

中国 经济展望

2011 第一季度

经济分析

- 在短暂的平静之后，2010 年后期经济增长再次加速，全年增幅达 10.3%，超过了此前的预期。通胀上升和经济过热风险促使当局施行了更为严厉的货币收紧政策，并配合以进一步为房价降温的措施。
- 鉴于政府实现经济软着陆的决心，我们维持对 2011 年经济增长 9.2% 的预测。与此同时，我们将通胀预期上调到了 4.5%，但仍存在向上风险。强劲增长和支持性的财政政策态势使得经济增长不太可能出现突然放缓。
- 我们的基准预测认为货币政策会进一步收紧，包括 2011 年再加息两次，每次 25 个基点；存款准备金率至少上调 100 个基点。我们维持人民币兑美元到 2011 年底逐步升值到 6.30 的预期不变。
- 风险与经济过热的连系更为紧密。向下风险已有所减弱，但仍然有来自前景较弱的发达国家和当局实施更严厉政策紧缩措施所产生的向下风险。



目录

1. 全球展望：全球经济继续分化	4
2. 中国：经济增长势头依然强劲	7
3. 处理增长和通胀的挑战	12
4. 风险与经济过热有关	14
5. 附表	15

概要

去年大部分时间，中国政府一直在试图将经济从2008年后期到2009年大规模政策刺激之后高速前行的列车上拉下来，实现经济软着陆。那时的货币宽松和一次为期两年的财政刺激政策帮助中国经济在全球经济下滑的时候和带动该地区走出衰退的过程中维持了强劲增长。但它也造成了银行贷款潮和强劲的需求，现在，中国政府正在试图使这一情况得到遏制，但到目前为止只取得了部分成功。

GDP和信贷增长超过预期，加之通胀的上升，已促使中国政府开始实施越发严厉的货币收紧措施。2010年四季度GDP增速加快，导致全年经济增幅达到了10.3%，高于预期。鉴于当局要放慢经济增速的决心，我们维持2011年GDP增长9.2%的预测，与我们对中国经济软着陆的预期相符，但通胀预期已由之前的3.3%向上修正到了4.5%。

总体通胀的上升是个更为紧急的问题，这起初是因气候问题导致食品价格上涨所致，但近期也出现了很多非食品类因素。11月份通胀同比增速上升至5.1%，12月份虽然放缓到了4.6%，但仍大大高于当局设定的2010年3%的通胀目标。非食品通胀的上升表明潜在需求压力已经有所加大，与我们对产出缺口弥合的估计相符，并从工资的快速上涨上得到了印证。对于2011年，我们预计到年中通胀会上升约5%，鉴于经济增速的放缓和货币收紧，到年底会放慢至3.6%。

政策收紧通过加息和上调存款准备金率实施。继去年10月意外加息之后，中国人民银行于2010年12月和2011年2月两次上调基准利率，上调幅度均为25个基点。利率调整还伴随着存款准备金率的进一步上调，仅去年四季度就进行了三次幅度为50个基点的上调，且2011年1月份又再次上调了50个基点。我们预计2011年还会再加息两次并额外上调存款准备金率100个基点，这可能会发生在今年上半年前期。如果通胀如如期的那样居高不下，货币收紧措施可能会更加严厉。

为了给房地产市场降温，当局将采取进一步的紧缩措施包括，货币的继续逐步升值和宏观的审慎措施。我们预计2011年里人民币兑美元还将再升值4-5%，如果出口表现继续保持且如果通胀没有像预期的那样减弱的话，升值速度还有可能更快。除了提高购房的首付比例外，进一步的为房地产部门降温的措施还可能包括扩大征收房产税。一般地说，政府可能会做出进一步抑制信贷增长的努力，包括对各家银行实行差别化的准备金要求。

另外一方面，**预计财政政策会继续支持经济增长，这不仅是为了预防外部风险，还旨在促进达成国内的政策目标。**虽然2011年财政预算的细节要到3月才会揭晓，我们预计会继续实施几个旨在促进私人消费的补贴项目，并会以公共住房（1千万套）和基础设施投资为重，后者包括扩大中国高铁覆盖物和水利设施。

2010年前三季度银行业仍然维持高盈利。虽然去年实施的货币紧缩措施（特别是四季度开始采取了更为严厉的姿态）可能会抑制未来的盈利，但鉴于依然强劲的信贷增长和充足的净利息差，近期的前景不太可能受到严重影响。不良贷款已进一步减少，且很多银行2010年都成功完成了融资计划。

过去一年里，**风险在全球经济脆弱导致的增长放缓和信贷增长过快导致的经济过热之间摇摆不定。**虽然我们不能忽略全球经济存在的风险，但很显然，当前的过热风险更胜一筹。近期的主要风险在于通胀预期，特别是如果商品、食品价格居高不下的话。相对于三个月前而言，资产价格泡沫的风险（以房地产部门尤甚）已在政府收紧措施的作用下有了一定程度的减弱。这也就是说，流动性仍然很高，且投机行为可能会继续。而向下风险则来自外部环境可能走弱产生的影响，及更严厉货币收紧措施带来的威胁。

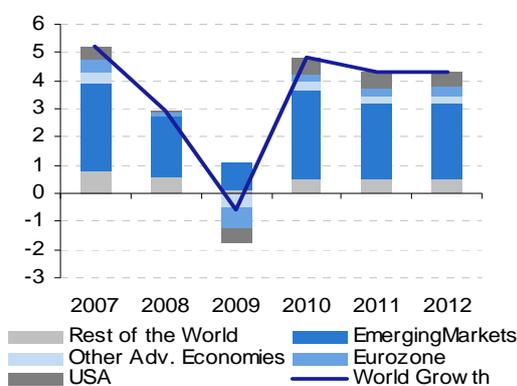
1. 全球展望：全球经济继续分化

在开始讨论中国之前，我们将先来回顾一下[全球经济展望](#)。读者也可直接跳到第二章关于中国的部分（第七页）。

全球经济将继续朝着不同的方向发展。

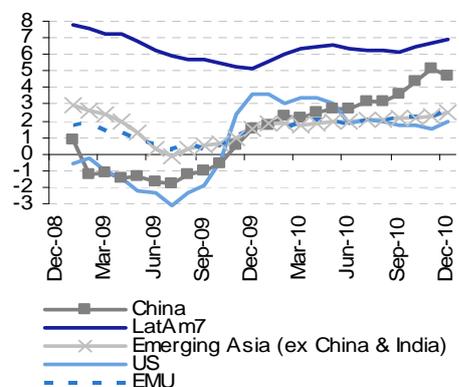
2010年全球经济增长了4.8%，预计2011和2012年经济增速均将小幅减速至4.4%，比12个月以前的预计的要好。这可以由发达国家经济增长全景有所改善解释，因为：（1）美国实施财政刺激计划以后，增长预期有所上调；（2）欧洲核心国家的表现会更加强劲，与二线国家的经济增长出现了分化。事实上，即便欧洲金融市场的紧张局面在2010年的最后一个季度有所恶化，该地区整体的经济活动却有所加速，也表明——至少暂时是这样——金融市场和实体经济存在一定程度的偏离。总的说来，全球经济的经济增长模式总体维持不变，经济增长的主要引擎仍是以亚洲为首的新兴市场国家（尤其是中国和印度，见图1），发达国家仍然略逊一筹。

图1
全球GDP增长和各地区的贡献



来源：BBVA 研究部

图2
通胀



来源：Datastream 以及 BBVA 研究部

所有的这些分化都对经济前景有三个重要的影响。首先，发达国家和新兴经济体经济增长的分化将继续导致未来二者之间宏观经济政策的巨大不同。美国和欧洲的货币政策将维持高度宽松，促使资本在其他地方寻求收益（新兴市场，也有越来越多的资金涌入商品市场）。与此同时，亚洲和拉丁美洲的部分国家已开始出现经济过热的迹象，通胀压力初露端倪，促使各国当局开始考虑加速收紧政策，尤其是在亚洲（图2）。由此便激励了资本流入新兴经济体，这将加剧两个地区已经存在的政策困境：是收紧政策以保证经济软着陆，还是防止本币突然巨幅升值。

其次，美国和欧元区经济增长的分化——以及金融风险——将对欧元形成向下的压力，且更重要的是，可能将使市场的注意力持续关注欧盟因高水平的公共债务而带来的相关困难。这是解释为什么市场还未对美国进一步推迟进行财政整合做出重大反应的因素之一，当然，原因还包括欧洲各国央行债券购买计划规模不同以及经济治理混乱等。

最后，欧元区内部日益严重的分化将开始损坏该地区共同货币政策的实施，而这已经因为初现的通胀风险（尤其是核心国家）和继续支撑金融稳定的需要（尤其是——但不仅仅是——二线国家）变得左右为难了。

主要发达国家经济增长加速，但仍较为脆弱

正如我们所料，美国经济并没有出现二次探底，且自夏季起未来可能出现这种情况的可能性就已经消失了。促使对美国经济增长前景预期有所改观的因素主要有四点。首先，2010年底的宏观表现更好，表明居民消费更趋强劲，而非畏缩不前。其次，美联储采取了果断行动执行新一轮的资产购买计划（二次量化宽松），为债券价格和总体的资产价格提供了支撑，前者尤甚。再次，不确定性减少和企业信心的增强有望使投资增加。最后，可能也是最重要的一点，美国出台了新的财政刺激方案，并于2010年底获得了通过，这将对经济增长产生很大的推动作用。因此，我们已将2011年美国经济的预测调整了0.7个百分点，至3.0%。

然而，薄弱环节仍然存在。房地产市场仍然低迷并可能出现低于预期的增长。鉴于复苏的速度将不足以使失业率大幅降低，居民收入的增长仍然疲软。此外，信贷增长和资产证券化进程依然缓慢。虽然以上

因素都不会是经济偏离复苏的轨道，但却可能对美国经济造成新的负面冲击。目前，经济的逐步复苏和需求方面较低的通胀压力将允许货币政策在长期内维持在宽松水平。

此外，不应忘记欧洲主权危机的教训。然而，虽然2010年底推出的新的财政刺激计划在短期内有利于促进经济增长，但对美国经济二次探底的疑虑仍然存在。可是我们不应过度地估计那些组织债券市场对美国进一步推迟财政整合做出反应的力度和持久性。欧洲的央行购买债券行为和混乱局面（并因此安全投资转移至美国债券）从本质上是短期因素，将在中期内消失，且在此之前，美国将需要对财政整合做出明确表态。

欧洲的制度和经济改革至关重要

自2010年10月以来，欧洲财务压力再次涌现（图3），尤其是在二线国家。对财政可持续性和金融部门损失的担忧再次浮现，导致主权利差扩大并造成了筹资压力。然而，与5月份的情况不同，这对其他欧洲国家及欧盟以外的国家的金融影响有限。

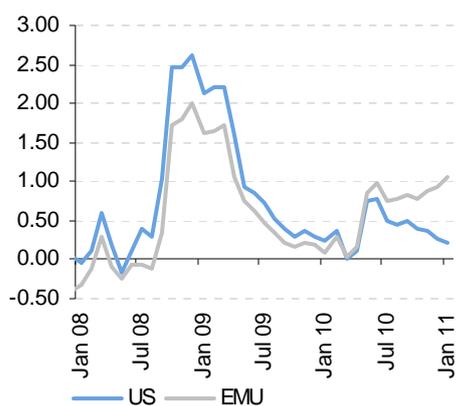
当时金融市场越发紧张主要因为两个事件导致的。第一，市场对欧洲各个机构处理主权债务危机的能力很不确定。有人提出将由私人投资者承担2013后重组带来的损失，并可能需要低价回购现有债务以恢复财政的可持续性，这使私人投资者们惶恐不安。第二个诱因是，爱尔兰的银行在被认为已充足资本化后不久便陷入了需要援助的境地，大家对压力测试可信度越发怀疑。这两个诱因形成于对部分二线国家（如葡萄牙和爱尔兰）达成其财政赤字目标能力的担忧和对欧洲经济体经济增长势头能否足以使其债务负担变得可持续充满怀疑的背景下。

继夏季的突出表现之后，金融市场复苏的脆弱性在于：市场越发关注部分国家的主权偿债能力问题，而不仅仅是对流动性的担忧。这使得欧盟更加需要一个全面的解决方法，不仅要解决此次的危机，还要建立起良好的未来危机预防和解决机制。预防再次发生危机方面，需要加强财政协调，为各个国家提供不同冲击的减震器，但还需加强财政和宏观经济层面（包括防止形成私部门的不均衡）双方面的监督。危机解决方面，需建立规定了谁将承担损失的明确和透明的机制，以避免因不确定性造成市场的过度波动，但可能现阶段最为重要的是保证有适当的过度机制。

正如上面所指出的，近期事件对其他国家和地区，包括欧洲核心国家金融的影响非常有限。因此，欧元区整体的经济增长比预想的要强，主要是因为德国和其他欧洲核心国家的经济增长取得了积极成果。然而，如不能尽快就全面的治理改革达成一致且各国不再继续推进经济改革以降低财政的脆弱性、重组金融体系并提高潜在增长，欧洲二线国家的财务压力和实际经济活动的分离将不会持续。从这方面来说，三月份的欧洲理事会会议上能达成何种协议将十分关键。

图3

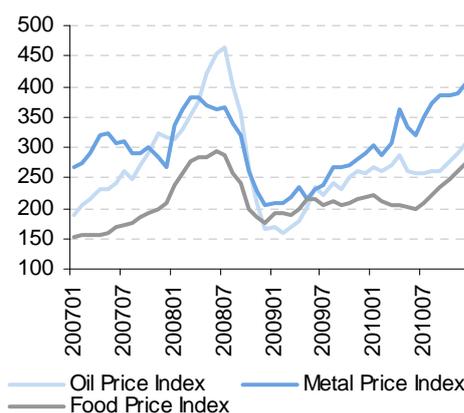
BBVA财务压力指数



来源: BBVA 研究部

图4

商品价格指数



来源: BBVA 研究部

大宗商品物价将逐渐趋稳，但新兴国家的通胀让人担忧

近几个月来物价全面上涨，受部分金属涨价影响达到了历史最高（图4）。这看似符合新兴国家需求激增开始促使物价呈长期向上趋势的情况，但也可归因于某些短期因素，至少对某些商品类别而言是这样。例如，前两个月食品价格快速上涨很大程度上是受到了供给方面因素的一次性影响（气候失常），而这种影响会在2011年接下来的时间里减弱。此外，鉴于全球重组的流动性环境，投资者涌入了商品市场并将其作为一种投资资产，全面提升了财务溢价。

未来，我们预计商品价格会总体在当前价格附近水平趋稳。对食品价格而言，2011年粮食生产恢复正常也将使食品价格趋于稳定。金属方面，存量提高将开始对价格造成压力。只有石油，我们预计2011年市

场会很紧俏并将继续推动油价小幅上涨，但这种状况会在随后逐步缓解。欧洲财务压力可能减少将有助于缓解油价的上涨压力，因其能使投资者从商品市场中转移到其他资产上，以获得更高的风险溢价。尽管如此，由于需求强劲，仍可能有向上风险，尤其是在亚洲，将在中期内继续支持价格上升。

商品价格上涨要对新兴经济体2010年底通胀上升负部分的责任（图2）。特别是，在许多国家，食品价格上涨对通胀上升有着直接而重要的第一轮影响（正如以下所述，其中以亚洲尤为显著），并带来了导致全面通胀的风险。然而，未来，我们所期望的食品价格的稳定将意味着这一因素将在决定总体通胀方面变得不那么重要。尽管发达国家的风险也有所加大，但鉴于食品价格对其CPI的影响更小且它们有足够的未被利用的生产力，通胀预期稳定，这些都将使通胀压力维持在可控水平，风险小于新兴经济体。

对新兴国家更多的担忧在于通过通胀、信贷的快速增长和资产价格的上涨意识到了亚洲和拉丁美洲快速的经济增长和大量的资本流入已开始对形成经济过热的压力。事实上，我们预计亚洲国家会继续保持强劲增长，尽管风险较三个月前更为显著，但我们认为各国政府将有能力控制经济进行软着陆并避免经济过热运行。受国内需求和高商品物价的推动，拉丁美洲经济也将在2011年保持强劲增长，接近该地区4%左右的潜在增长能力。正如之前所提到的，对这两个地区而言，最大的挑战在于控制资本的大量流入。我们预计多数国家的政策会继续收紧，并同时制定更多限制资本流入的行政控制措施和抑制信贷增长的审慎措施，尤其是在亚洲。

2. 中国：经济增长势头依然强劲

去年大部分时间，中国政府一直在试图将经济从2008年后期到2009年大规模政策刺激之后高速增长的车上拉下来，实现经济软着陆。那时的货币宽松和一次为期两年的财政刺激政策帮助中国经济经受住了在全球经济下滑的考验并带领该地区走出了衰退。但它也造成了银行贷款潮和强劲的需求，现在，中国政府正在试图使这一情况得到遏制，但到目前为止尚未取得完全成功。尤其是，GDP和信贷增长超过预期，加之通胀的上升，已促使中国政府开始实施越发严厉的货币收紧措施。2010年四季度GDP增速加快，导致全年经济增幅达到了10.3%，高于预期。鉴于当局要放慢经济增速的决心，我们维持2011年GDP增长9.2%的预测，但将通胀预期由之前的3.3%向上修正为4.5%。

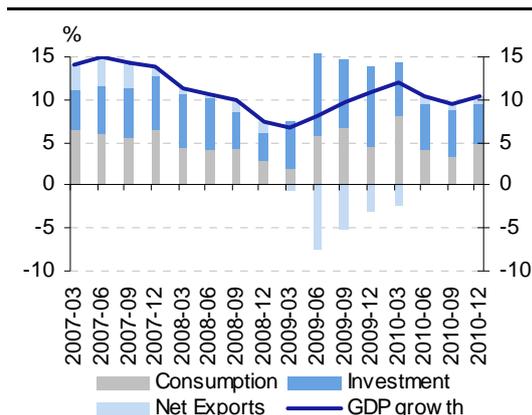
经济增速保持强劲，但开始出现放缓迹象

经过2010年第三季度的短暂停歇之后，年末经济增长再次提速（图5）。四季度GDP增长由三季度同比9.6%反弹至9.8%（估计季节因素调整后的季度环比年化增速为12.1%），导致全年增幅由2009年的9.1%上升到了2010年的10.3%。需求方面，根据原始数据，对2010年GDP增长贡献最大的是消费和投资，分别增长了3.9%和5.6%。

11月份通胀加速上升至5.1%，虽然12月份回落到了4.6%，但仍然大幅高于政府之前设定的3%的通胀目标。虽然通体通胀的上升主要是由食品价格上涨所致，但非食品类通胀也呈现出了向上的趋势。

图5

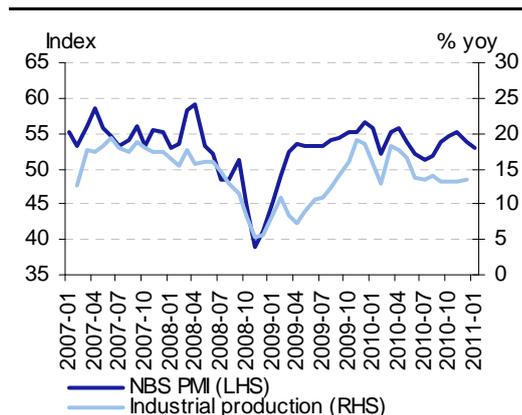
GDP保持异常强劲的增长势头... (对GDP的贡献)



来源：CEIC 以及 BBVA 研究部

图6

...但近期的PMI指数和工业产值数据表明经济增长呈放缓趋势



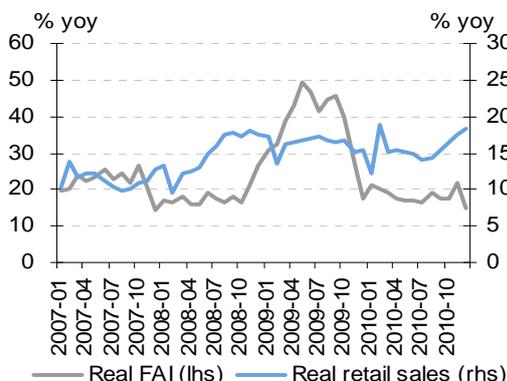
来源：CEIC 以及 BBVA 研究部

尽管GDP增长加速，放缓的迹象也很明显，表明政府的收紧措施可能已在实现经济软着陆方面发挥了作用（图6）。特别是，官方采购经理指数（PMI）继连续四个月强于预期并保持了连续五个月的增长之后，其2010年12月和2011年1月份的下滑幅度均超过了预期。更为重要的是，其值仍然坚定地站在扩张趋于（大于50），表明经济增长正在放缓，但不会急剧下滑，这有助于缓解市场对中国经济硬着陆的担忧。这还在近期的工业产值数据得到了进一步的证实，12月份工业产值稳定于同比13.5%的增幅，与预期相符。

需求方面，各指标继续表现强劲。12月份零售额同比增长19.1%，超过了预期，表明消费者支出强劲（图7），并提供了经济增长朝着私人消费的方向再平衡的进一步证据。然而，零售额的强劲增长可能部分是由政府的促消费措施所致，包括提供购车补贴和购买家电的激励计划；的确，12月份数据的强劲表现可能是受到了2011年1月北京禁车令（此举旨在缓解交通堵塞）生效前购车潮的影响。同时，投资指标也继续表现强劲，12月份城市固定资产投资同比增长了24.5%，符合预期。

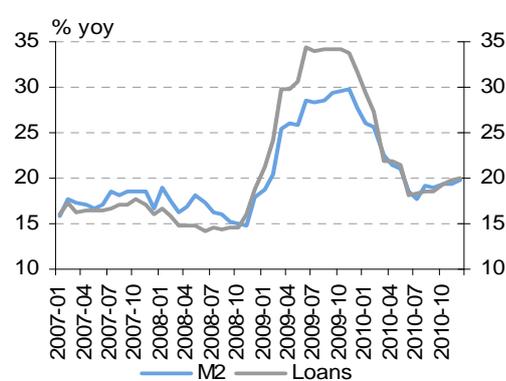
12月份的信贷和M2货币增长超过了其年度目标值（图8）。12月份新增贷款额继续快速增长，共计达7.95万亿元人民币，超过了7.50万亿元人民币的年度目标。同样的，全年信贷增幅19.9%，较2009年的31.7%有所下降，但仍然高于政府原来规定的18.8%的目标。12月份M2货币同比增长19.7%，同样高于政府17.0%的年度目标。

图7
投资和消费指标保持强劲



来源: CEIC 以及 BBVA 研究部

图8
M2货币和信贷增长较前期高点有所下滑，但依然维持高位



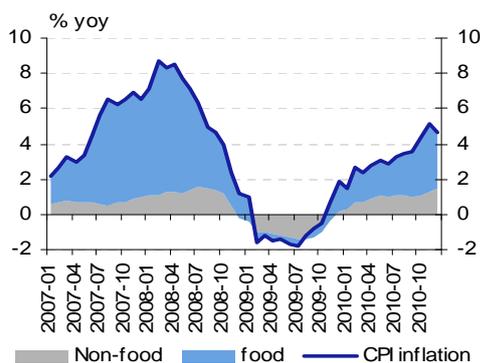
来源: CEIC 以及 BBVA 研究部

外部环境方面，出口反弹令人吃惊。2010年底出口和进口保持高速增长，全年分别增长了31.3%和38.7%。2010年贸易顺差略有减少，但数额仍然巨大，达1831亿美元（GDP的3.4%），较2009年的1961亿有所减少。虽然中国的最大贸易伙伴仍然是美国和欧盟，合计贸易额占到了贸易总额的40%，但对贸易模式的仔细分析后我们发现，其与其他新兴市场的贸易份额正在日益增长。2010年与东盟国家、印度和巴西的贸易量出现了快速增长，增幅分别为37.5%、42.4%和47.5%。

CPI 通胀有所上升，主要受食品价格继续上涨影响

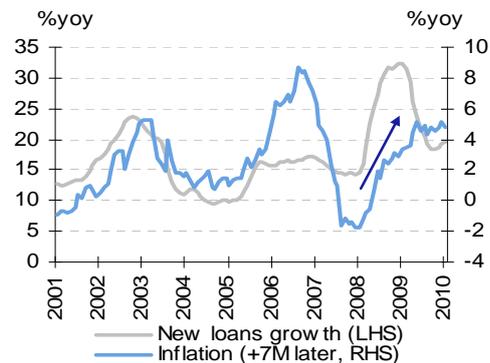
一个更加令人担忧的趋势问题是总体通胀的大幅上升，这起初是因气候问题导致食品价格上涨所致，但近期则是收到了非食品类因素（尤其是住房成本）的影响（图9）。非食品通胀上升表明潜在的需求通胀压力有所加大，与我们对产出缺口弥合的估计相符，并从工资的快速上涨和宽松的流动性上得到了印证（图10）。11月份通胀同比增速上升至5.1%，12月份受有利的基数效应和政府实施抑制物价的行政措施后食品价格下降的影响，通胀放缓到了4.6%（12月份食品价格通胀由前一个月11.7%的同比增幅下降到了9.6%）。就这一点而言，通胀已经大大超过了政府设定的3%的年度目标。鉴于潜在的压力，当局将2011年的通胀目标上调到了4%（详见第三章）。生产者价格通胀12月份同比上升5.9%，虽然较11月份的6.1%有所放缓，但也显示出了加速上升的迹象。

图9
受食品和全球商品价格上涨影响，CPI通胀继续上升



来源: CEIC 以及 BBVA 研究部估计

图10
2009年新增贷款快速增长，但对通胀的影响有所滞后...



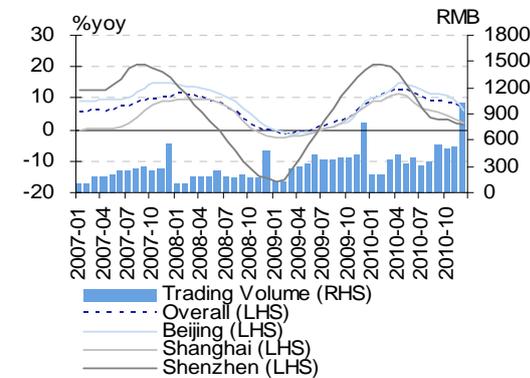
注: 基于我们对于2011年通胀的预测
来源: CEIC 以及 BBVA 研究部

房价上涨催生更多房市降温新措施

政府对房价走势予以了持续的密切关注，其目的在于房价维持在可负担的水平并防止价格泡沫风险。虽然涨价速度有所放缓，但近期的数据显示房市仍然十分活跃。12月份房价同比增幅达6.4%（季度环比增幅0.3%），虽然较11月份同比7.7%（根据国家统计局公布的全国70个大城市的房价数据得出）的增速有所下降，但环比仍然连续第四个月出现增长。四季度销售额激增至20.6亿元人民币，同比增长了24.9%

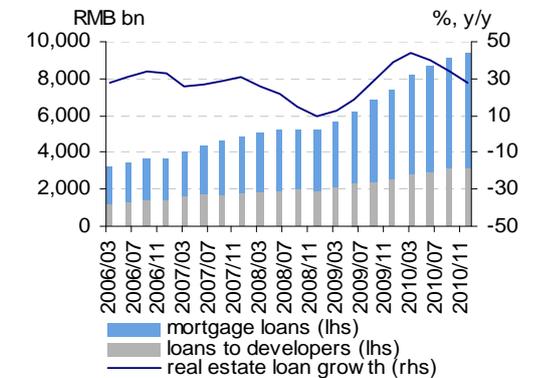
(图11)。同时，对房地产部门的信贷增速同比继续下滑，其中，对房地产开发商的贷款的放缓幅度大于抵押贷款的放缓幅度(图12)。

图 11
受严厉的政策措施影响，房地产业增长放缓



来源：CEIC 以及 BBVA 研究部

图 12
房地产信贷增长减速，但贷款依然保持高速增长



来源：CEIC 以及 BBVA 研究部

房价的增速促使政府出台了更进一步的措施来为房市降温。10月份当局将首次购房的放贷利率优惠（相对于官方基准利率而言）减少了一般，由30%下调为15%（之前的优惠幅度是在2008年作为刺激计划的一部分推出的）。这使得首次和二次购房的最低利率分别达到了官方基准贷款利率的85%和110%。11月份，中国住房和城乡建设部宣布外国人在境内限购一套住房用于个人居住。在更近的2011年1月份，二套房贷的首付比例由50%上调到了60%（首套房贷的首付比例仍为30%）。三套房贷则在去年9月份就遭到了禁止。此外还今年1月份呼吁各地方政府制定更严格的房价目标，且对部分城市做出了购房限制。最后，期待已有的房产税于2011年1月开始在上海和重庆试点，并适用于新房的购买。

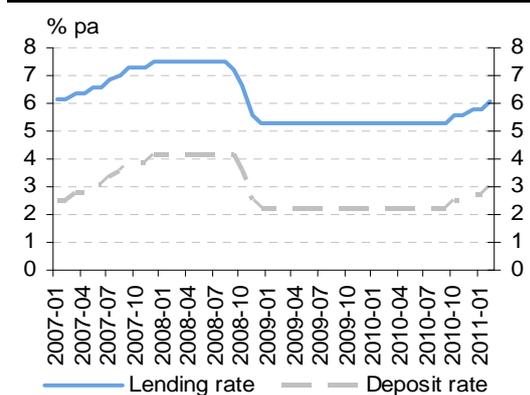
货币政策收紧，财政政策扶持

强于预期的增长势头、攀升的通胀和快速的信贷增长促使当局实施日益严厉的货币收紧措施。继去年10月意外加息之后，中国人民银行于2010年12月和2011年2月两次上调基准利率，上调幅度均为25个基点(图13)。跟10月份的情况类似，长期存款利率上调幅度相对更大，导致净利息差得到了有效收窄。上调存款利率旨在增加储户的实际收益，并从房地产市场吸引投机资金。

利率调整还伴随着存款准备金率的进一步上调，仅去年四季度就进行了三次幅度为50个基点的上调，且2011年1月份又再次上调了50个基点(图14)。与2010年上半年的上调相比（那时候的上调不涉及农村和村镇银行），最近的存款准备金率上调适用于所有银行；大型银行的存款准备金率达到了19%的历史最高水平。从2010年初到现在，存款准备金率已上调了七次，累计上调幅度达350个基点。

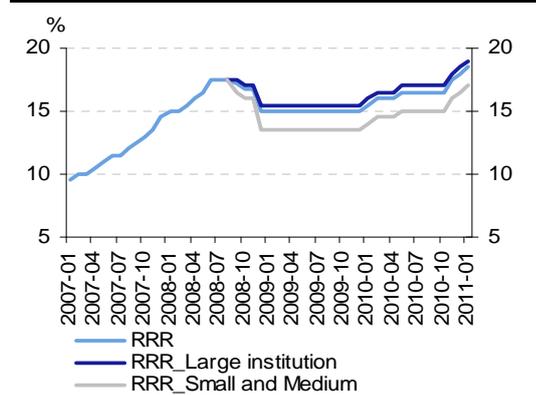
据初始数据显示，2010年的总体预算赤字达GDP的2.7%，略低于原2.8%的目标，这主要是由于GDP的超预期增长所致（2009年为GDP的2.8%）。与货币收紧不同的是，中国政府计划维持扶持增长的财政政策态势。

图 13
截至目前已加息三次...



来源：CEIC 以及 BBVA 研究部

图 14
...伴随着更大幅度的存款准备金率上调



来源：CEIC 以及 BBVA 研究部

银行业业绩稳定

银行业2010年前三季度盈利很高（详见[中国银行业观察](#)）。虽然去年实施的货币收紧措施，特别是从四季度开始所采取的更为严厉的政策态势，有可能抑制银行业未来的盈利能力，但鉴于依然强劲的信贷增长和充足的净利息差，银行业近期内的前景保持良好。至于资产质量，由于未偿还贷款的增加和不良贷款未偿还额的下滑，去年9月底不良贷款率进一步下降到了1.03%的历史最低水平。

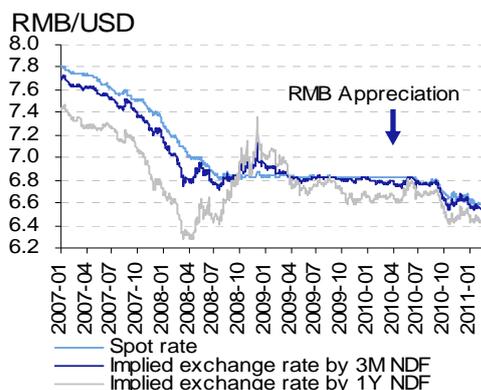
去年3月份大型银行的法定资本充足率要求被提高到了11.5%（之前为11.0%），其他银行的这一指标则被提高到了10%（此前为8-10%）。信贷的快速增长和资本充足率要求的提高使得许多银行需要融资，且这些银行都成功达到了目的。更重要的是，许多大型国有银行，包括中国银行、中国工商银行和中国建设银行，都成功完成了融资，使其有能力超过新的最低资本充足率的规定。未来，我们预计2011年还会有许多其他银行可能需要进行融资，总额将达1300亿元人民币，大大低于银行系统2010年募集的5100亿元人民币。

受外汇储备增加和国际压力继续加大影响，人民币继续逐步升值

自去年6月采取更为灵活的汇率制度以来，人民币已升值了3.7%（图15）。然而，从名义有效汇率来看，人民币实际上是贬值了，虽然在考虑了高通胀的情况下，实际有效汇率有一定幅度的升值（图16）。

图 15

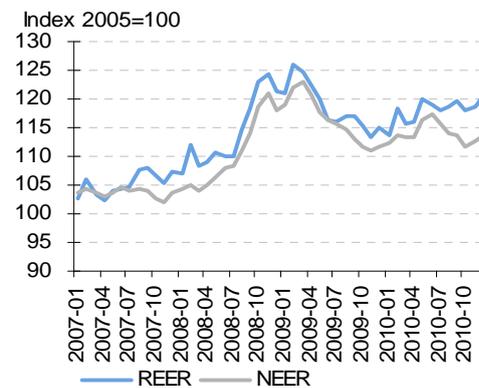
兑美元继续逐步升值



来源：CEIC 以及 BBVA 研究部

图 16

目前名义有效汇率的升值幅度还很有限



来源：NBS, BIS 以及 BBVA 研究部

同时，2010年外汇储备加速增长，四季度增长了1990亿美元（与三季度相当，但高于当年上半年），使得年末外汇储备达到了2.85万亿美元的历史最高水平，相当于增长了差不多0.5万亿美元。鉴于贸易顺差的收窄，外汇储备的快速积累表明资本流入在增加，其中一部分是预期人民币会进一步升值的热钱。考虑了贸易顺差、价值变动（汇率波动所致）和FDI流入等流入因素后，我们估计随着四季度全球风险厌恶情绪的减弱，流入的热钱有940亿美元左右，大大高于三季度（200亿美元）。

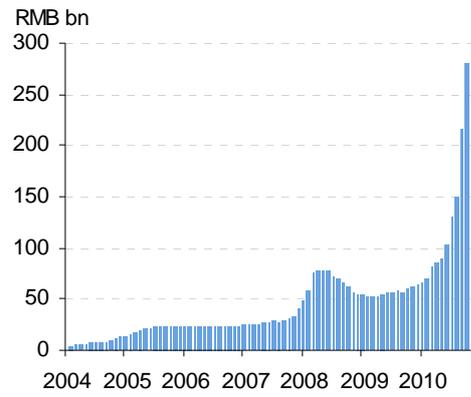
人民币继续逐步走向国际化

中国2010年6月扩大人民币跨境贸易结算试点项目的范围，覆盖到了国内的20个省和直辖市和所有的国际贸易伙伴国。价值人民币会进一步升值的预期，这促使人民币跨境贸易交易出现了快速增长。然而，人民币结算贸易量占中国国际贸易总量的比例仍然很小，仅2½%。随着中国继续扩大人民币结算的实施范围，预计这一比例会在未来几年里有所上升。这方面的最新进展是在2011年1月，当时允许了20个试点地区的中国企业以人民币工具进行外国直接投资（创立新公司、兼并和战略投资，但金融投资除外）。

鉴于它的多种优势，香港也稳步发展成为了主要的离岸人民币业务中心。香港的人民币存款也在去年的数月之中快速增长（图17）。香港的人民币债券发行同样大幅增加。预计当局将进一步放宽离岸人民币市场并允许香港的金融机构提供一些新的人民币投资产品，如“迷你QFII”（允许外国人用离岸人民币直接投资中国股市）和以人民币进行首次公开募股。

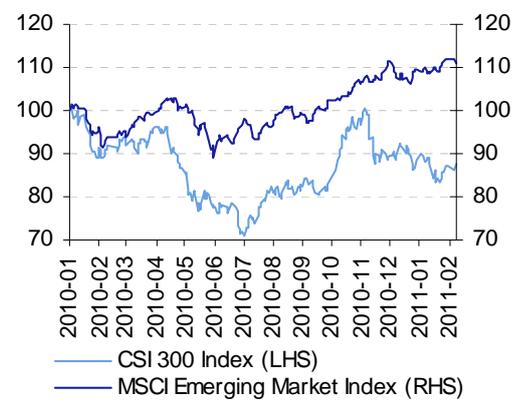
虽然近期增速很快且前景强劲，但由于对进一步货币紧缩的恐慌，中国股市的表现却落后于其他新兴市场经济体股市。2010年中国证券指数（中国A股市场的主要股指）下跌了12.5%，2011年开年至今又下跌了2.9%（图18），成为了表现最为糟糕的市场之一。

图 17
香港人民币存款激增



来源: NBS, CEIC 以及 BBVA 研究部

图18
由于对收紧的恐慌, 2010年股市表现疲软



来源: Bloomberg 以及 BBVA 研究部

3. 平衡增长和通胀的挑战

如上所述，由于增长势头和通胀双双高于预期，当局正在采取更加严厉的货币收紧措施来抑制信贷增长并防止经济运行过热。鉴于这一点，我们预计中国会在2011年继续上调利率（再加息50个基点）和存款准备金率（至少100个基点），且极有可能在上半年实施。如果通胀未能出现预期的减弱，可能会需要更为严厉的货币收紧措施。鉴于当局控制通胀并使经济增长与增长潜力相符的决心，我们的基准预测继续认为中国将实现经济软着陆。

增势强于预期抵消了政策大幅收紧所带来的风险

考虑到中国政府实现经济软着陆的决心，我们维持2011年GDP增长9.2%的基准预测（表1）。虽然通胀的上升和更为严厉的货币收紧可能加大经济硬着陆的风险，但增长势头强于此前的预期且私人消费的增长前景良好。这样一来，增长将刚好保持在潜力范围内，有助于2011年下半年通胀放缓。这就是说，我们上调了对2011年平均通胀的预测（由3.3%调整为4.5%），另外，政府宣布的通胀目标也由2010年的3%上调到了4%。我们预计今年上半年通胀会维持高位，在5.0%以上达到最高点，下半年会随着货币政策的收紧和食品、商品价格的下跌而有所放缓并在12月份时回落至3.6%。

表 1

基准情形

	2008	2009	2010	2011 (F)	2012 (F)
GDP（年度同比变化%）	9.6	9.2	10.3	9.2	9.0
通胀（平均，%）	5.9	-0.7	3.3	4.5	4.0
财政余额（GDP的%）	-0.4	-2.8	-2.7	-2.3	-2.1
经常账户（GDP的%）	9.9	6.1	4.6	5.1	5.0
政策利率（%，期末）	5.31	5.31	5.81	6.56	7.06
汇率（人民币兑美元，期末）	6.83	6.83	6.62	6.30	6.00

来源：BBVA 研究部

通胀风险上升

虽然我们的基准情形认为通胀适度，但面临着明显的上升风险。如果商品和食品价格增长未能出现预期的减弱（从这一点来说，近期中国北方的旱灾不是什么好兆头），供给方面的因素将继续对CPI产生向上的压力。此外，如果增长未能像预期的那样放缓，需求方面的压力或将持续，导致工资和物价出现反向变动。

货币政策由“适度宽松”转为“稳健”

未来，我们预计当局会维持“稳健”的货币政策（在北京的全年中央经济工作会议上，当局宣布将货币政策由“适度宽松”转为“稳健”）。就这一点而言，中国人民银行已经表示其将继续采用一些列的工具组合，包括量化工具（如上调存款准备金率）和价格工具（进一步加息），旨在将广义货币增长（M2）控制在16%左右，低于去年的19.7%。

与前几年不同的是，中国央行没有选择为2011年的新增贷款制定明确的年度目标上限。尽管如此，我们认为央行可能会继续执行内部的银行信贷配额。为抑制信贷增长，当局已宣布有意采用“动态差别存款准备金率”。实际上，这将意味着央行能够根据各个银行信贷增长调整期存款准备金率。

官方没有宣布2011年的信贷目标可能是在表达对没有达成2010年目标的不满，但更为根本的是，由于意识到了金融的深化和中国经济的日益复杂，这可能表明随着时间的推移将更多地采用货币控制的间接工具。这类措施也将与政府将在未来几年里放宽利率的预期相符，或许其已经被写入了下个五年计划。

货币有望继续逐步升值

我们仍然认为接下来这一年里人民币兑美元会继续逐步升值约4-5%，是对货币收紧的补充。除降低货币低估幅度并使汇率往均衡水平靠近外（中国的收支平衡仍然存在巨额顺差），货币升值将有助于控制通胀压力，特别是能够减小进口食品和商品的价格上涨幅度。就这一点而言，如果出口继续表现良好且如果通胀未能如愿减弱，人民币升值速度在一定程度上快于我们基准预测（到年底兑美元汇率达到6.30）也一点儿都不让人感动惊讶。

财政政策将继续支持经济增长

随着货币政策着力于抑制通胀和信贷增长，预计接下来这年的财政政策会继续支持经济增长，以抵御外部需求恶化的影响，并支持中期的再平衡和基础设施发展目标。十二五发展纲要和2011年预算目标的细节要到3月才会公布。两年期刺激政策中的一些提案已经到期了，如购车补贴（尽管对环保车型的补贴还有），但多数面向农村地区的现行补贴项目都将持续到2011年，包括对购买家电、摩托车和农业机械，以及节能产品（包括电动车和照明产品）的补贴。预计2011年的预算案也会着重强调公共住房的问题（继2010年修建580万套之后，2011年将加盖1000万套）和基础设施投资，包括扩大中国高铁覆盖网和输水设施。

财务方面，我们预计中央政府在支出和投资方面发挥主要作用，以减少来自地方政府融资机制中的风险。2011年还可能提出新的提案来增强目前中央和地方政府间税收收入分享体系，以提高地方政府的财力。

消费增长将支持中期经济平衡增长

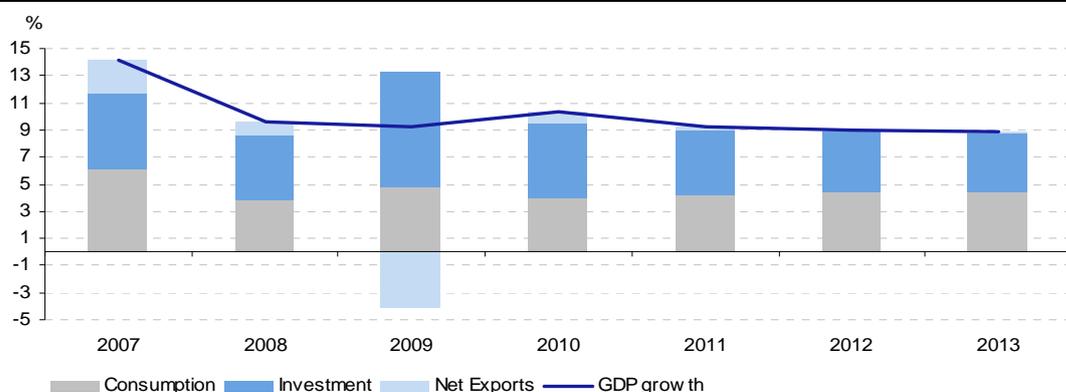
正如我们之前的研究报告所提到的，虽然我们预计中国经济中期内会维持高速增长，但近期的两位数增长却不太可能持续。我们估计到2015年潜在的GDP增速将从2011年的9%以上放缓到仅高于8%。这主要是由于劳动增长率下滑和总要素生产力增长随着经济的继续发展而下滑所致。

我们仍然认为消费对GDP的比率还有很大的上升空间（从相对值来看还很低）。消费的逐步增长也得到了政策举措的支持，包括财政刺激、增强社会保障（这应会使预防性储蓄的需求逐步降低）和货币的升值。城市化和工资上涨也应会支撑这一趋势。因此，我们的中期预测中包含了对经济增长的驱动力逐步转向私人消费而非出口和投资的预期（图19）。

中期通胀可能维持在高位，这不仅是因为需求压力的加大，还因为劳动力市场显露出了趋近迹象。中国正在经历“刘易斯”转折点（以最近一次获得诺贝尔经济学奖的经济学家Arthur Lewis先生名字命名，以纪念他在解释剩余劳动力减少时发展中国家行业工资增长问题上的成绩），中期内劳动力成本可能会上涨。城市化速度进一步加快还可能导致土地和住房价格上涨。因此，中期内通胀很有可能在4½%左右徘徊。

图 19

中期增长的再平衡



来源：NBS, CEIC 以及 BBVA 研究部

4. 风险转向经济过热

过去一年的大部分时候，中国都存在着两种相矛盾的风险：全球经济脆弱导致的增长减弱和信贷增长过快、资产价格泡沫和强劲内需导致的经济过热。虽然我们不能忽略全球经济存在的风险，但很显然，当前的过热风险更胜一筹。我们认为当局已经意识到了过热的风险，这可从其严厉的货币收紧和抑制房价上涨措施中可见一斑。

相对于我们三个月前的评估，资产价格泡沫的风险，特别是房地产部门的泡沫风险，还没有消失，但受进一步收紧措施的影响，已经有了一定程度的减弱。这说明，流动性仍然很高，房市投机行为可能会继续。更一般地说，其他资产市场（如证券市场）的价格泡沫风险也因价格下跌而有所减弱。

正如之前的部分所提到的，近期的主要风险是通胀预期。特别是，如果商品和食品价格居高不下，通胀就可能超过政府新近上调过的4%的通胀目标，或许还会超过很多。强劲的增长势头可能会加大需求方面的压力使这一风险上升。

外部环境可能走弱带来了经济前景的向下风险来，但鉴于美国和欧洲前景的改善，现在已经有所减弱了。虽然我们认为不会出现经济硬着陆，但由于过热压力和更严厉货币收紧的威胁（如果通胀未能像预想的那样减弱的话），这类风险也有所增加。

金融业方面，不良贷款增加的风险和地方政府融资机制脆弱的问题依然存在，特别是近几个月贷款增长还呈现出了进一步快速增长的迹象。这说明，政府似乎已经非常清楚地意识到了这些风险的存在，且他们现在所做的努力——货币收紧、宏观审慎措施和更严格的地方政府融资机制使用原则——应有助于在未来几年里使这些风险维持在可控水平。此外，去年多家银行的成功融资也对支撑银行系统起到了帮助。

5. 附表

表 2

宏观经济预测：国内生产总值

	2008	2009	2010	2011 (F)	2012 (F)
GDP (年度同比变化%)	9.6	9.2	10.3	9.2	9.0
通胀 (平均, %)	5.9	-0.7	3.3	4.5	4.0
财政余额 (GDP 的%)	-0.4	-2.8	-2.7	-2.3	-2.1
经常账户 (GDP 的%)	9.9	6.1	4.6	5.1	5.0
政策利率 (% 期末)	5.31	5.31	5.81	6.56	7.06
汇率 (CNY/USD, 期末)	6.83	6.83	6.62	6.30	6.00

来源：BBVA 研究部

表 3

宏观经济预测：通胀 (平均)

(年度同比增速)	2008	2009	2010 (E)	2011 (F)	2012 (F)
美国	0.4	-2.6	2.8	3.0	2.7
欧元区	0.3	-4.0	1.7	1.7	1.8
亚太地区	5.6	3.7	8.1	6.5	6.4
中国	9.6	9.2	10.3	9.2	9.0
全球	3.0	-0.6	4.8	4.4	4.4

来源：BBVA 研究部

表 4

宏观经济预测：汇率 (期末)

	2008	2009	2010	2011 (F)	2012 (F)
美国 EUR/USD	0.70	0.70	0.75	0.78	0.77
欧元区 USD/EUR	1.50	1.40	1.34	1.29	1.30
中国 CNY/USD	6.83	6.83	6.62	6.30	6.00

来源：BBVA 研究部

Table 5

宏观经济预测：Policy Rates (End of period)

	2008	2009	2010	2011 (F)	2012 (F)
美国	0.61	0.25	0.25	0.25	0.50
欧元区	2.73	1.00	1.00	1.00	1.00
中国	5.31	5.31	5.81	6.56	7.06

来源：BBVA 研究部

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

夏乐
xia.le@bbva.com.hk

陈世渊
fielding.chen@bbva.com.hk

周雪
serena.zhou@bbva.com.hk

Mainland China

王达学
daxue.wang@bbva.com.hk

Market Analysis

李君梁
richard.li@bbva.com.hk

BBVA Research

Group Chief Economist

Jorge Sicilia

Chief Economists & Chief Strategists:

Regulatory Affairs, Financial and Economic Scenarios:

Financial Scenarios
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com

Financial Systems
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com

Economic Scenarios
Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com

Regulatory Affairs
María Abascal
maria.abascal@grupobbva.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.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management
Henrik Lumholdt
henrik.lumholdt@grupobbva.com

Spain and Europe:

Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com

Spain
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europe
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com

United States and Mexico:

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

Emerging Markets:

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

Cross-Country Emerging Markets Analysis
Daniel Navia
daniel.navia@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
apuate@grupobbva.cl

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

Peru
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

Contact details

BBVA Research

43/F, Two International Finance Centre
8 Finance Street
Central, Hong Kong
Tel. + 2582 3111
Fax. +852-2587-9717
research.emergingmarkets@bbva.com.hk

BBVA research reports are available in English, Spanish and Chinese