

经济展望

中国

2012年第四季度
经济分析

- 全球央行大胆的宽松政策降低了经济前景的不确定性，但仍面临诸多挑战。预计全球经济将继续疲弱复苏态势，2012年GDP增长3.2%，2013年攀升至3.5%。
- 第三季度放缓超过预期之后，中国经济正在加速企稳回升。预计在政策支持下，经济增长动能将进一步上升，使2012年和2013年的全年增长率分别达到7.6%和7.9%，尽管略低于我们上一个季度的预测增速。
- 通胀仍然较为稳和，政府有进一步实施宽松政策的空间，以防范经济前景的下行风险。虽然对货币政策放宽的预期暂时有所减弱，我们的基线情景仍然预测央行将在未来的两个季度内下调存款准备金率100个基点，同时我们也不完全排除进一步下调利率25个基点的可能性。
- 近几个月来人民币汇率重现升值趋势，但鉴于外部需求疲软，近期的升值趋势或将是短暂的。我们目前仍旧维持年末人民币兑美元汇率在6.32水平上下，并预计2013年人民币会重拾升势。

目录

概述.....	3
1. 全球展望：中央银行采取行动降低尾部风险.....	4
2. 经济在放缓后开始企稳反弹.....	7
专题1：中国经济再平衡进展如何？.....	11
3. 增长的适度回升态势.....	17
专题2：中国十年一次的领导层交接.....	19
4. 下行风险犹存.....	20
5. 附表.....	21

发布日期：2012年11月13日

概述

由于外部不利因素以及今年早些时候落实的政策刺激措施效果滞后，第三季度中国的增长势头进一步放缓，从第二季的同比 7.6% 下降至 7.4%，超过预期。虽然环比增速连续回升，但与去年同期相比，GDP 同比增长却降至将近 4 年以来低位，导致经济前景转淡，暂时性加剧了市场对中国经济加速放缓的新一轮担忧。

虽然今年经济显著放缓，且持续时间比先前预计的更长，但最近的经济活动指标显示出企稳回升的迹象。尤其是在公共基础设施建设支出回升的带动下，9 月和 10 月的活动指标显示相关投资增长加速。消费和出口增速也有所提升，但该趋势是否可持续仍有不确定性。近期数据表明，经济增长动能可能已经在三季度企稳反弹，官方对 2012 年全年设定的 7.5% 增长目标仍可轻易实现。

我们对中国 2012 年和 2013 年的增长预测做了适度下修，即由先前的 7.8% 和 8.3% 分别下调至 7.6% 和 7.9%。下修的原因主要是由于第三季度经济增长较弱以及对外部需求将持续疲弱的预期。我们对中国经济增长的基线情景包括了国内的宽松政策态势和对全球经济复苏的基线设想之下，预计未来几个季度经济增速会持续回升。

由于国内需求相对较弱、食品价格升势放缓以及有利的基数效应的综合影响，通胀持续回落，在 10 月降至新低，即按年同比 1.7%。我们预计随着经济增长反弹通胀也会逐渐攀升，到年底将回升至 2.6%，而 2013 年年底则预计将达到 3.8% 的水平。因此，未来一年国内通胀应当会维持在政府 4% 的政策目标范围之内，为必要时实施额外的政策稳增长提供了空间。

由于近期通胀较低且增长回升仍然处于危险之中，我们预计在未来几个季度中会继续执行宽松政策。总体政策对增长是起到支持作用的，最显著的是利率和存款准备金率下调、最近中国央行注入流动性资金以及加大基础设施开支。为防范前景有风险，我们预计在未来 1-2 个季度会进一步下调存款准备金率（达到 100 个基点），而且随着进一步财政措施的实施，我们不排除利率再次下调 25 个基点的可能性。

近几个月来人民币汇率重现升值趋势，但其升值趋势从近期看或将是短暂的，之后我们预计人民币在 2013 年将持续其升值步伐。在今年大部分时间人民币兑美元汇价保持相对平稳，最近人民币逐步走强至约 6.23 兑 1 美元的水平，其升势反映出资本重新流入压力，以及在美国总统选举的背景下，用以缓解来自贸易伙伴方面的舆论压力所做出的努力。基于此，我们维持目前对于人民币在年底至 6.32 兑 1 美元水平上下的预测，随着外部环境逐步好转，2013 年人民币将重拾其 2-3% 的温和升值趋势。

国内经济的相关风险目前来看依然是可控的，当局刺激经济的措施或将加剧一定风险。一方面，鉴于最近房地产市场在政府限购措施实施下仍出现量价齐升的企稳迹象，进一步降低了对房地产行业硬着陆的担忧。另一方面，在经过去年相对稳定的阶段之后，地方政府债务和影子银行借贷等问题在政府加大信贷资金支持公共基建的政策导向下再次显现。虽然从中期来看这些问题可能会带来一定风险，但鉴于目前其规模有限且政府在监控方面的警觉性，短期内的风险仍然可控。

中国经济增长所面临的短期风险主要还是来自欧洲主权债务所引发的金融危机以及美国的“财政悬崖”问题，近期对前景构成的主要风险仍然来自不确定的全球环境。如果这些下行风险加剧，我们预计政府会加大政策刺激力度，以期将增长维持在十二五规划里所设定的 7% 左右水平。

1. 中央银行采取行动降低尾部风险

在讨论中国前，我们先看一下《全球经济展望》。如果读者希望直接阅读中国部分，可直接转至第 7 页。

央行的大胆政策行动降低了全球前景的不确定性，但挑战仍然存在

预计全球经济将继续疲弱复苏态势，2013 年 GDP 增长 3.5%，高于 2012 年的 3.2%。在全球多个央行（尤其是欧洲央行）采取有影响力的决策后，市场风险厌恶情绪降低支持了复苏前景。然而，有三个因素可能会破坏这一前景：首先是对欧元区解体而引发的忧虑情绪再现的风险；其次是美国所谓的财政悬崖（支出削减和税收优惠取消，相对于美国 GDP 的 4%），2013 年初若无法避免，它会拖累美国经济重新陷入衰退；第三是新兴经济体（尤其是中国）经济增长放缓的风险。

央行制定救助措施，其他政府应该遵循

在世界经济复苏面临不确定性和风险的背景下，政策制定者，特别是欧元区和美国的货币当局已采取种种措施，以避免出现与 2008 年末爆发的金融危机规模相当的系统性事件发生。

“...不惜一切代价...”

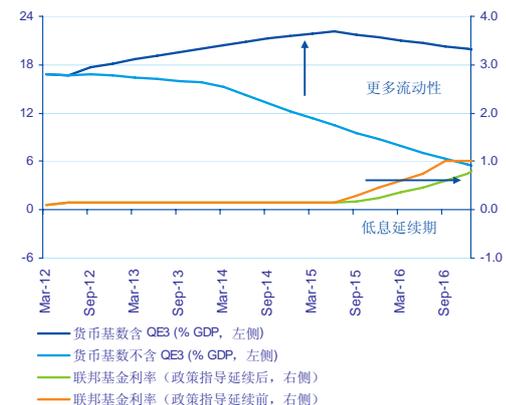
我们认为，欧洲央行行长马里奥·德拉吉（Mario Draghi）于 7 月底宣布的一项新国债购买计划（直接货币交易计划 OMT）对于最终消除欧洲债务危机是决定性的一步。在某些情况下，欧洲央行可能在二级市场对主权债务进行干预。在欧洲央行做出此项举措之前，6 月份欧元区峰会上各国领导人就欧洲银行业单一监管机构路线图、关于财政问题有深远意义的改革计划以及对经济增长的配套措施等问题达成共识。欧洲央行已经承诺从向欧洲基金（欧洲金融稳定基金和欧洲金融稳定机制）寻求经济援助的那些国家以“严格和有效的条件”无限量购买其主权债券。自从 6 月份以来欧洲各国金融市场的紧张局势已经显著缓解（见图 1）。

图 1
欧元区国家金融压力指数¹



来源：BBVA Research

图 2
QE3 及长期政策指导利率



来源：BBVA Research

¹ BBVA 研究之金融压力指数（FSI）是一个综合指标，其概述了一下因素的动态：风险对策（五年期信用违约掉期、非金融公司信用违约掉期和金融债务）、波动性（股票、利率和汇率）以及流动性压力（银行同业利率和三个月无风险资产之间的价差）。

其他因素最近加强了欧洲的货币联盟。首先是应对欧元区任何新救助计划的欧洲稳定机制全面启动。其次是实现欧洲银行业联盟的进程继续向前发展，尽管进程缓慢。

我们期望欧元区为加强其对成员国的经济治理而最终出台一项完整的一揽子方案。正如我们长期以来一直主张的那样，此项方案应该包括银行联盟、财政联盟和欧洲央行最终承担欧元区主权国家最终贷款人的角色。在所有这些方面均取得了进展，尽管不足以迅速使得欧元区走出危机，但随着时间的推移会逐步缓解其压力。在短期内，欧洲央行的计划和欧洲稳定机制（ESM）可创建一个基准，以应对像意大利和西班牙这样的国家可能面临筹资困境。同时，有效实施银行业联盟计划以及进一步明确财政联盟构想方案是欧元区长期可持续发展的关键。

“...只要相关国家求助...”

由于美国经济增长缓慢且失业率居高不下，加上欧洲复苏的很大不确定性，在选举前解决如何使美国政府降低赤字这样的僵局是最不适宜做的事。在此背景下，美联储毫不犹豫地采取了行动。首先，按照“前瞻性指导政策”，美联储宣布将利率保持在目前的低水平，至少直到 2015 年中期。其次，美联储宣布了新一轮的量化宽松政策，以支持经济增长和就业复苏。此次进一步的货币宽松政策不同于前几轮：美联储将购买抵押贷款支持证券（MBS），而不是国债，而且在相当长的一段时间内将继续这一政策，甚至在复苏企稳之后。

在我们看来，通过推出第三轮量化宽松政策（QE3）和延长超低利率期限等政策指导，美联储在购买防范“财政悬崖”的保险，但并非一剂良方。在我们的基线设想中，两党最终将达成一项协议以避免自动削减支出和赋税增加等一系列问题的出现。然而，我们也期待某种形式的财政整顿，尽管某种程度上其会拖累经济增长。美联储为促进经济发展已经做出了努力，以避免 2013 年美国重新陷入经济衰退。正如先前量化宽松计划表明的那样，这些计划会促进资金流入新兴经济体，降低风险溢价和融资成本。

央行的政策行动仍然无法令全球增长企稳

世界经济增长可能避免减缓至过去 30 年低点（除去 2009 年经济大衰退），但低增长环境持续存在。自从 2011 年以来，发达经济体失去了其增长动能。最近新兴经济体也受到冲击（见图 3）。今年上半年巴西经济几乎停滞不前；第一和第二季度印度 GDP 年同比分别增长 5.3% 和 5.5%，这是自 2009 年以来最低增速；今年第三季度中国经济增长减缓至 7.4%，这也是自 2009 年以来的最慢增速，虽然其近期数据表明经济活动开始回升。

图 3
新兴经济体 GDP 增长率（年度同比%）



来源：Haver 和 BBVA Research

图 4
GDP 增长率 (%)



来源：Haver 和 BBVA Research
(*) 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和委内瑞拉

在我们的基线设想下，欧元区可能于 2013 年重拾增长动能。虽然 2012 年 GDP 会同比减缩（-0.5%），但 2013 年会小幅反弹（+0.3%）。对于美国，我们维持先前的预测：2012 年和 2013 年增长率保持在 2% 左右。我们 10 月份的基线预测做出的主要下修国家为中国（2012 年下修 0.2 个百分点，2013 年下修 0.4 个百分点），虽然这两年其增长率预期均保持接近 8% 的水平，这是由于政策刺激措施的作用。其他新兴经济体的增长动能将弥补中国经济的放缓：2013 年拉丁美洲的增长前景略微上修，该地区的增长率将从 2012 年的 3% 增至 2013 年的 3.7%。

总而言之，预计世界经济将继续疲软复苏态势，全球 GDP 增长在介于 3.0% 和 3.5% 之间。然而，这依赖于几个关键性假设，尤其是欧洲各成员国是否会兑现其承诺。与此同时，欧洲稳定机制/欧洲央行的干预应该足以使西班牙和意大利的国债收益率回落到符合两国中期内将公共债务维持在可持续的水平。这意味着，这两个国家将保持投资级评级，并继续兑现其财政承诺（或准予在延长期达到结构性平衡要求）。最后，在这种情景下，希腊应该留在欧元区，反过来希腊需要从欧洲各成员国得到进一步的支持，无论是额外筹资或更长一段时间内的财政修复。根据我们以往的经验，很多事情还是可能会出错，但各国倾向于在关键时刻临近时找到解决方案。

2. 经济在放缓后开始企稳反弹

中国经济增长持续放缓，从第二季度的同比 7.6% 降至第三季度的同比 7.4%。尽管由于外部不利因素以及政策刺激措施的效果滞后，导致今年经济增速放缓较为显著，且持续时间比先前预计的更长，但 9 月和 10 月的经济活动指标显示增长有企稳回升的迹象。这表明经济增长动能可能已经在三季度触底反弹，官方对 2012 年全年设定的 7.5% 增长目标仍可轻易实现。未来几个季度，预计宽松政策态势延续，加之我们基线情景中外外部环境将逐步改善，我们预测中国经济增速将持续回升。

由于国内外需求疲弱，GDP 增长放缓

中国 GDP 增长持续放缓，今年第三季度降至同比 7.4%，为近 4 年来低点（图 5）。然而，按照统计局公布的数据，经济增长经季调后从二季度按季环比 2.0% 加速至第三季度的 2.2%（我们自己经季节性调整的估计显示增长动能小幅攀升，从二季度按季环比 1.7% 升至第三季度的 1.8%）。

根据官方数据推算，与去年同期相比，第三季度增长放缓主因资本形成总额贡献较前季下降，货物和服务净出口的贡献则由负转正，连同来自最终消费支出的贡献在一定程度上抵消了增速放缓的势头。

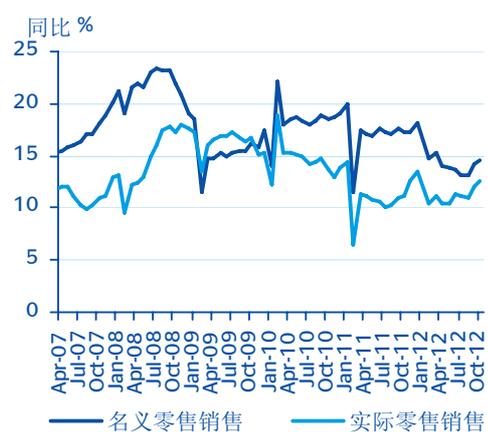
9 月和 10 月高频经济指标则提供了更多证据表明，增长动能在第三季度已经触底反弹。特别是，在铁路和其他基础设施项目的公共支出拉动下，城市固定资产投资（10 月同比增长 22.2%）所有回升；零售销售加速上升（10 月同比增长 14.5%），工业产值连续第二个月企稳（10 月同比增长 9.6%），出口增速在连续放缓后也有反弹迹象（图 7）。这些宏观指标的走势同 9 月和 10 月的官方制造业采购经理人指数（PMI）的升势相符，PMI 在十月更是重返 50 以上的扩张区间（图 8）。

图 5
GDP 增速放缓，主因内外需求疲弱



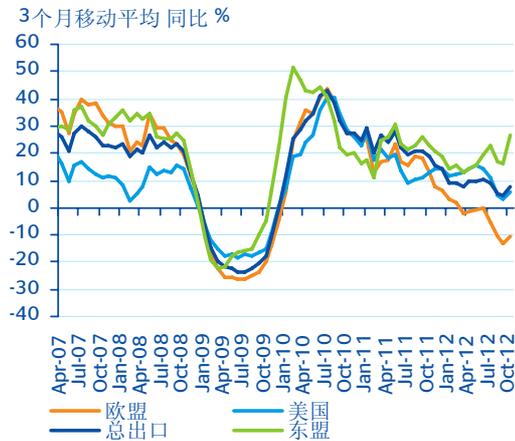
来源: CEIC 和 BBVA Research

图 6
零售销售增长回升



来源: CEIC 和 BBVA Research

图7
出口增长趋缓，尤其对欧盟出口同比下滑



来源: CEIC 和 BBVA Research

图8
官方制造业 PMI 重新站上扩张区间

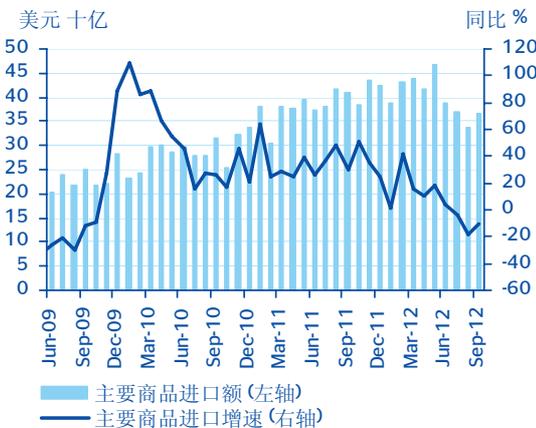


来源: CEIC 和 BBVA Research

对外贸易面临持续的外部不利因素

全球经济环境疲软持续拖累中国出口增长，从二季度同比增长 10.5% 放缓至三季度同比增长 4.5%。9 月和 10 月出口增速好于预期（10 月出口同比增长 11.6%），在此期间也促进了生产活动企稳回暖。但鉴于中国主要出口市场需求仍然较弱，近期的升势可能是暂时性的：从目的地来看，欧盟（中国最大的出口市场）并不意外的成为中国出口增速放缓的主要拖累，而来自其他新兴市场的需求（尤其是东南亚地区国家）更显韧性（图 8）。进口额增长同样有所放缓，由于国内需求疲弱、全球大宗商品价格下滑以及基数效应等综合影响之下，中国大宗商品进口额同比下降。相比之下，第三季度加工贸易进口和最终产品进口表现相对较好（图 9 和 10）。基于此，今年截止到 10 月，中国对外贸易录得大幅顺差（图 11）。然而，经常账户顺差占 GDP 比重却持续收窄，从 2007 年 10.1% 的峰值逐渐降低至 2012 年前三季度的 2.6%（图 12）。

图9
大宗商品进口随着价格下降而减少



来源: CEIC 和 BBVA Research

图10
加工贸易进口和最终产品进口有所趋缓



来源: CEIC 和 BBVA Research

图 11
进出口增长企稳



来源: CEIC 和 BBVA Research

图 12
经常账户顺差占 GDP 比重收窄



来源: CEIC 和 BBVA Research

人民币近期加速升值

人民币在第二季度的贬值趋势之后，尽管中国经济增长动能持续放缓且外部复苏前景充满不确定性，人民币兑美元汇价开始显著升值，最高达到 6.23 人民币兑 1 美元水平，相较于 7 月低位时升值幅度达到 2.4%。此波升势始于人民币兑美元即期汇价逐步向每日人民银行公布的兑美元交易中间价上下 1% 浮动区间的强侧移动，然后是每日中间价开始逐步升值（图 13 和 14）（自今年 4 月 16 日起，银行间外汇市场人民币兑美元交易浮动区间从原来的上下 0.5% 扩大至 1.0%）。即期汇价在 10 月 11 日触及浮动区间的强侧涨停位置，自那时起还曾数次触及，意味着外汇储备升势恢复。升值的因素包括美国启动第三轮量化宽松政策，经济数据企稳提振市场信心，以及中央领导层换届如期进行等都加速了资本重新流入。货币当局对于 10 月和 11 月人民币逐渐走强的中间价定价趋势也可能基于一定政治因素考量，因为当时的背景正值国际货币基金组织和世界银行的年度会议召开，美国即将来临的总统大选，且中国的货币和贸易政策成为大选辩论焦点之一（图 14）。

到 9 月末中国的外汇储备金额大体平稳，因为资本流出抵消了部分贸易顺差带来的流入。外汇储备从 6 月底的 3.24 万亿美元增长至 9 月底的 3.29 万亿美元（图 16）

图13
人民币兑美元重拾升势



来源: Bloomberg 和 BBVA Research

图14
实际和名义有效汇率也有所升值



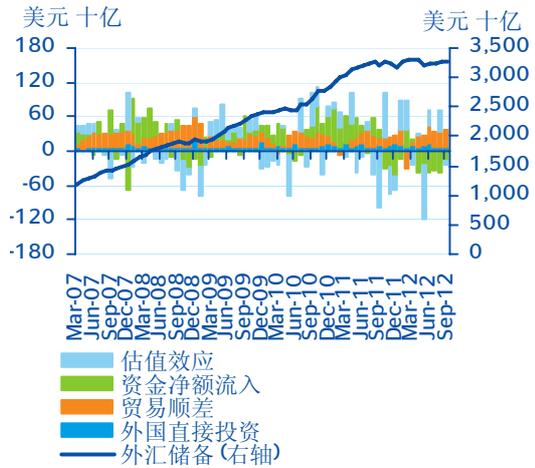
来源: BIS, CEIC 和 BBVA Research

图15
人民币兑美元远期无本金交割报价仍包含贬值预期



来源: Bloomberg 和 BBVA Research

图16
投资组合流出是外汇储备放缓的原因之一



来源: CEIC 和 BBVA Research

专题 1: 中国经济再平衡进展如何?

中国政府在其十二五规划中明确了中期政策重点之一就是调整与改变经济增长模式，从以出口和投资为导向的增长模式转向以国内消费为主要驱动的增长模式。这也就是政府将经济增长目标从十一五期间的 7.5% 下调至十二五期间(2011-2015 年) 7% 的原因之一。为实现中国经济发展的再平衡，十二五规划中提出居民可支配收入增速高于 GDP 增速（最低工资年均增长目标也提高至 13%）。

在中国共产党第十八届全国代表大会的开幕式上，胡锦涛主席提出了中国到 2020 年实现国内生产总值（GDP）和城乡居民人均收入比 2010 年翻一番的目标，这意味着 2011 年到 2020 年间中国实际 GDP 增长率至少达到 7.2% 的水平。与此同时，中国总理温家宝也宣布政府将研究制定收入分配制度改革方案，旨在改善收入不平等问题。加上其他一些措施及目标，包括财政支出调整和税收改革等，政府旨在缩小贫富差距，增加家庭收入和改善社会保障体系，这一切都说明了中国政府从内部和外部推动经济达到再平衡的决心。

实践中的经济再平衡进展如何呢？在对外方面，近年来经常账户顺差占 GDP 的比重已从 2007 年的峰值 10.1% 显著下降，到今年前三个季度已经收窄至 2.6%，虽然部分是受主要出口市场的外部需求疲软等周期性因素影响。从中期来看，预计中国的经常账户顺产会占到 GDP 的 4% 水平左右（例如根据 2012 年 5 月彼得森国际经济研究所和 2012 年 7 月国际货币基金组织所作的估计）。

在国内方面，居民最终消费支出在 GDP 所占比重自上世纪 90 年代和本世纪头十年间连续下滑之后开始有所回升，从 2010 年的 34.9% 小幅升至 2011 年的 35.4%。这是令人鼓舞的，尽管目前政府以投资为导向的财政措施以应对全球经济衰退其结果可能会令国内经济增长暂时偏离再平衡的轨道。我们预计居民最终消费支出占 GDP 的比重到 2015 年将会进一步攀升至 35.9%。工资总额（不包括乡镇企业和私营企业）也可以作为衡量家庭购买力的参考标准之一，其实际年增长率自 2008 年以来超过实际 GDP 的增速（图 18）。在完善社会保障体系方面也取得了进展，例如于 2012 年 10 月开始的全面覆盖的新型农村社会养老保险制度和城镇居民社会养老保险制度。虽然还有很长的路要走，

这些措施有助于降低家庭的预防性储蓄，从而促进居民消费并对经济再平衡做出贡献。

图 17
居民最终消费占 GDP 比重在 2011 年有所回升



来源: 统计局, CEIC 和 BBVA Research;

图 18
工资总额实际增速超过实际 GDP 增速



来源: CEIC 和 BBVA Research

政策仍然宽松导向，但实施的步伐较为温和

虽然政策已经转向支持稳增长，以应对疲弱的全球环境和令人失望的经济活动指标，但此次实施宽松政策的步伐较先前预期更为温和。货币政策方面，人民银行在连续降息，同时于 2011 年 12 月至 2012 年 5 月期间下调存款准备金率 150 个基点之后（图 20 和 21），七月至今按兵不动。财政政策方面，政府加大了公共基础设施建设投资，尽管大多数项目开支仍在现有财政预算范围之内。然而，央行还动用了其他一些更加微妙的宽松政策，包括通过更加积极利用公开市场操作注入流动性资金（图 22 和 23），以及各种形式放宽监管，以支持国有企业和地方政府的融资需求。除了允许银行于 6 月份扩大向信誉良好的地方政府融资平台（LGFV）发放新贷款之外，当局还进一步放宽限制，允许一些地方政府发行债券，并且对地方政府从非银行金融机构（影子银行）（如信托公司等）的筹资实施更多宽松政策。

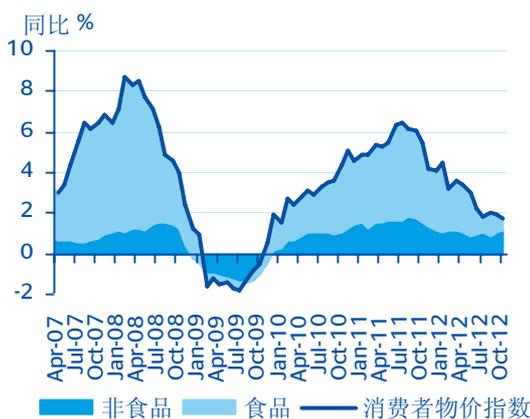
目前为止对于政府没有进一步实施更有力的宽松政策的原因可能有如下几点：(i) 对进一步放宽可能助长房地产价格泡沫的担忧；(ii) 国内对于 2008-09 年度大规模刺激政策所引发的关于政策刺激过度以及其引发的国内金融体系脆弱性等问题等争议的商榷；(iii) 本轮经济放缓并未造成严重的裁员潮，尤其是鉴于目前仍然稳定的劳动力市场以及逐步企稳回升的经济活动指标；(iv) 领导层换届一度出现的紧张气氛。我们预计在换届活动顺利完成之后，若外部环境继续疲弱，或国内经济活动指标复苏迹象戛然而止，新一届政府会转向更加扩张性的政策态势。

信贷规模回升，通胀仍然温和

由于食品价格缓和，10 月消费者物价指数（CPI）同比降至 33 个月的低点 1.7%（图 19）。工业生产者出厂价格通缩持续（10 月同比下降 2.8%），但似乎近来有企稳迹象。

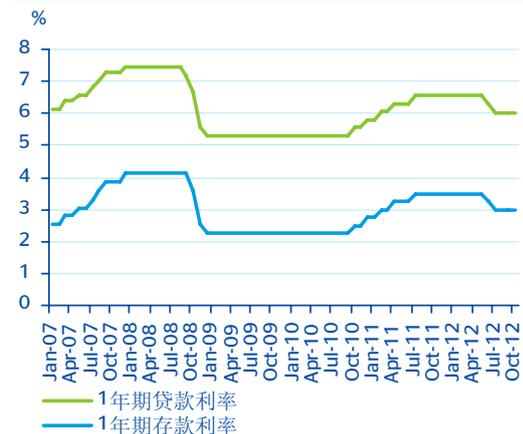
去年国内股市表现不佳，在经济增长复苏和企业利润回升的背景下，股市有望逐步拨云见日（图 24）。

图 19
通胀持续回落



来源: CEIC 和 BBVA Research

图 20
人民银行在 6 月和 7 月连续降息



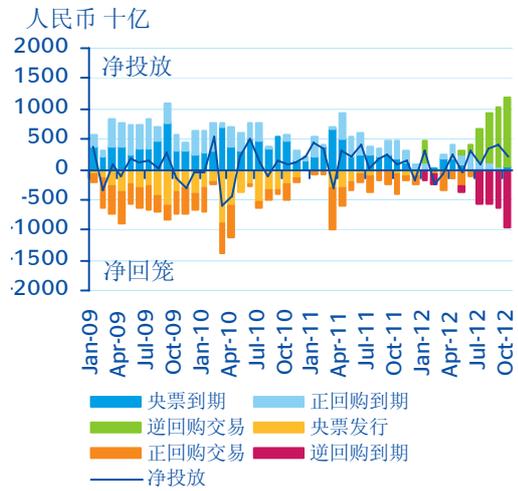
来源: Wind 和 BBVA Research

图 21
自去年 11 月以来，央行三次下调存款准备金率



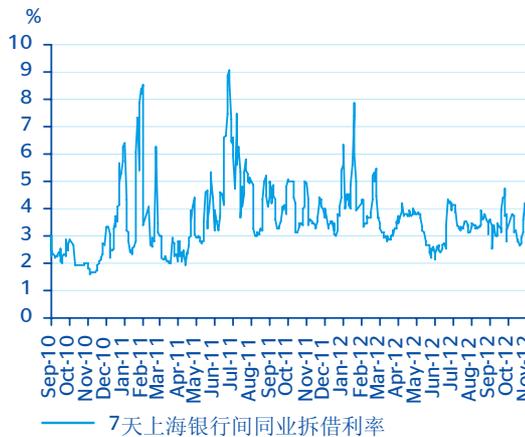
来源: Wind 和 BBVA Research

图 22
央行自 5 月以来通过逆回购注入流动性资金



来源: CEIC 和 BBVA Research

图 23
银行间同业拆借利率维持低位



来源: Wind 和 BBVA Research

图 24
股市依旧表现不佳（2010 年 1 月 = 100）



来源: Bloomberg 和 BBVA Research

与此同时，银行新增信贷和 M2 增速相对平稳（图 25）。然而，中长期贷款比重有所上升（图 26），信贷资金流向公共基础设施建设项目和企业投资。总体来看，截止到今年前 10 个月央行累计新增贷款总额为 7.2 万亿元人民币，大致符合全年 8.0 至 8.5 万亿元人民币的非正式目标。更重要的是，“社会融资总量”（TSF），作为能够更全面衡量银行和非银行金融机构融资的指标，在同一时期加速增长（图 27）。其中非银行金融机构信托贷款和企业债券融资规模上升。

财政支出适度加大

正如我们在先前的 *经济展望* 中所指出的那样，今年 3 月召开的第十一届全国人民代表大会第五次会议上所宣布的 2012 年赤字目标约占 GDP 的 2% 左右（包括了约 0.5% 的从上年中央预算稳定调节基金调入的支出），相较 2011 年赤字占 GDP 比重 1.3% 有所上升。除了先前宣布的预算目标内措施以外，当局开始实施一系列财政政策支持经济增长。这些措施依赖政府主导的基础设施建设支出（图 28），在某种程度上来说同后雷曼时期推出的经济刺激计划有相似之处，但从规模上看仍要小得多。第三季度一些地方政府宣布了新一轮大规模刺激计划，尽管许多细节问题如实施时间和融资方式都尚未披露或确定（表 1）。铁路和城市轨道交通等成为此次地方政府投资计划的重要组成部分。

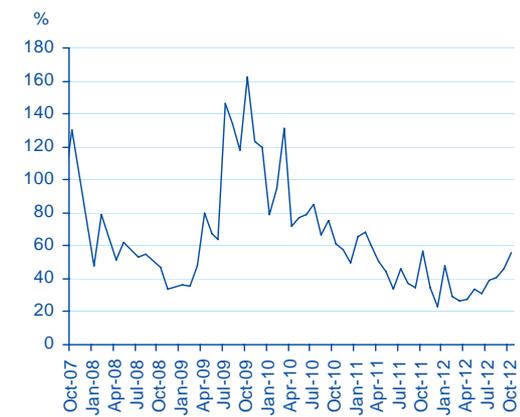
除了基础设施建设投资以外，政府还出台了一些财税措施包括对购买汽车和耐用消费品包括节能家电等消费者提供补贴。税制改革也在进行当中，包括营业税改征增值税的试点计划，以降低对交通运输业和其他现代化服务业的企业（尤其是中小企业）征收的双重税负（自 2012 年年初以来在上海开展试点工作，后来扩展到其他 11 个省、市等主要城市）。政府还在加快保障性住房项目的开支。

图 25
信贷和 M2 增长保持平稳



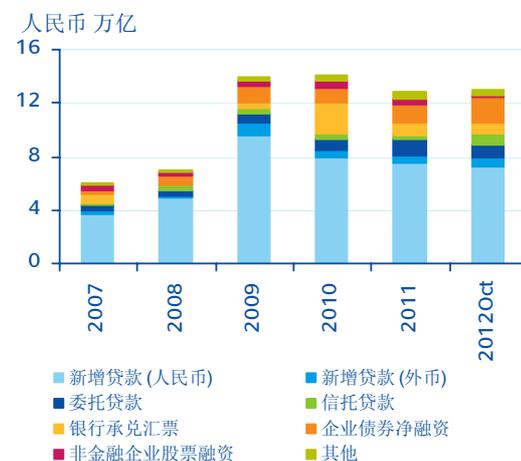
来源: CEIC 和 BBVA Research

图 26
新公共基建项目或将推升中长期贷款份额



来源: CEIC 和 BBVA Research

图 27
信托贷款和公司债券推动社会融资总量攀升



来源: CEIC 和 BBVA Research

图 28
基础设施建设的固定资产投资增长加速反弹



来源: CEIC 和 BBVA Research

表1
地方政府刺激措施提议

地方政府		宣布日期	规模 (人民币)	期限	细节
宁波	城市	2012 年 7 月			减税和加速重大/战略性新兴产业
南京	城市	2012 年 7 月			房地产、汽车、旅游和其他行业消费刺激措施
长沙	城市	2012 年 7 月	8292 亿		基础设施、工业发展和其他重大推介项目
贵州	省	2012 年 7 月	30,000 亿	10 年	基础设施、生态旅游和其他行业
广东	省	2012 年 7 月	2350 亿		机场, 地铁等重大基础设施项目
广州	城市	2012 年 8 月	10,000 亿		与海洋相关的第二、第三产业主要项目
		2012 年 8 月	2000 亿		基础设施和其他行业
福建	省	2012 年 8 月	14,000 亿	十二五规划	企业技术改造专项行动计划
湖北	省	2012 年 8 月	3000 亿	十二五规划	沿江基础设施项目, 跨江大桥
重庆	城市	2012 年 8 月	15,000 亿	3 年	七大工业产业, 电子信息, 汽车, 先进装备制造业等产业集群
山西	省	2012 年 8 月			第二、第三产业投资项目
天津	城市	2012 年 8 月	15,000 亿	4 年	10 个第二、第三产业主要项目产业链, 石化, 新能源汽车, 绿色能源产业链等
浙江	省	2012 年 8 月	12,000 亿	十二五规划	海洋经济发展建设重点项目
四川	省	2012 年 9 月	36,700 亿	2 年	交通基础设施、能源和现代服务业重大投资项目

来源: 媒体报道 和 BBVA Research

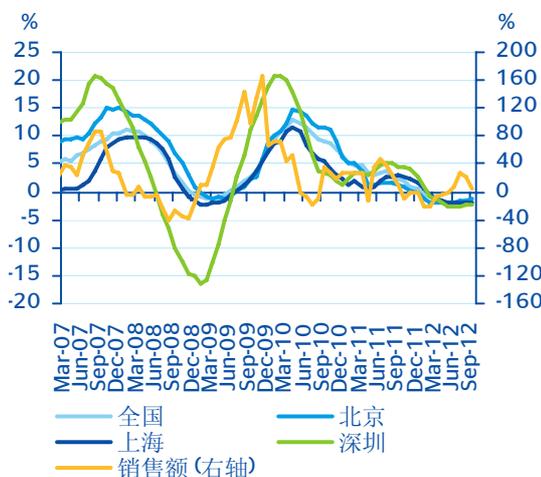
金融市场化改革逐步推进

金融市场化改革正在稳步推进。迄今为止最重要的政策变动是央行在 6 月和 7 月将金融机构存款利率浮动区间上限调整为基准利率的 1.1 倍，贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的 0.7 倍，以此提高价格杠杆的灵活性，此外今年还实施了一些额外措施。（银行通常利用扩大的浮动区间来提高存款利率，但较少充分使用贷款利率的下浮空间放贷，因为央行早年已经取消了贷款利率浮动上限）今年 9 月人民银行发布了《金融业发展和改革“十二五”规划》作为对《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》的跟进。尽管缺少明确的执行细节和时间表，但该规划重申了取消利率管制、开放资本账户、鼓励金融创新及加强金融监管框架等目标。规划还制定了十二五期间金融服务业增加值占 GDP 比重从过去十年的 4.4% 增加到 2015 年的 5.0% 左右，同时明确了由债券和股票发行组成的“直接融资”占社会融资总量的比重从目前的 11% 增加到 2015 年末的 15%。

房地产价格正在企稳...

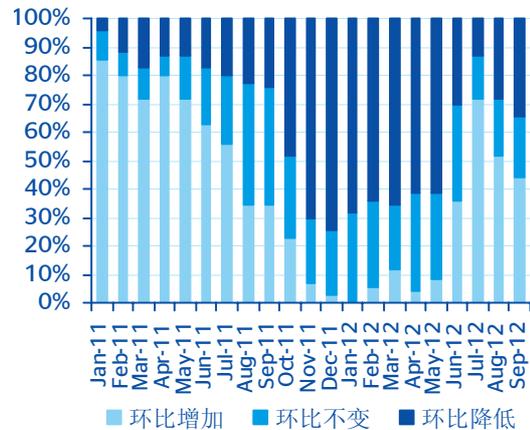
虽然政府对房地产行业的调控措施仍然未有放松，自第二季度以来商品住宅价格有企稳趋势。基于国家统计局的 70 个大中城市住宅价格官方数据，我们估计，总体住宅价格在经历 2011 年 7 月至 2012 年 5 月期间累计下降 1.8% 以后，截至 2012 年 9 月为止平均反弹了约 0.3%（图 29）。第三季度房价环比上升的城市数量多于第二季度（图 30）。数据还显示在上半年同比下滑之后，第三季度房屋销量强劲回升。然而，政府坚持实施调控政策不放松，以防止资产泡沫和保证居民住房负担能力，最近房价回升步伐稍稍放缓。总的来说，住房价格的适度上升有助于促进整体经济增长的反弹势头。

图 29
房地产市场量价企稳



来源: 统计局, CEIC 和 BBVA Research

图 30
录得环比房价下降的城市变少



来源: 统计局 和 BBVA Research

3. 增长的适度回升态势

在第三季度触底反弹之后，中国经济的增长动能有望在今年剩下的时间会有适度回升，而且会持续到 2013 年。正如前文中所述，从最近的活动指标中已经可以看出端倪，在国内持续的宽松政策态势和对全球经济逐步复苏的基线设想之下，我们预计未来几个季度经济增速会持续回升。然而，鉴于第三季度 GDP 增长弱于早前预期且外部需求目前仍较疲弱，我们对 2012-13 年的增长预测做了适度小修，分别从先前的 7.8% 和 8.3% 下调至 7.6% 和 7.9% 的水平（表 2）。鉴于全球复苏前景的不确定性，2013 年增长面临下行风险，尽管政府采取进一步货币和财政宽松政策可以起到一定的缓冲作用。我们同时也下调了对中国经济中期增长前景的预测，平均下调幅度约 0.5 个百分点，主因由于投资增长放缓对潜在 GDP 增长率的影响（详见下文）。

增长放缓已经触底反弹

我们预计的增长势头企稳回升似乎正在发生。先前的货币宽松政策、对基础设施建设投资的增加以及消费者支出所展现的韧性都促进了增长动能。基于对第四季度经济同比增长 7.6% 的预测，我们对 2012 年全年的增长率预计为 7.6%（图 31）。刚刚公布的 10 月份经济活动指标继续向好，对四季度增长预测构成一定上行风险。虽然目前以投资为主导的政策组合可能会使经济增长暂时偏离长期的再平衡轨道，我们预计最终消费支出仍然是上升的趋势，并将促进经济转向以国内消费为主要驱动的增长模式（图 32），尽管这一再平衡的过程可能是渐进的。

通胀仍将较为温和

随着近期增长动能的放缓和大宗商品价格下跌，通胀走势也较为温和。展望未来，我们预计年底通胀将回升至 2.6% 的水平，而在 2013 年由于基数效应和经济增长所带动的价格压力适度上行，我们预计通胀将达到 3.8% 的水平。即便如此，通胀率仍然维持在货币当局 4% 的舒适目标范围内，同时也为在必要时推出额外的货币宽松政策稳增长提供了空间。

表 2
基线情景

	2009	2010	2011	2012(预测)	2013(预测)
GDP(年同比%)	9.2	10.4	9.3	7.6	7.9
通胀(平均%)	-0.7	3.3	5.4	2.7	3.3
财政平衡(占 GDP%)	-2.8	-1.7	-1.3	-2.0	-1.8
经常帐户(占 GDP%)	5.2	4.0	2.8	2.5	2.8
政策利率(%，期末)	5.31	5.81	6.56	5.75	5.75
汇率(人民币/美元，期末)	6.83	6.62	6.30	6.32	6.13

来源: BBVA Research

领导层换届完成之后预计政策支持会持续

鉴于近期月度经济指标表现强劲，且通胀前景较为温和，虽然暂时来看进一步货币宽松政策推出的可能性有所减弱，我们的宏观基线情景仍然预计未来货币政策态势的适度放宽和以稳增长为目标的支持性财政政策的执行。具体包括在未来两个季度内存款准备金率进一步下调 100 个基点，以及基准利率再次下调 25 个基点，尤其当外部环境持续疲弱的情况下。

财政政策态势将继续支持稳增长，在未来数周和数月内的领导层换届过渡顺利完成之后，可能会实施进一步的财政措施（专题 2）。事实上，今年实际上占 GDP 比重 2.0% 的赤字目标（不包括从上一年财政支出中结转至今年的部分）可能会被超过，这也取决于中央和地方政府之间财政资金的最终分配。然而，由于地方政府债务规模的增长、监管部门对银行资产负债表质量的担忧以及政府避免刺激措施副作用（如房地产泡沫）的努力，这些都将进一步限制此次财政刺激政策的力度显著低于 2008-09 年的规模。

2013 年人民币升势继续

尽管近期人民币兑美元急升，鉴于欧元走势疲软和相关政治层面压力的淡化（尤其是美国总统选举周期的结束和美国财政部半年度货币报告的发布之后），我们预计在年尾人民币兑美元汇率会略有下降。因此，我们目前维持 2012 年末 6.32 元人民币兑 1 美元的预测，尽管面临一定的上行（升值）风险。鉴于中国对外经常账户顺差的规模，尽管在持续收窄，我们预计 2013 年人民币将重拾其 2-3% 的温和升值趋势，并在 2013 年末达到 6.13 元人民币兑 1 美元的水平上下。

抵御全球风险的政策支持空间

如果全球经济出现下行风险，中国的增长动能也会受到影响，主要是通过贸易渠道的外需疲弱，以及风险厌恶情绪加剧对融资渠道产生的影响（中国资本账户的相对封闭限制了国际资本流动带来的外部冲击影响）。如上所述，我们相信政府有足够的政策空间，将 2013 年经济增长速维持在 7% 或以上，顺利完成十二五规划中的既定目标。

图 31
中国 GDP 增长预测



来源: 统计局, CEIC 和 BBVA Research 预测

图 32
中期经济增长再平衡



来源: 统计局, CEIC 和 BBVA Research 预测

中国的长期潜在增长率下修

我们对中国长期潜在增长率的预测作了适度下修（2011 至 2020 年 8.3%）：主要体现了外需疲弱的直接影响，2008 至 09 年全球金融危机和欧洲主权债务危机的影响，中国经济再平衡过程中增长动能朝着最终消费驱动转变，同时也意味着投资相关增长或将低于原先预期。这将会对资本存量增长产生影响，导致 2011 至 2020 年期间潜在增长率平均降低 0.5 个百分点，放缓至 7.8% 的水平，到 2020 年达到 7.0%。如前所述，相比上一个十年的平均 9.2% 增速，未来中国潜在增长率的下降主要是由于全要素生产率增长和劳动力供给增长的放缓。

专题 2：中国十年一次的领导层交接

中国共产党第十八次全国代表大会于 11 月 8 日在北京召开。大会定于 11 月 14 日闭幕，届时将选举出新一届中共中央政治局常委，即党和国家的权力核心。在撰写本文时，分析人士评估了政治局常委由此前的 9 人减少至 7 人所产生的影响，这将令决策权更集中在当选的领导人身上。除了党内的高层职务外，中共中央政治局常务委员会委员还将担任其他一些重要职位，包括中国国家主席、总理和全国人民代表大会常务委员会委员长。这些党外职位的正式任命将于明年 3 月完成。

关于新一届政治局常委的组成，在撰写本文的时候，两位现任常委，习近平和李克强将会继续留任，预计其余常委委员将会离任，包括国家主席胡锦涛和总理温家宝。习近平和李克强分别被看好将在明年 3 月分别接任国家主席和总理的职位。

在过去的几个月里，领导层过渡出现了一些噪音使得换届过程比预计的更加波折。各方博弈进入白热化，以及后来被媒体广泛报道的薄熙来下台丑闻，薄熙来曾任重庆市委书记，被广泛认为有很大的机会进入常务委员会。

在撰写本文的时候，投资者关注许多的问题，包括胡锦涛主席是否会卸任军委主席一职。如果选择再坚持留任，市场会猜测新一届领导人可能无法在关键政治和经济领域改革方面有所突破。

在大会开幕致辞中，胡锦涛主席提出了雄心勃勃且可实现的经济增长和居民收入目标。他还暗示继续推进政治体制改革，包括增强司法系统独立性、保证人民享有广泛的民主和自由，坚定不移的反对腐败。这些改革的实施可能依赖于新领导人的权力集中程度，以及改革派对常务委员会内的“保守派”所能施加影响的程度。虽然习近平和李克强被广泛认为有改革派的思想，相关制度决定他们无法选择常务委员会中的其他成员。

中国新领导人需要解决经济和政治方面的挑战。他们需要继续推进以国内需求为驱动的经济增长再平衡，尤其是居民终端消费，并积极维持经济增长的可持续发展。新一届政府还需应对和遏制日益扩大的贫富差距，并着力减少腐败现象。最后，新一届政府需要在国际秩序中扮演与中国经济快速增长和经济力量崛起所相称的角色并发挥着不可或缺的作用。

4. 下行风险犹存

正如在第一节中所述，随着央行采取的政策行动以及最近国内经济增长动能的企稳回升，进一步放缓的可能性已经有所减弱，但下行风险犹存。主因外部环境依然不明朗，且近期政策引导下的其好转的势头能否自我持续尚未可知。

国内金融体系脆弱性等问题已经有所缓和，但随着刺激措施的实施相关风险还可能再次上升。一方面，由于量价持续企稳，房地产市场崩溃的风险已经进一步减弱。另一方面，由于政府通过基础设施建设投资支持经济增长，去年受到有效遏制的地方政府债务水平正再次扩大。此外，鉴于监管机构对地方政府融资平台（LGFV）从银行贷款方面仍有许多限制，不少地方政府似乎更依赖影子银行系统来满足其资金需求。然而，鉴于总体规模有限，目前这些脆弱性的相关风险依旧是可控的。

在政治方面，由于中央政治局常务委员会新一届委员很快会选举产生，领导层过渡的风险也在降低。到 2013 年 3 月，新一届国家主席和国务院总理将走马上任，接替现任国家主席胡锦涛和总理温家宝。政治上出现不稳定或领导层变更导致短期内政策方向发生重大变化的可能性都非常有限。然而，中国经济和政治体制改革的步伐是否会加快或受阻，还有待观察。

最后，不断上升的地缘政治紧张局势所构成的风险正在加剧。中国与其邻国（尤其是日本）在中国东海和中国南海的领土争端已经愈演愈烈，且正对两大经济体之间的双边贸易和投资产生显著负面影响。除了破坏区域内的投资者情绪以外，这些争端或将引发区域内军事竞备的升级，这也可能会使得原本用于扩大生产增加投资等方面的财政支出发生转移。

5. 附表

表 3
宏观经济预测

	2009	2010	2011	2012 (预测)	2013 (预测)
GDP (% 同比)	9.2	10.4	9.3	7.6	7.9
通胀 (平均, %)	-0.7	3.3	5.4	2.7	3.3
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	5.75
汇率 (人民币/美元, 期终)	6.83	6.62	6.30	6.32	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 (预测)	2013 (预测)
美国	-3.1	2.4	1.8	2.1	1.8
欧盟	-4.4	1.9	1.5	-0.5	0.3
亚太	4.2	8.1	5.8	5.2	5.5
中国	9.2	10.4	9.3	7.6	7.9
世界	-0.6	5.1	3.9	3.2	3.5

来源: BBVA Research

表 5
通胀 (平均)

(增长率年度同比)	2009	2010	2011	2012 (预测)	2013 (预测)
美国	-0.4	1.6	3.1	2.0	2.1
欧盟	0.3	1.6	2.7	2.5	1.8
亚太	0.3	3.6	4.8	3.3	3.4
中国	-0.7	3.3	5.4	2.7	3.3
世界	2.2	3.0	5.1	4.2	4.0

来源: BBVA Research

表 6
外汇汇率(期末)

		2009	2010	2011	2012 (预测)	2013 (预测)
欧盟	美元/欧元	1.43	1.34	1.30	1.28	1.30
中国	人民币/美元	6.83	6.62	6.30	6.32	6.13

来源: BBVA Research

表 7
政策利率 (期末)

	2009	2010	2011	2012 (预测)	2013 (预测)
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	5.75

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.

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