

经济展望

中国

2012年第二季度
经济分析

- 2012年的全球经济前景是逐步复苏。然而，随着欧洲危机持续，前景面临强势下滑风险。
- 同时，尽管外部需求减弱，但中国经济继续避免硬着陆。国内需求在宽松政策立场的支持下表现良好。我们保持对2012-13年分别8.3%和8.7%的增长预测。
- 随着通货膨胀继续下降，我们预计货币政策会进一步宽松，以支持增长，包括进一步降低RRR以及利率（如果外部环境未能恢复）。2012年预算立场为适度支持增长，经济适用房和社会性项目支出增加。
- 鉴于外部环境弱化，货币升值大幅减缓。根据我们在一定程度上外部环境改善的情景，我们预计在今年剩余时间内会有所升值。

目录

1. 全球展望：全球复苏，但风险再次出现	4
2. 增长减缓趋势	6
框 1：汇率政策的近期发展	10
框 2：2012年全国人民代表大会的主要政策结果	14
3. 增长可能触底	17
4. 下滑风险依然存在	19
5. 图表	20

出版日期：2012年5月11日

摘要

在 2011 年特别是在最后一个季度逐步减速后，全球经济正开始呈现活力增强迹象。我们估计，全球增长将继续加快，并在 2012 年底超过 1% 季度环比（2011 年第四季度为 0.6%）。复苏将是多样的，主要经济区之间的增长差异将扩大。亚洲和拉美增长加快将更加明显，而与 2012 年欧元区活动停滞相比，美国将在 2012-13 年保持约 0.6% 的季度增长率。

在中国，增长势头继续逐步减缓。由于外部需求减弱，第一季度 GDP 增长率从 2011 年第四季度的同比 8.9% 降至 8.1%。虽然近期指标呈现一定程度减缓迹象，但国内需求继续保持，前瞻性指标表明，增长势头开始稳定。再加上进一步政策支持的空间，这提高了人们对避免硬着陆的信心。

我们保持对 2012-13 年分别 8.3% 和 8.7% 的增长预测。2011 年全年增长率与我们的预测（9.2%）一致，而第一季度 GDP 在一定程度上低于预期，暂时迹象表明，增长开始触底。在不断增长个人消费支出的支撑下，我们全球基线情景中设想的支持性政策立场以及外部环境改善将在未来几个季度为逐步加快增长创造条件。

鉴于食品价格下降以及需求情况减弱，通货膨胀有所降低。通货膨胀在 4 月份为同比 3.4%，仍在当局 4% 的舒适范围内。我们预计，在年中前，通货膨胀将进一步降至约同比 3%，然后在年底前适度增长至约 3.8%。因此，由于我们全球基线情景中较高油价的影响，今年平均通货膨胀将达到 3.5%，稍高于我们以前的预测。

通货膨胀下降为实施进一步政策宽松提供了空间，以支持增长。在 2 月份宣布再次降低存款准备金率（RRR）后，我们预计今年第三季度 RRR 将再次降低 100-150 基点。这可能还伴随着多达两次利率下降，每次 25 基点，特别是在外部环境未能改善情况下。2012 年预算的赤字目标是支持增长的，包括增加经济适用房、社会性项目及其它高度优先基础设施项目的支出。各项减税也将有助于支持个人消费。

鉴于外部环境弱化，货币升值大幅减缓，从而降低了经常项目顺差，并减缓了储备积累。2012 年截止目前，人民币对美元的汇率基本未变。鉴于我们在一定程度上外部环境改善的情景，我们预计在今年剩余时间内将恢复有限升值（对美元 2-3%）。同时，近期人民币每日交易波幅有所扩大，可能产生更加双向的波动。

前景主要风险仍是欧洲主权债务及金融危机的发展造成的全球环境不确定。出口增长减缓，导致贸易顺差缩小，增长势头下降。欧洲的财政压力可能在未来对风险偏好及投资造成惊人影响。也就是说，如果下滑风险成为现实，则存在实施政策刺激以保持增长的空间，并有助于防止硬着陆。

国内金融脆弱性依然存在，但在最近一个季度有所改善。尤其是，房地产价格继续以适度速率下调；通过正规银行系统的贷款增长加快有助于缓解影子银行贷款取缔后的融资紧张；地方政府债务进一步增长受到限制。然而，我们继续监控这些脆弱性，因为要限制它们是一种挑战，特别是在中期。

1. 摘要：全球复苏，但风险再次出现

在讨论中国前，我们先审查[全球展望](#)。如果愿意，读者可直接转至第 6 页中国部分。

鉴于地区增长差异扩大以及下滑风险，全球经济活动将逐步复苏

在 2011 年特别是在最后一个季度逐步减速后，全球经济正开始呈现活力增强迹象。鉴于除中国外亚洲（包括日本）和拉丁美洲的强劲增长以及美国持续但适度的活力，2012 年第一季度全球增长预计会高于第四季度。我们估计，全球增长将继续加快，并在 2012 年底超过 1%（2011 第四季度为 0.6%）。复苏将是多样的，主要经济区之间的增长差异将扩大。

鉴于从泰国和日本的自然灾害中恢复（影响地区供应链）以及 2011 年中之前实行的政策紧缩措施的逆转，亚洲增长率提高更加明显。另外，在美国需求的支持下，巴西更加宽松的货币政策以及墨西哥持续增长使得拉美增长率也可能提高。美国将继续在 2012 年和 2013 年保持约 0.6% 的季度增长率，远低于以前复苏的水平。然而，与 2012 年欧元区停滞的活动相比，这是一个相对强大的表现，在第一季度紧张局势暂时缓和后，欧元区增长被积极的财政整顿以及持续高水平的财政压力所拖累。

因此，在 2012 年和 2013 年全年，新兴经济体将恢复其对发达经济体约 4% 的增长差异。相应地，即使预期决定性政策行动使得欧洲的财政压力缓慢下降，但欧洲和美国之间的增长差距也将继续扩大。

总之，我们的增长预测与以前《全球经济展望》（2 月出版）的预测没有太大差异。我们预计 2012 年全球增长率为 3.6%，2013 年为 4%，新兴经济体对全球活动增长的贡献约为 80%（图 1）。但这一情景受到欧洲危机良性发展的影响，因此，我们的预测仍有下降风险。

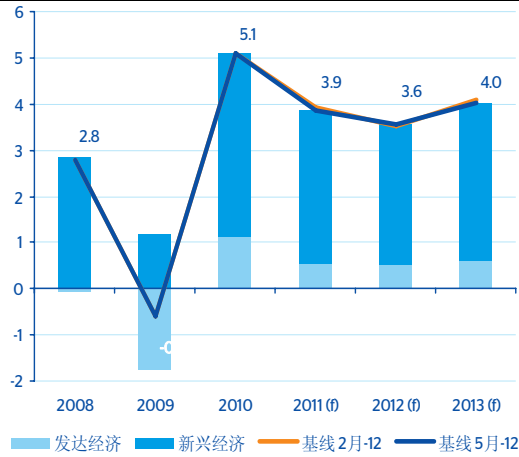
发达经济体的货币政策将在更长时期内保持融通性。然而，进一步政策干预（常规或非常规）的效果正在下降，同时，成本在升高，包括中央银行独立性降低的风险以及非常规措施的附带损害。美国 and 欧洲的政策制定者需要通过实施经济与体制改革以及管理金融风险来承担恢复增长的部分负担。虽然这些措施很有效，但中央银行应继续为货币传导机制的充分运行提供支持。

发达经济体宽松的货币政策将意味着新兴国家有利的融资条件。这些国家的中央银行必须衡量资金流入和不确定外部需求带来的压力与通货膨胀风险（部分来自油价）和强大国内需求。亚洲和拉丁美洲通货膨胀预测的差异 – 前者下降而后者稳定 – 将决定不同的货币政策前景。我们预计新兴亚洲将进一步实行有限宽松，而除巴西外的大多数拉美国家将保持谨慎紧缩。

欧洲危机的解决已取得进展，但仍需采取决定性措施

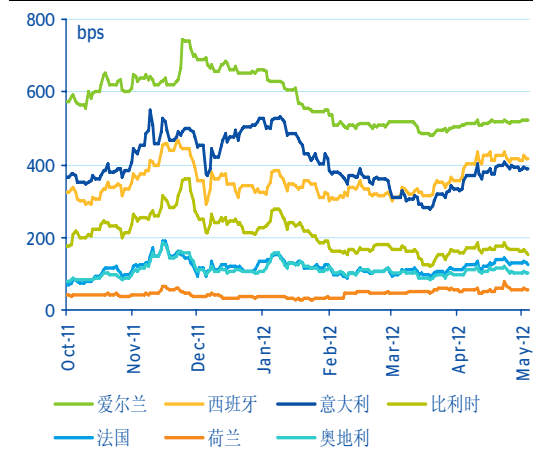
欧洲需要一条终结危机的清晰路线图。尽管在最近几个月取得一定进展，但仍有许多重要的悬而未决问题。首先，虽然私营部门持有的希腊主权债务得到重组，但由于改革疲劳以及可能比预期更深入的衰退，对长期可持续性仍存在重大疑虑。其次，欧洲稳定机制（ESM）获得 5000 亿欧元的新贷款能力（在 EFSF 已承诺的 2000 亿欧元基础上）。然而，鉴于西班牙和意大利未来三年的融资需求以及关于 ESM 贷款将高于现有私人债券持有者的推测，这尚不足以消除市场担忧。另外，IMF 增加的 4300 亿美元资源将有多少归于欧洲国家，这一点尚不清楚。第三，人们对已批准（等待国家批准）财政协定的优点仍有疑虑，使政府受制于不超过 0.5% GDP 的结构赤字。尽管这是对控制成员国预算的一次重大变化，但在“异常情况”下允许偏离规则可能会削弱其在 ECB 强硬路线者中的优点。另外，在财政联盟或欧洲债券方面一直未取得进展。

图 1
全球 GDP 增长率 (%qoq)



来源: BBVA Research

图 2
欧洲主权风险溢价
(对德国的 10 年期债券收益差, bps)



来源: Datastream 和 BBVA Research

欧洲危机的新爆发仍是主要全球风险

最近四个月采取的最重要行动之一无疑是 ECB 提供长期偿债能力。这使得至少到 3 月份欧洲银行的流动性风险大幅下降、批发融资市场适度开放以及周边国家主权收益差压缩。但随着 3 月份以来意大利和西班牙风险溢价的快速增长，这些积极影响证明是暂时的 (图 2)。

长期流动资金注入的短期影响以及财政整顿与恢复增长之间的难题突出了两个结论。首先，ECB 行动只能在解决潜在经济与体制问题的同时发挥短期作用。应继续推动经济改革，同时，核心国家应刺激欧元区的需求。其次，有必要以一种更加渐进的方式重新考虑近期财政整顿路线，以制定全面、详细的中期整顿方案。

尽管价格猛涨会造成重大风险，但当前油价仅对全球增长有着适度影响

全球经济面临的第二个威胁是油价进一步上涨。2012 年初的近期猛涨可部分追溯至供应与需求基本面紧缩以及因伊朗局势紧张和有限市场缓冲使得地缘政治风险溢价增至约 10-15 美元/桶 (石油库存和生产者的闲置生产能力)。

在我们的基线情景中，我们认为，在 2012 年大部分时间内，布伦特石油价格约为 120 美元/桶，比我们 2 月份的预测高约 15%。我们认为，由于发达国家中央银行将此视为暂时冲击并将保持融通性政策，这仅对全球增长造成适度负面影响。然而，如果海湾冲突升级，油价可能大幅猛涨，即使中央银行没有做出反应，增长也可能通过全球风险规避增多而受到影响。

2. 增长减缓的趋势

如预期那样，随着对过热的担忧，与2010年快速增长（10.4%）相比，中国经济增长进一步减缓。当前下滑反映了2011年初为减缓经济而采取的慎重政策行动的效果以及因全球经济缺乏活力而持续弱化的外部需求。由于投资和出口减弱，2011年全年增长率降至9.2%。

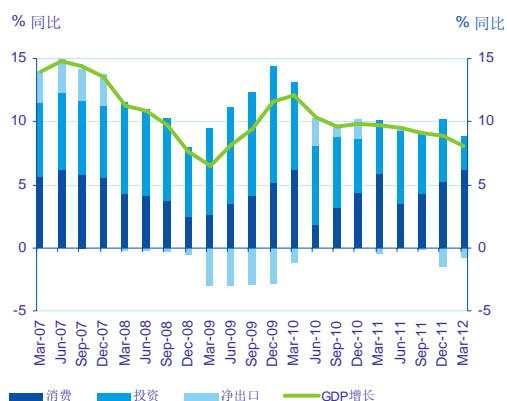
增长减缓以及多种国内金融脆弱性引起许多观察者对硬着陆的担忧。虽然第一季度GDP增长率（同比8.1%）降幅高于预期，达到三年来最低水平，但近期活动指标表明，硬着陆正在避免。政策立场宽松有助于支持国内需求，一些前瞻性指标表明，增长可能在未来几个季度加快，这与我们以前对2012年8.3% GDP增长率的预测是一致的。虽然国内金融脆弱性仍然存在，表现形式是不断下降的房地产价格、快速增长影子银行贷款的影响以及高水平地方政府债务，但它们在近期仍是可控的。

GDP 增长逐步减速

第一季度GDP增长继续减速，从同比第四季度8.9%降至低于预期的同比8.1%（图3）。按季同比来看，官方数据显示下滑不太显著，季节调整后从第四季度的1.9%降至季度环比1.8%。第一季度GDP的减缓在很大程度上归功于投资和出口减弱。个人消费总体上保持，继续2011年势头，正如最新《五年计划》中提出的中期重点强调那样，这与经济向国内需求逐步实现再平衡是一致的。显然，经常项目顺差从2007年高峰时大幅缩减至2011年2.8% GDP（图4）。

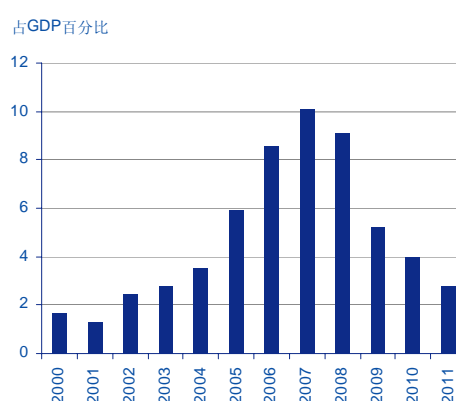
尽管4月份结果弱于预期，但近几个月高频活动指标的总体情况有助于缓解对硬着陆的担忧。城市固定资产投资年增长率保持在约20%水平，而零售增长在一定程度上减缓（图5）。在生产方面，工业产值下降。相比之下，另一个密切关注的指标 – 官方采购经理人指数自11月以来一直保持高于50%扩张/收缩的临界值，并连续五个月呈上升趋势；私营部门采购经理人指数（市场）在一定程度上减弱，最可能反映较小型及更面向出口公司的构成差异（图6）。

图3
强劲国内需求推动的GDP增长...



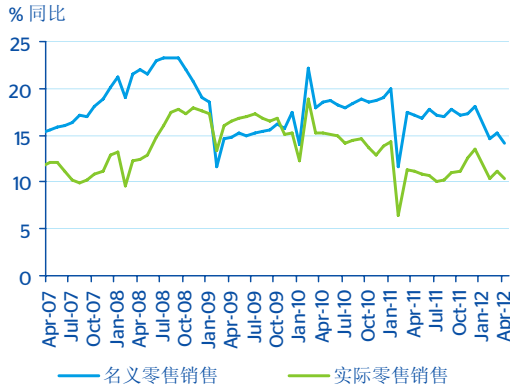
来源：CEIC 和 BBVA Research

图4
缩小的经常项目顺差



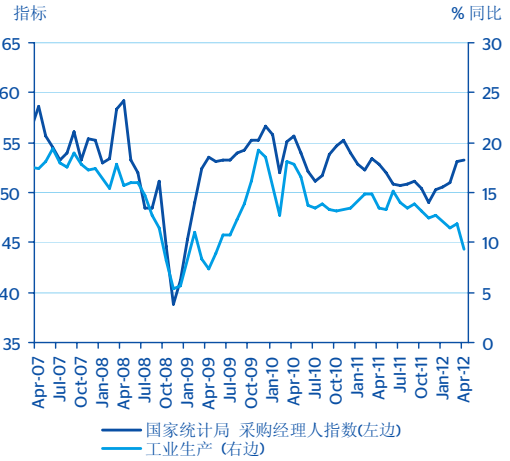
来源：CEIC 和 BBVA Research

图5
零售增长减缓，但仍保持合理强劲势头



来源：CEIC 和 BBVA Research

图6
PMI 增长已超过 50 的临界值

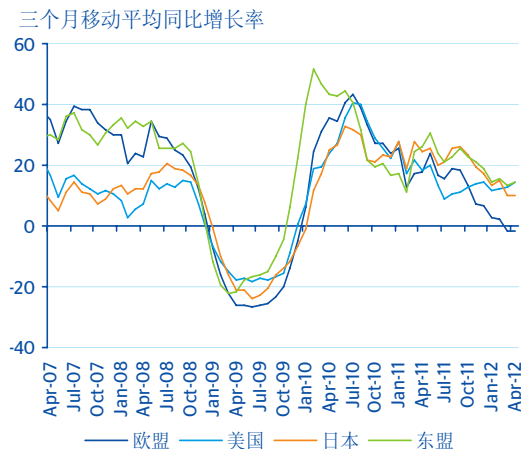


来源：CEIC 和 BBVA Research

贸易和经常项目顺差大幅缩减

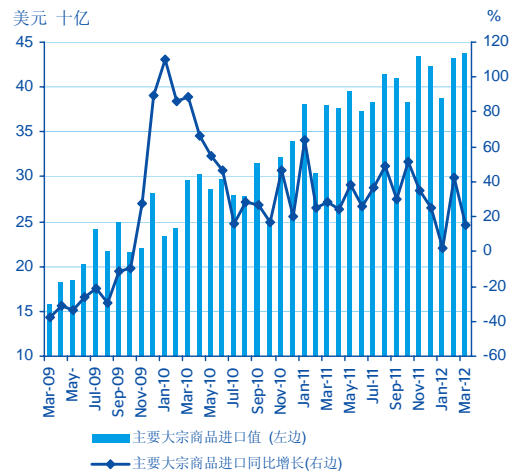
出口增长稳步下滑，从 2011 年第四季度的 14.3% 和第三季度的 20.6% 降至第一季度平均同比 7.6%。下降主要受外部需求减弱的推动，特别是欧盟 - 中国最大的出口市场，占出口总额近 20%（图 7）。进口增长也有所下降，反映了国内需求减缓（包括商品需求）及加工零件平稳，这与出口订单下降是一致的（图 8 和图 9）。总之，尽管 2 月份出现暂时月贸易逆差（图 10），但第一季度贸易平衡仍为顺差，约为 8.1 亿美元。同时，第一季度经常项目顺差从 2011 年季度平均 504 亿美元降至 247 亿美元。

图7
出口增长下降，特别是对欧盟出口



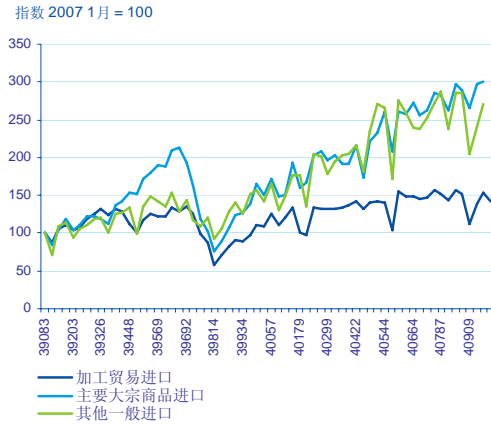
来源：CEIC 和 BBVA Research

图8
商品进口仍然强劲，但在价格下降情况下保持平稳



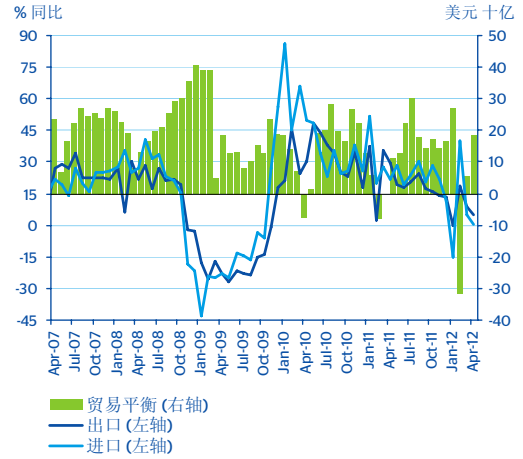
来源：CEIC 和 BBVA Research

图9
加工品进口保持平稳



来源：CEIC 和 BBVA Research

图10
出口和进口增长减弱



来源：CEIC 和 BBVA Research

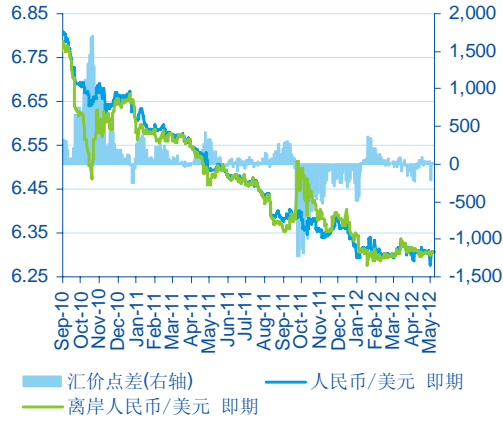
货币升值减缓反映了外部环境弱化

在去年对美元升值约 5% 后，人民币对美元升值在最近几个月实际上已停止（图 11）。如下所述，尽管每日交易波幅扩大，以增强市场力量的灵活性及作用，且货币处于严格控制之下，但正如最近储备积累速度保持平稳所示，鉴于较小规模的外部流入，升值趋势减弱并不奇怪。此外，2011 年实际有效汇率大幅增长（部分是相对较高的国内通货膨胀的结果）可能使当局认为当前汇率水平更接近平衡（图 12）。

在增长结果减弱及经常项目顺差大幅缩减后，对升值速率的市场预期进一步降低。实际上，一年远期 NDFs 的价格下降近 0.6%（图 13）。

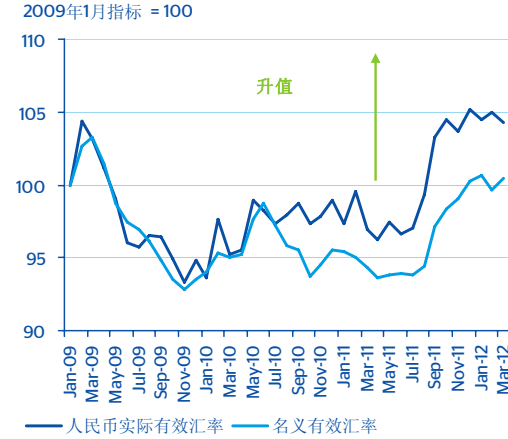
货币方面近期最显著的变化是 4 月 16 日生效的每日交易波幅扩大（从以前 +/- 0.5% 增至 +/- 1.0%）。尽管扩大的时机和程度不确定，但鉴于当局近期发出信号，他们计划“促使价格恢复，并增强人民币汇率的灵活性”，这一举动一直被市场参与者所预期。随着时间，我们预计交易波幅将扩大，带来更高的双向灵活性。除了推动货币改革这个更一般性目标外，该举措可通过消除对货币流向的单向赌注而阻止“热钱”流入（关于进一步讨论，请参见框 1）。然而，截止目前，对货币交易几乎没有显著效果。

图 11
对美元货币升值在最近几个月减缓



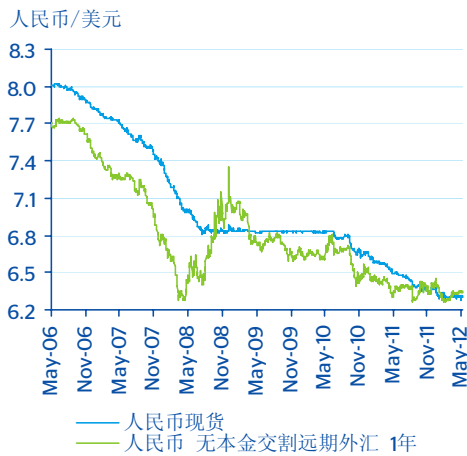
来源：Bloomberg 和 BBVA Research

图 12
实际升值保持平稳



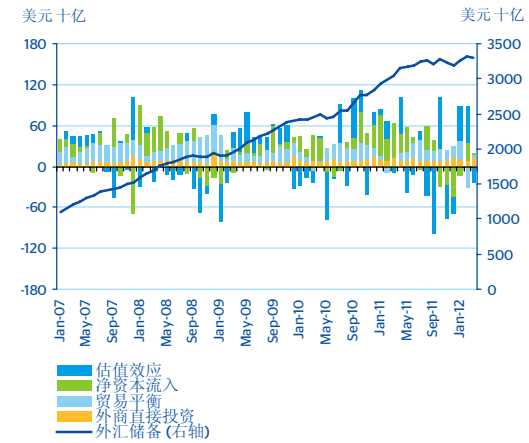
来源：BIS, CEIC 和 BBVA Research

图 13
RMB NDFs 价格不断下降



来源：Bloomberg 和 BBVA Research

图 14
较少投资流入是储备积累减缓的一个因素



来源：CEIC 和 BBVA Research

框 1：汇率政策近期发展

中国汇率政策近期改革于 2005 年 7 月启动，当时人民币与美元挂钩被暂停，以支持基于一篮子主要贸易伙伴货币的灵活安排。此后，人民币对美元逐步升值，直到全球金融危机期间从 2008 年中至 2010 年中该过程被暂停。自 2005 年 7 月以来，人民币对美元累计升值达到约 25%。

同时，为增加每日波动，人民币被允许根据特定波幅内市场供应与需求情况波动。截止目前，波幅两次扩大：2007 年 5 月 21 日从普遍 $\pm 0.3\%$ 增至 $\pm 0.5\%$ ，2012 年 4 月 16 日增至 $\pm 1.0\%$ 。最近一次扩大还伴随着一项措施，即允许国内银行持有外币空头头寸，以在预期较高波动性的情况下回避外汇风险。

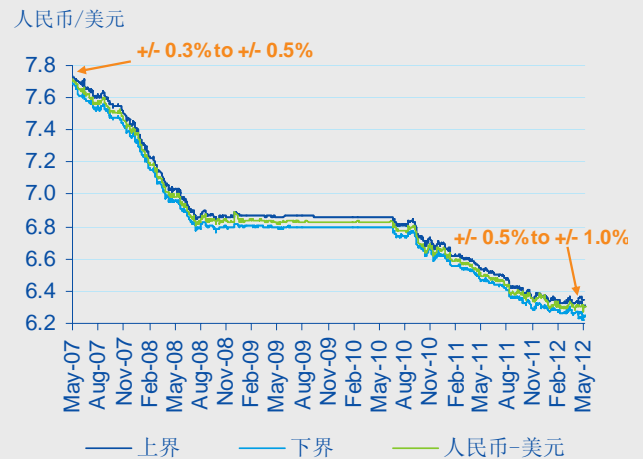
最近一次波幅扩大可解释为向最终基于市场汇率制度又迈进一步。它预计会提高人民币每日波动性。根据中国人民银行，每日交易波幅的扩大将“有助于价格发现，并增强人民币汇率的灵活性”。回顾过去，人民币每日波动在 2007 年交易波幅扩大后猛增（图 15），频繁突破以前 $\pm 0.3\%$ 的限值，尽管当天最高价/最低价很少达到新的上限/下限（在贬值时，上限达到 19 次，而下限从未达到）。因此，预计人民币每日波动性将因最近一次举动而最终增大。

然而，与此同时，每日交易波幅扩大本身并不说明人民币的水平或走向。尤其是，人民币汇率仍由中国人民银行根据一篮子货币的每日基准价格确定。

重要的是，要在中国全部金融改革的更广阔背景下观察人民币汇率机制的改革，包括人民币国际化、资本账户

逐步开放以及利率自由化。波幅扩大将不仅有助于发现“均衡价格”，而且将促进基于市场人民币汇率机制的准备工作。

图 15
人民币对美元每日交易波幅扩大



来源：Bloomberg 和 BBVA Research

政策宽松以支持增长

正如我们 2 月份展望所述，活动减缓以及外部环境弱化造成政策逐步宽松，以支持增长。在货币方面，法定准备金率进一步降低，并采取措施促进对中小企业的信贷流动。在财政方面，正如预期那样，在 3 月份全国人民代表大会结束时宣布的 2012 年预算包含支持增长的措施以及总体扩张立场（框 2）。

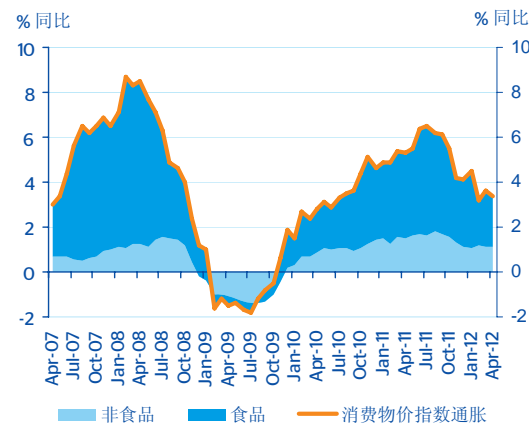
低通货膨胀为货币宽松提供空间

在去年 7 月达到超过 6% 的高峰后，通货膨胀降至当局 4% 的舒适范围（图 16），从而为支持增长的货币宽松提供了空间。由于稳定的食品及非食品价格趋势，通货膨胀在 4 月份达到同比 3.4%。生产者价格通货膨胀也大幅下降，从去年 7 月高峰时超过 7% 降至 4 月份同比 -0.7%。

自去年 11 月宽松周期以来，当局在 2 月底第二次将大型银行的法定准备金率（RRR）降低 50 基点，降至 20.5%（图 17 和 18）。再加上一系列增强流动性的开放市场运作，这使得流动性条件更加宽松，且降低了银行间费率（图 19）。

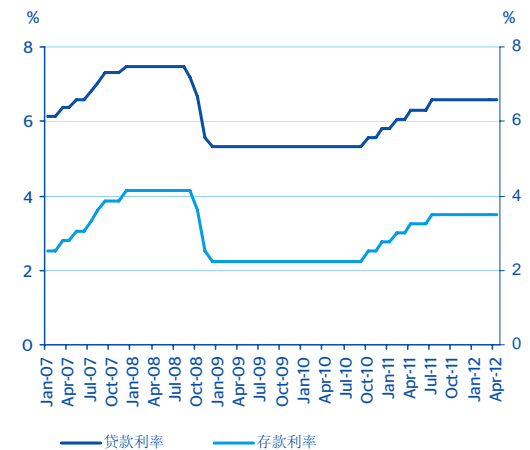
同时，由于微薄利润及增长减缓，中国股票市场的表现欠佳（图 21）。也就是说，预期增长加速以及新实施的措施，包括允许养老基金投资股票市场的可能性以及降低 25% 的印花税，预计会在年底提高股票市场的表现。

图 16
通货膨胀继续下降



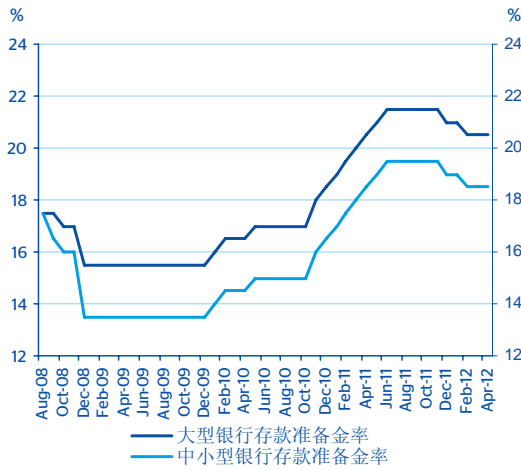
来源：CEIC 和 BBVA Research

图 17
利率增长在 7 月结束...



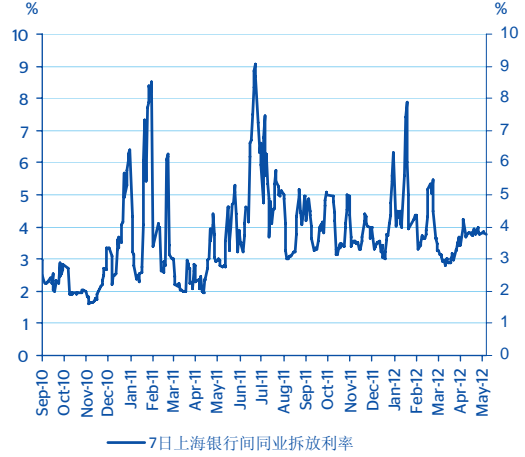
来源：CEIC 和 BBVA Research

图 18
...自 11 月以来两次降低法定准备金率



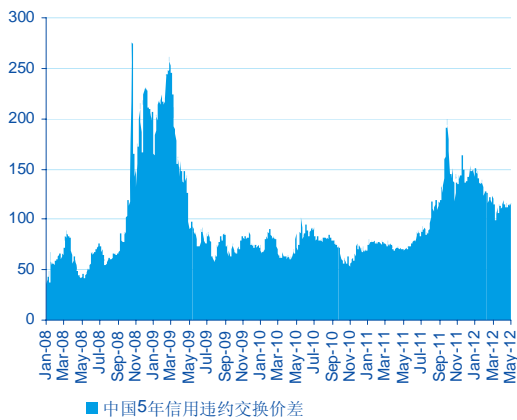
来源: CEIC 和 BBVA Research

图 19
银行间费率仍处于合理低水平



来源: CEIC 和 BBVA Research

图 20
由于全球风险规避, 中国 CDS 收益差保持高水平 ...



来源: Bloomberg 和 BBVA Research

图 21
...股票市场表现欠佳 (2009 年 1 月 = 100)



来源: Bloomberg 和 BBVA Research

货币和信贷流通额正在稳定

与宽松货币立场一致, 在 2011 年大部分时间减缓后, 信贷和 M2 增长呈现稳定迹象 (图 22)。3 月份新贷款 (同比 15.7%) 增至 1 万亿人民币, 有助于缓解对信贷增长减缓的担忧; 虽然 4 月份有一定减缓 (同比 15.4%), 但今年前四个月的累计新贷款达到 3.14 万亿人民币, 符合全年约 8.0-8.5 万亿人民币的非官方目标。然而, 与此同时, 作为信贷增长更全面衡量标准 (银行和非银行形式融资的结合) 的社会融资总额 (TSF) 在 3 月份仅增长同比 1.9% (图 23)。新贷款与 TSF 增长之间的偏离反映了以前为取缔非官方或影子银行活动所做的努力。

2012 年有针对性的支持财政政策

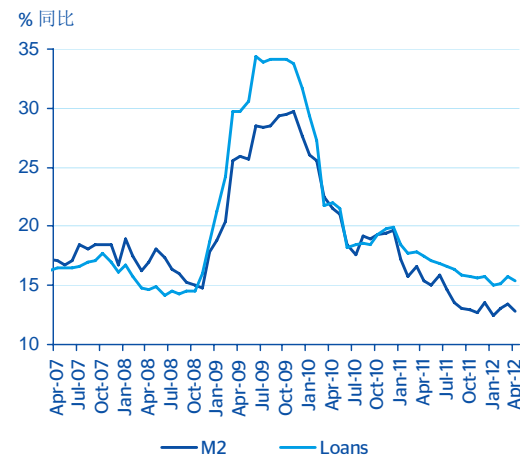
与当局宣布的“谨慎货币和前瞻性财政政策”立场一致, 全国人民代表大会 (NPC) 在 3 月份发布了一份普遍支持增长的年度预算。预算针对 2012 年更高的赤字, 它从 2011 年的 1.3% 增至约 2% GDP (从去年以来节约收入占 0.5% GDP)。预算包括提高社会领域、经济适用房建设及医疗和卫生保健支出 (关于 NPC 政策结果的细节, 请参见框 2)。

根据政府报告，公共支出在 Q1 末加速，经济适用房和基础设施增速显著。由于对高铁网络的安全担忧，在 2011 年下半年平静之后，交通基础设施支出也有明显增长。这些支出增长与 NPC 政策声明对明年重大基础设施项目完工的重视有关。

还有许多财政倡议，以通过减税来促进个人消费。在去年 9 月提高须纳税收入门槛后（从 2,000 元/月增至 3,500 元/月），个人所得税收入在 Q1 继续下降了同比-6.24%（图 25）。另外，上海实行的取代特定服务行业营业税的试点增值税（VAT）计划可能会很快扩展到其它主要城市，包括北京，它有助于减轻税收负担。然而，我们以前预计的促进消费补贴尚未公布，它们仍在进行讨论。

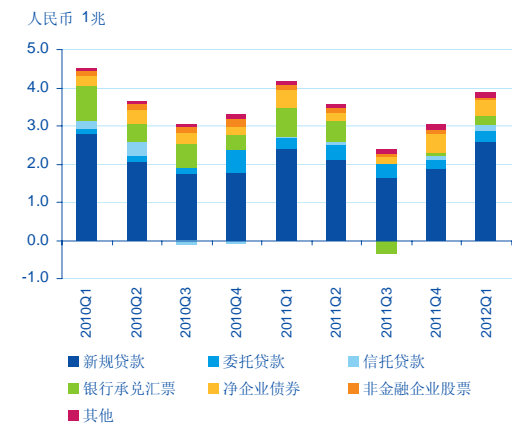
不断增长的工资率及劳动收入也是促进国内消费一揽子政策的一部分。作为过去十年低成本劳动力供应主要来源的农民工，其平均月收入在 Q1 2012 增长了同比 16.6%，仅稍低于上一季度 21.2% 的增长率。

图 22 信贷和 M2 增长开始加快



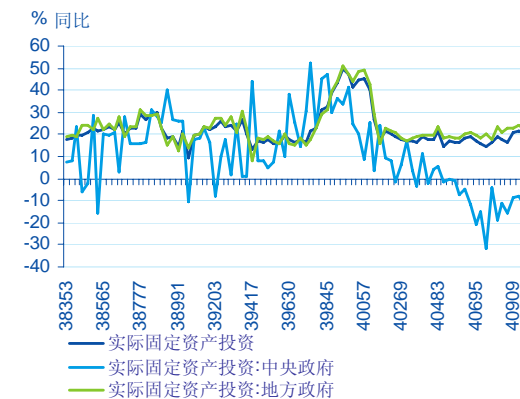
来源：CEIC 和 BBVA Research

图 23 社会融资总额在第一季度加快增长



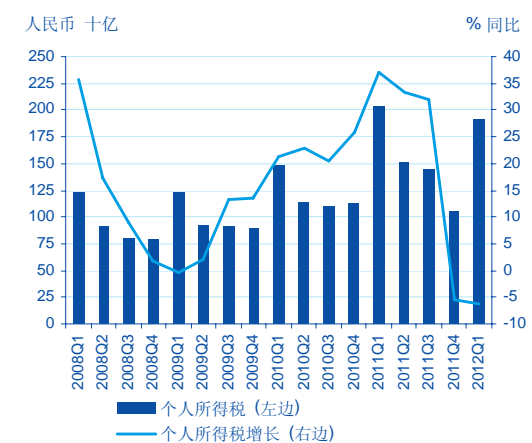
来源：CEIC 和 BBVA Research

图 24 公共项目实际投资



来源：CEIC 和 BBVA Research

图 25 较低收入者减税形成更加递进式的结构



来源：CEIC 和 BBVA Research

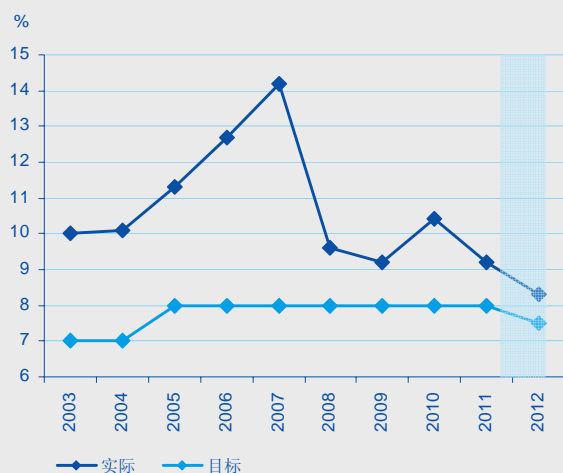
框 2：2012 年全国人民代表大会的主要政策结果

2012 年全国人民代表大会（NPC）在 3 月份举行，并按计划制定了主要宏观目标及中央政府预算。今年，NPC 重申了政府“前瞻性财政和谨慎货币”的综合政策立场（自 2011 年底实行），并公布了主要年度目标，包括 GDP 增长率（7.5%）、通货膨胀（4.0%）、预算赤字（1.5%）和 M2 增长率（14.0%）。最突出的是，增长率目标低于前几年的 8.0%。

较低增长率目标意味着什么？

官方增长率从（自 2005 年以来一直保持的）8.0% 降至 7.5% 引起极大的市场关注。实际上，新的较低目标与去年随着“十二五计划”的公布而宣布的预期是一致的。重要的是，官方增长率目标应视为最低限，而不是增长结果预期。过去，实际增长结果均较大幅度超过目标（图 26）。

图 26
中国 GDP 结果通常会超出目标



来源：政府工作报告、NBS 和 BBVA Research

正如《五年发展规划》中所述，较低增长目标反映了对再平衡及增长质量的再次重视。因此，政府经济规划者可能在发出一个信号，其重点不再是实现高速增长的结果，而是提高增长质量，包括通过社会保障及环境改善。

较低增长目标还反映了对中国中期增长潜力正在下降的承认。我们估计，由于人口老化、较低资本积累以及全要素生产率增长下降的影响，潜在增长率将从目前约 9% 降至 2016 年的 8%。

2012 年预算编制适度支持增长

预算赤字目标和潜在政策通常符合更支持增长的政策立场。虽然官方公布的预算赤字目标 -1.5% GDP 看起来不是特别具有扩张性（去年结果为 -1.3% GDP），但实际上，它包含了大规模刺激措施。除了从去年剩余收入线上转移 0.5% 外（存入财政稳定基金），调整后的预算赤字与去年相比将接近 2.0%。

2012 年预算在总体上符合我们以前对财政政策的预期，包括社会支出加速、通过减税促进国内消费的措施以及通过融资、优惠征税方式和政府采购支持中小型企业等。特别地，作为 2012 年预算中最大项目的教育支出预计在 2012 年增长 17.5%，而去年增长 14.6%。根据预算，社会保障和就业相关支出也将增长 16.1%。经济适用房支出将继续快速增长，2012 年预算预计会增长 15.1%，远高于 2011 年的 9.6%（表 1）。

表 1
中国 2012 年预算支出目标

	2012 年预算支出总额的比重	2012 年增长率 %	2011 年增长率 %
教育	15.2	17.5	14.6
社会保障及就业	10.4	16.1	14.2
一般公共服务	9.4	5.0	4.4
农业、林业和水利	9.0	13.7	15.9
城乡社区事务	6.9	12.3	10.4
交通	6.6	10.1	12.0
医疗和卫生保健	5.9	15.4	13.0
公共安全	5.6	11.5	13.8
国防	5.4	11.2	12.7
经济适用房支出	3.5	15.1	9.6

来源：中国全国人大 2012 年预算报告和 BBVA Research

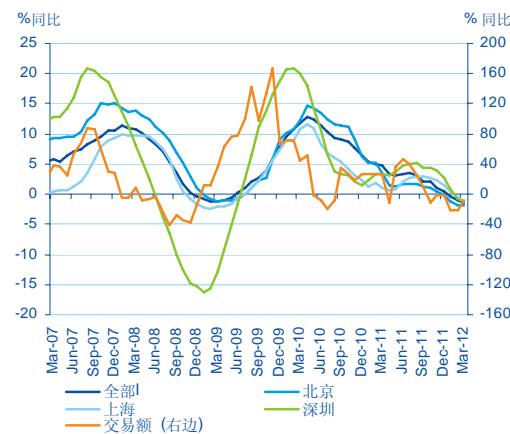
抑制国内金融脆弱性方面取得的进步

除了外部环境对中国经济的影响外，我们继续监控在解决过去几年涌现的许多国内脆弱性方面取得的进步。正如我们前一期展望中所述，其中首要的是房地产价格下调、高水平地方政府债务及影子银行贷款快速增长的后果。尽管挑战依然存在，特别是在中期，但在过去一个季度，在应对这些风险方面又取得进一步进展。

房地产价格进一步逐步下降降低了泡沫风险...

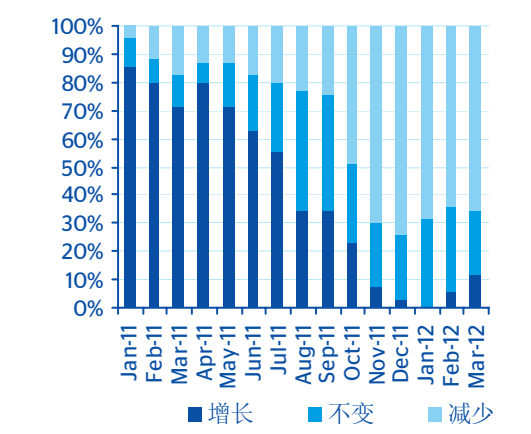
住宅房地产价格继续稳步下降（关于发展和政策的总体概述及价格错位程度评估，请参见我们年度《房地产展望》¹）。房地产价格在去年 7 月达到高峰。根据官方 NBS 数据，我们计算，自此以后，全国平均价格的累计降幅达到适度 -1.5%，仅第一季度的价格降幅就达到 -0.7%（图 27）。3 月份相继报告价格降幅高于中国国家统计局（NBS）监控的 70 个城市中一半的城市（图 28）。然而，各个市场的价格降幅差异较大。例如，较低的长江流域，包括上海、杭州和南京，出现到目前为止最大价格降幅，自 7 月以来累计下降 -1.8 to -6.5%。在价格下降时，交易量也在下降，尽管在 3 月份有所增长，也许是开发商降低价格以清理积压库存（图 27）。

图 27
房地产价格的交易量在 Q4 逐步下降



来源：NBS, CEIC 和 BBVA Research

图 28
大部分城市仍报告房地产价格下降



来源：NBS 和 BBVA Research

正如我们前一期展望所述，房地产市场价格下降的部分原因是保持房地产购买力及降低不稳定房地产泡沫风险而采取的慎重政策行动。随着交易量及价格下降，房地产开发商可能面临较大财政压力。如果流动资金紧缺的开发商被迫出售库存以偿还债务，则这种压力最终会引发更大幅度的价格下降。

虽然一些开发商承受财政压力有一些轶事证据，但截止目前，我们几乎没有发现系统问题的证据。此外，中央政府部门不断声明，他们并不打算在近期放宽购买限制，尽管一些地方政府正在朝这个方向努力。然而，放宽首次住房购买者限制的尝试正在出现。这些包括某些城市实行折扣利率以及较低的首付要求。这些尝试是否会成功仍有待观望。

地方政府债务及影子银行风险下降，至少目前是这样...

虽然高水平地方政府债务仍是一个挑战，但由于快速 GDP 增长以及防止地方政府借款净额进一步增长的努力，近期风险有所下降。特别地，地方政府债务占 GDP 的比重从一年前的 21.7% 降至 2011 年底的 18.5%。根据中央政府数据，名义未偿地方政府债务总额在 2011 年保

¹“中国房地产展望”，2011 年 7 月 11 日。

持平稳。2月份公布的中国银监会（CBRC）政策允许银行延期地方政府部分债务，这也有助于延长其贷款的到期日，尽管仍需制定更永久性的解决方案。

同时，随着当局继续实行限制此类贷款的政策，影子银行贷款在今年第一季度继续下降。

金融改革继续推进，尽管是渐进的

金融领域改革仍是中期重点，包括国内金融体系逐步自由化以及开放资本账户。在上个季度，在这个方面已采取一些额外措施。除了扩大人民币的每日交易波幅外，还包括：

- 在温州实行试点计划，以(i)降低新私人银行的进入门槛，以加强银行竞争（该措施有效地将私人贷款活动纳入正式银行系统）；(ii)允许个人参与对外证券投资。方案的细节和实施仍未公布。如果成功，则当局计划逐步将方案扩大到其它城市。
- 可能在深圳实行试点计划，以允许企业更自由地在香港离岸市场开展人民币贷款。
- 根据QFII计划，将总配额从300亿美元增至800亿美元；RQFII计划从200亿人民币增至700亿人民币。

上述政策还伴随着关于深化资本市场自由化、扩大允许贷款活动的范围及利率自由化计划的官方声明。后者被认为是为打破国有银行享有的“垄断地位”而做出的努力，后者的利润受到现有涵盖存款利率上限及贷款利率下限的利率控制体系的保护。然而，我们预计这些政策将在未来几年根据时间表逐步实施。

3. 增长可能触底

如上所述，增长继续逐步减缓，这有助于缓解以前对过热的担忧，同时保持足够的速度，以避免硬着陆。尽管第一季度增长减缓因外部环境弱化而高于预期，但我们预计，在弹性国内需求及不断提高政策支持下，增长势头将加快。此外，我们基线情景中设想的外部环境逐步改善可随时间提供进一步外部需求支持。因此，我们保持对 2012-13 年的增长预测不变，分别为 8.3% 和 8.7%（表 2）。也就是说，由于全球经济前景不确定，风险平衡仍有下滑趋势。

在弹性个人消费支持下，保持较高增长率

我们 2012-13 年增长预测受到国内消费进一步加快的支持，这将抵消投资和出口增长减缓。我们预计，随着财政和货币政策组合更支持增长以及全球经济在下半年改善，增长势头将在年内逐步加快（图 29）。在中期，我们继续认为，增长将逐步转向国内需求，特别是个人消费（图 30）。

尽管油价不断上涨，但通货膨胀预计会保持适度

我们预计 2012 年通货膨胀仍在控制中，年平均为 3.5%。由于在我们基线假设下不断上涨油价的影响，这反映了与我们以前预测相比微幅增长（3.3%）。我们预计，由于基数效应以及需求增长，年同比通货膨胀将在年中降至约 3.0%，在年底达到 3.8%。在中期，部分由于快速工资增长的推动，通货膨胀预计平均约为 4%。

表 2
基线情景

	2009	2010	2011	2012 (末)	2013 (末)
GDP (% 同比)	9.2	10.4	9.2	8.3	8.7
通货膨胀 (平均, %)	-0.7	3.3	5.4	3.5	3.8
财政平衡 (%GDP)	-2.8	-1.7	-1.1	-1.8	-1.8
经常账户 (% GDP)	5.2	4.0	2.8	2.5	2.8
政策利率 (% 期终)	5.31	5.81	6.56	6.06	6.56
汇率 (人民币/美元, 期终)	6.83	6.62	6.30	6.12	5.88

来源: BBVA Research

政策组合更加支持增长

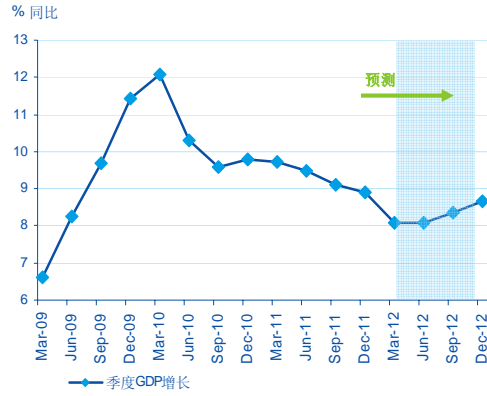
我们的基线情景继续认为，货币立场将进一步宽松，并实施支持增长的 2012 年预算政策。由于通货膨胀预计会在当局 4% 的舒适范围内，我们看到 RRR 有进一步降低的空间，将在第二和第三季度总计达到 100-150 基点。这些还伴随着第三季度高达两次利率下降，每次 25 基点，特别是如果外部环境未来如我们基线情景设想那样改善。

如上所述，2012 年总体财政立场是支持增长，尽管鉴于高水平地方政府债务的限制及对 2008-09 年一些“过度刺激措施”的认识，增长将保持适度。具体政策包括为推动消费的各种减税、社会性支出增长以及通过融资、优惠征税方式及政府采购支持中小型企业等。经济适用房建设支出是 2012 年支出计划的一个重要部分。

由于外部环境减弱，货币升值受到限制

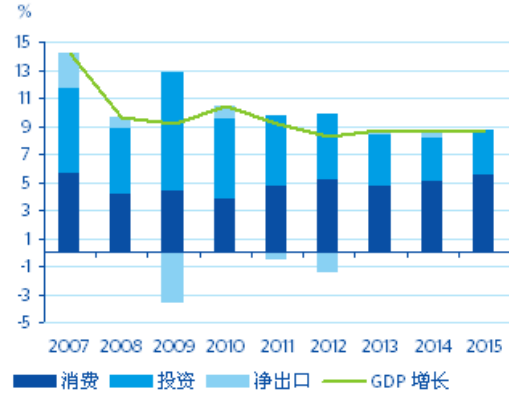
货币升值预计在 2012 年相对受限。在今年上半年对美元保持基本未变后，我们预计下半年在外部环境一定程度改善的基础上会逐步恢复升值。全年升值对美元将不超过 2-3%（低于去年约 5% 的速度），使得 2012 年底的汇率达到约 6.12 人民币/美元。

图 29
中国 GDP 增长率



来源: NBS, CEIC 和 BBVA Research 估计

图 30
中期增长率再平衡



来源: NBS, CEIC 和 BBVA Research 估计

4. 下滑风险依然存在

鉴于不确定的外部环境以及长期存在的国内脆弱性，下滑风险仍然存在。虽然不能排除增长会进一步减缓，但目前似乎硬着陆的可能性已消失，我们始终认为这是一个较低风险。近期活动指标、向更支持增长的政策转变以及需要时采取进一步刺激措施的空间使得当局可轻松地继续避免硬着陆。

我们认为，前景的主要风险仍来自于不确定的外部环境。出口在外部需求不景气的情况下一直减弱，外部环境进一步恶化可能进一步抑制增长势头。此外，如果继续，欧洲财政压力将对风险偏好及投资造成惊人影响。资本账户相对封闭的本质将继续保护中国银行系统和资本市场免受外部动荡的直接影响。然而，较严格融资条件可能产生连锁反应，通过股票市场表现欠佳以及中国公司 IPOs 下降可继续看到这一点。

中东局势可能紧张造成的油价上涨也对增长和通货膨胀构成风险。然而，如果大幅上涨，则对国内价格的传递可能通过补贴受到限制，中国对煤等其它能源的依赖将降低影响。

相比之下，尽管在中期仍是一个挑战，但作为近期风险，国内金融脆弱性在一定程度上有所缓解。我们继续监控房地产价格突然下降的风险以及减缓影子银行贷款措施的结果。令人鼓舞的是，房地产价格持续稳步下降，房地产开发商的财政压力仍是可控的。此外，货币政策的逐步放松正在促进正规银行系统的信贷增长，这有助于缓解融资限制。

中央政府或有负债水平，特别是与地方政府债务有关的，也是一种风险。除了限制进一步财政刺激的空间，高水平地方政府债务还可能最终影响银行资产负债表。特别地，解决潜在问题贷款可能涉及银行展期与最终勾销相结合以及中央政府资金注入。令人鼓舞的是，当局在限制地方政府债务进一步增长方面似乎已成功。再加上持续强劲的 GDP 增长，与经济规模相关的问题继续消失，尽管仍很突出。

我们继续认为，如果下滑风险成为现实，则进一步实行政策宽松的空间是存在的。特别地，货币政策在必要时可能更加宽松，仍有进一步采取适度财政措施的空间，包括消费补贴。

在政治方面，未来一年将是领导人换届年，作为主要决策机构的新一届政治局常务委员会成员将在 10 月前后上任。2013 年 3 月，将选出新主席和总理，以替代现任领导人胡锦涛主席和温家宝总理。我们预计，领导人换届将顺利进行，近期政策方向几乎没有变化。然而，关于前重庆市委书记兼政治局委员因腐败指控而被免职的一系列近期意外事件表明，这种过渡始终伴随着一定程度的不确定性和风险。

5. 图表

表 3
宏观经济预测

	2009	2010	2011	2012 (末)	2013 (末)
GDP (%，同比)	9.2	10.4	9.2	8.3	8.7
通胀 (平均, %)	-0.7	3.3	5.4	3.5	3.8
财政平衡 (占 GDP 百分比)	-2.8	-1.7	-1.1	-1.8	-1.8
经常账户 (占 GDP 百分比)	5.2	4.0	2.8	2.5	2.8
政策利率 (%，期终)	5.31	5.81	6.56	6.06	6.56
汇率 (人民币/美元，期终)	6.83	6.62	6.30	6.12	5.88

来源: BBVA Research

表 4
国内生产总值

(增长率年度同比)	2009	2010	2011	2012 (末)	2013 (末)
美国	-3.5	3.0	1.7	2.3	2.2
欧盟	-4.2	1.8	1.6	-0.2	0.9
亚太	4.2	8.1	5.7	5.7	6.1
中国	9.2	10.4	9.2	8.3	8.7
世界	-0.6	5.1	3.9	3.6	4.0

来源: BBVA Research

表 5
通胀 (平均)

(增长率年度同比)	2009	2010	2011	2012 (末)	2013 (末)
美国	-0.3	1.6	3.2	2.5	2.3
欧盟	0.3	1.6	2.7	2.4	1.5
亚太	0.3	3.6	4.8	3.5	3.5
中国	-0.7	3.3	5.4	3.5	3.8
世界	2.2	3.0	5.1	4.4	4.0

来源: BBVA Research

表 6
外汇汇率(期终)

	2009	2010	2011	2012 (末)	2013 (末)
美国 EUR/USD	0.72	0.76	0.72	0.78	0.77
欧盟 USD/EUR	1.39	1.33	1.39	1.28	1.30
中国 CNY/USD	6.83	6.62	6.30	6.12	5.88

来源: BBVA Research

表 7
政策利率 (期终)

	2009	2010	2011	2012 (末)	2013 (末)
美国	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
欧盟	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
中国	5.31	5.81	6.56	6.06	6.56

来源: BBVA Research

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.

此报告由新兴市场组亚洲单位提供

Chief Economist for Asia

Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Zhigang Li
zhigang.li@bbva.com.hk

Le Xia
xia.le@bbva.com.hk

Fielding Chen
fielding.chen@bbva.com.hk

George Xu
George.xu@bbva.com.hk

With the contribution of:
Markets Analysis
Richard Li
richard.li@bbva.com.hk

BBVA Research

Group Chief Economist
Jorge Sicilia

Emerging Markets:

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

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

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

Latam Coordination
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com.

Peru
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@bbva.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
arubio@bbva.com

Pensions
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

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

Global Areas:

Financial Scenarios
Sonsolés Castillo
s.castillo@bbva.com

Economic Scenarios
Juan Ruiz (i)
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.rodriguez@grupobbva.com

Contact details

BBVA Research
43/F, Two International Finance Centre
8 Finance Street
Central, Hong Kong
Tel. + 2582 3111
Fax. +852-2587-9717
research.emergingmarkets@bbva.com.hk

BBVA Research reports are available in English, Spanish and Chinese