

经济展望

巴西

2011年第4季度

经济分析

- **全球动荡加剧了国内活跃性的减速。对GDP的预测进行向下修正**，2011年为3.2%，2012年为3.6%。
- **通货膨胀走势将向下，但不会很快在目标值收敛。**央行将关注于通胀，且将继续向下调整SELIC基准利率，使国内利率更接近国际利率。
- **雷亚尔将在1.70点附近保持坚挺**，尽管经济发展速度减缓，但经常帐账户赤字将扩大。
- **全球发展速度减缓应该有利于对国内经济过热风险的控制，至少在短期是如此。**若发达国家经济体退回到经济衰退状态，巴西经济将出现重大下滑。

目录

1. 全球展望：经济增速放缓且面临下行风险.....	3
2. 不确定时期：国内经济过热和全球衰退风险.....	5
3. GDP增长在2011年降低至3.2%，2012年将降低至3.6%.....	6
4. 通货膨胀将下降，但不会下降太快.....	8
5. 财政和货币的协调性在增强，但实现二者协调 仍有很长一段路要走.....	10
6. 雷亚尔坚挺，经常帐账户赤字增大.....	12
7. 附表.....	14

截稿日期：2011年11月10日

1. 全球展望：经济增速放缓且面临下行风险

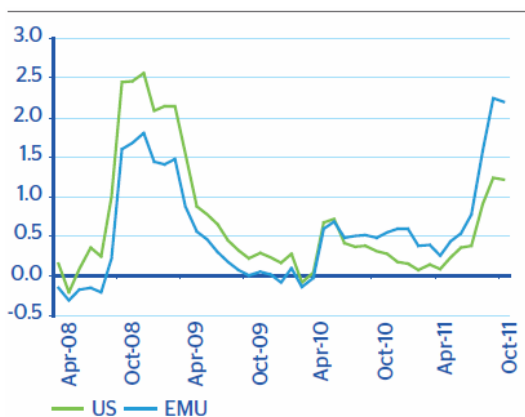
全球经济放缓并且会取决于欧债危机的解决情况。向下风险十分显著

全球经济在过去的几个月之中恶化了很多，主要由4个因素影响，而这些影响还在继续。首先，不仅限于发达国家的大部分地区经济增速低于预期（美国上半年数据令人失望，一些分析师认为经济会有二次探底）。尽管美国在第三季度保持增长，而欧洲经济在第一季度也稍微上升，但是欧洲现在陷入了减速的境地。其次，欧洲的主权债务危机开始恶化，并开始更加系统化。虽然10月会议上宣布的决定是在正确的方向上，但是主要因素还没有解决，特别是一些用来解决主权流动性的机制细节---包括杠杆化EFSF，私人投资者希腊债务重组以及欧元区政府达到财政联盟的路线图。第三，对于主权危机和欧洲金融系统的担忧开始恶化，金融紧张程度超过了雷曼兄弟在2008年10月破产后的水平（图1）。最后，全球风险趋避情绪高涨造成金融市场波动，自2009年开始第一次扩散到了新兴市场的资产中。

在内文中，相较之前全球经济预测，我们下调了0.3%对2011和2012年全球增速的预期，主要是由于下调了发达国家的经济增长预期（美国，欧洲，部分由于日本），尽管新兴市场也会比之前预期增长低。因此，全球经济会在2011年增长3.9%，2012年增长4.1%，主要受到依然稳健增长的新兴国家支持，而不是其它平淡无奇的发达国家。（图2）

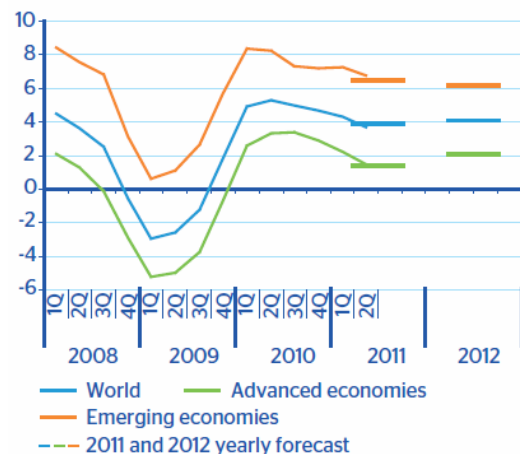
在经济依然有较为强势增长的同时，向下的风险正在出现，主要是由于欧洲短期主权金融风险正在加重。特别来说，市场需要欧洲金融压力快速减少来避免欧洲和其他地区的增长由于全球风险趋避情绪而受到影响。

图1
BBVA 金融压力指数



来源：BBVA 研究部

图2
全球GDP增长（同比）



来源：BBVA 研究部

欧洲逐步迈入正确方向，但是主要的问题还没有解决，金融市场紧张情绪没有减退

在我们看来，10月的欧盟会议有5个要点需要成功解决：1.解决希腊债务的可持续问题；2.在欧洲货币联盟建立主权防火墙；3.促进周边国家进一步的改革；4.强化银行系统；5.加强欧元区的管理。以这些来看，近期的会议在正确的方向上走出了重要的一步，但是还没有完全解决这些问题。首先，希腊的私人债务持有者被要求主动接受减记50%-比7月同意的高很多-但是即使投资人都参与到债务交换上，市场对参与债务交换和希腊的偿债能力依然担忧，希腊问题的最终解决相当大的取决于希腊自身在国内采取的政策。其次，EFSF会用担保机制进行杠杆操作并由外部投资人补充（可能包括IMF）不过，EFSF具体的功能在12月前可能不会实施。其有效性的测试将会持续许多周，相对欧洲主要国家的沉默，ECB暂时还是会需要作为一个最终主权债务买家。再次，尽管积极的消息是更多的经济改革已经在议程上（主要是意大利），但是银行系统的资本充足的改革一直非常没有效率，造成欧洲银行出现突然去杠杆的风险。同样，长期的流动性预备机制还没有实施。最后，尽管欧洲的管理有了一些进步，但是关于欧洲联合政策和欧盟债券还没有清晰的道路，而这个在我们看来是达到长期可信的货币联盟的主要因素。

如同我们在过去强调的，部分的解决方案可能会帮助避免进一步的金融紧张的扩大，但是并无法减少紧张度到可持续性水平。因此现在已经达成的协议使得大家怀疑用来避免希腊债务重组蔓延的必须结构是否安排好了。这可能会需要足够大的EFSF，并需要ECB作为最终债务购买人并重组银行，提供融资渠道。如果这些因素没有到位，市场会对希腊改革的持续性继续大打折扣，并希望核心国家进一步紧急融资，这会增加下行风险的可能性并使得信用破碎，欧洲陷入紧缩，并会蔓延至全世界。

美国3季度增长改善，但是结构性的疲软还在继续

积极的方面，美国的增长看起来在3季度有加速的趋势，至少根据初步的预测。这并不是说很多-前两个季度的增长较少，而产能缺口依然很高。但是这依然减少了市场对二次经济下滑的担忧。尽管如此，美国经济依然面临结构性的疲软，消费者和商业信心持续低迷，房屋市场依然疲软调整中。这样的情况下，抵御欧洲危机可能冲击的能力较小。另外，政治的僵局可能会阻碍商谈来1.避免非故意的短期财政收缩；2.推动长期信用稳定。

新兴市场正在逐渐软着陆，但是面临外部阻力

新兴市场持续强势增长，受到国内需求弹性的支持。拉丁美洲依然较高的原物料价格和亚洲的出口-尽管两者都出现了了调整-都为增长预期提供了支持，在今年早些时候担忧经济过热之后，两者都在按照预期的路线进入软着陆。欧洲和美国的动荡从两个地区的金融市场给经济带来的压力-反映在市场的波动性加剧，货币贬值以及资本流入减少上。但是，许多国家具有强大的缓冲能力-较强的公共财政和较过去良好的宏观经济管理-他们的情况良好足以引入新的政策刺激来避免外部疲软。总的来说，较为负面的外部环境已经让新兴国家的注意力从关注经济过热转向了下行风险，并逐步提升了需要政策支持的可能。

2. 不确定时期：国内经济过热和全球衰退风险

几个月前，对巴西经济过热及其可能带来的风险存在广泛担忧。但是，最近的全球动荡使得这种担忧退到幕后，市场现在更关心的是全球环境的恶化会怎样影响巴西。换句话说，对硬着陆以及对经济衰退的担心代替了对过热风险的担心。

正如2008-2009年的危机所示，预期巴西经济不会出现分离（decouple）现象。这就意味着，若发达经济体出现二次探底，或在“欧洲动荡在短期内出现缓和”的情况下继续以接近极值的利率增长，则巴西国内增长将出现重大下滑现象。在后者情况下，经济过热问题将再度出现。

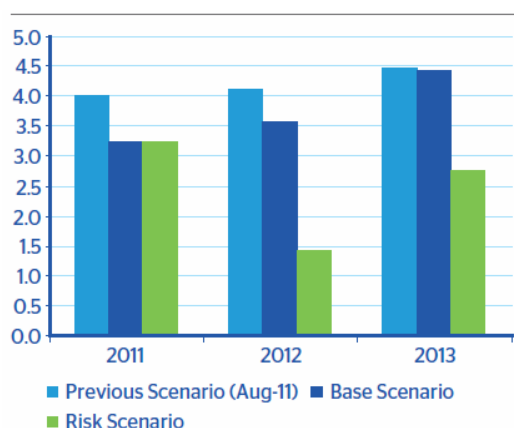
在我们的基本情形中，发达国家经济体将以低于之前所预测之速度增长，但将不会进入衰退状态。按照这种展望，我们对巴西经济基本情形的预测是，在随后两年巴西的增长速度将保持在3.0%至3.5%之间，而非我们在三个月之前所预测的4.0%（见表3）。在这种新情况下，产出缺口保持正值，但不像之前的那般大（见表4）。这意味着，经济过热问题在一段时间内将能够得到控制，尽管若全球紧张局势得到缓和（在我们的基本情形中，这种现象将在2012年中期出现），过度增长引发的扭曲（distortions）将重新出现。

在风险情形下，发达国家经济体出现二次探底，但并不像莱曼兄弟时期那般恶劣，巴西2010年的GDP增长将从基本情形下的3.6%降低到1.8%。在这种风险情形下，巴西将主要受国内信心恶化的影响，但贸易和融资渠道的作用也很巨大。

我们认为，在全球经济衰退的情形下，巴西实施的逆周期政策将更关注于实现较低的SELIC基准利率，而非较高的财政开支，正如政策决策者看起来尤其注重将利率与国际水平保持长期一致一样。除此之外，我们预测将会动用国际储备（大约为GDP的15%）以及央行的强制储备金（大约占GDP的11%）分别对美元和雷亚尔注入大量流动性。最后我们认为，增加公共信贷很可能成为另外一项逆周期工具，但这会给公共银行带来一些风险，他们会更容易受到国内经济活动放缓的影响。同时，公共信贷的扩展也会降低央行降低利率的空间。

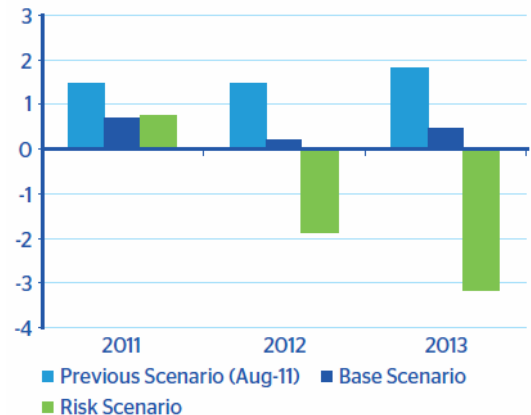
在风险情形下，尽管雷亚尔会出席贬值（其变化值将在1.80至1.90之间），但通货膨胀在2012年应该会在4.5%的目标值收敛。我们预测在这种情形下SELIC基准利率将会降低到8.5%，但经常账户赤字将出现恶化，达到GDP的3%。从中期时间来看，对经济活跃性和相对价格的修正应该会使经常账户赤字保持在较低水平。财政账户将保持相对坚挺，因为，考虑到财政收入中较低的商品价格对巴西的直接影响比较小，因此税收的较低速增长至少会在某种程度上被较低的利息支付（源于较低的SELIC基准利率）所抵消。

图3
GDP增长率；BBVA预测 (%)



来源：BBVA 研究部

图4
产出缺口 (%)



来源：BBVA 研究部

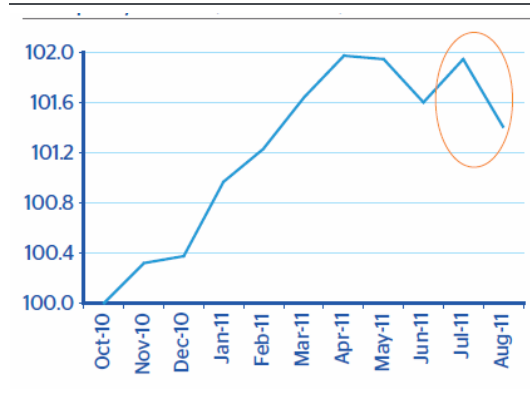
突出了不同寻常的不确定性以及在巴西经济体周围环绕的主要风险之后，我们在报告的以下部分将关注于对巴西经济的基本情形的描述和分析。

3. GDP 增长在 2011 年降低至 3.2%，2012 年将降低至 3.6%

巴西经济体在第三季度环比增速将不多于0.2%，而且不排除出现季度负增长。这个增速与第一季度环比增长1.2%和第二季度环比增长0.8%形成强烈对比。

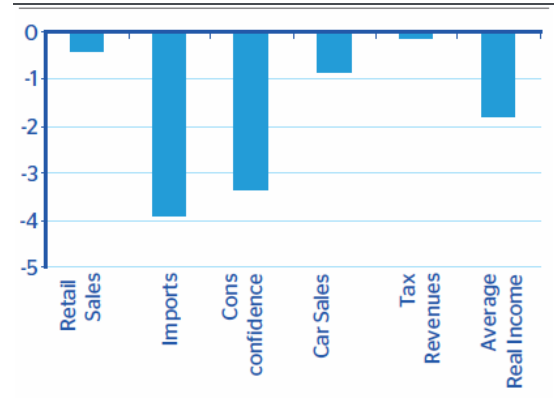
今年上半年相对较少看见的经济减缓迹象现在几乎处处可见，甚至出现在几个月前还相当有弹力的劳动力市场。大多数需求指数在上个数据中都出现惊人的下降趋势。例如，零售业在八月份出现了0.4% m/m的下滑，这是2010年三月份以来的最差记录。再举一例，根据季度调整系列，税收收入名义上的数据在九月份同比增长14.4%。尽管这个增长还是很坚挺，但与今年一月至八月统计的平均同比增长22%的数据相比相差较大。事实上，九月份的税收收入是今年的最低值。关于劳动力市场，考虑到季节性因素，失业率轻微上升至6.1%，且平均实际收入下降1.8% m/m，事实上这是七年中出现的最剧烈的下滑（更多的高频需求指数见表5和表6）。

图5
经济活动指标：IBC-Br (CB's proxy for GDP; 10年10月为100, 季调后)



来源：BBVA 研究部

图6
高频需求指标 (环比, 季调后)

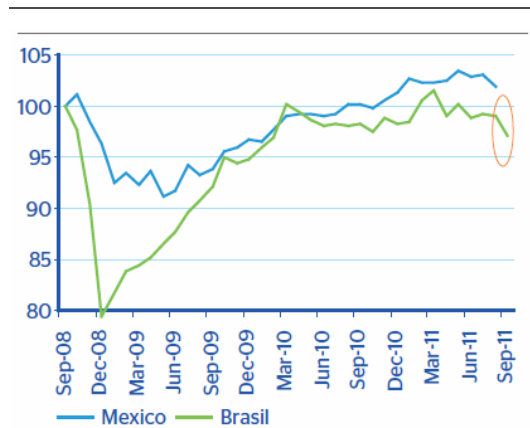


除零售销售为8月外均为9月
来源：IBGE, 央行和 FGV

第三季度普遍出现大幅减缓趋势，是因为本年度上半年实施的较为紧缩的财政政策和货币政策，尤其是全球情形的恶化，产生的滞后影响。关于前者，其无疑主要通过影响消费者的信心对巴西造成影响：瓦格斯基金会（FGV）发布的消费者信心指数显示八月份和九月份消费者信心指数一共出现 7% 的下滑，达到 2010 年至今以来的最低值。

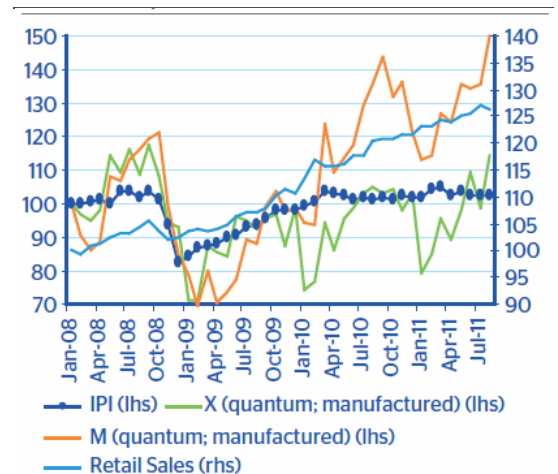
更多最近关于供应方面的指数也显示在过去几个月出现了更加恶化的情形。但在这种情况下，正如表 7 所示，经济疲软在几个月之前就已经很明显了。事实上，表 7 也揭示了（1）巴西当前工业生产水平低于三年前其受莱曼兄弟危机影响时所观测到的水平，和（2）巴西的工业生产不如墨西哥，而从总体上而言墨西哥在过去几年中受全球动荡，尤其是美国经济放缓的影响更大。

图7
工业产出 (08年9月为100, 季调后)



来源：BBVA 研究部

图8
工业产出与其它活动指标对比 (08年1月为100, 季调后)



除零售销售为8月外均为9月
来源：IBGE, 央行和 FGV

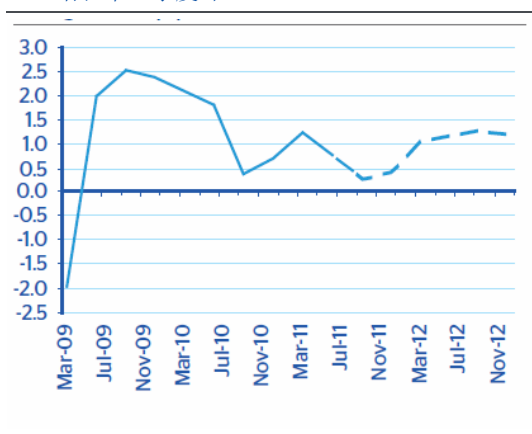
巴西工业生产疲软是因为缺乏竞争性。事实上，从2008-2009这一最恶劣的危机中复苏，并符合国内需求后（也受到财政刺激支撑），自2010年上半年开始工业生产还是保持稳定的。本年度至今，工业生产仅比去年同期高出1%。同时，出口制造总量增长3%。根据零售销售额指数，同期国内需求增长约7%。这些数据显示制造业产品的国内供应量低于总需求。因此存在供应缺口，而这一供应缺口自然由进口制造业产品填补：这个时期的数据显示制造产品进口量增长10%。

这个证据表明工业生产蹒跚不前不是由于总需求不足，也不是生产力不足的问题，因为本年度产能利用率平均为82.5%，略高于2003年至2010年的平均值81.1%。因此，工业生产疲软是“过去几个月中观测到的汇率升值”以及“像较高的课税负担和较差的基础设施这种结构性问题”所带来的缺少竞争性的表现。

工业部门的疲软-以及工业部门在政治舞台影响力的降低-能够帮助我们理解最近实施的“阻止货币进一步升值（“货币战争”）”以及“保护国内生产者（“贸易战争”）”的措施。尽管这些-以及之前的-措施将提供某些支撑，但工业部门的前景并不尽如人意，因为对全球前景的负面预测将影响国内环境，而在国内，需求已经处于减缓过程的中间阶段。

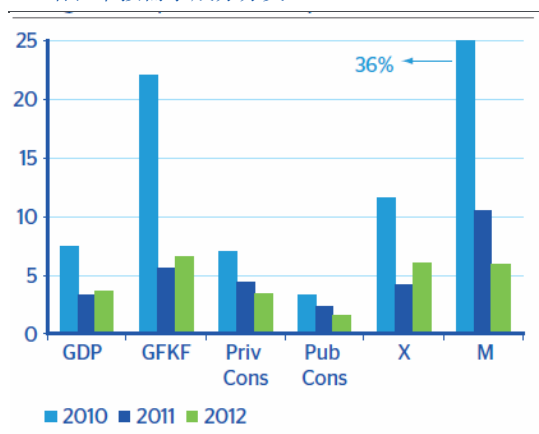
对第三季度的工业生产进行向下调整之后（环比增速为-0.9%），因存在重建库存的诱因，所以预计本年度年终会出现复苏。这种反弹应该可以帮助GDP在第四季度实现比在第三季度更为强健的增长。

图9
GDP 增长率（季度环比）



来源：IBGE 和 BBVA 研究部

图10
GDP增长率按需求成分分类



来源：IBGE 和 BBVA 研究部

我们预计本年度GDP增长3.2%，允许存在负偏差。因此，与2010年的经济增长7.5%相比，经济会出现重大减缓，这一点在观察GDP需求构成（表10）时就显得更为明显了。

我们预计2012年GDP增长3.6%，比2011年略高，预计2012年国内需求增长4.5%，约与2011年持平。因为受到14%的最低工资调整以及较低的利率的支撑，预计2012年个人消费增长约为3.5%（2011年为4.4%）。预计在巴西举办2014年和2016年体育赛事之前的2012年，固定资本构成将增长6.6%（2011年为6.6%），体育赛事将会促进公共投资和私人投资。

4. 通货膨胀将下降，但不会下降太快

尽管国内经济活跃性自本年初开始一直在下降，但随着惯性价格调整（尤其在服务行业）势头的增大以及劳动力市场的继续强健，通货膨胀却保持继续上升。

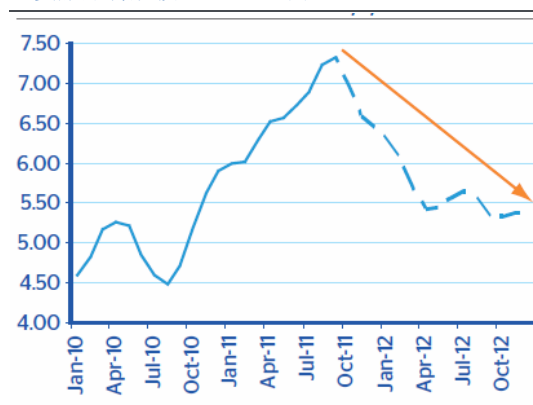
年度通货膨胀在从2010年八月份的4.5%上升至九月份的7.3%之后，预计其将从现在开始下降。第一步是在十月份下降到7.0%，这是一年多以来第一次出现下降。这个放缓现象主要受到统计数据支撑，来自高基数效应。尽管如此，国内活跃性的下降以及全球增长的减速将增强这种趋势，且加剧年度通货膨胀的下降。

因此，主要问题不是通货膨胀能不能减弱，而是以什么速度减弱。第一个需要考虑的问题是，总体上巴西国内价格非常具有粘性。例如，在2008-2009危机中，尽管经济出现（短期）衰退且商品价格出现暴跌，但通货膨胀从2008年10月的6.4%降低到2009年12月的4.2%（仅低于通货膨胀目标值4.5%）。

除此之外，在我们的基本情形中，商品价格和国内活跃性都没有出现大幅下降。它们都将保持相对坚挺，这为通货膨胀在2012年收敛至目标值制造了障碍。最后，我们应该记住，2012年要实施的14%的最低工资调整也应该可以为通货膨胀提供支撑。

表13所示的简单运作就能清楚表明，通货膨胀在短期内降至4.5%的目标值很有难度。如果我们假设月度通货膨胀从11月开始与之前的危机的趋势一致，即其在本年度最后两个月能降低至0.36%/m和0.28%/m，且在2012年能降低至0.35%/m，则通货膨胀在2012年底将可能在4.3%收敛（而不是我们在基本情形中所预测的5.4%）。但是，本次情况与上一次的危机存在两点不同。第一，上一次巴西经济出现衰退，GDP下降0.6%，而预计本次经济增长3.6%。第二，在2008-2009危机时期，货币政策比现在的货币政策要紧缩的多，因为那时候央行在动荡之初即将SELIC基准利率增加至13.75%（但通货膨胀继续持高）。本次，央行将在本年底之前将SELIC基准利率减少至11.0%（尽管通货膨胀继续升高）。除此之外，明年14%的最低工资调整是另一个需要担心的问题。

图11
通货膨胀将放缓（IPCA%，同比）



来源：BBVA 研究部

图12
通货膨胀不会降低到目标水平（IPCA%，同比）



来源：BBVA 研究部

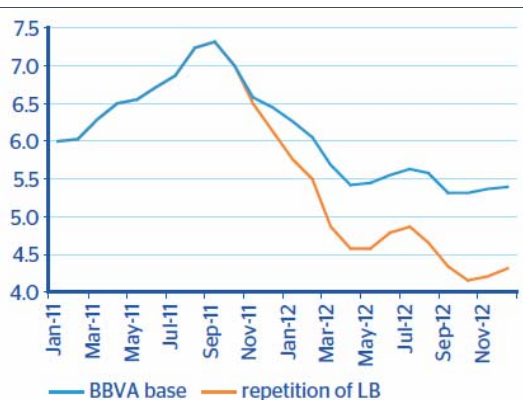
这并不意味着通货膨胀在2012年不可能收敛至4.5%，而是意味着，只有当危机变得跟2008-2009年一样严重时通货膨胀才会在2012年收敛至4.5%，但这明显不是我们预测的主要情形。我们从“央行对通货膨胀善意（benevolent）的观点”中看到其“证明进一步降低SELIC基准利率具有其合理性”的一招。不是走向一个系统，在这一系统中央行将关注于增长和通货膨胀而非仅仅是通货膨胀，我们发现央行实施了一种策略（或者是一次赌博？），降低利率，使其与“在其他国家”的利率长期保持一致。

我们看来这是个具有风险的策略，在可信度方面的潜在成本很高。即便是如央行所言，通货膨胀最终能够在2012年收敛至4.5%，对于货币部门而言也存在可信度成本，因其货币策略听起来更像是一次赌博或是一次许愿，而非一项具有技术性的决定。这意味着通货膨胀可能将在较长时期内-尤其是在全球紧张局势得到缓和之后-保持在较高水平。

与这些成本无关，我们预计SELIC基准利率在11月底召开的下个货币政策会议中会被降低50 bps，在年底降低至11.0%。对于明年而言，“不具有支持性的财政政策（本年度而非2012年需要实现的财政目标）”以及“通货膨胀不会如央行所料尽快在4.5%收敛的事实”将会限制进一步降低SELIC基准利率的空间，但是货币部门应该为继续降低SELIC基准利率发现或创造其他空间。我们预计2012年底SELIC基准利率将会降低至10.0%，但不排除会出现一位数利率的可能。

图13

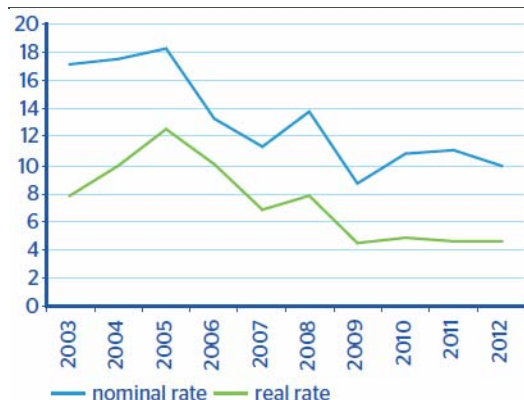
BBVA对通胀预测与LB情景重复的对比（IPCA%，同比）



来源: BBVA 研究部

图14

利率: SELIC (%)



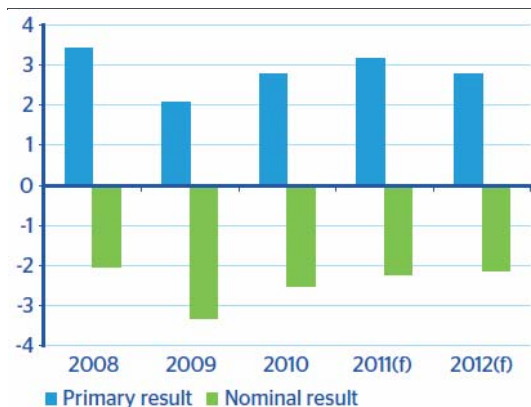
来源: BBVA 研究部

5. 财政和货币的协调性在增强，但实现二者协调仍有很长一段路要走

尽管我们对当前的货币策略略有微词，但我们看到Dilma Rousseff政府的经济政策的协调性还是不错的。与之前不同的是，这个政府已经认识到紧缩的财政政策可以帮助央行实施宽松的货币政策。另一方面，央行已经按照财政目标开始调整其降低SELIC基准利率的额度。

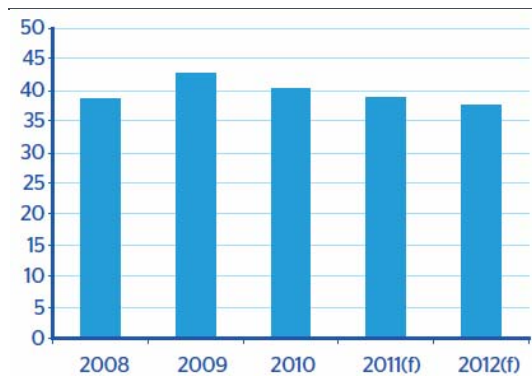
我们发现政策制定者愿意实施紧缩的财政政策以换来较低的SELIC基准利率，但是在实际操作中在2012年实施较为具有约束性的财政政策还存在一些严重挑战。其中最明显的一个是，明年年初将要实施的14%的最低工资调整。因为社会保障支付额度与最低工资是联系在一起的，因此这个措施将会将社会保障赤字从2011年占GDP的1.0%增加至占GDP的1.2%，更不要提其对工资单的影响。另外一个阻碍实现较高的财政政策的障碍来自于政治方面：本年度的开支削减在政府基础内以及国会内产生了一些问题，明年重复这个措施的难度可能更大。除这些因素以外，作为GDP一部分的国库收入可能会随着2012年经济增长速度放缓而下降（从今年的23.8%下降到2012年的23.6%）。最后，需要投资为2014年世界杯和2016年奥运会做准备也会降低削减开支的空间。总之，我们预期基本盈余会达到GDP的2.7%，而无法达到3.1%的目标值。

图15
财政账户 (% GDP)



来源:BBVA research 和巴西央行

图16
净公共债务 (% GDP)

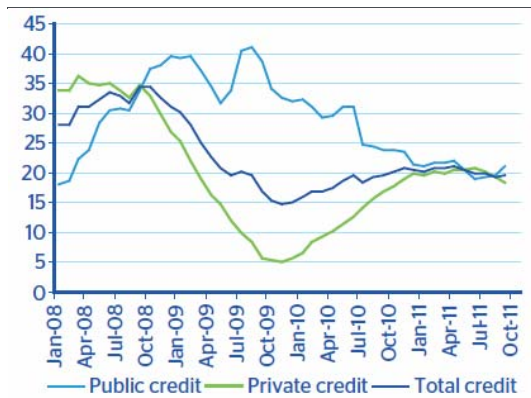


来源:巴西央行和 BBVA 研究部

从消极方面看，巴西在货币市场和信贷市场的协调性依然不佳。公共信贷依然是信贷市场动力的助推剂，这正好限制了实施较为宽松的货币政策的空间。央行在其最近的一份公告中建议引入减缓信贷补贴减让的措施（巴西国家发展银行（BNDES）提供的信贷服务可以为我们提供清楚的参考），这正印证了我们这一观点。

与其他部门形成对比，信贷市场几乎未出现减缓。信贷股票自2010年中期以来同比增长约20%，且其本年度总体增长将超出央行所预测之同比17%的增长。9月，公共信贷同比增长21.2%，未出现缓和迹象（2011年第一季度同比增长21.4%）。9月，私人信贷同比增长18.4%，比本年度第一季度之同比增长19.9%有所下降（见表17）。

图17
信贷增长 (同比)



来源:巴西央行

图18
公共债务 (占总债务百分比)



来源:巴西央行

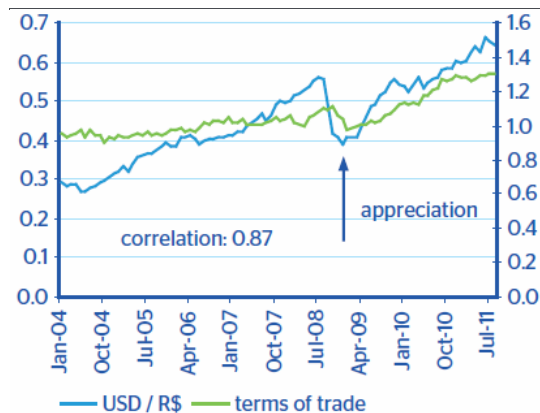
尽管存在回弹性，但我们预计信贷市场将顺应整个经济局势的发展，出现增长的放缓。若结果并非如此，央行实施较为宽松的货币政策的空间将变得更小，而且经济过热风险将继续增加。

在这种情况下，随着SELIC基准利率进一步下调，我们预计会出台更多的“宏观审慎”措施来控制信贷市场。

6. 雷亚尔坚挺，经常帐账户赤字增大

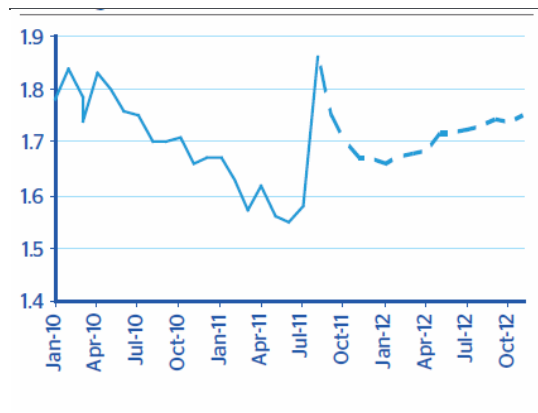
随着全球动荡，雷亚尔迅速大幅贬值，近期接近1.90点（见表20）。雷亚尔的贬值引发了央行的干预，央行停止购买美元，并在几个月内首次开始出售美元。这个疲软现象只是暂时的，商品价格在“风险规避现象得到缓和”时出现部分回升，随之，雷亚尔也升值至1.75点左右。

图19
贸易条件和实际汇率



来源:巴西央行和BBVA research

图20
汇率



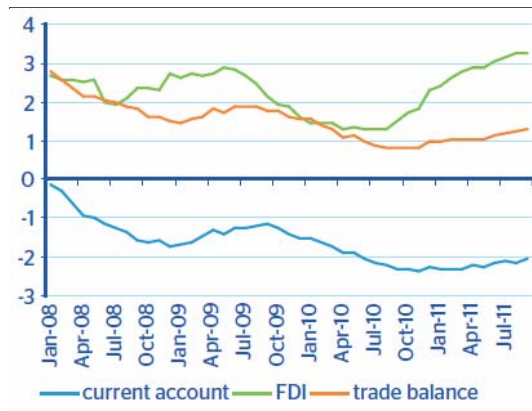
来源:巴西央行 BBVA research

在这个数据模型中，汇率依赖于贸易条件和国家风险，这个模型也解释了过去几年中雷亚尔90%之多的变化，基于这个简单的数据模型，我们预计，雷亚尔在本年度剩下的时间以及在2012年将保持相对坚挺，保持在1.70点左右（见表20）。我们预测的基本情形已经包含了这个观点背后的假设，即商品价格的损失会得到限制，且EMBI+所判断之巴西的国家风险将在2012年达到平均200 bps（目前为220bps）。

较为宽松的货币政策、全球环境以及对外汇（FX）市场的更多干预将能够阻止巴西货币的进一步升值。关于对外汇（FX）市场的干预，国会应该尽快通过相关法律，授权货币部门对外汇（FX）衍生产品市场课税。在此基础上，我们预计，政府会将此课税行为视为其工具箱的另一工具，也就是说，如果雷亚尔压力增大，政府将可能增加对衍生产品的课税（目前是1%），而如果雷亚尔大幅急剧贬值，政府将令这项税收为零。

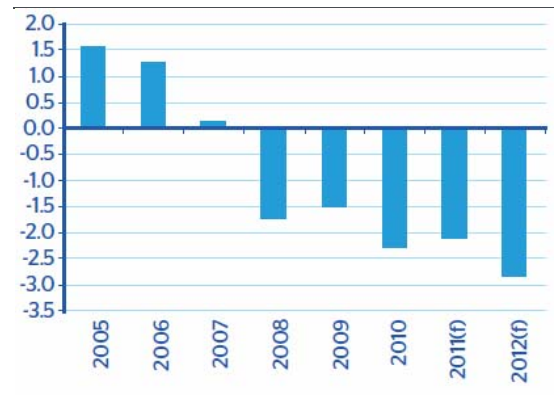
总而言之，与2011年的1.66点相比，雷亚尔在2012年平均将保持在1.72点。这种微弱贬值或者经济活跃性的减缓都不能保证明年现金账户的改善。相反，我们预计，收支往来账户赤字今年将达到GDP的2.1%，2012年将达到GDP的2.8%。预计在收入赤字和服务赤字方面将继续存在压力，将分别从2011年占GDP的3.2%和1.5%上升至2012年占GDP的3.3%和1.6%。随巴西贸易条件的下滑，预计贸易顺差将从今年占GDP的1.2%降低到2012年占GDP的0.5%。

图21
经常账户，贸易余额和FDI (% GDP)



来源:巴西央行和 BBVA research

图22
经常账户 (% GDP)



来源: BBVA research

至少在我们的基本情形中，本年度已达到峰值的海外直接投资资金流入额将继续为经常账户赤字提供资金。若雷亚尔有压力，央行在任何情况下都能够利用其巨大的国际储备（GDP的15%）。

在风险情形下，即发达国家经济体面临新的衰退，经常账户（随着贸易条件的恶化以及全球越来越多的风险转移现象）应该首先出现恶化，然后随“预期对汇率和国内需求的调整”而减缓。海外直接投资（FDI）将减弱，而且将动用国际储备增加美元流动性。

7. 附表

表2

年度宏观经济预测

	2010	2011	2012
GDP(%同比)	7.5	3.2	3.6
通货膨胀(%同比)	5.0	6.4	5.4
汇率(兑美元)	1.75	1.7	1.75
利率(%)	10.0	11.0	10.0
个人消费(%同比)	7.0	4.4	4.5
政府消费(%同比)	3.3	2.3	1.6
投资(%同比)	22.0	5.6	6.6
财政账户(占GDP百分比)	-2.5	-2.2	-2.2
经常账户(占GDP百分比)	-2.3	-2.1	-2.8

来源: BBVA 研究部

表3

季度宏观经济预测

	GDP (% 同比)	通货膨胀 (% 同比, 均值)	汇率 (兑美元, 均值)	利率 (%, 均值)
Q1 10	9.3	4.9	1.80	8.75
Q2 10	9.2	5.1	1.80	9.75
Q3 10	6.8	4.6	1.74	10.75
Q4 10	5.0	5.6	1.69	10.75
Q1 11	4.1	6.1	1.66	11.42
Q2 11	3.1	6.6	1.58	12.08
Q3 11	3.0	7.1	1.64	12.17
Q4 11	2.7	6.7	1.71	11.17
Q1 12	2.6	6.0	1.67	10.75
Q2 12	3.0	5.5	1.69	10.75
Q3 12	4.0	5.5	1.73	10.58
Q4 12	4.8	5.4	1.75	10.00

来源: BBVA 研究部

免责声明

本文及其所含信息、观点、估计与建议由Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (以下简称“BBVA”)提供,旨在为客户提供报告发行日相关的一般信息,如有更改,恕不提前通知。BBVA将不负责通知变更事项或此后内容的更新。

本文件及其内容不构成对购买或认购任何证券或其他投资工具,或从事、撤出投资的邀约、邀请或唆使。本文件及其内容均不能构成任何合同、承诺或任何形式的决议的基础。

阅读本文的投资者应注意到文中所提及的证券、投资工具或投资可能并不适合于其特定的投资目的、财务或风险状况,上述因素并未被纳入本报告所考虑的范畴。因此,投资者在做出投资决策时应考虑到上述情况并在必要时寻求专业的建议。本文的内容均基于可信赖的公开信息得出,BBVA并未对这些信息进行独立核实,BBVA不对其精确度、完整性及正确性提供任何形式的担保。由于采用本文件或其内容所导致的任何直接或间接的损失,BBVA概不负责。投资者应注意的是,证券或投资工具过去的表现或投资的历史收益并不能保证其未来的表现。

证券或投资工具的市场价格和投资的收益会随着投资者的兴趣而波动。投资者应意识到其投资可能蒙受损失。期货、期权和证券或高收益证券交易存在高风险,并非对所有投资者都适合。的确,在某些投资中,潜在的损失可能会超过初始的投资金额,且在这一情况下,投资者可能会被要求支付更多的金额来支持那些损失。因此,在进行任何此类交易之前,投资者应意识到其操作,以及所持有股份所涉及到的权利、义务和风险。投资者还应注意,文中所述的投资工具可能在二级市场上有限,甚至根本不存在。

BBVA及其任何分支机构,以及各自的高管和员工,可能直接或间接地持有本文或任何其他有关文件所提及的任何证券或投资工具;他们可能是为自己或第三方从事这些证券交易,为前述证券或投资工具的发行人、相关公司及其股东、高管和员工提供咨询或其他服务,或可能在此报告出版前后对这些证券、投资工具和相关投资产生了兴趣或进行了交易,但上述行为都在适用法律允许所允许的范围内进行。

BBVA及其任何分支机构的销售人员、交易员和其他专业人士可能为客户提供与本文意见相反的口头或书面市场评论。此外,BBVA及其任何分支机构的自营交易和投资业务的投资决策也可能与本文的建议不符。本文件未经BBVA的事先书面同意不得:(1)复印、影印或以任何其他形式或方式复制;(2)传播;或(3)引用。该报告不得复制。传达、传播或提供给任何有法律禁止其传播的国家内的任何个人或实体。如未能遵循这些限制性规定可能违反相关地区的法律。

在英国,本文件仅适用于以下人士:(1)具有2000年金融服务及市场法2005年(金融促进)法令(修订的“金融促进法令”)第19条第5款所述投资工具专业经验的;(2)金融促进法令第49条第2款1-4点规定的对象(高净值公司、非公司社团等);及(3)被依法邀请或吸引来参与2000年金融服务及市场法第21章所述投资活动的人士(所有这些人均被称为“相关人士”)。本文件仅适用于相关人士,非相关人士不得照此行事或依赖本文件。本文相关的任何投资或投资活动仅对相关人士可用且仅将由相关人士参与。本报告分析师、作者的报酬体系基于多重准则而定,包括BBVA获得的收入和BBVA集团一个财年的收益(这反过来包含了投资银行产生的收益);但其报酬与投资银行任何具体交易的收益无关。

BBVA不是美国金融业监管局的成员且不受其信息披露规则的约束。

“BBVA受BBVA集团证券市场运营行为准则的约束,像其他规章一样,其包括防止和避免所获评级内利益冲突的规定(包括信息壁垒)。参考BBVA集团证券市场运营行为准则请见以下网站:

www.bbva.com/CorporateGovernance”

BBVA, S.A.是一家在西班牙中央银行及西班牙证券交易委员会监管下的银行,在西班牙中央银行的注册号为0182

This report has been produced by the Emerging Markets Unit

Enestor Dos Santos
enestor.dossantos@bbva.com

BBVA Research

Group Chief Economist
Jorge Sicilia

Emerging Markets:

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Cross-Country Emerging Markets Analysis
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

China
Daxue Wang
daxue.wang@bbva.com.hk

India
Sumedh Deorukhkar
deorukhkar@grupobbva.com

Latam Coordination
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

Mexico
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Macroeconomic Analysis Mexico
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Developed Economies:

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Spain
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europe
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

United States
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Financial Systems & Regulation:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com

Financial Systems
Ana Rubio
arubio@bbva.com

Pensions
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulation and Public Policy
María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Global Areas:

Financial Scenarios
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Economic Scenarios
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Innovation & Processes
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global
Ana Munera
anamunera@grupobbva.com

Global Credit
Javier Serna
Javier.Serna@bbvauk.com

Global Interest Rates, FX
and Commodities
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@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