

# 中国 经济展望

2010 年第四季度

经济分析

- 在短暂的平静之后，活动指数出现再次回升的迹象，促使更多的紧缩措施出台，包括最近的一次加息。鉴于当局控制增长和通胀以防止经济过热的决心，我们预计接下来增长势头温和，经济软着陆。
- 基于近期快于市场预期的增长，我们将 2010 年全年增长预测从之前的 9.8% 调高至 10.1%。然而 GDP 的潜在增长正在逐渐放缓，而物价通胀在年底会放缓至 3.2%。我们维持 2011 年增长 9.2% 的预测不变。
- 我们预计接下来会有进一步的紧缩措施，包括 2011 年至少加息两次用以控制贷款增速并减缓房市价格上涨。我们维持年底人民币兑美元达到 6.54，全年升值 4-5% 的预测不变，并在 2011 年保持相同升值速度。
- 风险的平衡点再次倒向风险过热，而大量的资本流入加剧了这一现象。鉴于依旧不确定的外部环境以及美国复苏缓慢，下行风险依然存在。另外，由于对人民币升值速度感到失望，使得保护主义风险增加。



## 目录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 1. 全球展望: 经济增速呈现北慢南快局面..... | 4  |
| 2. 中国: 软着陆初见雏形.....        | 7  |
| 3. 前方注意: 控制经济增长速度上限.....   | 13 |
| 4. 风险的钟摆再次回到经济过热.....      | 15 |
| 5. 表格.....                 | 16 |

## 概述

在成功抵御2008—09年金融危机并为拉动全球和地区需求做出巨大贡献之后，中国的经济增长正在逐渐放缓。速度减慢有利于避免经济过热，这主要得益于政策微调缓解了2008—09年度实施的大规模经济刺激措施，刹停快速增长的信贷并减慢房地产业价格上涨的步伐。我们已将2010年全年经济增长预测调整至10.1%（之前为9.8%）并将2011年9.2%的预测保持不变。

**第三季度GDP同比增长减速至 9.6%（峰值：第一季度同比11.9%），虽然超过市场预期，但仍与我们软着陆的预期一致。**不过增长势头仍然非常强劲，通胀持续上升。正如我们在上期的中国经济展望中所提及的，这促使当局在十月中旬加息，包括一次存款准备金率的上调。

**通胀受食品价格推动上涨。**总体通胀在9月份达到同比3.6%，通胀预期有继续上升的迹象。鉴于当局近期的几次紧缩措施以及有益的基数效应，我们预计通胀在今年稍后会有消减并在12月达到3.2%。考虑到GDP增长仍会低于潜在水平，通胀在2011年也会较为温和，达到平均3.3%的水平。另外，由于强劲需求和增长势头，通胀会出现向上风险。

**因为持续上升的通胀压力，人民银行在十月中旬将利率上调了25个基点。**此前，当局在今年已连续四次上调存款准备金率，并采取了一系列措施为房市降温。我们预期未来仍会有更多的货币紧缩措施出台，2011将至少两次调高利率。

**在自六月份采取的更灵活的汇率制度下，人民币对美元持续升值。**到现在为止，对美元升值幅度仅达到2.5%（但实际上，名义有效汇率在近几个月内贬值），但却是符合我们全年兑美元升值4—5%到达6.54的预测。尽管敦促当局加快人民币升值的国际压力加大（鉴于第三季度外汇储备的显著增加），我们认为当前逐步的升值趋势不会改变，预计2011年将进一步升值4%。

**财政政策的重点将继续支持增长。**今年内，当局会继续贯彻2009年为应对全球金融危机而实施的两年财政扩张计划，但步伐会逐渐减慢。2011年财政预算的细节将在明年出台，但有迹象表明，重点依旧会放在社会支出，用于刺激本土消费的补助以及进一步的基建发展上。另外，经济适用房投资开发将是重中之重。

**风险的基点再次回到了经济过热。**经过短暂的平静，最近的数据显示出持续强劲的增长势头，物价的持续上升以及房地产业回温。而下行风险主要来自于外部环境，现在的重点是实施抑制经济增长的措施以确保经济软着陆。另外，由于不满于人民币缓慢的升值速度，中国贸易伙伴的保护主义情绪日益增强带来额外的风险。中国和日本间的外交摩擦是否会蔓延到经济领域则有待进一步的观察。

**我们中期的基准预测仍然认为未来经济会出现倾向内需的更为平衡的增长。**正如即将实施的“十二五”规划纲要所强调的，社会福利将会作为下一个政策重点。与之相呼应，当局已采取措施扩大补助以推动本土消费，保持社会支出以改善农村人民居住条件并加强社保覆盖网络（这将有助于减少预防性储蓄的需要，从而增加消费水平）。货币升值以及加强消费金融渠道都是鼓励消费的一揽子政策中的一部分。

# 1. 全球展望：经济增速呈现北慢南快局面

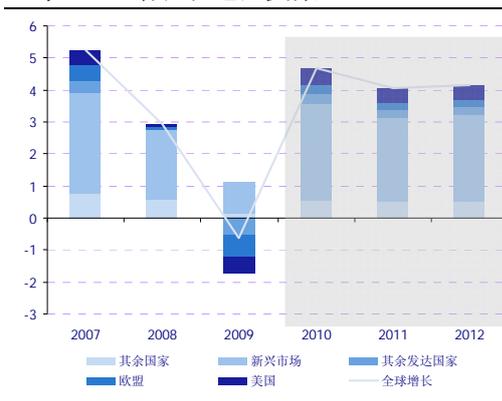
在展望中国经济之前，我们先回顾一下[全球经济展望](#)

全球经济，更多地是新兴国家经济保持强劲增长，而周期性和财政性问题却一直困扰着发达国家

全球经济保持强劲增长，预计 2010 年增长 4.7%，2011 年将增长 4.1%（见图 1），大部分与我们三个月前的预测一致。世界经济的这一鼓舞人心的表现主要是由于新兴经济体的强劲表现，这些国家的银行部门更为健康，受金融危机的影响更小，因此复苏很快。相反，对美国经济进入新一轮经济周期的担忧和财务问题依旧困扰着欧洲，宏观经济和财政调整仍在进行当中。因此，和我们预计的一样，即便新兴国家经济体已开始有节奏地放缓经济增速以防止过热风险，未来两年北半球发达国家和南半球新兴市场的经济增长仍将存在较大的差距（见图 2）。

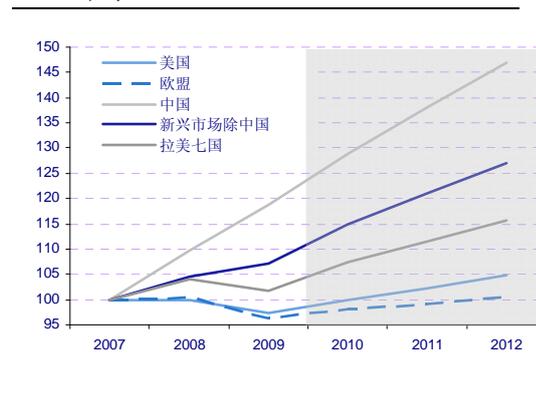
但这两个不同的群体内部各国家之间还存在重大的政策上的差异。相对于欧洲（和大多数其他国家）而言，美国的宽松货币力度更大，导致美元对欧元贬值，使欧洲的经济复苏复杂化。而在新兴经济体，亚洲和拉丁美洲国家采取的不同汇率政策迫使后者（和欧元一起）承受着由美国新一轮货币宽松引起的货币的大幅升值。

图 1  
全球 GDP 增长和地区贡献



来源: BBVA Research

图 2  
GDP 水平: 2007=100



来源: BBVA Research 和 Datastream

鉴于美国家庭去杠杆化仍在继续，美国经济将保持低速增长，但不太可能出现二次探底。

在过去的这个季度，美国相对疲软的经济指标在市场参与者间造成了对美国经济可能再次衰退的恐慌。部分通过刺激购买（耐用品和住房）从财政支持政策中直接受益的关键行业显现出的疲软状态充分表明私部门需求的复苏仍不足以维系自身的发展。这是美国家庭不断去杠杆化和劳动市场疲软造成的，后者还将继续迫使家庭缩减支出，其节省程度甚至超过了 90 年代后五年以来的任何一个时期。尽管美国在再平衡增长的过程中对此表示欢迎，但由于消费（在过去的衰退中，消费是经济复苏的支柱之一）将保持在较低水平，且其对经济增长的推动作用仅能从企业加大设备投资和出口中得到部分补偿，这可能会加大对美国经济周期性问题的担忧。

近期对房地产部门健康发展的担忧，在我们看来，有些过度，且房地产价格已下滑了约 30%，进一步大幅下跌的可能性很小。当然，也有一些值得担忧的因素，如住房存量的增长和新增止赎案例导致住房供给进一步增加的潜在影响（这可能源于越来越多的人拖欠贷款或业主抛售房产）。但也有利好支撑因素，如自危机初期以来购房者负担能力的巨大回升以及有助于支撑未来需求的人口趋势。如果房价继续下跌，确实可能对消费产生不容小觑的影响，但至少银行系统似乎还能够承受得住房价的小幅下跌。总而言之，房价再次大幅下跌的可能性非常小。取而代之的是，房价更有可能在一段时期内维持相对稳定，而过去的超量供给也将最终被市场再次吸收。

总的说来，由于销售的回升和监管上不确定性的减小，私人投资的回暖将部分抵消掉消费和进一步实施财政刺激政策低概率（出于对当前赤字规模和政治形势的担忧，尤其是 11 月国会选举之后两党的权力的平衡如若有所变化）对经济增长的负面影响。正如我们很早之前的预测所指出的那样，这将意

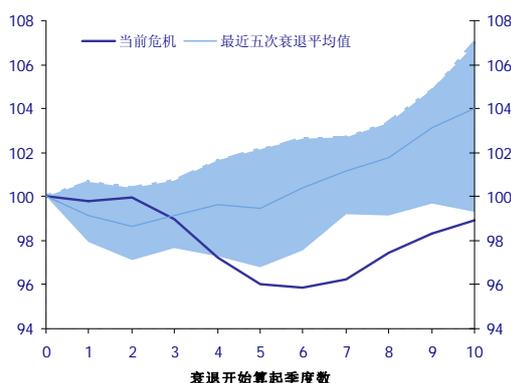
意味着美国从本次金融危机中走出的速度会大大慢于从之前的经济周期中恢复过来的速度（见图 3）。然而，美国经济二次探底的可能性很小，无论如何，内需疲软将促使美国继续敦促其他国家（尤其是那些经常项目盈余和国内储蓄率高的国家）扩大内需并为必要的全球在平衡做出贡献。在这种背景下，美国新一轮的货币宽松可被解读为是为了强行迫使其他国家做出部分这样的调整的一种方式。

### 尽管系统性风险已低于夏季前的水平，市场仍对欧洲财政压力表示担忧。财政整合仍是维持信心的关键，且不会在短期对经济增长产生重大负面影响

在财政整合和解救困境中政府的措施有了决定性的改进，尤其是金融业压力测试之后，欧洲经济危机的发展有了质的变化。即使平均主权利差保持相对稳定的情况下，市场也注意到了不同主权资产间的区别，因此减少了系统性风险。此外，金融市场已选择性开放，得以重新发行债券预示着未来财政压力会进一步减小。

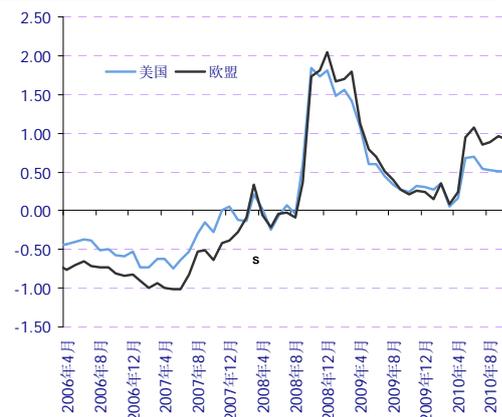
尽管如此，欧洲金融市场的资金压力仍然是该地区的主要风险来源（图 4），尤其是主权债务问题和金融业风险存在一定关联，并考虑到其国家和跨国风险敞口时更是如此。此外，鉴于经济增长最快的经济体是受外部需求的推动，近期欧元走强也意味着更大的挑战。这使得更加有必要在短期内采取措施果断解决该地区宏观经济的薄弱点，也即财政的可持续性和外部不均衡，以及避免继续推迟对银行系统的薄弱部分进行重组。问题的关键在于继续重塑市场信心以缓解市场的紧张情绪并恢复私部门需求的自发性动力。此外，为了使经济保持长期增长态势，进行必要的结构和制度改革至关重要，而后者在预防和解决未来的财政不平衡方面尤为重要。侧重制度改革而非维持需求正是欧洲央行和其他央行的不同之处，也是其政策成本也低于美联储的原因。

图 3  
美国 GDP: 当前的周期 vs. 之前的衰退\*。  
每次衰退的初期=100



来源: BBVA Research 和 NBER  
\* 阴影区域: 过去 5 次衰退期间 GDP 的范围

图 4  
财政压力指数



来源: BBVA Research

### 发达国家将在较长时期内采取宽松货币政策，加大了世界范围内的货币升值压力

预计发达国家经济增速会非常低，通胀压力会有所减弱，这意味着三个最主要的发达经济体（美国，欧洲和日本）的利率将在一个更长的时期内维持在低位。然而，在对周期性的担忧再起、接下来的财政刺激政策范围大幅缩小的背景下，市场更加关注的是美国的新一轮非常规货币宽松（也即所谓的二次量化宽松或 QE2）。对此次进一步加大流动性的预期使得美元汇率在世界范围内走低，包括美元兑欧元汇率。未来，鉴于二次量化宽松的市场影响多已被消化，欧元兑美元汇率走势将更多地取决于相对的经济增长前景（相对于欧盟来说，这对美国更有利），但也会受两地货币政策和投资流向的影响。同时，由于全球流动性增加，宏观经济基本面更为强劲，且高回报率将继续吸引资本流入，我们预计新兴经济体货币将继续面临升值压力。

### 鉴于增长强劲，全球流动性充裕和邻国的外汇干预，新兴市场面临越来越大的政策困境

新兴经济体继续保持强劲增长，亚洲新兴市场引领全球经济复苏。无论在亚洲还是拉丁美洲，国内私部门需求都取代了经济刺激政策成为了推动经济复苏的主力军。未来，随着全球存货周期的结束、外部需求的下滑和财政刺激政策的退出，亚洲经济增长势头有所减弱，经济增长将有所放缓，因此经济过热风险将会减少。但该地区仍将是全球经济增长的最大贡献者。

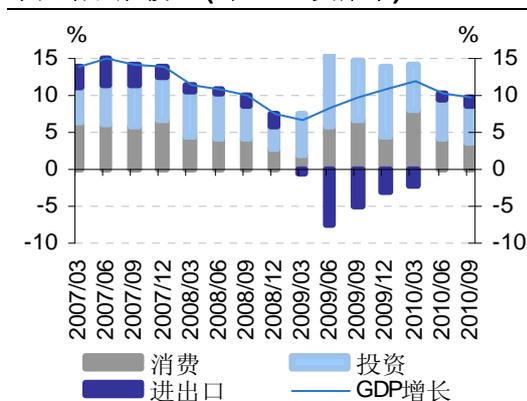
但亚洲和拉丁美洲面临着越来越艰难的货币和汇率政策困境，难以再为旺盛的内需降温、阻止资本大量流入以及维持在国外市场竞争力之间做出选择。一些国家已开始通过行政手段打击资本的大量涌入，另一些则放慢了货币紧缩的节奏。

鉴于人民币汇率相对缺乏灵活性（其他亚洲新兴国家货币汇率要稍微好一点），拉美国家的处境显得更为艰难，货币的继续升值将成为阻碍经济增长的绊脚石。因此，许多拉美国家正考虑加大外汇干预力度，尽管经验表明在多数情况下这只能放缓货币升值的速度，而非抑制货币升值，效果极为有限。而风险在于加大对外汇市场的干预力度可能会最终导致报复性的贸易措施。这更凸显了亚洲（尤其是中国）加大汇率的灵活性并以此为其他国家提供更多政策空间的重要性。

## 2. 中国：软着陆初见雏形

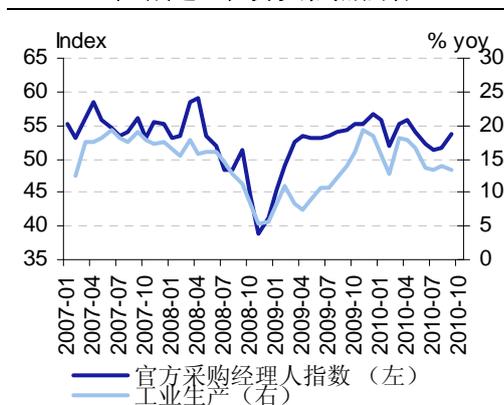
在成功抵御2008—09年金融危机并为拉动全球和地区需求做出巨大贡献之后，中国的经济增长正在逐渐放缓。速度减慢有利于避免经济过热，这主要得益自政策微调缓解了2008—09年度实施的大规模经济刺激措施，刹停快速增长的信贷并减慢房地产业价格上涨的步伐。在第三季度，GDP增长已从峰值第一季度的同比11.9%减慢至9.6%（图5）。然而，增长势头过于强劲使得过热风险再次显现。通胀持续上升以及信贷的过快增长，促使当局实施进一步的紧缩措施，包括在十月中旬加息，有可能显示中国已经进入新一轮的紧缩周期。同时，在巨大的国际压力面前货币已持续升值，但幅度偏慢。基于第三季度强劲的经济指标，我们将2010年全年的预测从原先的9.8%上调至10.1%，但保持2011年预测不变。由于外部需求减弱以及当局预防经济过热的决心，我们认为经济软着陆的可能性最大。

图5  
中国增长放缓... (对 GDP 贡献率)



来源：CEIC 以及 BBVA 研究

图6  
...工业生产减速，但势头依然强劲



来源：CEIC 以及 BBVA 研究

### 增长势头持续强劲，出现温和地放缓迹象

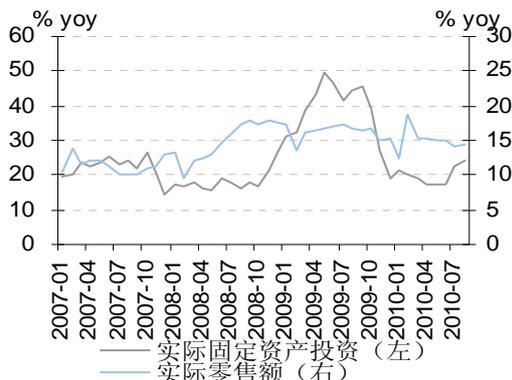
国家经济已经出现逐步放缓的迹象。GDP增长在第三季度同比减慢至9.6%，低于第二季度的10.3%，但仍然高于市场预期（BBVA预测：8.9%）。在第二季度的短暂平静之后，第三季度重新出现活跃的势头。事实上，经过季节性调整估计后，数据显示第三季度增长9.6%快于第二季度的8%（由于数据有限，季换比增长估计误差可能较大）。

工业生产在8月份加速，但9月增长又回落至13.3%，这其中有可能反映政府采取了降低能耗和排放的措施（图6）。然而，采购经理人指数（PMI）作为制造业的领先指数，在6、7月出现放缓之后，在9、10月又大幅超过市场预期，显示制造业活动的回温。

在需求方面，投资指数显现回落迹象，但依旧强健（图7）。零售业基本持平，得益于政府旨在促进消费的政策，如汽车购买补贴以及家电下乡计划。

更重要的是，继上年在政府刺激措施下的猛增之后，货币和信贷增长保持稳定（图8）。新增贷款今年至9月总计达到6.29万亿美元，这表明当局在今年新增7.5万亿人民币的限制目标是可以实现的（新增贷款在年头会呈现季节性的上升）。然而，确保目标达到需要当局继续努力限制贷款的增加（9月新增贷款5.955千亿，远高于市场5千亿的预期）。

图7  
投资与消费指数保持强劲

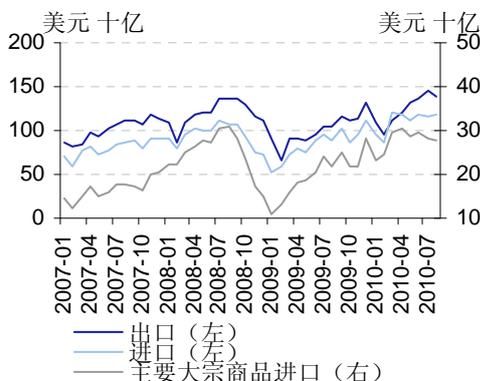


来源: CEIC 以及 BBVA 研究

在外部方面, 虽然由于基数效应在同比表现出放缓(从前一月的34.4%减慢至9月的25.1%), 出口保持强劲, 已恢复至危机前的峰值水平(以名义美元衡量, 图9)。中国最大的出口地仍是欧洲以及美国(占总出口的40%); 然而, 出口至其他国家的份额正在上升。对拉美出口目前已超过总额的6%。制造业仍然占中国出口结构很大的一部分(96%)。

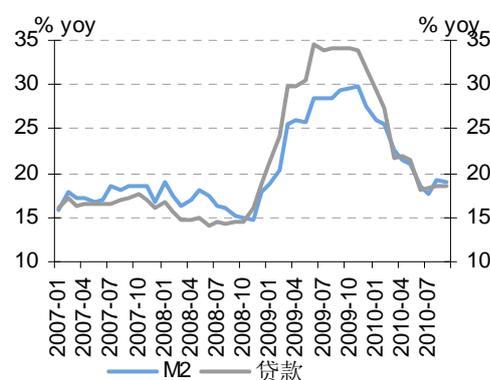
进口同比增长同样也在9月减速(同比24.1%), 但仍处在其高水平位置反映强健的本土需求。值得注意的是, 曾促进了源地区需求的大宗商品进口正呈现逐渐减少的势头, 这主要是因为库存需求的减少以及政府主导的基建项目的减缓。

图9  
进出口势头强健, 大宗商品需求出现减弱



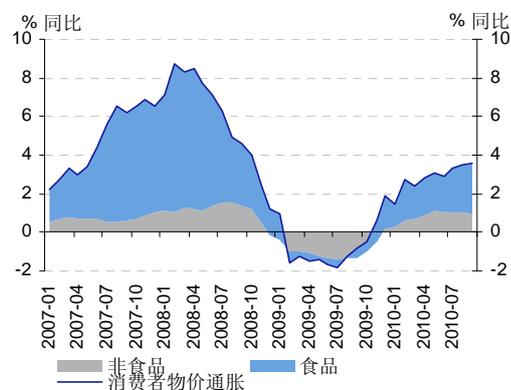
注: \*包括金属(矿石与成品)、煤炭以及石油  
来源: CEIC 以及 BBVA 研究 estimates

图8  
M2 以及信贷增长放缓, 并在近期保持平稳



来源: CEIC 以及 BBVA 研究

图10  
受食品和全球商品价格带动通胀持续上涨



来源: CEIC 以及 BBVA 研究

### 消费者物价通胀受食品价格上涨带动上升

总体消费者物价指数上涨速度超过预期同时也超过政府设定的控制上限(在3%左右), 原因是食品价格的不断上升(图10)。通胀在9月份达到两年来的新高, 同比增长3.6%, 比8月份上升0.6%(未经季节性调整)。在另一方面, 非食品通胀却相对平静。而制造者价格逐渐缓和, 在9月份同比增加4.3%。

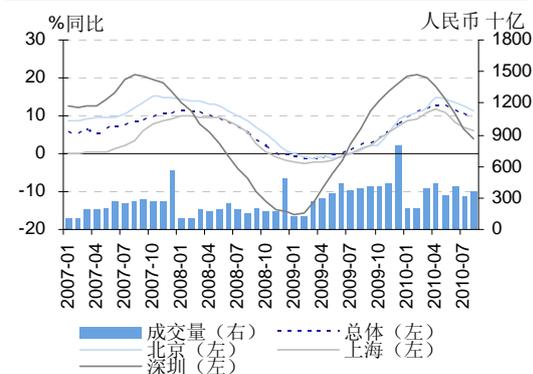
考虑到经济体丰富的产能, 农作物产量预计上升以及政府遏制食品价格继续上涨的措施, 我们预期整体通胀在今年余下时期会逐渐缓和, 在12月降至3.2%。然而, 未来通胀仍有上行风险, 特别是在食品价格方面, 其后原因似乎已从之前的天气影响演变成更为顽固的需求短缺。通胀预期以及工资都呈上升趋势。今年的最低工资上涨已达到20%—30%。第三季度制造业的平均工资较第二季度环比上升6.4%。

### 当局密切留意房产市场的回温迹象

当局注意到房地产市场在前一段时间的降温后交易量和价格双双出现上涨迹象, 近期又加强了之前政策的实施力度。由于担心价格泡沫形成以及社会层面上的住房负担力, 当局对房地产的发展趋势一直格外

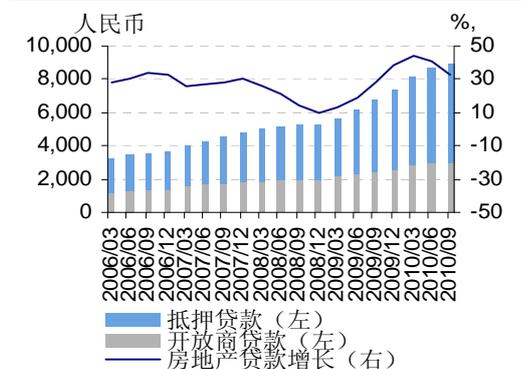
警惕。自4月的出台措施实施以来，当局通过强制提高首付要求以及禁止第三套房使用抵押贷款对房市进行打压。最近，他们更减少的第一套房的贷款利率优惠，从30%减少至15%。在中央政府的监督之下，市政府进一步加大执行力度，并讨论了物业税明年在某些试点城市，比如上海、深圳的实行。在供应方面，当局也在加紧努力增加经济适用房的土地供应以及增加其开发投资。

图 11  
房地产业正逐渐降温，但同时出现抬头迹象



来源：CEIC 以及 BBVA 研究

图 12  
房产信贷减速但增速仍属较快范围



来源：CEIC 以及 BBVA 研究

70个大中城市的物业价格在9月份同比上升9.1%，继8月的9.3%继续下降，但月环比数据显示上升0.5%（图11）。销售交易量也出现回升。同时，房地产业的信贷增长在同比基础上继续回落，而开发商贷款的减少幅度大于按揭贷款的减幅（图12）。

#### 财政政策将继续保持宽松并为增长提供动力

尽管通过各种量化措施遏制信贷增长，并在最近加息，财政政策的重点总体上仍是支持经济增长。2010年全年的赤字预算将占GDP总量的2.8%，与09年保持一致。这一立场反映了当局仍在实施在2009年通过的为期两年的经济刺激计划，其中包括努力促进基础设施建设的发展。目前，公共投资的重点主要放在现有的基础设施的延伸。扩大中国的铁路网络是目前的主要开支。在第三季度开展了三大铁路项目，覆盖了东北部的工业区以及云南和西藏等欠发达的省份，全长567千米。此外，地方政府也在进行自身的发展项目，比如北京政府正在布局一个拥有12条地铁线全长300公里的公共网络交通。在2010年底之前，该城市包含4条高速公路的市域公路网将全面完工。

当局尚未公布2011年财政预算的详细情况（将于明年年初完成）。我们预计政策的重点依然是保持2011增长，符合最新公布的中期政策目标，即着重于建设社会福利，投资公共住房并缩小收入差距（请参见下面关于5年计划的讨论）。政府还宣布将继续延长对耐用品以及汽车的消费补助计划至2011年。

基于中央政府手中的巨大资源以及其仅占GDP百分之18%的公共债务（连同地方政府债务，则占GDP比重的40%），支出计划的融资将会十分轻松。在地方政府一级，可能会由于地方政府融资工具（LGFVs）的债务积压而导致财务融资风险增大。根据中国银监会提供的数据，至2010年6月份止，车辆未偿还贷款达到人民币7.66万亿（占总银行贷款的19.2%），其中的四分之一被视为高风险贷款。

#### 相反的，货币政策正在逐渐收紧...

如上所述，由于强劲的经济增长势头，通胀上升以及房地产部分出现了新一轮的投机现象，当局在近期加紧了对于信贷增长的监管并增加了借贷成本。除在房地产业增加监管措施以外，在十月中旬，中国人民银行针对6家大型商业银行调高存款准备金率50个基点，到达17.5%。这已是本年度自五月第一次以来的第四次准备金率上调。

继这次准备金率上调之后，央行亦自2007年12月以来首次调高基准利率。具体来说，一年期贷款利率增加至5.56%，而存款利率则上调至2.50%（另外，半年期存款利率上升22bps，5年期存款利率上升60bps；5年期贷款利率上调20bps）。此次加息出乎市场意料，主要因为市场已习惯了央行使用量化措

施而非上调利率来遏制信贷增长。正如我们上期中国经济展望所预测的一样，我们相信该举显示中国即将进入新一轮的加息周期。虽然在今年还可能再一次加息，我们认为它更可能发生在2011年的第一季度。

### …银行加紧资金筹集的进行

尽管当局努力遏制信贷增长，银行的盈利在2010年上半年仍然十分可观（见中国银行业观察）。净息差稳步提高，贷款存量增加符合全年7.5万亿的目标。利息收入和上年比增加27%，而手续费和佣金收入因强劲需求增加35%。同时，不良贷款率降至历史新低，这主要是因为贷款存量近期大幅增加，而不良贷款相应减少）。

银行新融资压力增加（市场分析主要是因为银监会有可能在2012年底提高资本要求，现行的资本比率为11.5%）。在2010年的前8个月里，上市银行总共募集资金3.3千亿元。接下来，在2010年第四季度至2011年上半年期间，估计将有总计3.2千亿元的融资计划执行。

### 尽管存在外部资金的流入以及国际上的压力，货币出现温和贬值

由于在今年6月重新采取一个更为灵活的汇率框架，人民币兑美元升值2.5%，表现了当局对于汇率渐进的调整方式（图13）。从名义有效汇率来看，人民币实际上在过去几个月里相对其他货币贬值，但实际有效汇率却出现轻微升值（图14）。升值速度与我们之前的基准预测总体一致，我们认为全年人民币将升值4%—5%。虽然幅度不大，我们的预测已经超过了12个月远期无本金交割汇率显示的3%升值。

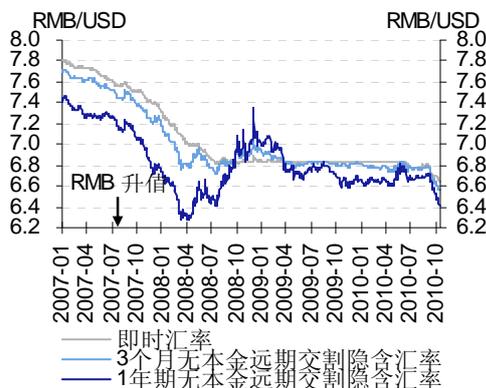
我们相信，当局已认识到货币升值对于本土经济所带来的好处，包括帮助经济向本土资源以及个人消费的方向平衡发展。尽管国际压力不断加大，考虑到当局对于渐进方式的偏好，关于全球复苏进程的忧虑以及对大量投机资本流入的担心，我们认为近期出现货币大幅升值的可能性依旧不大（见下文）。

### 人民币正在一步步朝国际化方向前进

尽管人民币的可全面兑换仅是一个长远的目标，当局正在分阶段地逐步将人民币推向国际化。其中包括，跨境人民币结算业务的开展以及建立离岸人民币投资渠道。人民币跨境贸易结算试点在今年6月已扩大至全国20个省市以及所有外国国家。结算的使用范围也扩大至包括货物贸易外的其他经常项目的结算。作为一个潜在的全球人民币市场的指标，虽然起步较慢，香港的离岸人民币存量在近几个高速增长（图15），部分因为对于人民币的升值预期。

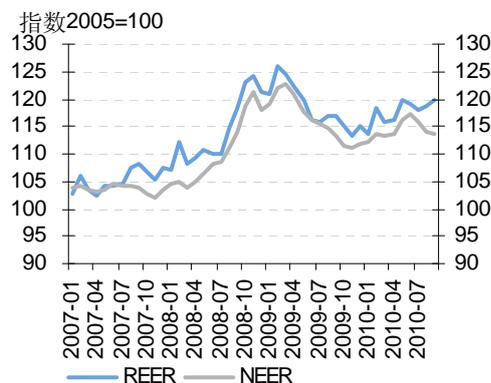
在去年7月，中国人民银行与香港金管局签署补充合作备忘录后，香港成为离岸人民币的主要业务中心。8月份，央行发布文件允许香港以及澳门的人民币结算银行、参与人民币离岸贸易结算的外资银行、国外央行或金融管理机构（在经过央行批准后）将离岸人民币投资于中国的银行间债券市场。这是鼓励境外持有人民币的又一重大之举。而另一举措则是对于离岸人民币债券市场的发展。在合和基建与麦当劳公司发行人民币债券之后（分别价值1.4亿和0.2亿），亚洲发展银行近期也发行了它的第一支离岸人民币债券，价值12亿元。当局正逐渐放松离岸人民币回流内地进行国外直接投资的限制，但目前仍处于个案审核批准的阶段。

图 13  
人民币升值缓慢



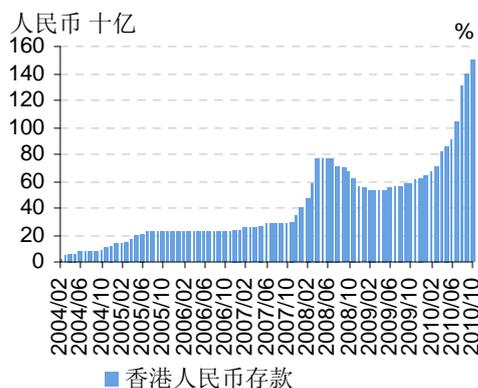
来源: CEIC 以及 BBVA 研究

图 14  
名义有效汇率升值有限



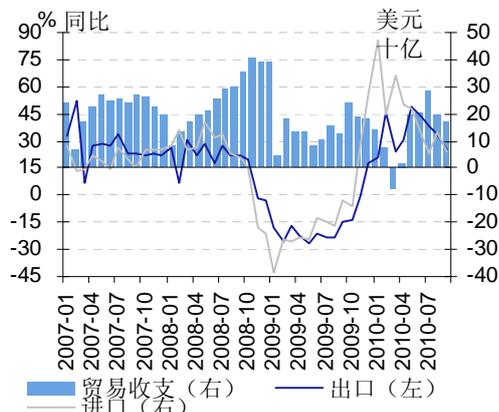
来源: 国家统计局、CEIC 以及 BBVA 研究

图 15  
香港人民币存款在近期猛增



来源: 香港金管局以及 BBVA 研究

图 16  
贸易盈余在近期收窄



来源: 国家统计局、CEIC 以及 BBVA 研究

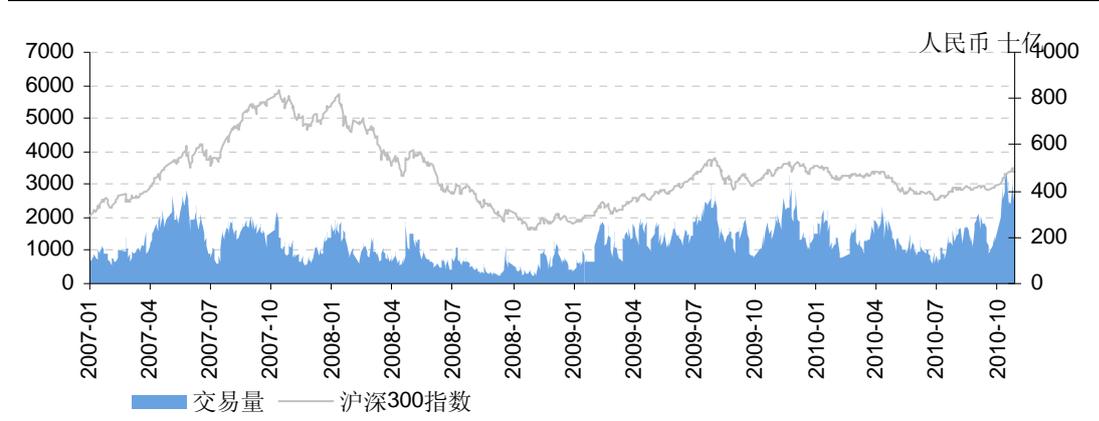
**国际收支盈余继续扩大，同时外汇储备进一步增多**

外汇储备在9月底猛增至2.65万亿美元，第三季度累计增加1.94万亿美元，2010年至今则累计增加2.49万亿美元。除去外汇本身的增加外，另外有四分之一是因为美元贬值导致的估值效应（非美元储备的价值增加）。此外，外汇储备的上升也成为国际社会对当局施压要求加快人民币升值的一个新的因素。

除了数量可观的贸易盈余外（第三季度达到655亿，而第二季度的数字则为410亿），储备的增长还来自于重回灵活汇率制度后加速的资本流入，全球投资者风险偏好增加以期从进一步的升值中套利。国外直接投资在第三季度累计流入229亿美元。在考虑进贸易盈余、直接投资流入后，我们预计第三季度的热钱流入累计达到200亿美元，约达到第二季度的两倍。

受益于强劲的宏观经济数据以及银行良好的盈利前景，股票市场在10月初出现强劲上扬。然而，在央行加息后，由于担心进一步的紧缩措施，股票价格波动增多。

图 17  
第三季度总体向好的市场表现



来源: BBVA 研究

### 3. 前方注意：控制经济增长速度上限

如上所述，当局持续实行微调政策以控制信贷增长处于目标范围之内并密切关注住房价格的上涨。在此同时，他们也持续实施宽松的财政政策以达到不同的政策目标，并以此来抵御外部环境有可能出现的迅速恶化。我们认为接下来的增长势头会持续强劲，当局将有效的将经济增长控制在潜在增幅之内，从而避免经济过热的压力。从中期来看，与公布的“十二五”发展规划一致，我们预计在2011年至2015年间增长的拉动因素将逐渐向本土资源平衡，实现私人消费比例的逐步增加。

#### 我们预测的基准情况是经济增长保持在潜在增幅之内，实现经济软着陆

我们预计2010年全年增长达到10.1%（高于我们之前预测的9.8%），第四季度同比增速继续放缓至9.1%。2011年，在逐渐收紧的货币政策和持续宽松的财政政策双向作用之下（表1），我们预计全年增长9.2%，保持活跃。我们预计2011年消费与投资将分别增长9.7%和8.6%。在我们的基准预测中，增长将被维持在潜在增幅以内，而随着货币政策的逐渐收紧，通胀将在年底回到温和水平。在接下来的时间里，我们认为当局对于经济过热风险将依旧保持警惕，必要的话将随时采取进一步的措施，包括加息、对房地产市场进行干预以及额外的“窗口指导”以控制信贷依照年度目标增长。

表 1  
基准预测

|                | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 (F) | 2011 (F) |
|----------------|------|------|------|----------|----------|
| GDP (%，同比)     | 14.2 | 9.6  | 9.1  | 10.1     | 9.2      |
| 通胀率 (平均，%)     | 4.8  | 5.9  | -0.7 | 3.0      | 3.3      |
| 财政收支 (占GDP百分比) | 0.6  | -0.4 | -2.8 | -2.8     | -2.3     |
| 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 | 5.56     | 6.06     |
| 汇率* (人民币兑美元)   | 7.30 | 6.83 | 6.83 | 6.54     | 6.30     |

来源：BBVA 研究

考虑到近期的上涨，我们的通胀预测已被修改。现在，我们认为通胀会在十月达到同比3.7%的峰值，并在今年余下的日子里逐渐减弱，年平均通胀达到3.0%（年底达到3.2%）。我们预计2011年通胀3.3%保持温和。

#### 货币政策预计将进一步紧缩

我们相信，最近的加息标志着新一轮加息周期的开始。因此，鉴于当局密切关注通胀和地产价格的上涨情况，我们认为2011年将至少有两次加息分别出现在第一和第三季度。除此之外，存款准备金率的微调上调也可能伴随着利率的上升同时进行。另外，帮助市场降温的进一步行政措施也有可能出现。

我们维持人民币接下来将对美元进一步升值的观点，并预期在年底达到6.54，全年升值4到5个百分点（今年截止目前已升值2.5%），而2011年将维持相同步伐。当局刻意地制造一定波动使得货币朝着这个升值趋势进行双向的不平衡波动，以减少因为升值预期而导致的热钱流入。

#### 下一个五年计划：未来的财政政策将致力于一个更为均衡的增长

下一个五年（2011—2015）的经济发展计划已经公布，并将于2011年三月定稿。正如市场预期，其强调了转向本土需求，特别是私人消费的更为均衡的发展。因此当局希望能够形成一个更为均衡的发展模式，由消费、投资以及出口三者共同带动。该计划也强调了提高社会福利，针对收入不均和地区间发展失衡的问题出台相应措施。更多的财政政策将用于缩小农村与城镇差距，提高农民收入。

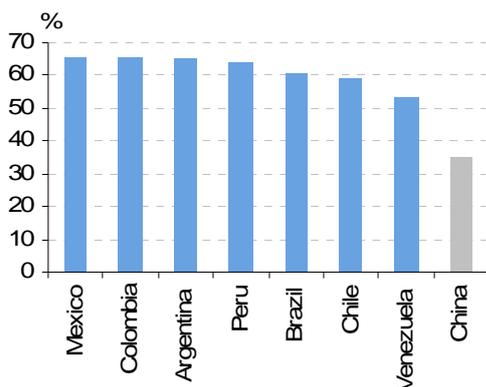
另一项五年战略计划的重点是新兴行业，包括信息技术，能源节约和环境保护，新能源，高端设备，新材料和新能源汽车。新的节能汽车行业也将获得政府支持。与此同时，也会有政策用于帮助制造业转型提升以及服务业加速增长。

#### 中期内的增长均衡将由消费增长推动

虽然我们预计中国在中期内仍将保持经济的高速增长，但过去两位数的增长将变得难以为继。我们估计潜在GDP增长会从2011年的9%逐渐降低为2015年的8%。这是由于随着经济持续增长，劳动力增速以及全要素生产率增幅共同下降导致的。

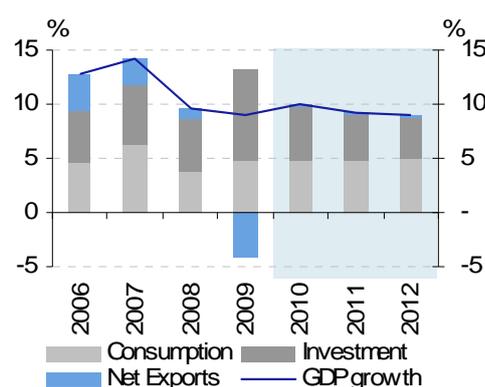
我们注意到了消费占GDP比重的明显上升，但和其他国家相比依旧处于较低水平（图18）。消费在政策驱动下逐渐上升，其中包括加强社会保障网络的财政刺激政策用以减少人们对于预防性存款的需求，以及货币的逐步升值。城市化以及上涨的工资水平将会继续推动消费上涨。因而，我们中期预测认为经济将逐渐转向以私人消费带动的增长，减少对于出口和投资的依赖（图19）。

图 18  
中国消费比率在国际上相对较低



来源：CEIC 以及 BBVA 研究

图 19  
中期增长趋向均衡



来源：国家统计局、CEIC 以及 BBVA 研究

## 4. 风险的钟摆再次回到经济过热

风险在一方面过热，另一方面因外部环境走弱而导致的增速减速间取得大致平衡。尽管如此，近期的强势增长和通胀上升显示风险的钟摆，至少在目前是朝向过热运动的。当局恰当且及时的紧缩措施是减轻这些风险的关键。此外，如果外部需求减少幅度超过预期，当局仍有足够的余地通过财政刺激政策来缓解其影响。

资产价格泡沫的风险依然存在，特别是在房地产部门，而目前的资本流入正加剧了这一现象。不过，正如我们2010年房地产展望所提及的，相较于其他国家的经验价格上涨并不算大，而且当局及时为房市降温的努力应有助于预防繁荣-萧条周期的形成。

另一种在中期内可能出现的风险是在过去一年信贷的快速增长之后，银行系统不良贷款上升的可能性增加。银行与地方政府融资平台有关的业务需要特别关注。令人欣慰的是，当局已采取措施来阻止作为借贷双方的地方政府和银行将该业务进一步扩张。另外，地产发展商融资依赖于信托公司对金融系统带来的风险同样也值得关注。

上升的全球货币紧张局势将人民币升值的问题放在了聚光灯之下。鉴于中国和其工业化贸易伙伴经济增长表现的分化，尽管G20对话取得的进展以及美国中期选举的结束将帮助缓和相关的政治言论压力，这种货币政策的紧张局势很可能持续下去。同时，贸易保护主义也会为当前的情况造成进一步的威胁。近期中国和日本间的外交摩擦有可能连累两国经济影响其贸易与经济关系。

## 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  | -2.6 | 2.7      | 2.3      |
| 欧元区     | 2.9  | 0.3  | -4.0 | 1.6      | 1.2      |
| 亚太区     | 7.6  | 4.2  | 2.0  | 6.8      | 5.5      |
| 中国      | 14.2 | 9.6  | 9.1  | 10.1     | 9.2      |
| 全球      | 5.3  | 3.0  | -0.6 | 4.7      | 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  | -0.3 | 1.6      | 1.2      |
| 欧元区     | 2.1  | 3.3  | 0.3  | 1.6      | 1.7      |
| 亚太区     | 2.9  | 5.1  | 0.3  | 2.8      | 2.7      |
| 中国      | 4.8  | 5.9  | -0.7 | 3.0      | 3.3      |
| 全球      | 4.1  | 6.1  | 2.2  | 3.6      | 3.5      |

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     | 1.30     |
| 中国  | 人民币兑美元 | 7.30 | 6.83 | 6.83 | 6.54     | 6.30     |

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  | 0.3      | 0.3      |
| 欧元区 | 4.0  | 2.5  | 1.0  | 1.0      | 1.0      |
| 中国  | 7.47 | 5.31 | 5.31 | 5.56     | 6.06     |

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

**胡冰洁**  
bingjie.hu@bbva.com.hk

**夏乐**  
xia.le@bbva.com.hk

**周雪**  
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  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@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 Garcia-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**  
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.rodriquez@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