

经济展望

中国

2011年5月

经济分析

- 2011年第一季度中国的GDP增长高于预期，但是随着货币政策进一步紧缩以避免经济过热，增长减速迹象已开始显现。
- 全球经济增长势头活跃，主要由于新兴市场的需求推动。
- 通货膨胀的加剧已经远超过政府调控目标，成为最亟待解决的政策问题。除食品和能源外，由于受需求所推动，非食品类价格上涨也成为通胀的另一个推动力。
- 预计货币政策会进一步紧缩，第二季度和第三季度将会分别再加息25个基点，而存款准备金率将再上调100个基点。
- 经济风险仍然向过热方向偏离。尽管经济增长减速令我们无法排除经济硬着陆的风险，但是我们认为其可能性仍然相对较小。

目录

1. 全球展望：复苏、全球性的冲击及脆弱性.....	4
2. 中国的经济增长：仍然强劲.....	6
3. 未来政策会进一步紧缩.....	11
4. 经济过热的风险仍然过大.....	13
5. 附表.....	14

截稿日期：2011年5月17日

概述

在过去的一年里，中国政府一直在对其政策进行调整以便实现经济软着陆，因为中国的经济不时处于过热的边缘。尽管这场“战争”远未结束，尤其是针对通货膨胀，但到目前为止，中国政府的努力似乎取得了成功。通过一系列财政措施、货币措施以及宏观审慎措施，已使GDP的增长势头减缓，同时也保持足够的动力推动经济发展（即使面临油价和物价上涨带来的外部阻力以及最近日本地震造成的影响）。

通货膨胀的加剧以及国内需求的强劲促使政府采用更为严厉的货币紧缩政策。第一季度GDP增长超过预期，同比增长9.7%，与上一季度相比略有下降。同时，通货膨胀开始抬头，三月份和四月份增长率均超过5%，高于政府的调控目标4%。基于第一季度GDP增长高于预期并且通货膨胀加剧，我们将全年经济增长率以及通胀率的预测值分别上调至9.4%（从之前的9.2%）和4.9%（从之前的4.5%）。调整之后的数值仍然符合我们预期的软着陆情景。

政策紧缩采用加息和上调存款准备金率（RRR）的形式。到目前为止，2011年已经两次加息，自去年十月份以来总共加息100个基点。到目前为止，2011年每月均上调存款准备金率50个基点，已达到创纪录的高水平——21%。我们预计政策将会进一步紧缩：除存款准备金率进一步上调100个基点外，第二季度和第三季度将会分别再加息25个基点。

总的来讲，人民币升值的速度符合预期，预计今年余下的时间内人民币会进一步逐步升值。尽管今年第一季度贸易顺差缩小，但外汇储备继续以稳定速度积累。有证据表明，由于利率差扩大并且基于对人民币进一步升值的预期，流入资本增加。

尽管仍然倾向支持经济增长，但财政政策也变得更为严格，2011年的赤字目标比2010年低0.5个百分点。庞大的基础设施计划放缓，有助于实现赤字目标（相当于GDP的2.0%）。尽管如此，预计2011年公共支出仍会大幅增长，年度增长率为11.9%（名义值），主要用于社会保障性支出和经济适用房建设。

对于银行业，2010年的全年盈利水平上涨超出预期。此外，不良贷款（NPL）和资本充足率（CAR）均处于良好水平。然而，近期积极采取的货币紧缩措施（尤其是存款准备金率的上调）可能会对银行在2011年的盈利能力产生不利影响。

政府强调三月份提出的“十二五”规划（2011-2015）中设定的各项中期目标。正如我们预期，该规划对中国的经济发展指标设定了量化目标，重点强调使经济增长源转移到国内需求上，同时致力于减少收入差距，并推动高附加值和环保相关行业。

风险继续在“经济过热”和“经济硬着陆”这两种情况之间震荡。经济过热的风险源自快速增长的信贷、潜在资产价格泡沫以及强劲的国内需求。总体来说，我们认为，由于政府采取积极紧缩措施并且越来越多的数据表明经济活动减速，与我们在几个月前所作的预测相比，经济过热的风险有所降低。此外，经济增长面临的新阻力可能会对经济过热现象构成平衡。同时，如果政策过度紧缩、市场情绪突变或外部环境恶化，可能会突然出现硬着陆情况（我们认为可能性较小）。

1. 全球展望：复苏、全球性的冲击和脆弱性

在开始中国经济展望之前，我们将回顾全球展望。读者也可直接跳至第二部分（第6页）进入中国展望章节。

全球经济将继续强劲增长，但面临向下风险。

全球经济继续强劲增长，且预计2011和2012年经济均会以4.4%的速度增长，这主要是受新兴经济体的支撑（图1）。然而，高物价（主要是高油价）的威胁加大了不确定，并对多数地区的经济增长和通胀构成了风险，甚至包括一些可从较高的商品出口价格直接受益的地区。与此同时，前一期全球经济展望中识别出的地方性风险几乎仍未改变。特别是，欧洲的财务压力可能会持续，尤其是在希腊、葡萄牙和爱尔兰。围绕美国最终启动财政整合流程的政治分歧只会加大市场上的不确定性，即便我们认为最终还是进行某些形式的财政调整。最终，新兴市场经济运行过热的压力仍然存在，但受商品价格上涨的驱动，未来这一担忧会在南非更为突出。

虽然高物价招致了风险，但却不太可能削弱经济增长。

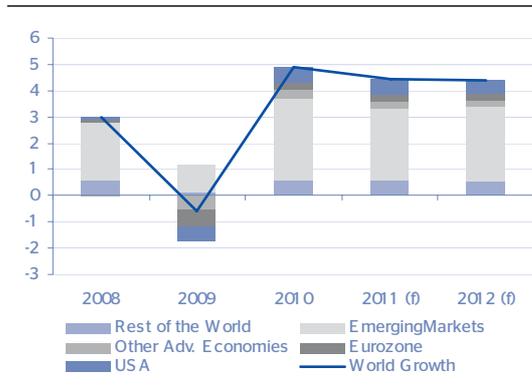
中东及北非地区的政治动荡是导致油价从年初以来不断飙升的主要原因，这是最大的全球性风险。虽然有很大的不确定性且该地区的抗议还在进行，但我们认为局势不会蔓延至利比亚以外的其他重要产油国并扰乱石油生产。因此，鉴于OPEC充足的闲置产能和OECD国家的石油存货均高于历史均值，油价中的地缘政治风险溢价会逐渐下降。尽管如此，2011年大多数时候油价可能会维持在110-120美元/桶附近，并将于2012年回落至100美元/桶左右。

鉴于其他商品（如食品和金属）的价格也在上涨，受到负面影响的地区将主要是主要的发达国家和亚洲多数的新兴经济体，原材料的主要进口国。另一方面，中东和拉丁美洲的贸易条件将得到改善，成为主要的受益者，并能够循环利用这笔意外之财。然而，这次冲击将被全球经济充分吸收而不会对经济增长造成严重影响。这一点连同2011年一季度相对强劲的数据证明多数地区的经济增长预测与我们2月份的全球经济展望报告中所述相比基本没有改变。但墨西哥和南美是两个例外，其2011年一季度的强劲经济数据和贸易条件的改善促使我们上调了对其2011年经济增长的预测。与二线国家的情况相反，欧洲核心国家经济将继续增长，而美国方面，受油价上涨影响，3个月前美国经济增长预期的向上风险现已更趋平衡了。

高油价将推升总体通胀，迫使多数地区央行提早加息。

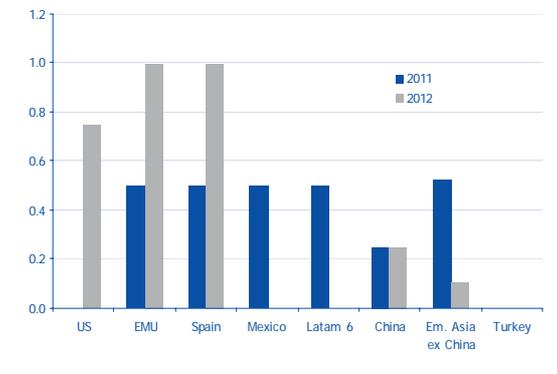
石油冲击的主要影响将体现在价格指数上。多数经济体2011-12年通胀上升将促使货币当局提早上调利率，有的甚至会争取更大幅度的加息（图2）。尽管如此，央行在选择应对风险的方法上仍然各不相同。尤其是，在美国和欧元区，各家央行在不同程度上将注意力从支持经济增长或防止出现经济增速极低和通缩的尾端风险转向了维持通胀预期稳定（需特别注意的是其货币政策十分宽松）。因此，提早加息的可能性更大。首次加息的时机取决于是否有对第二轮通胀效应的潜在风险做出反应的必要。欧洲央行的强硬方式旨在通过先发制人的行动避免一切风险（并因此于4月份进行了第一次加息）。另一方面，美联储更加关于其经济复苏缺乏可持续性的问题，更倾向于观望并只会在风险真实出现的情况下采取行动。在这两种方式中，新兴经济体似乎更倾向于在有必要的情况下提前加息，但也时刻对过度的资本流入和货币升值保持着警惕。

图
全球GDP增长和各地区的增长贡献



来源: BBVA Research and IMF

图2
预期年底官方利率相对于2011年2月份利率水平的变化



来源: BBVA Research

欧洲二线国家仍将面临很大的财务压力

只要对陷入偿付困境的国家（希腊、爱尔兰和葡萄牙）的疑虑仍然存在，债务重组的风险就不会消散，这些国家的私部门融资会受到负面影响且主权债务利差会很高，且这种情况可能会蔓延至其他国家。因此，亟需制定出一种全面且细致的债务解决方案，以避免危机蔓延至其他欧洲国家。

美国有望实现财政整合

在美国，在就公共债务的可持续性寻求一致的过程中，两党在赤字削减方面的提议截然相反，并围绕此问题展开了艰难的谈判。最终，财政整合将通过削减政府津贴或提高税收收入来实现。我们认为两党会就削减赤字和可持续的债务增长达成一致，但政治程序将十分漫长。

新兴经济体中对经济过热的担忧持续

新兴经济体继续显露出经济运行过热的风险，但各国的情况存在显著差异。有的国家刚开始通过进一步收紧的货币政策以应对这些风险，例如中国和巴西就是两个重要的例子。我们认为经济过热的风险是可控的，但未来情况或许会在南美变得更为突出，因为对其而言物价上涨会起到推波助澜的作用，而在亚洲的新兴市场，其影响相反。此外，鉴于亚洲国家与日本广泛的贸易联系和日本在供应链中所处的位置，对日本经济放缓程度的疑虑也会对多数亚洲国家的经济增长造成影响。另外，与南美相比，当前多数亚洲地区的经常账户盈余为该地区提供了一定的缓冲。

2.中国的经济增长：依然强劲

在过去的一年里，中国政府一直在对其政策进行调整以便实现经济软着陆，因为中国的经济不时处于过热的边缘。尽管这场“战争”远未结束，尤其是针对通货膨胀，但到目前为止，中国政府的努力已经取得了成功。通过一系列财政措施、货币措施以及宏观审慎措施，政府已经令GDP增长势头减缓，同时也保持足够的动力推动经济发展（即使面临油价和物价上涨带来的外部阻力以及最近日本地震造成的影响）。

基于第一季度GDP增长高于预期并且通货膨胀加剧，我们将全年经济增长率以及通胀率的预测值分别上调至9.4%（从之前的9.2%）和4.9%（从之前的4.5%）。调整之后的数值仍然符合我们预期的软着陆背景。

在采取措施防止近期经济过热的同时，政府强调三月份提出的“十二五”规划（2011-2015）中设定的各项中期目标。正如我们预期，该规划对中国的经济发展指标设定了量化目标，重点强调使经济增长源转移到国内需求上，同时致力于减少收入差距，并推动高附加值和环保相关行业。

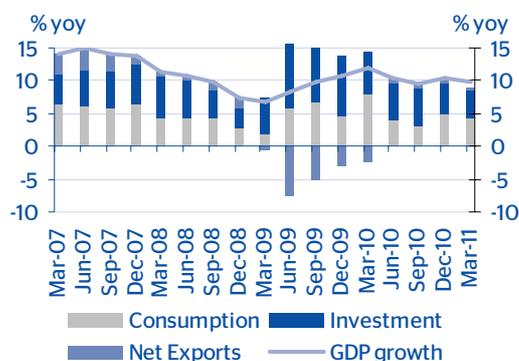
尽管出现减速迹象，但增长势头依然强劲

继2010年GDP增长率（10.3%）公布之后，2011年中国经济继续保持强势增长，但增长速度有所放缓。第一季度GDP增长率为同比9.7%，高于预期，与上一季度（同比增长9.8%）相比略有下降（图3）。根据中国官方首次公布的季度环比增长统计数据，季度增长势头保持强劲，环比增长8.6%（经季节性调整的年增长率）。但根据我们自己的估测，季度增长可能更强劲，与上一季度（增长率为12.1%）相比，增长率估计为环比10.9%（经季节性调整的年增长率）。

同时，通货膨胀持续加剧，三月份达到高峰，同比增长5.4%；四月份略有下降，同比增长5.3%。据此，受食品价格上涨（目前有减缓的迹象）以及非食品类项目（例如交通与住房成本）涨价所推动，通货膨胀远超过政府调控目标——4%。重要的是，需求方压力成为通胀推动因素的迹象越来越明显。

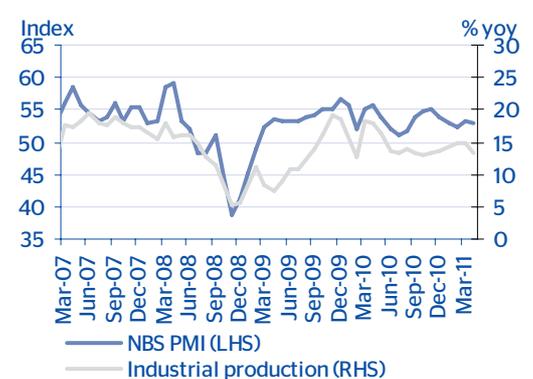
强势的经济增长以及日益严重的通货膨胀共同造成了对经济过热的担忧。根据我们的估测，目前GDP正处于甚至超过其潜力极限。令人欣慰的是，相关数据表明已经有增速放缓的迹象，说明中国政府正通过采取紧缩措施来避免经济过热的风险。尤其值得一提的是，由于新订单及新生产的减少，采购经理人指数（PMI）一直在下降，但仍牢牢保持在+50的范围内（图4）。对于供应方来说，四月份工业生产同比增长13.4%，与前几个月（同比增长15%左右）相比略有下降。此外，信贷及广义货币供应量（M2）的增速也一直在减缓（图5）。重要的是，新增贷款（到四月份累计人民币3.0万亿元）符合我们认为的政府全年目标（未公布）-人民币7.0-7.5万亿。M2的增长率也减至政府目标范围（16%）内（图5）。

图3
内需推动GDP强劲增长



来源: CEIC and BBVA Research

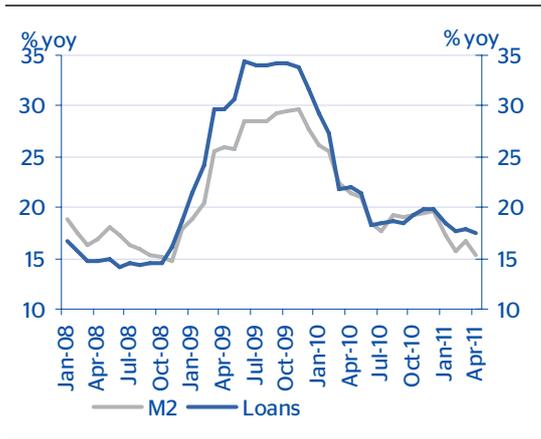
图4
PMI和工业制造显示出放缓迹象



来源: CEIC and BBVA Research

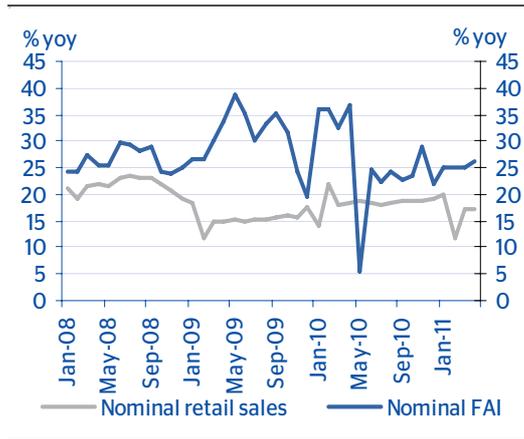
对于需求方来说，2011年消费指数有所下降，零售总额增长率低于2010年底的水平（图6）。年初的增长明显减速反映出2010年底提前消费的情况（在各种消费补贴到期以及一些大城市为解决交通拥堵问题采取汽车限购措施之前）。我们对当前的这些趋势不应过多解读，尤其是考虑到消费者信心指数上涨以及工资增长的迹象（这对近期消费是个好兆头）。同时，城市固定资产投资继续快速增长（四月份同比增长25.4%），得益于与“十二五”规划（2011-2015）初期启动的若干投资项目相关的支出。

图5
信贷和货币增量放缓



来源: CEIC and BBVA Research

图6
数据显示投资仍然强劲，而消费稍稍减弱



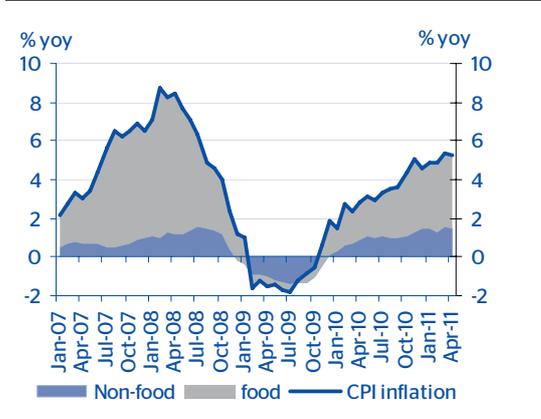
来源: CEIC and BBVA Research

通胀压力升级

正如很多新兴经济一样，通货膨胀已成为近期政策主要关注的问题，四月份增长率达到同比5.3%（图7）。主要推动因素仍然是食品价格及住房价格，四月份分别增长11.1%（同比）和6.4%（同比）。然而，通胀压力变得更加广泛，还受其他因素推动，例如医疗保健费用的增长（同比增长3.2%）。由于原材料成本较高，生产价格保持在高位。

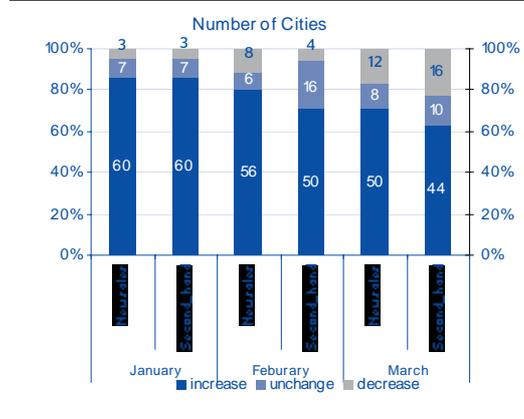
正如我们在上期《中国经济展望》所讨论的那样，除了因食品价格和商品价格上涨产生的供应商因素外，二次效应以及需求压力也开始起作用。强劲的用工需求推动了工资上涨，到目前为止有13个省份/自治区（总共31个）已经在第一季度将最低工资平均提高了20.6%。

图7
不断上升的食品价格带动通胀上涨，并带来全面上升压力



来源: CEIC and BBVA Research

图8
越来越多的城市房价开始减慢



来源: CEIC and BBVA Research

房地产价格增长速度似乎有所缓和

除通货膨胀外，资产价格泡沫风险继续是近期政策关注的问题。在这方面，政府一直对住宅房地产密切监督，从而防止价格泡沫并保持住宅的可负担能力。继2010年采取一系列行动之后，政府在2011年初落实了新的措施，包括提高二手房首付比例以及以上海和重庆作为试点对新购房屋征收房产税。一些地方政府面对来自中央政府的压力，也已宣布采取措施抑制房地产市场的投机行为。

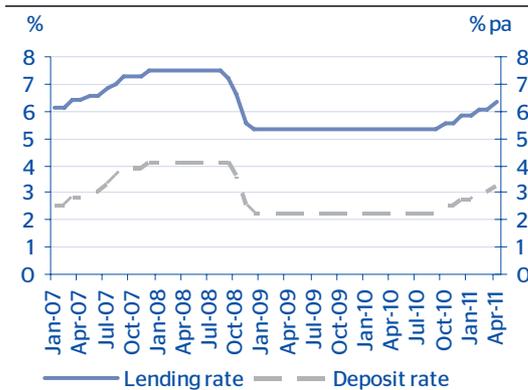
自从这些措施落实后，房产价格增速开始减慢。然而，由于国家统计局对于新建房屋和现有房屋销售均不再采用综合价格指数，而是采用特定城市价格指数（涵盖了70个最大的城市）。由于指标问题以及今年一月份对每月价格系列所作的变动，难以对减速的程度进行估量。

根据最新数据，三月份20个城市的新建房屋销售价格月度环比保持稳定或出现下降，26个城市的现有房屋销售价格保持稳定或出现下降（图8）。

宏观紧缩政策更趋积极

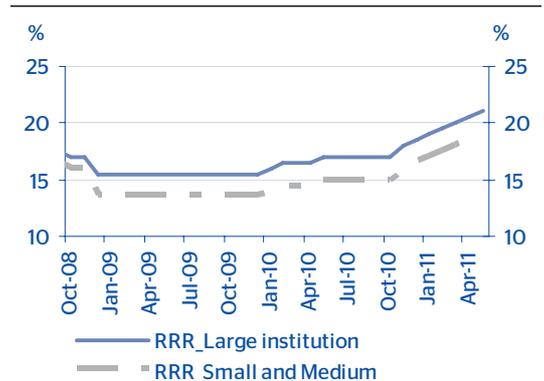
鉴于经济增长速度高于预期并且通货膨胀日益加剧，政府已经在更广泛的基础上逐步加强货币紧缩措施。2011年中国人民银行已两次加息，二月份和四月份分别加息25个基点（图9）。另外，还通过上调存款准备金率对加息进行补充，到目前为止在2011年每月上调50个基点（到五月连续上调五次），使大型银行的存款准备金率达到创纪录的高水平——21%（图10）。与之前加息侧重上调存款利率相比，最近几次加息更加对称，上调的是存贷款利率。这说明政府已经意识到非对称加息以及存款准备金率上调对银行净息差（NIM）的不利影响。

图9
2011年目前共有两次加息



来源: CEIC and BBVA Research

图10
...月度存款准备金率上调



来源: CEIC and BBVA Research

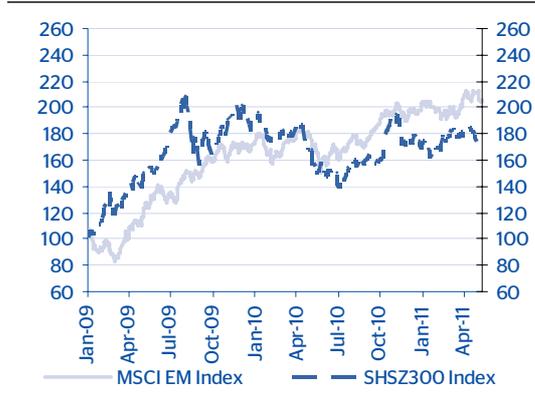
市场情绪已经受到预期加息时间安排的影响。中国股票市场的表现落后于其他新兴市场经济（图11）。一级市场主要关注的问题还是面对高度通货膨胀货币政策是否进一步紧缩。

尽管仍然倾向支持经济增长，但财政政策也变得更为严格，2011年的赤字目标是赤字占GDP的2.0%（图12），比2010年低0.5个百分点。庞大的基础设施计划放缓，有助于实现赤字目标（相当于GDP的2.0%）。（例如，高速公路建设支出已经从之前计划的7000亿人民币减少至4000亿人民币）。

尽管如此，预计2011年公共支出仍会大幅增长，年度增长率为11.9%（名义值），主要用于社会支出和经济适用房建设（今年的目标是1000万套）。预计后者总共需要1.3-1.4万亿人民币的投资，但中央政府仅提供其中的一小部分（约1亿人民币），剩余资金由地方政府和私营部门提供。

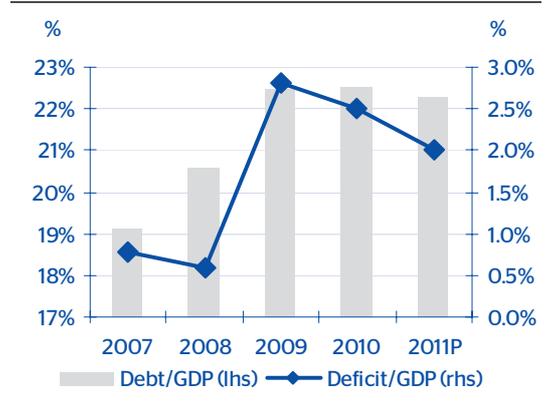
在税收方面，预计今年下半年将实施一项提高个人所得税起征点的计划（从月薪2000元提高到3000元）。该项计划还通过将税率等级从9项减少到7项加强了税率表的累进性。

图1
中国股市表现低于新兴市场股市



来源: CEIC and BBVA Research

图2
财政政策收紧，2011年财政赤字目标缩小



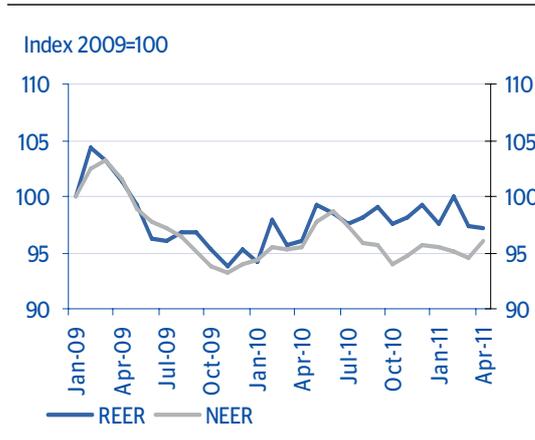
来源: CEIC and BBVA Research

随着外汇储备的积累增长，人民币继续逐步升值

人民币对美元升值的速度保持稳定，基本符合我们的预期——每年4-5%。然而，考虑到美元对其他主要货币的贬值（有效值，包括实际值和名义值），人民币基本上保持平稳（图13）。同时，第一季度外汇储备增加了1970亿美元，到三月底增至创纪录水平-3.04万亿美元。

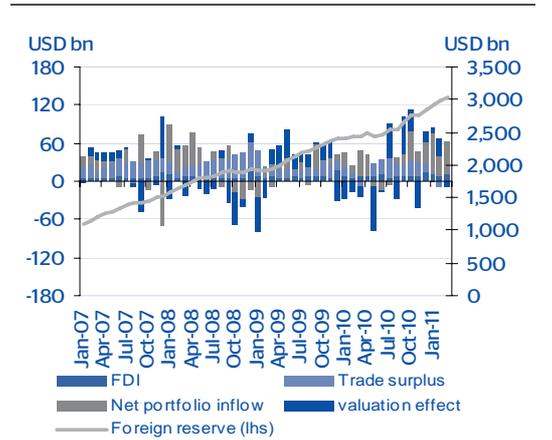
尽管自2004年以来贸易首次出现小幅度逆差，但由于资本流入，第一季度外汇储备仍有增加。考虑到外商直接投资（FDI）流入303亿美元，据我们估计，第一季度证券投资（或“热钱”）流入量为1100亿美元左右（图14）。这些资金流入还与传闻相一致，据称一些企业最近加快海外融资并将其作为一种规避国内信贷政策紧缩的方式。

图3
人民币兑美元有效汇率升值较低



来源: CEIC and BBVA Research

图4
随着升值预期加大，资本流入上涨



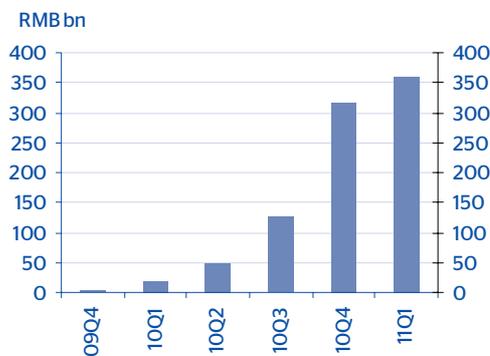
来源: CEIC and BBVA Research

在贸易方面，2011年前四个月出口继续保持强劲增长，同比增长27.4%。出口增长具有广泛基础，一系列产品均表现良好。按地区来看，尤其是面向其他快速增长的新兴市场经济的出口。同时，进口增长也同样强劲，到四月份同比增长29.6%。商品价格上涨以及进口强劲增长导致今年第一季度出乎意料地出现贸易逆差，额度为10亿美元，但四月份贸易恢复顺差（114亿美元），并且据我们预计，今年余下的时间内贸易顺差趋势将会持续。

人民币国际化仍在推进，但任重而道远

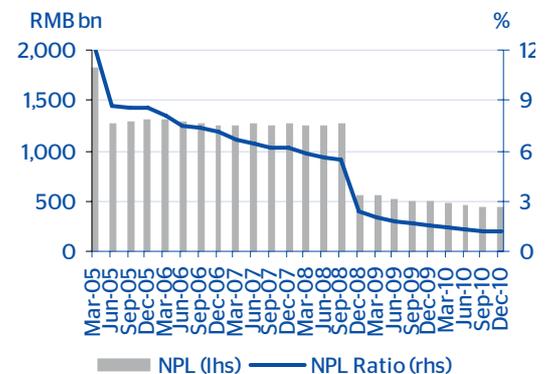
推进人民币国际化的努力仍在持续（请见《经济观察：跨境贸易人民币结算》）。自从2008年开展跨境贸易人民币结算业务以来，结算金额（主要来自中国进口商）和海外存款金额一直稳定增长。截至2011年第一季度，跨境贸易人民币结算额已达3603亿人民币，与上一季度相比增长13.9%（图15），导致以人民币结算的贸易份额从2010年的2.5%增至7%。同时，二月份香港（主要人民币离岸中心）的人民币存款额进一步增至4000亿元以上，与2010年第三季度相比翻了一番（然而，存款额增长很大程度上反映了对人民币升值的预期）。在政策方面，政府正考虑采取措施进一步深化离岸市场，包括：（i）将现有试点计划扩展到中国境内的更多地区；（ii）推进其他离岸人民币中心，尤其是新加坡；（iii）在香港开发以人民币计价的金融产品；并且，在我们看来最重要的是，（iv）可能放宽对以人民币为计价货币的外商直接投资流入的限制。继续在香港发行人民币债券，而且香港证券交易所已出现首只以人民币计价的IPO（首次公开募股）。

图5
人民币贸易总量继续上升



来源: Bloomberg and BBVA Research

图6
中国银行业不良贷款率稳定



来源: CEIC and BBVA Research

对于银行来说，2010年业绩喜人

在银行业方面，四月份公布了2010年全年财报，这表明2010年又是个盈利能力强劲增长的好年头。利润增长34.5%，远高于我们预期的27%（请见《中国银行业观察》），这主要是由于借贷总量的增加。尽管不良贷款总量保持稳定，但2010年底不良贷款率降至创纪录的低水平——1.1%（图16）。继银行在2010年努力筹集资金后，三月份资本充足率保持在良好水平——11.8%。

尽管存在上述积极迹象，但考虑到近期货币紧缩措施（尤其是存款准备金率的上调），近期银行盈利能力前景并不那么乐观。此外，根据政府的政策指令减缓借贷增长的速度（与2010年同比增长19.7%相比，借贷同比增长15%左右）可能会进一步减弱银行的盈利能力。

与此同时，中国银行业监督管理委员会正根据巴塞尔III原则实施更严格的新管理规定，从而加强对银行业的监管。尤其值得一提的是，中国银监会将会把银行分为系统重要性银行与非系统重要性银行（分类细节还未披露），并对其实施不同的监管标准。新监管规则将包括逆周期资本充足率（相当于名义资本比例再加2.5%，系统重要性银行为11.5%，非系统重要性银行为10.5%）、杠杆比率（最低4%）、准备金/总贷款比率（最低2.5%）、以及流动比率（流动性覆盖率和净稳定融资率设为100%）。对于系统重要性银行和非系统重要性银行，合规期限分别是2013年底和2016年底。

3.未来政策会进一步紧缩

基于第一季度GDP增长高于预期并且通货膨胀加剧，我们将全年经济增长率以及通胀率的预测值分别上调至9.4%（从之前的9.2%）和4.9%（从之前的4.5%）。调整之后的数值仍然符合我们预期的软着陆背景；根据软着陆背景，预计经济增长速度将会减缓，与其潜力相一致，而且通货膨胀六月份达到顶峰后在今年下半年将会下降。根据这些趋势，我们已将对2012年的预测值作小幅上调。

由于政府继续调整政策遏制经济过快增长以及通货膨胀势头，与上个季度的更新相比，我们的预测更多体现了货币政策进一步紧缩。就这点而言，我们预计第二季度、第三季度将再次分别加息25个基点，并且存款准备金率将再次上调100个基点。这些措施是在目前一系列紧缩措施的基础上采取的；如上所述，已采取的措施包括自去年十月份起总共加息100个基点以及一系列上调存款准备金率的行为。

我们对2011年经济增长预测的调整很大程度上基于第一季度远超预期的增长情况。我们预计，由于政府采取紧缩措施，今年余下的时间内GDP增长速度将会放缓。预计消费和投资将会稳步增长，前者是由于强劲的工资增长以及持续的财政措施（补贴），后者则得益于政府的基础设施建设计划。随着贸易顺差缩小，预计净进口比重将会减少。（表1）

Table 1
基准预测

	2008	2009	2010	2011 (F)	2012 (F)
GDP (% 同比)	9.6	9.2	10.3	9.4	9.1
通货膨胀(均值, %)	5.9	-0.7	3.3	4.9	4.2
财政账户(% 占 GDP)	-0.4	-2.8	-2.5	-2.0	-1.8
经常账户(% 占 GDP)	9.9	6.1	4.6	4.5	4.5
政策利率* (%)	5.31	5.31	5.81	6.81	7.31
汇率* (CNY/USD)	6.83	6.83	6.62	6.30	6.00

来源: BBVA Research

通货膨胀风险仍处于上行趋势

根据调整后的预测，六月份通货膨胀达到顶峰（同比增长5.6%），之后在年底下降至4.0%，这是由于基数效应（物价下跌符合全球基线预测）并且货币紧缩政策开始收回流动性、抑制预期通胀。年内食品通胀将逐步缓和，但考虑到日趋紧张的劳工市场以及通胀预期，非食品类价格可能面临较大的上涨压力。这说明，通胀风险仍处于上行趋势。

政府将密切监督信贷和货币增长

政府正对货币紧缩措施进行调整，以便根据年度目标使信贷和货币的增长速度放缓。中国人民银行已经宣布M2增长目标为16%，略低于2010年的17%。今年早些时候，中国人民银行首次撰文详解“社会融资总量（TSF）”（比季度新增贷款更为广泛），社会融资总量包括本币贷款和外币贷款、信托公司贷款、票据融资、公司债券发行以及非金融机构首次公开募股。随着时间的推移，该总量可能会成为政府政策工具的中间目标。

预计人民币继续逐步升值

预计2011年人民币逐步对美元升值4%-5%，符合我们之前的预测。政府重申要允许人民币逐步升值。人民币进一步升值有助于通过如下两个方面抑制通货膨胀：（i）降低进口价格；（ii）减少对外汇干预及外汇储备的需求，这会通过注入国内流动性使通货膨胀加剧。

着眼于中期目标：新五年规划打算通过经济再平衡维持经济增长

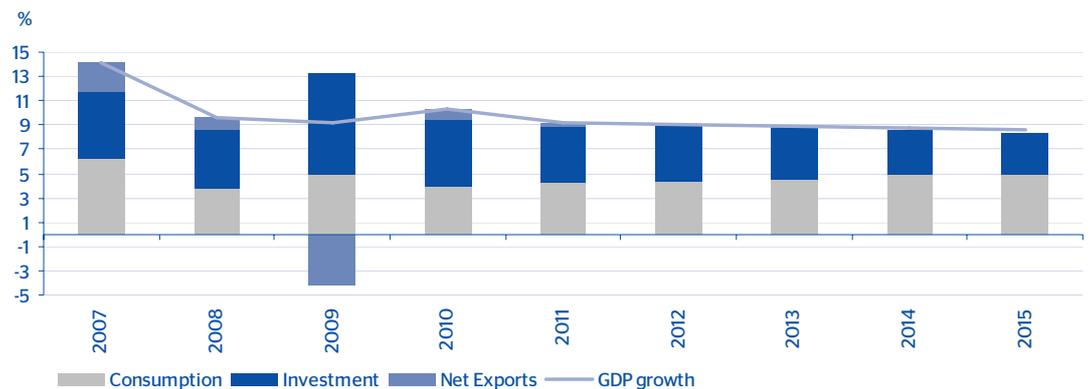
我们的预测包括在中期内使经济增长源再平衡并且逐步转移到国内需求上，尤其是个人消费。尽管并非首次提出这个概念，但在新公布的“十二五”规划（2011-2015，请见[《经济观察：支持中国经济增长的新五年规划及预算编制》](#)）中，本次经济再平衡成为核心政策目标。

根据我们的中期基线预测，预计经济增长8%-9%，符合我们对潜在增长逐步减速的估测。尤其是，随着经济继续发展，劳动力增长率下降、总要素生产力减少，预计经济增长速度将从2012年的9%以上逐步减至2015年的8%以上（图17）。这远高于规划提出的7%“目标”增长率；鉴于实际增长率一直超过之前的五年计划设定的目标，我们认为7%只是下限。

为实现预期经济再平衡，规划打算增加家庭收入，使之超过GDP的增长速度。此外，规划还打算将服务业在整个GDP中所占的比重提高4个百分点，政府将之视为对提高消费率的补充。规划还设定了城市化目标，使城市化率从当前的47.5%增加到2015年的51.5%。更重要的是，规划重视减少收入差距并且推进可持续、“高质量”增长道路，而非坚持仅基于量化目标的发展道路。

在生产方面，规划强调转变经济增长模式，使之从资源密集型转向高附加值并且环保的行业。尤其是，规划指定了七个战略产业：非化石能源、环境技术、新材料、高端制造业、生物技术制药、IT（包括基于互联网的服务）以及新燃料汽车。为推动技术进步并加强创新能力，规划还打算提高研发支出在整个GDP中所占的比重（与过去五年实际支出占1.8%相比，目标是占GDP的2.2%）。

图7
中期增长将趋于再平衡



来源: NBS, CEIC and BBVA Research

4.经济过热的风险仍然过大

经济前景受两种相互竞争的风险所影响：一方面是经济过热的风险，另一方面则是可能出现硬着陆的风险。经济过热的风险源自快速增长的信贷、潜在资产价格泡沫以及强劲的国内需求。同时，如果政策过度紧缩、市场情绪突变或外部环境恶化，可能会突然出现硬着陆情况（我们认为可能性较小）。我们认为，由于政府采取积极紧缩措施并且越来越多的数据表明经济活动减速，与我们在几个月前所作的更新相比，经济过热的风险有所降低。

此外，经济增长面临的新阻力可能会经济过热现象构成平衡。尤其是，油价和物价的上涨以及日本大地震对供应链的破坏可能会对经济增长前景产生不利的影​​响。如发生更严重的经济衰退，政府在财政方面有足够的空间来支持经济增长，例如发放更高的燃油补贴。

由于政府及时采取行动遏制投机行为（尤其是房地产行业），资产价格泡沫风险继续降低。尽管“战争”远未结束，但北京、上海、深圳、广州等一些大城市实施限购令以及更严格的贷款要求后，房地产价格增长已有减缓的迹象。从更广泛的角度来看，基于对进一步的货币紧缩措施的预期，其他资产市场（例如股票市场）的价格泡沫风险已经减弱。

对于金融业来说，地方政府融资平台的脆弱性仍是一项关键的中期风险。尽管可能在接下来的几年内出现困难，但是考虑到地方政府融资平台的债务期限结构（大部分债务在2013年以后到期），我们相信这种风险不可能在这么短的时间内突然出现。此外，中央政府已继续对这种风险进行监控，并且向地方政府提出指导意见，要求地方政府避免将这种平台用作融资来源，但为支持公共住房计划的除外。

金融业需要监控的另一项风险是银行业能否经受积极紧缩政策可能引起的房价暴跌。在这方面，政府正在实施更严格的压力测试，而初步结果表明，大部分大型银行能够应该能够经受房价的大幅度滑落。

5.表格

表1
宏观预测

	2008	2009	2010	2011 (F)	2012 (F)
GDP (% 同比)	9.6	9.2	10.3	9.4	9.1
通货膨胀(均值, %)	5.9	-0.7	3.3	4.9	4.2
财政账户(% 占 GDP)	-0.4	-2.8	-2.5	-2.0	-1.8
经常账户(% 占 GDP)	9.9	6.1	5.2	4.5	4.5
政策利率* (%)	5.31	5.31	5.81	6.81	7.31
汇率* (CNY/USD)	6.83	6.83	6.62	6.30	6.00

来源: BBVA Research

表2
GDP

(同比增长)	2008	2009	2010	2011 (F)	2012 (F)
美国	0.4	-2.6	2.9	3.0	2.7
欧盟	0.3	-4.0	1.7	1.7	1.5
亚太	5.6	3.7	8.0	6.4	6.7
中国	9.6	9.2	10.3	9.4	9.1
全球	3.0	-0.6	4.9	4.4	4.4

来源: BBVA Research

表3
通货膨胀

(同比增长)	2008	2009	2010	2011 (F)	2012 (F)
美国	3.8	-0.3	1.6	2.8	2.2
欧盟	3.3	0.3	1.6	2.4	1.6
亚太	5.7	0.3	3.6	4.4	3.7
中国	5.9	-0.7	3.3	4.9	4.2
全球	6.1	2.2	3.7	4.7	4.0

来源: BBVA Research

表4
汇率

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

来源: BBVA Research

表5
政策利率

	2008	2009	2010	2011 (F)	2012 (F)
美国	0.61	0.25	0.25	0.25	1.25
欧盟	2.73	1.00	1.00	1.50	2.00
中国	5.31	5.31	5.81	6.81	7.31

来源: BBVA Research

免责声明

本文及其所含信息、观点、估计与建议由Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (以下简称“BBVA”)提供,旨在为客户提供报告发行日相关的一般信息,如有更改,恕不提前通知。BBVA将不负责通知变更事项或此后内容的更新。

本文件及其内容不构成对购买或认购任何证券或其他投资工具,或从事、撤出投资的邀约、邀请或唆使。本文件及其内容均不能构成任何合同、承诺或任何形式的决议的基础。

阅读本文的投资者应注意到文中所提及的证券、投资工具或投资可能并不适合于其特定的投资目的、财务或风险状况,上述因素并未被纳入本报告所考虑的范畴。因此,投资者在做出投资决策时应考虑到上述情况并在必要时寻求专业的建议。本文的内容均基于可信赖的公开信息得出,BBVA并未对这些信息进行独立核实,BBVA不对其精确度、完整性及正确性提供任何形式的担保。由于采用本文件或其内容所导致的任何直接或间接的损失,BBVA概不负责。投资者应注意的是,证券或投资工具过去的表现或投资的历史收益并不能保证其未来的表现。

证券或投资工具的市场价格和投资的收益会随着投资者的兴趣而波动。投资者应意识到其投资可能蒙受损失。期货、期权和证券或高收益证券交易存在高风险,并非对所有投资者都适合。的确,在某些投资中,潜在的损失可能会超过初始的投资金额,且在这一情况下,投资者可能会被要求支付更多的金额来支持那些损失。因此,在进行任何此类交易之前,投资者应意识到其操作,以及所持有股份所涉及到的权利、义务和风险。投资者还应注意,文中所述的投资工具可能在二级市场上有限,甚至根本不存在。

BBVA及其任何分支机构,以及各自的高管和员工,可能直接或间接地持有本文或任何其他有关文件所提及的任何证券或投资工具;他们可能是为自己或第三方从事这些证券交易,为前述证券或投资工具的发行人、相关公司及其股东、高管和员工提供咨询或其他服务,或可能在此报告出版前后对这些证券、投资工具和相关投资产生了兴趣或进行了交易,但上述行为都在适用法律允许所允许的范围内进行。

BBVA及其任何分支机构的销售人员、交易员和其他专业人士可能为客户提供与本文意见相反的口头或书面市场评论。此外,BBVA及其任何分支机构的自营交易和投资业务的投资决策也可能与本文的建议不符。本文件未经BBVA的事先书面同意不得:(1)复印、影印或以任何其他形式或方式复制;(2)传播;或(3)引用。该报告不得复制。传达、传播或提供给任何有法律禁止其传播的国家内的任何个人或实体。如未能遵循这些限制性规定可能违反相关地区的法律。

在英国,本文件仅适用于以下人士:(1)具有2000年金融服务及市场法2005年(金融促进)法令(修订的“金融促进法令”)第19条第5款所述投资工具专业经验的;(2)金融促进法令第49条第2款1-4点规定的对象(高净值公司、非公司社团等);及(3)被依法邀请或吸引来参与2000年金融服务及市场法第21章所述投资活动的人士(所有这些人均被称为“相关人士”)。本文件仅适用于相关人士,非相关人士不得照此行事或依赖本文件。本文相关的任何投资或投资活动仅对相关人士可用且仅将由相关人士参与。本报告分析师、作者的报酬体系基于多重准则而定,包括BBVA获得的收入和BBVA集团一个财年的收益(这反过来包含了投资银行产生的收益);但其报酬与投资银行任何具体交易的收益无关。

BBVA不是美国金融业监管局的成员且不受其信息披露规则的约束。

“BBVA受BBVA集团证券市场运营行为准则的约束,像其他规章一样,其包括防止和避免所获评级内利益冲突的规定(包括信息壁垒)。参考BBVA集团证券市场运营行为准则请见以下网站:

www.bbva.com/CorporateGovernance”

BBVA, S.A.是一家在西班牙中央银行及西班牙证券交易委员会监管下的银行,在西班牙中央银行的注册号为0182

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

Chief Economist for Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Le Xia

xia.le@bbva.com.hk

Fielding Chen

fielding.chen@bbva.com.hk

Daxue Wang

daxue.wang@bbva.com.hk

Serena Wang

serena.wang@bbva.com.hk

With the contribution of:

Markets Analysis

Richard Li

richard.li@bbva.com.hk

Jenny Zheng

jenny.zheng@bbva.com.hk

Sumedh Deorukhkar (India)

sumedh.deorukhkar@grupobbva.com

Mario Nevares

mario.nevares@bbva.com.hk

BBVA Research

Group Chief Economist

Jorge Sicilia

Chief Economists & Chief Strategists:

Financial Systems and Regulatory Affairs:

Santiago Fernández de Lis

santiago.fernandez.delis@grupobbva.com

Financial Systems

Ana Rubio

arubiog@grupobbva.com

Regulatory Affairs

María Abascal

maria.abascal@grupobbva.com

Pensions

David Tuesta

david.tuesta@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

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

South America

Joaquín Vial

jvial@bbvaprovida.cl

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbvafrances.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

Financial and Economic Scenarios:

Financial Scenarios

Sonsoles Castillo

s.castillo@grupobbva.com

Economic Scenarios

Juan Ruiz

juan.ruiz@grupobbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido

ant.pulido@grupobbva.com

Global Equity

Ana Munera

ana.munera@grupobbva.com

Global Credit

Javier Serna

Javier.Serna@bbvauk.com

Interest Rates, Currencies and

Commodities

Luis Enrique Rodríguez

luisen.rodriguez@grupobbva.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