

# 经济展望

## 哥伦比亚

2011年第4季度

经济分析

- 全球经济增长放缓并存在潜在的下行风险。
- 受国内需求驱使，我们预计2011年和2012年的GDP涨幅分别为5%和5.4%。
- 近期通胀加剧只是暂时的，我们预计2011和2012年底的通胀率将在3.4%左右。
- 全球经济一旦趋于平稳，央行将会再次加息。
- 全球经济形势一旦恶化，哥伦比亚经济增长将放缓，央行将继续实施货币刺激政策。

## 目录

1. 全球展望：经济增速放缓且面临下行风险 .....	3
2. 哥伦比亚经济前景虽然明朗，但全球经济不稳 仍可对其造成影响.....	5
3. 国内推动及全球不稳定性下的货币政策.....	7
4. 附表 .....	8

截稿日期：2011年11月15日

# 1. 全球展望：经济增速放缓且面临下行风险

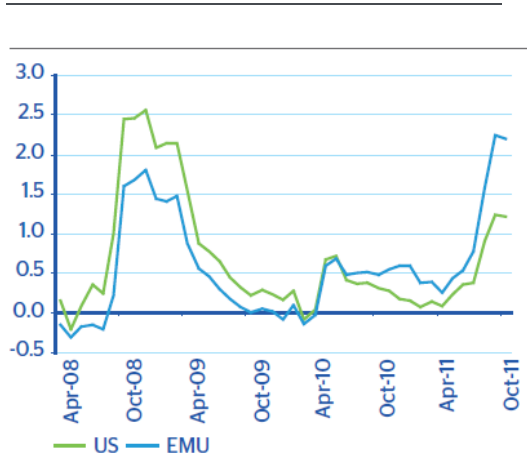
全球经济放缓并且会取决于欧债危机的解决情况。向下风险十分显著

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）

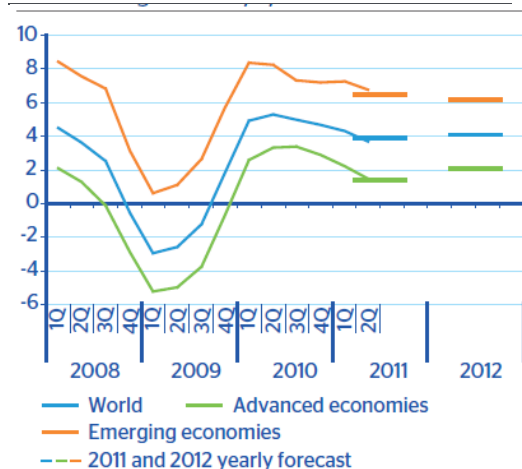
在经济依然有较为强势增长的同时，向下的风险正在出现，主要是由于欧洲短期主权金融风险正在加重。特别来说，市场需要欧洲金融压力快速减少来避免欧洲和其他地区的增长由于全球风险趋避情绪而受到影响。

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议来 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。

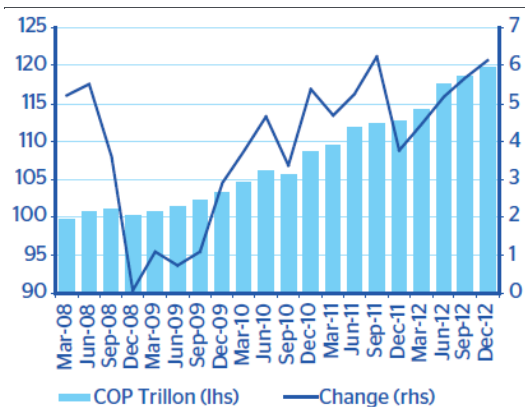
## 2. 哥伦比亚经济前景虽然明朗，但全球经济不稳仍可对其造成影响

### 国内需求继续推动与非住宅投资惊喜增长

部分受强劲内需的推动，2011年上半年，哥伦比亚经济年增长率为5.0%，年增长率达32.6%的非住宅投资成为经济增长率的重要组成部分。此外，2011上半年的家庭消费以年增长率6.2%的速度增长。另外一方面，公共开支的低预算执行率及高进口率都拖累了公共投资和外贸净额的增长。

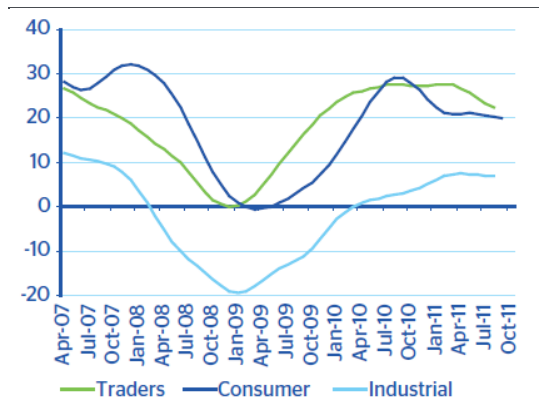
2011年下半年的指标体现了私营部门持续的活力，特别的，家庭和企业的信心指数方面的数据非常正面。工业的乐观是与生产出口直接联系起来的，生产出口年增长率在9月份达到26.3%，而第三季度预计达35.7%。

图3  
GDP（季度环比）



来源: DANE 和 BBVA Research

图4  
消费者，贸易和工业信心指数



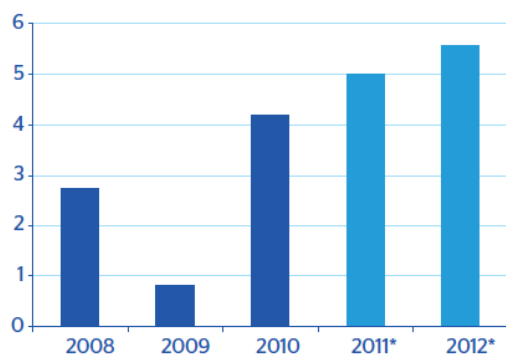
来源: Fedesarrollo and BBVA Research

### 就业市场指标的改善有益于内需

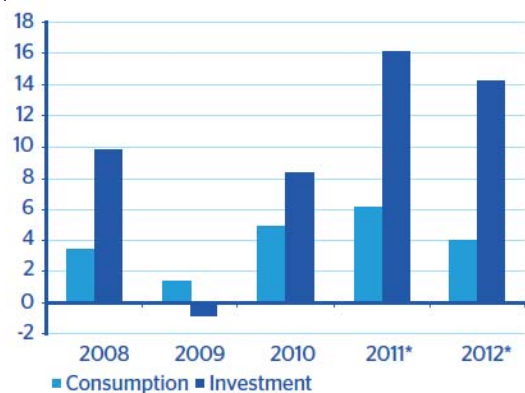
就业市场在最近的几个月中表现良好，9月份提前实现了政府对年底失业率设定的目标（全国9.7%，城市10.2%）。9月份就业率达到2001年以来的新高（全国57.7%，城市60.7%）。社区服务、零售和工业成为城市就业率增长的主要驱动力，同时也是创造高质量就业的标志。基于对经济和季节性数据的正面预期，我们预计城市失业率将在2011年年底降至10%，并将一直持续至2012年年底。

### 我们预计2011年经济增长率达5%

总体来看，这些指标表明2011年下半年的增长将与上半年度相似，同样将在年底有一个小幅下挫。因此，BBVA认为2011年经济增长率为5%。

图5  
GDP（同比）

\* 预测  
来源: DANE and BBVA Research

图6  
消费和投资（年同比变化率，%）

\* 预测  
来源: DANE and BBVA Research

### 公共投资重新活跃将促使2012年经济增长率达5.4%

在2012年，在全球经济增长放缓，尤其是美国和欧元区表现疲软的大背景下，我们预计经济增长将小幅超过每年5.4%的长期潜在增长率。

尽管我们预计随着货币刺激方案逐步撤出，国内需求也将有序调整，公共需求的减少将部分由公共工程表现的改善而抵消。年中，由Santos政府设计的新机构系统，公共工程蓄势待发。然而，随着矿业和能源投资项目的成熟，由内需增长放缓而导致出口放缓，净国外需求的表现将会良好。

2012年国内需求的表现将会不及2011年，强比索在经常账户的压力将持续，因此全球经济不稳将导致经济增长过程中产生不利。

### 全球经济持续恶化，哥伦比亚经济增长将放缓

我们的预测是基于上述提及的全球指数的下行风险提出的。任何全球情况的持续恶化将不利于疲软恢复中的出口行业，并会减少从矿产及碳氢化合物的收入。然而，在2008-2009年金融危机下反映出来的稳定性只会对新的冲击带来微小的国内需求调整。在这种情况下，哥伦比亚将持续增长，尽管比2009年的增长率高，但增长率将比我们之前描述的情况下慢一些。哥伦比亚将面临比2008-2009年更甚的账面赤字问题和汇率贬值问题。

为应对这些问题带来更深层次的冲击，央行在利率方面行动的空间比之前更少。因为利率已经很低，且确实需要财政政策的稍加调整以帮助控制经常账户赤字，从而允许反周期货币政策。然而，对经常账户进行融资存在着一些风险，因为碳氢化合物和采矿业的长期前景都显示出受经济周期性条件的影响，因此有理由让我们相信，高度的外国直接投资将会持续。

在分析中另外一个平衡风险的一个元素是贷款组合质量的表现。一种情况是国内需求正在增长，但更缓慢的，同时作为贸易恶化的外部因素，可能会导致更高的失业率。为抵御这种情况，金融部门将加强信贷控制以避免组合急剧恶化，而根据哥伦比亚金融监管局的报告，组合正在恶化。

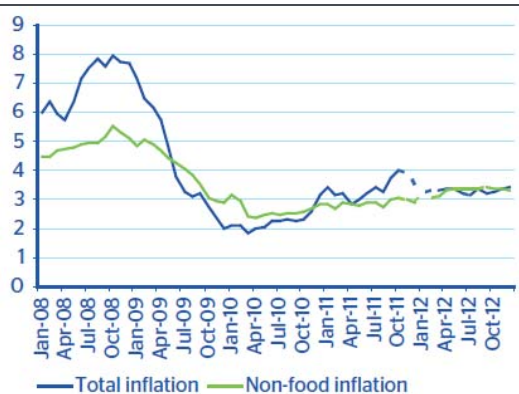
### 3. 国内推动及全球不稳定性下的货币政策

#### 通胀处于目标范围的上限，但这上升趋势只属暂时性质

本年3季度和4季度至今，通胀的微幅上升令市场惊讶—因此影响了上个月增长的预期—不过没有偏离目标范围。10月，年比通胀为4.0%—是目标范围的上限—这是由于食品价格上涨造成的。同样地，核心通胀的主要指数亦上升，接近目标范围的中段。10月的数据没有破坏年底目标达标的可能，而我们预期通胀下降到3.4%，11月及12月的价格变化会小于去年同期；基于2010年末拉尼娜现象对食物价格的影响，这个推测看起来比较合理。

图7

总月通胀和核心月通胀（同比）



来源：DANE 和 BBVA Research

图8

通胀预测（同比）



来源：DANE 和 BBVA Research

#### 2012年通胀会保持平稳，和目标利率一致

我们预期2012年底通胀为3.4%。这个预测和国际商品价格(特别是石油价格)缓慢增加的看法一致。尽管如此，通胀受需求压力影响，就是说，如果维持现在的趋势，将会对非贸易商品和服务以及一些贸易商品的价格有显著影响。我们预计央行会额外增加其干预利率；这些增长会减轻生产力的压力并固定通胀预期，在经济持续增长的同时保持通胀在长期预期范围之间。

我们的预测与来年哥伦比亚比索轻微升值是一致的，这也将反过来支持通胀的结果。尽管最近的波动和全球的不稳定性已经令我们将2011年12月的兑换率预期由\$1830调整至\$1880(\$1830为年平均值)，我们相信此次萧条将在2012年扭转，即2012年平均兑换率下降至\$1810。这将主要得益于直接的外国投资、对采矿和能源业输出的乐观预期，以及经济的普遍表现。

然而，从某种程度上看，内需的推动力并未按照我们预期的那样逐渐减弱，因此存在着2012年通胀预期增加的风险，从而导致通胀额外永久性增加。

#### 当全球紧张情绪放缓，央行将增加利率

在近期的新闻稿中，央行明确表示自8月开始停顿的货币政策—利率维持在4.5%—是对外部环境的不确定性以及它们对哥伦比亚经济可能带来影响的反应；与此同时，在信用市场的强劲增长和高企的资产价格的伴随下，国内活动的指标继续朝向高水平的活动率进发。

在干预利率保持3个月的稳定之后，如同央行董事会在近期的会议上指出，如果全球金融环境稳定，会立刻导致减缓货币刺激政策的方针出台。尤其是，这样的情况增加了在年底前利率水平额外增加的可能性，也就是支持了我们对于4季度利率上调25bp的预期，在2011年末时利率将达到4.75%。

在2012年，央行会持续地逐渐取消货币刺激政策，计划在2012年底末的时候将参考利率增加到5.5%。我们认为这个利率比较接近其中性水平，并且有助缓解需求增加造成的生产压力。反过来说，从干预利率至市场利率快速并且有效的调整转移以及隐藏在通胀预期的货币政策的可信度，会避免更多对于货币政策激进的调整。基于国际环境恶化，我们不能排除在不增加干预利率前提下，使用非常规策略减少贷款组合中活动的可能性。

外汇汇率方面，在9月末，在全球和本地市场的高波动性之间，央行决定不更新其项目来增加储备，并宣布了一个每天在现货市场上进行2亿美元标售的机制来控制波动率，当代表性市场利率波动超过正负2.0%或超过其10天移动平均值时将会执行这机制。令人惊讶的是，在其10月的会议中，货币政策机构决定用新的机制来代替原有机制，每日干预总量不变，计算方法基于20日的汇率移动平均，波动达到正负4%。这个机制使得央行重用2008年的方案，当时也存在高度的汇率波动。在这样的情况下，金融监管者近期决定控制退休基金在外汇交易上的交易价值，以此来回应长期以来对退休基金在货币市场扭曲的角色的争论。此次的措施在控制外汇波动上将会有效，但是夺走了一些大型基金经理的短期的利润，对于这些人来说，这部分利润总额非常重要。

最后，由今年美元购买计划和央行政府存款下降导致的流动资产注入市场一现正处于历史高位（超过150亿美元）一会达到市场在年末对流动资产的需求，且无须货币机构推行额外的机制。由于我们预期今年晚些时候公共支出会加快，以抵消在今年前三季支出延缓情况，所以流动资产将会变得更加重要。

## 4. 附表

表1

年度宏观经济预测

	2010	2011	2012
<b>GDP (%同比)</b>	4.3	5	5.4
<b>通货膨胀 (%同比, 均值)</b>	3.2	3.4	3.4
<b>汇率 (对美元, 均值)</b>	1926	1880	1820
<b>REPO 利率 (% 均值)</b>	3	4.75	5.5
<b>个人消费 (%同比)</b>	5	6.4	5.3
<b>政府消费 (%同比)</b>	4.6	1.3	2.7
<b>投资 (%同比)</b>	8.3	16.1	14.2
<b>财政赤字 (占 GDP 百分比)</b>	-3.8	-3.6	-3.5
<b>经常帐户 (占 GDP 百分比)</b>	-3.1	-2.8	-3.6

来源: DANE, Central Bank of Colombia and BBVA研究部



表2

## 季度宏观经济预测

	GDP(%同比)	通货膨胀(%同比 期末值)	汇率(对美元 , 期末值)	REPO利率(% 期末值)
Q1 10	3.7	1.8	1909	3.5
Q2 10	4.7	2.2	1926	3
Q3 10	3.4	2.3	1806	3
Q4 10	5.4	3.2	1926	3
Q1 11	4.7	3.2	1884	3.5
Q2 11	5.2	3.2	1783	4.3
Q3 11	6.3	3.7	1836	4.5
Q4 11	3.8	3.4	1880	4.8
Q1 12	4.5	3.3	1840	5
Q2 12	5.2	3.2	1750	5.3
Q3 12	5.7	3.2	1750	5.5
Q4 12	6.2	3.4	1820	5.5

来源: DANE, Ministry of Finance, Central Bank of Colombia and BBVA 研究部

## 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 Governance)，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 Colombia Unit:

*Chief Economist*

Juana Téllez  
juana.tellez@bbva.com.co

María Paola Figueroa  
mariapaola.figueroa@bbva.com.co

Mauricio Hernández  
mauricio.hernandez@bbva.com.co

María Claudia Llanes  
maria.llanes@bbva.com.co

Julio César  
julio.suarez1@bbva.com

*Interns:*

Jane Krupaskaia García  
jane.garcial@bbva.com

BBVA Research

*Group Chief Economist*

Jorge Sicilia

*Chief Economists & Chief Strategists:*

*Financial Systems and Regulatory Affairs:*

Santiago Fernández de Lis  
santiago.fernandez.delis@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 研究报告提供英语, 西班牙语和中文版以供参阅