

亚洲

经济展望

2011 年一季度

经济分析

- 亚洲地区 GDP 增长继续高于预期，进一步促进该地区成为全球经济复苏的引擎。受到中印两国强劲需求的支撑，我们预计 2011 年亚洲经济会继续保持强劲增长，但增速会更趋适度。
- 由于食品、商品价格上涨，以及越发加大的需求压力，通胀已快速成为整个亚洲地区担忧的问题。我们上调了对许多经济体 2011 年的通胀预测；尽管如此，通胀水平应维持在适度水平。
- 亚洲地区的政策态势已转向维持物价稳定。我们预计会有进一步的货币收紧措施，并将伴随有货币升值和抑制资本流入及信贷增长的宏观审慎措施出台。
- 风险主要与经济过热有关。产出缺口已经消除，而资本流入可能使资产价格泡沫加剧。与此同时，受发达国家经济脆弱，食品、商品价格将进一步上涨的影响，亚洲经济存在向下的风险。



目录

1. 全球展望：全球经济继续分化	4
2. 亚洲经济大幅反弹	7
3. 维持经济可持续增长，防止经济运行过热	14
4. 风险主要倒向经济过热	17
5. 附表	18

出版日期：2011年2月9日

概要

亚洲地区 GDP 增长继续高于预期，进一步促进该地区成为全球经济复苏的引擎。尽管发达国家经济增长低于平均水平，经济增长仍然受到了来自中、印两国强劲需求的支撑。亚洲经济表现强劲的原因在于日益深化的地区内贸易和旺盛的国内需求，而这两个因素似乎都将继续发挥作用。

通胀攀升已成为整个亚洲地区担忧的主要问题。食品和商品价格上涨造成了供给方面的通胀，而产量缺口弥合和强劲的增长势头又造成了需求方面的压力。各国的政策制定者们正确地将注意力从促增长转移到了维持价格稳定上来，尤其是收紧了货币政策。然而，较低的国际利率却将亚洲的政策制定者置于了进退两难的境地，因为较高的国内利率可能会吸引资本流入境内。

我们的基准预测继续预期 2011 年亚洲经济会出现强劲增长，但增速会有所放缓，符合经济增长的潜在水平。虽然经济增速已从 2010 年初的强劲反弹中适度降了下来，四季度的经济增势却显示出了增速抬头的迹象，且 2011 年更加强劲的国内需求导向型经济增长前景良好。因此，我们维持对 2011 年亚洲经济增长强劲的预期，预计除中国以外的亚洲地区经济增长 4.8%，中国经济将增长 9.2%。

从近期趋势看来，我们上调了对许多国家 2011 年通胀的预测，包括：中国、香港、印度尼西亚、韩国、新加坡和越南，但我们维持对印度通胀适度的预期。尽管如此，鉴于经济增长的放缓趋势和预期的物价趋稳，我们的基准预测仍然建立在通胀水平相对适度的基础之上。然而，通胀前景明显存在向上风险。

鉴于通胀上升的风险和高利率带来的政策困境，亚洲各国政府已开始实施各方面的措施。尤其是，货币收紧伴随着抑制资本流入和信贷增长的宏观审慎措施，以及允许本币在一定程度上升值。供给方面，多国政府已实施了抑制食品价格上涨的措施并减轻其对困难人群生活的影响。

经济存在过热风险。产量缺口的消除和增长势头强劲的前景造成了需求方面的压力，使通胀上升。风险在于，政策收紧得可能不够快或不足以抵消进一步的通胀压力。受资本的进一步流入的影响，资产价格泡沫也仍将存在。

另一方面，受发达国家经济复苏脆弱的影响，增长前景仍然存在向下风险。食品和商品价格上涨同样能够破坏经济增长的发展轨迹。然而，倘若向下风险真的爆发，多数亚洲经济体都有进一步执行扩张性财政政策的空间以减轻不利影响。

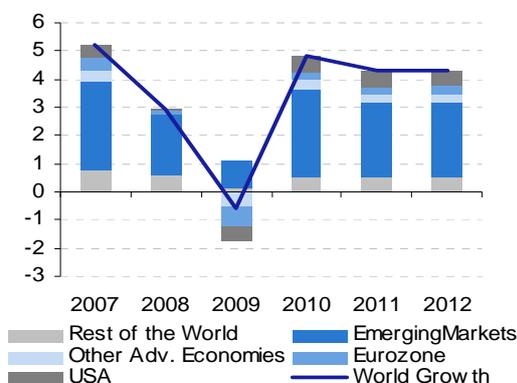
1. 全球展望：政策脱钩正在上演

在开始亚洲展望之前，我们将首先回顾一下全球经济展望。

全球经济将继续朝着不同的方向发展。

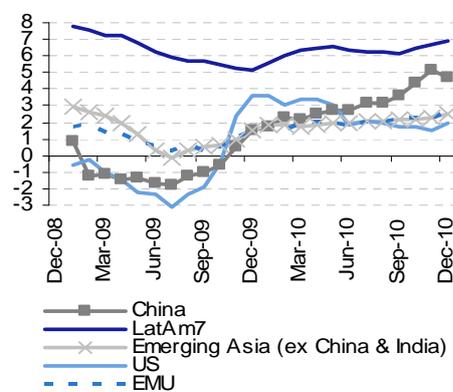
2010年全球经济增长了4.8%，预计2011和2012年经济增速均将小幅减速至4.4%，比12个月以前的预计的要好。这可以由发达国家经济增长全景有所改善解释，因为：（1）美国实施财政刺激计划以后，增长预期有所上调；（2）欧洲核心国家的表现会更加强劲，与二线国家的经济增长出现了分化。事实上，即便欧洲金融市场的紧张局面在2010年的最后一个季度有所恶化，该地区整体的经济活动却有所加速，也表明——至少暂时是这样——金融市场和实体经济存在一定程度的偏离。总的说来，全球经济增长模式总体维持不变，经济增长的主要引擎仍是以亚洲为首的新兴市场国家（尤其是中国和印度，见图1），发达国家仍然略逊一筹。

图1
全球GDP增长和各地区的贡献



Source: BBVA Research

图2
通胀



Source: Datastream and BBVA Research

所有的这些分化都对经济前景有三个重要的影响。首先，发达国家和新兴经济体经济增长的分化将继续导致未来二者之间宏观经济政策的巨大不同。美国和欧洲的货币政策将维持高度宽松，促使资本在其他地方寻求收益（新兴市场，也有越来越多的资金涌入商品市场）。与此同时，亚洲和拉丁美洲的部分国家已开始出现经济过热的迹象，通胀压力初露端倪，促使各国当局开始考虑加速收紧政策，尤其是在亚洲（图2）。由此便激励了资本流入新兴经济体，这将加剧两个地区已经存在的政策困境：是收紧政策以保证经济软着陆，还是防止本币突然巨幅升值。

其次，美国和欧元区经济增长的分化——以及金融风险——将对欧元形成向下的压力，且更重要的是，可能将使市场的注意力持续关注欧盟因高水平的公共债务而带来的相关困难。这是解释为什么市场还未对美国进一步推迟进行财政整合做出重大反应的因素之一，当然，原因还包括欧洲各国央行债券购买计划规模不同以及经济治理混乱等。

最后，欧元区内部日益严重的分化将开始损坏该地区共同货币政策的实施，而这已经因为初现的通胀风险（尤其是核心国家）和继续支撑金融稳定的需要（尤其是——但不仅仅是——二线国家）变得左右为难了。

主要发达国家经济增长加速，但仍较为脆弱

正如我们所料，美国经济并没有出现二次探底，且自夏季起未来可能出现这种情况的可能性就已经消失了。促使对美国经济增长前景预期有所改观的因素主要有四点。首先，2010年底的宏观表现更好，表明居民消费更趋强劲，而非畏缩不前。其次，美联储采取了果断行动执行新一轮的资产购买计划（二次量化宽松），为债券价格和总体的资产价格提供了支撑，前者尤甚。再次，不确定性减少和企业信心的增强有望使投资增加。最后，可能也是最重要的一点，美国出台了新的财政刺激方案，并于2010年底获得了通过，这将对经济增长产生很大的推动作用。因此，我们已将2011年美国经济增长预测调整了0.7个百分点，至3.0%。

然而，薄弱环节仍然存在。房地产市场仍然低迷并可能出现低于预期的增长。鉴于复苏的速度将不足以使失业率大幅降低，居民收入的增长仍然疲软。此外，信贷增长和资产证券化进程依然缓慢。虽然以上

因素都不会是经济偏离复苏的轨道，但却可能对美国经济造成新的负面冲击。目前，经济的逐步复苏和需求方面较低的通胀压力将允许货币政策在长期内维持在宽松水平。

此外，不应忘记欧洲主权危机的教训。然而，虽然2010年底推出的新的财政刺激计划在短期内有利于促进经济增长，但对美国经济二次探底的疑虑仍然存在。可是我们不应过度地估计那些组织债券市场对美国进一步推迟财政整合做出反应的力度和持久性。欧洲的央行购买债券行为和混乱局面（并因此安全投资转移至美国债券）从本质上是短期因素，将在中期内消失，且在此之前，美国将需要对财政整合做出明确表态。

欧洲的制度和经济改革至关重要

自2010年10月以来，欧洲财务压力再次涌现（图3），尤其是在二线国家。对财政可持续性和金融部门损失的担忧再次浮现，导致主权利差扩大并造成了筹资压力。然而，与5月份的情况不同，这对其他欧洲国家及欧盟以外的国家的金融影响有限。

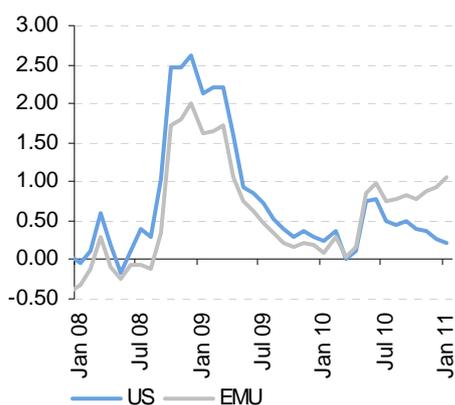
当时金融市场越发紧张主要因为两个事件导致的。第一，市场对欧洲各个机构处理主权债务危机的能力很不确定。有人提出将由私人投资者承担2013后重组带来的损失，并可能需要低价回购现有债务以恢复财政的可持续性，这使私人投资者们惶恐不安。第二个诱因是，爱尔兰的银行在被认为已充足资本化后不久便陷入了需要援助的境地，大家对压力测试可信度越发怀疑。这两个诱因形成于对部分二线国家（如葡萄牙和爱尔兰）达成其财政赤字目标能力的担忧和对欧洲经济体经济增长势头能否足以使其债务负担变得可持续充满怀疑的背景下。

继夏季的突出表现之后，金融市场复苏的脆弱性在于：市场越发关注部分国家的主权偿债能力问题，而不仅仅是对流动性的担忧。这使得欧盟更加需要一个全面的解决方法，不仅要解决此次的危机，还要建立起良好的未来危机预防和解决机制。预防再次发生危机方面，需要加强财政协调，为各个国家提供不同冲击的减震器，但还需加强财政和宏观经济层面（包括防止形成私部门的不均衡）双方面的监督。危机解决方面，需建立规定了谁将承担损失的明确和透明的机制，以避免因不确定性造成市场的过度波动，但可能现阶段最为重要的是保证有适当的过度机制。

正如上面所指出的，近期事件对其他国家和地区，包括欧洲核心国家金融的影响非常有限。因此，欧元区整体的经济增长比预想的要强，主要是因为德国和其他欧洲核心国家的经济增长取得了积极成果。然而，如不能尽快就全面的治理改革达成一致且各国不再继续推进经济改革以降低财政的脆弱性、重组金融体系并提高潜在增长，欧洲二线国家的财务压力和实际经济活动的分离将不会持续。从这方面来说，三月份的欧洲理事会会议上能达成何种协议将十分关键。

图3

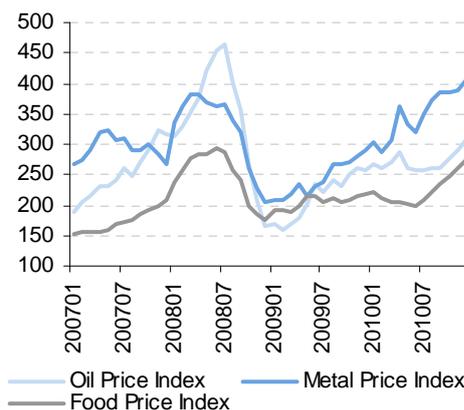
BBVA财务压力指数



Source: BBVA Research

图4

商品价格指数



Source: BBVA Research

大宗商品物价将逐渐趋稳，但新兴国家的通胀让人担忧

近几个月来物价全面上涨，受部分金属涨价影响达到了历史最高（图4）。这看似符合新兴国家需求激增开始促使物价呈长期向上趋势的情况，但也可归因于某些短期因素，至少对某些商品类别而言是这样。例如，前两个月食品价格快速上涨很大程度上是受到了供给方面因素的一次性影响（气候失常），而这种影响会在2011年接下来的时间里减弱。此外，鉴于全球重组的流动性环境，投资者涌入了商品市场并将其作为一种投资资产，全面提升了财务溢价。

未来，我们预计商品价格会总体在当前价格附近水平趋稳。对食品价格而言，2011年粮食生产恢复正常也将使食品价格趋于稳定。金属方面，存量提高将开始对价格造成压力。只有石油，我们预计2011年市

场会很紧俏并将继续推动油价小幅上涨，但这种状况会在随后逐步缓解。欧洲财务压力可能减少将有助于缓解油价的上涨压力，因其能使投资者从商品市场中转移到其他资产上，以获得更高的风险溢价。尽管如此，由于需求强劲，仍可能有向上风险，尤其是在亚洲，将在中期内继续支持价格上升。

商品价格上涨要对新兴经济体2010年底通胀上升负部分的责任（图2）。特别是，在许多国家，食品价格上涨对通胀上升有着直接而重要的第一轮影响（正如以下所述，其中以亚洲尤为显著），并带来了导致全面通胀的风险。然而，未来，我们所期望的食品价格的稳定将意味着这一因素将在决定总体通胀方面变得不那么重要。尽管发达国家的风险也有所加大，但鉴于食品价格对其CPI的影响更小且它们有足够的未被利用的生产力，通胀预期稳定，这些都将使通胀压力维持在可控水平，风险小于新兴经济体。

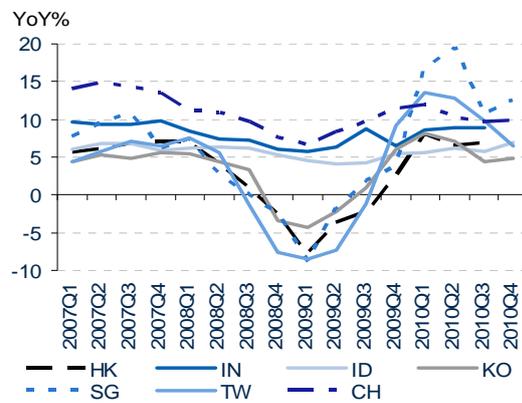
对新兴国家更多的担忧在于通过通胀、信贷的快速增长和资产价格的上涨意识到了亚洲和拉丁美洲快速的经济增长和大量的资本流入已开始对形成经济过热的压力。事实上，我们预计亚洲国家会继续保持强劲增长，尽管风险较三个月前更为显著，但我们认为各国政府将有能力控制经济进行软着陆并避免经济过热运行。受国内需求和高商品物价的推动，拉丁美洲经济也将在2011年保持强劲增长，接近该地区4%左右的潜在增长能力。正如之前所提到的，对这两个地区而言，最大的挑战在于控制资本的大量流入。我们预计多数国家的政策会继续收紧，并同时制定更多限制资本流入的行政控制措施和抑制信贷增长的审慎措施，尤其是在亚洲。

2. 亚洲经济大幅反弹

虽然经济增长已较2010年上半年的巅峰状态有所放缓，但近几个季度以来亚洲经济却仍保持着强劲反弹态势。GDP增长继续高于预期，且正如上面所提到的，亚洲是全球经济复苏的引擎，受到了中国和印度经济极其强劲增长的支撑。面对发达国家经济增长的欠佳表现，亚洲经济取得这一巨大成就是得益于地区内贸易的深化和旺盛的国内需求，二者似乎都将继续对经济增长发挥积极作用。随着产出缺口的消失和通胀的上升，经济存在过热风险。因此，政策制定者们的注意力也越发从促进经济增长转移到了维持价格稳定上来。

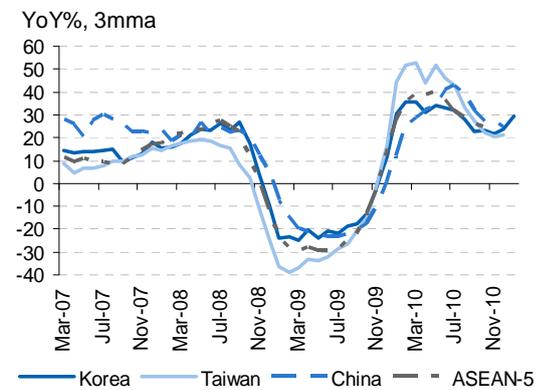
亚洲经济的反弹——就像其他新兴市场一样——很大程度上归功于其强劲的经济基本面，包括良好的财政状况、低负债高储备和充足资本化的银行系统。去年已有几个亚洲国家获得了评级机构的上调评级。例如，单是在2010年四季度和2011年的头一个月，获得上调评级的就有中国、香港、印度尼西亚和菲律宾，而泰国的评级展望也获得了上调。¹然而，也有例外：越南的评级近期就因对经济过热和外部压力的担忧而被下调，日本的评级也因其很高的债务比率（约为GDP的200%）遭到了下调。

图5
GDP增速已较2010年初的强劲反弹有所放缓



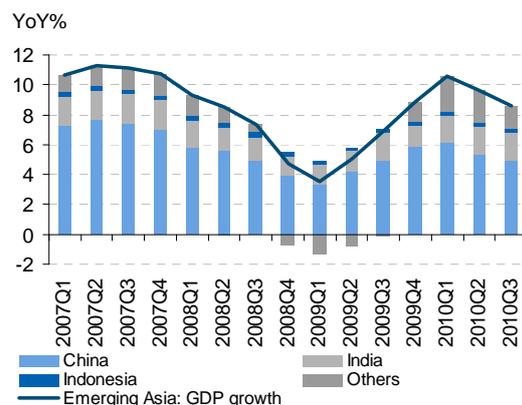
Source: CEIC and BBVA Research

图6
出口趋势也在放缓，但仍然出人意料的强劲



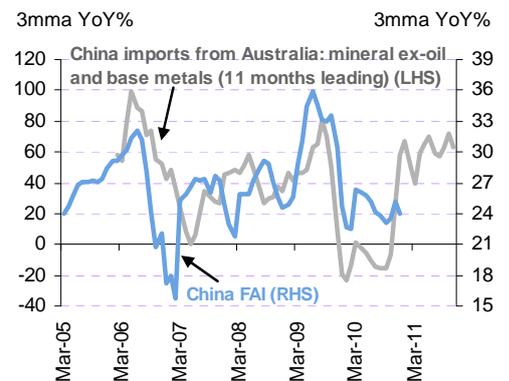
Source: CEIC and BBVA Research

图7
小型和大型经济体均对亚洲2010年的经济增长发挥了推动作用



Source: CEIC and BBVA Research

图8
澳大利亚对中国的商品出口与中国的固定投资有关



Source: CEIC and BBVA Research

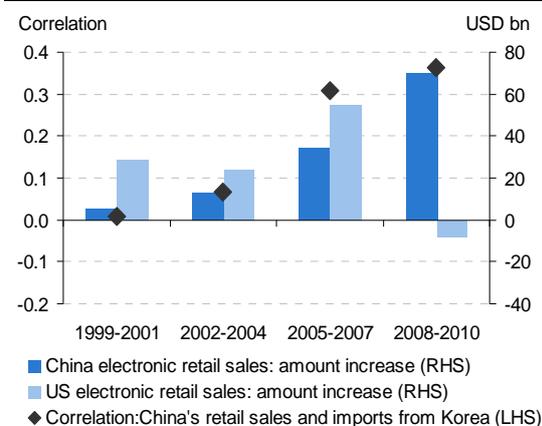
¹ 11月份穆迪将中国的评级上调为Aa3，12月份标准普尔又将其评级上调到了AA-；香港获得了惠誉、穆迪和标准普尔的评级上调，后者将其评级上调到了AAA；穆迪的看法惠誉一致，将印度尼西亚的评级上调至仅低于投资级别一级的水平；而标准普尔则将菲律宾的评级上调到了BB；另外，标准普尔还将泰国的评级展望由负调整到了稳定。另一方面，穆迪下调了越南的评级，与惠誉之前的做法相同；标准普尔则在1月份将日本的评级下调到了AA-。

出口和国内需求的增长势头继续保持强劲

正如此前所预计的，继2010年上半年的一时的强劲反弹，亚洲的经济增速在2010年下半年有所放缓（除中国以外的亚洲地区经济增长从上半年7.2%的同比增速下降到了第三季度的6.5%；中国经济增速从上半年的11.1%放缓到了下半年的9.7%）（图5、图6）。正如我们的上一篇季度报告所指出的，从全球存货周期结束和财政刺激退出的角度看，这是预料之中的。也就是说，在总体放缓的趋势中，可用的数据表明经过了第三季度的短暂停歇，经济增长势头会在四季度再次加速，中国、印尼、菲律宾、新加坡和台湾的GDP增长都将高于预期并导致全年经济超预期增长。韩国四季度GDP增长环比尽管有所放缓，但同样高于预期。与2009年不同的是，在亚洲较小且更为开放的经济体因全球贸易下滑而收缩的时候，大型和小型经济体都对2010年亚洲地区的经济增长发挥了推动作用（图7）。

图 9

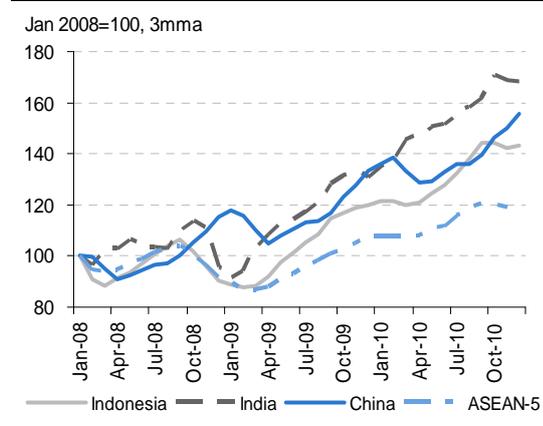
中国零售销售额成为了韩国出口的日益重要的驱动力



Source: CEIC and BBVA Research

图 10

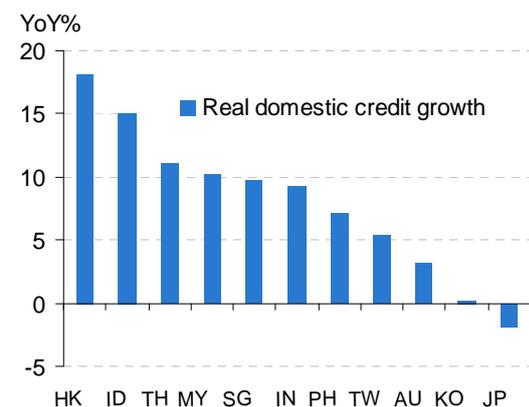
零售销售额* 因就业市场和消费者信心的强劲表现而增长



* Retail sales index in real terms
Source: CEIC and BBVA Research

图 11

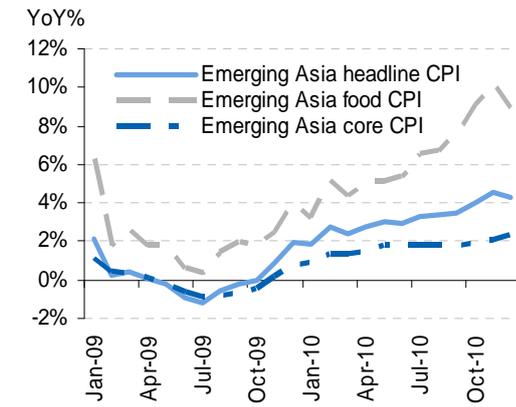
信贷快速增长对国内需求起到了支撑作用



Note: 2010 December data for Australia, Japan, Hong Kong, Malaysia, Singapore, and Taiwan, and November data for India, Indonesia, Korea, Philippines, and Thailand
Source: CEIC and BBVA Research

图 12

食品价格推升通胀，并影响到了核心通胀



Source: CEIC and BBVA Research

亚洲经济是如何在发达国家经济增长欠佳的情况下维持强劲增长势头的？

亚洲经济增长强劲的一个关键因素在于中国旺盛的需求。许多文献都指出，政府支持基础设计项目，加之宽松的流动性和不断增长的消费者需求，造成了中国对原材料、终端消费品和资本品的渴求。前者有利于出口商品的经济体，如：澳大利亚和印度尼西亚；而后者则有利于出口机械和电子产品的国家，如：韩国、菲律宾和台湾。

随着中国进口需求的增长，其商业周期也变得对该地区更加重要。如图8所示，澳大利亚对中国的商品出口占澳大利亚总出口的份额越来越大（已由2005年的6.9%上升为2010年为16.7%），这与中国的固定资产投资有着高度关联。再看图9，中国从韩国的进口呈现出与其国内需求越来越大的相关性，表明与加工原料相比，其进口中终端消费品的份额正在增长（中国是韩国最大的出口国，2010年占韩国总出口的25.1%）。因此，中国电子产品零售销售额的增长成为了抵消美国零售销售下滑影响的一个重要的因素。

除中国以外，亚洲另外两个大型经济体（印度和印尼）旺盛的国内需求也对支持地区经济增长发挥了重要作用。受基础设施主导的投资的支撑，印度2010年前三季度GDP同比增长了8.8%，令人印象深刻。由此导致了原材料进口需求的增长。在印度尼西亚，由于消费者支出的增加和信贷的快速增长（从2010年11月份算起实际同比增幅为15.1%），2010年全年经济增长强劲，达6.1%。

总的说来，由于劳动力市场状况的改善和消费者信心的增强，亚洲许多国家私人消费的增速都有所加快，例如，香港和韩国2010年四季度的零售额均高于预期（图10）。整个亚洲地区的信贷增速加快，对私人消费提供了进一步的支撑，特别是促进了投资的增长。从实际指标来看，2010年12月份香港的岛内信贷增幅达同比18.1%，是亚洲增速最快的地区（图11）。相反，韩国的信贷增速依然缓慢，因其经济正仍在经历减债的过程。

通胀上升和资产价格泡沫是担心的首要问题

食品和商品价格的上涨造成了供给方面的通胀压力，而产出缺口的消除和依然强劲的经济增速也带来了日益加大的需求方面的压力。核心通胀率总体维持在低位，但却呈上升态势（图12）。因此通胀就成为了亚洲地区首要的政策担忧——暂时超过了对资本流入的担忧——各国央行纷纷加息控制通胀预期。

供给方面，与气候相关而又因地区而异的因素发挥了主要作用。此外，全球性的商品和能源价格上涨也是原因之一。在澳大利亚，近期的洪灾推动了煤炭价格上涨并扰乱了供应渠道，在一定程度上导致了通胀的上升。食品价格通胀在印度（2010年12月份同比增长13.6%）、中国（2010年12月份同比增长9.6%）、印尼（2011年1月同比增长16.2%）和韩国（2011年1月同比上升11.6%）尤为严重。印度和越南去年大半年都在于通胀作斗争，推动通胀上升的因素除了食品价格上涨以外，还有经济过热的压力。而在更近的1月，印尼通胀大幅攀升至7.0%，大大高于4-6%的通胀目标。与此类似，韩国1月份通胀也上升到了4.1%，同样高于2-4%的通胀目标。

值得一提的是，食品价格通胀的情况并非亚洲所有地区都有（图13）。例如，在台湾和菲律宾食品，由于气候条件良好，食品价格就相对稳定。在新加坡这个多数食品都需进口的国家，货币升值对抑制通胀起到了很大帮助；而在马来西亚，对主要原料的大额补贴也有助于使食品价格通胀维持在可控水平。

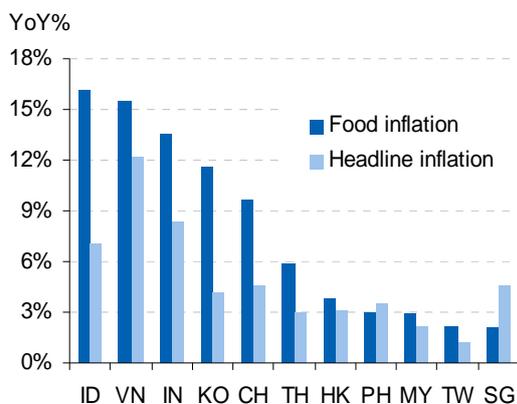
除供给方面的因素外，强劲的增长势头和产出缺口的消除也通过消费者对未来通胀的预期或工人工资需求导致了相应的需求压力（图14）。在少数市场，如：香港和新加坡，住房成本上涨也在推动通胀上升，特别是因为房屋租金的上涨被计入CPI时相对滞后。需求方面的压力和食品、商品价格上涨的第二轮影响对核心通胀的推动作用越发明显（如在香港、韩国、马来西亚和泰国等地）（图15）。与此相反，日本的通缩却仍在持续。

资产市场上，过快的信贷增长和资本流入使得价格泡沫风险继续加大（图16、图17）。从某种程度上说，继部分国家（详见下文）宣布了宏观审慎措施之后，当前在资本流入方面对资产价格泡沫的担忧已在近期有所缓解。尽管如此，仍然存在风险，特别是考虑到2011年内会再次掀起资本流入的高潮。鉴于香港的资本项目开放且汇率钉住美元，其房地产业对价格泡沫的敞口仍然很大。

各国政府加快出台措施以抑制通胀

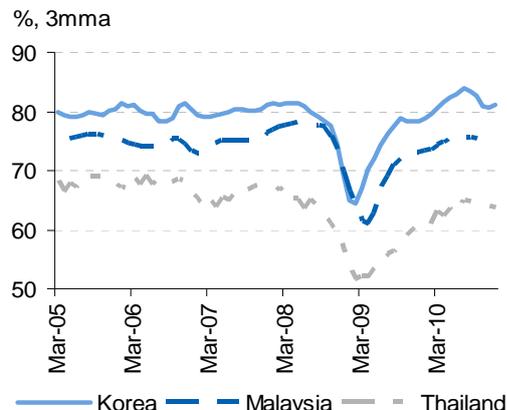
亚洲各国政府已采取了一系列行政措施来应对食品价格通胀，但总的说来这些措施还相当有限。韩国政府1月份宣布了一揽子抗通胀措施，包括冻结大学学费和公共事业收费，削减关税，加强对“扰乱物价”的监管以限制投机，及提高食品供给的措施。类似地，泰国近期也宣布发放燃料和棕榈油进口补贴，印尼则减少或取消了部分必要食品类产品的关税，越南对重要原料如电力和肥料等进行了价格管制。据报道，印度也禁止了某些主要原料的出口以加大本地市场的供应。

图13
亚洲各国食品通胀不均匀



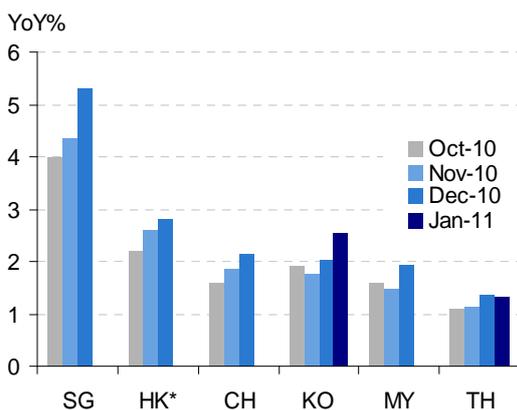
Source: CEIC and BBVA Research

图14
资本利用率处于历史常态或以上



Source: CEIC and BBVA Research

图15
部分国家核心通胀上升



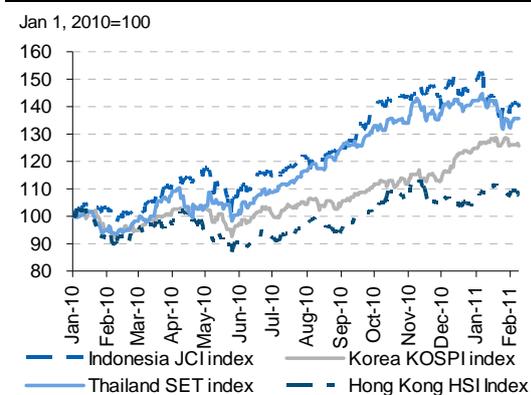
* excluding effect of Government One Off Relief Measure
Source: CEIC and BBVA Research

图16
香港、新加坡资产价格上涨加速



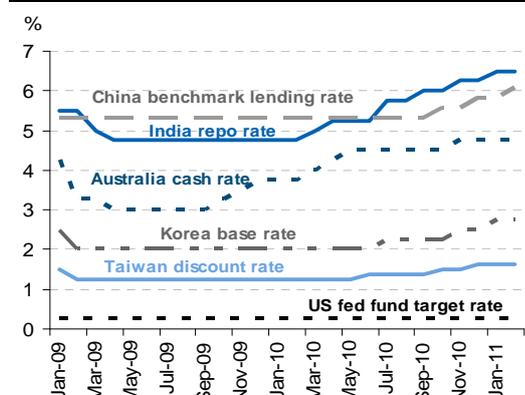
Source: CEIC and BBVA Research

图 17
资本流入和经济增长前景推涨资本市场



Source: Bloomberg and BBVA Research

图 18
亚洲各国央行纷纷加息以控制通胀预期



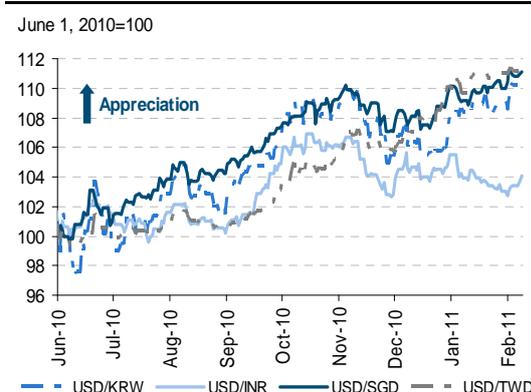
Source: CEIC and BBVA Research

尽管各国政府处于加息将吸引资本流入的两难境地，收紧货币仍然是最重要的政策回应手段（图18）。目前，中国和印度是在收紧货币政策方面最为严厉的两个国家。特别是，中国除进行一系列大幅上调存款准备金率的动作后，自去年10月份开始加息（目前已进行了三次）；与此同时，印度也在继续加息，包括1月份的第七次加息。韩国、泰国和台湾也在过去几个月里上调了利率，印尼央行也在2月初进行了危机以来的首次加息，利率上调了25个基点，以此防止临时性的食品通胀转化为更为持久的国内因素。菲律宾到目前为止还是个例外。由于总体和核心通胀都仍处于可控水平，该国政府仍然维持着要持续一年半的4%的历史最低政策利率，以推动国内市场增长。

宏观审慎措施成为了抑制资本流入和防止资产价格泡沫的有利工具

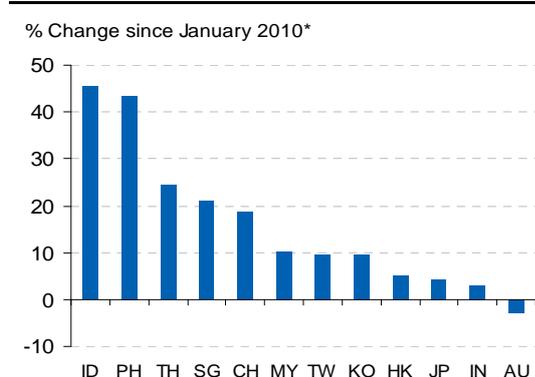
为应对资本流入，各国政府允许本币有一定幅度的升值，但也在就放慢这一过程的节奏进行干预（图19、图20）。与此同时，宏观审慎措施已成为了抑制资本流入和防止资产价格泡沫的有利用具。由于过去几个月里对欧洲债务问题的担忧市场风险厌恶情绪有所加强，地缘政治上的紧张局势，以及对美国和欧洲核心国家经济复苏走强的信心（图21、图22），资本流入已经有所减弱，这些措施的迫切性也有所降低。尽管如此，鉴于亚洲地区还可能进一步加息及其强劲的经济增长前景，资本流入或将继续，各国政府仍然将为此烦恼。

图 19
货币升值压力得到了暂时缓解



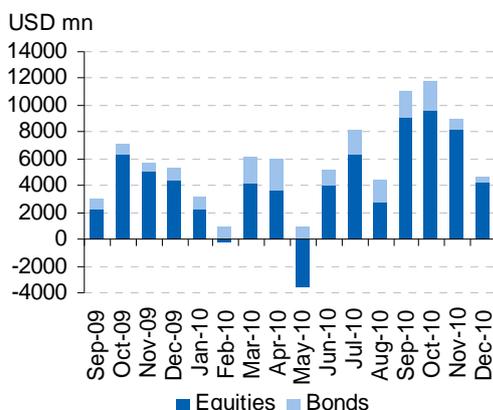
Source: Bloomberg and BBVA Research

图 20
放慢货币升值节奏导致外汇储备增加



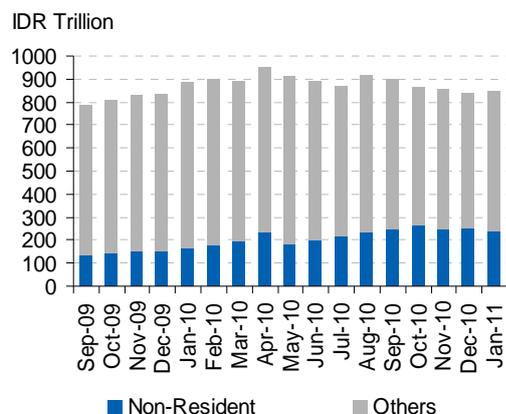
* Data available till Jan 2011 for Australia, Japan, Korea, Philippines and Singapore, till Nov 2010 for India, and till Dec for the rest countries.
Source: CEIC and BBVA Research

图 21
近几个月亚洲*的国外投资净流入放缓



* 包括中国、香港、印度、印尼、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。
Source: EPFR Global and BBVA Research

图 22
...可由印尼外国债券持有量得证



Note: Holdings of government bonds and BI paper (SBIs)
Source: Bank of Indonesia and BBVA Research

我们认为，诉诸宏观审慎措施而非进行完全的资本管制反映出了亚洲各国政府想要其国内市场与全球资本市场保持联系并同时使其经济避免受到资本流入的短期波动影响的愿望。在一些情况下，例如对住房市场而言，宏观审慎措施可能也被看作是更为适宜且对资产价格泡沫更有针对性的措施。

韩国、印尼、泰国和台湾在实施宏观审慎措施、抑制资本流入方面表现得尤为积极——在某些情况下是加强了现有规章制度而非新的管理工具——而中国、香港和新加坡则通过这类措施来控制信贷增长的节奏并防止产生房价泡沫（表1）。最近的一次举动是韩国在11月和12月份宣布上调外国投资者持有该国政府债券的预扣税，且可能加强对外币衍生品头寸的审查并对银行的短期外币债务开征新税。印尼近期再次开始对银行的短期海外借款设置了30%的资本限额并上调了外币存款的存款准备金率，而台湾收紧了银行无本金交割外汇衍生品头寸的上限并提高了非居民本币存款的存款准备金率。

在香港，当局去年11月开始采取措施为房地产市场降温，包括对短期房产销售收入征收5-15%的税。中国和新加坡双双在近期上调了二套房贷的首付比例。

表 1

近期抑制资本流入的宏观审慎措施（自去年10月份起算）

开征或恢复征收预扣税	<ul style="list-style-type: none"> 泰国对外国投资者购买的本地政府债券重新开征 15% 的预扣税（2010 年 10 月 12 日） 韩国恢复对外国投资者持有的政府债券征收 14% 的预扣税（2010 年 11 月 22 日）
重组银行海外债务	<ul style="list-style-type: none"> 韩国宣布对银行的非存款类外币债务征税（2010 年 12 月 19 日） 印尼将银行短期海外借款的上限设定为银行资本的 30%（2010 年 12 月 30 日）
限制银行的外汇衍生品头寸	<ul style="list-style-type: none"> 韩国收紧了对国内银行（资本的 50%）和外国银行（资本的 250%）外汇衍生品头寸的限制（2010 年 6 月） 台湾将银行无本金交割外币衍生品的头寸上限由 33% 降到了 20%（2010 年 12 月 28 日）
上调外国存款的存款准备金率	<ul style="list-style-type: none"> 印尼外币存款的存款准备金率将于 2011 年 3 月起由 1% 上调至 5%，并于当年 6 月再次上调至 8%（2010 年 12 月 30 日） 台湾从 2010 年 12 月 30 日起将非居民本币存款的存款准备金率设定为 25%，此后的任何净增加额为 90%。
重组外国基金在本国资本市场的投资	<ul style="list-style-type: none"> 台湾将离岸基金投资货币市场产品及全部种类的期限在一年以下的本地政府债券的限额设定为 30%（2010 年 11 月 9 日）
减少资本向国内房地产市场的流入	<ul style="list-style-type: none"> 香港对通过房地产投资移民做出了临时性限制（2010 年 10 月 13 日） 中国对外国人购房做出了限制，在中国工作 1 年以上的外国人至多允许购买一套个人住房（2010 年 11 月 15 日）
鼓励资本流出	<ul style="list-style-type: none"> 泰国放松对对外投资的限制（2010 年 9 月 23 日） 中国允许出口商保留在海外账户的外币收入（2010 年 12 月 31 日） 中国允许相关试点地区的企业直接进行人民币海外投资（金融投资除外）（2011 年 1 月 13 日）

注：印尼 2010 年 6 月规定印尼央行票据（SBI）的持有期限必须达 1 个月，台湾也在 2009 年 11 月对国际投资者将资金存为定期存款做出了限制性规定。

Source: BBVA Research

3. 维持可持续增长，防止经济过热

亚洲国家2011年面临着两个重要检验。首先是其在外需求前景因主要发达国家经济复苏脆弱性而变得很不确定的情况下维持经济增长的能力。如上所述，鉴于2011年以来持续的强劲增长势头和旺盛的国内需求，特别是来自亚洲大型经济体的需求，我们认为亚洲的经济增长前景良好。其次是考虑到不断加大的通胀压力和再掀资本流入热潮的预期，其防止经济运行过热的能力。从这方面来看，须进一步收紧货币政策，各国央行可能存在已经落后于趋势或因担忧造成资本流入而加息力度不足的风险。

我们的基准预测认为经济增长会出现适度放缓，内需将成为经济增长的主要驱动力

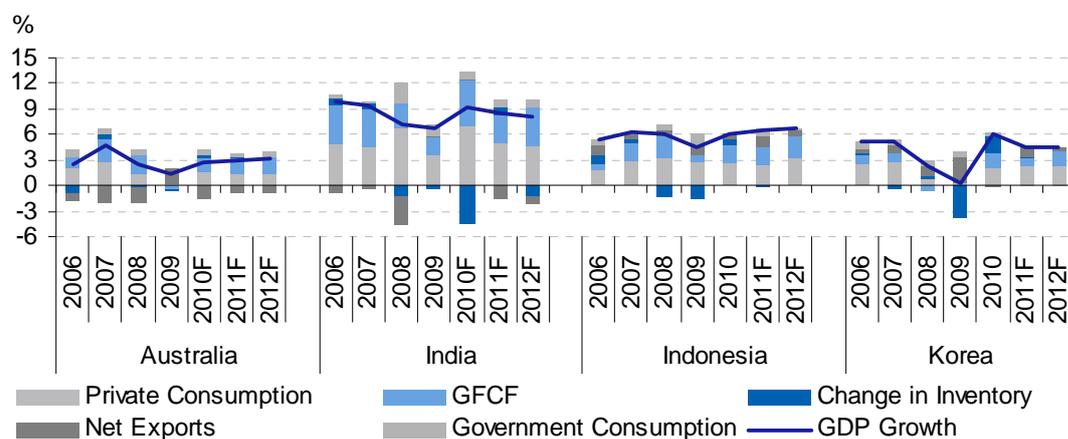
尽管2011年亚洲国家经济增速有所放缓（除中国外的亚洲国家：4.8%；中国：9.2%），我们仍维持经济增长强劲的预期。预计所有国家的经济增速都将在2011年有所放缓，但印尼和越南除外，预计二者经济增速会略有上升并靠近其中期的经济潜在增速（表2）。尽管货币政策在继续收紧，鉴于旺盛的国内需求，预计中国和印度会继续保持强劲的经济增长。考虑到近期澳大利亚昆士兰地区的洪灾影响预计会对经济增长造成一定的损失，我们已经将澳大利亚的经济增长预测由之前的3.3%下调到了3%。虽然日本有望在2010年实现了4.3%的强劲增长，但鉴于内需的滞涨，且由于公共债务水平过高，公共支出没有发挥抵消作用的空间，我们预计其2011年经济增速会放缓至1.5%并与我们此前预期相符。

亚洲较小但更加依赖出口的经济体继在2010年的强劲反弹之后，预计增速会放缓至其经济的潜在增速。例如，在外需下滑的同时受中国需求强劲和影响的支撑，我们预计香港的经济增长会从2010年的6.5%下降为2011年的5.0%。在韩国、台湾和新加坡，预计经济增长也将从因去年全球贸易突然好转而带来的异常强劲的反弹中回归经济的潜在增长能力。总的说来，我们预计该地区的季度增长势头会在2011年上半年有所减弱，下半年随着发达国家经济复苏的加速会有小幅提高（除中国外的亚洲地区上半年同比增长4.6%，下半年同比增长5.0%）。

内需主导型增长应有利于全球的再平衡进程（图23）。特别是，中国、印度和印尼因私人消费增长和正在进行的基础设施投资项目而产生的强劲内需将有助于减少相关国家的经常账户盈余（印度现在的经常账户为赤字）。

图 23

部分GDP预测：内需主导型增长



Source: CEIC and BBVA Research

通胀是我们经济展望最重要的修正部分

通胀是我们经济展望最重要的修正部分，由于食品、商品价格上涨和经济过热压力加大的影响，我们已经上调了不少国家的通胀预测。这就是说，尽管我们看到预期存在向上的风险，我们的基准预测仍然认为通胀会处于适度水平。

2011年通胀预期（周期平均）修正幅度最大的地区包括：中国（由前期的3.3%修正为4.5%），香港（由4.0%修正为5.2%），印度尼西亚（由5.7%修正为6.2%），新加坡（由2.5%修正为3.5%）和韩国（3.1%修正为3.4%）。对越南而言，通胀尤其让人担忧，在食品价格激增、货币贬值和经济过热压力的合力作用下，通胀已呈现出加速上升之势；因此，我们将越南的通胀预测由之前的8.5%上调到了9.9%。澳大利亚方面，鉴于洪水灾害造成的供应链混乱，我们也小幅上调了该国的通胀预期（由2.9%上调至3.0%）。最后，由于印度政府为控制通胀预期继续收紧货币政策，我们预计印度通胀会继续在6.8%的水平居高不下，与前期预测一致（表3）。

尽管通胀在加速上升，我们预计总体水平仍将维持适度。这一结论是基于我们对全球食品、商品价格趋稳或下滑以及经济增速放缓靠近潜在增长能力的预期（这能够抑制经济过热压力）得出的。此外，就像预期的进一步货币收紧和货币升值一样，政府加大主要产品供给和分配的努力也应会有所帮助。基于这一点，我们预计亚洲多数国家的通胀会在2011年中期达到顶峰，并在此后逐步减弱。

尽管前景乐观，但我们认为这一通胀预期存在一定的向上风险，尤其是在如果食品和商品价格没有出现预计的下滑的情况下。此外，由于担心资本流入而延迟加息的风险也可能导致更高的通胀和资产泡沫。

预计货币会继续升值，但上升步伐会更为缓慢

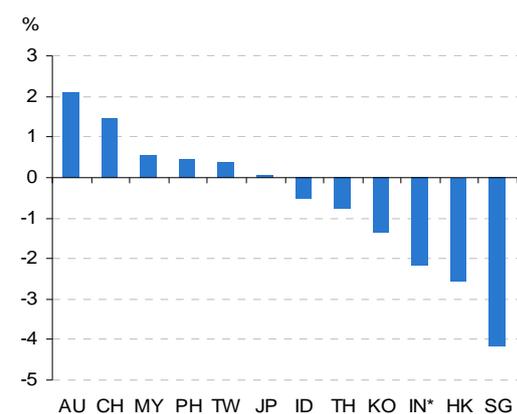
鉴于利差的扩大和强劲的增长前景可能导致进一步的资本流入，我们预计2011年多数亚洲国家的货币都会继续面临升值压力。然而，考虑到我们认为美元对其他主要货币（尤其是欧元和日元）有走强的趋势，以及各国央行对货币大幅升值的进一步抵抗（包括通过进一步的外汇干预和宏观审慎措施限制资本流入），它们对美元的升值步伐可能会较慢。人民币2011年继续对美元逐步升值约5%也应会支撑亚洲货币的走强趋势（表4）。

进一步收紧的政策前景

各国政府现在面临着收紧货币政策避免经济过热压力和在全球低息的情况下控制资本流入的两难局面。这一困境催生了一些折中的政策工具，包括与为进一步放缓信贷增长和资本流入的宏观审慎措施并用的货币收紧措施，以及某些情况下为控制食品价格上涨而采取的行政措施。

图 24

许多亚洲国家的实际政策利率仍然为负



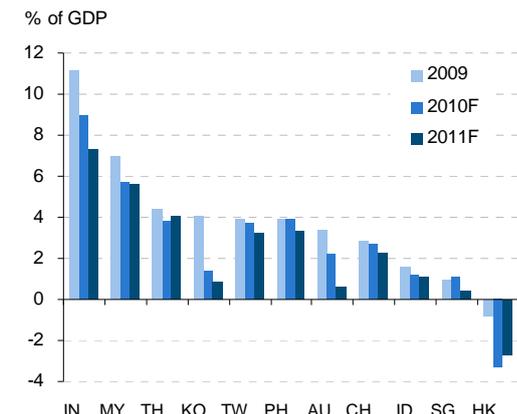
*印度的实际政策利率是采用 WPI 计算的
Source: CEIC and BBVA Research

我们认为2011年会有更大的货币收紧空间，鉴于当前宽松的政策环境（图24）和不断攀升的通胀，这可能是较为前期的策略。据我们预计，今年台湾会进行四次每次12.5个基点的加息，韩国会再加息三次，每次25个基点，澳大利亚、中国、印度、印尼、马来西亚、菲律宾和泰国将分别再加息两次，每次25个基点（表5）。在某些情况下，可能会补充以其他的量化措施来吸收流动性，如上调存款准备金率和公开市场操作，中国是最有可能这么做的国家，印度和印尼也有可能。

大多数国家都已经退出了财政刺激政策（图25），但中国是个例外，其政府已释放出来在2011年继续提供财政支持的信号。近期，亚洲大部分地区的财政政策可能会以缓解食品和商品价格上涨对低收入群体

图 25

许多亚洲新兴国家2011年的赤字都在减小



Source: CEIC and BBVA Research

的影响为主，但预计一些国家，如印尼，会在2011年通过征收电力关税或调整燃料价格削减能源补贴。虽然多数亚洲国家的财政状况都十分良好，但在少数赤字大且/或债务高的国家，特别是印度、马来西亚和日本，财政整合是当务之急。

4. 风险主要倒向经济过热

2010年的大部分时间里，亚洲外部需求的不确定性风险和经济增长与通胀的向上风险都被相互抵消了。随着产出缺口的消除和通胀的上升，经济倾向于面临运行过热的风险。强劲的国内需求和美国日益好转的增长前景使得亚洲各国更有可能在2011年维持强劲的经济增长。从这一点看来，各国政府将政策重心由促进经济增长转移到维持价格稳定上来是正确的。的确，最大的风险就是各国央行收紧政策的力度不够或行动不够快，无法抵消通胀压力上升的影响。

资本流入再掀高潮的预期加剧了向上的风险。虽然这一情况在过去几个月里已经有所减少，但我们预计资金会在年内重新流入相关地区。各国政府可能会继续采用宏观审慎措施、加快货币升值来加以应对，以吸收流入资金并预防资产价格泡沫风险，并可能通过进一步的干预来放慢货币升值的速度。

尽管向下的风险正在减弱，但由于发达国家的需求还很脆弱，尤其是考虑到欧洲债务危机的风险尚未消除，以及朝鲜半岛和近期中东地区爆发的地区争端产生的风险，亚洲经济增长前景依然面临着向下的风险。亚洲较小的出口依赖性经济体仍然特别容易受到这类向下风险的影响。食品、商品价格上涨也可能使消费者的购买力降低并导致经济增长偏离正轨。如果这些风险真的爆发，大多数亚洲国家都还有空间进一步实行扩张性财政政策来减轻对消费者负担加重的影响。

各国的特定风险同样值得关注。泰国的政治局势可能会在年中大选前继续紧张。在越南和印度，经济过热风险显得尤为严重。而澳大利亚昆士兰地区洪灾过后重建所需的资金仍然没有完全解决。

5. 附表

表 2

宏观经济预测：国内生产总值

(YoY% growth rate)	2008	2009	2010 (F)	2011 (F)	2012 (F)
U.S.	0.4	-2.6	2.8	3.0	2.7
EMU	0.3	-4.0	1.7	1.7	1.8
Asia-Pacific	5.6	3.7	8.1	6.5	6.4
Australia	2.1	1.2	2.8	3.0	3.2
Japan	-1.2	-6.3	4.3	1.5	1.5
China	9.6	9.2	10.3*	9.2	9.0
Hong Kong	2.2	-2.8	6.5	5.0	4.5
India	7.3	6.8	9.1	8.5	8.0
Indonesia	6.0	4.5	6.1*	6.4	6.7
Korea	2.3	0.2	6.1*	4.5	4.5
Malaysia	4.7	-1.7	6.9	4.8	5.4
Philippines	3.7	1.1	7.3*	4.5	4.3
Singapore	1.8	-1.3	14.7*	5.0	4.8
Taiwan	0.7	-1.9	10.5*	5.1	4.9
Thailand	2.5	-2.3	7.7	4.0	4.8
Vietnam	6.3	5.3	6.8	6.9	7.2
Asia ex China	2.9	0.1	6.7	4.8	4.7
World	3.0	-0.6	4.8	4.4	4.4

* 2010 outturn

Source: CEIC and BBVA Research

表 3

宏观经济预测：通胀（平均）

(YoY% growth rate)	2008	2009	2010	2011 (F)	2012 (F)
U.S.	3.8	-0.3	1.6	1.3	1.5
EMU	3.3	0.3	1.6	1.8	1.6
Asia-Pacific	5.7	0.3	3.5	3.8	3.5
Australia	4.4	1.8	2.9	3.0	2.6
Japan	1.4	-1.4	-0.7	-0.2	0.4
China	5.9	-0.7	3.3	4.5	4.0
Hong Kong	4.3	0.5	2.4	5.2	3.7
India	8.7	2.1	9.4	6.2	5.9
Indonesia	9.8	4.8	5.1	6.2	5.9
Korea	4.7	2.8	3.0	3.4	3.0
Malaysia	5.4	0.6	1.7	2.7	2.4
Philippines	9.3	3.2	3.8	4.0	4.0
Singapore	6.6	0.6	2.8	3.5	3.0
Taiwan	3.5	-0.9	1.0	1.7	1.5
Thailand	5.5	-0.8	3.3	3.4	3.0
Vietnam	23.1	7.1	9.2	9.9	8.2
Asia ex China	5.5	1.0	3.7	3.3	3.2
World	6.1	2.2	3.6	3.7	3.5

Source: CEIC and BBVA Research

图 4

宏观经济预测：汇率（期末）

		2008	2009	2010	2011 (F)	2012 (F)
U.S.	EUR/USD	0.70	0.70	0.75	0.78	0.77
EMU	USD/EUR	1.50	1.40	1.34	1.29	1.30
Australia	USD/AUD	0.67	0.90	1.02	0.99	0.85
Japan	JPY/USD	96.1	92.1	81.1	95.0	112.0
China	CNY/USD	6.84	6.83	6.61	6.30	6.00
Hong Kong	HKD/USD	7.75	7.75	7.77	7.80	7.80
India	INR/USD	48.6	46.6	44.7	43.0	43.0
Indonesia	IDR/USD	10838	9395	8996	8800	9000
Korea	KRW/USD	1364	1166	1126	1000	988
Malaysia	MYR/USD	3.56	3.52	3.06	3.00	2.95
Philippines	PHP/USD	48.3	46.8	43.8	43.0	43.0
Singapore	SGD/USD	1.49	1.40	1.28	1.25	1.23
Taiwan	NTD/USD	33.0	32.3	29.3	28.2	27.8
Thailand	THB/USD	34.8	33.3	30.1	31.5	31.0
Vietnam	VND/USD	17433	18479	19498	21000	22000

Source: CEIC and BBVA Research

图 5

宏观经济预测：政策利率（期末）

(%)	2008	2009	2010	2011 (F)	2012 (F)
U.S.	0.61	0.25	0.25	0.25	0.50
EMU	2.73	1.00	1.00	1.00	1.00
Australia	4.25	3.75	4.75	5.25	5.50
Japan	0.10	0.10	0.00	0.00	0.25
China	5.31	5.31	5.81	6.56	7.06
Hong Kong	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75
India	6.50	4.75	6.25	7.00	7.50
Indonesia	9.25	6.50	6.50	7.25	6.50
Korea	3.00	2.00	2.50	3.50	4.00
Malaysia	3.25	2.00	2.75	3.25	3.50
Philippines	5.90	4.00	4.00	4.50	5.25
Singapore	1.00	0.69	0.48	0.45	0.70
Taiwan	2.00	1.25	1.63	2.13	2.63
Thailand	2.75	1.25	2.00	2.75	3.00
Vietnam	8.50	8.00	9.00	10.50	9.00

Source: CEIC and BBVA Research

DISCLAIMER

This document and the information, opinions, estimates and recommendations expressed herein, have been prepared by Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (hereinafter called "BBVA") to provide its customers with general information regarding the date of issue of the report and are subject to changes without prior notice. BBVA is not liable for giving notice of such changes or for updating the contents hereof.

This document and its contents do not constitute an offer, invitation or solicitation to purchase or subscribe to any securities or other instruments, or to undertake or divest investments. Neither shall this document nor its contents form the basis of any contract, commitment or decision of any kind.

Investors who have access to this document should be aware that the securities, instruments or investments to which it refers may not be appropriate for them due to their specific investment goals, financial positions or risk profiles, as these have not been taken into account to prepare this report. Therefore, investors should make their own investment decisions considering the said circumstances and obtaining such specialized advice as may be necessary. The contents of this document are based upon information available to the public that has been obtained from sources considered to be reliable. However, such information has not been independently verified by BBVA and therefore no warranty, either express or implicit, is given regarding its accuracy, integrity or correctness. BBVA accepts no liability of any type for any direct or indirect losses arising from the use of the document or its contents. Investors should note that the past performance of securities or instruments or the historical results of investments do not guarantee future performance.

The market prices of securities or instruments or the results of investments could fluctuate against the interests of investors. Investors should be aware that they could even face a loss of their investment. Transactions in futures, options and securities or high-yield securities can involve high risks and are not appropriate for every investor. Indeed, in the case of some investments, the potential losses may exceed the amount of initial investment and, in such circumstances, investors may be required to pay more money to support those losses. Thus, before undertaking any transaction with these instruments, investors should be aware of their operation, as well as the rights, liabilities and risks implied by the same and the underlying stocks. Investors should also be aware that secondary markets for the said instruments may be limited or even not exist.

BBVA or any of its affiliates, as well as their respective executives and employees, may have a position in any of the securities or instruments referred to, directly or indirectly, in this document, or in any other related thereto; they may trade for their own account or for third-party account in those securities, provide consulting or other services to the issuer of the aforementioned securities or instruments or to companies related thereto or to their shareholders, executives or employees, or may have interests or perform transactions in those securities or instruments or related investments before or after the publication of this report, to the extent permitted by the applicable law.

BBVA or any of its affiliates' salespeople, traders, and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to its clients that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed herein. Furthermore, BBVA or any of its affiliates' proprietary trading and investing businesses may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations expressed herein. No part of this document may be (i) copied, photocopied or duplicated by any other form or means (ii) redistributed or (iii) quoted, without the prior written consent of BBVA. No part of this report may be copied, conveyed, distributed or furnished to any person or entity in any country (or persons or entities in the same) in which its distribution is prohibited by law. Failure to comply with these restrictions may breach the laws of the relevant jurisdiction.

This document is provided in the United Kingdom solely to those persons to whom it may be addressed according to the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 and it is not to be directly or indirectly delivered to or distributed among any other type of persons or entities. In particular, this document is only aimed at and can be delivered to the following persons or entities (i) those outside the United Kingdom (ii) those with expertise regarding investments as mentioned under Section 19(5) of Order 2001, (iii) high net worth entities and any other person or entity under Section 49(1) of Order 2001 to whom the contents hereof can be legally revealed.

The remuneration system concerning the analyst/s author/s of this report is based on multiple criteria, including the revenues obtained by BBVA and, indirectly, the results of BBVA Group in the fiscal year, which, in turn, include the results generated by the investment banking business; nevertheless, they do not receive any remuneration based on revenues from any specific transaction in investment banking.

BBVA and the rest of entities in the BBVA Group which are not members of the New York Stock Exchange or the National Association of Securities Dealers, Inc., are not subject to the rules of disclosure affecting such members.

"BBVA is subject to the BBVA Group Code of Conduct for Security Market Operations which, among other regulations, includes rules to prevent and avoid conflicts of interests with the ratings given, including information barriers. The BBVA Group Code of Conduct for Security Market Operations is available for reference at the following web site: www.bbva.com / Corporate Governance".

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

Ricard Torne
Ricard.torne@bbva.com.hk

Markets Analysis

Richard Li
richard.li@bbva.com.hk

BBVA Research

Group Chief Economist

Jorge Sicilia

Chief Economists & Chief Strategists:

Regulatory Affairs, Financial and Economic Scenarios:

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
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.rodriquez@grupobbva.com

Asset Management
Henrik Lumholdt
henrik.lumholdt@grupobbva.com

United States and Mexico:

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. +852-2582-3111
Fax. +852-2587-9717
research.emergingmarkets@bbva.com.hk

BBVA Research reports are available in English, Spanish and Chinese