

## 每周观察

亚洲

2012 年 1 月 13 日  
经济分析

## 亚洲

Stephen Schwartz  
stephen.schwartz@bbva.com.hkMario Nevares  
mario.nevares@bbva.com.hkWilliam Fitchett  
william.fitchett@bbva.com.hkFielding Chen  
fielding.chen@bbva.com.hkLe Xia  
xia.le@bbva.com.hkZhigang Li  
zhigang.li@bbva.com.hkSumedh Deorukhkar  
sumedh.deorukhkar@grupobbva.comJeffrey Cantwell  
jeffrey.cantwell@bbva.com.hkGeorge Xu  
george.xu@bbva.com.hk

## 市场

外汇策略  
Richard Li  
richard.li@bbva.com.hk经济分析  
Jeffrey Cantwell  
jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

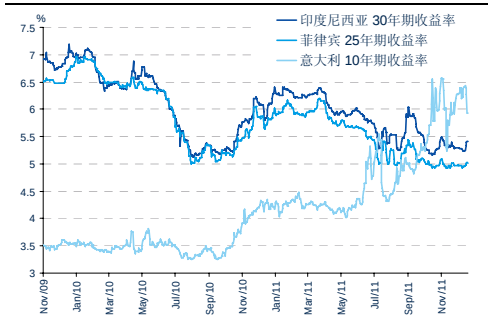
## 虽然增长缓慢，但亚洲仍富吸引力

虽然亚洲的经济增长和出口增速因欧元区的持续疲弱而出现放缓，新兴市场对外国投资者而言仍然十分富有吸引力。这从近日菲律宾（1月5日）和印尼（1月9日）成功发行的全球债券中就显而易见。由于经济基本面强劲且近日评级机构上调了其资信评级，两国的25/30年期美元债券都引发了很多投资者的兴趣，发行利率均创新低（图1）。同时，在北亚，政治局势继续影响市场情绪。朝鲜占据了最近几周新闻的头条。目前，台湾定于明日（1月14日）举行的总统大选由于关系到海峡两岸的联系，正悄然成为市场关注的焦点。如果反对党民进党的胜利导致台湾与大陆关系降温，则可能会打击市场情绪。

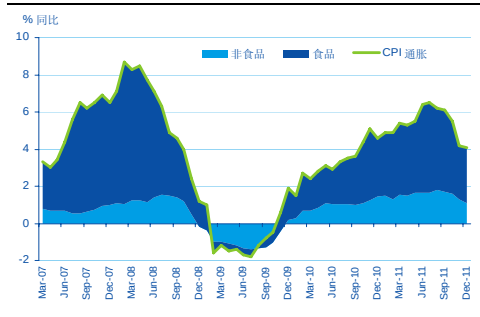
## 中国通胀放缓为政策宽松铺路

本周市场最为关注的结果符合预期：中国通胀同比下滑至4.1%（BBVA：4.1%；市场调查：4.0%），加大了未来数月进一步放宽货币政策来支持经济增长的可能性（图2和要闻）。12月份信贷增长超过了预期（新增贷款人民币6405亿；市场调查：5750亿），可见11月末下调存款准备金率的措施可能已经初见成效。同时，今天公布的外汇储备数据显示四季度外汇储备略有下滑，从第三季度的3.20万亿下滑到了3.18万亿美元，表明该季度资本略有外流（但强势美元的估值效应也是原因之一）。在印度，工业产值超过预期（要闻）。最后，印尼和韩国都像预期维持利率水平不变，但预计会在今年晚些时候降息。

下周市场将关注将焦点放在来自中国的重要数据，其将于中国春节长假开始前公布。市场将特别关注四季度GDP和12月份工业产值、零售销售数据以评估经济增速放缓的节奏。香港和印度将公布12月份通胀数据，而台湾的出口订单数据也将为市场提供对外需的一瞥。我们预计菲律宾会在1月19日的政策会议上宣布降息25个基点。

图1  
亚洲与欧洲债券收益率走势出现分歧

来源：BBVA 研究部 和 彭博

图2  
中国通胀继续下滑

来源：BBVA 研究部 和 彭博

## 要闻

中国通胀下滑，市场期待12月份其他经济活动

通胀进一步下滑为放宽政策支持经济增长作准备

印度经济增长势头正在恢复

经济改革进展缓慢、低劣的基础设施限制了印度的经济增长

|      |   |
|------|---|
| 市场   | → |
| 要闻   | → |
| 日历   | → |
| 市场数据 | → |
| 图表   | → |

## 外汇策略

Richard Li  
richard.li@bbva.com.hk

## 经济分析

Jeffrey Cantwell  
jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

## 市场

## 债务恐慌暂时减轻，但风险依旧存在

对西班牙债券的强劲需求，乐观的美国数据和对华实施放宽政策的期望将投资者的注意力从欧洲财务压力上转移开来。本周亚太地区的风险资产有所上涨，主要基本股指平均上扬了约2.0%。上证综指上涨超过了5.0%。亚洲货币也有所走强，对极端的净美元头寸和一些乐观的地方消息进行了修正。虽然欧洲形势现在似乎已经趋于平静，但不确定性仍旧存在，包括意大利日益加大的筹资压力，法国可能遭遇的标普、穆迪评级下调，希腊第二次援助和债务减值谈判，以及货币集团的衰退风险。因此，亚洲股市和汇市仍容易受到风险厌恶情绪再次出现的影响。

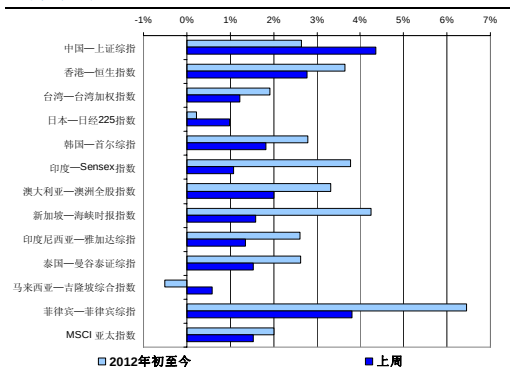
## 印度卢比和韩元胜过亚洲货币

在有利于新兴市场货币的背景下，一系列乐观的宏观数据（详见要闻）和印度放松对外国投资限制的计导致货币大幅反弹。印度卢布上周首四天升至51.58，较前一周上涨了2.2%。鉴于韩元对全球风险情绪的高度敏感性，其本周涨幅也超过了1.5%。韩国央行维持基准利率不变的决定也帮助保存了利差并力挺了韩元。

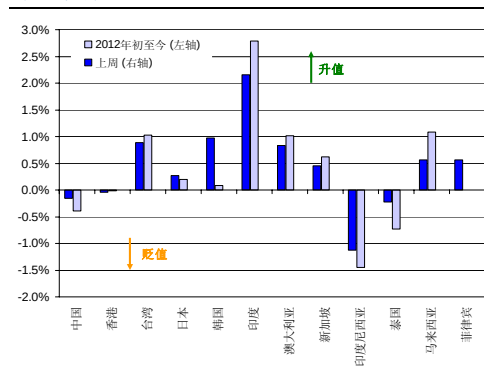
## 离岸人民币因 RQFII 和季节性因素保持强劲

中国人民银行本周提高了美元人民币（USDCNY）汇率的盯住值，意味着人民币兑美元的小幅贬值。鉴于美元的走强和人民币在2011年末升值过快，此举符合我们暂时反转盯住值的预期。尽管如此，在境内和境外人民币市场，其报价仍然强劲，境内和境外人民币现在的交易价均高于央行的设定值。

季节性因素是人民币强势的一部分原因，因中国春节前需求十分强劲。RQFII 配额的声明提振了市场情绪；21 个中国金融机构在香港的分支机构被给予了 200 亿元人民币的初始配额，以投资内地证券市场，其中至少 80% 将流向同业银行债券市场。考虑到境内人民币市场的收益率比香港点心债券市场或美国国债更具吸引力，且中国主权债券资信评级稳定，预计最高 200 亿元的配额不久就会被用光并将被从离岸人民币市场汇回境内市场。意料之中的流动性减少以及季节性需求推升了境外人民币利率并使其报价较境内人民币汇率盯住值和境内人民币即期汇率维持着一定的溢价。

图 3  
证券市场

来源: BBVA 研究部 和彭博

图 4  
外汇市场

来源: BBVA 研究部 和彭博

## 要闻

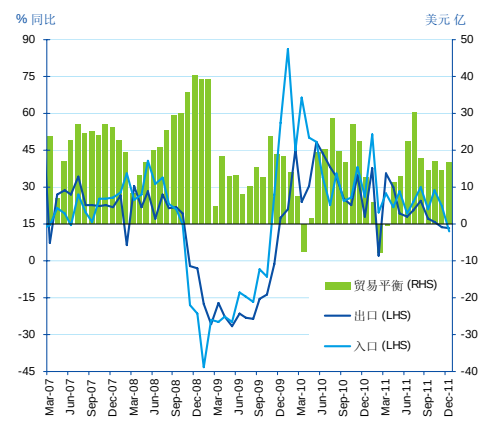
### 中国通胀下滑，市场期待 12 月份其他经济活动

由于当局试图抵御外部影响，维持经济增长，通胀的持续下滑为中国进一步放松政策提供了空间。本周公布的 12 月份通胀同比从上月的 4.2% 下滑到了 4.1%，符合我们的预期（BBVA: 4.1%；市场调查: 4.0%）。但食品价格有所上涨（同比 9.1%），这与春节长假前的季节性需求压力有一定的关系。根据当前的趋势，我们预计通胀会进一步下滑，到年中时跌至 3% 左右，但近期我们预计 1 月份会因即将到来的长假有一次季节性的回升。

本周还公布了 12 月份的贸易数据，值得注意的是进口数据低于预期。12 月份出口增速保持强劲，同比增长了 13.4%，较上月的 13.8% 略低。但进口增速从 11 月份的 22.1% 大幅下滑到了 11.8%（市场调查: 18.0%），可能意味着内需的减弱。同时，政策态势继续转向保增长，这可从 12 月份货币总量加速增长得证。新增贷款增幅超过预期，从 11 月份的 5622 亿元升至 6405 亿元人民币（市场调查: 5600 亿）。我们预计 2012 年上半年法定存款准备金率还会再下调 150-200 个基点，下次下调或将在未来 1-2 个月内。如果外部环境继续恶化，我们还预计会在今年二、三季度下调利率 50 个基点。最后，四季度外汇储备小幅下滑至 3.18 万亿美元（受到了估值效应的一定影响），表明部分资本外流且加强了 2012 年货币升值速度可能减慢的预期。

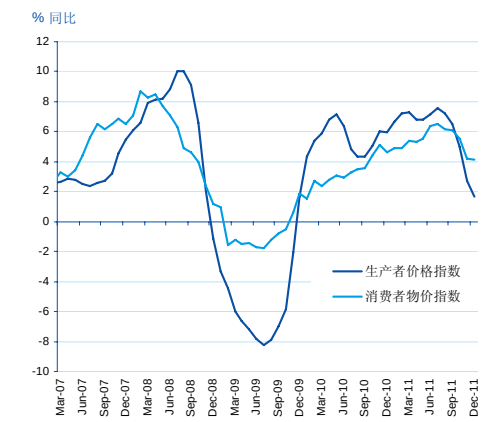
下周（12 月 17 日）将公布一系列重要的经济数据，包括四季度 GDP（详见下周关注）和 12 月份工业产值、投资和零售销售数据。尽管 12 月份进口减弱，我们仍然相信 12 月份的经济活动指标应会保持强劲——特别是，我们还记得 12 月份 PMI 指数反弹到了 50 以上的扩张区间内，从 11 月份的 40 上升到了 50.3。

图 5  
12 月份贸易盈余因进口下滑而扩大



来源: BBVA 研究部和彭博

图 6  
生产者价格通胀下滑是个好兆头



来源: BBVA 研究部和彭博

### 印度经济增长势头再趋强劲

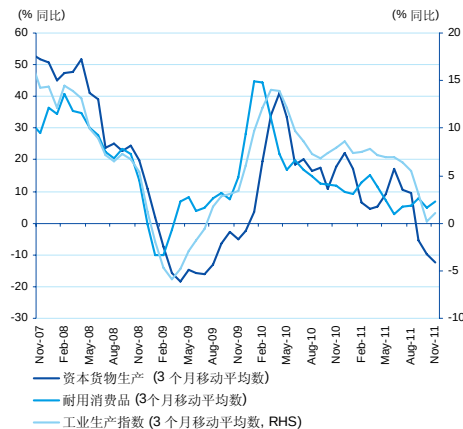
虽然维持 9%-10% 的中期增长预测，但印度总理 Manmohan Singh 却在上周的一次讲话中承认来年印度经济前路崎岖。他提到印度的前景仍然可控，但将政府对截至 2012 年 3 月这一财年的增长预测从此前的 7.5% 下调到了 7.0%（符合 BBVA 6.9% 的估计）。除外部影响外，国内的高利率和疲弱的投资需求也是导致修正的原因。然而，近期的经济活动指标表现却高于预期：2011 年 11 月份工业产值同比增长了 5.9%，超过市场预期（2.1%），并逆转了上个

月-4.7%的下滑，而 12 月份 PMI 指数也上升到了 5 个月的高点。瓦解印度中期增长前景的主要因素主要来自国内。经济增长面对一系列问题，包括政策无所作为，监管问题，高利率，高通胀，货币贬值和持续的双赤字（财政和经常账户赤字）问题。

在众多问题之中，我们认为政府在执行重大投资改革和高价项目上的无能是印度经济增长疲弱的主要原因。印度对基础设施服务的需求远远超过了供给。电力行业的赤字令人错愕，约有 30% 的人口没有得到电力供应，而根据 UNDP 的估计，在中国和马来西亚这一数字仅为 0.6%。能源短缺与交通基础设施的不足（印度全国高速路仅占全部道路网络的 2%）提高了制造业的成本，挤占了生产商的利润空间并导致印度企业缺乏在全球市场上的竞争力，特别是在与其他东亚经济体相比时，更显突出。在近期的一篇讨论文章中，印度商务部估计要维持未来 5 年 9% 的年度 GDP 增速（符合政府的目标），印度需从私人渠道筹集 41.23 万亿卢比（约合 8100 亿美元）投资于技术设施和工业。然而，在增长前景不如人意和全球不确定性的背景下，筹集所需的资金就显得较为困难。

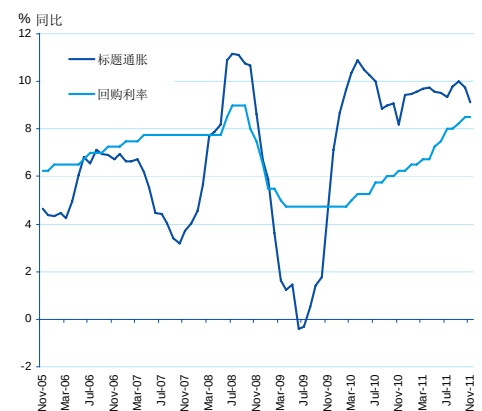
要填补印度基础设施投资的巨大需求/供应缺口就需要当局采取措施调动一级市场上的资本、外国直接投资和外部商业借款。就这一点而言，我们看到过去几个月印度采取了一系列吸引资本的措施，但需要做的还有很多。其中，印度必须发展深入和流动性强的债券、货币和衍生品市场。长期融资对基础设施建设至关重要。印度需努力将更多的居民储蓄引向基础设施投资。调动这些储蓄资源来满足基础设施建设的需求将对开启印度中期增长潜力大有裨益。

图 7  
耐用消费品和资本品生产急剧放缓



来源: BBVA 研究部 和 彭博

图 8  
通胀开始下滑，为今年晚些时候降息铺路



来源: BBVA 研究部 和 彭博

## 经济日历

| 澳大利亚                  | 数据          | 日期  | 前期      | 市场预期   |
|-----------------------|-------------|-----|---------|--------|
| 失业率                   | 1 月 19 日    | DEC | 5.30%   | --     |
| 进口价格指数(季度环比)          | 1 月 20 日    | 4Q  | 0.00%   | --     |
| 出口价格指数(季度环比)          | 1 月 20 日    | 4Q  | 4.00%   | --     |
| 中国                    | 数据          | 日期  | 前期      | 市场预期   |
| 实际对外直接投资(同比)          | 1 月 14-18 日 | DEC | -9.80%  | --     |
| 工业生产 年初至今 同比          | 1 月 17 日    | DEC | 14.00%  | 13.80% |
| 工业生产(同比)              | 1 月 17 日    | DEC | 12.40%  | 12.30% |
| 固定资产投资 除农业外 年初至今 同比   | 1 月 17 日    | DEC | 24.50%  | 24.10% |
| 实质国内生产总值 年初至今(同比)     | 1 月 17 日    | 4Q  | 9.40%   | 9.20%  |
| 实质国内生产总值(季度环比)        | 1 月 17 日    | 4Q  | 2.30%   | --     |
| 实质国内生产总值(同比)          | 1 月 17 日    | 4Q  | 9.10%   | 8.70%  |
| 零售销售 年初至今 同比          | 1 月 17 日    | DEC | 17.00%  | 17.00% |
| 零售销售(同比)              | 1 月 17 日    | DEC | 17.30%  | 17.30% |
| 香港                    | 数据          | 日期  | 前期      | 市场预期   |
| 失业率 经季节因素调整           | 1 月 19 日    | DEC | 3.40%   | --     |
| CPI - 综合指数(同比)        | 1 月 20 日    | DEC | 5.70%   | --     |
| 印度                    | 数据          | 日期  | 前期      | 市场预期   |
| 月度批发价格 %同比            | 1 月 16 日    | DEC | 9.11%   | 7.40%  |
| 日本                    | 数据          | 日期  | 前期      | 市场预期   |
| 机器订单 %同比              | 1 月 16 日    | NOV | 1.50%   | --     |
| 第三产业指数(月度环比)          | 1 月 17 日    | NOV | 0.60%   | --     |
| 所有产业活动指数(月度环比)        | 1 月 20 日    | NOV | 0.80%   | --     |
| 菲律宾                   | 数据          | 日期  | 前期      | 市场预期   |
| 侨汇(同比)                | 1 月 16 日    | NOV | 6.20%   | --     |
| 新加坡                   | 数据          | 日期  | 前期      | 市场预期   |
| 电子出口(同比)              | 1 月 17 日    | DEC | 0.10%   | 0.40%  |
| 非石油国内出口(同比)           | 1 月 17 日    | DEC | 1.60%   | 1.20%  |
| 非石油国内出口 经季节因素调整(月度环比) | 1 月 17 日    | DEC | 5.90%   | --     |
| 台湾                    | 数据          | 日期  | 前期      | 市场预期   |
| 商业销售(同比)              | 1 月 20 日    | DEC | -0.95%  | --     |
| 出口订单同比                | 1 月 20 日    | DEC | 2.54%   | --     |
| 工业生产(同比)              | 1 月 20 日    | DEC | -3.55%  | --     |
| 泰国                    | 数据          | 日期  | 前期      | 市场预期   |
| 关税出口(同比)              | 1 月 16-18 日 | DEC | -12.40% | --     |

|      |   |
|------|---|
| 市场   | → |
| 要闻   | → |
| 日历   | → |
| 市场数据 | → |
| 图表   | → |

## 下周关注：中国四季度 GDP（12 月 17 日）

预测：8.2%（同比）

市场调查：8.7%

前期：9.1%

市场将关注中国四季度 GDP 以评估经济增速放缓的程度。三季度时 GDP 同比增速从二季度的 9.5% 下滑到了 9.1%。基于如制造业 PMI 指数等高频指标，由于外需减弱，近几个月的放缓速度似乎有所加快。我们预计四季度 GDP 增速会进一步放缓，这将使 2011 年全年经济增速达到 9.0%。随着通胀的继续下滑，当局近日将政策态势转为了保增长。近期政策态势的放松和扩张性的财政政策应能有助于维持内需；我们预计经济增

速会在 2012 年上半年触底。除 GDP 外，下周还将公布一系列重要的月度指标，包括工业产值、投资和零售销售。

## 日历事件

日本 – 内务省月度经济报告, 1 月 17 日

菲律宾 – 货币政策会议, 1 月 19 日  
我们预计隔夜借贷利率将有 25 个基点的减少

| 现时    | 市场调查  |
|-------|-------|
| 4.50% | 4.25% |

## 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      | 2256.9  | 4.3    | 2.6          | -20.2 |
| 香港--恒生指数      | 19107.6 | 2.8    | 3.7          | -21.2 |
| 台湾--台湾加权指数    | 7207.1  | 1.2    | 1.9          | -19.7 |
| 日本--日经 225 指数 | 8473.8  | 1.0    | 0.2          | -20.0 |
| 韩国--首尔综指      | 1876.7  | 1.8    | 2.8          | -10.2 |
| 印度--Sensex 指数 | 16037.5 | 1.1    | 3.8          | -16.4 |
| 澳大利亚--澳洲全股指数  | 4191.2  | 2.0    | 3.3          | -12.6 |
| 新加坡--海峡时报指数   | 2758.9  | 1.6    | 4.3          | -15.3 |
| 印度尼西亚--雅加达综指  | 3921.7  | 1.4    | 2.6          | 10.0  |
| 泰国--曼谷泰证综指    | 1052.2  | 1.5    | 2.6          | 1.7   |
| 马来西亚--吉隆坡综合指数 | 1523.1  | 0.6    | -0.5         | -3.1  |
| 菲律宾--菲律宾综指    | 4654.0  | 3.8    | 6.5          | 14.3  |

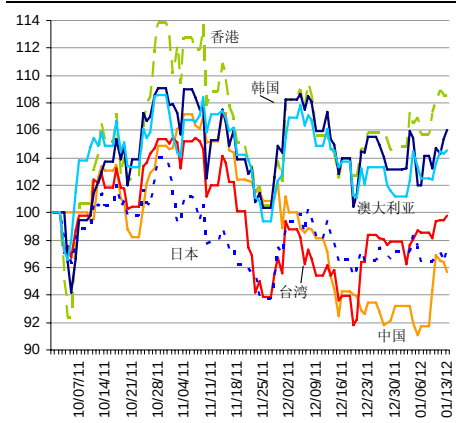
最后更新：星期五， 11.45 香港时间

| 货币            | 即期汇率 | % 一周变化率 | 3 个月远期 12 个月远期 |       |
|---------------|------|---------|----------------|-------|
|               |      |         |                |       |
| 中国（人民币/美元）    | 6.32 | -0.16   | 6.31           | 6.32  |
| 香港（港币/美元）     | 7.77 | -0.05   | 7.77           | 7.76  |
| 台湾（台币/美元）     | 30.0 | 0.89    | 29.77          | 29.44 |
| 日本（日元/美元）     | 76.8 | 0.27    | 76.68          | 76.30 |
| 韩国（韩元/美元）     | 1151 | 0.99    | 1158           | 1165  |
| 印度（卢比/美元）     | 51.6 | 2.72    | 52.83          | 54.56 |
| 澳大利亚（美元/澳元）   | 1.03 | 0.84    | 0.98           | n.a.  |
| 新加坡（新元/美元）    | 1.29 | 0.45    | 1.29           | 1.28  |
| 印度尼西亚（印尼盾/美元） | 9200 | -1.11   | 9290           | 9670  |
| 泰国（泰铢/美元）     | 31.8 | -0.22   | 31.98          | 32.33 |
| 马来西亚（林吉特/美元）  | 3.13 | 0.58    | 3.15           | 3.18  |
| 菲律宾（菲律宾比索/美元） | 43.8 | 0.57    | 44.03          | 44.21 |

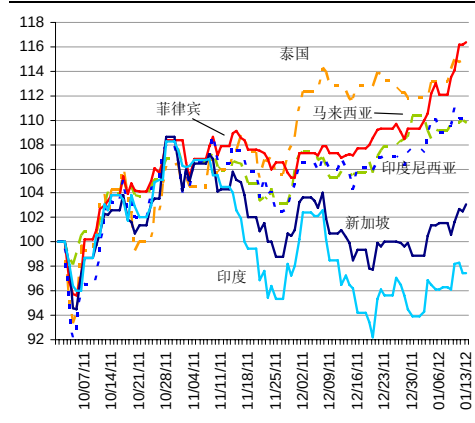
最后更新：星期五， 11.45 香港时间



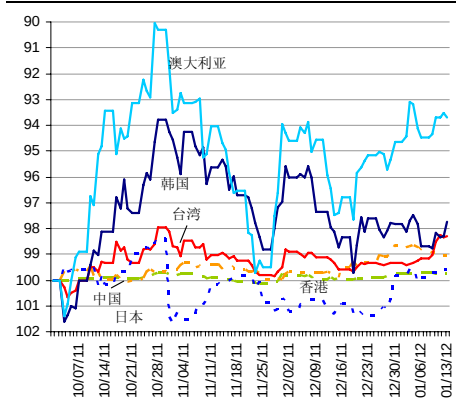
## 亚洲图表

图 9  
股票市场

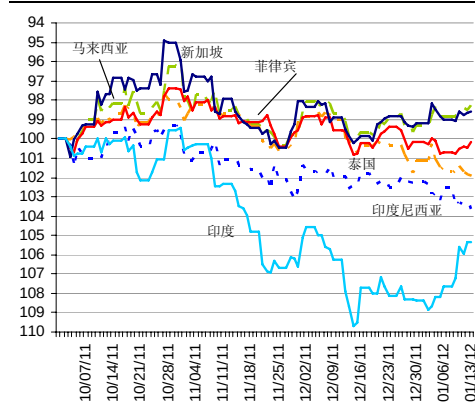
来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 10  
股票市场

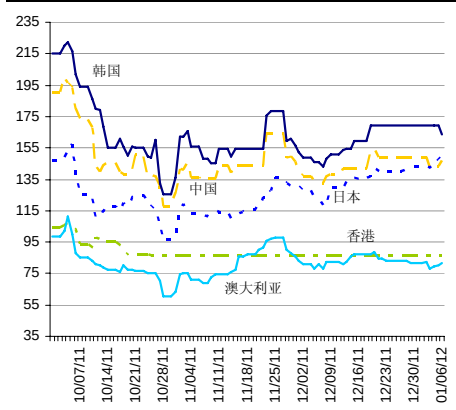
来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 11  
外汇市场

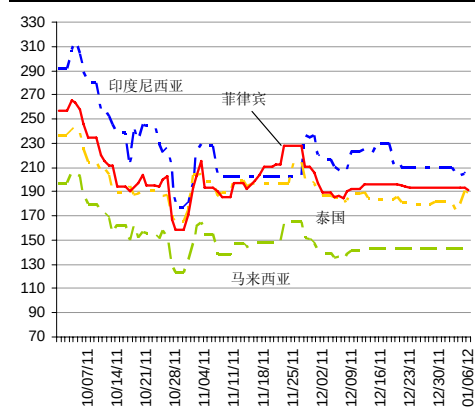
来源：彭博以及 BBVA 研究部

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，文中所述的工具可能在二级市场有限，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](http://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**