

中国观察

经济研究部

2009年1月



2008年四季度，中国实质国内生产总值(GDP)增长放缓至6.8%，反映外围需求剧降。尽管情况极为困难，中国仍能维持全年增长9%，高于世界其他主要经济体。

由于财政刺激方案规模庞大，银根放松的空间仍大，以及快捷恰当的政策反应，我们对2009年中国经济增长保持乐观，相信仍可贴近其潜在增长率。

目录

截稿日期: 2009 年 1 月 22 日

1. 概要	2
2. 近期经济发展	3
3. 经济政策和展望	18
4. 附录: 预测及主要统计表	27

专栏

1) 全球经济放缓对中国出口的影响	5
2) 出口放缓与中国的失业问题	8
3) 为什么稳定的汇率合乎中国当前利益?	16
4) 为什么我们对 2009 年中国能保八感到乐观?	20

协调人:

Alicia Garcia-Herrero
新兴市场首席经济师

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

此刊物由以下人员撰写:

刘利刚
大中华区首席经济师

liu@bbva.com.hk

曾向俊
高级经济师

andrew.tsang@bbva.com.hk

概要

- 中国实质国内生产总值(GDP)由第三季同比增长 9.0%放缓至第四季的 6.8%，主要受累于外围需求剧减。不过，综观 2008 全年，中国经济增长 9.0%，高于世界其他主要经济体。
- 同时，通胀压力迅速纾缓，12 月消费物价(CPI)通胀降至同比 1.2%，而生产物价(PPI)则录得通缩，同比下跌 1.1%。消费物价通胀于第四季迅速下滑，整季只录得 2.5%，主要由于经济放缓而食品、能源及大宗商品等价格持续下跌。以全年计，消费物价通胀上升 5.9%，较年初政府定下的目标高了 1.1 个百分点。
- 自我们 10 月出版上季度的《中国观察》以来，全球金融、经济环境急剧恶化。中国当局亦反应迅速，于 2008 年 11 月公布庞大的 4 万亿元财政刺激方案，推动基建投资及支持疲弱的房地产建筑行业。同时政府亦于今年 1 月公布新医药卫生体制改革方案，计划于未来三年支付 8,500 亿元人民币，提供全民医疗保障。这些计划及时推行而且规模庞大，足以缓解外部需求急降的冲击，并提供强劲的动力以刺激经济增长。
- 由于中国的财政刺激方案规模庞大，加上推行宽松货币政策的空间仍大，快捷恰当的政策反应，我们对今年经济增长仍感乐观，相信可达到其潜在增长率。因此，我们预测 2009 年中国经济增长约为 8.1%。然而，由于推行财政政策的时滞性，我们预期中国经济将于今年首季持续放缓。不过，次季开始，预期经济动力开始复苏。同时，今年通胀相信仍在低位徘徊。我们预测的基准消费物价通胀将是 0.7%，远低于政府定下的 4%目标，理由是食品及国际商品价格下跌和外围需求压力消减。
- 展望 2009 年，虽然我们认为中国经济仍然乐观，但仍需留意数项风险。首先，尽管中国非常需要庞大的财政刺激方案，抵御全球经济严重衰退的冲击，但这也可能加剧了中国经济的结构失衡问题。预计 2009 投资占总体经济比例将达到 48%，经济很难一直过份倚赖投资。所以当局或需借此机会，加强经济结构改革，重新从基本层面，平衡各方面的发展，加快教育、社会保障制度改革。
- 其次，若银行不慎重考虑经济放缓时的商业风险，而因应政策发放贷款，银行体系的风险将会增加。我们评估，不良贷款可能会再次上升，尽管不会飙升至不可控制的水平。因此，监管当局既需要鼓励商业银行放贷，也要加强风险管理以防止银行体系出现大量不良贷款，两种需要之间必须取得平衡。
- 最后，2009 年经济放缓和出口增长急降，将加剧中国城乡失业问题，并增加社会磨擦和不稳定。因此，社会保障体系的健全急不可待。除了大力推动基建，地方政府也需采取主动，设计创新而合适的社会保障计划，以维持社会和谐。

近期经济发展

1. 国内生产总值增长和经济活动

中国实质国内生产总值增速由第三季度的 9% 减慢至四季度的 6.8%。尽管内需和净出口仍维持强劲，可是由于外围需求剧降，压抑了出口及其他方面的经济活动，导致增长放缓(图 1)。然而，中国 08 年全年经济增长为 9%，仍高于全球其他主要经济体。

其他经济活动指标一样显示经济增长减缓。四季度工业活动尤为呆滞。四季度工业增加值自三季度同比增长 13% 下滑至仅 6.4%，而上半年则增长 16.3%。同时，经济放缓亦影响了工业利润。2008 年首 11 个月工业利润同比增长下滑至 4.9%，2007 年同期该数字为 37%。

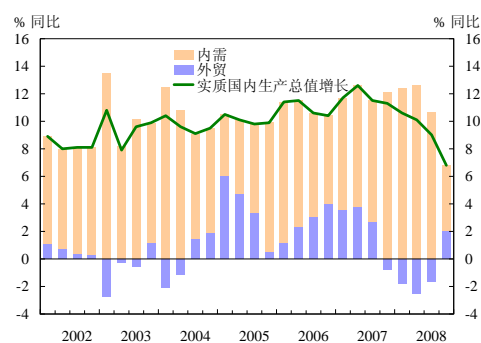
由于预期美国和欧盟的经济活动趋弱，出口增长急挫，令 2008 年下半年工业产值剧减(图 2)。其中，轻工业和重工业产值双双刻挫，直到 2008 年 12 月才稍现反弹。

居民可支配收入自 2007 年同比急增 18% 后，放缓至 2008 年的 14.7%。然而，零售额仍维持快速增长。四季度名义零售额同比增长 20.6%，相较三季度增长为 23.2%，而 2008 年上半年则为 21.4% (图 3)。实质销售量增长更快，继上半年同比增长 13% 及三季度增长 16.4% 后，四季度同比增长 17.3%。

名义固定资产投资自上半年同比增长 26.8% 及三季度增长 28.8%，稍见放缓至四季度的 23.4%。由于生产物价下跌，实质固定资产投资增长由第三季度的同比增长 17.4% 攀升至四季度的 20.5%。该增速与 2007 年四季度大致相同(图 4)。

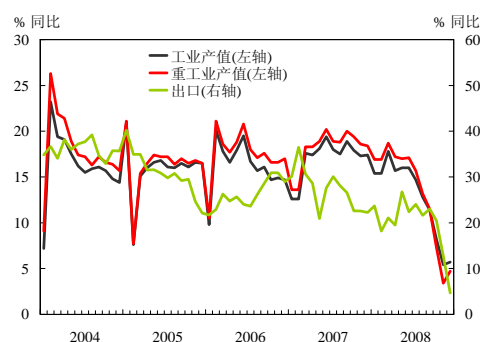
虽然整体固定资产投资仍旧可观，有些行业的投资却急速下挫。其中，房地产固定资产投资增长更放缓至略高于 10% (图 4)。鉴于中国制造业投资增长与出口增长间关系密切，展望将来，我们预期制造业固定资产投资将更趋下滑。

图 1: 实质国内生产总值增长



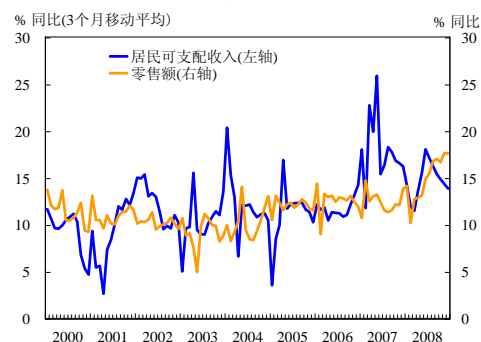
来源: CEIC 及 BBVA 估计。

图 2: 工业生产及出口



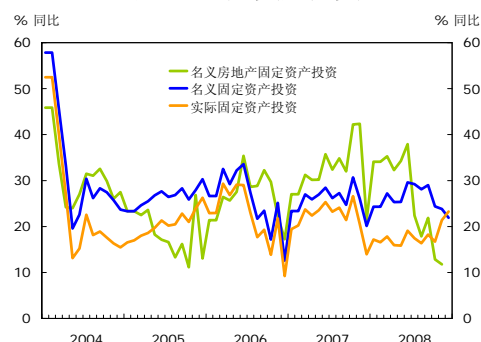
来源: CEIC 及 BBVA 估计。

图 3: 零售及收入



来源: CEIC 及 BBVA 估计。

图 4: 固定资产投资



来源: CEIC 及 BBVA 估计。

2. 对外贸易

中国出口继 11 月同比下降 2.2% 后，12 月再跌 2.8%。然而，进口下滑更快，下跌了 21.3%。因此贸易盈余仍大，达 390 亿美元（图 5）。2008 年全年，中国出口同比增长 17.2%，低于 2007 年的 25.8%。

外围需求的迅速萎缩，伴随着工资上涨和人民币实质汇率升值，导致出口缩减。预期 2009 年中国出口增长将持续下滑，而贸易仍有盈余。这基于两项原因：第一，中国出口规模远高于进口。第二，中国主要制造低附加值的产品，即使在经济下滑，这类产品的需求弹性仍较低。不过，2009 年净出口对 GDP 增长的贡献仍为负值。

同时，进口由 2007 年同比增长 20.8% 放缓至 2008 年的 18.5%，主要反映了 2008 年下半年油价和大宗商品价格的下跌。尽管如此，2008 年贸易盈余攀升至 2,955 亿美元，较 2007 年高出 303 亿美元。因此，四季度净出口对国内生产总值的贡献仍为正数，尽管该季度出口下滑。

2008 年上半年以后商品价格急跌，有助解释进口为何减少（图 6）。由于中国的大宗商品主要由东盟及拉丁美洲进口，因此中国自这些地区的进口增长急降，尤以东盟为甚。

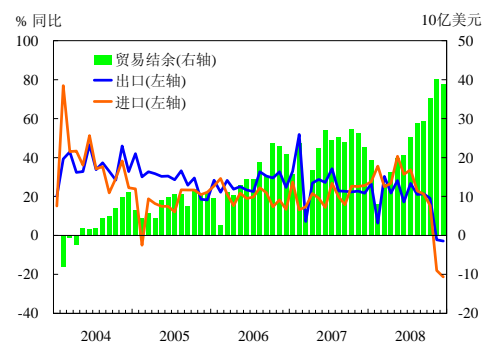
同时，12 月中国向主要市场的出口增长均大幅下滑。其中，对欧盟和美国的出口跌幅更巨，这是由于源于华尔街金融市场产生的金融危机，已传导至主要的经济领域（图 7）。此外，金融危机蔓延至新兴市场经济，预期亦将更削弱中国出口表现。

虽然以生产法计算的国内生产总值增长大幅放缓，不过，我们观察近期的经济发展，以支出法估算的国内生产总值，其增速将继续可观。

因此，我们相信工业产值增长急挫及企业盈利放缓，以生产法计算，很可能会低估四季度的国内生产总值。

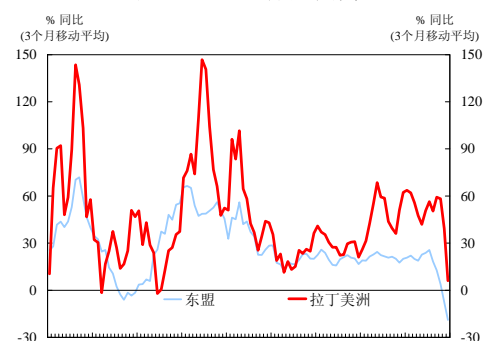
鉴于生产法和支出法计算的国内生产总值两者差异很大，我们预计今年稍后时间，政府会调高 2008 年的国内生产总值，尤其是四季度的实质增速（表 1）。

图 5: 贸易表现



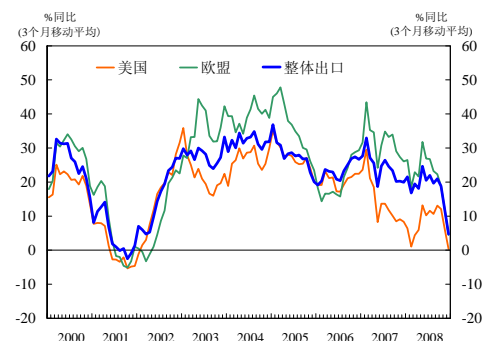
来源: CEIC。

图 6: 进口增长剧降



来源: CEIC 及 BBVA 估计。

图 7: 不同市场的出口表现



来源: CEIC 及 BBVA 估计。

表 1: 不同方式估算的国内生产总值(GDP)

	生产法				支出法
	初步估算		最终数字		名义GDP (10亿人民币)
	名义GDP (10亿人民币)	实质GDP (%同比)	名义GDP (10亿人民币)	实质GDP (%同比)	
2005	18,232.1	(9.9)	18,386.8	(10.4)	18,869.2
2006	20,940.7	(10.7)	21,192.3	(11.6)	22,165.1
2007	24,661.9	(11.4)	25,730.6	(13.0)	26,324.3
2008	30,067.0	(9.0)	n.a.	n.a.	n.a.

来源: 中国国家统计局。

专栏 1: 全球经济放缓对中国出口的影响

2008 年最后两个月，中国出口受累于主要贸易伙伴的经济下滑而萎缩。事实上，2009 年可能是自 1978 年改革开放以来，中国出口企业最困难的一年。展望今年，我们预期出口表现将进一步恶化。本专栏利用出口及贸易结余公式估算的贸易弹性，分析全球经济放缓对中国出口的影响。

1) 贸易弹性

按照贸易理论的论述，一个国家的出口决定于外围需求（即该国以外的全球生产总值；我们以 G-3 增长估算）、实质汇率（用以量度贸易竞争力）。另一方面，贸易结余公式则由外围需求、实质汇率及一些控制变量（如国际市场中的所占的出口份额和投资增长等）所决定。¹根据 Shu and Yip (2006)，出口和贸易结余两公式的详细描述可见于以下方框内。²

长期关系:

$$x_t = \alpha_0 + \alpha_1 WGDP_t + \alpha_2 REER_t + \varepsilon_t$$

$TB_t = \beta_0 + \beta_1 WGDP_t + \beta_2 REER_t + \beta_3 X_t + \varepsilon_t$ 其中 X_t 是控制变量的向量式，当中包括中国出口市场份额及投资增长等变量

短期变动:

$$\Delta x_t = \gamma_0 + \gamma_1 ecm_{t-1} + \gamma_2 \Delta WGDP_t + \gamma_3 \Delta REER_t + \sum_{i=1}^n \phi_i \Delta x_{t-i} + \varepsilon_t$$

$$\Delta TB_t = \gamma_0 + \gamma_1 ecm_{t-1} + \gamma_2 \Delta WGDP_t + \gamma_3 \Delta REER_t + \sum_{i=1}^n \phi_i \Delta TB_{t-i} + \varepsilon_t$$

采用误差修正法估计这些公式，从而可估算出短期变动及长期均衡值。这些结果可见于表 B1.1。

我们发现，外围需求（G-3 经济增长率）的系数总是较实质汇率的系数高。就表 B1.1 所见，收入效应的系数约为汇率效应的 5.1 倍。然而，在一般贸易中，由于这些贸易并不牵涉进口原材料，这收入效应和汇率效应之比率，较加工贸易中相同比率低。显示汇率效应对中国的加工贸易出口表现的影响，远较一般贸易的为小。这些结果撮要见于表 B1.2。

¹ 这里假设了 Marshall-Lerner 条件成立，即是说数量的影响盖过了价值的影响。此条件成立与否或这些贸易弹性是否稳定，是预测该经济体之实质汇率的转变对其贸易结余的潜在影响之重要因素。

² Shu, Chang 与 Remond Yip, 2006, “汇率变动对中国内地经济的影响,” 中国经济专题研究, 香港金融管理局, 7 月。

表 B1.1: 中国出口及贸易结余的决定因素

	出口			贸易结余
		其中: 一般出口贸易	加工出口贸易	
长期关系				
$G3\ GDP_t$	8.55 *** (34.16)	8.59 *** (28.51)	8.34 *** (39.23)	0.19 *** (7.60)
$REER_t$	-1.67 *** (-6.41)	-2.12 *** (-6.78)	-1.22 *** (-5.54)	-0.04 ** (-2.45)
短期变动				
ecm_{t-1}	-0.10 ** (-2.28)	-0.14 *** (-2.56)	-0.10 *** (-2.79)	-0.13 * (-1.72)
$\Delta G3\ GDP_t$	3.36 * (1.94)	2.17 (0.81)	4.89 *** (3.31)	0.06 *** (2.82)
$\Delta REER_t$	-0.17 (-0.59)	-0.03 (-0.06)	-0.20 (-0.82)	-0.04 * (-1.76)
经调整 R^2	0.27	0.15	0.27	0.60
样本期	1994Q1-2008Q4			

来源: BBVA 估计。

注: 括号内为 t-值, *, ** 及 *** 分别代表这些变量是达到 10%, 5% 及 1% 的显著水平。

表 B1.2 贸易弹性

	收入弹性 (A)	汇率弹性 (B)	比率 (A/B) (绝对值)
出口	8.55	-1.67	5.1
其中:			
一般出口贸易	8.59	-2.12	4.0
加工出口贸易	8.34	-1.22	6.8
贸易结余	0.19	-0.04	4.8

来源: BBVA 估计。

2) 2009 年中国贸易结余的预测

利用我们估算的贸易弹性, 并根据 G-3 经济增长的不同情况, 我们可以得出 2009 年中国贸易结余的不同预测。若我们假设实际汇率升值 2%, 而 G-3 经济下滑 0.3%, 中国出口将下跌 11%, 而贸易结余则减少 7%。尽管出口增长大跌, 贸易结余预期达 2,760 亿美元, 仍十分可观。我们约略估算的结果表明, 净出口对经济增长的贡献为负 0.6 个百分点。

然而, 若 G-3 经济面临更为严重的衰退, 经济收缩 1.9%, 而 2009 年中国的实质汇率维持于 2008 年水平, 则中国出口将录得 21% 的跌幅而贸易结余则下跌 55%。虽然出面较大幅度的下跌, 中国仍可录得 1,330 亿美元的贸易结余。当中主要原因是出口较进口大 1.3 倍。至于对经济增长的贡献, 在此情况下的货品净出口的贡献为负 3.8 个百分点。

表 B1.3 外贸预测

对G3 GDP的假设	出口	贸易结余		
	(% 同比)	(10亿美元)	(% 同比)	(对GDP增长的贡献, 百份点)
-0.3%	-11%	276	-7%	-0.6
-1.3%	-21%	133	-55%	-3.8

来源: BBVA 估计。

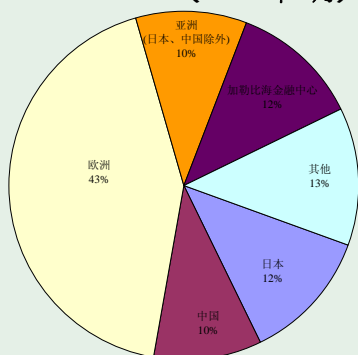
3) 一些启示

事实上，我们对中国贸易结余的估算及其对经济增长的贡献，于预测 2009 年中国外汇储备累积有着重要启示。贸易结余是过去数年中国外汇储备累积的主要部份，于 2005、2006、2007 及 2008 年分别贡献了 1,020、1,770、2,630 和 2,950 亿美元，是这些年份中国外汇储备的最主要来源。

若贸易结余下跌至 1,330 至 2,760 亿美元的范围，而流入中国的外商直接投资因全球信贷危机而下滑，则外汇储备净增长将会变小。因此，中央银行将不需要再为资本流入作冲销，人民币升值压力亦随之消减。

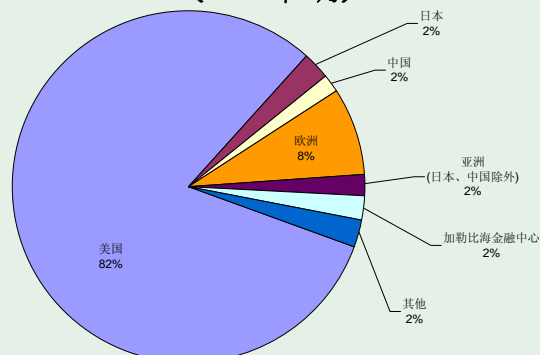
这亦可能导致中国购入美债的净额减少。然而，中国持有美国的金融资产比例甚低，只占美国总金融资产的 2% 及其外国持有部份的 9.5% (图 B1.1 及 B1.2)。因此，我们预期即使中国减少购入美债，也不会影响美债的孳息率。

图 B1.1 国外持有的美国长期金融资产 (2007年6月)



来源: 美国财政部。

图 B1.2 美国长期金融资产 (2007年6月)



来源: 美国财政部。

专栏 2: 出口放缓与中国的失业问题

1) 2009 年中国的就业压力

中国要在 2009 年维持快速增长，将面对不少困难，而维持良好的就业环境更是困难重重。制造业近半的产出均依赖出口，出口增长下滑，预计将导致大量工作职位消失。由于近年中国高等院校收生人数大幅上升，大量新毕业生投入劳工市场，将令问题更趋严峻。

根据政府相关机构及学者的不同估计，预期 2009 年将有 1,200-1,300 万劳动人口投入劳工市场（表 B2.1）。近年就业压力增加，中国创造新工作职位的步伐变得更为蹒跚，当中原因为经济结构极为倚赖重工业。事实上，重工业生产占总工业生产的比例已由 1997 年的 30% 倍增至 2007 年的 60%。

利用就业弹性，假设 2009 年的经济增长为我们最新预测的 8.1%，我们估计 2009 年中国能创造的新职位少于 400 万个（表 B2.2）。如此，这会导致城镇地区失业人数净增长 824 万人至 928 万人（表 B2.1，第四栏）。考虑了往年城镇地区的注册失业人数，中国城镇失业人数于 2008 上升至 4.2%，而估计 2009 将会上升至 7.84%。

表 B2.1 2009年中国劳工供应及失业人数的估计

年份	劳动人口 ¹ (百万人)	新增劳动人口 ² (百万人)	净增加的失业 城镇注册失业 城镇注册劳动			城镇注册失业率 (%)
			人数 ³ (百万人)	人数 ⁸ (百万人)	人口 ⁹ (百万人)	
2004	771.29	7.06	---	8.27	196.9	4.20
2005	778.17	6.88	0.63	8.39	199.8	4.20
2006	784.52	6.35	0.60	8.47	206.6	4.10
2007 ^{4/}	794.52	10.00	4.10	8.30	207.5	4.00
2008(f) ^{5/}	805.65	11.13	7.01	9.12	217.1	4.20
2009(f) ^{6/}						
{最高}	818.65	13.00	9.28	18.00	229.5	7.84
2009(f) ^{6/}						
{最低}	817.61	11.96	8.24	16.96	229.2	7.40

来源：国际劳工组织、中国社会科学院（社科院）、人力资源及社会保障部。

注：

1. 这是国际劳工组织的估计数字。2007 年及其后的数字是根据前一年的数字及新增劳动人口推算。
2. 劳动人口的同比增长。
3. 这是新增就业人数及新增劳动人口的差。
4. 根据社科院的调查，2007 年的新增劳动人口为 1,000 万人。
5. 根据社科院的调查，城镇注册失业人数预计会达到 701 万，而新增劳动人口为 912 万。
6. 基于人力资源及社会保障部的公告，2009 年新增劳动人口供应将增加 1,300 万，而城镇被裁人数为 800 万而 300 万人将退休。假设大部份劳动人口集中在镇地区，而简单代以 2009 年新增劳动人口的估算上限。在 1,300 万人当中，610 万人为高等院校的毕业生。
7. 在 610 万高等院校毕业生当中，我们预计有 57 万学生会升读研究院。因此新增劳动人口的下限为 1,196 万人。
8. 由于失业的定义是指欲就业且能就业之个人，而城镇失业人数的上限假设为 1,800 万人（新增劳动人口加上城镇被裁人数，减去退休人数）。就下限言，撇除继续升学人士及退休者，城镇失业人数为 1,696 万人。
9. 2008 年及其后的城镇注册劳动人口，乃根据相应的全国新增劳动人口及前一年的城镇劳动人口计算。当中假设减少了的就业人数与新增失业人口可完全互相抵销。

表 B2.2 2008-2009年估计的新增职位

年份	实质国内生产		总就业人数 (百万人)	就业弹性 ¹	新增就业人数 ² (百万人)
	总值 (% 同比)	就业人数增长 (% 同比)			
2005	10.4	0.83	758.3	0.08	6.25
2006	11.6	0.76	764.0	0.07	5.75
2007	13.0	0.77	769.9	0.06	5.90
2008 (f) ^{3/}	9.0	0.53	774.0	0.06	4.12
2009 (f) ^{4/}	8.1	0.48	777.7	0.06	3.72

来源：CEIC 及 BBVA 估计。

注：

1. 新增职位指当年总就业人数的实际变动数字。
2. 就业弹性是就业人数增长与实质国内生产总值的比率。
3. 就业人数及其增长为预测数字，当中假设了就业弹性维持不变。
4. 基于 BBVA 的 2009 年实质国内生产总值增长的预测数字。

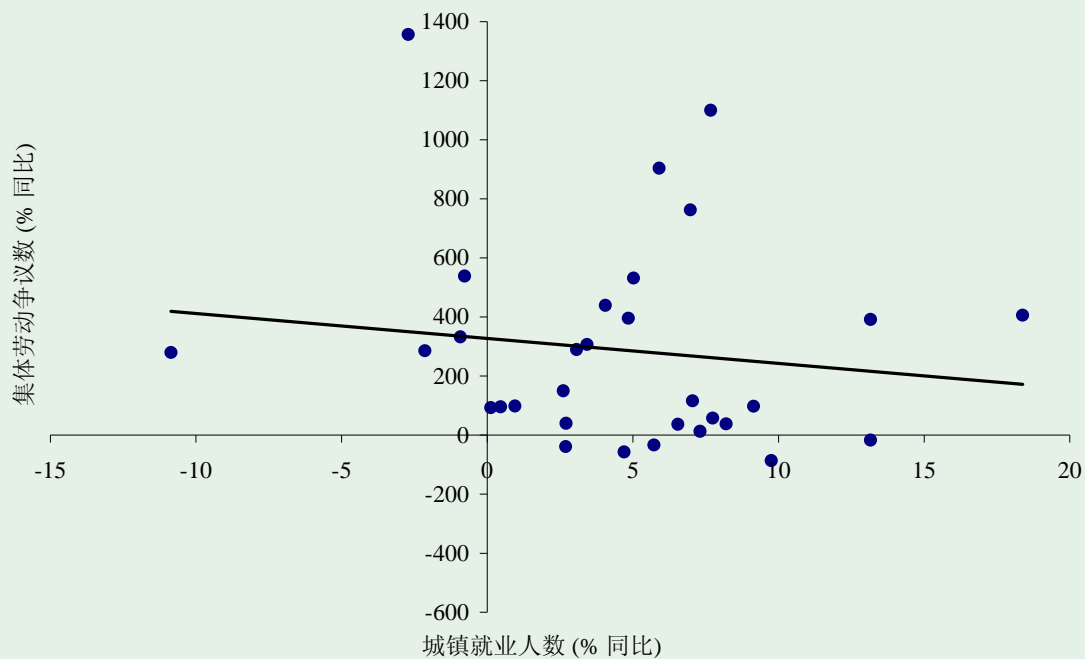
2009 年就业压力甚高，而我们的估计尚未包括因出口放缓而增加的制造业潜在失业人数。采用简单的弹性分析，若 2009 年的出口下跌 5%，由此而增加的失业人数为 160 万人。

事实上，我们的估计并未包括因出口放缓而导致增长减慢所产生的就业不足情况。根据中国社会科学院的调查，农村工人迁移至城镇就业有上升之势。由 2004 年至 2006 年，平均每年约有 558 万农村工人迁出乡郊地区，到城镇寻找工作。不过，即使城乡移民受到阻碍，城镇失业人数增加的速度肯定放缓。

2) 经济放缓与社会不稳：是否相关？

失业人数飙升将导致大量的集体劳动争议个案出现，从而威胁到社会稳定和谐。显然，就业人数增长与集体劳动争议个案看似有着相反的相关。从现有最新近的 2004 年数字可见，当城镇就业人数增长下跌 1 个百分点，集体劳动争议数字将上升 8%。若然这些关系稳定，则 2009 年集体劳争议个案预期会增加 30%。

图 B2.1: 2004年31省区的集体劳动争议与城镇就业



来源：国家统计局与人力资源及社会保障部。

我们初步的研究结果显示中国 2009 的失业问题令人担忧。由于大规模失业问题将带来潜在的社会不稳，这问题需要认真关注。虽然中央政府为下岗工人建立了“三级保障”制度，但只包括了保障工人的基本生活需要，失业保助和城镇居民最低生活保助而已。而且，这些津贴并未惠及农村来的移居者。当大规模的财政刺激计划能协助维持增长目标，这些计划的内容大部份关连至基建支出，而社会保障支出则颇为有限(见专栏 4)。地方政府或需采取主动，设计新颖而合适的社会保障计划，以维持社会稳定。

3. 通货膨胀

四季度通货膨胀下滑更速。消费者价格指数通胀由第三季度的同比 5.3% 下跌至四季度的 2.5%，而 12 月的数字为 1.2%（图 8）。消费物价指数下滑，主要由于食品价格下降（图 9）和高基效应，而源于国际能源和大宗商品价格的输入型通胀亦大幅放缓（图 10）。

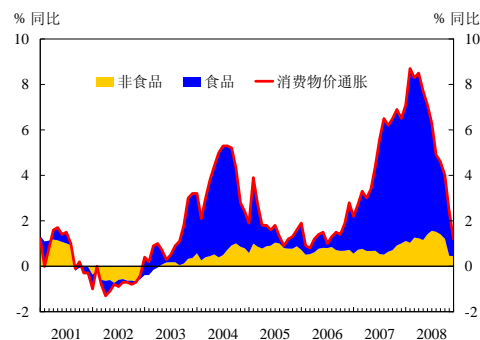
由于内需更趋放缓而大宗商品价格跌势愈速，生产物价通胀由第三季度的同比 9.7% 骤降 7.2 个百分点至四季度的 2.5%。12 月该指数更录得同比下跌。从生产物价指数的分类看，工业品生产价格指数下跌最快（图 11）。

鉴于中国生产物价指数和国际大宗商品价格变化高度关联，近期国际大宗商品价格下跌，其传导向生产物价的通胀压力将逐渐减弱（图 12）。根据我们的估计，大宗商品价格每下跌 10%，将导致生产物价通胀下降 1.2%，而非食品通胀随之下跌 0.22%。

2008 年 6 月以来，一些主要农产品价格迅速回调，影响了这些商品的国内价格（图 13a）至 d)）。例如，大豆的国内价格虽然仍高于其国外价格，但亦由 800 美元一吨跌至 500 美元一吨。同时，小麦和玉米价格亦见下滑。由于国际米价的暴跌，中国国内米价持续上涨之势亦可能终止。

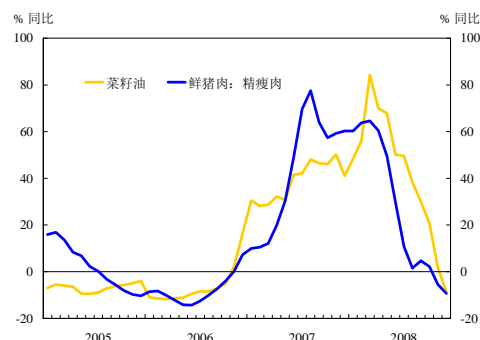
由于源自食品和工业商品的通胀压力已消失，我们预计中国消费物价通胀将继续下滑，严重的通缩风险亦随之上升。因此，政府需更积极实施宽松的货币政策。

图 8: 消费物价通胀



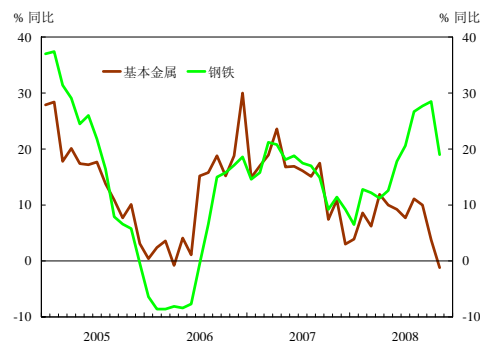
来源: CEIC 及 BBVA 估计。

图 9: 选定食品的零售价格



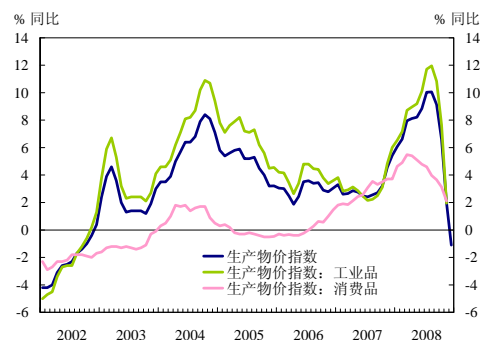
来源: CEIC 及 BBVA 估计。

图 10: 进口金属的价格



来源: CEIC 及 BBVA 估计。

图 11: 生产物价指数所属分类



来源: CEIC 及 BBVA 估计。

图 12: 生产物价指数及大宗商品价格

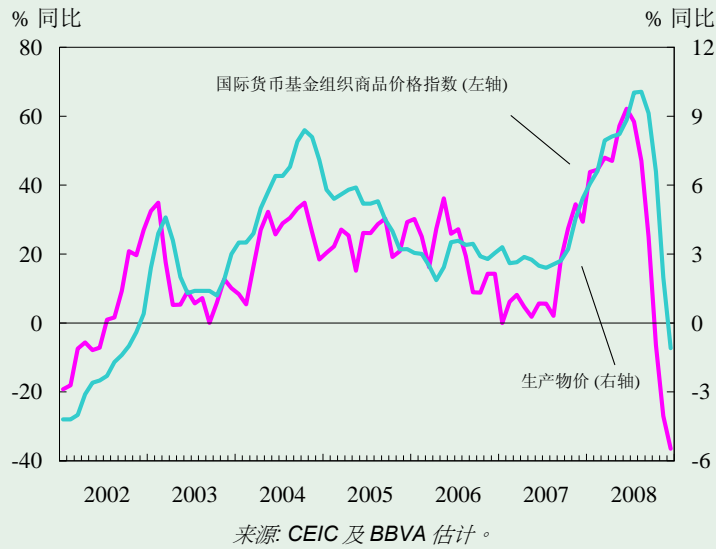
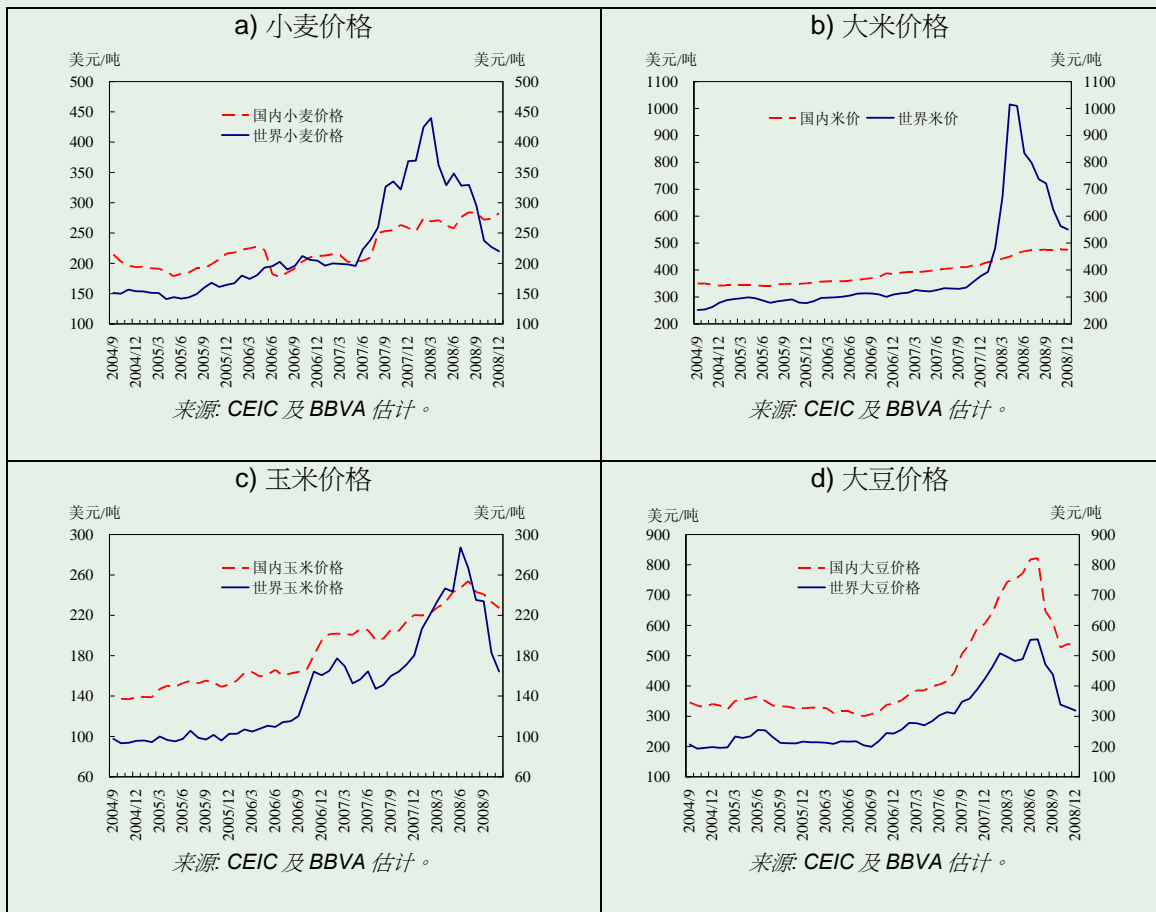


图 13: 全球大宗商品价格及中国本地食品价格



4. 货币状况

广义货币(M2)由三季度同比上涨 15.29% 攀升至四季度的 17.82%，而信贷由三季度同比上升 14.48% 骤升至 18.76% (图 14)。货币供应和贷款激增，表明央行自 9 月中积极实施宽松的货币政策，可能初见成效 (图 15)。

由于热钱流入放缓，四季度央行公开市场操作持续大幅萎缩。这降低了冲销成本，冲销成本是以中国货币市场的短期利率和美国联邦基金目标利率的差值来计算，该差值自 2007 年下半年起急升 (图 16)。事实上，3 个月 中国银行同业拆息(Chibor)和伦敦同业拆息(Libor)间的息差，由 11 月的 150 个点减少至 2008 年底的 100 点子左右，反映了由于全球信贷市场紧缩导致的全球市场资金成本上升 (图 17)。

由于央行已分别大幅下调利率及存款准备金率 216 及 200 个基点 (中小型金融机构则下调 400 个基点)，中国的银行均积极回应。异于西方同业，中国的银行基于拥有权结构和盈利的考虑，更能积极放贷。2008 年四季度新增的 1000 亿元专项拨款也为银行贷款提供了新机遇。

银行业更趋稳健，也为银行业提供了良好的经营基础，可在宽松的货币状况下放贷。2008 年底，银行体系的不良贷款迅速减少。主要银行最近的不良贷款率已降至 2.49%，较 2007 年底减少 4.24 个百分点 (表 2)。

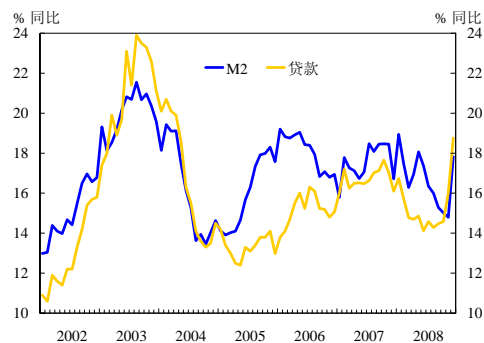
此外，银行体系的流动性也在存款准备金下调后得到改善，而盈利能力也得以增强。况且，中国的银行并未受到全球信贷危机影响，其外币负债的规模，远小于中国庞大的外汇储备 (表 2)。

表 2: 最近银行体系的表现

不良贷款率(全部银行)	2.45
不良贷款率 (主要银行)	2.49
资本充足率(CAR)	8.40
净息差	2.98
贷存比	63.30
总资产收益率	0.80
净资产收益率	10.10
净利润增长 % 同比	65.80
对外负债占外汇储备比率	13.93
其中: 短期负债	8.85

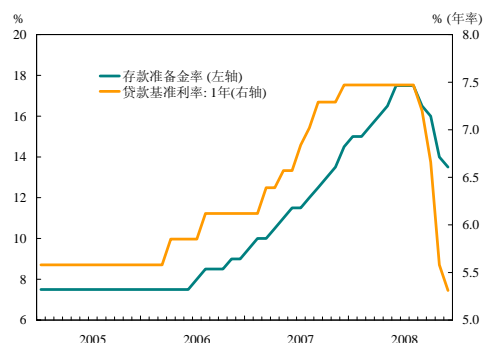
来源: 官方资料、CEIC 及 BBVA 估计。

图 14: 货币供应及信贷增长



来源: CEIC 及 BBVA 估计。

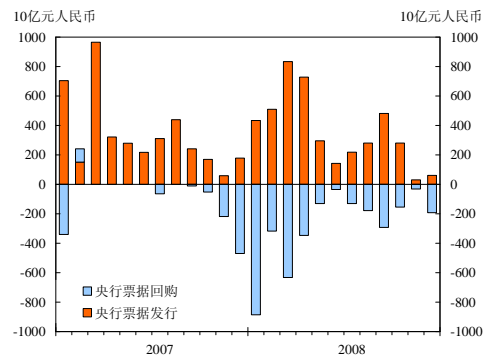
图 15: 政策利率及存款准备金率



来源: CEIC。

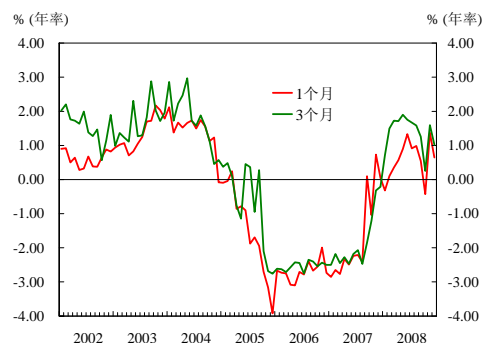
注: 在 2008 年 12 月底, 中小型金融机构的存款准备金率为 13.5%, 而六大银行为 15.5%。

图 16: 公开市场操作



来源: CEIC。

图 17: 息差 (中国银行同业拆息及伦敦银行同业拆息之差)



来源: CEIC 及 BBVA 估计。

5. 资产价格

中国 2008 年股票价格从 2007 年 10 月的顶峰下跌近 70%，当中 9 月份股价下跌尤其迅速，部分原因是受到全球金融危机影响。PE 比率亦返回到一个更合理的水平，从 2007 年 10 月的 70 倍顶点下跌至 16 倍。然而，股票价格自四季度起开始转趋稳定。同时，交易金额较谷底回升一倍（表 18）。

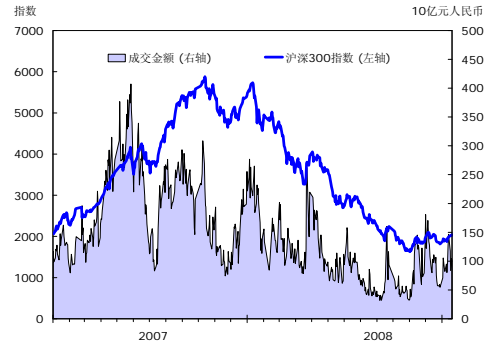
股价急速下跌，主要可能由于市场忧虑中国企业的盈利能力，尤其那些受全球经济衰退影响较大的出口企业。然而，预期先前限售的股份（非流通股）变成流通，亦可能是令股价急挫的原因。

正如图 19 所示，2009 年下半年将是非流通股流入市场的高峰期。2009 至 2011 年间，预计新流通的原非流通股之总市值将达到 2.1 万亿人民币，是目前股票总市值的 29%。如果所有原非流通股均被出售，股价将下跌大约三分之一（如，沪深 300 指数将从 2,000 点下跌至 1,400 点）。因此，这些非流通股的流通问题将是悬在中国股票市场上的达摩克利斯之剑。

为一劳永逸地解决此问题，我们建议建立一个稳定基金，购买这些预期将流通的股票。通过各种可能的假设，我们估计建立这基金约需 6,000 亿元人民币（表 3）。资金的来源可以是投资者保障基金，或如社保基金等其他具有长期投资特征的资金。

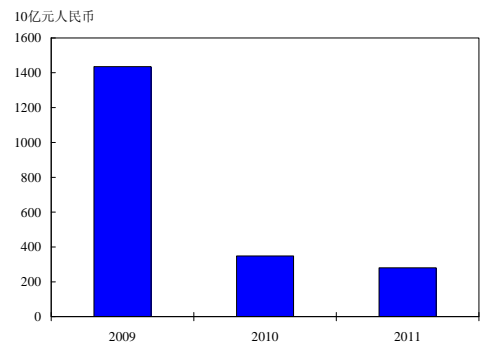
2008 年 12 月房价录得同比下降。房价在 2007 年急速上涨后，自 2008 年初开始冷却（图 20）。12 月，深圳房价同比下降 15%。房价剧跌可能加速经济下滑，这是由于负财富效应将更削弱个人消费。

图 18: 股票价格及成交



来源: CEIC。

图 19: 限售股解禁流通 (市值计算)



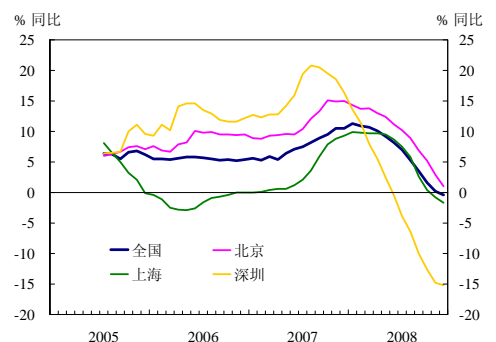
来源: BBVA 估计。

表 3: 购买非流通股所需的资金

沪深300指数	2,000	1,500	1,300
平均股票价格 (人民币/每股)	6.9	5.1	4.4
从大股东手中购买的非流通股(%)	(所需资金: 10亿元人民币)		
20%	596	441	382
30%	794	588	510
50%	1,191	882	765

来源: BBVA 估计。

图 20: 物业价格



来源: CEIC。

6. 汇率及资本流向

人民币汇率自 8 月以来大致平稳，尽管市场预计人民币将会贬值（图 21）。正如 3 个月不交割远期合约（NDF）所示，市场预计人民币兑美元将于未来三个月贬值 1.2%。

人民币停止升值，可能原因如下：1) 由于美元的急升，不论名义或实质汇率，人民币汇价已强于其他东亚货币。这可排除了人民币再升值的论点（图 22）。2) 尽管贸易盈余仍然较大，11 月和 12 月出口均下跌超过 2%。由于 G3 经济的外围需求大幅减少，预期中国出口增长会继续受此影响而更趋下滑。出口下滑将导致沿海区域一些企业的破产，从而造成失业率和隐然危及社会稳定。

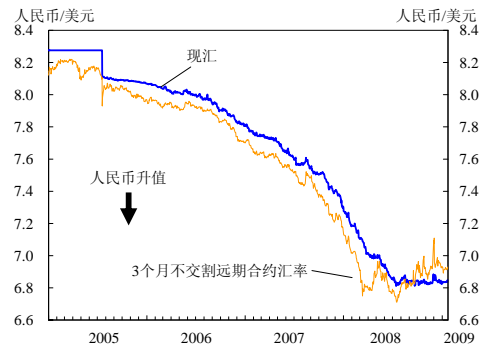
虽然人民币没有再升值的空间，我们认为人民币贬值的成本也相当大。这是由于人民币贬值将引来贸易保护措施，且限制央行运用利率工具来放松货币政策的成效。此外，人民币贬值还将对全球贸易失衡造成更坏影响，因其可能引起亚洲及其他新兴市场将货币争相贬值。

因此，人民币汇率的稳定是中国当前利益所在。专栏 3 将详细讨论为何我们认为中国在全球经济危机时需维持币值稳定，才符合本身利益的原因。

净资本流入在上半年资金大量涌入后已趋缓。实际上，投资有价证券资金(热钱)在 9 月到 11 月间大量流出，12 月又开始流入。下半年热钱流入减少了 1,000 亿美元，相较上半年则增加 1,310 亿美元，可能反映了获利回套的动机；因为外商直接投资公司可能需要调回流动性到其本土市场，预防愈加恶化的全球信贷状况。

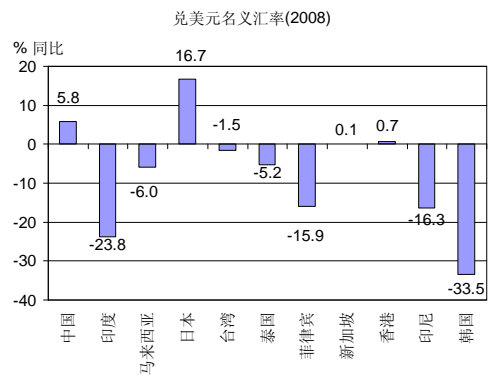
尽管如此，中国外汇储备持续上扬，由于大量贸易盈余和外商直接投资流入，仅四季度就增加 400 亿美元。分季度看，四季度外汇储备规模增速放缓，前三季度分别是 1,540，1,270 和 970 亿美元。2008 年底，中国外汇储备达 1.946 万亿美元（图 23）。

图 21: 人民币汇价



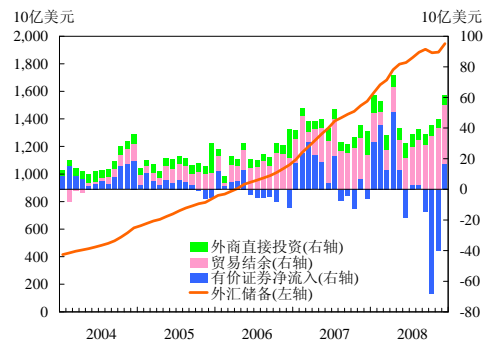
来源: Bloomberg、CEIC 及 BBVA 估计。

图 22: 亚洲货币的名义汇率



来源: Datastream。

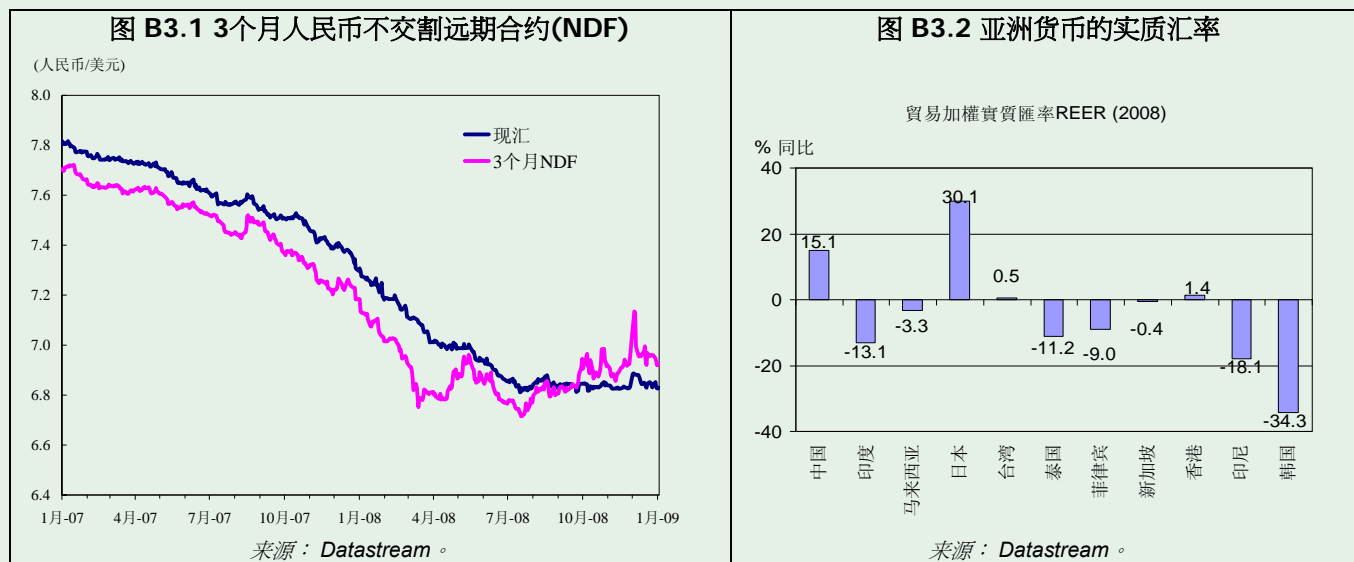
图 23: 资金流向



来源: CEIC 及 BBVA 估计。

专栏 3: 为什么稳定的汇率合乎中国当前利益？

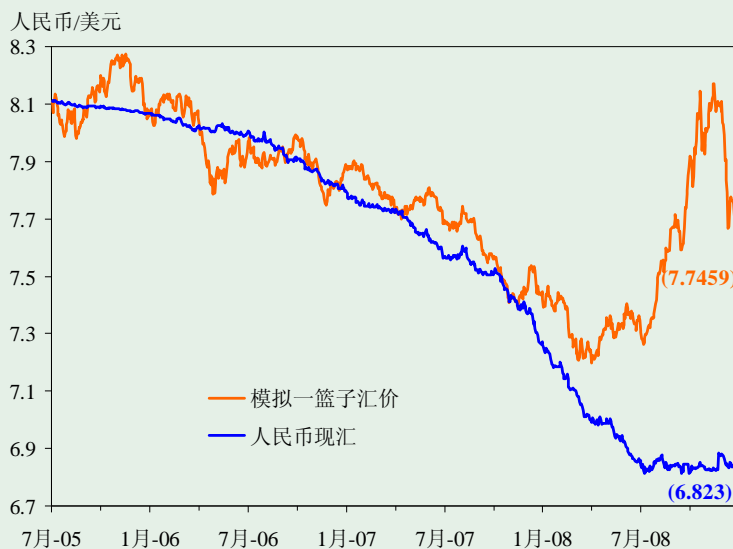
自 2008 年 7 月中以来，人民币汇率一直在 6.8 兑 1 美元水平徘徊，一改自 2005 年 7 月以来逐步升值的趋势。由于 2008 年四季度全球经济突然恶化，2008 年最后两月，出口同比下跌，市场开始认为人民币需贬值。图 B3.1 显示，根据 3 个月人民币不交割远期合约作价，市场于 2008 年 8 月中开始已认为人民币将贬值。截至 2009 年 1 月底，该期限不交割远期合约的汇率预期人民币将较现价贬值 1.2%。



然而，我们需判断不交割远期合约反映市场预期的汇率。首先，人民币汇价已较其他亚洲货币强。以名义汇价计算，人民币现汇于 2008 年升值 5.8%，于区内其表现仅次于日圆；反之，韩圆、印度卢比、印尼盾及菲律宾披索等均大幅贬值。同时，以实质汇率计算，则日圆及人民币于 2008 年分别升值 15% 及 30%，主要由于两国的名义汇率明显升值及相对较低的通胀率(图 B3.2)。

其次，以一篮子货币推算的人民币汇价亦显示现汇偏强。虽然人民银行并无公布其自 2005 年 7 月汇改以来参考的货币篮子，但我们可以利用中国与主要贸易伙伴间的贸易比重来推算该货币篮子的权数。我们利用中国兑 11 个主要贸易伙伴(占中国外贸 7 成)的外币汇价，及其相关贸易权数，模拟一篮子货币组合，计算人民币兑美元的汇价。以该一篮子货币推算的人民币汇价，截至 2007 年 11 月底为止，与人民币兑美元现价一直都非常接近。其后由模拟一篮子货币推算的币值则明显偏离现汇水平。根据我们模拟一篮子货币推算，于 12 月 31 日，人民币兑美元的汇价应处于 7.7459，而现汇则是 6.823，相差达 12% (图 B3.3)。这显示人民币现汇确已较该一篮子货币升值较快。在订定 2008 年人民币汇价时，人民银行似非紧盯一篮子货币的价值，这或许为应付国内通胀，尤其是自 2007 年 11 月至 2008 年 7 月间因全球商品价格飆升，为防范进口通胀所致。

图 B3.3 人民币现汇与一篮子货币推算的人民币汇价



来源：Bloomberg 及 BBVA 估计。

然则，根据这些汇率估算，能否足以断定人民币将循市场预期而贬值？我们认为不会。这些估算表明了人民币继续升值的压力已然纾缓，但这并不预示人民币需在近期贬值。原因如下：

首先，中国的贸易盈余仍然庞大，尤其对美国及欧盟的盈余甚高。人民币贬值只会招惹更多的政治压力。因为外国的贸易保护主义者均希望透过要求人民币升值，以遏抑中国出口增长的速度。而且，中国将人民币贬值，东亚及其他新兴市场国家将紧随其后，出现争相贬值的情况，加剧全球贸易失衡的情况，结果令全球贸易磨增加，此实非中国所愿见。

其次，我们计量研究结果表明，决定中国出口增长，主要贸易伙伴的收入远较汇率重要。贸易伙伴的收入增加 1%，其令贸易增长的幅度，较人民币实质汇率贬值 1%的影响高约 3-4 倍。因此，人民币纵然贬值，对刺激中国出口的帮助并不明显；反之，却可能引起国外庞大的政治压力，令各贸易伙伴要求人民币大幅的贬值。

当前，美国及欧盟等成熟经济体系均步入衰退，各国要求保护本国就业市场的呼声日高，贸易保护主义的声势更盛。若然中国将人民币贬值，只会在此关键时刻引致更多贸易保护者的抨击，最终打击中国的出口。

第三，弱汇亦不合乎中国利益，甚至会加剧经济结构失衡的问题，即过份倚重出口及投资。弱汇可能令资源分配更向外贸部门倾斜，为中国持续发展及经济增长带来隐忧。现时若然贬值，亦可能导致大规模的资金外流，限制了货币宽松的空间。尤其以现时经济环境来说，刺激内需其实比增加出口更为重要，况且后者代价高却成效难彰。

所以，市场参与者需注意到中国的外汇政策并非纯由经济因素所主导。其实，汇率政策亦常为中国整体对外经济政策考虑的一项工具。尤需关注者，现时中国贬值付出的代价，远超中国改善与主要贸易伙伴关系所带来的利益。持续升值则损害出口，贬值则在经济与政治上的代价太高。因此，人民币兑美元汇价维持稳定实为当前最理想的做法。

经济政策和展望

政策回应

自我们 10 月出版上季度的《中国观察》以来，全球金融、经济环境急剧恶化（表 24）。回应此情况，北京当局提出了一套 4 万亿人民币的大规模财政刺激方案，推动基建投资及支持疲弱的房地产建筑行业。

虽然此方案的 70% 资金用于基建支出，但该方案也正视了日益恶化的收入分配问题，包括为城市贫困人口建造更多保障性住房，以及增加对农村支出（见专栏 4）。

认识到财政政策局限，中央政府亦在 1 月发布了新的医疗改革方案，该方案指出政府将在未来三年（2009-2011）投入 8,500 亿元人民币建立覆盖全民的医疗保障体系。此改革方案意在提高医疗参保率至超过 90%，提供接受公共医疗的平等机会，以及建立有效的公共医疗保障体系。该方案中，政府计划在 2010 年将城乡居民补助，每人每年提高 120 元人民币。

由于公共医疗保障系统是中国社会福利系统中最薄弱的环节，医疗改革方案的确是一个走对了路的正确政策。此次改革和其他缺乏资金、行将实施的教育和社会保障体制改革，有助中国消费者减少预防性储蓄，且从根本上有利重新平衡中国经济的结构。

总体来看，这些方案及时、庞大且可持续，因此是最适的财政政策。

同时，货币政策继续积极配合财政政策。央行自 9 月中旬起 5 次下调贷款基准利率。同时，削减了存款准备金率 200-400 个基点（中小金融机构为 400 个基点）。这相当于向市场注入了 11,660 亿人民币的流动性。

正如 12 月份货币供应 M2 的迅速反弹和贷款增长显示，目前为止，商业银行积极回应这些进取的宽松货币政策。事实上，异于其西方同业，中国的银行资本充足，流动性充盈，不良贷款的负担轻，因此，一旦货币政策放松，反应亦异。

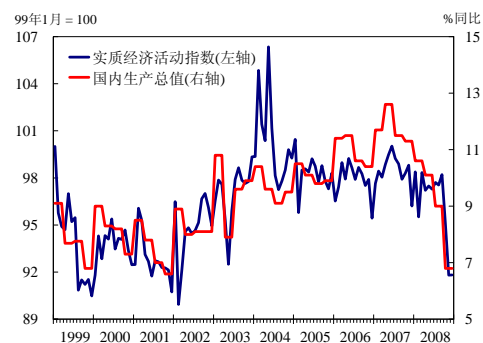
此外，中国的银行的体制特征，也显示其在经济衰退期与其他同业表现不同。虽然中国的银行是独立的商营机构，但它们主要仍由国家持股。因此，这预示了银行即使在经济衰退期间，也可能基于道义理由而借出贷款。因此，我们对银行将持续为经济发展提供支持，抱乐观态度。

经济展望与前景

2009 年的全球经济展望具有显著的不确定性。从积极方面看，美国和欧盟让公营部门承受了资本市场上大部分的信贷损失，资金市场有开始回复正常的迹象，相信金融市场将更趋稳定。受惠于规模庞大且相互协调的财政政策和十分合宜的货币状况，G3 经济体的经济增长的剧挫或可避免。

可是，从消极方面看，当前环境极端恶劣，消费者会否积极回应财政刺激政策尚属疑问，财政政策能否起作用仍不明朗。此外，

图 24: 实质经济活动指数



来源: CEIC 及 BBVA 估计。

公共部门承受损失的能力有限；而受危机影响较深经济体，亦难实施足够的财政刺激政策。

鉴于全球经济的这些不确定性（图 25），以及我们对财政弹性的基准估计，我们预计 2009 年 GDP 增长将在 8.1% 左右。考虑到财政政策实施的时滞问题，我们预计中国经济在 2009 年一季度持续趋缓，维持在 6.4% 左右，且自二季度起逐渐回升（表 4）。

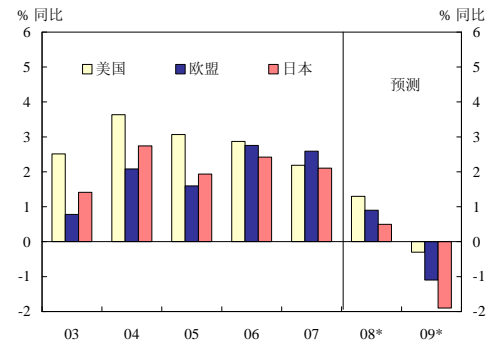
事实上，我们目前对 2009 年的预测居于市场共识预测的高位（表 5），这很大程度上反映我们的观点，即在有利的制度和货币政策环境下，大规模的财政刺激方案将有效的弥补外需的空隙（专栏 4）。

经济的急速下滑，而油价及大宗商品价格更趋低落，加上高基效应，相信中国通胀回落，可能较原先预期快。我们预测 2009 年消费物价指数的食品部分，其通胀将下降至同比 0.01% 水平。

此外，萎缩中的外围需求将持续削弱企业的定价能力。企业可能因此需再降价以保持市场份额。

考虑上述各因素，我们预计消费物价指数中的非食品价格通胀涨将回落到 0.04%。我们预测 2009 年整体消费物价通胀平均为 0.7%，显示通缩风险更为严峻（图 26）。

图 25: 预测的假设



来源: CEIC 及 BBVA 估计。

表 4: 预测

	2008	2009				
	实际数字	预测				
	全年	1季度	2季度	3季度	4季度	全年
国内生产总值	9.0	6.4	7.6	8.4	9.8	8.1
消费物价通胀	5.9	1.2	0.8	0.5	0.2	0.7

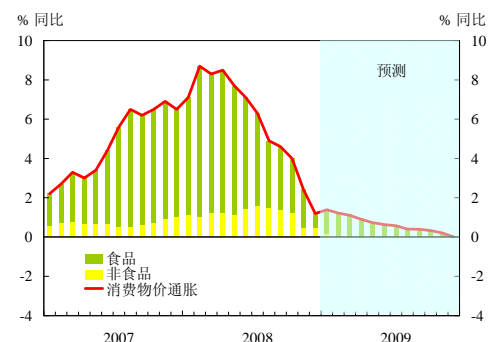
来源: CEIC 及 BBVA 估计。

表 5: 预测比较

	共识预测	BBVA	实际数字
对 2008 年预测 (2008 年 11 月)			
国内生产总值	9.5	9.3	9.0
消费物价通胀	6.3	6.0	5.9
对 2009 年预测 (2009 年 1 月)			
国内生产总值	7.8	8.1	--
消费物价通胀	1.7	0.7	--

来源: Datastream 及 BBVA 估计。

图 26: 通胀预测(基准)



来源: CEIC 及 BBVA 估计。

专栏 4: 为什么我们对 2009 年中国能保八感到乐观?

1) 大规模财政刺激方案的内容

中国于 11 月初公布 10 点财政刺激方案，计划在 2009 至 2010 年投入 4 万亿元人民币(5,860 亿美元，接近 2007 年名义国内生产总值的 16%)，以期在战后最严重的衰退期推动经济发展。

表 B4.1: 4万亿元人民币的财政刺激方案(5,680亿美元)

	10亿元人民币	百分比
保障性安居工程	280	(7%)
农村民生工程 and 农村基础设施	370	(9%)
铁路、公路、机场、城乡电网	1,800	(45%)
医疗卫生、文化教育事业	40	(1%)
生态环境这方面的投资	350	(9%)
自主创新结构调整	160	(4%)
灾后的恢复重建，重灾区	1,000	(25%)
总计	4,000	(100%)

来源: 中国国务院。

方案中大约 7 成资金会投资于运输网络、农村基建及四川地震后重建等。同时，方案亦投资环保项目、医疗服务、文教，但数额颇小，只有 3,900 亿人民币或少于全部资金的 10%。此外，政府承诺会为低收入人士提供更多的安居房。整套方案的支出约为建筑及房地产部门固定资产投资的 108%。

我们认为整个方案符合最适财政措拖的数项重要特色：适时、庞大及可持续。而且，城乡低收入人口亦能在此庞大方案中得益。这方案可说是中国正视经济失衡问题之开端，尤其注意了收入不均及城乡失衡的问题。

在融资方面，中央政府承诺会负担 30%的资金(为财政收入的 19%)，而其余的资金会由各省府及可能由发展银行承担。

为什么中国需要如此庞大的财政刺激方案？利用简单的增长贡献率估算，我们可以指陈庞大方案背后的理据。

表 B4.2: 保八涉及的额外支出

情况	对净出口的假设	净出口对国内 生产总值贡献 (百份点)	投资及政府开支对国内 生产总值贡献 (百份点)	涉及的投资及政府开支 净增长 (10亿元人民币)
1	最恶劣情况	-3.2	8.2	2,954
2	零增长	0.0	5.0	2,012
3	过去5年平均	2.0	3.1	1,430

来源: BBVA 估计。

过去 5 年，净出口及私人消费支出平均为经济分别带来约 2 及 3 个百分点的增长。若这增长模式持续，政府开支和固定资产投资每年需增加 1.4 万亿元人民币，才能保八(情况 3，表 B4.2)。

然而，G-3 经济严重下滑，净出口很难维持过去 5 年平均对经济增长贡献 2 个百分点的水平。假若净出口对经济增长的贡献下降至 0，投资及政府开支需要每年净增加 2 万亿元人民币，而私人消费对经济增长的贡献维持在 3 个百分点，才可保八(情况 2，表 B4.2)。

若净出口的贡献恶化至 1993 录得最低的负 3.2 个百分点，则投资及政府开支每年需增加 2.9 万亿元，而私人消费对经济增长的贡献仍维持在 3 个百分点，方能保八(情况 1，表 B4.2)。因此，我们从情况 1 和 2 的估算可知，当前公布的计划的规模足以抵销外围需求下跌。

中国能否负担这方案？中国的或有负债及其国内债务仅占国内生产总值的 22.3%，仍然算低，尚有空间筹集足够资金支付这方案。若财政刺激方案是透过发债来融资，国家总债务亦只上升至国内生产总值的 29%，尚算温和。现在 10 年期的政府债券息率为 3.1%，只要中国能保持年增长 8%，要维持财政持续稳健不成疑问。

表 B4.3: 中国国内债务

	国内债务发行	总债务余额	
	10亿元人民币	10亿元人民币	占名义国内生产总值(%)
2006	862	3,502	16.5
2007	2,247	5,748	22.3
2008	700	6,448	21.6
2009	1,919	8,367	25.5
2010	1,846	10,213	27.9

来源: CEIC，而 2007 至 2010 的数字为 BBVA 估计。

2) 方案会否排挤私人投资？

缺乏合适的货币政策，增发如此庞大的国债可能推高国内利率，排挤私人投资。然而，在现时的货币政策环境下，排挤情况并未出现。虽然人民银行自 9 月中雷曼兄弟破产以后，已分别大幅减息和下调存款准备金率 216 基点及 200 基点(中小型金融机构则下调 400 基点)，我们相信货币政策仍有大量空间以变后更为适宜。

就利率政策而言，按照不同的人民币汇率展望，我们计算出人民银行能再减息 108 至 378 基点。若人民币汇价维持在现有汇率，减息空间达 378 基点，如表 B4.4 中利用利率平价条件计算所示。

表 B4.4: 不同假设下的平价利率估计

对人民币汇价的假设	$(E^e - E)/E$	+	ρ	+	R^*	=	估计 R
人民币于现水平稳定下来	0.0		1.5		0-0.25		1.5-1.75
1年期NDF隐含贬值幅度	2.5		1.5		0-0.25		4.0-4.25

来源: BBVA 估计。

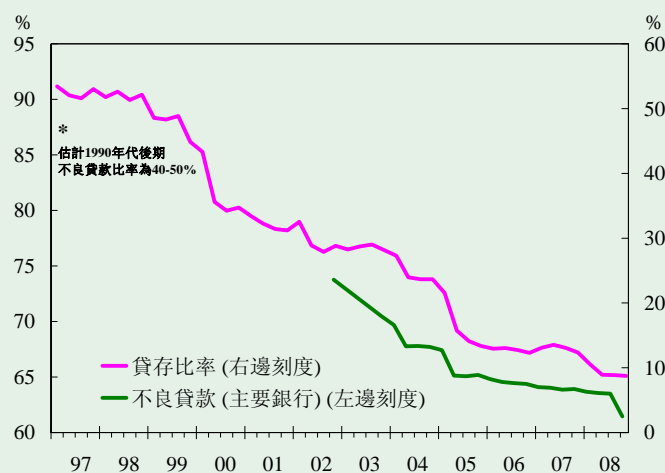
注: $(E^e - E)/E$ 中, "+" 代表人民币贬值, 而 "-" 则是升值。

此外，我们的估计显示，若存款准备金率能再下调 5.5 至 7.5 个百分点，即相当于为银行体系注入 4 万亿元人民币的流动性。纵使减幅如此大，存款准备金率仍高达 8%，处于 2006 年中的水平。增加银行体系内的流动性，肯定可纾缓政府大规模发债时的加息压力。

问题是：经济下滑时，中国的银行会否正面回应宽松的货币政策，重新借贷？我们认为会。事实上，12 月贷款和货币供应数字已显示银行体系已开始对宽松的货币政策作正面回应(见正文图 15)。其实，当中亦有数项原因让中国的银行继续向经济部门放贷。首先，不像西方银行需为有毒资产撇帐，中国的银行体系相对健全，资本充足，流动性庞大。其贷存比率亦辗转由 1990 年代末逾 90% 大幅下降，而其时银行体系受不良贷款之累。因利率及存款准备金率将继续下调，为银行提供很大诱因放贷以赚取利润。可是，除非经济前景变得更为明朗，否则中小企业仍可能继续面对信贷危机带来的困难。

其次，虽然中国的银行之拥有权已开始分散，但国家仍为银行体系的主要股东。银行高层仍为政府委任，因此很难出现银行大幅偏离政府政策方针。正常情况下，此属负面因素，因为政府可能经济干预而导致借贷失慎，出现不良贷款。然而，经济下滑时，这可以正面因素。因为银行受压而不再谨守其顺应周期的一贯行径，借出贷款。

图 B4.1 不良贷款及贷存比率



来源：CEIC 及 BBVA 估计。

3) 财政方案怎样刺激经济增长？

最后，庞大的财政方案怎样刺激经济增长亦为一重要问题。要回答此问题，我们需利用实证数字估计中国的财政乘数效应及财政弹性。根据标准的凯恩斯模型，由相关的结构公式可推导如下的财政乘数效应估算：

$$\text{乘数效应} = \frac{\Delta Y}{\Delta G} = \frac{1}{1 - (c + d - im)}$$

当中 ΔY 是产出的改变， ΔG 是政府开支的改变， c 是边际消费倾向(MPC)， d 是边际投资倾向，而 im 则是边际进口倾向。乘数效应是根据如下的标准凯恩斯模型推导：

$$\begin{aligned}
 C &= \alpha + cY \\
 I &= \beta + dY + eR \\
 M &= \gamma + imY + fREER \\
 X &= \varphi + xY^* + gREER \text{ 其中 } Y^* \text{ 是外国生产总值。} \\
 \text{及} \\
 Y &= C + I + G + (X - M)
 \end{aligned}$$

其中 C、I、G、M 及 X 分别为消费、投资、政府开支、进口及出口。我们采用 1992 年至今的季度数字估计这组结构模型，我们可估计并利用这组公式的系数以计算相应的财政乘数效应和财政弹性。财政弹性的定义如下：

$$\varepsilon = \frac{\Delta Y}{\Delta G} \frac{G}{Y} = \text{乘数效应} * \frac{G}{Y}$$

其中 G/Y 是政府开支占国内生产总值比例。根据不同的滞后项结构，我们可得出财政乘数效应及财政弹性的范围颇大。财政乘数效应的估计范围为 2.52 至 5.36；意味着中国的财政弹性介乎 0.4 至 0.85。

表 B4.5 财政乘数效应及弹性

变量	估计范围
<i>c</i>	(0.69 - 0.85)
<i>d</i>	(0.45 - 0.53)
<i>im</i>	(0.49 - 0.62)
财政乘数效应	(2.52 - 5.36)
财政弹性	(0.40 - 0.85)

来源：BBVA 估计。

利用这些估计的财政弹性，我们可知财政刺激方案可令 2009 年的经济增长提高 2.5 至 5.3 个百分点。若我们取其平均，刺激方案可在 2009 年额外产生 3.84 个百分点的经济增长。由于财政刺激方案的内容集中在支出项目，这方面的财政弹性应在我们估计范围的上限。基于这些弹性的估计，我们判断中国的财政刺激方案能为经济带来额外 4 至 5 个百分点的增长。

4) 2009 年省级增长目标仍进取

众所周知，经济增长常是地方政府官员升迁的重要指标。所以，地方官员有很大诱因推动经济加快增长。事实上，我们已找到一些证明。根据网上资料，我们发现只有贵州及山西(两个经济规模较小的省区)将 2009 年经济增长定于 8%，其余所有省区的经济增长目标均定于 8%或以上。其中 5 个省区高于 12%，而总共 11 个省区将目标定于 10%以上。

事实上，省级政府于制订支出计划时更为进取。中央政府要求地方政府建议各省的支出计划，2009 至 2010 年各省区的支出数字加起来高达人民币 18 万亿，为 2007 年国内生产总值经修订后数字的 69%。若容许各地投资规模过大的情况出现，有可能令钢铁及水泥等建筑相关的行业过热，过热的程度可能更甚于 2003 至 04 年。

尽管仍有缺点，我们相信中国很有机会能于 2009 年保八。主要因为财政状况良好，货币政策尚有大量空间去放松，银行体系及地方政府管治结构亦提供了经济诱因以加快经济增长。

我们虽然对 2009 年保八感到乐观，但亦注意到现有的经济结构并未完善，未有足够准备应付持久而严重的全球衰退。因此，当局可能需借此次全球危机，化危为机。教育及社会保障等部门缺乏资金，是当局长期忽视的结构问题。这些根本的结构改革有助减少国民的预防性储蓄，增加消费，令经济走上更可持续发展之路。事实上，2009 年 1 月刚公布的医改方案，正是走对了路的正确方案。

正如我们上期 2008 年 10 月出版的《经济观察》中的专栏 4 所言，中国每当有重大的外来经济冲激时，均亦是经济改革周期之始。最近的例子是 1997 至 98 年亚洲金融危机时，国有企业和银行趁机推行大型改革。因此，我们很有信心，不久的将来政府会有更果断的政策，启动上述的结构改革。

表 B4.6 各省区 2008 年国内生产总值估计及 2009 年增长目标

省区	2008 经济增长	2009 增长目标
北京	9.0%	9.0%
上海	10.0%	9.0%
天津	16.0%	12.0%
重庆	14.3%	12.0%
安徽	12.0%	10.0%
江苏	13.0%	11.5%
浙江	10.0%	9.0%
山东*	12.1%	8.5%
福建	13.0%	10.0%
江西	13.0%	11.0%
河北	10.0%	9.0%
内蒙古	17.5%	13.0%
山西	10.0%	8.0%
广东	10.1%	8.5%
广西	12.5%	11.0%
海南	9.8%	9.0%
河南	12.0%	10.0%
湖北	13.0%	10.0%
湖南	12.8%	10.0%
黑龙江	11.8%	11.0%
吉林	16.0%	12.0%
辽宁	13.0%	11.0%
陕西	15.0%	13.0%
甘肃	10.0%	10.0%
宁夏	12.0%	10.0%
青海	12.5%	9.0%
新疆	11.0%	9.0%
四川	9.5%	9.0%
云南	12.0%	11.0%
贵州	10.0%	8.0%
西藏	10.1%	10.0%
加权平均	11.8%	9.9%

来源：新华社及其他官方资料。

注：*2009 年山东经济增长是我们的预测。

加权平均是基于 2007 年各省国内生产总值。

中国经济面临的风险和不确定因素

由于制度、货币和财政状况合宜，我们对中国经济增长能达至其潜在增长率，感到乐观。展望 2009 年，虽然中国经济前景尚佳，但仍需留意数项下行风险和不确定因素。

首先，尽管中国非常需要庞大的财政刺激方案，抵御全球经济严重衰退的冲击，但这也可能加剧了中国经济的结构失衡问题。预计 2009 投资占总体经济比例将达到 48%，经济很难一直过份倚赖投资。鉴于目前资本产出比率已经很高，这或削弱财政刺激措施的效用。

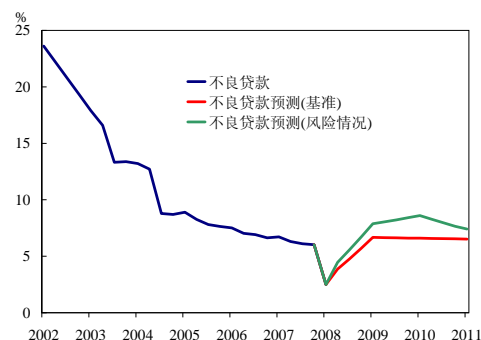
事实上，这也显示了进一步财政政策的局限性。所以当局或需借此机会，加强经济结构改革，重新从基本层面，平衡各方面的发展。新近公布的医疗保障改革就是正确方向中的合适步骤。此外，政府也需要加快教育、社会保障制度改革。正如我们上期 2008 年 10 月出版的《经济观察》中的专栏 4 所言，中国每当有重大的外来经济冲激时，均亦是经济改革周期之始。最近的例子是 1997 至 98 年亚洲金融危机时，国有企业和银行趁机推行大型改革。因此，我们很有信心，不久的将来政府会有更果断的政策，启动上述的结构改革。

其次，若银行不慎重考虑经济放缓时的商业风险，而因应政策发放贷款，银行体系的风险将会增加。如果放贷失慎，基于我们的假设风险情况（图 27），银行体系的不良贷款率可能逼近 10%。这将使银行多年来减少不良贷款的努力毁于一旦。

因此，监管当局既需要鼓励商业银行放贷，也要加强风险管理以防止银行体系出现大量不良贷款，两种需要之间必须取得平衡。

最后，如专栏 2 所示，2009 年经济放缓和出口增长急降，将加剧中国城乡失业问题，并增加社会磨擦和不稳定。因此社会保障体系的健全急不可待。除了大力推动基建，地方政府也需采取主动，设计创新而合适的社会保障计划，以维持社会和谐。

图 27: 不良贷款预测



来源: CEIC 及 BBVA 估计。

附录: 预测及主要统计表

中国预测数字

基本经济指标	2006	2007	2008	2009 (f)
<i>经济活动及物价</i>				
名义国内生产总值 (十亿元人民币)	21,192	25,731	30,067	33,142
名义国内生产总值 (十亿美元)	2,662	3,391	4,326	4,803
实质国内生产总值 (% 同比)	11.6	13.0	9.0	8.1
平均消费物价 (% 同比)	1.5	4.8	5.9	0.7
<i>公营部门</i>				
预算盈余/赤字 (占国内生产总值百份比)	-1.0	0.6	-0.3	-2.3
<i>贸易结余</i>				
出口 (十亿美元) ^{1/}	969	1,218	1,429	1,126
进口 (十亿美元) ^{1/}	791	956	1,133	993
贸易结余 (十亿美元) ^{1/}	178	263	295	133
名义汇率 (人民币/美元, 年末数)	7.81	7.30	6.83	6.83
外汇储备 (十亿美元)	1,066	1,528	1,946	2,000
<i>金融部门</i>				
主要利率 (政策贷款利率)	6.12	7.47	5.31	4.50
<i>劳动指标</i>				
总就业人数 (百万人)	764	770	774	778
城镇注册失业率 (%) ^{2/}	4.1	4.0	4.2	7.8

来源: CEIC (2009 年数字为 BBVA 于 2009 年 1 月的估计数字)。

注: 1) 贸易结余为 BBVA 的预测下限(见专栏 1)。

2) 失业率为 BBVA 的预测下限(见专栏 2)。

国际数字

	实质国内生产总值 (%)				消费物价通胀 (% , 年均)			
	2006	2007	2008	2009 (f)	2006	2007	2008	2009 (f)
美国	2.9	2.0	-0.2	-0.8	3.2	2.9	4.2	0.8
欧元区	3.0	2.7	1.0	-0.9	2.2	2.1	3.3	1.4
日本	2.4	2.0	0.7	-0.3	0.3	0.1	1.2	0.3
拉丁美洲 ^{1/}	5.4	5.6	4.4	1.8	5.0	6.0	8.1	7.0

	汇率 (兑美元, 年末数字)				官方利率 (% 年末数字)			
	2006	2007	2008	2009 (f)	2006	2007	2008	2009 (f)
美国					5.25	4.25	0-0.25	0-0.25
欧元区	1.32	1.46	1.30	1.15	3.50	4.00	2.50	1.50
日本	116.4	113.1	100.7	95.6	0.40	0.75	0.30	0.30

来源: CEIC (2009 年数字为 BBVA 于 2008 年 10 月的估计数字)。

注: 1) 拉丁美洲的消费物价数字为年终数据。

中国统计表

	单位	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2008			
								1 季度	2 季度	3 季度	4 季度
国内经济											
名义国内生产总值(GDP)	10亿元人民币	13,582	15,988	18,322	21,192	25,731	30,067	6,149	6,913	7,101	9,904
	10亿美元	1,641	1,932	2,239	2,662	3,391	4,326	858	994	1,038	1,448
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
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
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
进口	% 同比	39.8	36.0	17.6	19.9	20.8	18.5	28.9	32.7	25.8	-8.9
贸易盈余	10亿美元	25	32	102	178	263	295	41	57	83	114
经常帐户	10亿美元	46	69	161	250	372	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	占GDP比例(%)	2.8	3.6	7.2	9.4	11.0	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	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	占GDP比例(%)	7.1	10.7	9.2	9.3	13.6	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
	占GDP比例(%)	24.6	31.6	36.1	39.3	43.4	44.2	44.1	44.4	45.0	44.2
外债	10亿美元	209	247	281	323	374	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	占GDP比例(%)	12.7	12.8	12.4	11.9	10.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
财政											
财政收入	占GDP比例(%)	-2.2	-1.3	-1.2	-1.0	0.6	n.a.	10.5	7.9	0.8	n.a.
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
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
基准贷款利率	% (年率)	5.31	5.58	5.58	6.12	7.47	5.31	7.47	7.47	7.20	5.31
基准存款利率	% (年率)	1.98	2.25	2.25	2.52	4.14	2.25	4.14	4.14	4.14	2.25
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
人民币/美元 汇率	(期末)	8.28	8.28	8.07	7.81	7.30	6.83	7.01	6.85	6.85	6.82
	(每期平均)	8.28	8.28	8.18	7.96	7.59	6.95	7.16	6.96	6.84	6.84
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
城市	占总人口比例(%)	40.5	41.8	43.0	43.9	44.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
农村	占总人口比例(%)	59.5	58.2	57.0	56.1	55.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	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.
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.
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
	美元	1,270	1,486	1,712	2,025	2,567	3,258	649	750	783	1,090
能源											
能源产量	百万吨标准煤	1,638	1,873	2,059	2,211	2,354	n.a.	539	642	651	n.a.
能源消费量	百万吨标准煤	1,750	2,032	2,247	2,463	2,656	n.a.	813	877	936	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.
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.

来源: 国家统计局, 世界银行, CEIC, 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%。

For more information please contact:

Servicios Generales Difusión BBVA Gran Vía 1 planta 2 48001 Bilbao P 34 944 876 231 F 34 944 876 417 www.bbva.es

Register in Madrid: M-31252-2000

other publications



This document was prepared by Banco Bilbao Vizcaya Argentaria's (BBVA) Research Department on behalf of itself and its affiliated companies (each a BBVA Group Company) and is provided for information purposes only. The information, opinions, estimates and forecasts contained herein refer to that specific date and are subject to changes without notice due to market fluctuations. The information, opinions, estimates and forecasts contained in this document have been gathered or obtained from public sources believed to be correct by the Company concerning their accuracy, completeness, and/or correctness. This document is not an offer to sell or a solicitation to acquire or dispose of an interest in securities.