

经济展望

欧洲

第一季度 2013
经济分析

- 欧元区金融压力减轻, 主要由于欧洲央行准备干预, ...
- ... 以及在建立银行业联盟方面所取得的进展
- 预期德国将会复苏并带动欧洲整体经济增长, 我们保持对 2013 年的预测(0.3%),...
- ... 但是周边国家在 2013 年仍处于衰退
- 下行风险依然存在, 但可能性减小

目录

1. 社论 3

2. 全球经济: 市场信心转好, 尾部风险降低 4

3. 在解决欧元区危机方面取得进展 7

 框1. 在宣布债券购买计划(OMT)之后, 欧洲央行面临其他挑战:
 市场分化、信贷复苏和欧元走强 9

 框2. 欧洲的财政调整和经济增长 11

4. 欧元区展望 14

 欧元区预算监管 20

 欧元区成员国: 详细分析 23

 框3. 葡萄牙: 2012年经济萎缩程度略大于预期 27

 框4. 英国: 在2012年的停滞之后, 预期2013年会出现缓慢而持续的经济复苏 29

5. 表格 32

截止期: 2013 年 2 月 12 日

1. 社论

在2012年11月的《欧洲经济展望》中，我们提出危机的转折点是欧洲央行当年夏天宣布已准备好采取一切方法守住欧元。金融市场自此之后持续好转，并且比预期要快。OMT购债计划的宣布已令主权债务利差大幅减小，并使部分资金流向周边国家。最近几个月，尽管利差因政治因素（意大利和西班牙）略有升高，但整体趋势逐渐稳固。

多种因素促成这种稳定的局面。欧元区之外，美国避免了财政悬崖，新兴市场的经济复苏快于预期，使得欧元区受到外部负面影响的风险减小。更重要的进展则是欧洲当局在经济政策方面所做出的努力。一方面，11月份希腊危机的解决令人满意，并向市场释放出一个明显的信号：欧洲不准备让希腊退出欧元区，这增加了金融稳定性。希腊被允许再推迟两年以实现财政目标，并获得了新一轮救助贷款。但是很明显，其公共债务的长期可持续性仍然岌岌可危。另一方面，12月份的欧洲领导人峰会上，银行业联盟的建立继续取得进展，一系列关于监管和统一解决机制的具体措施将在2013年执行。而财政联盟眼下进展缓慢，这主要是由于德国正值大选之年，关于共同承担公共债务的问题会遇到政治阻力，不过在未来进展会加快。也就是说，正在进行的银行业联盟是改变欧洲融资市场分散现状的关键一步。

在这些领域所取得的进展还没有直接体现在经济增长的指标里，而且欧元区持续衰退，在2012年第四季度甚至更糟。正如我们在11月时指出的，这种经济恶化只是暂时的，并且更多是因为秋天时市场担忧的延迟性以及全球贸易的短暂下行所致，并不会长期处于衰退状态。事实上，欧元区一些初步数据，特别是来自德国的数据，已经在今年前几个月出现转好迹象。很明显，周边国家鉴于公共支出的削减和非常态的金融环境，其经济会继续萎缩。不过核心国家在今年或会有适度增长，所以我们保持对欧元区GDP增长0.3%的预测不变。

下行风险依然存在，这与多个因素相关。其中，未能达到财政目标、塞浦路斯的危机管理不力、银行业联盟的进展停滞将成为改变市场环境的主要因素。欧元大幅升值的可能性还可能会导致经济增长低于预期。

2. 全球经济情况：情绪好转，尾端风险降低

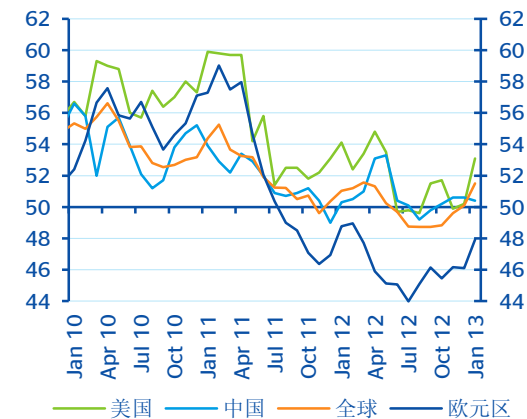
在过去三个月中，一些威胁到全球经济复苏的因素渐渐消去，市场情绪变得乐观。金融市场的紧张程度降到了两年的低点（图1）几乎所有资产都受益于这种变化。受到衰退威胁的全球经济开始稳定，这也提振了消费者和企业的信心。除了少数几个例外，飞涨的信心弥漫大部分地区（图1）。但是信心的提升还没有促进经济活动的显著变化。根据我们的全球经济活动指标，全球经济在2012年大部分时间的放缓在第四季度到了尽头。最新的数据显示全球GDP开始加速，虽然是从低于历史平均的水平。根据我们估计，全球GDP在2012年增长3.2%。

图表 1
BBVA 金融压力指数



来源: BBVA Research

图表 2
信心指标 (PMI)



来源: Datastream and BBVA Research

信心的增长是由于不确定性的减少, 和政策实施的进展

数据显示中国经济没有出现突然的下滑。自2012年第三季度，国内生产总值增长加快 - 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。¹

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。

美国没有跌落财政悬崖。事实上其经济抵御住了不确定性。2012年第四季度GDP下降0.1%并没有反应经济的真实情况。² 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。与此同时，住房部门

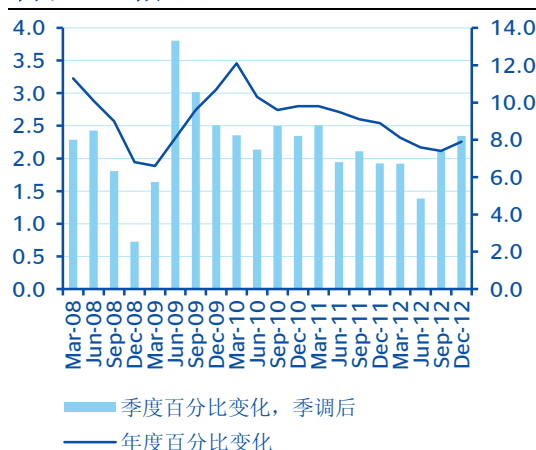
1:新的领导班子表示打算保持政策的连续性和增长的支持政策以及加深经济改革，保持货币政策稳定，促进增长和改革。

2:整体数据被波动性较大的部分所拖累（私人库存和联邦国防支出）以及出口。

无疑已经出现上涨势头。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。

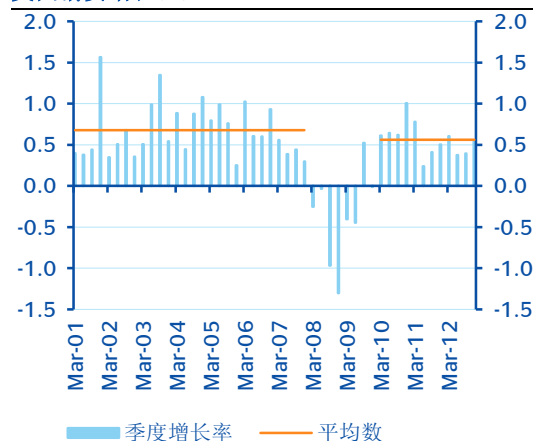
此外在岁末年初，美国国会达成一项协议，延长2001/2003/2010减税方案（家庭收入水平45万美元以下），并推迟了所谓的“expenditure sequester”（自动降低支出）两个月。这个财政协议受到市场的欢迎，它避免了更大的经济放缓，我们估计在2013年占国内生产总值的1.1%。此外，它有助于提高美国公共债务可持续性。2012年，美国财政赤字达到GDP的7%，假设没有进一步的修改现行法例的话，赤字在2013年将下降到国内生产总值的5.4%左右，2014年3.8%。但是，协议没有处理两个潜在的不确定性的来源。一方面“expenditure sequester”会在3月初来临。如果付诸实施，这将会拉低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。

图表 3
中国：GDP 增长(%)



来源：BBVA Research and Haver

图表 4
美国消费增长(%)



来源：BBVA Research, Haver

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。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。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（见第3部分和框2）。

全球经济复苏的前景继续保持

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%。（图5和6）

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经济前景的预测，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%。

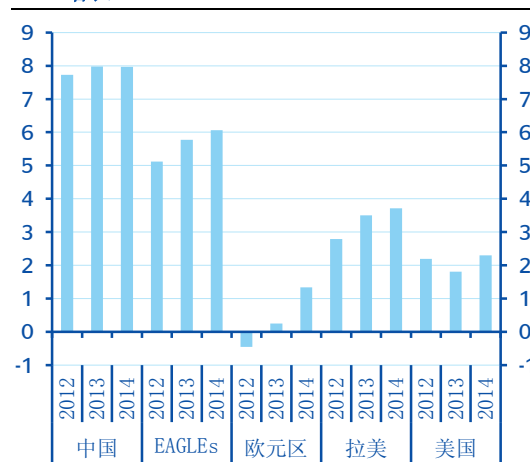
中国和美国经济的稳健发展支持了其他新兴国家的需求。把拉美作为一个整体，由于巴西和阿根廷的较弱表现，我们请问下调了预测。在2013年，拉美经济将增长3.5%，而在2014年将增长3.7%，接近其潜在增长。反过来，亚洲新兴经济体将表现出更强劲的增长，从2012同比增长6.1%到2013年的6.6%。

图表 5
世界 GDP 增长率



来源: BBVA Research

图表 6
GDP 增长



来源: BBVA Research

围绕全球经济的不确定性依然高企，并朝向下风险，但是正面惊喜依然可能出现

全球经济风险是相互关联的，欧洲风险最高（第3和4部分），其他区域也面临着风险。

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。

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。

3. 在解决欧元区危机方面取得进展

欧洲金融环境显著提升，对欧元区解体的担忧逐渐缓解

在过去的三个月里，有助于解决欧元区危机的市场因素较为积极。一方面，欧洲央行9月份宣布的OMT计划虽然仍未在欧元区国家执行，但已经起到抑制金融压力弹升的作用。一旦金融压力在一个或多个国家攀升，该计划便开始生效。OMT计划反映出市场对欧洲央行守住欧元的信心。

金融环境的改善克服了诸多障碍，这意味着欧元区现在变得更加灵活。其中一个障碍是第二次希腊危机。该次危机在11月得到解决，方法是希腊政府同意采取措施达成新的、更宽松的财政目标，这也使其债务状况可持续。围绕达成协议的过程存在过不确定性，但欧元区的金融压力在不确定性消失后得到缓解。

第三个积极方面是欧洲政府努力推动银行业整合，这将在中期内为解决欧元区的金融分散性问题提供坚实的基础。

接下来，我们将对这两个突破性的进展加以总结：框1回顾近期欧洲央行的行动和欧元区金融环境的改善；框2分析最近关于由IMF引发的财政乘数的讨论。

希腊已经得到新的一笔救助款项以确保其至少在短期内留在欧元区

希腊的选举产生了一个努力使希腊留在欧元区的政府，但该政府也违背了向“三驾马车”做出过的承诺，希腊经济需要额外援助。此外，2012年的衰退比预期要严重，市场普遍认为希腊无法在2014年将其公共赤字减少到GDP的3%，也就是说，希腊在协议规定的第二批款项支付之前需要额外资金。

新的协议在2012年11月达成，其中要求赤字为GDP的3%的目标要在2016年而不是2014年实现。主要措施包括利用ESM的资金回购债务（这会使其债务减少约GDP的11.5%），降低官方借贷利率（GDP的2.5%）以及欧洲央行放弃其所持有的希腊债务的隐性收益（GDP的4.4%）。谈判的目的在于使希腊的公共债务在长期保持可持续性，理论上定义为在2020年债务与GDP的比例为120%，但实际最终确定为124%。当然，前提是经济增长、通胀和公共赤字是在“三驾马车”设定的基本情景范围内。虽然经济增长的假设现在看来并不乐观，财政收紧对GDP增长的影响要高过预期，希腊有可能无法在改革和财政巩固方面达到要求。同时，希腊还面临着潜在的政治风险，即未来选出的政府有可能不愿继续改革。

11月所达成的协议给希腊带来强有力的支持，而希腊新一届政府也努力为希腊在短期和中中期面临的资金问题提供解决途径。不过，这并不能保证其债务在长期的可持续性。

银行业联盟的建立正在积极进行，这将会帮助资本重新流向周边国家

结束危机的基本战略在于建立银行业和财政联盟。12月的欧洲峰会虽然在财政联盟方面令人失望，但在银行业联盟方面取得进展。

峰会上，统一监管机制（SSM）获得了众多支持，进程表也已经做好，不过其执行时间被推迟到2014年春天。欧洲央行会在统一监管机制中扮演重要角色。而作为中长期目标的统一存款担保基金却没有获得任何进展。

统一银行系统的建立将为私人投资者提供一道安全保障。统一监管会帮助打破各国银行系统管理分散的局面，这将有助于提升银行间市场的活跃性。

尽管欧洲已经放宽了对部分周边国家的财政目标，但在财政联盟方面没有取得进展

12月的峰会没有提及任何在财政联盟方面取得的进展。“稳定条约”是到现在为止在这一方面的唯一进展，它要求签署国自2016年起保证结构性政府赤字为GDP的0.5%。对公共财政的控制已经加强，但关于各国共同承担债务的讨论却似乎被搁置。从政治层面来看，债务共担在一些欧元区国家(如德国)会较难开展，在计划和控制各国预算时会遇到主权问题，而这个问题眼下还很难被多数国家接受。不过，这个讨论可能会在德国今年9月的大选之后重启。

欧洲高层近期在态度上的转变主要是围绕公共赤字目标，并且鉴于危机加深，去年已经对希腊、葡萄牙和西班牙在该问题上放宽了要求。他们似乎意识到如果由于周期性原因没能达成目标，最好是重新定义目标而不是采取额外的调整措施。毫无疑问，态度的转变有一部分是由于IMF发起的关于财政乘数的讨论，虽然还没有结论（见框2），但似乎已经对欧洲起到了一定的影响。

框 1：成功宣布债券购买计划（OMT）之后，欧洲央行面临其它挑战：市场分裂、信贷复苏和欧元升值

在欧洲央行宣布直接货币性交易（OMT）计划之后，于2012年夏季开始的欧元区金融信贷方面的改善在2012年最后一个季度持续改善，而且在2013年第一个月更为突出。欧洲央行的此项宣布不仅避免了市场进一步的紧张状况，而且增加了对欧元区的信心。鉴于未在欧洲产生消极的意外影响，此项宣布的效果持续时间超过了最初的预期。在美国财政悬崖风险结束之后，全球风险溢价的下降促进了越来越有利的环境。全球活动指标也显示出种种改善迹象。在充足流动性和风险厌恶情绪降低的全球背景下，寻求利润驱使投资者对风险采取一定的态度。

由于下列因素的作用，改善的市场条件随处可见：

1. 边缘国家的风险溢价降低。在那些已经摆脱困境的国家（爱尔兰和葡萄牙）这一情况尤为引人注目，这些国家已经与西班牙和意大利等国的风险溢价迅速趋近。
2. 主权和私人发行者（金融和非金融类）重新发行。在主权发行者的情况下，在西班牙和意大利债务方面有吸引力的收益率使得有可能发行大量债券，而平均利率已经降到一年前的水平。同样引人注目的是，对于摆脱困境国家（爱尔兰和葡萄牙）市场的初期回报，与此同时，他们首次发行了长期债券。一般来说，随着外国投资者的需求不断增长，边缘国家的吸引力是显而易见的。
3. 至于私人发行方面，市场对边缘地区银行和非金融企业的重新开放也值得一提，其在总发行量中所占比重也大幅增加（外围国家银行的情况很好，1月份甚至达到总发行量的45%）。
4. 根据国际收支数据，资本外流的状况出现逆转。欧洲央行的宣布停止了资本从边缘国家的外流，随后，整个市场更加稳定，西班牙等国家出现了新的资本流入。
5. 这种情况又降低了边缘国家对欧洲央行的资金依赖性，就是说，私人资本的逐步回流使得有可能在一定程度上满足这些经济体中一部分的资金需求。
6. 因此，欧元区的银行，包括边缘国家的一些实体，现在提前偿还由欧洲央行在2011年12月和2012年2月举行的3年期标售中所提供的流动资金。在头几个星期中所公布偿还金额达到1450亿欧元，即占到3年期标售中第一个标售所分配流动资金的约30%。这些数字可以很好地说明，银行的流动资金状况正在大幅度改善。

由于上述原因，欧洲金融市场的分裂过程已经放缓，而且近几个月来甚至已经出现了正在逐步改善的情况。然而，这并不意味着市场已经恢复正常，在恢复正常之前还有很长的路要走。在银行业联盟进程中所取得的进展，尤其是在12月份欧盟首脑会议上推出的单一银行业监管机构的建立，是促进和巩固这一趋势的一个关键因素。

在应对欧洲面临的巨大压力以及消除极端风险方面，欧洲央行起到了关键性作用。现在的挑战是修复货币政策传导机制，并确保市场上的这种改善转移到实际经济中。

因此，在短期内有几个因素需要密切关注：

- 首先是银行的三年期再融资操作（LTRO）还款。虽然在第一个星期还款相当大，主要是由于今年年初市场条件非常有利，且将向欧洲央行偿还资金作为区别银行的一项指标，并作为实力的一个标志，在随后几个月中还款将在很大程度上取决于市场条件。因此，我们预计还款的过程会更加渐进，其中小银行，尤其是边缘银行，无法正常进入市场。
- 其次是欧元汇率。在过去的两个月中，欧元兑主要货币出现了强劲升值。正如欧洲央行在其上一次的货币政策会议中指出的那样，这种升值从根本上反映了对欧元区的信心增强，而且目前的水平与长期平均水平相差并不很远。然而，在某些货币方面所观察到的部分变化也确实是对发达经济体中某些央行行动的反应，这些央行或者是在其货币政策方面实施了一系列的变化，或者是对其货币政策目标重新进行了评价。与此同时，欧洲央行一直保持着一个更中立的立场，虽然如果欧元继续升值这种立场可能会发生改变。
- 第三，摆脱困境的国家（即意大利和葡萄牙）回到市场，这可能与欧洲央行的债券购买计划（OMT）的潜在作用有关，这种情况下，可以促进这些国家进入市场。

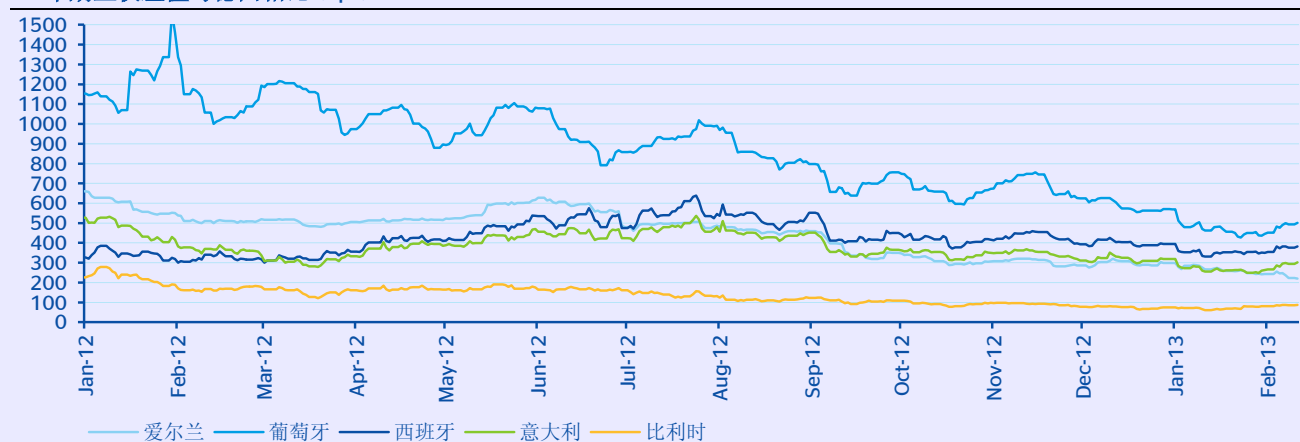
我们预计在接下来的几个月中目前的趋势会持续下去。尽管如此，目前情形下的风险有下降的趋势，在短期内，市场会对任何负面事件做出敏感反应。

关于欧洲央行的利率政策，我们预计在预测期内仍然不会发生任何变化。我们认为，2013年和2014年大部分时间内再融资率会限制在0.75%。市场和大量的分析家均打了一定的折扣，即到2012年年底利率会进一步降低，尤其是12月份在欧洲央行召开的会议之

后，届时通胀增长预测可能会做大幅下调。然而，自去年年底及复苏信心指数出现以来，鉴于金融状况发生了积极变化，市场和大量的分析家改变了其看法。大多数市场分析家不再考虑利率会下降。

图表 7

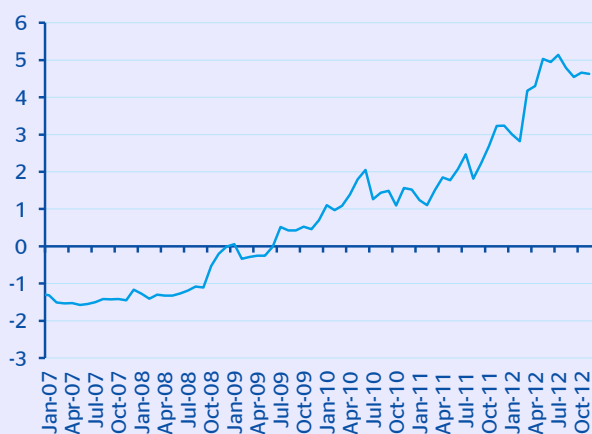
10 年期主权差值与德国相比 (bps)



来源: Bloomberg and BBVA Research

图表 8

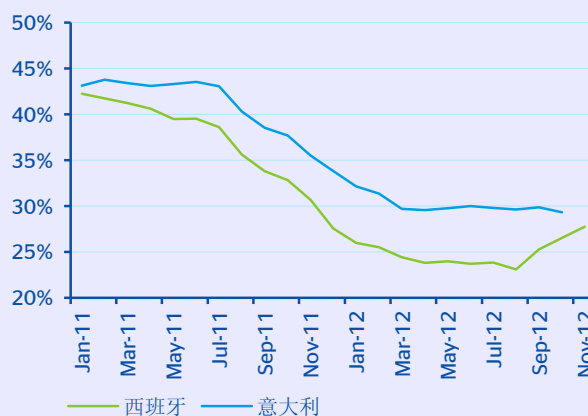
欧元区分裂程度的综合指标*



组成部分: (i)不同国家的银行对企业 and 居民的贷款利率 (ii) 目标 2 盈余账户(iii) 欧元系统的总流动性占银行资产的百分比(iv) 欧元区国家两年国债收益率。
S 来源: Bloomberg and BBVA Research

图表 9

西班牙和意大利公共债务，非居民* (占总债务百分比)



* Ex-ECB. 期限投资组合

来源: Bloomberg and BBVA Research

框 2. 欧洲财政调整和经济增长³

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。

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

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。

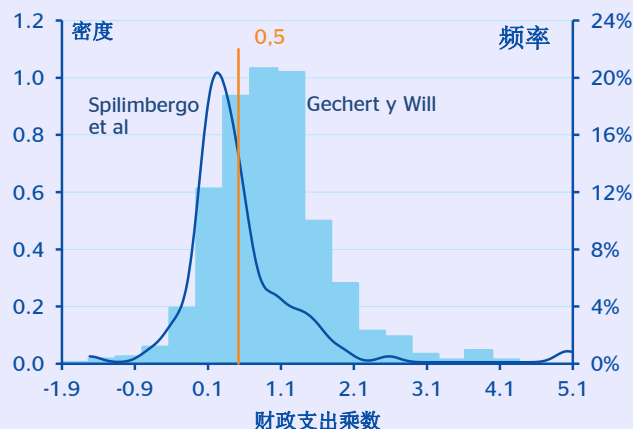
如果此乘数较高，财政紧缩措施对GDP的负面影响更大，收入的下降会大于预期增加的储蓄。在这个情况下，财政巩固可能是自我毁灭式的。这是为什么一些经济学家（例如De long and Summers, 2012）甚至支持通过扩大公共支出的方法减少赤字。

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22为两篇研究中对它的估算，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。

图表 10

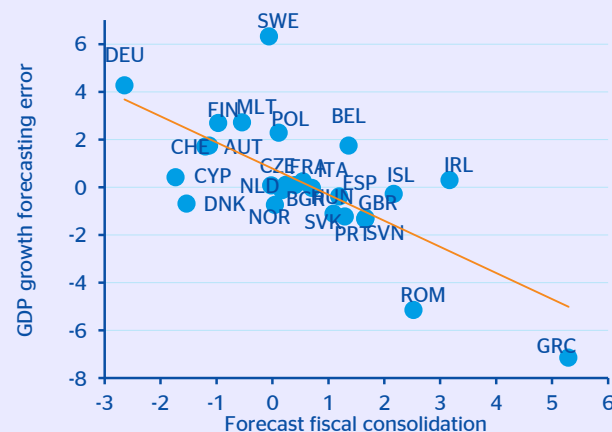
财政乘数：密度方程和两全景频率的分布



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

图表 11

预测财政巩固和 GDP 增长预测误差，2010-11



来源：根据 Blanchard and Leigh (2013)

3. 此框为即将发布的经济观察的概述 (Andrés and Doménech, 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（IMF2010）。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23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26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（ $0.5+1.095$ ）。

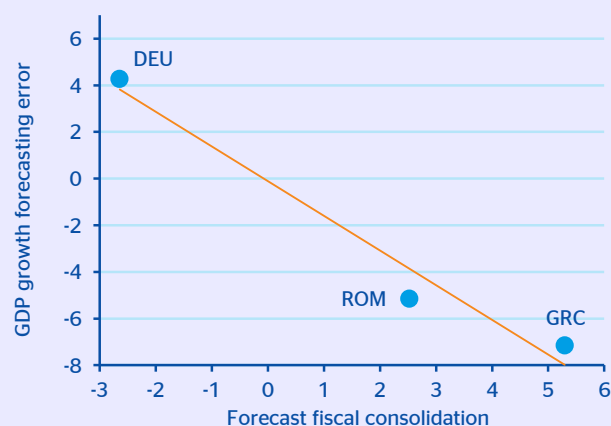
虽然Blanchard和Leigh对这项结果非常谨慎，但是这还是引起了对财政乘数是否大于1和欧洲财政紧缩是否有效的疑虑。

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。

图表 12

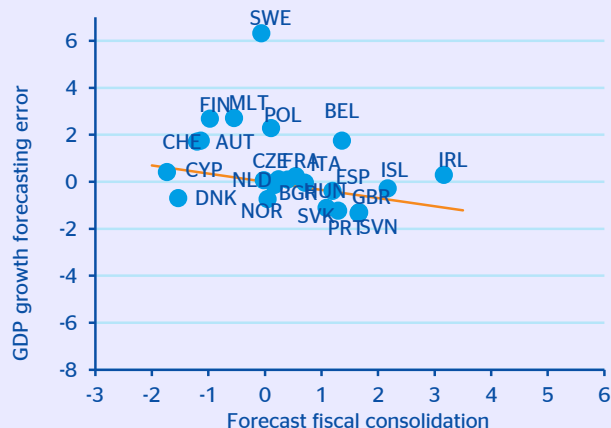
预测财政巩固和 GDP 增长预测误差，2010-11



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

图表 13

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. 欧元区展望

欧元区的衰退在 2012 年最后一个季度加深...

在上年第二个季度重燃的欧元区动荡拉底了整个区域的经济；不过这所造成的负面影响要低于2012年第三季度所预测的情况 (-0.1% Q/Q; BBVA Research: -0.3% Q/Q)。12年第四季度的数据显示影响在加中，虽然金融市场的紧张情绪在缓解和在8月份欧洲央行表示的对欧元的支持，以及在9月份债务购买计划的实施。

这种滞后的金融变量和较低的不确定性对实体经济的影响好表现在2012年的真实指标上。虽然信心指标在2012年第三季度恶化，但是真实经济指标却显现出一定的弹性。数量数据和国家账户数据一致，GDP在2012年第三季度出现缓和的下降，对本国需求的负面影响也有所减少。(2012第二季度-0.6百分点，第三季度-0.3百分点)，但是被下降的对外部门所拖累(2012第二季度0.5百分点，第三季度0.5百分点)。对这个变化的基本面分析显示⁴金融压力的上升并没有造成2012年第三季度经济负担加重，但是正在进行中的财政修正和主要增长动力源的恶化成为阻碍经济活动的主因。(图 14)。

然而2012年第四季度的数据显示出完全不同的情况，受到市场的改善和欧元区风险的降低信心指标在11月显著提升，意味着最坏的衰退情况可能已经在2012年第四季度结束。然而，真实指标显示经济活动在进一步恶化。

考虑到2012年第四季度的信息，MICA-BBVA 模型⁵预计在第四季度GDP下滑0.2-0.3%，虽然我们的宏观情景指向一个更严重的下降，0.4% Q/Q这主要是因为真实指标的糟糕表现。特别是零售销售的下降(-1.5% Q/Q)，和劳动力市场的恶化以及可支配收入的下降导致了私人消费的下降 (-0.4%，Q/Q)。另外贸易数据显出口在11月下降 (-0.8% over 3Q12部分由于一些新兴经济体的减速和美国。不过其被进口更大的跌幅抵消 (-1.2% over 3Q12)。于是出口对增长产生很弱的正贡献(0.1 pp)。

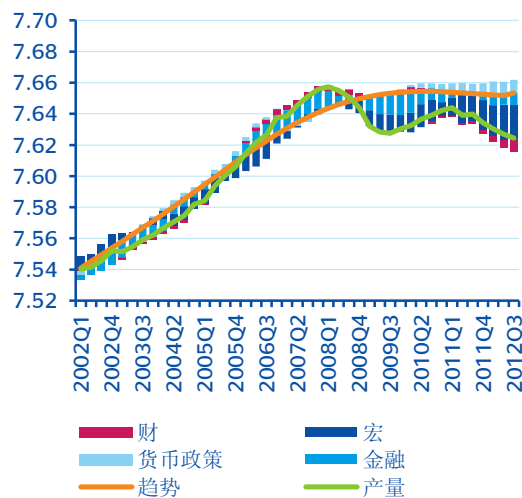
国内和外部需求的双重下降导致了工业产值的下滑 (-2.4% Q/Q) 同时考虑到公司现在富裕的产能，导致了投资的下滑。(-0.8% Q/Q)。最后，公共金融的巩固会导致公共消费的减少 (-0.2% Q/Q)。

4 关于此模型的详细资料，请见 "The Euro-Sting revisited: PMI versus ESI to obtain Euro area GDP forecasts", available at http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/WP_1120_tcm348-260444.pdf?ts=622013

5 : 更多信息请见框 2 in our report Europe Economic Outlook 3Q 2011, available at

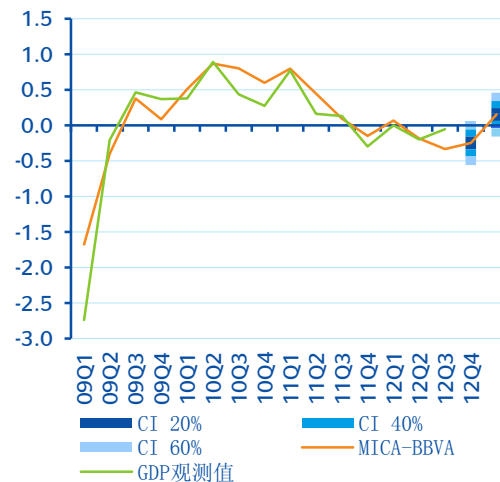
http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/1108_Europeeconomicoutlook_i_tcm348-265250.pdf?ts=622013
http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/1108_Europeeconomicoutlook_i_tcm348-265250.pdf?ts=622013

图表 14
欧元区：产出，趋势和冲击



来源: BBVA Research

图表 15
欧元区: MICA-BBVA 和 GDP 观测值 (% Q/Q)



来源: Eurostat and BBVA Research

… 在所有的成员国

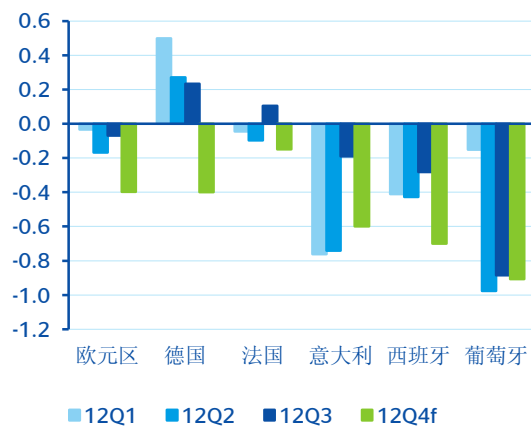
我们的模型显示欧洲中部国家的产出也会下降，德国 GDP 下降-0.4% Q/Q (0.2% in 3Q) 法国 GDP下降 -0.2% Q/Q (0.1% in 3Q)。另外意大利的衰退可能会加剧 (-0.6 Q/Q， -0.2% 3Q) 和西班牙 (-0.7% Q/Q， -0.3% in 3Q), 葡萄牙的恶化情况可能保持不变 (-0.9% Q/Q) (图 16)。

复苏的迹象显现但是仍然不明朗

虽然13年第一季度的数据目前仍然有限 (只有信心数据), 复苏的迹象已经显现。信心指数意外的在1月连续第三个月攀升, spurred 受到德国强健的经济和旺盛的国内需求随推动。另外虽然12年4季度的详细结果仍然未知, 最近的数据显示这个季度的下降会减小。2012年下半年下降的出口量主要是因为几个国家经济的放缓, 中国和美国。

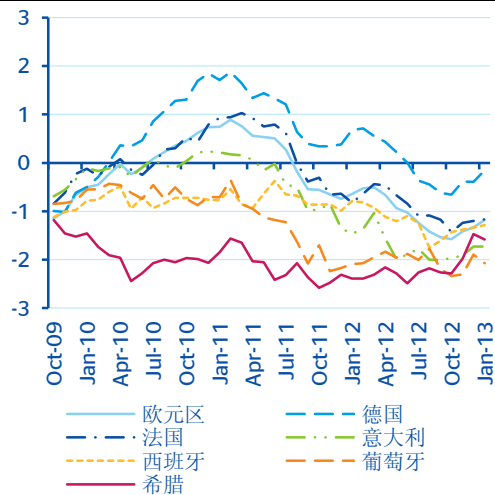
虽然信息有限, MICA-BBVA 预计增长在 0.2% Q/Q 最早在13年第一季度出现, 和我们的宏观预测一致。然而, 国家之间的差异会增大, 指标显示德国第四季度的下滑是暂时的, 其基本面增长强健。相反, 法国的情况比较悲观, 对其他国家也是, 国内需求恶化, 结构调整的负面影响会使2013年继续衰退。

图表 16
GDP 增长率 (q/q) 按不同国家



来源: Eurostat and BBVA Research

图表 17
欧洲经济信心 (标准值)



来源: European Commission and BBVA Research

欧洲央行公告的效果大于预期，使金融紧张大幅降低

与3个月前的预测相比，最大的惊喜就是在欧洲央行宣布会在9月开始购买债务后金融紧张的大幅降低希腊危机的解决也意义非凡，这说明欧洲作为一个整体不会让希腊脱离，这增强了市场对欧洲一体的信心。金融紧张的降低最终会导致较高的增长，2013 (+ 0.3 pp) 而不是2012 (+ 0.1 pp)，这都可以一定程度上对冲掉经济在2012年后半段的大幅下滑 (大约 -0.1 pp 对平均增长2012 和 -0.2 pp 在 2013)，和欧元在短期的走强 (-0.1 pp)。

对于其他决定短期和中期增长率的因素，我们做出比较大的调整。一方面，财政巩固的过程与预期一致，大部分国家达到了2012年的目标，2013年宣布的措施我们已经加以考虑并且我们认为可以达到。然而，一些外围国家无法达到目标的可能性依然存在。不过，日过衰退持续，欧央行可能对目标的达成更为灵活。另一方面油价的下跌有些超出预期，虽然其对经济活动的影响非常有限并且会令通胀在2013继续下降 (-0.1 pp到 -0.2 pp)。最后根据活动和通胀数据，我们不认为货币政策会有任何变化，利率会保持稳定。同时，欧洲央行也准备好在需要时采取特别的措施保护金融系统的运行。(见框1)

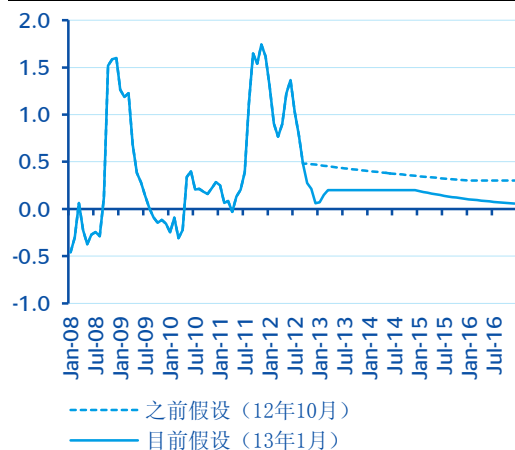
我们保持对2012和2013年的增长预测。不过我们仍然要强调，这个预测取决于欧元区如何应付危机。我们假设了欧洲央行会利用想在的时机推进银行联盟的成立，之后是财政联盟。同时我们预计之前三个月所实施措施会继续得到巩固。例如让手救助国家（爱尔兰和葡萄牙）进入银行市场得到融资，消除对希腊公共债务的疑虑（债务回购，更低利率，欧洲央行收益）。另一方面，会员国特别是外围国家，会继续财政巩固的措施和修正国内和外部不平衡。考虑到这些，我们的预测是金融紧张和较低不确定性会保持在现有水平。

在 2012 出现衰退之后，经济会在 2013 年停滞并在 2014 年开始小幅增长，但仍低于潜在增长率

在2012年我们保持GDP下降0.5%的预测，经济在13年第三季度较小下降的正面影响和金融市场压力的大幅下降抵消了经济在第四季度恶化的影响。2013年金融紧张的持续下降和欧元区较低的不确定性足够抵消增长因素的不好表现。我们保持GDP会增长0.3%全年的预测。然而，明年出现衰退的几率仍然不低，在大约35%。

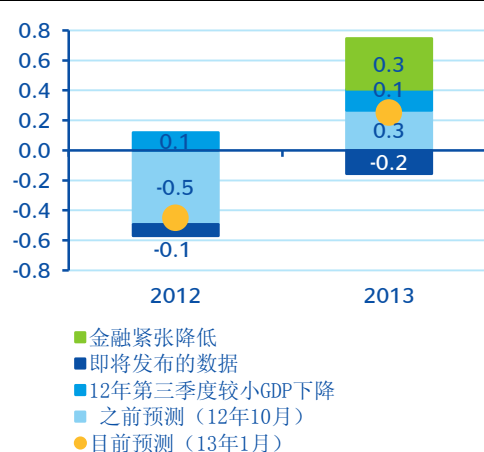
对2014年的预测显示，复苏巩固，增长率可以达到1.3%，稍稍低于潜在增长。

图表 18
欧元区：金融压力指数



来源：BBVA Research

图表 17
欧元区：年 GDP 增长率及其动力



来源：BBVA Research

本国需求会继续阻碍增长，虽然外围国家较低的融资成本和信心的改善会缓和下降

2012年全年经济活动的减少的主因是本国需求的下降。私人消费显著下降(-1.2%)，居民的可支配收入自危机以来持续减少(-1.2%在2012前三个季度)，主因是薪酬的减少，税务的增加和通胀。

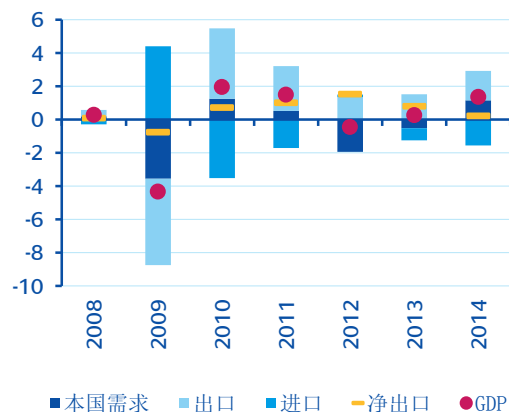
今年年初出现的经济恢复会支持居民和商业信心，并且应当足够在2013年稳定劳动力市场。然而，居民消费仍将非常疲弱，居民的去杠杆化过程会持续，导致私人消费在几年的停顿(-0.3%)。

私人消费的疲弱加上出口的下降和最终导致投资在2013年出现较大下滑(-3.8%)，主要是资本资产和交通工具投资的下滑，建筑业投资的下降主要与公共投资削减有关。另外，对未来需求预计的下降会导致库存的显著下降，导致大约0.5个百分点的GDP下降。2013年全年，由于现有的产能足够应付国内外均较弱的需求，投资会继续下降(-1.3%)同时仍然紧张的融资环境会影响投资的决策。

由于要确保财政的稳定性，财政政策较少的空间会导致正周期性的财政支出。2012年财政支出会小幅下滑(-0.2%)，并在2013年加深(-0.5%)。2012年欧洲的公共赤字会下降1.1个百分点，2013下降3%大约占GDP2.3%，公共债务会从2012年的89.6%上升到2013年的90.3%。

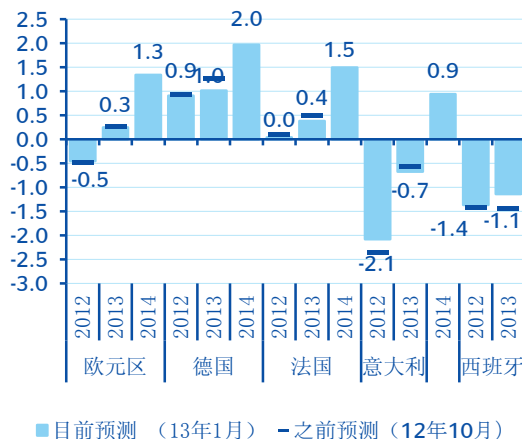
在2014年我们预计本国需求会出现全面的回复。劳动力市场的改善和复苏的巩固都会支持私人支出的增长大约1%，投资也会反弹(3.3%)以应付更大的需求。我们预计一旦公共平衡得到改善，公共支出就将不再是经济的负担。

图表 20
欧元区:年增长贡献(pp)



来源: Eurostat and BBVA Research

图表 21
欧元区:按国家分类增长预测



来源: BBVA Research

在之后几个季度中净出口会缓和和经济活动的下降, 但是其正面的影响会渐渐消退

在2012年, 尽管出口出现下降 (从2011年的6.5%下降到3.1%), 但它是整个欧元区唯一的来源。加上进口的略微下降 (-0.4%), 净出口对增长产生了正面贡献 (1.5 pp), 部分抵消了本国需求的负面效应 (-2 pp)。2013年出口会继续受到全球经济增长的动力, 虽然会略微逊于2012年 (3.6%)。我们认为出口在2013年不会出现进一步增长 (3.3%)。另外我们认为进口的逐渐复苏 会导致外部部门对增长的贡献减少到0.8 pp, 足够抵消2014年较小的本国需求负担 (-0.5%)。由于进口受到本国需求的推动渐渐恢复, 外部部门对经济的支持逐渐小时。(图 20)。

劳动力市场在 2014 年之前不会改善

我们预计劳动力市场会在未来几个季度持续恶化, 虽然会在2013年出现稳定的迹象。所以我们预计今年工作机会的减少会出现缓和 (-0.4% 与2012年的 0.7%相比) 失业率会上升0.4个百分点达到11.8%。2014年随着经济复苏的巩固, 我们预计新增职位上升0.4%, 这会使失业率降低到11.4%。

欧元区核心国家会减速, 外围国家会在 2013 年继续衰退, 在 2014 年轻微增长

欧洲危机在2012年中的恶化给经济活动带来了负面的一年影响并蔓延到整个欧元区, 虽然不同国家间存在显著差异。2012年国家账户的最终数据显示北部和中部欧洲的减速显著, 德国依然出现正增长 (0.9%从2011年的3.1%) 法国经济停滞 (1.7% 2011), 外围国家的GDP出现显著下滑 (意大利下滑2.1%, -1.4% 西班牙和葡萄牙 -3%)。(图 21 和表欧元区国家: 详细分析)。

另外, 2013年欧元区的复苏并不是普遍性的。尽管制度性的问题正在被解决, 外围国家需要继续修正他们的经济不平衡 金融市场的分化以及高融资成本。所以我们预测了一定程度的复苏巩固, 但是缓慢。中部以及北部欧洲 (德国: 1%, 和法国: 0.4%), 然而外围国家会继续处于衰退中 (意大利: -0.7%, 西班牙: -1.1%, 和葡萄牙: -1.2%)。我们预计直到2014年不会出现全面性的复苏, 中欧国家增长会高于欧洲平均水平(1.3%), 外围国家的增长缓慢。(图 21)。

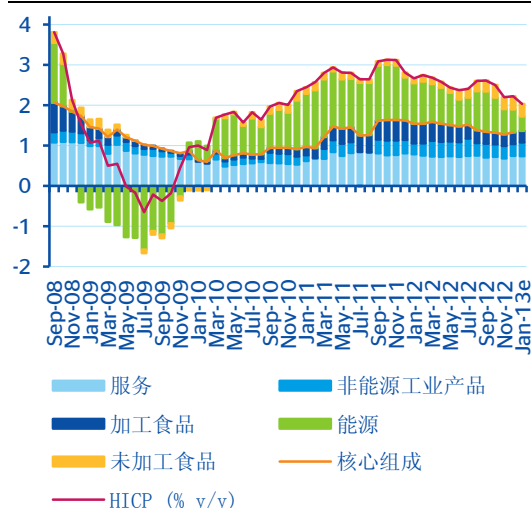
2013 年第一季度通胀会低于央行的目标，并且在整个预测期间内保持稳定

在2012年最后一个季度，通胀放缓了0.2个百分点到2.3%，稍稍高于预期（-0.1 pp），主要是由于能源产品的较大缓和程度。核心通胀与预期一致下降了0.1个百分点到 1.6% a/a。所以，年平均通胀减少了0.2个百分点到2.5%，核心通胀增加了0.1个百分点到1.8%。

1月份度数据显示通胀再一次下降，到2%。在未来几个月，我们预计通胀会由于较低能源价格的基数效应而持续下降，全年会在1.6%附近徘徊。本国需求的疲软也会缓慢改善。2013年全年核心通胀会在1.5%左右。2014年通胀不会面临需求方面的压力而保持稳定。然而最近几个星期显示通胀也有上行的风险，这主要是由于油价的上涨和欧元的升值。

图表 22

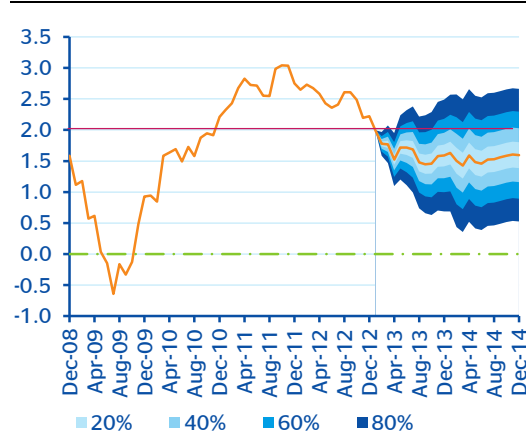
欧元区：通胀（% y/y）及其组成部分



来源: Eurostat and BBVA Research

图表 23

欧元区：通胀（% y/y）



来源: Eurostat and BBVA Research

经济活动持续有向下风险:财政目标的未达成，对希腊和塞浦路斯的金融紧张情绪，欧元的升值

虽然在去年下半年采取的措施减少了欧元区的风险严重衰退的可能性也相继减少，但是我们的预测仍然显示有向下风险。

一方面，金融压力的风险可能因为几个原因而再次浮现。第一，欧洲外围国家无法达到财政目标。一些正在进行的财政巩固措施是一次性的（私有化，资产转移等），这些措施没有永久性的减少就构成赤字。如果没有达到财政目标，政府会实施更多的紧缩政策，这会导致危机的加剧。虽然欧洲委员会已经明确表示，就算成员国没有达到目标，也不会强制施加新的条款。尽管去年已经对希腊削减债务的问题达成协议，这不能驱散在中长期对希腊债务可持续性的担忧。

表 1
欧元区预算监控

		2010	2011	2012	2013	评论
德国						
政府赤字目标	% of GDP	-4.1	-0.8	-0.5	-0.5	1.
BBVA 预测				0.1	-0.1	
利息支付		-2.5	-2.5	-2.3	-2.2	2.
周期性		-0.8	0.1	-0.2	-0.5	
周期性调整后，不包括利息		-0.8	1.7	2.7	2.7	
结构性调整			2.5	1.0	0.0	
政府债务		82.5	80.5	83.3	81.2	3.
中央预算执行 (年初至今)	bn €	-36.6	2.5	until Dec-12		4.
	% of GDP	-1.4	0.1			

**法国**

政府赤字目标	% of GDP	-7.1	-5.2	-4.5	-3.0	1.
BBVA 预测				-4.5	-3.2	
利息支付		-2.4	-2.6	-2.6	-2.7	2.
周期性		-1.1	-0.8	-1.2	-1.6	
周期性调整后，不包括利息		-3.6	-1.8	-0.7	1.0	
结构性调整			1.8	1.1	1.7	
政府债务		82.3	86.0	90.7	92.7	3.
中央预算执行 (年初至今)	bn €	-92.7	-91.2	until Dec-12		4.
	% of GDP	-4.6	-4.5			



见下页

Tabla 1
欧元区预算监控

		2010	2011	2012	2013	评论
意大利						
政府赤字目标	% of GDP	-4.3	-3.8	-2.6	-1.7	1.
BBVA 预测				-2.8	-2.0	
	利息支付	-4.5	-4.8	-5.4	-5.9	2.
	周期性	-0.6	-0.5	-0.9	-1.2	
	周期性调整后，不包括利息	0.8	1.6	3.5	5.1	
	结构性调整		0.8	1.9	1.6	
政府债务		119.2	120.7	127.7	132.6	3.
中央预算执行 (年初至今)	bn €	-60.9	-43.4	until Dec-12		4.
	% of GDP	-3.9	-2.8			
						
西班牙						
政府赤字目标	% of GDP	-9.7	-8.9	-6.3	-4.5	1.
BBVA 预测				-7.2	-5.9	
	利息支付	-1.9	-2.5	-2.9	-3.6	2.
	周期性	-1.1	-1.9	-3.8	-4.7	
	周期性调整后，不包括利息	-6.6	-4.6	-0.5	2.3	
	结构性调整		2.0	4.1	2.8	
政府债务		61.5	69.3	87.2	93.7	3.
中央预算执行 (年初至今)	bn €	-37.6	-46.0	until Nov-12		4.
	% of GDP	-3.5	-4.4			
1. 2012 年公共赤字达到 GDP 的 2.8%，略高于 2.6%的修订目标。我们估计，2013 年的赤字将会再次高于目标（GDP 的-1.7%），达到 GDP 的-2%，而高度不确定性仍然存在，由于选举可能产生的影响。						
2. 2013 年预算所提出的措施在税收方面包括截止到 7 月份增值税增加 1 个百分点。在支出方面：对卫生预算进行了更大的控制；在 2013-2014 年度期间将停止公务员招聘；不收购房地产或购置车辆；对咨询服务做出限制，减少地方和区域政府部门数量，并削减政党经费。						
3. 按在 GDP 中所占百分比计算，债务从 2011 年的 120.7 %增加到 2012 年的 127.7%，即增加了 7 个百分点。对于 2013 年，我们估计，这一比率可能会继续增加 4.9%。						
4. 今年 12 月份所获得的盈余比 2011 年高出约 85 亿欧元。然而，SACE 和 SIMEST 的销售额（17 亿欧元）未被计算进来，以便按照马斯特里赫特标准减少赤字。即便如此，不考虑这一销售额（68 亿欧元），增加仍然是显著的。这种盈余主要是由于第二个房地产纳税等级，于每年 12 月份支付。						
1. 最新可用数据（2012 年第三季度）表明 2012 年的既定目标（GDP 的 6.3%）很可能达不到。此外，我们预测，2013 年的既定目标（GDP 的 4.5%）将无法实现，赤字会占到 GDP 的 5.9%。						
2. 2013 年末提出其它措施。根据欧洲委员会的建议，政府已经承诺在 2013 年第一季度建立一个独立的财政机构。如果西班牙坚持提高机构效率并增加透明度，以便在该国的公共财政方面继续恢复信心，这项改革是至关重要的。						
3. 我们仍然估计，2012 年公共债务将超过 85%，不包括向金融部门提供的援助，2013 年预测债务占 GDP 的 93.7%。						
4. 政府预算执行数据显示，2012 年 11 月累计赤字略有增长，达到 GDP 的 4.4%，比年终目标低 2 个百分点						



* 不包括对金融部门援助

见下页

表 1
欧元区预算监控

		2010	2011	2012	2013		评论
希腊							
政府赤字目标	% of GDP	-10.6	-9.0	-7.3	-4.5	1.	1. 2012 年政府赤字和公共管理部门支出占 GDP 的 6.6%，因此达到了与 troika 商定的 2012 年目标。对于 2013 年，我们预计将会达到占 GDP 的 4.5% 的赤字目标。
BBVA 预测				-6.6	-4.5		
	利息支付	-5.9	-7.2	-7.2	-6.5	2.	2. 2013 年预算估计额外储蓄 94 亿欧元，主要来自减薪和养老金，作为 2013-2014 年度紧缩计划 1350 亿欧元的一个部分。 3. 由于在第一次救助计划（2010 年）中所应用的利率下调以及对第二次救助计划（2012 年）信贷期限延长，加上 3190 万欧元的债务回购运作（平均贴现率为 66.2%），与前一年（达到 GDP 的 157.5%）相比，2012 年公共债务低一些。此项回购计划的实现，使国际货币基金组织的一部分援助（440 亿欧元）得以发放。
	周期性	-0.6	-2.4	-3.6	-4.3		
	周期性调整后，不包括利息	-4.3	0.1	4.1	6.3		
	结构性调整		4.4	4.1	2.2		
政府债务		148.3	170.6	157.5	168.4	3.	
中央预算执行（年初至今）	bn €	-21.1	-12.9	until Dec-12		4.	4. 2012 年 1 月至 12 月政府债务和公共管理部门支出已经大幅下降，从 2011 年所记录的 1970 万欧元下降至 1290 万欧元（占 GDP 的 6.6%），因此达到了 2012 年的目标。
	% of GDP	-10.1	-6.6				

**葡萄牙**

政府赤字目标	% of GDP	-7.3	-5.9	-5.0	-4.5	1.	1. 2012 年期间所做的财政工作（约占 GDP 的 3.7%）足以达到与 troika 商定的 5% 的赤字目标。然而，对有关是否包括特许使用机场带来收益的确认仍悬而未决（8 亿欧元，约占 GDP 的 0.5%）。对于 2013 年，在政府所预测的财政努力下（占 GDP 的 3.2%），占 GDP 的 4.5% 的目标将会实现。首先，2012 年所实施的临时措施今年必须得到补偿（约占 GDP 的 1.7%），解决周期性赤字（占 GDP 的 0.2%），降低赤字目标（占 GDP 的 0.5%），并支付估计较高的利息（占 GDP 的 0.4%）。
BBVA 预测				-5.0	-4.5		
	利息支付	-2.9	-4.0	-4.5	-4.9	2.	2. 2013 年的财政工作，主要是基于预测的财政收入的增长（相当于 GDP 的 2.6%）以及支出降低（相当于 GDP 的 0.6%）。支持今年财政整顿工作的主要措施包括平均所得税税率从 9.8% 增加到 11.8%；如果我们加上税级减少以及对更高收入征收 4% 的特别税，所得税税率将增加到 13.2%，采取这项措施之后，预计税收增加约 28.1 亿欧元（相当于 GDP 的 1.7%）；在支出方面，养老金支付减少（对于大于 1350 欧元的养老金，从 3.5% 提高到 10%），旨在降低 4.207 亿欧元的支出（相当于 GDP 的 0.3%）。
	周期性	-0.5	-0.9	-1.6	-1.8		
	周期性调整后，不包括利息	-6.5	0.5	1.2	2.2		
	结构性调整		3.5	3.7	2.7		
政府债务		93.5	108.0	118.9	122.0	3.	
中央预算执行（年初至今）	bn €	-4.6	-8.3	until Dec-12		4.	3. 今年 1 月，财政部划拨了 3 个月、12 个月和 18 个月 25 亿欧元，利率低于前期。对于 3 个月的最短期限，划拨了 3 亿欧元，利率为 0.667%，而不是先前支付的 1.936%；对于 12 个月的期限，划拨了 12 亿欧元，利率为 1.609%，而不是先前的 2.101%；对于 18 个月的期限，可以划拨 10 亿欧元，平均利率为 1.963%，低于先前支付的 2.99%。
	% of GDP	-2.7	-5.0				
							4. 2012 年的公共赤字达到 83.2 亿欧元，低于与 troika 商定的金额（90.28 亿欧元）。从葡萄牙机场（ANA）私有化获得的收入帮助取得了这一结果。2012 年公共赤字占 GDP 的 5%。葡萄牙的基本平衡实现 5.174 亿欧元的正数金额，而预计赤字为 8920 万欧元。



来源：欧盟统计局的年度和季度金融统计数据，2012 年 4 月-5 月国家稳定增长协定文件，国家统计来源和 BBVA 研究部

欧元区成员国：详细分析

德国：坚实的国内经济基本面继续在 2013 年伊始支撑增长，虽然由于欧洲前景的不确定性使得增速缓慢

GDP: +0.9% in 2012 +1.0% in 2013 +2.0% in 2014 HICP: +2.1% in 2012 +1.7% in 2013 +1.6% in 2014

2012年第三季度数据：出口放缓拖累经济增长，而进口展现韧性皆因私部门消费表现较佳，事实上内需全年势头良好主要受到劳动力市场的支持。然而，投资仍然疲弱。和许多其他成员国不同的是，公共开支成为德国经济增长驱动力之一。

对2012年第四季度和全年的经济预测：目前的经济指标预示着德国经济增长将在2012年四季度大幅下降（按季环比下降 0.4%），出口的进一步下挫或成主因，主要受到周边成员国以及美国和其他新兴经济体增长势头放缓的影响。特别是，贸易平衡数据显示出口明显下滑（到11月为止下滑 2.1%），海外订单的下降意味着外部需求和工业产值的大幅降低（按季环比下降 2.7%）。这会进一步对投资产生负面影响。消费者信心指数的下跌反映在私人消费的下滑，这与零售销售的降幅是一致的（按季环比下降 1.1%）。综上所述我们预计德国国内生产总值在2012年增长0.9%，主要由净出口贡献（0.9个百分点），尽管居民和公共消费对经济有所贡献，但国内总需求对经济增长仍有所拖累（-0.3个百分点），主因投资下滑和库存减少。

2013年和2014年展望：劳动力市场持续改善，虽然在创造就业机会方面势头有所趋缓（在上一次的调整之后工作时长增加但就业人数未有增长），这意味着工资不会显著上涨，在温和通胀背景下的居民可支配收入也不会显著增加。随着消费者信心的逐步恢复，居民消费有望在2013和2014年持续改善。同时，政府压缩公共开支采取中性的财政政策态势，以巩固经济复苏。同时，全球经济复苏将支持德国出口，进而刺激国内需求增长。而最着内需和外需同时加强，投资也将增长，特别是在2014年的时候。预计2013年德国国内生产总值增长1%，并在2014年加速至2%的水平。国内需求将为经济复苏提供更多动力，并有助于降低德国的经常账户盈余。

通胀预期：2013年通胀将有所回落，2012年下半年通胀保持相对稳定在2%的水平，全年预计将略低于2%。然而，德国相对强劲的内需使其通胀略高于其他欧元区国家的平均水平。今年和明年，工资上涨令通胀面临上行压力，虽然到现在为止并没有证据表明通胀压力加剧，核心通胀维持在低位（2012年第二季度都在1.5%以下）。

公共部门：根据暂估的数据，德国公共部门预算盈余占国内生产总值比重为0.1%，为2007年以来首次盈余，而预算目标为赤字占国内生产总值比重的0.5%。与上年相比，中央政府大大减少财赤，而地方政府，尤其是社会保障基金已经取得了相当规模的财政盈余，早在2011年他们已经达成。公共部门录得盈余主要反映了收入的良好表现，收益于国内需求和劳动力市场的持续改善。我们预计2013年公共部门将录得轻微赤字（占国内生产总值的0.1%），公共支出将继续支持经济增长，这也将受到今年德国大选的影响。

法国：国内需求的脆弱性使得 2013 年经济增长势头疲弱，且预计至 2014 年才会有明显的经济复苏迹象

GDP: +0.0% in 2012	+0.4% in 2013	1.2% in 2014	HICP: +2.2% in 2012	+1.5% in 2013	+1.5% in 2014
--------------------	---------------	--------------	---------------------	---------------	---------------

2012年第三季度数据：第三季度法国GDP仅录得按季环比0.1%的微幅增长，表明经济增长在2012年前三季度几乎停滞。居民消费和公共支出对增长起到支撑，但却被投资下滑所抵消。出口连续第二个季度加速增长，尽管仍然较为疲弱，进口有所减少（主因资本货物和中间产品下降所拖累），这导致净出口对经济增长贡献为0.3个百分点。

对2012年第四季度和全年的经济预测：根据四季度数据显示年底经济增长下降（按季环比降低 0.2%），虽然和其他欧元区成员国相比下滑幅度尚属温和（按季环比降低 0.4%），也再次显示法国经济在欧洲债务危机中表现相对较好。基于此，我们维持对2012年经济增长停滞的预期，虽然对国内生产总值具体组成的预期略有变化，其揭示了经济增长所面临的挑战令人忧虑，而更令人担忧的是，居民消费连续第二年处于停滞状态，投资因对未来需求的预期较差而转弱。然而，尽管出口放缓，进口则几乎停滞，因此外需对经济增长做出正贡献，避免了大幅下滑。事实上，只有公共开支维持较快增长，尽管基于减少财赤所需，来自公共支出的支持正在降低，对于经济短期内复苏可持续性的疑虑增加。

2013年和2014年展望：劳动力市场在过去的一年中持续恶化，随着来自公共部门的财政支持减弱，将导致内需可能进一步走弱，企业利润下滑和法国经济开放程度的降低都将在疲弱的投资活动中显现。国内需求因此将在2013年保持几乎不变（+0.2个百分点），同时受到全球经济复苏影响，净出口有望对经济增长做出贡献（+0.2个百分点）。因此，到2014年法国经济有望再次回升（1.5%），主因国内需求增长（1.4个百分点），而净出口贡献非常有限（0.1个百分点），这也是法国经济的典型增长方式。

通胀预期：2012年第四季度以来通胀压力回落明显，在12月录得按年同比增长1.5%，显著低于其他欧元区国家的平均通胀率。上述结果不仅由于国内需求下降，经济增长减少对能源的依赖也是原因之一。鉴于居民消费预计仍旧疲弱，加之劳动力市场恶化使得总供给压力不足，我们预测法国通胀率在2013和2014年都应保持在1.5%的相对稳定水平左右。

公共部门：初步数据显示2012年政府的财政赤字目标（占国内生产总值的4.5%）有望达成。然而，公共债务或将增至占国内生产总值的89%。政府2013年的减赤目标定为占国内生产总值的3%，尽管我们所预测的赤字目标更高，主因政府对2013年法国经济增长预测更为乐观（政府预测为0.8%，BBVA研究部的预测为0.4%）。政府对2013年的预算减赤金额约为300亿欧元（占国内生产总值的1.5%），其中三分之二来自对家庭和企业的税收增加。

意大利：经济衰退将在 2013 年上半年有所缓解，并在 2014 年温和增长

GDP: -2.1% in 2012	-0.7% in 2013	+0.9% in 2014	HICP: +3.3% in 2012	+2.0% in 2013	+1.7% in 2014
--------------------	---------------	---------------	---------------------	---------------	---------------

2012年第三季度数据：虽然意大利的经济收缩显著放缓（第二季度按季环比下降 0.7%，放缓至第三季度按季环比下降 0.2%），国内生产总值各部分组成显示经济的脆弱性，国内需求显著下降，仅依靠进口大幅下滑的情况下净出口对增长做出贡献。

对2012年第四季度和全年的经济预测：四季度的数据显示2012年底意大利经济衰退或将加剧（按季环比下降 0.6%），主因国内需求恶化的拖累。特别是零售销售下滑，加之消费者的信心减弱，显示居民消费将继续减弱。内需减少反映在工业产值的大幅下滑（到11月为止下滑 2.1%），这会继续影响投资决策。唯有净出口对经济活动趋弱的态势有所缓冲，虽然出口或将不再受到其他欧元区成员国经济形势低迷的影响。这些第四季度数据预示着意大利GDP在2012年将收缩2.1%，较3个月前的预测提高了0.3个百分点，皆因三季度内需显著收缩4.9个百分点，而出口微弱增长和进口大幅下滑使得净出口对增长贡献2.8个百分点，也只能部分抵消前者对经济的拖累。由债务危机引起并不断积累的经济失衡问题在2012年持续调整，贸易赤字收窄超过1.5个百分点，至占国内生产总值的1.6%，而公共赤字也已经降至占国内生产总值的3%以下。

2013年和2014年展望：2013年意大利国内生产总值将再次收缩0.7%，经济衰退在上半年有所缓解，并开始温和复苏。增长因素仍然疲弱，并会继续拖累经济增长。特别是，失业率可能在未来几个季度攀升，而通胀在大部分时间高于2%的水平，再次反映在居民消费的减弱。基于对国内需求的预期和财政整顿的不确定性，我们预测投资会有所下降，尽管降幅放缓。对于来自净出口的支持，我们希望看到全年进口跌幅放缓使得净出口收窄。经济复苏有望在2014年得到巩固，虽然我们预计经济温和增长1%左右，主因目前没有真正强有力的措施解决意大利经济潜在增长力较低的问题。

通胀预期：2012年第四季度通胀显著回落0.8个百分点至12月的2.6%，这是由于2011年9月的增值税调整政策造成的基数效应消失。我们预计今年通胀率将继续回落，但仍将高于欧元区成员国的平均水平，尽管考虑到年中宣布的增值税上调政策，以及预计国内需求的大幅下滑。

公共部门：财政赤字在2012年预期达到国内生产总值的2.8%，略高于2.6%的修订目标。我们估计2013年赤字将再次超过预定目标的1.7%，至国内生产总值的2%，同时不确定性仍然很高，主因新政府财政政策的未知因素。政府2013年财政预算案所提出的措施包括，在收入方面，于7月将增值税税率提高1个百分点。在支出方面，进一步削减国家医疗开支，暂停2013年至2014年的公务员招聘，停止购买任何房产或车辆，以及相关的物资采购将受到限制。

西班牙：将在 2013 年走出衰退谷底，并在 2014 年温和复苏⁶

GDP: -1.4% in 2012	-1.1% in 2013	+1.1% in 2014	HICP: +2.4% in 2012	+2.0% in 2013	+1.1% in 2014
--------------------	---------------	---------------	---------------------	---------------	---------------

2012年第三季度数据：西班牙经济增速按季环比下降0.3%，降幅和上半年相似。在需求方面增长的基本特征没有变化：居民消费和投资增长再次下降，尽管降幅有所收窄，而公共支出的下滑加快。这主要表现在国内需求对经济增长的负贡献收窄（-1.1个百分点）。尽管出口企稳，进口也有所回升使得净出口的贡献略有下降（0.8个百分点）。

对2012年第四季度和全年的经济预测：由西班牙国家统计局公布的初步核算结果显示，西班牙经济在第四季度收缩幅度好于季初的预期（按季环比下降 0.7%和之前预期的下降0.9%相比），2012年全年GDP增速为同比下降1.4%。部分经济指标确认了第四季度国内需求加速收缩（-1.6个百分点），主因财政紧缩措施的实施，同时外部需求继续成为经济增长的主要驱动力（0.9个百分点）。虽然这只是暂时的，年末失业率的攀升（上升1个百分点至26%）也反映出经济衰退的加剧。

2013年和2014年展望：2013年的最新经济指标显示经济活动持续收缩，但较2012年年底的降幅已经有所收窄（MICA-BBVA：按季环比下降0.2%或0.3%）。预计2013年全年西班牙经济收缩1.1%。到2014年，随着内部流程的调整和财政紧缩措施对经济增长的影响逐步降低，内需对经济增长的贡献有望转正，加之出口增长的巩固，使得国内生产总值预计同比增长1.1%。然而，我们的预测面临一定的下行风险，主因该预测是建立在对欧洲经济复苏的信心有所改善的基准假设上，特别是西班牙。失业率在2013年或将超过26%。然而，失业率有望在2014年逐步下降，尤其是在下半年。

通胀预期：通胀在第四季度意外回落，使得2012年全年平均通胀率为2.4%，核心通胀率为1.6%。只要需求面没有通胀压力，预计通胀回落之势有望延续到2013年（+2.0%）和2014年（+1.1%）。

公共部门：公共财政赤字在2012年有所收窄，尽管经济处于周期性收缩期。然而，2012年第三季度数据并未显示赤字适度收窄的迹象，这就是为什么西班牙有可能难以实现将财政赤字削减至占国内生产总值6.3%的目标水平。整个第三季度，公共管理部门的累积赤字增加了1.5个百分点，占国内生产总值约-5.2%。预计第四季度财政整合加强，今年可能会录得赤字占国内生产总值约7.2%左右。此外，由于2012年未能实现公共财政赤字目标，这也降低了2013年和2014年达到相应目标的可能性。根据我们的预测，在没有任何额外措施的情况下，2013年的赤字约占国内生产总值的5.9%左右，比目标高出1.5个百分点，而2014年也会受到影响。然而，公众财政的结构性结余（一旦考虑到经济周期的因素），将会在2014年达到占国内生产总值0%的目标，三年内累计修正约7个百分点。

6 更多信息请见杂志 SpainWatch 2013 年第一季度：

<http://www.bbva-research.com/KETD/ketd/esp/nav/geograficas/espana/historico/publicaciones/observatorios/observatorioecon/index.jsp>
<http://www.bbva-research.com/KETD/ketd/esp/nav/geograficas/espana/historico/publicaciones/observatorios/observatorioecon/index.jsp>

框 3：葡萄牙：2012 年经济萎缩比预期的稍微急剧一些

第四季度的可用数据表明 2012 年葡萄牙经济萎缩了 3%

正如在大多数欧元区国家，在年底时经济活动萎缩的程度大于预测。我们的短期模型（MICA- BBVA）表明，2012年第四季度 GDP同比下降了0.9%，也就是说，2012年大致萎缩3%，略高于三个月前的预期（-2.8%）。零售负面数据（第四季度同比-6.3%）及劳动力市场放缓（失业率从第四季度约0.3个百分点增长至12月份的16.5%）表明，在2012年最后一个季度国内需求可能显著抑制了经济发展。另一方面，出口增长已经放缓。

2013 年前景稍微恶化，国际贸易是主要增长支撑

在本年度内，葡萄牙经济将会继续衰退，虽然衰退的速度低于2012年。主要的隐性因素将是持续的财政调整和反复出现的金融紧张局势，这将会使国内需求下降，只能在部分程度上得到出口增长的补偿，但在德国更大幅度的增长以及欧洲以外地区的强劲需求推动下，国内需求应当会复苏。

这样，我们估计 2013年GDP同比将会萎缩1.2%（而不是先前预测的萎缩0.7%）。修正主要是由于私人消费下降的幅度更大，公共消费下降的幅度低一些（许多财政稳定措施均包括在我们三个月前的预测中）。2013年内部需求将会继续阻碍经济发展（-2.5个百分点），虽然与我们2012年的预测（-6.9个百分点）相比要缓和的多。国际贸易部门将会继续通过增加出口（年同比1%）和降低进口（年同比-0.2%）缓和下降。我们的初步预测表明2014年会有温和复苏（年同比0.8%），主要是由于投资回升（4.1%）和私人消费轻微复苏（0.1%）所支持的（图26）。

2012 年实现了 5%的赤字目标

2012年所做出的财政努力（约占GDP的3.7%）足以实现与troika商定的5%的赤字目标，尽管从机场特许获得的收入是否包含在内的确认仍悬而未决（8亿欧元，约占GDP的0.5%）。这种财政努力主要包括支出削减措施（暂停养老金升值，占GDP的0.4%以及人员减少，占GDP的0.2%），虽然这也是基于一次性的措施，正如已经提及的机场特许（图24）。

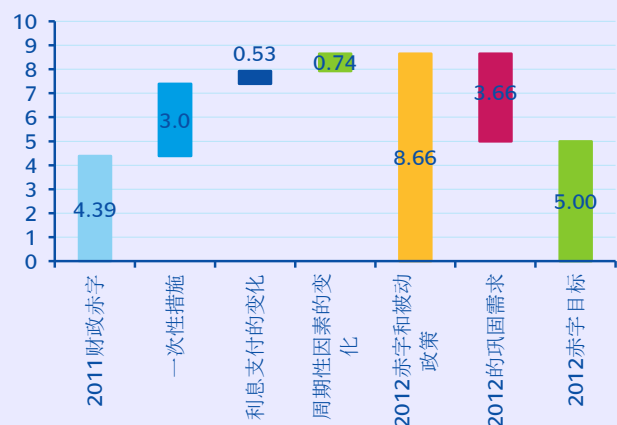
2013 年财政稳定主要靠更高税收的支持

对于2013年来说，有政府预测的财政努力（占GDP的3.2%），占GDP4.5%的目标是可能实现的。今年，主要补偿将通过2012年实施的临时措施（约占GDP的1.7%），周期性赤字恶化（占GDP的0.2%），赤字目标降低（占GDP的0.5%）以及估计支付更高的利息（占GDP的0.4%）（图25）。

2013年的财政工作主要是基于价值占GDP的2.6%财政收入增加以及减少支出（相当于GDP的0.6%）。支持稳定的主要措施在收入方面包括平均所得税从9.8%增加到11.8%；如果我们加上范围减少且对更高收入征收4%的特别税（预计会增加28.1亿欧元的税收，占GDP的1.7%），所得税会增加到13.2%；在支出方面，养老金支付减少（对于大于1350欧元养老金的支付，从3.5%提高到10%），旨在减少4.207亿欧元的支出（占GDP的0.3%）。

图表 24

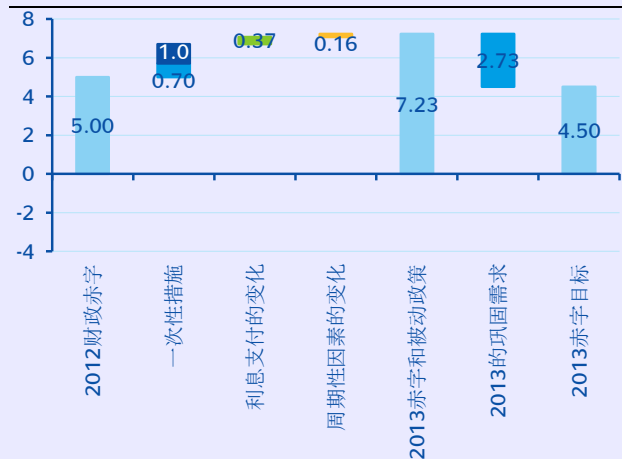
葡萄牙：2012 赤字



来源: BBVA Research

图表 25

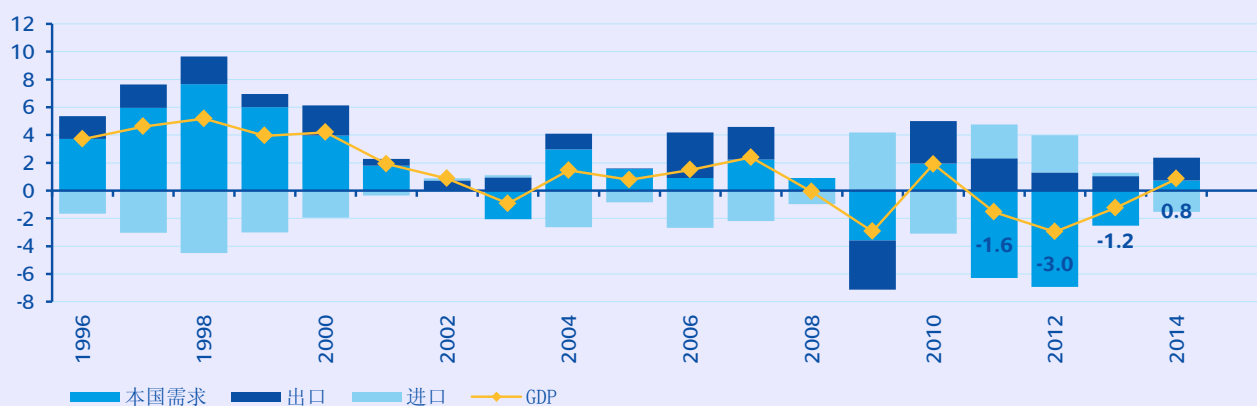
葡萄牙：2013 预计赤字



来源: BBVA Research

图表 26

葡萄牙：GDP 增长贡献(% q/q)



来源: BBVA Research

框 4：英国：2012 年停顿后，预计 2013 年经济活动会有缓慢、持续复苏

2012 年第四季度经济活动有新的下降，不仅仅是由于暂时性因素...

2012 年最后一个季度 GDP 同比下降 0.3%，略高于预期（BBVA 研究部：同比 -0.1%）。这种新的下降在一定程度上已经预料到了，2012 年第三季度奥运会短暂的拉动效应在 2012 年第四季度会逆转。然而，即使认为这种影响是理所当然的，季度同比经济可能已经下降了约 0.1%。

虽然在需求方面 GDP 的下降原因尚未公布，2012 年第四季度可以利用的指标表明，经济的主要障碍可能是出口新的下降，这主要是由于欧元区衰退加剧造成的（占其出口总额的 45%），而且是由于北美经济增长放缓（占总额的 16%），以及去年英镑兑欧元的升值（约 7%）。后面的事实也可能已经转化为经常账户差额的严重低迷（从 2 个百分点降至 2012 年占 GDP 的 -3.6%）。

关于国内需求，可能处于停滞状态，由于私人支出放缓，这与零售略有下降（季度同比 -0.6%）相符，虽然投资在前几个季度下降之后又再次增长，因为企业所使用的投资额度已经超过其历史平均水平。最后，公共消费在第一季度强劲回升之后在年底略微拖累了增长。

... 导致了 2012 年的经济停滞，但有迹象表明 2013 年第一季度已经有轻微复苏。

因此，2012 年英国经济可能处于停滞状态，因为国内需求相对稳健性（0.9 个百分点）可能被外需下降（-0.9 个百分点）所抵消。

2013 年第一季度活动数据（仅 1 月份的信心指数）指出一个较为积极的景象。特别是欧洲委员会的信心调查，以及 GfK 消费者信心调查，显示来自于国内需求的支持更为有力，虽然仍未有清楚的迹象表明外需有更好的发展。

劳动力市场在预测范围将会继续支持家庭支出

在停滞的经济环境下，2012 年劳动力市场的稳健性是一个积极的令人惊喜的现象。就业率上升了约 1%，直到 2012 年第三季度。临时工作（2.3%）尤其是这种情况，反映在失业率从 2012 年年初下降了 0.5 个点，下降至 11 月份的 7.7%。这也有利于工资的提高（约 3%），虽然生产率下降（略高于 1%，直到 2012 年第三季度）在一定程度上限制了工资的增长，工资增长率高于通胀率（后者在一年中降低了近 2 个百分点）。这导致家庭实际收入的增加（在 2012 年前三个季度增长 1.8%）。尽管如此，虽然年中启动了增加信贷措施的资金（FLS），企业获得的信贷并未停止下降（-3.2%），消费信贷也未停止下降（-1.5%）。FLS 仅仅反映在购房者信贷增加（1.1%），但我们预计获得信贷的条件将仍然会受到限制。

对于预测范围，我们预计，劳动力市场将会继续顶住压力发展，尽管创造就业机会的步伐有一定缓和，加上工资的增加，将有助于维持家庭开支。尽管如此，消费者信心仍处于非常低的水平，虽然随着经济复苏，消费者信心会逐渐上升。综上所述，我们预计 2013 年私人支出不会有强劲复苏（在 2012 年的 1% 之后达到 1.2%）。对于 2014 年，家庭消费将会再次上升到 2%，尽管仍低于危机前的增长率。

欧元区的改善对英国经济可能意味着负担减小，2013 年投资回升，尤其是 2014 年。

对于 2013 年，我们预计出口会回升（在 2012 年 -0.4% 之后达到 2.3%），这是由于整个欧元区初期复苏以及预计英镑会贬值（约 6%）。出口也将得到北美经济强劲复苏的支持。总之，可以指出的是，对于我们的情景来说，这种出口的发展可能会带来风险，鉴于英国经济出现的丧失竞争力情况，2012 年劳动力成本增加了 3% 左右以及自 2008 年危机开始起累计增长 12.5%。虽然出口增长也将会加快，国外需求降低增长的幅度将会降低（-0.2 个百分点，相比之下 2012 年为 -0.8 个百分点）。此外，出口增长将会促进投资（3.8%），国外需求在 2012 年停滞之后上升的预期会支持投资的增长。

赤字削减计划保持不变，但减少债务目标的实现被延迟。

政府于12月份提出了关于公共结余状况的报告，并附上了预算责任办公室（OBR）所做的预测。该报告表明，2012-2013年度资金需求大幅下降，大约下降了110亿英镑，相当于GDP的0.8%，这是由于英格兰银行转拨了资产购买计划流动资金超额部分。OBR估计，赤字将从上一个财政年度的7.9%降低至2012-2013年度占GDP的5.1%。尽管如此，应该指出的是，这包括重要的临时措施，除了英格兰银行拨款外，280亿来自皇家邮政（相当于GDP的1.8%），35亿来自4G许可证的出售（相当于GDP的0.2%）。然而，到12月份的预算执行数据令人失望，几乎已经达到OBR对整个财政年度所预测的赤字。因此，仅仅对一年前所获得的数据进行推算，即可说明赤字增加了，约占到GDP的0.5%。

对于2013-2014财政年度，额外的资金需求将达到20亿英镑。达到这个数字一半的若干措施（如瑞士的返税以及政府机关削减开支）已经在12月份提出，也将足以抵消燃油税的去除、最低个人免税额的增加以及公共投资支出的增加。考虑到这些新措施，估计赤字可能会再次上升到GDP的6.1%。不过，下一个财政年度的最终预算将于3月份提出。

政府决心执行其财政稳定计划，在2016-2017年度将赤字控制在3%以下。然而，已经宣布2015-2016年度公共债务减少目标无法按时实现，而是推迟一年，以便不增加分摊份额，从而预示另外一年的紧缩措施。

2013年缓慢复苏，2014年达到其潜力的增长势头增大

在预测范围，财政稳定将是经济增长的主要负担，这将反映在2013年（-1.1%）和2014年（-1.7%）公共消费的下降。

由于2012年最后一段时间经济表现较差，我们对今年增长预测做了轻微下调，即由0.3个百分点下调至1%。不过，仍然指出缓慢但持续性的复苏，在今年中期增长势头将会增大，2014年将以约2%的增长率增长，所得到的支持来自于强劲的国内需求（1.7个百分点），外贸部门将会给予更大的支持（0.2个百分点）。尽管存在这些情况，在预测期结束时所观察到的生产仅仅大致为危机前的水平。

通胀仍将高于目标，直到2014年

尽管2012年恶化的通胀放缓，从2011年的4.5%下降至2.8%的平均值，12月份通胀再次上升至2.7%，主要是由于基本组件的价格不断增加。鉴于原材料（尤其是石油）价格轻微上涨、英镑贬值及劳动力成本增加，现在我们预计2013年通胀率将保持在2%以上（2.5%），虽然它会逐渐趋于缓和，直到2014年实现目标左右的年均增长率（2%）。

这种情景表明2013年持续现有的币政策立场

鉴于与增长和通胀相关的这种情景，我们预计英国央行2013年将保持其货币政策的方向，参考利率为0.5%，冻结资产购买计划为3750亿英镑。之所以这样说，有几个方面的原因。

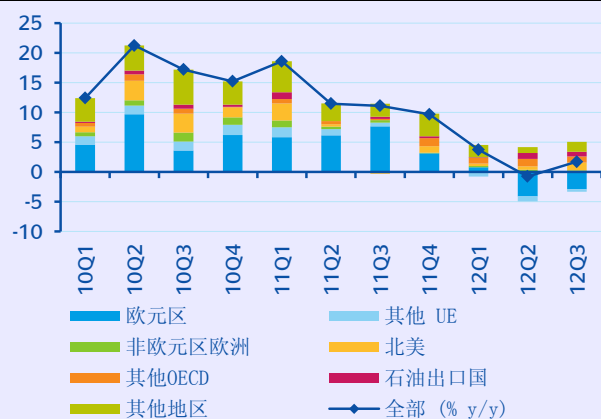
首先，自2006年以来使通胀率保持在目标以上，仍然损害货币当局的可信度，即使关于通胀目标的充分性辩论已经展开。其次，在传统货币政策传导渠道打破的环境下，人们对非标准措施的有效性存在越来越多的疑虑。这会使英国央行等待一下，观察由政府启动的资金如何向私营部门的工程增加信贷。

无论如何，确实有更加清晰的迹象表明，退出策略并不显得即将发生，这可以通过3月份66亿英镑资产购买摊销再投资加以说明。

对于2014年，如果复苏稳定得到确认且通胀保持在目标左右，英国央行很可能从第二季度开始提高参考利率。

图表 27

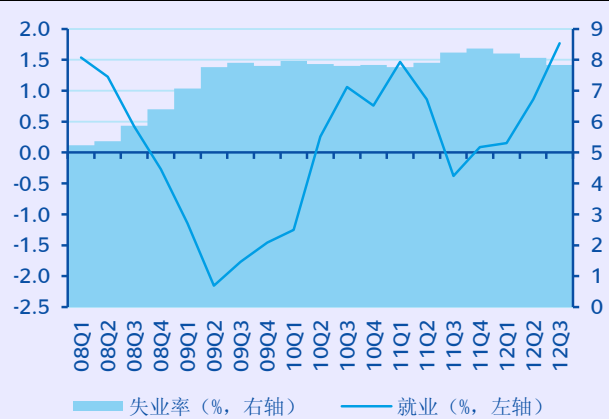
英国：对年出口增长的贡献，根据不同出口地点



来源: ONS and BBVA Research

图表 28

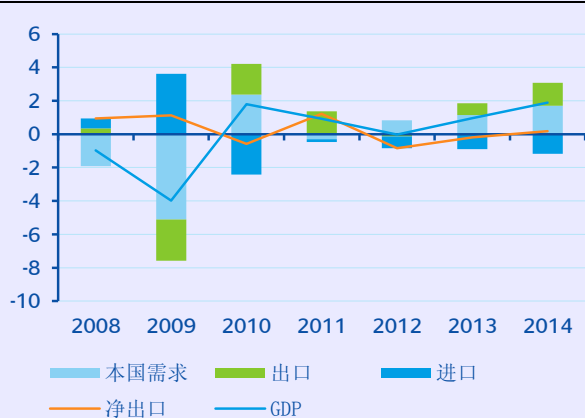
英国：劳动力市场



来源: ONS and BBVA Research

图表 29

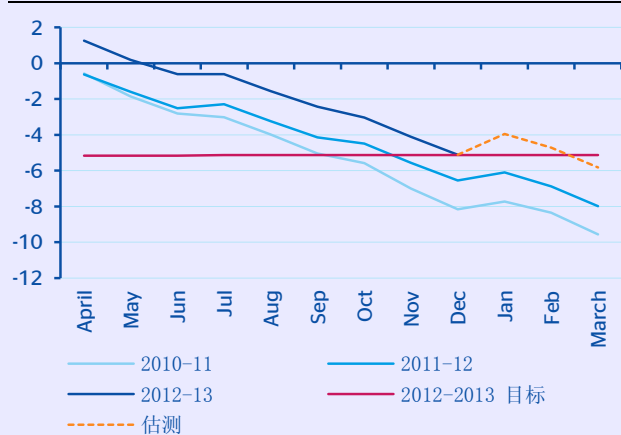
英国：年度对增长的贡献(pp)



来源: ONS and BBVA Research

图表 30

英国：公共部门净借贷，不包括金融干预(% of GDP)



来源: ONS and BBVA Research

5. 表格

表 2

欧元区预测

年度同比	2009	2010	2011	2012	2013	2014
真实 GDP	-4.3	2.0	1.5	-0.5	0.3	1.3
私人消费	-0.9	0.9	0.1	-1.2	-0.3	0.9
公共消费	2.6	0.7	-0.1	-0.2	-0.5	0.2
总固定资产形成	-12.7	-0.3	1.6	-3.8	-1.3	3.3
库存 (*)	-0.9	0.6	0.2	-0.5	0.0	0.0
国内需求 (*)	-3.6	1.2	0.5	-2.0	-0.5	1.2
出口 (货物及服务)	-12.4	11.0	6.5	3.1	3.3	3.8
进口 (货物及服务)	-11.0	9.5	4.3	-0.4	1.8	3.8
外部需求 (*)	-0.8	0.7	1.0	1.5	0.8	0.2
价格和成本						
CPI	0.3	1.6	2.7	2.5	1.6	1.5
核心 CPI	1.3	1.0	1.7	1.8	1.5	1.5

劳动力市场

就业	-1.8	-0.5	0.5	-0.7	-0.5	0.4
失业率 (占劳动力百分比)	9.6	10.1	10.2	11.4	11.8	11.4

公共部门

盈余 (+) / 赤字 (-) (% GDP)	-6.3	-6.2	-4.1	-3.0	-2.3	-1.8
公共债务 (% GDP)	79.6	85.5	87.3	89.6	90.3	89.9

对外部门

经常帐余额 (% GDP)	-0.2	0.0	0.1	1.1	1.3	1.4
---------------	------	-----	-----	-----	-----	-----

(*) 对 GDP 贡献

来源: BBVA Research

表 3

宏观经济预测: GDP

年同比增长率	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	8.2	5.7	5.2	5.6	5.8
中国	10.4	9.2	7.7	8.0	8.0
亚洲 (不包括中国)	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 研究部

表 4

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 研究部

表 5

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 研究部

表 6

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 研究部

表 7

金融变量

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
10 年期利率（均值）					
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
汇率（均值）（美元/本国货币）					
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
英镑	1.55	1.60	1.59	1.52	1.53
人民币/美元	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 研究部

表 8

德国：GDP 增长率和通胀预测

年率	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
私人消费	0.6	0.3	0.8	1.7	0.6	0.9	1.3
公共消费	3.2	3.0	1.7	1.0	1.0	0.9	1.1
总固定资产形成	0.6	-11.5	5.6	6.4	-1.8	1.6	4.7
库存 (*)	-0.1	-0.8	0.6	0.2	-0.5	0.0	0.0
国内需求 (*)	0.9	-2.2	2.4	2.4	-0.3	0.9	1.7
出口	2.3	-12.8	13.4	7.9	4.3	3.7	5.3
进口	3.0	-8.0	10.9	7.5	2.2	4.1	5.6
进出口(*)	-0.1	-2.9	1.6	0.6	1.2	0.1	0.3
GDP	0.8	-5.1	4.0	3.1	0.9	1.0	2.0
通胀	2.8	0.2	1.2	2.5	2.1	1.7	1.6

(*) 对增长贡献

源：BBVA Research

表 9

法国：GDP 增长率和通胀预测

年率	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
私人消费	0.2	0.3	1.5	0.3	-0.1	0.3	1.2
公共消费	1.2	2.6	1.7	0.8	1.4	0.0	0.7
总固定资产形成	0.1	-10.4	1.0	2.6	0.3	0.2	2.6
库存 (*)	0.3	-1.3	0.1	1.0	-0.9	0.0	0.0
国内需求 (*)	0.2	-2.6	1.6	1.7	-0.6	0.2	1.4
出口	-0.6	-11.8	9.2	4.6	2.5	2.4	4.3
进口	0.6	-9.5	8.4	5.3	0.2	1.7	3.9
进出口(*)	-0.4	-0.5	0.0	0.0	0.6	0.2	0.1
GDP	-0.2	-3.1	1.6	1.7	0.0	0.4	1.5
通胀	3.2	0.1	1.7	2.3	2.2	1.5	1.5

(*) 对增长贡献

源: BBVA Research

表 10

意大利：GDP 增长率和通胀预测

年率	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
私人消费	-0.8	-1.6	1.2	0.1	-4.2	-1.7	0.3
公共消费	0.6	0.8	-0.6	-0.8	-1.1	-2.0	-0.5
总固定资产形成	-3.8	-11.7	2.0	-1.3	-8.9	-1.8	2.8
库存 (*)	0.0	-1.1	1.2	-0.5	-0.5	0.0	0.0
国内需求 (*)	-1.2	-4.3	2.1	-0.9	-4.9	-1.7	0.6
出口	-2.8	-17.7	11.2	6.7	1.7	2.3	4.3
进口	-2.9	-13.6	12.3	1.2	-8.3	-1.0	3.6
进出口(*)	0.0	-1.2	-0.4	1.5	2.8	0.9	0.4
GDP	-1.2	-5.5	1.8	0.6	-2.1	-0.7	0.9
通胀	3.5	0.8	1.6	2.9	3.3	2.0	1.7

(*) 对增长贡献

源: BBVA Research

表 11

葡萄牙：GDP 增长率和通胀预测

年率	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
私人消费	1.3	-2.3	2.5	-3.8	-5.3	-2.1	0.1
公共消费	0.3	4.7	0.1	-4.3	-4.4	-2.1	0.3
总固定资产形成	-0.3	-8.6	-3.1	-10.7	-13.8	-5.6	4.1
库存 (*)	0.0	-1.1	0.9	-0.7	0.0	0.1	0.0
国内需求 (*)	0.9	-3.6	2.0	-6.3	-6.9	-2.5	0.7
出口	-0.1	-10.9	10.2	7.2	3.7	2.8	4.2
进口	2.3	-10.0	8.0	-5.9	-6.8	-0.6	4.0
进出口(*)	-1.0	0.6	-0.1	4.7	4.0	1.3	0.1
GDP	-0.1	-2.9	1.9	-1.6	-3.0	-1.2	0.8
通胀	2.7	-0.9	1.4	3.6	2.8	1.0	1.1

(*) 对增长贡献

源: BBVA Research

表 12

西班牙：GDP 增长率和通胀预测

年率	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
私人消费	-0.6	-3.8	0.7	-1.0	-1.9	-2.8	-0.3
公共消费	5.9	3.7	1.5	-0.5	-4.0	-7.2	-1.8
总固定资产形成	-4.7	-18.0	-6.2	-5.3	-9.0	-6.8	2.6
设备和其他产品	-2.9	-23.9	2.6	2.3	-6.1	-1.5	6.4
建筑	-5.8	-16.6	-9.8	-9.0	-11.5	-10.2	0.3
房屋	-9.1	-23.1	-10.1	-6.7	-7.1	-8.3	2.1
其他建筑	-1.6	-9.1	-9.6	-11.0	-15.5	-12.2	-1.6
库存 (*)	0.1	0.0	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
国内需求 (*)	-0.5	-6.6	-0.6	-1.9	-3.8	-4.6	0.0
出口	-1.0	-10.0	11.3	7.6	3.3	6.3	8.2
进口	-5.2	-17.2	9.2	-0.9	-4.7	-4.4	5.8
进出口(*)	1.4	2.9	0.3	2.3	2.5	3.4	1.1
GDP	0.9	-3.7	-0.3	0.4	-1.4	-1.1	1.1
通胀	4.1	-0.3	1.8	3.2	2.4	2.0	1.1

(*) 对增长贡献

源：BBVA Research

表 13

英国：GDP 增长率和通胀预测

年率	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
私人消费	-1.6	-3.1	1.3	-1.0	1.0	1.2	2.0
公共消费	1.6	0.8	0.4	-0.1	2.8	-1.1	-1.7
总固定资产形成	-4.6	-13.7	3.5	-2.9	0.0	3.8	5.6
库存 (*)	-0.4	-1.0	0.9	0.7	-0.4	0.2	0.0
国内需求 (*)	-1.9	-5.1	2.4	-0.3	0.8	1.1	1.7
出口	1.2	-8.2	6.4	4.6	-0.4	2.3	4.3
进口	-1.8	-11.0	8.0	0.5	2.3	2.8	3.5
进出口(*)	0.9	1.1	-0.6	1.2	-0.8	-0.2	0.2
GDP	-1.0	-4.0	1.8	0.9	0.0	1.0	1.9
通胀	3.6	2.2	3.3	4.5	2.8	2.5	2.0

(*) 对增长贡献

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 Europe Unit:*Chief Economist for Developed Economies*

Rafael Doménech
+34 91 537 36 72
r.domenech@bbva.com

Europe
Miguel Jiménez
+34 91 537 37 76
mjimenezg@bbva.com

Agustín García Serrador
+34 91 374 79 38
agustin.garcia@bbva.com

Sonia López Senra
Sonia.lopez.senra@bbva.com
+34 91 537 79 36

Diego Torres Torres
diego.torres.torres@bbva.com
+34 91 374 05 12

With contribution:
Financial Scenarios
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com
+34 91 374 44 32

Javier Amador Díaz
javier.amadord@bbva.com
+34 91 374 31 61

María Martínez Álvarez
maria.martinez.alvarez@bbva.com
+34 91 537 66 83

BBVA Research*Group Chief Economist*
Jorge Sicilia*Emerging Economies:*

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

Contact details

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