

经济展望

中国

2013 年第一季度
经济分析

- 由于欧洲尾部风险减少、美国避免了“财政悬崖”以及新兴经济体的增长富有韧性，**全球经济前景正在改善**。我们预计全球增长率将从2012年的3.2%上升到2013年的3.6%。
- **截止到2012年第三季度，在增长放缓超过预期之后，中国经济增长开始复苏**。第四季度增长率同比达到7.9%，使全年增长率达到7.8%，从而避免了硬着陆。我们略微对先前的预测做了上修，预计2013年增长率将会达到8.0%。
- **中国新领导班子在三月正式上任之后预计将在2013年继续维持目前宏观政策的延续性**。然而，由于通胀和金融体系脆弱性的风险不断上升，我们预计在这一年整体宏观政策的审慎性将会加强，进一步降息的可能性不大。
- **2013年人民币或将继续温和升值**。增长稳步复苏，国际收支状况改善且仍保持顺差，预计资本流入将会有所增加。我们预计当局将会允许人民币对美元进一步适度升值，到2013年年底有望达到6.10元/美元水平。

目录

概述..... 3

1. 全球展望：情绪改善，尾部风险降低 4

2. 由于增长企稳复苏，中国经济避免了“硬着陆” 7

 框1. 2012年中国经济放缓是周期性还是结构性的？ 13

3. 经济前景更加光明 18

 框2. 资本账户开放的最新措施..... 21

4. 风险更加均衡 22

5. 表格..... 23

出版日期：2013 年 2 月 20 日

概述

在 2012 年增长放缓，且下滑程度及持久性均超过预期之后，中国经济出现复苏迹象。由于采取了政策刺激措施、房地产行业回暖以及出口企稳，中国经济增速在第三季度降至同比 7.4% 之后触底反弹，并在第四季度回升至同比 7.9%。全年增长率达到 7.8%，虽然低于 2012 年的增速（9.3%），但仍高于政府此前设定的 7.5% 增长目标。

最近的经济活动指标表明，2013 年回升势头在继续上升。特别是，工业生产和采购经理人指数均有反弹。在需求方面，自 7 月份以来，零售销售增长稳步上升，这与私人消费的回升以及消费占 GDP 比重进一步上升的趋势相符。外部需求和出口也已趋于稳定。

因此，我们对 2013 年的增长预测做了小幅上修，将其调至 **8.0%**。此番修正的幅度较小（与我们在先前的[经济展望](#)中所预计的 7.9% 相比），主因我们预计随着政策刺激措施在下半年逐步退出，今年下半年增长势头或将趋缓。受益于减税和家庭收入增长的支持。居民消费需求将继续支持经济增长。投资增长或将有所下滑，但在保障性住房和基础设施建设方面政府公共开支的支持下，总需求仍将得到支持。

通胀压力正在回升，但仍处于政府的舒适水平之内。去年 10 月通胀降至同比 1.7% 的最低点后反弹，由于内需走强、食品价格上涨以及基数效应，12 月通胀攀升至同比 2.5%（随后由于中国农历新年的基数效应影响 1 月份又回落至 2.0%）。2012 年年底的数据低于先前预期，且在政府 4.0% 的目标范围以内。由于经济增长回升，我们预计 2013 年通胀将逐步攀升，到 2013 年年底达到 3.8%。

我们预计新领导班子在三月份正式上任之后将继续维持宏观政策的延续性。新选定的领导班子将在 2013 年继续实施“稳健货币政策和积极财政政策”支持经济增长。基于最近的声明和新闻报道，我们预计 2013 年官方增长目标会维持在 7.5%，通胀目标则会从去年的 4.0% 下调至 3.5%。从长远来看，新领导班子可能更多的强调经济增长的质量和效益，保持经济改革的步伐，以提高生产力、改善社会福利并促进经济再平衡。

然而，由于通胀压力和金融体系脆弱性的风险逐渐上升，我们预计在未来一年整体宏观政策应用的审慎性将会加强。特别是，我们预计央行不会再度降息，而存款准备金率（RRR）的进一步调整将取决于国内流动性状况。银行信贷增长的步伐应与 2012 年保持同等水平。在财政方面，我们预计中央政府将会于 3 月份宣布支持性的预算案，赤字目标或将定在 GDP 的 2% 左右。

人民币小幅升值步伐很可能在 2013 年继续。由于国际收支状况改善且仍保持顺差，预计外部需求和资本流入都将会有所增加，我们预计当局将会允许人民币对美元进一步适度升值，到 2013 年年底达到 6.10 元/美元的水平，即在目前水平上升值 2% 左右。当然，升值前景面临一定风险，尤其是鉴于最近日元的贬值。也有可能的是，今年货币政策的灵活性将会进一步加强。

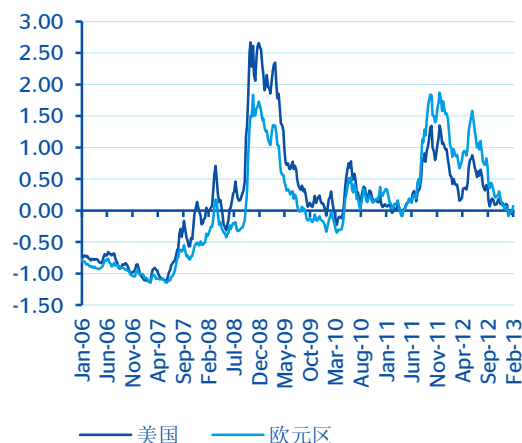
随着经济增长复苏和全球环境的逐步改善，中国经济前景所面临的风险相较前几个季度更加均衡。虽然由于全球前景的不确定性以及国内金融体系的脆弱性风险上升，使得下行风险犹存，当然也不排除国内和全球经济增长复苏有好于预期的惊喜。

1. 情绪改善，尾部风险降低

我们在了解中国情况之前，先回顾一下[全球展望](#)。如果读者愿意，可翻到第 7 页直接查看有关中国经济的章节。

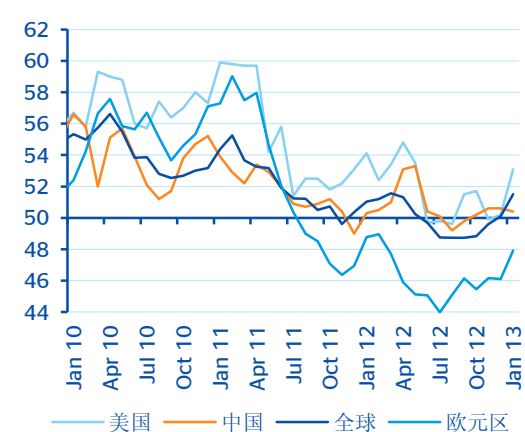
在过去的三个月里，对全球经济前景构成的许多威胁均已逐渐消失，引发了新一轮的乐观情绪。金融紧张局势降低至两年低点（图 1），尤其是在欧洲，几乎所有的资产类别均从中受益。这也促进了各地区间消费者和企业信心的提升（图 2）。然而，在经济活动方面尚未发生任何显著变化。根据我们的估计，2012 年全球 GDP 增长了 3.2%，低于 2011 年的 3.9%。最近的数据表明，全球 GDP 可能加速增长，尽管是从低水平增长。

图 1
BBVA 金融压力指数



来源：BBVA 研究部

图 2
信心指数（PMI）



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

政策执行的进展是信心提高的根据

中国已经避免了硬着陆。自 2012 年第三季度以来，GDP 增加快快。在刺激政策之外，投资在 GDP 回升方面占很大比重。此外，由于有亚洲国家和美国的需求，已经出现了改善的初步迹象，然而向欧洲和日本的出口仍然落面。此外，政权移交进展顺利。然而，对中国增长可持续性仍然存在一些担忧。地方债务和影子银行贷款的步伐很可能是对增长构成的最大金融威胁。即使在短期内，这些威胁也可能是对新刺激措施实施的一个约束。

中国经济的回升是全球经济恢复的重要要素。通过提高的商品价格，其他出口导向型经济体从中受益，其中包括拉丁美洲的经济体。

美国并没有从悬崖上掉落。尽管 2012 年第四季度 GDP 下降（按年度计算下降 0.1%），但基本情景更加明朗。在过去几个季度中，消费增长保持相当稳定，平均仅略低于危机前的增长水平。同时，房地产行业发展加快。

在岁末年初之际达成的财政协议受到市场的欢迎。它可以避免对经济有较大的拖累，并有助于提高美国公共债务的可持续性。然而，该协议并没有涉及到不确定性的两个潜在来源。首先，削减开支仍计划于三月初开始。如果付诸实施，将会对经济产生额外的拖累，其幅度占 GDP 的 0.8% 左右。第二，并没有关于债务上限的永久性协议，虽然后面的协议中把这个债务上限问题延迟到 5 月中旬。因此，在未来几周内，将会举行更多的谈判以避免经济急剧收缩，同时促进财政可持续性。然而，如果政策制定者继续互相推脱，未能达成两党妥协，实质性的进展是不可能实现的。

欧洲尽了自己的一份力量。关于希腊的协议表明，欧洲致力于维持其欧元区成员资格。此外，自 12 月欧盟峰会以来，银行业联盟取得了进展。该进程似乎对打破政府和银行金融部门之间的恶性循环是一个关键性的环节，而且对遏制困扰欧洲周边一些国家的资本外流潮也同样重要。在 12 月欧盟峰会上达成的协议并不像起初所想的那样雄心勃勃，但仍是相当积极的，因为它们对实施单一的监督机制以及对采取单一解决机制的初步措施包含有明确的日程表。

最后，欧洲央行的 OMT 计划作为实际支撑似乎有持久的影响，其可以防止金融紧张局势不断升级这种情况可能会持续下去，因为核心和周边国家的政府缺乏实施这一进程的激励措施。鉴于西班牙的债券收益率为 5 - 5.5%，意大利的债券收益率为 4 - 4.5%，主权国家金融形势并不恶劣，尤其是考虑到从掌控的政治家观点来看摆脱困境的政治代价。

软复苏仍然是我们的基准情景

尽管尾部风险降低，经济基本面的改善难以实现。因此，软复苏仍然是全球展望中最有可能的情景。即使美国已经避免了从悬崖上掉落，美国的政治家们仍然需要对包括隔离和债务上限在内的关键问题达成一致意见。2013 年财政政策将会更加紧缩，从而挤压家庭收入。房地产行业可能正在复苏，但去杠杆化进程仍在进行之中，对外部门离完全复苏遥远。因此，我们维持对美国经济的展望，虽然有潜在的惊喜。我们预计 2013 年美国经济增长率为 1.8%（低于 2012 年的 2.2%），2014 年增长率为 2.3%。

在欧元区，尾部风险可能已经消失了，但外围地区仍然陷入衰退之中，后者受到财政整顿和资金条件的拖累。某些经济体仍然面临去杠杆化和财政紧缩。然而，2013 年开始时德国和其他核心国家的领先指标指向更好的前景。因此，我们大致维持我们对欧元区的预测，即 2013 年仅回升 0.3%（在 2012 年萎缩 0.5%之后），2014 年增长 1.3%。

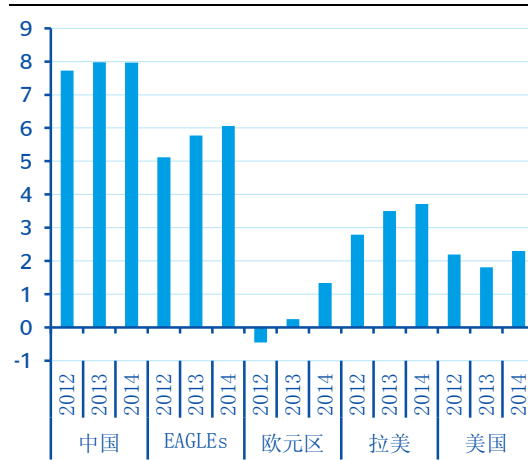
中国的展望在短期内更加清晰。我们把预测略微向上做了修正，即 2013 年和 2014 年中国的增长率可能达到 8%。中国经济的稳健性以及美国经济的应变能力对于支持大多数新兴国家的需求将会起到一定的作用。将拉丁美洲作为一个整体，我们对先前的预测略微下调，这主要是由于巴西和阿根廷境况较弱。2013 年拉丁美洲经济体增长率将会达到 3.5%，而 2014 年将会达到 3.7%，接近其增长潜力。反过来看，亚洲新兴经济体将会表现出更加强劲的增长，加快其增长步伐，2013 年增长率达到 6.6%，高于 2012 年的 6.1%。（详情请参阅[亚洲经济展望](#)）

图 3
世界 GDP 增长率



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图 4
GDP 增长率 (%)



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

围绕全球展望的不确定性仍然很高，倾斜于下行，但三年来第一次也存在潜在的上行惊喜。欧元区构成最大的风险，由于不同原因，金融紧张局面可能会反复。欧洲外围国家可能无法达成其当前的财政目标。如果各政府的反应是更加紧缩，衰退可能会加剧。然而，这种风险不大，因为欧盟委员会已经明确表示，如果由于周期性因素未能达到目标，不会强制对这些国家做进一步的调整。同时，此类事件可能会扰乱市场并触发救助请求。在这方面，虽然欧洲央行似乎已经准备好介入，核心与周边国家之间的任何潜在争辩均可能成为不稳定性的一种来源。其他因素也可以发挥一定的作用，比如银行对塞浦路斯的救助（然而仍有待确定下来），或政治事件，比如意大利的选举。如果一个或多个这些触发因素起作用而使金融紧张局势加剧，2013 年欧元区会继续经济衰退。

另外一个重大风险源来源于美国就如何处理财政赤字存在的政治分歧。根据我们的估计，如果这两种风险成为现实，世界经济增长率将低于基准情景近一个百分点，远低于其历史平均水平。充分执行欧元区治理协议以及美国财政问题的进一步协定对于持续性的全球经济复苏是必要条件。

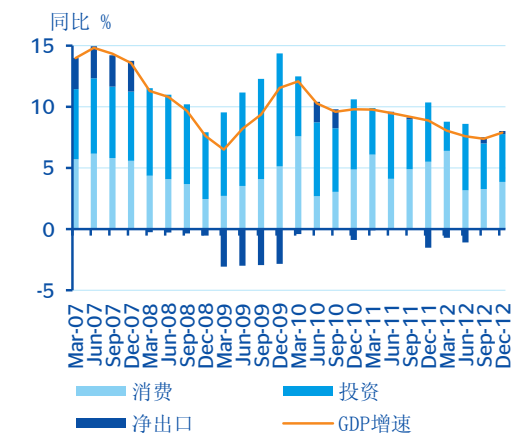
2. 由于增长企稳复苏，中国经济避免了“硬着陆”

在 2012 年大部分时间内中国经济增长放缓的幅度和时间均大于先前的预期，引发市场对于“硬着陆”的持续忧虑，在政策刺激措施、房地产行业回暖以及出口企稳的影响之下，中国经济开始复苏。虽然 2012 年全年增速 7.8% 是自 1999 年以来最低的（但仍高于 2012 年 7.5% 的官方增长目标），在 2012 年中期降息和政府加大公共开支的作用下，第四季度经济有显著的反弹势头。由于消费持续向好和外部需求逐步改善，今年上半年政策驱动下的增长步伐将逐渐转向下半年更加可持续性（尽管增速可能有所趋缓）的增长轨迹，我们预计 2013 年 GDP 增长率将会攀升至 8.0% 左右。重要的是，将于 3 月份正式上任的新领导班子将在支持性政策的实施和经济改革等方面保持政策的延续性。

在支持性政策和出口企稳的影响下经济开始复苏

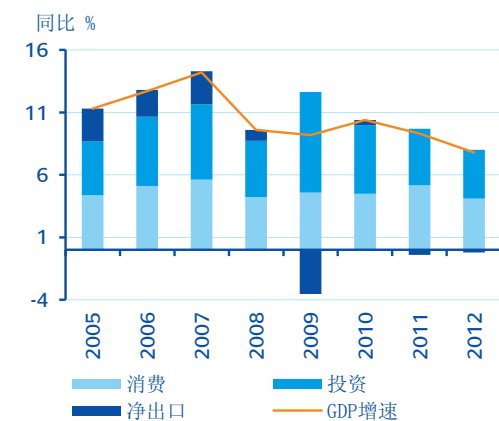
在第三季度 GDP 增长降至 7.4% 的低点后，第四季度反弹至按年同比 7.9%，使全年增长率达到 7.8%（图 5 和 6）。经季节调整后，官方公布的季度环比增长从第三季度的 2.1%（年化增长率 8.7%）实际放缓至 2.0%（年化增长率 8.2%）。然而，鉴于原始数据质量和季节性调整方式的问题，官方季调后的环比数据有一定局限性。总的来说，在 2012 年，国内消费需求（包括政府消费）是经济增长的主要驱动因素（贡献 4.1 个百分点），其次是投资（贡献 3.9 个百分点），而净出口连续第二年拖累了经济增长（-0.2 个百分点）。从生产方面来看，服务行业增速较快，使其在总体经济中的比重从 2011 年占 GDP 的 43.4% 增长至 2012 年的 44.6%（图 7）。

图 5
GDP 增速于第三季度触底反弹...



来源：国家统计局、CEIC 和 BBVA 研究部

图 6
...2012 年全年增长率为 7.8%

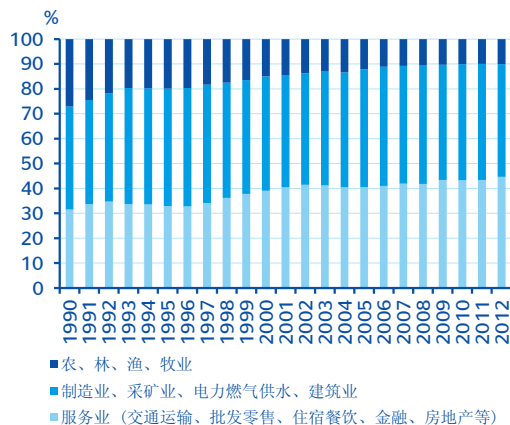


来源：国家统计局、CEIC 和 BBVA 研究部

在十年多的时间内，中国经济增长首次未能达到 8%。增速放缓反映了周期性和结构性因素的共同影响（见框 1），后者与中国潜在增长率逐渐下降相关。

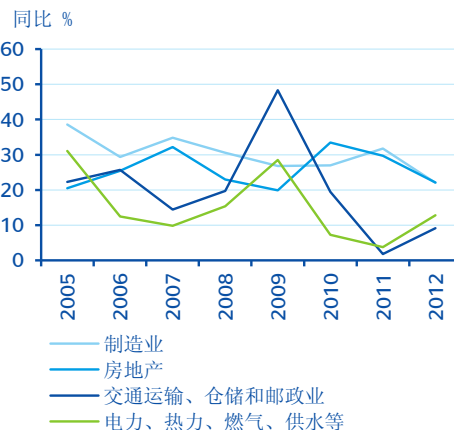
从周期性的角度来看，第四季度增长回升主要是由于政策刺激，尤其是公共投资在基础设施方面的增加（图 8）。与此同时，旨在提高家庭收入和促进消费的政策连同稳定的城镇失业率（2012 年为 4.1%）都有助于支持消费需求（图 9 和 10）。年底时出口需求企稳也有使得净出口对经济增长的拖累小于 2011 年。

图 7
服务业所占比重不断增加



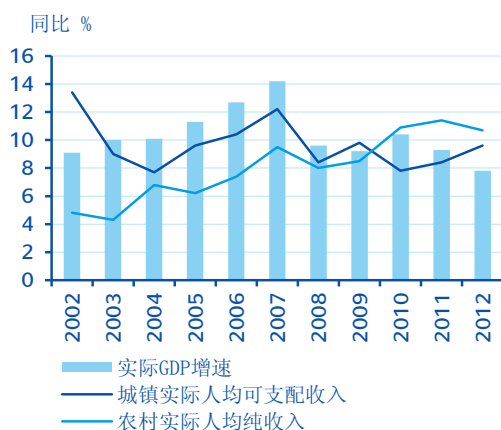
来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图 8
基础设施建设投资支持增长



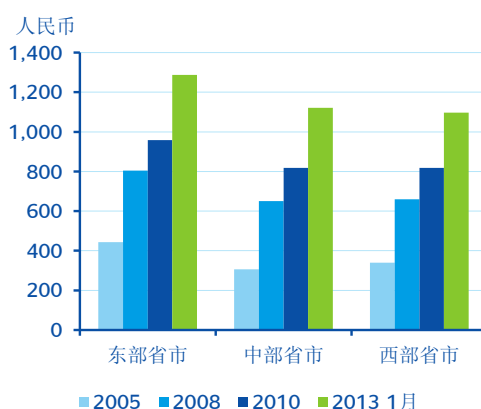
来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图 9
居民可支配收入超过 GDP 增长



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图 10
各省市最低工资快速上涨

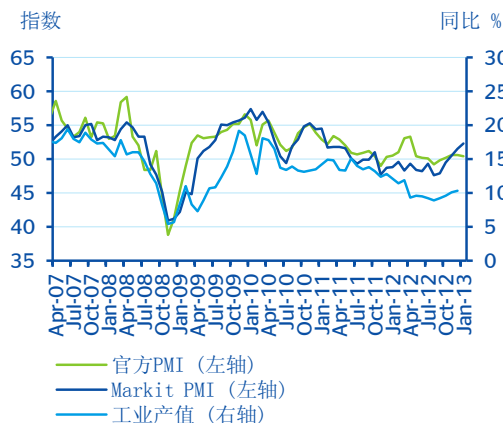


来源：CEIC 和 BBVA 研究部

最近的高频经济指标表明，复苏势头会持续到 2013 年，包括工业生产和采购经理人指数（图 11）的持续改善，后者还表明，去库存化周期可能已经基本结束，进一步增加了未来数月产出增长的前景，并提高了市场信心（图 12）。

在需求方面，7 月份降到最低点之后，零售销售增长开始稳步上升（图 13）。事实上，总消费需求的同比速在 2012 年有所加快，自 2011 年以来其占 GDP 的比重也开始上升（图 14），这是期盼已久的经济结构再平衡的标志。相比之下，2012 年投资需求表现不一，但从 2012 年中期开始表现向好，主因房地产行业复苏加之基础设施建设方面的支出（交通运输和公用事业等）回升。

图 11
制造业采购经理人指数和工业生产改善



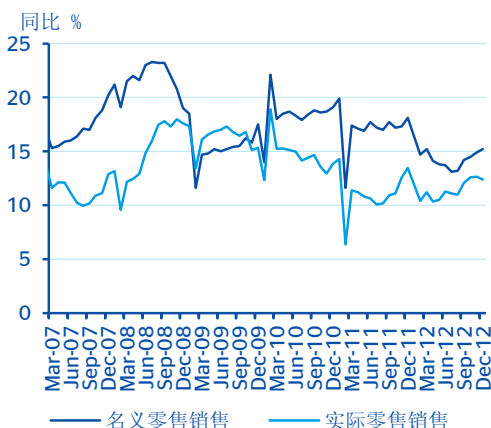
来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图 12
市场信心增强，股市回升(2010 年 1 月=100)



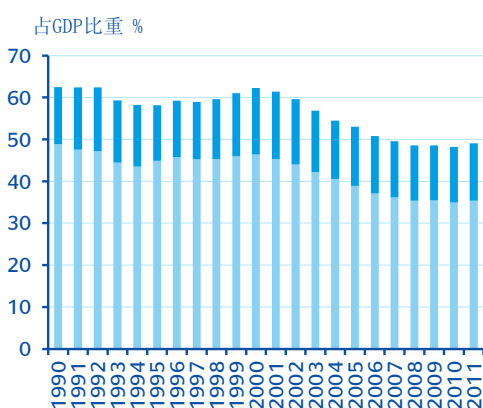
来源：Bloomberg 和 BBVA 研究部

图 13
零售销售表现良好



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

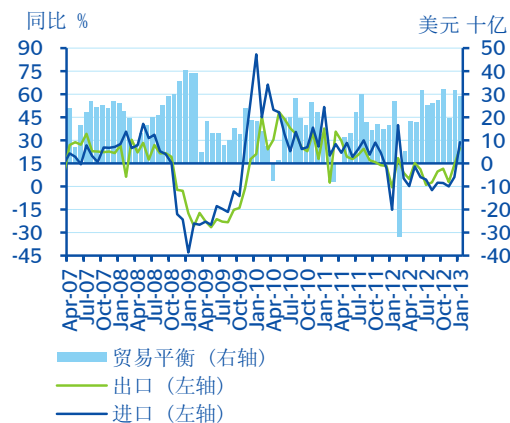
图 14
消费占 GDP 的比重上升



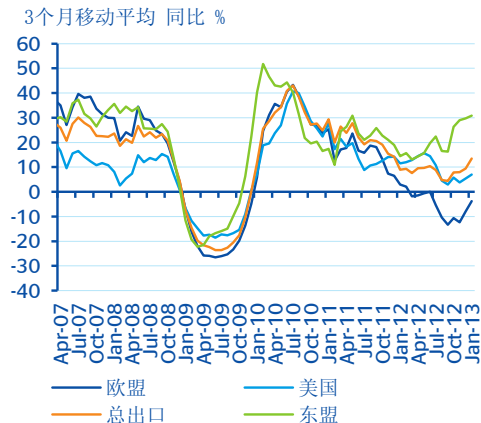
来源：CEIC 和 BBVA 研究部

尽管全球经济处于疲软状态，第四季度中国出口开始企稳，按年同比从第三季度的 4.4% 增长至 9.4%（2012 年上半年为同比 9.1%）（图 15）。持续强劲的区域内贸易支持了出口增长的反弹，特别是由于东盟经济体的需求（第四季度年同比为 29.7%），以及美国出口形势的改善（第四季度年同比为 5.4%）。相比之下，中国向欧洲和日本的出口仍然疲弱，第四季度年同比分别下降 7.9% 和 3.5%（图 16）。与此同时，由于国内需求提高，第四季度进口也有所好转，年同比由第三季度的 1.4% 攀升至第四季度的 2.8%。其中商品进口回升¹（图 17），加工贸易进口同样改善。对于全年而言，出口和进口总额增长由 2011 年的 20.3% 和 24.9% 分别回落至 7.9% 和 4.3%，反映了全球经济衰退所带来的影响。由于这些趋势，贸易顺差从 2011 年 1550 亿美元扩大到 2310 亿美元，经常账户顺差持续从 2010 年峰值即占 GDP 比重 10.1% 急剧收窄到 2012 年的约 2.6%（图 18）。

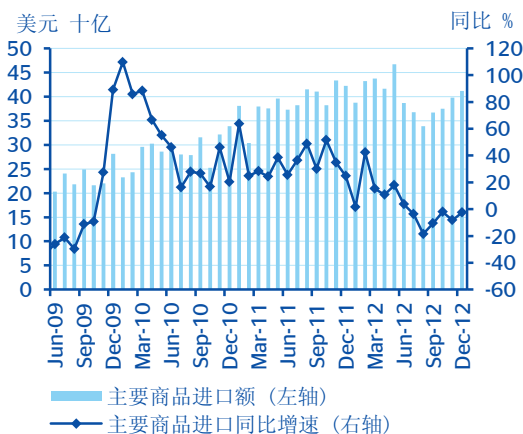
¹ 有关中国对商品需求的进一步详细信息，请参阅《经济观察》：“中国的增长前景和政策前景对商品需求意味着什么？”（2012 年 11 月 30 日）

图 15
出口增长企稳

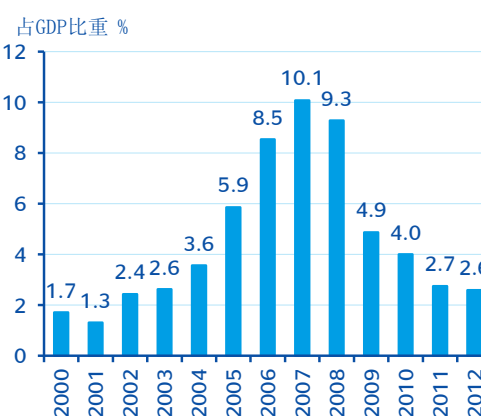
来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图 16
对欧盟和日本的出口仍然疲弱

来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图 17
由于国内需求强劲，商品进口回升

来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图 18
经常账户顺差收窄

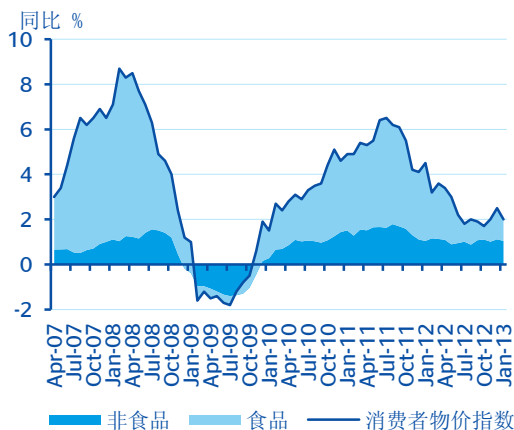
来源：CEIC 和 BBVA 研究部

通胀压力仍然温和，但正在上升

在今年前三个季度经济增长减速之后，10 月份总体通胀低于预期降至同比 1.7%后触底反弹（图 19）。自那时以来，由于内需强劲、食品价格不断上涨以及基数效应的影响，通胀略有回升，虽然在去年 12 月/今年 1 月分别录得 2.0-2.5%，仍然远远低于当局 4.0%的目标水平。与此同时，生产者价格指数仍为负值（1 月份年同比下降 1.6%），但降幅也已经有所收窄，因为原材料和商品价格持续走高（图 20）。

图 19

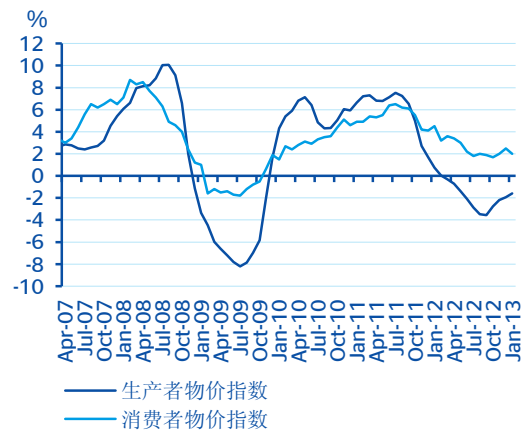
通胀 10 月份触底反弹...



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图 20

...生产者价格也开始回升



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

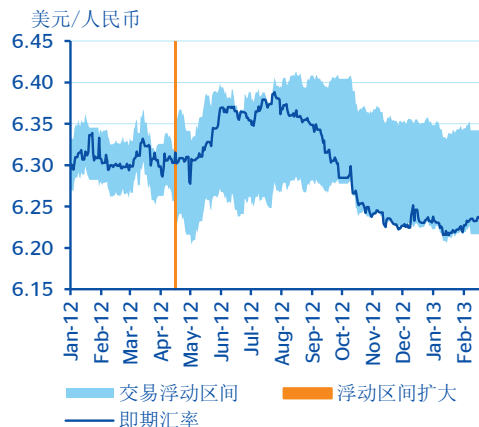
人民币继续小幅升值趋势

在 2012 年全年，人民币兑美元仅升值约 1%，略低于我们先前升值 2% 至 3% 的预期。然而，这是鉴于外部需求持续疲软的形势之下因此仍然值得一提。7 月至 11 月人民币升值的步伐加快（图 21），市场力量持续将即期汇率推向每日交易区间的强端（去年 4 月起交易区间放宽至定盘价的 $\pm 1\%$ ），人民银行每日的定盘价逐步走强。因此，鉴于 2012 年美元相对强劲的表现，人民币按实际有效汇率衡量在 2012 年也录得升值（图 22）。然而，对人民币进一步升值的预期较为温和，而离岸市场人民币无本金交割远期走势也可以说明这一情况，认为人民币将持续贬值（图 23）。

人民币最近趋于稳定，甚至兑美元有所贬值，也许是为了应对日元近期的急剧贬值。与全年小幅升值相符，中国外汇储备增长也趋于稳定，2012 年年底达到 3.3 万亿美元，主因投资组合净流出抵消了贸易顺差和外商直接投资净流入（图 24）。

图 21

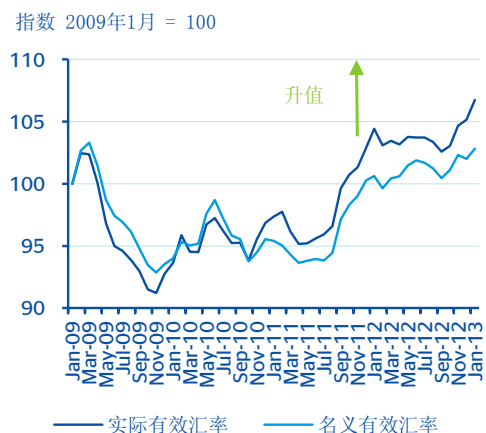
下半年大幅升值后，人民币兑美元维持稳定...



来源：Bloomberg 和 BBVA 研究部

图 22

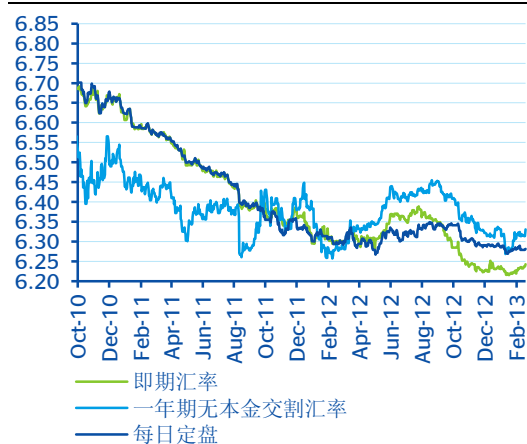
...用有效汇率衡量有所升值



来源：BIS、CEIC 和 BBVA 研究部

图 23

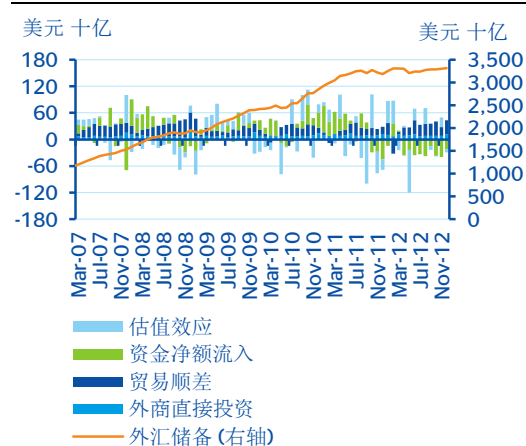
人民币无本金交割远期定价仍预计人民币将贬值



来源: Bloomberg 和 BBVA 研究部

图 24

资本流出, 外汇储备积累放缓



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

框 1. 2012 年中国经济放缓是周期性的还是结构性的？

中国 2012 年 GDP 增长率 7.8% 是自 1999 年以来的最低水平，虽然仍然在政府的增长目标之内。此外，与 2008-2011 年全球金融危机时期的平均 9.6% 增速相比，增长率的放缓是比较显著的。虽然 2012 年的实际增速高于此前政府目标，避免了“硬着陆”，在经历较长时间的快速增长之后，此番中国增速放缓自然会引发这样一个问题，即减缓多少的原因是周期性的或是结构性的？答案不仅对预测经济前景重要，而且对政策制定者在决定是否通过短期刺激措施来促进增长或允许增长放缓等决策方面有着重要意义。

周期性因素和结构性因素相结合

我们认为，近期增长率急剧放缓的原因主要是周期性的，虽然结构性因素也有一定影响。我们的这一结论是基于从 1980 年到 2020 年所估计的增长核算框架（表 1）。

表 1
经济放缓的分解分析

%	2008	2009	2010	2011	2012
(1) 实际增长	9.6	9.2	10.4	9.3	7.8
(2) 潜在增长	9.9	9.5	9.1	9.0	8.8
(3) 年度增长变化	4.6	-0.4	1.2	-1.1	-1.5
(4) 潜在增长变化	0.2	-0.4	-0.4	-0.1	-0.2
(5) 周期性=(3)-(4)	4.4	0.0	1.6	-1.0	-1.3
(6) 产出缺口	1.7	0.1	1.4	1.6	0.7
(7) 通货膨胀	6.0	-0.7	3.3	5.4	2.6
(8) 失业率	4.2	4.3	4.1	4.1	4.1

来源：BBVA 研究部

利用我们对中国的潜在增长速度预测，我们发现 2012 年周期性因素（表 1 第 5 行）对放缓拖累 1.3 个百分点，结构性因素（表 1 第 4 行）的拖累则为 0.2 个百分点。我们的结论是，2012 年增长放缓主要是周期性的。

产出缺口和就业的滞后影响

另一个问题是，尽管经济增长出现周期性放缓，为什么就业态势保持良好？虽然原始数据质量和统计方面的问题可能是一个重要的因素，我们在这里集中关注产出缺口的影响。如表 1 所示，在 2008 年至 2012 年期间我们对产出缺口的估计是正数，这意味着实际产出水平高于中国的潜在无通胀产出水平。要消除正缺口，实际产出需要在足够长的时间里降至潜在产出以下，这种情况当前正在发生。我们预计 2013 年产出缺口会降至零左右。

长期增长：人口下降和城市化的影响

在一个较长的时期中结构性因素是预计增长放缓的原因。为了评估中国更长时期的增长潜力，对劳动力增长前景的估计是重要的，通常被称为中国的“人口红利”。最新的数据并不令人鼓舞：2012 年中国的劳动年龄人口（15-59 岁）首次下降（图 25）。总之，中国的长期增长无法再依赖于新劳动力人口的充裕供给所创造的有利条件。

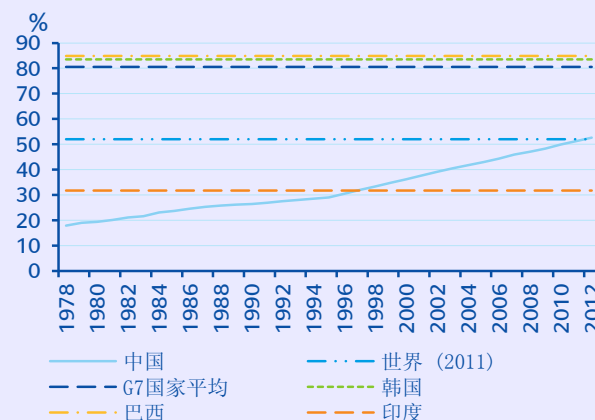
第二个重要因素是城市化进程，它涉及到基础设施建设和房地产投资、较高的人均收入和消费水平。快速推进的城市化进程通常与较高 GDP 增长率相关。中国的城镇化率（居住在城镇的人口比例）在 2011 年超过 50% 的关口之后，于 2012 年继续攀升至 52.6%。即使如此，这一比率继续上升仍有很长路要走（图 26）。

图 25
2012 年劳动年龄人口数量下降



来源：国家统计局、CEIC 和 BBVA 研究部；

图 26
中国城市化正在逐步推进

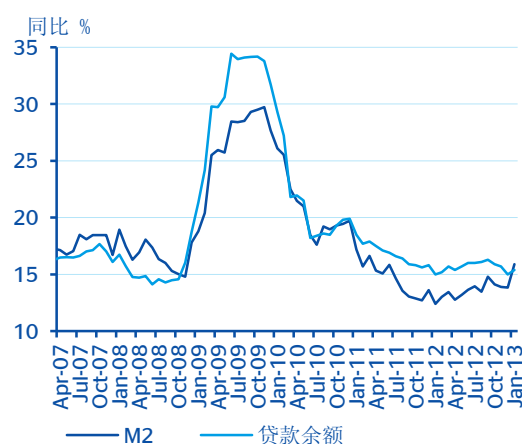


注释：所有数据均为 2012 年的数据，除了世界水平（2011 年）以外
来源：World Bank、CEIC、Haver 和 BBVA 研究部；

宽松的信贷政策支撑了增长势头的回升

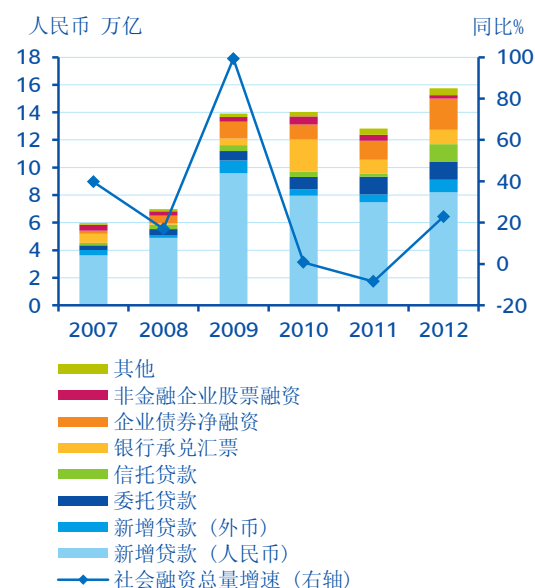
虽然传统银行信贷和广义货币供应量（M2）的增长保持相对平稳（图 27），总体货币政策态势一直是支持增长的。特别是，2012 年新增人民币贷款总额达到 8.2 万亿元人民币，符合政府的目标以及我们 8.0-8.5 万亿元人民币的预期。然而，值得关注的是，各种形式的非传统银行体系融资的扩张更为迅猛。因此，“社会融资总量”（TSF），即涵盖了更广泛的金融行为的一个监测指标，其包括银行和非银行形式的融资，在信托贷款和企业债券的支撑下，2012 年同比激增了 22.9%（图 28）。

图 27
虽然银行信贷和 M2 增长保持平稳...



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图 28
...“社会融资总量”却加速增长



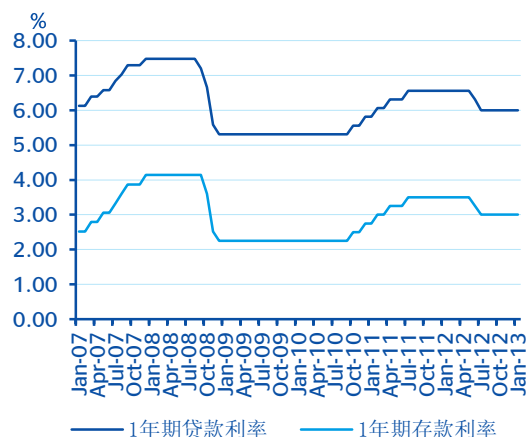
来源：CEIC 和 BBVA 研究部

非银行信贷融资规模的快速增长，是在当局于 2010-2011 年间出招控制影子银行各类贷款活动的扩张势头以防相关风险的那段时间之后出现的。最近的加速扩张趋势很有可能与当局力图稳增长相关，并在长期积极发展国内资本市场。

自 2012 年 6 月和 7 月的连续降息以来，央行一直按兵不动，存款准备金率也是如此。2012 年下半年没有进一步降息似乎体现了当局对于资产价格泡沫（尤其是房地产行业泡沫）方面的忧虑（见下文）。同时，人民银行通过加强公开市场操作更加积极地管理流动性，包括最近推出的新的公开市场短期流动性操作机制，已成功地稳定了银行间市场利率（图 31 和图 32）。

图 29

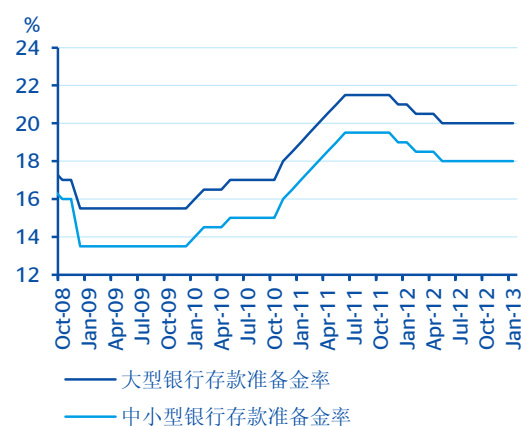
自 7 月以来利率水平维持不变...



来源: Wind 和 BBVA 研究部

图 30

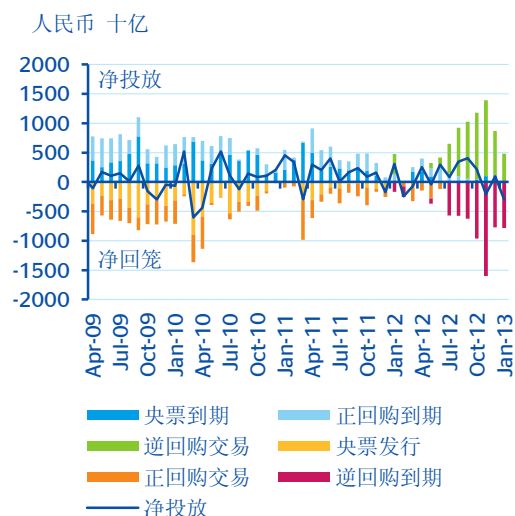
...存款准备金率也是如此



来源: Wind 和 BBVA 研究部

图 31

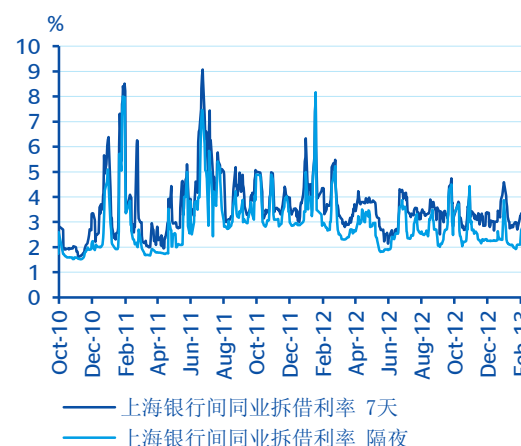
人民银行通过公开市场操作积极管理流动性...



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图 32

...成功稳定了银行间市场利率



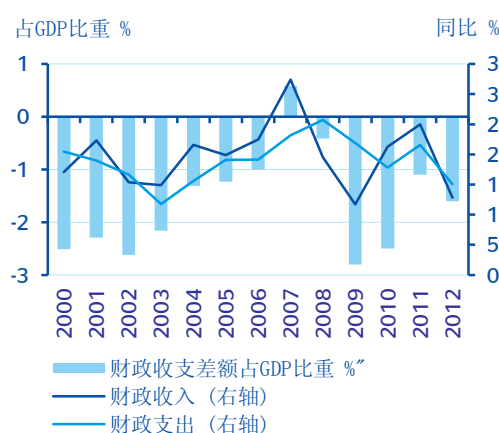
来源: Wind 和 BBVA 研究部

财政支出支持了基础设施建设活动

支持性的货币政策态势一直伴随着积极的财政政策，包括有选择的结构性减税和加大基础设施建设支出（图 33）。根据我们的估计（包括从 2011 年结转至 2012 年的支出占 GDP 约 0.5%），初步的财政赤字占 GDP 约为 1.6%（2011 年占 GDP 约 1.1%），远低于 2.1% 的预算赤字目标，由于高于预期的财政收入。另一方面，如在 2009-2010 年度，大部分财政支持都是通过地方政府对基础设施建设的投入，即由地方政府融资平台（LGFV）通过发行债券融资获得的。依靠地方政府借款有效地促进了基建投资，但其代价是导致 2012 年地方政府债务规模较大幅度上升，而此前一年债务水平已经有所下降（图 34）。

图 33

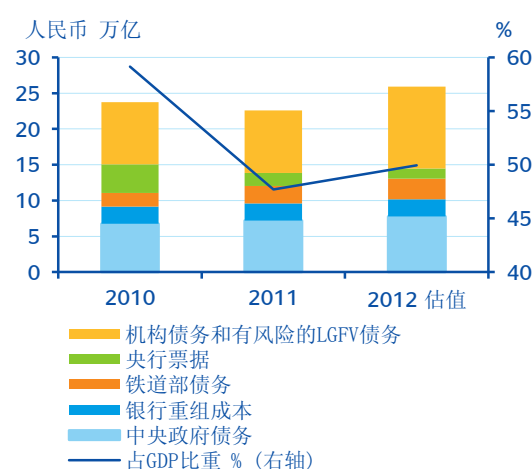
支持性的财政政策使得政府财政赤字上升



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图 34

2012 年公共债务总额增加



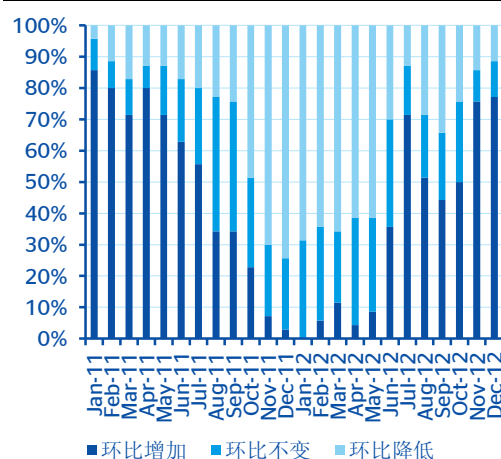
来源：CEIC 和 BBVA 研究部

房地产业回暖

房地产行业逐步回暖对促进经济活动的整体复苏是一个重要因素。虽然中央政府一直坚定地维持现行购房限制性措施，以遏制房地产市场投机行为并维持居民住房负担能力，更加宽松的信贷条件和投资者情绪好转导致住房价格逐步攀升（图 35 和图 36）。根据国家统计局的官方数据，我们估计样本城市平均房价从 2012 年 5 月以来累计上涨了 1.0%。数据还显示销售量的回升。有关进一步的详情，请参阅我们的《2012 年中国房地产展望》。

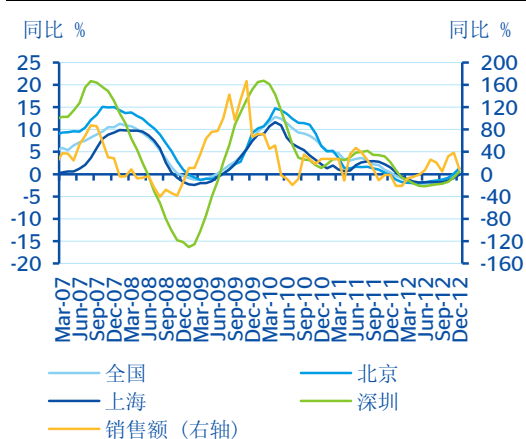
正在进行的保障性住房建设项目仍然对总体基建投资以及维持居民住房负担能力有着重要影响。根据政府设定的目标，2012 年全国开工建设了 781 万套保障性住房（目标为 700 万套），基本建成 601 万套（目标为 500 万套）。2013 年政府计划新开工建设 600 万套，基本建成 460 万套。

图 35
更多城市房价环比上涨...



来源：国家统计局 和 BBVA 研究部

图 36
...房地产市场量价齐升



来源：国家统计局、CEIC 和 BBVA 研究部

3. 经济前景更加光明

当局已经成功地引导经济实现软着陆。他们在通过更加宽松的信贷政策对经济提供支持以及加大基础设施建设投资的同时，也对金融体系脆弱性的风险处之谨慎，旨在不加剧影子银行借贷和地方政府债务所带来的相关风险。

在此背景以及正在改善但仍旧疲弱的全球经济环境之下，近期的关键问题是此轮经济复苏在多大程度上是可以自我循环可持续的复苏周期？虽然我们看到一些相关的迹象，比如信心指数的上升，房地产行业的投资也在继续攀升，去库存化过程即将结束，我们认为还需要进一步给予政策上的支持，以使增长达到政府目标（见下文）。鉴于国内金融体系的脆弱性风险对进一步刺激措施的限制，以及持续疲软的外部需求，我们仅对 2013 年增长预测从先前的 7.9% 小幅上修至 8.0%，原因是我们预计政策刺激措施在下半年或将逐步退出，经济增长势头也将会略微趋缓。

新领导班子上任后政策的延续性

由于正式的上任将于 3 月份完成，新选举的领导班子已经表示，2013 年将保持以“稳健货币政策和积极财政政策”为特征的政策态势延续性。基于最近的声明和新闻报道，我们预计 2013 年官方增长目标将维持在 7.5%，通胀目标或将从去年的 4.0% 下调至 3.5%。从长期来看，新领导班子可能更加注重经济增长的质量效益，保持经济改革的步伐，以提高生产力、改善社会福利并促进经济再平衡。值得注意的是，促进城市化发展和解决收入分配不平等问题方面的政策再次放到突出的位置上来。后者已在 1 月份发布的关于深化收入分配制度改革的新框架中加以说明，具体做法是通过适时调整最低工资标准、加强社会保障体系建设、通过利率市场化增加私部门储蓄收益并适当要求国有企业提高资本收益上交比例以用于社会保障和民生支出。进一步详细的政策议程可能会 3 月份的年度全国人民代表大会和政府预算审议会议上提出。

预计增长将于 2013-2014 年趋于稳定

由于政策预计仍会保持支持增长的态势，尤其是在 2013 年上半年，我们预计上半年 GDP 增长率年同比会上升到 8.2% 左右，随着政策支持的逐步退出，下半年增速会小幅放缓至 7.8% 左右。随着外部环境改善和出口需求逐渐回升，2013 年和 2014 年全年的增长率预计将达到 8.0%（图 37）。国内消费和投资会成为经济增长的主要驱动力，前者得益于相关的结构性减税以及提高家庭收入的措施，后者得益于制造业和房地产行业私部门投资的增长拉动，抵消了政府基建投资小幅下降带来的影响。净出口将会继续拖累经济增长，但比近几年的影响幅度降低，主因外部环境持续改善。

通胀已经触底反弹，但仍处于温和可控范围

由于需求更加强劲、食品价格不断上涨以及全球大宗商品价格攀升，我们预计通胀会从近期的低点即 2012 年的 2.6% 上升至今年的 3.3% 左右（平均）。由于基数效应，未来几个月内通胀年同比可能会攀升至 3% 以上，并在 2013 年年底升至 3.8%。此后，我们预计 2014 年通胀将保持在 4% 水平左右，即预计的长期平均水平。由于通胀接近或略高于政府 2013 年的目标水平，进一步实施刺激政策的空间将非常有限。

表 2
基准情景

	2010	2011	2012	2013 (预测)	2014 (预测)
GDP (%，同比)	10.4	9.3	7.8	8.0	8.0
通胀 (平均, %)	3.3	5.4	2.6	3.3	4.0
财政平衡 (占 GDP 百分比)	-2.5	-1.1	-1.6*	-2.0	-1.8
经常账户 (占 GDP 百分比)	4.0	2.7	2.6	2.8	3.5
政策利率 (%，期末)	5.81	6.56	6.00	6.00	6.50
汇率 (人民币/美元，期末)	6.61	6.30	6.23	6.10	5.95

* 初步估值
来源：BBVA 研究部

政策继续支持增长，同时会更加谨慎

由于通胀压力和金融体系的脆弱性风险逐步上升，我们预计在未来一年整体宏观政策应用的审慎性将会加强。特别是，我们预计央行不会进一步降息，而存款准备金率（RRR）的进一步调整将取决于国内流动性状况。我们预计银行信贷增长的步伐应与 2012 年保持同等水平，大约在 10% 左右，相当于新增贷款 9.0 万亿元人民币（相较于 2012 年的 8.2 万亿元人民币）。我们预计涵盖了更广泛的金融行为的“社会融资总量”（包括银行贷款、企业债券、银行承兑汇票、信托/委托贷款等）会更迅速地扩张，继 2012 年增长 22.9% 之后，2013 年预计将增长 20% 左右。

在财政政策方面，据报道，2013 年财政赤字预算占 GDP 比重将达到 2%。相比之下，2012 年财政赤字初步估计占 GDP 比重约为 1.6%，而 2012 年财政赤字目标为占 GDP 约 2.1%（从 2011 年结转至 2012 年的支出占 GDP 约 0.5%）。政策要点将可能包括近期持续强调的基础设施建设和保障性住房建设支出，以及结构性税制改革以提高家庭收入和消费支出，进而促进长期的经济结构再平衡。

2013 年人民币将进一步温和升值

国际收支状况改善且仍保持顺差，预计资本流入将会有所增加。我们预计当局将会允许人民币对美元进一步适度升值，到 2013 年年底人民币兑美元预计将升至 6.10 元/美元水平，即在目前水平上升值 2% 左右。当然，升值前景面临一定风险，尤其鉴于最近日元的贬值，这可能会引起中国对于与日本有直接出口竞争的行业（如消费性电子产品等）其竞争力受到影响的担忧。

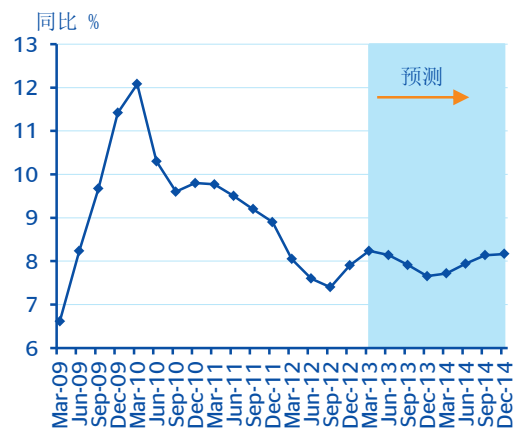
也有可能的是，今年货币政策的灵活性将会进一步加强，即进一步扩大人民币兑美元的汇率浮动区间，去年该浮动区间从 $\pm 0.5\%$ 的范围扩大至目前的 $\pm 1\%$ 。此外，2013 年人民币国际化有望进一步得到发展，主因当局继续推动使用人民币贸易结算，并且在跨境投资中越来越多地使用人民币。后者包括在人民币离岸市场推出更多的人民币计价产品，以次作为平台引导离岸人民币回流到在岸市场。关于中国资本账户开放的更多信息，请见框 2。

中国的长期潜在增长率正在逐步放缓

正如在我们先前的中国经济展望中所说的那样，我们预计随着时间的推移中国经济的潜在增长率将会逐步下降，从 2011 年的 9.0% 预计降至 2020 年的 7.0% 左右。下降主要由于中国的全要素生产率增长放缓、劳动力增长率下降和资本增长率降低（以及相应资本存量的降低），中国经济增长模式将会转向以消费驱动的再平衡过程（图 38）。

图 37

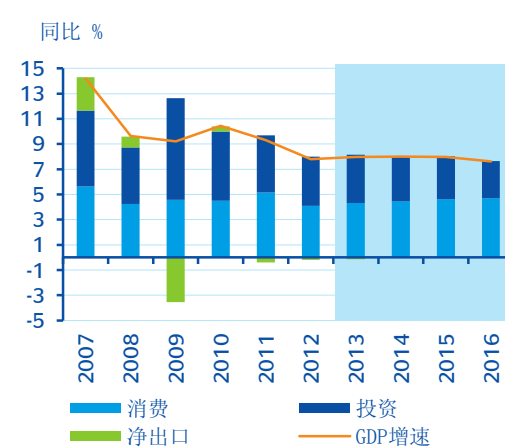
第一季度见顶之后，2013 年增长将会逐步放缓



来源：国家统计局、CEIC 和 BBVA 研究部预测

图 38

从中期来看，经济再平衡过程将由消费驱动



来源：国家统计局、CEIC 和 BBVA 研究部预测

框 2. 资本账户开放的最新措施

中国金融市场化改革进程在 2008-2009 年全球金融危机期间经历了一段时间的停滞以后，资本账户开放重新启动（见我们的《[银行业观察，盘点中国金融市场化改革](#)》）。特别是，当局于 2012 年初推出了一系列改革措施，包括推进利率市场化和加大人民币汇率形成机制的灵活性等。像以往一样，这些措施都是循序渐进的展开和实施。当局还于去年分别在温州（浙江省）和前海（广东省）分别推出了两个金融改革试点项目，在温州允许民间资本进入银行业市场以及开展有限的个人境外证券投资试点方案，在前海的金融创新开放措施旨在促进香港特区和广东省之间的跨境资本流动。

在去年 9 月份发布了金融业发展和改革“十二五”规划之后，新领导班子已经表示将继续推进金融市场化改革措施。与此同时，今年年初在资本账户开放和人民币国际化方面又有两项重要进展，详见下文所述。

跨境投资：从机构投资者到个人投资者

今年 1 月中旬中国证券监督管理委员会（CSRC）主席郭树清先生公开谈论了将《合格境外机构投资者计划》（QFII）和《人民币合格境外机构投资者计划》（RQFII）的额度扩大至目前的十倍（表 3）。联系到今年计划在机构投资者试点的基础上将 QFII、QDII 和 RQDII 计划向个人投资者开放。这些计划构成了在中国高度管制的资本账户下进行跨境投资组合流动的主要渠道。

允许个人投资者参与的新计划（QFII-2、RQFII-2 和 QDII-2）预计将会循序渐进的展开，同时应当会为那些向个人投资者提供跨境金融服务的境内外金融机构带来更多的商机。特别是，RQFII-2 的开放对象很可能包括了在香港和台湾市场的离岸人民币个人持有者，以此推进人民币国际化的进程。

表 3

QFII、RQFII 和 QDII 计划额度（截至 2012 年年底）

		机构数量	批准额度	使用额度
QFII	十亿美元	169	80	37.4
RQFII	十亿人民币	24	270	67.0
QDII	十亿美元	107	-	85.6

来源：媒体报道、Wind 和 BBVA 研究部；

前海的首笔跨境人民币贷款

一月下旬 15 家香港银行首次向注册于前海深港现代服务业合作试点地区的企业发放了以人民币计价总额为 20 亿元的跨境贷款。目前，此类跨境人民币贷款只容许在前海试点地区办理，并受到种种限制。例如，人民银行禁止将从跨境贷款所得用于投资证券、金融衍生品、委托贷款、财富管理产品和房地产等。然而，鉴于离岸市场和在岸市场之间的利差，跨境人民币贷款的增长潜力巨大，反过来也会促进香港和其他金融中心对其人民币离岸市场的发展。有关进一步的详情，请参阅我们关于人民币国际化的年度报告。[随着人民币国际化的进程，新出现的逆风之势要求政府新政策出台。](#)

4. 风险更加均衡

随着增长复苏和全球环境的改善，经济前景所面临的风险比前几个季度更加均衡。由于全球经济前景的不确定性，下行风险犹存。同时鉴于近期经济指标的良好表现，我们对 2013 年的增长预测或略显保守，因此可能会有复苏好于预期的惊喜。

国内金融体系的脆弱性风险仍然令人担忧。在 2011 年和 2012 年初的下降之后，相关风险随着政府刺激措施的实施再度加剧。虽然鉴于销售量和投资增长的回升，住宅市场房地产行业逐步回暖，而地方政府基础设施建设投资通过影子银行体系的融资规模加大，导致地方政府债务水平的增加，影子银行本身也成为不容忽视的风险源。鉴于这些风险的总体规模，我们认为目前风险仍然是可控的。然而，即使在近期，由于很大一部分地方政府债务今年进入还贷高峰期，这将是一个潜在的不稳定因素，任何还贷环节发生的问题都可能会破坏市场对整个金融体系稳定性的信心。

在政治方面，领导层过渡的相关风险已经减弱，政治局常务委员会新成员、新国家主席和总理均已选出。去年曾因官员腐败指控等问题经历了一些波折，之后的交接过渡进展顺利，在政策前景的延续性上也释放出积极信号。虽然中国的经济和政治体制改革步伐是否会持续推进仍有待观察，但迄今为止前景是积极的。

最后，地缘政治紧张局势仍然是风险之一。中国与其部分邻国的争端进一步加剧，特别是与日本在东海和南海的领土争端，对这两个经济体之间的贸易和投资均产生了显著的影响。这些冲突已经不断引申到进一步的军备扩张和政治紧张局势，如果任其发展，不仅会降低资源配置的有效性，而且会对整个地区产生更广泛的不利影响。

5. 表格

表 4
宏观经济预测

	2010	2011	2012	2013 (预测)	2014 (预测)
GDP (%，同比)	10.4	9.3	7.8	8.0	8.0
通胀 (平均，%)	3.3	5.4	2.6	3.3	4.0
财政平衡 (占 GDP 百分比)	-2.5	-1.1	-1.6*	-2.0	-1.8
经常账户 (占 GDP 百分比)	4.0	2.7	2.6	2.8	3.5
政策利率 (%，期末)	5.81	6.56	6.00	6.00	6.50
汇率 (人民币/美元，期末)	6.61	6.30	6.23	6.10	5.95

* 初步估值
来源：BBVA 研究部表 5
国内生产总值

(增长率年度同比)	2010	2011	2012	2013 (预测)	2014 (预测)
美国	2.4	1.8	2.2	1.8	2.3
欧盟	1.9	1.5	-0.5	0.3	1.3
亚太	8.2	5.7	5.2	5.6	5.8
中国	10.4	9.3	7.8	8.0	8.0
世界	5.1	3.9	3.2	3.6	4.1

来源：BBVA 研究部

表 6
通胀 (平均)

(增长率年度同比)	2010	2011	2012	2013 (预测)	2014 (预测)
美国	1.6	3.1	2.0	2.1	2.2
欧盟	1.6	2.7	2.5	1.6	1.5
亚太	3.6	4.8	3.0	3.3	3.5
中国	3.3	5.4	2.6	3.3	4.0
世界	3.8	5.2	4.1	3.9	3.9

来源：BBVA 研究部

表 7
外汇汇率(期末)

		2010	2011	2012	2013 (预测)	2014 (预测)
欧盟	美元/欧元	1.34	1.30	1.32	1.32	1.33
中国	人民币/美元	6.61	6.30	6.23	6.10	5.95

来源：BBVA 研究部

表 8
政策利率 (期末)

	2010	2011	2012	2013 (预测)	2014 (预测)
美国	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
欧盟	1.00	1.00	1.00	0.75	1.25
中国	5.81	6.56	6.00	6.00	6.50

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、撤回投资的邀约、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](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

Fielding Chen

fielding.chen@bbva.com.hk

Le Xia

xia.le@bbva.com.hk

George Xu

George.xu@bbva.com.hk

BBVA 研究部

*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

oswaldolopez@bbva.com

Mexico

Carlos Serrano

carlos.serranoh@bbva.com

Macroeconomic Analysis Mexico

Carlos Serrano

carlos.serranoh@bbva.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

Global Areas:

Economic Scenarios

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.com

Financial Scenarios

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Innovation & Processes

Clara Barrabés

clara.barrabes@bbva.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

联系方式:**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 Research reports are available in English, Spanish and Chinese