

# 经济展望

中国/亚洲

2013 年第三季度  
经济分析

- 新兴市场增长放缓以及全球金融市场资金面趋紧，都影响着全球经济增长前景。美国继续保持增长，我们预计欧洲经济在二季度恢复增长。全球经济 2013 年增速预计为 3.1%，2014 年增长速度为 3.8%。
- 亚洲地区各经济体增长表现参差不齐。日本经济继续恢复，但其他地区的增长缺乏动力，主要受中国经济减速和外部需求持续走低所拖累。此外，区域内资本流出现象开始对投资和国内需求产生影响。
- 我们对中国 2013 年和 2014 年的增长预期下调至 7.6%。虽然中国增长持续放缓，但近期显现稳定迹象。展望明年，中国对增长放缓的容忍度增强以及积极应对金融脆弱性的态度为明年增长的前景增加了不确定性。
- 全球经济前景所面临的风险主要来自于中国需求的降低以及美联储计划削减并最终结束 QE 所引发的金融市场波动。同时，倘若日本结构性改革的实施进度低于预期，则市场情绪会相应受挫。

# 索引

摘要 .....	3
1. 全球增长：2014年之前无所改善，风险呈现多元化 .....	4
2. 亚洲经济增长动力减弱 .....	6
框1：中国增速降低会对亚洲经济体产生何种影响？ .....	10
3. 对中国经济增长的新一轮悲观态度：是否确定？ .....	12
框2：对于中国金融脆弱性问题的更新 .....	21
4. 2013年经济增长势头继续，但随后的不确定性增加 .....	22
5. 下行风险犹存 .....	24
6. 表格 .....	25

出版日期：2013年8月9日

## 摘要

上一季度，亚洲经济增长的表现参差不齐。很多亚洲国家的经济继续缓慢恢复，例如日本、韩国和部分东盟（ASEAN）国家。但是，其他地区的增长势头却缺乏动力，主要受中国经济减速（见下文）和外部需求持续走低所拖累。

除了中国经济增长减速之外，最显著的变化是资本流动的转向，这主要是由于美国经济转好以及预期美联储将削减QE。资本流动的变化有助于降低过度增长的信贷并减少资本泡沫的风险。尽管如此，资本流动的变化却增加了市场的不稳定性，并且限制了进一步实施货币宽松政策的空间，而且对国内需求造成了下行压力。对于印度和印尼等经常性账户赤字较大且经济依赖于外资流入的国家，其货币的压力下行增加。

日本经济发展整体乐观。日本央行保持了去年四月份宣布的扩张型政策立场，政府也在实施财政刺激方案，而且今年七月的上议院选举结果增加了政治上的稳定性。工业生产信心、出口信心和商业信心均有所增加。但是，市场对结构性改革的议程仍存在疑虑，而结构性改革正是“安倍经济学”能否成功的关键。

建立在“国内推行支撑性政策”和“外部环境如预期出现改善”的假设基础上，我们认为亚洲地区经济将逐渐转好。但是，为了反映中国需求降低和资本外流对融资成本的影响，我们对之前的预测进行了小幅下调，其中降级幅度最大的是澳大利亚、印尼和台湾。对于整个亚洲-太平洋地区，我们预计2013年将实现5.3%的增长，与2012年的结果相同，2014年将实现5.6%的增长。

中国二季度GDP增长从一季度的7.7%降低至7.5%，主要由于私人投资减少。加上金融脆弱性以及政策不稳定性增加，GDP增长的减速为其经济前景带来了新的风险。

现阶段，我们对中国2013年和2014年的预期仅做了小幅下调，从上一季度展望中的8.0%调整为7.6%。虽然不稳定性会有所增加，尤其是2014年及其之后的时间，但我们对中国的预测考虑到中国当局力争实现增长目标的政策立场和外部环境预期将得到改善。已有迹象表明，中国第三季度会出现稳定增长。由于通货膨胀得到良好控制（七月份，通货膨胀同比增长2.7%），我们向下修正了对中国2013年平均通货膨胀预期，从之前的3.0%降低至2.8%，年末通货膨胀率预期为3.5%。

尽管中国的经济政策将继续侧重于推动经济增长，但金融脆弱性的增加影响了许多刺激措施的效果。在财政政策方面，中国将通过持续的基础设施支出、公共住房建设和选择性削减税收来支撑经济增长。在货币政策方面，尽管中国人民银行（PBoC）可能会在需要时通过“公开市场操作”和“调整存款准备金率（RRR）”向银行系统释放流动性，从而进行调节，但是我们预测，中国在2013年剩余时间内将保持利率不变。鉴于外部部门的脆弱性和货币的持续升值，我们预计今年剩余时间内，人民币进一步升值将受到限制，人民币兑美元汇率将达到6.10。

亚洲地区未来的风险主要来自可能出现的中国经济增长减速以及新一轮的市场波动性（投资者对“美联储削减QE的实施时间和程度”进行评估）。同时，倘若日本的结构性改革方案未能达到预期目标，或政府中期财政巩固过程中出现财政状况的下滑，那么日本市场情绪将会恶化。印度以及印尼可能将继续面临资本流出带来的外部压力，而且这两国的情况会分别因印度经常性账户和财政的“双赤字”以及对印尼通胀的担忧而进一步恶化。

# 1. 全球增长：2014年之前无所改善， 风险呈现多元化

在讨论亚洲和中国之前，我们先对全球展望进行回顾。读者也可以直接翻到第6页-亚洲部分。

## 全球经济表现出周期性疲软（尤其在新兴市场国家），并正面临紧缩的金融状况

现在的全球经济形势不如三个月前乐观，因此，我们将2013年全球GDP下调为3.1%，比三个月之前的预测低了0.2个百分点。我们对2014年全球经济增长的预测将继续保持在3.8%的水平上，比上个季度的预测低0.2个百分点。做出这种调整的原因至少有两个。第一，新兴市场的经济减速超过预期。第二，全球金融状况出现紧缩。

### 发达经济体的不确定性；新兴市场的恶化

近几个季度的宏观经济数据并不乐观。美国的增长与预期一致，但并不显著（自2012年第三季度以来，其经济增长速度尚未超过2%）。欧洲经济在连续六个月出现萎缩之后，近期数据较为利好，我们预计，欧元区在第二季度会出现正增长。同时，日本一季度GDP出现回升，而且近期数据显示由于受到政府刺激措施的支撑，日本经济状况的改善正趋于稳定。

与此相比，新兴市场的宏观经济状况有所恶化。在拉丁美洲，对巴西的担忧尤为严重，巴西似乎不可能摆脱其在2011-2012年所经历的不景气的状况，而且由于社会局势紧张，巴西的不确定性增加。在墨西哥，由于国外需求的降低以及由于政府换届所造成的公共开支的减少，墨西哥在2013年上半年没有出现增长势头。同时在亚洲，中国和印度的经济增速也出现减缓。中国经济已开始稳步减速，这对其他新兴市场的经济增长构成下行压力，尤其对那些依赖于大宗商品出口的国家。

### 调整适应流动性紧缩

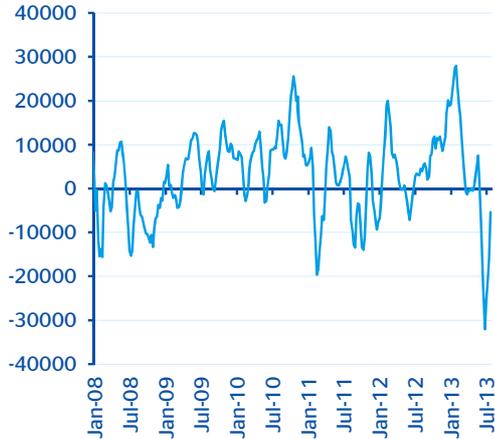
另外一个影响全球经济前景的因素是紧缩的金融状况，这种状况从五月中旬美联储宣布计划将削减并最终结束货币扩张政策时开始出现。美联储已经发出信号，将计划开始退出近几年采用的大规模流动性措施。市场预测美联储最早会在九月份开始降低其资产购买比率，并在失业率降低至7%的时候，结束这一措施的实施，这大约是在2014年第二季度。但是，我们认为，在2015年下半年之前，利率不会升高。

美国经济复苏的主要推动力还不稳固：财政巩固正在限制经济的增速，而且当前，制造业等部门仍显示出疲弱的迹象。住房建设部门正显示出增长动力，但这从某种程度上是受到利好的金融状况的支持，但金融状况正开始出现逆转。最后，尽管趋势是好的，但就业情况却没有显示出明显的强劲增长。

新兴市场是受到近期金融状况影响最为严重的地区。之前，发达经济体的央行实施了大规模的扩张性货币政策，使得资金流向新兴市场里风险较高的资产。然而目前，这一状况出现了逆转：五月中旬至七月中旬<sup>1</sup>，接近850亿美元的资金以股权和债券形式从新兴市场流出，股票市场和债券价格均出现明显下滑，货币价值也普遍出现贬值。一些国家的资金流出和货币贬值非常严重，其中央银行不得不提高利率（印尼和土耳其）或降低对资金流入的限制。

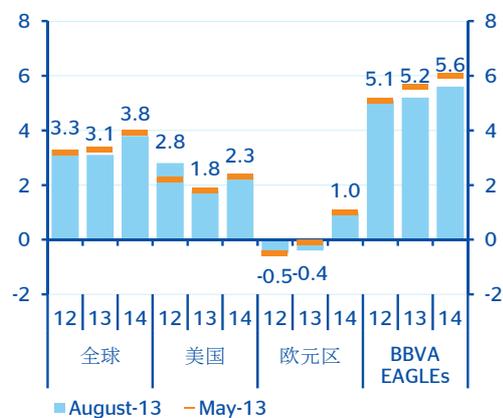
1: 更多细节，请参阅BBVA研究部之经济观察“新兴市场抛售的背后：一些程式化事实”，可从以下网站获得：  
[www.bbva-research.com](http://www.bbva-research.com)

图1  
流向新兴市场的债券和股权基金净流量



来源：彭博和 BBVA 研究部

图2  
各地区 GDP 增长



来源：Haver 和 BBVA 研究部

但是，整体而言，尽管从新兴市场流出的资金流动速度很快，但是我们仍然有理由保持乐观。第一，近期数据显示，资金流出速度正在减缓。第二，造成资金流出的投资者基本上是在做短线，而非做长线的机构投资者。第三，美联储撤销流动性的本质原因是全球经济周期的改善。最后，新兴市场的基本面依然强劲。

### 欧洲复苏的前景不变

欧洲经济活动指标已有所改善，但近几个月的金融紧张状况再次加剧，抵消了年初的改善状况。金融紧张局势加剧的原因是：美联储的公告发出后投资组合出现调整；南欧国家政局出现不稳定（尤其是葡萄牙）；市场对欧洲央行 OMT 计划能否抑制金融紧张存在怀疑；银行业联盟的建立进展缓慢。

整体而言，对欧元区经济的预测基本保持不变。德国大选之后，欧元区为改善管理所做的改革或将得以推进。而且，欧元区的经济政策已经出现了较为灵活的转变，一些欧盟国家对 2013 年和 2014 年的财政目标均有所放宽。欧洲央行也采取了进一步的支撑性措施，包括五月份的降低利率，并承诺在较长时间内将基准利率保持在当前水平甚至更低。

### 全球风险事件更具多元化，但影响更低

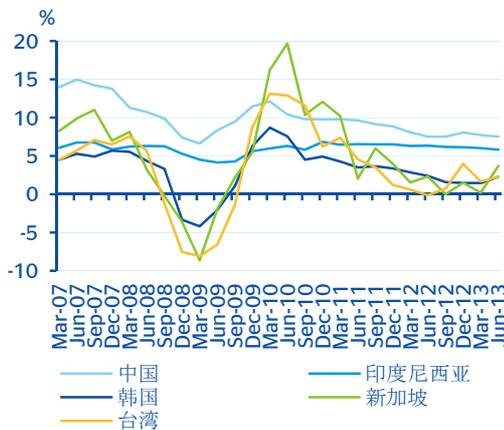
与过去几个季度相比，风险变得更加多元化，不过其对全球经济的潜在影响较小。第一，美联储的退出过程有可能造成骚动。第二，中国经济增长的前景仍然不确定。最后，尽管欧元区状况有所改善，但经济恶化的风险依然存在。

## 2. 亚洲经济增长动力减弱

尽管亚洲一些国家的经济得以继续恢复，例如日本、韩国、台湾和某些东盟（ASEAN）国家，但近几个季度其他地区的经济增长却缺乏动力，主要受中国经济减速和外部需求持续走低所拖累（图 3 和图 4）。近期，美国经济转好的趋势和美联储紧缩量化宽松的预期造成了资金外流现象，引起了市场的波动，限制了进一步实施货币宽松政策的空间，并增加了对国内需求的压力。

印度和印尼等国家因为经常性账户为赤字，并且依赖于资金流入，其货币正在承受下行压力。尽管如此，这一地区的基本面还是健康的，而且资金流动的变化有助于减少信贷的过度增长和资产泡沫的风险。

图 3  
中国和印尼二季度经济增长势头趋缓，但其他国家和地区的增长势头有所恢复 ...



来源: Haver 和 BBVA 研究部

图 4  
... 但是工业产值走势低迷



来源: Haver 和 BBVA 研究部

### 日本仍然是亮点，但挑战依然存在

日本经济的发展状况大体上保持乐观。日本央行保持了其去年四月宣布的货币宽松立场（在未来两年时间内将货币基础扩大至目前的两倍），而且日本政府正在实施其 10.3 万亿日元（约合 GDP 的 2.2%）的财政刺激方案。迄今，日本政府的前两箭已见成效，其工业生产信心、出口信心和商业信心均开始升高（图 5）。日本第一季度 GDP 季节性调整年化增长率为 4.1%，其六月份的整体通货膨胀自 2012 年五月以来首次出现正值-尽管距 2014 年底实现 2% 的目标还有一段距离。

图5  
日本工业生产和出口均开始回升...



来源: Haver 和 BBVA 研究部

图6  
... 但金融市场却处于停滞状态



来源: Haver 和 BBVA 研究部

尽管目前的结果比较乐观,但还存在一些重要的挑战和风险。目前缺乏的因素是“结构性改革议程的实施”,即所谓的增长策略“第三把剑”。7月21日,统治联盟在参议院选举的胜利使政府在六年时间里第一次获得对国会两院的控制权,这对日本的政治稳定是个好兆头。理论上,这一胜利将增加“促进长期增长预期所需”之结构性改革通过的可能性,包括开放农业部门,增强劳动力市场灵活性,以及实施中期财政巩固的可行计划。

尽管如此,目前的市场反应仍然不尽如人意,股票市场自选举以来已下降了大约8%,日元升值,日元兑美元汇率降低至100以下(图6)。由于政府对增长障碍和“经济是否具备继续恢复的动力”进行了估计,因此,仍不确定“能否在2014-2015年实施万众期待的增加消费税的措施”,这增加了对“结构性改革议程是否合适”的怀疑。但从积极方面来看,自五月出现抛售以来,债权收益已经得以稳定。

### 在经济活动指标参差不齐的情况下,亚洲地区的经济增长受到中国经济减速和资金外流的冲击

第一季度的状况差强人意,但在支撑性政策和外部环境得以适度改善的影响下,大部分亚洲国家的经济增长势头已经以温和的速度开始改善了。但是,经济活动指标却参差不齐,反映出国内需求仍然强劲,但却疲软;中国经济减速造成了逆风效应,而且资金外流也产生了新的压力。第二季度,中国GDP同比增长降低至7.5%,与预期一致,继续保持了过去4-6个季度以来一直保持的逐步下滑趋势,这使上半年的同比增长达到7.6%略高于全年之7.5%的官方目标。

到目前为止,中国经济增长下滑对亚洲地区的影响还不是很严重,但是考虑到中国市场对于出口的重要性,其所产生的影响会在以后发布的数据中得以体现(见框1)。对于亚洲其他地区,尽管新加坡、台湾和韩国第二季度的GDP结果与第一季度相比均有所改善,但其工业生产和出口走势并不稳定。印度的国内需求下降,供应面出现瓶颈-包括原材料短缺和断电频繁,而且对“造成商业情绪消沉”的外部金融存在忧虑,因此,印度的经济增长继续面临逆风效应。印尼的情况比较例外,其在六月份以行政手段提高了燃料价格,但通货膨胀仍保持在可控范围(图7)。

图7  
通货膨胀大体低于预期



来源: 彭博和 BBVA 研究部

图8  
市场预期美国退出量化宽松措施, 资金从亚洲新兴市场国家流出...

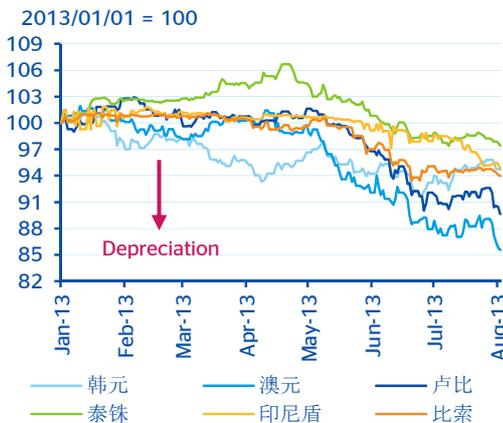


来源: 彭博和 BBVA 研究部

### 资本外流的风险抑制了政策利率的进一步降低...

上个季度最重要的变化可能就是资金流动的变化。五月份之前, 亚洲地区和其他新兴市场一直有大量资金流入。然而近期美国的经济数据转好, 加之对美联储缩减量化宽松的讨论, 这两方面因素造成了资金的外流并引发了市场波动(图8)。目前, 由于外汇储备水平较高, 而且潜在基本面较为强劲, 亚洲地区仍然能够对资金流向的突然变化。事实上, 从某种程度上来说, 资金流出有助于降低来自货币升值和经济过热的压力(例如信贷增长过快), 而且有助于降低资产价格泡沫的风险, 尤其对于香港和新加坡的房地产市场。另一方面, 对于印度和印尼等经常性账户处于赤字状态并且依赖于资金流入的国家, 其货币升值的压力已大幅降低(图9)。

图9  
...造成亚洲货币的贬值



来源: 彭博和 BBVA 研究部

图10  
货币政策倾向宽松



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

资金流出对货币产生了下行压力, 这使一些央行停止了进一步的利率削减。例如, 尽管韩国通货膨胀率较低, 而且经济增长仍然缓慢, 但是韩国央行自五月份降低利率之后再也没有降低过利率; 印度央行在一月至五月连续三次降低利率(总计下调75个基本点)之后, 于七月中旬收紧了流动性, 来抵消对其货币的下行压力; 印尼银行是第一个在六月和七月提高利

率（六月份提高 25 个基点，七月份提高 50 个百分点）的亚洲地区央行，以抵消燃料价格上涨造成的通货膨胀压力和资金外流所造成的货币下行压力。泰国央行也于五月降低了 25 个基点的利率，但自从货币升值压力有所缓和以来，就没有再次降低利率。与此相反，澳洲央行却发出信号乐见澳元近期出现的贬值（四月初期以来，澳元兑美元贬值大概 13%），并于八月份再次降低利率。

### 鉴于进一步降低利率的空间有限，货币政策保持不变

由于经济增长减缓且通胀较低（见图 10），亚洲地区大部分国家都倾向于宽松的货币政策。但是，在资金外流和货币贬值压力的新情况下，我们预计大多数央行在今年剩余时间内将保持现有利率。澳洲央行在八月初降低利率后将不会进一步降低利率；倘若货币市场恢复稳定，韩国和印度或将再次降息。与此相反，由于印尼通货膨胀水平较高，而菲律宾的经济增长依然强劲，因此，这两个国家的货币政策将倾向紧缩。

### 对经济增长展望进行小幅下调

鉴于外部环境如预期出现改善，我们的基线仍然建立在“经济增长逐步好转”的趋势上。但是由于中国经济增长减速（与之前 8.0% 的增长率相比，中国 2013 年和 2014 年的经济增长均为 7.6%）以及资金流动逆转对各国内需的影响，我们对部分国家的预期进行了小幅下调。除中国之外，最明显的降级是澳大利亚（2013 年经济增长 2.6%，2014 年是 3.2%）、印尼（2013 年 5.9%，2014 年是 6.5%）和台湾（2013 年为 2.7%，2014 年为 3.9%）。

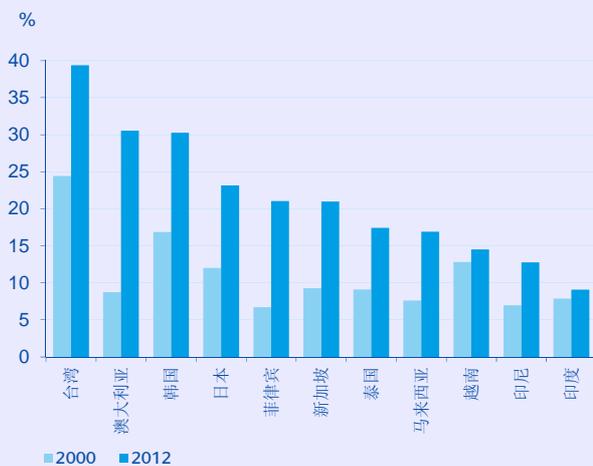
鉴于中国经济增长存在内部挑战且政府的政策立场具有不确定性，亚洲的风险来自于中国经济可能继续减速。而另一个风险则来自于可能再次出现的市场波动，因为投资者们对美联储紧缩量化宽松的时间和程度的预期将会进一步对投资和内需带来压力。

对于日本，如果结构性改革方案的实施不尽如人意，或政府中期财政巩固过程中出现财政下滑（这将增加国债收益率并为经济增长带来阻力），那么市场情绪将再次出现逆转。对于印尼，其国内债券收益率已大幅升高，并且将可能继续面临资金外流所造成的外部压力和投资者们对通胀的担忧。在印度，投资者对政府继续推行改革的决心和解决双赤字问题的努力存在信心不足，同时紧缩的货币政策、持续的投资停滞和政策推动不足构成了印度增长前景的下行风险。

框 1：中国增速降低会对亚洲经济体产生何种影响？

过去 20 年，中国逐渐成为其他亚洲经济体的主要贸易伙伴（图 11），是其他亚洲经济体国家第一大或第二大出口市场。但是，由于中国金融市场仍欠发达以及资本账户较为封闭，金融联动一直未能跟上经济发展的速度。因此，中国经济的进一步下滑所造成的影响将主要通过贸易渠道。中国也是该地区 FDI 的主要来源（占总量的 13.4%），不过其资金流动减少所产生的影响尚不明显。

图 11  
到中国及香港的出口占总出口的百分比（2000 年和 2012 年



来源：国际货币基金组织（IMF）、CEIC 和 BBVA 研究部

亚洲对中国需求的依赖

在图 12 中，我们对中国需求的重要性从三个方面进行评估：（1）对中国出口的依赖，按照对中国的出口占总出口的百分比计算（x 轴）；（2）贸易开放度，按照总出口占 GDP 的百分比计算（y 轴）；以及（3）经济增长对中国出口的依赖，按照对中国出口占 GDP 的百分比计算，由图中的无差异曲线表示。我们发现，亚洲经济体中对中国依赖度最大的是台湾、澳大利亚和韩国。同时，大多数亚洲国家的经济增长对中国出口的依赖度均比较高，其中依赖度最大的是台湾、新加坡、韩国和马来西亚。对中国出口依赖度较低且贸易开放度较低的国家包括印度、印尼和菲律宾。

尽管从亚洲其他地区进口到中国的商品多是用作加工或再出口，但中国正逐步成为最终需求的主要市场。（例如，对于东盟（ASEAN）国家而言，我们估计，除去地区间贸易，中国的最终需求占其总出口额的五分之一。）

图 12  
对中国的出口占 GDP 比值



备注：无差异曲线表示出口中国和该国 GDP 比率相同，这说明出口中国会对该国经济增长产生直接影响。中国包括中国大陆和香港。  
来源：国际货币基金组织（IMF）、Haver 和 BBVA 研究部

依赖中国的亚洲商品出口

除了传统贸易渠道以外，亚洲-太平洋地区的大宗商品 2 出口国对中国的需求也具有依赖性。为了确定依赖度的高低，我们计算出“商品占总出口的份额”、“商品出口至中国占总商品出口份额”和“中国作为买方的议价能力的大小”的几何平均数来作为“大宗商品出口依赖度指数”（Garcia-Herrero, Nigrinis和Liu, 2013）<sup>3</sup>。

2. 我们定义“大宗商品”为联合国Comtrade数据库中SITC Rev.1 两位数分类中 2\*, 3\*, 67 和 68, 包括非食用原材料、矿物燃料、钢铁以及五金材料。  
(<http://comtrade.un.org/db/mr/rfCommoditiesList.aspx?px=S1&cc=>)  
3. “拉美经济对中国的依赖程度”（How dependent is Latin America's economy on China?），BBVA经济观察，2013 年 2 月 25 日

如图 13 所示，从 2002 年到 2012 年，在样本国家中，所有经济体对中国需求的依赖度均有所增加。与拉美大宗商品出口国的平均值相比，澳大利亚的依赖度相对较高，而东南亚经济体的脆弱性较低（注意，马来西亚的数据可能因为其出口需要通过新加坡转运而有所偏差，此数据应该与印尼的数据持平甚至更高）。

图 13  
商品出口依赖指数



来源：联合国商品贸易统计数据库和 BBVA 研究部；  
备注：拉丁美洲包括阿根廷、巴西和智利

### 中国在亚洲的对外直接投资

自 2003 年以来，中国对外直接投资一直迅速增长（见图 14），而且中国已成为第三大对外直接投资国。接受中国投资最多的国家是亚洲国家，截止 2011 年，亚洲国家接受的中国投资额占中国对外直接投资总额的 60%，约合 455 亿美元，而拉美仅占 16.0%（119 亿美元），欧洲占 11.1%（83 亿美元）。但是，香港可能会使这一份额出现向上偏差，因为部分中国对外直接投资投在香港，其最终目的地可能是亚洲之外的其他地区。

图 14 显示，自 2008-2009 金融危机以来，中国对外直接投资增长急速下滑，从危机前平均 84% 下滑至危机后的 11%。展望未来，中国国内经济的减速对对外直接投资的影响还不明确：经济硬着陆可能会减少资金外流，而经济的适度下滑（正如我们现在所经历的状况）可能会造成资金外流的增加，因为当地公司会向国外寻求商业机会。

图 14  
中国对外直接投资主要集中在亚洲



来源：中华人民共和国商务部（MOFCOM）、Haver、CEIC 和 BBVA 研究部；

## 3. 对中国经济增长的新一轮悲观态度：是否确定？

似乎突然之间，市场纷纷下调了对中国经济增长的预测。对中国经济硬着陆的担忧不断显现，而且关于中国式增长模式终结的评论不绝于耳。随着风险和不确定性增加，中国政府所面临之稳增长同时防止国内金融脆弱性问题进一步恶化的挑战加剧，但是，我们认为这一轮对中国经济增长前景的悲观预期有点言过其实。但首先，我们要看到是什么造成了市场情绪的突然转向？

首先，中国经济增速趋缓。中国 GDP 未能延续 2012 年四季度之同比 7.9% 的速度继续增长，2013 年一季度，中国经济同比增长 7.7%，二季度同比增长 7.5%，连续两个季度出现低于预期的放缓。第二，迄今为止，市场对于中国新一届政府所设定的经济增长“底线”以及其为保持 2013 年增长所采取之政策刺激力度存疑。最后，所有这些都与潜在增长率下滑，对于经济增长再平衡所需采取的改革措施的认识加深，各种社会发展过程中的问题，以及提升经济增长的质量等方面相背离。

由于中国经济增长下滑，我们把在前一季度展望中对中国 2013 年和 2014 年 8.0% 的预测下修至 7.6%。下修的原因包括上半年增长弱于原先预期，同时我们预计未来的经济增长仍会保持适度低速。但是，下修的幅度同亚洲其他一些经济体相比仍然有限，我们预计随着外部需求的改善和支持性政策的作用下，中国经济增长将在三季度企稳并在四季度逐步恢复。我们相信本年度的政策态势将以实现政府设定的 7.5% 增长目标为导向，但我们认为 2014 年的增长预期面临更多的不确定性，取决于国内一些风险因素是否加剧，政府对政策态势的表态是否明晰，以及今年十月年度党代会上改革议程是否明确等方面。

### 增长势头进一步减缓

二季度，中国 GDP 同比增长放缓至 7.5%，低于一季度的 7.7% 和 2012 年四季度的 7.9% 水平（图 15），上半年实现了 7.6% 的同比增长。经季节性调整之后，官方报告的季度环比增长在二季度小幅改善，从一季度的环比 1.6%（年化增长率为 6.6%）增加至环比 1.7%（年化增长率为 7.0%）。（但是，我们认为由于数据质量问题和季节性调整因素的存在，官方季调后增长速度可信度值得商榷）。

整体来说，似乎中国经济增速下降是由外部需求低迷和私部门投资疲软所造成的。国家统计局（NBS）上半年的数据显示，消费较为疲软，而投资在某种程度上抵消了前者对经济增长的拖累：其中，投资对增长贡献 4.1 个百分点，消费贡献 3.4 个百分点而净出口则贡献 0.1 个百分点。由于缺乏生产总值需求面的数据，我们难以对二季度经济态势作更详细分析。从现有数据我们可以估计二季度投资对增长贡献约 5.7 个百分点，可能体现了对基础设施和保障房项目的公共开支增长，尽管居民投资出现疲软迹象。高频月度指标也显示居民投资出现疲软而公共投资保持稳定（详细信息请参阅下文）。

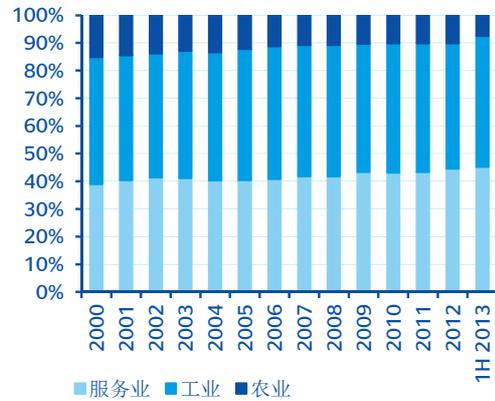
尽管整体增长下滑，数据还是有鼓舞人心的地方。首先，经济中服务业所占比重仍继续扩大，历史上服务业比重相对较小（图 16）。第二，尽管经济增长下滑，劳动力市场仍然保持相对强劲。第三，有迹象表明经济在三季度开始企稳。

图 15  
第二季度增长进一步下滑...



来源：国家统计局（NBS）、CEIC 和 BBVA 研究部

图 16  
服务业比重增加



来源：国家统计局（NBS）、CEIC 和 BBVA 研究部

2013 年上半年，城镇登记失业率保持在 4.1% 的水平不变，同期城镇新增就业 725 万人（一季度 342 万个，二季度 383 万个）。同时，中国人力资源和社会保障部的数据（通常认为较国家统计局（NBS）的就业数据可信度更高）显示，就业市场比较强劲，二季度劳动力供求比率为 1.07（图 17）。但是，就业市场的走势可能延迟于 GDP 增长的变化，因此还需谨慎看待。事实上，虽然城镇就业市场整体状况保持稳定，但二季度的劳动力供求比率还是有所小幅回落，加上近期采购经理指数（PMI）的从业人员指数较为疲弱，平均工资增长亦有所趋缓（图 18）。

图 17  
就业市场基本保持稳定



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

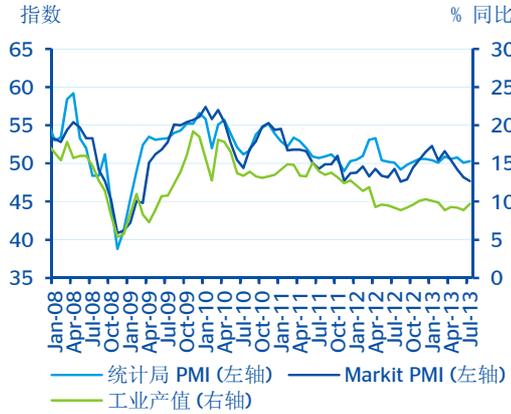
图 18  
但近期工资增长下滑可能是走弱的迹象



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

尽管 GDP 增速放缓，但近期月度经济活动指标显示企稳迹象。产出方面，工业利润增长下滑，但七月官方采购经理指数（PMI）结果较好（与汇丰 Markit 采购经理指数（PMI）形成对比，汇丰 Markit 采购经理指数所涵盖的被调查公司范围较小，且公司多为出口导向型），而且工业产值增长也好于预期。

图 19  
中国工业生产指数下滑...



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图 20  
...而且工业利润增长较低



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

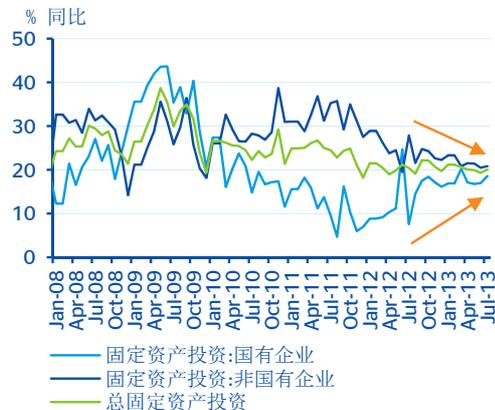
需求方面，零售销售同比增长趋缓（图 21），而且城市固定资产投资增长也有所降低，这主要是因为私部门投资表现疲弱（图 22）。但房地产和基础设施以及保障房等公共开支方面的投资情况相对较好（图 22 和图 23）。

图 21  
零售销售总体态势良好...



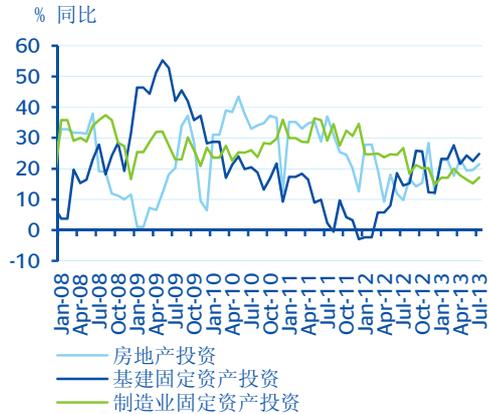
来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图 22  
公共投资抵消了私部门投资的疲弱



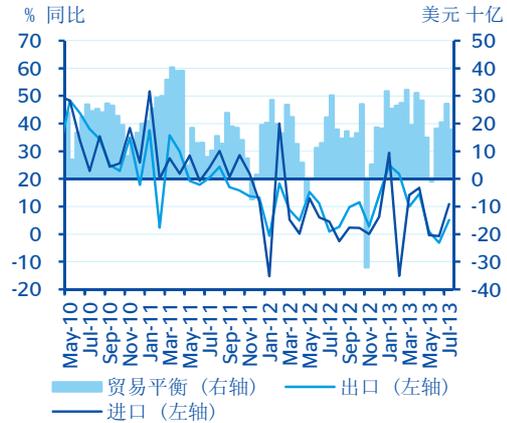
来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图 23  
制造业投资有所减少



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图 24  
出口减少，但贸易顺差仍然存在



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

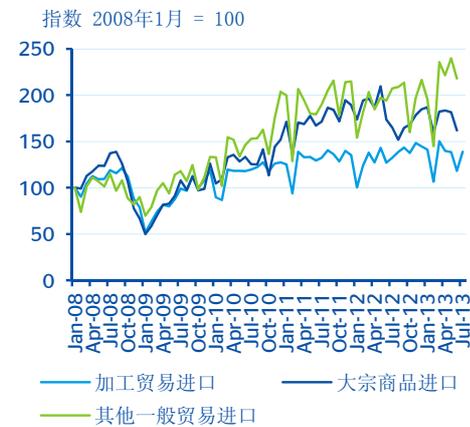
外部方面，二季度出口增长减速（图 24 和图 25），在中国政府采取措施抑制贸易虚假行为（用以隐瞒投机资本流入）之后，这一情况变得更为明显。贸易虚假行为抬高了上半年的实际出口数据，尤其是大陆对香港的出口。经过调整之后（对香港出口相应调整），我们估计，与官方 10.4% 的统计数据 and 2012 年的 7.9% 相比，中国上半年“实际”出口同比增长约为 5% 左右。但是，随着主要出口市场增长悉数改善，中国七月出口同比增长 5.1%。

图 25  
出口增长二季度全面下滑



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图 26  
加工贸易和大宗商品进口减少，但其他进口企稳



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

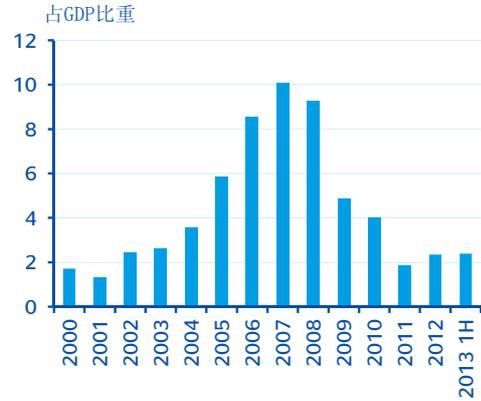
同时，由于加工贸易和大宗商品进口减少，二季度总进口也出现下滑（图 24），但主要反映国内最终需求的其他一般进口则有所增长（图 26）。另一方面，二季度大宗商品进口似乎有所复苏，这可能是由于对基础设施的投资增加，同时国内进口商选择商品价格较低时期从国外进口所致（图 27）。同时，七月进口同比增长达到 10.9%，表示国内需求改善。二季度的贸易总顺差从一季度的 422 亿美元增加到 657 亿美元，经常账户顺差小幅增加（上半年占 GDP 比重约为 2.4%）（图 28）。外汇储备在四月达到 3.53 万亿美元的高点，五月和六月相继有所减少，这说明，市场对于中国经济前景信心走弱，以及美联储退出量化宽松措施的预期（图 29），使得资金出现外流现象。

图 27  
大宗商品进口数量



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图 28  
经常账户顺差小幅增加



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图 29  
贸易顺差扩大, 外汇储备增加



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图 30  
人民币汇价近来走势稳定



来源: 彭博和 BBVA 研究部

## 经济增长和出口下降, 人民币升值步伐放缓

一季度人民币兑美元升值幅度相对较快, 但六月以来, 尽管仍然处于每日交易区间强端, 但人民币升值步伐趋缓 (图 30)。很明显, 自五月以来, 人民币一年期无本金交割远期 (NDF) 合约价格开始贬值, 说明投资者对人民币未来升值前景存在顾虑。而人民币有效汇率则升值步伐加快, 主因美元兑其他主要货币 (尤其日元) 升值所致 (图 31)。

图 31  
人民币名义有效汇率和实际有效汇率继续升值，尽管升幅放缓



来源：国际清算银行（BIS）、CEIC 和 BBVA 研究部

### 短期内通货膨胀不会成为困扰

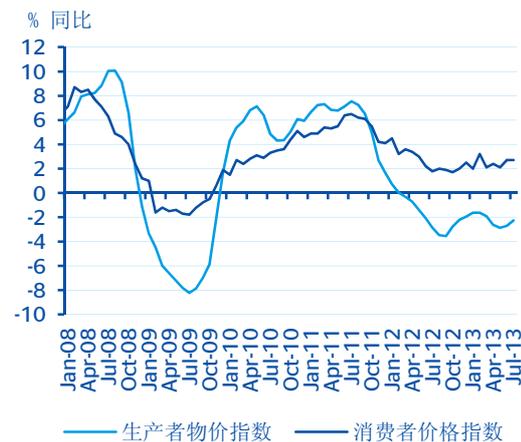
十月通胀同比增长触底反弹至同比 1.7%，随后一直逐步攀升，在食品价格带动下（尤其是猪肉和蔬菜价格），通胀连续两个月上涨，在七月同比攀升至 2.7%（图 32）。但是，非食品类通胀保持在较低水平，同比上涨 1.6%，截止七月，工业生产者价格指数同比下滑 2.3%。通胀压力仍然有限，近期结果显示通胀仍处于政府 3.5% 的目标范围内（图 33）。

图 32  
食品价格走低，通胀处于可控状态



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图 33  
...工业生产者价格指数仍然同比下跌



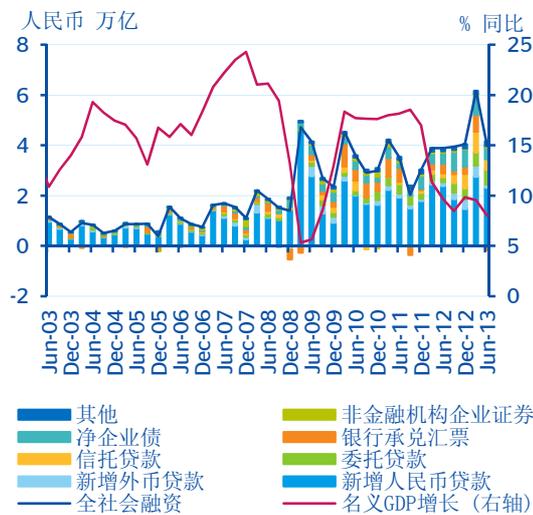
来源：CEIC 和 BBVA 研究部

### 信贷的快速增长对经济增长尚未起到促进作用

今年年初，M2 和信贷强劲增长却未能促进经济活动的复苏。相反，对于国内过度杠杆化和资金使用低效的担忧与日俱增，信贷增长和 GDP 增长之间存在某种程度的脱钩现象（图 34）。

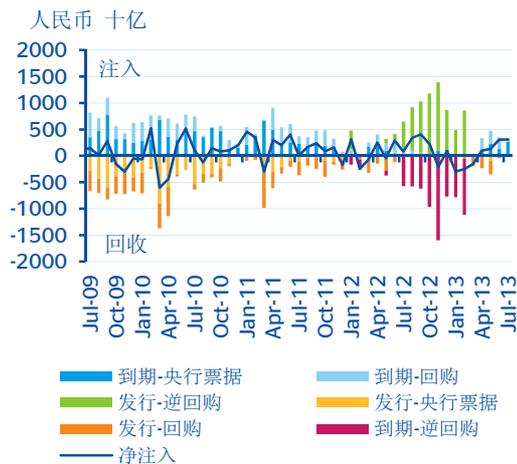
基于这样的担忧，中国政府已经采取了措施，抑制影子银行活动的过度增长。中国人民银行（PBoC）在六月目睹了银行间市场资金紧张风波（图 35），这发出的信号是，当局不会再容忍部分银行和金融机构对于流动性管理的乱象以及相关的高风险借贷行为。当时的这场流动性紧张风波一度令市场对中国经济增长前景的悲观情绪加剧，担心政策面的不确定性和流动性紧张会影响实体经济复苏。实际上，这场风波某种程度上使得中国人民银行（PBoC）开始通过公开市场操作不断加大对流动性的积极管理，作为其推动利率市场化进程的一部分（图 36 和图 37）的努力有所倒退。为了降低这一风波所产生的负面影响，人民银行在七月初介入市场调整了流动性，至此银行间利率逐步恢复到正常水平。尽管如此，风波仍然有些联动反应，信贷和 M2 增长有所下降（图 37）。

图 34  
六月流动性紧张风波以来，社会融资总量减少



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图 36  
人民银行通过公开市场操作加大对流动性的管理...



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图 35  
人民银行六月拒绝向市场注入流动性，使得银行间利率大幅飙升，后逐步下降



来源：Wind 资讯和 BBVA 研究部

图 37  
M2 和贷款增长有所下降



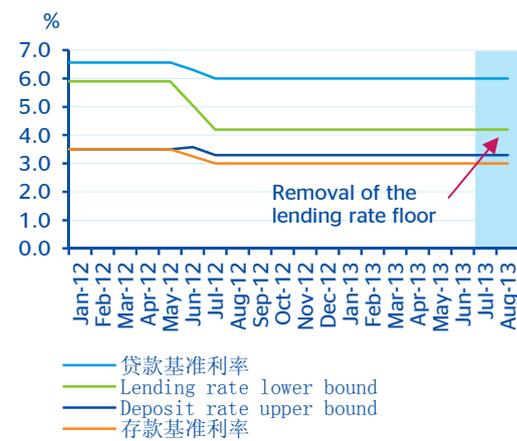
来源：Wind 资讯和 BBVA 研究部

### 人民银行取消贷款利率下限管制，推进利率市场化

尽管六月的流动性风波是人民银行对于流动性管理方面的倒退，但在其他方面，人行在金融市场自由化的道路上又向前迈进了一步。自去年六七月间开始实施利率市场化的重要举措以

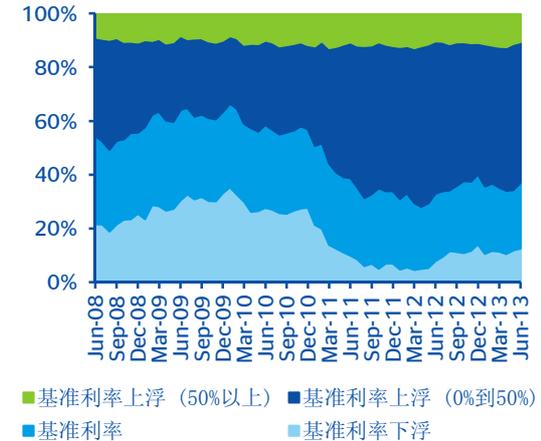
来，人行于今年 7 月 20 日，正式全面取消了贷款利率下限管制（住房抵押贷款除外），此前，贷款利率下限被设定在贷款基准利率的 70% 水平。（同时也取消了对银行票据贴现的价格管制和对农村信用社的贷款利率上限管制，之前，贷款利率上限是贷款基准利率的 2.3 倍）。但是，从某种程度上来说，这一举措象征意义较大，在短期内几乎不会产生较大影响，因为贷款利率下限并没有被实际执行（银行很少使用那 30% 的下浮利率，图 38 和图 39）。但是，在金融自由化的大背景下，这仍然是一个进步。然而，利率市场化最为关键的存款利率浮动上限仍然没有放开。

图 38  
取消贷款利率下限管制



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

图 39  
大多数贷款利率高于基准利率

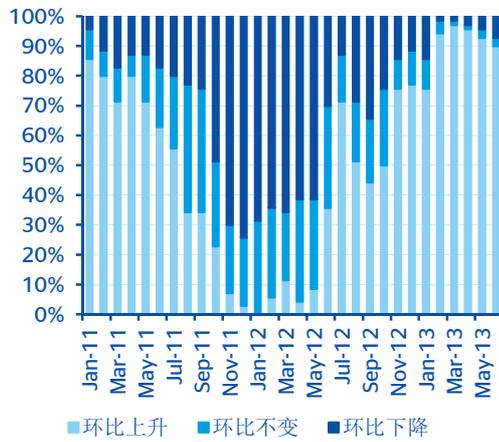


来源：CEIC 和 BBVA 研究部

### 房地产价格继续攀升，有助投资但限制了政策宽松的空间

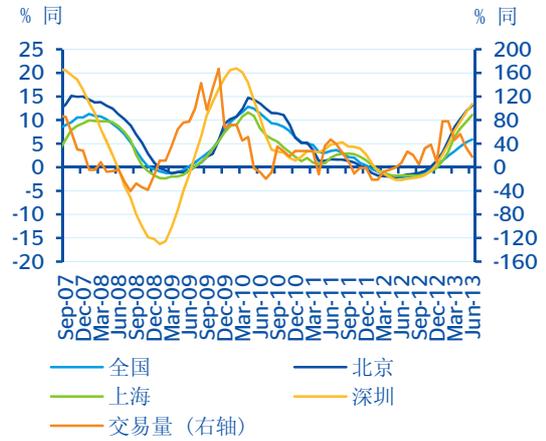
尽管政府对于房地产市场的投机行为采取限制措施，以维持居民住房负担能力，但房地产市场自 2012 年中期触底以来，继续不断升温。广州、深圳、北京和上海等一线主要城市房价同比增幅为列全国前茅，六月这些城市房价同比增幅介于 12% 至 16% 左右（图 40 和图 41）。更据我们估计，二季度全国房地产价格增长了 5.2%，相较于一季度的 2.4% 和 2012 年四季度的 -0.3%。价格的增长伴随着销量攀升。正如我们在 *2012 年房地产展望* 中所述，由于中国潜在需求基本面较强，我们并不认为中国住房价格的上涨存在较多泡沫。换言之，对住房价格快速上涨，以及对其他金融脆弱性问题的担忧，实际上限制了政府实施宽松货币政策的空间。

图 40  
大多数城市住房价格环比上涨



来源：国家统计局（NBS）和 BBVA 研究部

图 41  
销售量增长速度较快



来源：国家统计局（NBS）、CEIC 和 BBVA 研究部

## 框 2：对于中国金融脆弱性问题的更新

对于目前中国经济增长趋缓的担忧之外，还有一系列的金融脆弱性问题，其中包括非银行金融活动的加速发展（尤其是影子银行）和地方政府债务以及企业债等问题。这些金融脆弱性问题都威胁着中国金融业的稳定。例如，影子银行活动的快速扩张将信贷集中风险、流动性短缺风险、期限错配风险和声誉及法律风险引至银行业。（见 *银行业观察*）。同时，地方政府债务和企业债问题，都对银行资产的质量带来风险。

### 金融脆弱性问题的近期发展

尽管国家出台了限制措施，但影子银行活动仍在继续的扩张（图 42）。四月，政府发布了一项规定，要求银行将规定类型的理财产品（WMP）计入表内，以进一步限制表外借贷行为。尽管如此，包括银行理财产品余额在内的影子银行规模实现同比 44.5% 的增长，至 34.2 万亿元人民币（几乎占国内生产总值的 60%）。

同时，地方政府债务问题和越来越多的企业债问题也是需要担忧的地方。根据我们的估计，2012 年底，地方政府债务和企业债分别占到了国内生产总值的 32% 和 122%。由地方政府融资的很大一部分基础设施建设项目（我们估计约有三分之一）将来有可能无法产生足够收益来偿还债务。相关损失或将由中央政府（以救助资金的形式）和银行（以减记方式）买单。

2012 年，企业债总额已从 2007 年占国内生产总值的 99.3% 增至 126.8%。与其他国家相比，中国的企业债水平较高（图 43）。这也给相关企业造成了沉重的财政负担。例如，25% 的上市公司的 EBITDA/利息覆盖率小于 1，这意味着其现金流不足以保证其偿债（尽管其中有些公司可以用流动性资产做保证）。从宏观层面来说，由于负债企业会出售其资产，并延后投资计划，以保证其偿债能力（关于这个话题的更多信息，请参阅我们即将发布的 *银行业观察*），这都会进一步限制经济增长的势头。

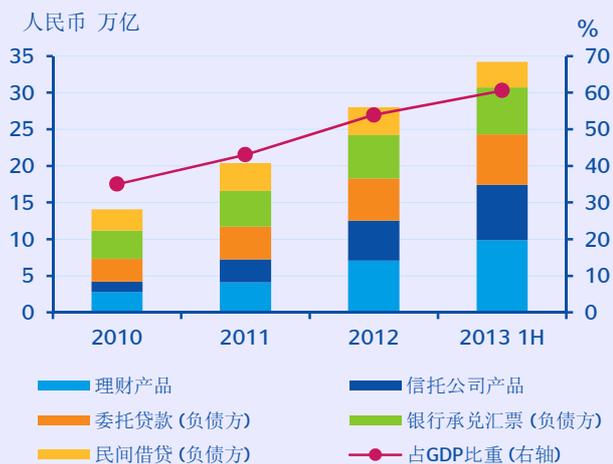
地方政府融资平台（LGFV）和房地产开发商越来越多依赖影子银行系统融资，使得地方债务和企业债问题，以及影子银行的活动更加错综复杂相互交织。正由于存在这种联动的情况，使得政府很难在抑制影子银行活动的同时，不对整体经济运行产生外溢影响。

### 对银行业的潜在影响

上述之金融脆弱性问题对银行的盈利能力也会产生重大影响。地方政府融资平台（LGFV）和企业债务使银行抵抗经济冲击的能力变得更加脆弱，也增加了银行不良贷款（NPL）攀升的可能性。此外，涉及影子银行业务的银行也要承担违约情况下的相应损失。总而言之，未来五年时间内，这些因素可能会将银行的不利贷款率从当前不到 1% 的水平推升至 7% 左右。（见我们所做之 *银行业观察*）

总体来说，我们认为这些脆弱性问题都是中期风险，而且在近期仍然可控。政府当局已经在加大力度控制这些风险，其措施包括加大对影子银行活动和地方政府借款的限制。但还需要采取进一步的措施，包括在中期实现金融自由化和经济结构再平衡等。

图 42  
2013 年上半年影子银行活动增加



来源：Wind 资讯和 BBVA 研究部估计

图 43  
按照国际标准，中国的企业债务水平较高



来源：国际清算银行（BIS）、Haver 和 BBVA 研究部

## 4. 2013 年经济增长势头继续，但随后的不确定性增加

在不确定性增加的情况下，政府近期明确表示，其将保持 2013 年 7.5% 的增长目标不变，并将对政策进行微调，以应对经济下行的现状。鉴于此，并考虑到三季度已出现增长企稳的迹象，我们将仅对中国 2013 年全年增长预测进行小幅下修，从之前的 8.0% 调整至 7.6%。我们认为，在外部环境改善和政策支持的情况下，中国经济在下半年将会逐步出现回暖。

我们预计 2014 年的增长同样为 7.6%，尽管增长前景的不确定性较大，尤其考虑到增速趋缓，金融脆弱性问题加剧，以及领导层对于中期可持续发展的关注而不采取较大刺激政策追求短期经济增长。我们认为，十月的党代会上会对政府 2014 年以及中期改革议程的政策态势会进一步明确。主要改革应该包括要素价格改革、金融自由化、财政改革、城镇化政策（尤其是“户口”制度改革）和收入再分配政策，我们认为，这将释放相应的改革红利，并促进中期的潜在增长。

### 对政策进行微调，支持短期增长，同时努力解决金融脆弱性问题

自三月任职以来，中国新领导班子已然发出容忍增长放缓的信号，以控制金融脆弱性问题，并保证“增长质量”。官方称这一政策组合为“积极的”财政政策和“稳健的”货币政策，积极的财政政策主要指一系列降低中小企业税负的措施、促进出口和鼓励民间资本进入铁路基础设施和公共服务投资的领域。同时，政府再次将重点放在控制金融脆弱性问题方面。具体来说包括在经济增长势头放缓的情况下，继续维持房地产市场限购措施，加强对影子银行活动的管控，并严防地方政府债务问题的进一步加剧。政府也对政策刺激的程度采取了谨慎态度，尤其避免放开新一轮财政刺激，或放松货币政策。

在财政政策方面，由于经济下滑或将导致财政收入低于预期，因而，在增加基础设施（尤其是铁路基础设施）、保障房项目建设和削减税负（对中小企业）的同时，财政赤字将略高于国内生产总值的 2.0% 水平。相比较而言，2013 年的预算将财政赤字目标设定在 2.0%，而（将 2011 年的收入结余计入 2012 年，约占 2012 年国内生产总值的 0.5%）2012 年的财政赤字占国内生产总值比重为 2.1%。

在货币政策方面，经济增长放缓且通货膨胀适度，实施宽松政策的空间犹存，尽管如此，由于政府将重点放在控制住房价格上涨，抑制影子银行借贷等方面，所以，我们认为，2014 年期间基准利率将保持不变，而人民银行可能会继续通过公开市场操作对流动性进行调节，并有可能根据资金流动情况和国内市场形势来决定是否下调存款准备金率。

为了解决经济运行中各方面的不平衡，政府发布了一系列措施，例如包括淘汰 19 个行业相关企业的过剩产能，并进一步明确了地方政府偿还债务的义务，要求在年底之前进行债务审计。在结构性改革方面，我们认为，政府会继续推进其在改善能源价格形成机制方面的改革、城市化进程中的改革（尤其是中小规模城市的“户籍”制度改革）和收入分配改革（可能包括对国有企业的收入改革和增加劳动收入的政策）方面的议程。在金融自由化方面，我们认为，政府可能会进一步放宽人民币每日交易波动区间，在年底之前将目前实行的  $\pm 1.0\%$  的交易波幅放宽至  $\pm 1.5\%$ ，从而进一步增强汇率形成机制的灵活性；在资本账户开放方面，我们认为，政府会逐步放宽对以人民币计价的跨境资金流动的限制，并促进更多的对外直接投资和个人海外投资行为。对于利率市场化方面，人民银行在二季度中国货币政策执行报告中称，将“逐步扩大负债产品市场化定价范围”，可能包括取消对大额可转让存单（CD）和长期存款的相关利率限制，并提高存款利率上限（目前为基准存款利率的 1.1 倍）。

### 2013 年下半年增长将逐步恢复

中国政府确认将对政策进行微调，以实现 2013 年 7.5% 的增长目标，我们认为，随着我们的基线情景中外部环境的逐步改善，中国经济在三季度将出现稳定增长，并在四季度出现增速小幅攀升。这将使中国全年经济同比增长达到 7.6%（与上半年结果相同）（图 44）。既然

增长前景有所改善，消费整体趋稳，而且全年出口增长也会逐步改善至 8-10% 的增长，那么，在基线情景中，我们认为，在经历了上半年的相对疲弱后，私部门投资会在下半年有所增长。尽管不确定性有所增加，但我们认为，2014 年中国经济全年增长幅度将与 2013 年保持一致。

### 尽管通货膨胀压力会回升，但仍将保持在较低水平

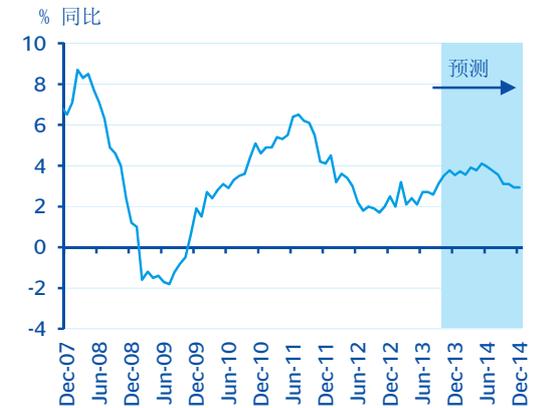
由于过去几个月的通货膨胀数据低于预期，因此，我们将 2013 年的平均通胀预测从之前的 3.0% 下修为 2.8%。换言之，由于需求有所改善，食品和商品价格出现上涨，加之基数效应共同作用之下，我们预期通货膨胀将逐步攀升，到年末达到 3.5% 的水平（图 45）；之后 2014 年的通货膨胀将保持在 3.5% 左右，在六月达到 4.0% 左右的高点。长期来看，我们认为，随着工资的快速增长，通货膨胀将保持在 4.0% 左右的水平（高于 2003-2012 过去十年间 3.0% 的平均值）

图 44  
经济增长将在三季度触底反弹



来源：国家统计局（NBS）、CEIC 和 BBVA 研究部预测

图 45  
2013 年，通胀将保持在 3.5% 的目标以内



来源：国家统计局（NBS）、CEIC 和 BBVA 研究部预测

### 人民币升值步伐放缓，且具有更大的双向灵活性

由于今年年初人民币升值迅速，加之出口增长近期下滑，经济增长势头放缓，而且资金出现外流，因此，我们认为，今年下半年人民币升值速度将会变得缓慢。年底，人民币兑美元汇率将达到 6.10 水平左右。此外，我们认为，中国可能会将每日人民币兑美元交易区间进一步放宽至 +/-1.5%，以加强货币的双向灵活性。除此之外，政府提倡在贸易结算和越来越多的投资资金流动中使用人民币，因此，人民币国际化进程将会继续推进。其中，在跨境投资流动中使用人民币包括在离岸市场中引入更多的人民币产品作为平台，将离岸人民币回流至中国大陆。

表 1  
基线情景

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年(F)	2014 年 (F)
GDP (%，同比增长)	10.4	9.3	7.8	7.6	7.6
通货膨胀 (均值，%)	3.3	5.4	2.6	2.8	3.5
财政平衡 (占 GDP 百分比)	-2.5	-1.1	-2.1*	-2.0	-1.8
经常账户 (占 GDP 百分比)	4.0	1.9	2.3	2.8	3.5
政策利率 (%，期末值)	5.81	6.56	6.00	6.00	6.00
汇率 (人民币兑美元，期末值)	6.61	6.30	6.23	6.10	5.95

\*期值：包括因 2011 年末财政收入结余之占 GDP 约 0.5% 的调整。  
来源：BBVA 研究部

## 5. 下行风险犹存

外部需求的减少造成了逆风效应，因此，亚洲区域内经济增长势头仍然不平衡，而且有所放缓。正如我们在[全球展望](#)中所述，全球经济的金融尾部风险已有所降低，但对全球经济增长的前景依然不够确定，尤其是对欧盟的增长前景。此外，中国经济增长放缓给亚洲地区乃至全球的经济增长前景增添了新风险。

亚洲区域内的地缘政治风险依然存在，但随着中日两国争端，以及朝鲜半岛局势的暂时缓和，相关的地缘政治风险已有所下降。（泰国的国内政治稳定性方面还存在一定风险）。在宏观层面，日元贬值步伐放缓，而且美联储讨论的退出量化宽松措施所造成的资本流出缓解了区域内货币升值压力，因而，货币紧张局势随之趋缓。美联储的退出量宽措施大大降低了区域内一些国家和地区的资产泡沫及经济过热风险，但同时也引发了资金无序流出的新挑战。

对于经常账户赤字和依赖外资维持收支平衡的经济体来说，其面临的资本流出压力最大，尤其对于印尼和印度两国来说。印尼的国内债券收益率陡升，并将继续面临资金流出的外部压力，加之近期印尼采取行政手段提高燃料价格，因此，其还将面临投资者对国内通胀的担忧。同时，印度面临的外部压力还需进一步观察，投资者情绪偏弱以及改革议程的缓慢实施都将拖累经济增长，对经济前景产生下行风险。日本的宏观层面发展良好，但若日本的结构改革方案未能达到预期目标，亦或政府中期财政减赤过程中出现状况，则日本国内市场情绪将会受挫。这将导致日本国债收益率攀升，并阻碍日本当前的经济复苏进程。

由于中国政府力图抑制影子银行活动，控制住房价格，并严防地方政府债务问题加剧，因此中国的部分经济活动指标疲弱，加之政策前景的不确定性，中国经济增长面临的下行风险增加。尽管中国经济增长似乎可以实现 2013 年 7.5% 的目标，但考虑到外部需求的复苏力度和经济再平衡过程及金融脆弱性问题对中期增长带来的影响，我们认为 2014 年的经济增长前景面临更多的不确定性。同时，由于政府对增长放缓的容忍度上升，而且对防范国内金融脆弱性问题的关注加强，政策面的风险也有所增加。

## 6. 表格

表 3  
宏观预测: 国内生产总值

(增长率%同比)	2010	2011	2012	2013 (预测)	2014 (预测)
美国	2.5	1.8	2.8	1.8	2.3
欧元区	1.9	1.5	-0.5	-0.4	1.0
亚太	8.2	5.8	5.3	5.3	5.6
澳大利亚	2.6	2.5	3.6	2.6	3.2
日本	4.7	-0.6	2.1	1.7	1.5
中国	10.4	9.3	7.8	7.6	7.6
香港	6.8	4.9	1.4	3.3	3.7
印度	8.9	7.5	5.1	5.7	6.4
印尼	6.2	6.5	6.2	5.9	6.5
韩国	6.3	3.7	2.0	2.7	3.7
马来西亚	7.2	5.1	5.6	4.8	5.2
菲律宾	7.6	3.9	6.6	6.1	5.6
新加坡	14.8	5.3	1.3	2.3	3.8
台湾	10.8	4.1	1.3	2.7	3.9
泰国	7.8	0.1	6.4	4.7	5.2
越南	6.8	5.9	5.0	5.5	6.3
亚洲除中国	6.8	3.5	3.6	3.7	4.1
世界	5.1	3.9	3.2	3.1	3.8

来源: BBVA 研究部

表 4  
宏观预测: 通胀 (平均)

(增长率%同比)	2010	2011	2012	2013 (预测)	2014 (预测)
美国	1.6	3.1	2.1	1.6	2.3
欧元区	1.6	2.7	2.5	1.5	1.4
亚太	3.6	4.7	3.0	2.8	3.3
澳大利亚	2.8	3.3	1.8	2.2	2.5
日本	-0.7	-0.3	0.0	-0.1	0.7
中国	3.3	5.4	2.6	2.8	3.5
香港	2.3	5.3	4.1	4.2	3.6
印度	9.6	9.2	7.7	5.5	5.3
印尼	5.1	5.4	4.3	7.0	5.4
韩国	3.0	4.0	2.2	2.3	3.1
马来西亚	1.7	3.2	1.7	2.5	2.7
菲律宾	3.8	4.7	3.0	3.5	4.0
新加坡	2.8	5.2	4.6	2.9	3.5
台湾	1.0	1.4	1.9	1.4	1.8
泰国	3.3	3.8	3.0	3.2	3.3
越南	10.0	18.1	6.8	7.5	7.8
亚洲除中国	3.7	4.3	3.3	2.8	3.1
世界	3.7	5.1	4.1	3.7	3.9

来源: BBVA 研究部

表 5

## 宏观预测: 汇率 (期末)

		2010	2011	2012	2013 (预测)	2014 (预测)
欧元区	美元/欧元	1.34	1.30	1.32	1.30	1.30
澳大利亚	美元/澳元	1.02	1.02	1.04	0.965	0.950
日本	日元/美元	81.1	76.9	86.8	110.0	118.0
中国	人民币/美元	6.61	6.30	6.23	6.10	5.95
香港	港币/美元	7.77	7.77	7.75	7.80	7.80
印度	卢比/美元	44.7	53.1	55.0	58.0	55.5
印尼	印尼盾/美元	8996	9069	9793	9817	9658
韩国	韩元/美元	1126	1152	1064	1090	1000
马来西亚	林吉特/美元	3.06	3.17	3.06	3.09	3.05
菲律宾	比索/美元	43.8	43.8	41.0	42.0	41.5
新加坡	新币/美元	1.28	1.30	1.22	1.26	1.23
台湾	台币/美元	29.3	30.3	29.0	29.8	29.3
泰国	泰铢/美元	30.1	31.6	30.6	30.5	29.5
越南	越南盾/美元	19498	21034	20840	21250	21500

来源: BBVA 研究部

表 6

## 宏观预测: 政策利率 (期末)

(%)	现值	2011	2012	2013 (预测)	2014 (预测)	2014 (预测)
美国	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
欧元区	0.50	1.00	0.75	0.50	0.50	0.50
澳大利亚	2.50	4.25	3.00	2.50	3.50	3.50
日本	0.10	0.08	0.10	0.09	0.10	0.10
中国	6.00	6.56	6.00	6.00	6.00	6.00
香港	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
印度	7.25	8.50	8.00	7.00	6.00	6.00
印尼	6.50	6.00	5.75	6.50	6.00	6.00
韩国	2.50	3.25	2.75	2.25	2.75	2.75
马来西亚	3.00	3.00	3.00	3.00	3.50	3.50
菲律宾	3.50	4.50	3.50	3.50	3.75	3.75
新加坡	0.40	0.45	0.40	0.40	0.40	0.40
台湾	1.88	1.88	1.88	1.88	2.13	2.13
泰国	2.50	3.25	2.75	2.50	3.00	3.00
越南	9.00	9.00	9.00	9.00	8.00	8.00

来源: BBVA 研究部

## 免责声明

由西班牙对外银行编制本文件及其中所述的信息、意见、估计和建议，并向其客户提供有关发布报告日期的一般信息，其中内容变动无须事先通知。因此，如有内容变动或更新西班牙对外银行无需承担事先必须通知客户的责任。

本文件及其内容并不构成要约、邀请或恳请购买或订购任何有价证券或其它票据、着手或撤销投资。本文件或其内容都不构成无论何种性质的任何契约、承诺或决定的依据。

**阅读本文件的投资者应知悉：因为编制本报告时并未将投资者的具体投资目标、财务状况或风险状况考虑在内，因此本文件所涉及的有价证券、票据或投资可能不适合每位投资者。**因此，投资者作出各自投资决定时应考虑前述情况，如有必要，还应获得该等专业建议。本文件内容基于通过可视为可靠来源获得而为公众所知悉的信息。但是，西班牙对外银行并未对该等信息进行独立核实，因此不对该等信息的准确性、完整性或正确性作出任何担保，无论明示或暗示。由于使用本文件或其内容而导致产生任何类型的直接或间接损失，西班牙对外银行不承担任何责任。投资者应注意：有价证券或票据的过往表现、投资的历史结果并不对未来表现提供任何保证。

**有价证券或票据的市场价格、投资结果可能产生不利于投资者权益的波动。投资者应深知：他们甚至有可能面临投资亏损。对期权、期货、有价证券或高收益证券所作的交易具有高风险，并非适合每位投资者。确实，有一些投资的潜在损失可能超过最初投资金额，在该等情形之下，可能要求投资者支付更多金钱以弥补亏损。因此，在着手进行有关票据的任何交易之前，投资者应该知悉其操作以及同一标的股票相关权利、义务和风险。投资者还应知悉：前述票据的二级市场可能受限或根本不存在。**

西班牙对外银行或其任何附属机构及其各自主管与员工可能直接或间接持有本文件或任何其它相关文件中所涉及的任何有价证券或票据，在适用法律允许的范围内，他们可能在其账户或第三方账户中对该等有价证券进行交易，向前述有价证券或票据发行方、相关公司或其股东、主管或员工提供咨询或其它服务，或在公布本报告之前或之后享有前述有价证券、票据或相关投资之上的权益或执行相关交易。

西班牙对外银行或其任何附属机构的销售人员、交易员和其它专业人士可以向其客户提供口头或书面市场评论或交易策略，其中所反映的意见可能与本文件所述意见相反。另外，西班牙对外银行或其任何附属机构的自营交易和投资业务可以作出与本文件所述建议不一致的投资决策。未经西班牙对外银行事先书面同意，不得（1）通过其它任何方式或以其它任何形式复制、复印或复写；（2）重新分配；或（3）引用本文件中任何部分。如果法律禁止，则不得向任何国家（或个人或机构）中任何个人或机构复印、传播、散布或提供本报告中任何部分。未能遵守前述限制性规定，即违反了相关适用法律。

在英国，仅可向《财务服务及市场条例 2000(财务推广)2001 命令》所描述的个人提供本文件，不得直接或间接向其它任何个人或机构交付或散布本文件。特别地，仅能够并针对如下个人或机构交付本文件：（1）英国以外的个人或机构；（2）具有如 2001 法令第 19(5)条所述投资相关专业知识的个人或机构；（3）高资本净值机构以及 2001 法令第 49(1)条所规定的可合法向之披露本文件内容的其它任何个人或机构。

与本报告的分析师和作者相关的薪酬制度基于多重准则，包括财政年度内西班牙对外银行获得的收益以及西班牙对外银行集团的间接收益，其中包括通过投资银行业务产生的收益，但是他们不获得基于投资银行任何具体交易所产生收益的任何薪酬。

**“西班牙对外银行以及西班牙对外银行集团中的任何其它机构并非纽约证券交易所或全美证券交易商协会的成员，不必遵守影响该等成员的披露原则。“西班牙对外银行应遵守西班牙对外银行集团适用证券市场运作的行动守则，其中包括防止和避免与既定等级利益冲突的原则以及信息壁垒原则。访问如下网址：[www.bbva.com/Corporate Governance](http://www.bbva.com/Corporate Governance)，可了解有关西班牙对外银行集团适用证券市场运作的行动守则的信息。”**

**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

**Weiwei Liu**

carrie.liu@bbva.com.hk

**Sumedh Deorukhkar (India)**

sumedh.deorukhkar@bbva.com

**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

Mexico

**Carlos Serrano**

carlos.serrano@bbva.com

Latam Coordination

**Juan Ruiz**

Juan.ruiz@bbva.com

Argentina

**Gloria Sorensen**

gsorensen@bbva.com

Chile

**Jorge Selaive**

jselaive@bbva.com

Colombia

**Juana Téllez**

juana.tellez@bbva.com

Peru

**Hugo Perea**

hperea@bbva.com

Venezuela

**Oswaldo López**

oswaldo\_lopez@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 &amp; Processes

**Clara Barrabés**

clara.barrabes@bbva.com

*Financial Systems & Regulation:*

Santiago Fernández de Lis

sfernandezdelis@bbva.com

Financial Systems

**Ana Rubio**

arubiog@bbva.com

Financial Inclusion

**David Tuesta**

david.tuesta@bbva.com

Regulation and Public Policy

**María Abascal**

maria.abascal@bbva.com

**联系方式****BBVA Research**

10/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

[www.bbva.com](http://www.bbva.com)