

每周观察

亚洲

政策正在逐步放松

2011年11月04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

虽然市场的注意力仍集中于欧洲，特别是欧洲央行的意外降息举措，但亚洲各国自身的政策导向也正发生着转变。的确，澳大利亚央行本周在欧洲央行降息之前就抢先一步下调了利率（详见要闻）。近几周，新加坡、印尼和日本也各自放松了货币政策。这一决定是基于全球不确定性和经济增长的下行风险加剧做出的，但预计降息幅度不会过大。近日公布的经济数据都不约而同地传递了这样一个信息：增长在放缓，通胀在下滑。中国最新的10月份PMI指数结果低于预期，但仍与软着陆的情况相符（详见要闻）。讽刺的是，这一结果受到了市场的积极欢迎，因其或加大未来两个季度中国放松货币政策的可能性，尤其是在欧洲央行降息之后，更是如此。就这一点而言，市场还将关注中国下周将要公布的通胀数据，预计其会进一步下滑。

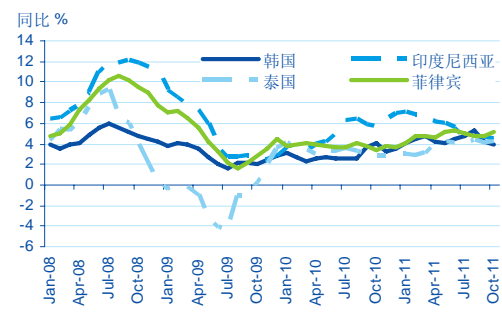
通胀放缓、增速减慢的迹象越发明显

截至目前公布的10月份通胀数据普遍显示通胀呈现放缓迹象。韩国（同比上升3.9%；市场调查：4.2%）和印尼（同比上升4.4%；市场调查：4.8%）通胀进一步放缓且低于预期。在因持续洪灾而饱受供给压力的泰国，10月份通胀水平也较低（同比上升4.2%；市场调查：4.5%）。但菲律宾的通胀却因食品和公用事业价格上涨而加速上升（同比：5.2%；市场调查：5.0%），是个例外。贸易方面，韩国10月出口增速放缓程度超过预期（同比增长9.3%；市场调查：10.9%）。且台湾三季度GDP年度同比增速也有所放缓（同比增长3.4%；市场调查：3.6%），且按季环比下滑1.1%（经季节因素调整后年化增长率）。

下周，中国将公布一系列经济数据，包括CPI（详见下周关注）、工业产值、贸易和信贷；我们预计这些指标会进一步放缓，与经济软着陆的情形相符。印尼和香港将公布三季度GDP；对于香港，尽管零售销售额增长迅猛，但GDP可能再度出现环比下滑，使香港经济陷于技术性经济衰退（两个季度的负增长）。马来西亚、韩国和印尼将举行货币政策会议。我们预计其不会调整利率水平，但鉴于印尼上月曾降息且通胀稳步下滑，不排除印尼有再次降息的可能。

图1

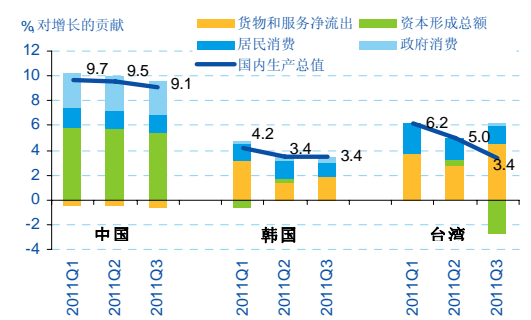
亚洲通胀在放缓...



来源: 彭博和BBVA研究部

图2

经济增速正在减慢



来源: 彭博和BBVA研究部

Markets →

Highlights →

Calendar →

Markets Data →

Charts →

要闻

通胀下滑和全球性风险促使澳大利亚放松货币政策

受通胀下滑和外部需求走弱影响，澳洲央行降息。

中国经济增速继续朝着软着陆方向放缓

10月PMI指数低于预期，市场货币政策放松预期增强。

经济分析

Jeffrey Cantwell
jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

外汇策略

Richard Li
richard.li@bbva.com.hk

市场

希腊不确定性令亚洲投资者不安

投资者的注意力仍集中在欧洲问题的进展上，其持续影响着区域经济发展：本周日本对外汇市场进行了干预，澳大利亚也决定下调利率（从 4.75% 降至 4.50%），此外，市场对中国放松货币政策的预期也进一步加强。希腊总理宣布对欧盟援助计划进行全民公投之后，亚洲股市曾一度出现抛售。但周四就传来希腊已放弃公投的消息，切欧洲央行也宣布降息以提振市场情绪。因此，多国股指和货币有所回升，其中恒生指数周五上涨了 3%，韩元也出现了大幅上涨（截至发稿时已上涨了 1.7%）。欧洲事件导致亚洲公司债券出现反弹，切主权信用违约掉期利差有所收窄。

日本干预外汇市场应对日元强势

日本央行周一代表日本财政部通过出售日元对外汇市场进行了干预。这是日本当局今年的第三次干预。值得注意的是，看起来日本央行/日本财政部这一次已经决定要一意孤行，且初步证据显示当局已经出售了超过 75 万亿的日元（约 1000 亿美元），差不多是 8 月份大规模干预时金额的两倍。从目前看来，干预有一定的效果，USDJPY 汇率从上周 75.3 的地点上升到了 78 以上。因此，我们认为干预仅能有效减少短期波动，但无法改变日元的长期趋势，因为美国的货币政策和全球风险溢价才是根本性的决定因素。

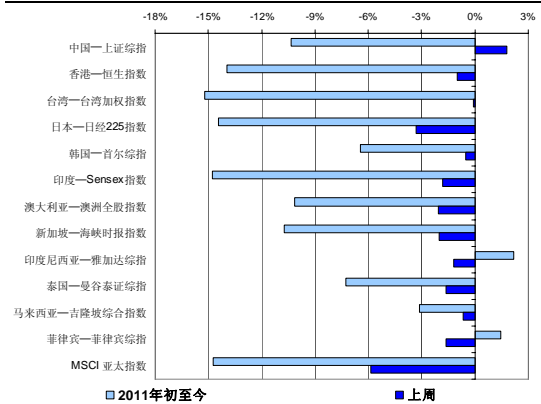
中国放松货币政策预期增强

鉴于近日高级官员的讲话和下周即将公布的 CPI 数据会放缓的预期，市场对中国放松货币政策的预期进一步增强。上周，温家宝总理提出政策“微调”，随后在周末举行的国务院会议上也传出了类似的消息。评论表明北京已准备好在全球环境更加动荡时选择性地放松政策。然而，高通胀是中国将货币政策转为宽松的一个重要阻碍，但我们的经济学家相信中国 CPI 将很快于 12 月前放缓至 -5.0% 以下。因此，即便中国人民银行仍在强调其目前的政策态势没有改变，但我们认为未来几个月通胀风险的降低和经济增速的放缓会加强对 2012 年初前放松货币政策的预期。

澳大利亚、印尼加入放松货币政策行列

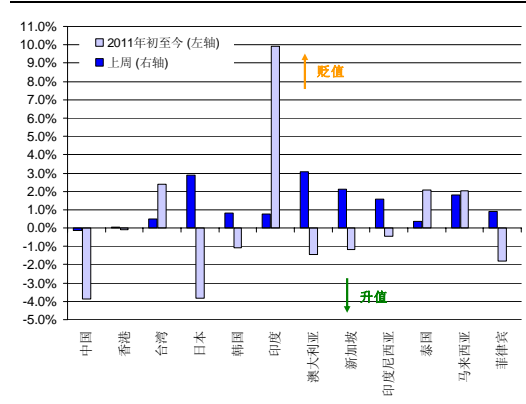
由于预期经济增速和通胀会放缓，澳大利亚央行周二宣布降息 25 个基点，出乎市场意料。我们认为这是对外部风险上升的微调反应，而非货币政策放松周期的开始。由于预计欧洲债务危机至少会持续到 2012 年中期，澳洲央行或在 2012 年上半年再次降息。市场正在等待来自澳洲央行的有关本轮降息周期长度和深度的更明确指引，且其间的不确定性将使澳币更加波动。

图 3
证券市场



来源：彭博和 BBVA 研究部

图 4
外汇市场



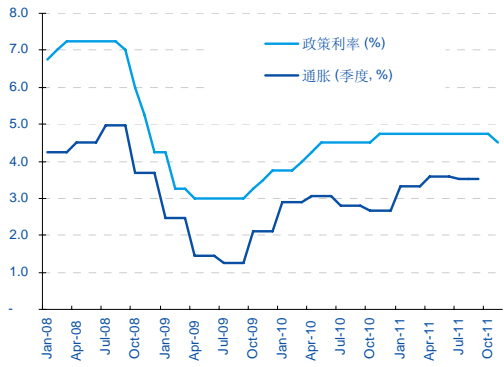
来源：彭博和 BBVA 研究部

要闻

通胀下滑和全球性风险促使澳大利亚放松货币政策

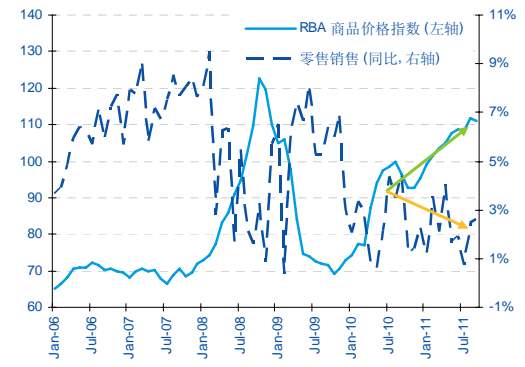
即使在本周欧洲央行降息之前，澳大利亚央行就将其政策利率下调了 25 个基点，至 4.50%（此前自 2010 年 11 月以来一直维持着利率水平不变）。虽然这在一小部分分析人士的意料之中，在政策会议召开之前，各方观点在其是否会降息上出现了分化。在对这一决定进行阐述时，澳洲央行强调了通胀的放缓，从 3.6% 下滑到了第三季度的 3.5%，且 2012 年可能进一步下滑到官方 2-3% 的目标区间以内。此外，由于服务业前景较弱，澳洲央行进一步表示其试图改变“温和限制”的货币政策态势。在此次的季度货币政策声明中，受全球环境恶化的影响，澳洲央行下调了其未来两年的增长和通胀预测。由于来自全球，特别是中国和印度的商品需求强劲，澳大利亚成为了从 2008/09 全球金融危机中复苏的首批国家之一。然而，其经济复苏是“双速的”，一方面采矿业增长十分强劲，另一方面国内住房等部门增长较为停滞；私人消费也呈减弱态势。近期的指标显示，受昆士兰洪水过后重建项目和采矿业的大力投资推动，澳大利亚经济的整体增长势头较好。这也就是说，全球经济低迷带来了向下风险，且澳大利亚经济仍在很大程度上依赖于中国的强劲增长，但中国的经济增速正在放缓。我们认为降息在某种程度上是对这些外部风险的微调反应，并非放松周期的开始，但明年上半年或再次降息 25 个基点。

图 5
通胀放缓，澳大利亚下调政策利率



来源: BBVA 研究部 和彭博

图 6
澳大利亚的双元经济增长态势



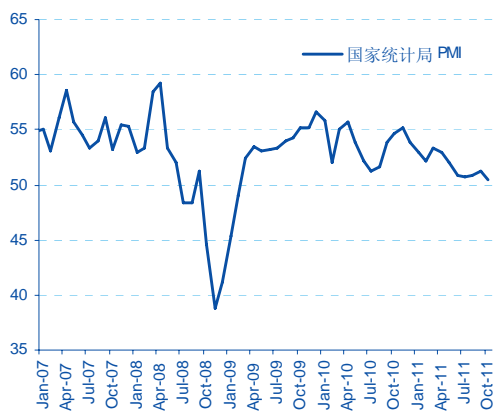
来源: BBVA 研究部 和彭博

中国经济增速继续朝着软着陆方向放缓

本周初公布的 10 月份 PMI 指数低于预期，但仍符合我们的软着陆预期。虽然这一结果在希腊问题再掀不确定性且市场持续担忧中国经济会硬着陆的情况下在一定程度上打击了全球市场情绪，但亚洲市场对此普遍表示可以接受。10 月份 PMI 继连续两个月上升（从 7 月份的 50.7% 上升到了 9 月的 51.2%）之后跌至 50.4%，且远低于预期（市场调查：51.8%；BBVA：51.7%）。虽然 PMI 指数处于自 2009 年以来的最低水平，但仍处于 50 以上的扩张区间内且呈现出朝着软着陆方向逐步下滑的趋势。此外，同一天公布的私部门（汇丰）PMI 指数从 9 月份的 49.9% 回升到了 51.0%，

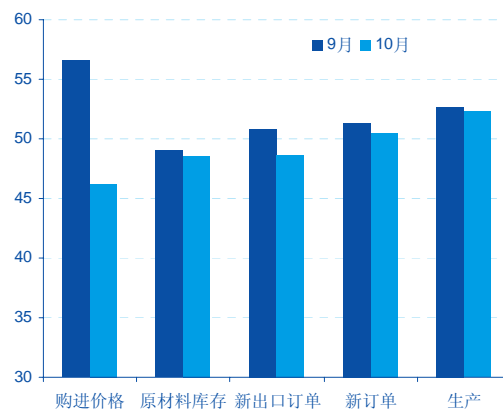
自 2010 年 7 月以来首次重回扩张区间。官方 PMI 指数下滑主要是因为新增订单减少所致（其占比为 30%），包括出口订单，这或反映出外部需求的走弱，与 9 月份出口增速放缓（同比增长了 17.1%）的情况相符。令人鼓舞的是，生产子指数（所占比重为 25%）仍然较为强劲，仅有小幅下滑（从上月的 52.7% 跌至 10 月份的 52.3%）。综合看来，我们相信这一趋势与软着陆的情况相符，预期四季度 GDP 同比增速会从第三季度的 9.1% 放缓至 8.4%（导致 2011 年全年经济增速达 9.1%）。政策方面，PMI 指数下滑在一定程度上加大了货币政策选择性放松的可能，未来几个月还将包括出台进一步措施扩大中小企业信贷并降低小型商业银行的法定存款准备金率。鉴于当局对通胀的持续担忧，此时此刻还不太可能降息。下周（11 月 9-15 号），中国将发布一系列重要的经济活动指标，包括通胀、贸易、工业产值、投资、销售、货币供给和外汇储备。受基数效应和物价连续下滑的影响，我们预计 10 月份通胀会从 9 月份的 6.1% 下滑到 5.3% 附近，且工业产值和零售销售会保持迅猛增长。市场将对这些指标保持密切关注，以期从中寻找到经济在外部需求走弱的情况下依然保持强劲增长的迹象。

图 7
10 月 PMI 指数掉头向下...



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图 8
...PMI 指数各分项指数均有不同程度下滑



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

Home →

Markets →

Calendar →

Markets Data →

Charts →

经济日历

	数据	日期	前期	市场预期
澳大利亚				
失业率		11月10日	10月 5.2%	--
中国				
CPI 通胀 (同比)		11月9日	10月 6.1%	5.5%
生产者价格指数 (同比)		11月9日	10月 6.5%	5.8%
工业产值 (同比)		11月9日	10月 13.8%	13.4%
固定资产投资农村除外 年初至今(同比)		11月9日	10月 24.9%	24.7%
零售销售 (同比)		11月9日	10月 17.7%	17.6%
贸易平衡 (美元)		11月10日	10月 \$14.51B	\$25.75B
出口 (同比)		11月10日	10月 17.1%	16.2%
进口 (同比)		11月10日	10月 20.9%	22.2%
新增人民币贷款		11月11-15日	10月 470.0B	500.0B
货币供给 - M2 (同比)		11月11-15日	10月 13.0%	13.1%
香港				
GDP (同比)		11月11日	三季度 5.1%	4.0%
印度				
工业产值 (同比)		11月11日	9月 4.1%	--
印度尼西亚				
GDP (同比)		11月7日	三季度 6.49%	6.6%
日本				
经常账户收支 (同比)		11月9日	9月 -64.3%	-34.6%
日本 M2 货币存量 (同比)		11月10日	10月 2.7%	2.6%
机械订单 (同比)		11月10日	9月 2.1%	11.4%
机床订单 (同比)		11月10日	10月 P 20.1%	--
第三产业指数 (月度环比)		11月11日	9月 -0.2%	-0.6%
马来西亚				
工业产值 (同比)		11月10日	9月 3.0%	3.2%
菲律宾				
出口 (同比)		11月10日	9月 -15.1%	-18.0%
台湾				
CPI 通胀 (同比)		11月7日	10月 1.35%	1.32%
出口 (同比)		11月7日	10月 9.9%	5.4%
进口 (同比)		11月7日	10月 10.8%	8.6%

下周关注：中国 10 月份 CPI (11 月 9 日)

预测：5.4% 同比

市场调查：5.5% 同比

前期：6.1% 同比

评论：市场将关注中国 10 月份通胀，看其是否会进一步下滑，这将进一步增强市场对政策宽松的预期。到目前为止，高通胀一直阻碍着货币政策放松。总体通胀自 7 月份创下 6.5% 的高点后一直呈下滑趋势，但仍高于 6% 的水平。由于食品价格的下滑和基数效应的影响，我们预计 10 月份通胀年度增速会显著下滑。市场影响：若结果高于预期则会降低货币政策放松的可能性，从而打击市场情绪。

日历事件

印度尼西亚 – 央行货币政策会议, 11 月 10 日	现时	市场调查
我们预期印尼央行将维持基准利率不变	6.50%	6.50%
马来西亚 – 央行货币政策会议, 11 月 11 日	现时	市场调查
我们预期马来西亚央行将维持隔夜拆借利率不变	3.00%	3.00%
韩国 – 央行货币政策会议, 11 月 11 日	现时	市场调查
我们预期韩国央行将维持 7 天回购利率不变	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	2518.1	1.8	-10.3	-18.4
香港--恒生指数	19817.5	-1.0	-14.0	-19.2
台湾--台湾加权指数	7609.9	-0.1	-15.2	-8.9
日本--日经 225 指数	8750.8	-3.3	-14.5	-4.5
韩国--首尔综指	1919.6	-0.5	-6.4	-1.2
印度--Sensex 指数	17481.9	-1.8	-14.8	-16.3
澳大利亚--澳洲全股指数	4263.3	-2.1	-10.2	-10.2
新加坡--海峡时报指数	2847.6	-2.0	-10.7	-12.1
印度尼西亚--雅加达综指	3780.5	-1.3	2.1	4.2
泰国--曼谷泰证综指	957.6	-1.6	-7.3	-7.2
马来西亚--吉隆坡综合指数	1471.7	-0.7	-3.1	-2.6
菲律宾--菲律宾综指	4262.9	-1.6	1.5	-3.1

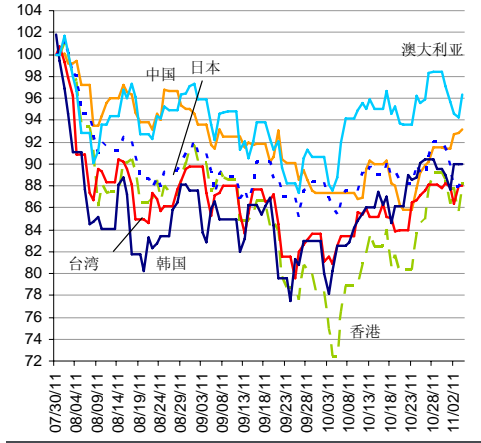
最后更新：星期五， 11.45 香港时间

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）	6.35	0.15	6.36	6.37
香港（港币/美元）	7.77	-0.05	7.76	7.75
台湾（台币/美元）	30.0	-0.48	29.92	29.56
日本（日元/美元）	78.0	-2.79	77.86	77.38
韩国（韩元/美元）	1114	-0.81	1121	1126
印度（卢比/美元）	49.1	0.75	49.77	51.28
澳大利亚（美元/澳元）	1.04	-2.98	0.97	n.a.
新加坡（新元/美元）	1.27	-2.08	1.27	1.26
印度尼西亚（印尼盾/美元）	8956	-1.57	9096	9540
泰国（泰铢/美元）	30.7	-0.36	30.89	31.25
马来西亚（林吉特/美元）	3.13	-1.78	3.14	3.17
菲律宾（菲律宾比索/美元）	43.0	-0.89	43.01	42.96

最后更新：星期五， 11.45 香港时间

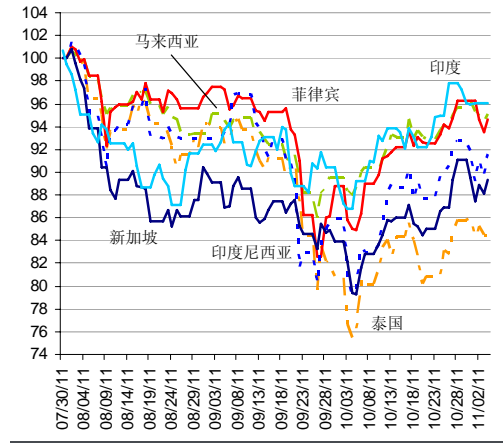
亚洲图表

图 9
股票市場



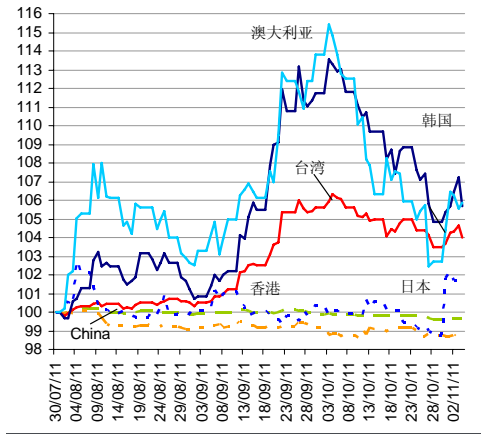
来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 10
股票市場



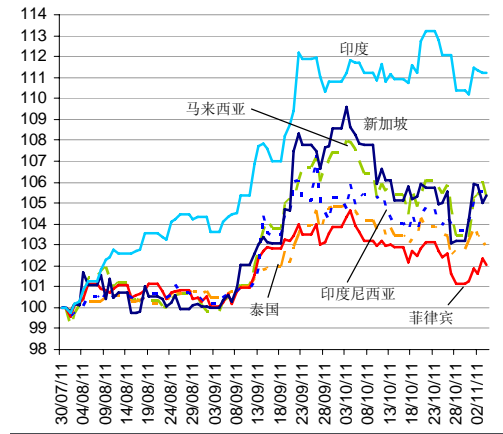
来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 11
外汇市場



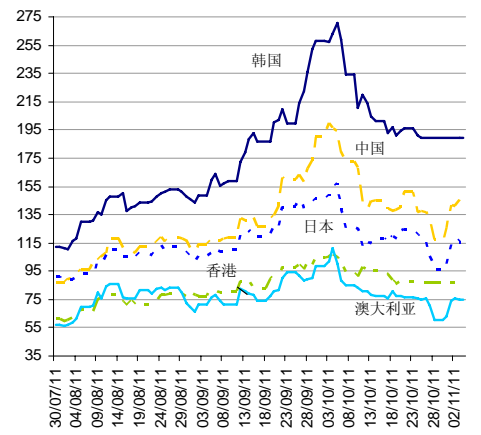
来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 12
外汇市場



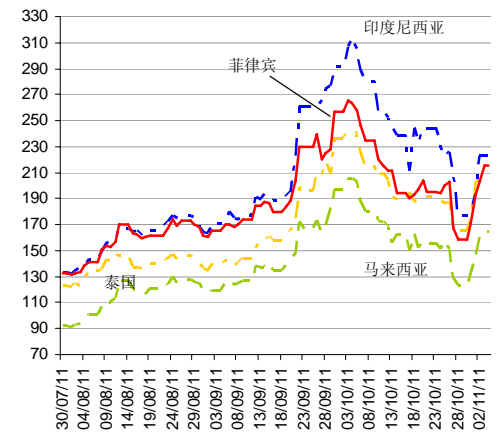
来源：彭博以及 BBVA 研究部

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/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