

巴西开启降息先河

——新兴经济体周报第 17 期

核心要点:

- 进入二季度以来,在主要发达国家经济增长乏力,全球经济增速放缓的背景下,印度经济在国内服务业强劲增长的推动下依然表现强劲。印度今年 4-6 月国内生产总值同比增长 7.7%,好于市场预期。由于印度当前经济仍然过热,旺盛的内需意味着印度的通胀压力可能进一步加剧。尽管该国央行自去年 3 月份以来已累计加息 3.25 个百分点,但通胀局势尚未得到有效缓解,7 月份批发价格指数攀升至 9.22%。预计印度央行在 9 月中旬的货币政策会议再次提高基准利率以对抗通胀。
- 巴西央行于上周四宣布将基准利率从 12.50% 降至 12.0%,为今年以来首次降息。这一意外举动表明巴西经济增长放缓已经取代通胀,成为当前该国政府首要担忧的问题。首先,近期的一系列数据暗示巴西经济正面临着经济增长放缓的风险。6 月份巴西的经济活动指数出现 2008 年以来的首次下降,7 月份巴西工业产出同比下降 0.3%,8 月份巴西国内消费者信心出现下滑。今年年初以来,巴西央行曾先后连续 5 次加息,累计上调幅度为 1.75%,成为世界上利率最高的国家之一。然而,仅仅依靠货币政策难以平抑国内通胀形势,多次加息已导致巴西与其他国家利差逐渐拉大,特别是由于巴西目前基准利率为各大经济体中最高,热钱的流入导致巴西本币雷亚尔大幅度升值,这对该国制造业部门以及出口导向型行业造成了冲击。随着美国和欧洲国家的经济增长前景恶化,中国投资增长的放缓,海外需求的减弱正在对巴西的出口贸易造成冲击,并逐步影响到内需。巴西政府近期已将本国 2011 年经济增长预期从之前的 4% 下调至 3.7%。
- 全球经济复苏缓慢、欧洲和美国债务危机前景不明令韩国经济面临的下行风险日益加剧。韩国 7 月份工业产值相比上年同期增长 3.8%,增幅创下了去年 9 月份以来的最低值。同时,韩国 9 月份制造业景气指数降至两年低位。此外,美欧等发达国家经济的放缓,对出口依赖型较强的韩国出口带来了挑战。8 月份韩国贸易顺差为 8.21 亿美元,创下去年 8 月以来的最低水平。然而,8 月份韩国 CPI 同比上升 5.3%,连续第八个月高于韩国央行设定的 2%-4% 的目标区间,加大了央行加息的压力。在物价高涨、企业和居民负债居高不下、经济面临下滑风险的背景下,韩国央行面临两难抉择。

分析师



潘向东

☎: (8610) 8357 4197



panxiangdong@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0930510120027

特此鸣谢

刘娟秀 (8610) 83571303

(liujuanxiu@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

巴西开启降息先河

—新兴经济体周报第 17 期（2011.8.29-2011.9.4）

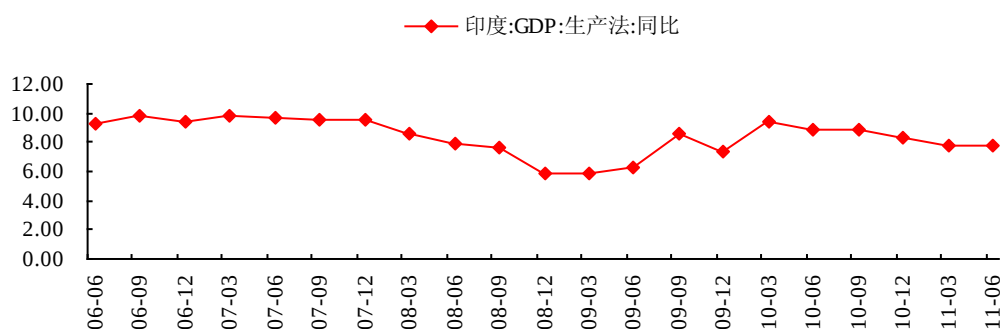
● 印度：第二季度经济增速好于预期，加大本月加息的可能性

进入二季度以来，在主要发达国家经济增长乏力、全球经济增速放缓的背景下，印度经济在国内服务业强劲增长的推动下依然表现不俗。

根据印度中央统计局上周二公布，印度今年 4-6 月国内生产总值同比增长 7.7%，好于市场预期，第一季度印度 GDP 增长 7.8%。从各部门来看，印度第二季度农业部门产值同比增长 3.9%，采矿业、制造业、公用事业部门以及建筑业产值分别增长 1.8%、7.2%、7.9% 和 1.2%；贸易、旅店与交通运输业部门则大幅增长 12.8%，金融、保险及其他服务部门也大幅增长 9.1%。

尽管印度央行自去年 3 月份以来已累计加息 3.25 个百分点，但通胀局势尚未得到有效缓解，7 月份印度批发价格指数（WPI）攀升至 9.22%。自去年 12 月份以来，印度的月度通胀率均高于 9%。鉴于最新的 GDP 数据表明印度当前经济仍然过热，旺盛的内需意味着印度的通胀压力可能进一步加剧，因此我们预计印度央行将在 9 月中旬的货币政策会议上可能再度加息以对抗通胀。

图 1：印度 GDP 同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

表 1：印度主要经济指标一览

主要经济指标	2010 第三季度	2010 第四季度				2011 第一季度			2011 第二季度		2011 第三季度	
	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月
实际 GDP(同比增长率, %)	8.9	--	--	8.3	--	--	7.8	--	--	7.7	--	--
批发价格指数 WPI (同比增长率, %)	9	9.1	8.2	9.4	9.5	9.5	9.7	9.7	9.6	9.4	9.2	--
——制造业(同比增长率, %)	5	5.1	5	5.4	5.3	6.3	7.5	6.8	7.4	7.4	7.5	--
——初级产品(同比增长率, %)	18.2	18.1	14.7	18.4	18.4	15.9	13.4	15.1	12.9	12.2	11.3	--
——燃油和电力(同比增长率, %)	11.1	11	10.3	11.3	11.4	12.4	12.5	13	12.3	12.8	12	--
——食品(同比增长率, %)	16.9	12.7	8.9	20.8	12.9	10.7	8.9	8.1	8.5	7.6	9.9	9.8
工业生产(同比增长率, %)	6.2	11.4	6.4	8.1	7.5	6.7	9.4	5.8	5.9	8.8	--	--
制造业生产(同比增长率, %)	6.8	12.4	6.5	8.7	8.1	7.5	11	6.3	6.1	10	--	--
经常账户(占 GDP 之比, %)	--	--	--	-3.4	--	--	--	--	--	--	--	--
出口(同比增长率, %)	23.2	21.3	26.5	36.4	32.4	49.7	43.9	34.4	56.9	46.5	--	--
进口(同比增长率, %)	26.1	6.8	11.2	-11.1	13.1	21.2	17.3	14.1	54.1	42.5	--	--

预算盈余(占 GDP 之比, %)	-5.3	--	--	-4	--	--	-5	--	--	--	--	--
财政赤字(十亿卢比)	-181.7	290.8	241.9	-152.7	509.7	528.7	939.6	746.6	560.6	319.3	661	--
公共债务(占 GDP 之比, %)	--	--	--	55.9	--	--	--	--	--	--	--	--
货币供给 M1(同比增长率, %)	15.2	20.3	20.7	15.6	13.6	13.4	9.8	10.5	8.6	7	4.5	5.4
货币供给 M3(同比增长率, %)	14.7	17.1	16.2	16.5	16.2	16.5	16	17.6	16.8	17.1	16.4	17.3
外汇储备(十亿美元)	291.6	298	294	297.3	299.2	300.8	303.5	313.5	310.2	309	319.1	318.2

资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部

● 巴西：央行首次降息，政府下调经济增长预期

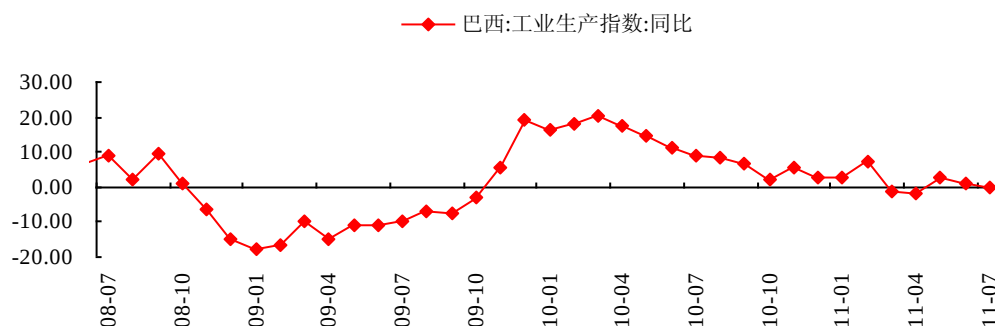
巴西央行于上周四（9月1日）意外宣布将基准利率从12.50%降至12.0%，为今年以来首次降息。这一举动表明巴西经济增长放缓已经取代通胀，成为当前该国政府首要担忧的问题。

首先，近期的一系列数据暗示巴西经济正面临着经济增长放缓的风险。6月份巴西的经济活动指数出现2008年以来的首次下降，7月份巴西工业产出同比下降0.3%，8月份巴西国内消费者信心出现下滑，特别是第二季度企业信心指数下降至2009年以来的新低。

事实上，当前巴西物价上涨的压力仍然严峻。最新数据表明，8月中旬巴西通胀年率仍然高达7.1%，明显高于央行6.5%目标值。自今年年初以来，为了对抗不断加大的通胀压力，巴西央行曾先后连续5次加息，基准利率从去年年底的10.75%上调至7月份的12.50%，累计上调幅度为1.75%，成为世界上利率最高的国家之一。然而，单纯依靠货币政策难以平抑国内通胀形势。数次加息已导致巴西与其他国家利差逐渐拉大，特别是由于巴西目前基准利率为各大经济体中最高，热钱的流入导致巴西本币雷亚尔大幅度升值，这对该国制造业部门以及出口导向型行业造成了冲击。巴西政府近期已将本国2011年经济增长预期从之前的4%下调至3.7%。

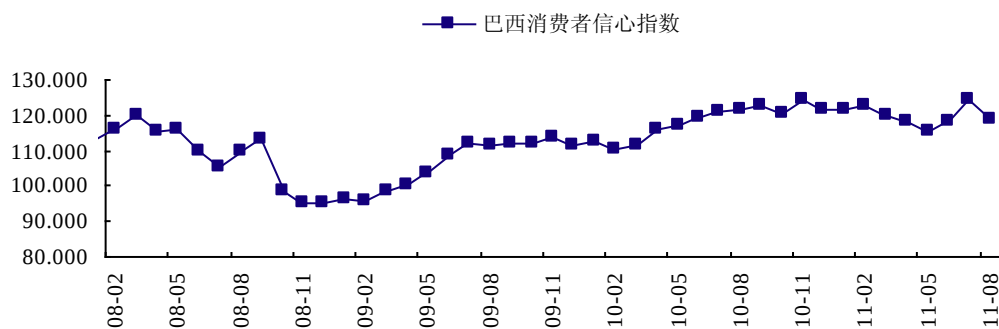
与此同时，随着美国和欧洲国家的经济增长前景恶化，中国投资增长的放缓，海外需求的减弱正在对巴西的出口贸易造成冲击，并逐步影响到内需。不过，全球增长放缓也导致海外对巴西铁矿石以及其他商品需求下降，这从一定程度上减轻了原材料等价格上涨的压力。

图 2: 巴西工业生产指数同比增速 (%)



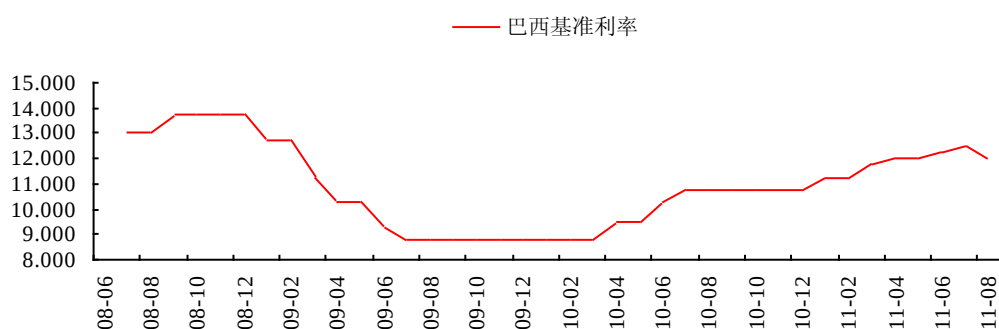
资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

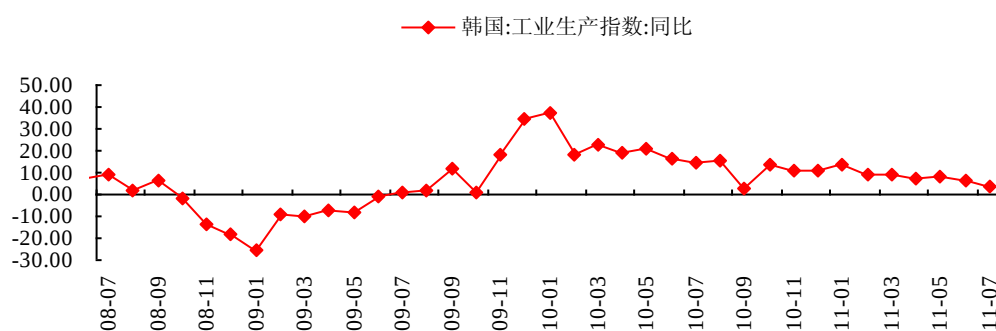
图 3: 巴西消费者信心指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

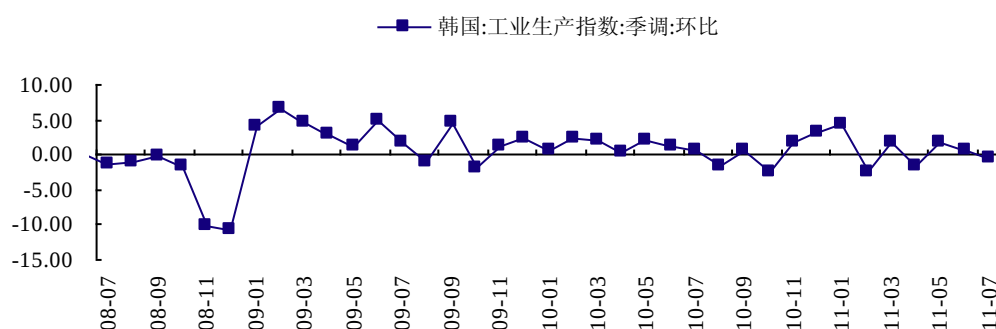
图 4: 巴西基准利率 (%)





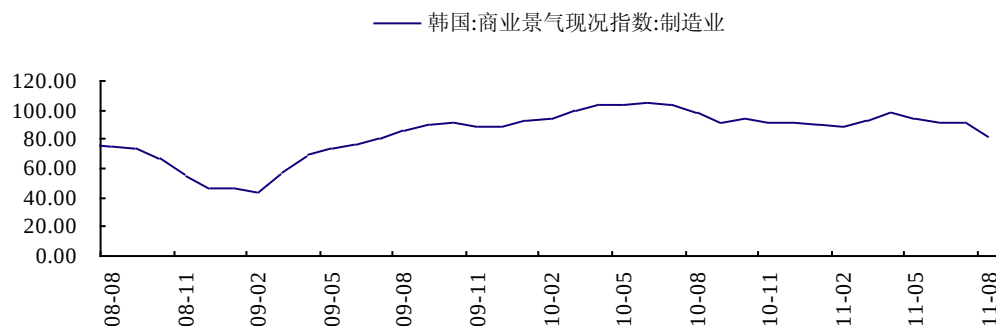
资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 6: 韩国工业生产指数环比增速 (%)



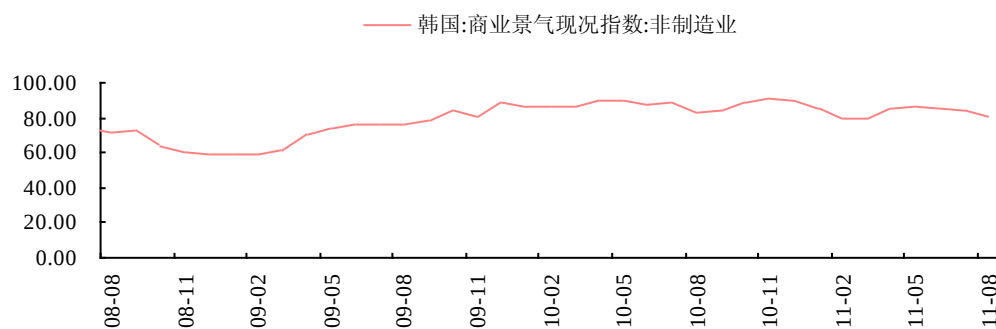
资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 7: 韩国制造业景气指数



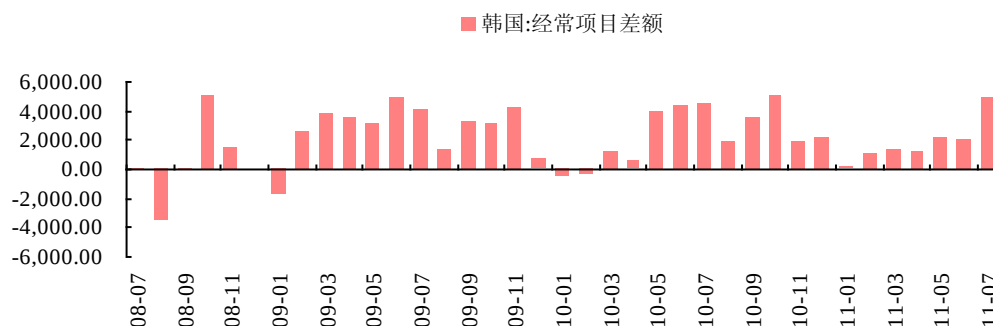
资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 8: 韩国非制造业景气指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

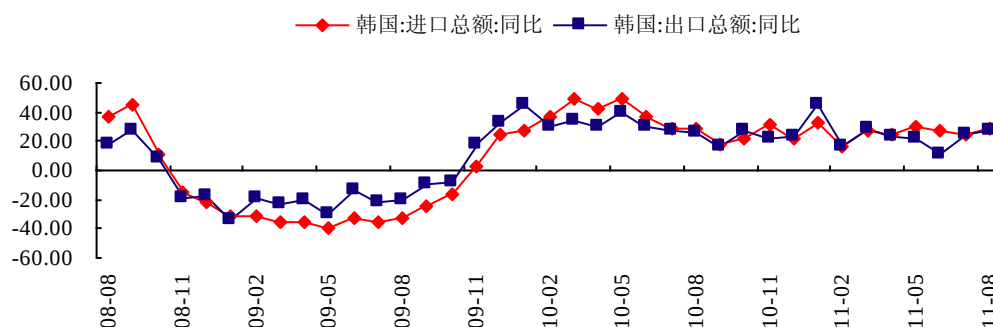
图 9: 韩国经常项目余额 (单位: 百万美元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

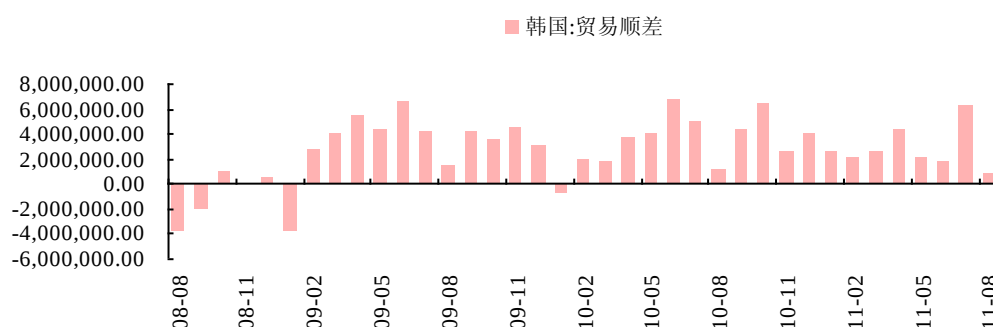
此外, 美欧等发达国家经济的放缓, 对出口依赖型较强的韩国出口带来了挑战。8 月份韩国贸易顺差为 8.21 亿美元, 尽管为连续第 19 个月实现贸易顺差, 但却是创下去年 8 月以来的最低水平。数据显示, 韩国 8 月份出口额为 463.8 亿美元, 同比增长 27.1%; 进口额为 455.6 亿美元, 同比增长 29.2%, 进口规模创单月历史新高。从出口对象国来看, 8 月份韩国对欧出口同比下降了 7.0%, 对美国出口同比下降 5.9%。不过, 8 月份韩国对日出口同比增长了 30.9%, 此外对中国和东盟的出口均出现明显增长。

图 10: 韩国进出口同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 11: 韩国贸易顺差 (单位: 千美元)



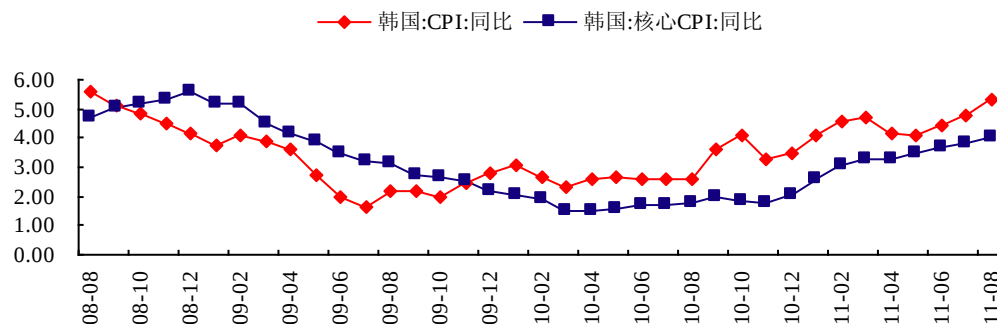
资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

受新鲜农产品和黄金价格飙升的影响, 韩国 8 月份 CPI 同比上升 5.3%, 为 2008 年 8 月 CPI 上升 5.6% 以来的最大同比升幅。7 月份 CPI 同比升幅为 4.7%。这是消费者价格指数连续第八个月高于韩国央行设定的 2%—4% 的目标区间。此外, 8 月份 CPI 环比上升 0.9%, 高于 7 月份 CPI 的环比升幅 0.7%。值得注意的是, 8 月份剔除波动较大的能源和

农产品价格的核心 CPI 同比升幅为 4.0%，环比升幅为 0.3%。8 月份核心 CPI 也创下了自 2009 年 4 月以来的最大同比升幅。

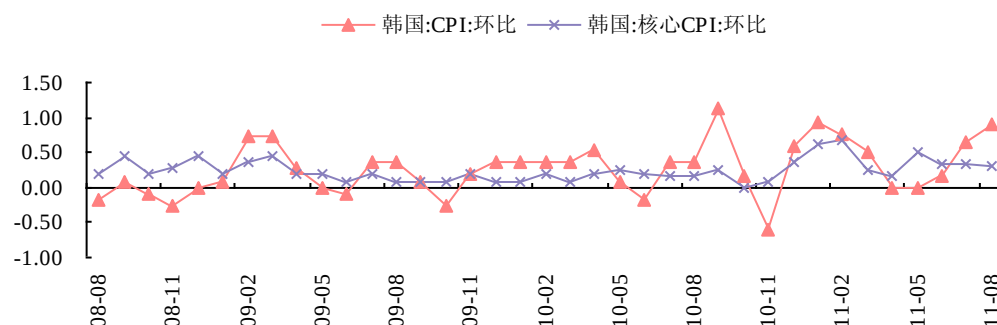
尽管外部环境的不确定性增加了韩国经济下行的风险，但由于 8 月通胀率触及三年高位，韩国央行升息的压力也与日俱增。在物价高涨、企业和居民负债居高不下、经济面临下滑风险的背景下，韩国央行面临两难抉择。

图 12: 韩国 CPI 与核心 CPI 同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 13: 韩国 CPI 与核心 CPI 环比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

作者介绍

潘向东，首席经济学家，清华大学经济管理学院应用经济学博士后。《经济研究》和《世界经济》审稿专家。主持或参加过国家社科重点项目、国家社科基金、国家自然科学基金、博士点基金、博士后基金等。2011 年加入中国银河证券。

刘娟秀，宏观经济研究员，英国格拉斯哥大学经济学博士，2011 年 3 月加入中国银河证券研究部，主要从事国际宏观经济研究工作。此前就职于光大证券研究所。

潘向东，宏观经济分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908