

经济展望

全球

2012年第二季度
经济分析

- 全球经济将在2012年逐步从2011第四季度的低谷中复苏。亚洲的反弹最为显著。在另一个极端，欧洲将出现轻微衰退。
- 随着欧洲危机继续，全球展望有强烈下滑风险。当前油价仅是对全球增长的一个中等威胁。
- 在解决欧洲危机方面已取得一些进展，但关键措施仍悬而未决：更可靠的主权防火墙、财政联盟路线图以及促增长议程。
- 新兴经济体正在软着陆。强大的国内需求将受到亚洲的促增长政策以及拉丁美洲的高商品价格推动。

索引

1. 全球展望：全球复苏，但风险再次出现.....	03
2. 欧洲：仍在等待解决危机.....	06
3. 美国：持续但脆弱的复苏.....	10
4. 新兴经济体挺得住外部风险.....	12
5. 图表.....	16

出版日期：2011年5月9日

1. 摘要：全球复苏，但风险再次出现

鉴于主要地区增长差异扩大，全球经济活动将逐步复苏。但增长仍有下滑风险。

在 2011 年特别是在最后一个季度逐步减速后，全球经济正开始呈现活力增强迹象。鉴于除中国外亚洲（包括日本）和拉丁美洲的强劲增长以及美国持续但适度的活力，2012 年第一季度全球增长预计会高于第四季度。我们估计，全球增长将继续加快，并在 2012 年底超过 1% 季度环比（2011 第四季度为 0.6%）。复苏将是多样的，主要经济区之间的增长率差异将扩大。鉴于从泰国和日本的自然灾害中恢复（影响地区供应链）以及 2011 年中之前实行的政策紧缩措施的部分逆转，2012 年亚洲增长率提高更加明显。另外，在美国需求、竞争力提高以及支持性融资条件的帮助下，随着巴西增长率在更加宽松的货币政策下有所提高以及墨西哥保持超过 3.5% 的增长率，拉美增长可能加快。另一方面，美国将继续在 2012 年和 2013 年保持约 0.6% 的季度增长率，远低于以前复苏的水平。然而，这好于 2012 年欧元区基本停滞的活动，在第一季度紧张局势暂时缓和后，欧元区被周边国家积极的财政整顿以及持续高水平的财政压力所拖累。

因此，在 2012 年和 2013 年全年，新兴经济体将恢复其对发达经济体约 4% 的增长差异。相应地，即使我们预计欧洲当局会继续采取决定性行动，以缓慢降低财政压力，但欧洲和美国之间的增长差距也将未来两年内继续扩大。

总之，我们的增长预测与以前《全球经济展望》（2 月出版）的预测没有太大差异。我们预计 2012 年全球增长率为 3.6%，2013 年为 4%，新兴经济体对全球活动增长的贡献约为 80%（图 1）。但如上所述，这一情景受到欧洲危机发展的影响，因此，我们的预测仍有下降风险。

在这种情况下，发达经济体的货币政策将在更长时期内保持融通性，在中长期内发挥抑制经济活动大幅下滑的作用。然而，进一步政策干预（常规或非正规）的效果正在下降，同时，成本在升高，包括中央银行独立性降低的风险以及非常规措施的附带损害。因此，目前正是美国和其他政策制定者和机构需要通过实施经济与体制改革以及管理金融风险来果断地承担恢复增长部分负担的有利时机。虽然这些措施很有效，但中央银行应继续为货币传导机制的充分运行提供支持。

发达经济体宽松的货币政策将意味着新兴国家有利的融资条件。这些国家的中央银行必须衡量资金流入和不确定外部需求带来的压力与通货膨胀风险（部分来自油价）和强大国内需求。亚洲和拉丁美洲通货膨胀预测的差异 – 前者下降而后者稳定 – 将决定不同的货币政策前景。我们预计大部分新兴亚洲国家的宽松周期将结束（中国和印度除外），而除巴西外的大多数拉美国家将保持谨慎紧缩。

欧洲危机的解决已取得一些进展，但仍需采取决定性措施。欧洲需要一条结束危机的清晰路线图。

在最近几个月，欧洲危机的解决已取得一些进展，但仍有许多重要的悬而未决问题。首先，虽然私营部门持有的希腊主权债务得到重组，但由于近期选举造成大多数国家不确定性、改革疲劳以及可能比预期更深入的衰退，对长期可持续性仍存在重大疑虑。其次，欧洲稳定机制（ESM）获得 5000 亿欧元的新贷款能力（在 EFSF 已承诺的 2000 亿欧元基础上）。然而，鉴于西班牙和意大利未来三年的融资需求以及关于 ESM 贷款将高于现有私人债券持有者的推测，进而会严重影响其对私营部门进一步融资的催化效果，这尚不足以消除市场担忧。另外，IMF 增加的 4300 亿美元（约 3300 亿欧元）资源将有多少归于欧洲国家，这一点尚不清楚。第三，财政协定已批准（等待国家批准），使政府受制于不超过 0.5% GDP 的结构赤字。尽管这是对控制成员国预算的一次重大变化，但在“异常情况”下允许偏离规则可能使其不足以证明欧洲核心国家 ECB 强硬路线者采取更有力行动的正确性。另外，在财政联盟或欧洲债券方面一直未取得进展。总之，关于欧洲向何处去的一条清晰路线图仍然缺失。

图1
全球 GDP 增长率 (%qoq)



来源: BBVA Research

图2
欧洲主权风险溢价 (对德国的 10 年期债券收益差, bps)



来源: Datastream 和 BBVA Research

欧洲危机的新爆发仍是主要全球风险。

最近四个月采取的最重要行动之一无疑是 ECB 提供长期偿债能力。这使得至少到 3 月份欧洲银行的流动性风险大幅下降、批发融资市场适度开放以及周边国家主权收益差压缩 (图 2)。但随着市场(i)在 2012 年第一季度风险溢价下降时发现政策制定者出现自满情绪, (ii)他们均对许多周边国家实现其财政目标的能力感到怀疑, 并担心在实际实现这些目标过程中对增长的影响, 这些积极影响证明是暂时的。因此, 自 3 月份以来, 意大利和西班牙的风险溢价迅速提高, 后者达到与 11 月达到的高度压力类似的水平 (图 2)。

长期流动资金注入的短期影响以及财政整顿与恢复增长之间的难题突出了两个结论。首先, ECB 行动只能在解决潜在经济与体制问题的同时发挥短期作用。这意味着不会很快讨论 ECB 的退出战略, 但它还意味着应继续推动经济改革, 同时, 在核心国家刺激下, 欧元区需求再次平衡。其次, 有必要以一种协调的方式重新考虑财政整顿路线 (以避免引入难于理解的特殊情况), 以一种更加渐进的方式处理结构性赤字, 这与财政协定的精神是一致的。为实现更加渐进的方式, 成员国必须制定明确、全面、详细和多年的整顿方案。这样就会实现合理的公共财政, 而不会严重影响短期增长。同时, 这将允许分享周边国家正在实施的长期结构改革的益处。

在这种情况下, 我们仍认为欧洲危机的新爆发是主要风险, 可能对全球增长造成非常不利的影 响。在许多欧洲国家正在进行大选和公民投票的情况下, 压力增大可能来自周边国家的改革疲劳以及核心国家的紧急援助疲劳: 在法国、希腊和德国另一个州 5 月 6 日举行选举后, 德国一个重要州、爱尔兰和荷兰将在今年上半年举行选举。

当前油价仅对全球增长有着适度影响。然而, 油价大幅猛涨是增长的一个重大风险。

全球经济面临的第二个威胁是油价进一步上涨。2012 年初的近期猛涨可部分追溯至 (供应与需求) 基本面紧缩以及因伊朗局势紧张和非常有限市场缓冲使得地缘政治风险溢价增至约 10-15 美元/桶 (石油库存和生产者的闲置生产能力, 参见框 2)。在我们的基线情景中, 我们认为, 在 2012 年大部分时间内, 布伦特石油价格约为每桶 120 美元, 比我们 2 月份的预测高约 20%。我们认为, 由于发达国家中央银行将此视为暂时冲击以及其走弱的周期状况将防止紧缩货币政策 - 降低增长的传统传导渠道之一, 这仅对全球增长造成适度负面影响。然而, 如果海湾冲突升级, 油价可能大幅猛涨, 即使中央银行没有做出反应, 增长也可能通过

全球风险规避增多而受到影响。我们认为，海湾冲突升级的可能性相对降低，但如果这种情况发生，它将对全球增长造成重大影响。

2. 欧洲：仍在等待解决危机

自12月以来实行的政策有助于在2012年前几个月稳定欧元区

欧洲经济活动在2011年下半年明显下降。财政压力和主权债务收益差的大幅增长（图2）、信心下降以及全球经济下滑在第四季度影响着整个欧元区的经济活动。正如我们预测那样，这些决定因素以及国内需求大幅下降（-0.6 pp）和停滞的外国需求造成GDP季同比下降0.3%，因进口崩溃，仅对增长造成积极贡献（+0.3 pp）。此外，成员国广泛出现经济活动下降（法国除外），而周边国家的萎缩强度更加明显。

鉴于不确定性增大以及欧洲事件风险，自年底以来，当局采取了一系列措施，这些措施有助于稳定2012年初的形势，但不会永久性解决欧洲周边国家的危机。一方面，ECB在12月初同意在12月和2月举行的两次拍卖中提供无限长期偿债能力（LTROs），向市场提供流动资金。同时，它扩大了可用作附属担保品的资产范围。另外，欧盟通过一项财政协定，以加强成员国的长期财政纪律，并决定提出实施永久性援助机制（欧洲稳定机制，ESM），并进行加强（框1）。最后，欧盟必须应对希腊问题的恶化，并与IMF一道批准第二个援助一揽子计划，包括大幅减少私人债券持有者（名义50%，净现值74%），这在原则上应使希腊公共债务可持续。

这一战略还得到加强周边国家财政整顿及结构改革的补充。其它小规模计划国家（葡萄牙和爱尔兰）通常会成功继续其改革方案，意大利和西班牙在2011年底的政府换届使得结构改革加强，并采取其它措施来实现欧洲机构要求的财政承诺。

该战略部分获得成功，但仍面临风险和不确定性。

一方面，ECB的干预有助于使银行业的批发融资解冻，并放宽信贷条件。4月份信贷条件调查数据显示，与2011年第四季度相比（严格程度令人担忧），第一季度信贷供应条件有所放宽，但由于弱化的需求条件，欧元区私营部门信贷实际上陷于停滞。提供流动资金的条件还造成今年前几个月主权收益差下降（图2），这在很大程度上是由于欧洲周边国家的银行系统将该流动资金的大部分用于购买国内主权债券（图3）。同时，1月份的信心随经济活动恢复。

然而，我们在2月份最新《全球经济展望》中提到，ECB的流动资金供应只是对周边国家危机的暂时反应，只提供改善其主要与主权债务条件有关基本面的机会窗口。

但欧洲危机的解决仍需采取关键性步骤：我们仍缺乏一条清晰而可靠的路线图

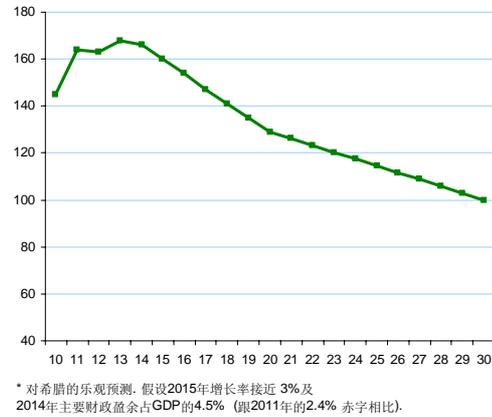
从这个意义上说，上述措施不足以实现市场的持久安宁。首先，第二个援助一揽子计划及希腊债务重组澄清了其中短期融资条件，避免了可能蔓延至欧元区其它地区的事件。但该国前景仍面临可能在未来几个季度成为现实的风险，因为第二个计划的融资仍受限于“三架马车”施加的条件，这些条件难于在一个陷于深度衰退、财政赤字很高且深化改革的公众和政治支持不可靠的国家实施。鉴于在2030年前公共债务预计仍将高于100%（图4），这些风险引起人们对希腊债务可持续性的疑虑。

图3
银行：持有欧元区主权债券
(总资产%)



来源: BBVA Research 和 ECB

图4
希腊公共债务 (% GDP)



来源: BBVA Research 和 IMF

其次, 大多数欧盟国家批准的财政协定仍面临实施风险(爱尔兰公民投票、法国重新谈判威胁)。此外, 尽管是对加强国家预算控制的重大转变, 但它包括一些允许在异常情况下偏离结构赤字限制的规定。预算规则明显软化可能使财政协定不足以证明德国或 ECB 为解决危机而采取的更有力行动的正确性。另一方面, 财政协定不包含提出财政联盟路线图的任何要素, 以补充货币联盟以及拥有某种主权债务的欧洲周边国家的改革计划。

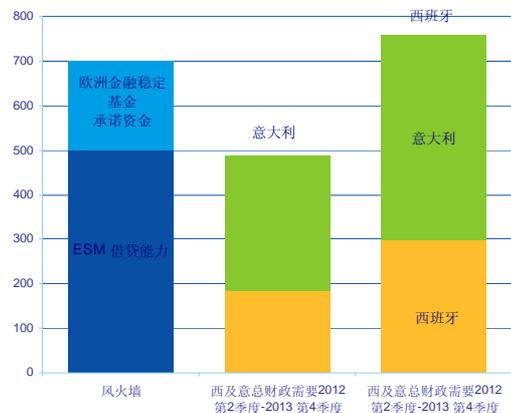
第三, 批准的流动性防火墙优于通过 EFSF 提供的防火墙, 但远非欧洲委员会提出的一些建议。5000 亿欧元的新融资(除目前援助计划已承诺的 200 mm 外)可能随着 IMF 新资源而增加(4300 亿美元, 约 3300 亿欧元), 但这些资金的流向不一定是欧洲国家, 其使用将受到尚未确定的强大制约。总之, 尽管流动性防火墙可能足以通过满足其融资需求而避免蔓延至西班牙或意大利, 但其做法并不具有说服力, 因为它没有大幅超出这些需求(图 5), 且仍面临 EFSF 经历的那些实施与符合性风险。此外, 关于 ESM 贷款将高于现有私人债券持有者的含蓄推测可能严重削弱其对提高私营部门主权融资的催化作用。

总之, 欧洲当局尚未利用 ECB 提供长期偿债能力带来的机会窗口, 以确定一条解决欧洲危机的清晰、可靠路线图。相反, 鉴于主权债务市场压力下降, 一些政府甚至在继续确定危机解决方案的需要方面发出可疑信号。

欧洲周边国家紧张形势自 3 月份以来再现

这一过程的结果是, 一旦两次偿债能力拍卖的短期效果蒸发, 则随着西班牙和意大利主权收益差增大(图 2)、德国公共债务抛售(其长期利率已降至创记录低水平)、欧洲股票市场普遍下跌以及今年前几个月树立的信心逆转, 财政压力会再现。这些问题还因市场对西班牙债务可持续性的疑虑、在地区层面设计和实施具体财政整顿措施的难度以及对西班牙金融系统的长期疑虑而复杂化。另外, 人们越来越感觉, 周边国家加快财政整顿的战略可能造成难于在中期恢复的衰退, 从而威胁这些国家公共债务的可持续性。

图5
欧洲主权防火墙及西班牙和意大利的融资需求 (十亿欧元)



来源: BBVA Research 和 Bloomberg

图6
欧元区增长预测



来源: BBVA Research

我们预计 2012 年将轻微衰退，2013 年将缓慢复苏，且存在广泛差异和高风险

总之，第一季度可用数据显示，由于季度前期反弹，经济活动微幅改善，而不是像三个月前预测那样下降。总的来说，我们预计在下半年之前经济活动不会增长，尽管开始时非常缓慢。对于 2012 年全年，我们预计 GDP 微幅下降-0.2%，稍好于三个月前的预测（-0.5%），因为整个地区的财政压力不如当时那样紧张。除了金融问题，财政萎缩也对周边国家造成很大压力，再加上较高的商品价格，这将拖累欧元区增长。外部需求仍是德国和整个欧元区增长的主要推动因素，而只有欧洲核心国家的国内需求加快，面临调整国家的国内需求大幅下降。因此，欧洲核心和周边国家的差异将在未来两年内扩大（图 6）。

当然，这一情景假设欧洲当局会继续采取决定性行动，以逐步降低财政压力。因此，鉴于过去两个月的一系列事件，这一预测仍有强势下滑风险，这同时也是全球经济的主要风险因素。

同时，ECB 将在欧元区保持融通性货币政策，同时逼迫政府履行其承诺

关于利率，由于油价上涨、信心增强以及债务市场压力较低，ECB 在其通讯中认为通货膨胀有升高趋势。然而，在最近一次货币政策会议上，鉴于融资市场压力增大以及油价的较低风险，ECB 推翻了这一趋势。在此背景下，且假设下半年复苏非常缓慢，我们预计官方利率在预测期内不会改变。只有在经济活动的下滑风险成为现实时，他们才会降低利率。关于流动资金供应，我们预计，在 6 月份的下一次会议上，ECB 将把三个月拍卖的全额分配延长至少到 2012 年底。

ECB 停止通过 SMP 计划购买政府债券，但官员们坚称，计划仍在实施。我们认为，除非市场状况大规模恶化，否则不会恢复购买。同时，ECB 继续逼迫政府履行其承诺。

框 1：自 2 月以来欧洲管理的进展：财政协定和 ESM 新资源。

财政协定：财政协定由 25 个欧盟国家（除英国和捷克共和国外）在 3 月 1-2 日的欧洲峰会上签署。它要求签约国将财政规则纳入其立法（最好是宪法），以将结构赤字限制为 0.5% GDP。协定必须在年底前获得批准，并从 2016 年开始实施。在异常情况下暂时偏离结构赤字是可接受的，尽管对“暂时”的定义尚未明确，且“异常”的概念相对宽松（“超出国家控制的异常事件”或“严重下滑”，没有谈到衰退）。

偏离规则将启动自动校正机制，该机制由国家根据欧洲委员会的指导方针确定。如果国家没有遵循计划，则将提交给欧洲法院（这是新规定），并可能处以高达 0.1% GDP 的罚款，这与《稳定与增长公约》中的理论罚款相比显得较低，后者可高达 0.5% GDP。

除了财政规则，峰会还批准一条规定，公共债务超过 60% GDP 的国家可依据该规定以每年 1/20 的速率降低该比率，尽管对不遵守的国家没有提出明确制裁。另一方面，除非达到特定多数的国家反对（66% 投票结果），否则与超额赤字程序有关的制裁措施（将继续实施）将自动执行。到目前为止，制裁仅在特定多数国家投票赞成时实施。新原则颠倒了特定多数投票表决，极大地增强了《稳定与增长公约》。

ESM 新资源：3 月 30 日峰会正式确认了《欧洲稳定机制》（ESM）将于 2012 年 7 月开始实行，而不是 12 月峰会决定的 2013 年中期。该机制将是永久性的，将代替《欧洲金融稳定机制》（EFSF）参与周边国家的援助计划。ESM 基金从 5000 亿欧元的总计有效贷款能力增至暂时性 7000 亿欧元，因为它可合并 ESM 最初的 5000 亿欧元与 EFSF 已对希腊、葡萄牙和爱尔兰承诺的 2000 亿欧元。所做选择是欧洲委员会三种提案中最稳妥的一种，欧洲委员会正在考虑由 EFSF 为上述 7000 亿欧元增加（暂时或永久性）2400 亿欧元未用贷款能力。峰会还决定各国在 2014 年前分四期加快支付 ESM 资金。

3. 美国：持续但脆弱的复苏

2012年增长率将高于2011年，通货膨胀暂时走高。但劳动力市场改善开始减缓，表明情况尚未回归正常。

美国经济面临持续但脆弱的复苏。最近几个季度的经济增长速度预计会在今年剩余时间内保持。同时，根据我们大多数月度活动指标，双底衰退的可能性消失。然而，正如我们2月份《全球经济展望》所述，信号是多样的。在近期经济数据总体改善的情况下，美国商业周期在第一季度呈现合理但缓慢的增长，特别是与以前复苏相比。在很大程度上2.9%个人消费支出增长的推动下，对第一季度GDP增长率的首次评估为每年2.2%。低于预期的数值是较低政府支出以及非住宅固定资产投资的结果，分别下降了3.0%和2.1%。这是一次谨慎的提醒：经济仍面临不利因素。

劳动力市场继续呈现失业率下降趋势（但仍很高），4月份为8.1%（图7）。然而，非农就业人口在3月和4月增长均低于预期，使人们对复苏的强度感到担忧。即使2.2%的增长率显得平淡，但失业率继续下降，这是工作年龄人口永久性退出劳动力队伍的一个令人担忧的证据。尽管美国势头稳定，且我们预计GDP增长会缓慢而逐步加快，但要确认美国的商业周期复苏似乎过早，因为一些结构性问题仍然存在。

积极的方面是，利润仍然较高，最近制造业的商业信心指标继续恢复。然而，未来几个季度的进一步去杠杆化加剧了增长脆弱性，因为抵押债务将继续增长。另外，肮脏的取消赎回权过程、弱化且沉闷的消费者信心（证明消费者对天然气价格显著大幅上涨以及住房价格持续走弱的担忧）以及较高的政治不确定性（不仅与财政整顿有关）可能抑制增长势头。

尽管美国复苏远低于以前复苏水平，但与欧洲的增长差距正在扩大（图7）：美国将继续在2012年和2013年保持约0.6%的季增长率。因此，与以前《全球经济展望》（2月份公布）相比，我们的增长预测保持不变：2012年为2.3%，2013年为2.2%。

油价有限上涨将暂时提高一般通货膨胀，但核心价格将接近联邦的舒适范围（以适度速度靠近上限）。因此，稳定通货膨胀的预期以及加快减缓将限制第二轮效应。

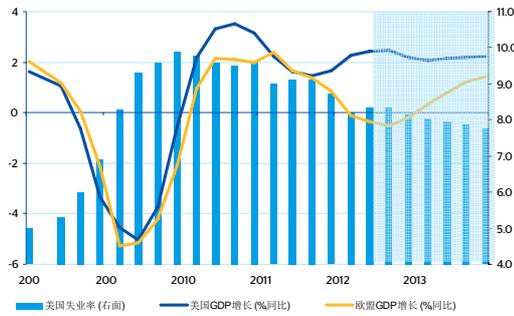
总之，我们认为，美国增长的尾部风险相对一年前大幅下降，总体风险仍呈下降趋势。欧洲债务危机不仅对美国而且对全球增长仍是下滑风险方面的直接担忧。另外，关于伊朗的地缘政治风险将加剧对作为美国前景主要风险的房地产市场复苏以及劳动力市场走强的担忧。

当前复苏降低了联邦政府在6月份实行进一步量化宽松的可能性。利率将继续在长期保持低水平。

即使尚未采取关键性措施以及一些周边国家再次面临增大的市场压力，但金融市场上乐观情绪恢复受到好于预期的经济数据及为解决欧洲危机所采取一些措施的支持。因此，在联邦政府其它大规模资产购买方面实行进一步宽松的可能性（即QE3）下降（图8）。

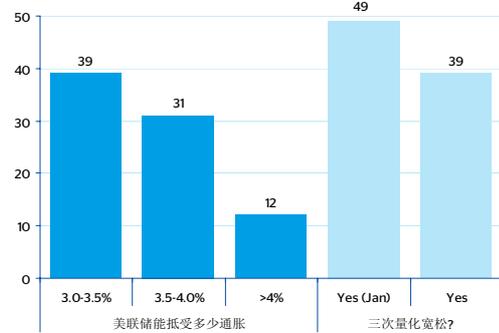
第一季度GDP增长数据支持我们对本年度的经济展望，我们预计这不会对联邦储备银行的融通性立场产生直接影响。当然，如果财政状况恶化或增长因对经济的许多持续拖累之一而偏离轨道，则量化宽松仍是一种政策选择。最新联邦公开市场委员会（FOMC）声明提高了联邦2012年GDP预测，但降低了2013年和2014年预测。鉴于上述增长前景的下滑风险，美国将在长期内保持较低利率。

图7
增长率 (% 季度环比) 和失业率 (%)



来源: BBVA Research 和 Haver

图8
美国: 联邦行动预期
(应答者%)



来源: Bloomberg 和 BBVA Research

在新财政措施缺失的情况下，2013年整顿将以非常快的速度实施，但仍未解决长期可持续性问题。

在2012年底，布什政府时期实行的减税（2010年又延长两年）将到期。同时，在2011年提高债务限额谈判中批准的自动削减公共支出（社会和国防支出）将生效。尽管对这一财政紧缩经济影响的评估涉及相当广泛的范围，但即使在最好情况下，它们将足以使美国在2013年面临新衰退的风险。

尽管两党似乎都准备让在“大萧条”期实行的一些刺激措施过期，但双方似乎都不愿让布什时期的减税政策过期，或实行自动减税。国会有能力推翻该协议，但两党在何种支出不应削减或哪种税收应允许提高方面有着不同重点。因此，我们很可能必须等到11月选举结果公布才能了解过程将如何逆转，如果结果是总统换届，则甚至有至少在2013年前几个月未能达成协议的风险。

无论如何，我们的中心情景是渐进式财政整顿，这可能对2013年增长造成轻微影响。也许最令人担忧的是，长期财政整顿并未解决，即使通过短期逐步调整赚取了一些时间。

4. 新兴经济体挺得住外部风险

尽管外部环境高度不确定，但新兴经济体正在经历下滑，仅对外部需求产生适度影响

在 2011 年最后几个季度，新兴市场经济体的增长稍微减缓。然而，这些国家一直保持强劲增长率，特别是鉴于过去两个季度国际环境急剧恶化。这是严重影响新兴经济体表现的一个重要因素。由于欧洲需求减弱，拉丁美洲和新兴亚洲市场的外部需求大幅降低，后者再次衰退，源自公共债务危机的金融市场压力重新出现。另外，新兴市场的增长下滑部分源自 2011 年过热期间为紧缩经济政策而采取的措施。两个因素因内部需求走强而部分抵消，使这些经济体可继续朝着其潜在增长率实现软着陆。

亚洲继续软着陆；由于外部需求下降，尽管仍保持高增长率，但中国有所减缓

整个新兴亚洲的增长继续减缓，其速度在很大程度上与我们以前的预测一致。鉴于地区主要贸易伙伴的经济活动下滑，特别是发达经济体的需求减弱，下滑的主要原因是外部需求下降。虽然恶化的对外贸易影响了内部需求，但其影响有限，国内需求仍非常强劲。当前国际背景下亚洲经济体的抵抗力大多由于欧洲危机对亚洲金融市场的有限影响。整个地区还受益于中国经济持续走强（图 9）。然而，由于外部需求萎缩，中国第一季度数据稍低于预期。我们的评估表明，中国下滑已达到最低点，经济将在未来几个季度内加速。这一前景与该最近公布的指标是一致的，均表明经济活动将改善。

同时，在积极基数效应以及整个地区食品价格普遍下降的推动下，通货膨胀有下降趋势。对于中国，货币和贷款规模也在减缓，一些资产价格正在下降，如房地产。这些变化意味着，直到 2011 年仍非常可观的过热风险已经减退。至于人民币，尽管到目前为止对美元保持稳定，但货币将在实际有效汇率方面继续升值。随着顺差缩小，当局提出货币价值已接近平衡。也就是说，我们预计人民币将在 2012 年下半年进一步小幅升值。

增长下滑以及过热风险减退共同促使当局转向更支持增长的政策。自 2011 年中期以来，尽管该国两次降低法定存款准备金率，这预示着货币政策将进入一个更加扩张的阶段，但中国利率仍保持未变。财政政策也将是扩张性的，包括采取许多附加措施。中国当局已将该国增长目标降至 7.5%，尽管该数据应被视为一个较低的增长界限，它在历史上一度被远远超过（图 10）。纵使财政和货币政策在最近几个季度累积的调动空间存在，这种情况可能再次发生。

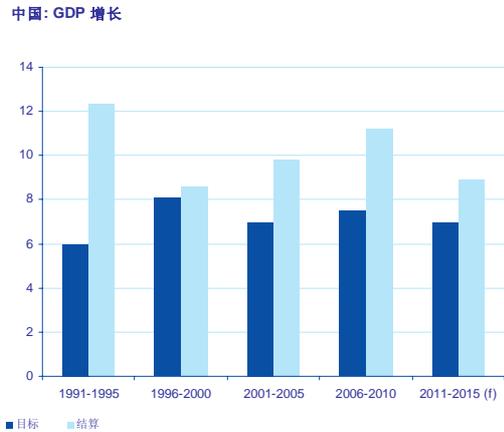
较大的经济政策行动范围将避免对地区增长预测进行大幅调整。我们的展望认为，增长将开始小幅反弹，并抵消第一季度更温和的表现。在整个新兴亚洲，尽管 2012 年增长率仍将介于 5% 的范围内，但不断上涨的油价将产生影响。中国经济预计会有类似表现，我们保持对今年 8.3% 的增长预测。较高油价将对亚洲通货膨胀产生适度影响，稍高于此前的预测。中国通货膨胀仍处于控制中，在年底可能达到平均 3.5% 的范围（图 11）。鉴于油价前景，通货膨胀几乎没有进一步降低的空间。

图9
中国: GDP 增长率 (%yoy) 和构成



来源: BBVA Research 和 CEIC

图10
中国增长率: 目标和结果 (年均)



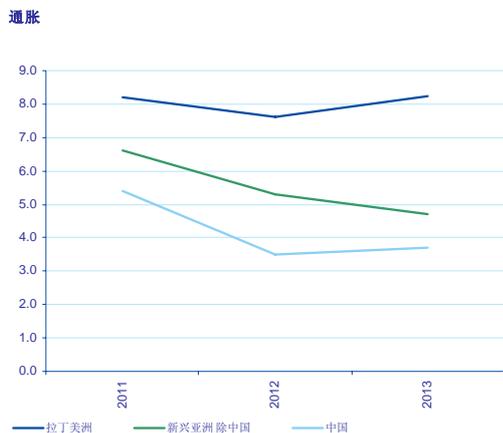
来源: BBVA Research 和 CEIC

拉丁美洲的增长预测不变: 在国内需求支撑下, 地区接近 4% 的增长率, 只有通货膨胀给前景带来部分阴影

与我们对新兴亚洲的看法非常类似, 尽管恶化的国际环境抑制了增长, 但拉丁美洲仍继续大幅增长。较高的商品价格支撑了地区经济活动, 欧洲金融动荡的影响相对有限。通过亚洲繁荣新兴经济体的需求, 地区总体上抵消了对地区 (巴西) 贸易至关重要的多个国家的需求弱化。同时, 高油价抑制了通货膨胀提高 (图 11), 但鉴于年初以来令人鼓舞的数据, 通货膨胀前景仍在改善。无论如何, 经济政策的调动空间使下滑更严重的国家 (如巴西) 实施了扩张性政策。

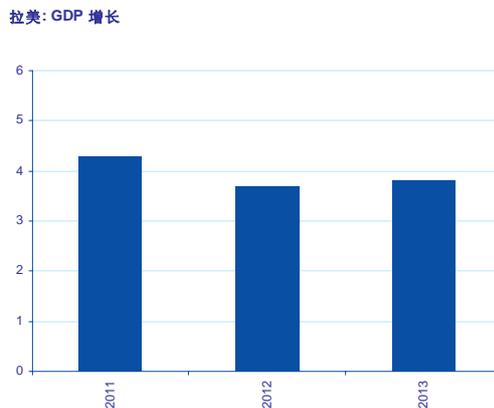
在消费者信心支撑下, 国内需求不断增长, 这抵消了外部需求的影响。因此, 拉美增长前景在很大程度上未变, 在 2012 年及随后几年内, 其增长率约为 4%, 跟对整个地区的软着陆情景预测一致 (图 12)。地区顽固通货膨胀的惯例不可能在高商品价格的情况下真正改善, 这将限制那些面临通货膨胀挑战国家的扩张性经济政策。除巴西外, 货币政策将呈现谨慎紧缩趋势, 预测表明整个地区的货币会走强。

图 11
新兴经济体通货膨胀 (年均)



来源: BBVA Research

图 12
拉美: GDP 增长率

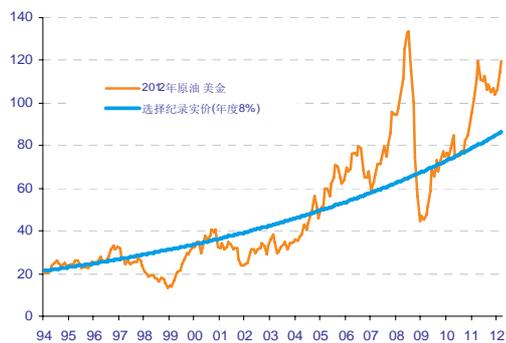


来源: BBVA Research

框 2: 较高油价: 一个中等全球风险

油价在 2012 年猛涨, 推翻了对今年将逐步下降的预测。在 5 月初, 布伦特石油价格为 120 美元一桶, 在 2012 年前几个月, 石油价格围绕该水平上下波动。尽管这些数据仍低于 2008 年达到的高水平 (美元, 图 13), 但这些高水平已被超过 (欧元或英镑), 引起人们对某些经济体影响的担忧。

图 13
实际油价 (美元, 2010 年)



来源: BBVA Research

图 14
石油市场缓冲: OPEP 闲置生产能力和 OECD 库存



来源: BBVA Research

油价意外猛涨可部分归因于供应和需求基本面紧缩。尽管全球经济小幅减缓, 但新兴经济体对外部环境弱化具有较高抵抗力, 通过国内需求走强而抵消了下滑。实际上, 关于美国或欧洲复苏市场情绪的变化使得油价在 5 月初有所下调, 这反映了需求作为一个价格变动背后因素的权重。

另一方面，由于一些主要生产区出现问题，供应在最近几个月受到影响：也门和尼日利亚的社会动乱、南苏丹争端、北海技术断供以及叙利亚贸易禁运。另外，利比亚石油尚未达到内战前的生产水平。

对于这些因素，我们应通过增加中央银行供应的流动资金来对价格施加积极影响（特别是欧洲央行的两次长期拍卖）。

此外，市场还受到因伊朗紧张局势加剧引发的地缘政治担忧的影响，在极端情况下，这可能令通过霍尔木兹海峡的石油运输中断，它约占全球石油生产的 20%，天然气的 5%（尤其是来自卡塔尔的液化气）。由于伊朗核计划造成局势不断升温，欧盟已禁止进口伊朗石油，美国也施加了限制，以切断伊朗石油收入与其金融系统的联系。

同时，面对供应大幅下降的传统缓冲（原油库存及闲置生产能力）相对较低（图 14）。OPEC 的闲置生产能力在最近几年有下降趋势，达到仅相当于世界需求 3% 的水平，与危机前几年情况类似，其特点是持续价格上涨。必要时，美国战略储备可注入大量石油，但对其能力存在较高不确定性（介于每天 50 - 400 万桶）。但即使在最好情况下，关闭霍尔木兹海峡将产生约每天 1000 万桶的供应缺口。另一方面，OECD 国家的库存（仅可用数据）与一年前或两年前水平相比大幅下降。

因此，伊朗为报复可能针对其核设施采取的军事行动而关闭霍尔木兹海峡的假设可能性以及非常低的当前缓冲使得地缘政治风险溢价增至约每桶 10-15 美元。在 2012 年大部分时间内，这一风险溢价可能持续，因此，在我们的基线情景中，我们假设油价在 2012 年大部分时间内保持在每桶 120 美元左右，与我们 2 月份的情况相比增长了 20%。

然而，这些价格仅对全球增长有着适度影响，因为发达经济体的中央银行可能将此视为暂时冲击。此外，鉴于周期走弱及大幅下滑，他们不可能通过紧缩货币政策来应对，而这是石油冲击对较低增长的传统传导渠道之一。鉴于普遍补贴及调控价格，上涨对新兴经济体通货膨胀产生重大影响的可能性也很有限，从而造成国际对国内能源价格非常低的传递效应。然而，如果海湾地缘政治紧张局势加剧，造成公开冲突，则对增长的影响更加不确定。尽管鉴于与伊朗正在进行的谈判，这是一种非常不可能的情景，但它将引发油价大幅上涨，尽管中央银行在这种情况下甚至不会做出反应，但增长将因这种动荡引发的全球风险规避增多而受到不利影响。

5. 图表

表 1

宏观经济: 国内生产总值
(增长率同比)

	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-3.5	3.0	1.7	2.3	2.2
欧洲货币联盟	-4.2	1.9	1.5	-0.2	0.9
德国	-5.1	3.6	3.1	0.7	1.6
法国	-2.6	1.4	1.7	0.5	1.1
意大利	-5.1	1.8	0.5	-1.5	0.1
西班牙	-3.7	-0.1	0.7	-1.3	0.6
英国	-4.4	2.1	0.7	0.5	1.4
拉丁美洲*	-0.6	6.6	4.5	3.8	4.1
墨西哥	-6.1	5.4	3.9	3.7	3.0
EAGLES **	4.0	8.4	6.7	5.8	6.4
土耳其	-4.9	9.2	8.5	2.7	5.6
亚太	4.2	8.1	5.7	5.7	6.1
中国	9.2	10.4	9.2	8.3	8.7
亚洲除中国外	1.0	6.6	3.4	4.1	4.4
世界	-0.6	5.1	3.9	3.6	4.0

来源: BBVA Research

预测截至: 2012年4月30日

* 阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 秘鲁, 委内瑞拉

** 巴西, 中国, 印度, 印尼, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 台湾, 土耳其

表 2

宏观经济: 通胀 (平均)
(增长率同比)

	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-0.4	1.6	3.1	2.5	2.2
欧洲货币联盟	0.3	1.6	2.7	2.4	1.5
德国	0.2	1.1	2.3	2.0	1.5
法国	0.1	1.5	2.1	2.2	1.6
意大利	0.8	1.5	2.8	3.1	1.9
西班牙	-0.3	1.8	3.2	1.9	0.7
英国	2.2	3.3	4.5	3.0	1.9
拉丁美洲*	6.9	9.0	10.0	9.3	10.0
墨西哥	5.3	4.2	3.4	3.9	3.6
EAGLES **	2.8	5.3	6.3	4.8	4.6
土耳其	6.3	8.6	6.7	9.6	7.1
亚太	0.3	3.6	4.8	3.5	3.5
中国	-0.8	3.3	5.4	3.5	3.8
亚洲除中国外	1.1	3.7	4.3	3.4	3.2
世界	2.2	3.5	5.1	4.4	4.0

来源: BBVA Research

预测截至: 2012年4月30日

* 阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 秘鲁, 委内瑞拉

** 巴西, 中国, 印度, 印尼, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 台湾, 土耳其

表 3

宏观预测: 经常账户(% 国内生产总值)

	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-2.7	-3.3	-3.3	-3.0	-3.3
欧洲货币联盟	-0.5	-0.5	0.0	-0.1	0.4
德国	5.6	5.7	5.8	5.2	4.9
法国	-1.5	-1.7	-2.3	-1.9	-1.5
意大利	-2.0	-3.5	-3.2	-2.2	-1.5
西班牙	-4.8	-4.5	-3.5	-1.9	-0.4
英国	-1.7	-3.3	-1.9	-1.7	-1.1
拉丁美洲*	-0.3	-0.8	-0.8	-1.3	-1.9
墨西哥	-0.7	-0.3	-0.8	-1.3	-1.4
EAGLES **	2.4	2.0	0.9	0.4	0.5
土耳其	-2.2	-6.4	-10.0	-8.8	-8.5
亚太	3.5	3.3	2.0	1.5	1.8
中国	5.2	5.2	2.8	2.5	2.8
亚洲除中国外	2.3	2.0	1.4	0.9	1.1

来源: BBVA Research

预测截至:2012年4月30日

* 阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 秘鲁, 委内瑞拉

** 巴西, 中国, 印度, 印尼, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 台湾, 土耳其

表 4

宏观预测: 政府赤字(% 国内生产总值)

	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-9.9	-8.9	-8.7	-7.6	-5.0
欧洲货币联盟	-6.4	-6.2	-4.1	-3.0	-2.0
德国	-3.2	-4.3	-1.0	-0.6	-0.4
法国	-7.5	-7.1	-5.2	-4.5	-3.0
意大利	-5.4	-4.5	-3.8	-1.6	-0.5
西班牙	-11.2	-9.3	-8.5	-5.3	-3.0
英国	-11.5	-10.1	-8.2	-5.9	-5.8
拉丁美洲*	-2.8	-2.0	-2.0	-1.8	-1.1
墨西哥	-2.6	-3.5	-2.8	-2.8	-2.8
EAGLES **	-3.9	-2.5	-2.2	-2.3	-2.1
土耳其	-5.5	-3.6	-1.4	-2.0	-1.7
亚太	-4.8	-3.7	-3.8	-3.7	-3.2
中国	-2.8	-2.5	-1.1	-1.8	-1.8
亚洲除中国外	-6.1	-4.5	-5.6	-5.0	-4.1

来源: BBVA Research

预测截至:2012年4月30日

* 阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 秘鲁, 委内瑞拉

** 巴西, 中国, 印度, 印尼, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 台湾, 土耳其

表 5

宏观预测: 十年期利率 (平均)

	2009	2010	2011	2012	2013
美国	3.2	3.2	2.8	2.3	2.6
欧洲货币联盟	3.3	2.8	2.6	2.0	2.7

来源: BBVA Research

预测截至:2012年4月30日

表 6

宏观预测: 汇率 (平均)

	2009	2010	2011	2012	2013
美元每一本国货币					
美国(欧元每一美金)	0.72	0.76	0.72	0.78	0.77
欧洲货币联盟	1.39	1.33	1.39	1.28	1.30
英国	1.56	1.55	1.60	1.60	1.66
中国	6.83	6.77	6.46	6.25	5.94

来源: BBVA Research

预测截至:2012年4月30日

表 7

宏观经济: 官方利率 (期终)

	2009	2010	2011	2012	2013
美国	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
欧洲货币联盟	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
中国	5.31	5.81	6.56	6.06	6.56

来源: BBVA Research

预测截至:2012年4月30日

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、撤回投资的邀约、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”

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.

本报告由经济情景单位提供

Chief Economist for Economic Scenarios

Juan Ruiz (i)
juan.ruiz@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
Europe
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

BBVA Research

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

United States
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Financial Systems & Regulation:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com

Financial Systems
Ana Rubio
arubio@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

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

Contact details

BBVA Research

Paseo Castellana, 81 – 7th floor
28046 Madrid (Spain)
Tel.: +34 91 374 60 00 and +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com