

# 经济展望

中国

2012年第三季度  
经济分析

- 全球经济增长的前景在很大程度上取决于欧洲和美国及时的政策执行情况。2012年上半年经济状况恶化之后，我们预计2013年全球经济状况将会略有回升。
- 今年迄今为止放缓幅度超过预期之后，在财政和货币政策的支持下，中国的经济开始稳定增长。我们预计在今年剩下的时间里将呈逐渐回升势头，2012-2013年全年增长率将分别达到7.8%和8.3%，比我们先前的预测低0.5个百分点。
- 由于通胀依然软，有余地采取支持经济增长的额外的政策措施。这包括2012年进一步放宽货币政策，存款准备金率降低150个基点并再进行两次降息。财政政策也应对经济增长有更大的支持性。
- 由于疲软的外部环境，货币升值已经逆转。由于出口放缓，我们下调了今年其余时间的升值预测，即2012年底6.32人民币：1美元，2013年将会逐步升值。

# 索引

概述 .....	3
1. 概要：如不采取果断的政策措施，增长放缓会加剧 .....	4
2. 经济增长放缓刺激政策支持 .....	6
框1：中国财政刺激政策对商品需求的影响 .....	10
3. 下半年经济增长回升 .....	16
4. 下行风险 .....	18
5. 附表 .....	19

发布日期：2012年8月10日

## 概述

中国 GDP 增长放缓超过此前预期，引起越来越强而有力的政策应对以支持国内需求。由于出口放缓且私人消费疲软，GDP 增长从 2012 年第一季度的年同比 8.1% 降至 2012 年第二季度的年同比 7.6%。加上货币和财政政策对经济增长有更大的支持性，最近的活动指标表明国内需求放缓可能趋于稳定。

我们对 2012-2013 年的增长预测进行了下调，即从先前的 8.3% 和 8.7% 下调至 7.8% 和 8.3%。下调的原因是由于今年到目前为止经济增长放缓以及全球经济前景疲软。由于投资和消费有宽松的货币和财政政策的支持，我们预测在今年其余时间里增长势头会逐步回升。

由于经济增长放缓和商品价格走低，通货膨胀率下降速度快于预期，7 月份降至年同比 1.8%。7 月份降到最低点后，由于基数效应和 GDP 增长提速，预计到 2012 年年底通货膨胀会逐步上升至 3% 左右。这一数字在政府 4% 的宽容度之内，有空间提供进一步的政策支持。

当局有可能实施进一步的刺激措施，以支持 GDP 的增长。自 6 月以来利率已经削减两次，此外，自去年 11 月以来存款准备金率进行了一系列削减。我们预计在今年剩下的时间里还要进行两次降息，每次降 25 个基点，同时另外存款准备金率降低 150 个基点。财政措施也正在实施，其中包括增加基础设施项目上的支出，经济适用房建设，消费补贴和减税。这些举措类似于 2008-2009 年实施的举措，但规模小得多。

由于疲软的外部环境、经常账户盈余缩小以及储备积累减缓，货币升值发生了逆转。今年迄今为止，人民币兑美元略有贬值，虽然由于美元的相对强势，人民币实际上仍有一定的升值。由于出口放缓，我们对今年剩下的时间里货币升值的预测进行了下调，即到 2012 年年底 1 美元兑换 6.32 人民币元，在 2013 年将逐步恢复升值，升值率在每年约 3%。

国内的金融脆弱性仍然存在，但考虑到当局最近欲以牵制而付出的努力，这种脆弱性仍然可以控制。房地产价格下调最近已经稳定下来，银行贷款回升有助于缓解非正式影子银行市场上的信贷紧缩，地方政府债务已经消减。这就是说，最近的刺激措施有望逆转这些金融风险的下行。因此，应该对这些风险进行监测，但在中期内此项工作仍然是一个挑战。

由于欧洲不断演变的主权债务和金融危机，前景近期主要风险来自不确定的全球环境。最近出口增长减缓超过预期，加剧的全球风险厌恶情绪对国内投资和融资条件产生了不良影响。如果下行风险进一步加剧，我们预计政策刺激措施会加快实施，以使增长符合《五年发展计划》的目标（大约 7%）。

尽管当前的困境源于全球环境，我们对中国在中期内恢复增长的能力仍然看好。在进一步逐步重整增长使其向国内消费发展的基础上，预计在 2013 年及之后整体 GDP 增长超过 8%，虽然一些重大挑战仍然存在，包括人口老龄化、抑制金融脆弱性和加强社会保障。

# 1、概要：如不采取果断的政策措施，增长放缓会加剧

我们在了解亚洲情况之前，先看一下《全球展望》。读者也可以翻到第 6 页直接进入亚洲章节。

## 只有在实施关键政策的情况下全球经济增长才能改善

2012 年上半年全球经济状况恶化之后，我们预计 2013 年经济状况将会略有回升，但这取决于经济政策的执行情况。我们预计 2012 -2013 年全球 GDP 增长率约为 3.5%，前提是实施了一些全球性政策措施。其中有些政策已经宣布或批准，但等待执行；其它的政策还待通过。需要采取一些政策措施，以防止欧洲金融状况进一步恶化，防止美国财政剧烈调整，并防止新兴经济体的增长放缓。

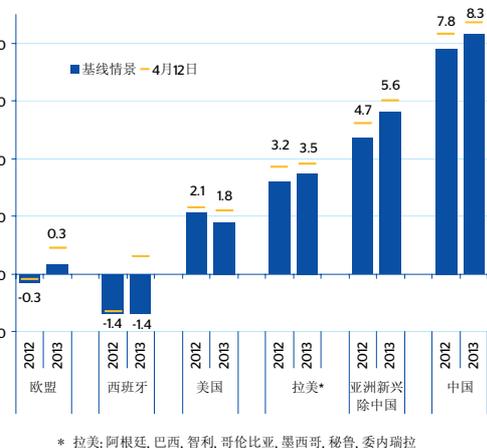
在 6 月份政策峰会上，欧元区领导人就加强货币联盟达成了数项重要协议，包括在欧元区统一的银行监管、有关银行和财政问题的意义深远的计划以及增长配套措施。然而，还必须使用金融援助机制，以确保金融稳定（即欧洲金融稳定机制（EFSF）和欧洲稳定机制（ESM）），以防止金融“意外事件”。在美国需要签署一项协议，以防止从 2013 年初开始生效的自动削减支出和减税措施到期。这样的一个“财政悬崖”会推动美国经济重新陷入衰退。总统竞选活动使得这样的协议难以在大选之前签署。

图表 1  
2013 年全球 GDP 增长 (%) 回升



来源: BBVA Research

图表 2  
新兴市场引领 GDP 增长 (%)



来源: BBVA Research

与此同时，在有余地实施经济刺激政策的新兴经济体中，需要采取一些措施，以支持国内需求，并减轻外部经济放缓带来的影响。此外，由于欧元区危机起伏不定以及美联储新一轮的量化宽松前景，资本流入的波动性可能会增加。

## 如果不能增强市场信心，就有可能拖延欧元危机

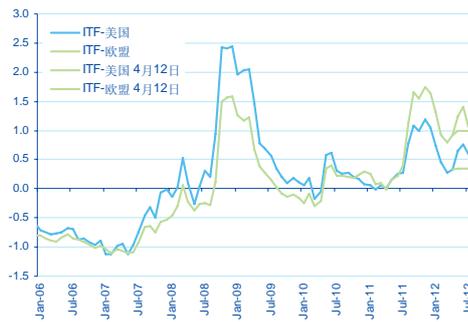
当前经济状况的主要不确定性是在加强欧盟治理的努力开始之前经济状况会进一步恶化。如果已经做出的决定能够有力和迅速执行，应当可以解决问题。这些措施旨在消除西班牙主权银行反馈循环中新出现的风险，在一级和二级市场购买债券时通过积极利用欧洲金融稳定机制（EFSF）/ 欧洲稳定机制（ESM）稳定欧元区金融市场。最近在西班牙采取的控制赤字的政策措施以及欧洲央行行长表明的强烈支持的立场有助于缓和紧张局势。

总之，由于欧元区持续存在金融压力以及全球经济信心恶化，我们对 3 个月前的预测进行了下调。我们新的预测情景指出 2012-2013 年欧元区处于停滞时期。鉴于由于某些国家正在考虑国内政策有可能已经通过措施的实施过于缓慢，风险将向下行发展。

欧元区解体的风险，虽然在我们看来只是一个尾事件，正在引发欧元区资金流断裂并阻碍资金进入与欧元区其他国家存在净债务的经济体。快速实施金融援助机制和争取欧洲央行的资金是消除欧元区解体风险的关键。最后，采取必要的措施将意味着以责任分担（债务共担）的某种形式将国家主权转让给欧洲机构。如果挑战应对的令人满意，2012 年下半年全球经济增长应当可以逐步获得动力。

在美国的情况下，我们对 2012 年及之后前景预测进行下调是由于 2012 年上半年令人失望的增长数字及来自欧元区的金融压力的影响。我们预计新兴经济体很可能是 2013 年全球 GDP 增长轻微加快的主要动力。在拉丁美洲，尽管对 3 个月前的经济增长预测进行了普遍下调，但对墨西哥的预测（2012 年和 2013 年分别为 3.7% 和 3.0%）保持不变，这是由于 2012 年上半年乐观的活动数据、国内市场持续有利的融资条件以及竞争力的提高。在巴西，由于外部环境的影响以及诸如信贷市场发展放缓和丧失竞争力等国内问题，对于经济增长的预测进行了较大的下调（从 2012 年的 3.3% 下调至 2.2%）。

图表 3  
金融压力指标，BBVA Research (\*)



来源: BBVA Research 和 EPFR  
(\*)跟踪一系列金融变量趋势，包括股市的波动性，利率和汇率，主权和企业信用风险和流动资金紧张情况。来源: BBVA Research

图表 4  
美元-欧元及西班牙和意大利风险溢价  
平均价差对比 10 年期 Bund; 2011 年 1 月 1 日指标=100



来源: BBVA Research 和 EPFR

对亚洲来说，今年上半年中国经济增长放缓超过预期。根据减弱的全球前景，我们相应地对 2012-2013 年的预测进行了下调。然而，支持经济增长的货币和财政措施应当会促进中国增长的回升，2013 年将上升到 8.3%，比 2012 年高出半个百分点。在亚洲其他国家也有余地采取支持经济增长的政策刺激措施。然而，存在一些下行风险，包括外部需求更严重的恶化以及国内金融脆弱性加剧的中国经济持续放缓。

### 改变发达和新兴市场的风险看法

在预测期（2012-2013 年）风险预测更侧重于发达经济体，尤其是欧元区。新兴经济体有更多的余地来实施财政和货币政策，而且总体而言，其累积失衡较低。从欧洲到美国和新兴市场（包括拉丁美洲市场）的资本流动不断增加。自 5 月底以来，市场开始定价时，美国经济失去发展势头，传统上看作是无风险的主权资产（即美国和德国）的债券收益率降至历史低位。对欧元区达成快速解决方案能力的疑虑消除已刻不容缓，但这种情景的可持续性存在风险。

## 2、经济增长放缓刺激政策支持

在全球经济低迷的背景下，第二季度中国的经济增长持续放缓，达到年同比 7.6%，使得当局加大了政策支持。经济放缓比之前预计的更加明显，部分原因是由于为防止经济过热在 2010-2011 年度采取的紧缩政策的影响，包括对房地产市场的限制。尽管经济增长放缓，增长仍然高于 2012 年政府官方 7.5% 的目标，而且近期的数据，虽然为混合数据，表明紧随宽松货币政策和提高财政支出之举之后增长开始稳定。

预计在未来几个月内会采取进一步的政策刺激措施，虽然与 2008-2009 年度大规模经济刺激计划相比其规模较为有限。虽然膨胀的房地产价格和高水平的地方政府债务等形式的国内金融脆弱性仍在持续，即 2008-2009 年度的经济刺激措施的遗产，在近期内这些脆弱性仍可控制。因此，虽然这些脆弱性对新措施大小有一定的抑制，但在我们看来，当局仍然有足够的空间来刺激经济增长，而不过分加剧国内金融风险。

### GDP 增长持续放缓，但现在正在走出低谷。

GDP 增长年同比已经连续两个季度放缓了，第二季度达到年同比 7.6%，这是自 1998 年第四季度以来的最低水平，而第一季度为年同比 8.1% (图表 5)。但是官方数据显示增长略有回升，从第一季度的 1.6% 调整为季度同比 1.8% (相比之下，我们自己的季节性调整预测为在第一季度和第二季度连续增长平稳保存在季度同比 1.7%)。

疲软的外部需求是经济增长放缓的一个关键因素，第二季度净出口在 GDP 增长中占 -0.4 个百分点。国内需求也有所减弱，但与上个季度不同，第二季度投资有所回升，对 GDP 增长贡献了 5.0 个百分点。相比之下，消费的贡献下降到 3.0 个百分点左右。由于国内需求相对保持弹性且出口减弱，经常账户盈余从其 2007 年 10.1% 的峰值降到 2012 年上半年 GDP 的 2.3% (2011 年为 2.8%) (图表 6)。

一些高频活动指标呈现稳定增长趋势的迹象，尤其是在需求方面。尤其是，第二季度城镇固定资产投资的增长年同比保持在 20.2% (7 月份年同比 20.4%)，在零售销售增长的减缓方面有一定的抵消作用 (图表 7)。与此同时，官方采购制造商指数 (PMI) 仍高于 50% 的扩张/收缩的阈值，规模较小的出口型私营部门 PMI 7 月份有所回升 (图表 8)。然而，在生产方面，工业产值增长放缓。

图表 5  
由于净出口疲软且国内需求减弱，GDP 增长下降...



来源: CEIC 和 BBVA Research

图表 6  
经常账户盈余进一步缩小



来源: CEIC 和 BBVA Research

图表7  
零售销售增长放缓，但仍相当强劲



来源: CEIC 和 BBVA Research

图表8  
PMI 已经上升至 50-阈值以上。

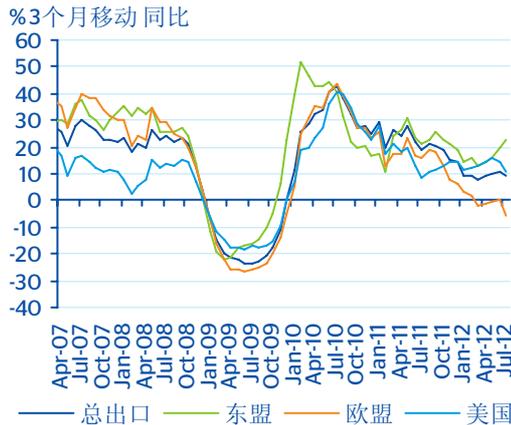


来源: CEIC 和 BBVA Research

### 贸易部门依然疲软

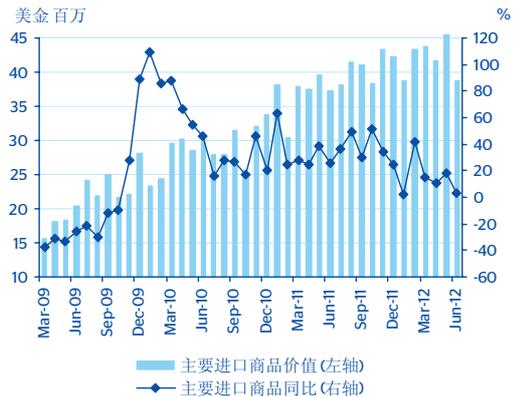
尽管 2010-2011 年度紧缩政策的影响是一个因素，我们认为，对经济增长最严重的阻力是疲软的全球环境。尽管出口增长在第二季度略有反弹，即从第一季度的年同比 7.6%回升至第二季度的年同比 10.6%，基数效应在很大程度上发挥作用，最近的数据表明进一步减弱（7月份出口年同比仅增长 1.0%）。从目的地上看，欧盟一直持续疲软，而其他新兴市场的需求更具有弹性(图表 9)。与此同时，进口增长放缓略高于预期，反映了商品价格下降及与出口相关的加工零件订单趋于平缓（图表 10 和 11）。这些情况使贸易平衡仍保持大量盈余（图表 12）。

图表9  
出口增长减缓了，尤其是向欧盟出口



来源: CEIC 和 BBVA Research

图表10  
随着价格的下跌，商品进口下降了



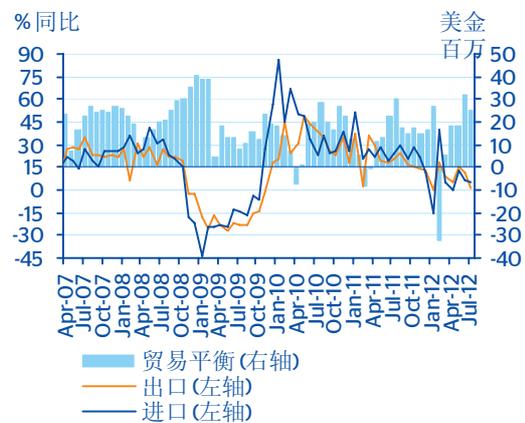
来源: CEIC 和 BBVA Research

图表 11  
加工和商品进口减缓



来源: CEIC 和 BBVA Research

图表 12  
出口和进口增长减弱



来源: CEIC 和 BBVA Research

## 由于外部需求疲软，货币升值逆转

由于经常账户盈余继续缩小、储备积累趋于平稳（见下文）以及由于欧元区危机外部前景不明朗，当局已在 2012 年放缓了人民币兑美元升值的进程（图表 13）。事实上，自 5 月初以来人民币兑美元已贬值约 1.5%，虽然是根据更广泛的一揽子货币评价的，但由于在此期间美元的相对强势，人民币仍然保持强劲（图表 14）。

2012 年初期继续将每日固定汇率按升值方向设定之后，中国人民银行在第二季度开始限制人民币兑美元的升值，将每日汇率稳定在 6.32 左右（图表 15），这一汇率主要是根据美元、欧元和日元之间交叉货币走势来确定。在此期间，每日即期汇率保持接近于每日 +/-1.0% 交易区间的上限，反映出在外部需求疲软和资本外流趋势重压下的贬值压力。一年远期无本金交割远期外汇交易按接近 0.7% 的贬值幅度定价（图表 15）。

虽然自 2011 年中期以来实际有效汇率大幅升值，且经常账户盈余缩小意味着货币低估的程度无疑降低（国际货币基金组织在其最新的评估中将人民币重新评价为“适度”低估货币而非先前报告中的“严重”低估货币），我们仍然认为在未来 2-3 年的时间内一旦外部环境有所改善，人民币会适度升值。

## 加快吸引资本流入政策的制定

由于对人民币升值的期望值减弱以及与欧洲金融紧张局势相关的风险厌恶情绪，出现了一些资本外流，从而导致外汇储备积累的平稳（图表 16）。2012 年上半年中国在其资本和金融账户中的赤字达到 203 亿美元，这是自 2008 年下半年以来最大数额的赤字（图表 17）。我们估计在第二季度有超过 950 亿美元的投资资金流出，大于第一季度流入的约 160 亿美元的投资资金（图表 18）。资本和金融平衡减弱的另外一个因素是外国直接投资的趋势。具体来说，在 2012 年上半年外国直接投资流入下降了年同比 3%，达到 591 亿美元，而同期外国直接投资流出增长年同比 48%，达到 354 亿美元，因为往往在国家支持下的企业利用有吸引力的资产价格在海外寻求机遇。

鉴于日益增加的资本外流，当局加快了资本账户自由化措施。特别是，中国证券监督管理委员会（证监会）最近放宽了有关管理合格境外机构投资者（QFII）计划的规定，包括：1) 降低 QFII 投资者的进入门槛（如最小资产规模）；2) 通过允许 QFII 投资者进入银行同业拆放市场和股票指数期货来扩大投资范围；3) 通过允许客户开立单独的投资账户和自营交易提高操作便利性；4) 提高上市 QFII 投资者的总持股限额，即从 20% 提高至 30%。

图表 13  
近几个月货币兑美元升值的趋势已经逆转



来源: Bloomberg 和 BBVA Research

图表 14  
货币有效升值



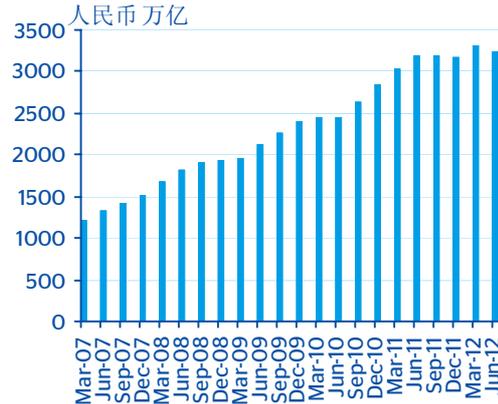
来源: BIS, CEIC 和 BBVA Research

图表 15  
人民币无本金交割远期按贬值定价



来源: Bloomberg 和 BBVA Research

图表 16  
第二季度外储略有下降



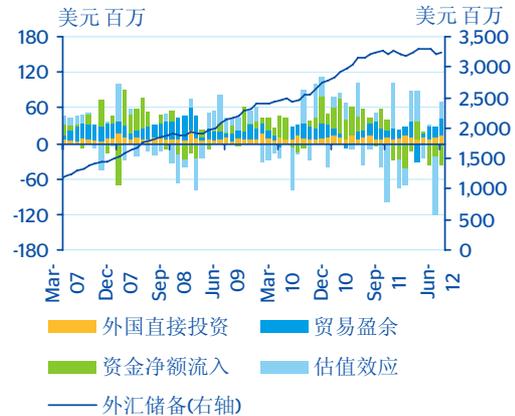
来源: CEIC 和 BBVA Research

图表 17  
资本和金融账户出现赤字



来源: CEIC 和 BBVA Research

图表 18  
投资外流是储备积累减缓的一个因素



来源: CEIC 和 BBVA Research

### 框 1：中国财政刺激政策对商品需求的影响

最近的政策声明表明，中国最新一轮的财政刺激政策旨在加快投资，反映出更大程度依靠国内消费的短期政策的偏差（例如，温家宝总理在中共政治局 7 月底会议上的讲话）。众所周知，中国是大宗商品的全球主要消费国，其在 2009-2010 年的一揽子经济刺激方案大幅度推动投资，并进一步加快了对商品的需求。

中国在新建筑、公共交通基础设施和制造工厂方面的相对密集的投资都涉及到大量的商品投入。新的经济刺激政策集中于这样的投资，这样的政策很有可能促进商品需求。在对中国经济放缓的影响日益关注的情形下，这样做可以对商品出口国提供支持（见本框的最后一节）（图表 19）。

图表 19  
中国商品进口增长



来源: CEIC 和 BBVA Research

### 中国的商品强度和与投资影响

为了评估中国投资对商品使用的影响，我们可以计算生产的“商品强度”，其定义为生产单位GDP商品消耗量<sup>1</sup>。我们使用这种测定方法对 2000 年和 2011 年期间的主要金属（钢材、铜和铝）以及能源（原油和煤炭）进行了测定。结果列于表 1。该表的第一行显示 2003-2008 年期间商品强度的平均变化，我们称之为“趋势”。第二行通过计算相对于 3 年移动平均数（自 2007 年至 2009 年）2009 年商品强度的变化来测定 2009 年政府刺激计划的影响，我们称之为“跳

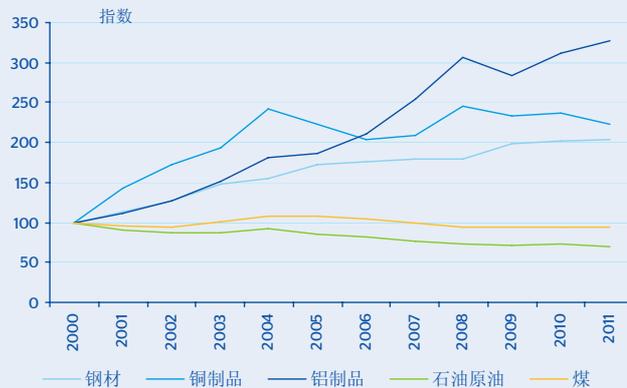
动”。如果商品强度受到投资更积极的影响，即一般认为的那样，我们应当在趋势之上观察“跳动”；如果它受到投资和消费同样程度的影响，那么我们就看不到此项跳动。应当指出的是，商品库存可能会影响使用我们的方法计算的商品强度短期走势，它可能会导致商品强度指数的波动，见图表 20。然而，从长远来看，由库存量引起的波动应当会在很大程度上降低，或趋于平均。

表 1  
随着时间的变化，中国商品强度的变化

	钢材	铜	铝	原油	煤炭
*趋势	4.0%	4.8%	15.2%	-1.6%	-1.6%
*跳动	6.6%	1.5%	0.7%	-1.3%	-1.3%

注释: \*趋势 = 自 2003-2008 年商品强度平均变化  
\*跳动 = 2009 年商品强度/2007-09 移动平均数  
来源: CEIC 和 BBVA Research

图表 20  
随着时间的变化，中国商品强度 (2000 = 100)



来源: CEIC 和 BBVA Research

我们的研究结果总结如下。在金属当中，从 2003 年到 2008 年钢材和铝的强度呈上升趋势，而铜的强度保持平稳。这意味着，钢材和铝的用量快于 GDP 增长，而铜的用量与 GDP 增长速度相当。

1: 商品强度的计算方式是，产量 + 进口 - 出口，除以实际 GDP。此分析可能会受到短期库存累积量的影响，但仍然应当反映出长期强度趋势。

另一方面，2009年钢材和铜的强度分别暴涨6.6%和1.5%（与2007-2009年移动平均数相比较）（表1），这意味着与消费相比较，金属更集中的用于投资。铝（最少涨0.7%）受到投资和消费同样程度的影响。

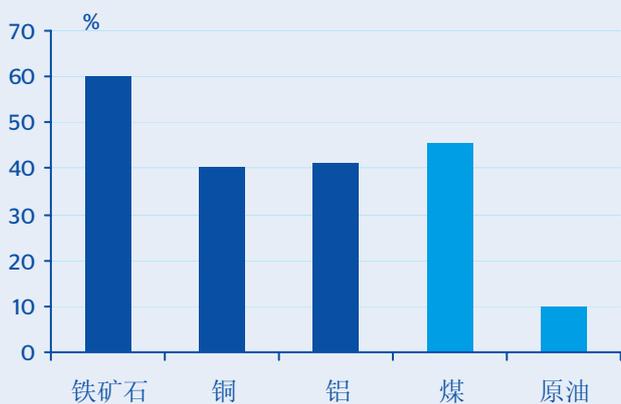
在能源商品中，原油和煤炭的强度呈下降趋势，这符合中国提高能源使用效率的努力。2009年原油和煤炭的强度根据各自3年期移动平均数来看分别下跌3.1%和1.3%，这意味着，与消费相比，能源的使用量受到投资的影响较小。

因此，我们可以得出结论，中国对主要商品用量的增速应当快于GDP增长对钢材和铝的需要，与铜的需求速度相同，对原油和煤炭的需求速度慢一些；对投资应当制定财政刺激计划，单位GDP应当使用过多的钢材和铜。因此，如果中国采用以投资为导向的刺激措施，对金属（钢材、铝和铜）的用量应当快于GDP增长，而对能源（原油和煤炭）的使用增长速度应当慢一些。

### 中国需求的价格敏感性

由于在短期内商品供应受到限制，中国商品需求的任何突然增加均可能会导致全球价格上涨（图表21）。中国在2009-2010年度4万亿人民币刺激方案中，GDP增长中投资的贡献从5.1个百分点（2001-2008）增长至6.2个百分点（2009-2011；6.8个百分点，2009-2010）。中国正在进行中的投资刺激方案，虽然可能会比以前的小得多，仍有望增强投资。<sup>2</sup>

图表 21  
中国商品消费在世界所占份额（2010）



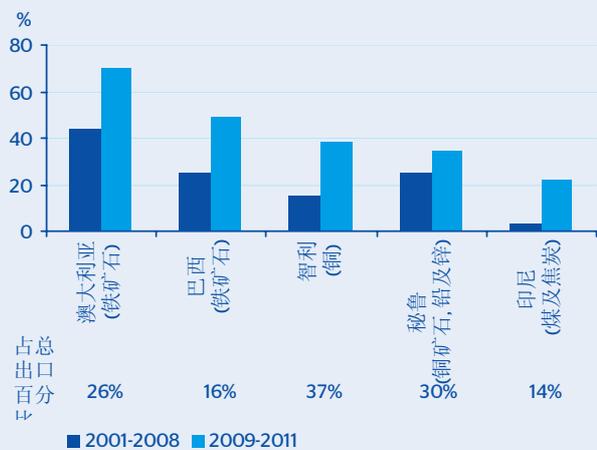
来源: IMF WP/12/115, media reports 和 BBVA Research

### 受益最多的国家

在过去十年中，中国从亚洲和拉丁美洲国家的进口的某些贱金属显著增长。在后危机时期（表图22）那些出口到中国的特定商品所占份额对经济刺激计划的影响进一步增长。在澳大利亚70%的铁矿石出口到中国，相比之下，在金融危机前的时期约40%的铁矿石出口到中国；在巴西约50%的铁矿石出口到中国，而先前有25%出口到中国。其他国家，如智利（40%的铜出口到中国）、秘鲁（35%的铜、铅和锌出口到中国）和印度尼西亚（20%的煤炭出口到中国）有类似的情况。

因此，中国的需求冲击可能对这些国家的商品出口有很大的影响。鉴于商品出口在这些国家总出口中的重要性（在澳大利亚出口总额占26%，在巴西占16%，在智利占37%，在秘鲁占30%，在印尼占14%），我们认为如果这些经济体受到来自中国需求的冲击即会通过贸易渠道受到显著影响。其中，澳大利亚和智利最容易受到影响，印尼受到的影响最小。

图表 22  
主要商品出口到中国的国家



注：括号内的百分比表示该商品出口在该国总出口中所占份额。  
来源: UN Comtrade 和 BBVA Research

2: 此结论符合 Roache, Shaun K. (2012): “中国对世界商品市场的影响”，IMF 工作论文 WP/12/115。

## 采取宽松政策，以保持增长势头

为应对令人失望的活动以及疲软的全球环境，当局的政策立场不断增强了对增长的支持。政策立场继续被正式描述为“稳健的货币政策和积极的财政政策”。最近发表的政策声明强调了“微调”，以支持经济增长。最近，当局增加基础设施建设方面的开支，这样做似乎又回到了 2008-2009 年全球金融危机期间维持增长势头的以投资为主导的类似刺激措施，尽管规模更加有限。

中国人民银行在货币方面于 6 月和 7 月连续降息，此外，自去年 12 月以来存款准备金率削减了 150 个基点（同时采取了利率市场化方面的措施）。在财务方面，当局正在通过各种宽容性监管形式实施这些措施，以刺激银行放贷。然而，重要的是，抑制房地产市场投机的措施仍在实施当中，当局重申继续实施这些措施。

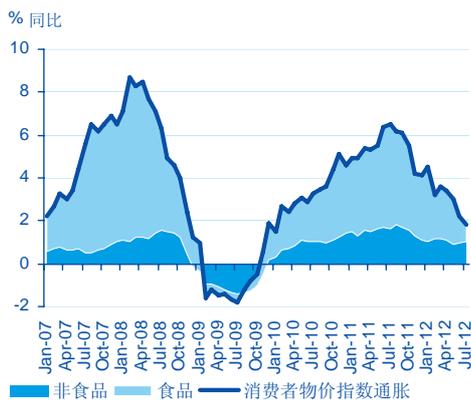
## 通货膨胀率迅速下降提供了执行宽松货币政策的余地

经济增长放缓导致需求压力降低，加上缓解的商品价格，导致通货膨胀下降幅度快于先前预期，7 月份仅达到 1.8%，远远低于当局 4% 的安全范围。生产者价格通胀下降更为急剧，7 月份下降至年同比-2.9%，这是连续第五个月的通货紧缩。

在未来几个月内良性的通货膨胀前景提供了进一步实施宽松货币政策的余地（图表 23）。在一年期基准贷款利率降低 56 个基点和存款利率降低 50 个基点的情况下，中国人民银行于 6 月 8 日和 7 月 6 日连续降息，此举令市场感到意外。然而，在考虑将允许的贷款利率贴现提高到 30%（从 6 月份的 10%）以及存款利率 10% 的溢价（先前不允许存款利溢价）之后，降息向贷款利率发展。此外，自从去年 11 月份政策宽松周期开始以来，存款准备金率已经下调了三次，5 月份对大银行下调 150 个基点，达到 20%（图表 24 和 25）。降息和公开市场运作上反向回购导致了更加宽松的流动资金状况和银适度的行同业利率（图表 26）。

对经济增长放缓存在的担忧导致中国股市进一步的不佳表现（图表 28）。预计在年下半年会采取进一步的货币宽松政策且经济增长有所回升，有利于 2012 年晚些时候出现期待已久的好转。

图表 23  
通货膨胀持续下降



来源: CEIC 和 BBVA Research

图表 24  
6 月份和 7 月份连续降息



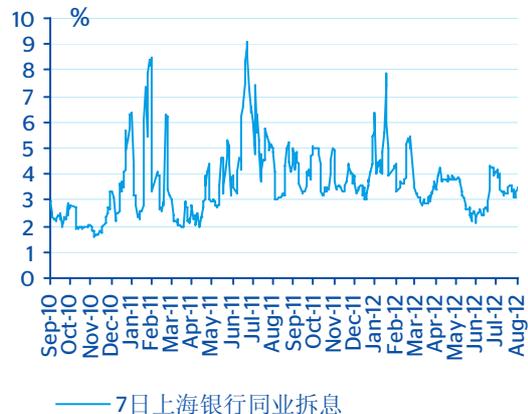
来源: CEIC 和 BBVA Research

图表 25  
11 月份以来存款准备金率三次降低



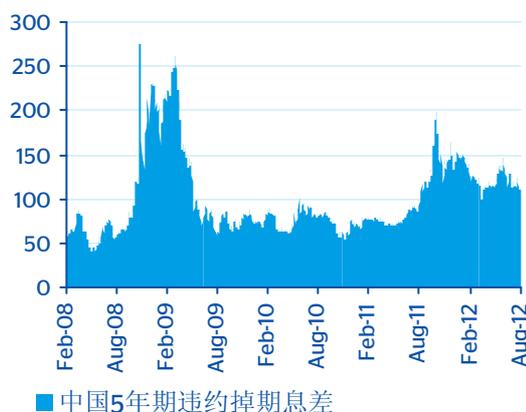
来源: CEIC 和 BBVA Research

图表 26  
银行同业利率保持合理低位



来源: CEIC 和 BBVA Research

图表 27  
由于存在全球风险厌恶情绪, 中国的违约掉期息差一直保持高位...



来源: Bloomberg 和 BBVA Research

图表 28  
...且股市表现不佳 (2010年1月=100)



来源: Bloomberg 和 BBVA Research

## 货币和信贷总量回升

第一季度下降令人失望之后, 信贷和 M2 增长开始回升(图表 29), 这表明当局的宽松措施已经开始见效。重要的是, 贷款增长已经回升了, 并 6 月份超过预期, 导致整体信贷增长从 2012 年第一季度末的 15.7% 上升到年同比 16.0%。今年上半年累积新贷款达到 4.86 万亿元人民币, 这符合全年 8.0-8.5 万亿元约非正式目标。同时, 社会融资总量(TSF), 即信贷增长更全面的一种测定手段, 也加快了(图表 30)。

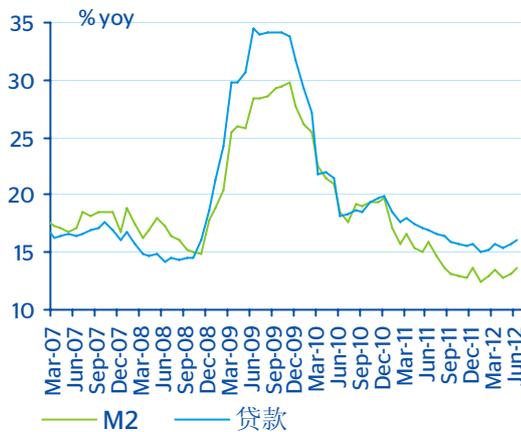
## 财政政策支持力度正在加强

在 3 月份人大会议上宣布的当局 2012 年的赤字目标为 GDP 的 2% (在自去年起在收入转移中的 GDP 中占 0.5% 之后), 而 2011 年为 1.3%。由于经济增长势头放缓超过预期, 除了在先前公布的预算目标中设想的措施以外, 当局开始实施一系列的财政支持政策措施。在某种程度上, 它们依靠基础设施支出(图表 31), 这些措施的关键要素与后雷曼经济刺激计划有相似之处, 尽管规模要小得多。值得注意的是, 国务院最近还批准了一项促进中部六省发展

的计划。据报道,根据这项计划,湖南省正在制定金额为 8290 亿元人民币(合 1300 亿美元或相当于 GDP 的 1.7%)的一项大规模投资计划,时间跨度为数年,包括 195 个项目,比如机场和地铁。铁道部于 7 月还宣布在 2012 年增加投资 16% 的计划,达到 5800 亿元人民币。

除了投资之外,目前的财政措施包括对购买耐用用品的补贴,但其规模比后雷曼计划更加有限,即规模通常较小,且时间跨度较短(一年)。减税计划也被看作是结构性财政措施的一个部分在加以实施。尤其是,在选定服务行业(特别是运输)以增值税取代营业税的改革将在 10 个省份和主要城市实施,此项改革的生效日期为 8 月 1 日。此项改革将消除双重服务税而减轻企业的税务负担。

图表 29  
信贷和 M2 增长正在回升



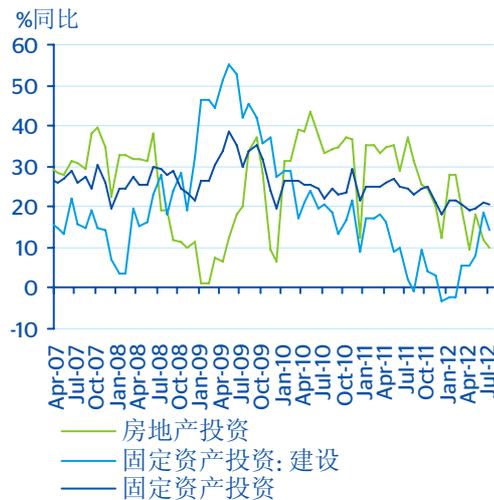
来源: CEIC 和 BBVA Research

图表 30  
第一季度社会融资总量回升



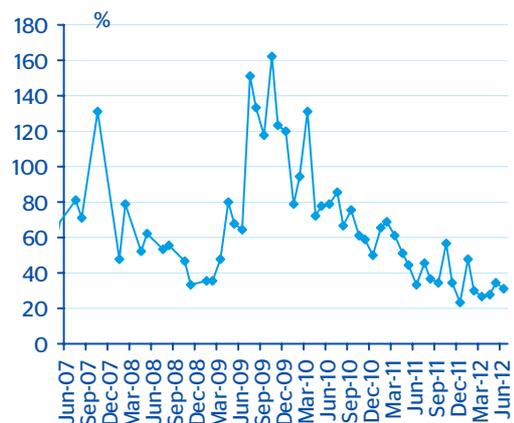
来源: CEIC 和 BBVA Research

图表 31  
基础设施投资回升



来源: CEIC 和 BBVA Research

图表 32  
中期和长期贷款份额已经下降,但在新公共项目上可能上升



来源: CEIC 和 BBVA Research

## 支持经济增长的宽容性监管

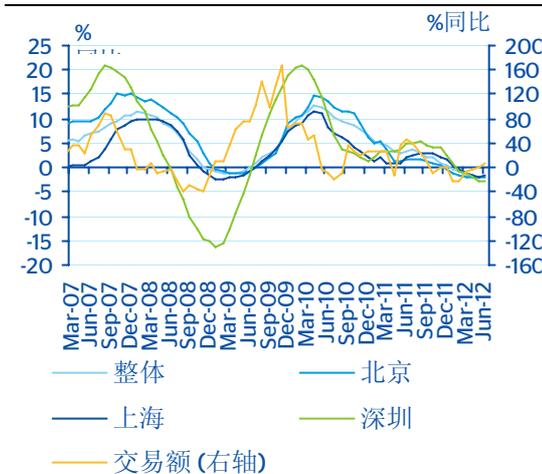
今年年初以来，作为对支持经济增长的财政和货币措施的一种补充，当局在监管方面采取了刺激银行贷款的多项步骤，见我们关于放宽银行规定的报告<sup>1</sup>。除了今年2月份宣布允许银行将一部分信贷转存与地方政府以外，中国银监会放宽了对银行向地方政府融资平台（LGFV）和房地产开发商发放新贷款的进一步限制，以支持投资需求。此外，为了提高向中小企业的信贷，中国银监会敦促银行增加相关的宽容限度。

在这方面其中最重要一点是“**巴塞尔协议 III**”原先的实施时间表延期1年执行，即延期到2013年1月开始执行。此项延期普遍预料到了，由中国国务院于6月份正式宣布。此项措施以及其它宽容性监管措施应当会在当前逆风之下促进银行贷款增长，也使银行有时间加强其资本。然而，这些措施的实施代价是金融部门的风险适度增加。

## 房地产价格开始稳定...

从2011年7月的高峰价格逐渐下降之后，住宅房地产价格出现了回升的早期迹象。根据国家统计局覆盖70个城市的官方数据，我们估计在6月份房地产价格略微回升0.1%之前从2011年7月到2012年5月房价平均下降了-1.8%（图表33）。更多的城市也报告房价相继上涨（图表34）。这些数据也表明自去年10月以来房价稳步下跌之后销售量强劲回升。然而，当局已许诺要继续实施抑制房地产价格上涨的措施，以防止资产泡沫并维持住房负担能力。总而言之，住房价格适度的持续上升在促进整体经济增长势头的回升方面是有积极作用的。

图表 33  
房地产销售量和价格正趋于稳定



来源: NBS, CEIC 和 BBVA Research

图表 34  
较少的城市报告房价下跌



来源: NBS 和 BBVA Research

<sup>1</sup> “中国银行业观察：放宽银行监管以支持经济增长”，2012年4月10日。

### 3、下半年经济增长回升

由于政策放宽且外部环境最终稳定，正如第一条中所述的那样，我们预计中国经济增长的势头会在 2012 年下半年回升。然而，鉴于在 2012 年上半年期间增长弱于预期且存在较强的外部不利因素，我们对 2012-2013 年的增长预测从先前 8.3% 和 8.7% 分别下调至 7.8% 和 8.3%（表 2）。如果欧洲和/或美国的前景恶化，中国的经济增长前景将更具挑战性。在这种情况下，我们相信有足够的政策空间，在 2012 年和 2013 年可以将经济增长维持在 7% 以上。

#### 由于有支持性政策，经济增长放缓正在走出低谷

加快基础设施建设支出投资的回升和有弹性的国内消费将会加强 2012 年其余时间增长势头的回升（图表 35）。我们对 2012 年全年增长 7.8% 的预测仅需要在今年下半年增长与上半年的增长（也是 7.8%）相匹配。虽然在 2012-2013 年维持增长的投资拉动的政策组合可能会暂时性偏离更长时期经济重整的目标，但我们仍然预计中期消费上升的趋势会持续（图表 36）。

#### 增长减弱时仍然应该控制通货膨胀

虽然预计商品价格会保持稳定，2012 年平均通胀仍应控制在 3% 左右；然而，由于增长回升时强劲的基数效应和某种适度的需求压力，7 月份走出低谷之后，月整体通货膨胀率可能会回升。在此基础上，2012 年年底通货膨胀率可能会达到 3% 左右，2013 年年底可能会达到 3.5-4.0%。

表 2  
基准情景

	2009	2010	2011	2012 (F)	2013 (F)
GDP (%，年同比)	9.2	10.4	9.2	7.8	8.3
通胀 (平均, %)	-0.7	3.3	5.4	3.0	3.6
财政收支 (在 GDP 占 %)	-2.8	-1.7	-1.3	-2.0	-1.8
经常帐 (在 GDP 占 %)	5.2	4.0	2.8	2.5	2.8
政策利率 (%，eop)	5.31	5.81	6.56	5.75	6.00
汇率 (人民币/美元, eop)	6.83	6.62	6.30	6.31	6.13

来源: BBVA Research

#### 预计政策组合对增长会有更大的支持

由于预计通货膨胀率会维持在当局 4% 的安全范围内，我们的宏观展望包含货币政策进一步宽松以及实施支持增长的财政政策。特别是，我们预计在 2012 年其余时间里存款准备金会进一步削减率 150 个基点。这些可能会伴随有两次降息 25 个基点，尤其是如果外部环境依然疲弱。

财政立场预计也会有支持性，而且会远远超过预算在 GDP 中所占的 2.0%（不包括去年储备的财政储备）。赤字规模最终将取决于中央和地方政府之间融资分配以及增长势头中短缺程度。然而，由于地方政府债务积累带来的约束条件、对银行资产负债表质量的担心以及避免不良副作用（如房地产泡沫）的努力，预计财政刺激方案的规模远远低于 2008-2009 年的规模。

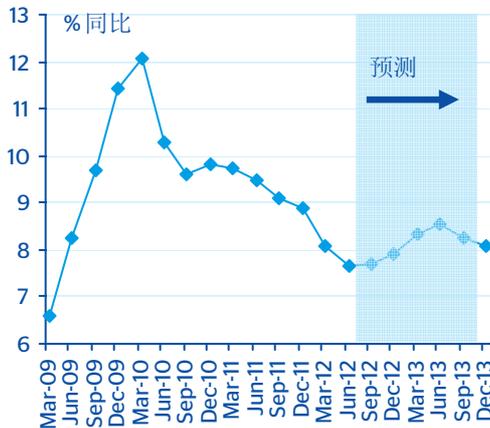
### 货币升值的预期正在减小

鉴于经济增长放缓且外部环境疲软，我们降低了短期内货币升值的预测。我们预计在今年其余时间里人民币兑美元的汇率大致保持平稳，在 2012 年第四季度会有小的升值，前提是外部环境稳定。2012 年年底人民币兑美元的汇率约为 6.32: 1，虽然在坚挺一些（比如源于欧元疲软）会使人民币略有贬值。然而，尽管由于最近日交易区间扩大预计会出现更大的双向波动，我们认为在今年其余时间里货币大幅贬值的可能性是有限的，尤其是考虑到来自中国贸易伙伴的政治压力。我们预计 2013 年会逐步恢复约 3% 的升值。

### 如果出现全球下行风险，有采取更多刺激政策的空间

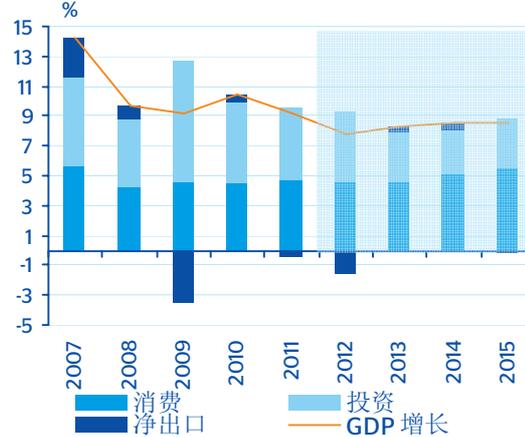
如果全球环境恶化，中国的增长势头主要会通过贸易渠道疲软的需求以及加剧的风险厌恶情绪对融资渠道产生的影响而受到影响（中国的资本账户相对封闭性会限制通过资金流量带来的外部冲击的影响）。如上所述，我们相信 2013 年将有足够的政策空间将增长维持在 7% 左右，正如在五年计划目标中说明的那样。

图表 35  
中国 GDP 增长预测



来源: NBS, CEIC 和 BBVA Research 预测

图表 36  
中期经济增长重新达到平衡



来源: NBS, CEIC 和 BBVA Research 预测

## 4、下行风险

鉴于不确定的外部环境和国内经济增长持续放缓，仍然存在下行风险，虽然开始稳定，但比先前预计的更加明显。国内金融脆弱性依然存在，但主要构成中期挑战，而不是即刻构成挑战。就这一点而言，鉴于近期房价稳定，房地产价格突然下调的风险不太可能。此外，虽然高水平的地方政府债务及影子银行贷款的金融影响约束了任何新经济刺激计划的规模，但当局在过去一年遏制这些不良方面的努力是成功的。

对中国的短期增长前景构成的主要风险仍然是来自疲软的外部需求，欧盟持续存在的金融紧张形势加剧这一因素。近期石油价格放宽对来自外部不利因素的影响有一定的缓解，出口持续疲软，加剧的风险厌恶情绪对风险偏好和投资可能有不良影响，即使当局试图通过刺激政策应对这些影响。通过表现不佳的股票市场和上市公司首次公开招股急剧下降，可以看出通过更紧张的融资条件所产生的波及效应。

相比之下，国内金融脆弱性仍然受到控制，尽管它们构成中期挑战，并很可能会因新一轮的刺激经济措施而加剧，从而导致较高的地方政府债务水平和更快的银行贷款。房地产价格和销售交易现在显示出稳定的迹象，这应有助于缓解房地产投资进一步下降的担忧以及房地产开发商的资金压力。无论如何，自2011年7月房价高峰期以来房价总体下降还是相当适度的。

对中央政府构成的或有债务水平，尤其是与地方政府债务相关的债务水平，在一定程度上制约了新刺激计划的规模。也就是说，在我们看来，政府实施基础设施支出政策和其他刺激政策以维持符合五年发展计划目标的增长是有足够空间的。近期向地方政府放宽银行贷款的政策可能会加剧金融脆弱性，这方面的风险应及时监控。目前，当局似乎对其出台的政策采取适当谨慎的态度，随着时间的推移，持续的GDP增长应该可以使这些风险得到控制。

在政治方面，定于今年晚些时候举行的领导层换届工作继续取得进展。政治局（主要决策机构）常务委员会新委员将于10月前后就任。2013年3月将选出新国家主席和新总理，更换现任国家主席胡锦涛和总理温家宝。由于受腐败指控，原重庆市委书记和政治局成员今年早些时候被解除职位，近期对其家庭成员提出了更多的刑事指控，关于高层领导人之间派系暗斗传言仍在继续，因此，稳定过渡过程令人担忧。虽然风险仍然存在，发生政治不稳定的情况似乎不大可能，尤其是因为大多数省市已经召开了其相关选举会议，而中共全国代表大会将于10月份召开。无论如何，领导层变更会导致近期政策方向发生重大变化，这不大可能。

最后，不断加剧的地缘政治紧张局势构成了风险。中国在东海和南海问题上与其邻国就领土要求方面的争端值得关注。除了损害区域投资者的信心以外，这些冲突正在引起军事力量的进一步构建，而从更加有成效的投资转移了财政支出。

## 5. 表格

表 3  
宏观经济预测

	2009	2010	2011	2012 (F)	2013 (F)
GDP (%，同比)	9.2	10.4	9.2	7.8	8.3
通胀 (平均，%)	-0.7	3.3	5.4	3.0	3.6
财政平衡 (占 GDP 百分比)	-2.8	-1.7	-1.3	-2.0	-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	5.75	6.00
汇率 (人民币/美元，期终)	6.83	6.62	6.30	6.31	6.13

来源: BBVA Research

表 4  
国内生产总值

(增长率年度同比)	2009	2010	2011	2012 (F)	2013 (F)
美国	-3.5	3.0	1.7	2.1	1.8
欧盟	-4.2	1.8	1.6	-0.3	0.3
亚太	4.2	8.1	5.8	5.4	5.8
中国	9.2	10.4	9.2	7.8	8.3
世界	-0.6	5.1	3.9	3.4	3.7

来源: BBVA Research

表 5  
通胀 (平均)

(增长率年度同比)	2009	2010	2011	2012 (F)	2013 (F)
美国	-0.3	1.6	3.2	2.0	1.9
欧盟	0.3	1.6	2.7	2.3	1.4
亚太	0.3	3.6	4.8	3.3	3.4
中国	-0.7	3.3	5.4	3.0	3.6
世界	2.2	3.0	5.1	4.2	3.9

来源: BBVA Research

表 6  
外汇汇率(期终)

		2009	2010	2011	2012 (F)	2013 (F)
欧盟	USD/EUR	1.43	1.34	1.30	1.23	1.31
中国	CNY/USD	6.83	6.61	6.30	6.31	6.13

来源: BBVA Research

表 7  
政策利率 (期终)

	2009	2010	2011	2012 (F)	2013 (F)
美国	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
欧盟	1.00	1.00	1.00	0.75	0.75
中国	5.31	5.81	6.56	5.75	6.00

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 / Corporate Governance”**

**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.**

本报告由亚洲单位新兴市场组提供

*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 (i)

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

Julián Cubero

juan.cubero@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

## 联络方法

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