

每周观察

亚洲

亚洲市场随全球疲势下挫

2011 年 9 月 23 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

Zhigang Li
zhigang.li@bbva.com.hk

Sumedh Deorukhkar
sumedh.deorukhkar@grupobbva.com

Jeffrey Cantwell
jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

George Xu
george.xu@bbva.com.hk

市场

FX Strategy
Richard Li
richard.li@bbva.com.hk

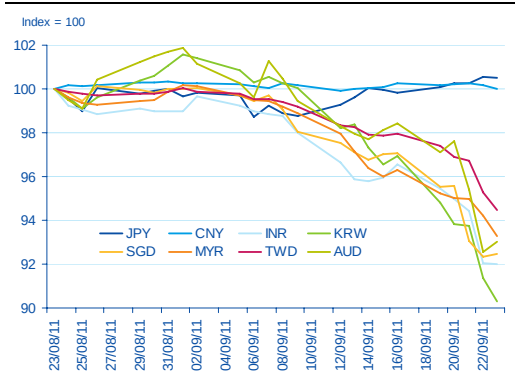
Economic analysis
Jeffrey Cantwell
jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

全球经济震荡导致市场普遍遭遇投资者抛售（详见要闻）。特别是，欧洲债务和银行业危机深化，加之对美国经济增长前景的担忧，导致市场风险厌恶情绪升高，跟新兴市场的情况一样，各地投资者纷纷抛售高风险资产。亚洲货币遭受严重打击（图 1），部分国家货币甚至跌至 10 个月的低点（鉴于日元避险天堂的特性和人民币资本账的严格管制，这二种货币未出现大幅贬值）。此外，市场对全球经济状况恶化对亚洲经济增长前景的影响越发忧虑。我们已相应的下调对亚洲各国家和地区的增长预测（要闻；查阅最新的修正），鉴于目前为止经济指标的良好表现和区域内强劲的基本面（足以使亚洲应对外部环境的恶化），我们现阶段只进行了小幅下调。的确，现在亚洲各地股指的下跌幅度远没有拉丁美洲和欧洲股市那么显著（图 2）。

新加坡通胀超预期；日本、台湾贸易数据疲弱

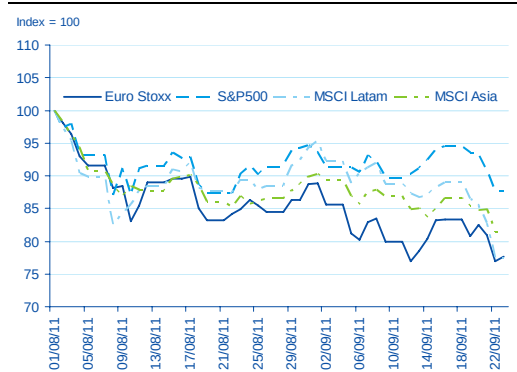
继一连串加息举措抑制通胀之后，鉴于目前全球环境的不确定性，我们预计多数亚洲国家央行年内会暂停加息步伐。多地区通胀开始出现放缓迹象，如马来西亚通胀连续第三个月趋缓（同比上升 3.3%；上个月则为 3.4%），香港通胀也因基数效应影响而有所下滑（同比上升 5.7%；上月为 7.8%）。均与预期大致相符（图 2）。另一方面，由于食品和租赁成本上涨，新加坡通胀意外上升至同比 5.7%（前期：5.4%；市场调查：5.2%）。我们预计，这将使得新加坡金融管理局更加难以在十月中旬的货币政策会议上通过放慢货币升值步伐以放宽货币政策。由于全球增长放缓或已影响到区域内的出口表现，日本出口（同比增长 2.8%；市场调查：8.0%）和台湾出口订单（同比增长 5.26%；市场调查：6.95%）均低于预期。下周中国将发布 9 月份 PMI 指数（详见下周关注），继本周令人失望的中国制造业 PMI 预览指数公布后，该数据将受到密切关注；此外，日本、韩国、新加坡和越南将公布各自的工业产值数据。

图 1
亚洲货币大幅贬值



来源：彭博和 BBVA 研究部

图 2
证券市场走低



来源：彭博和 BBVA 研究部

要闻

人民币国际化最新进展

人民币业务蒸蒸日上，但进一步国际化进程仍然面临挑战

全球增长预期下调促使我们调整亚洲增长预测

目前我们对 2011 和 2012 年亚洲各国家和地区的增长预测小幅下调

Markets →

Highlights →

Calendar →

Markets Data →

Charts →

经济分析

Jeffrey Cantwell
jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

外汇策略

Richard Li
richard.li@bbva.com.hk

市场

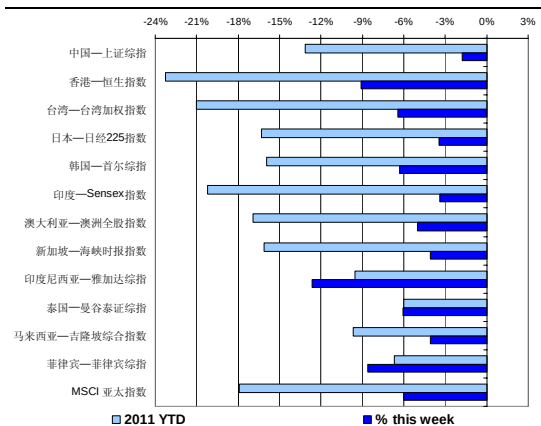
市场未受到美联储议息会议最新政策的太大影响

全球投资者继续关注全球经济增长前景的风险、欧债危机和各国决策者及时解决这些问题的能力。本周初联邦公开市场操作委员会（FOMC）在为期两天的会议后宣布计划通过“扭曲操作”延长美联储债券组合的平均到期期限，将出售 4000 亿美元 3 年期及 3 年以下到期的证券并用其出售证券所得购买剩余期限为 6 至 30 年的中长期国债。市场似乎早就预料到了美联储此举并在会前就对此进行了充分消化，而对委员会对经济前景的悲观预期反应强烈。加之穆迪下调了三家美国银行的信用评级，汇丰中国制造业 PMI 预览指数表现平平，希腊与三驾马车（欧盟、欧洲央行和国际货币基金组织）谈判的持续不确定性，以及欧洲 PMI 指数的失望表现，使得市场风险情绪上升。美元指数攀升至 7 个月的高点，商品价格指数跌至今年最低点，且 30 年期的美国国债收益率也因风险厌恶情绪上升而跌至 3% 以下。亚洲股市本周普遍下挫，恒生指数周四单日跌幅就接近 5%。MSCI 亚太指数周四达到 113.52，是自 2010 年 7 月 7 日以来的最低点。由于投资者认为当前市场风险高于收益，亚洲各国主权、高级别和高收益债券利差普遍扩大。

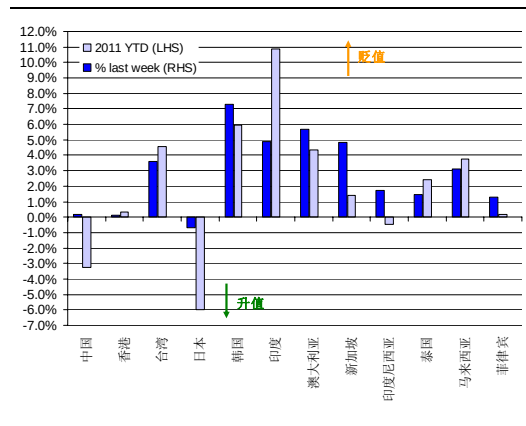
亚洲货币跌至 10 个月的低点

亚洲货币创下新低，基准指数在不到两周的时间里下挫近 4.0%。韩元兑美元贬值 5.8%，跌幅最大，其次是新加坡币（贬值 4.5%）和印度卢比（贬值 4.7%）。韩国、印尼等国央行已经对此进行了干预，以减少汇率的波动。回顾过去，在 8 月份，亚洲货币还能面对投资者风险情绪的上升和证券抛售保持强势（部分其他新兴市场货币也呈这种趋势），但 9 月份的表现就开始有所趋弱。我们认为，有 3 个因素可以对此做出解释。首先，整个夏季全球增长和欧洲局势都没有出现转机，且市场已开始下调对风险资产年底反弹的预期；鉴于亚洲资产的表现整体优于其他地区，对基金经理们而言，获利抛售明显是个不错的选择。其次，随着风险情绪的继续恶化，尽管美国面临财政困境且美联储可能实施新一轮量化宽松政策，全球外汇投资者仍旧纷纷做多美元。美元指数自 9 月 1 日以来上升了 5.4%；最新的美国商品期货交易委员会报告显示投资者持有较多的美元净多头头寸。最后，亚洲各地央行的注意力已从抑制通胀转移到了经济增长上，且示意政策态势会更趋于中性。亚洲收益率曲线趋于平缓，减少了亚洲货币的收益优势。同时，市场还认为，由于亚洲各国当局更偏好于货币走弱，如果出现需求减慢且通胀放缓。

我们的基准预测仍然认为发达国家应能够避免陷入衰退且欧洲也能够最终解决当前的困难。此外，我们认为亚洲经济体宏观基本面强劲，多数国家都做好了充分的准备应对全球经济增长的放缓。

图 3
证券市场

来源：彭博和 BBVA 研究部

图 4
外汇市场

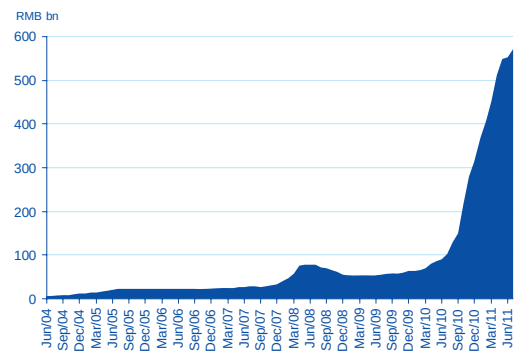
来源：彭博和 BBVA 研究部

要闻

人民币国际化最新进展

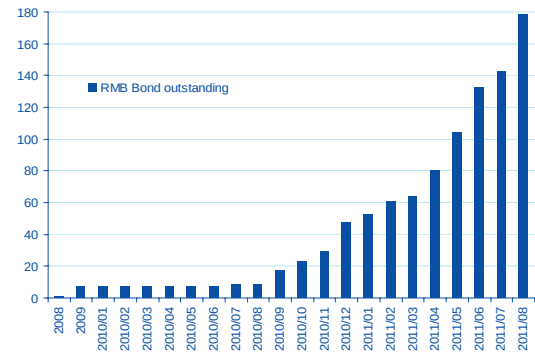
人民币国际化带来的新业务机会使国际银行业获益良多，特别是作为人民币业务主要金融中心的香港更是如此。根据香港金融管理局最新的统计数据，自年初以来香港离岸人民币存款已增长了82%（从3150亿元累积至7月底的5720亿元人民币）。同时，2011年上半年通过香港银行进行的跨境人民币贸易结算金额达8000亿元人民币，比去年全年录得的3700亿元高出两倍有余，占到了全球与中国进行跨境人民币贸易结算总额的约85%。离岸人民币债券市场（“点心”债市场）的发展也标志着更多拓展相关业务的机会，由于发行量的增加，离岸人民币债券市场的发行存量截至8月份已经从年初的480亿元大幅增长到了1780亿元。正如我们在前几期一周要闻中所提到的，中国当局近期宣布的一系列加快人民币国际化进程的措施加速了人民币的国际化。这些措施预计将于年内生效，包括：1）将跨境贸易人民币结算境内地域范围扩大至全国（此前只有20个省市和自治区）；2）允许使用离岸人民币在中国进行外商直接投资；3）引入“迷你QFII”（RQFII）项目，允许投资者将离岸人民币投资到境内债券和股票市场（初步阶段限额相对较小，为200亿元人民币）。

图5
香港离岸人民币存款增加...



来源: BBVA 研究部 和 彭博

图6
...人民币债券的发行量增加



来源: BBVA 研究部 和 彭博

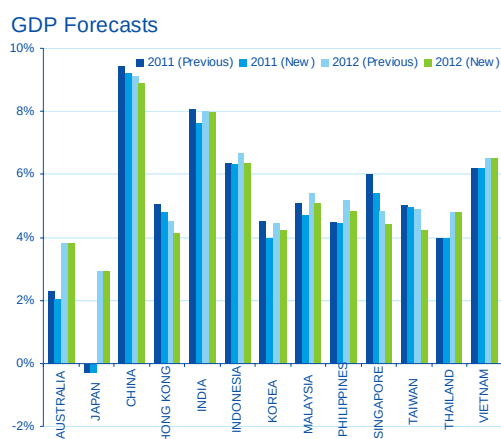
尽管人民币业务不断增长以及近期的政策提议，人民币国际化进程仍然面临着许多挑战。首先，跨境人民币贸易结算仍主要以中国进口商使用人民币而非美元支付结算居多。略显讽刺的是，这加剧了官方外汇储备的压力，与人民币国际化的初衷相悖。其次，投资渠道的有限仍然是离岸人民币市场发展壮大的障碍。因此，人民币存款的增长可能主要是因为人民币升值预期而非出于经济或投资用途的考虑。所以，若市场对人民币升值预期有所放缓，就会导致离岸人民币存款金额增速的放缓，甚至下滑。最后，一种货币的完全国际化进程，要求该货币成为完全可自由兑换的货币，以及一个开放的资本账户。然而，鉴于当局不愿过快的开放资本市场，更倾向于逐步开放，人民币国际化还需要时间。也就是说，近期的迹象表明人民币的国际化进程可能会进行得比预想的要快。例如，虽然还没有官方公布的时间表，有报道却指出官方透露最早可于2015年实现资本账户的完全可兑换性和汇率的灵活性。

全球增长预期下调促使我们调整亚洲增长预测

我们的全球经济小组下调了对美国和欧洲 2011 及 2012 年经济增长的预测（美国分别下调到了 1.6% 和 2.3%；欧洲分别下调至 1.7% 和 1.0%）。此次修正主要因为上半年经济增长未达到预期，且欧洲主权债务和银行业危机有所加剧。而且，随着这些问题的深化，下行风险加剧。

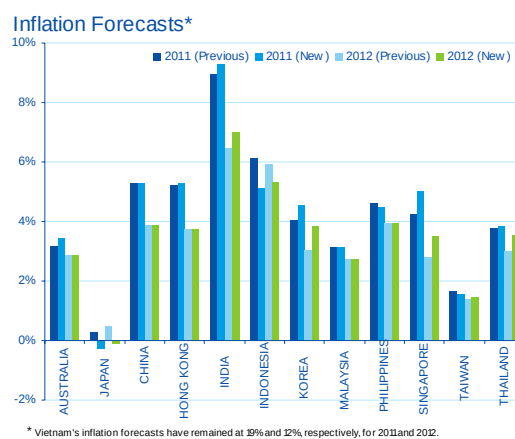
正如我们此前所讨论过的，亚洲地区整体上能够应对全球增长的下滑和金融市场的波动。然而，鉴于该地区经济体对出口的依赖性和金融市场的开放程度，其也无法全身而退。要在基准预测中考虑到全球增长放缓对亚洲地区的潜在影响，我们将亚洲新兴市场 2011 和 2012 年的经济增长预测下调到至 7.6%，分别调低了 0.3 和 0.2 个百分点。其中，对中国 2011 和 2012 年的经济增长预测分别下调到至 9.2% 和 8.9%（均调低了 0.2 个百分点）。我们下调幅度最大的还是亚洲区域内较小且更依赖于出口的经济体。同时，鉴于 2011 年前三季度通胀水平超出预期，我们相应的对通胀预测进行了小幅上调。

图 7
增长预测小幅下调



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图 8
通胀高于预期，对多数经济体的通胀预测上调



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

近期亚洲的经济指标表现良好。然而，虽然此前我们预计经济增长会在今年下半年有所反弹，但随着全球经济增长的疲弱，这似乎也不太可能。尽管如此，根据我们的基准预测，亚洲经济仍将在中国和印度经济增长及强劲内需的推动下保持增长的韧性。此外，亚洲经济体还有通过政策刺激应对外需下滑影响的余地。的确，由于亚洲多国央行年内似乎都不太可能再加息，我们已经下调了相应的基准利率预测。此外，如有需要，亚洲国家还有财政刺激的空间。

然而，经济增长的下行风险显著上升。以上修正主要反映了贸易渠道需求的疲弱。如果海外的金融业的压力持续，其蔓延趋势会导致我们在未来一段时期内对经济增长预测进行更进一步且更为显著的向下修正。

Home →

Markets →

Calendar →

Markets Data →

Charts →

经济日历

中国	数据	日期	前期	市场预期
年初至今的产业利润 同比	9月27日	8月	28.3%	--
HSBC 制造业 PMI	9月30日	9月	49.9	--
制造业 PMI	10月1日	9月	50.9	--
香港	数据	日期	前期	市场预期
出口额 同比	9月27日	8月	9.3%	8.2%
进口额 同比	9月27日	8月	10.2%	10.0%
日本	数据	日期	前期	市场预期
企业服务价格指数 同比	9月27日	8月	-0.5%	-0.4%
零售销售 按月环比 经季节性调整	9月29日	8月	-0.3%	0.2%
总家庭支出同比	9月30日	8月	-2.1%	-2.8%
失业率	9月30日	8月	4.7%	4.7%
CPI 同比	9月30日	8月	0.2%	0.1%
CPI 除新鲜食物 同比	9月30日	8月	0.1%	0.1%
工业产值 按月环比	9月30日	8月 P	0.4%	1.5%
车辆生产同比	9月30日	8月	-8.9%	--
建筑订单 同比	9月30日	8月	5.7%	--
房屋开工率同比	9月30日	8月	21.2%	4.5%
菲律宾	数据	日期	前期	市场预期
总进口 同比	9月27日	7月	6.6%	--
新加坡	数据	日期	前期	市场预期
工业产值 按月环比 经季节性调整	9月26日	8月	0.3%	-4.5%
银行贷款及垫款 同比	9月30日	8月	27.8%	--
韩国	数据	日期	前期	市场预期
工业产值 按月环比	9月30日	8月	-0.4%	--
泰国	数据	日期	前期	市场预期
出口额 同比	9月30日	8月	36.4%	--
进口额 同比	9月30日	8月	13.1%	--
越南	数据	日期	前期	市场预期
CPI 同比	6月26-30日	9月	23.0%	--
今年迄今为止的 GDP 不变价格 同比	6月26-30日	3季度	5.6%	--
今年迄今为止的出口同比	6月26-30日	9月	33.7%	--
今年迄今为止的进口同比	6月26-30日	9月	25.4%	--
今年迄今为止的零售销售额同比	6月26-30日	9月	22.2%	--
今年迄今为止的工业产值同比	6月26-30日	9月	5.8%	--

下周关注：中国 9 月份 PMI（10 月 1 日）

预测：51.6

市场调查：暂无

前期：50.9

评论：到目前为止中国经济增长指标表现良好，符合我们的软着陆预期。然而，随着全球需求下行风险加剧，市场将关注未来几个月的PMI指数，以寻找经济增长显著下滑的迹象。9月份私部门PMI指数预览值（Markit）表明制造业信心有些许下滑。尽管如此，近期经济增长数据继续表现强劲，我们预计9月官方PMI指数会较上月有所上升，但这主要是由季节因素所致（尽管统计部门会努力剔除季节性因素影响）。市场影响：该数据低于预期，特别是环比下滑或结果低于50，将打击市场对经济增长前景的信心。

日历事件

台湾 – 基准利率, 9月29日

我们预期台湾央行将维持基准利率不变。

现时	市场调查
1.875%	1.875%

Home



Markets



Highlights



Markets Data



Charts



亚洲市场数据

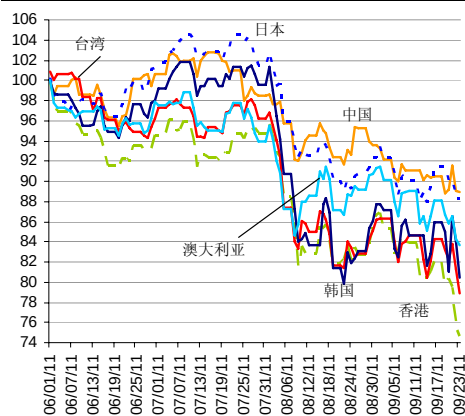
股市	指数	上期价格	% 周变化率	今年迄今为 % 一年内变	
				止变化率	化率
	中国 -- 上证综指	2438.9	-1.7	-13.1	-5.9
	香港 -- 恒生指数	17677.0	-9.1	-23.3	-19.8
	台湾 -- 台湾加权指数	7089.5	-6.4	-21.0	-13.6
	日本 -- 日经225指数	8560.3	-3.4	-16.3	-10.5
	韩国 -- 首尔综指	1723.0	-6.4	-16.0	-6.0
	印度 -- Sensex指数	16361.2	-3.4	-20.2	-17.6
	澳大利亚 -- 澳洲全股指数	3941.2	-5.0	-16.9	-14.9
	新加坡 -- 海峡时报指数	2675.9	-4.1	-16.1	-13.2
	印度尼西亚 -- 雅加达综指	3348.3	-12.7	-9.6	0.3
	泰国 -- 曼谷泰证综指	972.3	-5.9	-5.9	2.7
	马来西亚 -- 吉隆坡综合指数	1372.8	-4.1	-9.6	-5.9
	菲律宾 -- 菲律宾综指	3920.4	-8.6	-6.7	-3.6

最后更新：星期五， 11.45 香港时间

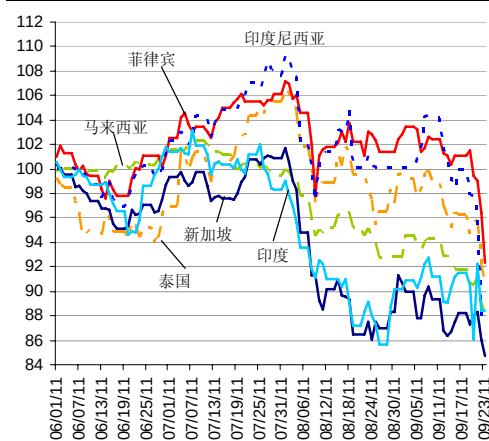
外汇市场	货币	即期汇率	% 一周变化率	3 个月远期	12 个月远期
	中国（人民币/美元）	6.39	-0.15	6.44	6.45
	香港（港币/美元）	7.80	-0.09	7.79	7.77
	台湾（台币/美元）	30.6	-3.45	30.55	30.14
	日本（日元/美元）	76.3	0.67	76.18	75.78
	韩国（韩元/美元）	1193	-6.80	1198	1198
	印度（卢比/美元）	49.6	-4.07	50.42	51.55
	澳大利亚（美元/澳元）	0.98	-5.40	1.03	n.a.
	新加坡（新元/美元）	1.30	-4.61	1.30	1.30
	印度尼西亚（印尼盾/美元）	8953	-1.68	9400	9711
	泰国（泰铢/美元）	30.8	-1.40	31.00	31.45
	马来西亚（林吉特/美元）	3.18	-3.04	3.20	3.23
	菲律宾（菲律宾比索/美元）	43.9	-1.26	44.08	44.25

最后更新：星期五， 11.45 香港时间

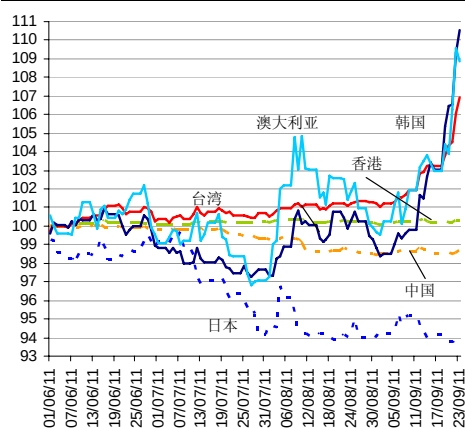
亚洲图表

图 9
股票市场

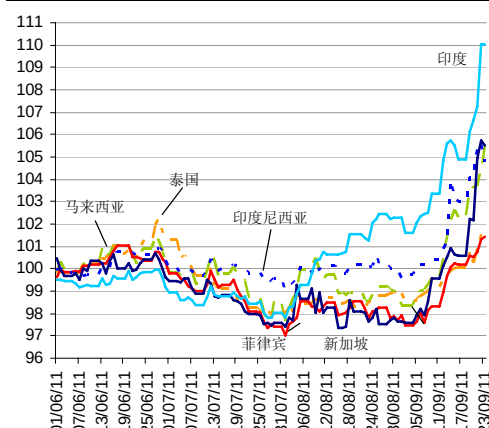
来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 10
股票市场

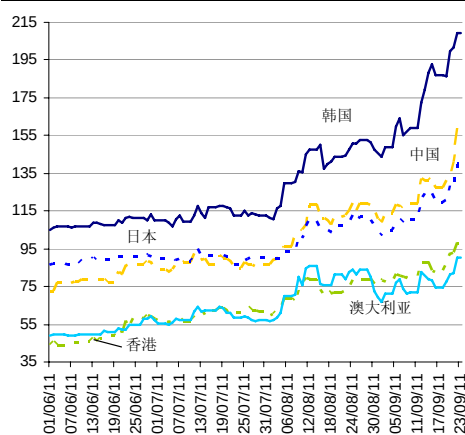
来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 11
外汇市场

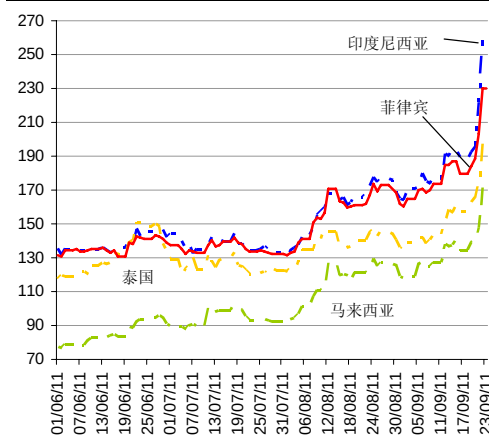
来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 12
外汇市场

来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 13
信用违约掉期

来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 14
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