

每周观察

亚洲

中国政策转向宽松

2011年12月02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

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

随着发达国家央行联手实施放松流动性措施，个别亚洲国家央行也各自采取了措施支撑本国经济增长前景。最重要的是，中国本周意外宣布下调法定存款准备金率，从时间上看可能与最新发布 PMI 指数跌入收缩区间（48.0）这一令人失望的结果有关。虽然中国经济增长出现走软迹象，且尽管此举旨在推动国内经济增长，但消息仍帮助提振了区域和全球市场的情绪。我们仍然相信中国经济会实现软着陆，这在一定程度上是因为中国还有应对外部需求下滑而进行政策刺激的空间。泰国也开始了货币宽松（详见要闻），进行了当前周期中的首次降息（图 1）以支持经济从近日的洪灾中复苏并抵消外部环境恶化的影响。我们预计这些国家央行还会采取更多的货币宽松措施，且其他国家和地区央行也会在未来几个月里有所行动。

通胀压力随着经济增速放缓而减轻

11 月通胀结果继续走低，且普遍低于市场预期。韩国（同比 4.2%；市场调查：4.4%）、印度（同比 4.2%；市场调查：4.2%）和泰国（同比 4.2%；市场调查：4.4%）通胀数据均符合或地跌市场预期，但从年度同比看来，通胀仍然很高（图 2）。经济增长指标继续显露放缓迹象，跟预想的一样，由于经济活动指标放缓、改革进展缓慢和全球经济前景恶化，印度三季度 GDP 增速出现意料之中的下滑（同比增长 6.9%；前期：7.7%）。与此同时，菲律宾 GDP 增速意外下滑（季度环比增速从二季度 3.4%跌至三季度 3.2%，市场调查：4.1%），令市场感到失望。另一方面，韩国 11 月出口反弹超过预期，同比增长 13.8%（市场调查：10.4%），这主要得益于来自中国和东盟国家的强劲需求，抵消了欧洲需求的大幅下滑（同比减少 30.5%）（详见要闻）。

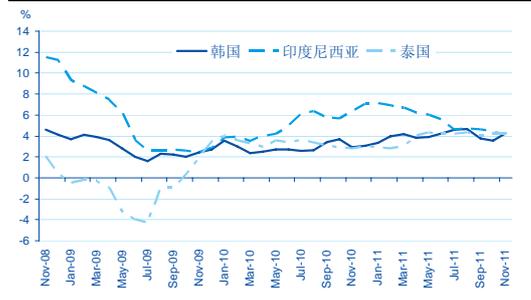
澳大利亚、韩国和印尼将于下周举行货币政策会议。我们预计利率会维持不变，但我们预期澳大利亚会在 2012 年初降息。在中国，下周将公布一系列重要的 11 月份经济指标，包括通胀（详见下周关注）、贸易、工业产值和零售销售数据。菲律宾和台湾将公布 11 月份通胀数据，澳大利亚和韩国将公布三季度 GDP 数据。

图 1
部分亚洲经济体开始降息



来源: 彭博和 BBVA 研究部

图 2
通胀仍然居于高位，但低于预期



来源: 彭博和 BBVA 研究部

要闻

韩国 11 月出口反弹，但前景仍然疲弱

得益于来自中国和东盟国家的强劲需求，韩国出口反弹。

泰国降息支持灾后经济复苏

泰国央行降息 25 个基点，以应对 10 月洪灾导致的经济增速大幅下滑。

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

各国央行共同努力缓解欧洲压力

受六国央行携手为全球金融市场注入流动性解冻欧洲银行间借款这一消息的刺激，市场再度上扬。央行同意将美元流动性互换协议的定价下调 50 个基点，为市场提供额外的流动性并使欧洲银行能够从欧洲央行获得美元资金。亚洲汇市和股市受此消息影响出现反弹，其中恒生指数周四上涨了约 1000 点，且一些高风险性的亚洲货币（包括韩元和新币）也因此消息而出现了反弹。然而，流动性措施只能暂时使银行活动恢复正常，并不能从根本上有效化解系统性风险，即，偿付能力和主权债务问题。然而，央行的协同行动帮助了全球的银行，包括资本充足、不良贷款率低且面向强劲增长的经济体发放贷款的亚洲银行。对市场参与者而言，注意力将集中于 12 月 9 日的欧洲委员会峰会上。

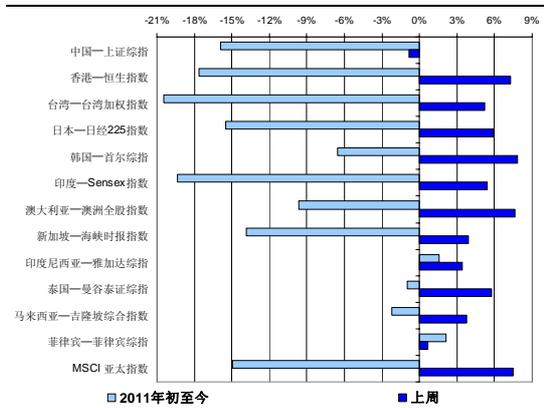
外汇：美元流动性互换利率下调后汇市反弹

受周三央行采取协同行动的影响，汇市出现大幅反弹。和 8 月以来的情况类似，市场会对每一个“消息”产生条件反射，紧接着又会产生同样强烈的相反的反应：以卢比为例，消息宣布之后卢比兑美元汇率立刻从 9,200/美元上涨到了 9,100/美元，周四收盘前曾一度达到了 9,000，并在周五笔者撰写本文之时回到了 9,103。市场参与者将继续寻找欧元危机已经处于可控状况的决定性证据。

本周市场表现强劲，但前景谨慎

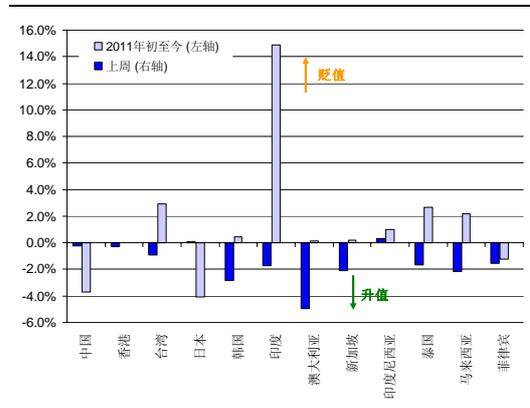
受欧洲消息的影响，本周公司和主权债券双双收紧。印尼和中国公司债券利差一周内收紧了约 30 个基点。信用违约掉期利差也有所收紧，许多亚洲银行的掉期保险成本大幅降低。市场的表现是受到了欧洲事件的驱动，且虽然市场的乐观情绪高涨（意大利和西班牙昨天的债券招标获得了不错的反响，且意大利债券收益率跌到了 7% 以下），但我们还没有脱离险境。

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

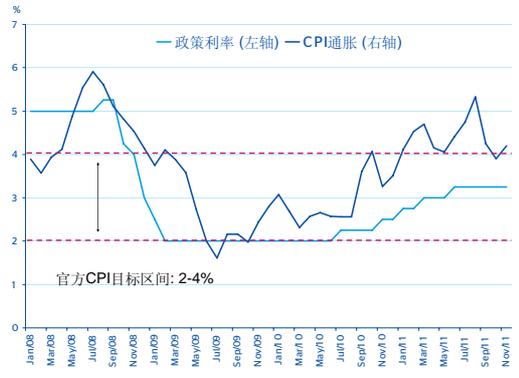
韩国 11 月出口反弹，但前景仍然疲软

韩国 1 月份出口——亚洲地区公布的第一个出口数据——较 10 月份的疲软数据有所反弹（同比增长 8.0%），同比增长了 13.8%（市场调查：10.4%）。其主要的驱动力是来自中国和东盟国家的强劲需求（分别同比增长了 9.2%和 16.5%），抵消了欧洲市场需求的大幅下滑（同比减少了 30.5%）。化工产品、钢铁和电子零部件引领反弹。然而，尽管出口增长强劲，但由于预期全球经济增速放缓会继续影响韩国出口商，且诸如制造业 PMI（11 月份为 47.1）和新增出口订单指数（47.8）等前瞻性指标均显示未来的环境会更具挑战性，近期的前景仍然疲弱。

韩国本周还公布了 11 月份通胀，结果（同比上升 4.2%；市场调查：4.4%）较 10 月份（同比 3.6%）有所上升。此前通胀一直呈下滑趋势，并靠近当局 2-4%的目标区间。近期对消费者物价指数通胀的调整（例如，去掉了金戒指，而加入了智能手机）将导致该指数在来年技术性下跌 0.4%。我们预计韩国央行会在 12 月 8 号的政策会议上保持利率为 3.25%不变。

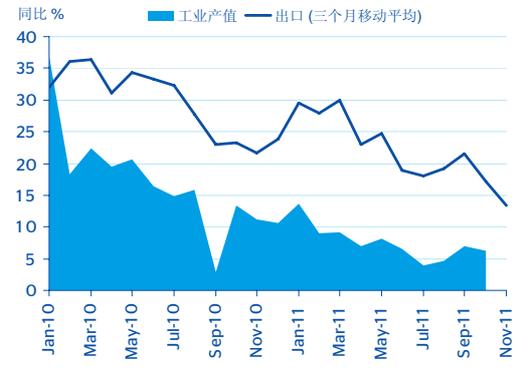
同时，韩国当局也采取了促进经济增长的措施以应对外部环境的进一步恶化。韩国受 2008-09 年全球金融危机的打击尤其大，贸易和金融均受到了沉重冲击。由于采取了减少短期外部债务和降低银行贷存比的宏观审慎措施，后者的脆弱性已经有所降低。因此，韩国当前的经济状况更能抵御外部冲击，特别是鉴于其较高的外汇储备、经常账户盈余和良好的财政状况。这些因素促使惠誉上月将韩国主权债务的评级展望从“稳定”上调到了“积极”。尽管如此，鉴于韩国经济的开放程度较高，其仍面临着很大风险。

图 5
实际利率仍为负，韩国央行将维持当前利率水平不变...



来源: BBVA 研究部 和 彭博

图 6
...尽管经济活动指标在放缓



来源: BBVA 研究部 和 彭博

泰国降息支持灾后经济复苏

正如此前所想，继前几日泰国政府暗示政策宽松之后，泰国央行本周降息 25 个基点（图 7）。此举在于应对影响广泛的洪水灾害和外部环境的恶化，且标志着今年 9 月以来的一系列加息动作的终结。尽管通胀因洪水导致的供应终端而有所上升（11 月同比上升 4.2%；市场调查：4.4%），其仍处于可控水平且核心通胀仍低于 3% 的目标位，而由于受到了洪灾的毁灭性影响，经济增长问题现已成为泰国政府最为关心的问题。此外，中国和印尼也开始放松了政策态势，其中中国本周下调了法定存款准备金率。

洪水影响了泰国经济的多个方面，包括农业、旅游业和制造业，并扰乱了电子产品和汽车业的全球供应链。影响从泰国 10 月份的贸易数据上表现得十分明显，出口（同比下滑-0.1%；前期：18.4%）和进口（同比增长了 20.6%；前期：42.6%）双双下滑，且工业产出也有所降低。制造业受到了严重影响，并对全球供应链造成了负面影响。泰国的硬盘市场占有全球硬盘市场的很大份额，也是重要的区域汽车出口中心。许多外资企业——特别是日本企业——受到了影响，且政府也面临着重建企业和消费者信心的艰苦战斗。此外，由于食品是泰国的主要出口商品，农业减产可能给部分粮食（如，大米）的国际价格造成向上的压力。

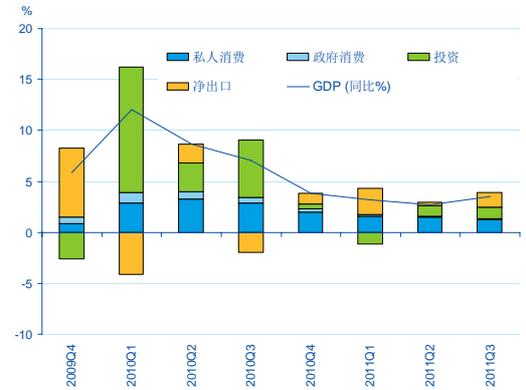
迄今为止，洪水已造成了约 450 亿美元的损失——其中财产损失这产出损失基本相当——且根据世界银行的估计，重建和预防洪水的成本将达 241 亿美元。灾害导致泰国的短期经济增长前景被大幅降级，由于预期四季度经济会收缩，国家经济和社会发展委员会将其对 2011 年的增长预测从原来的 4.0% 下调到了 1.5%。这与三季度 GDP 增长令市场感到失望有关（同比增长 3.5%；市场调查：4.5%）（图 8）。尽管如此，受基数较小的影响，预计经济增长会在 2012 年出现反弹，但外部前景的恶化也可能会带来风险。政策方面，我们预计刚刚开始放松态势至少会持续到二季度。此前，泰国央行并在必要时对大幅降息有过犹豫，因此不能排除还有大幅降息的可能。

图 7
泰国央行降息



来源: BBVA 研究部 和彭博

图 8
预计四季度泰国 GDP 增速会放缓



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
净出口占 GDP 比重	12月6日	3季度	-0.5%	-0.6%
GDP (季度环比)	12月7日	3季度	1.2%	1.2%
GDP (同比)	12月7日	3季度	1.4%	2.3%
失业率	12月8日	11月	5.2%	5.2%
中国	数据	日期	前期	市场预期
非制造业 PMI	12月3日	11月	57.7	--
HSBC 服务业 PMI	12月5日	11月	54.1	--
CPI 通胀 (同比)	12月9日	11月	5.5%	4.5%
生产者价格指数 (同比)	12月9日	11月	5.0%	3.2%
工业生产 (同比)	12月9日	11月	13.2%	12.7%
零售销售 (同比)	12月9日	11月	17.2%	16.8%
日本	数据	日期	前期	市场预期
机械订单 (月度环比)	12月8日	10月	-8.2%	0.5%
GDP 年化利率	12月9日	3季度 F	6.0%	--
GDP (季度环比)	12月9日	3季度 F	1.5%	--
马来西亚	数据	日期	前期	市场预期
工业生产 (同比)	12月8日	10月	2.5%	1.5%
出口 (同比)	12月9日	10月	16.6%	7.3%
进口 (同比)	12月9日	10月	12.9%	5.0%
菲律宾	数据	日期	前期	市场预期
CPI 通胀 (同比)	12月6日	11月	5.2%	5.0%
核心 CPI 通胀 (同比) 2000=100	12月6日	11月	3.9%	--
韩国	数据	日期	前期	市场预期
GDP (季度环比)	12月6日	3季度 F	0.7%	--
GDP (同比)	12月6日	3季度 F	3.4%	--
生产者价格指数 (同比)	12月9日	11月	5.6%	--
台湾	数据	日期	前期	市场预期
CPI 通胀 (同比)	12月5日	11月	1.22%	1.27%
批发价格指数 (同比)	12月5日	11月	5.93%	6.0%
出口 (同比)	12月8日	11月	11.7%	8.6%
进口 (同比)	12月8日	11月	11.8%	2.4%

下周关注：中国 11 月 CPI (12 月 9 日)

预测：4.3% 同比

市场调查：4.5%

前期：5.5%

评论：下周中国将公布一系列重要的经济指标，包括 11 月通胀、贸易、工业产值、投资和零售销售数据。市场今年尤其关注中国通胀问题，但随着外部影响导致经济增速放缓，食品和商品价格的走软，中国的通胀已经开始放缓。市场将对通胀能否进一步下滑保持关注，因这将为继近期法定存款准备金率下调之后进一步的货币宽松提供空间。然而，由于通胀仍高于当局 4% 的舒适水平，当局可能在进行进一步的货币宽松时保持谨慎。**市场影响：**若通胀数据低于预期则会加大市场对进一步货币宽松的预期，若高于预期则会因限制了当局的政策操作空间而使市场情绪受挫。

澳大利亚 – 澳洲央行货币政策会议, 12 月 6 日

我们预期澳洲央行或将维持利率不变

现时

4.50%

市场调查

4.50%

印度尼西亚 – 印尼央行货币政策会议, 12 月 8 日

我们预期印尼央行或将维持利率不变

现时

6.00%

市场调查

6.00%

韩国 – 韩国央行货币政策会议, 12 月 8 日

我们预期韩国央行将维持 7 日回购利率不变

现时

3.25%

市场调查

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	2360.7	-0.8	-15.9	-17.0
香港--恒生指数	18973.2	7.3	-17.6	-19.1
台湾--台湾加权指数	7140.7	5.2	-20.4	-16.8
日本--日经 225 指数	8643.8	5.9	-15.5	-15.0
韩国--首尔综指	1916.0	7.9	-6.6	-1.8
印度--Sensex 指数	16546.5	5.4	-19.3	-17.2
澳大利亚--澳洲全股指数	4288.0	7.6	-9.6	-8.3
新加坡--海峡时报指数	2747.4	3.9	-13.9	-14.1
印度尼西亚--雅加达综指	3759.7	3.4	1.5	1.8
泰国--曼谷泰证综指	1022.8	5.7	-1.0	-0.9
马来西亚--吉隆坡综合指数	1485.7	3.8	-2.2	-1.2
菲律宾--菲律宾综指	4290.9	0.7	2.1	3.4

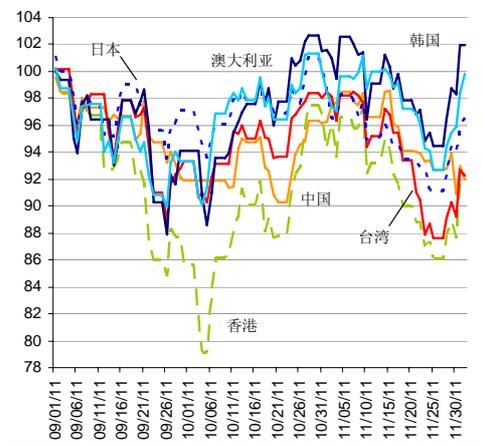
最后更新：星期五， 11.45香港时间

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)	6.36	0.26	6.37	6.38
香港 (港币/美元)	7.77	0.31	7.77	7.75
台湾 (台币/美元)	30.1	0.95	30.11	29.77
日本 (日元/美元)	77.8	-0.08	77.62	77.08
韩国 (韩元/美元)	1131	2.91	1136	1142
印度 (卢比/美元)	51.4	1.76	52.24	53.68
澳大利亚 (美元/澳元)	1.02	5.21	0.99	n.a.
新加坡 (新元/美元)	1.29	2.14	1.29	1.28
印度尼西亚 (印尼盾/美元)	9088	-0.33	9213	9685
泰国 (泰铢/美元)	30.9	1.72	31.08	31.48
马来西亚 (林吉特/美元)	3.13	2.22	3.14	3.16
菲律宾 (菲律宾比索/美元)	43.3	1.60	43.33	43.35

最后更新：星期五， 11.45香港时间

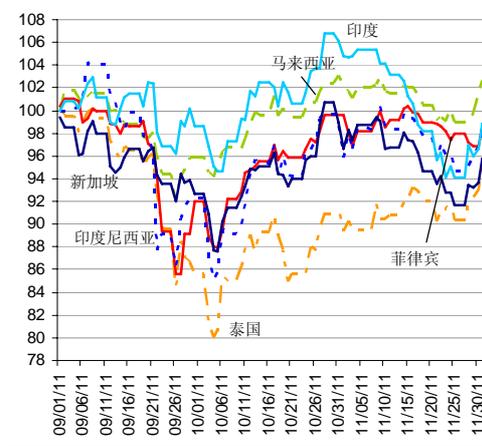
亚洲图表

图 9
股票市場



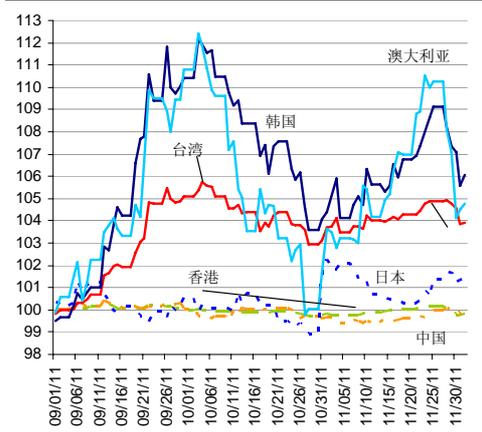
来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 10
股票市場



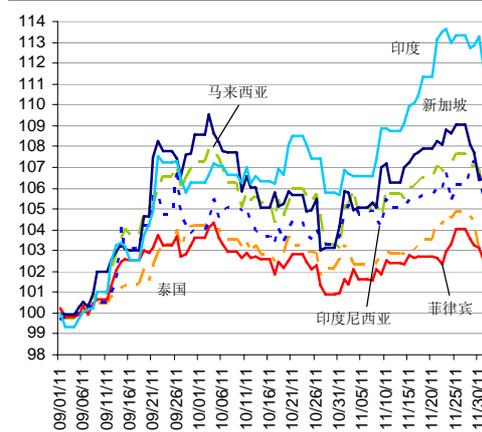
来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 11
外汇市場



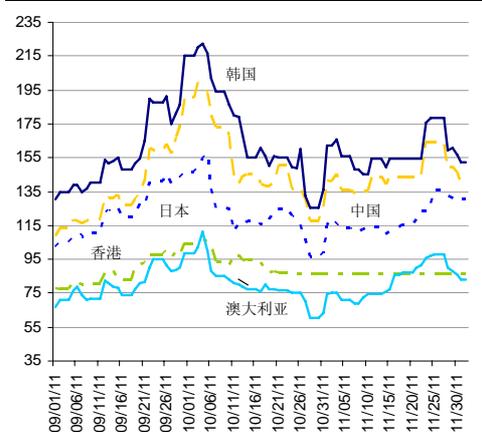
来源：彭博以及 BBVA 研究部

图 12
外汇市場



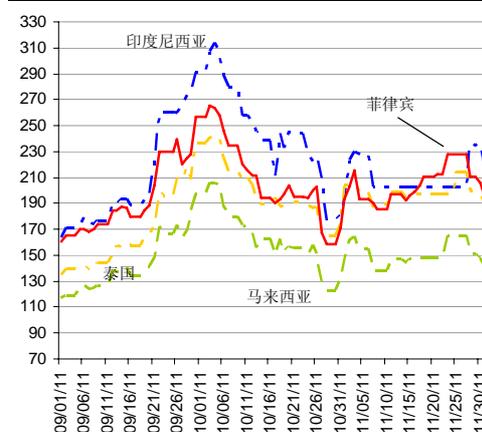
来源：彭博以及 BBVA 研究部

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