

经济展望

欧洲

2012 第四季度
经济分析

- 欧洲央行的措施显著地降低了欧洲解体的风险
- 在银行和财政一体化方面取得的进展需要欧洲达成政治一致，而周边国家应继续以适当速率实行改革。
- 欧元区陷入衰退，但由于公布的措施，财政压力已消失。
- 增长将在 2013 年恢复，但速度较慢。
- 由于去杠杆化的需要，欧元区周边国家将继续陷入衰退。
- 欧元区未来的不确定以及周边危机也拖累了核心国家的增长。

目录

1. 社论 3

2. 全球经济：
中央银行的大胆行动使得尾部风险出现的可能性降低 4

3. 在解决欧元区危机方面取得的进展 7

 欧元区预算监控 10

4. 欧元区经济展望 13

 欧元区成员国：详细分析 21

 框1. 葡萄牙：持续调整将造成2013年更深入的衰退 27

 框2. 英国：在Q3高于预期的增长后，根据国内需求，我们预计2013年将适度复苏 30

5. 附录 32

截稿日期：2012 年 11 月 8 日

1. 社论

由于ECB宣布愿意购买主权债券，以消除欧元“兑换风险”，因此，解决欧洲危机的路线图已重新制订。金融市场压力大幅缓解，可能造成GDP大幅下滑的尾部风险出现的可能性大大降低。然而，危机远未解决，障碍仍然巨大，但ECB采取的行动打开了机会窗口，为实施欧洲选择的解决其结构问题的战略提供了更大余地。

这项“德国”战略仍基于三个支柱。主要支柱是严重失衡的国家（主要是财政和对外领域）一方面继续完成其财政整顿，以降低赤字和稳定国债负担率；另一方面完成结构改革，以提高其竞争力和增长潜力，这使其有别于美国和英国采取的更加融通的战略。迄今为止，周边国家实行的改革非常重要，特别是在劳动力市场领域，自2010年以来，发达经济体做出的财政努力是前所未有的，尽管这些总体财政目标未能严格遵循。减缓某些财政整顿以及关注结构赤字目标而非总体目标的想法似乎是合理的，前者已在意大利、葡萄牙、希腊和西班牙等国实行，使得源自周期性因素的过量赤字不应抵消。

该战略的第二个支柱是将导致银行和财政一体化的欧洲机构改革，这被认为是货币联盟的必要补充。最近几个月，在对银行系统的共同监管方面取得一些进展，它将于2013年底实施。然而，银行联盟的其它方面几乎没有什么消息（如解决危机或存款保险的实体）。在财政联盟方面，自今年初需要各国平稳其结构赤字的《财政协定》签订以来，一直未取得突破性进展。最近的欧洲峰会也没有取得更大进展，因此，预计12月峰会将出台一项更实质性的计划。然而，德国缺乏提前讨论国债重组的意愿（预计随着欧洲债券的引进而终结）以及法国对接受集中预算的犹豫不决预示着今年底取得决定性结果的前景欠佳。显然，在ECB 6月份采取行动后，财政压力下降使得机构改革显得不太迫切。

战略的第三个支柱聚焦于向处于危机的国家提供流动资金。从这个意义上说，10月执行的永久性紧急援助基金（ESM）得到德国宪法法院的支持。但除了ESM，ECB愿意购买主权债务（在严格条件下，旨在恢复货币政策的传导机制）可能解决两个问题：首先是市场参与者因EFSF和ESM的有限融资而遇到的流动资金问题；其次是需要国家议会批准每项新的一揽子援助计划。

总之，这项战略试图缓解周边国家进一步调整的持续压力，并提供财政支持，以应对市场的过度悲观。尽管有人会怀疑这是否是最佳战略（例如，与基于欧洲债券的更迅速一体化或与可负担国家的扩张性政策相比），但它可能是保持地区不同国家之间政治平稳的唯一途径。规划纲要见效缓慢，但需要在各个方面取得更大进展，且必须避免期间的潜在事故。关于最后一点，我们首先必须提到希腊局势，其退出欧元区 - 短期内似乎不可能 - 将对地区其它国家产生严重的传染效应；其次还要提到ECB是否会选择撤消其对那些可能寻求援助且不能满足条件国家的支持。如果发生这种情况，则欧洲可能发现其面临新的危机，且毫无办法。

尽管金融市场依然分化，但由于主权债务收益差下降而使财政压力近期缓解，这可能在一定程度上改善2013年的欧洲经济。尽管最近活动数据比预期稍差，且欧元区陷入衰退，但我们预测，新的机会窗口将使欧元区在2013年初缓慢增长，活动受到在2013年仍然强劲的全球增长支撑，特别是新兴国家，并将受益于美国近期公布的货币扩张。总之，我们认为，在2012年下降-0.5%后，欧洲将在2013年增长约0.3%。按国家来看，核心国家和周边国家的差异将仍然存在。后者将受到更加限制性的金融条件制约，并经历进一步财政整顿。

2. 社论：中央银行的大胆措施使尾端风险情景出现的可能性极低

中央银行的大胆措施已澄清了对全球经济的展望，但在避免风险方面，政策制定者仍面临挑战

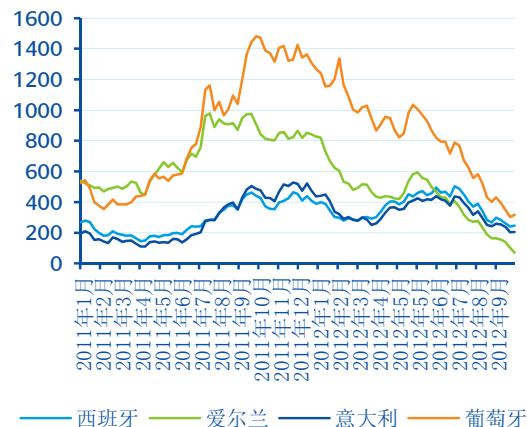
预计2013年全球经济将继续缓慢复苏，全球国内生产总值（GDP）为3.5%（2012年是3.2%，2010-2012年平均为4.1%）。之所以作出这一预测，是因为风险规避较低，而且中央银行-尤其是欧洲央行-的决定很具有影响力。尽管如此，在使这一展望可能出现严重恶化的因素中，三个因素比较突出：首先，欧洲将面临问题，不确定“市场参与者是否担心再次出现本年度上半年所出现之日益凸显的欧元崩溃风险”；第二，美国的问题是，美国依然存在之所谓的财政悬崖的威胁，即应在2013年初开始实施的削减开支和占国内生产总值（GDP）4%的税负增加一揽子计划，其将可能把美国的经济拉回衰退状态；第三，如果中国对原材料的需求降低，那么新兴经济体国家经济增速放缓将很严重，尤其在中国和一些大宗商品导向型国家。

中央银行伸手营救，其他政策制定者应该顺势而行

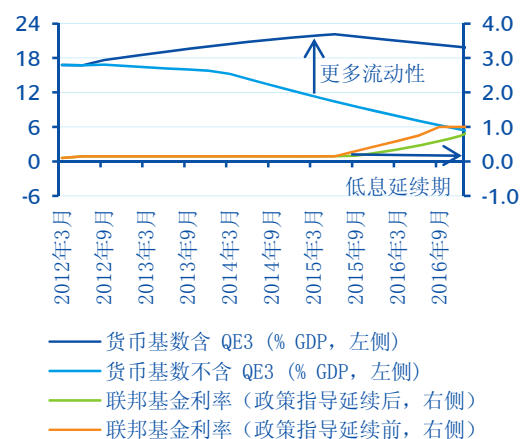
在全球经济存在高度不稳定性和威胁的背景下，在过去几个月时间内，全球各个当局-尤其是欧元区和美国中央银行-已采取了重要措施。这些大胆的措施使全球经济免于陷入类似2008年全球金融状况类的全球系统性事件。欧元区央行和美国央行均建立了通往新制度环境的桥梁，也在美国建立了实施新财政契约的桥梁；这些措施为其他政策制定者使用其操作空间铺平了道路；但是，因为受限制的不同，美联储的措施比欧洲央行的要更为开放：欧洲必须实现严格的财政目标，而美国的目的在于改善劳动力市场。

“不计代价”

如第3章所述，当ECB总裁 Mario Draghi 在7月底宣布实行新的债券购买计划时（直接货币交易或OMT），机构采取了坚决措施，以结束欧洲债务危机。在某些条件下（参见我们9月《ECB观察》，以了解更多详细信息），ECB可能干预二级市场。ECB的行动发生在6月欧元区峰会之后，各国领导在此次峰会上就加强货币联盟达成一些协议：向单一银行监管迈进的广阔路线图、涵盖财政问题和增长支持措施的远景规划。Draghi公告背后的逻辑是显而易见的。由于市场受到欧元区解体担忧的部分影响（图1），在严重金融分化的情况下，损害了ECB的权威，因此，一些周边国家债券收益有所提高。由于这是“不可接受的”，ECB已承诺，在“严格和有效的制约条件下”，从那些向欧洲基金（欧洲金融稳定基金和欧洲稳定机制）寻求财政援助的国家购买无限数量的主权债券。在当前情况下，在财政制约条件下最后贷款者的存在消除了对欧元可逆性的担忧。

图 1
欧元区国家金融压力指数¹

来源：BBVA 研究部

图 2
QE3 及其延伸政策导向

来源：BBVA 研究部

“…只要有需要…”

美国经济增长速度持续低走，失业率继续持高，且受欧洲不稳定环境的影响，在这样的情况下，“如何将美国巨大的赤字降低”这一选举前的困局对美国而言是最需要解决的问题。在此背景下，美联储没有犹豫。首先，根据其“前行指导政策”，美联储宣布其将至少在2015年中期之前保持其当前利率不变。第二，为了支撑增长和就业的复苏，美联储宣布实施新一轮量化宽松政策。

此次之进一步的货币宽松政策与以往几轮不同。首先，为了改善家庭财政状况，美联储将购买按揭抵押证券（MBS），而非国库券。第二，美联储将在相当长一段时期内实施上述政策，即便是在“经济复苏状况得到改善”且“劳动力市场出现巨大改善”之后仍将如此，换言之，美联储在“经济增长开始增加”的时候仍将继续购买按揭抵押证券（MBS）（更多细节请参阅

http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/120913_FedWatchEEUU_169_tcm348-357366.pdf之美联储展望）。

在我们看来，美联储通过实施第三次量化宽松并延期政策指导，购买了一份防范“财政悬崖”的保险，但其若不和财政措施一起实行的话，并不能保证万无一失。在我们的基准情景中，为避免“自动开支削减和税负增加之完整一揽子计划的实施”，将会达成一个协议。但是，我们仍然认为会出现某种形式之“降低经济增速”的财政整合。为避免在2013年倒退到衰退状态，美联储用第三轮量化宽松和政策指导给美国经济提供了其所需的推动作用。事实上，根据我们的估计，货币宽松政策对2013年国内生产总值（GDP）将仅仅产生百分之零点的贡献，但从2014年开始，其影响将变得更为显著。对通货膨胀的影响将比较小，且影响出现的时间将被延迟（见本报告第三章）。尽管如此，在我们看来，美联储对较高通货膨胀率的忍耐度将取决于经济增速和劳动力市场的改善状况。

第三轮量化宽松的潜在影响不仅仅限于美国经济。正如前期方案所示，前期方案促进资金流入了新兴经济体国家，降低了新兴经济体国家的风险溢价，并降低了其融资成本，推进了信贷有效性和经济增速，当然也抬高了这些国家的通货膨胀。我们的预计显示，由于新兴经济体国家的风险溢价和资本流入的相对变化，第三轮量化宽松（加之德拉吉的影响）所产生的

¹ BBVA研究之金融压力指数（FSI）是一个综合指标，其概述了以下因素动态：风险对策（五年期信用违约掉期、非金融公司信用违约掉期和金融债务）、波动性（股票、利率和汇率）和流动性压力（银行同业利率和三个月期无风险资产之间的价差）。

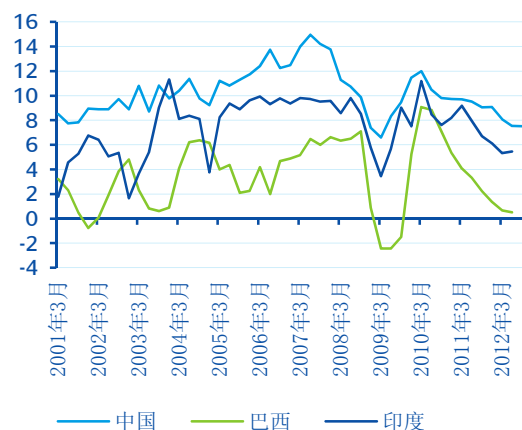
影响将低于第一轮量化宽松。无论如何，其所产生的影响将取决于国内政策对资本流入的反应措施。

中央银行的反应不足以使全球经济恢复到稳定增长状态

也许全球经济增长速度没有下降至过去30年的最低水平（2009年大衰退除外），但其低速增长的环境依然存在。鉴于当前的去杠杆化环境，我们可以预料，发达经济体自从2011年就失去了增长势头。近期，新兴经济体国家也受到影响。鉴于此，贸易渠道在降低出口和国内生产总值（GDP）增长方面影响巨大（见表格3）。

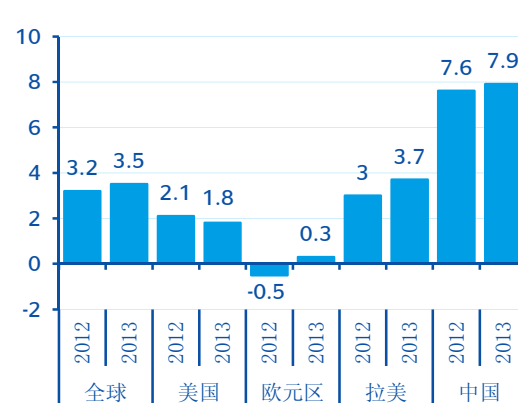
当然，三个最大新兴经济体国家的情况即是如此。巴西经济在本年度上半年就陷入止步不前的状态；印度在第一季度和第二季度的国内生产总值（GDP）年度增长分别是5.3%和5.5%，是2009年以来的最低速度；尽管中国近期的数据显示其经济将会出现回升，但其第三季度的经济增长率是7.4%，为2009年以来的最低速度。

图 3
新兴经济体：GDP 增长率（年度变化）



来源：BBVA 研究部和 Haver

图 4
GDP 增长率



(*) 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和委内瑞拉
来源：BBVA 研究部和 IMF

尽管如此，美国中央银行和欧元区中央银行所采取的措施正在从某种程度上消除了一些疑问，并改善了对经济的预期展望。在我们的基线情景中，欧元区经济很可能在进入2013年时获得增长势头。尽管欧元区国内生产总值（GDP）将在2012年出现负增长（-0.5%），但其在2013年将出现小幅回升（+0.3%）。我们对美国的预期保持不变：即美国经济在2012年和2013年的增长将是2%左右。与“我们十月份的情景中之主要的下行修正”相一致的国家是中国（2012年-0.2 pp，2013年-0.4 pp）-尽管由于“预期政策刺激”部分地缓和了其下滑趋势，中国在2012年和2013年的增长率均将保持在接近8%的水平上。其他新兴经济体国家将会填补上述三个主要新兴经济体国家的下行趋势：对拉丁美洲经济增长的预期展望是其在2013年将出现小幅回升，2013年，这一地区的经济增长率将从2012年度的3%上升至3.7%。

3. 在解决欧元区危机方面取得的进展

夏季时的较高财政压力和市场分化

在第三季度初，金融市场变得紧张，特别是欧洲债务市场。市场情况恶化背后的主要因素仍然是主权风险，这一情况主要聚焦于西班牙和意大利，欧洲核心国家和周边国家之间的分歧越来越大。西班牙和意大利的主权债务利率高于被援助国家的高峰水平，而核心国家在短曲线段出现负增长。不仅德国成为安全资产场所，而且来自法国或比利时等国的债务也取得这一地位。其它市场也感受到了财政压力。随着银行CDS提高，银行和主权风险之间的反馈环再次变得明显。同样，银行间市场不能正常运转以及周边国家的资金外流造成这些国家寻求ECB融资的需求增多。

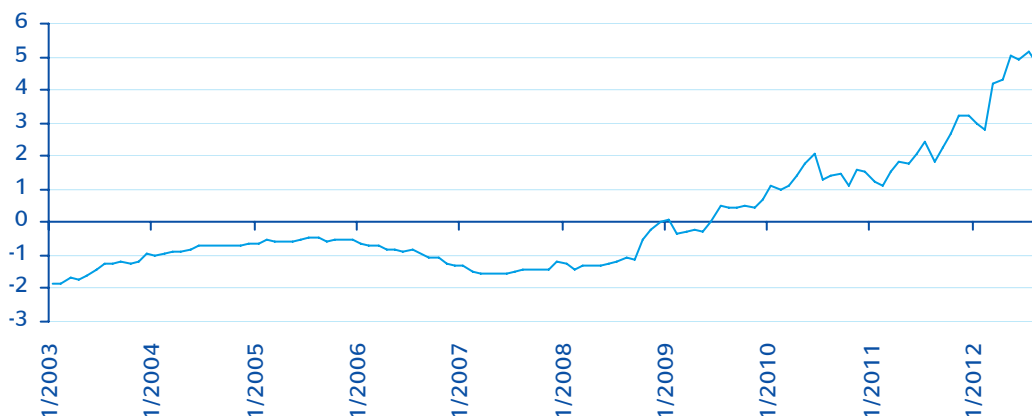
欧元体系TARGET 2头寸的提高清楚地表明了欧元区的高度财政分化。周边国家债务远高于基本层面认为合理的高利率水平表明，市场不仅低估了主权风险，而且还低估了可兑换风险。

ECB 准备购买主权债务意味着危机解决的前景出现基本性变化

在此情景下，ECB做出两项决定。首先，在7月份，鉴于活动下滑风险增大，它将官方利率从1%降至0.75%，前者是之前的利率下限，保持+ - 75 bp的边际利率和存款利率通道不变，将存款利率定为0%。这是使核心国家短期利率下调压力增大的因素之一。其次且更重要的是，它宣布一项新的（有条件）3年期债券购买计划OMT，这明显是ECB对解决欧洲危机方式的转折点。这是因为两个原因：首先，ECB公开承认，市场低估了可兑换风险，加剧了市场分化（图5），从而阻碍了货币政策的传导机制。其次，因为该计划必须向欧元区主权国家提供无限流动资金支持，这与欧洲紧急援助基金不同（过渡的EFSF或永久性的ESM），后者金额有限且受到市场质疑，认为不足以解决债务危机。由于两个原因，ECB公告是一个非常好的消息。

尽管出现积极消息，但ECB计划仍引起一些疑虑。它是有条件干预，也就是说，它需向ESM/EFSF提出援助请求（即预防性强化条件线或ECCL+），其维持也需满足根据本援助计划议定的条件。此外，干预仅限于曲线短端。

图5
欧元区金融分化的复合式衡量



* 分量：(i) 对公司和家庭的银行贷款率跨国差异系数（平均），(ii) Target 2 结存盈余，(iii) 欧元体系提供的流动资金总额占银行资产的份额，(iv) 欧元区国家 2 年期政府债券收益的四分位数间距。要综合这些不同指标，我们计算每个指标的 Z 分数，然后估算这些 Z 分数的第一个主分量。来源：BBVA Research

对 ECB 公告的市场反应是有利的，融资条件得到改善

无论如何，纯粹公告效应足以降低尾部风险出现的可能性，并解决金融市场压力问题（图1）。周边国家的负债率已大幅下降，2年期债券降至300 bp，10年期债券降至200 bp。同样，周边国家的主权和银行CDS也在缩小，表明违约可能性下降。核心国家也发现进行了校正，上调了利率，尽管它们仍处于低水平。然而，在ECB公告促使市场出现大规模初始改善后，最近局势稳定，如果没有新的触发因素，则不可能进一步改善。

尽管仍在初期，但与公共和私营部门融资能力有关的信号也是积极的（银行和非银行）。对于后者，在最近两个月，已观察到银行和公司经济部门证券发行市场部分重新开放。因此，尽管融资成本较高且发行期仍较短，但在证券发行市场，已开始出现轻微正常化的信号。无论如何，尽管财政压力下降和市场重新开放是好消息，但要恢复市场正常化和降低当前高水平的市场分化，仍有很长的路要走。

ECB 的行动必须在其它方面取得进展：周边国家更大融合以及降低失衡

ECB的决定是对金融市场较大压力局势的响应，只有在6月底的欧盟峰会上就更大程度财政和银行一体化取得进一步进展达成一致后才会发生。ECB的计划必须被理解为朝着欧洲更大程度一体化和降低失衡以处理欧洲债务危机的一个机会窗口。在这个方面，ECB的行动是一个必要条件，而非充分条件，因此，它必须得到其它方面进展的支持。

夏季之后，在这个方面已取得一些进展。一方面，在所有成员国批准后，ESM已于10月推出，特别是德国，宪法法院的批准悬而未决，直到9月初才批准。新的欧洲援助基金将在有限期内与以前的基金(EFSF)共存，这将增加可用于新干预的资源（除已承诺的外，高达5000亿欧元），并具有较大灵活性，因为ESM可干预初级和二级主权债务市场。所有这些决定是在前几次峰会上做出的。

其次，尽管进展缓慢，但10月峰会已在更大程度的财政和银行一体化方面采取了一些措施。在财政联盟方面，已取得大幅进展。过去广泛讨论的公债通过欧洲债券或类似机制（欧洲票据或一些德国经济学家提出的债务折旧基金）的可能共担并未在官方声明中提及，也从政客们的近期声明中消失，即使作为财政联盟最后阶段中的可能性，尽管不一定排除它会重新出现在12月峰会前的讨论中。债务共担将与通过对国家预算具有否决权的欧洲委员会委员的集中财政纪律相对应，它是德国财政部长峰会前的一项提议，但没有出现在声明中，同时法国等国是否会接受此提议存有疑问。

在银行方面，欧洲领导人在6月就拥有ESM基金的银行直接资本结构重组达成一致，这将打破影响财政部门较弱国家的主权-银行反馈环，特别是爱尔兰和西班牙。然而，最近一些核心国家对其实施提出疑虑，在10月份，在新的共同银行监管机制推出后，直接资本结构重组显然会发生。然而，在1月份前不会公布日程表，因此，新监管机构将到2013年底才可能运转。在未来几个月，关于银行联盟的其它问题也应解决，尽管关于其范围仍存在分歧。在四个潜在一体化领域（联合监管、共同法规、共同银行解体契约和泛欧洲存款保证基金），进展最大的讨论与新的银行监管机制有关。ECB将发挥决定性作用，尽管尚未就如何发挥国家监管机构的作用达成一致。当局还应就其它问题达成一致，如欧元区以外国家的代表和投票权、ECB在监管机制下对欧洲机构的责任以及欧洲银行管理局的最终地位。关于银行和存款共同保证基金的决议尚未达成一致，谈判似乎不会很快取得成果。

尽管取得进展，但风险依然存在：希腊局势 ...

尽管已取得进展，但许多不确定性仍未完全消除。一方面，希腊的危机局势得到改善，至少在短期内，希腊不会离开欧元区，但希腊的基本面仍然脆弱。

新希腊政府已为未来两年制定了一个价值135亿欧元的一揽子财政措施计划，该计划将被议会批准；同时，希腊还在为向更灵活的劳动力市场迈进而采取进一步措施，这也是三驾马车要求的。作为回报，欧盟可能将希腊实现将公共赤字降至3%以下的目标延期两年（直到2016年）。这将产生新的融资需求，目前尚不清楚需求将如何得到满足。原则上，官方债务重组（特别是ECB和EFSF）似乎在短期内不会得到批准，尽管利率条件可能软化，债务可能在二级市场上被赎回，或希腊可能增加发行短期债务。

... 和 ECB 条件制约

另一个不确定性来源与ESM和ECB在西班牙或意大利寻求财政援助时向其提出的制约条件有关，特别是如果制约条件未严格执行将会发生什么。ECB总裁称，中央银行将停止其债务购买，但这可能引起对欧元不可逆转的新疑虑。这非常重要，因为鉴于在过去两年积累的税收疲劳以及这些经济体的衰退前景，不能排除一些欧元区周边国家的财政目标将符合后者。西班牙就是这种情况，其政府承诺在2012年将赤字降低1.8个百分点，2013年降低1.3个百分点（不包括银行支持），鉴于周期性恶化，这意味着西班牙将做出更大财政努力。我们预测，除非采取进一步税收措施，西班牙将无法实现这些目标。同样，如果周边国家实行新的财政整顿计划，则衰退可能恶化，如果财政乘数大于预期，则这些目标将更难于实现。

表 1
欧元区财政透视

		2010	2011	2012	2013	评论
德国						
财政赤字目标	占 GDP 百分比	-4,1	-0,8	-0,5	-0,5	1.
BBVA 预测				-0,4	-0,4	
利息支付		-2,5	-2,5	-2,3	-2,2	2.
周期性		-0,7	0,2	-0,1	-0,3	
经周期性调整后利息		-0,9	1,6	2,1	2,1	
结构调整			2,5	0,3	-0,1	
政府债务		82,5	80,5	83,3	81,2	3.
中央预算执行 (YTD)	bn €	-34,5	-26,2	12 年 9 月止		4.
	占 GDP 百分比	-1,3	-1,0			

**法国**

财政赤字目标	占 GDP 百分比	-7,1	-5,2	-4,5	-3,0	1.
BBVA 预测				-4,6	-3,3	
利息支付		-2,4	-2,6	-2,6	-2,7	2.
周期性		-1,3	-1,1	-1,6	-2,0	
经周期性调整后利息		-3,3	-1,4	-0,4	1,3	
结构调整			2,1	1,0	1,8	
政府债务		82,3	86,0	90,6	92,4	3.
中央预算执行 (YTD)	bn €	-102,8	-97,7	12 年 8 月止		4.
	占 GDP 百分比	-5,1	-4,8			



续下页

表 1
欧元区财政透视

		2010	2011	2012	2013	评论
意大利						
财政赤字目标	占 GDP 百分比	-4,3	-3,8	-1,7	-0,5	1. 在 10 月份, 由于较差的经济活动表现, 2012 年和 2013 年的目标被分别从-1.7%和-0.5%修正至-2.6%和-1.7%。我们估计, 2013 年的目标实现仍有小差距。
12 年 9 月修改值				-2,6	-1,7	
BBVA 预测				-2,6	-1,9	
利息支付		-4,5	-4,8	-5,4	-5,8	2. 7 月公布的附加措施呈现积极影响, 与去年相比, 平衡得到改善。但 2013 年的大部分措施包括从 7 月起提高 VAT 1 百分点。较低收入者的个人所得税将降低 1 百分点。在支出方面, 对健康预算实行更多控制, 2013-14 年公共劳工合同冻结, 没有新购住宅地产, 没有购买或租借车辆, 计算机咨询受限, 以及家居支出和高效利用公共照明。
周期性		-0,8	-0,6	-1,5	-1,8	
经周期性调整后利息		0,9	1,6	4,2	5,7	
结构调整			1,1	3,2	1,9	3. 部分由于对 EFSF/ESM 基金捐款以及银行资本结构重组, 债务预计将增长 7 个百分点 GDP, 尽管意大利政府预计将在国家和次国家层面出售一些公共资产, 收益将用于清偿公共债务。
政府债务		119,2	120,7	127,3	131,6	
中央预算执行 (YTD)	bn €	-60,9	-57,9	12 年 10 月止		
	占 GDP 百分比	-3,9	-3,6	4.		4. 10 月份预算执行的最新数据令人失望, 部分原因是 对希腊援助一揽子计划的捐款。尽管 9 月初公布的部分措施将在年底执行, 但最新数据使得不能实现目标的风险增大。

**西班牙**

财政赤字目标	占 GDP 百分比	-9,7	-9,4	-6,3	-4,5	1. 尽管做出巨大财政努力, 但由于经济活动下滑以及主权债务压力, 2012 年赤字将高于目标近 1 pp。与 2012 年目标的偏差使得实现 2013 年目标的可能性降低。
BBVA 预测				-7,2	-5,9	
利息支付		-1,9	-2,5	-3,1	-3,5	
周期性		-0,9	-1,0	-1,8	-1,8	2. 在 8 月初, 政府提出 2012 2H-2014 年的双年计划, 储蓄计划达到 1000 亿欧元。措施包括将一般增值税提高 3pp, 从 18%增至 21%, 降低 2 pp, 降至 10%, 将低端的部分产品重新分类为一般。进一步降低公务员工资。
经周期性调整后利息		-6,8	-6,0	-2,3	-0,6	
结构调整			1,3	4,4	2,1	
政府债务		61,5	69,3	85,2	91,4	3.
中央预算执行 (YTD)	bn €	-37,6	-46,2	12 年 10 月止		4.
	占 GDP 百分比	-3,5	-4,4			

* 剔除对金融行业的援助



续下页

表 1
欧元区财政透视

		2010	2011	2012	2013	评论
希腊						
财政赤字目标	占 GDP 百分比	-10,6	-9,0	-5,4	-6,1	1.
BBVA 预测				-7,5	-5,5	
利息支付		-5,9	-7,2	-7,4	-7,4	2.
周期性		-0,3	-2,2	-3,9	-5,0	
经周期性调整后利息		-4,6	-0,1	3,8	6,8	
结构调整			5,7	4,1	3,0	
政府债务		148,3	170,6	175,5	185,0	3.
中央预算执行 (YTD)	bn €	-20,1	-12,7	12 年 9 月止		4.

**葡萄牙**

财政赤字目标	占 GDP 百分比	-7,3	-5,9	-4,5	-3,0	1.
12 年 9 月修改值				-5,0	-4,5	
BBVA 预测				-5,0	-4,5	2.
利息支付		-2,9	-4,0	-4,5	-4,7	
周期性		-0,5	-1,0	-1,5	-1,8	
经周期性调整后利息		-6,4	0,6	1,1	2,0	
结构调整			4,7	3,5	3,2	3.
政府债务		93,5	108,1	118,8	121,4	
中央预算执行 (YTD)	bn €	-6,5	-3,9	12 年 9 月止		4.
	占 GDP 百分比	-3,8	-2,4			



来源: Eurostat 年度和季度财报。2012 年 4, 5 月国家稳定增长计划文件。国家统计局和 BBVA

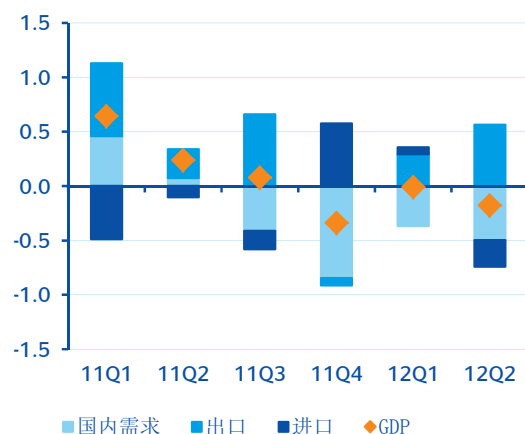
4. 欧元区经济展望

欧元区经济在第二季度萎缩…

由于金融压力增大，欧洲经济再度恶化，表现为经济活动季度环比下降0.2%，这与预期一致。欧洲未能抓住由ECB决议（2011年底和2012年初）、财政协定和ESM的进展所提供的机会。经济活动的主要拖累仍是国内需求(-0.5pp)，而净出口的增长贡献下降(+0.3pp)；虽然出口依然强劲，但进口反弹（图6）。进一步观察基本面，我们发现只有融通性货币政策为经济活动提供了支撑，而财政整顿过程（尽管财政状况有所改善）拖累了经济增长（图7）。

图 6

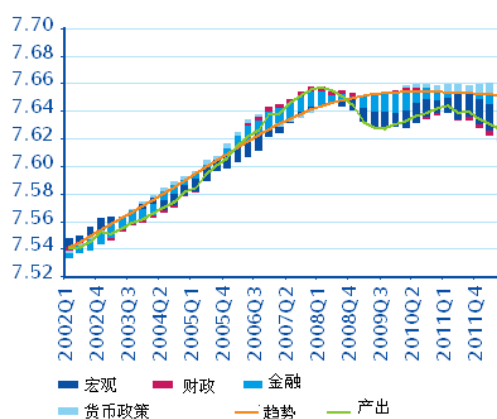
欧元区：经济信心（标准化）



来源: Eurostat 和 BBVA Research

图 7

欧元区：产出，趋势与震荡



来源: BBVA Research

第二季度欧元区危机的恶化明显影响了所有成员国，尽管方式不同。北欧国家设法避免了衰退，德国增长减缓（+0.3% q/q，Q1为+0.5% q/q），法国陷入停滞。相反，周边国家的经济活动继续受到财政调整和融资问题的不利影响，葡萄牙GDP骤降(-1.2% q/q)，而意大利(-0.8% q/q)和西班牙(-0.4% q/q)的经济活动以年初的速度萎缩。

…促使欧洲和各国机构有所反应

6月底的欧盟峰会是在衰退重现和金融压力增大的情况下召开的。然而，其结果 - 银行联盟措施、单一监管机构、利用ESM进行银行资本结构重组的可能性以及支持西班牙重组银行系统 - 未能阻止欧元区危机的再度出现。ECB购买债务的公告是令振奋市场，有助于消除对欧元解体的担忧，将促使第三季度金融压力下降，其效果将会在9月份被更深刻地感受到。此外，德国最终为ESM放了绿灯。

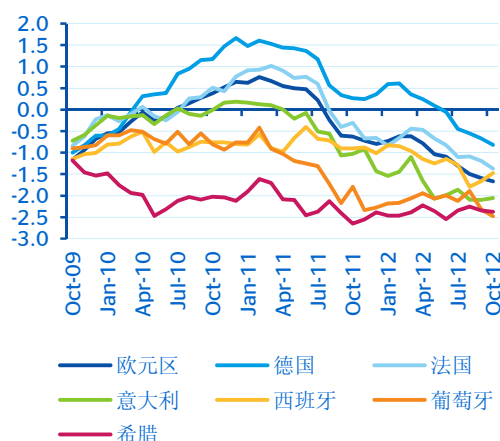
危机恶化主要造成信心下降…

然而，上述情况尚未反映在经济指标中，特别是市场信心。第三季度PMI调查数据和欧洲委员会(EC)的数据令人失望，因为它们呈现明显萎缩且预示着欧元区GDP降幅可能增大。尽管如此，调查还呈现一些差异：虽然PMIs似乎表明经济活动已触底，但EC调查仍呈现明显下降趋势（图8）。

… 而硬数据表明，前景在一定程度上有所改观

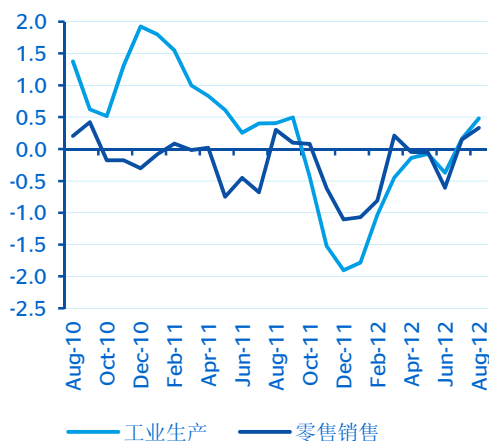
7月和8月工业生产提高，尽管目前如果判定该部门复苏尚为时过早，特别是当国内外工业订单继续下降时，因此，这并不表明复苏将很快在未来几个月获得推动。无论如何，提高产量可通过现有产能轻松实现，从而表明它并未反映在投资增长上。此外，从第二季度末到8月，零售额实际上仍陷入停滞，停止了该季度的下滑，表明家庭支出比上个季度更具有弹性，尽管劳动力市场持续恶化（失业率增长约0.2pp，达到11.4%）（图9）。

图8
欧洲经济信心（标准化）



来源: European Commission 和 BBVA Research

图9
欧元区：截止8月硬数据（3个月移动平均）



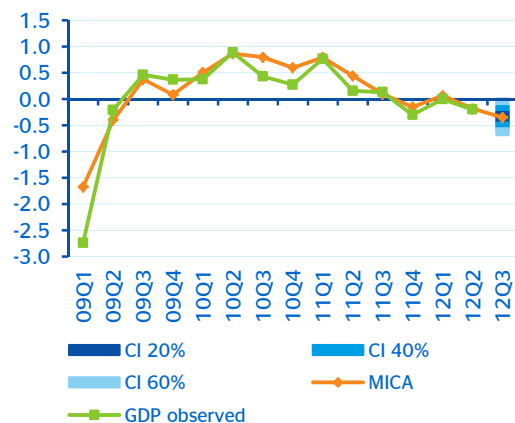
来源: Eurostat 和 BBVA Research

受国内需求以及对外部门较小贡献的拖累，第三季度 GDP 可能进一步下降

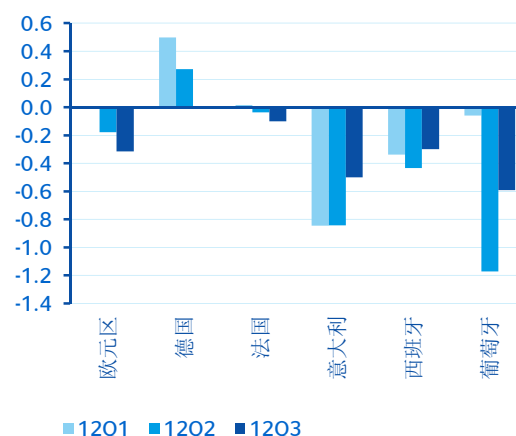
因此，由于正在进行的财政调整过程将造成公共消费下降，国内需求预计将继续拖累第三季度的经济增长。从各国来看，主要由于周边国家正在进行的财政调整，欧洲周边国家和核心国家之间的国内需求趋势差异预计会持续。

因此，欧洲经济的主要增长推动因素仍是净出口。具体来说，截止8月，欧元区出口以强劲速度增长（Q2 1.4% q/q），而与国内需求趋势表明的情况相比，进口在一定程度上更具有弹性（Q2 0.4% q/q），表明净出口的积极贡献也可能在第三季度下降（Q2贡献0.3pp）。从各国来看，净出口支持对于补偿国内需求下降是决定性的，主要是周边国家，而德国经济继续受益于仍然强劲增长的新兴经济体。

总之，鉴于这些发展变化，我们的短期模型(MICA-BBVA)表明，欧元区GDP将在第三季度萎缩0.3% q/q（图10）。从各国来看，我们的预测表明，德国经济陷入停滞，而法国经济萎缩了约 -0.1% q/q。此外，西班牙和意大利经济仍陷入衰退，西班牙经济萎缩-0.3% q/q，与第二季度类似，意大利GDP降幅略为缩小(-0.5% q/q)（图11）。

图 10
欧元区: MICA 和 GDP 观察值 (季度)

来源: Eurostat 和 BBVA Research

图 11
各国 GDP 增长率

来源: Eurostat 和 BBVA Research

尽管信息非常有限，但在今年剩余时间，衰退将继续

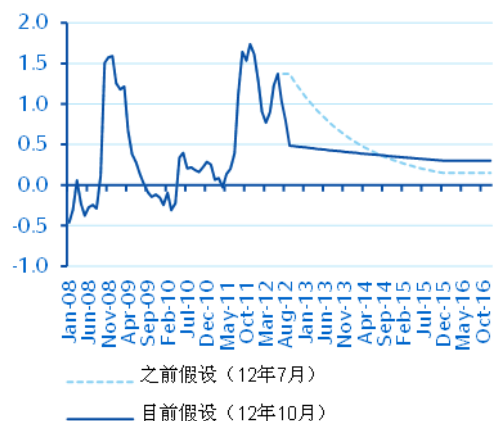
第四季度可用信息非常有限，仅包括来自 PMI 调查和 EC 的 10 月信心数据。然而，这些数据差于预期，表明经济可能在今年最后一个季度萎缩，速度与第三季度类似。这在一定程度上降低了对年底经济萎缩减弱的预期(-0.1% q/q)，尽管要得出任何可靠的结论尚为时过早。从各国来看，9 月和 10 月数据加剧了对最坏危机能否出现的担忧，因为周边局势似乎严重影响着法国和德国，特别是前者。

欧元解体担忧已在很大程度上消除，尽管增长疲软继续影响着短期

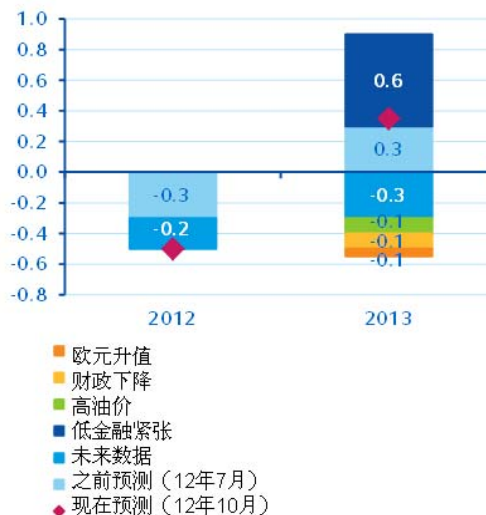
周边危机恶化促使欧洲和各国做出决定，尤其是周边国家。ECB 关于其准备购买主权债务的公告以及合格担保品的扩大是令人惊喜的积极因素，因为它降低了货币联盟解体的风险。ECB 的计划已反映在金融压力的缓解上，令人意外的是其影响比我们以前假设的更大。因此，这一决定不仅是控制危机的关键因素，而且是我们预测修正的重要因素。

我们对今年剩余时间和明年的宏观经济的预测主要取决于欧元区危机如何控制。具体来说，我们假设，西班牙将在年底前启动 ECB 债务购买计划，意大利可能在不久后跟从，这种可能性较高。因此，尽管可能出现执行问题，但随着货币联盟解体风险大大降低，两国的风险溢价将继续缓慢下降。然而，在 ESM 不干预初级市场的情况下，这些风险溢价可能在中期与公共债务的可持续性相兼容，这意味着两国将保持其投资级的评级。我们还假设，两国将遵守其财政承诺，或将被准予延长实现承诺的时间。后者还可能出现在希腊，它将留在货币联盟内。我们最后假设，首先，近期关于财政监管的讨论不会严重影响 6 月达成的协议，其次，银行直接资本结构重组将在明年被批准，从而打破主权和银行债务之间的恶性循环。这些决定和第三季度的经济发展使我们微幅下调了对今年的增长预测，并保持对明年预测不变。

尽管我们以前预测设想第三季度财政压力将继续增大，这与第二季度类似，但对经济活动的负面影响似乎高于三个月前的估计（如上所述）（图 12）。2012 年下半年欧元区预期衰退的恶化和延期将对 2012 年年均增长率造成 -0.2pp 的负面影响，并对 2013 年造成约 -0.3pp 的滞后效应。

图 12
欧元区: 金融压力指数

来源: BBVA Research

图13
欧元区: 年 GDP 增长和因素

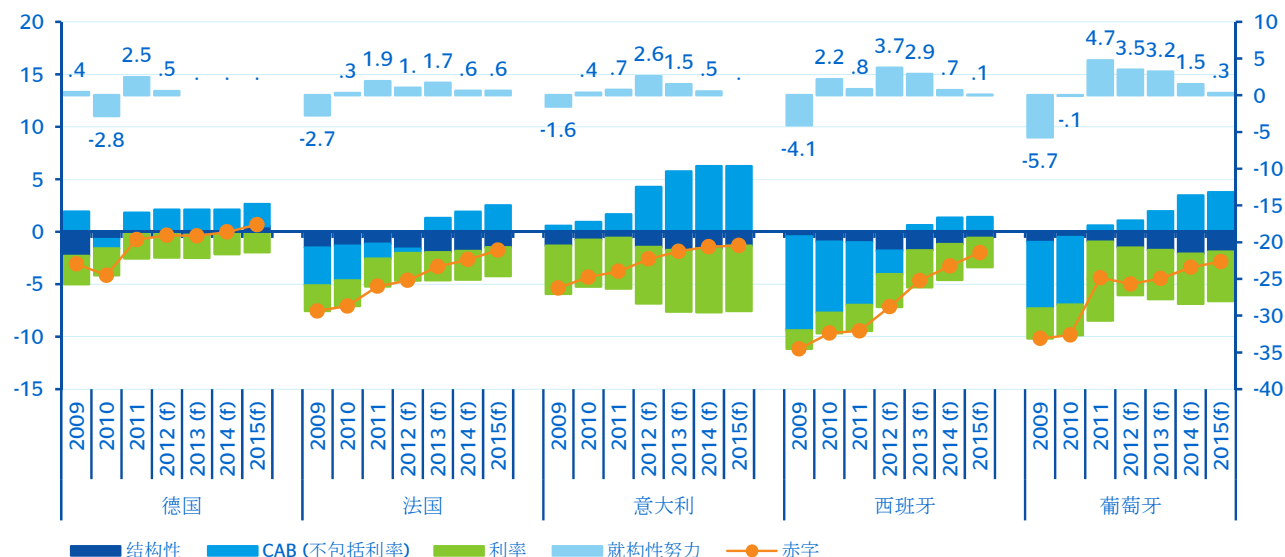
来源: BBVA Research

我们假设的主要变化与未来几个季度的财政压力趋势有关，因为它们处于低于三个月前预测的水平；我们预计，在预测期内，它们将继续缓慢下降。根据我们的模型，假设将对2012年剩余时间的经济活动造成非常有限的影响，但对2013年的GDP将产生约+0.6pp的积极影响（图13）。

ECB关于债务购买计划的公告以及关于当前利率水平仍是合适的消息已反映在欧元的升值中，升值幅度在一定程度上比以前预测更高。我们的模型估计，升值以及全球需求下降可能造成2013年经济活动下降约-0.1%pp。商品价格，特别是石油，在第三季度再次增长，相比之下，我们预测它们会下降，现在它们预计会在预测期内继续增长，这意味着它们将增高约20%，因此，它们可能使明年的GDP增长率再下降-0.1%pp。

最后，财政整顿过程将继续抑制增长，因此，我们的假设与三个月前基本一致。各国政府（主要是周边国家和法国）准备再次出台一系列措施，以实现它们在欧洲承诺的目标，并弥补因经济前景恶化而造成的偏差（图14）。特别是周边国家已加大了财政努力，而德国等其它国家的调整现在应小于预期，因为它们实际上呈现平衡预算（表1）。因此，我们的估计预示着，新的财政措施可能对2013年经济增长造成约0.1%pp的负面影响。

图 14
泛政府赤字分解和结构性调整 (占 GDP)



来源: Eurostat 和 BBVA Research

2012 年轻微衰退，2013 年经济陷入停滞

在2012年，所有上述情况使得我们之前对欧元区GDP萎缩的估计下调了-0.2pp，达到-0.5%，这与第三季度经济数据恶化的表现是一致的（-0.3% q/q），尽管下降可能已触底，今年最后一个季度的经济活动萎缩幅度较小(-0.1% q/q)。

在2013年，金融压力缓解以及对欧元解体的担忧下降实际上抵消了其它增长推动因素的负面影响。因此，我们保持预测不变，即全年GDP将以较低的0.3%速率增长。然而，明年衰退的可能性仍较高，约为35%。

国内需求将继续抑制增长，尽管融资成本下降和信心提高将缩小降幅

2012年全年经济活动萎缩将部分由国内需求的表现决定（图15）。受到自危机开始以来家庭可支配收入下降的影响（约2%），全年个人消费将大幅萎缩(-1%)，收入下降的原因是限制工资增长以及税收和通胀升高。

此外，劳动力市场持续恶化（自2008年中期以来近4pp）以及解决欧洲危机的不确定性增大再次造成消费者信心下降，这仅稍高于2009年衰退时的最低水平。这将造成储蓄增长以及支出下降，尽管利率较低。其它因素是家庭去杠杆化的需要，主要是周边国家。

受到个人消费骤降和全球需求下滑的影响，2012年投资也将大幅萎缩(-3.6%)。尽管工业生产似乎正开始复苏，但产能过剩和公司利润下降将抑制对投资的积极影响。暗淡的经济前景显著影响公司对未来需求的预期，从而对库存造成负面影响。

总之，个人消费预计将在2013年陷入停滞，而投资将再次萎缩，尽管下滑速率将大大降低。

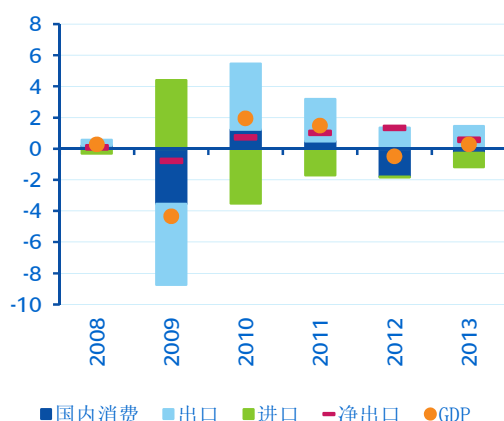
为保证公共财政的可持续性，财政政策的有限空间将最终使公共消费向顺周期方向发展。我们的预测估计，2012年公共消费将适度萎缩，2013年预测降幅更大。因此，欧元区公共赤字将在2012年下降0.9pp，在2013年下降0.7pp，分别达到-3.2%和-2.5% GDP，公共债务在2012年增至GDP的89.5%，2013年增至90.6%。

净出口将部分弥补未来几个季度的经济活动下滑

总之，出口仍是增长的主要推动因素，尽管由于全球经济较低的预期增长率以及欧元走强，出口将在2012年明显减缓。进口似乎没有明显反映在国内需求的急剧萎缩中，但它在2012年将实际陷入停滞，使得净出口(+1.3pp)产生较大积极贡献，这将部分抵消国内需求的负贡献(-1.8%)。在2013年，外部需求将继续对增长做出积极贡献，尽管幅度较小(+0.5pp)，这将足以抵消国内需求的负贡献(-0.3pp)。

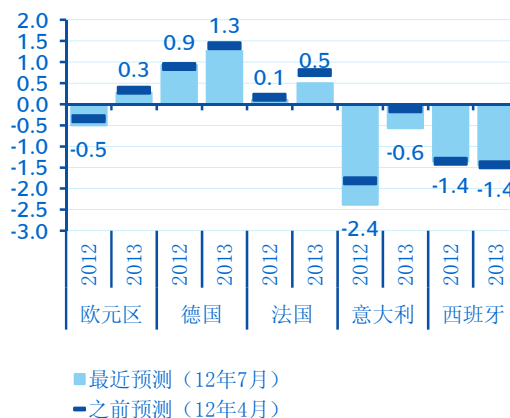
在此背景下，我们的预测表明，劳动力市场将在未来几个季度持续恶化，失业率在2012年升至11.4%，2013年升至11.8%。

图 15
欧元区：年度对增长贡献（百分比）



来源：Eurostat 和 BBVA Research

图 16
欧元区：各国增长预测



来源：BBVA Research

核心国家依然脆弱，周边国家仍处于明显衰退中

第二和第三季度欧洲危机的恶化反映在对整个欧元区的不利影响上，尽管各国之间有着明显差异，这种情况将在未来几个季度持续。在2012年，核心欧洲国家的经济增长将大大减缓，但增长率仍然为正（德国0.9%，法国仅0.1%），而周边国家的GDP将大幅下降（意大利将下降-2.4%，西班牙-1.4%，葡萄牙-2.8%）（图16）。这种差异主要是由周边国家将进行的宏观经济调整造成的，它将严重影响国内需求部分。相反，净出口将为所有成员国提供全面支持。

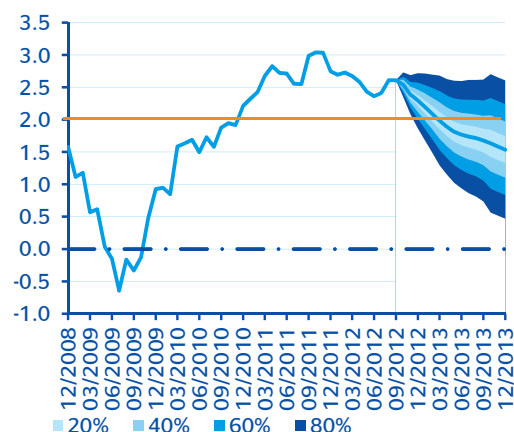
总之，对欧元区在2013年开始复苏的预测并不适用于所有国家。尽管在尝试解决欧洲层面的机构问题，但周边国家必须继续校正累积的经济失衡。因此，我们认为中欧和北欧国家的复苏将有所增强，尽管缓慢（德国1.3%，法国0.5%），而周边国家仍陷入衰退（意大利-0.6%，西班牙-1.4%，葡萄牙-0.7%）（图16）。

通胀在今年剩余时间仍保持在 2.4%...

在高于前三个月的油价预期以及增加税收的推动下，欧元区通胀在第三季度有所升高，高于预期。特别是在8月份升高后（+0.2pp），鉴于波动性较大的部门的通胀被下降的核心通胀（-0.1pp，达到1.6% y/y）所抵消，通胀在9月稳定在2.6% y/y。能源价格是我们对整个第三季度预期意外上调的主要原因，而核心通胀仍像预期那样稳定在1.8%。总之，目前的高通胀主要受到较高能源通胀的推动，后者约占40%（图18）。

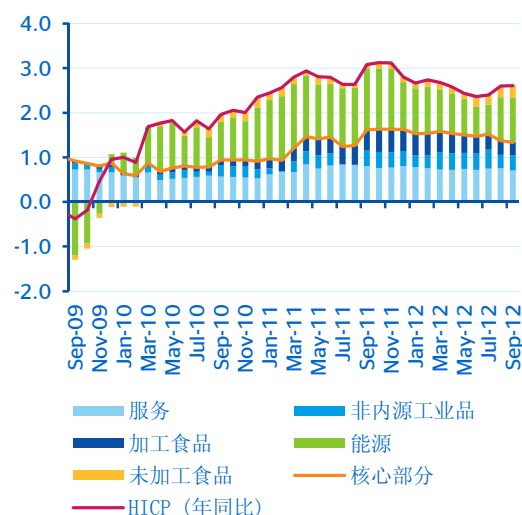
然而，截止9月的数据没有表明任何第二轮通胀效应的证据，而国内需求下降以及未来几个季度暗淡的经济前景将防止这种效应在短期或中期变成现实。在今年剩余时间内，我们预计通胀将在10月减缓，第四季度约在2.4% y/y的水平波动，而核心通胀将稳定在1.6% y/y。因此，2012年年均通胀最终将为2.5%（比我们以前估计高+0.2pp），核心通胀为1.8%（图17）。

图 17
欧元区：通胀



来源: Eurostat 和 BBVA Research

图 18
欧元区：HICPI 年度通胀率，不同元素贡献



来源: Eurostat和BBVA Research

... 但在 2013 年全年，所有成员国的通胀将下降

尽管我们小幅上调了我们的通胀前景，但我们的模型表明，通胀将在明年继续减速，总体通胀在年中时低于ECB的目标。因此，我们现在预计，2013年的年均通胀率为1.8%，表明我们以前的预测上调了+0.4pp。其中，+0.3pp源自较高的商品价格，其余+0.1pp源自增加税收，这是我们预计核心通胀率从1.4%升至1.5%的原因。

从各国来看，通胀也有巨大差异，9月份法国和德国稍高于2% y/y，而西班牙和意大利升至约3.5%。这些巨大差异的主要原因是增加税收和/或与这些国家正在实行的财政整顿有关的调控价格。无论如何，由于这些税收是临时的，2013年欧元区预期通胀减速将会发生在所有成员国。

经济活动风险仍倾向于下降

由于ECB关于出台OMT计划的公告，出现金融事故的可能性大大降低，特别是由于市场察觉的欧元解体风险已显著下降。因此，欧洲陷入深度衰退的风险可能性大大降低。然而，我们的

预测仍倾向于经济下行。具体来说，我们增长预测的下行风险源自欧洲机构和各国政府公布的经济政策措施的执行不力。

首先，如果西班牙和意大利仍决定推迟向ESM以及ECB请求援助，则周边国家主权债券收益差有跳回的风险；或核心欧元区有延迟提供资金的风险。此外，即使这些国家确实寻求了援助，但如果它们不能遵守已接受的制约条件，则可能出现严重问题，因为ECB已表明，不遵守制约条件将造成计划被撤消。尽管此类制约条件是否会严格实施尚不确定，但我们不能排除这种可能性。

此外，希腊问题尚未解决，随着改革或经济效益低于预期，过去不遵守约定的情况或将再次发生。

欧元区外部也有下滑风险，如与美国财政问题（即“财政悬崖”）有关的下滑风险变成现实。不排除新兴经济体出现高于预期的减速。

我们的通胀预测风险是平衡的。作为正在进行的财政整顿的一部分，税收可能增加，商品价格（食品和能源）的增长可能幅度更大，上调风险是存在的。然而，这被经济活动进一步下滑带来的下降风险所抵消。

欧元区成员状况：详细分析

欧元区：下半年会持续衰退，并在 2013 年经济停滞

GDP: -0.5% 2012	+0.3% 2013	HICP: +2.5% 2012	+1.8% 2013
-----------------	------------	------------------	------------

Q2 12最新官方数据：随着市场金融压力重现，欧洲经济再度恶化，表现为经济活动下降-0.2% q/q，与预期一致。对经济活动的主要拖累仍是国内需求(-0.5pp)，而净出口的增长贡献下降(+0.3pp)；出口表现则相反，继续以强劲速度增长，但进口反弹。

即将获得的Q3和Q4数据：危机恶化主要造成信心下降。第三季度PMI调查数据和欧洲委员会(EC)的数据令人失望，因为它们呈现明显萎缩且预示着欧元区GDP降幅可能增大。然而，硬数据表明，前景在一定程度上有所改观。7月和8月工业生产提高，尽管目前确认该部门复苏尚为时过早，特别是当国内外工业订单继续下降时，因此，这并不表明复苏将很快在未来几个月获得推动。无论如何，产量提高可轻松被当前的装机容量水平所满足，从而表明它并未反映在投资增长上。此外，从第二季度末到8月，零售额实际上仍陷入停滞，停止了该季度的下滑，表明家庭支出比上个季度更具有弹性，尽管劳动力市场持续恶化。因此，由于正在进行的财政调整过程将造成公共消费下降，国内需求预计将继续拖累第三季度的经济增长。欧元区经济增长的主要推动因素仍是净出口。具体来说，截止8月，出口以强劲速度增长，而与国内需求趋势表明情况相比，进口在一定程度上更具有弹性。因此，净出口的积极贡献也可能在第三季度下降。总之，我们的短期MICA-BBVA模型表明，欧元区GDP将在第三季度萎缩-0.3% q/q。第四季度可用信息非常有限，仅包括来自PMI调查和EC的10月信心数据。然而，这些数据差于预期，表明在今年剩余时间内，经济萎缩速度可能与第三季度类似。这在一定程度上降低了我们对年底经济萎缩减弱的预期(-0.1% q/q)，尽管要得出任何可靠的结论尚为时过早。

2012年和2013年展望：2012年全年经济活动萎缩将基本由国内需求表现决定，后者继续拖累增长，尽管ECB公告之后的融资成本下降以及信心提高将缓解这种影响。另外，净出口将继续在未来几个季度抑制经济活动下滑。总之，不太有利的Q3经济数据使我们调低了2012年的增长预测下调了-0.2pp，达到-0.5%。在2013年，财政压力缓解以及对欧元解体的担忧下降实际上抵消了其它增长推动因素的不良表现。因此，我们保持预测不变，即全年GDP增长率将仅为+0.3%。然而，明年衰退的可能性仍较高，约为35%。

通胀前景：

在高于前三个月的油价预期以及增加税收的推动下，欧元区通胀在第三季度有所升高，高于预期。特别是在8月份升高后（+0.2pp），鉴于波动性较大的部门的通胀被下降的核心通胀（-0.1pp，达到1.6% y/y）所抵消，通胀在9月稳定在2.6% y/y。能源价格是我们对整个第三季度预期意外上调的主要原因，而核心通胀仍像预期那样稳定在1.8%。在今年剩余时间内，我们预计通胀将在10月下降，最后一个季度约在2.4% y/y的水平徘徊，而核心通胀将稳定在1.6% y/y。因此，2012年年均通胀最终将为2.5%（比我们以前估计高+0.2pp），核心通胀为1.8%。尽管我们小幅上调了我们的通胀前景，但我们的模型表明，通胀将在明年继续减速，总体通胀在年中时低于ECB的目标。我们现在预计，2013年的年均通胀率为1.8%，表明我们以前的预测上调了+0.4pp。其中，+0.3pp源自较高的原材料价格，其余+0.1pp源自增加税收，这是我们预计核心通胀率从1.4%升至1.5%的原因。

德国：国内需求继续支持经济增长

GDP: -0.9% 2012 +1.3% 2013

HICP: +2.1% 2012 +1.8% 2013

Q2 12最新官方数据：主要由于净出口的较小贡献（0.3pp，相比之下，Q1为0.5pp），GDP增长率下降0.2pp，达到0.3% q/q，尽管下降被较小拖累的国内需求部分抵消（-0.1pp，相比之下，Q1为-0.2pp）。然而，鉴于投资连续第二季度下降（两个季度均下降约-1% q/q），特别是受到资本货物投资拉动，公共消费再次以稳定的速度增长，再加上走强的基本面，国内需求主要受到个人消费持续改善的推动。

即将获得的Q3和Q4数据：在Q2恶化后，整个Q3的信心指数进一步恶化。这表明经济活动下滑可能继续，甚至可能出现萎缩，主要受工业部门拖累远低于50点的PMIs降幅也说明了这一点，而服务业数据可能更趋向于停滞。然而，9月数据得到改善，部分抵消了前几个月的下滑。总的来说，其它调查（EC、ZEW和Ifo）的数据也表明相同趋势，鉴于它们尚未提供稳定迹象以及对未来几个季度再次恶化的预期，它们实际上更加悲观。硬指标提供了混合信号。一方面，截止8月的工业产出预计将比Q2提高1.5%，而Q2增长实际停滞，尽管鉴于近期生产能力利用下降，这种增长不可能反映在大规模投资改善上。然而，与Q2相比，直到8月的零售额累计下降1%，表明个人消费在第三季度减缓，部分原因是周边国家危机恶化造成消费者信心下降。最后，外贸数据表明，出口增长仍然强劲，尽管因弹性国内需求，进口正以更快速度增长，这可能再次反映在净出口在Q3的较弱推动作用上。总之，我们预测会出现经济停滞。对于Q4，唯一可用数据是10月调查的数据；然而，这些数据预测，在今年剩余时间内，经济将继续萎靡。

2012年和2013年展望：虽然德国经济也受到周边国家危机的影响，但经济增长推动因素仍然强劲，因此，它将在预测期内继续改善经济。劳动力市场持续改善将有助于在欧洲危机减弱时提高消费者信心。再加上家庭可支配收入的增长（没有出现大规模失衡），这将增加2012年和2013年的个人消费。另外，国家账户的快速再平衡将允许今年和明年出台中性财政政策。此外，新兴经济体仍然强劲的增长预计会继续推动出口，尽管后者的增速远低于前几年。鉴于今年下半年生产能力利用的大幅下降，预测国内外需求可得到满足，无需在今年剩余时间内进一步投资，投资还将受到高度不确定欧洲前景的影响。因此，投资预计将在2012年急剧萎缩，并在2013年恢复增长。最后，强劲国内需求将对应较高进口，因此，造成净出口贡献逐步下降，特别是在2013年。总之，我们保持我们的增长预测，预计德国GDP将在2012年增长0.9%，并在2013年增长率达到1.3%。

通胀前景：随着通胀率在9月达到2.1% y/y，第三季度能源价格猛涨标志着上个季度看到的总体通胀逐步减速趋势的终结。然而，核心通胀大幅降至1.2% y/y。像欧元区那样，德国能源价格上涨使我们小幅上调了预测，我们现在预测2012年的年均通胀率为2.1%，2013年为1.8%。

公共部门：9月数据继续表明强大的预算执行结果。与上一年相比，财政收入增长4.2%，反映了健康的劳动力市场和强劲消费。尽管机构预计未来几个月的收入增长将放缓，但今年的目标（上调至-0.5% GDP）可轻松实现。由于纳入了对紧急援助基金的捐款，与2011年的80.5%相比，债务预计将增长2.5pp GDP。

法国：偏弱的国内需求导致 2013 年缓慢的复苏

GDP: -0.1% 2012	+0.5% 2013	HICP: +2.3% 2012	+1.7% 2013
-----------------	------------	------------------	------------

Q2 12最新官方数据：由于外部需求继续拖累增长，而国内需求发挥了抵消效果，经济连续第三个季度陷入停滞。然而，国内需求呈现更令人担忧的迹象，因为它主要取决于公共消费增长和库存贡献，而个人消费轻度萎缩，投资反弹证明不足以抵消上个季度的急剧下滑。

即将获得的Q3和Q4数据：尽管信心在Q3初保持相对稳定，特别是与其它成员国相比，但它在9月急剧下降，且高于预期，表明季度经济可能萎缩。另外，各个部门普遍出现恶化，且反映在每次调查中。正如整个欧元区那样，硬数据没有反映这一严重经济下滑。工业生产在7月特别是8月反弹，尽管反弹受到波动较大部门 - 运输 - 的推动，而较低工业信心和订单预示着复苏不会很快出现。7月份零售额增长也高于预期，尽管增幅被8月数据部分削弱，而消费者支出适度增长。然而，这些数据并不表明个人消费在Q3将出现新萎缩；因此，部分由于工作市场持续恶化（+0.4pp，达到10.8%），个人消费可能仍陷入停滞。由于出口增速比上个季度更快，而进口似乎受到疲软国内需求的影响，外贸获得更加有利的表现。这将使净出口的负贡献有所改善。然而，我们估计，第三季度GDP将下降-0.1% q/q。10月份数据同样令人担忧，表明经济活动可能再次萎缩，尽管CE指标和PMIs提供了混合信号，前者进一步恶化，而后者轻微复苏（明显不到50点）。

2012年和2013年展望：与我们三个月前的预测相比，主要变化之一是我们现在预计国内需求的部分推动因素将恶化，包括全年劳动力市场的大规模恶化以及信心急剧下降，特别是消费者。这还伴随着公布的明年税收增加和取消某些扣除。所有这些将造成可支配收入下降。使国家账户有序的需要表明，在今年剩余时间，特别是明年，公共消费推动因素将逐步消失。因此，我们预计，今年个人消费将平稳甚至轻度萎缩，2013年将非常缓慢增长，公共消费也将在2012年增长0.8%后保持平稳。投资证明比地区其它国家更具有弹性，尽管今年和明年增长将非常有限，因为它将受到公司收入下降和对未来需求较差预期的影响。这还反映在去年大规模库存积压后的库存明显减少上。最后，正如前几年情况那样，法国经济从全球需求增长中受益较小，在较高国内支出推动下，任何利益均被进口猛增部分抵消。然而，净出口预计将对今年GDP增长率贡献0.4pp，2013年贡献0.1pp，弥补了2012年国内需求-0.3pp的贡献，而2013年国内需求贡献预计为0.4pp。因此，尽管我们仍预计今年GDP将实际上陷入停滞(0.1%)，但我们将2013年预测微幅下调了-0.3pp，达到0.5%。

通胀前景：与整个欧元区不同，法国通胀在Q3稳定在2.3% y/y，与预期一致，而核心通胀下降0.1pp，达到1.8% y/y。其主要原因是法国经济较低的能源依赖度。在未来几个月，通胀将继续逐步下降，使得2012年的年均通胀率为2.3%，与我们以前预测一致；然而，由于我们目前对较高原材料价格的预测，我们将2013年的预测微幅上调至1.7%，尽管低于欧元区其它国家。

公共部门：调整措施的细节于9月28日公布。政府承诺在2016年将结构赤字降至0%；在较短期内，赤字预计将从2012年的GDP的4.5%降至明年的3%，这意味着结构调整将达到GDP的2%的。公布和详细说明了措施金额高达300亿欧元（GDP 1.5%），被家庭、大企业和政府均分。在第一年，调整将倾向于增加最高收入的税收，计划要求将调整构成逐步向大规模削减支出方向转变。大企业将被允许较少扣除，将被要求支付更高所得税。另外，最高收入者将多支付4 pp所得税，年收入总额高于15万欧元者，所得税将增至45%，高于100万欧元者，增至75%。鉴于对宏观预测的乐观预测 - 政府估计经济将在2013年增长0.8% (BBVA: 0.5%)。关于机构问题，《财政协定》被议会通过。

意大利：衰退会加深并延续至 2013 年

GDP: -2.4% 2012 -0.6% 2013

HICP: +3.4% 2012 +2.3% 2013

Q2 12最新官方数据：周边国家的经济明显以债务危机的重现为特点。主要受到国内需求的拖累，经济活动连续第三个季度萎缩(-0.8% y/y)，这使GDP下降1pp。意大利与其它非核心国家不同，其出口急剧下滑，在抵消萎靡的国内需求方面发挥作用较小；然而，由于进口大幅下降，净出口在一定程度上抑制了经济活动的下滑，为GDP贡献+0.2pp。

即将获得的Q3和Q4数据：整个Q3的信心指数表明，经济再次萎缩，尽管降幅与前三个季度相比较小。截止8月的可用硬数据也表明了相同趋势。在去年急剧萎缩后，工业产出下降似乎已停止，尽管8月份反弹可能与季节性因素有关。信心指数没有提供复苏将持续的线索。零售额仍表现欠佳；劳动力市场持续恶化、较高税收以及仍较高的通胀率可能继续影响家庭支出。由于正在进行的强势财政调整，公共消费可能继续下降，而私营部门支出的大幅下降预计将继续抑制投资。关于国外需求，出口似乎在一定程度上得到改善，尽管进口证明更具有弹性；因此，净出口的推动作用可能减弱。总之，我们的预测表明，GDP将在Q3下降-0.5% y/y。对于Q4，10月信心数据表明，在今年剩余时间内，衰退可能再次缓解。

2012年和2013年展望：今年上半年恶化的经济业绩、在第三季度大部分时间持续的财政压力急剧增大以及政府实现其财政承诺的新措施使我们下调了对2012年和2013年的增长预测。我们现在预计，由于国内需求各部分的骤降(-4.7pp)（不能被净出口大幅改善抵消(+2.3pp)），2012年GDP将更急剧萎缩（比以前预测高-0.6pp，达到-2.4%）。2013年，持续财政调整、目前较高的融资成本、持续从紧的信贷条件以及恶化的劳动力市场将继续严重影响意大利经济。然而，我们目前的预测表明，明年底将开始复苏，尽管GDP预计将在2013年萎缩-0.6%。

通胀前景：由于2011年9月增加VAT的到期，通胀在Q3下降约-0.2pp，达到3.4% y/y，尽管这一效果被较高原材料价格部分抵消。核心通胀在第二季度也从2.6% y/y降至2.4% y/y。由于原材料价格大幅上涨，我们将2012年的年均通胀预测微幅上调了+0.1pp，达到3.4%，并将2013年的预测上调了+0.4pp，达到2.3%。因此，由于计划明年7月提高VAT，我们的预测仍高于对整个欧元区的预测。

公共部门：直到10月的中央政府预算执行结果数据表明，与上一年相比，出现显著改善；由于目标从-1.7%下调至-2.6% GDP，政府将轻松实现该目标。Monti政府已向议会提交了其2013年预算的详细信息，以实现-1.7%的新目标。支出包括更加严格的提供补贴、缩减健康支出和冻结公共部门工资。另外，将不购置不动产，不购买或租借车辆，限制IT咨询，采取措施保证电缆支出更加高效。对自治区转账将被削减10亿欧元。关于收入措施，年收入总额不到28,000欧元的人其所得税将降低。尽管以前已公布，但VAT率将从7月起仅提高1pp，一般税率从21%增至22%，降低的税率增至11%。政府已显示了其在保持财政规则的实施中实现结构基本盈余的坚定承诺，财政规则将于2014年生效。

葡萄牙：正在进行的调整使 2013 年进入更深衰退

GDP: -2.8% 2012 -0.7% 2013

HICP: +2.9% 2012 +1.2% 2013

Q2 12最新官方数据：除了私营部门去杠杆化、减弱的信心以及恶化的劳动力市场，当前财政调整也是国内需求大幅下降的原因（-2.7pp, Q1为-0.1pp）。然而，与第一季度相比，私营（-0.8% q/q）和公共（-0.1% q/q）消费的降幅不太严重，尽管投资（-19.3% q/q）降幅高于预期。虽然净出口对GDP的贡献增大（+1.5pp），但Q2数据不太乐观，因为出口仅增长0.7% q/q，表明积极贡献主要是由于进口大幅下降(-3.3% q/q)。

即将获得的Q3和Q4数据：尽管其它周边国家危机重现以及政府公布了附加调整措施，但信心在整个Q3保持相对稳定。然而，信心非常低，且在9月急剧恶化。尽管如此，活动数据表明暗淡前景有所改善，工业生产反弹，增长2.3% q/q，尽管9月份出现大幅下降，而零售额也增长1.5% q/q。尽管这一表现可能是短暂的，且国内需求因素非常脆弱，但数据表明，与Q2相比，其对经济活动的拖累减轻。另外，截止9月的对外部门数据继续表明出口强劲增长，而且进口在一定程度上更具有弹性。因此，净出口的积极贡献可能逐步消失。总之，我们的MICA-BBVA模型估计，经济下滑步伐可能在Q3减缓(-0.5% q/q)。对于Q4，10月份EC信心数据 - 目前可用的唯一数据 - 表明，经济将继续萎缩，没有稳定迹象，这意味着我们的预测有下降风险。

2012年和2013年展望：短期估计与我们的宏观经济预测一致，后者预测2012年GDP萎缩-2.8%（与三驾马车最新报告和以前估计预测的-3%相比，在一定程度上更为乐观）。在2013年，由于近期公布的新财政措施的影响以及西班牙经济和全球环境的可能负溢出效应，我们将我们的预测从-0.4%下调至-0.7%，尽管经济还可能受益于因ECB近期公布的措施产生的较好金融市场氛围和压力下降。根据我们预测，国内需求将继续对增长做出负贡献，个人和公共消费急剧下降，尽管这种下降预计在2013年会减缓。最大降幅将是投资，包括今年和明年的投资。相比之下，净出口预计将继续做出积极贡献，尽管速度均较慢。

通胀前景：近几年增加税收不仅对家庭可支配收入造成不利影响，而且鉴于当前经济萎缩，特别是骤降的国内需求，这还使通胀率高于预期。另外，由于上一年增加税收效果的逐步消失，近期原材料价格上涨结束了上半年看到的通胀下降趋势。因此，通胀在Q3微幅升高+0.2pp，达到3.0% y/y，而核心通胀继续急剧下降，达到1.4% y/y。我们现在预计2012年的年均通胀率为2.9%，比我们以前估计高+0.2pp，尽管我们仍预计2013年会大幅下降，使得年均通胀率为1.2%。

公共部门：在10月中旬，在三驾马车批准第六轮援助后，政府公布了其2013年预算的详细信息，旨在实现4.5% GDP的新赤字目标。措施金额达到53亿欧元（3.2% GDP）。该金额被指定用于：(a) 在2012年和2013年降低赤字0.5pp；(b) 补偿2012年实施的一些临时性措施，相当于1% GDP；(c) 预计利息支付增长(0.1pp)和(d) 宏观经济情况恶化(1.6pp GDP)。总的来说，似乎2013年预算足以实现目标，尽管它对获得更高税收有很大影响。

西班牙：2013 年经济持续衰退

GDP: -1.4% 2012	-1.4% 2013	HICP: +2.5% 2012	+2.3% 2013
-----------------	------------	------------------	------------

Q2 12最新官方数据：西班牙经济萎缩-0.4% q/q，与预期一致，经济增长构成几乎没有变化。经济业绩再次以净出口增长为特征，其对GDP贡献了0.9pp；而国内需求继续拖累增长(-1.4pp)。

即将获得的Q3和Q4数据：尽管最终统计分析尚未出来，但国家统计局发布的初步GDP预测表明，经济在Q3萎缩-0.3% q/q，这是连续第四个季度下降。截止目前公布的初步经济指标表明，国内需求大多数分量继续萎缩，总体使GDP下降-1.1pp。很可能增长构成再次以净出口增长为特征，由于明显较高的海外销售额，尽管进口有所增长，但这可能为GDP贡献0.7pp。对于Q4，增长推动因素仍非常微弱，表明经济将持续下滑。

2012年和2013年展望：尽管欧洲和西班牙在结构改革方面取得进展，但经济业绩的推动因素仍使得2012年和2013年的经济萎缩约-1.4%。因此，我们支持以前的预测。特别是我们预计，油价带来的较高通胀压力以及欧元区增长预测下调的经济影响将被比我们三个月前预计更低的风险溢价所抵消。从各部分来看，尽管值得关注，但外部需求增长将不足以补偿预测期内的较低国内需求。在这种情况下，2012年第四季度和2013年全年的就业数据将进一步下降，使得年底失业率增至约26%，尽管就业人口的规模预计会下降。

通胀前景：在Q3，9月份总体和潜在通胀急剧升高，分别达到3.4% y/y和2.1% y/y。这些数据是需求之外的因素造成的，如原材料价格上涨压力、药物自付额从7月开始提高以及9月VAT增长，而非国内市场的通胀压力。因此，年均通胀率预计在2012年达到2.5%，而税收增长和较高的原材料价格将意味着，2013年通胀仅轻微减缓至2.3%，因此仍高于欧元区平均水平。

公共部门：政府整顿政策的效果在上半年是适度的，其调整还需要至少2.5pp，才能在年底实现其相当于-6.3% GDP的赤字目标。尽管调整可能在下半年加强 - 当大多数公布的措施生效时（提高VAT、取消圣诞节奖励或地区经济-财政计划中包含的一些措施） - 这可能不足以抵消GDP下滑对收入和支出的负面影响。然而，除了对银行部门的金融援助外，公共部门赤字预计将在年底达到约-7.2% GDP，因此高于目标。偏差规模意味着2013年目标不太可能实现。明年将有必要将赤字降低2.7pp GDP，另外还要消除经济下滑的影响 - 预计高于-0.8pp GDP。在2013年底前实现赤字目标将需要相当于约3.5pp GDP的财政调整措施，其中相当于2.3pp的金额已公布。因此，如果没有附加措施，2013年赤字将比目标约高1.5pp（-4.5% GDP）。

框 1. 葡萄牙：持续调整将造成 2013 年更深入的衰退

三季度可用数据表明，在2季度急剧萎缩后(-1.2% q/q)，经济活动下滑步伐在放慢(-0.6 q/q)。对外部门仍是主要支撑，因为进口仍呈现强劲增长势头，尽管全球需求减速，而且由于国内需求减弱，进口也在大幅下降。对于本年度，我们预测GDP将下降-2.8%，与政府和三驾马车的预测相比更为适度。对于2013年，由于公布的新财政调整措施 - 非常影响增加税收、劳动力市场急剧下滑、较低的消费者信心以及较缓慢的全球增长，我们下调了我们的预测，我们预计将萎缩-0.7%，而不是以前的-0.3%。然而，ECB OMT计划将使融资成本进一步下降，结果对于获得紧急援助的公共部门并非如此，而是对于私营部门，后者可能受益于周边国家金融市场更加积极的普遍情绪。

三驾马车批准了第六轮援助，放宽了未来两年的预算赤字目标，从而允许有更多时间进行调整。葡萄牙政府提交了其2013年预算，适应了新目标，但它仍公布了进一步措施，以应对经济活动下滑、较高的利息支付以及2012年一些措施的期满。最后，葡萄牙从2013年中期回归市场的日程正得到保持。ECB公告后金融市场的较好情绪使得这一目标比三个月前更加真实可信。

受到国内需求急剧下降的影响，GDP 将在 2Q12 萎缩约-1.2% q/q，这与预期一致

除了私营部门去杠杆化、信心下降以及恶化的劳动力市场，当前财政调整也是国内需求大幅下降的原因（-2.7pp，Q1为-0.1pp）。然而，与第一季度相比，私营（-0.8% q/q）和公共消费（-0.1% q/q）的降幅较小，尽管投资（-10.3% q/q）降幅高于预期。虽然净出口对GDP的贡献增大（+1.5pp），但Q2数据不太乐观，因为出口仅增长0.7% q/q，表明积极贡献主要是由于进口大幅下降(-3.3% q/q)。

Q3 可用数据表明，下滑正在缓解

尽管其它周边国家危机重现以及葡萄牙公布了附加措施，但信心在整个季度保持相对稳定，尽管处于非常低的水平，且在9月急剧恶化。尽管如此，活动数据表明暗淡前景有所改善，工业生产反弹，增长2.3% q/q，尽管9月份出现大幅下降，而零售额也增长1.5% q/q。尽管这一表现可能是短暂的，且国内需求因素非常脆弱，但数据表明，与Q2相比，其对经济活动的拖累减轻。

对于Q4，只有10月份EC信心数据可用，表明经济将继续萎缩，没有稳定迹象，这意味着我们的预测有下降风险。最后，截止9月的对外部门数据继续表明出口强劲增长，而且进口在一定程度上更具有弹性。因此，净出口的积极贡献可能逐步消失。

外部需求支持表明，年初的强劲势头有逐步减弱迹象

9月份对外部门数据表明，即使出口继续减速，它们仍以健康速度增长，而进口在一定程度上更具有弹性，但仍脆弱。因此，我们预计，对外部门将继续推动增长，同时允许对外部门赤字得到快速校正。具体来说，截止8月的12个月累计贸易逆差余额为-43亿欧元，或相当于2.6% GDP。校正幅度较大，从2009年1月的高峰-12.8%开始，主要由于产品贸易平衡的改善，它在最近几个月有所减速，其中，由于对新兴市场的出口，出口仍在健康增长。然而，始于2011年第二季度的进口下滑有所缓解。服务平衡也保持健康，尽管服务出口呈现减缓迹象。

我们的 MICA-BBVA 模型表明，GDP 在 Q3 进一步萎缩

根据第三季度目前可用的部分信息，特别是信心指数，我们预计GDP将在3Q下降-0.5% q/q。

2012 年前景不变，但 2013 年轻微恶化

短期估计与我们的宏观经济预测一致，预计GDP将在2012年萎缩-2.8%（与三驾马车最新报告和以前估计预测的-3%相比，在一定程度上更为乐观）。在2013年，由于近期公布的新财政措施的影响以及西班牙经济和全球环境的可能负面连锁效应，我们将我们的预测从-0.3%下调至-0.7%；尽管它还可能受益于因ECB近期公布的措施产生的较好金融市场氛围和压力下降。

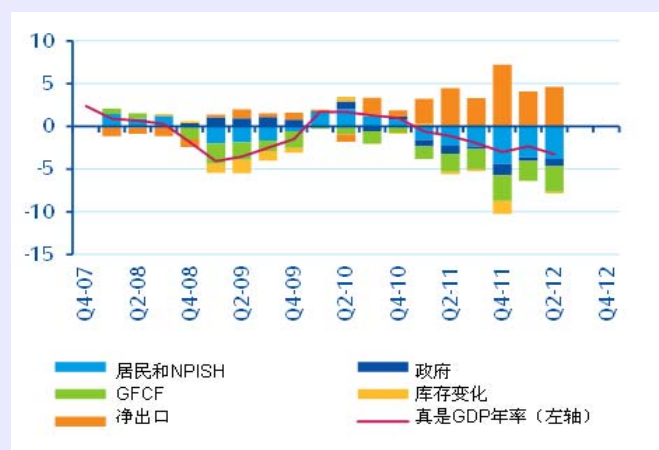
根据我们预测，国内需求将继续对增长做出负贡献（2012年-5.4pp），个人和公共消费急剧下降，尽管这种下降预计在2013年会减缓。最大降幅将是投资，包括今年和明年的投资。另一方面，净出口预计将继续做出积极贡献，尽管速度均较慢。

消费前景仍是消极的, 即使它与必要的家庭去杠杆化一致(我们可以回想, 葡萄牙在过去十年外贸失衡加剧的主要原因是非常高的消费率)。劳动力市场仍处于艰难的调整过程中, 失业率逐步攀升(今年截止目前增长+1.4pp)。近几年增加税收不仅对家庭可支配收入造成不利影响, 而且鉴于当前经济萎缩, 这还使通胀率高于预期。由于上一年增加税收效果的逐步消失, 较高商品价格抑制了上半年录得的通胀减速趋势, 因此, 通胀在Q3升高0.2pp, 达到3.0% 同比, 而核心通胀继续明显下降, 达到1.4% 同比。我们现在预计2012年的年通胀率为2.9%, 比我们以前估计高0.2pp, 尽管我们仍预计2013年会大幅下降, 使得平均通胀率为1.2%。

三驾马车的第五次审查再次赞扬了葡萄牙的努力, 放宽了财政目标

三驾马车代表团在10月底完成第五次审查, 再次对总体调整努力做出积极评价。在评估了对其它失衡的校正后, 如经常项目逆差, 三驾马车放宽了财政目标, 这也与周边国家普遍遭受的明显财政“疲劳”一致。它再次鼓励该国继续其结构改革(即劳动力市场和价格竞争力), 以促进长期增长。

图 19
葡萄牙: GDP 增长(季度同比)和各成分之贡献



来源: INE 和 BBVA Research

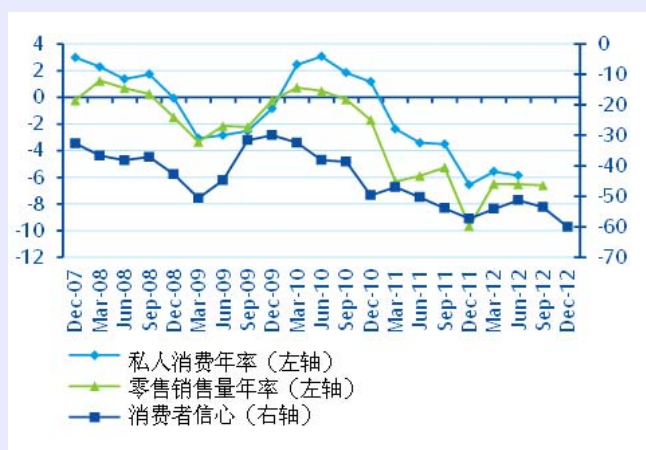
2013 年预算足以实现目标, 但对较高税收有严重影响

在10月中旬, 在三驾马车批准第六轮援助后, 政府公布了其2013年预算的详细信息, 旨在实现4.5%的新目标。措施总金额达到53亿欧元(3.2% GDP)。该金额被指定用于: (a) 在2012年和2013年降低赤字0.5pp; (b) 补偿2012年实施的一些临时性措施, 相当于1% GDP; (c) 预计利息支付增长(0.1pp)和(d)宏观经济情况恶化(1.6pp GDP)。

政府设想的宏观经济情况与IMF的相同: 即经济活动下降1%, 这在一定程度上比我们的预测更加消极。

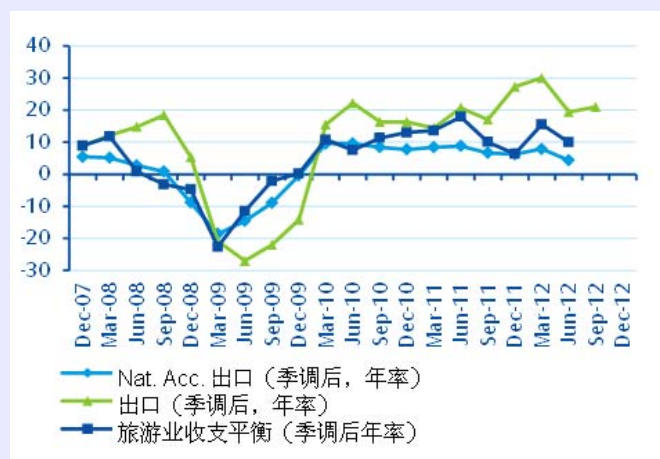
部分由于提高工人社会保障贡献和降低员工贡献的初步计划(最终未通过)后的惯性, 预算反应是消极的, 它是一种受到联合政府内部许多政党强烈反对甚至批评的一种内部贬值, 截止9月的预算执行可用数据表明, 与去年相比有所改善, 但这主要是由于银行养老基金转让。从各项来看, 控制支出是有效的, 但被较高利息支出所掩盖。在收入方面, 税收下降, 反映了对经济活动高于预期的影响。

图 20
葡萄牙: 私人消费, 零售销售和消费者信心



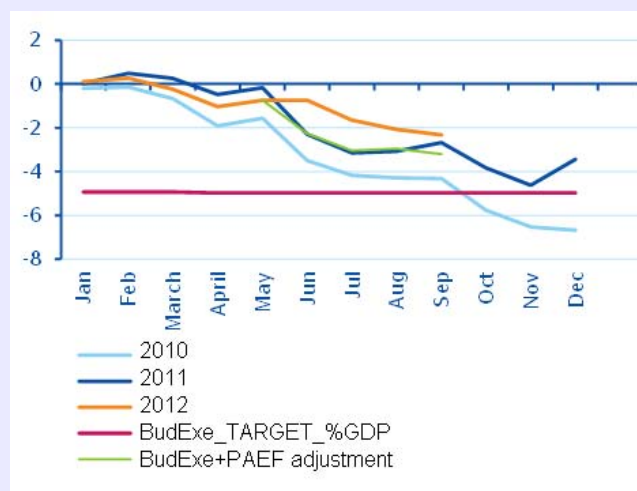
来源: European Commission, INE 和 BBVA Research

图 21
葡萄牙：对外部门



来源：INE 和 BBVA Research

图 22
葡萄牙：预算执行占 GDP



来源：DGO 和 BBVA Research

框 2. 英国：在第三季度高于预期的增长后，根据国内需求，我们预计 2013 年将适度复苏

第三季度增长率呈现意外提高

第三季度增长率估计为1% 季度同比，这是一个积极的意外。这种反弹的部分原因是奥运会的积极影响；然而，影响预计是暂时的，并不表明经济活动持续复苏。

10月份仍然有限的经济活动数据呈现减弱迹象。制造业和服务业PMI下降，分别达到47.5和50.6。建筑PMI保持同步。Gfk消费者信心仍脆弱，在10月，上个月的增长消失，目前处于-30。本次调查表明，家庭对其未来财务状况尤其担忧。对家庭和非金融公司的信贷未呈现复苏迹象。在今年第四季度，政府公布的为促进个人贷款的“贷款融资机制(FLS)”开始实施，但它不可能在短期内取得效果。

劳动力市场复苏，但生产率下降

自2011年底以来，登记失业率下降0.5百分比，目前为7.9%。就业创造在今年持续，但它预计在第四季度随经济活动下滑。无论如何，劳动力市场的良好表现并未伴随着经济活动增长，造成劳动生产率下降。可能原因是工资下降使得公司招聘员工，但由于财政调整和普遍不确定性，消费或需求并没有随之上升。无论如何，最新调查表明，劳动力市场繁荣可能结束。

全球需求恶化使得出口下降

由于不仅对欧元区而且对美国的出口大幅下降，8月贸易逆差扩大，达到98亿英镑。9月和10月的商情调查表明，随着出口订单继续下降，这种恶化将加剧。对外部门的增长贡献预计在3季度保持平稳。

预算可能限制进一步的调整措施

4月至9月的预算执行数据表明，与上一财年相比，呈现大规模改善，但其原因是4月份发生的皇家邮政养老基金的转让。除此次转让外，预算执行几乎没有任何改善，但对经济周期恶化呈现高于预期的弹性。

尽管对财政调整的速度展开激烈讨论，但预计预算（将在12月初提交）将限制进一步调整措施。

通胀减缓，但仍高于 2%

尽管在9月份降至2.2%，但通胀仍继续高于2%的临界值。近期油价上涨使我们预测，这些水平在年底前将不会改变。

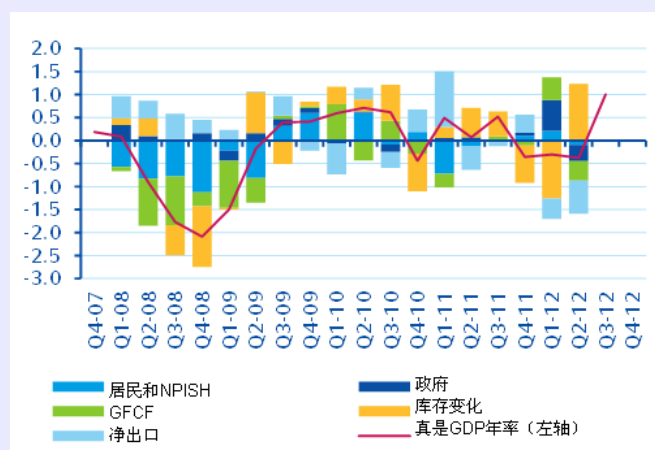
2013 年前景在于国内需求复苏

由于净出口恶化(-0.9pp)，在2012年以红色数字结束后(-0.1%)，我们对2013年增长率的预测取决于基于消费和投资、在英国银行量化宽松计划以及今年底积极基数效应支持下的复苏。更准确地说，我们预计个人消费将从今年登记的0.7%增至1.5%，投资增长5.3%。出口将适度复苏，但进口将更强劲反弹，使得对外部门的贡献为负。通胀预计继续减缓，2013年平均为2%。

经济活动的近期意外好转延缓了量化宽松计划的扩张

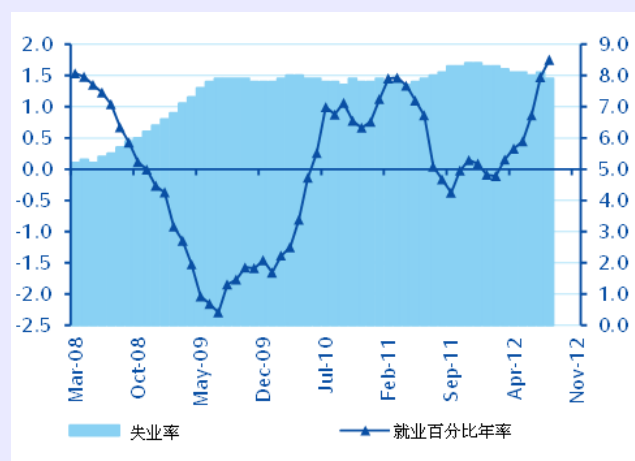
对最新一轮QE计划的最后购买将在11月发生，对再次扩大计划的便利性的讨论仍是开放的。然而，鉴于Q3的良好表现，似乎此项决定的紧迫性有所减弱，我们预计在即将举行的MPC会议上不会有任何改变。MPC成员对刺激需求的最新一轮措施的效果表示怀疑。我们预计，目标将保持在3750亿英镑，而利率为0.5%。

图 23
英国：GDP 增长（季度同比）和各成分之贡献



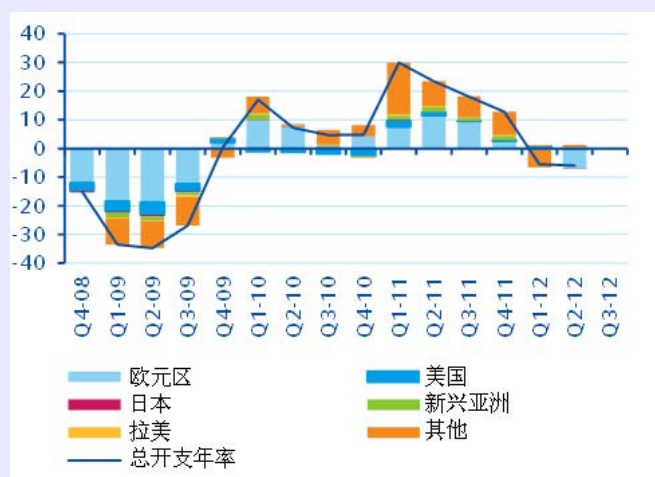
来源：Eurostat 和 BBVA Research

图 24
英国：劳动力市场



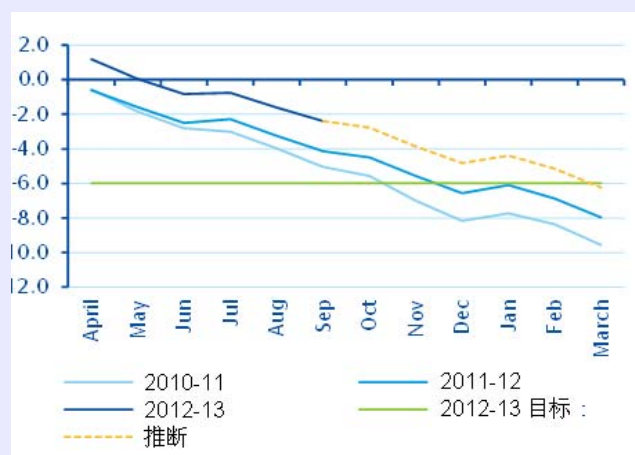
来源：ONS 和 BBVA Research

图 25
英国：出口贡献，按目的地分类



来源：IMF 和 BBVA Research

图 26
英国：公共部门净借贷，不包括金融干预（GDP 百分比）



来源：ONS 和 BBVA Research

4. 附录

表 2
欧元区预测

年度同比	2009	2010	2011	2012	2013
真实 GDP	-4.3	1.9	1.5	-0.5	0.3
私人消费	-0.9	0.9	0.1	-1.0	0.0
公共消费	2.6	0.7	-0.1	-0.1	-0.5
总固定资产形成	-12.7	-0.3	1.6	-3.6	-0.6
库存 (*)	-0.9	0.6	0.1	-0.5	0.0
国内需求 (*)	-3.6	1.2	0.5	-1.8	-0.3
出口 (货物及服务)	-12.4	11.0	6.4	3.1	3.2
进口 (货物及服务)	-11.0	9.4	4.2	0.1	2.2
外部需求 (*)	-0.8	0.7	1.0	1.3	0.5
价格和成本					
CPI	0.3	1.6	2.7	2.5	1.8
核心 CPI	1.3	1.0	1.7	1.8	1.5
劳动力市场					
就业	-1.8	-0.5	0.5	-0.8	-0.3
失业率 (占劳动力百分比)	9.6	10.1	10.2	11.4	11.8
公共部门					
盈余 (+) / 赤字 (-) (% GDP)	-6.3	-6.2	-4.1	-3.2	-2.5
公共债务 (% GDP)	79.6	85.5	87.3	89.5	90.6
对外部门					
经常帐余额 (% GDP)	0.2	0.4	0.4	1.2	1.2

(*) 对 GDP 贡献

来源: BBVA Research

表 3
宏观经济预测：GDP

年同比增长率	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-3.1	2.4	1.8	2.1	1.8
欧元区	-4.3	1.9	1.5	-0.5	0.3
德国	-5.1	4.0	3.1	0.9	1.3
法国	-3.1	1.6	1.7	0.1	0.5
意大利	-5.5	1.8	0.5	-2.4	-0.6
西班牙	-3.7	-0.3	0.4	-1.4	-1.4
英国	-4.0	1.8	0.9	-0.1	1.3
拉美 *	-2.2	6.2	4.3	3.0	3.7
墨西哥	-6.1	5.4	3.9	3.7	3.0
巴西	-0.3	7.6	2.7	1.6	4.2
EAGLES **	4.0	8.4	6.7	5.2	5.8
土耳其	-4.9	9.2	8.5	3.0	4.5
亚太	4.1	8.2	5.8	5.2	5.5
中国	9.2	10.4	9.2	7.6	7.9
亚洲 (不包括中国)	0.8	6.7	3.5	3.7	3.9
全球	-0.6	5.1	3.9	3.2	3.5

* 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：2012 年 11 月 2 日

来源：BBVA 研究部

表 4

宏观预测：通胀率（均值）

（年增长率）	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-0.4	1.6	3.1	2.0	2.1
欧元区	0.3	1.6	2.7	2.5	1.8
德国	0.2	1.2	2.5	2.1	1.8
法国	0.1	1.7	2.3	2.3	1.7
意大利	0.8	1.6	2.9	3.4	2.3
西班牙	-0.3	1.8	3.2	2.5	2.3
英国	2.2	3.3	4.5	2.7	2.1
拉美 *	6.4	6.4	8.1	7.6	8.1
墨西哥	5.3	4.2	3.4	4.2	3.9
巴西	4.9	5.0	6.6	5.3	5.3
EAGLES **	2.8	5.3	6.0	4.4	4.5
土耳其	6.3	8.6	6.5	8.9	5.5
亚太地区	0.3	3.6	4.7	3.3	3.4
中国	-0.8	3.3	5.4	3.0	3.6
亚洲（不含中国）	1.0	3.7	4.3	3.4	3.3
全球	2.2	3.8	5.2	4.2	4.0

* 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：2012 年 11 月 2 日

来源：BBVA 研究部

表 5

宏观预测：经常帐户(% GDP)

	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-2.7	-3.1	-3.1	-3.0	-3.3
欧元区	0.2	0.4	0.4	1.2	1.2
德国	5.9	6.1	5.8	5.6	5.0
法国	-1.5	-1.7	-2.2	-1.8	-1.7
意大利	-2.0	-3.5	-3.2	-1.4	-1.4
西班牙	-4.8	-4.5	-3.5	-1.4	-0.5
英国	-1.6	-3.9	-2.2	-3.6	-2.9
拉美 *	-0.3	-0.7	-0.9	-1.4	-1.6
墨西哥	-0.6	-0.4	-1.0	-1.0	-1.4
巴西	-1.5	-2.2	-2.1	-2.3	-3.1
EAGLES **	2.6	1.5	0.8	0.7	0.6
土耳其	-2.3	-6.4	-10.0	-7.0	-7.1
亚太地区	3.5	3.3	1.8	1.4	1.6
中国	5.2	4.0	2.8	2.5	2.8
亚洲（不含中国）	2.3	2.0	1.1	0.7	0.8

* 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：2012 年 11 月 2 日

来源：BBVA 研究部

表 6

宏观预测：政府赤字 (% GDP)

	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-9.9	-8.9	-8.7	-7.7	-5.0
欧元区	-6.3	-6.2	-4.1	-3.2	-2.5
德国	-3.1	-4.1	-0.8	-0.4	-0.4
法国	-7.6	-7.1	-5.2	-4.6	-3.3
意大利	-5.4	-4.3	-3.8	-2.6	-1.9
西班牙	-11.2	-9.7	-9.4	-7.2	-5.9
英国	-5.6	-10.2	-7.8	-7.9	-6.1
拉美 *	-2.9	-2.4	-2.3	-2.3	-1.9
墨西哥	-2.6	-3.4	-2.7	-2.6	-2.3
巴西	-3.3	-2.5	-2.6	-1.9	-1.5
EAGLES **	-3.8	-2.5	-1.9	-2.2	-2.0
土耳其	-5.5	-3.6	-1.4	-2.0	-1.6
亚太地区	-4.8	-3.6	-3.7	-3.8	-3.5
中国	-2.8	-2.5	-1.1	-1.8	-1.8
亚洲（不含中国）	-6.1	-4.5	-5.5	-5.2	-4.6

* 不包括对金融部门援助

* 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：2012 年 11 月 2 日

来源：BBVA 研究部

表 7
金融变量

政策利率（期末值）	2009	2010	2011	2012	2013
美国	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
欧元区	1.00	1.00	1.00	0.75	0.75
中国	5.31	5.81	6.56	5.75	5.75
10 年期利率（均值）					
美国	3.2	3.2	2.8	1.8	2.1
欧元区	3.3	2.8	2.6	1.6	2.1
汇率（均值）（美元/本国货币）					
美元（欧元对美元）	0.72	0.76	0.72	0.78	0.77
欧元	1.39	1.33	1.39	1.28	1.30
英镑	1.56	1.55	1.60	1.59	1.66
人民币/美元	6.83	6.77	6.46	6.32	6.26

预测截至时间：2012 年 11 月 2 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
私人消费	0.6	0.3	0.8	1.7	0.9	1.1
公共消费	3.2	3.0	1.7	1.0	0.8	0.4
总固定资产形成	0.6	-11.5	5.6	6.4	-1.0	2.5
库存 (*)	-0.1	-0.8	0.6	0.2	0.0	0.0
国内需求 (*)	0.9	-2.2	2.4	2.4	0.5	1.2
出口	2.3	-12.8	13.4	7.9	3.8	4.1
进口	3.0	-8.0	10.9	7.5	3.3	4.5
进出口(*)	-0.1	-2.9	1.6	0.6	0.5	0.1
GDP	0.8	-5.1	4.0	3.1	0.9	1.3
通胀	2.8	0.2	1.2	2.5	2.1	1.8

(*) 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
私人消费	0.2	0.3	1.5	0.3	-0.1	0.4
公共消费	1.2	2.6	1.7	0.8	0.8	0.0
总固定资产形成	0.1	-10.4	1.0	2.6	0.5	0.7
库存 (*)	0.3	-1.3	0.1	1.0	-0.5	0.0
国内需求 (*)	0.2	-2.6	1.6	1.7	-0.3	0.4
出口	-0.6	-11.8	9.2	4.6	2.6	2.7
进口	0.6	-9.5	8.4	5.3	1.0	2.1
进出口(*)	-0.4	-0.5	0.0	0.0	0.4	0.1
GDP	-0.2	-3.1	1.6	1.7	0.1	0.5
通胀	3.2	0.1	1.7	2.3	2.3	1.7

(*) 对增长贡献

来源: BBVA Research

表 10

意大利：GDP 增长率和通胀预测

年率	2008	2009	2010	2011	2012	2013
私人消费	-0.8	-1.6	1.2	0.2	-3.2	-0.9
公共消费	0.6	0.8	-0.6	-0.9	-1.6	-1.5
总固定资产形成	-3.8	-11.7	1.7	-1.2	-8.6	-2.0
库存 (*)	0.0	-1.1	1.2	-0.6	-0.8	0.0
国内需求 (*)	-1.2	-4.3	2.1	-0.9	-4.7	-1.2
出口	-2.8	-17.7	11.4	6.3	0.6	1.9
进口	-2.9	-13.6	12.4	1.0	-7.6	-0.4
进出口(*)	0.0	-1.2	-0.4	1.4	2.3	0.7
GDP	-1.2	-5.5	1.8	0.5	-2.4	-0.6
通胀	3.5	0.8	1.6	2.9	3.4	2.3

(*) 对增长贡献

来源: BBVA Research

表 11

葡萄牙：GDP 增长率和通胀预测

年率	2008	2009	2010	2011	2012	2013
私人消费	1.3	-2.3	2.1	-4.0	-5.4	-1.3
公共消费	0.3	4.7	0.9	-3.8	-2.5	-1.9
总固定资产形成	-0.3	-8.6	-4.1	-11.3	-15.3	-5.6
库存 (*)	0.0	-1.1	0.1	-0.5	-0.1	0.0
国内需求 (*)	0.9	-3.6	0.9	-6.2	-6.9	-2.1
出口	-0.1	-10.9	8.8	7.5	4.7	4.0
进口	2.3	-10.0	5.4	-5.3	-6.5	0.3
进出口(*)	-1.0	0.6	0.5	4.5	4.1	1.4
GDP	-0.1	-2.9	1.4	-1.7	-2.8	-0.7
通胀	2.7	-0.9	1.4	3.6	2.9	1.2

(*) 对增长贡献

来源: BBVA Research

表 12

西班牙：GDP 增长率和通胀预测

年率	2008	2009	2010	2011	2012	2013
私人消费	-0.6	-3.8	0.7	-1.0	-2.0	-2.9
公共消费	5.9	3.7	1.5	-0.5	-3.6	-6.9
总固定资产形成	-4.7	-18.0	-6.2	-5.3	-9.7	-7.5
设备和其他产品	-2.9	-23.9	2.6	2.3	-7.6	-3.7
建筑	-5.8	-16.6	-9.8	-9.0	-11.8	-10.0
房屋	-9.1	-23.1	-10.1	-6.7	-6.8	-8.4
其他建筑	-1.6	-9.1	-9.6	-11.0	-16.3	-11.7
库存 (*)	0.1	0.0	0.1	-0.1	0.0	0.0
国内需求 (*)	-0.5	-6.6	-0.6	-1.9	-4.0	-4.7
出口	-1.0	-10.0	11.3	7.6	3.8	8.2
进口	-5.2	-17.2	9.2	-0.9	-4.7	-1.8
进出口(*)	1.4	2.9	0.3	2.3	2.6	3.3
GDP	0.9	-3.7	-0.3	0.4	-1.4	-1.4
通胀	4.1	-0.3	1.8	3.2	2.5	2.3

(*) 对增长贡献

来源: BBVA Research

表 13

英国：GDP 增长率和通胀预测

年率	2008	2009	2010	2011	2012	2013
私人消费	-1.6	-3.1	1.3	-0.9	0.7	1.5
公共消费	1.6	0.8	0.4	0.2	2.0	-1.4
总固定资产形成	-4.6	-13.7	3.5	-2.4	2.0	5.3
库存 (*)	-0.4	-1.0	0.9	0.4	-0.3	0.2
国内需求 (*)	-1.9	-5.1	2.4	-0.3	0.8	1.5
出口	1.2	-8.2	6.4	4.5	-0.3	2.8
进口	-1.8	-11.0	8.0	0.5	2.6	3.2
进出口(*)	0.9	1.1	-0.6	1.2	-0.9	-0.2
GDP	-1.0	-4.0	1.8	0.9	-0.1	1.3
通胀	3.6	2.2	3.3	4.5	2.7	2.1

(*) 对增长贡献

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或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。”

此报告由欧洲团队撰写:

Chief Economist for Developed Economies

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

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

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

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

Elvira Prades
+34 91 537 79 36
elvira.prades@bbva.com

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

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 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
apuate@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Peru
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@bbva.com

Mexico
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Macroeconomic Analysis Mexico

Developed Economies:

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Spain
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europe
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com
U
nited States
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.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

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

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Global Credit
Javier Serna
Javier.Serna@bbvauk.com

Global Interest Rates, FX
and Commodities
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.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

