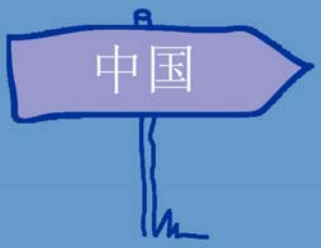
本文译自英文版，中英文版之内容
如有歧義，概以英文版为准



BBVA

经济观察

2010 年 3 月 11

朱元德
yzhu@bbva.com.hk
周雪
serena.zhou@bbva.com.hk
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

宏观数据符合预期：
经济复苏已上轨道，通胀现象逐渐明显

- 中国今天如期公布 1 月和 2 月的产出和价格数据，大多数指标与市场预期一致。
- 我们注意到，2 月 CPI 通货膨胀同比上升 2.7%，超出市场预期。CPI 上升很大部分是由于农历新年期间食物价格上升。与去年同期相比，由于基数效应，接下来数月 CPI 很可能会上升，但通货膨胀的潜在压力依然微弱，这与我们对年末 CPI 同比上升 3.1%的预期相吻合。
- 政策方面，人民代表大会本周闭幕，大会强调在近期内会继续支持复苏，但刺激政策将逐步退出市场。
- 总体而言，公布的数据和相关政策都支持当局逐渐紧缩的财政政策，降低贷款增长速度。第二季度，人民币很可能会升值，利率也很可能开始上调。

1. 通胀上升，但主要受春节效应影响

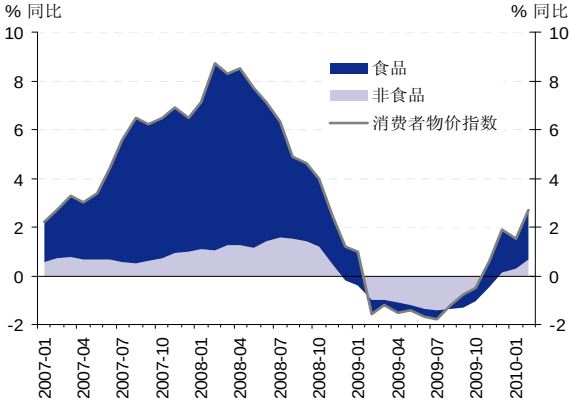
2 月 CPI 同比上升(市场共识 2.5%, BBVA: 2.3%), 升幅大于 1 月份的同比 1.5%。同时，生产者价格指数从 1 月的 4.3%上升到 5.4% （图 1.1&1.2)。

通胀上升主要是因为农历新年效应以及去年基数较低的缘故(今年农历新年出现在 2 月，去年则出现在 1 月)。按成分分析，食品价格对 CPI 通胀贡献 2.04 个百分点，非食品价格贡献 0.66 个百分点。不含食品的物价上升 1.0%，略高于 1 月的 0.5%。

2. 出口由于外部需求的复苏而飙升

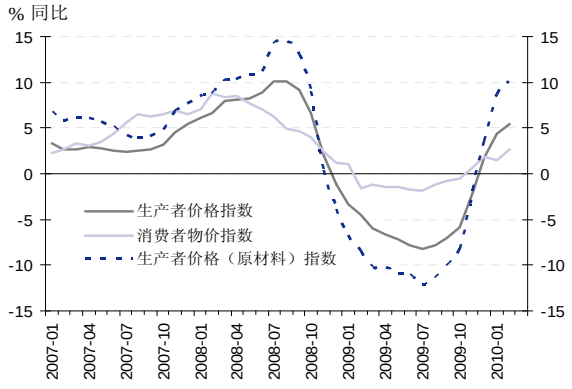
昨天公布的出口数据显示，与去年同期相比，2 月出口增长从 1 月的 21.0%飞跃至 45.7%。进口则从 1 月的同比 85.5%增长下跌到同比 44.7%。该月贸易结余从 1 月的 142 亿美元收窄到 76 亿美元。由于农历新年效应，我们把今年的头两个月与去年的头两个月相比更为合适。这样，与去年同期相比，今年头两个月出口上升 31.4%至 2040 亿美元，进口上升 63.6%达 182 亿美元，贸易盈余下跌 50.4%为 218 亿美元。这表明，连续性的数据（经季节性调节）显示出口和进口均从 12 月的高峰继续增长。

图 1.1 消费者物价指数



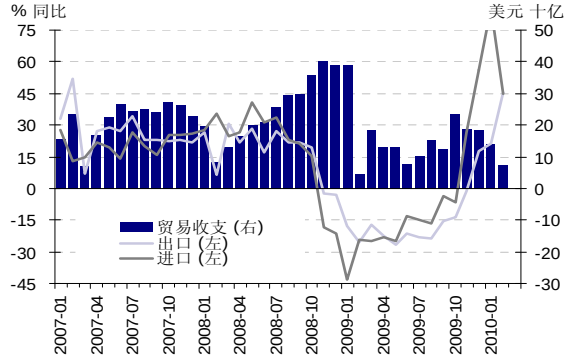
来源：CEIC

图 1.2 生产者物价指数



来源: CEIC.

图 2.1 对外贸易



来源: CEIC.

按目的地划分，欧盟和美国依然是中国最大的贸易伙伴，而东盟则取代日本成为中国的第三大贸易伙伴。在这两个月里，到欧盟的出口同比增长 34.4%，到美国的出口同比增长 20.8%，到东盟的出口同比增长 52.9% (中国-东盟自由贸易区 1 月 1 日开始开通。)

3.工业产值增长势头进一步加强

早前公布 2 月份采购经理人指数是 52.0，低于 1 月的 55.8 和 12 月的 56.6，但这应该是由于假期效应。虽然采购经理人指数偏弱，但工业产值发展势头依然强劲，与去年同期相比，今年前两个月工业产值上升 20.7% (图 3.1)。按产业划分，重工业今年前两个月产值比去年同期上升 23.7%，高于 12 月的 21.4%。同时，轻工业前两个月产值比去年同期上升 14.5%, 也远高于 12 月的同比增长 12.1%，与中国出口复苏的势头一致(图 3.2).

4. 固定投资升幅下调

1-2 月中国城市固定投资同比上升 26.6%，稍高于 12 月同比 20.8%的升幅。 2 月实际固定投资同比增长 20.1%，1 月同比增长 21.4% ，均高于 12 月同比 18.8% 的升幅。这些升幅都是由于银行年初新发贷款支持新项目而推动的。

在接下来的数月，我们预计固定投资将会减弱，因为政府要采取措施减慢贷款和投资增长。

5. 零售销售强势增长

1 月至 2 月名义零售销售同比上升 17.9%。以实质计算，零售业销售额增长从 2009 年 12 月的同比 15.3%上升到同比 15.8%。随着持续的扩大消费优惠政策，如减税和 2010 年家电、汽车购置补贴，零售销售预计将在未来数月继续增长。

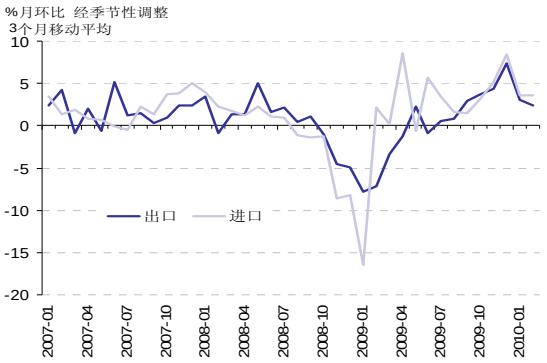
6. 贷款放慢，M2 增长

2 月份银行发放人民币 7001 亿元新贷款，大大低于 1 月新增贷款 14000 亿元人民币，符合市场预期，与政府遏制银行贷款努力一致。此外，农历新年效应可能已发挥作用，因为节日期间商铺一般都不营业。央行在努力控制房地产价格，目前已两次上调法定存款利率，每次上调 50 个基点，此举还可能限制了银行发放新贷款的能力。

因此，与去年同期相比，偿还贷款的增幅从上月的 29.3%回落至 27.3%，2 月 M2 的增长进一步放慢至同比 25.5%，略低于上月的 26.0%（图 6）。

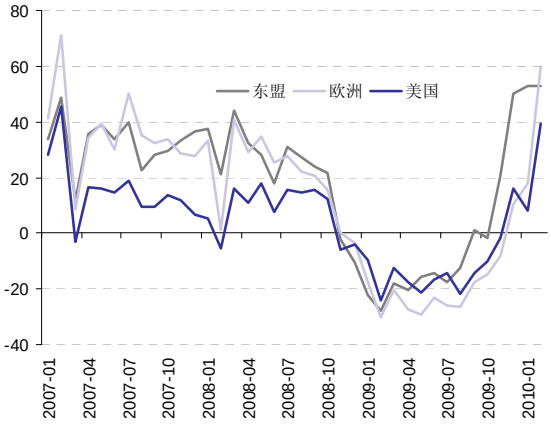
当局在 2010 年的银行贷款的总体目标是 7.5 万亿，因此，货币供应 M2 同比增长目标是 17%。为了实现目标，我们预计当局必定会严格管理银行贷款。因此，预计将会有进一步定量的紧缩措施，法定存款利率会进一步上调，以及银行贷款实施配额制。

图 2.2 对外贸易
（经季节调整后）



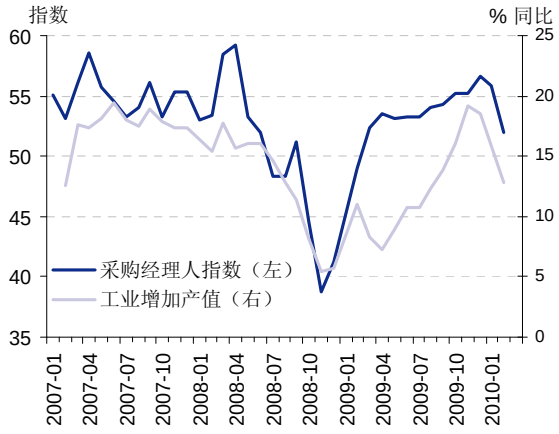
来源: CEIC.

图 2.3 对主要贸易伙伴出口



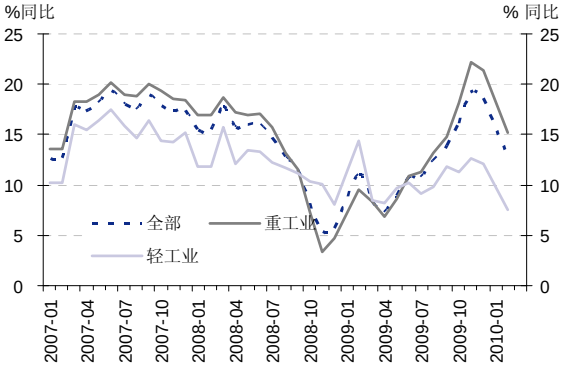
来源: CEIC.

图 3.1 工业增加产值以及采购经理人指数



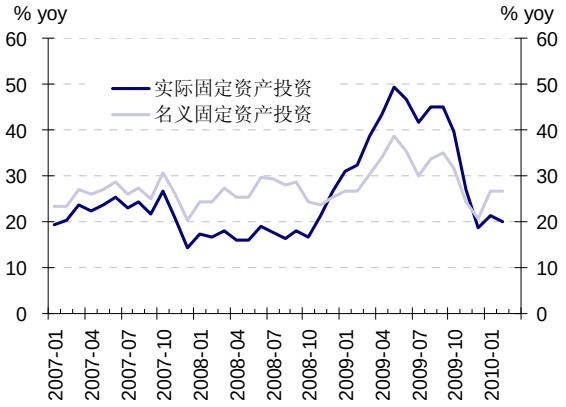
来源: CEIC.

图 3.2 分部门工业增加产值



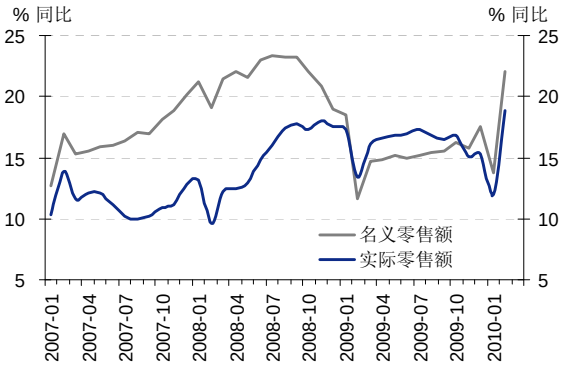
来源: CEIC.

图 4 固定资产投资



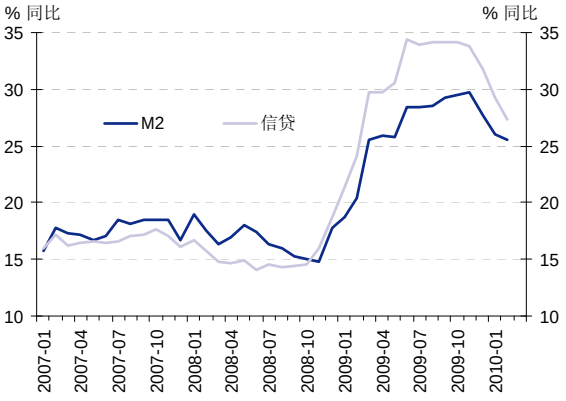
来源: CEIC.

图 5 零售业



来源: CEIC.

图 5 M2 以及贷款



来源: CEIC.