

经济展望

全球

2012 第四季度
经济分析

- 中央银行的大胆措施降低了出现尾端风险情景的可能性。为避免遇到阻碍，政策制定者还仍将面临挑战。
- 寻求欧元区稳定性方面：“不计代价”。为消除对欧元崩溃的恐惧，欧洲央行已通过新的债券购买计划（OMT）着手干预。
- 鉴于“财政措施不起作用”等方面的下行风险，只要有需要，美联储将会有所行动，以便推动较强劲的复苏。
- 量化宽松和新兴市场。其影响将取决于当地政策制定者的反应。

目录

1. 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3	
框1. 金融状况和经济预期7	7
2. 在寻求欧元区稳定方面：“不计代价”10	10
3. 只要有所需求，美联储将会有所行动，以便推动较强劲的复苏 ..13	
框2：为消除增长的不确定性，美联储提供政策保单15	15
框3. 量化宽松对新兴市场的影响：经济上的成功导致对政策制定者的挑战17	17
4. 附录19	19

截稿日期：2012年11月2日

1. 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”

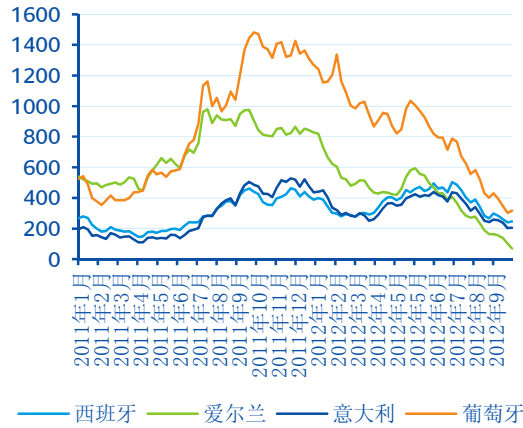
在我们看来，欧洲央行行长马里奥·德拉吉在七月底宣布实施新债券购买计划（直接货币购买，OMT）时，欧洲央行实际上是采取了“结束欧洲的债务危机”的果断措施。在某些情况下（详细内容请参阅

[http://www.bbvaesearch.com/KETD/fbin/mult/ECB_Watch_Sep12_tcm348-](http://www.bbvaesearch.com/KETD/fbin/mult/ECB_Watch_Sep12_tcm348-356910.pdf?ts=25102012)

356910.pdf?ts=25102012 之九月份欧洲央行展望），欧洲央行能够干预次级主权债务市场。六月，欧元区举行了峰会，会议上领导们达成了一些协议，来强化货币联盟，这些协议包括：单一银行监管标准的路线图，制定覆盖财政事务的深远计划和支撑经济增长的措施。在此之后，欧洲央行采取了上述行动。德拉吉宣布实施新债券购买计划背后的道理很清楚。由于市场已经部分地为欧元区崩溃的情景定价，某些外围债券的收益升高，这能够降低欧洲央行在严重的金融分化中的指令作用。由于这种情况是“不被允许的”，欧洲央行承诺 unlimited 购买已经向欧洲基金（即欧洲金融稳定基金和欧洲稳定机制）寻求援助国家的主权债务，同时施加严格而有效的条款。最后贷款方的存在消除了对“欧元在其当前形势下可逆”的恐惧。

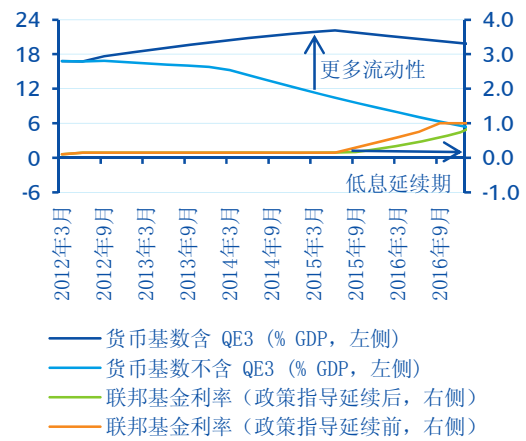
在“存在极端市场压力”和“对不断逼近之欧元崩溃恐惧”的情况下，欧洲领导者们和欧洲央行的一些措施已然受到长期期待了。但是，欧洲央行的举措比预期更具决定性。直接货币购买（OMT）计划使欧洲央行成为一个可信任的支撑体。因此，对欧元崩溃的担心就无从存在了，而且只要这一举措仍在继续，这种担心都将没有存在的理由。自六月份以来，金融市场的压力也得到显著降低（见图表 1），而且，在我们看来，尽管近期还存在一些不利市场因素，但“这种状态的保持”证明金融市场具有消除怀疑的能力。

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

近期, 还有一些其他因素也强化了欧洲的货币联盟。首先, 德国立宪法院支持德国参与, 在此之后, 将对“欧元区出现的任何紧急救助”进行处理的永久基金(欧洲稳定机制, ESM)已然到位。第二, 尽管进程缓慢, 但在欧洲实现银行联盟(六月欧洲集团会议中的决定)的进程得以继续进行。完整的银行联盟的实现包括四个不同的因素: 共同监督、共同管理、银行决议共同体和泛欧洲存款保障计划。鉴于上述之任务的范围覆盖较广, 因此完全实现可能是一个长期的过程。但是欧洲领导者们同意在一月份之前达成一个银行监督日程表, 而且将在十二月份的欧洲集团会议中确定更多的细节性内容。六月份, 欧洲领导者们同意从欧洲稳定机制(ESM)中实行直接的银行资本重组, 我们认为这是消除“主权-银行反馈环”中出现风险的关键。尽管如此, 在实现管理限制之最高目标和“消除可能已然出现之主权风险和银行风险”之目标方面还可以使用其他方法。当然, 银行联盟的计划需要取得快速的进展。

我们认为, 在这一计划末期, 欧元区将最终会出现一个完整的、“强化其管理”的一揽子计划。正如我们一直所论证的, 它应该包括一个银行的联盟、一个财政联盟和一个最后借款方, 这样就可以防止出现金融系统破碎。在这些方面都取得了进展。也许这样的进展还不足以快速改善当前的动态。但是, 政策制定者们似乎对这一进展倾尽了全力, 而且我们认为, 危机最糟糕的时期最终可能结束。短期来看, 欧洲央行的计划和财政受限情况下的欧洲稳定机制(ESM)为“解决周边国家之困难的融资情况”提供了基准, 允许这些周边国家保持市场准入。同时, “银行联盟的正确实施”和“对财政联盟计划的进一步确定”将是实现欧元区长期稳定的关键因素。

“...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.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/ECB_Watch_Sep12_tcm348-356910.pdf?ts=25102012之美联储展望)。

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: 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)。

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几的贡献, 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 (见第三章)。

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)

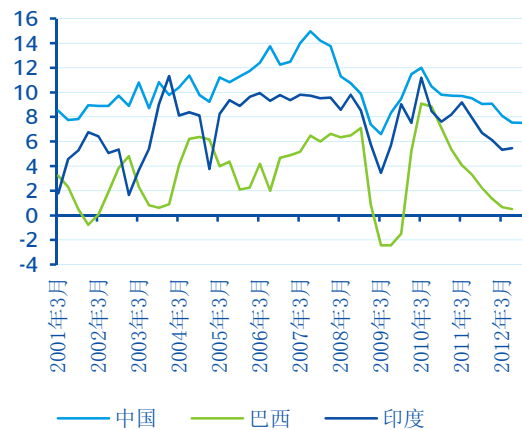
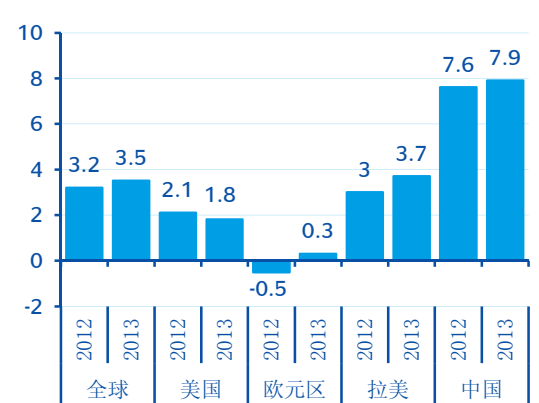


图 4
GDP 增长率



来源: BBVA 研究部和 Haver

(*) 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。在我们的基准情景中, 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%。

总之，预计全球经济将继续缓慢恢复，其国内生产总值（GDP）将保持在 3% 至 3.5% 之间。但这一情景还将取决于一些关键假设，尤其取决于欧洲政策制定者能否实现其承诺。首先，这一情景假设“近期对金融监督的争论不会对六月份所达成之协议产生较大影响”，因此主权和银行风险之间的恶性联系就不复存在，而且货币政策传动效应将再次开始起作用——货币政策传动效应在欧元区主要是由银行操作的。第二，我们假设，如有需求，消除“兑换性风险”的机制将被完全启动。这将使周边国家的收益处于可控状态，但是随着欧洲之新制度安排的进展和承诺的实行，周边国家的收益同时也会出现大幅减少。欧洲稳定机制（ESM）/ 欧洲央行的干预足以将“西班牙和意大利的收益”恢复至与“其政府债务之中期稳定性”相一致的水平上，和“足以使改革产生长期效果”的水平上。这就意味着西班牙和意大利仍将保持其市场准入和投资等级评级，并“实现其财政承诺”或“获得延期的权利来实现财政承诺（理想状态下，在其机构性财政平衡方面）”。对于此，应该考虑到“财政调整和经济增长之间”的反向经济恶性循环，以及“出现负财政乘数高于预期”的可能性，至少在短期内如此。最后，在这一情景中，希腊仍将是欧元区的一部分，其将从欧洲获得更多的后续资金并/或较长的时间来完成其财政限制性。基于以前的经验，很多方面还是有可能恶化，但是，政策制定者们倾向于在关键时刻到来的时候为欧洲问题找到解决之道。

框 1. 金融状况和经济预期

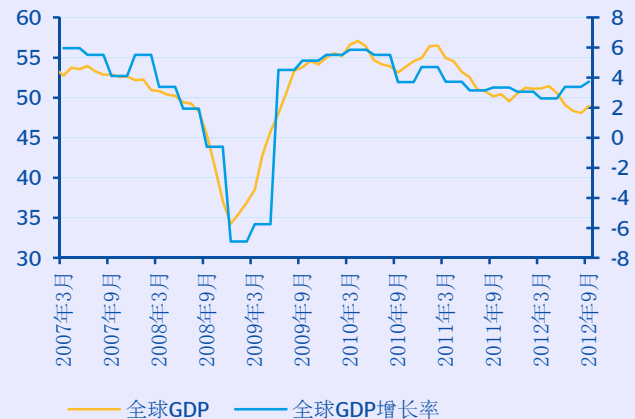
2012 年一开始的状况就不好，全球经济活跃性和经济预期下滑。尽管如此，近期数据显示，全球经济状况有改善的迹象。目前的疑问是“这些改善的经济预期是否稳定，至少在短期时间内能否稳定”。

根据经验，由制造业采购经理人指数(PMI)²所标示的制造业信心指数与由工业生产指数 (IPI) 或国内生产总值 (GDP) 所标示的经济活跃性的关系极为密切。事实上，制造业采购经理人指数 (PMI) 和工业生产指数 (IPI) 或国内生产总值 (GDP) 增长率的动态相关性非常高，全球国内生产总值 (GDP) 和制造业采购经理人指数 (PMI) 之间的相关度大于 0.7 (见图表 5)。因此，活跃性定性指标和实际表现之间的相关性越大，考虑到时间延迟较小的情况下，定性指标和基准指标的相关性越大。举例来说，十月份，制造业采购经理人指数 (PMI) 在十二月一日发布，而直到十二月底才能获得十月份的工业生产指数 (IPI)。

同时，金融市场表现出的波动性降低，其信贷风险利差降低，而且流动性短缺现象也减少。BBVA³ 的美国和欧元区之最新的金融压力指数 (FSI) (用可获得之“十月份上个星期之前”的所有数据进行更新的数据) 显示，这段时期的压力小于上段时期，压力水平从七月底开始出现缓和。这是欧洲和美国央行针对欧元区⁴ 的情况在夏季所实施之措施的结果。

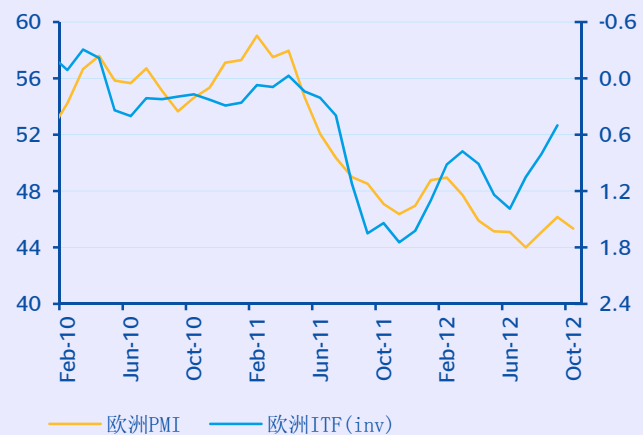
近期，金融市场压力似乎成为全球经济情景的决定性因素，因为其反应了经济主体为其开支和投资决定获取资金的容易度。这一点变得非常重要，因为对很多经济体而言，能否获取信贷成为主要的限制条件。实际经济活跃性若要有所改善，压力必须有所缓和。因此，我们可以很合理地预计到“某种类型的数量关系的存在”-这种数量关系反应金融状况和经济预期⁵ 之间的协同运动 (见图表 6)。

图 5
PMI 与全球 GDP 的联系



来源: BBVA 研究部和 Markit, IMF

图 6
欧元区: 金融压力(FSI)和商业状况(PMI)



来源: BBVA 研究部和 Markit

2: 制造业采购经理人指数 (PMI): 这是市场研究机构-马基特经济研究公司 (Markit Economics) 生成的指标, 其是基于对“该国主要制造厂的高管们所做的调查”之月度回应, 用来测量一个国家之经济状况的指标 (另一个内部小组是用于服务的)。这一指数对新订单 (30%)、产出 (25%)、就业 (20%)、供应商交货时间 (15%) 和采购存货 (10%) 的相关数据进行加权。指数显示高于 50 表示增长, 低于 50 表示萎缩, 而低于 42 则表示衰退。

3: BBVA 研究所之金融压力指数 (FSI) 将下列因素纳入其中: 信贷风险 (五年期主权信用违约掉期 (CDS)、非金融信用违约掉期 (CDS))、波动性 (普通股、利率和 http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/111006_Observatorio_economico_escenarios_ec_tcm346-270914.pdf?ts=24102012 汇率) 以及流动性压力 (同业银行利率利差和三个月期无风险折现率)。详细信息请参阅:

http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/111006_Observatorio_economico_escenarios_ec_tcm346-270914.pdf?ts=24102012

4: 德拉吉在 2012 年 7 月 26 日的声明中说, “...欧洲央行将尽其所能来保住欧元”

5: 这两个系列之间的静态相关性显示出其二者之间的信息相反, 且相关度水平较高 (欧元区-0.71, 美国-0.64)。

为了对其进行测量，我们需要判断“反映金融压力的变量（用于美国和欧元区的BBVA研究所之金融压力指数（FSI））”和“指示实际活跃性的变量（美国和欧元区的制造业采购经理人指数（PMI））”之间是否存在统计关系。C. Granger (1969)⁶ 作出了这一因果关系，若给定变量和其滞后值的包含增强了其他变量的整体解释力，则他提出的是一个零假设。

倘若制造业采购经理人指数（PMI）和金融压力指数（FSI）是平稳时间序列，为了对“每个地区的金融压力指数（FSI）导致 Granger 制造业采购经理人指数（PMI）”进行验证，我们将把以下回归分析（不包括金融压力指数（FSI））的整体解释力（方差检验）：

$$PMI_t = \alpha_0 + \alpha_1 PMI_{t-1} + \alpha_2 PMI_{t-2} + \dots + \alpha_m PMI_{t-m} + \epsilon_t \quad (1)$$

使用如下方程（包含金融压力指数）

表 1

美国和欧元区：Granger 的不同结果，ITF 和 PMI

	Null: FSI does NOT cause PMI				Null: PMI does NOT cause FSI			
	欧元区		美国		欧元区		美国	
	F-Stats	Prob	F-Stats	Prob	F-Stats	Prob	F-Stats	Prob
Lag 1	2.5	0.12	0.5	0.47	0.2	0.63	0.0	0.97
Lag 2	2.9	0.06	5.8	0.00	1.9	0.16	1.3	0.27
Lag 3	2.2	0.10	3.5	0.02	1.9	0.13	1.6	0.20
Lag 4	1.8	0.14	3.6	0.01	2.1	0.09	0.7	0.61

■ Do not reject the null hypothesis ■ Null hypothesis is rejected
来源：BBVA Research

最后，鉴于上述之这两个序列之间存在高度（强烈）相关性-欧元区-0.7，美国-0.6，因此，我们对每个地区使用了相同的技术处理，消除了对“金融

$$PMI_t = \alpha_0 + \alpha_1 PMI_{t-1} + \alpha_2 PMI_{t-2} + \dots + \alpha_m PMI_{t-m} + \beta_p ITF_{tp} + \beta_q ITF_{tq} + \epsilon_t \quad (2)$$

当且仅当金融压力指数（FSI）的滞后值总体显著较大时，“金融压力指数（FSI）导致制造业采购经理人指数（PMI）”的零假设成立。在这种情况下，这种“因果关系”仅表示“代表经济状况”之变数预期的显著改善，而变量标示金融压力。

表格 1 显示，无论如何，美国除外，仅用一个滞后，我们就可以排除“在信心水平可接受的情况下，金融压力指数（FSI）不引起制造业采购经理人指数（PMI）”的零假设。这一对比显示，每一个地区的金融压力指数（FSI）都会 Granger 触发这个地区的制造业采购经理人指数（PMI），但反之不成立。这一结果让我们确信，当前金融压力指数的改善对“美国和欧元区的经济状况”的预期展望是利好的消息。

压力指数（FSI）具有预测实际经济状况之能力”的怀疑。

6: Granger, C. W. J. (1969), “用计量模型和互谱方法对因果关系的研究” (“Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-spectral Methods”), 计量经济学杂志 (Econometrica) 37 (3): 424-438

表 2
美国和欧元区: Granger 的不同结果, ITF 和 GDP

	Null: FSI does NOT cause PMI				Null: PMI does NOT cause FSI			
	欧元区		美国		欧元区		美国	
	F-Stats	Prob	F-Stats	Prob	F-Stats	Prob	F-Stats	Prob
Lag 1	10.0	0.00	4.9	0.03	1.42	0.24	0.1	0.80
Lag 2	5.1	0.01	4.1	0.02	0.22	0.80	1.0	0.39
Lag 3	3.6	0.02	2.9	0.04	1.40	0.25	3.8	0.01
Lag 4	3.7	0.01	0.9	0.46	1.02	0.40	2.6	0.04

■ Do not reject the null hypothesis ■ Null hypothesis is rejected
来源: BBVA Research

从结果来看, 我们可以得出, BBVA 研究所之金融压力指数 (FSI) 能够 Granger 触发这两个地区的实际经济状况, 但反之则不成立。总之, 金融市场压力

尚未成为全球经济情景的决定性因素, 但其在短期内仍是主要经济指标。

2. 寻求欧元区稳定：“不计代价”

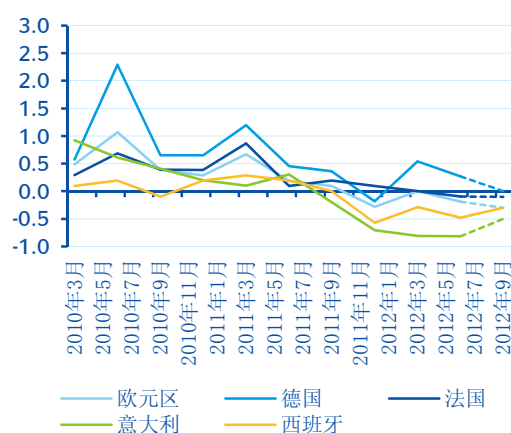
主要因为周边国家的拖累，欧元区倒退至衰退状态

2012 年第二季度，在第一季度出现实际停滞之后，欧元区经济的季度增长缩减了 0.2%。这种疲弱表现的背后是国内需求的降低，尤其在投资方面（第一季度出现 1.3% 的下降之后，第二季度的季度增长为-0.8%），而出口继续保持弹性（第二季度的出口季度增长从第一季度的 0.7% 增长至+1.2%）。

过去几个月时间内，这种疲弱的增长势头蔓延了整个欧元区。在欧元区的周边国家，国内生产总值（GDP）在几个季度内一直在降低，而且衰退状况没有显示出缓和迹象。意大利、葡萄牙和西班牙去年每个季度的平均的国内生产总值（GDP）分别降低了 0.6%、0.8% 和 0.4%。但是，欧元区其他国家也受到影响-尽管幅度较低。由于出口减少，德国第二季度的季度增长率降低至 0.3%（我们预计其第三季度的增长率将为 0%），而法国的国内生产总值（GDP）自 2011 年底以来一直保持停滞。尽管过去两个月中，有一些指标显示欧元区会出现回升-尤其对欧洲中部地区而言，但我们预计，欧元区在第三季度将继续其目前之萎缩的势头（见图表 7），且其国内生产总值（GDP）可能会出现进一步降低（-0.3%）。

图7

欧元区 GDP 增长率（季度）



来源：Eurostat 和 BBVA 研究部

图8

BBVA 金融压力指数（核心国及外围国）



来源：BBVA 研究部, Haver, Bloomberg

由于政策干预，金融压力在第二季度达到新的高度后出现缓和

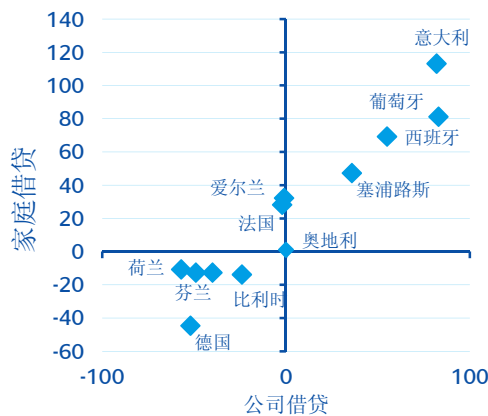
在“经济活跃性失去势头，并影响到欧元区核心国家，而且对欧元崩溃的恐惧增加”的情况下，欧元区政策制定者们已经采取了重要措施来缓解“在 2012 年第二季度既已达到其最高水平”的金融压力。一方面，清除了政治阻碍后-尤其在获得德国立宪法院的支持后，新的永久稳定基金（欧洲稳定机制，ESM）已经完全开始运作。欧洲稳定机制（ESM）将会处理任何国家可能所需之可能的紧急救助。

另一方面，欧洲集团在其六月和十月的峰会上决定采取措施实现银行联盟。首先，欧洲领导者们同意直接从欧洲稳定机制（ESM）进行直接银行资本重组，这就反过来可以打破对“金融部门较弱”之国家-尤其是爱尔兰和西班牙-产生影响的主权银行反馈回路。尽管如此，有些国家对资本重组的实现产生了怀疑。在会议中，欧元区领导者们协商同意在单一银行监督机制完全实现之后就开始了从欧洲稳定机制（ESM）实施资本重组。具体实施计划应该在一月份之前确定，因此，2013 年底之前，新监督机构就会投入运行。

未来几个月还需要处理的几个事件是：走向银行联盟的路线图、共同的预算空间（财政联盟）和共同的经济政策空间（例如经济联盟）。欧洲支持建立银行联盟，这一点毫无疑问，但是对联盟的范围和速度方面还存在激烈争论。在进一步联盟的四个领域中（共同监督、共同管理、解决银行问题共同体和泛欧洲存款保障金计划），对新的银行监督机制的讨论进展较多。尽管还未确定“欧洲央行中心位置和其作为国家监督者的地位如何吻合”，但“欧洲央行在监督中起主要作用”这一点已经确定下来。其他问题还有待讨论，例如非欧元区国家的代表权和表决权、作为监督机制之欧洲央行对欧洲各个机构的责任、和欧洲央行管理局的最终地位。在决议方面和共同存款保障金计划方面的协议还未达成，而且毫无疑问很快就会对这些问题进行讨论。

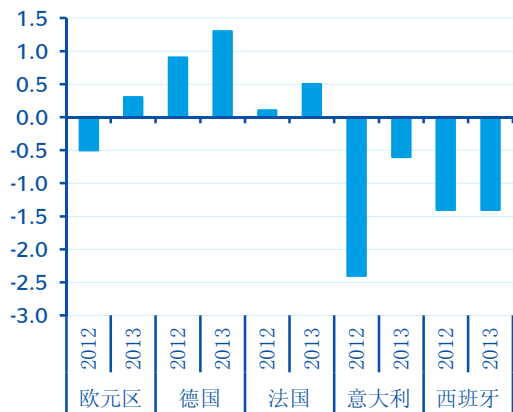
在财政方面，欧洲领导者们支持强化财政联盟，但仍在讨论如何实现这一财政联盟。尤其需要注意的一点是，对以下两件事尚未达成协议：债务互助（共同欧元票据或债务偿还基金）-对这一点德国持坚决反对态度，以及强化欧洲委员会的权力，使其能够有效控制国家预算-对这一点德国（和欧洲央行）坚决支持，但是其他国家很反对，尤其是法国。这方面的进程远落后于预期，而且毫无疑问近几个月中，银行联盟方面的进展是整合方面的进展中最快的一个方面。

图9
新银行贷款汇率的变化(基点, 2010年12月-2012年7月)



来源：BBVA 研究部, ECB, IMF

图10
欧元区：GDP 预测 (%)



来源：BBVA 研究部

为消除对欧元崩溃的恐惧，欧洲央行使用了新的债券股买计划（OMT）进行干预

过去三个月期间所采取的措施中，欧洲央行的新的债券股买计划（OMT）的实施最有可能带来较大改变。欧洲央行将会干预债务市场，向“从欧洲稳定机制基金（ESM）寻求金融救助”的国家购买不限数量的主权债券（详细信息请参阅 http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/ECB_Watch_Sep12_tcm348-356910.pdf?ts=25102012 之欧洲央行九月展望；关于我们的预期评估，请参阅本报告第一部分）。这就是欧洲央行对欧元区金融市场之对“欧元崩溃恐惧和分裂”的回应（见图表8）。上述之分裂迹象的出现时间先于“对欧元区之结构的担心出现增加”的出现时间。这种分裂会导致主权债务利差扩大、欧元区目标系统内的债务方/债权方地位的上升，甚至会造成整个欧元区家庭借贷和公司借贷利率的上升（见图表9）。

所有已经采取的措施（最重要的是这个新的债券股买计划（OMT））有助于缓和欧元区的紧张局势（见图表8）。尽管如此，这一计划的实施还存在一些风险，因此并非所有的不确定性都已被消除。例如，倘若“欧洲央行购买了其债券”的国家不能遵守所附加之限制性，那就不知会发生什么事了。欧洲央行行长曾说过中央银行会停止收购，但这一行为很可能会引发对欧元之可逆性的新的疑虑。这是主要因素，因为在经济进一步疲弱的环境下，欧元区周

边的一些国家可能不会完成其当前的财政目标。西班牙的情况即是如此。西班牙政府致力于在 2012 年实现降低 1.8pp 的赤字，在 2013 年降低 1.3pp 的赤字（不包括金融援助）。我们的情景中认为，尽管西班牙做出了很大努力，但是西班牙在不采取新措施的情况下将无法完成其目标。此外，若在周边国家实施新的财政整合计划，将会进一步深化经济衰退，而且若财政乘数大于预期，则财政目标将更加难以实现。

欧洲有下行风险，经济面临缓慢复苏

欧洲央行的行为可能对终止欧元区国内生产总值（GDP）的下行趋势起了关键性作用。事实上，尽管欧洲 2012 年的经济是在下行，但我们对欧洲整个地区之 2013 年的预期依然保持不变。2012 年，欧元区经济将萎缩 0.5%，但将在 2013 年重获增长势头，那时其国内生产总值（GDP）将会出现小幅增长（大约是 0.3%）。尽管如此，欧洲的增长将是不均匀的（见图表 10）。欧洲周边国家将继续处于衰退状态；意大利和西班牙的国内生产总值（GDP）将在 2013 年分别下降 0.6% 和 1.4%，而一些核心国家的国内生产总值（GDP）会出现小幅上升。总之，鉴于宽松的货币政策和较低的风险溢价，整个地区将会从更具有支撑性的金融状况中获益。此外，为避免增长的进一步恶化，周边国家之当前的财政目标可能会被降低。尽管如此，由于实施新的债券购买计划（OMT）存在风险，而且可能会实施（或提前进行）进一步的财政整合，或者希腊的情况有所恶化的话，其对欧洲其他地区会产生潜在传染效应，因此风险还是倾向下行。

3. 只要有所需求，美联储将会有所行动，以便推动较强劲的复苏

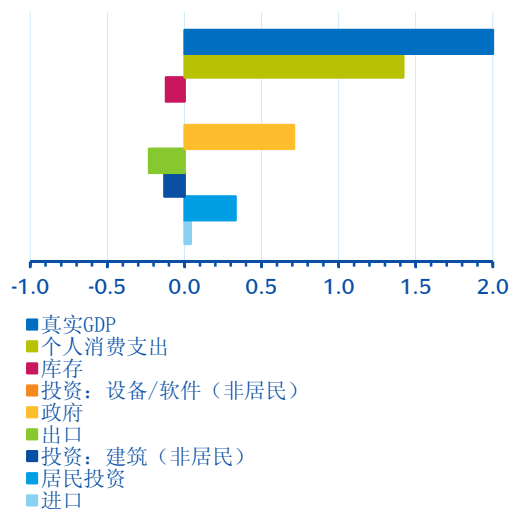
美国经济面临如财政失效、欧洲不确定性等下行风险

美国经济将继续回暖，但受风险因素的阻碍，其经济仍然比较脆弱。年化季度数据显示，美国 2012 年第三季度的国内生产总值（GDP）增长初步预计是 2%（见图表 11），高于第一季度的增长率，且好于市场预期。尽管如此，这一增长率似乎不足以帮助失业率大幅降低。增长动力主要源自个人消费和公共开支。由于第三季度公职的增加⁷和国防开支的大幅增长，对 2012 年第三季度国内生产总值（GDP）贡献最大的是公共开支（两年内首次超过 3.7%）。

美国劳动力市场仍是首先需要关注的问题，因为它是家庭收入和家庭消费以及投资决策的主要决定因素。尽管劳动力市场比较疲软（虽然十月份失业率下降至 7.9%），但第三季度的消费增加了 2%（比上一个季度增长 0.5pp），表示市场对经济恢复具有较大信心。因此，即便在经济增长缓慢的情况下，就业率仍继续下降，这表明劳动年龄人口正在退出劳动力市场（见图表 12）。

图 11

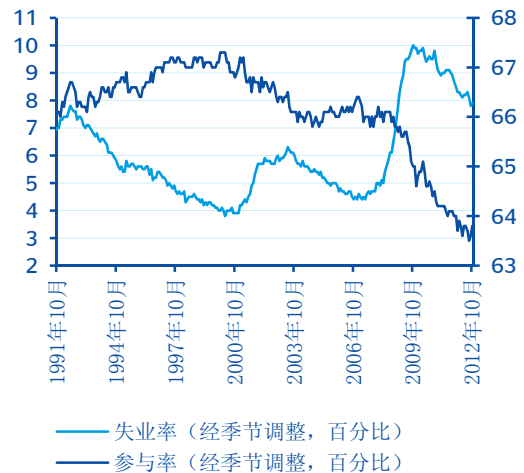
美国：12 年第三季度 GDP 增长率按贡献分类（季调后，季度同比年率）



来源：经济分析局 和 BBVA Research

图 12

美国：劳动力市场：失业率和劳动参与率



来源：Bureau of Labor Statistics 和 Haver Analytics

第三季度数据中的积极变化是住房投资，在销量和新建住宅利好的环境下增长了 14.4%。新房销售量已达到 2010 年以来的最高水平。因此，由于美联储在未来几年将继续保持低息环境，我们预计住房需求将会继续逐步上升。美国房地产市场的恢复是最终促进美国经济增长⁸的关键，因此，根据历史经验来看，近期金融系统的改善和房地产市场的稳定或许是走出危机的前兆。

尽管如此，近期商业需求和制造业的疲弱显示美国企业在增加投资和雇佣方面依然保持谨慎态度。新兴经济体市场的疲弱和欧洲的衰退造成出口下降，进而导致上述结果。但其中还有一部分原因在于“财政的自动调整”所引发的不确定性的增加（财政“悬崖”）——倘若不采取任何削减公共赤字的措施（这要求共和党与民主党达成协议），那么 2013 年初“财政悬崖”的问题将会出现。

⁷ 九月份登记的就业增长达到 148,000（美国劳工统计局），其中大部分是属于公共部门、医疗保健、运输或仓储方面的就业增长。

⁸ 美联储对美国经济的年度评估（2012 年，8 月）

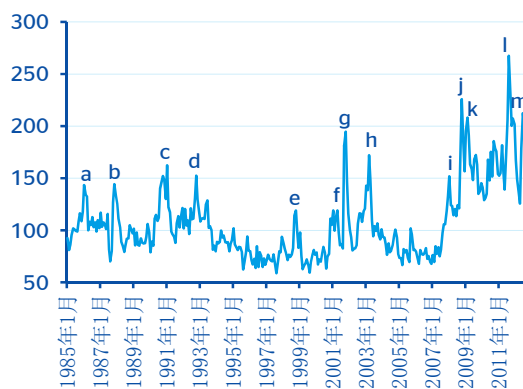
尚无法确定 11 月的选举能否消除美国经济政策的不确定性

从选票来看, 任何一个政党的胜利似乎都不是那么容易。无论哪方赢得总统职位, 两个立法机构均可能失去这一政党的大部分席位, 因此会造成政治分化, 而这将阻碍协议的达成⁹。这一协议将不仅仅与财政整合有关(例如增加何种税收以及削减哪类开支), 而且还关乎其他方面, 例如部门管理。因此, 这将对美国未来的经济政策带来不确定性(见图表 13), 而且还可能对开支和投资的决议产生影响。

无论如何, 我们对美国 2012 年和 2013 年的经济增长预期仍将保持不变: 2012 年增长 2.1%, 2013 年增长 1.8%。上述之不确定性将被美联储的措施所抵消, 因为美联储将在尽可能长的一段时期内¹⁰保持可以调整的经济政策。在我们看来, 通过实施新一轮量化宽松, 美联储确保了对货币政策在“缓和上述风险”方面的支持—劳动力市场的疲弱反映了上述风险。

最后, 在通货膨胀方面, 第二季度的消费者物价指数(CPI)增长整体趋向下行, 不过由于能源价格上涨, 8 月和 9 月的消费者物价指数(CPI)出现上升。市场对“中西部干旱对食品价格的长期影响”的担忧增加。尽管如此, 迄今为止, 还没有出现任何明显影响, 因为食品通货膨胀从去年 12 月起即从 4.6% 下降至 1.6%。此外, 尽管近期一些商品价格出现上涨, 而且美联储的政策较为灵活, 但对通货膨胀的预期仍保持不变。事实上, 在经济活跃性变得更加强劲之前, 美联储似乎愿意暂时忍受高于目标的通货膨胀率(见图表 14)。最后, 可能的风险情景将会由以下两个因素结合: 仍然疲软的周期性环境—例如当前的环境, 以及通货膨胀预期的再现—这将给美联储实施货币政策造成影响。

图 13
美国: 经济政策不确定性指数



a) 平衡预算法案, b 黑色星期一, c) 第一次海湾战争, d) 克林顿选举胜出, e) 俄罗斯危机 f) 布什选举胜出, g) 9/11, h) 第二次海湾战争, i) 大幅降低利率, 经济刺激计划, j) 雷曼, 不良资产处置计划, k) 银行业危机, 奥巴马选举胜出, l) 债务上限, 欧债, m) 财政“悬崖”
来源: Economic Policy Uncertainty at 31 October 2012

图 14
美国: 通胀前景



来源: Bloomberg 和 BBVA Research

9 Baker, Scott, Nicholas Bloom和Steven Davis (2012), 《对经济政策不确定性的测定》
10 见框 2: 为消除经济增长的不确定性, 美联储提供政策保单

框 2. 为消除经济增长的不确定性，美联储提供政策保单

面对困难的经济状况，为避免再次出现周期性下降—尤其在劳动力市场方面，美联储决定“只要有需要”便采取具体行动。首先，美联储表明将延长“维持当前利率水平”的时间。第二，美联储对其量化宽松政策（第三轮量化宽松）进行了第四次宣传。鉴于由下列因素所产生的不确定性：1）2009年衰退以来的疲弱复苏；2）若“国会不能达成协议”，将引发税收和开支的自动调整，其相当于国内生产总值（GDP）的4%（这被称之为“财政悬崖”）以及3）对“欧洲所触发之风险情景蔓延”的恐惧，美联储的行为似乎是在表示其获得了由货币支撑构成的一张保单，以消除市场对增长势头的疑虑。

在政策方面，美联储于九月中明确表示，若经济状况有所需要，将至少到2015年年中保持利率在当前的最低水平。由此，美联储将其利率目标政策延长了一年。

在同一份声明中，美联储还宣布其将实施新一轮量化扩张政策—其在七月份的会议中即对实施这一政策有所暗示。第三轮量化宽松—正如前几轮量化货币扩张计划一样—旨在通过购买抵押信贷市场的资产来降低长期利率。此种购买为房地产市场提供了利好的金融条件，并能够增加投资者对风险较大的资产的兴趣。与以往的计划不同的是，第三轮量化宽松没有一个特定的时间表，但美联储会保持政策的实施直至达到满意的效果。其目的在于通过对公司和家庭的资产负债表、借款成本和经济预期所产生的影响来促进经济活动和就业市场。

假设第三次量化宽松的影响时间将与利率政策实施的时间一致，则第三轮量化宽松应该在未来11个季度内需要约15000亿美元的资金注入。这一数额远高于第二轮量化宽松的数额，但低于第一轮之21000亿美元的数额。此外，如果我们考虑到美联储希望第三轮量化宽松实施的时间比第一轮量化宽松实施的时间长一年的话，季度平均流动性注入量将是第一轮量化宽松时的40%（每季度1200亿美元，而第一轮量化宽松时是每季度3000亿美元）。

我们使用牛津大学经济预测中心所创造的计量工具（OEF模型）来评估美联储政策对经济、就业和通胀的影响。我们对如下情景（见图表15）进行对比：利率保持不变，同时美联储所指的量化扩张中的货币基础的变化不定，与没有这一条件的情景相比—这就是说，在这一情景中的模型可以表明变量最可能的变化方面。

如图表16所示，OEF模型预测了一个显著的影响—尽管在2012年底即出现增长的情况下，这一影响将于2014年开始增加。将2016年作为水平线，我们必须指出，这一模型在经济活跃性方面所预测的影响累积将为3.2pp，而失业率将从2012年平均8.0%的水平下降至2.6pp。

OEF模型预测的增长动态可以解释为第三轮量化宽松所带来的流动性的累积，而同时短期利率保持在非常低的水平—这一情况将会扩大对投资的鼓励，并因此刺激劳动力市场—尽管后者出现的时间会有所延迟。

此外，尽管第三轮量化宽松计划需要大量的流动性注入，其未来四年对通货膨胀的累积影响可能低于1.0pp。这一对通货膨胀的推动作用—这是量化宽松政策的先天缺陷—与以下事实一致，即利率情景在2014年至2015年间这一时期结束之前不会有所变化，而且自2009年以来所记录之流动性的增加还没有造成实际或预期通货膨胀的上升。如果当前所假定的量化扩张与之前相似，那么上述之事实就更站得住脚了。无论如何，对于未来的情况，还需意识到通过操作生产要素以应对较高需要的空间更加有限了。

如果我们考虑到美联储希望第三轮量化宽松实施的时间比第一轮量化宽松实施的时间长一年的话，季度平均流动性注入量将是第一轮量化宽松时的40%（每季度1200亿美元，而第一轮量化宽松时是每季度3000亿美元）。

我们使用牛津大学经济预测中心所创造的计量工具（OEF模型）来评估美联储政策对经济、就业和通胀的影响。我们对如下情景（见图表15）进行对比：利率保持不变，同时美联储所指的量化扩张中的货币基础的变化不定，与没有这一条件的情景相比—这就是说，在这一情景中的模型可以表明变量最可能的变化方面。

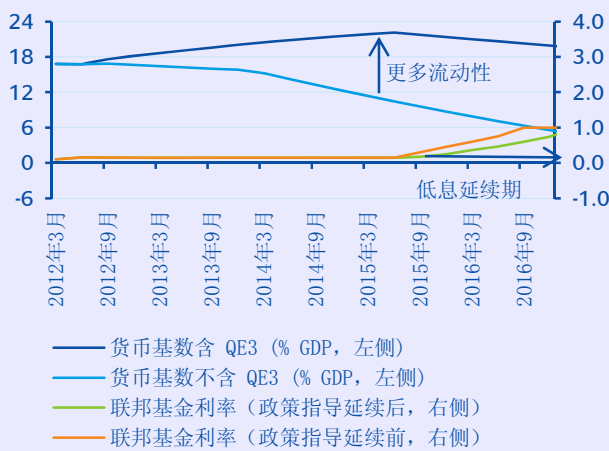
如图表16所示，OEF模型预测了一个显著的影响—尽管在2012年底即出现增长的情况下，这一影响将于2014年开始增加。将2016年作为水平线，我们必须指出，这一模型在经济活跃性方面所预测的影响累积将为3.2pp，而失业率将从2012年平均8.0%的水平下降至2.6pp。

OEF模型预测的增长动态可以解释为第三轮量化宽松所带来的流动性的累积，而同时短期利率保持在非常低的水平—这一情况将会扩大对投资的鼓励，并因此刺激劳动力市场—尽管后者出现的时间会有所延迟。

此外, 尽管第三轮量化宽松计划需要大量的流动性注入, 其未来四年对通货膨胀的累积影响可能低于 1.0pp。这一对通货膨胀的推助作用-这是量化宽松政策的先天缺陷-与以下事实一致, 即利率情景在 2014 年至 2015 年间这一时期结束之前不会有所变化, 而且自 2009 年以来所记录之流动性的增加还没有造成实际或预期通货膨胀的上升。如果当前所

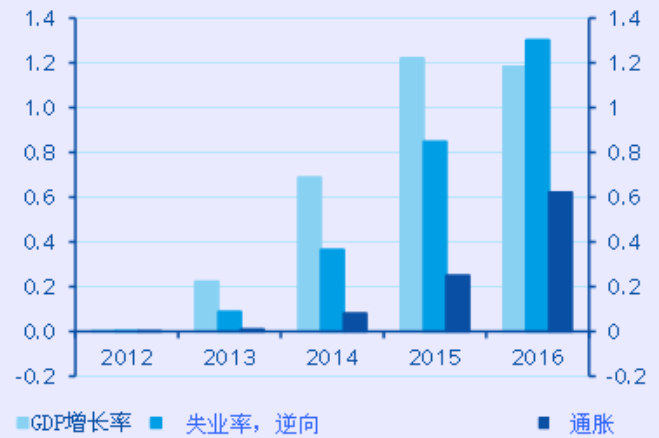
假定的量化扩张与之前相似, 那么上述之事实就更站得住脚了。无论如何, 对于未来的情况, 还需意识到通过操作生产要素以应对较高需要的空间更加有限了。

图 15
QE3 和利率政策的延伸 (GDP 百分比)



来源: BBVA Research

图 16
QE3 和利率政策的延伸的预测影响



来源: BBVA Research

框 3. 量化宽松对新兴市场的影响：当经济上的成功对政策制定者带来挑战

正如框 2 所述，在不确定的环境下，美联储再次采取措施，对美国经济实施新一轮刺激。尤需注意，美联储实施了新一轮量化宽松政策（第三轮量化宽松，QE3），并延长了其对利率的政策指导时间。美联储通过在“所需时间内”保持宽松的货币政策，意在改善美国的就业预期。

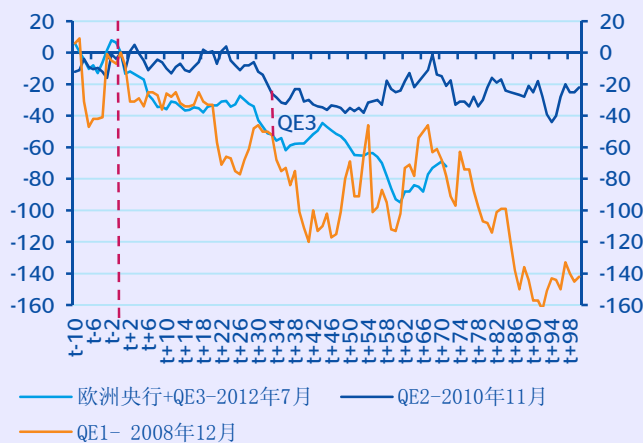
这些流动性支撑型政策紧接 7 月 26 日欧洲央行的措施而发生-欧洲央行的措施旨在“不计代价”地保持欧元（正如马里奥·德拉吉所说，是为了消除欧元区可兑换性风险），并创造一个流动性更多、风险更小的环境。

总之，两个中央银行均向金融市场提供（或致力于提供）较高的流动性。尽管如此，与在上一次货币

宽松政策时期一样，这两个中央银行的措施的影响超出了美国和欧元区，在过去三个月中也影响到新兴市场（EM）。新兴经济体国家的风险溢价平均降低了 70bp（见图表 15）-虽然各个地区之间降低的幅度不尽相同。与第一轮量化宽松和第二轮量化宽松相比，当前中央银行之宽松政策降低了风险溢价。这与“较高的资本流入新兴经济体国家（EM）”的事实一致，其对新兴经济体国家的影响大于第二轮量化宽松的影响。

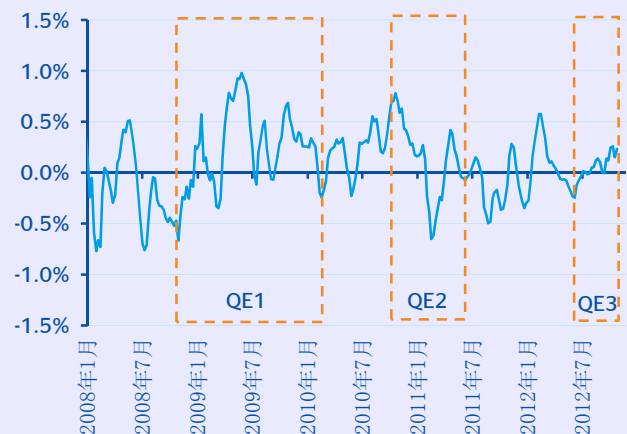
强大的资本流入对汇率形成压力。尽管如此，并不是所有国家都允许其货币升值。事实上，各国采取何种措施应对资本流入是衡量新兴市场新的金融环境（QE3 和 ECB 的措施）的关键因素。

图 17
新兴市场风险溢价（全球 EMBI）在 QE 时期（累计减少）



来源: BBVA Research 和 Haver

图 18
新兴市场资产占比的变化（总资产百分比-4 周移动平均）



来源: BBVA Research 和 EPFR

为了评估QE3 对新兴经济体的整体影响，我们使用了 GPM¹¹ 模型。我们在这一模型中对美联储政策的假设与框 2 所述的假设相同（即 2015 年年中之前将利率保持在当前水平，以及美联储所提出的量化扩张）。此外，我们假设，与非量化宽松情景（基线情景）相比，新兴经济体国家风险溢价出现永久性降低（40bp）。

这里需要提出一个警告。通过修改利率和汇率，新兴经济体国家的政策制定者可以影响“量化宽松对

通货膨胀和生产力的影响”的大小和时间。较高量化宽松所带来之对全球需求的增加会对新兴经济体国家产生积极影响（通过提高对新兴经济体国家的产品需求），但风险溢价的降低可能会推动外国资本的流入，并使新兴经济体国家的货币升值（部分地抵消出口增长）。这些新兴经济体国家的政策制定者们可能倾向于使用货币政策来阻止货币升值。但是，那种做法可能会降低国内需求。

11 GPM 是国际货币基金组织（IMF）为不同国家和地区创造的一个模型。它基于新凯恩斯经济理论，假设价格稳定性阻止对资源的完全利用。在本次“量化宽松影响”的操作中所使用的模型是适用于墨西哥的标准化模型-墨西哥是一个较小的新兴经济体国家（从以下角度而言，即其为价格接受者国家，不足以影响全球变量），而且在贸易和金融渠道方面对外部门的开放度较高

新兴经济体国家的政策制定者们将面临处理较强资本流入的挑战。

为解决这一外部影响，政策制定者们可能会有几种方案，但我们主要关注一些极端情况：

- 适应性情景：较高的外部需求（贸易渠道）和较低的风险溢价（风险溢价渠道）带来较高的增长和通货膨胀预期，因此，中央银行可能会提高利率。提高利率会进一步促进资本流入，并可能造成货币进一步升值。
- 积极性情景：为避免货币过度升值所带来的负面影响，可能提高国内利率。此外，可能对汇率市场进行干预，并限制资本流动。

我们的模拟的主要结果可以从以下曲线图中看出-对“贸易和资本流入增加”及“风险溢价降低”的不同的货币政策，曲线图中包括了不同的结果：

- 在适应性情景中，国内生产总值（GDP）和通货膨胀上升。注意，如果风险溢价渠道不产生影响的话，第一年（2013 年）的产出和通货膨胀的增加低于预计效果。这是实际汇率升值对产出和通货膨胀的影响。但是，中期来看，风险溢价的降低可能会使利率较低，并可能助推“可以抵消短期货币升值影响”的活跃性的增长。尽管如此，对汇率过高和/或存在外部稳定性问题的国家而言，这一策略不合适。
- 在积极性情景中，量化宽松对 2013 年和 2014 年的产出和通货膨胀会产生较大影响。但是，

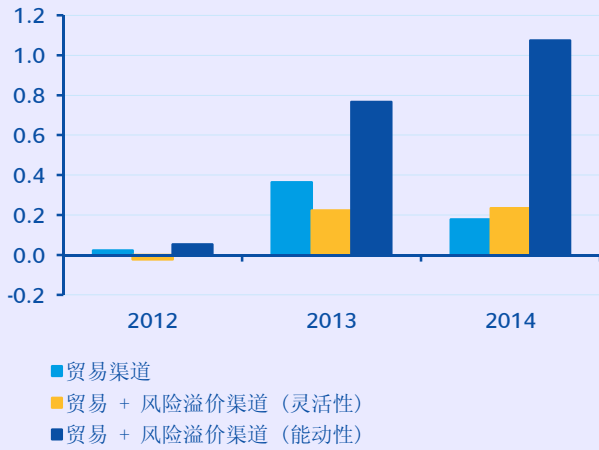
这一策略中存在一个权衡关系。一方面，这一策略可能会成功避免汇率的过度升值；另一方面，宽松的货币政策可能会带来活跃性的过度增长，并造成较高的通货膨胀（而且信贷也可能出现过度增长）。因此，对那些经济出现过热迹象（国内生产总值（GDP）和信贷增长过快，且通货膨胀水平较高）的新兴经济体国家而言，这种对量化宽松的措施不甚合适。

积极性情景最终可能要求大幅降低官方利率。这是因为通胀关联也会受到经济状况的影响。从这个意义上来说，产出和货币流速也是货币和通货膨胀之间最终联系的影响因素。我们可以将其分为“产出缺口为负值且货币流速降低”的情况与“因货币流速之较高压力而造成产出缺口闭合或正值”的情况。这解释了新兴经济体的货币和通货膨胀之间的较高联系，也是其中央银行应警惕“货币供给造成通货膨胀缺口”的原因。

另一个对“货币扩张政策对新兴经济体国家的影响”的担心是，全球过量的流动性可能造成经济泡沫。我们认为，这是一个潜在的风险，因为新兴经济体国家的经济情况不同于发达国家所经历的导致 2007-08 年危机的经济情况。事实上，曾受九十年代危机影响的那些亚洲和拉丁美洲的新兴经济体国家并未受到繁荣时期的影响。此外，这些国家所经历的去杠杆化过程的时间较长，因此，很难出现风险失衡现象，这与发达国家在 2007-08 年之前的情况类似。

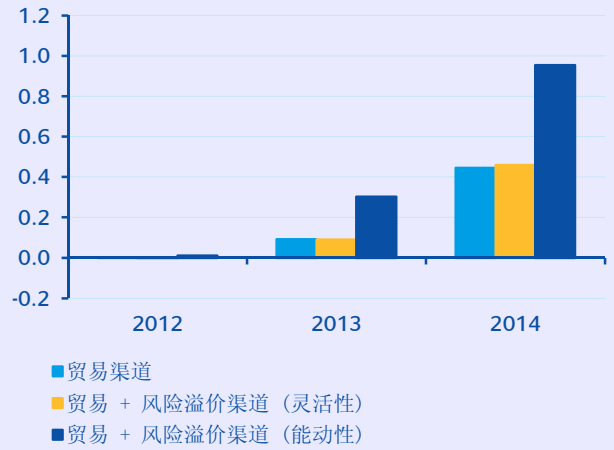
对于流动性增加和全球风险减少，新兴经济体的平均反应

图 19
GDP 的反应



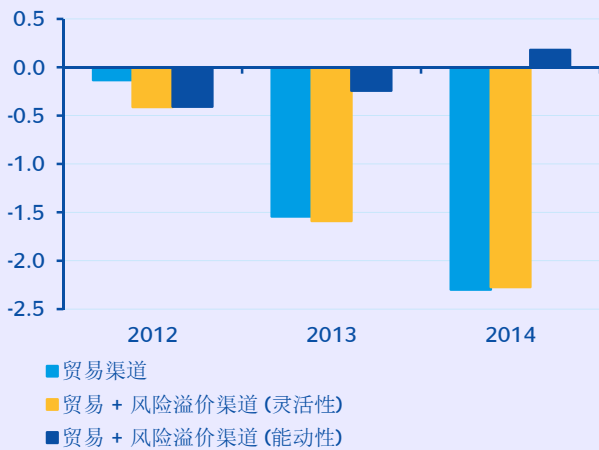
来源: BBVA Research

图 20
通胀的反应



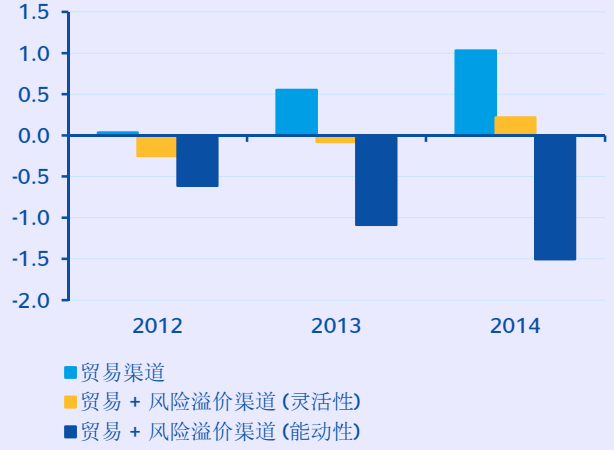
来源: BBVA Research

图 21
实际汇率的反应



来源: BBVA Research

图 22
利率的反应



来源: BBVA Research

4. 附录

表 3
宏观预测: GDP

(年增长率)	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
亚太地区	4.1	8.2	5.8	5.2	5.5
中国	9.2	10.4	9.2	7.6	7.9
亚洲 (不含中国)	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：经常帐目(% 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

* 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

宏观预测：10 年期利率 (均值)

	2009	2010	2011	2012	2013
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

预测截至时间：2012 年 11 月 2 日

来源：BBVA 研究部

表 8

宏观预测：汇率 (均值)

美元对各国货币	2009	2010	2011	2012	2013
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
英国	1.56	1.55	1.60	1.59	1.66
中国	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 9
宏观预测: 政策利率

	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

预测截至时间: 2012 年 11 月 2 日

来源: BBVA 研究部

免责声明

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

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

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

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

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

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

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

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

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

This report has been produced by the Economic Scenarios Unit:*Chief Economist for Economic Scenarios***Julián Cubero**
juan.cubero@bbva.com**Rodrigo Falbo**
rodrigo.falbo@bbva.com**Jaime Martínez Martín**
j.martinez.martin@bbva.com**Jorge Rodríguez Vález**
jorge.rv@bbva.comWith contribution:
Cross-Country Emerging Markets Analysis
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com**Alberto González de Aledo**
alberto.gonzalezdealedo@bbva.com**BBVA 研究部***Group Chief Economist***Jorge Sicilia***Emerging Markets:***Alicia García-Herrero**
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hkCross-Country Emerging Markets Analysis
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.comAsia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hkLatam Coordination
Juan Ruiz
Juan.ruiz@bbva.comArgentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.comChile
Alejandro Puente
apuente@bbva.comColombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.comPeru
Hugo Perea
hperea@bbva.comVenezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@bbva.comMexico
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Macroeconomic Analysis Mexico

*Developed Economies:***Rafael Doménech**
r.domenech@bbva.comSpain
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.comEurope
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.comUnited States
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com*Financial Systems & Regulation:***Santiago Fernández de Lis**
sfernandezdelis@grupobbva.comFinancial Systems
Ana Rubio
arubiog@bbva.comPensions
David Tuesta
david.tuesta@bbva.comRegulation and Public Policy
María Abascal
maria.abascal@bbva.com*Global Areas:*Financial Scenarios
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.comEconomic Scenarios
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.comInnovation & Processes
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com*Market & Client Strategy:***Antonio Pulido**
ant.pulido@grupobbva.comEquity Global
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.comGlobal Credit
Javier Serna
Javier.Serna@bbvauk.comGlobal 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

