

本文译自英文版，中英文版之内容
如有歧义，概以英文版为准



每月经济图解

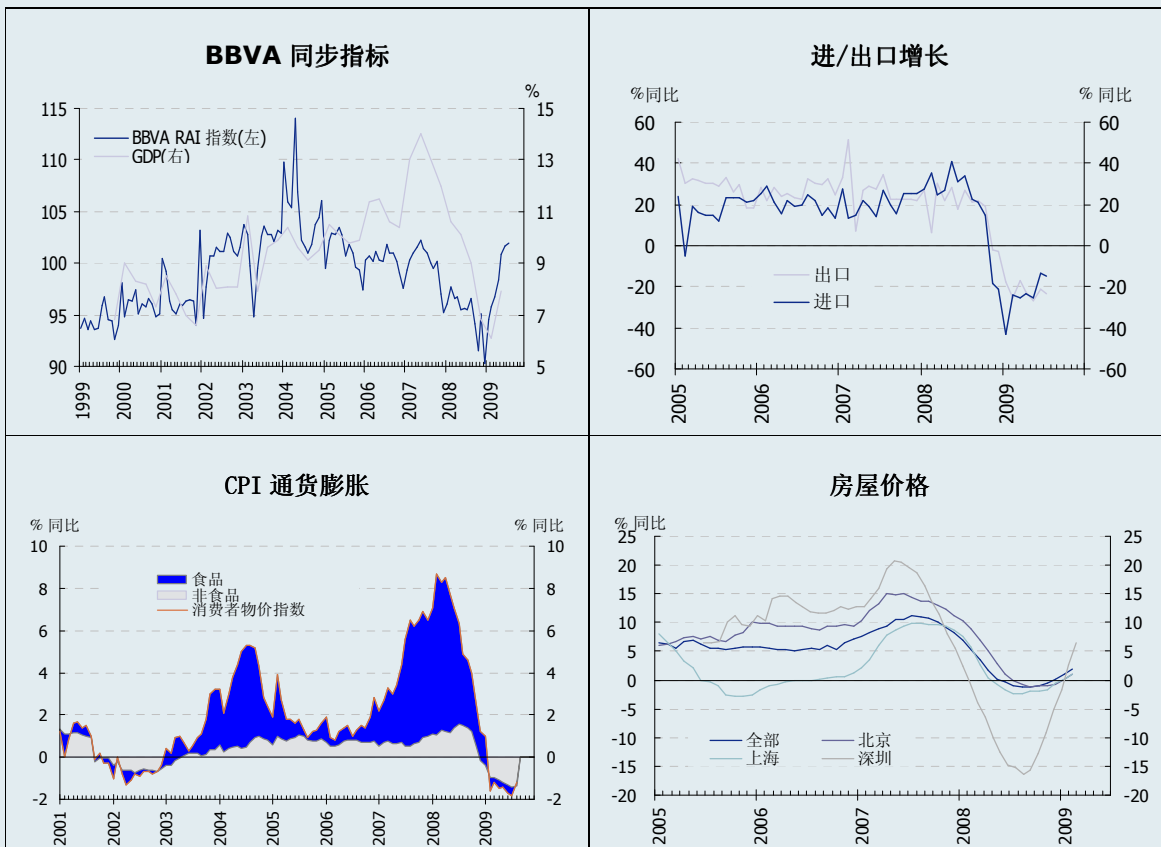
2009年9月30日

朱元德
yzhu@bbva.com.hk
周雪
serena.zhou@bbva.com.hk

本月要点: 经济政策保持不变，稳固复苏继续进行

中国共产党第十七届中央委员会第四次全体会议确定了继续保持积极的财政政策和适度宽松的货币政策，可以预见未来的经济复苏将更加强健。鉴于保持经济增长已无压力，宏观经济政策则更多地开始转向经济结构性改革的问题。

- 根据 BBVA 一致性指标，宏观经济预计在第 3 季度会强劲复苏。8 月份的数据显示经济复苏已经步入轨道，工业产出大幅增加，零售方面开始走高，固定资产投资也保持快速增长。但是中国的出口仍旧低迷，而且在短期内还无法预见复苏迹象。
- 8 月份的消费物价指数（CPI）显示出通货膨胀会在不久的将来出现。事实上，中国大量放贷和政府刺激政策已经使得市场产生了更高的通货膨胀预期。我们的 9 月份预测认为消费物价指数（CPI）会从 2009 年 11 月起上升转为正值。
- 房地产价格继续强劲反弹，但交易量放缓，这也许是由于房价高企超过了民众的支付能力。



来源: CEIC、Datastream 以及 BBVA 估计

I. 实际经济活动

BBVA 同步指标

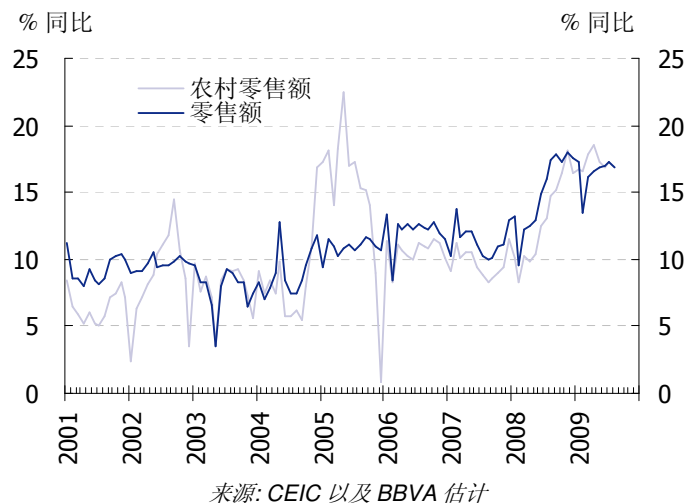
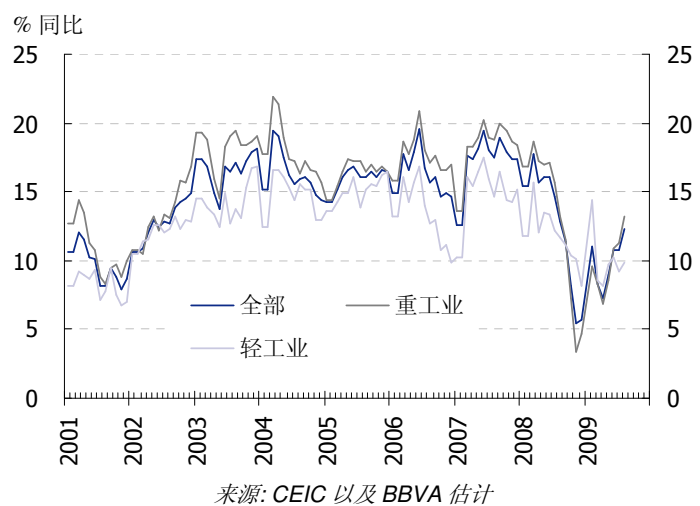
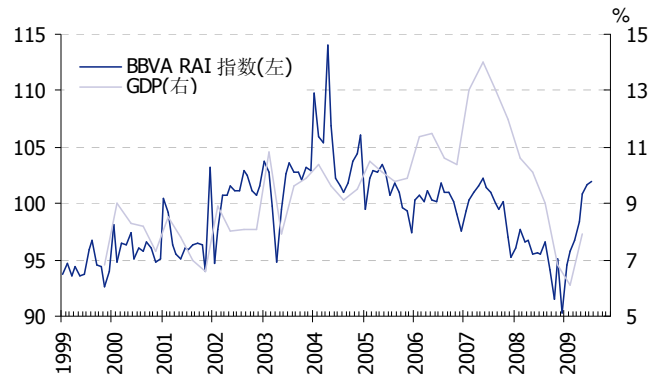
根据 BBVA 一致性指标, 预计宏观经济会在第 3 季度出现强劲复苏, 这主要由于财政刺激政策运行良好, 投资和信贷的扩张弥补了出口的疲软, 而且消费也持续上升。与此同时, 国外市场也显示出了明显的经济复苏迹象。所有这些因素都会给经济带来在第 3 季度的强劲复苏。

(a) 工业生产总值

工业生产总值在 8 月份快速反弹, 实现 12.3% 的同比增长, 超过 7 月份 10.8% 的表现。重工业的增长率为 13.2%, 比轻工业高 3.4 个百分点。中国的财政刺激政策带来的投资扩张更多地施惠于重工业, 为重工业创造更多需求, 而轻工业还是更多地依靠外部需求, 因此反弹相对缓慢。

(b) 实际零售额

8 月份实际零售实现同比增长 16.8%, 高于 7 月份 17.3% 的表现, 这主要源于汽车和房地产行业的增长。不过, 农村实际零售额相比 7 月份 17.3% 的同比增长有所回落, 在 8 月份增长为 16.8%, 这有一部分是由于刺激农村消费的措施有所缓和。



(c) 固定资产投资 (FAI)

名义固定资产投资在 8 月份再现增长趋势，实现 33.6% 的同比增长，好于 7 月份 30% 的表现，这由房地产投资的反弹而带动。而实际固定资产投资增幅更大，实现了 45% 的同比增长。

另外，房地产投资的实际增长在 8 月份达到 50.3%，意味着房地产市场的反弹进一步加强。

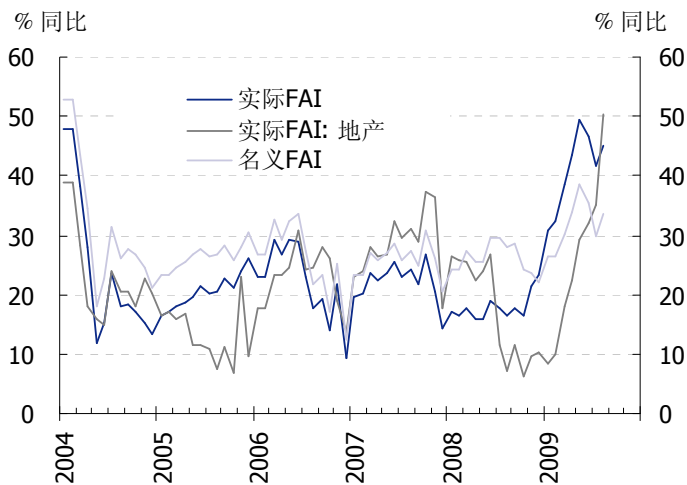
(d) 对外贸易

中国出口在此月进一步下滑，缩减幅度同比达到 23.4%，不过进口下滑幅度为 17%，使得贸易盈余在 8 月进一步扩大为 157 亿美元。

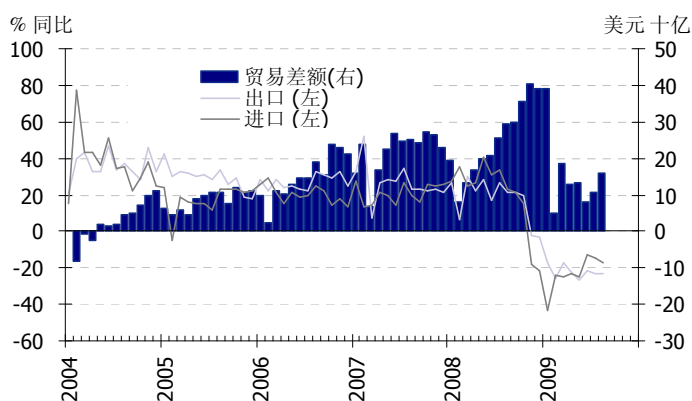
出口已经连续第 10 个月下滑，尽管政府采取大量努力刺激出口，但是如果西方发达经济体不增加支出的话，出口部分仍然会成为中国经济复苏的桎梏。

(e) 工业生产和电力

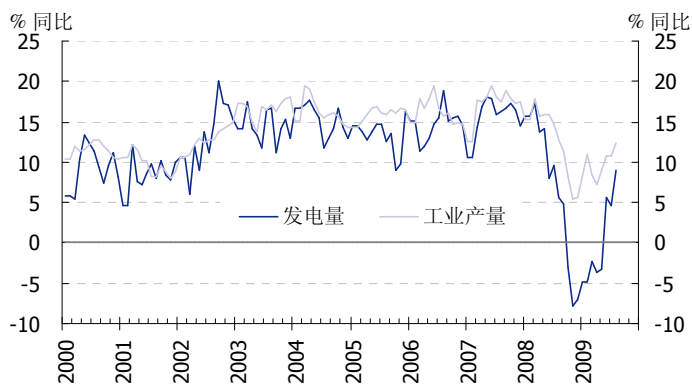
中国的电力生产在 8 月份增长 8.9%，高于 7 月份 4.7% 的增长，已连续 3 个月保持正增长。这也从另外一个角度上说明中国工业产出的反弹已经稳步步入轨道。



来源: CEIC 以及 BBVA 估计



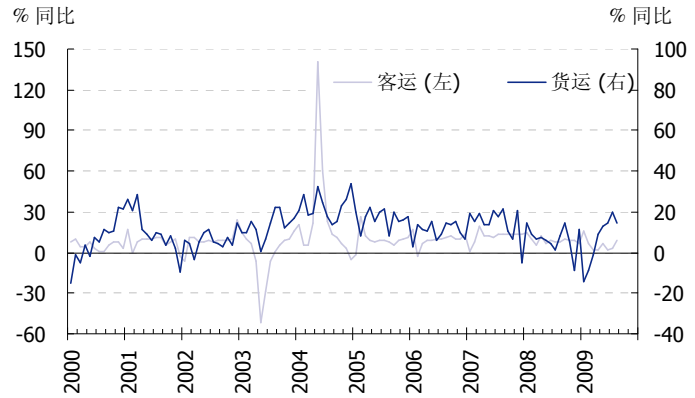
来源: CEIC 以及 BBVA 估计



来源: CEIC 以及 BBVA 估计

(f) 交通

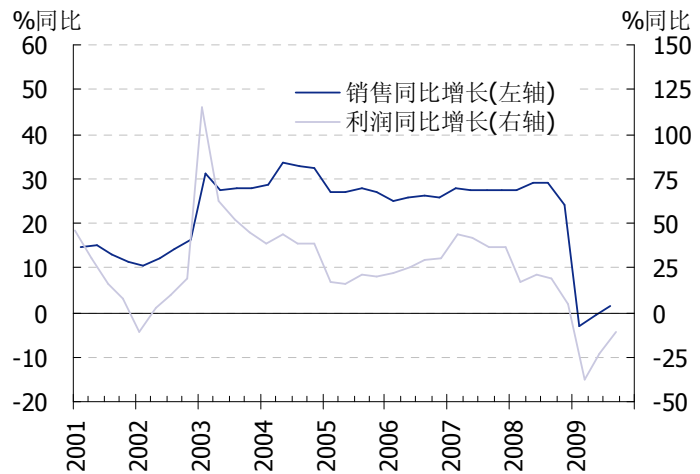
作为经济的一个主要指标，货运和客运在 8 月份继续保持增长，其中货运达到 14.6%，客运达到 8.6%。这两项指标也许可以代表经济未来更加强健的复苏预期。



来源: CEIC

(g) 工业盈利能力

中国的工业企业在 1 月到 8 月份录得 16,750 亿元人民币的利润，同比下降 10.6%。不过，相对 1 月到 5 月期间 22.9% 的下滑，利润的跌幅有所收窄。由于需求开始增加，销售增长在 8 月份实现了 1.6% 的同比增长。在今年余下的时间里，由于消费物价指数 (CPI) 和国内消费继续保持上升趋势，工业盈利能力很可能会稳定增长。



来源: CEIC

II. 价格变化

(a) 消费者物价指数

消费物价指数 (CPI) 在 8 月份同比下降了 1.2 个百分点, 其中非食品价格下滑 1.36%, 但食品部分却上升了 0.16%。消费物价指数 (CPI) 在 8 月份的下降比 7 月份少 0.6 个百分点。

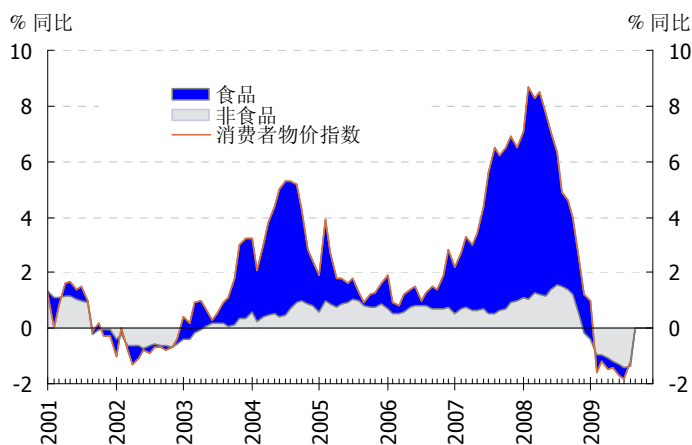
尽管这是自 2 月份以来连续第 7 个月下跌, 消费物价指数 (CPI) 的缓和下降反映了通货紧缩已不再是中国经济的一个威胁。中国大规模的借贷扩张和政府刺激性财政政策已经给市场带来了更高的通货膨胀预期。我们的 9 月份预测认为消费物价指数 (CPI) 会从 2009 年 11 月起上升转为正值。预计 09 年的平均 CPI 为 -0.7%, 并在 2010 加速到 2.7%。

(b) 生产者价格

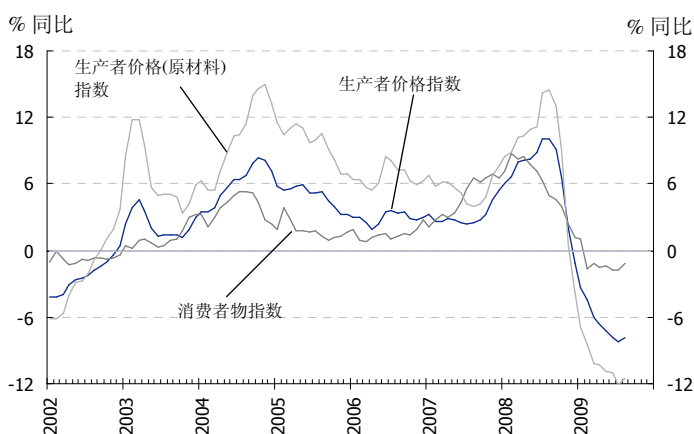
生产者价格指数 (PPI) 在 8 月份首次出现跌幅减少, 从 7 月份 8.2% 的跌幅缓和到 7.9%。原材料生产者价格指数在 8 月份下跌 11.5%, 也低于 7 月份 12.1% 的跌幅。生产者价格指数 (PPI) 跌幅收窄意味着工业产品需求开始回暖。

(c) 商品价格和生产者价格指数

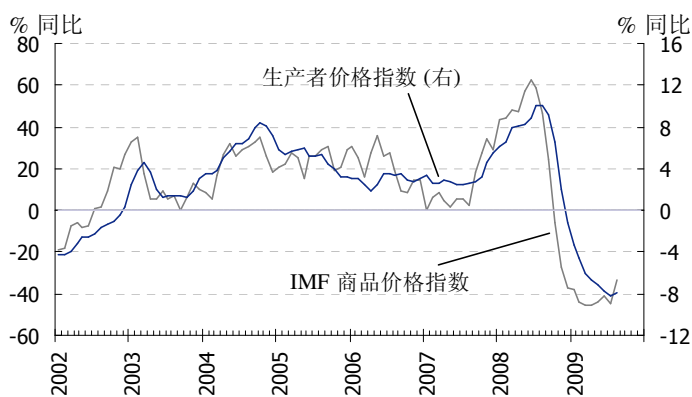
中国生产者物价指数通胀和国际商品价格变化高度相关。根据以前的经验, 国内生产者物价指数 (PPI) 也许会在未来几个月呈现出与 IMF 商品价格指数相同的趋势。国际货币基金组织商品价格最近的急速上升也许会导致中国生产者价格指数 (PPI) 快速反弹。



来源: CEIC 以及 BBVA 估计



来源: CEIC 以及 BBVA 估计

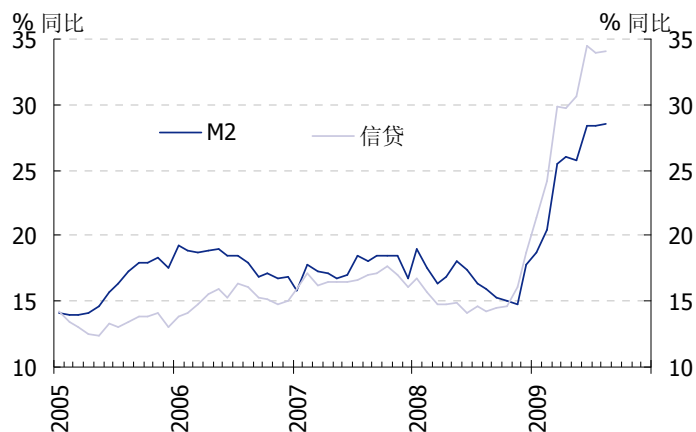


来源: 国际货币基金组织、CEIC 以及 BBVA 估计

III. 货币形势

(a) 货币供应和信贷

广义货币供应（M2）在 8 月份实现 28.53% 的同比增长，贷款也实现相对较高的增长，达到 34.11%。由于中国政府开始微调过快的信贷扩张，两者的增长相比上半年有所缓和。这个政策微调会有助于降低资产价格过热的风险。

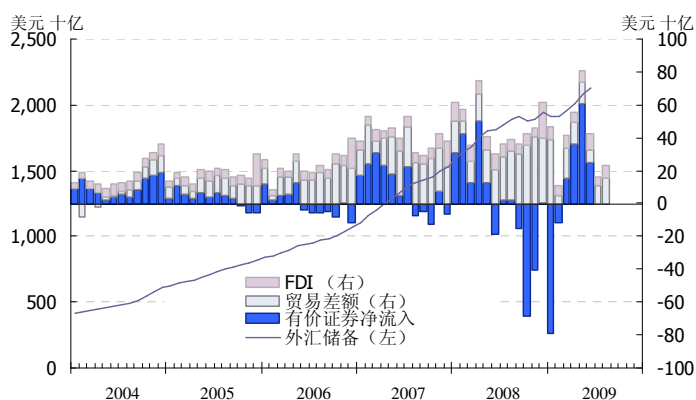


来源: CEIC 以及 BBVA 估计

(b) 外部资本流入

中国的对外贸易盈余在 8 月份达到 157 亿美元，尽管低于去年同期水平，但是相比 7 月份 81.7 亿美元的表现仍然有所改善。贸易盈余在 1 月到 8 月期间同年下降 19%，总额为 1,228.2 亿美元。

与此同时，国外直接投资在 8 月份增加了 75 亿美元，高于 7 月份的 54 亿美元，表明国外投资开始复苏。

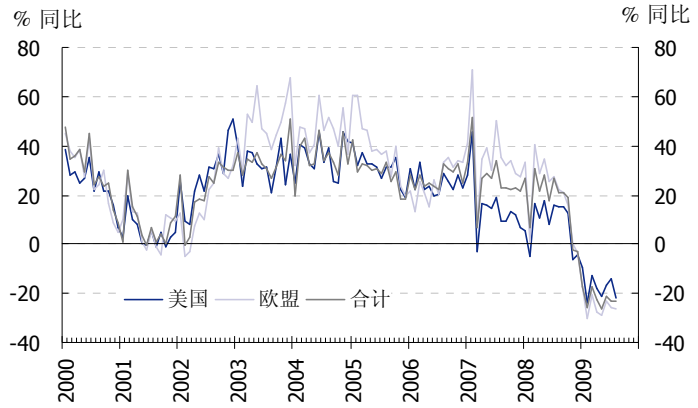


来源: CEIC 以及 BBVA 估计

IV. 对外贸易

(a) 分地区出口

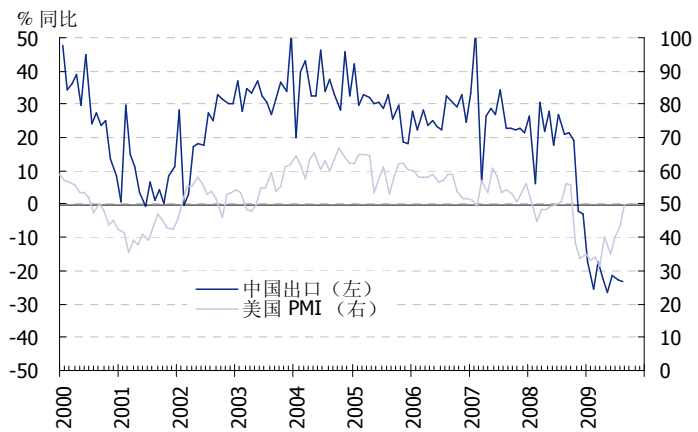
短期内很难预计出口会复苏，8月份出口总额达到1,054.2亿美元，同比下降23.1%。欧盟在过去8个月是中国最大的贸易伙伴，但是对欧盟的出口跌幅大于对美国的出口，这主要因为欧洲的经济复苏慢于美国。



来源: CEIC

(b) 出口和美国采购经理人指数

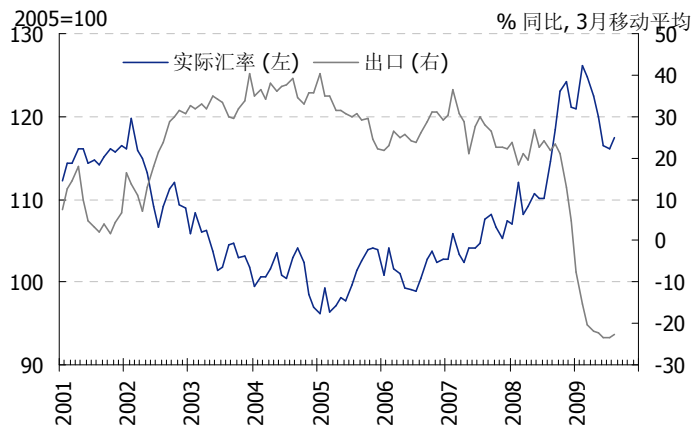
作为衡量制造业健康状况指标的芝加哥采购经理人指数在8月份意外地从7月份43.4的水平上升到50.0，意味着制造业正在扩张。如果这个现象可以长期维持，美国经济的复苏则会得到巩固，那么中国对美国的出口的回暖也会得到巩固。



来源: OECD、CEIC 以及 BBVA 估计

(c) 实际汇率和出口

由于人民币实际上是盯住美元的，所以美元在今年疲软的表现会拖低人民币汇率，但较低的汇率会缓和出口的疲软并且在未来拉动适当的的增长。从8月以来，实际汇率改变了下跌趋势并且达到117.38的水平，高于7月份水平。

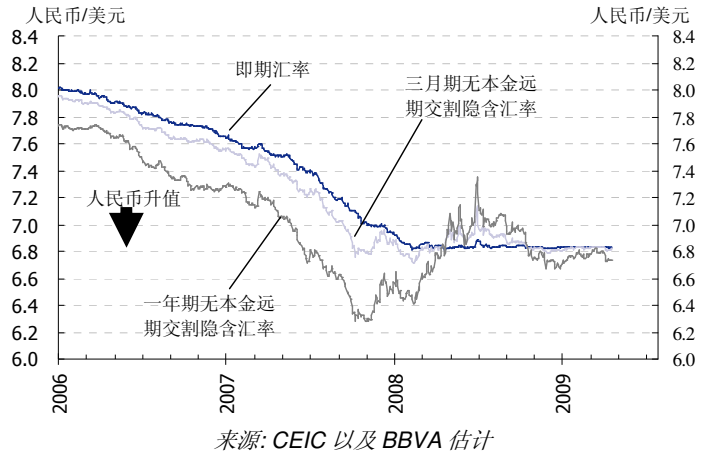


来源: CEIC 以及 BBVA 估计

V. 汇率

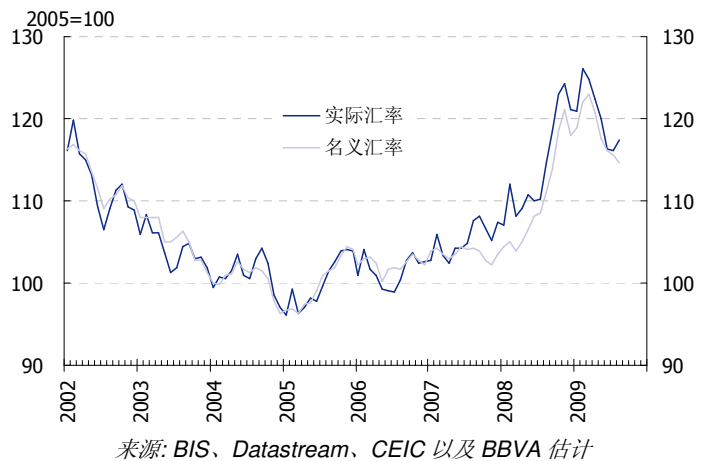
(a) 人民币即期以及预期升值

自 2008 年 7 月全球金融危机爆发以来，人民币的增值速率放缓，并且和美元维持在 6.83 水平左右的狭窄区间内。由于人民币兑美元无本金交割三月期汇率仍然接近即期汇率，而且无本金交割一年期汇率仅显示出温和的升值，市场预期人民币会在出口走高之前继续保持稳定。



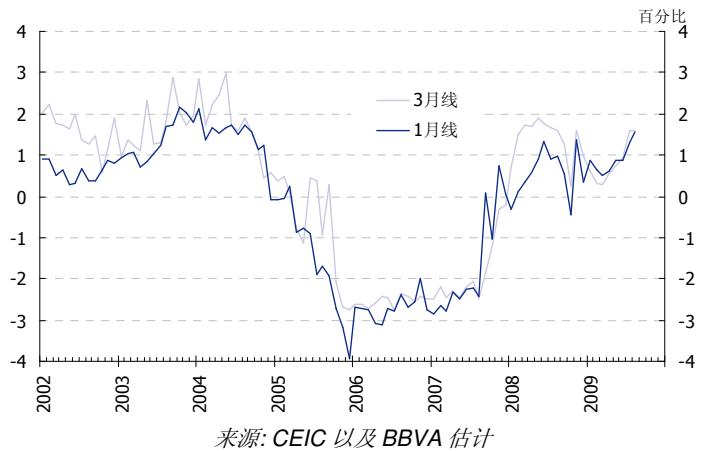
(b) 实际汇率和名义汇率

人民币实际汇率和名义汇率从 3 月份均开始下跌，而且下跌趋势一直持续 5 个月，直到 8 月份开始实际汇率开始上升并且达到 117.4 的水平，比 7 月份高 1.4 个基点。与此同时，名义汇率仍然下滑，达到 114.7 的水平，反映了中国相对其贸易伙伴通货膨胀率仍旧较低。



(c) 利差
(银行间拆借利率与 Libor 的利差)

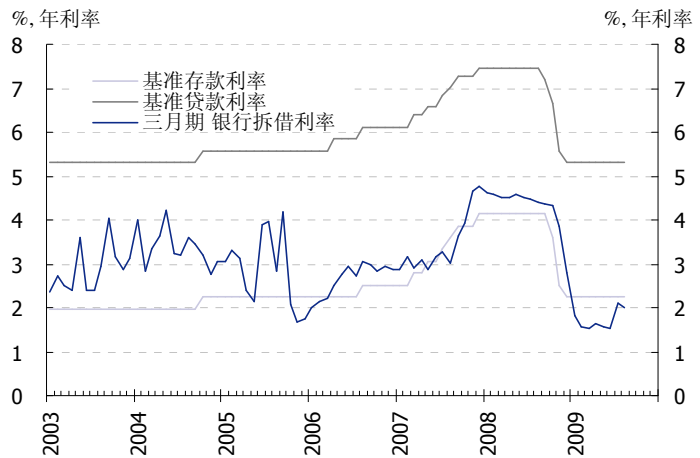
1 个月银行间拆借利率与 Libor 的利差在 8 月份上升到 1.56%，但是 3 个月的利差仍然保持在 1.58% 的水平上。在财务困境持续缓解以及中国信贷市场利率上升的环境下，Libor 市场的规范化导致了此现象。



VI. 金融市场

(a) 基准利率和银行间拆借利率

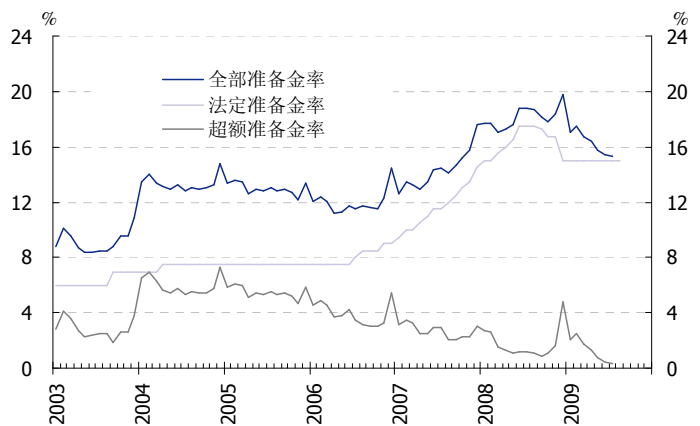
在经历上个月的上升之后，3 月期银行间拆借利率在 8 月份微降 0.005%，达到 2.005%的水平。从扩张的货币政策到适度宽松的货币政策的转变影响了 7 月和 8 月的利率上升。



来源: 中国人民银行以及 CEIC.

(b) 法定准备金率和超额准备金

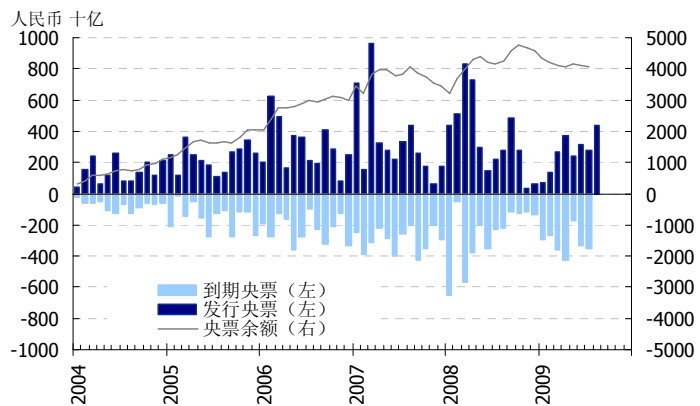
虽然法定准备金率自从 12 月份以来维持不变，但是超额准备金率自今年 1 月份开始下调。由于银行在这 8 个月急速扩张放贷，他们需要动用中央银行的超额准备金来扩张新增贷款，这便导致超额准备金率持续下降。



来源: CEIC 以及 BBVA 估计

(c) 公开市场操作

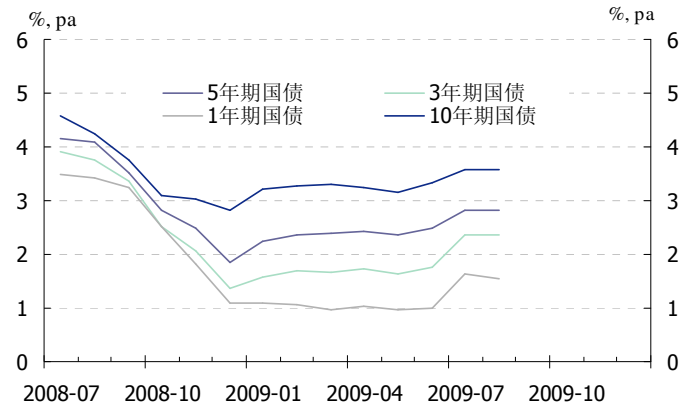
由于大量的央行票据在 6 月到 7 月到期，中国人民银行在 8 月份增加了央行票据的发行，以收回过多的流动性。



来源: CEIC

(d) 国债收益率

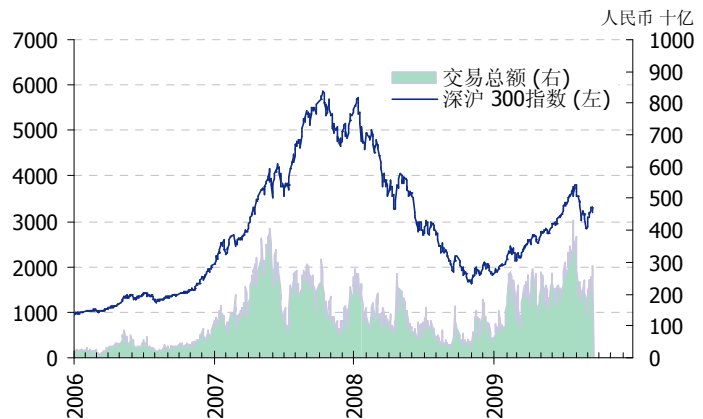
由于政府宣布中国将继续保持扩张的财政政策和适度宽松的货币政策，不同期限的国债收益率在 8 月份保持在相同水平，和货币政策在 7、8 两月保持不变的情况相一致。



来源: CEIC

(e) 股票市场表现

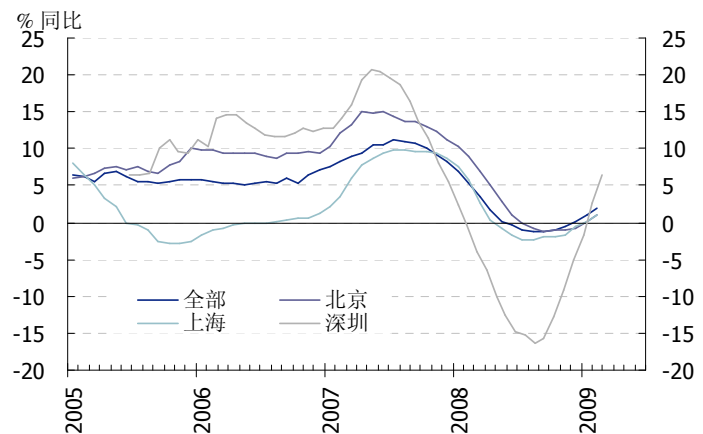
由于 IPO 重启引发了市场对信贷紧缩的担忧，中国股市从顶峰下跌将近 20%，但是在中国政府再度重申继续保持扩张的财政政策和适度宽松的货币政策后，股票市场又有所轻微回升。



来源: CEIC

(f) 房地产市场

由于购房者对全国房地产市场的态度乐观以及对近期通货膨胀的预期，房地产市场在 8 月份增长更快，北京同比涨幅 1%，上海 1.1%，而深圳达到 6.5%。但是由于成交量开始萎缩，而且高企的房价已经超过民众的购买能力，房价上涨的速度会在未来几个月有所缓和。



来源: CEIC