

中国 经济展望

2010年第三季度

经济分析

- 由于有关部门近期采取的抑制信贷快速增长的措施奏效，上一季度的经济增长放缓。贷款增长减缓，房价增速下降。
- 我们预计 2010 年 GDP 增速为 9.8%，与我们之前的软着陆预期一致。随着食品价格的下降，近期通胀放缓。我们预计通胀在 7 月达到高峰，比 3% 稍高，低于我们之前的估计，随着今年第二季度增长的放缓，通胀还将继续下降。
- 增长的放缓降低了在近期进一步采取货币紧缩措施的可能性。我们预计第四季度利率将出现一次上调，鉴于外部资金流入强劲，预计货币将进一步升值。更为灵活的汇率机制于第二季度开始实施，与我们之前预期一致。
- 由于增长放缓以及全球环境存在不确定性，过热风险下降。因此，与我们上一次 5 月更新时相比，目前的上行和下行风险更为均衡。



目录

1. 全球经济风险再评估.....	4
2. 中国：开始实现软着陆.....	6
3. 下半年增速减缓.....	10
4. 风险目前更为均衡.....	12
5. 表格.....	13

概述

中国的经济增长放缓，与我们之前的软着陆预期相符，2010年GDP增长也与我们之前预测的9.8%相一致。由于有关部门的紧缩措施奏效，信贷和投资增长减缓，因此在第一季度达到最高的11.9%（同比）后，第二季度同比增长放缓至10.3%。增长减缓的趋势降低了过热的风险。我们对2011年的预测仍为9.2%。

随着基底通货膨胀持续上升，近期速度放缓。由于食品供应充足，价格下降，因此6月整体通货膨胀同比降至2.9%，远低于预期。目前预计7月的通胀率为3.3%，略低于我们之前的预期，今年平均通胀率约为3.0%。

有关部门近期采取的抑制贷款增长和控制房价泡沫的措施奏效。贷款增长放缓，与7.5万亿元人民币的目标相符（年降幅为19%）。房产交易量显著降低，房价增长速度放缓。我们预计有关部门将密切关注房价的变化。

鉴于经济活动的放缓、通胀趋势的减缓以及全球经济前景的不确定性，近期内进一步采取货币紧缩措施的可能性下降。由于有关部门到目前为止一直抑制利率上调（转而在今年年初提升法定准备金率并采取吸收流动性的措施），我们预计第四季度将出现一次27个基点的利率上调，以将整体增长保持在其潜在可能的范围内。这比我们之前预计的今年将进行两次利率上调要低。

有关部门最近采取了更灵活的汇率制度，从6月末以来允许人民币对美元出现一定的升值。这一动向与我们货币升值将始于今年第二季度的预期相符。有关部门以一揽子货币为基础，在重启对2005年7月实施的汇率框架的改革的背景下宣布了这一动向。框架的详情尚不明了，但有关部门实际仍保持了对日常货币运动的自由决策权。我们保持到年底6.54人民币对1美元的货币预期，相当于今年有4-5%的升值。同时，鉴于与主要合作伙伴之间存在贸易冲突，货币发行便具有了政治色彩。到目前为止，人民币今年对美元的升值率低于1%。

财政政策仍有利于增长。即使预算支出已放缓，为期两年的刺激计划仍将继续实施。目前公共投资的重点在于继续实施现有的基础设施项目，为促进国内消费提供补助以及支持社会开支。如果增长出现波动，仍有提高支出的空间（包括公共住房）。

与我们上一次更新时（当时我们指出有过热风险）相比，目前的风险更为平衡。由于增长放缓指标的出现，房价的稳定以及全球经济前景的不确定性，过热风险下降。但过热风险仍继续存在，如果增长的速度下降日益加快——目前一个影响市场信心的重要指标——或者外部环境迅速恶化，也将出现下行风险。在这种情况下，还有可能进一步采取刺激措施缓解对国内增长的冲击。

我们的中期展望将继续包括“就私人消费方面”增长的逐步再平衡。有关部门已朝这个方向采取措施，通过政策促进国内消费、改善社会保障（可降低对预防性储蓄的需求）并实现货币升值，从而推动国内消费源的增长。

1. 全球经济风险再评估

在对中国进行展望之前，先看一下全球经济面临的主要风险，这非常有用，特别是考虑到不确定性增强以及世界其它地区和亚洲地区之间金融和贸易联系的重要作用，它尤其如此。

欧洲经济增长财政调整的影响将不像通常所认为的那样高。对可信性的积极影响几乎可以抵消因公共需求下降造成的负面影响。相反，其它发达地区不可持续财政地位的中期风险可能被低估了。

金融危机影响欧洲经济的最重要渠道之一就是信心丧失，鉴于许多国家出现的高公共赤字，恢复信心的一个先决条件就是财政稳健政策。欧洲一体化计划正在按照 2010 年初提交给 EC 的计划实施。欧洲的财政一体化需要将重点放在结构方面，但一个积极的因素就是，计划调整非常迅速，且向缩减开支倾斜，这将增强信心，并几乎抵消因公共需求下降而对增长造成的负面影响。因此，只要保持财政一体化的决心，对欧洲经济活动的影响将是有限且暂时性的。另一方面，采取大量财政刺激措施且债务水平增幅与欧洲相同的其它发达经济体在减少赤字且至少稳定债务水平方面的动作相对较慢。这是一个被低估的中期风险，因为经验表明，宽松财政政策对利率的影响是高度非线性的，存在长期利率突然升高以及个人需求被取代的风险；这正是财政刺激一揽子计划所造成的反向效应。

全球展望的主要风险仍然来自于金融市场。应力试验在整个欧洲具有积极的影响，尽管是非对称的。尽管风险得到抑制，但再次出现紧张的潜在后果仍然相当大。

源自主权债务担忧的金融风险构成一个反馈环，它以增大市场风险以及耗尽流动资金而结束，特别是在欧洲。但是，第二季度欧洲财政紧张的急剧增长趋势开始减缓（参见图 1）。欧洲应力测试结果的公布对缓解紧张有着积极影响，尽管国与国之间有着明显不同。特别地，它可能成为消除西班牙金融体制不确定性的一个强大推动力，因为其实施严格，结果可信，且具有高度信息性。无疑，源自金融市场的欧洲和全球经济面临的风险仍令人担忧。

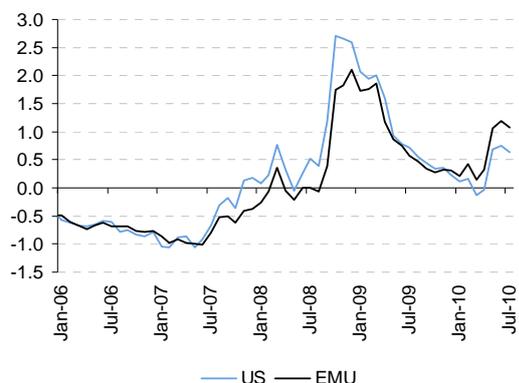
货币政策战略日益多样化。不确定性增强将促使 Fed 和 ECB 推迟取消鼓励性政策。与此相反，大多数亚洲和拉丁美洲国家恢复了融通性政策。

欧洲的财政紧张以及对美国复苏步伐的不确定性将促使亚洲和拉丁美洲地区的中央银行推迟首次提高利率，并在延长期限内保持非常低的政策利率。两个地区的通货膨胀压力将下降，使其能够保持宽松的货币政策。但是，美国的较快复苏将意味着，美国退出当前货币政策将早于欧洲，两个因素将使欧元贬值。尽管两个中央银行将推迟实行紧缩性货币政策，但对风险的交流和评估将区分两个机构，限制 ECB 对通货紧缩风险做出反应的相对能力。另一方面，在新兴经济体，在欧洲债务危机蔓延造成的暂停后，紧缩性货币政策正在恢复。这将有助于缓解亚洲的通货膨胀压力——正在亚洲开始聚集，并防止年底南美洲出现可能的压力。一个重要的例外是墨西哥银行，它将在 2011 年第二季度前保持利率不变。即使通货膨胀在今年最后几个月内加剧，它将仍处于墨西哥银行的预测范围内，长期通货膨胀仍然得到良好预测。

全球经济正出现适度和有差异性的下滑。在中国和亚洲其它国家，缓慢增长势头将抑制过热风险。然而，在美国，在无政策支持的情况下，个人需求仍很弱，而在欧洲，信心将受到金融危机后果的负面影响。

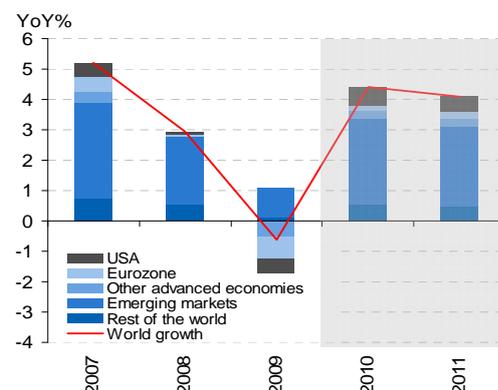
欧洲金融危机对其它地区的意外影响相对有限。但是，全球经济将放缓（参见图 2）。欧洲财政紧张的严重性将影响信心，抑制 2010 年下半年和 2011 年初的增长。而且，外部需求将不像上半年那样强劲，尽管它将为经济活动提供某些支持。在美国，由于劳动力和房地产市场的疲软，复苏可能趋缓。这表明了作为增长自发推动力的个人需求的局限性。在中国，第二季度减缓 GDP 增长以及降低活动指标是当局采取的控制经济在下半年软着陆的紧缩性措施开始生效的证据。拉丁美洲也将在 2011 年出现增长趋缓，但将保持强劲的增长率。因此，发达和新兴经济体之间以及这些集团内部的分歧将继续扩大。

图1
美国和欧盟的金融压力指数*



* 三个信贷市场（主权、企业和金融）财政紧张、流动资金紧张以及利率、外汇和股票市场多变性的综合指标。
来源：BBVA Research

图2
对全球 GDP 增长的贡献



来源：基于国民账目的 BBVA Research 和 IMF

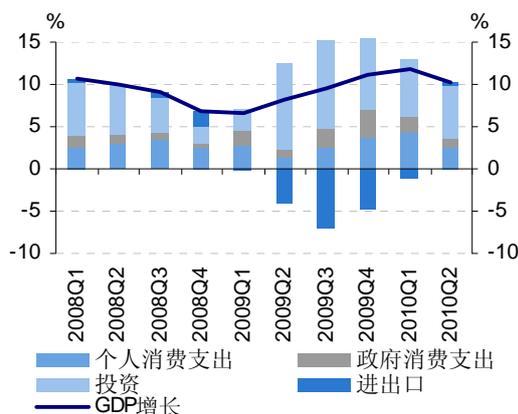
尽管在正确方向上采取了一些措施，但必要的全球需求再平衡以及缩小全球不平衡问题仍悬而未决。

中国经济向更多内部需求的中期再平衡调整（特别是消费）已经开始，近期货币灵活性的恢复将有所帮助。需要进行深入改革，以提高消费。其它发达顺差国家也需要进行改革，以提高国内需求，特别是服务行业。另一方面，美国和其它具有大量外部融资的国家需要从消费引领的增长模式转向投资，特别是可贸易产品部门。近期的金融危机展现了对增长所需外国融资的限制。具有高度外部融资需求的经济体非常易受国际财政紧张局势的影响，所造成的汇率突然变动风险动摇了全球金融稳定。

2. 中国：开始实现软着陆

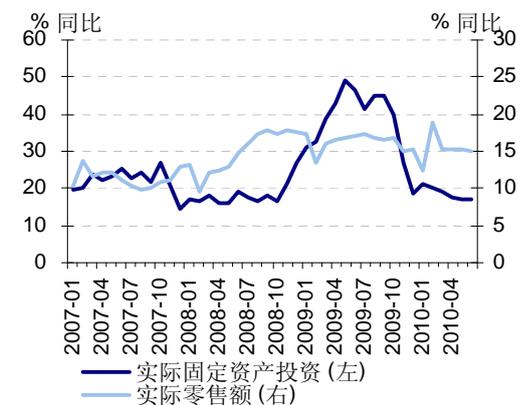
中国过快的经济增速目前已有放缓，这与经济软着陆的预期相符。增速的放缓（但仍很强劲）源于有关部门最近采取措施，通过抑制信贷增长和禁止房地产领域的投机性投资防治经济过热。在2010年第一季度达到同比增长11.9%的高峰后，第二季度的增速降至同比10.3%（经季节性因素调整后的年度环比增长估计为8.5%），这是由于政府主导的投资和消费支出有所下降，抵消了零售的持续强健以及净出口的反弹（图3和4）。随着大多数国内经济活动指标的降低，鉴于全球前景的不确定性增加，之前趋向过热的风险已变得更为平衡。

图3
中国的增长放缓...
(对GDP的贡献)



来源：CEIC 和 BBVA Research

图4
...零售额保持不变，固定资产投资下降

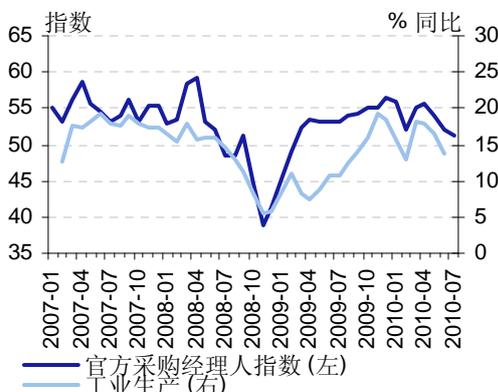


来源：CEIC 和 BBVA Research

增长仍保持活力，释放出良性放缓信号

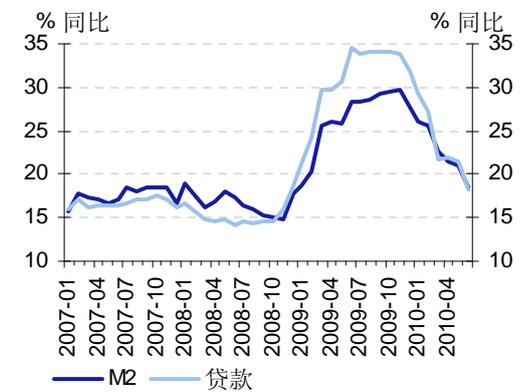
最近的数据显示经济发展逐步放缓。之前基于H2减速预测的软着陆预期现在获得了数据支持。第二季度同比增长10.3%，略低于预期（BBVA：10.8%；市场共识：10.4%）。尽管如此，由于同比增长受去年大基数的影响，季度增长依然强劲（2009年全年增长从之前的8.7%修订为9.1%）。工业产值的增长继续稳步放缓，6月降至同比13.7%，7月份受密切关注的官方采购经理人指数（PMI）尽管在50以上的扩展区（图5），但也显示制造业增速减缓。值得关注的是，货币与信贷增长持续减缓（图6），这与有关部门2010年7.5万亿元新贷款的目标相一致（到6月底，今年的新贷款总额已达到4.63万亿元人民币）。

图5
工业产值与采购经理人指数均显示下降



来源：CEIC 和 BBVA Research

图6
M2与信贷增长均显示进一步减缓

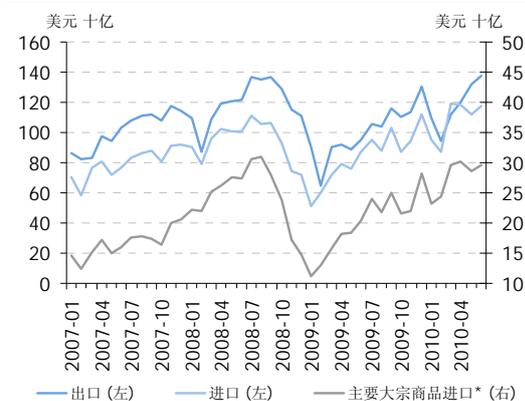


来源：CEIC 和 BBVA Research

在需求方面，零售保持活跃，显示国内需求持续强劲（图4，上图）。工资增长和支持消费的政府计划是关键因素（从2010年7月起，北京、上海和深圳的最低工资增长分别为20%、17%和16%）。对外部

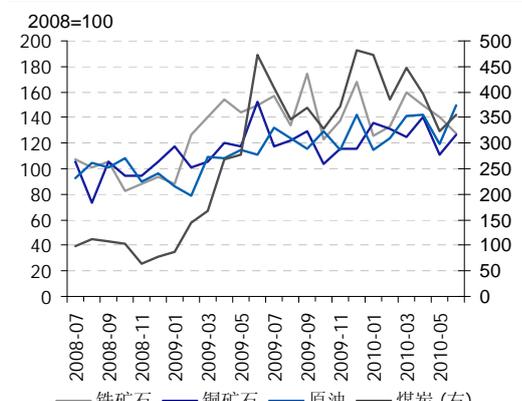
门继续为增长提供支持，出口上升到雷曼兄弟崩溃前的水平，到6月底一直保持强劲（图7）。进口的大幅增长显示国内需求持续强劲。政府主导的基础设施开支的增加导致商品进口的快速增长（图8），随着经济增速的放缓，这一增长近期趋于平稳（在商品密集型的基础设施投资部门尤为显著）。

图7
尽管近期的商品进口反弹减缓，但进出口总额实现增长



注：*金属矿及其制品、煤、石油等
来源：CEIC 和 BBVA Research 预估

图8
基础设施刺激计划导致商品进口增长，目前该增长已放缓

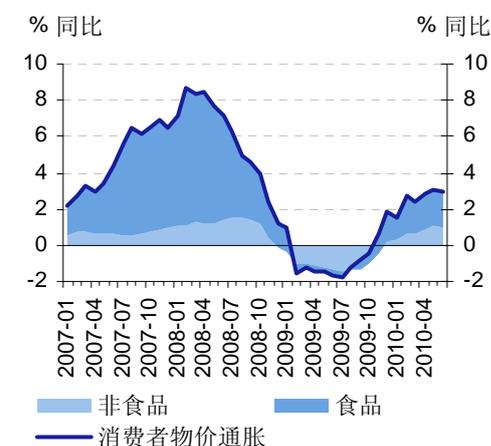


来源：CEIC 和 BBVA Research

随着食品价格下降，CPI 通胀降低

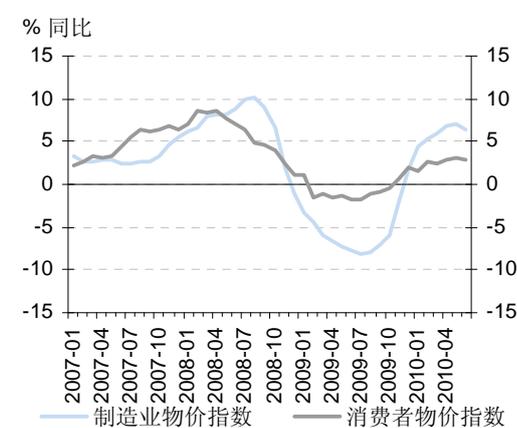
CPI 整体通胀率在 H1 大部分时间内稳步上升，6 月降至同比 2.9%，远低于预期（图 9）。农产品供应量的增长有助于控制近期的食品价格上涨，因此 CPI 整体通胀率较低。生产价格通胀（图 10，同时显示了 PPI 和 CPI）此前一直保持较高的水平，随着商品价格的平稳也出现了下降。

图9
近期 CPI 通胀下降



来源：CEIC 和 BBVA Research

图10
PPI 通胀较高，但也有下降

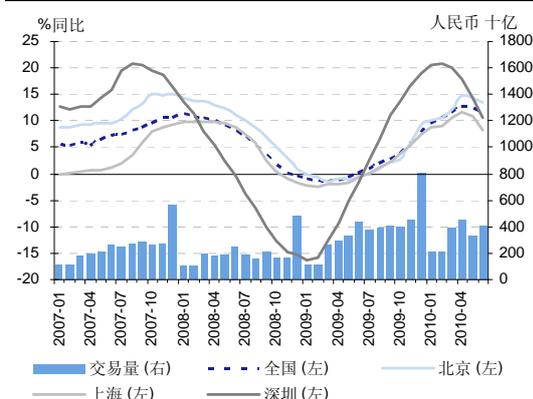


来源：CEIC 和 BBVA Research

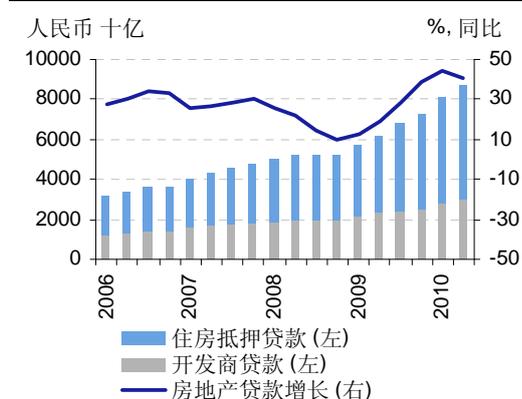
地产部门开始降温，降低了资产价格泡沫风险

近期紧缩措施的重点是防止地产市场出现资产价格泡沫，保持住房负担能力（详情请见[中国地产展望](#)）。宽松的流动条件和快速的贷款增长导致上一年房价激增（图 11）。4 月采取措施通过禁止投机性住房购买控制房价。特别是进一步提升了购买第二套房的首付要求，并禁止向购买第三套房放贷。相对于基准利率，购买第二套房的贷款利率也有所提升。

目前有证据显示这些措施正实现其预期效果。最近数月房价的增长持续放缓，销售量锐减。特别是（中国 70 个主要城市）房屋均价从五月的同比增长 12.4%和环比增长 0.2%下滑至同比增长 11.4%以及环比增长-0.1%。到目前为止，名义价格几乎无下降，但鉴于销售量的锐减，近期房价有可能下降。针对房地产部门的放贷速度仍很快，但增速已有放缓，从 3 月的同比 44.3%降至 6 月的 40.2%（图 12）。

图 11
房价已降温

来源：CEIC 和 BBVA Research

图 12
购房贷款仍快速增长，但增速放缓

来源：CEIC 和 BBVA Research

宏观政策集合的整体动力仍有利于增长

尽管采取了防止过热的措施，但有关部门仍释放出维持支持性政策的信号（尤其在全球环境存在不确定性的情况下）。在财政方面，即使预算支出已放缓，为期两年的刺激计划仍将继续实施。目前公共投资的重点在于继续实施现有的基础设施项目，而不是批准新项目。此外，在 5 月末和 6 月，国务院要求地方政府加强对通过资产负债表外的地方政府金融工具（LGFV）提供资金的支出活动的控制。国务院还要求银行紧缩对该类金融工具的放贷，在此之前银监会（CBRC）曾加大对此类贷款的监管。据银监会估计，向此类地方政府金融工具的贷款总额达 7.66 万亿元人民币，其中约四分之一（1.76 万亿元）可能还款困难。

这就是说，财政政策仍有利于增长。政府最近宣布在西部地区开展 23 个新项目，并通过拓展对耐用消费品和汽车的补贴继续实施支持国内消费的政策。为了使支出流入社会的循环运转，有关部门其中的一项工作就是意图加大对公共住房的投资，这将继续为整体固定资产投资提供支持。与 2009 年占 GDP 的 2.8% 相比，2010 年的预算基本保持不变。

货币政策紧缩，目前仍处于“观望”状态

如上所述，近期抑制信贷增长的努力已取得成效。通过今年初上调法定准备金率、通过公开市场操作撤出流动资金以及更严格地控制银行贷款规模实现了货币与信贷增长总量的下降。针对房地产部门的降温努力进一步强化了这些措施。

有关部门今年 7.5 万亿元新贷款的目标已基本步入正轨（反映了整体年度信贷增长从 2009 年的约 32% 降至 19%）。今年上半年，增加的银行新贷款总额为 4.6 万亿元人民币，仅超过年目标的 60%（贷款的季节性模式通常向上半年倾斜）。为遵守政府推动区域发展平衡和防止收入不均进一步扩大的政策，上半年银行向中小企业的放贷速度大于其他部门；从地域上看，向西部地区的放贷速度超出了全国其他地区。

鉴于经济发展放缓迹象的存在以及全球环境不确定性的增加，中国人民银行在上一季度停止了新的紧缩措施。有关部门开始对迄今为止采取的措施（包括一月到四月期间三次上调法定准备金（累计 150 个基点））的影响进行评估。为此，这些部门仍在继续避免上调利率，即使本地区其他部门已重启了紧缩周期。

采取举措提升外部持续流入资金的汇率灵活性

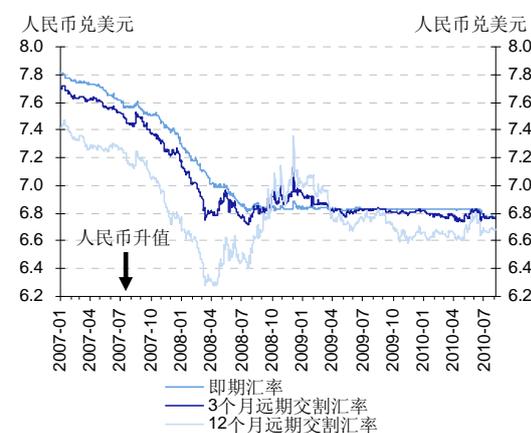
上季度中国人民银行采取的最大举措是在 6 月中旬宣布重新提高汇率灵活性。这一逐步实现货币升值的举措是人们期盼已久的，与我们对升值始于第二季度的预期相符（尽管全球环境不确定的增加加大了延迟升值的可能性）。因此，此时宣布这一举措给了市场一个惊喜，深受市场欢迎。鉴于中国目前的对外顺差和来自贸易伙伴的压力，此次升值也有很强的政治色彩。

该举措在人民币实际上钉住美元的两年之后宣布。中国人民银行通过这一举措进一步改革于 2005 年 7 月实施的货币框架，在此期间将以一揽子货币为参考。尽管鉴于中国的收支顺差人们广泛认为该举措可引起升值，但原则上该举措可提升汇率的双向灵活性。

自宣布后，人民币对美元已升值 0.7%（图 13）。但是，几乎所有的升值都出现于举措宣布后的头两个星期内，自 7 月初以来，人民币对美元一直保持平稳。在 6 月底的名义有效汇率升值后，由于美元对欧

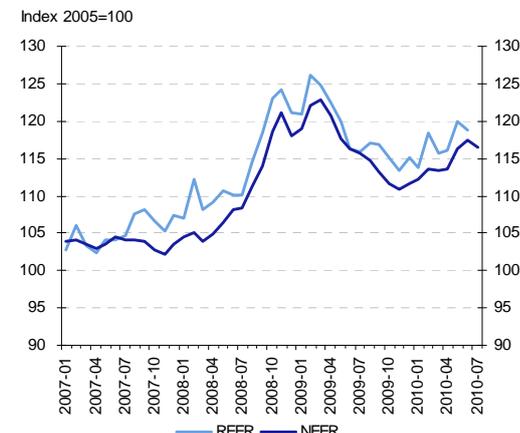
元和日元等其他主要货币的价值下降，人民币重新贬值（图 14）。由于对外部门持续保持强劲，有可能对有关部门构成加快升值的政治压力。同时，中国人民银行还宣布很快开始出台针对一揽子货币的汇率措施，这可能有助于澄清一揽子货币的构成及其在汇率政策中的作用。但是，在进行澄清期间，新框架缺乏透明度，使有关部门能自主按其认为合适的速度改变汇率。

图 13
NDFs 仅在人民币进一步温和升值时定价



来源: Bloomberg 和 BBVA Research

图 14
到目前为止名义有效汇率升值有限



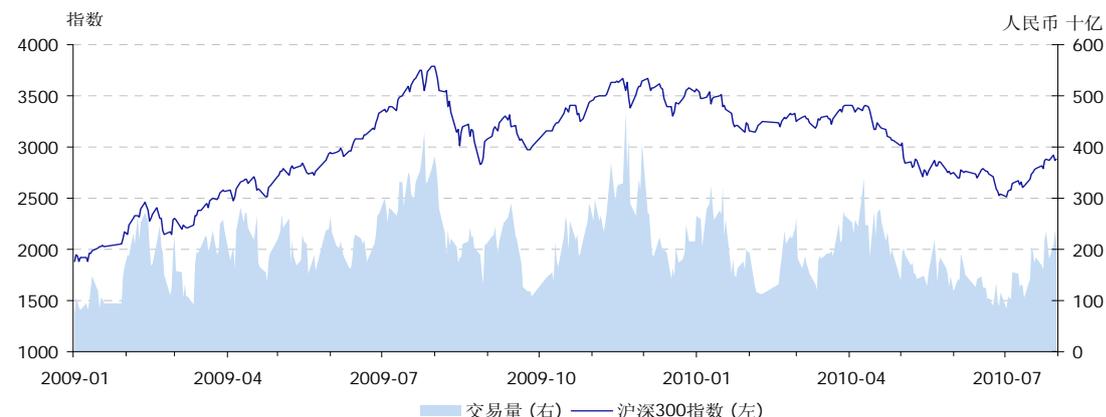
注: 7月10日的NEER由BBVA Research估计
来源: NBS、CEIC和BBVA Research

人民币也继续逐步朝国际化方向发展。最近，中国人民银行和香港金融管理局于 7 月签订协议，去除了银行和公司间的人民币资金转账限制。该协议反映了进一步采取措施以香港为中心逐步创建境外人民币市场，包括创建以人民币计价的投资工具。

尽管准备金保持稳定，但贸易顺差持续扩大。

随着贸易顺差的增长，货币升值的压力有可能持续。在去年三月经历短暂逆差后，由于出口业绩表现了出乎意料的强劲势头（6 月达到同比 43.9%），最近贸易顺差重新扩大（从第一季度的 145 亿美元增至第二季度的 412 亿美元）。第二季度外汇储备增长较小，为 70 亿美元，达到 2.45 万亿美元。除估值效应外（第二季度欧元贬值使以美元计的准备金价值下降约 490 亿美元），由于股市、地产部门的疲软以及受全球风险规避的影响，资本开始外流（图 15）。我们估计第二季度外流资本净值约为 380 亿美元。

图 15
年初以来股市 20% 的跌幅反映出投资者对下半年增速下降的关注



来源: BBVA Research

3. 上半年增速减缓

随着增长速度大致按预期出现减缓态势，我们仍维持 2010 年全年增速 9.8% 以及 2011 年全年增速 9.2% 的预测。我们的基准预期仍假定增长（正好）保持在其潜在可能的范围内，这有助于控制通胀压力。我们预计在今年剩下时间内有关部门的政策不会发生重大变化，只会进行微调，以保证经济软着陆。这可能指进一步采取措施，逐步抑制信贷增长，以与年度目标保持一致，包括可能在年末上调一次利率，并进一步努力使地产部门降温。如果经济前景出现下行风险（见第 4 节），仍可能出台刺激政策以控制其对增长的影响。

我们的基准预期以软着陆为中心

我们预计，由于近期紧缩措施持续减缓信贷增长，经济增长将从 H1 的同比 11.1% 降至 H2 的 8.7%。投资增速将持续减缓，而消费支出因工资的增长以及政府财政措施的支持仍保持强劲。近期随着全球政策刺激作用的消失以及库存周期的结束，出口部门的增长预计将放缓。随着刺激政策的持续结束，2011 年的增速预计放缓至 9.2%（表 1），这与我们之前的预期相符。

表 1

基准预期

	2007	2008	2009	2010 (F)	2011 (F)
GDP (%，同比)	14.2	9.6	9.1	9.8	9.2
通胀率 (平均，%)	4.8	5.9	-0.7	2.9	3.3
财政收支 (占 GDP 百分比)	0.6	-0.4	-2.2	-2.8	n/a
经常账户 (占 GDP 百分比)	10.9	9.6	6.0	5.6	5.0
政策利率* (%)	7.47	5.31	5.31	5.58	6.12
汇率* (人民币兑美元)	7.30	6.83	6.83	6.54	6.28

来源：BBVA Research

我们对通胀预测进行了调整，以将近期整体 CPI 的下降考虑进去。现在我们预计通胀将于 7 月达到 3.3% 的高峰（远低于我们之前预计的 4%），随后通胀下降，全年平均值为 2.9%（年终达到 3.1%）。我们的通胀展望的前提是信贷和 M2 增长预计会进一步放缓，以及在今年剩下时间内食品供应充足，食品价格保持稳定。正如预期的那样，货币进一步升值可降低进口通胀的影响。

货币政策预计保持宽松，随着货币升值会进一步紧缩

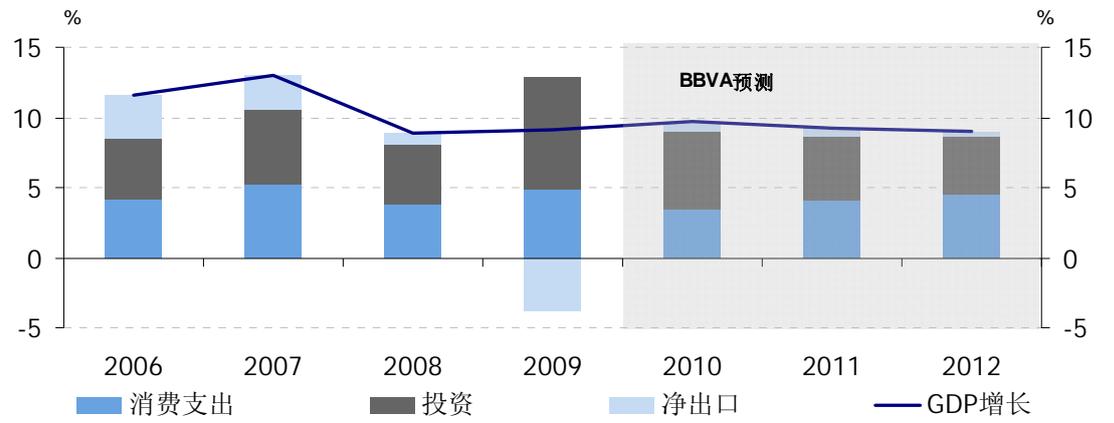
随着增长放缓信号的出现以及鉴于全球环境存在的风险，今年剩下时间内进一步的货币紧缩措施可能以数据为依据。我们的基准预计在今年第四季度利率可能上调 27 个基点；尽管我们承认，鉴于 6 月的良性通胀量，出现该动向的可能性降低。我们预计有关部门将密切关注房地产部门的发展，近期的官方声明进一步强化了我们对有关部门不会撤消近期的地产部门降温措施或放松信贷政策的预期。总之，相对于我们之前的预期，近期出台货币紧缩措施的可能性降低。

鉴于对外部门近期的强劲表现以及我们的基准增长预测，我们维持货币进一步缓慢升值的预期，到年底人民币对美元总共升值 4-5%，达到 6.54 元人民币对 1 美元（请记住货币已经升值了近 1%）。这比通过无本金交割远期得到的市场升值预期稍高（该市场预期预计到年底升值 1-2%，在 12 个月内升值 2-3%）。在总体货币走势下，特别是随着有关部门力图限制投机性热钱流向预期货币增益，我们预计会出现一定程度的双向可变性。

“就国内需求方面”增长的中期再平衡现已开始

有关部门继续加强政策，促使经济增长来源转到私人消费，而不像过去那样依赖于出口和投资。因此，我们的中期预测继续预计在未来数年内对增长进行重新平衡（即使过程很缓慢）。实际上，近期的政策举措与这一趋势相符，包括促进国内消费的财政刺激，社会保障的改善（可降低预防性储蓄需求），以及近期的货币升值举措。工资和收入的进一步增长也为国内消费提供支持。

图 16
增长的中期再平衡



来源: BBVA Research

4. 风险更为均衡

鉴于近期增长指标放缓，房价稳定以及全球经济前景的不确定性增加，之前倾向于过热的风险变得更为平衡。虽然过热风险仍存在，特别在我们预计经济正将全速运转的情况下，如果增长的下降速度日益加快或者外部环境迅速恶化，也将出现下行风险。在这种情况下，经济硬着陆的可能性不能完全排除（尽管我们预计不太可能）。但是，鉴于中国的公债比率较低，如果有必要，有可能进一步采取刺激措施，以降低对增长的整体影响。

有关部门已提前采取行动降温地产部门并抑制房价波动泡沫的风险。正如我们在近期的房地产展望中所提到的，与国际楼市泡沫经验相比，中国的房价不是特别高。房价下降的迹象表明有关部门之前采取的防止形成泡沫的努力已取得成效，同时未对更大范围内的经济造成危害。但是，如果这些政策未完全成功，楼市泡沫的急剧膨胀以及消费者信心的丧失将导致不良贷款增加，从而出现“繁荣—崩溃”的循环。这会增加银行的资本需求并需要政府施以援助。

尽管目前不良贷款保持较低水平，但鉴于贷款快速增长（这种情况去年已出现），在中期内不良贷款仍须密切关注。尽管近期采取了限制其增长，但鉴于在政府刺激计划下银行的放贷量较大，因此地方政府金融工具仍是关注的重点。由于这些地方金融工具的财务状况不可靠且资产负债表过多地依赖于土地价值，因此仍存在很高的制度风险。土地价格的突然崩溃可显著增加此类风险。除这些风险外，近期有报告指出，由于一些银行可能已将高达 2.3 万亿元的贷款投入到资产负债表外的投资产品，事实上低估了其面向地方政府和房地产部门的风险暴露，透明度恐将大打折扣。

5. 表格

图 2

宏观经济预测：国内生产总值

(年同比增长)	2007	2008	2009	2010 (F)	2011 (F)
美国	2.1	0.4	-2.4	3.0	2.5
欧元区	2.8	0.4	-4.1	0.7	1.3
亚太区	7.6	4.2	2.0	6.4	5.5
中国	14.2	9.6	9.1	9.8	9.2
全球	5.3	3.0	-0.6	4.4	4.1

来源：BBVA Research

图 3

宏观经济预测：通胀（平均）

(年同比增长)	2007	2008	2009	2010 (F)	2011 (F)
美国	2.9	3.8	-0.4	1.6	1.8
欧元区	2.1	3.3	0.3	1.3	1.2
亚太区	2.8	4.9	0.3	2.9	2.8
中国	4.8	5.9	-0.7	2.9	3.3
全球	4.1	6.1	2.0	3.5	3.3

来源：BBVA Research

图 4

宏观经济预测：汇率（期末）

		2007	2008	2009	2010 (F)	2011 (F)
美国	欧元对美元	0.70	0.70	0.70	0.80	0.80
欧元区	美元对欧元	1.40	1.50	1.40	1.30	1.20
中国	人民币兑美元	7.30	6.83	6.83	6.54	6.28

来源：BBVA Research

图 5

宏观经济预测：政策利率（期末）

	2007	2008	2009	2010 (F)	2011 (F)
美国	4.3	0.6	0.3	0.1	0.8
欧元区	4.0	2.5	1.0	1.0	1.0
中国	7.5	5.3	5.3	5.6	6.1

来源：BBVA Research

免责声明

由西班牙对外银行编制本文件及其中所述的信息、意见、估计和建议，并向其客户提供有关发布报告日期的一般信息，其中内容变动无须事先通知。因此，如有内容变动或更新西班牙对外银行无需承担事先必须通知客户的责任。

本文件及其内容并不构成要约、邀请或恳请购买或订购任何有价证券或其它票据、着手或撤销投资。本文件或其内容都不构成无论何种性质的任何契约、承诺或决定的依据。

阅读本文件的投资者应知悉：因为编制本报告时并未将投资者的具体投资目标、财务状况或风险状况考虑在内，因此本文件所涉及的有价证券、票据或投资可能不适合每位投资者。因此，投资者作出各自投资决定时应考虑前述情况，如有必要，还应获得该等专业建议。本文件内容基于通过可视为可靠来源获得而为公众所知悉的信息。但是，西班牙对外银行并未对该等信息进行独立核实，因此不对该等信息的准确性、完整性或正确性作出任何担保，无论明示或暗示。由于使用本文件或其内容而导致产生任何类型的直接或间接损失，西班牙对外银行不承担任何责任。投资者应注意：有价证券或票据的过往表现、投资的历史结果并不对未来表现提供任何保证。

有价证券或票据的市场价格、投资结果可能产生不利于投资者权益的波动。投资者应深知：他们甚至有可能面临投资亏损。对期权、期货、有价证券或高收益证券所作的交易具有高风险，并非适合每位投资者。确实，有一些投资的潜在损失可能超过最初投资金额，在该等情形之下，可能要求投资者支付更多金钱以弥补亏损。因此，在着手进行有关票据的任何交易之前，投资者应该知悉其操作以及同一标的股票相关权利、义务和风险。投资者还应知悉：前述票据的二级市场可能受限或根本不存在。

西班牙对外银行或其任何附属机构及其各自主管与员工可能直接或间接持有本文件或任何其它相关文件中所涉及的任何有价证券或票据，在适用法律允许的范围内，他们可能在其账户或第三方账户中对该等有价证券进行交易，向前述有价证券或票据发行方、相关公司或其股东、主管或员工提供咨询或其它服务，或在公布本报告之前或之后享有前述有价证券、票据或相关投资之上的权益或执行相关交易。

西班牙对外银行或其任何附属机构的销售人员、交易员和其它专业人士可以向其客户提供口头或书面市场评论或交易策略，其中所反映的意见可能与本文件所述意见相反。另外，西班牙对外银行或其任何附属机构的自营交易和投资业务可以作出与本文件所述建议不一致的投资决策。未经西班牙对外银行事先书面同意，不得（1）通过其它任何方式或以其它任何形式复制、复印或复写；（2）重新分配；或（3）引用本文件中任何部分。如果法律禁止，则不得向任何国家（或个人或机构）中任何个人或机构复印、传播、散布或提供本报告中任何部分。未能遵守前述限制性规定，即违反了相关适用法律。

在英国，仅可向《财务服务及市场条例2000(财务推广)2001命令》所描述的个人提供本文件，不得直接或间接向其它任何个人或机构交付或散布本文件。特别地，仅能够并针对如下个人或机构交付本文件：（1）英国以外的个人或机构；（2）具有如2001法令第19(5)条所述投资相关专业知识的个人或机构；（3）高资本净值机构以及2001法令第49(1)条所规定的可合法向之披露本文件内容的其它任何个人或机构。

与本报告的分析师和作者相关的薪酬制度基于多重准则，包括财政年度内西班牙对外银行获得的收益以及西班牙对外银行集团的间接收益，其中包括通过投资银行业务产生的收益，但是他们不获得基于投资银行任何具体交易所产生收益的任何薪酬。

“西班牙对外银行以及西班牙对外银行集团中的任何其它机构并非纽约证券交易所或全美证券交易商协会的成员，不必遵守影响该等成员的披露原则。西班牙对外银行应遵守西班牙对外银行集团适用证券市场运作的行动守则，其中包括防止和避免与既定等级利益冲突的原则以及信息壁垒原则。访问如下网址：[www.bbva.com/Corporate Governance](http://www.bbva.com/Corporate%20Governance)，可了解有关西班牙对外银行集团适用证券市场运作的行动守则的信息。”

This report has been produced by the Asia Unit of the Emerging Markets team

Chief Economist of Emerging Markets

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

Asia Chief Economist

Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Bingjie Hu
bingjie.hu@bbva.com.hk

Xia Le
xia.le@bbva.com.hk

Serena Zhou
serena.zhou@bbva.com.hk

Market Analysis

Richard Li
richard.li@bbva.com.hk

BBVA Research

Group Chief Economist

José Luis Escrivá

Chief Economists & Chief Strategists:

Regulatory Affairs, Financial and Economic Scenarios:

Mayte Ledo
teresa.ledo@grupobbva.com

Financial Scenarios
Daniel Navia
daniel.navia@grupobbva.com

Financial Systems
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com

Regulatory Affairs
Economic Scenarios

Spain and Europe:

Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com

Spain
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europe
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com

Emerging Markets:

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

Cross-Country Emerging Markets
Analysis

Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com

Pensions
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

South America

Joaquín Vial
jvial@bbva.cl

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com.co

Peru
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity and Credit
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Interest Rates, Currencies and Commodities
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriiguez@grupobbva.com

Asset Management
Henrik Lumholdt
henrik.lumholdt@grupobbva.com

United States and Mexico:

Jorge Sicilia
j.sicilia@bbva.bancomer.com

United States
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Mexico
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Macro Analysis Mexico
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Contact details

BBVA Research

43/F, Two International Finance Centre
8 Finance Street
Central, Hong Kong
Tel. +852-2582-3272
Fax. +852-2587-9717
researchasia@bbva.com.hk

BBVA Research reports are available in English, Spanish and Chinese