

经济展望

全球

2013 年第二季度
经济分析

- **全球经济持续增长**，但是由于一些地区的疲软表现，增长动力正在下降。
- **欧元区的衰退波及到核心国家**，预计复苏要到 2014 年才会来临。美国抵御住了财政不确定性，但是中国的增长减缓，风险上升。
- **中央银行支持全球增长**，日本实行了大规模的宽松政策。欧洲央行减息以及准备实施新措施。

目录

1. 全球情景更加不均衡.....	3
2. 全球经济差异日益增大.....	4
3. 世界经济抵御住一些冲击，但仍然脆弱.....	8
专题1. 西班牙金融市场的紧张局势和经济增长.....	11
4. 表格.....	13

截稿日期：2013年2月11日

1. 全球情景更加不均衡

2013年第一季度全球经济增长持续逐渐复苏，但主要经济体更加多变的前景放缓了2013年和2014年预期的GDP增长步伐。据BBVA研究部估计，全球季度GDP增长率为0.7%，略高于2012年最后一个季度的0.6%。然而，现有指标表明经济增长越来越不均衡，尤其是在发达经济体内，欧元区再次落后于美国，甚至落后于日本。中国的增长率约为8%，虽然有下降趋势，因为对当局是否会采用回旋余地（考虑降低通胀）以超过7.5%的GDP增长目标持怀疑态度。2013年全球预期增长（3.3%）仅仅比2012年预期增长高0.1个百分点。2014年增长率将接近4%，虽然风险结果持续呈下降趋势。

在欧元区，复苏推迟到2014年，尽管欧洲央行起到了金融紧张状况防火墙的作用，并有银行业联盟起到的促进作用。欧洲央行对其作为防止欧元受到冲击保证人的有效作用感到惊奇，比如塞浦路斯无序救助、意大利的政治局势以及葡萄牙宪法法院的裁决。**经济指标显现出的周期性脆弱已经波及到核心国家。**这就是欧洲央行近期下调利率的原因。这是一项积极措施，尽管仅靠它未必能降低金融分裂，金融分裂对主权债券发行和甚至大型企业的影响已经降低，但持续影响着诸多家庭和企业，由于银行渠道操作的不均衡性。该地区银行放贷条件总体上持续收紧，而在周边国家（如西班牙）信贷需求仍在下降。欧元区需要扩大对银行流动资金支持的范围，并应当实施促进向企业放贷的措施，同时有不同机构的参与，如欧洲投资银行。

欧洲持续疲软的另外一个后果是，对采取适当程度财政整顿的辩论越来越多，以取得可靠的赤字下降而不会使增长在短期内严重恶化，否则会使调整努力失败。欧盟委员会对西班牙延期两年实现3%的公共赤字目标提供的支持符合这样的原则，即更加注重财政调整的质量和构成以及强调对短期目标的结构改革。欧洲出了什么问题？有必要对银行业联盟采取更加果断的举措，对实现赤字目标而采取的结构性调整措施进行辩论，并对周边国家的改革提供更加坚定的承诺。

在美国，在财政调整的背景下，私人需求的强劲支持了增长的前景。与诸多情景（包括某些政府办公室关闭）相比较，短期内财政政策的不确定性已经有所缓和。然而，美国仍然缺乏可靠的财政整顿措施。某些税收减免终止以及削减开支措施的实施并没有最终对私人支出产生重大影响，由于货币扩张，维持了非常有利的融资条件，并有助于增加收入和财富。因此，维持增长预测是合理的，尽管2012年第四季度GDP和2013年第一季度公共需求下降的令人吃惊。

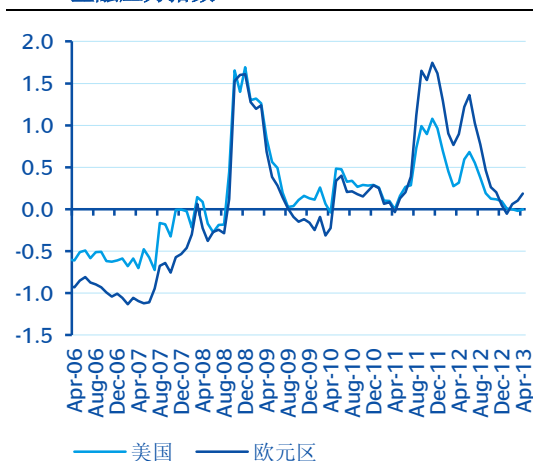
寻求回报的投资者应该转向风险较高的资产其目的是在某些市场可能利于远离长期基本因素的估价，但这可能会导致在刺激措施取消时使市场调整混乱。鉴于实施量化宽松政策的不同央行之间缺乏协调，每个央行寻求各自锚定通胀和可持续增长国内目标的实现，这样的风险正在增加。新兴经济体在资本流入方面应对良好，但其效果应受到更多的关注。

2. 全球经济差异日益增大

在过去三个月中，全球经济复苏的一些威胁已经减弱，但不同区域之间的差异越来越大。美国和欧元区经济表现之间的差距不断增大，欧洲核心经济体已经出现经济疲软现象。此外，尽管对中国长期可持续性增长（甚至是2013年最终增长）持怀疑态度，该国似乎并没有在短期内进行大幅调整。在与先前增长预期相比时，亚洲新兴经济体其他国家存在一些失望情绪，但这些预期可能是太高了。日本处于经济乐观的波峰，虽然到目前为止只表现在一些金融资产和信心指标上，而不是真实经济指标。

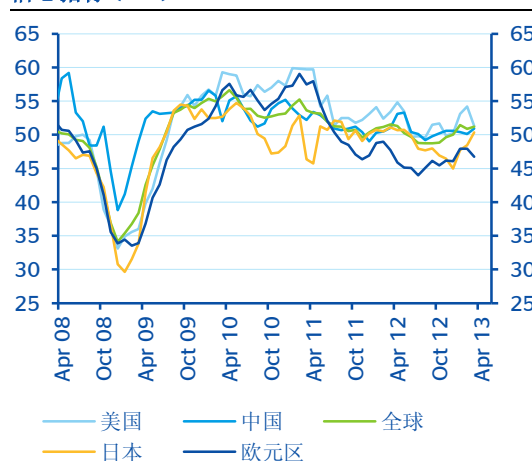
金融市场的反应有限，如对美国长期财政政策持续不确定性问题、意大利国内政治瘫痪以及塞浦路斯和葡萄牙事件（见图1）的反应。欧元区风险溢价下降主要是由于欧洲央行的 OMT 计划和全球流通手段充裕使得欧元区风险溢价下降。几乎所有资产都受益于这种变化，实际上只有一个例外：欧元区银行业的信贷风险上升。

图1
BBVA 金融压力指数



来源: BBVA Research

图2
信心指标 (PMI)



来源: Markit, BBVA Research

最近的经济指标反映出不同地区之间的差异。总之，全球制造业信心稳定的趋势持续保持，虽然各地区之间的差异不断增大（见图2和图3）。无论如何，金融市场积极的基调以及周期性前景的差异并未导致全球层面经济活动或贸易方面的显著变化。根据我们的全球 BBVA - GAIN¹ 活动指标，最近的数据证实了我们的这种预期，即全球 GDP 季度增长继续保持在 0.7%（见图4）。然而，主要经济体之间前景更大的变化（尤其是由于欧元区 and 新兴亚洲某些经济体 GDP 增长下调）削弱了 2013 年和 2014 年预期的复苏力度。因此，我们对世界经济增长预测进行了下调，即从先前的 3.6% 和 4.1% 分别下调至 2013 年的 3.3% 和 2014 年的 3.9%。

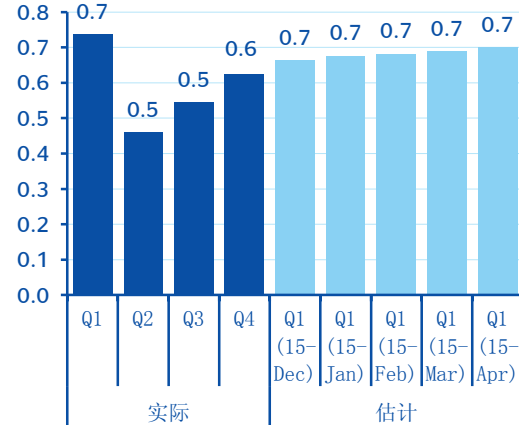
1: 更多分析，请见 BBVA 研究部 2013 年 3 月 6 日发表的经济展望。http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/130306_EcWatch_BBVAGAIN_tcm348-379375.pdf?ts=2942013

图3
发达经济体：PMI 标准差（美国，欧元区，日本）



来源：BBVA Research, CPB

图4
根据 BBVA-GAIN 模型全球增长（季度环比）



来源：BBVA Research, Bloomberg

美国持续增长背后是什么原因，尽管财政存在不确定性？私人消费强劲和持续的扩张性货币政策

虽然2013年第一季度的GDP增长数据低于市场预期，但这些数据证实了迄今为止私人消费表现出持续健康的基调。这是由于就业（工作和工资）以及家庭经济状况（财富效应）方面的改善。**私人消费已经成为美国经济增长的一种支撑。**此外，美国金融市场并未受到风险事件（比如欧元区发生的事件）外部蔓延的影响。然而，最近的周期性前景指标（制造业预期）在3月和4月下降到经济活动衰退水平，因此我们预计在第二季度GDP增长会进一步放缓。²

总之，我们维持对2013年和2014年美国经济的预测，没有重大变化，2013年和2014年增长率分别为1.8%和2.3%，主要有以下两个原因。首先，尽管在财政悬崖和自动削减公共开支生效方面有不确定性，私人开支已经明显有回弹的迹象。其次，由于通胀预期已经相当确定，**量化宽松（QE）政策可能会持续下去，而不会出现问题，直到劳动力市场前景有显著改善。**虽然今年年初时的某些数据可能促使提前取消刺激措施，最新的信息表明，美国经济仍远离足够强劲的增长率，因此货币政策将会继续支持增长。

欧元区发展停滞，欧洲央行马上行动起来

欧元区最新形势是经济活动疲软现象从周边经济体转移到该区域的中心，尤其是转移到法国、德国和荷兰。在法国，有关税收政策和财政整顿的不确定性以及缺乏改革正在削弱信心。同样，德国的信心指数4月份呈下降趋势。该国的出口正在受到损害，尽管新兴国家的需求出现回弹。荷兰也正在步入衰退，由于投资和家庭消费下降，尽管其出口表现积极。最后，在欧元区的周边有较强的风险偏好，尤其是周边国家的主权债务，由于在日本实施了新一轮的货币宽松政策之后欧洲央行实施了OMT计划和充裕的全球流通手段。意大利十年期债券收益率触及2011年11月以来的最低水平，尽管在政治方面的不确定性。在风险溢价方面表现出类似的下降，西班牙十年期债券收益率最近几周仍然低于4.5%。

虽然最近2月份零售和工业产量表明欧元区的经济活动年初在某种程度上稳定，**信心调查结果恶化证实了2013年年初从总体上来看该地区活动失去了动力，但持续复苏在望。**此同时，欧元区当局持续推进该地区经济架构建设进程（朝向单一银行业联盟发展）。同时，对需要为降低公共赤字和确保债务可持续性而不使经济活动达到恶化程度创建可靠途径的适当水平的财政整顿方面有越来越多的辩论。

2: 更多分析请见美国经济观察，http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/130401_EconomicWatchEEUU_194_tcm348-381612.pdf?ts=352013

从银行业联盟的进展情况来看，最终在塞浦路斯危机中达成的协议，意味着正在为该地区洽谈的紧急救助模式的实际应用。在紧急救助资金注入之前，银行债权人（包括，如果有必要，无保险的存款人）将不得不承担损失。关于财政整顿，欧洲委员会关于支持西班牙将3%公共赤字目标的实现推迟到2016年的最近声明，符合更加注重调整的质量和构成的原则而不是以不惜对增长可能产生负面影响为代价快速实现这些目标。

总体而言，我们的方案涉及对欧元区的增长预测向下做出修正。我们估计2013年GDP下降0.1%，2014年上升1%，即比我们在1月份发布的预测分别低0.4和0.3个百分点。无论如何，向下风险依然显著。关键的一点是，德国不应该继续成为该地区经济增长的唯一来源，由于其很容易获得融资、竞争力水平高且更容易接触到表现最好的全球需求来源。

金融紧张局面的减弱对增长是一种支撑。³它是通过欧洲央行的计划实现的，确保货币政策传递到整个经济。但是主权借款人筹资成本下降和市场准入的改善还是不够的，该地区金融市场的分裂性反映在整个欧元区家庭和企业信贷可用性（和成本）有很大的不同。

在经济徘徊、活动疲软和通胀低于目标的背景下，欧洲央行将再融资利率下调25个基点至0.50%。它还将主要利率和存款利率之间的范围缩小至+/-50个基点。欧洲央行还宣布按固定利率拍卖流动资产，无限制，只要有必要，至少直到2014年7月。此外，欧洲央行开始与其他欧洲机构（欧洲投资银行和欧盟委员会）磋商，以支持由企业贷款所支持的金融市场，旨在解决向周边企业信贷不足的问题。然而，削减利率对实际经济的影响可能有限。由于风险仍然呈下行趋势，欧洲央行已经表示，如果经济前景进一步恶化，准备采取进一步的措施。在欧洲央行可能实施的措施中，值得一提的是，对存款工具有使用负利率、其他非常规措施并对向中小企业提供信贷的欧洲机构提供支持。

在亚洲，对中国经济增长的强劲仍然存有怀疑；日本推出大规模量化宽松之后持乐观态度

中国经济在2012年第一季度失去了一些强劲势头，当时投资疲软，尽管外部需求增加，而对于2013年增长仍然符合政府设定的7.5%的增长目标。用来应对金融脆弱性的措施似乎导致了经济放缓。然而，向着更加以消费为导向的经济增长模式的变化仍在继续。随着通货膨胀也低于预期，货币紧缩的压力有所缓和。因此，当局有回旋余地，他们致力于可持续发展。总之，我们对中国的增长预测保持不变，即在2013年和2014年均均为8%。

相比之下，日本经济将受益于一揽子比预期更积极的政策。其中包括大规模的量化宽松政策，其规模相当于日本GDP的25%左右（由美联储实施的每项量化宽松政策平均占美国GDP的10%），旨在改变通胀预期和促进经济增长（见图5）。如果伴随着有效的财政措施，特别是结构性改革，这种货币的推动作用将是更有效的。因此，我们对2013年和2014年日本经济增长的预测保持在1.7%，高于1.3%的市场预期。

无论如何，鉴于仍然存在许多不确定性因素，难以量化这一新举措的影响并知道投资者将会如何反应。例如，如果此项政策成功促进经济增长并提高了国家层面的信心，它可能会带来来自全球更大的资本净流入（而不是流出）。此外，其在本国国内的影响也是不确定的，因为日本央行政策涉及一定的风险：主权债券剧烈波动、银行资产负债表风险以及当名义收益率增长时政府债务成本，如果日本央行成功遵守了其2%的通胀目标。

然而，新金融机构提出了一些理由，支持越来越多的日本投资者在国外投资。日本央行的需求将会推动日本私人投资者远离国内资产，因为日本央行计划购买所有新发行主权债券的70%左右。因此，日本政府债券份额在2014年将会超过20%（见图6）。因此，资金流动情况也将是不确定的。自从欧元区危机开始以来，日本投资者对美国债券的胃口增加了，但去年他们也回到了欧洲股市。特别是，他们在欧元区核心国家投资，如法国，荷兰和德国，同时限制在周边证券的销售。关于周边销售的这一趋势最近发生了改变。在此背景下，我们预计对欧元资产的需求会增加，条件是欧元兑换风险不会再次出现。

3: 见专题 1

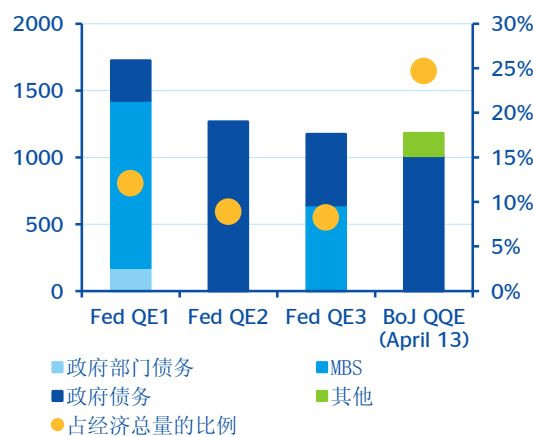
发达经济体的宽松货币政策倾向于承担风险，推动长期利率下降和新兴市场货币的升值

金融市场仍由央行流动所控制，欧元区、美国和日本的通货膨胀低于目标，美国经济增长风险达到中性平衡，欧元区偏低，实际指标反映出信心指标的改善。

在这种背景下，近几个月美国和德国的长期债券利率均已经下降。在风险规避较低的环境中追求收益（部分原因是由于欧洲央行的行动）也使欧洲周边国家政府债券收益率急剧下降，达到了自2010年以来从未见过的新低。在此背景下，资本向新兴市场固定收益市场流入，尤其是最具流动性的市场（土耳其、巴西、墨西哥），预计在日本的量化宽松政策宣布以后资本会从日本流出，包括由日本央行购买的公共债务。

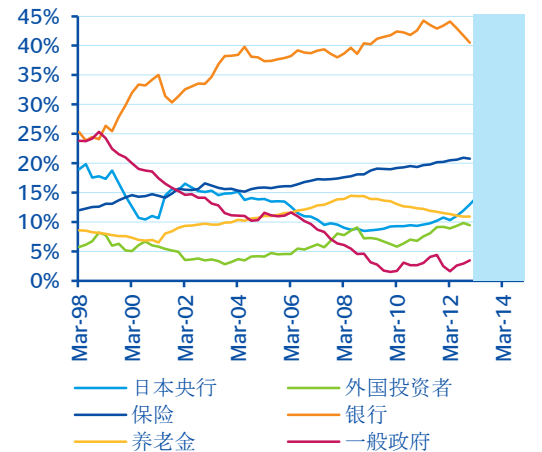
因此，欧元对该地区周期性疲软表现出极大的弹性。低概率的高风险情景及与其他央行相比不太宽松的货币政策已经帮助欧元坚挺。在欧洲无重大风险事件的情况下，只要是美联储退出策略没有出现任何意外的情况，欧元可能会继续以每欧元比1.30-1.32美元的兑换率交易，直到今年年底。这并不排除由于周期性风险平衡变化和不同央行反应引起的美元升值。

图5
接连的几轮量化宽松（十亿美元），
美联储和日本央行



来源：BBVA Research, CPB

图6
日本国债的持有者，自1998年 (%)



来源：BBVA Research, Bloomberg

3. 世界经济抵御住一些冲击，但仍然脆弱

我们认定为可能会引发拖累世界经济增长的一些风险事件在过去几个月已经出现。然而，它们既没有引发明显的金融紧张局面，也没有引起增长率普遍下降。事实上，只有欧元区出现了显著放缓，随后对前景做了下调。**我们认为，这证明世界经济应对那些冲击比预期的更具有弹性**，而且比先前认为的情况更好。市场已经对这些事件相对不那么容易受到影响。

然而，我们仍然认为正常化过程可能会出现。此外，不确定性新的因素已经出现，可能会对全球经济形成拖累。

欧洲：惊恐情景的发生已经变得稀松平常

欧洲政治继续是经济复苏的一个冲击来源。事实上，过去三个月中已经看到了这种挥之不去的危机最具威胁的一些事件。首先，在二月下旬意大利选举未能取得可行多数票数之后，意大利政局陷入僵局。在本季度大部分时间内欧元区第三大经济体持久没有稳定政府的前景在迫切需要改革的情况下使欧洲政局感到气馁。一个联合政府最终出现了，虽然在新政府内政治观点分歧对实施急需改革的能力令人怀疑。

其次，**塞浦路斯援助是欧元区错误治理的一个完美例子。**最后，塞浦路斯获得了紧急救助，代价是实行暂时的资本管制，限制货币交易和现金可用性。然而，救助谈判（特别是在第一个提案未能获得塞浦路斯议会支持之后关于细节问题的争论）有引发新一轮金融不稳定的风险，尤其是在其他周边国家。

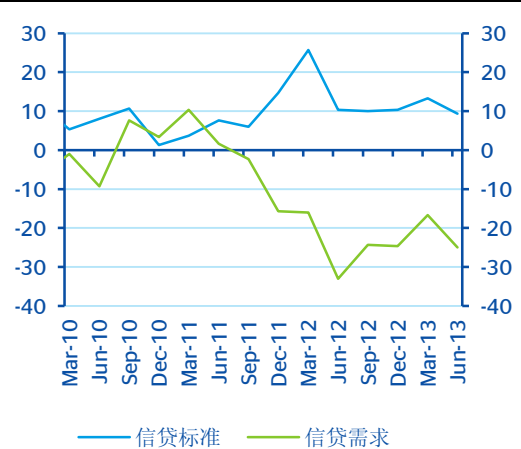
第三，葡萄牙宪法法院裁定，财政整顿计划的某些部分是违反宪法的。对于认真实施与欧洲当局商定的救助计划（并从其欧洲伙伴受到很多赞誉）且打算今年返回到市场的国家来说，这是一个重大挫折。在有诸多困难的国家实施改革时，法律（或宪法）问题会给更普遍的政治僵局增添麻烦。葡萄牙政府继续显示出其对改革的承诺，安抚市场和欧洲当局，表示打算尽全力兑现其承诺。

图7
10年期债券



来源：BBVA Research, CPB

图8
欧元区：
3个月信贷标准变化和信贷需求（居民和商业平均值）



来源：BBVA Research, Bloomberg

我们认为，这些事件中的任何事件（更不用说它们同时）可能会引发新一波的金融紧张局面。事实上，欧元区最近的历史充满了这样的事件。然而，在这种情况下，金融紧张局面几乎没有增加。必须承认，这些类型的事件作为重大紧张局势的来源影响较小（短暂）。我们认为，欧洲央行的OMT计划在遏制金融紧张局面方面起到了关键作用（见图7）。而且，所有周边国家政府关于恢复财政稳健的承诺也有助于恢复市场信心。此外，最近欧洲当局已经暗示对财政整顿将采取更加灵活的做法。在我们看来，把所有这些因素加在一起来看，主权威胁（即，越来越多的国家需要欧洲基金）已经下降。

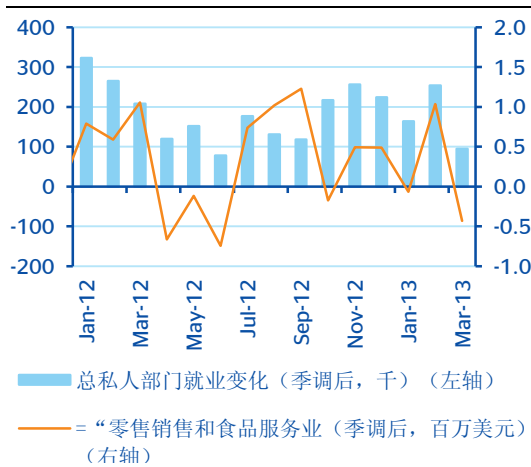
然而，并不所有障碍已被清除。塞浦路斯救助引出了新的危险因素。在达成协议将损失摊到塞浦路斯未保险存款之后，塞浦路斯银行业危机的解决可能会使周边经济体的其他金融行业更加脆弱。如果债权人或存款人察觉银行融资问题的风险增加，那种情况可能会发生。事实上，欧洲经济目前遇到的问题之一，涉及到银行向企业和家庭贷款的困难。最近的数字表明，信贷状况紧张，市场缺乏需求，这反映在降低信贷阻碍了增长（见图8）。更糟的是，欧洲核心经济体也受到经济放缓的打击。德国失去了增长势头，法国面临的挑战显得尤为突出。如果这种情况持续下去，且那些经济体没有获得动力，作为一个整体的欧元区前景可能会恶化。

美国：越过悬崖

围绕美国财政整顿过程中政治不确定性有所减少，但可能是出于错误的理由。今年1月份，实施了赋税增加的做法，因为有关各方达成了应对所谓财政悬崖的协议。然而，有关各方并未对悬而未决的一些细节问题达成一致意见，因此于3月份开始了全面的削减开支。这些事件不令人满意，至少有两个原因。首先，它们没有处理好长期财政可持续性。美国仍然缺乏一个全面的计划，以恢复公共部门的可持续性，其中应包括支出和税务结构方面的改革。其次，在复苏依然乏力的时候，某些财政措施的实施严重拖累了经济发展，虽然已经出现了一些令人鼓舞的复苏迹象。

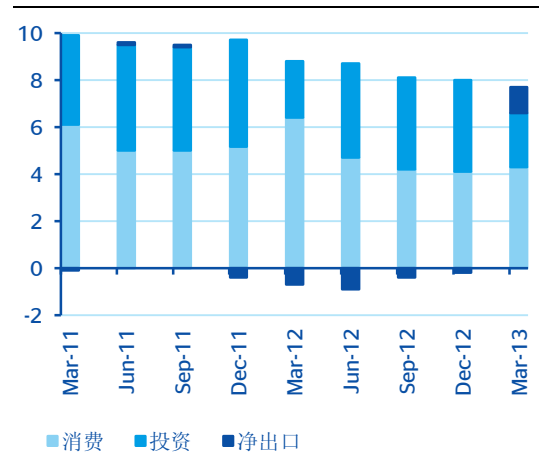
我们曾经担心的是，1月份增税和3月份削减开支可能会抑制经济增长，然而美国经济经相当好地经受住了这些事件，无疑是正确的。然而，最新的数据使人对复苏可持续性产生怀疑（见图9），即使以2%的历史性低位增长率。因此，这些措施可能对美国和世界经济产生不好的影响。

图9
美国：零售销售和就业



来源：BBVA Research, CPB

图10
中国：对真实GDP增长率贡献（非季调，百分比）



来源：BBVA Research, Bloomberg

中国也是一样吗？

由于欧元区经济发展步履艰难，而美国在财政整顿之后复苏脆弱，**世界经济强劲回升的前景依赖于中国**。然而，第一季度GDP数据令人失望。尽管另一方面是，放缓那一部分（特别是投资）可能是为了控制在最近几个季度中国已经出现的信贷快速增长而采取的措施的结果。如果是这样的话，这将是一个值得欢迎的事，因为它降低了与金融部门脆弱性有关的风险。此外，最近的数字显示，在该国GDP中消费所占份额增加了，但是以投资为代价的。也就是说，最近的数据是令人欣慰的，虽然中国发展模式备受赞誉的向消费的转变仍有待解决（见图10）。

地方债务的增加、所谓影子银行对信贷增长的影响以及房价水平是对中国经济构成的最大风险。当局可能需要推出新的措施来解决这些问题以及那些可能会对增长产生不利影响的问题。然而，如果需要，中国政府有回旋余地。通货膨胀已经回到目标之内，因此，如果增长减慢，财政和货币政策可以向更加宽松转变。

日本加入量化宽松政策俱乐部，但代价是什么？

大多数发达经济体的央行都已经开始实施量化宽松政策。日本是最后这样做的国家，目的在于消除通货紧缩和加快增长。迄今为止，只有金融指标有了反应：在过去几个月中日元显著贬值，而日本股市蓬勃发展。要确定最后的努力是否能取得成功，现在还时尚早。这还将取决于其他政策的变化情况（结构改革和财政变化）。

然而，日本的货币扩张也带来了风险，特别是对其他经济体。在低名义利率的背景下，令人担心的是，新流动资金最终可能到达其他经济体，尤其是亚洲新兴经济体，这些经济体已经感到自己货币的升值压力。那可能会迫使这些国家的政府采取降低经济增长的措施。与此同时，充裕的流动资金可能会加剧某些资产估价并引发某些资产市场泡沫的风险。

专题 1：西班牙金融市场的紧张局势和经济增

(Mario Draghi) 宣布，为了确保欧元的生存，会采取任何必要的措施，当时欧元的生存问题受到了金融市场的质疑⁴，这一宣布使人们放心了很多，见BBVA的金融压力指数（FSI）。⁵ 图11显示了西班牙FSI显著下降，始于7月26日（德拉吉声明的日期），而对于整个欧元区来说，这一指数于几周前就开始下降，紧紧跟随在欧盟峰会达成有关单一银行监管的协议之后。协议中批准了有关银行业和财政联盟以及支持经济增长措施的长期计划。

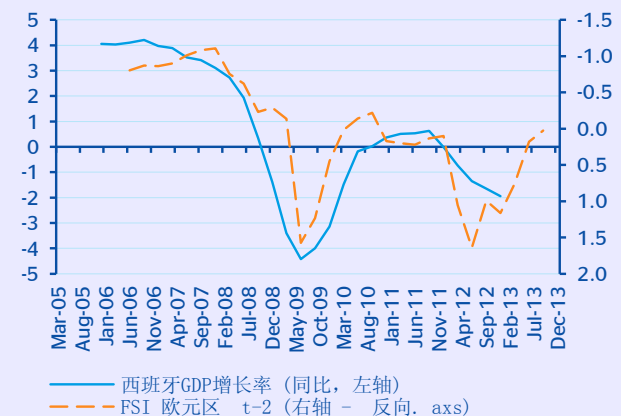
图 11
FSI，欧元区和西班牙



来源：BBVA Research, CPB

市场压力倾向于与经济周期呈负相关关系。在西班牙经济的情况下，不仅有高度的相关性，而且从金融紧张局面预测连续两个季度年度 GDP 增长。如图 12 所示，两个季度前西班牙 GDP 增长与欧元区 FSI 数据之间的比较，⁶ 表现出类似的情况。此外，除了这种图形化的说明以外，统计分析表明，西班牙 GDP 年同比增长率与欧元区指数（83%）和西班牙指数相比较，既有负相关性，又有正相关性。两种指数均预测连续两个季度增长数据。⁷

图 12
西班牙 GDP（年度同比）和欧元区 FSI



来源：BBVA Research, Bloomberg

4: 本发布引起 9 月初出现的特定结果，在二级市场建立主权债务购买计划（OMT 计划），以确保在整个欧元区货币政策的贯通性。截至 2013 年 4 月底，还没有必要将这一做法纳入到实际运行之中。

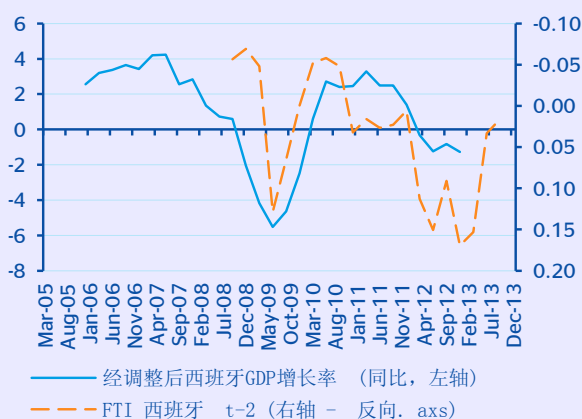
5: FSI 以单一指数综合反映了衡量资本市场波动性、利率和货币、信贷风险（包括主权）以及流动资产紧张状况的一组变量情况。关于更多详细信息，请参阅《经济展望》“Tensiones financieras y actividad económica en EEUU y la zona euro”，可在线阅读：
http://www.bbva.com/bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/1111006_Observatorio_economico_escenarios_ec_tcm346-270914.pdf?ts=2642013。

6: 尽管分析是有关西班牙经济且它有特定指数，欧元区 FSI 可以同样使用，因为它可以利用的样本更加广泛。在检查下面介绍的计量经济模型的稳健性时，这一点非常重要。

7: 所发现的关于西班牙 FSI 的关联性有些低，只是因为本指数的样本较小。

通过使用GDP衡量西班牙的经济增长得到了类似的结果，其中不包括调整未决定的部门，由于积累了更大的不平衡性。如果我们使用不包括公共部门、金融部门和建筑行业活动的GDP，而不是使用西班牙的总GDP，所指出的关联性并不显示显著的差异。如图13所示，这种调整的GDP和西班牙的FSI之间有显著的（负面）相关性。如果与西班牙经济相比较，而不是与整个欧元区相比较，调整的GDP和FSI之间的相关性程度更大。

图 13
西班牙经调整后 GDP（同比）和 FSI



来源：BBVA Research, CPB

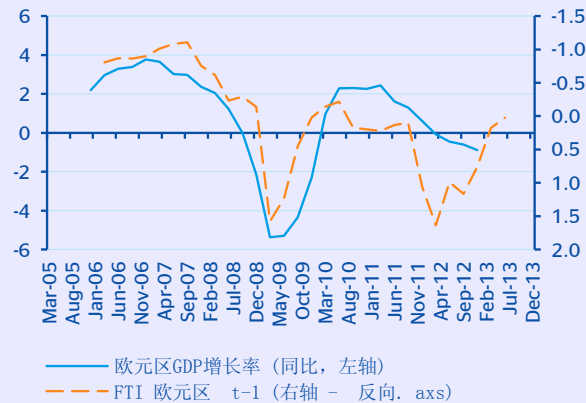
鉴于金融紧张局面和经济增长之间的关系，值得考虑的是，欧洲央行的行动在何种程度上支持了整个欧元区（尤其是在西班牙）的经济活动。欧洲央行于 2012 年中期所采取的政策降低了欧元未来的不确定性，以这种方式产生了一种信任的气氛，使整个地区更具力量。

因此，我们在这里所介绍的运用比较了自 2012 年中期起欧元区和西班牙经济 FSI 方面的变化，在当时预测了过去 12 个月的紧张局势。这种第二个情景（高金融压力，见图 15）符合这种假定，即欧洲央行没有实施上述政策，而且没有产生金融市场上所看到的正面影响。所采用的建模策略是一组结构向量自回归模型（SVAR）的一部分，鉴别标准是所采用的变量外生性水平。⁸

估计的模型将西班牙的 GDP 作为因变量，包括欧元区的 FSI，将经合组织国家的活动作为解释变量。关

此外，为西班牙得到的结果也可以用来对欧元区进行验证，其中其 FSI 可以用来预测该地区的 GDP，虽然在这种情况下只能是一个季度的数值。正如在西班牙的情况下，欧元区的 FSI 相对于欧元区的增长有负的和高相关性（72%），可以预测一个季度的情况（见图 14）。然而，如果用 FSI 预测两个季度的数字（如西班牙的情况），相关性方面的差异是没有多大意义的。

图 14
欧元区 GDP（同比）和 FSI



来源：BBVA Research, Bloomberg

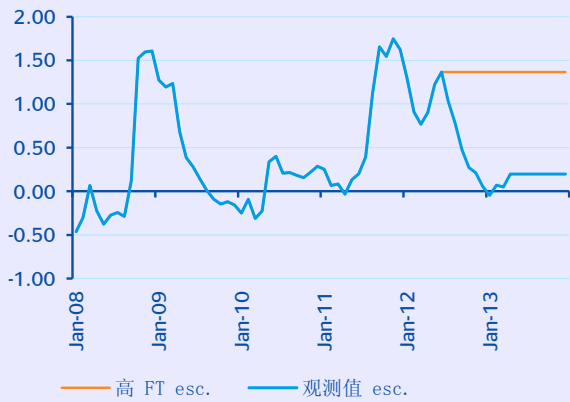
于 FSI，由于样本的大小问题（如上所述），我们采用了欧元区和西班牙的 FSI。此外，我们提出了一个额外的指标，其中包括调整后的 GDP 而不是总 GDP 作为因变量，它反映了在与西班牙的 FSI 相关性方面通过调整的 GDP 所取得的收益。

归纳起来，我们使用了结构向量自回归（SVAR）模型的 4 个指标，其中包括欧元区和西班牙 FSI 之一以及与调整后的 GDP 相比较的总 GDP。所有检测的指标均显示合理的脉冲响应函数（IRF）（见图 16），其中特别是 FSI 对 GDP 的影响（从总体来看）显示出正确的迹象，大小类似于先前研究获得的结果。⁹同时，12 个月之后 GDP 反应并非显著不同于零。这意味着对压力水平的冲击随着时间的推移（一年左右）消失了，而且对经济增长并没有长久影响。

8: 向量自回归模型（VAR）是一种联立方程模型，只有模型中变量的滞后值作为解释变量出现在每个方程中。在实践中，VAR 模型并不验证限制条件，因此其冲击未进行确定；然而，它们可以通过使用不同的条件进行确定。在这种情况下，我们通过柯列斯基分解法确定了模型，这意味着应用了变量的外生性顺序。

9: 特别是，关于美国经济和欧元区的类似分析可参见于 2011 年第四季度发表于我们的《全球经济展望》中的“Tensiones financieras y actividad económica en EEUU y la zona euro”。可在线阅读：http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/1111_Situacionglobal_tcm346-275670.pdf?ts=2642013

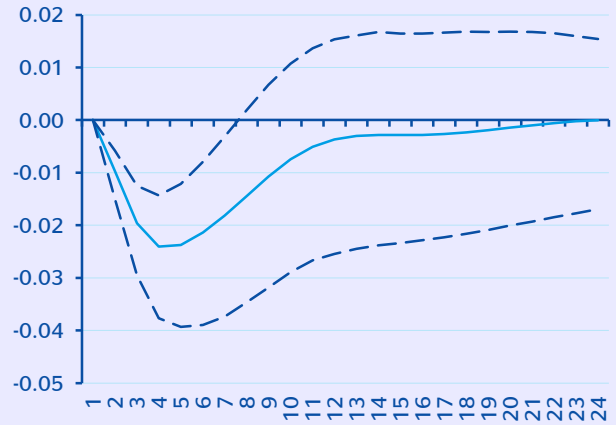
图 15
FSI 情景：观测值



来源：BBVA Research, CPB

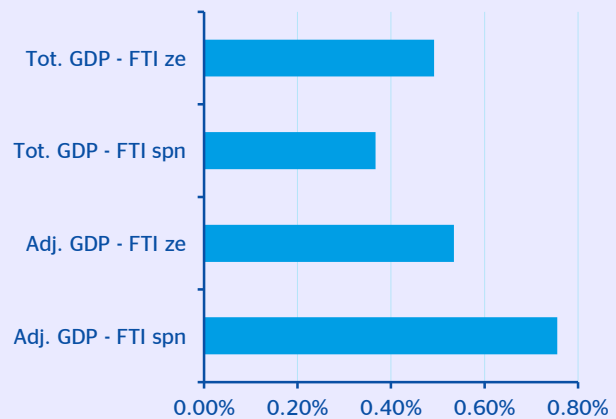
图 17 显示了自 2012 年 7 月以来金融市场高度紧张局势情景的累积差分影响（与观测情况相比较）在 0.4 和 0.8 个百分点增长之间。从 SVAR 模型不同指标表现出的影响分析，可以看出包括总 GDP 和西班牙的 FSI 在内的指标估计在 GDP 方面影响最低（0.4 个百分点），而包括调整的 GDP 和西班牙的 FSI 在内的指标指出影响约增加一倍（即 0.8 个百分点）。这种在增长方面的影响范围，是由于从所使用的不同 GDP 和 FSI 之间的相关性程度获得的 IRF 存在差异。从这个意义上说，即使当 IRF 变动是相似的时候，响应大小显示一些显著差异，这些差异引起所述影响。然而，有可能的是，在增长收益方面取得的结果（符合金融紧张局面和下跌情景）在一定程度上可能是有限的，如果建模策略（SVAR 模型）不能捕捉到出现在一个情景（如 FSI 最大程度下跌）中的非线性：

图 16
GDP 对 FSI 冲击回应（环比）



来源：BBVA Research, Bloomberg

图 17
西班牙，差增速从 7 月 12 日 (PP)：
观察到的情况与高财务紧张



来源：BBVA Research, CPB

4. 表格

表 1
宏观预测：GDP

(年增长率)	2010	2011	2012	2013	2014
美国	2.4	1.8	2.2	1.8	2.3
欧元区	1.9	1.5	-0.5	-0.1	1.0
德国	4.0	3.1	0.9	0.8	1.8
法国	1.6	1.7	0.0	0.0	1.1
意大利	1.7	0.5	-2.4	-1.3	0.8
西班牙	-0.3	0.4	-1.4	-1.4	1.1
英国	1.8	1.0	0.3	1.0	1.9
拉美 *	6.2	4.3	2.8	3.4	3.6
墨西哥	5.4	3.9	3.9	3.1	3.1
巴西	7.6	2.7	0.9	3.4	3.8
EAGLES **	8.4	6.6	5.1	5.6	6.0
土耳其	9.2	8.5	2.3	4.0	5.5
亚太地区	8.2	5.7	5.3	5.4	5.8
日本	4.7	-0.6	2.1	1.7	1.7
中国	10.4	9.2	7.8	8.0	8.0
亚洲 (不含中国)	6.7	3.4	3.6	3.8	4.3
全球	5.1	3.9	3.2	3.3	3.9

* 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、秘鲁和委内瑞拉

** 巴西、中国、印度、印尼、韩国、墨西哥、俄罗斯、台湾和土耳其

预测截至时间：2013年2月11日

来源：BBVA Research

表 2
宏观预测：通胀率（均值）

(年增长率)	2010	2011	2012	2013	2014
美国	1.6	3.1	2.1	2.1	2.2
欧元区	1.6	2.7	2.5	1.6	1.5
德国	1.2	2.0	2.0	1.7	1.8
法国	1.5	2.1	2.0	1.4	1.5
意大利	1.5	2.8	3.0	2.0	1.7
西班牙	1.8	3.2	2.4	1.7	1.2
英国	3.3	4.5	2.8	2.7	2.2
拉美 *	6.4	8.0	7.5	8.4	8.4
墨西哥	4.2	3.4	4.1	3.9	3.5
巴西	5.0	6.6	5.4	6.2	5.4
EAGLES **	5.3	6.0	4.2	4.4	4.6
土耳其	8.6	6.2	8.5	6.9	5.9
亚太地区	3.6	4.7	3.0	3.1	3.6
日本	-0.7	-0.3	0.0	0.1	0.7
中国	3.3	5.4	2.6	3.0	4.0
亚洲 (不含中国)	3.7	4.3	3.3	3.2	3.4
全球	3.7	5.1	4.1	3.9	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：2013年2月11日

来源：BBVA Research

表 3

宏观预测：经常帐目(% GDP)

	2010	2011	2012	2013	2014
美国	-3.1	-3.1	-3.1	-3.0	-3.5
欧元区	0.0	0.1	1.2	2.0	2.1
德国	6.0	5.7	7.0	6.0	5.5
法国	-1.6	-2.0	-2.3	-1.6	-1.5
意大利	-3.5	-3.1	-0.7	0.1	0.0
西班牙	-4.5	-3.7	-1.1	0.5	1.0
英国	-3.9	-1.6	-4.6	-3.0	-2.8
拉美 *	-0.6	-0.8	-1.4	-1.7	-1.9
墨西哥	-0.1	-0.8	-0.7	-1.1	-1.4
巴西	-2.2	-2.1	-2.4	-3.0	-3.3
EAGLES **	1.6	0.5	0.4	0.4	0.6
土耳其	-6.4	-10.0	-5.9	-6.5	-6.8
亚太地区	3.3	1.6	1.2	1.4	1.8
日本	3.6	2.3	1.7	1.5	1.7
中国	4.0	1.9	2.3	2.8	3.5
亚洲 (不含中国)	2.0	1.4	0.4	0.4	0.6

* 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、秘鲁和委内瑞拉

** 巴西、中国、印度、印尼、韩国、墨西哥、俄罗斯、台湾和土耳其

预测截至时间：2013年2月11日

来源：BBVA Research

表 4

宏观预测：政府赤字(% GDP)

	2010	2011	2012	2013	2014
美国	-8.9	-8.7	-7.0	-5.4	-3.8
欧元区	-6.2	-4.1	-3.7	-2.7	-2.2
德国	-4.1	-0.8	0.2	-0.5	0.0
法国	-7.1	-5.3	-4.8	-3.8	-3.0
意大利	-4.3	-3.8	-2.8	-2.9	-1.8
西班牙	-9.7	-9.0	-7.0	-6.5	-5.7
英国	-10.2	-7.8	-6.3	-6.8	-5.7
拉美 *	-2.5	-2.3	-2.6	-2.2	-2.2
墨西哥	-3.4	-2.6	-2.8	-2.4	-2.3
巴西	-2.5	-2.6	-3.0	-2.3	-2.5
EAGLES **	-2.8	-1.9	-2.1	-2.2	-2.1
土耳其	-3.6	-1.4	-2.1	-1.9	-1.1
亚太地区	-3.6	-3.7	-3.5	-3.7	-3.2
日本	-9.5	-10.0	-9.5	-10.0	-8.0
中国	-2.5	-1.1	-1.6	-2.0	-1.8
亚洲 (不含中国)	-4.5	-5.4	4.8	4.9	-4.1

* 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、秘鲁和委内瑞拉

** 巴西、中国、印度、印尼、韩国、墨西哥、俄罗斯、台湾和土耳其

预测截至时间：2013年2月11日

来源：BBVA Research

表 5

宏观预测：10年期利率（均值）

	2010	2011	2012	2013	2014
美国	3.2	2.8	1.8	2.1	2.6
欧元区	2.8	2.6	1.6	1.6	2.4

预测截至时间：2013年2月11日

来源：BBVA Research

表 6

宏观预测：汇率（均值）

美元对各国货币	2010	2011	2012	2013	2014
美元（欧元对美元）	0.76	0.72	0.78	0.77	0.77
欧元	1.33	1.39	1.29	1.30	1.30
英国	0.65	0.62	0.63	0.67	0.68
日本（JPY 每 USD）	87.8	79.7	79.8	101.1	112.9
中国	6.77	6.46	6.31	6.18	6.02

预测截至时间：2013年2月11日

来源：BBVA Research

表 7

宏观预测：政策利率（期末值）

	2010	2011	2012	2013	2014
美国	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
欧元区	1.00	1.00	0.75	0.75	0.75
中国	5.81	6.56	5.75	6.00	6.50

预测截至时间：2013年2月11日

来源：BBVA Research

免责声明

由西班牙对外银行编制本文件及其中所述的信息、意见、估计和建议，并向其客户提供有关发布报告日期的一般信息，其中内容变动无须事先通知。因此，如有内容变动或更新西班牙对外银行无需承担事先必须通知客户的责任。

本文件及其内容并不构成要约、邀请或恳请购买或订购任何有价证券或其它票据、着手或撤销投资。本文件或其内容都不构成无论何种性质的任何契约、承诺或决定的依据。

阅读本文件的投资者应知悉：因为编制本报告时并未将投资者的具体投资目标、财务状况或风险状况考虑在内，因此本文件所涉及的有价证券、票据或投资可能不适合每位投资者。因此，投资者作出各自投资决定时应考虑前述情况，如有必要，还应获得该等专业建议。本文件内容基于通过可视为可靠来源获得而为公众所知悉的信息。但是，西班牙对外银行并未对该等信息进行独立核实，因此不对该等信息的准确性、完整性或正确性作出任何担保，无论明示或暗示。由于使用本文件或其内容而导致产生任何类型的直接或间接损失，西班牙对外银行不承担任何责任。投资者应注意：有价证券或票据的过往表现、投资的历史结果并不对未来表现提供任何保证。

有价证券或票据的市场价格、投资结果可能产生不利于投资者权益的波动。投资者应深知：他们甚至有可能面临投资亏损。对期权、期货、有价证券或高收益证券所作的交易具有高风险，并非适合每位投资者。确实，有一些投资的潜在损失可能超过最初投资金额，在该等情形之下，可能要求投资者支付更多金钱以弥补亏损。因此，在着手进行有关票据的任何交易之前，投资者应该知悉其操作以及同一标的股票相关权利、义务和风险。投资者还应知悉：前述票据的二级市场可能受限或根本不存在。

西班牙对外银行或其任何附属机构及其各自主管与员工可能直接或间接持有本文件或任何其它相关文件中所涉及的任何有价证券或票据，在适用法律允许的范围内，他们可能在其账户或第三方账户中对该等有价证券进行交易，向前述有价证券或票据发行方、相关公司或其股东、主管或员工提供咨询或其它服务，或在公布本报告之前或之后享有前述有价证券、票据或相关投资之上的权益或执行相关交易。

西班牙对外银行或其任何附属机构的销售人员、交易员和其它专业人士可以向其客户提供口头或书面市场评论或交易策略，其中所反映的意见可能与本文件所述意见相反。另外，西班牙对外银行或其任何附属机构的自营交易和投资业务可以作出与本文件所述建议不一致的投资决策。未经西班牙对外银行事先书面同意，不得（1）通过其它任何方式或以其它任何形式复制、复印或复写；（2）重新分配；或（3）引用本文件中任何部分。如果法律禁止，则不得向任何国家（或个人或机构）中任何个人或机构复印、传播、散布或提供本报告中任何部分。未能遵守前述限制性规定，即违反了相关适用法律。

在英国，仅可向《财务服务及市场条例 2000(财务推广)2001 命令》所描述的个人提供本文件，不得直接或间接向其它任何个人或机构交付或散布本文件。特别地，仅能够并针对如下个人或机构交付本文件：（1）英国以外的个人或机构；（2）具有如 2001 法令第 19(5)条所述投资相关专业知识的个人或机构；（3）高资本净值机构以及 2001 法令第 49(1)条所规定的可合法向之披露本文件内容的其它任何个人或机构。

与本报告的分析师和作者相关的薪酬制度基于多重准则，包括财政年度内西班牙对外银行获得的收益以及西班牙对外银行集团的间接收益，其中包括通过投资银行业务产生的收益，但是他们不获得基于投资银行任何具体交易所产生收益的任何薪酬。

“西班牙对外银行以及西班牙对外银行集团中的任何其它机构并非纽约证券交易所或全美证券交易商协会的成员，不必遵守影响该等成员的披露原则。”“西班牙对外银行应遵守西班牙对外银行集团适用证券市场运作的行动守则，其中包括防止和避免与既定等级利益冲突的原则以及信息壁垒原则。访问如下网址：www.bbva.com/Corporate Governance，可了解有关西班牙对外银行集团适用证券市场运作的行动守则的信息。”

此报告已产生的经济情况:*Chief Economist for Economic Scenarios*

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Rodrigo Falbo
rodrigo.falbo@bbva.com

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

Jorge Rodríguez Vález
jorge.rv@bbva.com

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

BBVA 研究部*Group Chief Economist*
Jorge Sicilia*Emerging Markets:*

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

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

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

Latam Coordination
Juan Ruiz
Juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Peru
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@bbva.com

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

Macroeconomic Analysis Mexico
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

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

Global Areas:

Financial Scenarios
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Economic Scenarios
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

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

Financial Systems & Regulation:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com

Financial Systems
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensions
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

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

联系方式:

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