

中国观察

经济研究部

2008年10月



2008年第三季度中国经济减缓至9%，主要由于出口及投资的下降。2009年中国经济在全球衰退的情况下预期将进一步放缓。

然而，中国将继续保持一定增速，接近其潜在增速，因为中国宏观经济基础面良好，银行系统稳健，在进入全球金融危机时，有利的财政和货币条件。

Contents

截稿日期: 2008 10 22

1. 评论	2
2. 近期经济发展	3
3. 经济政策和展望	21
4. 附录: 中国统计表	29

专栏

1) 中国已开始外汇储备多元化吗?	8
2) 房地产市场近期展望	13
3) 人民币汇率展望	18
4) G3 经济体的经济衰退会给中国带来多大影响?	23

协调人:

Alicia Garcia-Herrero alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

此刊物由以下人员编写:

刘利刚 liu@bbva.com.hk

曾向俊 andrew.tsang@bbva.com.hk

朱元德 yzhu@bbvashanghai.com

评论

- 三季度，中国经济增长率为 9%，是自 2005 年以来首次的个位数增长，比二季度放缓 1.1%。出口量和实际投资的下降是经济增长率下降的原因，而第三季度实际零售额的增长表明个人消费仍然保持强劲。前三季度的经济增长率为 9.9%，明显超过了其他新兴经济体。
- 随着经济增长放缓，通货膨胀压力也随之减弱。由于食品价格的稳定及商品价格的下降，CPI 由上半年的 7.9% 显著下降到三季度的 5.2%。预计随着农业大丰收及肉产量的反弹，食品价格会进一步下降。同时，由于油价和商品价格的大幅下降以及内需开始变弱，生产资料价格高企造成的传导机制也将逐步削弱。
- 从七月份我们给出上期观点以来，全球金融及经济环境严重恶化。尽管中国具有有利的条件，但当前金融危机的爆发仍然使得中国经济的未来走势变得黯淡。虽然美国及欧盟政府的资金注入缓和了银行运营的风险，但仍不足以支持银行重新开始借款。由于银行的借款行为在本质上是顺周期性的，只要实体经济持续下滑，银行在贷款时就会犹豫再三。这种情况会随着当前的去杠杆化过程而进一步加剧。如果这一现象持续下去，金融脱媒化将导致经济急剧并持久的下滑。
- 中国的政策制定者已敏锐意识到当前全球金融危机的影响，迅速采取宽松的货币政策并为中小企业以及出口行业的发展提供支持。更重要的是，中国政府决定在此轮经济衰退中提高占多数的农业人口的收入，引导中国的增长模式从对外部需求的高度依赖型逐渐过渡到内需型。
- 考虑到大幅衰退的外部经济环境以及预计积极政策出台可以缓冲外部需求下降的影响，我们预计 2008 年最后一季度 GDP 为 8.5%，全年 GDP 为 9.5% 左右。同时预计 2008 年 CPI 的平均值为 6%。由于 G3 经济体（美国，日本及欧盟）陷入衰退，2009 年中国经济增长率将继续下降至 8.1% 左右。随着商品价格下降及外部需求的减少，我们预计 2009 年的 CPI 将跌至 2%。实际上，在目前的经济状况下，通胀的减缓比预想的更快到来。
- 长期来看，中国目前存在着影响经济长期稳定发展的一系列风险和不确定因素。第一，中国出口及制造业和房地产行业投资的下降将导致经济下滑比预期迅速。为避免这种衰退风险，政府可能会采取财政刺激政策。我们相信，这些政策若伴随着如全国范围内的医疗、保险和养老金体系的改进等一系列结构性改革将会更加有效。第二，若外部需求大幅下降，通缩的风险将上升。为应对这种风险，应当采取更加宽松的货币政策。第三，出口增长的大幅回落将导致许多沿海地区以出口为主的制造业公司倒闭，这将直接导致了失业率的上升并带来社会压力和不稳定性因素，需要增加失业人员福利支出。
- 尽管存在这些风险和不确定因素，由于其牢固的宏观经济基础，良好的银行体系以及面对此次全球金融危机采取的有利的财政和货币政策，我们坚信中国将在目前全球经济衰退的状态下继续保持其支柱性地位。

近期经济发展

1. 实体经济

第三季度，中国 GDP 增长率放缓至 9%，比二季度下降 1.1 个百分点，同时也低于市场预期 0.7 个百分点。这是自 2005 年底以来中国季度 GDP 增长率首次低于 10 个百分点，这将提高市场对四季度及 2009 年经济增长更快下降的预期。这一增长下滑主要由净出口下降所致，国内需求仍然保持强劲（图 1）。前三季度中国的经济增长率为 9.9%，相对于其他新兴经济体仍保持高速增长水平。

工业活动（Industrial activities）在第三季度也迅速降低。工业增加值同比增长率从上半年的 16.3% 下降到 13%（图 2）。三季度工业产值增长率的下降可能在某种程度上受到八月和九月北京奥运会的影响，为保证绿色和安全奥运目标的实现，北京周边区域的工厂、游客旅行和货物运输都暂时停业。然而，仅仅奥运会因素并不是工业产值增长持续下降的原因。出口增长减缓及房地产相关行业的下滑是导致工业产量下滑的主要原因。需要注意的是，从七月起，轻工业产量下滑较慢，而重工业产量急速下降。

由于居民可支配收入的提高，社会消费品零售总额激增。名义零售总额同比增长率从 2008 年上半年的 21.4% 上升到 3 季度的 23.2%。实际零售销售额也保持高增长势头，同比增长率从上半年的 13% 提高到 3 季度的 16.4%。与此同时，2008 年前三季度，居民可支配收入增长率为 15%，比 2007 年的 20% 有所放缓（图 3）。

名义固定资产投资在第三季度同比增长率持续增加了 28.8%，2008 年上半年为 26.8%。实际固定资产投资增长率同期减缓至 17.4%（图 4），比 2007 年第三季度降低了 5.5 个百分点。实际固定资产投资增长放缓主要由工业利润增长下降引起，在 2008 年前八个月工业利润率下滑至 19.4%，而该数字在 2007 年为 37%，近期紧缩的货币政策，尤其是受针对房地产投资方面的政策对此影响较大，事实上，房地产投资近几月已明显下滑。考虑到中国投资增长与出口增长之间的密切关系，外部需求的减弱很可能进一步抑制投资。

图 1: GDP 实际增长

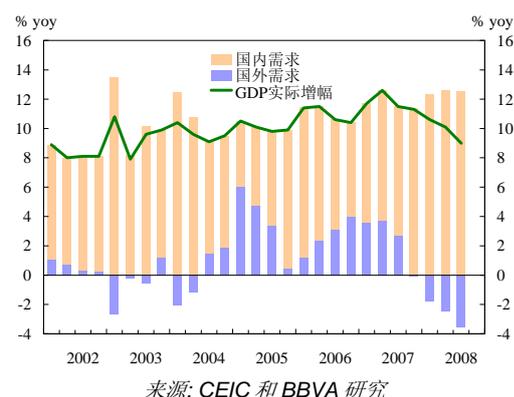


图 2: 工业产值

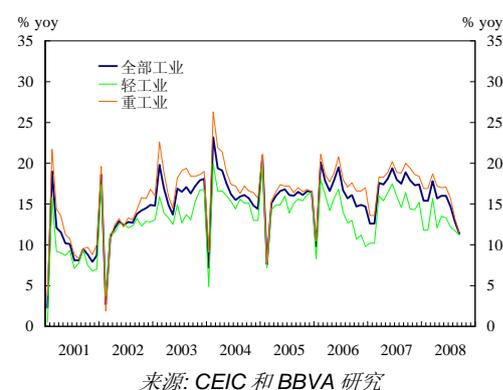


图 3: 社会消费品零售总额及收入

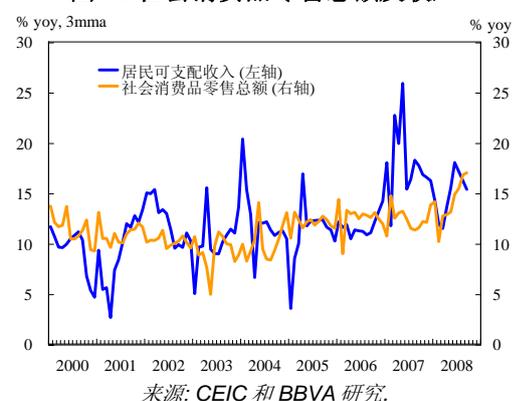
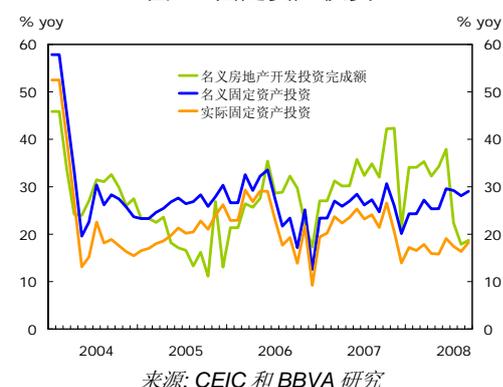


图 4: 固定资产投资



2. 对外贸易

三季度，中国出口同比增长率为 23.1%，高于上半年的 21.7%，但低于 2007 年 3.1 个百分点。以人民币计算，出口增长率已经放缓了 8.3 个百分点。同时，受油价及商品价格下降的影响，三季度进口同比增长率由 30.7% 下降到 25.9%。尽管如此，2008 年前三季度，中国保持了 1810 亿美元的贸易顺差，比 2007 年同期下降 47 亿美元（图 5）。

中国三季度出口增长率的回调只是暂时现象，因为中国到欧洲市场的出口量大幅下降。同时，三季度到美国市场的出口量在上半年大幅下滑后有所回升（图 6）。一旦金融危机影响到实体经济，美国和欧洲市场对中国出口的需求将急剧下降。另外，尽管中国近几年出口到新兴经济体国家的产品呈多样化态势，但金融危机对这些新兴经济体国家的影响将很难使中国的出口增长率维持过去的水平。

值得注意的是，前三季度贸易顺差的下降主要由一般贸易的出口增长下降所致（图 7），一般贸易是指国内公司单边出口给外国进口商，并不需要进口原材料。事实上，商品的价格上涨是导致中国上半年进口增长更快的因素之一（图 8）。随着油价及商品价格的下降，中国进口增长也随之下降。因此，基于以下两个原因，中国的贸易顺差仍将维持正值：第一，出口价值远高于进口价值；第二，中国生产的产品大多集中于需求弹性很低的低价值链产业，所以，即便在经济衰退期也不会对它们的需求造成严重影响。

如图 9 和图 10 所示，伴随着人民币升值，美国及香港市场进口中国商品的价格从 2007 年中期起一直在大幅上涨。与此同时，尽管人民币升值已接近 20%，但中国到目前为止仍然保持着较高的贸易顺差。这表明人民币汇率的变化对中国贸易的影响是可控的。通过一篮子货币体系衡量，人民币看上去十分坚挺。在目前的情况下，人民币持续升值的可能性并不大（见专栏三）。

长期来看，由于外部需求放缓、人民币坚挺及工资收入的增加，中国出口增长将进一步下降。一旦出口增长放缓，中国经济将受到全球经济放缓的影响。第四个专栏将讨论全球经济衰退将对中国造成多大程度的影响。出口下降将导致很多沿海企业的破产，从而导致失业率急剧上升和社会不稳定因素增加。

图 5: 对外贸易

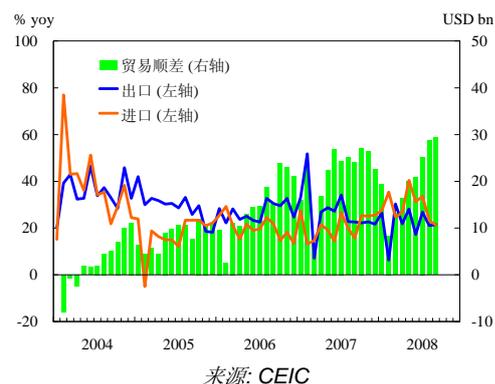


图 6: 各目的地的出口量

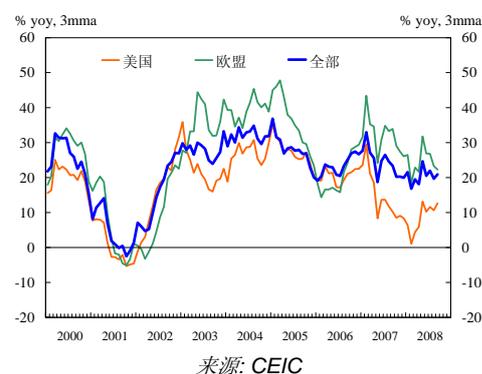


图 7: 贸易方式

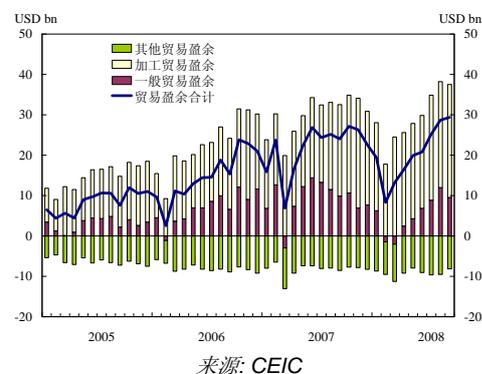
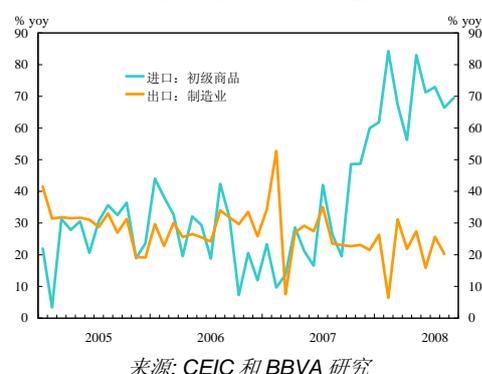


图 8: 初级商品进口和制造业出口



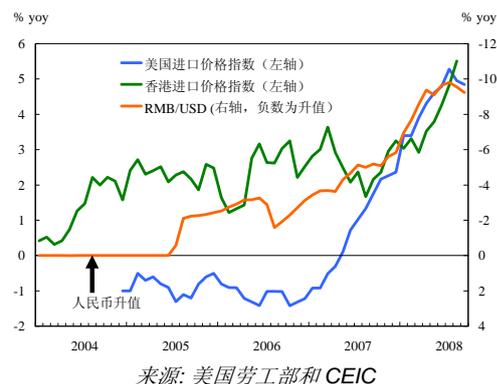
3. 通货膨胀

CPI 同比增长率由上半年的 7.9% 下降到第三季度的 5.3% (图 11), 主要是伴随着食品价格下滑 (图 12)。尽管中国的食品供应主要依靠内部供给, 但仍然进口大量的大豆及玉米。由于这两样商品的价格下降, 中国的食品价格也有了很大的回落空间 (图 13a) 至 d)。

商品价格的下降还会影响工业品生产价格, 从而进一步减缓通货膨胀压力。2008 年前三季度, 非食品通胀从一个相对较低水平大幅增加。尤其是工业原材料如基础金属及钢铁价格的上涨加大了生产价格及非食品类商品价格的通货膨胀压力 (图 14)。

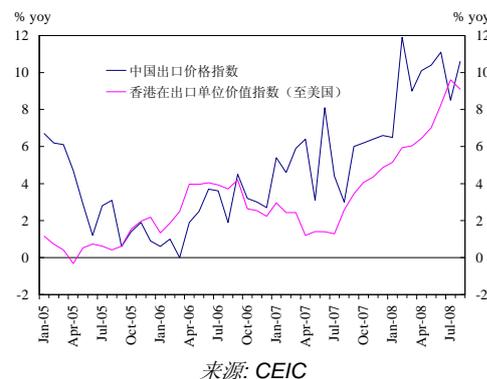
由于年初至今的国际商品价格同比增长率从 6 月份的 62% 下降到 9 月份的 25% (图 15), PPI 的传导效应将在近期减弱。根据我们的估计, 商品价格每下降 10% 会相应导致 PPI 下降 1.2% 和非食品通胀下降 0.22%, 这说明未来几个月内 PPI 上涨压力将减轻。由于导致通货膨胀压力的因素-食品及工业商品价格上涨正在消除, 我们预期中国 CPI 将迅速下降, 而通缩的风险也随之增加。

图 9: 贸易伙伴从中国进口商品的价格变化



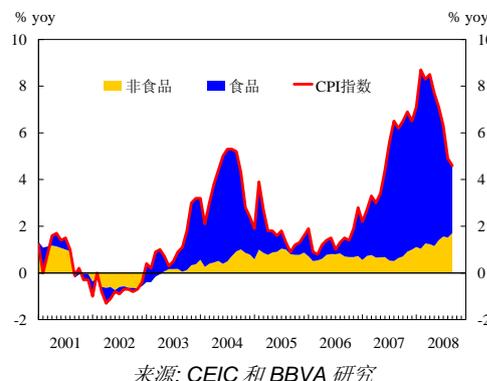
来源: 美国劳工部和 CEIC

图 10: 中国出口商品价格



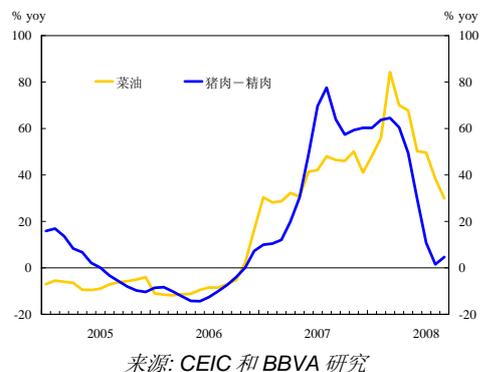
来源: CEIC

图 11: 通货膨胀 CPI 指数



来源: CEIC 和 BBVA 研究

图 11: 部分食品零售价格



来源: CEIC 和 BBVA 研究

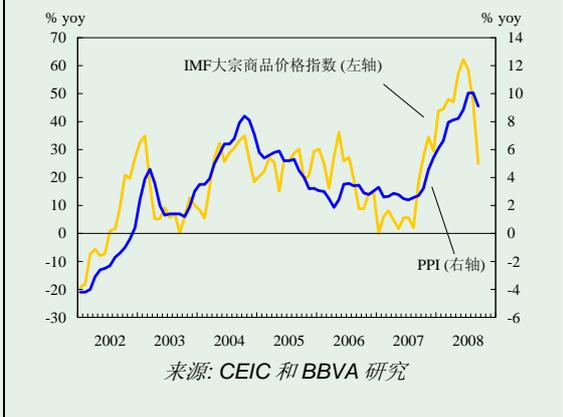
图 13: 全球大宗商品价格和中国国内价格



图 14: 进口金属价格



图 15: PPI 与大宗商品价格



4. 货币政策

广义货币 M2 同比增长率从二季度 17.4%减少至三季度 15.3%，信贷增长在三季度有微弱变化（图 16）。为抑制经济过快下滑，央行从九月中旬起开始实施宽松的货币政策，尤其实施支持中小企业发展的政策。考虑到在此次经济衰退周期前中国采取的紧缩货币政策，央行有足够的政策空间抵制经济增长快速下滑（图 17）。

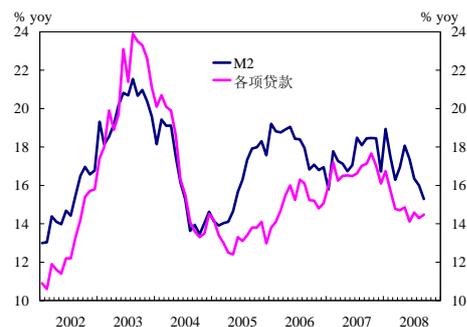
由于净资本流入的放缓，从二季度起，央行的公开市场操作也迅速下降。这降低了对冲操作的成本。对冲成本由中国政策利率和美国联邦基金目标利率的差值决定，自 2007 年下半年起急剧上升（图 18）。

净资本流入量在上半年激增后有所下降。实际上，八月的热钱流入呈现反转态势。三季度，热钱流入减少 90 亿美金，而一季度和二季度，热钱流入分别增加了 860 亿及 450 亿美金，这可能是由很多外国直接投资公司在全球信贷恶化情况下在本土市场需要现金流而撤回资金所致。

尽管如此，中国的外汇储备仍在增加，由于贸易顺差和海外直接投资的贸易流入，仅第三季度就增加了 970 亿美金。虽然增加数额仍然巨大，但相比一季度的 1540 亿美金及二季度 1270 亿美金的增加额，外汇储备积累的进度在放缓。截止到 2008 年 9 月，中国外汇储备为 1.906 万亿美金（图 19）。

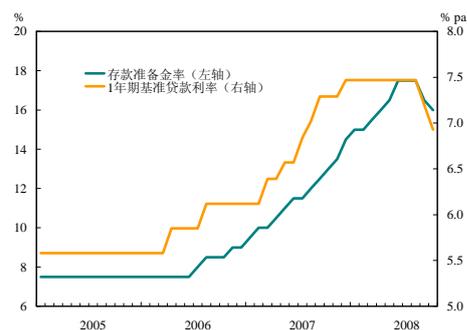
近期美元的持续走强也是造成热钱流入下降的因素之一。例如，三季度，中国大陆与香港一年期定期存款的年利率差为 3.2%。如果人民币一年远期贬值 1.7%，人民币定期存款的预期收益率仅为 1.5%。若人民币反过来开始快速贬值，热钱流入的收益将会大幅减少，从而导致资本的流出。

图 16: M2 与信贷增速



来源: CEIC 和 BBVA 研究

图 17: 利率与存款准备金率

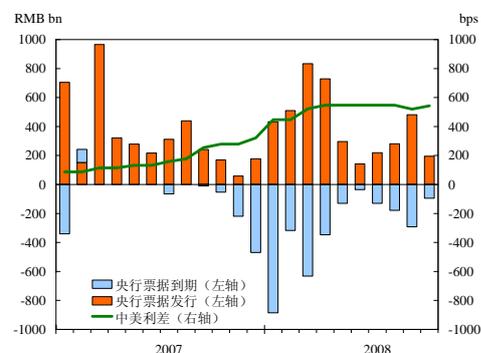


来源: CEIC 和 BBVA 研究

注: 1) 2008 年 9 月, 中小银行的准备金率调低, 而国有四大银行, 交通银行及邮储银行暂不调整。

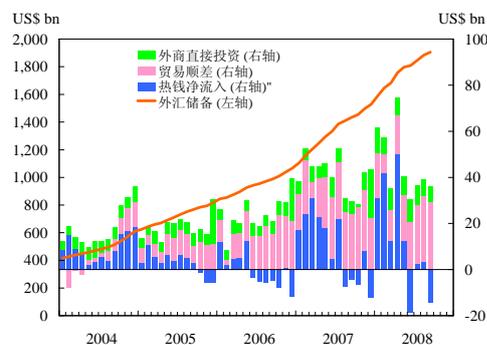
2) 2008 年 10 月, 中小银行的存款准备金率为 16%, 其他六大银行为 17%。

图 18: 公开市场操作



来源: CEIC

图 19: 资本流动



来源: CEIC 和 BBVA 研究

专栏 1: 中国已开始外汇储备多元化了吗?

美国和欧盟的恶性金融危机使中国愈发担忧其超过 1.9 万亿美元外汇储备的安全性和收益性, 这些外汇储备大部分投资于美元资产。的确, 到目前为止, 中国在西方国家的金融资产投资令人相当失望。2008 年 10 月 15 日, 中国投资公司 (CIC) 要求撤出其对美国储备初级基金 54 亿美元的投资, 这支美国货币市场基金在金融危机中遭受了重大损失并禁止投资者赎回。中国投资公司对黑石和摩根斯坦利的投资甚至比这糟糕, 损失已经超过了一半。此外, 诸如国家开发银行、平安保险及各种合格境内机构投资者对中国其他金融机构所做的投资目前状况也相当糟糕 (表 B1. 1a)。这就引出一个疑问, 即中国是否需要将其美元资产投资多元化或至少避免进一步在美国市场投资。

表 B1. 1a: 中国主要海外投资表现

投资者	目标公司	金额(USD billion)	投资价格 (USD)	当前价格 (USD)	当前市值 (USD billion)	损失 (USD billion)	损失率
中投	Black Stone	3.00	29.61	10.87	1.10	1.90	-63.3%
	Morgan Stanley ¹	5.00	48.07~57.68	21.94	2.28	2.27	-54.4%
国开行	Barclays	3.04	14.62	4.28	0.89	2.15	-70.7%
平安	Fortis	2.66	28.00	1.69	0.16	2.50	-94.0%
QDII	Oversea	16.20			8.07	8.12	-50.2%
合计		29.89			12.50	16.94	-56.7%

注: 1) Morgan Stanley 投资是可转换债券的方式, 损失是以最低转股价格计算并减去债券利息; 2) QDII 包括以下基金: 华夏、华安、嘉时、银华、南方、华宝兴业, 上投摩根、工银瑞信、海富通、交银施罗德。

1) 中国的外汇储备中有多少用于投资美元资产?

历史数据显示, 中国的外汇储备大部分以美元形式存在。从中国每月的外汇储备数据以及美国财政部的 TIC 数据库公布的数据来看, 到 2007 年 6 月, 我们估计中国持有的非美元资产大约占外汇储备的 30% (图 B1. 1b)。可能是由于美国次贷危机的爆发, 这种比例从那之后似乎发生了变化。如果将 2007 年 6 月份中国持有美元资产的价值和近几个月到 2008 年 8 月份中国购买美元资产的净值数据联系起来分析, 我们发现中国对作为其外汇储备额一个组成部分的美元资产持有量已下降。初步估计显示, 中国的美元资产持有已从 2007 年 6 月的 68% 下降到 2008 年 8 月的 59%。

然而, 这是一个简单的估计, 我们对此提出两条重要说明: 第一, 部分资产, 尤其是那些 2007 年 6 月底前的短期资产, 可能在 2008 年 7 月前已到期。因此, 简单的对 2007 年 6 月底前的价值进行累加可能高估中国持有美元资产的累计股票值。第二, 估值问题, 尤其是对股权投资的价值评估。

弄清楚这些潜在的问题后, 我们对以下两项进行调整: 首先, 考虑到我们拥有中国持有美国短期证券的历史平均数据信息, 我们可以假设部分资产将在三到六个月内到期。由于没有关于长期证券结构的信息, 我们的估计仍然显得不够精确。好在这个估计时段只有一年多一点, 误差可能不会太大。其次, 由于拥有对标普 500 指数月收益估计数据, 我们可以在一定程度上可以调整中国持有的美国股权投资的估值。在作出这些调整后, 我们发现中国对于美元资产持有额从 2007 年 6 月的 69% 下降到 2008 年 8 月的 58.7% 左右。这和我们之前所做的估计误差不大。

图 B1. 1b 中国外汇储备中非美元资产的比重估计



来源: 美国财政部、CEIC and BBVA 研究

2) 对美元汇率的影响

我们的估计似乎表明中国已从 2007 年 6 月起开始对其外汇资产进行多元化。如果这一趋势继续延续下去，这对美元将意味着什么呢？

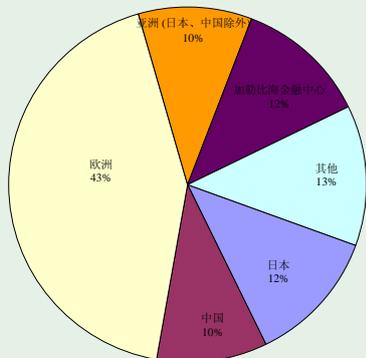
基于以下两点原因，我们认为中国进一步的投资多元化将不会对美元汇率产生重要的影响。首先，中国虽然为世界第二大的美元资产持有者，但仅占到外国对美元资产总持有额的 9.5%（图 B1. 2）。如果以美国总的金融资产计算的话，份额则更小，仅占到 2%（图 B1. 3）。

此外，中国不可能不持有任何美元资产，以对美元资产持有额从 70%降到 50%为例，下降的数量相对国外持有的美元资产和美国总金融资产来说，份额更小。

这意味着，中国外汇储备多元化的消息或流言可能使得美元短期内波动增加，但不会对美元的价格产生根本性影响。事实上，如果这种波动性加大，央行可以通过购买美元资产和卖出国内资产来干预汇率市场，从而抵消由于中国外汇储备多元化的市场预期而产生的短期波动。

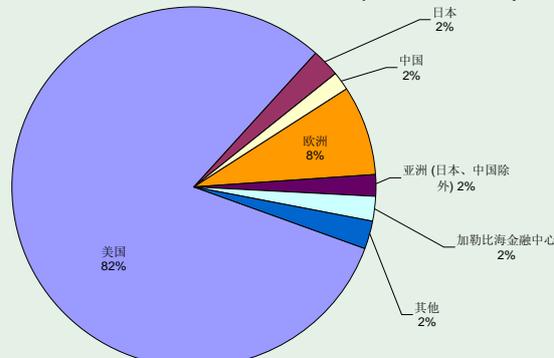
由于美元对其它主要货币，尤其是对欧元的贬值趋势已开始反转，进一步外汇储备多元化的争论变得不那么重要了。这意味着近期中国外汇储备多元化的步伐开始稳定。

图 B1.2 国外持有的美国长期金融资产(2007年6月)



来源: 美国财政部

图 B1.3 美国长期金融资产(2007年6月)



来源: 美国财政部

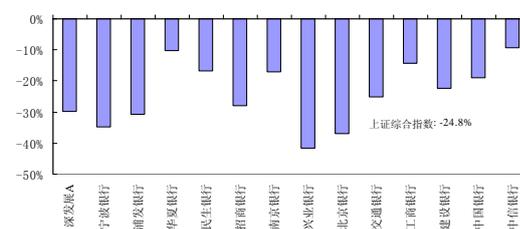
5. 银行业业绩

上证综指 (SCI) 从 7 月到 10 月 15 日间下降了 24.8%，同时，14 家上市银行的市值加权平均收益率也下降了 20%。虽然这 14 家上市银行的平均表现优于上证综指，但仍有 7 家上市银行比上证综指表现较差。较强的盈利能力为股价提供了一定支持，截止 2008 年上半年，净利润同比增长了 65.8%。这 14 家上市银行存款业务总和占中国所有银行总存款额的 57.6%，贷款总额占 54.5%，但有些银行可能无法代表银行业的总体业绩，因为他们可能是中国最好的一些银行，他们的表现应该优于中国银行业的平均水平。

尽管今年上半年实行紧缩货币政策，贷款与存款比例仍然较年初的 62.6% 高出了 0.7 个百分点。这在很大程度上是由于中国最大的银行中国工商银行的贷存比提高了 2.3 个百分点所致。

尽管银行业仍然保持着强劲的收益增长，但放缓的经济已经开始影响到其业绩。虽然不良贷款已从 2007 年的 3715 亿人民币下降到 2008 上半年的 3532 亿人民币且不良贷款率也在下降，但逾期贷款作为不良贷款的先行指标却从 2007 年的 4376 亿人民币增长到 2008 上半年的 4682 亿人民币。尤其是在宁波银行、民生银行、兴业银行、工商银行和中信银行等银行机构中，逾期贷款率已比 2007 年有所攀升，这意味着违约贷款开始增加。这些银行对中小企业和房地产开发的贷款业务可能已经开始影响到其业绩表现。长远来看，这些银行不太可能在 2008 年第三季度和 2009 年依然保持快速增长势头。

图 20: 主要上市银行市场表现(7 月 1 日-10 月 15 日)



来源: 万得数据和 BBVA 研究

表 1: 上市银行主要指标

	存贷比		总资产收益率		净资产收益率		净利润同比增幅		不良率		逾期贷款比率	
	2007	1H08	2007	1H08	2007	1H08	2007	1H08	2007	1H08	2007	1H08
深发展A	75.8%	71.9%	1.2%	0.7%	20.4%	12.7%	87.7%	90.7%	5.62%	4.64%	6.52%	6.07%
宁波银行	64.0%	68.4%	1.8%	1.0%	11.9%	8.9%	50.5%	90.8%	0.36%	0.40%	0.34%	0.37%
浦发银行	70.2%	71.2%	1.3%	0.9%	19.4%	18.4%	63.9%	149.6%	1.46%	1.22%	1.39%	1.33%
华夏银行	64.6%	70.1%	0.7%	0.4%	16.1%	13.3%	44.2%	90.9%	2.25%	2.06%	2.26%	2.00%
民生银行	74.4%	72.4%	1.1%	0.8%	12.6%	11.1%	68.6%	114.3%	1.22%	1.21%	1.97%	2.19%
招商银行	70.1%	74.6%	1.9%	1.3%	22.4%	17.1%	124.4%	116.4%	1.54%	1.25%	2.03%	1.89%
南京银行	59.7%	60.3%	1.6%	1.1%	9.2%	7.7%	53.0%	125.8%	1.79%	1.39%	1.77%	1.47%
兴业银行	68.7%	74.5%	1.5%	0.9%	22.1%	14.9%	126.0%	79.6%	1.15%	1.04%	1.07%	1.32%
北京银行	52.8%	62.2%	1.5%	1.0%	13.0%	10.0%	56.4%	121.5%	2.06%	1.74%	2.32%	2.07%
交通银行	62.6%	60.7%	1.6%	0.9%	16.0%	11.5%	66.3%	80.6%	2.06%	1.83%	2.42%	2.41%
工商银行	56.3%	58.6%	1.4%	0.9%	15.1%	11.7%	64.9%	56.8%	2.74%	2.41%	3.69%	3.78%
建设银行	61.3%	61.2%	1.7%	1.1%	16.4%	12.9%	49.3%	71.4%	2.60%	2.21%	2.78%	2.70%
中国银行	64.0%	62.0%	1.6%	0.9%	13.2%	9.7%	31.3%	42.8%	3.12%	2.58%	3.39%	3.10%
中信银行	73.0%	74.6%	1.5%	1.1%	9.9%	9.3%	115.7%	161.5%	1.48%	1.45%	1.86%	1.95%
加权平均	62.6%	63.3%	1.2%	0.8%	13.0%	10.1%	55.2%	65.8%	1.90%	1.63%	2.30%	2.27%

来源: 公司报告和 BBVA 研究

虽然中国的银行在美元资产的投资可能已经经受了相当大的损失，但这并不会影响到它们的稳固和金融稳定。到 2008 年 6 月底，主要的中国银行持有美国房利美和房地美相关债券 251 亿美元。由于美国政府的救市行为，如果将这些债券持有至到期日，投资人将不会遭受巨大损失。然而，这些银行持有的原值 73 亿美元的次级按揭贷款证券，28.6 亿美元的 Alt-A 证券和 4.56 亿美元的债务抵押债券将遭受损失。中国的银行到 6 月底已为这些资产计提了 38 亿美元的损失。当雷曼兄弟在 9 月破产时，7 家中国的银行共持有 7.22 亿美元的雷曼兄弟的债券及贷款。

虽然这些风险敞口和损失的数额较大，但是其影响看起来是有限的。与银行总资产相比，次贷产品仅占很小的一部分，就中国工商银行而言，这个数字仅为 0.09%，中国建设银行为 0.05%。但是中国银行在中国金融机构中持有最大次贷投资额，占到总资产的 0.58%和净资产值的 8.14%，中国银行将来可能需要经历一段比较困难的时期来渡过这次损失危机。

**表 2: 中国主要银行投资美元资产
(百万美元)**

主要银行	两房债券	Alt-A	次按产品 原值	次按减值 准备	CDO	美元资产 减值准备	雷曼兄弟债 券及贷款
	2008H1	2008H1	2008H1	2008H1	2008H1	2008H1	Sep-08
工商银行	2,716	651	1,214			702	152
中国银行	17,286	1,828	5,555	1,903		2,425	129
建设银行	3,250	357	488	215	456	671	191
中信银行	1,584	19					76
招商银行	255						70
交通银行							70
兴业银行							34
合计	25,091	2,855	7,257	2,118	456	3,798	722

注：原值估算的方法是资产帐面价值加减值准备；其他数据为截至 2008 年半年报数据。减值准备不包括雷曼兄弟债券及借款。

来源：公司报告和 BBVA 研究

表 3: 中国主要银行的次按投资(百万美元)

主要银行	次按投资原值				A	次按投资占 总资产比例	次按投资占 净资产比例
	2007	2008H1	AAA	AA			
工商银行	1,226	1,214	82	276	856	0.088%	1.489%
中国银行	6,286	5,555	1,961	1,153	229	0.582%	8.143%
建设银行	1,000	488	385	48	9	0.047%	0.729%
合计	8,512	7,257	2,428	1,477	1,095		

注：原值估算的方法是资产帐面价值加减值准备；

来源：公司报告和 BBVA 研究

6. 资产价格

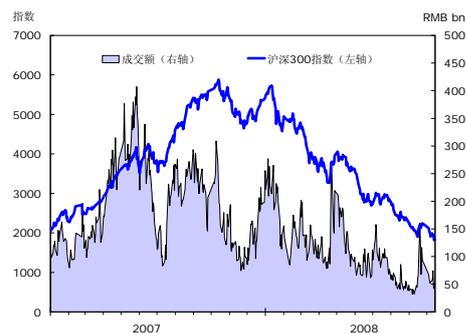
中国的股价从去年十月的最高点开始到目前为止跌幅已接近70%。部分受到全球金融危机的影响，九月以后跌幅尤为显著。同时，交易量也跌落到最高点时的八分之一（图 21）。市盈率也从2007年10月的最高值70倍回落到一个更具有持续性水平的15倍左右。

由于全球经济衰退，对于中国公司尤其是那些出口企业的盈利前景的忧虑是造成这一下滑的主要原因。同时，非流通股解禁也导致快速下滑。如图 22 所示，进入市场的解禁股票数量在2009年底达到最高点。从2008年第四季度到2011年，这些非流通股解禁后的市值总额估计将达到2.4万亿人民币，占到当前流通股市值的54%。如果所有的这些非上市流通股都被抛售的话，股价将会跌去三分之一（即上证综指将会从2000点跌到1300点）。因此，这些非上市流通股的解禁就像悬挂在中国股票市场上的一把达摩克利斯之剑。

为了彻底的解决这个问题，我们建议建立一支平准基金来购买那些解禁的股票。基于各种合理的假设，我们估计用来购买股东减持的解禁股票所需要的资金大约为7000亿人民币左右(表 4)。平准基金的融资渠道可以是投资者保护基金或者其他资源，如具有长期投资目标的社保基金。

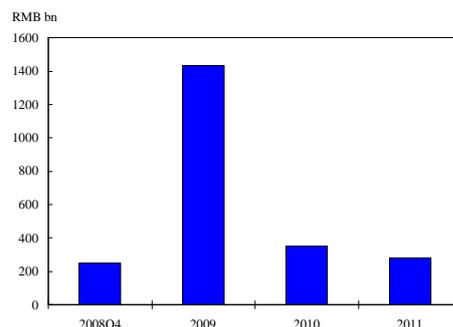
从2008年初开始，房地产价格在经历了去年的大幅增长后开始逐渐放缓（图 23）。深圳房价增速的下降的幅度远远高于国内其他城市，甚至自六月份起出现了负增长。紧缩的货币政策已经在抑制房地产市场价格快速增长中起了作用。专栏 2 将讨论近期房地产市场的发展。

图 21: 股票市场下跌及成交量萎缩



来源: 万得数据

图 22: 大小非解禁数量 (市值)



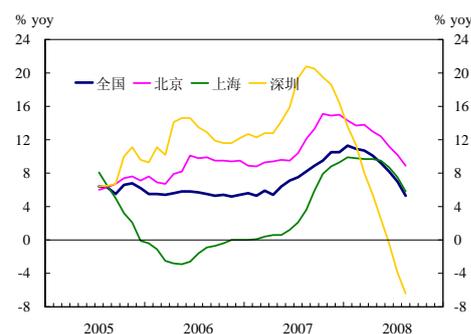
来源: 万得数据和 BBVA 研究

表 4: 购买解禁股所需资金

沪深300指数	2,000	1,500	1,300
平均股价 (元)	6.9	5.1	4.4
从大非股东购买比例	所需资金		
20%	668	495	429
30%	891	660	572
50%	1,336	989	858

注: 假设收购所有小非, 并假设收购不同份额的大非股票
来源: BBVA 研究

图 23: 房地产价格



来源: CEIC

专栏 2：房地产市场的近期展望

2007 年三季度起，受紧缩货币政策和其他监管政策抑制房价快速上涨的影响，全国房价增幅开始下降。这表明政府采取的政策达到了预期的效果。然而，房地产价格的急速下跌也对消费、投资和城市失业率造成严重影响。此专栏提供对中国房地产市场近期发展的分析。此外，我们还对北京房地产价格的估价进行一些初步的实证性论证。

1) 房地产价格开始下降

今年前几个月，房价上涨趋缓甚至开始下降。交易量显示，2008 年前 8 个月，住宅楼面的销售量同比增长下降 12.7%（图 B2.1）。同时，全国住宅价格上涨趋势减弱，一些大城市住宅价格甚至出现了下降，深圳最近几个月的房价已下跌 5%（图 B2.2）。

图 B2.1 房地产价格（2000 年不变价格）与销售面积

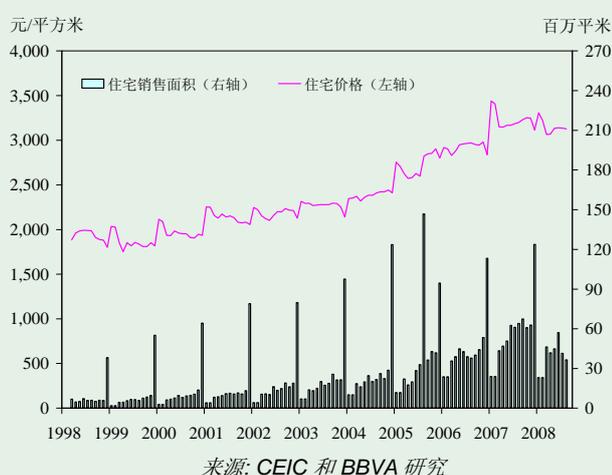
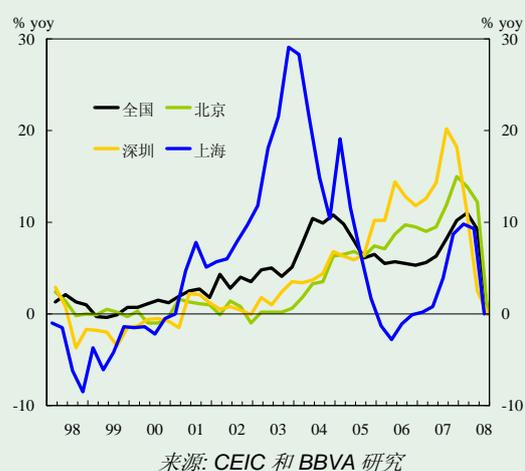


图 B2.2 主要城市的房地产价格走势



2) 价值评估

2008 年前，中国房价，尤其是一些大城市房价的快速上涨引出了对房地产市场上投机性泡沫的担忧。央行和银监会，联同相关部委采用货币政策工具和其他监管措施来冷却市场。这些政策的出台有效化解了房价进一步上升的风险。

但是中国的房地产市场到底被高估了多少呢？可以运用一些指标进行比较分析。我们首先观察价格和收入比。整体来看，全国房价大约相当于 8 年的家庭平均收入总和，比日本 80 年代后期和香港 97 年上半年房地产泡沫时期要低得多。然而，却比美国在此次危机前 2002 年至 2006 年期间的 4.6 的平均水平要高很多。北京的这一比例则更高，相当于 14 年家庭收入的总和（图 B2.3）。当有人说中国没有房地产泡沫时，一些大城市确实已显示出了房地产泡沫存在的迹象。

图 B2.3 房价收入比



来源: CEIC 和 BBVA 研究

接下来,我们来看收入和房地产价格的增长率。尽管价格和收入比很高,北京的人均收入增长速度大约为房地产价格增速的三倍(表 B2.1)。这可能在一定程度上能够减轻人们对北京高房价的恐惧。事实上,收入的大幅度上升,城市化进程以及农村人口迁移导致的城市人口激增也可用来解释其他大城市近几年房价的迅速上涨。

表 B2.1 收入增速和房地产价格增速比较 (2002-07平均)

	全国	北京	上海	深圳
人均GDP	14.0	14.1	15.3	11.4
房地产价格	6.5	5.2	9.7	7.2

来源: CEIC 和 BBVA 研究

另一个争议认为中国城市高房价合理的原因是中国人口众多,房屋的供应量不能满足需求。但是关于中国房屋供给的事实是什么呢?我们可以通过国际间的比较来解释这一问题。与其他国家或地区相比,中国人均住房面积已赶上富裕的邻国。举个例子,与一些东亚经济体相比,中国城市人均住房面积相对于其收入和人口密度来说已明显偏高。如表 B2.2 所示,2006年,中国城市人均居住面积为27.1平方米,比日本、韩国的人均居住面积要高得多,仅比新加坡的水平低一点。

表 B2.2 人均住房面积

国家	人均住房面积(平米)(年)	人均收入(USD, 2007)	城市人口密度(人/km ²)(城市)
日本	15.8 (2005)	37,670	14,151 (东京)
香港地区	7.1 (2005)	31,610	6,397 (香港)
美国	60.0 (1998)	46,040	10,452 (纽约)
新加坡	30.0 (1998)	32,470	6,904 (新加坡)
欧洲	45.0 (1998)	36,329	4,697 (伦敦)
俄罗斯	20.7 (2005)	7,560	9,644 (莫斯科)
韩国	24.8 (2005)	19,690	17,213 (首尔)
印度	5.0 (1997)	950	26,276 (新德里)
巴西	36.0 (1997)	5,910	7,216 (圣保罗)
中国	27.1 (2006)	2,360	6,968 (北京)

来源: 多方统计数据 and BBVA 研究

3) 北京的房价：被高估了吗？

在估值问题上，我们运用北京全市数据来实证分析北京的房价是否偏离了均衡水平。我们运用需求-供给框架来估计该均衡价格水平。在这个框架中，如果住房市场对变动可以即时调整，这个模型将接近均衡水平：

$$p_t^{d*} = p_t^{s*} = p_t^* \quad (\text{B2.1})$$

在长期需求方程中，决定因子包括住房存量(s)，家庭人均收入(y)，住房资本的实际成本(以实际利率计算； rr)和人口密度($dens$)。为了得到长期需求价格 p^{d*} ，我们运用如下需求函数：

$$p_t^{d*} = \alpha_1 s_t + \alpha_2 y_t + \alpha_3 rr_t + \alpha_4 dens_t \quad (\text{B2.2})$$

收入和人口密度的系数应当为正($\alpha_2, \alpha_4 > 0$)，而房屋存量 and 实际成本应为负值($\alpha_1, \alpha_3 < 0$)。

供给方面，假设市场参与者可以自由进入和退出，房地产开发商长期利润将为零。因此，已知的建造成本(c)以及长期供应价格 p^{s*} 会带来足够的投资率来弥补贬值和预期的住房存量增长。这个关于可以被描述为：

$$p_t^{s*} = \alpha_5 (\dot{i}_t - s_t) + \alpha_6 c_t \quad (\text{B2.3})$$

其中实际住房投资采用实际房地产固定资产投资 (FAI) (以 FAI 平减指数调整)， c_t 为实际的建造成本。由于较高房价诱导更多投资进入，投资率系数预期为正($\alpha_5 > 0$)，房地产价格与建造成本正相关($\alpha_6 > 0$)。

在经过协整检验 (Co-integration tests) 确认长期关系的存在之后，我们运用残差纠正机理 (Error-correction) 来估计短期价格动态变化。观测到的房价 p 与 $p^{d*} = p^{s*}$ 的偏差可以告诉我们实际房价相当于长期均衡价格高估或低估了多少。

我们的初步估计证实在 1998 年到 2003 年之间，实际房价比均衡价格高，但偏差很小。从 2003 年之后，实际房价快速上涨，在经过房地产存量的各种调整后，相对于长期价格的偏差提高到 19-25%。

应当注意到，尽管北京的实际房价与均衡价格偏差比较大，但由于人口增长和快速收入增加的驱动，均衡价格在过去 5 年里上涨了近 30%。

图 B2.4 北京房价均衡价格

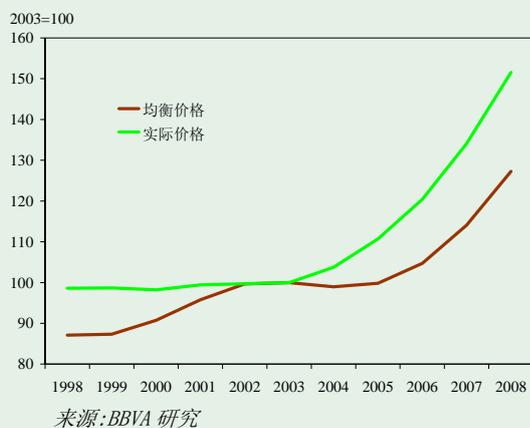
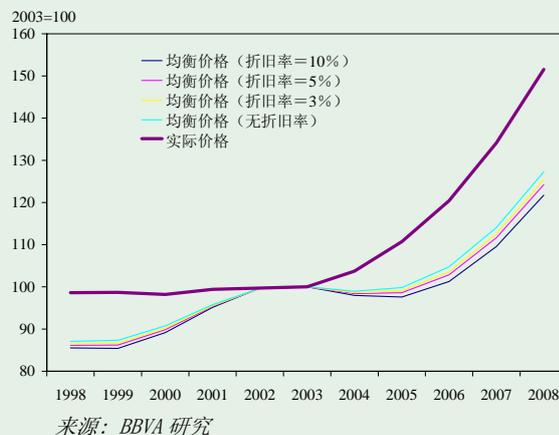


图 B2.5 均衡价格不同估计



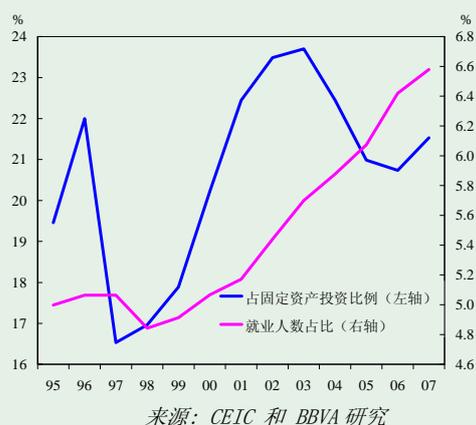
4) 房地产价格的下降及其对经济的影响

虽然在紧缩的货币政策及其他收紧的监管政策下，目前中国主要城市的房价保持稳定，但由于受全球金融经济衰退和中国整体经济前景黯淡的影响，房价未来将继续下降。考虑到房地产行业在中国整体经济中的重要性，基于以下原因，此轮下降对实体经济的影响比股市泡沫破灭要大。首先，由于房地产行业的投资占 2007 年总固定资产投资的 20%（图 B2.6），房地产行业就业人数占 6%（图 B2.7）——在城市就业率占很大比例，对这一行业投资的下降将严重影响内需。第二，由于地方政府收入很大部分来自房地产市场，该行业下滑将影响政府财政状况以及在经济放缓时财政对社会提供支持的能力。第三，房地产价格下降会引起负面的财富效应，从而抑制消费。此外，房地产投机泡沫引起的违约率的上升会削弱银行的资产负债表并可能增加银行的风险。

图 B2.6 房地产投资



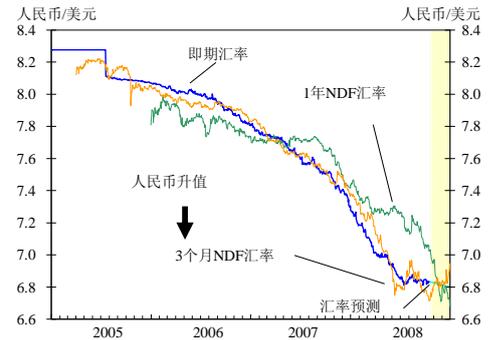
图 B2.7 房地产行业占比



7. 汇率

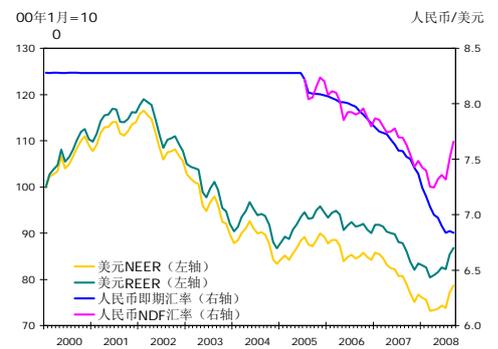
经过三年的稳步升值，人民币汇率已趋于稳定（图 24）。近期美元的快速反弹可能是人民币趋于稳定的原因（图 25）。其他亚太国家，尤其是韩国和澳大利亚，自 1997-1998 年的亚洲金融危机以来经历了大幅贬值。市场预期考虑到中国的竞争力有可能下降，人民币也将开始贬值。如图 5 所示，前三年的人民币升值并没有对中国的出口量造成很大影响。如果美元持续升值，人民币可以保持一段时间的稳定。我们预期人民币兑美元汇率将保持在 6.8 左右，专栏三将讨论人民币估值问题并对未来的人民币汇率政策走向作出估计。

图 24: 人民币汇率



来源: Bloomberg, CEIC 和 BBVA 研究

图 25: 人民币和美元汇率



来源: Bloomberg, CEIC 和 BBVA 研究

专栏三：人民币汇率展望

“我会随着事情的改变而更改自己的想法，而你呢？”

约翰·梅纳德·凯恩斯

在本刊 7 月的专栏三中，我们提出由于人民币汇率可以成为有效地抵制通货膨胀压力的货币政策工具，中国政府将努力维持人民币坚挺。

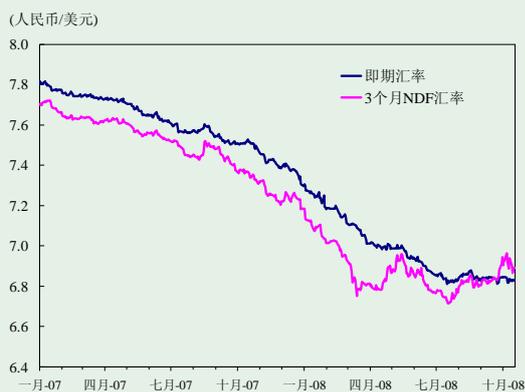
从那以后，全球金融市场开始急剧衰退。由于信贷市场的紧缩，油价及商品价格从 7 月份的高点期到 10 月中旬急速下降了 54% 和 20%。全球经济衰退趋势仍将延续，因此预计石油及商品的需求量将继续减少。而由于食品价格始终保持稳定，中国通货膨胀率也大幅回落。同时，中国国内经济增长的减缓也进一步抑制了通货膨胀的压力。伴随着西方银行和公司信贷状况正在变坏，最近一期外汇储备统计数据 displays，资金流动也开始反方向运转（图 19）。由于人民币对冲操作的需求日趋减少，这也在一定程度上放开了央行可运用的政策手段。

由于国内外经济环境的变化，人民币汇率政策或许也将有所改变。此专栏通过检验一些常用的评价指标对人民币汇率的进行分析。基于此分析，我们还将对人民币兑美元汇率作出最新预测，并讨论未来人民币汇率可能的方向。

1) 市场对人民币升值的预期改变了吗？

如图 B3.1 及图 B3.2 所示，3 个月及 6 个月人民币兑美元无本金交割远期外汇交易 (NDF) 从八月中旬起开始贬值。如 10 月 17 日，3 个月和 6 个月 NDF 汇率比即期汇率分别贬值 0.8% 和 1.4%。事实上，市场预期人民币从 10 月初起即开始贬值，NDF 汇率与即期汇率从 10 月下旬起走势将越来越相近。

图 B3.1 三个月人民币 NDF 汇率



来源: Bloomberg

图 B3.2 六个月人民币 NDF 汇率

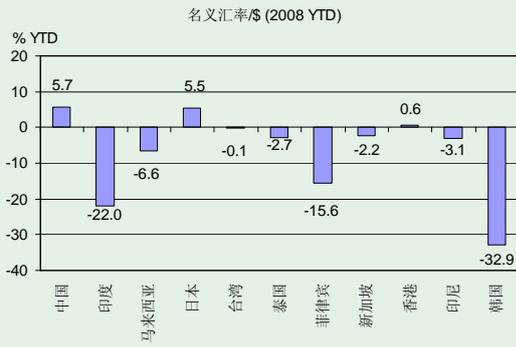


来源: Bloomberg

2) 人民币同亚洲其他货币的比较

由于中国经常与亚洲邻国竞争，对人民币及这些亚洲国家货币的汇率进行比较是一种有效的方法。从名义利率看，今年以来，人民币汇率在亚洲国家货币中最为坚挺，升值 5.7%（图 B3.3），而韩元、印度卢比及菲律宾比索都大幅贬值。类似地，从实际有效汇率率看，由于名义汇率升值及通货膨胀的原因，人民币和日元到目前为止已升值 11%。通过以上两点判断，人民币已成为亚洲地区的强势货币（图 3.4）。

图 B3.3 亚洲货币名义汇率



来源: Bloomberg

图 B3.4 亚洲货币REER



来源: Bloomberg

3) 人民币即期汇率与一篮子货币体系衡量的人民币汇率的比较

人民币从 2005 年 7 月起实行更富有弹性的货币制度，此时人民币汇率即被视为与一篮子货币挂钩。虽然央行从未提出过一篮子的成分货币，这个篮子还是可以由中国主要贸易伙伴国的贸易份额构成。如果采用中国贸易额的 70% 进行分析，我们发现大约有 11 种货币可用来构建货币篮子。这 11 种货币包括 G3 经济体及中国在亚洲、北美及欧洲的主要贸易伙伴。

那么，人民币对美元汇率又是如何与这一篮子货币关联的呢？我们发现一些有趣的现象：第一，隐含的一篮子人民币兑美元汇率在 2007 年 11 月前与人民币兑美元汇率紧密相关。之后，这个隐含汇率便大幅偏离人民币兑美元汇率。第二，根据 11 种货币篮子，10 月 17 日，人民币兑美元汇率本应为 7.92，然而事实上却为 6.83，存在 14% 差异（图 B3.5）。这表明人民币兑美元汇率升值比根据一篮子货币升值的速度要快，这可能预示着央行可能不再根据一篮子货币的表现来决定人民币升值的速度。或许从 2007 年 11 月起，对国内的通货膨胀的担忧是人民币加快升值的主要驱动因素。

图 B3.5 人民币即期汇率和人民币一篮子隐含汇率



来源: Bloomberg 和 BBVA 研究

4) 近期人民币汇率政策展望

事实上，人民币兑美元汇率相对于其他区域货币或隐含的一篮子货币都表明人民币的坚挺地位。或许造成不同判断的一个因素是中国拥有大规模的贸易顺差及大量的资本流入，而它的亚洲主要贸易伙伴却开始存在贸易赤字与资本流出（如韩国）。

这些比较对人民币兑美元汇率的未来走势具有重要意义，尤其是在全球经济下滑的情况下，人民币汇率可以维持目前水平甚至视情况必要时可贬值。事实上，全球能源及商品价格的下降，国内通货膨胀压力的减轻以及美元的坚挺也支持了这一判断。然而，由于中国的贸易顺差仍然巨大，人民币贬值将可能引起贸易保护主义者的压力。另外，保持人民币坚挺也符合中国利益，可以促进贸易升级转型。

基于以上因素，我们预计人民币兑美元汇率将在本年末维持 6.8 的水平，但如果美元维持现在对其他货币水平不变的话，2009 年人民币兑美元将贬值到 7。

经济政策及展望

政策反馈

七月以来，全球金融及经济环境迅速恶化。中国的政策制定者敏锐意识到当前全球金融危机的影响并迅速采取了宽松的货币政策，同时给中小企业和出口行业的发展提供支持。更重要的是，为了将中国的发展模式由高度依赖外部需求逐步转向内需型，政府实施了一系列措施，把农村改革发展放在优先位置。

九月中旬以来，央行已两次调低贷款利率及存款准备金率，一次是跟随世界主要国家央行共同调整，一次是在十月（图17）。为了鼓励银行给中小企业贷款，央行对中小银行存款准备金的要求比大银行的更低。由于中国经济增长放缓迹象越来越明显，我们预计接下来的几个月和明年，货币政策将会更加宽松。实际上，由于进入此次全球金融危机之前，中国采取的是紧缩货币政策，央行未来有很大的空间去进一步放松银根。

为了防止出口行业如纺织业、玩具业及电器业的迅速衰落，并提高出口产品的竞争优势，财政部联合其他相关部委调整了3486款出口产品的出口退税率。

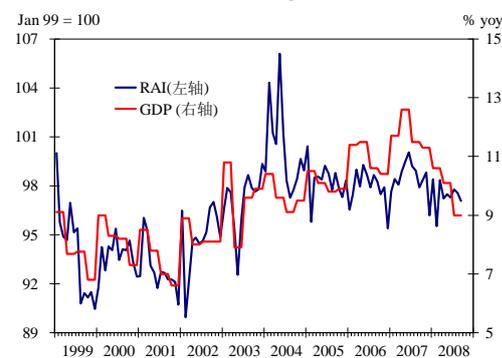
鉴于房地产行业在整个经济中的重要作用，中央政府还鼓励各当地政府采取多项政策支持房地产业发展。同时有关部门为提振房地产市场，调低了房贷利率、购房首付款比例、契税及印花税。

为鼓励国内粮食的生产，政府宣布提高粮食收购价格的15%，同时还出台其他农业政策提高农民收入。或许更重要的是，为提高农民收入和降低城乡差别，中国共产党把农村改革放在了首位。虽然细节仍然在进一步的讨论过程中，政府已经允许出租或转让7亿农民的土地承包权。允许土地承包权的转让能够通过允许更大程度上的劳动力流动及潜在提高农村产量来刺激城市化进程。虽然土地产权制度改革不会对中国经济产生立竿见影的作用，但必将有利于长期的经济发展。

经济观察和展望

尽管中国在进入此次危机时的初始状况比较有利，但此次是自大萧条以来最为恶劣的金融危机，必定给中国的经济增添了阴霾。虽然欧盟和美国政府的注资减轻了银行的运营风险，但这并不足以促使银行重新开始发放贷款。由于银行的贷款行为在本质上是顺周期型的，只要经济持续下滑，银行在贷款时会十分谨慎。这

图 26: 实际产业活动指数
(Real activity index)



来源: CEIC 和 BBVA 研究

种情况会随着西方银行当前的去杠杆化过程而进一步加剧。如果这一现象持续下去，相比于以前的经济衰退，金融脱媒的情况会导致经济更加急剧和旷日持久的下滑。

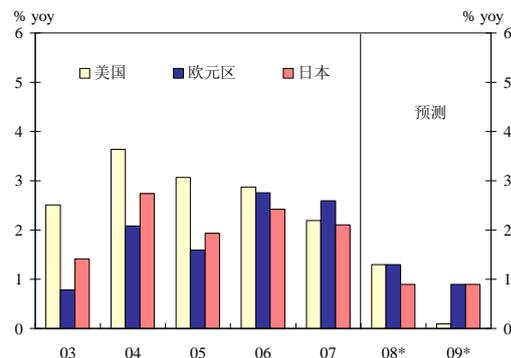
由于中国和全球尤其是和 G3 经济体的经济相关越来越密切。G3 经济体严重而持久的衰退必将对中国经济发展造成较大的负面影响（专栏 4）。

在这些背景下，如果没有货币及财政政策的刺激，中国经济在 2008 年最后一季度及 2009 年将快速下滑。事实上，实际产业活动指数 (Real activity index) 显示经济增长的动力四季度正继续下降走势（表 26）。

基于大幅恶化的外部经济和金融状况（图 27），我们预计中国最后一个季度 GDP 为 8.5%，全年为 9.5% 左右，而 2009 年将保持在 8.1% 左右。我们的预期比 10 月份最近一期市场一致认为的 9.1% 要低。因为我们认为中国近几年与 G3 经济体关系日益紧密，以及其高度依赖出口且投资主要由出口行业推动，面对全球经济状况急剧恶化的情况下，中国经济也将因此而下滑。

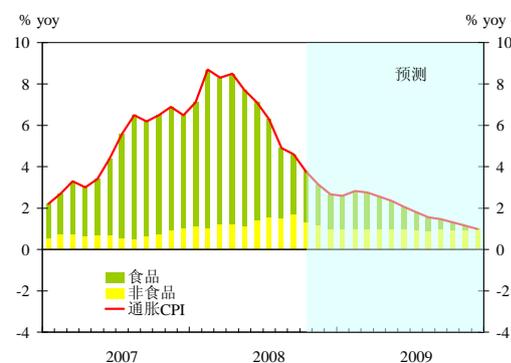
经济的迅速下滑，油价及商品价格的下降和较高的基期数据将共同导致中国通货膨胀下降速度超过预期。我们认为即使粮食的政府采购价格上涨 15%，到 2008 年底 CPI 中食品价格部分的涨幅将下降到 5% 并在 2009 年不再上涨。内外部需求的下降，加之油价和商品价格的下降降低了企业的输入成本和定价权。因此，为保持市场份额，企业将不得不降价。综合考虑这些因素，我们预计非食品类 CPI 将达到 1.3%。整体 CPI 将为 2%，这表明通货膨胀风险正在减轻，而通缩风险正在加剧（图 28）。

图 27: 预测假设



来源: 美联储, 同业预测和 IMF WEO

图 28: 通胀预测 (基本)



来源: CEIC 和 BBVA 研究

表 5: 预测

	2008				2009
	实际		预测		预测
	Q1	Q2	Q3	Q4	全年
GDP	10.6	10.1	9.0	8.5	9.5
通胀CPI	8.0	7.8	5.2	3.0	6.0

来源: CEIC 和 BBVA 研究

专栏 4: G3 经济体的经济衰退将给中国造成多大影响?

这是自 1929 年大萧条以来，G3 经济体同时进入了由全球金融危机引起的一次经济衰退。由于中国与全球经济尤其是 G3 经济体一体化的程度日益增加，一个自然的问题就是这次严重而持久的全球经济危机将对中国经济造成多大影响。此专栏通过以下方面分析这一问题：第一，我们提供一些中国经济独立于 G3 经济体的证据；第二，我们分析与 G3 经济周期的中国经济周期的同步性；第三，估计 G3 经济的震荡对中国经济的巨大影响；最后，研究中国经济周期的特殊性——政治经济周期，并评估政治经济周期是帮助减少还是加强了 G3 经济震荡对中国经济的影响。

1) 中国并非免受 G3 经济体衰退的影响

贸易和国外直接投资是中国经济增长的主要因素。根据与 G3 经济体的贸易关系，中国出口到美国、日本及欧盟的产品占总出口量的 50%。虽然中国收到来自 G3 经济体的直接投资（FDI）仅占 12%，而来自香港的投资占 44%。但香港投资很大部分的直接投资来自于 G3 经济体在香港的分公司，如果考虑到国外经由香港的间接 FDI，G-3 经济体投资于中国的 FDI 也同样巨大。

图 B4.1: 中国出口目的地
(2008 年 1 月—9 月)

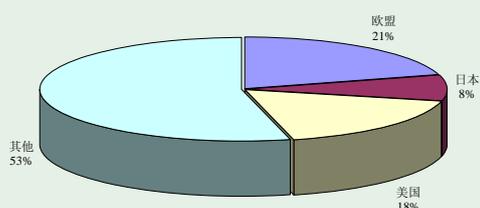
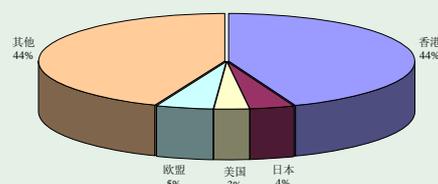


图 B4.2: 外商直接投资
(2008 年 1 月—9 月)



来源: CEIC

由于贸易和直接投资的密切关系，中国的投资在 GDP 中所占的份额和其一直在增加的出口所占份额正相关（图 4.3），这可能表明中国的投资对出口行业产能建设有很大关系。这点从 2001 年后中国投资增长与出口增长的高相关度也可看出（图 B4.4）。另外，中国及 G3 经济体国家的在 1996 年以后的私人消费增长也显现很高的同步性（图 4.5）。同时，中国的消费份额占 GDP 总量下滑到 40%多一点，这与美国的走势相反。事实上，这种模式尤其在当外部需求明显下降时并不乐观。考虑到目前中国的增长模式，外部需求的下降将降低投资，尤其是针对出口的机器和零配件的投资。所以现在的问题不是中国是否受 G3 经济体经济下滑的影响，而是这个影响有多大？

图 B4.3: 中国投资和出口占GDP比重

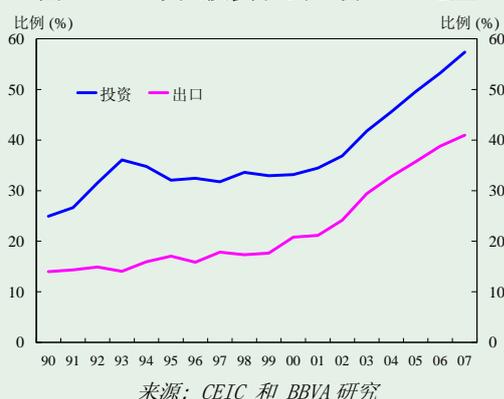


图 B4.4: 投资和出口增速

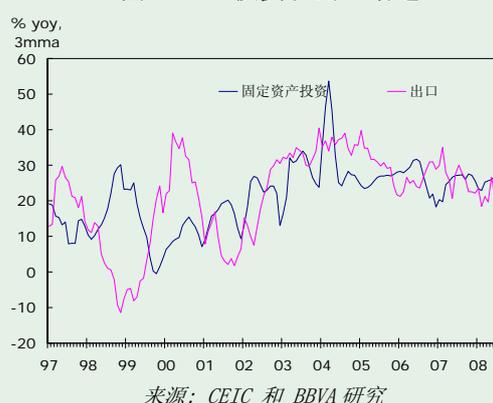


图 B4.5: 中国和G-3经济体私人消费增长

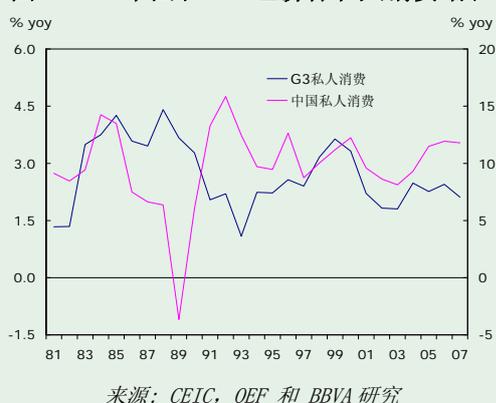
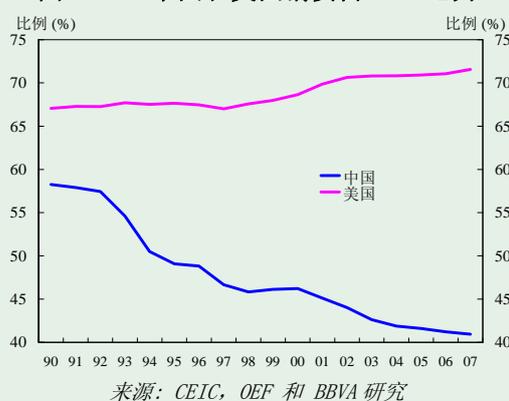


图 B4.6: 中国和美国消费占GDP比例



2) 经济周期的同动性

在回答以上问题之前，我们研究了一段时间中国及 G3 经济体之间的经济周期的同动性。表 B4.1 显示了一些简单的中国和 G3 经济体实际 GDP 增长的相关系数。我们发现 80 年代中国经济和美国密切相关，而和欧盟及日本关系却不密切。有趣的是，到了 90 年代，中国和 G3 经济体的相关系数开始偏离，似乎中国正在走出一个独立的经济增长轨迹。然而，中国和美国及日本的增长却在 2000 年开始高度正相关，尤其是和日本，相关系数达到了 0.42，这显示两国之间的经济同动性很高。另一方面，中国和欧盟之间的相关性在 2000 年以后仍呈反比。这一分歧主要由于欧盟在该时期经济状况较差，而中国却增长迅速，尤其是在加入 WTO 之后。如果把 G3 经济体当作一个整体来看，2000 年以来的相关系数达到 0.23，高于 80 年代和 90 年代，这表明了中国和 G3 经济体之间的联系日益紧密。

尽管简单相关分析说明了一些问题，如果我们可以过滤掉三个经济体中季度 GDP 增长的非正常变动因素，结果会更有说服力。我们引用 Band-pass 技巧，去掉不常发生的趋势变化（缓慢的长期趋势）并平滑经常发生的不规则变化（快速变化的季节性或不规则因子），同时保留经济周期的主要特征。

我们发现在去掉实际 GDP 增长数据中的不规则变化数据之后，中国及 G3 经济体经济周期的同步性发生了巨大改变。与美国具有高相关系数，80 年代为 0.54，90 年代为 0.21，21 世纪初为 0.44。和表 B4.1 比较，虽然和欧盟的相关性没有发生大幅变化，但与日本的相关系数也在 80 年代及 21 世纪初明显提高。虽然 90 年代时，中国和日本间的相关系数仍然为负，但绝对数字却大幅下降。整体来看，中国和 G3 经济体的相关系数不断增加，80 年代比较密切。虽然相关系数在 90 年代为负，但 2000 年后很快回到了正值并达到 0.34（如表 B4.2 和图 B4.7 所示）。

表 B4.1: 实际GDP增速的相关系数(同比增长)

	美国	欧盟	日本	G-3
1981-1989	0.24	0.07	0.09	0.18
1990-1999	0.08	-0.55	-0.40	-0.48
2000-2008	0.28	-0.28	0.42	0.23

来源: BBVA 研究

表 B4.2: GDP周期的相关性 (band-pass 方法过滤)

	美国	欧盟	日本	G-3
1981-1989	0.54	0.14	0.43	0.48
1990-1999	0.21	-0.34	-0.19	-0.26
2000-2005	0.44	-0.29	0.49	0.34

来源: BBVA 研究

图 B4.7: 周期相关性



来源: BBVA 研究

3) 经济震荡的传导作用

相关性分析揭示了经济周期同步性的程度。然而，它并没有告诉我们经济震荡是如何在 G3 经济体间传到的。这就需要一些不同的分析工具。事实上，使用结构经济模型更容易切中要点，在我们的分析中，我们使用了近向量自回归模型 (Near Vector Autoregression: NVAR)。

由于 G3 经济体之间的密切关系，我们按照他们的 GDP 比重将他们分组。这个分组方法使我们能够估计 G3 经济体产出和价格震荡对中国的影响，但反过来则不行。

表 B4.3 是方差分解的结果，显示了不同时期 G3 经济体的经济震荡和中国自身的震荡对中国经济产出和通货膨胀率影响的程度。我们可以从该表中观察到以下几点：第一，中国的产出和价格在短期内主要受其国内因素影响。一年以内，G-3 经济体产出和 CPI 的震荡可以解释中国产出的四分之一的变动和 5% 的 CPI 变动。第二，中期来看（3 年），G3 经济体的震荡可以解释中国产出 60% 的变动以及 CPI 40% 的变动。第三，G-3 经济体的震荡可以解释长期（5 年）中国产量四分之三的变动以及 CPI 70% 的变动。

表 B4.3: 经济震荡的方差分解 (%)

	Impact on China			
	产出		价格	
	G3	中国	G3	中国
1个季度	11.05	88.95	2.02	97.98
1年	25.82	74.18	3.41	96.59
3年	58.19	41.81	43.48	56.52
5年	74.58	25.42	66.95	33.05

来源: BBVA 研究

运用近向量自回归模型来分析震荡的影响，我们可以对 G-3 经济体的衰退对中国的影响进行量化分析。我们的实证结果发现出 G-3 经济体产量增长的一个标准差变动会引起中国经济产出增长变动 0.29 个标准差。用实际 GDP 增长率来解释这个影响，我们发现 G-3 经济体下降一个百分点会导致中国经济在一年后下降 0.73 个百分点。

4) 政治经济周期在中国的影响

除了外部因素之外，中国经济还受本身的政治经济周期影响。威廉姆·纳德霍（William Nordhaus）1975 年创造性的文献证明，美国的经济亦受政治因素如选举和政府换届的影响。

虽然中国没有美国的选举周期，但中国的高层领导和省政府每五年换届或轮岗，与中国共产党全国代表大会召开时期吻合。由于经济是衡量地方政府政绩的重要因素之一，地方政府官员总是通过加大当地基础设施建设和建立经济开发区政策来吸引国内外投资者，以此刺激投资和经济增长。这一行为也是中国特殊的政治经济周期。

用 1978 年以来的数据分析，我们发现中国共产党全国代表大会召开的当年的经济状况好于平均增长水平，并在会后的一年达到最高点，随后经济增长就会变缓直到下一届代表大会。至于财政开支（GDP 的一部分），我们发现在召开代表大会的当年总是达到最低点，而在之后的两年达到最高点（图 B4.8）。

图 B4.8: GDP和财政支出的政治经济周期

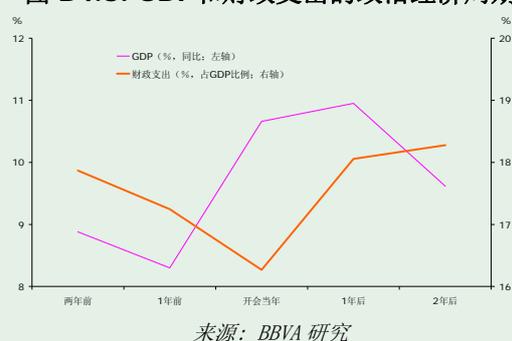


图 B4.9: 当前的政治经济周期



通过观察目前的政治经济周期与历史平均数据的关系，我们发现实际 GDP 增长在党的全国代表大会召开的 2007 年达到顶点，较中国典型政治经济周期的峰值早一年。由于党的全国代表大会的召开及优惠的财政政策，2008 年的 GDP 增长通常应该是达到最高峰的一年。但实际上，GDP 的增速却低于前一年，这主要受外部需求的减少和前三季度为了抑制通货膨胀紧缩的货币政策的影响。此外，如果我们按照中国政治经济周期的历史模式推断，中国的经济在未来两年将变缓。如果这一现象又伴随着严重而持久的外部经济衰退，中国的经济增长会在未来两年受到更严重的影响。

但这并不意味着中国经济增长在未来几年将大幅度放缓。由于具有优势的财政地位和进入此次全球衰退时的紧缩货币政策，中国可以很好的运用财政和货币政策双重工具来刺激经济。

中国经济中的风险和不确定因素

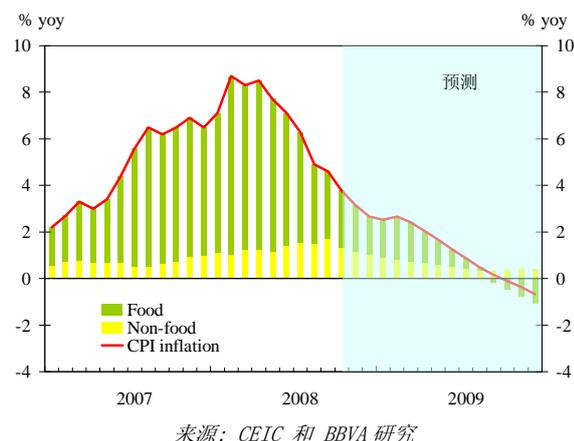
尽管在进入此次危机时，中国具有很好的初始条件，但仍然存在一些可能影响中国宏观经济环境和金融稳定性的潜在风险和不确定性因素。首先，由于在制造业和房地产市场投资的显著下滑，经济可能比预期衰退的还要快。正如专栏 4 中所述，近几年，消费占中国 GDP 比重下降到 40% 多一点，而投资所占比重增长到接近 60%。考虑到中国投资增长和出口增长的高度相关性，外部需求的大量减少可能降低中国的投资量。房价的下跌也使投资下降更为迅速。由于房地产市场的投资占总投资额的 25%，它的继续下滑将加速国内投资的下降。投资和出口的下降又会导致个人消费不景气，GDP 存在迅速下降的风险。

政府将会采取一些财政刺激政策来避免这些风险。我们相信若伴随着结构性改革项目的完成，如建立全国医疗保险体系和改善目前的养老金体系，这些政策会更加有效。这些结构性改革项目将有助于减少预防性储蓄而刺激个人消费。

第二，如果外部需求迅速减少，通缩的风险将增大。如图 29 所示，外部需求的下降，伴随着食品、油价及能源价格的下降将加速中国通货膨胀率的下降。此外，技术上翘尾因素也会促使通货膨胀的下降。这个原因是，通货膨胀率在 2007 年最后一个季度和 2008 年上半年维持在相当高的水平。高基数将促使 CPI 在 2009 年中进入负增长，从而增加通缩的风险。为避免这种风险，应该进一步实施宽松的货币政策。

第三，出口增长率的大幅下降将导致沿海地区以出口为主的生产制造企业的倒闭，从而提高失业率，增加社会压力和不确定因素，因此急需增加为失业人员提供福利政策。

图 29: 通胀预测
(风险情形)



附录: 中国统计表

	单位	2003	2004	2005	2006	2007	2008		
							1 季度	2 季度	3 季度
国内经济									
名义GDP	十亿元	13,582	15,988	18,322	21,192	24,953	6,149	6,913	7,101
	十亿美元	1,641	1,932	2,239	2,662	3,289	858	994	1,038
实际GDP	% 同比	10.0	10.1	10.4	11.6	11.9	10.6	10.1	9.0
CPI	% 同比	1.2	3.9	1.8	1.5	4.8	8.0	7.8	5.3
外部经济									
出口	% 同比	34.6	35.4	28.4	27.2	25.7	21.2	22.2	23.1
进口	% 同比	39.8	36.0	17.6	19.9	20.8	28.7	32.5	25.9
贸易顺差	十亿美元	25	32	102	178	262	41	57	83
经常项目顺差	十亿美元	46	69	161	250	372	n.a.	n.a.	n.a.
	% 占GDP比例	2.8	3.6	7.2	9.4	11.3	n.a.	n.a.	n.a.
国际收支平衡	十亿美元	117	206	207	247	462	n.a.	n.a.	n.a.
	% 占GDP比例	7.1	10.7	9.2	9.3	14.0	n.a.	n.a.	n.a.
外汇储备 ^{1/}	十亿美元	403	610	819	1,066	1,528	1,682	1,809	1,906
	% 占GDP比例	24.6	31.6	36.1	39.3	44.7	51.8	54.4	57.3
外债	十亿美元	209	247	281	323	374	n.a.	n.a.	n.a.
	% 占GDP比例	12.7	12.8	12.4	11.9	10.9	n.a.	n.a.	n.a.
财政									
财政收支平衡	% 占GDP比例	-2.2	-1.3	-1.2	-1.0	0.6	10.5	7.9	0.8
货币									
M2增幅	% 同比	19.6	14.6	17.6	16.9	16.7	16.3	17.4	15.3
贷款增幅	% 同比	21.1	14.5	13.0	15.1	16.1	14.8	14.1	14.5
基准贷款利率	% 每年	5.31	5.58	5.58	6.12	7.47	7.47	7.47	7.20
基准存款利率	% 每年	1.98	2.25	2.25	2.52	4.14	4.14	4.14	4.14
存款准备金率 ^{2/}	%	7.0	7.5	7.5	9.0	14.5	15.5	17.5	16.5
人民币对美元汇率	(年末)	8.28	8.28	8.07	7.81	7.30	7.01	6.85	6.85
	(年均)	8.28	8.28	8.18	7.96	7.59	7.16	6.96	6.84
社会与经济指标									
人口	百万人	1,292	1,300	1,308	1,314	1,321	1,323	1,325	1,326
城镇	% 占总人口比例	40.5	41.8	43.0	43.9	44.9	n.a.	n.a.	n.a.
农村	% 占总人口比例	59.5	58.2	57.0	56.1	55.1	n.a.	n.a.	n.a.
预期寿命	岁	n.a.	71.4	71.8	72.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
婴儿死亡率	每千人	n.a.	n.a.	25.4	23.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
人均GDP	元	10,542	12,336	14,053	16,165	18,934	4,648	5,218	5,354
	美元	1,274	1,490	1,717	2,031	2,496	649	750	783
能源									
能源产量	百万吨标准煤	1,638	1,873	2,059	2,211	2,354	539	642	651
能源消费	百万吨标准煤	1,750	2,032	2,247	2,463	2,656	813	877	936
人均能源消费量	公斤标准煤	154	164	180	195	203	n.a.	n.a.	n.a.
人均电力消费量	千瓦时	174	190	217	249	275	n.a.	n.a.	n.a.

来源: 国家统计局, 世界银行, CEIC, BBVA 研究

注: 1) 季度数 "% 占 GDP 比例" 被年化。

2) 2008 年 9 月, 中小银行存款准备金率降至 16.5%, 而工农中建四大行, 交通银行以及邮储银行维持 17.5% 不变。

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.