

经济展望

中国/亚洲

2014年第一季度
经济分析

- 全球经济增长预计将在 **2014** 年提速，下行风险犹存，主要来自美国量宽政策退出对新兴市场的冲击以及后者本身面临的不确定性。基于发达国家经济体前景改善，我们对 2014 年和 2015 年的全球增长预期分别为 3.6% 和 3.9%。
- 亚洲区域内各经济体增长态势符合预期，内需放缓同时外部环境逐步改善。区域内增长分化趋势延续，东北亚地区增长动能普遍向好，而亚洲其他国家和地区表现则参差不齐。
- 我们对今明两年中国增长预测维持不变在 **7.6%** 和 **7.5%**，但是金融脆弱性问题的加剧仍旧是主要下行风险。市场目前关注于去年三中全会上所宣布的各项改革之实施进程。
- 亚洲地区经济增长的风险主要来自于量宽政策退出所引发的新一轮资金外流，以及中国增长势头是否可持续的不确定性。

索引

摘要.....	3
1.全球增长继续，风险日趋平衡.....	4
2.外部需求促进亚洲经济增长.....	6
框1.印度：解密放缓的印度经济：结构性亦或是周期性？.....	10
3.2013年中国保持了经济增长动能，以金融脆弱性加剧为代价.....	11
框2.地方政府债务风险增加.....	20
4.2014年中国将以改革为中心.....	21
5.区域内下行风险犹存.....	23
6.表格.....	24

出版日期：2014年2月14日

摘要

整个亚洲地区的增长态势符合预期，内需放缓同时外部环境逐步改善。然而，区域内增长分化趋势延续，东北亚地区（韩国，台湾和香港）增长动能随对美国 and 欧盟出口表现复苏而普遍向好。而一些依赖大宗商品出口的国家诸如澳大利亚，以及受到本国央行加息影响的印度和印尼两国，其增长继续步履蹒跚。其他东南亚地区国家，菲律宾在遭受自然灾害之后经济增长所展现的韧性令人惊喜。

区域内市场情绪亦受到自一月起量化宽松政策规模开始缩减所带来的全球性影响。印度和印尼两个较为脆弱的国家此轮表现相较于其在 2013 年中期所受冲击下要稳定许多。这些经济体的政策制定者们利用量宽政策延迟退出的契机进行了调整并初显成效。然而，维持改革势头将是非常重要的，且无法排除未来是否有新一轮的外部压力，都加剧了这些国家今年国内选举前景的不确定性。

在日本，虽然第三季度增长放缓程度超过预期，但在一系列刺激措施的影响下相对稳定。尽管 2014 年 4 月日本政府将按计划上调消费税，对短期经济增长产生风险，但商业和消费者信心均有所改善，非居民投资也有复苏迹象，有助于提高私部门消费和出口。在经历了长时间通缩后，总体通胀率自去年六月起转正，尽管仍低于日本央行 2% 的通胀目标。目前的当务之急是推行更加大胆的结构性改革措施，以促进长期增长水平，否则单凭目前的刺激政策很可能无法达到预想效果。

我们预计大多数亚洲区域内的经济体在 2014 年增长将小幅提升，外部环境的改善抵消国内需求的放缓。对于东北亚地区出口导向型经济体来说更是如此。东盟和南亚地区国家经济前景将更为复杂，美联储的退市将导致外部融资环境趋紧，国内政治局势也面临不确定性。我们对于相应国家的预测进行了微调。我们预计整个亚太地区经济增速将在 2014 和 2015 年逐步上升至 3.6% 和 4.0% 的水平。

尽管外界担忧持续，去年中国经济再次避免了“硬着陆”。得益于下半年的反弹，全年经济增长来到 7.7%，符合我们的预期。但是经济企稳的同时也使金融脆弱性问题加剧，且近期数据预示经济增长将可能再次放缓。

我们对中国今明两年的增长预期维持在 7.6% 和 7.5% 不变。我们预计 2014 年政府总体的政策态势将基本不变，稳中偏紧以减缓信贷增长和抑制金融脆弱性问题的进一步恶化。基准利率在 2014 年预计不会改变。人民币升值步伐仍将继续，年底达到兑美元 5.90 左右水平。

现在关注的焦点在于去年十一月召开的十八届三中全会所宣布的各项改革措施之执行进程。未来几年重点改革措施将逐步推进，包括促进城镇化和金融业改革，后者将会推动利率市场化和更加灵活的汇率机制。对于国内的各种金融脆弱性问题，2014 年的政策重点将包括解决地方政府债务问题，抑制影子银行借贷扩张，减缓房价上涨步伐，以及遏制部分行业产能过剩问题。

亚洲地区经济增长的风险主要来自于量宽政策逐步退出所引发的新一轮资金外流和外部融资环境趋紧。此外，中国增长势头是否可持续也面临不确定性，若中国经济放缓则也将影响到整个地区的经济增长前景。

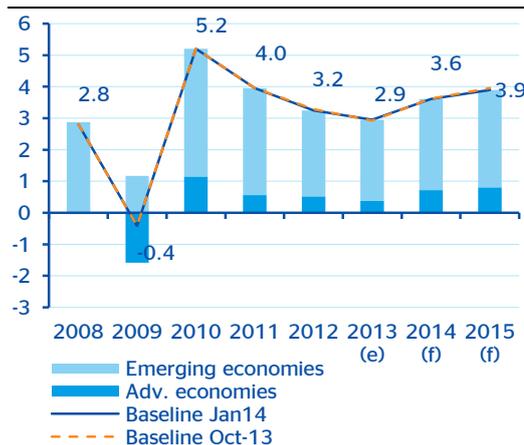
1. 全球增长继续，风险日趋平衡

在探讨亚洲和中国之前，我们先回顾一下全球经济展望。如有需求，读者可以直接翻到第 6 页亚洲部分。

全球经济周期正在改善，一些经济政策的不确定性有所消除。

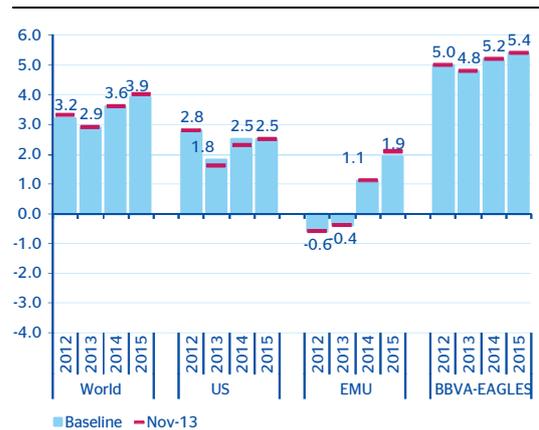
2013 年最后几个月，全球经济周期已有所改善。根据我们的估计，在发达国家经济体的推动下，2013 年下半年，全球国内生产总值（GDP）增长提速。在新兴市场经济体，增长情况较为分化，但其中有些国家（例如中国）正展现了相对稳定的增长动能。我们之所以对全球经济前景的预测有所改善，还因为经济政策变化的影响。美国在财政政策方面达成了超预期的预算协议，而且美联储在 2014 年伊始即开始减少量化宽松政策的规模。欧洲在构建银行业联盟方面已取得进一步进展。倘若不考虑美联储的量化宽松缩减政策对新兴市场国家的金融市场所造成的影响，全球经济前景将更为明朗。

图 1.1
全球经济增长（百分比，%）



来源：BBVA 研究部和国际货币基金组织（IMF）

图 1.2
新兴市场国内生产总值（GDP）增长
（环比增长，经季节调整）



来源：BBVA 研究部和国际货币基金组织（IMF）

总之，与三个月之前的情况相比，我们对全球经济前景的展望有所改善。目前，我们的预测显示，全球国内生产总值（GDP）增长在 2013 年放缓至 2.9% 之后，有望在 2014 年和 2015 年分别实现 3.6% 和 3.9% 的增长（见图 1.1）。我们的预期仍然存在下行风险，尽管和几个月前相比有所降低。

美国经济增长态势支持政府开始缩减量化宽松政策的规模

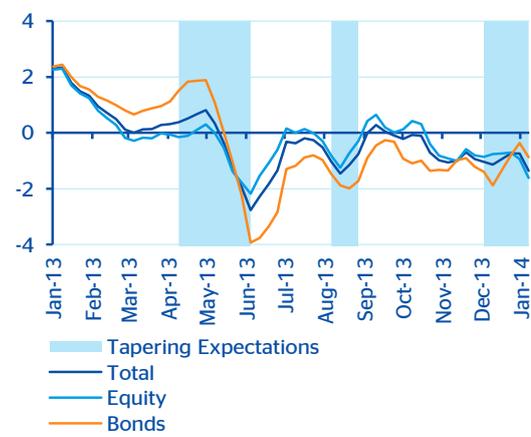
2013 年，美国的国内生产总值（GDP）增长提速，到 2013 年底录得较强劲增速，使得美联储迈出了减少货币刺激政策规模的第一步。目前，美国的财政政策前景不确定性有所降低。美国两党之间此前就财政和债务上限的政治角力一度悬而未决，造成联邦政府运作的局部和暂时性中断。接下来直到十二月，两党打破僵局达成财政协议，此举对于降低 2014 年至 2015 年政府为维持运行所需资金来源的不确定性，同时减少对财政调整规模的预测来说都迈出了重要一步。

基于此，我们对美国 2014 年经济增长的预期上修至 2.5%，同我们对 2015 年的增长预测相同。这一调整主要反映美国经济在 2013 年下半年展现的增长韧性，以及因年末财政协议达成而避免进一步对经济动能产生拖累。倘若商业信心继续改善而带来额外投资和就业增长，那么，我们的预测则面临更多的上行风险。

一些新兴市场经济体的前景受到量宽政策逐步退出带来的影响

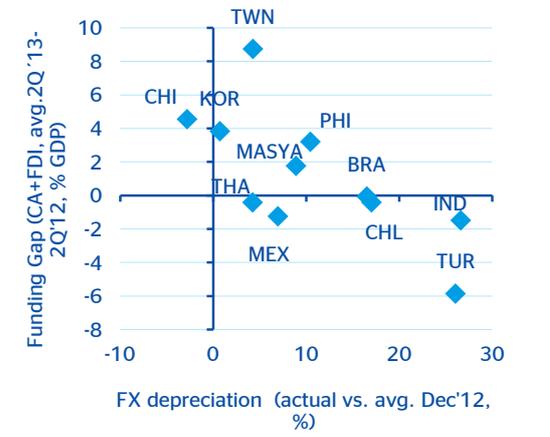
新兴市场经济体经历了资金外流和货币贬值。尽管如此，此轮非居民资本流出的强度并未超过此前美联储暗示可能削减购债规模后所观察到的情形（图 1.3）。不同经济体之间的分化趋势在持续：经常账户赤字高企以及对短期外币融资依赖较大的国家和地区往往将受到资本外流和本币贬值的冲击更大（图 1.4）。那些金融市场与全球投资组合之资本流动关系更加紧密的国家受到上述冲击的风险更大，包括了土耳其、巴西、印度尼西亚和印度等。其中一些国家实施的紧缩货币政策，以对抗本币贬值和稳定通胀预期，但这也必将不可避免地对其经济增长产生负面影响。总之，虽然新兴市场经济体之间表现分化，我们对经济前景的展望仍保持向好。我们对于中国今明两年的增长预测维持不变。

图 1.3
新兴市场：债市和股市资本流入（4 周累计，新兴市场基金，资本流动除以总资产）



来源：BBVA 研究部基于 EPFR 数据

图 1.4
汇率贬值幅度（百分比）和外部融资缺口（经常账户和直接投资占国内生产总值百分比）



来源：BBVA 研究部和 Haver

欧元区经济复苏步伐继续

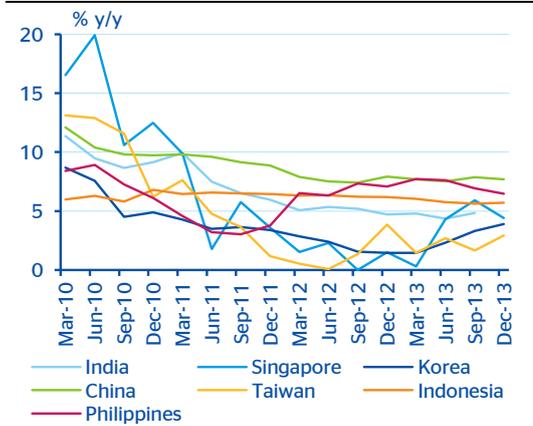
欧元区经济在 2013 年早期出现衰退迹象，但在下半年保持了稳步增长，符合我们的预期。经济企稳复苏的驱动力在于国内需求的改善，尽管出口仍旧也将是欧洲经济在 2013 年和 2014 年增长的主要引擎。支撑欧元区稳步恢复的因素有：（1）外部需求的恢复；（2）在欧洲央行扩张货币政策刺激下金融市场紧张状况得以缓解；以及（3）稳步推进建立欧洲银行业联盟的计划，这将可以改善由于金融市场分割而影响区域内货币政策实施效果现状。然而在建立银行业联盟和加强欧元区货币联盟的整体进程仍旧面临许多不稳定因素。未来需要关注的事件包括欧洲议会选举、银行部门压力测试结果和银行资产质量评估等方面的信息。

总之，我们重申对欧元区 2014 年国内生产总值（GDP）的增长预期为 1.1%。对于 2015 年，我们的预测为 1.9%。但是，鉴于对持续的经济周期性疲软的预期，我们不能排除通货紧缩这一风险因素。

2. 外部需求促进亚洲经济增长

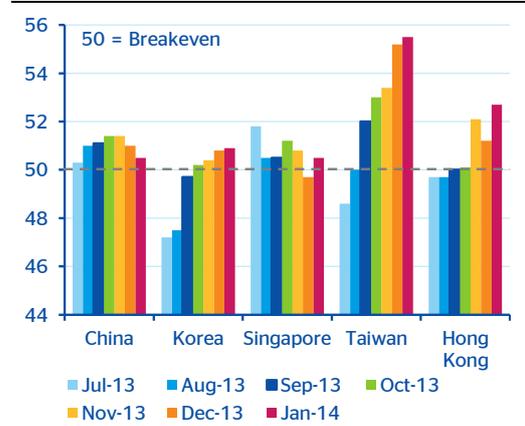
亚洲区域内各经济体增长态势符合预期，内需放缓同时外部环境逐步改善（图 2.1）。区域内各国家和地区增长分化趋势延续，东北亚地区（包括韩国，台湾和香港）增长动能随对美国 and 欧盟出口表现复苏而普遍向好（图 2.2）。而一些依赖大宗商品出口的国家诸如澳大利亚，以及受到本国央行加息，政治局势面临的不确定性，以及经常账户赤字和量化宽松政策退出所带来的外部压力之影响的印度和印尼两国，其增长继续步履蹒跚。在日本，尽管去年第三季度经济增长表现不尽如人意，但由于安倍经济学的刺激措施，目前增长仍在继续。我们在第三部分会加以详述，中国的增长势头仍将继续，尽管金融脆弱性问题加剧和近期走弱的制造业采购经理人指数（PMI）使得市场内一部分对于中国经济“硬着陆”的担忧再度升温。

图 2.1
印尼和菲律宾的第四季度经济增速（GDP）好于预期...



来源：Haver 和 BBVA 研究部

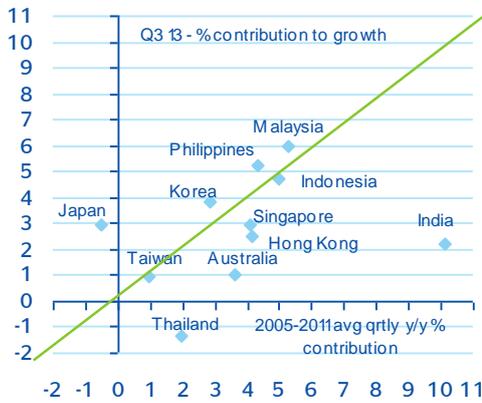
图 2.2
... 但区域内制造业采购经理人指数（PMI）出现改善迹象



来源：Bloomberg 和 BBVA 研究部

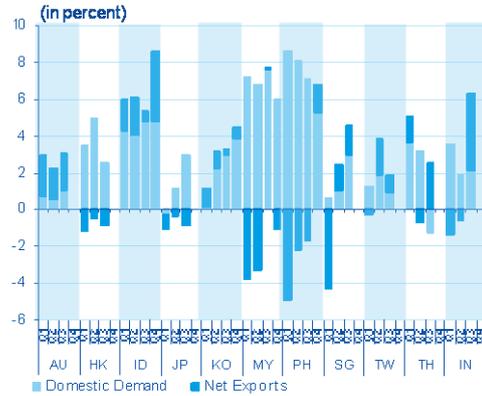
鉴于此，我们预计亚洲大多数经济体在 2014 年均将出现小幅增长。除此之外，我们认为未来一年经济前景将围绕三大主题。第一，对于出口更依赖于美国和欧盟需求的经济体来说可能表现较好。这与过去几年的状况相反，国内需求较强、拥有政策刺激空间且对亚洲区域内贸易量上升的经济体，例如一些东南亚国家，在当时保持着较好的增长势头。第二，量化宽松规模的逐步缩减将继续对亚洲的新兴市场经济体构成压力，尤其是经常账户赤字和较依赖外部融资需求的国家，例如印尼和印度。第三，经济增长前景将取决于外部需求改善的步伐是否足以抵消一些国家因此前刺激政策撤销和融资环境趋紧下对国内需求的拖累（见图 2.3 和图 2.4）。

图 2.3
国内需求正在趋弱...



*印尼、菲律宾、韩国和马来西亚为第四季度数据
来源：亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

图 2.4
...但仍是经济增长重要的驱动力
(对增长的贡献百分比)



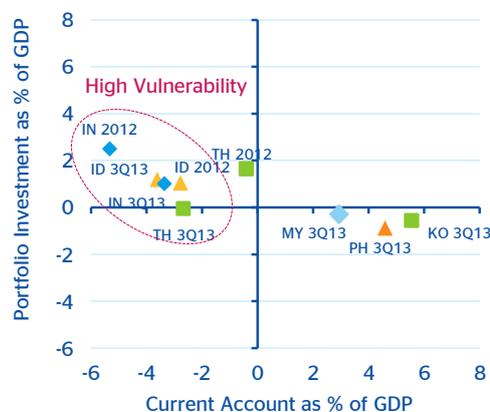
来源：经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

印度和印度尼西亚正采取措施支持经济增长

印度和印尼作为区域内在外部融资环境趋紧时更显脆弱性的两个国家已经历了量宽政策缩减提出伊始对市场所造成的冲击。在去年五月至八月间，印度和印尼的金融市场在量宽政策缩减即将开始的预期下受到重创。正如此前所述，经常账户赤字，依赖外部融资需求以及经济增长放缓，令这两个国家的脆弱性尤甚（请参阅图 2.5 和图 2.6，以及框 1）。

令人欣慰的是，印尼和印度的政策制定者们已经成功地采取了政策支撑经济。这些措施包括上调基准利率（印尼央行累计上调 175bps，印度央行累计上调 75bps），以应对通货膨胀的压力，并减少其经常账户赤字，并采取措施重新推进结构性改革以提振市场信心。尽管其他新兴市场经济体面临新一轮的外部压力，但印尼和印度的金融市场在这一系列的措施应对下开始企稳。倘若这两国的改革进程再次出现松懈，那么两国面临的外部压力将再次显现，而今年即将举行的全国大选所带来的政治不确定性也加剧了这种外部压力。

图 2.5
印度和印尼在融资环境趋紧时面临更大风险



来源：国际货币基金组织（IMF）、亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

图 2.6
印度和印尼的货币和股票市场正在从去年的跌势中恢复



来源：Bloomberg 和 BBVA 研究部

随着刺激政策的效应下降，日本经济增长出现暂时性放缓

在仅仅一年的时间内，“安倍经济学”政策的实施使日本在摆脱长期经济困局方面取得了一定进展。日本作为世界第三大经济体，其经济规模几乎比德国大 50%。随着中国经济增长的放缓和美联储量化宽松政策规模的缩减，亚洲其他国家和地区需要日本经济保持良好的势头。日本在亚洲地区是较大的投资国和流动性的提供者，日本的复苏将有助于刺激全球经济增长。

安倍经济学是基于所谓“三支箭”的政策思想，即宽松的货币政策、灵活的财政政策和结构性改革措施。日本央行此前保持了长期的稳健政策态势，这也部分解释了日本在上个世纪九十年代初期历经资产泡沫破裂后经济和个人收入增长在过去二十年停滞的原因，而在 2013 年 4 月日本央行则实施了激进的货币宽松政策，旨在未来两年内将基础货币规模增加一倍（相对而言，这一措施甚至比美联储的量化宽松更为激进），实现 2% 的通货膨胀目标。

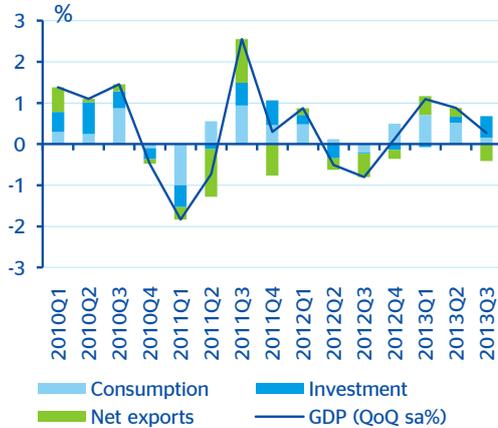
在财政政策方面，日本政府实施了一揽子短期刺激措施，以推动增长，其近期的一项措施包括实施五万亿日元的刺激计划，以抵消四月消费税从 5% 提升至 8% 对经济增长所带来的负面影响。提高税收是日本政府致力于中期实现财政可持续性的重要信号，这对于公共债务处于占到国内生产总值（GDP）250% 左右危险水平的日本来说至关重要。

迄今为止，这些措施的效果较为积极。国内商业信心和消费者信心均受到提振，在财政刺激政策和货币刺激政策的作用下，我们预计日本 2013 年国内生产总值（GDP）有可能实现接近 2% 左右的增长。尽管日本目前国内通胀水平仍旧低于官方 2% 的目标，但货币刺激政策导致日元贬值并结束了通货紧缩（图 2.7 和图 2.8）。然而风险仍然存在，而且这些政策所取得的效应能否持续还未可知。需要看到的是，日本经济在上半年的强劲增长（大约 4%）后，2013 年第三季度增幅趋弱低于预期，经季节性因素调整后的年化增长率仅为 1.1%。

安倍经济学能够在未来取得成功的关键因素取决于“第三支箭”的实施。但目前尚未取得较大进展，尤其是考虑到日本经济提升劳动参与率的紧迫性，以抵消预期中的人口减少，并增加在服务行业的投资和生产效率。其已经取得的成绩包括加入自由贸易协定（例如泛太平洋伙伴关系），以及建立经济特区以促进去监管化。更多方面仍需要努力，来增加女性劳动参与率，这是日本政府的既定目标，并通过开放较为封闭的农业市场和增加劳动市场灵活性来促进更多的去监管化进程。

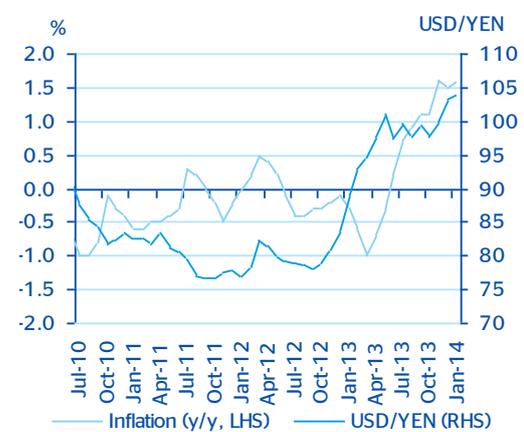
因此，对于日本来说，未来一年将是具有决定意义的一年。在结构性改革方面的新突破和中期财政整顿方面的进展将使经济实际增速在来年达到 2%。另一方面，倘若政策实施有所延误，增长目标未能实现，投资者可能因忧虑日本政府能否应对其债务负担而失去信心。债券收益率可能上升，而日本将发现自己处于下行的经济漩涡之中。

图 2.7
日本国内生产总值（GDP）增长势头仍在持续...



来源: Bloomberg 和 BBVA 研究部

图 2.8
...通货紧缩结束，日元疲软



来源: Haver 和 BBVA 研究部

外部需求的改善将促进 2014 年的增长

近期增长结果的形式情况大体与预期一致。中国第四季度 7.7% 的增长是消费和投资趋势增长势头持续的标志，这一增长是由 2013 年的“微刺激”措施所带来的；十二月和一月的采购经理人指数（PMI）走低或说明若需实现 2014 年政府预期的 7.5% 增长目标可能要进一步的政策支持，我们在第三部分会详细叙述。对于亚洲其他经济体而言，增长势头基本符合预期或者略高于预期：韩国第四季度的增长与预期一致，实现了季调后环比增长 0.9%（非年化增长率），在稳定的个人消费和出口改善的支撑下，韩国经济去年增长了 2.8%。相对区域内其他经济体，韩国更能从以美国和欧盟需求增长为驱动的复苏中获益。同时，印度尼西亚和菲律宾的国内需求仍然强劲，因此去年第四季度两国的经济增长分别按年同比增长 5.8% 和 7.2%，均超出预期。泰国的经济形势就不尽如人意了，其国内动乱的政局使旅游业受到影响，投资也有所趋弱。

展望未来，我们预计外部环境的改善从某种程度上将抵消区域内各经济体内需的放缓（表 6.1），因此，大多数亚洲经济体在 2014 年增长有望小幅提速。对于出口导向型的东北亚经济体尤其如此，能够持续从美国和欧盟需求的改善中获益。东盟和南亚地区国家经济前景将更为复杂，美联储的退市将导致外部融资环境趋紧，国内政治局势也面临不确定性，包括印尼和印度的大选，以及泰国国内持续的动乱局势。

货币政策近期有分化趋势，我们预计 2014 年上半年区域内大多数央行将选择按兵不动（表 6.4）。在采取紧缩货币政策的阵营里，印度央行在一月政策会议中宣布上调回购利率 25 个基点令市场略感意外，主因其通胀高企（2013 年 12 月，居民消费价格指数（CPI）同比增长 9.87%），印度央行从 2013 年 7 月以来，已经累积加息 75 个基点。印度央行将继续维持其紧缩的货币态势，以稳定国内通胀预期和未来量宽规模减少后带来的新一轮冲击。基于相似原因，印尼央行在自 2013 年 6 月起累积加息 175 个基点后仍然保持紧缩的政策态势，尽管在经济增长趋缓和通胀出现回落迹象后，印尼央行已经在连续三次的政策会议中维持利率水平不变。倘若印度和印尼两国的通胀如我们的基线情景预测出现回落，我们认为 2014 年下半年两国央行仍然有一定的降息空间以支持经济增长。而在货币宽松的阵营里，我们预计日本央行在必要时将进一步增加定性和定量的货币宽松政策。同时，在澳大利亚，第四季度通货膨胀增长高于预期，达到同比 2.7%，部分原因在于其货币的贬值，澳大利亚央行近期发出较为中性的信号，暗示将保持当前利率不变。对于其他地区，尽管我们不能排除随着经济增长提速，菲律宾、韩国和马来西亚央行在年内或将加息的可能性，通胀压力总体仍处于可控状态。

框 1. 印度：解密放缓的印度经济：结构性亦或是周期性？

截至 2013 年，印度的经济增长连续第三年放缓，从 2009 至 2011 年间几乎双位数的增速大幅降至低于 5% 的水平。尽管全球经济低迷是一个因素，但印度经济放缓的原因还来自于其国内对于投资流入的一些障碍有所增加，政策出现延误，加上通胀水平高企和一系列的加息措施（图 B1.1）。

印度增长放缓在很大程度上是周期性的

与一般看法不同，我们发现印度近期经济增长放缓很大程度上是周期性的。我们采用了与国际货币基金组织（IMF）在 2013 年世界经济展望中应用在金砖四国上的相似方法（详见印度经济观察）。我们估计了过去十年印度经济实际和潜在增长率的变化并区分开了周期性和结构性的因素（图 B1.2）。

我们发现，2009 至 2011 年间较快的增长率，从 6.7% 跃升至 9.3%，其主要是因为一些周期性因素的影响，包括了宽松的全球流动性、温和的大宗商品价格以及国内扩张的财政和货币政策等。相反，在那段时期，由于缺少投资方面的改革措施、政府管理的效率不高，公共服务及基础设施的瓶颈，印度的潜在增长率已经开始减缓，同比增长从 2009 年的 7.6% 降低至 2011 年的 6.8%。从 2011 年以来，由于政府减少了资本开支以降低财政赤字，同时印度央行加息对抗不断升温的通胀和货币贬值的压力，使得这些周期性的支撑因素开始趋弱。

尽管国内问题仍然存在，但外部周期性不利因素已有所缓和

印度经济增长显示出稳定的迹象，2013 年第二季度录得四年最低水平的 4.4%，到第三季度反弹至 4.8%，主因出口增长和农产品产量较高。全球需求正在改善，大宗商品价格较为稳定，印度央行降低外部脆弱性的措施在鼓励资本流入方面已见成效。尽管这些措施使印度具备一定能力来面对量宽政策的退出，但是印度政府整体的改革措施还未使投资出现复苏，而且，财政赤字增加以及 2014 年 5 月的大选都令投资者信心仍然较为脆弱。

加快投资和财政方面的政策改革将是恢复增长的关键

我们认为，印度政府通过实行以下有效措施，构建政府能力，就可以改变潜在增长率放缓的趋势，这些措施包括发展基础设施，促进投资，解决供给方面的瓶颈问题，并解决印度财政和货币双赤字背后的结构性问题。但是，印度政府在这些方面的政策推进效果参差不齐，在某些领域已取得鼓舞人心的进展，但在其

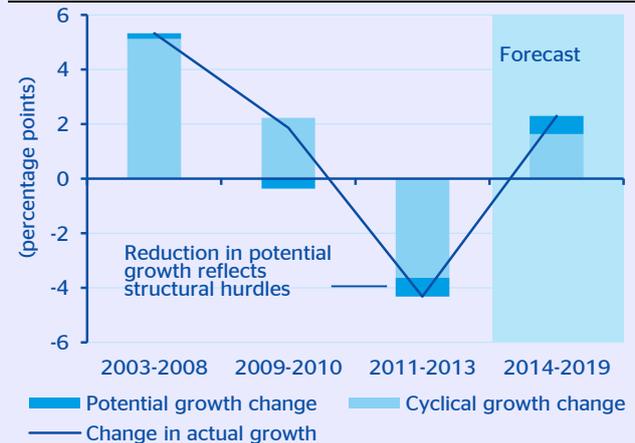
他领域的进度则很有限，甚至毫无进展。令人欣慰的是，一些停滞的基础设施项目取得进展，尽管还需要提高项目处理和土地征用的速度，尤其在电力、钢铁和石油行业。在财政方面，解除对柴油价格的控制等较为大胆的措施，以及加快实施税收改革，包括引入商品和服务税以及制定直接税法典，是实现长期财政可持续的关键；这些措施在全国大选开始之前被宣布实施的可能性非常小。

图 B1.1
通胀高企迫使央行加息，印度经济增速降至数年来低点



* BBVA 对 2013 年第四季度的国内生产总值（GDP）预计为同比增长 4.7%
来源：印度储备银行（RBI）和 BBVA 研究部

图 B1.2
印度经济增长放缓主要是周期性因素引起



来源：印度储备银行（RBI）和 BBVA 研究部

3. 2013 年中国保持了经济增长动能， 以金融脆弱性加剧为代价

中国经济的增长势头在 2013 年第二季度触底之后，于 2013 年下半年出现反弹，最终连续第二年实现 7.7% 的全年增长速度。中国经济再次避开了此前市场所忧虑的硬着陆危机。然而，经济增长动能的恢复某种程度上是以金融脆弱性的进一步加剧为代价，而且年末数据也表现出经济可能再次放缓的迹象。

2013 年第四季度国内生产总值（GDP）增速与预期一致，同比增长 7.7%，略低于第三季度 7.8% 的增长率（图 3.1）。由于出口改善和政府的支持性政策，包括 2013 年中期以来实施的加强公共基建开支，对中小企业的政策支持，并鼓励私部门投资等一系列“微刺激”措施，经济动能得以企稳。随着政府开始加强对相关金融业风险的监管及中国改革蓝图的制定和进一步落实（尽管其中有些措施短期内或将影响经济增长），上述刺激政策对经济的拉动作用将会逐步减弱。

对国内金融脆弱性进一步加剧的担忧仍在继续。尤需注意，影子银行借贷活动、地方政府债务和房价上涨等方面的风险较高。银行间市场的流动性压力逐步显现，同业拆借利率水平波动较大，随流动性趋紧出现飙升。此外，经济转向消费驱动的再平衡进程放缓，投资依然成为增长主要驱动力（图 3.2）。当然要看到，服务业在经济中所占份额继续增长（第一次超过了工业，图 3.3），经济增长还是处于从依赖外需转向内需的再平衡过程，经常账户的盈余在近几年已有所收窄（图 3.4）。

另一方面，近期政策面的推进鼓舞人心，包括去年十一月十八届三中全会的胜利召开和会后公布的中期改革蓝图（关于重要的改革领域，请参阅表 3.1）。十二月的年度中央经济工作会议（CWEC）为 2014 年奠定了主要政策基调，继续保持当前积极的财政政策和稳健的货币政策之态势，以维持经济增速在 7.0% 到 7.5% 的区间（具体的年度经济增长目标将在三月两会上宣布，广泛认为增长目标将设定在 7.5% 的水平）。

第四季度增长势头出现轻微放缓

第四季度，统计局官方报告之经季调后的国内生产总值（GDP）环比增长为 1.8%（年化增长率为 7.4%），较第三季度的环比 2.2%（年化增长率 9.1%）有所趋缓。同比来看，放缓主因公共投资增长减少（由于此前微刺激措施的效应降低）。根据统计局的数据，我们预测四季度消费对经济增长贡献达 4.6 个百分点，随后是投资（3.9 个百分点）和净出口（-0.9 个百分点），净出口的负贡献原因在于国内强劲的需求使得进口增长大幅增加。

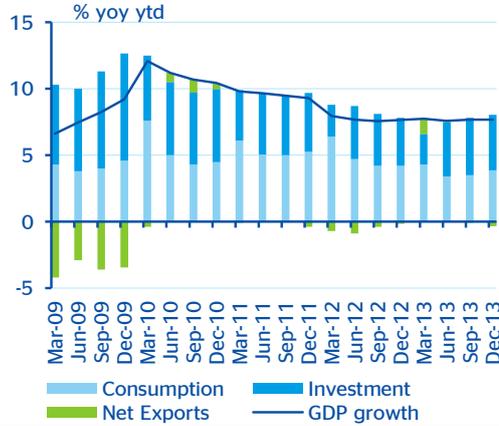
在货币政策方面，尽管基准利率或法定存款准备金率均未发生变动，但中国人民银行（PBoC）或已倾向较为紧缩的政策态势，从银行间市场同业拆借利率水平较此前有所提升可以看到。这也相应增加了一些公司的借贷成本，尤其对中小企业而言。尽管如此，信贷总量，包括“社会融资总量”增速仍然很快，使得政府在控制影子银行借贷规模扩张方面面临重重挑战。除了此前提到的财政支持政策力度下降，和偏紧的货币政策态势，政府对于某些产能过剩产业的整治或令到经济增长放缓。

表格 3.1
十八届三中全会改革措施

主要改革领域	评价	组成要素
经济和金融		
财政	与预期一致。对增强政府管理效力和解决地方政府债务问题至关重要。	<ul style="list-style-type: none"> 平衡中央和地方政府开支和税收 扩大增值税和房产税改革试点 调节个人所得税，改善收入分配格局
金融行业	三中全会公报上没有提及，但包括在蓝图中。改革与预期和现行进程一致。进一步推进该领域改革或将遭遇来自国有银行和利益集团的阻碍。	<ul style="list-style-type: none"> 利率市场化（放开存款利率上限） 向民营资本开放银行业
资本账户和汇率	三中全会公报上没有提及，但包括在蓝图中。该领域改革推进需要循序渐进，以保证金融系统的稳定性。人民币资本账户完全可兑换在 2020 年之前或将无法实现。	<ul style="list-style-type: none"> 完全开放资本账户（逐步进行） 增加人民币汇率弹性
城镇化	与预期一致。户籍制度改革限于中小城市。还需等待细节信息。	<ul style="list-style-type: none"> 户籍制度改革 改善城市规划
国有企业治理	三中全会公报上没有提及，但包括在蓝图中。改革力度不及预期。	<ul style="list-style-type: none"> 重组国有企业，降低其在经济中的地位，增加私部门竞争力 建立国有资本投资公司，完善国有资产管理体制 提高国有资本收益上缴公共财政比例（在 2020 年之前，从当前 10% 增加至 30%）
土地改革	改革涉及范围有限。	<ul style="list-style-type: none"> 农民的土地所有权
市场定价	与预期一致。	<ul style="list-style-type: none"> 推进水，石油，天然气，电力，交通，电信等领域价格改革
投资准入	改革措施令人鼓舞，尚待具体实施。	<ul style="list-style-type: none"> 放宽私部门投资者在服务业领域的准入，转向负面清单管理 对国内和海外投资者实行更多平等待遇 加快自由贸易区建设 参与区域内自由贸易和投资协议
行政管理		
减少行政干预	与预期一致。	<ul style="list-style-type: none"> 减少行政管理层级 削减红头文件数量
社会事业		
社会保障	三中全会公报上没有说明，但包括在蓝图中。与预期一致。	<ul style="list-style-type: none"> 进城落户农民完全纳入城镇住房和社保体系 渐进式延迟退休年龄，降低工资税，完善养老保险制度
医疗服务	三中全会公报上没有说明，但包括在蓝图中。与预期一致。	<ul style="list-style-type: none"> 加强医疗保险，加快公立医院改革
人口政策	三中全会公报上没有说明，但包括在蓝图中。与预期一致。	<ul style="list-style-type: none"> 进一步放开生育政策
法治和司法		
法治	改革令人欣喜，但可能难以实施。	<ul style="list-style-type: none"> 深化司法体制改革，增强独立性 加强反腐败体制机制创新和制度保障 保障人权（废止劳动教养制度）

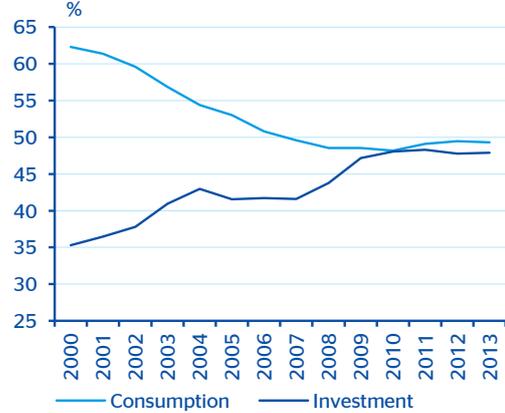
来源：BBVA 研究部

图 3.1
经济增长在第二季度触底后反弹



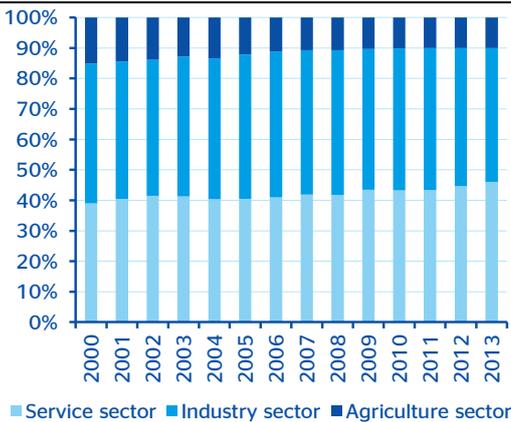
来源：国家统计局、亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

图 3.2
向消费拉动增长的经济再平衡进度缓慢



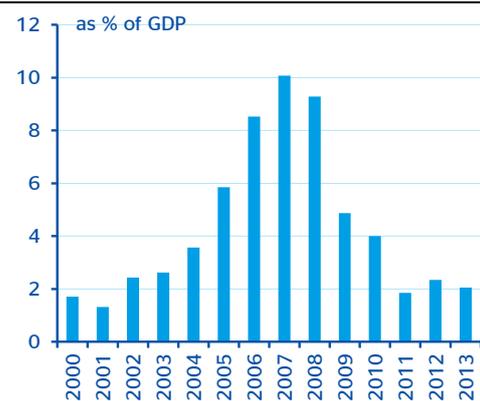
来源：国家统计局、万得资讯（Wind）和 BBVA 研究部

图 3.3
服务业比重继续提升令人鼓舞...



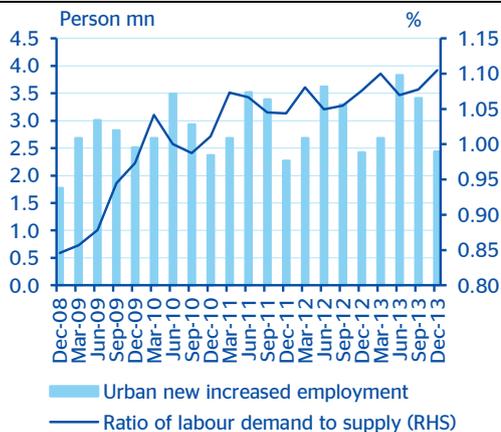
来源：国家统计局、亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

图 3.4
...经常账户盈余继续收窄



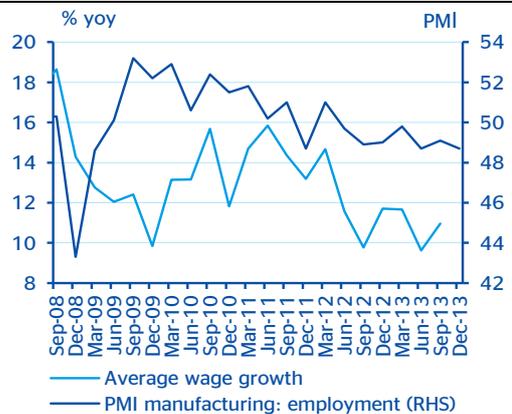
来源：国家统计局、万得资讯（Wind）和 BBVA 研究部

图 3.5
劳动力市场表现相对较好



来源：亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

图 3.6
工资增长较为稳定



来源：亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

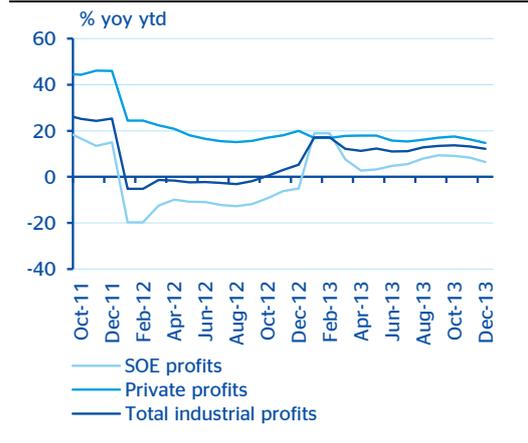
劳动力市场继续趋紧，城镇登记失业人口比率维持在 4.1%左右的低位。人力资源和社会保障部的数据同样显示（通常认为比国家统计局的数据更为可信），劳动力市场稳定（图 3.5）。根据国家统计局的数据显示，2013 年，中国城镇新增就业 1310 万人，劳动人口（16-60 岁年龄组）减少了 240 万。尽管如此，近期制造业采购经理人指数（PMI）的从业人员分类指数和工资增长都出现放缓迹象（图 3.6），很可能是由于制造业活动趋弱所致（图 3.7 和图 3.8）。

图 3.7
中国制造业活动有所放缓



来源：亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

图 3.8
...工业企业利润增长下降



来源：亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

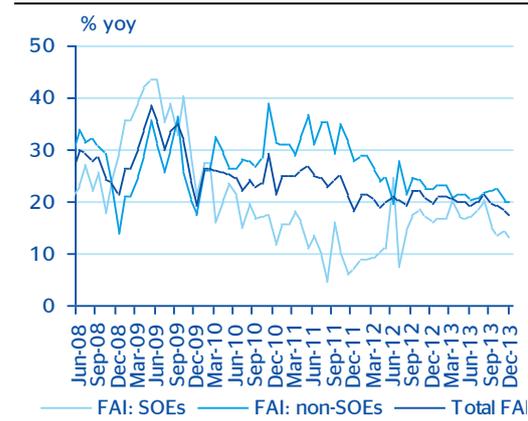
在需求方面，近期高频数据证实投资有所放缓（尤其在公共基建方面的投资，图 3.10 和图 3.11），个人消费增长向好，出口改善。零售销售增长虽受到收入增长减慢以及政府反腐败和遏制公款铺张浪费等新政的影响，近期开始企稳（见图 3.9）。与之相反的是投资增长在第四季度出现大幅下降，主要由于基建和制造业投资放缓。

图 3.9
零售销售额增长提速



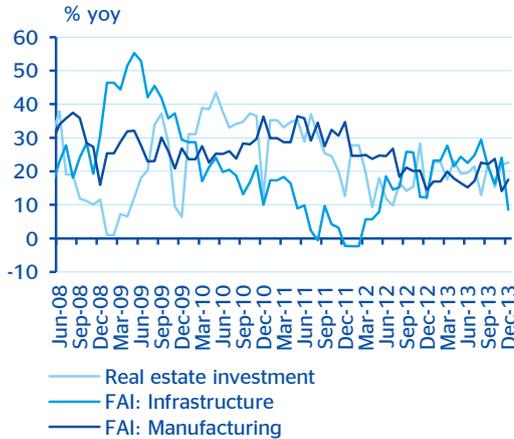
来源：亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

图 3.10
... 但投资出现大幅放缓



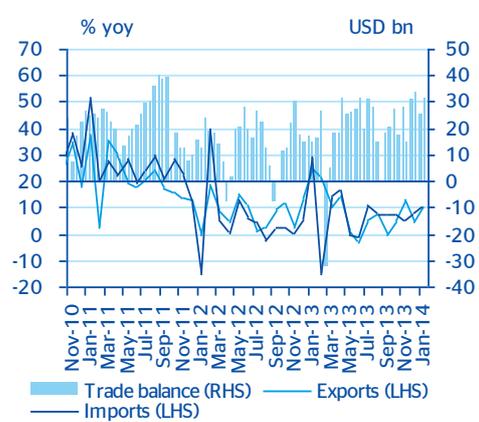
来源：亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

图 3.11
基础设施建设的投资有所放缓



来源：亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

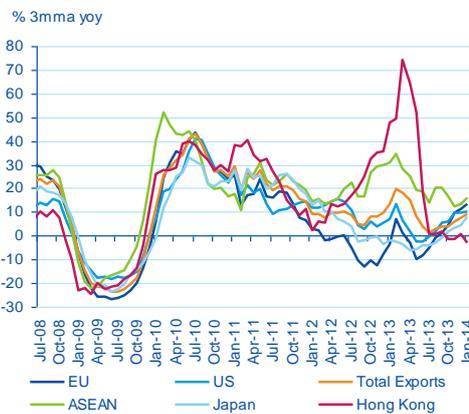
图 3.12
外需有所改善，但势头仍然脆弱且不稳定



来源：亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

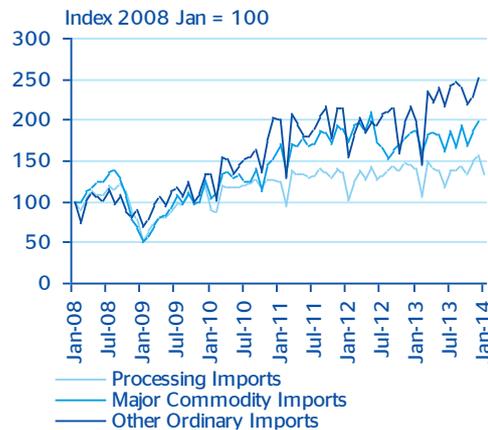
出口方面，从 2013 年中期开始，美国和欧盟的需求改善拉动出口增长并抵消了东盟国家（ASEAN）趋弱的需求（图 3.12 和图 3.13），此前由于 2012 年中期至 2013 年中期中国部分出口额存在虚高的问题，使得出口增速被较高的基数所拖累（无法反映实际出口增长）。对此进行相应调整之后，我们预计实际出口增长会比官方数据高几个百分点，从第三季度同比增长 7.0%（官方数据是 4.0%）提速至第四季度同比增长 12.3%（官方数据是 7.5%）。

图 3.13
美国和欧盟需求增加，拉动中国出口增长



来源：亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

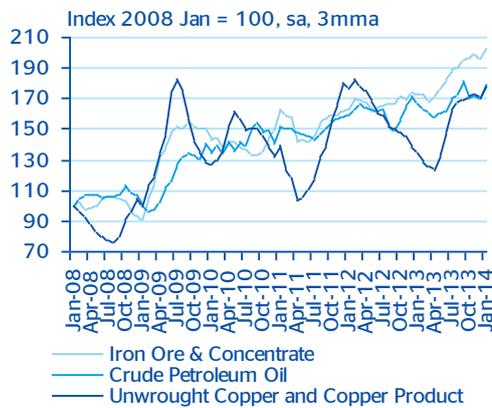
图 3.14
... 强劲的国内需求有助于出口增长



来源：亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

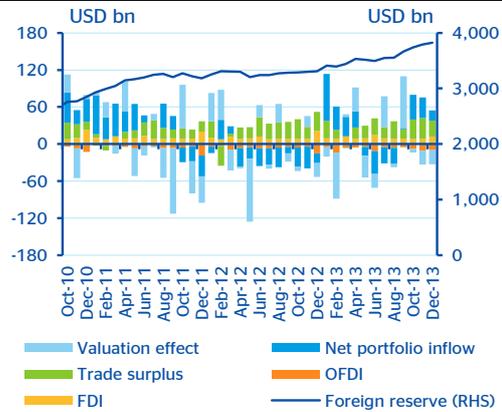
进口得益于国内需求走强和加工贸易进口增加（用于生产复出口的商品）而有所回升（图 3.14）。但是，近几个月的大宗商品进口走势平稳（图 3.15）。鉴于这种整体趋势，第四季度的贸易顺差从第三季度的 615 亿美元扩大至 904 亿美元。较大的贸易顺差，加上对中国短期增长预期的信心有所改善以及较高的利率和人民币的升值步伐所带来之资本流入，使中国第四季度外汇储备出现迅速增长，从第三季度的 3.666 万亿美元增加至 3.82 万亿美元（图 3.16）。

图 3.15
大宗商品进口仍然强劲



来源：亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

图 3.16
贸易顺差和资本流入继续，外汇储备备进一步增加

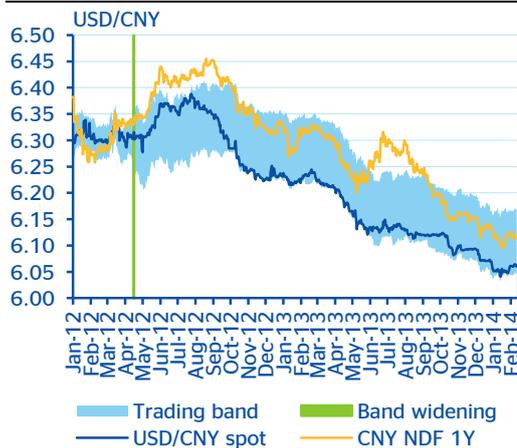


来源：亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

人民币升值步伐小幅加快

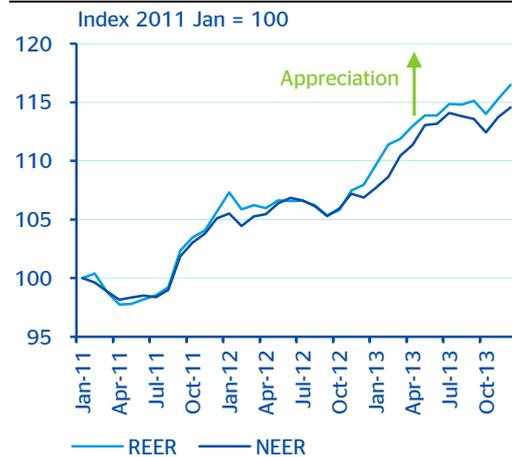
第四季度，人民币升值速度加快，由于较大的贸易顺差和资本流入，人民币中间价也不断走强，2013 年底，人民币兑美元汇率升至 6.05（我们原先的预期是 6.10）（图 3.17 和图 3.18）。2012 年中期以来，即期汇率一直在每日汇率浮动区间的强侧进行交易，说明当时的升值压力。同时，与一年期人民币兑美元无本金交割远期（NDF）的差额收窄。2013 年全年人民币兑美元升值约 3.0%（2012 年升值 1.0%），人民币名义有效汇率（NEER）和实际有效汇率（REER）分别升值 7.2%和 7.9%。

图 3.17
人民币持续小幅升值步伐



来源：Bloomberg 和 BBVA 研究部

图 3.18
第三季度名义和实际有效汇率升值步伐放缓

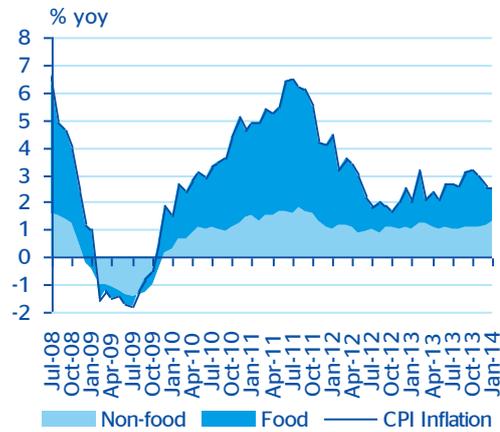


来源：国际清算银行（BIS）、亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

通货膨胀增速回落

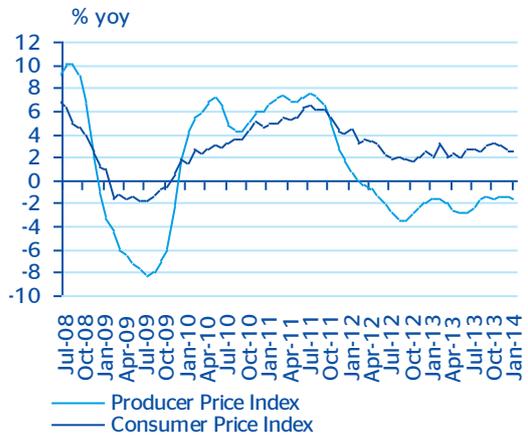
由于利好的天气状况，食品价格上行压力较小，整体通胀水平有所回落，2014 年一月份同比增长 2.5%（见图 3.19）。尽管非食品通货膨胀在一月份有轻微上涨，但仍保持在较低水平，同比增长 1.9%。同时，生产者价格指数仍然处于通缩区间（同比下滑 1.6%）。2013 年的平均通胀率是 2.6%，远低于政府 3.5%的舒适区间（图 3.20）。

图 3.19
食品价格增长放缓，整体通胀率回落



来源：亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

图 3.20
生产者物价指数仍然处于通缩区间

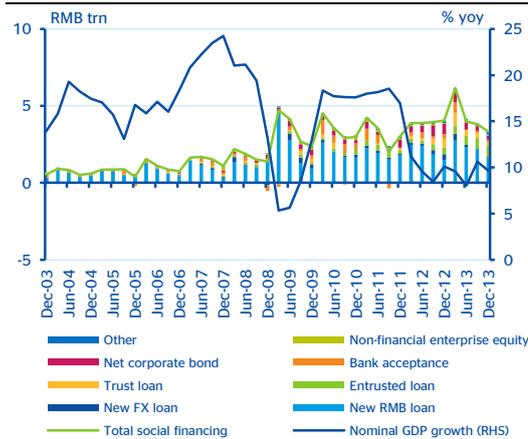


来源：亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

信贷增长仍然受到影子银行借贷活动的驱动

第四季度，由于影子银行借贷的活跃，信贷增长保持强劲（图 3.21 和图 3.22）。十二月，银行贷款规模增幅有限，同比增长 14.1%，这很可能是由于接近全年贷款配额的关系。尽管对经济活动具有支持作用，但影子银行借贷规模持续扩张还是带来了较高的金融风险。近期之备受瞩目的信托理财产品近乎违约事件成为金融系统内累积风险的信号。政府一直在增加对影子银行体系的监管，并增加了措施的执行力度，但在有效控制影子银行规模进一步扩张方面仍旧面临更多挑战（图 3.22）。

图 3.21
全社会融资总量规模维持高位，主因影子银行借贷活跃...



来源：亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

图 3.22
...M2 和银行贷款增长趋缓



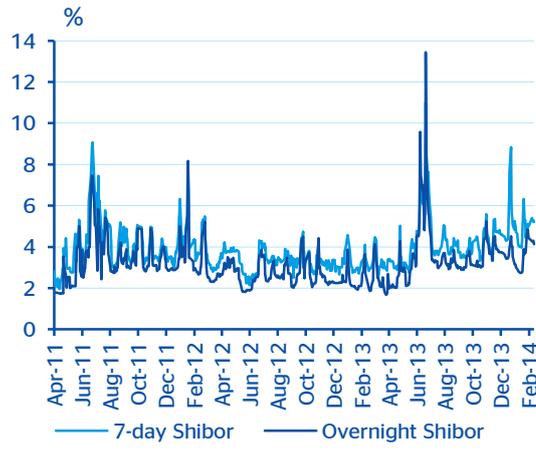
来源：万得资讯（Wind）和 BBVA 研究部

银行同业拆借利率水平上升，波动性增加

尽管中国人民银行在加强金融市场流动性方面做了不少努力，但银行同业拆借市场的利率水平较前期有所上涨，且出现过几次飙升（图 3.23 和图 3.24）。紧随六月份出现的所谓“钱荒”后，十二月份也出现了资金趋紧的状况，尽管六月份的“钱荒”更多是由政策作用所致，而十二月份的原因则不尽相同。十二月出现的利率飙升现象有现金需求增加等季节性因

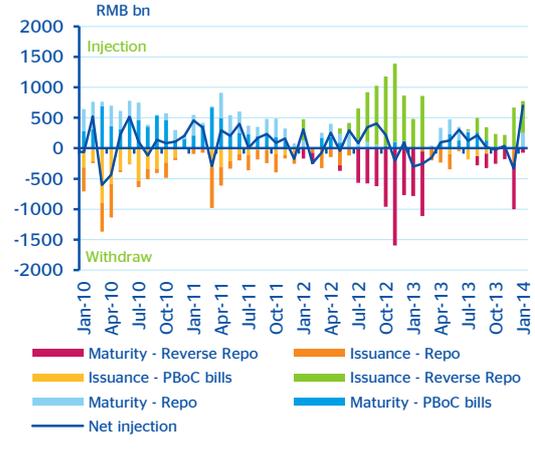
素的影响，这一点有可能令决策者难以预测。更重要的是，“钱荒”的反复出现突出了在深化金融市场改革和金融市场变化更为复杂的形势下，相关部门在维持银行间市场利率稳定方面所面临的挑战。

图 3.23
十二月的同业资金面趋紧凸现央行面临的政策挑战



来源：亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

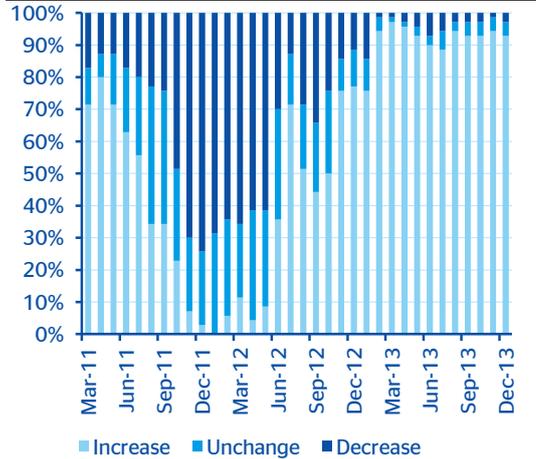
图 3.24
央行以注入流动性来应对



来源：万得资讯（Wind）和 BBVA 研究部

在房地产市场，住房价格依然以较快速度攀升，尤以广州、深圳、北京和上海等一线城市为甚（新建住宅同比增长约 20%）（图 3.25 和图 3.26）。我们估计，全国十二月整体房地产价格同比增长 9.8%，使实际价格和均衡价格之间的偏离更大（根据我们的模型推算）。除了居民对房价负担能力的问题，攀升的房价也增加了资产泡沫的风险（图 3.28）。

图 3.25
大多数城市新建住宅价格环比持续上涨



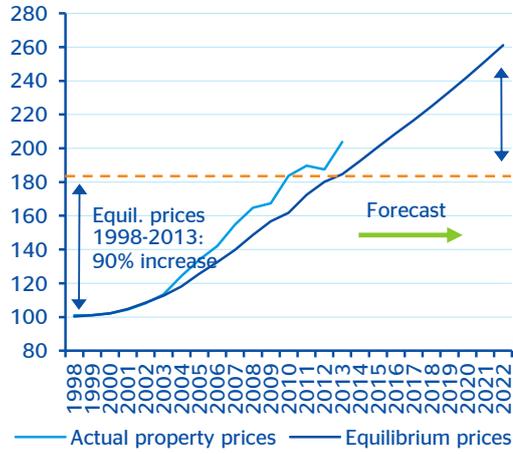
来源：国家统计局和 BBVA 研究部

图 3.26
房地产价格的快速上涨是社会关注的一个重点



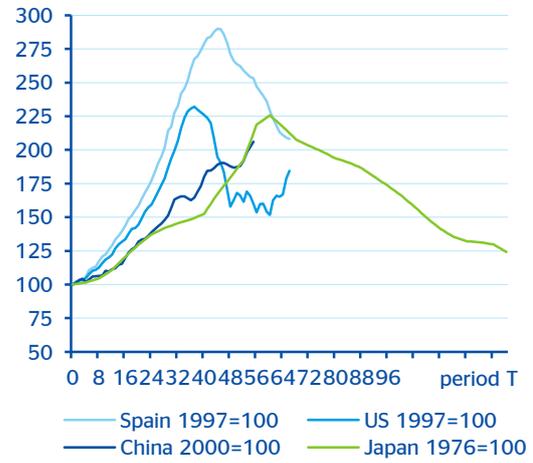
来源：国家统计局、亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

图 3.27
房价上涨偏离基本面因素，增加资产泡沫风险



来源：国家统计局、亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

图 3.28
中国是否会步日本房产泡沫之后尘？



来源：国家统计局、亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

框 2. 地方政府债务风险增加

2013 年 12 月 30 日国家审计署发布了期待已久的中国公共债务报告。该报告发现，地方政府的总体债务已由 2010 年末的 10.9 万亿人民币（占 GDP 的 26.7 %）增加至 2013 年 6 月的 17.9 万亿（相当于 GDP 的 34.5 %）。（参见我们 2011 年 7 月的中国银行业观察）。

这意味着地方政府债务在过去 30 个月内的年均增长速度超过 20 %（虽然部分债务增加可能是由于统计覆盖范围扩大导致的）。根据国家审计署报告，地方政府债务最大部分的增量来自于地方政府融资平台——地方政府融资平台债务由 2010 年底的 5.0 万亿人民币升至 2013 年 6 月的 10.1 万亿人民币，而其他的政府机构债务额则由 2010 年底的 5.7 万亿人民币上升至 2013 年 6 月的 7.8 万亿人民币。而 2010 年以来地方政府融资平台债务的快速增长主要是由于政府加大基础设施支出，以支持国内生产总值的增长。

审计署报告还提供了地方政府债务的资金来源明细：银行贷款仍占地方政府债务的大头，但其份额已由 2010 年底的 79 % 下降到 2013 年 6 月的 57 %。在另一方面，债券发行以及各种形式的影子银行活动（包括信托贷款，证券公司借贷，金融保险公司，以及融资租赁）则越来越多地被地方政府使用来满足其融资需求。

地方政府债务积累也带来了一些风险：

- 资产负债的期限错配，特别是对用于资助长期基础设施项目的地方政府融资平台。根据审计署的报告，大约 60 % 的地方政府债务将在未来两年陆续到期，这可能会一些无法进行债务展期的地方政府带来流动性风险。
- 利息付款增加地方政府的资产负债表的压力。根据国际货币基金组织的估计，地方政府需要为这些债务付出昂贵的利息，显著高于中央政府债务。
- 债务的可持续性也是一个问题，因为地方政府债务的很大一部分（在 2012 年底的数字是 37.2%）需要通过卖地收入来偿还。

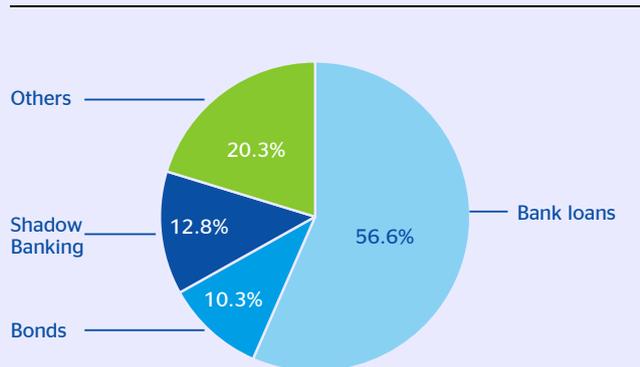
在我们看来，只要当局迅速采取行动，仍有时间遏制地方政府债务的扩张来化解这些风险。事实上，在这方面，当局已经加紧努力，例如在刚刚结束的十一届三中全会就把理顺中央和地方政府之间的财政关系列为改革议程的优先事项。此外，当局已经开始允许部分地方政府发行长期市政债券，以取代其现有债务和缓解期限错配。

图 B2.1
基建投资和地方政府债务规模的累积



来源: 审计署报告、亚洲经济数据库 (CEIC) 和 BBVA 研究部

图 B2.2
地方政府债务的资金来源



来源: 审计署报告和 BBVA 研究部

4. 2014 年中国将以改革为中心

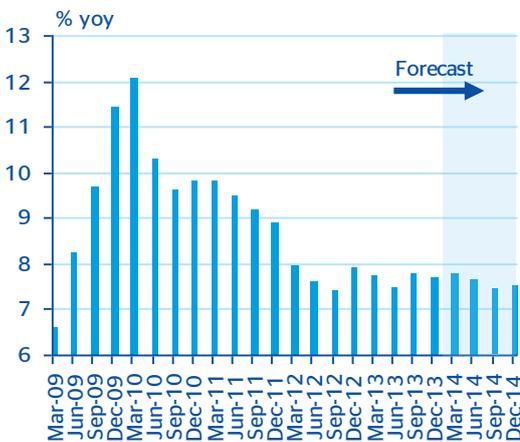
尽管经济增长势头企稳，去年十二月和今年一月趋弱的经济活动指标显示增长前景仍然面临重重挑战。尽管如此，我们预计 2014 年的经济增速仍将较为稳定（图 4.1），主要由于外部环境改善，且必要时仍有实施政策支持的空间。在此基础上，我们维持 2014 年和 2015 年的经济增长预测在 7.6% 和 7.5% 不变。增长前景继续面临下行风险，来自加剧的金融脆弱性问题和推进各项改革措施的时间及其对短期增长影响的不确定性。从中期来看，我们预计经济增速将随潜在增长率的不断下降而放缓（从大约目前的 8.0% 逐步降至 2020 年的 6.5% 左右）。

我们预计 2014 年政府的政策态势将大体和去年一致，即十二月中央经济工作会议上所提到的“继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”。政策可能略微会有所趋紧，较高的银行间市场同业拆借利率以及财政方面地方政府支出的相应减少（仅部分被中央财政支出所抵消）。

通胀水平在 2014 年将有所上升，但仍处于政府目标区间

近期通胀率回落幅度高于市场预期，主因食品价格节后回调。2013 年全年平均通胀率为 2.6%，我们对 2014 年的平均通胀率预测从先前的 3.5% 下修至 3.3%。展望未来，食品和公用事业部门价格，伴以工资上涨和基数效应，这些因素都将推高通胀在未来一到两年的走势。

图 4.1
2014 年上半年增长动能维持稳定，下半年及此后可能有所放缓



来源：国家统计局、亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

图 4.2
通胀水平在 2014 年将有所上升，但仍处于政府目标区间



来源：国家统计局、亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

人民币汇率小幅升值，双向波动性加大

我们预计随外部需求加强人民币兑美元汇价到 2014 年年末或将升值 2% 到 3%，年末有望触及 5.90 的水平。同时，预计 2014 年央行将进一步扩大人民币交易区间（原先预计 2013 年就会扩大），此举将加大人民币汇价的双向波动性。此外，人民币国际化进程将继续推进，政府积极扩大人民币在贸易结算和投资中的使用，世界各地的中央银行纷纷将人民币纳入其外汇储备。

表 4.1
基线情景

	2011	2012	2013	2014 (预测)	2015 (预测)
GDP (%，同比增长)	9.3	7.7	7.7	7.6	7.5
通货膨胀 (均值, %)	5.4	2.7	2.6	3.3	3.5
财政平衡 (占 GDP 百分比)	-1.1	-2.1	-1.9	-2.5	-2.5
经常账户 (占 GDP 百分比)	1.8	2.3	2.0	2.5	3.0
政策利率 (%，期末值)	6.56	6.00	6.00	6.00	6.50
汇率 (人民币兑美元，期末值)	6.30	6.23	6.05	5.90	5.80

来源：BBVA 研究部

政策面聚焦于改革进程

如果中国在 2014 年经济增长符合我们的基线情景预测，这将提供充裕的空间让政府推进一系列去年十八届三中全会上所宣布的改革措施。部分改革措施是 2014 年推行的重点，且预计在未来几年逐步展开。这些改革措施分别是：城镇化（特别是“户籍”制度改革），金融业（进一步推进利率市场化和建立存款保险制度，增强人民币汇率浮动弹性，扩大民营资本进入银行业），推进公用事业和自然资源等领域的市场定价机制，减少行政干预削减红头文件数量。此外，在抑制金融脆弱性问题方面，2014 年政策重点可能包括努力解决地方政府债务问题，遏制影子银行规模的扩张，减缓房价上涨步伐，和解决部分行业产能过剩问题。利率市场化有望在 2015 年底完全实现，同时推进财税体制改革，理顺中央政府与地方政府之间的财政关系。

5. 区域内下行风险犹存

尽管区域内增长分化趋势持续，我们预计亚太区整体经济在 2014 年将得益于外需持续改善而增速小幅提升。正如我们在《全球经济展望》中所指出的，过去几个月全球经济增长动能有所改善，加上美国在财政政策方面达成预算协议，以及欧洲在构建银行业联盟方面和欧洲央行在维持金融稳定性方面取得的进展，经济增长的尾部风险已经有所降低。然而，中国的金融脆弱性不断加剧，量化宽松政策退出对新兴市场资本流动的不确定性影响，都将对全球经济前景带来下行风险。

在中国，虽然经济增长动能在 2013 年保持稳定，且我们对前景的预测也较为乐观，但近期的经济指标显示增长有趋弱迹象。此外，金融市场所受压力开始显现，银行间同业拆借利率水平上扬，波动也有所加剧。此外，市场对于各类理财产品安全性疑问的加深，也增加了对于影子银行体系的忧虑。虽然我们相信这些风险仍然可控，但解决这些问题的紧迫性有所增加，因其可能引起政策误判和金融系统的不稳定。

在更广泛的区域，地缘政治风险仍然主要来自于中日两国的争端，以及朝鲜半岛的紧张局势的升级。泰国国内的政局不稳加剧。在宏观经济方面，外部压力有所缓解，主因印度和印度尼西亚两国采取的政策措施，今年两国都将迎来国内大选，这也将对经济前景增加一定的不确定性。

其他方面，美联储量化宽松政策规模的减少将继续对新兴国家经济体金融市场的稳定性构成风险。亚洲的新兴经济体在抵御这种外部压力方面具备相对较好的条件，但仍然需要密切关注。在日本，经济增长势头良好，但如果其结构性改革措施的推行进度不及市场预期，或者其中期财政整顿方面的进展有限，都可能令市场情绪转向。日本政府将于 2014 年上调消费税的决定令人鼓舞，尽管从紧的财政政策其本身可能拖累短期经济增长。

6. 表格

表 6.1
宏观预测: 国内生产总值

(增长率%同比)	2011	2012	2013	2014 (预测)	2015 (预测)
美国	1.8	2.8	1.8	2.5	2.5
欧元区	1.6	-0.6	-0.4	1.1	1.9
亚太地区	6.0	5.3	5.2	5.3	5.4
澳大利亚	2.5	3.6	2.4	2.9	3.2
日本	-0.6	2.1	1.7	1.5	1.3
中国	9.3	7.7	7.7	7.6	7.5
香港	4.9	1.4	3.1	3.7	3.9
印度	7.5	5.1	4.7	5.1	5.7
印尼	6.5	6.2	5.8	5.8	6.0
韩国	3.7	2.0	2.8	3.6	4.0
马来西亚	5.1	5.6	4.7	5.1	5.0
菲律宾	3.9	6.6	7.2	7.0	5.8
新加坡	5.3	1.3	3.7	3.6	4.0
台湾	4.2	1.5	2.2	3.6	4.2
泰国	0.1	6.5	2.8	3.4	5.5
越南	6.2	5.3	5.4	5.5	5.9
亚洲除中国	3.7	3.5	3.4	3.7	4.0
世界	4.0	3.2	2.9	3.6	3.9

来源: BBVA 研究部

表 6.2
宏观预测: 通胀 (平均)

(增长率%同比)	2011	2012	2013	2014 (预测)	2015 (预测)
美国	3.1	2.1	1.5	2.3	2.4
欧元区	2.7	2.5	1.4	1.0	1.4
亚太地区	4.9	3.1	2.9	3.5	3.5
澳大利亚	3.3	1.8	2.5	2.5	2.5
日本	-0.3	0.0	0.4	2.2	1.5
中国	5.4	2.7	2.6	3.3	3.5
香港	5.3	4.1	4.3	3.6	3.5
印度	9.2	7.7	6.1	5.8	5.8
印尼	5.4	4.3	7.0	5.4	4.5
韩国	4.0	2.2	1.3	2.7	3.6
马来西亚	3.2	1.7	2.1	2.9	3.0
菲律宾	4.7	3.2	2.9	4.3	4.1
新加坡	5.2	4.6	2.4	3.2	3.5
台湾	1.4	1.9	0.8	1.5	1.8
泰国	3.8	3.0	2.2	2.4	2.9
越南	18.1	6.8	6.0	6.8	7.0
亚洲除中国	4.5	3.4	3.1	3.7	3.6
世界	5.1	4.1	4.1	3.8	4.0

来源: BBVA 研究部

表 6.3

宏观预测: 汇率(期末)

		2011	2012	2013	2014 (预测)	2015 (预测)
欧元区	美元/欧元	1.30	1.32	1.37	1.30	1.35
澳大利亚	美元/澳元	1.02	1.04	0.89	0.90	0.90
日本	日元/美元	76.9	86.8	104.9	115.0	120.0
中国	人民币/美元	6.30	6.23	6.05	5.90	5.80
香港	港币/美元	7.77	7.75	7.75	7.80	7.80
印度	卢比/美元	53.1	55.0	61.8	60.5	59.0
印尼	印尼盾/美元	9069	9793	12171	11500	10500
韩国	韩元/美元	1152	1064	1050	1050	1050
马来西亚	林吉特/美元	3.17	3.06	3.28	3.18	3.13
菲律宾	比索/美元	43.8	41.0	44.4	44.0	40.0
新加坡	新币/美元	1.30	1.22	1.26	1.25	1.24
台湾	台币/美元	30.3	29.0	29.8	29.4	28.9
泰国	泰铢/美元	31.6	30.6	32.7	31.4	29.7
越南	越南盾/美元	21034	20840	21095	21600	21800

来源: BBVA 研究部

表 6.4

宏观预测: 政策利率(期末)

(%)	现值	2012	2013	2014 (预测)	2015 (预测)
美国	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50
欧元区	0.25	0.75	0.25	0.25	0.50
澳大利亚	2.50	3.00	2.50	2.50	3.50
日本	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
中国	6.00	6.00	6.00	6.00	6.50
香港	0.50	0.50	0.50	0.50	1.50
印度	8.00	8.00	7.75	7.25	6.75
印尼	7.50	5.75	7.50	6.75	6.00
韩国	2.50	2.75	2.50	2.50	3.00
马来西亚	3.00	3.00	3.00	3.25	3.50
菲律宾	3.50	3.50	3.50	4.00	4.00
新加坡	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40
台湾	1.88	1.88	1.88	2.13	2.38
泰国	2.25	2.75	2.25	2.00	3.00
越南	9.00	9.00	9.00	8.50	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，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

Sumesh Deorukhkar (India)

sumesh.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 & 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

Recovery and Resolution Policy

José Carlos Pardo

josecarlos.pardo@bbva.com

Global Regulatory Coordination

Matías Viola

matias.viola@bbva.com

联系方式

BBVA Research

95/F, International Commerce Centre

One Austin Road West

Kowloon, 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.bbvarresearch.com