

中国观察

经济研究部

2009年8月



庞大的财政及货币刺激政策使中国经济在 2009 年 2 季度复苏更加强劲，继第 1 季度经济增长 6.1% 之后，第 2 季度经济增速扩至 7.9%。尽管以投资推动的内需引领经济增长，出口部分仍然疲软并且短期内持续低迷。在经济复苏依旧脆弱的情况下，刺激政策必须得到贯彻执行以展现其全部的效应。

Contents

截稿日期: 2009 年 8 月 13 日

1. 摘要	1
2. 近期经济发展	2
3. 经济政策及展望	16
4. 附录: 中国数据表	17

专栏

1) 专栏 1: 外汇储备多样化	4
2) 专栏 2: 中国“走出去”发展战略	6
3) 专栏 3: 银行业表现	11

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 liu@bbva.com.hk
朱元德 yzhu@bbva.com.hk
郑 林 jenny.zheng@bbva.com.hk

摘要

- 中国经济在 2009 年 2 季度稳步复苏，固定资产投资的大幅反弹和信贷的快速扩张带动第二季 GDP 实现 7.9% 的年同比增长。2009 年上半年经济总量增长 7.1%，居全球之首。
- 在当前全球经济低迷的情况下，2 季度的经济增长已成为屈指可数的记录，大量的固定资产投资是此次增长主要原因，而且国内消费部分也发挥支持性的作用，但是由于萎缩的国外需求，出口部分仍然呈现两位数的下滑，尽管已出现一些回稳的迹象，出口仍会在未来保持低迷。
- 尽管国内需求强劲，消费价格指数 (CPI) 和生产价格指数 (PPI) 依旧下滑。消费价格指数 (CPI) 在 2009 年上半年下跌 1.1%，而且 7 月份新公布的消费物价指数亦持续下行趋势，同比下降 1.8%，比 6 月份数据低 0.1%。价格下降主要体现在服装、住宅和交通上，但是，由于广义货币供应 (M2) 和信贷的快速增长以及经济的预期向好，我们认为在中国价格水平的走低不会带来长期的通货紧缩。事实上，此阶段下降的价格水平会在未来给私人消费以及生产带来扩张性效应。
- 鉴于庞大的刺激性财政计划实施的效用开始逐步增强，我们认为中国经济在 3 季度将会强势复苏，甚至达到 8.6% 的增长。同时，考虑到扩张性的财政政策、宽松的货币政策以及快速执行的经济政策等因素，我们将维持 2009 年中国经济增长 8.1% 的预测。我们也已将 2010 年的增长预期从之前的 8.4% 上调为 8.6%。
- 尽管我们仍然认为中国是首先从全球衰退中复苏的经济体，我们还是看到一些导致经济走低的不确定性风险。
- 首先，虽然中国经济稳步恢复，但仍旧摆脱不了 G-3 经济体 (美国、欧洲和日本) 长期衰退的影响。只要出口部门仍然低迷，工业过剩产量就会继续存留，从而产生国内价格水平下降的压力。因此，此阶段讨论任何财政收缩或者货币紧缩政策都为时过早，任何过早的经济紧缩政策都会对遏制当前的复苏。
- 其次，上半年高速的信贷扩张也引起了对资产泡沫的担忧，这种担忧部分来自于股票市场 75% 的反弹以及价格和成交量的回升。我们谨慎地认为：资产价格的反弹不应该作为是否实行紧缩经济政策的唯一判断标准。尤其是在当前失业率仍就居高、工资上涨压力尚未存在的情况下，适度的货币政策的调整也许会有效地调节过快的贷款量以及信贷结构，但是激烈的银根收缩并不会是当前复苏情况下的最优选择。

最近的经济展

1. GDP 增长和经济活动

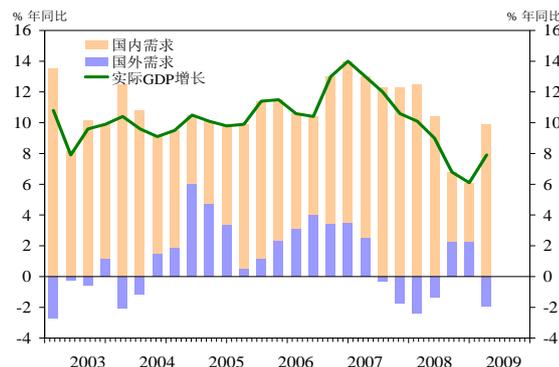
庞大的经济刺激政策和信贷的扩张推动中国经济从近 10 年来的低谷反弹。2009 年 2 季度中国实际 GDP 实现 7.9% 的增长，相比 1 季度 6.1% 的表现提高了 1.8 个百分点。上半年的年同比增长达到 7.1%，显示出向 2009 年全年“保八”目标进一步靠近。此次的增长主要由国内经济的复苏带动，具体表现在政府 4 万亿人民币拉动内需的政策带来的众多工业活动，但是，实际的外部需求在 2 季度进一步收缩（图 1）。

虽然全球需求的萎缩继续拉低出口，工业生产的强势增长在一定程度上缓解了这一风险。相对 5 月份 22.05% 的年同比下滑，6 月份出口进一步恶化，减少了 23.42%，与此同时工业生产却连续 3 个月保持走高并且在 6 月份实现了 10.7% 的增长，为 9 个月以来的最大增幅（图 2）。

本次扩张财政政策的收入转移效应在 2 季度开始呈现，具体表现在居民可支配收入的快速增加以及与之相伴的实际零售增长上。居民可支配收入在 6 月份实现 31.4% 的年同比增长，而这一数据在 5 月份仅为 23.5%。实际零售方面，作为主要指标的消费支出分别在 5 月份和 6 月份增长了 17.4% 和 17.7%。实际零售在 2009 年上半年增长达到 16.6%，与去年同期相比增长了 3.7 个百分点。中国致力于提高“三驾马车”中消费支出这部分来摆脱当前经济危机的影响，而目前的经济政策看上去在此方面上有一定作用（图 3）。

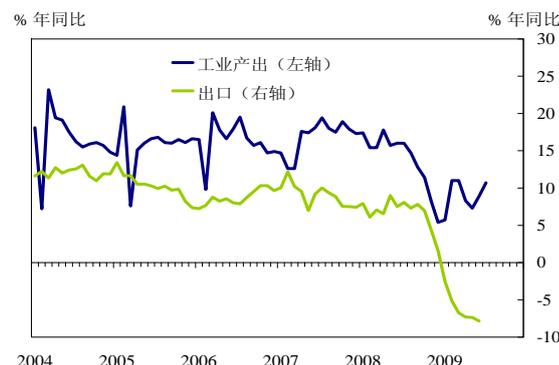
由于在基础设施上 9,080 亿元的公共支出，以及快速增长的银行信贷，名义固定资产投资在 6 月份上涨了 35.25%，相对 5 月份 38.67% 的增长有所轻微调整。考虑到下降的生产价格指数（PPI），实际固定资产投资 6 月份的增长率为 46.70%，也略低于 5 月份 49.43% 的增长。繁荣的房地产市场加速了对经济部门的投资，相比 5 月份 19.71% 和 4 月份 14.26% 的增长，对房地产部门的投资在 6 月份已实现了 21.68% 的上涨。另外，今年四川灾后重建的大量项目也是固定资产投资增长的一个驱动因素（图 4）。

图 1: 国内需求拉动实际 GDP



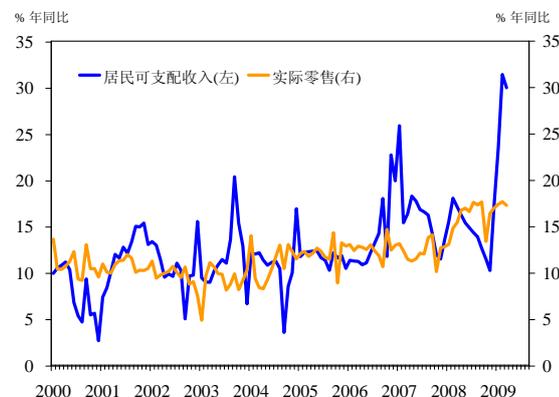
来源: CEIC 以及 BBVA 估计

图 2: 工业生产及出口



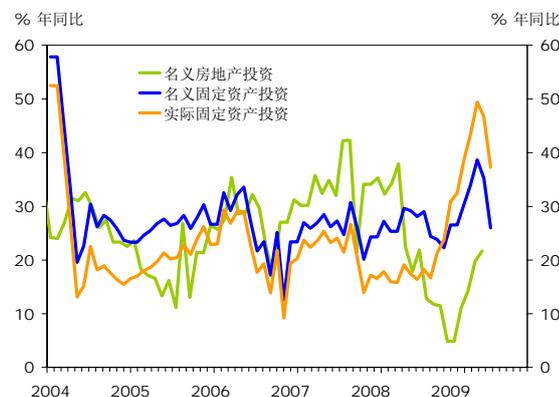
来源: CEIC 以及 BBVA 估计

图 3: 实际零售和收入



来源: CEIC 以及 BBVA 估计

图 4: 固定资产投资



来源: CEIC 以及 BBVA 估计

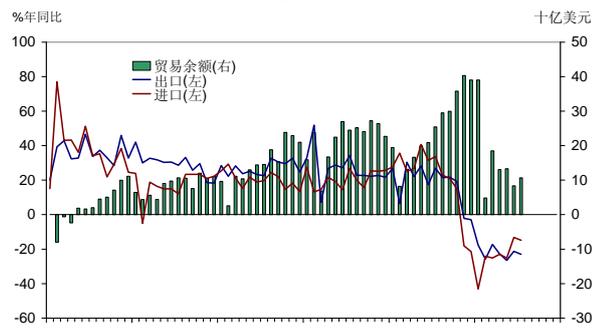
2. 对外贸易

受外部需求下降的影响，中国对外贸易继续呈现萎缩的趋势，并且已经持续 8 个月的下滑。尽管对外贸易表现不佳，乐观的一面是出口下降的速度开始放缓，与 5 月份 26.39% 的下跌相比，6 月份的跌幅已缓和到 21.27%。进口方面也在 6 月份收缩了 13.2%，是过去 8 个月以来的最小跌幅。2009 年 2 季度的贸易顺差温和下跌，而上半年的总贸易顺差额达到 969 亿美元，与 2008 年同期相比下降了 21 亿美元（图 5）。

鉴于中国国内需求的进一步走强和商品价格的逐步反弹，进口在未来预期继续上升，从而导致贸易顺差的减少。另一方面，由于中国最大的两个进口经济体 --- 美国 and 欧洲 --- 失业率近期的攀升，中国的出口需求还需要更长的时间才能复苏。5 月份中国对美国的出口下跌了 17.33%，而对欧洲出口的萎缩更高达 24.94%（图 6）。

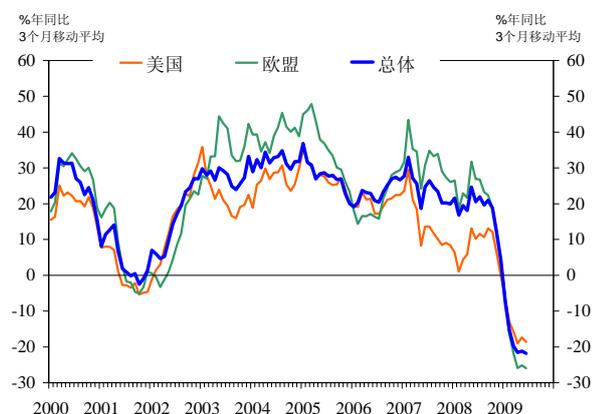
不过，由于中国的进口数据表现可以作为出口的超前经济指标，我们或可从进口的向好信号中预期到中国的对外贸易将努力从低谷中走出来。与此同时，尽管目前美国的经济复苏仍然不甚明朗，但是代表制造产业健康程度的采购经理人指数（PMI）已经从去年 11 月 33.6 的最低点攀升至今年 6 月 39.9 的高位。我们认为：中国的出口也许会在今年年底或者 2010 年初恢复到“正常”水平。

图 5: 贸易表现



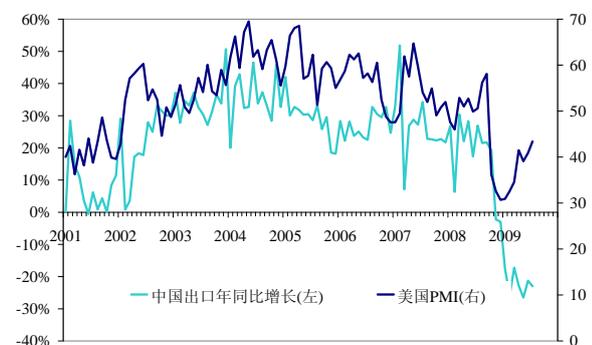
来源：CEIC 以及 BBVA 估计

图 6: 对外出口



来源：CEIC 以及 BBVA 估计。

图 7: 中国出口增长和美国 PMI



来源：CEIC 以及 BBVA 估计。

专栏 1: 外汇储备多样化

自今年 3 月份温家宝总理表示出对中国持有美元资产贬值的顾虑之后，中国逐步开始其外汇储备多样化的战略，意在通过逐步增加对黄金、大宗商品和非美元资产的持有，以及强化国际金融机构的资本金储备，从而减少对目前大量美元资产的依赖。具体的措施体现在以下几个方面：

- **中国已经增加黄金储备。**根据国际外汇管理局公布，中国已将其黄金储备从今年 3 月底 600 公吨的水平增加至目前 1,054 公吨，实现增长 76% 之多。这是自 2003 年以来唯一一次黄金储备增长，使得中国的黄金持有量跻身全球第五。
- **中国计划增持国际货币基金组织（IMF）债券。**中国政府还考虑购买 500 亿美元的国际货币基金组织债券来降低其外汇储备过度依赖美元的风险。
- **根据《清迈倡议》多边货币互换协议，中国已注入 342 亿美元。**2009 年 5 月财政部部长与东南亚国协（东盟）加上中国、日本和韩国（ASEAN+3）签署建立 1,200 亿美元的外汇储备基金，意在以适当的多边合作形式建立一个由单一契约式协议控制、独立经营的外汇储备一揽子货币体系。中国将继续注入资金（其中包括香港特别行政区的 42 亿美元），保持与日本 384 亿美元相同的水平，其余部分将由韩国和其他 10 名东盟成员补充。
- **中国已扩充了其人民币的货币互换协议。**自从去年 12 月中国已同 6 个国家（地区）签署了 6,500 亿人民币（或 951 亿美元）的货币互换协议（表 1），鼓励这些国家（地区）的中央银行向其进口商出售人民币支持对中国商品的购买。这是人民币国际化走出的第一步，同时也降低了中国出口商面临的汇率风险。

表 1: 人民币货币互换

日期	合作国家/地区	十亿人民币
2008 年 12 月 12 日	韩国	180
2009 年 01 月 20 日	香港特别行政区	200
2009 年 02 月 08 日	马来西亚	80
2009 年 03 月 11 日	白俄罗斯	20
2009 年 03 月 24 日	印度尼西亚	100
2009 年 03 月 29 日	阿根廷	70
总计		650

- **中国鼓励其贸易伙伴使用人民币结算跨境贸易。**该措施进一步拓宽了人民币在国际上的使用程度，减少中国出口商在对外贸易中面临的外汇风险和交易成本，从而逐步摆脱对美元的过度依赖。
- **中国已开始调整持有美元债券的结构。**今年 5 月份中国增持了 380 亿美元的美元债券，为 2009 年以来的最大增加，对美元债券的持有额也由此高达 8,015 亿美元。与此同时，美元债券第二大持有国日本却从 4 月份 6,859 亿美元的水平减持到 5 月份的 6,772 美元。尽管中国此次增持的原因是在目前尚未找到合适的替代资产，但是中国已开始调整其美元债券的持有结构，更多地从长期国债转化为短期国债。如表 2 所示，中国对美国长期国债的持有已从 90.3% 下降到 73.4%，这一结构变化也反映了中国对美国扩张性财政政策、庞大的财政赤字和高企的债务所表示出的担忧。与此同时，国家外汇管理局也抛售了一定量的美国长期机构债券和股票。

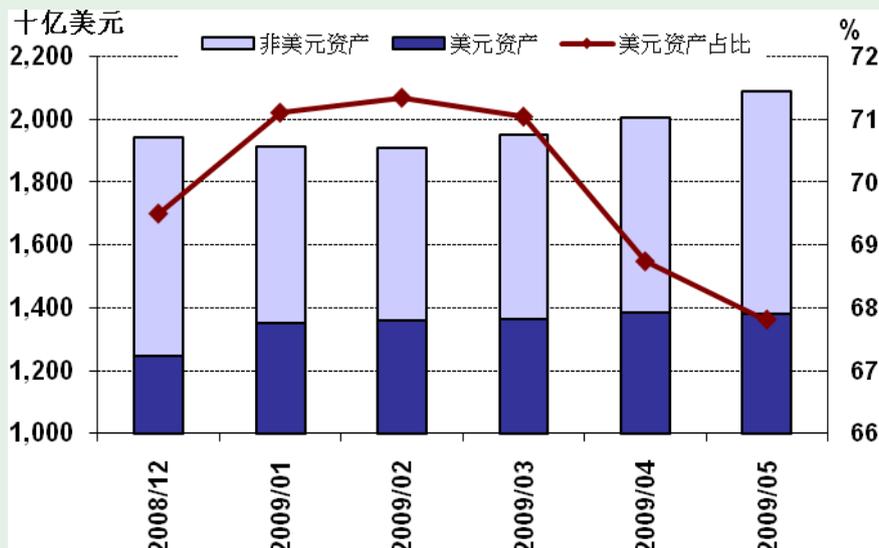
表 2: 美元资产构成 (十亿美元)

	国债					其它长期投资		
	总计	长期		短期		机构债券	公司债券	股票
		数量	持有比例	数量	持有比例			
2008年09月	618	558	90.3%	60	9.7%	509	24	99
2008年12月	727	562	77.3%	165	22.7%	498	28	99
2009年01月	740	563	76.1%	177	23.9%	494	28	99
2009年02月	744	562	75.5%	182	24.5%	493	27	99
2009年03月	768	577	75.1%	191	24.9%	493	28	99
2009年04月	764	584	76.5%	179	23.5%	492	26	99
2009年05月	802	588	73.4%	213	26.6%	490	26	99

来源: 路透

- 中国已经开始逐步多样化其外汇储备，从而摆脱对美元资产的单一依赖。如图 1 所示，中国已开始逐步减少对美元资产的持有，这与我们之前 5 月份预测美元资产持有会从 71% 下降到 68% 的估计一致。

图 1: 中国外汇储备构成



来源: CEIC、路透和 BBVA 估计

专栏 2: 中国“走出去”发展战略

根据我们的估计，中国的外汇储备将会在未来几年内年均增长 2,000 亿美元以上（表 3）。加之当前信贷快速扩张已超过目标水平，并且中国固定资产市场也面临再次形成泡沫的风险，中国人民银行则继续面临压力来轧平日益增长的外汇储备净头寸的风险。

表 3: 中国外汇储备预测

	基准情况			
	(2009 年出口下降 20%，进口下降 25%)		(十亿美元)	
	2007	2008	2009 预测	2010 预测
外汇储备	1,528	1,946	2,220	2,552
贸易余额	263	295	293	280
对外直接投资	84	108	65	52
证券投资损益	116	14	-84	0

来源: BBVA 估计

意识到潜在的风险和紧迫性后，有关当局已经开始积极鼓励资本以中国对外直接投资（OFDI）的形式进行外流。温家宝总理在近期一个讲话中提到利用外汇储备加快实施中国企业“走出去”的战略，意思是指中国企业通过收购外国股权的方式占有外国企业。目前，可以参与“走出去”战略的企业往往是大型国有企业，比如说中国石油、中国电信、中国铝业等。但是情况也在发生改变，商务部在今年 3 月向地方政府转移了更多权力来批准地方企业 1 亿美元以下对外直接投资，今年 6 月国家外汇管理局也发布新规定放松了对有意向海外投资的地方企业的外汇管制。这些新规定都意在简化国内企业海外投资的手续以及鼓励中国企业收购外国公司。

可以预计在当前金融危机的背景下，中国政府会借此机会出台更多政策来鼓励大量的对外直接投资。

与此同时，中国也许还会考虑增加给中国投资有限责任公司（CIC）海外投资的配额，众所周知 2,000 亿美元中的三分之二都用来购买了中国银行资产。

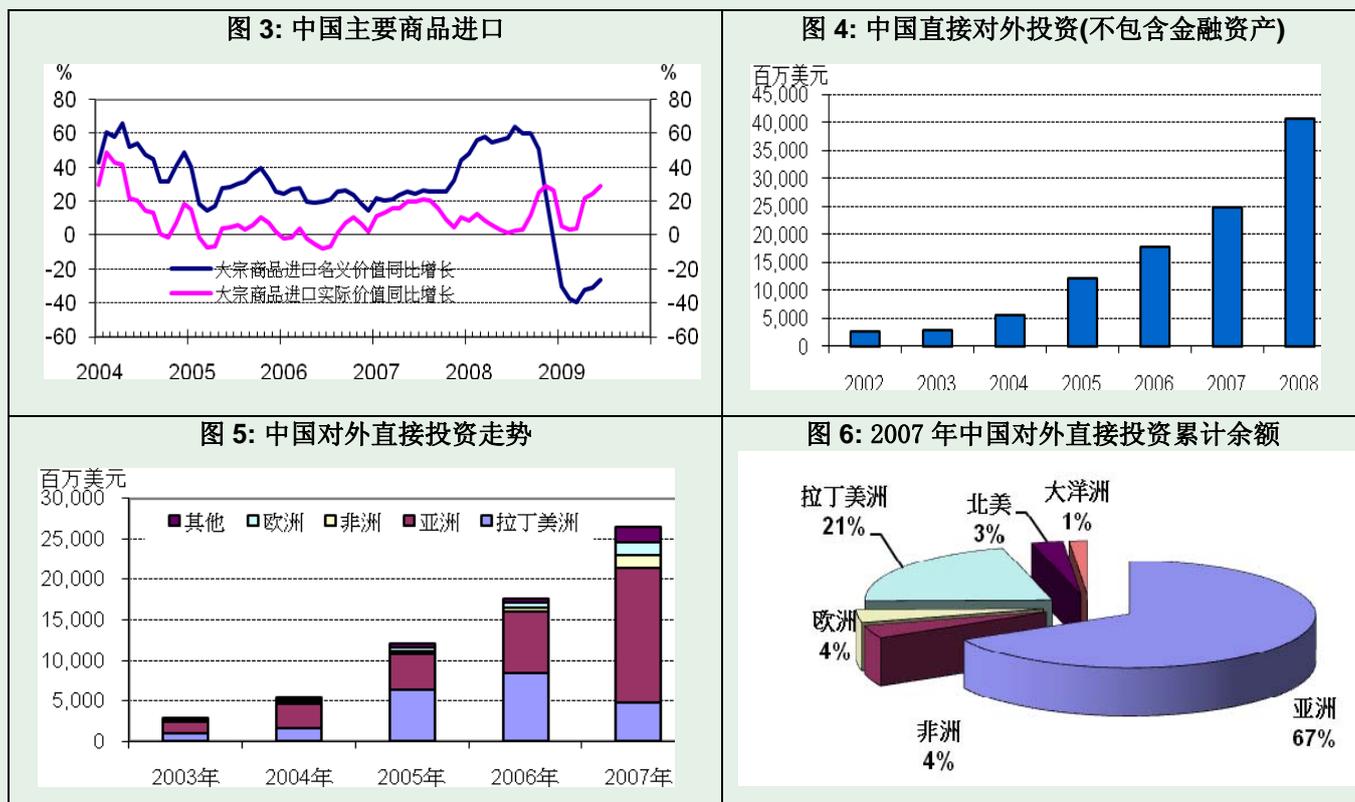
目前以能源和资源为重点

国家开发银行董事长陈元认为：境外投资应该重点放在资源富饶的发展中国家，而不是锁定在美国的金融机构上。就国开行这一案例，已在 2009 年与发展中国家签署了 3 项“贷款换石油”协议：

- 2009 年 2 月，中国与俄罗斯签署了长期原油贸易、中俄输油管道建设运营以及贷款协议。根据协议，中国国家开发银行将向俄方贷款 250 亿美元，俄方将在从中方获得贷款的基础上，在未来的 20 年内每年向中国输出 1500 万吨原油。
- 2009 年 2 月，中国国家开发银行与委内瑞拉政府商谈签署一份新的贷款换石油协议，据此中国将向委内瑞拉基础设施建设领域提供 40 亿美元贷款以换取更多石油出口。内瑞拉国家石油公司(PDVSA)表示，中国国家开发银行自从 2007 年已经与委内瑞拉签署总金额高达 120 亿美元的石油换贷款协议。
- 2009 年 5 月，中国国家开发银行与巴西石油公司签署了为期 10 年的 100 亿美元双边贷款协议。协议规定，第一年巴西石油公司向中国每日出口 15 万桶石油，其后 9 年每日向中国出口 20 万桶石油。

- 除了以上国开行参与的能源项目以外，以下列出其他相关的“贷款换石油”项目：
- 2009年3月，石油产国安哥拉得到中国10亿美元的贷款。
- 2009年4月，中石油集团与哈萨克斯坦国家油气股份公司签署了《中国石油天然气集团公司与哈萨克斯坦国家油气股份公司关于扩大石油天然气领域合作及50亿美元融资支持的框架协议》，成为2009年“贷款换石油”落下的第四单。
- 2009年7月，中国石油与厄瓜多尔国有石油公司签署协议，将在两年内向其购买原油，并预先支付10亿美元。

尽管和发展中国家的能源往来顺利进行，但中国同发达经济体仍旧在能源合作方面存在诸多困难，例如澳大利亚力拓（Rio Tinto）就拒绝了中铝集团对其的股份增持。



来源: CEIC 以及 BBVA 估计

就目前的发展阶段，中国仍会把主要焦点放在大宗商品的进口上（图 3），中国对外直接投资会从 2002 年的 1.43 亿美元增长到 2008 年的 400 亿美元，达到将近 300 倍的增长。从地域分布上看，投资会更多集中在亚洲、拉丁美洲、非洲、欧洲和澳大利亚（图 4、图 5 和图 6）。从投资部门上看，能源和资源仍然会在未来几年主导中国对外直接投资。

3. 通货膨胀

由于非食品类商品价格的下跌，通货紧缩在第 2 季度仍然持续。6 月份的消费价格指数 (CPI) 年同比下降了 1.7%，其中有 0.36% 是来自于食品价格的下滑，1.34% 来自于非食品商品的回落 (图 8)。2009 年上半年消费价格指数 (CPI) 比年前降低了 1.1%，其中城市消费价格指数 (CPI) 下降 1.3%，而农村消费价格指数 (CPI) 下降了 0.6%。食品商品价格有 0.3% 的回落，且服装商品价格则下滑了 2.4%。

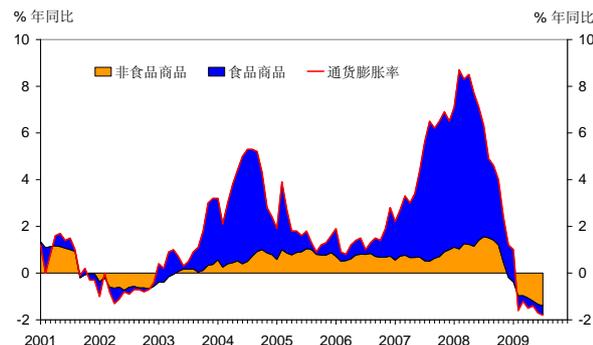
食品类商品的价格是去年通货膨胀的主要驱动因素，但今年 2 季度菜油和鲜猪肉的价格均持续下降，其中鲜猪肉的价格已经相对之前更进一步下跌了 28.25%，但是菜油的价格的下跌看上去却有所缓和，在今年 4、5、6 月份的下跌幅度分别为 34.79%、32.33% 和 29.92%。从月环比数据可以看出菜油的价格在过去的 5 月和 6 月实际是呈现上升趋势 (图 9)。尽管如此，考虑到今年夏天的农作物收成预期良好，可以保证充足的供给，因此食品商品价格水平像 2 年前一样回升的机会很微小。相反地，鉴于更加充足的供给，我们预期消费价格指数 (CPI) 会在 7 月和 8 月份进一步下跌。

尽管国际能源和商品价格在近期显示出轻微上涨，相比去年同期水平价格依旧保持较低水平。基本金属和钢铁价格在 6 月份相对去年同期水平继续紧缩，不过下跌的速度有所放缓。基本金属在 5 月和 6 月分别年同比下跌了 21.9% 和 18.8%，但是从月环比来看，基本金属的价格在 6 月呈现上涨趋势 (图 10)。

中国生产价格指数 (PPI) 在 2 季度持续下降，主要由过量的产能和去年的存货积压致使出厂价下滑。生产价格指数 (PPI) 在 2009 年上半年相比 2008 年同期下降 5.9%，而 6 月份的年同比跌幅达到 7.8%。由于一些行业仍然承受产能过剩的压力，6 月份工业产品的生产价格指数 (PPI) 进一步下跌 9.6% (图 11)。

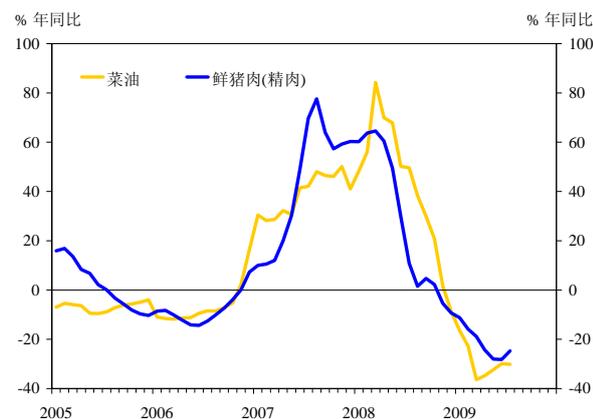
另一方面，上半年快速扩张的银行信贷再次引起了市场对通货膨胀压力的担忧。在 2009 年上半年，贷款总量将近达到 7 万 4 千亿人民币，年同比增长 4 万 9 千亿人民币。同时，国际市场大宗商品价格的回暖也带动了进口商品通货膨胀的压力 (图 12)。

图 8: 通货膨胀率



来源: CEIC 以及 BBVA 估计

图 9: 部分商品零售价格



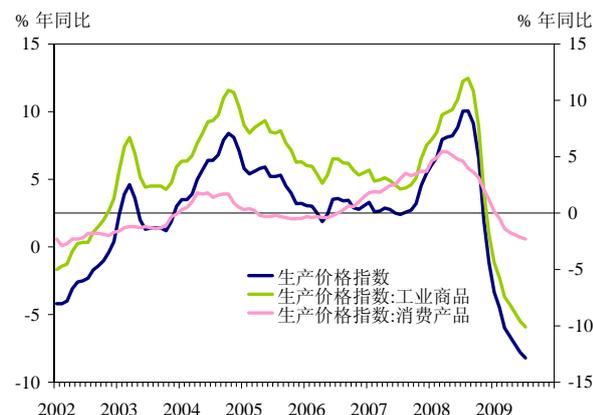
来源: CEIC 以及 BBVA 估计

图 10: 进口商品价格



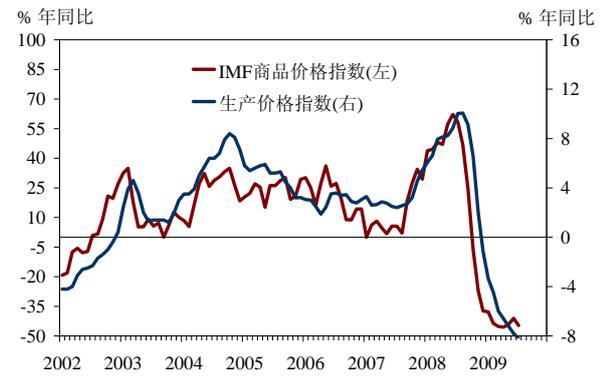
来源: CEIC 以及 BBVA 估计

图 11: 各组成部分的生产价格指数



来源: CEIC 以及 BBVA 估计

图 12: 生产价格指数和商品价格



来源: CEIC 以及 BBVA 估计

4. 货币状况

自从政府从去年 11 月份放松银根刺激经济以来，银行信贷和广义货币 (M2) 均在 2009 年上半年实现了较大的增幅，中国的银行新增贷款在此期间达到 7 万 3 千 7 百亿元人民币的规模，占国内生产总值 (GDP) 的 25%，相比上一年同期增长了两倍，且超出政府全年目标的 47%。仅在 6 月份中，登记新增贷款量就高达 1 万 5 千 3 百亿元人民币，将贷款年同比增长率从 5 月份的 30.60% 推到 34.44% 的新高。广义货币 (M2) 增长同样从 5 月份 25.7% 的速度上升到 6 月份的 28.5%。

信贷的快速扩张和市场流动性的增加的确有效地刺激了国内需求和国内生产总值 (GDP)，但是随之相伴的潜在风险也逐步凸显。从贷款结构方面来看，由于银行追求稳健的投资，今年的绝大多数贷款批给了政府支持的基础设施建设、房地产开发和城市建设，而新增贷款中只有很少一部分批给了中小企业。从贷款质量上看，由于银行降级了放贷的门槛，较为宽松的审批和大量集中的政府投资项目会增加银行的系统风险。相当数量的地方政府项目并不会产生高额收益，而且对银行贷款的偿还期也更长，这便增加了银行回收资金的压力。如果经济更进一步恶化或者政府面临财政紧缩，银行则会面临不良贷款 (NPL) 增加的风险。另外，市场还担忧大量的货币供应也许会流向股票市场和房地产市场，从而推高通过通胀的压力。

政府也开始对迅速扩张的流动性表示关注，考虑到经济复苏的根基尚未稳固，中央银行在 7 月份确定继续维持“适度宽松”的货币政策，但同时灵活运用公开市场操作作为货币政策的微调工具，从而保证更加稳健的货币和信贷扩张。例如，一年期国债的出售、货币市场利率的上调和鼓励银行对中小企业的放贷均体现了央行控制市场流动性泛滥和改善信贷结构的决心。

尽管有潜在的风险，银行表现在 2009 年 1 季度还是有所进步。6 月底为止，中国商业银行的不良贷款 (NPL) 总量达到 5,181.3 亿人民币，其中包括国有商业银行、股份制商业银行和外资银行，比今年年初减少了 422 亿人民币。6 月份的不良贷款率为 1.77%，相比今年年初的水平下降了 0.65 个百分点 (图 14)。

图 13: 广义货币 (M2) 和信贷增长

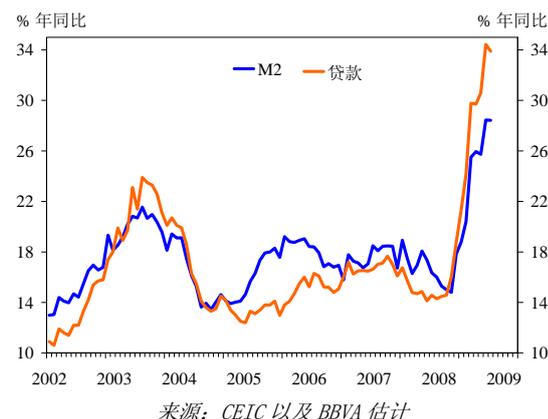
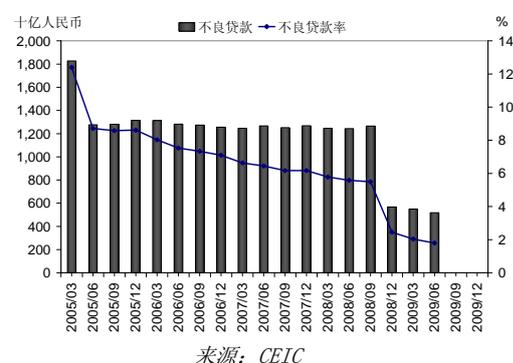


图 14: 不良贷款和不良贷款率



专栏 3: 银行业表现

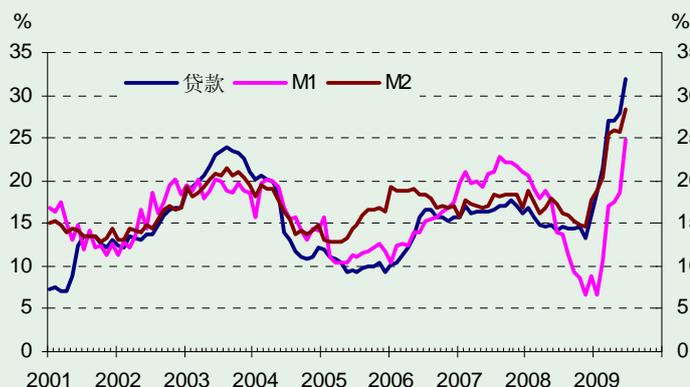
信贷的快速增长增加了对资产质量的担忧

中国的广义货币 (M2) 相比一年前增长了 28.4%，到今年 6 月底为止达到了 56 万 8 千 9 百亿人民币 (图 1)。根据月度表现，6 月份的增长率比 5 月份高出 2.72 个百分点，达到自 1999 年以来的最高水平，也远远超出了今年年初设定的 17% 增速的目标。相比较看，广义货币 (M2) 货币从 2005 年到 2008 年的年均增长率为 16.7%。

包括活期存款和现金流通的货币供应量 (M1) 在今年 6 月底规模达到 19 万 3 千 2 百亿人民币，年同比增长 24.79%，且高于 5 月份 18.69% 的增速。尽管货币供应量 (M1) 的增速比广义货币 (M2) 的慢，两者在今年的增长偏差已经开始得到修正，并且从 1 月到 6 月之间差距缩小了 8.4 个百分点，这意味着经济变得更加活跃，对流动性的需求更加强烈。存款结构也呈现出相似的现象：自 2009 年以来定期存款的比率下降而活期存款的数量逐步增多 (图 2)。

中国商业银行发放贷款量在 2009 年上半年创下 7 万 3 千 7 百亿人民币新高，较去年同期增加了 4 万 9 千 2 百亿人民币。未偿还贷款年同比增长 34.4%，在 6 月底为止达到 37 万 7 千 4 百亿人民币 (图 1)。受政府刺激性政策的推动，银行更多向政府资助的项目放贷中长期贷款。与第一季度不同，短期票据融资的比例缩减。此次新增贷款的组成中短期票据融资已经逐月减少，这应当归于中国开始复苏的经济和下降的宏观经济风险，银行也因此抛弃一定的流动性而追逐更高的收益 (图 3 和图 4)。不过，由于中国银行业倾向于在 2009 年上半年发放更多的贷款，同时中国银行监督管理委员会资产质量和资本充足率的担忧已增加，下半年的银行信贷应该会有所放缓。

图 1: 信贷增长



来源: CEIC.

图 2: 活期存款和定期存款比例



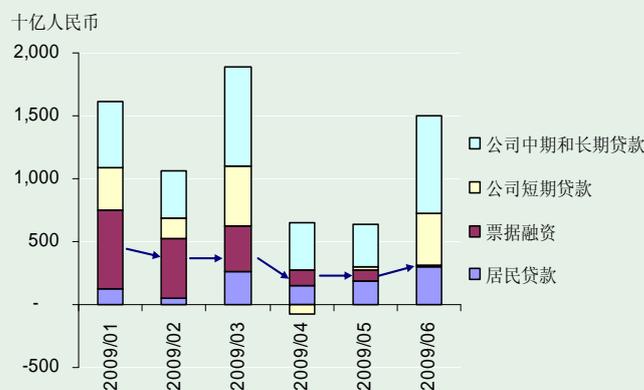
来源: CEIC.

图 3: 各类贷款比例



来源: 中国人民银行

图 4: 新增贷款组成



来源: CEIC.

住房贷款增长和房地产市场反弹

由于房地产市场的反弹，住房贷款在今年第 2 季度也有所回升。在第 1 季度，中国商业银行发放的个人住房贷款为 1,870 亿人民币，但到了 2 季度时，新增的个人住房贷款就攀升到了 4,080 亿人民币。快速扩张的房屋抵押贷款的确在上半年支持了房地产市场的回暖，但大量的流动性不但推高了房屋价格，同时还使得商业银行更多地暴露在房地产市场的风险下。中国银行监督管理委员会已经向商业银行提醒此类风险，并且推进银行收紧对二手房购买的放贷。几个城市的商业银行，例如杭州、上海、北京、成都、昆明等，已经开始收紧对二手房购买的放贷条件。

由于房屋抵押贷款仍然为商业银行目前所青睐的资产之一，商业银行还有大量动机来绕过收紧的放贷条件给客户发放贷款，因此住房贷款看上去不会在短期内大幅降温。如果未来没有更多的紧缩政策出台的话，房地产市场预期还会保持走高。

从今年 3 月起，包括开发贷款和房屋抵押贷款在内的住房贷款已累计达到 5 万 6 千 7 百亿人民币，但由于降温的房地产市场，住房贷款在所有信贷中的比例自 2007 年以来一直保持下降的趋势。目前住房贷款占所有信贷的比例为 16.22%，仍然低于 2007 年底 18.34% 的最高点。在这 5 万 6 千 7 百亿人民币的住房贷款中，2 万 1 千 7 百亿元流入了房地产开发商，而剩下的部分借给了购房者（图 5）。

房屋抵押贷款的年同比增长率从 2009 年初 11.6% 的低点攀升到 6 月份的 21.8%，尽管这一数字低于全部贷款 34.4% 的增长，由于银行对房地产行业的信贷意愿增强，增长率在未来会预期继续上升。在新增贷款中，新增房屋抵押贷款和所占比例均从 3 月起大幅攀升（图 6 和图 7）。

在这样的背景下，较为宽松的房屋抵押贷款推动了房地产的销售，并且全国的房地产交易量在第 2 季度实现了年同比 75% 的增长，房屋价格也普遍上升（图 8 和图 9）。相对应地，强劲的房屋销售也拉动了不动产部门的投资热情，推高了主要城市的土地拍卖价格，从而返回来进一步推高房价。

虽然资产价格的上涨，无论是来自房地产价格的上升还是股票市场的回升，都会带来财富效应从而在短期拉动消费的增长，但是，如果资产价格的泡沫最终破灭，对经济则会带来长期的阵痛。正因如此，中国银行监督管理委员会采取了紧缩的贷款制度，意在避免全国房地产市场的潜在泡沫（图 7 和图 8）。

但是鉴于目前的经济复苏尚未坚实，加之房地产的表现同时牵动其它的行业，我们认为在短期内监管部门不会采取紧急刹车的方式来收紧房地产行业。

图 5: 房地产贷款



来源: CEIC.

图 6: 房屋抵押贷款增长



注: 采用中期和长期的家庭消费贷款作为按揭贷款的估计值

来源: CEIC.

图7: 新增房屋抵押贷款



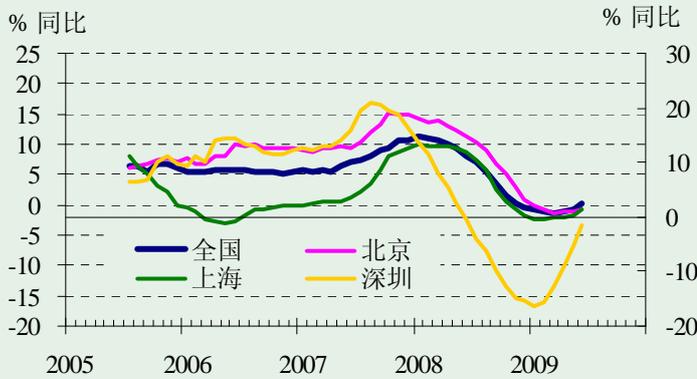
来源: CEIC

图8: 房地产成交量



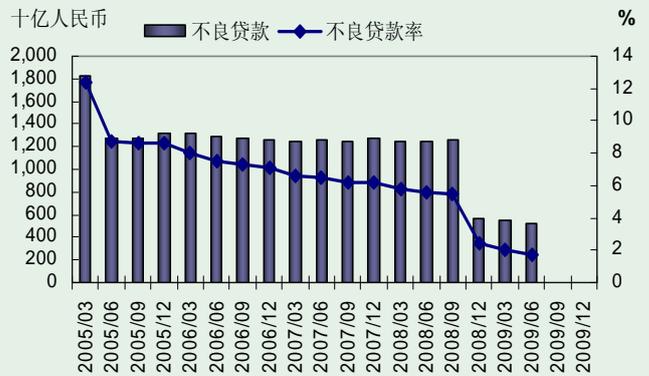
来源: CEIC

图9: 房地产价格



来源: CEIC

图10: 不良贷款和不良贷款率



来源: CEIC

不良贷款继续减少

中国的不良贷款率在 2000 年初为 20%，到 2009 年 6 月已减少到 1.8%（图 10），说明在过去将近 10 年中银行业的经营有明显的改善。中国银行监督管理委员会要求银行在今年年底将坏账准备金率提高到 150%，促使银行将更多的盈余用于不良资产的准备金上，反映了监管部门对快速扩张的信贷规模的担忧。

不过，如果经济放缓导致不良贷款激增，150%的准备金率还不足以支付潜在的信贷危机。尽管如此，准备金的上调是监管部门意识到不良贷款并且尽力避免金融风险时迈出的第一步。

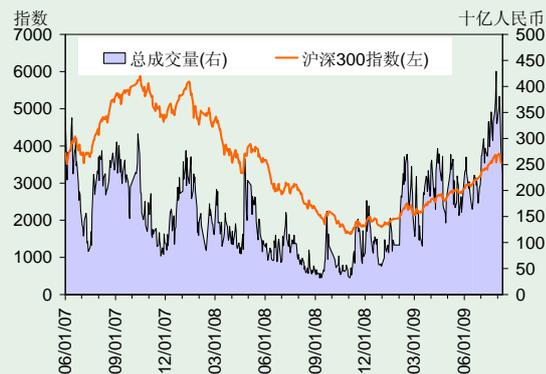
5. 资产价格

中国股票市场在 2009 年第 2 季度保持增长，沪深 300 指数在此期间从 2,507.79 点一路盘升到 3,166.47 点，上升幅度高达 26.27%。日成交量也从 1 季度的 1,629.2 亿人民币增加到 2,114.7 亿人民币，增幅 29.80%（图 15），意味着之前受到抑制的投资需求现在又开始流向股市。股票市场前一阶段的反弹和有所改善的经济基本面向呼应，反映了刺激性财政政策开始见效。同时，在对中国经济向好的预期下大量涌入的“热钱”和快速增加的市场流动性也使得市场上有更多的资本流入股市。

如图 16 所示，之前的限售股解禁仍在实施中，被解禁的限售股在 2 季度达到了 544 亿人民币，相比 1 季度的 358.9 亿人民币增加了 51.56%。被解禁的限售股市值也从第 1 季度的 3 万 4 千 4 百亿人民币上升到 2 季度的 5 万 7 千 5 百亿人民币，增幅 67.46%。不过，由于 2 季度小股东的比率远低于 1 季度的水平，解禁的限售股对中国股市的负面影响已有所缓和。但 10 月份解禁限售股比例的高点也许会给股票市场带来下调的压力。

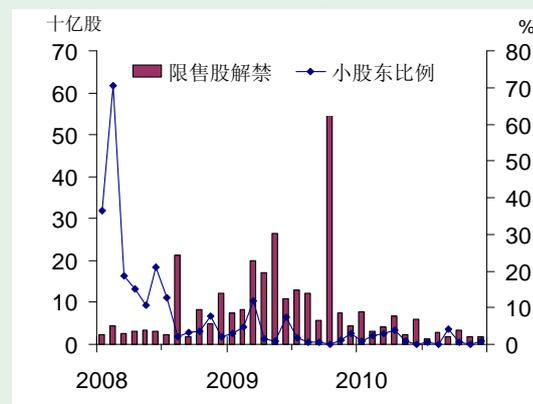
由于宽松的货币政策和信贷政策，以及投资者没有太多其它的投资途径来对抗通胀，中国的房地产市场因此比预期增长还快。除了银行放松贷款之外，上市房地产开发商也开始抓住 A 股市场反弹的机会再次增发股票，从而从资本市场上融资来减轻他们的资本金压力。全国总体房价已经开始步出紧缩，房地产总价格指数在 6 月份实现了年同比 0.2% 的上涨，而这一数据在 5 月份还是负的 0.6%。此外，在北京、上海和深圳这些主要城市中，房屋价格的跌幅在 2 季度也有所减慢（图 17）。

图 15: 股票市场下跌以及成交量收缩



来源: CEIC 以及 BBVA 估计

图 16: 限售股流通



来源: BBVA 估计

图 17: 房地产价格



来源: CEIC.

6. 汇率和资本流动

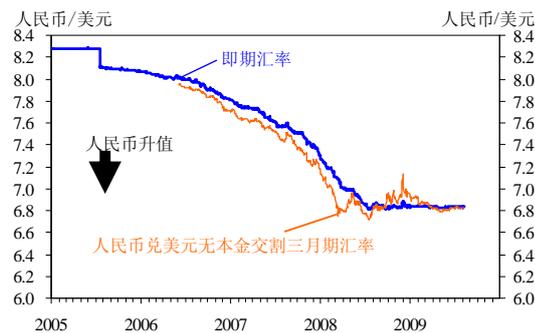
自从 2005 年 7 月起，人民币相对美元已经升值了 21%，但是绝大部分的增值发生在起初的 3 年中。自 2008 年 7 月全球金融危机爆发以来，人民币的增值速率放缓，并且和美元维持在 6.83 水平左右的狭窄区间内。如人民币兑美元无本金交割三月期汇率所示（图 18），市场会预期人民币在未来进步保持稳定。在东亚地区，各个国家/地区的货币因宏观基本面的差异有不同表现，但相对其它货币，人民币、台币和港币兑美元相对持稳（图 19）。

人民币增值的压力已日益显现：首先，快速增长的外汇储备也许会给人民币带来增值压力，自从今年 3 月份中国的外汇储备就经历了大幅增长，到了第 2 季度增加了 1,778.7 亿美元，而截至今年 6 月底，外汇规模已高达 2 万 1 千 3 百亿美元（图 20）。其次，自今年 7 月份开始人民币国际化进程也会缓解汇率对中国出口的影响，并为未来人民币的进一步升值铺平了道路。随着今年 7 月 6 日跨境贸易人民币结算的推出，上海、深圳、广州、珠海和东莞成为中国首批落实试点城市，为人民币从区域走向全球的国际化进程开启道路。

尽管人民币对美元长期升值的趋势不变，但现在并非升值的最佳时机。考虑到目前 7.9% 的国内生产总值（GDP）增长主要通过刺激性财政政策推动，根基尚未稳固，中国政府仍在努力实现更加持续稳定的经济发展。因此现在还不是重新估值人民币的时候，人民币的升值会给本来就已经非常脆弱的出口带来更大的压力，从而造成更多的失业。虽然人民币的升值总有一日会被提上中国政府的日程，但这也应该是在经济增长稳定维持在 8% 以上的水平之后。我们预期在 2010 年底为止人民币兑美元的汇率会达到 6.5。

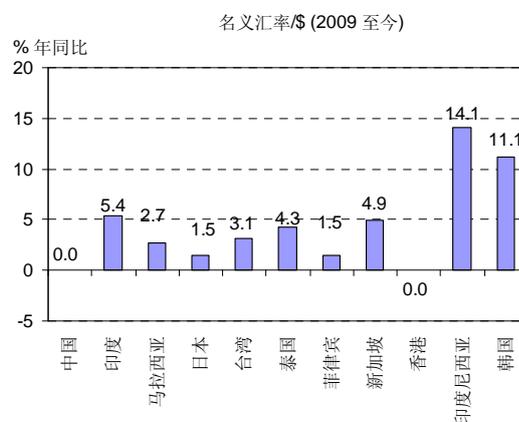
另一方面，目前大量的外汇储备也敲响了大量国际资本流入的警钟。图 20 说明从 3 月到 6 月外汇储备的增加多数由国际资本的流入而拉高，而国外直接投资和贸易顺差的总和却保持稳定。国际资本的流入均基于对中国经济预期的看好，认为中国会是此次从衰退中第一个走出来的经济体。中国政府有必要密切关注国际流入资本的目的，以防止潜在的流动性泡沫，从而稳定经济的持续发展。

图 18: 人民币汇率



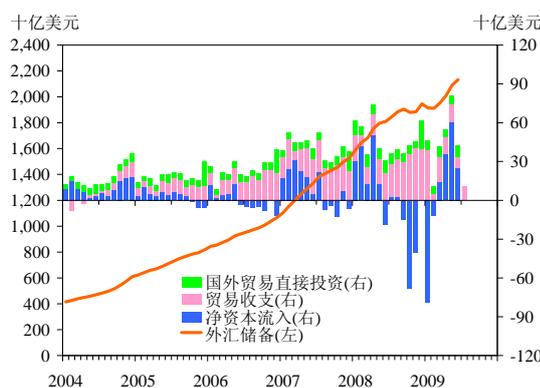
来源: Datastream, CEIC 以及 BBVA 估计

图 19: 亚洲通货名义汇率



来源: Datastream 以及 BBVA 估计

图 20: 资本流动



来源: CEIC 以及 BBVA 估计

经济政策及展望

第 2 季度好于预期的经济增长说明中国已经开始步入经济复苏，由于 2009 年上半年的增长多是由固定资产投资拉动，出口部分需要在下半年美国、欧洲和日本发达经济体的稳步回暖后才可以逐步恢复。因此，下半年中国经济增长则会趋于更加平衡的趋势。

尽管我们乐观地认为中国经济可以实现凸显其经济潜力的增长，但是第 2 季度的通货紧缩依旧持续，事实上，消费物价指数通货膨胀率已经从今年 2 月连续 6 个月下滑，但我们仍然坚持认为通货紧缩不会对经济运行构成严重问题。工资上涨空间狭小且失业率上升是通货紧缩的其中一个原因。展望未来，由于信贷快速扩张、对农业部门的补助以及能源价格改革开始对经济起作用，物价上行的可能性在未来还是存在的。我们认为消费物价指数通货膨胀率在 2009 年将会维持在 0.5% 左右的水平（表 1）。

风险和不确定性

尽管我们继续认为中国将是第一个从此次经济危机中复苏的经济体，但是仍然有很多风险和不确定性影响经济上行的趋势。

首先，尽管中国经济已开始显示出复苏迹象，但仍旧摆脱不了美国、欧洲和日本发达经济体长期衰退的影响。只要对外出口仍旧疲软，大量的工业过剩产量就无法被消化。这将影响国内经济的价格水平甚至导致长期的通货紧缩压力，因此，目前讨论任何紧缩的财政政策或者收缩的货币政策还为时过早。任何过早的紧缩经济政策都有可能抑制目前正在起步的复苏迹象。

其次，在 2009 年上半年快速的信贷扩张也引起了对资产泡沫的担忧，其中部分来自于股票市场 75% 的价格反弹和巨大回升的交易量。我们谨慎地认为：资产价格的反弹不应该作为是否实行紧缩经济政策的唯一判断标准。尤其是在当前失业率仍就居高、工资上涨压力尚未存在的情况下，适度的货币政策的调整也许会有效地调节过快的贷款量以及信贷结构，但是激烈的银根收缩并不会是当前复苏情况下的最优选择。

表 1: 预测

	2008	2009				2010	
	实际年度	实际		预测		年度	年度
		一季度	二季度	三季度	四季度	年度	年度
GDP	9.0	6.1	7.9	8.6	9.8	8.1	8.6
CPI 通胀	5.9	-0.6	-1.5	0.9	1.8	0.5	2.0

来源：万德以及 BBVA 估计。

附录：中国数据表

	单位	2004	2005	2006	2007	2008	2008				2009	
							一季度	二季度	三季度	四季度	一季度	二季度
国内经济												
名义国民生产总值(GDP)	10 亿元人民币	15988	18322	21192	25731	30067	6149	6913	7101	9904	6574	13986.2
	10 亿美元	1932	2239	2662	3391	4326	858	994	1038	1448	962	2048
实际国内生产总值增长	% 年同比	10.1	10.4	11.6	13.0	9.0	10.6	10.1	9.0	6.8	6.1	7.9
消费物价指数	% 年同比	3.9	1.8	1.5	4.8	5.9	8.0	7.8	5.3	2.5	-0.6	-1.5
外部经济												
出口	% 年同比	35.4	28.4	27.2	25.8	17.2	21.2	22.2	23.0	4.3	-19.7	-23.5
进口	% 年同比	36.0	17.6	19.9	20.8	18.5	28.9	32.7	25.8	-8.9	-31.0	-20.5
贸易余额	10 亿美元	32	102	178	263	295	41	57	83	114	63	35
经常账户	10 亿美元	69	161	250	372	426	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	占 GDP 比例 (%)	3.6	7.2	9.4	11.0	9.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
国际收支帐户	10 亿美元	206	207	247	462	419	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	占 GDP 比例 (%)	10.7	9.2	9.3	13.6	9.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
外汇储备 ^{1/}	10 亿美元	610	819	1,066	1,528	1,946	1,682	1,809	1,906	1,946	1,954	2,132
	占 GDP 比例 (%)	31.6	36.1	39.3	43.4	44.2	44.1	44.4	45.0	44.2	44.0	38.8
外债	10 亿美元	247	281	323	374	375	393	427	442	375	n.a.	n.a.
	占 GDP 比例 (%)	12.8	12.4	11.9	10.6	8.7	10.9	10.6	10.4	8.7	n.a.	n.a.
财政												
财政收支	占 GDP 比例 (%)	-1.3	-1.2	-1.0	0.6	0.0	10.5	7.9	0.8	0.0	2.8	2.3
货币												
M2 增长	% 年同比	14.6	17.6	16.9	16.7	17.8	16.3	17.4	15.3	17.8	25.5	28.5
贷款增长	% 年同比	14.5	13.0	15.1	16.1	18.8	14.8	14.1	14.5	18.8	29.8	34.4
基准贷款利率	% (年利率)	5.6	5.6	6.1	7.5	5.3	7.5	7.5	7.2	5.3	5.3	5.3
基准存款利率	% (年利率)	2.3	2.3	2.5	4.1	2.3	4.1	4.1	4.1	2.3	2.3	2.3
存款准备金率 ^{2/}	%	7.5	7.5	9.0	14.5	15.0	15.5	17.5	16.5	13.5	13.5	13.5
人民币/美元汇率	(期末)	8.3	8.1	7.8	7.3	6.8	7.0	6.9	6.8	6.8	6.8	6.8
	(每期平均)	8.3	8.2	8.0	7.6	6.9	7.2	7.0	6.8	6.8	6.8	6.8
社会经济指标												
人口	百万人	1,300	1,308	1,314	1,321	1,328	1,323	1,325	1,326	1,328	n.a.	n.a.
城市	占总人口比例 (%)	41.8	43.0	43.9	44.9	45.7	n.a.	n.a.	n.a.	45.7	n.a.	n.a.
农村	占总人口比例 (%)	58.2	57.0	56.1	55.1	54.3	n.a.	n.a.	n.a.	54.3	n.a.	n.a.
寿命	年	71.4	72.0	72.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
婴儿死亡率	每千人	n.a.	25.0	24.0	n.a.	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	12,299	14,012	16,122	19,474	22,639	4,648	5,218	5,354	7,457	n.a.	n.a.
	美元	1,486	1,712	2,025	2,567	3,258	649	750	783	1,090	n.a.	n.a.
能源												
能源产量	百万吨标准煤	1,873	2,059	2,211	2,354	2,460	539	642	651	628	n.a.	n.a.
能源消费量	百万吨标准煤	2,032	2,247	2,463	2,656	2,850	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
人均能源消费量	公斤标准煤	164	180	195	203	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
人均电力消费量	千瓦时	190	217	249	275	n.a.	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.