

秘鲁

经济展望

2011 年第一季度

经济分析

- 在 2011 年我们预计秘鲁的经济会保持超过 7% 的强劲增长速度。在很强的信心，坚实的宏观经济基础以及良好的外部环境持续的情况下，私人投资和消费方面都将支持经济的增长趋势。在未来几年，国内的需求会拉动产出的增长率维持在 6% 左右。
- 更大的收益会在未来几年里使财政状况继续改善，有望在 2011 年底前逐渐由赤字转为略有盈余。因此，公共债务会持续一个下降的趋势，2015 年，预计占 GDP 约 14% 的规模。
- 国内需求的强劲也将反映在经常账户赤字上，可能在未来几年超过 GDP 的 3%。不过，这个水平是可持续的，并将长期资本流入中获得资金，导致中短期国内货币升值。
- 在较大的产出缺口以及农作物和石油的国际价格较高的状况下，2011 年通货膨胀的状况变得比较复杂。在这样的背景下，中央银行会提高政策利率，这样会加强资金流入，也会让本币升值。因此，货币紧缩将是一个渐进的过程，并伴以较高的存款准备金要求以及更多的宏观审慎监管措施。

目录

1. 全球展望: 全球经济继续分化	3
2. 秘鲁: 宏观条件利于2011年经济增速过7%	6
3. 政策困境: 通胀压力与本币升值	9
4. 贷款持续增长	11
5. 风险平衡: 2011年经济增长预测可能上调	11
6. 表格	12

截稿时间: 2011 年 2 月 1 日

1. 全球展望: 全球经济继续分化

全球经济将继续朝着不同的方向发展，各国家和地区经济增长和相应政策趋势继续分化

全球经济保持强劲增长。2010 年全球经济增长了 4.8%，预计 2011 和 2012 年经济增速均将小幅减速至 4.4%，比 12 个月以前的预计要好。这可以由发达国家经济增长全景有所改善解释，因为：（1）美国实施财政刺激计划以后，增长预期有所上调；（2）欧洲核心国家的表现强劲，与深受财务危机影响的二线国家的经济增长出现了分化。事实上，即便欧洲金融市场的紧张局面在 2010 年的最后一个季度有所恶化，该地区整体的经济活动却有所加速，也表明——至少暂时是这样——金融市场和实体经济存在一定程度的偏离。总的说来，全球经济的经济增长模式总体维持不变，经济增长的主要引擎仍是以亚洲为首的新兴市场国家（尤其是中国和印度，见图 1），发达国家仍然略逊一筹，其中欧洲更逊于美国。

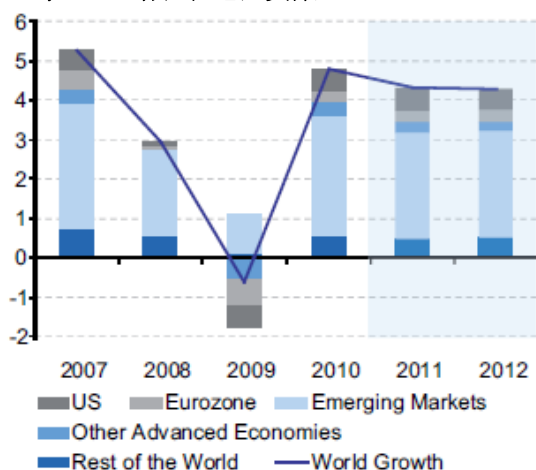
所有的这些分化都对经济前景有三个重要的影响。首先，发达国家和新兴经济体经济增长的分化将继续导致未来二者之间宏观经济政策的巨大不同。美国和欧洲的货币政策将维持高度宽松，促使资本在其他地方寻求收益（新兴市场，也有越来越多的资金涌入商品市场）。与此同时，亚洲和拉丁美洲的部分国家已开始出现经济过热的迹象，通胀压力初露端倪，促使各国当局开始考虑加速收紧政策，尤其是在亚洲（图 2）。由此便激励了资本流入新兴经济体，这将加剧两个地区已经存在的政策困境：是收紧政策以保证经济软着陆，还是防止本币突然巨幅升值。

其次，美国和欧元区经济增长的分化——以及金融风险——将对欧元形成向下的压力，且更重要的是，可能将使市场的注意力持续关注欧盟因高水平的公共债务而带来的相关困难。这是解释为什么市场还未对美国进一步推迟进行财政整合做出重大反应的因素之一，当然，原因还包括欧洲各国央行债券购买计划规模不同以及经济治理混乱等。对一些欧洲国家的市场惩罚并不会有很大区别。

最后，欧元区内部日益严重的分化将开始损坏该地区共同货币政策的实施，而这已经因为初现的通胀风险（尤其是核心国家）和继续支撑金融稳定的需要（尤其是——但不仅仅是——二线国家）变得左右为难了。

图 1

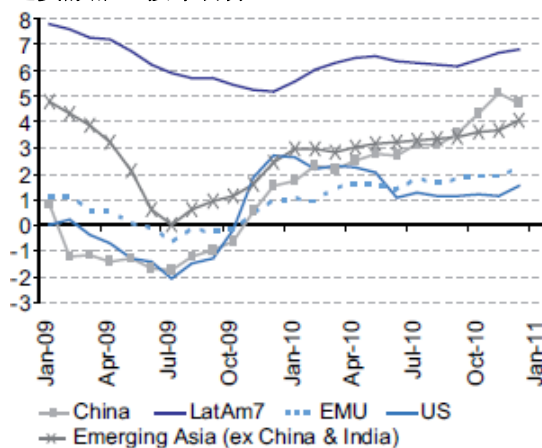
全球 GDP 增长和地区贡献



来源: BBVA Research

图 2

通货膨胀 (按年百分比)



来源: BBVA Research 和 Datastream

主要发达国家经济增长加速，但仍较为脆弱。我们预计美国经济二次探底的可能性非常低，正在渐渐消除。长期内的加息风险转而变得更为重要。

正如我们所料，美国经济并没有出现二次探底，且自夏季起未来可能出现这种情况的可能性就已经消失了。促使对美国经济增长前景预期有所改观的因素主要有四点。首先，2010 年底的宏观表现更好，表明居民消费更趋强劲，而非畏缩不前。其次，美联储采取了果断行动执行新一轮的资产购买计划（二次量化宽松），为债券价格和总体的资产价格提供了支撑，前者尤甚。再次，不确定性减少和企业信心的增强有望使投资增加。最后，可能也是最重要的一点，美国出台了新的财政刺激方案，并于 2010 年底获得了通过，这将对经济增长产生很大的推动作用。因此，我们已将对 2011 年美国经济增长的预测调整了 0.7 个百分点，至 3.0%。

然而，薄弱环节仍然存在。房地产市场仍然低迷并可能出现低于预期的增长。鉴于复苏的速度将不足以使失业率大幅降低，居民收入的增长仍然疲软。最重要的是，信贷增长和资产证券化进程依然缓慢。虽然以上因素都不会是经济偏离复苏的轨道，但却可能对美国经济造成新的负面冲击。目前，经济的逐步复苏和需求方面较低的通胀压力将允许货币政策在长期内维持在宽松水平。

此外，不应忘记欧洲主权危机的教训。然而，虽然 2010 年底推出的新的财政刺激计划在短期内有利于促进经济增长，但对美国经济二次探底的疑虑仍然存在。可是我们不应过度地估计那些组织债券市场对美国进一步推迟财政整合做出反应的力度和持久性。欧洲的央行购买债券行为和混乱局面（并因此安全投资转移至美国债券）从本质上说是短期因素，将在中期内消失，且在此之前，美国将需要对财政整合做出明确表态，否则将会面临长期利率突然大幅上升的风险。相关评级机构已经开始指出该风险。时间还是有的，但必须尽快开始关于该问题的计划和讨论，以减少长期的财政问题。

欧洲的制度和经济改革对金融危机的解决至关重要。

自 2010 年 10 月以来，欧洲财务压力再次涌现（图 3），尤其是在二线国家。对财政可持续性和金融部门损失的担忧再次浮现，导致主权利差扩大并造成了筹资压力。然而，与 5 月份的情况不同，这对其他欧洲国家及欧盟以外的国家的金融影响有限。

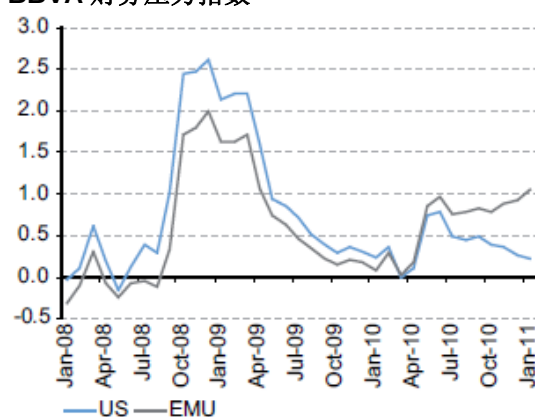
当时金融市场越发紧张主要因为两个事件导致的。第一，市场对欧洲各个机构处理主权债务危机的能力很不确定。有人提出将由私人投资者承担 2013 后重组带来的损失，并可能需要低价回购现有债务以恢复财政的可持续性，这使私人投资者们惶恐不安。第二个诱因是，爱尔兰的银行在被认为已充足资本化后不久便陷入了需要援助的境地，大家对压力测试可信度越发怀疑。这两个诱因形成于对部分二线国家（如葡萄牙和爱尔兰）达成其财政赤字目标能力的担忧和对欧洲经济体经济增长势头能否足以使其债务负担变得可持续充满怀疑的背景下。

继夏季的突出表现之后，金融市场复苏的脆弱性在于：市场越发关注部分国家的主权偿债能力问题，而不仅仅是对流动性的担忧。这使得欧盟更加需要一个全面的解决方法，不仅要解决此次的危机，还要建立起良好的未来危机预防和解决机制。预防再次发生危机方面，需要加强财政协调，为各个国家提供不同冲击的减震器，但还需加强财政和宏观经济层面（包括防止形成私部门的不均衡）双方面的监督。危机解决方面，需建立规定了谁将承担损失的明确和透明的机制，以避免因不确定性造成市场的过度波动，但可能现阶段最为重要的是保证有适当的过度机制。

正如上面所指出的，近期事件对其他国家和地区，包括欧洲核心国家金融的影响非常有限。因此，欧元区整体的经济增长比预想的要强，主要是因为德国和其他欧洲核心国家的经济增长取得了积极成果。然而，如不能尽快就全面的治理改革达成一致且各国不再继续推进经济改革以降低财政的脆弱性、重组金融体系并提高潜在增长，欧洲二线国家的财务压力和实际经济活动的分离将不会持续。从这方面来说，三月份的欧洲理事会会议上能达成何种协议将十分关键。

图 3

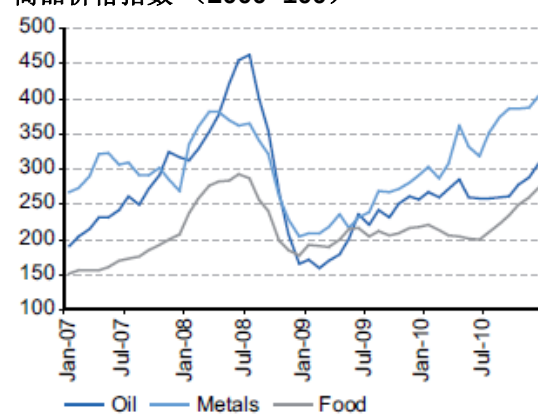
BBVA 财务压力指数



来源: BBVA Research

图 4

商品价格指数 (2000=100)



来源: BBVA Research

商品价格将趋稳，但新兴市场的通胀风险日益突出并将继续强劲攀升。

近几个月来物价全面上涨，受部分金属涨价影响达到了历史最高（图 4）。这看似符合新兴国家需求激增开始促使物价呈长期向上趋势的情况，但也可归因于某些短期因素，至少对某些商品类别而言是这样。例如，前两个月食品价格快速上涨很大程度上是受到了供给方面因素的一次性影响（气候失常），而这种影响会在 2011 年接下来的时间里减弱。此外，鉴于全球重组的流动性环境，投资者涌入了商品市场并将其作为一种投资资产，全面提升了财务溢价。

未来，我们预计商品价格会总体在当前价格附近水平趋稳。对食品价格而言，2011 年粮食生产恢复正常也将使食品价格趋于稳定。金属方面，存量提高将开始对价格造成压力。只有石油，我们预计 2011 年市场会很紧俏并将继续推动油价小幅上涨，但这种状况会在随后逐步缓解。欧洲财务压力可能减少将有助于缓解油价的上涨压力，因其能使投资者从商品市场中转移到其他资产上，以获得更高的风险溢价。尽管如此，由于需求强劲，仍可能有向上风险，尤其是在亚洲，将在中期内继续支持价格上升。

商品价格上涨要对新兴经济体 2010 年底通胀上升负部分的责任（图 2）。特别是，在许多国家，食品价格上涨对通胀上升有着直接而重要的第一轮影响（正如下所述，其中以亚洲尤为显著），并带来了导致全面通胀的风险。然而，未来，我们所期望的食品价格的稳定将意味着这一因素将在决定总体通胀方面变得不那么重要。尽管发达国家的风险也有所加大，但鉴于食品价格对其 CPI 的影响更小且它们有足够的未被利用的生产力，通胀预期稳定，这些都将使通胀压力维持在可控水平，风险小于新兴经济体。

对新兴国家更多的担忧在于通过通胀、信贷的快速增长和资产价格的上涨意识到了亚洲和拉丁美洲快速的经济增长和大量的资本流入已开始对形成经济过热的压力。事实上，我们预计亚洲国家会继续保持强劲增长，尽管风险较三个月前更为显著，但我们认为各国政府将有能力控制经济进行软着陆并避免经济过热运行。受国内需求和高商品物价的推动，拉丁美洲经济也将在 2011 年保持强劲增长，接近该地区 4%左右的潜在增长能力。正如之前所提到的，对这两个地区而言，最大的挑战在于控制资本的大量流入。我们预计多数国家的政策会继续收紧，并同时制定更多限制资本流入的行政控制措施和抑制信贷增长的审慎措施，尤其是在亚洲。

2. 秘鲁：宏观条件利于 2011 年经济增速过 7%

私人消费的增长将会继续...

2010 年秘鲁经济出现周期性的强劲反弹，GDP 增长率接近 9%，预计在 2011 年增长率会超过 7%。因此，在考虑到我们主要的贸易伙伴的预测上调，贸易条件改善，国内经济强劲增长等因素，我们对之前 6.3% 的预测值进行了向上修正。

支撑 2011 年经济前景更趋乐观的国内因素包括秘鲁经济今年以来所表现出的高度活跃。1 月份电力输出量这一能够密切追踪国内需求走势的指标维持了同比 10% 的增速，与前三个月的水平相当（当时 GDP 同比增长了近 9%）。2010 年经济增长势头保持强劲。

此外，预计从 2010 年下半年开始支持经济增长的因素，特别是那些支持个人支出的因素，将继续在未来几个月延续这一趋势。私人投资方面，在外部条件逐渐好转和选举进程对支出决定影响甚少的情况下，商业环境将继续处于有利形势。就这一点而言，总的说来，调查显示民众更倾向于支持能够通过减少政治动荡以使企业信心指数维持在高水平并进而延续当前经济模式的候选人。这与 2006 年选举时的情况截然不同，当时上述所说的那一指标在选举前的数月内下跌了 10 个点。同样地，需求的强劲增长使制造业有所好转，装机容量利用率达到了历史高点。上述因素对未来几个月的投资十分有利，若考虑到公司的举债水平正在下降这一情况就更是如此。在这样的背景下，当前已宣布的将于 2011 年起开始实施的大型投资项目总额接近 140 亿美元（投资行业包括矿业、石油化工业、能源和基础设施等，表 1），较 4 个月前增长了近 10%，与去年同期相比增长了 30%。

表 1

2011-12 年投资计划（百万 美元）

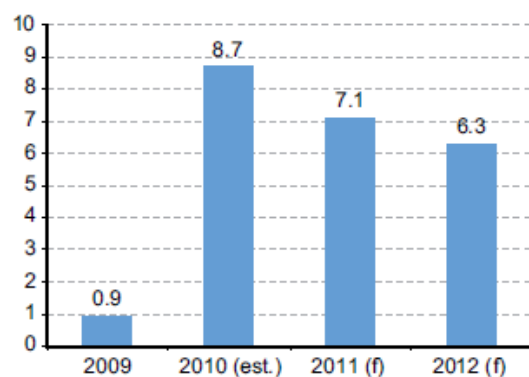
	2011	2012	总和	占GDP百分比
矿业	6,102	7,519	13,621	7.8
石油化工业	2,078	2,186	4,264	2.4
电力	1,487	1,801	3,288	1.9
工业	1,289	1,003	2,292	1.3
基础设施	1,208	796	2,004	1.1
其他项目	1,491	793	2,284	1.3
总计	13,655	14,098	27,753	15.9

来源：BCRP

投资的这一增长将伴随着劳动力需求的增加。因此，新增正式就业人数将继续上升（当前同比增幅为 5.4% 并呈上升趋势），这将促进居民收入的提升并进而促进个人支出的增长。

图 5

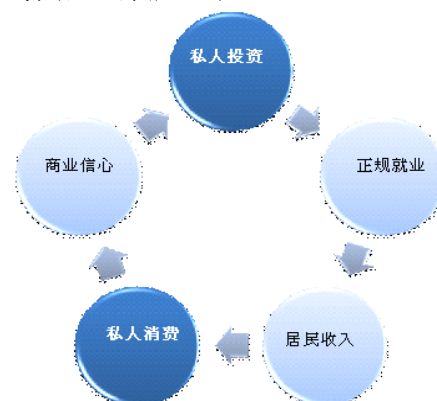
国内生产总值（百分比变化）



来源：BCRP 和 BBVA Research Peru

图 6

经济增长的决定因素



来源：BBVA Research Peru

2011 年的经济增长活力将与 2007/2008 年的情况极为相似（图 6），这甚至还可能被强化，因为随着居民对经济活动旺盛更趋持久的察觉，其个人支出也可能会以相同的速度增长。随着发达国家经济和日益

成熟的投资项目（尤其是贸易部门的投资项目）的逐渐复苏，国外需求的增加也将发挥相同的作用。因此，我们预测经济持续增长周期的形成将使未来几年年增速维持在 6% 成为可能。

…将继续逐步取消财政刺激以降低经济过快增长的风险

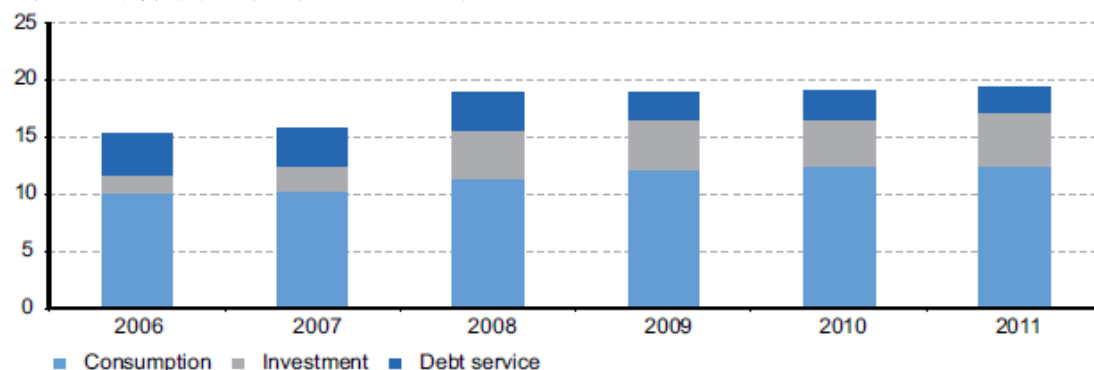
在 2011 年经济增长预测强劲的背景下，财政收入将继续增长。与此同时，今年公共部门将继续减少支出，这将在下半年部分大型基础设施工程（电力列车和跨越大洲的高速公路）完工后表现得更为显著。因此，两年后财政收支就将再次出现盈余。

收入方面，国内需求将有利于销售税和收入所得税收入的增长。收入所得税的征收还将受到金属出口价格高企的积极影响，因其能够提高矿业企业的利润。近期对 3401 种商品（占总量的 44%）的关税折扣（将关税从 5% 降到了 3.4%）将对进口和销售税以及消费选择税的征收产生负面影响。然而，由于关税下调会鼓励进口，我们预测这一影响将被进口量的增长所抵消，对财政收支的最终影响将较为温和（使财政收支减少约 GDP 的 0.1 个百分点）。

同时还需指出的是，11 月份获得通过的 2011 年财政预算案已考虑了支出较 2010 年的初步预算增加 8% 的因素；这一增幅低于 2010 年（13%）和更早一些时候（2007 和 2008 年）的数值。其中经常性支出（商品和服务，养老金）的调整幅度更大，而基础设施、医疗服务、卫生和社会计划的支出仍将获得优先考虑（图 7）。此外，收入预算框架内基金的增长也同样十分显著。最后，虽然由于处于大选之年以及前两年财政刺激的惯性因素，支出存在增加的风险，但另一方面，考虑到管理层变动对市和地区政府的影响（就像继去年 10 月的选举之后 1 月份发生的情况那样），特别是对近两年来现行财政管理规章等的影响，这样的风险是有限的。总的说来，我们预计其支出会适度增长，其将是逆周期的（2011 年财政刺激为负），且越发偏重于投资并更易取得结果。

图 7

公共财政预算 按支出类别（占 GDP 百分比）

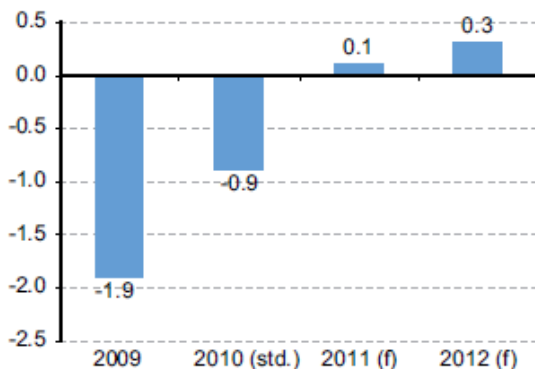


来源：MEF

2011 年公共财政收支改善的预测将允许财政稳定基金积累更多的资金，这样一来就可以开始修复对潜在负面冲击的保护机制。未来几年，财政收支余额将保持为正并呈增长的趋势（图 8）。这将导致公共债务对 GDP 的比率继续下滑，由当前的 22% 降至 2011 年的 20%（图 9），并在 2015 年接近 14%。这有利于今后该国资信评级的提高。

图 8

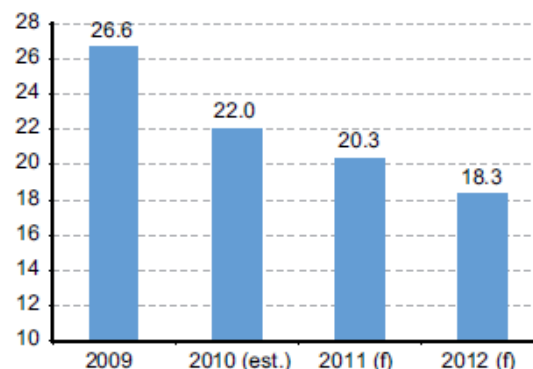
财政收支（占 GDP 百分比）



来源：BCRP 和 BBVA Research Peru

图 9

公债总额（占 GDP 百分比）



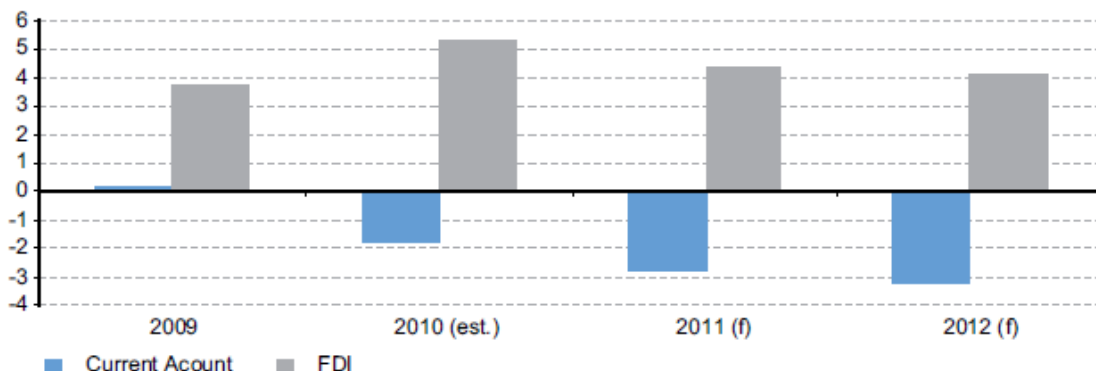
来源：BCRP 和 BBVA Research Peru

2011 年经济保持强劲增长且接下来几年对外逆差将增加。逆差会持续吗？

对外收支方面，我们预测 2011 年经常项目赤字将上升至 GDP 的 2.8%（2010 年为 1.8%）。这主要是考虑到秘鲁国内需求强劲（这将从进口增加得以反映），而其主要贸易伙伴的逐步好转又将导致出口增速有所放缓。然而，长期私人资本流入将升至接近 120 亿美元（约为 GDP 的 7%），其中 FDI 达 76 亿美元（GDP 的 4.3%），这将为扩大后的对外逆差提供充足的融资来源。在这种背景下，2011 年秘鲁央行的净国际储备将继续增加并达 50 亿美元（超过 GDP 的 28%）。对接下来几年的预期类似，对外逆差大概会高过 GDP 的 3%，这将主要反映出出口价格（主要是金属）的向下修正，但仍能够从长期资本流入获得充足的融资（图 10）。

图 10

对外收支（占 GDP 百分比）



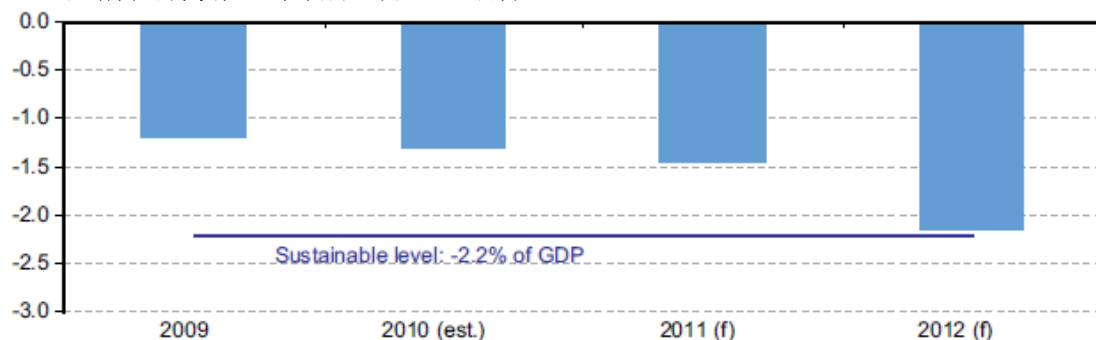
来源：BCRP 和 BBVA Research Peru

尽管可以进行长期融资，但预测期间中经常项目赤字增长超过 GDP 的 3% 这一情况存在无法持续的风险。假若这样，秘鲁经济可能在今后几年里进行调整。因此，我们进行了一项可持续性分析。该分析首先在考虑经常账户收支时剔除了周期性的影响，如：1）贸易条件长期偏离对出口额和外国企业利润（要素收入）的影响，和 2）产出缺口对进口的影响。这被称为基础经常项目（图 11）。其次，还考虑了与稳定的净外债头寸（按占 GDP 的百分比看）相适应的结构上可持续的经常账户。若二者的差为正则表明对外逆差是结构上可持续的。

由图 11 可见，如果目标旨在将净外债头寸稳定在当前为 GDP 30% 左右的水平，预计短期和中期内的经常账户是可持续的。值得一提的是，基础经常项目逆差小于所观察到的结果，这主要以下几个因素造成的负面影响所致：1）预测期间内的产出缺口为正（导致进口增加）；2）国际金属价格高企，外国企业利润增加（要素收入为负）且总的说来其影响大于对出口总额的积极影响。此外，还出现了一个有趣的结果，即：今后两年的实际有效汇率存在潜在的下降趋势，我们已在预测名义汇率时考虑到了这一点。

图 11

基础和结构可持续性经常项目（占 GDP 百分比）



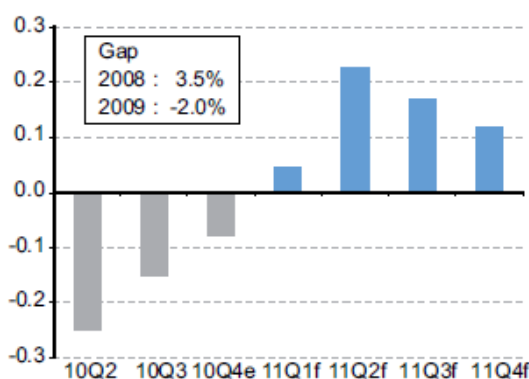
来源：BBVA Research Peru

3. 政策困境: 通胀压力与本币升值

国内需求增加将从对外逆差扩大和农业、石油产品价格高企得以反映，并将加大物价的压力…

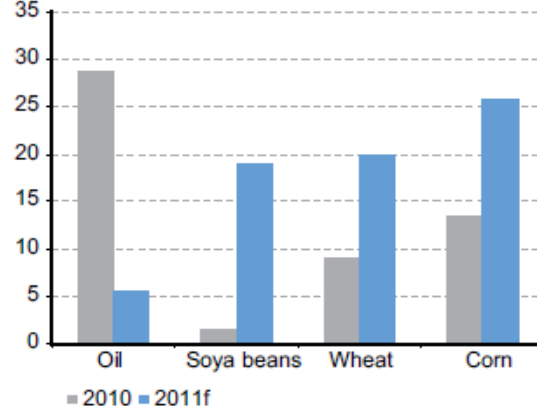
今年的通胀情况也很复杂。一方面，2010 年强烈的周期性复苏应该已使负的产出缺口在当年底完全弥合。考虑到我们对 2011 年的经济增长预测值超过 7%（高于潜在增速的预测，估计为 6%），产出缺口将在未来几个月里变为正（图 12）。这将最终反映在通胀压力上。另一方，最近数月国际农业和石油商品价格上涨（图 13）可能随后会对企业经营成本造成更为敏感的影响¹。正如对今年的预测所指出的，这在产出扩大的时候更有可能发生，并可能产生此生效应。就此而言，值得一提的是，早在 1 月份各经济机构就开始上调了其各自的通胀预期。

图 12
产出缺口（占潜在产出百分比）



来源: BCRP 和 BBVA Research Peru

图 13
进口商品价格（平均变化百分比）



来源: Bloomberg 和 BBVA Research Peru

…这导致央行参考利率预期大幅调整，货币进一步大幅升值，加剧了货币政策面临的困境

关于这点，我们预测货币状况正常化的进场要比预期来得更快更猛。这与政策利率 1 月份呈现出的向上周期相符（上涨了 25 个基点，达 3.25%）。这一上升趋势将在未来几个月持续直到利率在 2011 年底达到接近中性的水平（4.50%左右）为止。

货币调整将刺激短期的资本流入（2011 年美国 and 欧洲的流动性条件将保持宽松）且，总的说来，会做多秘鲁索尔资产，加大本币加速升值的压力。以上所述存在风险。资本大量流入可能导致流动性和信贷无序增长，产生资产价格泡沫。贸易部门可能难以吸收索尔快速走强的影响。此外，资本流入和本币升值两个因素共同促进了外币信贷的增长，损害了经济主体的资产负债表。因此，若出现资本流出和本币贬值的情况则会有损于其偿付能力并使周期延长。

这一情况将货币政策置于两难的境地：一方面，需上调政策利率以保证有序增长并控制通胀预期，另一方面，又需避免资本流入和索尔升值的情况继续恶化。我们预计秘鲁央行和金融主管部门一般会继续协调处理这一问题，以缓解这一压力。就此而言，值得一提的是，政策利率调整周期在 1 月份就已经重新启动。首先是因为其在寻找汇率相对稳定期间的过程中帮助逐渐形成了对货币的限制，减少了受外汇市场激励大幅波动的可能性。其次是因为风险偏向于内需的过度增长，而非国际前景的恶化。因此，提早行动降低了之后在通胀或对外收支进一步恶化的情况下须进行更大幅度调整（以及其对外汇市场造成潜在后果）的概率。最后是因为其支持适度限制通胀预期，减少政策利率上调的必要性。我们预计年底时政策利率为 4.50%，与通胀维持在央行目标区间内的预期相符。

高水平且可能进一步增长的储备为货币环境正常化提供了补充。其标志之一就是近期本、外币平均储备率的上升，这一衡量指标，因其数量级的原因，对情况产生了尤其重要的影响，且先于采取行动减轻通胀压力并防止对外汇市场产生不必要的影响这一方式。

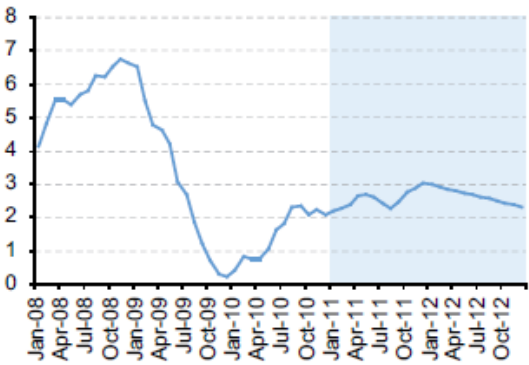
此外，我们不排除实施其他宏观审慎措施的可能。一些其他措施使得短期资本流入已经产生并使得在秘鲁索尔升值的压力减小。例如，秘鲁央行为秘鲁银行海外的分支机构规定了准备金要求。在此之前，这些银行分支机构可以在国外持有短期资金而没有准备金的规定，并利用他们在本土以母公司控股公司的名义进行购买或者给予非金融公司直接的信贷担保。这些操作曾为贷款增长提供了支撑，且由于其增加了外汇的供给，减少了做空美元的成本（加大了索尔的升值压力），也使得该市场的利率有所下降。相

¹ 详见秘鲁经济观察：“2011 年通胀呈向上趋势：2008 历史重演？”，2011 年 2 月，BBVA Research Peru

反，秘鲁银行和保险业监督机构对银行的外币衍生品头寸设定了最高上限，因此使得盼望索尔走强的机构做空外汇远期的成本变得更加高昂。我们不排除，在极端情况下，秘鲁政府可能对非居民投资者购买国内资产征税的可能。

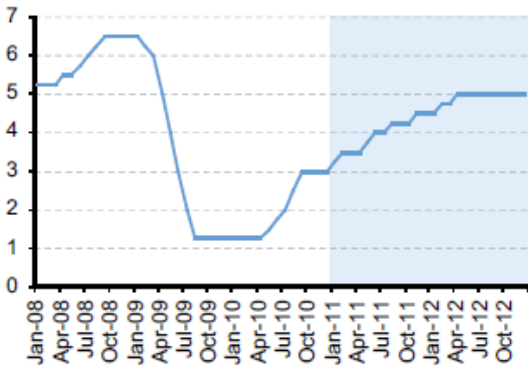
总而言之，我们的预测考虑了 2011 年更为复杂的通胀情况（加速至 3.0%），以及更大的利率上调幅度（到年底达 4.50%，这将使通胀预期维持在可控水平）。货币限制将导致资本流入增加和索尔进一步走强（2011 年升值近 4%），这将是适度的，因此利率上调是适时的并且是逐步进行的，且有储备的增加作为补充并最终伴随有更多的宏观审慎措施出台。通常，秘鲁央行都会在本币升值过快时对外汇市场进行干预。

图 14
通货膨胀（年度变化率 %）



来源: BCRP 和 BBVA Research Peru

图 15
货币政策利率 (%)



来源: BCRP 和 BBVA Research Peru

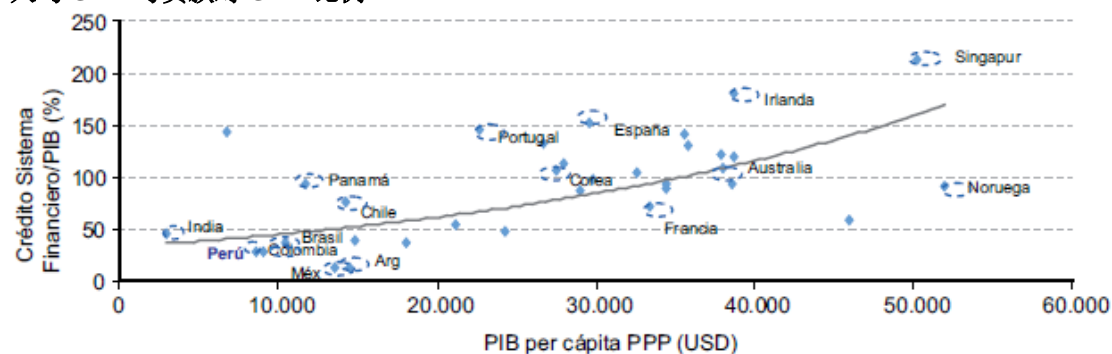
4. 贷款持续增长

2010 年经济的强劲增长伴随着贷款增速的复苏，其 2010 年底较去年同比增长了近 19%。就今年而言，我们预计增速会略有放缓，与经济活动增速放缓和货币政策更趋中性的情况相符。我们预测，在私部门投资旺盛的背景下，批发贷款和抵押贷款增幅将再创新高。相反，由于居民收入的提高和公司举债水平较低，不良资产仍将保持在有限的水平。

在未来几年内，条件都有利于贷款的稳步增长。一方面，预计经济的持续增长将带动居民的收入增长（以当期美元计，人均 GDP 将在 5 年内增长近 60%）并使非正式就业人数下降。而另一方面，起点显示金融系统的深度还有提升的空间：信贷对 GDP 的比率为 30%，与其他收入相当的国家和该地区人均 GDP 更低的国家相比都相对较低。在这一背景下，我们认为未来几年的年贷款增速仍将保持在 15%-20%之间。

图 16

人均 GDP 与贷款对 GDP 比例



来源: CGAP 和 World Bank

5. 风险平衡: 2011 年经济增长预测可能上调

国内，不排除经济运行过热的可能…

在企业和居民对经济前景极为乐观的情况下，国内需求增长可能高于预期。此外，由于全球流动性充裕且国内资产更具吸引力，资本流入增加将使需求压力进一步加大。

假若如此，我们将看到：1）信贷和流动性加速扩张，2）索尔出现更为显著的升值，3）上述两个因素导致的消费激增，4）对物价的需求压力加大，5）短期外部竞争力削弱，以及 6）对外缺口扩大和外债增加。

在这种情况下，最终将不得不实施紧缩的货币政策。为避免索尔面临更大的向上压力（升值），秘鲁央行将主要通过提高准备金要求来调整货币环境。此外，预计央行会加大对外汇的干预，但冲销的成本必定会更高。财政政策方面，预计公共支出增长会放缓得更为剧烈。

对外部门方面，欧洲无序退出财务危机将造成负面影响

在这种情况下，我们将看到：1）全球风险厌恶情绪上升将导致新兴经济体的资本流动逆转，利差扩大，2）商品价格下跌，和 3）国外需求下降。因此，投资和出口都将放缓。这样一来，秘鲁央行将暂停货币紧缩周期，考虑到秘鲁经济基础稳固，我们预计这对产出的影响将是有限且短暂的，其增速将在 2012 年恢复到长期水平。

6. 表格

表 3

秘鲁：季度宏观经济预测

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2011	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
GDP (% 同比)	6.2	10.2	9.7	8.5	7.5	7.2	7.0	6.7	6.3	6.3	6.3	6.2
通货膨胀 (% 同比, 均值)	0.7	1.2	2.2	2.1	2.3	2.7	2.4	2.9	2.9	2.7	2.6	2.4
汇率 (兑美元, 均值)	2.85	2.84	2.81	2.80	2.79	2.77	2.73	2.71	2.68	2.65	2.62	2.60
利率 (% 均值)	1.25	1.50	2.50	3.00	3.42	3.75	4.17	4.42	4.67	5.00	5.00	5.00

来源：BCRP 和 BBVA Research Peru

表 4

秘鲁：年度宏观经济预测

	2010	2011	2012
GDP (% 同比)	8.7	7.1	6.3
通货膨胀 (% 同比, 均值)	1.5	2.6	2.7
汇率 (兑美元, 均值)	2.83	2.75	2.64
利率 (% 均值)	2.06	3.94	4.92
个人消费 (% 同比)	6.0	6.0	5.2
政府消费 (% 同比)	9.5	4.0	4.0
投资 (% 同比)	23.1	13.5	11.0
财政账户 (占GDP百分比)	-0.9	0.1	0.3
经常账户 (占GDP百分比)	-1.8	-2.8	-3.2

来源：BCRP 和 BBVA Research Peru

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:

Chief Economist for South America

Joaquín Vial
 +562 351 1200
 jvial@bbvaprovida.cl

Chief Economist for Peru

Hugo Perea
 +51 1 2112042
 hperea@grupobbva.com.pe

Francisco Grippa
 +51 1 2111035
 fgrippa@grupobbva.com.pe

María Cecilia Deza
 +51 1 2111548
 mdeza@grupobbva.com.pe

Rosario Sánchez
 +51 1 2112015
 rdpsanchez@grupobbva.com.pe

Jasmina Bjeletic
 +51 1 4142518
 jbjeletic@grupobbva.com.pe

Isaac Foinquinos
 +51 1 2111649
 ifoinquinos@grupobbva.com.pe

BBVA Research

Group Chief Economist
Jorge Sicilia

Chief Economists & Chief Strategists:

*Regulatory Affairs, Financial and
 Economic Scenarios:*

Financial Scenarios
Sonsoles Castillo
 s.castillo@grupobbva.com
 Financial Systems
Ana Rubio
 arubiog@grupobbva.com
 Juan Ruiz
 Juan.ruiz@grupobbva.com
 Regulatory Affairs
 María Abascal
 Maria.abascal@grupobbva.com

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
Daniel Navia
 daniel.navia@grupobbva.com
 Pensions
David Tuesta
 david.tuesta@grupobbva.com
 Asia
Stephen Schwartz
 stephen.schwartz@bbva.com.hk
 South America
Joaquín Vial
 jvial@bbvaprovida.cl
 Argentina
Gloria Sorensen
 gsorensen@bancofrances.com.ar
 Chile
Alejandro Puente
 apuente@grupobbva.cl
 Colombia
Juana Téllez
 juana.tellez@bbva.com.co
 Perú
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:

United States
Nathaniel Karp
 nathaniel.karp@compassbank.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. + 2582 3111
 Fax. +852-2587-9717
research.emergingmarkets@bbva.com.hk

BBVA research reports are available in English, Spanish and Chinese