

每周观察

亚洲

通胀造成政策困境

2011年9月2日
经济分析

亚洲

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

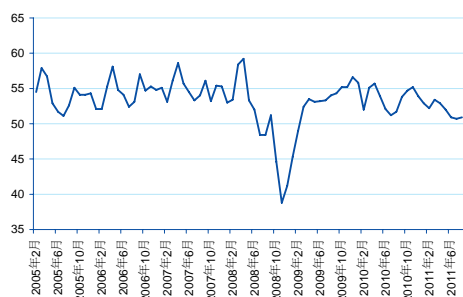
Jeffrey Cantwell
jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

正当投资者关注全球经济前景和金融市场动荡之时，亚洲地区不断上升的通胀问题似乎已经逐渐消失在了人们的视线中。尽管如此，根据大多数最近发布的数据显示，通胀问题依然存在，例如本周泰国和韩国公布的数据（详见下文）。由于外需和增长的放缓，这使得各国央行陷入了政策困境。一方面，鉴于通胀上升和一系列积极的经济指标，比如近期的出口数据和中国的最新 PMI 数据（图 1），央行应该始终保持警惕将通胀预期维持在可控范围。另一方面，经济增长疲软的迹象也十分明显，特别是出口订单数和工业产值等。泰国上周再度加息，尽管当局已示意加息周期或将告一段落；中国上周拓宽了存款保证金的缴存范围，将导致流动性的有效收紧（详见要闻）。许多国家将于下周举行货币政策会议，鉴于对增长的担忧，我们预计各国和地区均将倾向于维持目前利率不变；在韩国，由于 8 月通胀结果远远高于预期，使该国进一步陷入经济放缓和通胀居高不下的两难困境，但即便如此，考虑到当今全球的不确定性，韩国当局也可能暂时按兵不动。

下周的货币会议将至，经济增长放缓，通胀攀升

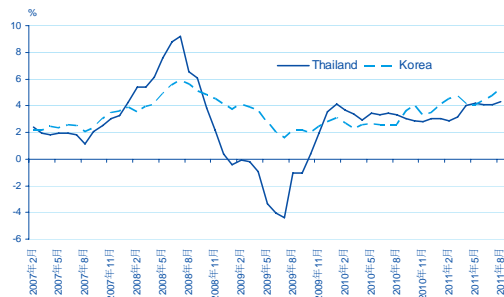
上周公布的印度和菲律宾的二季度 GDP 增长数据（分别同比增长了 7.7% 和 3.4%，前期分别为 7.6% 和 4.9%）将两国加入到了因外需下滑导致经济增长放缓的亚洲经济体行列。韩国（同比增长 3.8%；市场调查结果：6.2%）和日本（同比增长 0.6%；市场调查结果：1.4%）的 7 月工业生产数据均令人感到失望。通胀方面，短暂的喘息之后，泰国和韩国 8 月通胀双双高于预期（分别同比上升了 4.3% 和 5.3%；市场调查结果分别为 4.0% 和 4.8%），但这主要是由于食品价格上涨所致（图 2）。在接下来的一周，澳大利亚、印尼、韩国、马来西亚、日本和菲律宾的央行都将举行政策会议（见日历事件），我们预计他们都不会做任何改变。下周，中国（详见下周关注）、印尼、台湾和菲律宾都将公布 8 月通胀数据。此外，市场还将密切关注澳大利亚二季度 GDP 数据。

图 1
中国 PMI 小幅反弹



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图 2
韩国和泰国通胀上升



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

要闻

Markets →

Highlights →

Calendar →

Markets Data →

Charts →

中国：强劲的 PMI 数据，央行扩大存款准备金的缴存范围

8 月 PMI 反弹加强了软着陆预期，而流动性也有所收紧

日本新任首相仍面临着同样的挑战

日本五年来的第六任首相面临着经济挑战与政治不确定性

韩国经济面临放缓，政府仍需竭力控制通胀

为应对通胀上升和经济增速放缓，韩国央行将在下周面临政策困境

经济分析

Richard Li
richard.li@bbva.com.hk
Jeffrey Cantwell
jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

市场

尽管在今天早些时候美国非农就业数据公布之前，欧元区及亚洲地区令人失望的 PMI 数据使得投资者对今日急剧下跌的股市表现得更加谨慎，金融市场对美联储会议备忘录的温和信号反应积极。然而，总的说来，亚洲股市本周有所回升，特别是越南，该国证监会这次通过放宽保证金账户交易限制继续推动本国金融市场现代化进程。中国股市则下挫，惟本周唯一的例外（图 3），人民银行对银行存款准备金缴存范围的调整（详见要闻）复燃了市场对进一步紧缩措施的恐慌。全球风险情绪改善使亚洲货币受益，其中澳元和韩元涨幅最大。投资者将不会再像上个月那样跌价抛售，但只要欧洲前景继续疲软，这次的回升本质上可能是短期的投机行为。

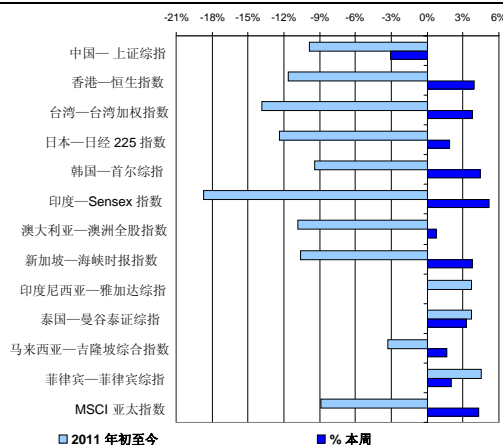
在冷淡的全球增长环境下，亚洲外汇呈向上趋势

尽管表现各异，但近期的全球性指标仍继续指向美国和欧洲的疲软复苏前景。但目前还没有出现严重的放缓迹象。我们仍然非常关注中国，其达成经济软着陆将有助于缓冲亚洲地区其他国家所受的宏观经济阻力。我们现时预计亚洲货币兑美元汇率将会升值，原因有两点：第一，即使美国和欧洲对亚洲出口的需求减弱，亚洲经济体也能找到区域内的支撑以保证贸易渠道依然强劲，这将有助于支持经济增长。第二，对于美联储将继续维持联邦基准利率接近于零的预期，而在亚洲各国经济增长持续和通胀居高不下，各国家央行极有可能保持收紧偏好。因此，在这样的情况下，亚洲外汇将继续受益于其政策分化带来的收益优势。如果全球风险情绪得到改善，利差驱动下的汇率走势变化将变得更加显著。

亚洲信贷市场受到青睐

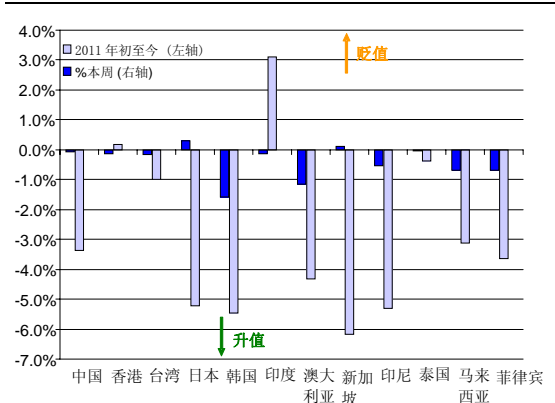
拥有投资级别和其它高收益的企业债券本周均受到市场青睐，部分主要的高收益企业债券（Bumi, Berau, Evergrande）在本周获得 2%至 3%的收益。亚洲主权信用违约掉期利差收窄，澳大利亚的表现尤其值得关注。澳大利亚和新加坡迅速成为了风险资产的避风港。今年澳大利亚主权债券收益率回升到 9.5%，是彭博跟进的 21 个发达国家中表现最好的。从数据中我们可以看到谨慎乐观的理由，亚洲经济体在应对全球衰退的问题上处在更为有利的位置，特别是在货币和财政政策方面都有一定的操纵空间。

图 3
股市



来源：彭博和 BBVA 研究部

图 4
外汇市场



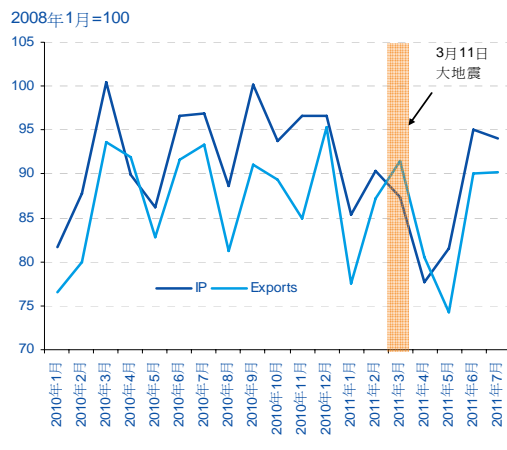
来源：彭博和 BBVA 研究部

要闻

中国：强劲的 PMI 数据，央行扩大存款准备金的缴存范围

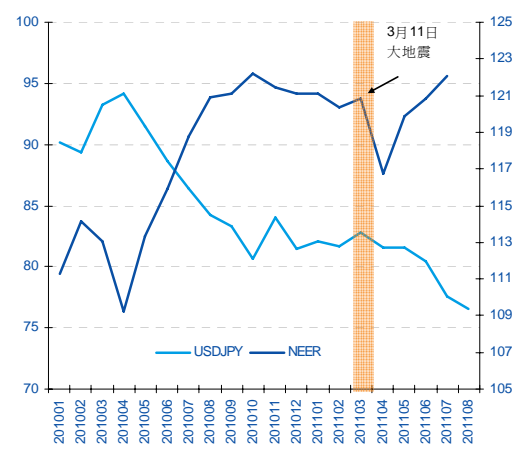
在全球经济增长下行风险增加的背景下，中国 8 月制造业采购经理人指数（PMI）显示中国经济依然保持韧性。特别是，PMI 指数 4 个月以来首次出现上升，从 7 月的 50.7% 上升到了 50.9%，仍处于 50 以上的扩张区间。PMI 的反弹反映出工业生产稳定且国内需求强劲。虽然其结果略低于预期（市场调查结果：51.0%；BBVA：51.4%），且新增出口订单因外需的削弱有所下滑，但也有助于支撑对中国经济增长势头的信心。另外，有报道称本周初央行扩大了银行存款准备金的缴存范围，相当于存款准备金率有效收紧 100 至 130 个基点。这项特殊的措施将在未来 6 个月内分阶段进行，包括银行的保证金存款也纳入了准备金的计算范围，这被市场解读为货币当局通过银行承兑汇票以及其他薄弱环节来对信贷进行控制的努力。鉴于全球增长前景不确定性的增加，许多市场观察者此前并未预计还会有进一步的货币收紧措施，略显意外。然而，经济活动指标都指向了强劲的增长势头，且 7 月通胀又达到了 6.5% 的高点，此举或许可以理解，也与我们之前对于央行将再次上调存款准备金率和基准利率各一次的预期相符。

图 5
日本工业产值与出口已恢复至接近震前水平



来源：彭博和 BBVA 研究部

图 6
日元走强

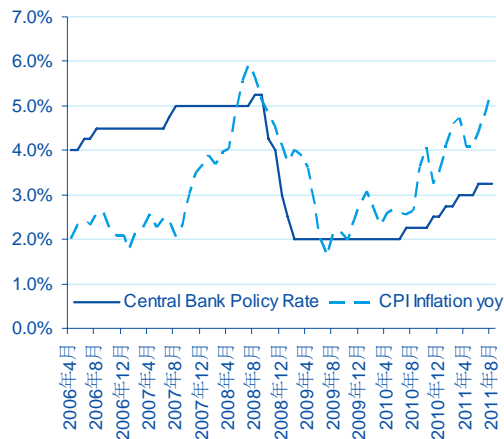


来源：彭博和 BBVA 研究部

日本新任首相仍面临着同样的挑战

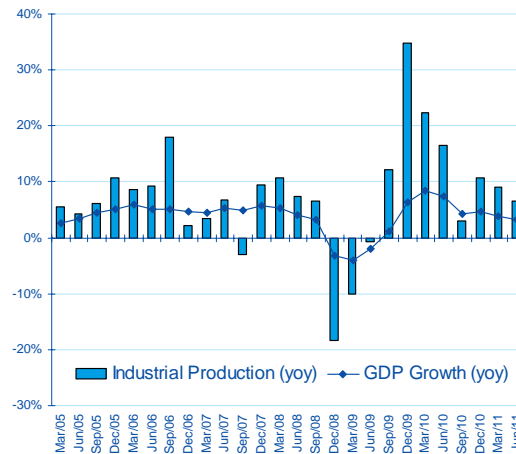
野田佳彦上周接替菅直人当选为日本新任首相，是该国过去 5 年来的第 6 任首相人选，此前就任菅直人内阁的财政大臣。今天日本宣布了新内阁，强调了各党派的团结及与反对党的磋商。野田是名财政保守主义者，提倡通过提高消费和收入所得税来筹集国家社会福利支出和震后重建所需的资金。日本领导人的频繁更换凸显其政治不稳定性，政府需要果断行动来刺激滞后的经济增长、处理巨额公共债务（占 GDP 超过 200%）以及震后的重建工作。因此，在标准普尔和惠誉之后，穆迪评级机构也于 8 月 24 日借用日本在行政管理层的频繁更迭为由将日本的主权信用评级下调到了 Aa3。野田的增税提案还未在第三次补充预算案提交国会（本周末）前达成政治共识。新内阁面临的另一项挑战是日元的走强，其因避险特质而出现了大幅升值（图 6），从而损害了出口这一日本经济增长的主要驱动力。为减轻日元升值的影响，政府近期宣布了为期一年的补贴贷款计划（1000 亿美元）以帮助国内企业度过困境。同时，从积极的方面来看，经济还在继续从地震和海啸后的供应链中断里不断恢复，这也从上周公布的 7 月工业生产数据（同比下滑了 2.6%）中得到印证（图 5）。我们预计，尽管面临电力短缺问题，随着供应链的恢复和震后重建的启动，年内日本经济还会出现进一步反弹。

图7
韩国通胀加剧会促使当局更多次加息吗？



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图8
韩国经济显露放缓迹象



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

韩国经济面临放缓，政府仍需竭力控制通胀

韩国央行将在下周四举行的货币政策会议上面临艰难的政策抉择。韩国央行已在今年内加息了 3 次，最近一次是在 6 月，利率上调至 3.25%，设法使利率从全球金融危机期间极低的水平（2.0%）中逐步“正常化”。同时，通胀继续攀升，8 月份同比上升了 5.3%，大幅高于预期（市场调查结果：4.8%），且远高于官方 2-4% 通胀目标区间（图 7）。通胀的上升反映出食品价格的上涨，但更重要的还有依然强劲的潜在需求压力（8 月份核心通胀同比增幅达 4.0%）。与此同时，经济却逐步显露出放缓迹象。6 月份时韩国将 2011 年 GDP 增长预测从 5% 下调回了 4.5%（和我们的预期相符），周一韩国企划财政部长朴宰完（Bahk Jae-wan）暗示鉴于持续的全球复苏不确定性，这一估计可能还会进一步下调。上周公布的 7 月份数据显示工业产值已跌至 10 个月以来的最低水平（3.8%），大幅低于市场预期（6.2%），而 8 月份出口则高于预期（27.1%；市场调查结果：25.0%），韩国出口订单的次成分 PMI 有所放缓，表明接下来一段时期内会呈向下趋势。由于目前国内制造商信心指数处于 21 个月以来的最低水平，而在其主要市场之一的美国，消费者信心也正处于两年来的低点，占韩国经济一半左右的出口业前景将面临更大的挑战。也即是说，央行需要在抑制通胀预期的问题上保持警惕。本周对韩国央行至关重要，但总的说来，我们认为其不会进行政策调整。

经济日历

国家/地区	数据	日期	前期	市场预期
澳大利亚				
国内生产总值 同比	9月7日	2季度	1.0%	0.60%
失业率	9月8日	8月	5.1%	5.10%
中国				
中国非制造业 PMI	9月3日	8月	59.6	--
CPI 通胀 同比	9月9日	8月	6.5%	6.10%
工业产值 同比	9月9日	8月	14.0%	13.70%
零售销售额 同比	9月9日	8月	17.2%	16.90%
印尼				
CPI 通胀 同比	9月5日	8月	4.6%	4.70%
出口额 同比	9月5日	7月	49.3%	47.20%
进口额 同比	9月5日	7月	28.3%	25.60%
日本				
机械订单 月环比	9月8日	7月	7.7%	-4.00%
年化 GDP 增长	9月9日	2季度 F	-1.3%	--
马来西亚				
出口额 同比	9月8日	7月	8.6%	7.70%
进口额 同比	9月8日	7月	6.3%	6.20%
工业产值 同比	9月9日	7月	1.0%	2.90%
菲律宾				
CPI 通胀 同比	9月6日	8月	5.1%	5.00%
韩国				
按固定价格计算的 GDP 同比	9月6日	2季度 F	3.4%	--
台湾				
CPI 通胀 同比	9月5日	8月	1.3%	1.50%
出口额 同比	9月8日	8月	17.6%	14.70%
进口额 同比	9月8日	8月	14.0%	13.80%

下周关注：中国 8 月份 CPI 通胀（9 月 9 日）

预测：6.1% 同比

市场调查：6.1%

前期：6.5%

评论：继 7 月触顶之后，我们预计 8 月通胀会因食品价格的下滑和有利的基准效应而放缓。也就是说，通胀压力持续，使得 8 月通胀水平很可能仍旧远高于货币当局的舒适水平，这引发了央行对流动性的密切关注。展望未来，我们预计通胀会在年内进一步下滑，在全球不确定性的背景下为可能的刺激措施提供了更大的空间。市场影响：高于预期的通胀结果可能会重新激起市场对再度加息的预期，这在最近因经济增长的放缓和全球不确定性的提升有所减弱。

Home →

Markets →

Highlights →

Markets Data →

Charts →

日历事件

澳大利亚 – 澳洲央行目标现金，9月6日

我们预计目标利率保持不变

现在 市场调查
4.75% 4.75%

日本 – 日本央行目标利率，9月7日

我们预计目标利率保持不变

现在 市场调查
0.10% 0.10%

印尼 – 印尼央行参考利率，9月8日

我们预计参考利率保持不变

现在 市场调查
6.75% 6.75%

马来西亚 – 隔夜利率，9月8日

我们预计隔夜利率保持不变

现在 市场调查
3.00% 3.00%

菲律宾 – 隔夜拆借利率，9月8日

我们预计隔夜拆借利率保持不变

现在 市场调查
4.50% 4.50%

韩国 – 韩国央行货币政策会议，9月8日

我们预计回购利率保持不变

现在 市场调查
3.25% 3.25%

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	2532.5	-3.1	-9.8	-4.6
香港 -- 恒生指数	20365.2	4.0	-11.6	-2.4
台湾 -- 台湾加权指数	7726.7	3.8	-13.9	0.1
日本 -- 日经225指数	8960.6	1.9	-12.4	-1.1
韩国 -- 首尔综指	1859.0	4.5	-9.4	4.7
印度 -- Sensex指数	16676.8	5.2	-18.7	-7.2
澳大利亚 -- 澳洲全股指数	4232.2	0.8	-10.8	-6.6
新加坡 -- 海峡时报指数	2851.8	3.8	-10.6	-4.5
印度尼西亚 -- 雅加达综指	3841.7	0.0	3.7	23.7
泰国 -- 曼谷泰证综指	1071.2	3.3	3.7	16.4
马来西亚 -- 吉隆坡综合指数	1468.3	1.6	-3.3	1.9
菲律宾 -- 菲律宾综指	4391.8	2.0	4.5	19.8

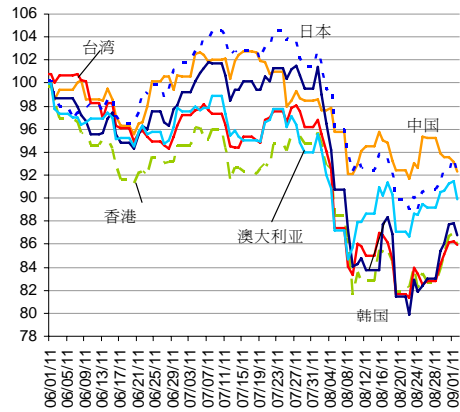
最后更新：星期五， 11.15 香港时间

货币	即期汇率	% 一周变化率	3个月远期	12个月远期
中国 (人民币/美元)	6.38	0.06	6.35	6.28
香港 (港币/美元)	7.79	0.12	7.8	8
台湾 (台币/美元)	29.0	0.17	28.77	28.23
日本 (日元/美元)	76.9	-0.31	76.8	76.4
韩国 (韩元/美元)	1065	1.62	1070.40	1077.42
印度 (卢比/美元)	46.1	-1.00	46.4	47
澳大利亚 (美元/澳元)	1.07	1.16	1	n.a.
新加坡 (新元/美元)	1.20	-0.11	1.20	1.2
印度尼西亚 (印尼盾/美元)	8519	0.54	8576	8805
泰国 (泰铢/美元)	30.0	0.00	30.13	30.6
马来西亚 (林吉特/美元)	2.97	0.70	3.0	3
菲律宾 (菲律宾比索/美元)	42.2	0.69	42.10	42.14

最后更新：星期五， 11.15 香港时间

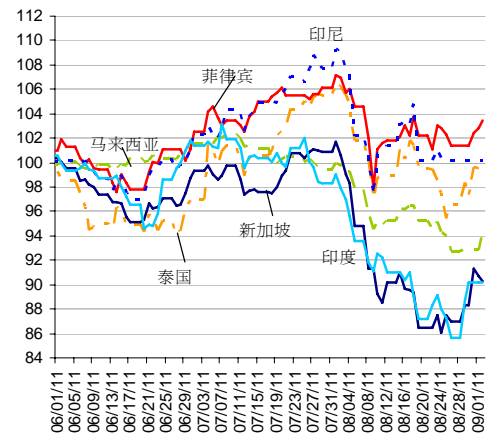
亚洲图表

图 9
股票市場



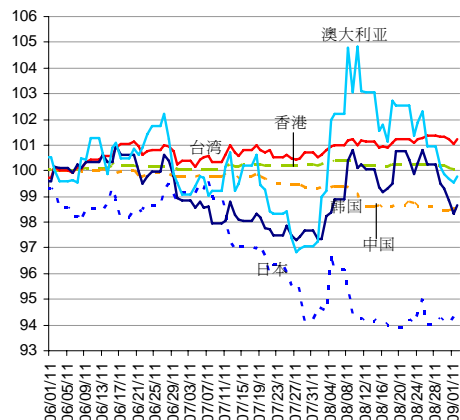
来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 10
股票市場



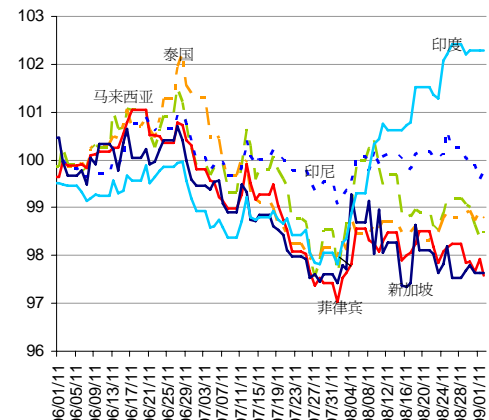
来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 11
外汇市場



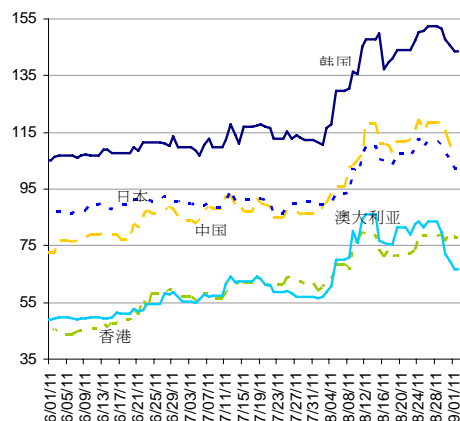
来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 12
外汇市場



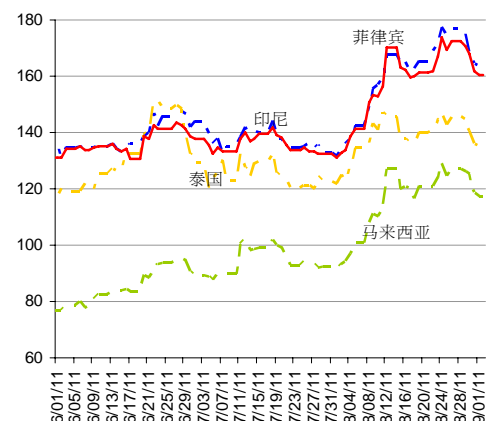
来源：彭博以及 BBVA 研究部

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/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