BBVA | RESEARCH

每周观察

亚洲

2011 年 11 月 25 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

亚洲经济的活力仍值得关注

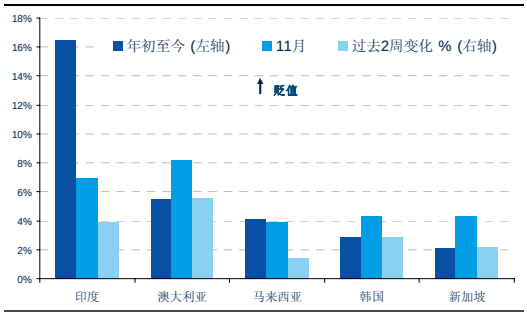
一个已经被反复重申的观点是，亚洲经济遭遇持续肆虐的欧债危机“绑架”，深受牵连。这周亚洲市场的表现再次印证这种说法：汇市和股市齐齐随全球市场的趋势表现不佳。这种下跌不仅仅反映了市场避险气氛浓厚，也是区域内实体经济增长和出口速度放缓的写照。本周公布的汇丰中国制造业 PMI 预览指数下滑至 48.0，意味着制造业活动处于萎缩状态，为以上观点提供证据。不过仍旧有一些积极的迹象。我们预期下周官方制造业 PMI 指数维持在扩张区间（下周关注），这与我们对中国经济软着陆的预期相一致，伴随着中国政府对货币政策进一步的预调微调，例如定向下调存准率等。在香港和台湾，出口和外销订单分别高于市场预期增长。在亚洲其它地区，越南继续进行加强市场主导的政策性改革，包括出售国企股份，以及增加透明度。简单来说，尽管区域内经济受外部冲击影响严重，在某些方面前景仍十分良好。上周 APEC 会议召开，足以让市场的目光注意到亚洲地区强势的增长前景之上（详见要闻）。

通货膨胀趋缓，但缓和速度较慢

在 10 月份，区域内大部分经济体的通胀速度已经大为放缓，但在其余的一些经济体中仍然位居高位（图 2）。例如香港（同比增长 5.8%，市场调查 5.7%）和新加坡（同比增长 5.4%，市场调查 5.2%）主要由于房屋租金价格高企，以及马来西亚（同比增长 3.4%，市场调查 3.3%）。在越南，当局政府仍然在努力维持宏观经济的稳定，越南的通货膨胀在 11 月份维持下降的趋势，但是仍旧居于高位（同比增长 19.8%，市场调查 21.6%）。其它地区，日本如预期般再次滑入通缩区间（同比下降 0.2%，市场调查下降 0.1%）。台湾 10 月份外销订单增长超过市场预期（同比增长 4.4%，市场调查 3.5%，BBVA 预测 4.2%）；香港出口增长从 9 月份同比下降 3.0%之后实现反弹（同比增长 11.5%，市场调查 1.9%）。

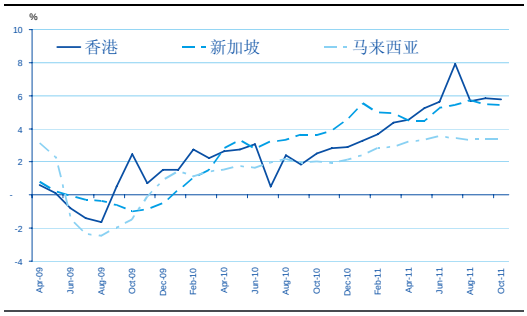
下周将有韩国、印尼、泰国 11 月通胀数据。焦点将集中在中国制造业 PMI（下周关注）。韩国 11 月出口数据可提供关于外需的更多信息，因此也需密切关注。印度和菲律宾将公布三季度 GDP 数据。泰国和菲律宾央行将举行货币政策会议，我们预测泰国会降息 25 个基点。

图 1
亚洲货币纷纷贬值



来源: 彭博 和 BBVA 研究部

图 2
新加坡与香港的通货膨胀回落缓慢



来源: 彭博 和 BBVA 研究部

要闻

中国影子银行：评估金融系统稳定性风险

我们最新的中国银行业观察报告指出：影子银行贷款迅速扩张的确存在风险，但仍然可控

泛太平洋伙伴关系：寻求贸易扩张

中国被排除在外可能会加快内部改革进程

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

印度卢比贬值印证经济退步的观点

亚洲市场随着欧美市场的下滑而出现相应的下跌。上周三德国公债发行结果十分糟糕，显示出欧洲市场的信心十分脆弱。美国第三季度 GDP 数据从 2.5%下修至 2.0%，美国国会超级委员会（super committee）没有能够就如何削减 1.2 万亿赤字的方案达成一致，让市场丧失了对美国领导人能够控制赤字的信心。亚洲区域内，印度卢比继续下跌，导致印度央行不得不进场干预，并且通过决议，通过增加货币供给来阻止卢比的继续下滑。同时，在日本政府仍然努力控制自身财政状况的时候，S&P 在上周警告说在未来可能会下调日本的信用评级。

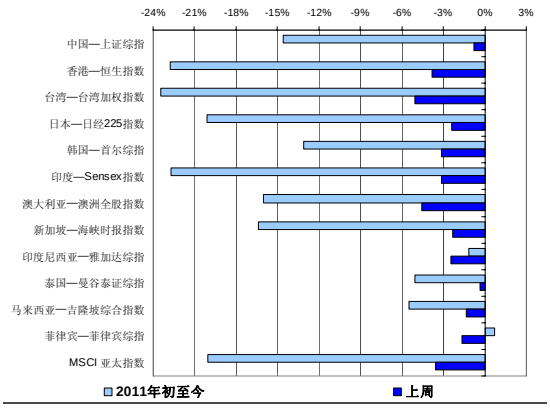
外汇市场显示出来自欧债危机的冲击

亚洲的外汇市场上周卖压严重，因为市场开始逐渐意识到欧洲债务危机没有立即有效地解决方案。澳元兑美元汇率在上周初始跌破 0.97/美元，新加坡元下跌至 1.31/美元，不过上周市场关注的重点在于印度卢比（目前 52.1/美元），印度目前出现一系列的问题包括资金外流，国内通胀严重以及双赤字。韩国方面，尽管韩国消费者信心上升至六个月高点，同时韩国通过了与美国的自由贸易协定，韩元仍然在上周出现大跌。在印尼，印尼央行副行长 Hartadi Sarwono 称央行将继续努力缓和印尼盾汇率的波动，上周五印尼盾下跌 1.5%至 9170/美元。在近期亚洲货币的前景将会因为全球避险情绪严重而继续维持负面。

欧债危机无解，市场继续下滑

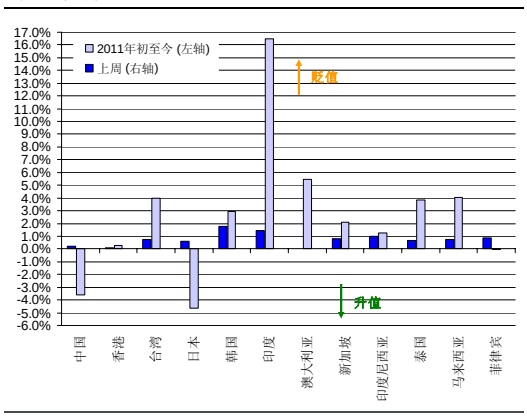
股票市场在这周也出现下滑。恒指（-4.5%）和日经（-3.8%）均出现下滑，一些较为流动的市场也出现大幅度的下跌。国家公债 CDS 息差进一步放宽，和那些国家的货币在市场的表现相吻合。公司债方面，投资级别和高收益率级别都出现下跌，可以观察到息差放大，尤其是在消费品业。观察重点仍然是针对主权国家。日本被 S&P 提出警告，可能会被调降信用评等，IMF 声称日本可能会面临公债收益率的突然上升，如果日本政府无法找到控制赤字的有效方法，就如同当前发生在欧洲的情况一样。我们对日本的预测，在基准情况之下，尽管日本政府在宏观经济层面面临挑战，同时债台高筑，日本在 2012 年的经济增长将可以达到 2.7%，这主要得益于大地震之后经济可以有一个迅速增长的空间。

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

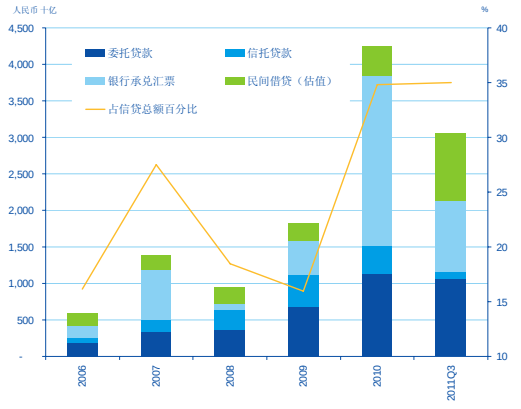
中国影子银行：评估金融系统稳定性风险

在市场将注意的焦点越来越多放在中国经济硬着陆风险之上时，关于中国影子银行系统在近期发展的问题跃然台上，以及其可能对中国金融系统稳定性所带来的挑战。我们在最近的银行业报告中详尽分析了这一问题，详见中国影子银行：对金融稳定性构成威胁？

中国非正规借贷渠道，未受或较少受到监管的影子银行系统在最近两年内迅速发展（图 5），到目前规模已达国内信贷余额总量的五分之一左右。在过去，影子银行一直对信贷流向企业，尤其是流向融资渠道较为匮乏的中小企业起着积极的作用。然而近几年来，影子银行系统的规模迅速扩张，这主要是因为居民储蓄资金悄然流向收益率较高的理财产品而非传统的银行储蓄存款（图 6），同时也因为相关借贷可以避开当局为正规银行业所设定的贷款配额等审慎监管措施。由此也带来了一系列对金融稳定性的担忧。首要风险是影子银行信贷流向较为集中。近期影子银行的迅速发展已经将中国的房地产企业牵涉在内，而这部分企业目前正面临国家持续宏观政策调控之下，无法以预期价格出售的处境。其次的风险是贷款期限与投资项目工程期限不匹配，很多影子银行信贷资金都属短期借贷，并且借贷成本随着最近的政策收紧周期而日益攀升。第三个风险是传统吸储银行或将面临流动性趋紧的问题，尤其当影子银行系统用高回报率来吸引储蓄资金的情况延续下去的话。另一方面，如果政策突然发生转向，使得正规银行系统得以吸引一般的储蓄资金，影子银行的流动资金也将突然短缺，并且会使其更倾向于以短期资金借贷来解燃眉之急。

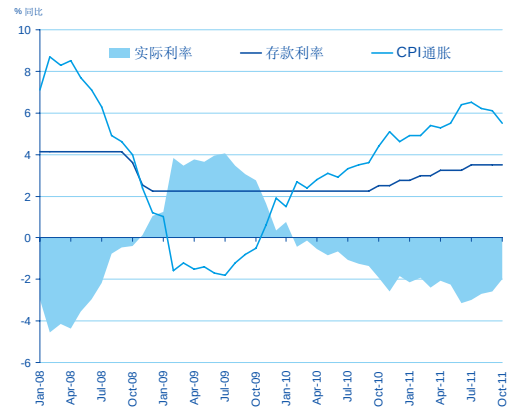
我们认为总体上，目前中国的影子银行系统所存在的风险仍然可控，只要监管当局及时控制影子银行体系内的信贷扩张并加强监管力度。正规信贷渠道内的金融机构（信托公司）已经被银监会要求满足相关资本规定，但监管效果仍然有限。此外，目前对这些信托公司的资本要求仍然低于商业银行，因此有必要在这方面做出更大的改动，避免从监管差异中获利。一项用以控制影子银行扩张的关键措施将是推进利率市场化改革，尤其是存款利率，目前仍设有封顶。存款利率市场化改革之后将使得银行吸储能力，尤其是大额存款方面，更有竞争力。最后，也将鼓励银行对中小企业融资提供支持，并非通过直接借贷额度，而是通过相关的优惠补贴贷款利率等间接措施。

图 5
中国影子银行系统扩张加速



来源: BBVA 研究部 和彭博

图 6
中国存款实际利率为负



来源: BBVA 研究部 和彭博

泛太平洋伙伴关系：寻求贸易扩张

在上周夏威夷举行的亚太经合组织年会上，九个国家领导人——澳大利亚、文莱、智利、新西兰、秘鲁、新加坡、越南和美国，发表联合声明就参与泛太平洋战略经济伙伴关系协定（TPP）达成框架共识。按照泛太平洋战略经济伙伴关系协定的初步目标，将于 2015 年在成员间形成一个零关税的自由贸易区，并且就原产地规则、贸易补偿、技术性贸易壁垒、投资、知识产权、政府招标和竞争法规等达成一系列的制度框架。加拿大、日本和墨西哥等国也表示有意加入 TPP 谈判。尽管贸易协定不一定能真正带来好处（尤其当此类贸易协定带来的是贸易出口目的地转移而并非贸易出口量的增加时），但当前 TPP 可以被视为一个利好消息，从推进全球贸易发展的角度来看，避免目前由于经济衰退导致可能发生的贸易保护主义。如果三个潜在的成员国也加入在内（加拿大、日本和墨西哥），TPP 成员国的 GDP 规模占到 APEC 成员国的 70%左右，占全球 GDP 的 40%左右，以及占全球出口额的 25%左右。

尽管有一个高调的开始，TPP 还远没有成型。其中最大的挑战是三大 APEC 内的经济体，中国、俄罗斯和印尼没有显示出太大兴趣。同时，针对保护知识产权、政府招标规范等一系列标准较高的规范让中国在近期难以达到，以至于中国国内一部分批评家质疑这样的标准是否是为了排除中国在 TPP 之外而设。应当说，在任何情况下，加强对知识产权的保护，以及减小政府在经济中扮演的角色，都是改革的必经之路，符合这样的标准是符合中国长期利益的。因此，TPP 的存在可能会让中国加快这些改革的步伐。

经济日历

中国	数据	日期	前期	市场预期
工业利润 年初至今 (同比)	11 月 27 日	10 月	27.0%	- -
制造业 PMI 指数	12 月 1 日	11 月	50.4	49.9
HSBC 制造业 PMI 指数	12 月 1 日	11 月	51.0	- -
印度	**数据**	**日期**	**前期**	**市场预期**
GDP (同比)	11 月 30 日	3 季度	7.7%	6.8%
出口 (同比)	12 月 1 日	10 月	36.4%	- -
进口 (同比)	12 月 1 日	10 月	17.2%	- -
印度尼西亚	**数据**	**日期**	**前期**	**市场预期**
通胀 (同比)	12 月 1 日	11 月	4.42%	- -
核心通胀 (同比)	12 月 1 日	11 月	4.43%	- -
出口 (同比)	12 月 1 日	10 月	46.3%	- -
日本	**数据**	**日期**	**前期**	**市场预期**
总体家庭开支 (同比)	11 月 29 日	10 月	-1.9%	- -
零售销售 (月度环比) 经季节因素调整	11 月 29 日	10 月	-1.5%	- -
工业生产 (月度环比)	11 月 30 日	10 月 P	-3.3%	- -
车辆生产 (同比)	11 月 30 日	10 月	-4.5%	- -
建筑订单 (同比)	11 月 30 日	10 月	-9.3%	- -
汽车销售 (同比)	12 月 1 日	11 月	28.3%	- -
菲律宾	**数据**	**日期**	**前期**	**市场预期**
GDP (同比)	11 月 28 日	3 季度	3.4%	4.1%
韩国	**数据**	**日期**	**前期**	**市场预期**
工业生产 (月度环比)	11 月 30 日	10 月	1.1%	0.2%
通胀 (同比)	12 月 1 日	11 月	3.9%	4.4%
核心通胀 (同比)	12 月 1 日	11 月	3.7%	- -
出口 (同比)	12 月 1 日	11 月	9.3%	10.0%
进口 (同比)	12 月 1 日	11 月	16.4%	12.5%
泰国	**数据**	**日期**	**前期**	**市场预期**
出口 (同比)	11 月 30 日	10 月	18.4%	- -
进口 (同比)	11 月 30 日	10 月	42.6%	- -
通胀 (同比)	12 月 1 日	11 月	4.19%	4.50%
核心通胀 (同比)	12 月 1 日	11 月	2.89%	2.90%
越南	**数据**	**日期**	**前期**	**市场预期**
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%	- -
工业生产 (同比)	11 月 24-30 日	11 月	5.3%	- -

下周关注：中国 11 月制造业 PMI（12 月 1 日）

预测：50.1	市场调查：49.9	前期：50.4

评论：GDP 增长与软着陆的预期相符。然而，外部冲击和政策紧缩导致下行风险有所增加。最新针对私人企业的 11 月制造业 PMI 预览下跌明显，从 10 月份的 51.0 下滑到 48.0。不过，由于官方制造业 PMI 指数涵盖更多面向本国需求的大型企业，在本国需求持续增长的大前提下，我们预测统计局这个数字仍然会维持在 50 以上的景气区间。市场影响：如果出现低过预期的数据，将会加强对硬着陆的忧虑，增加对中国推出刺激政策的预期，并且会使我们对全球经济增长的看法变得更为悲观。

泰国 – 泰国央行货币政策会议, 11 月 30 日	**现时**	**市场调查**
我们预期泰国央行将降息 25 个基点	3.50%	3.00%
菲律宾 – 菲律宾央行货币政策会议, 12 月 1 日	**现时**	**市场调查**
我们预期菲律宾央行将维持利率不变	4.50%	4.50%

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	2397.9	-0.8	-14.6	-17.3
	香港--恒生指数	17791.8	-3.8	-22.8	-22.8
	台湾--台湾加权指数	6865.3	-5.1	-23.5	-17.8
	日本--日经 225 指数	8173.3	-2.4	-20.1	-18.9
	韩国--首尔综指	1781.5	-3.1	-13.1	-7.6
	印度--Sensex 指数	15858.5	-3.1	-22.7	-17.9
	澳大利亚--澳洲全股指数	3986.2	-4.6	-16.0	-13.2
	新加坡--海峡时报指数	2667.3	-2.3	-16.4	-15.6
	印度尼西亚--雅加达综指	3661.1	-2.5	-1.1	-1.1
	泰国--曼谷泰证综指	980.5	-0.4	-5.1	-1.6
	马来西亚--吉隆坡综合指数	1435.4	-1.3	-5.5	-4.1
	菲律宾--菲律宾综指	4231.3	-1.7	0.7	3.3

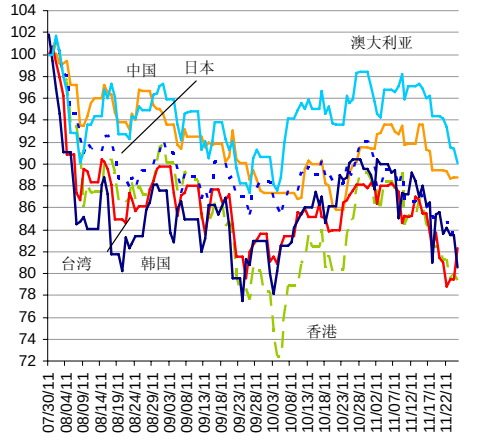
最后更新：星期五， 11.45香港时间

	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）	6.37	-0.21	6.39	6.39
	香港（港币/美元）	7.79	-0.07	7.79	7.78
	台湾（台币/美元）	30.5	-0.71	30.47	30.19
	日本（日元/美元）	77.4	-0.59	77.18	76.43
	韩国（韩元/美元）	1159	-1.71	1165	1169
	印度（卢比/美元）	52.1	-2.24	52.12	54.02
	澳大利亚（美元/澳元）	0.97	-3.06	1.04	n.a.
	新加坡（新元/美元）	1.31	-0.81	1.31	1.30
	印度尼西亚（印尼盾/美元）	9109	-0.98	9450	9900
	泰国（泰铢/美元）	31.2	-0.67	31.45	31.88
	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	-0.86	43.94	43.96

最后更新：星期五， 11.45香港时间

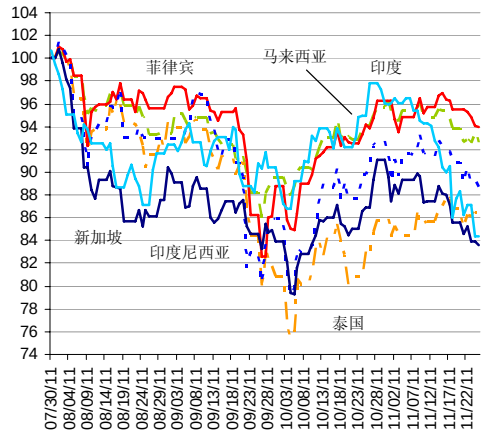
亚洲图表

图 9
股票市場



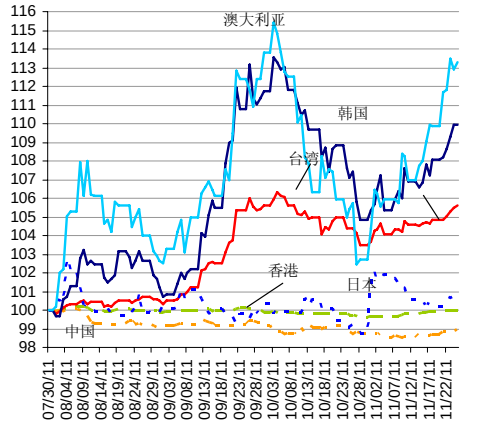
来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 10
股票市場



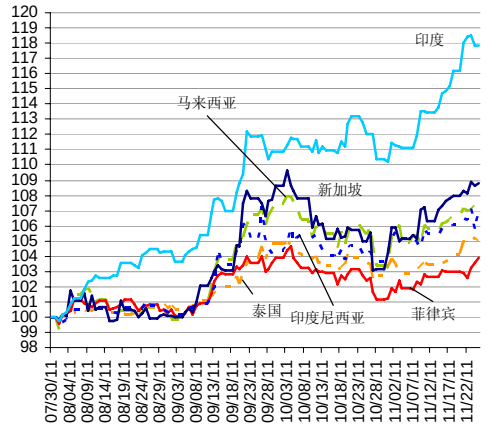
来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 11
外汇市場



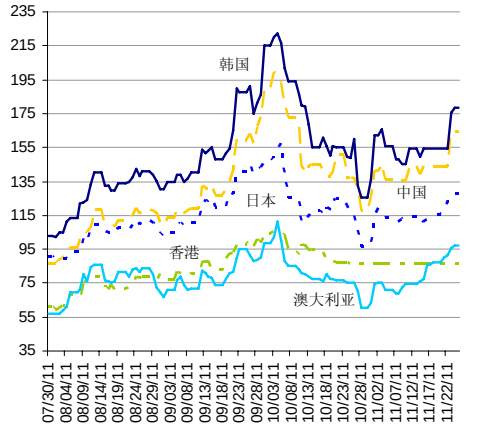
来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 12
外汇市場



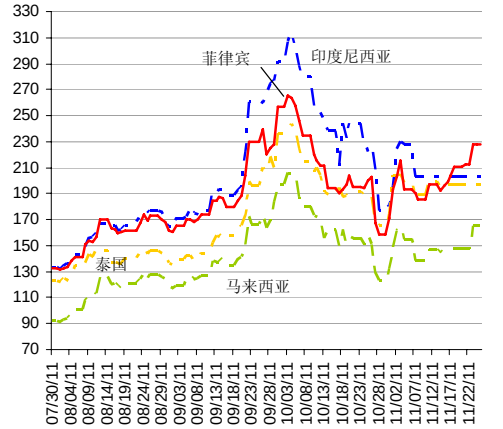
来源：彭博以及 BBVA 研究部

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