

# 经济展望

西班牙

2012 年第二季度  
经济分析

- 全球经济继续增长，但不确定性增大。
- 等待可靠增长和财政整顿日程的欧洲与全球增长脱节。
- 西班牙：衰退得到确认，但并未加速。
- 当前不确定性抑制了改革的短期效果。建立信心取决于一套可靠改革方案的设计、实施和交流。

## 目录

1. 社论.....	3
2. 全球复苏，但风险再次出现.....	5
3. 西班牙经济增长前景：衰退得到确认.....	7
框1. 地区经济：外部开放性和财政调整的不同影响是地区经济发展不均衡的主要原因.....	16
框2. 史无前例的财政调整.....	21
框3. 供应商付款计划的影响.....	26
框4. 劳动力市场改革：向更具竞争力的方向前进.....	28
框5. 西班牙经济中期时间内的周期性特点.....	32
4. 附表.....	39

出版日期：2012年5月24日

## 1. 社论

本出版物对西班牙经济的预测与我们三个月前的预测是一致的，当时我们预计GDP将在2012年萎缩1.3%，在2013年缓慢恢复。我们对主要因素的诊断基本未变，然而，目前出现多种重大变化，使得预测的不确定性增大。部分变化将对经济活动产生消极影响：包括资本市场压力恢复、油价上涨以及附加公共部门财政整顿措施。然而，其它因素将对GDP产生积极影响，如供应商付款计划、《预算稳定法》批准（西班牙语缩写LEP）以及劳动力市场改革；但这些措施的短期效果将取决于它们的实施强度以及国内和国际不确定性的发展变化。如前几个季度，我们预计地区增长仍然悬殊，最高失衡的自治区与最易受外贸影响的自治区之间的差异保持。

尽管世界经济呈现活力，但西班牙经济的国际环境主要取决于欧洲危机的发展变化。欧洲在解决希腊债务可持续性、围绕有流动性问题的其它有偿付能力国家建立可靠防火墙以及建立财政联盟方面取得的进展还不是非常有效，仍面临风险和不确定性。因此，在2012年前几个月对欧洲中央银行流动资金注入利差的积极影响实际上已消失。在这种情况下，货币政策的机动空间受到欧洲政府尚未为增长和财政整顿确定一条更加雄心勃勃和更好设计的路线图的制约。因此，需要一个明确短期和中期目标的战略计划，以实施措施，推动经济活动，在共享主权风险方面取得决定性进展，从而加强财政协调和治理，并在必要时推动结构性改革。在目前情况下，更高效和大力地利用（也许更好地设计）欧洲金融稳定基金和欧洲稳定机制将使政府有时间来推动改革，使他们能够轻松获得市场融资，而不会出现削弱改革效果的压力和不确定性。

政府的主要职能之一是努力通过建立刺激经济活动所需信心的政策来降低不确定性。西班牙政府在这一方面尤其具有前瞻性。例如，它为劳动力市场批准了一项目标明确的大规模全面改革一揽子计划。它还批准了总体政府预算、预算稳定法和供应商付款计划，包括提高年底实现赤字目标可能性的重大措施。然而，这些措施的潜在积极影响被消极的市场情绪所削弱，使得有时对某些事件过于敏感，如未能实现2011年赤字目标、推迟提交公共行政机构预算、制定2012年赤字目标的初步分歧以及财政整顿可能使经济活动过度萧条的风险。除了这些疑虑，市场还认为，欧盟和西班牙没有制定实现可持续公共财政、增长和创造就业所需的良好设计且高效的中期和长期战略计划。

我们在本出版物前面提到，LEP是在建立机构以改善财政政策应对“结构赤字”、增强财政政策的稳定作用、限制随意行为和为自治区建立可靠的控制机制方面迈出的一步。因此，LEP使西班牙处于欧洲通过此类立法的最前沿。然而，就像欧洲财政协定那样，随着其它国家的通过，LEP可能走得更远。例如，几个月前，葡萄牙成立一个独立的财政委员会，以加强遵守财政规则。纳入控制自治区的机制是LEP一个特别重要的方面。一旦这些机制设计出来，如果自治区未能提交可靠的调整方案或在无正当理由的情况下出现偏离，则需要立即应用这些机制。在提交总体政府预算后，政府要求所有地区政府根据预算内容制定新的调整方案。尽管目前公布的措施超出了逐步降低结构赤字的所需，但这些方案极其重要，因为仅措施本身不能保证2012年底5.3% GDP的赤字目标实现。

然而，西班牙国际债权国对财政整顿和增长之间的关系越来越担忧。公共支出的调整规模使得出现衰退，这在发达经济体中是前所未有的，西班牙目前就是这种情况。此外，由此造成的风险溢价提高限制了货币政策的抵消效果，因此，可能扩大对经济活动的消极影响。在此背景下，供应商付款计划受到欢迎，因为它将为私营部门注入2.5% GDP，主要集中于可能受到财政整顿过程特别大影响的公司。尽管当前情况使得关于计划可能实现的不确定性增大，但它可能带来约1% GDP的积极影响。然而，这种影响是暂时的，不会完全抵消2012年计划的财政调整。西班牙是欧洲为什么要审查其财政整顿战略的一个很好例子，正如新稳定条约提出，这样可避免过度顺周期调整，并通过包含具体、详细和良好设计措施的可靠而实际的多年计划制定结构赤字年度下降目标，从而使市场相信，欧洲国家正致力于保持其公共债务的可持续性。

与此同时，提高西班牙经济增长能力的改革必须继续。目前劳动力市场改革是大规模改善早期立法，它提高了内部灵活性，优先建立公司协议，鼓励永久合同，消除法律不确定性，并推动年轻人培训。在短期内，这种改革应通过改变工作时间和工资来提高信心并减少就业流失，作为冗余替代方案。在长期内，评估表明，改革将增加就业率10%，这将是一个大幅提高。议会通过改革是减少合同工数量、缩小正式工和临时工之间差距并消除应用这些改善的公司规模不连续性的一个良好机会。在其稳定计划更新中，政府宣布要改革税收制度，使其更加高效，并

提高就业率。特别地，它具有“财政贬值”的特点，可提高间接税，降低劳动所得税，从而使总体税收影响为中性；这对于创造就业尤其积极<sup>1</sup>。

再加上财政整顿和结构改革方面的进展，当前银行重组过程还需要继续完成。从经过清理、有偿付能力体系中的结果来看，由此产生的银行机构在正常管理经济周期造成的其间接投资未来潜在损失方面将毫无困难。

除了在欧洲和西班牙良好设计并坚决贯彻所讨论的措施外，对于降低当前不确定性有效的交通战略投资也将有助于提高可信性。由于要完全消除所有当前失衡需要数年时间，市场和其它经济机构，尤其是公众，必须认识到，西班牙和欧洲公共部门机构正在实施全面、连贯和良好协调的短期与长期财政整顿、结构改革和银行重组计划。

---

<sup>1</sup> 例如，参见西班牙经济展望，2009年3月。

## 2. 全球复苏，但风险再次出现

### 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%（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。

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。

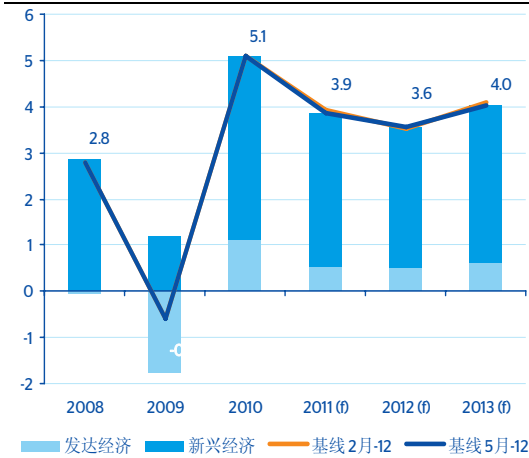
发达经济体的货币政策将在更长时期内保持融通性。然而，进一步政策干预（常规或非常规）的效果正在下降，同时，成本在升高，包括中央银行独立性降低的风险以及非常规措施的附带损害。美国 and 欧洲的政策制定者需要通过实施经济与体制改革以及管理金融风险来承担恢复增长的部分负担。虽然这些措施很有效，但中央银行应继续为货币传导机制的充分运行提供支持。

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

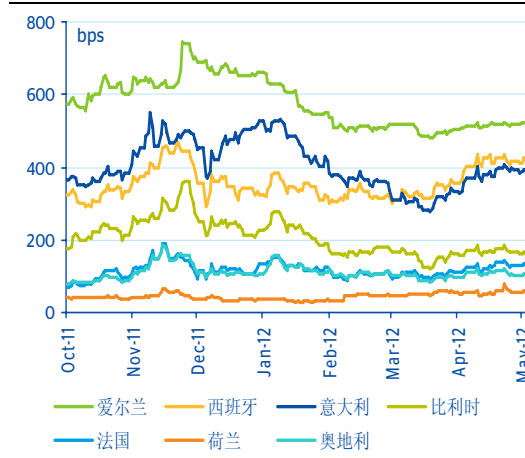
欧洲需要一条终结危机的清晰路线图。尽管在最近几个月取得一定进展，但仍有许多重要的悬而未决问题。首先，虽然私营部门持有的希腊主权债务得到重组，但由于改革疲劳以及可能比预期更深入的衰退，对长期可持续性仍存在重大疑虑。其次，欧洲稳定机制（ESM）获得 5000 亿欧元的新贷款能力（在 EFSF 已承诺的 2000 亿欧元基础上）。然而，鉴于西班牙和意大利未来三年的融资需求以及关于 ESM 贷款将高于现有私人债券持有者的推测，这尚不足以消除市场担忧。另外，IMF 增加的 4300 亿美元资源将有多少归于欧洲国家，这一点尚不清楚。第三，人们对已批准（等待国家批准）财政协定的优点仍有疑虑，使政府受制于不超过 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 研究部

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 研究部

### 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。



### 3. 西班牙经济增长前景：衰退得到确认

尽管关于经济政策的一些疑虑已消除...

在过去三个月，影响西班牙经济的某些因素的不确定性有所下降。在欧洲，宏观经济数据表明，实体经济恶化在某种程度上不如预期明显。欧洲中央银行（ECB）实施的货币政策与非常规流动性措施的持续宽松，再加上在治理、希腊债务重组以及某些成员国在财政整顿和结构改革方面的努力所取得的逐步进展，这些均有助于暂时缓解主权债务市场的不稳定；然而，不稳定并未完全消除。

在国内，正如为提高遵守公共部门财政目标可信性所采取的措施、雄心勃勃劳动力市场改革的实施以及进一步推动财政部门改革的宣布所表明那样，经济政策不确定性有所下降。

#### ...我们对西班牙经济基本面短期不稳定的看法不变

尽管上述情况，但西班牙经济再次衰退已得到确认。首先，我们预计，由于对影响欧盟的治理问题没有明确解决，私营部门获得外部融资将继续受限且成本相对较高。其次，欧洲增长前景在2012年全年仍是缓慢萎缩，造成对西班牙出口的需求减弱。第三，尽管由于其短暂性而使得幅度较小，且不仅受到地缘政治风险因素的影响，但油价上涨压力使得增长下滑风险增大。

在国内，正如在对本出版物进行最后润色时获得的数据所表明那样，经济表现与我们对2011年第四季度和2012年第一季度的预测一致。然而，去年最后一个季度的数据表明，国内需求远低于预期。

然而，一个更重要的因素是西班牙债券利差因未能实现2011年预期赤字目标（对实现2012年目标所需措施造成连锁反应）以及自治区缺乏确保实现2012年目标的透明措施而恶化；此外，人们对金融系统改革的实施速度和成本尚有疑虑。风险溢价增加加剧了财政调整可能对经济产生的消极影响，限制了公布的经济措施对信心的提高。此外，比预期更关注直接税收和投资支出的预算措施构成不会将调整对增长的消极影响降至最低。

尽管如此，仍存在一些反平衡因素。在短期内，ECB货币（和流动性）政策将继续支持需求和金融稳定。再加上欧洲和世界其它地区之间的增长率差异，这将造成欧元弱于预期；这将提高出口公司的竞争力。政府宣布一项供应商付款计划，共约2.5% GDP，这将对未来几个月的支出产生重大（暂时）影响。最后，尽管短期影响可能有限，但如果立即高效实施，劳动力市场改革将降低2012年的就业流失，为中期更强劲复苏奠定坚实基础。

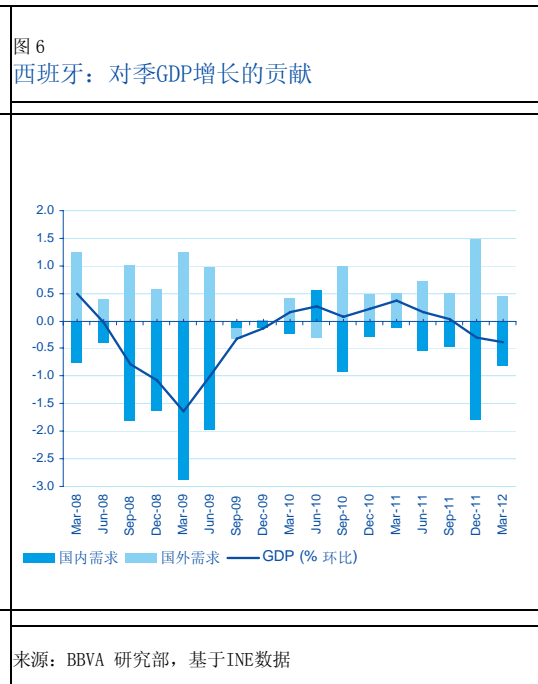
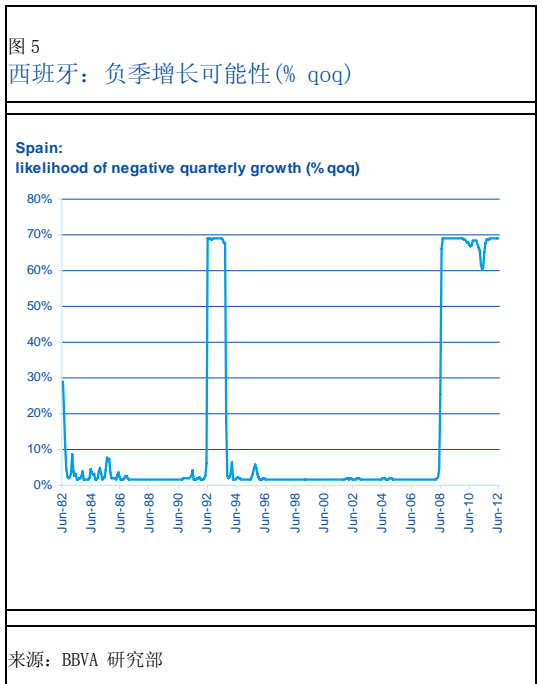
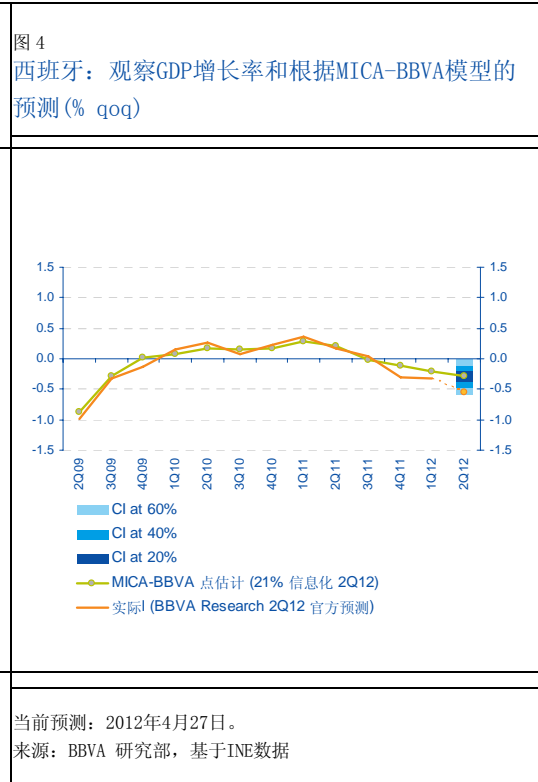
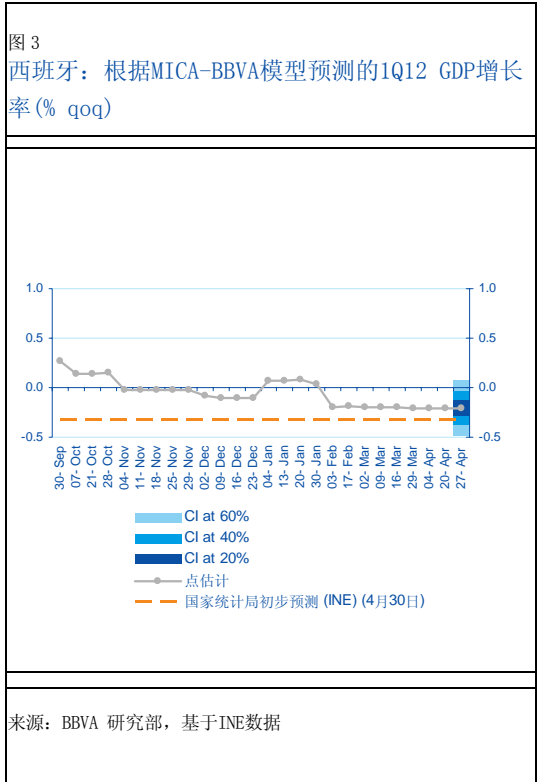
总之，我们预计西班牙经济将在未来几个季度保持负增长，全年GDP将很可能下降约1.3%。此外，正如我们在最近一期报告中指出，在当前情况下，我们预计西班牙经济将在2013年缓慢复苏。然而，虽然我们描述的情景确实使我们保持了对2012年和2013年的增长预测，西班牙经济正在进行的调整过程也没有重大变化，但我们必须强调，较大幅度萎缩的风险依然存在。西班牙经济对外部融资的需求使得这种风险出现的可能性增大。

#### 12年第1季度西班牙技术衰退

虽然我们还在等待详细数据公布，但先期GDP评估表明，与前一季度相比，西班牙经济在1Q12继续萎缩。这些数据说明，经济在1Q12萎缩了0.3% qoq，虽然这并不意味着恶化率提高，但它确实表明，西班牙目前正经历技术衰退<sup>2</sup>。如果这些先期数据被证实，本季度的总体表现将与我们的预测一致（BBVA Research: -0.4% qoq; MICA-BBVA: -0.2% qoq）<sup>3</sup>；这些信号从早期阶段表明，季度表现可能为负（参见图3），而且还表明，当前季度持续恶化的可能性增大（参见图4和图5）。此外，截止目前发布的其它指标也表明，1Q12国内需求会进一步下降，进而导致进口下降；这说明，在增长构成中，净外部需求增大，内部需求贡献为负（参见图6）。

<sup>2</sup> 1Q12季度国民经济核算(CNTR)将于5月17日出版，先期数据可能进行修正。

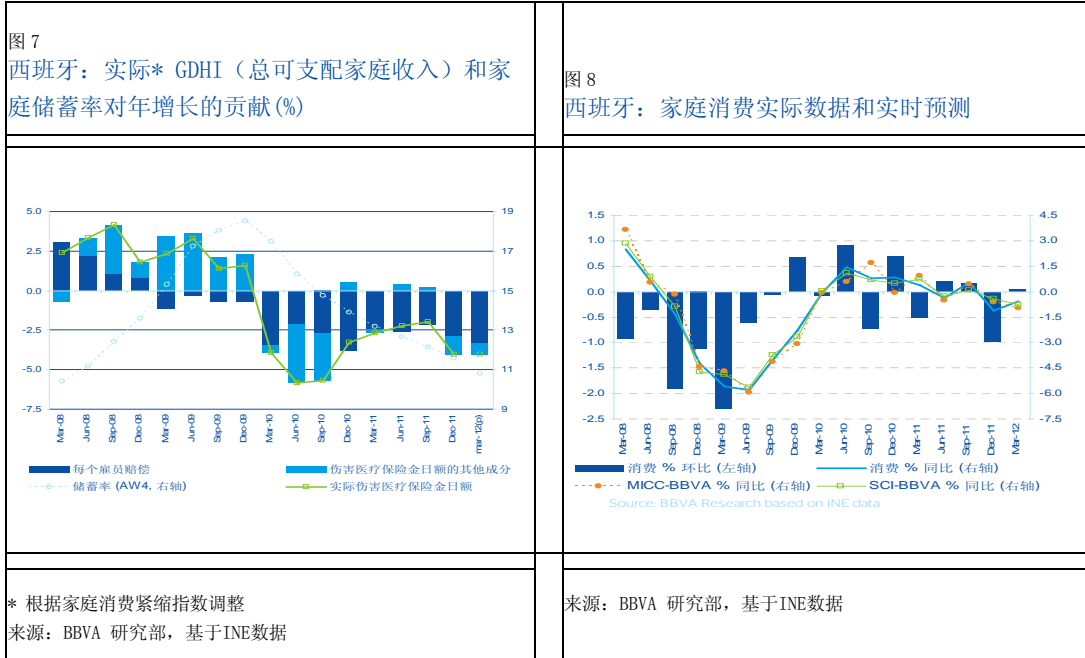
<sup>3</sup> 本季度，我们核心评估与MICA-BBVA模型结果的差异至少部分原因是后者没有考虑公共部门账户的总体调整。欲了解MICA-BBVA模型更多细节，请参见Camacho, M.和R. Doménech (2010): “MICA-BBVA: 短期GDP预测经济和财政指标因素模型”，BBVA WP 10/21，下载：[http://www.bbva.com/research.com/KETD/fbin/mult/WP\\_1021\\_tcm348-231736.pdf?ts=2542012](http://www.bbva.com/research.com/KETD/fbin/mult/WP_1021_tcm348-231736.pdf?ts=2542012)



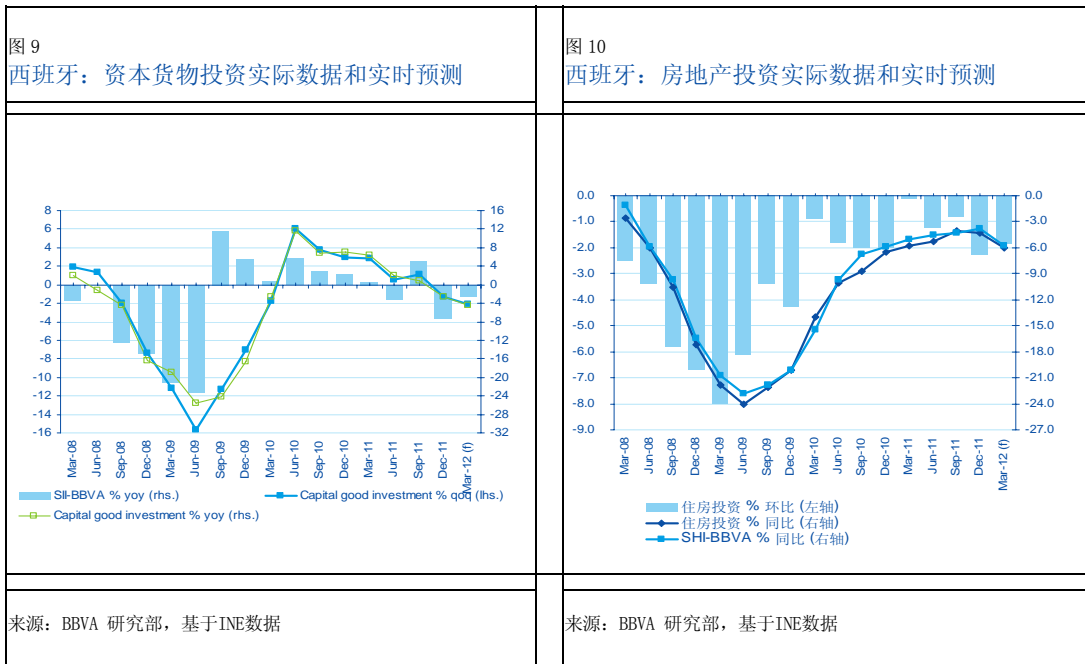


个人国内需求仍是增长的主要负累

在2011年第四季度个人消费崩溃后，实际需求指标 - 主要是耐用品以及较小程度上的服务 - 表明，在今年1月至3月，家庭支出恶化速度减慢。然而，决定家庭消费的所有因素恶化意味着，尽管储蓄预计增长，但家庭消费将在1Q12下降（参见图7）。因此，BBVA的综合消费指标（SCI-BBVA）以及我们相应的消费指标模型（MICC-BBVA）均表明，家庭支出在1Q12萎缩了约0.6% qoq（-1.3% yoy）（参见图8）。



虽然与资本货物投资有关的先期指标表明该需求部分大幅下降，但从今年前几个月的数据看出，整个1Q12的降幅较小。支持这一趋势的指标包括资本货物生产商的信心，它在第一季度实际保持未变，在4Q11下降了20个点。消极的方面是，在上一季度增长近2个点后，资本货物订单有所恶化（-5.3个点）。总之，在最近几个季度，由于国内需求减弱，企业投资的主要支撑是外部需求。在上一季度下滑后，对1Q12出口不太消极的预测以及资本货物投资相关先期指标不太显著的下滑均表明该需求部分的恶化率下降，根据我们BBVA综合投资指标（SII-BBVA），这在1Q12将达到约1.4% qoq（-4.3% yoy）（参见图9）。



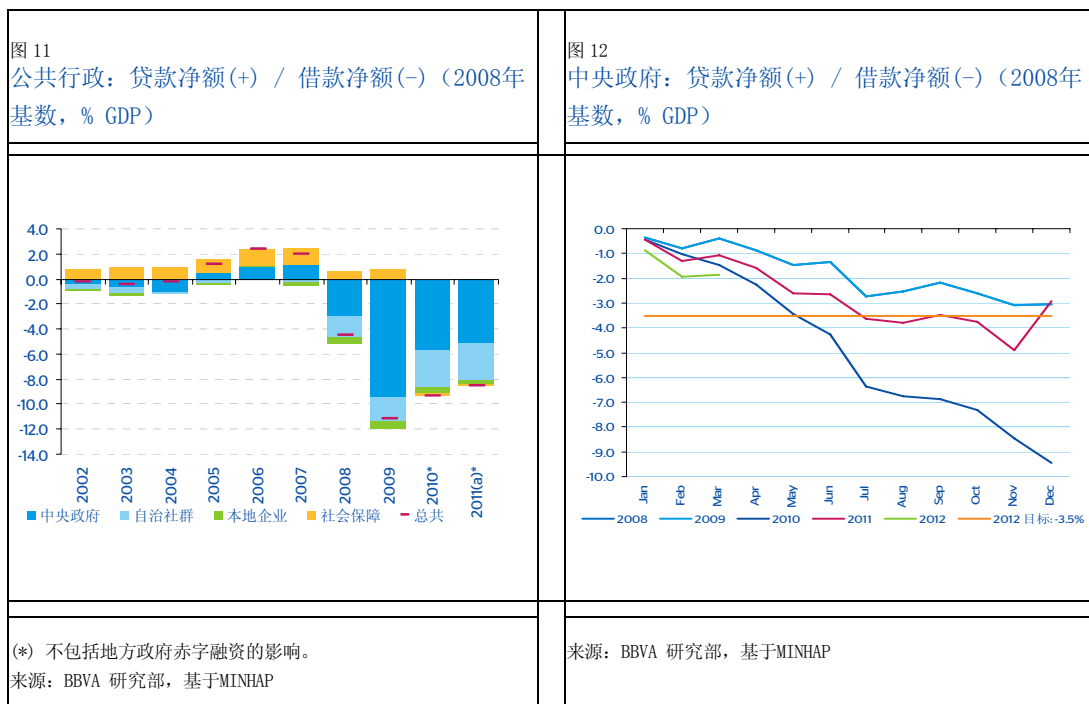
房地产趋势仍没有任何变化迹象，1Q12前几个月的先期指标仍表明，该部门在走弱。综合房地产投资指标（SHI-BBVA）也表明，今年第一季度进一步萎缩（-1.8% yoy, -6.0% qoq）（参见图10）。此外，今年前两个月，在进行季节和工作日影响（SWDA）校正后，mom交易陷入停滞。需求保持在2011年下半年达到的低水平。

影响住房需求和供应的主要因素仍为经济的周期性状况、对价格下降的持续预期以及获得贷款的难度；这种情况因对建筑公司和房地产开发商去杠杆化的需要而更加复杂。因此，经济活动仍处于最低水平，新住房建设许可证既是证明，它在今年前几个月进一步下降。尽管活动下降有利于吸收过量房地产供应，但需求萎缩使得这一过程变得非常缓慢。我们估计，在2011年底，过量供应达到约4.0%的房地产储量，稍低于前一年的4.1%。

### 预算执行的数据表明，公共需求最大部分调整将在年中实施

2011年年底数据证实，2.5pp GDP的目标赤字并未达到。中央政府和地方政府账户中的公共支出下降并不足以抵消公共收入的大幅下滑；因此，一般政府账户保持在8.5% GDP，意味着各个层面的目标均未达到（参见图11）。未达到赤字目标将对2012年财政调整造成更大压力，从而影响今年国内需求的增长。

中央政府预算结果最新数据表明，1Q12累计赤字已达1.9% GDP。尽管我们开始看到财政调整措施的初步效果，但这些不足以抵消收入的不良表现，后者年同比继续下降，而截止目前，除了资本运用，我们尚未看到支出显著下降（参见图12）。鉴于这种情况，在我们获得自治社区的类似信息前，我们预计，今年第一季度的公共部门消费将轻微萎缩，所需的大部分调整将集中于2012年中期。财政整顿努力仍集中于减少投资，因此，公共建设工程，很可能还包括非住宅建设，将继续下降，尽管比前一季度要缓慢。



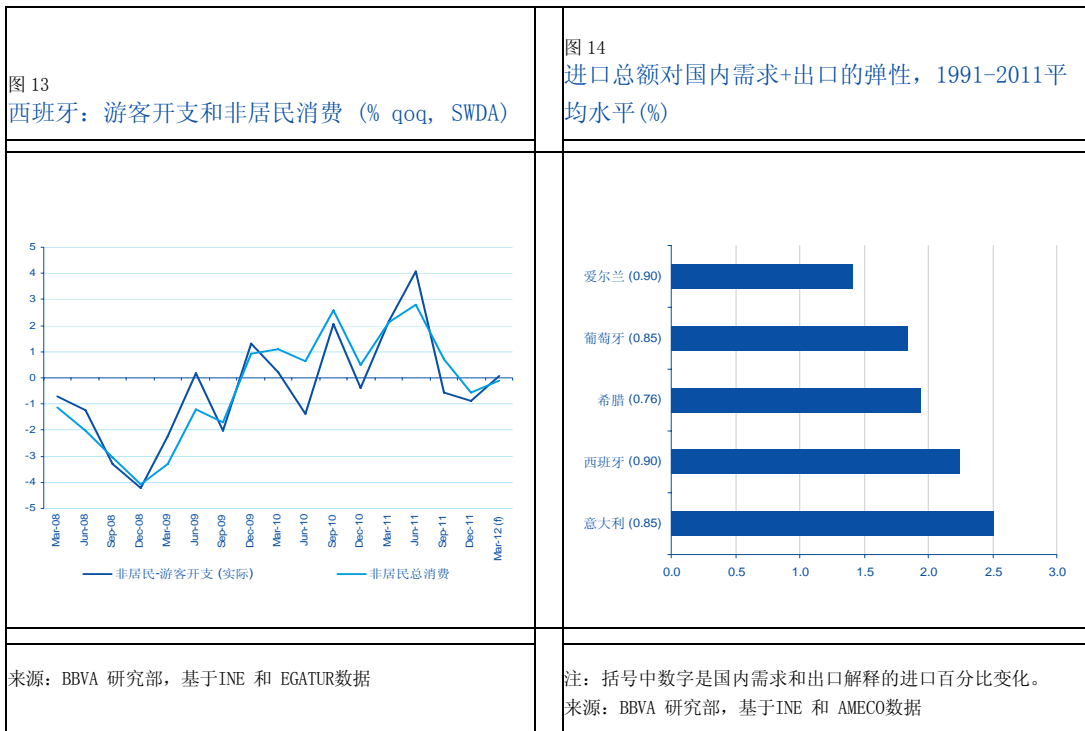
### 4Q11出口活动不太消极，出口继续做出积极贡献

欧洲小于最初预计的萎缩以及生产率提高 - 通过欧元弱化以及有利的相对性价比 - 表明，出口表现比上一季度更好。然而，这将不足以避免1Q12陷入停滞或轻微萎缩。尽管如此，1月至3月的数据出现大幅摇摆，造成不确定性增大，使得在季度末恢复变得不可能。例如，通过海关的货物出口在1月恢复，但在2月又出现逆转。大型公司的货物和服务指标在1月有所改

善，但又在接下来的几个月下降。然而，工业部门出口订单表明，今年最近一个季度的表现较好，3月份恢复4.3点，达到7个点，接近历史平均水平。

旅游服务出口也有类似表现。先期指标表明，尽管存在欧洲信心和经济活动的持续消极影响以及冬季旅游需求减弱（参见图13），但西班牙非居民消费比前一季度更缓慢萎缩。实际上，除冬季旅游外，旅游表现更加强劲。例如，进入西班牙的游客数量在12月至2月期间增长了2.8%，但在加纳利群岛却增长8.7%。

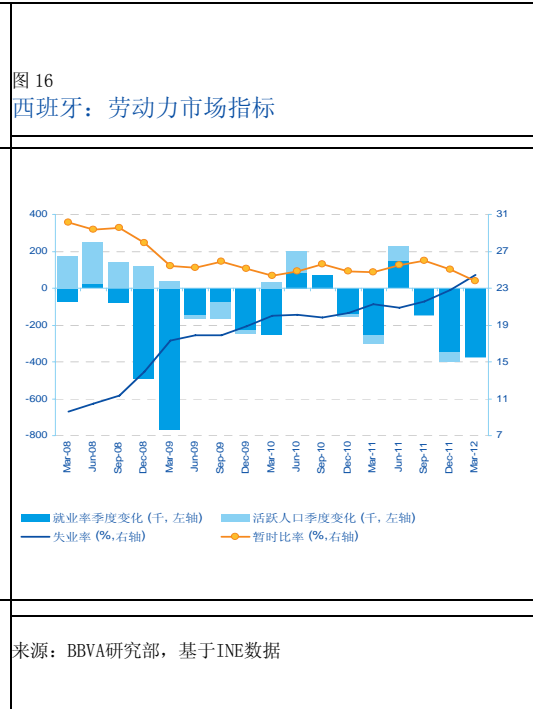
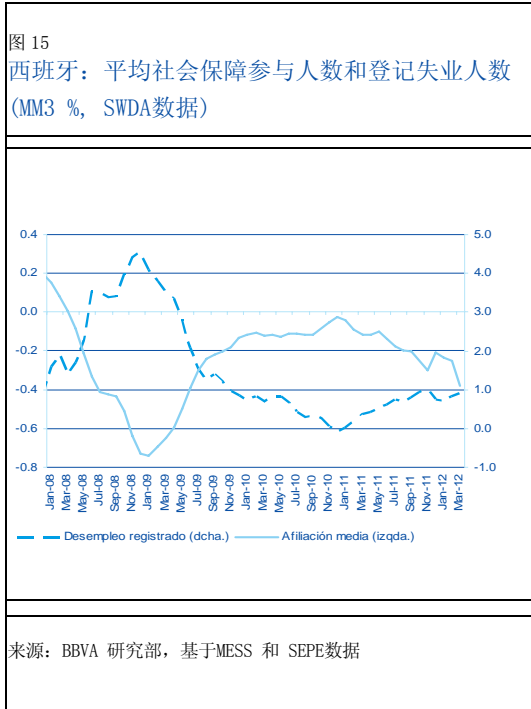
虽然先期指标表明出口表现仍有一定增长空间，但由于国内需求减弱，货物和服务进口在1Q12大幅萎缩。特别地，如图14所示，这一模式背后西班牙经济对进口的严重依赖意味着，与欧洲其它周边国家相比，进口流量对国内需求和/或出口的变化反应更加剧烈。总之，出口前景改善以及进口恶化使我们认为，2012年第一季度的净外部需求将继续对增长做出积极贡献，再次为经济活动提供支撑。



### 不断恶化的就业数据证实经济在1Q12萎缩

除了因季节和日历影响而产生的变化外，劳动力市场数据表明，从1月至3月的就业流失率稍稍加快。由于建筑、服务以及较小程度上工业的较弱表现，平均社会保障参与人数在1Q12下降0.9% qoq SWDA，比上一季度高0.1个点。然而，登记失业率增幅下降0.3个点，降至2.4% qoq SWDA（参见图15）<sup>4</sup>。1Q12劳动力调查（LFS）证实了社会保障参与人数和失业人数呈现的趋势。就业人数大幅下降（-37.43万人，-25.6万SWDA）（因季节原因，主要集中于临时合同工和服务行业人员）在削弱参与劳动力市场的激励效果方面有一定影响，造成从业人数下降8400人。因此，失业率增长1.6 pp，达到从业人数的24.4%（24.0% SWDA），而临时失业率下降1.3 pp，达到23.8%（参见图16）。

<sup>4</sup> 4月份数据表明，劳动力市场继续恶化。进行季节和日历影响调整后，我们估计，参与社会保障的人数将下降71万，登记失业人数将增加6.1万。



通货膨胀下降趋势因油价上涨而中断

在第一季度，一般和基础通货膨胀相对稳定，分别约为2.0% yoy和1.2% yoy。由于2010年底和2011年初原材料价格上涨产生的基数效应被吸收以及2H10西班牙的税收变化，这终结了自2011年4月达到高峰以来消费者价格的下降趋势（+3.8% yoy）。这种趋势变化主要由于近期油价上涨，使得1Q12 CPI能源部分的平均mom增幅约为1.8%（+7.8% yoy）。总的来说，第一季度末1.0 pp的一般通货膨胀（3月份1.9% yoy）可归因于能源部分和非加工食品，而仅0.9 pp可归因于基础通货膨胀；再加上高水平的失业率，这表明通货膨胀缺乏需求压力（参见图17）<sup>5</sup>。HICP数据表明，在第一季度，欧元区其它国家的通货膨胀利差仍有利于西班牙，约为-0.8 pp；根据2011年12月最新数据，按照固定税率，2H11利差约为0.1 pp（参见表1）。

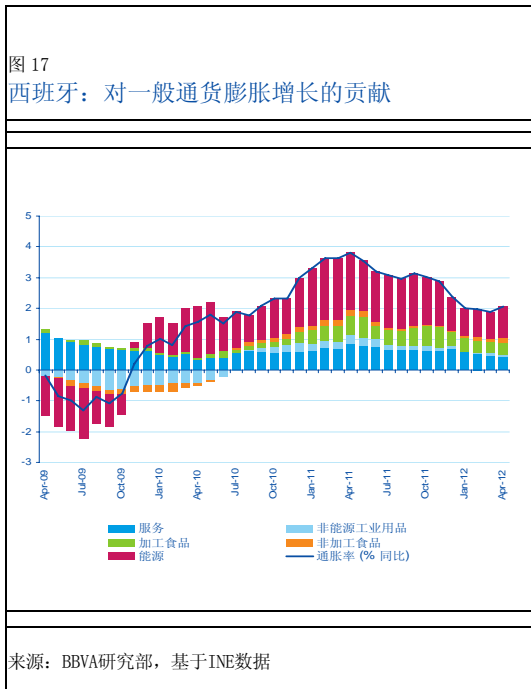


表1  
西班牙：对欧元区的通货膨胀利差

		总计	固定税率
2008	1H	1.1	1.2
	2H	0.7	0.7
2009	1H	-0.7	-0.9
	2H	-0.4	-0.7
2010	1H	0.4	0.1
	2H	0.4	-0.4
2011	1H	0.7	-0.2
	2H	0.0	0.1
2012	1Q	-0.8	n.a.

来源：BBVA研究部，基于INE 和 Eurostat数据

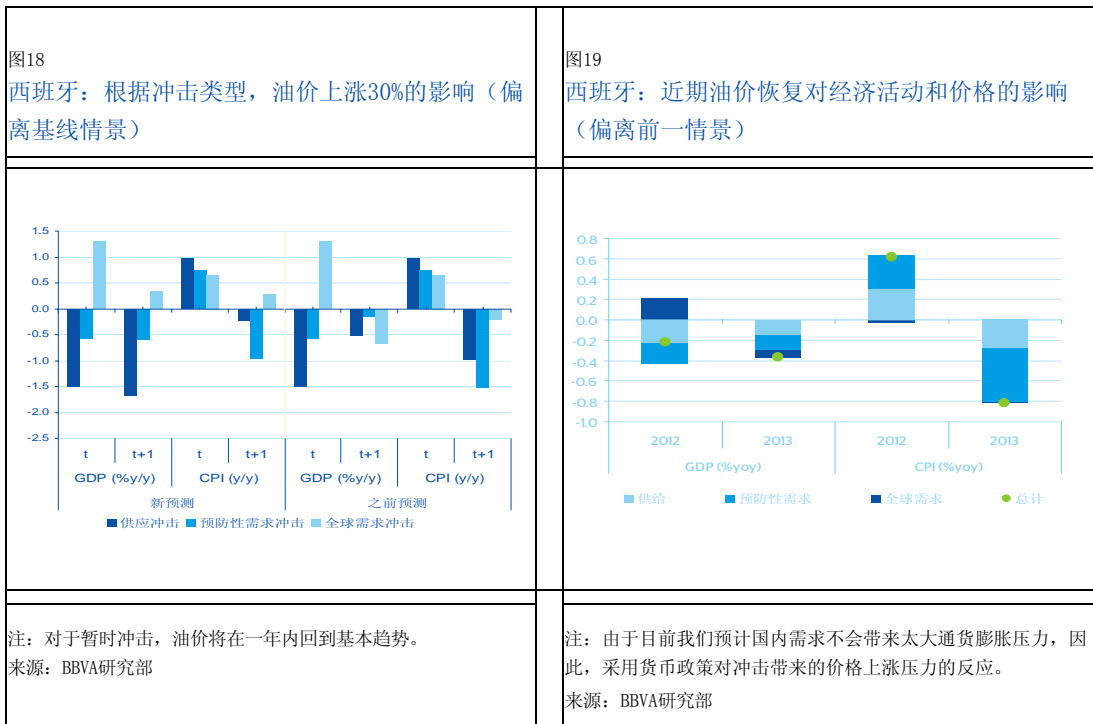
<sup>5</sup> 与我们的预测一致，先期CPI数据表明，年通货膨胀率增至2.0%；这主要是由于能源和食品价格。除了油价上涨，本月还受到月初生效的调控价格上涨的影响（天然气和电）。加工食品价格在税收变化于月初生效后受到烟草价格的影响。

对西班牙经济预测表明，2012年衰退，2013年缓慢增长

正如我们在本部分介绍中所述，尽管对经济政策的部分固有疑虑已消除，但我们预计，西班牙经济将在短期内继续恶化；经济进入双谷衰退，这可能持续到今年底。由于影响宏观经济的各种因素以及各地区不同起点，西班牙增长前景在各地区的表现差异巨大（参见框1）。我们再次强调，仍有下滑风险，鉴于该国需要获得外部融资，当前局势使得风险可能性增大。

尽管货币政策和ECB的非常规流动性措施可能在短期内继续发挥平衡作用，但资本市场不稳定和欧洲主权债务将继续影响西班牙经济的中期和长期融资成本。尽管萎缩可能在一定程度上小于三个月前预计，且全球经济增长和弱于预期的欧元将支持增长，但欧洲经济萎缩的前景将限制出口需求增长。

除了这些外部因素 - 我们已部分纳入我们的情景 - 油价仍面临上涨压力，这些均表明，增长有进一步下滑风险，通货膨胀有升高风险。然而，在EMU通货膨胀缺乏国内需求压力的情况下，我们预计不会采取收缩性货币政策来应对较高的进口通货膨胀；再加上冲击的短暂性，这将大大限制对西班牙增长的影响。特别地，虽然当前油价上涨的原因之一是因伊朗原油供应部分中断而造成的供应限制，但不管是因不确定而采取预防措施还是因新兴经济体的预期高速增长，需求均带来上涨压力。因此，虽然对通货膨胀的影响将是巨大的，但后一因素将抵消对GDP的萎缩影响，至少部分抵消（参见图18和19）<sup>6</sup>。



在国内方面，影响我们预测的主要因素是在当前经济危机之前和期间对积累失衡进行校正的持续性，这对增长有着巨大影响，与我们三个月前的预测是一致的。财政政策仍保持紧缩，国内需求不会抵消，因为它将继续去杠杆化且基本面走弱。

正如我们在上一版本中假设那样，政府提出了权衡措施，以校正2011年对财政整顿目标的偏差，在当前经济情况下，这将在今年剩余时间内使赤字降低3.2 pp，达到5.3% GDP。如框2所示，尽管公布的措施表明，全球可能进行财政调整，且政府的目标是可实现的，但仍然缺少为保证严格遵守为自治社区所确定目标的具体措施。这些以及未达成2011年目标、2012年所需财政整顿的巨大规模以及金融系统改革的实施速度与成本所带来的疑虑使得西班牙公共债务出现负差。这将限制经济政策发布造成的信心提高，使得财政调整对经济的消极影响加剧。此外，近期公布的预算措施比预期更关注间接税和投资支出，这对抵消调整的消极影响毫无用处。

<sup>6</sup>：关于进行这些评估所依据的限制迹象结构VAR的细节，请参见2011年5月《西班牙经济展望》框1，下载：[http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/1105\\_Situacionespana\\_tcm346-256519.pdf?ts=1742012](http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/1105_Situacionespana_tcm346-256519.pdf?ts=1742012)



尽管如此，仍有许多国内因素可能对我们的预测产生积极影响。首先，在短期内，中央政府为自治社区和地方公司供应商推出了付款计划；这将发行约占2.5% GDP的资金。如框3所示，这个流动资金注入计划将对经济活动产生积极影响。然而，其总体效果将取决于已被债权人打折的这些义务的百分比及其流动性。其次，2月份批准的劳动力市场改革<sup>7</sup>可能促进广度边际（雇佣工人）和集约边际（工作时数和报酬）之间所需的再平衡<sup>8</sup>，如果立即、高效实施，可减少分隔。然而，这在短期内不会阻止经济削减岗位。这些措施将为更强劲的中期复苏奠定基础，将加快经济长期潜在增长。框4是对劳动力市场改革的评估，提出一些需要改进的地方及补充措施。

我们对这些因素以及对我们的2月预测影响更加有限的其它因素半信半疑，预计西班牙经济将在未来几个季度继续保持负qoq增长。在我们最可能的情景中，GDP将在2012年全年萎缩1.3%。我们还预计，2013年开始的复苏是缓慢的，全年GDP增长率约为0.6%，虽为正值，但幅度较小（参见表2）。尽管劳动力市场改革，但经济萎缩的前景将导致劳动力市场在今年不断恶化：就业数据将在2012年和2013年上半年继续恶化，使得失业率增至约25%，尽管从业人数预计会下降。

表2

## 西班牙：宏观经济预测

(同比 %，除非另外说明)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12 (临时)	2011	2012 (临时)	2013 (临时)
国家最终消费支出 (FCE)	0.4	-0.8	-0.6	-1.8	-2.4	-0.7	-3.6	-2.1
个人FCE	0.4	-0.3	0.5	-1.1	-1.3	-0.1	-2.0	-0.9
家庭FCE	0.4	-0.3	0.5	-1.1	-1.3	-0.14	-2.0	-0.9
公共行政FCE	0.6	-2.1	-3.6	-3.6	-5.4	-2.2	-8.0	-5.6
资本形成总值	-4.8	-5.4	-4.2	-6.6	-7.5	-5.2	-7.5	-1.0
固定资本形成总值	-4.9	-5.4	-4.0	-6.2	-7.3	-5.1	-7.4	-1.0
固定物资	-5.3	-5.6	-4.3	-6.5	-7.5	-5.4	-7.8	-1.2
设备、机械和培育资产	5.5	1.0	2.2	-2.7	-4.3	1.5	-4.5	2.9
设备和机械	5.7	1.1	2.2	-2.7	-4.3	1.6	-4.6	2.8
建筑	-9.2	-8.1	-7.0	-8.2	-9.0	-8.1	-9.2	-3.2
房地产	-5.8	-5.2	-4.1	-4.3	-6.0	-4.9	-6.6	-1.6
其它建筑师和建设	-12.4	-10.8	-9.7	-11.9	-11.8	-11.2	-11.8	-4.9
无形固定资产	1.5	-3.1	2.0	-0.3	-4.0	0.0	-2.3	2.4
国内需求(*)	-0.8	-1.9	-1.4	-2.9	-3.5	-1.8	-4.5	-1.8
出口	13.1	8.8	9.2	5.2	3.2	9.1	4.0	8.9
进口	6.0	-1.3	0.9	-5.9	-7.0	-0.1	-6.2	1.6
净贸易差额 (*)	1.7	2.7	2.2	3.2	3.1	2.5	3.1	2.4
GDP 市场价格	0.9	0.8	0.8	0.3	-0.5	0.7	-1.3	0.6
<b>数额待定：</b>								
GDP，不包括房地产投资	1.5	1.3	1.2	0.6	-0.1	1.2	-0.9	0.7
GDP，不包括建筑	2.9	2.5	2.2	1.7	1.0	2.3	0.0	1.1
就业率 (LFS)	-1.3	-0.9	-2.1	-3.3	-3.7	-1.9	-4.6	-2.0
失业率 (%从业人数)	21.3	20.9	21.5	22.8	24.2	21.6	24.6	24.8
就业率 (FTE)	-1.6	-1.3	-2.0	-3.3	-3.8	-2.0	-4.3	-2.0

(\*) 对增长的贡献

来源：BBVA研究部，基于INE数据

<sup>7</sup> 2月10日关于改革劳动力市场紧急措施的皇家法令3/2012，下载：<http://www.boe.es/boe/dias/2012/02/11/pdfs/BOE-A-2012-2076.pdf><sup>8</sup> 由于改变工作条件时公司和工人面临的僵硬刻板，特别是工作时数，西班牙劳动力市场调整主要关注就业率，而不是工作时数。参见2012年2月《西班牙经济展望》，下载：[http://www.bbvaesearch.com/KETD/fbin/mult/1202\\_Situacionespana\\_tcm346-286235.pdf?ts=942012](http://www.bbvaesearch.com/KETD/fbin/mult/1202_Situacionespana_tcm346-286235.pdf?ts=942012)



## 基本面恶化将导致国内需求和进口大幅下降，出口减速

为校正2011年公共赤字目标未实现的数额以及为实现2012年目标所提出的措施需要下调西班牙国民经济核算中的实际公共支出，从而造成2012年公共消费下降8.0%，非住宅建设投资下降5.6%。萎缩将蔓延至2013年，我们估计，届时公共消费将下降5.6%，其它建设投资将下降4.9%。

决定个人消费因素的预计恶化将使2012年全年和2013年上半年的支出下降。就业恶化将引起家庭总可支配收入的工资部分下降。此外，由于西班牙为实现公共赤字目标而做出的结构性努力，尽管失业救济会暂时增长，但不断增大的财政压力将降低非工资部分。金融财富净额在2013年前不会恢复，而房地产将在整个预测期内继续下滑。然而，未来两年个人消费的萎缩将受到家庭储蓄率下降至危机前水平、通货膨胀压力缺失以及官方利率稳定在较低水平的制约。

资本货物投资将继续受到国内需求减弱以及信贷评估难度的影响。然而，欧洲经济比三个月前预测较小幅度的恶化以及高于预期的欧元贬值将造成2012年企业投资下降，稍低于以前预测，尽管其幅度仍然较大（-4.6% yoy）。2013年，主要在出口商竞争力提高以及较高的国外需求支撑下，企业投资将恢复（+2.4%）。

自我们上一期出版物发行以来的三个月内，没有出现影响房地产投资的重大变化。经济恶化以及难于获得贷款的持续财政压力将决定2012年住宅市场的表现。我们预计，今年初生效的财政措施<sup>9</sup>不会对短期或中期投资造成重大影响。由于2009年9月实行的房地产VAT暂时降至4%似乎没有产生太大影响，去年底住宅投资数据值得思考。因此，我们仍预计，2012年住宅投资将下降约6.6% yoy，并在2013年底开始恢复，尽管速度较慢（全年-1.6% yoy）。对西班牙经济整体的这些预测掩盖了不同地区的巨大差异；由于地区房地产市场调整的节奏不同、地方政府的融资需求不同以及地区之间的增长率不同，这些差异将可能保持。

最后，与我们以前预测相比，2012-2013年出口前景有所改善。这种改善是由于EMU增长预测的上调以及价格竞争力预期提高，由于欧元高于预期的贬值以及西班牙主要贸易伙伴价格利差的有利发展，这在今年尤其明显。这使我们预计，尽管与前两年的增长相比大幅下降，但2012年货物和服务出口将增长4.0%（2010年和2011年分别为13.5%和9.1%）<sup>10</sup>。2013年，一旦欧洲经济开始更强劲地增长，西班牙出口将恢复约8.9%的增长率。由于国内需求影响，进口被下调，净外部需求仍对经济增长有着积极贡献，并校正2012-2013年的经常项目差额；但暂时油价上涨预计会对外部融资需求造成消极影响<sup>11</sup>。

<sup>9</sup>. 2012年对中高收入正式工购买住房恢复减税以及VAT率保持在非常低的水平。

<sup>10</sup>. 南地中海市场关闭是2011年积极旅游结果的主要原因，可能在2012年持续产生积极影响。

<sup>11</sup>. 当前评估表明，25%油价上涨对经常项目差额的影响约为0.7 bp GDP。

## 框 1. 地区经济：外部开放性和财政调整的不同影响是地区经济发展不均衡的主要原因

在过去的2011年出现负数据之后，西班牙各个地区的经济活跃性，正如西班牙整体经济一样，在2012年第一季度出现总体恶化。这背后的国内因素依然没有改变，而且可能在2012年和2013年将继续影响各个自治区的发展，但是。2011年年底进行了调整之后，出口可能回归正值。

此次危机受到一系列公共因子的控制-这些因子造成了整个国家经济和所有自治区经济的衰退：主权债务危机、金融困境、财政整合的需要和个人去杠杆化要求、较高的失业率和疲软的国内市场。西班牙经济的衰退与全球经济减速同时出现，其中，全球经济减速现象在欧洲尤为严重。尽管如此，需作出调整之出发点的不同和调整之规模和紧迫性的不同意味着，各个地区之间所受到的影响不同，这造成了各个地区之间增长率的严重不同。

预计全球增长将源自外国市场的相对动态-尤其是新兴经济体，以及美国的初步复苏；但这受到被欧洲疲软状态的阻碍。外国需求继续大于国内需求。因此，具有大量出口贸易联系的地区可能会从“其对外国需求的相对较高贡献”中获益。外部部门商品的积极表现对某些自治区2011年和2012年的增长产生了积极影响，例如巴斯克自治区（Basque Country）、纳瓦拉（Navarre）以及较小程度上的加泰罗尼亚（Catalonia）、加利西亚（Galicia）和拉里奥哈（La Rioja）（因为其与欧元区存在商业联系）。某种程度上，外国贸易的影响也取决于目的市场：“专注于新兴市场”将会使国外贸易做出较大贡献，而“专注于处于困境中的经济体（例如葡萄牙）”则会有损经济的复苏。

出口的相对优势也扩展到服务方面。尤其需要指出的是，2011年的旅游业就受益于南地中海市场的关闭，这使得加纳利群岛（Canary）和巴里阿里群岛（Balearic）能够从中获益（前者的增长率超过2%）。尽管加纳利群岛（Canary）的国外旅游在总旅游和整体经济中的比重较低，但大西洋中的群岛上的工业已经从旅游需求中获得了利益，而且这也是加纳利群岛（Canary）的表现好于巴里阿里群岛（Balearic）的原因。2012年，这两个市场可能会继续从“竞争者市场的关闭”中获益，并能够在较小程度上从“欧元的贬值”中获益-欧元的贬值在某种程度上抵消

了较高石油价格所造成的运输成本的增加。

还有另外两个自治区也从2011年的国外旅游中获益，而且这种情况在2012年还将继续：继续成为主要旅游目的地的加泰罗尼亚（Catalonia）和马德里（Madrid）。但是，对这两个地区而言，尤其是后者，其对经济的影响相对较小。其他旅游区的国内旅游出现强烈严重萧条的倾向，而且这将限制其商品和旅游方面的增长能力-这也是其在2011年和2012年表现较差的原因。

短期和中期时间内的积极表现将受到两个因素的制约。为了保持收入水平，收入水平最低、失业率最高、公共部门的弹性最大的地区将是受“中央政府的财政整合”和“对转让的较大依赖性”影响最大的地区。这些因素对位于南地中海、卡斯蒂利亚-拉曼恰（Castile-La Mancha）和加纳利群岛（Canary）的自治区的影响尤为巨大。另一方面，这些地区的高失业率意味着，这些地区将从劳动力市场的改革中获得较大利益。

由于房地产的扩张，地中海地区和加纳利群岛（Canary）的家庭和企业的借贷水平较高，这使得情况更为恶化。对这一不均衡现象进行矫正的调整措施已然开始实施；但是，家庭收入和企业利润较低，加之对2012年的预期较差，因此，这些地区将会继续拖国内需求的后腿。这些自治区的储蓄率也低于北部地区的水平，因此，通过负债或提取储蓄的方式抵消收入的减少显得更加困难。

公共部门的地区政府债务和赤字也存在巨大差异。加泰罗尼亚（Catalonia）和巴伦西亚自治区（Valencia）的债务水平接近其国内生产总值（GDP）的20%，这一水平比马德里（Madrid）和巴斯克自治区（Basque Country）的两倍还多。这就为其他地区带来了额外的金融困难、相对较高的利息成本和更大程度的赤字调整需要。除了马德里（Madrid）之外，其他所有自治区都没有完成2011年的赤字目标，剩下的所有调整（或者至少是大部分）在2012年到期。

由于地方政府控制规则的变化、预算稳定法案的批准和对使用中央政府所支持之金融机制的需要-例如供应商付款计划，今年目标实现的可能性非常大。但是，这将要求某些自治区在财政整合方面做出切实努

力，而且这将对国内需求产生影响。其中的一些措施（例如供应商付款计划）可能涉及流动性的注入，这将在某种程度上抵消财政整合的影响，降低“不这样做会产生”的未付商业贷款之间存在的差异-但不会消除这种差异。

修改的稳定计划对“地方政府在财政调整计划中所提议之措施所关注”的数量和领域进行了说明（97亿欧元）。这些措施将会因“对地方账户产生影响”的中央政府的措施而得到强化，例如与国民医疗保健体系、依赖关系和教育相关的措施（2012年，达55亿欧元）。按照每个自治区人口，对这三个方面措施的影响进行分配的话，我们会得到这样的赤字调整预期，即自治区整体上能够实现其赤字目标。这些调整显示（注定会成为事实），那些最需要对其账户进行调整的自治区需要利用自己的资源做出更大的努力-这些自治区将会受到源自“公共投资和消费调整”所造成之需求减少的最大影响。但是，迄今所发布的数据没有考虑可能对“能否实现目标”产生严重影响两个方面：第一，五月中期之下一轮财政和货币政策会议（Fiscal and Financial Policy

Council）所同意的每个自治区的最终额外措施；以及，第二，“在准备自治区预算时，所使用的假设中所不包含的进一步的周期性恶化-尤其是收入方面”所造成的任何偏差。

总之，考虑到开支削减和“影响个人活跃性”之收入的增加的滞后性，我们预计，加泰罗尼亚（Catalonia）（和不需要做出大幅调整的地区）之最大的影响来自2011年所出现的大幅减低现象会继续在2012年出现，而对于“需要做出大幅财政整合”和“拖延必要之措施的实施”的自治区而言，这种影响将会持续到2013年。

明年的前景有些回暖：欧洲增长出现恢复，尽管恢复较为疲软；欧元继续贬值；金融压力降低；（因为2012年所取得的成就）调整需要降低；以及石油价格的轻微调整。尽管国内需求继续疲软，但所有自治区将恢复增长。具有最高国际开放度和最低财政调整需要的自治区的增长较为强劲。西班牙群岛上的自治区的情况将不是这样的，因为其从其竞争对手市场的关闭中所获得的优势可能开始消失。

表3

西班牙：各个自治区的国内生产总值（GDP）（百分比）

	2011年	2012年 (f)	2013年 (f)
安达卢西亚 (Andalusia)	0.1	-1.8	0.3
阿拉贡 (Aragon)	0.3	-1.6	0.5
阿斯图里亚斯 (Asturias)	0.3	-1.4	0.9
巴里阿里群岛 (Balearic Islands)	1.7	-0.4	1.0
加那利群岛 (Canary Islands)	2.1	-0.5	0.5
坎塔布里亚 (Cantabria)	0.7	-1.2	0.6
卡斯蒂利亚-莱昂 (Castile & León)	1.2	-0.7	1.0
卡斯蒂利亚-拉曼恰 (Castile La Mancha)	0.8	-2.3	0.2
加泰罗尼亚 (Catalonia)	0.8	-1.6	0.8
埃斯特雷马杜拉 (Extremadura)	-0.3	-1.8	0.5
加利西亚 (Galicia)	0.2	-1.1	0.7
马德里 (Madrid)	0.8	-0.6	1.0
穆尔西亚 (Murcia)	-0.1	-1.7	0.5
纳瓦拉 (Navarre)	1.4	-0.5	0.7
巴斯克自治区 (Basque Country)	1.3	-0.6	0.7
拉里奥哈 (La Rioja)	0.8	-1.4	0.7
瓦伦西亚自治区 (Valencia Community)	0.4	-2.2	0.2
西班牙	0.7	-1.3	0.6

数据来源：BBVA研究部

表4  
2012-2015稳定和增长计划（MINHAP）所规定之对2012年自治区公共账户的调整（占地区国内生产总值（GDP）百分比）

	2011年赤字	自治区调整计划的措施			影响自治区的中央政府措施（*）	所发布之总措施
		开支	收入	总计		
马德里（Madrid）	-1.1	0.1	0.0	0.1	0.4	0.5
加利西亚（Galicia）	-1.6	0.5	0.1	0.6	0.6	1.2
加那利群岛（Canary Islands）	-1.8	0.3	0.3	0.7	0.6	1.3
纳瓦拉（Navarre）	-1.9	0.1	0.5	0.6	0.4	1.0
拉里奥哈（La Rioja）	-2.0	0.5	0.9	1.3	0.5	1.8
卡斯蒂利亚-莱昂（Castile & León）	-2.4	0.2	0.3	0.5	0.5	1.0
巴斯克自治区（Basque Country）	-2.6	0.4	0.0	0.4	0.4	0.8
阿拉贡（Aragon）	-2.9	0.9	0.1	1.0	0.5	1.5
所有自治区	-2.9	0.5	0.4	0.9	0.5	1.4
安达卢西亚（Andalusia）	-3.2	0.0	0.8	0.8	0.7	1.5
阿斯图里亚斯（Asturias）	-3.6	1.5	0.0	1.5	0.6	2.1
瓦伦西亚自治区（Valencia Community）	-3.7	0.6	0.2	0.7	0.6	1.3
加泰罗尼亚（Catalonia）	-3.7	0.4	0.8	1.2	0.4	1.6
巴里阿里群岛（Balearic Islands）	-4.0	0.0	0.0	0.0	0.5	0.5
坎塔布里亚（Cantabria）	-4.0	1.0	0.2	1.2	0.5	1.7
穆尔西亚（Murcia）	-4.3	1.4	0.8	2.2	0.6	2.8
埃斯特雷马杜拉（Extremadura）	-4.6	1.7	0.1	1.7	0.7	2.5
卡斯蒂利亚-拉曼恰（Castile La Mancha）	-7.3	4.8	0.5	5.2	0.6	5.9

（\*）影响国民医疗保健体系、依赖关系和教育的措施。按照人口比重分配数额。

数据来源：2012-2015年稳定和增长计划（MINHAP）和BBVA研究部

表5  
自治区风险指标图

	马德里 (MAD)	巴斯克自治区 (BAS)	纳瓦拉 (NAV)	阿拉贡 (ARA)	坎塔布里亚 (CAN)	卡斯蒂利亚-莱昂 (CYL)	阿斯图里亚斯 (AST)	拉里奥哈 (RIO)	加泰罗尼亚 (CAT)	加那利群岛 (CAN)	加利西亚 (GAL)	瓦伦西亚自治区 (VAL)	巴里阿里群岛 (BAL)	穆尔西亚 (MUR)	卡斯蒂利亚-拉曼恰 (CLM)	埃斯特雷马杜拉 (EXT)	安达卢西亚 (AND)
短期综合指标	0.9	0.9	1.2	1.3	1.2	1.5	1.4	1.4	1.5	1.8	1.4	2.0	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
过量住房供应	1	1	1	2	1	2	1	3	2	2	2	2	2	2	2	0	2
对峰值房价进行的调整	1	3	2	0	2	2	2	1	1	2	2	2	2	2	2	3	1
外部部门的多元化	2	2	3	3	1	3	1	1	2	1	2	2	1	1	1	2	1
私有部门的杠杆作用	1	1	2	1	1	1	1	1	2	2	1	2	2	2	2	2	2
失业率	1	0	1	1	1	1	2	2	2	3	1	2	2	2	2	2	3
自治区债务 (占国内生产总值 (GDP) 百分比)	1	1	2	2	1	1	1	2	3	1	2	3	2	2	3	2	1
相对人均国内生产总值 (GDP)	0	0	0	2	2	2	2	2	1	2	2	2	2	2	2	2	2
对外国市场的开放度 (商品和旅游业)	2	1	0	2	2	2	2	2	1	1	1	2	1	1	2	3	2
家庭储蓄率	2	1	0	1	1	2	2	1	2	3	2	2	3	2	1	1	2
经济自由度指数	0	1	1	2	2	1	2	1	2	1	2	2	1	2	2	3	3
人力资本	0	0	1	1	1	2	1	2	2	2	2	2	2	2	3	3	2
R&D / 国内生产总值 (GDP)	0	0	0	2	2	2	2	2	1	2	2	2	3	2	2	2	2
基础设施 / PET	2	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	3	3	2	2	3
长期综合指标	0.4	0.4	0.6	1.1	1.2	1.1	1.3	1.3	1.3	1.7	1.9	1.9	2.3	2.3	2.3	2.4	2.4

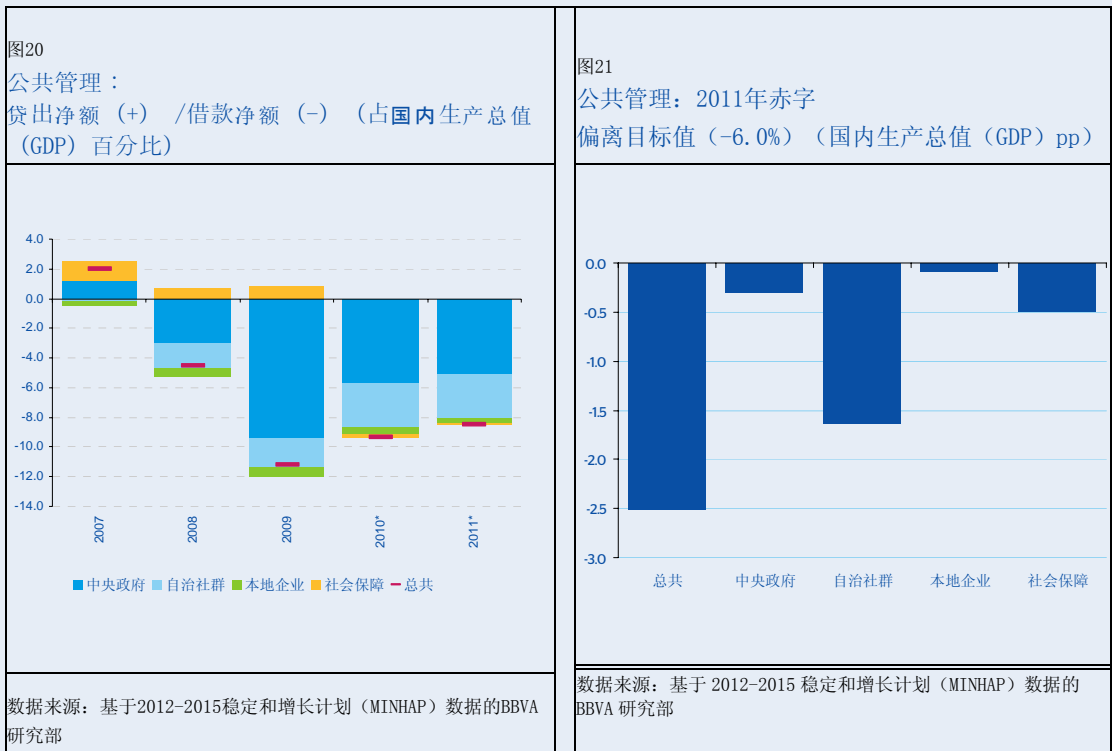
数据来源: BBVA研究部



框 2. 史无前例的财政调整

尽管2011年继续实施了“2010年中期开始实施”之财政调整和控制开支的政策，但2011年年末之时，中央政府赤字还是占国内生产总值（GDP）8.5%（见图表20），超过当年6%的目标值。正如图表21所示，尽管“超出国内生产总值（GDP）2.5pp”之大部分原因在于西班牙之自治自治区（1.6pp）和社会保障部门（0.5pp），但是，西班牙所有级别的政府目标均没有达到。这种大幅偏离于2011年赤字目标的现象说明：首先，西班牙自治区控制机制的失败-自治区控制机制在四月13日之预算稳定法案中被从根本上进行了加强；第二，劳动力市场持续恶化的巨大压力压在了社会保障开支上。

对公共账户和“如此巨大的赤字偏差”的原因进行分析是十分重要的，这样我们就能够就“所提议之将公共赤字拉回正轨，并在2013年底降至国内生产总值（GDP）3%”的财政调整措施的有效性进行评估。为此，在这个表框内，我们就税收收入的结构性和公共管理开支进行了分析，这样我们就能够就“对公共账户之调整的哪一部分能够在这一商业周期内起到自动稳定剂的作用”和“哪一部分是源于权衡性财政政策决策”进行评估。

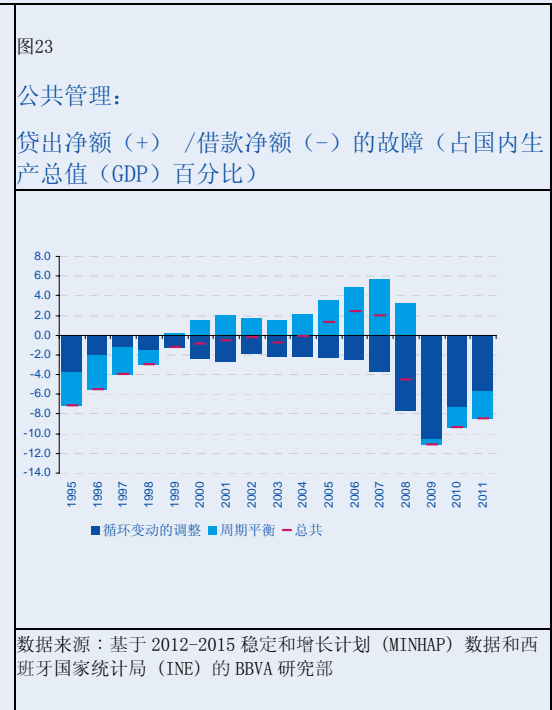
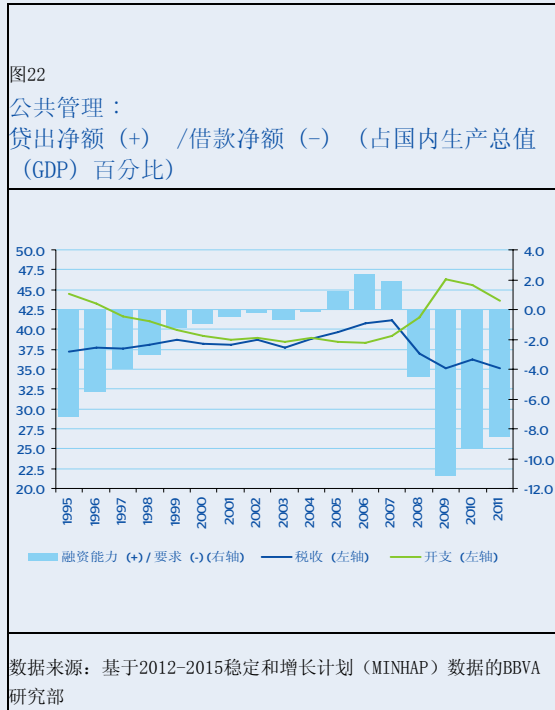


2011年未能完成赤字目标是因为对结构性开支的削减幅度低于计划幅度，而且周期性恶化比预期更为强烈。

当前经济危机的深度结束了上个世纪九十年代中期开始为了“达到欧元准入标准”而实施的财政整合措施，也结束了西班牙之持续了四十年的预算稳定期。正如图表22所示，这一财政整合计划的重点在于降低公共开支，从上个世纪九十年代中期至2007年期间，公共开支降低了国内生产总值（GDP）的5.2pp，而公共税收收入同一期间增加了3.9pp。“危机的爆发”和“为抵消其影响而实施的逆周期政策措施”使公共开支在2009年底增加至国内生产总值（GDP）的46.3%；这一水平与上个世纪九十年代中期的水平基本一致。但是，同时，公共税收收入也降低至上个世纪九十年代中期的水平（35.1%）。这使得公共管

理赤字在2009年整体上升至国内生产总值（GDP）的11.2%。财政刺激计划曾经结束了“危机缓解之端倪”。接着就开始实施了2010年财政整合措施；正如我们所观察到的，这一财政整合的结果不是很明显，尤其在2011年。

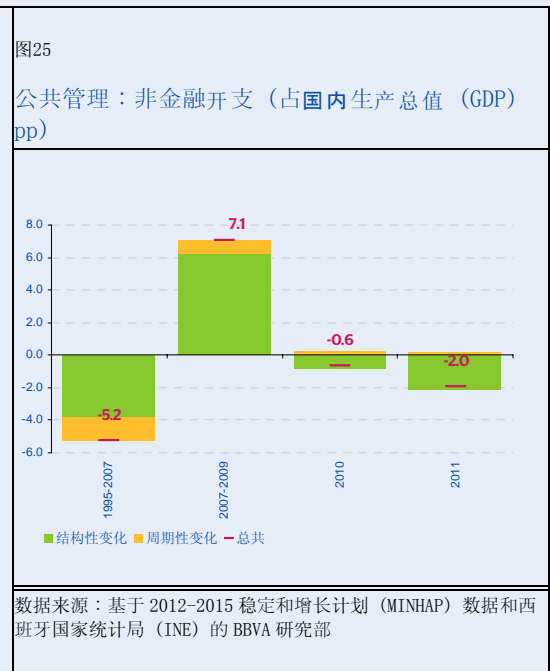
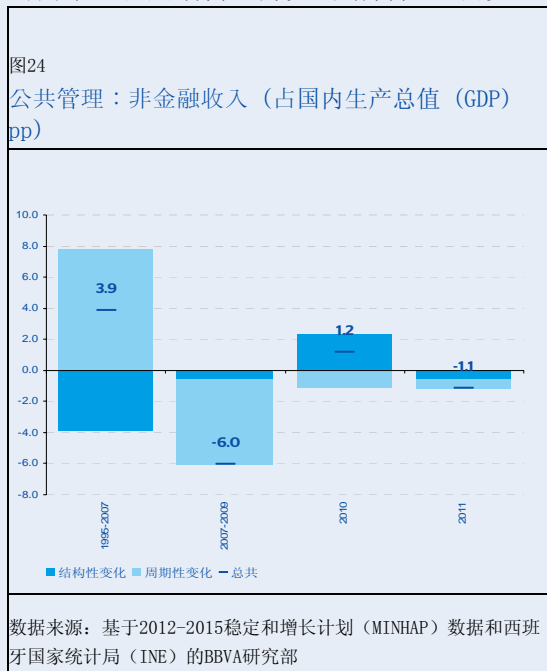
除去周期性构成（见图表23），在上一个财政整合阶段中，上个世纪九十年代之前主要实施的是结构性调整。从2000年到2007年，公共账户的改善是由于自动稳定剂的影响，因为结构性平衡实际上一直保持稳定，其平均水平大约是国内生产总值（GDP）的2.5%。当前的财政调整阶段，我们能够看到周期性调整资金是如何进行自我修正的，但还不足以抵消周期性恶化-周期性恶化现象仍然在破坏西班牙经济。



公共金融的发展是税收收入和开支之不同表现的结果。赤字方面，在1995年至2007年的整合期间，占国内生产总值（GDP）3.9pp的税收收入的增加（见图表24）受到周期性增长的支撑（几乎占公共收入的7.8pp），而结构性构成降低了3.9pp-这主要是因为个人收入所得税较低。在2008年至2009年期间，经济的周期性恶化消耗了占国内生产总值（GDP）5.5pp的公共收入；这还不包括大约占国内生产总值（GDP）0.5pp的税收收入的结构性减少-这主要是因为“房地产市场和商业利润<sup>12</sup>的大幅降低”所造成的课税基础的较低。在过去两年内，权衡性税收的增长增加了结构性收入，这抵消了税收收入的周期性较低，因此，2010年和2011年之构成国内生产总值（GDP）一部分的公共总收入几乎保持稳定。

正如我们的预期，自动稳定剂在根本上具有权衡性，因此，自动稳定剂对公共开支的影响较低。正如图表25所示，在所分析的两个整合周期内，开支的结构性（或权

衡性）构成发生了重大改变；在1997年至2007年之间，开支的结构性（或权衡性）构成的变化还伴随着“较低利率和劳动力市场改善”所带来的周期性改善。同样，2008年和2009年公共开支的增加主要是源自权衡性财政刺激措施的实施-权衡性刺激措施和失业的结构性增长使周期性调整开支增加了6.2 pp-这一水平接近上世纪九十年代初期的水平。最后，所实施之财政整合措施造成“在2010年和2011年，对所有开支项目的结构性构成进行广义程度上的调整（利息支付和失业救济金除外）”的结果，与此同时，这一调整的程度却低于2011-2014年稳定和增长计划（PEC 2011-2014）中的预期程度，而且不足以实现2011年之6.0%的赤字目标。因此，“开支减少的偏离”和“高于2011-2014年稳定和增长计划（PEC 2011-2014）预期之周期性收入的减少”是“未能实现2011年之稳定目标”的原因。



12: 关于危机时期公共开支的表现之相关信息，请参阅2011年11月西班牙经济前景之表框1，“公共管理非金融来源的近期走势：结构性视角”

为了能够在2012年实现“将赤字降低至5.3%”的目标，需要对国内生产总值（GDP）的5.1pp进行调整。所实施的措施也证实了这一财政调整之史无前例的强度。

“超出2011年赤字目标的规模（国内生产总值（GDP）的2.5pp）”将财政整合压力转移到了2012年和2013年，即将“今年计划实施的调整措施”浓缩为“在2013年实现占国内生产总值（GDP）3%的赤字目标”。因此，除了赤字方面出现经济性恶化的效应之外—预计恶化效应能够达到国内生产总值（GDP）的2.0pp，未来两年中，必须降低国内生产总值（GDP）的5.5pp的公共赤字。因此，“实现2013年年底的赤字目标”所要求实施的财政调整总量约为国内生产总值（GDP）的7.4pp左右，其中，5.1pp与2012年的情况相关（见图表26）。

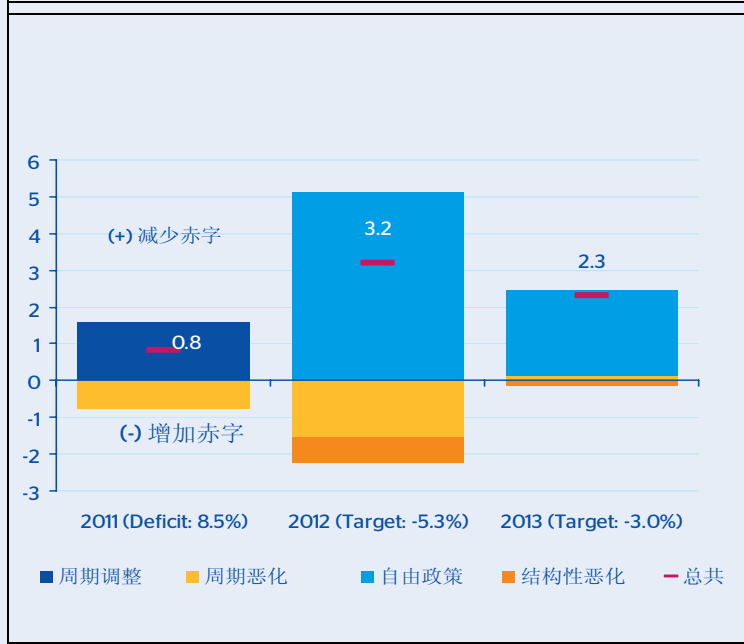
2012年已经宣布实施“相当于国内生产总值（GDP）2.4pp”的措施（PGE 2012），其中，“近期已提交至布鲁塞尔进行批准”的2012-2015年稳定和增长计划中包含0.5pp。整体而言，因为，在部分地抵消预期周期性恶化的同时，这些措施足以实现降低占国内生产总值（GDP）1.6pp的赤

字，将其降低至占国内生产总值（GDP）的3.5%，所以，这些措施能够使中央政府在2012年实现其稳定目标。

因此，实现西班牙中央政府目标的压力仍然在于自治区，除了已经宣布实施的措施之外，西班牙政府还需要宣布实施其他措施，才能够实现2012年之占国内生产总值（GDP）1.5%的赤字目标。为“2012年五月的上半月”所计划的财政和金融政策会议（FFPC）必须批准“自治区所提交”之修订的调整计划，其中必须包括完成财政调整所要求的措施。

但是，所采用的措施正在提高“实现财政目标”的信心。尽管“经济状况中任何其他恶化”都将把“公共管理的稳定目标”置于危险之地，但中央政府在实现其赤字目标方面还有一定程度上可操作的空间。“新预算稳定法案的批准”和“供应商付款计划”的实施增强了中央政府对地区账户的控制。此外，中央政府已经发布了结构性改革和私有化计划的日程表，这将带来更多的资金，可以通过直接降低赤字或降低借款条件来减轻金融市场对公共债务的压力。

图26  
公共管理：  
对财政调整的贡献（占国内生产总值（GDP）的pp）



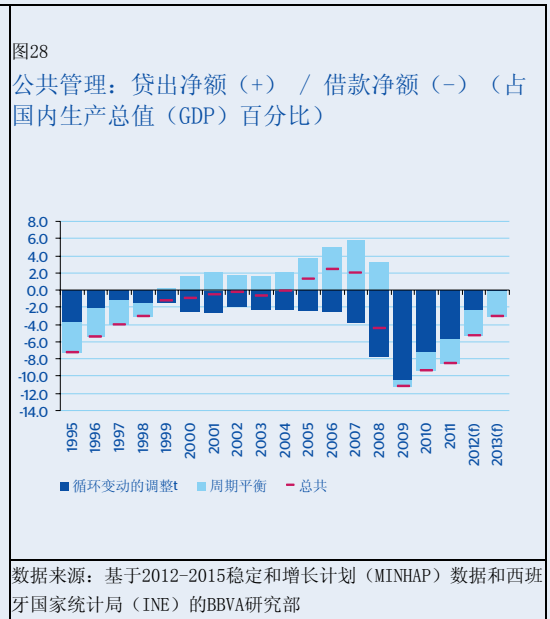
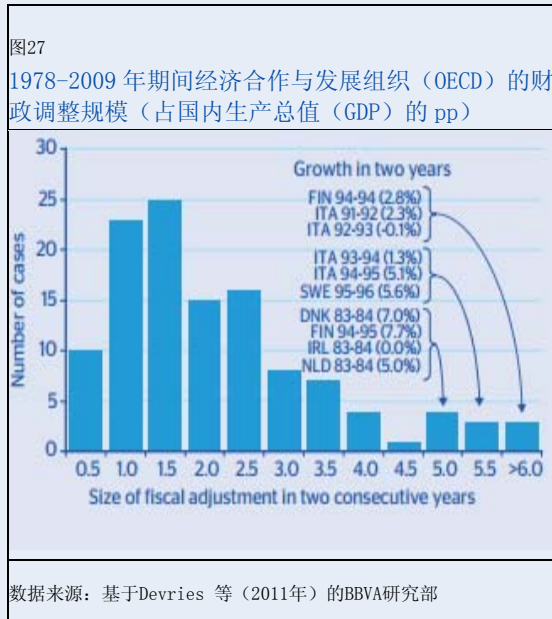
数据来源：基于2012-2015稳定和增长计划（MINHAP）数据和西班牙国家统计局（INE）的BBVA研究部

4月27日，中央政府批准的2012-2015年稳定和增长计划（PEC 2012-2015）批准了“要实现预算稳定”的承诺，其将在2015年之前继续实施降低赤字的措施，并将在2016年实现赤字平衡（占国内生产总值（GDP）0%）。但是，值得注意的一点是，对发达国家而言，2012年的财政调整规模实际上是史无前例的（见图表27），尤其是其发生在经济衰退期。在这种情况下，通过“实现2012年稳定目标”而实现的结构赤字将会略高于国内生产总值（GDP）的2%（见图表28）。事实上，若在2013年实现占国内生产总值（GDP）3%的赤字目标，我们预计，一般而言，政府将会实现结构性平衡占国内生产总值（GDP）0%的目标-新预算稳定法案和稳定、协调和管理协议中规定，实现这一目标还有七年时间。

除了要实现2012-2015年稳定和增长计划（PEC 2012-2015）所提议的稳定目标之外，中央政府还宣布了2013年的财政贬值计划，以便降低就业税收，增加消费税，其中，预计间接接收的增长会带来80亿欧元的收入（占国内生产总值（GDP）0.7pp）。BBVA的研究发现，所发布之税务

征缴相当于消费税增加2pp，而且这一类型的税收之每一个点的增加都意味着将近30亿欧元的收入。倘若正如BBVA研究之前所提议的一样，这会伴随“雇主社会保障贡献出现3.5pp的减少”的结果，那么，其对征税的影响将是中性的，但将对2013年和2014年的国内生产总值（GDP）产生超过1%的正面影响<sup>13</sup>。

这些措施将会在短期内刺激增长，并将会满足“在清理公共账户和保证经济复苏之间实现平衡”的需求。但是，经济政策取向的任何变化都取决于欧洲的共识。因此，“符合近期之管理改善精神（财政契约）”的欧洲层面的策略将是值得推荐的。这将能够确定“2013年以后的调整将变得更为平缓”，着重于“发布具有足够细节性的跨年度措施和结构性赤字目标”，而不是“制定名义目标和发布顺周期措施”-为了完全实现财政目标并使结构性改革批准，“制定名义目标和发布顺周期措施”往往会对各国产生不利影响，和达不到预期目标的结果。



13: 请参阅2009年三月之西班牙经济前景中“对西班牙劳动力市场的三个结构性改革”



### 框 3. 供应商付款计划的影响

二月底，中央政府宣布在2011年12月31日实施“付清自治区和当地企业供应商的未偿债务”机制。这涉及供应商付款金融资金的产生-这是一个新主体，将“获得财政部支撑”的辛迪加银行贷款中筹集资金，以便为当地政府主体提供支付其供应商的资金。自治区和当地企业的资金的期限是十年，其中，两年利率是宽限期。债务的实施将通过“扣留州税收据之当地实体份额”和“扣留自治区资金系统的其他来源”进行保证。信贷的成本与中央政府支持之其他业务的成本一致，最大可以高出财政部融资成本115个基点-其中可以增加30bp的最大调整空间。与这些实体目前可以从资金市场获得的条件相比，这些都是非常优惠的条件。因为“意识到这种方法可能在未来造成道德风险”，并“利用促进财政整合计划的措施”，中央政府要求实体在其获得这种资金之前需要提交调整计划<sup>14</sup>。

中央政府要求当地企业在三月15日之前提交债务和债权人清单，这些清单显示承付款项达到95亿欧元（占国内生产总值（GDP）0.9%）。中央政府对自治区实行了相同的程序，宣布债务的初期数据达到170亿欧元（占国内生产总值（GDP）1.6%）<sup>15</sup>。这一计划是自愿的，但只有加利西亚（Galicia）、纳瓦拉（Navarre）和巴斯克自治区（Basque Country）没有入选可以参与这一计划。

由此，我们的目标是，预测此次流动性的注入对西班牙经济的影响。尤其需要指出的是，其对经济活跃性的影响将主要取决于“这一计划之受益者的开支倾向”。受益者很可能不是企业本身，因为企业可能已经通过票据保理等活动将金融机构欠它们的债务进行了贴现处理。在这种情况下，流动性注入将使债务的当前拥有者受益。这也是受欢迎的，因为这将改善所涉及之金融机构的流动性；但是，可能还需要一段时间才能渗透到贷款领域和经济活跃性方面-在考虑到金融市场当前的紧张局面的情况下尤为如此。此外，即便这些债

务的很大一部分都没有被贴现，但受益于流动性注入的企业也可能并不想花费这笔资金，并有可能选择“降低其自身债务或增加其存款”。当前经济的不确定性很可能会促使这种行为的出现。

基于这些方面的考虑，图表29显示了REMS模型<sup>16</sup>就“这一计划对西班牙经济的影响”进行了模拟；这一模型对“与金融系统进行贴现之债务的百分比（水平轴）”和“对经济主体的流动性限制程度（以及其立刻花费任何现金注入的能力）”作出了假设。与金融机构贴现的债务百分比越高，这一计划对经济产生的影响可能会越小。消费倾向越高（以及用于支付债务或存款的现金注入越少），其对国内生产总值（GDP）的影响越大。最有可能出现的情境是什么呢？因为我们没有对“企业与金融机构进行贴现的公共债务”进行汇总统计，因此，这个问题很难回答。但是，我们却知道非金融企业之商业信贷的未付款额度和预付款额度，其2011年的总量是496亿欧元。

基于西班牙发票保理协会（AEF）的数据，并考虑到其市场份额，这一业务在2011年可能价值86亿欧元<sup>17</sup>。这一数额相当于非金融企业之商业信贷未付款的17%。但是，在当前之“赤字增加、个人活跃性降低和来自公共部门的保证降低”的情况下，这一份额高于“最终会成为政府实体责任”的债务。因此，尽管我们所展示的模拟结果假设“20%的债务已被贴现”，但其实际水平可能更高。REMS模型的核心情境也假设“50%的经济实体流动性受限（因此，其将不可能立即花费任何现金注入）”。最可能之情境的假设是，所有债务的三分之一被进行了贴现处理，而且50%的实体流动性受限，这将会对2012年的国内生产总值（GDP）产生“相当于今年额外活跃性之一个基点的十分之七”的积极影响；但是，一些参数价值的不确定性却意味着，实际的额外影响可能在“一个基点的十分之四到一点”之间。



14: 关于供应商付款计划的运作和特点, 请参阅经济部 (2012-2015稳定和增长计划 (MINHAP)) 之网站

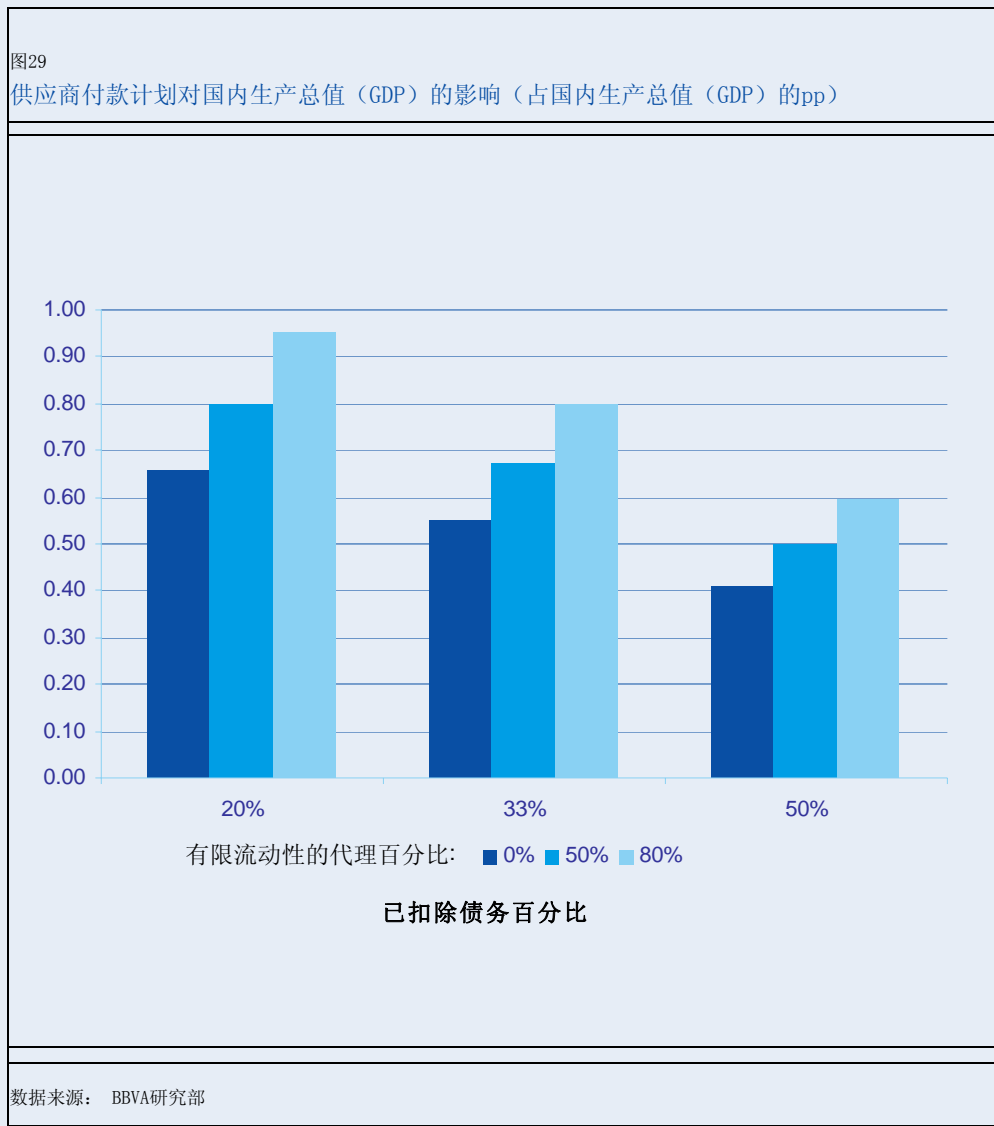
(<http://www.minhap.gob.es/es->

[ES/Servicios/Paginas/MecanismodefinanciacionparaelpagoaproveedoresdeEntidadesLocalesydeComunidadesAutonomas.aspx](http://www.minhap.gob.es/es-ES/Servicios/Paginas/MecanismodefinanciacionparaelpagoaproveedoresdeEntidadesLocalesydeComunidadesAutonomas.aspx))

15: 政府宣布说这些数据是自治区和市政会的初期数据。

16: 对于这一模型的详细信息, 请咨询Boscó, José E., Rafael Doménech, Javier Ferri和 Juan Varela, 并参阅西班牙经济: 一般均衡视角, Palgrave Macmillan, 2011年

17: 在其网站上 (<http://www.factoringasociacion.com/>), AEF 说, 2011年, 全国发票保理价值是644亿欧元, 并解释说其几乎覆盖了所有的专业信贷实体; 这使得我们做出了如下假设, 即它们代表西班牙总体保理和确认®市场的75%。文中所引用之860亿欧元是按照市场份额 (75%) 划分的640亿欧元计算得出的。



框 4. 劳动力市场改革：向更具竞争力的方向前进

正确诊断和积极评估

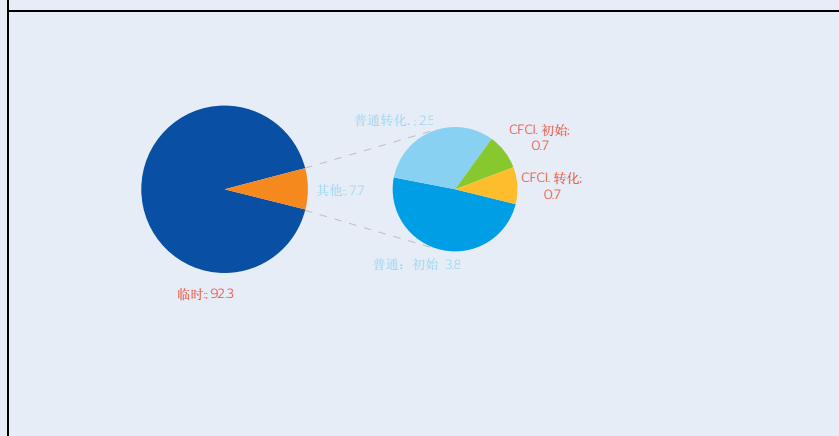
2月10日发布之皇家法令3/2012是关于“对劳动力市场进行改革”的紧急措施的，其正确地就西班牙劳动力市场的主要问题进行了诊断，包括缺乏内部灵活性，而且暂时性合同和永久性合同之间缺少区分。我们对这一改革持积极观点，因为与之前的劳动力市场规则相比，这代表着一种实质性的进步-主要在前述之问题方面；但是，在我们看来，用于处理这些问题的措施还存在不足。

这一项改革降低了解雇工人的成本，而且，在较小程度上，降低了永久性工人和暂时性工人的区别。

这一改革清除了所谓的“快速解雇”，其对不公平解雇的赔偿金从每年45天工资增加至最大42天的月度付款，而且对不公平

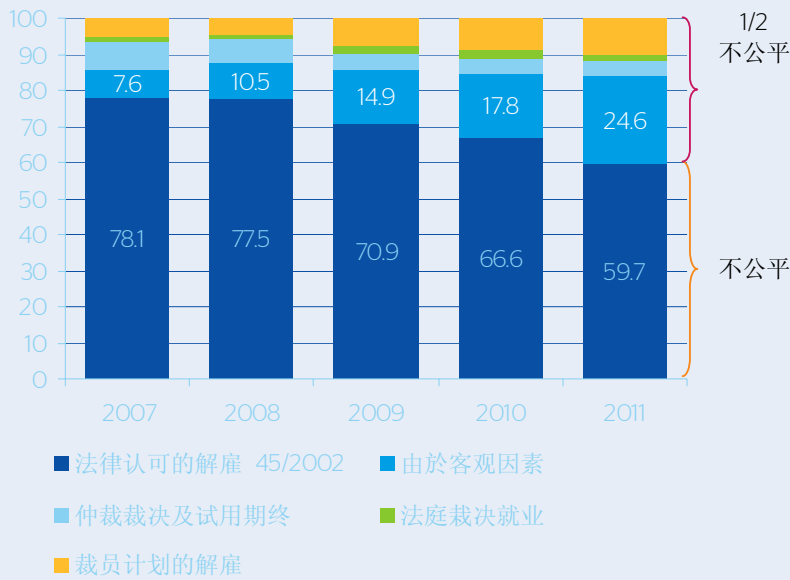
解雇的赔偿金从每年33天工资的增加至最大24天的月度付款。与此同时，这一项改革也改善了合理解雇的经济合理性（“存在实际或预期损失，或者收入或销售的永久性减少[...]倘若连续三个季度出现这种减少的现象<sup>19</sup>，那么就认定为永久性减少”），而且在终止雇佣合同之前不需要获得行政批准<sup>20</sup>。这些规则上的变化是为了使解雇系统在“因客观原因而获解雇”的方向上重新获得平衡，这一方面的相对缺乏是西班牙劳动力市场的机能障碍之一。图表31显示，2011年，合理解雇还不到所有永久性合同工人之解雇量的三分之一。总体而言，这些立法上的变化将会降低对永久性合同解雇的赔偿金，并能够减少“终止这类合同”的成本以及“终止暂时性合同”的成本。

图30  
西班牙：按照类型登记在册的合同（2011年，百分比）



数据来源：基于MESS数据的BBVA研究部

图31  
西班牙：被解雇之具有永久性合同工人的分布（百分比）



数据来源：基于MESS数据的BBVA研究部

18: 可从下列网站获得相关信息：<http://www.boe.es/boe/dias/2012/02/11/pdfs/BOE-A-2012-2076.pdf>.

19: 西班牙人民党向皇家法令提交的一个修正案是关于“实施旨在进一步确认就业终止之经济原因的紧急措施”的。草案的第18.3节“就业合同的终止”，应该是这样的：“倘若企业结果通过“实际或预期损失，或者收入或销售的永久性减少”表现出消极的经济状况，那么就认定存在经济原因。倘若在三个连续季度中，每个季度的正常收入或销售水平低于20之同季度的水平，那么就认定是永久性减少。”此外，在解雇程序进行期间的补发工资只有在雇员被复职时才能支付。

在改善劳资谈判方面取得了重大进步

皇家法令3/2012所引进的一个重大变化就是建立“企业协议优先于更高级协议”的制度。在当前的法律生效之前，部门协议（州或自治区）优先于企业协议。这一改变将使得企业更容易适应经济状况，并能够鼓励对密集边际（工作时数）和报酬的调整，而非对外延边际（就业）的调整。

对于受部门协议管理的企业，这一改革在某种程度上促进了选择性退出：倘若存在不一致意见，如果企业和雇员代表在部门协议中达成一致的话，将在法庭之外通过仲裁的方式解决冲突；如果两方未就此达成一致，任何一方均可将争议提交至国家集体协议咨询委员会（Comisión Consultiva de Convenios Colectivos）或地区性类似机构，这类机构将委派一个仲裁人在最多25天内对这一争议进行处理。同时，这一改革也扩大了企业可以选择退出的领域（工作日、时间、轮班工作、工作系统、职能等），并改善了准许选择退出的经济原因：“存在实际或预期损失，或者收入或销售的永久性减少[...]倘若这种减少的现象在超过两个季度的时间内存在<sup>19</sup>，那么就认定为永久性减少”<sup>21</sup>。

在劳资谈判方面，这一改革之最不积极的方面就是其在“阻止过期协议继续有效”上的决心不够大—尽管其不再适用，但条例中所创建的新协议的两年期谈判时间实在太长。西班牙所签署的协议中，几乎80%协议的谈判期是两年或者更长，因此，在尚未出现新协议替换它之前，旧协议能够在至少四年时间内继续有效。

可能在企业引进更大的内部灵活性

除了劳资谈判方面的变化，这一改革对工作条件也有实质性改变，包括工资水平。这一改革去除了对“因金融、技术、组织或生产原因而造成的“暂停就业合同”或“减少工作日”之前，需要获得行政批准”的要求；也将企业社会保障贡献的50%

用于受到合同暂停或工作日减少—最多240天—影响的工人—条件是这些工人必须在至少一年时间内有稳定工作<sup>22</sup>。此外，条例还将职责灵活性赋予了职业团体，而不仅仅限于之前的职业类别。

增加内部灵活性无疑是积极的。正如我们在这一出版物的前几版所说，我们对所有“旨在增加密集边际而非外延边际，并将此作为调整就业的一种方法的措施”持积极的观点。

增加了求职过程的有效性

为了减少人们处于失业状态的时间，并改善就业质量，还采用了针对短时间工中介企业的条例框架（ETTs），授权这些短时间工中介企业“按照职业介绍所进行运作”的权利。与以前的条例不同的是，现在的行政沉默被认为是“[作为职业介绍所]的请求获批”。鉴于公共就业服务在安置就业方面的无效，我们对这些新中介的参与持积极态度。

合同系统的变化主要是通过财政刺激产生廉价劳动力，而非更为有效的激活策略

这一改革使得培训和见习合同变得更具灵活性，扩大了最高年龄和期限的限制，并建立了使用这一条例的财政刺激措施（若企业雇员少于250个，那么就减免企业社会保障贡献的100%；若企业雇员多于250个，则减免企业社会保障贡献的75%），而且还鼓励其转变为永久性合同（减免企业社会保障贡献的1500欧元，加上对女性另外的300欧元）。此外，还为少于50雇员的企业专门创建了新形式的永久性合同，这种情况下，将因以下事由获得减免：（1）与30岁以下的年轻人签订首次就业合同<sup>23</sup>（减免3000欧元）；（2）在三年时间内保持年轻人的就业（第一年减免1000欧元，第二年减免1100欧元，第三年减免1200欧元）；和（3）与“被登记为在合同签订之前的18个月中的至少12个月都在找工作的、年龄大于45岁”的长期失业人员签订合同并保持雇佣关系（三年中每年减免1300欧元）。

21：脚注1所述之对终止合同之经济原因的认定也适用于集体协议的决定退出

22：倘若企业完全终止合同，那么这些条款所列内容是可偿付的。

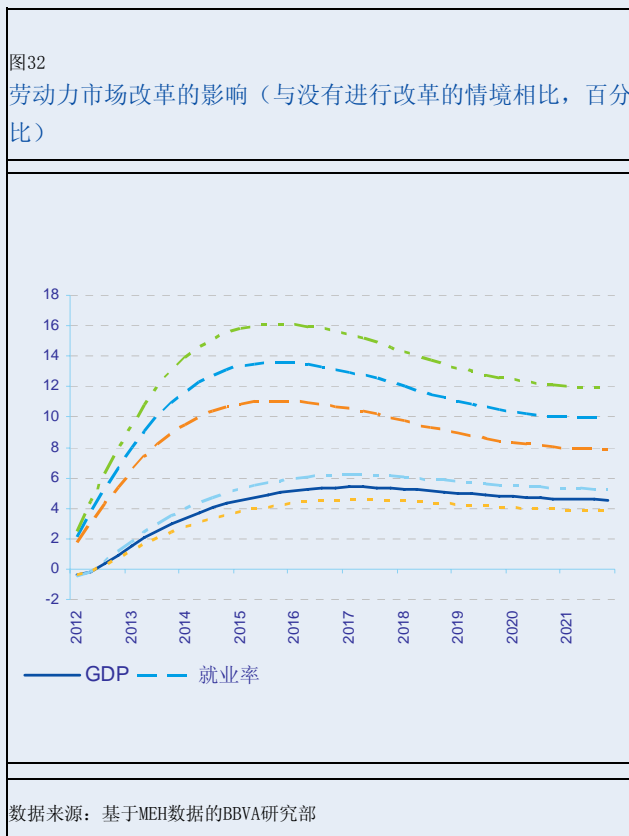
23：倘若与之签订合同的人员处于失业状态，而且领取失业救济金，则企业能够每年降低这种救济金领取的50%；该工人能够自动使其工资和同期失业救济金的25%保持一致。

尽管实习合同方面的变化是受欢迎的，但考虑到“建立永久性合同激励机制的明显无效性”，与其相比，改变有效就业政策（PAE）的开支构成一直是更可取的做法。西班牙几乎将有效就业政策的半数资金用于雇佣和保持就业的激励机制（主要是通过减免雇主社会保障贡献的方式），而EU-15平均只是四分之一。因此，在培训、融入劳动力市场和就业再定位方面的开支相对较低。2005-2010年间，与德国的30.4%和丹麦的41.8%相比，西班牙的培训只占有效就业政策（PAE）开支的24.9%；与德国的7.2%和丹麦的50.9%相比，西班牙的融入劳动力市场和就业再定位开支只占3.9%。因此，将用于工作合同方面减免的一些资金进行重新分配，将其分配至“增加工人就业能力”的政策方面将是更为可取的做法<sup>24</sup>—尤其是在房地产部门因结构性调整而失业的工人。

这一项改革将在中期时间内使国内生产总值（GDP）增加4%左右

REMS模型<sup>25</sup>将这一改革对西班牙经济的影响进行了模拟。主要改变的方面包括：（1）中期时间内，西班牙经济中的暂时性就业率减少6pp，因此，合同有效期会出现5%的增长；（2）基于客观原因的公平解雇变得更为广泛（占所有解雇数量的50%），而且使用“33天工资赔偿金”的合同更为广泛，因此，平均解雇成本降低20%；（3）劳资谈判的变化降低了工会制定工资的权利；（4）找工作的有效性提高了2%；（5）这一项改革所倡导的改善资源分配的措施使总要素生产率（TFP）出现0.9%的永久性增长。

图表32显示，改革对就业的影响可能尤为积极，在中期时间内，会促使就业出现10%的增长。图表32中假设了这一改革能够立即得以实施，但这是不可能的，因为企业需要一段时间才能开始有规律地适应这些立法方面的变化。但是，按照改革实施的程度，改革可能对经济产生实质性影响，在中期时间内可能带来国内生产总值（GDP）4%的增长。



24： 注意“2012年中央政府预算”加剧了“有效就业政策（PAE）开支构成”的问题。2012年的有效就业政策（PAE）开支将低于2011年21.7个百分点，其中，培训和直接创造工作方面的开支减少的幅度最大，分别降低32.4%和39.3%。开支出现增长的仅限于就业刺激机制，与2011年相比，其将增加6.1%。

25： 关于这一模型的详细信息，请参阅Boscó, José E., Rafael Doménech, Javier Ferri和Juan Varela, 西班牙经济：一般均衡视角, Palgrave Macmillan, 2011年

框 5. 西班牙经济中期时间内的周期性特点

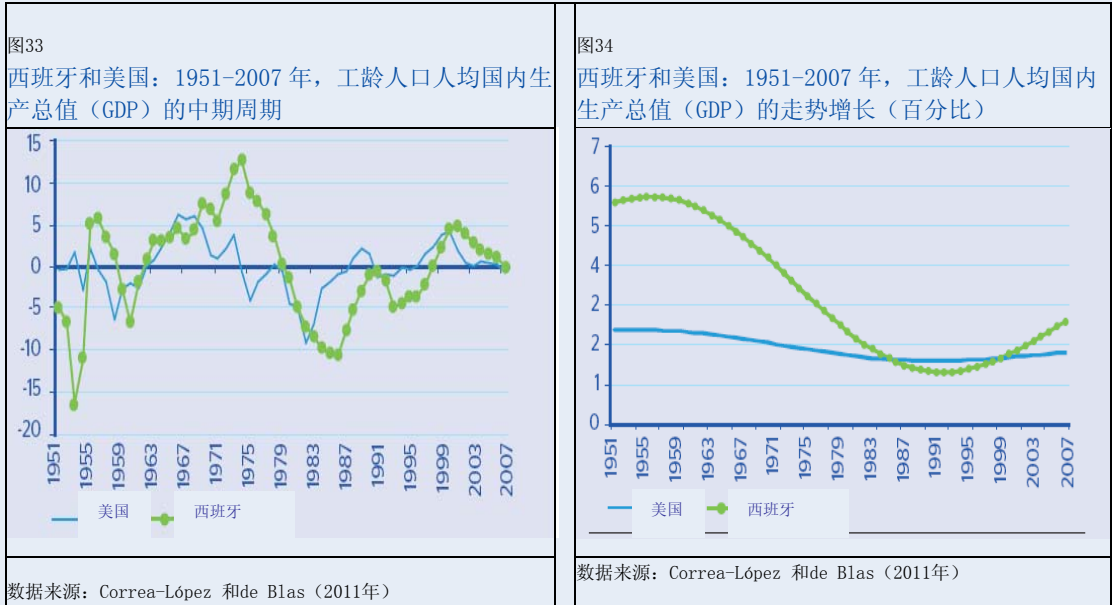
2008年起源于美国的金融危机说明，需要对主要发达经济体的宏观经济总量之间的关系进行彻底的实证研究。XX世纪中期以来，工业化国家已经经历了长时间的或高速或低速的增长。这些“宏观经济的波动现象不断延长”的特性与“对商业周期的传统定义”形成对比，后者注重于频繁波动。近期，Comin和Gertler（2006年）提出这样一个观点，即“这类波动的持续期越来越长”是经济所经历之冲击的持久化机制造成的<sup>26</sup>。这种持久化机制与“创新、传播和采用过程”密切相关—就其本质而言，这些过程都需要一段时间才能发生变化，因此，与传统上所分析和定义的中期商业周期相比，实际商业周期的强度和长度都更大<sup>27</sup>。

我们在本表框将就“西班牙中期商业周期的主要特点”进行归纳，并将对“西班牙

和其他主要发达经济体的联动和传播模式”进行研究<sup>28</sup>。对这些国际传播机制的确认将有助于明确并改善可用于西班牙经济的模拟和预测工具<sup>29</sup>。

西班牙中期商业周期的程式化特点

对西班牙和美国之中期周期的比较显示，西班牙的中期周期特点更为显著（见图表33）<sup>30</sup>。举例来说，在上个世纪六十年代扩张期，西班牙国内生产总值（GDP）走势的增长百分比是19%，美国的是13%。同样，在上个世纪七十年代扩张期，西班牙国内生产总值（GDP）走势的下降百分比（23%）也比美国明显（15%）。平均而言，西班牙的中期商业周期持续时间也比较长：西班牙持续15年，而美国持续10年。



26：这些冲击是由不同原因造成的，其中包括货币、财政和优惠政策。  
 27：负面的国内冲击降低了R&D投资的收益，降低了高科技半成品的使用率，并最终降低了生产力—增长将会出现永久性降低。对进口技术的开放经济体而言，源自国外的负面冲击的传播机制包括双边贸易和资金流动，例如外国直接投资。负面冲击将造成可用于生产过程的高科技半成品的减少。  
 28：本表框就BBVA工作文件系列之No. 11/32中Correa-López, M. 和de Blas, B.（2011年）的“中期技术周期的国际传播：用作为接受国的西班牙为据”的主要结果和结论进行了总结。  
 29：关于对西班牙经济之周期性表现的研究，请参阅Licandro和Puch（1997年）和Ortega（1998年）。  
 30：每个时间序列的中期周期都被提取为两个构成的和：与在两年和八年时间内重复出现的周期对应的高频率分量；和在八年和五十年时间内重复出现的周期对应的中频率分量。Correa-López和de Blas（2011）提供了提取周期的方法论、变量的定义、样本量和数据的统计源。



表格6就“西班牙之中期周期内的国内生产总值（GDP）和其他宏观经济因素之间的同期联动的波动性、持久性和性质”的结果进行了总结。西班牙的主要宏观经济变量显示出很高的持久度，对国内生产总值（GDP）的一级相关系数是0.85，与消费和投资的一级相关系数是0.92<sup>31</sup>。消费比国内生产总值（GDP）具有相对较大的波动性，其中，消费的标准偏差是6.4，国内生产总值（GDP）的标准偏差是6.1，这一结果与

生活周期假设相矛盾-至少与西班牙的情况相矛盾<sup>32</sup>。总工作时间的自相关系数是0.96，是中期周期中最具持久性的序列，但也是具有强烈顺周期性的序列。当出现剧烈周期性下降时，就业是结束“负面冲击所产生”之不平衡的最慢的变量之一。最后，这些结果显示，西班牙中期商业周期的显著特点之一是技术变化、创新和贸易的顺周期性质<sup>33</sup>。

表6  
1950-2007年，西班牙中期周期的程式化特点

	波动性	持久性	国内联动
主要宏观经济因素			
国内生产总值（GDP）		非常高	
投资	非常高	非常高	强烈顺周期性
消费	高	非常高	强烈顺周期性
出口	非常高	非常高	微弱顺周期性
进口	非常高	非常高	强烈顺周期性
贸易平衡/国内生产总值（GDP）	非常高	非常高	适度逆周期性
往来账户/国内生产总值（GDP）	非常高	非常高	适度逆周期性
劳动力市场			
小时	高	非常高	强烈顺周期性
每小时的生产力	适度	高	微弱顺周期性
技术和创新			
资金的相对价格	非常高	非常高	强烈逆周期性
总生产要素（TFP）	适度	高	适度顺周期性
R&D	非常高	非常高	微弱顺周期性
专利	非常高	非常高	适度顺周期性
相对价格			
价格上涨	高	非常高	微弱顺周期性
贸易条件	非常高	非常高	适度顺周期性
实际有效汇率（REER）	非常高	非常高	微弱逆周期性
注释：波动性是基于标准偏差进行计算的；持久性是基于一级相关系数进行计算的；国内联动是基于与国内生产总值（GDP）的同期相关性进行计算的。TFP指总生产要素；R&D指对研究和发展的个人投资；REER指实际有效汇率。			
数据来源：Correa-López 和 de Blas（2011年）			

31: Correa-López 和 de Blas (2011)给出了具体预测。

32: 按照这种假设, 个体将使用存款来抵消收入变化对其消费模式的影响。倘若发生这些的情况, 与国内生产总值 (GDP) 相比, 消费将具有更大的不稳定性。Dolado等 (1993年) 将这种生活周期假设的明显相悖归因于1970年至1990年之间出现的税收和转移的变化。本表框的分析发现, 对中频率分量而言, 消费的不稳定性高于国内生产总值 (GDP) 的不稳定性, 但对高频率分量而言, 情况却不是如此。

33: 因为相对价格的降低意味着技术的进步, 所以, 资金的相对价格表现了资本商品中的技术变化。全要素生产率是对 “更有效地使用组合生产要素所带来” 的技术进步的衡量。技术改变和创新的顺周期性质说明, Comin和Gertler (2006年) 所认定之美国经济中传播国内冲击的内生机制是存在的。

中期周期内的国际联动和传播

表格7提供了中期周期内国际联动程度的证据<sup>34</sup>。美国和西班牙之间的国内生产总值 (GDP)、消费、投资、进口、贸易平衡和往来账户的国际化联动都是正值, 联动程度高或者很高, 而且非常显著。平均而言, 美国的中期周期显示出领先西班牙三年。西班牙和欧洲其他国家之间的联动程度非常高, 与法国、英国、德国和意大利的联动尤其高, 其中, 与德国和意大利的联动程度稍小。

表格7所显示的结果说明, 中期商业周期内, 国家之间可能存在传播。由于一些国家的宏观经济变量领先于西班牙的宏观经济总量, 因此这些证据说明, 西班牙可能是国外商业周期的接受国。为了进一步对这一假设进行验证, 我们计算了与西班牙国内生产总值 (GDP) 相关之美国、法国、德国、英国和意大利的技术、创新和国际相对价格的相关系数<sup>35</sup>。

表7  
1950-2007年, 宏观经济变量比对在中期周期内的相关性分析

标准变量	与各个国家 (y (t+k)) 对比之西班牙 (y (t))									
	中期周期									
	美国		法国		德国		英国		意大利	
国内生产总值 (GDP)	0.64 (0.47, * 0.78)	* 0.76 (0.62, 0.86)		0.71 (0.51, 0.80)	* 0.78 (0.65, 0.86)	* 0.49 (0.31, 0.64)				
	k=-3		k=1		k=-1		k=-1		k=5	
小时数	-0.71 (-0.80, -0.58)	0.88 (0.79, * 0.92)		0.50 (0.30, 0.64)	* 0.60 (0.35, 0.75)	* 0.26 (-0.00, 0.50)				*
	k=4		k=0		k=-9		k=-2		k=-10	
每小时生产力	-0.32 (-0.55, -0.02)	0.24 (-0.08, 0.54)		0.68 (0.51, 0.81)	0.24 (0.01, 0.40)	* 0.35 (0.16, 0.57)				
	k=1		k=4		k=5		k=-10		k=6	
消费	0.78 (0.66, * 0.86)	* 0.85 (0.76, 0.90)		0.75 (0.62, 0.84)	* 0.70 (0.51, 0.82)	* 0.63 (0.40, 0.76)				*
	k=-3		k=1		k=0		k=-2		k=-2	

投资	0.58 (0.36, 0.74)	*	0.89 (0.82, 0.94)	*	-0.61 (-0.75, -0.42)		0.90 (0.85, 0.94)	*	0.39 (0.14, 0.57)	
	$k=-2$		$k=0$		$k=10$		$k=-1$		$k=5$	
出口	-0.40 (-0.55, -0.19)		0.74 (0.62, 0.82)	*	-0.46 (-0.68, -0.14)	*	0.61 (0.39, 0.73)	*	0.59 (0.38, 0.74)	*
	$k=7$		$k=0$		$k=-9$		$k=0$		$k=-4$	
进口	0.60 (0.39, 0.76)	*	0.74 (0.61, 0.81)		0.41 (0.12, 0.60)	*	0.61 (0.44, 0.73)	*	0.82 (0.74, 0.88)	*
	$k=-3$		$k=4$		$k=0$		$k=-1$		$k=-2$	
贸易平衡/国内生产总值 (GDP)	0.64 (0.43, 0.80)	*	0.58 (0.38, 0.76)	*	-0.42 (-0.70, -0.10)	*	0.81 (0.70, 0.89)	*	0.43 (0.26, 0.54)	*
	$k=-3$		$k=0$		$k=0$		$k=-2$		$k=-1$	
往来账户/国内生产总值 (GDP)	0.62 (0.44, 0.76)	*	0.45 (0.25, 0.59)	*	0.52 (0.34, 0.66)	*	0.46 (0.27, 0.59)	*	0.47 (0.24, 0.60)	*
	$k=-4$		$k=0$		$k=-10$		$k=-1$		$k=0$	

注释：括号内是使用辅助程序计算的95%的置信区间。K为负值是指，中期周期内，对比国家领先西班牙k年，反之亦然。星号是用来表示k为零值时的相关系数，也就是说，相关性是同时发生的或者是负值。

数据来源：Correa-López和 de Blas (2011年)

34: 这个表格展示了西班牙和其他所分析之国家的宏观经济变量比之相关系数。因为周期的国际传播可能不是同时发生的，因此，相关系数计算中允许存在十年的领先或十年的滞后。因此，这一表格展示了变量之间所得的最高相关度（正值或负值），以及所观察的国家之间存在的领先或滞后关系。

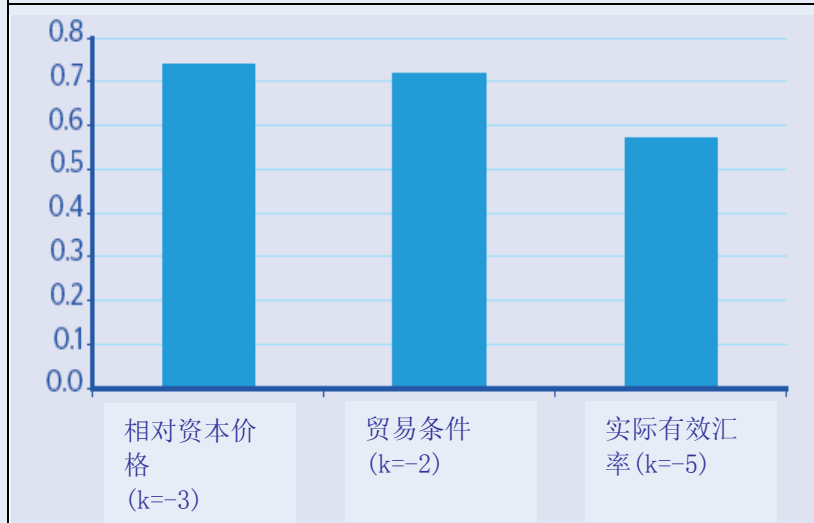
35: 详细预算请参阅Correa-López 和de Blas (2011年)。

这个预算说明，美国的资本相对价格、总要素生产率（TFP）和专利的中期周期领先于西班牙国内生产总值（GDP）周期两到三年，而美国的贸易条件领先于西班牙的年数更长—尤其是个人R&D投资<sup>36</sup>。双边贸易联系是中期周期的传播机制。“流向西班牙的美国出口商品”与西班牙的国内生产总值（GDP）之间存在强烈同期联动度（0.68（0.41, 0.83））。一旦美国的出口商品

中包含了技术改进，新技术就会很快地传到进口国家的国内生产总值（GDP）周期上。但是，总体而言，欧洲技术、创新和国际相对价格周期的国际传播的证据还有些微弱。

下面的分析是为了确定美国和西班牙之间可能的国际中期周期传播机制（见图表35）。

图35  
西班牙和美国：技术、创新和国际相对价格变量比对的同期相关度



注释：括号中的k代表美国相对应的变量在中期周期内领先西班牙相同变量的年数。  
数据来源：Correa-López和 de Blas（2011年）

我们可以从这些结果中总结出，美国的资金相对成本、贸易条件和实际有效汇率的中期周期与西班牙的强烈相关，其中，平均来说，美国的中期周期在时间上显示出三年时间的领先。根据Comin等（2009）的方法，所分析的数据说明，可能因为“基于美国 and 西班牙之间的资金相对价格”的冲击，国际传播机制才会存在。尤其需要指出的是，美国的衰退会降低与“包含新技术的出口之半成品”相关之利润（反之亦然）。如此以来，用于“资本货物之更有效的生产程序”的半制成品就会变少，因此，从美国进口技术的国家都会受到影响。可使用的半制成品数量的减少会造出“进口国家资本之相对价格的逐步升高”。面对“资金相对价格的升高”和“财政调整成本”，进口国家会通过减少投资进行应对，而且最终会通过减少生产来进行应对。由于技术的传播和使用不是同期发生的，因此，“美国的衰退冲击”所造成的国际传播的影响会以中频出现。

此外，图表35的结果显示，国际相对价格中还存在其他传播机制。这在“两国之间的贸易条件和中期周期存在强烈相关性”的事实面前尤为正确-更确切地说是“美国周期领先于西班牙周期两年”的事实面前。

总之，对“主要发达国家之宏观经济变量之间的关系”进行的系统研究显示，国际周期背后的联动是非常之复杂的机制。在这个表框中，我们主要关注对西班牙中期周期特点的研究，并对一些相关因素进行确认：

西班牙的中期周期比美国的中期周期波动性更大，而且持续时间更长。

若发生冲击-不管是国内还是国外-就业将会经过很长一段时间才能适应所造成的缺口。

西班牙的中期周期通常发生在别国的中期周期后面，而不会领先发生。从这个角度来看，美国的技术变量和国际相对价格的变化尤为重要。

中期周期的传播机制取决于西班牙经济之双边贸易联系的紧密程度。

2008年的金融危机结束了对“发达经济体之宏观经济稳定性”而言的不寻常时期-通常被称作为“大缓和”时期-这段时期开始于上个世纪九十年代，其特点是商业周期的强度降低。在当前之困难的宏观经济环境下，西班牙的中期周期再次变得较为波动，而且持续时间较长。基于西班牙是技术的接受国这一传统的角色，以下一点是至关重要的，即西班牙经济在采用技术方面不处于落后状态。基于这一点，需要对下列经济政策进行关注，即可以刺激“包含最新技术进步”的商品和服务的投资，以及可以“促进技术发展模式发生变化，以使西班牙变成纯技术出口国”的经济政策；在“技术领先之经济体在其技术发展模式上出现重大倒退”的国际背景下，这一点尤为重要。此类政策，以及“西班牙经济所经历之为回归均衡（尤其在就业总量方面）而减少调整滞后性”的结构性改革，将会改善西班牙经济的周期性表现，并会极大地增加西班牙经济的中期和长期增长率。最后，本表框中所得的结果将被用于明确和改善“西班牙这一开放经济体可使用”的建模和预测工具。

36：注意：西班牙的小时数、消费、投资和进口方面的中期周期也得到了类似相关性模式（Correa-López和 de Blas（2011年））

## 参考书目

- Comin, D. and Gertler, M. (2006), "Medium-Term Business Cycles", *American Economic Review*, Vol. 96, pp. 523-551.
- Comin, D.A., Loayza, N., Pasha, F. and Serven, L. (2009), "Medium Term Business Cycles in Developing Countries", NBER Working Paper No. 15428.
- Correa-López and de Blas, B. (2011), "International Transmission of Medium-Term Technology Cycles: Evidence from Spain as a Recipient Country", BBVA Working Paper Series, No. 11/32.
- Dolado, J.J., Sebastián, M. and Vallés, J. (1993), "Cyclical Patterns of the Spanish Economy", *Investigaciones Económicas*, Vol. 17, pp. 445-473.
- Licandro, O. and Puch, L. (1997), "Are there any Special Features in the Spanish Business Cycle?", *Investigaciones Económicas*, Vol. 21, pp. 361-394.
- Ortega, E. (1998), "The Spanish Business Cycle and its Relationship to Europe", Bank of Spain Working Paper 9819.



## 4. 图表

表8  
宏观经济预测：国内生产总值

(YoY growth rate)	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-3.5	3.0	1.7	2.3	2.2
欧盟	-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
亚太地区	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)	1.0	6.7	3.4	4.1	4.4
世界	-0.6	5.1	3.9	3.6	4.0

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, 埃及, 印度, 印度尼西亚, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 台湾, 土耳其  
来源: BBVA 研究部

表9  
宏观经济预测: 10年利率(平均)

	2009	2010	2011	2012	2013
美国	3.2	3.2	2.8	2.3	2.6
欧盟	3.3	2.8	2.6	2.0	2.7

截至 2011年4月30日  
来源: BBVA 研究部

表10  
宏观经济预测: 汇率(平均)

美元(\$) 每一国家货币	2009	2010	2011	2012	2013
美国(欧元/美元)	0.72	0.76	0.72	0.78	0.77
欧盟	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

截至 2011年4月30日  
来源: BBVA 研究部

表11  
宏观经济预测: 官方利率(期终)

	2009	2010	2011	2012	2013
美国	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
欧盟	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
中国	5.31	5.81	6.56	6.06	6.56

截至 2011年4月30日  
来源: BBVA 研究部

表12  
欧盟: 宏观经济预测(年度变化, %, 但除非特别说明)

	2009	2010	2011	2012	2013
实质国内生产总值	-4.2	1.8	1.5	-0.2	0.9
家庭消费	-1.2	0.8	0.2	-0.4	0.6
公共消费	2.6	0.5	0.1	-0.6	0.3
固定资本形成总值	-12.0	-0.7	1.6	-2.6	1.4
装备, 机械及发展资本	-15.5	4.8	4.5	-2.9	2.0
装备及机械	-17.7	4.2	5.1	-2.5	2.2
建设	-9.5	-4.3	-0.4	-2.9	0.8
房屋	-11.7	-3.3	1.9	-1.4	1.1

其他建筑及建设	-7.0	-5.4	-2.9	-4.7	0.5
库存变化(对增长的贡献)	-0.8	0.5	0.0	-0.1	0.0
国内需求(对增长的贡献)	-3.5	1.0	0.5	-1.0	0.7
出口	-12.7	11.1	6.3	2.4	4.3
进口	-11.6	9.4	4.0	0.6	4.1
净出口(对增长的贡献)	-0.7	0.8	1.0	0.8	0.3
备忘					
GDP有/没有 住房投资	-3.7	2.1	1.5	-0.1	0.9
GDP有/没有 建设	-3.5	2.6	1.7	0.1	0.9
就业(LFS)	-1.8	-0.5	0.3	-0.5	0.0
失业率(% active pop.)	9.6	10.1	10.2	10.9	11.0
经常账户平衡(% GDP)	0.1	0.2	0.4	0.8	1.2
国营部门经济(% GDP)	-6.4	-6.2	-4.1	-3.1	-2.3
消费物价指数年度平均	0.3	1.6	2.7	2.4	1.5
截至 2011年4月30日 来源: BBVA 研究部					

表13  
西班牙: 宏观经济预测(年度变化, %,但除非特别说明)

	2009	2010	2011	2012	2013
经济活动					
实质国内生产总值	-3.7	-0.1	0.7	-1.3	0.6
家庭消费	-4.3	0.8	-0.1	-2.0	-0.9
公共消费	3.8	0.2	-2.2	-8.0	-5.6
固定资本形成总值	-16.4	-6.0	-5.2	-7.5	-1.0
资本货物	-22.6	5.5	1.6	-4.6	2.8
建设	-15.4	-10.1	-8.1	-9.2	-3.2
房屋	-22.0	-9.8	-4.9	-6.6	-1.6
国内需求(对增长的贡献)	-6.5	-1.0	-1.8	-4.5	-1.8
出口	-10.2	13.5	9.1	4.0	8.9

进口	-16.9	8.9	-0.1	-6.2	1.6
国外需求 (对增长的贡献)	2.8	0.9	2.5	3.1	2.4
GDP 现时水平	-3.7	0.3	2.1	0.0	1.6
(十亿 欧元)	1047.8	1051.3	1073.4	1073.9	1091.5
GDP 扣除住房投资	-1.5	0.8	1.2	-0.9	0.7
GDP 扣除建设	-0.8	2.0	2.3	0.0	1.1
劳动市场					
就业 (LFS)	-6.8	-2.3	-1.9	-4.6	-2.0
失业率(% active pop.)	18.0	20.1	21.6	24.6	24.8
QSNNA 就业 (与全职相等)	-6.4	-2.6	-2.0	-4.3	-2.0
生产力	2.7	2.6	2.7	3.0	2.6
价格与成本					
消费者物价指数 (年度平均)	-0.3	1.8	3.2	1.9	0.7
国内生产总值平减指数	0.1	0.4	1.4	1.4	1.1
家庭消费平减物价指数	-1.2	2.4	3.2	2.1	1.0
每一员工的赔偿	4.3	0.0	0.8	1.7	4.6
单位劳动成本 (ULC)	1.6	-2.6	-1.9	-1.3	2.1
对外贸易					
经常账户平衡 (% GDP)	-4.8	-4.5	-3.5	-1.9	-0.4
政府部门					
债务 (% GDP)	53.9	61.2	68.5	79.8	82.3
公共行政平衡 (% of GDP)	-11.2	-9.3	-8.5	-5.3	-3.0
家庭					
名义可支配收入	0.9	-2.4	0.4	-3.1	-0.3
储蓄率 (% 名义收入)	18.5	13.9	11.6	8.7	8.4
截至 2011年4月30日 来源: BBVA 研究部					

## 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.

## This report has been produced by the Spain Unit:

### Chief Economist for Developed Economies

**Rafael Doménech**  
+34 91 537 36 72  
r.domenech@bbva.com

#### España

**Miguel Cardoso**  
+34 91 374 39 61  
miguel.cardoso@bbva.com

**Anabel Arador**  
+34 93 401 40 42  
ana.arador@grupobbva.com

**Joseba Barandiaran**  
+34 94 487 67 39  
joseba.barandia@bbva.com

**Mónica Correa**  
+34 91 374 64 01  
monica.correa@bbva.com

**Juan Ramón García**  
+34 91 374 33 39  
juanramon.gi@bbva.com

**Ángel Gavilán**  
+34 91 374 52 62  
angel.gavilan@bbva.com

**Félix Lores**  
+34 91 374 01 82  
felix.lores@bbva.com

**Antonio Marín**  
+34 648 600 596  
antonio.marin.campos@bbva.com

**Myriam Montañez**  
+34 954 24 74 8  
miriam.montanez@bbva.com

**Virginia Pou**  
+34 91 537 77 23  
virginia.pou@bbva.com

**Leticia Riva**  
+34 91 374 62 66  
leticia.riva@bbva.com

**Pep Ruiz**  
+34 91 537 55 67  
ruiz.aguirre@bbva.com

**Camilo Andrés Ulloa**  
+34 91 537 84 73  
camiloandres.ulloa@bbva.com

Con la colaboración de:  
Escenarios Económicos  
**Juan Ruiz (i)**  
juan.ruiz@bbva.com

Europa  
**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**  
arubiog@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

**Juan Ruiz (i)**  
juan.ruiz@bbva.com

Innovation & Processes

**Clara Barrabés**  
clara.barrabes@bbva.com

#### Market & Client Strategy: Antonio Pulido

ant.pulido@grupobbva.com

Global Equity

**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  
Legal Deposit: M-31254-2000