

中国观察

经济研究部

2009年5月



2009年1季度中国实际GDP在严重的全球萧条中增长6.1%。尽管一季度增长相比08年四季度6.8%增幅继续放缓，但由于获得国内政策支持，去库存过程结束，且困难的外部环境也开始稳定，所以经济正走出谷底并且有望在第二季度出现较大幅度的增长。

Contents

截稿日期: 2009 年 5 月 15 日

1. 摘要	2
2. 最近的经济发展	3
3. 经济政策及展望	21
4. 附录: 中国数据表	24

专栏

1) 专栏 1: 去存货过程	5
2) 专栏 2: 为何票据贴现增长如此之快?	10
3) 专栏 3: 经济下滑中中国房地产将如何表现?	14
4) 专栏 4: 中国地方政府债券市场的益处	18

刊物协调人:

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

该刊物由以下人员参与撰写:

刘利刚 lliu@bbva.com.hk

朱元德 yzhu@shanghaibbva.com

摘要

- 在全球严重的经济衰退中，中国的实际 GDP 在第一季度增长了 6.1%。尽管一季度增长相比 08 年四季度 6.8% 增幅继续放缓，但我们认为由于获得国内政策支持，去库存过程结束，且困难的外部环境也开始稳定，所以经济开始走出低谷并且有望在第二季度出现较大幅度的增长。
- 外部需求的下降导致了第一季度增长的持续下滑，而这结果又使经济活动进一步萧条，工业利润进一步下滑。尽管出口相关经济活动仍然低迷，但国内需求仍平稳增长。在过去的四个月中实际零售仍然以超过 15% 的速度强劲增长。而同时固定资产增长超过 30%，很多开工项目受益于政府的经济刺激计划。
- 大量的固定资产投资快速消耗了存货。存货的减少将促使工业生产在第二季度加速增长。同时，中国银行业注入大量信贷来配合经济刺激计划的实施。有利的货币环境加扩张型财政刺激政策应该支持经济增长。尤其是与基础建设相关的工业生产会加速发展。
- 由于经济相当疲软，通货膨胀率继续下降，三月已经为负数，其原因主要是食品价格下降和基数较高的影响。同时，由于商品价格的急剧回落，生产价格指数在第一季度下降了 4.6%。然而，我们不认为这些将导致中国较长时期的通货紧缩。因为货币供应量和信贷一直以前所未有的速度上升，而且经济有望强劲增长。事实上，价格下降将对个人消费和工业生产都产生了扩张性影响，以为消费预算约束减轻了，生产投入的成本也减少了。
- 向前展望，考虑到大规模财政刺激计划进一步实施，我们预期在第二季度中国经济将以更快的势头回升。我们维持之前的判断中国能够达到其今年增长 8% 的目标，介于今年的大规模财政刺激计划，进一步放松银根的空间及政府对经济的有力引导。
- 虽然我们看好中国经济，但这种预期仍伴随着很多下滑风险及不确定因素。
- 首先，中国经济的回升仍然很脆弱，所以现在谈银根收紧还为时尚早。尤其，中国沿海地区及其他出口导向型省市（上海、浙江、广州）的经济仍然萧条。政府需要通过持续有效地实施现有政策来培育当前脆弱的经济复苏，如有必要需借助进一步的政策刺激计划。在这个结点上，任何过早的银根紧缩或政策的取消都有可能动摇过去几个月政策实施的效果。
- 其次，尽管我们并不把通货紧缩视为主要风险，但通货紧缩风险增加的可能性随着近几个月的价格下降已经超出预期。这要求继续维持宽松的货币政策一段时间，并且可能会追加其他的政策措施。另外，政府也可利用这个机会加速在能源、水及电力部门的价格改革。
- 最后，全球复苏比预期要慢及潜在的 H1N1（猪流感）流感可能会破坏我们乐观的预测。首先，更慢更弱的全球复苏将继续加压力于中国的出口、失业率及增长率。第二，尽管现在的种种迹象表明猪流感不亚于 2002 年末 2003 年初在中国南方暴发的非典更有致命性，但仍需要保持警惕，进行预防。流行病的威胁也是政府改革急需升级的公共健康系统的良好契机。

最近的经济发展

1. GDP 增长和经济活动

外部需求的萎缩，给出口及整体经济活动造成压力使得中国的实际 GDP 增长从 2008 年第四季度的 6.8% 下降至本年度第一季度的 6.1%，但国内需求和净出口仍保持稳定。

事实上，经济减速与经济活动的一些指标是相匹配的。由于外需的严重减少使得出口下跌了 20%（图 2）。但是工业方面的复苏抵消了出口的下降。以工业增加值计算的工业产值从上个季度的低谷中复苏，二月增长 11%，三月的 8.3%，其主要驱动因素为企业为生产购进材料（见专栏 1）并且经济刺激计划也开始见效。

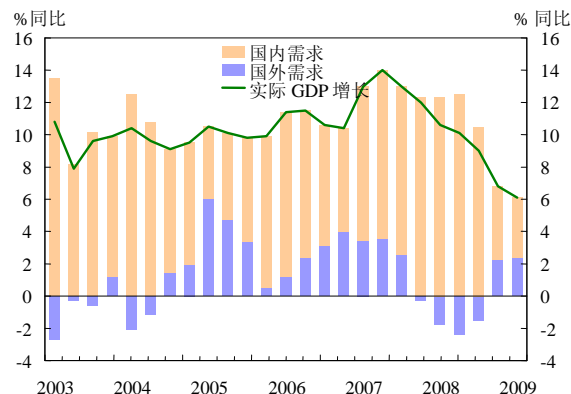
同时，较低的增长也影响到了工业利润和居民家庭收入。工业利润的增长率则从去年同期的 16.5% 降至 2009 头两个月的 -37%。但国资委提供的数据显示 138 家最大国有企业的利润月环比增长了 85.7%。家庭名义可支配收入从 2008 年的 14.7% 调整至 2009 第一季度的 10.2%，但实际可支配收入继续上升（图 3）。

零售额继续快速增长。尽管名义零售额在第一季度仅以 15% 的速度增长，而 2008 年为 21.6%，但 2009 年第一季度实际零售额增长为 16.4%，仍快于去年同期的 14.8%（见图 3）。

由于财政刺激计划的快速实施及商业银行积极的信贷扩张，第一季度名义固定资产投资 (FAI) 上升了 28.8% 至 2.81 万亿元（合 4114 亿美元），而 2008 年第四季度增长率为 23.4%，2008 年第三季度增长率为 28.8%。三月的年同比增长率从一二月的 26.5% 增长至 30.3%。而由于生产者价格的降低，实际固定资产投资增长率从一二月的 32.4% 以更快的速度增长至三月的 38.6%（见图 4）。

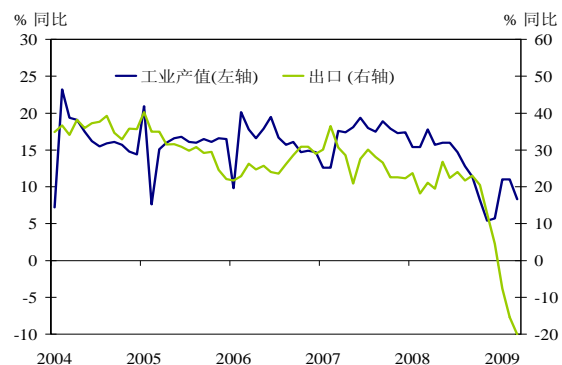
整体固定资产投资复苏良好，中国的房地产市场在第一季度亦开始出现反弹，成交量开始回升。结果，房地产行业固定资产投资增长率出现反弹，三月显示增长率为 11%（图 4）。尽管实际固定资产投资增长率在第一季度非常高，实际 GDP 增长率仍然疲软。原因可能在于投资消耗的是积累的存货，抵销了固定资产投资上升对 GDP 的推动。因为去存货过程即将结束，固定资产投资和补充存货的过程将在第二季度推动经济更快增长。

图 1: 实际 GDP 增长



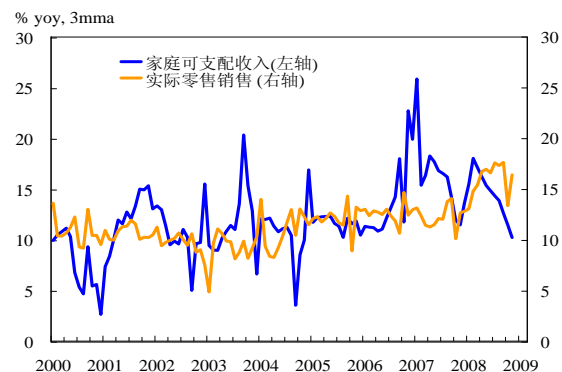
来源: CEIC 以及 BBVA 估计

图 2: 工业产值及出口



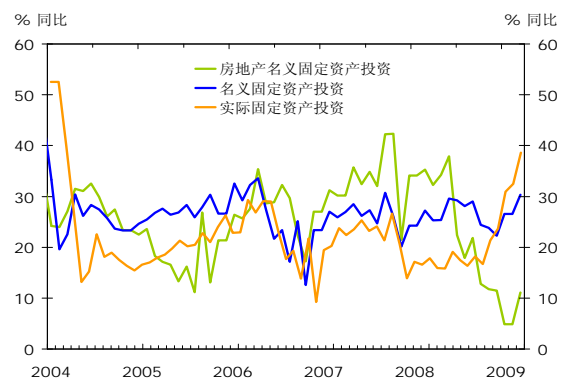
来源: CEIC 以及 BBVA 估计

图 3: 实际零售量及收入



来源: CEIC 以及 BBVA 估计

图 4: 固定资产投资



来源: CEIC 以及 BBVA 估计

2. 对外贸易

中国的出口的增长率进一步缩减了 19.72%，但进口在第一季度下降更大，为-30.94%。由于外部需求下降出现稳定迹象，出口的下行从二月的-25.73%缩减至三月的-17.12%，和四月的-22.6%。进口三月增长率下降了 25.14%，四月下降了 23%，比一月下降了 43.08%有所提高。贸易顺差因此在第一季度继续稳定在 625 亿美元(图 5)。

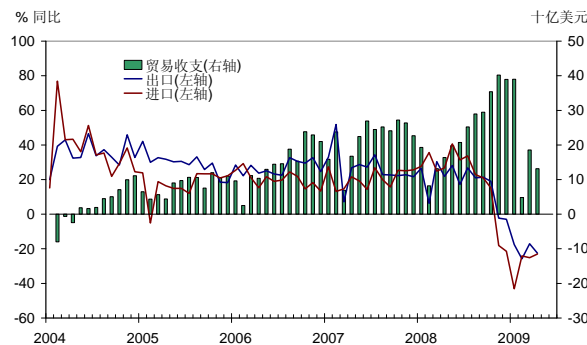
尽管中国进出口在第一季度都有所缩减，经济快速反弹的迹象仍很渺茫，因为发达国家仍无迹象显示其经济体能够在短时间内复苏，不过美国四月的采购经理人指数有所回升。考虑到中国出口与美国采购经理人指数之间的紧密关系，我们预期出口将在第二季度稳定甚至有一定程度的反弹(图 6)。但近来 H1N1 流感病毒的蔓延可能会继续延迟全球经济复苏，因此已经岌岌可危的出口仍可能受到进一步抑制。

同时，第一季度的进口增长率从 2008 年第四季度的-8.1%降至本年度第一季度的-30.7%，很大程度上反应了相比去年更低的石油和商品价格以及去存货过程进口减少的因素。因为中国的出口量大约为进口量的 1.5 倍，贸易顺差在第一季度攀至 625 亿，相比 2008 年高出 211 亿美元。因此，第一季度净出口对于 GDP 的贡献应该相当可观，尽管出口整体有所下滑。

向前瞻望，中国的出口增长应该会在第二季度持续下滑，但新出口订单的增多暗示了这种下滑可能在正在减缓。但是，出口增长率的回升仍然较为脆弱，因为经济能否顺利复苏仍未可知。

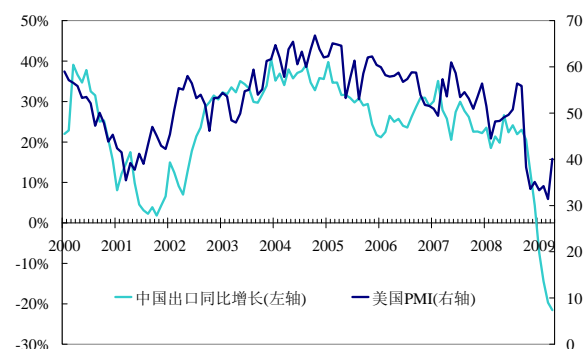
按目的地划分的中国对外出口，对美国出口从 2008 年第四季度的 0%下降至-15%。作为中国最大的贸易伙伴，欧盟从中国的进口亦从 2008 年第四季度的 4.2% 下降至- 21.8% (图 7)。近来中国副总理王岐山和欧盟贸易委员会委员 Catherine Ashton 进行的经济对话表示贸易投资对双方经济走出目前危机都十分重要。我们期待接下来的贸易和投资交易能够扭转需求下降的局面。

图 5：贸易表现



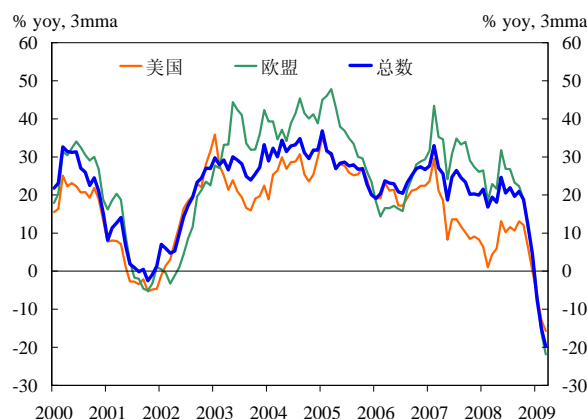
来源：CEIC

图 6：中国出口增长和美国采购经理人指数



来源：CEIC 以及 BBVA 估计。

图 7：出口市场



来源：CEIC 以及 BBVA 估计

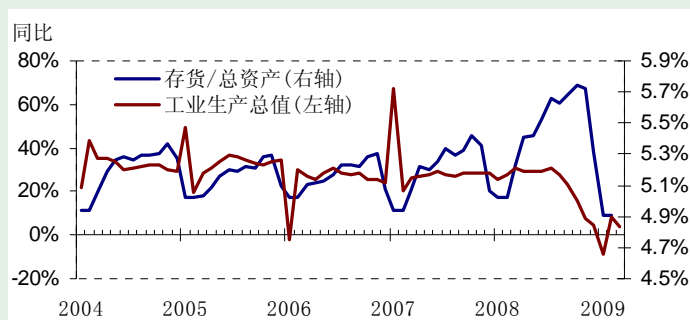
专栏 1：去存货过程

中国存货周期显示了明显的季节性。每年开始存货水平（存货/总资产）通常较低，部分原因是中国的新年效应，假期工厂通常不开工或者降低产量（图 B 1.1）。然后，存货水平在接下的季度中逐渐上升。这种模式从 2002 到 2007 都相对稳定。然而，在全球金融危机暴发后，中国的存货周期波动加大。

以存货与总资产比率代表，平均存货水平在 2008 年 10 月和 11 月达到高峰。因为雷曼破产后全球经济的突然下滑，厂商不能如往常卖掉产品，导致高存货水平。2008 年 7 月商品价格崩盘之前，公司积累了更多的原材料以防商品价格进一步上扬。接下来商品价格的崩溃及日益减少的需求使得原材料和积存的商品达到有史以来最高记录。结果，存货在 2008 年 10 月 11 月急剧增加(图 B1.1)。

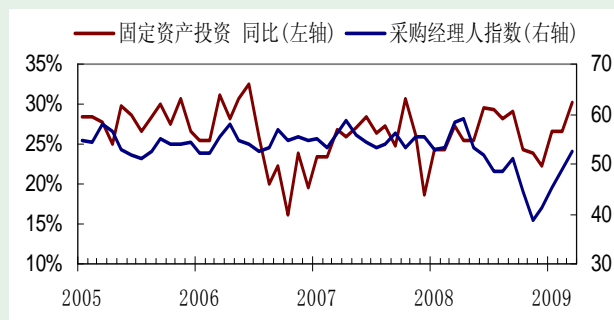
得益于大规模及时的经济刺激计划，公司的存货可以快速减少(图 B1.2)。在头两个月，存货达到七年来最低点。而工业生产一季度仍然低迷，同比来看，相比去年同期的 28%，工业产值仅 0.09%。快速增长的固定资产投资主要消耗的是存货，很大程度上抵消了工业生产。一旦存货被消化，工业生产将重新加快。最近采购经理人指数 53.5 表明工业生产和固定资产投资将在第二季度更快的增长(图 B1.2)。

图 B1.1：工业存货和生产周期



来源：CEIC 以及 BBVA 估计

图 B1.2：固定资产投资和采购经理人指数

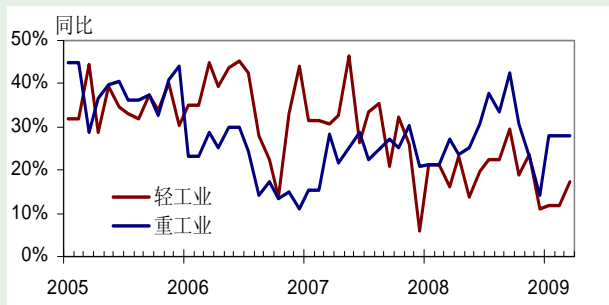


来源：CEIC 以及 BBVA 估计

固定资产投资在 2009 年第一季度总额达到 2.36 万亿，比去年同期增加了 5240 亿。快速的固定资产投资与经济刺激计划的支出相一致。就部门分配而言，固定资产投资一直以来主要集中于基础建设及重工业(图 B1.3)。重工业固定资产投资增长速度比轻工业高出多于 10%，这表明重工业的增长主要是依赖于政府的刺激计划而轻工业方面则更多的依赖于仍然低迷的外部需求。同时，销售与工业产值比率也支持这点：销售与工业产值在重工业方面出现反弹，但在轻工业方面仍在下降。

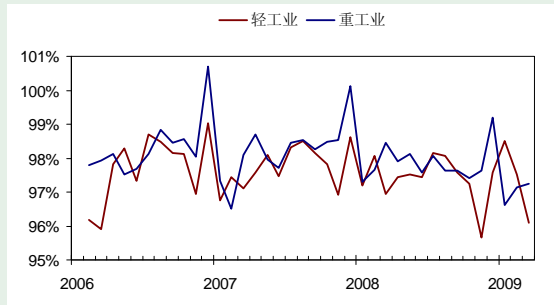
大规模的重工业固定资产投资消耗了大量的原材料，如煤、钢铁、铜等。结果，这些行业的存货水平如图 B1.5 中所示的被快速降低。在存货水平降低幅度最大的 11 个行业中，大部分都与固定资产投资和建设有关。

图 B1. 3: 固定资产在重轻工业的投资



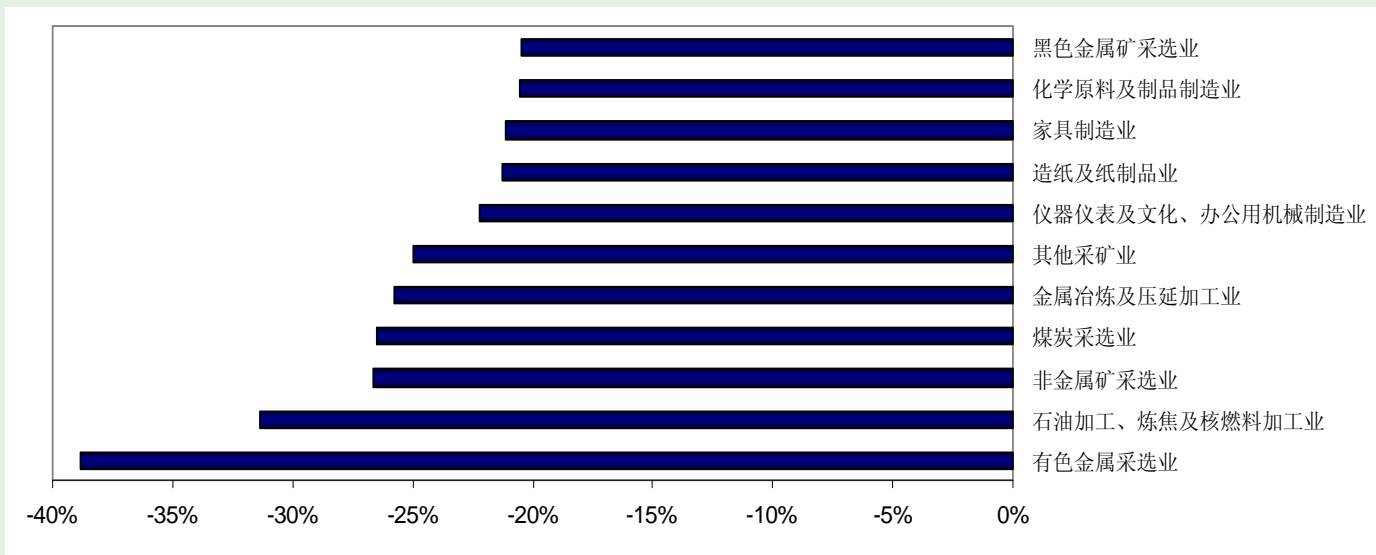
来源: CEIC 以及 BBVA 估计

图 B1. 4: 轻重工业的销售与工业产值比率



来源: CEIC 以及 BBVA 估计

图 B1. 5: 从 2008 第四季度到 2009 年第一季度工业存货下降速度排行



注意: 下降速度 = (I2009 第一季度存货 / 2008 第四季度存货 - 1) * 100

来源: CEIC 以及 BBVA 估计

总之，由于政府的财政刺激计划引起固定资产投资快速增长进而导致存货减少。由于固定资产投资主要集中于基础建设相关部门，而轻工业主要受疲软的外部需求影响，因此重工业部门要比轻工业部门的存货出清的快。我们预期政府的经济刺激计划在二三季度将得到更彻底的实施，从而加速基础建设相关的工业生产。如果外部需求稳定，轻工业部门可能出现反弹。所以，我们预期经济在第二季度将出现反弹。

3. 通货膨胀

第一季度反通货膨胀过程加速并在二月出现通货紧缩。通货膨胀从最后一个季度的 2.5 % 降低到第一季度的-0.6%。其中三四月通货膨胀率分别为-1.2%和 -1.5%(图 8)。食品及其他商品价格的下降共同引起了消费者物价指数的下降(图 9)，其中三月食品价格贡献了-0.23 个百分点非食品价格贡献了-0.97 个百分点。食品部分，菜油和新鲜猪肉价格作为 2008 年通货膨胀的主要推动因素在 2008 年第三季度后迅速下降。由于 2007 年上半年猪肉价格上涨后农民开始畜养更多猪造成猪肉过量供应，因此猪肉价格预期将进一步下降(图 9)。

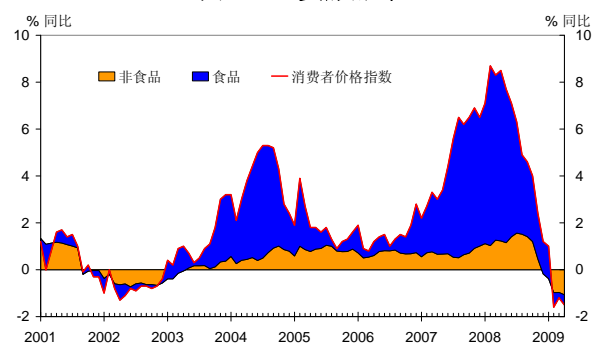
从国际进口的通货膨胀，随能源和商品价格变化也迅速下跌，其中基本金属价格下跌 19.4%，钢铁价格下跌 14.1%，(图 10)。

由于较低的国内需求和更低迷的商品价格，生产者物价指数同比从 2008 第四季度的 2.5%下降到第一季度的-4.6% 三月更是达到-6.0%，加速了通货紧缩。生产者物价指数在工业产品下降得更多(图 11)。

由于中国的生产者物价指数通货膨胀与国际商品价格高度相关，短期内生产者物价指数的传递效应将继续影响消费者物价指数(图 12)。根据我们的估计，商品价格 10%的下降会可能导致生产者物价指数 1.2 个百分点及非食品通货膨胀 0.22 个百分点的下降。考虑到商品价格指数仍在下降，四月中国消费者和生产者价格很有可能继续下降。

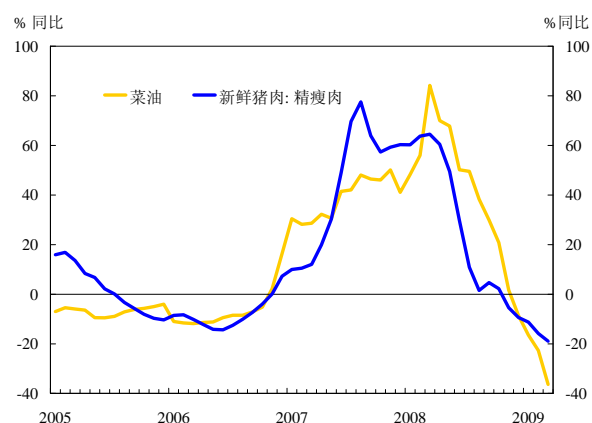
然而，我们认为通货紧缩将不会是个严重的问题，因为信贷的高速增长、对农村补贴的增加及当前的能源价格政策改革都有利于价格上涨。事实上，我们认为由于公司投入成本减少及消费预算约束减轻，现在价格的下降可能对经济起到扩张性作用。由于财政刺激和扩张性货币政策在经济系统中继续起效，价格会再次开始上升，尽管速度会较为温和。

图 8: 通货膨胀率



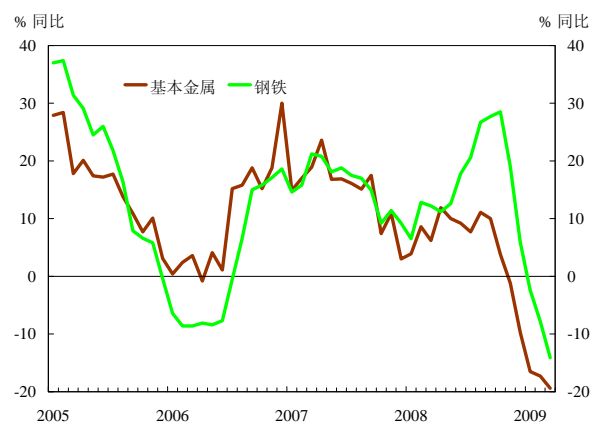
来源: CEIC 以及 BBVA 估计。

图 9: 部分食物价格



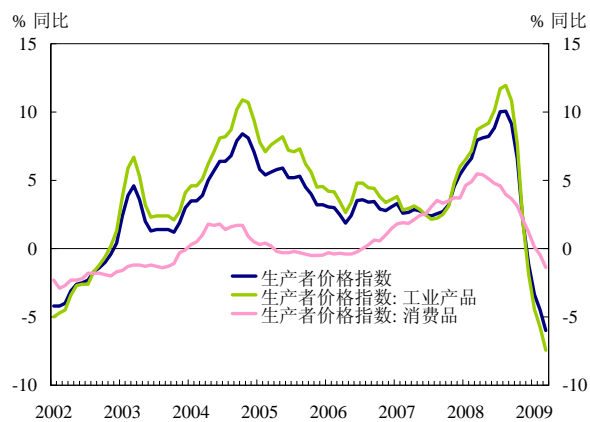
来源: CEIC 以及 BBVA 估计

图 10: 进口金属价格



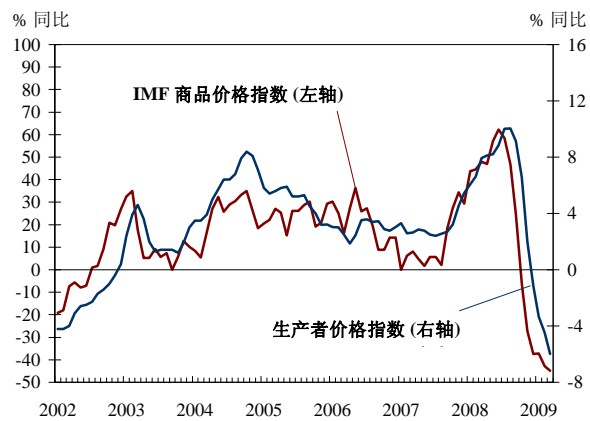
来源: CEIC 以及 BBVA 估计

图 11: 各组成部分的生产者价格指数



来源: CEIC 以及 BBVA 估计

图 12: 生产者价格指数和商品价格



来源: CEIC 以及 BBVA 估计

4. 货币状况

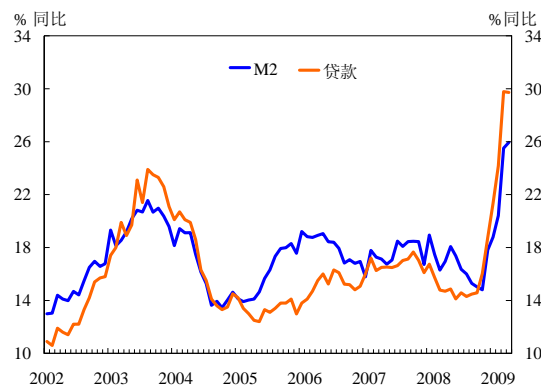
广义货币增长率(M2)同比从上个季度 17.82%增加到三月的 25.5%，同时信贷增长率同比从上个季度 18.76%增加到 29.8%(图 13)。四月广义货币和信贷增长率分别调整到 26% 和 29.8%。货币供应和信贷的增长趋于稳定显示积极的货币政策有所缓和。(中国人民银行将利率降低 216 个基点，法定准备金比率降低 200 个基点(中小规模金融机构为 400 个基点)的措施开始起效了。

由于中国的银行并不像西方银行那样，大部分为国有并且在低利差环境下有利润的压力，所以中国银行有很强的贷款动机。政府财政刺激计划为银行提供了新的贷款机会。

另外，银行业健康程度的显著提高为其贷款增长提供了更好的平台。银行内的不良贷款已经大幅度下降，主要银行最新的不良贷款率在第一季度降至 2.0%，比 2008 年末低 0.5 个百分点，比 2008 年 3 季度降低 2.3 个百分点，主要是因为农业银行不良贷款的大幅销账。从贷款结构的角度分析，票据贴现占第一季度的新增贷款规模的一大部分。这表明在现在的经济环境下，银行对于对外贷款仍相当谨慎，尽管进入三四月后这个问题已经有所缓解。

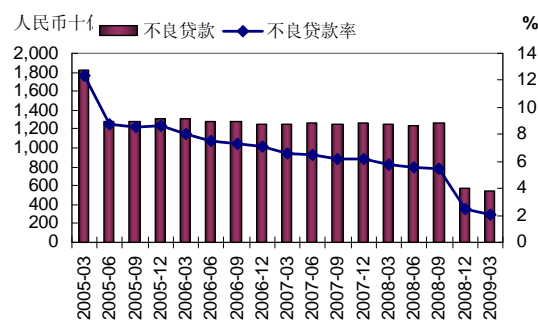
尽管贷款上出现回暖，但中小企业在从银行系统获得充分的资金支持上仍存在困难。考虑到中小企业在创造工作岗位方面的重要性，如何在控制不良贷款风险的前提下又能更好服务这部分客户对于中国的银行系统来说仍然是个挑战。

图 13: 广义货币(M2)和信贷增长



来源: CEIC 以及 BBVA 估计

图 14: 不良贷款和不良贷款率



来源: CEIC

专栏 2：为什么票据贴现现在第一季度大量涌现？

去年 9 月中央政府宣布为期两年 4 万亿的经济刺激计划后，中国人民银行分别降低利率和法定准备金率 216 和 200 个基点。另外，银行监管者已经取消了贷款限额。不像西方银行，中国银行资本状况良好，流动性充足。在更宽松的货币政策下，自 2008 年 12 月中国银行业加大了贷款的步伐(图 B2.1)。在 2009 年第一季度，中国各个银行共增加了贷款 4.58 万亿人民币，接近于年度 5 万亿的目标。以月计算，一月新贷款为 1.6 万亿元，二月为 1.07 万亿元，三月为 1.89 万亿元。事实上，第一季度银行贷款的大量涌现并不是一个新现象。因为通常信贷目标都是在年初设定，通常银行越早发放贷款，其创造利润越多。

对于第一季度信贷数额来说，票据占了贷款增加的很大比例，这是个新现象(图 B2.2)。尽管三月贷款数据显示一些稍微正常的迹象，但与历史平均值相比其规模仍相当大。从借款人类型看，国有银行主要将款项贷于政府投资的基础工程，而股份银行则主要集中精力于地方的高质量公司。

图 B2.1：月新增贷款

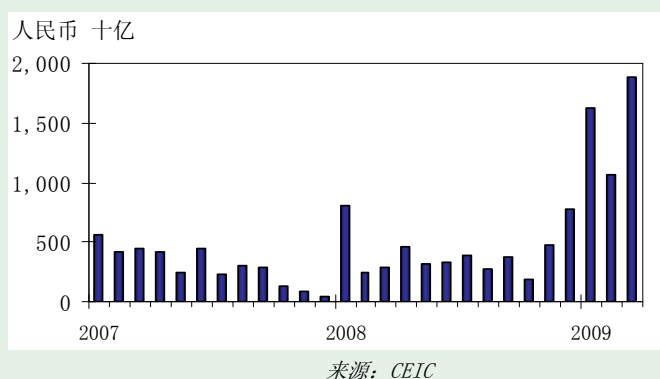
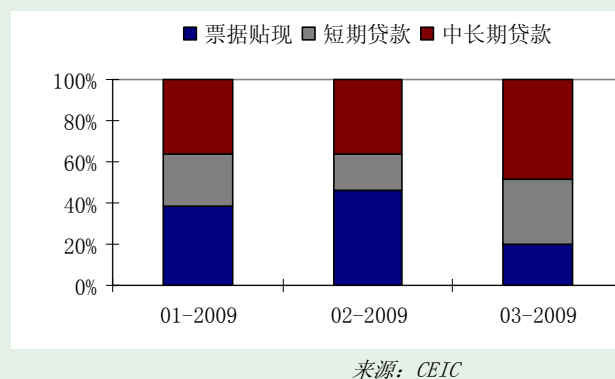


图 B2.2：新增贷款比例



2.1 票据大量涌现原因分析

票据通常在总贷款中占一小部分份额，2008 年及以前为从 5%到 10%不等(图 B2.2A)。但在 2009 年头两个月，票据正以爆炸性的速度增长，甚至占到新贷款的 40%多。以下原因可能可以解释这一现象。

一二月票据的大量涌现部分是因为银行仍然规避风险。考虑到在严重的经济危机中公司偿还贷款能力存在很大的不确定性，银行更倾向于短期借贷。这也表明经过几年的改革和风险管理水平提升后，中国的银行能够主动考虑风险因素。另外，超额储备利率和央行票据的利率都较低，低于 1%，而票据贴现利率大约为 1.5%。因此银行更倾向于票据。

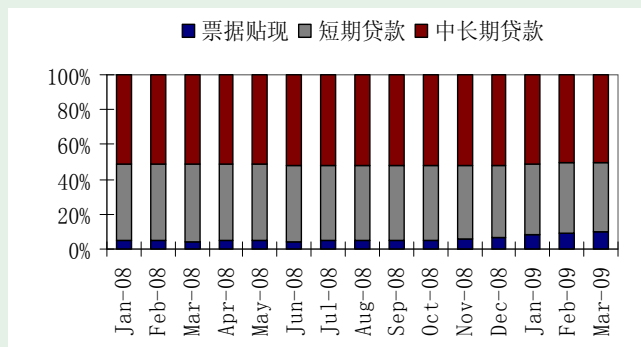
从银行角度来看，取消贷款配额后很多银行在年初制定了扩张计划。因此，银行需要保持足够的存款来实现其扩张计划。看起来，一些银行利用银行承兑汇票作为扩张信贷的主要工具。开具银行承兑汇票的同时，客户需要预先存入一部分存款来作为抵押。因此表外的银行承兑汇票是获取存款的好方法。与票据大量涌现相伴产生的现象是公司定期存款应该同时增加。如图 B2.3 所示，公司定期存款的确增加了，但活期存款在一月却下降了。并且，一月 M1 和 M2 差异明显的增长率表明企业存款从活期存款转移到了定期存款(图 B2.4)。

从借款人的角度看，贴现票据利率要低于短期定期存款(图 B2.5)。长三角流域和珠三角流域的国有银行的平均贴现率降低到 1.3-1.8%，这比六个月定期存款 1.98%的利率低 20-70 个基点。因此套购机会存在。

最后，仍有可能双重计算。如果票据转贴现，从第一个银行贴现到第二个银行，第二个银行对第一个银行仍然有追索权，这样，同样的票据就会被记录于两个银行的资产分录上。

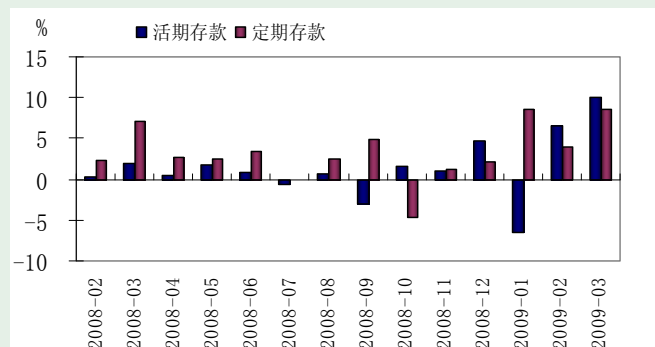
票据贴现的好处，对于银行来说贴现回报率高于央行票据；对于客户来说，他们或者可以用票据来支付交易，或者如果需要现金的话可以直接贴现。这就是一二月份票据快速增加的原因。二月后，活期存款开始比定期存款增加得更快(图 B2.3)。并且 M1 开始增加(图 B2.4)。信贷市场开始恢复正常。

图 B2. 2A: 总贷款成分组成



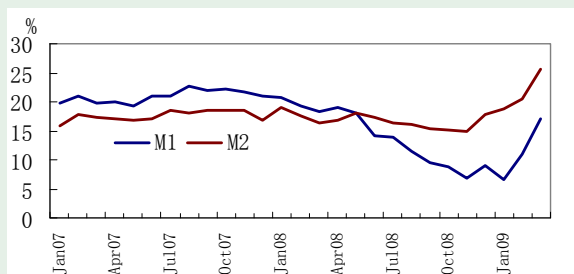
来源: CEIC

图 B2. 3: 公司活期存款及定期存款月环变化率



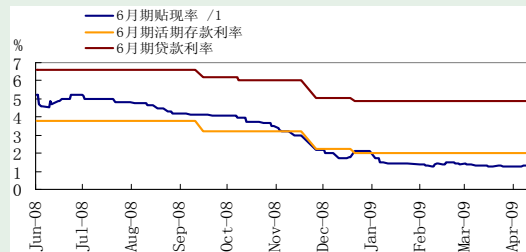
来源: 人民银行

图 B2. 4: M1 和 M2 同比增长率



来源: CEIC

图 B2. 5: 贴现率和定期存款率



1/: 贴现率是长三角和珠三角银行 6 个月票据贴现率的平均值。

来源: CEIC 和中国票据网

2.2 哪个银行的票据最多?

上市银行对待票据的态度各不相同: 交通银行的票据贴现规模比新增贷款还要大, 意味着普通贷款规模在减少; 而兴业银行在第一季度票据贴现只占到新增贷款总额的 10.9%。

表 B2. 1: 上市银行的新增贷款结构

	新增贷款总额		新增贴现票据		新增普通贷款	
	单位: 十亿元	单位: 十亿元	% of 总贷款	单位: 十亿元	% of 总贷款	
深圳发展银行	35.7	20.5	57.3%	15.2	42.7%	
宁波银行	4.5	0.6	12.1%	4.0	87.9%	
招商银行	119.2	80.6	67.6%	38.6	32.4%	
中国工业银行	85.8	9.3	10.9%	76.4	89.1%	
交通银行	75.6	87.3	115.5%	-11.7	-15.5%	
工商银行	636.4	201.3	31.6%	435.1	68.4%	

5. 资产价格

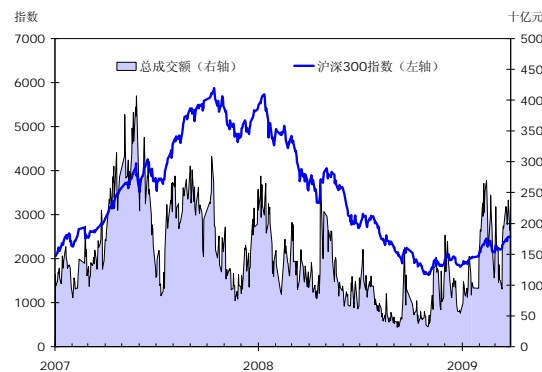
中国的股市价格在第一季度强力反弹。沪深 300 指数在这段时间内上升了 38%，同时 2009 第一季度的成交量是 2008 年第四季度的两倍。市盈率水平稳定在一个可持续的约 16 倍，2007 年 10 月高峰期时为 70 倍。然而，在经济下滑期，公司利润的波动性要比平时大，市盈率并不是预测市场前景的良好指标(图 15)。最近的反弹显示投资者对于中国的经济前景的信心。宽松的货币状况或许是近期股市反弹的另一个原因。在第一季度，大约 4.58 万亿元新贷款被注入了经济运行中。其中有一些可能已经进入了股市。

如图 16 所示，限售股（或者未上市流通股份）的解禁量对中国的股票市场上涨继续起着阻碍作用，解禁高峰将在 2009 年末到达峰值，这也将对股票市场造成下行压力。由于小非只占很少的比例，一定程度上缓解了下行压力。

住宅价格在第一季度同比下降，但近几个月降幅有所缩窄，尤其是深圳。经过几年的价格过快增长后，自 2008 年中期开始中国房地产价格开始趋冷(图 17)。深圳住宅市场价格增长率在一月出现很大跌幅，降至 16.3%，但这种下跌于二月开始缓和，表明房地产市场在政府救市政策下有所回暖。由于住宅建设与许多其他行业相关联，房地产市场交易量的上升也许会有利于经济的恢复。

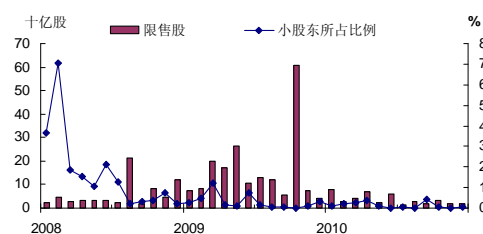
看起来中国住宅市场正面临转折点。然而，我们的住宅估值方法即根据中国主要城市住宅的供给和需求方面进行估算，显示北京、上海和深圳的住宅价格如果与他们各自的均衡价格相比分别高出 16%、18%和 20%。然而，广州住宅价格与均衡价格进行比较，看起来较为合理。专栏三提供了对中国住宅市场的前景分析。专栏三是根据于我们最近发表的报告《中国房地产展望》。

图 15: 股市和交易量



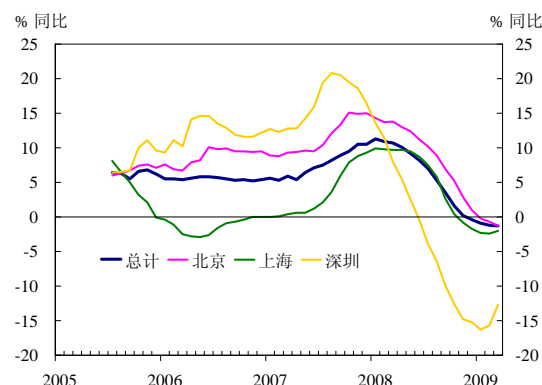
来源: 万得

图 16: 限售股流通



来源: BBVA 估计

图 17: 房地产价格

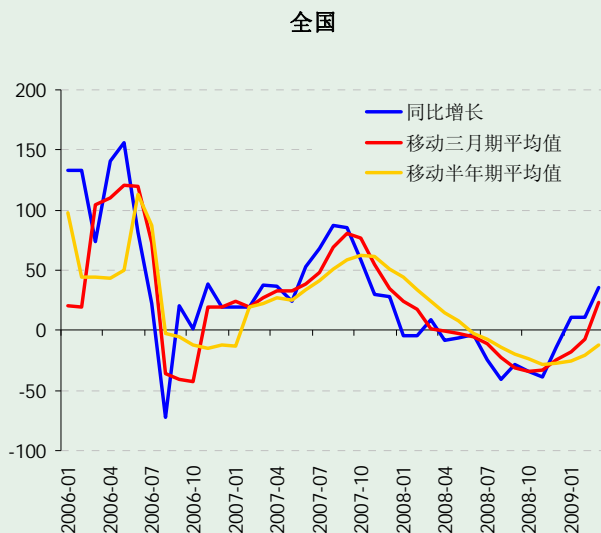


来源: CEIC

专栏三：经济下滑中中国住宅市场前景几何？

住宅价格迅速上涨一段时间后，中国的房地产市场开始在 2008 年中期趋冷。主要是因为紧缩的货币政策以及 2007 年实施的旨在控制房地产市场的过度投资和抑制价格快速增长的管理措施。事实上，在雷曼兄弟于 2008 年 9 月崩盘后接踵而来的全球经济危机改变了中国的房地产前景。全国范围的房地产价格在 2008 年 12 月份后十月中开始下降。在一些大城市，价格下降幅度很大，如深圳，其严重依赖于出口经济，最近几个月每个月的房地产价格跌幅都超过 15% (图 20)。尽管北京和上海的房地产价格跌幅不是很大，但也开始下跌了。

图 B3.1: 房地产销售



来源: CEIC 以及 BBVA 估计

因为长期增长的前景、快速城镇化以及高城镇人口密度的支持，毫无疑问中国的房地产市场投资前景光明，然而在全球经济危机中，中国住宅市场究竟前景几何？尤其是住宅市场是否会经历硬着陆？预期会有多少下行调整？中国关键几个城市如北京、上海、深圳和广州其调整是否存在差异？

尽管如图 B1 所示最近交易量有所回升，但考虑到全球经济的下滑趋势及短期内商品房供应过量，短期内价格下滑仍不可避免。由于过去两年房地产市场相当高的增长率，许多工程预期将于 2009 年和 2010 年竣工。全国范围内，短期供过于求，尤其是商品房(图 B3.2 和 B3.3)。

图 B3.2: 已竣工房屋 (百万平方米)

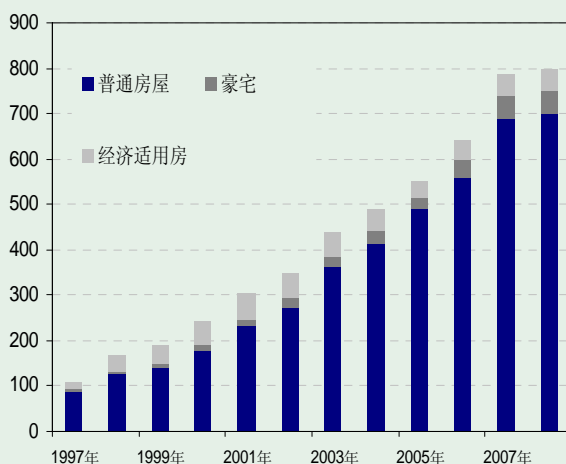
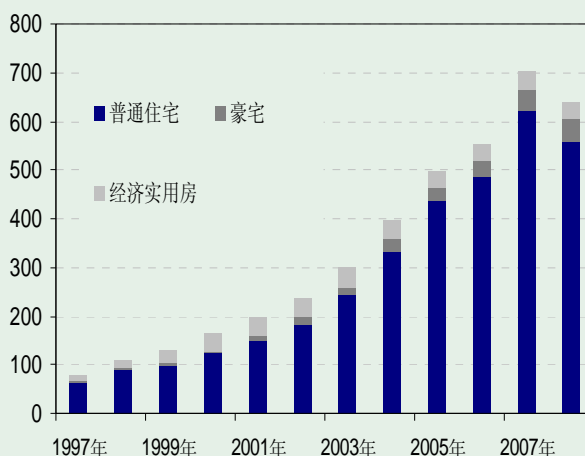


图 B3. 3: 交易量(百万平方米)



基于完工面积和不同销售速度的假设，我们发现需要三四年的时间才能消化现有的楼房存量。供给过剩有可能给中国的房地产市场价格造成下滑压力。

图 B3. 1: 售空既存楼盘的预期时间

销售速度假设	售完日期
与2008年相同速度	2012年11月
与2009年1季度相同速度	2012年03月
10年平均速度	2014年10月
2008年80%的交易量	2013年10月

来源: CEIC 以及 BBVA 估计

事实上，在各个城市我们利用供需模型进行的价值分析也支持这个观察结果。如表格 B3. 2 所示，北京、上海、深圳的房地产价格与其各自的均衡价格相对比现在分别高出了 16%、18%和 20%。然而，现在如果采用均衡价格方法进行衡量，广州住宅价格看起来较为合理。我们也观察了一些二线城市如重庆和天津的房价溢价幅度 20%到 25%左右。考虑到全国范围内内并没有很高的溢价，我们对全国范围内的预测是 5-10%。

表B3. 2: 中国城市居民房屋价格的过高或过低估值之预测值

城市	估算的溢价或折价幅度
北京	16%
上海	18%
深圳	20%
广州	-0.8%
重庆	20%
天津	25%
全国	5-10%

来源: : BBVA 中国房地产展望, 2009年5月

我们预期中国的住宅价格不会经历硬着陆。另外，这个价格下调过程将不会像日本、香港、美国所经历的那么持久，大部分是因为一些有利因素，例如高储蓄率、有利的人口分布、快速的城镇化过程、稳定的优质住宅需求，以及房地产作为投资的新兴需求。

除了这些长期结构性问题，中央和地方政府快速反应，采取各种供应管理和需求刺激政策。并且，利率降低、对房地产贷款的放松也帮助刺激了房地产。除了这些既存的政策，我们认为需要有更深入的政策刺激以防止硬着陆实际发生。这里提供一些建议。

需求政策：我们认为地方政府政策改革户籍登记政策来扩大城镇居民人口数量有助于刺激需求，以便缓解住宅价格的下降。事实上，一些地方政府已经开始购房获得城市户籍的政策。这些政策可以继续深化，建立透明的资格认证标准，允许移民得到城镇户口。上海市通过允许非户籍人口达到特别标准来获得户籍的尝试是非常正确的措施。这些措施不仅加速了中国的城镇化进程也帮助缓解了短期城镇地区商品住房过剩的问题。

供应政策：城镇改造项目可以为过剩住宅市场创造需求。事实上，从我们的实地访谈来看，如重庆、天津、青岛等城市在未来几年将筹划着大规模的城镇改造项目。这些城镇兴建项目包括拆除老城区，这些改造计划将拆除旧城区，同时创造了永久或暂时要搬出这些地区的居民对住房的需求。然而，这项政策对拆迁居民的要求比较敏感，以避免其因为拆迁而产生不满和抱怨。

地方政府为低收入家庭和外来移民建造并提供更多的廉租房是一项正确的举措。这样的政策不会对现有的住房价格产生很大影响，因为这部分人群由于其收入和储蓄水平不太可能负担市场上的住房。

然而，因为现在经济下滑，在这个关键时刻，政府为低收入人群提供的更多的低价房可能会使房价进一步下滑，因此在一些城市，房地产价格存在硬着陆的危险。香港 1998 年的经历说明这一点。为了避免这样的错误，政府必须使用严格的收入测试（排除中高等收入和高收入人群），位置测试（禁止城市中心区域建设低价住房）和其他一些有效的标准如户籍身份等，来保证这项政策不会对现行住房市场价格产生很大影响。

最后，房地产融资改革应该也会帮助刺激需求并减少房地产开发的成本。抵押债券（Covered bonds）应该是可以快速采用良好的金融创新，因其涉及的法制障碍较小，以及在住房贷款的发放和转移之间有一定的激励。这样的抵押金融创新将帮助降低商业银行的集中风险并且使公众可以进行抵押贷款投资。另外，中国应该允许一些最新的金融工具的创新，如房地产投资信托（REITs）。这样的融资工具将拓宽房地产开发商的融资渠道，也可能降低开发风险和融资成本。

6. 汇率和资本流动

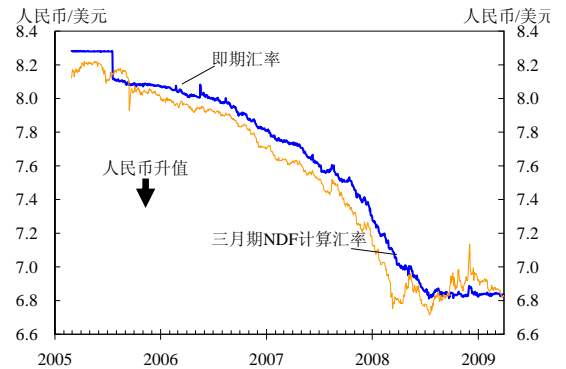
人民币汇率总体上自 2008 年 4 月起很稳定，尽管市场在 2008 年第四季度预期将有所贬值（图 18），如人民币兑美元无本金交割三月期汇率所示，市场在 2008 年末预期人民币三个月内贬值 1.2 个百分点。最近，无本金交割远期外汇汇率已经接近于现行即期汇率，代表人民币贬值的预期已经消失了。尽管人民币汇率在第一季度保持稳定，但东亚其他地区通货在第一季度贬值达 10%（图 19）。

我们继续保持我们的观点，短期内人民币汇率稳定是最有利的选择，只要出口仍然下降，失业率继续上升，人民币就没有升值的空间。那另一方面，人民币贬值代价也会很大。这是因为贬值会招致贸易保护主义，并且限制了中国人民银行利用利率工具实施宽松货币政策的能力。另外，由于其可能导致亚洲和新兴市场的货币竞争性贬值由此加剧全球失衡。因此，现在人民币汇率的稳定对中国有利。

净资本流动在一月份大量流出后，恢复了净流入。尤其是热钱在一二月份大规模流出，而三月才显示开始回流，其回流原因可能是被股市的反弹吸引了资本流入。一月的净资产外流可能是利润反遭本国所引起的，因为在日益恶化的全球信贷情况下，一些外商投资公司的本国需要流动性。外汇储备价值的改变可能是另外一个原因，因为美元的波动可能导致非美元资产价值向相反方向变化，由此改变了以美元标价的资产的名义价值。

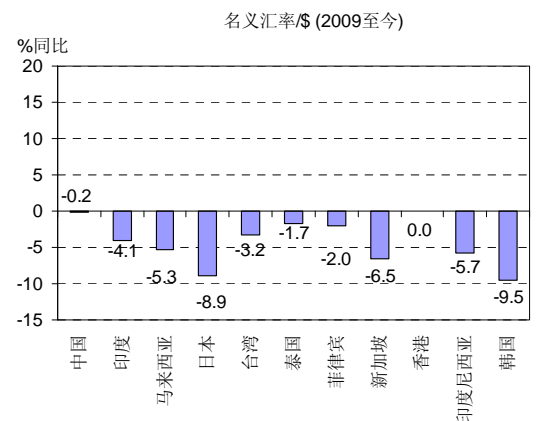
然而，外商直接投资和贸易顺差使中国的外汇储备继续增加，第一季度比 2008 年第四季度增加了 77 亿美元。第一季度末，中国的外汇储备达到 1.954 万亿美元（图 20）。

图 18: 人民币汇率



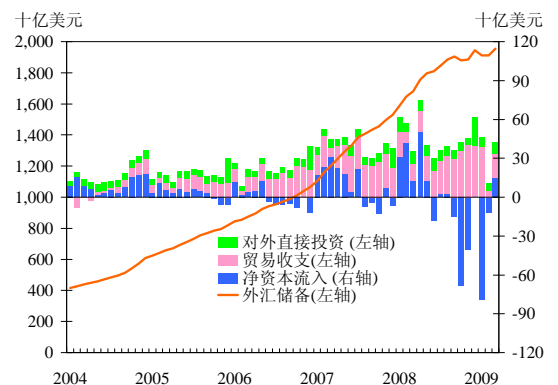
来源: Bloomberg, CEIC 以及 BBVA 估计

图 19: 亚洲通货的名义汇率



来源: 数据流

图 20: 资本流动



来源: CEIC 以及 BBVA 估计

¹ See Noland and Pack, "Industrial Policy in an era of Globalization: Lessons for Asia." Institute for International Economics, 2003.

经济政策及展望

政策反应

自我们上次分析，政府一直在有效的实施年度财政刺激计划。如图 21 所示，采购经理人指数已经强力反弹，预期经济将在第二季度将有力恢复。

关于财政政策，更多的细节于三月在全国人大会议上进行披露。和 4 万亿人民币财政刺激计划一致，中央政府计划增加投资人民币 1.18 万亿或者相当于未来两年投资总数的 30%。这表明中央政府将在 2009 年增加投资人民币 5900 亿。

政府预算赤字为人民币 9500 亿人民币或者说 GDP 的 3%。其中 7500 亿元由中央政府承担。剩下的 2000 亿人民币由地方政府通过中央政府代为发行的债务来负担(见专栏 4)。今年的增加的投资将由政府的赤字开支承担。

政府开支增加的同时，也计划减少某些领域的税收和费用共 5000 亿人民币，如房地产和股市交易的税收、出口退税和中小企业的税收优惠。

与市场传言相反，温总理政府对人大工作报告中并没有任何新的财政刺激计划。也许报告中的新内容是税收减免相关的数字为 5000 亿人民币，这之前政府并没有做相关陈述。

假设减税的弹性系数为 0.3，我们预计这将导致 GDP 额外增长 0.5 个百分点。

我们过去的财政弹性系数估计只考虑支出方面，现把减税的额外效应加进去，我们估计一揽子财政刺激计划将会带来最少 4.7%-6.2%的增长率。

除了财政计划详细的方案之外，中央政府还宣布了 10 个支柱行业的振兴计划，如汽车、纺织、船舶制造、钢铁和其他行业，以增加竞争力、提高能源利用率、加强治理水平、提高技术。尽管这些计划对股市有短期影响，但其真正作用尚不清晰。事实上，国际经验表明政府对行业的干预政策其效果经常会不尽如人意。¹

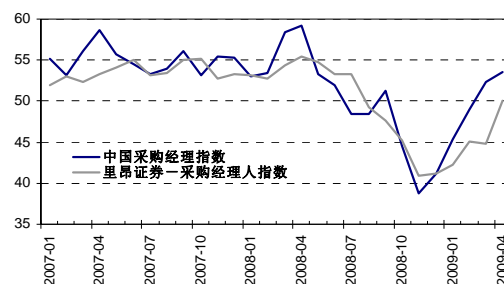
关于货币政策，快速的信贷增长表明中国银行已经对货币政策的宽松作出积极反应，这也符合我们之前的预期。尽管银行在一二月份趋于依赖票据来增加信贷，但三四月的数据显示贷款开始恢复正常，因为中长期贷款比例开始提高。

经济前景和预期

在第一季度 GDP 正式公布后，其他预测机构开始大幅修改之前对中国 2009 年经济的悲观估计。然而，我们继续保持中国 2009 年增长 8.1%的预测(图 2)。如在 2009 年 1 月《中国观察》上详细的讨论所述，由于大规模的经济刺激计划、宽松货币政策有足够的空间，以及可靠的制度因素，我们对中国能达到 8% 的增长率保持乐观。

第一季度的 GDP 数据比预期的要好，这表明中国经济已经触底。

图 21: 中国采购经理指数



来源: CEIC 以及 BBVA 估计

表 1: 工业政策

十大产业振兴计划		颁布时间
1	汽车	2009年1月14日
2	纺织	2009年2月04日
3	装备制造	2009年2月04日
4	船舶	2009年2月11日
5	钢铁	2009年2月14日
6	电子信息	2009年2月18日
7	轻工业	2009年2月19日
8	石化	2009年2月19日
9	有色金属	2009年2月25日
10	物流	2009年2月25日

来源: BBVA

然而，经济复苏仍然脆弱。如表格 3 所示，第一季度增长率的增加大部分是由中国中西部推动的，但是中国以前最有活力地区即沿海地区的经济却由于受出口增长率严重下降的剧烈影响而增长缓慢。例如，上海、浙江和广东分别只增长了 3%、3%和 6%。远低于它们 2008 年高于 10%的增长率。考虑到沿海地区集中了中国 60%的 GDP 总值，如果这一地区没有快速恢复的话，中国经济的恢复就仍将步履维艰。

向前展望，由于一些明显的迹象表明 G-3 经济急速下跌的趋势已经趋于稳定了，中国的出口部门和沿海地区总体说来将在第二季度后经济发展良好。

当我们对于中国经济增长速度能够接近其潜在增速持乐观态度时，我们惊讶于第一季度通货膨胀下降的速度。事实上，通货膨胀率已经连续三个月为负，即二、三、四月。因为快速的信贷增长、对农村的补贴以及能源价格改革，我们相信中国的通货紧缩问题并不严重，我们将 2009 年的通货膨胀率从先前预测的 0.7%调整到 0.5%。

风险和不确定性

尽管我们继续认为中国将是第一个从严重的经济危机中恢复的经济体，但仍然有很多风险和不确定因素影响经济的上行趋势。

首先，中国经济的回升仍然很脆弱，所以现在谈银根收紧还为时尚早。如在表格 3 所示，中国沿海地区及其他出口导向型省市（上海、浙江、广州）的经济仍然萧条。政府需要通过持续有效地实施现有政策来培育当前脆弱的经济复苏，如有必要需借助进一步的政策刺激计划。在这个节点上，任何过早的银根紧缩或政策的取消都有可能动摇过去几个月政策实施的效果。

其次，尽管我们并不把通货紧缩视为主要风险，但通货紧缩风险增加的可能性随着价格近几个月的下降已经超出预期。这要求继续维持宽松的货币政策一段时间，并且可能会追加其他的政策措施。另外，政府可能会利用这个机会加速在能源、水及电力部门的价格改革。

最后，全球复苏比预期要慢及潜在的 H1N1（猪流感）流感可能会破坏我们乐观的复苏蓝图。首先，更慢更弱的全球复苏将继续加压于中国的出口、失业率及增长率。第二，尽管现在的种种迹象表明猪流感不亚于 2002 年末 2003 年初在中国南方暴发的非典更有致命性，但仍需要保持警惕，小心预防。流行病的威胁也是政府改革急需提升的公共健康系统的良好契机。

表 2: 预测

	2008	2009				
	实际	实际	预测			
	年度	一季度	二季度	三季度	四季度	年度
GDP	9	6.1	7.6	8.4	9.8	8.1
CPI 通胀	5.9	-0.6	-0.1	0.9	1.8	0.5

	2009F	2009F			2009F
	BBVA	最近预测		预测机构数	上季度预测
		市场一致	最大值	最小值	量
GDP	8.1	7.6	8.4	9.8	13
CPI 通胀	0.5	-0.1	0.9	1.8	11

来源：万得 以及 BBVA 估计

表 3: 中国第一季度地区 GDP

地区	2009年一		2008年	
	2009年一	季度同比	GDP, RMB	2008年同
	GDP, 十亿元	, %	bn	比, %
沿海地区	3,919	7	18,599	11
中西部地区	2,897	8.6	14,093	12.2
辽宁	264	9.6	1,346	13.1
天津	142	16	635	17
河北	302	9	1,619	10
山东	647	7	3,107	12
江苏	665	10	3,000	12
浙江	463	3	2,149	10
上海	315	3	1,370	10
福建	197	7	1,086	13
广东	769	6	3,570	10
广西	155	13	717	13
中国	6,575	6.1	30,067	9.0

专栏 4：允许中国地方政府发债的益处

在 2009 年三月的政府对人大报告中，温家宝总理公布国务院同意地方政府发行 2000 亿债券。这是自 1998 年第二次中央政府为地方政府发行债券以减轻地方政府财政压力推动财政刺激计划的实施。

为什么地方政府不能自己发行债务呢？中国 1995 年的预算法案中第 28 条款中明确规定禁止地方政府预算赤字及发行债务。然而，因为地方政府的长期发展的需要以及有效管理的缺乏，省级政府似乎自 1994 年一直都存在大量的赤字(图 B4.1)。合计地方政府赤字整体从 1994 年的 GDP 的 3.6%增长至 2008 年的 GDP 的 6.8%，很多地方政府也许已经负债。另外，如果算上地方政府为其发起公司提供的担保，那地方政府的负债将更严重。

表 B4.1: 地方政府的财政收入及支出，中国（亿人民币， %）

	收入	%总收入	支出	%总支出	盈余或赤字	盈余或赤字/GDP
1994	2,312	44.3	4,038	69.7	-1,727	-3.6
1995	2,986	47.8	4,828	70.8	-1,843	-3.0
1996	3,747	50.6	5,786	72.9	-2,039	-2.9
1997	4,424	51.1	6,701	72.6	-2,277	-2.9
1998	4,984	50.5	7,673	71.1	-2,689	-3.2
1999	5,595	48.9	9,035	68.5	-3,440	-3.8
2000	6,406	47.8	10,367	65.3	-3,961	-4.0
2001	7,803	47.6	13,135	69.5	-5,331	-4.9
2002	8,515	45.0	15,201	69.3	-6,766	-5.6
2003	9,850	45.4	17,230	69.9	-7,380	-5.4
2004	11,893	45.1	20,593	72.3	-8,699	-5.4
2005	15,101	47.7	25,154	74.1	-10,054	-5.5
2006	18,304	47.2	30,431	75.3	-12,128	-5.7
2007	23,573	45.9	38,339	77.0	-14,767	-5.7
2008	28,645	46.7	49,053	78.6	-20,408	-6.8

来源: CEIC

通过中央为省级政府发行债券，如果地方政府违约，则中央政府将风险集于己身。从这个意义上说，允许省级政府发行债务具有明显的优势：

首先，允许省级政府发行债券能够直接帮助减少中央政府的风险水平。同时，地方政府债券市场将能够加快地方的基础建设发展，农村教育和健康投资及其他中国紧急发展的需要，这将有助于推动中国经济结构的转变，即从高度依赖外部需求到更多依靠国内需求的转变。

第二，推动地方政府的债券市场的发展最长远的影响是地方政府财政对于地方纳税人来说将更加透明、可信，同时地方人大的权力得到扩大，也需要建立必要制度来推动公司成立及法律法规的实施。最终有利于帮助中国经济体制转型为以有效制度来管理的市场经济体制。

第三，充满活力的国内债券市场也将有助于减轻所有新兴市场经济体所面临的“原罪”问题，也就是说，他们没有能力在国际上发行长期国内债券和以本国货币在国际上发行债券。另外，那地方债券市场将有可能为中国资产市场增加了一个重要部分，特别针对股票市场，地方政府债券可用作更好风险对冲的工具来进行有效的风险管理。

当然，地方政府债券发行也存在风险，例如，过度债券发行和地方政府破产。为了防止过度发行债券，也必须要求中国省市采取一些有效的财政规定（预算平衡规定和债务限制规定），美国就采取了类似的规

定。除了财政规定，必须制定地方政府破产法来规定地方政府破产时的债务顺序。另外，必须建立一些并行制度来推动有效的地方政府债券市场。这包括透明的预算过程、预算管理制度、建立跨政府部门的机构来分析预测地方政府预算，独立的信贷评级机构，可信的会计和审计程序及一些能够减少地方政府财务信息不对称的跨部门机构。

附录：中国数据表

	单位	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2008				2009
								一季度	二季度	三季度	四季度	一季度
国内经济												
名义国内生产总值(GDP)	10亿元人民币	13582	15988	18322	21192	25731	30067	6149	6913	7101	9904	6574
	10亿美元	1641	1932	2239	2662	3391	4326	858	994	1038	1448	962
实质国内生产总值增长	% 同比	10.0	10.1	10.4	11.6	13.0	9.0	10.6	10.1	9.0	6.8	6.1
消费物价指数	% 同比	1.2	3.9	1.8	1.5	4.8	5.9	8.0	7.8	5.3	2.5	-1.2
外部经济												
出口	% 同比	34.6	35.4	28.4	27.2	25.8	17.2	21.2	22.2	23.0	4.3	-19.7
进口	% 同比	39.8	36.0	17.6	19.9	20.8	18.5	28.9	32.7	25.8	-8.9	-30.8
贸易盈余	10亿美元	25	32	102	178	263	295	41	57	83	114	63
经常帐户	10亿美元	46	69	161	250	372	426	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	占GDP比例(%)	2.8	3.6	7.2	9.4	11.0	9.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
国际收支帐户	10亿美元	117	206	207	247	462	419	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	占GDP比例(%)	7.1	10.7	9.2	9.3	13.6	9.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
外币储备1/	10亿美元	403	610	819	1,066	1,528	1,946	1,682	1,809	1,906	1,946	1,954
	占GDP比例(%)	24.6	31.6	36.1	39.3	43.4	44.2	44.1	44.4	45.0	44.2	44.0
外债	10亿美元	209	247	281	323	374	375	393	427	442	375	n.a.
	占GDP比例(%)	12.7	12.8	12.4	11.9	10.6	8.7	10.9	10.6	10.4	8.7	n.a.
财政												
财政收支	占GDP比例(%)	-2.2	-1.3	-1.2	-1.0	0.6	0.0	10.5	7.9	0.8	0.0	2.8
货币												
M2增长	% 同比	19.6	14.6	17.6	16.9	16.7	17.8	16.3	17.4	15.3	17.8	25.5
贷款增长	% 同比	21.1	14.5	13.0	15.1	16.1	18.8	14.8	14.1	14.5	18.8	29.8
基准贷款利率	% (年率)	5.3	5.6	5.6	6.1	7.5	5.3	7.5	7.5	7.2	5.3	5.3
基准存款利率	% (年率)	2.0	2.3	2.3	2.5	4.1	2.3	4.1	4.1	4.1	2.3	2.3
存款准备金率2/	%	7.0	7.5	7.5	9.0	14.5	15.0	15.5	17.5	16.5	13.5	13.5
人民币/美元汇率	(期末)	8.3	8.3	8.1	7.8	7.3	6.8	7.0	6.9	6.8	6.8	6.8
	(每期平均)	8.3	8.3	8.2	8.0	7.6	6.9	7.2	7.0	6.8	6.8	6.8
社会经济指标												
人口	百万人	1,292	1,300	1,308	1,314	1,321	1,328	1,323	1,325	1,326	1,328	n.a.
城市	占总人口比例(%)	40.5	41.8	43.0	43.9	44.9	45.7	n.a.	n.a.	n.a.	45.7	n.a.
农村	占总人口比例(%)	59.5	58.2	57.0	56.1	55.1	54.3	n.a.	n.a.	n.a.	54.3	n.a.
寿命	年	n.a.	71.4	72.0	72.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
婴儿死亡率	每千人	n.a.	n.a.	25.0	24.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
人均国内生产总值	人民币	10,510	12,299	14,012	16,122	19,474	22,639	4,648	5,218	5,354	7,457	n.a.
	美元	1,270	1,486	1,712	2,025	2,567	3,258	649	750	783	1,090	n.a.
能源												
能源产量	百万吨标准煤	1,638	1,873	2,059	2,211	2,354	2,460	539	642	651	628	n.a.
能源消费量	百万吨标准煤	1,750	2,032	2,247	2,463	2,656	2,850	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
人均能源消费量	公斤标准煤	154	164	180	195	203	n.a.	n.a.	n.a.	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.	n.a.	n.a.	n.a.

来源：中国国家统计局、世界银行、CEIC 以及 BBVA 估计

注：1) “占GDP比例%”的季度数字是按年率计算。

2) 2008年12月，中小银行存款准备金率降至13.5%，而六家大银行则降至15.5%。

更多信息请联系

Servicios Generales Difusion BBVA Gran Vía 1 planta 2 48001 Bilbao P34 944 876 231 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.