持宏观经济稳定。印度、越南以及最近印度尼西亚较高或不断增长的通货膨胀也值得关注。

5. 表

表 1
宏观经济预测：国内生产总值

同比增长率	2007	2008	2009	2010 (预测)	2011 (预测)
美国	2.1	0.4	-2.4	3.0	2.5
欧盟	2.8	0.4	-4.1	0.7	1.3
亚太地区	7.6	4.2	2.0	6.4	5.5
澳大利亚	4.8	2.3	1.3	3.1	3.3
日本	2.4	-1.2	-5.3	2.3	1.6
中国	14.2	9.6	9.1	9.8	9.2
香港	6.4	2.1	-2.8	5.7	4.8
印度	9.5	7.3	6.5	8.8	8.0
印尼	6.3	6.0	4.5	5.7	6.1
韩国	5.1	2.3	0.2	5.9	4.5
马来西亚	6.2	4.6	-1.7	7.1	5.0
菲律宾	7.1	3.8	1.1	4.8	4.7
新加坡	8.5	1.8	-1.3	15.0	4.9
台湾	6.0	0.7	-1.9	8.5	4.5
泰国	4.9	2.5	-2.3	6.2	4.3
越南	8.5	6.2	5.3	6.5	6.9
亚洲中国除外	5.2	2.2	-0.7	5.1	4.1
世界	5.3	3.0	-0.6	4.4	4.1

来源：CEIC 和 BBVA Research

表 2
宏观经济预测：通货膨胀（平均）

同比增长率	2007	2008	2009	2010 (预测)	2011 (预测)
美国	2.9	3.8	-0.4	1.6	1.8
欧盟	2.1	3.3	0.3	1.3	1.2
亚太地区	2.8	4.9	0.3	2.9	2.8
澳大利亚	2.3	4.4	1.8	2.8	2.9
日本	0.1	1.4	-1.3	-0.9	-0.4
中国	4.8	5.9	-0.7	2.9	3.3
香港	2.0	4.3	0.5	3.0	3.5
印度	4.8	9.1	2.0	9.8	6.8
印尼	6.0	9.8	4.8	5.0	5.7
韩国	2.5	4.7	2.8	2.9	3.0
马来西亚	2.0	5.4	0.6	2.2	2.5
菲律宾	2.8	9.3	3.3	4.5	4.4
新加坡	2.1	6.5	0.6	2.8	2.5
台湾	1.8	3.5	-0.9	1.5	1.7
泰国	2.2	5.5	-0.8	3.3	3.3
越南	8.3	23.1	7.0	9.5	8.5
亚洲中国除外	2.1	4.6	0.6	2.8	2.6
世界	4.1	6.1	2.2	3.5	3.3

来源：CEIC 和 BBVA Research

表 3
宏观经济预测：汇率（期末）

		2007	2008	2009	2010 (预测)	2011 (预测)
美国	EUR/USD	0.70	0.70	0.70	0.80	0.80
欧盟	USD/EUR	1.40	1.50	1.40	1.30	1.20
澳大利亚	USD/AUD	0.87	0.67	0.90	0.91	0.90
日本	JPY/USD	112.5	96.1	90.8	95.0	107.0
中国	CNY/USD	7.30	6.83	6.83	6.54	6.30
香港	HKD/USD	7.80	7.75	7.75	7.80	7.80
印度	INR/USD	39.4	48.6	46.8	44.5	43.0
印尼	IDR/USD	9334	10838	9470	9000	9000
韩国	KRW/USD	931	1364	1166	1100	1050
马来西亚	MYR/USD	3.33	3.56	3.40	3.20	3.15
菲律宾	PHP/USD	41.7	48.3	46.8	44.0	45.0
新加坡	SGD/USD	1.45	1.49	1.39	1.36	1.33
台湾	NTD/USD	32.4	33.0	32.3	31.0	30.0
泰国	THB/USD	30.2	34.8	33.3	32.0	31.5
越南	VND/USD	16114	16977	17941	19400	19800

来源：CEIC 和 BBVA Research

表 4
宏观经济预测：政策利率（期末）

(%)	2007	2008	2009	2010 (预测)	2011 (预测)
美国	4.3	0.6	0.3	0.1	0.8
欧盟	4.0	2.5	1.0	1.0	1.0
澳大利亚	6.8	4.3	3.8	4.8	5.5
日本	0.5	0.1	0.1	0.1	0.1
中国	7.5	5.3	5.3	5.6	6.1
香港	3.3	0.9	0.1	0.5	1.5
印度	7.8	6.5	4.8	6.5	7.5
印尼	8.0	9.3	6.5	7.0	7.5
韩国	5.0	3.0	2.0	2.5	3.5
马来西亚	3.5	3.3	2.0	2.8	3.3
菲律宾	5.5	5.9	4.0	4.5	5.0
新加坡	2.4	1.0	0.7	0.7	1.7
台湾	3.4	2.0	1.3	1.6	2.6
泰国	3.3	3.4	1.3	1.8	2.3
越南	8.3	8.5	8.0	8.5	7.5

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 of Emerging Markets

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Chief Economist for Asia

Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Jenny Zheng
jenny.zheng@bbva.com.hk

Fielding Chen
fielding.chen@bbva.com.hk

Serena Wang
serena.wang@bbva.com.hk

Markets Analysis

Richard Li
richard.li@bbva.com.hk

BBVA Research

Group Chief Economist

José Luis Escrivá

Chief Economists & Chief Strategists:

Regulatory Affairs, Financial and Economic Scenarios:

Mayte Ledo
teresa.ledo@grupobbva.com

Financial Scenarios
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com

Financial Systems
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com

Regulatory Affairs
Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com

Economic Scenarios
María Abascal
maria.abascal@grupobbva.com

Spain and Europe:

Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com

Spain
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europe
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com

Emerging Markets:

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Cross-Country Emerging Markets
Analysis

Daniel Navia
daniel.navia@grupobbva.com

Pensions
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

South America
Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com.co

Peru
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity and Credit
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Interest Rates, Currencies and
Commodities
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management
Henrik Lumholdt
henrik.lumholdt@grupobbva.com

United States and Mexico:

Jorge Sicilia
j.sicilia@bbva.bancomer.com

United States
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Mexico
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Macro Analysis Mexico
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Contact details

BBVA Research

43/F, Two International Finance Centre
8 Finance Street
Central, Hong Kong
Tel. +852-2582-3272
Fax. +852-2587-9717

researchasia@bbva.com.hk

BBVA Research reports are available in English, Spanish and Chinese