BBVA

中國觀察

經濟研究部

2009年1月

2008年四季度，中國實質國內生產總值(GDP)增長放緩至6.8%，反映外圍需求劇降。儘管情況極為困難，中國仍能維持全年增長9%，高於世界其他主要經濟體。

由於財政刺激方案規模龐大，銀根放鬆的空間仍大，以及快捷恰當的政策反應，我們對2009年中國經濟增長保持樂觀，相信仍可貼近其潛在增長率。

目錄

截稿日期: 2009 年 1 月 22 日

1. 概要 2

2. 近期經濟發展 3

3. 經濟政策和展望 18

4. 附錄: 預測及主要統計表 27

專欄

1) 全球經濟放緩對中國出口的影響 5

2) 出口放緩與中國的失業問題 8

3) 爲什麼穩定的匯率合乎中國當前利益？ 16

4) 爲什麼我們對 2009 年中國能保八感到樂觀？ 20

協調人:

Alicia Garcia-Herrero alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk
新興市場首席經濟師

此刊物由以下人員撰寫:

劉利剛 lliu@bbva.com.hk
大中華區首席經濟師

曾向俊 andrew.tsang@bbva.com.hk
高級經濟師

概要

- 中國實質國內生產總值(GDP)由第三季同比增長 9.0%放緩至第四季的 6.8%，主要受累於外圍需求劇減。不過，綜觀 2008 全年，中國經濟增長 9.0%，高於世界其他主要經濟體。

- 同時，通脹壓力迅速紓緩，12 月消費物價(CPI)通脹降至同比 1.2%，而生產物價(PPI)則錄得通縮，同比下跌 1.1%。消費物價通脹於第四季迅速下滑，整季只錄得 2.5%，主要由於經濟放緩而食品、能源及大宗商品等價格持續下跌。以全年計，消費物價通脹上升 5.9%，較年初政府定下的目標高了 1.1 個百份點。

- 自我們 10 月出版上季度的《中國觀察》以來，全球金融、經濟環境急劇惡化。中國當局亦反應迅速，於 2008 年 11 月公布龐大的 4 萬億元財政刺激方案，推動基建投資及支持疲弱的房地產建築行業。同時政府亦於今年 1 月公布新醫藥衛生體制改革方案，計劃於未來三年支付 8,500 億元人民幣，提供全民醫療保障。這些計劃及時推行而且規模龐大，足以緩解外部需求急降的衝擊，並提供強勁的動力以刺激經濟增長。

- 由於中國的財政刺激方案規模龐大，加上推行寬鬆貨幣政策的空間仍大，快捷恰當的政策反應，我們對今年經濟增長仍感樂觀，相信可達到其潛在增長率。因此，我們預測 2009 年中國經濟增長約爲 8.1%。然而，由於推行財政政策的時滯性，我們預期中國經濟將於今年首季持續放緩。不過，次季開始，預期經濟動力開始復甦。同時，今年通脹相信仍在低位徘徊。我們預測的基準消費物價通脹將是 0.7%，遠低於政府定下的 4%目標，理由是食品及國際商品價格下跌和外圍需求壓力消減。

- 展望 2009 年，雖然我們認爲中國經濟仍然樂觀，但仍需留意數項風險。首先，儘管中國非常需要龐大的財政刺激方案，抵禦全球經濟嚴重衰退的衝擊，但這也可能加劇了中國經濟的結構失衡問題。預計 2009 投資佔總體經濟比例將達到 48%，經濟很難一直過份倚賴投資。所以當局或需借此機會，加強經濟結構改革，重新從基本層面，平衡各方面的發展，加快教育、社會保障制度改革。

- 其次，若銀行不慎重考慮經濟放緩時的商業風險，而因應政策發放貸款，銀行體系的風險將會增加。我們評估，不良貸款可能會再次上升，儘管不會飆升至不可控制的水平。因此，監管當局既需要鼓勵商業銀行放貸，也要加強風險管理以防止銀行體系出現大量不良貸款，兩種需要之間必須取得平衡。

- 最後，2009 年經濟放緩和出口增長急降，將加劇中國城鄉失業問題，並增加社會磨擦和不穩定。因此，社會保障體系的健全急不可待。除了大力推動基建，地方政府也需採取主動，設計創新而合適的社會保障計劃，以維持社會和諧。

近期經濟發展

1. 國內生產總值增長和經濟活動

中國實質國內生產總值增速由三季度的 9%減慢至四季度的 6.8%。儘管內需和淨出口仍維持強勁，可是由於外圍需求劇降，壓抑了出口及其他方面的經濟活動，導致增長放緩(圖 1)。然而，中國 08 年全年經濟增長爲 9%，仍高於全球其他主要經濟體。

其他經濟活動指標一樣顯示經濟增長減緩。四季度工業活動尤爲呆滯。四季度工業增加值自三季度同比增長 13%下滑至僅 6.4%，而上半年則增長 16.3%。同時，經濟放緩亦影響了工業利潤。2008 年首 11 個月工業利潤同比增長下滑至 4.9%，2007 年同期該數字爲 37%。

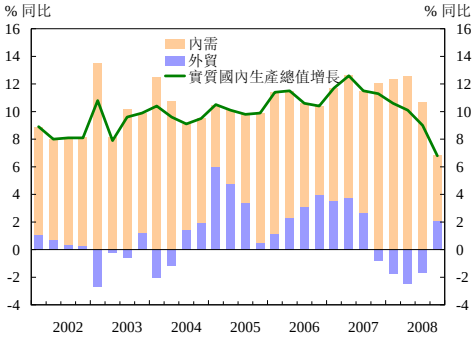
由於預期美國和歐盟的經濟活動趨弱，出口增長急挫，令 2008 年下半年工業產值劇減（圖 2）。其中，輕工業和重工業產值雙雙刻挫，直到 2008 年 12 月才稍現反彈。

居民可支配收入自 2007 年同比急增 18%後，放緩至 2008 年的 14.7%。然而，零售額仍維持快速增長。四季度名義零售額同比增長 20.6%，相較三季度增長爲 23.2%，而 2008 年上半年則爲 21.4%（圖 3）。實質銷售量增長更快，繼上半年同比增長 13%及三季度增長 16.4%後，四季度同比增長 17.3%。

名義固定資產投資自上半年同比增長 26.8%及三季度增長 28.8%，稍見放緩至四季度的 23.4%。由於生產物價下跌，實質固定資產投資增長由三季度的同比增長 17.4%攀升至四季度的 20.5%。該增速與 2007 年四季度大致相同（圖 4）。

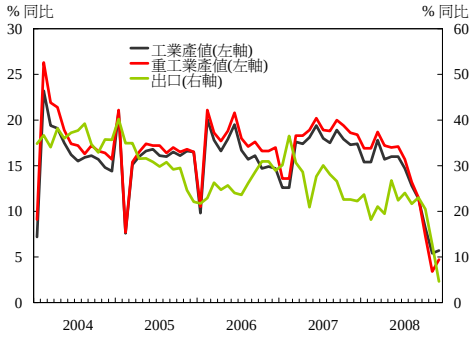
雖然整體固定資產投資仍舊可觀，有些行業的投資卻急速下挫。其中，房地產固定資產投資增長更放緩至略高於 10%（圖 4）。鑒於中國製造業投資增長與出口增長間關係密切，展望將來，我們預期製造業固定資產投資將更趨下滑。

圖 1: 實質國內生產總值增長



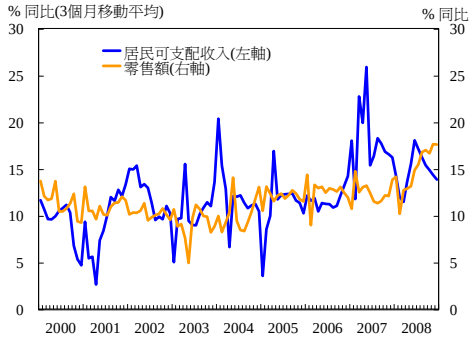
來源: CEIC 及 BBVA 估計。

圖 2: 工業生產及出口



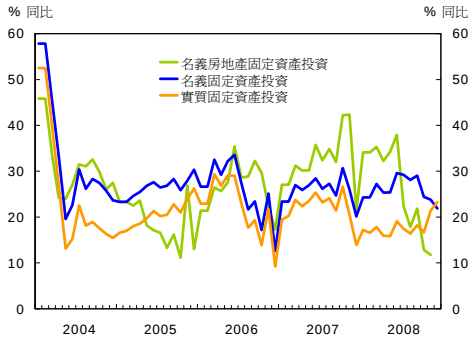
來源: CEIC 及 BBVA 估計。

圖 3: 零售及收入



來源: CEIC 及 BBVA 估計。

圖 4: 固定資產投資



來源: CEIC 及 BBVA 估計。

2. 對外貿易

中國出口繼 11 月同比下降 2.2%後，12 月再跌 2.8%。然而，進口下滑更快，下跌了 21.3%。因此貿易盈餘仍大，達 390 億美元（圖 5）。2008 年全年，中國出口同比增長 17.2%，低於 2007 年的 25.8%。

外圍需求的迅速萎縮，伴隨着工資上漲和人民幣實質匯率升值，導致出口縮減。預期 2009 年中國出口增長將持續下滑，而貿易仍有盈餘。這基於兩項原因：第一，中國出口規模遠高於進口。第二，中國主要製造低附加值的產品，即使在經濟下滑，這類產品的需求彈性仍較低。不過，2009 年淨出口對 GDP 增長的貢獻仍爲負值。

同時，進口由 2007 年同比增長 20.8%放緩至 2008 年的 18.5%，主要反映了 2008 年下半年油價和大宗商品價格的下跌。儘管如此，2008 年貿易盈餘攀升至 2,955 億美元，較 2007 年高出 303 億美元。因此，四季度淨出口對國內生產總值的貢獻仍爲正數，儘管該季度出口下滑。

2008 年上半年以後商品價格急跌，有助解釋進口爲何減少（圖 6）。由於中國的大宗商品主要由東盟及拉丁美洲進口，因此中國自這些地區的進口增長急降，尤以東盟爲甚。

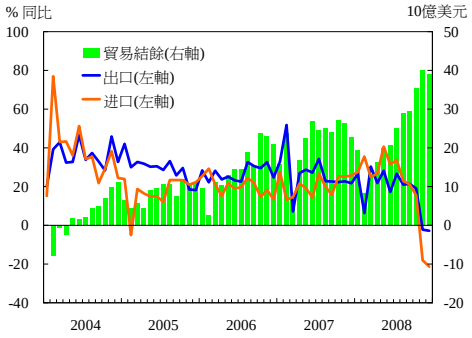
同時，12 月中國向主要市場的出口增長均大幅下滑。其中，對歐盟和美國的出口跌幅更巨，這是由於源於華爾街金融市場產生的金融危機，已傳導至主要的經濟領域（圖 7）。此外，金融危機蔓延至新興市場經濟，預期亦將更削弱中國出口表現。

雖然以生產法計算的國內生產總值增長大幅放緩，不過，我們觀察近期的經濟發展，以支出法估算的國內生產總值，其增速將繼續可觀。

因此，我們相信工業產值增長急挫及企業盈利放緩，以生產法計算，很可能會低估四季度的國內生產總值。

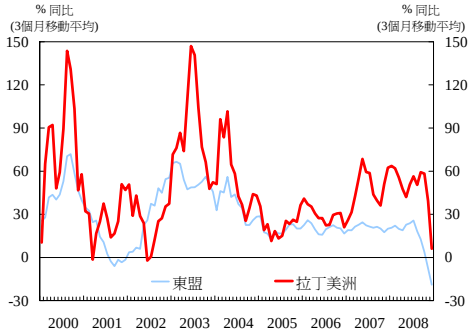
鑒於生產法和支出法計算的國內生產總值兩者差異很大，我們預計今年稍後時間，政府會調高 2008 年的國內生產總值，尤其是四季度的實質增速（表 1）。

圖 5: 貿易表現



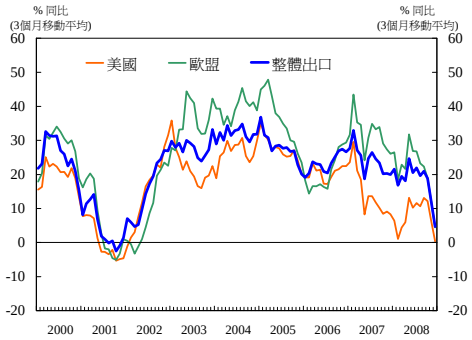
來源: CEIC。

圖 6: 進口增長劇降



來源: CEIC 及 BBVA 估計。

圖 7: 不同市場的出口表現



來源: CEIC 及 BBVA 估計。

表1: 不同方式估算的國內生產總值(GDP)

	生產法				支出法
	初步估算		最終數字		
	名義GDP (10億人民幣)	實質GDP (%同比)	名義GDP (10億人民幣)	實質GDP (%同比)	名義GDP (10億人民幣)
2005	18,232.1	(9.9)	18,386.8	(10.4)	18,869.2
2006	20,940.7	(10.7)	21,192.3	(11.6)	22,165.1
2007	24,661.9	(11.4)	25,730.6	(13.0)	26,324.3
2008	30,067.0	(9.0)	n.a.	n.a.	n.a.

來源: 中國國家統計局。

專欄 1: 全球經濟放緩對中國出口的影響

2008 年最後兩個月，中國出口受累於主要貿易伙伴的經濟下滑而萎縮。事實上，2009 年可能是自 1978 年改革開放以來，中國出口企業最困難的一年。展望今年，我們預期出口表現將進一步惡化。本專欄利用出口及貿易結餘公式估算的貿易彈性，分析全球經濟放緩對中國出口的影響。

1) 貿易彈性

按照貿易理論的論述，一個國家的出口決定於外圍需求（即該國以外的全球生產總值；我們以 G-3 增長估算）、實質匯率（用以量度貿易競爭力）。另一方面，貿易結餘公式則由外圍需求、實質匯率及一些控制變量（如國際市場中的所佔的出口份額和投資增長等）所決定。[1] 根據 Shu and Yip (2006)，出口和貿易結餘兩公式的詳細描述可見於以下方框內。[2]

長期關係:

$$x_t = \alpha_0 + \alpha_1 WGDP_t + \alpha_2 REER_t + \varepsilon_t$$

$TB_t = \beta_0 + \beta_1 WGDP_t + \beta_2 REER_t + \beta_3 X_t + \varepsilon_t$ 其中 X_t 是控制變量的向量式，當中包括中國出口市場份額及投資增長等變量

短期變動:

$$\Delta x_t = \gamma_0 + \gamma_1 ecm_{t-1} + \gamma_2 \Delta WGDP_t + \gamma_3 \Delta REER_t + \sum_{i=1}^{n} \varphi_i \Delta x_{t-i} + \varepsilon_t$$

$$\Delta TB_t = \gamma_0 + \gamma_1 ecm_{t-1} + \gamma_2 \Delta WGDP_t + \gamma_3 \Delta REER_t + \sum_{i=1}^{n} \varphi_i \Delta TB_{t-i} + \varepsilon_t$$

採用誤差修正法估計這些公式，從而可估算出短期變動及長期均衡值。這些結果可見於表 B1.1。

我們發現，外圍需求（G-3 經濟增長率）的系數總是較實質匯率的系數高。就表 B1.1 所見，收入效應的系數約爲匯率效應的 5.1 倍。然而，在一般貿易中，由於這些貿易並不牽涉進口原材料，這收入效應和匯率效應之比率，較加工貿易中相同比率低。顯示匯率效應對中國的加工貿易出口表現的影響，遠較一般貿易的爲小。這些結果撮要見於表 B1.2。

[1] 這裏假設了 Marshall-Lerner 條件成立，即是說數量的影響蓋過了價值的影響。此條件成立與否或這些貿易彈性是否穩定，是預測該經濟體之實質匯率的轉變對其貿易結餘的潛在影響之重要因素。

[2] Shu, Chang 與 Remond Yip, 2006, “匯率變動對中國內地經濟的影響,” *中國經濟專題研究*， 香港金融管理局，7 月。

表 B1.1: 中國出口及貿易結餘的決定因素

	出口	*其中:* 一般出口貿易	加工出口貿易	貿易結餘
長期關係				
$G3\ GDP_t$	8.55 ***	8.59 ***	8.34 ***	0.19 ***
	(34.16)	(28.51)	(39.23)	(7.60)
$REER_t$	-1.67 ***	-2.12 ***	-1.22 ***	-0.04 **
	(-6.41)	(-6.78)	(-5.54)	(-2.45)
短期變動				
ecm_{t-1}	-0.10 **	-0.14 ***	-0.10 ***	-0.13 *
	(-2.28)	(-2.56)	(-2.79)	(-1.72)
$\Delta G3\ GDP_t$	3.36 *	2.17	4.89 ***	0.06 ***
	(1.94)	(0.81)	(3.31)	(2.82)
$\Delta REER_t$	-0.17	-0.03	-0.20	-0.04 *
	(-0.59)	(-0.06)	(-0.82)	(-1.76)
經調整 R^2	0.27	0.15	0.27	0.60
樣本期	1994Q1-2008Q4			

來源： BBVA 估計。
*注：括號內爲 t-值 ， *, ** 及 ***分別代表這些變量是達到 10%, 5% 及 1%的顯著水平。*

表 B1.2 貿易彈性

	收入彈性 (A)	匯率彈性 (B)	比率 (A/B) (絕對值)
出口	8.55	-1.67	5.1
其中：			
一般出口貿易	8.59	-2.12	4.0
加工出口貿易	8.34	-1.22	6.8
貿易結餘	0.19	-0.04	4.8

來源： BBVA 估計。

2) 2009 年中國貿易結餘的預測

利用我們估算的貿易彈性，並根據 G-3 經濟增長的不同情況，我們可以得出 2009 年中國貿易結餘的不同預測。若我們假設實際匯率升值 2%，而 G-3 經濟下滑 0.3%，中國出口將下跌 11%，而貿易結餘則減少 7%。儘管出口增長大跌，貿易結餘預期達 2,760 億美元，仍十分可觀。我們約略估算的結果表明，淨出口對經濟增長的貢獻爲負 0.6 個百份點。

然而，若 G-3 經濟面臨更爲嚴重的衰退，經濟收縮 1.9%，而 2009 年中國的實質匯率維持於 2008 年水平，則中國出口將錄得 21%的跌幅而貿易結餘則下跌 55%。雖然出面較大幅的下跌，中國仍可錄得 1,330 億美元的貿易結餘。當中主要原因是出口較進口大 1.3 倍。至於對經濟增長的貢獻，在此情況下的貨品淨出口的貢獻爲負 3.8 個百份點。

表 B1.3 外貿預測

	出口	貿易結餘		
對G3 GDP的假設	(% 同比)	(10億美元)	(% 同比)	(對GDP增長的貢獻, 百份點)
-0.3%	-11%	276	-7%	-0.6
-1.3%	-21%	133	-55%	-3.8

來源: BBVA 估計。

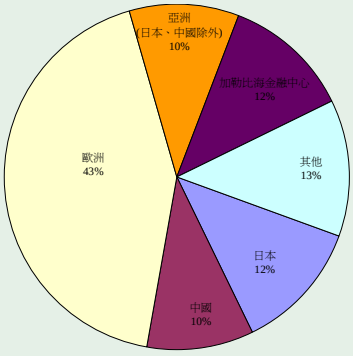
3) 一些啓示

事實上，我們對中國貿易結餘的估算及其對經濟增長的貢獻，於預測 2009 年中國外匯儲備累積有着重要啓示。貿易結餘是過去數年中國外匯儲備累積的主要部份，於 2005、2006、2007 及 2008 年分別貢獻了 1,020、1,770、2,630 和 2,950 億美元，是這些年份中國外匯儲備的最主要來源。

若貿易結餘下跌至 1,330 至 2,760 億美元的範圍，而流入中國的外商直接投資因全球信貸危機而下滑，則外匯儲備淨增長將會變小。因此，中央銀行將不需要再爲資本流入作沖銷，人民幣升值壓力亦隨之消減。

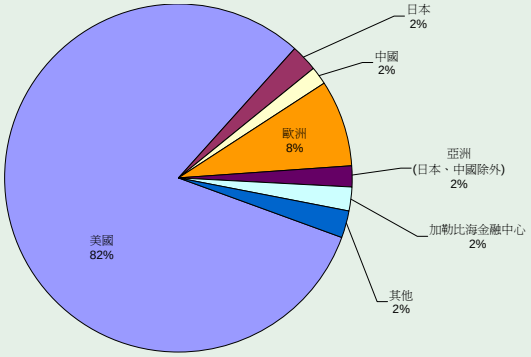
這亦可能導致中國購入美債的淨額減少。然而，中國持有美國的金融資產比例甚低，只佔美國總金融資產的 2%及其外國持有部份的 9.5%（圖 B1.1 及 B1.2）。因此，我們預期即使中國減少購入美債，也不會影響美債的孳息率。

圖 B1.1 國外持有的美國長期金融資產 (2007年6月)



來源: 美國財政部。

圖 B1.2 美國長期金融資產 (2007年6月)



來源: 美國財政部。

專欄 2: 出口放緩與中國的失業問題

1) 2009 年中國的就業壓力

中國要在 2009 年維持快速增長，將面對不少困難，而維持良好的就業環境更是困難重重。製造業近半的產出均依賴出口，出口增長下滑，預計將導致大量工作職位消失。由於近年中國高等院校收生人數大幅上升，大量新畢業生投入勞工市場，將令問題更趨嚴峻。

根據政府相關機構及學者的不同估計，預期 2009 年將有 1,200-1,300 萬勞動人口投入勞工市場（表 B2.1）。近年就業壓力增加，中國創造新工作職位的步伐變得更爲蹣跚，當中原因爲經濟結構極爲倚賴重工業。事實上，重工業生產佔總工業生產的比例已由 1997 年的 30%倍增至 2007 年的 60%。

利用就業彈性，假設 2009 年的經濟增長爲我們最新預測的 8.1%，我們估計 2009 年中國能創造的新職位少於 400 萬個（表 B2.2）。如此，這會導致城鎮地區失業人數淨增長 824 萬人至 928 萬人（表 B2.1，第四欄）。考慮了往年城鎮地區的註冊失業人數，中國城鎮失業人數於 2008 上升至 4.2%，而估計 2009 將會上升至 7.84%。

表 B2.1 2009年中國勞工供應及失業人數的估計

年份	勞動人口[1] (百萬人)	新增勞動人口[2] (百萬人)	淨增加的失業人數[3] (百萬人)	城鎮註冊失業人數[8] (百萬人)	城鎮註冊勞動人口[9] (百萬人)	城鎮註冊失業率 (%)
2004	771.29	7.06	---	8.27	196.9	4.20
2005	778.17	6.88	0.63	8.39	199.8	4.20
2006	784.52	6.35	0.60	8.47	206.6	4.10
2007 [4/]	794.52	10.00	4.10	8.30	207.5	4.00
2008(f) [5/]	805.65	11.13	7.01	9.12	217.1	4.20
2009(f) [6/] {最高}	818.65	13.00	9.28	18.00	229.5	7.84
2009(f) [6/] {最低}	817.61	11.96	8.24	16.96	229.2	7.40

來源：國際勞工組織、中國社會科學院（社科院）、人力資源及社會保障部。

注：

1. *這是國際勞工組織的估計數字。2007 年及其後的數字是根據先前一年的數字及新增勞動人口推算。*
2. *勞動人口的同比增長。*
3. *這是新增就業人數及新增勞動人口的差。*
4. *根據社科院的調查，2007 年的新增勞動人口爲 1,000 萬人。*
5. *根據社科院的調查，城鎮註冊失業人數預計會達到 701 萬，而新增勞動人口爲 912 萬。*
6. *基於人力資源及社會保障部的公告，2009 年新增勞動人口供應將增加 1,300 萬，而城鎮被裁人數爲 800 萬而 300 萬人將退休。假設大部份勞動人口集中在鎮地區，而簡單代以 2009 年新增勞動人口的估算上限。在 1,300 萬人當中，610 萬人爲高等院校的畢業生。*
7. *在 610 萬高等院校畢業生當中，我們預計有 57 萬學生會升讀研究院。因此新增勞動人口的下限爲 1,196 萬人。*
8. *由於失業的定義是指欲就業且能就業之個人，而城鎮失業人數的上限假設爲 1,800 萬人（新增勞動人口加上城鎮被裁人數，減去退休人數）。就下限言，撇除繼續升學人士及退休者，城鎮失業人數爲 1,696 萬人。*
9. *2008 年及其後的城鎮註冊勞動人口，乃根據相應的全國新增勞動人口及前一年的城鎮勞動人口計算。當中假設減少了的就業人數與新增失業人口可完全互相抵銷。*

表 B2.2 2008-2009年估計的新增職位

	實質國內生產總值	就業人數增長	總就業人數	就業彈性[1]	新增就業人數[2]
年份	(% 同比)	(% 同比)	(百萬人)		(百萬人)
2005	10.4	0.83	758.3	0.08	6.25
2006	11.6	0.76	764.0	0.07	5.75
2007	13.0	0.77	769.9	0.06	5.90
2008 (f) [3/]	9.0	0.53	774.0	0.06	4.12
2009 (f) [4/]	8.1	0.48	777.7	0.06	3.72

來源： CEIC 及 BBVA 估計。

注：
1. *新增職位指當年總就業人數的實際變動數字。*
2. *就業彈性是就業人數增長與實質國內生產總值的比率。*
3. *就業人數及其增長爲預測數字，當中假設了就業彈性維持不變。*
4. *基於 BBVA 的 2009 年實質國內生產總值增長的預測數字。*

2009 年就業壓力甚高，而我們的估計尚未包括因出口放緩而增加的製造業潛在失業人數。採用簡單的彈性分析，若 2009 年的出口下跌 5%，由此而增加的失業人數爲 160 萬人。

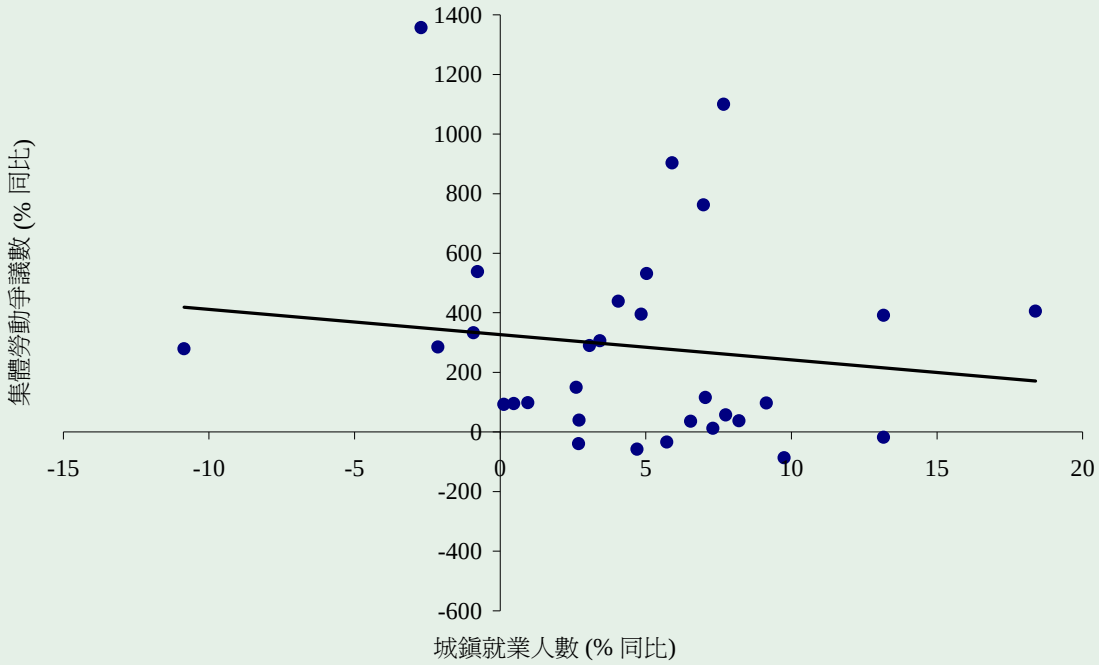
事實上，我們的估計並未包括因出口放緩而導致增長減慢所產生的就業不足情況。根據中國社會科學院的調查，農村工人遷移至城鎮就業有上升之勢。由 2004 年至 2006 年，平均每年約有 558 萬農村工人遷出鄉郊地區，到城鎮尋找工作[3]。不過，即使城鄉移民受到阻礙，城鎮失業人數增加的速度肯定放緩。

2) 經濟放緩與社會不穩：是否相關？

失業人數飆升將導致大量的集體勞動爭議個案出現，從而威脅到社會穩定和諧。顯然，就業人數增長與集體勞動爭議個案看似有着相反的相關。從現有最新近的 2004 年數字可見，當城鎮就業人數增長下跌 1 個百份點，集體勞動爭議數字將上升 8%。若然這些關係穩定，則 2009 年集體勞爭議個案預期會增加 30%。

[3] 每年平均 558 萬跨省移民是相當於每年平均增長 5.4%。根據這些統計數字，社科院推斷未來三年約有 2,100 至 2,600 萬人失業。

圖 B2.1: 2004年31省區的集體勞動爭議與城鎮就業



集體勞動爭議數增長 = -8.4637(城鎮就業人數增長) + 326.94
R^2 = 0.0177

來源：國家統計局與人力資源及社會保障部。

我們初步的研究結果顯示中國 2009 的失業問題令人擔憂。由於大規模失業問題將帶來潛在的社會不穩，這問題需要認真關注。雖然中央政府爲下崗工人建立了"三級保障"制度，但只包括了保障工人的基本生活需要，失業保助和城鎮居民最低生活保助而已。而且，這些津貼並未惠及農村來的移居者。當大規模的財政刺激計劃能協助維持增長目標，這些計劃的內容大部份關連至基建支出，而社會保障支出則頗爲有限(見專欄 4)。地方政府或需採取主動，設計新穎而合適的社會保障計劃，以維持社會穩定。

3. 通貨膨脹

四季度通貨膨脹下滑更速。消費者價格指數通脹由三季度的同比 5.3%下跌至四季度的 2.5%，而 12 月的數字爲 1.2%（圖 8）。消費物價指數下滑，主要由於食品價格下降（圖 9）和高基效應，而源於國際能源和大宗商品價格的輸入型通脹亦大幅放緩（圖 10）。

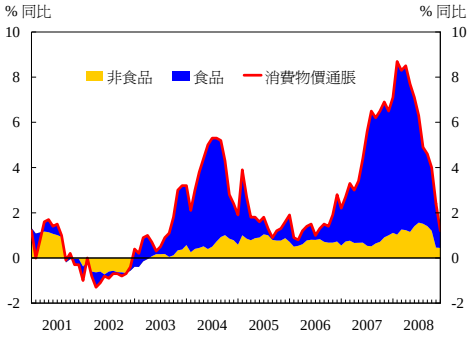
由於內需更趨放緩而大宗商品價格跌勢愈速，生產物價通脹由三季度的同比 9.7%驟降 7.2 個百分點至四季度的 2.5%。12 月該指數更錄得同比下跌。從生產物價指數的分類看，工業品生產價格指數下跌最快（圖 11）。

鑑於中國生產物價指數和國際大宗商品價格變化高度關聯，近期國際大宗商品價格下跌，其傳導向生產物價的通脹壓力將逐漸減弱（圖 12）。根據我們的估計，大宗商品價格每下跌 10%，將導致生產物價通脹下降 1.2%，而非食品通脹隨之下跌 0.22%。

2008 年 6 月以來，一些主要農產品價格迅速回調，影響了這些商品的國內價格（圖 13a）至 d))。例如，大豆的國內價格雖然仍高於其國外價格，但亦由 800 美元一噸跌至 500 美元一噸。同時，小麥和玉米價格亦見下滑。由於國際米價的暴跌，中國國內米價持續上漲之勢亦可能終止。

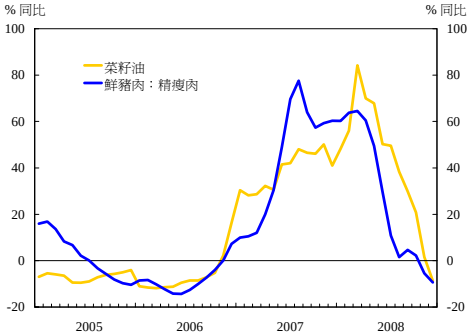
由於源自食品和工業商品的通脹壓力已消失，我們預計中國消費物價通脹將繼續下滑，嚴重的通縮風險亦隨之上升。因此，政府需更積極實施寬鬆的貨幣政策。

圖 8: 消費物價通脹



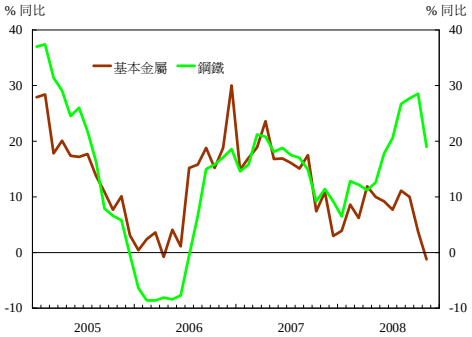
來源: CEIC 及 BBVA 估計。

圖 9: 選定食品的零售價格



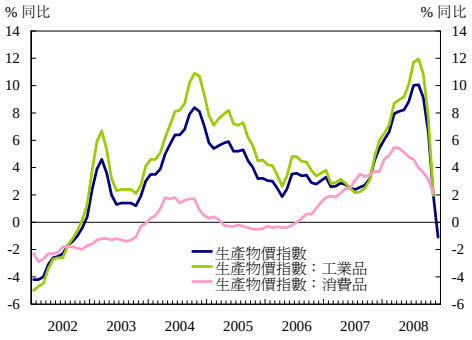
來源: CEIC 及 BBVA 估計。

圖 10: 進口金屬的價格



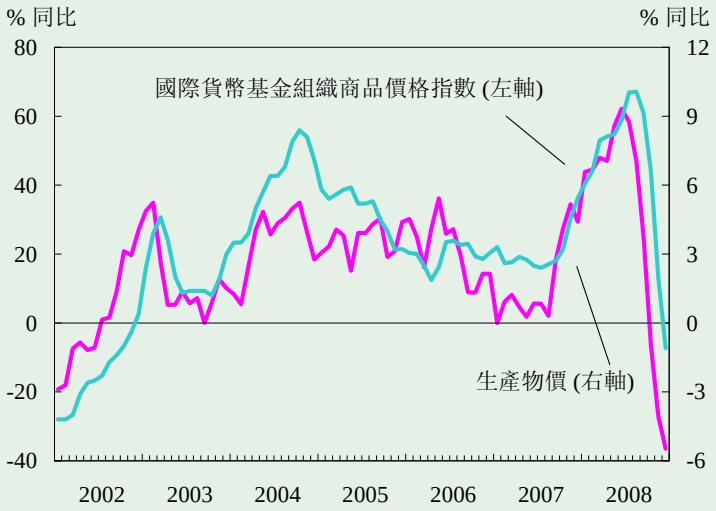
來源: CEIC 及 BBVA 估計。

圖 11: 生產物價指數所屬分類



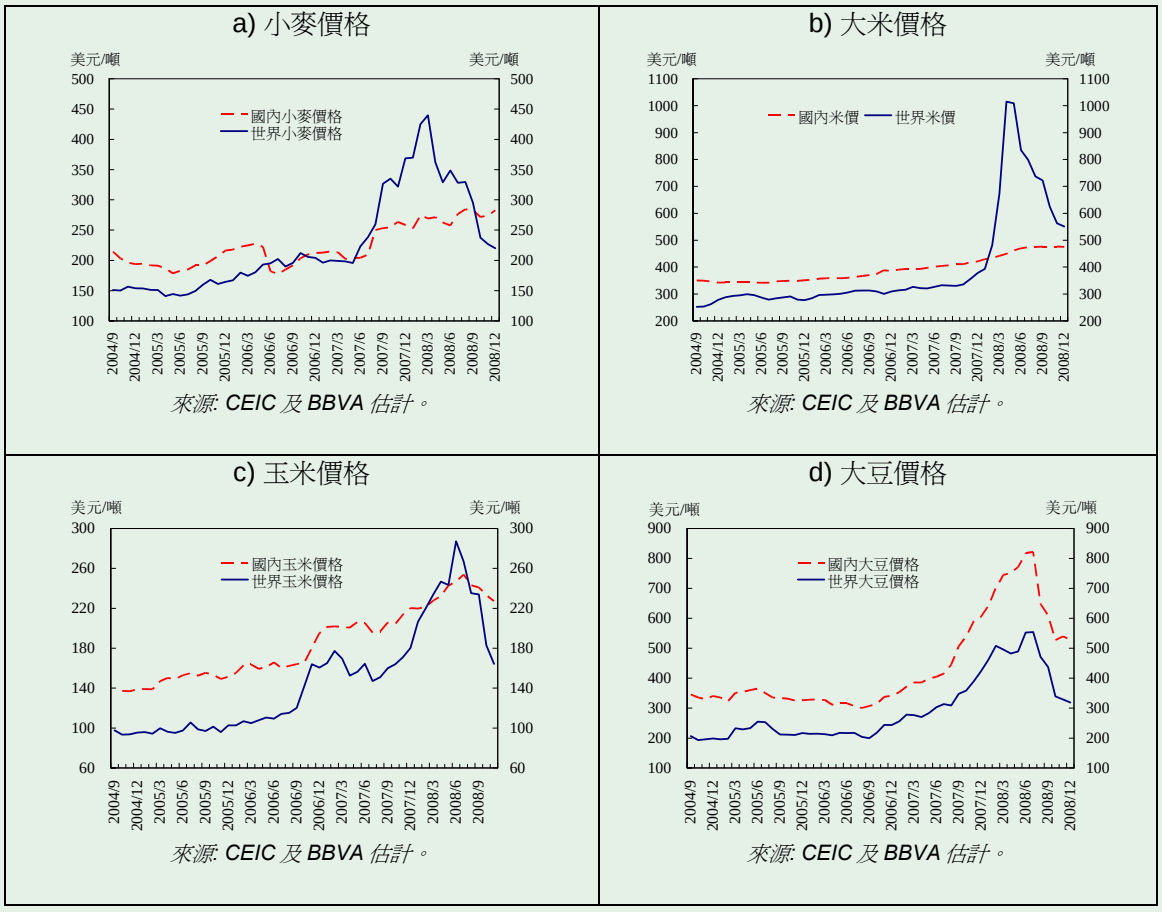
來源: CEIC 及 BBVA 估計。

圖 12: 生產物價指數及大宗商品價格



來源: CEIC 及 BBVA 估計。

圖 13: 全球大宗商品價格及中國本地食品價格



來源: CEIC 及 BBVA 估計。

4. 貨幣狀況

廣義貨幣(M2)由三季度同比上漲 15.29%攀升至四季度的17.82%，而信貸由三季度同比上升 14.48%躍升至 18.76%（圖14）。貨幣供應和貸款激增，表明央行自 9 月中積極實施寬鬆的貨幣政策，可能初見成效（圖 15）。

由於熱錢流入放緩，四季度央行公開市場操作持續大幅萎縮。這降低了沖銷成本，沖銷成本是以中國貨幣市場的短期利率和美國聯邦基金目標利率的差值來計算，該差值自 2007 年下半年起急升(圖 16)。事實上，3 個月 中國銀行同業拆息(Chibor)和倫敦同業拆息(Libor)間的息差，由 11 月的 150 個點減少至 2008 年底的100 點子左右，反映了由於全球信貸市場緊縮導致的全球市場資金成本上升（圖 17）。

由於央行已分別大幅下調利率及存款準備金率 216 及 200 個基點（中小型金融機構則下調 400 個基點），中國的銀行均積極回應。異於西方同業，中國的銀行基於擁有權結構和盈利的考慮，更能積極放貸。2008 年四季度新增的 1000 億元專項撥款也爲銀行貸款提供了新機遇。

銀行業更趨穩健，也爲銀行業提供了良好的經營基礎，可在寬鬆的貨幣狀況下放貸。2008 年底，銀行體系的不良貸款迅速減少。主要銀行最近的不良貸款率已降至 2.49%，較 2007 年底減少4.24 個百分點（表 2）。

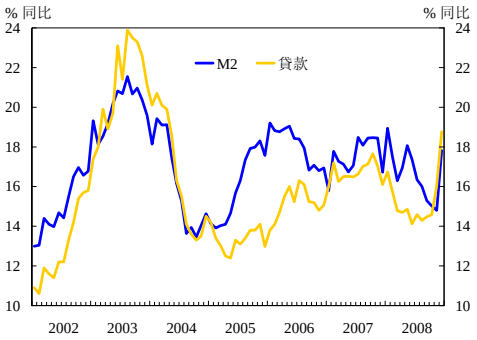
此外，銀行體系的流動性也在存款準備金下調後得到改善，而盈利能力也得以增強。況且，中國的銀行並未受到全球信貸危機影響，其外幣負債的規模，遠小於中國龐大的外匯儲備（表 2）。

表 2: 最近銀行體系的表現

不良貸款率(全部銀行)	2.45
不良貸款率（主要銀行）	2.49
資本充足率(CAR)	8.40
淨息差	2.98
貸存比	63.30
總資產收益率	0.80
淨資產收益率	10.10
淨利潤增長 % 同比	65.80
對外負債占外匯儲備比率	13.93
其中：短期負債	8.85

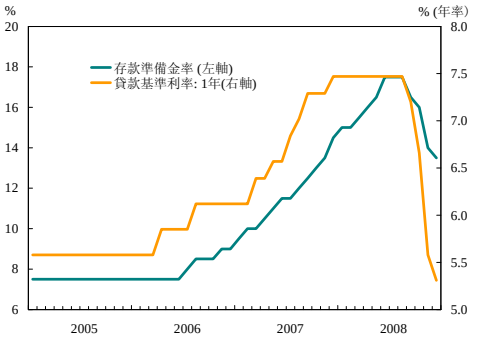
來源: 官方資料、CEIC 及 BBVA 估計。

圖 14: 貨幣供應及信貸增長



來源: CEIC 及 BBVA 估計。

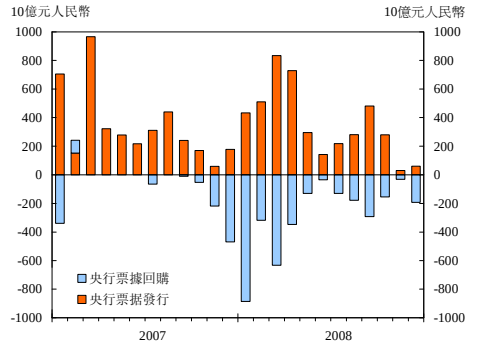
圖 15: 政策利率及存款準備金率



來源: CEIC。

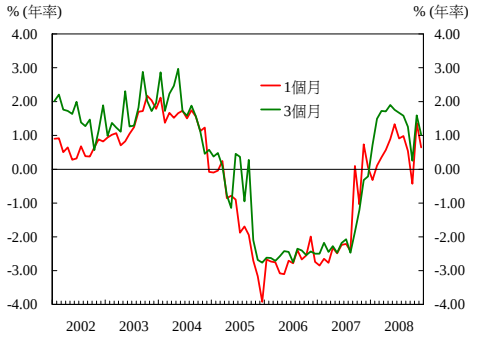
注：在 2008 年 12 底，中小型金融機構的存款準備金率爲 13.5%，而六家大銀行爲 15.5%。

圖 16: 公開市場操作



來源: CEIC。

圖 17: 息差
(中國銀行同業拆息及倫敦銀行同業拆息之差)



來源: CEIC 及 BBVA 估計。

5. 資產價格

中國 2008 年股票價格從 2007 年 10 月的頂峰下跌近 70%，當中 9 月份股價下跌尤其迅速，部分原因是受到全球金融危機影響。PE 比率亦返回到一個更合理的水平，從 2007 年 10 月的 70 倍頂點下跌至 16 倍。然而，股票價格自四季度起開始轉趨穩定。同時，交易金額較谷底回升一倍（表 18）。

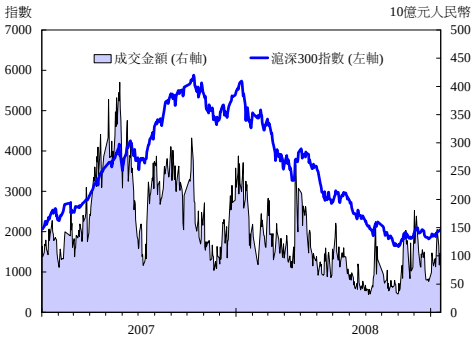
股價急速下跌，主要可能由於市場憂慮中國企業的盈利能力，尤其那些受全球經濟衰退影響較大的出口企業。然而，預期先前限售的股份股（非流通股）變成流通，亦可能是令股價急挫的原因。

正如圖 19 所示，2009 年下旬將是非流通股流入市場的高峰期。2009 至 2011 年間，預計新流通的原非流通股之總市值將達到 2.1 萬億人民幣，是目前股票總市值的 29%。如果所有原非流通股均被出售，股價將下跌大約三分之一（如，滬深 300 指數將從 2,000 點下跌至 1,400 點）。因此，這些非流通股的流通問題將是懸在中國股票市場上的達摩克利斯之劍。

爲一勞永逸地解決此問題，我們建議建立一個穩定基金，購買這些預期將流通的股票。通過各種可能的假設，我們估計建立這基金約需 6,000 億元人民幣（表 3）。資金的來源可以是投資者保障基金，或如社保基金等其他具有長期投資特徵的資金。

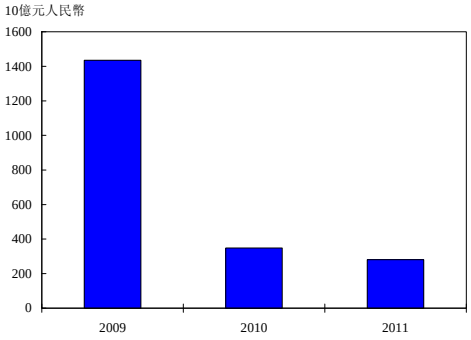
2008 年 12 月房價錄得同比下降。房價在 2007 年急速上漲後，自 2008 年初開始冷卻（圖 20）。12 月，深圳房價同比下降 15%。房價劇跌可能加速經濟下滑，這是由於負財富效應將更削弱個人消費。

圖 18: 股票價格及成交



來源: CEIC。

圖 19: 限售股解禁流通 (市值計算)



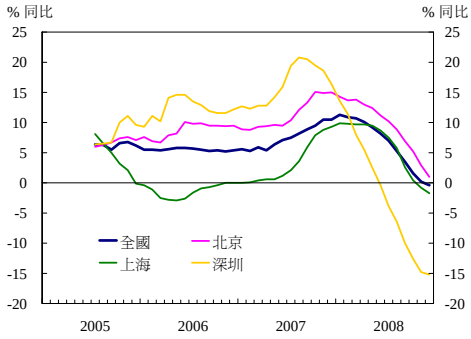
來源: BBVA 估計。

表 3: 購買非流通股所需的資金

滬深300指數	2,000	1,500	1,300
平均股票價格（人民幣/每股）	6.9	5.1	4.4
從大股東手中購買的非流通股(%)	(所需資金: 10億元人民幣)		
20%	596	441	382
30%	794	588	510
50%	1,191	882	765

來源: BBVA 估計。

圖 20: 物業價格



來源: CEIC。

6. 匯率及資本流向

人民幣匯率自 8 月以來大致平穩，儘管市場預計人民幣將會貶值（圖 21）。正如 3 個月不交割遠期合約（NDF）所示，市場預計人民幣兌美元將於未來三個月貶值 1.2%。

人民幣停止升值，可能原因如下：1）由於美元的急升，不論名義或實質匯率，人民幣匯價已強於其他東亞貨幣。這可排除了人民幣再升值的論點（圖 22）。2）儘管貿易盈餘仍然較大，11 月和 12 月出口均下跌超過 2%。由於 G3 經濟的外圍需求大幅減少，預期中國出口增長會繼續受此影響而更趨下滑。出口下滑將導致沿海區域一些企業的破產，從而造成失業率和隱然危及社會穩定。

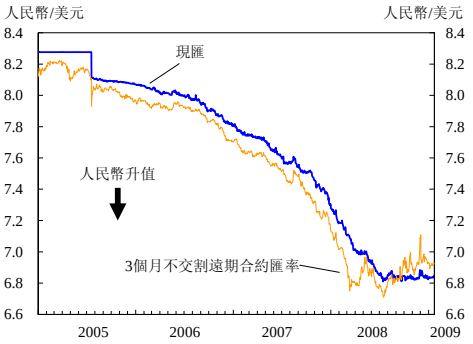
雖然人民幣沒有再升值的空間，我們認爲人民幣貶值的成本也相當大。這是由於人民幣貶值將引來貿易保護措施，且限制央行運用利率工具來放鬆貨幣政策的成效。此外，人民幣貶值還將對全球貿易失衡造成更壞影響，因其可能引起亞洲及其他新興市場將貨幣爭相貶值。

因此，人民幣匯率的穩定是中國當前利益所在。專欄 3 將詳細討論爲何我們認爲中國在全球經濟危機時需維持幣值穩定，才符合本身利益的原因。

淨資本流入在上半年資金大量湧入後已趨緩。實際上，投資有價證券資金(熱錢)在 9 月到 11 月間大量流出，12 月又開始流入。下半年熱錢流入減少了 1,000 億美元，相較上半年則增加 1,310 億美元，可能反映了獲利回套的動機；因爲外商直接投資公司可能需要調回流動性到其本土市場，預防愈加惡化的全球信貸狀況。

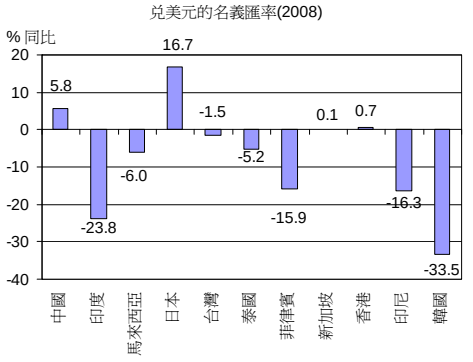
儘管如此，中國外匯儲備持續上揚，由於大量貿易盈餘和外商直接投資流入，僅四季度就增加 400 億美元。分季度看，四季度外匯儲備規模增速放緩，首三季度分別是 1,540，1,270 和 970 億美元。2008 年底，中國外匯儲備達 1.946 萬億美元（圖 23）。

圖 21: 人民幣匯價



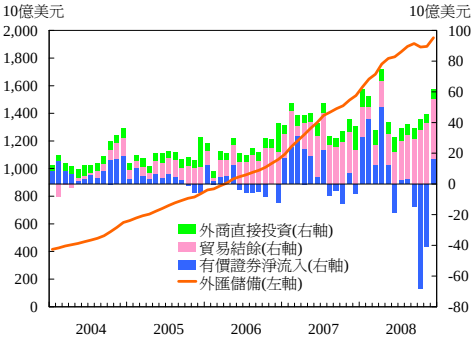
來源: Bloomberg、CEIC 及 BBVA 估計。

圖 22: 亞洲貨幣的名義匯率



來源: Datastream。

圖 23: 資金流向

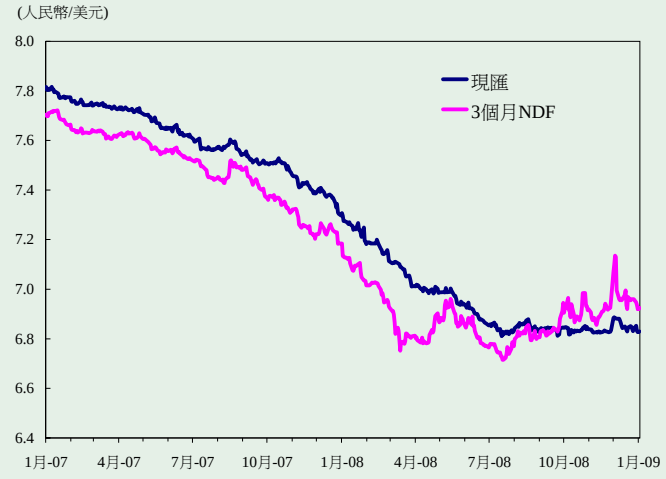


來源: CEIC 及 BBVA 估計。

專欄 3: 爲什麼穩定的匯率合乎中國當前利益？

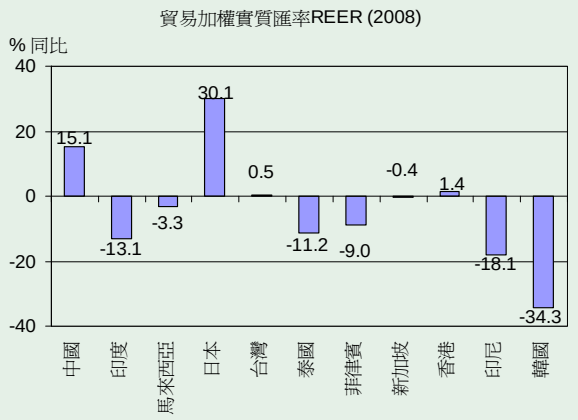
自 2008 年 7 月中以來，人民幣匯率一直在 6.8 兌 1 美元水平徘徊，一改自 2005 年 7 月以來逐步升值的趨勢。由於 2008 年四季度全球經濟突然惡化， 2008 年最後兩月，出口同比下跌，市場開始認爲人民幣需貶值。圖 B3.1 顯示，根據 3 個月人民幣不交割遠期合約作價，市場於 2008 年 8 月中開始已認爲人民幣將貶值。截至 2009 年 1 月底，該期限不交割遠期合約的匯率預期人民幣將較現價貶值 1.2%。

圖 B3.1 3個月人民幣不交割遠期合約(NDF)



來源： Datastream。

圖 B3.2 亞洲貨幣的實質匯率

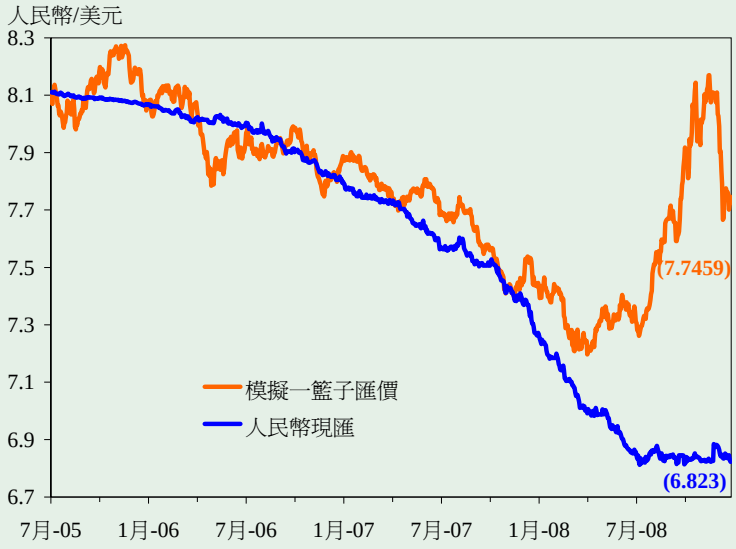


來源： Datastream。

然而，我們需判斷不交割遠期合約反映市場預期的匯率。首先，人民幣匯價已較其他亞洲貨幣強。以名義匯價計算，人民幣現匯於 2008 年升值 5.8%，於區內其表現僅次於日圓；反之，韓圜、印度盧比、印尼盾及菲律賓披索等均大幅貶值。同時，以實質匯率計算，則日圓及人民幣於 2008 年分別升值 15%及 30%，主要由於兩國的名義匯率明顯升值及相對較低的通脹率(圖 B3.2)。

其次，以一籃子貨幣推算的人民幣匯價亦顯示現匯偏強。雖然人民銀行並無公布其自 2005 年 7 月匯改以來參考的貨幣籃子，但我們可以利用中國與主要貿易夥伴間的貿易比重來推算該貨幣籃子的權數。我們利用中國兌 11 個主要貿易伙伴(佔中國外貿 7 成)的外幣匯價，及其相關貿易權數，模擬一籃子貨幣組合，計算人民幣兌美元的匯價。以該一籃子貨幣推算的人民幣匯價，截至 2007 年 11 月底爲止，與人民幣兌美元現價一直都非常接近。其後由模擬一籃子貨幣推算的幣值則明顯偏離現匯水平。根據我們模擬一籃子貨幣推算，於 12 月 31 日，人民幣兌美元的匯價應處於 7.7459，而現匯則是 6.823，相差達 12% (圖 B3.3)。這顯示人民幣現匯確已較該一籃子貨幣升值較快。在訂定 2008 年人民幣匯價時，人民銀行似非緊盯一籃子貨幣的價值，這或許爲應付國內通脹，尤其是自 2007 年 11 月至 2008 年 7 月間因全球商品價格飆升，爲防範進口通脹所致。

圖 B3.3 人民幣現匯與一籃子貨幣推算的人民幣匯價



來源：Bloomberg 及 BBVA 估計。

然則，根據這些匯率估算，能否足以斷定人民幣將循市場預期而貶值？我們認爲不會。這些估算表明了人民幣繼續升值的壓力已然紓緩，但這並不預示人民幣需在近期貶值。原因如下：

首先，中國的貿易盈餘仍然龐大，尤其對美國及歐盟的盈餘甚高。人民幣貶值只會招惹更多的政治壓力。因爲外國的貿易保護主義者均希望透過要求人民幣升值，以遏抑中國出口增長的速度。而且，中國將人民幣貶值，東亞及其他新興市場國家將緊隨其後，出現爭相貶值的情況，加劇全球貿易失衡的情況，結果令全球貿易磨增加，此實非中國所願見。

其次，我們計量研究結果表明，決定中國出口增長，主要貿易伙伴的收入遠較匯率重要。貿易伙伴的收入增加 1%，其令貿易增長的幅度，較人民幣實質匯率貶值 1%的影響高約 3-4 倍。因此，人民幣縱然貶值，對刺激中國出口的幫助並不明顯；反之，卻可能引起國外龐大的政治壓力，令各貿易伙伴要求人民幣大幅的貶值。

當前，美國及歐盟等成熟經濟體系均步入衰退，各國要求保護本國就業市場的呼聲日高，貿易保護主義的聲勢更盛。若然中國將人民幣貶值，只會在此關鍵時刻引致更多貿易保護者的抨擊，最終打擊中國的出口。

第三，弱匯亦不合乎中國利益，甚至會加劇經濟結構失衡的問題，即過份倚重出口及投資。弱匯可能令資源分配更向外貿部門傾斜，爲中國持續發展及經濟增長來帶來隱憂。現時若然貶值，亦可能導致大規模的資金外流，限制了貨幣寬鬆的空間。尤其以現時經濟環境來說，刺激內需其實比增加出口更爲重要，況且後者代價高卻成效難彰。

所以，市場參與者需注意到中國的外匯政策並非純由經濟因素所主導。其實，匯率政策亦常爲中國整體對外經濟政策考慮的一項工具。尤需關注者，現時中國貶值付出的代價，遠超中國改善與主要貿易伙伴關係所帶來的利益。持續升值則損害出口，貶值則在經濟與政治上的代價太高。因此，人民幣兌美元匯價維持穩定實爲當前最理想的做法。

經濟政策和展望

政策回應

自我們 10 月出版上季度的《中國觀察》以來，全球金融、經濟環境急劇惡化（表 24）。回應此情況，北京當局提出了一套 4 萬億人民幣的大規模財政刺激方案，推動基建投資及支持疲弱的房地產建築行業。

雖然此方案的 70%資金用於基建支出，但該方案也正視了日益惡化的收入分配問題，包括爲城市貧困人口建造更多保障性住房，以及增加對農村支出（見專欄 4）。

認識到財政政策局限，中央政府亦在 1 月發佈了新的醫療改革方案，該方案指出政府將在未來三年（2009-2011）投入 8,500 億元人民幣建立覆蓋全民的醫療保障體系。此改革方案意在提高醫療參保率至超過 90%，提供接受公共醫療的平等機會，以及建立有效的公共醫療保障體系。該方案中，政府計劃在 2010 年將城鄉居民補助，每人每年提高 120 元人民幣。

由於公共醫療保障系統是中國社會福利系統中最薄弱的環節，醫療改革方案的確是一個走對了路的正確政策。此次改革和其他缺乏資金、行將實施的教育和社會保障體制改革，有助中國消費者減少預防性儲蓄，且從根本上有利重新平衡中國經濟的結構。

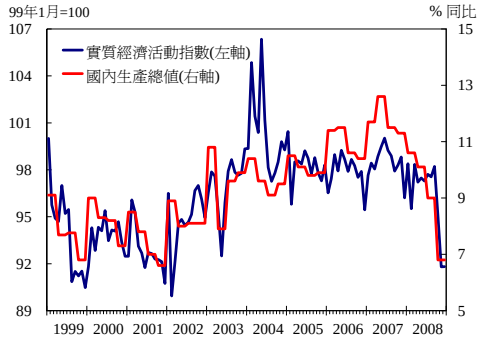
總體來看，這些方案及時、龐大且可持續，因此是最適的財政政策。

同時，貨幣政策繼續積極配合財政政策。央行自 9 月中旬起 5 次下調貸款基準利率。同時，削減了存款準備金率 200-400 個基點（中小金融機構爲 400 個基點）。這相當於向市場注入了 11,660 億人民幣的流動性。

正如 12 月份貨幣供應 M2 的迅速反彈和貸款增長顯示，目前爲止，商業銀行積極回應這些進取的寬鬆貨幣政策。事實上，異於其西方同業，中國的銀行資本充足，流動性充盈，不良貸款的負擔輕，因此，一旦貨幣政策放鬆，反應亦異。

此外，中國的銀行的體制特徵，也顯示其在經濟衰退期與其他同業表現不同。雖然中國的銀行是獨立的商營機構，但它們主要仍由國家持股。因此，這預示了銀行即使在經濟衰退期間，也可能基於道義理由而借出貸款。因此，我們對銀行將持續爲經濟發展提供支持，抱樂觀態度。

圖 24: 實質經濟活動指數



來源: CEIC 及 BBVA 估計。

經濟展望與前景

2009 年的全球經濟展望具有顯着的不確定性。從積極方面看，美國和歐盟讓公營部門承受了資本市場上大部分的信貸損失，資金市場有開始回復正常的跡象，相信金融市場將更趨穩定。受惠於規模龐大且相互協調的財政政策和十分合宜的貨幣狀況，G3 經濟體的經濟增長的劇挫或可避免。

可是，從消極方面看，當前環境極端惡劣，消費者會否積極回應財政刺激政策尚屬疑問，財政政策能否起作用仍不明朗。此外，

公共部門承受損失的能力有限；而受危機影響較深經濟體，亦難實施足夠的財政刺激政策。

鑒於全球經濟的這些不確定性（圖 25），以及我們對財政彈性的基準估計，我們預計 2009 年 GDP 增長將在 8.1%左右。考慮到財政政策實施的時滯問題，我們預計中國經濟在 2009 年一季度持續趨緩，維持在 6.4%左右，且自二季度起逐漸回升（表 4）。

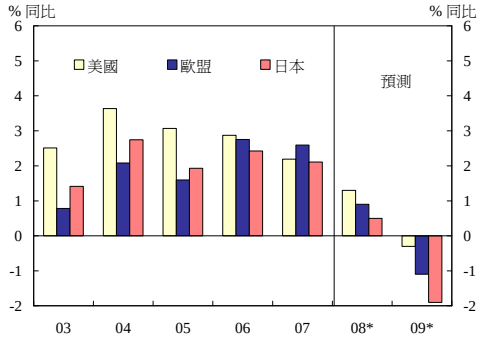
事實上，我們目前對 2009 年的預測居於市場共識預測的高位（表 5），這很大程度上反映我們的觀點，即在有利的制度和貨幣政策環境下，大規模的財政刺激方案將有效的彌補外需的空隙（專欄 4）。

經濟的急速下滑，而油價及大宗商品價格更趨低落，加上高基效應，相信中國通脹回落，可能較原先預期快。我們預測 2009 年消費物價指數的食品部分，其通脹將下降至同比 0.01%水平。

此外，萎縮中的外圍需求將持續削弱企業的定價能力。企業可能因此需再降價以保持市場份額。

考慮上述各因素，我們預計消費物價指數中的非食品價格通脹漲將回落到 0.04%。我們預測 2009 年整體消費物價格通脹平均爲 0.7%，顯示通縮風險更爲嚴峻（圖 26）。

圖 25: 預測的假設



來源: CEIC 及 BBVA 估計。

表 4: 預測

	2008	2009				
	實際數字	預測				
	全年	1季度	2季度	3季度	4季度	全年
國內生產總值	**9.0**	6.4	7.6	8.4	9.8	**8.1**
消費物價通脹	**5.9**	1.2	0.8	0.5	0.2	**0.7**

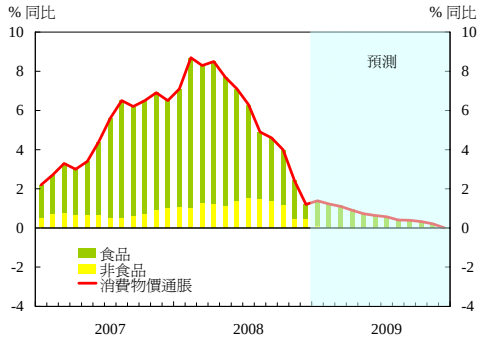
來源: CEIC 及 BBVA 估計。

表 5: 預測比較

	共識預測	BBVA	實際數字
對2008預測（2008年11月）			
國內生產總值	9.5	9.3	9.0
消費物價通脹	6.3	6.0	5.9
對2009年預測（2009年1月）			
國內生產總值	7.8	8.1	--
消費物價通脹	1.7	0.7	--

來源: Datastream 及 BBVA 估計。

圖 26: 通脹預測(基準)



來源: CEIC 及 BBVA 估計。

專欄 4: 爲什麼我們對 2009 年中國能保八感到樂觀？

1) 大規模財政刺激方案的內容

中國於 11 月初公布 10 點財政刺激方案，計劃在 2009 至 2010 年投入 4 萬億元人民幣(5,860 億美元，接近 2007 年名義國內生產總值的 16%)，以期在戰後最嚴重的衰退期推動經濟發展。

表 B4.1: 4萬億元人幣的財政刺激方案(5,680億美元)

	10億元人民幣	百份比
保障性安居工程	280	(7%)
農村民生工程和農村基礎設施	370	(9%)
鐵路、公路、機場、城鄉電網	1,800	(45%)
醫療衛生、文化教育事業	40	(1%)
生態環境這方面的投資	350	(9%)
自主創新結構調整	160	(4%)
災後的恢復重建，重災區	1,000	(25%)
總計	**4,000**	**(100%)**

來源: 中國國務院。

方案中大約 7 成資金會投資於運輸網絡、農村基建及四川地震後重建等。同時，方案亦投資環保項目、醫療服務、文教，但數額頗小，只有 3,900 億人民幣或少於全部資金的 10%。此外，政府承諾會爲低收入人士提供更多的安居房。整套方案的支出約爲建築及房地產部門固定資產投資的 108%。

我們認爲整個方案符合最適財政措拖的數項重要特色：適時、龐大及可持續。而且，城鄉低收入人口亦能在此龐大方案中得益。這方案可說是中國正視經濟失衡問題之開端，尤其注意了收入不均及城鄉失衡的問題。

在融資方面，中央政府承諾會負擔 30%的資金(爲財政收入的 19%)，而其餘的資金會由各省政府及可能由發展銀行承擔。

爲什麼中國需要如此龐大的財政刺激方案？利用簡單的增長貢獻率估算，我們可以指陳龐大方案背後的理據。

表 B4.2: 保八涉及的額外支出

情況	對淨出口的假設	淨出口對國內生產總值貢獻 (百份點)	投資及政府開支對國內生產總值貢獻 (百份點)	涉及的投資及政府開支淨增長 (10億元人民幣)
1	最惡劣情況	-3.2	8.2	2,954
2	零增長	0.0	5.0	2,012
3	過去5年平均	2.0	3.1	1,430

來源: BBVA 估計。

過去 5 年，淨出口及私人消費支出平均爲經濟分別帶來約 2 及 3 個百份點的增長。若這增長模式持續，政府開支和固定資產投資每年需增加 1.4 萬億元人民幣，才能保八(情況 3，表 B4.2)。

然而，G-3 經濟嚴重下滑，淨出口很難維持過去 5 年平均對經濟增長貢獻 2 個百份點的水平。假若淨出口對經濟增長的貢獻下降至 0，投資及政府開支需要每年淨增加 2 萬億元人民幣，而私人消費對經濟增長的貢獻維持在 3 個百份點，才可保八(情況 2，表 B4.2)。

若淨出口的貢獻惡化至 1993 錄得最低的負 3.2 個百份點，則投資及政府開支每年需增加 2.9 萬億元，而私人消費對經濟增長的貢獻仍維持在 3 個百份點，方能保八(情況 1，表 B4.2)。因此，我們從情況 1 和 2 的估算可知，當前公布的計劃的規模足以抵銷外圍需求下跌。

中國能否負擔這方案？中國的或有負債及其國內債務僅佔國內生產總值的 22.3%，仍然算低，尚有空間籌集足夠資金支付這方案。若財政刺激方案是透過發債來融資，國家總債務亦只上升至國內生產總值的 29%，尚算溫和。現在 10 年期的政府債券息率爲 3.1%，只要中國能保持年增長 8%，要維持財政持續穩健不成疑問。

表 B4.3: 中國國內債務

	國內債務發行	總債務餘額	
	10億元人民幣	10億元人民幣	佔名義國內生產總值(%)
2006	862	3,502	16.5
2007	2,247	5,748	22.3
2008	700	6,448	21.6
2009	1,919	8,367	25.5
2010	1,846	10,213	27.9

來源: CEIC ，而 2007 至 2010 的數字爲 BBVA 估計。

2) 方案會否排擠私人投資？

缺乏合適的貨幣政策，增發如此龐大的國債可能推高國內利率，排擠私人投資。然而，在現時的貨幣政策環境下，排擠情況並未出現。雖然人民銀行自 9 月中雷曼兄弟破產以後，已分別大幅減息和下調存款準備金率 216 基點及 200 基點(中小型金融機構則下調 400 基點)，我們相信貨幣政策仍有大量空間以變後更爲適宜。

就利率政策而言，按照不同的人民幣匯率展望，我們計算出人民銀行能再減息 108 至 378 基點。若人民幣匯價維持在現有匯率，減息空間達 378 基點，如表 B4.4 中利用利率平價條件計算所示。

表 B4.4: 不同假設下的平價利率估計

對人民幣匯價的假設	$(E^e-E)/E$	+	ρ	+	R^*	=	估計 R
人民幣於現水平穩定下來	0.0		1.5		0-0.25		**1.5-1.75**
1年期NDF隱含貶值幅度	2.5		1.5		0-0.25		**4.0-4.25**

來源: BBVA 估計。

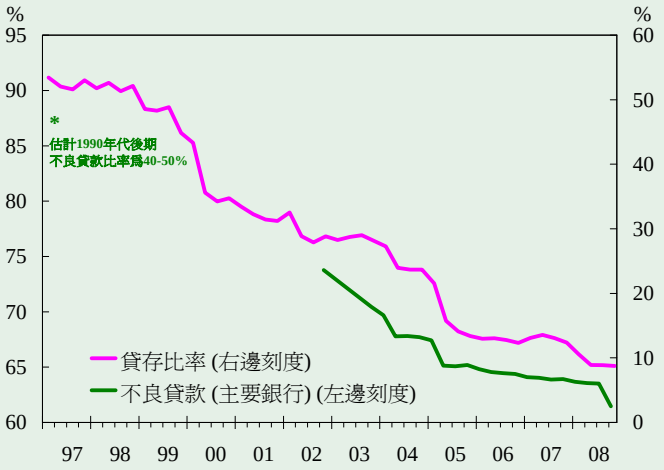
注: $(E^e-E)/E$ 中, "+" 代表人民幣貶值，而 "-" 則是升值。

此外，我們的估計顯示，若存款準備金率能再下調 5.5 至 7.5 個百份點，即相當於爲銀行體系注入 4 萬億元人民幣的流動性。縱使減幅如此大，存款準備金率仍高達 8%，處於 2006 年中的水平。增加銀行體系內的流動性，肯定可紓緩政府大規模發債時的加息壓力。

問題是：經濟下滑時，中國的銀行會否正面回應寬鬆的貨幣政策，重新借貸？我們認爲會。事實上，12 月貸款和貨幣供應數字已顯示銀行體系已開始對寬鬆的貨幣政策作正面回應(見正文圖 15)。其實，當中亦有數項原因讓中國的銀行繼續向經濟部門放貸。首先，不像西方銀行需爲有毒資產撇帳，中國的銀行體系相對健全，資本充足，流動性龐大。其貸存比率亦輾轉由 1990 年代末逾 90%大幅下降，而其時銀行體系受不良貸款之累。因利率及存款準備金率將繼續下調，爲銀行提供很大誘因放貸以賺取利潤。可是，除非經濟前景變得更爲明朗，否則中小企業仍可能繼續面對信貸危機帶來的困難。

其次，雖然中國的銀行之擁有權已開始分散，但國家仍爲銀行體系的主要股東。銀行高層仍爲政府委任，因此很難出現銀行大幅偏離政府政策方針。正常情況下，此屬負面因素，因爲政府可能經濟干預而導致借貸失慎，出現不良貸款。然而，經濟下滑時，這可以正面因素。因爲銀行受壓而不再謹守其順應周期的一貫行徑，借出貸款。

圖 B4.1 不良貸款及貸存比率



來源: CEIC 及 BBVA 估計。

3) 財政方案怎樣刺激經濟增長？

最後，龐大的財政方案怎樣刺激經濟增長亦爲一重要問題。要回答此問題，我們需利用實證數字估計中國的財政乘數效應及財政彈性。根據標準的凱恩斯模型，由相關的結構公式可推導如下的財政乘數效應估算：

$$\text{乘數效應} = \frac{\Delta Y}{\Delta G} = \frac{1}{1-(c+d-im)}$$

當中ΔY是產出的改變，ΔG 是政府開支的改變，*c* 是邊際消費傾向(MPC), *d* 是邊際投資傾向，而 *im* 則是邊際進口傾向。乘數效應是根據如下的標準凱恩斯模型推導：

$$C = \alpha + cY$$
$$I = \beta + dY + eR$$
$$M = \gamma + imY + fREER$$
$$X = \varphi + xY^{*} + gREER$$ 其中 Y^{*}是外國生產總值。

及

$$Y = C + I + G + (X - M)$$

其中 C、I、G、M 及 X 分別爲消費、投資、政府開支、進口及出口。我們採用 1992 年至今的季度數字估計這組結構模型，我們可估計並利用這組公式的系數以計算相應的財政乘數效應和財政彈性。財政彈性的定義如下：

$$\varepsilon = \frac{\Delta Y}{\Delta G}\frac{G}{Y} = \text{乘數效應} * \frac{G}{Y}$$

其中 G/Y 是政府開支佔國內生產總值比例。根據不同的滯後項結構，我們可得出財政乘數效應及財政彈性的範圍頗大。財政乘數效應的估計範圍爲 2.52 至 5.36；意味着中國的財政彈性介乎 0.4 至 0.85。

表 B4.5 財政乘數效應及彈性

變量	估計範圍
c	(0.69 - 0.85)
d	(0.45 - 0.53)
im	(0.49 - 0.62)
財政乘數效應	(2.52 - 5.36)
財政彈性	(0.40 - 0.85)

來源： BBVA 估計。

利用這些估計的財政彈性，我們可知財政刺激方案可令 2009 年的經濟增長提高 2.5 至 5.3 個百份點。若我們取其平均，刺激方案可在 2009 年額外產生 3.84 個百份點的經濟增長。由於財政刺激方案的內容集中在支出項目，這方面的財政彈性應在我們估計範圍的上限。基於這些彈性的估計，我們判斷中國的財政刺激方案能爲經濟帶來額外 4 至 5 個百份點的增長。

4) 2009 年省級增長目標仍進取

眾所周知，經濟增長常是地方政府官員升遷的重要指標。所以，地方官員有很大誘因推動經濟加快增長。事實上，我們已找到一些證明。根據網上資料，我們發現只有貴州及山西(兩個經濟規模較小的省區)將 2009 年經濟增長定於 8%，其餘所有省區的經濟增長目標均定於 8%或以上。其中 5 個省區高於 12%，而總共 11 個省區將目標定於 10%以上。

事實上，省級政府於製訂支出計劃時更爲進取。中央政府要求地方政府建議各省的支出計劃，2009 至 2010 年各省區的支出數字加起來高達人民幣 18 萬億，爲 2007 年國內生產總值經修訂後數字的 69%。若容許各地投資規模過大的情況出現，有可能令鋼鐵及水泥等建築相關的行業過熱，過熱的程度可能更甚於 2003 至 04 年。

儘管仍有缺點，我們相信中國很有機會能於 2009 年保八。主要因爲財政狀況良好，貨幣政策尚有大量空間去放鬆，銀行體系及地方政府管治結構亦提供了經濟誘因以加快經濟增長。

我們雖然對 2009 年保八感到樂觀，但亦注意到現有的經濟結構並未完善，未有足夠準備應付持久而嚴重的全球衰退。因此，當局可能需借此次全球危機，化危爲機。教育及社會保障等部門缺乏資金，是當局長期忽視的結構問題。這些根本的結構改革有助減少國民的預防性儲蓄，增加消費，令經濟走上更可持續發展之路。事實上，2009 年 1 月剛公布的醫改方案，正是走對了路的正確方案。

正如我們上期 2008 年 10 月出版的《經濟觀察》中的專欄 4 所言，中國每當有重大的外來經濟衝激時，均亦是經濟改革周期之始。最近的例子是 1997 至 98 年亞洲金融危機時，國有企業和銀行趁機推行大型改革。因此，我們很有信心，不久的將來政府會有更果斷的政策，啓動上述的結構改革。

表 B4.6 各省區 2008 年國內生產總值估計及 2009 年增長目標

省區	2008 經濟增長	2009 增長目標
北京	9.0%	9.0%
上海	10.0%	9.0%
天津	16.0%	12.0%
重慶	14.3%	12.0%
安徽	12.0%	10.0%
江蘇	13.0%	11.5%
浙江	10.0%	9.0%
山東*	12.1%	8.5%
福建	13.0%	10.0%
江西	13.0%	11.0%
河北	10.0%	9.0%
內蒙古	17.5%	13.0%
山西	10.0%	8.0%
廣東	10.1%	8.5%
廣西	12.5%	11.0%
海南	9.8%	9.0%
河南	12.0%	10.0%
湖北	13.0%	10.0%
湖南	12.8%	10.0%
黑龍江	11.8%	11.0%
吉林	16.0%	12.0%
遼寧	13.0%	11.0%
陝西	15.0%	13.0%
甘肅	10.0%	10.0%
寧夏	12.0%	10.0%
青海	12.5%	9.0%
新疆	11.0%	9.0%
四川	9.5%	9.0%
雲南	12.0%	11.0%
貴州	10.0%	8.0%
西藏	10.1%	10.0%
加權平均	**11.8%**	**9.9%**

來源：新華社及其他官方資料。
*注： *2009 年山東經濟增長是我們的預測。*
加權平均是基於 2007 年各省國內生產總值。

中國經濟面臨的風險和不確定因素

由於制度、貨幣和財政狀況合宜，我們對中國經濟增長能達至其潛在增長率，感到樂觀。展望 2009 年，雖然中國經濟前景尚佳，但仍需留意數項下行風險和不確定因素。

首先，儘管中國非常需要龐大的財政刺激方案，抵禦全球經濟嚴重衰退的衝擊，但這也可能加劇了中國經濟的結構失衡問題。預計 2009 投資佔總體經濟比例將達到 48%，經濟很難一直過份倚賴投資。鑒於目前資本產出比率已經很高，這或削弱財政刺激措施的效用。

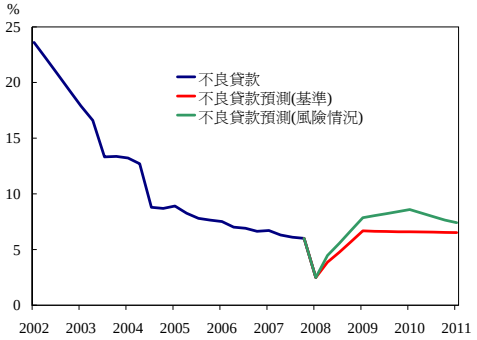
事實上，這也顯示了進一步財政政策的局限性。所以當局或需借此機會，加強經濟結構改革，重新從基本層面，平衡各方面的發展。新近公布的醫療保障改革就是正確方向中的合適步驟。此外，政府也需要加快教育、社會保障制度改革。正如我們上期 2008 年 10 月出版的《經濟觀察》中的專欄 4 所言，中國每當有重大的外來經濟衝激時，均亦是經濟改革周期之始。最近的例子是 1997 至 98 年亞洲金融危機時，國有企業和銀行趁機推行大型改革。因此，我們很有信心，不久的將來政府會有更果斷的政策，啓動上述的結構改革。

其次，若銀行不慎重考慮經濟放緩時的商業風險，而因應政策發放貸款，銀行體系的風險將會增加。如果放貸失慎，基於我們的假設風險情況（圖 27），銀行體系的不良貸款率可能逼近 10%。這將使銀行多年來減少不良貸款的努力毀於一旦。

因此，監管當局既需要鼓勵商業銀行放貸，也要加強風險管理以防止銀行體系出現大量不良貸款，兩種需要之間必須取得平衡。

最後，如專欄 2 所示， 2009 年經濟放緩和出口增長急降，將加劇中國城鄉失業問題，並增加社會磨擦和不穩定。因此社會保障體系的健全急不可待。除了大力推動基建，地方政府也需採取主動，設計創新而合適的社會保障計劃，以維持社會和諧。

圖 27: 不良貸款預測



來源: CEIC 及 BBVA 估計。

附錄: 預測及主要統計表

中國預測數字

基本經濟指標	2006	2007	2008	*2009 (f)*
經濟活動及物價				
名義國內生產總值 (十億元人民幣)	21,192	25,731	30,067	*33,142*
名義國內生產總值 (十億美元)	2,662	3,391	4,326	*4,803*
實質國內生產總值 (% 同比)	11.6	13.0	9.0	*8.1*
平均消費物價 (% 同比)	1.5	4.8	5.9	*0.7*
公營部門				
預算盈餘/赤字 (佔國內生產總值百份比)	-1.0	0.6	-0.3	*-2.3*
貿易結餘				
出口 (十億美元)[1/]	969	1,218	1,429	*1,126*
進口 (十億美元)[1/]	791	956	1,133	*993*
貿易結餘 (十億美元)[1/]	178	263	295	*133*
名義匯率 (人民幣/美元，年末數)	7.81	7.30	6.83	*6.83*
外匯儲備 (十億美元)	1,066	1,528	1,946	*2,000*
金融部門				
主要利率 (政策貸款利率)	6.12	7.47	5.31	*4.50*
勞動指標				
總就業人數 (百萬人)	764	770	774	*778*
城鎮註冊失業率 (%)[2/]	4.1	4.0	4.2	*7.8*

來源: CEIC (2009 年數字爲 BBVA 於 2009 年 1 月的估計數字)。
注: 1) 貿易結餘爲 BBVA 的預測下限 (見專欄 1)。
2) 失業率爲 BBVA 的預測下限(見專欄 2)。

國際數字

	實質國內生產總值 (%)				消費物價通脹 (%，年均)			
	2006	2007	2008	*2009 (f)*	2006	2007	2008	*2009 (f)*
美國	2.9	2.0	-0.2	*-0.8*	3.2	2.9	4.2	*0.8*
歐元區	3.0	2.7	1.0	*-0.9*	2.2	2.1	3.3	*1.4*
日本	2.4	2.0	0.7	*-0.3*	0.3	0.1	1.2	*0.3*
拉丁美洲[1/]	5.4	5.6	4.4	*1.8*	5.0	6.0	8.1	*7.0*

	匯率 (兌美元，年末數字)				官方利率 (%年末數字)			
	2006	2007	2008	*2009 (f)*	2006	2007	2008	*2009 (f)*
美國					5.25	4.25	0-0.25	*0-0.25*
歐元區	1.32	1.46	1.30	*1.15*	3.50	4.00	2.50	*1.50*
日本	116.4	113.1	100.7	*95.6*	0.40	0.75	0.30	*0.30*

來源: CEIC (2009 年數字爲 BBVA 於 2008 年 10 月的估計數字)。
注: 1) 拉丁美洲的消費物價數字爲年終數據。

中國統計表

	單位	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2008			
								1季度	2季度	3季度	4季度
國內經濟											
名義國內生產總值(GDP)	*10億元人民幣*	13,582	15,988	18,322	21,192	25,731	30,067	6,149	6,913	7,101	9,904
	10億美元	1,641	1,932	2,239	2,662	3,391	4,326	858	994	1,038	1,448
實質國內生產總值增長	*% 同比*	10.0	10.1	10.4	11.6	13.0	9.0	10.6	10.1	9.0	6.8
消費物價指數	*% 同比*	1.2	3.9	1.8	1.5	4.8	5.9	8.0	7.8	5.3	2.5
外部經濟											
出口	*% 同比*	34.6	35.4	28.4	27.2	25.8	17.2	21.2	22.2	23.0	4.3
進口	*% 同比*	39.8	36.0	17.6	19.9	20.8	18.5	28.9	32.7	25.8	-8.9
貿易盈餘	*10億美元*	25	32	102	178	263	295	41	57	83	114
經常帳戶	*10億美元*	46	69	161	250	372	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	佔GDP比例(%)	2.8	3.6	7.2	9.4	11.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
國際收支帳戶	*10億美元*	117	206	207	247	462	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	佔GDP比例(%)	7.1	10.7	9.2	9.3	13.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
外幣儲備[1/]	*10億美元*	403	610	819	1,066	1,528	1,946	1,682	1,809	1,906	1,946
	佔GDP比例(%)	24.6	31.6	36.1	39.3	43.4	44.2	44.1	44.4	45.0	44.2
外債	*10億美元*	209	247	281	323	374	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	佔GDP比例(%)	12.7	12.8	12.4	11.9	10.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
財政											
財政收支	*佔GDP比例(%)*	-2.2	-1.3	-1.2	-1.0	0.6	n.a.	10.5	7.9	0.8	n.a.
貨幣											
M2增長	*% 同比*	19.6	14.6	17.6	16.9	16.7	17.8	16.3	17.4	15.3	17.8
貸款增長	*% 同比*	21.1	14.5	13.0	15.1	16.1	18.8	14.8	14.1	14.5	18.8
基準貸款利率	*% (年率)*	5.31	5.58	5.58	6.12	7.47	5.31	7.47	7.47	7.20	5.31
基準存款利率	*% (年率)*	1.98	2.25	2.25	2.52	4.14	2.25	4.14	4.14	4.14	2.25
存款準備金率[2/]	*%*	7.0	7.5	7.5	9.0	14.5	15.0	15.5	17.5	16.5	13.5
人民幣/美元 匯率	*(期末)*	8.28	8.28	8.07	7.81	7.30	6.83	7.01	6.85	6.85	6.82
	(每期平均)	8.28	8.28	8.18	7.96	7.59	6.95	7.16	6.96	6.84	6.84
社會經濟指標											
人口	*百萬人*	1,292	1,300	1,308	1,314	1,321	1,328	1,323	1,325	1,326	1,328
城市	*佔總人口比例(%)*	40.5	41.8	43.0	43.9	44.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
農村	*佔總人口比例(%)*	59.5	58.2	57.0	56.1	55.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
壽命	*年*	n.a.	71.4	72.0	72.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
嬰兒死亡率	*每千人*	n.a.	n.a.	25.0	24.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
人均國內生產總值	*人民幣*	10,510	12,299	14,012	16,122	19,474	22,639	4,648	5,218	5,354	7,457
	美元	1,270	1,486	1,712	2,025	2,567	3,258	649	750	783	1,090
能源											
能源產量	*百萬噸標準煤*	1,638	1,873	2,059	2,211	2,354	n.a.	539	642	651	n.a.
能源消費量	*百萬噸標準煤*	1,750	2,032	2,247	2,463	2,656	n.a.	813	877	936	n.a.
人均能源消費量	*公斤標準煤*	154	164	180	195	203	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
人均電力消費量	*千瓦時*	174	190	217	249	275	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

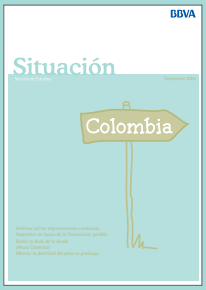
來源: 國家統計局，世界銀行，CEIC，BBVA 估計。
注: 1) "佔 GDP 比例%"的季度數字是按年率計算。
2) 2008 年 12 月，中小銀行存款準備金率降至 13.5%，而六家大銀行則降至 15.5%。

BBVA

For more information please contact:

Servicios Generales Difusión BBVA Gran Vía 1 planta 2 48001 Bilbao P 34 944 876 231 F 34 944 876 417 www.bbva.es Register in Madrid: M-31252-2000

other publications



This document was prepared by Banco Bilbao Vizcaya Argentaria's (BBVA) Research Department on behalf of itself and its affiliated companies (each a BBVA Group Company) and is provided for information purposes only. The information, opinions, estimates and forecasts contained herein refer to that specific date and are subject to changes without notice due to market fluctuations.
The information, opinions, estimates and forecasts contained in this document have been gathered or obtained from public sources believed to be correct by the Company concerning their accuracy, completeness, and/or correctness.
This document is not an offer to sell or a solicitation to acquire or dispose of an interest in securities.