

亚洲

经济展望

2010 年第四季度

经济分析

- 亚洲继续引领全球经济复苏，经济增长强劲，与发达国家经济形势形成鲜明对比。鉴于三季度经济增速较快，我们上调了 2010 年亚洲经济增长预测。然而，当前亚洲经济增速正在放缓，与我们之前的预期相符。
- 通胀保持适度，但在许多国家，食品价格上涨和需求压力加大正推动通胀不断上升。鉴于对资本流入的担忧，各国央行纷纷采取渐进式加息的方式应对通货膨胀。
- 资本大量流入使货币升值压力不断加大并可能导致资产泡沫。各国对此反应不一，有的进行外汇干预，有的则采取宏观审慎的措施。但目前还很少进行资本管制。
- 外需走弱带来的经济下行风险和内需旺盛、资本大量流入导致的经济过热风险已基本抵消。健康良好的经济基本面有助于亚洲地区化解上述任何一种风险。



目录

1. 全球展望: 经济增速呈现北慢南快局面.....	4
2. 亚洲: 经济增速适度放缓.....	7
3. 全球经济疲软的环境下实现亚洲经济高速增长.....	12
4. 上行下行风险大致实现平衡.....	14
5. 附表	15

出版日期: 2010 年 11 月 4 日

概述

亚洲继续引领全球经济复苏，跟其他新兴市场一样，经济增长强劲，与发达国家经济形势形成鲜明对比。继 2010 年上半年亚洲经济快速增长之后，内、外部需求双双显露出超预期增长迹象，我们将 2010 年中国以外亚洲地区经济增长从之前的 5.1% 上调至 5.6%，但仍维持 2011 年经济增长 4.1% 的预测。

正如此前的预期，当前经济增速正随着经济刺激政策的退出、外部需求的下滑和全球库存重建周期的结束而呈现出放缓趋势。然而，我们无需对此担忧，目前经济增长的放缓仍与预期相符，且事实上，这表明经济增速正从过快增长回归适度水平。经济正逐渐从 V 型增长复苏走向一种以扩大内需为基础的更加可持续的增长模式。

虽然亚洲多数国家通胀保持在适度水平，但国内需求旺盛使得物价压力正不断加大。通胀上升主要是由于食品价格上涨造成的，而在年初，这似乎还只是一种暂时的现象；而现在，这样的物价上涨却反映出需求方面的压力之大。除了印度和越南这两个年初起就一直在抗击高通胀的国家外，现在中国、印尼和韩国的通胀压力也在不断加大。各国央行纷纷加息，但鉴于对资本流入和货币升值压力的担忧，都采取了渐进式加息的方式。

亚洲经济强劲的增长前景与发达国家境况形成鲜明对比，导致资本大量流入该地区并可能引发资产价格泡沫风险。例如，香港和新加坡的房价正蓄势欲突破 1997 年的高点，在印尼和泰国的股市也不断创出新高。

各国采取了一系列措施以抑制资本流入，包括允许本币升值。同时，他们也试图通过外汇干预放慢货币升值的步伐，导致外汇储备大增。中国 and 香港采取了宏观审慎措施控制房价，包括提高首付比例和增加发展用地土地供给的各项措施。目前亚洲各国还鲜有进行资本管制，但泰国上调了国外购买债券资金的预扣税。其他国家可能会效仿这一做法。

多数国家已完全退出了财政刺激政策，2011 年财政赤字有望收窄。尽管如此，鉴于该地区较低的负债水平，在许多国家，如中国和印尼，仍有通过财政政策支持经济增长和长期政策目标的空间。尽管日本政府面临巨额财政赤字，负债水平很高，日本近期却通过了一项新的经济刺激计划。其他财政赤字较大的国家，如印度、马来西亚和菲律宾，首要的任务则是进行财政整合。

发达国家需求走软造成的外部需求前景的不确定性风险和经济增长与通胀的向上风险已广泛平衡。资本大量流入更加剧了后一种风险。但该地区牢固的经济基础，包括高额且不断增加的外汇储备，良好的财政状况和健康的银行系统，都将帮助其很好地化解未来经济向上或向下的风险。

1. 全球展望：经济增速呈现北慢南快局面

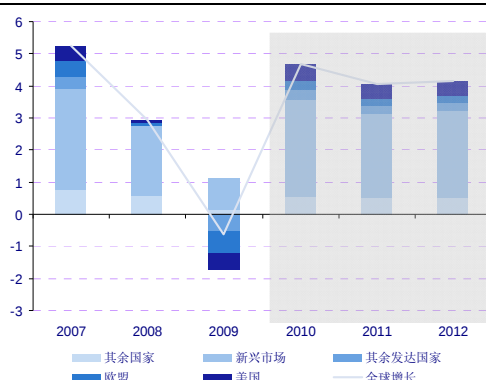
在展望中国经济之前，我们先回顾一下[全球经济展望](#)

全球经济，更多地是新兴国家经济保持强劲增长，而周期性和财政性问题却一直困扰着发达国家

全球经济保持强劲增长，预计 2010 年增长 4.7%，2011 年将增长 4.1%（见图 1），大部分与我们三个月前的预测一致。世界经济的这一鼓舞人心的表现主要是由于新兴经济体的强劲表现，这些国家的银行部门更为健康，受金融危机的影响更小，因此复苏很快。相反，对美国经济进入新一轮经济周期的担忧和财务问题依旧困扰着欧洲，宏观经济和财政调整仍在进行当中。因此，和我们预计的一样，即便新兴国家经济体已开始有节奏地放缓经济增速以防止过热风险，未来两年北半球发达国家和南半球新兴市场的经济增长仍将存在较大的差距（见图 2）。

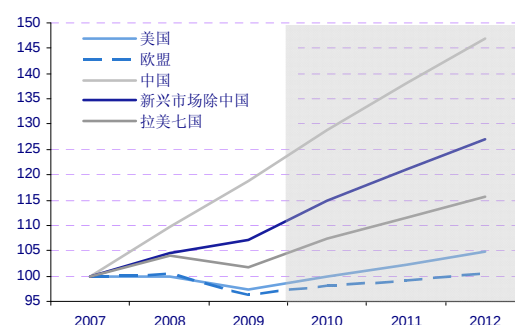
但这两个不同的群体内部各国家之间还存在重大的政策上的差异。相对于欧洲（和大多数其他国家）而言，美国的宽松货币力度更大，导致美元对欧元贬值，使欧洲的经济复苏复杂化。而在新兴经济体，亚洲和拉丁美洲国家采取的不同汇率政策迫使后者（和欧元一起）承受着由美国新一轮货币宽松引起的货币的大幅升值。

图 1
全球 GDP 增长和地区贡献



来源: BBVA Research

图 2
GDP 水平: 2007=100



来源: BBVA Research 和 Datastream

鉴于美国家庭去杠杆化仍在继续，美国经济将保持低速增长，但不太可能出现二次探底。

在过去的这个季度，美国相对疲软的经济指标在市场参与者间造成了对美国经济可能再次衰退的恐慌。部分通过刺激购买（耐用品和住房）从财政支持政策中直接受益的关键行业显现出的疲软状态充分表明私部门需求的复苏仍不足以维系自身的发展。这是美国家庭不断去杠杆化和劳动市场疲软造成的，后者还将继续迫使家庭缩减支出，其节省程度甚至超过了 90 年代后五年以来的任何一个时期。尽管美国在再平衡增长的过程中对此表示欢迎，但由于消费（在过去的衰退中，消费是经济复苏的支柱之一）将保持在较低水平，且其对经济增长的推动作用仅能从企业加大设备投资和出口中得到部分补偿，这可能会加大对美国经济周期性问题的担忧。

近期对房地产部门健康发展的担忧，在我们看来，有些过度，且房地产价格已下滑了约 30%，进一步大幅下跌的可能性很小。当然，也有一些值得担忧的因素，如住房存量的增长和新增止赎案例导致住房供给进一步增加的潜在影响（这可能源于越来越多的人拖欠贷款或业主抛售房产）。但也有利好支撑因素，如自危机初期以来购房者负担能力的巨大回升以及有助于支撑未来需求的人口趋势。如果房价继续下跌，确实可能对消费产生不容小觑的影响，但至少银行系统似乎还能够承受得住房价的小幅下跌。总而言之，房价再次大幅下跌的可能性非常小。取而代之的是，房价更有可能在一段时期内维持相对稳定，而过去的超量供给也将最终被市场再次吸收。

总的说来，由于销售的回升和监管上不确定性的减小，私人投资的回暖将部分抵消掉消费和进一步实施财政刺激政策低概率（出于对当前赤字规模和政治形势的担忧，尤其是 11 月国会选举之后两党的权力的平衡如若有所变化）对经济增长的负面影响。正如我们很早之前的预测所指出的那样，这将意

意味着美国从本次金融危机中走出的速度会大大慢于从之前的经济周期中恢复过来的速度（见图 3）。然而，美国经济二次探底的可能性很小，无论如何，内需疲软将促使美国继续敦促其他国家（尤其是那些经常项目盈余和国内储蓄率高的国家）扩大内需并为必要的全球在平衡做出贡献。在这种背景下，美国新一轮的货币宽松可被解读为是为了强行迫使其他国家做出部分这样的调整的一种方式。

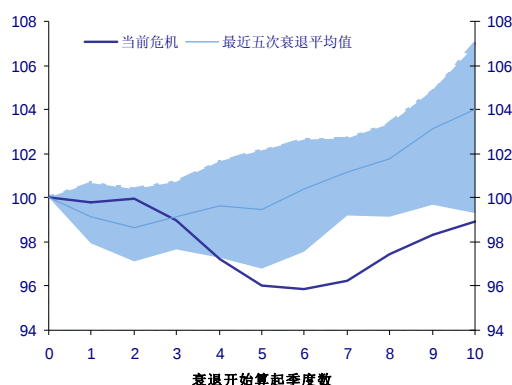
尽管系统性风险已低于夏季前的水平，市场仍对欧洲财政压力表示担忧。财政整合仍是维持信心的关键，且不会在短期对经济增长产生重大负面影响

在财政整合和解救困境中政府的措施有了决定性的改进，尤其是金融业压力测试之后，欧洲经济危机的发展有了质的变化。即使平均主权利差保持相对稳定的情况下，市场也注意到了不同主权资产间的区别，因此减少了系统性风险。此外，金融市场已选择性开放，得以重新发行债券预示着未来财政压力会进一步减小。

尽管如此，欧洲金融市场的资金压力仍然是该地区的主要风险来源（图 4），尤其是主权债务问题和金融业风险存在一定关联，并考虑到其国家和跨国风险敞口时更是如此。此外，鉴于经济增长最快的经济体是受外部需求的推动，近期欧元走强也意味着更大的挑战。这使得更加有必要在短期内采取措施果断解决该地区宏观经济的薄弱点，也即财政的可持续性和外部不均衡，以及避免继续推迟对银行系统的薄弱部分进行重组。问题的关键在于继续重塑市场信心以缓解市场的紧张情绪并恢复私部门需求的自发性动力。此外，为了使经济保持长期增长态势，进行必要的结构和制度改革至关重要，而后者在预防和解决未来的财政不平衡方面尤为重要。侧重制度改革而非维持需求正是欧洲央行和其他央行的不同之处，也是其政策成本也低于美联储的原因。

图 3

美国 GDP: 当前的周期 vs. 之前的衰退*.
每次衰退的初期=100

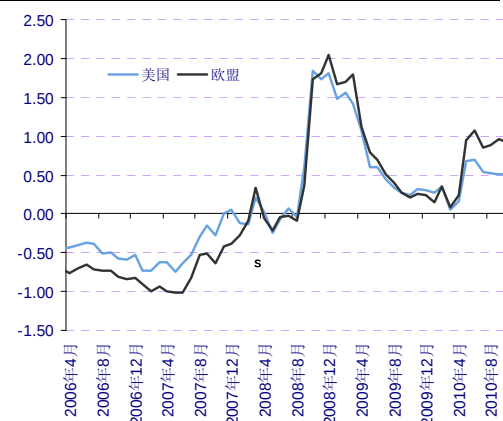


来源: BBVA Research 和 NBER

* 阴影区域: 过去 5 次衰退期间 GDP 的范围

图 4

财政压力指数



来源: BBVA Research

发达国家将在较长时期内采取宽松货币政策，加大了世界范围内的货币升值压力

预计发达国家经济增速会非常低，通胀压力会有所减弱，这意味着三个最主要的发达经济体（美国，欧洲和日本）的利率将在一个更长的时期内维持在低位。然而，在对周期性的担忧再起、接下来的财政刺激政策范围大幅缩小的背景下，市场更加关注的是美国的新一轮非常规货币宽松（也即所谓的二次量化宽松或 QE2）。对此次进一步加大流动性的预期使得美元汇率在世界范围内走低，包括美元兑欧元汇率。未来，鉴于二次量化宽松的市场影响多已被消化，欧元兑美元汇率走势将更多地取决于相对的经济增长前景（相对于欧盟来说，这对美国更有利），但也会受两地货币政策和投资流向的影响。同时，由于全球流动性增加，宏观经济基本面更为强劲，且高回报率将继续吸引资本流入，我们预计新兴经济体货币将继续面临升值压力。

鉴于增长强劲，全球流动性充裕和邻国的外汇干预，新兴市场面临越来越大的政策困境

新兴经济体继续保持强劲增长，亚洲新兴市场引领全球经济复苏。无论在亚洲还是拉丁美洲，国内私部门需求都取代了经济刺激政策成为了推动经济复苏的主力军。未来，随着全球存货周期的结束、外部需求的下滑和财政刺激政策的退出，亚洲经济增长势头有所减弱，经济增长将有所放缓，因此经济过热风险将会减少。但该地区仍将是全球经济增长的最大贡献者。

但亚洲和拉丁美洲面临着越来越艰难的货币和汇率政策困境，难以再为旺盛的内需降温、阻止资本大量流入以及维持在国外市场竞争力之间做出选择。一些国家已开始通过行政手段打击资本的大量涌入，另一些则放慢了货币紧缩的节奏。

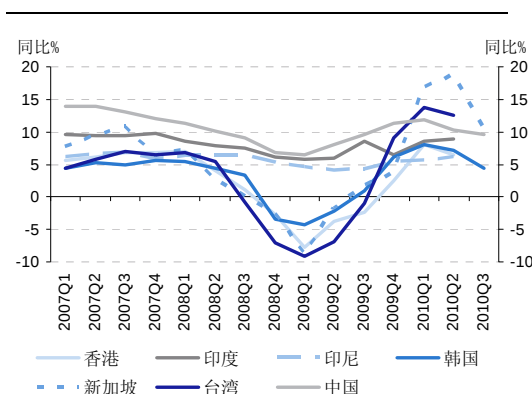
鉴于人民币汇率相对缺乏灵活性（其他亚洲新兴国家货币汇率要稍微好一点），拉美国家的处境显得更为艰难，货币的继续升值将成为阻碍经济增长的绊脚石。因此，许多拉美国家正考虑加大外汇干预力度，尽管经验表明在多数情况下这只能放缓货币升值的速度，而非抑制货币升值，效果极为有限。而风险在于加大对外汇市场的干预力度可能会最终导致报复性的贸易措施。这更凸显了亚洲（尤其是中国）加大汇率的灵活性并以此为其他国家提供更多政策空间的重要性。

2. 亚洲: 经济增速适度放缓

亚洲国家引领全球经济复苏，尽管发达国家经济增长令人失望，但亚洲经济却与其他新兴经济体类似，表现强劲。在亚洲地区规模较小且更为开放的经济体中，以出口和政策为导向的经济复苏已让位于以内需为基础的更加依赖于自身的经济增长模式。亚洲地区几个大的经济体持续旺盛的需求，包括中国、印度和印尼，以及相关区域内贸易的增长，帮助该地区保持着强劲的增长势头。

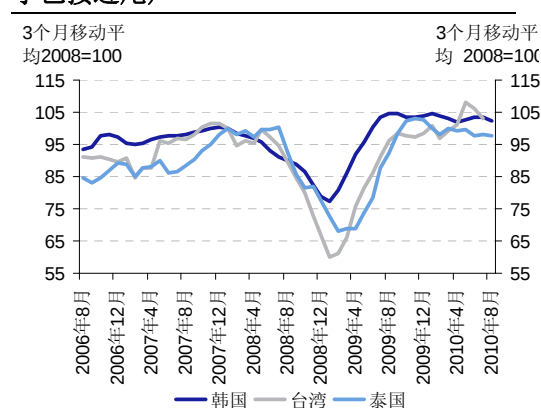
尽管如此，但正如此前所预计的那样，随着刺激政策的退出、外部需求的下滑和全球存货重建周期的结束，亚洲经济增长势头正在放缓（图 5、图 6）。经济继今年上半年出现强劲反弹后（亚洲除中国以外的地区：6.4% 同比；中国：11.1% 同比），下半年显示出了许多增速放缓迹象（图 7、图 8）。三季度 GDP 增长（目前已公布三季度 GDP 的国家有中国、韩国和新加坡）也与这一趋势相符。然而，市场完全无需担心经济增长的放缓，当前的情况仍在我们意料之中，事实上，这反映出经济正从上半年的过快增长回归适度水平，如果不对经济的过快增长加以修正，将最终导致经济过热。

图 5
经济增速放缓至更加可持续的水平



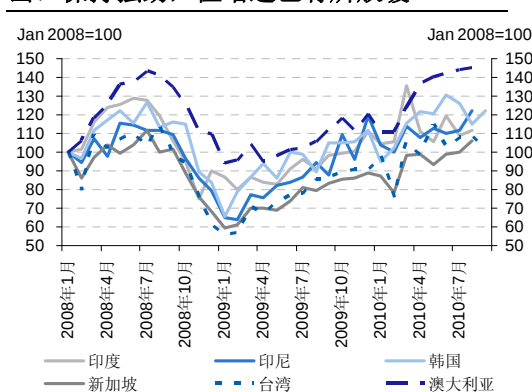
来源: CEIC 和 BBVA Research

图 6
装运库存比升至最高点，库存重建周期似乎已接近尾声



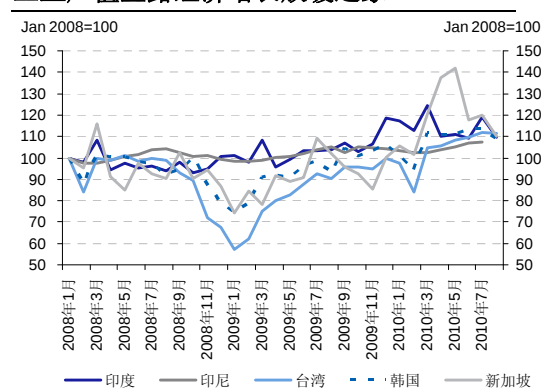
来源: CEIC 和 BBVA Research

图 7
出口保持强劲，但增速已有所放缓



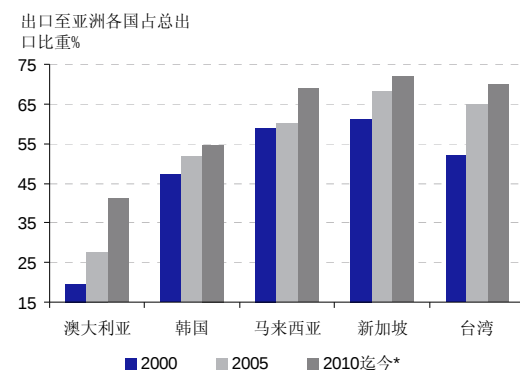
来源: CEIC 和 BBVA Research

图 8
工业产值显露经济增长放缓迹象



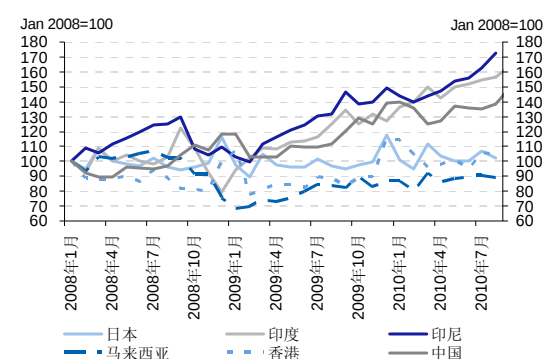
来源: CEIC 和 BBVA Research

和许多其他新兴市场经济体一样，亚洲也正在积极应对全球流动性充裕的背景下强劲的经济增长前景和高回报率引起的资本大量流入的问题。虽然部分的资本流入是长期的、能够促进经济增长的 FDI，但近期激增的则多是可能导致资产价格泡沫的投机性热钱。目前，各国对此的反应是允许本币进行一定幅度的升值，并放慢外汇储备增加的速度。尽管通胀不断攀升，但由于担心吸引更大的资本流入、加大货币升值压力，近期多国央行也在加息的问题上更趋谨慎。一些国家加大了现有监管制度的执行力度以抑制资本流入，另一些则正在采取（如泰国）或考虑（如韩国）新的限制资本流入的措施。

图 9
亚洲区域内贸易呈上升趋势

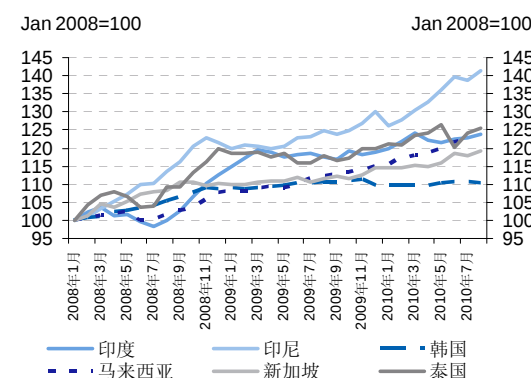
来源: CEIC 和 BBVA Research

* 澳大利亚: 2010 年 6 月; 马来西亚: 2010 年 8 月; 韩国、新加坡和台湾: 2010 年 9 月

图 10
零售销售额增长表明内需正在走强*

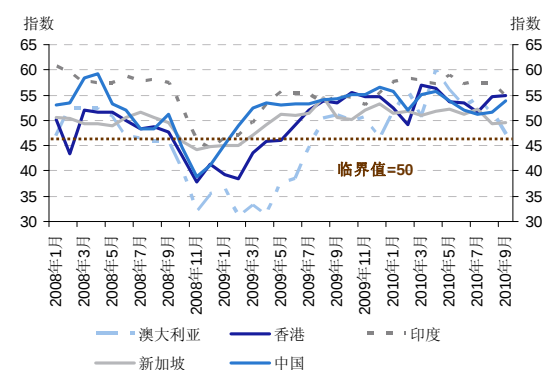
来源: CEIC 和 BBVA Research

* 印度: 将汽车销售额作为零售销售额近似值。

图 11
信贷额不断增长*

来源: CEIC 和 BBVA Research

* 未偿还贷款总额因通胀有所降低。

图 12
PMI 指数仍处于扩张区间

来源: CEIC 和 BBVA Research, Reuters

区域内贸易和国内需求成为新的经济增长驱动力

三季度经济增长已较上半年的强劲反弹有所放缓，拿三季度 GDP 增长来说，中国从二季度同比增长 10.3% 下降为 9.6%，韩国从二季度的 7.2% 下滑至 4.5%，新加坡从二季度同比增长 18.8% 降至 10.3%。尽管如此，经济增长势头依然相当强劲（季节调整后，中国三季度增速甚至较二季度有所加快）。强烈的政治动荡之后，泰国经济的反弹尤为显著，二季度 GDP 大幅反弹，较去年同比增长了 9.1%。在外部需求疲软的背景下，亚洲经济之所以出现强劲增长，其原因之一便是区域内贸易的越发繁荣，而这则主要是受中国经济强劲增长加大了对商品和最终消费品需求的影响（图 9）。

与此同时，亚洲各国内需继续走强。近期亚洲经济体的私人消费增长普遍旺盛，尤其是在中国、印度和印尼三国，经济的强劲增长、低利率和就业市场的回升对消费需求的增加起到了主要的支撑作用。在香港和新加坡，近几个月的零售销售额也超过了预期（图 10）。此外，在亚洲多数地区，低利率和充裕的流动性也促进了信贷额的增长，和投资一道为消费提供了更多的支撑（图 11），而资本流入则进一步加剧了这些趋势。例如，香港和印尼的信贷额已分别较去年同比增长了 20.4% 和 25.9%，增速大幅加快。亚洲地区商业和消费者信心指数保持强劲，多数国家的 PMI 指数都处于 50 这一预示经济扩张-收缩的分界线以上（图 12）。当然，各国的表现肯定会有差别。例如，在越南，虽然经济增长保持强劲，但由于制度和政策的制定能力有限，经济开放进程跟不上，使得越南经济极易受到过热风险和资本流动波动的不利影响，宏观经济稳定性十分脆弱。

通胀风险正在加大，资产价格泡沫风险上升

虽然当前多数国家的通胀仍处于适度水平，但强劲的国内需求正推动通胀压力不断加大（图 13）。印度（和越南）已着手通过连续加息来对抗高通胀，事实证明通胀已有了一定的放缓趋势，WPI 通胀已从近几个月的两位数增长下降到了 9 月份的 8.6%。而日本则是另一种极端的例子，由于国内需求疲软，当前日本仍忙于应对通货紧缩。在亚洲其他地区，尤其是在印尼、韩国和中国，通胀压力仍处

于可控水平，但还在不断加大。韩国 10 月份 CPI 较去年同比增长 4.1%，超过了政府设定的 2%-4% 的目标通胀区间。尽管核心通胀保持稳定，我们预计韩国会在年内再次加息（截至目前，韩国央行仅加息了 25 个基点，滞后于其他亚洲国家和地区央行）。

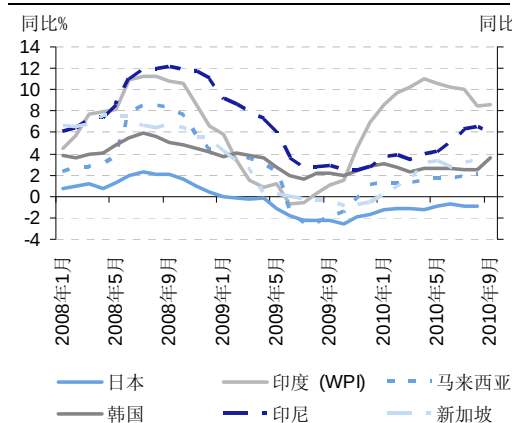
正如部分亚洲地区房地产市场和股市所反映出的那样，资本流入和宽松的流动性环境正导致资产价格泡沫风险的不断增加（图 14、15）。例如，当前香港和新加坡的房价就大有超过 1997 年峰值之势。尤其是，香港豪宅价格已经较 1997 年的最高值高出了 14%（大众房产市场价格仍低于峰值约 10%，但还在不断上涨）。因此，住房负担能力下降，抵押贷款还款数额占去了家庭收入的 50%-70%（豪宅贷款还款额占收入的比例较高）。由于香港货币政策方面可供选择的政策工具很少——港币盯住美元意味着香港的利率不能与美国的利率存在很大偏离——当局一直采用宏观审慎措施为房地产市场降温，具体措施包括提高首付比例和加大开发的土地供给。

资本再次大量流入亚洲

由于与欧洲主权债务危机相关的风险厌恶在二季度有所减弱，以及受美国进一步量化宽松预期的影响（图 16），亚洲的资本流入呈加速趋势。较大的利差，以强劲的经济基本面和增长预期为支撑的较高主权信用评级，以及预期的货币升值吸引全球资本不断流入亚洲。例如，就这一点而言，印度尼西亚已成为最受国际投资者追捧的亚洲国家之一（图 17）。政策利率为 6.5%，处于相对高位，且市场推测来年会进一步上调印尼的评级（可能会在未来 1-2 年内上调至投资级别）。

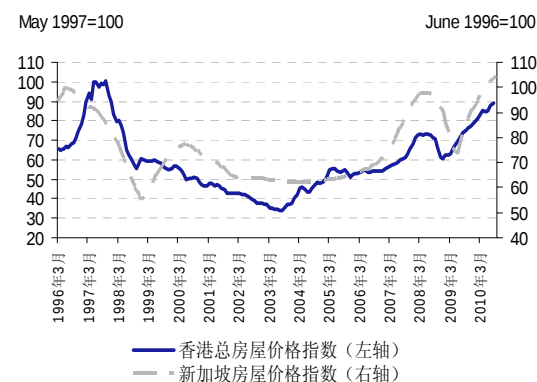
资本流入反映出在投资者看来亚洲经济会持续改善，从这点上说，我们相信亚洲的政策制定者们也会认为这是件好事。尤其是长期资本的流入会有利于生产力和经济增长潜力的提高。但同时，流入的投机性热钱很容易撤回，并会制造投机性泡沫（详见下文）。由于担心此类资本流入造成不利后果，政策制定者们一直在这个问题上表现得十分谨慎。虽然他们允许本币兑美元进行较大幅度升值（尽管名义有效汇率的涨幅低得多）（图 18），各国已开始通过干预外汇市场放慢货币的升值步伐，导致外汇储备快速增加（图 19）。例如，在印尼、韩国和泰国，外汇储备水平已从后雷曼危机时期的低点回升并超过了危机前的水平。而在日本，基于不同的原因，包括其作为避险天堂的地位，日元的升值压力尤其显著，日本政府已于 9 月份对外汇市场进行了 2004 年以来的首次干预，并辅进一步的货币刺激政策。

图 13
部分国家通胀上升，但总体保持在适度水平



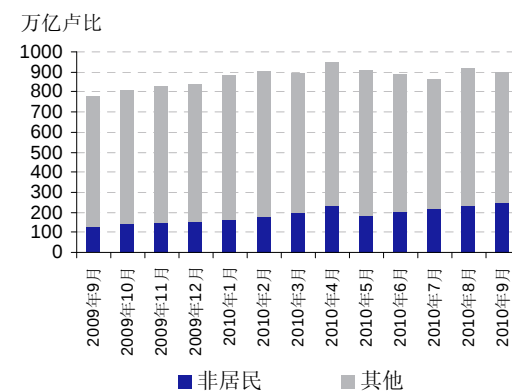
来源: Bloomberg 和 BBVA Research

图 15
香港和新加坡房价逼近前期高点



来源: Bloomberg 和 BBVA Research

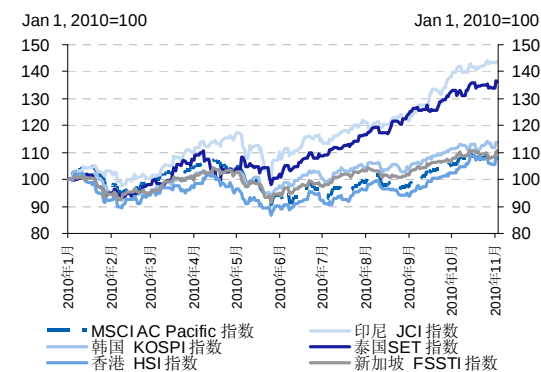
图 17
印尼外国投资者持有债券数额有所增加*



来源: CEIC 和 BBVA Research

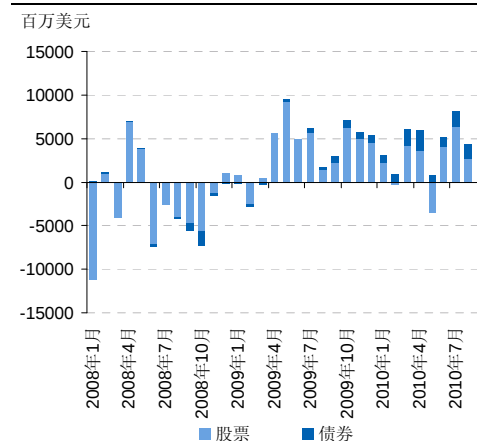
* 政府债券和印尼央行票据（SBI）的持有量

图 14
亚洲各地股市纷纷上扬



来源: CEIC 和 BBVA Research

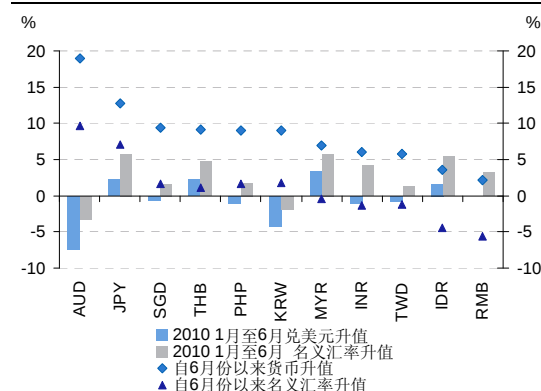
图 16
亚洲资本流入不断增加*



来源: EPFR Global 和 BBVA Research

* 包括中国，香港，印度，印度尼西亚，韩国，马来西亚，菲律宾，巴基斯坦，新加坡，斯里兰卡，台湾，泰国和越南。

图 18
亚洲货币正面临升值压力



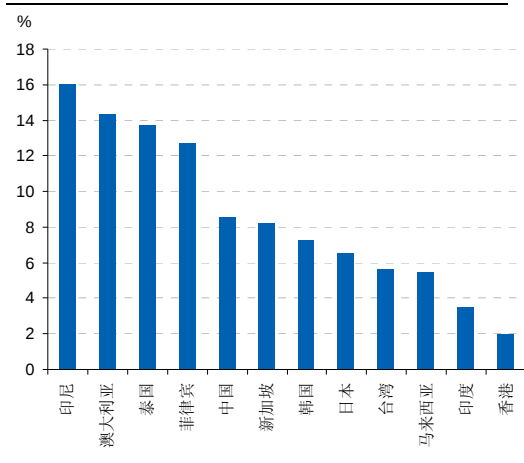
来源: Bloomberg 和 BBVA Research

采用更多宏观审慎措施，放慢加息节奏

除了进行外汇干预以外，一些亚洲国家央行则通过放慢加息节奏来应对货币升值问题。尽管如此，台湾（12.5个基点）、印度（75个基点）、澳大利亚（25个基点）和中国（25个基点）却都已在近几个月上调了利率，这反映出，在后三个国家中，对通胀的担忧正日益增加。将汇率区间作为货币政策操作工具的新加坡也已宣布加快本币升值速度，在年内第二次收紧政策。

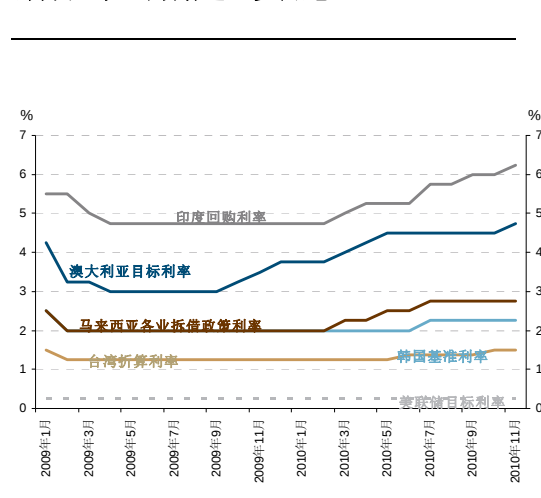
同时，除现存的资本控制措施以外，许多国家则出台了“宏观审慎”措施以抑制投机性资本流入。台湾早在 2009 年 11 月就已宣布禁止外国人在本地银行开立定期存款账户。印尼在 6 月份为央行票据（SBI）设置了为期 1 个月的最短持有期限。而韩国则在 6 月份限制了国内外银行的远期外汇交易，并在近期加大了执行力度，且韩国央行行长还暗示考虑会在未来出台新的相关措施。泰国 10 月份对购买本地政府债券的国外资金重新征收 15% 的预扣税，这是到目前为止亚洲地区最为严厉的一项措施。

图 19
外汇储备大幅增加 (自 6 月 1 日以来的变化率%)



来源: CEIC 和 BBVA Research

图 20
部分国家已开始进一步加息*



Source: CEIC and BBVA Research

* 中国也与今年 10 月 20 日将一年期存、贷款利率上调了 25 个基点，分别至 2.50% 和 5.56%。

3. 全球经济疲软的环境下实现亚洲经济高速增长

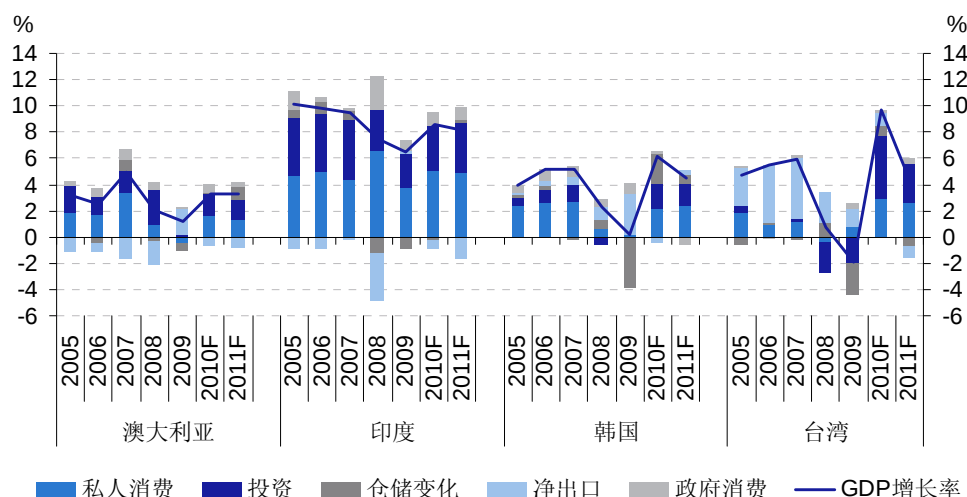
虽然当前经济增速和我们预料的一样正在放缓，我们仍保持明年经济将强劲增长的预期，但经济增速将更趋于适度 and 可持续。我们已将亚洲除中国以外地区 2010 年全年经济增长预测从之前的 5.1% 上调到了 5.6%，表明今年上半年和三季度经济指标均高于预期（表 1）。而香港（从之前的 5.7% 上调至 6.3%）、菲律宾（从 4.8% 上调至 6.8%）和台湾（从 8.5% 上调至 9.7%）经济增长预测的上调幅度更大。此外，日本的经济增长预期也从 2.3% 上调到了 3.0%，这主要是受日本官方向上修正二季度 GDP 增长的影响。未来，对亚洲地区经济增长前景的预期和我们前期经济展望报告中所谈到的基本保持不变。这是基于亚洲经济增长正逐渐从依赖外需转向更加独立地经济增长模式，预计美国需求的走软给亚洲经济增强造成的不利影响会被亚洲超预期的经济增长势头和中国需求的进一步走强所抵消。我们的基准预测认为亚洲经济增速会有所放缓，但仍处于潜在增长率区间，使经济过热的压力处于可控水平。

由于库存重建周期对经济增长的推动作用和退出财政刺激政策的进程已接近尾声，我们预计私人需求将取而代之成为经济增长的主要贡献者（图 21）。对亚洲较大的经济体而言，包括中国、印度和印度尼西亚，大规模的投资和不断增长的私人消费将有望成为主要的经济增长来源。反过来，来自这些国家的需求将有助于维持亚洲其他地区的出口需求。从更广的角度讲，亚洲地区强劲的经济基本面和健康的银行体系将继续为信贷增长和内需的复苏提供支撑。

亚洲经济增长模式向内需的转变也将有助于全球经济再平衡。我们预测大多数亚洲国家明年的经常项目盈余会小幅下滑（图 22）（澳大利亚、印度和越南当前的经常项目赤字）。除了出口增速会有所放缓以外，预计进口需求的增长也将有助于收窄贸易顺差。

图 21

部分地区 GDP 增长预测：增速放缓，受内需支撑



来源: CEIC 和 BBVA Research

基本预测：通胀保持适度，但存在向上风险

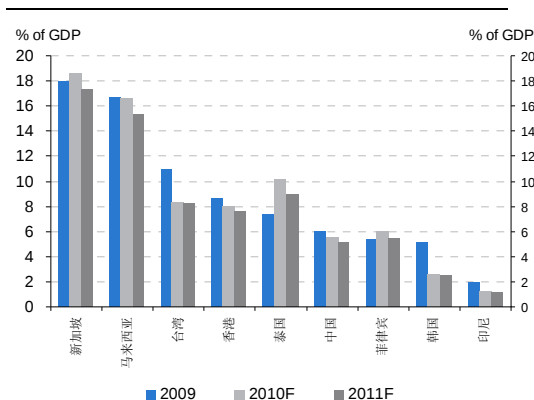
考虑到经济增速会逐渐放缓，我们的基准预测中包含了总体温和的通胀预期。尽管部分经济体所面临的物价压力正在不断加大，正如上文所述，货币升值和利率水平的进一步正常化也将有助于控制通胀。对多数亚洲国家而言，如中国、印尼和韩国，预计 2011 年通胀将受需求拉动因素影响有小幅上升（表 2）。预计印度的紧缩措施将使 2011 年的通胀从今年的 9.4% 下降为 6.8%。

但是，我们承认未来亚洲的通胀水平存在向上风险。持续的资本流入，旺盛的国内需求以及加息滞后都可能使通胀超过我们基准预测的情形。此外，食品和商品价格的上涨也会推升通胀水平。

亚洲货币将继续升值

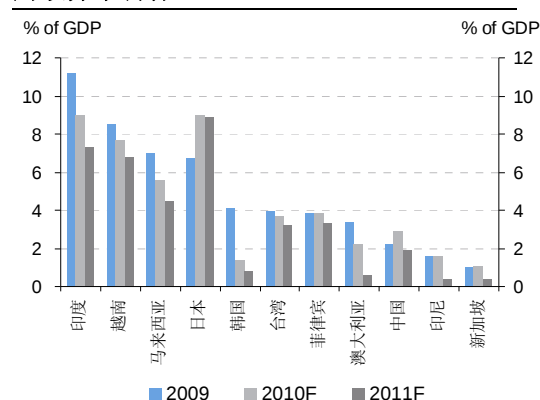
由于资本流入，强劲的经济增长前景，经常项目盈余和良好的经济运行基本面等因素，预计亚洲货币将继续面临升值压力。政策制定者们或许会允许本币进一步升值（表 3）以控制食品和能源价格上涨带来的输入型通货膨胀。尽管如此，鉴于对出口竞争力的忧虑和对世界经济健康的持续担忧，我们预计相关国家会继续进行外汇干预以放慢货币升值的步伐。

图 22
预计多数亚洲国家经常项目顺差将收窄



来源: CEIC 和 BBVA Research

图 23
多数亚洲新兴市场国家瞄准 2011 年削减财政赤字目标



来源: CEIC 和 BBVA Research

挑战：外部环境疲软的背景下平衡增长与资本流入

鉴于亚洲各国对全球经济增长前景的担忧，以及在利率方面，对进一步导致资本流入的恐慌，我们预计各国政府会继续逐步退出财政刺激政策。

财政政策方面，鉴于财政收入的增长和刺激政策的逐渐减少，多数亚洲经济体的财政赤字有望在今明两年得到削减（图 23）。尽管如此，考虑到该地区的低负债水平，许多国家仍有充足的财政政策空间来支持经济增长和达成长期政策目标。例如，预计中国会继续积极促进扩大内需，加大社会支出并支持基础设施发展，这些都已在其未来五年的发展计划纲要中得到了突出体现。类似地，印度尼西亚也会继续支持社会消费支出增长并正试图通过财政援助加速发展落后的基础设施。在日本，尽管其财政赤字已处于较高水平，近期政府还是通过了一项相当于 1.1% 的补充刺激计划，并预计这能使日本经济增长提高约 0.5 个百分点。鉴于日本政府的高负债率，该项经济刺激计划将通过现有储蓄融资且不计划发行新的债券。对其他财政赤字较大的国家而言，如印度、马来西亚和菲律宾，财政整合式当务之急。

我们预计明年亚洲国家可能会再次加息。不断加大的通胀压力将促使货币当局在加息的必要性问题上更加警惕，尽管发达国家利率很低（我们全球经济小组预计美国的利率将维持在接近零的水平，直到 2012 年四季度），持续的资本流入和货币升值压力可能会促使亚洲各国暂停加息。因此，我们预计在印尼和泰国，虽然近几个月资本大量流入，但年内不会再次加息；而韩国则不同，不断加大的通胀压力可能导致韩国央行在年底前再次上调利率。明年，我们预计各国会采取渐进的方式进一步加息（表 4）。

除了通过外汇干预抑制货币继续升值以外，我们预计一些国家会采取额外的宏观审慎措施以应对资本流入，如果资本加速流入还可能会出台进一步的资本控制措施。

4. 上行下行风险大致实现平衡

由于发达国家需求疲软带来的外部需求的不稳定性风险和经济增长与通胀的向上风险已基本抵消。而后者，正如我们上次报告所预计的，则因资本的大量流入有所加剧。

如果外部需求突然出现向下风险，亚洲国家仍有进一步实施财政刺激政策的空间来缓冲外需下滑对经济增长的短期影响。此外，亚洲强大的经济基本面——包括高额并不断增长的外汇储备，强大的银行体系和良好的财政状况——将继续帮助该地区避免遭受新的海外资金紧张问题的影响。而流入该地区的撤回的资本量增加，并因此使外汇储备增加，则可为资本的突然流出提供缓冲。尽管如此，一些国家，如韩国和印度尼西亚，鉴于其对外部融资的依赖性（韩国：批发银行筹资；印尼：债券融资），仍然很容易受到国际资本流入停止的冲击。

自上次报告以来，经济增长和通胀的向上风险已有了明显上升。除了超预期的经济增长势头带来的需求压力以外，资本流入也放大了通胀风险，尤其是在中国。政策制定者们已放慢了加息的节奏以避免更大的货币升值压力，如果加息进程暂停时间过长且/或拒不让本币升值，通胀压力可能会继续增加，尤其是在诸如韩国和印尼等国。资本流入也加大了资产价格泡沫的风险。最后，中美之间越发激烈的货币和贸易摩擦还加大了保护主义的风险，而中日外交之间的紧张关系也会给亚洲的稳定带来不利影响。

当前亚洲国家各自的风险仍然存在。虽然泰国紧张的政治局势有所缓解，但还可能会有新的社会动荡。日本正试图刺激经济增长并应对通货紧缩，而越南则正在努力维持宏观稳定性（8 月 Fitch 下调了其信用评级）。香港和新加坡的房地产市场则存在过热风险。

5. 附表

表 1

宏观经济预测：国内生产总值

(同比增长率)	2007	2008	2009	2010 (F)	2011 (F)
美国	2.1	0.4	-2.6	2.7	2.3
欧盟	2.9	0.3	-4.0	1.6	1.2
亚太地区	7.6	4.2	2.0	6.8	5.5
澳大利亚	5.0	2.1	1.2	3.3	3.3
日本	2.4	-1.2	-5.2	3.0	1.5
中国	14.2	9.6	9.1	10.1	9.2
香港	6.4	2.2	-2.8	6.3	4.8
印度	9.5	7.4	6.7	8.5	8.2
印尼	6.3	6.0	4.5	5.9	6.4
韩国	5.1	2.3	0.2	6.1	4.5
马来西亚	6.5	4.7	-1.7	7.1	5.0
菲律宾	7.1	3.7	1.1	6.9	4.5
新加坡	8.5	1.8	-1.3	14.5	5.0
台湾	6.0	0.7	-1.9	9.7	4.5
泰国	4.9	2.5	-2.2	8.2	4.2
越南	8.5	6.3	5.3	6.5	6.9
亚洲除中国外	5.2	2.1	-0.7	5.6	4.1
世界	5.3	3.0	-0.6	4.7	4.1

来源: CEIC 和 BBVA Research

表 2

宏观经济预测：通货膨胀 (均值)

(同比增长率)	2007	2008	2009	2010 (F)	2011 (F)
美国	2.9	3.8	-0.3	1.6	1.2
欧盟	2.1	3.3	0.3	1.6	1.7
亚太地区	2.9	5.1	0.3	2.8	2.8
澳大利亚	2.3	4.4	1.8	2.8	2.9
日本	0.1	1.4	-1.4	-0.8	-0.4
中国	4.8	5.9	-0.7	3.0	3.3
香港	2.0	4.3	0.5	2.4	4.0
印度	5.0	8.7	2.1	9.4	6.8
印尼	6.0	9.8	4.8	5.2	5.7
韩国	2.5	4.7	2.8	2.9	3.1
马来西亚	2.0	5.4	0.6	1.7	2.2
菲律宾	2.8	9.3	3.2	4.2	4.3
新加坡	2.1	6.6	0.6	3.0	2.5
台湾	1.8	3.5	-0.9	1.2	1.7
泰国	2.2	5.5	-0.8	3.4	3.3
越南	8.3	23.1	7.1	9.0	8.5
亚洲除中国外	2.2	4.8	0.7	2.8	2.6
世界	4.1	6.1	2.2	3.6	3.5

来源: CEIC 和 BBVA Research

表 3

宏观经济预测: 汇率 (期末)

		2007	2008	2009	2010 (F)	2011 (F)
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	1.30
澳大利亚	USD/AUD	0.87	0.67	0.90	0.98	0.95
日本	JPY/USD	112.5	96.1	92.1	83.0	95.0
中国	CNY/USD	7.30	6.84	6.83	6.54	6.30
香港	HKD/USD	7.80	7.75	7.75	7.75	7.80
印度	INR/USD	39.4	48.6	46.6	44.0	42.0
印尼	IDR/USD	9334	10838	9395	8900	8800
韩国	KRW/USD	931	1364	1166	1100	1000
马来西亚	MYR/USD	3.33	3.56	3.52	3.10	3.14
菲律宾	PHP/USD	41.7	48.3	46.8	44.0	43.0
新加坡	SGD/USD	1.45	1.49	1.40	1.29	1.30
台湾	NTD/USD	32.4	33.0	32.3	30.6	30.0
泰国	THB/USD	30.2	34.8	33.3	30.0	31.5
越南	VND/USD	16114	17433	18479	19500	20100

来源: CEIC 和 BBVA Research

表 4

宏观经济预测: 政策利率 (期末)

(%)	2007	2008	2009	2010 (F)	2011 (F)
美国	4.30	0.61	0.25	0.25	0.25
欧盟	4.00	2.50	1.00	1.00	1.00
澳大利亚	6.75	4.25	3.75	4.75	5.25
日本	0.46	0.10	0.10	0.00	0.00
中国	7.47	5.31	5.31	5.56	6.06
香港	5.75	0.50	0.50	0.50	0.50
印度	7.75	6.50	4.75	6.25	7.00
印尼	8.00	9.25	6.50	6.50	7.50
韩国	5.00	3.00	2.00	2.50	3.50
马来西亚	3.50	3.25	2.00	2.75	3.25
菲律宾	5.45	5.90	4.00	4.00	4.75
新加坡	2.38	1.00	0.69	0.48	0.56
台湾	3.38	2.00	1.25	1.63	2.13
泰国	3.25	2.75	1.25	1.75	2.50
越南	8.30	8.50	8.00	8.00	7.50

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

Economic Scenarios

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@bbva.cl

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

Alejandro Puente

apuate@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.rodriquez@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