

# 经济展望

## 西班牙

2012年第一季度  
经济分析

- 2012年：欧洲增长不平衡，这将影响世界其它国家的复苏进程。
- 欧洲财政调整：需要连续、严厉、可信和平衡，以防止进一步衰退。
- 西班牙再次陷入衰退，面临着防止大规模失业的挑战。
- 推动增长前景需要在劳动力和金融改革方面具有像推动财政整顿那样的决心。

## 索引

1. 概述.....	3
2. 全球经济下滑及欧洲衰退.....	5
3. 西班牙经济增长前景.....	10
4. 图表.....	32

出版日期: 2012 年 2 月 03 日

## 1. 概述

### 全球增长缓慢...

由于欧洲（在第四季度萎缩）及新兴经济体增长减弱，全球经济增长在2011年最后几个季度急剧减慢。然而，两个地区下滑的原因各不相同。欧洲因在解决危机方面未能取得重大进展而面临着持续的财政压力，而新兴经济体的表现主要是为防止过热而实施的更严格政策的结果。

### ...但将在 2012 年下半年恢复增长势头

展望未来，随着新兴经济体因国内需求增长而调整其国内政策，全球增长将于2012年下半年增速。同时，尽管美国增速可能比上次复苏更慢，但它将远远超过欧洲，后者的GDP预计将在2012年下降0.5%，并在2013年缓慢复苏。我们认为，这些预测取决于债务危机较快得到解决以及财政压力大幅降低，以防止对增长造成较大影响。核心国家和周边国家增长率的差距仍然较大，部分原因是周边国家急剧财政调整及去杠杆化。

### 下行风险仍持续，期待降低不确定性的欧洲政策

尽管自10月以来已取得一些进展，但要彻底解决欧洲危机，需要在三个方面采取更加坚决的行动。首先，对于希腊偿付能力的担忧必须通过与私营部门的债券持有人达成协议以一种有序的方式尽快消除。同时，为防止问题蔓延到在有偿还能力但面临流动性问题的国家，相应的机制必须加强，并令其更加灵活，以提高效果。其次，必须进行刺激增长的结构改革，包括增强金融机构但同时避免引发突然去杠杆化和限制贷款的改革。第三，欧元区最近批准的管理协议必须开始执行，以便为财政联盟提供清晰的路线图，巩固货币联盟，预防未来危机，提高欧洲机构和国家的可信度。

### 西班牙再次陷入衰退

除了纠正其经济失衡，由于未能实现2011年的预算目标、经济活动减弱，尤其是去年第四季度就业状况恶化，西班牙还面临信心丧失、出口增长下滑以及2012年预期较大规模财政调整等问题。对2011年的评估显示，平均GDP增长率仅为0.7%。

对不确定性提高的证实预示着西班牙经济的主要基本面恶化。一方面，由于欧洲财政债务和银行业危机，获得融资可能仍很困难且代价较高。同时，风险溢价提高，再加上比一年前更加严格的财政计划以及国际贸易下滑，使得欧洲的增长前景暗淡，这可能造成对西班牙出口的需求减弱。在国内方面，主要变化源自于预算赤字目标的偏差。虽然所有这些都意味着西班牙经济增长预测大幅下降，但也有些缓解因素。例如，ECB货币（和流动性）政策可能比三个月前更加支持需求和财政稳定。再加上欧洲和世界其它国家之间增长差异扩大，这将使欧元走弱，从而加快提高竞争力，以便于出口。

### 预测表明，2012 年 GDP 将萎缩 1.3%，并于 2013 年缓慢复苏，如果公布的结构改革有足够的决心，复苏可能提前。

总之，2012年的GDP可能会萎缩，如果没有改变目前状况，则复苏将是缓慢的。如果迅速、坚决地采取严格的结构政策，则前景会改善。如果政策得到正确执行，调整就不会那么痛苦（特别是在就业方面），从而为更迅速、更强劲的复苏铺平道路。

2011年预算赤字目标的偏离降低了所有公共行政机构的可信度。因此，要采取措施弥补2011年的缺口，保证今年真正实现目标，实施高效控制机制，总体上恢复公共账户的可信度，这在目前更加紧迫。

在这个方面，政府的反应是坚决的，且受到欢迎，但这仍不足以保证今年目标实现。再看社会保障，其依赖创造就业以增加收入以及僵化的支出模式使得今年目标不可能实现。

在由 25 个欧洲国家签署的《稳定公约》执行前，西班牙已通过《预算稳定基本法》，提前采取行动

关于对公共财政稳定的中期承诺以及对自治地区的控制，《预算稳定基本法草案》向其它欧洲合作伙伴发出了明确而坚定的消息。西班牙是通过此类立法的第一批国家之一，原则上，它将征得广泛的政治一致。《草案法》包含多条建议，均在本文中进行了解释，如结构赤字财政目标的确定、各级公共行政部门财政规则的一般化或更透明的财政政策正确评估报告。它还推出切实可行的工具来鼓励遵守这些规则。然而，确定经济周期阶段所用的方法尚未公开。一种能够轻松复制、从外部评估的明确而简单的方法也是达成预期成功所进行改革的一个必要条件。此外，必须明确指出的是，赤字目标必须从结构方面确定，关于加快债务削减过程的条件，不得有任何模糊，使得财政政策不会产生可能导致失衡的顺周期行动。

### 新劳动力市场改革应防止 2012 年的调整再次集中于就业破坏

由于公司和工人在改变其工作条件上的强硬态度，2007年至2009年西班牙劳动力市场的调整重点是就业，而不是工作时数。这是为什么对内部灵活性机制的调整及对工资节制和生产率相关报酬的呼声（包含在2012-2014年就业及集体谈判协议中）是朝着正确方向迈进一步的原因，但这还不够。新的劳动力改革必须推动内部灵活性，以替代就业破坏。由于失业率接近23%，西班牙的劳动力市场需要采取特别坚决的措施。准确来说，保护条款应取消，以防止价格暂时上涨波及工资并通过第二波效应产生恶性通货膨胀。另外，现行集体谈判结构必须更新，工资淘汰条款制度必须更加灵活。因此，政府必须大胆提出超越到目前为止由工会和员工们提出的建议，防止2012年预期经济下滑造成失业率骤降。

### 西班牙金融系统：必须完成的积极结构重组

经济部长在去年2月2日宣布了一项西班牙金融系统重组计划。新措施是一项进步，因为它对房地产投资重组做出了更大努力，并在资产评估中采用更实际的假设。这些要求（对实体要求更高）将根据其如何应用在部门配置中产生较大或较短影响。计划的其它积极方面是尽可能降低了公共支持，其表现仅限于对自身不能增加供应的实体进行有条件注资，并获得市场报酬。

为取得成功，目前重组是很重要的，在其实施中，重点是建立更高效、妥善管理的金融体系，取得可持续业绩，并通过资本市场融资，所有这些需要减少分裂。因此，在确定不能独立生存的实体后，必须要给它们提供一种明确的解决方案；根据严格的经济效益标准，提出进行充分兼并和收购的激励措施。另外，办公室和人员的安置能力调整也必须加快。最后，必须奠定让信贷流向生产活动的基础，且必要的去杠杆化不会阻止具有良好未来前景的部门和企业获得融资。

## 2. 全球经济下滑及欧洲衰退

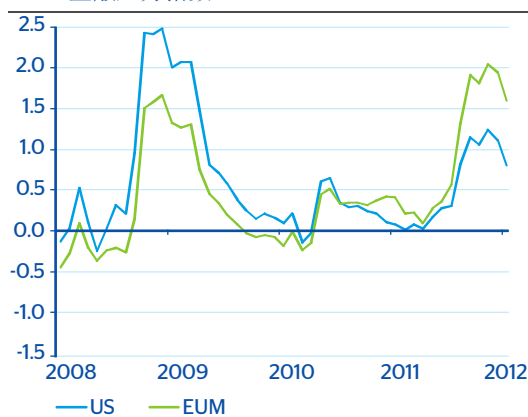
全球经济在 2011 年底下滑，但在新兴经济体的引领下，将在 2012 年下半年反弹

全球经济在2011年最后几个季度明显减速。这是欧洲增长减弱（第四季度已经为负增长）以及新兴经济体减速造成的，2011年底新兴经济体季同比增长约1%，是自2008年危机以来的最低增长率。然而，减速的推动因素差异较大。由于在解决主权和金融危机方面未能取得重大进展，自9月份以来，欧洲一直受到财政紧张的影响（参见图1）。另一方面，除了发达经济体下滑外，新兴经济体下滑的部分原因为避免过热而采取的政策紧缩的结果。

未来，预计欧洲机构会采取的坚决行动，这将缓慢降低财政紧张和全球风险规避，有利于全球经济在2012年下半年反弹。然而，对反弹的最大贡献应来自于新兴经济体，因为其政策将更有助于增长。同时，尽管美国比前几次复苏的增长速度要慢，但它将在今年上半年摆脱欧洲衰退的影响。因此，相对于我们此前在11月份公布的《全球经济展望》，我们将2012年的全球增长预测下调了0.6个百分点，2013年0.3个百分点，分别降至3.5%和4.1%（图2）。

图1

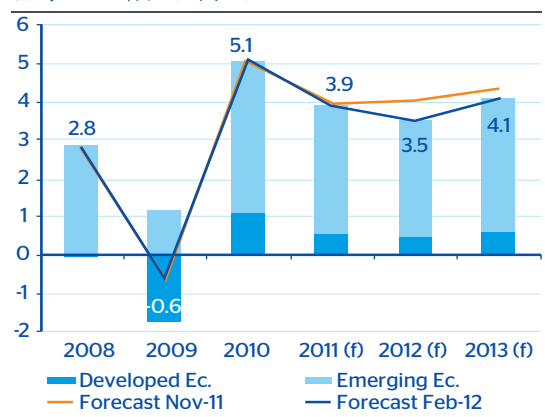
BBVA金融压力指数



来源：BBVA 研究部

图2

全球 GDP 增长 (%同比)



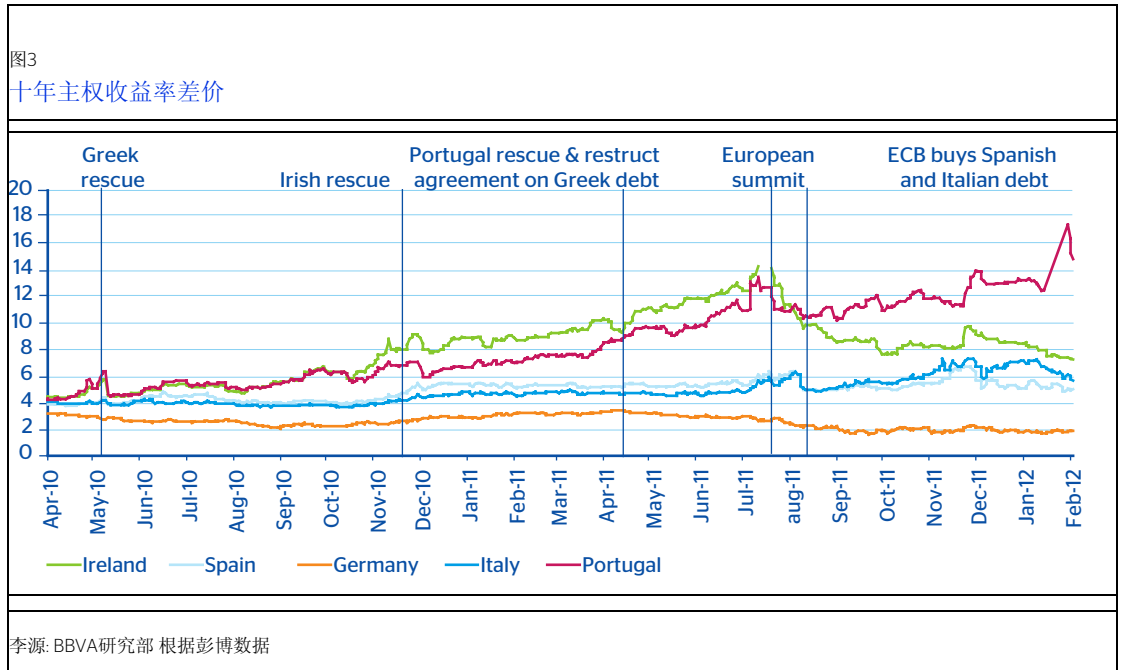
来源：BBVA 研究部安

在解决欧洲危机方面未能取得决定性进展，使欧元区成为威胁全球增长的主要地区

即使降低了对欧洲和新兴经济体的增长预测，全球增长前景仍有下滑风险。这在很大程度上取决于欧洲金融和主权危机如何发展。如果目前衰退加剧，将通过贸易联系、财政风险以及全球风险规避增加而蔓延至其它地区。

尽管在解决欧洲危机方面已取得一些进步（主要是ECB提供长期流动资金以及关于更严格财政纪律的某些协议），但在三个关键行动上必须取得较大进展。首先，在主权方面，对希腊偿付能力的担忧必须通过与私营部门债券持有人达成协议而消除。正如10月峰会认为，重要的是，希腊重组成为一个独立案例。同时，必须提供资源，以建立一个主要防火墙（以及可靠的防火墙），防止向流动资金短缺的国家蔓延。其次，必须鼓励深入改革，以加快增长，包括整理金融机构的资产负债表，但不会引发突然去杠杆化和减少对私营部门的贷款。第三，欧元区治理需要取得更大进步，以巩固货币联盟，帮助建立主权防火墙，并为财政联盟设计一个清晰的路线图。

根据这三点，如果各国最终批准财政协定（或在3月峰会上达成一致）并迅速实施，再加上为降低其脆弱性和提高长期增长速度而为周边国家提出的经济改革，欧洲前景将大大改善。核心欧洲国家和周边国家之间“主要协定”部分的迅速执行将把讨论话题转向两项紧迫措施的实施上，以减轻欧洲主权压力。首先，迅速筹集可用资金，以围绕希腊建立主权防火墙，可能需要ECB采取更坚决的行动。其次，要牢记经济增长减弱对大多数欧洲国家达成EU批准赤字目标的能力的负面影响。



尽管 ECB 提供流动资金及其在管理方面取得小幅进展，但欧元区紧张状况持续。

欧洲理事会2011年12月峰会提出了旨在应对欧洲周边主权市场压力的措施，但这些措施本身仍不足以使周边债务收益差明显下降。峰会决定意义重大，反映了相关周边国家加快其财政和结构性改革以及欧盟对未来财政纪律规范更严格框架的总体战略，尽管这对于财政联盟仍有很长的路要走。

该战略已取得一些成果。大多数周边国家及意大利加快了改革步伐，后者新政府提出倡议，要在2012年至2013年消除公共赤字，并开展了具有深远意义的结构性改革，到目前为止，改革已影响了养老金制度和某些服务市场。葡萄牙继续开展重要的劳动力市场改革，但该国在2012年面临着结构赤字重大调整（占GDP 6个百分点）。在西班牙，新政府已在财政方面采取了一些措施，并正在筹备金融体制（新规定框架）和劳动力市场改革，同时应对高于预期的财政赤字。周边国家进行的大规模财政调整可能在短期内对GDP造成负面影响，尽管鉴于调整和增长之间的负联系可能造成财政目标不能实现，对市场信心的影响不太明朗。总之，周边国家通过其整顿和改革正在向正确的方向迈进，但要纠正近几年累积的失衡是需要一些时间的（参见框1）。

关于欧洲经济治理改革，12月已达成一项协议，要拟定一项政府间条约，在国家层面引入财政规则，以防止结构赤字超过0.5% GDP。引入某种形式的欧元债券目前似乎已被排除，实际上，它仅被作为一项中期/长期可能性在周边国家降低其赤字后进行考虑。也就是说，它不可能帮助解决短期信心危机。

在12月峰会前，人们希望，更严格财政纪律将使ECB加强对主权债务市场的干预，从而有助于减小主权收益差。但这种干预决不会实施，通过SMP购买债券计划仍然有效。然而，ECB在更长期内提供比以前更多无条件流动资金（3年而不是3或6个月）的战略已在增强欧洲银行部门解决其资金问题的信心方面取得一些成功，并允许降低主权利率，尤其是在较短期内，部分过剩流动资金将用于购买周边国家国债。然而，银行系统吸收的大多数流动资金已通过存款回归ECB。同时，ECB完成了其流动资金提供政策，将在11月和12月两次降低基准利率（分别降低1.5%和1.0%）。总之，它是一种需要时间的迂回战略；但由于主权债务信心丧失以及ECB不愿承担其作为最后贷款者的责任，它不能最终解决潜在问题，也不能恢复货币政策传递的渠道。

该战略减轻财政压力的下一步举措涉及在3月签署政府间条约（25个欧盟国家）以及各国批准该条约。该条约必须加强中期财政纪律，增强欧洲核心国家的信心，通过流动性机制提供进一步支持。不能排除ECB对债务市场进行更大直接干预的可能，但除非压力增大，否则这似乎是不可能的。它目前尚未实施是由于其对这种措施的合法性存有疑虑以及担忧其作为最后贷款者的

作用不能覆盖公共债务。正是由于这个原因，提供流动资金的其它机制需要充分利用。目前机制EFSF仅用于拯救爱尔兰和葡萄牙，且已出现多次延迟。ESM的引入（将取代EFSF并作为永久机制）已从2013年中提前到2012年7月，但计划资金规模（5000亿欧元）不足以消除市场对一旦希腊危机爆发将向意大利和西班牙蔓延的恐惧；也就是说，仅靠它不足以发挥防火墙和恢复信心的作用。为此，需要IMF（欧洲已承诺1500亿欧元，其它国家还可提供部分资金）以及EFSF和ESM做出新的贡献。为了建立一个可靠的流动资金防火墙，需要总计超过1万亿欧元的综合资金。

### 我们可能在 2012 年看到欧元区适度衰退，并回归核心/非核心分歧

总之，欧元区正在利用一种基于向财政联盟靠拢的战略来应对自夏季以来一直恶化的主权危机以及流动资金不足问题，但该战略被认为是一种控制机制，而不是分担债务负担；这是利率为什么仍然较高的原因。除此之外，鉴于作为一个整体的欧元区适度衰退以及全球增长减速，财政调整力度比三个月前的预期更大。

最新数据证实了这一不良前景。在上半年乐观的数据后，欧元区活动在第三季度减弱，截止9月份，信心和PMI指数急剧下降，尽管最近两个月有缓和趋势。这些问题与财政压力增大以及国内需求萎缩有关，而稳定与ECB提供流动性是一致的。第四季度GDP预测的最终结果是季同比下降0.3%。

展望未来几个季度，鉴于德国和其它北欧经济体状况较好，3月欧洲峰会应鼓励在今年下半年逐步缩减收益差，并恢复信心。在下半年恢复正增长之前，GDP可能在上半年进一步下降，尽管幅度较小。然而，全年GDP可能萎缩（约-0.5%），德国和其它北欧国家适度正增长，法国约为零增长，周边国家负增长（尤其是葡萄牙和希腊）。

### 在弹性国内需求的支持下，新兴经济体正在实现软着陆。经济政策会偏向促进增长

这一阶段危机的一个重要方面是，与2008年雷曼兄弟公司倒闭后相比，新兴经济体的信心已证明具有高度弹性。这种弹性的一个原因是雷曼公司倒闭对市场造成突然的冲击（欧洲危机中不存在）以及两个事件发展的不同速度（欧洲危机是“缓慢”发展的）。结果是，新兴经济体的国内需求保持强劲，尽管其金融市场也感受到了风险规避增大带来的连锁效应，如较低资本流动、对国际贸易财政的某些负面影响、较低资产价格以及低汇率等。

2011年新兴经济体下滑造成其与发达经济体的增长差异在2011年底降至近3个百分点（自上个十年初以来，不断看到低于4个百分点）。我们预计风险规避仍较高，但我们认为它将在2012年下半年开始逐步缩小，这与欧洲压力逐步减轻的预期是一致的。经济政策也可能利用当前的机会（通货膨胀压力下降以及一定的财政扩张余地），越来越有利于增长，这与2011年初实行的紧缩形成对比。这将保证国内需求继续促进地区增长，而由于发达经济体的形势，对外部门仍然困难。在这种环境下，预计新兴经济体将在2012年底恢复约2%的季增长率（2011年底为1%），全年增长率预计约为+6.2%。主要例外情况是欧洲的新兴经济体，其经济将因与欧元区较密切的财政和贸易联系而受到较大影响。

框 1. 欧洲委员会结构失衡指标。葡萄牙和西班牙的情况

2009年的深入衰退及当前主权危机的主要教训之一是需要控制欧元区国家已经超出公共债务和公共赤字问题的宏观经济失衡，因为在近十年累积的大部分过剩均涉及竞争力和私人债务增长相关的问题。因此，作为其新的“六项规则”倡议的一部分，欧洲委员会最近公布了它将密切跟踪的一系列指标（欧洲项目的一部分），以避免未来极度失衡。要控制的变量包括私营部门（私人债务、贷款增长、房地产价格）、对外部门（经常账户平衡、净外债）、竞争力（实际有效汇率、单位劳动力成本、出口市场份额变化）以及失业率相关的失衡。为此，应设置一个风险水平，如果打破，则委员会将给予特别关注，并在必要时提出纠正行动。图4显示了西班牙和葡萄牙的这些变量以及公共赤字和债务（以欧洲平均水平为准）。图中轴的单位显示了与欧洲平均水平的标准偏差。

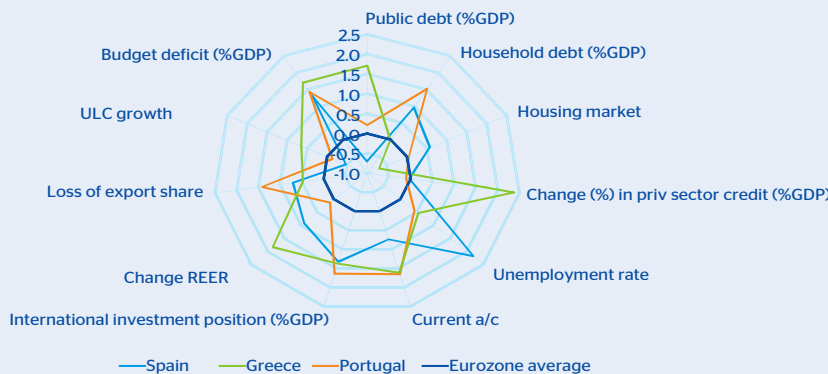
葡萄牙的情况很重要，因为它是市场新的关注焦点，目前，在S&P将其政府债务降级到垃圾债券后，希腊问题正在解决（至少在短期内）。它与其它周边国家10年收益差的表现以及它近期与爱尔兰脱钩表明，根据市场认识，走弱的葡萄牙经济很重要。

葡萄牙拥有巨大对外赤字，多年来已使其国际投资状况变得极为消极，反映了近年来其竞争力明显下降。另外，公共部门债务，尤其是私营部门债务高于欧洲平均水平，公共赤字仍然极高。这些问题以及该国较低的潜在增长能力向私人投资者敲响了警钟；但它们并非新问题，除了与公共债务和预算赤字有关的两个问题外，这些问题已存在多年。

关于葡萄牙经济，近期发生变化的是经济政策领域：政府批准了一项具有深远意义的劳动力市场改革，它已采取措施通过降低工资来降低单位劳动力成本；另外，它还满足了欧盟的财政整顿要求，这意味着2012年将进行大规模结构调整（GDP 6个百分点）。由于葡萄牙所面临问题的性质（主要与失衡有关，只能在中期和长期纠正），因此，允许实行改革是很重要的；同时，经济的融资需求将得到保证。财政调整已完成，宏伟改革将继续，有理由相信，与希腊不同，葡萄牙将能够避免其公共债务重组。说到此，如果当前财政压力持续，葡萄牙将难于在2013年重返金融市场，这意味着它将比最初预测在更长时间内继续依赖财政援助。

对于西班牙，失衡的相对规模比葡萄牙小，且失衡集中在更少领域内。西班牙因高失业率以及大规模净外债而凸显，其外债达到89.2%，远高于布鲁塞尔所认为的“危险”水平（35% GDP）。其公共赤字较高，但公共债务不高，低于平均水平。至于竞争力，指标显示，单位劳动力成本已下降，虽然经常项目逆差仍很高，但它在过去几年内已大幅下降。值得指出的是，西班牙的出口市场份额在近几年几乎没有下降，尤其是与欧元区相比

图4  
宏观经济失衡



来源：基于Eurostat、OCDE、BCE、OMC和国内来源的BBVA Research



表1  
失衡指标

		限值	西班牙		葡萄牙	
				a		a
1	私营部门债务	> 160% GDP	280.9	11年第三季度	253.2	11年第三季度
2	私营部门信贷流动	> 15% GDP	-9.7	11年第三季度	-2.1	11年第三季度
3	政府债务	60% GDP	81.0	11年第三季度	93.6	11年第三季度
4	相对居民消费紧缩指数的房地产价格	+15% yoy	-2.4	11年第四季度	-3.7	11年第三季度
5	失业率	3年移动平均线+10%	22.0	11年第四季度	12.8	11年第四季度
6	净国际投资头寸	-35% GDP	-93.0	11年第三季度	-102.8	11年第三季度
7	经常账户	3年移动平均线-4% GDP	-3.9	11年第三季度	-8.4	11年第三季度
8	实际有效汇率	3年变化率; +/- 5%	-4.0	11年第四季度	-3.7	11年第四季度
9	单位劳动力成本	3年变化率; +/- 5%	8.3	11年第三季度	5.3	11年第三季度
10	出口市场份额	3年变化率; -6%	-5.2	11年第三季度	-10.5	11年第三季度

来源: (1)、(3)和(7)国家数据来源, (2) ECB, (4)、(5)、(6)和(8) Eurostat, (9) OECD, (10) FMI, 通过HAVER和BBVA Research

### 3. 西班牙经济增长前景

#### 2012年衰退已确认

最近三个月已证实了本出版物前几期的担忧，我们关注了多个因素之间的不良相互作用，它们对欧洲和西班牙经济前景构成严重威胁。其中特别需要关注的是发达经济体缓慢经济增长以及主权债务市场不确定性增大，这造成金融机构的偿还能力下降以及对信贷提供和增长前景造成影响。在国内，尽管为解决经济失衡而进行了纠正，但西班牙仍必须面临信心下降、出口增长缓慢、经济政策不确定性（因政府变化以及国家不能实现其财政目标的可能性增大而引起）等问题，结果是最后一个季度经济活动恶化，尤其是就业率下降。评估表明，2011年平均GDP增长率为0.7%，不足以创造就业。

#### 展望未来，不确定性增大预示着西班牙经济的关键基本面将恶化

首先，获得贷款可能仍受到限制且代价较高。其次，风险溢价增长再加上比一年前更宏伟的财政计划以及国际贸易下滑使得欧洲的增长前景暗淡，这可能意味着对西班牙出口的需求减弱。至于国内因素，最重要的变化是政府预算赤字目标偏差以及为解决这一问题所公布的措施。财政政策不仅比三个月前预期限制更高，而且近两个季度的经济表现也低于预期。这反过来使得环境更不利于政策执行，因为私人需求仍不能抵消因财政整顿对增长的负面影响。

虽然这意味着西班牙经济增长预测值大幅降低，但仍存在一些缓解因素。例如，ECB货币（和流动性）政策比三个月前更倾向于支持需求和财政稳定。再加上欧洲和世界其它国家之间较大的增长差，这将使欧元走弱，出口国加快提高竞争力。最后，目前前景要求制定宏伟的结构政策，如果这些政策得到正确执行，它们将带来痛苦较小的调整（特别是在就业方面），从而为更迅速、更强劲的复苏铺平道路。

总之，2012年GDP将萎缩，如果目前情况得不到改善，复苏将是缓慢的。如上所述，正如我们在本出版物前几期所建议那样，如果决定采取措施来纠正西班牙经济面临的主要潜在问题（高失业率、劳动力市场分化、竞争力丧失等），则评估可能会变化。

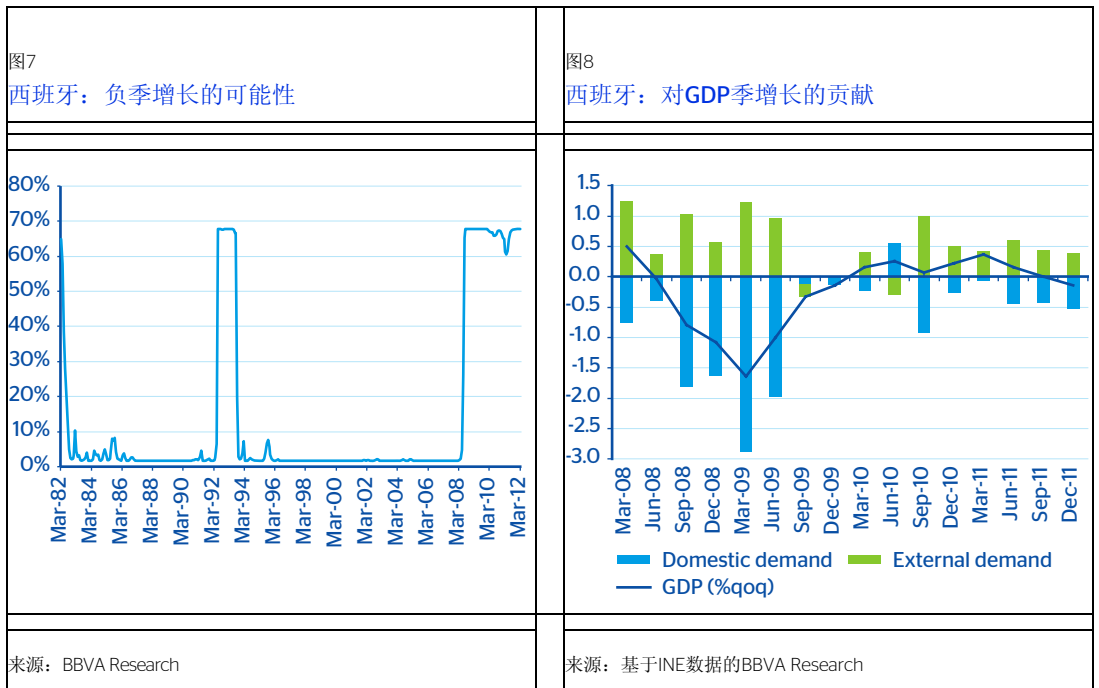
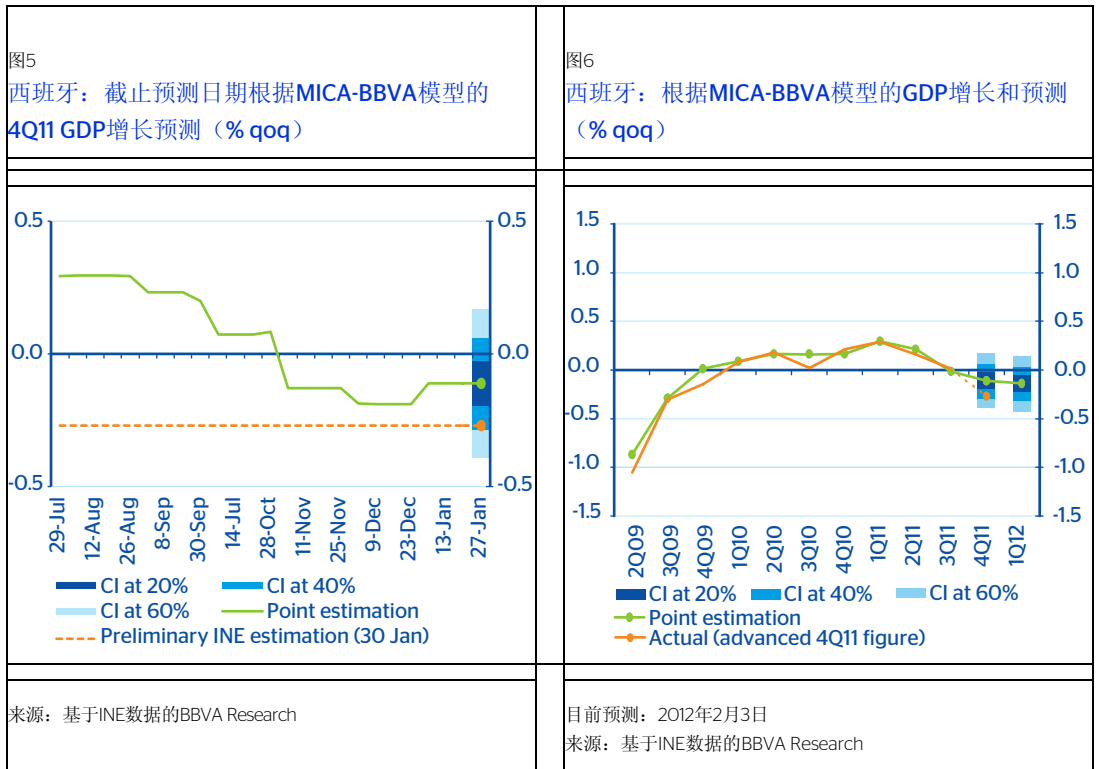
#### 2011年西班牙经济：从适度增长到衰退

在2010年欧洲持续财政压力以及财政整顿过程加强后，2011年将是西班牙经济走出衰退并开始试探性增长的一年，它将逐步寻找增长动力，并在下半年从劳动力市场发出第一个积极信号。然而，目前可用数据表明，2011年在所有方面均令人失望：欧洲财政和治理问题仍在等待最终解决；西班牙未能实现其2011年财政整顿目标。尽管全年增长实际上与我们在去年初的预测是一致的，但增长速度降低，并使经济在下半年进入衰退，预示着劳动力市场恶化。

根据尚未公布的详细统计分析，西班牙初步GDP评估表明，在第三季度停滞之后，经济在第四季度同比萎缩了0.3%，使全年增长仅为约0.7%<sup>1</sup>。如果初步评估得到证实，这个季度的总体表现将与我们的预测一致（MICA-BBVA<sup>2</sup>：-0.1% qoq），这从早期阶段即预示着季度表现可能为负（参见图5），并表明当前季度再次萎缩的可能性增大（参见图6和图7）。此外，目前公布的初步经济指标表明，第四季度的国内需求和贸易流量将下降。由于纠正措施在进口方面更显著，增长统计分析可能表明，国外需求仍然是推动因素，国内需求的贡献为负（参见图8）。

<sup>1</sup> 4Q11《季度国民经济核算》（QNA）的详细内容将于2月16日公布，可能修正以前的数据。

<sup>2</sup> 欲了解更多关于MICA-BBVA模型的详细信息，参见Camacho, M. 和 R. Doménech (2010)：“MICA-BBVA：短期GDP预测经济和财政指标因子模型”，BBVA WP 10/21。



### 2011 年底私人国内需求急剧减弱

在2011年第三季度私人消费毫无起色后<sup>3</sup>，初步指标表明，9月至12月的家庭支出下降（参见表2）。尽管储蓄预计下降，但由于主要推动因素恶化，尤其是实际可支配收入，商品和服务需求可能在4Q11降低（参见图9）。因此，BBVA的综合消费指数（SCI-BBVA）以及我们的类似消费指数模型（MICC-BBVA）均表明，家庭支出在4Q11萎缩约0.3% qoq（-0.7% yoy）（参见图10）。因此，在2010年增长0.8%后，私人消费在2011年陷入停滞。

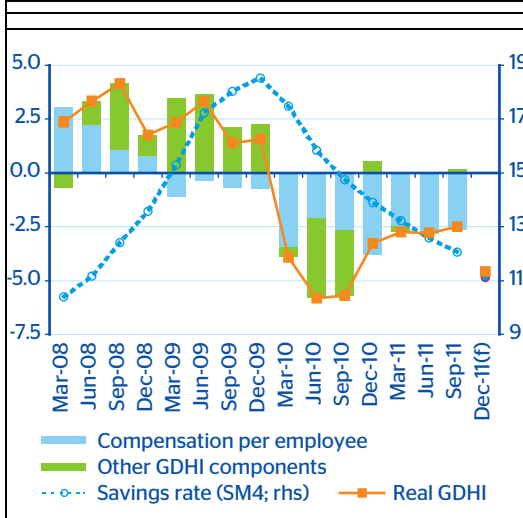
<sup>3</sup> 由于基数变化等因素而修正QNA数据造成2H10消费者支出增加以及1H11下降，与部分指标一致。

表2  
西班牙：消费支出指数（SWDA数据）

% qoq	消费者商品消费				汽车登记	大型企业国内销售	服务行业销售指数	零售商业
	总计	耐用品	粮食	其它非耐用品				
1Q10	-3.1	-13.8	-0.4	-0.7	1.6	0.6	0.3	1.6
2Q10	3.2	9.4	-1.1	6.5	0.2	2.4	2.0	-1.7
3Q10	-5.2	-18.7	0.4	-6.0	-31.5	-5.3	-2.7	-1.7
4Q10	0.0	-10.2	1.3	2.8	3.0	0.3	0.4	-0.5
1Q11	-0.1	8.8	-1.0	-2.2	3.7	-0.5	0.6	-1.8
2Q11	-1.1	-7.3	0.5	-0.6	0.4	-0.5	-0.3	-1.4
3Q11	0.7	7.3	0.3	-1.5	-6.5	0.1	-0.4	-1.2
4Q11	-2.5	-0.5	-1.5	-3.7	-2.1	-1.8	-2.8	-2.5

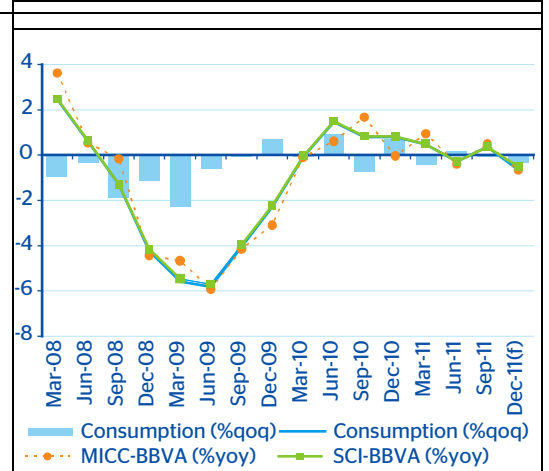
阴影数字是预测值  
来源：基于MEH、ANFAC、AEAT和INE数据的BBVA Research

图9  
西班牙：对实际GDHI\*（居民可支配收入）和居民储蓄率年增长的贡献（%）



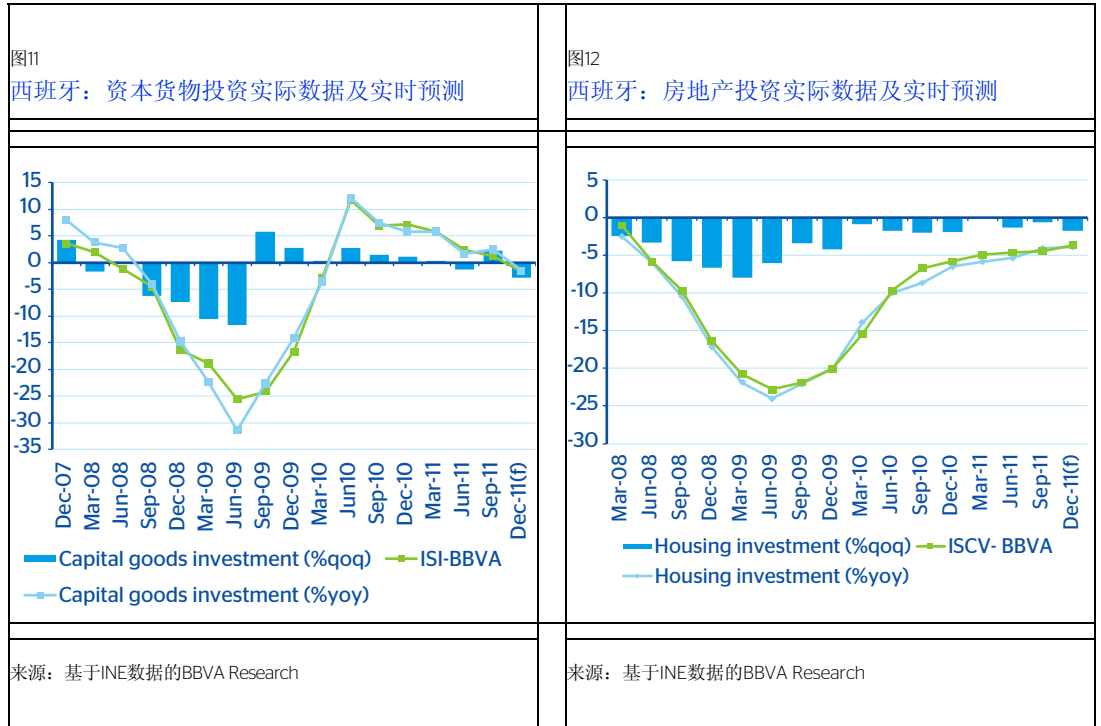
\*根据居民消费紧缩指数调整  
来源：基于INE数据的BBVA Research

图10  
西班牙：对居民消费的观察数据及实时预测



来源：基于INE数据的BBVA Research

正如我们BBVA综合投资指标SII-BBVA所示，与资本货物投资有关的部分指标表明，这部分需求在2011年最后一个季度恶化（参见图11）。虽然出口在上个季度促进了商业投资，但本季度走弱的外部需求以及国内需求急剧恶化造成资本货物投资萎缩，使得全年平均增长率仅为+2.1%。在与这部分需求有关的部分指标中，值得注意的是资本货物生产者工业信心的下降，它与3Q11相比降低了21点，达到两年来最低水平。像资本货物进口和资本货物IPI那样，工业车辆销售也大幅下降，而11年第三季同比出现小幅增长。上个季度唯一改善的指标是资本货物订单，增长了近2个百分点。即使如此，这仍不足以防止年底资本货物投资下降。



同时，房地产投资继续下跌，房地产市场指标仍没有明显复苏迹象。据预测，综合房地产投资指标SHII-BBVA在11年四季度顺着前三季度出现新的下滑（参见图12），这将使得与2010年相比平均下滑了4.8%。尤其是住房需求相关数据排除了第四季度出现任何改善的可能：即使10月和11月多项交易的月同比增长（SWDA）为正值，房地产销售仍较低，趋势没有变化迹象。虽然12月数字尚未公布，但2011年似乎是自记录以来交易数量最少的一年：约为36.5万，到目前为止，该数字比2010年下降了18%。然而，由于房地产税变化，特别是2011年1月中等收入和高收入阶层基本住宅减税取消（2010年，该措施公布使得需求增加约6.5万套住房），2011年数字将大幅下降。同时，房地产价格在4Q11开始加速下降，季同比降低1.6%，与2008年初高位相比降低26.8%（实际）。

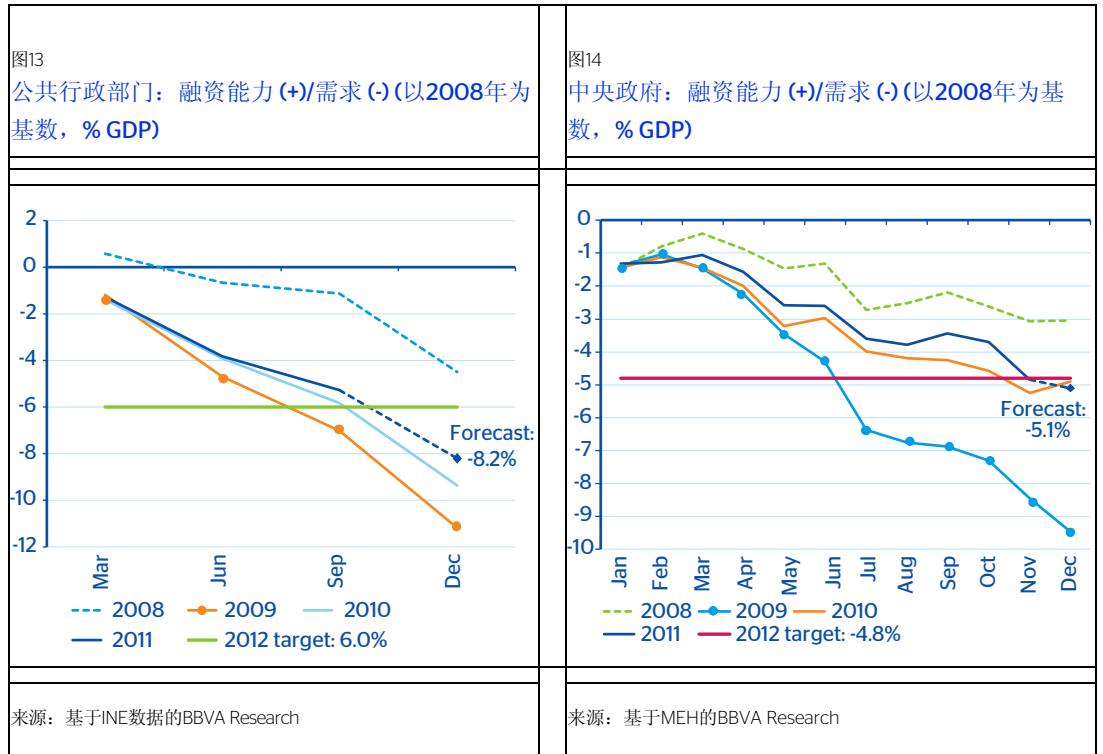
造成需求减弱的因素与前几个季度相比基本相同：经济恶化、未能创造就业、持续财政压力并对银行以及可用信贷造成影响。然而，2011年下半年房地产课税方式的不确定性在年底被澄清，政府宣布从2012年1月起追补性重新引入基本住宅减税政策，并对当年新购买住房征收4%的增值税。

在供应方面，新住房建设许可证仍空前较低，预测表明，与2010年相比，2011年下降13%，将对未来几个季度的房地产造成影响。因此，房地产投资在4Q11结束时预计仅占GDP不到7.2%（实际）（远低于2000-2011年平均10.7%的水平），下降趋势仍将继续。

### 对稳定目标的偏离程度表明，公共需求在 4Q11 将加快增长

年底预测表明，公共支出在4Q11有所反弹，这与3Q11加快财政调整所营造的一般预期相矛盾，使所有公共行政部门的赤字达到5.3% GDP。虽然最新数据表明，中央政府支出继续下降，但这不足以抵消毫无起色的收入复苏，使得到11月国家累计赤字达到4.8% GDP（参见图13）。再加上关于稳定目标偏离的声明，这表明2011年全年的总预算赤字超过5% GDP，也就是说，超出了确定的目标（参见图14）。3Q11自治社区预算表现将赤字保持在与2Q11相同的水平，其数据并没有像目前预计那样表明2011年底将出现偏差（目标水平超过1.4% GDP）。

鉴于此，当前支出预计会上调，意味着公共支出可能在4Q11再次增长（尽管幅度不大），使得2011年全年数字下降1.2%。尽管如此，财政整顿的重点仍然是减少投资，表明非住宅建设可能在最后一个季度继续萎缩，尽管比前几个季度更加平缓，使得12个月的降幅达到10.2%。然而，需要强调的是，恶化可能是目前私营建设活动领域仍在进行的大规模调整以及公共部门造成的。



在这种情况下，预计所有公共行政部门的综合赤字将超过8% GDP，比2011年目标水平高2个百分点，意味着2012年的财政整顿过程需要做出更大的努力，这将对国内需求增长造成负面影响。

### 出口增长减缓，但仍对增长做出积极贡献

由于EMU财政压力增大以及增长前景减弱，2011年最后一段时期出口增长减缓。根据商品出口及大公司销售额预计，4Q11商品出口增长比3Q11要慢，使得全年增长率仅约为11.3%。

关于服务出口，目前可用指标表明，2011年是不错的一年。尽管旅游业在年底有所下滑，但这是由欧洲内部需求下降造成的，西班牙非居民消费在2011年增长了6.4%（参见表3）。实际上，旅游业积极乐观的数字在很大程度上是基于国外旅游的活力（尤其是在上半年）；不仅外国游客的数量而且酒店住宿数量均有所增长。由于国内需求减弱，国外旅游在游客总数百分比方面发挥了最重要的作用（46.5%），而在酒店住宿方面，数字达到61%，仅低于1999年至2001年的高位水平。因此，与2010年相比，平均酒店入住率增长了2个百分点。由于每名游客的平均支出实际上未变（+0.2%），2011年西班牙非居民旅游支出增长（+7.9%）纯粹是游客数量增加的结果。

同时，由于国内需求进一步减弱以及出口增长下滑，商品和服务进口可能在4Q11回归负增长。因此，在2010年急剧复苏后（+8.9%），进口增长可能在2011年降至1.6%。

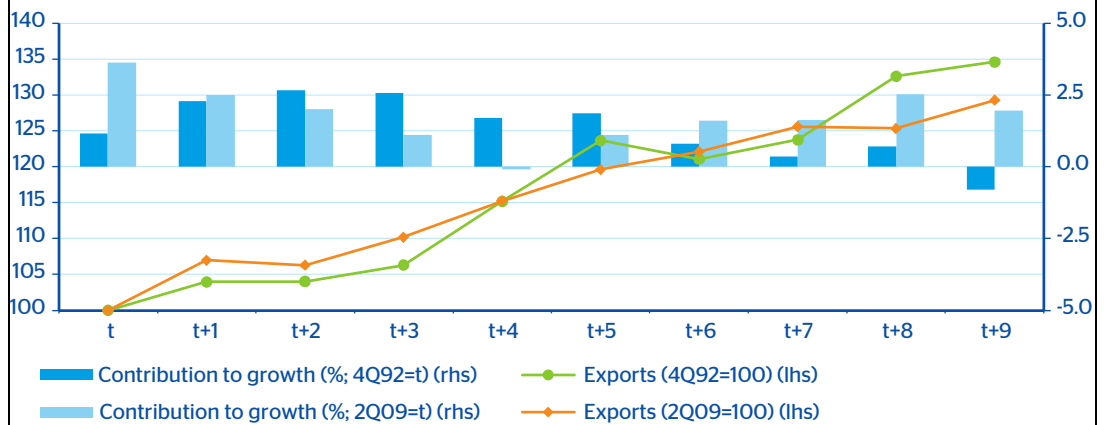
总之，在第四季度末，净外部需求可能对GDP增长做出新的积极贡献（参见图15）。因此，我们预计经济项目逆差将在年底进一步下降，使全年数字约为4.3% GDP。

表3  
西班牙旅游业

	2009	2010	2011
到西班牙旅游			
总计	-7.1	6.2	4.3
西班牙居民	-4.5	2.4	-1.1
外国人	-10.5	11.4	11.3
酒店住宿			
总计	-6.5	6.4	7.3
西班牙居民	-3.0	3.2	-1.9
外国人	-9.1	9.0	14.0
西班牙非居民消费 (*)	-9.5	2.6	6.4

(\*) 2011年预测  
来源：基于INE数据的BBVA Research

图15  
西班牙：最近两次衰退中实际商品和服务出口季度表现及对外部门对GDP年增长的净贡献

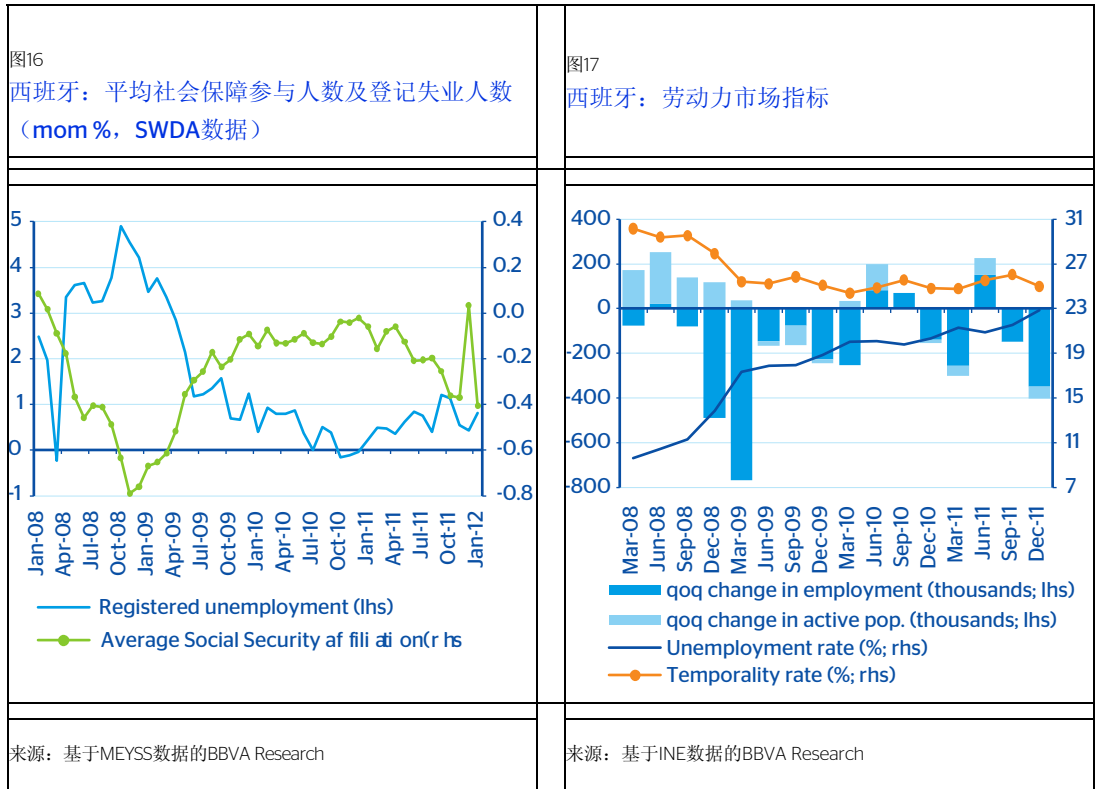


注：指数值在t时期内为100，该时期达到相应危机周期谷底。  
来源：基于INE数据的BBVA Research

劳动力市场恶化步伐加快证实了 4Q11 经济萎缩

4Q11劳动力市场数字令人失望。在进行季度和日历效应调整后，就业恶化的速度加快。10月至12月社会保障参与人数下降（-0.7% 季度环比, SWDA）以及登记失业人数增加（+2.5% 季度环比, SWDA）均提高了约0.3个百分点（参见图16）<sup>4</sup>。总体来说，4Q11《劳动力调查》（LFS）证实了参与人数及失业人数所呈现的趋势，尽管这些数字反映的劳动力市场恶化规模较大。主要部门积极乐观的就业数字（贡献10.08万份工作：43,000 SWDA）不足以防止就业人数下降（34.88万, -234,000 SWDA）。就业人数大幅下降主要集中在临时合同工及服务行业人员中（季节原因），对降低参与劳动力市场的激励措施有一定作用，使得从业人数下降了5.13万（-23,000 SWDA）。因此，失业率增长0.13个百分点，达到从业人数的23.8%（22.9% SWDA），而暂时失业率下降0.1个百分点，达到25.0%（参见图17）。

4Q11数据标志着劳动力市场恶化另一年的结束。平均来说，西班牙经济在2011年净损失35.19万个就业岗位，其中69.4%是永久性的，73.3%在建筑行业。这些结果，再加上从业人数增长率下降至0.1%，造成失业率反弹，它从2010年的20.1%增至21.6%。



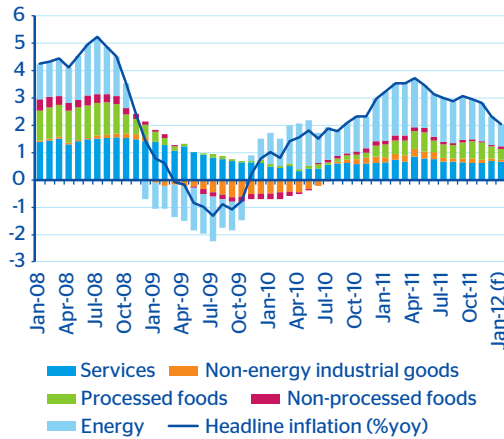
通货膨胀继续缓解

在过去几个月内，总体通货膨胀继续逐步缓解，1月达到2.0% (yoy) 年度环比（根据其指标）。这似乎证明，在没有明显需求方面通货膨胀压力的情况下，去年登记的高通货膨胀水平（总体通货膨胀平均3.2%，潜在通货膨胀1.7%）在很大程度上是由2010年底和2011年初原材料价格猛涨以及10年下半年西班牙的税收变化造成的基数效应引起的。第一个因素的影响可在每个CPI成分对消费者价格上涨的贡献中明显看出（参见图18）。例如，在4Q11底2.4% yoy的总体通货膨胀率中，1.2pp可归因于能源和非加工食品，1.2pp归因于潜在数字，0.6pp归因于对原材料价格最敏感的成分（即加工食品和有组织旅行）。第二个因素的影响可从表4数据中判断，它跟踪了与欧元区的通货膨胀差异。最新数据显示，通货膨胀差异在11年上半年达到平均0.7pp，在下半年降至平均0pp，前一年VAT增长的基数效应再次被冲淡。实际上，根据固定税率，在11年下半年回归正值之前（尽管稍高），差异实际上在11年下半年对西班牙有利。

<sup>4</sup>1月数字显示，劳动力市场恶化将加快。在进行日历和季度效应调整后，社会保障参与人数估计下降约7万，登记失业人数增加4.4万。



图18  
西班牙：对总体通货膨胀增长的贡献



来源：基于 INE 数据的 BBVA 研究部

表4  
与欧元区通货膨胀收益差

		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

(\*) 到 11 年 11 月固定税率平均值。

来源：基于 INE 和 Eurostat 数据的 BBVA Research

**2012-2013 年前景：下滑压力，造成 2012 年 GDP 下降，2013 年缓慢复苏**

正如我们在对本节的介绍中所述，对不确定性增大的证实源自西班牙经济表现相关各基本面的恶化，这意味着未来两年的增长预测需大幅修正。

从外部因素看，资本市场压力（主要在欧洲）比三个月前预期更严重，这造成西班牙中期和长期融资成本前景恶化。更具体地说，我们预计西班牙今年的平均风险溢价将接近其当前水平；也就是说，降至与基本面一致的水平（约120bp）将非常缓慢。融资成本的相对恶化是公共部门和私营部门必须应对的负担之一（参见图19），考虑到通货膨胀率似乎得到控制，ECB很可能为应对欧洲经济活动前景恶化而再次降低其基准利率25个基点。因此，这种更宽松的货币政策，再加上去年底采取的流动性措施以及在欧洲治理方面取得的进展，将因危机迟迟未能解决以及未能实现财政目标而不足以抵消西班牙风险溢价的增长；结果将对GDP造成重大负面影响（参见图20）。

图19  
西班牙：10年债券收益率（对上次预测的变化，pp）

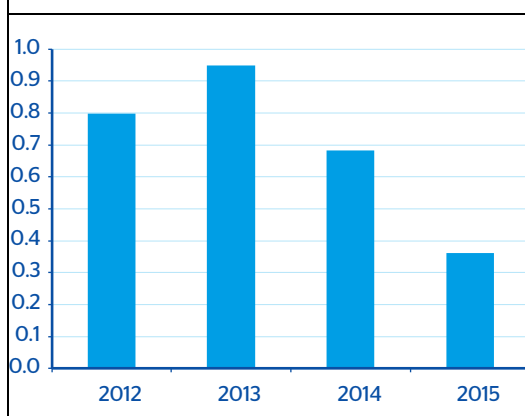
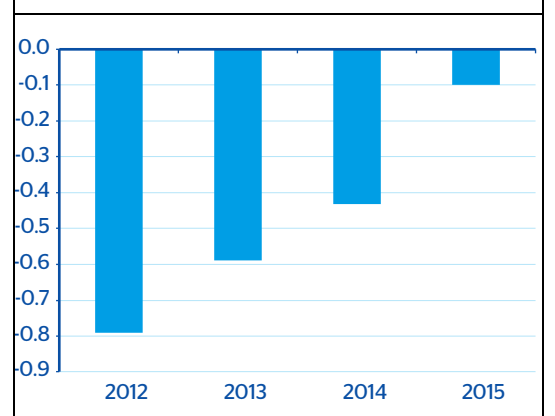
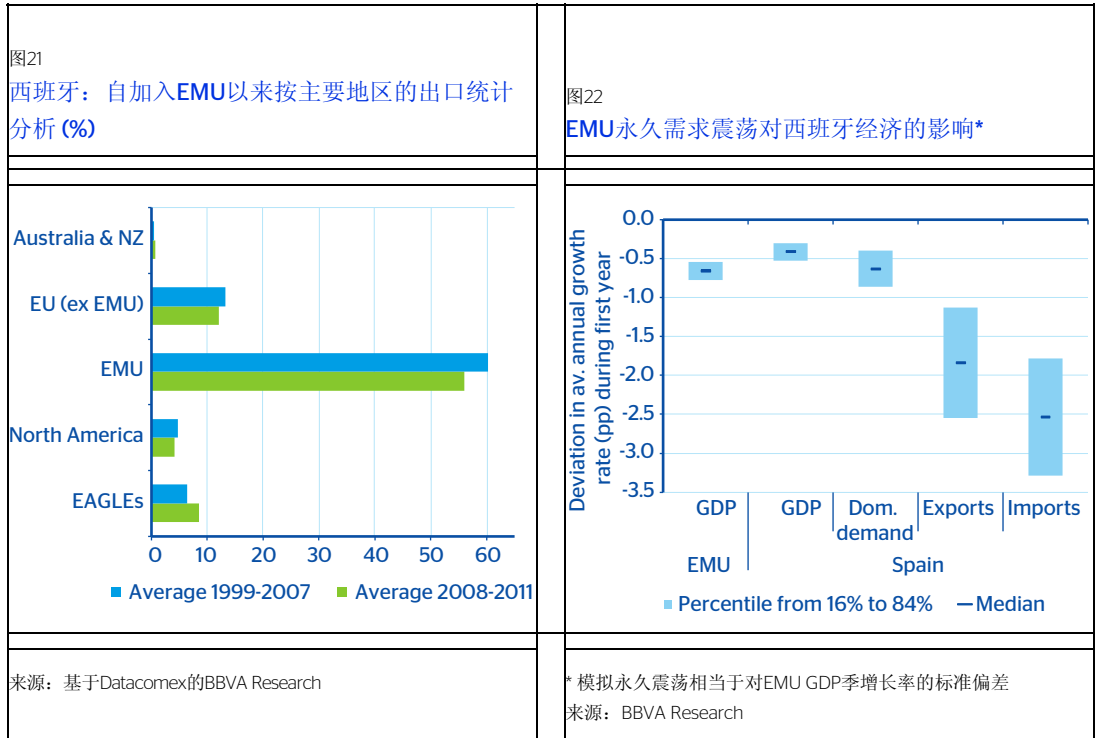


图20  
西班牙：10年利率变化对GDP的影响（对上次预测的变化，pp）



来源: BBVA Research	来源: BBVA Research
-------------------	-------------------

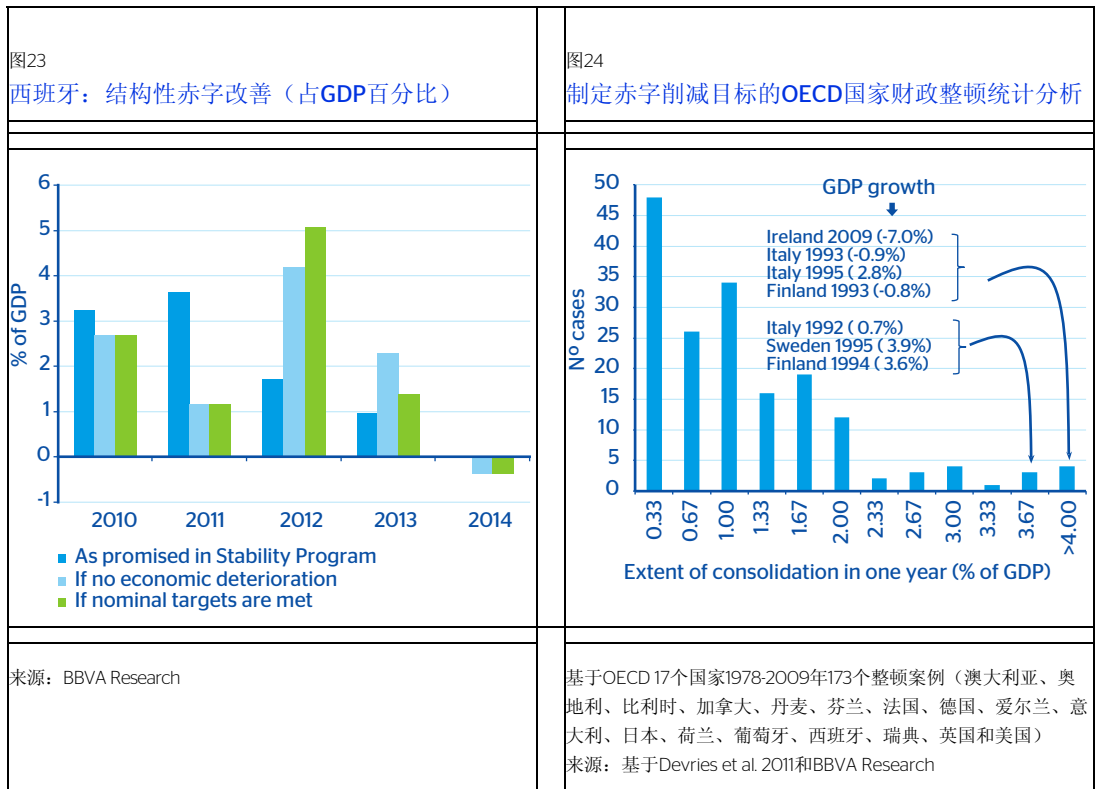
欧元区低增长的评估影响非常严重，它将通过贸易传递。尽管西班牙出口的地区多样性近期得到改善，但欧洲贸易伙伴仍在出口中占相当大的比重（参见图21）。在这种环境下，再加上预期调整的幅度，我们预计今年出口将大幅下滑。另外，从图22模拟中可以看出，鉴于西班牙出口中较高的进口商品以及贸易活动减慢对所有其它部门的影响，我们预测进口将比出口有较大幅度校正，国内需求将小幅调整<sup>5</sup>。因此，进口比出口预期较大下降将使净外部需求对增长的贡献增大，这将在某种程度上抵消国内需求的较低贡献，造成GDP进行小幅调整。总之，欧洲和世界其它国家之间增长差异的扩大，再加上相对较为扩张的货币政策，这将意味着欧元走弱；尽管幅度较小，这可能减轻欧洲增长前景减弱对西班牙出口及经济增长的影响<sup>6</sup>。

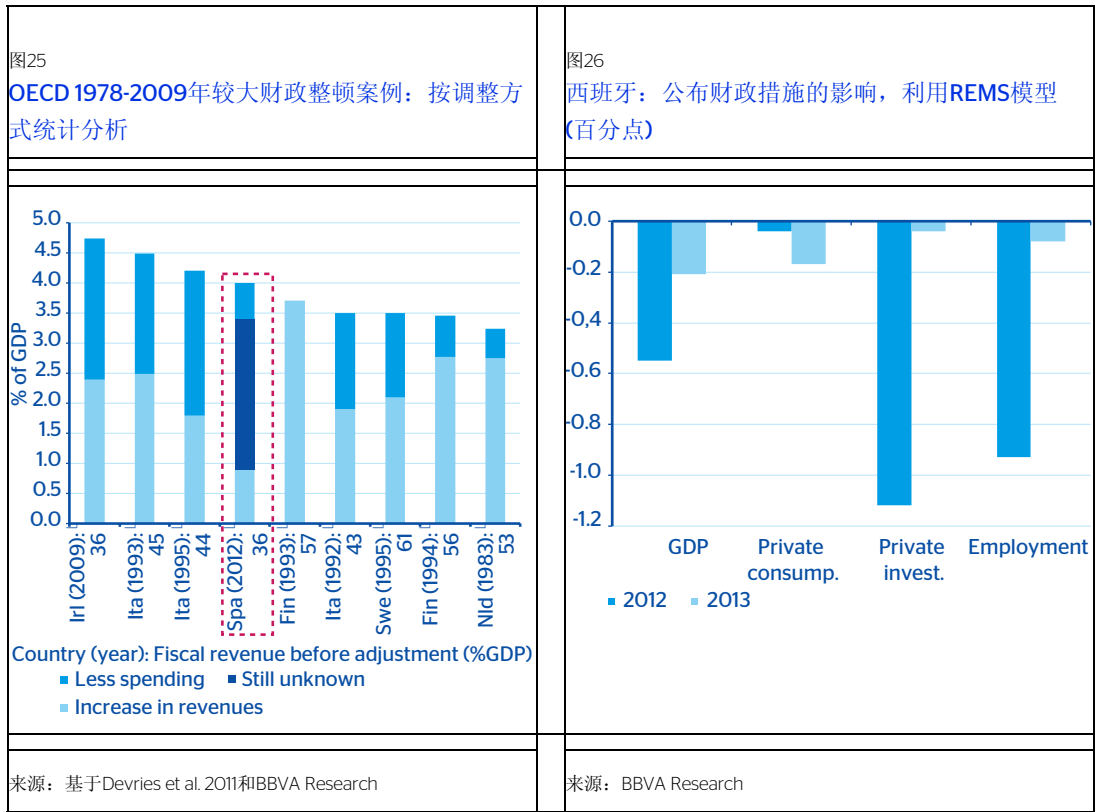


<sup>5</sup> 对国内需求的影响可能集中在商业投资领域，尽管影响可能在第二波减弱效应中扩散到国内需求的其它部分。

<sup>6</sup> 2012年实际有效汇率的预测下降（接近1%，受到名义欧元-美元套汇率4.8%贬值的部分支撑）将对出口长期增长产生有限影响（介于0.5%和0.6%之间）。

国内方面，我们对预测作出修正的主要因素是公共财政赤字水平的变化及其带来的附加调整。其规模、构成及持续时间对于评估经济活动所受影响至关重要。如专题3中所述，2012年西班牙新政府的财政减赤规模可能为400亿至500亿欧元，尽管部分已在前几期出版物中被折去。如图23所示，目前根据欧洲委员会批准的稳定计划，西班牙政府于2009年至2011年完成大部分结构性赤字削减（2011年6.5%的GDP）。从2012年开始，调整规模将下降，尽管今年预计会宣布削减赤字约2%的GDP。因此，前几期西班牙经济展望里提出的增长预测已将其纳入考虑范畴。然而，2011年目标并未实现的事实意味着结构性减赤规模须达到约400亿欧元，另外，若政府寻求抵消收入和公共支出周期性恶化的影响，减赤规模可能超过500亿欧元。在这种情况下，图24和图25表明，历史上发达国家这种规模的财政整顿并不多见，极少数情况下，这些调整始终伴随着GDP的下滑。





公共行政部门对削减赤字的贡献以及相关措施的具体构成仍然相对不确定。因此，在评估后面部分提供了到目前为止公布的措施，这些措施仅限于因2011年预算推迟、预算不可用协议以及直接税收增长而由政府宣布的措施。

政府采取的措施在对税收预期影响（61亿欧元）及削减支出（89亿欧元）方面均是可信的。我们对这些措施有着积极的看法，因为削减支出比提高税收在财政调整过程中所占的比重更大，从而提高了可信度，对商业活动及就业的负面影响最小化。旨在提高税收的政策中，政府选择大幅但暂时性（两年）提高直接税收，并更大规模地削减支出，或在必要时，永久性地提高间接税收。这些措施将有效降低结构赤字，且对经济增长、就业和储蓄的影响更小。此外，暂时性的提高直接税收将减小其对经济增长的负面影响，这反映在相当于占GDP1.5%的措施公布后实际对GDP影响的比例较小的事实之上（图26）。然而，允许这种情况发生的条件，如家庭和公司获得流动性（无论通过贷款还是动用储蓄），目前均受到限制，这或将增强提高税收所带来的负面影响，特别是对于那些因其状况而难于获得融资工具的机构。再者，已公布的唯一措施只是暂时的，这并不完全是积极的。如上所述，政府承诺将以一种永久性的方式降低公共赤字，这意味着当这些措施失效后，必须推出新的措施，并对公共账户产生相同影响。

一旦上述因素实现，再加上对我们11月预测影响更加有限的其它变化<sup>7</sup>，我们预计西班牙经济将在未来几个季度继续保持环比负增长，这使得全年GDP将下滑约1.3%，意味着前期展望的预测需下修2.3个百分点。因此，如果没有进一步措施来纠正西班牙经济的主要问题，我们预计2013年开始的复苏将是缓慢的，GDP虽然有增长但较平缓，使增长率约为0.6%（表5）。

<sup>7</sup> 即2H11稍低于预期的增长以及比我们预测时的预计稍高的油价（2012年平均3%）。

表5  
西班牙：宏观经济预测

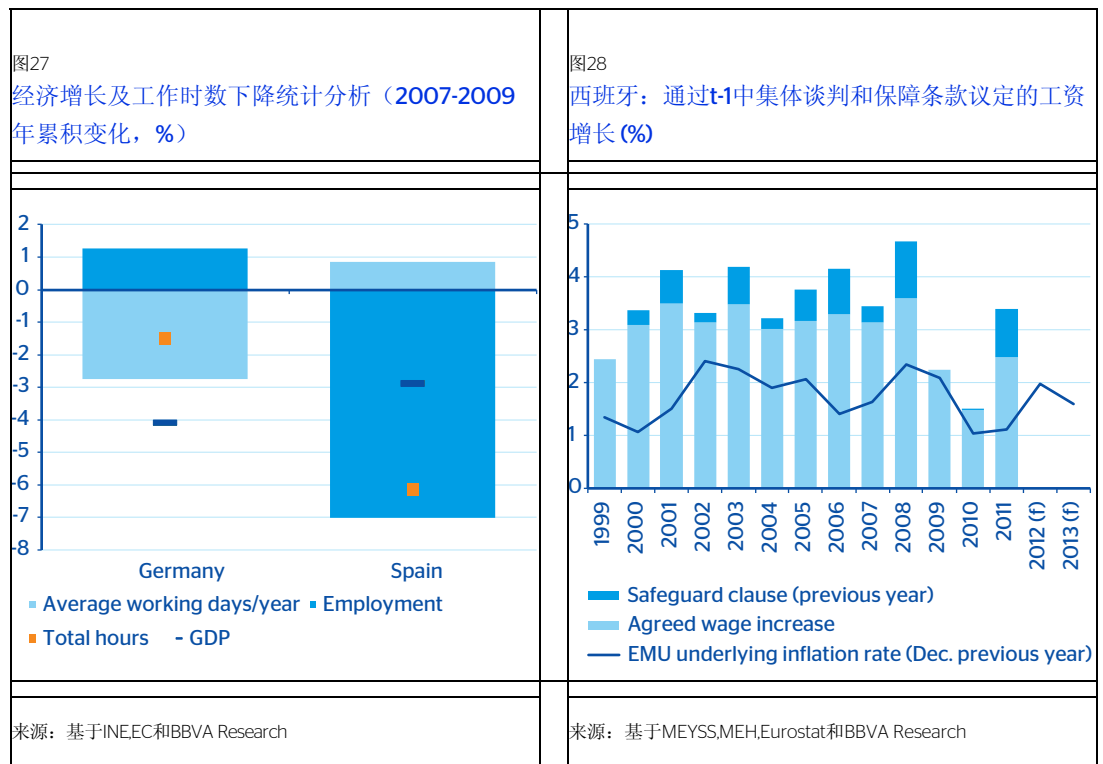
(同比 %，除非另外说明)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11 (f)	2010	2011 (f)	2012 (f)	2013 (f)
国民最终消费支出 (FCE)	0.1	1.4	0.7	0.4	0.5	-0.7	-0.4	-0.8	0.6	-0.3	-2.3	-1.1
居民消费支出	0.0	1.5	0.8	0.8	0.5	-0.3	0.4	-0.7	0.8	0.0	-2.0	-0.9
家庭消费支出	-0.1	1.5	0.8	0.8	0.5	-0.3	0.4	-0.7	0.7	0.0	-2.0	-0.9
政府消费支出	0.6	1.0	0.2	-0.9	0.4	-1.7	-2.3	-1.1	0.2	-1.2	-3.1	-1.8
资本形成总额	-9.6	-4.1	-5.2	-5.0	-4.5	-5.0	-4.0	-3.7	-6.0	-4.3	-6.2	-1.9
固定资本形成总额	-9.8	-4.3	-5.5	-5.4	-4.9	-5.5	-4.2	-3.9	-6.2	-4.6	-6.3	-1.9
固定材料资产	-10.0	-4.5	-5.4	-5.4	-5.3	-5.7	-4.5	-4.1	-6.3	-4.9	-6.6	-2.1
设备、机械和耕种资产	-3.4	11.7	7.3	5.4	5.6	1.5	2.4	-1.3	5.3	2.1	-5.0	2.1
设备和机械	-3.6	12.1	7.5	5.8	5.8	1.6	2.5	-1.4	5.5	2.1	-5.2	1.9
建筑	-12.2	-9.4	-9.5	-9.3	-9.3	-8.4	-7.4	-5.4	-10.1	-7.6	-7.3	-4.0
房地产	-13.9	-10.0	-8.7	-6.5	-5.9	-5.4	-4.1	-3.9	-9.8	-4.8	-6.5	-1.5
其它建筑行业	-10.4	-8.8	-10.4	-11.8	-12.4	-11.2	-10.4	-6.8	-10.4	-10.2	-8.0	-6.5
无形固定资产	-5.4	-0.5	-7.8	-5.4	1.2	-3.1	0.8	0.0	-4.8	-0.2	-2.3	1.7
库存变化 (*)	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
国内需求 (*)	-2.4	0.1	-0.7	-0.9	-0.7	-1.7	-1.2	-1.5	-1.0	-1.3	-3.2	-1.3
出口	11.9	15.3	11.8	14.9	13.9	8.7	8.1	5.9	13.5	9.2	1.6	8.2
进口	6.3	14.5	7.0	8.0	7.1	-0.7	0.8	-0.7	8.9	1.6	-4.8	2.1
贸易净差额 (*)	1.1	-0.1	1.1	1.6	1.6	2.5	2.0	1.8	0.9	2.0	1.9	1.9
名义国内生产总值	-1.3	0.0	0.4	0.7	0.9	0.8	0.8	0.4	-0.1	0.7	-1.3	0.6
待定:												
国内生产总值, 不包括房地产投资	0.0	0.9	1.1	1.3	1.5	1.3	1.1	0.7	0.8	1.2	-0.9	0.8
国内生产总值, 不包括建筑	1.2	1.9	2.3	2.6	2.9	2.5	2.2	1.4	2.0	2.3	-0.3	1.3
就业 (LFS)	-3.6	-2.5	-1.7	-1.3	-1.3	-0.9	-2.1	-3.3	-2.3	-1.9	-4.2	-1.9
失业率 (%从业人数)	20.0	20.1	19.8	20.3	21.3	20.9	21.5	22.8	20.1	21.6	24.4	24.6
就业 (FTE)	-4.2	-2.9	-2.0	-1.4	-1.4	-1.1	-1.9	-2.8	-2.6	-1.8	-3.8	-1.9

(\*) 对增长贡献

来源: INE、西班牙央行和BBVA Research预测

由于西班牙经济增长前景恶化，劳动力市场继续疲弱

2012年和2013年上半年的就业状况将继续恶化，这将造成失业率上升，预计将升至约25%，尽管从业人数预计会下降。劳动力市场改革的一个目的<sup>8</sup>在于对广延边际（就业工人）和集约边际（工作时数）之间的修正达到一个平衡，最小化经济衰退对劳动力市场所带来的影响，防止出现可能造成就业破坏的乘数效应。如图27所示，寻求改变其就业条件的公司和工人面临的严格制度框架，尤其是工作日长度，造成西班牙劳动力市场与其它经济体相比在就业方面萎缩，例如德国，该国就业萎缩主要集中在工作时数上。这是为什么对内部灵活性的承诺受到欢迎的原因，该承诺被纳入1月25日由CEOE、CEPYME、CCOO和UGT签署的《2012-2014就业和集体谈判协议》中<sup>9</sup>。



除了提供内部灵活性来代替就业岗位减少，这是新劳动力市场改革应促进的，雇主和工会的协议文件还包含其它积极方面，如呼吁基于生产率的工资节制（参见表6）和工资设定。在这个方面，工资修正条款激活过程的变化将降低决定西班牙工资水平的机制所固有的通货膨胀偏差，从而提高我们的价格竞争力。如图28所示，自欧元诞生以来，通过集体谈判议定的西班牙平均工资比EMU潜在通货膨胀率增长快1.2个百分点<sup>10</sup>。

然而，鉴于失业率接近23%，西班牙的劳动力市场需要采取更加大刀阔斧的措施。尤其是应取消保障条款，以防止价格暂时上涨传递至工资水平并通过第二轮通胀效应产生恶性通货膨胀。另外，目前集体谈判结构将保持（尤其是基于部门的省级集体谈判协议）的事实以及对使工资淘汰条款更加灵活的明确拒绝反映了协议的负面影响，因其维持了当前集体谈判制度的刚性。

<sup>8</sup> 欲了解对建议劳动力改革的详细分析，参见2009年3月的BBVA西班牙经济展望。

<sup>9</sup> 完整文件请参见：[http://www.ugt.es/actualidad/2012/enero/IIAcuerdo\\_ene2012.pdf](http://www.ugt.es/actualidad/2012/enero/IIAcuerdo_ene2012.pdf)

<sup>10</sup> 在同一时期，西班牙劳动力生产率（按GDP除以工作时数来测量）将与EMU类似的速率增长。

表6 工资节制协议特点			
	2012	2013	2014
通过集体谈判议定的工资增长	≤ 0.5%	≤ 0.6%	≤ 0.6%，如果ΔGDP2013 < 1% ≤ 1.0%，如果1% ≤ ΔGDP2013 < 2% ≤ 1.5%，如果ΔGDP2013 ≥ 2%
工资修正条款		(通货膨胀 -2%)，如果通货膨胀 > 2%	
基准通货膨胀		(西班牙，EMU) 较低者	
		如果12月Brent原油价格年增长 > 10%，则能源部分被排除在外	
来源：BBVA Research			

### 经济基本面恶化对外部需求尤其是内部需求造成下行压力

首先，2011年与目标偏离的公共赤字意味着2012年公共支出将下调，对于西班牙国民收入和生产核算来说，这将造成政府支出下降3.1%，非住宅建设下降8%（2013年分别为下降1.8%和下降6.5%）。

在居民消费方面，其决定因素的预期恶化将使2012年全年及2013上半年的支出下降。就业形势加快恶化将造成家庭可支配总收入的工资部分下降。此外，因政府努力达到减赤目标而使财政压力加剧并降低非工资部分收入，尽管失业救济可有所增长。金融净财富在2013年前不会恢复，而房地产将在整个预测期内持续下滑。同时，家庭储蓄率降至危机前水平、无通货膨胀压力以及官方利率稳定在较低水平等因素都将在未来两年内抑制居民消费的萎缩。

然而，外部需求以及国内和个人需求下降，再加上获得融资受限，这意味着对2012年公司投资在2011年增长2.1%后其预测也需下修。我们预计在年底它将为负增长，并在2013年开始缓慢复苏，其推动因素仅足以让外部需求企稳，而内部需求停止萎缩。

同样，住宅投资将受到国内需求的影响。尽管近期批准了旨在提高房地产需求从而降低未出售库存的税收激励措施，但经济不能创造就业、对借贷的疑虑以及居民预期恶化，均表明未来两年的房地产需求有下降趋势。尽管由于新房供应急剧下降而使供过于求的情况有所缓和，但预计这要比我们在之前的宏观经济形势下的假设要慢得多。总之，在2012年，我们预计房地产投资会大幅下降，2013年下半年开始复苏，各地区的表现有较大差异。

最后，正如本报告前述，西班牙经济在中期的任何复苏迹象将与全球经济形势有着密切联系。尽管2012年全球经济增长缓慢（主要是由于欧元区的预期萎缩）<sup>11</sup>将对贸易量产生较大负面影响，但我们认为仍西班牙出口有望增长，尽管其数量远低于近两年水平，其部分原因是欧元预期贬值。另外，根据新BBVA-Google指标<sup>12</sup>，欧洲需求降低将波及旅游业，这一趋势在2011年下半年已被察觉，且将延续到2012年前几个月。然而，北非及欧元汇率持续不稳定将再次为2012年西班牙旅游业供应提供保护。最后，国内需求减弱以及出口下滑，进口同样预计在2012年大幅下降，这意味着国外部门将对增长做出巨大贡献。尽管缓慢，但欧洲经济在2013年复苏将重振西班牙经济的出口，并再次成为GDP增长的支柱。

<sup>11</sup> 如上所述，2012年的补偿因子为欧元的预期贬值，尽管它只对出口和经济增长有着较小的影响。

<sup>12</sup> 关于新Google-BBVA旅游业指标的信息可参见：[http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/120116\\_Spain\\_Flash-Tourism\\_tcm348-284304.pdf?ts=1622012](http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/120116_Spain_Flash-Tourism_tcm348-284304.pdf?ts=1622012)

### 经济面临高度不确定性及增长预期恶化需要做出更多改革努力

尽管我们对西班牙经济预测的更新伴随着对短期和中期数字进行大幅下修，但我们想强调的是，当前增长前景要求实施更具远见卓识的结构政策，如果能够正确执行，则将带来痛苦较小的调整（特别是在就业方面），从而为更迅速强劲的复苏铺平道路。

在这一方面，我们对政府为纠正与2011年赤字目标偏差而采取的措施以及社会机构承诺内部灵活性而达成的协议（尚不够深入）有着积极的看法，后者被纳入1月25日签署的《2012-2014就业和集体谈判协议》。执行机构已为改革制定日程表，包括那些与金融体系和劳动力市场有关的改革，这一情况取得积极进展，对于确保西班牙经济在中长期更好的运行至关重要。

然而，时不我待，经济主体和西班牙政府经济部门进行调整的空间越来越有限。在这种背景下，要尽快公开计划结构性改革措施的具体细节，这非常重要。我们在此要强调的是，尽管我们在11月形势下考虑的许多风险确实已经成为现实，但除非欧洲采取更坚决的措施并在国内消除对欧洲治理债务危机以及西班牙经济增长和创造就业能力的疑虑，否则，比我们本报告中的预期更糟的情况仍可能出现。



## 框2. 区域增长前景：表现越来越分化

由于其具体特点，欧洲经济在2011年底的较差表现以及西班牙经济前景的普遍恶化对国内各个自治区有着不同影响。在2012年，我们预计所有地区均将录得负增长，但对于国内需求依赖较高的那些地区，不管是其本身还是整个西班牙，陷入衰退的影响也将较高。

各地区内需的分化表现将继续受到各种因素影响。在居民方面，商业前景恶化将造成失业率提高，这将根据其对地区财政调整的敞口以及失业救济制度的覆盖范围而对各地家庭可支配收入造成不等的负面影响。同样，房地产行业调整面临困境（这也会转变成不同水平的债务从而影响需求）将继续减弱经济复苏的动能。前期的储蓄以及产生相对收入的能力（人均GDP）是允许某些地区进行痛苦较小调整的因素。正如其它BBVA研究部的出版物中所述<sup>13</sup>，地区间家庭储蓄率的差异较大（储蓄最多和最少的地区之间储蓄率相差20个百分点），将影响吸收新一轮收入的竞争力，而不会转变成消费或投资下降。

至于公共部门，在财政整顿加强的背景下，对该部门具有最高依赖度的自治区在就业和经济活动方面将可能对调整更加敏感。尽管如此，所有自治区的形势并不相同，因为它们有明显不同的调整需求。Castile-La Mancha和Valencia自治区是最著名的两个案例，它们与Catalonia一样具有较高的债务和赤字水平。虽然Catalonia已在2011年开始有所校正，但在其它许多地区，调整几乎尚未开始，表明对2012和2013年的影响将是巨大的。同时，诸如Basque地区、Madrid和Castile & Leon等地在其自治区预算中将受到较少限制，从而使其具有相对优势。

自治社区和地方性企业必须满足的更严格财政调整条件将可能使首先达到目标的地区提前摆脱危机。然而，调整越有必要，公共部门在地区经济中的权重越高，短期影响就越大。但显然，解决方案并不在于无限推迟这一过程（无论如何该过程必须实施，但条件越严厉，推迟时间就越长）。

最后，积极的一面是，外部需求犹存，尽管其支持比我们在过去两年内看到的要少。越开放的地区从全球增长中受益越大，尽管像2011年那样，对新兴市场出口巨大的自治社区支持较大，而更依赖欧洲市场的地区将得到较少支持，因为在最好情况下，欧洲国内需求将进入一个停滞期。出口商品生产力将比2011年趋弱，尽管对外部门的净增长贡献可能受益于更严重的进口萎缩。

由于北非政局动荡尚未平息（其作为替代目的地的重要性正在消失），2012年旅游业将继续做出积极贡献，尽管像其它出口部门那样，旅游业也将经历增长下滑。主要市场国内需求的实际停滞只能由北非形势的积极影响以及仍然强劲增长的其它市场（如俄罗斯或中国）来部分抵消，后者的总体影响较小。鉴于这种情况，更面向国外旅游的自

治社区将像2011年那样在2012年获得增长支持。国外游客是Canary和Balearic群岛相对较好表现的原因，这部分也为Catalan经济提供一定程度的支持，尽管较小，且并未完全抵消区域内需求的下降影响。

<sup>13</sup>例如，2011年12月《Galicia展望》，可参阅：

[http://www.bbva.com/RESEARCH/analisis/mult/1112\\_Situacion\\_Galicia\\_tcm346-281539.pdf?ts=3112012](http://www.bbva.com/RESEARCH/analisis/mult/1112_Situacion_Galicia_tcm346-281539.pdf?ts=3112012)

表7

## 西班牙：自治社区GDP增长预测 (%)

	2011	2012	2013
Andalusia	0.1	-1.8	0.3
Aragon	0.7	-1.7	0.5
Asturias	0.9	-1.1	1.1
Balearic群岛	1.3	-0.4	1.6
Canary群岛	1.1	-0.6	1.4
Cantabria	0.5	-0.8	1.0
Castile & León	0.6	-0.6	1.0
Castile La Mancha	0.2	-2.4	0.2
Catalonia	0.7	-1.7	0.7
Extremadura	0.4	-1.1	0.5
Galicia	0.5	-0.9	0.7
马德里	1.2	-0.3	0.8
Murcia	0.6	-1.9	0.5
Navarre	1.1	-0.1	0.7
Basque地区	0.8	-1.0	0.8
La Rioja	1.0	-1.4	0.7
Valencian Com.	0.6	-2.2	0.2
西班牙	0.7	-1.3	0.6

来源：BBVA Research

表8  
导致地区增长差异的因素 (2012)

	住房投资 (未出售 存量/住房数量)	对汽车行业的依 赖度: 汽车在地区出 口中的%	私营部门杠杆化	失业率	自治社区债务 (% GDP)	相对人均 GDP	外国市场暴露风险 (商品和旅游)
Basque地区	√		√	√	√	√	
Cantabria	√						
马德里					√	√	
Navarre		X		√		√	√
Asturias			√				
Galicia							
Aragon		X					
Castile & Leon		X	√				
Catalonia					X		√
Balearic群岛			X		X		√
Extremadura	√					X	X
La Rioja	X						X
Canary群岛	X			X			√
Murcia			X				
Andalusia			X	X		X	
Castile La Mancha	X				X	X	X
Valencian Com.	X		X		X		

注: X表示消极因素, √表示积极因素。当一个分类超过平均水平一个标准偏差时, 它被认为一个因素。

来源: BBVA Research

### 框3. 财政整顿：退一步，进两步？

未能实现2011年预算赤字目标削弱了所有公共行政部门的可信度。

在去年12月30日首次内阁会议中，政府指出今年公共赤字将超过GDP的8%，远高于为所有公共行政部门确定的6%目标。明确数字将于2月公布，但从截止11月的表现来看，中央政府和地方公司与其目标的可能偏差细微。社会保障失衡可能在一定程度上较大，会出现少量赤字，而与确定目标的最大偏差出现在自治社区。

对通告的确认表明，首先，国家实施的调控工具不足以激励自治社区去遵循。其次，指出需要立即采取措施，以弥补2011年赤字的偏差，并保证今年不会再次出现无法兑现承诺的情况。因此，鉴于形势比最近几个月观察到的趋势更加极端，尤其是中央财政，因此，明确数字应解释这种失衡为什么在最后一个季度如此严重。

政府的反应是坚决的，但仍不足以保证今年目标实现

在2011年无偏差且与做出承诺时设想的增长情况相同的条件下，对于这种大幅偏差，政府提出了与国家需要将其赤字从2011年确定的目标（4.8%）降至2012年目标（3.2%）所需类似数额（1.5% GDP）的调整措施。当政府确定2011年最终数字以及对西班牙经济进行新的增长预测时（将由欧洲委员会公布），应宣布对2011年未遵守情况以及因西班牙经济在2012年增长前景变差所造成预期赤字恶化进行补偿的附加措施。

国家调整既必要又可信，也是提高税收制度效率和改善支出管理的一次错失机遇

政府采取的措施在对税收的预期影响方面具有可信度（61亿欧元），因为60%的调整来自公共支出削减（89亿欧元）。这是积极的，因为在一方面，削减预算比提高税收在财政调整中的比重更大，这一事实提供了更高可信度（因为大部分赤字削减并不取决于不确定的税收），另一方面，与提高税收相比，对经济活动和就业的负面影响可能较小。这一想法基于对目前部分支出可能无效率的认识，因此，与提高税收相比，削减公共支出将使生产降幅更小。然而，财政调整的规模和持续性证明了西班牙公共行政部门的一个重要短板：在制度方面，它似乎不能评估这些政策执行的效率以及对社会的好处或成本。例如，尽管部机关提供了削减支出的统计分析，但它并未解释在决定其分配时所用的标准。因此，最好是成立一个独立的机构，以评估公共政策并进行分析，提供关于具体项目的成本和好处信息，作为社会指南。

最后，关于提高税收以及更高效系统的进展方面，虽然提高所得税和资本税率以及购买住房退税没有提高效率，但提高房地产税（RET）是一项积极的措施，尽管不受欢迎。在个人所得税方面，证据表明，西班牙的税制水平及进展与其它欧元区国家一致。提高该税至少将对其它欧洲国家造成竞争劣势，从人力资本积累和就业与收入相关的方面来说，对年轻人来说是一个不好的信号。房地产税提高是一个好消息，因为它是为恢复因房地产危机而损失收入的另一项举措，虽然这也刺激了房租上涨。问题在于，政

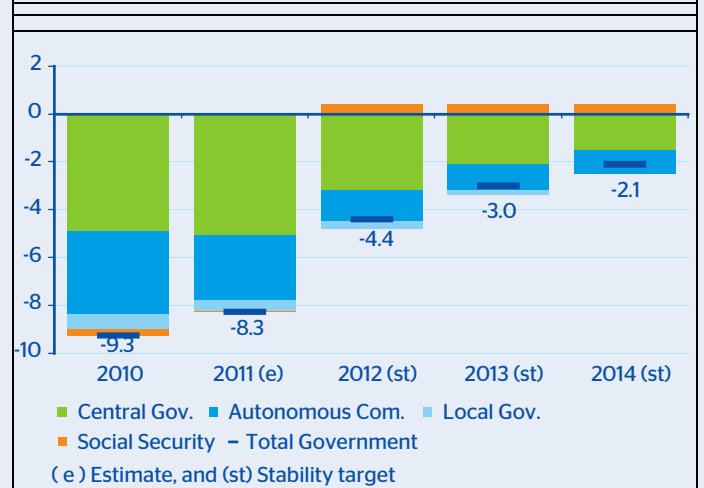
府重新实施了基本住房购买所得税扣除政策，同时延长了对购买新住房征收超低VAT税的期限，两者基本上抵消了房地产税的提高。

关于2012年财政调整的最大不确定性与自治区和社会保障有关

如果2011年目标实现，政府将只需在2012年削减占GDP 1.5%的赤字即可实现今年目标（与措施公布时的数额相同）。然而，如果公布的偏差得到确认，它将需要推出附加措施，至少相当于GDP的2至2.5%，才能实现2012年目标。附加调整将主要由自治社区财政承担。此外，2012年收入也将远低于前届政府的《稳定计划》所设定目标，指定2012年实际GDP增长率为2.3%，而我们在本报告中的预测为-1.3%。

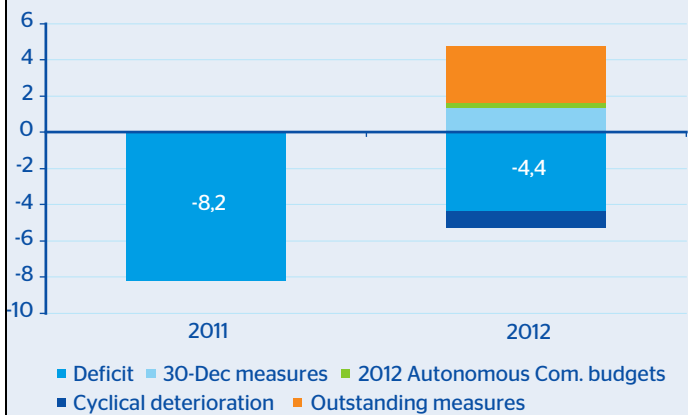
经济二次探底衰退的影响对于社会保障尤其重要，其支出机制缺乏灵活性以及对创造就业产生收入的依赖将使其难于逆转2011年其资产负债表的消极趋势。尤其是，如果GDP下降得到确认，公共赤字将进一步恶化约1%的GDP。这意味着为补偿2011年赤字目标偏差所设计的措施（稍高于250亿）以及因经济活动减弱可能造成的周期性恶化（约100亿）必须增加到国家宣布的150亿欧元数字中。

图29  
公共行政部门：根据《稳定计划》的融资能力(+)/需求(-)(占GDP百分比)



来源：BBVA 研究部基于MEH

图30  
公共行政部门：根据《稳定计划》对财政调整的贡献(百分点GDP)



来源：BBVA 研究部基于MEH

为提高自治社区的流动性所采取的措施是正确的

主权债务市场的不确定性以及自治社区不愿削减其赤字使得部分社区难于获得贷款，从而将部分问题转嫁到其债权人身上，尤其是企业。因此，政府采取的旨在改善地区流动性状况的措施是积极的。具体来说，国家延长了地区偿还债务的最终期限，将期限从5年延长到10年（每年少偿还相当于GDP的0.3%金额），还留出一部分付款以清偿必须在下半年至明年上半年之间清偿的2010年债务（约占GDP的0.8%）。措施还承诺要加快债务问题解决，提供了获得贷款的可能性，使各地区能够向债权公司偿付。

原则上，作为一项措施激励各地区承认其到目前为止尚未明确的债务方面来说，除了最后一项措施外，没有一项措施对自治社区的赤字有影响。无论如何，政府已明确，资产负债重组计划将优于获得贷款，这将限制参与那些持续未能进入资本市场的自治社区。

更重要的是旨在提高对偿付能力认识的措施

关于对公共财政稳定的中长期承诺，《预算稳定基本法草案》向欧洲其它国家发出了一个明确而坚定的信号。西班牙是通过此类立法的第一批国家之一，原则上，它将在达成广泛政治一致的基础上实施，鉴于倡议得到自治社区和地方公司的支持，并获得反对党多数批准，因此，其立法通过不会拖延太久。

草案的主要要素<sup>14</sup>包括设置60% GDP的公共债务上限，并确定所有行政部门必须账户平衡或有盈余，或达到零结构赤字。只有在某些情况下，结构赤字可达到0.4% GDP。它还设置了所有行政部门的支出增长上限，规定支出不得超过名义GDP增速。

此外，它明确了对地区行政部门切实可行且可靠的控制机制，这将使未来几年确定的目标实现的可能性增大。例

如，它提倡更透明的报告，允许对公共行政部门进行更好分析，建立未完成目标时的惩罚措施和步骤。因此，它要求自治社区报告要像欧盟要求西班牙标准那样透明，以便于对地区提交措施进行更有效评估。

14: 欲了解更详细的讨论，请参见2012年1月27日部长理事会参考文件：  
[http://www.lamoncloa.gob.es/ConsejodeMinistros/Referencias/\\_2012/refc20120127.htm](http://www.lamoncloa.gob.es/ConsejodeMinistros/Referencias/_2012/refc20120127.htm)

我们还对为在赤字偏离后鼓励迅速回归财政纪律所制定的程序有着积极看法，这与欧洲法规是一致的。在此框架下，创建制度，允许违反者提出改正计划，并制定不会使问题恶化（顺周期）的可靠制裁措施以及足以防止永久偏离的严厉惩罚措施。首先，违规的行政部门必须提出一项经济-财政计划，以在一年内纠正违规行为（而不是像目前计划提出的三年）。更重要的是，如果不遵守计划，行政部门需要签订一份预算不可用协议，以保证目标实现，从而提高此类计划的可信度。

其次，要设立有效的制裁机制，使得在出现不遵守计划的情况时，违规行政部门必须存入相当于其名义GDP 0.2%的有息存款，如果在六个月内未纠正违规，存款将作为罚金，从而防止制裁对赤字造成不利影响。除了罚金，违规行政部门还要负责支付欧洲对西班牙因未履行其稳定承诺而处的罚金。

另外，政府决定，如果违规在九个月后未得到纠正，经济部将有权派遣小组对违规部门执行资产负债重组计划。无疑，避免国家干预将是自治社区实现其赤字目标的主要激励措施之一。

《预算稳定法》的效果将取决于其实施的深入程度

本出版物反复督促要制定结构性赤字规则<sup>15</sup>。该规则将是加强财政政策执行以及提高对公共行政部门偿付能力认识的一个举措，它将降低西班牙经济周期的波动性。然而，到目前为止，确定经济周期所处阶段使用的方法尚未公开。在我们看来，可轻松复制并从外部评估的一种明确而简单的方法也是实现预期成功所需改革的一个必要条件。此外，必须明确的是，结构方面的赤字目标必须确定，关于加快削减债务过程的条件，不得有任何模糊之处，从而使财政政策不会造成可能引起失衡的顺周期行动。理想情况下，这种方法适用于目前自治社区财政调整过程之间的主要差异，也会考虑各地区经济周期不同程度的波动性。

实现2020年目标所需财政调整与BBVA 研究部评估一致

我们还对每三年对结构赤字（0% GDP）和债务（60% GDP）表现进行一次评估的要求有着积极看法，以保证它们始终处于实现2020年目标的正确轨道上。政府提出一个过渡期，其中，结构赤字的年均下降率为0.8%。这使得其结构赤字估计为6.5% GDP，与BBVA 研究部的评估一致。

理想情况下，治理改善只能用于调整结构赤字

如上所述，要实现2012年目标（约500亿欧元），进行大规模调整将是必要的，其构成必须重新配置，因为目前预测的社会保障赤字提高是不现实的。如果这个过程取得成功且制度方面有进展，则欧洲决定开始采用这种新财政框架就是有意义的，从而使自动稳定器能够自行运转，无需公共行政部门补偿失衡。这将意味着2012年底的公共赤字约为5.3% GDP，西班牙将实现其财政调整目标（根据这一新定义）。

展望未来，表9包含了BBVA 研究部的评估，基于政府执行的《2011稳定计划》中预测以及本报告所设定的基准情景。首先，应强调的是，总赤字分成两部分：结构性和周

期性。经济在周期中的结构性状况决定了当前GDP与该指标趋势估计之间的差异：如果两者相等，则周期性因素造成的公共赤字为零，而如果GDP高于（或低于）趋势线，则经济周期可能有助于使公共财政状况改善（或恶化），因此存在周期性过剩（赤字）。根据表9，《2011稳定计划》需要在2011年至2012年进行累计占GDP 4.5%的结构性调整，即西班牙政府预计在这两年内将宣布相当于450亿欧元的措施。一旦经济开始从相对萧条的状况复苏，公共赤字其它方面改善也将随之而来。然而，与2011年赤字目标的偏差以及增长前景下意味着，要降低2012年超过GDP 6%的赤字，需要进行的结构性调整比上一届政府《稳定计划》提出的幅度更大。

15. 参见《西班牙经济展望》，2011年5月

因此，本报告对公共行政部门结构赤字的预测（5.3% GDP）意味着，政府将采取措施补偿与上一年目标的偏差，并实现《2011稳定计划》所提出的结构调整目标。然而，即使采取这些措施，由于经济周期性恶化，赤字仍将

偏离目标约1%的GDP。此外，从同一个表中可以看出，修正后的前景意味着，如果保持2013年3%的赤字目标，经济结构状况的改善将足以比《预算稳定》草案法规定的时间提前七年实现《宪法》规定的零结构赤字目标。

表9

## 增长和公共债务评估

	GDP 增长 (%)		公共赤字		结构赤字		周期性赤字	
	稳定计划 (2011)	BBVA (2012年1月)	稳定计划 (2011)	BBVA (2012年1月)	稳定计划 (2011)	BBVA (2012年1月)	稳定计划 (2011)	BBVA (2012年1月)
2010	-0.1	-0.1	-9.2	-9.2	-6.9	-7.7	-2.3	-1.5
2011	1.3	0.7	-6.0	-8.2	-3.5	-6.5	-2.5	-1.7
2012	2.3	-1.3	-4.4	-5.3	-2.4	-2.4	-2.0	-2.9
2013	2.4	0.6	-3.0	-3.0	-1.3	-0.1	-1.7	-2.9

来源：BBVA Research 和 2011年稳定计划

## 4. 图表

表10  
宏观经济预测：国内生产总值

(yoy rates, %)	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-3.5	3.0	1.7	2.3	2.2
欧盟	-4.2	1.8	1.6	-0.5	1.0
德国	-5.1	3.6	3.0	0.5	1.7
法国	-2.6	1.4	1.6	0.2	1.4
意大利	-5.1	1.4	0.4	-1.5	0.2
西班牙	-3.7	-0.1	0.7	-1.3	0.6
英国	-4.4	2.1	0.9	0.5	1.4
拉丁美洲*	-0.6	6.6	4.5	3.7	4.1
墨西哥	-6.1	5.4	3.8	3.3	2.9
EAGLES**	4.0	8.4	6.7	5.9	6.5
土耳其	-4.9	9.2	8.5	1.9	4.2
亚太地区	4.2	8.1	5.8	5.8	6.1
中国	9.2	10.4	9.2	8.3	8.7
亚洲(除中国)	1.0	6.7	3.5	4.2	4.4
世界	-0.6	5.1	3.9	3.5	4.1

截至 2011年1月31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11  
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	2.7
欧盟	3.3	2.8	2.6	2.2	2.7

截至 2011年1月31日

来源: BBVA 研究部



表12  
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	0.80	0.79
欧盟	1.39	1.33	1.39	1.26	1.27
英国	1.56	1.55	1.60	1.59	1.64
中国	6.83	6.77	6.46	6.25	5.94

截至 2011年1月31日  
来源: BBVA 研究部

表13  
宏观经济预测: 官方利率(其终)

	2009	2010	2011	2012	2013
美国	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
欧盟	1.00	1.00	1.10	0.75	0.75
中国	5.31	5.81	6.56	6.06	6.56

截至 2011年1月31日  
来源: BBVA 研究部

表14  
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	-0.5	1.0
家庭消费	-1.1	0.8	0.2	-0.2	0.8
公共消费	2.5	0.6	0.1	-0.4	0.5
固定资本形成总值	-11.9	-0.7	1.8	-2.6	1.5
装备, 机械及发展资本	-15.4	4.7	4.7	-2.6	2.2
装备及机械	-17.5	4.1	5.4	-1.9	2.3

建设	-9.4	-4.4	-0.6	-3.0	1.0
房屋	-11.9	-3.6	1.8	-1.0	1.2
其他建筑及建设	-6.7	-5.2	-3.0	-5.2	0.7
库存变化(对增长的贡献)	-0.8	0.5	0.1	0.0	0.0
国内需求(对增长的贡献)	<b>-3.5</b>	<b>1.0</b>	<b>0.6</b>	<b>-0.7</b>	<b>0.9</b>
出口	-12.8	11.3	6.8	2.6	3.3
进口	-11.6	9.5	4.8	2.1	3.1
净出口(对增长的贡献)	<b>-0.7</b>	<b>0.8</b>	<b>0.9</b>	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>
备忘					
GDP有/没有 住房投资	-3.7	2.1	1.5	-0.5	1.0
GDP有/没有 建设	-3.5	2.6	1.8	-0.2	1.0
就业(LFS)	-1.8	-0.5	0.5	-0.2	0.3
失业率(% active pop.)	9.6	10.1	10.1	10.6	10.5
经常账户平衡(% GDP)	-0.1	0.1	0.0	-0.1	0.4
国营部门经济(% GDP)	-6.4	-6.2	-4.2	-3.0	-2.0
消费物价指数年度平均	0.3	1.6	2.7	1.8	1.3
截至 2011年1月31日 来源: BBVA 研究部					

表15  
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	0.0	-2.0	-0.9
公共消费	3.8	0.2	-1.2	-3.1	-1.8
固定资本形成总值	-16.4	-6.0	-4.3	-6.2	-1.9
资本货物	-22.6	5.5	2.1	-5.2	1.9



## 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

Spain

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

**Mónica Correa**  
+34 91 374 33 39  
monica.correa@bbva.com

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

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

**Antonio Marín**  
antonio.marin.campos@bbva.com  
+34 91 374 62 66

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

**Miguel Pérez**  
+34 91 374 75 28  
mperezvillaseca@bbva.com

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

Europe

**Miguel Jiménez**  
+34 91 537 37 76  
mjimenezg@bbva.com

**Elvira Prades**  
+34 91 537 79 36  
elvira.prades@bbva.com

Economic Scenarios  
**Juan Ruiz**  
+34 91 374 58 87  
juan.ruiz@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**  
stephenschwartz@bbva.com.hk

Latam Coordination

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**  
oswald\_lopez@provincial.com

Mexico  
**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.com  
Macroeconomic Analysis Mexico  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Developed Economies:*

**Rafael Doménech**  
rdomenech@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@bbva.com

Financial Systems  
**Ana Rubio**  
arublog@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**  
juan.ruiz@bbva.com

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 91 537 70 00  
Fax: +34 91 374 30 25  
bbvaresearch@bbva.com  
www.bbvaresearch.com  
Legal Deposit: M-31254-2000