

# 中国观察

经济研究部

2010年2月

本文译自英文版，中英文版之内容如有歧义，概以英文版为准



中国第四季度的 **GDP** 超出预期强劲增长，使得全年增长率达到了 **8.7%**，高于政府原定 **8.0%** 的增长目标。在面临前所未有的外部冲击的情况下，中国成功地实现了持续增长，这也帮助亚洲重新获得了世界最快发展地区的地位。随着经济过热和不断上升的通胀风险成为关注焦点，政府开始着手控制过于充裕的流动性和快速的信贷增长。同时，政府的中期目标是将需求的动力从投资和出口转到居民消费上来。

我们预计 **2010** 年中国将延续这种增长势头。但是，随着货币管理当局和银行监管当局为了降低过热风险而果断采取的措施开始发挥作用，预计增长的速度应该不会太快 (**9.3%**)。

# Contents

截稿日期：2010年2月3日

<b>1. 摘要</b>	<b>2</b>
<b>2. 近期经济发展</b>	<b>3</b>
2.1 GDP 增长和经济活动	3
2.2 对外贸易	4
2.3 通货膨胀	7
2.4 财政政策	9
2.5 货币和金融状况	10
2.6 汇率和资本流动	17
<b>3. 经济政策和展望</b>	<b>18</b>
<b>4. 附录：中国统计表</b>	<b>22</b>
<b>专栏</b>	
专栏 1：国际环境	5
专栏 2：进一步从紧的信贷环境下中国的银行如何应对？	12
专栏 3：应采取哪些措施来进一步完善中国的养老制度？	19

## 刊物协调人：

Alicia Garcia-Herrero

[alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk](mailto:alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk)

## 该刊物由以下人员参与撰写：

Stephen Schwartz

[stephen.schwartz@bbva.com.hk](mailto:stephen.schwartz@bbva.com.hk)

朱元德

[yzhu@bbva.com.hk](mailto:yzhu@bbva.com.hk)

郑林

[jenny.zheng@bbva.com.hk](mailto:jenny.zheng@bbva.com.hk)

周雪

[serena.zhou@bbva.com.hk](mailto:serena.zhou@bbva.com.hk)

## 1. 摘要

- 由于信贷快速增长和外部需求逐渐增加，中国第四季度的 GDP 激增，同比增加了 10.7%。这使得中国 2009 年的全年增长水平达到了 8.7%，高于市场预期和政府原定的 8.0% 目标。增长的主要原因来自在政府庞大的一揽子经济刺激计划和超高的信贷增长规模支持下强劲的固定资产投资和内需，同时外部需求的反弹也起到了支持作用（见专栏 1——国际环境）。
- 第四季度通胀开始增加，尽管通胀的起点很低。在该季度内，CPI 和 PPI 指数增长双双转正，12 月份同比分别增长了 1.9% 和 1.7%。通胀增加的部分原因在于基准效应、冬季的恶劣气候影响、公共事业服务和能源价格的变化以及食品和商品价格的上涨。但是，总的来看，经济增速放缓（我们估计 2010 年将出现负的产出缺口）将降低通胀压力。尽管如此，政府还是对不断升温的通胀预期给予了适当的关注，特别是在近期信贷增长的情况下。
- 2009 年宽松的货币政策主要源于政府特殊的经济刺激措施。去年全年的新增贷款达到了 9.59 万亿人民币，外汇储备创下 2.4 万亿美元的历史记录，全国房地产市场强劲反弹，这也增加了房地产泡沫和通胀风险。当局开始通过上调法定准备金率（RRR）来收紧货币政策，以便降低过于充裕的市场流动性。
- 2010 年银行业的前景依然向好，这是由于更强的定价能力和依然强劲的贷款增长带来了更高的利润预期。中国商业银行的资产质量依然稳定。对更高的资本充足率的规定迫使银行筹措了更多的资本，但是从中期来看应该有利于银行体系的发展（见专栏 2，该内容评价了紧缩性政策对银行的影响）。
- 在当前强劲的经济增长势头下，我们预计短期内将出现进一步的收紧措施，包括法定准备金率的进一步上调（RRR）和抑制银行贷款的措施，紧随其后的将是自第二季度开始的利率上调和人民币一定程度上的重新升值（预计全年将对美元升值 4%）。我们预计全年经济将保持在 9.3% 的适度增长水平。
- 从长期来看，对中国来说经济的增长模式从依赖于出口和投资转为更多地依赖于居民消费是十分重要的。中国养老制度的改革是实现这个长期目标的一个要素。缺乏退休保障是中国成为居民储蓄大国的一个原因。建立广泛覆盖城乡居民的基本养老制度能够最终降低预防性储蓄同时可以增加国内消费（见专栏 3——养老制度改革）。
- 未来经济主要存在两项风险。首先，从近期来看，由于市场的高流动性导致的通胀预期上升和房地产价格泡沫使得政府处于两难境地。当局一方面需要防范这些风险，而在另一方面则要在仍不明朗的全球经济背景之下继续为经济提供支持。由于外贸行业基础尚不稳定，市场担心政府过早退出刺激计划可能会导致经济失去增长动力。
- 第二个风险源自经济结构的不平衡，在当前经济结构下经济增长过度地依赖固定资产投资。按照财政刺激计划，大部分的该类投资来自于对国企投放的贷款，这也就增加了对未来不良贷款的忧虑。虽然政府很注重调节经济增长方式的需要，并且 2010 年的政府政策已经开始从支持投资转向支持消费，但是这种转变仍需要时间。

## 2. 近期经济发展

### 2.1. GDP 增长和经济活动

中国第四季度的 GDP 同比增长达到了 10.7%，大大超出了预期（BBVA：第四季度 9.9%），这使得中国 2009 年的全年增长达到了 8.7%（BBVA：2009 年为 8.3%），高于政府原定的 8.0% 的目标（图 1）。经济增长主要由政府庞大的经济刺激计划和超高的信贷增长规模来驱动，庞大的刺激计划和信贷规模也推动了固定资产投资和国内需求的增长。同时，随着外部需求的增加，出口也开始反弹。2008 年第四季度的比较基数较低也是 GDP 高增长的一个原因。我们预计，随着货币管理当局和银行监管当局采取的抑制信贷增长的果断措施开始奏效，2010 年将保持 9.3% 的温和增长水平。

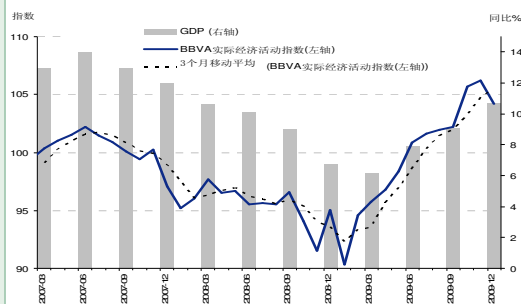
随着出口行业的复苏，制造业继续好转（图 2）。全年的工业产出增加了 11%，仅 12 月一个月，工业产出同比增长了 17.9%。作为制造业的先行指标，采购经理人指数（PMI）自 2009 年 3 月起便稳定处于高于 50 线的区域（PMI 高于 50 为经济总体扩张，低于 50 为经济衰退）。2010 年 1 月，PMI 指数达到 55.8，尽管比 2009 年 12 月的 56.6 略有下降，但是还是说明制造业将在未来几个月继续反弹。

同时，出口也逐渐从紧缩中恢复。尽管全年出口同比下降了 16%，但是月数据持续增长。12 月同比强劲反弹了 17.7%，这也进一步确认了出口复苏道路是稳固的。复苏中的出口也将帮助减轻某些工业和制造业相关行业的产能过剩问题。

2009 年，代表消费情况的零售总额保持了 15.5% 的增长水平，12 月同比增长加速至 17.5%，这要得益于政府的刺激计划和家庭收入的增加（该年度城镇居民人均可支配收入同比增加了 8.8%）（图 3）。在 2009 年的耐用品和大件商品采购中，汽车销售额达 1030 万辆，大幅增长了 32.3%，反映了居民消费的增长势头强劲。随着政府刺激计划的支持重点从基础设施建设转向消费，我们预计今年的零售额将继续增长。

2009 年的名义固定资产投资同比大幅增长了 30.1%，而第四季度的增速放缓（图 4）。实际上，12 月的固定资产投资同比增长率达到了 18.8%，低于 11 月的 26.9% 和 10 月的 39.8%。这要归功于政府密切监控房地产市场中存在的潜在泡沫，房地产的固定资产投资开始下降，12 月实际同比增长仅为 4.75%，同 11 月份和 10 月份相比明显下降，11 月份的同比增长为 14.2%，10 月份为 39.6%。

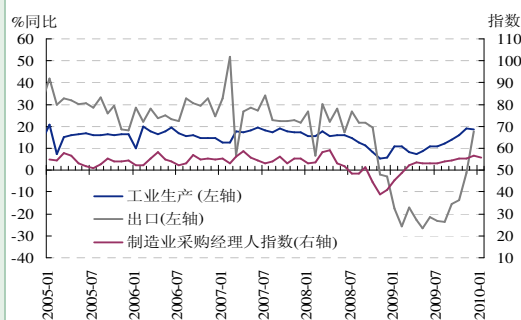
图 1: GDP 实际增长和 BBVA 实际经济活动指数



注：BBVA 实际经济活动指数是按月度经济指标计算的综合指数，其作用是监测季度 GDP 的走势。

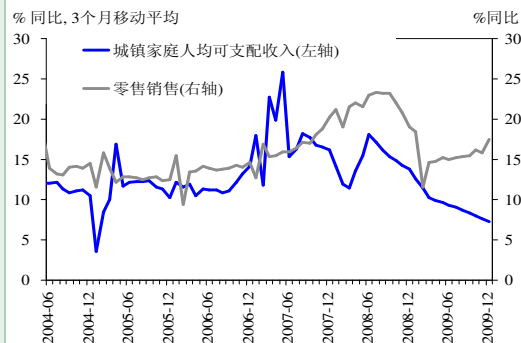
来源：CEIC 和 BBVA 估计

图 2: 工业生产及出口



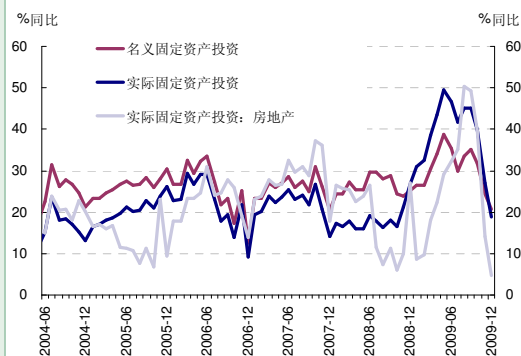
来源：CEIC 和 BBVA 估计

图 3: 零售销售和收入



来源：CEIC 和 BBVA 估计

图 4: 固定资产投资



来源：CEIC 和 BBVA 估计

## 2.2. 对外贸易

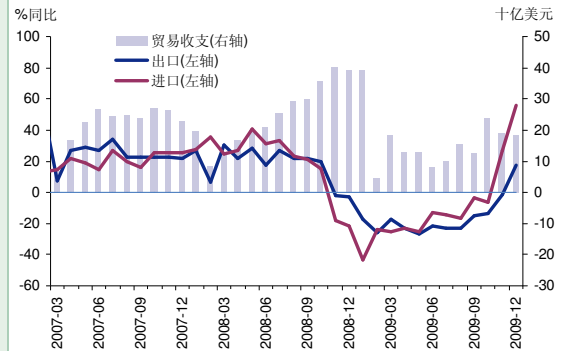
2009年，在低迷的外部需求环境下中国的出口和进口同比分别下降了16%和11%，使得全年贸易盈余达到了1,961亿美元。然而，在全球经济危机期间，中国的出口情况优于许多竞争对手。中国超过德国成为世界最大的出口国，并且在世界出口中中国所占的份额跃至近10%。在整个期间，人民币兑美元的汇率基本保持不变。

尽管全年为负增长，出口和进口从年初开始逐步改善，且同比增长水平已经转为正数。12月出口同比增加了17%，进口同比增长率飙升至56%，大幅超出了市场预期。12月的贸易盈余达到184.3亿美元（见图5）。出口的增长同全球总需求的明显复苏是相一致的（见专栏1）。

按出口的目的地来看，12月份中国对欧盟——中国最大的出口市场——的出口同比增长了10.2%，远高于11月份的-8%（图6），而12月份向美国的出口同比增长了15.9%，扭转了11月份的-1.7%的下降局面。（作为衡量美国制造业经济健康的指数，美国供应管理协会（ISM）的PMI在过去的5个月持续保持在50这个经济扩张和衰退的分界线之上，而第四季度的大幅增长，更确定了美国当前的有力复苏。）鉴于当前的趋势，我们预计未来几个月对中国出口的需求将进一步上升（图7）。

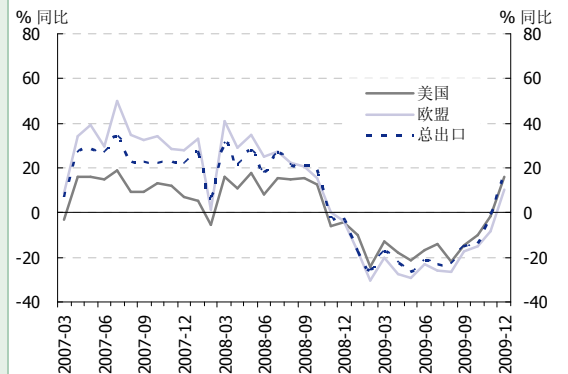
庞大的刺激政策下中国内需和基础设施支出的改善亦推动了进口的强劲反弹。进口的增长成为亚洲其他国家的重要推动力，特别是对中间产品和商品的出口国（图8和图9）。中国的加工类进口也在增长，其可作为预计外部需求的一项指标（加工型进口产品用来生产最终的出口产品）。12月加工进口同比大幅上升超过50%，实现了强劲反弹（图10）。

图 5: 对外贸易表现



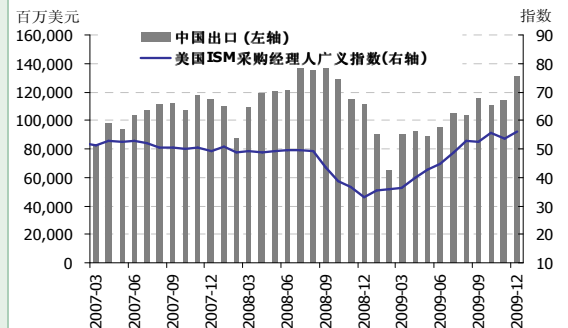
来源: CEIC 和 BBVA 估计

图 6: 按目的地区分的出口



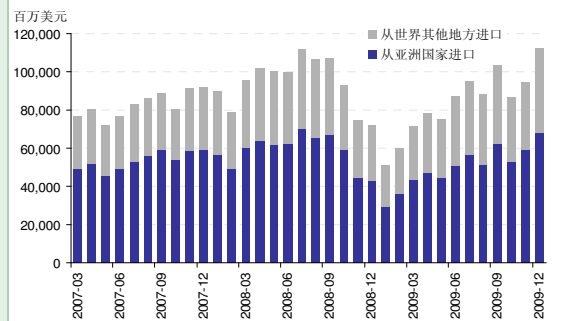
来源: CEIC 和 BBVA 估计

图 7: 中国出口水平和美国 PMI



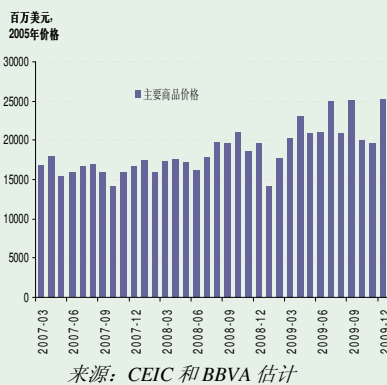
来源: CEIC 和 BBVA 估计

图 8: 中国来自亚洲和世界其余国家的进口



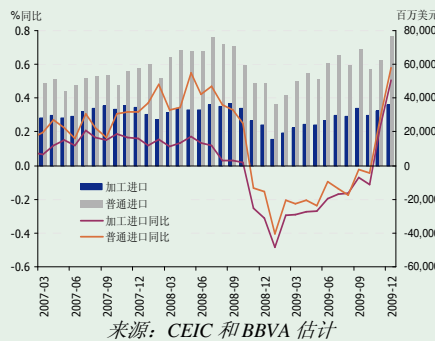
来源: CEIC 和 BBVA 估计

图 9: 中国主要商品的实际进口量



来源: CEIC 和 BBVA 估计

图 10: 加工类和非加工类进口



来源: CEIC 和 BBVA 估计



## 专栏 1：国际环境

### 全球前景改善.....

从去年中期开始，全球复苏的迹象已经愈加明显。许多国家的经济从 2008 年底和 2009 年初普遍的直线下降已经转变为相对稳定，在某些情况下甚至还出现了温和增长。

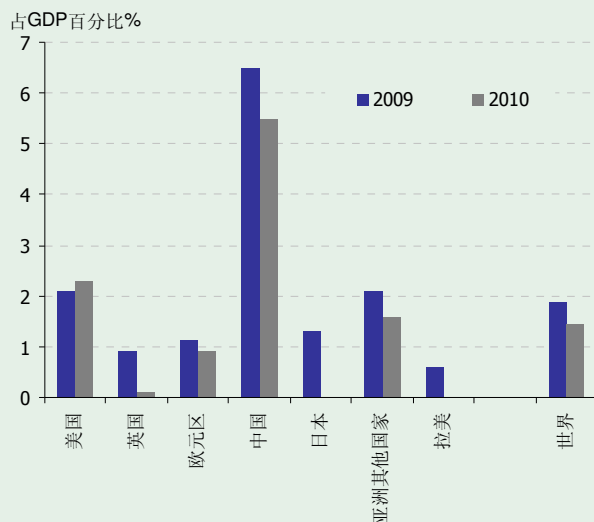
趋势的变化很大程度上归功于大多数国家采取的特殊的经济刺激措施（图 1.1）。

### .....尽管发达国家依然存在着风险

尽管如此，世界经济的基础依然脆弱，经济再次下滑的风险依旧存在（图 1.2）。主要的风险在于财政刺激计划可能过早退出，尤其是发达国家，此外内需能否取代政府支出成为经济复苏的主要驱动力亦不确定。就业市场的疲软给经济复苏增加了压力，另外，主权债务问题也令人堪忧。对于这些问题，目前经济政策面临的最大挑战是如何及时和有计划地退出公共、财政和货币支持政策。

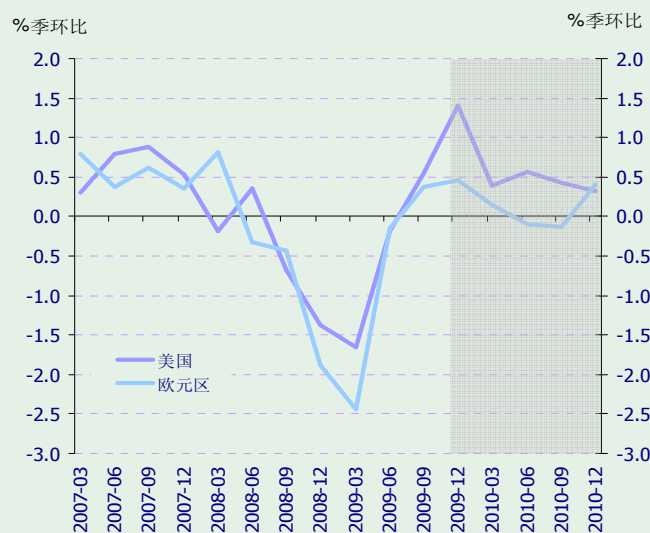
在这种情况下，由于在产能高企的情况下通胀不大可能显著上升，很有可能低利率局面还将持续一段时期。但是随着时间的推移，一旦时机来临，央行将逐渐尝试各种可能的方案使流动性政策回归正常。

图 1.1：财政预算计划：相对规模



来源：BBVA 经济研究部

图 1.2：美国和欧元区：GDP 增长



来源：BBVA 经济研究部

### 新兴国家是全球发展的动力.....

经济复苏是不平衡的。大体上，同发达国家相比，新兴国家的复苏之路更加稳固（图 1.3）。这一点可以通过几个因素来解释：受金融危机的影响较小；在经济危机一开始便成功实施了财政和货币刺激计划；近几个月来商品价格的上涨；2008 年底在全球贸易受到重创之后的温和复苏；还有这些国家为了促进宏观经济的稳定而在早期采取的一些措施，这一点对长期稳定的发展也许更为重要。就是这些因素使得这些经济体（不包括欧洲的新兴国家）有别于其他国家并能够更轻松地应对更高成本的筹资市场和紧缩的经济活动与就业市场。

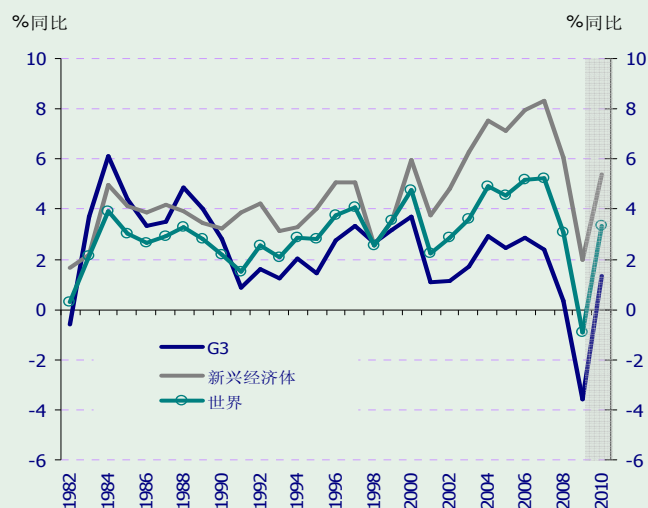
在发达国家中，同欧洲相比，美国的情况看起来更好些。特别是同欧洲相比，美国的财政刺激计划对未来几年增长的积极作用更大。对美国的经济来说，最有可能出现的情况是温和增长，因为一旦政府刺激计划结束，私人领域能否恢复到持续高增长水平尚存在不确定性。此外，诸如失业或者公共帐目问题也令人担忧。

欧洲 2010 年采取的财政刺激水平相对较低，欧洲各个国家之间也不相同。欧洲劳动力市场越来越僵化也延误了经济活动的复苏。

不平衡的经济复苏也反映在了这三个地区的股票市场的表现上，在这三个地区中新兴国家拔得头筹，美国居中，而欧洲经济与货币一体化联盟(EMU)垫底（图 1.4）。

尽管还存在着明显的不确定性，但是新兴国家的复苏迹象已经很明显。中国，正如这一期的《中国观察》说明的那样，已经重新获得了高增长率，部分原因在于采取了信贷的飞速增长和其他刺激措施。在拉丁美洲，大部分国家在第三季度已经显示出了正增长的迹象。然而，对于欧洲的新兴国家来说则面临着更多的风险，这些国家在宏观经济和金融方面较弱。

图 1.3: GDP 增长预测



来源: BBVA 经济研究部

图 1.4: 股票市场

(2007 年 7 月=100)



来源: Datastream 和 BBVA 经济研究部

### 商品价格在这种更有利的背景下复苏

2010 年旺盛的需求（特别是来自中国的需求），以及发达国家的复苏前景为商品市场提供了极大的支持，使得商品市场随着股票市场开始复苏。近几个月，风险规避趋势的降低和美元的走弱吸引了在这些市场的金融投资这也促进了价格的反弹。这减轻了年初一些新兴国家所承受政府融资压力，并且给具有丰富自然资源的国家的货币升值提供了额外的支持。

### 2.3. 通货膨胀

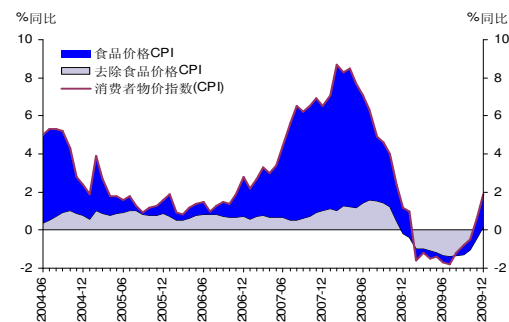
中国的通胀水平从 2009 年的第四季度开始攀升（图 11）。自从 2009 年初，11 月份的 CPI 同比首次达到 0.6% 的正增长，12 月份 CPI 同比加速增长了 1.9%，超过了预期。对于 2009 年全年，CPI 平均值下降了 0.7%。12 月份超出预期的 CPI 快速增长主要源自上涨的食品价格的推动，其贡献了 1.7 个百分点，部分是因为基准效应、以及近期严重雪灾所导致的供应短缺，而非食品价格则得到了很好地控制，对 CPI 同比增长的贡献为 0.15%。鉴于去年较低的比较基数，我们预计未来几个月的 CPI 将进一步增长。

在上游成本方面，2009 年全年 PPI 同比下降了 5.4%，但 12 月的 PPI 已逆转之前连续 12 个月的下降，同比实现了 1.7% 的正增长，工业品的 PPI 从 11 月的同比-2.7% 反弹至同比 2.0%，而消费品的 PPI 从 11 月的同比-0.2% 增至同比 0.8%（图 12）。

PPI 通胀近期出现反弹的一部分原因是基准效应，以及全球需求的增加导致国际能源和商品价格的上涨（图 13）。2009 年的最后一个季度中的进口基本金属和钢铁的价格在近几个月持续增长；12 月，基本金属的价格走出了全年的通货紧缩，达到了 16.9% 的同比增长（图 14）。

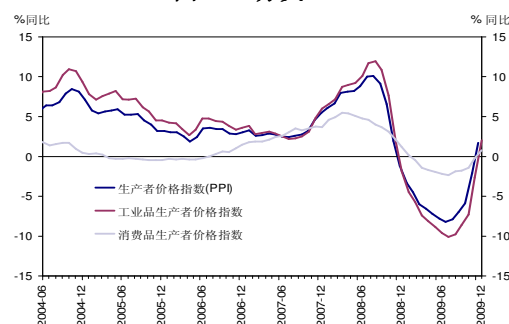
尽管如此，鉴于制造业一些部门的产能过剩和劳动生产率的增加，我们预计近期内从 PPI 到 CPI 的传导将是温和的。此外，我们估计 2010 年中国的产出缺口仍将维持负数。这应该有助于限制通胀压力。<sup>1</sup>

图 11: 以 CPI 衡量的通货膨胀



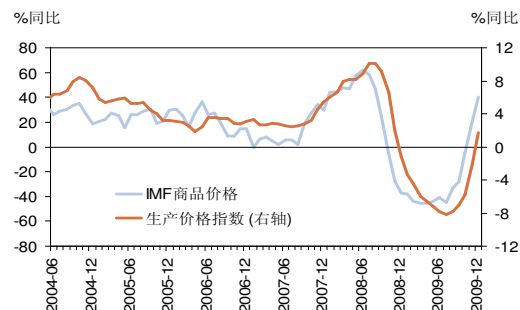
来源: CEIC 和 BBVA 估计

图 12: 分类 PPI



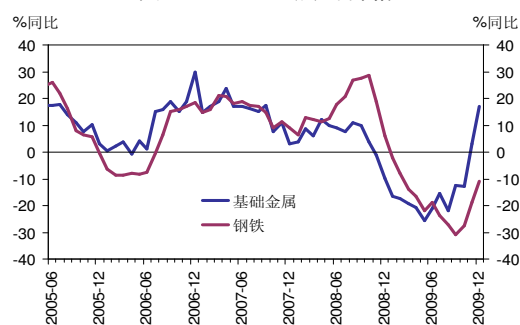
来源: CEIC 和 BBVA 估计

图 13: PPI 和商品价格



来源: CEIC 和 BBVA 估计

图 14: 进口金属的价格



来源: CEIC 和 BBVA 估计

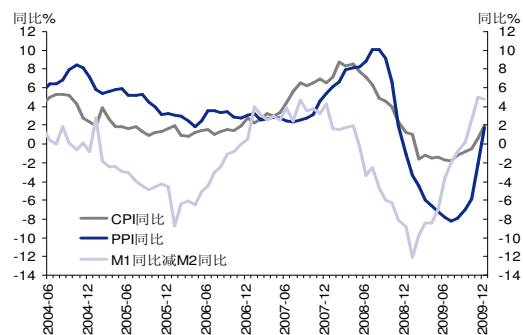
<sup>1</sup> 根据我们的估计，2010 年中国潜在 GDP 的增长水平应为同比 9.9%，而我们预计中国 2010 年实际 GDP 增长水平为同比 9.3%，这将导致负的产出缺口。我们将在未来的刊物中进一步讨论对中国潜在 GDP 的预测。



如图 15 所示，M1 与 M2 的同比增速差异是通胀的另一个重要指标，其一般先行于 CPI 和 PPI 几个月。该指标在 12 月的上升趋势开始趋缓，预示着经济活动相对有所放缓，这将有助缓解通胀压力。

因此，政策制定者已把对通胀预期的管理列为一项政策目标，并且通过打击房地产市场的投机和抑制过度的信贷增长的方式开始收紧流动性。

图 15: M1 与 M2 的增速差异和通胀



来源: CEIC 和 BBVA 估计

## 2.4. 财政政策

为了应对全球经济衰退的影响，在 G20 中，中国实施了最庞大的一揽子财政刺激计划。中国政府于 2008 年 11 月宣布了包括 4 万亿人民币投资计划，该计划的重点放在投资项目，并将从 2009 年延续至 2010 年。

一揽子计划中大约有 45% 的资金（或者 1.8 万亿人民币）被分配到交通基础设施网的投资，25% 的资金（1 万亿人民币）用于四川地震灾后重建。得到计划投资的领域还有环保、医疗服务、文化和教育，但是这部分的投入相对较少，仅占 3900 亿人民币，不足全部投资的 10%。此外，政府承诺为低收入家庭提供经济适用房。

在融资方面，中央政府承诺将提供投资的 30%（相当于 1.18 万亿人民币，即 2008 年财政收入的 19%）的资金，剩余部分由省级政府和中国人民银行解决，这已在 2009 年增加的 50 亿人民币长期贷款中得到了体现（表 2）。

整体财政状况依然健康。我们相信中国拥有足够的资源来继续推进 4 万亿人民币的一揽子经济刺激计划，但是必须考虑将重点进一步放在实现刺激和过热之间的平衡上面。

事实上，2009 年的投入低于先前的计划，因为发改委仅批准了 2800 亿人民币的中央政府的投资项目，而将 2000 亿人民币留给了 2010 年（图 16）。考虑到目前已经实现的增长势头，2010 年可能削减刺激计划和投资项目。尽管如此，由于政府声明将避免过早地退出，因此我们预计 2010 年将继续保持积极的财政政策。但是，一揽子刺激计划的重点可能从支持基础设施投资转向促进消费，包括收入提高政策（特别是农村居民）、税收减少、以及对社会保障体系建设的继续投入，包括养老金、教育和医疗体系。

表 1：4 万亿人民币财政刺激计划

	十亿人民币	百分点
为低收入人口提供经济适用房	280	(7%)
农村基础设施建设和提高农村收入项目	370	(9%)
交通网络投资	1,800	(45%)
医疗服务、文化和教育投资	40	(1%)
环保支出	350	(9%)
技术创新和经济结构调整	160	(4%)
四川地震灾后重建	1,000	(25%)
<b>总数</b>	<b>4,000</b>	<b>(100%)</b>

来源：中国国务院

表 2：政府刺激性支出的计划时间表

	中央政府	地方政府	政府总体
2008年10月至12月	104	249	353
2009	488	1,165	1,653
2010	589	1,406	1,995
<b>合计</b>	<b>1,180</b>	<b>2,820</b>	<b>4,000</b>

来源：NDRC 和 BBVA 估计

图 16：中央政府刺激性支出进程情况



来源：国务院和 BBVA 估计

## 2.5. 货币和金融状况

广义货币供应量 (M2) 在经历过急速上升之后, 12 月的 M2 同比增速为 27.7%, 较 11 月 31.7% 的同比增长相比已有所放缓。12 月的贷款增长也放缓, 从 11 月的同比增长 33.8% 和 10 月的 34.2% 降至 31.7% (图 17)。

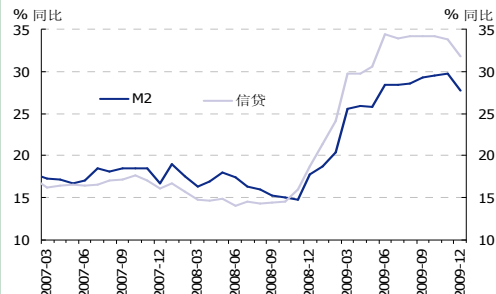
2009 年全年的新增贷款高达 9.59 万亿人民币 (同比增加了 31.7%), 创下了历史记录。信贷激增和市场流动性充裕引起了政府对资产价格泡沫和通胀上升预期风险的担忧。1 月初信贷的进一步增加促使央行上调了 50 个基点的法定存款准备金率, 比市场预期的时间提前了几个月 (图 18)。法定存款准备金率的调整在过去亦曾多次被采用, 并已被证明是收紧银行贷款的有效工具。预计此次的存款准备金率上调将从市场抽走 3000 亿人民币的流动性。此外, 央行还增加了公开市场操作以吸收流动性, 并且央行于 1 月上调了央票利率, 这可作为收紧政策的信号 (图 19)。

在货币政策方面, 我们估计收紧措施将分为两个阶段: 第一个阶段很可能包括法定准备金率的进一步增加以及对信贷增长和流动性的其他控制措施。如“窗口指导”、公开市场操作和信贷限额等。我们估计第二个阶段将从第二季度开始, 包括年内一次或者两次的政策利率上调。之所以推迟提高利率的其中一个原因是政府担心加息会造成热钱资本的涌入。

中国股票市场的表现同货币政策导向密切相关。2009 年, 由于流动性充裕, 中国股票市场收益非常可观, 收益达到 80%, 超过了大部分国家, 但是在金砖四国中位居末位 (图 20)。但是这一年的表现是不均衡的。上半年的股票市场稳步增加, 但是下半年的波动性更大 (图 21)。最近比预期来得早的货币收紧措施以及来自银行的筹款压力已给股市造成了打击。

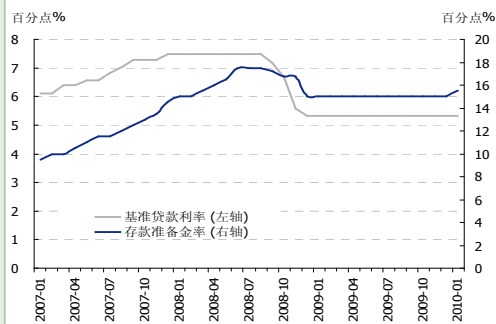
同样, 中国的房地产市场从 2009 年第二季度开始快速复苏, 并成为经济危机期间经济复苏的重要驱动力 (图 22)。12 月份房地产价格同比增长了 7.8%, 高于 11 月份 5.7% 的同比增长。在中国 70 个最大的城市中, 深圳的增长最快, 12 月份同比上涨了 18.9%。

图 17: M2 和贷款增长



来源: CEIC 和 BBVA 估计

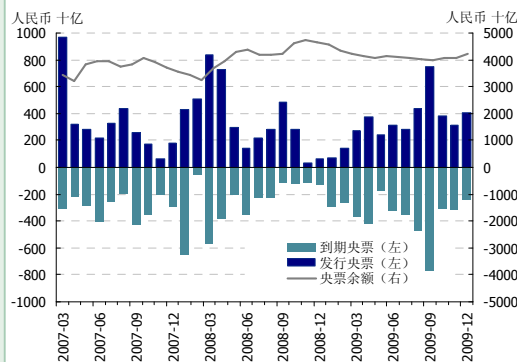
图 18: 政策利率和存款准备金率



注: 大型银行的存款准备金率为 16%, 农信为 13.5%, 其他银行为 14%

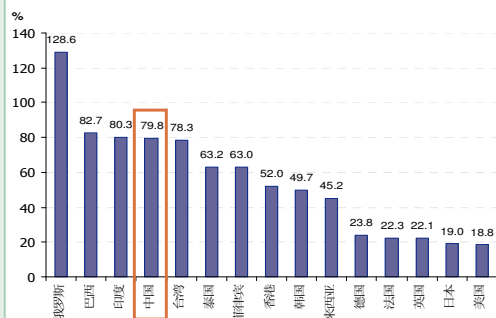
来源: CEIC 和 BBVA 估计

图 19 公开市场操作



来源: CEIC 和 BBVA 估计

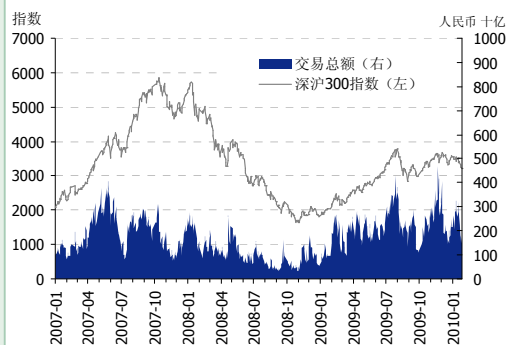
图 20: 根据一年内的回报对主要的股票市场进行排序



来源: CEIC 和 BBVA 估计

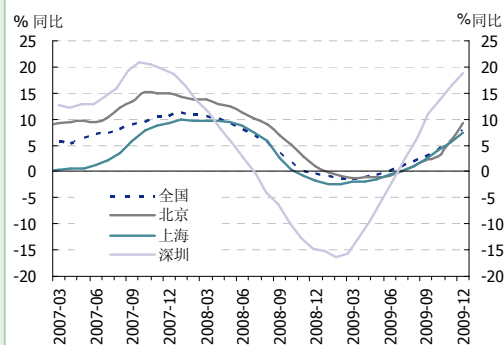
繁荣的房地产市场引发了对资产价格泡沫的担忧。为防范这种风险并且保证居民的购房能力，国务院已开始收紧房贷标准，包括通过在 1 月份将二手房首付款比例翻倍至 40% 的手段来恢复购买二手房的严格规定。另外，为了控制投机性购房行为，政府在 12 月份开始对五年内销售房产的活动再征收房地产销售税的同时，先前所实施的刺激房地产市场措施也在逐渐退出。到目前为止，这些措施还算相对温和，因为政府希望避免出现经济刹车过急的情况。这应有助于房地产价格的软着陆。

图 21: 股市下跌和交投萎缩



来源: CEIC 和 BBVA 估计

图 22: 房地产价格



来源: CEIC 和 BBVA 估计

## 专栏 2：进一步从紧的信贷环境下中国的银行如何应对？

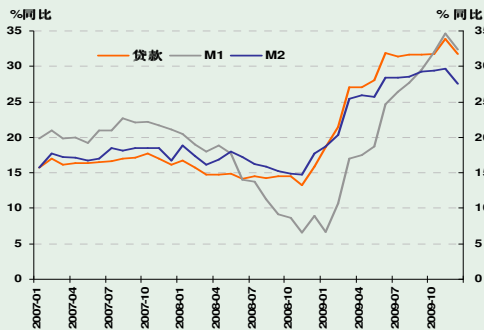
### 信贷增长的最新情况

2009 年中国的银行的新增贷款达到 9.6 万亿人民币（同比增加了 31.7%），创历史新高。信贷的快速增长是为了应对全球金融危机而从 2008 年底开始实施的财政刺激和宽松的货币政策导致的结果。而在 2008 年，银行仅贷出了 4.17 万亿人民币。

因为信贷最高限额的解除，2009 年的上半年出现了信贷投放高潮。此后，该年的下半年信贷增长水平开始放缓，由于银监会担心过快的信贷增长可能会增加未来的不良贷款（NPLs），于是开始约束过度信贷活动，因此，12 月份的信贷增长，M1 和 M2 均开始下降（图 2.1）。2009 年下半年放缓的部分原因是季节性原因，因为中国的银行为了获得更多的利息收入，通过先收佣金的方式较早地投放了贷款。2010 年的 1 月投放的是 2009 年第四季度批准的贷款，于是信贷投放高潮开始再现，这一个月内投放的新增贷款可能达到 1.3 万亿人民币。出于对快速信贷增长可能导致资产泡沫和通胀增长预期的担忧，中国人民银行上调了 50 个基点的法定准备金率（RRR）开始收紧货币，并且政策制定者警告银行应保持合理的贷款幅度并确保贷款的质量。

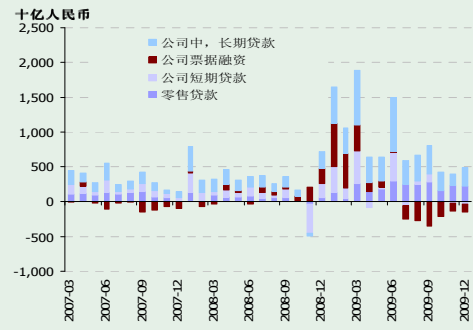
新增短期贷款主要包括 2009 年上半年的票据融资，但是由于它们中大部分在 3-6 月之后到期，因此，它们已经被短期贷款所取代。在上个季度，短期贷款和票据融资已经减少，但是零售贷款和中长期贷款继续增加（图 2.2）。同房地产业有关的贷款（抵押和开发贷款）在 2009 年一整年增长迅猛，并且在贷款总量中所占的份额从第一季度的 16.2% 到年终的 18.5%。在 2009 年全年，17.8% 的新增贷款被扩大为抵押贷款（1.7 万亿人民币），并且在上个季度这个份额超过了 50%，原因是房地产市场的强劲反弹，此外，居民希望在房地产行业刺激计划退出之前想利用优惠政策购房的强烈意愿也是原因之一（图 2.3 和 2.4）。

图 2.1：信贷增长



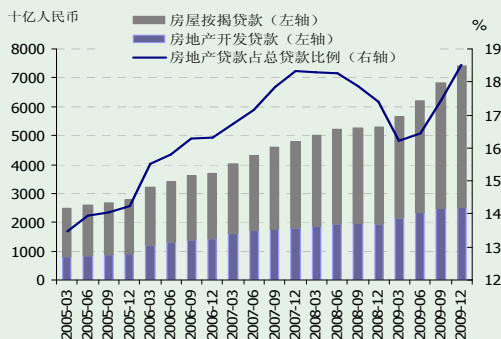
来源：CEIC

图 2.2：按类别分的新增贷款



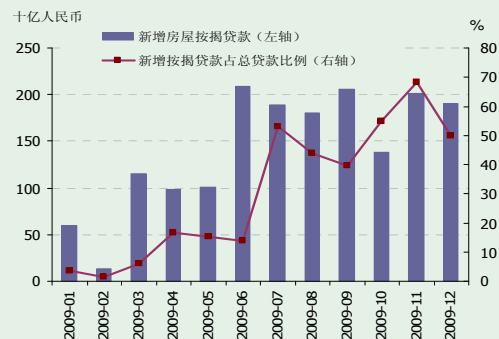
来源：CEIC

图 2.3 房地产相关贷款



来源：CEIC

图 2.4：新增按揭贷款增加



来源：CEIC



## 中国银行业的展望

同前几年相比，政策制定者没有公布 2010 年的 M2 的目标，中国银监会主席刘明康表示将新增贷款从去年的 9.6 万亿人民币降至今年的 7.5 万亿人民币是合理的。这将使新增贷款增加 19%，低于 2009 年 32% 左右的水平。我们预计来年银行的流动性环境比去年有所收紧，但是随着利差的提高、更大的定价权、稳定的资产质量和依然强劲的 GDP 增长，流动性环境依然有利。

### 1. 净息差 (NIM) 将增加

下列因素应该推动中国的银行的净息差(NIM)的增加：

- 进一步上调存款准备金率虽然将控制银行的贷款增长，但这也使银行通过限制贷款供应而提高自身的议价能力。
- 中国人民银行的基准贷款利率的提高可能增加净息差。未来一轮的贷款利率的上调中，我们估计不对称地提高存贷款利率应能够增加对银行有利的贷款息差。即便在对称利率上调的情况下，贷款方相对于存款方更快的利率调整仍将有利于净息差。
- 通胀预期的增加导致定期存款不断转向了活期存款，由于活期存款的利率更低，这将有助于提高净息差。
- 信贷最高限额和经济效应影响的考量下，2010 年银行更愿意选择传统贷款而非票据融资，这也将对净息差的提高有利。

但是，从紧的货币环境也可能带来一些负面影响，因为在从紧的环境下，银行同业利率和债券收益将会更高，这将引起短期银行同业和证券资产向下再定价的风险。尽管如此，我们相信对中国的银行来说总的影响是有利的。

### 2. 补充资本金

中国的银行在 2009 年扩张性的信贷增长在较短的时间内已使其资本充足率 (CAR) 快速恶化。即便 2009 年中国的银行可能符合 11% 或者 10% 的最低资本充足率 (CAR) 的要求，若 2010 年的贷款如预期般上升 19%，中国的银行需要增加额外的资本金。提高资本金的行动可能给中国股市的股价造成显著的影响。

中国的银行需要多少资本金？为了便于评价，我们设计了“基准情况”，在基准情况中，我们估计 2010 年上市银行需要 2340 亿人民币用于补充资本金，而中国银行和中国工商银行位列前列。中信银行需要 80 亿人民币的额外资本金才能满足规定的 11% 的资本充足率。如果大型商业银行和小型商业银行的资本充足率分别被要求增加至 13% 和 12%，基于基准假设的额外的资本金将达到 4840 亿人民币（表 2.1）。

在补充资本金过程中，一个主要的风险是汇金和财政部（对于国有商业银行）或者战略投资人（对于股份制银行）将不参与再融资计划，这将会严重打击其他投资人的信心并削弱股票价格。

#### 基准情况的假设：

- 2010 年的国有大型银行和股份制银行的资本充足率分别增加至 12% 和 11%，比规定的比例高了 1 个百分点。
- 2009 年的股息支付率从 2007-2008 年的平均水平缩小了 10 个百分点，并在 2010 年维持这个比例。
- 我们采用未偿还贷款总额来代表风险加权资产，估计 2009 年上市银行的风险加权资产达到 23 万亿人民币，假设 2010 年所有上市银行的增长率均达到 19%，则净利润增长率同贷款增长一样为 19%。

情况 A 假设 2009 年由于资本金率短缺没有支付股息，情况 B 假设大型银行和小型银行的资本充足率分别增加至 13% 和 12%。其余的假设相同。

该计算基于 19% 的贷款增长率。如果商业银行放缓增长贷款业务的速度或者其利润增长高于假设，则商业银行或许有能力要求少些资本金来满足规定的充足率。

表 2.1：中国的上市银行用来补充资本金所需的额外资本表

	基准情况			情况A			情况B			风险加权资产		净利润	
	所需资本金	09年资本充足率	09年派息比率	所需资本金	09年资本充足率	09年派息比率	所需资本金	09年资本充足率	09年派息比率	2010	2009	2010	2009
中国工商银行	64	11.7	42.7	12	12.6	0.0	131	11.7	42.7	6,670	5,605	143	111
中国银行	102	10.9	38.7	71	11.6	0.0	158	10.9	38.7	5,629	4,730	93	78
中国建设银行	4	11.9	11.3	-8	12.1	0.0	60	11.9	11.3	5,593	4,700	123	103
交通银行	11	12.2	16.1	7	12.4	0.0	33	12.2	16.1	2,172	1,826	33	28
招商银行	15	10.4	7.0	14	10.5	0.0	29	10.4	7.0	1,405	1,180	19	16
中信银行	8	10.9	14.2	6	11.1	0.0	20	10.9	14.2	1,196	1,005	16	14
上海浦东开发银行	13	10.1	1.5	13	10.1	0.0	24	10.1	1.5	1,086	912	15	12
兴业银行	6	10.4	9.0	5	10.6	0.0	15	10.4	9.0	839	705	14	11
深圳发展银行	12	8.5	-	12	8.5	0.0	16	8.5	-	437	368	5	5
<b>上市银行合计</b>	<b>234</b>	<b>11.3</b>	<b>26.4</b>	<b>132</b>	<b>11.8</b>	<b>0.0</b>	<b>484</b>	<b>11.3</b>	<b>26.4</b>	<b>26,326</b>	<b>22,786</b>	<b>489</b>	<b>411</b>

来源：Wind 和 BBVA 估计

### 3. 产能过剩会增加不良贷款吗？

政府组织的大规模经济刺激和投资很大程度上推动了经济复苏。但这也可能加剧了部分制造业的产能过剩问题。国家发改委（NDRC）已点名指出 6 大产能过剩的行业，即钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工、多晶硅和风电设备。图 2.5 根据国家发改委的估计说明了钢铁、水泥和平板玻璃的产能过剩水平。

产能过剩是由于全球金融危机下需求不足所造成的。政府的刺激性政策以及政府引导的相关项目建设可增加这些产业的需求，同时，外部需求的复苏也将有助缓解产能过剩的问题。

事实上，由于这些行业增长的缓慢（图 2.6），产能过剩问题应当会得到降低。钢铁和玻璃业的增长率已低于其他产业的平均增长率，而水泥业的增长则相对稳定些。从 2008 年的中期开始，钢铁行业的资产增长相对较快，然而这可能导致了一定程度的产能过剩。结果，由于需求的减少导致钢铁业的利润率大幅下降。因此，除了钢铁业外，尚未有明显迹象显示其他产业出现严重的产能过剩问题，因为他们的增长速度和行业水平相接近。

在当前经济刺激计划的大力投资推动下，这些行业的销售额和利润率均获得了增长，甚至高于经济危机前的水平（图 2.7 和图 2.8）。未来随着经济复苏的加强，我们预计利润率将进一步增加。这些产业内的公司应可获得足够的收入来偿还贷款，因此，目前的产能过剩问题并不会显著影响贷款的质量。

图 2.5：部分行业的产能过剩

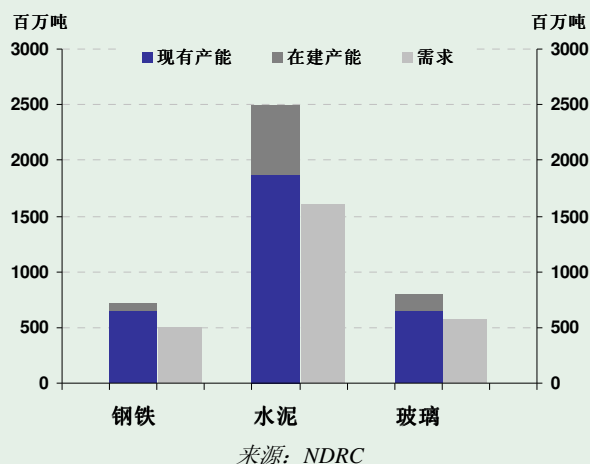


图 2.6：产能过剩行业的资产同比增长

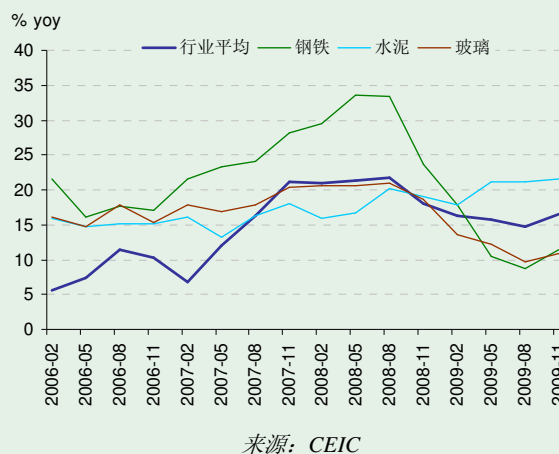


图 2.7：产能过剩行业的利润率

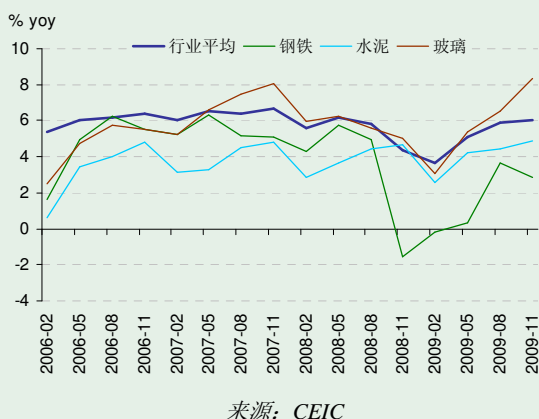
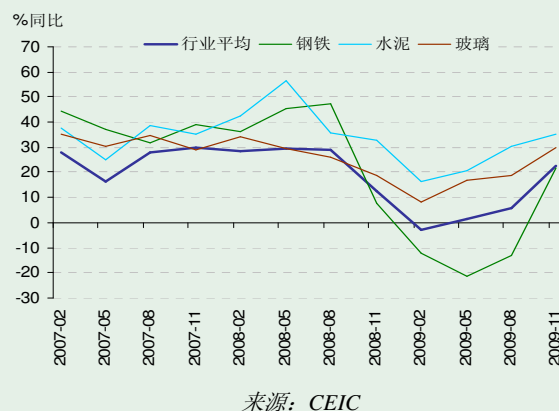


图 2.8：产能过剩行业的销售增长率



#### 4. 不良贷款水平仍保持较低水平

上世纪 90 年代，中国的银行经历过较高的不良贷款水平，这些不良贷款主要集中在国有银行的政策贷款，但是该问题已通过重组成功获得了解决。不良贷款减少的成功很大程度上是由于在政府支持下，合计达 3.3 万亿人民币的不良贷款从银行系统剥离给了四大资产管理公司（AMC）和中国财政部（表 2.2）。

所有银行的不良贷款总额从 2008 年的 5600 亿人民币降至 2009 年的 4970 亿人民币，相应的不良贷款率也从 2008 年的 2.42% 降至 2009 年的 1.58%。下降的原因主要是核销和贷款的强劲增长。然而，去年银行贷款的大幅增加足以让任何一个国家都担心未来不良贷款会快速上升。中国会重蹈覆辙吗？

参考过去银行业重组之后的经验，当前的信贷周期和 2000-2003 年的信贷扩张（图 2.9）有一些共同点。不良贷款周期通常比实体经济滞后一到两年，在 2000-2003 年的信贷扩张周期之后，不良资产从 2004 年第二季度到 2005 年第一季度增加了 1640 亿人民币（在这段时期内，不良贷款没有转给资产管理公司）。如果我们将剥离的不良贷款考虑进去（加回到公布的不佳贷款数据，见图 2.10），不良贷款的扩张期将延长到了 2005 年的第四季度，这说明不良贷款的形成比相应的信贷扩展周期滞后了两年。在目前的信贷增长周期中，到目前为止超过 50% 的新增贷款集中在中长期的基础设施贷款上，因此不良贷款可能要等到 2 或者 3 年之后才能完全显现，因为长期贷款借款方通常在开始的 2 或者 3 年内只需支付利息，而本金要等到项目完成之后才会支付。

对于潜在的不良贷款规模来说，在上一轮的信贷扩张周期中不良贷款在 2004 年第二季度至 2005 年第四季度期间增加了 3500 亿人民币。事实上，关于银行业危机早期指标的文献普遍认同信贷的快速增长是不良贷款最有效的警告信号。鉴于 2009 年创纪录的高信贷增长，潜在的不良信贷应该高于上一轮的数字，可能是当前 4970 亿人民币这水平的一倍。其实，中国的银行系统预计每年能产生 6000~8000 亿人民币的净利润，而新增的不良贷款也要在 3-5 年后才会确认，因此，中国的银行系统有足够的吸收了这些成本，银行体系的稳定性不会受到影响。

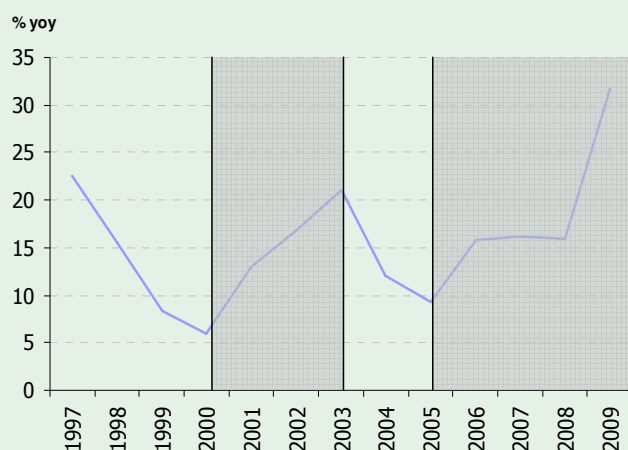
然而，该预测是基于中国经济继续健康增长的假设。如果出现第二次经济衰退，不良贷款问题将严重恶化。这将是中国银行体系的中期风险。

表 2.2: 中国银行的不良贷款剥离

年度	来自银行	获得方	不良资产, 单位 10 亿元	不良贷款比例
1999	四大行	四大资产管理公司	1,400	14.9
2000-2001	中行、建行和国家开发银行	信达	45	0.4
2004	中行、建行和交行	信达	320	1.8
2005	工行	四大资产管理公司	459	2.4
2005	工行	中国财政部	246	1.3
2008	农行	中国财政部	800	2.6
合计			3,270	

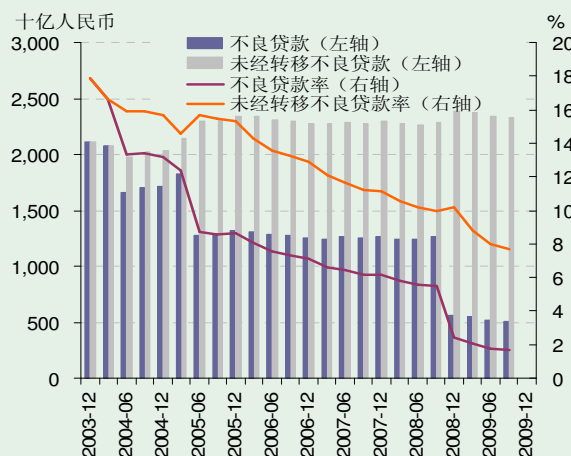
来源: BBVA 经济研究部

图 2.9: 信贷周期



来源: CEIC

图 2.10: 不良贷款和不良贷款率



来源: CEIC

### 结论

近期预计还将会有其他的紧缩性政策，如存款准备金率的进一步提高、信贷增长上限和基准利率的上调。我们相信这些措施对保持银行系统的金融稳定是恰当的。银行业 2010 年的前景依然乐观：虽然在更高的资本金要求下提高存款准备金可能会引起股市中股价的波动，银行更大的定价能力和将依然强劲的贷款增长能为银行带来更高的收益。

总的来说，我们预测 2010 年中国国内银行资本质量将在经济复苏的情况下保持稳定。由于基础设施贷款是长期贷款，因此短期内出现不良贷款的可能性较低。从中期来看，若银行的净息差能继续增加，且中国的总体经济保持反弹，中国的银行体系应有能力消化增长的信贷成本。此外，政策制定者谨慎的监管，如资本金充足率、存款准备金要求和多种加强风险管理的措施等，也可以降低银行产生系统性危机的风险。

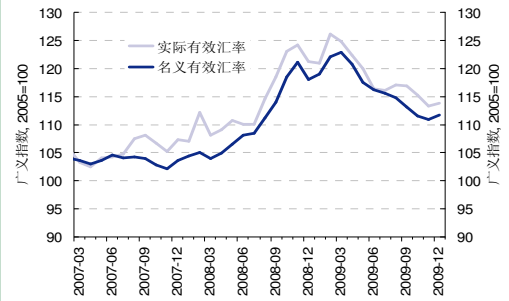
## 2.6. 汇率和资本流动

到目前为止，中国当局抵制住了让人民币升值的国际压力。人民币在之前三年升值了 21% 之后，从 2008 年的 7 月开始人民币同美元的汇率基本上被盯在了 1 美元比 6.83 元人民币的水平。2009 年人民币实际有效汇率（REER，以对外贸易比重为权数）贬值了 6.1%（图 23）。同时，在整个亚洲，2009 年其他大多数货币对于美元的汇率有所升值（图 24）。鉴于美元的变化，中国的人民币实际有效汇率基本上与 2008 年中期，即经济危机之前的水平相若。

从未来无本金交割远期（NDF）市场来看，预计人民币将再次升值（图 25）。对人民币终将升值的预期造成了资本流入。这一点加上大量的经常账户盈余导致外汇储备进一步的大量积累，在 2009 年年底达到了 2.4 万亿美元的历史新高，该年外汇储备增加了 4530 亿美元，其中全年贸易顺差和外商直接投资（FDI）分别为 1960 亿美元和 900 亿美元。根据我们的估计，在去除资产估值变化因素之后，余额显示第四季度平均每月的“热钱”流入为 150-200 亿美元（图 26）。

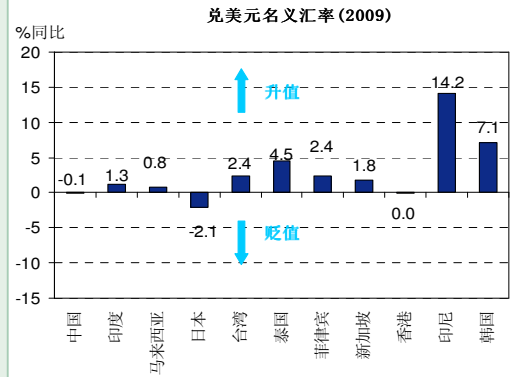
我们估计 2010 年政府将允许人民币一定程度的升值，作为货币收紧措施的一部分。目前，我们估计在年底人民币的汇率将达到约 6.54 人民币/美元的水平，升值比例为 4%。而升值的具体时间将取决于持续的出口强度和中国与主要贸易伙伴的关系。

图 23：人民币有效汇率



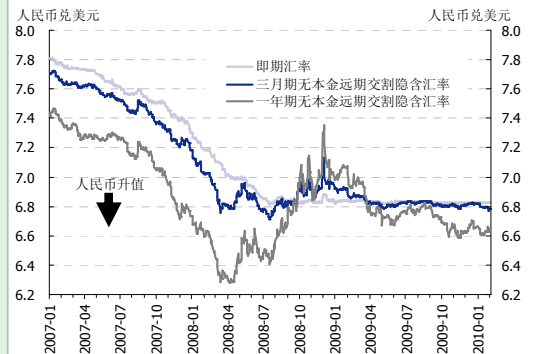
来源：BIS 和 BBVA 估计

图 24：亚洲货币的名义汇率



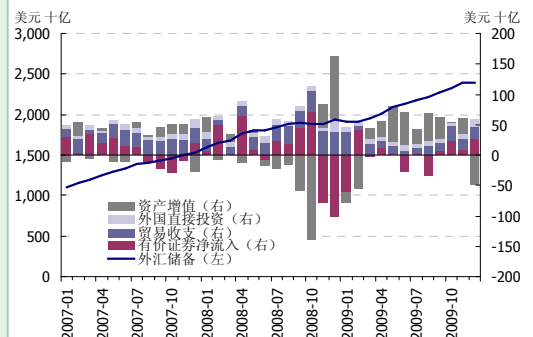
来源：Datastream 和 BBVA 估计

图 25：人民币汇率



来源：Datastream、CEIC 和 BBVA 估计

图 26：资本流动



来源：CEIC 和 BBVA 估计



### 3. 经济政策和展望

展望将来，我们预计在净出口的反弹和居民消费进一步增加的带动下，2010年中国将保持强劲的增长势头（表3和表4）。我们预计如果当局的货币收紧措施能够成功地抑制第四季度的强劲增长势头，全年的增长率为9.3%。但若信贷增长得不到抑制或者我们对全球需求低迷的预期证实是过于悲观，那实际增长可能会比我们预期的数字来的高。

在政策方面，重点正在逐渐从短期的经济高增长向实现更长期的可持续性增长上转变。我们估计新一年内财政政策还会继续支持经济增长，但是未来几年重点会进一步放在增加内需，特别是增加居民消费，与持续性增长的“再平衡”上。同样，我们估计货币政策依然宽松，但是将有一定程度的收紧，目前政府已经采取了一些措施，例如通过控制流动性来抑制资产价格泡沫。按照我们的观点，最近法定存款准备金率（RRR）的上调是货币政策的转折点，同时我们估计今年年内法定存款准备金率（RRR）将进一步提高，并伴随“窗口指导”、信贷最高限额和房地产价格降温的措施。我们预计2010年第二季度基准利率将开始上调，并且人民币将重启对美元升值的步伐。

从更长期的角度来看，正如上文所提及的，中国的政策制定者所面临的挑战是推行从基于出口和投资的模式向基于居民消费的增长模式上转变的改革上，因为居民消费在GDP中的份额相对较低，仅有35%，而亚洲其他国家平均为57%（图27）。加强社会保障体系，特别是养老和医疗系统，将有助于减少预防性储蓄的需要从而增加消费。同样，当前促进消费贷款的措施也将有所帮助。通过放开利率和价格控制，以及降低不同行业的投资政策和市场准入门槛的方式，私人部门的生产力将有很大的提升空间。对垄断行业的改革和对中小企业投资权利和利益的保证将会有助增加私人投资。

#### 风险和不确定性

尽管我们预计2010年经济将强劲和稳定地增长，我们仍需留意到未来存在着许多风险和不确定性。

首先，过于充裕的市场流动性所导致的通胀增长预期和资产价格泡沫的上升使得政府处于两难境地。一方面，在全球尚不确定的经济背景之下政府需要继续为经济提供支持，而另一方面，政府需要抑制经济过热和资产价格泡沫。这是2010年的主要政策挑战。

其次，中国的增长模式和由此产生的经济结构依然不平衡。像过去一样，2009年的GDP增长主要来自固定资产投资，而其中很大一部分来自国有银行向财政刺激计划范围内的建筑和能源部门的国有企业投放的信贷。这些国家推动的投资带来了产能过剩和未来不良贷款的风险。当局已经表示他们已注意到了这个问题，并且正在寻求方法在2010年将增长的主要动力从政策支持型的投资转变到自我支持型的居民消费上。但是，这种过渡需要时间。此外，出口反弹仅是刚刚开始，在依然脆弱的外部需求下，出口复苏的基础尚不坚实。因此，过早地全部退出政策刺激可能会使中国的经济增长失去动力。

表 3: GDP 增长的预计

GDP各成分实际增长 (同比%)			
	2009	2010预测	2011预测
GDP	8.7	9.3	8.9
私人消费	8.6	8.8	10.1
公共消费	11.7	9.4	8.4
投资	17.2	9.5	6.2
出口	-39.4	12.5	33.2
进口	-4.7	9.7	16.3

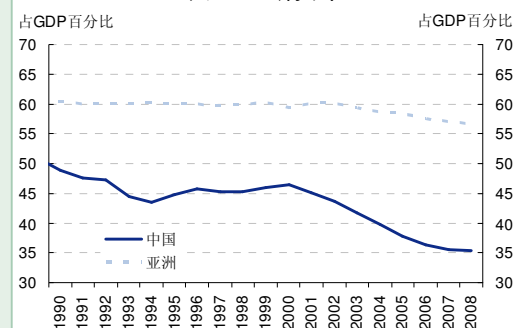
来源: Wind、OEF 和 BBVA 估计

表 4: 对 GDP 增长贡献的预计

对实际GDP增长的贡献 (百分点)			
	2009	2010预测	2011预测
GDP	8.7	9.3	8.9
消费	4.6	4.4	4.7
私人	3.1	3.1	3.5
政府	1.5	1.3	1.1
投资	8.0	4.5	2.9
净出口	-3.9	0.5	1.2

来源: Wind 和 BBVA 估计

图 27: 消费率



注: 亚洲消费率是2000年基于购买力平价 (PPP) 的 GDP 的平均加权数

来源: CEIC、IMF 和 BBVA 估计

### 专栏 3：应采取哪些措施来进一步完善中国的养老制度？

中国要实现经济模式转型的长远目标，从主要依赖出口和投资过渡到更多依靠居民消费的增长模式，养老制度的改革是的一个重要要素。缺乏退休保障是中国成为储蓄大国的一个原因。

根据联合国标准，当社会中 65 岁以上人口超过总人口 7%以上（或者 60 岁以上人口占总人口 10%以上），则认为该国开始老龄化。2000 年，中国 60 岁以上人口占总人口的比例已经达到 10%，而 2010 年这一比例将上升到 12.5%，根据联合国的定义，中国已经是一个正在老龄化的社会。此外，在五年内，中国的“婴儿潮一代”开始进入退休年龄，这也是中国必须开始加强养老制度的原因。

#### 中国养老制度的结构

在过去的 20 年里，中国政府逐渐从所谓的“铁饭碗”时期转到了“三支柱框架”社会保障制度上来，“铁饭碗”时期的退休福利主要由国企来负担，而“三支柱”社会保障制度包括了社会统筹、个人账户和自愿退休计划。表 3.1 提供了三支柱制度的概要（也可以参考图 1）。2000 年，中国建立了全国社会保障基金（NSSF），它是社保体系中最后的保障基金。自愿养老保险计划——企业年金（EA）制度建立于 2004 年。

表 3.1：三支柱概要

支柱	供款		特点
国家： 第一支柱 第一层次	雇员 零	雇主 ~20%	第一支柱是强制性基本养老保险制度，包括两个部分：第一层次是社会统筹，由雇主交纳，基于现收现付型（PAYG）。该资金由省社会保障局管理。退休福利基于当地社会平均工资、个人工资和工龄等因素。
国家： 第一支柱 第二层次	雇员 8%	雇主 零	第二层次是个人账户计划从 2006 年 1 月 1 日之后由雇员交纳。养老金由帐户累积的缴纳额和年龄因素确定。
私营部门： 第二支柱	不相同		第二支柱——企业年金由雇主根据人力资源社会保障部（MOHRSS）于 2004 年颁布的劳社部令第 20 号和第 23 号来建立。因此，第二支柱完全由私营公司建立和管理。
私营部门 第三支柱	不相同		第三支柱包括其他补充养老计划和个人储蓄等。支柱 3 是自愿交纳的，基于个人选择，通常通过养老保险计划由保险公司来管理。

来源：BBVA 经济研究部

这三个支柱的理想替代比例：

支柱 1：社会保障，替代比例 50%-60%

支柱 2：企业年金，替代比例 20%-30%

支柱 3：个人储蓄，替代比例 10%

#### 最近的进展

2009 年初，温家宝总理的政府工作报告指出要继续推进基本养老保险制度建设，实施做实个人账户试点计划，提供省级统筹制度，并且颁布了养老保险关系转移接续办法。同时，覆盖全国 10%的县和市将试点实施农村养老保险。该政府工作报告强调针对第一支柱的改革，而不是对第二、三支柱的改革。

#### 1. 边缘化的农村养老制度再次得到重视

2009年之前，农村人口未纳入国家养老保险体系之中。1991年，民政部（MOCA）在县级地区颁布了农村社会养老保险基本方案，但是该方案主要依靠农民自己缴款。截至1997年底，8200万农村居民参加了这项计划。1998年，国务院将农村社会养老保险管理从民政部转到劳动保障部（后为人力资源和社会保障部）。当时，中国养老制度的改革重点是城镇工作人口，这也导致了农村社会养老保险的边缘化。结果，2007年农村社会养老保险计划的参保人数骤降至5700万人（图3.2）。

2009年，中国在10%的县和市启动了新型农村养老保险试点计划，计划到2020年覆盖全国。因此，这将意味着农民也将在退休以后享受到同城市居民类似的保障收入。根据这项计划，16岁以上的农村居民可以参加新型农村社会养老保险计划。该养老保险计划由社会统筹和个人账户组成，由农民、集体补助和政府补贴支付。当参保人员达到60岁，他们每月将根据自己的缴纳金额和当地的收入标准领取养老金。这种形式同城市养老制度类似，但是同旧制度不同，旧制度仅依靠农民的缴费，通常缺乏足够资金进行有效的实施。

尽管近年来中国经济以两位数的速度增长，但是城乡经济发展的不平衡依然在延续。城乡居民的收入差距进一步拉大，提高农村居民的收入一直是中央政府工作的重点。将养老制度扩展到农村居民可能是缩小城乡差距的一个重要里程碑，同时也在一定程度上促进了农村居民的消费。

## 2. 城镇养老保险关系转移接续

有关城市养老转移接续的新规定于1月1日生效，农民工和城镇职工可以随着他们的迁移将他们的基本养老账户中的资金转移到其他地区。社会统筹账户的养老保险的60%和个人账户养老保险的100%可以随着就业人员的迁移而转移，就业人员可以在退休之后根据新居住地区的收入标准收到基本的养老金。

在此之前，就业人员到另外一个地区工作只能转移他们已经缴纳的个人账户中的资金，而雇主缴纳的社会统筹账户中的留在当地。这次改革在国家保险制度上具有里程碑的意义，鼓励跨地区的就业人员的流动可以有效促进国家经济增长。

## 3. 个人缴纳企业年金无税收优惠

国家税务总局最近明确规定，职工缴纳企业年金无税收优惠。此外，职工缴纳年金将纳入到他们的正常应税收入中并且按照相应的比例纳税，而企业缴纳的养老金将视为分别收入，也需要按照相应的比例纳税。市场参与者普遍期望个人缴费部分可获税收减免以鼓励企业年金计划的推进，但是这种与预期不同的政策可能会打击建立年金的热情。从这些政策看来，政府的工作重点是扩大第一支柱基本养老覆盖的范围，而不是深化第二支柱企业年金市场的发展。

企业缴纳的年金部分应不超过其职工之前一年工资的1/12，职工和企业共同缴纳的金额上限职工薪水的1/6。但是，税收优惠的情况仅限于雇主缴纳的那部分，可免除的税款可达工资总额的5%。相比较而言，美国的减免比例为15%，加拿大为18%，而澳大利亚为20%。很明显，目前税收制度没有提供很高的税务优惠效果，因此，也就谈不上起到激励作用。此外，企业年金监管更为严格。因此，年金的发展速度比预期慢也就不足为奇了（图3.3）。中国保监会曾预计年金将以每年1000亿人民币的速度增加，到2010年将达到1万亿人民币。然而，照目前的增长速度来看，这个目标很可能难以实现。

### 进一步的发展

另一个挑战来自可持续性，即养老金资产和负债的匹配。这是一个动态管理的问题，并且取决于资本市场的发展。目前，大多数养老金资产由地方社会保障部门管理，主要投资国债和银行存款上获得无风险的回报。如果考虑通胀因素，实际的回报可能为负数，考虑负债的增长速度高于资产的增长速度，很难想象养老制度能够持续发展下去。最终，国家会允许该基金参与资产市场的投资中来，我们相信全国社保基金运作模式提供了一个好的范例。

一些省市从2006年开始已经同社保基金签订了资产管理合同，合同中保证基金的最低回报不低于存款利息。这些基金同社保基金一同管理，获得同社保基金一样的回报。根据社保基金年报，2008年来自这些省的委托给社保基金的金额总数达到327亿人民币，这个数字仅仅是基本养老个人账户的一小部分。

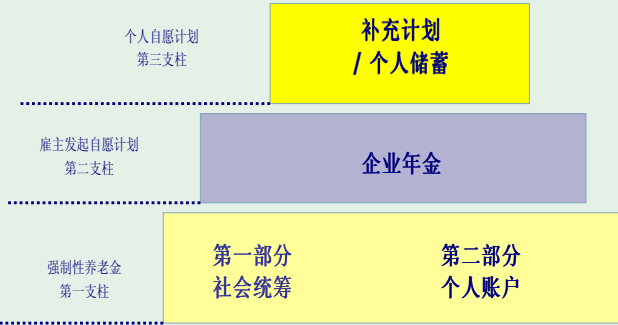
在过去9年内，中国社会保障基金获得的平均年回报率达到9%。由于中国股票市场的增长，社保基金从2006年至2007年获得了惊人的回报（图3.4），但是在2008年损失了6.8%，尽管如此，其回报依然高于市场上的大多数的机构投资者。而2009年的回报为16.1%。

将养老金外包给社保基金管理的模式可能是资产保值的好方法，这种方法优于将养老金存到银行。向前展望，允许其他的资产管理机构进入该领域也是另外一种选择，因为这样，可以提供竞争性的环境，能够使养老金资产得到更高的回报。

结论

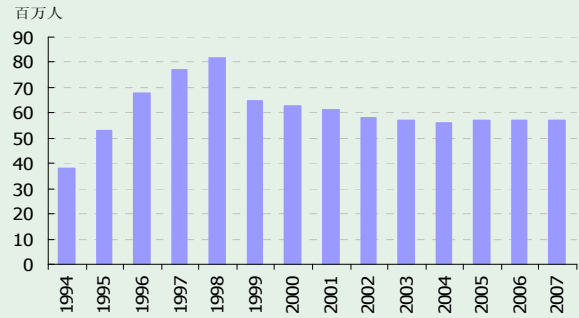
总的来说，中国的养老制度改革远未结束，但是政策的方向是正确的。同时，需要更多的努力和时间来构建广泛覆盖城乡居民的基本养老制度，这样才能够最终降低预防性储蓄同时增加国内消费。

图3.1：中国养老制度的三项支柱



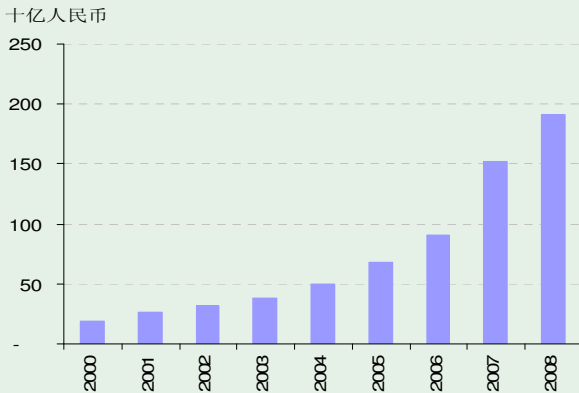
来源：BBVA

图3.2：农村养老金参与者



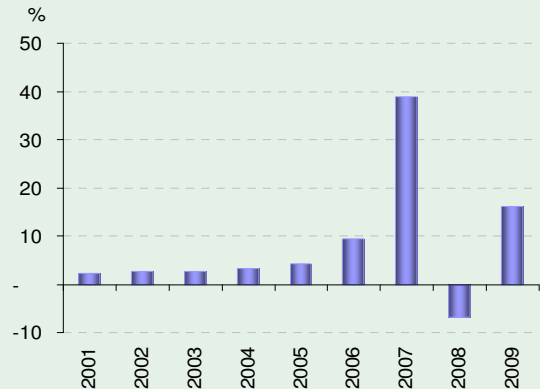
来源：MOHRSS 和 BBVA 经济研究部

图3.3：企业年金增长



注：MOHRSS 和 BBVA 经济研究部

图3.4：社保基金投资回报



来源：NSSF

## 附录：中国统计表

	单位	2005	2006	2007	2008				2009					
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4		
<b>国内经济</b>														
名义GDP	十亿人民币	18,321.8	21,192.4	25,730.6	6,347.5	7,125.1	7,330.0	10,602.0	31,404.5	6,574.0	7,411.7	7,795.5	11,753.6	33,534.8
	十亿美元	2,239.1	2,662.3	3,391.4	886.1	1,024.3	1,071.3	1,550.2	4,518.8	961.8	1,085.3	1,141.5	1,721.2	4,910.7
实际GDP增长	% 同比	10.4	11.6	13.0	10.6	10.1	9.0	6.8	9.6	6.2	7.9	9.1	10.7	8.7
CPI	% 同比	1.8	1.5	4.8	8.0	7.8	5.3	2.5	5.9	-0.6	-1.5	-1.3	0.7	-0.7
<b>外部经济</b>														
出口	% 同比	28.4	27.2	25.8	21.2	22.2	23.0	4.3	17.4	-19.7	-23.5	-20.5	0.1	-16.0
进口	% 同比	17.6	19.9	20.8	28.9	32.7	25.8	-8.9	18.5	-31.0	-20.5	-11.7	22.7	-11.2
贸易收支	十亿美元	102.0	177.5	262.7	40.9	57.0	84.8	115.1	297.8	62.2	33.9	38.6	61.4	196.1
经常账户	十亿美元	160.8	249.9	371.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	426.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	占GDP%	7.2	9.4	11.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
国际收支	十亿美元	207.0	247.0	461.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	419.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	占GDP%	9.2	9.3	13.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
外汇储备	十亿美元	818.9	1,066.3	1,528.2	1,682.2	1,808.8	1,905.6	1,946.0	1,946.0	1,954.0	2,131.6	2,273.0	2,399.0	2,399.0
	占GDP%	36.1	39.3	43.4	43.8	43.8	44.0	42.3	42.3	42.4	45.7	48.0	48.9	48.9
外债	十亿美元	281.0	323.0	373.6	393.0	427.0	442.0	375.0	375.0	336.7	360.6	386.8	n.a.	n.a.
	占GDP%	12.4	11.9	10.6	10.9	10.6	10.4	8.7	8.7	7.3	7.7	8.2	n.a.	n.a.
<b>财政</b>														
支出	十亿人民币	3,393.0	4,042.3	4,978.1	950.7	1,337.5	1,354.6	2,616.5	6,259.3	1,281.1	1,609.2	1,630.0	n.a.	n.a.
收入	十亿人民币	3,164.9	3,876.0	5,132.2	1,597.1	1,883.7	1,413.9	1,238.3	6,133.0	1,464.2	1,933.4	1,754.3	n.a.	n.a.
财政收支	十亿人民币	-228.1	-216.3	154.0	646.5	546.2	59.3	-1,378.1	-126.2	183.1	324.2	124.3	n.a.	n.a.
	占GDP%	-1.2	-1.0	0.6	10.2	7.7	0.8	-13.0	-0.4	2.8	4.4	1.6	n.a.	n.a.
<b>货币</b>														
M2增长	% 同比	17.6	16.9	16.7	16.3	17.4	15.3	17.8	17.8	25.5	28.5	29.3	27.7	27.7
贷款增长	% 同比	13.0	15.1	16.1	14.8	14.1	14.5	18.8	18.8	29.8	34.4	34.2	31.7	31.7
基准贷款利率	% pa	5.6	6.1	7.5	7.5	7.5	7.2	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
基准储蓄利率	% pa	2.3	2.5	4.1	4.1	4.1	4.1	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
存款准备金率 <sup>2)</sup>	%	7.5	9.0	14.5	15.5	17.5	16.5	13.5	15.0	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5
人民币兑美元汇率	期末	8.1	7.8	7.3	7.0	6.9	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
	当期平均	8.2	8.0	7.6	7.2	7.0	6.8	6.8	6.9	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
<b>社会经济指标</b>														
人口	百万人	1,307.6	1,314.5	1,321.3	1,323.0	1,324.7	1,326.4	1,328.1	1,328.1	1,328.1	1,328.1	1,328.1	1,328.1	1,328.1
城市	占总数%	43.0	43.9	44.9	n.a.	n.a.	n.a.	45.7	45.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
农村	占总数%	57.0	56.1	55.1	n.a.	n.a.	n.a.	54.3	54.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
人均GDP	人民币	14,012.2	16,122.2	19,473.8	4,797.8	5,378.7	5,526.2	7,982.8	23,646.2	4,949.9	5,580.7	5,869.7	8,849.9	25,250.2
	美元	1,712.4	2,025.4	2,566.8	669.8	773.2	807.7	1,167.2	3,402.4	724.2	817.2	859.5	1,296.0	3,697.5
<b>能源</b>														
能源生产	百万吨SCE	2,058.8	2,210.6	2,354.5	538.8	642.3	650.7	628.0	2,460.0	571.6	706.2	737.8	n.a.	n.a.
能源消费	百万吨SCE	2,246.8	2,462.7	2,655.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,850.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
人均能源消费	SCE 千克	179.9	194.7	203.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
人均电力消费	千瓦时	216.7	249.4	274.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,588.8	n.a.	n.a.	761.0	748.4	2,755.1

来源：国家统计局，世界银行和BBVA计算

注：1) "占GDP%"的季度数据是用GDP按年数据计算

2) 在2009年1月，中小银行的存款准备金率上升至14%，而六家大型银行的存款准备金率上升至16%。



For more information please contact

Servicios Generales Difusion BBVA Gran Vía 1 planta 2 48001 Bilbao P34 944 876 231 [www.bbva.es](http://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.