每周观察

亚洲

2011 年 11 月 18 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

亚洲经济增长的故事终结？

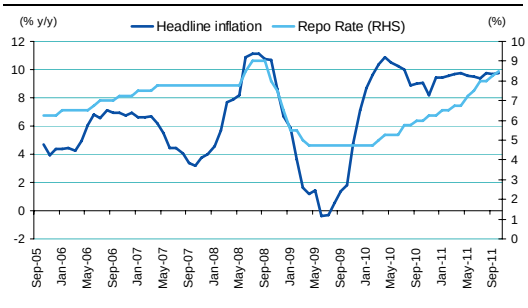
现在还没有，但向下风险因受欧债危机的影响而上升（详见市场）。正如我们此前争论过的，从整体来看，鉴于亚洲经济的增长势头和强劲的经济基本面，其有能力应对外部冲击。然而，亚洲经济的增长太过依赖出口和外需，而目前这两方面都在走下坡路。这种依赖性从本周公布的新加坡 10 月份出口数据意外的出现收缩就可见一斑，其中以对美国和欧洲的出口尤甚（详见下文）。但也有好消息传来，日本经济从今年 3 月的地震和海啸影响中逐步复苏，三季度 GDP 增长强劲，符合我们预期（详见要闻）。而亚洲对未来全球经济增长的重要性也在 APEC 和东亚峰会上得到了进一步的加强，并受到了美国总统奥巴马的高调拜访。鉴于亚洲经济体拥有一定的刺激政策操作空间，且受益于来自中国、印度和印尼的强劲需求，我们仍对亚洲经济的持续增长和对投资的吸引力保持谨慎乐观，即便外部环境未来仍可能出现进一步动荡。

例外：日本三季度经济反弹，印度通胀居高不下

与亚洲其他国家和地区经济增速放缓相反，日本三季度 GDP 出现反弹，经季节因素调整后同比增长 6.0%（图 2），符合市场预期，但四季度增长前景不太乐观（详见要闻）。同时，印度 10 月通胀也与区域内普遍的趋势相悖，尽管印度央行近期采取了收紧措施，但该国通胀仍处于 9.7%的高位（图 1），（详见要闻）。如上所述，新加坡 10 月份非石油商品出口意外低于预期，同比减少 16.2%（市场调查：减少 7.8%），特别是对美国（同比减少 50.6%）和欧洲（同比减少 30.9%）的出口出现大幅收缩。虽然众所周知新加坡的月度贸易数据十分波动，这一结果仍能表明外部需求的下滑值得担忧，在解读该指标时应保持谨慎（下滑在某种程度上也可能是受短期因素的影响）。

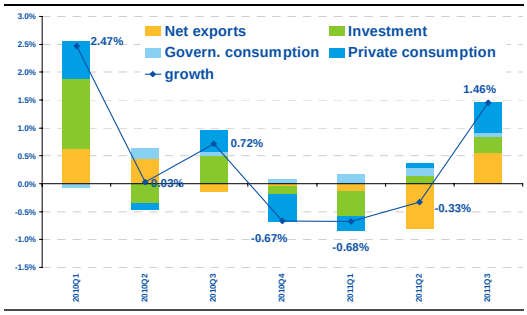
下周，泰国将公布 3 季度 GDP，新加坡和台湾也将公布三季度 GDP 的最终（修正后）数据。香港、新加坡、日本、马来西亚和越南将公布 10 月通胀数据。考虑到出口订单是外部需求的领先指标，我们在下周关注中强调了台湾 10 月份出口订单这一指标。最后，鉴于市场对中国经济硬着陆的担忧，汇丰中国制造业 PMI 预览值将牵动市场注意力。

图 1
印度通胀居高不下



来源: 彭博 和 BBVA 研究部

图 2
日本经济三季度反弹



来源: 彭博 和 BBVA 研究部

要闻

日本三季度经济强劲反弹，但未来仍存在不确定性

震后经济复苏或受外部冲击影响逐渐减弱

印度经济增长阻力加大

印度的双赤字和内需增速放缓使其很容易受到外部冲击的影响

Markets →
Highlights →
Calendar →
Markets Data →
Charts →

外汇策略

Richard Li
richard.li@bbva.com.hk

经济分析

Jeffrey Cantwell
jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

市场

债券危机蔓延加大亚洲货币压力

市场对欧洲债务危机可能蔓延至亚洲的恐慌情绪仍未减弱。意大利和希腊新的过渡政府已经宣誓就职，市场情绪因这些国家缺乏广泛的政治一致意见大受影响，并对其赢得欧盟其他成员的信任后通过紧缩措施的能力表示担忧。此外，欧洲工业产值增长停滞（9 月份按月环比下滑了 2.0%）且 PMI 指标显示经济增长前景黯淡，未来面临更大的向下风险 ，这可能会使各个国家做出让步，对其财政状况进行整合。

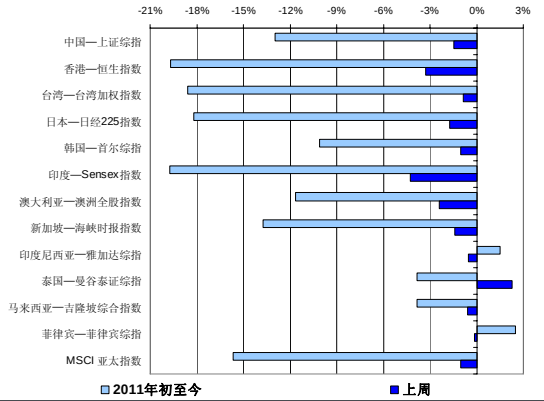
随着债务危机的深化，市场的注意力转向了风险的蔓延。在亚洲，出口增速和工业活动的放缓似乎已成定势；新加坡和香港的出口数据表现极为疲弱（同比下滑 16.2%），但这在一定程度上可能是一次性的季节性因素所致。印度工业产值也有所走软。经济增速放缓的迹象越发明显和风险溢价的上升导致亚洲货币面临贬值压力，印度卢比对美元汇率大幅下滑（截稿时低至 50.90）。由于三季度企业财报大幅低于预期，印度敏感指数（SENSEX）本周下跌了 5%。在香港，受对全球经济的担忧和对中国内地银行资产质量恶化的恐慌，本周恒生指数也下跌超过了 5%。此外，泰国的洪水因导致供应链中断而继续影响着市场，特别是日本企业。

投资者还在等待有关欧洲援助资金规模如何扩大的进一步细节的公布（11 月 27 日），以及 IMF 和新兴市场主权基金是否会参与到其中。同时，我们认为欧洲央行的大规模债券购买计划对于稳定债券市场及避免西班牙债券保证金要求提高十分有必要。

对人民币升值施加的政治压力事与愿违

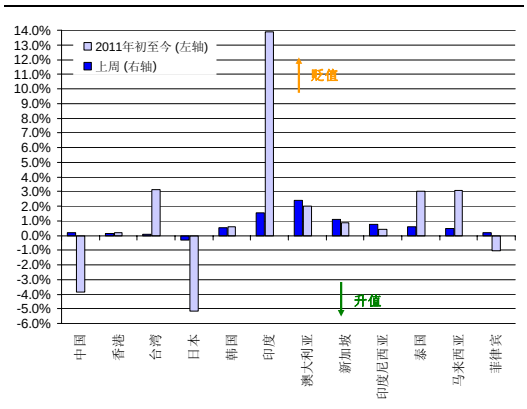
美国将中国的汇率政策问题提到了 APEC 峰会上进行讨论。中国反驳称人民币突然大幅升值不会解决美国的赤字问题或全球贸易的不均衡。中国人民银行本周差不多将人民币兑美元汇价提升了 250 个基点。这在一定程度上是因为近期美元的强势所致，也可能是在向美国政策制定者发出中国不会屈服于国际压力的信号。除非美元进一步反弹，我们仍然预计在今年美国财政部发表汇率报告前人民币兑美元汇率会进一步升值到 6.3100。

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

经济分析

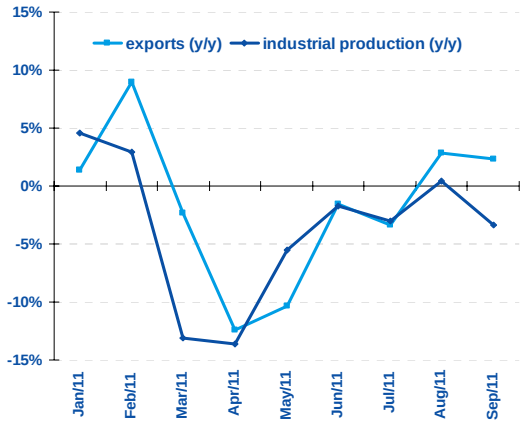
要闻

日本三季度经济强劲反弹，但未来仍存在不确定性

日本本周公布的三季度 GDP 显示经济大幅增长了 6.0%（经季节因素调整后年化增速），与市场对日本经济从今年 3 月份地震和海啸灾害影响中反弹的预期相符。日本经济出现了连续三个季度的收缩后的第一次正增长。除了供应链的恢复外，震后重建支出也帮助促进了内需。工业产值和出口已经回到了地震前的水平（图 5）。同时，随着消费者信心水平的回升，消费者支出也有所增长，经季节因素调整后，季度环比增长了 1.0%。三季度经济反弹的背后，是强劲的净出口和私人消费，其经季节因素调整后的季度环比增幅分别达 39%和 38%，此外，投资也是一个重要的贡献者，季度增幅约为 20%。尽管经济出现反弹，未来日本经济复苏却面临这来自全球经济衰退、强势日元（这会损害出口并导致企业迁到海外）和国内汽车与电子企业受泰国洪水影响而无法正常运营等因素带来的阻力。就这一点而言，当前的经济活动指标显示日本经济增速会在下个季度放缓。

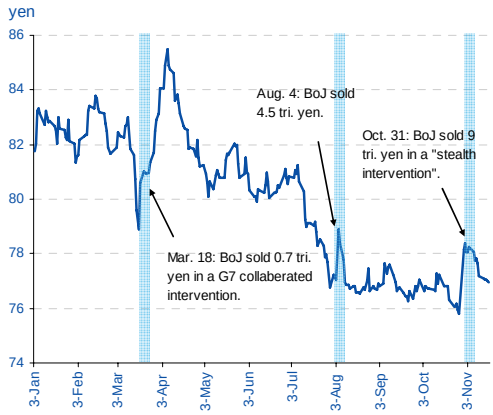
为应对这些风险，日本政府采取了一系列刺激性的财政和货币措施。财政政策方面，政府和下议院已经通过了总额达 12.1 万亿日元的第三次补充预算案（约占 GDP 的 2.5%），而此前的两次补充预算案总金额也达到了 6 万亿日元。货币政策方面，日本央行近日在其 8-10 月间的政策会议上将其资产购买资金的规模扩大了 15 万亿日元（现在总共为 55 万亿日元）。同时，日本央行还在 10 月对外汇市场进行了今年来的第三次干预，以抑制日元走强（图 6）。尽管采取了这些措施，我们预计 2011 年全年日本整体 GDP 会收缩 0.4%（这意味着四季度经季节因素调整后的季度环比增速为 0.1%），并会在 2012 年逐步回升至 2.7%。但由于全球经济前景具有很大的不确定性，这一预期面临下行风险。

图 5
日本：尽管三季度 GDP 增长出现反弹，但四季度增长或较为疲弱



来源: BBVA 研究部 和彭博

图 6
日本过去的外汇干预鲜有长期影响



来源: BBVA 研究部 和彭博

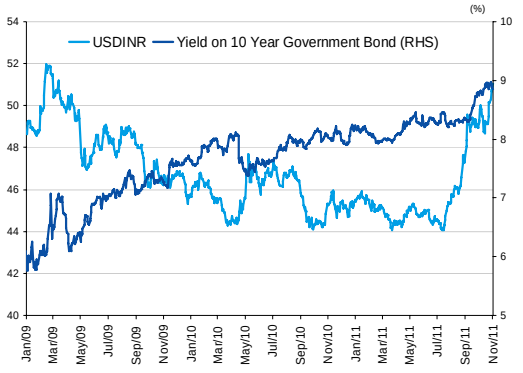
印度经济增长阻力加大

全球环境恶化带来的负面影响和印度国内的通胀、内需增速放缓及经济改革进展缓慢等问题加剧了印度经济增速的放缓趋势。近日，如工业产值、汽车销售、税收收入和出口等经济活动指标显示印度经济的增长前景正在走弱，给我们 2011 和 2012 年分别增长 7.6%和 8.0%的预测带来了向下风险。上周公布的 9 月份工业产值增速从 8 月份经向下修正后的 3.6%下滑至两年来的最低点（同比增速为 1.9%，市场调查：3.5%）。通胀的居高不下也对我们 2011 年平均 WPI 同比上升 9.3%的预测带来了向上风险。通胀情况使决策者陷入了两难的境地，因其不得不以经济增长为代价努力抑制通胀——印度央行上次加息是在 10 月 25 日，但现在已经暂停加息。

同时，印度的双赤字（财政和经常项目赤字）也很突出，并使其更容易在全球宏观环境恶化的背景下遭受外部冲击的影响。双赤字使投资者信心遭受重挫，进而加剧了货币的疲弱态势并可能促使评级机构对印度的资信评级进行重新评估。印度国内出口商不仅面临着全球需求的放缓，还面临着融资成本上升导致的国内利润空间收窄和本币贬值导致的进口成本上涨的压力，外部前景进一步疲弱。就这一点而言，7 月末以来卢比兑美元汇率已经贬值了接近 14%。政府较大的融资要求和企业盈利的下滑损害了印度的国内债券市场，10 年期政府债券收益率从 9 月份的 8.3%升至接近 9.0%（图 7）。印度的公共债务对 GDP 的比率接近 70%（包括中央和州立政府债务），高于类似级别国家的中值。

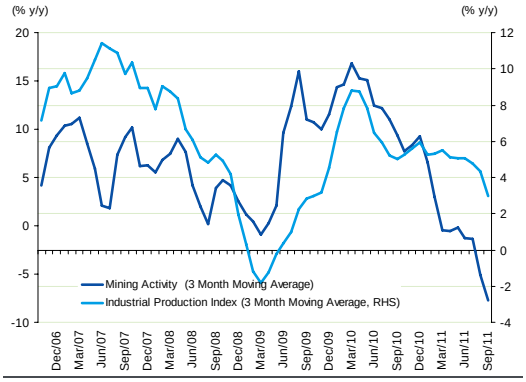
然而，需要重申的是，印度的公共债务大部分都是从国内获得的融资（94%的公债都是通过发行本币债券产生的），这大大降低了印度所面临的国外投资者资产安全转移所带来的风险。此外，印度的外汇储备为 3150 亿美元，是印度短期外部债务的 4.6 倍和 9 个月的进口金额。这会在其面临外部冲击和资本流出时提供足够的缓冲。同时，印度央行也在采取措施吸引资金流入债券市场，帮助进行投资改革并缓解国内进口商所受的冲击。例如，本周，印度央行就宣布将外国机构投资者投资政府和公司债券的限额提高 50 亿美元并将筹集海外贸易信贷的利息上限上调 150 个基点。印度央行还通过公开市场操作保证了足够的市场流动性，并将于 11 月 24 日向市场注入约 1000 亿卢比的流动性。

图 7
印度债券收益率随卢比贬值而上升



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图 8
印度公共部门改革缓慢，采矿业走弱



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

经济日历

中国	数据	日期	前期	市场预期
汇丰中国制造业 PMI 预览	11 月 22-25 日	11 月	51.1	- -
香港	**数据**	**日期**	**前期**	**市场预期**
CPI 通胀 (同比)	11 月 22 日	10 月	5.8%	- -
出口 (同比)	11 月 24 日	10 月	-3.0%	- -
进口 (同比)	11 月 24 日	10 月	2.3%	- -
日本	**数据**	**日期**	**前期**	**市场预期**
商品出口贸易 (同比)	11 月 21 日	10 月	2.4%	0.5%
商品进口贸易 (同比)	11 月 21 日	10 月	12.1%	15.5%
所有产业活动指数 (月度环比)	11 月 21 日	9 月	-0.5%	-1.1%
CPI 通胀 (同比)	11 月 25 日	10 月	0.0%	-0.1%
CPI 通胀除食品、能源外 (同比)	11 月 25 日	10 月	-0.4%	-0.9%
马来西亚	**数据**	**日期**	**前期**	**市场预期**
CPI 通胀 (同比)	11 月 23 日	10 月	3.4%	- -
新加坡	**数据**	**日期**	**前期**	**市场预期**
GDP (季度环比)	11 月 21 日	3 季度 F	1.3%	2.0%
GDP (同比)	11 月 21 日	3 季度 F	5.9%	6.1%
CPI 通胀 (月度环比) 未季节调整	11 月 23 日	10 月	-0.2%	0.4%
CPI 通胀 (同比)	11 月 23 日	10 月	5.5%	5.2%
工业生产 (月度环比) 经季节因素调整	11 月 25 日	10 月	-0.7%	-2.0%
工业生产 (同比)	11 月 25 日	10 月	12.8%	8.6%
台湾	**数据**	**日期**	**前期**	**市场预期**
外销订单 (同比)	11 月 21 日	10 月	2.7%	3.8%
经常账户平衡 (美元)	11 月 21 日	3 季度	9015M	- -
失业率 经季节因素调整	11 月 22 日	10 月	4.3%	4.3%
商业销售 (同比)	11 月 23 日	10 月	4.3%	4.0%
工业生产 (同比)	11 月 23 日	10 月	1.6%	2.5%
GDP (同比)	11 月 24 日	3 季度 F	3.4%	3.4%
M2 货币供给 日均 (同比)	11 月 25 日	10 月	5.9%	5.6%
泰国	**数据**	**日期**	**前期**	**市场预期**
GDP (季度环比) 经季节因素调整	11 月 21 日	3 季度	-0.2%	1.5%
GDP (同比)	11 月 21 日	3 季度	2.6%	4.4%
出口 (同比)	11 月 21-25 日	10 月	19.1%	9.8%
进口 (同比)	11 月 21-25 日	10 月	41.9%	29.2%
越南	**数据**	**日期**	**前期**	**市场预期**
CPI 通胀 (同比)	11 月 24 日	11 月	21.6%	- -
出口 年初至今 (同比)	11 月 24-30 日	11 月	34.6%	- -
进口 年初至今 (同比)	11 月 24-30 日	11 月	27.2%	- -
零售销售 年初至今 (同比)	11 月 24-30 日	11 月	23.1%	- -
工业生产 (同比)	11 月 24-30 日	11 月	5.3%	- -

下周关注：台湾 10 月外销订单（11 月 21 日）

预测：4.2% 同比	市场调查：3.8% 同比	前期：2.7% 同比

评论：对亚洲大部分高科技产品出口经济体而言，台湾外销订单是外需的领先指标。9 月出口订单创下两年来的新低，且近期中国、菲律宾和新加坡等国的出口数据都显示出明显的走弱趋势，特别是对美国和欧洲的出口。我们预计 10 月台湾外销订单增速仍然缓慢，但中国强劲内需会在一定程度上起到抵消作用。半导体和电子零部件等电子产品的需求较低迷。市场影响：加上同一天公布的日本贸易数据，外销订单将影响市场情绪；若低于预期则会导致经济增长预测下调，提高对台湾和其他亚洲地区政策松动的预期。

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	2444.6	-1.5	-12.9	-14.7
	香港--恒生指数	18508.6	-3.3	-19.7	-21.7
	台湾--台湾加权指数	7301.3	-0.9	-18.6	-11.9
	日本--日经 225 指数	8367.2	-1.7	-18.2	-16.4
	韩国--首尔综指	1844.3	-1.0	-10.1	-4.3
	印度--Sensex 指数	16461.7	-4.3	-19.7	-17.4
	澳大利亚--澳洲全股指数	4193.4	-2.4	-11.6	-9.6
	新加坡--海峡时报指数	2750.8	-1.4	-13.8	-14.4
	印度尼西亚--雅加达综指	3757.0	-0.6	1.4	2.2
	泰国--曼谷泰证综指	993.4	2.3	-3.8	-1.1
	马来西亚--吉隆坡综合指数	1460.1	-0.6	-3.9	-2.4
	菲律宾--菲律宾综指	4307.5	-0.1	2.5	4.5

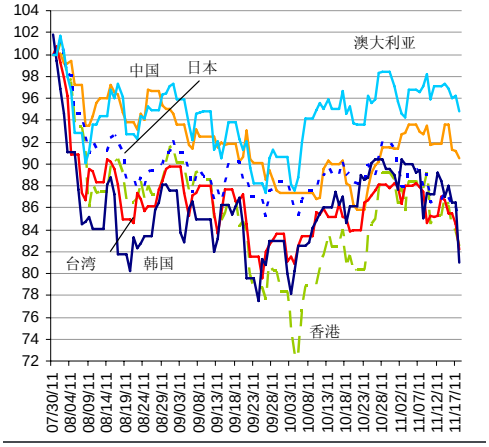
最后更新：星期五， 11.45香港时间

	货币	即期汇率	% 一周变化率	3 个月远期	12 个月远期
外汇市场	中国（人民币/美元）	6.35	-0.17	6.34	6.33
	香港（港币/美元）	7.79	-0.12	7.78	7.76
	台湾（台币/美元）	30.2	-0.11	30.17	29.81
	日本（日元/美元）	76.9	0.34	76.74	76.00
	韩国（韩元/美元）	1133	-0.53	1139	1142
	印度（卢比/美元）	50.9	-1.43	51.90	53.46
	澳大利亚（美元/澳元）	1.00	-2.37	1.01	n.a.
	新加坡（新元/美元）	1.29	-1.11	1.29	1.29
	印度尼西亚（印尼盾/美元）	9035	-0.75	9190	9631
	泰国（泰铢/美元）	31.0	-0.58	31.20	31.63
	马来西亚（林吉特/美元）	3.16	-0.48	3.17	3.20
	菲律宾（菲律宾比索/美元）	43.3	-0.17	43.39	43.33

最后更新：星期五， 11.45香港时间

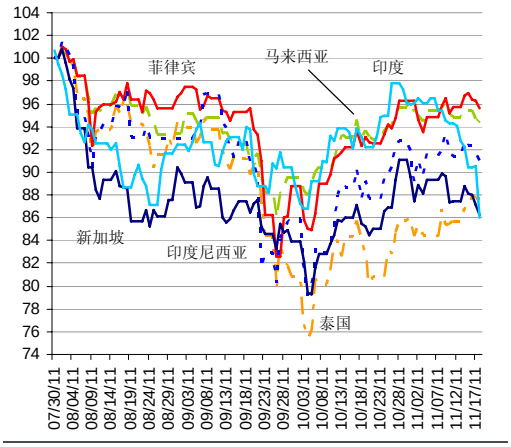
亚洲图表

图 9
股票市場



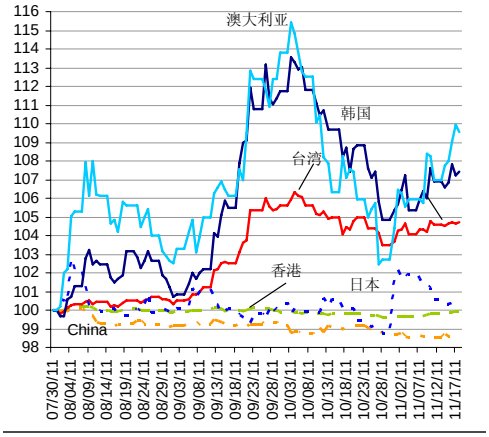
来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 10
股票市場



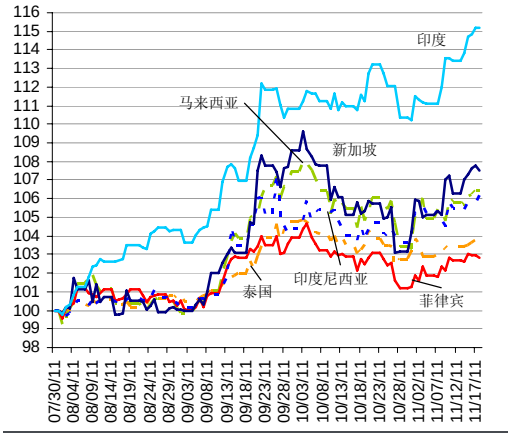
来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 11
外汇市場



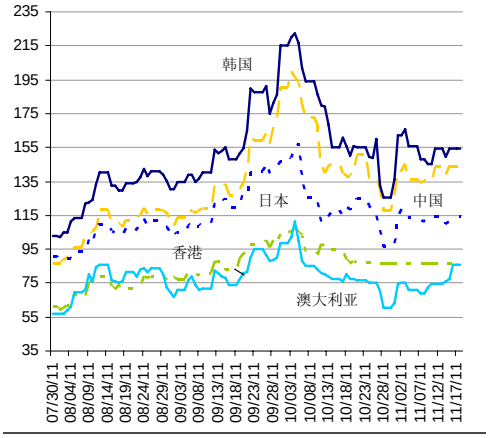
来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 12
外汇市場



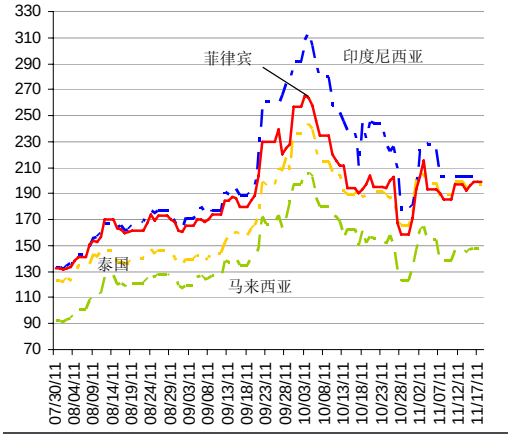
来源：彭博以及 BBVA 研究部

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