BBVA | RESEARCH

每周观察

亚洲

2011 年 7 月 15 日
经济分析

Asia
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

Zhigang Li
zhigang.li@bbva.com.hk

Sumedh Deorukhkar
sumedh.deorukhkar@grupobbva.com

Claire Chen
claire.chen@bbva.com.hk

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

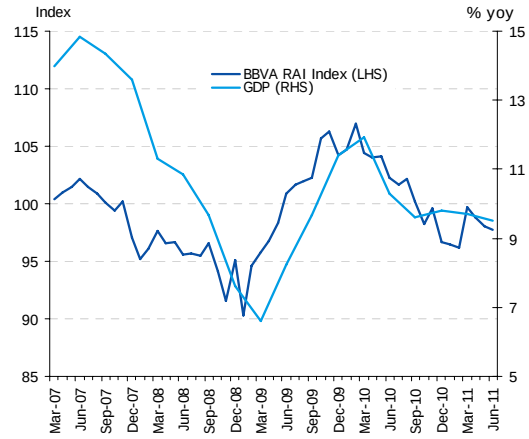
對中國硬着陆的担忧减轻

亞洲市場的緊張局勢在過去一周有所緩解。數據顯示，在持續的貨幣緊縮措施影響下，中國經濟增長盡管有所放緩，但潛在增長依然強勁。 特別是，在第二個季度 GDP 同比增长 9.5%(图 1)，符合我們的預期，稍稍低于第一季度(同比 9.7%)。其他的數據也依然强劲，符合我們認為中國經濟會在下半年軟著陸的預期(参见要闻)。盡管預計通脹會在年底之前放緩，通脹问題依然值得关注(图 2)，有關當局仍然會在未來幾個月持續貨幣緊縮政策。在亚洲地區的其他地方，依然可见通脹持续放缓，同时伴随着印度的工業生產放緩（要闻），新加坡 GDP 收縮（-7.8%，经季节调整）和韓國銀行 2011 年的預測標記下降。不過，鉴于較低的商品價格和日本供應中斷情況的緩解，我們預計該地區的增長勢頭在未來幾個月內回復。

經濟增長放緩及外部風險使很多央行持觀望態度

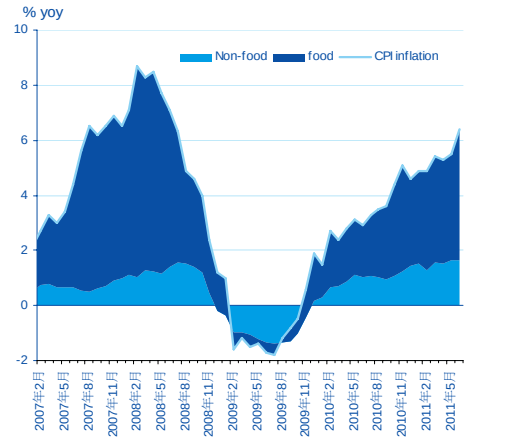
和預期一樣，韓國、印尼及日本央行在過去一周的政策會議上都維持利率不變，不過泰國讓我們感到驚訝，在 7 月 3 日的大选和平结束之后加息 25 個基點升至 3.25%。在通脹壓力下，我們預計大多數央行會持續緊縮政策，不過鑒于全球環境的風險，緊縮的速度會放緩。在日本，日元維持在每美元 80 日元以下的狀況使决策者感到灰心，並可能會抑制经济复苏的前景（見下周关注）。

图 1
中國：GDP 增長放緩至軟著陸



来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 2
中國食品價格上漲引致通脹



来源：彭博以及 BBVA 研究部

Markets →
Highlights →
Calendar →
Markets Data →
Charts →

要闻

中國第二季度 GDP 的強勁增長緩解了對硬着陆的担忧

尽管通脹问題依然存在，GDP 增長在以健康的方式減緩

鉴于通脹上涨压力，印度政策面临激烈挑戰

尽管國內需求有所減弱，印度依然是亚洲最高通脹率的地區之一

BBVA 2011 中國房地產展望：健康的趨勢及短期風險

我們的上一份報告指出中國房地产价格增速健康放緩

经济分析

Richard Li
richard.li@bbva.com.hk

市场

對歐洲債務危機蔓延到意大利市場的焦慮引發了週一和週二的拋售行為。稍後，在中國強勁 GDP 和伯南克發言的影響下，市場得到平復，不過大多數股票指數在一周結束後仍是紅色的。有趣的是，亞洲外匯市場并沒有受到太多來自歐洲方面的影響，一周結束的時候沒有太大變化。周末，大部分投資者把注意力轉移到歐洲銀行壓力測試結果以及今天晚些時候進行的意大利財政預算辯論上。

G3 外匯市場沒有明晰的避風港，讓新兴市場更具吸引力

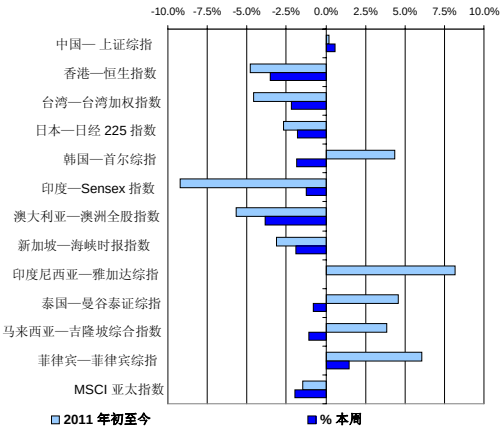
我們認為，領先的全球儲備貨幣，如歐元，美元，英鎊和日元都處于一定弱勢，有助于減少亞洲及其他新興外匯市場在新一輪對抗風險過程中的拋售壓力。在歐洲，市場越來越擔心債務危機會蔓延到意大利。對意大利問題的關注可能起源于一個月前從穆迪（及其后标准普尔）对其信用評級的負面调整。鑒于意大利的經濟規模，低迷的經濟增長以及公共債務總額达到 GDP 的 120%，投資者對意大利是否可以承擔債務以及歐盟是否有額外資源帮助意大利渡过債務危機存在疑問。鑒于對政府債券的持有以及對大規模融資的依賴，市場對意大利銀行的脆弱性產生了疑問。意大利政府計劃 3 年內削減 400 億歐元財政赤字。這個計劃將在今天由議會討論。

在一个典型的规避风险的环境中，美元通常提供了一个避风港。但是这一次，美元看起来也并不安全，由于在 8 月 2 号以前国会或许不能通过巩固财政以及上调债务上限的计划，所以美国面临被穆迪以及标准普尔降级的风险。 此外，市场对于伯南克表示可能会推出第三轮量化宽松措施(QE3)感到惊讶，如果美联储推出一个新的资产购买计划，美元可能会贬值。相对来说，货币市场避风港的消失以及欧洲市场的波动，增强了经济相对稳健的亚洲外汇市场的吸引力。

中國 GDP 顯示亞洲市場仍具弹性

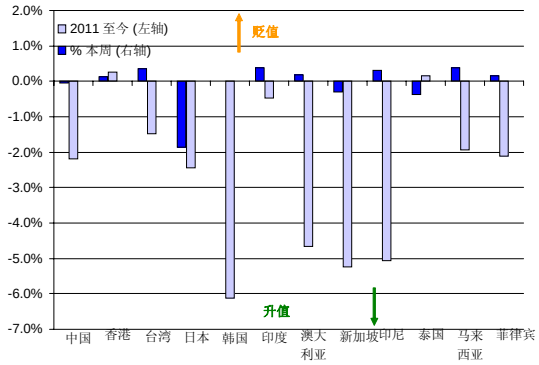
盡管歐洲和美國在上述風險因素的影響下愁眉不展，中國第二季度 GDP 及其他 6 月相關數據顯示，亞洲經濟依然具有弹性(参见要闻)。該地區最大經濟體持續穩定的增長將在全球經濟疲軟的情況下對周邊經濟體提供緩沖。由于該地區增長動力很強，投資收益的優勢有利于資金流入，亞洲外匯市場在全球外匯市場起伏不定的情況下顯示出了超乎尋常的穩定性。例如，一個月來美國對韓幣以及美國對印尼貨幣的歷史波動（該地區β較高的兩種貨幣）在過去兩周幾乎沒有變化，分別保持在 6.8 和 3.4。這個數據相對於 2010 年 5 月希臘向 IMF 尋求救助的時候達到過去的最高點 27.6 和 13.8 來說顯得有些奇特。

图 3
股票市場



来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 4
外匯市場



来源：彭博以及 BBVA 研究部

要闻

中國第二季度 GDP 的強勁增長緩解了對硬着陆的担忧

按照計劃，過去的一周發布了一系列重要的中國經濟指標，包括第二季度 GDP，6 月的通脹，信貸增長，以及其他高頻率出現的數據。市場對這些數據很有興趣，因為對於經濟過熱的擔心已經轉變成對緊縮政策控制通脹導致硬著陸的擔心。在這方面，這些數據帶來了好消息，經濟增長勢頭逐漸放緩，我們期望經濟會在 2011 年軟著陸。我們預計 GDP 的增長從第一季度的 9.7%放緩到 9.5%，不過高於市场调查结果（9.3%）。 6 月份的其他經濟指標也反映出強勁的增長勢頭，包括零售行業，城鎮固定資產投資以及工業製造等指標都有上升。不過，上升的價格仍是一個關注的重點，6 月的通脹水平考慮到較高的食品價格（尤其是豬肉）所以高於預期，达到 6.4%同比。儘管較高的通脹比我們預測年均 5%的通脹帶來更多的風險，不過我們堅持我们的增長預期，2011 年 9.4%，2012 年 9.1%。鉴于當局會採取更加謹慎的緊縮政策，我們預計還會有一次加息，以及存款準備金率還會在下半年上調 50 個基點。

鉴于通脹上涨压力，印度政策面临激烈挑戰

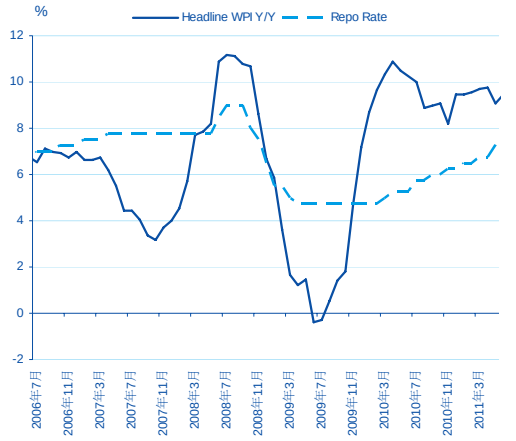
即使內需放緩以及投資活動依然低迷，由於印度當局的通脹缺口更高（图 5），政策制定變得更加複雜。過去一周公佈的數據顯示， 批發物價指數漲幅 6 月達到 9.4%（5 月 9.1%），工業生產（IP)增長從 4 月份的 7.1%降低到 5 月份的 16 個月來最低的 6.7%（都在三個月移動平均的基礎上減去每個月的波動）。通脹的回升部分歸於上個月提高燃油價格的政策，不過主要還是由於製造品持續的價格上漲帶來的壓力。同時，工業生產數據的放緩和減弱的投資活動以及由於通脹預期而導致消費者推遲購買所引起的消費支出減少保持一致。政策推遲，高商品價格以及利息成本上升讓印度的投資週期在過去三個季度中放緩，這是衡量經濟增長勢頭的一個關鍵因素。從中國目前的情況來看應該會軟著陸，和我們 2011 年全年增長預期 8.1%，平均通脹 9.0%是一致的。通常在一個意义重大的緊縮政策之後当局將會採取等待和觀望的態度，我们预计印度央行會在 7 月 26 日舉行的下一次政策會議上加息 25 個基點之後結束其緊縮週期。

BBVA 2011 中國房地產展望：健康的趨勢及短期風險

我們第三份和中信銀行一起準備並在上週發布的年度中國房地產展望，更新了最近的發展，政策以及中國居民住房市場。投資房地產市場已經是推動經濟增長的一個主要動力，鉴于中國對全球經濟作出的巨大貢獻，投資房地產市場也對全球經濟展望起著重要的作用。因此中國房地產市场引起了廣泛的關注，特別是關注房價的快速增長以及過熱的風險。在我們的報告中，我們發現，中國房地產價格的增速(图 6)在過去幾年政府的降溫措施影響下有所放緩，這些降溫措施包括控制流動性，收緊信貸，以及加強宏觀審慎的措施。鉴于預測方法的改進以及實際價格增長的放緩，我們預測目前價格相對基本面高估的程度和過去幾年相比已經縮小 。還有，最近幾年由於對中國中期GDP增長強勁的預期，中國價格的上漲相對於全球其他地方的泡沫（美國、西班牙以及日本）來說並不那麼讓人擔心。不過，一些大城市某些行業的過高估值顯得越來越嚴重。如果任其發展，未來的價格增長可能會引起泡沫，政府早期一些預防泡沫的努力就會白費。中期來看，鉴于中國快速的收入增長和城市化發展，我們堅持對房地產價格較為正面的預期。我們的報告也強調了政府希望提供經濟適用房的宏圖大志以及可以從其他國家學到的宝贵经验。

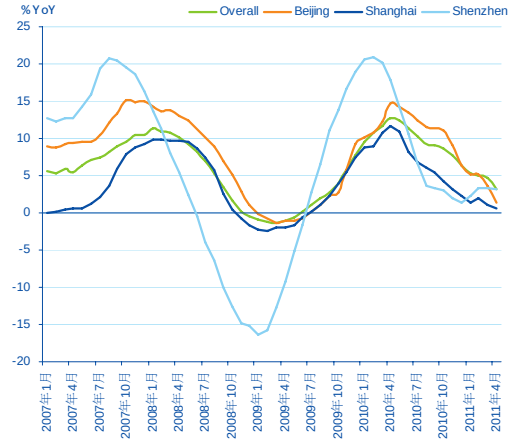
Home →
Markets →
Calendar →
Markets Data →
Charts →

图 5
印度整体通脹水平持續高涨



来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 6
中國房地產市場價格增長放緩



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
新汽车销售同比	7 月 18 日	6 月	-14.50%	- -
进口价格指数季度环比	7 月 22 日	第二季度	1.40%	-1.10%
出口价格指数季度环比	7 月 22 日	第二季度	5.20%	4.50%
中国	**数据**	**日期**	**前期**	**市场预期**
汇丰中国制造业 PMI	7 月 21 日	7 月	50.1	- -
香港	**数据**	**日期**	**前期**	**市场预期**
失业率经季节调整	7 月 19 日	6 月	3.50%	3.50%
复合利率	7 月 19 日	6 月	0.26%	- -
CPI 通胀同比	7 月 21 日	6 月	5.20%	5.40%
日本	**数据**	**日期**	**前期**	**市场预期**
便利商店销售额同比	7 月 20 日	6 月	5.70%	- -
调整过的贸易差额	7 月 21 日	6 月	-¥474.6B	-¥250.4B
出口额同比	7 月 21 日	6 月	-10.3	-4.2
进口额同比	7 月 21 日	6 月	12.3	11
所有产业活动指数月度环比	7 月 21 日	5 月	1.50%	1.80%
超级市场销售额同比	7 月 22 日	6 月	-1.40%	- -
马来西亚	**数据**	**日期**	**前期**	**市场预期**
CPI 通胀同比	7 月 20 日	6 月	3.30%	3.60%
菲律宾	**数据**	**日期**	**前期**	**市场预期**
国际收支差额	7 月 19 日	6 月	$217M	- -
财政预算赤字	7 月 21-25 日	6 月	-9.6B	- -
新加坡	**数据**	**日期**	**前期**	**市场预期**
电子出口同比	7 月 18 日	6 月	-15.20%	- -
非石油国内出口额同比	7 月 18 日	6 月	7.80%	4.10%
台湾	**数据**	**日期**	**前期**	**市场预期**
出口额同比	7 月 20 日	6 月	11.53%	- -
失业率经季节调整	7 月 22 日	6 月	4.41%	- -
泰国	**数据**	**日期**	**前期**	**市场预期**
总汽车销售额	7 月 18-22 日	6 月	55851	- -
出口同比	7 月 20-25 日	6 月	17.60%	10.00%
进口同比	7 月 20-25 日	6 月	33.80%	24.20%
贸易差额	7 月 20-25 日	6 月	$278M	- -

下周关注：日本 6 月出口增長(7 月 21 日)

预测：-4.2% y/y	市场调查：-4.9% y/y	前期：-10.3% y/y

评论: 日本的活動指標顯示經濟復蘇的跡象，由於生產供應鏈在 3 月 11 日地震之後恢復，所以復蘇在某些程度上比預期更快。汽車行業設施的恢復以及雇佣工人返还能力都已經達到正常水平。出口和工業生產似乎在 4 月已經走出低谷，一個新的恢復階段已在 5 月開始，預計 6 月會持續進行。不過，前景在外圍環境的動盪，電力短缺，沉重的公共債務負擔等因素的影響下仍然不明朗。市场影响：一個低於預期的產量可能會加重对下半年經濟增長前景的擔憂。

日历事件

澳大利亚 – 澳联储 7 月董事会议备忘录， 7 月 19 日

Home
Markets
Highlights
Markets Data
Charts

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	2813.8	0.6	0.2	16.1
	香港--恒生指数	21927.7	-3.5	-4.8	8.3
	台湾--台湾加权指数	8560.6	-2.2	-4.6	11.1
	日本--日经225指数	9955.6	-1.8	-2.7	2.8
	韩国--首尔综指	2139.2	-1.9	4.3	22.2
	印度--Sensex 指数	18618.2	-1.3	-9.2	4.0
	澳大利亚--澳洲全股指数	4473.4	-3.9	-5.7	0.7
	新加坡--海峡时报指数	3089.8	-2.0	-3.1	5.0
	印度尼西亚--雅加达综指	4007.2	0.1	8.2	34.4
	泰国--曼谷泰证综指	1079.9	-0.8	4.6	31.5
	马来西亚--吉隆坡综合指数	1577.2	-1.1	3.8	18.2
	菲律宾--菲律宾综指	4453.6	1.4	6.0	28.4

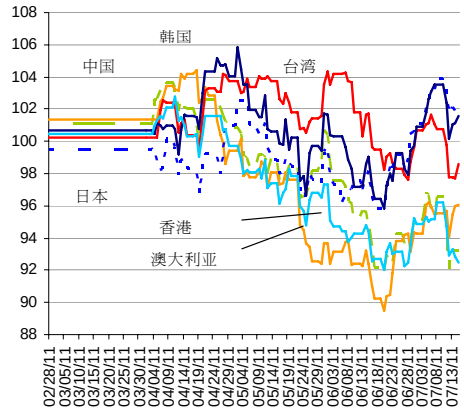
最后更新：星期四， 11.15 香港时间

	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）	6.46	0.04	6.45	6.39
	香港（港币/美元）	7.79	-0.13	7.8	8
	台湾（台币/美元）	28.9	-0.35	28.74	28.26
	日本（日元/美元）	79.2	1.88	79.1	78.8
	韩国（韩元/美元）	1057	-0.01	1063.55	1075.11
	印度（卢比/美元）	44.5	-0.16	45.0	47
	澳大利亚（美元/澳元）	1.07	-0.20	1	n.a.
	新加坡（新元/美元）	1.22	0.30	1.22	1.2
	印度尼西亚（印尼盾/美元）	8540	-0.30	8597	8860
	泰国（泰铢/美元）	30.1	0.37	30.28	30.8
	马来西亚（林吉特/美元）	3.00	-0.39	3.0	3
	菲律宾（菲律宾比索/美元）	42.9	-0.15	43.06	43.35

最后更新：星期四， 11.15 香港时间

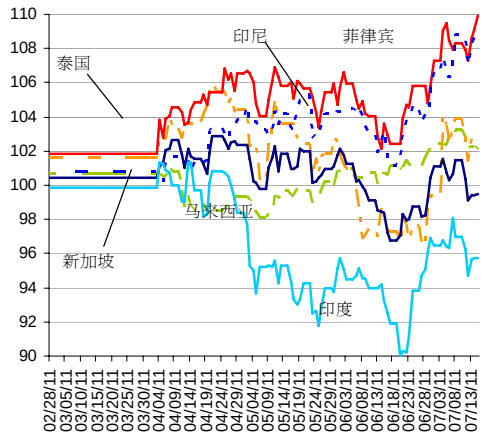
亚洲图表

图 7
股票市場



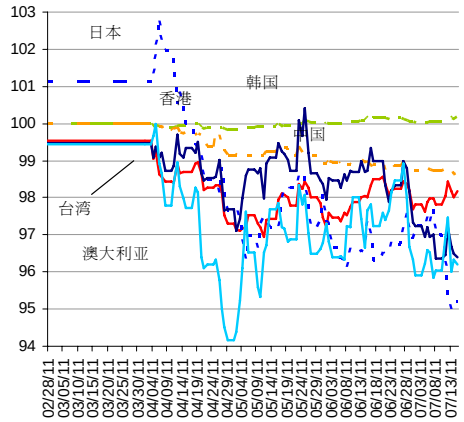
来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 8
股票市場



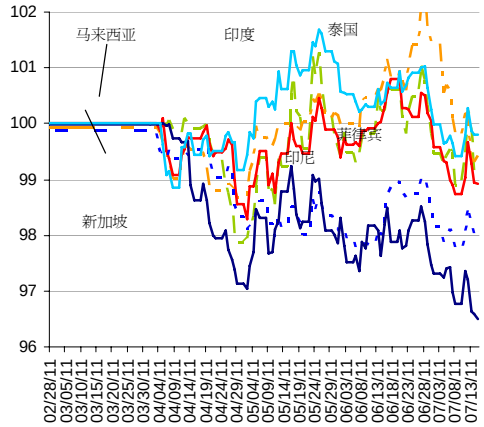
来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 9
外匯市場



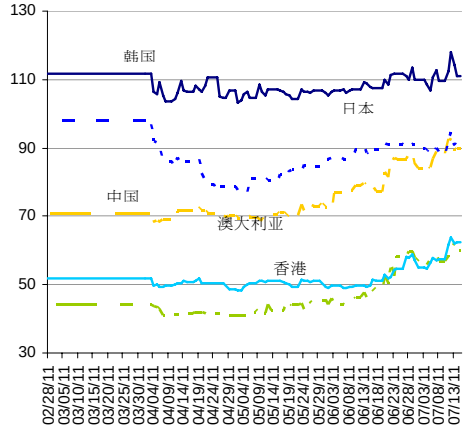
来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 10
外匯市場



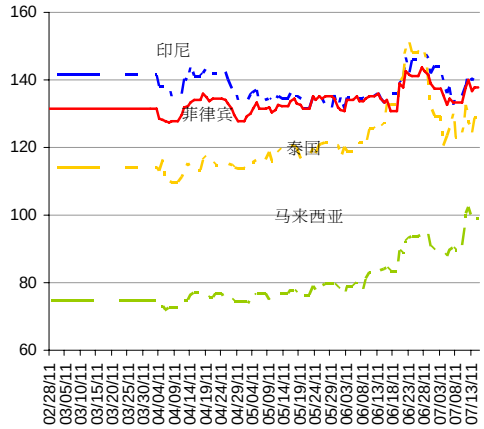
来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 11
信用违约掉期



来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 12
信用违约掉期



来源：彭博以及 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 / 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