

经济展望

全球

2011 年第四季度

经济分析

- **全球经济放缓**并取决于欧债危机的解决情况。向下风险十分显著。
- **10月欧洲峰会结果依然缺乏解决问题的具体要素**。现在需要一个快速的方法消除金融压力以避免进入衰退。
- **美国的结构性问题有小幅改善**，但仍然有很高风险在政治和欧洲问题的蔓延上。
- **新兴国家正在软着陆**，但面临外围较强阻力。

目录

1. 全球展望：经济增速放缓且面临下行风险.....	3
2. 欧洲危机仍有待明确解决方案.....	5
专题1: 美国和欧洲的金融压力和增长.....	6
专题2: 10月的欧盟/欧元区峰会批准了什么?	7
3. 美国小幅改善, 但结构性走弱仍持续.....	10
4. 新兴经济体：在外部风险下.....	12
专题3: 新兴经济体的压力情况.....	14
5. 附表.....	15

发布日期：2011年11月4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

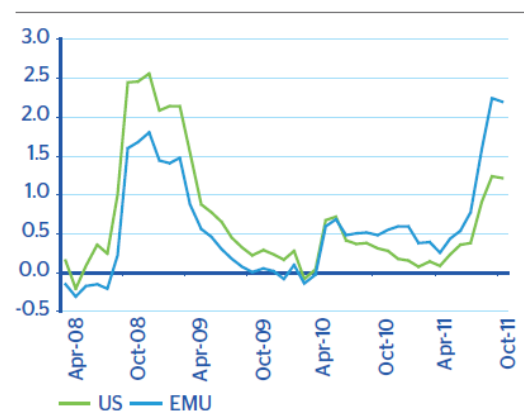
全球经济在过去的几个月之中恶化了很多，主要由4个因素影响，而这些影响还在继续。首先，不仅限于发达国家的大部分地区经济增速低于预期（美国上半年数据令人失望，一些分析师认为经济会有二次探底）。尽管美国在第三季度保持增长，而欧洲经济在第一季度也稍微上升，但是欧洲现在陷入了减速的境地。其次，欧洲的主权债务危机开始恶化，并开始更加系统化。虽然10月会议上宣布的决定是在正确的方向上，但是主要因素还没有解决，特别是一些用来解决主权流动性的机制细节——包括杠杆化EFSF，私人投资者希腊债务重组以及欧元区政府达到财政联盟的路线图。第三，对于主权危机和欧洲金融系统的担忧开始恶化，金融紧张程度超过了雷曼兄弟在2008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

图1

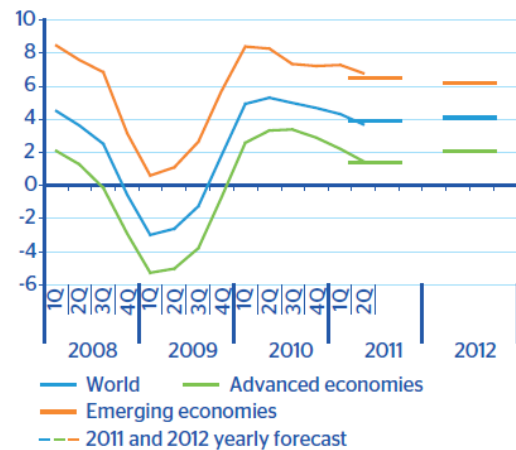
BBVA 金融压力指数



来源: BBVA Research

图2

全球GDP增长(年度同比)



来源: BBVA Research 和 IMF

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，由于欧洲主要国家的沉默，ECB暂时还是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。¹

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，房地产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。

1: 关于欧洲出现违约时向全球传播的途径，请见“当欧洲出现违约时风险对全球蔓延的途径”，2011年7月全球经济展望专题

2. 欧洲危机仍有待明确解决方案

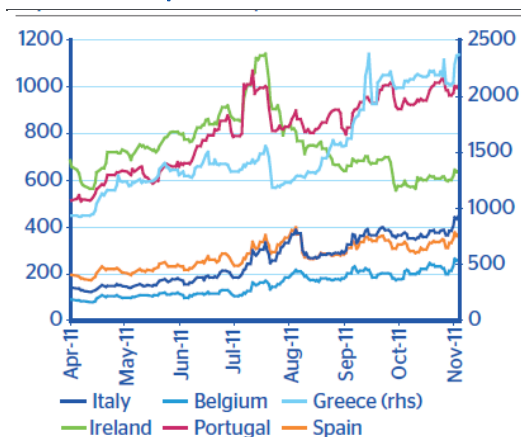
自8月以来，欧洲主权债务危机愈演愈烈，造成金融行业的融资压力。经济活动也呈现明显减速迹象

尽管7月欧盟峰会达成一致，但自8月中旬以来，主权债务市场仍面临着巨大的压力，包括西班牙，特别是意大利（图3）。主权压力的核心是对协议执行的进度产生疑虑，包括EFSF的完善（10月，所有国家最终批准了EFSF）以及所谓的私营部门参与（PSI，最后被不断恶化的希腊债务市场评估所取代）。另外，主权压力使意大利全力以赴的事实（自危机开始以来，其收益差首次高于西班牙）表明，EFSF将不足以有效阻挡希腊危机的蔓延。

另外，欧洲主权债务危机逐渐削弱人们对欧洲银行的信心，许多银行持有周边国家大量的主权债务。随着隐性政府担保质量的下降，银行还受到其资产负债表中债务的影响。潜在损失加剧了人们对一些银行偿付能力的担忧，并导致融资市场严重紧缩，甚至核心欧洲国家的某些银行也是如此。这些压力反映在大幅攀升的银行CDS收益差上，甚至高过雷曼兄弟公司倒闭后的状况（图4）。

图3

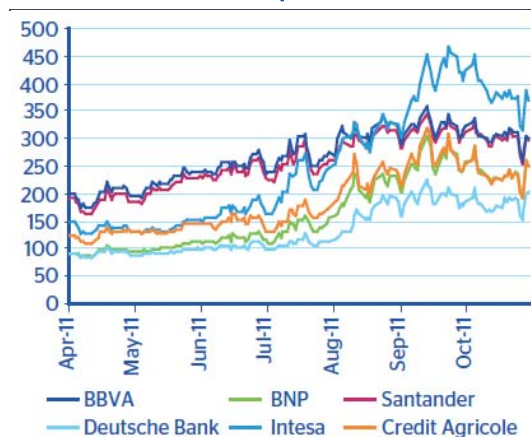
欧洲主权债务Spread(与德国10年期债券相比)



来源: BBVA Research

图4

大型欧洲银行5年期CDS spreads



来源: BBVA Research

主权担忧和金融机构压力之间的反馈对欧元区经济活动造成影响的风险日益增大（参见框图1）。欧洲金融机构的融资压力，包括美元，使得银行资产负债表去杠杆化的风险增大，贷款急剧减少，从而加剧了主权债务震荡对经济活动的影响。实际上，在有利的经济条件下第一季度呈现强劲势头之后，第二季度的欧元区经济活动明显减速。未来，调查数据似乎指向一个比硬数据更悲观的前景（图7），欧洲的经济活动很可能在第三和第四季度保持不变。

专题 1: 美国和欧洲的金融压力和增长

该专题分析了美国和欧洲金融压力增大可能对经济增长造成的影响。图1中我们的金融压力指数（FSI）表明了这种较高的压力，它汇总了外汇、流动资金和信贷市场的压力（包括主权和公司债务）。²

为衡量金融压力对经济活动的影响，我们采用向量自回归模型（VAR），包括FSI和GDP增长。图5表明，如果FSI出现大幅波动，欧洲增长将在未来12个月内下降，凸显对增长的延迟影响。对美国增长的影响在范围和持续时间方面与欧洲类似。

我们通过这种估计对自去年4月以来美国和欧洲金融压力增大对经济活动的负面影响进行定量分析。我们对当前危机在两个地区的未来发展提出两种情景。在第一种情景中，我们假设震荡将是暂时的，金融压力将从10月开始缓解，12月回到2011年4月的水平。在我们的第二种情景中，震荡持续时间更长，将使金融压力保持在当前水平（在这种情况下，至少持续到2012年底）。为确定增长成本，我们将两种情景与保持FSI稳定在2011年4月水平的无震荡情景进行比较。

我们可以从图6看出，在暂时和永久性的震荡情景中，EMU的金融压力增大对经济活动的影响较大。这是直到10月欧洲市场压力急剧增大而直接造成的（参见图1）。鉴于上述经济活动影响的迟滞效应，震荡对增长的最大影响将在2012年显现。

当然，持续压力对增长的影响将更大。如果震荡是暂时的，自2011年4月以来的压力增大将使2012年欧洲增长下降0.2个百分点，而持续压力将使增长下降2.5个百分点。值得指出的是，这些估计影响并不表示我们对两个地区增长预测的可能下调幅度，因为我们的当前预测已经考虑了部分影响。

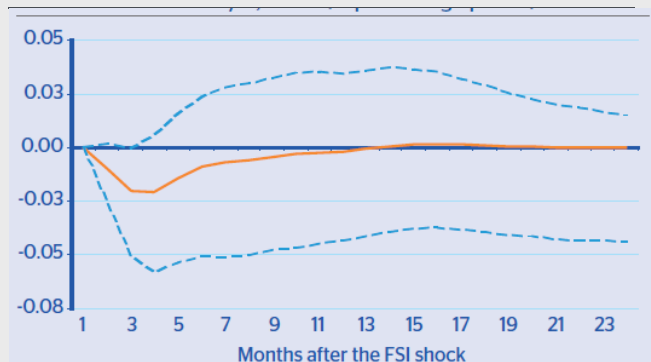
对于永久性震荡，我们的估计增长影响可能在某种程度上有些乐观。首先，模型不包括在极端情况下可能出现的任何可能非线性影响。另一个需要注意的理由是，在当前情况下，在涉及使用货币和财政政策来应对大规模震荡时，政府在一定程度上有些束手束脚，这与2008年的情况不同，我们的估计正是基于当时这些情景。最后，如果周期性的经济状况继续像目前那样走弱，则对增长的负面影响可能会较大。

总之，模型结果显示了金融市场的潜在持续震荡对增长的重大影响。因此，需要迅速消除关于欧盟当局是否有能力解决一些欧元区国家的流动性问题以及两个主要发达经济体复苏势头减弱危险的长期不确定性。

² 欲了解我们金融压力指数的更详细描述，参见我们2011年10月6日标题为“美国和欧元区的金融压力和经济活动”的《经济观察》

图5

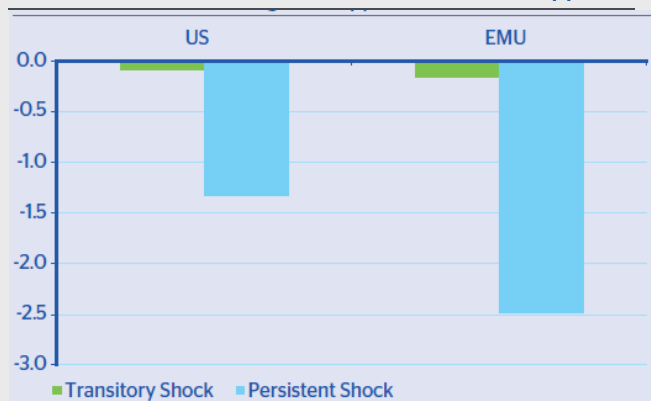
EMU: 每上升0.1FSI对GDP增长的影响(pp)



来源：BBVA 研究部

图6

2011四月到十月FSI的冲击对2012GDP增长的影响(pp)



来源：BBVA 研究部

欧盟当局10月提出的危机解决方案方向是正确的，但一些解决方案低效且有遗留问题没有解决

欧洲当局对金融市场压力和希腊情况恶化做出迅速反应，出台了一系列措施，旨在从多个角度解决问题。从总体上看，它们试图通过欧洲银行资本结构重组的方案来解决银行业问题，而希腊仍在接受第二个一揽子救援计划，这意味着私营部门将做出较大贡献，且使希腊债务可持续。最后，鉴于当前EFSF被认为不足以消除人们对意大利和西班牙债务的疑虑，欧盟当局开始分析扩展EFSF能力的可能性，以支撑主权债务市场。

这个三要素战略促成了10月23日和26日的两次欧盟峰会，提出了一系列的广泛措施（参见专题2）。从尝试解决希腊的无偿付能力和大幅扩展EFSF能力的意义来看，这些措施的总体评价是积极的。资本重组计划通过迫使银行提高其资本比率而增强了银行系统的弹性，尽管这是以一种低效的方式实现的，且无助于消除市场对有偿还能力的主权国家债务的疑虑。然而，协议在许多方面缺乏细节，需要在未来数月内谈判解决，从而使得执行风险较高，且评审委员会仍未公布其效果。

专题 2: 10 月的欧盟/欧元区峰会批准了什么？

欧元区10月峰会的公报包含五个要素：

- 1. 关于希腊债务：**私人投资者减少50%，贷款增长300亿欧元，使希腊债务到2020年达到120% GDP。希腊改革将通过委员会的现场工作而受到更严密的监督和控制。第二个救援计划再次被推迟到2011年底。到2014年，官方援助的数额将达到1000亿欧元。
- 2. 关于其它周边国家：**建议对西班牙特别是意大利采取进一步行动。对于西班牙，它重申了对三个通常领域的建议：财政调整、加强劳动力市场改革（特别提到工资谈判制度）和继续寻求财政部门重组。理事会特别向意大利施压，因为意大利政府向峰会提交的改革方案不是太详细。所有这些措施都是强大的同伴压力的一部分，不能强制施加于它们，但一旦EFSF开始运作，它将是积极的。
- 3. 关于EFSF：**EFSF的能力通过债券发行的保险计划得到扩展，没有具体细节，估计会发挥4倍或5倍的杠杆作用（约1万亿欧元）。另外，旨在吸引外部投资者（可能是IMF和其它机构）的SPV也将进行融资。细节可望于11月确定。获得这些流动资金工具将有严格的条件限制。
- 4. 关于银行资本重组计划：**在2012年6月之前，必须达到最低9%的核心1级资本，对政府的主权资本和贷款按市场价格估算。原则上，银行必须在6月12日之前筹集约1060亿欧元（图8）。机构必须从私人来源获得新资本，否则需通过国家政府，只有这两个来源的资本被全部耗尽后，才能通过EFSF。

未来，其它流动性措施将由欧盟委员会决定，例如由银行发行担保。

- 5. 关于治理：**文件全篇都提到了欧洲机构已批准的治理改革（一揽子立法计划、欧洲学期、欧元附加条约），并进一步承诺要加强经济和金融协调与整合。在最具有实质性的新要素中，三个要素很突出：**(i)** 向总统Van Rompuy重申请求，在12月之前准备进行“有限的”条约改革，作为达成将于2012年3月批准的协议的依据；**(ii)** 特别委员会委员监督财政计划的新能力，同时，委员会能够在国家预算的全过程向国家提出建议，并与参与欧洲财政事务的部长建议大体上保持一致；**(iii)** 没有提到欧洲债券，这本可以是财政整合的明显信号，将降低主权国家压力。

希腊债务私人债券持有者减记50%并不会消除人们对其可持续性的所有疑虑

新计划中应用于私人投资者的折扣50%与最近Angela Merkel的声明是一致的，他将该数字作为最低值。然而，它可能是从中间立场入手的，既不庞大到能够消除人们对希腊债务可持续性的疑虑，又不会小到吸引大量私人债券持有者的志愿参与。根据三要素分析，50%的私人削减将在2020年使债务比率达到120% GDP。这与当前意大利债务是一致的，因为从政治角度看，很难将其设置得更低。根据一些似乎真实的假设，该目标是可持续的，三要素分析也证实这一点。然而，新债务路线仍留下许多悬而未决的问题。

首先，市场不会认为该水平是可持续的，因为如此高的债务比率对基本经济情况的变化非常敏感，如较低增长或财政调整。鉴于近期希腊宏观经济数字的波动性（包括债务水平），市场将可能需要更大幅度的债务削减，以通过对可持续性的疑虑和高利率之间的反馈逃避“不良平衡”。

其次，尽管希腊通过降低债务和利息而得到缓解，但正如将希腊计划提交公民投票的威胁所表明，政治和执行风险仍很高。欧盟委员会的干预将有助于增强执行，但也可能不被希腊民众所接受。未来财政调整的空间仍很大。实际上，希腊的大多数风险仍处于中期，调整必须在经济衰退的框架内继续进行。一旦进行了赤字调整，债务可持续性的前景将会明确。

最后，PSI志愿参与度较低的风险仍然存在，使得削减必须是非自愿的，这可能引发CDS市场的信贷事件。

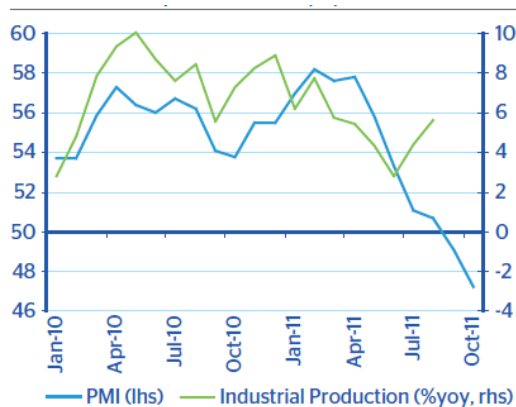
EFSF将按预期发挥杠杆作用，但细节几乎没有。确定其效果将需要数周时间

发挥4倍或5倍杠杆作用（约1万亿欧元）的EFSF将足以满足西班牙和意大利长达三年的财政需求（近9000亿美元，不包括定期发行短期票据），但可能不会得到将杜绝市场投机的巨大响应。SPV还将对其进行补充，以能够从欧盟外部吸引额外资金，如IMF或直接从其它国家，尽管G20峰会并未做出明确承诺。但对周边其它国家，杠杆EFSF将不会像预期那样作为直接工具，这种结构是否会吸引私人投资者增加对意大利和西班牙债券的需求仍有待观察。从这个意义上来讲，应对市场对大主权国家担忧的最简便方式将是使ECB重新作为最终债券购买者。如果压力持续，这种情况仍然有可能，因为正如德国最初所希望那样，欧盟协议并未拒绝ECB的SMP计划。直接通过ECB使EFSF发挥杠杆作用的选择在未来仍有可能。

银行融资问题得到承认，但焦点是低效的银行资本重组

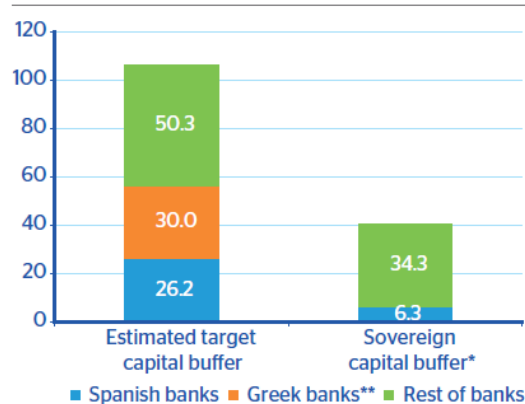
银行业资本重组效率低下，通过资本需求增长补偿了银行资产负债表的适度压力测试 - 仅对主权组合采用市场价格，而不是其它遗留资产（9%核心1级资本，估计总额1060亿欧元，如图8所示）。这面临着欧洲银行突然大幅去杠杆化的风险，可能对信贷供应产生负面影响：同时，欧盟承认面临严重的融资问题，保证银行债务发行的机制将确立，但到目前为止几乎没有细节，更不用说受欢迎的共同欧洲标准。

图7
EMU 工业产值（年度同比）和PMI



来源: BBVA Research 和 Haver Analytics

图8
10月欧洲峰会后欧洲银行资本需求（十亿欧元）



来源: *主权资本缓冲具有指导性，同时可以被 CT1 资本充满，只要 CT1 资本率超过 9%

**希腊银行没有提供任何有关主权资本缓冲的信息，不与 EU/IMF 同意的安排冲突

来源: BBVA 研究部

进行更多财政和经济整合的措施已经采取，但没有将赌注放在财政联盟和欧洲债券上

德国通过对周边国家施压进行更多整合的战略继续提到欧洲机构已经批准的治理改革以及加强经济和财政协调与整合的进一步行动（参见框图2），只有在财政和改革日程中达成一致，欧洲债券的想法才会被提出。然而不要忘记，Van Rompuy的建议是在明确提到欧洲债券（“稳定债券”）的委员会（Barroso建议）最新文件之后提出的。这将是一项积极的举措，因为危机已表明，从长期来看，货币联盟需要财政联盟相伴，才能使其变得可信。

总之，峰会出台了一项积极举措，但不是危机的明确解决方案

各方面的决定已经做出，但没有太多细节。我们再次面临一个紧凑的日程以及仍然悬而未决的谈判过程。尽管“志愿”削减50%的投资者，但希腊问题尚未完全解决。希腊债务将在理论上是可持续的，但肯定会经历多次震荡，并仍然面临着重大挑战。尽管它可能在一定时期内防止危机进一步升级，但如果ECB承担这一任务，正如情况所示，EFSF的能力将不足以实现可信性的良性循环。然而，直接通过ECB发挥最终杠杆作用的可能性仍然存在。未来仍可能采用这一手段。

关于资本重组计划，当局首次没有限制所有周边国家感知主权风险，这是根本性的问题。由于坚持对除希腊的其它主权国家进行压力测试，而不是批准足够大的EFSF，因此，将希腊（无偿付能力）与其它周边国家（无流动资金）明确分开的机会已经丧失。另外，目前，解决银行系统流动资金问题至关重要，委员会被要求研究提供长期流动资金的选择，如银行发行担保。

总之，这些不完整的解决方案将可能有助于防止金融压力进一步增大，但压力仍有可能提高，进而增大向下风险。协议仍未消除人们对防止希腊债务重组蔓延的必要结构是否确立的担忧。如果没有这个结构，市场将会继续认为，对希腊改革以及核心国家进一步紧急援助的负累使得无序拖欠债务的风险增大，从而导致欧洲信贷紧缩和经济衰退，并波及全球。

3. 美国小幅改善, 但结构性走弱仍持续

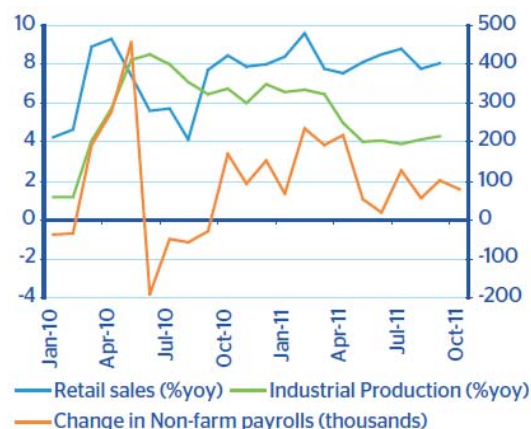
美国经济增长在第三季度重新加速, 消除了市场对可能出现双底衰退的担忧

自从7月底发布GDP数据, 一系列令人失望的数据以及8月和9月大部分时间仍未改观之后, 前几周的新数据似乎表明, 美国的经济活动在第三季度重新加速。受强劲的汽车销售推动, 工业生产在9月开始加快, 零售也好于预期(图9)。然而, 劳动力市场仍然走弱: 9月的就业报告显示, 当月只增加了10.3万个就业机会(排除罢工结束的影响, 约为一半), 10月增加了8万个, 比7月和8月报告有所上调。失业率稳定在9%, 市场对公布数据反应良好的唯一原因可能是前期期望值非常低。

实际上, 第三季度对GDP增长的首次估计显示, 经济活动季增长0.6%, 远高于前两个季度。然而, 按照2.5%的年增长率, 第三季度增长仍低于以前60年3.2%的平均增长率, 也低于美国扩张阶段平均4.3%的增长率。尽管如此, 鉴于夏初市场预期非常低, 对于市场参与者, 这些都是积极的消息, 有助于消除市场对美国可能出现双底衰退的担忧, 我们认为, 双底衰退是一个很低概率的事件。

图9

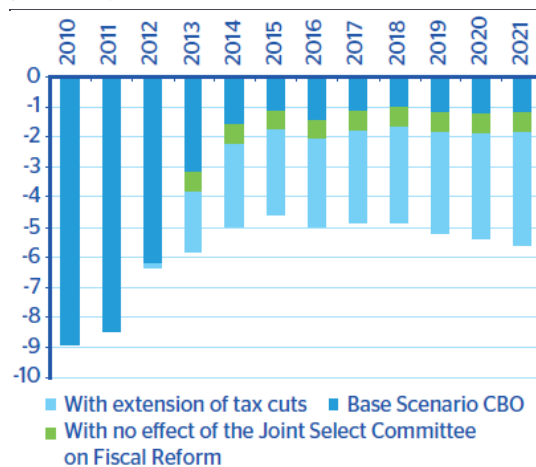
失业率变化, 销售和工业产值(同比)



*失业率为月度环比, 非农人口, 每一千人
来源: BBVA Research 和 BLS, 联储局

图10

美国财政赤字(% GDP)



来源: BBVA Research 和 CBO

联储局的扭转操作对经济活动的影响有限, 但如果增长前景恶化, 联储局准备采取进一步行动

美国经济信号仍然很不明朗。除了上面提到的走弱的劳动力市场外, 10月消费者信心下降到衰退期的低水平, 公司经济部门对未来经济前景相当悲观。

随着政策利率接近于零, 联储局将重点放在通信政策及其资产负债表上。近期宽松措施对经济活动的积极影响非常有限, 因为长期利率异常低, 不可能进一步降低。核心通货膨胀可能在中期暂时超过联邦(隐性)目标, 从而限制了用于刺激经济增长和提高通货膨胀预期的工具范。

如果增长前景恶化, 联邦储备银行可能考虑采用三种主要手段来提升经济活动: (i) 政策目标更加透明, 以稳定市场预期; (ii) 明确限制关于失业率变化货币政策的正常化; (iii) 通过另一项大规模资产购买计划, 进一步扩大其资产负债表。实际上, 鉴于采取额外财政刺激措施的可能性较低(参见下面)以及高失业率, 联邦官员似乎已经采取进一步措施。但考虑到对进

进一步扩大其资产负债表的政治抵制，他们首先需要关注获得内部和外部支持以及消除FOMC内部分歧。

总之，美国经济仍然呈现结构性走弱，经济增长的下降风险仍然较高

2011年上半年的下滑提醒我们，美国经济仍然呈现结构性走弱。这毫不奇怪，因为历史告诉我们，走出金融危机（和房地产泡沫）从本质上来说是缓慢的。我们预计未来几个季度和2012年的经济增长将保持适度，低于以前的复苏速率，如上所述。

除了上述走弱的劳动力市场，房地产市场继续面临价格下跌以及被取消赎回权的家庭增多，从而进一步造成下滑压力。这两种情况以及家庭信心下降加快了家庭资产负债表去杠杆化的过程。美国经济走弱的周期性状况还使其更容易受到欧洲主权金融危机可能加剧的影响。所有这些因素使得美国经济增长的基线情景出现大幅下滑的风险增大。

另外，政治边缘政策可能产生错误和时机不当的财政政策，使经济下滑风险增大

虽然联邦政府在努力提高其政策的透明度和可预测性，但财政政策似乎变得相反。近期救援措施和中期财政整顿的不确定性较高。《美国就业法案》很可能不会被完全采纳，在私营部门尚未完全失去刺激政策的支持时，该法案可能被零散地采纳。

自7月底债务限额保持平衡以来，虽然政治反对声音有所减弱，但随着11月23日联合财政改革选择委员会同意一项削减1.2万亿美元国债建议最后期限的临近，政治反对可能再次出现。鉴于对支出和收入措施重要性的重大分歧，将不可能达成重大成就。这增大了自动削减1.2万亿美元预算的可能性，但它将可能在新国会选择推翻该承诺的2013年初实施。

总之，可信的长期财政整顿计划尚未获得多数支持，再加上可能延期的当前（暂时）减税政策，这将使预算赤字在未来十年内保持在4% - 5% GDP（图10），而国债将增长。

4. 新兴经济体：在外部风险下

尽管全球不确定性存在，但鉴于国内需求强劲，新兴经济体增长仍保持弹性

由于国内需求弹性，自年初以来发达经济体的下滑以及近几个月全球风险规避增加尚未对新兴经济体增长造成重大影响。然而，较小的出口导向型经济体的出口正在萎缩，如香港、新加坡和台湾。

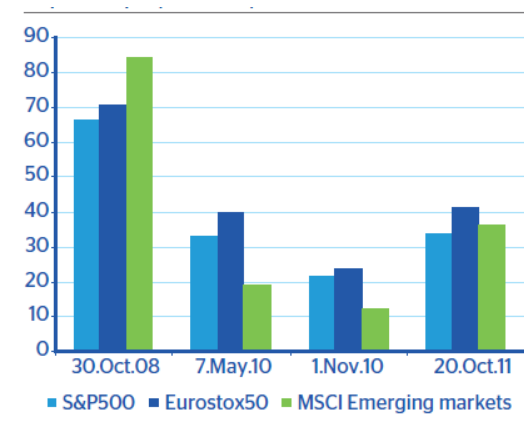
风险规避增加影响了全球风险资产，尽管呈现大幅下降，商品价格仍较高，大多数国家继续以较高价格进入国际金融市场。因此，各种条件仍支持这些地区的增长。

总之，在软着陆情况下，拉丁美洲和新兴亚洲的经济增长仍然强劲且持续。然而，自夏季以来不太乐观的外部环境使得许多新兴经济体目前正在执行的政策紧缩措施趋于停止（或甚至开始逆转）。

新兴市场已受到金融危机的打击

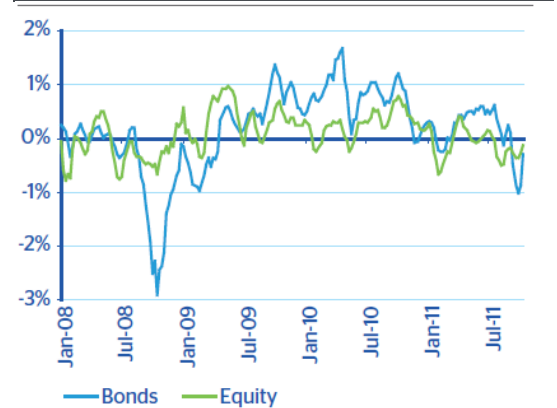
尽管地区经济活动保持强劲，在过去数月内，新兴金融市场受到全球风险规避增加的影响，造成汇率大幅下降，股市下跌，收益差增大，资本流动减少（参见图11和图12）。

图11
证券延伸波幅(VIX&V2X&MSCI)



来源: Bloomberg

图12
向新兴国家流动的资金（对总管理资产百分比）
（四周平均值）



来源: BBVA Research 和 EPFR

面对更具有挑战性的外部环境，焦点已从过热转向保持增长

一些过热迹象在这些地区仍然存在，尽管与几个月前相比，这些迹象似乎已不太严重。然而，这方面的情况是不平衡的。在拉丁美洲，多个国家仍然呈现明显的过热迹象，易受外部震荡的影响。而其它一些国家则实行更规范的政策，仍有实施反周期性政策的空间，以补偿需求下降。

亚洲的改善更加明显，尽管仍存在部分高通货膨胀地区。例如，中国的通货膨胀可能达到高峰，由于基数效应以及商品价格下降，通货膨胀可望在今年剩余时间降低。而且，由于政策紧缩，信贷和货币增长也趋缓。

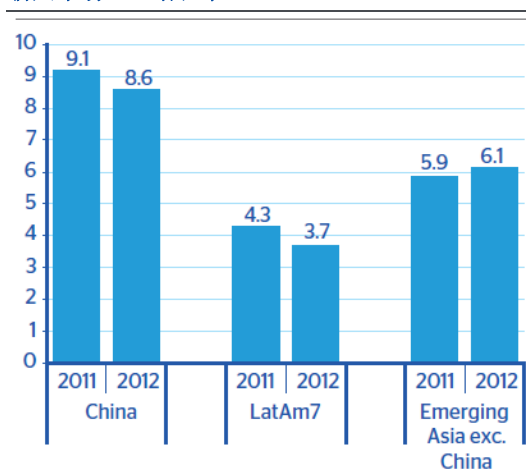
总之，在全球经济恶化的情况下，新兴经济体的焦点已从过热转向可能迟滞。因此，目前进一步政策紧缩不太可能。但只要国内需求保持强劲，至少在南美洲，它们更可能反映在经常项目余额的恶化上，而不是通货膨胀。这可能导致那些被认为最易受外部环境恶化冲击国家的货币和汇率政策之间紧张。

最可能的情况是亚洲和拉丁美洲软着陆。然而，风险依然存在，特别是如果恶化的全球环境导致信心受挫

尽管经济活动在上个季度减缓，但国内需求条件仍然有利。未来，信心对于增长前景至关重要。金融动荡对信心的影响程度可能决定新兴经济体的下滑程度。

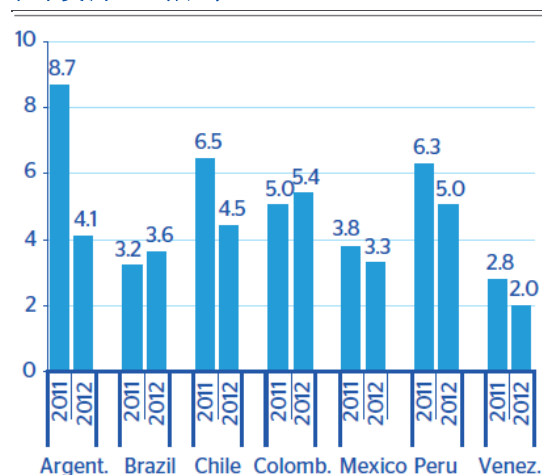
我们保持我们的预测，即新兴经济体将经历健康下滑，并保持可持续增长（图13和图14）。对过热的担忧在很大程度上将减弱，尽管它们并未消失。同时，过热担忧减弱意味着那些财政状况良好的经济体可能在发达经济体持续下滑的情况下拥有实施政策的余地。特别地，只要信心不受影响，主要亚洲新兴经济体将保持强劲增长，也将支持拉丁美洲经济增长。

图13
新兴市场GDP增长率



来源: BBVA Research

图14
拉丁美洲GDP增长率



来源: BBVA Research

有明显向下风险

我们设想的软着陆情况面临着三种主要风险。首先，不断增加的全球风险规避可能意味着新兴经济体的资本流动突然停止。其次，全球经济活动急剧下滑可能对降低的商品价格造成下降压力，从而对最依赖商品出口的那些经济体造成迟滞影响，特别是拉丁美洲（参见专题3：新兴经济体的压力情况）。这将加剧贸易量下滑的影响。第三，走弱的外部需求还可能通过出口和GDP增长反馈给那些最依赖与发达经济体贸易的经济体。

此外，还有一些局部风险值得关注。首先，一些国家，例如墨西哥，与发达经济体的周期有着密切联系。其次，拉丁美洲一些国家已将其财政和货币政策扩张到极限，它们很容易受到少数商品价格的影响，从而影响财政和外汇收入。这意味着那些经济体更易受危机的影响，特别是那些不能进行市场融资的经济体。同时，一些国家政府还面临着政治问题，可能削弱其应对挑战的能力。最后，尽管仍然可控，但中国的风险在增大。然而，对“影子银行”借贷的担忧已成为遏制信贷增长的阻碍因素，并可能导致过度杠杆化公司出现财政紧张。

专题 3: 新兴经济体的压力情况

外部环境一直对新兴经济体非常有利。高商品价格、非常低的利率以及下降的风险溢价是当前扩张的主要推动因素。然而，我们预计财政压力将增大，发达经济体下滑以及欧洲债务危机将导致商品价格下跌。

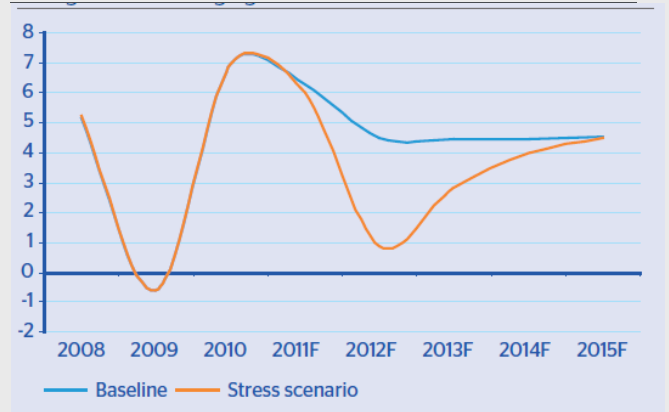
尽管不太可能，但不能排除前景暗淡的可能，例如，由于欧洲终止危机的努力失败，发达经济体走入衰退，信贷事件导致更高的全球风险规避（图15）以及更低的商品价格。在这种假设的情景中，新兴经济体增长将受到严重影响。

这些事件扩散有多条渠道。贸易是一条重要渠道，但信心以及因全球风险规避增加而导致资本流动突然停止也可能损害这些经济体。除了一些东欧经济体，对于欧洲经济体来说似乎最重要的银行渠道不被新兴经济体看重。

在这种情况下，且假设对全球风险规避和商品价格的影响与雷曼兄弟公司倒闭后的情况类似，则对经济增长的影响与2008年金融危机后的情况类似。这些影响包括增长大幅下滑（约4%-5%，参见图16）、经常项目余额逆转以及财政预算因自动稳定因素而恶化。政策反应将是有限的，可能通过降低利率而不是财政刺激来响应，这将使新兴经济体的货币贬值。

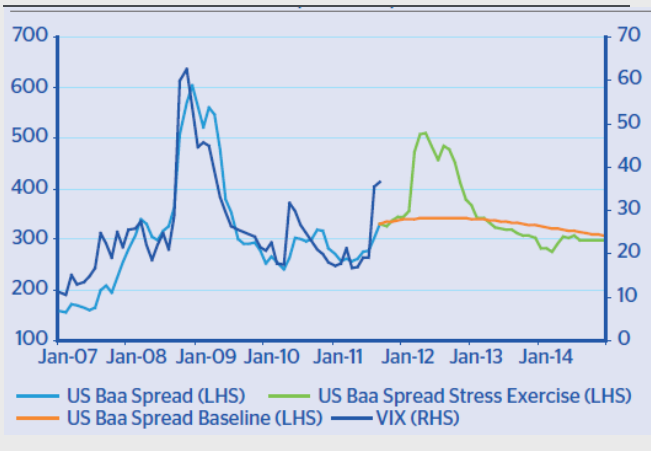
无论如何，这种情景的影响是不平衡的。新兴亚洲将具备更好的应对这些事件的条件。另一方面，即使拉丁美洲一些国家建立了财政缓冲，但仍存在局部不稳定，且一些国家的外部脆弱性有所恶化。

图16
新兴市场GDP增长 (%)



来源: BBVA 研究和 Bloomberg

图15
全球风险规避: 美国Baa收益差 (bps) 和VIX (指数)



来源: BBVA 研究和 Bloomberg

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	-0.3	-3.5	3.0	1.6	2.3
欧元区	0.3	-4.2	1.7	1.7	1.0
德国	0.8	-5.1	3.6	2.9	1.2
法国	-0.2	-2.6	1.4	1.6	1.0
意大利	-1.3	-5.2	1.2	0.7	0.3
西班牙	0.9	-3.7	-0.1	0.8	1.0
英国	-0.1	-4.9	3.4	0.9	1.3
拉丁美洲 *	5.2	-0.6	6.6	4.5	3.8
墨西哥	1.5	-6.1	5.4	3.8	3.3
EAGLES **	6.6	4.0	8.3	6.7	6.5
土耳其	0.7	-4.7	9.2	7.5	4.5
亚太地区	5.2	-4.9	8.0	5.9	6.4
中国	9.6	9.2	10.4	9.1	8.6
除中国外的亚洲地区	2.3	0.8	6.5	3.7	4.9
世界	2.8	-0.6	5.1	3.9	4.1

* 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10月31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	2.9	2.2
欧元区	3.3	0.3	1.6	2.6	1.6
德国	2.8	0.2	1.2	2.4	1.6
法国	3.2	0.1	1.7	2.2	1.5
意大利	3.5	0.8	1.6	2.6	1.8
西班牙	4.1	-0.3	1.8	3.1	1.2
英国	3.6	2.2	3.3	4.5	2.8
拉丁美洲 *	8.8	6.9	7.4	10.1	9.5
墨西哥	5.1	5.3	4.2	3.5	3.5
EAGLES **	7.4	2.8	4.5	6.2	5.1
土耳其	10.4	6.3	8.6	6.5	6.0
亚太地区	5.7	0.3	2.7	4.8	3.7
中国	6.0	-0.8	1.2	5.3	3.9
除中国外的亚洲地区	5.5	1.1	3.7	4.4	3.5
世界	6.1	2.2	3.5	5.0	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10月31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	-3.2	-3.0
欧元区	-0.5	-0.5	-0.5	0.0	0.2
德国	6.3	5.6	5.7	5.5	5.0
法国	-1.7	-1.5	-1.7	-2.2	-2.5
意大利	-2.9	-2.0	-3.5	-3.9	-3.5
西班牙	-9.6	-5.2	-4.5	-4.5	-3.0
英国	-1.6	-1.7	-2.5	-2.3	-2.0
拉丁美洲 *	-0.7	-0.3	-0.8	-0.7	-1.7
墨西哥	-1.6	-0.7	-0.5	-0.8	-1.1
EAGLES **	3.9	2.8	1.9	1.7	1.4
土耳其	-5.6	-2.2	-6.4	-9.9	-8.3
亚太地区	4.8	3.8	3.2	2.7	2.9
中国	9.1	5.2	5.2	4.4	4.5
除中国外的亚洲地区	1.4	2.3	1.9	1.6	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10月31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	-9.9	-8.9	-8.5	-7.1
欧元区	-2.1	-6.4	-6.2	-4.5	-3.4
德国	-0.1	-3.2	-4.3	-2.5	-1.5
法国	-3.3	-7.5	-7.1	-5.8	-4.9
意大利	-2.7	-5.4	-4.6	-4.1	-1.9
西班牙	-4.2	-11.1	-9.2	-6.5	-4.4
英国	-5.0	-11.5	-10.3	-8.3	-6.8
拉丁美洲 *	-1.1	-2.8	-2.0	-2.1	-2.4
墨西哥	-1.6	-2.7	-3.4	-3.0	-3.0
EAGLES **	-1.8	-3.9	-3.0	-2.7	-2.6
土耳其	-1.8	-5.5	-3.7	-1.8	1.8
亚太地区	-2.8	-5.1	-3.8	-4.2	-3.5
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	-4.7	-5.7	-4.7

* 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10月31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	2.8	2.5
欧元区	4.0	3.3	2.8	2.7	2.6

预测截止：2011年10月31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	0.71	0.75
欧元区	1.47	1.39	1.33	1.40	1.35
英国	1.82	1.56	1.54	1.60	1.57
中国	6.88	6.83	6.74	6.42	6.16

预测截止：2011年10月31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	0.25
欧元区	2.73	1.00	1.00	1.00	1.00
中国	5.31	5.31	5.81	6.56	6.81

预测截止：2011年10月31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，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*With the contribution of:*
Miguel Jimenez
mijimenezg@bbva.com**Alejandro Fernández Cerezo**
alejandro.fernandez.cerezo@grupobbva.com**Jaime Martínez Martín**
j.martinez.martin@grupobbva.com**Jorge Rodríguez Vález**
Jorge.rv@grupobbva.com**BBVA Research***Group Chief Economist***Jorge Sicilia***Chief Economists & Chief Strategists:**Financial Systems and Regulatory:***Santiago Fernández de Lis**
sfernandezdellis@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****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**
oswald_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.rodriquez@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