

# 经济展望

## 欧洲

2012 年第一季度  
经济分析

- 持续欧洲主权危机和全球经济下滑将在2012年使欧元区轻微衰退。
- 10月以来相继召开的欧洲峰会以及ECB的干预赢得了时间，但仍需取得进一步进展...
- ...重视新财政条约的履行，强化周边国家的流动性防火墙和改革。
- 由于财政压力持续以及财政调整的严厉，周边国家陷入衰退。

## 索引

1. 全球经济下滑及欧洲经济衰退 .....	3
2. 欧洲主权和金融危机推动地区走向衰退 .....	5
框1. 欧元区宏观经济失衡：“六项原则”将监督什么？ .....	6
框2. ECB：重视通过支持银行流动性避免信贷危机 .....	10
框3. 发达经济体大规模财政整顿经验 .....	12
3. 近期趋势和预测 .....	13
框4. 英国：随着进一步刺激经济措施的实施，增长停滞预计是段暂的 .....	18
框5. 由于大规模财政调整，葡萄牙在2012年将急剧衰退 .....	25
框6. 预测葡萄牙经济短期GDP增长模型：MICA-BBVA模型方法 .....	28
4. 指数及预测 .....	30

截至：2012 年 2 月 10 日

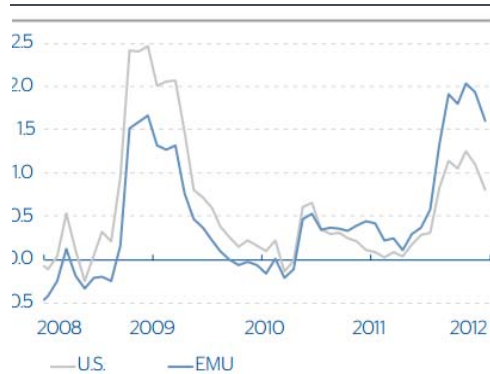
# 1. 全球经济下滑及欧洲经济衰退

全球经济在 2011 年底下滑，但在新兴经济体的引导下，将在 2012 年下半年反弹

**全球经济在2011年最后几个季度明显减速。**这是欧洲增长减弱（第四季度已经为负增长）以及新兴经济体减速造成的，2011年底新兴经济体季同比增长约1%，是自2008年危机以来的最低增长率。然而，减速的推动因素差异较大。由于在解决主权和金融危机方面未能取得重大进展，自9月份以来，欧洲一直受到持续较高财政紧张的影响（参见图1）。另一方面，除了发达经济体下滑外，新兴经济体下滑的部分原因是直到2011年上半年为避免过热而在以前采取的政策紧缩的结果。

**未来，欧洲机构预计会采取的坚决行动将缓慢降低财政紧张和全球风险规避，有利于全球经济在2012年下半年反弹。**然而，对反弹的最大贡献来自于新兴经济体，因为其政策将更有助于增长。同时，即使美国比前几次复苏的增长速度更慢，但它将在今年上半年摆脱欧洲衰退的影响。因此，相对于我们此前在11月份公布的《全球经济展望》，我们将2012年的全球增长预测下调了0.6个百分点，2013年0.3个百分点，分别降至3.5%和4.1%（图6）。

图 5  
BBVA金融压力指数



来源：BBVA 研究部

图 6  
全球 GDP 增长 (%同比)



来源：BBVA 研究部及 IMF

**在歐洲危機的決議上缺乏決定性的進展使得欧元区仍是全球前景的主要风险**

**即使在欧洲和新兴经济体的增长率下调后，风险仍保持下降。**这些风险取决于欧洲主权 – 金融危机的发展情况，它将继续保持，可能加剧欧洲衰退，并通过贸易联系、金融风险 and 风险规避增加而溢出至其它地区。

**尽管自10月份以来已取得一定进展 – 主要是ECB提供长期流动资金和达成更多财政纪律的一些协议，但在三个方面需要采取更加坚定的行动以解决欧洲危机。**首先，在主权债务方面，对希腊偿付能力的担忧需要通过完成与私营部门股东的交易来解决。同时，应建立相当规模的可靠主权防火墙，以防止扩散至流动性差的国

家。其次，应推动宏观经济改革，以改善增长前景，包括旨在纠正金融机构资产负债表改革的改革，同时要当心，避免突然削减对私营部门的信贷。最后，欧元区治理需进一步改善，以巩固货币联盟，包括财政联盟的明确路线图。

**除了这三点，如果议定的财政协定被各国批准，且在3月份的欧盟峰会后得到令人信服地执行，再加上为降低周边国家的脆弱性和改善长期增长前景而提出的改革方案，欧洲经济前景将大大改善。**

### 持续财政紧张推动欧洲走向衰退

欧洲财政紧张继续保持在高于2008年雷曼兄弟公司倒闭后的水平（图1）。鉴于此，再加上周边国家财政调整的影响，我们下调了对欧洲的增长预测，包括至少在2012年上半年的负增长以及全年-0.5%的增长，2013年将缓慢反弹。值得注意的是，这些预测取决于危机的迅速解决以及财政压力的明显下降。欧洲核心和周边国家的表现差异将继续增大，部分原因是后者的大规模财政调整。

**与欧洲相反，美国将像2011年下半年那样在2012年出现反弹。**我们的预测与三个月前相同，2012年为2.3%，2013年为2.2%。然而，复苏比典型的后衰退周期更弱，且受到欧洲风险以及国内政策不确定性风险的影响，包括2013年可能的财政紧缩（由于减税到期且执行自动削减支出）。另外，恶化的房地产状况、严格的信贷市场以及持续去杠杆化将抑制消费支出。

### 新兴经济体正在软着陆

与2008年雷曼兄弟公司倒闭后的情况相比，新兴经济体的信心重新振作，包括下述亚洲。这使得新兴经济体的国内需求走强，即使其金融市场也在一定程度上通过较低资金流入、更紧贸易金融以及资产价格下降而受到了全球风险规避增大的影响。

2011年新兴经济体下滑意味着，在2011年底，其相对发达经济体的增长差距接近3个百分点，比21世纪初以来历史性的4个百分点稍低。我们预计，全球风险规避将保持高位，但在2012年下半年将慢慢缓解，这与欧洲紧张状况预期逐步缓解是一致的。另外，与2011年上半年的紧缩政策相比，经济政策将转向更有利于增长。这将在发达国家需求减弱的不利外部影响下保持国内需求。在这种情况下，新兴经济体预计将在2012年底恢复接近季同比2%的增长率（2011年底为1%），全年增长6.2%。这一良好表现的主要例外情况是欧洲新兴市场，其与欧元区的贸易和金融联系更加密切。

## 2. 欧洲主权和金融危机推动地区走向衰退

欧洲主权债务危机持续。12月和1月峰会后提出的解决方案还不够

自去年夏季以来，随着危机明显向欧元区大国（如意大利和西班牙）以及欧洲银行业蔓延，欧元区主权债务危机变成全面危机，两国的主权息差有所扩大，而欧洲银行业则必须应对融资难题。根据我们的财政压力指数，11月的压力达到空前新高（图1），远高于雷曼公司倒闭时的水平。尽管过去数周有所缓和，但市场条件非常严格（图11），尤其是主权国家和银行系统。

从一开始（2010年5月），解决欧洲主权危机的方法就明显有偏颇且在一定程度上不稳定。正如我们过去谈到那样，欧盟机构需要在三个主要方面达成一致，才能实施结束危机的重要举措：(i) 主权债务；(ii) 促进更平衡增长的改革和(iii) 欧元区治理。

应从解决希腊问题入手，消除对偿付能力的担忧...

主权债务方面有两个主要支柱：应对无偿还能力及流动性问题。对希腊无偿还能力问题的处理速度太慢，并因财政措施过于严厉的援助计划以及希腊当局不符合其限制条件或至少未执行与“三驾马车”议定的措施而可能更加恶化。特别地，在打击逃税和努力提高财政收入方面完全未能取得进展。再加上负债比率连续上调，使得2011年底的负债比率达到161.7%，形势更加严重。

10月议定的第二项紧急援助计划对于避免3月拖欠债务至关重要，目前尚未结束。它取决于与强制执行50%削减且可能造成70%或更高净现值损失的私营部门达成的协议。该协议已基本完成，并得到ECB总裁Draghi先生最近公告的补充，即ECB准备放弃希腊债券收益（这些债券是以市场价格购买的），从而有助于新的援助包。它还取决于希腊当局对“三驾马车”要求所有条件是否接受，尽管存在社会和政治动荡，但它们似乎已走上正轨。这一安排仍面临两个关键不确定性。首先，在短期内，私营部门参与的力度可能不大，尽管它可能由希腊政府通过为旧债引入集体拍卖条款而实现。其次，在中期，鉴于急剧衰退、有效措施未能执行以及仍悬而未决的大规模财政调整，即使完全参与，希腊仍可能无偿还能力。这意味着在未来几个季度，对希腊再次发生事故可能性的疑虑将不会完全消除，因为希腊仍必须执行与“三驾马车”议定的措施安排，由于下滑，这些措施可能比过去更加严厉。

... 通过持续改革，降低其它周边国家的宏观经济脆弱性，如“六项规则”所定义...

市场担忧还关注其它国家的最终债务重组。在我们看来，欧盟处理危机的一个重大错误（或至少是具有太多负面外部经济效果的决定）是使私营部门债券持有者通过参与有可能遭受损失。欧盟在12月同意放弃关于ESM任何未来援助必须牵涉私营部门（除希腊外）的要求。这是积极的，等于默认希腊“私营部门参与”（PSI）计划是个错误，但尚不足以向投资者证明，他们下次不会受到牵连。

市场压力是投资者还对其它欧元区国家基本面担忧的另一个信号，但在我们看来，这种担忧有些夸大。在结构方面，意大利正在各个领域推动深化改革，其公共赤字不太高。西班牙正采取进一步措施，其负债比率相对较低。市场重点现在是葡萄牙（参见框5），它在过去十年内一直处于低增长，且在许多领域失衡。然而，即使这样，政府在劳动力市场改革和实现“三架马车”要求的财政整顿措施方面采取了大胆行动，即使欧盟和IMF支持可能延长到2013年后，它仍将继续保持可持续。

然而，尽管在改革方面已采取了行动，但关键在于继续努力并深化改革，以恢复周边国家的竞争力和增长潜力，并避免未来失衡加剧。欧盟在“六项规则”框架（参见框1）下采取的倡议将非常重要，因为显然，当前主权危机的部分原因是私营部门失衡累积造成的，它并未受到《稳定与增长公约》（SGP）框架的警惕。

### 框1. 欧元区宏观经济失衡：“六项原则”将监督什么？

2009年深度衰退以及当前主权危机的一个教训是必须及早发现和防范成员国的宏观经济失衡，而不是只关注赤字和公共债务。在被称为“六项规则”的立法倡议下，欧洲委员会最近公布了在新建立的“欧洲学期”期间需连续监控的各种指标，以发现未来过度失衡。变量包括与私营部门（私人债务、信贷增长、房地产价格）、对外部门（经常账户、净外债）、竞争力（实际有效汇率、单位劳动力成本、出口份额变化）和失业率有关的失衡。

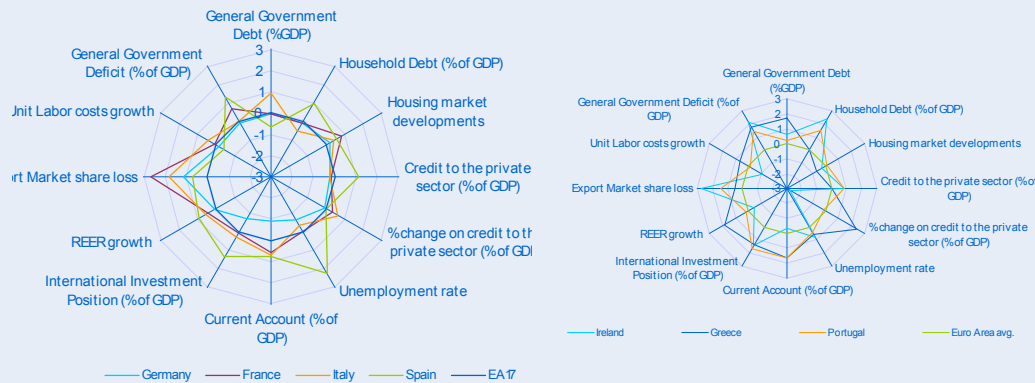
欧洲委员会为这些变量设定了临界值，这将引发对失衡潜在原因的深入分析，并正式请求各国提交一份校正失衡的行动计划。这一过程被称为“过度失衡程序”（EIP），是控制所有类型失衡的新理念，而不仅是公共赤字和债务。

表1是“六项规则”定义的主要欧元区国家的变量（除公共赤字和债务外）（某些情况下是多年平均值）。我们还参照欧洲平均值对这些变量进行了图示，前者用零点处的一个圆圈表示。轴的单位表示与欧元区平均值的标准偏差。成员国之间可看到一些差异，特别是周边国家在多项指标上与平均值有着较大偏差，已超过10。

各国之间在某些变量上差异较大，特别是与外债和经常项目逆差有关的变量，表明其竞争力的差异。还可以看到，许多国家的私人债务水平超出了欧盟确定的范围，且超额较大，表明私营部门的失衡累积高于公共部门。表2总结了主要国家及周边国家的主要弱点。



图3  
宏观经济失衡



注：与2010年或2011年欧元区正常平均值的标准偏差取决于可用资料；国家来源：ECB、Eurostat、OECD 和 IFS，通过HAVER 和 BBVA Research

表 2

国家宏观经济失衡评估

德国	除了超过政府总体临界水平外（但可控制），没有发现重大失衡。尽管“六项规则”确定的范围是固定的，以避免统一德国顺差过大，从而不会要求采取刺激措施，但经常项目顺差较高。
法国	私营和公共部门的债务总量一直高于确定限值。虽然单位劳动力成本稍高于平均水平，但出口份额损失较高。
意大利	公共债务持续走高，但私人债务在2009年超过临界点之前一直被控制。私人贷款的增长速度一直平稳，其它国家房地产价格增幅较小，表明私营部门没有重大泡沫。关于外部指标，经常项目逆差扩大，单位劳动力成本提高，出口市场份额下降，所有这些均表明存在竞争力缺乏的问题。
西班牙	最近，CPI相关房地产价格出现负增长，呈现调整信号且趋近于暴涨前水平。鉴于过去房地产价格增幅较大，指标选择可能不完美（该变量将用于确定未来泡沫，但并不是过去积累的任何泡沫）。私人债务仍远高于要求的160% GDP水平，但有所减缓，尤其是家庭和公司债务，不包括建筑，反映了去杠杆化过程以及信贷增长减弱。政府债务水平较低。在外部方面，三年平均经常项目逆差仍高于4%，但将很快校正，然而，国际投资头寸远高于-35%。相比之下，出口市场份额下降幅度较小。失业率远不能称为重大失衡。
希腊	政府债务是地区最高的，而私人债务保持可持续，因为信贷增长较快，但自危机之初已得到大规模校正。外部指标表明竞争力令人担忧，因为经常项目逆差几乎没有校正，而单位劳动力成本的提高有减缓迹象，但增长率仍为正值。净对外赤字较高，达到-95% GDP。
葡萄牙	私营部门负债较高，达到253% GDP，反映了储蓄率较低。公共债务最近有所增长，尽管仍低于其它一些周边国家；公共赤字仍很高。失业率持续提高，达到13.6%。在对外方面，经常项目逆差最近有所下降，但与净外债一样，仍很高。

来源：BBVA Research



急需改革的一个重要方面涉及财政部门。为此，在西班牙和意大利受到市场质疑的影响时，作为第一个反应，欧洲银行业管理局提高了2012年的资本需求量。但在我们看来，这是错误的。首先，它没有解决欧元区的核心问题（主要是主权债务，而不是银行债务），它也没有推动在清理欧元区银行的资产负债表方面采取协调行动。其次，在计算资本需求时削减主权债券加剧了市场对偿还能力问题的担忧，增强了银行对主权的消极反馈。最后，在银行融资市场关闭的情况下（由于资本需求量较高，不会开放），在不清理资产负债表的情况下强制去杠杆化将使信贷约束的风险增大，从而造成欧洲衰退。

### 欧元区治理方面的进展对于实现“大博弈”的目标至关重要...

欧元区治理方面的进展对于巩固货币联盟非常重要。“六项规则”和“欧洲学期”均是这方面取得的重要进展，但这些还不足以保证避免未来问题。从这个意义上说，欧盟机构预计会在12月达成协议，以加强财政纪律，但国际协议的细节（不包括英国，可能还有其它国家）推迟到3月峰会，从而使人们对ECB在债券市场进行更坚决干预的希望破灭。更重要的是，谈判项目不包括清晰而可靠的财政联盟路线图，欧元债券是其核心。

从更广泛意义上说，欧元区治理迅速取得进展，包括审批和执行财政条约以及周边国家快速实行改革，将极大地改善欧洲前景。一旦欧洲核心和周边国家之间这一方面的隐含“大博弈”最终确定，讨论可转向上面提到的两项紧急措施上，以降低欧洲主权压力。首先，增加资源，以向希腊周围的主权防火墙提供资金，也许ECB将采取更坚决的行动。其次，在评估大多数欧洲国家实现议定赤字目标的能力时，考虑疲软周期。

### ...得到流动性防火墙加固的补充...

对于具有流动性问题的有偿还能力国家，必须建立一个相当规模的可靠主权防火墙，以避免危机蔓延。在12月欧盟峰会前不久，人们希望在财政条约批准后，ECB将对主权债务市场进行更坚决的干预，以帮助大幅降低市场压力。但情况并非如此；相反，ECB开始实行以三年期国债拍卖的方式借贷无限流动资金的政策，这对于降低对银行系统的融资担忧以及缓解短期曲线收益差非常积极，但并非信任危机的最终解决方案（参见框2）。

关于其它流动性防火墙，它们目前并不适用。危机加剧使得所有利用EFSF的方案已过时，因为欧洲核心国家的收益差也增大。同时，其替代方案（ESM，其实施被提前到2012年中期）并未有太大改善，因为相关数量（5000亿欧元）仍不足以提高流动性，且需要得到所有国家批准。在这一方面，2011年EFSF缓慢实施的经历是一个不好的先例。即使欧盟批准为IMF额外增加1500亿欧元，仍不足以满足西班牙和意大利未来三年的融资需求。ESM、EFSF以及G20正在讨论的IMF基金支持三者组合可能更接近于实现目标。

### ...通过不太积极进取的财政整顿方法

对大规模财政调整可能对增长造成的强大阻力的担忧越来越被周边国家和IMF所重视。截止目前，欧盟在1月30日欧洲理事会峰会上在这一方面所做出的反应只是口头的，而不是实际的，仅指出有可能使用可用结构基金来满足这一要求。在我们看来，这些财政调整应在结构-周期赤字框架内讨论，因为已做出的降低结构赤字的承诺应得到保证，但如果周期性事件造成比预期更坏的财政决算，则不得以采取进一步措施来辅助。这不会避免今年几个周边国家出现财政诱发的衰退，但将有助于摆脱衰退-调整恶性循环。框3审查了其它OECD国家过去财政整顿的情况，表明许多欧元区国家面临的调整规模在过去很少见，通常是在一个好得多的周期性环境中处理。

## 框2. ECB：重视通过支持银行流动性避免信贷危机

在通货膨胀担忧缓解时经济活动下滑风险成为现实的情况下，11月主要政策利率意外下调0.25个百分点至1.25%，之后，ECB在12月进一步下调再融资利率25个基点至1%，更重要的是，ECB宣布了大胆的非常规措施，以避免欧元区银行去杠杆化造成的尾部风险。在信贷危机风险下，重点在于提供银行流动资金，以避免在银行面临沉重融资压力的情况下紧缩信贷。融资压力达到临界水平 – 参见图4我们的欧元区流动资金状况指标，可与2008年第四季度水平相比。私人债务市场对欧洲银行关闭。在此背景下，主要中央银行宣布要协调行动，以缓解欧洲银行的美元融资状况，同时，ECB披露了前面提到的异常措施，实际上向银行提供长达三年的无限贷款。

三年长期再融资操作（LTRO）：通过提供丰富流动资金消除尾部风险

在信贷危机风险增大的情况下，随着再融资利率连续第二次下调25个基点，在12月会议上，ECB宣布要采取比预期更大胆的非常规措施，以帮助银行（图5）。在流动性方面，ECB引入了两项新的三年期灵活<sup>1</sup> LTROs（长期再融资操作）。在抵押品方面，ECB宣布一项更灵活的抵押政策，以提高欧洲银行，特别是小型和中型银行，获得ECB流动资金的能力<sup>2</sup>。重点在于通过向银行提供丰富的流动资金以及软化抵押规则以支持长期流动资金需求来避免尾部风险。在首次ECB三年流动资金拍卖上，需求很强大，欧洲银行获得4890亿欧元<sup>3</sup>。12月三年LTRO是避免信贷危机的一次成功（即尾部风险事件），即使去杠杆化压力依然存在。ECB的措施可能是限制去杠杆化，而不是逆转它，但这足以避免最坏情况发生。ECB似乎为银行融资提供了充足支持，以重新开放有期债务市场，即使已支付利率对于银行仍很高。2

月29日第二次LTRO预计会有强大需求。在2月会议上，Draghi先生强烈要求在2月29日接收三年期LTRO，他强调，使用这些措施不存在任何耻辱。而且，他还谨慎地说道，希腊政府向EFSF出售债券而无损失，这不是货币融资，他不排除ECB参与希腊债务重组的可能性。情况很可能是以约75%的平均购买价格购买ECB持有的债券，即希腊在期满时将少偿还25%。到目前为止，三年期LTROs的另一成功信号是周边国家收益的大幅下降，即使ECB的债券购买计划（SMP）政策未变。

近期对政策利率和非常规措施的观望态度

在货币政策方面，我们的基本预期仍是利率在第二季度再下调25个基点。然而，在近期，ECB将很可能处于观望之中。因此，3月8日下调利率现在已不可能，但它将更晚发生的可能性仍然存在，即在第二季度。在非常规流动性措施方面，我们认为，ECB还将选择等待第二次三年期LTRO的结果及对融资市场的影响。总之，随着对近期政策措施效果的评估，ECB将选择在近期保持谨慎警惕。

<sup>1</sup>可选择一年后提前偿还，即银行可在12个月后的任何时间偿还资金。2960亿欧元的兑换预存ECB资金；因此，其余1930亿欧元为银行要求的额外资金。

<sup>2</sup>ECB将允许国家中央银行将符合具体资格标准的附加可履行信贷债权暂时作为欧元区信贷操作的抵押品，即ECB将放宽哪些可算作有效抵押品的规则，以包含更广泛的信贷债权。另外，ECB决定从1月储期开始将准备金率从2%降至1%，1月18日生效。这一措施增加了银行的可用抵押品。

<sup>3</sup>2960亿欧元的兑换预存ECB资金；因此，其余1930亿欧元为银行要求的额外资金。

图 4

EMU: 流动资金状况汇总



来源: Bloomberg 和 BBVA Research

图 5

ECB: 对EMU信贷机构贷款 (10亿欧元)



来源: Bloomberg 和 BBVA Research

### 框3. 发达经济体大规模财政整顿经验

许多欧洲周边国家（包括西班牙和意大利）目前正在执行2012年宏伟的财政整顿计划。为实现欧洲委员会设定的目标，西班牙将必须在2012年削减约3.8% GDP的财政赤字，意大利将削减1.6个百分点。其它国家削减赤字为：葡萄牙<sup>4</sup>（3.5 pp）、希腊（1.2 pp）和爱尔兰（0.9 pp）。显然，对于许多国家来说，这是相当宏伟的目标，由此促使我们展开对当前情况和过去财政整顿经验的比较。

并非所有过去赤字削减经验可与2012年欧洲将实施的计划相比，因为财政整顿实施的原因不仅是要削减赤字。例如，由于经济周期改善或资产价格急剧上涨（如房地产泡沫），赤字可能降低。或者可实行限制性财政政策，以防止经济过热，在这种情况下，赤字下降即是这些措施的结果，而不是经济机构设定的具体目标。

鉴于此，以1978年至2009年一组17个OECD成员国<sup>5</sup>作为相关样本，共观察到173种情况（国家和年份），其中，当局实施了旨在降低财政赤字的措施<sup>6</sup>。从这些情况可得出三个重要结论。

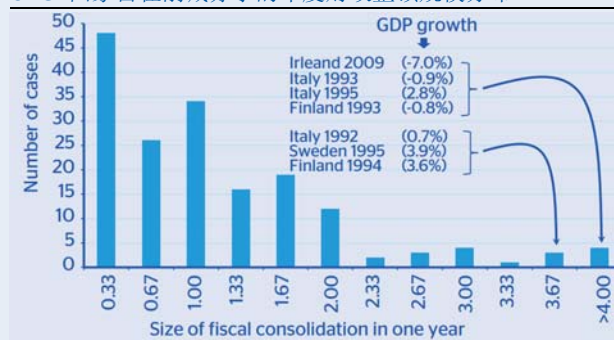
首先（图6），在一年内增长超过GDP的4%的情况只出现三次：2009年爱尔兰（4.7%）以及1993年和1995年意大利（分别为4.5%和4.5%）。增长超过GDP的3%的情况出现五次：1993年和1994年芬兰（分别为3.7%和3.5%）、1992年意大利（3.5%）、1995年瑞典（3.5%）和1983年荷兰（3.2%）。

其次，即使采取了削减赤字的慎重政策，但大多数情况下积极经济环境有助于国家当局实现确定的目标。再看这个时期的增长率，显然，与前几年相比，大多数经济体以高于平均增长率的速度增长，八个国家中

只有三个出现衰退。这与目前影响许多欧洲经济体的形势密切相关。

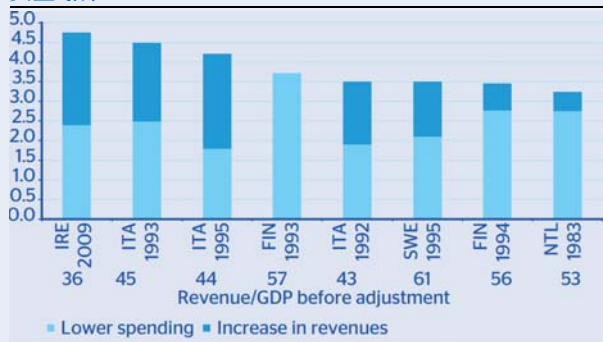
最后，再看一下计划是如何执行的，这告诉我们，在所分析的八个案例中，65%的调整是通过削减支出实现的。具体来说，削减公共支出对削减赤字的帮助不到GDP的2.5%，而其余是通过提高收入实现的（除了税收负担已经很高的情况，如北欧国家（图7），这使其难于进一步提高税收，以实现整顿目标。）

图6  
OECD国家旨在削减赤字的年度财政整顿规模分布



根据17个OECD国家在1978-2009年173个基于行为的财政整顿案例（澳大利亚、奥地利、比利时、加拿大、丹麦、芬兰、法国、德国、爱尔兰、意大利、日本、荷兰、葡萄牙、西班牙、瑞典、英国和美国）来源：基于Devries 等的BBVA Research (2011)

图7  
1978-2009年OECD最大规模年度财政整顿 (% GDP)：按调整类型划分



来源：基于Devries 等的BBVA Research (2011)

<sup>4</sup>它不包括 2011 年移交给国家的私营银行养老基金。

<sup>5</sup>澳大利亚、奥地利、比利时、加拿大、丹麦、芬兰、法国、德国、爱尔兰、意大利、日本、荷兰、葡萄牙、西班牙、瑞典、英国和美国。

<sup>6</sup>“基于行为的财政整顿新数据集”，Devries, Guajardo, Leigh, Pescatori, IMF, 2011 年 6 月。

## 3. 近期趋势和预测

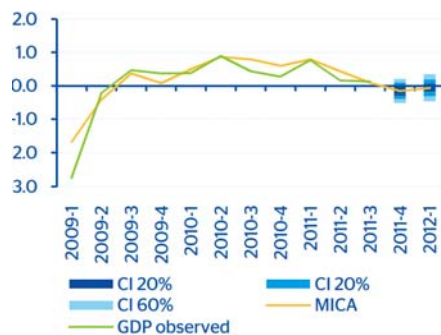
### 3.1 欧元区

欧元区复苏在第三季度失去动力，而推动因素在第四季度进一步恶化，长期指标呈现适度萎缩

欧元区GDP增长在第三季度再次减慢，只得到仍算强劲的全球需求支持，而尽管个人消费有所反弹，但国内支出未能提高。投资连续第二个季度下降，而持续财政整顿造成公共消费下降。第四季度可用数据表明，欧元区经济形势有所恶化，这与我们在2011年11月《欧洲经济展望》中描绘的下滑风险的发展变化一致。主要包括金融市场急剧恶化（包括主权债务担忧和银行业问题）以及比以前预期较弱的全球复苏。

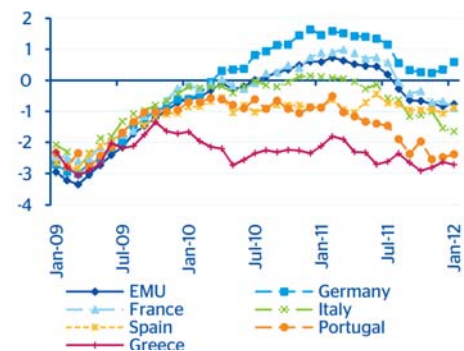
特别值得一提的是，主权债务危机的不确定性增大以及其与银行系统的联系对家庭和公司信心造成不利影响，导致信心在第四季度崩溃。11月的零售额降幅比预期更大（比第三季度-0.7% q/q），因此，再加上消费者信心持续恶化以及失业率不断提高，表明与第三季度相比，家庭支出对需求的支撑作用可能在第四季度减弱。第四季度工业生产已经萎缩，反映了国内和外部需求下降。暗淡的经济前景以及无起色的生产能力利用和较高融资成本可能造成第四季度投资大幅下降。除了个人需求下降，许多国家还进行了强有力的财政调整（主要是周边国家），从而降低了公共消费。因此，国内需求可能会连续第三个季度不利于增长，从而使得对经济形势脆弱性的担忧增大，经济仍主要受到对外部门的支撑。特别地，尽管全球需求以及出口下滑，但进口进一步减速继续有利于净出口对经济增长做出积极贡献。

图8  
欧元区：MICA-BBVA 和 GDP (%季度环比)



来源：Eurostat 和 BBVA Research

图9  
各国信心（标准化）



来源：欧洲委员会和 BBVA Research

总之，我们的季度GDP短期模型（图8）预测，欧元区活动将在第四季度萎缩（-0.2%q/q），尽管我们的推测设想为更大幅度下降（-0.3%q/q）。总的来说，GDP将在2011年增长1.5%，稍低于2010年，主要原因是国内需求的较小支持（0.6pp，而不是0.9pp），而净出口的贡献保持稳定（约为0.9pp）。

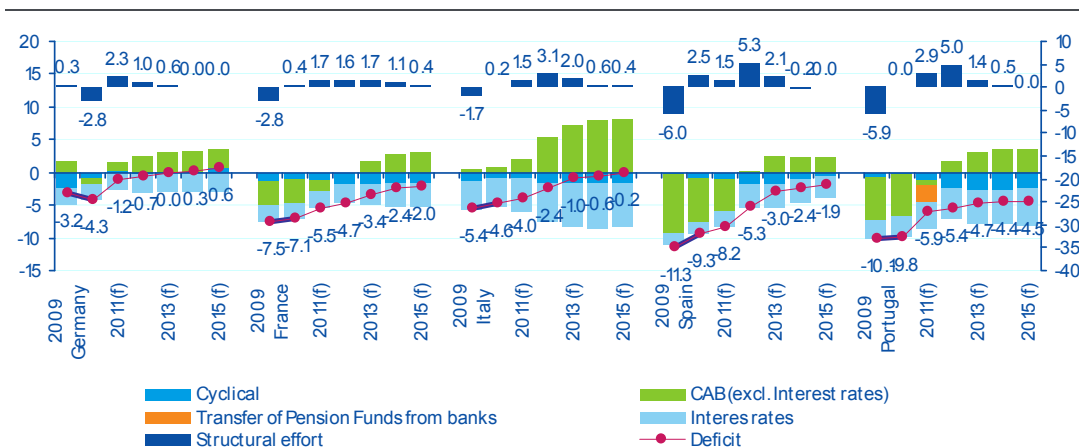
从各国来说，由于财政调整的不同幅度（图10）以及每个国家积累的特殊失衡，我们预计核心和周边国家的GDP将在第四季度萎缩，尽管增长差异仍存在（图9）。特别地，在与一年前相比稳定之后，自4月以来，欧元区的失业率增长了约0.5pp，在12月达到10.4%，但各成员国仍存在巨大差异。

### 2012年初观察到更积极的信号，尽管是初步的

2011年底普遍经济下降以及货币联盟财政形势恶化和融资市场关闭使ECB再次在11月和12月放宽了货币政策，通货膨胀预期减缓也是一个有利因素。通过这些措施，ECB加强以三年期拍卖方式向银行业提供流动资金，以降低信贷急剧萎缩的风险，并间接支持主权债券（参见框2）。

一些积极但仍有限的消息在年初出现，因为1月信心增强确认了2011年下半年观察到的大幅下滑中断。尽管如此，各成员国之间仍存在巨大差异，因为较好结果在很大程度上反映了德国好转的数据以及法国的适度增长，而地区其它国家继续经历大幅下滑（图9）。特别地，我们的MICA-BBVA模型表明，欧元区整体衰退在当前季度可能是轻微的，比我们对第四季度的预期幅度更小。然而，这些积极信号应在未来几个月得到确认，因为不确定性仍非常高，而欧盟峰会的结果不足以最终解决欧洲危机。

图 10  
总体政府债务和估计结构调整



来源: Eurostat 和 BBVA Research

### 预计2012年下半年将微弱增长，并在2013年逐步加速

与我们三个月前的预期不同，12月欧洲层面议定的措施不足以缓解当前危机，从而使财政压力（图11）增大，甚至高于2008年下半年观察到的水平，造成信心急剧下降和主权债务融资成本大幅攀升。这还伴随着财政整顿计划，以保证公共财政的可持续性。除了欧盟和IMF援助国家提交的大规模调整（希腊、葡萄牙和爱尔兰），其它国家（尤其是西班牙和意大利，还有法国）已批准了强有力的财政措施，以实现欧盟为2012和2013年确定的财政目标（图10）。这将在短期内对经济增长产生负面影响，可能造成进一步财政下滑，引发深入财政调整。另外，公共融资的价格和数量限制传递到私营部门（图12），鉴于欧元区经济对信贷融资的依赖性，这可能对经济活动造成重大影响。

相比之下，支撑经济增长的积极推动因素仍然少而微弱。首先是货币政策放宽、对经济疲软更加融通，尤其是为恢复金融市场正常运转而提供强大的流动性以及恢复对家庭和公司贷款。其次是近期欧元贬值（可能有利于出口），这部分抵消了全球需求的下降。

通过这些经济推动因素，并假设财政压力将在今年下半年逐渐消失，我们的经济设想认为，2012年经济前景将大幅下调，从适度经济复苏转向全年经济活动适度萎缩。这是因为今年上半年经济活动微幅下滑，并将在下半年恢复微弱的季增长率。特别地，GDP增长下调了1.5个百分点，降至-0.5%。这一情况首先是由2011年第四季度预计的季度GDP下降的延滞效应（说明了-0.3pp的下调）以及其它财政调整（-0.4pp）和财政约束从紧（-0.8pp）而决定的。全球经济下滑的影响（-0.1pp）被欧元贬值抵消（+0.1pp）。由于经济活动下滑，劳动力市场将继续恶化，就业率较低（-0.2%），失业率不断提高（提高0.5pp至10.6%）。

衰退将主要反映在国内需求各部分的发展变化上。在消费者信心急剧下降和实际可支配收入越来越低的推动下，个人消费将轻微下降，唯一有利因素是通货膨胀减缓。由于在失业、财政赤字或私人债务方面要解决的失衡程度不同，各国之间这部分的表现预计会有较大差异。国内支出下降以及全球需求减缓和仍然无起色的生产能力利用也将使投资减少，我们预计2012年投资会大规模下降。鉴于各国开放程度的巨大差异，在那些对新兴经济体出口方面具有比较优势的国家，投资将更加有活力。与其它经济下滑不同，缺乏扩张性财政机动空间将最终使公共消费和投资下降。因此，支撑增长的唯一因素仍来自出口，尽管出口将急剧减缓，且不再是其它领域的保持活力的强有力因素。然而，鉴于进口预计会急剧下降，我们预计净出口将做出积极贡献（+0.2pp），这被国内需求下降部分抵消（-0.7pp）。

图 11

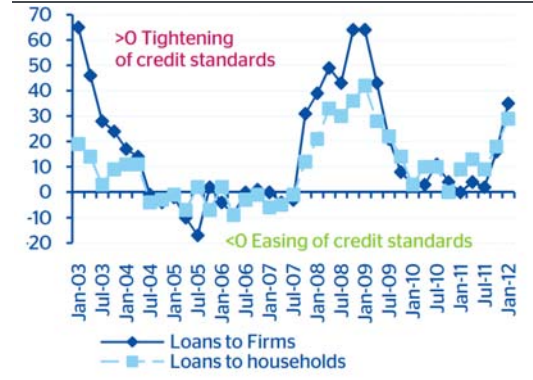
图 12

10年主权收益差 (bps)



来源: Bloomberg 和 BBVA Research

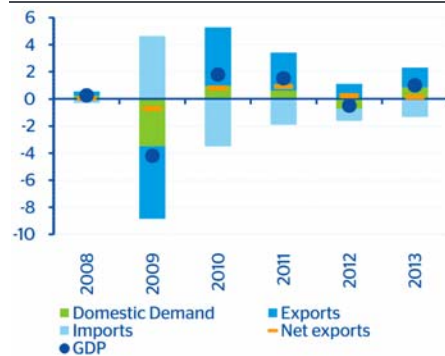
欧元区: 过去三个月的信贷标准 (加权净百分比)



来源: ECB

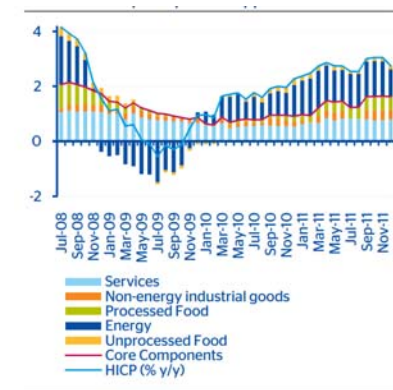
2013年, 随着GDP适度增长(约1%, 但仍低于其潜在水平), 2012年下半年的逐渐复苏预计会加快。在这种情况下, 由于强大防火墙的构建, 以防止不利溢出效应扩散到其它成员国, 我们假设主权债务危机将在今年解决。因此, 国内需求所有部分将恢复适度增长, 从而对国内需求做出相当大贡献, 并在国内和对外部门之间形成更加平衡的增长模式(图13)。

图 13  
欧元区: 对年度GDP增长贡献(pp)



来源: Eurostat 和 BBVA Research

图 14  
欧元区: 年度HICP通货膨胀率。各部分贡献(pp)



来源: Eurostat 和 BBVA Research

### 经济前景风险仍趋于下滑

当前主要风险与2012年希腊债务无序重组有关, 因为希腊、“三架马车”和私人投资者之间的三方谈判并未达成协议, 或因为希腊未达到改革要求, “三架马车”决定停止援助。然而, 这一风险可能下降。另一个下滑风险是压力可能持续且在2012年剩下时间以及以后保持当前高水平。最后, 对于那些在2012年和2013年面临大规模财政调整的国家, 财政整顿的影响将比预期更大, 如果过于追求财政目标, 则可能导致某种赤字-衰退恶性循环。积极的一面是, 近期的稳定以及(某些国家)PMI数据的改善揭示了一个高于预期的潜在起点。

### 通货膨胀将在2012年回到低于ECB目标的水平, 使ECB能够发挥更前瞻性的作用

2011年第四季度的通货膨胀数据证实, 第三季度末观察到的急剧加速主要是由于季节性产品的价格猛涨(非能源工业品和食品), 表明通货膨胀压力因经济活动和劳

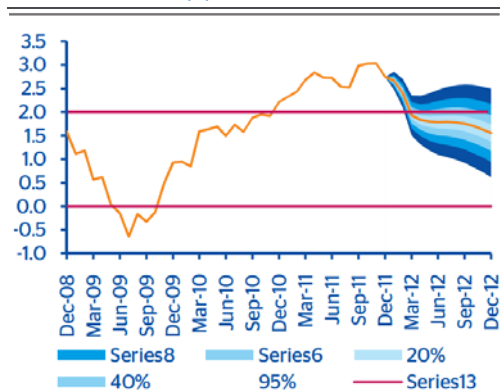


动力市场恶化而继续降低。然而，我们三个月前的通货膨胀展望设想2011年第四季度的总体通货膨胀将减缓，但这种情况只在12月观察到，主要反映了当时低于预期的油价下调（图14）。相比之下，第四季度核心通货膨胀仍像预期那样基本稳定在2%。因此，2011年底总体通货膨胀的年均增长率为2.7%，比我们的预测高0.1pp，而核心通货膨胀平均为1.7%。

各成员国之间的年度调节通货膨胀仍存在较大差异，周边国家的增长率较高。这主要是由于税收提高或与财政整顿有关的越来越高的调控价格（参见图16希腊、葡萄牙和意大利），以补偿国内需求下降造成的通货紧缩压力，并可能通过对实际可支配收入的消极影响而进一步降低家庭需求。除税收影响外（图16），各国通货膨胀率应与欧元区平均通货膨胀更加一致，也表明在个人消费急剧下降的国家，价格压力较低，如希腊。

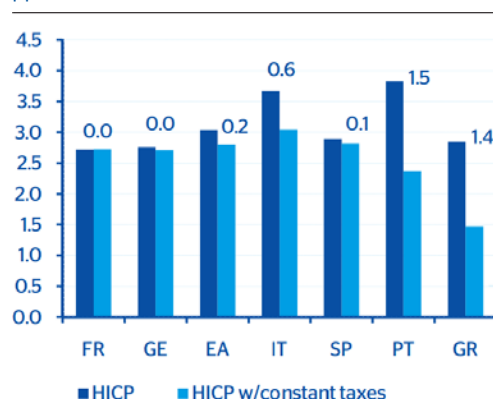
展望未来，由于在2011年第一季度大幅上涨后能源价格有利的基数效应，我们将看到，未来几个月的总体通货膨胀将继续减缓（图15）。然而，随着总体通货膨胀在2012年下半年降至ECB目标以下，我们现在预计这种减缓的速度比三个月前的预期更慢。之后，总体通货膨胀可能在第二和第三季度保持相对稳定，并在年底进一步缓解，使得年均通货膨胀率为1.8%。关于核心通货膨胀，由于走弱国内需求，它将在今年微微减速，使2012年的年均通货膨胀率为1.7%。

图 15  
欧元区：HICP (% y/y)



来源：Eurostat 和 BBVA Research

图 16  
2011年11月各国HICP (% y/y, 值为比率之差, 单位 pp)



来源：Eurostat 和 BBVA Research

### 这一通货膨胀前景风险总体上平衡，但高油价以及可能提高税收将在短期内抑制下滑速度

上调风险仍源自中东的地缘政治紧张局势（造成油价上涨）以及新兴经济体因对原材料的强大需求而带来的较小下滑。这还造成欧元进一步贬值，并最终导致能源进口价格上涨。另外，不排除提高税收或与主要财政调整有关调控价格的可能性。尽管如此，这些上调风险将因家庭支出潜在推动因素恶化而抵消，而不断恶化的劳动力市场将意味着，工资以及企业对未来需求的较差预期将限制来自商品的潜在高成本。

#### 框4. 英国：随着进一步刺激措施的实施，增长停滞预计是短暂的

英国的经济活动仍受到欧元区危机压力及其自身财政整顿的影响，其对增长的影响相当大。为此，鉴于复苏弱于预期且价格压力在减退，英国银行在2月推出了500亿GBP的资产购买计划。

经济活动在第四季度下滑....

英国经济在第四季度萎缩了-0.2% q/q（图17），使得与2010年相比，2011年的总体增长率仅为0.9%。萎缩与硬性指标如工业生产指数是一致的，尽管它与PMI数据有一定程度的差异（图18），后者在第四季度和第一季度初有所改善，表明衰退正趋于缓解。根据Gfk指数，家庭信心也明显恢复。

... 预计会在年内增速，但仍较慢

鉴于2011年底弱于预期的增势、目前关于外部环境（主要是欧元区）的不确定性以及财政紧张对个人消费高于预期的影响，我

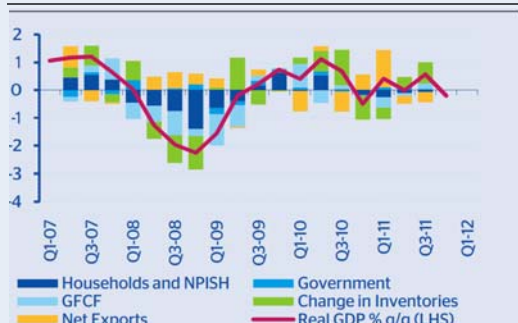
们小幅下调了对今年的预测。我们预计2012年增长率为0.5%，2013年为1.4%（比三个月前的预期均低-0.2 pp）。积极的一面是，今年夏季的伦敦奥运会将使需求暂时增长。

在两个相互抵消力量的作用下，个人消费复苏：较高失业率和较高实际收入

由于劳动力市场继续恶化，但通货膨胀减缓，停止挤压实际收入，因此，个人消费前景高度不确定。失业率继续增长，2011年底达到创记录新高（根据ILO统计资料，11月为8.4%。12月货币总计数继续下降，暗示着经济活动减弱且去杠杆化过程继续。相比之下，在2011年急剧上涨后，今年通货膨胀下降将有利于实际可支配收入。再加上家庭信心复苏迹象，我们预计2012年个人消费将缓慢恢复，为0.3%（去年下降约-0.5%）（图19）。

图 17

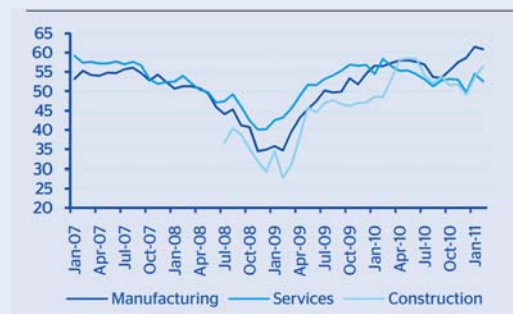
英国：对GDP增长贡献，% q/q



来源：ONS

图 18

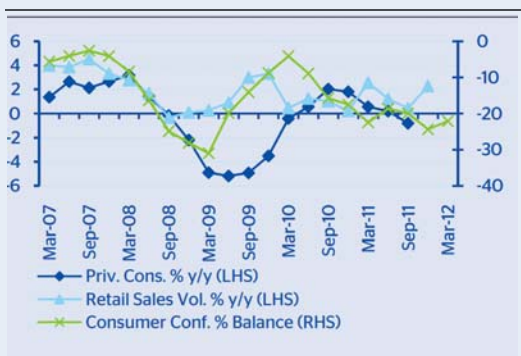
英国：采购经理人指数 (PMI)



来源：Markit

图 19

英国：个人消费、零售额和消费者信心



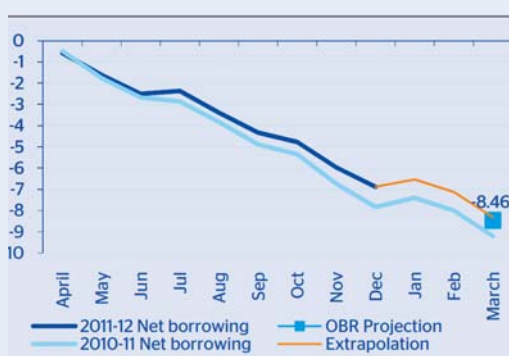
来源：ONS 和 BBVA Research

在2010年与提高VAT有关的增长后（带动投资），2011年的投资增幅趋缓。它在今年将保持适度，特别是在企业层。鉴于劳动力市场的不良前景，住房投资也将受到控制。公共消费继续呈现一定弹性，并缓慢增长，但预计会在未来几个季度和几年内下降，这与在2015-16年使预算恢复平衡的财政调整计划是一致的。与前一年相比，当前财政年度截止12月的预算执行数据几乎没有改善，鉴于第四季度经济活动下滑以及第一季度的前景走弱，轻微下滑风险较高。在12月，不包括财政干预的预算为-1030亿GBP，而在3月结束的整个财政年度，目标定为-1270亿GBP（-8.4% GDP）（图20）。

关于对外部门，第二和第三季度的出口及进口均下滑，反映了其主要贸易伙伴及自身国内经济活动走弱。对作为主要贸易伙伴的工业国的高度依赖将在未来几个季度抑制出口活动，我们预计出口将从2011年的估计增长4.7%降至今年的2.2%。平均来看，今年的进口表现预计会较好。总的来说，对外部门对增长的贡献只是平平。

图 20

英国：公共部门借款净额，% GDP



来源：ONS 和 BBVA Research

### 通货膨胀终于减缓

在长达数月明显偏离目标以及对这些偏离暂时性的担忧后，通货膨胀率似乎正在恢复。去年VAT提高1 pp以及较高的能源价格推高了通货膨胀率，在9月达到最高水平5.2%。通过QE计划的流动资金注入也产生了影响。在2012年，我们预计通货膨胀将迅速恢复，平均为2.5%。三个因素将发挥作用：1) 基数效应，2) 因主要能源公司能源价格下降造成的较低能源价格，和3) 闲置能力的影响。然而，英镑贬值以及将价格上涨传递给最终消费者的意愿可能使恢复速度变慢。

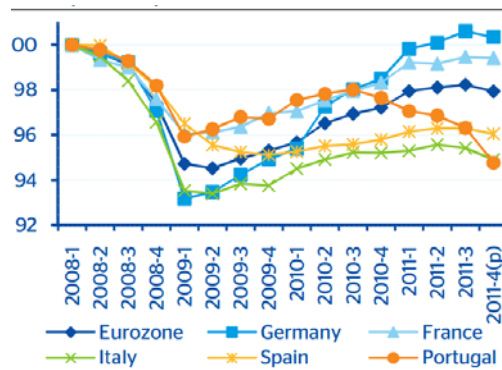
### 进一步量化宽松正在考虑

最新购买计划已于2月完成，鉴于500-750亿GBP预计范围内的经济疲软状态，追加2,500亿GBP的计划已获批准。2012年，利率保持稳定，为0.5%，我们预计在预测期内利率将保持在该水平。

### 3.2 成员国：近距离观察

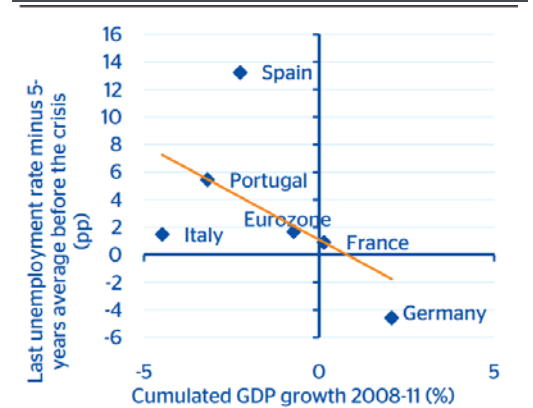
信心在第四季度普遍大幅下降，影响了所有成员国，表现在2011年底核心和周边国家GDP的萎缩上。由于财政调整的幅度不同（将明显影响国内需求（图24）），差异仍然存在（图22），而出口仍是所有成员国增长的主要推动因素（图25）。另外，劳动力市场状况将在预测期内一定程度上恶化，但正如前几年那样，各国之间存在较大差异（图23）。整个欧元区不同幅度的发展变化（图26）将使周边国家2013年的实际GDP远低于危机前水平，而在德国和法国，它将超过该水平约2%。对于整个欧元区，它将处于相同水平（图27）。

图 21  
各国GDP (指数, 1Q 2008=100)



来源: Eurostat 和 BBVA Research

图 22  
累积失业率和经济增长



来源: Eurostat 和 BBVA Research

#### 德国：仍受到欧元区危机的影响，但更具有弹性

德国在2011年大幅增长了3.0%，超过所有其它欧元区国家。受益于新兴经济体强劲全球需求的强大出口也支撑了其它部门，特别是投资，表现在主要受国内需求推动的GDP增长上，贡献为+2.1pp。尽管强劲国内需求造成大量进口，但净出口对GDP增长的贡献预计仍达到0.9pp。

尽管如此，强劲的经济增长掩盖了德国对欧元区不确定性增大以及某些下滑风险成为现实的脆弱性，第四季度可用数据表明2011年第四季度适度萎缩，并可能扩展到2012年第一季度，尽管1月份软数据好于预期。特别地，第四季度零售额有所下降，而按EC指标衡量的消费者信心在第四季度稳定在第三季度急剧下降后的微弱水平，表明个人消费在年底已失去活力。投资前景也很暗淡，工业生产呈现适度负增长，第三季度和第四季度截止11月的新订单甚至更加减少。PMI制造业自第三季度以来一直萎缩，仅在1月有所反弹，软指标也朝着相同方向发展。同时，服务业也呈现类似趋势，PMIs在第三季度恶化，仅在第四季度轻微校正。截止11月的对外贸易数据表明，出口和进口均大幅下滑，但净出口贡献在年底有所增长。

尽管德国经济证明比其它成员国更具有弹性，但全球需求下降以及欧元区的高度不确定性可能对经济前景造成消极影响。我们预计，2012年GDP增长预期将比三个

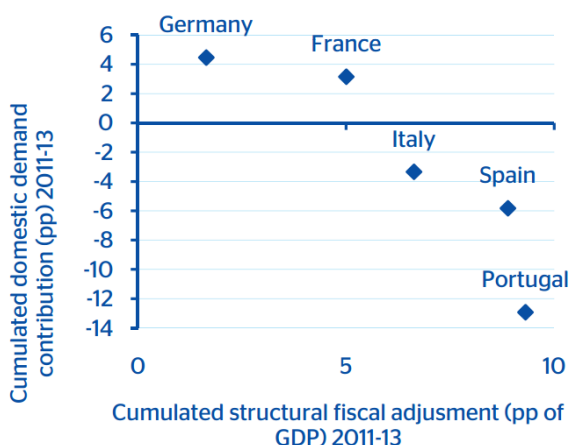
月前下滑幅度更大，适度扩大0.5%。出口增长预计将在未来几个季度减缓，而进口增长将更加强劲，从而使得2012年的净出口贡献大幅下降（0.0pp，2011年为0.9pp）。尽管高度不确定性可能对国内信心和需求造成消极影响，但这种影响将受到强劲国内基本面的限制。不确定性可能使公司推迟某些项目，从而减缓出口。因此，投资预计会急剧下降，从而使好转的一个主要推动因素减弱。目前尽管消费者信心恶化可能对个人消费造成消极影响，但经济增长强劲，通膨率较低。另外，家庭支出的良好前景还受到无高额家庭负债以及相对有限财政调整的支持。总之，国内需求将继续推动今年增长，对增长贡献为0.6pp。我们预计，国内需求推动的这种增长模式将持续到2013年，之后恢复潜在增长。因此，较高的经常项目顺差可能在预测期内逐渐减小。

在财政方面，由于今年经济活动的良好表现以及好于预期的税收，2011年赤字目标将轻松实现。与-2.5%的目标相比，总体差额预计接近GDP的1.2%的赤字。这意味着结构调整初步估计为约GDP的2.3%。展望未来，只要经济下滑不会造成非常大的消极影响，2012年的目标将实现。尽管由于低于预期的Hypo房地产公司和西德银行援助而使2011年的债务水平可能下调，但债务水平仍徘徊在约80%。

在价格方面，由于在2010年底和2011年初急剧上涨后能源价格积极的基数效应，去年底调节通货膨胀大幅减缓。相比之下，核心通货膨胀自2011年第二季度以来相对稳定，徘徊在约1.6% y/y，消除了人们对强劲国内需求造成通货膨胀压力的疑虑。总体通货膨胀预计在未来几个月继续减缓，保持低于ECB目标，2012年平均为1.8%。

图 23

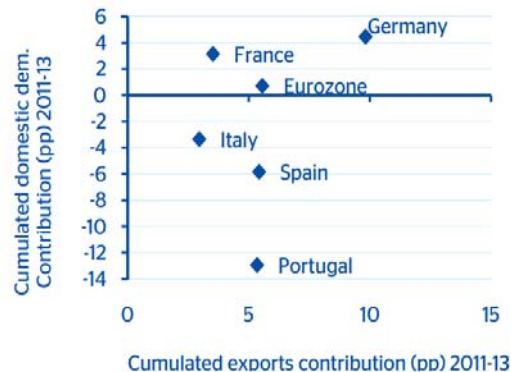
结构财政调整及国内需求对GDP增长的贡献



来源：Eurostat 和 BBVA Research

图 24

累积国内需求和出口贡献



来源：Eurostat 和 BBVA Research

### 法国：信心恶化影响国内需求，使得增长的主要驱动力趋弱

在第二季度环比增长下滑后，第三季度经济活动有所改善（按季环比增长0.3%）。GDP增长受到国内需求（包括消费和投资）的推动。从这个意义上说，增长模式与曾使法国在前一次经济下行时期比其它欧元区国家表现更好的模式类似，这些国家面对外部冲击时更加脆弱。然而，2011年底经济活动趋弱主要是欧元区的外生经济冲击通过影响市场信心进而拖累国内需求所造成的。经济指标已表明第四季度增长会急剧恶化，软数据显示三季度各个层面的信心指标纷纷下滑，四季度这种情况或将持续。

劳动力市场状况恶化使令人失望的境况进一步恶化。第三季度失业率攀升了0.3个百分点至10%左右，这是导致消费者信心下降的主要因素。积极的一面是，在服务业带动下，私营部门活动呈现某些反弹迹象。尽管工业生产在上个月有所复苏，但平均来看，仍然呈现趋弱态势（截止11月的三个月移动平均增长录得-0.3%）。截止11月的出口有所减缓，尽管进口下降幅度更大，表明净出口在2011年底可能对经济增长不会造成过多负面影响。

信心恶化以及过去三个月宣布的附加财政调整使得我们对法国2012年的GDP增长预测下调0.8个百分点至同比0.2%。在2011年大幅反弹后（1.9个百分点），由于各部分增长均明显下滑，国内需求预计在2012年对经济增长的贡献仅为0.1个百分点，尽管家庭消费相对坚韧。政府支出将随财政整顿的实施而减少其贡献，融资条件继续受限以及产能利用率和需求均呈下滑趋势，投资对经济增长的贡献预计也将下降。在2011年做出非常大的贡献后（约1个百分点），库存变化的周期性支持或将结束。在对外方面，虽然2011年该部分为负贡献，但主要是由于进口下滑，今年形势预计会在一定程度上改善。使得净出口对增长的贡献微幅偏正（0.1个百分点）。

短期内，财政调整对经济增长有影响。2011年法国财政赤字占GDP之比预计将向5.7%的目标靠拢，意味着结构调整约为1.5个百分点。根据我们的估计，政府要实现2012年的财政目标（确定为-4.5%），措施应达到2个百分点GDP。去年11月宣布的最后一揽子计划意味着除8月公布的0.5%外，还要再适度调整0.3% GDP。最新措施包括取消收入税指数化、引入“团结税”、取消税收优惠以及引入7%的中间增值税。随着5月总统大选的临近，我们预计未来几个月最终细节将会公布，尽管人们对这些措施能否及时实施以实现全年目标存在疑虑。

通货膨胀保持相对稳定，截止第三季度末仍低于欧元区其他成员平均水平，之后与其他成员一起在12月攀升增至2.7%。尽管因能源价格，我们预计其基数效应比其它成员国要低，但一些消费税和新增值税税率的提高可能在2011年最后一个季度推升通胀。另外，与财政整顿有关的各种措施（提高烟草和酒等消费税）将部分抵消较低油价和国内需求趋弱造成的通货紧缩影响。总之，HICP通货膨胀预计将低于欧元区平均水平，约为1.6%。

### 意大利：2011年下半年经济衰退将在2012年延续，至2013年或将停止

意大利经济处于衰退中，2011年下半年的GDP录得负增长，而2012年初最新数据仍指向负增长。尽管如此，由于净出口的强大贡献（+1.3%，足以弥补国内需求的负贡献-0.9%），该国仍然在2011年全年实现0.4%的正增长。

驱动经济增长的因素在过去三个月有所转弱。首先，部分由于欧元区主权危机加剧后主权利差迅速扩大，不确定性明显大幅提高，虽然在新总理Monti上台后，情况有所改善。后者使得融资成本提高且获得资金的难度更大，造成信贷条件更加严格。另外，2012至2013年强有力的提前财政整顿也将在短期内抑制国内需求。最

终，减缓的全球需求也将对意大利出口造成压力，抑制这一去年增长的主要驱动因素。

在财政方面，意大利基本实现了其2011年的占GDP为3.9%的赤字目标，意味着约1.5个百分点的GDP增长结构调整。但在2012年，意大利经济将需要做出加倍努力。为此，除了夏季后在金融动荡中宣布的一揽子调整计划，政府还在12月初透露了“Salva Italia”（拯救意大利）一揽子计划，意味着300亿欧元的储蓄，其中100亿欧元将用于2012至2014年的增长支持措施。净调整额达到200亿欧元（1.2% GDP），是对以前宣布的600亿欧元措施的补充。原则上，这将足以实现2013年的平衡预算目标。这些措施包括养老金制度变化，以进一步提高退休年龄、养老金资格工作年限以及冻结当前养老金支付。在收入方面，一些税收将提高，特别是增值税（到2012年9月提高2个百分点，达到23%，2014年再提高0.5个百分点）和基本住宅房地产税，而打击逃税的措施也将更严格。

考虑到这些因素，我们大幅下调了对意大利2012年的经济展望，从几乎零增长调至大幅下滑（-1.5%）。个人消费前景也有所恶化，与2010年的强势增长相比，在前一年表现适中之后，2012年家庭需求将趋弱。特别是持续走弱的劳动力市场状况以及通货膨胀压力继续对2011年下半年的支出决策造成消极影响，而在未来几个季度，实际可支配收入影响将受到2012年更严厉紧缩措施的抑制。外部需求提供的投资支持也在2011年下半年转弱（更严格的信贷条件和微弱的内需对公司投资决策造成负面影响）。2012年，随着融资成本提高，产能利用保持在较低水平以及资产负债调整持续，投资预计将大幅下降，而作为预算整顿战略的一部分，政府投资支出预计会进一步下降。由于国内需求下降比全球条件恶化幅度更大，出口预计会超过进口，使得今年和明年净出口对GDP增长的贡献为正。

在价格方面，2011年全年的HICP通货膨胀提高，但去年9月增值税税率从20%提高到21%，预计会对2012年总体通货膨胀产生相应影响，后者则被国内需求萎缩部分抵消。由于油价下降使得能源价格增长预计会减速以及有利的基数效应，2012年总体通货膨胀预计会缓和，但仍未达到欧洲央行设定的目标水平。

图 25

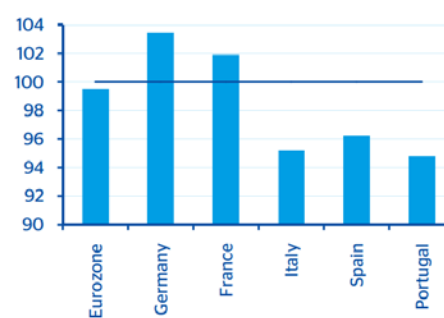
各国GDP增长预测（年增长率，%）



来源：Eurostat 和 BBVA Research

图 26

2013年实际GDP增长占危机前水平的百分比



来源：Eurostat 和 BBVA Research

### 西班牙：预计2012年经济衰退，2013年缓慢复苏

除了西班牙经济正在进行的失衡校正，信心急剧下降、出口下滑以及经济政策不确定性（与政府换届和未能实现财政目标可能相关）均成为2011年第四季度负增长的主因，造成经济活动（GDP按季环比下滑0.3%）尤其是就业市场持续恶化。增

长的主要积极推动因素仍然是净出口贡献，而国内需求在2011年最后一个季度急剧下降。因此，2011年全年GDP增速约为0.7%。

欧洲层面不确定性较高，但不再对西班牙经济的某些基本面产生影响。一方面，由于欧洲主权债务和银行业危机，获得融资预计会比较困难。另外，欧元区增长前景的大幅下调将造成对西班牙出口的需求减弱。至于国内增长因素，主要挑战是财政赤字目标下调，需要再次调整，其规模、构成和时间尚不清楚，但这些对于评估其对经济增长的影响至关重要。根据已批准的欧洲委员会《稳定计划》，西班牙政府计划在2009年至2011年大幅降低结构赤字（2011年为6.5% GDP）。从2012年起，调整规模可能较小，但今年实施的2% GDP新措施已确定，以降低财政赤字。尽管如此，未能实现2011年财政目标意味着，2012年的财政调整应为约400亿欧元，尽管可能增至500亿欧元，以抵消收入和支出的周期性下降（欲了解更多信息，参见《西班牙经济展望》）。所有这些因素造成西班牙前景大幅下调。

总之，我们预计2012年GDP将下滑1.3%，并在2013年开始缓慢复苏（增长0.6%）。鉴于西班牙经济增长前景恶化，劳动力市场将在2012年进一步恶化，造成失业率上升（攀升至约25%）。如果结构减赤措施（如预算稳定和劳动力市场改革）迅速而坚决地执行，从而进行痛苦较小的调整（尤其是在就业方面），并为迅速强劲复苏奠定基础，则对其经济前景造成积极影响。

在价格方面，年通货膨胀继续像预期那样下降，表明2011年的高通货膨胀率（3.2%）是2010年底和2011年初较高商品价格的广泛基数效应以及2010年下半年提高增值税率造成的。展望未来，国内需求走弱以及劳动力市场恶化均表明通货膨胀压力消失，总体和核心通货膨胀在预测期内仍将低于2.0%。



框5. 由于大规模财政调整，葡萄牙在2012年将急剧衰退

葡萄牙经济活动在2011年萎缩，尽管程度低于预期，第二季度陷入停滞，之后在下半年出现萎缩。该国经济在2012年仍将急剧衰退，预计从2013年开始反弹。这一前景的主要推动因素是2012年必然实施的强有力财政调整以及使大多数经济指标成为负值的艰难市场和财政状况。尽管如此，虽然国内需求非常微弱，但对外部门仍提供一定支持。

标普最近将葡萄牙的主权信用评级降为“垃圾级”，从而使得该国主权债务形势恶化，10年期国债收益率息差扩大约300基点。因此，人们有理由担心，“三架马车”提供的第一个融资援助一揽子计划可能规模不够，因为葡萄牙将不能如预期那样在2013年回归市场，从而需要获得进一步支持，尽管政府否认了这种情况。“三架马车”在11月的第二次审查阐述了其余的挑战，主要是需要在劳动力和产品市场迅速实施结构财政措施和结构性改革，但同时也提及，该目标已基本实现，并对政府在财政整顿和恢复增长方面所做的努力和取得的进展表示称赞。

各个层面信心指数继续趋弱，表现在工业和服务业活动走弱以及投资减少

自经济景气开始下降以来已有一年多时间，在2012年初，这一趋势仍持续，总体指数在1月份下降了0.3p，达到最低值-4.7（第四季度下降了-1.3个百分点）。各个行业信心恶化，其中制造业是推动指数下降的主要行业，而零售业的形势基本稳定。相比之下，

欧洲委员会对葡萄牙的经济景气指数（ESI）在12月增长0.7p，呈现一定乐观。

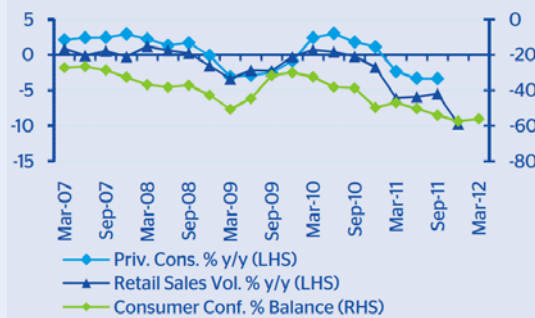
投资缺乏足够的支持，预计会下降。工业生产继续下降，11月按月环比下降1.6%，三个月移动平均数几乎下降了3%。正如工业新订单所表明那样，工业活动预计继续缺乏动力，前者在11月连续第三个月下降（三个月移动平均为-4.4%）。投资前景急剧恶化，在11月，所有部分对增长的贡献均为负值，特别是建筑业。服务也未改善，周转指数在11月的变化率为按年通比下降11.7%。年内就业、工资和工作时数均有所下降。

消费呈现下滑，近期无反弹迹象，而唯一乐观的是对外部门

在第三季度，消费对年GDP增长的贡献仍为负值，即-5个百分点。在11月由于非耐用品和耐用品消费呈现疲态，个人消费指标急剧萎缩。另外，零售额也持续恶化，11月总体指数按月环比下降了2.6%，三个月移动平均下降了2%。在2010年强劲增长后，2011年全年的个人消费急剧下降，今年形势将进一步恶化。这与降低消费占GDP比重的需求是一致的，与其它欧元区经济体相比，该比重非常高，正如我们在过去讨论那样，这是造成大规模经常项目逆差的原因之一。持续财政整顿（即提高所得税、降低转让以及提高增值税和消费税对价格的影响）不仅限制了家庭可支配收入，而且还降低了政府支出。

图 27

葡萄牙：个人消费、零售额和信心



来源：EC、INE 和 BBVA Research

图 28

葡萄牙：工业部门



来源: Eurostat 和 BBVA Research

失业担忧使得家庭需求的前景更加暗淡。年度就业率、工作时数和工资均有所下降。失业率逐步上升，但速度较慢，11月达到13.2%，预计将在中期保持高位。

积极的一面是，贸易逆差得到改善。截止11月，与2010年同期相比（分别为+15.1%和-3.6%），出口走强，进口走弱。因此，贸易逆差缩减了20.4亿欧元。贸易差额改善使得净外部需求在第三季度对GDP增长做出积极贡献（3.3个百分点）。在整个2011年，出口保持强劲，而进口减弱，从而对GDP增长产生积极贡献（4.0个百分点）。今年预计将遵循相同趋势，进口更大幅度下降，出口有一定增长，再次使净外部需求对增长做出较高贡献。

因此，GDP将急剧萎缩。我们的短期模型预测未来几个季度将进一步衰退

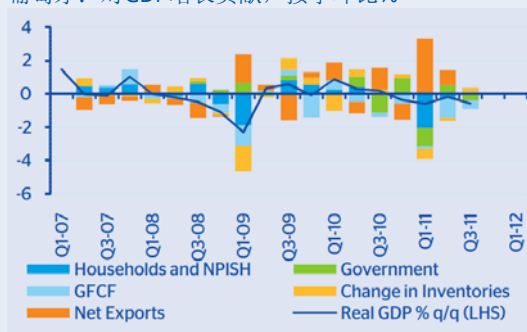
鉴于可用数据，我们对葡萄牙的短期MICA-BBVA模型表明（参见专题6），GDP将在第四季度按季环比萎缩1.6%，使得2011年全年经济按年下滑1.5%。葡萄牙银行月重合经济指标估计，第四季度年下滑约为3.2%，较之我们的按季环比下滑1.6%，年化增长下滑

2.9%的预测更为消极。展望未来，由于强有力的财政调整以及普遍不利的财政状况，经济活动预计将在未来几个季度进一步萎缩，也许最严重的金融危机即将出现。尽管主权债务危机有较高的不确定性，但我们预计葡萄牙GDP将在2012年下降约2.7%，比官方预测稍低，国内需求的贡献为负值。葡萄牙银行估计2012年将萎缩3.1%，而去年经济活动估计下滑1.6%；新数字与IMF和政府估计基本一致。

平均来看，由于能源价格和增值税税率变化，2011年通货膨胀或将远高于2010年。2011年的CPI和调节CPI平均值较高，分别为3.7%和3.6%，而2010年则为1.6%和1.4%，比欧元区成员国平均值高出0.9个百分点。在12月，全年通胀率仍旧高企，达到3.6%，主要表现在能源和未加工食品价格攀升上。如果排除这些因素，该指数将降至2.3%。积极的一面是，月度通货膨胀有所缓和，12月按月环比增长0%，11月按月环比下降0.1%。尽管提高间接税将使总体通货膨胀在短期内上涨，但2013年通货膨胀将降至2%以

图 29

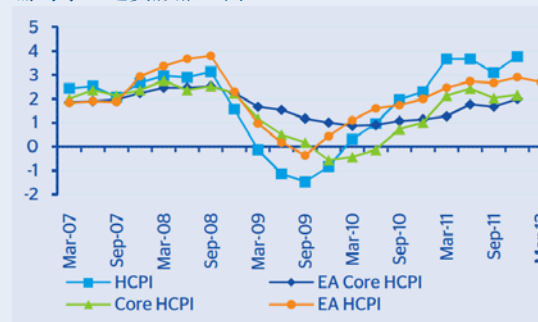
葡萄牙：对GDP增长贡献，按季环比%



来源: Eurostat 和 BBVA Research

图 30

葡萄牙：通货膨胀，同比%



来源: Eurostat、INE 和 BBVA Research

2012年预算已批准，正在向通过一次性措施实现大幅削减赤字而迈进。

葡萄牙议会在11月底批准了2012年非常严厉的紧缩预算。政府为2012年制定了一个大规模财政紧缩一揽子计划，相当于GDP的6%，主要集中在支出措施上。另外，在改革方面，最近的重点是劳动力市场，政府已制定了广泛的措施，以降低对解雇工人的遣散费、增加失业工人求职激励措施，并提高私营部门的工作时数。

葡萄牙2011年预算赤字约为GDP的4.5%，远低于5.9%的目标水平，主要原因是60亿欧元的银行养老基金资产和债务转入社会保障制度。如果没有该转账，赤字将约为8% GDP，这是2012年的起点，因为转账（除产生债务外）是一次性的。在借款方面，国家

债务有所增加，在2011年第三季度达到104% GDP（第二季度为100%）。坏消息是标普将其国家评级下调两个等级，从BBB-降为BB+，使葡萄牙进入“垃圾级”，造成多个债券指数直接拒绝葡萄牙债务，并将其对德国的10年期收益率息差提高到13%以上。

总之，葡萄牙经济将在2011至2012年期间萎缩，但可能在2013年开始缓慢复苏。对外部门仍将是增长的推动力，它将弥补国内需求下降的消极影响，尽管全球环境在弱化。政府应继续关注结构性改革，以改善中期增长前景。失业率仍较高，公司投资恢复仍需一定时间，信心减弱，但在持续结构性改革情况下，信心将在近期开始增强。

图 31

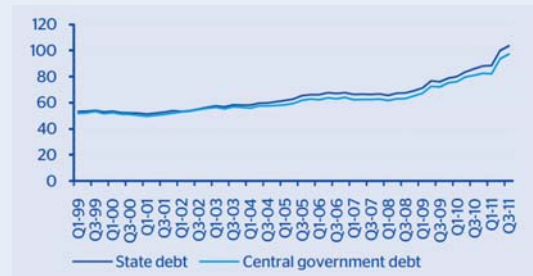
葡萄牙：预算执行、中央行政部門和社会保障基金(占GDP百分比)



来源：DGO、Haver 和 BBVA Research

图 32

葡萄牙：公共债务(占GDP百分比)



来源：BdP 和 DGO

## 框6. 预测葡萄牙经济短期GDP增长模型：MICA-BBVA模型方法

在高度不确定性之时，拥有关于经济发展的最新信息是最重要的。经济数据的公布都有时滞，正如现在（第一季度），我们只有2011年第三季度的GDP信息，对2011年第四季度的提前预测预计由INE（葡萄牙国家统计局）于2月14日发布。鉴于这些时滞，建立评估GDP实时发展变化的模型就非常重要。

据我们所知，对于葡萄牙经济，目前唯一可用的模型是Rua (2004)建立的模型，它被用于葡萄牙银行的同步指标。利用相同变量但不同方法（参见Camacho等，2009ab、2010年和2011年），我们根据动力因素分析建立了一个替代模型，以获得葡萄牙经济活动的实时综合月度指标。

该模型的一个主要优点是，它囊括了一定时期内所公布的具有不同时滞的季频和月频数据，使我们能够根据及时更新的GDP以及模型包含的所有其它指标数据计算实时后向预测、临近预测和预测。另外，我们的模型还不同于葡萄牙银行建立的模型，我们的目的是尽可能准确地预测GDP增长，而Rua模型主要预测这一系列的趋势。

### 方法描述

所用动力因素模型基于以下理想，即经济指标具有一个共同的商业周期成分，使得它们呈现出与GDP增长率的高度统计相关性。除了相关性标准，经济指标应参照季度数据来预测官方数字公布之前的GDP，从理论和经验角度来看，它们在模型中可能是相关的。因此，每个指标*i*在时期*t*内的发展变化 $z_{it}$ 可分解成两个随机不可观测部分之和。第一个部分 $x_{it}$ 通常被称为“公因子”，包括所有指标的综合动态变化，可通过葡萄牙经济周期确定。第二个部分 $u_{it}$ 被称为异质部分，指指标*i*在时期*t*内的具体动态变化。

$$z_{it} = \beta_i x_{it} + u_{it}$$

共同和异质部分的运动通过

阶和q阶的自回归模型确定。

$$x_t = \rho_1 x_{t-1} + \dots + \rho_p x_{t-p} + e_t$$

$$u_{it} = d_1 u_{it-1} + \dots + d_q u_{it-q} + \varepsilon_{it}$$

在本例中， $e_t$ 和 $\varepsilon_{it}$ 是不可观测的误差，假设是独立的，不连续相关。Mariano 和 Murasawa (2003)提出，如果我们将季度序列作为其月度序列的加权之和，则上述模型可表示为状态-空间形式，利用Kalman最大可能性来评估。

### 结果

葡萄牙GDP和经济指标的波动性非常高，因此，找到预测GDP的正确指标和模型是很重要的。我们决定第一阶段从Rua选择的指标开始。利用相同指标使我们还能够比较两种模型的性能。这套指标除GDP外还包括零售额、重型商用车辆销售额、水泥销售额、制造业生产指数、家庭财务状况、新职位空缺和外部活动替代。这套指标应足以反映主要经济部门的近期发展变化。

如果我们将上述模型应用于葡萄牙经济数据，对公因子的评估反映其经济周期，尽管GDP序列呈现较高波动性（大多数在样本开始时）。另外，我们的指标还正确反映了葡萄牙的衰退阶段（定义为连续两个季度GDP录得下滑（图33））。如图33所示，对公因子的近期评估揭示了与2009年观察类似的衰退。

最后，我们必须强调的是，这个短期增长模型仍在改进中。下一步将考虑新指标，可能包括金融类变量，以发现财务状况和实际经济之间的内在联系。

图 33

葡萄牙：GDP 和 MICA模型指标



来源：INE 和 BBVA Research

参考：

Camacho, M., and A. Garcia (2011) "The Euro-Sting revisited: PMI versus ESI to obtain eurozone GDP forecast", BBVA Economic Research Working papers, 1120.

Camacho, M., and R. Doménech (2010) "MICA-BBVA: a factor model of economic and financial indicators for short-term GDP forecasting", BBVA Economic Research Working papers, 1021.

Camacho, M., and Pérez Quirós, G. (2009a) «Introducing the Euro-STING: Short Term Indicator of euro area Growth», Journal of Applied Econometrics, pending publication.

Camacho, M., and Pérez Quirós, G. (2009b) "Ñ-STING: España Short term indicator of growth", The Manchester School, pending publication.

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

Rua, A. (2004) "A new coincident indicator for the Portuguese economy", BoP Economic Bulletin June 2004: 21-28.

Stock, J., and Watson, M. (1991) «A probability model of the coincident economic indicators», in Kajal Lahiri y Geoffrey Moore editors, Leading economic indicators, new approaches and forecasting records. Cambridge University Press, Cambridge.

## 4. 指数及预测

表2

宏观经济预测:国内生产总值

年度同比增速	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-3.5	3.0	1.7	2.3	2.2
欧元区	-4.2	1.8	1.6	-0.5	1.0
德国	-5.1	3.6	3.0	0.5	1.7
法国	-2.6	1.4	1.6	0.2	1.4
意大利	-5.1	1.4	0.4	-1.5	0.2
西班牙	-3.7	-0.1	0.7	-1.3	0.6
英国	-4.4	2.1	0.9	0.5	1.4
拉丁美洲	-0.6	6.6	4.5	3.7	4.1
墨西哥	-6.1	5.4	3.8	3.3	2.9
EAGLES	4.0	8.4	6.7	5.9	6.5
土耳其	-4.9	9.2	8.5	1.9	4.2
亚太地区	4.2	8.1	5.8	5.8	6.1
中国	9.2	10.4	9.2	8.3	8.7
除中国外的亚洲地区	1.0	6.7	3.5	4.2	4.4
世界	-0.6	5.1	3.9	3.5	4.1

\* 阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 秘鲁, 委内瑞拉

\*\* 巴西, 中国, 埃及, 印度, 印度尼西亚, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 中国台湾, 土耳其

预测截止: 2012年01月31日

来源: BBVA Research

表3

宏观经济预测 (通胀, 平均)

(年度同比增速)	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-0.4	1.6	3.2	2.3	2.3
欧元区	0.3	1.6	2.7	1.8	1.3
德国	0.2	1.2	2.3	1.8	1.3
法国	0.1	1.6	2.1	1.6	1.2
意大利	0.8	1.5	2.8	2.2	1.5
西班牙	-0.3	1.8	3.2	1.2	1.1
英国	2.2	3.3	4.5	2.8	1.9
拉丁美洲	6.9	7.4	10.0	9.5	9.1
墨西哥	5.3	4.2	3.4	4.0	3.3
EAGLES	2.8	5.3	6.3	4.8	4.7
土耳其	6.3	8.6	6.7	9.1	6.0
亚太地区	0.3	3.6	4.8	3.3	3.4
中国	-0.8	3.3	5.4	3.3	3.7
除中国外的亚洲地区	1.1	3.7	4.4	3.2	3.1
世界	2.2	3.5	5.1	3.9	3.6

\* 阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 秘鲁, 委内瑞拉

\*\* 巴西, 中国, 埃及, 印度, 印度尼西亚, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 中国台湾, 土耳其

预测截止: 2012年01月31日

来源: BBVA Research

表4

美国经济指标和预测

经济活动	2010	2011	2012	2013	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
GDP (% 实际变化)	3.0	1.8	2.3	2.2	2.2	1.3	1.5	1.7	2.3	2.4	2.5	2.2
个人消费 (% 实际变化)	2.0	2.2	2.2	2.1	2.8	2.2	2.0	1.6	1.8	2.3	2.4	2.4
政府消费 (% 实际变化)	0.7	-2.1	-0.7	0.5	-1.1	-2.2	-2.4	-2.9	-1.3	-1.0	-0.9	0.4
固定投资总额 (% 实际变化)	2.6	6.6	7.3	5.9	7.4	5.0	7.6	6.6	8.7	7.9	6.1	6.8
建筑 <sup>1</sup>	-4.3	-1.4	5.5	4.4	-2.9	-6.8	1.3	3.3	5.2	5.4	6.4	4.9
工业产值 (% 实际变化)	5.3	4.2	3.4	3.2	5.4	3.8	3.7	3.7	3.3	3.9	3.1	3.2
经常账户平衡 (占GDP百分比)	-3.3	-3.2	-3.1	-3.2	-3.2	-3.3	-2.9	-3.3	-2.9	-3.2	-3.1	-3.3
年末通胀	1.5	3.0	2.6	2.4	2.7	3.6	3.9	3.0	2.3	2.6	1.9	2.6
年度平均通胀	1.6	3.2	2.3	2.3	2.1	3.4	3.8	3.3	2.6	2.3	2.1	2.4
基本财政平衡 <sup>2</sup> (占GDP百分比)	-8.9	-8.5	-7.1	-4.6				-8.5				-7.1

1 住宅投资

2 财政平衡 (% GDP)

注意: 粗体为预测

表5

墨西哥经济指标和预测

	2010	2011	2012	2013	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
<b>经济活动</b>												
GDP (经季节调整)												
实际同比变化	5.4	3.8	3.3	2.9	4.3	3.6	4.4	3.0	3.2	3.4	2.9	3.7
人均 (美元)	9,582	10,501	10,410	11,888	10,550	11,043	10,733	9,786	10,014	10,191	10,547	10,909
美元十亿	1,035	1,143	1,141	1,313	1,148	1,202	1,168	1,065	1,098	1,117	1,156	1,196
<b>通货膨胀 (均值 %)</b>												
整体通胀	4.2	3.4	4.0	3.3	3.5	3.3	3.4	3.5	4.1	4.3	4.1	3.6
核心通胀	3.9	3.2	3.4	3.2	3.2	3.2	3.2	3.3	3.4	3.5	3.5	3.4
<b>金融市场 (期末 %)</b>												
<b>利率</b>												
银行贷款	4.50	4.50	4.50	5.00	4.50	4.50	4.50	4.50	4.5	4.5	4.5	4.5
28天 Cetes	4.3	4.2	4.4	5.0	4.2	4.3	4.1	4.4	4.3	4.4	4.4	4.4
28天 TIE	4.9	4.8	4.8	5.3	4.8	4.9	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.9
10年期债券 (均值 %)	6.6	6.8	6.4	7.0	7.5	7.1	6.4	6.4	6.1	6.4	6.5	6.6
<b>汇率 (均值)</b>												
比索兑美元	12.6	12.4	13.4	12.5	12.1	11.7	12.3	13.6	13.5	13.7	13.4	13.1
<b>公共财政</b>												
*FRPS (占GDP百分比)	-3.5	-3.0	-3.0	-2.8	--	--	--	-3.0	--	--	--	-3.0
<b>对外部门<sup>3</sup></b>												
贸易平衡 (美元十亿)	-3.0	-4.3	-6.4	-6.2	1.5	1.4	-3.8	-3.4	-1.2	0.9	-3.4	-2.6
经常账户 (美元十亿)	-5.7	-11.4	-14.2	-14.7	-2.6	-0.2	-3.8	-4.8	-4.1	-1.8	-3.9	-4.4
经常账户 (占GDP百分比)	-0.5	-1.0	-1.2	-1.1	-0.9	-0.1	-1.3	-1.8	-1.5	-0.6	-1.3	-1.4
油价 (墨西哥混合产品, 美元/桶, 期末)	#REF!	100.1	89.1	92.6	93.0	105.6	101.2	100.8	94.6	86.4	86.4	89.1
<b>就业率</b>												
私部门正式 (同比变化)	3.7	4.1	2.9	2.8	4.9	4.2	4.2	2.9	2.5	3.0	2.8	3.4
公开失业率 (占活动人口百分比)	5.4	5.3	5.3	4.9	5.2	5.5	5.3	5.0	5.2	5.2	5.3	5.3

表6

**墨西哥经济指标和预测****总需求 (同比变化, 经季节调整)**

总需求	9.5	5.2	5.5	4.3	5.4	4.9	4.8	5.6	6.0	5.4	5.2	5.3
国内需求	5.1	4.3	4.7	3.6	3.2	3.4	5.1	5.4	6.2	4.9	4.4	3.4
消费	4.7	4.2	3.2	2.9	4.5	3.5	4.3	4.5	4.0	3.5	2.9	2.6
个人消费	5.0	4.8	3.3	3.0	5.1	4.5	5.0	4.6	4.1	3.6	2.7	2.9
公共消费	2.8	0.8	2.5	2.0	1.5	-2.5	0.5	3.8	2.9	2.9	3.8	0.5
投资	2.4	8.3	9.1	5.8	5.1	8.5	8.8	10.8	10.3	8.6	9.9	7.5
个人投资	2.9	14.1	8.4	4.4	15.2	16.7	11.5	13.2	6.0	7.1	10.3	10.1
公共投资	1.2	-7.3	11.2	10.6	-21.2	-12.6	1.1	4.1	26.8	13.7	8.6	-0.2
外部需求	25.7	7.9	7.7	6.5	14.2	7.6	4.4	6.1	4.0	6.4	9.6	10.8
进口	23.5	9.1	11.5	8.0	10.3	7.0	6.2	12.8	12.8	10.4	13.6	9.4

**GDP 按行业分 (同比变化, 经季节调整)**

第一产业	3.3	0.7	2.6	2.1	-1.6	-5.3	7.9	1.9	3.0	3.1	2.8	1.8
第二产业	6.0	4.0	3.1	3.1	4.6	4.2	3.5	3.5	3.4	3.6	2.6	3.0
采矿业	2.2	-2.4	1.1	2.2	-3.1	-2.3	-3.7	-0.3	1.3	1.0	1.0	1.1
电力行业	2.4	6.0	3.1	3.1	8.2	7.5	5.0	3.3	3.1	3.6	2.6	3.1
建筑业	0.0	5.1	3.8	4.0	5.4	3.9	5.1	5.9	4.0	4.8	3.6	2.8
制造业	10.1	5.2	3.4	3.0	6.1	5.6	5.4	3.8	3.7	3.9	2.6	3.5
第三产业	5.0	3.9	3.2	2.9	3.9	4.0	4.7	3.1	3.2	3.2	2.8	3.5
零售	-14.2	13.4	7.3	4.2	8.2	8.4	8.2	4.5	4.7	3.6	3.0	5.3
交通运输、邮政和仓储业	-6.5	6.5	3.4	3.2	3.1	3.6	4.0	2.7	2.9	2.9	2.7	4.3
大众信息传媒	0.8	5.6	6.4	5.6	7.0	6.5	7.7	4.5	4.1	5.5	6.3	6.4
金融和保险业	-4.4	2.7	3.5	3.2	1.1	2.0	7.7	3.4	2.1	3.6	3.5	3.6
房地产和租赁业	-1.3	1.8	2.1	2.5	2.4	2.3	1.9	1.8	2.4	2.7	2.0	2.8
科学研究和技术服务	-4.7	-3.0	4.5	2.9	3.0	7.0	5.8	2.4	3.3	3.6	3.1	1.6
公司和企业管管理	-7.6	1.4	4.6	3.5	2.9	5.8	4.9	4.9	3.4	3.5	3.8	3.2
商务支持服务	-4.7	1.3	4.3	3.5	3.5	4.5	4.7	4.5	3.5	3.7	3.7	3.0
教育	0.4	3.0	1.7	2.2	0.8	2.0	2.2	1.8	2.3	2.4	2.1	2.2
卫生和社会保障	0.8	-1.8	2.0	1.9	0.2	2.6	3.2	1.9	1.8	2.7	1.7	1.4
文化和体育	-4.6	1.8	5.2	1.8	5.5	7.0	6.5	2.0	1.5	1.8	2.1	1.9
临时居住	-7.7	3.9	1.9	2.0	0.9	2.4	2.9	1.5	3.0	2.1	1.7	1.2
除政府活动外的其他服务	-1.1	0.6	3.7	2.8	3.2	4.7	4.2	2.6	2.8	2.9	2.8	2.6
政府活动	4.8	4.4	-0.4	1.9	0.9	-4.6	-0.9	3.1	3.0	2.2	1.0	1.3

1: 住宅投资

2: 财政平衡 (占GDP百分比)

3: 过去12个月累计

4: 基础 1993=100, GDP 按行业分基础 2003=100。第一产业, 第二产业及第三产业观察所得数据来自INEGI(季节性), 其余经季节调整。

dpl: 美元/桶

\*RFSP: 公共部门财政需求

备注: 加粗的数字为预测值

来源: BBVA Research基于Federal Reserve, Bureau of Labor Statistics, Banco de Mexico, INEGI 和 SHCP数据



## 免责声明

本文及其所含信息、观点、估计与建议由Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (以下简称“BBVA”)提供,旨在为客户提供报告发行日相关的一般信息,如有更改,恕不提前通知。BBVA将不负责通知变更事项或此后内容的更新。

本文件及其内容不构成对购买或认购任何证券或其他投资工具,或从事、撤出投资的邀约、邀请或唆使。本文件及其内容均不能构成任何合同、承诺或任何形式的决议的基础。

阅读本文的投资者应注意到文中所提及的证券、投资工具或投资可能并不适合于其特定的投资目的、财务或风险状况,上述因素并未被纳入本报告所考虑的范畴。因此,投资者在做出投资决策时应考虑到上述情况并在必要时寻求专业的建议。本文的内容均基于可信赖的公开信息得出,BBVA并未对这些信息进行独立核实,BBVA不对其精确度、完整性及正确性提供任何形式的担保。由于采用本文件或其内容所导致的任何直接或间接的损失,BBVA概不负责。投资者应注意的是,证券或投资工具过去的表现或投资的历史收益并不能保证其未来的表现。

证券或投资工具的市场价格和投资的收益会随着投资者的兴趣而波动。投资者应意识到其投资可能蒙受损失。期货、期权和证券或高收益证券交易存在高风险,并非对所有投资者都适合。的确,在某些投资中,潜在的损失可能会超过初始的投资金额,且在这一情况下,投资者可能会被要求支付更多的金额来支持那些损失。因此,在进行任何此类交易之前,投资者应意识到其操作,以及所持有股份所涉及到的权利、义务和风险。投资者还应注意,文中所述的投资工具可能在二级市场上有限,甚至根本不存在。

BBVA及其任何分支机构,以及各自的高管和员工,可能直接或间接地持有本文或任何其他有关文件所提及的任何证券或投资工具;他们可能是为自己或第三方从事这些证券交易,为前述证券或投资工具的发行人、相关公司及其股东、高管和员工提供咨询或其他服务,或可能在此报告出版前后对这些证券、投资工具和相关投资产生了兴趣或进行了交易,但上述行为都在适用法律允许所允许的范围内进行。

BBVA及其任何分支机构的销售人员、交易员和其他专业人士可能为客户提供与本文意见相反的口头或书面市场评论。此外,BBVA及其任何分支机构的自营交易和投资业务的投资决策也可能与本文的建议不符。本文件未经BBVA的事先书面同意不得:(1)复印、影印或以任何其他形式或方式复制;(2)传播;或(3)引用。该报告不得复制。传达、传播或提供给任何有法律禁止其传播的国家内的任何个人或实体。如未能遵循这些限制性规定可能违反相关地区的法律。

在英国,本文件仅适用于以下人士:(1)具有2000年金融服务及市场法2005年(金融促进)法令(修订的“金融促进法令”)第19条第5款所述投资工具专业经验的;(2)金融促进法令第49条第2款1-4点规定的对象(高净值公司、非公司社团等);及(3)被依法邀请或吸引来参与2000年金融服务及市场法第21章所述投资活动的人士(所有这些人均被称为“相关人士”)。本文件仅适用于相关人士,非相关人士不得照此行事或依赖本文件。本文相关的任何投资或投资活动仅对相关人士可用且仅将由相关人士参与。本报告分析师、作者的报酬体系基于多重准则而定,包括BBVA获得的收入和BBVA集团一个财年的收益(这反过来包含了投资银行产生的收益);但其报酬与投资银行任何具体交易的收益无关。

BBVA不是美国金融业监管局的成员且不受其信息披露规则的约束。

“BBVA受BBVA集团证券市场运营行为准则的约束,像其他规章一样,其包括防止和避免所获评级内利益冲突的规定(包括信息壁垒)。参考BBVA集团证券市场运营行为准则请见以下网站:

[www.bbva.com/CorporateGovernance](http://www.bbva.com/CorporateGovernance)”

BBVA, S.A.是一家在西班牙中央银行及西班牙证券交易委员会监管下的银行,在西班牙中央银行的注册号为0182.

### Editorial Board

Adolfo Albo

Julián Cubero

Jorge Sicilia

### This report has been produced by

Editor

**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.com

**Cecilia Posadas**  
c.posadas@bbva.com

**Pedro Uriz**  
pedrouriz2@bbva.com

**Iván Martínez**  
ivan.martinez.2@bbva.com

**Arnoldo López**  
arnoldo.lopez@bbva.com

Collaboration with: Economic Scenarios

### BBVA Research

Group Chief Economist  
Jorge Sicilia

Chief Economists & Chief Strategists:

Financial System and Regulation  
**Santiago Fernández de Lis**  
sfernandezdelis@bbva.com

Developed Economies:  
**Rafael Doménech**  
rdomelech@bbva.com

Emerging Economies:  
**Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Pensions  
**David Tuesta**  
david.tuesta@bbva.com

Spain  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@bbva.com

Cross-Country Emerging Markets Analysis  
**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**  
alvaro.ortiz@bbva.com

Financial Systems  
**Ana Rubio**  
arublog@bbva.com

Europe  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@bbva.com

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

South America

Regulatory Affairs  
**María Abascal**  
maria.abascal@bbva.com

United States  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbva.com

Macro Analysis Mexico  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Argentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bancofrances.com.ar

Market & Client Strategy:  
**Antonio Pulido**  
ant.pulido@grupobbva.com

Financial Scenarios  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@grupobbva.com

Asia  
**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Chile  
**Alejandro Puente**  
apuente@grupobbva.cl

Equity and Credit  
**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.com

Economic Scenarios  
**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@grupobbva.com

Colombia  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com.co

Interest Rates, Currencies and Commodities  
**Luis Enrique Rodríguez**  
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Innovación y Procesos  
**Clara Barrabés**  
clara.barrabes@bbva.com

Peru  
**Hugo Perea**  
hperea@grupobbva.com.pe

Asset Management  
**Henrik Lumholdt**  
henrik.lumholdt@grupobbva.com

Venezuela  
**Oswaldo López**  
oswald\_lopez@provincial.com

BBVA Research Mexico  
Av. Universidad 1200  
Colonia Xoco  
C.P. 03339 México D.F.  
Publications:  
E-mail: [researchmexico@bbva.bancomer.com](mailto:researchmexico@bbva.bancomer.com)

These and other BBVA Research publications  
are available in English and in Spanish at: [www.bbva.com](http://www.bbva.com)

### Otras publicaciones:

