

经济展望

全球

2011 年 5 月

经济分析

- 在新兴经济体的推动下，全球经济持续强劲增长。
- 2011年油价将继续上涨，但对全球经济增长的影响有限。
- 商品价格对通货膨胀的压力促使全球货币紧缩，尽管美国和欧洲等发达经济体的步调不一致。
- 欧洲货币联盟（EMU）的政策制定者仍没有采取决定性行动以及对相关国家清偿能力的担忧将使欧元区的市场紧张状况加剧。
- 对新兴经济体的经济过热担忧持续，但鉴于商品价格上涨对南美洲地区经济起着推波助澜的作用，因此未来这一担忧在该地区可能更为突出。

目录

1. 概述：复苏, 全球性的冲击和脆弱性.....	3
2. 商品价格震荡对全球的影响.....	5
专题1: 商品价格高企之下的受益者和受害者.....	9
专题2: 评估高油价对美国 and 欧洲的影响.....	10
3. 货币政策的应对各异.....	11
4. 发达经济体的财政和金融风险.....	13
专题3: 日本地震：深入的短期影响，未来仍有许多不确定性.....	16
5. 新兴经济体的经济过热风险	18
6. 附表.....	20

发布日期：2011 年 5 月 10 日

1. 概述：复苏、全球性的冲击和脆弱性

全球经济将继续强劲增长，但面临下行风险

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，商品价格高企（尤其是油价）的威胁加大了不确定性，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国家和地区。与此同时，前一期全球经济展望中所提到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会进行某些形式的财政调整。最后，新兴市场的经济过热压力将持续，但鉴于高企的商品价格对南美洲地区经济起着推波助澜的作用，因此未来这一担忧在该地区可能更为突出。

虽然商品价格高企招致全球性风险，但其影响并未拖累太多经济增长

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持续，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拥有充足的闲置产能以及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/桶水平附近，并将于2012年回落至100美元/桶左右。

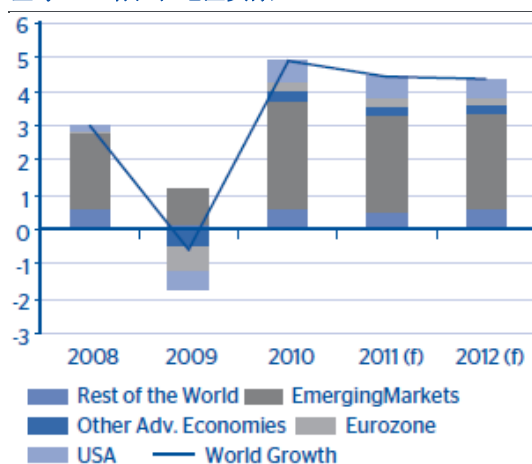
鉴于其他商品（如食品和金属）的价格也在上涨，受到负面影响的地区将主要集中于发达国家和亚洲多数的新兴经济体等原材料的主要进口国。另一方面，中东和拉丁美洲的贸易条件将得到改善，成为主要的受益者，并能够循环利用这笔意外之财。然而，这次冲击将被全球经济充分吸收而不会对经济增长造成严重影响。这与2011年一季度相对强劲的经济数据一起，证明多数地区的经济增长预测与我们2月份的全球经济展望报告中所述相比基本没有改变。但墨西哥和南美地区国家是例外，其2011年一季度的强劲经济数据和贸易条件的改善促使我们上调了对其2011年经济增长的预测。与二线国家的情况相反，欧洲核心国家经济将继续增长，而美国方面，受油价上涨影响，3个月前美国经济增长预期的上行风险现已更趋平衡了。

高油价将推升总体通胀，迫使对多数地区央行未来提早加息的预期增加

石油冲击的主要影响将体现在价格上。多数经济体2011-12年通胀加剧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，两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），不愿意看到此时的高油价导致通胀加剧。另一方面，美联储更加关注其经济复苏缺乏可持续性的问题，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前提下提前加息，但也时刻对过度的资本流入和货币升值保持警惕。

图1

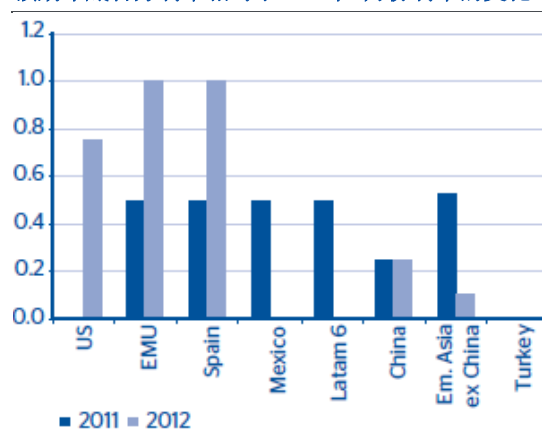
全球GDP增长和地区贡献



来源: BBVA Research 和 IMF

图2

预期年底官方利率相对于2011年2月份利率的变化



来源: BBVA Research

由于缺乏应对主权债务危机的果断措施，欧洲二线国家仍将面临很大的财务压力

在欧洲，三月份会议上所达成的协议有助于中期的经济结构改革以及对危机的预防。此外，欧洲金融稳定基金（EFSF）/ 欧洲稳定机制（ESM）引入的改变是积极的，缓解了对流动性的担忧。然而，只要对三个接收国际援助的外围国家（希腊、爱尔兰和葡萄牙）其偿付能力的疑虑，以及债务重组（包括对私人投资者）所带来的风险犹存，金融市场的紧张情绪就会持续。这一系列的忧虑也将继续阻碍这些国家从资本市场融资，使其主权债券利差处于高位，可能蔓延至其他信用评级较好的国家。因此，亟需制定一种全面的债务解决方案，但必须考虑到，艰难的债务重组包括对私人投资者实施扣减将导致风险蔓延至其他国家的可能性极高，因此方案必须谨慎的制定。

西班牙正将自己与上述三个外围国家区别开来，考虑到其在财政整合和经济结构改革方面所取得的进展，尤其是对其国内金融部门和劳动力市场。然而，持续的进展以及主权债券利差的缩小将关键取决于金融系统资本重组是否成功，包括私人资本的迅速进入，财政整合目标的不断达成，各地方政府也参与其中，以及持续在结构性改革方面取得突破，尤其是劳动力市场。

美国有望实现财政整合，但会经历较长时间内不断升级的政治分歧

在美国，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，但在那之前双方的政治分歧只能增加市场中更多的不确定性，尤其是关于债务上限的讨论可能使得整个债务问题谈判陷入僵局。

新兴经济体中对经济过热的担忧持续，但鉴于商品价格对南美洲地区经济起着推波助澜的作用，未来这一担忧在该地区可能更为突出

新兴经济体亟需显露出经济运行过热的风险，但各国的情况存在显著差异。有的国家开始通过进一步收紧的货币政策以应对这些风险，有些国家同时也采取了紧缩财政政策，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，而对于亚洲的新兴市场来说则起到相反的影响。此外，鉴于亚洲国家与日本广泛的贸易联系和日本在整个供应链中所处的位置，对日本经济放缓程度的疑虑也会减缓多数亚洲国家的经济增长。另外，与南美国家相比，当前多数亚洲地区国家的经常账户盈余为该地区应对经济过热提供了一定的缓冲。

2. 商品价格震荡对全球的影响

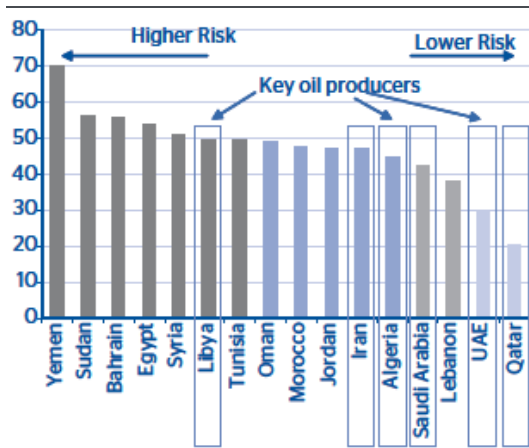
中东和北非（MENA）的政治动荡可追溯至政治、经济和人口因素，这些因素在其它地区难以重现。

尽管去年12月MENA爆发的社会紧张造成的波动令地区分析人士感到震惊，但人们一致认为它有着一定的因果联系。总的来说，地区大多数国家都有着共同的社会经济和政治因素，这些因素对于动乱起着强大的催化剂作用。在政治方面，最重要的是独裁政府的存在，且通常执政许多年，这极大地压制了公民自由。这种情况还经常伴随着一系列恶化的经济状况，主要表现为低生活标准、高失业率（特别是年轻人）或普遍存在的腐败。最后，较高的年轻人口比例以及被剥夺公民权力的社会是造成动荡局势的其它因素。

为应对这种情况，一些政府能够通过设立公共基金来平息反对意见。某些石油出口国如沙特阿拉伯等尤其是这种情况，政府通过一项慷慨的350亿美元社会支出一揽子计划来应对国内出现的动乱迹象。可以理解，那些没有求助于石油基金的国家在遇到类似问题时倾向于做出政治妥协。因此，可用公共基金的规模是确定地区正在进行的政治博弈的另一条相关信息。

图3

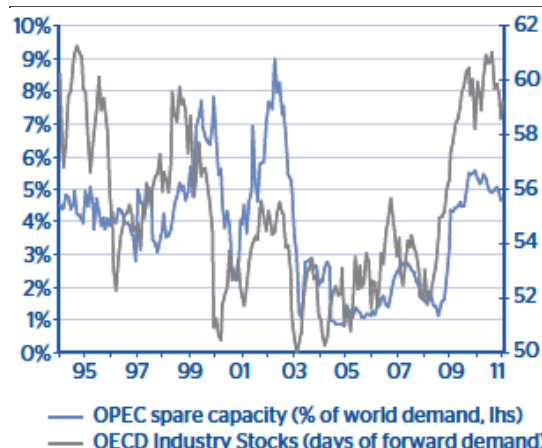
BBVA中东和北非地区国家潜在动荡风险指数



来源: BBVA Research

图4

石油市场（库存和产能）提供缓冲



来源: BBVA Research 和 Haver Analytics

以前的考虑远没有穷尽MENA国家反政府动员的所有决定因素。然而，这些考虑构成一套简明而又可量化的指标，以对地区国家对这种动乱的相对脆弱性进行评估。实际上，图3总结了MENA国家暴动风险指数的信息。指数权衡了经济变量（人均GDP PPP、失业率）、治理指标（发言权和责任、腐败控制、独裁统治的年数）、25岁以下人口百分比以及政府通过社会转型“贿赂”社会的能力（储备占GDP的百分比）。最后，它还包括宗教剥夺的存在以及属于权力被剥夺团体的人口百分比。三种变量（政治、经济和社会）所分配的权重相对平衡。结果指数为较高得分意味着较高的动乱可能性。

有趣的是，图3的结果指数在确定更易于发生动乱的国家方面做了一件相对较好的工作。在指数值最高的国家中（即风险最大），我们发现两个国家的激进分子已经推翻当权政府（埃及和突尼斯），还有一些国家的冲突将或已经更加剧烈（利比亚、巴林、也门、叙利亚，还有过去的苏丹）。类似的是，具有中间指数值的国家（即阿曼和阿尔及利亚）存在相当大程度的紧张状况，但远低于高指数国家。最后，在低指数国家中（即沙特阿拉伯和卡塔尔），反政府示威游行实际上可忽略。

图3中一个值得关注的重要方面是，除了利比亚，地区最重要的石油生产国都存在中低程度的动乱可能性。伊朗和阿尔及利亚是地区两个其它相关能源出口国，其风险指数也均处于中间范围。另一方面，虽然沙特阿拉伯是最重要的全球能源出口国，但其风险水平较低。

总之，MENA地区的国家在社会紧张的风险方面存在较大差异。如果我们增加截止目前影响每个国家事件进程的特殊因素，我们很难认为，在更大规模社会动员上存在统一的行动，更不用说民主化了。在危机爆发四个月后，地区所呈现的不同情况包括那些正在朝着有意义的政权更替进行着缓慢但仍不确定进展的国家以及那些民主化前景被当地政府迅速作出反应、可忽略的公民参与程度或两者皆有的因素所严重限制的国家。目前，突尼斯和埃及的民主化最有希望。社会紧张的程度有所缓解。因此，他们在解散前政权组织方面取得了一些进展，同时又为转型过程打下了基础（组建临时政府、以前被取缔政党的合法化等）。当然，利比亚是冲突最严重的国家之一，冲突升级实际上已排除了双方谈判解决的可能性。在巴林，和平政治变革的前景也受到严重阻碍，特别是在政府宣布紧急状态并呼吁其它GCC成员国帮助其镇压反对派后。

地区其它国家社会动员的程度更低，它受到各种“胡萝卜加大棒”政策的制衡。伊朗和叙利亚是一个极端，明显倾向镇压，而不是妥协。相反，GCC石油出口国大多数选择经济妥协，特别是沙特阿拉伯。然而，如果持异议者变得更加嚣张，我们不排除可能诉诸武力。最后，财政状况更脆弱的国家（摩洛哥，其次是约旦和阿尔及利亚）已做出更有意义的政治承诺。

“茉莉花革命”是否会蔓延至其它具有地缘政治重要性的地区？我们认为这非常不可能。在上述MENA国家动乱的主要决定因素中，某些因素在中国、俄罗斯或土耳其同样存在，但很难在一个地方找到所有这些因素的组合同。例如，对于中国和俄罗斯，低水平的年轻人失业率和两国经济动员财政资金进行社会转型的能力对于应对动乱威胁大有帮助。而对于土耳其，鉴于其完全不同的经济、政治和制度背景，动乱不可能蔓延到此处，因为该国在民主制度、自由言论权和世俗中庸政府方面是地区的行为榜样。此外，对于这三个国家来说，高增长率似乎使全民各个领域均受益，与MENA国家相比，特别是石油进口国，这是一个重要的区别性因素。

石油和其它商品价格将在 2011 年继续上涨，但随着采取措施防止蔓延至地区其它重要石油生产国，价格将缓慢下降。

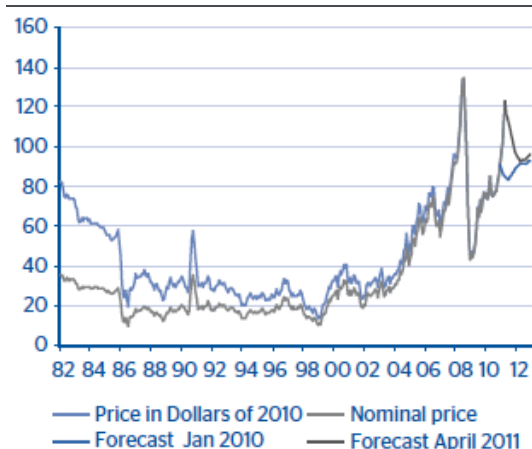
在主要产油区之一发生动荡的情况下，石油价格持续上涨趋势，4月份已超过120美元/桶。这部分受到利比亚产量下降以及地区持续动乱的影响，并为石油价格增添了重要的地缘政治风险。另外，北美洲和亚洲的需求持续强劲（似乎未受到较高油价的严重影响）以及美元弱化也对价格大幅上涨发挥了一定作用。

尽管利比亚产量下降以及仍然强劲的需求，OPEC可通过提高产量来弥补大部分的差额，特别是沙特阿拉伯。尽管仍难于完全替代来自北非的高质量石油，但冲突开始前，石油卡特尔组织的空闲生产能力仍远高于最近五年的平均水平（图4），且肯定高于2008年上一次油价高峰时的水平（图5）。这种缓冲以及较高的OECD储备（也高于最近五年的平均水平，图4）似乎抑制了市场对利比亚产量下降（约占全球石油需求的2.6%）的反应，因此，目前油价稳定在约120美元/桶。

未来，我们认为，动乱蔓延至地区其它主要石油生产国（阿尔及利亚和海湾国家）的可能性非常低，我们预计，石油价格所附加的地缘政治风险将逐步消失，尽管很缓慢。因此，我们预计，油价将在2011年大部分时间内保持高位，约为120美元/桶，在2012年将逐步降至100美元/桶，与供需基本面更趋一致，这一点在我们三个月前的油价预测中已有所提及（图5和图6）。

图5

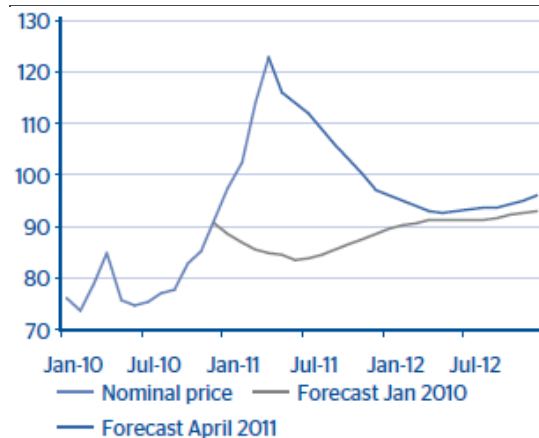
名义和实际油价（美元/桶）



来源: BBVA Research 和 Haver Analytics

图6

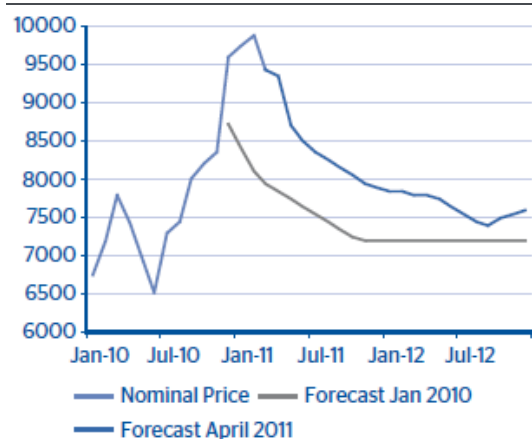
油价（详细, 美元/桶）



来源: BBVA Research 和 Haver Analytics

图7

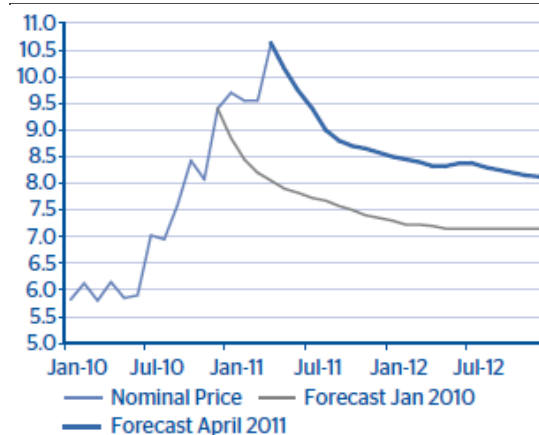
铜价（美元/吨）



来源: BBVA Research 和 Haver Analytics

图8

食品价格（指数）



来源: BBVA Research 和 Haver Analytics

尽管与油价相比上涨幅度较小，但自我们上一期《全球经济展望》以来，其它商品价格在最近三个月也出现意外增长，供应正常化和需求下降应有助于抑制价格继续上涨。实际上，很大程度上在新兴经济体强劲复苏的推动下，金属价格在2011年第一季度强劲恢复，尽管一些与气候相关所导致的供应中断也发挥了一定作用。对较高需求的缓慢供应反应意味着库存缓冲在下降，尽管在未来，新兴经济体的预期增长趋缓将抑制全球金属需求并有助于降低价格（图7）。

自2月份以来，由于库存下降以及供需比紧张，食品价格平均上涨了约12%。未来，如果政府加大购买粮食，以保证那些高额补贴市场的供应，则MENA国家的动乱可能会带来额外压力。然而，正常气候条件将意味着比去年更好的收成，从而提高产量并降低食品价格（图8）。

鉴于MENA国家地缘政治局势的不确定性，对商品价格预测的不确定性非常高。就石油来说，动乱可能蔓延至其它主要生产国，这种可能性虽小，但仍然存在。尽管OPEC应该拥有足够的空闲生产能力，以弥补损失的产量，但由此引起的缓冲产量下降以及引发地区连锁反应的可能性将推动油价达到2008年的高位（约140美元/桶），并在相当长的时间内保持这一水平。在这种情况下，金属价格肯定会因随之而来的对全球增长的冲击而受到影响，除了那些受益于对生物燃料生产具有较高需求的商品外（如玉米），食品价格也将受到消极影响。

较高商品价格对经济活动的影响将因地区而不同，但总体来看，全球经济应能够承受，而不会对增长造成太大影响。

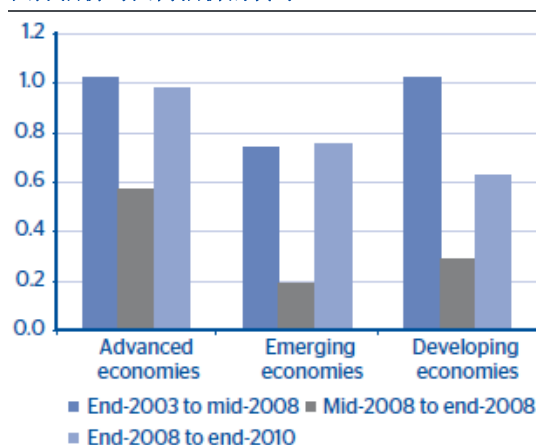
在较高商品价格的情况下，商品进口国对出口国的净收入转移将增加。特别是美国、欧洲、日本和大多数亚洲新兴市场国家在2011年将不得不额外转移5000亿美元（与2010年相比）给商品出口国（特别是中东，其次是拉丁美洲）。从数量上说，这将意味着发达经济体（G3）和东亚各国家地区将向商品出口国转移约1% GDP（欲了解更多详细信息，参见专题1）。

然而，这一数量的冲击将被全球经济所吸收，而不会对经济活动造成严重影响。对美国经济和EMU这种影响的量化如专题2所示，表明对经济活动的影响相对较小。尽管其GDP的石油强度相对较高，但对新兴经济体相对较小的影响可部分追溯至国际对国内油价的传递效应下降。如图9所示，在2003年至2008年油价上涨的前一个周期内，与发达经济体完全传递相比，新兴经济体只传递了国际油价涨幅的约四分之三。截止目前，新兴经济体这种较低程度的传递效应在自2008年底以来的价格增长中被不断重复，这源自为抑制国内价格波动而对补贴的积极利用。然而，这一政策隐含的财政成本将意味着只有具有充分财政空间的经济体才能够负担得起。

因此，鉴于在大多数情况下，第一季度走强的数据被较高油价所抵消，与2月份上一期《全球经济展望》相比，我们的增长预测没有太大变化。主要例外是墨西哥和南美洲，鉴于第一季度走强的经济数据以及较高商品价格所带来的收益（图10）消除了阿根廷和委内瑞拉的部分瓶颈，其增长预测进行了适度上调。

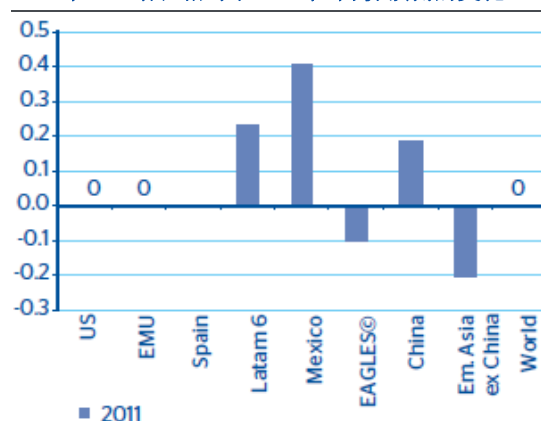
一般来说，欧洲核心和外围国家之间的增长分化趋势在2011年将继续。在美国，由于较高油价以及第一季度经历的经济增速放缓（我们认为这将是暂时的），目前预测有下行风险（三个月前，风险呈上行趋势）。

图9
国际油价对国内油价的传导*



*国内碳氢化合物价格变化与国际现货价格指数的比例，均按本国货币计量
来源：BBVA Research 和 IMF

图10
2011年GDP增长相对于2011年2月份预测的变化



来源：BBVA Research

专题 1: 商品价格高企之下的受益者和受害者

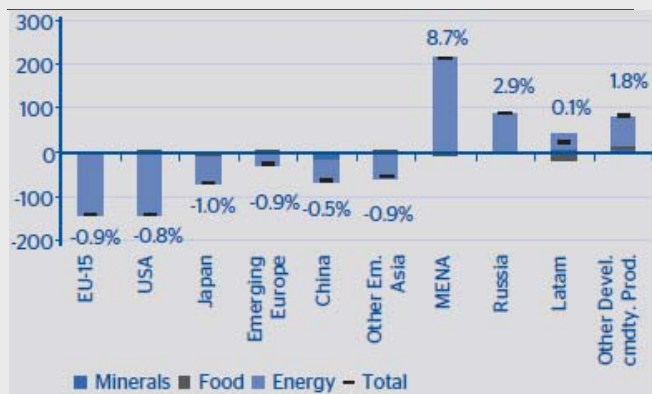
商品价格增长表示对经济的“实际”冲击，在净收入从进口国向出口国转移方面产生受益者和受害者。2010年，与能源、金属和食品进口有关的收入转移总额达到1.8万亿美元，约占全球GDP的2.9%。这一数额的最大贡献者是G-3国家，占全球转移的67%，其次是中国（17%）和其它亚洲新兴国家（11%）。另一方面，中东和北非（MENA）地区则获得最大份额，占42%，其次是俄罗斯（19%）和拉美（18%）。80%以上商品流动总额的价值与石油平衡有关。

如正文所述，MENA地区目前国内动乱的程度有多大以及将持续多长时间（及其对石油供应的意义）等问题的不确定性表明，能源价格，特别是石油，将在近期继续上涨。这种情况的一个直接影响将意味着加强与商品有关的收入转移。

根据所有商品价格上涨受到抑制的基线情况以及世界银行提供的最新贸易数据，我们计算了各国具体的净收入转移额占该国GDP的比重。然而，要牢记一些说明情况：首先，它假设高价格对需求或供应没有影响，因此，这只是纯贸易条件的影响。其次，出口国或进口国的相应GDP数字在计算GDP比率时不变。但总之，这是对商品价格对世界不同地区最初影响的一种适当近似推算。

图11

2010至2011年因为商品价格高企的收入转移净额
(十亿美元 和占本国或地区GDP百分比)



(*)其他发达国家产油国包括加拿大、澳大利亚、挪威和丹麦。欧洲新兴经济体包括土耳其。中国包括香港。

来源: BBVA Research 基于 World Bank, IMF 和 Haver Analytics

因此，我们2011年的基线情况预测意味着全球约5000亿美元与能源、金属和食品进口有关的额外收入转移，即约1%的GDP从发达国家（G3）和东亚转移至商品出口国（参见图11）。另一方面，MENA国家和俄罗斯成为净转移的主要受益者（额外净收益分别占其GDP的8.7%和2.9%）。拉美各国呈现较大差异，因为一些国家受益于高油价（墨西哥、哥伦比亚和委内瑞拉）和攀升的金属价格（智利和秘鲁），但食品价格高企将部分抵消这一积极影响，并对巴西和阿根廷产生积极推动作用。平均来说，对地区的影响是积极的，尽管不太大。

专题 2: 评估高油价对美国和欧洲的影响

据国际能源机构透露，原油占能源需求的约33%。再加上天然气和煤，化石燃料的份额几乎达到80%。鉴于石油作为基本原材料在世界生产中的作用，油价变化一定会对国际产出增长和通货膨胀造成重大影响。

油价大幅上涨将对经济产生滞胀效应。这种影响的程度取决于多个因素：其规模和持续性、其对作为能源的石油的依赖性以及政策反应。历史上，石油危机均推动了过去30年内的每一次全球衰退。例如，1974-1975年、1980-1981年和1990-1991年的衰退以及当前衰退部分是由油价大幅上涨引起的。

在本专题，我们评估了油价对多个关键宏观组合的影响。我们尝试对冲击进行建模是为了反映石油市场的现状。最近油价上涨可认为是一次预防性需求冲击，而不仅仅是供应方面的冲击。我们观察到原油价格大幅增长（可证明是由预防性需求在面对地缘政治风险增大时引发的），而供应数量却没有下降，因为大部分损失的利比亚产量被其它OPEC石油生产国所弥补。相比之下，供应冲击通常代表数量下降，从而造成油价上涨以及全球经济活动减速。

我们的研究特别评估了美国和EMU两个地区对产出增长、通货膨胀和利率冲击的反应。除了这些地区在全球经济活动中的重要性外，它们的能源还明显依赖石油，其能源大部分是进口。实际上原油满足了美国和欧洲约40%的总能源需求，尽管后者依赖比率高得多。然而，这一特点还需考虑到美国的生产比欧洲更加石油密集。

我们评估了SVAR（结构向量自回归）模型，包括9个变量：美国和欧洲的Brent原油价格和石油总产量、GDP、CPI和官方利率及全球经济活动的代理变量¹。所用样本包含从1985至2010年第四季度的季度数据。

根据Uhlig（2005年）²，石油市场的冲击可通过对初始VAR的反应征兆施加限制来确定。特别是考虑到Peersman和Robays（2009年）的工作³，我们尝试分析的预防性需求冲击需要脉冲响应函数，以在面对冲击时满足：1）油价上涨；2）石油数量增长；和3）全球经济活动下降⁴。请注意，这与70年代的标准石油供应冲击不同，当时我们可以观察到石油产量下降，而不是持续增长，并近似得出地缘政治风险增大使得库存更加重要且提高其需求的事实。

¹ OECD 35个国家工业生产指数综合先行指标。

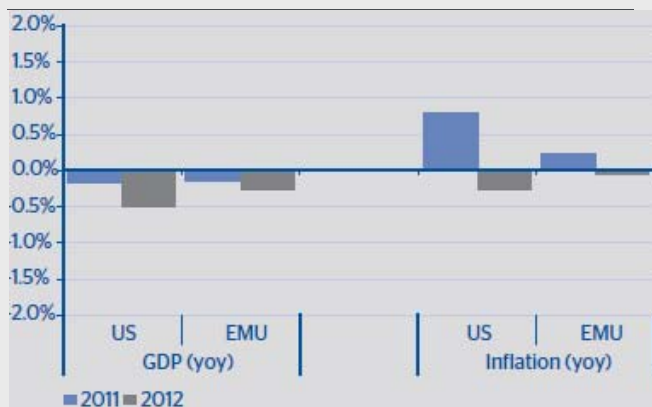
² Uhlig, Harald, 2005. “货币政策对产出有哪些影响？综合识别程序的结果”，货币经济学杂志，Elsevier，第52(2)卷，第381-419页。

³ Peersman, Pert 和 Robays, Ine Van, 2009. “石油冲击影响的跨国差异”。

⁴ 实际上，这些条件几乎未满足。

图12

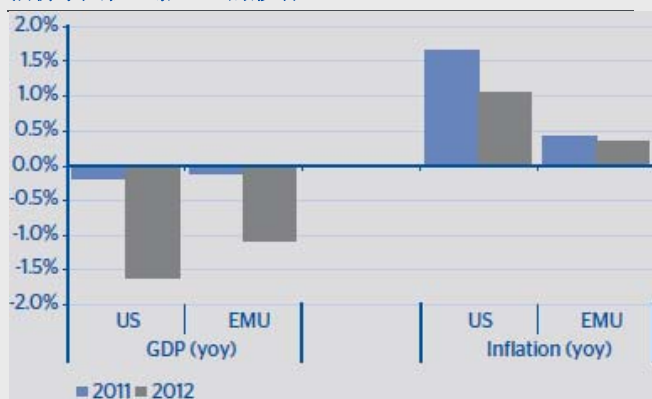
一年内油价暂时性上涨25%的影响



来源：BBVA Research

图13

油价永久性上涨50%的影响



来源：BBVA Research 和 IMF

在确定冲击后，我们就能够为石油市场模拟不同的情况。我们对分析下列响应感兴趣：1）暂时冲击，油价在2011年涨至约120美元/桶，并在2012年回到90-100美元/桶；2）永久性冲击，油价涨至约140美元/桶，并持续保持。

如预计那样，模型预测，不管这种冲击的持续性，它将造成产出增长下降以及通货膨胀提高。而且，暂时冲击（图12）比永久性冲击的影响要弱，后者对于增长可能是破坏性，可造成两个地区的近乎衰退（图13）。请注意，通货膨胀在2011年反应更加强烈（暂时冲击结束后第二年通货膨胀下降），但由于实际变量的典型惯性，2012年才记录到对GDP的较大影响。

此外，美国增长的影响在一定程度上高于欧洲，这可能反映：1）美国生产的石油强度较高；2）欧洲与石油出口国较高的贸易一体化，从而受益于石油收入再循环；3）欧洲对石油产品的税收负担较重（一次付清），从而减弱了对国内价格的传递效应。鉴于其相当大规模的国内石油生产，对美国产出的较大影响部分受到对美国较小消极贸易条件影响的补偿。

3. 货币政策的应对各异

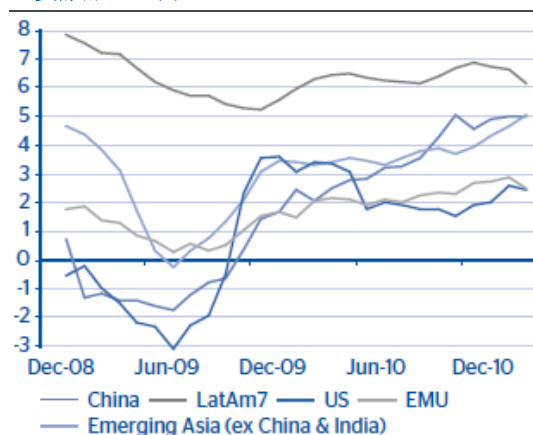
2011年较高油价的主要影响将是多数经济体较高的总体通货膨胀

如前节所述，2011年油价保持在约120美元/桶，较高油价对经济活动的影响相对较弱。然而，全球总体通货膨胀当然会受到较高商品价格的直接影响。

全球通货膨胀目前约为4%，但发达经济体（稍高于2%）和新兴经济体（超过6%）之间存在较大差异，如图14所示。核心通货膨胀仍远低于总体通货膨胀，尽管新兴经济体的核心通货膨胀在年内强势增长，截止2011年3月份，它已从稍高于2%攀升至接近4%，这反映了一些国家较小的超额生产能力以及经济过热迹象（参见第5节）。

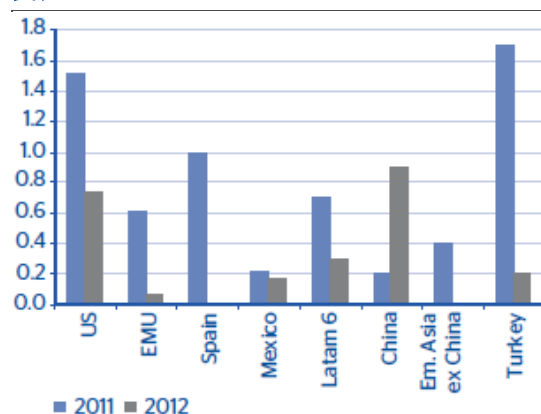
未来，如果像预计那样，油价在2011年稳定在120美元/桶，并在2012年下降，尽管影响将是暂时的，但高于预期的商品价格将使通货膨胀高于三个月前预测的值（图15）。值得注意的是，即使石油和食品在新兴经济体的CPI权重较高，但发达经济体的通货膨胀预测上调更为明显。这反映了拥有财政空间的大多数新兴经济体预计将像过去那样通过增加补贴来抑制国内产品价格上涨（图9）。然而，截止目前，在发达经济体，总体通货膨胀的提高尚未转变为核心通货膨胀，近期应有充分的空间来抑制溢出效应。尽管如此，所有地区通货膨胀展望的风险趋于增大：在新兴经济体，这些风险源于油价可能较强的传递效应以及仍在构建的中央银行的公信力，而在发达经济体，经济减速的影响可能小于预期。

图14
通货膨胀（% 同比）



来源: BBVA Research 和 Haver Analytics

图15
2011年和2012年的通胀预测相对于2011年2月份的变化



来源: BBVA Research

总体通货膨胀增长以及第二轮效应的风险将促使各国中央银行及时进行预期的利率提高，但各国情况有着较大差异。

如上所述，较高的商品价格将推高通货膨胀，不同经济地区情况各异。然而，需要强调的是，我们认为，由于仍然充分的生产空间以及走弱的劳动力市场，通过发达经济体较高工资而表现的第二轮效应将不会实现，通货膨胀预期将保持不变。

美国和欧洲的货币政策制定者正在将他们关注的焦点（强度不同）从防止恶化进入衰退转向保持通货膨胀预期不变，特别是考虑到其货币政策立场非常宽松。因此，风险平衡倾向于提前提高利率，且可能性较高。欧洲央行（ECB）的强硬立场是为了通过预先防范而避免通货膨胀第二轮效应的任何风险，似乎不愿意将油价冲击视为暂时性的。与此相反，美联储似乎更关注仍然软弱的复苏，并将这种商品价格冲击视为在本质上是暂时性的。

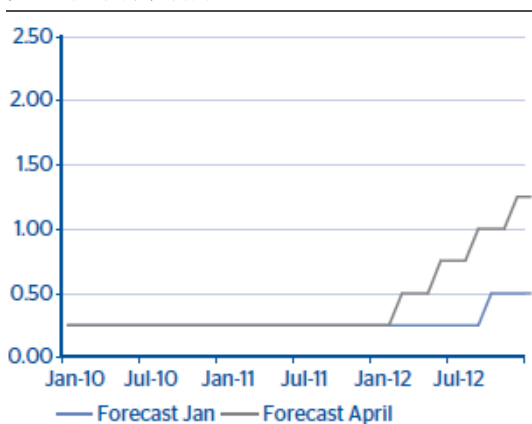
在这种情况下，我们预计，美联储将于我们在2月份前一期的《全球经济展望》中所预计的时间之前开始提高其联邦基金目标利率。但我们仍认为，联储局在2011年将不急于提高利率，其退出战略将是渐进性的。我们新的基本情况假设认为，在2012年3月份之前，美联储将保持联邦基金利率不变，此后将逐步实施退出战略（图16）。同时，我们还预计，正如方案在2010年中期实施时所设想那样，联储局将于今年6月份终止其最新的非常规货币刺激措施（QE2），且不会进一步延期。

自3月份以来ECB的强硬立场转变以及4月份首次提高利率表明，这将是缓慢利率增长过程的开始，将偏离其“非常宽松”的立场，即在2011年底使官方利率达到1.50%至1.75%的更合理水平以及在实行观望战略后在2012年底使利率达到约2%（图17）。缓慢速度反映了复苏势头和通货膨胀发展的不确定性以及对一些欧元区银行部门艰难局势的担忧，这也证明其延长对财政部门非常规支持的恰当性。无论如何，我们认为，这些增长应足以抵消高油价的第二轮效应，并保持通货膨胀预期不变。

有趣的是，这将意味着这是ECB（或以前的BundesBank）将在美联储之前经历紧缩周期的少数实例之一。这已经对欧元升值造成影响，且超过欧洲外围仍然很紧张的财政局势以及美国 and 欧洲之间生产率增长差异的影响。因此，较高利率和走强的欧元将使EMU的财政状况更紧张，而不会帮助欧洲周期性复苏。

图16

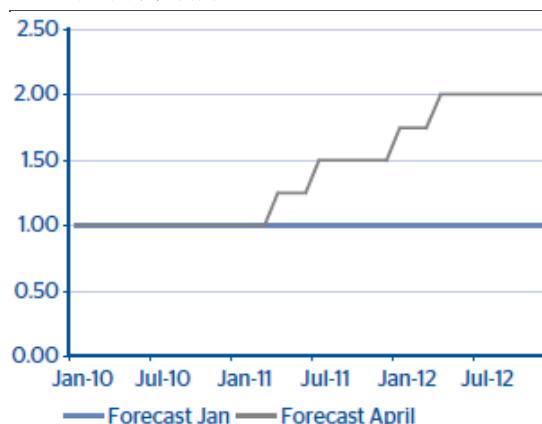
美国: 官方利率预测 (%)



来源: BBVA Research

图17

EMU: 官方利率预测 (%)



来源: BBVA Research

在新兴经济体，较高商品价格将加剧资金流入和升值压力造成的政策困境。

商品价格上涨还对新兴经济体的货币政策构成挑战。如上所述，不断上涨的石油和食品价格以及逐渐缩小的空间正在推高新兴经济体的（核心和总体）通货膨胀。另外，大多数新兴经济体出现较高的信贷增长率。然而，由此造成的货币政策紧缩可能使汇率的过调以及强大的资金流入突然逆转，特别是在美国货币政策开始紧缩后。因此，许多新兴经济体已采取宏观审慎措施来紧缩政策，并控制资本以消除对资金流入的担忧。然而，风险在于不充分的政策紧缩可能造成随后的硬着陆。鉴于目前非常宽松的货币状况，由于政策利率过低，这种情况尤其重要。

4. 发达经济体的财政和金融风险

在欧洲，3月份的峰会在推动改革方面取得了一些进展，有助于防范未来危机，但对清偿能力的担忧未有效解决，因此将继续对周边国家造成压力。

在2011年第一季度，外围国家金融市场依然紧张（图18），欧洲各国政府的努力证明是无用的，问题解决仍遥遥无期。对问题采取零打碎敲的方法似乎每次对市场都有较小的积极影响，它需要对债务危机采取更加全面的解决方案，以重获信心。

3月份举行的欧洲理事会会议确定了未来欧洲处理经济协调和危机防范等问题的框架。一方面，德国提出的《欧元附加条约》强制各国每年提交养老金、工资协商和财务规则等领域的改革方案。这些方案对于中长期增长和财政可持续性来说是有用的，但并未解决如主权流动资金和清偿能力等当前问题。《欧元附加条约》决非最佳选择，特别是鉴于缺乏可执行性以及某些协议的自愿执行（同伴压力可能不足以促使进行必要的改革），但至少有助于使德国同意涉及主权债务问题的其它决定。

第二个要素是《稳定与增长公约》（SGP）改革，它将提出对国家财政政策进行审查，包括控制私营部门失衡（除了希腊，它已成为此次危机的潜在原因）以及加强对违约国家的处罚。当然，这是一项防止未来出现类似危机的积极改革，尽管在实施制裁时忽略政治因素且使其完全自动执行将会有更好的结果。

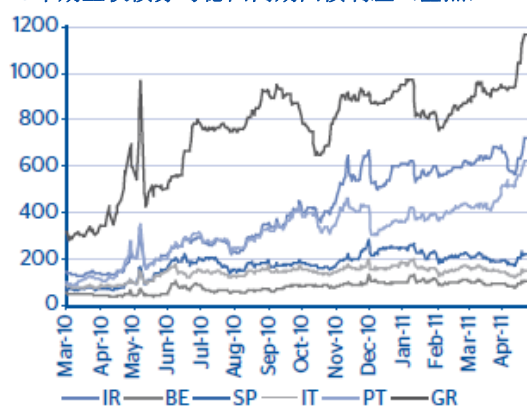
第三个要素是《欧洲金融稳定基金》（EFSF）和《欧洲稳定机制》（ESM）的改革，这是缓和当前紧张状况的最重要手段之一。各国致力于提高EFSF有效贷款能力，并在2013年6月使ESM成为永久性机制。后者还将其有效能力提高至5000亿欧元，这些可专门用于购买初级市场的债券。这当然是对当前框架的改善，可有助于解决主权流动资金问题。然而，由于不可能购买二级市场的债券，它未达到预期，即促成类似于90年代Brady债券的自愿债务重组，并将ECB从其当前在极度困难时支撑主权债券价格的负担中解脱出来。

协议的主要问题是它们并未解决外围国家对清偿能力的担忧。关于一些国家主权债务可持续性的不确定性（最显著的是希腊）使得个人投资者必须承担其持有债券的损失，甚至在保释体制2013年就绪前也是如此。峰会后发布的公报也没有阐明当前债券是否一定不会重组。此外，从一开始，EU和IMF基金均优先于私人债务。虽然这些债务重组担忧仍然存在，希腊、葡萄牙和爱尔兰的债务收益利差将维持高位，自货币联盟组建以来尚未看到利率的离散分布（图19）。这将意味着欧洲各国政府需要采取进一步的措施，它们3月份采纳了决定，目前只是在（再次）拖延时间。

除此之外，4月底，欧洲官员宣布支持债务重组（最显著的是德国财政部长）以及关于IMF也将支持这一措施的谣言使市场震惊。在这种情况下，市场日益认为仅仅延后官方债务的最后期限已不足以解决问题。鉴于希腊银行对其主权债务非常高的敞口以及欧洲银行对希腊主权债券和希腊银行的跨境敞口（图20和图21），减少私人投资者的强势重组将对相关机构造成非常恶劣的影响，如果未进行正确设计——仅涉及公共基金或私人公共债权人共享安排，重组将很可能蔓延至其它欧洲金融系统并造成比2010年春季更恶劣的金融市场紧张状况。如果重组以一种无序的方式进行，则问题会更加严重，这反映了希腊的改革疲劳。因此，希腊迫切需要一项全面而又雄心勃勃的方案，需要克服欧洲政府对其选民明显的政治软弱性。

图18

10年期主权债券与德国同期国债利差（基点）



来源: BBVA Research 和 Bloomberg

图19

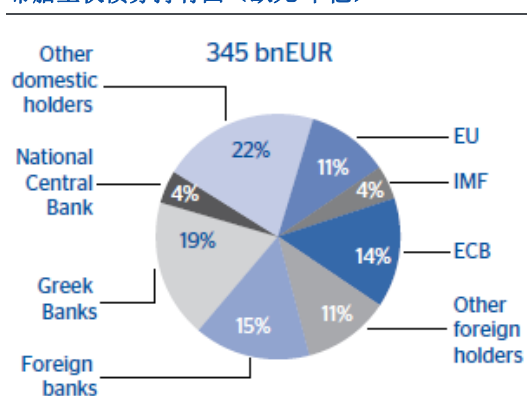
欧元区债务水平和债券收益率的分布



来源: BBVA Research 和 Haver Analytics

图20

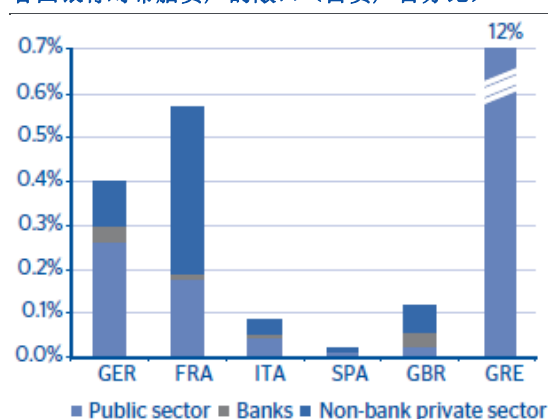
希腊主权债券持有国（欧元 十亿）



来源: BBVA Research 基于 IMF, BIS 和 各国家机构

图21

各国银行对希腊资产的敞口（占资产百分比）



来源: BBVA Research 和 BIS

在美国，缩减财政赤字的谈判将可能产生一项真正的财政整顿方案，但围绕讨论的政治因素可能会增加市场的不确定性。

长期以来，美国一直在希望开始财政整顿过程。过去几年实施的反周期财政政策使得美国的财政状况非常脆弱。然而，2010年底，当市场需要一些措施来解决赤字时，总统奥巴马令人惊讶地提出了新的扩张性措施。2011年的赤字可能保持在与2010年相似的水平（稍高于9% GDP），对GDP的负债比率接近70%（参见图22和图23）。在基线情况假设中，美国赤字预计在2015年将稳定在约4%的水平，这意味着公共债务将达到GDP的75%。鉴于这种前景，整顿的紧迫性在最近几个月变得日益明显。评级机构指出，除非采取进一步的措施，否则，美国的AAA评级将得不到保证。

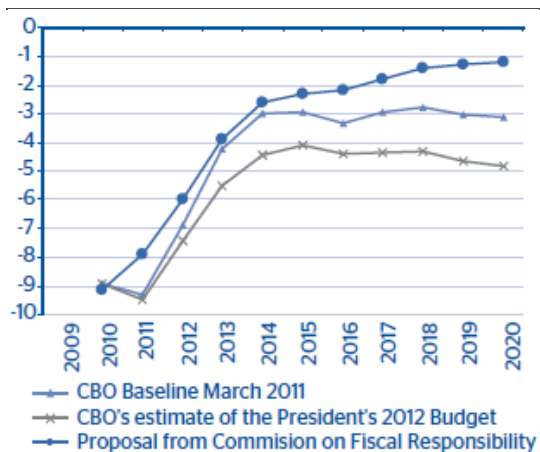
鉴于这些前景，由于财政整顿工作缺失在长期内将使长期利率提高的风险增大，人们更加担忧。在过去几个月内，围绕债务和赤字已进行了一次激烈的政治辩论。总的来说，我们预计在降低福利和增加税收方面将有一场漫长的拉锯战。这造成一种多变的政治环境，但是可能按照国家财政责任和改革委员会的建议而削减赤字的政治环境。在这一方面，似乎将有两场财政斗争。一方面是债务上限，财政部预计将于5月16日达到限度。然而，政客们可能会提高债务上限，以避免市场混乱。另一方面，最初总统的2012年预算提议包括一些权力改革和历时12年的4万亿美元支出削减计划，以将负担转移给富裕的个人。

然而，国家财政责任和改革委员会的建议更加具体。《财政委员会方案》包括六大主要部分：（1）无条件削减支出；（2）全面税收改革，包括大幅降低税率、扩大税收基础、简化税务法规以及削减许多“税务支出”；（3）控制卫生保健成本；（4）农业补贴强制储蓄以及军人和公务员退休制度；（5）社会保障改革，以保证清偿能力；和（6）改革预算过程。这些改革将意味着在未来10年内削减4万亿美元的支出，使得赤字在2015年达到GDP的2.3%，债务将在2014年趋于稳定（参见图22和图23），并在2035年达到GDP的40%。

无论如何，所有这些将产生一个波动的政治环境以及被许多政治因素所围绕的激烈讨论，这将增加结果的不确定性。我们预计讨论将可能按照国家财政责任和改革委员会的建议朝着削减支出的方向努力，最终结果将是赤字下降以及更加可持续的债务结构。

图22

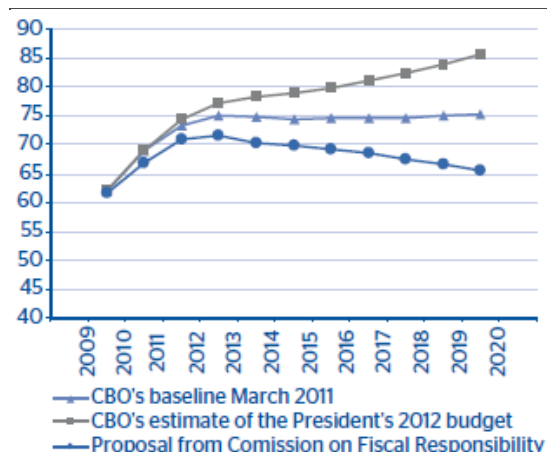
美国：财政赤字（占GDP百分比）



来源：BBVA Research

图23

美国：公众所持有的公共债务（占GDP百分比）



来源：BBVA Research

专题 3: 日本地震：深入的短期影响，未来仍有许多不确定性

2011年3月11日，一场9级强度的地震袭击了日本。随后的海啸和核危机使东北部的Tohoku地区变为一片废墟。这是自1995年神户地震以来日本遭受的最严重自然灾害。尽管数字是暂时性的，但日本政府估计人员伤亡（包括死亡和失踪）将超过25,000。在撰写本文时，日本政府仍然在努力控制福岛核电站的局势，进一步核放射的后果尚未可知。

可以从多个角度来分析此次灾难的经济后果。最简单的是计算地震的直接经济影响（财产损失）。即使仍有大量的不确定性，但对地震的直接影响已进行了一些计算。受影响地区在国家生产中只占相对较小的比重，约占日本GDP的7%。地震和海啸影响最严重的地区主要是农业区。它还是重要的汽车生产中心，拥有重要的原材料工业，如石油、钢铁和纸浆，另外还有多座核电站。地震破坏了当地的基础设施，并对全国其它地区造成连锁效应。除了当地基础设施，如港口、机场和公路，地震还毁坏了住房、工厂和设备。日本政府估计直接影响为16-25万亿日元，或3.3% - 5.2% GDP，远高于神户地震所造成的破坏，后者约为2% GDP（参见图24）。

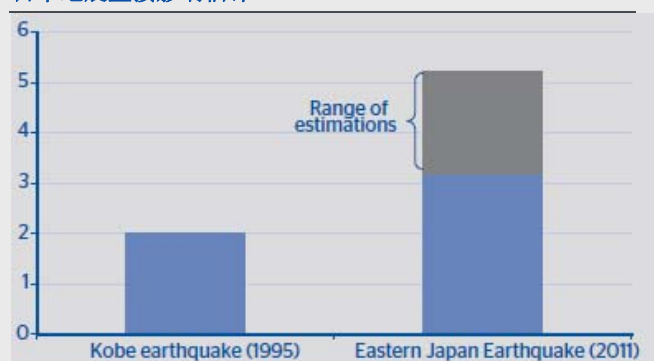
除了直接经济影响，还要计算与生产和增长有关的间接影响。自地震以来，由于企业和商店关闭、交通和供应网络以及主要服务如电力和通信的中断，工业生产急剧下滑。在过去几周内，主要行业的许多工厂已关闭，特别是在日本制造业中占有较大份额的汽车和电子行业。同时，停电预计将对更大范围的工业产生重大影响。此外，核恐慌影响了出口和旅游以及商业信心。实际上，随着事件在最近几周的发展，对供应链和经济增长影响的估计有所提高（图25）。

显然，上述情况可能对日本近期的增长造成巨大的负面影响。在地震时，尽管仍很脆弱，但日本经济正步入复苏轨道。2010年，GDP增长从2009年的下降6.3%转为增长3.9%。地震前指标表明，经济增长已恢复其约1.5%的潜能，由于国内需求较弱、人口老龄化以及其它结构性因素，这一数字不是太高。不幸的是，复苏被地震中断。对自然灾害对经济增长的经济影响评估总是不准确的。也就是说，2011年的经济增长预计将大幅下降。另一方面，随着此类事件后果的减弱，通常会随着消费者恢复支出（特别是更换损坏的耐用品）以及公共重建支出对经济活动的推动而出现强势反弹。2011年地震对增长的负面影响可能集中于第一和第二季度，之后几个季度将出现大幅反弹。

总之，我们预计，由于这些影响，近期日本实际GDP增长将降低1个百分点，但在2012年，增长可能高于我们以前的估计（参见图26）⁵。

图24

日本地震直接影响估计



来源: BBVA Research 基于日本政府数据

图25

日本震后经济活动指标



来源: BBVA Research 和 Haver Analytics

⁵ 要了解对市场反应更详细的解释、关于地震后几天发布的经济活动指标的详细信息以及关于修正后的 GDP 估值的更详细信息，请参见 2011 年 3 月 16 日《全球经济观察：日本地震的经济影响》。

部分由于福岛核电站核辐射的潜在持久影响，此次地震估计是日本历史上代价最高的自然灾害。实际上，这些数字仍有很多不确定性，局势恶化的风险明显存在。同时，停电还会增加对经济活动影响的不确定性。因此，地震的最终影响可能高于目前估计。然而，影响仍仅限于近期增长前景。

灾害是否会导致通货紧缩提前结束？在地震前，通货紧缩预计将持续至2012年中期。日本通货紧缩是较弱的国内需求以及大量生产能力所造成的。地震后的供应下降将推动通货膨胀，鉴于受灾地区是重要的食品生产地，情况更是如此。增加重建支出还会产生通货膨胀效应。然而，由于受到信心减弱的影响，需求降低，对价格形成下降压力，从而抵消对通货膨胀的影响，使其非常有限。因此，我们预计通货紧缩将于2011年底结束，早于地震前预测的2012年中期。

全球经济增长是否会受到影响？日本是世界上第三大经济体。然而，日本需求的大幅下降不可能严重影响全球复苏的步伐。实际上，随着日本重建开始，一些国家对日本的出口将增长。然而，人们对供应链中断产生了更多担忧。来自日本的全球供应链中断，特别是汽车零部件，已经影响到亚洲和欧洲的地区经济体。如图27所示，一些亚洲国家高度暴露于与日本的贸易，特别是台湾和泰国。然而，供应链中断将是暂时的，因为工厂将在几个月内恢复生产。

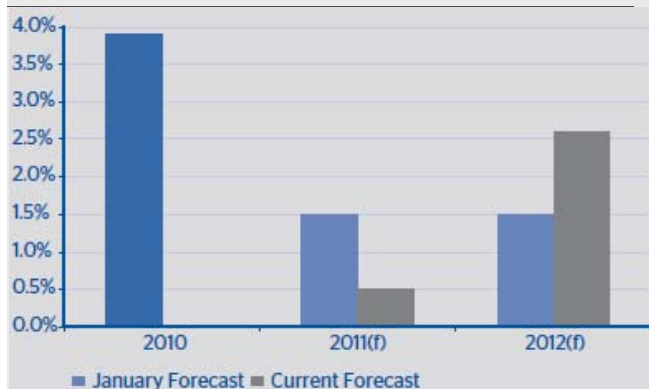
日本是否有足够的财政空间来支持重建？对汇率和利率的影响程度如何？

自然灾害后，日本脆弱的财政状况显然不利于常规的V形复苏。重建开始时日本的财政空间已非常吃紧，公共债务达到约占GDP的200%，使得评级机构最近降低了其主权信用等级。

显然，地震后救援和重建工作的额外预算支出削弱了政府应对赤字的工作。日本已通过首个4万亿日元的追加预算（占GDP的0.5%）。额外预算将根据其它用途支出的重新分配而拨付，不应增加赤字或债券发行。然而，额外的预算支出无疑将造成新的债务发行。重建支出将可能部分通过增加营业税来弥补，这可能削弱经济复苏的势头。在撰写本文时，日本尚未通过任何税收措施，尽管政府甚至在地震前已承认正在考虑将消费税提高3%。关于利率，财政状况的可能恶化将对长期利率造成一定增长压力。然而，由于大多数公共债务被国内持有，这种影响较小且可管控。在短期内，日本银行预计将保持政策利率处于当前水平0-0.1%。在汇率方面，日本银行以及G7在危机开始时干预了外汇市场，应对震后流入的撤回资金，从而抑制了升值压力。日元尚未像神户地震后那样大幅升值。尽管如此，日元仍面临升值压力。

图26

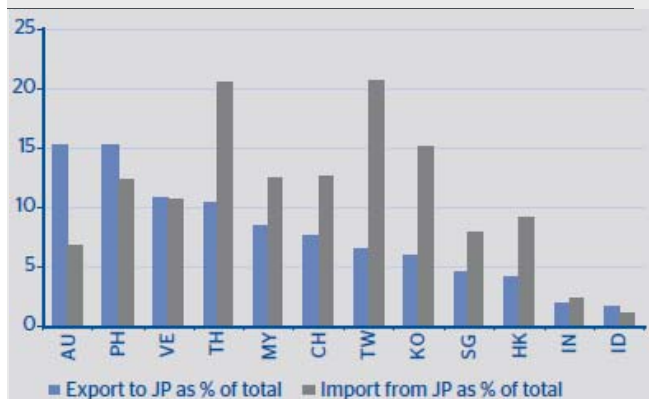
日本GDP增长预测 (%)



来源: BBVA Research 和 IMF

图27

亚洲各国家和地区与日本进出口贸易



来源: BBVA Research 和 Bloomberg

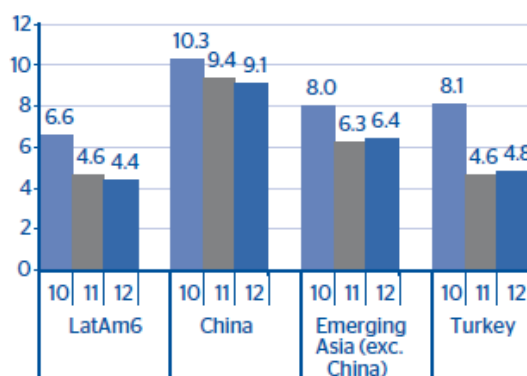
5. 新兴经济体的经济过热风险

鉴于 2011 年第一季度的结果，新兴经济体继续存在经济过热风险，但有着明显差异。

除了墨西哥和土耳其，在亚洲和拉美的大多数新兴经济体中，经济增长保持强劲且经济活动高于危机前水平，这意味着复苏基本已经完成。如上所述，经济宽裕极大缩小的一个指标是许多经济体出现高通货膨胀。作为一个整体，新兴经济体的通货膨胀一直在增长（图 14），目前已超过 6%，比年初高约 0.25 个百分点。核心通货膨胀也在增长，表明并非所有影响均来自较高的商品价格，而且在许多情况下，国内需求压力还源自非常宽松的经济政策。此外，在大多数处于通货膨胀的国家中，总体通货膨胀已高于目标范围或处于目标范围上段。另外，一些主要新兴市场经济体目前的年信贷增长率实际高于 20%（巴西、印度、香港、土耳其），且资产价格快速增长，对信贷激增和随后资产价格调整的担忧日益加剧。今年亚洲和拉丁美洲国家和地区第一季度的经济活动普遍呈现令人惊讶的增长趋势，使两个地区的预期下滑有所推迟，尽管我们仍预计 2011 年和 2012 年经济将出现减速（图 28）。

图28

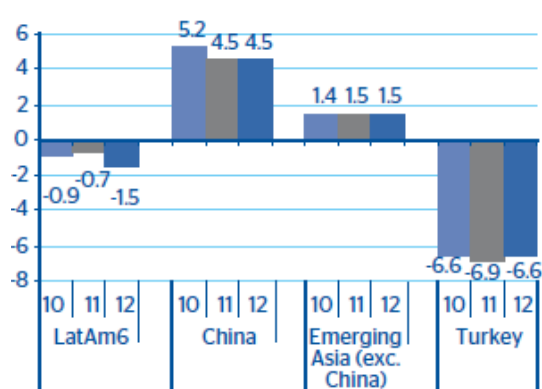
新兴经济体GDP增长（%）



来源: BBVA Research

图29

新兴经济体经常账户平衡（占GDP百分比）



来源: BBVA Research

一些国家正开始通过政策紧缩措施来应对经济过热风险，大多数是货币和宏观审慎措施，但也有一些财政措施。

在这种情况下，许多新兴经济体需要继续保持紧缩政策，以降低经济过热和随后的硬着陆风险。在大多数经济体中，货币政策需要继续保持紧缩，特别是由于实际官方利率仍太低且货币条件非常宽松。实际上，与我们三个月前上一期《全球经济展望》的预期相比，较高商品价格将推动两个地区的大多数中央银行加息时间提前的预期（图2）。但这些措施需要宏观审慎手段进行补充，以控制信贷和资产价格，特别是房地产，并需要更加具有决定性的财政紧缩措施，以利用有利的周期性状况来加强财政平衡。一些国家（最显著的是中国和巴西）已开始通过货币和财政方面的政策措施来应对经济过热风险，尽管这需要整个亚洲和拉丁美洲国家采取更加协调一致的行动。

如上所述，两个地区政策制定者权衡的一个重要因素是在紧缩货币政策的同时吸引大量资金流入。风险在于一旦美国开始紧缩货币政策，资金流入可能迅速逆转，这也是为什么审慎措施以及适当的银行管理和监督对于限制此类逆转的影响至关重要的原因。

未来，高商品价格将进一步推动南美洲增长，但将阻碍亚洲增长，因此，将加剧拉丁美洲的经济过热担忧。

目前的经济过热压力基本上在亚洲和拉丁美洲相似。然而，拉丁美洲未来存在三个可能带来较高过热风险的因素。首先，较高商品价格将进一步推动作为商品出口地区的拉丁美洲经济增长，而对于新兴亚洲大多数经济体来说则会起到降温阻滞的作用。其次，经常项目差额表明亚洲存在大量顺差，而拉丁美洲则并非如此（图29），即使对地区贸易条件有着积极的影响，因为进口已超过出口。这不仅是国内需求压力的征兆，而且还表明地区在实际过热时为避免经济硬着陆的缓冲能力较弱。最后，日本地震对地区供应链的影响可能高于预期，从而对亚洲国家和地区增长造成进一步的阻碍。这些风险需要两个地区国家采取进一步的政策紧缩措施，特别是拉丁美洲，而且还需要用财政政策来分担货币紧缩政策的部分负担。

6. 附表

表1

宏观经济预测：国内生产总值

(年度同比增速)	2008	2009	2010	2011	2012
美国	0.4	-2.6	2.9	3.0	2.7
欧元区	0.3	-4.1	1.7	1.7	1.5
德国	0.7	-4.7	3.5	2.7	2.0
法国	0.1	-2.5	1.5	1.7	1.6
意大利	-1.3	-5.1	1.1	1.0	1.0
西班牙	0.9	-3.7	-0.1	0.9	1.6
英国	-0.1	-4.9	1.3	1.4	1.6
拉丁美洲 *	5.3	-1.1	6.6	4.6	4.4
墨西哥	1.5	-6.1	5.5	4.7	3.8
EAGLES **	6.6	3.5	8.3	6.9	6.9
土耳其	0.7	-4.7	8.1	4.6	4.8
亚太地区	5.6	3.8	8.0	6.4	6.7
中国	9.6	9.2	10.3	9.4	9.1
除中国外的亚洲地区	3.0	0.2	6.5	4.3	5.1
世界	3.0	-0.6	4.9	4.4	4.4

* 阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 秘鲁, 委内瑞拉

** 巴西, 中国, 埃及, 印度, 印度尼西亚, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 中国台湾, 土耳其

预测截止: 2011年4月30日

来源: BBVA Research

表2

宏观经济预测：通货膨胀率（平均）

(年度同比增速)	2008	2009	2010	2011	2012
美国	3.8	-0.3	1.6	2.8	2.2
欧元区	3.3	0.3	1.6	2.4	1.6
德国	2.8	0.2	1.2	2.3	1.5
法国	3.2	0.1	1.7	2.1	1.6
意大利	3.5	0.8	1.6	2.3	1.8
西班牙	4.1	-0.3	1.8	2.9	1.2
英国	3.6	2.2	3.3	4.0	2.2
拉丁美洲 *	8.8	6.9	7.4	8.1	7.1
墨西哥	5.1	5.3	4.2	3.9	3.9
EAGLES **	7.4	2.8	5.2	5.2	4.7
土耳其	10.4	6.3	8.6	6.3	6.4
亚太地区	5.7	0.3	3.6	4.4	3.7
中国	6.0	-0.7	3.3	4.9	4.2
除中国外的亚洲地区	5.5	1.0	3.7	4.1	3.4
世界	6.1	2.2	3.7	4.7	4.0

* 阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 秘鲁, 委内瑞拉

** 巴西, 中国, 埃及, 印度, 印度尼西亚, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 中国台湾, 土耳其

预测截止: 2011年4月30日

来源: BBVA Research

表3

宏观经济预测：经常账户（占GDP百分比）

	2008	2009	2010	2011	2012
美国	-4.7	-2.7	-3.3	-3.5	-3.4
欧元区	-0.9	-0.6	-0.5	0.0	0.1
德国	6.6	5.0	4.8	4.4	4.3
法国	-3.3	-3.0	-3.3	-3.4	-3.7
意大利	-3.1	-3.1	-3.1	-2.7	-2.4
西班牙	-9.7	-5.5	-4.5	-2.9	-2.4
英国	-1.6	-1.3	-2.2	-1.5	-0.2
拉丁美洲 *	-0.7	-2.5	-0.9	-0.7	-1.5
墨西哥	-1.5	-0.6	-1.2	-1.3	-1.7
EAGLES **	4.0	2.3	1.9	1.5	1.3
土耳其	-5.6	-2.2	-6.6	-6.9	-6.6
亚太地区	4.8	3.8	3.2	2.9	2.9
中国	9.9	6.1	5.2	4.5	4.5
除中国外的亚洲地区	1.4	2.3	1.8	1.8	1.8

* 阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 秘鲁, 委内瑞拉

** 巴西, 中国, 埃及, 印度, 印度尼西亚, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 中国台湾, 土耳其

预测截止: 2011年4月30日

来源: BBVA Research

表4

宏观经济预测：政府赤字（占GDP百分比）

	2008	2009	2010	2011	2012
美国	-3.2	-10.0	-8.9	-9.7	-7.6
欧元区	-2.0	-6.3	-6.0	-4.5	-3.5
德国	0.1	-3.0	-3.3	-2.7	-1.5
法国	-3.3	-7.5	-7.0	-5.6	-4.5
意大利	-2.7	-5.4	-4.6	-4.1	-3.1
西班牙	-4.2	-11.1	-9.2	-6.0	-4.4
英国	-5.0	-11.4	-10.4	-9.5	-7.1
拉丁美洲 *	-1.1	-8.3	-2.1	-2.2	-2.3
墨西哥	-0.4	-0.7	-0.8	-0.7	-0.6
EAGLES **	-1.8	-5.3	-3.6	-2.8	-2.4
土耳其	-1.8	-5.5	-3.6	-3.0	-2.8
亚太地区	-2.8	-5.1	-4.7	-4.2	-3.7
中国	-0.4	-2.2	-2.5	-2.0	-1.8
除中国外的亚洲地区	-4.4	-6.5	-6.1	-5.6	-4.9

* 阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 秘鲁, 委内瑞拉

** 巴西, 中国, 埃及, 印度, 印度尼西亚, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 中国台湾, 土耳其

预测截止: 2011年4月30日

来源: BBVA Research

表5

宏观经济预测：10年期利率（平均）

	2008	2009	2010	2011	2012
美国	3.6	3.2	3.2	3.7	4.2
欧元区	4.0	3.3	2.8	3.4	3.6

预测截止：2011年4月30日

来源：BBVA Research

表6

宏观经济预测：汇率（平均）

美元：1单位各国货币	2008	2009	2010	2011	2012
美国（欧元美元）	0.68	0.72	0.76	0.73	0.75
欧元区	1.47	1.39	1.33	1.37	1.33
英国	1.82	1.56	1.55	1.64	1.66
中国	6.95	6.83	6.77	6.46	6.14

预测截止：2011年4月30日

来源：BBVA Research

表7

宏观经济预测：官方利率（期末）

	2008	2009	2010	2011	2012
美国	0.61	0.25	0.25	0.25	1.25
欧元区	2.73	1.00	1.00	1.50	2.00
中国	5.31	5.31	5.81	6.81	7.31

预测截止：2011年4月30日

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/CorporateGovernance)，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 Economic Scenarios Unit*Chief Economist for Economic Scenarios***Juan Ruiz**

juan.ruiz@grupobbva.com

Rodrigo Falbo

rodrigo.falbo@grupobbva.com

With the contribution of

*Cross Country Emerging Market Analysis***José Ramón Perea**

jramon.perea@grupobbva.com

Alejandro Fernández Cerezo

alejandro.fernandez.cerezo@grupobbva.com

Jaime Martínez Martín

j.martinez.martin@grupobbva.com

Jorge Rodríguez Vález

Jorge.rv@grupobbva.com

*Regulation and Public Policy***Tatiana Alonso**

tatian.alonso@grupobbva.com

BBVA Research*Group Chief Economist***Jorge Sicilia***Chief Economists & Chief Strategists:**Financial Systems and Regulatory:***Santiago Fernández de Lis**

sfernandezdelis@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

China**Daxue Wang**

daxue.wang@grupobbva.com

India**Sumedh Deorukhkar**

deorukhkar@grupobbva.com

South America**Joaquín Vial**

jvial@bbvaprovida.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

*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

Equity and Credit**Ana Munera**

ana.munera@grupobbva.com

Interest Rates, Currencies and Commodities**Luis Enrique Rodríguez**

luisen.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management**Henrik Lumholdt**

henrik.lumholdt@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 研究部报告提供英语、西班牙语和中文版以供参阅