

每周观察

亚洲

2011 年 11 月 11 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

应对经济下滑的政策刺激空间

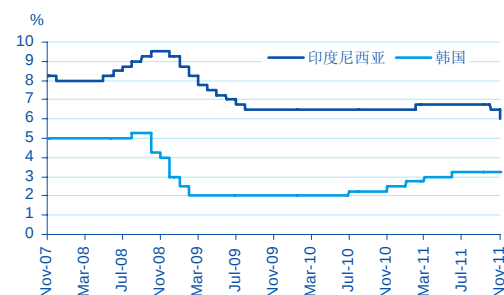
欧洲问题的负面影响加剧，导致全球市场进一步波动且引发了市场对全球经济增速放缓和金融危机可能影响新兴市场经济体的恐慌。亚洲经济体已经从出口的下滑和融资环境趋紧两方面真切感受到了这一点（详见国际金融协会三季度新兴市场银行业贷款调查）。虽然在这一情况下亚洲经济增速将放缓，但我们相信该地区抵御外部冲击的能力相对较强（详见我们最新的[亚洲经济展望](#)和要闻）。除了该地区强劲的经济基本面（包括高额外汇储备和良好的银行业体系）以外，其仍有采取政策刺激支撑内需的空间。有关这一点的最新迹象就是印尼央行本周意外降息 50 个基点的举措（上月还下调了 25 个基点），而此前澳大利亚、新加坡和日本等过央行也采取过一些其他的扩张性举动。尽管经济增长势头有减弱的迹象，韩国央行鉴于其现阶段降息空间有限（实际政策利率已为负），其本周维持利率水准不变（图 1），和此前预想的一样。如果经济下行风险爆发，我们预计政策制定者们会制定应急计划提供财政支持。

中国经济数据表现较为乐观

中国本周公布了一系列重要的月度经济指标。总的说来，这些指标均支撑了我们软着陆观点，通胀下滑和强劲的内需有助于抵消出口增速放缓的影响（详见[中国经济展望](#)和要闻）。特别是，10 月份通胀同比增幅从 9 月份的 6.1% 下滑到了 5.5%，符合预期，进一步表明通胀已经在前期触顶（图 2）。经济活动指标有所放缓，也基本符合预期。更重要的是，出口同比增幅从三季度的平均 20.6% 下滑到了 15.9%，而进口同比增幅则飙升至 28.7%，超过了市场预期，表明国内需求依然旺盛，这应有助于维持经济增长。市场还在等待香港三季度数据出炉（今天晚些时候），以及其是否可能陷入技术性衰退。

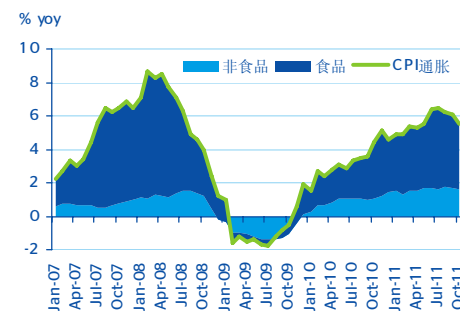
下周，市场将关注新加坡（最终）、马来西亚和日本的三季度 GDP 数据。日本的数据若出现增长，则将被视为是其经济震后连续 3 个季度负增长后开始反弹的标志（详见下周关注）。印度将公布 10 月通胀数据，预计该指标仍然较高，约达 9.6%。中国也将公布货币和信贷数据。

图 1
印尼降息 50 个基点，韩国维持利率不变



来源: 彭博 和 BBVA 研究部

图 2
中国通胀继续下滑



来源: 彭博 和 BBVA 研究部

要闻

亚洲经济能否逆外需减弱之势增长？

我们最新的亚洲经济展望报告对此表示乐观，但指出其面临下行风险

中国经济前景：软着陆伴随着下行风险

硬着陆的风险有所加剧，但可能性仍然较低，我们依旧坚持软着陆的基准预期

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

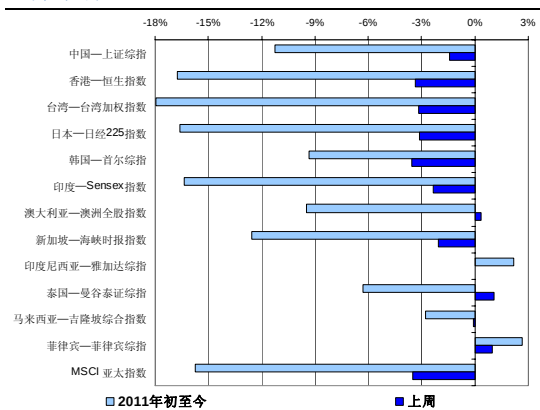
意大利债券恐遭抛售

欧洲金融市场的情况再次在亚洲上演，伦敦清算所（LCH）上调意大利债券交易的保证金要求使意大利倍感压力，这一举动表明意大利或将成为下一个需要救助的国家。市场再度产生了对事态是否会蔓延到亚洲的恐慌，继几周以来的小幅反弹之后，周四股票、货币和信贷再遭大幅抛售，其中印度卢比对美元汇率更是在周五前超过了 50。考虑到新的欧洲金融稳定基金（EFSF）获得国际资金支持的细节内容，更重要的，欧洲央行也表达了在新的 EFSF 运营前通过购买意大利债券提供支撑的意愿，短期内稳定局势的关键就在于意大利能否通过紧缩措施。

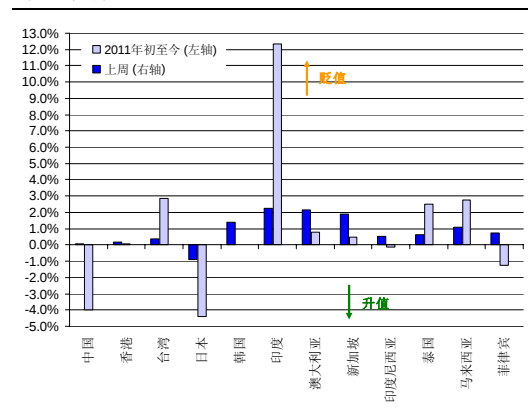
印尼央行降息令市场大感意外

本周各国在货币政策方面也存在分歧——由于通胀下滑，印尼下调了政策利率 50 个基点（至 6%），令市场感到十分意外。此举给地方市场传递了不一样的新号——消息一出，债券收益率立刻上升，但股市方面，尽管三季度 GDP 增长强劲，但由于投资者可能更关注经济增长前景受外部影响而走弱，最终与上周持平。

目前，印尼央行是个例外。除印尼和澳大利亚以外，多数亚洲国家和地区央行都迫于高通胀而迟迟没有降息，除非全球经济环境进一步恶化且通胀加速下滑。韩国就是这样一个例子。由于韩国当局关注的焦点仍集中于通胀（同比 3.9%），即便经济增速已出现放缓迹象，其央行仍连续 5 个月维持着 3.25% 的利率水平不变。在中国，市场对 CPI 和 PPI 的走弱（分别为 5.5% 和 5.0%）表示欢迎。高级官员强调了政策的灵活性和微调，而我们认为这或意味着政策会有选择性的松动，以解决特定问题。因此，全球市场资金面紧张的情况下，银行间流动性的继续趋紧和资本流入的进一步减少将加大下调存款准备金率的概率。然而，由于通胀仍高于历史平均水平且房价上涨的风险并未完全消散，中国政府或将暂时维持利率水平不变。

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

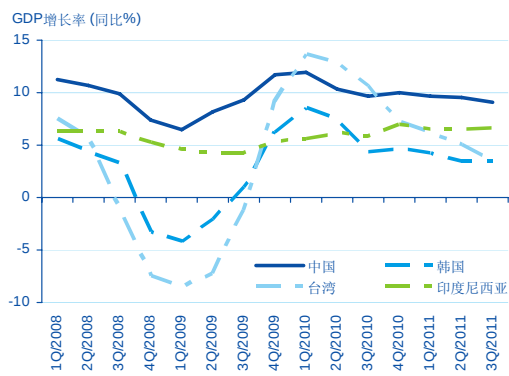
要闻

亚洲经济能否逆外需减弱之势增长？

正如我们在最新一期四季度 [亚洲经济展望](#) 报告中所阐述的，持续的全球市场动荡导致亚洲经济增长势头减弱。今年至今，该地区的GDP增长情况还很好，不仅仅是在中国（三季度经济同比增长9.1%），也包括其他内需强劲的大型经济体，如印尼（三季度同比增长6.5%）。然而，对于该地区的大部分国家和地区，特别是香港和台湾这样的小型开放经济体而言，外部需求下滑对经济增长的影响还已经越发明显。总的说来，截至目前区域经济增速放缓总体是健康的，就业状况仍然较为强劲且有助于减轻上半年累积的过热压力。

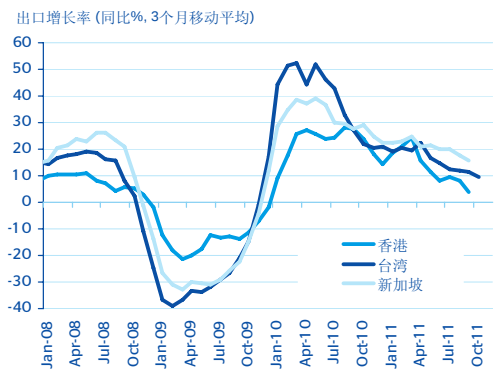
由于外部需求的走弱，我们对今年的经济增长预测进行了向下修正，分别将亚太地区2011年和2012年经济同比增长预期从6.2%和6.7%下调至5.9%和6.4%。由于我们对该地区经济增长前景依然乐观，且根据我们的基准场景，其国内需求旺盛，预期外部需求也会在2012年逐步回升，下调幅度相对较小，但也面临明显的向下风险。幸运的是，多数亚洲经济体都还有政策刺激的空间。确实，一些国家已经将政策重心转向了保增长，澳大利亚和印尼近日还宣布了降息，菲律宾也出台了财政刺激措施。如果全球环境继续恶化，其他扩张性政策措施还将陆续出台。亚洲所面临的关键风险在于欧洲债务危机的恶化，这会使出口需求进一步下滑并影响国内需求。金融渠道或面临压力，特别是在资本停止流入的时候。最终，由于经济基本面强劲——银行业体系资本充足且有高额外汇储备——还有政策刺激的空间，亚洲经济体将有足够的能力抵御外部冲击。

图5
该地区三季度 GDP 增速放缓



来源：BBVA 研究部 和彭博

图6
亚洲出口增速下滑



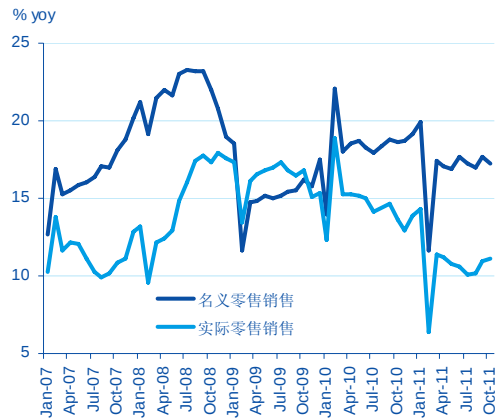
来源：BBVA 研究部 和彭博

中国经济前景：软着陆伴随着下行风险

我们刚刚发布的四季度 [中国经济展望](#) 报告对近期全球环境不确定性和对中国经济硬着陆的担忧导致下行风险加剧的情况下中国经济的发展和前景进行了评估。今年当局在避免经济运行过热和引导经济走向软着陆方面做出了很多努力，中国经济的增长势头也进而有所减弱。国内需求和生产仍然十分强劲，增速放缓的节奏与软着陆的情况相符。同时，通胀在7月份触顶之后逐步回落，10月份

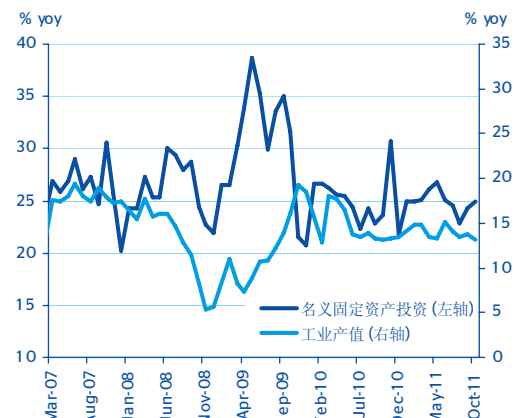
同比增长 5.5%。考虑到环境进一步疲弱的影响，我们将 2011 和 2012 年全年的经济增长预测从 9.4% 和 9.1% 下调到了 9.1% 和 8.6%。我们预计年内通胀会进一步放缓，12 月末前至 4% 左右，并在 2012 年维持在该水平附近。随着通胀的放缓和下行风险的上升，当局正在对政策组合进行微调以支撑经济增长。中国或通过下调小型银行法定存款准备金率（且 2012 年初还可能进一步下调）和放慢货币升值步伐的方式放松货币政策。除非外部环境进一步恶化，我们预计目前这个阶段还不会降息。除国内金融的脆弱性外，中国短期经济增长前景的主要风险在于欧债危机加剧和美国经济增长低迷相关的不确定性。因此，经济硬着陆风险有所上升，但鉴于潜在需求仍然强劲且还有通过政策刺激缓冲外部环境恶化对经济增长影响的空间，这样的风险仍然很低。

图 7
中国内需保持强劲...



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图 8
...工业产值亦然



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

经济日历

中国	数据	日期	前期	市场预期
新增人民币贷款	11 月 11-15 日	10 月	470.0B	500.0B
货币供给 M2 (同比)	11 月 11-15 日	10 月	13.0%	13.0%
实际外商直接投资 (同比)	11 月 14-17 日	10 月	7.9%	--
香港	数据	日期	前期	市场预期
失业率 经季节因素调整	11 月 17 日	10 月	3.2%	3.3%
印度	数据	日期	前期	市场预期
批发价格指数 (同比)	11 月 14 日	10 月	9.7%	9.6%
日本	数据	日期	前期	市场预期
GDP 平减指数 (同比)	11 月 14 日	3 季度 P	-2.2%	-2.2%
名义 GDP (季度环比)	11 月 14 日	3 季度 P	-1.5%	1.4%
GDP 年化增长率	11 月 14 日	3 季度 P	-2.1%	5.9%
实际 GDP (季度环比)	11 月 14 日	3 季度 P	-0.5%	1.5%
工业产值 (月度环比)	11 月 14 日	9 月 F	-4.0%	--
全国百货店销售 (同比)	11 月 14-18 日	10 月	-2.4%	--
机械设备订单 (同比)	11 月 17 日	10 月 F	25.9%	--
马来西亚	数据	日期	前期	市场预期
GDP (同比)	11 月 18 日	3 季度	4.0%	--
经常账户差额	11 月 18 日	3 季度	23.4B	--
菲律宾	数据	日期	前期	市场预期
海外汇款 (同比)	11 月 15 日	9 月	11.1%	--
国际收支差额	11 月 18 日	10 月	\$719M	--
新加坡	数据	日期	前期	市场预期
零售销售除汽车外 (同比)	11 月 15 日	9 月	7.4%	--
零售销售 (同比)	11 月 15 日	9 月	3.3%	--
零售销售 (月度环比) 经季节因素调整	11 月 15 日	9 月	-7.2%	--
GDP (季度环比)	11 月 16-25 日	3 季度 F	1.3%	--
GDP (同比)	11 月 16-25 日	3 季度 F	5.9%	--
电子产品出口 (同比)	11 月 17 日	10 月	-13.6%	--
非石油出口 (同比)	11 月 17 日	10 月	-4.5%	--
非石油出口 经季节因素调整 (月度环比)	11 月 17 日	10 月	-9.3%	--
韩国	数据	日期	前期	市场预期
出口价格指数 (月度环比)	11 月 15 日	10 月	3.4%	--
出口价格指数 (同比)	11 月 15 日	10 月	5.8%	--
进口价格指数 (月度环比)	11 月 15 日	10 月	3.7%	--
进口价格指数 (同比)	11 月 15 日	10 月	14.0%	--

下周关注：日本三季度 GDP (11 月 14 日)

预测：1.5% 季度环比季调

市场调查：1.5%

前期：-0.5%

评论：随着日本经济从 3 月份地震和海啸灾难中的持续复苏，我们预计继连续 3 个季度的收缩之后日本三季度GDP会出现反弹。除供应链的恢复外，震后的重建支出也帮助拉动了内需。然而，经济复苏仍面临全球经济低迷、强势日元和日本汽车、电子企业因泰国洪水灾害受到重创而产生的负面影响。市场影响：若结果低于预期则会使市场对日本央行进一步量化宽松和进行外汇干预的预期增强。

日历事件

日本 - 央行无担保隔夜拆借目标利率, 11 月 10 日

我们预期日本央行将维持目标利率不变

现时

0.10%

市场调查

0.10%

澳大利亚 - 央行 11 月会议纪要, 11 月 15 日

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	2492.3	-1.4	-11.2	-20.8
	香港—恒生指数	19179.8	-3.3	-16.7	-22.4
	台湾—台湾加权指数	7366.3	-3.1	-17.9	-12.7
	日本—日经 225 指数	8528.7	-3.1	-16.6	-13.5
	韩国—首尔综指	1859.3	-3.6	-9.3	-2.9
	印度—Sensex 指数	17158.6	-2.3	-16.3	-17.8
	澳大利亚—澳洲全股指数	4296.5	0.4	-9.5	-9.1
	新加坡—海峡时报指数	2789.3	-2.1	-12.6	-15.3
	印度尼西亚—雅加达综指	3784.6	0.0	2.2	1.1
	泰国—曼谷泰证综指	967.3	1.0	-6.3	-6.1
	马来西亚—吉隆坡综合指数	1476.4	-0.1	-2.8	-2.5
	菲律宾—菲律宾综指	4313.0	1.0	2.7	4.1

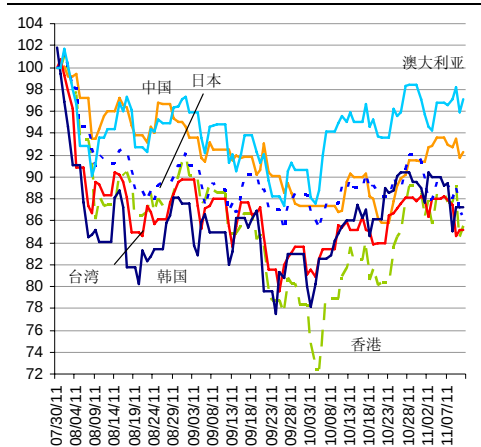
最后更新：星期五， 11.45 香港时间

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）	6.34	-0.07	6.33	6.33
	香港（港币/美元）	7.78	-0.15	7.78	7.76
	台湾（台币/美元）	30.1	-0.38	30.10	29.79
	日本（日元/美元）	77.6	0.88	77.40	76.85
	韩国（韩元/美元）	1126	-1.39	1133	1137
	印度（卢比/美元）	50.2	-2.19	51.06	52.57
	澳大利亚（美元/澳元）	1.02	-2.12	1.00	n.a.
	新加坡（新元/美元）	1.29	-1.85	1.29	1.28
	印度尼西亚（印尼盾/美元）	8985	-0.52	9123	9549
	泰国（泰铢/美元）	30.8	-0.62	31.04	31.45
	马来西亚（林吉特/美元）	3.15	-1.09	3.17	3.19
	菲律宾（菲律宾比索/美元）	43.3	-0.74	43.33	43.23

最后更新：星期五， 11.45 香港时间

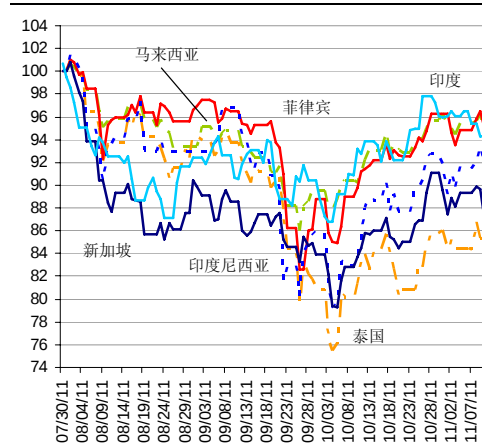
亚洲图表

图 9
股票市場



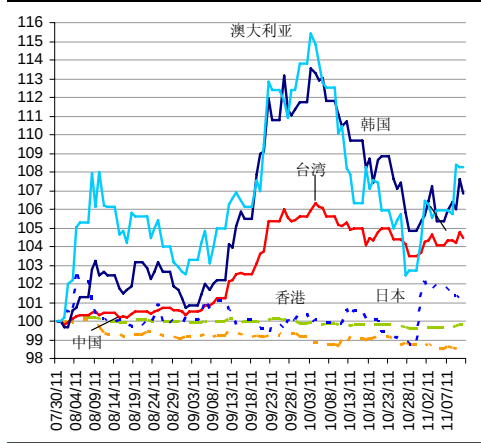
来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 10
股票市場



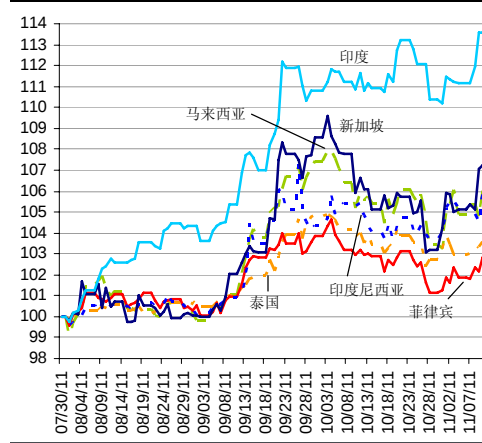
来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 11
外汇市場



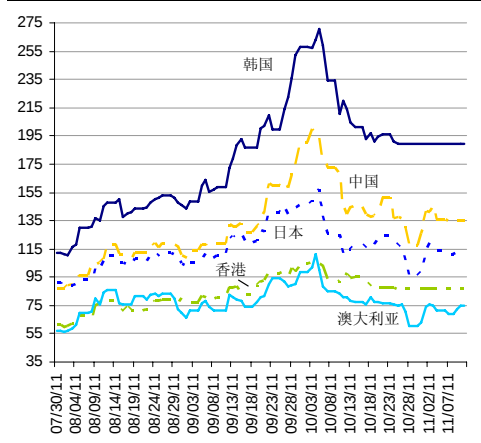
来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 12
外汇市場



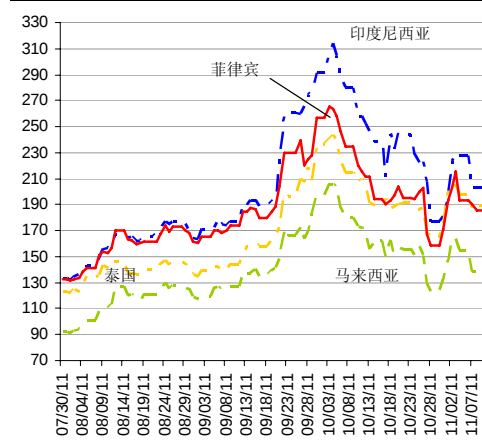
来源：彭博以及 BBVA 研究部

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 / 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