BBVA | RESEARCH

每周观察

亚洲

2011 年 5 月 27 日
经济分析

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

Mario Nevares
mario.nevares@bbva.com.hk

Fielding Chen
fielding.chen@bbva.com.hk

Le Xia
xia.le@bbva.com.hk

Jenny Zheng
jenny.zheng@bbva.com.hk

Serena Wang
serena.wang@bbva.com.hk

Zhigang Li
zhigang.li@bbva.com.hk

Sumedh Deorukhkar
sumedh.deorukhkar@grupobbva.com

Markets
Richard Li
richard.li@bbva.com.hk

Mario Nevares
mario.nevares@bbva.com.hk

Markets →
Highlights →
Calendar →
Markets Data →
Charts →

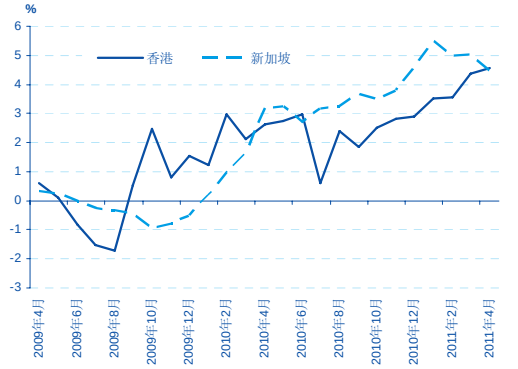
增长放缓了吗？

正如我们最近发布的*亚洲经济展望*中所述，受高油价、日本震后供应链中断和欧洲财务压力等因素的负面影响，预计二季度亚洲区域增长指标会放缓。现在的数据证实了这一点。在日本、中国、台湾、香港和泰国，尽管近期增速很快，但生产和/或出口的增速已经出现了放缓。因此，我们仍然预计今年下半年经济会恢复强劲的增长势头，二季度的阶段性疲软将有助于缓解经济的过热压力。同时，除越南以外，多地的总体通胀都出现了到顶的迹象。

生产和通胀呈放缓趋势

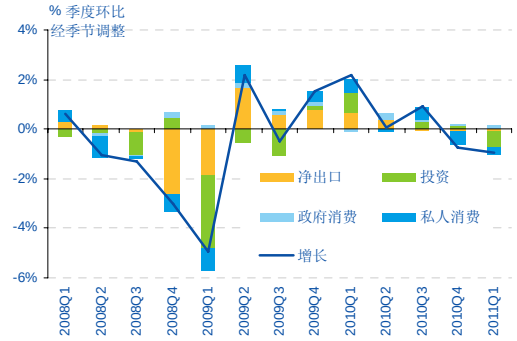
4 月份多个经济体的工业产值和出口增速放缓。特别是，台湾工业产值（同比增长 6.9%；市场调查结果：13.4%）和出口订单（同比增长 10.1%；市场调查结果：14.7%）低于预期，香港的出口也大大低于此前的预期（同比增长了 4.1%；市场调查结果：16.8%）。在泰国（详见要闻），工业产值同比下滑了 7.8%（市场调查结果：-4.8%）。工业产值的下滑，尤其是台湾和泰国这一指标的下滑，可能反映出了日本供应链中断的临时性影响。同时，部分国家的通胀数据也出现了到顶的迹象，其中香港的 CPI 变化不大，同比增长 4.6%，符合此前预期；新加坡通胀的同比增速也放缓到了 4.5%（图 1）。日本是个例外，其国内终于因供应链中断而结束了通缩，4 月份通胀同比增速为 0.3%，而在越南，通胀也飙升到了 19.8%。下周，我们将重点关注印度、澳大利亚、菲律宾一季度的 GDP 数据。

图 1
香港和新加坡的高通胀暂时显示出了平稳的迹象



来源：BBVA Research 和 Bloomberg

图 2
日本震后 GDP 和经济活动指标下滑



来源：BBVA Research 和 Bloomberg

要闻

日本：尽管震后数据令人失望，但经济正在强劲反弹

预计供应链的迅速恢复会使日本经济出现强劲反弹

泰国大选临近，经济保持活力

泰国一季度 GDP 数据强劲，但现在日本震后供应链中断的影响明显

电力短缺不太可能削弱中国的经济增长

今夏的电力短缺对产出的影响应会较小

经济分析

Richard Li
richard.li@bbva.com.hk

Mario Nevares
mario.nevares@bbva.com.hk

市场

由于对欧洲债务问题、美元疲软和亚洲货币收紧预期等问题的担忧，本周亚洲的外汇和证券市场普遍下跌（图 4）。股市，特别是中国股市，因市场对收紧措施的惯常担忧而下挫（图 3）。然而，由于风险情绪回升，股市在本周最后两天出现了一定程度的反弹。

市场对中国短期利率大幅上涨感到不安

中国出台新规要求银行提供月度平均存贷款比率，而非仅仅是在每个季度末提供，该规定将由 6 月正式生效，导致中国短期银行间利率飙升。市场玩家预计新的审慎监管要求会加大银行对流动性的需求，7 天的利率将从最后一周周末的 3.6%上涨至 5.0%。市场利率的上涨以及欧洲债务危机的恶化迹象令中国股市感到不安。但在我们看来，最近银行间利率的飙升或能使政府将进一步的收紧推迟（至少短期内是这样），也算是祸中有福。电力短缺、增速放缓进一步加大了延期的可能，就这一点而言，市场将密切关注下周发布的 PMI 数据。

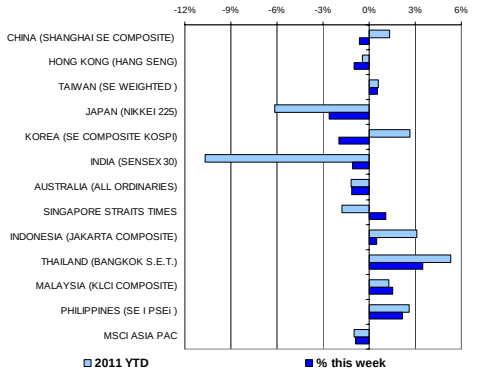
通胀已经到顶，新币交易的名义有效汇率接近中心汇率

新加坡 4 月份 CPI 同比增速放慢到了 4.5%，较 3 月份的 5.0%有所下滑，并曾在 1 月份达到 5.5%的最高值。随着通胀的放缓，市场玩家也开始针对新加坡金融管理局在 10 月份会议上不再那么强势的可能性进行市场定价，美元兑新币的交易价格向汇率区间靠拢。这个结果加强了我们对最糟糕的价格恐慌可能还未到来的看法，但我们相信通胀将在相当长的一段时间里处于 4.0%以上。

日本数据未显示震后无资金大规模回流的迹象

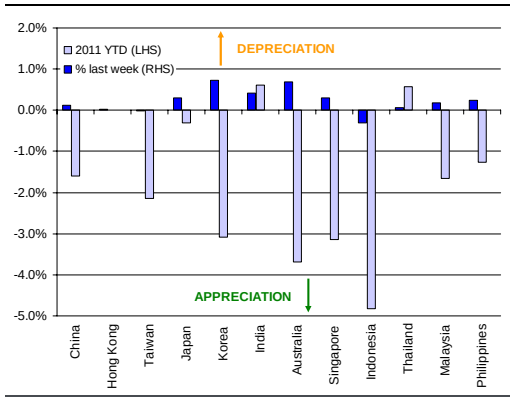
日本发布的各类型投资者月度投资组合的数据显示日本寿险和投资信托公司震后未出现资金大规模流回国内的迹象。这些投资者 4 月份仍然呈资本净流出的状态，但流出金额低于前四年的水平，表明灾难过后投资者对投资海外普遍持谨慎态度。由于近期日本央行不太可能改变货币政策，我们仍然认为美元兑日元汇率主要受美国利率的左右。同样地，日元仍然不会对诸如 4 月份贸易赤字等国内宏观数据很敏感。相反，周五美国一季度 GDP 估计值低于预期的消息爆出之后，日元随即走强。

图 2
股市



来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 3
外汇市场



来源：彭博以及 BBVA 研究部

Home
Highlights
Calendar
Markets Data
Charts

要闻

日本：尽管震后数据令人失望，但经济正在强劲反弹

日本震后经济继续调整。随着本月初一季度 GDP（以上图 2）和本周 4 月份经济活动指标的公布，供应链中断的影响显得越发明显。4 月份出口较去年同比下滑了 12.7%（市场调查结果：-12.5%），零售销售额也较去年同比减少了 4.8%（市场调查结果：-6.2%）。由于供应链中断（特别是汽车行业）、消费疲软以及商业信心指数下滑，数据与 3 月一样出现了下降。一季度 GDP 增长低于市场预期（季节因素调整后较上季度收缩-3.7%；市场调查：-2.0%），证实了日本已出现技术性经济衰退（连续两个季度的负增长）。然而，由于地震发生的时间是一季度末，地震对整个季度 GDP 的影响或许较小，这意味着经济的潜在增长势头可能不及此前的预期。尽管如此，我们仍有理由相信经济会在下半年出现快速反弹，预计 2011 年全年经济将增长 0.5%。大量的实例研究表明供应链的恢复可能比预想的要快，且经过了初期的谨慎之后，消费者可能也正在回归更趋正常的消费模式。值得注意的是，一季度 GDP 数据疲软是因为存货的减少。随着供应链的恢复，除了重建支出对经济增长的推动作用以外，存货的重建将会有助于经济反弹。货币政策方面，自震后出台第一轮刺激政策后，日本央行在最近的一次货币政策会议上（5 月 20 日）保持货币政策态势不变。我们预计日本央行会采取额外的措施来帮助经济复苏。这或许包括扩大当前 10 万亿日元的资产购买项目规模（3 月份曾翻了一番）并推进 3 万亿日元的特别贷款计划。虽然日本公共债务已经很高，可操作的空间有限，且最近惠誉还下调了对日本的经济展望，但我们还是预计政府会批准进一步的支出计划。

泰国大选临近，经济保持活力

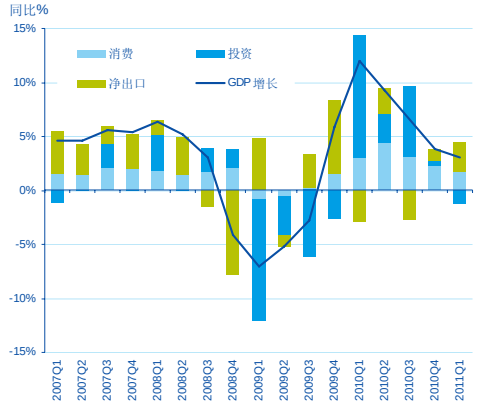
过去一年里，事实证明泰国经济能够从容应对国内持续的政治紧张局势、不确定的国外环境和高物价。尽管去年 4 月份爆发过抗议，由于出口和内需强劲，2010 年经济惊人地增长了 7.8%。最新的证据即是一季度 GDP 数据，季度环比增速从此前的 1.3%（市场调查结果：2.2%）上升到了 2.0%（经季节因素调整后）。与大多数亚洲国家一季度的增长情况一样，这样的强劲增长是受到了国内外需求的支撑。如果没有受日本震后供应链中断影响的话，泰国的经济增长还可能更为强劲：由于泰国汽车行业规模较大且依赖从日本进口零部件，其特别容易受到日本大地震的影响，4 月份制造业产值较去年同比下滑了 7.8%。一季度 GDP 数据发布的时机恰好在 7 月 3 号大选前的一个月。这场期待已久的选举上泰国总理阿披实领导的民主党将和前总理西瓦那（于 2006 年的政变中被推翻）领导的红衫军竞争。从政变的时候起泰国政治就一直十分动荡，7 月大选是否能促成政治稳定还是会导致新一轮的动荡还有待揭晓。我们仍然预计 2011 年泰国经济增速至少达 3.8%。

电力短缺不太可能削弱中国的经济增长

据报道，中国今夏将会遭遇自 2004 年以来最严重的电荒。预计部分省市（如浙江、江苏、湖南、湖北、重庆和上海）已经开始采取了限电措施。今年季节性电力短缺情况严重与以下几个因素有关：1）需求异常强劲，特别是如水泥和钢、铁及其他金属冶炼等能源密集型行业；2）南方地区持续干旱，长江水流量减少，水力发电受到影响；以及最重要的一点 3）煤炭价格的飙升。由于在中国现行的规定电价体制下生产者无法将成本上涨转嫁到终端消费者身上，煤炭价格上涨导致热电发电量减少，而热电发电量则占总发电量的接近 80%。但我们认为电荒不太可能导致中国经济增速急剧下滑，因为即将到来的电力短缺蔓延的可能性不大。此外，如果以历史为鉴，还是可以找到解决的方法。2004 年就曾出现过长期的能源短缺，但 GDP 仍然保持了 10.1%的快速增长。当前情况的解决办法可能包括允许生产者将煤炭价格上涨导致的成本增加转嫁于消费者及其他行政措施。

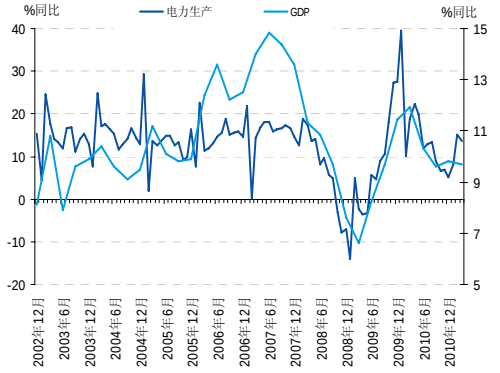
Home →
Markets →
Calendar →
Markets Data →
Chart →

图 5
泰国 GDP 保持强劲



来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 6
中国对电力的强劲需求导致电力即将出现短缺



来源：彭博以及 BBVA 研究部

经济日历

澳大利亚	数据	日期	前期	市场预期
GDP 同比	6 月 1 日	一季度	2.70%	1.80%
贸易账户	6 月 2 日	4 月	1740M	2100M
零售销售月环比 经季节调整	6 月 2 日	4 月	-0.50%	0.40%
中国	**数据**	**日期**	**前期**	**市场预期**
制造业采购经理人指数	6 月 1 日	5 月	52.9	51.6
香港	**数据**	**日期**	**前期**	**市场预期**
零售销售同比	5 月 31 日	4 月	26.00%	24.30%
印尼	**数据**	**日期**	**前期**	**市场预期**
贸易账户	6 月 1 日	4 月	$1813M	$1460M
通胀同比	6 月 1 日	5 月	6.16%	6.00%
出口同比	6 月 1 日	4 月	27.50%	29.00%
进口同比	6 月 1 日	4 月	32.00%	26.90%
印度	**数据**	**日期**	**前期**	**市场预期**
GDP 同比	5 月 31 日	一季度	8.20%	8.10%
出口同比	6 月 1 日	4 月	43.90%	- -
进口同比	6 月 1 日	4 月	17.30%	- -
日本	**数据**	**日期**	**前期**	**市场预期**
工业生产同比	5 月 31 日	4 月	-13.10%	-12.20%
汽车制造同比	5 月 31 日	4 月	-57.30%	- -
汽车销售同比	6 月 1 日	5 月	-51.00%	- -
马来西亚	**数据**	**日期**	**前期**	**市场预期**
出口同比	6 月 3 日	4 月	7.80%	10.70%
进口同比	6 月 3 日	4 月	12.10%	11.50%
贸易账户	6 月 3 日	4 月	13.52B	10.30B
菲律宾	**数据**	**日期**	**前期**	**市场预期**
GDP 同比	5 月 30 日	一季度	7.10%	5.40%
韩国	**数据**	**日期**	**前期**	**市场预期**
工业生产同比	5 月 31 日	4 月	8.70%	9.40%
通胀同比	6 月 1 日	5 月	4.20%	4.30%
出口同比	6 月 1 日	5 月	26.60%	28.30%
进口同比	6 月 1 日	5 月	23.70%	28.10%
贸易账户 百万美元	6 月 1 日	5 月	5823	4579
泰国	**数据**	**日期**	**前期**	**市场预期**
出口同比	5 月 31 日	4 月	31.00%	- -
进口同比	5 月 31 日	4 月	27.20%	- -
贸易账户	5 月 31 日	4 月	$1892M	- -
通胀同比	6 月 1 日	5 月	4.04%	4.20%

Home
Markets
Highlights
Markets Data
Charts

下周关注

中国 5 月份 PMI 指数（6 月 1 日）

预测: 51.9	市场调查: 51.6	前期: 52.9

评论：近期的一系列经济指标都显示出了中国经济增长放慢的迹象，我们预计 5 月份采购经理指数也会进一步下滑。对一直试图通过货币收紧来抑制通胀、预防经济过热的中国政府来说，PMI指数的下滑趋势是一个积极的消息。虽然一些市场参与者表达了对中国经济硬着陆的恐慌，PMI指数应仍会处于 50 以上的扩张区间内，意味着中国经济将会软着陆。市场影响： 若结果符合或低于市场调查结果可能会是市场对中国经济硬着陆

的恐慌加剧。

日历事件

	现今	期望
泰国- 基准利率, 6 月 1 日 预计上升 25 个基点	2.75%	3.00%

亚洲市场数据

	指数	上期价格	% 周变化率	今年迄今为止变化率	% 一年内变化率
股市	中国 --上证综指	2725.3	-4.7	-2.9	2.6
	香港--恒生指数	22971.9	-1.0	-0.3	18.2
	台湾--台湾加权指数	8831.3	-0.1	-1.6	21.9
	日本--日经225指数	9538.6	-0.7	-6.7	-1.0
	韩国--首尔综指	2104.7	-0.3	2.6	30.9
	印度--Sensex 指数	18044.6	-1.5	-12.0	8.3
	澳大利亚--澳洲全股指数	4678.3	-1.1	-1.4	6.8
	新加坡--海峡时报指数	3142.4	-0.8	-1.5	14.7
	印度尼西亚--雅加达综指	3807.8	-1.7	2.8	40.3
	泰国--曼谷泰证综指	1065.5	-0.7	3.2	44.5
	马来西亚--吉隆坡综合指数	1546.4	0.3	1.8	21.8
	菲律宾--菲律宾综指	4269.4	-0.4	1.6	35.3

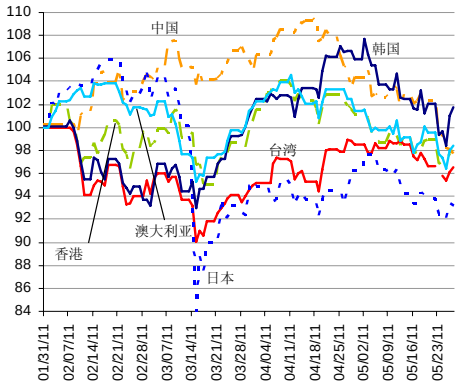
最后更新: 星期五, 16.15 香港时间.

	货币	即期汇率	% 一周变化率	3 个月远期	12 个月远期
外汇市场	中国（人民币/美元）	6.49	0.02	6.47	6.37
	香港（港币/美元）	7.78	-0.13	7.8	8
	台湾（台币/美元）	28.8	-0.21	28.62	28.00
	日本（日元/美元）	81.0	0.81	81.0	80.7
	韩国（韩元/美元）	1082	0.06	1088.54	1103.48
	印度（卢比/美元）	45.3	-0.73	45.9	48
	澳大利亚（美元/澳元）	1.07	0.04	1	n.a.
	新加坡（新元/美元）	1.24	-0.05	1.24	1.2
	印度尼西亚（印尼盾/美元）	8568	-0.37	8661	8983
	泰国（泰铢/美元）	30.4	-0.20	30.50	30.8
	马来西亚（林吉特/美元）	3.03	-0.66	3.0	3
	菲律宾（菲律宾比索/美元）	43.4	-0.56	43.44	43.60

最后更新: 星期五, 16.15 香港时间.

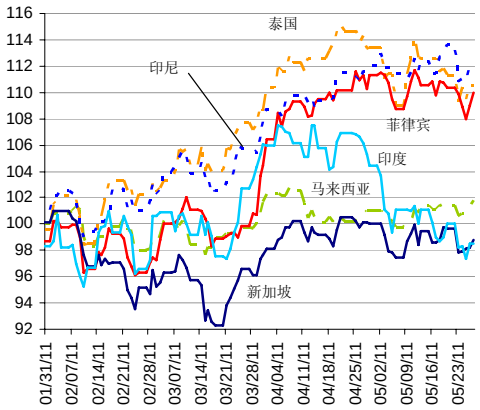
亚洲图表

图 6
股票市场



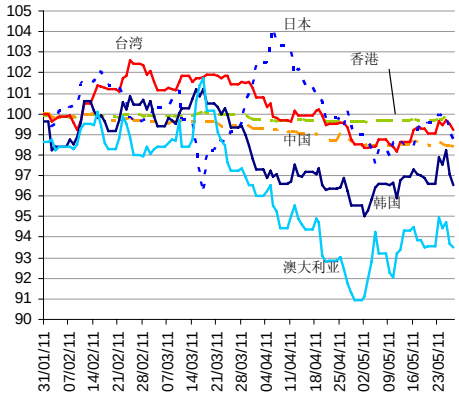
来源：BBVA Research 和 Bloomberg　　指数＝100

图 7
股票市场



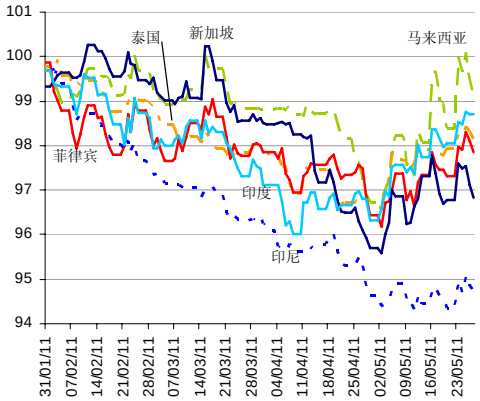
来源：BBVA Research 和 Bloomberg　　指数＝100

图 8
外汇市场



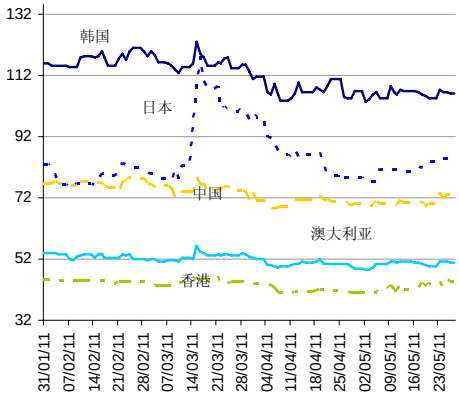
来源：BBVA Research 和 Bloomberg　　指数＝100

图 9
外汇市场



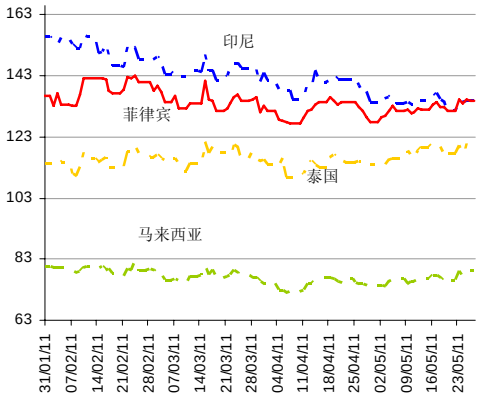
来源：BBVA Research 和 Bloomberg　　指数＝100

图 10
信用违约掉期



来源：BBVA Research 和 Bloomberg　　指数＝100

图 11
信用违约掉期



来源：BBVA Research 和 Bloomberg　　指数＝100

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 / Corporate Governance”

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