

经济展望

中国

2012 年第一季度
经济分析

- 全球经济增速正在放缓，经济将随着2012年下半年欧洲危机得到缓和之时回弹。考虑到解决欧洲危机面临挑战，所以风险还是下行的。
- 在疲软的外部需求的影响下，中国经济增速继续放缓。但是，经济增长依然受到强劲的国内需求和逐渐宽松的政策的支持。因此，我们对中国经济增速的预测仅会出现轻微下调，2012年和2013年增长分别是8.3%和8.7%。
- 通货膨胀率的下降有助于实施较为宽松的政策。我们预计，倘若外部环境继续疲软的话，将进一步下调存款准备金率，利率也会降低。财政支持将包括对家庭的补贴以及建设经济适用房。
- 风险继续下行。主要风险来自全球环境的不确定性。国内金融的脆弱性得以解决，但仍需进一步观察。虽然不能避免出现硬着陆现象，但我们仍认为风险较低，因为实施“支撑经济继续增长”的其他刺激政策的还存在实施空间。

索引

1. 全球经济下滑及欧洲经济衰退.....	4
2. 防止经济硬着陆.....	6
框1：中国对欧洲的贸易出口	15
3. 支持性政策增加，前景乐观.....	16
框2：2012年中国积极的财政方案.....	18
4. 风险继续下行.....	19
5. 图表.....	20

出版日期: 2012 年 2 月 14 日

概要

中国经济增速继续放缓。增速下降是受到2011年中期以来实施的政策措施以阻止经济过热以及近期外部对出口需求的增长下降的影响。尽管下行风险依然存在，但我们认为，因为强劲的国内需求和逐渐宽松的政策立场，经济正在避免出现硬着陆。

鉴于疲软的外部需求，我们将对2012年和2013年的GDP增长预期分别从8.6%和8.9%向下调整至**8.3%**和**8.7%**。延续至**2012**年的强劲增长势头和强劲的国内需求应该有助于缓和疲软的外部环境所带来的影响。我们认为，增长势头将于第一季度走出低谷，并且随着政策组合变得愈加支持增长，加上全球经济将于**2012**年下半年开始改善，因此经济增长将在**2012**年随后几个月内开始逐步回升。

由于GDP的缓慢增长以及食品和日用品价格的降低，通货膨胀继续得以缓和。在2011年7月份达到6.5%的最高值之后，通货膨胀率在12月份下降至大约4%，达到政府可接受之舒适范围的最大值，尽管其在一月份因中国春节此季节性因素又回升至同比4.5%。但我们预计，随着食品和日用品价格的进一步减低，整体通货膨胀率将在2012年中期下降至大约3%，而且随2012年底经济增长速度的回升，需求拉动因素的出现也会促使通货膨胀率下降至3.5%。

通货膨胀率的下降有助于调整政策组合，促进增长。我们的基线预期还包括进一步放宽货币政策，以及实施促进增长的财政方案。我们预计，在去年十一月份削减存款准备金率之后，存款准备金率在2012年上半年还会削减150-200个基点，倘若外部环境继续恶化，第二或第三季度还可能降低约50基点的利率。关于财政方面，我们预计，将扩大补贴力度以促进家庭消费，继续实施税收减免，及继续加大在经济适用房方面的开支，并且继续进行其他需要优先建设的基础设施工程。

货币升值速度降低，因为外部环境疲软，因此我们预计2012年上半年升值空间有限。但是，我们预计2012年下半年货币可能重新开始升值，2012年全年对美元的升值速度可达大约3%，低于去年5%的速度。

经济前景的主要风险在于欧洲主权债务危机和金融危机带来的全球环境不确定性。疲软的外部需求已造成了出口的下滑，而且，虽然2012年初全球市场表现有所改善，但欧洲金融危机对风险偏好和投资都可能产生激冷效应。倘若风险下行现象真的能够出现，那么刺激政策就有足够空间促进增长并阻止硬着陆。

国内金融风险仍然是一个挑战。这其中包括房地产价格下跌、影子银行快速借贷的影响以及随后控制其增长的措施和当地政府的高额借贷。政府正在采取措施解决这些风险，我们认为这些风险还是可控的。

1. 全球经济下滑及欧洲经济衰退

在谈及亚洲前，我们先看一下[全球展望](#)。如果需要，读者可直接翻到第 6 页亚洲部分。

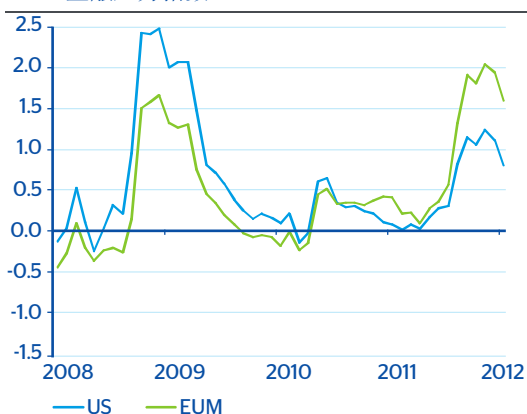
全球经济在 2011 年底下滑，但在新兴经济体的引导下，将在 2012 年下半年反弹

全球经济在 2011 年最后几个季度明显减速。这是欧洲增长减弱（第四季度已经为负增长）以及新兴经济体减速造成的，2011 年底新兴经济体季同比增长约 1%，是自 2008 年危机以来的最低增长率。然而，减速的推动因素差异较大。由于在解决主权和金融危机方面未能取得重大进展，自 9 月份以来，欧洲一直受到持续较高财政紧张的影响（参见图 1）。另一方面，除了发达经济体下滑外，新兴经济体下滑的部分原因是直到 2011 年上半年为避免过热而在以前采取的政策紧缩的结果。

未来，欧洲机构预计会采取的坚决行动将缓慢降低财政紧张和全球风险规避，有利于全球经济在 2012 年下半年反弹。然而，对反弹的最大贡献来自于新兴经济体，因为其政策将更有助于增长。同时，即使美国比前几次复苏的增长速度更慢，但它将在今年上半年摆脱欧洲衰退的影响。因此，相对于我们此前在 11 月份公布的《全球经济展望》，我们将 2012 年的全球增长预测下调了 0.6 个百分点，2013 年 0.3 个百分点，分别降至 3.5% 和 4.1%（图 2）。

图 1

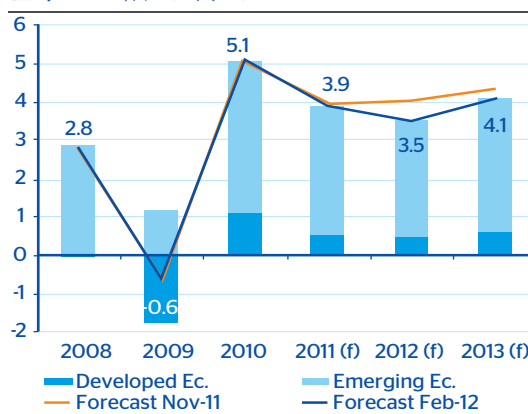
BBVA 金融压力指数



来源：BBVA 研究部

图 2

全球 GDP 增长 (%同比)



来源：BBVA 研究部及 IMF

欧元区仍是全球前景的主要风险

即使在欧洲和新兴经济体的增长率下调后，风险仍保持下降。这些风险取决于欧洲主权 - 金融危机的发展情况，它将继续保持，可能加剧欧洲衰退，并通过贸易联系、金融风险和风险规避增加而溢出至其它地区。

尽管自 10 月份以来已取得一定进展 - 主要是 ECB 提供长期流动资金和达成更多财政纪律的一些协议，但在三个方面需要采取更加坚定的行动。首先，在主权债务方面，对希腊偿付能力的担忧需要通过完成与私营部门股东的交易来解决。同时，应建立相当规模的可靠主权防火墙，以防止扩散至流动性差的国家。其次，应推动宏观经济改革，以改善增长前景，包括旨在纠正金融机构资产负债表的改革，同时要当心，避免突然削减对私营部门的信贷。最后，欧元区治理需进一步改善，以巩固货币联盟，包括财政联盟的明确路线图。

除了这三点，如果议定的财政协定被各国批准，且在 3 月份的欧盟峰会后得到令人信服地执行，再加上为降低周边国家的脆弱性和改善长期增长前景而提出的改革方案，欧洲经济前景将大大改善。

持续财政紧张推动欧洲走向衰退

欧洲财政紧张继续保持在高于 2008 年雷曼兄弟公司倒闭后的水平（图 1）。鉴于此，再加上周边国家财政调整的影响，我们下调了对欧洲的增长预测，包括至少在 2012 年上半年的负增

长以及全年-0.5%的增长，2013年将缓慢反弹。值得注意的是，这些预测取决于危机的迅速解决以及财政压力的明显下降。欧洲核心和周边国家的表现差异将继续增大，部分原因是后者的大规模财政调整。

与欧洲相反，美国将像2011年下半年那样在2012年出现反弹。我们的预测与三个月前相同，2012年为2.3%，2013年为2.2%。然而，复苏比典型的后衰退周期更弱，且受到欧洲风险以及国内政策不确定性风险的影响，包括2013年可能的财政紧缩（由于减税到期且执行自动削减支出）。另外，恶化的房地产状况、严格的信贷市场以及持续去杠杆化将抑制消费支出。

新兴经济体正在软着陆

与2008年雷曼兄弟公司倒闭后的情况相比，新兴经济体的信心重新振作，包括下述亚洲。这使得新兴经济体的国内需求走强，即使其金融市场也在一定程度上通过较低资金流入、更紧贸易金融以及资产价格下降而受到了全球风险规避增大的影响。

2011年新兴经济体下滑意味着，在2011年底，其相对发达经济体的增长差距接近3个百分点，比21世纪初以来历史性的4个百分点稍低。我们预计，全球风险规避将保持高位，但在2012年下半年将慢慢缓解，这与欧洲紧张状况预期逐步缓解是一致的。另外，与2011年上半年的紧缩政策相比，经济政策将转向更有利于增长。这将在发达国家需求减弱的不利外部影响下保持国内需求。在这种情况下，新兴经济体预计将在2012年底恢复接近季同比2%的增长率（2011年底为1%），全年增长6.2%。这一良好表现的主要例外情况是欧洲新兴市场，其与欧元区的贸易和金融联系更加密切。

2. 防止经济硬着陆

中国经济增速继续放缓。增速下降是受到2011年中期以来实施的政策措施以阻止经济过热以及近期外部对出口需求的增长下降的影响。在外部环境疲软以及各种脆弱的国内金融的背景下，市场上对“中国经济硬着陆前景”的担忧增加，担心年度增长在一个或几个季度内都将下降至5-7%之间。

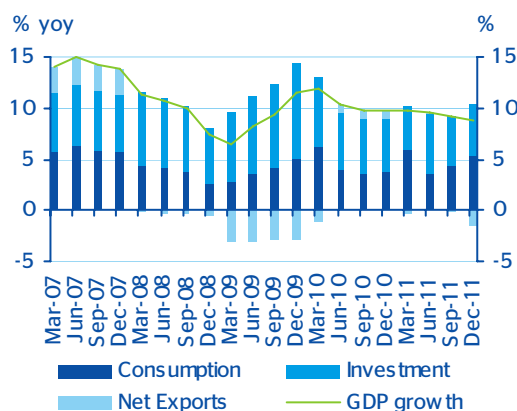
尽管风险依然存在，但我们认为中国经济正在避免出现硬着陆现象，因为其国内需求强劲及逐步放宽阻挡疲软外部环境带来的不利影响的政策。尽管国内金融依然脆弱—包括房地产价格下降、影子银行快速借贷的余波以及当地政府的高额债券，这些风险尚未被解决，但在我们看来，这不足以对经济构成系统性风险。与此同时，国内需求上升，且近期的增长结算数字好于预期，这降低了对硬着陆的担忧，并为2012年至2013年的强劲增长奠定了基础。

尽管外部存在不利因素，但 GDP 和活跃度指标都在上升

GDP增速继续下降，但下降速度缓和。尤其是第四季度GDP实现了年度8.9%的增速，超出预期，而第三季度GDP的年增速是同比9.1%，因此，全年GDP增长达到9.2%（图表3）。在季节性调整方面，官方数据显示，第四季度从第三季度的2.3%降低到2.0%。年GDP增长率从2010年的10.4%开始下降，这是因为投资和出口的减缓，同时部分受到用以刺激消费开支而实施的财政刺激政策所带来的国内消费增加的影响（表1）。2011年的增长构成有助于重整经济转向国内消费，这是近期五年计划中一项重要的中期任务。投资和净出口的比例下降（净出口转为负值），但消费比例出现增长，从2010年的3.8个百分点增长为2011年的4.8个百分点。此外，如下所述，国际收支经常项目顺差变小。

尽管外部存在不利因素，近期的高频指标显示国内需求稳定，尤其是在个人消费方面。城市固定资产投资增速（年初至今）环比和同比均出现轻微下降。相反，零售增长在第四季度继续保持弹性，这也许是因为某些补贴年底到期以及一月份中国的春节刺激了消费增长（图表4）。供应方面，工业产出持续减速，但依然强劲。同样，密切关注的采购经理人指数（PMI）也一直在下降，接近50%的增长/萎缩临界值（图表5）。

图3
受国内需求拉动的GDP增长...

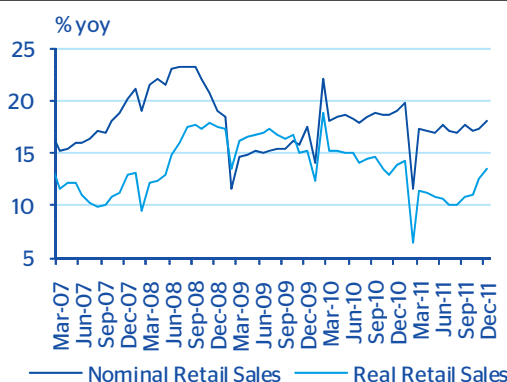


来源：亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

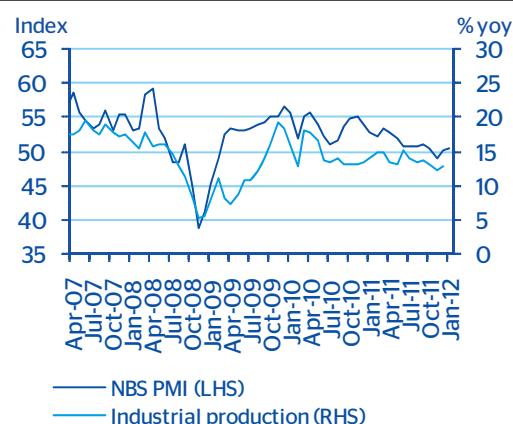
表1
...尤其是国内消费

(%年增长率)	2008	2009	2010	2011
GDP增长	9.6%	9.2%	10.4%	9.2%
消费增长	7.5%	8.4%	8.1%	10.3%
投资增长	15.7%	17.6%	13.9%	10.2%
出口增长（美元）	17.2%	-16.0%	31.3%	20.3%
进口增长（美元）	18.5%	-11.2%	38.8%	24.9%

来源：Haver 分析和 BBVA 研究部预测

图表 4
零售强劲

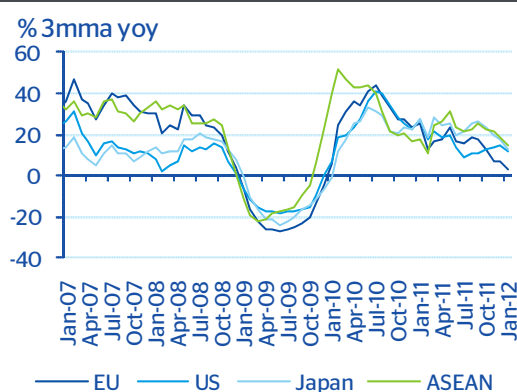
来源：亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

图表 5
采购经理人指数（PMI）保持在略高于临界值50之上的水平

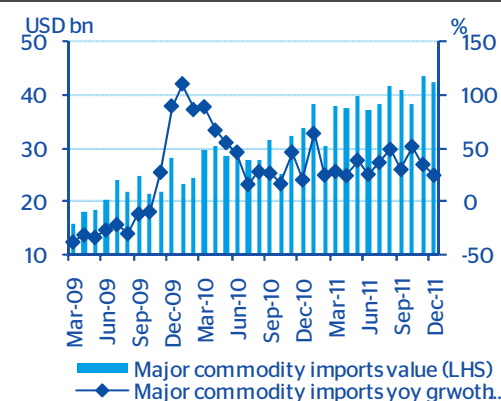
来源：亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

受外部不利因素影响，出口减缓

出口增长已从第三季度平均20.6%的增长率下降至第四季度的14.3%（因为中国春节造成的季节性因素，一月份的出口年增长率降低了0.5%）。出口的下滑是由外部需求的疲软造成的，尤其是来自欧洲的原因，欧洲是中国最大的出口市场，占出口总量的接近20%（图表6）。因为受到国内需求的拉动，包括日用品（图表7），进口增长继续保持在相对较高水平。对于整个第四季度，进口年增长率达20.1%，比第三季度的24.8%有所下降（一月份出现的下滑源于中国春节这一季节性因素；为这一节假做出调整后，进口增长较为强劲）。根据类型，制成品和日用品的进口增长相对较好，但因为外部订单的减少，加工品的进口增长就不是那么稳健了（图表8）。从整体发展来看，贸易顺差和经常账户一直在缩小（图表9）。

图表 6
随欧盟的出口量急剧下滑

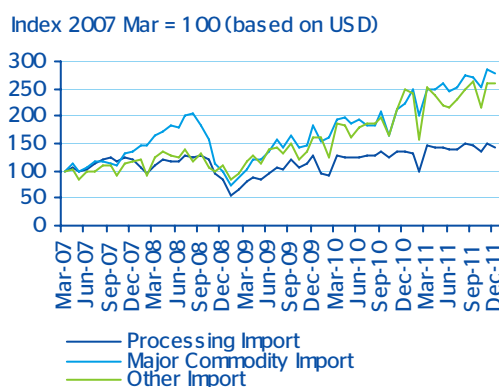
来源：亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

图表 7
日用品进口依然强劲，但价格下降，因而进口持平

来源：亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

图表8

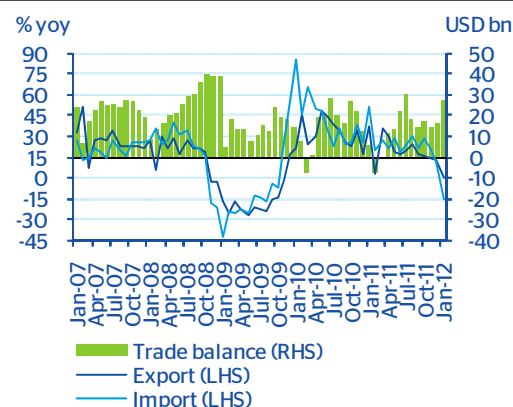
根据进口商品的类型，进口增速放缓



来源：亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

图表9

贸易平衡保持顺差



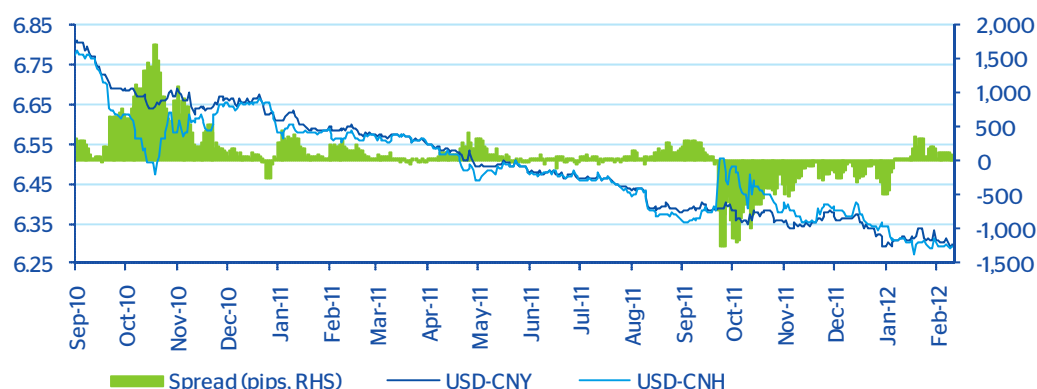
来源：亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

外部环境疲软，货币升值减速

2011年全年人民币对美元实现4.7%的升值，这跟我们的预期一致，近来几个月升值速度开始下降（图表10）。虽然升值的下降引起了中国贸易伙伴的注意，尤其是引起了处于大选时期的美国的注意，但中国政府重申其将承诺允许人民币进一步升值。除了外部前景不甚确定之外，其他方面的发展也可以解释升值速度减慢之现象。首先，美元对其他货币出现升值（图表11），因此名义价值-尤其是实际价值-出现更为显著的升值。第二，因为贸易顺差和资金流出量下降，2011年下半年，中国国际收支平衡地位出现显著下降-第四季度储备金直线下降-这是1998年以来出现的第一次季度性下降（图表12）。根据12个月期人民币无本金交割远期进行判断，市场对升值的预期相应缩减。

图表10

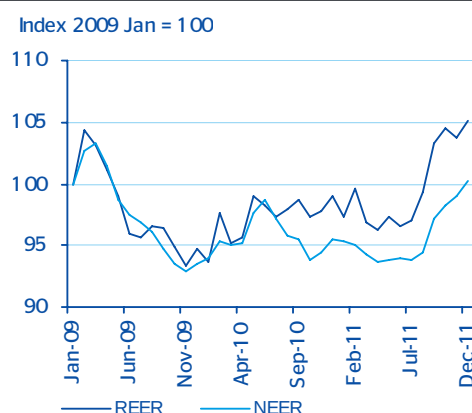
近期人民币对美元升值速度减缓



来源：彭博资讯和 BBVA 研究部

图表11

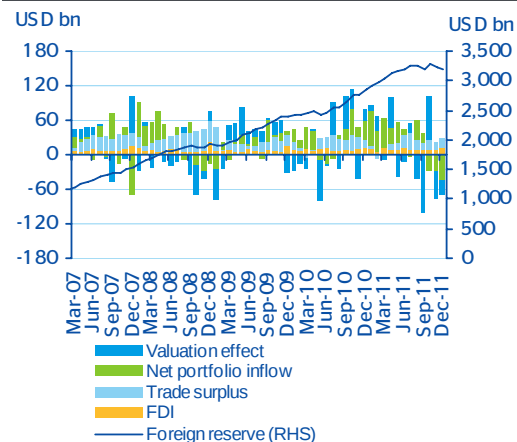
在有效汇率方面，升值继续加速



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

图表12

因储备金较低，出现投资组合流入和流出现象



来源：亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

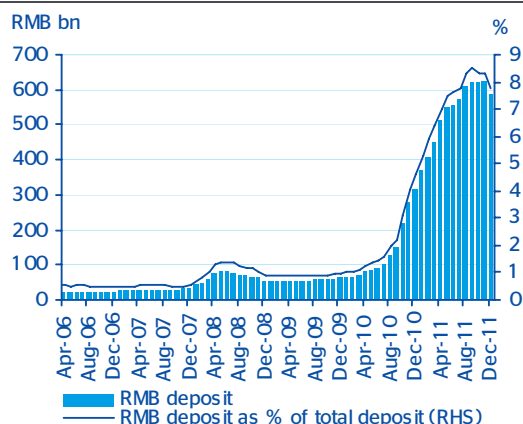
尽管存在不利因素，但人民币的国际化进程将继续进行

人民币国际化正在进行，但遇到升值预期较低的不利影响。在十二月份，作为被广泛使用的人民币国际化指标之香港离岸人民币存款出现急剧下滑（图表13）。此外，在2011年第四季度，人民币贸易结算总量（包括出口和进口）连续第二个季度出现轻微下滑（图表14）。

但是，这些趋势掩盖了其他积极的发展因素。首先，数据显示，对离岸进口商和在岸出口商而言，使用人民币作为结算手段已经变得越来越平衡。前者现在似乎更愿意使用人民币作为贸易支付手段。尽管人民币贸易结算的总值下跌，但其中40-50%的结算是由离岸进口商进行的，而一年之前这一数据仅为20%。其次，一系列的政策规定有助于促进离岸筹集的人民币资金向中国内地回流-其中包括定期批转FDI回流、采用RQFII计划和允许使用离岸人民币购买有限的国内股票。这些措施增强了离岸人民币的有用性，并刺激了香港离岸人民币产品的增长-包括电信债券市场和人民币贷款的扩张。现在，香港银行间对人民币的流动性存在更大的竞争，人民币存款工具收益较高。

图表13

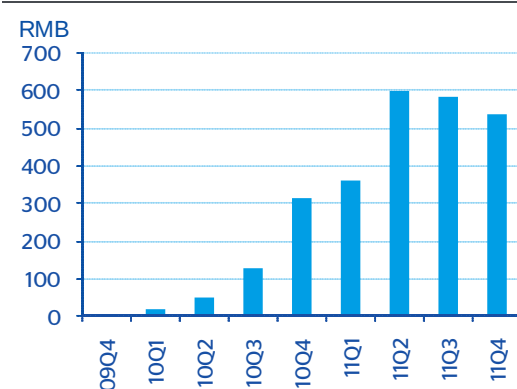
香港人民币存款总值



来源：香港金融管理局（HKMA）、亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

图表14

第四季度人民币结算价值下降



来源：基于中国人民银行（PBoC）报告和 BBVA 研究部

政策挑战

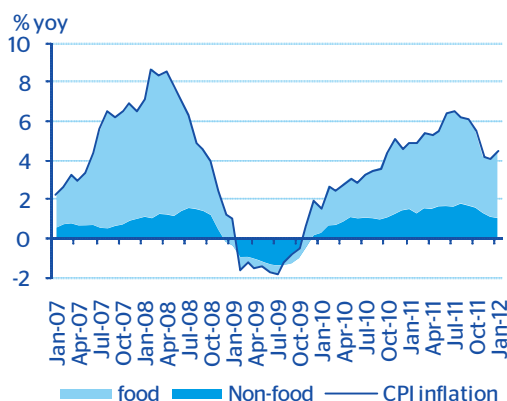
随着经济活跃度的下降以及外部环境的恶化，政策开始逐步转为支持增长。目前正在选择性地实施一些货币政策，包括降低法定准备金，增加银行信贷流量，和缓解中小企业财政压力。因为担心出口增长疲软，所以货币对美元的升值速度已经下降。同时，尽管房地产价格出现下滑，但依然保持宏观审慎政策的实施，防止出现房地产泡沫，并保证住房负担能力。可能将继续实施一系列财政刺激政策，包括继续在公共住房和基础设施建设方面的开支，以及为促进消费而降低税收、提供补贴（见第18页框2）。

通货膨胀的缓和使货币政策更支持增长

通货膨胀在七月份达到6.5%的峰值之后，开始逐渐向政府设定的4%的舒适水平之上限下降（图表15），这使得货币政策更支持增长。整体通货膨胀率的下降基础深厚，源于食品和非食品价格的下降，以及良好的基数效应。因此，在“因中国春节这一季节性效应-中国春节期间对各种食品的需求较大-而在2012年一月份上涨至4.5%”之前，通货膨胀在十二月降低至4.1%。生产者物价通货膨胀也出现急剧下降，受到日用品价格下降的影响，生产者物价通货膨胀从七月份的同比7.5%下降至一月份的0.7%。

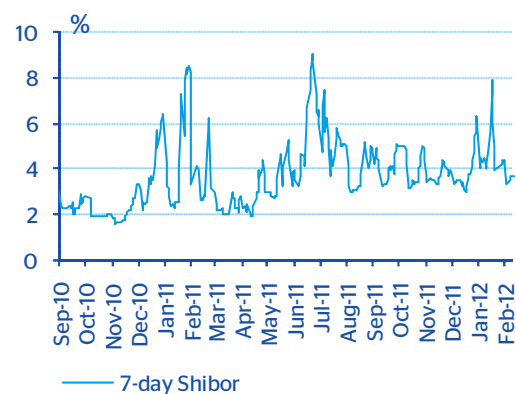
政府于实施向中小企业增加银行信贷流量的政策之后，又发出了进一步实施宽松的货币政策的信息：在十一月底将存款准备金率（RRR）在七月份以来一直保持的21.5%的历史记录的水平上降低50个基点（图表17和18）。除通货膨胀率下跌这因素之外，因较低的资本流入而产生的较紧缩流动性状况也促使政府降低存款准备金率。存款准备金率的降低，与一系列增强流动性的公开市场操作一起，导致同业银行利率的轻微下降（图表16）。尽管中国股票市场的表现与其他国家相比一直不佳（图表20），但宽松的货币政策和对经济发展势头重获信心有助于中国股票市场的回弹。

图表 15
通货膨胀达到最高值



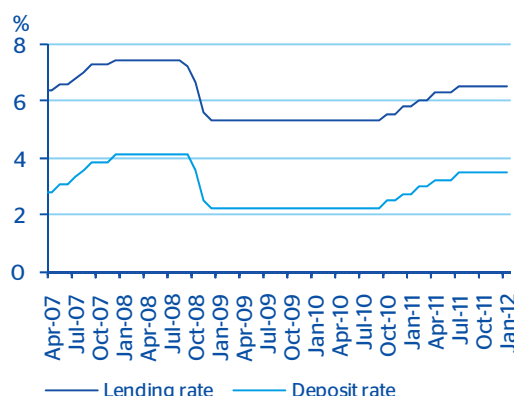
来源：亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

图表 16
银行间利率上升



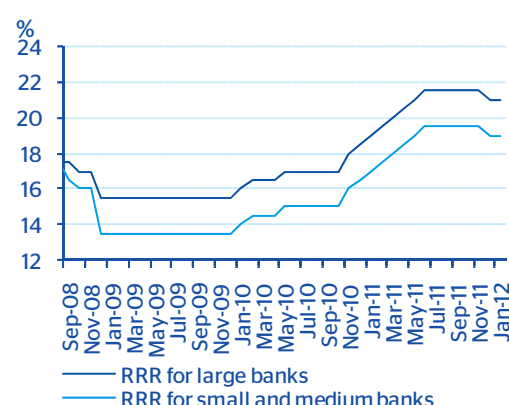
来源：亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

图表17
七月份利率停止上升...



来源：亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

图表18
...十一月份存款准备金下调



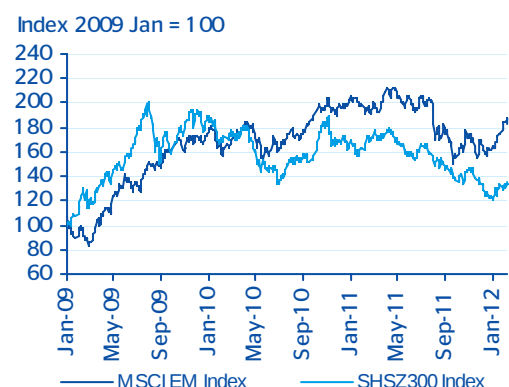
来源：亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

图表19
中国信用违约交换价格在全球风险规避中一直持续较高...



来源：彭博资讯和 BBVA 研究部

图表 20
...股票市场表现不佳



来源：彭博资讯和 BBVA 研究部

货币和信贷总量开始回升

随着近期货币政策的放宽，信贷和货币供应量之二（M2）增长在2011年的大部分时间内经历了缓慢下降（图表21）之后，出现回升迹象。尽管其在一月份因中国春节效应再次出现减速现象，但十二月份的新生贷款（15.8%同比）比前一个月（15.6%）略有增长，货币供应量之二（M2）的表现也是如此。对2011年全年来说，新生贷款达到74700亿元人民币，接近政府全年目标之70000-75000亿元人民币的最高值，而且2012年新生贷款目标似乎将被设定的更高，大约在80000-85000亿元人民币之间。

财政政策倾向于支持社会住房和消费

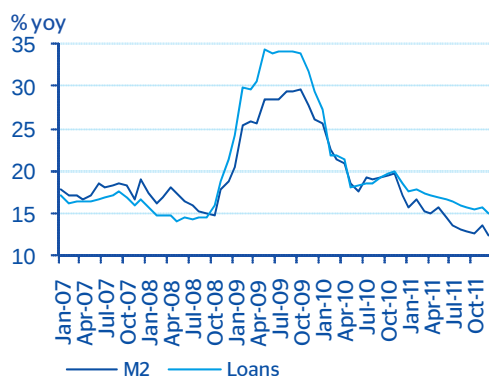
根据官方数据，因为公司税收的强劲增长以及对固定资产的公共投资减少（图表22），2011年的整体预算赤字从2010年占GDP的2.7%降低到占GDP的1.1%。尽管如此，由于经济适用房项目的开展-计划在2011年完成10000万单位住房的目标-公共开支总额依然较大。尽管实际建设将因某些财政方面的欠缺而被拖延，但这个目标在第四季度伊始就已完成。相反，尽管政府继续强调其将在来年继续完成主要的基础设施项目，但2011年下半年基础设施建设开展减少。

此外，为促进个人消费而实施的财政刺激措施-包括补贴和税收减免-也取得了成效。在削减税收方面，去年九月应纳税所得的临界值从之前的2000元人民币上升至3500元人民币，这

使得大家积极参与到个人收入所得税的征收中（图表23）。政府还在上海试点实施了增值税项目，代替某些服务性行业-包括交通业-的营业税。这个改革意在降低依赖这些行业的税务负担。

图表21

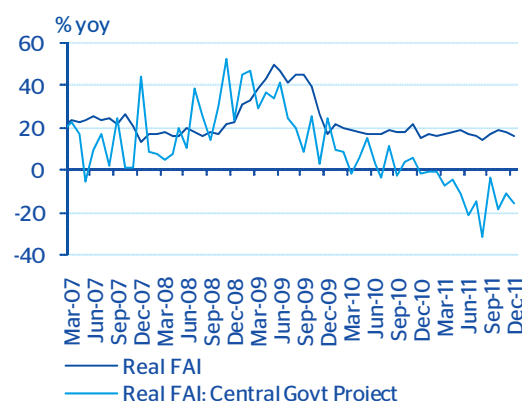
可能开始出现信贷增长和货币供应量之二（M2）的增长



来源：亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

图表22

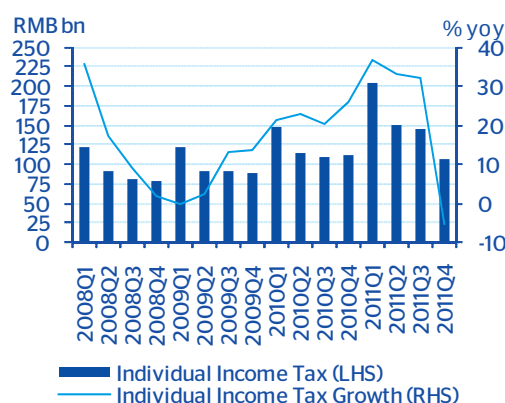
对公共工程的直接投资下降



来源：亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

图表 23

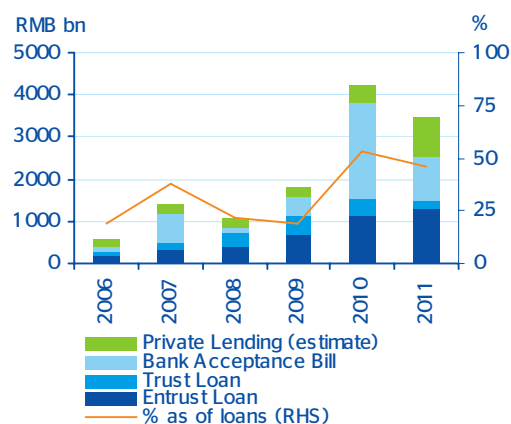
对较低收入支付者实施税收削减带来更具进步性的结构



来源：亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

图表 24

影子银行借贷速度降低



来源：中国人民银行和 BBVA 研究部预测

对抗国内金融的脆弱性

除了外部需求下滑带来的挑战外，政府还在寻求解决一系列的国内金融脆弱性问题，这些问题已然困扰投资者很久了，并增加了硬着陆的风险。其中最重要的一方面-正如我们在之前的前景中所讨论的一样-就是房地产市场和近期价格下滑的失调、地方政府债券、以及影子银行借贷的快速发展。上一季度对这些风险的解决已取得了一些进展，但挑战依然存在。

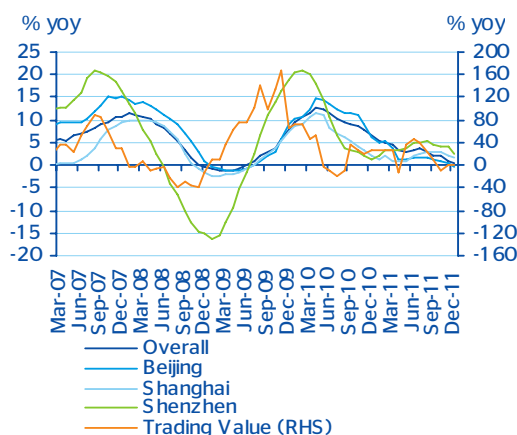
房地产价格的下滑降低了房地产泡沫风险

2011年中期以来，住宅房地产价格在全国范围内开始下降（关于2011年上半年发展和政策综述以及价格失调度评估，请参阅我们的年度**房地产展望**¹）。基于国家统计局官方数据，我们预计，房地产价格在七月份和12月之间达到峰值，房地产平均价格将累计下滑0.8%，说明2011年十二月份的价格水平与一年前相比高0.4%（图表25）。大部分城市（70个城市中有52个）有报告说，截止十二月份，房地产价格出现下滑（图表26）。当然，个别市场之间的房

¹ “中国房地产展望” 2011 年 7 月 11 日

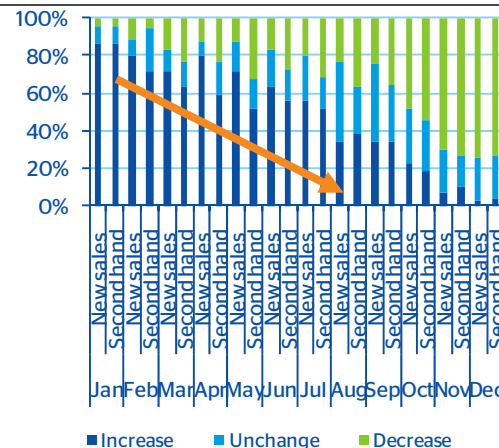
地产价格下降的幅度不同，上海（长江下游地区）的房地产价格下降幅度较大-自七月份以来其价格下降了1-3%。随着价格的下滑，交易量也出现下滑（图表25）。

图表 25
第四季度房地产价格和交易量出现缓慢下滑



来源：美国国家统计局（NBS）、亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

图表26
越来越多的城市出现房地产价格下降的现象



来源：美国国家统计局（NBS）和 BBVA 研究部

市场的疲软是几方面因素的综合反应，包括政府自2010年以来实施旨在阻止价格泡沫和限制投机性购房的降温措施。这些措施的实施还将继续，而且，因为政府决心要降低资产价格泡沫风险，并保证住房购买能力，因此，政府还没有发出任何将在近期放宽限制的信号。在我们看来，因为我们高估了“在2009-2010年间价格之流动性拉动的高速增长”，因此，出现价格下降的现象并不突然。

随着销售交易量和价格的下降，房地产开发商可能将面临财政压力。倘若缺乏流动性的开发商被迫出售库存以偿还流动性的话，这种压力可能引发价格的进一步下降。违约率的上升也将破坏银行的贷款质量。尽管有传闻说开发商存在财政压力上升的证据，但我们认为，对一个系统性问题而言，这些证据还远远不够。

地方政府债券仍构成负担，但似乎得到了缓和

2011年底，政府债券与GDP之间的比率-包括当地政府债务-已从一年前的59%下降至49%。鉴于此，作为GDP一部分的地方政府债券从21.7%下降至18.5%。这是由于GDP的继续增长以及当地政府在基础设施工程的开支的减少。因此，政府债券问题似乎得到了缓解（关于地方政府债券问题的其他细节，请参阅我们的报告[谁来为地方政府财政刺激政策买单？](#)²）

但是，地方政府债券规模较大，其中近乎五分之一将在来年到期。地方政府已经因为土地销售收入的减少而承受了巨大的财政压力，因此，我们认为，中央政府将会降低银行向地方政府贷款的限制。事实上，有媒体报告，政府正在计划允许银行对地方政府选择性地实行转期贷款，将到期日延长五年。

削减影子银行

影子银行借贷-包括银行资产负债表外信贷和非银行贷款-在经历过2010年的快速发展后，在出现“放款人力求避开信贷紧缩措施（图表24）”的现象后已经减速。其近期的放缓现象源于旨在削减此类借贷之宏观审慎措施的实施，其中包括要求银行将此类交易记录在其资产负债表内，对信托公司实行资本要求，以及提高正规银行向中小企业贷款额度，以减少其向非银行（私人）的借贷。银行承兑汇票和委托贷款的资产负债表外之下滑最为剧烈。

尽管影子银行信贷增长出现下滑，但因为小型银行流动性状况的到期债券（due issues），信贷质量仍存在问题，因为存款利率较低且来自较高收入财务管理产品的竞争较大，所以这

² “中国银行观察：谁来为地方政府财政刺激政策买单？” 2011 年 7 月 21 日

些小型银行在吸引存款方面存在困难。因此，需要对影子银行的活动以及其对更广泛的金融市场的影响进行密切监控。

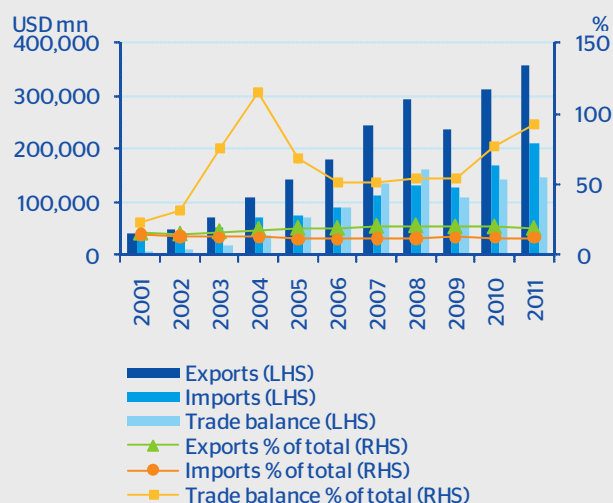
框 1：中国对欧洲贸易出口

欧洲危机的进一步恶化可能对中国的出口产生不利影响。近几年，欧盟已经超过美国（占总出口量的17%）成为中国最大的出口市场，占总出口量的接近20%。中国和欧盟在2011年的双边贸易已达5673亿美元，其中中国的出口量达到3561亿美元（根据中国贸易数据）。因此，中国对欧盟的双边贸易顺差达到1449亿美元。欧盟市场对中国的重要性也表现在其在中国总出口量、总进口量以及贸易平衡中所占的份额上（图表27）。

欧洲的衰退对中国贸易流量的影响已经显而易见，九月份中国的贸易量已从八月份的同比24.4%迅速下降至13.4%。九月份，中国对欧洲出口额度已从八月份的4.5%下降至1.4 pts。（图表28）

图表 27

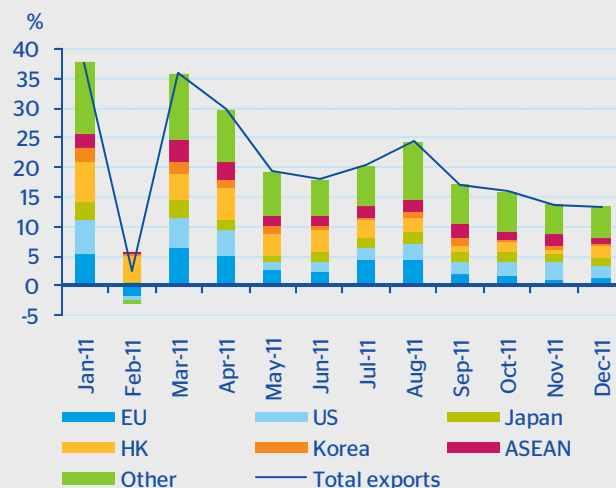
中国与欧盟的贸易



来源：Haver 分析和 BBVA 研究部

图表 28

各个地区占中国出口增长的比例

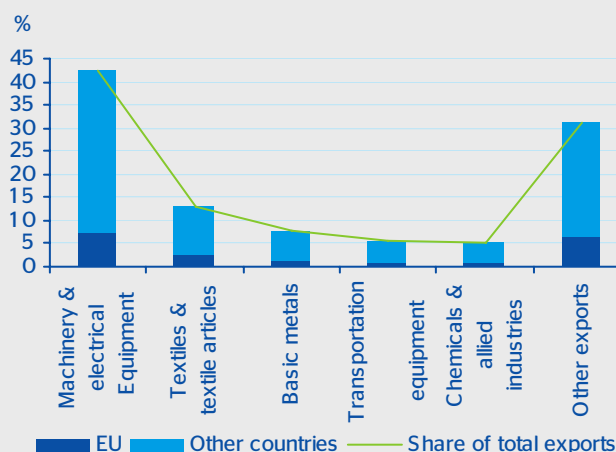


来源：Haver 分析和 BBVA 研究部

中国对欧洲出口的下降能从多大程度上影响总体增长的前景？中国对欧洲的出口大约占GDP的5%。因此，我们预计，假设对欧盟出口降低10%，中国GDP可能降低0.5个百分点。其中机械、电子设备和纺织品部门受到的影响可能最大。（图表29）

图表 29

欧盟占中国主要日用品出口的比例（2011年）



来源：Haver 分析和 BBVA 研究部

3.支持性政策增加，前景乐观

尽管外部环境持续恶化，但国内需求旺盛，所以增长势头很好。我们认为，在越来越多的财政政策和货币政策的拉动下，国内需求将继续保持强劲。因此，鉴于疲软的外部前景，我们仅对2012年至2013年的增长预期做轻微向下调整。但因为外部环境的不确定性，风险将继续下行。

对增长前景进一步适度向下调整

鉴于对外部环境的前景预期较为疲软，我们将对2012年和2013年的GDP增长预期分别从之前的8.6%和8.9%向下调整为8.3%和8.7%（表2）。强劲的增长势头在2012年仍在持续，而且旺盛的国内需求应该有助于缓和疲软的外部环境的冲击。我们预计，增长势头将在第一季度走出低谷，并在随后几个月随着政策组合变得越来越具有增长支持性，以及全球环境在2012年下半年开始改善而逐渐回升（图表30）。

预计通货膨胀将进一步得到减缓

在我们的基线情境中，GDP增长减速，日用品价格下降，因此我们降低了对通货膨胀的预期。我们认为，2012年的整体通货膨胀将从我们预期的4.0%平均降低至3.3%。鉴于食品和日用品价格出现下降，我们认为，2012年中期通货膨胀将下降至同比大约3%，2012年底，随着增长的回升而出现的需求拉动因素将使通货膨胀达到3.5%。我们预计，中期时间内，通货膨胀将随着工资的快速增长继续上升，大约能够达到4%。

表2

基线情境

	2009	2010	2011	2012 (年尾)	2013 (年尾)
GDP (年增长率)	9.2	10.4	9.2	8.3	8.7
通货膨胀 (平均, 百分比)	-0.7	3.3	5.4	3.3	3.7
财政平衡 (占GDP的百分比)	-2.8	-2.5	-1.1	-1.8	-1.8
经常账户 (占GDP的百分比)	5.2	5.2	2.8	2.5	2.8
政策利率 (百分比, 期末汇率 (期终))	5.31	5.81	6.56	6.06	6.56
汇率 (人民币对美元, 期末汇率 (期终))	6.83	6.62	6.30	6.11	5.80

来源：BBVA 研究部

调整政策组合，稳定增长

根据近期公布的政策，我们的基线包括进一步放宽货币政策以及实施稳定增长型财政方案（见第18页框2）。官方在十二月中期举行的中央经济工作会议上将这种政策描述为“谨慎的货币和积极的财政”政策。

我们预计，随着通货膨胀的缓和，2012年上半年政府将进一步降低150-200 基点的存款准备金率，倘若外部环境继续恶化的话，可能在第二或第三季度削减大约50基点的利率。

在财政方面，尽管2012年的预算要到三月初才能出台，但我们目前预计，补贴项目将得以延期，以便促进家庭在家电和环保产品方面的开支。预算开支还将继续关注经济适用房，2012年将新建700万单位住房，完成500万单位住房。我们预计，预算还将包括在目前的高铁项目和配水方面的基础设施方面的开支。同时，可能会以不同形式减免税收，包括提高对中小企业的免税临界点，以及在某些服务行业用增值税代替当前的营业税。我们预计，2012年赤字总额将从2011年初期结算之占GDP的1.1%达到占GDP的1.8%。

货币适度升值

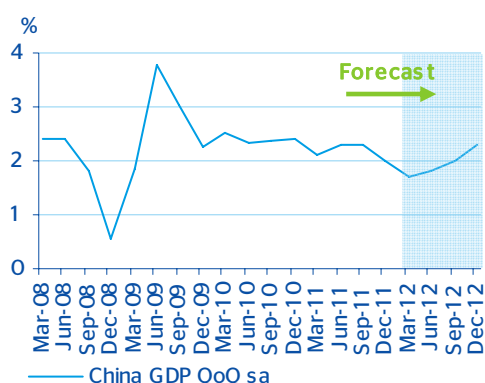
外部环境疲软，因此，我们预计2012年上半年的货币升值是有限的，而其将在2012年下半年恢复，预计全年人民币对美元的涨幅可达3%（低于去年5%的速度）。这将使人民币对美元汇率在2012年底达到6.11。

中期前景：重新平衡和缓慢增长

正如当前五年计划所规划的一样，我们的中期展望依然是国内需求的缓慢增长，尤其是在个人消费方面（图表13）。但是，出现重新平衡的现象将是一个缓慢的过程，其将受到“旨在增加家庭收入和改善社会保障体系”之政策的支持。

图表30

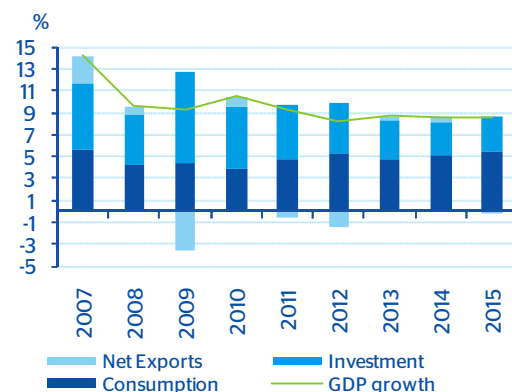
中国的GDP增长（环比，季节性基准调整后）



来源：美国国家统计局（NBS）、亚洲经济数据库（CEIC）和BBVA 研究部预测

图表31

中期增长重新平衡



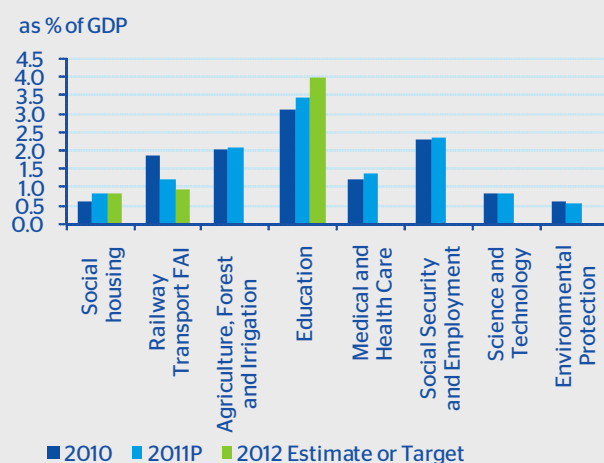
来源：美国国家统计局（NBS）、亚洲经济数据库（CEIC）和BBVA 研究部预测

框 2：2012 年中国积极的财政方案

根据官方的政策声明，预计2012年稳定增长型的财政方案包括削减税收以及促进家庭消费的计划，还包括其他的基础设施开支。与2008至2009年期间相比，因为地方政府的大规模债务，本期财政方案的规模可能有限。尽管如此，根据政府2012年的目标，我们依然认为有足够稳定增长的空间。

尽管2011年公共投资开支缩减了9.7%，但我们预计其将在2012年得到恢复。社会住房方面的公共开支仍然是需要优先考虑的事，而且预计其将在2012年得到重大增长。根据财政部消息，2012年将开始建设700万单位社会住房，同时还要完成建设2011年已开始的1000万住房单位。我们预计，与2011年大约1500万单位在建住房相比，2012年大约有1800万单位的社会住房是在建的。因此，2012年社会住房开支将增加至少20%。此外，预计在有关农业、教育、创新和能源方面的基础设施建设开支也将进一步增长，而交通方面的基础设施开支可能继续减少。根据铁路部门的报告，预计其中2012年的铁路建设开支将从2011年的5760亿元人民币减少至5000亿元人民币。

图表 32
中国财政预算计划和目标



来源：财政部和 BBVA 研究部

除基础设施之外，预计财政方案也将用于支撑2012年家庭消费。除此之外，还将采取措施增加农民和低收入者收入—包括在2011至2015年间实施“最低工资标准年均增长13%”的计划，并增加对低收入者的补贴。

支持消费政策还将包括增强社会保障体系。根据中国人力资源和社会保障部的正式文件，中央政府对西部和中部地区的养老金进行全额补贴，对中国东部养老金进行50%的补贴。教育和医疗保健开支—包括健康保险开支—也是进一步发展需完成的重要任务。其中2012年的教育开支预计将从2011年占GDP的3.5%上升至4%，总计21000亿元人民币，远多于其他项目的开支。

税收方面，预计2012年削减税收在支撑商业和消费方面的意义依然重大。预计削减税收的措施包括提高对中小企业的免税临界点（增值税、营业税和所得税），对配送和物流产业实施较低的税收和费用以帮助降低食品价格，以及选择性地降低能源和科技密集型产品的进口关税。正在实施的一项改革还包括在交通和其他（将从上海或其他大城市延伸出来的）选择性产业用增值税代替营业税。这种改革不仅仅可以降低直接受影响之产业的课税负担，还能够使其他服务性产业降低其在增值税方面的花费。

4. 风险继续下行

因为外部环境的不确定性以及国内金融的脆弱性，风险将继续下行。尽管不排除中国经济出现硬着陆现象的可能-大家都认为会出现“经济在两个季度或更长时间内以5-7%的速度增长”的现象，但我们认为，中国经济出现硬着陆的可能性还是很低的。尤其是在考虑到近期的增长趋势良好，以及存在各项刺激政策实施的空间，我们可以得到安慰，硬着陆是可以避免的。

在我们看来，最主要的风险来自不确定的外部环境。疲软的外部需求已经导致出口增长的下降，虽然2012年初全球市场表现良好，但欧洲的金融压力可能对风险偏好和投资产生激冷效应。固定资产账户相对封闭的性质保护了中国的银行系统及其资本市场，使其免于外部动荡的直接冲击。但是，较为紧张的金融环境还是可能产生涟漪效应，这一点从中国股票市场的欠佳表现以及中国公司首次公开募股（IPO）的下降就可以看出。

房地产价格急剧下降以及针对影子银行产业所实施之紧缩政策产生的影响，其所产生之风险需要被监控。房地产价格的下降速度较为缓和，而且目前对房地产开发商的金融压力还不是很过分。也就是说，进一步对房地产价格进行向下调整就可能导致金融压力的增加，而且可能对“银行不良贷款”和“向其他经济部门的外溢”产生影响。

倘若风险下行成为事实，那么就有空间实施稳定增长的刺激政策，并有助于防止经济硬着陆。与2008年至2009年间的刺激计划相比，地方政府贷款逐渐增加限制了财政策略的实施，尽管如此，我们依然认为，在存在国内和外部冲击的情况下，刺激政策存在足够实施的空间，与宽松的货币政策一起，将2012年至2013年的增长维持在7%甚至高于7%的水平上。这就需要再花费GDP的1%，将财政赤字升高至GDP的2.8%，通过发行新债券可以实现这一目标。这一个刺激计划和中小企业支持措施一起，将倾向于提高家庭收入，并促进私人消费。具体的刺激措施可能还包括有选择地削减税收、额外补贴消费以及加速公共住房项目的建设。除此之外，在货币政策方面，进一步降低法定准备金和利率可以在风险下行的情境下进一步稳定增长。

另外一个风险来源是中央政府的或有债务水平较高，尤其是在与地方政府债券相关的方面。我们仍然认为，这些债务的水平是可控的。“解决潜在的问题贷款”可能包括“银行约转期”和“最终划销”，这对银行盈利能力会产生影响，并要求中央政府的注资。

在政策方面，来年十月份，领导阶层将发生变化，作为政策决定主体的中央政治局常务委员会成员也会发生变化。2013年三月份，会选举产生新主席和新总理，代替现任主席胡锦涛以及现任总理温家宝。在其他相同的情况下，在领导变动之前的2012年，未来的变化可能使政府当局更倾向于采用刺激方案，以便支撑增长，保持稳定。

5. 图表

表 1

宏观经济预测

	2009	2010	2011	2012 (年尾)	2013 (年尾)
国内生产总值 (%同比)	9.2	10.4	9.2	8.3	8.7
通胀 (平均, %)	-0.7	3.3	5.4	3.3	3.7
财政平衡 (国内生产总值百分比)	-2.8	-2.5	-1.1 (P)	-1.8	-1.8
经常账户 (国内生产总值百分比)	5.2	5.2	2.8 (P)	2.5	2.8
政策利率 (%期终)	5.31	5.81	6.56	6.06	6.56
外汇汇率 (人民币/美元, 期终)	6.83	6.62	6.30	6.11	5.80

来源: BBVA 研究部

表 2

国内生产总值P

(年化增长率)	2009	2010	2011	2012 (年尾)	2013 (年尾)
美国.	-3.5	3.0	1.7	2.3	2.2
欧洲货币联盟	-4.2	1.8	1.6	-0.5	1.0
亚太经合组织	4.2	8.1	5.8	5.8	6.1
中国	9.2	10.4	9.2	8.3	8.7
世界	-0.6	5.1	3.9	3.5	4.1

来源: BBVA 研究部

表 3

消费物价指数

(年化增长率)	2009	2010	2011	2012 (年尾)	2013 (年尾)
美国.	-0.3	1.6	3.2	2.3	2.3
欧洲货币联盟	0.3	1.6	2.7	1.8	1.3
亚太经合组织	0.3	3.6	4.8	3.3	3.4
中国	-0.7	3.3	5.4	3.3	3.7
世界	2.2	3.0	5.1	3.9	3.6

来源: BBVA 研究部

表 4

外汇汇率(期终)

	2009	2010	2011	2012 (年尾)	2013 (年尾)
美国. 欧元/美元	0.72	0.76	0.72	0.80	0.79
欧洲货币联盟 美元/欧元	1.39	1.33	1.39	1.26	1.27
中国 人民币/美元	6.83	6.62	6.30	6.11	5.80

来源: BBVA 研究部

表 5

政策利率(期终)

	2009	2010	2011	2012 (年尾)	2013 (年尾)
美国.	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
欧洲货币联盟	1.00	1.00	1.10	0.75	0.75
中国	5.31	5.81	6.56	6.06	6.56

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、撤出投资的邀约、邀请或唆使。本文件及其内容均不能构成任何合同、承诺或任何形式的决议的基础。

阅读本文的投资者应注意到文中所提及的证券、投资工具或投资可能并不适合于其特定的投资目的、财务或风险状况，上述因素并未被纳入本报告所考虑的范畴。因此，投资者在做出投资决策时应考虑到上述情况并在必要时寻求专业的建议。本文的内容均基于可信赖的公开信息得出，BBVA并未对这些信息进行独立核实，BBVA不对其精确度、完整性及正确性提供任何形式的担保。由于采用本文件或其内容所导致的任何直接或间接的损失，BBVA概不负责。投资者应注意的是，证券或投资工具过去的表现或投资的历史收益并不能保证其未来的表现。

证券或投资工具的市场价格和投资的收益会随着投资者的兴趣而波动。投资者应意识到其投资可能蒙受损失。期货、期权和证券或高收益证券交易存在高风险，并非对所有投资者都适合。的确，在某些投资中，潜在的损失可能会超过初始的投资金额，且在这一情况下，投资者可能会被要求支付更多的金额来支持那些损失。因此，在进行任何此类交易之前，投资者应意识到其操作，以及所持有股份所涉及到的权利、义务和风险。投资者还应注意，文中所述的投资工具可能在二级市场上有限，甚至根本不存在。

BBVA及其任何分支机构，以及各自的高管和员工，可能直接或间接地持有本文或任何其他有关文件所提及的任何证券或投资工具；他们可能是为自己或第三方从事这些证券交易，为前述证券或投资工具的发行人、相关公司及其股东、高管和员工提供咨询或其他服务，或可能在此报告出版前后对这些证券、投资工具和相关投资产生了兴趣或进行了交易，但上述行为都在适用法律允许所允许的范围内进行。

BBVA及其任何分支机构的销售人员、交易员和其他专业人士可能为客户提供与本文意见相反的口头或书面市场评论。此外，BBVA及其任何分支机构的自营交易和投资业务的投资决策也可能与本文的建议不符。本文件未经BBVA的事先书面同意不得：（1）复印、影印或以任何其他形式或方式复制；（2）传播；或（3）引用。该报告不得复制。传达、传播或提供给任何有法律禁止其传播的国家内的任何个人或实体。如未能遵循这些限制性规定可能违反相关地区的法律。

在英国，本文件仅适用于以下人士：（1）具有2000年金融服务及市场法2005年（金融促进）法令（修订的“金融促进法令”）第19条第5款所述投资工具专业经验的；（2）金融促进法令第49条第2款1-4点规定的对象（高净值公司、非公司社团等）；及（3）被依法邀请或吸引来参与2000年金融服务及市场法第21章所述投资活动的人士（所有这些人均被称为“相关人士”）。本文件仅适用于相关人士，非相关人士不得照此行事或依赖本文件。本文相关的任何投资或投资活动仅对相关人士可用且仅将由相关人士参与。本报告分析师、作者的报酬体系基于多重准则而定，包括BBVA获得的收入和BBVA集团一个财年的收益（这反过来包含了投资银行产生的收益）；但其报酬与投资银行任何具体交易的收益无关。

BBVA不是美国金融业监管局的成员且不受其信息披露规则的约束。

“BBVA 受 BBVA 集团证券市场运营行为准则的约束，像其他规章一样，其包括防止和避免所获评级内利益冲突的规定（包括信息壁垒）。参考 BBVA 集团证券市场运营行为准则请见以下网站：

www.bbva.com / Corporate Governance”

BBVA, S.A.是一家在西班牙中央银行及西班牙证券交易委员会监管下的银行，在西班牙中央银行的注册号为 0182.

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

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

Cross-Country Emerging Markets Analysis

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Latam Coordination

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbva.com

Chile

Alejandro Puente

apuente@bbva.com

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com

Peru

Hugo Perea

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@provincial.com

Mexico

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Macroeconomic Analysis Mexico

Julián Cubero

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

Juan Ruiz

juan.ruiz@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

Contact details

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