

经济展望

西班牙

2013 年第一季度
经济分析

- 全球经济由于不确定性的减少有所改善。
- 银行与经济联盟的向前推进是维持欧洲复苏的关键。
- 2013 年，西班牙经济会触底反弹，开始复苏吗？。
- 好转的前景伴随着风险，需要信心、增长、改革三方面形成良性循环。

目录

1. 社论3

2. 全球经济情况: 情绪好转，尾端风险降低4

3. 西班牙经济增长的前景7

 框1: 欧洲经济增长和财政调整 17

 框 2: 财政调整 and 对外部门显示了不同区域间的差异 20

 框 3: 西班牙金融体系的结构化调整取得了进展 23

4. 尽管在衰退中，公共赤字的减少正在进行25

5. 表格28

出版日期：2013 年 2 月 8 日

1. 社论

由于欧洲金融紧张的缓解，美国对财政悬崖所达成的协议，和新兴经济体的加速经济活动，全球经济前景在之前三个月有所改善。一些经济措施的实施令这个环境更加良性，全球GDP增长会从2012年的3.2%增长到2013年的3.6%，并在2014年达到4.1%。**然而，美国和欧洲实施正确的政策对复苏的持续至关重要。**对于欧元区，银行联盟的持续发展非常重要，需要落实对银行同一监管的协议和大力推动银行协议的讨论进程。

在西班牙发生的事件也帮助缓解了金融市场的压力，对金融市场的逐渐重新开放作出了贡献，逆转了2012年上半年发生的资本外流状况。首先，政府的紧缩政策开始出现效果。尽管在衰退之中，2012年的财政收入有所上升，财政支出开始下降。第二，重新资本化和西班牙金融体系的重塑进展良好。第三，国际收支账户赤字的调整开始加速，前三个月录得盈余。最后，GDP在2012年收缩了1.4%，与BBVA的预测相一致，并没有像其他市场预测的那样糟糕，这避免了西班牙陷入收缩，和公共赤字需求的恶性循环。

经济会在**2013年触底，预计收缩1.1%**。私营部门会继续缩减，加上规模庞大的财政巩固计划，内部需求几乎肯定会在今年收缩。**然而，我们相信经济会在2014年出现1.1%的增长。**出口显现惊人的活力，寻找新的出口地抵消欧洲需求的下降，并且保持着竞争力。如果全球经济复苏得到巩固和金融市场情绪保持稳定，投资前景会进一步改善。同时，房地产市场供给方面的调整正在达到尾声。虽然对不平衡的化解十分缓慢，政府部门会很快停止收缩，开始增长。最后，2014年财政巩固的努力会要求较少其他方面的牺牲，相比于前两年。

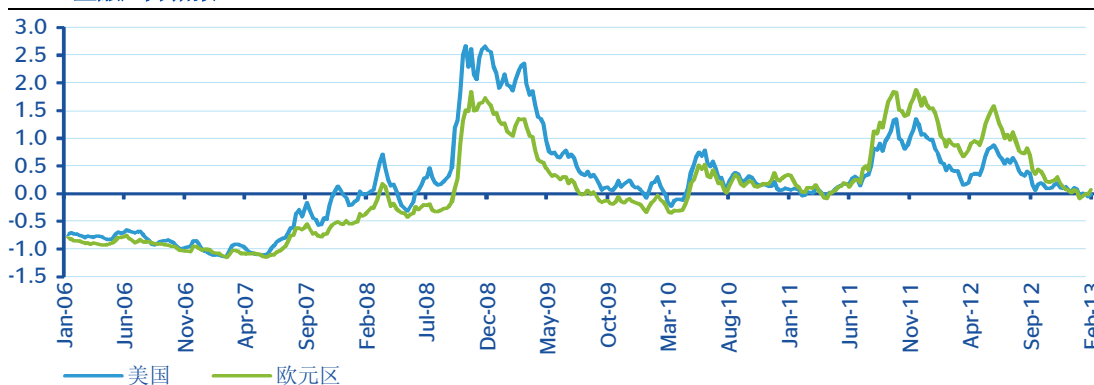
这个情景面临很多风险。虽然我们认为像欧洲央行求助的情况不会发生，经济体依然面临着来自内部和外部的诸多风险。**所以，务必要利用好现在的良机，实施新的决定性的欧洲和西班牙的改革计划，令改革、信心、和增长三方面出现良性循环。**在欧洲，银行联盟的进展至关重要。在西班牙，不管2013年的财政赤字目标是否被再次放宽，每一级的政府的应当每月评估其财政巩固的进程和确保对公共支出进行有效控制。除了财政巩固，西班牙经济仍然面临着一个艰苦的改革已成：实现市场的统一，放宽服务部门的管制，加强给企业的信贷流动，促进国家人力和技术资本，提高政府生产力，确保可持续性的养老制度，减少能源依赖，等等。鉴于就业市场情况的严重性，确保上一次劳动力市场改革的所有措施得到落实，采取其他措施减少临时合同，提高生产率和技能，加快企业和行业间的重新分配工作，并提高更有效的主动和被动就业政策。

2. 全球经济情况：情绪好转，尾端风险降低

在过去三个月中，一些威胁到全球经济复苏的因素渐渐消去，市场情绪变得乐观。金融市场的紧张程度降到了两年的低点（图 1）几乎所有资产都受益于这种变化。受到衰退威胁的全球经济开始稳定，这也提振了消费者和企业的信心。除了少数几个例外，飞涨的信心弥漫大部分地区（图 1）。但是信心的提升还没有促进经济活动的显著变化。根据我们的全球经济活动指标，全球经济在 2012 年大部分时间的放缓在第四季度到了尽头。最新的数据显示全球 GDP 开始加速，虽然是从低于历史平均的水平。根据我们估计，全球 GDP 在 2012 年增长 3.2%。

图 1

BBVA 金融压力指数



来源：BBVA Research

经济对不确定性的弹性和政策的有效实施是信心改善的主要原因

2012 年中国经济经历了放缓，这激发了对于中国硬着陆对其他出口大宗商品导向经济体的影响的担忧。中国经济长期依赖投资和出口，极少迹象显示如果这两个组成部分放缓，消费可以拉动整个经济。但自 2012 年第三季度，国内生产总值增长加快 – 正如我们此前的预期 – 甚至略强于预期，经济放缓结束。投资占 GDP 反弹的大部分，并且与 2009 年相比，这次的投资政策更为熟练和巧妙的刺激了经济。房地产行业明显复苏，是经济加速的主要动力，尽管抑制性的政策并没结束。此外一些初步迹象显示出口也开始恢复，这受益于来自亚洲和美国的需求，但欧洲和日本依然拉低出口。此外，政治权力的转接已经顺利进行¹。在中期来看中国的可持续性增长依然存在隐忧，尤其是消费增长如果无法得到足够动力。地方债务和影子银行可能是在中期对经济增长的最大威胁。然而即使在短期内，这些威胁可能也会限制政府实施新的刺激经济的措施。

中国经济的反弹是市场信心和全球经济复苏的重要因素，特别是对出口导向型经济体和大宗商品价格（对拉丁美洲国家）。虽然中国的经济增长并不像过去一样强劲，市场似乎认为严重放缓的风险已经缓解。

美国没有跌落财政悬崖。事实上其经济抵御住了不确定性。虽然经济活动在 2012 年第四季度呈现收缩，但是基本状况是光明的。²一直以来人们认为消费者和公司会因为预计自动削减开支和加税政策对他们的财务状况的影响而缩减开支。财政不确定性对经济指标的影响很难被衡量。此外货币政策通过量化宽松计划可能已经部分弥补财政的不确定性带来的负面影响。在过去的几个季度消费增长保持稳定，平均的增长速度略低于危机前的水平。与此同时，住

1: 新的领导班子表示打算保持政策的连续性和增长的支持政策以及加深经济改革。2013 年 GDP 增长目标可能与 2012 年相同，为 7.5%。

2: 总指数被波动性较大的部分所带动（私人库存增长和联邦国防支出）以及出口。

房部门无疑已经出现上涨势头。尽管存在不确定性，更多的行业在美国增长加快，这是支持全球经济的一个关键因素。

此外在岁末年初，美国国会达成一项协议，延长 2001/2003/2010 减税方案（家庭收入水平 45 万美元以下），并推迟了所谓的“expenditure sequester”（自动降低支出）两个月。这个财政协议受到市场的欢迎，它避免了更大的经济放缓，我们估计在 2013 年占国内生产总值的 1.1%。此外，它有助于提高美国公共债务可持续性。2012 年，美国财政赤字达到 GDP 的 7%，假设没有进一步的修改现行法例的话，赤字在 2013 年将下降到国内生产总值的 5.4% 左右，2014 年 3.8%。但是，协议没有处理两个潜在的不确定性的来源。一方面“expenditure sequester”会在 3 月初来临。如果付诸实施，这将会拉底 GDP 增长率 0.8%。另一方面，就债务上限问题也没有达成最终协议。尽管后来将此问题延迟到 5 月中旬。因此，在未来几周内，将会有更多的谈判以避免经济急剧收缩，同时以促进财政可持续性。然而，只要政客们继续互相推脱指责就不能达成一个真正有效益的方案。

欧洲也取得了进展。银行联盟的推进加强维护了欧元的承诺对希腊的协议表明欧洲会维持希腊在欧元区内。欧洲政策制定者与希腊当局达成了一项协议，在一些细节上完善了第二笔纾困方案。协议中包含的主要措施包括债务回购（占国内生产总值的 11.2%），较低的利率（2.5%）和欧洲央行持有希腊债务的利润（4.4%）。同时希腊政府会出台新措施以确保达到财政目标。根据这些新的情况并且根据“三架马车”的基准情景，债务/GDP 比例在 2020 年会在 124% 左右。该协议并不能消除所有对希腊债务可持续性的疑虑。事实上，这可问题很可能在德国于 2013 年 9 月结束大选后重新提上会议讨论。欧洲的政客们似乎不再讨论希腊脱离欧元区的意见，这是因为希腊当局证明了其会遵循承诺。市场对这个事态的反应强烈（包括 2012 年底希腊财政数据好于预期的执行结果），希腊债券市场复苏，收益率在 10% 左右。此外，其他受到欧盟和 IMF 救助的国家的情况也变得积极，葡萄牙和爱尔兰发行了银团债券，市场反应良好。

支持这种看法的第二个因素是欧洲银行联盟的进展。尽管缺少协议也没有提及财政联盟，在 12 月欧盟首脑会议上还是达到了向银行联盟建立的预期进展。这个过程似乎打破了政府和银行融资之间的恶性循环关系。在 12 月的欧盟首脑会议上达成的协议并不如一开始所暗示的那样雄心勃勃，但还是相当积极的。因为他们为实现单一的监督机制和解决机制的初步措施建立了明确的日程表。

最后，欧洲央行的 OMT 计划对防止金融紧张局势升级有着长期持久的影响。这种情况会持续有几个原因。首先，核心和外围国家的政府都缺乏动力去经历这样一个过程。首先，由于西班牙债券收益率在 5-5.5%，意大利债券收益率在 4-4.5%，公共债务的资金不需要向 ESM 求助或者向 OMT 计划求助。第二，OMT 可能被继续看作一个防线，至少在没有风险事件发生情况下，防止任何市场情绪的恶化。在这种情况下，欧洲央行对西班牙和意大利的援助承诺是可依赖的。然而，有关国家当局也需要承诺在资金成本大幅上升时，会向欧洲援救机制求助。在这方面，西班牙政府曾多次表示在融资成本上升时会愿意寻求救助资金。

所有这些因素的结果是相当长一段时期的金融宽松。事实上，这是自欧元区危机爆发以来最长的一段时间的平静，只是在二月初意大利和西班牙出现政治事件。同时，与其他欧洲当局采取的措施相比，OMT 计划似乎有着更持久的效果。

市场情绪的改善并不能弥补基本面的依然疲弱：我们的预测情景不会改变

中国经济的反弹，美国在解决财政悬崖上达成的局部协议，和欧洲央行 OMT 项目的作用，都在暗示世界经济可能已经避免出现尾部风险。然而，基本面的变化没有那么确凿。因此，软弱的恢复仍然是最有可能的前景，硬数据所指出的强劲反弹并不确定。对全球经济在 2013 年的展望基本保持不变：预计增长 3.6%。地区之间的增长差异明显（图 12）。

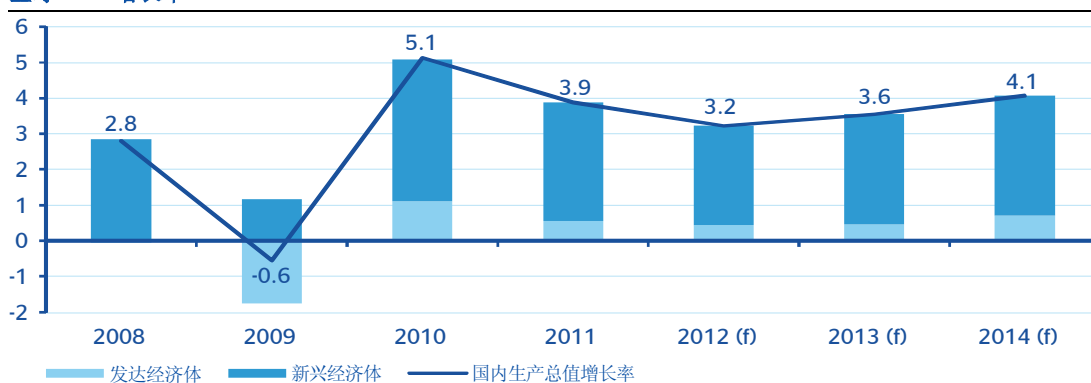
一方面，即使美国避免财政的悬崖上跌落，美国的政客们仍然有一些关键问题上，如隔离和债务上限达成一致。即是达成协议，2013 年的财政政策也会变得紧张，这会挤压家庭收入。房地产部门可能会复苏，但去杠杆化过程仍然正在进行，而对外部门复苏仍遥遥无期。因此

我们维持对美国经济前景的预测，同时认为有正面惊喜的可能。在 2013 年我们预计美国经济增长 1.8%（从 2012 年 2.2%略有下降），2014 年增长 2.3%。

在欧元区，上一年最后一个季度，活动数据并没有随着金融市场的改善而改善。不过软数据有明显复苏的迹象。尾部风险可能已经消失了（即欧元区分解可能不再）。受财政巩固和融资条件的拖累，外围国家依然在衰退中。即使对外部门有所改善，出口带动了 GDP 增长，一些经济体的增长道路受到去杠杆化和财政紧缩的影响。然而，德国和其他核心国家的一些领先指标显示 2013 年初前景良好。因此我们大致维持之前的预测，在 2013 年欧元区增长 0.3%（2012 年萎缩 0.5%），2014 年会增长 1.3%。核心国家和外围国家的差异会继续扩大。

中国经济前景短期内变得更为明朗。新政府致力于保持增长，这意味着宽松的经济政策。我们调升了预测，在 2013 年和 2014 年均均为 8%。中国和美国经济的稳健发展支持了其他新兴国家的需求。把拉美作为一个整体，由于巴西和阿根廷的较弱表现，我们请问下调了预测。在 2013 年，拉美经济将增长 3.5%，而在 2014 年将增长 3.7%，接近其潜在增长。反过来，亚洲新兴经济体将表现出更强劲的增长，从 2012 同比增长 6.1%到 2013 年的 6.6%。

图 2
全球 GDP 增长率



来源：BBVA Research

市场信心最近的改善不足以令我们提高基准情景。欧洲和美国取得的进展和市场的改善已经避免了系统性事件的发生，以及另尾部风险更少可能发生。向下风险仍然显著，不过正面惊喜在近三年首次可能出现。欧元区依然是风险的主要来源。复苏的进程被潜在的不确定性所环绕。虽然新的制度限制了风险的影响，金融紧张程度缓解。首先，欧洲外围国家可能无法达到 2013 的财政目标。如果政府因此采取更多紧缩，衰退会加重。（见框 2：欧洲财政调整和经济增长）不过这个风险可能性较低，因为欧洲议会明确表明如果各国财政目标由于周期性因素没有达到，也不会强迫这些国家执行新的紧缩政策。同时这可能扰乱市场，并令这些国家需要寻求援助。因此，虽然欧洲央行可以干预，任何核心国家和外围国家关于附加条件的争议都会引起不确定性。情况可能由于德国的大选和其变得不情愿启动计划而变得恶化。其他因素也会产生影响。对塞浦路斯银行的救助计划仍然未定。虽然塞浦路斯在欧元区只是很小的国家，但是银行救助计划金额占塞浦路斯本国经济的比例不小。欧洲的过往经验并不会提供一个快速的解决方案。最后，意大利大选的结果仍然未明，同样西班牙最近的政治丑闻也不明朗。如果金融紧张程度因为其上因素而上升，欧元区在 2013 年可能依然衰退。另一个显著的风险是美国如何处理财政赤字。部分的财政悬崖已经避免，但是还有两个问题没有解决—削减开支和债务上限。另一方面，在这些问题上的政治可能带来不确定性，抑制消费者支出和投资。另一方面，如果最终没有达成协议，美国会经历非常微弱的增长。根据我们预计，如果这两个风险变成现实，世界经济增长会比基准情景降低 1 个百分点。欧元区监管新规的充分实施和美国财政问题的解决方案是维持全球复苏的关键。

3. 西班牙经济增长的前景

在过去三个月，金融市场有相当大的改善，这主要是由于新兴市场和发达市场的经济政策降低了不确定性。西班牙市场波动性的减少鼓舞了资本回流，公共部门和私营部门的融资风险溢价都有所降低。同时，该国主要贸易伙伴的增长情况都符合预期。虽然欧洲实在停滞，但世界其他地区经济实在增长，历史上最低的利率和欧元的稍稍变强，为西班牙创造了一个有力的环境。

从国内看，经济表现在最后一个季度比预测稍好，虽然全年依然是在收缩(-1.4%)。再经历过第三季度的上扬之后，海外销售状况回落，虽然出口仍然强劲。在过去三个月，国内需求的较小规模收缩是经济好过预期的主因。加入政府赤字与早前预测一致，最主要的变化将会是财政调整如何影响私人需求。西班牙的经验似乎在说明财政乘数比预期较小。（见框 1）。

西班牙经济在未来几个季度仍然会持续衰退，但是程度会小于去年。向未来展望，在 2014 年西班牙经济会开始复苏。预期全球经济会恢复增长，出口的强劲和它的连锁反应（尤其是对机械和设备的投资），比 2012 年限制较少的财政政策，国内一些调整进入尾声（在房地产部门的投资和就业）。

不过，西班牙经济仍然面临一些风险。最重要的是低金融紧张情绪十分脆弱，会被国内外各种风险情况所影响。

2012 的西班牙经济：回到衰退

在 2011 年经历适度增长之后，西班牙经济在 2012 年经历了重大的结构调整，这无可避免的令其陷入衰退中。这增加了金融市场的动荡和欧洲国家作为一个整体在 2012 年经济收缩。

2012 年第四季度的 GDP 细分数据还没有公布，整体 GDP 在第四季度收缩 0.7%（季度环比），年度下降-1.4%。³ 如果最终数据证实，去年 10 月-12 月经济将下降比前三个季度要严重，不过这好过我们在 2012 年第三季度时所作的预测。（-0.9%季度环比）。对增长细分来看，国内需求下降较大（-1.6 个百分点贡献），这主要是受财政调整措施的影响。经济活动主要受净出口的支持，其为季度增长贡献了 0.9 百分点。（图 3）

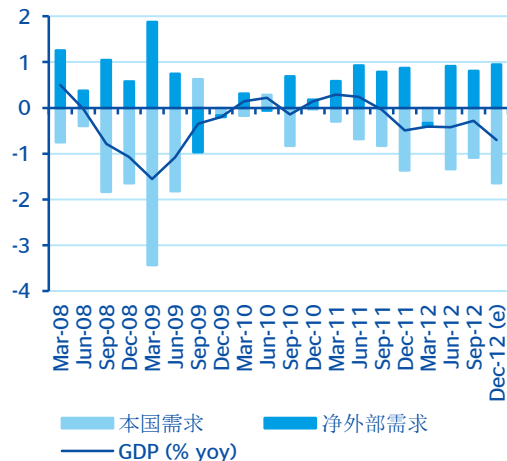
2013 年第一季度仍然会面临收缩，不过其程度会相对缓和（MICA-BBVA：最多 0.2 或 0.3% qoq）（见图 4）。⁴

3: 12 年第四季度的国民收入细分数据会在 2 月 28 日公布。

4: 关于 MICA-BBVA 模型，请见 Camacho, M. and R. Doménech (2010): "MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting", BBVA WP 10/21, 详细请见:

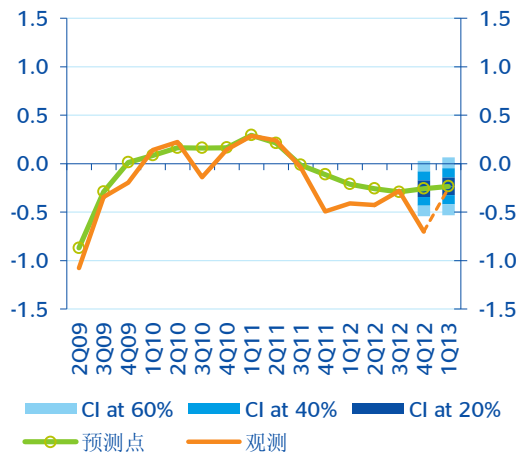
http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/WP_1021_tcm348-231736.pdf?ts=2542012

图 3
西班牙：对季度 GDP 增长率的贡献



(e)：预测
来源：BBVA Research 根据国家统计局数据

图 4
西班牙：观测 GDP 增长率和 MICA-BBVA 模型预测 (% qoq)

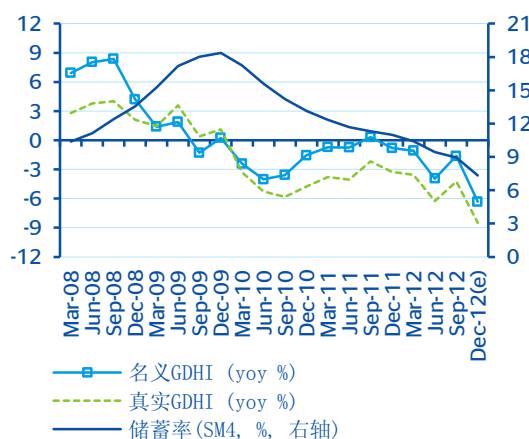


来源：BBVA Research based on National Institute of Statistics data

由于新的财政措施，私人本国需求加速下滑

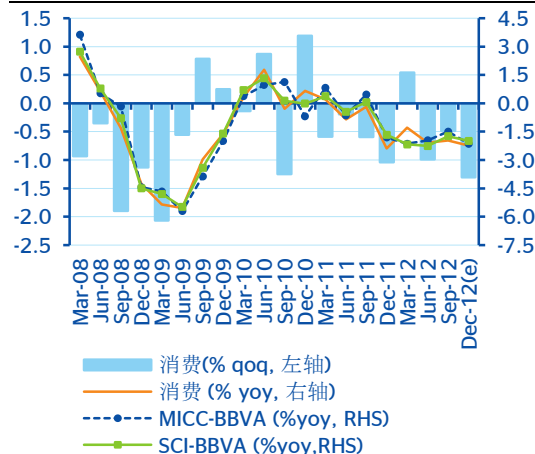
在私人消费连续第三个月录得较低下降之后，耐用品⁵ 和服务在 2012 年第四季度再次下降。9 月生效的增值税（较高一般和降低的利率，和改变应课税基础值），实际可用收入和房地产收入的下降抵消了预测改善的净金融财富和较低的存储率（图 5）。BBVA 合成消费指数 (SCI-BBVA) 和 BBVA 消费一致指数 (MICC-BBVA) 显示居民消费在 2012 年第四季度收缩 1.3% 环比（-2.2% 同比）图 6）。私人消费在 2012 年总共下滑了 1.9%。

图 5
西班牙：GDI 和居民储蓄率



(e)：预测
来源：BBVA Research 根据国家统计局数据

图 6
西班牙：居民消费的观测与预测值



(e)：预测
来源：BBVA Research 根据国家统计局数据

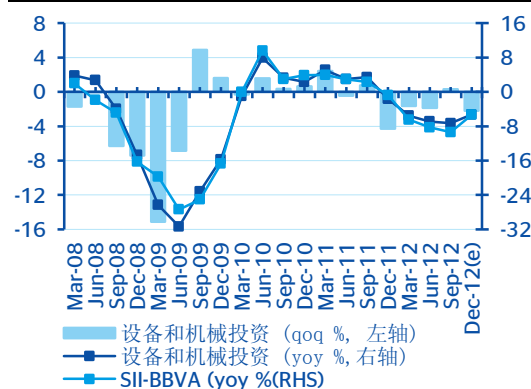
最新的数据显示经济状况仍然对私人投资不利。缓解的金融紧张局面并没有防止在机械和设备上的投资在今年出现下降，特别是持续受到负面国内需求的影响。合成投资指数 (SII-BBVA) 显示 2.2% 的环比收缩，2012 全年私人投资会相较前一年下降 6.3%（图 7）。

5: 关于消费前景的详细分析，请见 2012 年第 2 季度之后的消费前景杂志。

http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/1212_Situacionconsumo_tcm346-363646.pdf?ts=2312013

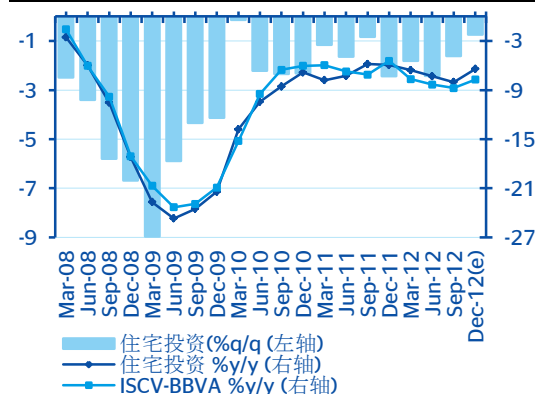
住房投资也在继续其调整轨道。然而，虽然住宅投资继续停滞在最低水平，我们估计上年最后一个季度应该看到更高的销售数据，这是由于在今年 1 月份对于购买房产的减税政策会失效所激发的提前购买行为。由于恶化的居民住宅水平，销售肯定还是低于 2011 年时期。2012 年第四季度住宅投资的萎缩会小于之前季度（SHI BBVA -0.7% qoq）。这意味着 2012 年住宅投资应该下降 7.1%，这是连续第五年的下降。

图 7
西班牙：机械与设备投资的观测与预测值



(e)：预测
来源：BBVA Research 根据国家统计局数据

图 8
西班牙：住宅房地产投资的观测与预测值



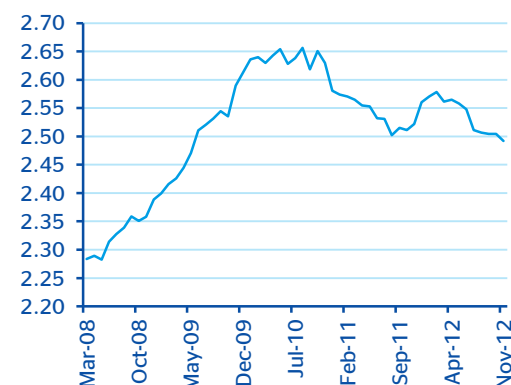
(e)：预测
来源：BBVA Research 根据国家统计局数据

与预期一致，公共需求在 2012 年的尾端加深调整

消费和公共投资在 12 年第三季度经历过重要调整之后，目前数据显示需求在第四季度仍然在下降。国家预算执行的最新数据表明，到 2012 年 11 月中央政府的最终消费支出继续下降，低于 GDP 的 2.5%（图 9）。同时根据劳动力调查（LFS），公共管理部门的员工数量在 2012 年下降。经季节性和工作日调整后的数据（SWDA）表明，公共部门雇员的数量约为 290 万人，这两年之前的 2011 年 6 月的 320 万相比（参见图 10）。这些数字意味着公共消费量预计在今年年底与上一年度相比下降 4.0% 左右。

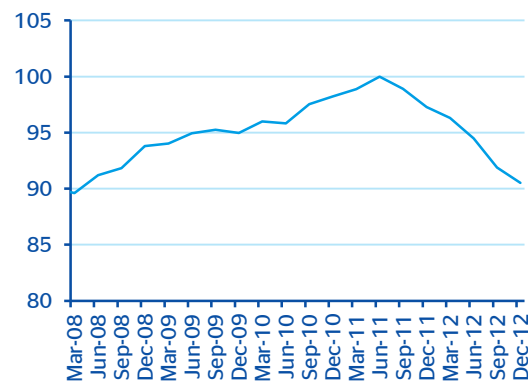
反过来，已发布的执行数字显示，很多在财政整顿上的努力仍集中在削减投资，这意味着今年投资较去年下降 15.5%。

图 9
西班牙：预计政府最终消费支出
(12 个月累计值，% GDP)



(*) 不包括固定资本消费
来源：BBVA Research 根据 MINHAP 数据

图 10
西班牙：公共管理雇员（地方最大值
11 年 6 月=100, SWDA 数据）



(e)：估算
来源：BBVA Research 根据 MEySS 数据

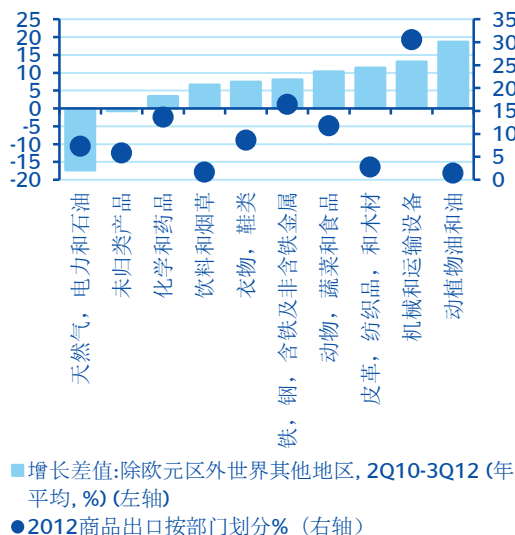
出口在 2012 年的末期放缓，不过净出口对增长贡献为正

欧洲联盟的活动指标显示西班牙的出口在 2012 年第四季度放缓。因此，在 2012 年第三季度录得上升之后，商品出口在 2012 年最后一个季度出现收缩（-1%，季度环比）。尽管出现下降，2012 年全年的出口量是有所增加的。具体来说，商品出口全年扩大了 3.4%。考虑到欧洲的高度金融不确定性和主要贸易伙伴需求的减少，这个增长很了不起。这种出口活力主要受到出口地的多元化推动。（图 11）

服务出口也遵循同一路线（-0.3% qoq 和 +2.9% yoy）。入境旅游在第四季度停滞，不过已经在夏季录得良好数据。真实境外游客消费⁶ 下降 1.5%（qoq, SWDA），主要由于入境游客数量的减少（-3.2%）（图 12）。全年的增长是正面的，相较于 2011 真实境外游客消费增长 3.8%，和记录新高的游客数量（4010 万）。现有的信息显示需求在第四季度停滞，并且可能持续到第一季度。根据 BBVA 和 Google 共同构建的匹配旅游指标模型（MICT），过夜旅行海外游客在 1-2 月份保持稳定（两个月均为 0.3% 年度环比）。

图 11

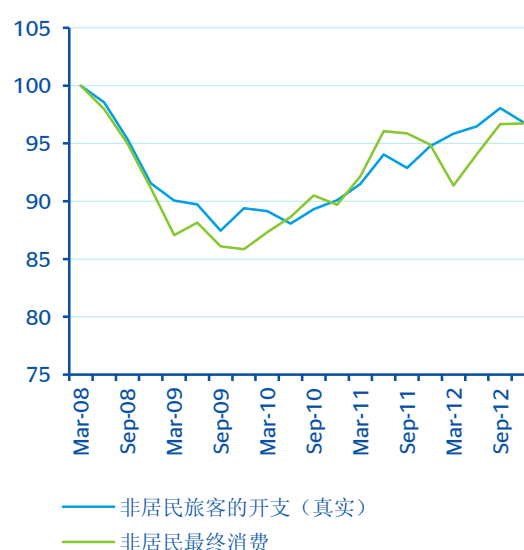
西班牙：真实商品出口增长差值
根据不同地理区域和部门分布划分
(SITC 部门分类方法)



来源: BBVA Research 根据 AEAT 数据

图 12

西班牙：境外游客消费和真实非居民消费
(100= Mar 08, SWDA)



来源: BBVA Research 根据国家统计局数据和 EGATUR 数据

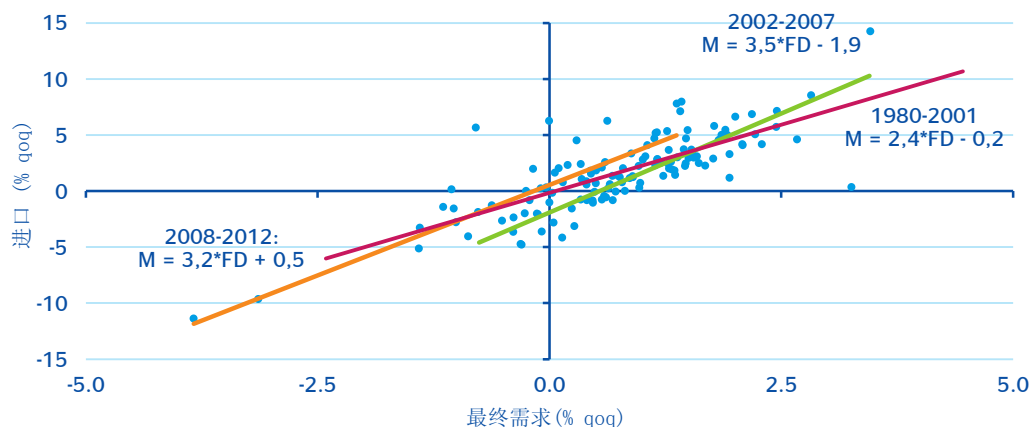
出口的向下修正，国内需求的降低，导致进口在 10-12 月出现较大收缩（-3.8% qoq）。如图 13 所示，西班牙经济中的最终需求部分（即国内需求加上出口量）仍然很高，这部分解释了第四季度 GDP 在需求显著下降的情况下没有出现更高收缩的原因。事实上，证据表明最终需求每调整 1 个百分点，出口会调整 3 个百分点，这个值从欧元开始使用之前的 2.5 个百分点上升明显，不过自危机爆发以来保持不变。

总体而言，上升的元素指向一个积极的净贸易对经济增长的贡献，略高于第三季度（0.9 个百分点 vs 0.8 个百分点）。最近的数据显示进口可能在 2012 年全年下降 4.7%，这可能帮助了进出口对增长的贡献。高出口增长以及进口的减少导致自危机以来第二次经常帐的重大调整（2.1 个百分点，使全年外部赤字为占 GDP-1.4%）。

6: 由非本地居民在最后消费上的偏向

图 13

西班牙：西班牙进口弹性（M）对最终需求（FD）



来源：BBVA Research 根据国家统计局数据

12 年第四季度，劳动力市场继续恶化

去除季节性和工作日的因素（SWDA）和去除由于依赖关系法中的非专业职业安排的变化后，⁷ 就业市场数据显示 10-12 月就业情况与第三季度类似。在 12 年第四季度，社会保障从属人季度下降了 1%。然而，登记失业率比 12 年第三季度增加。这指出了经济活跃人口的数量下降。⁸ 12 年四季度的劳动力调查（LFS）证明了社会保障和失业率数据。尽管经济活跃人口减少（-176,000 人，116,000 SWDA），就业人口的下降（-363,200 人，-259,000 SWDA）导致失业率上升到 26.0%（26.1% SWDA）。更低的公共就业（-74,500 人 4Q12 和 -172,500 全年）显示：服务业占了 80% 的新增失业人口，建筑业和制造业随后。长期合约职位下降 91,100，短期合约职位下降 216,600，这主要由于公共部门职位的下降和季节性因素。短期失业率下降到 23%（23.1% SWDA）（见 15）。。

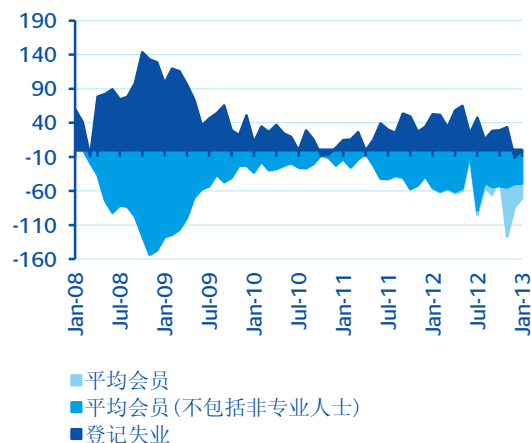
西班牙的就业情况在 2012 年继续恶化。平均而言，西班牙损失了 82 万就业机会，78.5% 在私营部门（主要在服务业和建筑业），56.1% 为临时工。尽管经济活动人口下降了 56200，失业率有所升高（上升 3.4 百分点至 25%）。自雇人士在 2012 年有所增加，上升 41,000 人。

7: 皇家法令 20/2012 年 7 月 13 日修改了特殊的协议，对于非专业照顾者的依赖者的社会保障体系，以保证预算的稳定性和提升竞争力的措施。具体而言，双方的协议（现在是自愿的），从 8 月 31 日（85%~12 月 31 日及以后 100%）将不得不缴纳社会保障。这导致 11-12 月减少到 146672 注册照顾者。请参见：<http://www.boe.es/boe/dias/2012/07/14/pdfs/BOE-A-2012-9364.pdf>

8: 1 月的数据显示就业市场持续恶化，不过低于预期的速度。季节性因素的工作日调整后的数字为下降 50000 人。见：http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/130204_Flash_Espana-Paro_en13_tcm346-372332.pdf?ts=522013

图 14

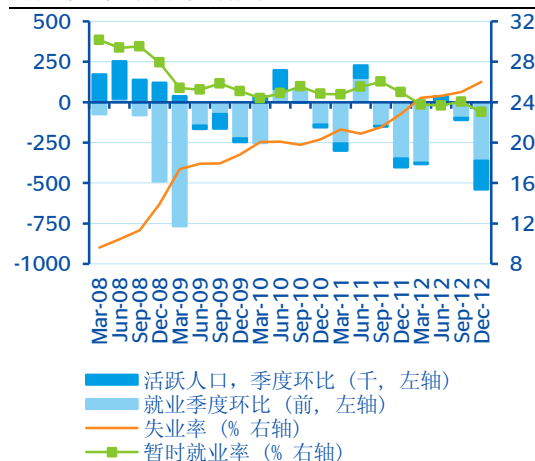
西班牙：
平均社会保障人数注册失业率（千人每月变化，S
WDA 数据）



来源：BBVA Research 根据 MEySS 数据

图 15

西班牙：劳动力市场指数



来源：BBVA Research 根据国家统计局数据

消费价格的意外下降

2012 年第四季度的数据证明了在年终的通胀上涨并不是由于国内通胀压力，而是因为外部因素，例如商品价格的上涨（食品和能源），更高的药品共同支付率，和更高的附加税。在 10 月之后，通胀和核心通胀都出现了下降，在 12 月分别为 2.9% 和 1.6%，年率。⁹ 能源价格上涨的放缓以及其对核心通胀的影响造成了通胀的下降。另外，初冬的销售活动也促进了这样的向下变化。

调和消费者物价指数 (HCPI) 显示，2012 年第四季度通胀与欧元区的差距仍然为正。12 月份核心通胀的差值应为 0.8 个百分点（0.8 个百分点为历史均值），而如果考虑核心通胀，这个差值为 0.7 个百分点（与 0.8 个百分点的历史均值相比较）。因为这个结果主要是由于间接税的增加，西班牙出口的竞争力不会受到影响。

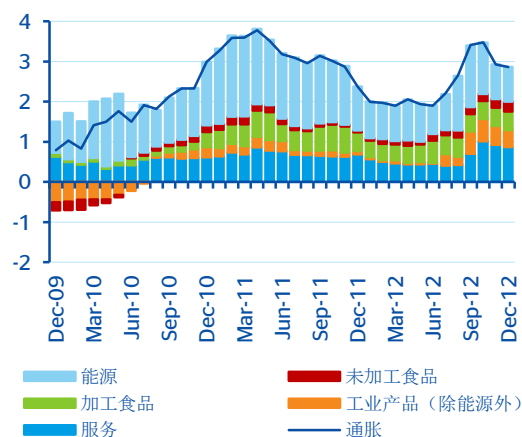
由于劳动力市场的持续疲弱，2012 年的高能源价格和增值税的增加不会在今年产生进一步影响。由劳资双方谈判所设立的平均工资增长在上年最后一个季度保持稳定，特别是对新签署的协议（图 17）。尽管如此，总工资仍然持续上涨了 0.5%。这个数值是 2013-2014 第二次就业和劳资双方谈判所设立的上限，在去年 1 月由雇主和工会共同签署。

9: 12月CPI的前望值显示年度通胀达到2.6%，其原因是较低的能源价格压力。见：

http://www.bbva.com/research.com/KETD/fbin/mult/130131_Flash_Espana-Avance_del_IPC_en13_tcm346-371999.pdf?ts=622013

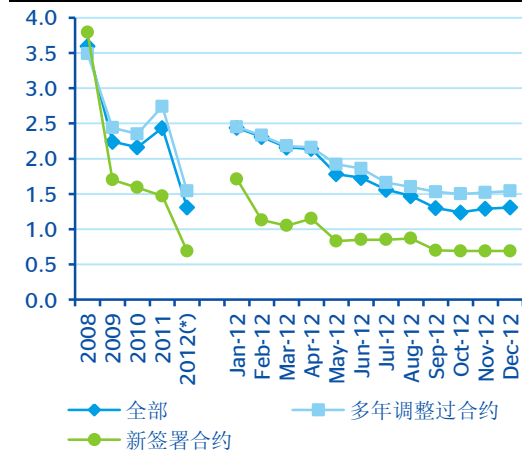
图 16

西班牙：对 CPI 同比增长率的贡献 (pp)



来源：BBVA Research 根据国家统计局数据

图 17

西班牙：
劳资双方谈判所规定的平均工资增长率 (%)

(*) 临时数据

来源：BBVA Research 根据 MEySS 数据

2013-2014 情景：在 2013 年最终触底，2014 年开始反弹

西班牙经济活动在未来几个季度仍然很有可能继续收缩，2013 年全年会收缩 1.1%。展望 2014，国内的结构性调整会最终结束，财政调整会带来更小的向下压力，出口的强劲会支持增长。（传统市场的恢复，新市场的良好表现）2014 年全年会增长 1.1%（表 1）。自危机开始以来的区域间不同国家的差异表现会持续，财政调整和外部部门是带来这个差异的最主要原因。（框 3）

虽然下行风险与之前预测时相比已显著下降，复苏的进程取决于对欧洲经济和西班牙经济的信心的巩固。

表 1
西班牙：宏观经济预测

(若无特殊说明，则为年度百分比)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12 (e)	2011	2012 (e)	2013 (f)	2014 (f)
全国最终消费支出	-1.9	-2.3	-2.5	-3.0	-0.8	-2.4	-4.0	-0.7
私人消费支出	-1.3	-2.1	-1.9	-2.2	-1.0	-1.9	-2.8	-0.3
家庭消费支出	-1.3	-2.1	-2.0	-2.2	-0.8	-1.9	-2.8	-0.3
公共管理消费支出	-3.7	-2.9	-3.9	-5.4	-0.5	-4.0	-7.2	-1.8
资本形成总值	-7.4	-9.2	-9.7	-9.1	-5.5	-8.8	-6.8	2.6
固定资本形成总值	-7.5	-9.2	-9.9	-9.3	-5.3	-9.0	-6.8	2.6
固定材料资产	-8.2	-10.1	-10.9	-10.4	-5.8	-9.9	-7.4	2.4
设备和机器以及培育资产	-5.4	-6.8	-7.2	-5.0	2.3	-6.1	-1.5	6.4
设备和机器	-5.5	-6.9	-7.3	-5.3	2.4	-6.3	-1.7	6.4
建筑	-9.4	-11.5	-12.6	-12.8	-9.0	-11.5	-10.2	0.3
住房	-6.6	-7.3	-8.0	-6.4	-6.7	-7.1	-8.3	2.1
其他建筑	-12.0	-15.3	-16.7	-18.5	-11.0	-15.5	-12.2	-1.6
无形固定资产	3.1	2.9	4.7	4.9	3.1	3.9	0.4	5.4
库存变化 (*)	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
国内需求 (*)	-3.1	-3.8	-4.0	-4.3	-1.9	-3.8	-4.6	0.0
出口	2.4	2.9	4.3	3.4	7.6	3.3	6.3	8.2
进口	-5.8	-5.1	-3.5	-4.5	-0.9	-4.7	-4.4	5.8
净贸易平衡 (*)	2.4	2.4	2.4	2.5	2.3	2.5	3.4	1.1
GDP (以市场价格计算)	-0.7	-1.4	-1.6	-1.6	0.4	-1.4	-1.1	1.1
GDP (不含住房投资)	-0.3	-1.0	-1.2	-1.5	1.0	-1.0	-0.7	1.0
GDP (不含建筑)	0.7	0.3	0.1	-0.1	2.1	0.2	0.1	1.2
就业 (LFS)	-4.0	-4.8	-4.6	-4.8	-1.9	-4.5	-3.8	-0.2
失业率 (占积极人口百分比)	24.4	24.6	25.0	26.0	21.6	25.0	26.8	26.1
就业 (FTE)	-3.7	-4.7	-4.6	-4.3	-1.7	-4.3	-3.4	-0.4

(*) 对增长的贡献

(e): 估算 (f): 预测

来源: BBVA 研究部和 INE data

2014 年经济活动的改善会对就业市场产生正面影响

经济下滑的放缓会在今年造成就业岗位减少的收缩，但并不会令失业率大幅改善（2013 年会超过 26%）。2014 年增长的复苏和劳动力市场改革的成果¹⁰ 会令就业情况有所好转，并令失业率稍稍下降，特别是在下半年。¹¹

2014 年外部需求会成为支持西班牙经济的动力，国内需求会最终停止对经济的负面影响

首先，财政调整会在 2014 年继续对经济增长产生负面的贡献，其程度会在 2014 年减少。公共收入和支出的周期性低谷和公共债务的更高成本意味着未来仍然需要很多努力。由于政府实施的各种措施，公共消费 2013 年预计会有 7.2% 的真实下降，非住宅建筑投资会下降 12.2%。这两方面的公共支出会在 2014 年都继续下跌，分别为 -1.8% 和 -1.6%。公共赤字的减少会在 2013 年总共使 GDP 下降 3 个百分点，这低于 2012 年的 4 个百分点。并在 2014 年仅对经济产生 1 个百分点的影响。在 2012 年财政目标可能会出现 1 个百分点的偏差（GDP 的 6.3%），加上更乐观的政府宏观预测，2013 年可能达不到稳定目标。（-4.5% 的 GDP）。这种情况可能会导致更多的财政巩固措施，不过也可能再次达成一个像去年年中那样一个对财政目标放宽的协议。西班牙已经付出的极大努力和正在好转的增长环境支持这样的看法。

私人消费方面，由于在 2012 年更高的间接税务和恶化的增长，支出全年减少了 2.8%，在今年会稍稍转好为下降 0.3%。在这一方面，就业的下降会在 2013 年导致工资进一步的下降。另外，2012 年 9 月的增值税上升会导致消费者支出在未来几个月出现明显的萎缩。房地产财富会在整个预测期间里保持下降。在另一方面，净金融财富的恢复，居民存储率的

在机械与设备投资方面，2013 年将会是一个过渡年份，自 2012 年的收缩之后，在 2014 年年开始复苏。由于疲软的国内需求和较高的融资成本，投资会在 2013 年呈现向下压力。同一时间，稳健的出口会提供一定支撑。（图 18）这不会逆转整体经济今年会继续收缩的预测（-1.7%）。本国需求的恢复和持续好转的外部需求会在 2014 年使投资增长 6.4%。

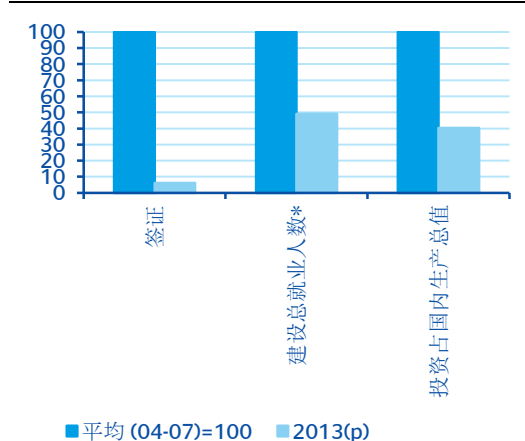
图 18
西班牙：机械和设备的出口和投资（2008 = 100）



(e): 估算
(f): 预测

来源: BBVA Research 根据国家统计局数据

图 19
危机前和 2013 年预测：房地产部门指数



(P) 估算

(*)：2013 数据为 2012 年第三季度的观测数据

来源: BBVA Research 根据国家统计局数据

10: 2012 年第二季度 SpainWatch 杂志框 4 对 2012 年通过的劳动市场改革进行了评估。

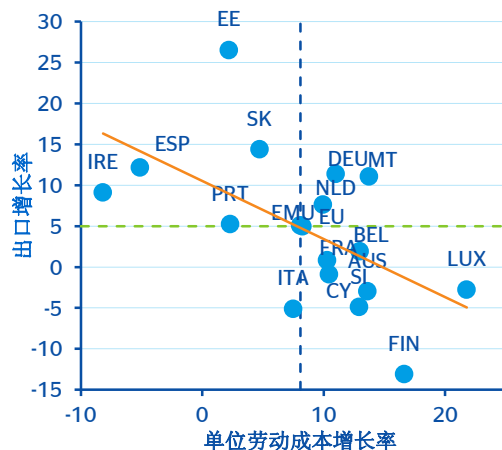
11: 劳动力市场的改革会为广泛性（就业）和密集性（工作时常和工资）提供必要的再平衡，减少隔离和增加生产力。这会创造更多的职位和增加每个百分点 GDP 增长所带来的失业率下降。更多请见: Andrés. J., J. E. Bosca, R. Doménech and J. Ferri: "Job Creation in Spain: Productivity Growth, Labour Market Reforms or both", BBVA Working Paper 10/13, Madrid. Available at: http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/WP_1013_tcm348-221513.pdf?ts=15112011

房屋投资对本国需求的负面影响会在 2013 年下半年显著下降。刚行业的去杠杆化过程仍然会限制公司的投资欲望，活动保持在最小。不过，供给方面的调整很可能就要到达尾声了，新建房屋数量的下降和就业职位的减少的揭示了这一趋势。（图 19）由于过度的供给仍然较高，这些调整不足以令投资在今年复苏。另外，市场需要面临一系列的新情况，这些都会增加不确定性。例如改制过程中的金融体系，实施的 Sareb，消除购房税收优惠和更高的增值税，租金立法的改革和新的法规为 Socimi 基金（REITs）的一部分所带来的后果。一些地区的未售新房在总库存的 2% 左右，例如在 Cantabria, Navarre, the Basque Country 和 Madrid（与西班牙整体 4% 相比）。这和最优水平的 1.5% 相差不多，显示这些地区的房地产市场的失衡正在被修正。来自海外的需求也会在今年上升，当金融市场的不确定性消散带来更大的风险需求。整体来讲，在 7 年的收缩近 50% 之后，房屋市场在 2013 年会收缩 8.3%，在 2014 年开始缓慢恢复（2.1%）。

在出口方面，随着竞争力的改善和狭缝市场的增强，服务和商品的出口会在这一时期增长 7% 左右。这个预测建立在一个更强的实际有效汇率上。虽然下降的单位劳工成本会增加出口的活力（图 20），有效汇率的影响并不清晰；实际上其不能解释危机前出口的良好表现。¹²

图 20

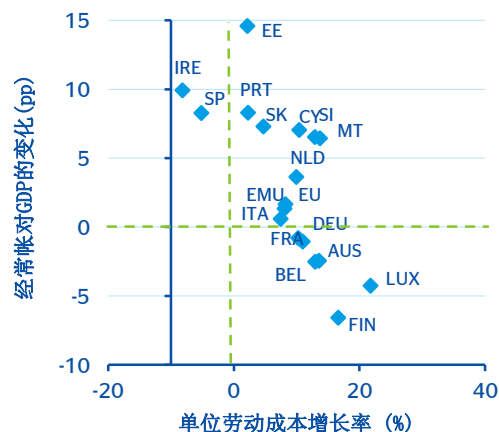
西班牙：累计出口增长率和单位劳动成本
(1Q2008-3Q2012)



来源：BBVA Research 根据 Eurostat 数据

图 21

西班牙：经常帐和单位劳工成本变化，
1Q2008-3Q2012



纵轴正值代表经常帐的改善

来源：BBVA Research 根据 Eurostat 数据

由于持续减少的国内需求，进口产品和服务在 2014 年继续萎缩（-4.1%）然后在 2014 年出现恢复（5.7%）。在未来两年，经济增长会来源于净贸易，西班牙经济会最终完成经常帐赤字的调整（图 21）。

12: SpainWatch 杂志2012年第四季度框4对真实有效汇率和出口的联系进行了分析。

框 1. 欧洲财政调整和经济增长¹³

在目前的金融危机中，一个最具争议性的话题是财政政策对经济增长的影响。在最近，IMF 的世界经济展望（2012 年 10 月）和 Blanchard and Leigh(2013)对此话题有了一个深入探究。根据结果，财政调整可能对 GDP 有远超预期的紧缩效应。

财政政策对产出水平的稳定作用可以用财政乘数来表示。即是 GDP 的变化和自主财政赤字的关系（支出 G^* -公共收入 T^* ），由于自动稳定作用，周期效应已被移除。

$$\Delta \text{PIB} / (\Delta G^* - \Delta T^*)$$

在 2009 年华尔街日报的一篇文章中，Robert Barro 用一个简单的方式解释了财政乘数。当乘数等于 1 时，如果政府购入一架飞机或者建设一座桥梁，总经济产出会按照飞机或者桥梁的开销增长相应数量，同时不会影响其他物品的产出。这样，私营部门消费和投资不受影响。如果乘数效应大于 1，这个过程会更为显著，在这架飞机和这座桥梁所对应的产出量之上，GDP 会由于因此带动的私人消费和投资而增长更多。

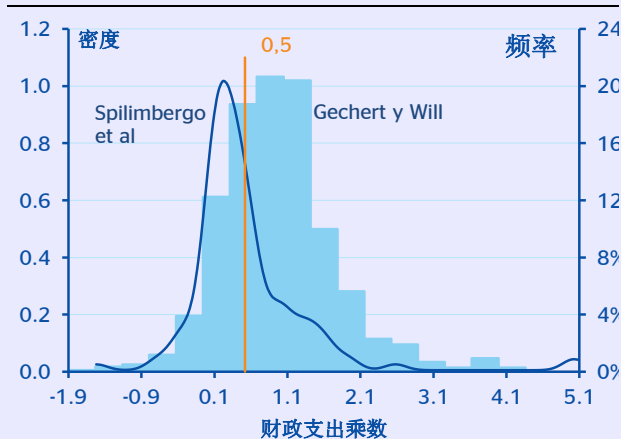
如果此乘数较高，财政紧缩措施对 GDP 的负面影响更大，收入的下降会大于预期增加的储蓄。在这个情况下，财政巩固可能是自我毁灭式的。这是为什么一些经济学家（例如 De long and Summers, 2012）甚至支持通过扩大公共支出的方法减少赤字。

实际上，实验性的证据给出各种各样的财政乘数。首先，把财政扩张政策的影响从其他扰乱的影响中分离出来非常困难。其次，因为财政乘数取决于财政刺激的组成和经济体的特性，所以其会根据不同情况而不同。这些特性的例子有：外部开放性，汇率政策，货币政策的影响，公共帐户的压力水平，金融系统是否存在信贷限制，外部借贷的水平，和私营部门债务。

作为证明财政乘数的差异性的例子，图 1 为两篇研究中对它的估算，指出了其非常扩散式的分布。图 14 左轴为 Spilimbergo, Symansky, 和 Schindler(2009)估算的乘数的密度函数，分布在 -1.5-5.2 之间，平均数为 0.54。Gecher 和 Will (2012) 分析了更大的 89 个样本，754 财政乘数，表示在图 14 的右轴。财政乘数在 2.82（军事开支的最大影响，新凯恩斯总体平衡模型当利率为 0）和 -1.3（在真实商业周期模型进口占 50%GDP，公共转移支出的上升影响）之间。

图 22

财政乘数：密度方程和两全景频率的分布



来源：根据 Spilimbergo, Symansky and Schindler (2009) and Gechert and Will (2012) 估算

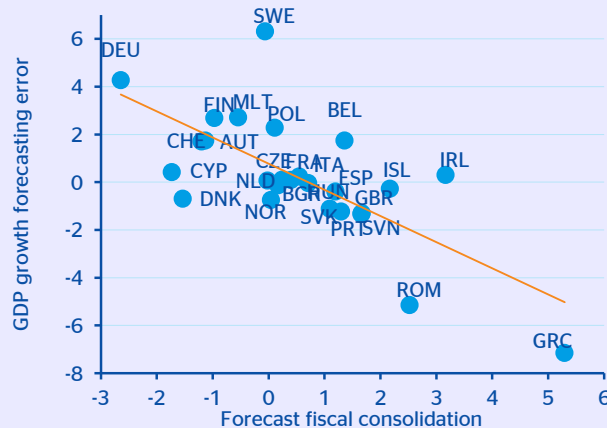
近年来日本政府纷纷推出其他大型财政刺激方案，以应对增长放缓（图 24）。最大两项方案是在 2008 年金融危机之后实施的，每项方案的金额均超过 GDP 的 12%。这些方案集中在两个主要方面：公共工程和社会基础设施项目投资以及银行对中小企业和房地产行业贷款的信用担保和信用额度。

就日本央行而言，1999 年初它曾经将主要利率下调几乎为零，并在 IT 泡沫破灭后诉诸于大规模资产购买的非常规宽松措施。金融危机之后，显著再次增加了日本政府债券和国库券购买量。值得一提的是，尽管做出了这些努力，显然未能阻止通货紧缩，或削弱日元（或许是由于其作为避风港的原因）。

我们的估计说明日本财政措施的影响是相当突出的，这一点可以从方案规模和 GDP 增长率之间的相关性看出（图 25），我们在公布日期之后延迟了两个季度。值得一提的是，可能与预期相反，货币宽松政策与增长率的相关性要小得多。

13 此框为即将发布的经济观察的概述 (Andrés and Doménech, 2013).

图 23
预测财政巩固和 GDP 增长预测误差, 2010-11



来源: Blanchard and Leigh (2013)

在金融危机前, 0.5 的财政乘数被认为是标准值。这个值被用来评价之前几年财政巩固措施 (IMF 2010)。但是 Blanchard and Leigh(2013) 质疑这个值的有效性, 根据 2010 和 2011 年所发现和 GDP 增长预测的结构性误差。在这两年, 财政措施和 GDP 呈现负相关。

图 15 中, 26 个欧洲国家的样本显示了这一结果。横轴代表由 IMF 在 2010 年预测的 2010-2011 年财政巩固的状况, 纵轴代表 GDP 增长率的预测误差。根据信息的有效使用假设, 预测误差不应该和财政巩固有相关性。但是, 图 2 中的结果显示两个变量的回归系数为 -1.095, 并且在统计学上显著 (t 比率为 -4.85)。

IMF 对 GDP 的于预测考虑到了财政调整, Blanchard 和 Leigh 的结果说明财政乘数应该更高。如果平均的乘数是 0.5, 证据显示 2010-2011 年的财政乘数应为 1.6 (0.5+1.095)。

虽然 Blanchard 和 Leigh 对这项结果非常谨慎, 但是这还是引起了对财政乘数是否大于 1 和欧洲财政紧缩是否有效的疑虑。

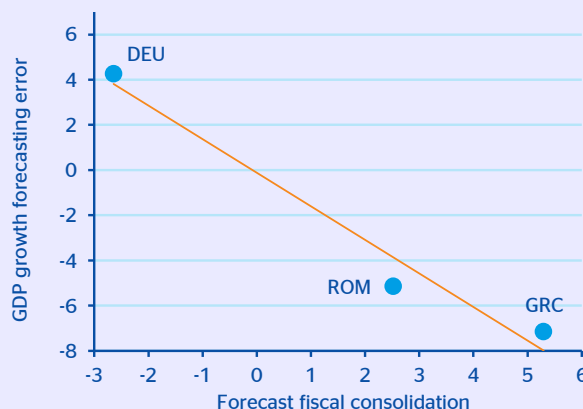
这项结果的可信度有多大? 为了回应 Giles(2012 a 和 b), Blanchard 和 Leigh 进行了一系列的稳健检验, 显示结果取决于所分析的国家与时期。不过财政乘数依然显著高于 1, 并且当不考虑希腊和德国是统计学上非常显著。

图 15 中, 更为深入的分析显示 Blanchard 和 Leigh 的结果被第三个国家, 罗马尼亚, 影响显著。图 16 分析了预测的财政巩固和预测的经济增长误差的联系, 家, 显示出明显的负相关 (斜率为 -1.49)。

图 17 为其他 23 个国家的回归结果。其相关性大大降低并且不再统计学显著。(回归系数下降至 -0.347)。

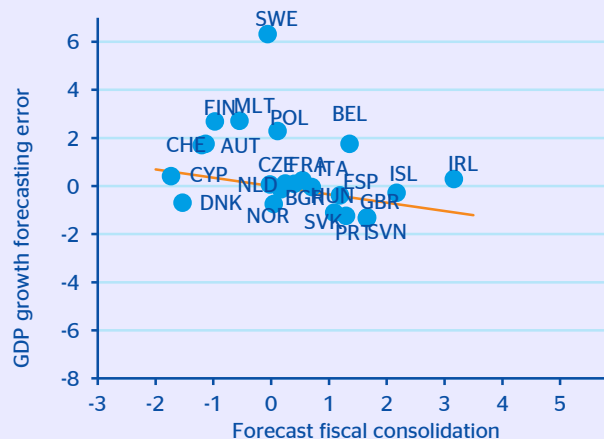
所以, 在 23 个欧洲国家的样本中, 我们不能作出财政调整对经济增长的影响大于预测的结论。OECD 和 EIU 也通过研究得出了类似的结论。也即是说, 德国, 希腊和罗马尼亚的结论不可被概括到其他国家。这三个更具体的案例上, 需要进行更仔细的研究为什么其财政乘数偏高。

图 24
预测财政巩固和 GDP 增长预测误差, 2010-11



来源: Blanchard and Leigh (2013)

图 25
预测财政巩固和 GDP 增长预测误差，2010-11



来源：Blanchard and Leigh (2013)

根据上述的结果和其他研究表明：

- 财政乘数取决于财政措施的模式和组成；
- 财政乘数取决于每个经济体的独特特性；
- 虽然大致来讲 0.5-1 的财政乘数是可接受的范围，不同的措施组成，国家和时期都会令财政乘数变化很大。

财政政策的稳定作用，不论是扩张性还是调整性，都需要小心谨慎的分析。根据不同的财政措施和经济体状况理清其成本和收益。

另外，在危机开始的时候，财政扩张性措施应当要及时，定点和短期性，现在财政调整性措施应当适时的，定点施用但是长期持续性。实时性是因为财政措施需要以一个合适的节奏实施，这样才能保证其减少赤字的效率并且不会危及到增长。定点施用因为并非所有公共支出需要缩减，不同公共支出对

增长的影响也不尽相同。长期的持续性是因为只有这样才能通过永久性的影响财政平衡从而减少结构性的财政赤字。

References

Andrés, J. and R. Domenech (2013): "Ajustes fiscales y crecimiento económico en Europa". Economic Watch, BBVA Research (forthcoming).

Barro, R. (2009): "Government Spending Is No Free Lunch". The Wall Street Journal. 22nd January.

Blanchard, O. and D. Leigh (2013): "Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers". IMF Working Paper WP/13/1.

DeLong, B. and L. H. Summers (2012): "Fiscal Policy in a Depressed Economy". Brookings Papers on Economic Activity, Spring.

IMF (2010): World Economic Outlook. Recovery, Risk, and Rebalancing. October.

IMF (2012): World Economic Outlook. Coping with High Debt and Sluggish Growth. October.

Gechert, S. and H. Will (2012): "Fiscal Multipliers: A Meta Regression Analysis," IMF Working Paper 97-2012.

Giles, C. (2012a): "Has the IMF proved multipliers are really large? (wonkish)". Financial Times, 12th October.

Giles, C. (2012b): "Robustness of IMF data scrutinised". Financial Times, 12th October.

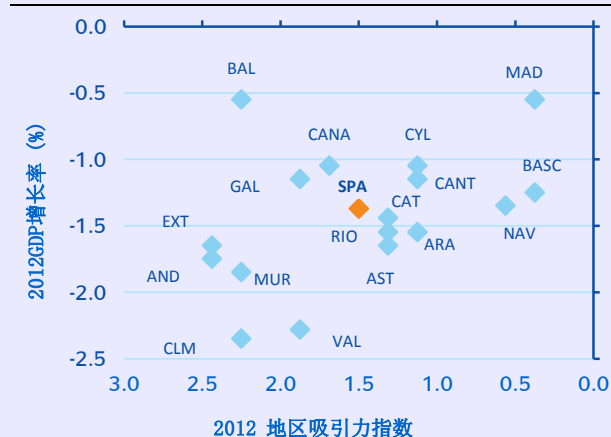
Spilimbergo, A., S. Symansky and M. Schindler (2009): "Fiscal Multipliers". IMF Staff Position Note SPN/09/11.

框 2：财政调整和外部门显示了区域间的差异

不同区域间存在差异，这主要由于三个原因：修正过去私营部门不平衡的速度，正在进行的财政调整，和出口表现（商品和服务）。

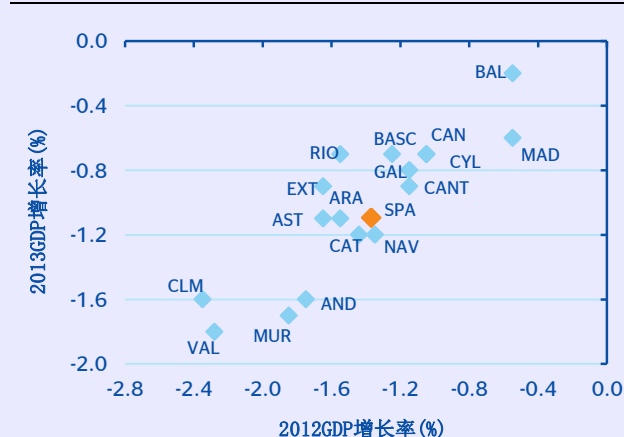
私营部门不平衡的恢复的速度限制了复苏的几率。虽然在之前我们已经评价了这方面的因素¹⁴，企业和家庭的杠杆，新住房供应过剩，或者是失业率都继续限制私人消费行为和商业投资活动。特别是在南部和西部地区以及加纳列群岛继续看到最严重的国内需求下降，而在北部和马德里地区显示出相对优势，体现在一个较小的消费和国内投资下降。这种情况将在整个 2013 年持续，并在年底在一些地区结束。（图 26 和 27）

图 26
2012 区域 GDP 增长率和区域吸引程度指数



来源：BBVA 研究部

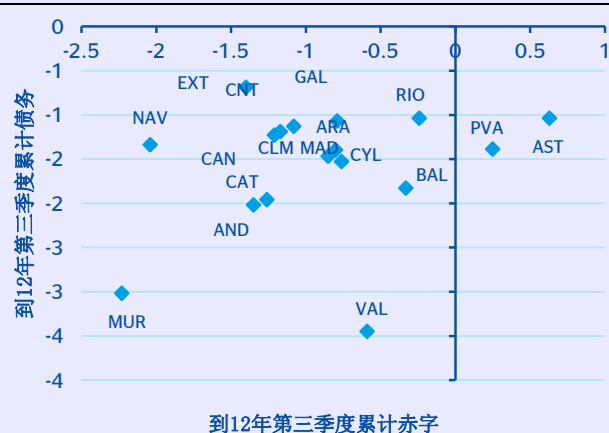
图 27
2012-2013 年区域 GDP 增长率



来源：BBVA 研究部

在未来几个季度，第二个会影响产出表现的会是财政调整。各区域的增长会被下列因素影响 a) 达到 2012 年赤字目标（占 GDP1.5%）的偏差，没有达到的原因，和有什么政策落实到位以纠正这个偏差；b) 由于引入区域融资系统导致从中央政府转移的变化，and c) 进入资本市场为公共账户不平衡融资的可能性，尽管所有地区都提出了调整计划以达到 2012 年的财政目标，从最近的数据来看很有可能一些地区无法达到这个目标（图 28）。大部分没有达到目标的区域是因为其高估了财政收入，同时支出调整实施的较晚或者只是部分实施。特别是那些承诺改正 2011 年的达到财政目标的失败。大部分地区的削减开支计划都预期可以令财政目标达标。但是截止去年 9 月的未达标数据显示进程缓慢（图 29）。这些措施的完成程度到去年 9 月份截止时只达到 42%的预测量（30%在收入部分，47%在支出）。

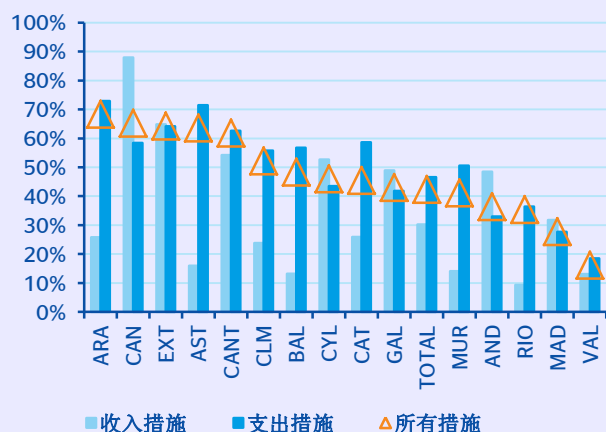
图 28
2012 年第三季度区域政府的赤字和债务 (% of GDP)



来源：CEIC 和 BBVA 研究部

¹⁴ 见 SpainWatch 2nd quarter 2012, 可下载：
http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/1205_Situacionespana_tcm346-326621.pdf?ts=2912013

图 29
2012 年 4 月 PEFs 制订的财政巩固措施
在 2012 年第三季度的实施情况



来源: BBVA 研究部 根据 MINHAP 数据

这就将会导致调整会被转移到 2013 年, 目前 2013 年的财政赤字目标是 GDP 的 0.7%。但是这个预算是建立在假设 2012 年财政目标完成的基础上的, 这就是说对于没有在 2012 年达标的地区来讲, 会需要更多的调整措施。这些计划将在这一年中生效, 并包括足够的努力完成此目标。

因为这些措施需要被延后实施, 这使得我们可以检验其对经济产出的影响。

此外, 由于公共收入的下降, 现在很有肯能将会调整赤字目标令其更灵活。

那些受经济周期影响较低的地区将会最为受益于这种灵活性。

另一方面, 中央银行转移量的变化会加在必要的财政调整上。这个变化主要有两方面:

其一是由于实施法律 22/2009 区域融资系统所导致的对政府控制变量的再调整。这个法规导致税务收入的比重在一些地区增加。这个法规导致税务收入的比重在一些地区增加。

这意味这一个永久的收入改善, 例如在坎塔布里亚和埃斯特雷马杜拉或者拉里奥哈¹⁵(表 2)。

其次, 2011 年的区域税收征收会在 2013 年支付, 这会补偿各那年所付的值和该区域真实支付的值间的差额,

同时为了转移税和全球充分性担保基金。由于在 2010 年收入的预测误差, 在 2012 年一些地区受到款项相当正面。(例如马德里) 因此, 这意味着一些地区的收入的增加或损失(在这种情况下是暂时的)。最后, 所需的财政调整影响地区的债务量和其资金需求。债务水平较低的地区, 在 2013 年开始在市场上获得资金利用的机会之窗。同时, 那些有着更高杠杆率并且很难进入资本市场的地区正在评估他们获得 FLA(区域流动基金)如何增加他们的债务负担。

因此, 为了达到财政目标, 减少开支的努力是不同的。另外, 流动性的限制增大区域风险, 延迟了支付和在地方上恶化了产出的修正。

即使有区域未能完成 2013 年的财政目标, 他们的进程也会在 2014 年继续。对经济活动的负面影响会减少, 尤其是在那些债务水平较低的地区。

展望未来, 应该指出宪法对区域债务有规定(占 GDP 的 13%), 在一些地区目前的水平和这个上限有一定差距。这意味着财政努力在 2014 年要持续。

表 2
2012-2013 年间支付额融资的变化, 相同管理制度区域内

	变化 (% GDP)			百万欧元
	之前结算账 户 (1)	本年转移 (2)	全部 (3)=(1)+(2)	
Andalusia	0.1	0.3	0.4	583.48
Aragon	-0.1	0.3	0.2	63.90
Asturias	-0.1	0.3	0.2	35.25
Balearic Islands	0.3	-0.4	-0.1	-22.52
Canary Islands	0.3	0.1	0.3	143.84
Cantabria	-0.5	0.9	0.4	46.51
Castile and León	-0.1	0.3	0.2	95.97
Castile-La Mancha	-0.4	0.4	0.0	-13.38
Catalonia	0.0	0.1	0.0	37.15
Extremadura	-0.3	0.8	0.4	74.52
Galicia	-0.1	0.3	0.2	122.02
Madrid	-0.5	0.0	-0.5	-998.81
Murcia	0.1	0.2	0.3	75.37
La Rioja	-0.6	0.6	0.0	3.17
Valencian Com.	0.2	-0.1	0.1	119.39
Total Regions	-0.1	0.1	0.0	437.40

来源: MINHAP 和 BBVA Research

15: 关于区域融资的更深入分析, 请见: BBVA Research (2013), WP13/03; *El sistema de financiación regional: la liquidación de 2010 y algunas reflexiones sobre la reciente reforma*, available at: http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/WP_1303_tcm346-364251.pdf?ts=722013. BBVA Research (2012) WP 12/27, *Algunas propuestas para la reforma del sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común*, available at: http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/WP_1227_tcm346-362203.pdf?ts=722013, or BBVA Research (2012) WP12/23 *El nuevo sistema de financiación de las Comunidades Autónomas de régimen común: un análisis crítico y datos homogéneos para 2009 y 2010*, available at http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/WP_1223_tcm346-360838.pdf?ts=722013

影响增长的第三个因素是出口。停滞的欧洲经济在 2012 年对出口和国外旅游产生了重要影响。在连续连年的较好增长后，2012 年这两部分出现下滑。商品出口增长了 3%（到 11 月），而酒店住宿游客同比上涨 1.5%。这两个变量在 2011 年都呈两位数字增长。¹⁶

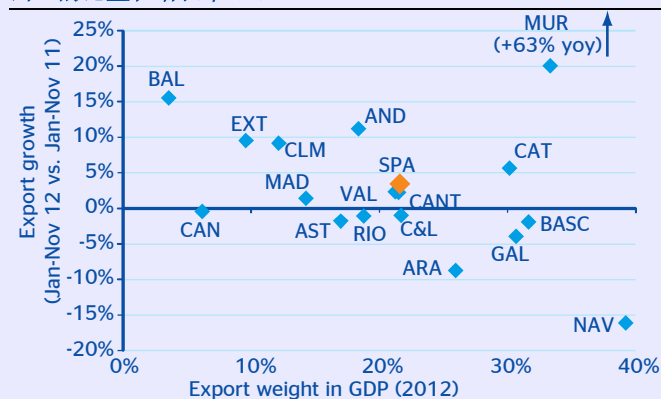
两个重要因素影响了区域出口：

一方面，出口地区更为全球化的地区出口增长较快。另一方面，区域出口增长和欧元区增长的重要联系。考虑到欧洲占出口的 60%，这样的结果并不奇怪。出口比重较低的地区会在 2013 出现更好的增长，相较于那些已经具备较强出口的地区。然而，这种高增长并不足够的补偿较低的权重，因此，对 GDP 增长的贡献将继续保持较低的水平¹⁷（见图 30）。

旅游业也会出现同样的情况。

在前几年的高速增长之后，那些有着较大海外游权重的地区的海外游客数目出现了下滑（特别是在加那利群岛），这在 2013 年可能会迎来上升，由于游客来源国经济前景的改善。在地中海沿岸和岛屿地区的海外旅游的轻微增长对经济的贡献也高于北方和内陆地区（除了马德里），旅游业在内陆地区的权重较小。

图 30
出口的比重和增长率 (%)



来源：BBVA 研究部 根据 Datacomex 数据

总的来讲，2013 年会时一年财政巩固和国内不平衡修正大于出口带来的正面效益。

欧洲作为一个整体在 2014 年会有一个稍微温和的情况，财政调整和整顿会继续，区域间的差异随着普遍的好转而减少。外部部门也会为这种区域间情况靠拢作出贡献。

表 3

西班牙：真实GDP增长率按区域划分

	2011	2012	2013	2014
Andalusia	0.0	-1.7	-1.6	1.1
Aragon	0.3	-1.5	-1.1	1.3
Asturias	-0.1	-1.6	-1.1	1.0
Balearic Islands	1.6	-0.5	-0.2	1.4
Canary Islands	1.7	-1.0	-0.7	1.0
Cantabria	0.5	-1.1	-0.9	1.1
Castile and León	1.1	-1.0	-0.7	1.4
Castile-La Mancha	-0.4	-2.3	-1.6	0.8
Catalonia	0.6	-1.4	-1.2	1.2
Extremadura	-0.9	-1.6	-0.9	1.0
Galicia	-0.1	-1.1	-0.8	1.2
Madrid	0.6	-0.5	-0.6	1.4
Murcia	0.0	-1.8	-1.7	0.8
Navarra	1.4	-1.3	-1.2	1.1
Basque Country	0.8	-1.2	-0.7	1.2
Rioja (La)	0.9	-1.5	-0.7	1.2
Valencian Community	-0.2	-2.3	-1.8	0.7
Spain	0.4	-1.4	-1.1	1.1

来源：BBVA Research

16:见第二部分

17:在穆尔西亚的出口增长受到 2011 年开业的 Escombreras 炼油厂的影响，提高了燃料的产量。一旦生产企稳回升，增长率应该变得更加稳定。

框 3. 西班牙金融系统的结构调整正在进行

在过去几个月，西班牙金融系统一直在改善，采取了足够的措施恢复信心。需要注入的公共资金的总量是 390 亿欧元，远远低于现在 100 亿欧元的可用资金数量。这些资金已经开始被支付。公共资金注入的总量是 GDP 的大约 5%，这是一个可被管理的数量同时与欧洲国家的需求相一致。在 2012 年之前，组 1¹⁸ 金融机构转移 36 亿欧元的房地产资产到 Sareb（银行重组资产管理机构）。第 2 组机构的房地产资产的估计价值为 15 十亿欧元也将在未来几个月转移。

现在，跟随着布鲁塞尔的方针，有偿贷能力的机构正在进行调整，准备好上市或者并入其他机构。

所采取对西班牙金融系统有偿贷能力的问题进行资产重组的措施已经改善了西班牙信贷机构进入融资市场的情况。

一些机构已经可以进入融资市场，虽然借贷成本很高。这有助于在 2012 年底降低了对欧洲央行的依赖，并在 2013 年提前归还一部分央行的非传统流动性资金。

其它的的企业和公共管理正利用信贷机构更好欧元流动性环境。市场环境的改善正在影响批发融资市场的所有方面。

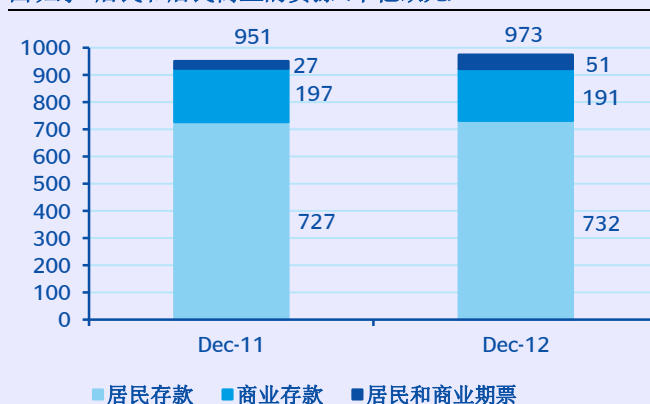
受到最近成本减少的支持，通过结算所的回购市场再次增长。

此外，主债务市场正在为更多的有偿带问题的机构开放，虽然价格较高。

居民和商业机构的总储蓄和承兑票据金额上升了 210 亿欧元在 2012 年，这说明在 2012 年并没有出现大规模的资本外流。

图 31

西班牙：居民和居民商业的资源（十亿欧元）



来源：BBVA Research 根据西班牙央行和 AIAF 数据

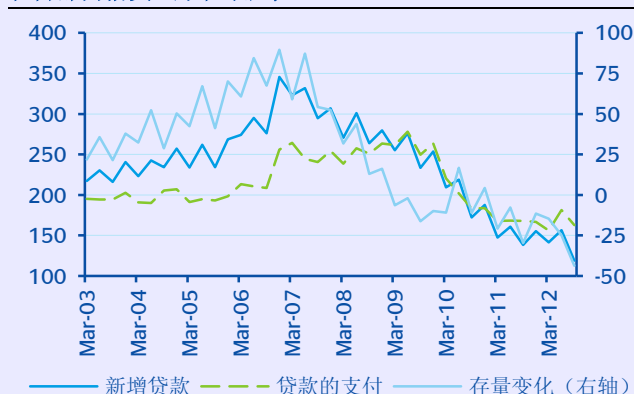
另一方面，西班牙金融机构作出了巨大的配置的努力，部分符合两个关于房地产信贷机构风险颁布的皇家法令。这些费用，加上日益恶化的环境已经损害了这些机构的盈利能力。

为了进一步提高西班牙金融体系的信心，最重要的是完成现阶段的计划任务。必须在以下方面取得进展：i) 通过拍卖干预有较少偿付能力问题的金融机构并进行重组；ii) 开始清算 Sareb 资产；和 iii) 继续对负债最多的部分进行去杠杆化。

西班牙央行发布的数据显示贷款存量的下降和对私营部门新增贷款数量的下降在同时发生。不过，西班牙央行在这个类别中包括了一些非常不同的交易，如再融资及约务更替，这些业务并不代表新的商业活动。为了评估金融体系改革的成功，需要更充足的统计数据。对每个经济部门融资的分解和企业大写可以帮助更好的对已采取的措施进行评估。

图 32

私营部门信贷（十亿欧元，SWDA）



来源：BBVA Research 根据 MINHAP 西班牙财政和公共管理部门

18: 关于如何对金融机构进行分解，请见，see BBVA Research (2012), "The restructuring process of the Spanish financial system", in Spain Watch, fourth quarter.

虽然谅解备忘录正在被执行，一些重要的决心需要重点关注。在 2013 年 3 月，一个新的信贷记录程序会生效。一个草案正在被讨论。在中期必须解决的问题包括贷款集中和与相关方的交易。

新的动议会促进对中小企业贷款

在西班牙持续的经济增长和就业复苏的关键之一是促进中小型企业（SMEs）。这就是为什么目前正在制定新的公共和私营部门倡议，透过银行及非银行金融机构对中小企业融资。

最有效的措施要同时符合下列条件：(1) 对企业融资有较大的潜在影响，(2) 有立即和短期的效应，和 (3) 对公共预算影响不大。

银行的资金方面，官方信贷机构（ICO）桥接信贷额度，可提供更大的灵活性，尤其对在定价方面具有较高的风险企业。为了促进周转资金的融资，采取以下措施可能是有用的：对高品质汇票降低税收（令其折现更容易）；通过公共担保加强商业保险公司（Crédito y Caución, Cesce...）；银行可能会获得有权收取增值税的一部分，因此他们可能提前进入对中小企业的服务的市场；和建立的商业票据交易平台。

同时，促进中小企的国际化是非常有意义的，可以使用 ICO 方针或者通过公共和私人担保。这也是推动 Mutual Guarantee Companies (Sociedades de Garantía Recíproca, SGRs) 的一方面，另中小企业实力更强，信贷能力更好。更好地协调或合并区域的 SGR 可以提高效率，将与 ICO 的产生协同效应。

在监管方面，有几个措施以减少对中小企业贷款的资本消耗。在国会目前正在讨论一项提案旨在减少这些风险的权重。

在非银行融资方面，预期影响是中长期的。正在讨论的新举措是建立一个灵活高效的固定收益的另类市场 (Mercado Alternativo de Renta Fija, MARF)，其在初始阶段主要为中到大型公司服务。为了进一步发展这些项目，本地信贷评级机构的发展非常重要。

此外，还有一些措施以促进中小企业通过公共与私营部门共同融资进行资本投资。这些计划包括种子资本（或天使投资人），风险投资，基金中的基金，或合众基金（或者对等基金）。透过财政激励来促进这些计划，创造最佳行为标准为其提供法律上的确定性。

在监管方面，有几个措施以减少对中小企业贷款的资本消耗。在国会目前正在讨论一项提案旨在减少这些风险的权重。

在非银行融资方面，预期影响是中长期的。正在讨论的新举措是建立一个灵活高效的固定收益的另类市场 (Mercado Alternativo de Renta Fija, MARF)，其在初始阶段主要为中到大型公司服务。为了进一步发展这些项目，本地信贷评级机构的发展非常重要。

此外，还有一些措施以促进中小企业通过公共与私营部门共同融资进行资本投资。这些计划包括种子资本（或天使投资人），风险投资，基金中的基金，或合众基金（或者对等基金）。透过财政激励来促进这些计划，创造最佳行为标准为其提供法律上的确定性。

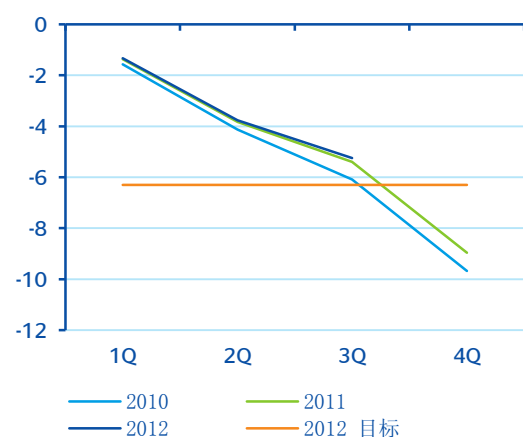
4. 尽管限于衰退之中，公共赤字减小的势头持续

在 2012 年第三季度，尽管经济放缓，公共金融的账户仍然出现想着年终目标的正面进展。政府证明了尽管在衰退中，还是有能力减少公共赤字，这应刚会支持西班牙公共债务可持续性的前景。

不包括对金融机构的援助（占 GDP 的 0.9%），西班牙公共赤字在 2012 年第三季度增加了 1.5 个百分点，占 GDP 的 5.2%。稍微超过了年终目标的 1 个百分点（图 33）。公共债务的上升（图 34）主要集中在社会保障上面，其在 2012 年第三季度赤字占 GDP 的 0.2%，并在 2012 年前 6 个月累计了 1 个百分点的盈余。

图 33

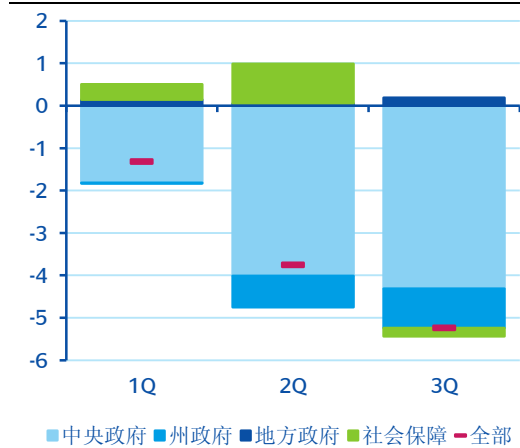
西班牙：公共财政净贷款（+）/净借款（-）（*）
（每年累计，% GDP）



(*) 不包括对金融机构的援助
来源：BBVA Research 根据 MINHAP
西班牙财政和公共管理部门

图 34

西班牙：2012 公共财政净贷款（+）/净借款（-）
（*）按不同部门细分（*）（每年累计，% GDP）



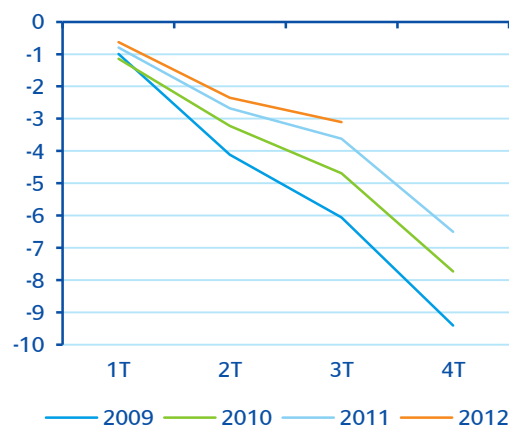
(*) 不包括对金融机构的援助
来源：BBVA Research 根据 MINHAP
西班牙财政和公共管理部门

在社会保障账户观察的恶化说明了公共赤字对经济活动和就业率下降的影响。周期性的恶化正在吸收大部分已实施的调整的影响。经济周期中的收缩趋势已经从 2012 第三季度的公共收入中消耗掉 1.2 个百分点，从实行措施中的结构性收入吸收了大约 1 个百分点。改善来源于增值税的增加，其带来占 0.4%GDP 的结构性增加以及个人所得税的上升和西班牙公司税监管政策的变化，其带来 0.6 个百分点就构型增加。总共公共收入轻微下降占 GDP 的 0.3%。

同样，经济活动对公共账户的影响正在被支出的结构性调整所抵消。我们可以看到在 2012 年前三季度支出的结构性部分有 1 个百分点的 GDP 的跳帧。虽然这个支出调整涉及到所有类别，投资是最重要的方面。然而，这个结构性调整还不足以抵消利息支出的上涨 - 这是大约 0.4 个百分点的 GDP - 失业救济金的周期性下降的效果 - 这是大约 0.1 个百分点的 GDP - 和付款的增加与其他社会保障权利 - 大约 0.3% 的 GDP - 这是一个政府批准 2012 年养老金调整和结构性上涨的付款义务。因此，2012 年第 3 季度总积累公共开支约占 GDP 30.5%，仅仅 0.2 百分点低于截至 2011 年的累积数字。

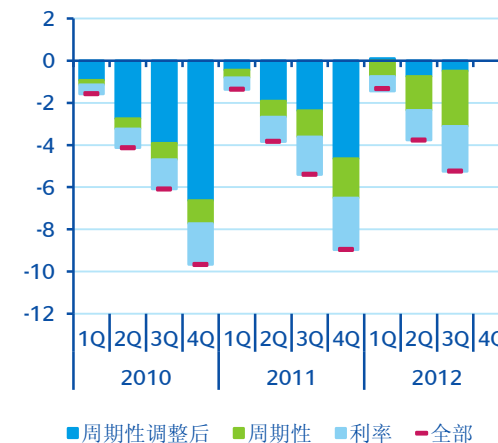
因此，一般政府的财政平衡的结构性调截止 2012 年 9 月接近 GDP 的两个百分点。在这个基础之上，我们加上经济周期的影响（12 年第三季度截止大约为 -1.4% 的 GDP），赤字在 2012 年第三季度截止大约为 -3.1% 的 GDP。虽然这个结果清楚地显示了显财政整顿的努力正在进行中，经济活动的进一步下降，以及随着西班牙经公共债务压力的增加，很大程度解释了与稳定目标的偏差的原因。（图 35 和 36）。

图 35
西班牙：公共管理平衡 (*) (每年累计, % GDP)



(*) 不包括对金融机构的援助
来源：BBVA Research 根据 MINHAP
西班牙财政和公共管理部门) 和 INE (西班牙统计局)

图 36
西班牙：公共管理净借贷的细分 (*) (每年累计, % GDP)



(*) 不包括对金融机构的援助
来源：BBVA Research 根据 MINHAP
西班牙财政和公共管理部门)

目前中央财政预算数据 (实际) 显示累计赤字在 2012 年 11 月略有增长到 GDP4.3%。这些数字揭示了投资调整的加速。同样, 11 月份数据证实: 大多数调整是在资本支出上。到 11 月份的收入和最近的信息都显示税收的恢复, 受到再融资率的减缓, 总收入的增加, 增值税率增加的影响, 以及西班牙公司税条例的改变。

尽管财政调整在 2012 年第四季度加速, 因为很多在第四季度宣布的措施影响较大 (例如增值税的增加和公共雇员圣诞额外工资的取消), 经济活动下降对收入和支出的负面效应不太可能不足够的修正。所以, 在 2012 年最后一个季度这个周期会消耗 0.5% 的 GDP, 吸收大部分的结构改善, 使公共收入在 GDP 的 36% 左右, 仅仅 0.2 个百分点高过 2011 年的水平。T 收入的较差表现以为着巩固努力取决于支出, 同时会对雇员的报酬产生较大的影响 (由于公共雇员额外工资的取消), 也会影响到投资支出和其他正常支出 (表 4)。最终, 政府在 2012 年达到占 GDP7.2% 的赤字, 几乎高过稳定目标一个百分点 (-6.3%)。

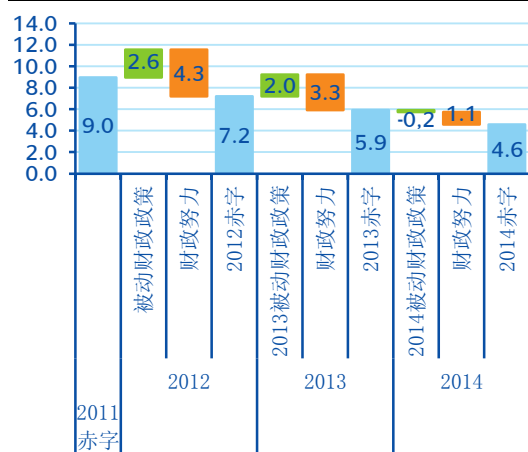
2012 年财政目标的变化意味着 2013 年财政目标和 2014 年的目标达到的可能性都降低。图 37 所示, 如果现在宣布的这些政策没有完全被实施, 公共赤字在 2013 年会增加大约 1 个百分点。因此, 为了能达到 2013 年底的财政目标 (-4.5%), 调整努力必须超过 4.7 个百分点的 GDP, 期中 3.2 个百分点的措施已经被宣布获开始实施。如果没有进一步的税收巩固措施, 2013 年的赤字会在 5.9% 占 GDP - 即是高过目标 1.5 个百分点- 这建立在欧洲议会没有令财政目标更为灵活。进入 2014 年, 收入和支出的经济周期和结构性调整会开始弥补税收的减少, 但并不足以弥补之前几年赤字的差距。

根据我们的预测, 公共结构性平衡会在 2014 年达到 0%GDP 的目标。(即是去掉经济周期影响之后) (图 38) 在这三年的累计修正达到 7 个百分点- 在速度和强度上这都是在发达国家中前所未见程度的调整。然而, 在之前也提到过, 这些调整的一个缺点就是大部分措施都是暂时性的 (例如, 个人收入税的增加只在 2012-2013 年生效, 圣诞附加报酬的取消也只在 2012 年.), 所以需要非常严格的执行所有现有政策或者制定新的措施。制定新的措施可能对自制社区特别重要, 这是由于之前他们对 2013 年的财政收入过于乐观。A 如果当这些预测没有达成的话, 政府需要运用预算稳定法和自治社区流动性基金巩固这些自治社区的赤字削减进程。

向前展望, 政府是否能在 2014 年之前达到赤字占 GDP3% 的目标充满不确定, 尽管在 2012 年使其降低至 7% 是一个非常正面的讯号。如果需要实施进一步的措施, 最好可以解决公共支出效率低下的问题和使用间接税务从而减少对经济活动的影响。

最后, 政府已经承诺会在 2013 年第一季度建立一个独立的财政机构, 这项计划也是欧洲议会所建议的。西班牙的这项改革至关重要, 可以令其获得更好的制度效率和透明度, 并恢复对公共金融的信心。这个机构需要建立一个透明的, 易于复制的诊断经济周期性的方法。

图 37

西班牙：
预测的财政调整 and 公共管理 (*) (% GDP)

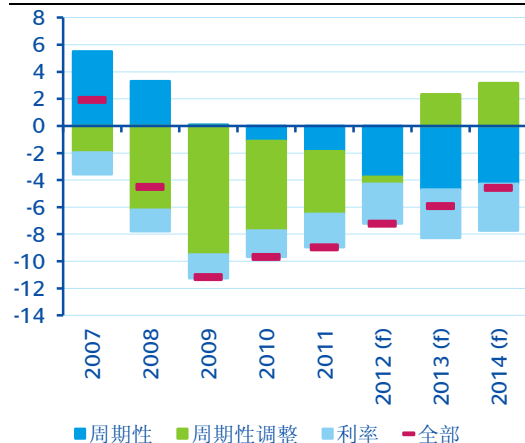
(*) 不包括对金融机构的援助

来源：BBVA Research 根据 MINHAP

西班牙财政和公共管理部门) 和 INE (西班牙统计局)

图 38

西班牙：公共管理的净贷款 / 净借款(*) (% GDP)



(*) 不包括对金融机构的援助

来源：BBVA Research 根据 MINHAP

西班牙财政和公共管理部门) 和 INE (西班牙统计局)

表 4

政府机构：财政账户调整（不含对金融部门的援助）

(占 GDP 百分比)	2012				2013		2014	
	2011	调整	3Q12	4Q12 (f)	预测	调整	预测	调整
雇员薪酬	11.6	-0.18	-0.64	10.8	-0.54	10.3	-0.31	9.9
中间消费	5.9	-0.04	-0.26	5.6	0.07	5.6	-0.20	5.4
利息	2.5	0.35	0.14	2.9	0.61	3.6	-0.10	3.5
失业救济金	2.8	0.13	0.07	3.0	0.14	3.2	-0.14	3.0
社会支付	12.6	0.30	0.14	13.0	0.46	13.5	0.04	13.5
资本形成总额	2.9	-0.72	-0.25	1.9	-0.67	1.2	-0.39	0.9
其他支出	6.4	-0.33	-0.27	5.9	-0.86	5.0	-0.47	4.5
非金融支付	44.7	-0.50	-1.07	43.1	-0.80	42.3	-1.58	40.7
生产税								
收入、财产税等	9.9	-0.09	0.11	9.9	0.48	10.4	-0.05	10.3
社会保障缴款	9.6	0.07	0.45	10.1	-0.30	9.8	-0.18	9.6
资本收益税	13.2	-0.23	-0.02	12.9	-0.19	12.7	-0.02	12.7
其他收入	0.4	0.01	-0.20	0.2	0.03	0.2	0.00	0.2
非金融收入	2.7	-0.07	0.16	2.8	0.48	3.3	0.01	3.3
借款能力/要求	35.7	-0.31	0.49	35.9	0.49	36.4	-0.24	36.1
雇员薪酬	-9.0	0.19	1.56	-7.2	1.29	-5.9	1.34	-4.6
金融部门援助	0.48			1.42				

来源：BBVA Research 根据 MINHAP 西班牙财政和公共管理部门) 和 INE (西班牙统计局)

5. 附表

表 5

宏观经济预测：GDP

(同比增长率, %)	2010	2011	2012	2013	2014
美国	2.4	1.8	2.2	1.8	2.3
欧元区	1.9	1.5	-0.5	0.3	1.3
德国	4.0	3.1	0.9	1.0	2.0
法国	1.6	1.7	0.0	0.4	1.5
意大利	1.8	0.6	-2.1	-0.7	0.9
西班牙	-0.3	0.4	-1.3	-1.1	1.1
英国	1.8	0.9	0.0	1.0	1.9
拉美 *	6.2	4.3	2.8	3.5	3.7
墨西哥	5.4	3.9	3.9	3.1	3.1
巴西	7.6	2.7	0.9	3.6	4.0
EAGLES **	8.4	6.6	5.1	5.8	6.1
土耳其	9.2	8.5	2.6	4.4	5.5
亚太	8.2	5.7	5.2	5.6	5.8
中国	10.4	9.2	7.7	8.0	8.0
亚洲（不包括中国）	6.7	3.4	3.6	4.0	4.4
全球	5.1	3.9	3.2	3.6	4.1

* 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、秘鲁和委内瑞拉

** 巴西、中国、印度、印尼、韩国、墨西哥、俄罗斯、台湾和土耳其

预测截至时间：2013 年 2 月 8 日

来源：BBVA 研究部

表 6

10 年期利率（均值）

	2010	2011	2012	2013	2014
美国	3.2	2.8	1.8	2.0	2.6
欧元区	2.8	2.6	1.6	2.0	2.9

预测截至时间：2013 年 2 月 8 日

来源：BBVA 研究部

表 7

汇率（均值）（美元/本国货币）

美元(\$) 对各国货币	2010	2011	2012	2013	2014
美元（欧元对美元）	0.76	0.72	0.78	0.77	0.75
欧元	1.33	1.39	1.29	1.31	1.34
英镑	1.55	1.60	1.59	1.52	1.53
人民币	6.77	6.46	6.31	6.16	6.02

预测截至时间：2013 年 2 月 8 日

来源：BBVA 研究部

表 8

官方利率（期末值）

	2010	2011	2012	2013	2014
美国	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
欧元区	1.00	1.00	0.75	0.75	1.25
中国	5.81	6.56	5.75	6.00	6.00

预测截至时间：2013 年 2 月 8 日

来源：BBVA 研究部

表 9

欧元区宏观经济预测（年度环比，%）

	2010	2011	2012	2013	2014
真实GDP	2.0	1.5	-0.5	0.3	1.3
居民消费：	0.9	0.1	-1.2	-0.3	0.9
公共消费	0.7	-0.1	-0.2	-0.5	0.2
总固定资本组成	-0.3	1.6	-3.8	-1.3	3.3
设备和其他资产	6.3	4.6	-6.0	-2.3	4.9
设备	6.4	4.6	-6.0	-2.4	4.9
建筑	-4.4	-0.3	-3.1	-1.5	2.0
住房	-2.9	0.8	-1.7	-1.2	2.6
其他建筑	-5.9	-1.4	-4.6	-1.8	1.3
库存变化（对增长贡献）	0.6	0.2	-0.5	0.0	0.0
国内需求（对增长贡献）	1.2	0.5	-2.0	-0.5	1.1
出口	11.0	6.5	3.1	3.3	3.8
进口	9.5	4.3	-0.4	1.8	3.8
净出口（对增长贡献）	0.7	1.0	1.5	0.8	0.2
GDP（不含住房投资）	2.2	1.5	-0.4	0.3	1.3
GDP（不含建筑）	2.8	1.7	-0.1	0.4	1.3
就业（LFS）	-0.5	0.5	-0.7	-0.5	0.4
失业率	10.1	10.2	11.4	11.8	11.4
经常账户（% GDP）	0.0	0.1	1.1	1.3	1.4
公共部门（% GDP）	-6.2	-4.1	-3.0	-2.3	-1.8
年均CPI	1.6	2.7	2.5	1.6	1.5

预测截至时间：2013 年 2 月 8 日

来源：BBVA 研究部

表 10

西班牙：宏观经济预测（年度环比，%）

	2010	2011	2012	2013	2014
经济活动					
真实 GDP	-0.3	0.4	-1.4	-1.1	1.1
居民消费	0.7	-1.0	-1.9	-2.8	-0.3
公共消费	1.5	-0.5	-4.0	-7.2	-1.8
总固定资本组成	-5.5	-5.5	-8.8	-6.8	2.6
资本	3.0	2.4	-6.3	-1.7	6.4
建筑	-9.8	-9.0	-11.5	-10.2	0.3
住房	-10.1	-6.7	-7.1	-8.3	2.1
国内需求（对增长贡献）	-0.6	-1.9	-3.8	-4.6	0.0
出口	11.3	7.6	3.3	6.3	8.2
进口	9.2	-0.9	-4.7	-4.4	5.8
净出口（对增长贡献）	0.3	2.3	2.5	3.4	1.1
GDP	0.1	1.4	-0.9	0.3	2.1
10 亿欧元)	1048.9	1063.4	1053.9	1057.5	1080.0
GDP（不含住房投资）	0.5	1.0	-1.0	-0.7	1.0
GDP（不含建筑）	1.6	2.1	0.2	0.1	1.2
劳动力市场					
就业 (LFS)	-2.3	-1.9	-4.5	-3.8	-0.2
失业率	20.1	21.6	25.0	26.8	26.1
生产率	-2.5	-1.7	-4.3	-3.4	-0.4
生产率	2.2	2.1	3.0	2.2	1.5
价格和成本					
年均 CPI	1.8	3.2	2.4	2.0	1.1
GDP 消除通胀指数	0.4	1.0	0.5	1.5	1.0
居民消费消除通胀指数	2.0	2.9	2.5	2.0	1.2
雇员人均补偿	0.3	0.7	0.3	0.1	0.1
单位劳动力成本	-2.0	-1.4	-2.7	-2.1	-1.4
外贸					
经常账户 (% GDP)	-4.5	-3.5	-1.4	0.3	0.9
一般政府					
负债 (% GDP)	61.5	69.3	87.2	93.7	96.4
预算平衡 (% GDP)	-9.7	-9.0	-7.2	-5.9	-4.6
居民					
名义可支配收入	-2.9	-0.5	-3.3	-1.5	0.4
储蓄率（占名义收入百分比）	13.1	11.0	7.3	6.6	6.1

(*)：不包括对西班牙银行的金融援助

预测截至时间：2013 年 2 月 8 日

来源：BBVA 研究部

免责声明

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

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

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

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

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

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

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

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

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

This report has been produced by the 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

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

Joseba Barandiaran
+34 91 487 67 39
joseba.barandia@bbva.com

Xavier Callol
+34 91 374 75 28
xavier.callol@bbva.com

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

Juan Ramón García
+34 91 374 33 39
juanramon.gl@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 86
miriam.montanez@bbva.com

Mercedes Nogal
+34 91 807 51 44
mmercedes.nogal@bbva.com

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

Juan Ruiz
+34 646 825 405
juan.ruiz2@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

With the contribution of:

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

Financial Systems
Macarena Ruesta
+34 91 374 33 21
esperanza.ruesta@bbva.com

Economic Scenarios
Julián Cubero
+34 91 374 49 98
juan.cubero@bbva.com

BBVA 研究部*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
Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Macroeconomic Analysis Mexico
Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.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

Global Areas:

Financial Scenarios
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Economic Scenarios
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovation & Processes
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.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

联系方式:

BBVA Research
Paseo Castellana, 81 – 7th floor
28046 Madrid (Spain)
Tel.: +34 91 374 60 00 and +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com
Legal Deposit: M-31254-2000