

经济展望

欧洲

2012年第三季度
经济分析

- 财政压力在第二季度加剧，欧元区滑入衰退。
- 目前至关重要的是，欧洲机构应加快财政和银行联盟计划，并进行干预，以在短期内缓解紧张。
- 如果预测的欧洲峰会和ECB的措施得以实施，则融资问题将在夏季之后开始减弱。
- 尽管周边国家仍在衰退且风险趋于下滑，但欧元区将在2013年适度增长。

索引

社论.....	3
1. 全球展望：除非采取果断经济政策措施，否则经济放缓可能加剧.....	5
2. 欧洲危机仍未解决.....	9
框 1. TARGET2 余额的动态性.....	15
3. 欧元区经济展望.....	17
框 2. 葡萄牙：今年适度衰退，2013 年接近停滞.....	26
框 3. 英国：恶化的衰退使英国银行再次尝试干预，以刺激经济贷款.....	29
4. 表格.....	32

出版日期：2012年8月3日

社论

随着欧元区继续在深度金融和经济危机中挣扎，它在第二季度的表现仍欠佳，特别是周边国家，其宏观经济指标在第一季度好转后继续恶化。欧元区已部分克服希腊的艰难局面，后者在 4 月份进行了债务重组，随后又经历了一段时间的政治动荡。在两次大选后，一个倾向于使希腊留在货币联盟内并坚持改革计划的联合政府被选出。无论如何，鉴于该国将在今年经历深度衰退，且尽管重组，但其长期公债的可持续性仍受到怀疑，因此，希腊局势仍然艰难。

除了希腊，财政压力在第二季度恶化，对于西班牙和意大利有着特别不利的影 响。财政恶化的根源在于市场对财政整顿以及西班牙金融系统重组计划的怀疑，即使在欧元区批准 1000 亿欧元的资本结构调整援助后，另外还在于对欧洲机构迄今采取决策将很快失效的普遍认识（尽管取得进展）。

6 月 28 - 29 日欧洲峰会采取的措施是积极的必要步骤，尽管仍不足以解决危机，因为它们并未对财政压力产生即时效果。对银行系统的共同监管暂定于 12 月生效，它是走向银行联盟的第一步，尽管该联盟以及财政联盟需要考虑的其余因素将必须进一步确定。建议将于 10 月份提交，如果欧元区国家达成协议，它们将在 12 月峰会期间批准。

峰会更关心解决短期问题的措施。除了主要包括注入新资金的促增长措施外，一旦共同银行监管生效，欧洲稳定机制（ESM）的直接银行资本结构调整（需要时）应有助于打破主权和银行债务之间的联系。对欧洲金融稳定基金（EFSF）和 ESM 可能在对委员会在“欧洲学期”已经建立的市场无附加限制的情况下干预主权债务市场的澄清是缓解西班牙和意大利等国主权债务压力的另一个步骤，尽管较小。无论如何，此类措施需要这些国家首先请求援助，并向欧洲提交谅解备忘录。可以看到，这些措施是积极的，尽管它们不会立即实施，而且它们也并未令人信服地果断消除市场担忧。主权债务仍没有最后买家，ECB 没有发挥这一作用，鉴于欧元可能崩溃，投资者继续冒着汇率风险做出加入货币联盟的投资决定，投资者认为，在希腊事件后，欧洲重新调整周边国家失衡的战略将导致多个国家陷入严重衰退，从而使调整更加困难，因此欧元崩溃的可能性更大。德国推迟批准 ESM 以及欧洲政客质疑峰会达成协议有效性的声明使得局势更加复杂。这使市场保持谨慎，认为做出的决策具有较高的执行风险。

鉴于这种前景，各国继续在改革计划和调整中遵循已制定的路线图，并实施 6 月份做出的决策，以尽可能迅速地缓解主权政府和周边国家私人投资者面临的融资问题，这至关重要。对主权市场的干预可能采取多种形式（初级债务市场购买、二级市场购买、新债务发行保证金）。援助基金的购买能力甚至可通过向 ESM 授予银行许可证而得到加强，这对缓解流动性紧张非常有效。

在这种情况下，ECB 最近在 8 月 2 日召开会议，澄清了关于可能解决债务危机的一些不确定性。ECB 表示，它可能恢复购买债券，但又强调，各国向援助基金 EFSF / ESM 寻求支持，这是一个必要条件，使得基金能够干预初级市场。正式请求将会签署一份谅解备忘录，尽管 ECB 总裁 Mario Draghi 宣布，它将有严格的条件限制，但这不会对 6 月底在欧洲峰会期间制定的欧洲学期框架建议强加额外的宏观经济条件。只有这样，ECB 才能做好在二级市场恢复购买短期债券的准备。会议还为非标准措施指明了方向（尽管没有提供细节，但 ECB 将在未来几周内设计不同的模式），并通过这样做给出强烈暗示，即 ECB 将采取一切必要措施来维持共同货币。

根据当局将采取这些行动的假设，我们预测，风险溢价和流动性限制将从 9 月开始逐步下降，尽管它们要一起消失还需要一段时间。由于金融崩溃的风险较小，欧洲经济将在年底前从当前衰退中崛起，并在明年适度增长（0.3%），尽管由于自 2011 年第四季度以来的累积活动下降，它不能避免今年衰退（-0.3%）。由于经济主体的财政调整和去杠杆化，非核心国家仍将处于深度衰退中。中欧和北欧国家可能有所增长，尽管由于萎靡不振的国内和全球需

求，第二季度活动下降也影响着它们。在此背景下，通货膨胀将下降，并在明年初达到 2%，ECB 预计将保持当前利率，甚至会在长期降低利率。

路线图目前更加清晰，但执行风险仍很明显，主要源自欧洲某些地方或某些部门金融崩溃的可能性，且向其它国家蔓延的可能性也很高。然而，鉴于欧洲机构目前已采取重要措施来支持更大程度的经济一体化，且在需要时能够进行果断干预，在这种情况下，我们并不认为欧元有崩溃的可能。

1.全球展望：除非采取果断经济政策措施，否则经济放缓可能加剧

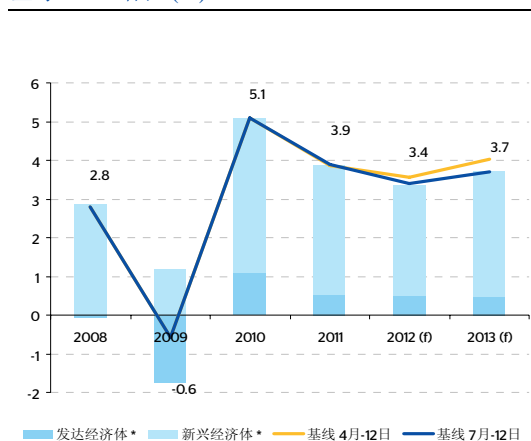
只有关键经济政策措施全面及时实施，全球增长才会改善。有些关键经济政策措施已经获批，但有些还在考虑之中

在 2012 年上半年全球经济状况恶化后，我们目前还在设想的 2013 年会有轻微的经济回升是非常依赖经济政策问题的。我们对 2012 年至 2013 年的全球 GDP 增长预测约为 3.5%，但依赖若干政策措施在世界各地实施这一假设。一些政策措施已经生效，但需要适当的实施；一些已经宣布，但还没有采用；最后，一些关键措施仍然尚未通过。政策措施必须避免 2013 年欧洲发生金融混乱和美国发生自动金融调整，并帮助新兴经济体取得较高的增长率。但如果经济政策未能实现其目标，自 2011 年起到现在还在进行的经济放缓有可能在 2012 年和 2013 年加剧。这有可能使得 2013 年全球 GDP 增长达到 30 年以来的最低值（2009 年经济衰退除外）。

在 6 月份一次首脑会议上，欧元区领导人在正确的方向达成了加强货币联盟的协议：欧元区单一银行监管、涵盖银行业和财政问题的影响深远的计划和保增长措施。但是已被批准以确保欧元区金融稳定的金融救助机制（即EFSF&ESM）机制必须尽快全力使用，以避免发生金融“事故”²。这是确保目前正在努力进入金融市场的经济体有机会实施财政整顿计划和结构改革的唯一途径。这应包括欧洲中央银行（ECB）的参与。

在美国，必须有一个协议来防止自动开支削减措施和减税期满在 2013 年初生效。这一“财政悬崖（fiscal cliff）”不会解决国家公共财政的长期可持续性，而且如果所有措施成为现实，它们会在 2013 年将美国经济推回衰退。由于总统竞选会使得任何类型的协议在竞选前都很达成，围绕这一过程结果的不确定性可能会在形成我们年底前的经济和金融展望中起到关键作用。

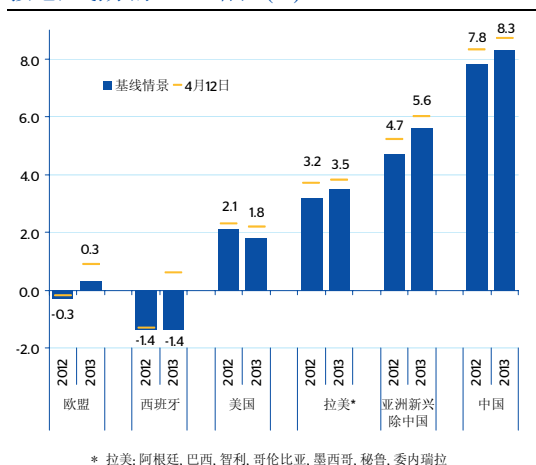
图 1
全球 GDP 增长 (%)



(*) 增长贡献

来源：BBVA Research

图 2
按地区划分的 GDP 增长 (%)



* 拉美: 阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 墨西哥, 秘鲁, 委内瑞拉

来源：BBVA Research

²金融“事故”可有多种形式，例如外围经济体主权债券发行需求不足。

与此同时，在有政策刺激空间的新兴经济体中，需要采取措施来拉动内需，以减轻外部经济放缓的影响。此外，由于欧元区危机时好时坏，以及另一方面，与美联储可能启动的新一轮量化宽松相关的流量的缘故，资本流入的波动性可能增加。

未能按照市场要求的节奏衔接主权转移和债务共担拖延了欧元区危机

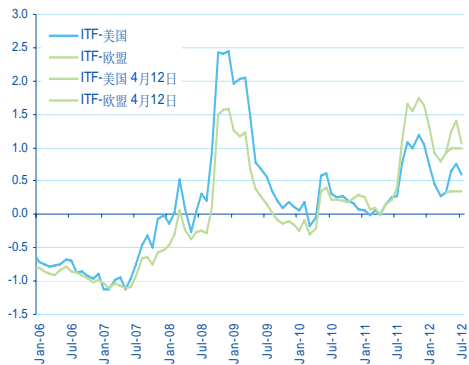
当前经济形势主要的不确定性是欧元区国家将不得不做出的加强其治理的努力是否会迟于金融形势的进一步恶化。如果是这样的话，我们认为其会导致来自欧盟机制的大规模干预，以最终确保欧元区的金融稳定。已经做出的决定（如果强行实施的话）可能足够，但要求在六月底批准的措施迅速落实。这些措施旨在通过使用 EFSF 和随后使用 ESM 来积极购买一级和二级市场的债券，来消除西班牙主权与银行业间的反馈回路产生的风险以及稳定整个欧元区的金融市场。西班牙最近的控制赤字的政策措施以及欧洲中央银行（ECB）总裁强烈支持的立场正在有助于缓和紧张局势。

总而言之，由于来自欧元区危机的持续财政压力和全球经济信心持续恶化，我们下调了先前的预测（三个月前发布）。这种情形意味着欧元区在 2012 年至 2013 年期间有一个停滞期。尽管有这一修订，但考虑到一些国家出于国内政策考虑，已获批准的措施采用太慢的可能性，我们认为风险平衡会继续向下行倾斜。如果发生这种情况，欧洲 2013 年经济衰退的风险将是相关的，尤其是在西班牙和意大利等国家。

欧元区国家必须解决一些市场上的流动性紧缩。这些制约是因为市场参与者认为可能会发生欧元区解体。欧元区国家不能按照市场需要的节奏将财政和银行业的主权移交与降低失衡有效机制相衔接。只要这种情况持续，欧元区解体的风险就会加剧整个欧元区资金流动的断裂以及阻碍与欧元区其他国家有净债务头寸的经济体获得资金。快速实施金融援助机制、巩固其规模以及从欧洲中央银行获得资金的途径是消除欧元区解体风险的关键因素。然而，在我们看来，这个极端结果是一个尾部风险；设立银行业监管、存款担保和银行业决议共同机构所需的措施迟早将会获得批准。尽管有加强欧洲货币联盟机构和治理的政治意愿，但相应措施的实施落后。最终，这些措施将意味着国家主权移交到欧洲机构，并在该过程结束时，有某个形式的责任分担（债务共担）。这也将发生在财政政策上，例如，全国整合计划将必须提交给欧洲机构。如果未来的挑战能令人满意地解决，则全球增长在 2012 年下半年可逐步进入正轨。

对于美国而言，我们将 2012 年及以后的展望下调是因为 2012 年上半年的增长数据令人失望以及来自欧元区的高的财政压力的影响。因此，新兴经济体可能是我们预计 2013 年全球 GDP 略有加速背后的主要驱动力。在拉丁美洲，尽管与三个月前相比增长预测普遍下调，但得益于 2012 年上半年的乐观活动数据、国内市场持续的有利融资条件以及竞争力提高，墨西哥的估值（2012 年和 2013 年分别为 3.7% 和 3.0%）保持不变。在巴西，由于外部环境的影响和国内一些问题（例如：信贷市场放缓和日益严重的竞争力问题），增长预期已显著下调（2012 年从 3.3% 下调到 2.2%）。尽管在货币状况前所未有的疲软后，活动仍有望在未来几个季度恢复，但最近的经济放缓警告要提防目前的模式及其过度集中于私人消费和信贷扩张。

图3
BBVA 金融压力指数 (*)



(*) 跟踪一系列金融变量的趋势，包括股市波动、利率和汇率、主权、信贷、企业风险和流动性紧张
来源：BBVA Research

图4
美元对欧元汇率和西班牙和意大利的风险溢价。简单平均利差与10年期德国政府债券，基点；2011年1月1日指数=100



来源：BBVA Research 和 EPFR

对于亚洲而言，中国今年上半年的增长放缓超过预期。为了与全球较弱前景一致，我们相应下调了2012年至2013年的预测。但支持增长的货币和财政措施应会带来好转，2013年增长会上升到8.3%，比2012年高出半个百分点。在亚洲地区其他地方也有政策刺激空间来支持增长，但也有下行风险，包括更为严重的外部需求恶化以及中国的持续经济放缓，这被持续的国内金融脆弱性加剧。

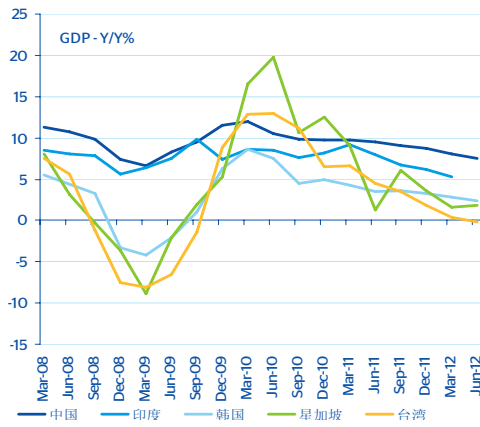
充裕流动性、累积失衡以及对决策者是否有能力解决欧元区危机的怀疑正在改变发达和新兴市场的资产风险认知

当前经济问题的结果是非常不确定的，因为存在可能与解决一个超国家危机的动机不一致的危险政治经济考虑。预测时间跨度（2012年——2013年）中的主要风险情形看似更集中在发达经济体中，尤其是欧元区。当谈到需求政策时（财政和货币），这些新兴经济体比发达经济体有更多的策略空间，同时总体上也有更低的累积失衡。因此，有越来越多的资金从欧洲流入到美国和新市场，包括拉丁美洲的新市场。

这些资金流动的转变是不确定性和风险集中在发达经济体中的一个反映。这两个因素均导致了新市场和发达市场资产风险特性的变化。自五月底（当时市场开始反应美国经济正在失去势头）以来，传统上被视为无风险的主权资产（美国和德国）的债券收益率已经下降到了历史最低水平。自六月底以来，围绕是否能快速解决欧元区危机的怀疑一直在向相同方向施压。周边主权债券已被视为风险更高，而墨西哥³和哥伦比亚等新兴市场债券收益率已经下降到了空前最低记录。创纪录的外资流入正在尽可能与危机源头隔离、具有良好宏观经济政策和增长前景的经济体和危机蔓延直接渠道较窄、经济政策回旋余地充足的国家寻求回报。

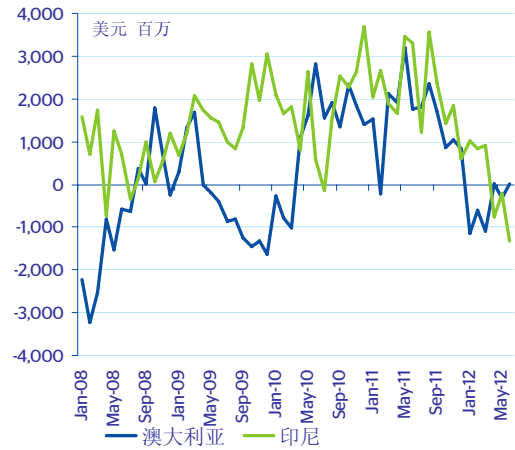
³对于墨西哥债券，打赌全球固定收益组合所使用的标记指数组成会发生变化的投资者的资金流入甚至可能加剧了。

图5
主权债务流量(10亿美元)



来源: BBVA Research 和 EPFR

图6
长期(10年)债券收益率,自六月初以来的变化(基点)



来源: BBVA Research 和 EPFR

但这种情形的可持续性有风险。除了本地通货膨胀或可导致收益率上升的增长前景的变化外,全球性因素(例如欧元区的系统性冲击)也会让一些新兴市场资产(例如拉丁美洲新兴市场)最近获得的所有避险价值消失。如果发生系统性事件,国内优势(例如:没有财政失衡)是否在“雷曼式”冲击下还能保住仍有待观察。如果发生系统性风险,可能只有那些有自己的货币和有充当最后贷款人的中央银行、没有重大外部失衡的经济体的资产才会被视为是无风险的⁴。另一方面,美联储的资产负债表的进一步增加会鼓励投资者从固定收益转向股市场,尤其是当进一步宽松国内货币政策预期没有明显迹象时。

⁴国际货币基金组织全球金融稳定报告(2012年4月)第三章专门讲述了无风险资产低供应量对金融市场稳定的影响。

2. 欧洲危机仍未解决

由于希腊风险已解决，目前的焦点是西班牙以及意大利

由于希腊退出欧元区（如果成为现实，可能对其它国家造成连锁效应），希腊在5月和6月的大选伴随着高度的财政压力。在克服这一障碍后，由于其金融部门重组以及财政问题，关注点转向西班牙。尽管欧元区批准了援助，以向部分西班牙金融系统提供资金，且政府采取了财政措施，但压力仍然很高，甚至意大利都能感受到。6月底欧洲峰会采取了银行资本结构调整的建设性措施，并可能干预ESM市场，但由于执行风险，它未能产生预期效果。

希腊大选在短期内避免了希腊退出欧元区，但它们为欧元区带来了汇率风险

5月中旬的希腊大选未能使当时支持Lucas Papademos技术政府的两党获得足够多数，因此必须在6月17日进行重选。在选举前的几周内，由于未批准希腊与三驾马车签署的极重要协议的党派（或执政联盟）有可能获胜，金融市场压力增大。这被认为希腊在近期退出欧元区的风险很高（即使大多数希腊党派支持该国留在货币联盟内）。最终，在第二次大选后，新民主党、PASOK（支持前政府的两党）和民主左翼党组成执政联盟。它们一起在议会获得多数。

Antonis Samaras领导的新政府批准了私有化计划，同意进一步削减预算115亿欧元，这与三驾马车计划是一致的。另外，关于比目前计划更加缓慢财政调整的谈判即将举行，以将3%的GDP赤字目标推后两年到2016年。尽管希腊退出欧元区的可能性在近期消失，但鉴于下滑比预期更严重（今年GDP萎缩超过6%），今年的赤字目标将不会实现，且欧洲机构原则上不愿推迟执行调整和改革的最终期限，因此该国风险仍很高。

市场疑虑特别影响着西班牙和意大利

近几个月的财政压力也与欧元区周边大国意大利和西班牙的局势有关。对于意大利，担忧主要与高利率可能给已经非常高的政府债务（高于120%）带来的问题以及对于最近执行改革和调整的联合政府生存的疑虑有关。对于西班牙，担忧主要与金融系统和预算赤字问题有关。对于后者，2011年赤字远高于最初计划（接近9%）的结果、2012年及随后进行大规模调整的需要以及对地区削减支出难度的认识使紧张局势更加恶化。

关于金融系统，在Bankia出现困难并国家化后，EFSF提供了高达1000亿欧元的贷款额度，以增强西班牙金融系统的偿还能力，这是缓解压力的一项明显措施。援助将采取EFSF对有序银行重组基金（FROB）贷款的形式，按照6月峰会的决议（参见下面部分），FROB将在ESM启动后转移至ESM，无优先顺序。ESM将被授权直接调整银行资本，只要届时建立唯一的欧洲监管机制。同时，还款的最终责任仍由西班牙政府承担。

无论如何，周边国家面临的难题依然存在。银行和主权债务问题之间的联系加剧了衰退时形成的恶性循环以及（部分因欧洲机构最终未能成功消除欧元崩溃的风险而引起的）财政问题和高债务利率。

6月底举行的欧洲峰会批准了支持银行系统和干预债务市场的措施，但执行风险仍很高

6月底举行的欧洲峰会试图消除拖累欧洲周边大国西班牙和意大利的财政压力。在峰会前几周，各国对执行增长计划以消除财政政策的限制性倾向（3月峰会批准）以及欧盟主席、ECB和欧洲集团为长期机构改革所做的准备（包括财政特别是银行联盟的路线图）进行了公开讨论。最后，峰会重点讨论了短期金融系统债务的解决方案，将大多数机构话题留至10月和12月峰会。

具体来说，峰会达成下列协议：

- 一旦欧元区银行监管体系的合并生效，永久性援助机制（ESM）的基金可用于直接调整银行系统的资本。ECB 将在该系统中发挥重要作用。这一决定直接影响西班牙银行系统，它将从 ESM 获得资金，这些资金不会超过其它投资者的资金。欧元区也决定在年底审查爱尔兰银行的情况，从而引起爱尔兰债务风险溢价的大幅下降。这些决定对于打破银行和主权债务之间的恶性循环至关重要。
- 除了欧洲经济学期通常建议提出的条件外，临时性援助基金（EFSF）和 ESM（自 2011 年峰会以来已被允许干预主权债务市场）不需要其它限制条件。然而，需要干预的国家必须提出请求，并与三驾马车签订谅解备忘录。这一措施取消了目前紧急援助基金规则仍要求的附加条件，使干预更加容易。鉴于其它周边国家目前不在计划内，且在长期债务方面处于市场外，意大利和西班牙从这一措施中受益最多，是在峰会上游说支持这一措施的国家。
- 一项 1200 亿欧元的计划被批准（相当于 1.1% GDP），旨在促进整个欧盟的增长。该计划不包含新资金。其主要构成包括 100 亿欧元的欧洲投资银行资本结构调整（产生高达 600 亿欧元的附加贷款能力）和更高效地利用结构基金。这对欧元区 GDP 的影响可忽略不计。

除了为建立共同监管体系已经采取的决定外，总统 Van Rompuy 负责推动设计旨在促成财政和银行联盟的措施，该体系将在年底前批准。他将在 10 月提交初步结论，并在 12 月提交最终结论。

已采取的措施，特别是上面两点提到的措施，显然是正确的，将逐步缓解金融市场压力。然而，由于对市场各个方面的疑虑，它们似乎还不够。首先，对于措施的执行没有保证。共同监管以及陷入困境银行直接资本结构调整（对于某些银行，调整甚至在 2013 年底都不会到位）当时所要求的德国和北欧其它国家一些政客的声明是造成市场担忧的第一因素。德国推迟批准 ESM（ESM 应在 7 月初生效，但正等待该国立宪法院在 9 月份批准）带来了另一个不确定性因素。另外，ESM 基金（5000 亿欧元，除已承诺的融资外）引起人们对其干预市场能力的疑虑，特别是当另一个国家需要额外紧急援助基金时。最后，启动机构改革过程的最终期限（该过程的实施实际上需要数年时间）表明，包含更大规模长期一体化的解决方案将不会通过提高预期来解决短期问题，特别是鉴于对这个一体化过程的构成缺乏细节。在峰会上，欧洲债券的话题未被提出，甚至在其最温和的版本德国学者提出的临时性债务折旧基金中也未提及，后者直到最近才成为讨论的焦点。

总之，所采取措施的不完全性以及峰会后很快产生的对其应用的疑虑表明了欧元区核心和周边国家之间的紧张关系。对债务相互化的讨论 - 银行债务（存款担保基金）或主权债务（欧洲债券） - 目前暂时中止。债务市场干预受到援助基金规模的限制，增加基金或让 ECB 发挥直接作用的建议与对公债货币化的倾向以及保持对北欧改革激励机制的需要相背。同时，周边国家有一种主流观念认为，目前实施的调整和改革已经足够，市场机能失调意味着在融资和缺乏流动性方面将付出非常高的成本。

即使在峰会后，财政压力也未消失

在上述背景下，总体金融市场，特别是周边债务市场，经历了高度波动。财政压力实际上扩散至每个市场，没有例外。尤其是债务市场经历了非常强烈的波动，尽管是相反方向。核心欧洲国家的收益大幅下降 - 不仅有德国，而且还包括荷兰、芬兰、奥地利、法国，甚至比利时 - 实际上使利率处于负区曲线的短端。造成这一波动的基本原因是资金流向安全港资产，这加剧了欧洲的波动性，且在最近 ECB 将存款工具利率降为零后因对（正）收益的追逐而更加恶化。

在非核心国家，特别是西班牙和意大利，利率达到自这些国家加入欧元区以来的最高水平，与德国的利差也达到创记录水平，目前实际上高于上次危机时的水平（2011 年底）。近几个月，西班牙和意大利均被一些评级机构降级，使其处于丧失投资级地位的边缘。

还值得提及的是，爱尔兰和葡萄牙等获得紧急援助的国家表现好于西班牙和意大利，因此，葡萄牙和德国债券之间的利差有所缩小。爱尔兰更是如此，其债券在曲线某些部分实际上低于西班牙和意大利的债券。另外，爱尔兰自紧急援助以来首次在市场上出售债券。这一表现显然与 3 月底欧洲峰会对爱尔兰银行系统援助的讨论有关。

另外，银行间和初级发行市场的交易与正常操作标准相去甚远。在批发市场，银行发行量在第二季度大幅下降。只有核心欧洲国家的少数银行利用了 ECB LTRO 拍卖和市场乐观情绪创造的机会窗口。银行间市场没有恢复活力的迹象：甚至在存款-窗口率降至 0% 后，市场也没有明显的反弹迹象。尽管存款窗口存入的资金变少成为事实，但同时结余情况也在增大（由于两者没有差别，它们目前提供相同回报）。因此，在银行间市场恢复前，ECB 将继续扮演流动资金掮客，这将提高 TARGET2 头寸（框 1）。因此，作为对市场机能失调的反应，周边国家正向 ECB 提出请求和呼吁。

ECB 降低了其边际利率，准备恢复购买债券

ECB 愿意做其力所能及的一切事情，以帮助解决债务危机，只要政府向援助基金 EFSF / ESM 寻求帮助。从这个意义上说，有可能启动比以前更强大的债券购买计划，并在必要时采取其它非标准措施。

ECB 在 8 月份的每月例会上表示，它可能恢复购买债券，但强调寻求援助基金 EFSF / ESM 帮助国家的必要条件是接受严格的条件限制，然后基金将干预初级市场。这种限制并不意味着额外的宏观经济措施，而是各国与 EFSF 签署谅解备忘录，以确保各国遵守欧洲学期框架内的建议。只有这样，ECB 才准备在二级市场恢复购买短期债券。ECB 总裁 Mario Draghi 表示，将以适度规模购买债券，以实现目标，他甚至还称，目前说潜在购买“是否会被终止”尚为时过早，暗示目前所有可用选择都将被考虑，包括某种形式量化宽松的可能性。会议还确定了非标准措施的走向（尽管没有透露细节，但 ECB 将在未来几周内设计不同的模式），其中包括购买私人资产或更多 LTROs。Draghi 还称，ECB 将寻求取消 ECB 在持有主权债务方面的首选地位，并发出支持欧元的强烈信息。因此，此次会后，ECB 显然愿意做其职权范围内的任何事情，只要政府接受更大条件限制。

关于常规货币政策，ECB 在其 7 月份的货币政策会议上将再融资操作（以及存款窗口和保证金贷款工具）的利率降低了 25bp，使再融资利率首次低于 1%，达到 0.75%。ECB 的决定是欧洲周期条件恶化的结果，人们认为，因债务危机造成的下滑风险已开始成为现实。在这种情况下，所有经济体的活动都在减缓，包括核心国家，通货膨胀风险是平衡的，ECB 支持更融通性货币政策。尽管并非基线情景，但如果经济继续恶化，则不排除进一步降低利率，ECB 在 8 月份会议上也未排除这种可能性。

意大利、法国和西班牙的财政调整得到加强

在最近几周，多个欧元区经济体（法国、意大利和西班牙）宣布了附加财政措施，以实现今年的目标。然而，鉴于它们在很大程度上包括实现赤字目标（已由各国在其稳定和增长计划中提出）所需的措施，这些调整将无需实行大规模的额外紧缩。由于我们的预测已考虑了这些计划，总的来说，这些预测不需要进行修改。

然而，我们必须承认，大多数国家实行的财政调整非常有深度，谈到的数字（初级结构赤字方面）远超过大多数 OECD 国家在过去 30 年实现的数字，如我们上一期出版物所述。鉴于 GDP 对公债弹性的不确定性，尽管这些调整对经济活动的影响是不确定的，但显然在当前财政压力情况下，伴随着公共赤字“良性”下降的利率下降尚未成为现实，这意味着更高的倍增效果。这解释了今年和明年大多数周边国家预计出现的严重衰退（参见下面表 1）。

欧元和油价下降，但外部需求也下降

在过去 3 个月，由于欧元区债务危机恶化、欧洲和美国之间的利率差缩小以及与美国近几个月相比欧洲的短期增长前景恶化，对美元作为安全港资产的需求增强，因此，欧元对美元贬值 7%。鉴于此，ECB 存款-窗口利率降至 0% 对于欧元资产的需求减少有着非常大的影响。走

弱的欧元可能在比预期更长的时期内小幅增强经济活动，并引起一定通货膨胀风险。然而，在目前欧洲情况下，这种风险将极小。

由于地缘政治紧张局势缓解以及较低的全球需求，近几个月油价下降，这可能对经济产生较小的积极影响。然而，这种影响将被近几个月全球活动的微幅下滑所抵消（参见第 1 部分）。

表 1

BBVA 欧元区预算监控

		2010	2011	20112	20113	备注
德国						
政府赤字目标	% GDP	-4.3	-1.0	-1.0	-0.5	鉴于今年好于预期的表现，SGP 政府修正了 2012-14 年的目标。德国政府预计 2012 年赤字为 0.5%，而不是 1%。我们预计，新目标将在总体上实现，且没有预见到风险。前期刺激措施的逐步结束将在实现平衡预算方面发挥最大作用。
BBVA 预测				-0.6	-0.5	
支付利息		-2.5	-2.6	-2.4	-2.3	
周期		-1.0	-0.1	-0.4	-0.5	
除去利息后的周期性调整		-0.8	1.7	2.3	2.3	
结构调整			2.5	0.5	0.0	
一般政府债务		83.0	81.2	82.0	79.3	由于将贡献纳入 EFSF/ESM，2012 年债务将增长。
中央预算执行	十亿欧元	-27.1	-18.2	截至 2012 年 6 月		预算执行表现良好，利率账单下降，经济活动持续。
(本年迄今)	% GDP	-1.1	-0.7			
法国						
政府赤字目标	% GDP	-7.1	-5.2	-4.5	-3.0	最近任命的内阁遵守了其对 2011 年的承诺，但将平衡预算推迟到 2017 年。实现目标面临风险，因为新政府正在讨论是否采取上一届政府宣布的措施，并计划取消社会 VAT。新内阁在 7 月份宣布了高达 72 亿欧元（0.3%）的附加税收措施，以弥补预算执行的估计下滑。债务预计将保持高水平。与去年同期相比，截止 5 月的预算执行几乎没有任何改善。
BBVA 预测				-4.6	-3.3	
支付利息		-2.4	-2.6	-2.6	-2.6	
周期		-1.3	-1.1	-1.6	-1.8	
除去利息后的周期性调整		-3.3	-1.4	-0.4	1.2	
结构调整			1.9	1.0	1.6	
一般政府债务		82.3	86.0	89.3	90.8	
中央预算执行	十亿欧元	-68.4	-69.6	截至 2012 年 5 月		
(本年迄今)	% GDP	-3.4	-3.4			
意大利						
政府赤字目标	% GDP	-4.5	-3.8	-1.7	-0.5	由于较差的经济活动表现，在 4 月份的 SGP 中，2012 年和 2013 年的目标分别从 -1.5% 和 -0.1% 微幅下调至 -1.7% 和 -0.5%。尽管某些措施是下滑风险的根源，如打击逃税的积极影响，但我们预计目标将接近完成。7 月份宣布的附加措施以及将在下半年实施的其它措施将有助于改善平衡。债务将继续增长。截止 6 月，中央政府的预算执行相比去年得到改善，尽管全年目标已在 6 月实现。
BBVA 预测				-1.9	-0.9	
支付利息		-4.5	-4.8	-5.3	-5.6	
周期		-0.8	-0.6	-1.3	-1.5	
除去利息后的周期性调整		0.8	1.6	4.7	6.3	
结构调整			0.8	3.1	1.6	
一般政府债务		118.6	120.1	125.3	127.6	
中央预算执行	十亿欧元	-43.9	-26.8	截至 2012 年 7 月		
(本年迄今)	% GDP	-2.8	-1.7			
西班牙						
政府赤字目标	% GDP	-9.3	-8.9	-6.3	-4.5	2011 年的最终数字需多次修正。2012 年的目标下调了 1pp。我们预测，今年目标将会实现，但需要采取更多措施，才能实现 2013-14 年的目标。在 8 月初，政府提出其半年计划，包括 2012 年下半年至 2014 年高达 1020 亿欧元的储蓄计划。措施包括将一般 VAT 提高 3pp，从 18% 增至 21%；降低 2pp 至 10%；将某些下限产品重新分类为一般。进一步降低公务员工资。债务将在 2012 年增长，与上年度赤字增
BBVA 预测				-6.3	-5.0	
支付利息		-1.9	-2.4	-3.2	-3.4	
周期		-0.9	-1.0	-1.8	-1.8	
除去利息后的周期性调整		-6.5	-5.5	-1.2	0.1	
结构调整			1.0	4.2	1.4	
一般政府债务		61.2	68.5	81.7	87.9	

中央预算执行 (本年迄今)	十亿欧元	-27.9	-43.1	截至 2012 年 6 月		幅保持一致。 由于经济活动恶化, 截止 6 月的预算执行几乎没有改善。但大部分调整预计将在下半年进行, 进而转移至自治区。
	% GDP	-2.6	-4.1			
希腊						
政府赤字目标 BBVA 预测	% GDP	-10.6	-9.3	-6.7	-4.6	希腊修正了其赤字目标, 并要求将计划至少延期两年, 因为措施执行并未达到预期效果。
				-7.6	-6.8	
支付利息 周期		-5.8	-7.0	-7.2	-7.1	今年目标不可能实现, 因为一些措施的效果滞后, 且经济活动的降幅预计比最初预期更大。
		-0.3	-2.1	-4.2	-4.5	
除去利息后的周 期性调整 结构调整		-4.4	0.0	3.8	4.8	同意在 2013-2014 年削减支出 115 亿欧元。细节将在未来几周内公布。
			4.4	3.9	1.0	
一般政府债务		145.0	165.3	165.4	173.4	希腊计划在 2015 年前通过私有化筹集 190 亿欧元, 并在中期筹集 500 亿欧元。在过去三年, 它仅产生不到 10 亿欧元, 但今年 32 亿欧元的目标未能实现, 这可能使债务比最初预期更高。
中央预算执行 (本年迄今)	十亿欧元	-13.1	-12.5	截至 2012 年 6 月		与去年相比几乎没有任何改善。
	% GDP	-6.1	-6.1			
葡萄牙*						
政府赤字目标 BBVA 预测	% GDP	-9.8	-4.2	-4.5	-3.3	4 月份, SGP 对其目标进行了小幅修改, 但它们总体上保持相同。
				-4.6	-3.6	
支付利息 周期		-2.9	-3.9	-4.3	-4.4	我们预计, 今年目标的实现不会有太大障碍, 在今年下半年, 员工的圣诞节补贴将被削减。
		-0.5	-1.0	-1.4	-1.6	
除去利息后的周 期性调整 结构调整		-6.4	0.6	1.2	2.4	由于立宪法院裁定公共部门的工资削减是违反宪法的, 2013 年仍有风险。政府将需要筹集 11 亿欧元。
			7.0	0.6	1.2	
一般政府债务		93.3	107.8	114.0	117.1	债务将在 2013 年前达到最高。
中央预算执行 (本年迄今)	十亿欧元	-4.0	-1.2	截至 2012 年 6 月		预算执行总体上与目标一致, 但好于去年同期。由于 VAT 征收下降, 收入滞后, 但补偿了当前支出限制的良好表现, 尽管因高额利息支出而黯然失色。
	% GDP	-2.3	-0.7			

(*) 它包括养老基金转移。对于后续财政发展, 由于具有不同频率、及时性、覆盖范围和数据处理方式的大范围统计资料, 这并不是一件简单的任务。每月, 通常只有中央/联邦层面的数据可用, 且通常以现金制为基础, 而每季度, 基于应计制或 ESA 95 的数据被公布, 但时间大大推迟。

来源: 欧洲统计局年度和季度财政统计、2012 年 4-5 月提交的《国家稳定增长公约》文件、国家统计局来源和 BBVA Research

框 1. TARGET2 余额的动态性

Target2 余额

TARGET2 余额源自中央银行资金在欧元区分散化结构内的跨境分配。它们是欧元区按 TARGET2 总计的国家中央银行（NCBs）之间的债务（欧盟总结算系统）。TARGET2 允许欧洲商业银行在一个共享平台上用中央银行资金结算其支付交易，并允许欧元区中央银行的运营结算。这些 TARGET2 跨境支付的结算产生欧元区体系内余额，它自动总计，并在每日日终时结出。这使得每个中央银行都具有唯一的对 ECB 的净双边头寸（即索赔或债务）。

这种结构为欧洲金融系统提供了稳定性，因为与商业银行资金流入的其它国家银行系统相比，一些面临净支付外流国家的银行系统需要更多中央银行流动资金。

解释 TARGET2 近期发展和分配？

在当前危机中，对周边国家的担忧有助于大幅降低私人资本流入，或甚至促成最近的资本外逃。这意味着这些国家的外部融资需求应通过其它融资来源满足。对于银行系统，它意味着周边国家的商业银行正面临获得市场融资的难题，在某些情况下（如希腊）还会因存款提取而恶化。自 2007 年以来，问题一直在于欧洲银行间市场的不良运转，这造成其分割。这是市场失败，迫使 ECB 去调解银行间的流动性。主权危机使这种情况持续时间更长，且更加恶化。所有这些造成系统内余额增长。

在 2007 年中之前，Target2 账户实际上是平衡的。具体来说，欧元区 NCBs 的所有正余额之和（或作为选择，所有负余额之和）达到约 1000 亿欧元，每个国家中央银行（NCB）的净头寸倾向于围绕零波动。然而，自此以后，由于净支付差额的流动性（不能再在银行间市场融资），NCBs 的净头寸呈现系统性趋势，ESCB 内头寸大幅增长。尤其是 Target2 账户在 2011 年 12 月至 2012 年 12 月几乎翻倍，从 4360 亿欧元增至 8420 亿欧元。2012 年 5 月，这些余额超过 1 万亿欧元。

因此，TARGET2 余额的大幅增长还反映了自金融危机开始以来欧元区融资操作的分布变化。这是由自 2008 年 10 月以来融资操作所有投标的完全分配以及 2011 年 12 月和 2012 年 2 月持有的两个连续三年 LTROs 造成的欧元区体系充足流动资金供应促成的。这意味着 TARGET2 余额不应与 ECB 流动资金供应加在一起，因为周边国家 ECB 贷款和核心国家 ECB 存款提取是事情的两个方面。这些余额不会影响可用货币基数的数量，因为对于特定货币基数增长，流动资金分配是 ECB 仍以固定利率提供完全分配流动资金的结果。

对 TARGET2 余额增长的担忧？

根据 5 月数据，Bundesbank⁵拥有最大索赔头寸（6986 亿欧元：占总额 68%），而西班牙银行⁶和意大利中央银行是最大的贷款者（3451 亿欧元和 2746 亿欧元，分别占总额的 34%和 27%），之后是爱尔兰国家中央银行（约为 1170 亿欧元）。

然而，在风险方面，欧元区体系中央银行目标账户的规模和分布与根据欧元区体系资金供应的风险暴露无关。由于这个原因，这并未产生不包含在货币政策再融资操作中的任何额外风险。因此，不管哪个国家中央银行执行欧元区体系再融资操作，任何损失（或收益）将由欧元区体系的 NCBs 共享。换句话说，这些 ESCB 内头寸只是货币政策分散执行的结果，因此，如果 NCBs 的所有操作平台迁至法兰克福且所有贷款由 ECB 直接完成，则它们将不会存在。

这些 ESCB 内头寸只能在欧元崩溃时结算。只有在这种情况下，这些头寸对于净债务人（可能不能结算）和净债权人（不能收回其索赔）才会意味着问题。通过坚持认为这些头寸的相关性，德国分析人士（以及最近的 Bundesbank）表达了这样的观点，即他们认为欧元有一定的崩溃风险，从而产生一个危险的自我实现预期环。

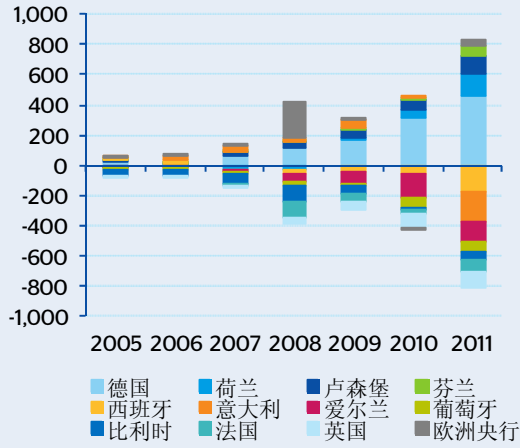
这种不确定性情况表明，特别是欧元区周边国家，如果它们不仅为经常项目逆差而且为资金外流提供资金，则余额不会迅速萎缩，在未来几个月内，它们将继续增长。随着净头寸积

⁵ 6 月数据：7286 亿欧元

⁶ 6 月数据：4084 亿欧元

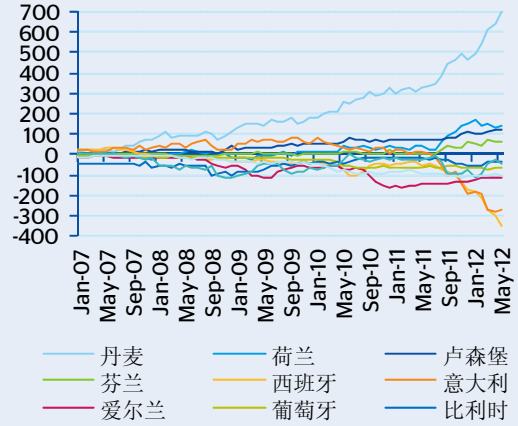
累，德国反对完全分配或LTRO的运动交加剧，从而对ECB在其急需时支持周边国家银行造成潜在限制。所有这些使得寻找重新开放银行间市场的途径变得更加紧迫。

图7
欧元区体系/Target⁷净余额（十亿欧元）



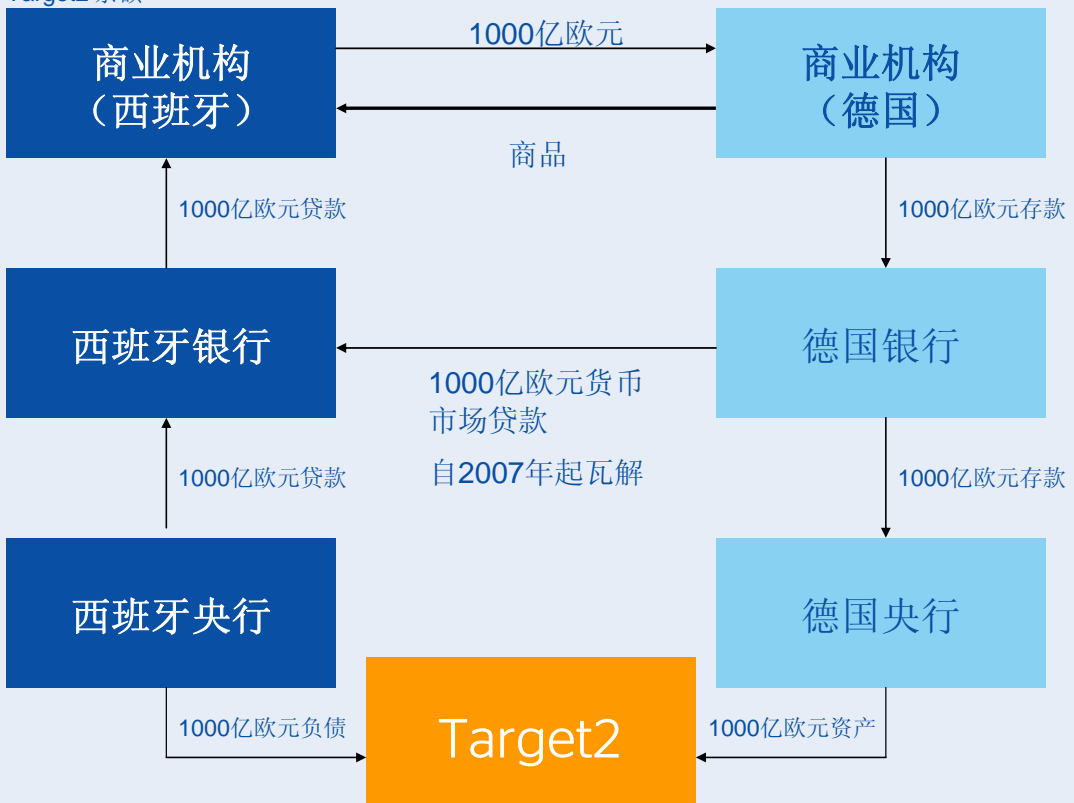
来源：国家中央银行和 BBVA Research

图8
欧元区体系/Target 净余额（十亿欧元）



来源：国家中央银行和 BBVA Research

图9
Target2 余额



来源：BBVA Research

⁷ 欧元区体系内暴露包括两个部分：与欧元区体系内欧元纸币分配有关的索赔/债务以及欧元区体系内其它索赔/债务（净）。第二项主要包括欧元区NCBs对ECB的TARGET2余额以及本注释中被称为TARGET头寸的TARGET2余额。

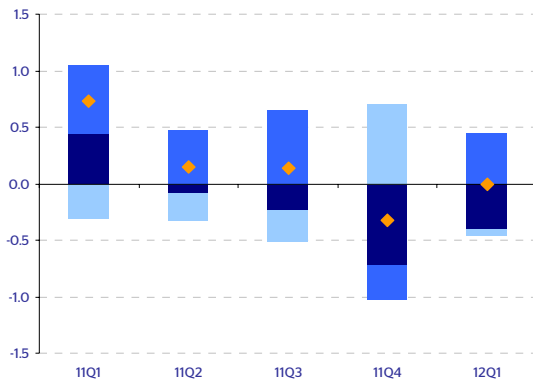
3. 欧元区经济展望

在第一季度停滞，欧元区经济活动在今年第二季度再次萎缩

欧洲机构在去年底和今年初采取的措施（例如，ECB 在 12 月和 2 月采取的超常流动性措施、财政协议和 ESM 的进展、希腊第二次紧急援助的批准）有助于稳定 2012 年第一季度的经济活动。这些措施有助于大幅降低财政压力（图 3）并稍微放宽贷款条件，从而增强经济主体的信心。欧元区 GDP 在今年第一季度像预计那样陷入停滞，由于出口仍然强劲，净贸易做出巨大贡献，而进口表现显示国内需求暴跌（图 10）。通过对该表现潜在关键基本面的更密切观察，更宽松的货币政策为经济活动提供了唯一支持，而财政整顿过程拖累了增长，这并未被财政状况的大幅改善所抵消（图 11）。

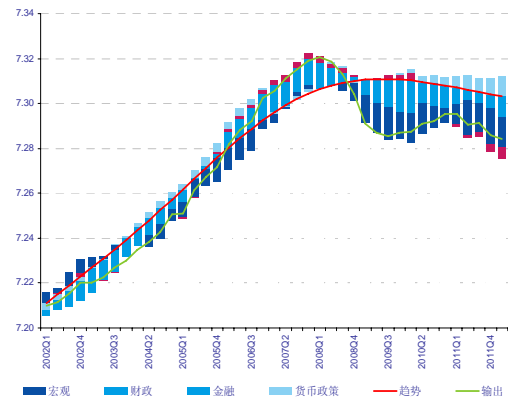
第一季度数据显示，主要由于财政整顿需求的差异、经济去杠杆化的程度以及各国银行系统和劳动力市场的具体情况，各成员国的经济表现多种多样。德国经济增长高于预期（+0.5% q/q），而意大利 GDP 停滞，西班牙 GDP 急剧萎缩。我们预计，这些差异将持续一段时间，因此未来几个月的数据将是多变的，尽管最新发布数据表明，欧洲核心国家未受周边国家危机的影响。

图 10
EMU: GDP 增长率 (% q/q) 和各部分贡献



来源：欧洲统计局和 BBVA Research

图 11
EMU: 产出、趋势和波动



来源：BBVA Research

然而，我们在上一期报告中已经指出（欧洲经济展望，2012 年第二季度），上述措施只提供了改善主要与主权债务条件有关基本面的机会窗口，欧洲机构未能在今年上半年制定永久性措施，以提供欧洲危机的明确解决方案。因此，3 月份财政压力有所下降，回到 2011 年底的水平（图 3）。

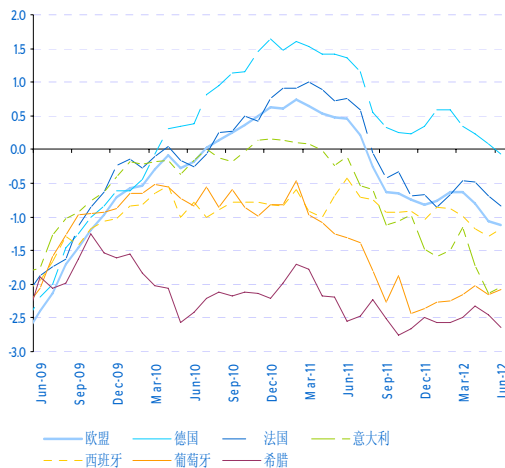
迄今为止发布的经济数据提供了有关证据，且表明第二季度经济活动再次萎缩。欧洲委员会（图 12）和 PMI 信心指数在 4 月和 5 月急剧恶化，回到 2011 年底的水平，而 GDP 萎缩了 0.3% q/q，尽管 6 月数据表明，降幅在第二季度末有所减小。

财政调整以及仍然很高的通货膨胀造成失业率连续升高和税收提高，进而导致信心下降以及实际可支配收入减少，这引起储蓄率大幅增长（谨慎原因）以及家庭支出下降。尤其是 5 月份的零售额比上一季度低 1%，与去年底水平相当，当时个人消费萎缩了 0.5% q/q。

同时，全球经济下滑阻碍了出口，5 月份出口比第一季度低 0.5%。这是工业生产为什么下降的一个原因。工业订单趋势和悲观的需求预期可能继续削弱公司的决策，从而引起投资和就业率下降。

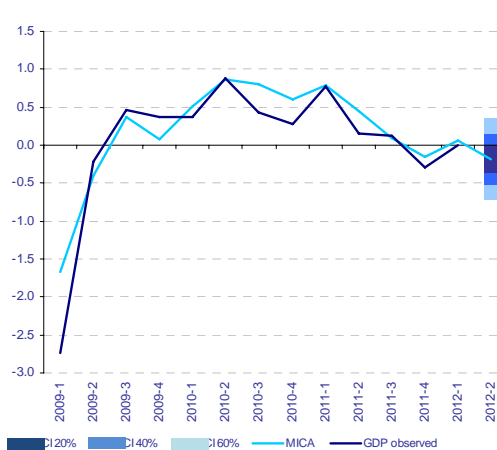
总之，考虑到所有这些信息，我们的短期模型（MICA）估计，GDP 将在 Q2-12 萎缩约-0.2% q/q（图 13），尽管我们的宏观经济展望像我们其它模型那样表明萎缩幅度更大（约-0.3% q/q）。这是因为短期模型所用指标可能考虑了财政调整的一定延迟以及财政压力的骤增。

图 12
EC 经济景气（标准化）



来源：欧洲委员会和 BBVA Research

图 13
EMU: MICA-BBVA 和观察 GDP (% q/q)*



来源：欧洲统计局和 BBVA Research

目前第三季度数据非常有限，只有 7 月份的 PMI 和 ESI 信心，尽管这些表明，欧元区在本季度仍处于衰退中。然而，这些数据以及 6 月份的数据似乎表明，经济活动恶化步伐有所放缓。具体来说，综合 PMI 保持稳定，因为服务业信心增强弥补了工业部门预期的进一步恶化。按国家来看，德国和法国表现令人担忧，制造业信心预示着更深程度的衰退，这部分反映了全球需求的下滑，而服务业更具有弹性，表明这些国家的国内需求将继续支持增长。

最后，7 月数据还表明，周边国家的经济在第三季度初趋于稳定。迄今为止的可用信息非常有限，但与我们关于欧元区 GDP 将在第三季度进一步萎缩并在今年最后一个季度保持稳定的展望是一致的。

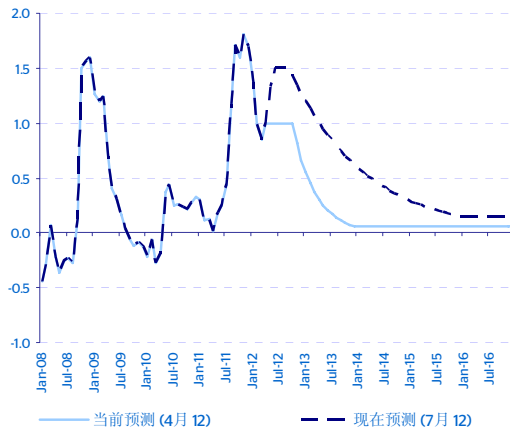
财政压力增大的不利影响将不会被其它基本面的轻微改善所抵消

我们在三个月前突出强调的一些主要风险已在第二季度成为现实。尤其是财政压力大幅提高，而在我们之前的情景中，我们预计它将保持相对稳定，处于年初达到的较低水平，并在年底有所下降。这促使我们下调了对整个欧元区在第二季度的经济预测。我们目前估计将萎缩约-0.3% q/q，而此前估计为-0.1% q/q，从而使得 2012 年的平均增长预测下降 0.1pp。

我们强调，我们对未来两年的展望主要取决于如何管理欧元区危机。具体来说，我们假设，即使仍存在问题，6 月峰会达成的协议将被执行，ESM 对债券市场的干预（可能还有 ECB）将是可靠的，可降低财政压力，前期迹象将在 9 月显现。同时，共同银行监管允许对陷于挣扎的银行直接进行资本结构调整，这将有助于西班牙和爱尔兰，而银行和财政联盟方面的进展将有助于消除对经济和货币联盟未来存在的疑虑。

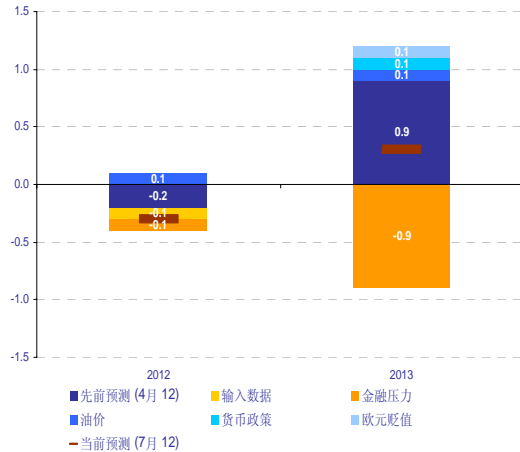
我们假设的主要变化与财政压力有关，因为我们目前预计，它将在未来两个月内保持高位，并在 9 月开始下降，尽管它将高于我们三个月前的预计（图 14）。根据我们的模型，新展望表明，2012 年 GDP 将萎缩约 0.2pp，这在第二季度的指标中已经部分反映，它对 2013 年产生较大影响（约-1pp）（图 15）。

图 14
EMU: 财政压力指数



来源: BBVA Research

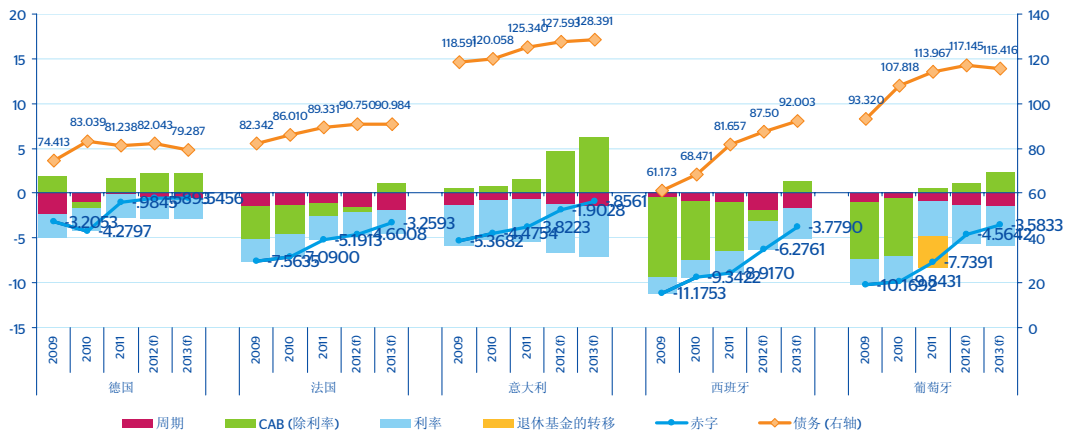
图 15
EMU: GDP 年增长和因素



来源: BBVA Research

财政整顿过程将继续影响增长，尽管我们的假设总体上与三个月前保持不变。各国政府主要概述了它们将采取的措施，以实现为整个欧洲确定的目标（图 16）。尤其是周边国家加强了其财政努力，而德国等其它国家的调整幅度小于预期，因为它们获得了比预期更高的周期收入后实际上呈现平衡预算。因此，整个欧元区的财政努力与 2011 年类似，当时赤字下降了 2.1pp，达到 GDP 的 4.1%。也就是说，整顿过程将继续削弱经济增长（图 11），因为更大程度金融市场稳定所带来的收益不能抵消紧缩的不利影响。

图 16
一般政府赤字分解和公债 (% GDP)



来源: 欧洲统计局和 BBVA Research

最后，其它因素的一些积极变化可能在一定程度上有助于弥补财政压力增大的影响。首先，油价更大幅度下降可能带来约+0.1pp 的更高经济增长，特别是明年。其次，ECB 再次将关键利率下调了 25bp，尽管幅度较小，但其贡献将造成明年经济增长提高 0.1pp。最后，由于欧洲和美国经济的脱节，我们目前预计，欧元将比三个月前预测有更大幅度贬值，这将使 2013 年 GDP 增长再提高 1/10 或 2/10。

在 2012 年轻微衰退后，2013 年经济将以低于预期的速度恢复

鉴于上述因素，我们的最新预测目前表明，第二季度将出现更加明显的衰退，并在第三季度继续，尽管稍微有所缓解，年底达到零增长。

这意味着与三个月前-0.2%的预测相比，2012 年全年将微幅降级，衰退的可能性继续增大，达到约 75%。这种降级在很大程度上是由于 2012 年第二季度财政压力恶化，它将使全年的总

体增长下降 0.2pp（第二季度数据已包括-0.1pp）。然而，这将被较低油价和欧元大幅贬值的积极影响所抵消（约 0.1pp）。

展望 2013 年，我们预计，持续的财政压力将使前六个月的生长更弱，但在下半年会稍微好转。因此，年均增长预测被下调了 0.6pp，只有 0.3%，尽管这包括 35%的较大衰退可能性。

外部需求继续推动经济

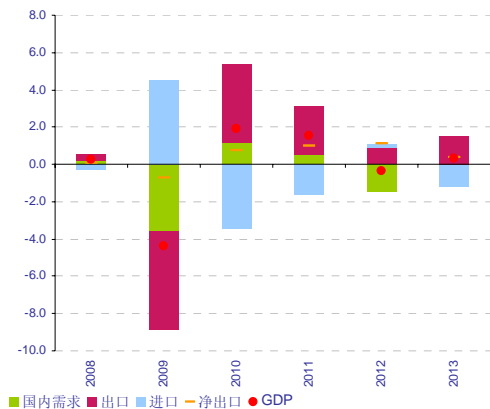
衰退将主要受国内需求影响（图 17）。受自 2011 年中以来逐渐减少可用家庭收入的拖累，个人消费将在 2011 年轻微增长后急剧萎缩。这是由于较低工资、较高税收和通货膨胀下降。而且，欧元区日益增大的不确定性以及恶化的劳动力市场影响了消费者信心，因谨慎原因造成较高的储蓄率，从而降低了家庭支出，尽管利率较低。除此以外，家庭（主要是周边国家）目前正在经历去杠杆化过程。

2012 年投资也受到下降的个人消费、最近全球经济下滑、超额装机容量以及较弱公司业绩的影响，造成投资急剧萎缩。消费和私人投资预计将在 2013 年停滞。鉴于微弱的国内需求以及恶化的基本面，银行资本结构调整造成的贷款限制将对 2012 年经济活动产生有限影响（参见《欧洲经济展望》，2011 年第四季度），尽管这可能影响 2013 年的复苏。与仍有机动空间且实施扩张性政策的上次危机不同，旨在保证公共财政可持续性的当前财政调整也将引起公共消费下降。尤其是欧元区公共赤字将在 2012 年下降 1pp，达到 3.1% GDP，公债较高，仅稍低于 90%。2013 年，已经到位的财政调整将引起公共消费进一步下降。

因此，出口将是唯一的生长源，尽管由于全球经济低于预测的增长率，全年出口将大幅下降。然而，欧元更大幅度贬值将继续保持出口竞争力。国内需求急剧下降也将造成进口下降，使得外部需求对 2012 年增长的贡献更大（+1.1pp），这将部分抵消内部需求的消极贡献（-1.5pp）。2013 年，由于全球需求提高，外部需求将继续推动增长，尽管幅度较小（+0.4pp）。

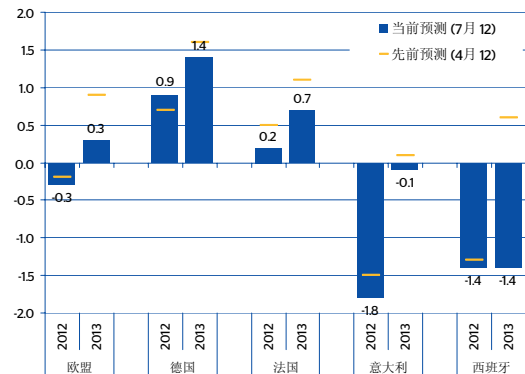
在此背景下，我们的预测表明，劳动力市场将在未来几个季度恶化，岗位破坏较高（2012 年为-0.7%，2013 年为 0.2%），失业率在 2012 年增至 11.2%，2013 年增至 11.5%。

图 17
EMU: 年增长贡献 (pp)



来源：欧洲统计局和 BBVA Research

图 18
EMU: 各国增长预测



来源：BBVA Research

欧元区北部减缓，周边国家仍明显处于衰退中

恶化的周边国家危机将波及整个欧元区，所有成员国的经济表现较差（表 2）。然而，我们在最近几个季度已经看到，今年这些国家之间有着明显差异。北欧和中欧将急剧减缓，尽管增长率仍为正值（德国和法国）。同时，周边国家 GDP（葡萄牙、意大利和西班牙）将明显下降（图 18）。这种差异主要是由于正在进行的各种宏观经济调整过程的影响，它在很大程度上影响着国内需求，而出口仍是所有国家的主要推动因素。

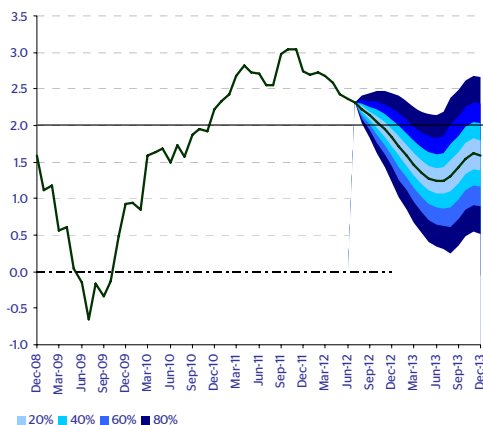
2013 年，欧元区预测的初期复苏将不会太广泛。尽管整个欧洲尝试解决机构问题，但周边国家将继续校正累积经济失衡。在这一点上，我们的预测表明，尽管缓慢，但中欧和北欧国家的复苏将增强，而周边国家仍处于衰退中（图 18）。

通货膨胀在年底低于 2%

我们目前正转向价格的预测表明，整个欧元区在未来几个月的通货膨胀将减缓，年底将稍低于 ECB 的目标 2% y/y。对于 2012 年，主要由于较低油价，我们将对年均通货膨胀的预测下调了 0.1pp，降至 2.3%。这与我们三个月前价格增长的估计截然不同。鉴于国内需求走弱，基底通货膨胀将在未来几个月继续减缓，年底约为 1.7% y/y，使得年均达到 1.8%。2013 年将继续下降，一般和基底通货膨胀率达到年均约 1.4%（图 19）。

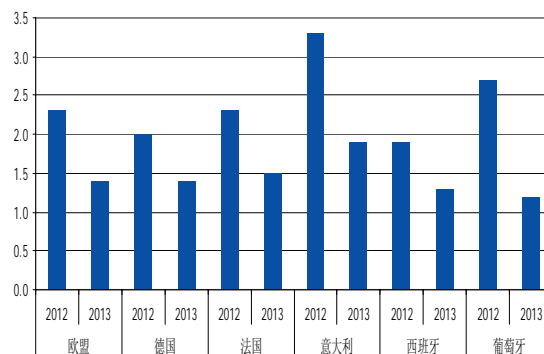
按各国来看，我们也看到通货膨胀率明显差异（图 20）。虽然因走弱国内需求造成的价格下降压力是普遍的，但一些周边国家较高的通货膨胀（意大利和葡萄牙）主要是由于因财政整顿措施造成的较高税收。

图 19
EMU: 通货膨胀 (% y/oy)



来源：欧洲统计局和 BBVA Research

图 20
EMU: 各国通货膨胀预测



来源：BBVA Research

经济活动风险仍趋于下降

我们增长情景的下滑风险各不相同，且取决于未来事件，这可能引起财政压力和风险规避的大幅增长。即使希腊威胁使得欧元仍然徘徊，但目前不确定性主要源自 6 月峰会达成协议的执行。这包括德国最终批准 ESM (9 月)、迅速引入共同银行监管机制并导致 ESM 直接调整某些银行的资本结构以及批准更大规模、更可靠和更有抱负一体化的路线图。如果财政压力增大，欧洲机构 (EFSF、ESM 和 ECB) 应保证主要金融市场的可用流动性，这非常重要。

最后，还有一些不能排除的外来风险（原材料价格和全球需求高于预期的下降）。然而，也有一些积极调整，如欧洲机构在未来几个月的更迅速反应、采取更坚决的行动执行已达成的一些协议。

我们的通货膨胀情景的风险是平衡的。当前财政整顿过程包含一些积极调整，可能造成税收增加，且原材料价格可能更高（特别是食物），而欧元大幅贬值可能引起更高的进口通货膨胀。然而，这可能被源自经济活动进一步下滑的下降风险所抵消。

表 2
欧元区成员国：近距离观察

欧元区：2012 年衰退，受到更消极 H1 的推动					
GDP:	-0.3%	2012	+0.3%	2013	HICP: +2.3%
					2012
					+1.4%
					2013

Q1-12 最新官方数据：在持续外部支持下，GDP 在 Q1-12 保持稳定 (0%)，好于预期。在 Q4-11 下降后，贸易额增长 (出口: +1.0%，进口: +0.1%)，对增长有着积极贡献 (+0.4pp)。国内需求走弱，只有个人消费在 Q4-11 下降 -0.5% q/q 后保持稳定，而投资降幅更大 (分别

为-1.4%对-0.4%)。德国的强劲增长(+0.5% q/q)和多个周边国家的轻微萎缩是这种好于预期表现的原因。

Q2 和 Q3 输入数据: Q2 输入数据表明,欧元区经济进入负增长。信心在 Q2-12 显著恶化, PMI 和 ESI 指标表明制造业和服务业活动减弱,但它将在季度末有所好转。尽管仍然弱于 Q1,但在 4 月较差数据之后,工业生产在 5 月呈现一定复苏。消费者信心在 Q2 稍微改善,但最近零售额反弹可能不会抵消 4 月份的下降,而失业率在 5 月 - 6 月达到创记录新高(11.2%)。对外贸易似乎是最有弹性的部分,贸易额在 Q2 截止目前有所增长,且呈现明显贸易顺差。在各国中,德国似乎也在 Q2 进入负增长。我们的短期 GDP 预测模型(MICA-BBVA)表明,经济活动萎缩了-0.2% q/q,但风险趋于下降(-0.3% q/q)。这意味着我们在 5 月的最新展望将微幅下调(-0.1% q/q)。对于 Q3,7 月唯一可用数据(PMI 和 ESI 信心)表明,服务业活动稍有好转,而制造业将进一步恶化,从而抑制投资。

2012 年和 2013 年展望:对于今年,我们预计欧元区 GDP 将萎缩-0.3%,国内需求将抑制增长,足以抵消净出口的预计收益。预计投资大幅下降(-2.9%)将是国内需求对增长-1.5pp 负贡献的主要原因。对于 2013 年,我们预计,在外部需求推动下(+0.4pp),将适度反弹,而国内需求将保持稳定(0.0pp)。

通货膨胀展望:在 Q1 仍保持棘手的 2.7%后,消费者价格通货膨胀在 5 月 - 7 月降至 2.4%。我们仍预计价格在未来几个月将更缓慢地下降,通货膨胀在下一个季度仍高于 ECB 目标,并在年底恢复约 2%。核心通货膨胀可能稍微下降,在下半年仍徘徊在约 1.7% y/y,此情景风险基本平衡。

公共部门:在最近两个月,一些国家,包括法国、意大利和西班牙,宣布了附加财政措施,旨在实现今年和明年的目标。关于迄今为止的预算执行,我们尚未观察到相对去年同期的显著校正。因此,措施还不够有效,主要是因为其对收入或支出的预计影响非常乐观,增长率低于预期,支付利息增加。

德国:国内需求是两年内增长的推动因素

GDP:	+0.9%	2012	+1.4%	2013	HICP:	+2.0%	2012	+1.4%	2013
------	-------	------	-------	------	-------	-------	------	-------	------

Q1-12 最新官方数据:德国经济活动在 Q1-12 明显反弹,GDP 增长 0.5% q/q。对外部门对改善的贡献最大,净出口对增长贡献 0.9pp(稳定进口和扩大出口)。在国内方面,消费(公共和个人)走强,但投资大幅下降,造成对增长轻微负贡献(-0.3pp)。

Q2 和 Q3 输入数据:经济信心在 Q2 强烈恶化,这与私营部门更悲观的情绪是一致的,制造业产生负贡献。尽管更具有弹性,但 PMI 数据表明,服务业也在 Q2 末开始萎缩。对于实际活动,工业生产保持增长趋势,但 4 月份例外,当时的新订单显著减少。以零售额衡量的消费者支出在 Q2 继续减弱,但与上个季度相比,降幅缩小。失业率仍较低,并在 6 月降至 5.4%,而在 2012 年截止 5 月的每个月仍保持棘手的 5.6%水平。至于信心,家庭在整个 Q2 更悲观。信心下降的主要原因与外部发展以及欧洲危机扩散造成的总体悲观有关。在对外方面,贸易额仍然强劲,出口仍领先,从而使德国呈现明显贸易顺差。对于 Q3,输入 PMI 数据表明,服务业正在恢复,而制造业在 7 月进一步恶化。ESI 情绪首次降至长期平均值 100 以下,服务业和制造业均急剧下滑。

2012 年和 2013 年展望:德国经济对危机的较高弹性使我们将对 2012 年的 GDP 预测进一步上调至 0.9%,国内需求和外部需求对增长有着积极贡献(分别为 0.6pp 和 0.3pp)。我们预计,由于劳动力市场保持其势头,信心仍然令人满意,且赤字低于预期,个人和公共消费将继续增长,尽管速度较慢。由于走弱的工业活动,2012 年投资显著减缓(+0.3%),但预计它将在 2013 年恢复(+3.3%)。贸易额将在今年和明年继续增长,但由于国内需求保持强劲,进口将在 2013 年领先。因此,净出口将继续在今年支持增长(0.3pp),但它将在 2013 年转向平淡,使得国内需求成为推动增长的唯一因素(1.4pp)。对于 2013 年全年,我们现在预计在 1.4%的较低 GDP 增长率。

通货膨胀展望：由于油价下降，HICP 通货膨胀在 Q2 下降，在 6 月降至 2.0%，而食品价格的走向则相反。核心通货膨胀也有所下降，在 Q2 徘徊在 1.4%和 1.7%之间。对于 2012 年全年，我们仍预计通货膨胀率为 2.0%，而对于 2013 年，我们将预测稍微下调至 1.4%。

公共部门：联邦政府预算执行继续上一年度的良好表现。因此，德国政府将其 2012 年的赤字目标（从 4 月稳定计划的 1% GDP）上调至 0.5% GDP。这一上调主要是收入增长以及养老金、失业津贴和利息支付等支出下降的结果。主要由于对 EFSF/ESM 援助基金的贡献，公债估计会增长。

法国：在 Q1 平淡后，2012 年缓慢增长

GDP: +0.2% 2012 +0.7% 2013 HICP: +2.3% 2012 +1.5% 2013

Q1-12 最新官方数据：与预期一致，Q1-12 经济保持平稳，避免了再次萎缩，国内和外部需求的贡献相互抵消。在 Q4-11 下降后，个人消费有所恢复（+0.2%），而投资下降 0.7%，使得国内需求对 GDP 增长的贡献仅为 0.1pp。在同期，进口恢复，而出口增长减缓，造成净出口的负贡献（-0.1pp），而 Q4-11 为+0.3pp。

Q2 和 Q3 输入数据：在 Q2，法国对经济形势更加悲观，使得信心回到 Q4 末的水平，尽管与 Q1 相比总体保持稳定。在不太消极的服务业推动下，Q1 积极的 PMI 结果被逆转，只在 6 月有所改善。对于工业，在信心大幅下降后，活动在 5 月转向消极，而 Q2 初的新订单和当前订单均较高。消费者信心和活动在 H1 一直保持强劲，零售贸易只在 Q2 初受到限制，但在保持四个月稳定后，失业率在 5 月轻微增长。在服务业保持稳定的情况下，Q3 可用数据（PMI）表明，私营部门活动降幅较小，而与 7 月份工业 ESI 信心相比，服务业 ESI 信心大幅下降。

2012 年和 2013 年展望：由于经济差于预期的发展以及政府实行的额外紧缩，我们下调了对今年和明年的预测。我们现在预计今年 GDP 增长率为 0.2%（此前预测 0.5%），国内需求和外部需求的贡献相等（+0.1pp），而 2013 年，我们认为国内需求将领先（+0.7pp）。

通货膨胀展望：HICP 通货膨胀在 H1 逐渐下降，反映了 Q2 油价增长减慢。在整个季度，总体和核心通货膨胀与预计一致，总体上分别稳定在 2.3%和 1.9% y/y。因此，我们的 2012 年 HICP 通货膨胀预测仅上调了 0.1pp，增至 2.3%，与 2011 年的比率相同，而我们预计 2013 年通货膨胀有所下降（+1.5%）。

公共部门：中央政府预算执行不太积极，其表现与去年非常类似。账户统计分析表明，收入低于目标，部分原因是经济走弱以及措施的影响被夸大。独立审计员发现，今年的缺口为 71 亿欧元（0.3pp GDP），使得政府在 7 月份公布了新措施。今年的目标是赤字为 4.4% GDP，而 2011 年为 5.2%。

意大利：至少两年内继续衰退

GDP: -1.8% 2012 -0.1% 2013 HICP: +3.3% 2012 +1.9% 2013

Q1-12 最新官方数据：意大利经济在 Q1-12 继续萎缩，GDP 降至-0.8% q/q，低于预期，国内需求也萎缩，而尽管贸易额下降，但净出口对增长贡献积极，因为进口降幅更大。消费保持微弱（-0.6%），投资再次大幅下降（-3.6%）。

Q2 和 Q3 输入数据：软输入数据表明，对经济的信心在 Q2 出现更大幅度下降，这与商业信心的悲观情景是一致的。然而，在 Q2 末表现消极后，实际工业活动在 5 月实现增长，并如 6 月 ESI 调查所示，可能继续扩张。关于服务业，由于信心在 Q2 的每个月均恶化，前景似乎更加暗淡。消费前景表现各异，信心在整个 Q2 下降，失业率在 6 月增至 10.8%（当月+0.2pp），而零售活动在 5 月有所改善。7 月 PMI 数据表明，私营部门活动继续大幅萎缩，而由于服务业及消费者更加乐观，ESI 信心反弹。

2012 年和 2013 年展望：意大利进行的大规模财政调整抵制了需求，而由于危机加剧，经济萎缩幅度大于预期。因此，我们更新了我们的 GDP 预测，认为 2012 年将更大幅度下降约-1.8%（此前预测为-1.5%），经济将直到 2014 年才恢复增长。由于政府实施措施的直接效应，今年消费预计将大幅下降（-2.3%），2013 年有所好转（-0.6%），再加上走弱的投资前

景，这将造成 2012 年的增长贡献为负值（-3.3%）。明年预计投资反弹（+0.2%）将产生较小的负贡献（-0.5%）。在对外方面，尽管贸易增长有所减缓，但净出口将在今明两年推动增长，然而，这不能抵消国内因素的消极影响。

通货膨胀展望：通货膨胀在 Q2 也很棘手，平均为 3.6% y/y，主要原因是税收增长。如果我们调整这些因素，则比率将降至约 2.5%，但在未来一年内，再次增税的不确定性仍然存在。所有这些事实使我们 2012 年的预测进一步上调至 3.3%，但我们保持对 2013 年的预测未变（+1.9%）。

公共部门：尽管多个地方政府出现问题，但与 2011 年同期相比，截止 7 月份，中央政府的预算执行显著改善。然而，在去年达到 3.8% 后，近期公布的措施以及 2011 年 12 月采取的措施将足以接近实现 2012 年赤字占 GDP 1.7% 的财政目标。在 2014 年底之前，新的赤字削减达到 260 亿欧元，其中，2012 年 45 亿欧元，2013 年 105 亿欧元 2014 年 110 亿欧元。今年的支出措施旨在防止 VAT 增长 2%，这已被推迟至 2013 年中。

葡萄牙：适度衰退，但直到 2014 年才恢复增长

GDP: -2.6% 2012 -0.3% 2013 HICP: +2.7% 2012 +1.2% 2013

Q1-12 最新官方数据：由于投资令人惊奇地增长 3.2%，GDP 在 Q1 几乎停滞（-0.1% q/q），打破了更大幅度下滑的预期。相比之上，个人和公共消费继续下降（分别为 -2.1% 和 0.6%），反映了目前正在进行的强势调整。净出口接近零增长，因为进口与出口基本相当。

Q2 和 Q3 输入数据：经济信心保持较低水平，但它在 Q2 不断提高。工业方面，情绪变得更加积极，活动反弹只在 Q2 初的月份停止。服务业并未跟随，其氛围在整个 Q2 丧失。在连续两个月数额下降后，消费者信心的上升趋势开始只反映在 5 月的零售额中，而失业率仍很高，并有所增长。我们的 MICA-BBVA 模型表明，GDP 将在 Q2 萎缩 -1.1% q/q。对于 Q3，在工业悲观情绪增强的推动下，ESI 指标在 7 月下降。

2012 年和 2013 年展望：考虑 MICA 对 Q2 的估计（-1.1%）并保持我们对 Q3 和 Q4 的季度增长预测（-0.6% 和 -0.3%），年度 GDP 将萎缩 -2.6%，而不是以前预测的 -2.9%，之后在 2013 年适度萎缩，外部需求始终推动增长（2012 年和 2013 年分别为 3.5pp 和 1.4pp）。个人消费和投资预计在 2012 年大幅萎缩，2013 年小幅下降。

通货膨胀展望：在 Q1 保持高水平后，通货膨胀开始缓解，Q2 HICP 平均为 2.8% y/y，核心通货膨胀为 1.6%。虽然 2010-2011 年提高税收的影响将消失，但政府仍有很大可能再次提高税率，以实现财政目标，这可能对价格指数造成不利影响。我们的预测表明，今年通货膨胀将进一步降至 2.7%，并在 2013 年降低至 1.2%。

公共部门：1 月 - 6 月的政府赤字估计为 32 亿美元，而去年同期约为 60 亿欧元。然而，大幅下降主要是由于养老基金从银行转向政府的一次性收入增长，达到 27 亿欧元。另外，税收在 H1-12 下降 3.1%，这被支出下降约 2.2% 所部分抵消。支出方面的良好表现（即公共消费、货物和服务采购下降）被利率和资本支出的增长所掩盖。

西班牙：2012 年衰退，H2 2013 缓慢复苏

GDP: -1.4% 2012 -1.4% 2013 HICP: +1.9% 2012 +1.3% 2013

Q1-12 最新官方数据：GDP 在 Q1-12 继续下降了 -0.3% q/q。GDP 分解表明，国内需求继续推动下滑（-3.2pp），特别是在投资下降的情况下，而外部需求仍然强劲，尽管其贡献有所减小（从 3.2pp 降至 2.8pp）。

Q2 和 Q3 输入数据：在等待详细结果时，INE 公布的 GDP 预测表明，西班牙经济在 Q2-12 萎缩 -0.4% q/q，结束了连续三个季度的负增长。如果证实，这意味着经济表现与我们预期一致（BBVA Research: -0.4% q/q, MICA-BBVA 0.3% q/q），它在很早以前就警告会进入另一个负增长季度，并表明经济将在 Q3 继续萎缩。另外，目前可用的部分经济指标表明，国内需求在 Q2-12 进一步下降，这将影响进口，意味着增长将再次以不断增长的净国外需求和国内部分的负贡献为特征。

2012 年和 2013 年展望：总之，西班牙经济似乎将在未来几个季度进入衰退，根据我们的中心情景，GDP 将在 2012 年全年萎缩 1.4%。在这种情况下，我们预计在 2013 年下半年前经济不会复苏，2013 年全年的表现不会好于 2012 年。尽管上述情景的变化已表明 2013 年的增长前景下降，但更大幅度萎缩的风险仍然很高。

通货膨胀展望：在 2Q，总体和潜在通货膨胀基本分别稳定在约 2.0% y/y 和 1.2% y/y。然而，这掩盖了一些 CPI 分类的显著活动。在截止 6 月的 1.9% y/y 通货膨胀中，1.4pp 可归因于能源和食品价格增长，只有 0.5pp 可归因于服务和非能源工业产品，而走弱的国内需求继续抑制通货膨胀压力。HICP 数据表明，在 Q2，西班牙通货膨胀低于欧元区平均值约 0.6pp。

公共部门：预算执行数据表明，公共部门需求的大部分下降将在今年下半年。政府各部门赤字在 Q1-12 总计 1.4% GDP，反映了经济恶化对公共财政特别是税收的削弱效应。按部门来看，只有中央政府记录了 1Q 的赤字（-1.9% GDP），这被其它机构的轻微盈余部分抵消（地方政府平衡了其预算），所有机构均得到中央政府的资金帮助。

对于 Q2，截止 6 月的最新中央预算执行数据表明，赤字达到 4% GDP，比全年目标高 0.5pp。对其它公共行政部门（主要是自治区和社会保障基金）的先期资金转移是赤字升高的原因。消费减缓（特别是中间消费），但收入负增长并未改善。然而，由于大部分关于地区的财政整顿措施是在 5 月提交再平衡计划时制定的，预计对赤字的最大影响将在今年下半年看到。

来源：BBVA Research

框 2. 葡萄牙：今年适度衰退，2013 年接近停滞

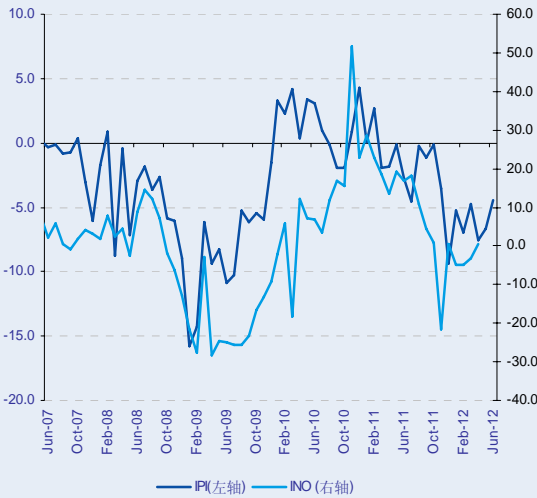
随着宏观经济调整推进和国内需求因强势整顿而减弱，经济活动继续下降，但由于 Q1 好于预期的结果以及外部需求的持续支持，下滑幅度预计会比预期要小。因此，我们预测今年 GDP 将适度下降（-2.6%，而不是-2.9%），2013 年仅萎缩-0.3%。

在国内因素推动下，指标表明 Q2 急剧萎缩...

经济活动在 Q1-12 适度下降-0.1% q/q，这得到比预期稍好的国内需求以及仍具有弹性的净出口贡献的支持。然而，指标表明，Q2-12 萎缩预计幅度更大，反映了国内需求的更大幅度下降以及出口减速。尤其是在国内方面，经济信心在 Q1 观察到显著增长势头后仅稍有改善，仍保持在较低水平。投资进一步抑制经济活动，特别是由于建筑行业的产出和信心大幅下降。INE 在 4 月份的投资调查显示，在 2011 年预计下降-15.8%后（实际有所好转，-14%），投资预计将在 2012 年进一步下降-16.7%，恶化的销售前景是主要限制因素，其次是利率的不确定性。关于工业生产，在 Q1 每月增长后，它在 4 月下降，在 5 月并未被完全抵消（分别为-6.5%和+4.1%）。此外，在 Q1 保持稳定后，服务业信心显著恶化，下降 2p。积极的方面是，服务业营业额增长在 4 月 - 5 月转为正值。

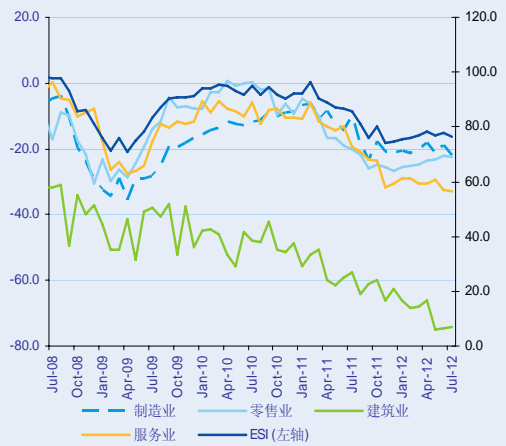
尽管它们与家庭必要的去杠杆化一致，但消费前景并不积极。消费者信心稳步提高，而劳动力市场仍然在进行高成本的调整，失业率逐步增长（2012 年截止目前+0.6pp）。另外，零售额波动很大，每月都有起伏。鉴于目前经济萎缩，去年税收提高不仅对家庭可支配收入造成不利影响，而且还使通货膨胀保持在比预计更高的水平。然而，HICP 通货膨胀在近几个月逐步减缓，在 Q2 平均达到 2.8% y/y，而 Q1 为 3.3%，核心通货膨胀分别为 1.6%和 2.0%。

图 21
葡萄牙：工业部门 (%y/y)



来源：欧洲统计局和 BBVA Research

图 22
ESI 信心，按部门



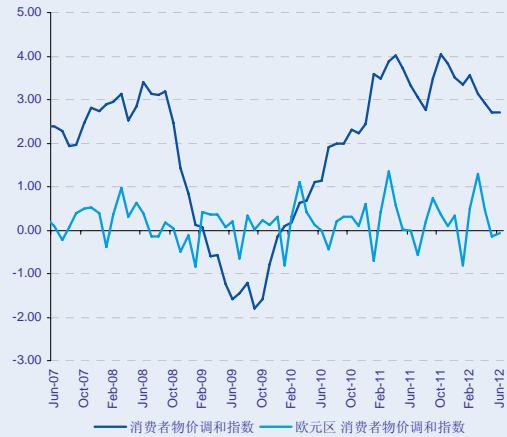
来源：欧洲委员会和 BBVA Research

图 23
葡萄牙：个人消费、零售额和消费者信心



来源：欧洲统计局、欧洲委员会和 BBVA Research 来源：欧洲统计局和 BBVA Research

图 24
葡萄牙：HICP 通货膨胀 (%/y)



…与年初的强劲势头相比，外部需求的支持有所减弱

对外部门在 Q2 继续支持增长，但比以前力度较小。在 2012 年截止目前，年出口一直增长，而年进口一直下降，但出口增长在 5 月减缓。此外，从每月来看，在 Q2 期间，进口恢复并开始增长，而与此同时，出口在 5 月下降，造成贸易逆差增大。最后，从三个月移动平均值来看，出口增长也有所减速（4 月 1.4% 3mma，5 月 0.8%）。

考虑所有这些信息，我们的 MICA-BBVA 模型表明，GDP 在 Q2 下降-1.1% q/q，而我们保持对 Q3 和 Q4 的季度增长预测（-0.6%和-0.3%）。Q1 好于预期数据的延滞效应意味着，2012 年全年 GDP 降幅将低于以前估计。

2012-2013 年展望稍微改善

根据我们预测，国内需求将继续对增长做贡献（2012 年-6.0pp），个人和公共消费大幅下降，但降幅将在 2013 年减缓。今年和明年的最大降幅是投资。相比之下，净出口预计将继续其积极贡献，尽管每年速度较慢。

在关于葡萄牙经济、三驾马车、葡萄牙银行和葡萄牙政府更加积极的新闻背景下，其预测均要上调。

三驾马车目前预计，GDP 将萎缩-3%（以前为-3.3%），而它将在 2013 年转为正增长，尽管增长率非常低。葡萄牙银行目前预计，2012 年的结果较好（-3.0%，而春季审查为-3.4%），而它未修正其对 2013 年的预测。最后，政府目前估计，2013 年 GDP 增长率为 0.2%，远低于其 4 月估计的 0.6%，而它上调了对失业率的预测，目前预计在 2013 年达到峰值 16%（以前峰值为 2012 年的 14.5%）。

三驾马车的第四次审查再次赞扬了葡萄牙的努力

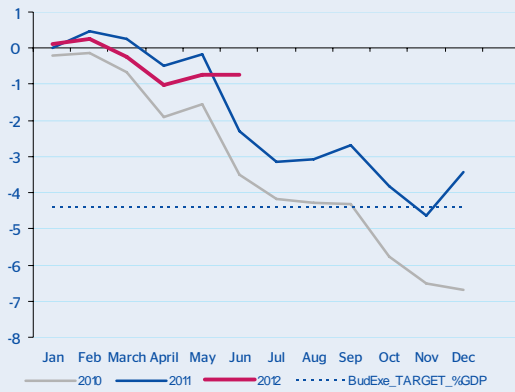
三驾马车代表团在 6 月初完成了第四次审查，给出了积极的评价，并突出强调其对财政目标的可行性仍然有信心。同时，它鼓励葡萄牙推行结构性改革（即劳动力市场、价格竞争力），以推动长期增长。失业率被认为是一个重大挑战，国际债权人认为将在 2013 年达到峰值 16%，但这被认为是向出口导向型经济过渡的一个副产品（也是劳动力市场刚性导致的）。下一次审查计划在 9 月份。

预算执行有所改善，但实现赤字目标的风险增大，因为收入有所滞后

与去年相比，截止 6 月的政府赤字显著改善（-32 亿欧元，去年为-60 亿欧元）。如果包括自治基金和社会保障记录的盈余，改善更加明显（-12 亿欧元，去年-38 亿欧元），但主要原因是银行系统转移的养老基金，估计为-27 亿欧元。如果没有额外收入，与一年前同期相比将不会改善。

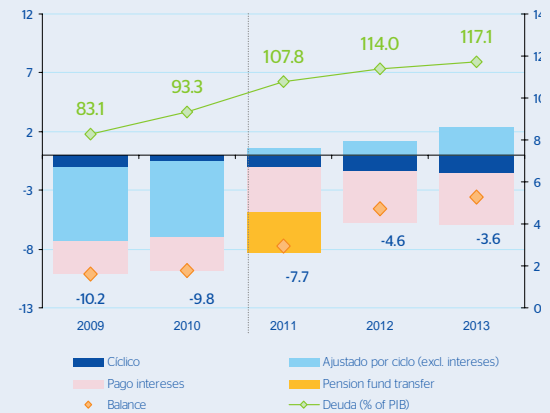
分析表明，直接和间接税的收入项目低于目标。因此，当前收入比去年同期下降 1.4%。在支出方面，当前支出微幅下降 0.5%。尽管大多数分类因进行整顿而显著下降（例如，工资下降了 16.8%，补贴下降 25%），但支付利息增长了 20%，这抵消了其它支出的积极表现。最后，将一般政府赤字从 2011 年的 7.7%（如果我们包括葡萄牙电信的养老金转移，则为 4.2%）降至 4.5%（政府目标）的目标变成更加困难。

图 25
葡萄牙：预算执行，% GDP



来源：DGO 和 BBVA Research

图 26
葡萄牙：一般政府赤字分解和公共债务 (% GDP)



来源：欧洲统计局和 BBVA Research

框 3：英国：恶化的衰退使英国银行再次尝试干预，以刺激经济贷款

虽然经济指标没有显示明显的复苏迹象，但消除第二季度出现的某些不利临时因素有助于今年下半年的经济增长，尽管这仍不足以避免全年 GDP 轻度萎缩。对外部门感受到了欧元区危机恶化的影响，而由于私营部门缓慢的去啮合过程，个人支出不可能加速。鉴于这种情况以及财政政策缺乏机动空间，英国银行在 7 月会议上一致决定再次干预金融市场，采取措施促进借款并扩大量化宽松计划。在财政方面，预算执行的前期数据显示稍微改善，尽管预计目标不会实现。

经济活动在上半年急剧萎缩，尽管这是临时性因素造成的

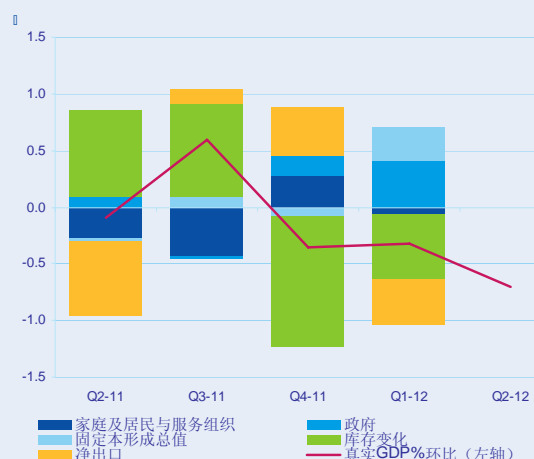
英国经济仍连续第三个季度处于衰退，GDP 在第二季度大幅下降，幅度大于预期（-0.7% q/q）。下滑在很大程度上是由于建筑（-5.3% q/q）和工业部门（-1.3% q/q）下滑，而服务业实际上仍停滞（-0.1% q/q）。这似乎证实了下列观点，即当前表现源自临时性因素，如不利的气候条件以及工作日数量较少，因此表明，经济活动将在第二季度加速，即使实际上当前季度尚无可用数据来证实这一点。然而，我们指出，还有一些推动因素可能限制经济好转。首先，鉴于已公布的强势财政调整，上半年个人消费的增长似乎是不可持续的。另外，未来几个季度的经济表现将高度依赖于欧元危机的发展变化。

因此，我们将对 2012 年的总体增长预测下调了 0.9pp，我们目前预计，在 2011 年对外部门推动下增长 0.8%后，经济活动将轻度萎缩（-0.4%）。在第三季度经济活动预计反弹后，增长率将在年底回到较为正常的水平，适度复苏将在整个 2013 年得到加强（1.3%）。

劳动力市场仍走弱

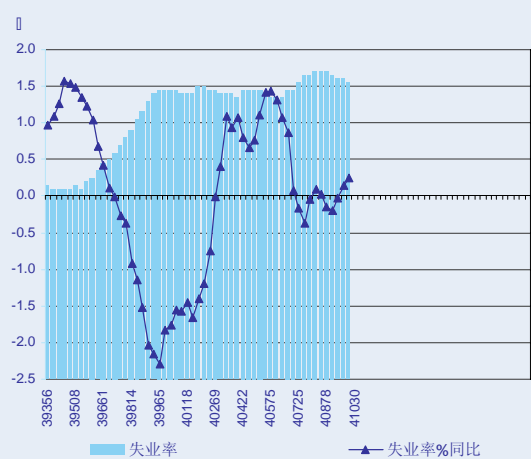
就业数据继续发出不同信号。在过去两个月保持 8.3%之后，基于 ILO 标准的失业率降至 8.1%；然而，失业补贴申请继续增多。另外，工资增长缺乏活力，这意味着实际工资继续下降。工资适度增长的原因包括公共部门工资冻结以及财政部门奖金急剧减少。不景气的劳动力市场以及不确定性增大可能最终减缓家庭去杠杆化的步伐。

图 27
英国：GDP 增长率 (% q/q)和各部分贡献



来源：ONS 和 BBVA Research

图 28
英国：劳动力市场



来源：ILO、ONS 和 BBVA Research

对外部门失去动力

作为 2011 年增长的主要推动因素，对外部门在今年上半年使增长率下降 0.4 个百分点。在未来几个月，出口对欧元区的高度暴露预计不会显著改善，尽管其它市场正在好转，但全球复苏减缓将带来额外风险。另外，进口比出口更乐观，部分原因是投资保持稳定。因此，出口可能继续拖累增长。

通货膨胀进一步下降

今年截止目前，由于较低油价以及异常积极的季节末折扣，通货膨胀稳步下降，速度快于预期。因此，我们将今年的通货膨胀预测从 2.9% 降至 2.5%。

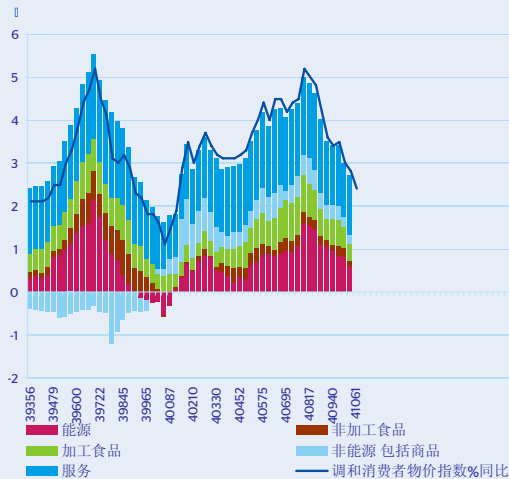
英国银行再次干预，扩大了量化宽松

为了应对经济活动恶化以及近期欧元区主权危机加重，货币机构在 6 月中旬决定干预金融市场。首先，执行一揽子措施，以通过降低银行融资成本来促进借款。这将通过在长期内以低于市场的利率提供资金来实现。作为交换，金融机构预计将加强对公司融资。其次，在 7 月的货币政策会议上，作为其量化宽松战略的一部分，委员会成员投票赞成再购买 500 亿英镑资产，使得总额达到 3750 亿英镑 (24% GDP)。尽管迄今为止，这些措施的效果受到质疑，但在今年剩下的时间里，采购计划将可能继续扩大，特别是鉴于衰退恶化以及需求方面的可用政策工具缺乏。目前，我们预计，从现在到年底，将再次增长 500 亿英镑，至少在 2014 年初之前，利率将保持当前水平。

由于养老基金转移，预算执行得到改善

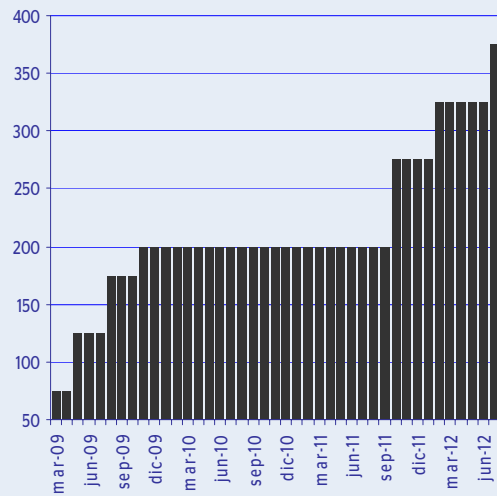
2011-12 财年的赤字为 8.2%，政府旨在本年度保持约 6.0% 的赤字。为实现这一目标，政府转移了养老基金“皇家邮政”（4 月为 280 亿英镑），并采取财政中立的一揽子计划，以推动增长，并简化税收系统和吸引投资。与去年同期相比，本财年截止 6 月的预算执行数据显著改善，尽管英国经济走弱引起对赤字目标能否实现的质疑。

图 29
英国：通货膨胀



来源：ONS 和 BBVA Research

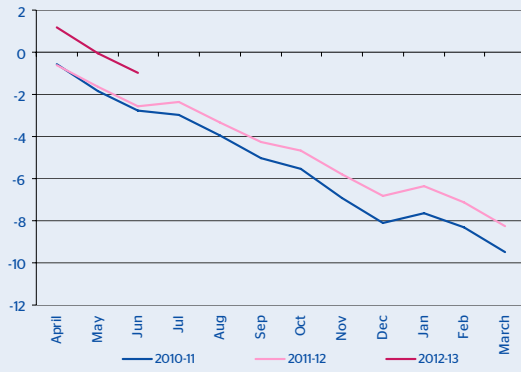
图 30
英国：目标资产购回计划 (TARP)



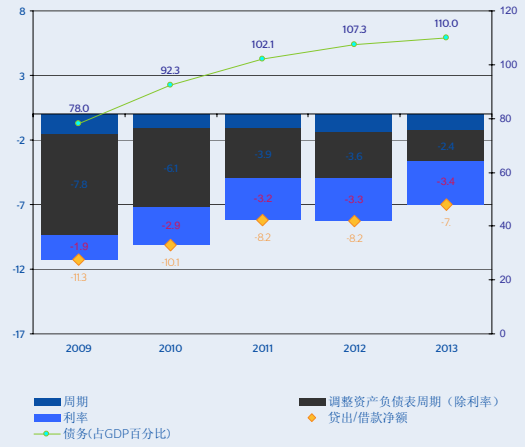
来源：ONS 和 BBVA Research

图 31
英国：公共部门借款净额，不包括财政干预 (% GDP)

图 32
英国：赤字分解和公共债务 (% GDP)



来源: ONS 和 BBVA Research



来源: ONS、英国政府和 BBVA Research

4. 表格

表 3

欧元区 (同比)

	2009	2010	2011	2012	2013
GDP 固定价格	-4.4	1.9	1.5	-0.3	0.3
个人消费	-1.1	0.9	0.2	-0.6	0.0
公共消费	2.6	0.7	-0.3	-0.4	-0.5
固定资本形成总值	-12.4	-0.2	1.6	-2.9	-0.1
库存 (*)	-0.9	0.6	0.2	-0.5	0.1
国内需求 (*)	-3.6	1.2	0.5	-1.5	0.0
出口 (货品及服务)	-12.7	11.0	6.3	2.2	3.4
进口 (货品及服务)	-11.4	9.4	4.1	-0.4	2.8
国外需求 (*)	-0.8	0.7	1.0	1.1	0.4
价格及成本					
消费者物价指数	0.3	1.6	2.7	2.3	1.4
核心消费者物价指数	1.3	1.0	1.7	1.8	1.4
劳动力市场					
就业	-1.8	-0.5	0.3	-0.7	-0.2
失业率 (占劳动人口百分比)	9.6	10.1	10.2	11.2	11.5
公共部门					
盈余 (+) / 亏蚀 (-) (占GDP百分比)	-6.4	-6.2	-4.1	-3.1	-2.4
公债 (占GDP百分比)	79.6	85.5	87.3	89.1	89.5
对外部门					
经常账户平衡 (占GDP百分比)	0.2	0.4	0.4	0.9	1.4

(*) 对GDP增长之贡献

来源: BBVA Research

表4

宏观经济: 国内生产总值

(增长率同比)	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-3.1	2.4	1.8	2.1	1.8
欧洲货币联盟	-4.4	1.9	1.5	-0.3	0.3
德国	-5.1	3.6	3.1	0.9	1.4
法国	-3.1	1.6	1.7	0.2	0.7
意大利	-5.5	1.8	0.5	-1.8	-0.1
西班牙	-3.7	-0.1	0.7	-1.4	-1.4
英国	-4.0	1.8	0.8	-0.4	1.3
拉丁美洲*	-0.6	6.6	4.5	2.9	3.8
墨西哥	-6.1	5.4	4.0	3.7	3.0
EAGLES**	4.0	8.4	6.6	5.4	6.1
土耳其	-4.9	9.2	8.5	3.2	4.1
亚太	4.2	8.1	5.7	5.4	5.8
中国	9.2	10.4	9.2	7.8	8.3
亚洲除中国外	1.0	6.5	3.4	3.8	4.1
世界	-0.6	5.1	3.9	3.4	3.7

来源: BBVA Research

预测截至: 8月3日, 2012

*阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 秘鲁, 委内瑞拉

** 巴西, 中国, 印度, 印尼, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 台湾, 土耳其

表5

宏观经济: 通胀 (平均)
(增长率同比)

	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-0.4	1.6	3.1	2.0	1.9
欧洲货币联盟	0.3	1.6	2.7	2.3	1.4
德国	0.2	1.2	2.5	2.0	1.4
法国	0.1	1.7	2.3	2.3	1.5
意大利	0.8	1.6	2.9	3.3	1.9
西班牙	-0.3	1.8	3.2	2.1	1.5
英国	2.2	3.3	4.5	2.5	2.0
拉丁美洲*	10.6	8.5	9.1	10.1	8.9
墨西哥	5.3	4.2	3.4	4.1	3.5
EAGLES **	2.8	5.3	6.0	4.3	4.4
土耳其	6.3	8.6	6.5	8.8	5.3
亚太	0.3	3.6	4.8	3.3	3.4
中国	-0.8	3.3	5.4	3.0	3.6
亚洲除中国外	1.1	3.8	4.3	3.4	3.2
世界	2.2	3.8	5.1	4.2	3.9

来源: BBVA Research

预测截至: 8月3日, 2012

*阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 秘鲁, 委内瑞拉

** 巴西, 中国, 印度, 印尼, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 台湾, 土耳其

表6

宏观预测: 经常账户(% 国内生产总值)

	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-2.7	-3.1	-3.1	-3.0	-3.1
欧洲货币联盟	-0.3	-0.1	0.0	0.9	1.4
德国	5.9	6.1	5.8	5.4	5.5
法国	-1.5	-1.7	-2.2	-1.9	-1.7
意大利	-2.0	-3.5	-3.2	-2.2	-1.7
西班牙	-4.8	-4.5	-3.5	-1.2	0.7
英国	-1.7	-3.3	-1.9	-2.2	-1.3
拉丁美洲*	-0.1	-0.9	-0.8	-1.6	-1.8
墨西哥	-0.7	-0.3	-0.8	-1.1	-1.4
EAGLES **	2.6	1.6	0.9	0.5	0.4
土耳其	-2.3	-6.4	-10.0	-7.5	-7.4
亚太	3.5	3.3	1.8	1.4	1.6
中国	5.2	4.0	2.8	2.5	2.8
亚洲除中国外	2.3	2.0	1.1	0.7	0.9

来源: BBVA Research

预测截至: 8月3日, 2012

*阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 秘鲁, 委内瑞拉

** 巴西, 中国, 印度, 印尼, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 台湾, 土耳其

表7

德国: GDP 增长及通胀预测

年率	2008	2009	2010	2011	2012	2013
个人消费	0.5	0.0	0.6	1.3	0.8	1.2
公共消费	3.1	3.3	1.7	1.1	0.7	0.4
固定资本形成总值	1.0	-11.4	5.2	6.6	0.3	3.3
库存(*)	0.0	-0.9	0.6	0.2	0.0	0.0
国内需求(*)	1.0	-2.3	2.2	2.4	0.6	1.4
出口	2.1	-13.6	13.4	8.4	3.3	4.9
进口	3.0	-9.2	11.5	7.9	3.2	5.6
净出口(*)	-0.2	-2.8	1.4	0.7	0.3	0.0
GDP	0.8	-5.1	3.6	3.1	0.9	1.4
通胀	2.8	0.2	1.2	2.5	2.0	1.4

(*) 对增长之贡献

来源: BBVA Research

表 8
法国: GDP 增长及通胀预测

年率	2008	2009	2010	2011	2012	2013
个人消费	0.2	0.3	1.5	0.3	0.1	0.8
公共消费	1.2	2.6	1.7	0.8	0.1	0.0
固定资本形成总值	0.1	-10.4	1.0	2.6	0.0	1.4
库存 (*)	0.3	-1.3	0.1	1.0	0.0	0.0
国内需求(*)	0.2	-2.6	1.6	1.7	0.1	0.7
出口	-0.6	-11.8	9.2	4.6	2.5	4.1
进口	0.6	-9.5	8.4	5.3	2.1	3.6
净出口(*)	-0.4	-0.5	0.0	0.0	0.1	0.1
GDP	-0.2	-3.1	1.6	1.7	0.2	0.7
通胀	3.2	0.1	1.7	2.3	2.3	1.5

(*) 对增长之贡献

来源: BBVA Research

表 9
意大利: GDP 增长及通胀预测

年率	2008	2009	2010	2011	2012	2013
个人消费	-0.8	-1.6	1.2	0.2	-2.3	-0.6
公共消费	0.6	0.8	-0.6	-0.9	-1.6	-1.0
固定资本形成总值	-3.8	-11.7	1.7	-1.2	-7.9	0.2
库存 (*)	0.0	-1.1	1.2	-0.6	0.0	0.0
国内需求(*)	-1.2	-4.3	2.1	-0.9	-3.3	-0.5
出口	-2.8	-17.7	11.4	6.3	0.8	2.3
进口	-2.9	-13.6	12.4	1.0	-4.4	0.9
净出口(*)	0.0	-1.2	-0.4	1.4	1.5	0.4
GDP	-1.2	-5.5	1.8	0.5	-1.8	-0.1
通胀	3.5	0.8	1.6	2.9	3.3	1.9

(*) 对增长之贡献

来源: BBVA Research

表 10
葡萄牙: GDP 增长及通胀预测

年率	2008	2009	2010	2011	2012	2013
个人消费	1.3	-2.3	2.1	-4.0	-6.1	-1.4
公共消费	0.3	4.7	0.9	-3.8	-2.6	-1.5
固定资本形成总值	-0.3	-8.6	-4.1	-11.3	-9.6	-3.0
库存 (*)	0.0	-1.1	0.1	-0.5	0.2	0.0
国内需求(*)	0.9	-3.6	0.9	-6.2	-6.0	-1.7
出口	-0.1	-10.9	8.8	7.6	4.2	5.1
进口	2.3	-10.0	5.4	-5.3	-5.1	1.3
净出口(*)	-1.0	0.6	0.5	4.6	3.5	1.4
GDP	-0.1	-2.9	1.4	-1.6	-2.6	-0.3
通胀	2.7	-0.9	1.4	3.6	2.7	1.2

(*) 对增长之贡献

来源: BBVA Research

表11

西班牙: GDP 增长及通胀预测

年率	2008	2009	2010	2011	2012	2013
个人消费	-0.6	-4.3	0.8	-0.1	-2.0	-2.8
公共消费	5.9	3.8	0.2	-2.2	-4.8	-4.1
固定资本形成总值	-4.7	-16.5	-6.2	-5.1	-9.4	-5.6
设备及其他产品	-2.8	-22.0	5.3	1.5	-8.9	-4.4
建设	-5.7	-15.4	-10.1	-8.1	-10.7	-6.7
房屋	-9.1	-22.0	-9.8	-4.9	-6.7	-8.3
其他建设	-1.6	-7.7	-10.4	-11.2	-14.6	-5.1
库存(*)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
国内需求(*)	-0.5	-6.5	-1.0	-1.8	-4.2	-3.7
出口	-1.0	-10.2	13.5	9.1	2.6	7.2
进口	-5.1	-16.9	8.9	-0.1	-6.5	0.4
净出口(*)	1.4	2.8	0.9	2.5	2.8	2.2
GDP	0.9	-3.7	-0.1	0.7	-1.4	-1.4
通胀	4.1	-0.3	1.8	3.2	1.9	1.3

(*)对增长之贡献

来源: BBVA Research

表 12

英国: GDP 增长及通胀预测

年率	2008	2009	2010	2011	2012	2013
个人消费	-1.6	-3.1	1.3	-1.0	-0.2	1.5
公共消费	1.6	0.8	0.4	0.1	2.0	-1.5
固定资本形成总值	-4.6	-13.7	3.5	-1.4	2.0	5.6
库存(*)	-0.4	-1.0	0.9	0.4	-0.8	0.0
国内需求(*)	-1.9	-5.1	2.4	-0.4	-0.2	1.4
出口	1.2	-8.2	6.4	4.4	1.1	2.5
进口	-1.8	-11.0	8.0	0.5	1.6	3.0
净出口(*)	0.9	1.1	-0.6	1.2	-0.2	-0.2
GDP	-1.0	-4.0	1.8	0.8	-0.4	1.3
通胀	3.6	2.2	3.3	4.5	2.5	2.0

(*)对增长之贡献

来源: BBVA Research

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、撤回投资的邀约、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/Corporate Governance](http://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