

# 经济展望

中国

2011年8月

经济分析

- 中国GDP增长在2011年已经放缓，这和当局抑制经济过热实现国民经济软着陆的目标一致。
- 竭力为经济降温，却未能阻止通胀升温。作为回应，货币政策进一步收紧；随着食品和商品价格下降，通胀可能会在今年下半年放缓。
- 紧缩政策周期接近尾声。我们的基准预测还会有一次加息，鉴于外部环境的影响，下行风险加剧，或将使当局保持观望态度。
- 经济前景面临的风险变得较为平衡。虽然全球的不确定性导致下行风险增加，不过经济过热的风险已经减小。如果外部需求减弱，仍有政策空间来缓和对国内经济增长的影响。

## 目录

1. 全球展望：未来经济前景以政治因素为中心 .....	4
2. 中国经济增长放缓 .....	6
3. 经济软着陆 .....	12
4. 风险变得较为平衡 .....	14
5. 附表 .....	15

出版日期：2011年8月10日

## 概述

中国的经济增长在2011年已经放缓，这与当局努力抑制经济过热以及实现软着陆的目标一致。在货币政策及宏观审慎措施推行的共同作用下，GDP增长已经放缓，不过由于财政支持足以保证在面对外部环境的不利影响下，经济仍然保持平稳发展。因此，上半年GDP增长虽然放缓，不过仍然强劲，第一和第二季度按年同比分别为9.7%和9.5%，相较2010年全年10.3%的增速有所降低。

**竭力为经济降温，却未能阻止通胀升温。**7月通胀达到同比6.5%的水平，较货币当局设定的4%的舒适水平高出很多，这主要是由于食品价格大幅上涨所致。作为回应，人民银行进一步采取货币紧缩措施在6月和7月初分别上调存款准备金率和加息。同时政府也在供给方面采取一些措施抑制食品价格攀升。

**虽然全球经济复苏的不确定性增加，我们继续看好中国经济前景，这也符合我们之前软着陆的预期。**第二季度GDP增长符合预期，更多近期经济指标显示经济增长有所放缓但具可持续性，因此我们维持GDP的预测，2011年为9.4%，2012年为9.1%。同时，我们上调了对2011年通胀的预计至5.3%的全年均值水平。根据我们的预测，现时通胀已经见顶，由于食品和商品价格将在下半年得到控制，加上有利的基数效应，年底通胀预计将降到4.0%。

**政策紧缩周期已经接近尾声。**我们的基准预测在今年下半年还会有一次25个基点的加息，存款准备金率有可能会上调50个基点。不过，通胀如期放缓，而由于外部环境的不确定性，下行风险增大，根据近期政府的措辞反应显示，进一步采取紧缩政策的可能性正在减小。

**与此同时，我们预计人民币将会进一步升值。**人民币的升值步伐迄今符合我们对其每年升值4%至5%的预期。庞大的经常帐盈余以及最近储备累积增加，使得人民币有进一步升值的空间。

**经济前景的风险与我们5月公布二季度报告相比，变得更加平衡。**经济过热的风险已经有所降低，不过由于全球环境的不确定性，下行风险增加。虽然市场偶尔显示有硬着陆的可能性，我们认为可能性非常小。一个更可能使经济下行的情况是外部需求减弱。如果发生的话，当局还有政策空间来缓和对国内经济的影响，可以推迟采取进一步的货币紧缩政策，放慢货币升值速度，如果有需要的话还可以执行财政刺激方案。

**我们对中期经济增长前景的预期依旧基于中国将转向依靠内需，特别是个人消费来使得经济重新平衡增长。**这和今年3月所通过的“十二五”规划的政策导向是相符的。

# 1. 全球展望: 未来经济前景以政治因素为中心

在开始中国经济展望之前, 我们将回顾全球经济展望。读者也可直接跳至第二部分(第6页)进入中国展望章节。

## 在上半年经历了经济表现疲软之后, 全球经济会继续增长

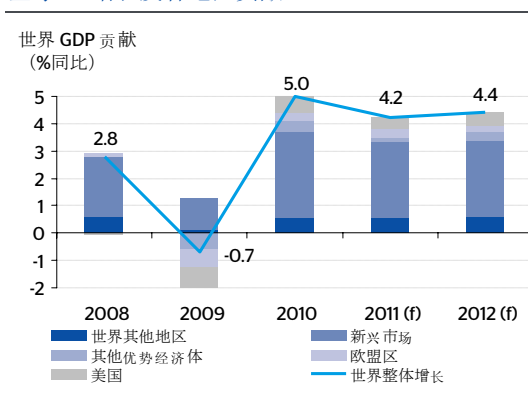
全球经济增长在上半年出现了轻微放缓的迹象, 在美国尤为明显, 新兴经济体同样也出现了放缓的情况。不过经济放缓主要受到短期暂时性因素的影响(油价高企, 日本供应链中断和不利的天气), 全球经济在未来会以稳健的速度增长, 预计2011年和2012年增长率分别为4.2%和4.4%(图1)。

然而, 现今面临的风险主要是经济发展的下行风险。尽管石油价格停止攀升以及国际供应链的恢复使目前的美国经济增长暂时性趋缓, 但在后金融危机时代有着高度杠杆化的消费者, 经济复苏前景依然脆弱并且容易再次陷入二次衰退危机。最近美国经济的疲软表现对此是一个提醒, 这样的情况可能削弱了消费者和生产者的信心。

在欧洲和美国, 财政赤字是政策制定者面临的一个很大挑战。由于债务如何偿还的问题还没有得到解决, 主权债务危机在欧洲愈演愈烈(图2)。市场风险或将转化为系统风险, 市场压力逐步从希腊、葡萄牙和爱尔兰扩散到西班牙、意大利并最终波及比利时。虽然美国的债务偿还能力是无需质疑的, 不过美国仍面临短期内需要大幅度财政调整的挑战, 同时面临着政治博弈最终仅能解决燃眉之急, 而无法提出一个长期的综合解决方案。这或将加大美国长期国债收益率突然飙升的概率。

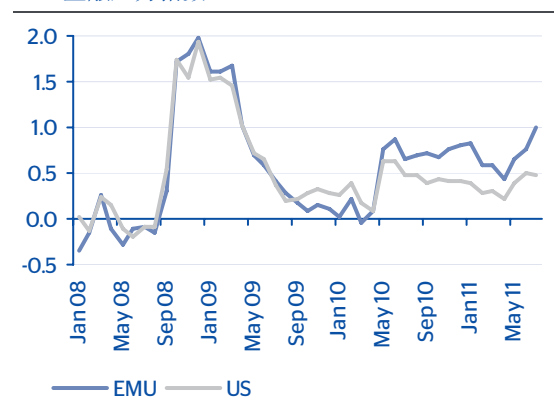
最后在新兴市场方面, 亚洲和拉丁美洲各国的紧缩政策持续使得经济增速放缓进而缓解对于经济过热的担忧, 尽管大部分财政政策依然适度, 货币当局的负担仍然过重。

图1  
全球GDP增长及各地区贡献



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图2  
BBVA金融压力指数



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

## 是时候要考虑通过大胆的政治行动来解决欧债问题

最近几周, 来自金融市场的压力使得欧债问题扩散到西班牙和意大利, 加大了危机变成全欧洲系统性风险的可能性(使得风险扩散超出欧盟范围)。推迟提供第二轮救助希腊的资金和坚持让私营部门承担一定的金融救助成本, 以及没有一个清晰的能从根本上解决希腊债务问题的方案共同造成了这样的局面。在解决希腊问题上犹豫不决使得危机扩散至一些原本没有主权债务问题的国家(如西班牙和意大利)以及整个欧洲金融业, 危机的扩散使得整个欧洲的流动性越来越差。

在这样的情况下，7月21日欧盟峰会上，与会各国决定一起解决流动性和主权危机的问题。针对前者，欧洲各国决定改善欧洲金融稳定机构（EFSF），允许其先为陷入困境并有偿债能力的国家提供贷款（有如国际货币基金组织提供的灵活信贷额度）并可以在二级市场上买入主权债。针对主权危机，峰会放松了为希腊发放贷款的条件（其它国家也适用）。峰会就通过回购和债务交换降低私营部门持有希腊已发售债券净现值21%的方案达成了一致。

这些措施在解决欧洲金融危机的正确道路上无疑迈出了一大步，甚至有些出乎预料。即使这样欧洲也还没有完全走出困境，这些措施的推出只是轻微降低了欧洲外围国家的风险溢价。除了7月21日峰会推出的措施外，欧洲还需要扩大EFSF的规模，加强各国间财政合作，并发行欧元债券，推进经济改革和一个更明确的由欧盟授权的旨在解决希腊债务和主权危机的方案。直到这些措施都得以实施，欧洲依然面临着主权债务利差升高的风险（不仅是欧洲外围国家）。

### 美国财政整顿的焦点依然在政治因素上

在美国，民主共和两党就各自两极化的财赤消减方案展开了激烈的争论，不过到目前为止美国利率并没有因此被推高。这代表着市场认为为了避免违约，债务上限最终会如期被提高。但是一味地提高债务上限而不致力于制定一个长期的财政整顿方案并不能从根本上解决问题。这样看来风险依然存在，正如欧洲的情况，不停地将问题推延而不解决。若将债务解决方案推后到2012年选举之后，则可能会推高美国的长期利率。

### 在拉丁美洲的许多国家，政治因素也是经济发展前景的关键

在拉丁美洲，许多国家未来的表现也面临着来自政坛产生的不确定性。在某些情况下这些不确定性是因为一些国家的治理水平相对较弱，大规模的抗议活动和对政府腐败的指控。在其它情况下，这些不确定性是因为最近政府的一些变化产生或者由于选举带来的不确定性。尽管选举周期对经济周期的影响在过去的十年有所降低，但至关重要的一点是，资本是不会被偏离了持续不断的经济改革的广泛政策变动所浪费。

### 对新兴经济体经济过热的担忧有所缓解

虽然经济过热的风险依然存在，但是总的来说，在持续的紧缩政策和商品价格高企以及日本地震带来的冲击之下，经济过热的风险有所减缓。特别值得一提的是，随着经济数据显示中国经济的增长正在放缓，但增长步伐依然稳健，硬着陆的风险有所降低，经济继续朝着软着陆方向前行。不过，通胀问题在新兴经济体中仍值得关注，特别是决策制定者们过于担心全球经济放缓和货币升值的情况，可能会使他们的决策措施落后于经济形势。

## 2. 中国经济增长放缓

2011年上半年，中国政府继续采取相关措施控制经济过热，引导实现软着陆。虽然在货币紧缩及宏观审慎的措施下经济增长有所放缓，不过由于财政支持为经济带来足够的增长势头，即使面对外部油价和商品价格高企以及日本地震的影响，经济仍然保持平稳增长。不过，这些努力并没有控制住通胀升温，超过了有关当局认为的合适水平范围。此外，由于全球经济风险加剧，市场仍然面对经济增长突然减弱的风险，这是因为全球经济的下行风险正在加剧。

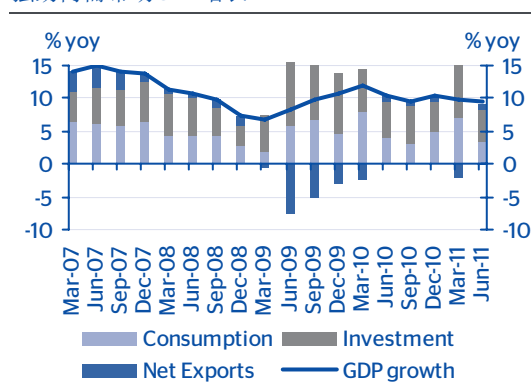
尽管存在这些风险，我们维持对2011年和2012年全年GDP增速的预期分别为9.4%和9.1%。今年第二季度的增长和我们之前预计的一致为按年同比9.5%，基准情景预测大致上也维持不变。不过，考虑到6月的数据高于市场预期以及第三季度的通胀势头，我们上调了对2011年全年平均通胀的预测从之前的4.9%调升至5.3%。

### 第二季度经济放缓符合实现软着陆的情景预测

主要由于消费及投资方面的减弱，第二季度GDP增长从第一季度快于市场预期的同比9.7%放缓到同比9.5%（图3）。我们估计，经济增长按季度环比从第一季度经季节性调整后的2.3%放缓到2.1%（虽然最新公布的官方数据表示，按季节性调整后的第二季度经济增长从第一季度的2.1%上升到2.2%的水平）。今年上半年，对经济增长贡献最多的是消费及投资（分别为4.6和5.1个百分点）。净出口在2010年积极贡献，而今年贡献为负，这些都与重新平衡的经济即将走向内需驱动的方向是一致的。

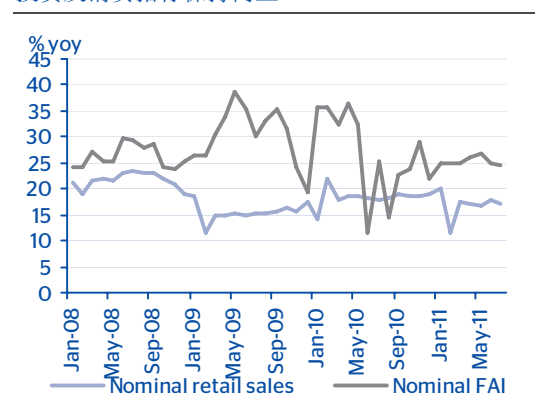
经济放缓的趋势目前为止是令人鼓舞的，原因在于放缓速度是渐进的，而增长指标依然强劲。例如，七月份经济活动指针显示零售销售额保持稳定，汽车销售量正在复苏（图4）。城镇固定资产投资同比增长已经超过25%，主要是受到国有企业活动的影响，抵消了部分补助计划渐渐被淘汰，民营企业的投资活动放缓所带来的负面影响。从供应方面来看，工业产值依然强劲，这和市场预期是一致的。制造业采购经理指数（PMI）也显示逐渐放缓的趋势，不过仍然远高于50的荣枯分界线水平（图5）。

图3  
强劲内需带动GDP增长



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图4  
投资及消费指标保持向上

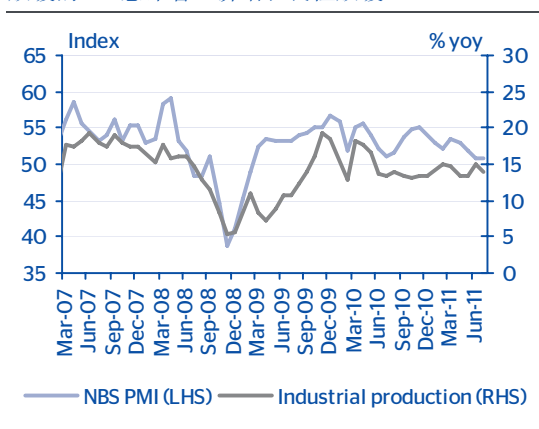


来源: CEIC 和 BBVA 研究部

在货币供给方面，新增信贷及M2增长大致上符合货币当局的目标（图6）。六月份新增贷款约为6339亿元人民币，高于五月的5516亿元人民币数额，这意味着同比增长为16.9%。也就是说，今年上半年新增贷款额约为4.2万亿元人民币，我们相信这与货币当局全年7.0到7.5万亿元人民币（未经宣布）的目标是相符的。

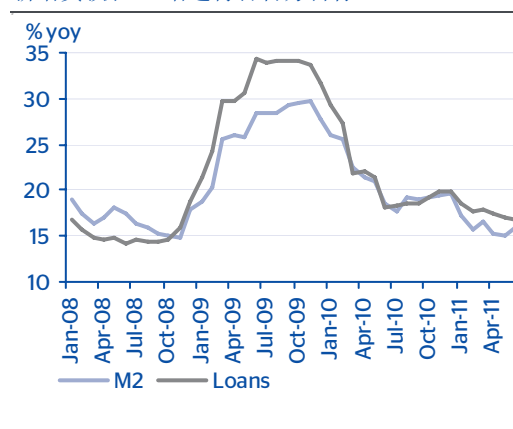


图5  
放缓的PMI意味着经济增长良性放缓



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图6  
新增贷款和M2增速符合官方目标



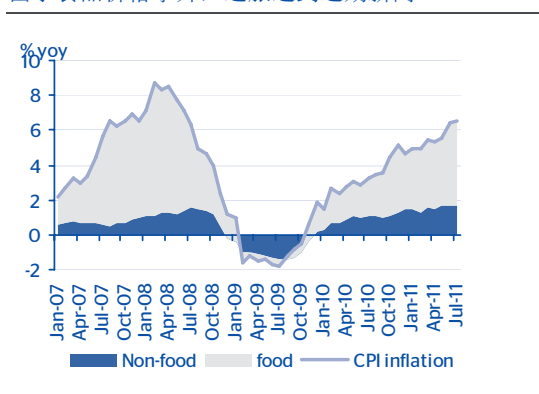
来源: CEIC 和 BBVA 研究部

### 挑战 #1: 通胀升温

经济放缓符合软着陆预期，不过通胀仍然是政策关注的首要问题。自2009年底以来，通胀持续上升趋势，CPI在第二季度加速，6月达到同比增长6.4%（图7），高于预期，并且达到近三年来最高水平。不过，这很大程度上是由于基数效应所致，其按月连续通胀已经有所放缓。

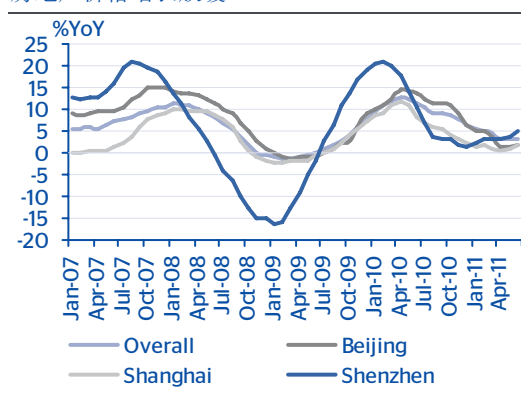
通胀同比上升是由于食物价格攀升，宽松的资金流动情况以及基数效应的共同影响。这几个季度食品价格成为通胀的主要驱动力，尤其是6月及7月的食品通胀同比上升超过14%，其中主要是由于猪肉供给压力造成价格上升所致。由于商品价格高企，生产者价格指数同样持续攀升（七月同比增长7.5%）。我们相信通胀可能在近期已经见顶。随着供应中断的恢复以及有利的基数效应，食品价格将开始放缓，特别是从9月开始。

图7  
由于食品价格攀升，通胀达到近期新高



来源: CEIC 和 BBVA 研究部估计

图8  
房地产价格增长放缓



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

### 挑战 #2: 房地产价格上涨

除了通胀加剧以外，房地产价格泡沫的风险也是一个值得关注的问题。我们最近发布的年度“中国房地产展望”中讨论过，房地产价格增长在政府的降温措施影响下进一步放缓。这些措施包括控制流动性，紧缩信贷，加强各类宏观审慎措施。物业税已经在上海及深圳等地开始试点。今年首7个月，当地政府，特别是一些大城市在中央政府的施压之下，已经设定了各自的房地产价格目标并且开始实行相应控制措施包括实施限购令。政府同时正在努力开展保障房的项目建设。从全国范围来看，根据中国统计署数据推算，我们预计房价增长从今年一季度的同比增长5.0%降至二季度的同比增长3.2%，全国房价增速放缓趋势持续（图8）。

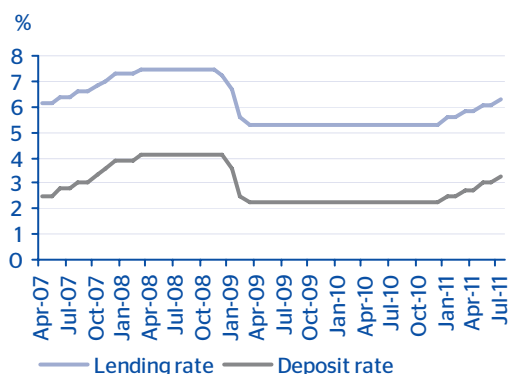
因为我们对预测模型的改进和实际价格的增长放缓，我们认为现时房屋价格相对于基本面所反映的价值被高估的程度相较于去年同期的评估值已经有所收窄。此外，鉴于中国经济较快的中期增长前景以及同国际上其它地区（美国、西班牙和日本）曾经出现的地产泡沫相比，这几年中国房价的增长显得并不是那么令人担忧。

尽管总体上房地产市场还是健康的，但是不能排除个别城市和地区泡沫存在的可能性。由于目前房价调控政策主要针对一线大城市，二三线城市的房价增长速度要快过一线城市。

### 紧缩的货币政策和推动经济发展的财政政策组合

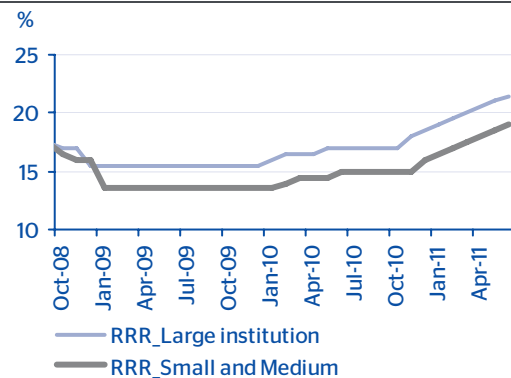
为了防止经济过热和抑制通货膨胀政府持续采用紧缩性的货币政策。从去年10月至今基准利率被提高了5次，最近的一次是在七月初。同时为了收紧银根，中国人民银行不断上调存款准备金率（RRR），在2011年上半年提准频率基本上是每月一调，使得大型银行存款准备金率达到历史新高点21.5%（图10）。央行不仅通过提准来回收流动性，监管层更是严格地控制银行贷存比率，自6月份开始逐月（而不再是逐季度）考查各银行日均贷存比率。紧缩的政策和其它严格的规定收紧了流动性，使得银行间回购利率上扬同时波动性加剧（图11）。伴随着经济放缓和全球经济不确定性增加带来的下行风险加大，有迹象显示货币当局可能会一定程度上放松货币政策的调控力度。

图9  
七月初再次加息，从去年10月以来第5次加息...



来源: CEIC 和 BBVA 研究部。

图10  
...直到6月为止每月上调存款准备金率

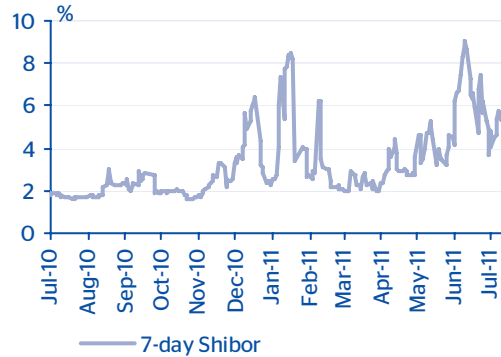


来源: CEIC 和 BBVA 研究部。

就金融市场而言，正如预期那样，紧缩政策打击了市场信心，同时全球市场的抛售更加强了这一下行趋势。中国的股市二季度继续低迷（图12）。市场情绪低迷，在对经济硬着陆和经济过热的忧虑间摇摆。如前所述，避险需求的加剧和外部市场表现低迷进一步加剧了中国股市下调的压力。



图 11  
紧缩政策下银行间拆借利率上扬



来源: CEIC 和 BBVA 研究部。

图 12  
中国股市表现持续低迷

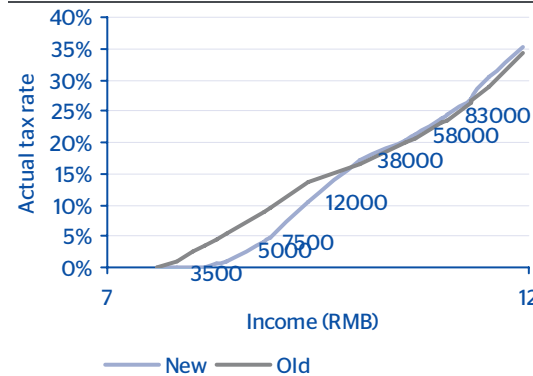


来源: CEIC 和 BBVA 研究部。

财政政策总体而言依然在鼓励推动经济发展。从今年9月1日开始实施修改后的新个税政策，将个人所得税起征点从原来的每月2000元提高至3500元，高于预期，同时将现行9级超额累进税率缩减为7级。调整的主要目的是为了使得税基更趋于合理（图13）同时减轻收入不均的问题。不过调整过后的新标准对居民消费和政府收入应该影响不大，因为个人所得税占政府财政收入的比例相对较小（根据国际货币基金组织数据中国所得税收入占GDP比重约为25%），并且高收入群体的纳税比例较低。

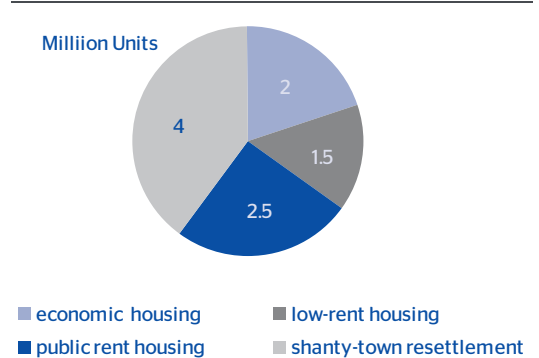
在之前的经济展望中我们也提及2011年公共开支的驱动力将是共计1000万套的保障性住房项目（图14）。根据官方数据显示，上半年约有一半的保障房已开工建设。

图 13  
税务改革为税收计划带来更多进展



来源: CEIC 和 BBVA 研究部。

图 14  
保障房在建设之中

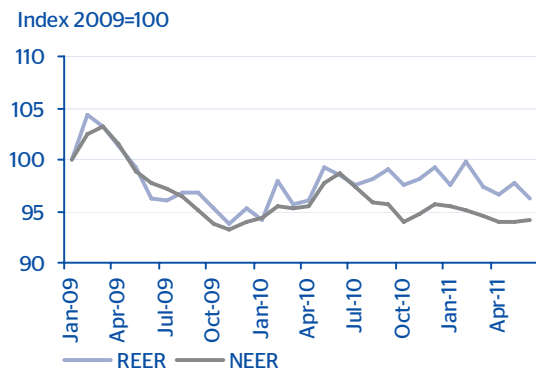


来源: CEIC 和 BBVA 研究部。

### 人民币升值步伐持续，外汇储备积累

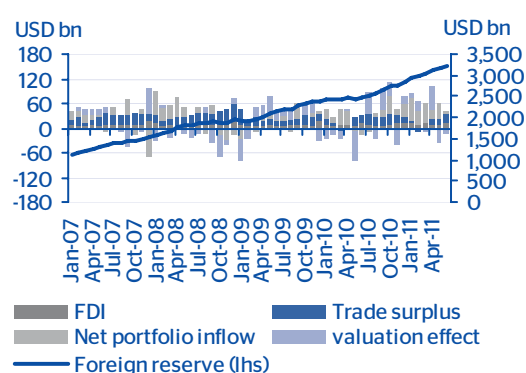
人民币兑美元继续按预期的每年4%至5%的速度逐步升值。国内通胀的升温意味着人民币实际有效汇率加速升值，即使在名义有效汇率上，由于美元贬值兑其他主要货币贬值，人民币汇率基本持平（图15）。同时，第二季度外汇储备的累积从第一季度的1970亿美元减少到1530亿美元，使得总外汇储备在六月底增加到3.19万亿美元的新高，这也和因全球避险情绪升温而带来的“热钱”涌入放慢脚步有关系（图16）。

图 15  
人民币兑美元升值，以贸易加权有效汇率来看变化较小



来源: CEIC 和 BBVA 研究部。

图 16  
投资组合流入缓解了外部市场的不利境况

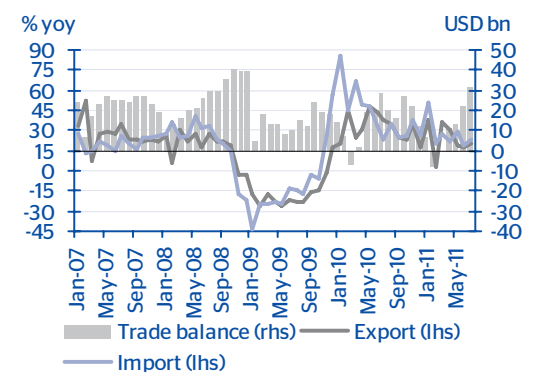


来源: NBS, BIS 和 BBVA 研究部。

在一季度录得小幅贸易逆差后，二季度如预期那样重新录得贸易顺差（图17）。7月进出口持续增长，分别同比增长23.4%（出口）和26.9%（进口）。出口增长整体表现强劲，一系列产品出口额都有所增加。从出口目的地来看，对各地区出口额都有所增长，特别是向增长较快的新兴经济体。另一方面，可能由于需求减弱，至美国和欧洲的出口增长有所放缓，尽管7月对欧洲出口增长强劲，同月对日本的出口也有所反弹。7月进口较之前同比增长19.3%的水平增速至同比增长22.9%，显示出中国内需强劲以及商品价格的高企。

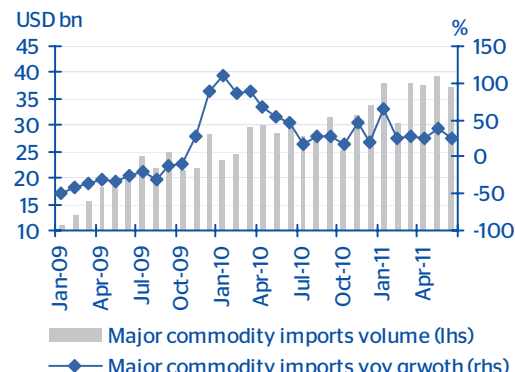
对于拉丁美洲以大宗商品出口为导向的经济体来说，中国的需求显得越来越重要。不过数据显示中国大宗商品的进口需求有所下降，从前期5月份的同比增长38.5%下降至6月的同比增长25.5%（图18）。具体来说，对石油和铁矿石的进口在2011年上半年仅显示出一定程度的增长，同期对铜的进口甚至出现下滑（按年同比下降23.8%）。我们认为进口需求的减弱原因是进口商的战略决策，或正在等待大宗商品价格回落，而并非需求真正减弱了。总的来说中国对大宗商品的需求依然强劲，在我们看来这是因为经济持续增长和大量基建投资的需求。

图 17  
贸易平衡转向贸易顺差



来源: Bloomberg 和 BBVA 研究部。

图 18  
商品进口放慢

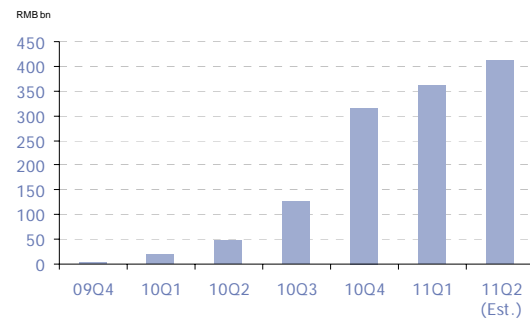


来源: BBVA 研究部基于中国银监会数据。

### 人民币国际化在继续

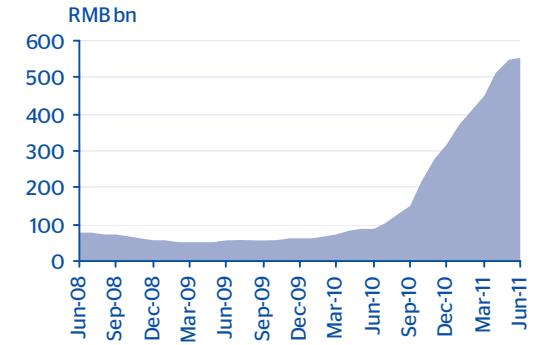
2009年6月开始推行的人民币国际化政策（详见 [经济观察：人民币跨境结算](#)）正在快速进行中（图19），7月的一系列新举措将允许更多境外企业通过外商直接投资的形式使离岸人民币回流内地市场。虽然政策仍在试点阶段，并且不包括“在政府监管下”的行业（比如当局严格控制的房地产行业），不过随着时间的推移其适用范围会越来越大。这个政策将有助于推动离岸人民币债券（“点心债”）市场并且推动人民币国际化进程。同时，在香港的离岸人民币存款（作为衡量人民币国际化进程的重要指标之一）已经稳定上升到5540亿人民币，较上个季度环比增长22.6%（图20）。

图 19  
人民币跨境贸易结算额稳步上升



来源: Bloomberg 和 BBVA 研究部.

图 20  
香港的人民币存款快速增长



来源: BBVA 研究部基于中国银监会数据.

### 3. 经济软着陆

由于潜在需求依然强劲，我们预计经济增长减缓的势头会比较缓慢，与软着陆的预期一致。今年上半年公布的经济数据与预期大致相符，我们维持对2011年GDP的预测不变，为同比增长9.4%，2012年为同比增长9.1%。也就是说，由于全球不确定性增加，下行风险变大。

关于通货膨胀，我们将全年预期从之前的4.9%（均值）调升至5.3%。上调主要是因为最近几个月高于预期的数据，而且我们预期由于食物及商品价格增速放缓，有利的基数效应以及最近的紧缩措施，通胀会在今年下半年逐步放缓。

我们的基准预测考虑到了进一步货币紧缩措施的可能性，包括再次加息25个基点以及存款准备金率上调50个基点（表1），不过由于现时外部环境的不确定性以及政府表示在全球复苏形势明朗之前延迟进一步的紧缩政策，我们对此的预期也有所下降。

从中期来看，我们预测经济增长的驱动力转向内需，特别是个人消费。最近通过的“十二五”规划的政策和经济重新平衡的目标是一致的，政策会着重提高家庭收入以及保证社会福利。因此，我们预测财政政策侧重点将持续支持经济增长。

表1  
基准情景预测

	2008	2009	2010	2011 (F)	2012 (F)
GDP (% 同比)	9.6	9.2	10.3	9.4	9.1
通货膨胀 (均值, %)	5.9	-0.7	3.3	5.3	3.9
财政账户 (%占 GDP)	-0.4	-2.8	-2.5	-2.0	-1.8
经常账户 (%占 GDP)	9.9	6.1	4.6	4.5	4.5
政策利率 (% 期末)	5.31	5.31	5.81	6.81	7.31
汇率 (CNY/USD, 期末)	6.83	6.83	6.62	6.30	6.00

来源: BBVA 研究部

#### 通胀风险犹存

整体通胀率可能在7月已见顶。不过，我们预测接下来第三季度通胀会持续保持高位，而在年底由于有利的基数效应，食品及商品价格增长趋缓以及紧缩政策的共同影响下，通胀将会下降到同比4.0%的水平。2012年，由于基数效应，我们预测通胀仍会在4%左右浮动，全年通胀均值为同3.9%的水平。我们通胀预测是基于货币当局努力按照相关目标，监控信贷和货币供应。

#### 货币逐步升值，外部资金流入

对外部门方面，我们预测目前经常帐盈余在今年下半年会持续增加，尽管其占GDP比率应从2010年的5.2%缩小到2011年的4.5%。外部需求的减弱将对我们的预测带来下行风险。不过，即使发达国家经济放缓，但是新兴经济体对中国的出口需求仍然强劲，商品价格的下降也有助于限制进口价格。

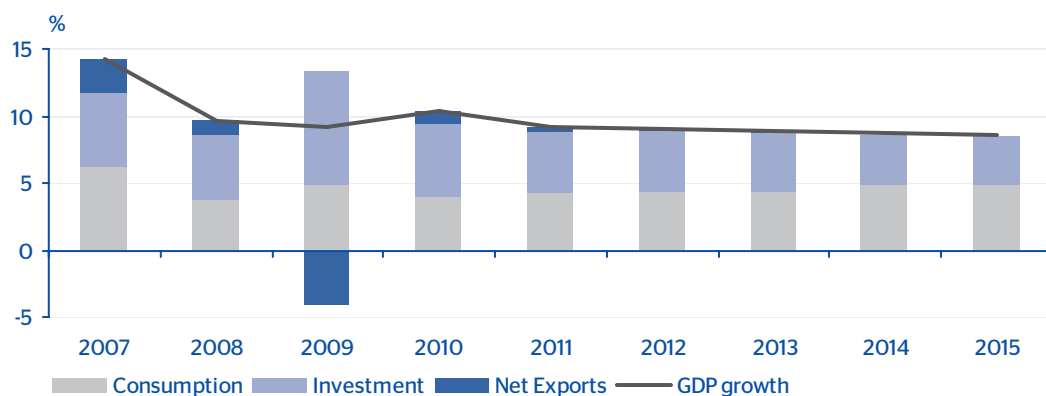
正如我们所预期的，货币当局对于人民币升值速度落于每年4%到5%的范围，这将使人民币对美元汇率在今年年底达到6.30水平（目前为6.42）。此外，鼓励经济发展转向内需平衡，人民币的进一步升值将有助于从两个方面遏制通胀：（i）直接降低进口价格；以及（ii）间接通过减少外汇干预的程度，从而减少国内流动性注入。

### 基于内需及经济放缓的中期展望

我们对中期经济增长前景的预期依旧基于中国将转向依靠内需，特别是个人消费来使得经济重新平衡增长。如前所述，强调经济平衡的目标是和今年3月所通过的“十二五”（2011至2015年）规划的政策导向是相符的。（详见 [经济观察：下个五年规划和财政预算将支持中国的经济增长](#)）。

中期前景的主要内容包括通过上升工资水平增加家庭收入，对保障房项目的大规模公共投资。此外，我们预计潜在产出增长率会逐渐降低，2015年降至8.5%的水平，因为较低的投资率及全要素生产力的自然降低使得资本积累下降。

图 21  
中期经济增长平衡



来源: NBS, CEIC 和 BBVA 研究部。

## 4. 风险变得较为平衡

尽管经济过热风险犹存，随着紧缩政策的实施经济增长有所放缓。同时，由于全球环境的不确定性，下行风险增加。介于目前的发展形势以及存在的风险，之前比较偏重的经济过热问题，在最近几个月变得较为平衡。

为了避免经济过热和通胀的风险，有关当局持续监管房地产价格走势，并继续收紧流动性以及抑制信贷快速增长。由于外部环境的风险，我们预测有关当局对于进一步收紧货币政策的态度会比较谨慎，并且随时准备实施财政措施来支持经济增长。后者可能包括提高保障房项目进度以及基建发展的速度。

由于股市最近大幅下跌，当局及时采取行动来防止房地产行业的投机活动，我们认为资产价格泡沫的风险在减小。尽管价格上升的压力依然存在，并且向小城市蔓延，大城市的房地产市场价格增长和交易量都已经放缓。

市场不断关注于投资的急速下滑引发经济硬着陆的潜在风险。如果当局过度采用货币紧缩政策以及宏观审慎措施，这种情况有可能发生。不过由于当局采取比较循序渐进及不断调整的紧缩措施，而且经济增长势头依然强劲，我们认为发生这种情况的概率较小。如果外部环境进一步转弱，当局也有充裕空间实施财政刺激政策，并且可以放慢货币紧缩政策以及人民币升值的步伐。

中期风险的一个重要来源是地方政府债务水平较高。在我们最近发布的“[银行业观察](#)”中已经有所分析，虽然解决地方债务问题最终可能需要银行减记以及中央财政支持的组合解决方式，我们认为地方政府债务水平依然处在一个可控的水平。同时经济增长还面临其他诸多风险来源，政府当局已经意识到并提早采取行动，通过严格控制地方政府融资平台的借贷以及研究妥善处理问题债务偿还等方案来控制债务总水平。



## 5. 附表

表1

## 宏观预测

	2008	2009	2010	2011 (F)	2012 (F)
GDP (% 同比)	9.6	9.2	10.3	9.4	9.1
通货膨胀 (均值, %)	5.9	-0.7	3.3	5.3	3.9
财政账户 (% 占 GDP)	-0.4	-2.8	-2.5	-2.0	-1.8
经常账户 (% 占 GDP)	9.9	6.1	5.2	4.5	4.5
政策利率* (%)	5.31	5.31	5.81	6.81	7.31
汇率* (CNY/USD)	6.83	6.83	6.62	6.30	6.00

来源: BBVA 研究部

表2

## GDP

(同比增长)	2008	2009	2010	2011 (F)	2012 (F)
美国	0.4	-2.6	2.9	2.1	2.6
欧元区	0.3	-4.0	1.7	2.0	1.3
亚太	5.6	3.7	8.0	6.2	6.7
中国	9.6	9.2	10.3	9.4	9.1
全球	3.0	-0.6	4.9	4.2	4.4

来源: BBVA 研究部

表3

## 消费价格指数

(同比增长)	2008	2009	2010	2011 (F)	2012 (F)
美国	3.8	-0.3	1.6	2.8	2.2
欧元区	3.3	0.3	1.6	2.7	1.8
亚太	5.7	0.3	3.6	4.8	3.6
中国	5.9	-0.7	3.3	5.3	3.9
全球	6.1	2.2	3.7	4.8	4.1

来源: BBVA 研究部

表4

## 汇率

		2008	2009	2010	2011 (F)	2012 (F)
美国	EUR/USD	0.70	0.70	0.75	0.74	0.75
欧元区	USD/EUR	1.50	1.40	1.34	1.36	1.33
中国	CNY/USD	6.83	6.83	6.62	6.30	6.00

来源: BBVA 研究部

表5

## 政策利率

	2008	2009	2010	2011 (F)	2012 (F)
美国	0.61	0.25	0.25	0.25	1.25
欧元区	2.73	1.00	1.00	1.75	2.00
中国	5.31	5.31	5.81	6.81	7.31

来源: 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](http://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

**This report has been produced by the Asia Unit of the Emerging Markets team**

Chief Economist for Asia  
**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hk

**Le Xia**  
xia.le@bbva.com.hk

**Fielding Chen**  
fielding.chen@bbva.com.hk

**Zhigang Li**  
zhigang.li@bbva.com.hk

**Claire Chen**  
claire.chen@bbva.com.hk

With the contribution of:

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

**Daxue Wang**  
daxue.wang@bbva.com.hk

**BBVA Research**

Group Chief Economist  
**Jorge Sicilia**

*Emerging Markets:*  
**Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com

Cross-Country Emerging Markets Analysis  
**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**  
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia  
**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hk

China  
**Daxue Wang**  
daxue.wang@bbva.com.hk

India  
**Sumedh Deorukhkar**  
deorukhkar@grupobbva.com

Latam Coordination  
**Joaquín Vial**  
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile  
**Alejandro Puente**  
apuente@grupobbva.cl

Colombia  
**Juana Téllez**  
juanatellez@bbva.com.co

Peru  
**Hugo Perea**  
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@provincial.com

Mexico  
**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.com

Macroeconomic Analysis Mexico  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Developed Economies:*  
**Rafael Doménech**  
r.domenech@bbva.com

Spain  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@bbva.com

Europe  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@bbva.com

United States  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com

*Financial Systems & Regulation:*  
**Santiago Fernández de Lis**  
sfernandezdelis@grupobbva.com

Financial Systems  
**Ana Rubio**  
arubiog@bbva.com

Pensions  
**David Tuesta**  
david.tuesta@bbva.com

Regulation and Public Policy  
**María Abascal**  
maria.abascal@bbva.com

*Global Areas:*

Financial Scenarios  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@bbva.com

Economic Scenarios  
**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@bbva.com

Innovation & Processes  
**Clara Barrabés**  
clara.barrabes@bbva.com

*Market & Client Strategy:*  
**Antonio Pulido**  
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global  
**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.com

Global Credit  
**Javier Serna**  
Javier.Serna@bbvauk.com

Global Interest Rates, FX  
and Commodities  
**Luis Enrique Rodríguez**  
luisen.rodriquez@grupobbva.com

**Contact details****BBVA Research**

43/F, Two International Finance Centre  
8 Finance Street  
Central, Hong Kong  
Tel. + 852-2582-3111; Fax. +852-2587-9717

research.emergingmarkets@bbva.com.hk

BBVA 研究部报告提供英语，西班牙语和中文版以供参阅