BBVA Research

巴拉圭

# 经济展望

2010 年第三季度

**经济分析**

- 今年到目前为止，由于农业部门的显著复苏，产出增长高于初步预测。因此，我们将 2010 年的 GDP 增长由 6.0%上调至 8.4%。
- 我们预计通胀在年底将达到 5.5%左右，维持在央行的目标范围之内（2.5%-7.5%）。这是基于逐渐走向中立的货币政策（为减缓私人消费增长）而做出的预测。
- 强健的经济复苏促使银行贷款增加，而不良贷款率也保持相对稳定。在接下来的几个月里，我们预计信贷增长将逐渐放缓，这和经济复苏减慢的预期一致。
- 巴拉圭经济将持续显著依赖于农业以及外部需求。因此，我们认为全球的经济放缓是影响国际大豆价格和巴拉圭出口的主要风险因素。此外，主要政党间的摩擦有可能因为总统卢戈的因病缺席而进一步恶化。

# 目录

1. 全球经济风险再评估 ..... 3
2. 农业复苏推动增长预测上调 ..... 5
3. 通胀率将维持在巴拉圭央行的目标范围之内 ..... 6
4. 银行贷款在今年上半年增长 ..... 6
5. 主要风险因素：全球经济放缓 ..... 7
6. 表格 ..... 7

**发布日期：2010 年 8 月 10 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。

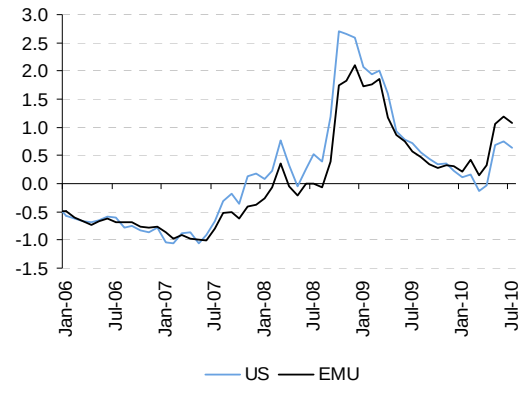
**全球展望的主要风险仍然来自于金融市场。应力试验在整个欧洲具有积极的影响，尽管是非对称的。尽管风险得到抑制，但再次出现紧张的潜在后果仍然相当大。**

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，因为其实施严格，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。**

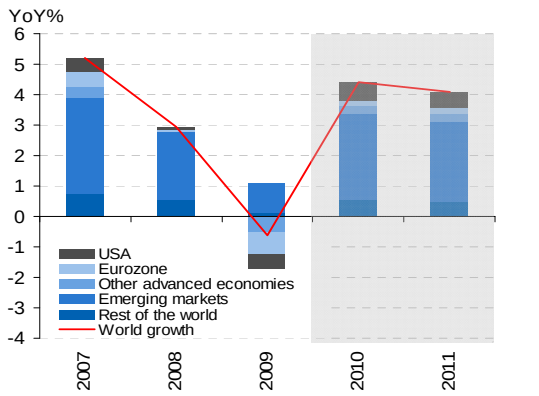
欧洲的财政紧张以及对美国复苏步伐的不确定性将促使亚洲和拉丁美洲地区的中央银行推迟首次提高利率，并在延长期限内保持非常低的政策利率。两个地区的通货膨胀压力将下降，使其能够保持宽松的货币政策。但是，美国的较快复苏将意味着，美国退出当前货币政策将早于欧洲，两个因素将使欧元贬值。尽管两个中央银行将推迟实行紧缩性货币政策，但对风险的交流和评估将区分两个机构，限制 ECB 对通货紧缩风险做出反应的相对能力。另一方面，在新兴经济体，在欧洲债务危机蔓延造成的暂停后，紧缩性货币政策正在恢复。这将有助于缓解亚洲的通货膨胀压力——正在亚洲开始聚集，并防止年底南美洲出现可能的压力。一个重要的例外是墨西哥银行，它将在 2011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

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

**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软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。

**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. 农业复苏推动增长预测上调

今年至目前，巴拉圭经济活动增长高于预期，上半年 GDP 同比增长超过 11%。其中很大的一部分是由农业部门的迅速增长（上半年同比整体增长超过 50%）推动的。农业增长中最值得关注的则是破纪录的黄豆丰收，较去年同季增长 75%。农业方面的增长也给其他的相关行业带来了积极的影响，比如食物油产业、运输以及商业活动。

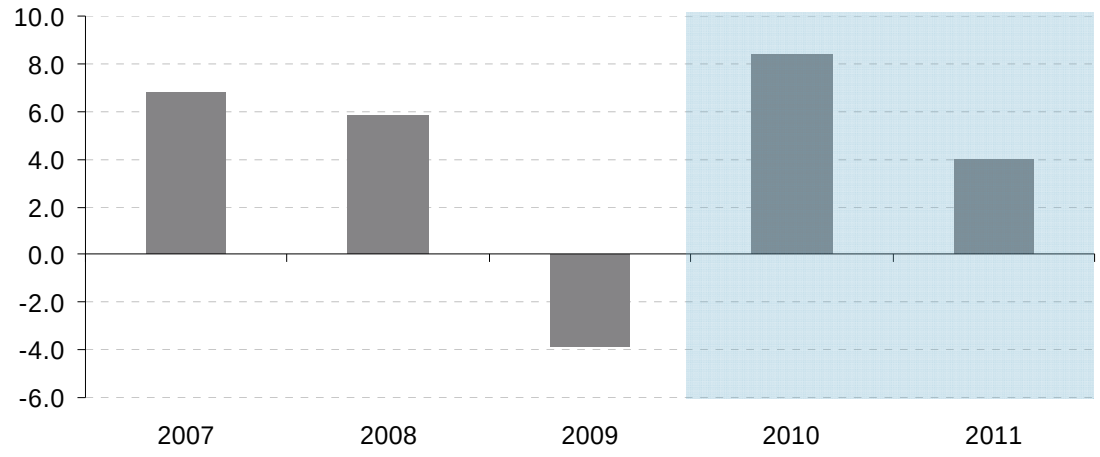
在支出方面，私人消费增长超过 7%，使得家庭收入增加，该国经济前景转好。这已反映在耐用品的销售增长中（特别是汽车和家用电器）。同时它也对私人以及公共投资产生了重大的推动作用，令其增幅达到 16%。特别值得注意的是，城市建筑和基础设施项目的发展。鉴于全球形势逐渐趋于稳定，投资已开始缓慢复苏，在 2009 年实施的低利率和财政刺激政策正在逐步消除全球经济危机所带来的影响。最后，受益于占了总出口额 2/3 以上的大豆及其衍生产品，出口量增长了 25%左右。

鉴于经济活动的不断加速，我们将 2010 年的增长预测从 6.0%调高至 8.4%。预计国内需求将继续受益，主要鉴于：（一）劳动力需求的复苏，由普华永道所公布的劳动力需求指数(IDL)已达到最高水平；（二）家庭可支配收入增加，由于经济活动的扩张和国外汇款的增加（今年 1 至 4 月汇款比去年同期增加超过 20%以上）；（三）较高的商业信心；及（四）仍具吸引力的融资条件。另外一个支持我们增长预测的原因是，由于穆迪宣布将展开对巴拉圭公共债务的风险评级，而巴拉圭的经济指标较其他同级国家更为亮眼，其评级极有可能会被调高。

值得指出的是，今年的预期产出增行部分反映了由于气候条件好转导致的一个明显的周期性上扬，促使了农业（占了 GDP 总量的 1/5）以及其相关产业的增长。但这种影响是暂时的并将在 2011 年逐渐减弱。因此，我们对未来数年的增长预测更贴近它的中期趋势，为 4%至 5%。

图 3

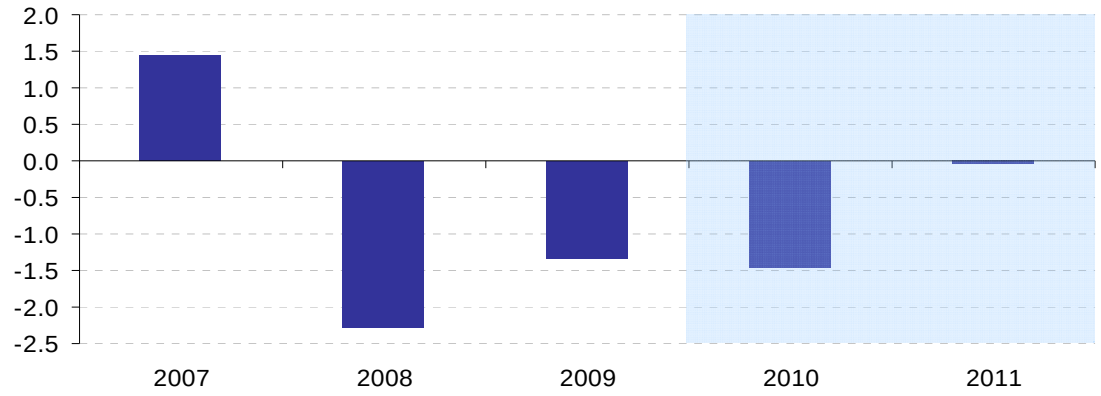
**GDP（年同比变化，%）**




来源：BBVA 研究部

在外部方面，我们期待温和的经常项目赤字。特别是今年，因为增加的本土需求以及再存货导致的进口较我们之前报告中的预测增加，我们预计外国帐户赤字将维持在 GDP 的 1.5%左右。值得一提的是，尽管因为大豆产量的复苏出口增长，进口，尤其是资本货物和消费型商品的进口增长恢复强劲，所以我们预期经常帐赤字将略高于去年。不过，我们预计外国账户将在 2011 年持平，因为经济增长温和使得进口增速放缓。

图 4
**经常账户（占 GDP 百分比）**




来源：BBVA 研究部

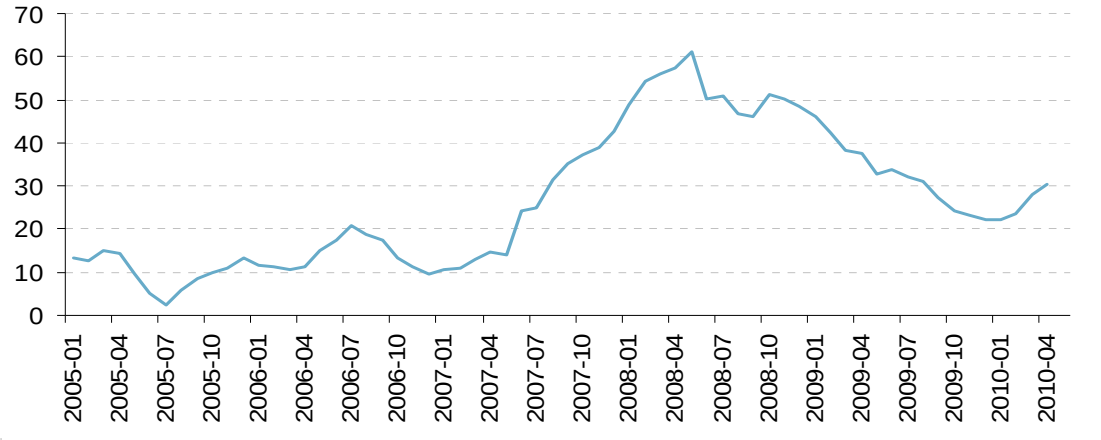
# 3. 通胀率将维持在巴拉圭央行的目标范围之内

产量增长迅速，而通货膨胀压力依然在控制范围之中。7 月份，消费者物价相比去年同期上升 4.7%，巴拉圭央行的目标范围则在 5%的正负 2.5 个百分点之内。这主要可解释为食品（9.1%）和燃料（7.2%，由于阿根的廷产量减少，而导致进口削减）价格的上升。我们预期今年下半年通胀加速，并在年底达到 6.5%左右，反映了国内需求的增加以及肉类价格的提升（国外销售增加，使得国内市场的供应相应减少）。我们预测 2011 年的通胀率 5%，与其后温和的经济增长是一致的。需要指出的是，我们的通胀预测是基于逐渐走向中性的货币政策，其具体将表现为，央行利率的增加。

# 4. 银行贷款在今年上半年增长

今年至目前为止，活跃的经济活动使得银行贷款增长加速，6 月份同比增长 37%（2009 年年底增长 23%）。特别值得注意的是对于农业部分的贷款占总金额的 24%左右，增长 28%。其他部门例如家畜、批发贸易以及工业，占总贷款金额的 33%，亦分别录的 57%、36%和 25%的显著增长。由于商业信心改善以及私人部门的强势复苏，贷款增长加速。今年上半年的信贷扩张并未对银行的资产组合产生不良影响，相反，银行系统中的不良贷款率保持稳定，仅从 2009 年年底的 1.6%上升到 6 月份的 1.7%。

图 3
**银行贷款（年同比变化，%）**




来源：BBVA 研究部

在接下来的数个月中，我们预计随着农业生产季节的结束以及产出增长的减慢，银行信贷增长将会放缓。然而，银行的渗透度将持续加深，银行贷款占 GDP 百分比在 2011 年底将由 2009 年的 25%上升至 32%。

# 5. 主要风险因素：全球经济放缓

巴拉圭经济依旧十分依赖于农业以及外部需求。我们认为由欧洲金融压力持续上升导致的全球的经济放缓，将成为影响国际黄豆价格以及巴拉圭出口的主要风险因数。

在这种情况下，当局预计将会采取更多的经济刺激政策。但在财政方面，支出比例预计会与现行水平相当，因为考虑到当前行政院和国会间的政见分歧（这和 2009 年我们看到的情况相似），增长的可能性不大。另外，在支出计划执行方面，仍然会遇到一些困难；在货币政策方面，央行将会停止目前的紧缩周期。但对巴拉圭央行而言，进一步的刺激政策仍将存在一定难度，主要因为现行利率已经处于历史最低水平（短期利率已接近于 0%），而央行可以从各银行回收的央行票据已低于 2008 年中期时（在全球危机蔓延之前）的水平，这限制了它对市场投放流动资金的能力。因此，有限的回旋余地可能使得巴拉圭对于外界冲击的免疫力大大降低。

此外，总统卢戈由于健康原因而导致的缺席可能恶化主要政党之间的紧张局势。这是因为自由党代表在行政院的势力有可能进一步扩大，致使由保守派控制的国会进一步滋生不满情绪。这将增加其政治环境的不确定性，从而影响巴拉圭的经济表现。

# 6. 表格

表 1
**巴拉圭宏观经济预测：年度**

| | 2009 | 2010 (F) | 2011 (F) |
|---|---|---|---|
| GDP (%, 同比变化) | -3.8 | 8.4 | 4.0 |
| 通胀率 ( %, 平均) | 2.6 | 5.4 | 5.4 |
| 汇率(兑美元，平均) | 4967 | 4726 | 4811 |
| 私人消费（%, 同比变化） | -3.0 | 7.0 | 3.7 |
| 公共消费（%, 同比变化） | 9.4 | 13.0 | 3.5 |
| 投资（%, 同比变化） | -12.5 | 15.0 | 4.9 |
| 财政收支 (占GDP百分比) | 0.1 | 0.5 | 0.3 |
| 经常账户 (占GDP百分比) | -1.3 | -1.5 | 0.0 |

来源: BBVA Research 以及 BCP

## 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 Asia Unit of the Emerging Markets team

*Chief Economist for South America*
**Joaquín Vial**
+56 2 3511200
jvial@bbvaprovida.cl

*Chief Economist – Peru*
**Hugo Perea**
+51 1 2112042
hperea@grupobbva.com.pe

*Economists*
**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*
**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**
apuente@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