

全球 经济展望

2010 年第三季度

经济分析

- 欧洲经济增长财政调整的影响将不像通常所认为的那样高。对可信度的积极影响几乎可以抵消因公共需求下降造成的负面影响。相反，其它发达地区不可持续财政状况的中期风险可能被低估了。
- 全球展望的主要风险仍然来自于金融市场。尽管是非对称的，但压力试验在整个欧洲具有积极的影响。尽管风险得到抑制，但再次出现紧张的潜在后果仍然相当大。
- 货币政策战略日益多样化。不确定性增强将促使 **Fed** 和 **ECB** 推迟取消鼓励性政策。与此相反，大多数亚洲和拉丁美洲国家恢复了紧缩性政策。
- 全球经济正出现适度和有差异性的下滑。在中国和亚洲其它国家，缓慢增长势头将抑制过热风险。然而，在美国，在无政策支持的情况下，个人需求仍很弱，而在欧洲，信心将受到金融危机后果的负面影响。
- 尽管在正确方向上采取了一些措施，但必要的全球需求再平衡以及缩小全球不平衡问题仍悬而未决。



目录

1. 全球经济风险再评估.....	3
2. 欧洲财政削减引起的轻微下滑	5
3. 财政压力缓解，但仍是主要风险.....	8
4. 增加货币政策战略的多样性.....	11
5. 未来可能面临的各种放缓风险	13
6. 表格.....	15

发布日期：2010 年 7 月 31 日

1. 全球经济风险再评估

欧洲经济增长财政调整的影响将不像通常所认为的那样高。对可信性的积极影响几乎可以抵消因公共需求下降造成的负面影响。相反，其它发达地区不可持续财政地位的中期风险可能被低估了。

金融危机影响欧洲经济的最重要渠道之一就是信心丧失，鉴于许多国家出现的高公共赤字，恢复信心的一个先决条件就是财政稳健政策。欧洲一体化计划正在按照 2010 年初提交给 EC 的计划实施。欧洲的财政一体化需要将重点放在结构方面，但一个积极的因素就是，计划调整非常迅速，且向缩减开支倾斜，这将增强信心，并几乎抵消因公共需求下降而对增长造成的负面影响。因此，只要保持财政一体化的决心，对欧洲经济活动的影响将是有限且暂时性的。另一方面，采取大量财政刺激措施且债务水平增幅与欧洲相同的其它发达经济体在减少赤字且至少稳定债务水平方面的动作相对较慢。这是一个被低估的中期风险，因为经验表明，宽松财政政策对利率的影响是高度非线性的，存在长期利率突然升高以及个人需求被取代的风险；这正是财政刺激一揽子计划所造成的反向效应。

全球展望的主要风险仍然来自于金融市场。应力试验在整个欧洲具有积极的影响，尽管是非对称的。尽管风险得到抑制，但再次出现紧张的潜在后果仍然相当大。

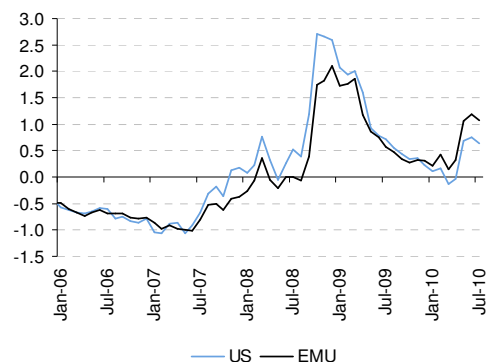
源自主权债务担忧的金融风险构成一个反馈环，它以增大市场风险以及耗尽流动资金而结束，特别是在欧洲。但是，第二季度欧洲财政紧张的急剧增长趋势开始减缓（参见图 1）。欧洲应力测试结果的公布对缓解紧张有着积极影响，尽管国与国之间有着明显不同。特别地，它可能成为消除西班牙金融体制不确定性的一个强大推动力，因为其实行严格，结果可信，且具有高度信息性。无疑，源自金融市场的欧洲和全球经济面临的风险仍令人担忧。

货币政策战略日益多样化。不确定性增强将促使 Fed 和 ECB 推迟取消鼓励性政策。与此相反，大多数亚洲和拉丁美洲国家恢复了融通性政策。

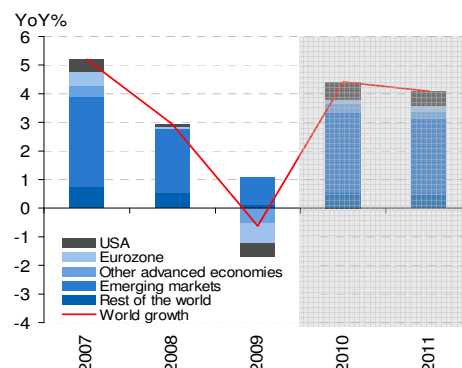
欧洲的财政紧张以及对美国复苏步伐的不确定性将促使亚洲和拉丁美洲地区的中央银行推迟首次提高利率，并在延长期限内保持非常低的政策利率。两个地区的通货膨胀压力将下降，使其能够保持宽松的货币政策。但是，美国的较快复苏将意味着，美国退出当前货币政策将早于欧洲，两个因素将使欧元贬值。尽管两个中央银行将推迟实行紧缩性货币政策，但对风险的交流和评估将区分两个机构，限制 ECB 对通货紧缩风险做出反应的相对能力。另一方面，在新兴经济体，在欧洲债务危机蔓延造成的暂停后，紧缩性货币政策正在恢复。这将有助于缓解亚洲的通货膨胀压力——正在亚洲开始聚集，并防止年底南美洲出现可能的压力。一个重要的例外是墨西哥银行，它将在 2011 年第二季度前保持利率不变。即使通货膨胀在今年最后几个月内加剧，它将仍处于墨西哥银行的预测范围内，长期通货膨胀仍然得到良好预测。

全球经济正出现适度和有差异性的下滑。在中国和亚洲其它国家，缓慢增长势头将抑制过热风险。然而，在美国，在无政策支持的情况下，个人需求仍很弱，而在欧洲，信心将受到金融危机后果的负面影响。

欧洲金融危机对其它地区的意外影响相对有限。但是，全球经济将放缓（参见图 2）。欧洲财政紧张的严重性将影响信心，抑制 2010 年下半年和 2011 年初的增长。而且，外部需求将不像上半年那样强劲，尽管它将为经济活动提供某些支持。在美国，由于劳动力和房地产市场的疲软，复苏可能趋缓。这表明了作为增长自发推动力的个人需求的局限性。在中国，第二季度减缓 GDP 增长以及降低活动指标是当局采取的控制经济在下半年轻着陆的紧缩性措施开始生效的证据。拉丁美洲也将在 2011 年出现增长趋缓，但将保持强劲的增长率。因此，发达和新兴经济体之间以及这些集团内部的分歧将继续扩大。

图 1
美国和欧盟的金融压力指数*

* 三个信贷市场（主权、企业和金融）财政紧张、流动资金紧张以及利率、外汇和股票市场多变性的综合指标。
来源：BBVA Research

图 2
对全球 GDP 增长的贡献

来源：基于国民账目的 BBVA Research 和 IMF

尽管在正确方向上采取了一些措施，但必要的全球需求再平衡以及缩小全球不平衡问题仍悬而未决。

中国经济向更多内部需求的中期再平衡调整（特别是消费）已经开始，近期货币灵活性的恢复将有所帮助。需要进行深入改革，以提高消费。其它发达顺差国家也需要进行改革，以提高国内需求，特别是服务行业。另一方面，美国和其它具有大量外部融资的国家需要从消费引领的增长模式转向投资，特别是可贸易产品部门。近期的金融危机展现了对增长所需外国融资的限制。具有高度外部融资需求的经济体非常易受国际财政紧张局势的影响，所造成的汇率突然变动风险动摇了全球金融稳定。

2. 欧洲财政削减引起的轻微下滑

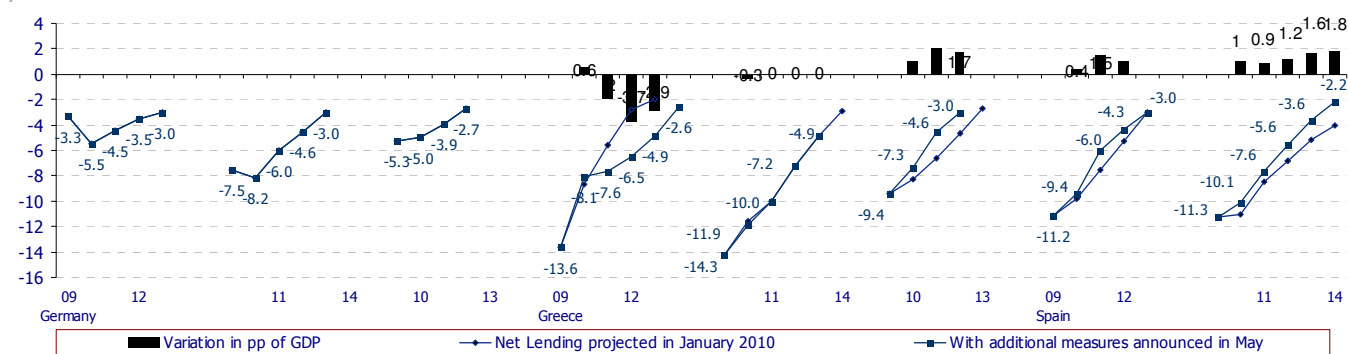
金融危机影响欧洲经济的最重要渠道之一就是信心丧失，鉴于许多国家出现的高财政赤字，恢复信心的一个先决条件就是财政稳健政策。欧洲整顿计划正在按照 2010 年初提交给 EC 的方案实施，它们需要关注结构方向。

在和平时期前所未有赤字的背景下，对财政状况无法控制的担心占据主导，这增加了主权信用风险，降低了对怀疑拥有大量主权资产机构的财政健康状况的信心。这使得许多国家在经济完全复苏前设计并实施了财政整顿计划，以恢复市场信心。

这些整顿计划已于 2009 年底提交给欧洲委员会。目标是在 2013 年或 2014 年前将赤字降至 3% 以下，但将大部分调整推迟至 2010 年底之后（图 3）。自主权危机爆发以来，受市场信心丧失影响最严重的两个国家（西班牙和葡萄牙）已公布了推行调整的附加措施，而英国在五月份大选后提出了一项全新的计划，此次大选也促使调整加快，鉴于以前提交给布鲁塞尔的方案未能包括一个在 2014 年前降至 3% 以下的目标，因此，急需进行调整。对于希腊，在 IMF/EC/ECB 计划的背景下，整顿实际上已在较长时期内展开，使得与希腊政府提交的最初方案中规划的过于从紧的调整相比，此次整顿更加可靠。对于其它国家，尽管近期关于财政整顿的各种消息纷至，但削减赤字的路线仍未改变，相反，对于究竟要做什么的一些细节已经公布，特别是对于 2011 年的预算。事实上，对于绝大多数欧洲地区的经济体，调整在 2011 年才开始，而对于那些起点较低的国家，消减赤字措施已经开始实施。

图 3

欧洲：规划的赤字方案



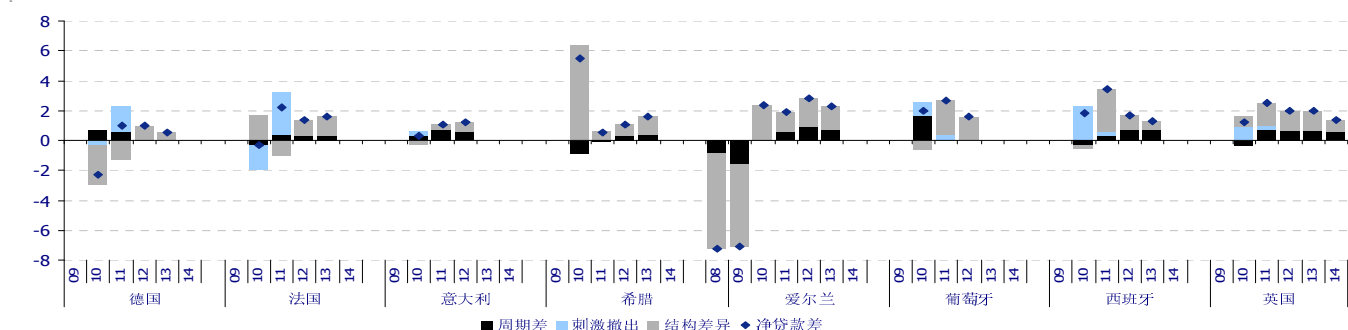
注：2010 年 1 月提交给 EC 的国家政府方案，于 5 月和 6 月公布。英国数字参见条约赤字。

来源：BBVA Research 和 EC。

2008 年底批准且在去年和今年上半年实施的财政刺激计划意味着财政赤字的增长，这在原则上是可控的：所有欧洲国家刺激措施的规模低于 GDP 的 2%，国家账户的周期性恶化对赤字的贡献通常不会超过 GDP 的两个百分点。然而，在很大程度上由于资产价格泡沫的破碎造成永久性收入损失，因此，存在其它结构性赤字的恶化。这造成一些欧洲南部经济体以及爱尔兰和英国非常高的赤字。相当大部分的财政赤字增长是由于结构性赤字增长造成的，这一事实要求制定关注结构方面的整顿方案。实际上，这正是提交给 EC 的方案所设想的（参见图 4）。但是，如上所述，大多数整顿方案仍缺乏关于如何进行结构性调整以及哪些风险降低了调整措施的可靠性等关键细节，特别是在 2011 年后。

图 4

欧洲：整顿的规模和组成：年同比差异



来源：BBVA Research 和 EC

计划调整非常迅速，且向缩减开支倾斜，这将增强信心，并几乎抵消因公共需求下降而对增长造成的负面影响。因此，只要保持财政整顿的决心，对欧洲经济活动的影响将是有限且暂时性的。

如果辅之以正确的政策且目前困扰国际金融市场的不确定性大幅减弱，则财政整顿将对经济增长产生有限的影响。特别地，经验证据表明，在进行决定性的财政整顿后，一些国家实际上获得了经济增长，因为日益提高的个人需求足以弥补不断下降的公共消费。当财政整顿过程(i)被认为是一种“体制变化”，也就是说，当它辅之以加快经济增长从而增强财政可持续性而设计的一连串结构性改革时；(ii) 严重依赖削减公共支出，而不是增加收入（从而造成与提高税收有关的失实）；(iii) 规模较大且被认为是永久性的，从而提高可信性，例如，将重点放在削减支出上，包括确立具有约束性的多年目标并强化金融机构的立法；和(iv) 在一个已经达到宏观经济极端不稳定水平的经济体实施，例如，由于提高国债水平或贸易支付差额难度，这种积极的财富效应以及信心恢复将较高。

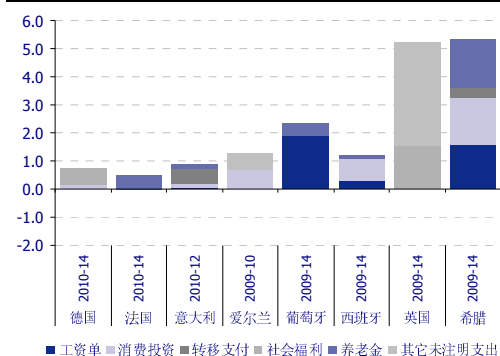
值得注意的是，尽管截止目前欧洲批准的方案缺少细节（特别是 2012 年后），但大多数方案都是建立在削减支出基础上，特别是德国、意大利和爱尔兰（参见图 5 和图 6）。在其它国家，部分由于需要做出较大努力，税收措施得以批准或制定，如葡萄牙和西班牙，特别是希腊。法国采取两种措施，而英国批准了 2011 年将提高税收，并将相当大一部分更难于实施的支出削减措施留待 2012 年后。在所有情况中，必须牢记，2011 年后的财政方案只是意向性的，大多数方案需得到阐述和批准，这意味着它们将在未来几年内进行大幅修改。

关于削减赤字计划对经济活动的短期和长期效应，图 7 表明，当在实施整顿的情况下削减赤字时（确定为削减赤字至少达到 GDP 的 1%），在周期性调整基本赤字削减方面的增长障碍得到缓解（甚至在长期可实现扭转）。此外，当从高水平国债开始时，财政整顿的效益较高，这与上述讨论是一致的。爱尔兰（1985-1989 年）、丹麦（1983-1986 年）和西班牙（1993-1999）金融改革的特殊情况是很好的例子，说明可靠的财政调整辅之以宏观经济环境改善如何保证提高个人消费、投资（两者均由预期提高造成）以及净出口足以抵消公共支出下降进而在短期也能带来增长效应。

总之，大多数国家的调整将加快，且规模较大（参见图 3），并倾向于削减支出而不是提高税收（图 5 和图 6），在一些国家还辅之以结构性改革，这一事实清楚地表明，政策制定者已汲取了过去的经验教训。这些特点提高了方案成功的可能性，最大程度降低了其对经济增长的长期影响。因此，我们认为，欧洲财政整顿的影响将是有限和暂时性的，比通常所认为的还要低。

图5

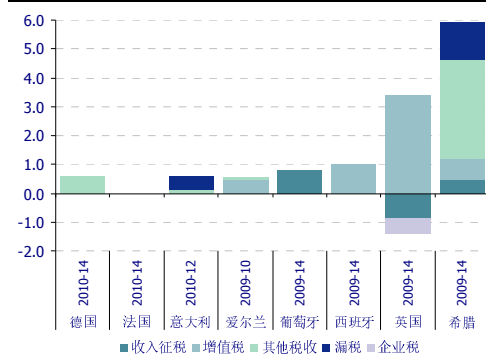
所有详细支出措施（GDP %）



来源：BBVA Research

图6

所有详细收入措施（GDP %）



来源：BBVA Research

另一方面，采取大量财政刺激措施且债务水平增幅与欧洲相同的其它发达经济体在削减赤字且稳定债务水平方面的动作相对较慢。

特别是对于美国，财政赤字占 GDP 的比例将在 2010 年达到最高的 10.7%。之后，我们认为差距将缩小，但仍将保持高于欧洲水平（参见图 8）。由于较高失业率造成所得税收入下降，缓慢复苏将对财政收入造成压力。同样，走弱的经济环境将促使政府继续保持较高的支出。实际上，2010 年和 2011 年政府支出占 GDP 的比例将保持在 25%，这是美国历史上的一个最高比例。

但是，这一预测的风险有所下降。一方面，仍然较高的失业率将推迟收入的预期增长，提高税收削减延期的可能性。实际上，在 7 月中旬，失业救济被延期。第二个因素与一些州的经济出现的财政困难有关，如加利福尼亚州和伊利诺斯州。随着联邦财政刺激措施的终结，许多州将在未来几年内出现巨大缺口。由于各州必须平衡其预算，缺少联邦资金将迫使它们削减学校、医院和公共基础设施的资源。因此，联邦政府可能会向各州经济注入更多资金，以缓解危机。

这是一个被低估的中期风险，因为经验表明，宽松财政政策对利率的影响是高度非线性的，存在长期利率突然升高以及个人需求被取代的风险，但时间不确定；这正是财政刺激一揽子计划所造成的反向效应。

较高预算赤字可能提高长期利率有三个主要渠道。第一，非常高且不断增长的国债水平将提高通货膨胀预期，从而提高名义债券收益率。此外，中央银行承受的适应更高财政赤字的压力将提高通货膨胀风险溢价，使利率进一步提高。

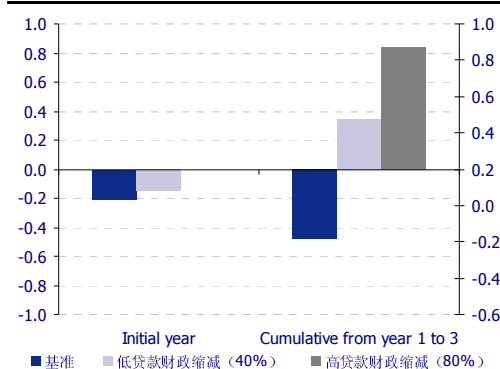
第二，总国民储蓄减少，造成用于满足投资需求的资金短缺，并反过来迫使实际利率上调。确实，部分影响——投资排挤效应——可通过资金流入缓解，对于发达经济体，这意味着要增强对新兴市场经济体储蓄的依赖。第三个渠道是风险溢价渠道，也就是说，提高政府债券的违约风险，特别是在高债务水平预计会产生持续的资金压力时。

由于下列多种因素，全球实际收益在相当长时间内保持较低水平：(i) 全球储蓄增长；(ii) 私营领域的投资需求走弱；(iii) 由于监管变化造成银行对政府债券的需求增加；和(iv) 投资政府债券的外汇储备的持续增长。每个因素均减弱了日益增长的政府债务水平对债券收益率的影响。美国和欧元区的通货膨胀预期仍较低，表明投资者对于通货膨胀风险不是特别担心。然而，风险溢价渠道超出了政府对服务其未来债务能力的市场预期，证据表明，其对利率的影响是高度非线性的，如果投资者突然在转滚当前债务方面有所保留，则影响会蔓延，并可能自我实现。随着国家债务增长超过一定的临界水平，国债和利率变化之间的非线性关系将增强。因此，随着一个国家达到其债务最高限额，一个明显良性的市场环境可迅速实现好转，如果不能稳定其国债，即使美国也能做到这一点。

实际上，许多经验研究的结果表明，对于美国，估计预算赤字对 GDP 比率 1 个百分点的增长可使长期名义债券收益率提高约 25 个基点。在债务对 GDP 的比率方面，该比率 1 个百分点的增长可使债券收益率提高 3 - 4 个基点。最后结果表明，从 2007 年至 2015 年，美国债务对 GDP 比率约 40 个百分点的预计增长将使长期利率增长 1 - 1.5 个百分点，并对私营领域需求产生相当大的负面影响。

图7

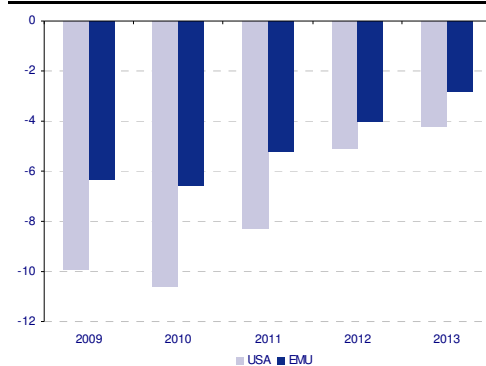
GDP增长对周期性调整基本顺差提高1%GDP的反应



* 1970-2010 年 15 个欧洲国家的回归分析系数，包括 63 个整顿案例，定义为周期性调整基本赤字降低至少 1% GDP 的年份。
来源：BBVA Research

图8

美国vs.欧元区：财政赤字路线



来源：BBVA Research

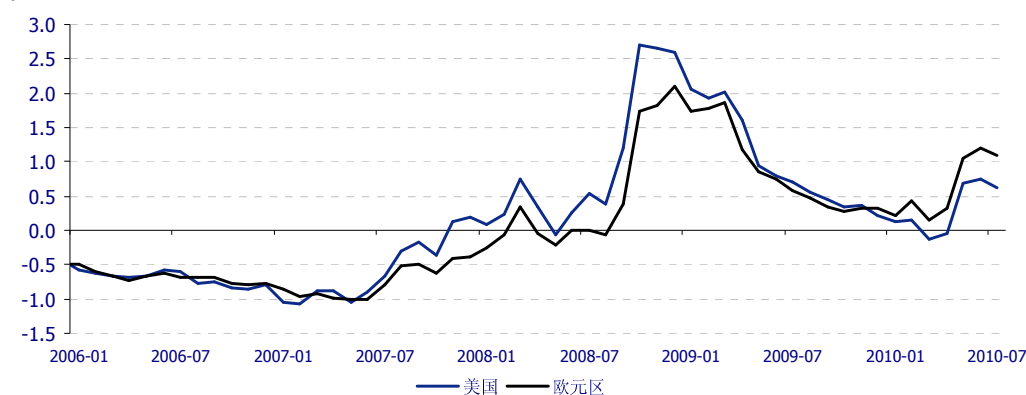
3. 财政压力缓解，但仍是主要风险

源自主权债务担忧的金融风险构成一个反馈环，它以增大市场风险以及耗尽流动资金而结束，特别是在欧洲。但是，第二季度欧洲财政压力的急剧增大趋势开始减缓。

对欧元区主权债务风险的再评估被转化为在第二季度大部分时间内提高金融市场的压力。在某种程度上，国债市场压力反映了巨大的转滚需求，反过来，这些压力通过欧洲银行对主权债务的放款（不仅是国内）而对金融机构产生巨大的溢出效应。相反，扶持弱势银行的可能需求对政府资产负债表造成的影响也会产生金融领域压力对国债困境的溢出效应。这些双向溢出效应增加了金融和主权领域困境之间负面反馈环的风险，并反映在自今年初开始的主权和银行 CDS 差额的强势互动中。跨国银行放款是一些欧洲国家的压力开始向欧洲其它银行系统以及在某种程度上向欧洲以外地区蔓延的渠道。

金融市场压力增大在很大程度上被限制在欧洲，对其它地区仅构成有限溢出效应。图 9 中的财政压力指数（FSI）表明，欧洲的压力水平远高于美国，但同时，它仍处于 2008 年雷曼兄弟公司倒闭后所经历的极端压力水平之下。由于 FSI 是七个金融市场领域的综合压力指标，我们可以详细考查压力在这一时期集中何处。图 10 表明，与 2007-8 年金融危机的情况相反，当前压力主要集中于欧洲主权和金融贷款市场，主权困境相对不太严重，包括在欧洲，普遍流动资金紧张问题也比较突出，特别是在主要中央银行采取决定性的协调行动之前。

图 9
财政压力指数(FSI)*



* 三个信贷市场（主权、企业和金融）财政压力、流动资金紧张以及利率、外汇和股票市场多变性的综合指标。
来源：BBVA Research

图 10
FSI 每部分的压力水平

	US			EMU		
	2007	2008	2010	2007	2008	2010
主权贷款	低	中等	中等	低	中等	高
公司贷款	中等	极高	中等	中等	极高	中等
金融贷款	中等	极高	中等	中等	高	高
流动性	高	极高	低	中等	极高	低
股市波动	中等	极高	中等	中等	极高	中等
利率波动	低	高	中等	低	高	高
外汇波动	低	极高	中等	低	极高	中等
总体 (FSI)	中等	极高	中等	中等	极高	高

来源：BBVA Research

三个其它因素也表明，这一最新危机尚未发展成一个系统的事件，更像是 2007 年的危机，而非 2008 年的雷曼事件。首先，目前金融领域杠杆作用的程度远低于 2008 年，这意味着较低的蔓延和强制销售风险。第二，金融市场交叉的相互关系（特别是信用工具——衡量财政压力系统性的一个良好指标）远低于 2008 年危机后的程度。最后，对新兴市场的影响非常有限，不管是在价格还是在投资流方面，收益差

微幅增长，但远低于 2008 年，而复苏尚不完全，且低于 2007 年或 2008 年的压力增长。实际上，新兴国家面临着不确定性，即由于风险规避的普遍增加，欧洲的紧张局势是否会降低外国投资者在该地区投资的意愿，或者作为欧洲国家外围较多变市场的一个选择，对新兴国家的投资流是否恢复。未来，这意味着对新兴经济体的多样化资本流动呈现普遍增长趋势。

从 7 月份开始，随着资本市场重新对欧洲外围国家和欧洲金融公司部分开放（图 12）以及压力试验的结果得到市场参与者们的一致接受，欧元区的财政压力有所下降（图 9），特别是在西班牙（图 11）。

图 11

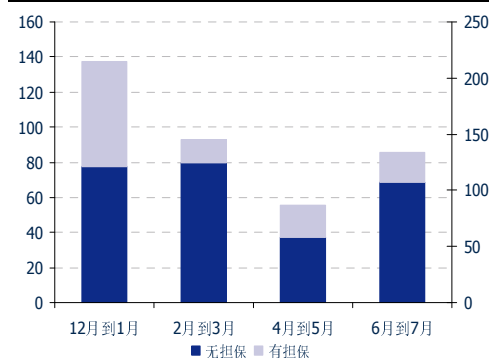
欧洲：两年期主权债券收益



来源：Bloomberg 和 BBVA Research

图 12

EMU 银行发行债务



来源：Bloomberg 和 BBVA Research

尽管国与国之间有着明显不同，欧洲压力试验结果的公布对缓解紧张局势有着积极影响。特别地，它可能成为消除西班牙金融体制不确定性的一个强大推动力，因为其实施严格，结果可信，且具有高度信息性。

由于西班牙和外围欧洲对于金融危机的发展至关重要，因此，要在正确方向上采取决定性措施，这非常重要。在西班牙，除了立即开展财政整顿外，在劳动力市场改革以及金融体制重组方面已取得了一些进展，特别是对于未公开上市的机构，这在某种程度上消除了其资本调整的障碍。但是，最重要的触发因素却是 7 月底欧洲范围压力试验结果的公布，其目的是提高透明度，降低关于各个银行放款的不确定性，包括对主权债务。

与其它欧洲国家相比，压力试验为西班牙提供了积极差异，这将有助于恢复其金融体制的信心，并缓解市场压力。产生这种积极差异有四个关键要素。第一，总体宏观经济状况健康且详细，令人可信。实际上，就像美国那样，宏观情况是非常严重的。压力试验前，欧洲 GDP 的累计降幅大于美国。然而，两次压力试验间的周期性走势明显不同：目前，全球经济正在复苏，这防止了 EU 的 GDP 出现进一步的更大下降。此外，根据主权债务危机，欧洲的实践包括对收益曲线的额外具体冲击，这造成更加不利的情况。对于西班牙，情况明显更加严重，其 GDP 的总体下降稍高于美国的总体下降，包括在房地产领域进行的较大规模调整，调整规模比其它国家要大得多，且比过去平均房地产泡沫要大得多和迅速得多。

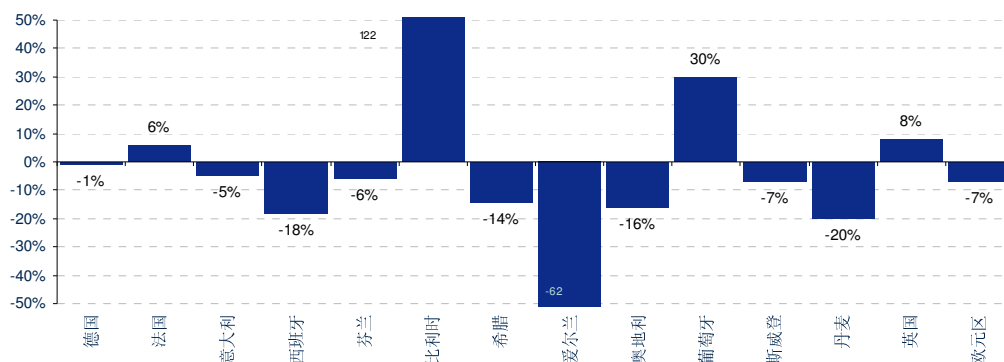
西班牙有利差异的第二个要素涉及对亏损前收入的评估。这是一个关键问题，因为在评估中存在许多随意性，造成国家之间的巨大差异。实际上，在西班牙金融体制中，总体亏损前收入下降 18%——一个与我们的评估一致的严重假设，而在法国则增长了 6%，或在德国保持非常稳定（参见图 13）。西班牙一种更严格的方法可解释这些差异，这将有助于消除西班牙金融机构对资金需求的市场忧虑。

第三，与其它国家相比，西班牙的覆盖范围更广阔，几乎达到金融体制的 100%，这解释了为什么它是金融体制遭受更高潜在损失的国家，这并非走弱的迹象，而是表明更大的透明度。

第四个要素是西班牙实体之间较大的差异，与商业银行相比，储蓄银行（*cajas*）的亏损前收入较低，且亏损较高。

总之，西班牙的资金需求是可控的，亏损和利润是合理的，这增强了西班牙金融体制的偿付能力。

图 13

压力测试：亏损前收入 - 2010-2011 年和 2009 年间的平均年变化

来源：BBVA Research 和欧洲银行监管委员会

无疑，源自金融市场的欧洲和全球经济面临的风险仍令人担忧，因为压力恢复的潜在后果仍然相当大。

即使在 7 月份金融市场的紧张局势得到一定缓解，财政困境和金融领域紧张之间出现负面反馈环的可能性仍然较高。主权和银行风险的这种结合可能通过对私营领域融资的进一步限制或甚至通过其它强制财政紧缩而迅速溢出至经济活动，以企图恢复信心。此外，压力可能通过受损资产的亏损以及关于金融机构如何受其影响的不确定性而迅速蔓延至其它地区。这将是一种成本非常高的情况，需要通过继续财政整顿和金融领域重组方面的可靠进展而加以避免。

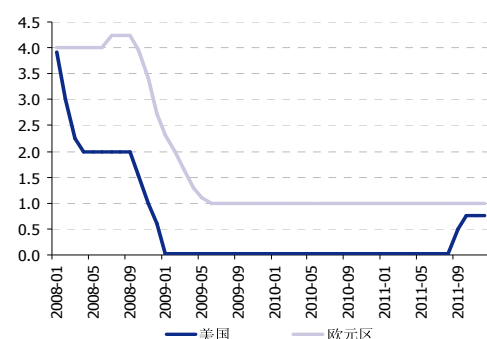
4. 增加货币政策战略的多样性

欧洲的财政压力以及对美国复苏步伐的不确定性将促使两个地区的中央银行推迟首次提高利率，并在长时期内保持非常低的政策利率。两个地区的通货膨胀压力将下降，使其能够保持宽松的货币政策。

随着 2010 年下半年增长趋缓，美国将保持严重经济疲软，这一情况正变得日益明显。受仍然不断发展的走弱劳动力市场及其对财政政策扶持依赖性的拖累，消费支出势头将减弱。另外，紧张的信贷状况将对投资造成压力。因此，我们将首次提高利率的日期推迟至 2011 年底，并计划逐步提高利率（参见图 14）。Bernanke 的最新讲话证实，Fed 认为风险将增大，并正在采取更加谨慎的措施。考虑到高水平超额生产能力将保持通货膨胀预期在中期固定以及核心通货膨胀在 2012 年缓解，对于 Fed，持续的高失业率仍是其最关心的事，这是 Fed 更长时间保持较低利率的一个主要原因。此外，由于 EU 主要债务问题而带来的风险为金融市场和经济前景增加了很大的不确定性。实际上，如果下滑风险进一步增加，则 Fed 很有可能再次采取数量上的缓解措施。市场参与者还认识到美国货币政策正常化过程中的这一延迟，并期待 Fed 及时推动利率提高。

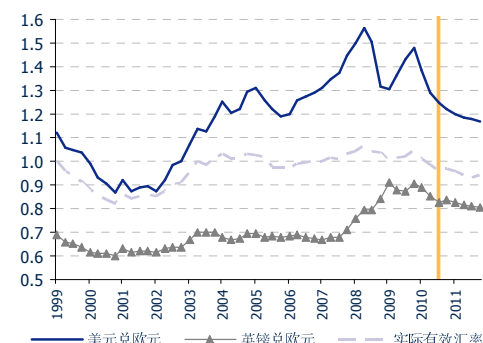
当然，关于欧洲债务危机解决的不确定性对 ECB 有着重大影响。尽管 7 月份欧元区的财政压力有所缓解，但不确定性仍然非常高，并在中期保持缓慢增长，因此，ECB 将至少在 2011 年底前使其官方利率保持在历史低水平。

图 14
美国和 EMU 的官方利率



来源：BBVA Research

图 15
欧元汇率



来源：Datastream 和 BBVA Research

但是，美国的较快复苏将意味着，美国退出当前货币政策将早于欧洲，两个因素将使欧元贬值。

由于美国的增长前景好于欧元区且 EMU 的金融风险较高，美国的货币政策正常化将较早。因此，利率和增长差异将日益对欧元造成压力。而且，欧元区支持以前的财政整顿，这也将使共同货币弱化。另外，欧元仍然高于其长期平衡水平。所有这些因素将对欧元产生稳定压力，促使欧元对美元贬值，在 2010 年底达到 1.21 USD/EUR（参见图 15）。

尽管两国中央银行将推迟实行紧缩性货币政策，但对风险的交流和评估将区分两个机构，限制 ECB 对通货膨胀紧缩风险做出反应的相对能力。

ECB 实施其保持价格稳定的指示具有一些与其对通货膨胀及交流战略风险的非对称评估有关的缺点。随着金融危机的发展，这些涉及某些风险的缺点，特别是那些倾向于通货紧缩压力的缺点，变得更加明显。首先，相对于通货膨胀风险，ECB 似乎更不愿承认通货紧缩风险，因此，与 Fed 相比，它在应对经济活动弱化以及通货膨胀缓解的情况时显得不太灵活。与 Fed 相反，它既没有公开将利率降为非常接近零的水平，也没有公开利用非常规货币政策来降低利率，以避免官方利率下降造成的影响。关于交流，ECB 未能向市场传递一个“长时间非常低利率”的消息，也未能向市场传递购买资产和其它流动资金工具的真实目的，后者是为了将利率降至接近零的官方利率允许的水平之下。未来，ECB 和 Fed 之间的这些差异将意味着欧元区比美国更高的通货紧缩风险。

另一方面，在新兴经济体，在欧洲债务危机蔓延造成的暂停后（特别是在亚洲），紧缩性货币政策正在恢复。这将有助于缓解亚洲的通货膨胀压力——正在亚洲一些国家开始聚集，并防止年底南美洲可能出现压力。一个重要的例外是墨西哥银行，它将在 2011 年下半年前保持利率不变。即使通货膨胀在今年前几个月内加剧，它将仍处于墨西哥银行的预测范围内，长期通货膨胀仍然预期良好。

总的来说，新兴国家相对不受欧洲财政压力的影响，但 5 月底和 6 月初的一些蔓延迹象促使一些中央银行推迟或放松其货币紧缩周期。然而，近期数据表明，许多国家的弹性增长推动恢复货币紧缩政策，特别是在亚洲，一些国家已出现通货膨胀压力，例如，最近印度提高官方利率。由于当局最近采取的紧缩措施在控制信贷迅速增长以及房地产价格泡沫上的成功，中国似乎正在实现经济软着陆。在南美洲，尽管巴西中央银行决定将官方利率提高 50bp，而不是预计的 75bp，但该地区普遍正在迅速转变其货币立场，它仍然保持高度融通。随着欧洲财政压力的缓解，这些高增长新兴经济体预计将出现新一轮货币紧缩调整。例外的是墨西哥银行，它将在至少明年下半年前保持利率不变。即使通货膨胀在今年前几个月内加剧，它将仍处于墨西哥银行的预测范围内，长期通货膨胀仍然预期良好。

5. 未来可能面临的各種放緩風險

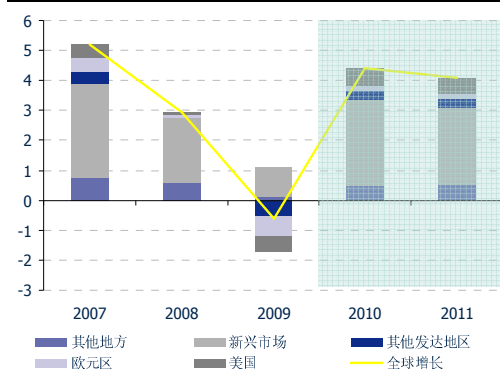
歐洲金融危機對其他地區的溢出效應相對有限。但是，全球經濟將從 2009 年底和 2010 年初的反彈中放緩。

近期，金融市場的動蕩為歐洲經濟復甦籠罩上一層陰雲，增加了全球展望的下滑風險。金融危機將通過多個渠道影響歐洲增長，其中最重要的是增加不確定性、降低房地產和公司信心、對個人消費和投資造成壓力。原則上，由於貿易和金融聯繫，對其他國家和地區的負增長溢出效應可能相當大。較低的風險偏好可能減少對新興和發展中經濟體的資本流動，並對全球資產價格評估造成負面影響。

重要的是，在歐洲以外主要地區，這些負面影響僅在有限程度上可以感覺到。如前所述，對其他地區的金融危機蔓延主要集中在具體類別的資產上，對新興和發展中經濟體資本流動的干擾輕微且是暫時性的。而且，到目前為止，在全球幾乎沒有對實際活動造成負面溢出效應的證據。

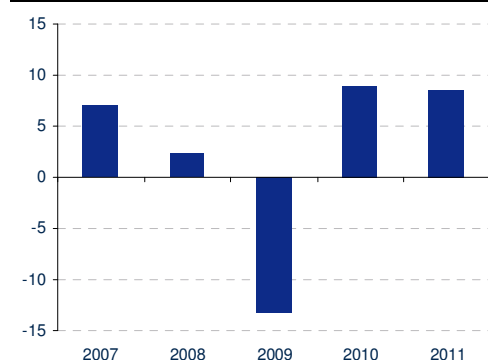
因此，與我們三個月前的上一期《全球展望》相比，我們的預測大部分未變。從 2010 年至 2011 年，由於中國和其他亞洲新興國家將增長率適度降至更加可持續的水平，全球增長將出現適度趨緩，但仍高於 4%（參見圖 16）。然而，美國和歐洲的趨緩不能被看作是積極的，因為由於今年上半年的財政壓力，它們仍然反映了在沒有政策支持情況下美國的較弱需求以及對歐洲信心的負面影響。這種適度全球趨緩還意味著，在 2008-2009 年的低谷反彈在 2010 年減弱後，國際貿易將適度增長（參見圖 17）。

圖 16
對全球 GDP 增長的貢獻



來源：BBVA Research 和各國官方數據

圖 17
世界貿易增長



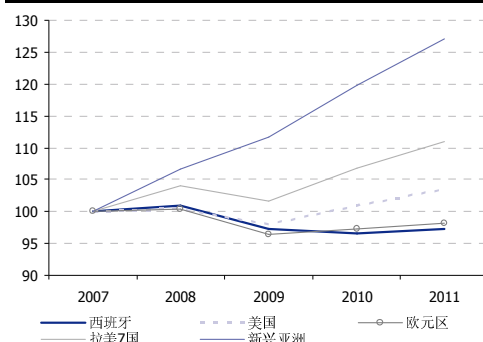
來源：BBVA Research

歐洲財政壓力的嚴重性將影響該地區的信心，造成 2010 年下半年和 2011 年初的較低增長。而且，儘管它將為經濟活動提供某些支持，但外部需求將不像今年上半年那樣強勁。

儘管受出口推動，歐元區在今年下半年預計將出現相對較為強勁的增長，對 2010 年下半年和 2011 年的展望仍然是該地區緩慢復甦（參見圖 18）。除了財政緊縮的影響（儘管影響適度，但仍有可能使經濟活動下滑），主權危機的影響將使信心相對減弱，並保持金融體制較高的不確定性，即使我們預計財政壓力將在夏季之後得到緩和。國內需求繼續平淡，我們預計它將在今年下半年保持這種情況，而儘管近期歐元貶值的影响推遲，但出口需求可能會更趨適度。總之，增長可能在今年下半年趨緩，如果淨出口仍是該地區的主要推動力，且國內需求仍保持疲軟，則增長將在 2011 年緩慢加快至 1%。

图 18
2010-2011 年的增长预测

来源: BBVA Research 和各国官方数据

图 19
GDP 水平: 2008=100

来源: BBVA Research

在美国，由于劳动力和房地产市场的疲软，复苏可能趋缓，这表明了作为经济活动自发推动力的个人需求的局限性。

美国经济指标继续呈现混合结果，突出了经济复苏可持续性的不确定性以及（财政和货币）政策刺激对于支持经济活动至关重要的事实。在这种环境下，如果企业增加资本支出和劳动力需求，则复苏过程将继续，这对于支持个人消费至关重要。然而，这一过程的出现与迅速复苏并不同步，在某些领域，要实现复苏仍有很长的路。公司不愿进行投资，因此，可持续的个人引导经济复苏不能得到保证。更强大个人投资的缺失反映了与全球经济状况、潜在监管变化、未来税收政策、房地产价格缓慢恢复以及脆弱财政状况有关的不确定性增加以及高风险规避。

劳动力市场仍存在挑战，因为需求尚不强劲，企业未来前景仍存在不确定性，对于小型企业，其融资选择仍受到限制，历史上，小型企业是复苏过程中创造就业机会的一个来源。因此，复苏是缓慢的，且易受负面冲击，2010 年的失业率将高于 9%。在税收减免结束后，房地产市场正变得疲软。房地产需求下降以及未出售房屋余量降低了建筑商的信心，这将使 2010 年第三季度房地产投资出现新衰退。

在中国，第二季度 GDP 增长趋缓以及活动指标下降是当局采取的旨在控制经济在下半年软着陆的紧缩性措施的证据，以降低过热和房地产价格泡沫的风险。拉丁美洲也将在 2011 年出现增长趋缓，但将保持强劲的增长率。

中国经济增长正在放缓，这与我们的软着陆设想是一致的。在第一季度高达 11.9% 的年同比增长后，随着当局采取的紧缩措施开始减慢信贷和投资增长，第二季度的增长降至年同比 10.3%。放缓趋势降低了近期的过热风险。而且，当局近期抑制贷款过快增长以及房地产价格泡沫的努力正在生效。房地产交易量出现大幅下降，房地产价格增幅趋缓。我们预计当局将继续观望房地产价格发展，我们不排除当局采取进一步措施以冷却市场的可能。我们的中期展望仍包括逐步平衡增长向个人消费倾斜。当局已在这个方向通过提高国内消费的政策、改善社会保障网（这将降低对预防性储蓄的需求）以及有助于促进国内增长的货币贬值而采取了一些措施。

在南美洲，随着（财政和货币）政策刺激措施的计划取消将对国内需求造成压力，增长将从 2010 年的强势表现下微幅下降——更接近潜力（巴西最突出）。尽管从欧洲的少量溢出效应中受益以及对合理和可预测财政政策的承诺，但受美国周期的严重影响，墨西哥也将微幅下调增长率。

因此，发达和新兴经济体之间以及这些集团内部的分歧将继续扩大。

前面的讨论强调了全球经济将继续以不同速度走出危机（参见图 19）。这将对新兴经济体的货币政策产生压力，它们担心其汇率相对主要货币升值太快，或担心多变的资金流入。但也许更重要的是，它将抑制在 2008 年危机后为应对经济活动同步下滑的迫切需要而开始的国际政策协调努力。现在既然紧迫感消失了，参差不齐的反弹将成为 G20 过程的另一块绊脚石。

从较长远来看，就不同增长率反映了新兴经济体和发达经济体之间收入均等过程的方面来说，这是一个最自然和受欢迎的发展。然而，如果两个类似发达地区之间也呈现出这种差异性，如美国和 EMU，则它表明，需要在 EU 要素和产品市场上进行大规模改革，以消除对欧洲潜在增长的限制。

6. 表格

Table 1

Macroeconomic Forecasts: Gross Domestic Product

(YoY growth rate)	2007	2008	2009	2010	2011
United States	2.1	0.4	-2.4	3.0	2.5
EMU	2.8	0.4	-4.1	0.7	1.3
Germany	2.6	1.0	-4.9	1.1	1.3
France	2.3	0.1	-2.5	1.2	1.3
Italy	1.4	-1.3	-5.1	0.7	1.1
UK	2.6	0.5	-4.9	1.4	1.7
Latin America *	5.8	4.0	-2.4	5.2	4.2
Asia	7.6	4.2	2.0	6.4	5.5
China	14.2	9.6	9.1	9.8	9.2
Asia (exc. China)	5.2	2.2	-0.7	5.1	4.1
World	5.3	3.0	-0.6	4.4	4.1

Forecast closing date: 31st July 2010

* Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Peru, Venezuela

Source: BBVA Research

Table 2

Macroeconomic Forecasts: Inflation (Avg.)

(YoY growth rate)	2007	2008	2009	2010	2011
United States	2.9	3.8	-0.4	1.6	1.8
EMU	2.1	3.3	0.3	1.3	1.2
Germany	2.3	2.8	0.2	0.9	1.1
France	1.6	3.2	0.1	1.6	1.4
Italy	2.0	3.5	0.8	1.5	1.6
UK	2.3	3.6	2.2	3.0	2.5
Latin America *	6.0	9.0	7.4	8.1	8.4
Asia	2.8	4.9	0.3	2.9	2.8
China	4.8	5.9	-0.7	2.9	3.3
Asia (exc. China)	2.1	4.6	0.6	2.8	2.6
World	4.1	6.1	2.0	3.5	3.3

Forecast closing date: 31st July 2010

* Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Peru, Venezuela

Source: BBVA Research

Table 3

Macroeconomic Forecasts: Current Account (% GDP)

	2007	2008	2009	2010	2011
United States	-5.2	-4.9	-3.0	-3.7	-3.9
EMU	0.1	-0.9	-0.6	-0.5	-0.2
Germany	7.9	6.6	5.0	4.8	4.8
France	-2.3	-3.3	-3.0	-3.4	-3.6
Italy	-2.4	-3.1	-3.1	-2.9	-2.6
UK	-2.7	-1.3	-1.1	-1.6	-1.3
Latin America *	0.9	-0.4	-0.2	-0.7	-1.5
Asia	5.6	4.1	3.9	3.3	2.9
China	10.9	9.6	6.0	5.6	5.0
Asia (exc. China)	3.6	2.1	3.1	2.3	2.0

Forecast closing date: 31st July 2010

* Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Peru, Venezuela

Source: BBVA Research

Table 4

Macroeconomic Forecasts: Government Deficit (% GDP)

	2007	2008	2009	2010	2011
United States	-1.2	-3.2	-9.9	-10.7	-8.5
EMU	-0.6	-2.0	-6.3	-6.8	-5.5
Germany	0.2	0.0	-3.3	-5.4	-4.8
France	-2.7	-3.3	-7.5	-8.3	-6.6
Italy	-1.5	-2.7	-5.3	-5.1	-4.2
UK	-2.8	-4.9	-11.5	-10.0	-8.3
Latin America *	-0.7	-1.1	-3.2	-2.4	-2.3
Asia	-0.3	-2.4	-5.5	-5.6	-5.0
China	2.2	-0.4	-2.2	-2.8	-2.8
Asia (exc. China)	-1.3	-3.8	-7.2	-5.8	-5.5

Forecast closing date: 31st July 2010

* Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Peru, Venezuela

Source: BBVA Research

Table 5

Macroeconomic Forecasts: 10-year Interest Rates (Avg.)

	2007	2008	2009	2010	2011
United States	4.6	3.6	3.2	3.4	3.7
EMU	4.2	4.0	3.3	2.8	3.0

Forecast closing date: 31st July 2010

Source: BBVA Research

Table 6

Macroeconomic Forecasts: Exchange Rates (Avg.)

US Dollar per national currency	2007	2008	2009	2010	2011
United States (EUR per USD)	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
EMU	1.4	1.5	1.4	1.3	1.2
UK	2.0	1.8	1.6	1.5	1.4
China	7.6	6.9	6.8	6.7	6.4

Forecast closing date: 31st July 2010

Source: BBVA Research

Table 7

Macroeconomic Forecasts: Official Interest Rates (End period)

	2007	2008	2009	2010	2011
United States	4.3	0.6	0.3	0.1	0.8
EMU	4.0	2.5	1.0	1.0	1.0
China	7.5	5.3	5.3	5.6	6.1

Forecast closing date: 31st July 2010

Source: BBVA Research

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](http://www.bbva.com/Corporate%20Governance)，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 Asia Unit of the Emerging Markets team

Chief Economist of Emerging Markets

Alicia García-Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Asia Chief Economist

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Bingjie Hu

bingjie.hu@bbva.com.hk

Xia Le

xia.le@bbva.com.hk

Serena Zhou

serena.zhou@bbva.com.hk

Market Analysis

Richard Li

richard.li@bbva.com.hk

BBVA Research

Group Chief Economist

José Luis Escrivá

Chief Economists & Chief Strategists:

Regulatory Affairs, Financial and Economic Scenarios:

Mayte Ledo

teresa.ledo@grupobbva.com

Financial Scenarios

Daniel Navia

daniel.navia@grupobbva.com

Financial Systems

Ana Rubio

arubiog@grupobbva.com

Regulatory Affairs

Economic Scenarios

Spain and Europe:

Rafael Doménech

r.domenech@grupobbva.com

Spain

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@grupobbva.com

Europe

Miguel Jiménez

mjimenezg@grupobbva.com

Emerging Markets:

Alicia García-Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Cross-Country Emerging Markets Analysis

Sonsoles Castillo

s.castillo@grupobbva.com

Pensions

David Tuesta

david.tuesta@grupobbva.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

South America

Joaquín Vial

jvial@bbva.cl

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

Alejandro Puente

apuate@grupobbva.cl

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com.co

Peru

Hugo Perea

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@provincial.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido

ant.pulido@grupobbva.com

Equity and Credit

Ana Munera

ana.munera@grupobbva.com

Interest Rates, Currencies and Commodities

Luis Enrique Rodríguez

luisen.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management

Henrik Lumholdt

henrik.lumholdt@grupobbva.com

United States and Mexico:

Jorge Sicilia

j.sicilia@bbva.bancomer.com

United States

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

Mexico

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Macro Analysis Mexico

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

Contact details

BBVA Research

43/F, Two International Finance Centre

8 Finance Street

Central, Hong Kong

Tel. +852-2582-3272

Fax. +852-2587-9717

researchasia@bbva.com.hk

BBVA Research reports are available in English, Spanish and Chinese