

经济展望

全球

2013年第一季度
经济分析

- 由于欧洲较低的金融紧张，美国为避免财政悬案达成协议和新兴经济体的强劲表现，**全球经济前景正在改善。**
- **只有继续实施正确的政策，复苏才会持续。**美国需要不仅仅只减轻加税政策的影响，欧元区需要实施银行联盟的协议。
- **虽然正面惊喜有可能出现，但是围绕全球经济前景的不确定性依然很高**

目录

1. 社论: 全球经济增长前景改善	3
2. 金融市场的情绪在转向乐观, 但活动数据的改善仍然不明朗.....	4
框 1. BBVA 全球活动指数 (BBVA-GAIN)	10
3. 尾部风险由于政策制定者的行动和市场信心好转而不太可能发生。欧元区仍然是主要风险来源.....	12
框 2. 欧洲财政调整和经济增长	13
4. 表格	16

截稿日期：2013年2月11日

1. 社论：全球经济增长前景改善

全球经济的前景在上个季度有所提升，这主要归功于欧洲金融紧张程度的缓解和美国为解决财政悬崖达成的协议。除日本以外，大部分主要经济体的信心指数都有所上升，产出的数据显示全球经济依然在缓慢的增长。全球经济会从2012年的增长3.2%提高到2013年的3.6%，并在2014年继续提升至4.1%。在2013年，巴西的疲弱增长，欧元区和美国的依然不变的情景会被中国，墨西哥和拉美经济体的较好前景所抵消。

欧洲在前六个月的情况都在有所好转，市场开始为欧洲边缘国家的企业提供融资。例如西班牙，其对欧元援助系统的依赖在渐渐减少，投资者开始为其提供资金。2013年依然会收缩，但是预测已较之前改善（-1.1% vs. 1.4%），我们预计其在2014年会出现1.1%的正增长。西班牙复苏的速度取决于财政收入的增长情况，改革的进行情况，和好于预期的外部需求。

美国和欧元区实行正确的政策，复苏才有可能继续。美国需要驱散关于债务偿还的所有不确定性和制定财政巩固的确切方案，而不是仅仅减轻迫近的加税政策的影响。至于欧元区，关于银行联盟的计划必须有所发展，并且有效的实行已经达成的关于银行业监管和解决程序的协议。

虽然正面惊喜有可能出现，但是围绕全球经济前景的不确定性依然很高。如果市场对欧元区支持政策出现新的担忧，信心下降和紧张程度的上升，会造成全球增长的减速。如果真的出现这样的情景，欧元区会在2013年持续收缩并且需要达成关于金融保护措施新的协议。在美国，如果出现财政巩固和债务上限方面的再一次争执，风险会显著上升。在风险情景下，全球经济会在2013-2014年增长2.5%-3%。不过这样的情景的可能性不高，而且其影响相较于3个月前估计有所降低。这受益于发达地区已经达成并实施的政策，和新兴市场的经济良好表现。

2. 金融市场的情绪在转向乐观，但活动数据的改善仍然不明朗

金融市场提振的基础是什么？

在过去三个月中，一些威胁到全球经济复苏的因素渐渐消去，市场情绪变得乐观。金融市场的紧张程度降到了两年的低点（图 1）几乎所有资产都受益于这种变化。受到衰退威胁的全球经济开始稳定，这也提振了消费者和企业的信心。除了少数几个例外，飞涨的信心弥漫大部分地区（图 2）。但是信心的提升还没有促进经济活动的显著变化。根据我们的全球经济活动指标（图 3 和框 1），全球经济在 2012 年大部分时间的放缓在第四季度到了尽头。最新的数据显示全球 GDP 开始加速，虽然是从低于历史平均的水平。根据我们估计，全球 GDP 在 2012 年增长 3.2%。

图 1
BBVA 金融压力指数



来源: BBVA Research

图 2
信心指标 (PMI)



来源: Markit, BBVA Research

无可否认，金融市场有所改善。 在较长的一段时间内资金紧张的局面有所下降。事实上，这 7 个月期间，是目前欧洲债务危机爆发以来最长的一段时间的平静。危机中心的几个国家也从降低的风险回避中受益。这些改善随着市场基础的扩大而渐进。在夏季结束的时候，股票和债券的上涨主要由于卖空着的平仓行为，但之后不久，机构投资者回到了这些市场。

大部分资产取得了受益。首先股市大幅的改善。自 7 月底以来，Euro Stoxx 上涨了 10%。而道琼斯也达到了 5 年的新高，波动性指数 VIX 创下了 5 年新低。在外围欧洲股市也得到改善，西班牙 ibex35 和意大利 FTSE MIB 都上涨了约 40%。

在债券市场也可以观察到类似的状态。自七月底以来，外围债券普遍上涨。例如 10 年期西班牙国债收益率在 5.1% 左右（为 13 个月新低），而意大利债券收益率在 4.3% 附近波动（自 2010 年 11 月以来最低，尽管目前该国面临政治不确定性）。这意味着自 7 月以来在这两个国家收益率平均下降了 2%。（图 4）在收益率曲线的短端（即是到期时间在三年之内的债券，并且符合欧洲央行 OMT 项目的条件）出现更大幅度的收益率下降。避险债券价格略有下降：德国 10 年期债券收益率为 1.6%（从 7 月份的 1.3%）。至于其他债券市场，央行增加的积极性和更好的前景增加了风险偏好：10 年期美国国债的收益率已经上升了 50 个基点，至 2% 左右。

图3
全球活动指数 (GAIN) 和世界贸易



来源: BBVA Research, CPB

图4
10年期债券利率和欧元/美元汇率



来源: BBVA Research, Bloomberg

较低的风险厌恶情绪帮助了一些欧洲银行和公司（尤其西班牙）发行债券。最近债务发行的特点也显示了一些令人鼓舞的迹象¹：高级无抵押债券，期限较长，和较低的利差。这一轮的债券发行降低了这些国家对欧洲央行资金的依赖（图5）。作为一个整体来看，欧洲银行系统的情况好转。银行间市场依然没有正常化，不过核心国家的银行和外围国家的大银行正在借此机会偿还由欧洲央行在2011-2012LTRO融资援助的2500亿欧元的款项。这个数字超出预期，是稳健性的一个标志。

最后，美国和日本央行的主动政策，以及欧元区分解的恐惧的下降，导致了欧元的升值。现在1欧元价值1.35美元，从七月水平1.23上涨10%（图4）。一些欧洲的政治家开始警告欧元升值可能会带来的负面效应。在其2月份的会议上，欧洲央行行长表示，汇率为通胀前景带来下行风险，推动欧元小幅回落至1.335，但也承认目前欧元是围绕其长期平均水平的。一些新兴市场国家的货币也在升值压力下，增加在未来数月出现货币战争的恐惧。

增加市场信心的背后是什么？首先数据显示，中国“硬着陆”几率不大

2012年中国经济经历了放缓，这激发了对于中国硬着陆对其他出口大宗商品导向经济体的影响的担忧。中国经济长期依赖投资和出口，极少迹象显示如果这两个组成部分放缓，消费可以拉动整个经济。但自2012年第三季度，国内生产总值增长加快（图6）-正如我们此前的预期-甚至略强于预期，经济放缓结束。投资占GDP反弹的大部分，并且与2009年相比，这次的投资政策更为熟练和巧妙的刺激了经济。房地产行业明显复苏，是经济加速的主要动力，尽管抑制性的政策并没结束。此外一些初步迹象显示出口也开始恢复，这受益于来自亚洲和美国的需求，但欧洲和日本依然拉低出口。此外，政治权力的转接已经顺利进行，新的领导班子表示打算保持政策的连续性和增长的支持政策以及加深经济改革。2013年GDP增长目标可能与2012年相同，为7.5%。

中国经济的反弹是市场信心和全球经济复苏的重要因素，特别是对出口导向型经济体和大宗商品价格（对拉丁美洲国家）。虽然中国的经济增长并不像过去一样强劲，市场似乎认为严重放缓的风险已经缓解。

¹ 2013年2月8日最后数据

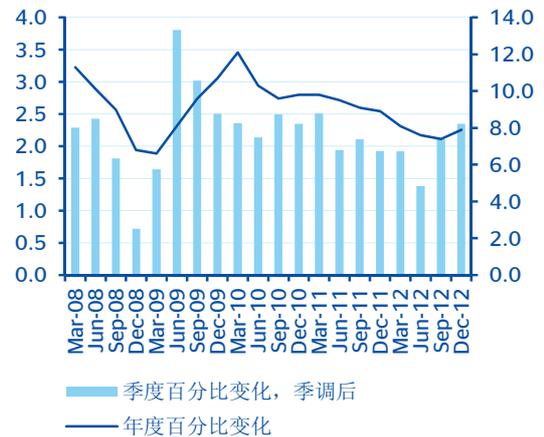
在中期来看中国的可持续性增长依然存在隐忧，尤其是消费增长如果无法得到足够动力。地方债务和影子银行可能是在中期对经济增长的最大威胁。然而即使在短期内，这些威胁可能也会限制政府实施新的刺激经济的措施。

图5
欧元区：与欧元系统的净平衡（十亿欧元）



来源：BBVA Research, ECB

图6
中国：GDP 增长率



来源：BBVA Research, Haver

第二，美国没有跌落财政悬崖。事实上其经济抵御住了不确定性

可以说，在 2012 年第四季度的 GDP 增长数据不是显示恢复的好例子。经过 13 个季度的 GDP 增长后，在该季度国内生产总值下降了录得下降 (-0.1%，年化率)。然而总值是被波动性较大的组成部分所影响的（私营库存和军费开支和出口）。基本的情况是正面的，尤其考虑到所谓财政悬崖在 2012 年底所带来的不确定性。一直以来人们认为消费者和公司会因为预计自动削减开支和加税政策对他们的财务状况的影响而缩减开支。财政不确定性对经济指标的影响很难被衡量。此外货币政策通过量化宽松计划可能已经部分弥补财政的不确定性带来的负面影响。在过去的几个季度消费增长保持稳定，平均的增长速度略低于危机前的水平（图 7）。与此同时，住房部门无疑已经出现上涨势头（图 8）。尽管存在不确定性，更多的行业在美国增长加快，这是支持全球经济的一个关键因素。

图7
美国消费者支出增长率 (%)



来源：BBVA Research, Haver

图8
美国私人住房投资增长率



来源：BBVA Research, Haver

此外在岁末年初，美国国会达成一项协议，延长 2001/2003/2010 减税方案（家庭收入水平 45 万美元以下），并推迟了所谓的“expenditure sequester”（自动降低支出）两个月。这个财政协议受到市场的欢迎，它避免了更大的经济放缓，我们估计在 2013 年占国内生产总值的 1.1%。此外，它有助于提高美国公共债务可持续性。2012 年，美国财政赤字达到 GDP 的 7%，假设没有进一步的修改现行法例的话，赤字在 2013 年将下降到国内生产总值的 5.4% 左右，2014 年 3.8%。但是，协议没有处理两个潜在的不确定性的来源。一方面“expenditure sequester”会在 3 月初来临。如果付诸实施，这将会拉底 GDP 增长率 0.8%。另一方面，就债务上限问题也没有达成最终协议。尽管后来将此问题延迟到 5 月中旬。因此，在未来几周内，将会有更多的谈判以避免经济急剧收缩，同时以促进财政可持续性。然而，只要政客们继续互相推脱指责就不能达成一个真正有效益的方案。

第三，欧洲也取得了进展。银行联盟的推进加强维护了欧元的承诺

对希腊的协议表明欧洲会维持希腊在欧元区内。 欧洲政策制定者与希腊当局达成了一项协议，在一些细节上完善了第二笔纾困方案。协议中包含的主要措施包括债务回购（占国内生产总值的 11.2%），较低的利率（2.5%）和欧洲央行持有希腊债务的利润（4.4%）。同时希腊政府会出台新措施以确保达到财政目标。根据这些新的情况并且根据“三架马车”的基准情景，债务/GDP 比例在 2020 年会在 124% 左右。该协议并不能消除所有对希腊债务可持续性的疑虑。事实上，这可问题很可能在德国于 2013 年 9 月结束大选后重新提上会议讨论。

欧洲的政客们似乎不再讨论希腊脱离欧元区的意见，这是因为希腊当局证明了其会遵循承诺。市场对这个事态的反应强烈（包括 2012 年底希腊财政数据好于预期的执行结果），希腊债券市场复苏，收益率在 10% 左右。此外，其他受到欧盟和 IMF 救助的国家的情况也变得积极，葡萄牙和爱尔兰发行了银团债券，市场反应良好。

支持这种看法的第二个因素是欧洲银行联盟的进展。 尽管缺少协议也没有提及财政联盟，在 12 月欧盟首脑会议上还是达到了向银行联盟建立的预期进展。这个过程似乎打破了政府和银行融资之间的恶性循环关系。在 12 月的欧盟首脑会议上达成的协议并不如一开始所暗示的那样雄心勃勃，但还是相当积极的。因为他们为实现单一的监督机制和解决机制的初步措施建立了明确的日程表。

最后，欧洲央行的 OMT 计划对防止金融紧张局势升级有着长期持久的影响。 这种情况会持续有几个原因。首先，核心和外围国家的政府都缺乏动力去经历这样一个过程。首先，由于西班牙债券收益率在 5-5.5%，意大利债券收益率在 4-4.5%，公共债务的资金不需要向 ESM 求助或者向 OMT 计划求助。第二，OMT 可能被继续看作一个防线，至少在没有风险事件发生情况下，防止任何市场情绪的恶化。在这种情况下，欧洲央行对西班牙和意大利的援助承诺是可依赖的。然而，有关国家当局也需要承诺在资金成本大幅上升时，会向欧洲援救机制求助。在这方面，西班牙政府曾多次表示在融资成本上升时会愿意寻求救助资金。

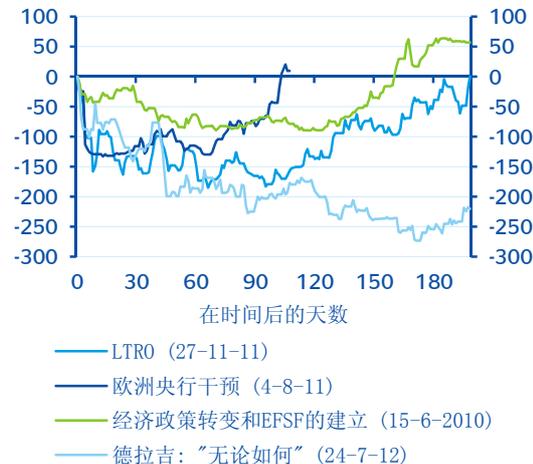
所有这些因素的结果是相当长一段时期的金融宽松。事实上，这是自欧元区危机爆发以来最长的一段时间的平静，只是在二月初意大利和西班牙出现政治事件。同时，与其他欧洲当局采取的措施相比，OMT 计划似乎有着更持久的效果。（参见图 9 和图 10）

图9
BBVA 金融紧张指数



来源: BBVA Research

图10
西班牙: 在欧洲主要事件发生时收益率的变化(10年期债券变化, bps)



来源: BBVA Research

市场情绪的改善并不能弥补基本面的依然疲弱：我们的预测情景不会改变。

中国经济的反弹，美国在解决财政悬崖上达成的局部协议，和欧洲央行 OMT 项目的作用，都在暗示世界经济可能已经避免出现尾部风险。然而，基本面的变化没有那么确凿。因此，软弱的恢复仍然是最有可能的前景，硬数据所指出的强劲反弹并不确定。对全球经济在 2013 年的展望基本保持不变：预计增长 3.6%。地区之间的增长差异明显（图 12）。

一方面，即使美国避免财政的悬崖上跌落，美国的政客们仍然有一些关键问题上，如隔离和债务上限达成一致。即是达成协议，2013 年的财政政策也会变得紧张，这会挤压家庭收入。房地产部门可能会复苏，但去杠杆化过程仍然正在进行，而对外部门复苏仍遥遥无期。因此我们维持对美国前景的预测，同时认为有正面惊喜的可能。在 2013 年我们预计美国经济增长 1.8%（从 2012 年 2.2%略有下降），2014 年增长 2.3%。

在欧元区，上一年最后一个季度，活动数据并没有随着金融市场的改善而改善。不过软数据有明显复苏的迹象。尾部风险可能已经消失了（即欧元区分解可能不再）。受财政巩固和融资条件的拖累，外围国家依然在衰退中。即使对外部门有所改善，出口带动了 GDP 增长，一些经济体的增长道路受到去杠杆化和财政紧缩的影响。然而，德国和其他核心国家的一些领先指标显示 2013 年初前景良好。因此我们大致维持之前的预测，在 2013 年欧元区增长 0.3%（2012 年萎缩 0.5%），2014 年会增长 1.3%。核心国家和外围国家的差异会继续扩大。

中国经济前景短期内变得更为明朗。新政府致力于保持增长，这意味着宽松的经济政策。我们调升了预测，在 2013 年和 2014 年均均为 8%。

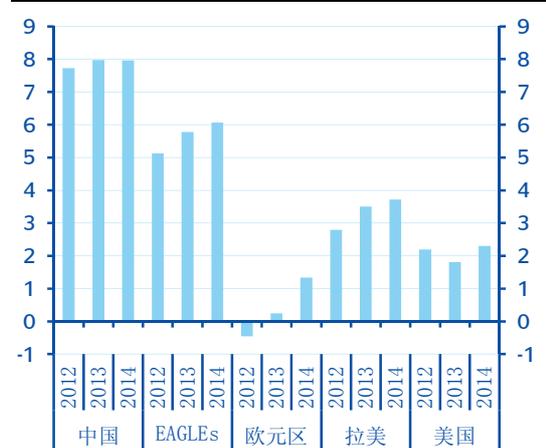
中国和美国经济的稳健发展支持了其他新兴国家的需求。把拉美作为一个整体，由于巴西和阿根廷的较弱表现，我们请问下调了预测。在 2013 年，拉美经济将增长 3.5%，而在 2014 年将增长 3.7%，接近其潜在增长。反过来，亚洲新兴经济体将表现出更强劲的增长，从 2012 同比增长 6.1%到 2013 年的 6.6%。

图 11
世界经济增长率



来源：BBVA Research

图 12
GDP 增长率



来源：BBVA Research

框 1. BBVA 全球活动指数 (BBVA-GAIN)²

全球经济在二战之后经历了四次衰退，分别在 1975，1982，1991 和 2009，每一次的衰退都激发市场对全球经济崩溃的担忧，但是每一次都在 1-2 年之内成功的复苏。2009 年的全球衰退时这四次中最为严重的，并且影响范围也是最广的。市场曾一度担心 1930 年代的大萧条会重现。不过，由于一系列的激进且不同常规的政策，这并没有发生。自 2010 年以来，全球经济在脆弱中渐渐复苏。

2009 年的大衰退对政策制定者和经济中介人是巨大的冲击。政策制定者对经济的快速下滑作出了激烈的回应，并且承认需要一个频率更为高的工具监控全球经济。**在极度不确定性出现时，得到最为即时的关于经济状况的信息至关重要。**经济数据的发布都会有时间上的延后。例如，现在（2013 年第一季度 2 月份），最近的 GDP 数据是 2012 年第三季度，而 2012 年第四季度的较准确的估计值要到 2013 年 2 月中旬才会出现。除了较长的时间延后外，最近今年周期性波动加剧，这更需要一个工具可以实时衡量经济状况。

BBVA 月度环球活动指数 (BBVA-GAIN) 被设计作为测量整体经济活动的指数。其建立在宏观经济变量和金融变量的联动上，反应了全球商业周期的变化，是一个不可观测到的隐藏变量。同样的，BBVA-GAIN 指数建立在单一指数波动因素模型，为全球宏观活动提供了一个系统性的，可复制的，和统计学上最有的高频数据，其建立在 GDP 增长，工业产值，采购经理人指数，就业，新出口订单，以及 BBVA 的月度领先指标 BBVA 金融压力指数 (FSI)。³我们扩展了 Aruoba 和 Diebold(2010)，是可以通过检验实际活动数据，调查指数，和金融指数，预测短期全球 GDP 增长率。

方法论

BBVA-GAIN 包含几个有着同样商业周期和与 GDP 增长率高度相关的高频经济指标。⁴除了相关性的条件外，这些经济指标应该使用早于 GDP 一个季度的已公布数据，并且可以在理论和经验层面具有相关性。所以每一个指标的演变在时期 t ， z_t^i 可以被分解为两个不可观测的随机变量成分。第一个成分 x_t ，通常被称为公用因素，包括所有指标集合的变动和可以被全球经济周期解释。第二个成分 u_t^i ，被称为特质成分，特指某一独特指标 i 在时期 t 的变动。

$$z_t^i = \beta_i x_t + u_t^i$$

用自回归方程包含公用因素和特质因素：

$$\begin{aligned} x_t &= \rho_1 x_{t-1} + \dots + \rho_p x_{t-p} + e_t \\ u_t^i &= d_t^i u_{t-1}^i + \dots + d_q^i u_{t-q}^i + \varepsilon_t^i \end{aligned}$$

在这个例子中， e_t 和 ε_t^i 是不可观测的误差项，并假设其独立性和无连续关联。Mariano 和 Murasawa (2003) 认为如果假设季度数据是月度数据的加权平均，上述模型可以用状态矢量空间形式和最大可能性 Kalman filtering 模型表示。

所采用的方法是在 Stock 和 Watson (1991) 开创性的建议，因为我们使用了一个小规模单一指数的动态因素模型产生的全球商业环境中实时准确的经济指标⁵至于 Stock-Watson 建议，模型收益于几个同步经济指标提供的信息。此外我们使用由 Aruba 和 Diebold(2010)建议的方法调整因子模型来处理不同的开始和结束日期所带来的问题。总之，我们认为这样的扩展对处理月度和季度指标非常有效，这让我们可以把季度世界真实 GDP 作为另一个指标。

2: 此框为即将发表的经济观察(Martinez-Martin, 2013)总结

3: BBVA 研究部金融压力指数考虑了信贷风险 (5 年期主权 CDS, 非金融 CDS 和金融 CDS), 波动性 (股票, 利率和汇率), 流动性紧张程度 (银行间利率差值, 和 3 个月零风险利率)

4: 全球真实 GDP 用来表示全球经济活动。其包括 69 个国家季度数据, 占全球 PPP 调整后 GDP 的 92%

5: 遵循 Camacho and Domenech (2012)的扩展, 包括金融领先指标。

评估和稳健性

在这一背景下，我们对计算商业周期推论的公用因素进行了深入的分析。我们使用 Markov-Switching 估计提供了平滑经济衰退可能性（目前可能性很低）。我们发现，作为一个全球性的景气指标，同步指标表现良好，因为它与全球商业周期的历史是非常一致的。此外，我们确定 BBVA-GAIN 和全球 GDP 增长的相关性大于 0.8，表明这是一个用来捕捉全球商业周期的转折点良好指标⁶ 因此我们可以以此作出对全球 GDP 增长的短期预测。我们的 BBVA-GAIN 是一个用来进行短期的分析的有效工具。

参考文献

Aruoba, B., and Diebold, F. 2010. Real-time macroeconomic monitoring: Real activity, inflation, and interactions. *American Economic Review: Papers and Proceedings* 100: 20-24.

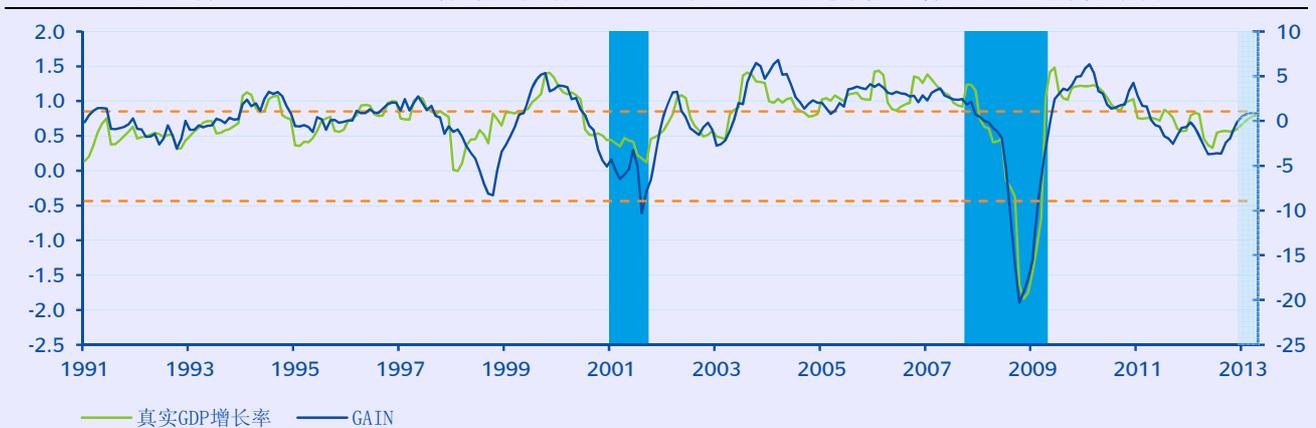
Camacho, M. and Doménech, R. 2012. MICA-BBVA. A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting. BBVA Working Papers 1021, Economic Research Department.

Mariano, R., and Murasawa, Y. 2003. A new coincident index of business cycles based on monthly and quarterly series. *Journal of Applied Econometrics* 18: 427-443.

Stock, J., and Watson, M. 1991. A probability model of the coincident economic indicators. In Kajal Lahiri and Geoffrey Moore editors, *Leading economic indicators, new approaches and forecasting records*. Cambridge University Press, Cambridge.

图 13

BBVA GAIN 和 世界 GDP (%，季度变化)每月值 (更新于 2013 二月五日)。阴影代表经济衰退，蓝色代表预测



来源: BBVA Research

6: 使用该指标时，趋势的方向是最重要的元素 - 不一定是该值高于/低于某一个数字。

3. 尾部风险由于政策制定者的行动和市场信心好转而不太可能发生。欧元区仍然是主要风险来源

市场信心最近的改善不足以令我们提高基准情景。欧洲和美国取得的进展和市场的改善已经避免了系统性事件的发生，以及另尾部风险更少可能发生。**向下风险仍然显著，不过正面惊喜在近三年首次可能出现。**

欧元区依然是风险的主要来源。复苏的进程被潜在的不确定性所环绕。虽然新的制度限制了风险的影响，金融紧张程度缓解。首先，欧洲外围国家可能无法达到 2013 年的财政目标。如果政府因此采取更多紧缩，衰退会加重。（见框 2：欧洲财政调整和经济增长）不过这个风险可能性较低，因为欧洲议会明确表明如果各国财政目标由于周期性因素没有达到，也不会强迫这些国家执行新的紧缩政策。同时这可能扰乱市场，并令这些国家需要寻求援助。因此，虽然欧洲央行可以干预，任何核心国家和外围国家关于附加条件的争议都会引起不确定性。情况可能由于德国的大选和其变得不情愿启动计划而变得恶化。其他因素也会产生影响。对塞浦路斯银行的救助计划仍然未定。虽然塞浦路斯在欧元区只是很小的国家，但是银行救助计划金额占塞浦路斯本国经济的比例不小。欧洲的过往经验并不会提供一个快速的解决方案。⁷最后，意大利大选的结果仍然未明，同样西班牙最近的政治丑闻也不明朗。如果金融紧张程度因为其因素而上升，欧元区在 2013 年可能依然衰退。

另一个显著的风险是美国如何处理财政赤字。部分的财政悬崖已经避免，但是还有两个问题没有解决-削减开支和债务上限。另一方面，在这些问题上的政治可能带来不确定性，抑制消费者支出和投资。另一方面，如果最终没有达成协议，美国会经历非常微弱的增长。

根据我们预计，**如果这两个风险变成现实，世界经济增长会比基准情景降低 1 个百分点。**欧元区监管新规的充分实施和美国财政问题的解决方案是维持全球复苏的关键。

7: 虽然德国似乎从初始的反对变得态度更为缓和。

框 2. 欧洲财政调整和经济增长⁸

在目前的金融危机中，一个最具争议性的话题是财政政策对经济增长的影响。在最近，IMF 的世界经济展望（2012 年 10 月）和 Blanchard and Leigh(2013) 对此话题有了一个深入探究。根据结果，财政调整可能对 GDP 有远超预期的紧缩效应。

财政政策对产出水平的稳定作用可以财政乘数来表示。即是 GDP 的变化和自主财政赤字的关系（支出 G^* 公共收入 T^* ），由于自动稳定作用，周期效应已被移除。

$$\Delta PIB / (\Delta G^* - \Delta T^*)$$

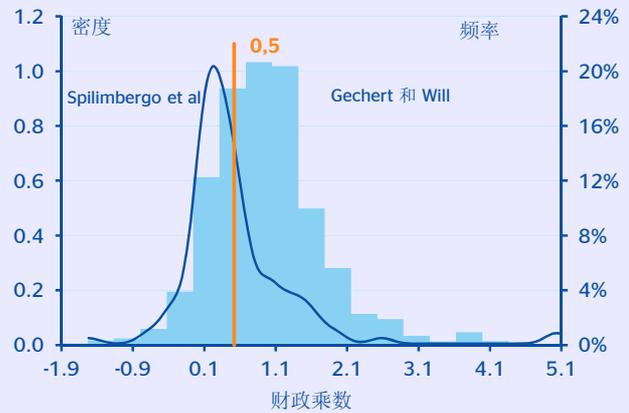
在 2009 年华尔街日报的一篇文章中，Robert Barro 用一个简单的方式解释了财政乘数。当乘数等于 1 时，如果政府购入一架飞机或者建设一座桥梁，总经济产出会按照飞机或者桥梁的开销增长相应数量，同时不会影响其他物品的产出。这样，私营部门消费和投资不受影响。如果乘数效应大于 1，这个过程会更为显著，在这架飞机和这座桥梁所对应的产出量之上，GDP 会由于因此带动的私人消费和投资而增长更多。

如果此乘数较高，财政紧缩措施对 GDP 的负面影响更大，收入的下降会大于预期增加的储蓄。在这个情况下，财政巩固可能是自我毁灭式的。这是为什么一些经济学家（例如 De long and Summers, 2012）甚至支持通过扩大公共支出的方法减少赤字。

实际上，实验性的证据给出各种各样的财政乘数。首先，把财政扩张政策的影响从其他扰乱的影响中分离出来非常困难。其次，因为财政乘数取决于财政刺激的组成和经济体的特性，所以其会根据不同情况而不同。这些特性的例子有：外部开放性，汇率政策，货币政策的影响，公共帐目的压力水平，金融系统是否存在信贷限制，外部借贷的水平，和私营部门债务。

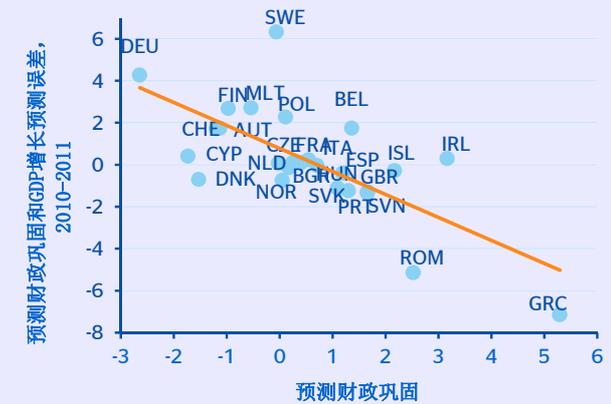
作为证明财政乘数的差异性的例子，图 1 为两篇研究中对其的估算，指出了其非常扩散式的分布。图 14 左轴为 Spilimbergo, Symansky, 和 Schindler(2009)估算的乘数的密度函数，分布在 -1.5-5.2 之间，平均数为 0.54。Gecher 和 will（2012）分析了更大的 89 个样本，754 财政乘数，表示在图 14 的右轴。财政乘数在 2.82（军事开支的最大影响，新凯恩斯总体平衡模型当利率为 0）和 -1.3（在真实商业周期模型进口占 50%GDP，公共转移支出的上升影响）之间。

图 14
财政乘数：密度方程和两全景频率的分布



来源：根据 Spilimbergo, Symansky and Schindler (2009) and Gechert and Will (2012)估算

图 15
预测财政巩固和 GDP 增长预测误差，2010-11



来源：Blanchard and Leigh (2013)

在金融危机前，0.5 的财政乘数被认为是标准值。这个值被用来评价之前几年财政巩固措施（IMF 2010）。但是 Blanchard and Leigh(2013)质疑这个值的有效性，根据 2010 和 2011 年所发现和 GDP 增长预测的结构性误差。在这两年，财政措施和 GDP 呈现负相关。

图 15 中，26 个欧洲国家的样本显示了这一结果。横轴代表由 IMF 在 2010 年预测的 2010-2011 年财政巩固的状况，纵轴代表 GDP 增长率的预测误差。根据信息的有效使用假设，预测误差不应该和财政巩固有相关性。但是，图 2 中的结果显示两个变量的回归系数为 -1.095，并且在统计学上显著（t 比率为 -4.85）。

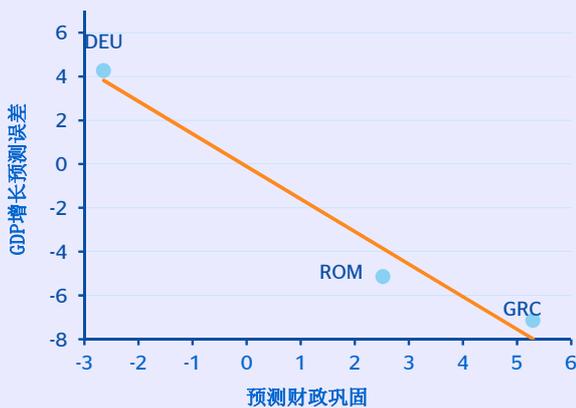
IMF 对 GDP 的于预测考虑到了财政调整, Blanchard 和 Leigh 的结果说明财政乘数应该更高。如果平均的乘数是 0.5, 证据显示 2010-2011 年的财政乘数应为 1.6 (0.5+1.095)。

虽然 Blanchard 和 Leigh 对这项结果非常谨慎, 但是这还是引起了对财政乘数是否大于 1 和欧洲财政紧缩是否有效的疑虑。

这项结果的可信度有多大? 为了回应 Giles(2012 a 和 b), Blanchard 和 Leigh 进行了一系列的稳健检验, 显示结果取决于所分析的国家与时期, 不过财政乘数依然显著高于 1, 并且当不考虑希腊和德国是统计学上非常显著。

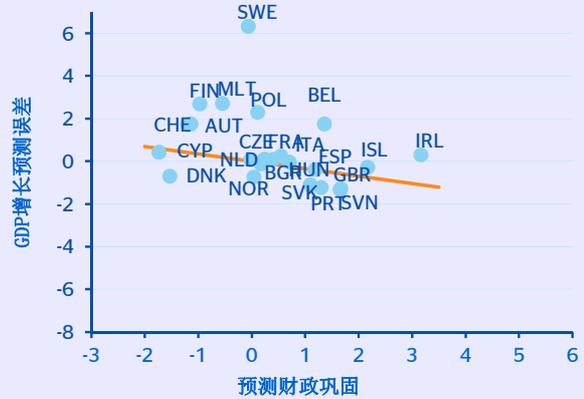
图 15 中, 更为深入的分析显示 Blanchard 和 Leigh 的结果被第三个国家, 罗马尼亚, 影响显著。图 16 分析了预测的财政巩固和预测的经济增长误差的联系, 家, 显示出明显的负相关(斜率为-1.49)。图 17 为其他 23 个国家的回归结果。其相关性大大降低并且不再统计学显著。(回归系数下降至-0.347)。所以, 在 23 个欧洲国家的样本中, 我们不能作出财政调整对经济增长的影响大于预测的结论。OECD 和 EIU 也通过研究得出了类似的结论。也即是说, 德国, 希腊和罗马尼亚的结论不可被概括到其他国家。这三个更具体的案例上, 需要进行更仔细的研究为什么其财政乘数偏高。

图 16
预测财政巩固和 GDP 增长预测误差, 2010-11



来源: authors' estimation based on Blanchard and Leigh's data (2013)

图 17
预测财政巩固和 GDP 增长预测误差, 2010-11



来源: authors' estimation based on Blanchard and Leigh's data (2013)

根据上述的结果和其他研究表明:

- 财政乘数取决于财政措施的模式和组成;
- 财政乘数取决于每个经济体的独特特性;
- 虽然大致来讲 0.5-1 的财政乘数是可接受的范围, 不同的措施组成, 国家和时期都会令财政乘数变化很大。

财政政策的稳定作用, 不论是扩张性还是调整性, 都需要小心谨慎的分析。根据不同的财政措施和经济体状况理清其成本和收益。

另外, 在危机开始的时候, 财政扩张性措施应当要及时, 定点和短期性, 现在财政调整性措施应当适时的, 定点施用但是长期持续性。实时性是因为财政措施需要以一个合适的节奏实施, 这样才能保证其减少赤字的效率并且不会危及到增长。定点施用因为并非所有公共支出需要缩减, 不同公共支出对增长的影响也不尽相同。长期的持续性是因为只有这样才可以通过永久性的影响财政平衡从而减少结构性的财政赤字。

参考文献

Andrés, J. and R. Domenech (2013): "Ajustes fiscales y crecimiento económico en Europa". Economic Watch, BBVA Research (forthcoming).

Barro, R. (2009): "Government Spending Is No Free Lunch". The Wall Street Journal. 22nd January.

Blanchard, O. and D. Leigh (2013): "Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers". IMF Working Paper WP/13/1.

DeLong, B. and L. H. Summers (2012): "Fiscal Policy in a Depressed Economy". Brookings Papers on Economic Activity, Spring.

IMF (2010): *World Economic Outlook. Recovery, Risk, and Rebalancing.* October.

IMF (2012): *World Economic Outlook. Coping with High Debt and Sluggish Growth.* October.

Gechert, S. and H. Will (2012): "Fiscal Multipliers: A Meta Regression Analysis," IMF Working Paper 97-2012.

Giles, C. (2012a): "Has the IMF proved multipliers are really large? (wonkish)". *Financial Times*, 12th October.

Giles, C. (2012b): "Robustness of IMF data scrutinised". *Financial Times*, 12th October.

Spilimbergo, A., S. Symansky and M. Schindler (2009): "Fiscal Multipliers". IMF Staff Position Note SPN/09/11.

4. 表格

表 1
宏观预测：GDP

(年增长率)	2010	2011	2012	2013	2014
美国	2.4	1.8	2.2	1.8	2.3
欧元区	1.9	1.5	-0.5	0.3	1.3
德国	4.0	3.1	0.9	1.0	2.0
法国	1.6	1.7	0.0	0.4	1.5
意大利	1.8	0.6	-2.1	-0.7	0.9
西班牙	-0.3	0.4	-1.3	-1.1	1.1
英国	1.8	0.9	0.0	1.0	1.9
拉美 *	6.2	4.3	2.8	3.5	3.7
墨西哥	5.4	3.9	3.9	3.1	3.1
巴西	7.6	2.7	0.9	3.6	4.0
EAGLES **	8.4	6.6	5.1	5.8	6.1
土耳其	9.2	8.5	2.6	4.4	5.5
亚太地区	8.2	5.7	5.2	5.6	5.8
中国	10.4	9.2	7.7	8.0	8.0
亚洲（不含中国）	6.7	3.4	3.6	4.0	4.4
全球	5.1	3.9	3.2	3.6	4.1

* 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、秘鲁和委内瑞拉

** 巴西、中国、印度、印尼、韩国、墨西哥、俄罗斯、台湾和土耳其

预测截至时间：2013年2月11日

来源：BBVA Research

表 2
宏观预测：通胀率（均值）

(年增长率)	2010	2011	2012	2013	2014
美国	1.6	3.1	2.0	2.1	2.2
欧元区	1.6	2.7	2.5	1.6	1.5
德国	1.2	2.5	2.1	1.7	1.6
法国	1.7	2.3	2.2	1.5	1.5
意大利	1.6	2.9	3.3	2.0	1.7
西班牙	1.8	3.2	2.4	2.0	1.1
英国	3.3	4.5	2.8	2.5	2.0
拉美 *	6.4	8.0	7.5	8.1	8.3
墨西哥	4.2	3.4	4.1	3.5	3.7
巴西	5.0	6.6	5.4	5.9	5.8
EAGLES **	5.3	6.0	4.2	4.4	4.5
土耳其	8.6	6.2	8.5	5.3	5.0
亚太地区	3.6	4.8	3.0	3.3	3.5
中国	3.3	5.4	2.6	3.3	4.0
亚洲（不含中国）	3.7	4.3	3.3	3.3	3.2
全球	3.8	5.2	4.1	3.9	3.9

* 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、秘鲁和委内瑞拉

** 巴西、中国、印度、印尼、韩国、墨西哥、俄罗斯、台湾和土耳其

预测截至时间：2013年2月11日

来源：BBVA Research

表 3

宏观预测：经常帐目(% GDP)

	2010	2011	2012	2013	2014
美国	-3.1	-3.1	-3.1	-3.1	-3.7
欧元区	0.0	0.1	1.1	1.3	1.4
德国	6.0	5.7	5.8	5.0	4.5
法国	-1.6	-2.0	-1.9	-1.8	-1.7
意大利	-3.5	-3.1	-1.6	-1.2	-1.1
西班牙	-4.5	-3.5	-1.4	0.3	0.9
英国	-3.9	-1.6	-3.6	-2.8	-2.6
拉美 *	-0.7	-0.9	-1.4	-1.6	-1.6
墨西哥	-0.4	-1.0	-1.0	-1.4	-1.2
巴西	-2.2	-2.1	-2.3	-2.6	-2.9
EAGLES **	1.5	0.8	0.4	0.4	0.6
土耳其	-6.4	-10.0	-7.5	-7.4	-7.4
亚太地区	3.3	2.0	1.2	1.3	1.7
中国	4.0	2.8	2.6	2.8	3.5
亚洲 (不含中国)	2.0	1.5	0.3	0.2	0.5

* 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、秘鲁和委内瑞拉

** 巴西、中国、印度、印尼、韩国、墨西哥、俄罗斯、台湾和土耳其

预测截至时间：2013年2月11日

来源：BBVA Research

表 4

宏观预测：政府赤字(% GDP)

	2010	2011	2012	2013	2014
美国	-8.9	-8.7	-7.3	-5.9	-4.3
欧元区	-6.2	-4.1	-3.0	-2.3	-1.8
德国	-4.1	-0.8	0.1	-0.1	0.0
法国	-7.1	-5.2	-4.5	-3.2	-2.5
意大利	-4.3	-3.8	-2.8	-2.0	-1.7
西班牙	-9.7	-9.0	-7.2	-5.9	-4.6
英国	-9.6	-7.9	-5.1	-6.1	-5.2
拉美 *	-2.4	-2.3	-2.5	-2.0	-1.8
墨西哥	-3.4	-2.7	-2.6	-2.3	-2.2
巴西	-2.5	-2.6	-2.5	-1.9	-1.7
EAGLES **	-2.5	-1.9	-2.2	-2.0	-1.9
土耳其	-3.6	-1.4	-1.8	-1.6	-1.3
亚太地区	-3.6	-3.7	-3.6	-3.5	-3.0
中国	-2.5	-1.1	-2.0	-2.0	-1.8
亚洲 (不含中国)	-4.5	-5.5	-4.7	-4.5	-3.8

* 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、秘鲁和委内瑞拉

** 巴西、中国、印度、印尼、韩国、墨西哥、俄罗斯、台湾和土耳其

预测截至时间：2013年2月11日

来源：BBVA Research

表 5

宏观预测：10 年期利率（均值）

	2010	2011	2012	2013	2014
美国	3.2	2.8	1.8	2.0	2.6
欧元区	2.8	2.6	1.6	2.0	2.9

预测截至时间：2013 年 2 月 11 日

来源：BBVA Research

表 6

宏观预测：汇率（均值）

美元对各国货币	2010	2011	2012	2013	2014
美元（欧元对美元）	0.76	0.72	0.78	0.77	0.75
欧元	1.33	1.39	1.29	1.31	1.34
英国	1.55	1.60	1.59	1.52	1.53
中国	6.77	6.46	6.31	6.16	6.02

预测截至时间：2013 年 2 月 11 日

来源：BBVA Research

表 7

宏观预测：政策利率（期末值）

	2010	2011	2012	2013	2014
美国	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
欧元区	1.00	1.00	0.75	0.75	1.25
中国	5.81	6.56	5.75	6.00	6.00

预测截至时间：2013 年 2 月 11 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*

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Rodrigo Falbo
rodrigo.falbo@bbva.com

Jaime Martínez Martín
j.martinez.martin@bbva.com

Jorge Rodríguez Vález
jorge.rv@bbva.com

With the contribution of:
Developed Economies
Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

BBVA 研究部*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

Latam Coordination
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Peru
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@bbva.com

Mexico
Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Macroeconomic Analysis Mexico
Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.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

Global Areas:

Financial Scenarios
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Economic Scenarios
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

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

Financial Systems & Regulation:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com

Financial Systems
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensions
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

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

联系方式:

BBVA Research
Paseo Castellana, 81 – 7th floor
28046 Madrid (Spain)
Tel.: +34 91 374 60 00 and +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com
Legal Deposit: M-31256-2000