

每周观察

亚洲

2011年9月30日
经济分析

亚洲

Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Mario Nevaes
mario.nevaes@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

亚洲经济的增长势头将维持多久？

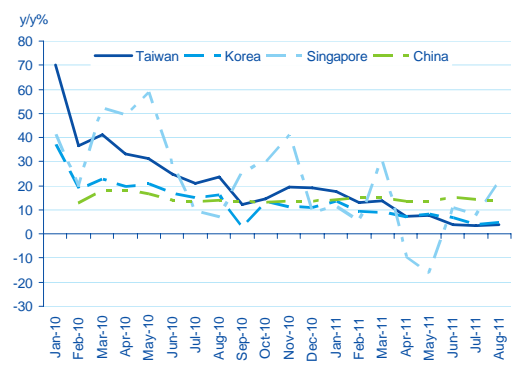
亚洲区域内市场继续因美国增长前景和欧债危机解决方案所导致的全球市场情绪波动而饱受打击。股市冀望于扩大欧洲金融稳定机构（EFSF）职能和规模的议案获得通过而在本周收官阶段上扬，但仍因对经济增长的忧虑犹存而回落（详见市场）。恒生指数以大幅下挫报收，可能与美国司法部门介入部分中国海外上市公司财务违规调查的报道有关，加之对区域经济增长前景的担忧。关于后者，今天公布的9月汇丰中国制造业PMI指数结果并未像此前市场所担心的那么糟糕，显示出了中国经济的增长韧性（该指标发布于中国官方PMI指数公布之前；详见上期的下周关注）。尽管如此，区域内经济体的增速正在放缓，日韩两国工业产值增长趋缓，香港和泰国的出口也有所下滑（详见下文）。

工业产值和出口显露疲弱迹象

日本、韩国今日公布了工业产值数据，结果令人失望（日本：8月份按月环比增长0.8%；市场调查：1.5%）（图2与要闻）（韩国：按月环比下滑1.9%；市场调查：下滑0.3%），但新加坡本周初公布的结果比预想的要好，按月环比增长3.9%（市场调查：下滑4.5%）。同时，香港出口增速出现放缓，8月份出口同比增长6.8%，低于市场预期的7.5%，泰国的情况也与此类似。

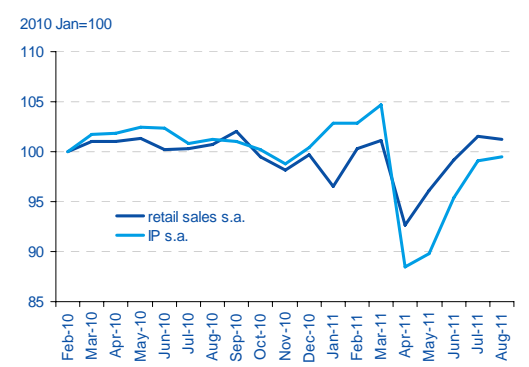
下周，澳大利亚和日本将举行货币政策会议，预期基准利率不会有所调整。韩国将公布亚洲9月份第一个贸易数据（详见下周关注）。同时，韩国、印尼、台湾、泰国和菲律宾还将公布9月份的通胀数据（详见经济日历）。

图1
亚洲各经济体工业产值增长疲弱



来源: 彭博和BBVA研究部

图2
日本经济复苏面临风险



来源: 彭博和BBVA研究部

要闻

人民币离岸市场汇价异常波动

尽管离岸人民币汇率大幅贬值，但整体上应会延续逐步升值的趋势

日本设立重建预算应对外部风险，推动经济复苏

尽管需求出现下滑迹象，重建支出应能支撑经济复苏

越南的通胀有所趋缓，但在略显矛盾的政策信号下仍旧维持在高位

当局竭力维持宏观经济稳定性，通胀终现放缓迹象

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

期待欧洲出炉危机解决方案

受欧洲可望获得援助资金消息的刺激，亚洲股市本周小幅反弹，但这可能只是上周大跌之后的短暂喘息。受到对外部需求担忧加深的影响，尽管亚洲经济基本面相对强劲，各国主权债券信用掉期违约息差却继续扩大。而亚洲国家央行纷纷表示已经意识到了全球性风险的加剧且准备好在必要时提供支持，当前市场更关心欧盟是否还会采取其他措施来稳定目前希腊的局势。这些更进一步的措施可能包括扩大欧洲金融稳定机构（EFSF）的职能和规模，提高希腊主权债券的估值扣减率和/或为欧洲银行业创建安全网。

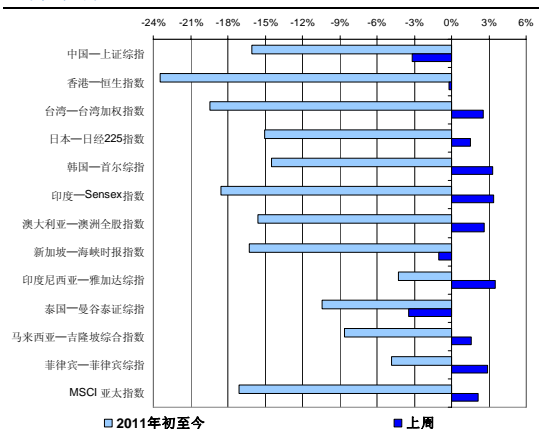
亚洲货币稳定，但央行谨慎限制汇价反弹空间

上周欧洲没有传来更多负面消息，使得亚洲货币汇价相对保持稳定，但市场情绪仍然十分脆弱。市场明显在担心全球经济会陷入衰退，这将影响到亚洲各国家和地区的出口前景并最终促使各亚洲央行下调利率。多数亚洲央行都表达了对全球经济不确定性的担忧，注意力已明显从控制通胀转移到了经济增长之上。韩国财政部长称 9 月份通胀将有所放缓，但 8 月份工业产值却按月环比下滑 1.9%，低于市场预期。泰国央行曾在 8 月份上调过利率，但近日央行官员的态度却逐渐转为中性，态度同样发生转变的还有菲律宾央行，其官员称年内央行或将不会再调整利率。印尼央行是区域内态度最为温和的央行之一，其货币政策与研究主任在一次谈话中称“还有下调基准利率的空间”且央行已准备好降息刺激经济增长。最后，台湾央行是本周最新采取中性货币政策态势的新兴经济体央行，维持政策利率在 1.875%水平不变。经济增速突然放缓的上行风险应会继续限制亚洲货币近期的向上空间。

亚洲股市暂时企稳

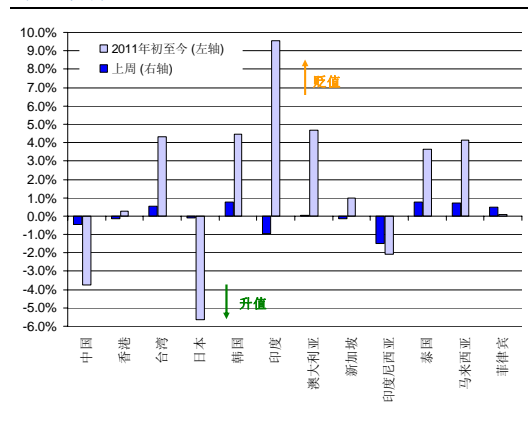
MSCI 亚洲指数前一周上涨 2.5%，鉴于对当前欧洲和全球经济形势的担忧，市场的反复表现在延续。投资者情绪仍普遍倾向于避免持续持有风险资产。这在首次公开募股的市场上表现得十分明显：投资者在对全球经济前景不确定性的忧虑下，对股市和债市的新发行产品需求下滑。债券市场承受着很大压力，在印尼和中国尤甚。中国内地房企如恒大地产和碧桂园皆因对中国银行监管者或将限制其融资渠道引起市场忧虑而价格受压。我们预计亚洲金融市场会继续面临下行风险。

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

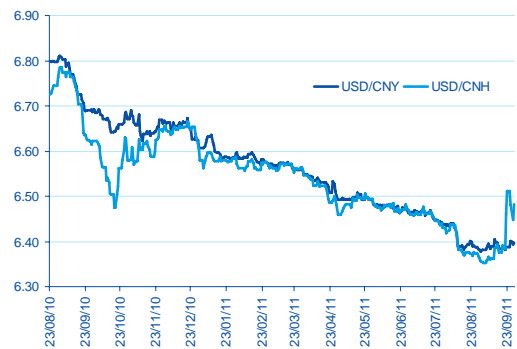
人民币离岸市场汇价异常波动

本周离岸市场人民币（CNH）兑美元大幅贬值。离岸汇率于9月23日达到5个月的高点（贬值）6.512，导致与官方在岸人民币（CNY）汇率缺口不正常扩大，是自2010年8月离岸人民币市场建立以来离岸人民币兑美元汇率首次持续低于在岸汇率。离岸无本金交割远期（NDF）市场开始针对1至12个月内的温和贬值进行定价。与此同时，由于央行官员进一步释放政策信号强调将保持人民币的升值步伐，表现在央行逆市上调在岸人民币兑美元每日中间价，但当日交易却有所脱离这一设定汇价，走势趋于区间下限方向贬值（央行允许在岸人民币兑美元汇率在其每日固定的 $\pm 0.5\%$ 的波动区间内进行交易）。

离岸人民币汇价的突然走弱或反映出基金经理正在对新兴市场的头寸平仓以满足可能的赎回需求而进行抛售。因此，离岸市场的人民币债券（“点心债券”）也像其他区域内债券市场一样遭到大幅抛售，息差扩大。由于面临抛售压力，部分投资者或开始对人民银行是否会在全球经济增长疲软、欧债问题担忧日益深化的情况下（这已导致其他亚洲国家货币兑美元出现大幅贬值）维持人民币逐步升值的步伐产生疑虑。（一个重要的技术提示是，中银香港，作为中国人民银行指定的香港唯一人民币清算银行，之前已宣布三季度人民币兑换额度已耗尽，暂停离岸人民币兑换平盘服务，这也进一步加剧了离岸人民币汇价的疲软态势）。

我们认为离岸人民币汇价的波动是暂时的。央行已经表达了将维持人民币逐步升值政策的强烈意愿。确实，仅一周之前，中国人民银行行长周小川就重申了中国不会改变其“整体政策基调”。因此，如上所述，中国人民银行自周五起大幅上调在岸人民币兑美元中间汇价。我们目前维持此前的在岸人民币汇价基准预测，即：2011年底和2012年底人民币兑美元汇率分别为6.300和6.000。同时，我们还认为离岸和在岸的人民币兑美元汇价缺口可能在10月中银香港有了新的兑换额度之后收窄。然而，市场继续猜测央行可能最终扩大每日的交易波动区间，这会导致更大幅度每日的汇率双向波动。

图5
离岸人民币（CNH）兑美元汇价异常走弱...



来源: BBVA 研究部 和彭博

图6
...导致离岸人民币相对在岸汇率折价交易



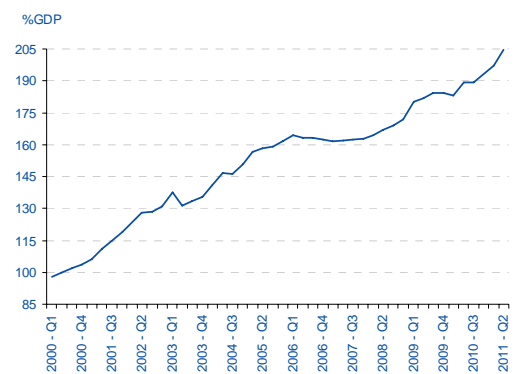
来源: BBVA 研究部 和彭博

日本设立重建预算应对外部风险，推动经济复苏

日本经济震后复苏持续，上周公布的经济指标却显示出经济增长前景面临的风险。特别是，8月份工业产值经季节因素调整后按月环比仅增长0.8%，低于预期（市场调查：1.5%）。同时，零售销售数据经季节因素调整后按月环比大幅下滑1.7%。本月初公布的数据也显示日本8月份出口增幅低于预期（同比增长了2.8%，市场调查：8.0%）。出口数据疲弱也显示出全球经济增长的放缓、欧洲债务危机和强势日元（因其避险特性而显著升值）对日本复苏前景的影响。尽管面临这些下行风险，我们仍十分乐观并认为日本经济年内将受震后重建的刺激而继续复苏。对于2011年整体而言，我们预计其GDP会同比收缩0.3%，且在2012年同比增长2.9%。

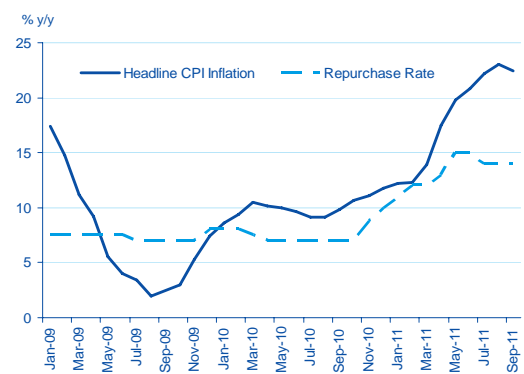
同时，上周日本政府和执政党民主党就用于震后重建的第三次补充预算案（涉及金额约 12 万亿日元，相当于 1560 亿美元）达成了一致意见。（第一次补充预算规模为 4 万亿日元，于 5 月 2 日获得通过；第二次规模为 2 万亿日元，7 月 25 日获得通过。）三次补充预算加总，政府未来 5 年内的震后重建投入将达到 18 万亿日元，约占 GDP 的 3.8%。预计第三次补充预算将于 10 月送交议会批准。为帮助筹集这些支出所需的资金，鉴于日本债务对 GDP 的比率很高，进一步发行债券的空间有限，日本决定实施临时增税计划。基于这一计划，政府将通过出售所持有的日本烟草公司股份以及能源相关账目以确保筹得 7 万亿日元的非税收入；个人所得税将从 2013 年 1 月起提高 10 年，企业所得税将从明年 4 月起上调 3 年；此外，日本还将上调烟草和地方税收。日本政府计划发行 10 年期的特别债券为第三次补充预算融资。此外，金额达 1 至 2 万亿日元的第四次补充预算也正在计划当中，并将通过发行新债券融资。

图 7
日本公共债务超过 GDP 的 200%...



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图 8
越南通胀终于放缓，但仍处于高位



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

越南的通胀有所趋缓，但在略显矛盾的政策信号下仍旧维持在高位

一年以来，越南政府一直在竭力维持宏观经济稳定，避免经济过热。尽管全球经济前景不确定性有所加大，在相当长的一段时间里，越南的经济过热压力却第一次出现了放缓的迹象。例如，通胀水平虽然仍旧维持在高位，但终于开始放缓，从 8 月份的 23.0% 下滑至 9 月的 22.4%（目前是亚洲通胀率最高的国家），市场对此报以积极回应，债券收益率跌至 3 个月的低点。尽管如此，当局的一些政策却让市场感到迷惑。例如，上周越南央行延长了回购期限以支持流动性，这是其自 8 月底以来最新的一次支持经济增长的货币政策行动，而另一方面，越南政府又称其将进一步限制贷款和货币供给增长以抑制通胀。而数月前通胀飙升时，越南央行曾意外降息。在这一框架下，我们预计年底通胀会保持在约同比 17 至 20% 的高位，GDP 增长将继续保持向上趋势，2011 年全年增速将达 6.2%。

Home →

Markets →

Calendar →

Markets Data →

Charts →

经济日历

国家/地区	数据	日期	前期	市场预期
澳大利亚				
建筑许可 月度环比	10月4日	8月	1.00%	0.60%
零售销售额经季节性因素调整 月度环比	10月5日	8月	0.50%	0.20%
中国				
中国制造业 PMI	10月1日	9月	50.9	51.1
中国非制造业 PMI	10月3日	9月	57.6	--
印度尼西亚				
CPI 通胀 同比	10月3日	9月	4.79%	4.88%
核心通胀 同比	10月3日	9月	5.15%	4.98%
出口 同比	10月3日	8月	39.50%	28.90%
进口 同比	10月3日	8月	27.20%	28.40%
印度				
出口 同比	10月3日	8月	81.80%	--
进口 同比	10月3日	8月	51.50%	--
马来西亚				
出口 同比	10月6日	8月	7.10%	7.70%
进口 同比	10月6日	8月	2.90%	6.20%
菲律宾				
CPI 通胀	10月5日	9月	4.70%	4.90%
核心通胀 同比	10月5日	9月	3.40%	--
韩国				
出口 同比	10月1日	9月	27.10%	16.60%
进口 同比	10月1日	9月	29.20%	28.50%
CPI 通胀 同比	10月4日	9月	5.30%	4.50%
核心通胀 同比	10月4日	9月	4.00%	--
外商直接投资 同比	10月4-6日	3季度	20.3	--
台湾				
CPI 通胀 同比	10月5日	9月	1.34%	1.40%
批发物价指数 同比	10月5日	9月	3.85%	3.62%
出口 同比	10月7日	9月	7.20%	10.30%
进口 同比	10月7日	9月	6.40%	8.90%
泰国				
CPI 通胀 同比	10月3日	9月	4.29%	3.90%
核心通胀 同比	10月3日	9月	2.85%	2.90%

下周关注：韩国 9 月份出口（10 月 1 日）

预测：27.6%（同比） 市场调查：16.6%（同比） 前期：25.9%（同比）

Home →

Markets →

Highlights →

Markets Data →

Charts →

评论：韩国出口数据是亚洲公布的首个月度出口指标，鉴于韩国在全球供应链中所处的地位，其将被视为亚洲经济的风向标并受到市场密切关注。目前，韩国出口仍相对较强，来自新兴市场的需求弥补了发达国家需求的下滑。未来，随着全球经济的放缓，我们预计韩国出口增长会趋于温和，但从年度同比来看，9月份出口应会受益于基数效应的影响而维持较高增速。此外，近期韩元走弱也应会有助于韩国维持出口的竞争优势。

市场影响：若该指标结果低于预期则会打击市场对亚洲经济增长前景的信心，短期内会导致韩国和其他亚洲国家货币进一步走弱。

日历事件

澳大利亚 – 基准利率, 10 月 4 日

我们预期澳洲储备银行将维持基准利率不变。

现时 市场调查
4.75% 4.75%

日本 – 基准利率, 10 月 7 日

我们预期日本央行将维持基准利率不变。

现时 市场调查
0.10% 0.10%

亚洲市场数据

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	2356.5	-3.2	-16.1	-11.3
香港--恒生指数	17636.5	-0.2	-23.4	-21.2
台湾--台湾加权指数	7227.1	2.6	-19.5	-12.3
日本--日经225指数	8691.6	1.5	-15.0	-7.2
韩国--首尔综指	1754.4	3.4	-14.5	-6.3
印度--Sensex指数	16700.1	3.3	-18.6	-16.8
澳大利亚--澳洲全股指数	4004.8	2.6	-15.6	-12.6
新加坡--海峡时报指数	2671.7	-1.0	-16.3	-13.8
印度尼西亚--雅加达综指	3545.9	3.5	-4.3	1.3
泰国--曼谷泰证综指	925.1	-3.5	-10.4	-5.2
马来西亚--吉隆坡综合指数	1387.7	1.6	-8.6	-5.2
菲律宾--菲律宾综指	3999.7	2.9	-4.8	-2.4

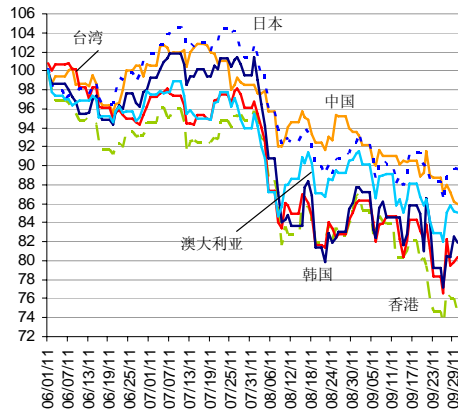
最后更新：星期五， 11.45香港时间

货币	即期汇率	% 一周变化率	3个月远期	12个月远期
中国（人民币/美元）	6.36	0.44	6.41	6.44
香港（港币/美元）	7.79	0.14	7.78	7.76
台湾（台币/美元）	30.6	-0.52	30.49	30.12
日本（日元/美元）	76.6	0.08	76.45	76.03
韩国（韩元/美元）	1176	-0.76	1182	1181
印度（卢比/美元）	49.0	1.23	49.76	50.82
澳大利亚（美元/澳元）	0.98	-0.01	1.03	n.a.
新加坡（新元/美元）	1.30	0.15	1.30	1.29
印度尼西亚（印尼盾/美元）	8808	1.51	9360	9650
泰国（泰铢/美元）	31.2	-0.77	31.37	31.86
马来西亚（林吉特/美元）	3.19	-0.71	3.21	3.23
菲律宾（菲律宾比索/美元）	43.8	-0.51	43.96	44.10

最后更新：星期五， 11.45香港时间

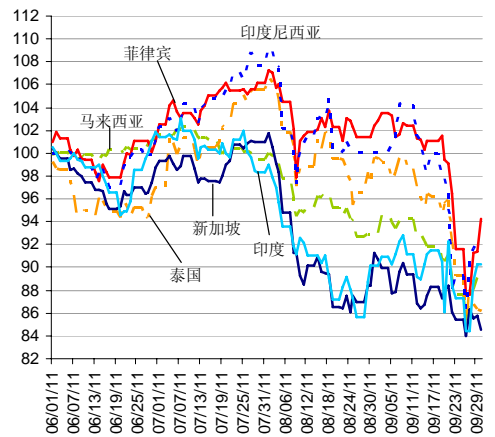
亚洲图表

图 9
股票市場



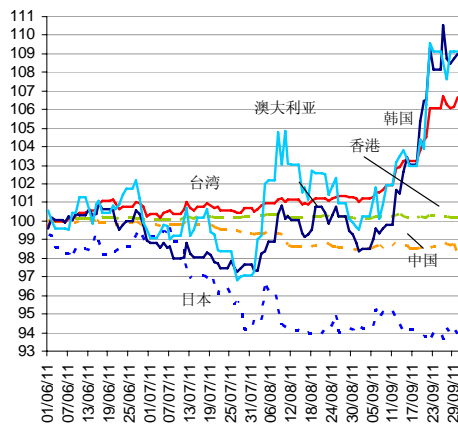
来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 10
股票市場



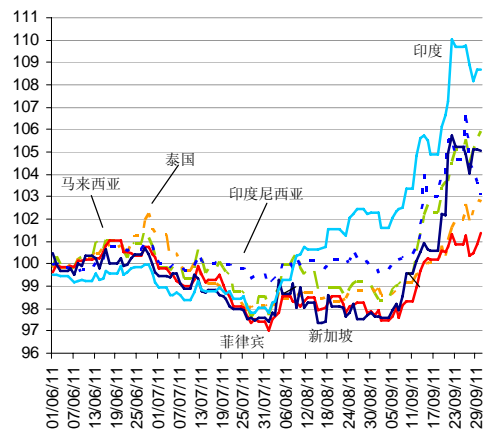
来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 11
外汇市場



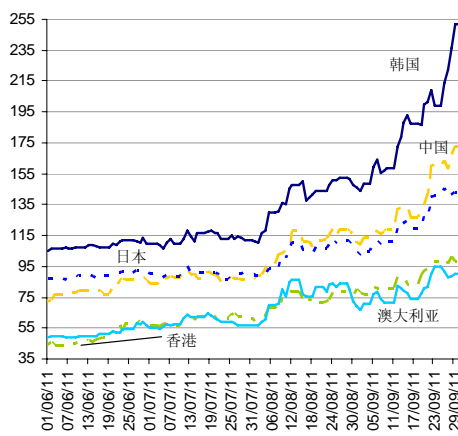
来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 12
外汇市場



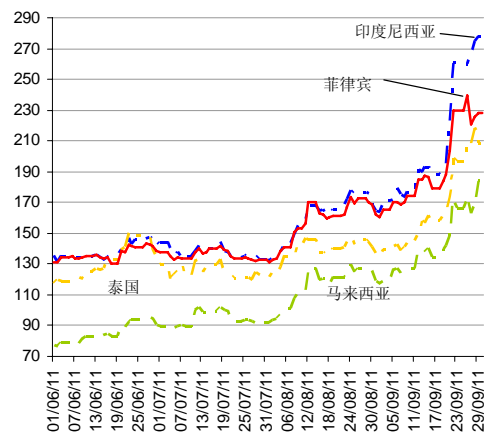
来源：彭博以及 BBVA 研究部

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/CorporateGovernance”

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