

经济展望

欧洲

第二季度 2013
经济分析

- 今年第一季度欧洲发生的与塞浦路斯和意大利有关联的风险事件几乎没有影响到欧洲的金融状况。
- 然而，经济复苏推迟，欧元区核心经济体出现了一些增长疲弱的迹象。
- 欧洲央行的进一步支持、限制性放宽的财政政策以及全球需求回暖将会引领 2013 年下半年经济的逐步复苏。
- 建立银行业联盟、纠正结构性失衡以及对改革的承诺都是克服危机的关键因素。

目录

1. 社论	3
2. 全球经济差异日益增大	4
3. 欧洲的复苏，期待银行业联盟的发展	7
框1. 欧洲央行准备继续提供支持	10
框2. 财政政策：由于周期性下行压力加剧超过预期，赤字目标获得宽限	11
4. 欧元区展望	14
欧元区成员国：详细分析	20
框3. 葡萄牙：需更多的时间进行财政整顿，尽管削减幅度更大	24
框4. 英国：2013年复苏将会继续巩固，得到强劲内需的支撑，2014年将会获得增长动力	26
5. 表格	29

截止日期: 2013年5月7日

1. 社论

近几个月来，在应对两个风险事件（即意大利政治不确定性和对塞浦路斯所采取的略显笨拙的救援措施）方面，欧洲各国展示出其韧性，但同时欧元区整体经济仍然在努力逐步摆脱衰退的泥潭。

对塞浦路斯的救助以及意大利建立稳定政府所面临的困难对主权债务市场和欧元的影响非常有限而且短暂。在塞浦路斯，起初欧洲和塞浦路斯当局对危机处置欠妥再次表明，在处理方式上显然有改进余地，如果采取了不适当的决定，金融危机蔓延可能会再次显现。在二月中旬选举之后，意大利新政府组阁形势较为棘手，人们对所任命的联合内阁其中期稳定性持疑虑态度。然而，债务市场的反应相对温和，虽然新政府的政策是否能在短期和中期成功地稳步降低公共赤字仍有不确定性。须谨慎的一个原因是，银行融资紧张状况不断加剧，主因受到塞浦路斯救助过程中牵涉到私人储户及其未获保险的存款的疑虑之影响，鉴于存款和资本之间没有其他债务工具。

在实体经济中，仍然有疲弱的迹象。先前对于在欧元区向世界其他地区出口的推动下（德国起到了带头作用），自2013年第一季度起经济逐渐复苏的预测未能实现。第一季度增长为零或略高于零，但2月至4月期间市场信心指数再次下跌，这表明摆脱衰退所需要的时间将比预计的更长。而且，先前仅在外围国家的疲软状况也正蔓延至其他欧元区核心经济体，法国经济指标趋弱，甚至近来在德国也出现了增长乏力的迹象，这在某种程度上也是受到了欧洲其他国家的拖累。

尽管如此，复苏的基本态势没有改变：世界其他地区经济增长相对强劲（我们预计2013年和2014年全球经济增长率分别为3.3%和3.9%），自从欧洲央行宣布OMT购债计划伊始，金融系统的改善，尤其是主权债务市场状况的改善，应对实体经济逐步产生影响。经济政策的基调也应有助于复苏。虽然财政政策将会依然从紧，特别是在外围国家，赤字削减条件放宽，且未要求做额外的调整，以缓解减赤目标背后的周期性下行之影响，我们已经多次在这方面予以支持。此外，货币政策的基调已有明确转变。在5月初举行的一次会议上，欧洲央行不仅下调了政策利率，而且还表示愿意采取额外的措施，包括进一步降息，以支持重振银行贷款，尤其是向中小企业的贷款。尽管仅依靠这些措施不大可能足以解决外围国家的融资问题，但这些措施确实发出了这样的重要信息，即只要有必要，货币政策会继续放宽。因此，我们预计今年欧元区整体经济将收缩0.1%，而在2014年将有望录得1%的增长，德国的增长势头将强于区域内其他国家，而在今年上半年外围国家的经济仍将明显处于衰退之中，尽管下半年将会稳步改善。

摆脱危机的策略仍然是基于欧洲央行的持续支持，这种支持为暂陷困境的欧元区国家继续通过调整其公共财政以提高信用评级赢得时间，同时顺畅地推进欧元区一体化进程。重点已经从截止到2012年中期所支持的最终财政联盟，转向去年12月峰会上所制定的推进建立功能性整合的银行业联盟。这种策略对于缓解目前分裂程度较高的银行业融资市场是必要的，也有助于减少与货币联盟机制不相容的主权信用和银行业评级之间的联系。此外，这一进程应有助于重振向信誉良好的私部门提供贷款。因此，重要的是，2013年中期所采取的有关共同监督的决策，尤其是符合12月所提出共同决议框架的期望，并明确指明了迈向更大范围一体化的途径。

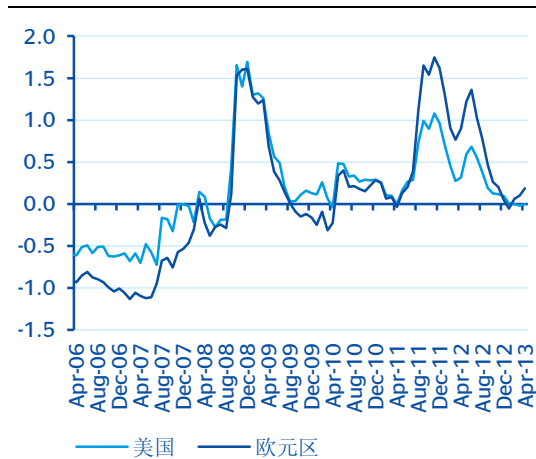
2. 全球经济差异日益增大

在过去三个月中，全球经济复苏的部分威胁已经减弱，但不同区域之间的差异越来越大。

美国和欧元区经济表现之间的差距不断增大，欧洲核心经济体已经出现经济疲软现象。此外，尽管对中国长期可持续性增长（甚至是2013年最终增长）持怀疑态度，该国似乎并没有在短期内进行大幅调整。在与先前增长预期相比时，亚洲新兴经济体其他国家存在一些失望情绪，但这些预期可能是太高了。日本处于经济乐观的波峰，虽然到目前为止只表现在一些金融资产和信心指标上，而不是真实经济指标。

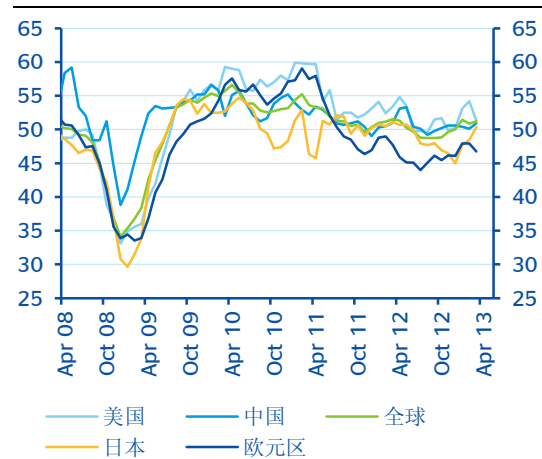
金融市场的反应有限，如对美国长期财政政策持续不确定性问题、意大利国内政治瘫痪以及塞浦路斯和葡萄牙事件（见图1）的反应。欧元区风险溢价下降主要是由于欧洲央行的OMT计划和全球流通手段充裕使得欧元区风险溢价下降。几乎所有资产都受益于这种变化，实际上只有一个例外：欧元区银行业的信贷风险上升。

图1
BBVA 金融压力指数



来源：BBVA 研究部

图2
信心指标 (PMI)



来源：Markit 和 BBVA 研究部

最近的经济指标反映出不同地区之间的差异。总之，全球制造业信心稳定的趋势持续保持，虽然各地区之间的差异不断增大（见图2和图3）。无论如何，金融市场积极的基调以及周期性前景的差异并未导致全球层面经济活动或贸易方面的显著变化。根据我们的全球BBVA - GAIN¹活动指标，最近的数据证实了我们的这种预期，即全球GDP季度增长继续保持在0.7%（见图4）。然而，主要经济体之间前景更大的变化（尤其是由于欧元区和新兴亚洲某些经济体GDP增长下调）削弱了2013年和2014年预期的复苏力度。因此，我们对世界经济增长预测进行了下调，即从先前的3.6%和4.1%分别下调至2013年的3.3%和2014年的3.9%。

1: 更多分析，请见 BBVA 研究部 2013 年 3 月 6 日发表的经济展望。

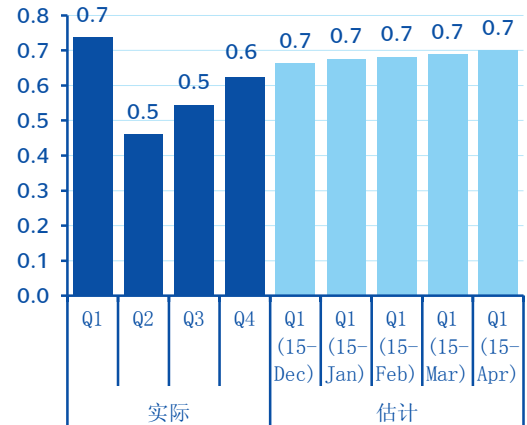
http://www.bbva.com/research/KETD/fbin/mult/130306_EcWatch_BBVAGAIN_tcm348-379375.pdf?ts=2942013

图 3
发达经济体：PMI 标准差（美国，欧元区，日本）



来源：Markit 和 BBVA 研究部

图 4
根据 BBVA-GAIN 模型预测的全球增长（季度环比）



来源：BBVA 研究部

美国持续增长背后是什么原因，尽管财政存在不确定性？私人消费强劲和持续的扩张性货币政策

虽然2013年第一季度的GDP增长数据低于市场预期，但这些数据证实了迄今为止私人消费表现出持续健康的基调。这是由于就业（工作和工资）以及家庭经济状况（财富效应）方面的改善。私人消费已经成为美国经济增长的一种支撑。此外，美国金融市场并未受到风险事件（比如欧元区发生的事件）外部蔓延的影响。然而，最近的周期性前景指标（制造业预期）在3月和4月下降到经济活动衰退水平，因此我们预计在第二季度GDP增长将进一步放缓。²

总之，我们维持对2013年和2014年美国经济的预测，没有重大变化，2013年和2014年增长率分别为1.8%和2.3%，主要有以下两个原因。首先，尽管在财政悬崖和自动削减公共开支生效方面有不稳定性，私人开支已经明显有回弹的迹象。其次，由于通胀预期已经相当确定，量化宽松（QE）政策可能会持续下去，而不会出现问题，直到劳动力市场前景有显著改善。虽然今年年初时的某些数据可能促使提前取消刺激措施，最新的信息表明，美国经济仍远离足够强劲的增长率，因此货币政策将会继续支持增长。

在亚洲，对中国经济增长的强劲仍然存有怀疑；日本推出大规模量化宽松之后持乐观态度

中国经济在2012年第一季度失去了一些强劲势头，当时投资疲软，尽管外部需求增加，而对于2013年增长仍然符合政府设定的7.5%的增长目标。用来应对金融脆弱性的措施似乎导致了经济放缓。然而，向着更加以消费为导向的经济增长模式的变化仍在继续。随着通货膨胀也低于预期，货币紧缩的压力有所缓和。因此，当局有回旋余地，他们致力于可持续发展。总之，我们对中国的增长预测保持不变，即在2013年和2014年均均为8%。

相比之下，日本经济将受益于一揽子比预期更积极的政策。其中包括大规模的量化宽松政策，其规模相当于日本GDP的25%左右（由美联储实施的每项量化宽松政策平均占美国GDP的10%），旨在改变通胀预期和促进经济增长（见图5）。如果伴随着有效的财政措施，特别是结构性改革，这种货币的推动作用将是更有效的。因此，我们对2013年和2014年日本经济增长的预测保持

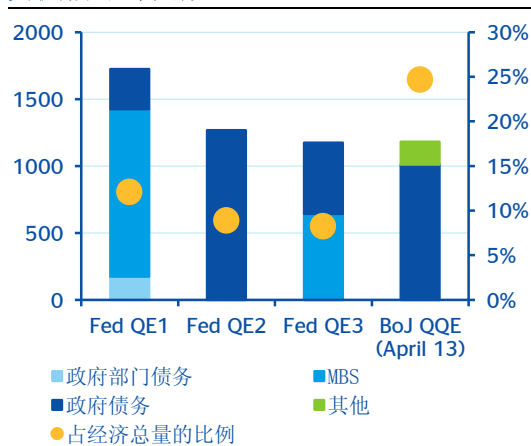
2: 更多分析请见美国经济观察，http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/130401_EconomicWatchEEUU_194_tcm348-381612.pdf?ts=352013

在1.7%，高于1.3%的市场预期。

无论如何，鉴于仍然存在许多不确定性因素，难以量化这一新举措的影响并知道投资者将会如何反应。例如，如果此项政策成功促进经济增长并提高了国家层面的信心，它可能会带来来自全球更大的资本净流入（而不是流出）。此外，其在本国国内的影响也是不确定的，因为日本央行政策涉及一定的风险：主权债券强烈波动、银行资产负债表风险以及当名义收益率增长时政府债务成本，如果日本央行成功遵守了其2%的通胀目标。

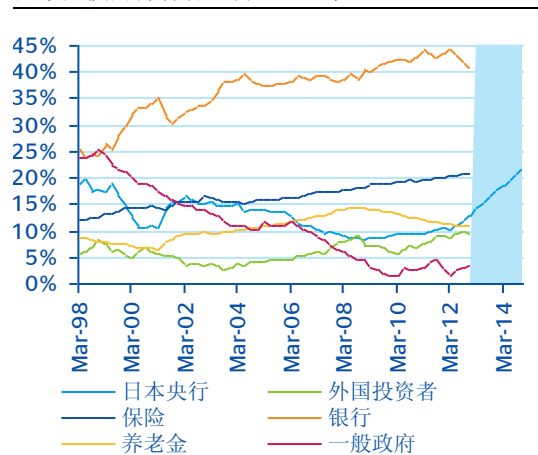
然而，新金融机构提出了一些理由，支持越来越多的日本投资者在国外投资。日本央行的需求将会推动日本私人投资者远离国内资产，因为日本央行计划购买所有新发行主权债券的70%左右。因此，日本政府债券份额在2014年将会超过20%（见图6）。因此，资金流动情况也将是不确定的。自从欧元区危机开始以来，日本投资者对美国债券的胃口增加了，但去年他们也回到了欧洲股市。特别是，他们在欧元区核心国家投资，如法国，荷兰和德国，同时限制在周边证券的销售。关于周边销售的这一趋势最近发生了改变。在此背景下，我们预计对欧元资产的需求会增加，条件是欧元兑换风险不会再次出现。

图5
连接的几轮量化宽松（十亿美元），
美联储和日本央行



来源：HAVER 和 BBVA 研究部

图6
日本国债的持有者，自1998年 (%)



来源：HAVER 和 BBVA 研究部

发达经济体的宽松货币政策倾向于承担风险，推动长期利率下降和新兴市场货币的升值

金融市场仍由央行流动所控制，欧元区、美国和日本通货膨胀低于目标，美国经济增长风险达到中性平衡，欧元区偏低，实际指标反映出信心指标的改善。

在这种背景下，近几个月美国和德国的长期债券利率均已经下降。在风险规避较低的环境中追求收益（部分原因是由于欧洲央行的行动）也使欧洲周边国家政府债券收益率急剧下降，达到了自2010年以来从未见过的新低。在此背景下，资本向新兴市场固定收益市场流入，尤其是最具流动性的市场（土耳其、巴西、墨西哥），预计在日本的量化宽松政策宣布以后资本会从日本流出，包括由日本央行购买的公共债务。

因此，欧元对该地区周期性疲软表现出极大的弹性。低概率的高风险情景及与其他央行相比不太宽松的货币政策已经帮助欧元坚挺。在欧洲无重大风险事件的情况下，只要是美联储退出策略没有出现任何意外的情况，欧元可能会继续以每欧元比1.30-1.32美元的兑换率交易，直到今年年底。这并不排除由于周期性风险平衡变化和不同央行反应引起的美元升值。

3. 欧洲的复苏，期待银行业联盟的发展

欧洲避免了由塞浦路斯、意大利和葡萄牙危机引发的潜在风险情景

我们先前所设想的风险因素当中，有两个因素在过去几个月里已经有所体现。一方面，对塞浦路斯的救助比预想的更为复杂，因为私营部门参与的程度大于所设想的程度。在塞浦路斯之前，由“三驾马车”带动的银行救助计划仅仅影响了银行的股东，而未影响到债券持有人或储户。而现在，它开始影响到塞浦路斯的广大储户。塞浦路斯对于危机的控制显然并非最优，因为第一批措施原本计划包括对小额储户的救助，但被塞浦路斯议会否决了，最终以一个折中方案取代。欧洲一些当局者曾声称这可能是今后银行救助的参考模式，虽然后来又出面予以部分否定，但市场仍然出现了怀疑的态度，认为银行债务利差开始扩大。然而，塞浦路斯救助并没有影响到其他国家的主权债务利差。

在意大利，选举结束与新联合政府成立之间相隔了很长一段时间，虽然这增加了政治风险，但并未对意大利或其他周边国家的主权债务产生重大影响。这在一定程度上是由于今年的预算已经批准，而且意大利2012年的赤字（占GDP的3%）相对较低，尽管其公共债务比率较高（约占GDP的130%）。最终成立的政府尚未透露其经济计划的细节，除了提出财政调整减慢以及宣布取消本应在今年实施的一些财政调整措施（7月份废除了增值税从21%上升到22%以及对首套房产征收财产税的规定），这些规定将由其他规定所取代。从中长期来看，联合政府的政治稳定性似乎并不确定。

在葡萄牙，由于不公正的缘故，宪法法院推翻了2013年预算中所包括的某些财政整顿措施，确切地说是通过取消额外工资降低了公务员和退休人员的薪酬。这些措施的影响程度占GDP的0.8%，并不算太高，但关于改革动力疲软的报道使人们对葡萄牙政府于今年年底返回市场的可行性产生怀疑。政府已经批准了在不同领域削减成本的措施，最近政府发行了长期债券，此举深受市场欢迎。这一点，加上最近欧盟经济和财政事务委员会（Ecofin）决定与ESM和IMF重新安排债务事宜（待“三驾马车”的确认），意味着葡萄牙政府返回市场现在变得更加可行。

今年前几个月欧元区的金融状况持续改善...

总的来说，周边国家的主权债务市场整体向好。过去几个月里发生的事情可能导致了市场上出现的紧张情绪。虽然塞浦路斯救助和意大利政局不稳已经产生了一些波动，但其规模和持续时间都是有限的。此外，与前几次不同的是，这些波动向其他周边国家的蔓延变得更加温和。因此，周边国家（包括那些接受救助的国家）的风险利差（图7）略呈下行趋势，这种趋势始于德拉吉（Draghi）于2012年夏天的声明以及随后宣布的OMT计划。

另一方面，由于对欧洲经济增长前景恶化、长期的货币宽松政策以及全球流动性增加，欧洲核心国家的债务利率仍然低于预期。日本央行于4月初宣布的大规模货币扩张已经在全球层面上对债券收益产生了广泛影响，欧洲，尤其是其周边国家，也不例外。周边国家或受益于这次全球风险偏好的增加。

这为欧洲的金融系统提供了混合性因素。流动性状况是有利的，许多银行偿还了三年期长期再融资计划（LTRO）的资金。在风险较低且在年初有较强市场发行量的情况下，欧洲银行已经决定降低一年前所采用的现金缓冲储备，在许多情况下，这是作为一项预防措施。然而，在其他两个领域情形就没有那么乐观了。首先，市场分化尽管势头减缓，但程度依然较高（图8）。其次，在塞浦路斯救助之后，银行的信贷风险恶化逐渐显现。

最后，在货币市场，欧元兑美元的汇率仍然相当坚挺。关于汇率表现，各央行的策略（尤其是其资产负债管理）发挥着主导作用。从这个意义上来说，虽然主要央行的资产负债在扩大，而欧洲央行的却在减少（图9）。市场开始担忧宽松的货币政策对汇率所产生的影响。

... 但复苏将取决于推动银行业联盟发展的力度...

尽管金融市场逐渐转好、全球经济开始复苏，但欧元区（主要是周边国家）在中短期内仍将受到两个因素的影响：第一个是欧元区金融市场的分化（图8），它导致周边地区的实际利率高于核心国家（图17）。为了缓解这一问题，欧洲央行不仅向银行系统提供流动资金、降低利率、将OMT用于主权债务市场，而且还在研究恢复中小型企业信贷的措施（框1）。

除了以外，欧洲始终致力于推进银行业联盟。2012年12月在国家元首和政府首脑峰会上，各国共同制定了时间表，第一步是于2013年在整个欧元区实施单一银行业监督，由欧洲央行统一领导，这方面的工作正在进行之中。第二步，也是很关键的一步，就是建立解决欧洲银行业危机的机制，目前正在对这一问题进行讨论，预计将在今年年中获得批准，可能会在2014年初开始实施。如果达成协议，这将使银行业风险从主权风险中分离出来，帮助资金回流到周边国家，而且使货币传导机制在欧元区内得到恢复。银行业联盟的第三步工作（共同存款担保基金）将于以后实施。

... 以及以适当的步调继续进行财政调整

第二个抑制经济复苏的因素是降低周边国家的公共赤字。欧元区仍需进行财政调整（约占GDP的0.6%），但调整幅度低于2012年（占GDP的1.3%）。这主要是由于财政目标被放宽，以使成员国（主要是西班牙和法国）能够达到新目标，而又不必增加财政努力以弥补公共账目的周期性恶化（框2）。然而，我们不能排除周边国家会宣布进一步的调整，以消除某些偏差，比如在葡萄牙或意大利。

图7

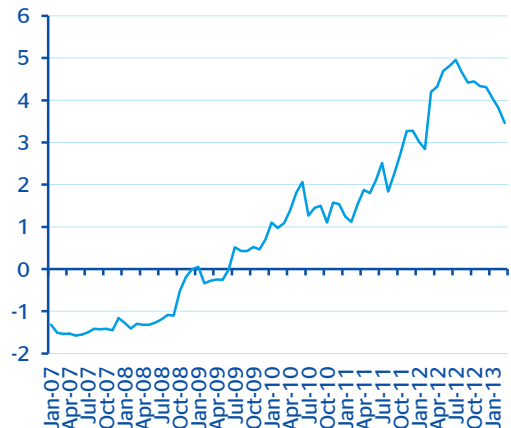
政府债券息差（基点）
（10年期债券对德国债券收益）



来源: Bloomberg 和 BBVA 研究部

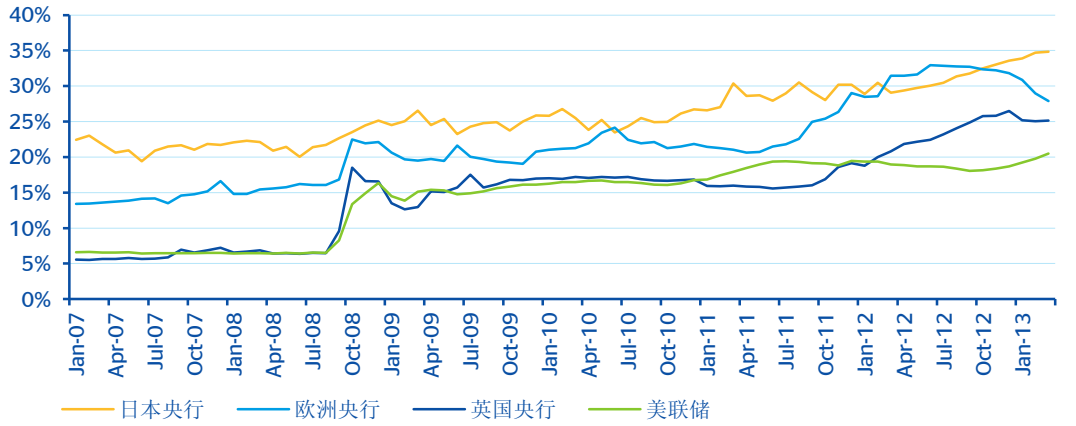
图8

欧元区金融分化综合指数



来源: Bloomberg 和 BBVA 研究部

图9
央行资产负债占GDP百分比



来源: Bloomberg 和 BBVA 研究部

框 1：欧洲央行准备继续提供支持

在5月份召开的货币政策会议上，欧洲央行将主要再融资利率下调25个基点，将存款利率维持在0%不变，并将边际贷款利率下调至1%。欧洲央行还宣布，将向欧元区银行提供他们所需要的尽可能多的流动资金，至少直到2014年7月。这意味着，在先前欧洲央行董事会成员会议上及讲话中为降息埋下的伏笔成为现实。因此，欧洲央行的此次降息行为符合市场预期。

欧洲央行的决定自然受到欧元区经济增长疲弱的影响，这种状况延续到了第二季度，更是蔓延到了越来越多的欧元区核心国家。然而，许多外部事件也促成欧洲央行采取行动。近几个月来，全球经济增长动力引发种种疑虑，各国央行也纷纷采取新的措施。4月份日本央行宣布了一项前所未有的扩张性货币政策（即大量购买资产，主要包括日本政府债券），其明确目标是在两年内将货币供应量扩大一倍，并将通胀率提高到2%的水平。美联储连续两轮的量化宽松政策公布之后，日本央行的决定对国际债券、股票及货币市场正不断产生影响。

此次降息可能会对经济活动产生适度影响。虽然措施可能对欧元区核心国家有一定的影响，但对外围国家的益处更值得怀疑，鉴于分裂程度仍然较高，虽然在不断减小。因此，欧元区货币政策传导机制的有效性仍然需要进一步提升。

然而，除了降息的有效性之外，欧洲央行采取了其他几项措施向市场发出明确信息。首先，银行已经明确表示如果必要愿意进一步下调利率，甚至将存款利率降至负值（这是之前所排除的举措）。此举发出一个明确的信息，即当局准备在有限范围内使用利率工具。存款利率或将为负值的前景也对主权债务短期利率和欧元产生了下行压力。其次，将固定利率全额分配回购操作至少延长一年意味着欧洲

央行向银行系统发出明确的信息：保证流动资金，因此流动性不应成为贷款的障碍。目前，没有任何迹象表明系统有流动性问题，这从两个三年期的长期再融资计划（LTRO）的偿还能力（超过27%）可证。虽然如此，欧洲央行如有必要将准备继续使用LTRO。第三，欧洲央行最近将创新要素融入其在稳定市场货币政策预期的“指导”中，表明其货币政策立场“只要有需要”会保持宽松。

总之，这些措施都不足以解决中小企业融资短缺的问题，这将越来越多地引人担忧。那么欧洲央行应如何应对呢？欧洲央行承认能够采取的行动措施非常有限，因此在探讨如何与其他机构（如欧洲投资银行 EIB）合作，以拓宽融资渠道。欧洲央行已经表示，希望通过企业融资推动欧洲资产担保证券市场的复兴，其他的选择方案也在权衡之中（按照英格兰银行发起的“融资换贷款”计划）。

在我们的核心情景假设之下，预计欧洲经济将在下半年开始企稳回升，利率可能维持在0.50%的水平；然而，面临下行压力。此外，虽然经济增长下行风险犹存，贷款持续低迷，不排除欧洲央行会采取新的措施。

框 2. 财政政策：由于周期性下行压力加剧超过预期，赤字目标获得宽限

欧元区2012年四季度GDP收缩幅度加剧（按季环比下降0.6%，2012年三季度按季环比下降0.1%），这对欧元区政府公共赤字产生负面影响，该赤字占GDP比重从2011年的4.1%降至2012年的3.7%。

经济持续低迷以及更加悲观的市场预测其直接结果是对财政整合的时间表重新设置，这也与国际货币基金组织（IMF）所提出的关于财政乘数和调整幅度的相关争议有联系。一般来说，将财政整顿集中在结构性赤字而非整个赤字上似乎是合理的，因此不会对由于周期性造成的赤字偏离而做出弥补。

近几个月来，许多欧元区国家都提出了新的、更缓慢的减赤计划，因为欧洲委员会已经或明确表态愿意接受。在希腊，初步的财政盈余占GDP约4.5%的目标已经被推迟到2016年，比最初预期的晚了两年。葡萄牙还需要额外一年（至2015年）将财政赤字占GDP比重降到3%的水平以下（见框3）。某些国家2013年的财政目标也有所放宽，比如法国（从-3%下调至-3.7%），意大利（从-1.7%下调至-2.9%），西班牙³（从-4.5%下调至-6.3%），英国（从-6.3%下调至-6.8%）。然而，德国公共财政状况良好，在取得占GDP约0.2%的盈余之后，2013年财政平衡目标保持在-0.5%的水平。在下面的章节中，我们将重点放在法国、意大利和西班牙等国的预算计划上。

法国

2012年财政赤字占GDP的-4.8%，比2011年收窄了0.4个百分点，比近期的预估（BBVA和政府预测-4.5%）高了0.3个百分点。这种差别主要是由于结构性赤字上行偏差相当于GDP的-3.7%（BBVA -3.4%），而根据我们的计算，周期性赤字和利息支付分别占GDP比重为-1.1%和-2.6%（图10）。

对于2013年，法国政府将其名义财政赤字目标从-3%提高到-3.7%，并在布鲁塞尔的预算计划中提出。此次修正主要是由于经济增长前景恶化（新政府的预测是2013年经济按年增长+0.1%，而上一届政府的预测是按年增长+0.8%），以及2012年受基数效应影响高于预期的赤字水平（-0.3个百分点）。

因此，目前获得预算案批准，将赤字目标有所放宽，主要基于增加税收的减赤措施包括：1）降低贷款利息抵扣比例（截止于2012年12月31日从100%降至85%，直到降至2014年的75%）；2）降低出售股票获

得的长期资本收益税豁免额度（从目前90%降低至88%）；3）废除由上届政府引入的财富税减免；4）对于年收入超过15万欧元的法国人征收新的45%边际税率；5）资本流入税改革，将按照其他收入来源适用边际税率，而非按固定税率征收。

法国宪法法院宣布新政府批准的某些财政措施违反宪法，包括新引入的75%边际税率的所得税以及与资本收益有关的一部分税。然而，取消这些措施的预算成本非常低（低于GDP的0.1%，5亿欧元）。

有了这些措施，我们预计2013年公共财政赤字占GDP约为-3.8%，比官方估值高出0.1个百分点。相对于2012年4.8%的名义赤字水平，2013年通过结构性措施减赤约占GDP的1.5%，但由于经济增长停滞，会受到占GDP约0.5个百分点的周期性赤字增加的影响。在这3.8%的赤字中，2.2个百分点是结构性赤字，这是法国在未来几年内必须调整，以达到结构性平衡。在新的减赤计划中，预计将在2016年达到这种平衡（占GDP约0.2%的结构性赤字），比在2012年提出的稳定计划中所预计的推迟一年。对于将名义财政赤字降至占GDP的3%以下的计划也被推迟一年，从2013年推迟至2014年。

意大利

2012年年底该国财政赤字占GDP约-2.9%，基本符合我们先前的预测，以及政府修正后的目标（BBVA和意大利政府：2.8%）。结构性赤字约占GDP的1.8%，我们估计周期性赤字在-1%水平左右，而利息支付达到-5.3%（见图11）。

2013年所设定的新赤字目标低于-3%的水平（占GDP的-2.9%），尽管此前曾经从2012年初宣布的-1.7%的比重有所放宽。此次修正主要是由于增长前景恶化（2013年经济增长从最初的-0.2%下修至-1.3%），以及国家债务结算的影响（债务总额达400亿欧元，占GDP的2.6%）。此外，意大利政府估计，这种流动资金的注入将会拉动2013年经济增长约0.2个百分点、拉动2014年和2015年经济增长分别为0.7个和0.3个百分点。

新政府宣布其承诺，不仅今年要完成《马斯特里赫特条约》规定的赤字比率（占GDP的3%），而且要达到预算的结构性平衡，符合财政协议的规定。然而，4月底组成的新政府近期宣布，将不准备实施将增值税增至22%（从先前的21%）的计划，以及暂时取消房产税的征收直到新的房地产税制生效，这样做可能会拖累赤字偏离目标约0.4个百分点，即赤字可能会达到

³关于更多详细情况，见《西班牙经济展望》（2013 第二季度）：
<http://serviciodeestudios.bbva.com/KETD/ketd/ing/nav/geograficas/espana/historico/publicaciones/observatorios/observatorioecon/index.jsp>

GDP的3.3%。因此，今年我们-2.9%的赤字预测面临下行风险。

我们的基础情景假设认为意大利在2013年能够达成赤字目标的主要原因在于，根据我们的测算，结构性措施成效仅占GDP的0.2%左右，低于过往两年（2012年其占GDP的1.8%，而2011年占1%左右）。

西班牙⁴

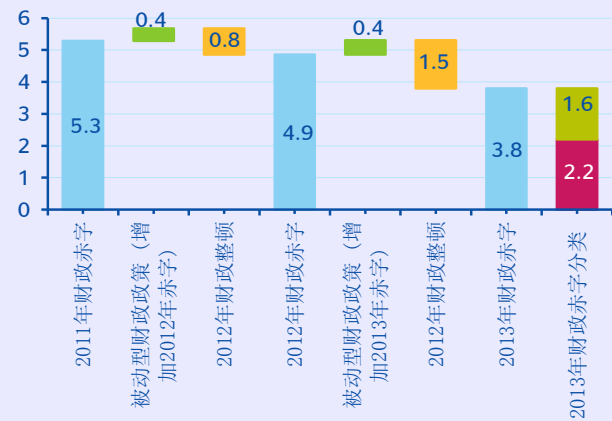
2012年西班牙政府的财政赤字占GDP的7%，不包括对金融部门的救助（占GDP的3.6%），略好于预期（BBVA：7.2%），高于此前设定的赤字目标0.7个百分点（政府：6.3%）。2012年的名义财政赤字下降了2个百分点，而结构性赤字下降了约3.9个百分点，占GDP的3.3%。此外，如果除去公共债务利息支付（相当于2012年GDP的3%，比2011年多0.5个百分点），调整后的主要结构性赤字占GDP比重超过4.4个百分点，使其非常接近收支平衡（赤字占GDP的0.3%）。

西班牙政府修订了2013年和2014年的赤字目标，由原先的4.5%和2.8%分别上调为6.3%和5.5%。为了达到新的目标，《2013年国家改革计划》以及更新后的《2013-2016年稳定方案》包含了旨在清理公共账目资产负债表的若干措施。在财政收入方面，已经宣布新增税收包括新的环境税，增加特别税，并对公司税做了新的修订，这些举措符合欧洲委员会的建议，旨在从生产转向消费环节，但并不代表真正的财政改革。然而，在财政支出方面，已经宣布的措施仍在实施当中，主要计划应包括对公共管理部门的预期改革，地方政府合理化和可持续发展行动计划草案以及公共管理改革，这些方面的改革可能要持续到下半年，节省的开支要到2014年才能结算。

我们预计2013年赤字将略高于既定目标（6.3%，BBVA 6.5%），因为我们预计财政整顿政策会继续实施，但不足以抵消经济活动减少导致收入和支出降低，以及预期利息支付所带来的负面影响。因此，我们预计在2013年周期性将拉低预期税收占GDP约1个百分点，影响生产税和所得税及其他，同时取得结构性改善。因此，公共财政收入将占到GDP的36.8%，略高于2012年0.2个百分点。此外，对2013年的支出调整将集中在公共部门工资（主要是由于与公共部门相关的长期改革），当前其他方面的支出，以及较小程度的投资支出，这将使其下降速度较前几年放缓。

图 10

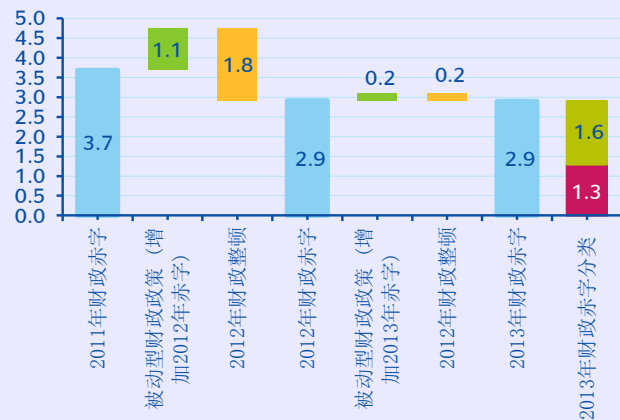
法国：2012-
2013 年度财政整顿与 2013 年赤字分解（占 GDP 的%）



来源：BBVA 研究部和 HAVER

图 11

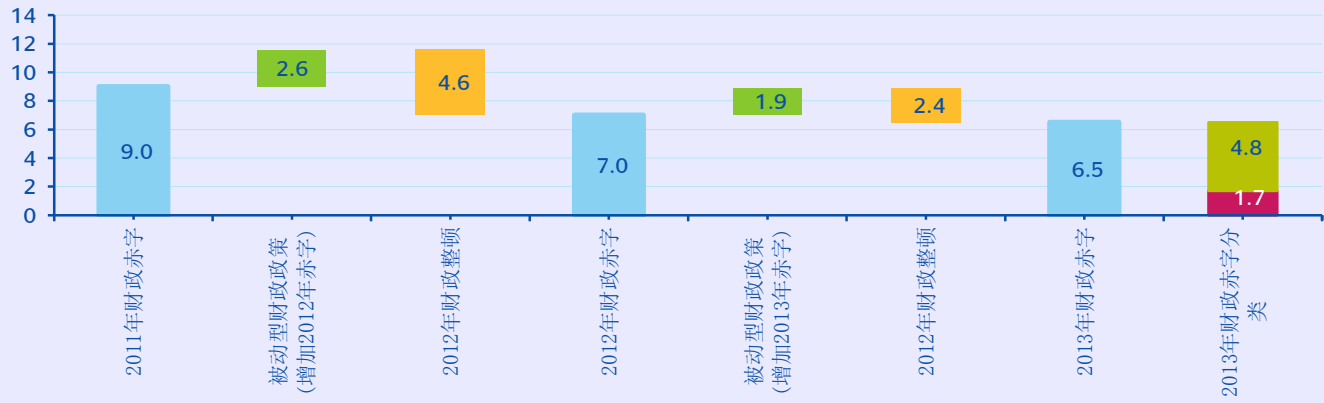
意大利：2012-
2013 年度财政整顿与 2013 年赤字分解（占 GDP 的%）



来源：BBVA 研究部和 HAVER

⁴关于更多详细情况，见《西班牙经济展望》（2013 第二季度）：
<http://serviciodeestudios.bbva.com/KETD/ketd/ing/nav/geograficas/espana/historico/publicaciones/observatorios/observatorioecon/index.jsp>

图12
西班牙：2012-2013年度财政整顿与2013年赤字分解（占GDP的%）



注释：绿色：周期性分量；粉红色：结构性分量

* 不包括对金融机构的援助

来源：BBVA 研究部和HAVER

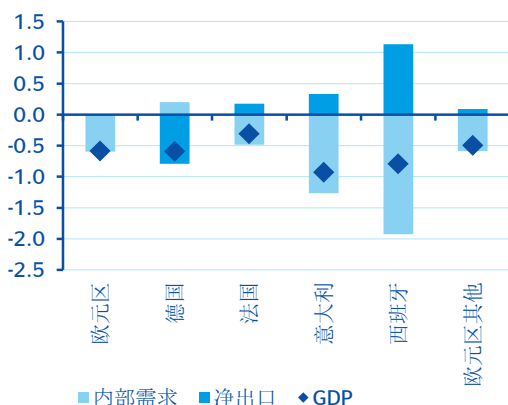
4. 欧元区展望

在2012年第四季度普遍衰退之后...

2012年第四季度欧元区GDP萎缩加快（季度环比-0.6%，2012年第三季度环比降低-0.1%），国内需求继续拖累（-0.6个百分点，与前几个季度一致），对外部门对增长的贡献突然消失（对GDP的净贡献为0.0个百分点，前几个季度为+0.4个百分点）。由于受到新兴市场和美国经济放缓的影响，出口活动急剧萎缩。

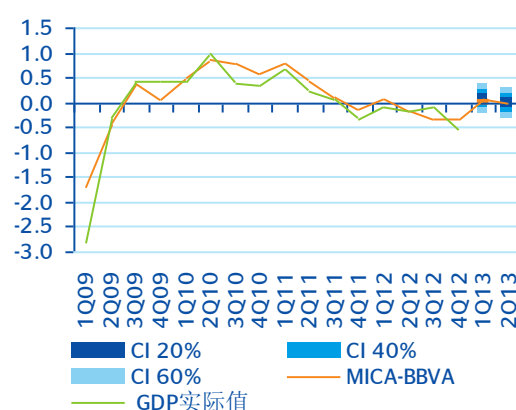
欧元区各国出口贡献的下降是普遍性的，不过影响程度各不相同，这主要是由于国内需求和进口活动的发展趋势各异（图13）。德国净出口拖累增长的幅度为-0.8个百分点，使得GDP季度环比萎缩-0.6%。而在其余的欧元区国家，对外部门继续做出了积极贡献，尽管不足以抵消国内需求的大幅下降。意大利经济活动季度环比下降-0.9%，西班牙季度环比下降-0.8%。与欧元区其他国家季度环比下降-0.5%相比，法国的萎缩较为温和，季度环比下降-0.3%。

图13
2012年第四季度GDP增长（季度环比%）与贡献



来源: Eurostat 和 BBVA 研究部

图14
欧洲货币联盟:
MICA-BBVA 与 GDP增长（季度环比）



来源: Eurostat 和 BBVA 研究部

... 今年年初出现了稳定迹象...

基于2013年第一季可利用的各项数据（截至2月份），我们的MICA-BBVA模型预测⁵2013年第一季GDP同比增长0.1%（图14），符合我们的宏观经济情景。信心指数表明第一季度末经济活动略有放缓，3月份的数据可能更为明显，届时我们会及时发布。总之，根据MICA-BBVA模型，2013年第一季度GDP有40%的可能性会再次萎缩。

正如我们在上期报告（2013年第一季度欧洲经济展望）所预测的那样，2012年第四季度全球需求放缓是暂时性的，2013年初期会出现稳定迹象（图4），主要体现在2013年最初几个月欧元区总体出口的趋势上（图15）：截止到2月份出口比2012年第四季度增长0.9%，而进口持平。这些数字也符合我们的宏观经济情景，根据这种情景预测，2013年第一季会再次出现出口对经济增长的积极贡献（+0.2个百分点）。

⁵ 关于该模型的详细描述请参阅 “The Euro-Sting revisited: PMI versus ESI to obtain euro area GDP forecasts”，连接：
http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/WP_1120_tcm348-260444.pdf?ts=622013

全球需求更加充满活力的表现似乎也对工业生产产生了影响。生产的增加，外部需求未来会得到改善，再加上去年开始的库存持续下降，表明今年年初投资萎缩有一定缓解（季度环比-0.2%，2012年第四季度下降-1.2%）。虽然劳动力市场恶化，但消费者信心继续改善，零售业企稳，截止到2月份略有增加，而在2012年第四季度曾急剧下降。总的来说，我们的模型指出，2013年第一季度私人消费略有萎缩（季度环比-0.1%，而2012年第四季度环比为-0.5%）。最后，财政整顿的努力意味着公共支出似乎会继续小幅下降（季度环比-0.1%）。因此，我们预测2013年第一季度国内需求的消极贡献会降低：估计为-0.1个百分点，而2012年第四季度为-0.6个百分点。

按照不同国家来看，我们的模型表明，只有德国在2013年第一季度会有所增长（季度环比+0.4%，而2012年第四季度环比为-0.6%），法国经济应该会稳定下来（2012年第四季度环比为-0.3%），西班牙经济衰退会放缓（-0.5%和-0.8%），意大利经济衰退也会放缓（-0.3%和-0.9%）。

图15
欧元区: 出口 (季度环比%)

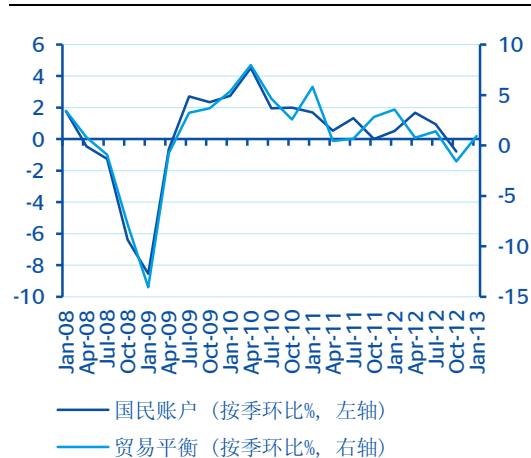
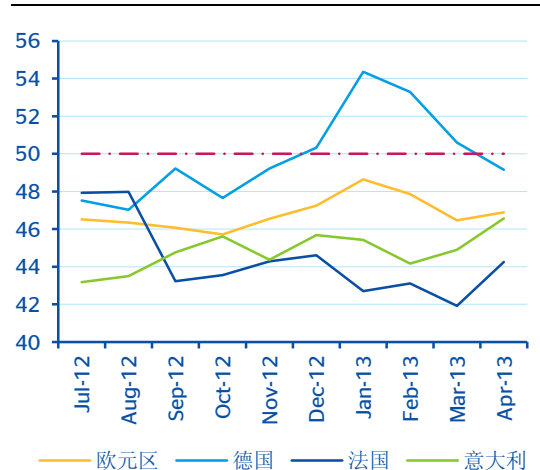


图16
信心: PMI综合指数



来源: Eurostat 和 BBVA 研究部

来源: Markit Economics

... 但某些主要指标表明，周边国家的危机可能已经触及核心国家，或将拖慢该地区整体复苏的步伐

2013年第二季度的数据非常稀缺（仅限于4月份信心指数），但欧洲委员会信心指数和采购经理人指数表明连续第二个月信心指数普遍下降，抵消了12月和2月之间取得的成果（图16）。这些指数表明身陷危机的周边国家对核心国家产生了影响。市场对德国制造业的期望急剧下降，而有关欧洲经济危机最终解决的不确定性持续影响投资决策。

基于这些非常有限的信息，我们的MICA- BBVA模型（图14）显示，该地区经济活动或将持续恶化，甚至可能会出现萎缩。复苏可能会推迟到今年下半年。

引发欧洲央行新一轮市场干预，短期赤字目标放宽

这些略差于预期的指数，加上通胀下降高于预期（4月份年同比1.2%），促使欧洲央行下调基准利率25个基点至0.5%，并将无限制流动性资产拍卖延长至少到2014年中期（框1）。尽管欧

洲央行已经宣布会与其他欧洲机构共同推动私营部门的借贷活动，但关于迅速扭转金融分化的具体措施仍未宣布（图8）。

此外，鉴于周边国家经济活动显著恶化，欧洲委员会或将更加关注赤字的结构性变化，而非名义数字，为放宽名义预算目标铺平了道路（框2）。

2013年经济增长略微缩减，2014年经济增长低于平均水平

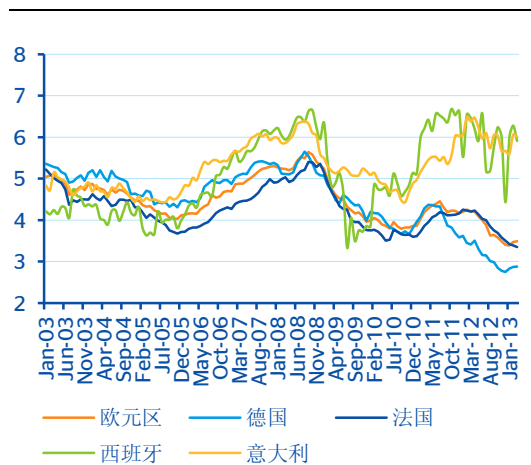
全球需求放缓（主要是美国和亚洲）对欧洲的影响大于预期，另一方面，金融压力的急剧下降对实体经济的影响却低于预期。虽然借贷更加容易，借贷成本降低，但私营部门与主权发行人的融资状况却不尽相同，也就是说家庭和企业融资依然面临非常不同的贷款条件（可用性和成本），进一步削弱了贷紧缩国家的国内需求。

上述情况使得欧元区的GDP萎缩强于预期（2012年第四季度环比-0.6%，而我们预测是季度环比-0.4%）以及2013年初期经济停滞（我们一直在预测初始复苏）。

这一点，再加上有证据表明周边危机正在影响核心国家，使得我们对2013年的增长预测做出了调整，即下调0.4个百分点至-0.1%，并将2014年下调0.3个百分点至1%（图18）。我们继续假设今年下半年经济复苏将获得动力。

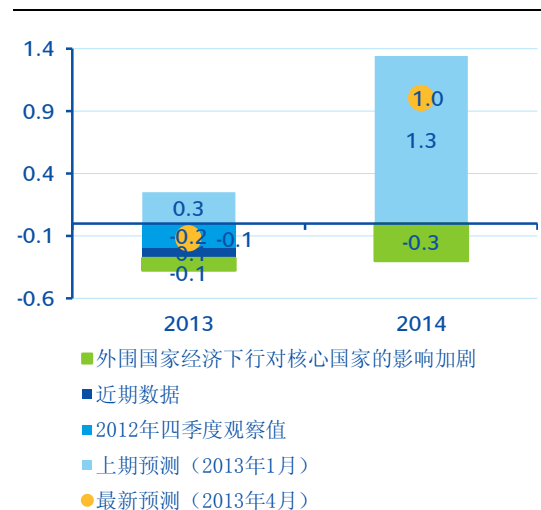
然而，这些预测关键取决于欧元区在未来几个月内将如何治理危机。具体来说，我们假设，欧洲当局将继续在银行业联盟方面取得进展，并逐步向周边国家的私营部门恢复信贷流动。我们还假设各成员国，特别是周边国家，将锐意进取，继续做出财政整顿方面的努力，并纠正其内部和外部失衡。总之，我们的情景假设金融压力保持在目前的水平。

图17
企业贷款利率



来源: BBVA 研究部

图18
欧洲货币联盟: 年度GDP增长和推动因素



来源: 欧洲央行

预计2013年内部需求将继续削弱经济增长，但在2014年会促进复苏

鉴于某些推动国内需求的主要因素在缓慢校正和恢复，我们预计2013年内需会继续削弱经济增长（-0.9%），但比2012年大幅减少（-2.1%）。预计今年下半年私人消费和投资方面会开始复苏，在2014年将成为增长的主要动力（图19）。

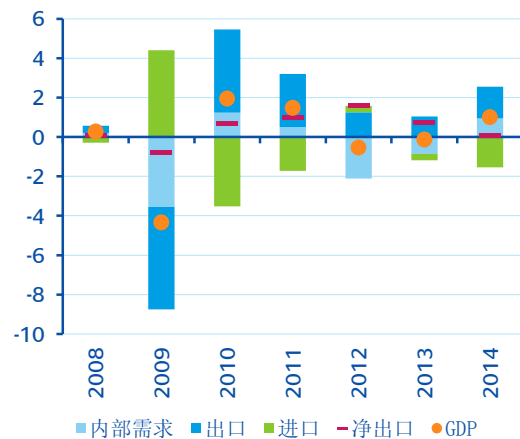
在私人消费方面，劳动力市场持续恶化（自2011年中期起略高于2个百分点，2008年起几乎5个百分点），再加上税收负担增加和通胀高企，大幅削弱了家庭可支配收入，显然，这种情况会继续拖累私人消费。然而，家庭储蓄率减少（2012年减少1%，自2009年起减少了3.5%，这主要是由于信心水平提高从而预防性储蓄减少），加上预期通胀放缓，在一定程度上可以减轻这种现象。此外，特别是在周边国家，家庭去杠杆化将持续。加上限制性融资条件和信心水平仍然较低，使我们预测2013年私人消费进一步萎缩0.6%左右（2012年萎缩了-1.3%）。本预测认为在上一季度小幅复苏之后今年上半年消费大致持平。

私人需求疲弱，加上出口不景气和闲置产能增加，预计将2013年投资会继续萎缩（据我们估计为-1.6%），但没有去年显著（-3.9%）。资本和运输品投资预计下降，而建设投资的减少会继续受到公共开支削减的影响。此外，疲弱的需求前景可能再次导致去库存化，减弱GDP增长约-0.2个百分点。

公共财政需要可持续发展（尽管有几个成员国的赤字目标放宽了），再加上在财政政策的策略方面缺乏回旋余地，2013年将会再次转化为明显的顺周期性政府支出。我们预测公共开支方面略有萎缩（-0.3%）。因此，今年欧元区的公共赤字将下降1个百分点，达到GDP的2.7%，公共债务与GDP比增加至95.2%。

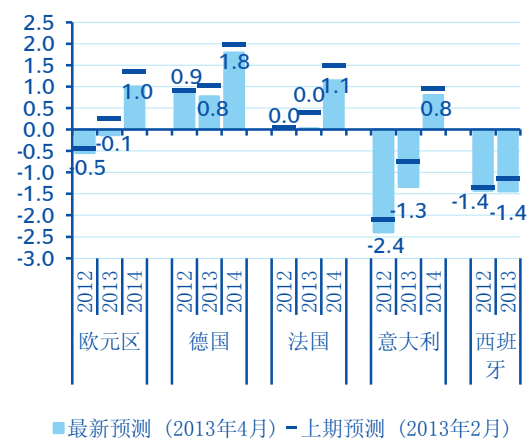
我们的模型假设，2014年许多正在实施当中的紧缩措施将不再对实体经济产生重大影响。一方面，近年来的财政整顿工作已经改善了公共财政，并确保其可持续，而且消除了新主权债务危机的风险。另一方面，一些周边国家银行部门重组，加上银行联盟方面取得的进展，应该会向私人部门恢复信贷流。总之，我们预测国内需求各个方面会有普遍改善：私人消费增长（0.6%），投资增长（3.2%）。

图19
欧洲货币联盟:对经济增长的贡献（百分点）



来源: Eurostat 和 BBVA 研究部

图20
欧洲货币联盟: 各国经济增长预测



来源: Eurostat 和 BBVA 研究部

2013年和2014年出口仍将成为增长的主要动力

2013年出口将继续受益于持续的全球经济增长，但由于2012年第四季度持续大幅下降带来的冲击，我们预计年均增长率会再次下降。此外，进口可能表现的更加稳定（0.8%），但不足以抵消国内需求下降的所带来的影响。预计2014年出口增长会加快（3.5%），并支持投资复苏，不过进口的回升（3.7%，在国内需求复苏的推动下）会抵消其净贡献（0.1个百分点）

(图19)。

预计直到2014年劳动力市场才会有所改善

鉴于就业市场的滞后性，假设在未来几个季度，劳动力市场将继续恶化，但在今年下半年会出现稳定的迹象，我们预测就业会出现新的下降（-0.6%，2012年为-0.7%），这种情况将会推动失业率上升约0.8个百分点，达到12.2%。由于预计经济将以略低于潜在增长率的速度增长，2014年复苏的巩固，将会为创造就业机会铺平道路（0.4%），使失业率略低于12%。

2013年，当周边国家处于衰退之中，德国是唯一的增长引擎

2012年第四季度各国衰退普遍加剧，再加上有证据表明在今年年初周边危机对欧元区核心经济体的负面影响越来越大，使我们降低了对所有国家的经济增长预测，尤其是周边国家，也包括法国（欧元区成员国：详细分析表）。

我们的新预测假定，今年只有德国经济将会增长（由于该国的内部需求相对较强），但增长幅度不会超过2012年（+0.8%）。在法国，尽管赤字目标放宽，关于政府最终将会采取何种财政措施的不确定性对市场信心影响很大，并会加剧国内需求的疲软程度，预计今年这种疲软状况会继续危害增长，抵消净出口的积极影响，使法国经济停滞不前。周边经济体需要继续解决其经济失衡和金融分化问题。目前，我们预测2013年西班牙经济同去年一样萎缩约-1.4%，意大利萎缩速度将减缓至-1.3%（2012年-2.4%）。

我们预测在2014年之前，各成员国不会出现普遍增长的情况。核心国家的增长继续高于欧元区的平均水平（1%），而周边国家表现不佳（图20）。

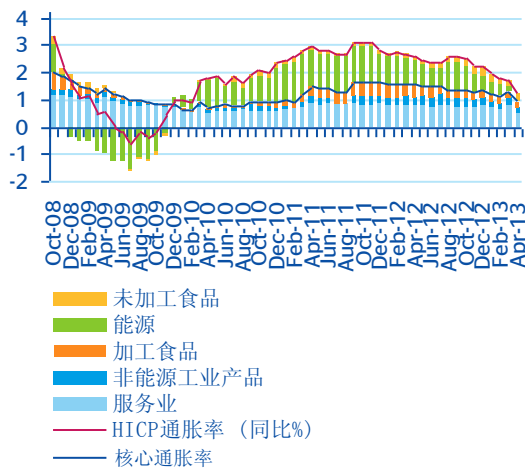
通货膨胀已经低于欧洲央行的目标，预计在整个预测期内将保持 在同一水平

第一季度通胀压力持续得到缓解，在2013年第一季度通胀率平均下降了0.4个百分点，同比达到1.9%。下降原因主要是能源价格增长减缓，而核心通胀降也降低了0.1个百分点，同比达到1.5%，反映国内需求依然疲软。此外，4月份整体通胀下降。与3月份的1.7%相比，4月份下降至1.2%；同时，4月份核心通胀下降约0.4个百分点，年同比达到1.2%（图21）。不过，这种现象只是暂时的，我们预计今年中期通胀会再次上升，然后又缓解，在今年下半年波动范围在1.4% -1.5%左右。因此，预计2013年平均总体通胀率为1.6%，低于2012年0.9个百分点（图22）。另外一种可能是，在未来几个月核心通胀略微上升，然后相对稳定在1.4%左右，2013年下半年年均通胀达到1.5%。

2014年通胀预计会保持相对稳定。虽然有关某些外生变量（大宗商品价格）和/或随意性因素（价格、税收管理）前景的不确定性仍然较高，但通胀风险仍然处于控制之中。

图21

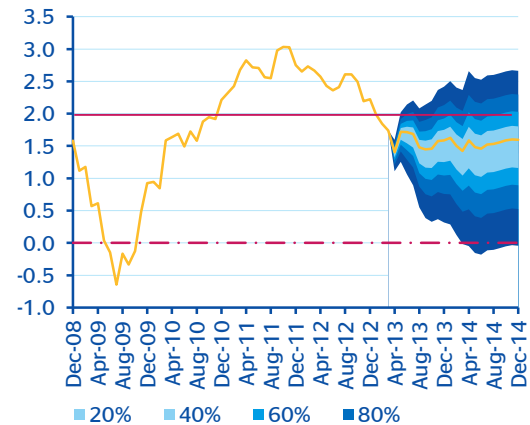
欧洲货币联盟: 主要产品对通胀的贡献 (年度同比)



来源: Eurostat 和 BBVA 研究部

图22

欧洲货币联盟: 通胀率 (年度同比)



来源: Eurostat 和 BBVA 研究部

来自于周边国家发展、银行业联盟进展以及欧元区外部环境的下行风险依然存在

2013年第一季的市场动荡（塞浦路斯银行业危机、意大利选举、2012年赤字目标未能达成）产生的影响有限，这说明去年宣布的措施抑制了危机扩大，并降低了欧盟迅速衰退的可能性。然而，欧洲当局能否很好的利用这个机会则存在不确定性。

无论怎样，下行倾向仍然大于上行倾向。周边国家仍然有发生新一轮金融动荡的风险。风险的来源是多种多样的。例如，意大利政府可能无法抵消财政紧缩措施带来的影响，有可能会加剧其主权债务溢价。同时，实行财政大幅调整所带来的各种问题在其他成员国中（如葡萄牙）逐渐显现出来，削弱了政府并引发社会抗议。我们不能排除会出现斯洛文尼亚救助，或在其他国家实施改革和/或削减措施方面遇到麻烦。

其他方面，尽管在欧洲范围内已经取得了一定进展，执行风险依然存在。欧洲央行的OMT计划或将重启，银行业联盟的进程可能会出现延迟。因此，金融分化的情况可能会加剧，进一步抑制信贷向周边国家流动。

最后，在欧元区之外也存在风险，比如新兴市场（尤其是在亚洲）和/或美国经济增长放缓，以及与其他央行（美联储和日本央行）相比欧洲央行干预减少而存在欧元走强的风险，可能会对该地区（尤其是周边国家）的主要推动力-出口-产生影响。

欧元区成员国：详细分析

德国：复苏已经出现，但周边国家经济衰退可能会削弱国内基本面

GDP: +0.0% 2013	+1.1% 2014	HICP:	+1.4% 2013	+1.5% 2014
-----------------	------------	-------	------------	------------

2012年最新官方信息：在过去的一年经济增长稳步下降，但第四季度显著萎缩（季度环比-0.6%；BBVA研究部：季度环比-0.4%），主要受到出口下降的影响。亚洲和美国经济放缓、其他欧元区国家经济进一步衰退以及欧元升值使得出口疲软。尽管如此，2012年净出口对GDP增长的贡献为1.2个百分点。外需下降也反映在投资下降（-1.9%）和库存减少（-0.6个百分点）。来自私人消费（+0.6%）和公共支出（+1.4%）的支持并未能抵消这种负面影响，从而导致国内需求出现负贡献（-0.3个百分点）。因此，2012年GDP仅增长0.9%，低于2011年的3.1%。

2013年第一季度估计情况：到目前为止公布的数据显示，年初时GDP已经再次增长（季度环比0.4%）。就业以稳定速度增长（季度环比大约0.2%），失业率控制在5.4%。劳动力市场的好转再次增强了消费者信心，2013年第一季零售额增长季度环比达到1.5%，可见私人消费持续对增长做出积极贡献。此外，从截止到2月份的贸易差额信息来看，2012年年底出口大幅下降是暂时性的，特别是由于来自外部的订单，2月和3月工业订单呈回升趋势，提高了未来几个季度的预测，而进口也再次下降。因此，净出口应该会对复苏做出积极贡献。不断上升的需求反映在2月份和3月份工业生产的增长上，2013年第一季度环比增长约0.5%（2012年第四季度环比-2.6%），而预计需求增长应该会鼓励投资。然而，3月和4月信心指数的恶化增加了经济活动复苏可持续性方面的疑虑，不过暂时还没有反映在定量指标上。

2013年和2014年的展望：我们估计在预测期内经济会逐渐复苏，国内需求的上升会取代出口成为拉动增长的主要动力，预计今年出口会持续放缓。然而，考虑到2012年第四季度表现较差，再加上周边国家经济衰退的潜在影响，我们对先前所做的增长预测做出了轻微下调，即2013年为下调0.2个百分点，达到0.8%，2014年为1%。劳动力市场的持续改善会使工资增加，加上通货膨胀和融资成本降低，家庭消费将会增长，预计2013年和2014年分别增长0.8%和1.2%。国内需求将会改善、新兴经济体需求强劲以及融资成本较低将会促进投资复苏（2013年0.6%，2014年4.4%）。国内需求的复苏将有助于提升进口，加上预计出口放缓，将会消除净出口对增长的贡献（2013年为0.0个百分点，2014年为0.1个百分点）。

通胀前景：由于能源价格降低，2013年第一季一般通胀继续下降0.3个百分点，年同比达到1.7%，而3月份潜在通胀再次上升了0.1个百分点，达到1.6%，反映出国内需求有弹性。劳动力成本的上升可能会转嫁到最终价格，部分抵消食品和能源价格的较低通胀。因此，我们预计2013年平均通胀率下降0.4个百分点至1.7%，2014年保持相对稳定（1.8%），高于整个欧元区的通胀预期（2013年为1.6%，2014年为1.5%）。

公共部门：2012年公共财政实现的盈余占GDP的0.2%，符合我们的预期，但比政府的赤字目标低0.7个百分点（BBVA：-0.1%；政府：-0.5%）。结构调整占GDP的1.3%，抵消了高于预期的利息支付（-2.5%，预测为-2.3%）。关于2013年，政府维持其赤字预测（即占GDP的-0.5%），鉴于2012年的良好表现，我们认为该目标可以实现。事实上，我们预计2012年2.6%的结构性盈余将会下降到2013年的2.2%。2012年年底公共债务占GDP81.9%，仍然低于欧元区的平均水平

法国：2013 年经济仍将停滞不前，而 2014 年的适度复苏将取决于所执行的经济政策

GDP: +0.0% 2013	+1.1% 2014	HICP:	+1.4% 2013	+1.5% 2014
-----------------	------------	-------	------------	------------

2012年最新官方信息：即2012年上半年的低迷表现之后，第四季度GDP下降（季度环比-0.3%；BBVA研究部：-0.2%），抵消了前一个季度经济活动的轻微复苏，导致全年经济停滞不前。正如在前一年所看到的那样，私人消费进一步减弱，结果到2012年年终略有萎缩（-0.1%）。就业市场持续下滑（2012年底下降到10.6%），再加上税收增加和高通胀（2.2%），导致需求疲软。实际可支配收入（约-0.5%）和消费者信心下降。内需前景令人堪忧，加上欧洲危机的不确定性，使投资停顿（0%，2011年为3.5%），公司存货大幅下降（-1个百分点），不像其他经济体（如德国）那样，出口并没有明显受益于全球需求的增长（尤其是新兴经济体的强劲增长），结果反而减缓了3个百分点至2.5%（增长低于欧元区的平均水平）。进口下滑（-0.3%）使得净出口仍然做出积极贡献（0.8个百分点），加上公共消费的增加（1.4%，2011年为0.2%），抵消了私人消费的显著下降。

2013年第一季度预测：截至目前的数据表明前景并非很好，因为年初经济可能会再次萎缩，这意味着我们的预测可能会下调（BBVA研究：季度环比0%）。一方面，2013年第一季度信心指数显示出混合迹象，欧共体指数出现了一些改善，而采购经理人指数持续呈螺旋式下降，甚至显示衰退可能会变得更糟。然而，两组指数均表明国内需求稳步下降，似乎延伸到2013年第二季度。关于定量指标，2013年第一季度失业率再次上升，约0.4个百分点，3月份达到11%，因此会持续限制私人消费。散户储蓄保持低迷，直到2月份，消费者支出加速下滑（季度环比-0.4%，2012年第四季季度环比-0.1%）。尽管需求下降，工业生产下滑减速（季度环比-0.4%，2012年第四季季度环比-2.1%），不过新增订单下降，特别是国内订单，这意味着工业生产和投资方面近期内很难复苏。最后，截止到2月份的贸易差额信息对年初净出口的支持引发了更多疑虑，因为出口持续下跌，尽管步伐放缓，而进口略有上升。

2013年和2014年的展望：日益疲软的国内基本面使我们对增长预测做出了下调，2013年调整到0%，2014年调整到1.1%。尽管预计今年经济停滞，但下半年经济或将复苏。一方面，政府放宽了财政目标，这降低了需要进行更大财政调整的不确定性，有助于消费者和企业信心的提高。出口的增长会提高内需，加上较低的融资成本，将会促进投资。国内需求逐步改善（2013年-0.3个百分点，2014年1个百分点），同时在这两年公共消费增长（约0.5%）的支持下，进口会增长，尤其是在2014年，将会抵消净出口（2013年0.3个百分点，2014年0.1个百分点）方面的积极贡献。

通胀前景：2013年第一季度一般通胀继续明显下降，约-0.5个百分点，到3月份年同比达到1.1%。3月份潜在通胀降幅减缓，即-0.3个百分点，年度增长0.9%。鉴于未来经济前景依然不明朗，在未来几个月内通胀将保持相对稳定，今年下半年可能略有增长（由于家庭支出的增加）。总之，2013年年均通胀率为1.4%，2014年为1.5%。

公共部门：2012年赤字占GDP的-4.8%，比2011年低0.4个百分点，比上次预测高0.3个百分点（BBVA和政府预测：-4.5%）。2013年法国政府预测的名义公共赤字为-3.7%，是从-3%所做的修订，主要鉴于GDP更加负面性的增长预测以及2012年高于预期0.3个百分点的赤字基数效应。一般来说，赤字削减措施是在2013年预算中批准的那些措施，主要是基于增税。我们估计2013年的公共赤字将达到GDP的-3.8%，比官方目标高0.1个百分点。此外，低于3%临界值的名义赤字将会推迟一年，现在设定为2014年。在2012年年底，公共债务占GDP的90.2%

意大利：2013年经济活动以较为缓和的速度下滑，但已经显示出会在今年下半年复苏的迹象，为2014年经济的小幅增长铺平了道路

GDP: -1.3% 2013 +0.8% 2014 HICP: +2.0% 2013 +1.7% 2014

2012年最新官方信息：2012年第四季度经济活动下降略大于预期（季度环比下滑0.9%；BBVA研究：季度环比下滑0.6%）。特别值得注意的是出口的放缓，以及投资和私人消费进一步的恶化。因此，在2012年全年GDP萎缩了2.4%。尽管有外部需求的支持，但不足以抵消国内需求大幅下降带来的负面影响，鉴于居民消费的大幅下滑（同比下降4.3%），且政府消费也有所下降（同比下降2.9%），这都反映在了投资（-8%）和进口（-7.8%）的急剧下降。由于进口趋弱，净出口对经济的贡献（2.8个百分点）抵消了国内需求的负面贡献（-5.2个百分点）。

2013年第一季度预测：目前的数据表明，经济萎缩趋势将有所缓和，符合我们对GDP季度环比萎缩0.3%的预期。1月和2月零售销售下降（相对于2012年第四季度下降0.5%），相对于当时季度环比下降1.1%有所改善。在今年头两个月工业订单下降3.5%，类似于2012年第四季度的趋势。然而，国内订单和国际订单的表现有明显差别，因为前者下降幅度更大，但比后者更有韧性。在这一年里工业生产基本上保持稳定，虽然3月份工业信心指数并非令人鼓舞，这一切似乎表明，生产将以较缓慢的速度下降。贸易差额信息继续显示今年年初出口疲软，虽然我们预计出口将继续是经济活动的支柱。2013年第二季度缺乏其它数据，主要是信心指数，似乎表明经济衰退将继续减弱。

2013年和2014年展望：预计2013年经济衰退会有所缓解，预计明年经济略有复苏。我们对先前2013年GDP预测进行了下修，虽然我们仍然预计经济衰退的幅度小于2012年。我们目前预计今年经济收缩1.3%。我们对2014年的预测基本保持不变（增长0.8%）。2013年国内需求对GDP增长的拖累达到2.4个百分点，因为预计投资（-3.8%）、居民消费（-2.3%）和政府消费（-1.5%）都将大幅下降。关于对外部门，预计今年将拉动经济增长1.1个百分点，主因出口增长，进口下降。然而，预计2014年国内需求和外部需求均会对经济增长有正贡献（为0.4个百分点）。预计国内需求的各个方面几乎均从负转正，尤其是投资，预计在明显下降之后投资会增长2.7%。2014年更强劲的国内需求将导致进口增加，这将会降低净出口的贡献。

通胀前景：2012年增长之后，预计2013年通胀率将会放缓至2%左右，2014年继续回落到1.7%，由于与能源相关的通胀水平趋缓。然而，通胀前景仍面临高度的不确定性，尤其是在宣布停止上调增值税之后，这样会对我们的通胀预测有下行风险。

公共部门：2012年公共赤字占GDP比重为-2.9%，基本上符合我们的预期和政府修订目标（BBVA和政府：-2.8%）。结构性赤字为-1.9%，周期性赤字估计为-1%。利息支付占GDP的-5.4%。2013年新赤字目标从2012年初宣布的-1.7%改为-2.9%，主因增长预测下修，以及主权债务清算的影响。我们的基础情景预测符合赤字目标，结构性改革的影响将低于过去两年，虽然有一定风险，比如取消上调增值税以及房产税的实施（原则上讲这是暂时的），可能会使赤字目标改变约0.4个百分点。2012年年底，该国公共债务占GDP约127%，比2011年年底记录的数据高出6.2个百分点。

西班牙：2013 年经济将再度收缩，2014 年将会恢复增长

GDP: +1.4% 2013

+0.9% 2014

HICP: +1.7% 2013

+1.2% 2014

2012年最新官方信息：2012年最后一个季度西班牙经济按季环比收缩-0.8%。全年实际GDP同比收缩-1.4%。经济活动放缓主因国内需求疲弱，对增长的贡献为-3.9个百分点。相反，由于出口增加进口走弱，外部需求再次起到了平衡作用，对增长的贡献为2.5个百分点。2012年投资再次大幅下滑，主因建筑行业投资持续恶化。

2013年第一季度预测：西班牙一季度GDP初值按季环比收缩0.5%，意味着经济活动疲弱的趋势在过去的三个月有所缓和，尽管改善幅度低于预期（BBVA研究部：按季环比下降0.3%）。基于可掌握的信息表明国内需求小幅收缩，拖累增长0.9个百分点。外需较2012年末走强，表明外部因素成为西班牙经济企稳复苏的支柱，拉动经济增长0.5个百分点。唯就业市场仍然疲弱，但较2012年下半年有所好转。

2013年和2014年展望：预计在最初几个季度中西班牙经济仍然处于衰退之中，最有可能出现的情况是，2013年GDP同比下降1.4%，同2012年情形类似。到2014年经济增长前景改善，我们预计2014年经济会再次扩张（同比增长0.9%），得益于外部环境持续改善，经济体内部调整的顺利完成，以及财政紧缩政策的放宽。预计在2013-2014年，西班牙受到外部因素影响，出口表现稳健对增长起到推进作用。因此，2013年外部需求预计将对GDP增长贡献达到2.5个百分点，而内需则仍为负面贡献（估计在-4.5个百分点）。到2014年，近年来投资显著下滑的情形有望告一段落，并出现轻微的改善迹象，从而一定程度上抵消内需下行所带来的负面影响（估计对增长贡献为-0.4个百分点），而外部环境将持续对经济复苏提供支持。

通胀前景：由于在2012年下半年税收变化而出现基数效应，预计2013年至2014年通胀会继续回落。对需求方面还没有出现通胀压力的迹象，最新的数据显示通胀持续面临下行压力。今年平均通胀率预计在1.7%左右水平，略高于欧元区整体通胀预期。预计2014年通胀率为1.2%。

公共部门：2012年西班牙政府赤字占GDP的7%，不包括向金融业的救助（占GDP的3.6%），该终值比政府目标高出0.7个百分点。名义财政赤字收窄了2个百分点，结构性赤字下降约3.9个百分点，占GDP的3.3%。除去向公共债务支付的利息，主要结构性赤字的调整占GDP超过4.4个百分点，几乎达到财政预算平衡（赤字占GDP的0.3%）。政府修订了2013年和2014年的赤字目标，即由4.5%和2.8%分别调整为6.3%和5.5%。提出了一系列新的措施，其中包括新增税收，另外支出方面，已经宣布的改革继续推进。然而，财政整顿政策不足以抵消经济活动趋弱产生的负面影响。因此，2013年财政赤字将会仍然徘徊在占GDP约6.5%的水平

框 3：葡萄牙：需更多的时间进行财政整顿，尽管削减幅度更大

2013年初经济衰退有望缓解

近期的前瞻性指标显示，经济下行趋势在2013年一季度和第二季度伊始有所放缓。

2013年最初几个月市场信心较去年末有所提高。4月份消费者信心指数持续攀升（达到-53.6点，比2012年10月的历史低点高出6.5点），虽然仍偏离历史均值约1.5个标准差（-37.7）（图23）。经济气候指标也持续改善（达到82.4点，比2012年10月最低点高出6.1点），虽然同样的目前仍较历史平均水平偏离1.3个标准差（93.7点）（图23）。

与2012年第四季度的表现相比，商业数据增长动能改善。工业生产指数第一季度按季环比上升3.7%，在2012年第四季度曾环比下降3.8%。零售销售在2013年第一季度开始复苏（按季环比增长1.9%）（图25）。

将这些信息纳入我们的MICA-BBVA模型，我们由此预测，葡萄牙经济在2012年四季度大幅收缩之后（按季环比下降1.8%），2013年第一季降幅有望收窄，按季环比下降0.5%（图26）。

又是经济衰退的一年，尽管降幅趋缓

正如我们在上一期葡萄牙经济展望中所述，我们对2013年的增长预测由先前同比下降1.2%，下修至同比下降2.3%。下修主因是由于2012年底该国经济表现不佳所引起的基数效应，以及内需降幅大于预期。

然而，我们的基线情景假设预计净出口将继续是2013年增长的主要推动力（对增长的净贡献为1.6个百分点），虽然出口前景仍然有很多不确定性。预计出口按年同比将会增长0.8%，低于2012年的同比3.3%增速，而进口在上一年同比下降6.9%之后，今年有望降幅收窄至同比下降3.4%（图27）。在国内需求方面，财政整顿和财务状况对私人消费和投资将继续产生负面影响，使得私人消费和投资今年同比仍将下滑，虽然降幅趋缓。我们认为私人消费将同比下降3.3%，而2012年同比下降了5.6%，投资在2012年同比下降14.5%之后可能在今年继续收缩8.2%。包括公共部门在内，2013年内需将拖累经济增长3.9个百分点，而我们先前预测的是拖累2.5个百分点。

需更多的时间进行财政整顿…

在由欧盟委员会、欧洲央行和国际货币基金组织组

成的“三驾马车”通过了该国第七次救助实施评估之后，赤字目标进行了修订，放宽葡萄牙政府一年（至2015年）已达成财政赤字占GDP比重低于欧盟《稳定与增长公约》所规定的3%临界值。2013年的赤字目标从占GDP的4.5%放宽至5.5%，2014年从占GDP的2.5%放宽至4%，2015年的赤字目标设定为2.5%。减赤期限延长的决定基于葡萄牙严格按照同“三驾马车”所商定的方案实行财政紧缩措施，以及该国经济增长前景的下修，主因外部需求表现恐不及预期。这也符合目前对于若减赤目标未能达成的主因在于经济复苏低于预期，则不应过度整顿公共财政的普遍共识。

… 采取新措施以满足额外的资金需求

葡萄牙政府在3月获准放宽减赤期限，并同意以主要由增加税后之后减少公共支出的中期财政改革来满足额外融资需求。加上葡萄牙宪法法院此前否决了政府提出的预算案，认为该计划仅取消对公务员和退休公务员的夏季奖金是不公平的，促成政府后来宣布新的2013至2015年税收措施。

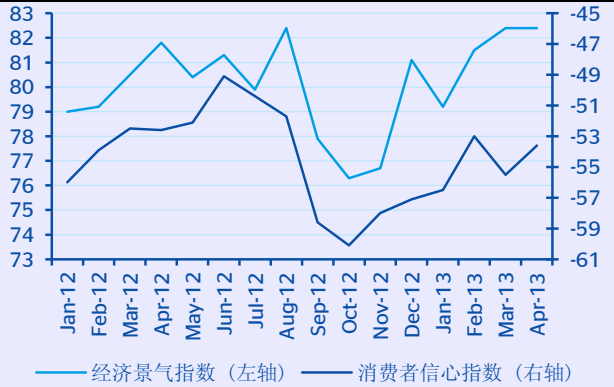
新方案拟提高退休年龄，即从当前的65岁提高至66岁6，并延长公务员工作时间（从目前每周35小时增加至40小时），裁减3万名公务员。据估计，这些措施可以为政府节省约48亿欧元（占GDP的3%）的公共支出，目标将该国结构性赤字降至近平衡水准（占GDP的-0.2%），符合今年1月国际货币基金组织提出的建议。

2012年的赤字和2013年的预测

2012年底葡萄牙的公共财政赤字占GDP的6.4%，若考虑出售ANA机场管理权所得和其他一次性的措施，赤字将降低至占GDP的5.3%，比最新预估值高出0.3个百分点（BBVA和政府，5%）。与赤字目标的偏差主要是由于经济衰退加剧以及利息支付额的增加（分别为+0.2个百分点和+0.1个百分点）。我们对2013年的基线情景假设认为政府将会实现既定的赤字目标（占GDP的4.4%）。根据我们的计算，所需结构性调整约占GDP的3.2%，这将部分被经济衰退带来的周期性影响所抵消（-2.3%）。结构性赤字预计占GDP的3.2%，大约在2018年将会达到结构性平衡，与葡萄牙政府所提交的时间表相符

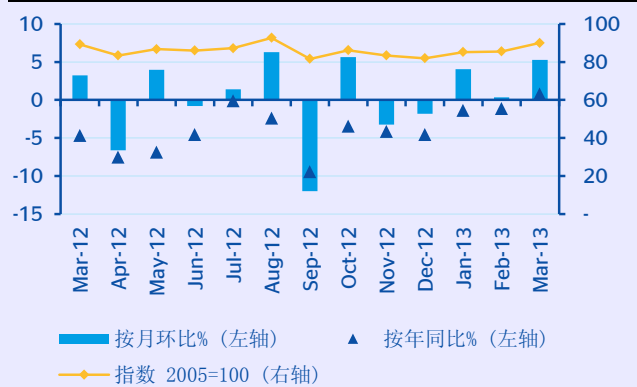
6: 退休的法定年龄仍然在65岁，虽然在2014年以该年龄退休的职工将无法拿到全额退休金。

图 23
葡萄牙：经济景气指标 (ESI) 和消费者信心



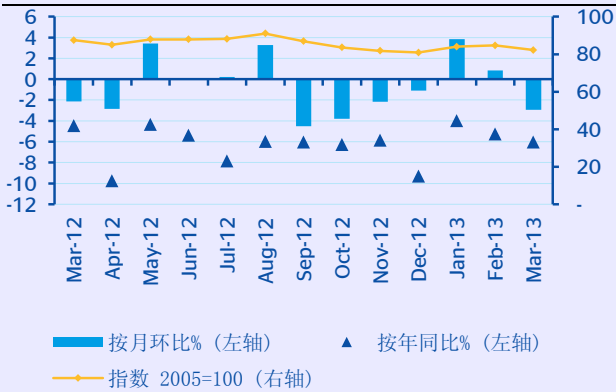
来源: BBVA 研究部和 HAVER

图 24
工业生产 (经季节性和工作日调整)



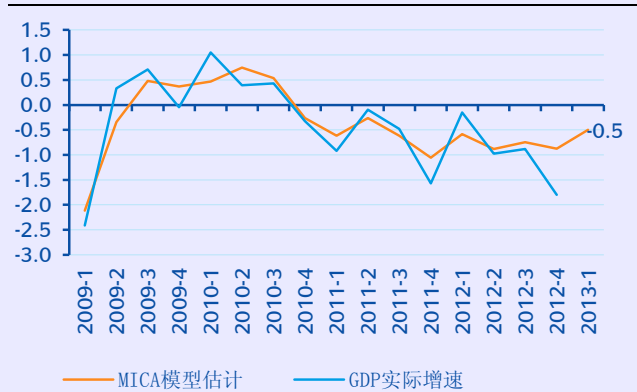
来源: BBVA 研究部和 HAVER

图 25
零售销售额 (经季节性和工作日调整)



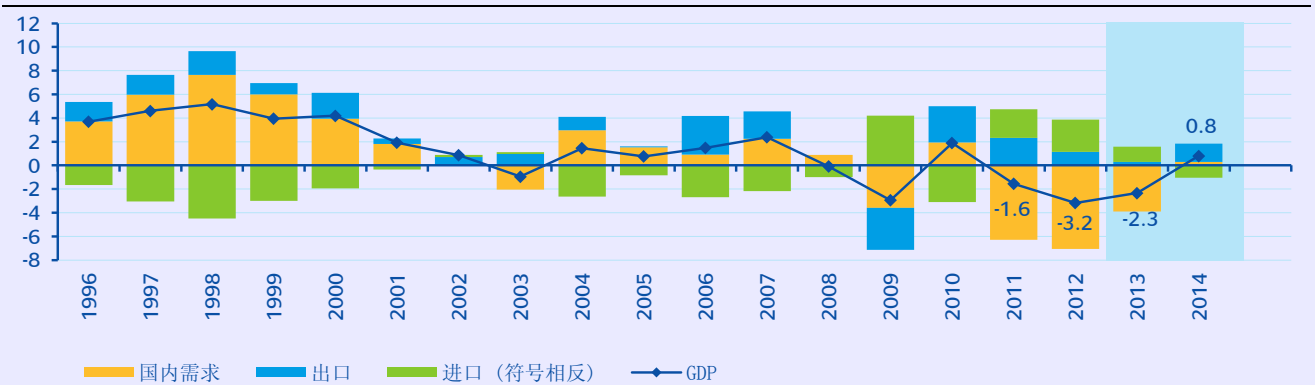
来源: BBVA 研究部和 HAVER

图 26
MICA 模型预测和 GDP (按季环比%)



来源: BBVA 研究部和 HAVER

图 27
葡萄牙：GDP 增长贡献 (按季环比%)



来源: BBVA 研究部和 HAVER

框 4：英国：2013 年复苏将会继续巩固，得到强劲内需的支撑，2014 年将会获得增长动力

2013 年第一季经济复苏，由于得到了服务业改善的支持…

英国GDP今年第一季度按季环比增长0.3%，略好于预期（BBVA研究部：0.2%；市场预测：0.1%），2012年第四季度GDP则环比下降，虽然部分原因在于奥运相关的一次性刺激措施。此外，该数据显示服务业活动持续改善对经济复苏起到支撑（按季环比增长0.6%），约占各产业总增量（GVA）的75%，而工业生产增速则小幅攀升（按季环比增长0.2%），建筑业活动增速再次下降（按季环比下滑2.5%），主因公共开支削减的影响。

… 证明国内需求的韧性

虽然需求方面GDP详细数据尚未公布，但从今年一季度已知数据推断，国内需求的稳健表现再次成为支撑经济增长的主要动力（+0.3个百分点），继续自2012年以来的趋势。尽管消费市场前景略显黯淡且劳动力市场走弱（图28），零售销售额在第一季度再次增加，表明居民消费增速已经企稳回升至去年下半年的水平（按季环比增长约0.3%）。此外，工业生产活动逐步改善，反映在投资的增长，尤其是当公司的产能利用率已经在其历史平均水平，伴随着过去几个季度的去库存过程。最后，政府消费支出有所趋弱，虽然其对经济增长仍有拉动作用。

关于对外部门，尽管仍然处于低迷之中，出口可能表现稍好（图29），得益于欧元区经济表现有所转好（占英国出口总额45%），更重要的支持来自于美国经济的复苏（占英国出口总额16%），以及英镑贬值的影响（兑欧元贬值超过5%，兑美元贬值约4%）。虽然进口可能也较有韧性，我们的预测表明净出口没有拖累经济增长（0.0个百分点）。

2013 年第二季度已公布指标显示英国经济持续复苏，但也显示出脆弱的基本面…

二季度经济活动数据（非常有限，目前仅有4月景气数据）表明经济继续增长，甚至动能有回升态势，符合我们预期（2013年第二季度按季环比增长0.4%）。此外，综合采购经理人指数（PMI）再次上升，维持在50的荣枯分界线以上，类似于2011年中期的水平，经济增速也较相近。该项调查的分项指数表明，年初所观察到的趋势仍将继续，服务业增速加快，而工业生产几乎停滞，建筑业下滑趋缓，这可能在一定程度上反映出纳税人对房地产市场的“补贴”。

然而，4月份消费者信心指数轻微恶化，部分反映了通胀攀升，劳动力市场小幅走弱，以及近期工资升幅放缓，加上工业部门的前景黯淡，证明了国内需求基本面的脆弱性，并影响经济复苏。

… 采取更多的措施来支持经济复苏

一方面，虽然英国政府坚持其财政整顿计划直到2015-2016财年（自2010-2011年占GDP的8.7%以来），并没有在财政压力之下对计划做出放宽，3月份英国政府通过了2013-2014财年的中性预算案，并对财政整顿的一些方面做出调整，与先前宣布的占GDP约1.6%相比，调整后的比重约占GDP的0.7%。因此，赤字将增加约0.05个百分点，达到6.8%的水平，使英国公共债务占GDP比重达到95.5%。此外，为了促进经济增长支持经济复苏，政府宣布增加资本投资，其融资渠道主要来自过去几年对公共开支的削减。此外政府还宣布了其他措施，其中最值得注意的是降低企业员工税负等商业发展措施，取消了原定于9月份生效的增加燃料税计划，以及对新房购买者提供融资的“购房援助计划”（Help to Buy）。长期来看，政府宣布2015年降低企业所得税，同时提高银行税率。

当预算案出台后，对英格兰银行的监管职能也进行了修改，强调了货币政策在促进经济增长方面的作用。政府继续维持2%的通胀目标，而在该政策对调控通胀和经济增长的影响方面将会有更大的透明度。目的是改善货币政策工具和中介指标以及其传导机制。因此，尽管还没有真正的显著变化，但为更加积极的使用政策工具奠定了基础，使得新行长有更多余地选择货币政策工具。

最后，融资换贷款计划（Funding for Lending Scheme）期限被延长一年（至2015年1月），且融资的对象也将扩大，加大了对中小企业的贷款，通过其他中介机构和银行渠道等。然而，尽管此计划有助于降低融资成本，但仍未从私部门贷款的改善中反映出来，证明在经济前景不明朗的形势下市场对信贷需求仍然较弱（图31）。

居民消费的韧性和投资回升将是经济复苏的关键

鉴于经济活动的复苏，2012年以来劳动力市场的稳健性将持续存在，虽然就业机会增速将在2013年有所放缓，考虑到兼职员工的工作时长会增加，而非增加雇员人数。因此，2013年失业率将保持相对稳定水平，并在2014年有所回落。然而，我们认为2012年底工资

升幅放缓将延续到今年，加上通胀上升，最终将导致家庭实际可支配收入的减少。这一点，加上较低的消费信心水平，使我们预计2013年居民消费增速将略有放缓（增长1.1%）。2014年，家庭消费增速将再次提升至1.5%，虽然仍低于危机前的增长水平。

对于私部门需求可持续性的预期，加上预算案中提出的公共投资计划，以及政府对新购住房的政策支持都会引发投资再度上升（预计2013年和2014年分别同比攀升约4%和6%），同时也受到出口改善的促进。此外，融资换贷款计划（Funding for Lending Scheme）期限的扩大将会继续放宽私部门的信贷条件。

最后，3月份的预算案所提出的财政整顿变化将导致2013年公共支出增长几乎停滞，这不会如我们在三个月前所预期的那样拖累经济增长，尽管在2014年预计将会拖累增长约0.7%。

综上所述，2013年国内需求对经济增长的贡献将为1.2个百分点，2014年为1.7个百分点（图31）。

尽管对外部门表现疲软，净出口的负担将会逐渐消失

在2012年出口增长停滞之后，我们的预测表明，2013年出口将会有所改善（增长1.1%），得到欧元区区域内进口动能上升以及英镑贬值（约8%）的支持。后者也将对英国的进口产生影响，预计今年进口增速将放缓至同比增长1.7%（2012年为2.7%）（图31）。因此，净出口将拖累GDP增长0.2个百分点（2012年拖累增长0.9个百分点）。2014年欧元区成员国的复苏以及全球需求加速回暖，将促进出口攀升，使其增速超过进口增速，导致净出口拉动经济增长约0.1个百分点，英国的经常账户赤字也有望收窄（占GDP的-2.8%）。

2013年经济缓慢复苏，2014年增速回升至潜在增长水平附近

鉴于上述情况，我们预测英国经济在今年其余时间里会适度和持续的增长（类似于2013年第一季度的情况）。尽管今年初国内需求的基本面趋弱（失业率略有增加，通胀攀升），被消费和公共投资的小幅增长所抵消。因此，我们维持对于2013和2014年的增长预测，分别为1%和1.9%。

在预测期内通胀将维持在2%以上

2013年第一季通胀进一步攀升，3月份达到2.8%，略高于预期，反映了物价水平的上升。鉴于商品价格略有上涨和英镑贬值，我们预计2013年平均通胀率为2.8%，今年下半年将有所回落，到2014年达到2.2%的水平。

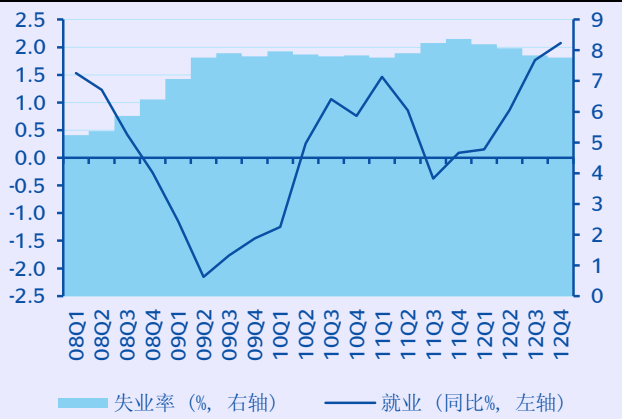
基于上述预期，货币政策态势将较为稳定

一季度GDP增长好于预期，加上同期通胀攀升，降低了在短期内延长非常规货币政策措施的可能性。基于此，以及我们对于经济增长和通胀前景的预期，我们预计英国央行在接下来的三个季度中将会维持其货币政策态势不变，基准利率将维持在0.5%的水平，并保持资产购买计划（3750亿英镑）规模不变。

然而，7月中旬行长的变更增加了货币政策框架执行时的变数，不仅针对通胀目标，而且以降低生产活动的波动性作为制定政策的基础，正如3月英国央行所通过的目标策略那样。

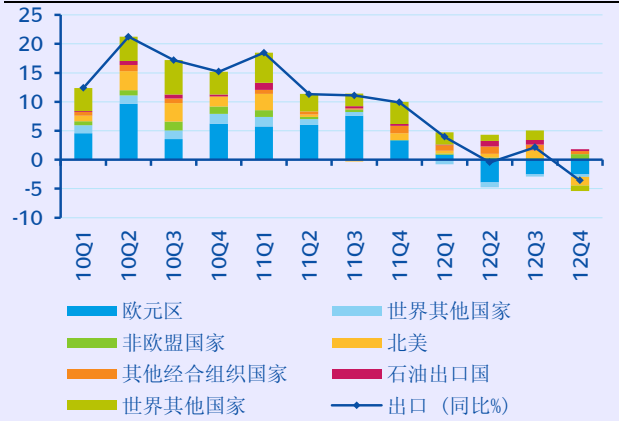
这种新的框架，若欧元区经济在预测期内出现更大程度的疲软，将成为英国当局主要的担忧，使得英国央行有可能将升息时间推迟到2014年底甚至更往后，这与我们三个月前所做的预测不同（从第二季度起）。

图 28
英国：劳动力市场



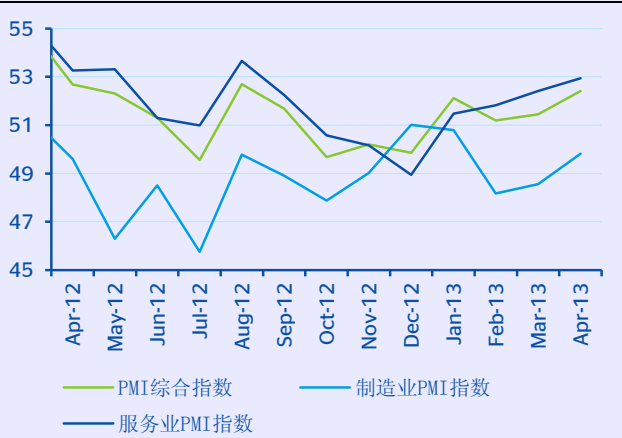
来源: ONS 和 BBVA 研究部

图 29
英国：出口增长贡献



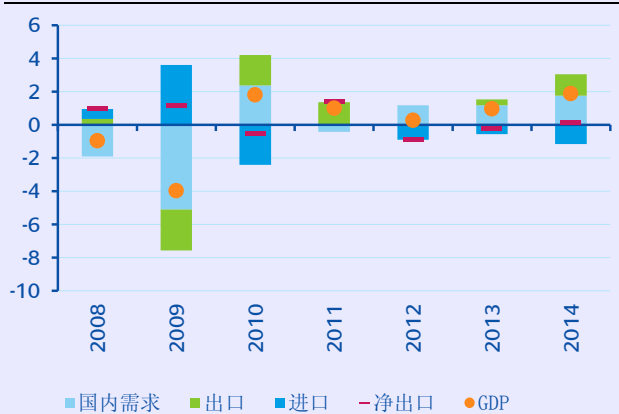
来源: ONS 和 BBVA 研究部

图 30
英国：PMI 采购经理指数



来源: ONS 和 BBVA 研究部

图 31
英国：对经济增长贡献（百分点）



来源: ONS 和 BBVA 研究部

5. 表格

表 1

欧元区预测

年度同比	2010	2011	2012	2013	2014
实际 GDP	1.9	1.5	-0.5	-0.1	1.0
私人消费	1.0	0.1	-1.3	-0.6	0.6
公共消费	0.8	-0.2	-0.3	-0.3	0.2
总固定资产形成	-0.5	1.6	-3.9	-1.6	3.2
库存 (*)	0.6	0.2	-0.6	-0.2	0.0
国内需求 (*)	1.2	0.5	-2.1	-0.9	0.9
出口 (货物及服务)	11.0	6.4	2.9	2.3	3.5
进口 (货物及服务)	9.5	4.3	-0.8	0.8	3.7
外部需求 (*)	0.7	1.0	1.6	0.7	0.1
价格和成本					
CPI	1.6	2.7	2.5	1.6	1.5
核心 CPI	1.0	1.7	1.8	1.5	1.5
劳动力市场					
就业	-0.5	0.5	-0.7	-0.6	0.4
失业率 (占劳动力百分比)	10.1	10.2	11.4	12.2	11.8
公共部门					
盈余 (+) / 赤字 (-) (% GDP)	-6.2	-4.1	-3.7	-2.7	-2.2
公共债务 (% GDP)	85.5	87.3	90.7	93.5	93.8
对外部门					
经常帐余额 (% GDP)	0.0	0.2	1.2	2.0	2.1

(*) 对 GDP 贡献

来源: BBVA 研究部

表 2

宏观经济预测: GDP

年同比增长率	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	-0.1	1.0
德国	4.0	3.1	0.9	0.8	1.8
法国	1.6	1.7	0.0	0.0	1.1
意大利	1.7	0.5	-2.4	-1.3	0.8
西班牙	-0.3	0.4	-1.4	-1.4	1.1
英国	1.8	1.0	0.3	1.0	1.9
拉美 *	6.2	4.3	2.8	3.4	3.6
墨西哥	5.4	3.9	3.9	3.1	3.1
巴西	7.6	2.7	0.9	3.4	3.8
EAGLES **	8.4	6.6	5.1	5.6	6.0
土耳其	9.2	8.5	2.3	4.0	5.5
亚太地区	8.2	5.7	5.3	5.4	5.8
日本	4.7	-0.6	2.1	1.7	1.7
中国	10.4	9.2	7.8	8.0	8.0
亚洲 (不包括中国)	6.7	3.4	3.6	3.8	4.3
全球	5.1	3.9	3.2	3.3	3.9

* 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和委内瑞拉

** 巴西、韩国、中国、印度、印尼、墨西哥、俄罗斯、中国台湾和土耳其

预测截至时间: 2013 年 5 月 7 日

来源: BBVA 研究部

表 3

宏观预测：通胀率（均值）

(年增长率)	2010	2011	2012	2013	2014
美国	1.6	3.1	2.1	2.1	2.2
欧元区	1.6	2.7	2.5	1.6	1.5
德国	1.2	2.0	2.0	1.7	1.8
法国	1.5	2.1	2.0	1.4	1.5
意大利	1.5	2.8	3.0	2.0	1.7
西班牙	1.8	3.2	2.4	1.7	1.2
英国	3.3	4.5	2.8	2.7	2.2
拉美 *	6.4	8.0	7.5	8.4	8.4
墨西哥	4.2	3.4	4.1	3.9	3.5
巴西	5.0	6.6	5.4	6.2	5.4
EAGLES **	5.3	6.0	4.2	4.4	4.6
土耳其	8.6	6.2	8.5	6.9	5.9
亚太地区	3.6	4.7	3.0	3.1	3.6
日本	-0.7	-0.3	0.0	0.1	0.7
中国	3.3	5.4	2.6	3.0	4.0
亚洲（不含中国）	3.7	4.3	3.3	3.2	3.4
全球	3.7	5.1	4.1	3.9	4.0

* 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和委内瑞拉

** 巴西、韩国、中国、印度、印尼、墨西哥、俄罗斯、中国台湾和土耳其

预测截至时间：2013年5月7日

来源：BBVA 研究部

表 4

宏观预测：经常帐目（占 GDP 百分比）

	2010	2011	2012	2013	2014
美国	-3.1	-3.1	-3.1	-3.0	-3.5
欧元区	0.0	0.1	1.2	2.0	2.1
德国	6.0	5.7	7.0	6.0	5.5
法国	-1.6	-2.0	-2.3	-1.6	-1.5
意大利	-3.5	-3.1	-0.7	0.1	0.0
西班牙	-4.5	-3.7	-1.1	0.5	1.0
英国	-3.9	-1.6	-4.6	-3.0	-2.8
拉美 *	-0.6	-0.8	-1.4	-1.7	-1.9
墨西哥	-0.1	-0.8	-0.7	-1.1	-1.4
巴西	-2.2	-2.1	-2.4	-3.0	-3.3
EAGLES **	1.6	0.5	0.4	0.4	0.6
土耳其	-6.4	-10.0	-5.9	-6.5	-6.8
亚太地区	3.3	1.6	1.2	1.4	1.8
日本	3.6	2.3	1.7	1.5	1.7
中国	4.0	1.9	2.3	2.8	3.5
亚洲（不含中国）	2.0	1.4	0.4	0.4	0.6

* 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和委内瑞拉

** 巴西、韩国、中国、印度、印尼、墨西哥、俄罗斯、中国台湾和土耳其

预测截至时间：2013年5月7日

来源：BBVA 研究部

表 5

宏观预测：政府赤字（占 GDP 百分比）

	2010	2011	2012	2013	2014
美国	-8.9	-8.7	-7.0	-5.4	-3.8
欧元区	-6.2	-4.1	-3.7	-2.7	-2.2
德国	-4.1	-0.8	0.2	-0.5	0.0
法国	-7.1	-5.3	-4.8	-3.8	-3.0
意大利	-4.3	-3.8	-2.8	-2.9	-1.8
西班牙	-9.7	-9.0	-7.0	-6.5	-5.7
英国	-10.2	-7.8	-6.3	-6.8	-5.7
拉美*	-2.5	-2.3	-2.6	-2.2	-2.2
墨西哥	-3.4	-2.6	-2.8	-2.4	-2.3
巴西	-2.5	-2.6	-3.0	-2.3	-2.5
EAGLES**	-2.8	-1.9	-2.1	-2.2	-2.1
土耳其	-3.6	-1.4	-2.1	-1.9	-1.1
亚太地区	-3.6	-3.7	-3.5	-3.7	-3.2
日本	-9.5	-10.0	-9.5	-10.0	-8.0
中国	-2.5	-1.1	-1.6	-2.0	-1.8
亚洲（不含中国）	-4.5	-5.4	4.8	4.9	-4.1

* 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和委内瑞拉

** 巴西、韩国、中国、印度、印尼、墨西哥、俄罗斯、中国台湾和土耳其

预测截至时间：2013 年 5 月 7 日

来源：BBVA 研究部

表 6

金融变量

政策利率（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	0.75
中国	5.81	6.56	5.75	6.00	6.50
10 年期利率（均值）					
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
汇率（均值）（美元/本国货币）					
美元（欧元兑美元）	0.76	0.72	0.78	0.77	0.77
欧元	1.33	1.39	1.29	1.30	1.30
英镑	0.65	0.62	0.63	0.67	0.68
日元	87.8	79.7	79.8	101.1	112.9
人民币兑美元	6.77	6.46	6.31	6.18	6.02

预测截至时间：2013 年 5 月 7 日

来源：BBVA 研究部

表 7

德国：GDP 增长率和通胀预测

年率	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
私人消费	0.6	0.3	0.8	1.7	0.6	0.8	1.2
公共消费	3.2	3.0	1.7	1.0	1.4	0.9	1.1
总固定资产形成	0.6	-11.5	5.6	6.4	-1.9	0.6	4.4
库存(*)	-0.1	-0.8	0.6	0.2	-0.6	0.0	0.0
国内需求(*)	0.9	-2.2	2.4	2.4	-0.3	0.7	1.7
出口	2.3	-12.8	13.4	7.9	4.3	2.7	5.2
进口	3.0	-8.0	10.9	7.5	2.2	3.0	5.8
净出口(*)	-0.1	-2.9	1.6	0.6	1.2	0.0	0.1
GDP	0.8	-5.1	4.0	3.1	0.9	0.8	1.8
通胀	2.8	0.2	1.2	2.5	2.1	1.7	1.8

(*) 对增长贡献

来源：BBVA 研究部

表 8

法国：GDP 增长率和通胀预测

年率	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
私人消费	0.2	0.3	1.5	0.3	-0.1	-0.1	0.9
公共消费	1.2	2.6	1.7	0.2	1.4	0.5	0.6
总固定资产形成	0.1	-10.4	1.0	3.5	0.0	-1.4	1.8
库存 (*)	0.3	-1.3	0.1	0.9	-1.0	0.0	0.0
国内需求 (*)	0.2	-2.6	1.6	1.7	-0.7	-0.3	1.0
出口	-0.6	-11.8	9.2	5.5	2.5	1.8	4.1
进口	0.6	-9.5	8.4	5.2	-0.3	0.7	3.5
净出口(*)	-0.4	-0.5	0.0	0.0	0.8	0.3	0.1
GDP	-0.2	-3.1	1.6	1.7	0.0	0.0	1.1
通胀	3.2	0.1	1.7	2.3	2.2	1.4	1.5

(*) 对增长贡献

来源：BBVA 研究部

表 9

意大利：GDP 增长率和通胀预测

年率	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
私人消费	-0.8	-1.6	1.5	0.1	-4.3	-2.3	0.1
公共消费	0.6	0.8	-0.4	-1.2	-2.9	-1.5	-0.5
总固定资产形成	-3.8	-11.7	0.5	-1.4	-8.0	-3.8	2.7
库存 (*)	0.0	-1.1	1.1	-0.5	-0.6	0.0	0.0
国内需求 (*)	-1.2	-4.3	2.1	-1.0	-5.2	-2.4	0.4
出口	-2.8	-17.7	11.2	6.6	2.2	2.2	3.9
进口	-2.9	-13.6	12.3	1.1	-7.8	-1.5	3.2
净出口(*)	0.0	-1.2	-0.4	1.5	2.8	1.1	0.4
GDP	-1.2	-5.5	1.7	0.5	-2.4	-1.3	0.8
通胀	3.5	0.8	1.6	2.9	3.3	2.0	1.7

(*) 对增长贡献

来源：BBVA 研究部

表 10

葡萄牙：GDP 增长率和通胀预测

年率	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
私人消费	1.3	-2.3	2.5	-3.8	-5.6	-3.3	0.1
公共消费	0.3	4.7	0.1	-4.3	-4.4	-2.4	-1.4
总固定资产形成	-0.3	-8.6	-3.1	-10.7	-14.5	-8.2	3.7
库存 (*)	0.0	-1.1	0.9	-0.7	0.2	0.0	0.0
国内需求 (*)	0.9	-3.6	2.0	-6.3	-7.0	-3.9	0.3
出口	-0.1	-10.9	10.2	7.2	3.3	0.8	4.0
进口	2.3	-10.0	8.0	-5.9	-6.9	-3.4	2.8
净出口(*)	-1.0	0.6	-0.1	4.7	3.9	1.6	0.5
GDP	-0.1	-2.9	1.9	-1.6	-3.2	-2.3	0.8
通胀	2.7	-0.9	1.4	3.6	2.8	0.7	1.0

(*) 对增长贡献

来源：BBVA 研究部

表 11

西班牙：GDP 增长率和通胀预测

年率	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
私人消费	-0.6	-3.8	0.7	-1.0	-2.1	-3.0	-0.5
公共消费	5.9	3.7	1.5	-0.5	-3.7	-5.1	-1.8
总固定资产形成	-4.7	-18.0	-6.2	-5.3	-9.1	-8.5	1.3
设备和其他产品	-2.9	-23.9	2.6	2.3	-6.6	-4.7	4.9
建筑	-5.8	-16.6	-9.8	-9.0	-11.5	-10.9	-1.0
房屋	-9.1	-23.1	-10.1	-6.7	-8.0	-9.3	0.8
其他建筑	-1.6	-9.1	-9.6	-11.0	-14.6	-12.4	-2.7
库存 (*)	0.1	0.0	0.1	-0.1	0.1	0.0	0.0
国内需求 (*)	-0.5	-6.6	-0.6	-1.9	-3.9	-4.5	-0.4
出口	-1.0	-10.0	11.3	7.6	3.1	4.7	6.4
进口	-5.2	-17.2	9.2	-0.9	-5.0	-4.9	2.8
净出口(*)	1.4	2.9	0.3	2.3	2.5	3.0	1.4
GDP	0.9	-3.7	-0.3	0.4	-1.4	-1.4	0.9
通胀	4.1	-0.3	1.8	3.2	2.4	1.7	1.2

(*) 对增长贡献

来源：BBVA 研究部

表 12

英国：GDP 增长率和通胀预测

年率	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
私人消费	-1.6	-3.1	1.3	-0.8	1.2	1.1	1.5
公共消费	1.6	0.8	0.4	-0.3	2.2	0.3	-0.7
总固定资产形成	-4.6	-13.7	3.5	-2.9	1.5	4.2	6.1
库存 (*)	-0.4	-1.0	0.9	0.5	-0.3	0.0	0.0
国内需求 (*)	-1.9	-5.1	2.4	-0.4	1.2	1.2	1.7
出口	1.2	-8.2	6.4	4.5	-0.2	1.1	4.2
进口	-1.8	-11.0	8.0	0.0	2.7	1.7	3.5
净出口(*)	0.9	1.1	-0.6	1.4	-0.9	-0.2	0.1
GDP	-1.0	-4.0	1.8	1.0	0.3	1.0	1.9
通胀	3.6	2.2	3.3	4.5	2.8	2.7	2.2

(*) 对增长贡献

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 Europe Unit:*Chief Economist for Developed Economies*

Rafael Doménech
+34 91 537 36 72
r.domenech@bbva.com

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

Agustín García Serrador
+34 91 374 79 38
agustin.garcia@bbva.com

Sonia López Senra
Sonia.lopez.senra@bbva.com
+34 91 537 79 36

Diego Torres Torres
diego.torres.torres@bbva.com
+34 91 374 05 12

With contribution:
Financial Scenarios
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com
+34 91 374 44 32

Maria Martínez Álvarez
maria.martinez.alvarez@bbva.com
+34 91 537 66 83

BBVA Research*Group Chief Economist*
Jorge Sicilia*Emerging Economies:*

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
Jorge Selaive
jselaive@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

Contact details

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