

# 经济展望

秘鲁

2012 年第二季度  
经济分析

- 全球经济将继续缓慢复苏，但风险却也再次增加。新兴经济体仍将是全球经济增长的动力。
- 预期2012年产值增长**6,0%**。第一季度，经济活跃性出现出乎意料的上行现象，预计国内需求的强劲仍然是这一变化的原因。
- 通货膨胀将延迟至2012年底才能聚敛至目标范围，年底的通货膨胀率大约为2,8%。这种偏离的持续性可能会恶化通货膨胀预期，给我们的预期造成向上的偏差。
- 本年度剩余时间内，政策利率将继续保持在**4,25%**。但是，我们预计，若通货膨胀预期继续恶化，则货币立场会变得紧缩。倘若这样的话，使用存款准备金率将是避免当地货币进一步升值的一种途径。
- 受到“资本流入”-从某种程度上而言，这是一种较为紧缩的货币立场-和“国内投资组合去美元化”的影响，秘鲁货币将保持坚挺。

## 目录

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 1. 概要：全球经济复苏，但风险重燃        | 3  |
| 2. 秘鲁：我们将对2012年的增长预期增加至6% | 6  |
| 3. 通货膨胀要到2012年底才能聚敛至目标范围  | 9  |
| 表框1：国际石油价格的大幅上涨会有什么影响？    | 10 |
| 4. 货币汇率预期某种程度上的紧缩偏差       | 11 |
| 5. 未来几个月，秘鲁新索尔将继续升值       | 12 |
| 6. 从现在开始，信贷将保持持续增长        | 13 |
| 7. 欧洲仍是主要风险因素             | 15 |
| 8. 附表                     | 16 |

截止日期：2012 年 5 月 7 日

# 1. 概要：全球经济复苏，但风险重燃

在讨论亚洲前，我们先审查《[全球经济展望](#)》。如果愿意，读者可直接转至第 6 页亚洲部分。

## 鉴于地区增长差异扩大以及下滑风险，全球经济活动将逐步复苏

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差异将扩大。

如下所述，鉴于从泰国和日本的自然灾害中恢复（对地区供应链造成不利影响）以及 2011 年中之前实行的政策紧缩措施的逆转，亚洲增长率提高更加明显。另外，在美国需求的支持下，巴西更加宽松的货币政策以及墨西哥持续增长使得拉美增长率也可能提高。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，与 2012 年欧元区停滞的活动相比，这是一个相对强大的表现，在第一季度紧张局势暂时缓和后，欧元区增长被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，即使预期决定性政策行动使得欧洲的财政压力缓慢下降，但欧洲和美国之间的增长差距也将继续扩大。

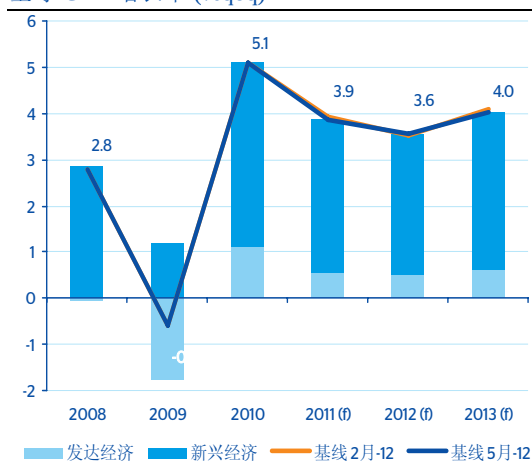
总之，我们的增长预测与以前《全球经济展望》（2 月出版）的预测没有太大差异。我们预计 2012 年全球增长率为 3.6%，2013 年为 4%，新兴经济体对全球活动增长的贡献约为 80%（图 1）。但这一情景受到欧洲危机良性发展的影响，因此，我们的预测仍有下降风险。

发达经济体的货币政策将在更长时期内保持融通性。然而，进一步政策干预（常规或非常规）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。美国 and 欧洲的政策制定者需要通过实施经济与体制改革以及管理金融风险来承担恢复增长的部分负担。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。

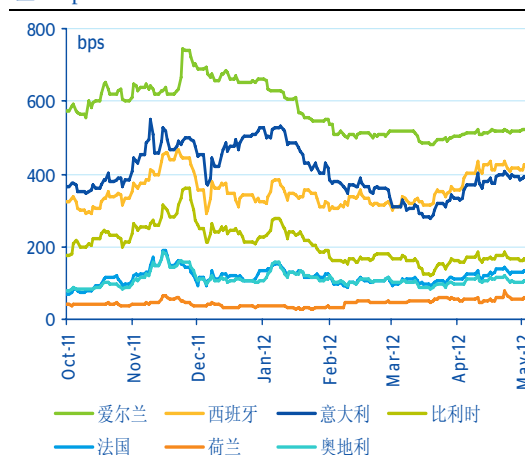
发达经济体宽松的货币政策将意味着新兴国家有利的融资条件。这些国家的中央银行必须衡量资金流入和不确定外部需求带来的压力与通货膨胀风险（部分来自油价）和强大国内需求。亚洲和拉丁美洲通货膨胀预测的差异 – 前者下降而后者稳定 – 将决定不同的货币政策前景。我们预计新兴亚洲将进一步实行有限宽松，而除巴西外的大多数拉美国家将保持谨慎紧缩。

## 欧洲危机的解决已取得进展，但仍需采取决定性措施

欧洲需要一条终结危机的清晰路线图。尽管在最近几个月取得一定进展，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，这尚不足以消除市场担忧。另外，IMF 增加的 4300 亿欧元资源将有多少归于欧洲国家，这一点尚不清楚。第三，人们对已批准（等待国家批准）财政协定的优点仍有疑虑，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会削弱其在 ECB 强硬路线者中的优点。另外，在财政联盟或欧洲债券方面一直未取得进展。

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。但随着 3 月份以来意大利和西班牙风险溢价的快速增长，这些积极影响证明是暂时的（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。应继续推动经济改革，同时，核心国家应刺激欧元区的需求。其次，有必要以一种更加渐进的方式重新考虑近期财政整顿路线，以制定全面、详细的中期整顿方案。

### 尽管价格猛涨会造成重大风险，但当前油价仅对全球增长有着适度影响

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）。

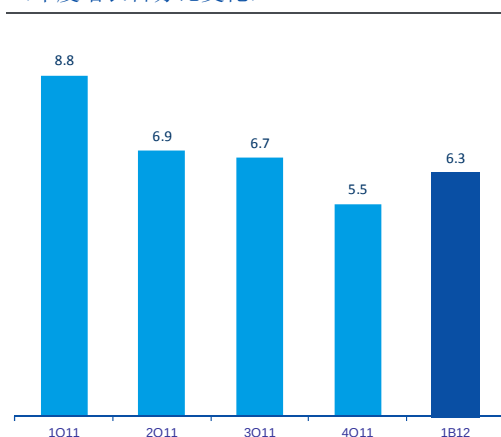
在我们的基线情景中，我们认为，在 2012 年大部分时间内，布伦特石油价格约为 120 美元/桶，比我们 2 月份的预测高约 15%。我们认为，由于发达国家中央银行将此视为暂时冲击并将保持融通性政策，这仅对全球增长造成适度负面影响。然而，如果海湾冲突升级，油价可能大幅猛涨，即使中央银行没有做出反应，增长也可能通过全球风险规避增多而受到影响。

## 2. 秘鲁：我们将对 2012 年的增长预期增加至 6%

本年度前几个月，国内生产总值（GDP）的表现更为积极

总体而言，经济活跃性之可获得的指标显示，2012年第一季度的国内生产总值（GDP）增长速度将会加快（见图表3），并将在年初超过预期。这主要是因为受到强劲的国内需求的支撑（个人开支和公共开支）。个人消费方面的指标显示，新家庭用车的销量（三月份销售记录）和日用消费品的进口量（见附表1）出现显著增加。本年度伊始，私有部门的投资状况也很乐观，这主要是因为商业信心的持久恢复。矿业部门的投资前景尤其乐观：第一季度，其实际增长接近50%。

图表 3  
国内生产总值（GDP）季度增长\*  
（年度增长百分比变化）



\* 2012 年前两个月  
数据来源：秘鲁中央储备银行（BCRP）和秘鲁 BBVA 研究所

附表 1  
经济活跃性指标  
（实际年度增长百分比变化）

| 指标                 | 4Q11 | 1Q12 |
|--------------------|------|------|
| 充分就业 <sup>1/</sup> | 3%   | 9%   |
| 平均工资               | 8%   | 9%   |
| 消费者信心指数            | 56   | 55   |
| 新家庭汽车销售            | 15%  | 47%  |
| 消费品进口              | 16%  | 29%  |
| 经营信心 (指数)          | 57   | 60   |
| 矿业投资 *             | 82%  | 49%  |
| 资本货物进口             | 15%  | 17%  |
| 公共资金开支             | 11%  | 42%  |
| 国内耗灰量              | 4%   | 13%  |
| 出口                 | 5%   | 7%   |

1/ 指工作人口不在就业不足

\* 数据截至2月

数据来源：秘鲁中央储备银行（BCRP）、秘鲁国家信息统计局（INEI）、APOYO 数据和秘鲁 BBVA 研究所

作为国内需求另一构成要素之公共开支，其在本年度前三个月也对经济活跃性提供了支撑。这段时间内，广义的政府资本支出（公共部门投资的代表）增长42%，这主要是因为受到刺激措施的影响，这种刺激措施是中央政府用以帮助地区和当地政府投资的，其增加了在高速公路和环境卫生方面的开支。

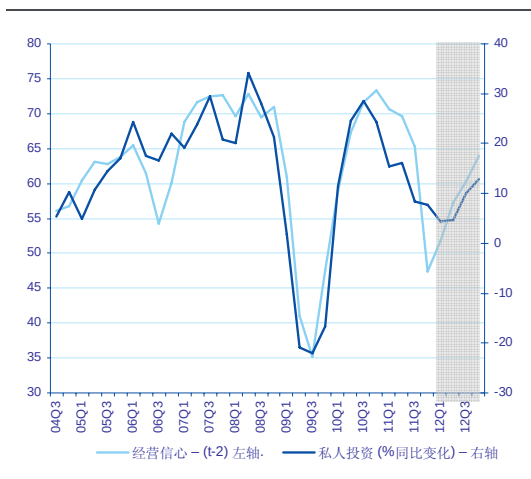
**未来几个季度，国内开支的强劲势头将继续对经济活跃性形成支撑**

本年度剩余时间内，私有部门的投资将是维持“经济增长率增加将近6.0%”的主要因素。在本次对2012年增长预测的修正中，我们认为，有三个变量可以对这一变量提供支撑。第一，商业信心指数将继续保持在当前水平-与同期10%的投资增长率一致（见图表4）。在这种情境下，我们认为，“影响采掘项目”的环境冲突问题将会以有序的方式得以解决，而且政府将会保持前几个月的经济管理手段继续有效。第二，尽管我们仍然预测金属价格会有一些修正，但其在本年度将继续具有吸引力，并将对矿业投资产生积极效应。最后，高于预期的经济增长率将带来对“库存和与建筑、零售和付费相关之项目”投资的增长。值得指出的是，在这一点上，目前正在兴建17个大型购物中心（这一数值大于过去四年所有新建的购物中心的数量）；正在启

用十二个新发电站；正在增加银行分支机构；而且预计利马新住房的建造将出现超出15%的增长。

图表 4

个人投资和商业信心（同期相比百分比变化，指数）



数据来源：秘鲁中央储备银行（BCRP）和秘鲁 BBVA 研究所

附表2

2012-2013年所获批之项目（100万美元）

(美元一百万)

| 项目                      | 投资            |
|-------------------------|---------------|
| 公路 (包括长山脊及森林)           | 4             |
| 电动火车 - 2线 - 1段          | 3             |
| 扩展天然气运用                 | 600           |
| Chavimochic 灌溉工程        | 499           |
| Chinero 国际机场            | 420           |
| 国家光纤中枢网络                | 420           |
| 液化天然气供应系统               | 400           |
| Moyobamba - Iquitos 传输线 | 330           |
| 移动通讯带                   | 298           |
| Cajamarca-Moyobamba 传输线 | 130           |
| 国家剧院                    | 95            |
| General San Martín 港口码头 | 93            |
| 液化石油气供应系统               | 90            |
| 其他                      | 197           |
| <b>总计</b>               | <b>10,372</b> |

数据来源：秘鲁私人投资促进委员会（Proinversión）

我们预计，公共开支也将继续出现大幅度增长，并将继续对经济活跃性进行支撑。偏底的比较基数意味着，我们可以预测，未来几个季度，公共投资的增长速度可能超过30%（“新的管理机构的进入”和“中央政府实施财政调整措施”使得当地政府没有执行任何项目，因此，秘鲁2011年第二和第三季度，公共投资分别减少36%和23%）。第二，根据议会所批准之对“公共消费增加实际不得超出4%的限制（《职责和财政透明法案》）”的临时免责条款，在“基础设施的维修管理”方面和““维持治安所需之社会项目和装备”的商品和服务之获取”方面的公共开支将会得以增加，此外，经济部宣布将增加中央政府的资本支出，这将刺激新项目的设立。其中包括电气列车之二期项目和Majes-Siguas灌溉项目，以及公司协会已经承诺的一些保证，例如IIRSA Sur高速公路项目。最后，ProInversión（国有投资促进单位）已经宣布，将会批准一个价值100亿美元的26个新项目之投资组合，而且将在2012-2013年的两年内进行项目的实施（见附表2）。

总之，因为“2012年第一季度之经济活跃性的良好表现”和“未来几个月的国内开支的乐观前景”，我们已将本年度之增长预测从5.0%向上调整至6.0%。尤其需要指出的是，不管全球经济状况如何疲软，秘鲁强劲的个人需求和公共需求将允许秘鲁经济以其“最大可能之增长率”的速度稳健增长。

### 较高的矿石价格和较大的经济增长率将对财政平衡产生积极效应...

出口产品的价格-尤其是金属-的表现好于我们在前期报告中的预期。此外，倘若美国经济出现缓慢复苏，欧洲经济出现轻微衰退，中国经济能够软着陆的话，我们对秘鲁的预期将是良好的。有两个因素表明，从某种程度上来说，金属价格之向下的修正会是一个逐渐发生的过程，其出现的速度慢于我们在年初的预期。铜是秘鲁矿业的主要产品，本年度铜的平均价格将会在每磅3.6美元左右，高于过去五年的平均价格（每磅3.2美元）。若经济活跃性保持如此的话，赋税将会增加。

同时，国内生产总值（GDP）保持较为强劲的同时，还伴随着对销售和收入之税收的增加。在这种情况下，我们对2012年之财政盈余的预测将从占国内生产总值（GDP）之1.2%增加至1.5%。2012年底，较高额度的财政储蓄和较大的经济增长率将会把“作为国内生产总值（GDP）之构



成部分”的公共债务比例降低至20%。较低的公共债务、“未来将继续保持这一变量之下行趋势”的预测以及稳健的宏观经济管理是“信用等级评定机构将秘鲁未来几个月的主权债务升级至BBB+”的充足理由。

### ... 但这仅仅是暂时性的，所以必须对结构性财政立场进行评估，以确保公共财政具备偿付能力

需要记住的一点是，尽管“较高的商品价格”和“扩张阶段的经济周期”能够带来赋税收入的改善，但这仅仅是暂时的（当前商品的较高价格部分是受充足的全球流动性的影响，而明年这种影响就会逐步消失）。最后，金属价格将会聚敛至其长期水平，这一水平将低于目前所观测到的水平，而且国内生产总值（GDP）将减低至其潜在水平。那时，倘若在“出现暂时性的财政宽松”的情况下，公共开支的预期和压力增加的话（例如通过工资要求的方式），那么，公共财政的可维持性可能会大幅恶化。这就是“合理的政府的开支决定”应该要考虑“实际永久性税收”的原因，这样可以确保“在长时间内能够维持开支”。从这个方面来讲，对财政结果进行结构性测量-也就是不考虑周期效应，并考虑长期金属价格-是有利的。

因此，政府最近的提议-在分析公共财政的时候考虑结构性属性-是有利的。尤其需要指出，一项新的法案提议，从2013年开始，“从结构性方面对财政结果进行评估”每年将会至少改善国内生产总值（GDP）的0.2%（这一改善将从结构性赤字的情况开始，其目标是逐步实现平衡）。这一法案也包括组成技术委员会，技术委员会可以为改善当前宏观财政框架（财政责任和透明法案）起草提案，并可能根据结构性财政规则对移民进行研究。

尽管这一措施的实施面临技术性难题（如何对长期金属价格进行确定？我们现在处于经济周期的哪一阶段？）以及政策性难题（“负责确定长期金属价格水平”之机构的明确独立性、周期阶段和结构性平衡），但我们仍然认为，“实施财政政策的时候考虑结构性因素”将会是很大的进步，并将加快政府债务等级的升级。最后，在这方面，考虑创建“能够在特殊情况下管理税收并有助于在几代人之间分配财富”的主权基金将是一个有利的做法。

### 2013-2016 年，经济增长将受到投资增加的支撑

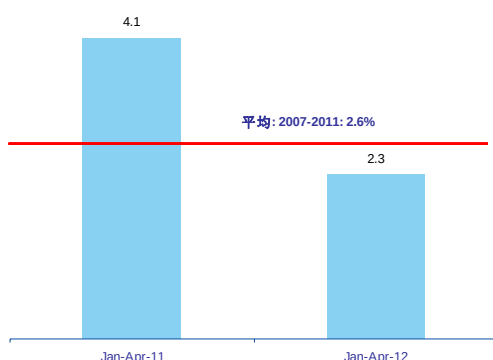
2013年开始，国内生产总值（GDP）的增长率将聚敛至其长期趋势，即年度增长5.5%左右。对这一潜在增长率的主要支撑来自“符合对公共投资和私人投资之利好表现预期”的有形资本的积累。因此，我们预计，2016年的总资本构成将会从2012年之占国内生产总值（GDP）26%的水平增长至28%。我们预计，超过85%的私有投资将通过国内存款进行融资，因此，外部融资需求将会比较有限，而且当前付款账户的平均赤字将达到国内生产总值（GDP）的2.8%。我们也预计，2016年，公共债务与国内生产总值（GDP）的比率将下降大约16%。

### 3.通货膨胀要到 2012 年底才能聚敛至目标范围

价格上升的速度反映出对宽松政策的强烈抵制...

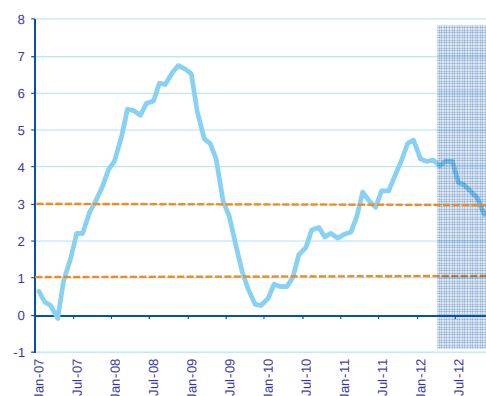
本年度，通货膨胀率开始下降，同期相比从 2011 年底的 4.7%下降至 2012 年四月份的 4.1%。通货膨胀率下降的速度比我们预期的要慢，这部分是因为“影响 2011 年食品构成”之供应冲击的逆转不是那么明显-其原因在于夏季之强烈降水对这些商品的生产区和运输造成了影响（见图表 5）。在这种情况下，我们对 2012 年之通货膨胀的预期还是会保持在目标范围的上限值左右。

图表 5  
食品价格（年度增长百分比变化）



数据来源：秘鲁中央储备银行（BCRP）和秘鲁 BBVA 研究所

图表 6  
通货膨胀（同期相比百分比(eop)）



数据来源：秘鲁中央储备银行（BCRP）和秘鲁 BBVA 研究所

... 对未来几个月的展望并不那么尽如人意，因此，我们将对 2012 年的预期进行向上调整

我们认为，对未来几个月的价格展望有些恶化。因此，我们仍然预计，本年度通货膨胀会下降至目标范围内，但这一现象将出现在本年度末，达到 2.8%左右的水平（见图表 6）。换言之，收敛的过程将会比较缓慢，但最终会在本年度下半年出现收敛。

有三方面的因素能够证明这一点。首先，国际油价仍然高于预期，尽管我们预计其将在未来几个月有轻微下降，但其向下调整的幅度将小于我们在前期报告中所预期的幅度。地方上，燃油价格稳定基金已将上升的价格部分传递给了终端消费者，这种情况将继续存在（某些地区仍存在调整的滞后现象）。这一基金已不足以覆盖某些类型的汽油，因此，这些类型的汽油价格的传递幅度比较大。第二，我们所预计之“2012 年产量的增加”（已经从 5.0%向上修正至 6.0%，更接近其最大可能的速度）将会缓解商品和服务市场的萧条状态。在这里需要着重指出的是，核心通货膨胀趋势，甚至是“排除食品和燃料”的通货膨胀率，正在上升。这反映出，价格上升的某些压力与经济活跃性之复苏力度有关。最后，“通货膨胀水平的较高预期”可能会造成对“通货膨胀向其目标范围收敛”的抵制。



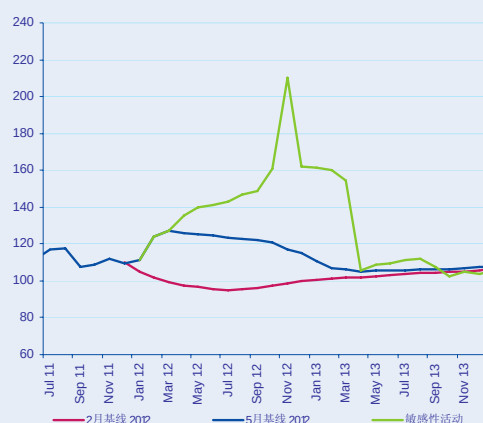
这一预期的偏差（年底将是 2.8%）是向上的，这是因为通货膨胀的偏差持续超出目标范围-这一现象已持续了一年时间，并将在未来几个月中继续存在-这一现象最终将造成公共预期的恶化。

## 表框 1

### 国际石油价格的大幅上升会产生怎样的影响？

和今年和未来几年的基础通货膨胀率预期一样，我们做了一个模拟模型，在这一模拟模型中，国际油价在将近一年的时间内出现大幅剧烈上升（见图表 7）。这可以与“波斯湾之紧张的政治地理局面的升级”之类的事件相联系。在这一操作中，2012 年，布伦特原油平均价格比基线情境高 20%，甚至有时可能达到每桶 200 美元。

图表 7  
国际石油价格（布伦特，美元/每桶）



数据来源：彭博资讯和秘鲁 BBVA 研究所

图表 8

敏感性情境：通货膨胀和财政平衡（同期相比，占国内生产总值（GDP）百分比）



数据来源：秘鲁中央储备银行（BCRP）和秘鲁 BBVA 研究所

我们预计，在这种情境下，燃料价格之稳定基金将只会逐渐传递给较高的石油价格，进而传递给终端消费者，这样就可以让终端消费者逐步适应影响。这一措施的财政成本可能是 25 亿秘鲁新索尔。对“燃油价格之稳定基金”以及对“相对较短冲击持续期”的支持将会使得“对产值的影响十分有限”。但是，2012 年，通货膨胀将上升至 4%（见图表 8），而且财政盈余将会降低 0.4 个百分点，降低至大约占国内生产总值（GDP）的 1.0%。在这种情况下，货币立场会出现某些调整，以便控制通货膨胀预期之可能的上升。

## 4. 货币汇率预期某种程度上的紧缩偏差

“以其潜在可能之速度进行扩大的产值”和“通货膨胀率的降低”显示，政策汇率不会出现任何变化，但是...

不像去年年底一样，当时外部风险明确给出了下行态度，当前影响货币政策决策的因素更为平衡了。这种变化首先是因为第一季度之经济活跃性的利好表现。秘鲁经济对全球环境的适应好于预期，而且在这种情况下，商业预期已经继续得以复苏。因此，产值增长率已经加速至其潜在可能的水平。在我们的基线情境中，未来几个季度，秘鲁经济将以类似的速度继续增长。

价格方面，价格压力已然降低，并将“本年度中期的几个月”开始继续降低，这是因为“将通货膨胀率推高至其目标范围”的供应冲击正在逐步消失。这一偏差显示，秘鲁央行并不是必需要改变其货币政策立场。从现在开始之“通货膨胀向目标范围的收敛”将会把实际利率推升至其自然水平。这一立场符合产值和价格的预期增长。

对于“欧洲的财政问题和经济增长”方面的展望以及其重新出现的不确定性验证了我们的观点，即未来几个月政策利率将保持在其当前 4.25% 的水平上，这与我们之前的报告中的预期一致。

**...通货膨胀对其目标范围的持续偏差可能带来公共预期的恶化，并将使得收敛过程更为困难；因此，当前的货币立场出现收紧的偏向**

通货膨胀降低的速度缓慢，因此，其向目标范围的收敛直至年底才会完成。在一年半的时间内，通货膨胀率还将处于目标范围之外。这样的话，所存在的风险就是，在经济活跃性正在恢复其活力的情况下，这一持续存在的偏差最终可能造成通货膨胀预期（目前对 2012 年的通货膨胀预期是 2.9%）的恶化。这将进一步拖慢其向目标范围的收敛过程。

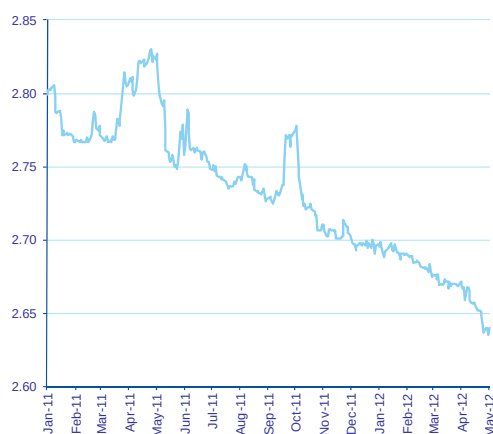
在这种情况下，近期秘鲁央行对银行存款准备金比率进行了调整。我们认为，这一举措的目的在于放缓信贷增长的持续速度-这是带来第一季度产值出现利好表现的其中一个原因。此外，货币立场的调整将发出“将采取适当措施控制公共通货膨胀预期出现任何增长”的信号，以及“通货膨胀向目标范围的收敛过程不会出现进一步拖延”的信号。选择使用存款准备金率，而非政策利率，来实现调整是为了避免对秘鲁新索尔造成更大的压力。

考虑到这一风险，我们不排除“秘鲁央行会在未来几个月再次调整其货币立场”的可能性。这就给我们对政策汇率的预期造成了向上的偏误。但是，在这种情境下，我们认为，最有可能的是，秘鲁央行会优先采取存款准备金率方面的措施，这样可以避免对秘鲁新索尔造成更大的压力。

## 5. 未来几个月，秘鲁新索尔将继续升值

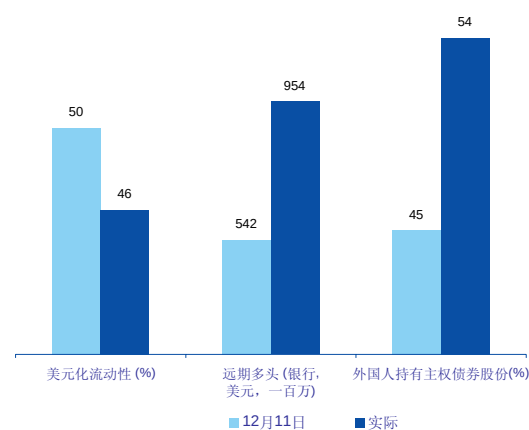
本年度迄今为止，秘鲁新索尔仍继续升值（见图表 9）。这发生在这样的环境下，即全球风险规避已经出现轻微降低，秘鲁资产的收益很具有吸引力，而且市场希望当地货币继续大幅升值。货币供应来自很多渠道。首先，国内投资组合之去美元化的速度加快。此外，在期货市场上，公众所持有之美元短仓（对银行不利）增加，而且外国投资者对主权债券的胃口较大（见图表 10）。最后，除其他因素之外，实体经济中的大型公司开始利用较低的国际汇率直接从国外寻求资助，这样也可以避免存款准备金率方面的成本。在这种情况下，秘鲁央行已经开始干预外汇市场，本年度迄今已购买了 80 亿美元，以减缓秘鲁货币的升值（截止 2011 年底，已达到国际储备净差额的 16%）。

图表 9  
秘鲁新索尔/美元汇率



数据来源：秘鲁中央储备银行（BCRP）

图表 10  
外汇市场压力



数据来源：秘鲁中央储备银行（BCRP）和 MEF 数据

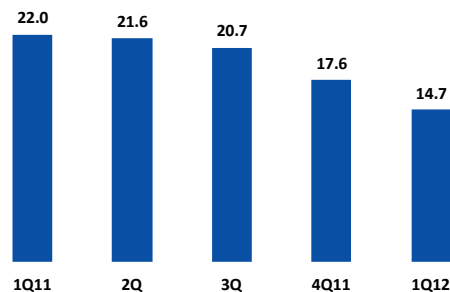
我们预计，未来几个月，秘鲁新索尔的坚挺势头将会依旧，尤其是在“全球水平不会出现大幅恶化”的情况下，而且年底秘鲁新索尔/美元汇率将达到 2.60 左右。这其中一个原因在于，对外账户（贸易平衡账户和金融账户）将继续保持良好表现。这就意味着，外国货币在当地市场的供应量会更大。此外，秘鲁之货币立场政策越紧缩，秘鲁新索尔资产的收益就会越具有吸引力。强劲的汇率本身将会成为“投资组合的持续去美元化”的刺激因素，从而为这一过程产生反馈机制（对于因这一因素所造成之坚挺的当地货币，与“源于资本流入而造成的货币坚挺的结果”相比，秘鲁央行的立场看起来更为具有调和性）。在这种情况下，秘鲁央行将继续保持在外汇市场的活跃性，降低秘鲁新索尔升值的速度。不能排除以下可能，即考虑到秘鲁央行干预的程度，其最终可能难以冻结此方法所注入之流动性。考虑到这一点，秘鲁央行将继续使用其他工具，来抑制本国货币的升值。这些工具包括：存款准备金率；增加 PFA 管理之基金比例-这一基金可用于对国外进行投资；以及与其他公共机构合作实施“增加‘外部融资’和‘造成秘鲁新索尔升值’之立场的成本”的措施。

## 6. 信贷将继续保持持续增长

最近几个月，银行对私有部门的贷款减少。尽管如此，其力度还是很大的（见图表11），其中对家庭贷款尤为如此。消费融资贷款和住房抵押贷款同期相比增长超过20%（见图表12）。这反映出，正式就业表现良好，正以大约10%的速度增长，并可以增长家庭收入。因此，对耐用品和住房的需求将继续增长。

图表 11

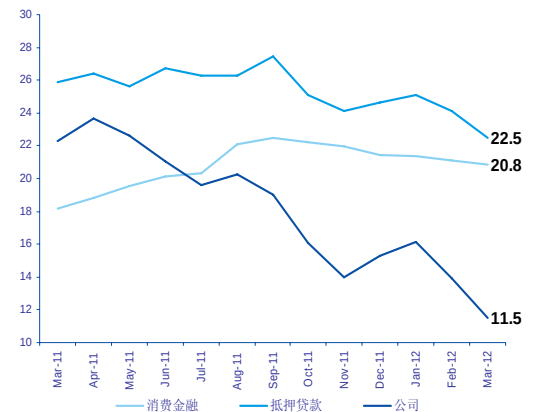
银行对私有部门的贷款  
(年度增长百分比变化)



数据来源：秘鲁银行保险基金监管局（SBS）

图表 12

借方之银行贷款  
(年度增长百分比变化)



数据来源：秘鲁银行保险基金监管局（SBS）

我们预计，本年度剩余时间内，“家庭信贷增长逐渐减少”的情况还将继续存在，而公司贷款将会出现某种程度的复苏。这反映出，商业信心有所改善，其将促进私人投资。总之，2012年底，总信贷增长同期相比将达到16%左右。

值得注意的一点是，秘鲁央行对当前信贷增长的速度并不满意。本年初，秘鲁央行曾建议采取一系列措施，增加银行对住房融资的成本。近期，秘鲁央行又提高了存款准备金率，降低住房贷款增长速度（公司贷款增长已出现大幅降低）。这些措施本质上是明智的。这是因为，消费融资贷款和住房抵押贷款增长的速度远高于名义国内生产总值（GDP）增长的速度，这样可能造成债务过量的风险。此外，信贷融资越来越不依赖于存款，而越来越依赖于外部渠道（总体而言，这样会具有更多不稳定性）。预计未来几年，贷款增加的速度将高于存款增加的速度，因此对外部资金的使用会变得越来越依赖。为了降低这一脆弱性，秘鲁央行采取了这样一个措施，即“抬高外国银行之长期债务的成本”，明确说明“当交易额大于有效金融机构之有效资产的25倍时，那么就对这些交易适用新的存款准备金比率。”迄今，这一新的存款准备金比率还不具有约束力，但未来几年其将会变得具有约束力。

总之，秘鲁央行对信贷增长的关注日益密切，而且已经采取了措施，保证宏观经济的稳定性。但是，这些措施都涉及成本问题。第一，秘鲁的金融中介所占的比例相对较低，不超过国内生产总值（GDP）的30%。这就意味着，人口中还有很大一部分不能享受银行信贷的利益。所采取的措施拖延了这些家庭进入信贷市场的时间。第二，“公司商业部门直接为自身在海外融资”的利息增加：考虑到“银行向海外借款，然后借贷给秘鲁本地公司”之资金成本的增加（因为存款准备金比率较高），这些公司自己开始利用国际市场寻找低利率融资，避免存款准备金比率。这一现象可以部分地解释秘鲁借贷减少的现象（见图表12）。换言之，所采取之措施并没有实现其降低“对外部融资所造成之经济脆弱性”的目标。这就要求，在采取宏观审慎措施的时候，要进行仔细评估，而毫无疑问，政府当局目前正在做这件事。

## 7. 欧洲仍然是主要风险因素

我们在近期的报告中指出，秘鲁经济的主要风险因素是欧洲。“欧洲某些面临重大财政问题的国家对主权债务的延期偿付”，或是“欧洲主要金融机构的倒闭”都可能对世界其他地区和秘鲁造成影响。

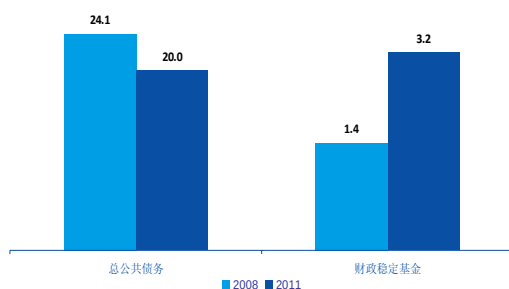
在这种情境下，金融压力和流动性压力将可能大幅上升。可能造成严重的信贷紧缩，并严重影响欧元区实体经济。秘鲁经济将会通过三个渠道受到影响。第一，全球风险规避的大量增长将会增加当地的风险溢价，造成融资成本升高，资金流入减少，并且对汇率也会造成压力（本地货币的贬值）。第二，商品价格和外部需求降低。最后，商业信心和消费信心下降。在这种情况下，个人投资将成为开支构成中最受影响的部分，这一现象在 2008-2009 年危机中已经出现过。

### 秘鲁准备好适应这种情况了吗？

尽管这种级别的外部冲击会在当地产生消极的影响，但是有迹象显示，秘鲁经济的抵抗力可能相对较好；甚至比其在莱曼兄弟倒闭之后的表现还要好。例如，在财政方面，政府在其稳定基金中拥有超过国内生产总值（GDP）三个百分点的资源，这使得政府在困难的情况下有能力实施逆周期政策。这一数据超过 2008 年可获得之资源的两倍（见图表 13）。此外，还有 2011 年财政盈余的基金-几乎占国内生产总值（GDP）的 20%。因此，“需要到金融市场获取基金”的可能性较小，这一点在“出现风险规避较高且对流动性需求较大”的情况下尤为重要。

图表13

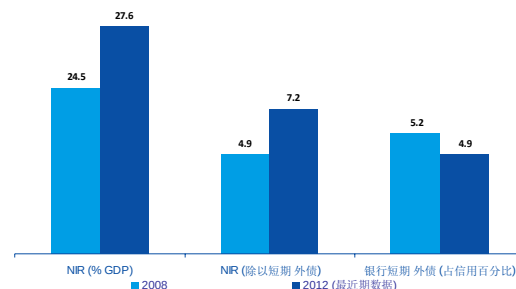
财政脆弱性指标  
(占国内生产总值 (GDP) 百分比)



数据来源：秘鲁中央储备银行（BCRP）和秘鲁 BBVA 研究所

图表14

外部脆弱性指标



数据来源：秘鲁中央储备银行（BCRP）和秘鲁 BBVA 研究所

在货币政策方面，在“降低信贷链条中之中断风险”，“降低当地货币突然贬值”以及“刺激私有部门需求方面”还存在空间。在信贷方面，秘鲁央行具备一系列工具，必要时能够向银行系统注入流动资金。目前，银行系统和秘鲁央行持有大约 300 亿秘鲁新索尔的资产。这一数额大于 110 亿美元，相当于未偿付之贷款的 23% 左右。这些抵押物可用于与秘鲁央行进行购汇债券的交易。其中，也可以选择使用外国货币套现交易。银行的秘鲁新索尔存款准备金

比率还可能降低。此外，倘若银行在续借其短期外国债务（24 亿美元）方面存在困难，那么，当前之较高的外国货币存款准备金比率就可能降低（平均外国货币存款准备金比率是外币存款和贷款的 39%左右）。

另外一个可能“可以降低外部冲击影响”的因素是，秘鲁具有外国资本的银行通常都使用分权管理模式。也就是说，这些子公司在当地市场寻找资金，并不依赖其国际总部。它们受到秘鲁监督和管理控制，并被当地存款之保证基金所覆盖。尽管这样的融资自主性减少了其从“更大范围内（规模经济）操纵流动性”中的收益，但其具有某种优点，即在“我们此处所展示之风险情境中”的动荡出现时，这种模式可以降低蔓延的可能性（“去杠杆化”的需要，也可能是一个无序的过程）。

在风险情境下，秘鲁央行也会尽力避免当地货币出现突然贬值的现象，从而降低对经济造成的可能影响。秘鲁的经济中，对私有部门 44%的贷款是外国货币。为此，秘鲁央行可能使用其净值超过 570 亿美元的国际储备-相当于国内生产总值（GDP）的 28%（见图表 14），并将发行外汇相关之债券-在之前的动荡时期也曾使用过这些措施。

最后，还可以继续降低利率（当前利率为 4.25%），来支持个人消费。尽管当前的通货膨胀率高于目标范围，但在困难情境下，通货膨胀的未来走势将会向下修正，因此，在出现外部冲击的时候，秘鲁央行还是能够优先考虑经济活跃性的。

总之，尽管全球情况的严重恶化可能对当地经济造成影响，但秘鲁经济具备减轻这些影响的能力。在这种情境下，2012 年，秘鲁经济增长会超出 4.0%，2013 年，秘鲁将会出现 3.5%左右的经济增长，此后，秘鲁经济会出现稳定复苏。当然，财政平衡和外部平衡状况会有所减弱，但还是可以控制的。在可预测的时间内，较低的税收和刺激措施将会使财政赤字不超过国内生产总值（GDP）的 2.0%。公共债务与国内生产总值（GDP）的比率将恢复到 20%。外部账户方面，在最关键性的时刻，国际收支经常账户赤字可能会达到国内生产总值（GDP）的 3.5%左右。



## 8. 图表

表 3  
年度宏观经济预测

|                 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|-----------------|------|------|------|------|
| GDP (同比 %)      | 8.8  | 6.9  | 6.0  | 5.7  |
| 通胀 (同比 %, 期终)   | 2.10 | 4.70 | 2.80 | 2.30 |
| 汇率 (兑美元, 期终)    | 2.82 | 2.70 | 2.60 | 2.55 |
| 货币政策利率 (% , 期终) | 3.00 | 4.25 | 4.25 | 5.00 |
| 私人消费 (同比 %)     | 6.0  | 6.4  | 5.8  | 5.2  |
| 公共消费 (同比 %)     | 8.5  | 4.9  | 5.5  | 4.5  |
| 投资 (同比 %)       | 23.2 | 5.2  | 11.9 | 6.8  |
| 财政平衡 (% GDP)    | -0.3 | 1.8  | 1.5  | 1.7  |
| 经常账户 (% GDP)    | -2.5 | -1.9 | -2.3 | -2.1 |

来源: BBVA Research Peru

表 4  
季度宏观预测

|                 | 1Q10 | 2Q10 | 3Q10 | 4Q10 | 1Q11 | 2Q11 | 3Q11 | 4Q11 |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| GDP (同比 %)      | 6.2  | 10.0 | 9.6  | 9.2  | 8.8  | 6.9  | 6.7  | 5.5  |
| 通胀 (同比 %, 期终)   | 0.8  | 1.6  | 2.4  | 2.1  | 2.7  | 2.9  | 3.7  | 4.7  |
| 汇率 (兑美元, 期终)    | 2.84 | 2.84 | 2.79 | 2.82 | 2.78 | 2.76 | 2.75 | 2.70 |
| 货币政策利率 (% , 期终) | 1.25 | 1.75 | 3.00 | 3.00 | 3.75 | 4.25 | 4.25 | 4.25 |

来源: BBVA Research Peru

表 4  
季度宏观预测

|                 | 1T12 | 2T12 | 3T12 | 4T12 | 1T13 | 2T13 | 3T13 | 4T13 |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| GDP (同比 %)      | 5.5  | 5.8  | 6.1  | 6.5  | 5.7  | 5.7  | 5.7  | 5.7  |
| 通胀 (同比 %, 期终)   | 4.2  | 4.2  | 3.3  | 2.8  | 2.6  | 2.5  | 2.5  | 2.3  |
| 汇率 (兑美元, 期终)    | 2.66 | 2.65 | 2.63 | 2.60 | 2.59 | 2.57 | 2.56 | 2.55 |
| 货币政策利率 (% , 期终) | 4.25 | 4.25 | 4.25 | 4.25 | 4.50 | 4.75 | 5.00 | 5.00 |

来源: BBVA Research Peru

## 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/Corporate Governance](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.