



朱元德

yzhu@bbva.com.hk

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

GDP 观察

2010年4月15日

第一季度强劲的GDP产出增强了过热风险，但仍处于可控范围

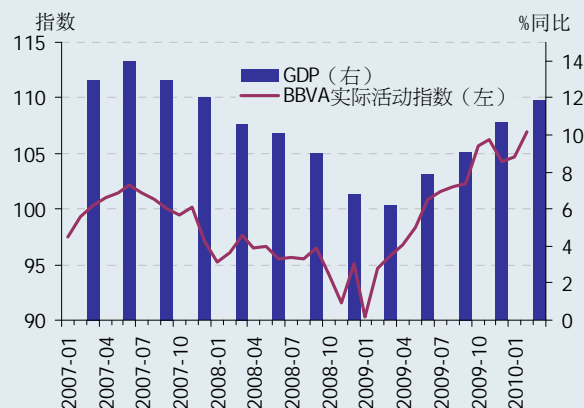
- 由于投资和净出口比预期强劲，第一季度中国经济同比增长 11.9%，超出了预期（BBVA: 11.2%；市场共识: 11.7%）。特别地，消费增长 11.2%（BBVA: 11.2%），投资增长 17.3%（BBVA: 16.3%），净出口降低 25.3%（BBVA: -32.1%）。GDP 产出受 2009 年第一季度低消费基数的影响，增长下降至 6.2%（图 1）。
- 通胀从二月份的 2.7% 放缓至三月份的 2.4%（BBVA: 2.2%，市场共识: 2.6%）。食品价格是作用最大的因素，非食品通胀同比降至 1.0%。但是，三月份房价持续同比上涨 11.7%。
- 展望未来，最近我们将 2010 年 GDP 增长预期更改为 9.8%（之前为 9.2%），并有上升风险。我们预计四月份整体通胀将同比上涨 4.0%，到年底降至 3.1%。
- 目前过热风险开始上升，但仍处于可控范围。根据我们对 2010 年增长和通胀的较保守预计，政府将进一步采取措施，抑制信贷增长。除了进一步采取限量措施外，我们预计第二季度和第三季度利率上调 27 个基点，第二季度起货币将开始逐步升值。

表 1: 基准情景

	2009	2010F	2011F	2012F
GDP	8.7	9.8	9.2	9.0
通胀（平均值）	-0.7	3.1	3.3	3.5
汇率（对美元，平均）	6.83	6.74	6.42	6.15
通胀（期末）	1.9	3.1	3.4	3.7
汇率（期末）	6.83	6.54	6.28	6.02
利率（期末）	5.31	5.85		

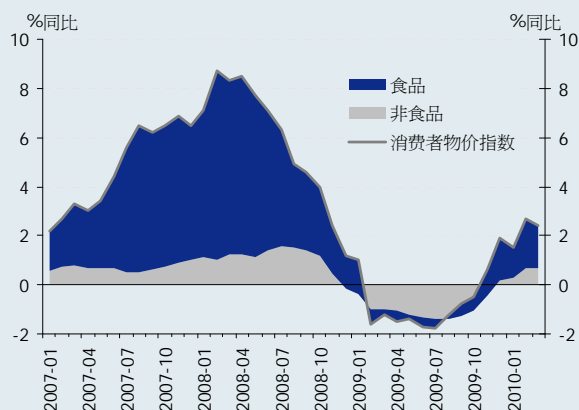
来源: BBVA ERD.

图1: GDP实际增长和BBVA RAI指数



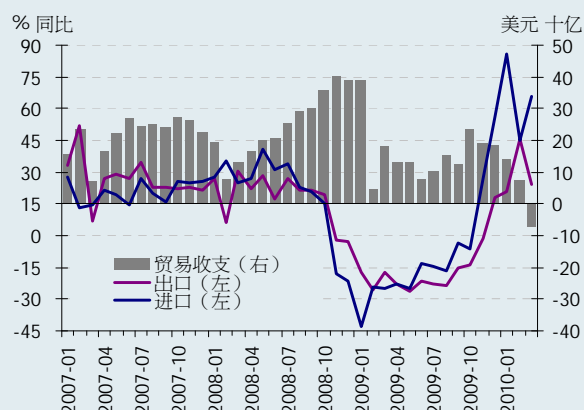
来源: CEIC 和 BBVA ERD

图2: 通胀须加以关注，但未成为问题



来源: CEIC 和 BBVA ERD

图3: 外部活动

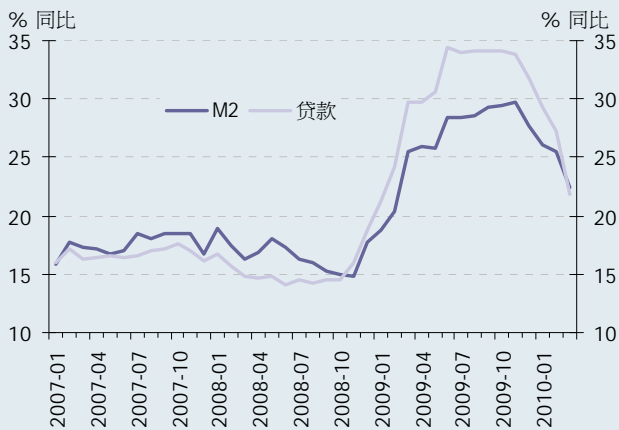


来源: CEIC 和 BBVA ERD.

数据

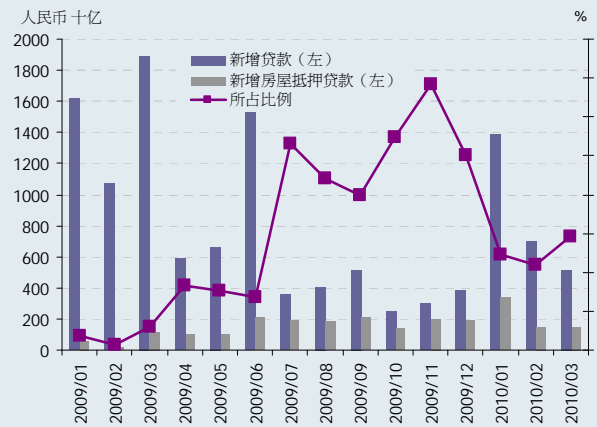
- 2 月份 CPI 整体通胀为 2.7%，三月份 CPI 整体通胀同比上涨 2.4%，从而实现第一季度 2.2% 的产出。同时，PPI 同比上涨 5.9%，本季度上升了 5.2%。在食品因素的主力推动下，三月份 CPI 通胀同比上升 5.2%，而非食品价格仅上升 1.0%（图 2）。展望未来，由于中国西南方的旱灾和较低的比较基数，我们预计整体通胀在未来数月内将达到 4% 左右的高峰，到年底将降至 3.1%。
- 城市固定资产投资（FAI）持续快速增长，三月份同比上涨 26.2%，相比之下，一月和二月期间为 26.6%。在整个季度内，固定资产投资同比增长 26.4%。我们预计在信贷环境紧缩的情况下，随着新项目审批限制措施的出台，广义货币的固定资产投资增速将放缓，同时将有措施出台限制新项目的审批并阻止地方政府融资平台的扩增。
- 三月份零售总额同比攀升 18.0%，相比二月份的 22% 有所放缓。由于政府不断提供补贴以促进消费并增加家庭收入，今年剩下时间内零售额会保持强劲增长。
- 三月份工业产出同比上涨 18.1%，相比之下，一月和二月期间为 20.7%。
- 之前发布的三月份贸易数据显示 72 亿美元赤字，这是六年来首次出现月度赤字，政府对此已有预计。尽管出口增长保持强劲（同比增长 24%），但进口增速更快（同比增长 66%），原因是进口量和价格均出现强劲增长（图 3）。价格变动是三月份高进口额的主要因素，我们预计，随着外部需求持续增强，贸易项目将恢复到顺差水平。
- 随着新贷款降至 510.7 万亿元人民币，与二月份相比，三月份贷款和 M2 增长进一步下降（图 4 和 5）。我们认为该趋势释放出政府加大力度抑制贷款的信号，我们认为可将“7.5 万亿元人民币”视为可用新贷款的预期目标（同比增长 18.8%）。
- 在新贷款中，抵押贷款的份额从去年十一月份以来持续下降后，在三月份首次出现上升，尽管这一增长在绝对值上与二月份的几乎相同（图 5）。但是，三月份房屋交易量快速反弹，预示可能进一步出现投机活动。三月份房价同比上涨 11.7%，价格水平高于危机前价值（图 6）。

图4：货币和贷款



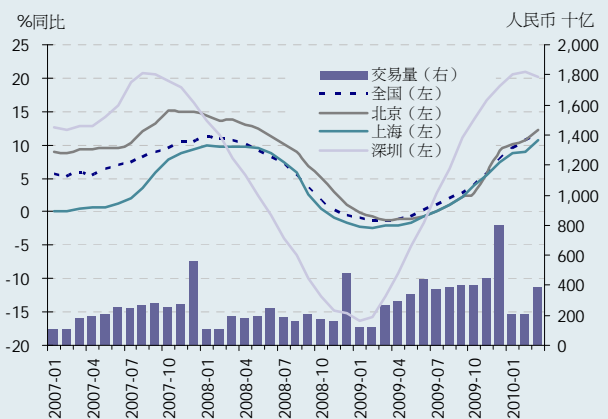
来源：CEIC 和 BBVA ERD

图5：抵押贷款份额上升



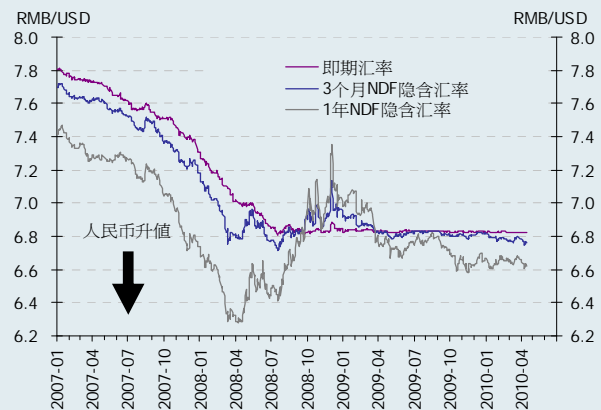
来源：Datastream 和 BBVA ERD

图6：房价持续上涨



来源：CEIC 和 BBVA ERD

图7：人民币出现升值预期



来源：Datastream 和 BBVA ERD

前景

展望未来，我们预计 2010 年继续保持强劲增长势头。根据我们对 GDP 增长 9.8% 的基准预测，通过政府加大力度抑制贷款和货币增长，并且在必要时缩减财政刺激措施，相信产值增长符合预期潜力（我们估计截止至 2009 年底为零产出缺口）。目前已出现过热风险，但仍处于可控范围内。除了通胀，房价泡沫以及 NPL 可能出现的增长也是在未来一到两年内值得关注的主要风险因素。

就政策面而言，国务院昨天强调了全球经济的脆弱性，重申继续保持现有的积极财政政策和宽松货币政策。但是，国务院敦促政府官员通过增加土地供应、紧缩投机贷款并实施新交易税，加大力度使楼市降温。我们预计将进一步采取限量措施，第二季度和第三季度利率会上调 27 个基点，从第二季度起货币将开始缓慢升值，到年底一美元将兑换 6.54 元人民币，相当于人民币对美元汇率提高 4%。但年度 NDF 显示仅出现 3% 的预期升值（图 7）。

我们的基准显示，增长和私人消费之间在中期内将逐渐重新实现平衡。其依据是改善社会安全和促进消费者贷款的政策出台，同时还包括货币的升值。