

每周观察

亚洲

亚洲经济是否依旧稳固？

2011年8月19日
经济分析

Asia

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

Claire Chen
claire.chen@bbva.com.hk

Jeffrey Cantwell
jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

Markets
Richard Li
richard.li@bbva.com.hk

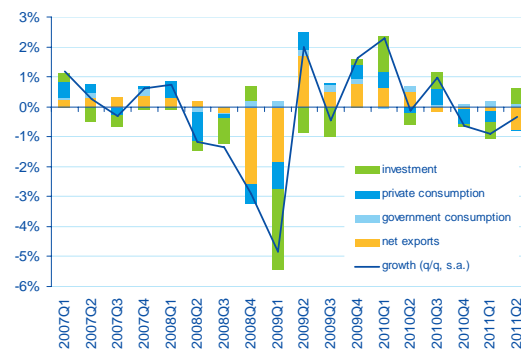
随着全球金融市场的动荡，亚洲市场再次经历了下跌的一周。亚洲股市下跌，我们认为不仅与全球风险厌恶情绪上升有关，也与市场对外部需求的下行风险增大是否影响区域内经济增长前景的担忧休戚相关。就这一点而言，我们有理由乐观地认为亚洲能够经受得住全球经济增长前景走弱的影响（详见要闻）。特别是，其经济基本面十分强劲，且仍然有刺激政策的实施余地。到目前为止，经济活动指标表现良好。同时，即便是今年股市极其低迷的香港，其市场情绪也暂时受到中国官方宣布进一步巩固其金融中心地位而有所提振。这些措施包括允许大陆投资者买卖港股组合交易所交易基金（ETF），允许境外投资者使用离岸人民币投资境内证券市场，以及允许香港企业使用离岸人民币到内地进行外商直接投资。

乐观的理由：部分经济指标好于预期

日本、马来西亚二季度 GDP 增速虽然有所放缓，但均好于市场预期（日本：季度环比经季节性调整下降 0.3%；市场调查：季度环比下降 0.7%；马来西亚：年度同比增长 4.0%，市场调查：年度同比增长 3.6%）。在印度，6 月份工业产值超过预期，而香港的就业数据也比预期的要好。尽管如此，新加坡 7 月份出口低于预期，提醒我们该地区经济（对于外部环境）仍具有一定的脆弱性。幸运的是，由于通胀的放缓（如印度和马来西亚的通胀分别同比上升了 9.2%和 3.4%，低于上一个月的 9.4%和 3.5%），越来越多地区放慢了货币收紧的节奏。下周，市场将关注新加坡（下周关注）、香港、日本和越南的通胀数据；泰国二季度的 GDP，及其月度货币政策会议（市场一致认为会加息 25 个基点，但泰国央行也可能鉴于当前的全球经济环境暂停加息）。最后，我们将关注汇丰中国制造业 PMI 指数预览。

图 1

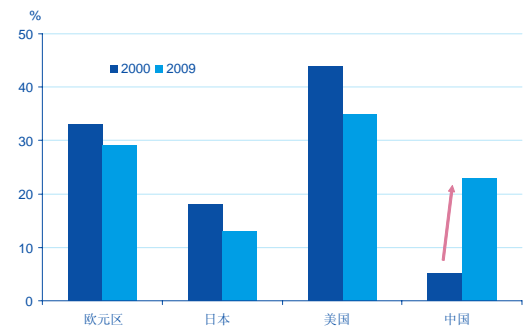
日本经济在二季度触底反弹...



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图 2

亚洲出口的最终需求来源



来源: 新加坡金融管理局和 BBVA 研究部

要闻

亚洲经济有多脆弱？

该地区并非不受影响，但仍有理由保持乐观

在震后复苏中日本经济展示韧性

尽管受到负面影响，日本经济正在重新恢复

印度：高通胀下的全球经济复苏阻力加剧增长风险

印度经济增速已经放缓之时又面临全球性风险

Markets →

Highlights →

Calendar →

Markets Data →

Charts →

经济分析

Richard Li
richard.li@bbva.com.hk

市场

有关经济增长放缓和欧洲银行业压力的担忧导致了全球金融市场震荡并波及到了亚洲市场。本周初亚洲地区股市得益于多个欧洲证券交易所禁止卖空操作而能在本周初的低迷之后得以短暂喘息。但今天费城联储调查暗示美国三季度经济增长会进一步恶化之后，随着欧洲对银行筹资问题担忧的加深，股市很快再现跌势。亚洲货币交易行为呈现出从风险投资到避险投资模式的两极转移。周五市场风险胃纳的急剧退化则掉转了在本周初的上涨趋势。

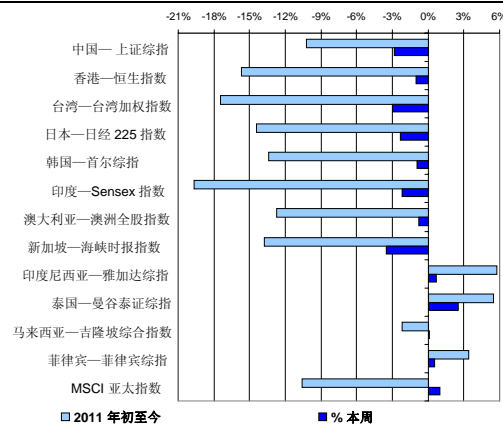
亚洲货币在全球经济软着陆中保持坚挺

我们仍然相信亚洲强劲的宏观经济基本面能助其控制住全球经济增长走弱对亚洲的影响（详见要闻）。由于货币的中期表现与相应的经济增长情况相称，我们在对其面临下行的全球性风险时的评估中得出了积极的结果，这应能支撑亚洲外汇表现突出。但与此同时，亚洲货币的交易价格会因为市场普遍的避险行为而继续走低。此外，我们认为对出口依存度较高的国家或缺乏加大刺激力度的国家会面临更大的货币贬值压力。若以此划分，印度卢比、马来西亚林吉特、澳元和新币看起来更容易受到风险胃纳进一步退化的影响。

人民币升值加速，但势头看起来不会持续

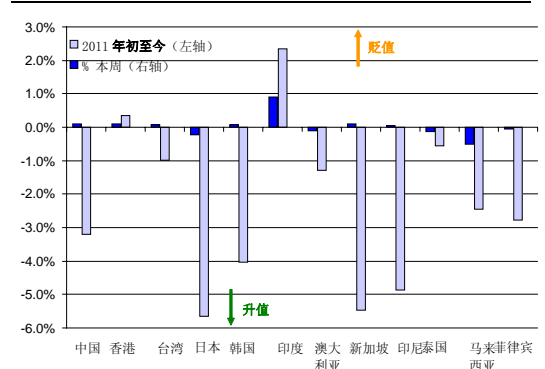
中国人民银行近期连续多次下调人民币汇率中间价，8月5日到16日期间从6.4551下调到6.3925，这意味着人民币年化升值幅度达到18%。而今天官方美元兑人民币汇率中间价却再次掉头向上，略高于6.4000水平，市场对于人民币进一步升值的预期驱使美元兑人民币现货交易价格一直徘徊于浮动区间的下限值附近。市场普遍认为7月份出口增长和CPI上升是主要驱动力，但我们认为这些解释并不符合近期的价格走势。过去，中国政府很少根据每个月的贸易数据和通胀数据调整人民币升值的节奏。相反，我们认为中国在香港的债券发行计划和本周的中央领导人访港更能解释这一点。特别是，中国财政部正筹划在香港人民币离岸市场发行总值200亿元的人民币债券，允许人民币在债券发行前夕加速升值能够加大债券的吸引力。此外，美国副总统拜登上周访华也为人民币升值提供了契机。然而，未来，我们认为人民币近期的快速升值趋势不太可能持续。全球经济负面影响的增强会促使中国政府采取观望态度并在采取下一步货币政策措施或改变人民币汇率政策的问题上更为谨慎。我们仍然相信，人民币兑美元汇率将以平均每年4-5%的速度继续升值，但月度/季度升值幅度则更多地取决于美元的走势和相关的政治事件。

图3
证券市场



来源：BBVA 研究部和彭博

图4
外汇市场



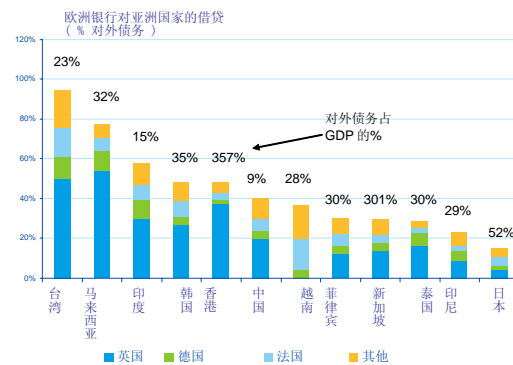
来源：BBVA 研究部和彭博

要闻

亚洲经济有多脆弱？

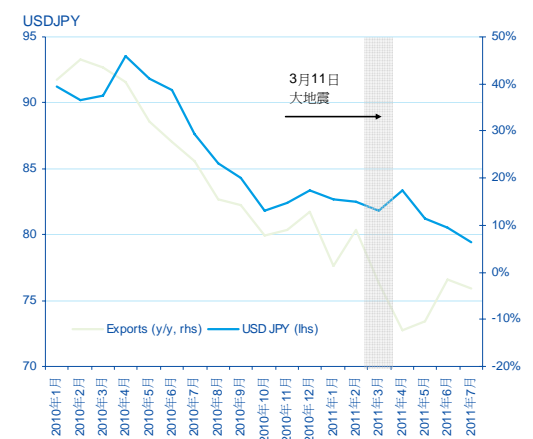
美国和欧洲的经济增长和债务问题给金融市场带来了不小的影响，我们应及时对亚洲抵御全球性动荡的能力进行评估。虽然亚洲会不可避免地受到全球性经济衰退的影响，但鉴于其强劲的经济基本面和政策回旋的空间，我们仍对该地区经受外部压力的能力充满信心。全球经济衰退会通过贸易和金融渠道影响亚洲经济。从贸易来看，亚洲的出口依存度仍然很高，其产品的大部分终端需求都来自美国和欧盟。因此，亚洲的小型和出口导向型经济体明显受到全球经济增长放缓的冲击，正如 2008-09 年那样（香港、台湾、泰国、马来西亚和新加坡产出均在 2009 年出现大幅下滑）。但是，区域内的贸易可帮助缓冲这一负面影响，预计中国经济会继续强劲增长，从区域出口终端需求的角度看，中国已成为亚洲除美国和欧洲以外的第三大出口市场（首页图 2）。至于金融渠道方面，亚洲经济体可能较易受到欧洲银行收紧信贷条件的影响。然而，其整体的债务对 GDP 的比率以及对欧洲银行的依存度是有限的（图 5）。台湾、马来西亚、印度和韩国来自欧洲银行的外部融资比例相对较高，而香港和新加坡鉴于其所扮演的国际金融中心的角色，也很容易受到全球金融危机的影响。澳大利亚银行因其在全球资本市场上进行批发融资的依赖性较大，也有一定的风险敞口。政策方面，亚洲经济体还有空间可以放慢货币收紧的步伐，且多数亚洲国家和地区财政赤字和债务水平相对较低，如有必要还可采取适当的财政刺激措施（日本、印度和马来西亚是明显的例外）。

图 5
亚洲经济体从欧洲银行的借贷...



来源：BBVA 研究部和 BIS

图 6
强势日元下的日本出口...



来源：BBVA 研究部和 CEIC

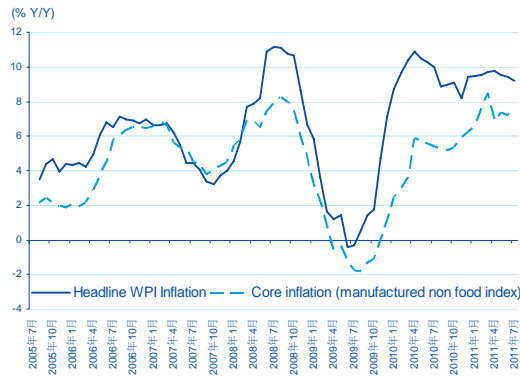
在震后复苏中日本经济展示韧性

日本上周公布了二季度 GDP，结果好于预期，季度环比下滑了 0.3%（季节因素调整后年化增速为 -1.3%；市场调查结果：季节因素调整后季度环比下滑 0.7%）（首页图 1）。更为重要的是，这一结果反映出了今年 3 月份地震和海啸对于整个季度经济增长的影响，且这是日本经济连续第三个季度下滑。二季度，受供应链中断的影响，日本出口同比下滑了 5.3%（图 6）。另一方面，商业投资表现良好，且有证据表明政府震后的一揽子刺激政策发挥了积极作用，产生的恢复比预想的要快。预计第三次补充预算案将于 9 月或 10 月获得通过，是一项涉及金额超过 10 万亿日元（占 GDP 的 2%）的完整重建方案。货币政策方面，日本央行已宣布将进一步注入流动性并将资产购买计划的规模扩大 50%，达到 15 万亿日元。同时，生产和出口的复苏也快于预期，且现已接近地震前的水平。近期的经济指标和企业信心指数的表现也有所好转。但是，日元的进一步强势和能源短缺依然是经济复苏的障碍。美元兑日元汇率徘徊在 76.5 左右，且可能影响出口前景；供给方面，鉴于当前公众对核能的恐慌，核能发电站的重启检查可能会被推迟，能源短缺会抑制生产。当然，外部经济的不确定性也会进一步影响出口。总的说来，我们预计今年下半年日本经济会继续反弹，全年 GDP 小幅收缩 0.3%。

印度：高通胀下的全球经济复苏阻力加剧增长风险

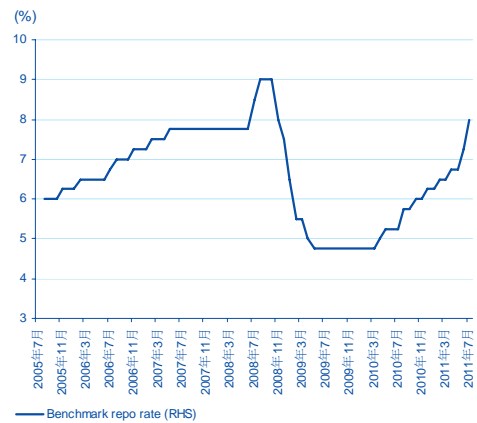
随着全球宏观环境的恶化，投资者开始评估对亚洲造成的影响。正如 2008 年雷曼破产引发金融危机时的情况那样，印度并未幸免于危机的蔓延，在贸易和金融方面均受到了冲击，但影响较为有限。印度的问题在于其宏观经济前景本就极具挑战：增速放缓，高通胀持续，且货币和财政政策的回旋余地有限。在这种情况下，上周公布的关键经济数据帮助提振了市场信心，虽然不多。6 月份工业产值同比上升了 8.8%（市场调查结果：5.5%，5 月份时为 5.9%，为 9 个月以来的最低水平），这一数字掩盖了增长势头的放缓，如果剔除波动较大的资本品因素，这种放缓迹象将十分明显。剔除资本品成分以后，工业产值同比增幅从 5 月份的 5.9% 下跌至 4.3%。同时，7 月份批发价格通胀同比增速从 6 月份的 9.4% 放缓到了 9.2%（图 7），符合预期且表明供给压力正在逐步减弱。然而，通胀水平仍远高于当局的舒适区间且核心通胀仍然十分稳固，制造商依然面临着利润压力。未来，全球商品价格的持续回落以及国内经济增长的放缓预示着整体通胀情况将朝着好的方向发展。随着国内经济增长下行风险的增加，通胀的放缓巩固了我们认为印度央行在下次政策会议（9 月 16 日）上保持政策不变的观点（图 8）。

图 7
印度：通胀受商品价格影响有所放缓



来源：BBVA 研究部和 CEIC

图 8
印度：加息周期或已告一段落



来源：BBVA 研究部和 CEIC

经济日历

中国	数据	日期	前期	市场预期
汇丰中国制造业 Flash PMI	8月23日	8月	48.9	--
香港	数据	日期	前期	市场预期
CPI 同比	8月22日	7月	5.60%	--
出口额 同比	8月25日	7月	9.20%	--
进口额 同比	8月25日	7月	11.50%	--
贸易收支差额	8月25日	7月	-40.3B	--
日本	数据	日期	前期	市场预期
超市销售额 同比	8月22日	7月	0.10%	--
便利商店销售额 同比	8月22日	7月	9.00%	--
CPI 同比	8月26日	7月	0.20%	--
马来西亚	数据	日期	前期	市场预期
失业率	8月26日	2季度	3.10%	--
菲律宾	数据	日期	前期	市场预期
进口额 同比	8月25日	6月	1.60%	--
贸易收支差额	8月25日	6月	-\$780M	--
新加坡	数据	日期	前期	市场预期
CPI 同比	8月23日	7月	5.20%	5.00%
工业生产 月度环比 经季节调整	8月26日	7月	1.60%	0.80%
工业生产 同比	8月26日	7月	10.50%	9.00%
台湾	数据	日期	前期	市场预期
失业率 经季节调整	8月22日	7月	4.40%	4.36%
工业生产 同比	8月23日	7月	3.61%	4.80%
货币供给-M2 日平均值 同比	8月25日	7月	5.99%	5.90%
泰国	数据	日期	前期	市场预期
国内生产总值 季度环比 经季节调整	8月22日	2季度	2.00%	0.60%
国内生产总值 同比	8月22日	2季度	3.00%	3.60%
海关出口 同比	8月22-25日	7月	16.80%	31.30%
海关进口 同比	8月22-25日	7月	26.10%	21.00%
海关贸易差额	8月22-25日	7月	\$1270M	\$351M
越南	数据	日期	前期	市场预期
年初至今 出口额 同比	8月24-31日	8月	33.50%	--
年初至今 进口额 同比	8月24-31日	8月	26.20%	--
工业生产 同比	8月24-31日	8月	9.60%	--
CPI 同比	8月24-31日	8月	22.20%	--

下周关注：新加坡 7 月 CPI 通胀（8 月 23 日）

预测：5.1%（年度同比）

市场调查：5.0%

前期：5.2%

评论：自今年 1 月通胀达到最快增速以后，受交通和住房成本上涨的影响，预计 7 月通胀会保持上升趋势。近期指标显示国内需求表现良好，需求方的通胀压力依然较为明显。然而，鉴于其经济规模较小及对出口的依赖，新加坡经济特别容易受到全球需求减弱的影响。**市场影响：**鉴于全球经济增长的下行风险和近期出口的下滑（7 月份同比下滑了 2.8%），市场预计新加坡金融管理局不会在 10 月份的政策会议上加快新币的升值步伐；然而，若通胀结果高于预期则会改变这样的预测并为区域货币进一步升值创造条件。

日历事件

泰国- 基准利率, 8 月 24 日
我们预计基准利率水平保持不变

现在 3.25% 市场调查 3.50%

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	2520.9	-2.8	-10.2	-6.2
香港 -- 恒生指数	19424.6	-1.0	-15.7	-7.8
台湾 -- 台湾加权指数	7406.5	-3.0	-17.5	-6.6
日本 -- 日经225指数	8751.7	-2.4	-14.4	-6.5
韩国 -- 首尔综指	1776.7	-0.9	-13.4	-0.2
印度 -- Sensex 指数	16469.8	-2.2	-19.7	-10.8
澳大利亚 -- 澳洲全股指数	4139.3	-0.8	-12.8	-7.6
新加坡 -- 海峡时报指数	2751.3	-3.5	-13.8	-6.6
印度尼西亚 -- 雅加达综指	3918.8	0.7	5.8	26.2
泰国 -- 曼谷泰证综指	1089.1	2.5	5.5	22.2
马来西亚 -- 吉隆坡综合指数	1485.4	0.1	-2.2	6.7
菲律宾 -- 菲律宾综指	4344.9	0.5	3.4	22.0

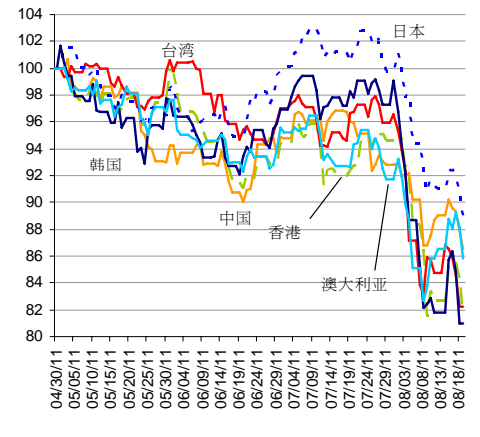
最后更新: 星期五, 11.15 香港时间

货币	即期汇率	% 一周变化率	3 个月远期 12 个月远期	
			3 个月远期	12 个月远期
中国 (人民币/美元)	6.40	0.71	6.36	6.27
香港 (港币/美元)	7.79	0.17	7.8	8
台湾 (台币/美元)	28.9	-0.01	28.70	28.29
日本 (日元/美元)	76.8	2.03	76.7	76.3
韩国 (韩元/美元)	1078	-0.98	1083.10	1088.20
印度 (卢比/美元)	45.4	-1.87	45.5	46
澳大利亚 (美元/澳元)	1.03	-1.12	1	n. a.
新加坡 (新元/美元)	1.21	0.48	1.21	1.2
印度尼西亚 (印尼盾/美元)	8546	0.02	8620	8840
泰国 (泰铢/美元)	29.9	-0.13	30.01	30.3
马来西亚 (林吉特/美元)	2.99	0.72	3.0	3
菲律宾 (菲律宾比索/美元)	42.6	0.16	42.45	42.55

最后更新: 星期五, 11.15 香港时间

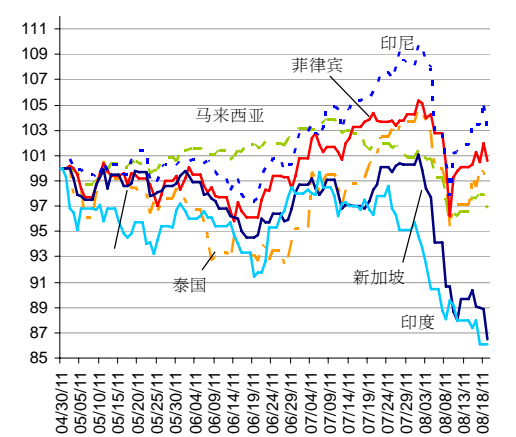
亚洲图表

图 9
股票市场



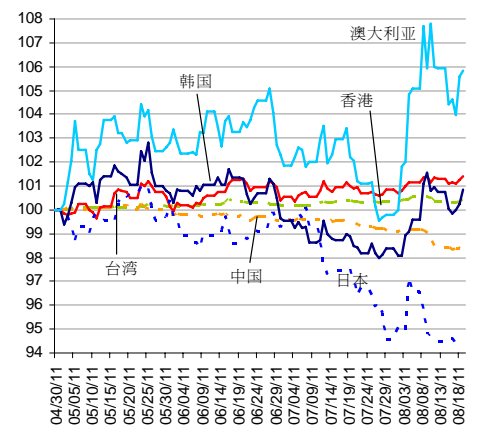
来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 10
股票市场



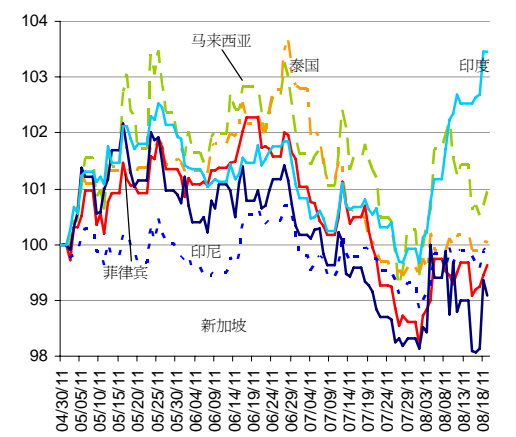
来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 11
外汇市场



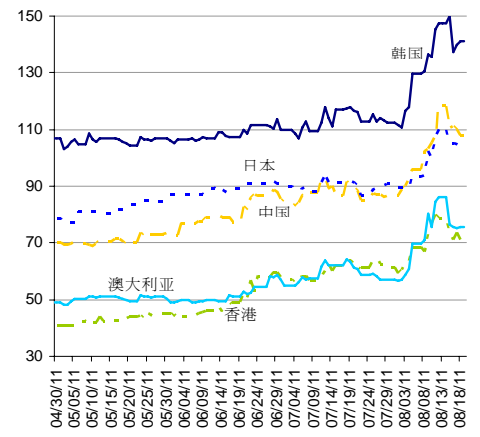
来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 12
外汇市场



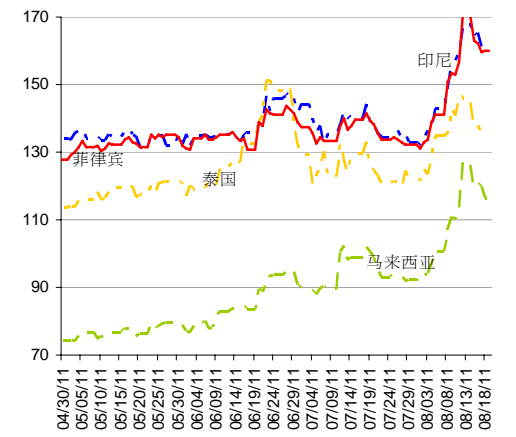
来源：彭博以及 BBVA 研究部

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