

经济展望

欧洲

2012年第二季度
经济分析

- 欧元区经济将在本年度下半年得到缓慢复苏
- 欧元区核心国家和周边国家之间的经济状况差异显著，这源于周边国家的金融压力以及其大幅度的财政调整政策。
- 欧洲当局应该对欧元区明年的制度设置和政策进行明确说明
- 实现财政联盟、实施“针对结构性赤字”的财政政策，并且为主权提供更为强劲的流动性支撑有利于危机的解决。

索引

1. 社论.....	3
2. 全球经济恢复，但风险重燃.....	5
框1. 二月份以来欧洲政府所取得的进展：财政契约和欧洲稳定机制（ESM）新资源.....	8
3. 欧洲：等待最后的解决.....	9
框2. 宏观经济失衡：2011年的发展和矫正.....	13
4. 经济展望：市势疲弱，经济恢复不均匀，且带有较高下行风险.....	16
框3. 追踪欧元区经济的根本驱动因素：第四季度金融和财政的消极冲击.....	21
框4. 2012年，通货膨胀缓慢降低，只能在2012年第四季度实现欧洲央行的目标.....	23
框5. 英国：未出现明显的复苏迹象.....	30
5. 图表.....	33

截至: 2012 年 5 月 10 日

1. 社论

欧元区继续受到周边国家危机的影响。受到几个月的抑制之后，金融危机再度出现。近期数据显示，本年度上半年，欧元区经济出现停滞，我们预计，本年度下半年经济将得到缓慢恢复，并将在2013年继续以较慢的速度恢复。欧元区核心国家和周边国家之间的差异将继续扩大，这主要是因为周边国家“持续存在的金融危机”以及“财政调整政策”。除了这两个主要的消极因素外，欧元区经济还将受到世界其他地区经济发展的支撑。

这种情景尽管萧条，但却取决于“本年度下半年金融状况能否得到不断改善”，而能否改善却并不确定的，因为“与希腊之状态相关的风险”以及“对其他周边国家的固有怀疑”依然存在。“能否避免这些风险”取决于对区域和国家层面之危机的政策应对。在这方面有足够可以改善的空间。

过去几个月中，对欧元区危机的应对已明确体现在三个方面，而且在这三个方面都存在可以继续改善的空间：

- **对制度的改善，以阻止未来危机的发生：** 欧盟已经通过了一项可以强化财政纪律的财政契约，并开发了预警系统，以便确定不均衡性，并提供政策建议，来矫正这种不均衡性。但是，如果在向财政联盟前进的过程中能够有明确的进展，那么这种制度设置将能够得到进一步改善，并且将带来国家财政主权的降低，从而可以通过欧元债务进一步分摊债务。这些设置可以这样设计，即保留“避免债务过多”的强劲刺激。这将产生“向这样的制度设置前进”的清晰路标，而由此产生的正面效应将一定有助于当前危机的解决。
- **对主权的流动性支撑：** 欧洲中央银行已经对银行系统注入了充足流动性，也就是对主权间接注入流动性，但并不是对“面临流动性问题”并“明确有偿付能力”之主权国家直接注入流动性。欧洲稳定机制（ESM）（成为优先债权人）之流动性提供者的角色受到严格制约，而且缺乏灵活性，加之其资源可能不足以覆盖较大国家之感染效应。在这两种情况下，都存在“可以实施更为积极的干预政策”的空间。
- **国家改革和财政紧缩：** “为恢复周边国家市场信心”之欧洲策略的基础一直是建立在“对问题国家进行快速财政整合和结构性改革”的基础之上。在这个方面，大多数国家都已取得了巨大进步。这些改革是必要的，但是，在实施财政整合的过程中，这个策略遇到了障碍。周边国家的主要问题是“缺乏竞争性”和“私有失衡的发展”，因此，专注于结构性改革是最重要的-尽管对周边国家的经济实施结构性改革还需要一段时间。因为在经济衰退期，债务与国内生产总值（GDP）比率不会得到改善，所以“过度关注快速实现财政整合”已使市场开始怀疑策略的稳定性。对于这个策略，经常会被忽视的一个风险是，对结构性改革的支持会在经济衰退的情况下消失。因此，我们认为，应该用经济增长契约补充当前的策略。对于“用基础设施投资的方式实施结构性改革”或“用刺激手段使劳动力市场复苏”的国家而言，“安排欧洲计划来支持这些国家的经济增长”是十分重要的，但是目前的资源似乎不足以实现任何一点。对于有财政盈余且存款数额巨大的国家而言，实行“刺激其国内市场”的做法可能会行之有效，但这也取决于各个国家自己的选择。但是也不能低估“为矫正

结构性赤字-而非总体赤字-而设定财政目标，从而实现财政整合”所带来的优势。这将有助于避免对周期性事件的过度矫正，并符合财政契约所计划之长期财政框架。

总之，迄今为止，欧洲对所出现之事件都是被动应对，而非主动引导。这种方法应该被“我们一直所追求之能够明确新的制度设置”的路标所替代：即“国家层面的失衡较低、某种形式的财政联盟和共同的银行市场-最好是带有欧洲银行解决制度”之货币联盟。这种方法与欧洲中央银行行长德拉基(Mario Draghi)的要求大体一致，即明确欧元区未来十年的方向。

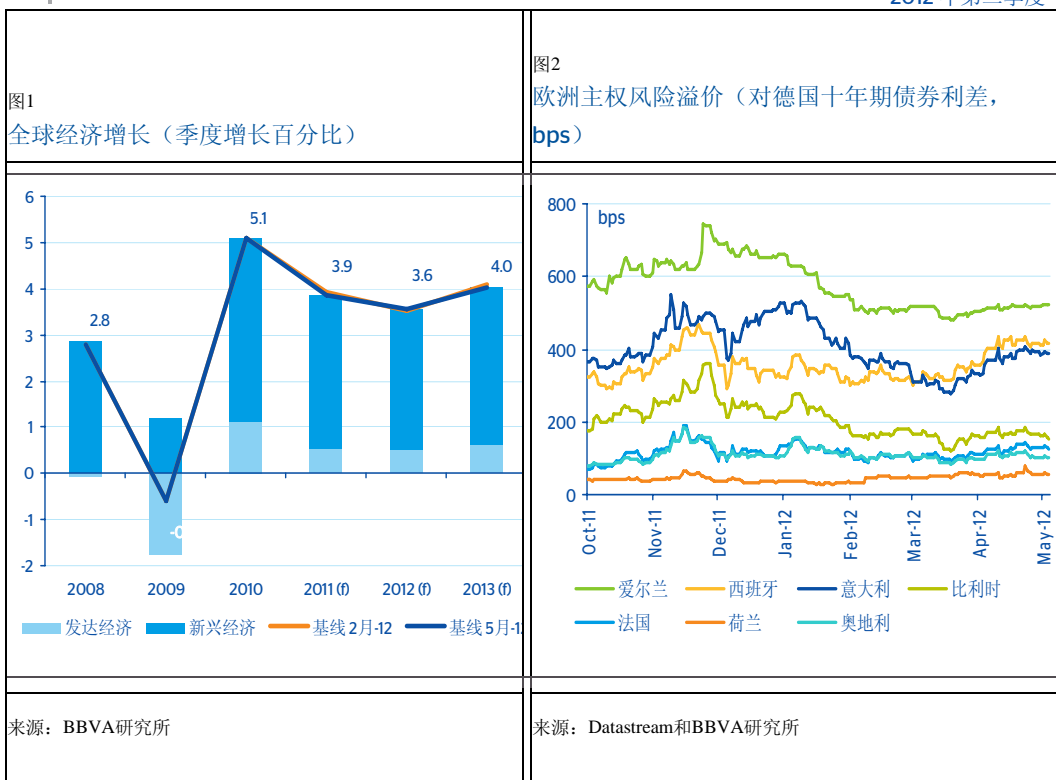
2. 全球经济恢复，但风险重燃

全球经济活跃性将逐步恢复，但主要区域之间出现更大的增长差异。但增长风险趋向下行。

2011年-尤其是上一个季度，全球经济在逐渐减缓以后，开始出现增长迹象。亚洲地区（例如中国和日本）和拉丁美洲的增长尤为强劲，而且美国经济继续保持增长-尽管较为缓慢，因此，我们预计，2012年第一季度，全球经济增长高于2011年第四季度的增长。我们预计，全球增长将继续有所提高，2012年底，季度增长将超出1%（2011年第四季度是0.6%）。这种增长势头将非常不均匀，会扩大主要经济区之间之经济增长率的差异。泰国和日本经济将从自然灾害中恢复（影响区域供应链），而且，“直到2011年底一直在实施”的紧缩政策出现部分转向，因此，2012年经济增长的增加在亚洲地区将更为明显。此外，受到前期货币政策的支撑，巴西经济增长率出现增加，而且美国需求的刺激、竞争性的改善以及有利的资金条件使墨西哥的增长保持在3%以上，因此，拉丁美洲可能重新出现增长。另一方面，美国在2012年和2013年的季度增长率将继续保持在0.6%左右，与其之前恢复期的增长率相比，0.6%的增长率明显较低。但仍然好于欧元区的状况，2012年，欧元区的紧张局面在第一季度得到暂时缓和之后，其整体的活跃性出现停滞，其活跃性停滞主要受到周边国家大幅度财政整合和持续较高财政压力的影响。

因此，与发达经济体相比，新兴经济体在2012年和2013年的增长将会出现大约4pp的增加。反过来，尽管我们预计欧洲当局会继续采取有效措施，逐步降低金融压力，但未来两年，欧洲和美国的差距将继续扩大。

总之，我们的经济展望与二月份公布的经济展望不会有太大差异。我们预计，2012年全球增长将是3.6%，2013年是4%，其中，新兴经济体对全球经济活跃性增长的贡献大约为80%（见图表1）。但是，如上所述，这种情景取决于欧洲危机的变化情况，因此，这些预期的风险仍将是强烈下行的。



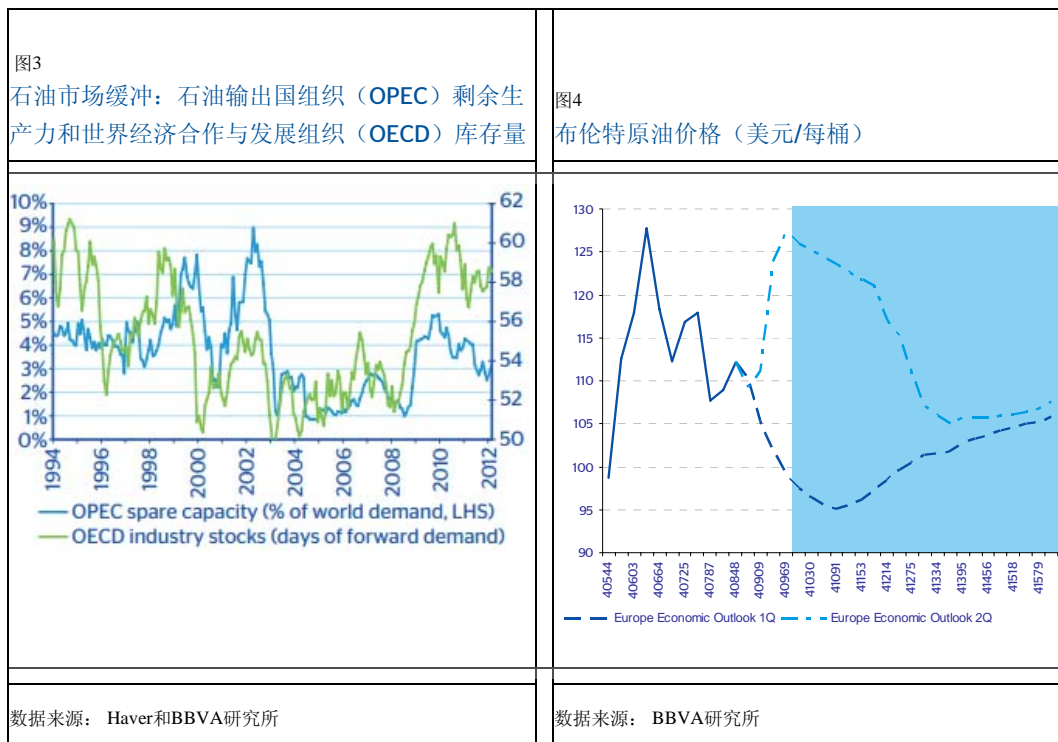
在这种情况下，发达经济体的货币政策将在更长时间内保持较高调节度，以便在中期和长期时间内实现“缩减活跃性降低幅度”的任务。但是，进一步干预的效力（不论是否是常规意义上的干预）正在降低，而同时，成本正在增加-包括央行下降之独立性所产生的风险和非常规措施所带来的附带损害。因此，美国和其他决策者和机构需要通过“实施经济和制度改革”以及“实施金融风险管理的”方式，果断地从央行手中承担起复兴增长的重担。如果这些措施有效，那么央行就应该继续支持货币流动机制的充分运作。

发达国家的这些宽松的货币政策将为新兴经济体国家带来有利的金融环境。这些央行将不得不在“资本流入压力和通货膨胀风险所带来之不确定的外部需求（部分源于石油价格）”和“强劲的国内需求”之间进行权衡。亚洲和拉丁美洲之通货膨胀预期的差异-亚洲通货膨胀预期下降，拉丁美洲通货膨胀预期保持稳定-将继续决定货币政策的不同前景。我们预计，亚洲大多数新兴经济体（中国和印度除外）的宽松周期已经结束，而除巴西以外，拉丁美洲大多数国家将进入谨慎的紧缩周期。

当前石油价格对全球增长的影响有限。但是，石油价格的大幅暴涨对全球增长将构成重大风险。

石油价格的进一步提升对全球经济而言是一个威胁。最近一次油价暴涨发生在2012年初，考虑到伊朗的紧张局势以及市场缓冲的降低（石油库存和生产者剩余生产力，见图表3），这次油价暴涨的部分原因是紧缩的基本面（需求和供应两方面），但还有部分原因是大约每桶10-15美元的地理政治风险溢价。在我们的基线情境中，我们认为，2012年大部分时间内，布伦特原油价格在将保持在每桶120美元的水平上，比我们二月份的预期高大约20%（见图表4）。我们认为，这对全球经济增长的消极影响是极为有限的，因为发达国家银行将把这种情况视为暂时的冲击，而且其疲弱的周期态势将阻止其实施紧缩的货币政策-这是转变为较低增长率的传统渠道之一。尽管如

此，倘若海湾地区的冲突升级，石油价格就可能出现大幅上升，那时，即使央行不采取回应，增长率也会因全球风险规避的增加而受到影响。我们认为，海湾地区冲突升级的可能性相对已经降低，但是，如果这种情况出现的话，其将对全球增长产生重大影响。



欧洲危机再次加剧，这仍是全球主要风险

尽管在解决欧洲危机方面取得了一些进步（见表框1），但在“向清晰的路标前进，以结束经济衰退”方面仍需要实施一些重要的措施。毫无疑问，过去的四个月中最重要的措施之一是欧洲央行提供了长期流动性。这至少在三月份之前能够降低欧洲银行的流动性风险，刺激批发融资市场的小幅开放，并压缩周边国家的主权利差（见图表2）。但这些积极的效应只是暂时的，因为市场（1）发现政策制定者有些自足-因为2012年第一季度风险溢价出现降低的现象，以及（2）市场和政策制定者都对“很多周边国家能否达到财政目标”持怀疑态度，而且害怕这些周边国家达到财政目标后对经济增长所造成的附带后果。因此，自三月份以来，意大利和西班牙的风险溢价迅速增加，其中，西班牙的风险溢价已达到2011年十一月份的较高水平（见图表2）。

在这种情况下，我们仍然认为，欧洲危机新一轮的加剧将成为主要风险，其对全球增长将产生非常负面的影响。在“很多欧洲国家要进行选举和全民投票”的情况下-法国、希腊、德国（两个州）、爱尔兰和荷兰将在本年度的上半年举行选举和全民投票，“周边国家的改革疲劳”，以及“核心国家的救助疲劳”可能会造成紧张局势。

框1. 二月份以来欧洲政府所取得的进展：财政契约和欧洲稳定机制（ESM）新资源

财政契约：此财政契约由25个欧盟国家（英国和捷克共和国除外）在3月1-2日举行的欧洲峰会上签署。它要求签署国以法律形式规定财政条款（最好在宪法中进行规定），将结构性赤字限制在国内生产总值（GDP）的0.5%以下。这个契约必须在本年底之前获得批准，并从2016年开始实施。特殊情况下可以接受结构性赤字的暂时性偏离-尽管对“临时性”的定义未加明确说明，而且“特殊”的概念也较为宽松（指“国家不能控制之不寻常的情况”，或“严重经济低迷”，而未讨论经济衰退）。

各国按照欧盟委员会的指导方针规定，若违反条款之规定，将启动自动惩罚机制。倘若国家不遵守这个计划，其将被提交至欧洲法院（这是个创新点），欧盟法院将有权对其进行占国内生产总值（GDP）0.1%的罚款-与稳定与增长公约中之可超过国内生产总值（GDP）0.5%的理论罚款相比，这个处罚力度较低。

除了这个财政规定之外，峰会还通过了一项条款，根据这一条款，“公共债务超出国内生产总值（GDP）60%”的国家需要每年降低这一比率的二十分之一，但却没有明确对“不执行这一条款”的国家的处罚规定。另一方面，对过度赤字程序，将自动实施处罚，除非特定多数国家（表决的66%）持反对意见。之前的处罚只有在特大多数国家投赞成票的情况下才会实施。这个新的规定废除了特定多数的投票机制，极大的增强了稳定和增长公约的效力。

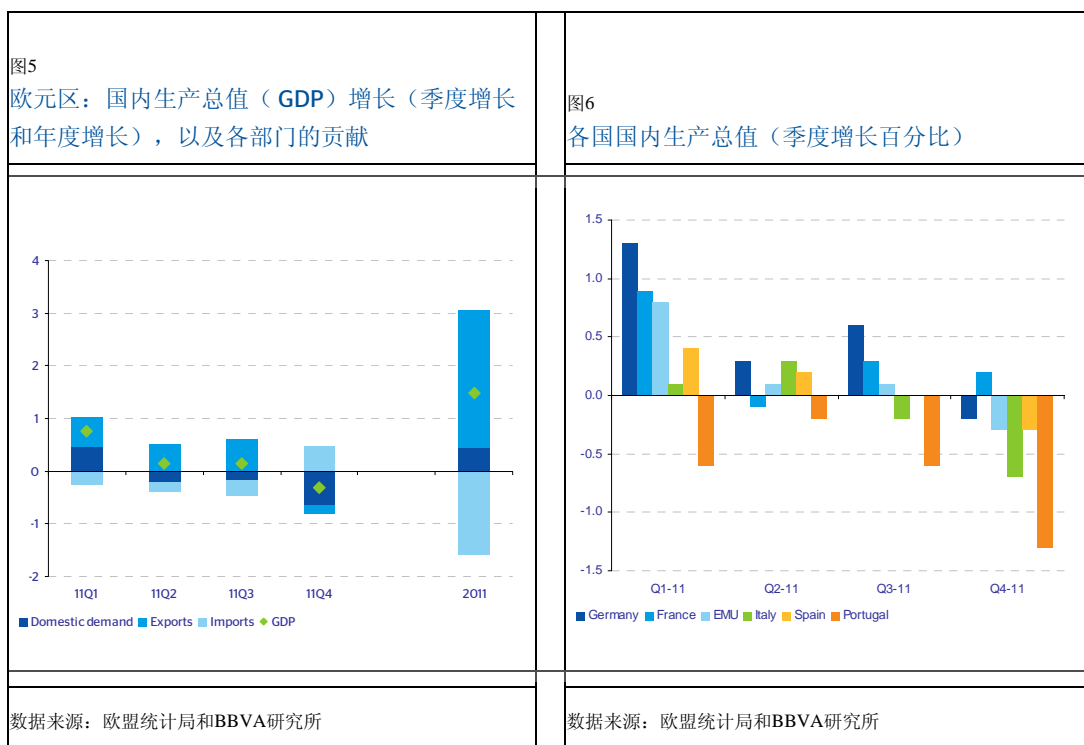
欧洲稳定机制（ESM）新资源：3月30日，欧盟峰会正式批准，将在2012年七月-而不是十二月峰会上所决定的2013年中期-开始执行欧洲稳定机制（ESM）。这个将是一个长期机制，而且会取代欧洲金融稳定机制（EFSF）-欧洲金融稳定机制（EFSF）曾参与周边国家救助计划。因为整合了欧洲稳定机制（ESM）已有的5000亿欧元和欧洲

金融稳定机制（EFSF）已调配予希腊、葡萄牙和爱尔兰的2000亿欧元，所以，欧洲稳定机制（ESM）资金的总体有效贷款能力暂时从5000亿欧元增加至7000亿欧元。这个选择是欧盟委员会所提议之三个提案中最不具有野心的一个选择，欧盟委员会还曾考虑将欧洲金融稳定机制（EFSF）不用的2400亿欧元的贷款能力（暂时或永久地）增添至上述之7000亿欧元中。此次峰会还决定，在2014年加快各国对欧洲稳定机制（ESM）资金的分期付款的支付。

3. 欧洲：等待最后的解决

金融危机使2011年第四季度经济活跃性降低...

2011年下半年，欧洲经济活跃性明显下降。金融压力和主权债务利差（见图表2）的剧烈增加、信心的降低以及全球经济增速的放缓都对欧元区2011年第四季度整体的经济活跃性造成了影响。正如我们在预测中所指出的，这些决定因素反映在国内生产总值（GDP）上，就是出现-0.3%的季度增长，其中，国内需求出现下降（0.6 pp），而且出口也不景气，但是，因为进口的下滑，海外需求却对增长做出了积极的贡献（0.3 pp）（见图表5）。此外，活跃性下降的现象在成员国之间非常普遍（法国除外），但是下降加剧的现象在周边国家更为明显（见图表6）。



... 自十二月份以来，促使经济政策作出回应，有助于本年度前几个月中经济活跃性的稳定

考虑到不断增加的不确定性和欧洲金融变动的风险，当局自2011年底即采取了一系列措施，这些措施有助于稳定2012年初的态势，但并不能永久地解决欧洲周边国家的危机。首先，去年十二月，欧洲央行批准了在十二月和二月的两次拍卖中（长期再融资操作（LTRO））提供无限制的长期流动性，向市场注入流动性。同时，欧洲央行扩大了可用作抵押品的资产范围。此外，欧盟签署了一项财政契约，加强成员国的长期财政纪律，并决定提出实施长期救助机制（欧洲稳定机制，ESM），并且强化这一救助机制（表框1）。最后，欧盟不得不处理希腊的恶化情况，并和国际货币基金组织（IMF）一起批准了第二次一揽子救助计划，这一计划大幅削减了私人债券持有者的数量（按名义价值计算的53.5%和现值净额的74%），这一举措原则上应该能够使得希腊的公共债务足以支撑下去。

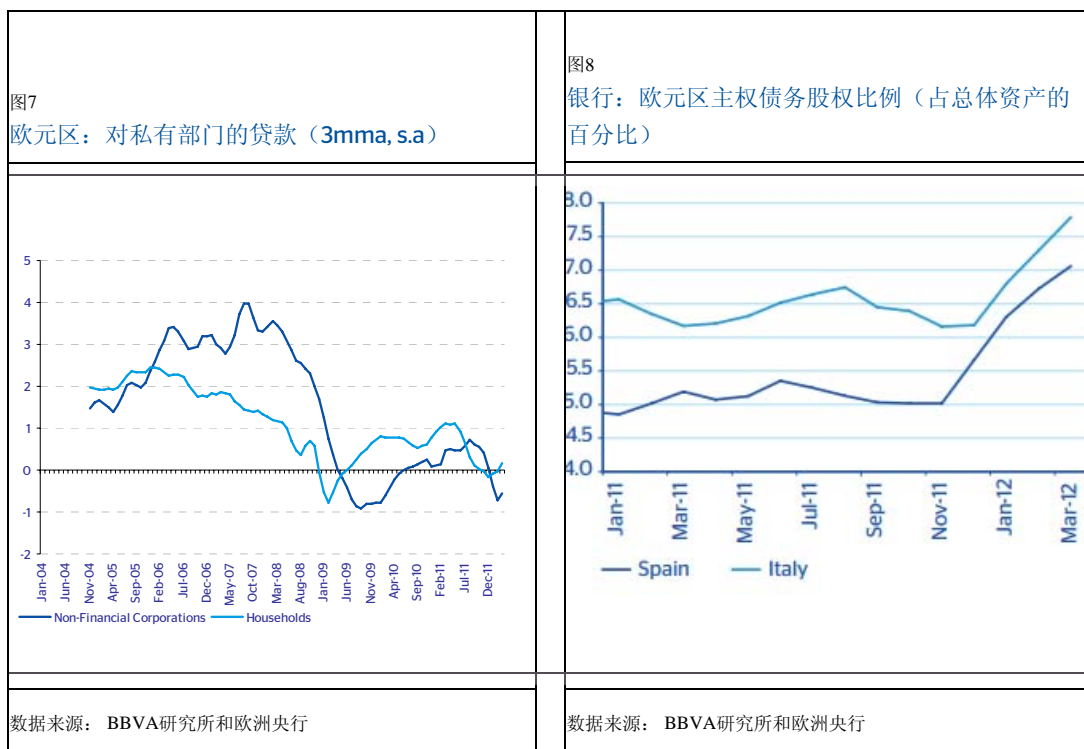
这一策略得到周边国家强化财政整合和结构性改革的补充。其他实施小规模计划的国家（葡萄牙和爱尔兰）已经成功地推行了其改革计划，而且，“意大利和西班牙政府在2011年底的变动”带来了更为强劲的结构改革，使这两个国家向欧洲体系所要求之财政承诺更近了一步。

这一策略初见成效，但效果仍受到风险和不确定性的限制。很明显，欧洲央行的干预有助于将批发融资引导至银行部门，缓解信贷状况。欧洲央行四月份之贷款状况的数据显示，与之前两个季度的供应状况（那时的供应状况极为紧张）相比，2012年第二季度的供应状况可能不是那么短缺，但是，因为需求疲软，所以，2012年初，欧元区私人部门信贷依然不景气（见图表7）。流动性的注入也促使本年度前几个月的主权利差得以降低（见图表2），这主要是因为欧洲周边国家的银行系统将其大部分流动性引导至购买国内主权债券上了（见图表8）。同时，一月份，信心和经济活跃性得到恢复。

尽管如此，正如我们在二月份的最新欧洲经济展望中所述，欧洲央行所提供之流动性仅仅是为改善周边国家危机的暂时回应，仅是为改善周边国家的基本面-主要是主权债务状况的相关方面-而提供的机会窗口。

但是，怀疑依然存在，因为所采取的措施不足以解决危机...

从这个意义上而言，上述措施还不足以永久地平定市场。首先，希腊的第二个一揽子救助计划以及债务重组依然使得“希腊短期和中期的金融状况”得以明确，并且已经避免了向欧元区其他国家的蔓延。但我们对希腊的展望是，其将继续暴露于风险之下，因为第二个一揽子救助计划仍然受制于三驾马车（troika）的影响，所以，这些风险将在随后的几个季度成为现实，这将造成“一揽子救助计划在深陷衰退之中的国家很难实施”的结果，更何况这一国家的财政赤字较高，而且大家对“其进行进一步改革的公共政策支持”都持怀疑态度。考虑到“公共债务部分在2030年之前都将高于100%”这一点因素，因此，上述风险进一步加大了对希腊债务稳定性的怀疑（见图表10）。



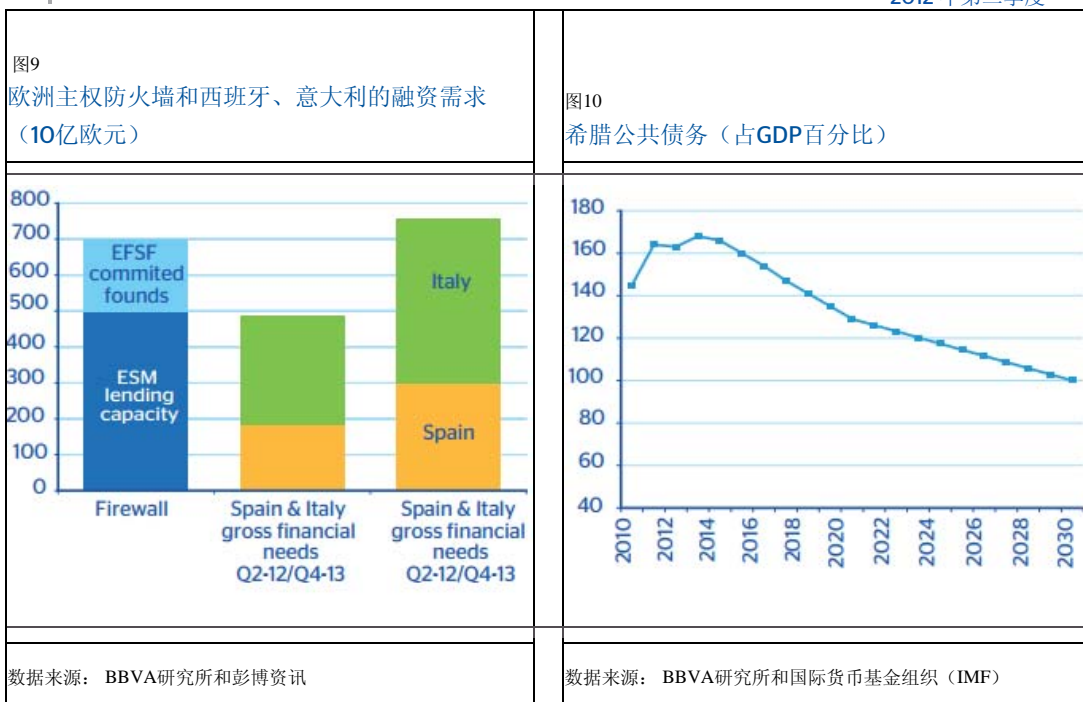
第二，大多数欧盟国家所赞成之财政契约受执行风险的限制（爱尔兰之全民投票，以及法国之重新谈判的威胁）。尽管其代表着在“对国家预算具有更大控制性”的方向上取得了重大进展，但这一契约还包括一些“在特殊情况下允许偏离结构性赤字限制”的条款。这些预算规则方面的特例可能使这一财政契约不足以证明“德国或欧洲央行在解决危机方面的举措更为有利”的正当性。此外，这个财政契约不包括下面这一点，即建议树立向财政联盟前进的路标-这一财政联盟能够补充深陷某种主权债务之欧洲周边国家的货币联盟和改革计划。

第三，所批准的流动性防火墙比欧洲金融稳定机制（EFSF）所提供之防火墙更大，但是这一流动性防火墙却缺乏欧洲委员会的某些提议。所获批之5000亿欧元的新资金（除去已经调配给已有的救助计划的2000亿欧元以外）能够得到国际货币基金组织（IMF）之资源的补充（4300亿美元，大约3300亿欧元），但是，这些资金的受益者并不一定是欧洲国家，而且这些资金的使用将受到“强大且不确定”的制约性的限制。总之，尽管这一流动性防火墙可以满足西班牙和意大利的金融需要，从而避免危机之潜在的、对这两个国家的蔓延，但是，事实并不一定如此，因为这些流动性不能充分地满足需求（见图表9），并可能受到执行风险和合规风险的限制，这种情况在执行欧洲金融稳定机制（EFSF）时就曾出现。进一步而言，与现有的私有债券持有者相比，欧洲稳定机制（ESM）贷款可能具有更大的优先权，这一隐晦的假定可能会严重破坏欧洲稳定机制（ESM）在“吸引私有资金，来增加主权融资”方面的角色。

简言之，欧洲当局还没有使用“欧洲央行所提供之长期流动性”来树立一个“解决欧洲危机之清晰且可信的方案”的路标。相反，某些当局甚至在“主权债务市场压力出现降低”的情况下即开始发出对“继续致力于解决危机是否具有必要性”的怀疑信号。

...因此，自三月份以来，欧洲周边国家的危机重新浮出水面

这一方法的结果是，一旦两个流动性拍卖的短期效应消失，金融压力就会重新浮出水面，其中，西班牙和意大利的主权利差将会增长（见图表2），德国公共债务将出现资金外流现象（德国公共债务的长期利率已下降至历史最低点），欧洲股票市场将出现普遍下滑现象，本年度前几个月已恢复的信心将再度下滑。对“西班牙债务之稳定性”的市场怀疑也伴随这些问题而出现-因为，在地区范围内，“设计和实施特定的财政整合措施”将出现困难，而且对“西班牙金融系统”的市场怀疑也将持续存在。此外，大家的这种感觉越来越强烈，即周边国家加速实施的财政整合可能带来在中期时间内难以逆转的经济衰退，这将威胁这些周边国家之公共债务的稳定性。最后，对于2012年第一季度所实施之重组计划，欧洲央行拥有“优先持有希腊公共债务”的权利，这一现象使投资者害怕出现“若出现再次重组，还会采用相同的标准”的现象。市场推理是这样的，即欧洲央行所持有之周边国家的债务在流动性拍卖后正在增长，这增加了重组对私有债券的潜在影响-因为，必须通过“降低私有债券持有份额”，来实现债务比率之相同幅度的降低。



最新出现的金融压力，以及与周边国家财政整合相关之风险，将“是否需要将财政整合和增长策略结合起来”的讨论提上桌面。增长策略对“近期在几个欧洲国家进行的选举”起重要作用。欧洲央行行长马里奥德拉吉 (Mario Draghi) 也强调了这一事实，并要求对欧元未来十年的情况进行明确说明。

但是，这一策略的实质还未明晰，欧洲当局将在五月和六月对这一问题进行讨论。第一种可能性是，重新考虑以协调的方式实施财政整合方法（否则，将存在被市场淘汰的风险），放松赤字削减目标，并将目标延期至2013年（这是对这一地区大多数国家所要求的期限），在重新确定结构性赤字方面的财政目标（与财政契约保持一致），并补充以明确的、全面的、详细的和多年的削减计划。由此，将可以实现健康的公共金融，也不会对短期增长产生较大影响。同时，这也为“周边国家从长期结构性改革中获取利益”提供了时间。第二种可能性是，在欧洲增加基础设施投资，重新分配欧盟结构性资金，放松使用结构性资金的标准，或增加欧洲投资银行资金。欧洲委员会和意大利政府在这方面已提出了提案。最严格的是第三种解释-德国拥护这种解释，即限制增长策略，深化结构性改革，这将在中期和较长时期内产生效益，但在短期内不会产生效益。除了对“严格增长措施”的谈论，法国总统候选人Hollande也提出了议案，即引进欧洲债券，或允许欧洲央行之支持主权债务的角色变得更为积极。

增长举措的争论结果非常不确定，但财政契约可能不会发生根本改变，或者说，当前欧洲的制度框架（欧洲央行或欧洲稳定机制 (ESM) 的角色）不会出现根本改变。最大的可能性是，筹集新的资金用于基础设施投资，而且某些成员国将重新对财政计划进行谈判。原则上，这些行动方案都不可能从根本上改变市场对周边国家的怀疑态度。

框 2. 宏观经济失衡：2011年的发展和矫正

去年二月，欧洲委员会在“六项规则”的框架下引进并采取了“宏观经济失衡程序（MIP）”。宏观经济失衡程序（MIP）包括了由10个指标构成的计分板，用来确定潜在风险，并对“已经内嵌的过度失衡”进行精确定位。其主要目标是，建立经济监督框架，以避免不可持续的经济趋势，其范围包括从财政变量（这是稳定与增长公约的主要关注点）到私有部门的失衡。因此，其包含的变量与“私有部门（个人债务、信贷增长、房价）、外部部门（现金账户、外债）、竞争性（实际有效汇率、单位人工成本、出口份额变化）和失业率”有关。

根据“宏观经济失衡程序（MIP）的定义”和“可获得之2011年的最新数据”，除了公共赤字和债务之外，表格1还展示了欧元区主要国家的这些变量的情况。欧洲委员会确定的这些变量并不是最新的观察结果，但在某种程度上是对2011年的总体评估，在另外一些程度上是对三年情况的总体评估。这一预警机制也根据“所统计之表现”建立了一系列临界值，以便突出强调潜在的问题。

除了这些变量之外，我们也展示了曲线图，将这些变量在欧元区平均值左右（用零值上的圆圈表示）进行规格化之后，这些曲线图明确显示了欧元区国家之间的差异（见图表），我们将对选定经济体之2011年这些指标的变化与2012年的变化进行对比。曲线图中的每个单位均表示“变量在平均值左右的标准偏离”。

可以看出，各国之间在某些变量上-尤其是那些与外部债务和现金账户相关的变量-的差异还是相对较大的，这显示，各国在竞争力上存在差异。2011年现金账户的均衡显示，葡萄牙和西班牙向平均值的强烈聚合，同时伴随竞争力指标-例如单位人工成本和实际有效汇率-的矫正。相对而言，这两个国家在出口份额减少方面的表现比欧元区其他成员国的表现要好。但是，代表累积失衡水平之变量的表现-例如国际投资

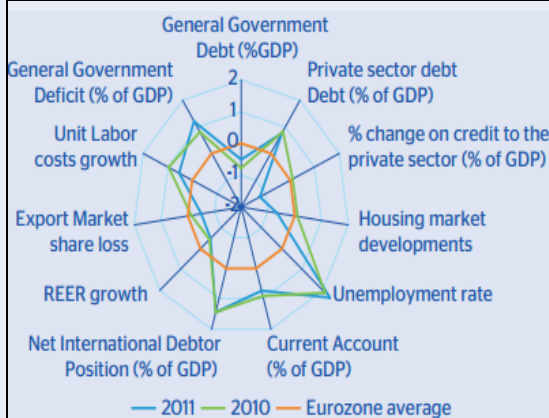
地位（外债）-其自然变化的幅度比较小，因此，其在“体现矫正信号”方面所需的时间也将会比较长。同样，公共和私人债务水平在“向平均值聚合”方面也显示出较慢的速度。资金流量变量-例如按占国内生产总值（GDP）百分比计算的信贷-正在得到快速调整，对那些过去曾出现过快速增长的国家-例如西班牙和爱尔兰-而言尤为如此。这两个国家的房价和葡萄牙的房价也出现下降趋势，但其他成员国房价的调整非常轻微。最后，倘若失业率继续保持在最大高水平上，则调整过程的发生将会以周边国家劳动力市场的进一步恶化为代价。

图11
意大利：宏观经济失衡



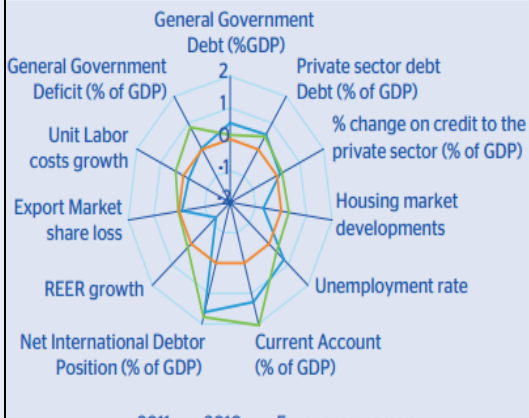
注解：标准化欧元区标准偏差
数据来源：（1）、（3）和（7）来源于通过HAVER和BBVA研究所获得之国民数据（National sources），（2）来源于通过HAVER和BBVA研究所获得之欧洲央行（ECB）（4）、（5）、（6）和（8）来源于通过HAVER和BBVA研究所获得之欧盟统计局（Eurostat），（9）来源于通过HAVER和BBVA研究所获得之经济合作与发展组织（OECD），（10）来源于通过HAVER和BBVA研究所获得之国际科学基金会（IFS）。

图12
西班牙：宏观经济失衡



注解：标准化欧元区标准偏差
数据来源：（1）、（3）和（7）来源于通过HAVER和BBVA研究所获得之国民数据（National sources），（2）来源于通过HAVER和BBVA研究所获得之欧洲央行（ECB）（4）、（5）、（6）和（8）来源于通过HAVER和BBVA研究所获得之欧盟统计局（Eurostat），（9）来源于通过HAVER和BBVA研究所获得之经济合作与发展组织（OECD），（10）来源于通过HAVER和BBVA研究所获得之国际科学基金会（IFS）。

图13
葡萄牙：宏观经济失衡



数据来源：通过HAVER和BBVA研究所获得之国民数据（National sources）、欧洲央行、经济合作与发展组织（OECD）和国际科学基金会（IFS）数据

图14
希腊：宏观经济失衡



数据来源：通过HAVER和BBVA研究所获得之国民数据（National sources）、欧洲央行、经济合作与发展组织（OECD）和国际科学基金会（IFS）数据

表1

欧盟委员会之选定国家的10个指标计分板

	国内部门					国外部门				竞争力指标			
	私有部门债务	私有部门信贷流量	政府债务总量	相对于消费平减指数的房价	失业率	国际投资地位	现金账户			实际有效汇率	标准单位人工成本	出口市场份额	# 超出的临界值
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)			(8)	(9)	(10)	
临界值	占国内生产总值 (GDP) > 160%	占国内生产总值 (GDP) > 15%	占国内生产总值 (GDP) 60%	年度增长 +15%	3年的移动平均数+10%	最终值	占国内生产总值 (GDP) - 35%	3年的后向移动平均值-4%/占国内生产总值 +6%	最终值	EZ 3年变化百分比+/-5%/+/-非EZ-11%	EZ 3年变化百分比9%/非EZ+/-12%	5年变化百分比-6%	
德国	124.3	-2.5	81.2	0.6	5.7	5.6	36.4	5.9	5.7	-7.8	4.1	-11.1	3
法国	220.7	1.8	86.0	1.2	9.8	10.0	-10.0	-1.8	-2.2	-5.6	8.1	-19.9	4
意大利	162.3	1.6	120.1	-0.2	9.1	9.6	-21.8	-3.0	-3.2	-5.0	8.3	-15.2	3
西班牙	280.9	-10.3	68.5	-2.2	22.9	23.8	-92.1	-5.1	-3.5	-4.6	8.0	-5.4	5
希腊	136.8	1.9	165.3	n/a	19.5	20.5	-79.2	-11.1	-9.8	-2.6	-1.8	0.0	4
葡萄牙	253.9	-0.6	107.8	-2.3	13.9	15.0	-103.6	-10.1	-6.4	-2.6	3.8	-11.1	6
爱尔兰	373.5	-16.1	108.2	-4.7	14.7	14.6	-101.9	-1.4	0.1	-12.1	-8.3	-19.8	6
比利时	235.2	-2.0	98.0	-1.6	7.3	7.3	77.6	-0.7	-0.8	-3.5	7.3	-11.8	3
奥地利	172.8	-2.0	72.2	0.2	4.1	4.1	-5.6	2.9	1.9	-3.8	10.9	-11.9	4
芬兰	146.7	0.4	48.6	1.3	7.6	7.5	14.0	1.2	-0.7	-6.8	5.8	-31.0	2
荷兰	245.4	0.9	65.2	-6.8	4.7	5.0	37.2	5.9	9.1	-7.1	5.2	-5.0	3

注释：最终值是指，可获得之季度最新观测数据

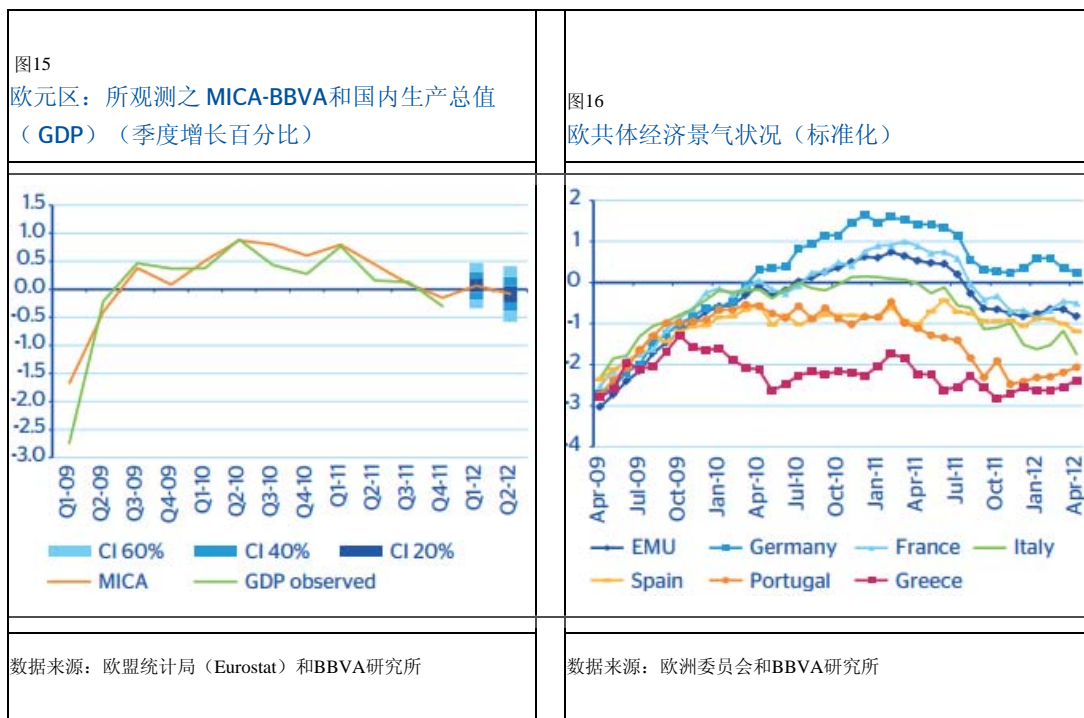
数据来源：（1）、（3）、（6）和（7）来源于通过HAVER和BBVA研究所获得之国民数据（National sources），（2）来源于通过HAVER和BBVA研究所获得之欧洲央行（ECB）（4）、（5）和（8）来源于通过HAVER和BBVA研究所获得之欧盟统计局（Eurostat），（9）来源于通过HAVER和BBVA研究所获得之欧盟统计局（Eurostat）或经济合作与发展组织（OECD），（10）来源于通过HAVER和BBVA研究所获得之国际科学基金会（IFS）

4. 经济展望：市势疲弱，经济恢复不均匀，且带有较高下行风险

可获得之2012年第一季度的数据显示，经济活跃性出现改善

与我们三个月之前的预期相反，尽管二月和三月的数据不尽如人意，但金融压力的缓解促使一月份市场信心得以改善（见图表16）。直至二月份的硬数据也显示，从某种程度上来说，情况还是较为乐观的。尽管财政整合降低了国内需求，但零售销售额显示，与2011年第四季度相比，个人消费在2012年第一季度应该更具有弹性，而且，因为主要受到国外需求的支撑，工业产量的增长高于预期。尽管如此，在解决欧洲危机方面依然存在较大的不确定性，这将对未来几个月的需求预期产生沉重压力，并因此对公司投资和雇佣产生消极影响。这也反映在2012年初劳动力市场的进一步恶化上，其中，二月份失业率增长至10.8%。此外，紧缩的状况和疲软的国内需求，都造成了私人部门信贷的不景气。

简言之，考虑到所有这些因素，我们的短期模型（MICA）预计，2012年第一季度国内生产总值（GDP）季度增长大约为0.1%（见图表15），但在我们的情境中不排除“出现经济不景气”的可能性，甚至“经济活跃性出现轻微下降”的可能性。另一方面，四月份信心的急剧恶化反映出近期金融压力的进一步激增，尽管用这样有限的的数据得出结论还为时尚早，但这表明，2012年第二季度，经济活跃性会出现下降。我们的MICA模型显示，2012年第二季度，国内生产总值（GDP）季度增长可能减少0.1%左右，这与我们的预期一致。

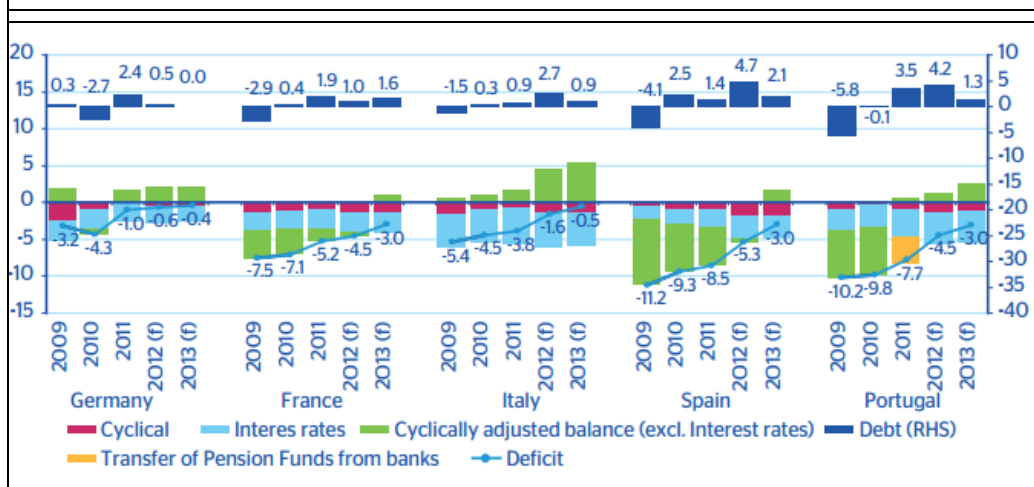


与三个月之前相比，影响欧元区经济发展的驱动因素没有发生巨大变化

财政整合方面，尚未发布任何可能改变我们对“财政调整对2012年和2013年经济增长之影响”的预计的措施（见图表17）。为了实现财政目标，周边国家已经加强了其在财政方面的努力（葡萄牙、意大利和西班牙），但在德国等国家，财政调整幅度比预期小-因为他们的公共账户已经非常接近均衡水平。因此，整体而言，欧元区的财政调整应该与2011年的类似，2011年的赤字降低了2.1pp，占国内生产总值（GDP）的4.1%。但是，正如表框3所示，财政调整将继续对欧元区的经济增长产生影响，而且尚未被金融市场的较高稳定性中所抵消，其中，货币政策是经济活跃性的唯一支撑。

图17

政府总体赤字和预计结构性调整



数据来源：欧盟统计局（Eurostat）和BBVA研究所

除了金融状况继续存在压力之外，为了在2012年六月份实现9%的资本比率，银行部门的资本重组也正在进行之中，其将成为经济增长的驱动力。但是，银行的结果显示，很多银行已经完成了资本重组，而且没有证据显示“去杠杆化”的进行过程很混乱，或者“去杠杆化”对信贷限额的影响比预期更大。尤其需要指出的是，此次资本重组的影响与“我们在2011年第四季度所发布之欧洲经济展望中所预计”的是一致的，根据那一预计，资本重组的影响将会很巨大，但其对信贷和经济活跃性的影响却比较缓和。因此，我们认为，其在2012年第二季度产生的效应不会更大-尤其是在欧洲央行实施了特别流动性举措之后。

关于货币政策，欧洲央行在2012年初的声明中说，因为受到油价上升、市场信心改善以及主权债务市场出现积极发展的推动，对短期通货膨胀预测将是向上偏的。但是，五月份的最近一次会议中，欧洲央行修改了这种偏向，因为金融压力再次出现，而且与商品价格相关之风险降低。在这种情况下，假设2012年下半年会出现缓慢复苏，那么我们预计，除非经济增长出现下行风险，否则，预期范围内的再融资利率将在1%的水平上保持不变，而不会出现利率的下调。关于流动性的注入，我们认为，欧洲央行将很可能在其下次会议中将三个月期的全额认购投标延期至年底。此外，欧洲央行并没有通过SMP计划购买主权债券，但官方重申这一计划仍然有效。我们认为，除非金融市场出现强烈恶化，并因此导致欧洲央行继续向政府施加压力，促其实现其承诺，否则的话，欧洲央行不会购买主权债券。

关于欧元区经济增长的主要驱动力，即外部需求，在过去三个月中，外部需求没有出现意料之外的巨大变化，这主要是因为近期出现的全球增长放缓-尤其在中国-大体上已被“2011年下半年以来欧元的轻微贬值”所抵消。考虑到市场对对欧元区复苏持有怀疑态度，因此，在本年度的剩余时间内，欧元还将继续缓慢贬值。

最后，因为北非和中东地区国家的地理政治紧张局势，近期布伦特原油价格再次上升，成为相关的经济驱动因素，并使大家开始担心欧元区的复苏，其原因有以下几点。第一，原油价格的上升可能对经济增长产生消极影响。我们认为，这次石油价格的上升不仅仅是纯粹的供应冲击，而是对“临时性和投机性需求冲击”，以及对“石油供应受到破坏的担心”所作出的回应，因此，其对经济增长将产生小幅影响。但是，第二，其对2012年消费者通货膨胀的产生的效应可能较大，大约是+0.5pp。这就意味着，欧元区年度通货膨胀率将高于欧洲央行对2012年所设定的目标值（见表框4）。

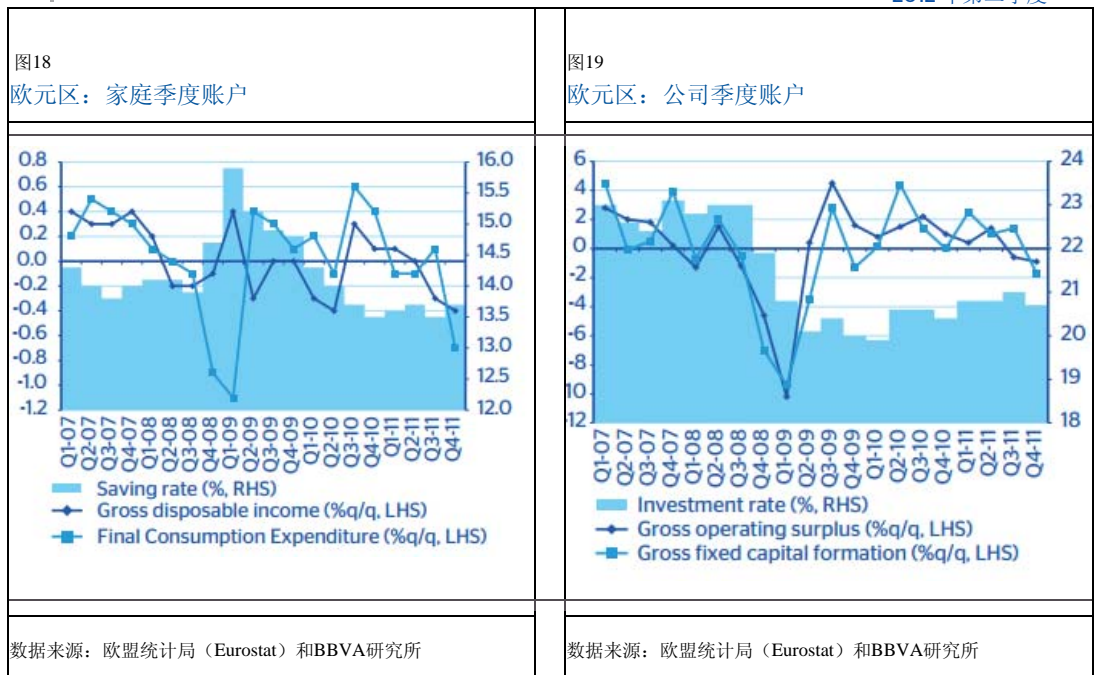
综合考虑所有这些驱动因素，我们仍然认为，欧元区2012年上半年国内生产总值（GDP）会出现轻微下滑，2012年下半年，经济会出现增长缓慢；受到改善的金融状况以及较低幅度财政调整的支撑，2013年，经济可能出现较为缓慢的复苏。

很明显，这些预测在很大程度上都取决于“未来几个月对欧洲危机的管理”。尤为重要的是，我们认为，在2012年下半年，欧洲当局和国家政府将继续采取并实施“可以放松主权利差”的措施，这能够较低周边国家公共金融稳定性的压力，并因此较低对其他部门的融资压力。此外，对宏观失衡的调整将继续进行-例如对私有部门的“去杠杆化”和对银行部门的重组，而结构性改革应该能够强化基础面，巩固“向增长回归”的走势。

2012年，欧元区经济将出现轻微下滑，国内生产总值（GDP）将下降0.2%左右

综合考虑上述动态，尽管经济衰退的可能性依然较大，大约为60%，但我们还是对2012年的国内生产总值（GDP）增长进行了轻微地向上修正-从三个月之前所预测之-0.5%调整至-0.2%。尤为重要的是，此次修正的原因可见于“2012年初金融压力的降低”，这一现象比预期出现得早，而且幅度更大（+0.3pp），这使2012年第一季度的经济数据得以改善。但是，布伦特原油价格的上涨，比我们之前的预期大约高20%（见图表4）这着将会降低经济活跃性（-0.2pp）。不管上述种种，我们仍然预计经济活跃性较为疲弱，而且金融市场波动性较大。

国内需求的变化尤其显示出经济的不景气。预防性存款率的增长显示，家庭可支配收入和消费信心较低，因此个人消费将会出现缓慢降低（见图表18）。家庭开支、全球需求和公司利润的降低（见图表19）也会使2012年的投资降低，因此，我们预计，2012年投资会出现大幅缩水。之前的危机中存在“实施经济扩张政策”的空间，但此次财政整合却会造成公共消费的削减。因此，出口将继续成为增长的唯一动力，但出口将在“其达到危机前水平”之后急剧下滑，并对其他经济部门产生非常强大的冲击。前两年已出现过上述后者现象，当时强劲的出口复苏并没有在投资反弹中表现出来-这是之前复苏的特征，而这种现象可能不仅仅是需求预期较差的信号，也可能是“融资成本较高以及生产力量过剩所产生之影响”的信号。尽管如此，我们预计，进口下降将促使外国需求做出正值贡献（+0.8pp），这能够部分抵消国内需求的负值贡献（-1.0pp）。在这种情况下，劳动力指标对经济活跃性变化的反应要滞后二至四个季度，因此，我们认为，2012年，劳动力市场将继续恶化，就业率将降低0.5%，失业率将上升至11%。



尽管各成员国之间存在差异，但这种态势很可能会在成员国之间蔓延（见表格2）。虽然北欧国家（德国和法国）的经济增长会出现大幅降低，但仍将保持正的增长率，但周边国家的活跃性将大幅缩水（葡萄牙、希腊、意大利和西班牙）。这种差异主要来源于所实施的不同宏观调整政策，调整政策极大地影响了国内需求，而出口还将是所有成员国经济增长的基础。尽管如此，按照各国开放程度的不同，对于那些与新兴经济体的贸易上具有竞争优势的国家而言-例如德国，其投资可能更为强劲。

预计2013年的经济恢复力度将加大

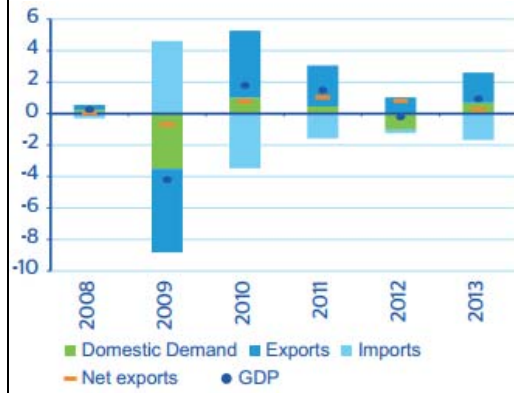
对“欧元区整体从2012年下半年开始缓慢复苏”的预测几乎不会影响其2012年的年度平均增长，但却会使2013年的增长放缓，大约为+1%，仍低于潜在增长率-这是深度金融危机之后常见的现象。我们的预计显示，所有国内需求的构成都将恢复其适度的增长率，其贡献可达+0.7pp。因此，增长的模式将更为均衡，其中，净出口对增长的贡献将为+0.3pp。成员国之间将以不同的速度实现复苏的巩固，其中，德国和法国的国内生产总值（GDP）将超出+1%，而周边国家的经济还将保持在停滞状态。

对经济展望的风险继续下行

经济活跃性面临不同的风险，但都取决于“可导致金融状况恶化”的可能事件。其中一个主要风险是，周边国家因“周期性状况之比预期更进一步的恶化”而不能实现其财政目标。倘若当局的反应是“采取新的财政措施”，这将会形成调整和经济衰退的恶性循环。第二个风险是与“某些政府或金融机构”相关联之金融紧张局面的加剧，这可能造成蔓延效应。原则上，欧洲当局和欧洲央行具备处理这类事件的充足工具，但若其反应迟钝或反应不足的话，可能会加重蔓延效应。还存在“财政契约不能获批”的政治风险（法国，爱尔兰的全民选举），或者“在希腊五月六日选举之后难以组成新政府（这就可能需要在六月份进行新的选举），而导致希腊政治状况恶化”的政治风险。最后，还存在上行风险，例如未来几个月欧洲当局的快速反应，包括“在经济增长方面采取果断行动”以及“向更加完整的财政联盟前进”。但总而言之，风险还是明显下行的。

图20

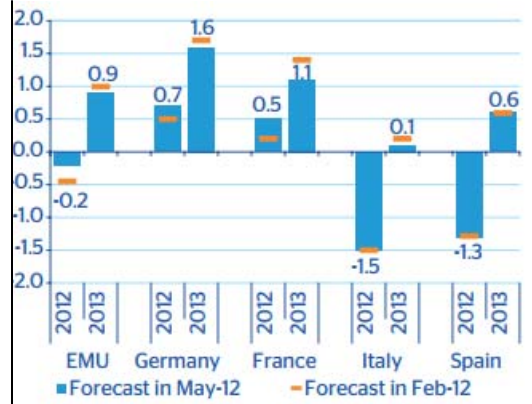
欧元区：对年度国内生产总值（GDP）E增长的贡献（pp）



数据来源：欧盟统计局（Eurostat）和BBVA研究所

图21

欧元区：各国增长预测



数据来源：BBVA研究所

框 3. 追踪欧元区经济的根本驱动因素：第四季度金融和财政的消极冲击

对2011年第四季度的国内生产总值（GDP）的详细分解显示，其形势比预期的要消极得多，因为国内需求和出口均出现下滑，而较低的进口缓和了国内生产总值（GDP）的下滑。在“分析国内生产总值（GDP）和其构成”的过程中需要考虑的一个重要因素就是“能够解释经济活跃性变化”的驱动因素。它能够帮助解释经济运行状况，并可能有助于为当前状况设计一个较好的对策。

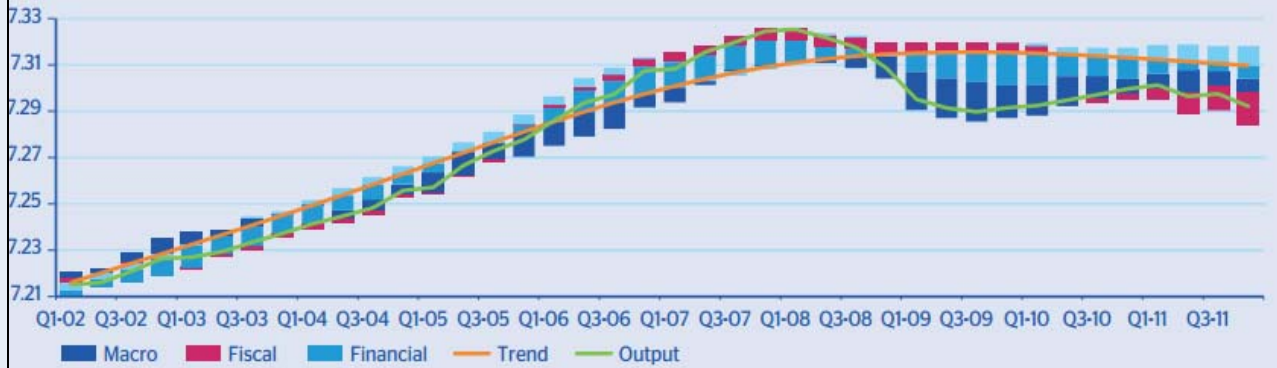
为此，我们扩展了对DSGE模型-在我们之前发布的版本中，使用财政冲击来显示银行部门的状况（对此模型的描述和动机，请参阅2011年八月份之欧洲经济展望）。很明显，采用财政政策是必要的，因为“解释欧元区当前事件”的主要元素之一就是其“相对快速实施的财政整合策略”。对这一模型机制描述的图解，请参阅下面图表23。对这一模型进行预测之后，我们对“模型中解释不同季度国内生产总值（GDP）变化的不同冲击的相对重要性”进行了预测，也就是说，我们对冲击进行了历史分解。

不出意料，“数据更新至2011年第四季度”之模型的结果显示，经济活跃性下降-尤其是个人消费和投资方面-背后的因素是财政调整的消极效应（其能够对国内生产总值（GDP）55%的下降作出解释）和金融紧张局势的加剧（大约25%），以及宏观冲击（大约20%，主要因为总要素生产力和日用消费品需求的降低）。宽松的货币政策是支撑经济活跃性的唯一因素（抵消了2011年第四季度国内生产总值（GDP）季度下滑的大约0.1pp）。在图表22中，有一点也很明显，即在缓和2008-2010年经济活跃性降低方面，财政政策的作用非常显著。在那之前是顺势循环，若其增加产量降低幅度的话，现在也是顺势循环。分解还显示，幸亏欧洲央行的非标准措施，才能缓和2010年底的金融负面冲击，但2011年底，情况再次恶化。欧洲央行于十二月作出反应，即实施三年期长期再融资操作（LTRO），这可能可以在2012年初将金融冲击的规模限制在2009-2010年的水平之下。

这个模式还包含了与银行系统有关的不同冲击，例如银行资产负债表、家庭和公司的信贷贷款价值比率、对私有部门的信贷利率之增高标价和存款利率的减低标价。其中，“对公司所要求之较高的信贷贷款价值比率所带来”的消极影响（国内生产总值（GDP）降低的21%）很值得注意，这很可能反映出“风险规避的增长”和“融资市场供应限制的紧缩”，也会造成“对家庭和公司之贷款利率”的增加的增高标价（4%）。此外，银行的资金重组对经济活跃性也产生了负面影响（与2011年十一月之欧洲经济展望中的讨论一致）。这些发现与信贷发展和欧洲央行进行的《银行借贷调查》（见图表24和25）结果一致，这表明，信贷规模缩水的原因不仅仅来自疲软的信贷需求，而且来自信贷标准的紧缩。

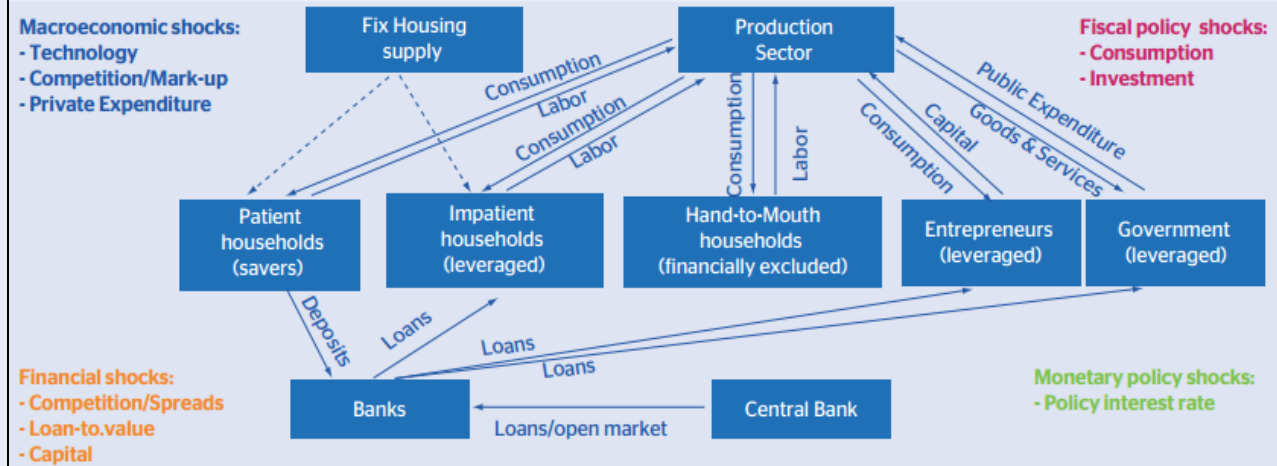
总之，这些结果与“所预测之财政整合对经济增长的短期负面影响”一致，这些负面影响尚未被“从金融状况中所得”之获益所抵消，对经济活跃性之唯一的正面支撑仍然来自宽松的货币政策立场。展望未来，随着本年度下半年经济复苏的出现，欧洲央行注入的强劲流动性和宽松的货币政策应该能够促使信贷需求的增加。财政冲击对国内生产总值（GDP）可能将继续施加负面影响，而银行资金重组也将造成经济增长的降低。正如本年度第一季度所见，欧洲自从2011年底开始实施的一系列措施（财政契约、流动性防火墙、希腊债务重组）应该能够有助于缓解金融压力。尽管如此，因为对意大利和西班牙的脆弱性依然存在担忧，因此，近期再次出现金融紧张局面。但是，在这种情境下，下行风险依然很高。

图22
欧元区：产量、趋势和冲击



数据来源：BBVA研究所

图23
DSGE-BBVA模型：结构和传输渠道



数据来源：BBVA研究所

图24
未来三个月的信贷标准（加权净值百分比）



数据来源：欧洲央行

图25
未来三个月信贷需求（加权净值百分比）

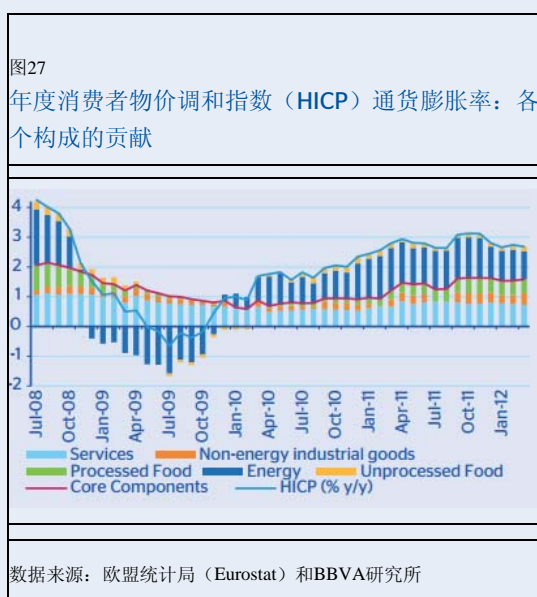


数据来源：欧洲央行

框 4. 2012年，通货膨胀缓慢降低，只能在2012年第四季度实现欧洲央行的目标

在过去的两个季度中，欧元区通货膨胀率取决于“波动性最大的构成成分的价格变动”-尤其是与能源相关的成分，以及很小程度上的食品价格，这二者价格的变动都是源于日用品的较高价格。同时，核心通货膨胀继续保持稳定，年度增长为1.9%。恶劣的冬季天气是造成食品商品价格的上升的原因，而北非和中东之紧张的地理政治局势却是第一季度石油价格飙升的原因。布伦特原油价格的年度增长率为12.4%，上升至每桶125美元，而根据我们之前的情境，我们预计，其价格应该下降

将近7%。后一个因素，以及“大约7%的欧元贬值”（从1.37贬值至1.27）造成以欧元计算的布伦特原油价格接近21%的上升（见图表26）。这极大地抵消了“我们三个月之前对2012年第一季度所预测“之基线效应（那是在“2011年上半年年度平均增长接近30%”的基础上所作的预测）。因此，（与我们所预测之年度增长2.2%和核心通货膨胀年度增长1.9%相比）总体通货膨胀在第一季度保持相对稳定，年度增长为2.7%，与2011年第四季度的年度增长2.9%相比，仅有轻微下降。



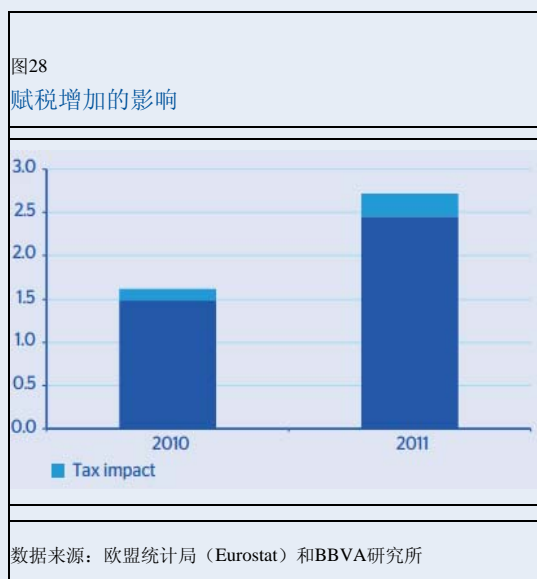
其他与国内需求相关之“能够对这些相对较高的通货膨胀率作出解释”的因素是“作为欧洲财政整合举措之一部分”的“提高的税收”举措。根据欧盟统计局（Eurostat）发布的数据，在欧元区，这一效应为2011年增加了0.3pp的平均年度通货膨胀率（2.7%，见图表28）。尤其需要指出的是，所提高之税收有一部分转移到了“消费者价格”的永久性增加上，其对年度通货膨胀率的影响将持续一年。因此，某些国家2010年实施的提高税收的举措（爱尔兰在一月，希腊在三月和七月，葡萄牙和西班牙在七月分别实施过提高税收的措施）能够在2011年中得到反映。同样地，某些国家2011年实施的提高税收的举措（葡萄牙和希腊在一月，爱尔兰在七月，意大利在九月分别实施过提高税收的措施）能够影响2012年。2012年，法国和爱尔兰都曾改变过其增值税，其中，法国采取了降低部分贷款的措施，爱尔兰将标准税率增加了2pp。

所有这些变化都对“我们对2012年和2013年通货膨胀预期的修正”有所影响。当前情境所包含之石油价格的新走势显示，2012年，平均石油价格将比我们三个月之前的预期高20%，而且其将在2012年第四季度开始缓慢回落，并将在2013年中期汇集到之前的走势（接近5%的上涨）（见图表

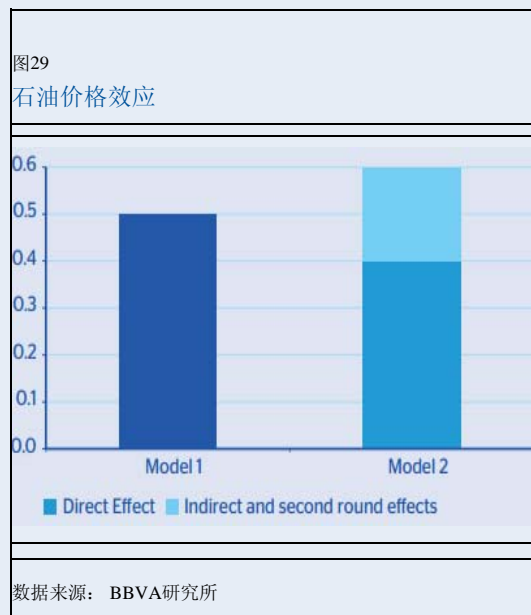
4)。需要指出的一点是，在我们看来，因为担心“对石油供应可能出现限制”，所以，此次石油价格的上升是对暂时性需求冲击的固有反应，因此，与纯粹供应冲击相比，此次石油价格上升对通货膨胀和增长的影响十分有限。2011年第二季度之欧洲经济展望中所展示之SVAR模型（模型1）能够确认冲击的不同属性，根据这一模型，此次石油价格的新走势可能预示着“通货膨胀会出现大约+0.5pp的增加”。对“原油价格上升最终传递给消费价格”的不同渠道进行分析也是很有必要的。为此，我们也使用了其他模型（请参阅2011年第一季度之欧洲经济展望），对上涨的石油价格“通过消费者物价调和指数（HICP）之能源构成”所造成的直接效应（上升+0.4pp）进行预测，并对“其作为制造过程的半制成品”所造成的间接效应进

行预测。此外，“高于预期的通货膨胀”和“商品价格的近期变化”可能造成“对中期通货膨胀预期进行向上修正”的结果，并有可能激化加薪压力，并因此而引发对通货膨胀的第二轮效应。尽管根据我们的模型预测，所有上述之影响都很重大，但其直接效应就是“对我们的预测修正最有影响”的那个-因为间接效应和第二轮效应都可能被部分抵消：间接效应可以通过针对“缓和疲软的国内需求”之公司利润的降低来实现，而考虑到“不断解冻的劳动力市场”以及“经济复苏的不确定性”，后者出现的可能性极小。根据我们的模型（模型2），在此次“造成2012年和2013年之通货膨胀分别增长+0.6pp和+0.1pp”的石油价格新走势的联合效应下，间接效应和第二轮效应的影响大约为+0.2pp。

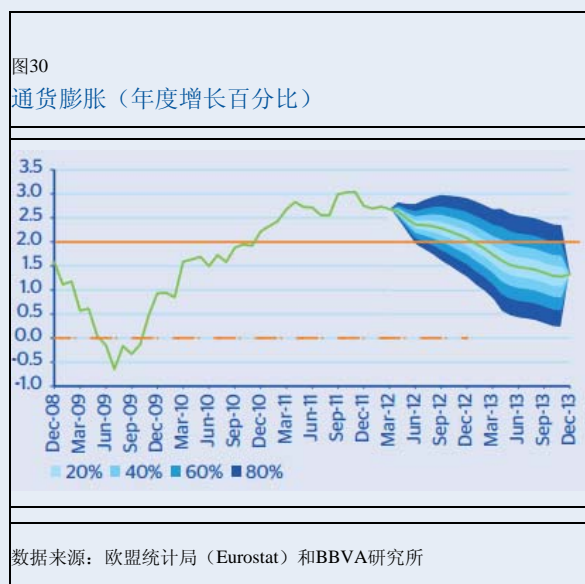
因为作为对国内需求疲软的回应，公司可能会决定承担部分影响。



另一方面，尽管我们之前的预测中包含税收提高的因素，但我们现在有更多的证据证明，2010年和2011年所实施之税收提高的措施对去年的通货膨胀造成了影响。尤其需要指出的是，此类公布的措施（其中2011年实施了全部，2012年实施了部分）可能造成2012年通货膨胀大约+0.2pp的上升。但是，正如我们在“石油价格上升所造成之间接效应”一例中所强调的一样，税收提高所造成的部分影响可能会被抵消-



综合考虑所有这些信息，我们对2012年整体通货膨胀的预测进行了+0.6pp的向上修正，修正至2.4%，因此，我们预计，尽管2012年第四季度通货膨胀率会降低至2%，但2012年全年的通货膨胀率明显高于欧洲央行的目标。对于核心通货膨胀，我们的预测显示，未来几个月，核心通货膨胀将继续保持稳定在1.9%，并将在2012年下半年缓慢下降至1.6%。我们预计，2013年，整体和核心通货膨胀率均将保持在1.5%。尤其需要指出的是，“整体通货膨胀在2013年第一季度低于欧洲央行的目标”的可能性大约是60%（见图表30）。



根据这一情境，倘若地理政治紧张局势加剧的话，原油价格的进一步上升，以及旨在达到财政目标而采取的可能的“提高税收”和/或“提高管理价格”的措施，还是会对短期通货膨胀产生风险。但是，这些风险之中的一部分将会被“疲软的国内需求”的向下偏误所抵消-“疲软的国内需求”的向下偏误在中期时间内是更具影响力的决定因素。

表2

欧元区成员国：近距离观测

欧元区：经济在2012年出现小规模衰退之后，将在2013年开始复苏

国内生产总值 (GDP) :	-0.2%	2012年	+0.9%	2013年	消费者物价调和指数 (HICP) :	+2.4%	2012年	+1.5%	2013年
----------------	-------	-------	-------	-------	--------------------	-------	-------	-------	-------

2011年第四季度最新的官方数据：与预期一致，第四季度国内生产总值（GDP）下滑（0.3%），尽管交易量下降，但外部需求是促进正值增长的唯一因素。国内需求的所有构成对增长的贡献均为负值。

第一季度和第二季度的引入数据：近期几个月，工业产值为零，结束了2011年第四季度大幅下滑的趋势（直至二月份，季度增长平均值为-0.6%，超过了2011年第四季度之“季度增长降低-2.0%”的值），但是，新订单的减少显示未来几个月的前景还是不容乐观。第一季度，制造业信心出现轻微改善，但四月又恢复至50点以下。服务部门的预期也不容乐观，因为采购经理人（PMI）分类指数仍处于紧缩范围，且EC指标在四月份变得非常不利。因此，我们预计，投资不会带来活跃性的增长。年初的信心和零售额显示，消费出现明显改善，但“劳动力市场的状况”和“种种担忧”给国内需求造成了压力，其中，失业率自2011年第四季度以来一致稳步逐渐上升。在贸易平衡方面，直至二月份，出口稳步增长，但进口主要获益于较高的商品价格。我们的短期国内生产总值（GDP）预测模型（MICA-BBVA）显示，国内生产总值（GDP）第一季度应该实现约0.1%的季度增长，但第二季度的季度增长可能再次减少为-0.1%。

对2012年和2013年的展望：总之，我们预计，2012年的增长率将为负值，因为国内需求非常疲软，其中，2012年上半年的疲软决定了经济的低迷，而2012年下半年经济活跃性可能有所改善。我们预计，2013年会出现缓慢回弹，国内需求和外部需求对增长的贡献都将转为正值。

通货膨胀展望：对于价格变化，在经历了第一季度2.7%的棘手的通货膨胀率之后，受能源价格较低增长的影响，四月份的通货膨胀率出现轻微下降，降低至2.6%，而我们的预测显示，核心通货膨胀率还应大体保持在年度增长1.9%的稳定水平上。我们现在预计，未来几个月的通货膨胀率将继续降低，但在2012年将保持在目标值以上，并将在2013年平均达到1.5%（见表框4）。

公共部门：欧元区政府的总体赤字反映，2011年曾实施过重要调整，从-6.2%升至-4.1%。去年，除爱尔兰之外，其他所有国家的财政收支平衡状况都有所改善。葡萄牙和德国的调整幅度最为巨大。预计债务达到87.3%，并将在2013年达到峰值，即89.3%，随后将逐步降低。

德国：国内需求独领风潮

国内生产总值 (GDP) :	+0.7%	2012年	+1.6%	2013年	消费者物价调和指数 (HICP) :	+2.0%	2012年	+1.5%	2013年
----------------	-------	-------	-------	-------	--------------------	-------	-------	-------	-------

2011年第四季度最新官方数据：大体预计2011年第四季度出现轻微缩减（-0.2%），外部需求疲软，投资是对增长做出正值贡献的唯一因素。不像欧元区其他成员国，国内需求的驱动是2011年出现好转的原因，因为其基本面在去年得以进一步加强。

第一季度和第二季度的引入数据：服务部门出现改善。建筑行业在受到二月份之恶劣冬天的强烈影响之后，工业产量在第一季度末期出现回弹，若排除二月份之建筑行业的影响，第一季度的制造业产值应该能保持在零的水平上。主要来自国外的工业订单显示，年初出现疲软迹象，反映出欧元区活跃性的减弱，但其在第一季度末的改善状况比预期要好得到。零售数据显示，消费开支在经历了“2011年第四季度几乎为零”以及“2012年第一季度前两个月股市下跌”的情况后，在三月份出现回弹。尽管三月份之信心恢复的时间比较短，但德国消费者在第二季度开始变得更为乐观。此外，尽管近期出口出现增长，但出口订单一直在减少，且在国内需求强劲的支持下，进口继续增长。当前季度可获取之信心数据进一步表明，从第二季度开始，工业活跃性出现恶化，而且服务业比较疲软。国内生产总值（GDP）在第一季度的增长率略高于零（季度增长

+0.1%)。

对2012年和2013年的展望：我们对2012年国内生产总值（GDP）的预测进行了轻微向上的修正，预计季度增长为0.7%，其中，国内需求的贡献为正值（+0.8）。受到健康的劳动力市场的支撑-家庭可支配收入的增加可以印证这一点，个人消费可能还将保持回弹。不确定性仍将存在，而且产能利用率依然超出了历史平均水平，因此投资可能以更为节制的速度增长，而因为暂时性刺激的结束，公共投资却可能出现下降。主要由于进口的稳健性，净出口将略低于零值（-0.1%），其在2011年对增长的贡献是正值（+0.9%）。我们预计，国内需求在2013年仍将是支撑增长的因素。

通货膨胀展望：消费者物价调和指数（HICP）通货膨胀率已出现轻微下降，在四月份达到2.2%-因石油价格的上涨而出现缓慢下降。第一季度，核心通货膨胀一直在1.6%和1.8%之间徘徊，没有显示出存在潜在间接效应或第二轮效应的清晰迹象。对于整个2012年，我们预计，通货膨胀率可能较高，为2.0%，而对2013年，我们预计，通货膨胀率将保持在较低水平，为1.5%。

公共部门：与目标值-2.5%相比，2011年赤字占国内生产总值（GDP）的-1%，表明“2010年所实施之一次性措施的结束”，“刺激效应和整合措施的撤出”，以及“与“经济活跃性之利好表现”相关之税收措施好于预期”。排除一次性措施的影响，预计结构性调整约为1.5pp。我们预计，2012年的调整将更为稳健。

表2

欧元区成员国：近距离观测（待续）

法国：在逃离了2011年第四季度的下滑之后，2012年从回弹转向低迷

国内生产总值 (GDP) :	+0.5%	2012年	+1.1%	2013年	消费者物价调和指数 (HICP) :	+2.2%	2012年	+1.6%	2013年
----------------	-------	-------	-------	-------	--------------------	-------	-------	-------	-------

2011年第四季度之最新官方数据：与欧元区其他国家不同，2011年第四季度，法国的增长依然是正值，季度增长为+0.2%，这与预测一致，其中，外部需求和国内需求的贡献均为正值，仅受到库存变化之负值贡献的抵消。但是，由于公司提出购车以避免较高的税收，因此，投资的强劲回弹是因为一次性措施的实施。

第一季度和第二季度的引入数据：在第一和第二季度，服务部门和工业部门很好地抵制住了低迷的出现，这表示，经济出现了一些增长，而建筑部门却变得较为疲软。与2011年第四季度相比，出口较为强劲，但进口也是如此。因此，我们预计，2012年第一季度，国内生产总值（GDP）为零值。到目前为止所获得之第二季度的软数据对投资而言极为不利，但对个人消费而言比较乐观，这使得我们难以对其国内需求的状况有清楚的了解。

对2012年和2013年的展望：我们已经对2012年的预计进行了轻微向上的修正，现在我们看到国内生产总值（GDP）增长率为0.5%（与之前的0.2%对比），其中，国内需求和外部需求对增长的贡献几乎相等。总之，从2011年开始的增长减缓（1.2pp）主要反映的应该是国内需求的疲软，其中，失业率上升，而且家庭可支配收入受到影响，但是，“较高水平的不确定性”和“紧缩的信贷限制条件”可能对投资造成不利影响。2013年，主要受国内因素支撑，国内生产总值（GDP）增长率将恢复至1.1%。

通货膨胀展望：2011年第四季度的消费者物价调和指数（HICP）通货膨胀率出现轻微加速，这反映出，2012年初的石油价格较高，以及“增值税的折合率增加”的预期。2012年第一季度，整体通货膨胀率和核心通货膨胀率大体保持稳定，年度增长分别为2.6%和2%。考虑到较高的石油价格和赋税的增加，我们对2012年消费者物价调和指数（HICP）通货膨胀率的预期进行了0.6pp的向上修正，修正至2.2%。劳动力市场的疲软可能会削弱对“提高工资要求”的呼声，因此，我们预计，本年度不会出现通货膨胀压力。

公共部门：2011年，法国的财政目标有所改善，与目标值5.7%相比，实现了5.2%的赤字。这意味着，实施了占国内生产总值（GDP）2pp的结构性调整。今年对综合平衡设定的目标是占国内生产总值（GDP）的-4.5%。

意大利：处于经济衰退期，预计2013年国内生产总值（GDP）增速达到零

国内生产总值 (GDP) :	-1.5%	2012年	+0.1%	2013年	消费者物价调和指数 (HICP) :	+3.1%	2012年	+1.9%	2013年
----------------	-------	-------	-------	-------	--------------------	-------	-------	-------	-------

2011年第四季度之最新官方数据：受国内因素影响，2011年第四季度经济活跃性出现大幅下降，这是连续第二个季度出现这种情况，而净出口受到进口剧烈下滑的影响，其中，出口不景气的迹象越来越多。

第一季度和第二季度的引入数据：第一季度工业产值剧烈下滑，而新订单也没有显示出短期内会出现改善的迹象。服务行业指标也不乐观，其中，四月份的采购经理人指数（PMI）下降，EC信心出现剧烈下滑。消费指标在2011年底之前一直处于恶化状态，但在2012年第一季度有所改善。我们预计，第一季度国内生产总值（GDP）的季度增长将降低0.6%。

对2012年和2013年的展望：尽管我们对2012年下半年的国内生产总值（GDP）之预期的下降较为缓慢，但是大规模的财政整合措施依然对经济活跃性产生了影响，因此，我们预计，本年度国内生产总值（GDP）将降低大约1.5%。劳动力市场的恶化、税收增加以及较高的通货膨胀水平会造成家庭可支配收入的减少，因此，我们预计，个人消费会出现不景气状况。我们预计，所观测之投资减少的趋势将在2012年持续存在，但是，为了完成财政目标，必须削减公共消费。总之，经济活跃性的降低可能受到净出口正值贡献的舒缓，但主要还是因为进口预期的大幅下降。我们对2013年的预测是，其国内生产总值（GDP）将达到零值。

通货膨胀展望：在经历了去年九月份因增值税增长（增加了1pp，至21%）而出现的消费者物价调和指数（HICP）通货膨胀率大幅上升（年度增长从2.3% 上升至3.6%）之后，2012年第一季度，消费者物价调和指数（HICP）通货膨胀率依然保持在较高水平（三月份的年度增长达到3.8%）。这一现象与较高的能源通货膨胀一起，促使我们修正对本年度的预期，增加0.9pp，修正至3.1%。我们并未将十月份增值税的增长看作是潜在的因素，而且这件事目前尚未决定。较高的油价和较高的税负都应该是暂时性的，因此，我们仍然认为，通货膨胀会因为疲软的国内需求而在明年得以下降。

公共部门：去年的财政目标（-3.9%赤字）已经实现，其中，赤字达到占国内生产总值（GDP）的-3.8%。尽管近期对今年和明年的目标进行了修正，分别从之前的-1.5%和0%修正至-1.6%和-0.5%，但是，我们预计，意大利经济会实施对占国内生产总值（GDP）2.8pp的结构性调整-包括已经宣布实施的部分。四月份之前的预算执行显示，去年的状况有所改善。本年度剩下的时期内将要采取的措施将有助于目标的实现。

欧元区成员国：近距离观测

葡萄牙：经济展望依然不乐观，但有所改善

国内生产总值 (GDP) :	-2.7%	2012年	+0.6%	2013年	消费者物价调和指数 (HICP) :	+3.3%	2012年	+1.3%	2013年
----------------	-------	-------	-------	-------	--------------------	-------	-------	-------	-------

2011年第四季度之最新官方数据：由于国内需求对增长的负值贡献（-4.5pp），2011年第四季度，经济活跃性的季度增长下降了-1.3%，略低于我们的预期（-1.6% q/q）。

第一季度和第二季度的引入数据：由于国内需求降低幅度大于净出口的正值贡献幅度，因此，我们预计，2012年第一季度国内生产总值（GDP）增长仍保持负值。尽管2011年第四季度活跃性的表现-尤其在信心方面-有所改善，但尚未复苏。工业订单减少，但是服务部门出现某种程度的强劲，显示出不是那么悲观的趋势。出口仍然是经济的主要动力，但失业率的上升幅度却高于预期。其与财政整合一起，对国内需求造成负面影响。因此，我们的MICA-BBVA模型对葡萄牙短期增长的预期显示，其第一季度的季度增长为-0.6%。

对2012年和2013年的展望：中期时间内，经济的发展趋势将取决于追加的财政措施和私有部门的失衡矫正，而由于潜在可能的第二轮紧急救助带来的较强制约性，不确定性可能会有所增长。我们预计，2012年国内生产总值（GDP）增长率将是一个

相当大的负值，2013年会出现轻微复苏，其中，外部需求仍将构成增长的动力。

通货膨胀展望：由于2010年和2011年赋税增加的影响，去年，消费者物价调和指数（HICP）年度通货膨胀率仍保持在较高水平（2011年为3.6%）。但是，这些影响在本年度应该会消失，考虑到国内需求的疲软状况，我们预计，通货膨胀在2012年会降低到3.3%，2013年会降低到1.3%。尽管如此，为了完成财政目标，仍可能采取“提高赋税”和/或“提高管制价格”的措施，因此，对这种展望的不确定性依然存在。

公共部门：财政方面，2011年，葡萄牙实施了一项占国内生产总值（GDP）3.5%的结构性调整-扣除一次性调整，而2011年之占国内生产总值（GDP）5.9%的赤字目标并未完成，只完成了4.2%，这其中部分原因在于将养老基金资产转移给了国家（占国内生产总值（GDP）的3.5%）。2012年的赤字目标为国内生产总值（GDP）的4.5%，这一目标还是可以实现的，要求对约占国内生产总值（GDP）4%的财政进行整合，重点是开支方面。

西班牙：2012年经济衰退，2013年出现缓慢复苏，风险下行

国内生产总值 (GDP) :	-1.3%	2012年	+0.6%	2013年	消费者物价调和指数 (HICP) :	+1.9%	2012年	+0.7%	2013年
----------------	-------	-------	-------	-------	--------------------	-------	-------	-------	-------

2011年第四季度之最新官方数据：过去两个月之可获得的数据证实，经济已进入技术性衰退期。2011年第四季度的国内生产总值（GDP）的下降（季度增长-0.3%）显示，国内需求比预期疲软得多。

第一季度和第二季度的引入数据：尽管本年度前几个月对经济政策所固有的怀疑已经消失（对实现财政目标之可信性的增加、劳动力市场的大幅改革以及对金融系统的重组），我们依然坚持“短期内经济动力具有不稳定性”的意见。最近的指标显示，2012年第一季度，国内需求下降，因此进口需求也出现下降，这表明增长速度（预计季度增长在-0.3%）将继续由增加的外部支撑为标志。

对2012年和2013年的展望：根据我们的基线情境，我们还是建议，要在当前危机时期对累积的失衡进行矫正。因此，我们预计，2012年，全年的增长率为负值，达到-1.3%，但我们认为2013年经济会出现轻微复苏。尽管如此，公共债务之较高利差的负面影响、自治区所采取的措施之透明度的缺失和对措施实施速度的怀疑，以及金融系统重组的成本都将增加2012年经济再度下滑的风险。

通货膨胀展望：由于油价上涨，2012年第一季度通货膨胀的降低走势出现中断，整体通货膨胀率和核心通货膨胀率相对稳定，分别大约为2.0%和1.2%。我们预计，2012年的通货膨胀率为1.9%；由于国内需求继续走低，以及对能源价格的基准效应的影响，我们预计，2013年的通货膨胀率将会更低。

公共部门：在财政方面，“偏离2011年财政目标2.5pp”的预测得以证实，其中，赤字占到国内生产总值（GDP）的8.5%，这增加了2012年之必需进行的财政调整（3.2pp）的压力，以便完成占国内生产总值（GDP）5.3%的目标。预算措施的构成-主要集中在直接税制和投资支出-并不会将“财政调整对增长的负面影响”降至最低。此外，预算执行数据显示，公共消费调整的主要部分应该在2012年中期付诸执行。

数据来源：BBVA研究所

框5. 英国：未出现明显的复苏迹象

英国的经济活跃性仍然受到“欧元区危机解决方法”以及“欧元区财政整合”的压力。由于增长依然疲软，而且通货膨胀率高于目标值，因此，货币政策委员会（MPC）的成员正面临困境。

第一季度的经济活跃性突然出乎意料地降低...

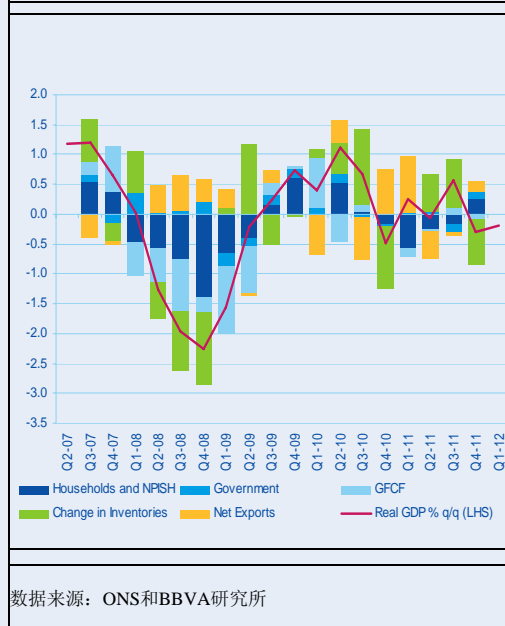
2011年，英国经济出现适度增长，而今年也是带着不确定性开始的。2011年，因为英国家庭面临通货膨胀率较高、赋税增加和名义工资增长降低的环境，由此导致可支配收入的降低，因此，外部需求是增长的主要动力。本年度，英国经济在第一季度的季度增长为-0.2%，在经历了“2011年第四季度出现-0.3%的下降”之后进入技术性衰退期。这个数据可能可以进行向上修正，因为软指标和先行指标一直显示出较为乐观的表现。第一季度的采购经理人指数（PMI）显示，所有三个部门行业都有所改善；消费者信心得到适度改善，而且零售额保持其不稳定性。自去年底以来，劳动力市场保持稳定，失业率保持在8.4%的水平上。我们认为，英国经济存在某种风险，即在这种情境下，这种不乐观的信息可能降低代理者（agent）的预期-以“追加的财政整合”和“达到历史记录的失业率”为标志。外部的发展情况-主要取决于欧元区危机的解决情况-将会是经济复苏的关键所在。

...认为2012年很不稳定

鉴于年初“比预期恶劣的经济活跃性”以及“处于不确定性之中”的状况，我们已经对本年度的预期进行了修正，但我们的整体预期不变。我们认为，2012年和2013年会出现适度增长，分别为0.5%和1.4%。我们预计，季度表现可能不会非常稳定-因为将会发生一些事件：第二季度有一个假期，而且奥运会也会在伦敦举办-这些事件都可能使第三季度的需求增长至顶峰。

图31

英国：对国内生产总值（GDP）季度增长的贡献



数据来源：ONS和BBVA研究所

本年度经济活跃性表现是否良好的主要决定因素是“主要贸易伙伴（欧元区）之持续存在的风险”、“银行融资市场的紧张局面”以及“正在进行的财政整合”，其中，因为期望较低，所以，财政整合对个人消费所造成的影响之程度大于初始预期的影响程度。

由于通货膨胀较低，可支配收入的恢复将带来个人消费的改善

对个人消费的展望依然非常具有不确定性。尽管根据国际劳工组织（ILO）的统计，自十一月份以来，失业率保持在8.4%的水平上稳定不变，但是，由于私有部门一直在努力创造充足的就业，以便抵消公共部门就业机会的削减，因此，我们预计，2012年还会出现进一步增长。同时，工资增长一直很有节制。相反，本年度通货膨胀的较低-尽管降低的幅度小于初始预期-将会带来实际可支配收入的增长，而家庭信心正在显示出复苏的迹象。因此，我们预计，私人消费在去年出现-1.2%的下降之后，在2012年会出现0.4%的轻微复苏。

图32

英国：公共部门借款净额占国内生产总值（GDP）的比重



数据来源：ONS和BBVA研究所

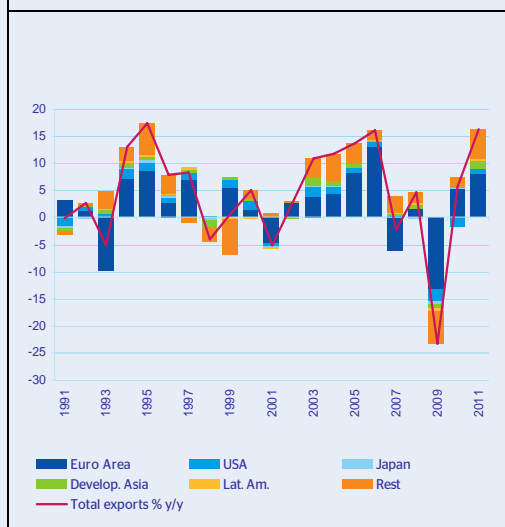
预计今年投资会有所恢复，但仍很疲软。公共消费继续显示回弹-尽管速度有限，但一直在增长，但是，其会在未来几年出现进一步减速，这符合“在2015-2016年之前使预算回归平衡”的财政调整计划。近期完成之财政年的预算执行数据显示，去年的财政状况有轻微改善，但还是实现了目标。展望未来，与欧元区其他国家相比，英国今年的调整幅度不是很大，而且也会采取推动增长的措施，以便对经济活跃性产生积极影响。

外部部门将是增长的主要动力

尽管欧元区出现下滑，但其他市场-例如美国和新兴经济体国家-对外部部门对增长还是构成支撑的。但对“作为贸易伙伴的工业国家”的过度依赖会成为未来几个季度出口活跃性的负担。与欧元区的贸易-占到英国出口的50%还多-将会疲软，而且出口还会进一步受到近期英镑升值（尽管升值幅度不大）的冲击。总之，我们预计，出口将会从2011年所预计之4.6%降低至今年的3.1%。相反，今年的进口表现将会较好，这符合“家庭可支配收入出现轻微恢复”的状况。总之，对英国而言，外部部门对增长的贡献将是增长的主要动力。

图33

英国：各个地区对出口增长的贡献



数据来源：ONS和BBVA研究所

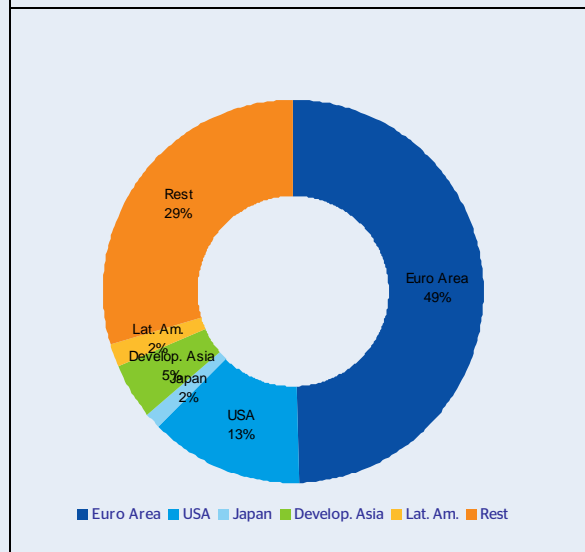
通货膨胀率正在下降，但由于受到能源价格的影响，其依然高于预期

2011年，通货膨胀率平均为4.5%-这其中的部分原因在于一月份实施的增值税增加了2.5pp，2012年一月份之通货膨胀率降低至3.6%，自此以后，通货膨胀率保持相对稳定。尽管石油价格出现上涨-其促使生产价格高于预期，而且近期QE的增长可能抑制下行趋势，加之英镑的升值可能降低复苏的速度，但我们预计，2012年通货膨胀率将会继续下降。总之，我们预计，2012年通货膨胀率的平均值将在3.0%左右。

货币政策委员会的困境：不断增长的差异

“活跃性的疲软”和“通货膨胀的持续存在”让对“QE计划的合理延期”的评估变得十分棘手。五月份完成投放“在二月会议所宣布之购买计划”的最新款项，而且考虑到货币政策委员会成员之间的观点不一，“追加增加额度”的可能性之大小是非常不确定的。我们依然预计，2012年全年的利率会保持在0.5%的水平上。

图34
英国：出口分解



数据来源：国际货币基金组织（IMF）和BBVA研究所

5. 图表

(同比)	2009	2010	2011	2012	2013
表3 欧元区预测					
GDP 按固定价格	-4.2	1.8	1.5	-0.2	0.9
个人消费	-1.2	0.8	0.2	-0.4	0.6
公共消费	2.6	0.5	0.1	-0.6	0.3
固定资本形成总值	-12.0	-0.7	1.6	-2.6	1.4
库存 (*)	-0.8	0.5	0.0	-0.1	0.0
国内需求 (*)	-3.5	1.0	0.5	-1.0	0.7
出口 (货品与服务)	-12.7	11.1	6.3	2.4	4.3
进口 (货品与服务)	-11.6	9.4	4.0	0.6	4.1
外部需求(*)	-0.7	0.8	1.0	0.8	0.3
价格及成本					
消费者物价指数	0.3	1.6	2.7	2.4	1.5
核心消费者物价指数	1.3	1.0	1.7	1.8	1.5
劳动市场					
就业	-1.8	-0.5	0.3	-0.5	0.0
失业率(占劳动人口百分比)	9.6	10.1	10.2	10.9	11.0
公共部门					
盈余(+)/赤字(-) (占GDP百分比)	-6.4	-6.2	-4.1	-3.0	-2.0
公债(占GDP百分比)	79.6	85.5	87.3	89.3	89.2
对外部门					
经常帐户平衡(占GDP百分比)	0.2	0.2	0.4	0.8	1.2
(*)对GDP增长的贡献 来源: BBVA Research					

表4
宏观经济预测: 国内生产总值

(增长率同比)	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-3.5	3.0	1.7	2.3	2.2
欧盟	-4.2	1.9	1.5	-0.2	0.9
德国	-5.1	3.6	3.1	0.7	1.6
法国	-2.6	1.4	1.7	0.5	1.1
意大利	-5.1	1.8	0.5	-1.5	0.1
西班牙	-3.7	-0.1	0.7	-1.3	0.6
英国	-4.4	2.1	0.7	0.5	1.4
拉丁美洲 *	-0.6	6.6	4.5	3.8	4.1
墨西哥	-6.1	5.4	3.9	3.7	3.0
EAGLES **	4.0	8.4	6.7	5.8	6.4
土耳其	-4.9	9.2	8.5	2.7	5.6
亚太	4.2	8.1	5.7	5.7	6.1
中国	9.2	10.4	9.2	8.3	8.7
亚洲 (除中国)	1.0	6.6	3.4	4.1	4.4
世界	-0.6	5.1	3.9	3.6	4.0

*阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 秘鲁, 委内瑞拉

**巴西, 中国, 印度, 印度尼西亚, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 台湾, 土耳其

预测截至: 2012年4月30日

来源: BBVA Research

表5
宏观经济预测: 通胀(平均)

(同比增长率)	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-0.4	1.6	3.1	2.5	2.2
欧盟	0.3	1.6	2.7	2.4	1.5
德国	0.2	1.1	2.3	2.0	1.5
法国	0.1	1.5	2.1	2.2	1.6
意大利	0.8	1.5	2.8	3.1	1.9
西班牙	-0.3	1.8	3.2	1.9	0.7
英国	2.2	3.3	4.5	3.0	1.9
拉丁美洲 *	6.9	9.0	10.0	9.3	10.0
墨西哥	5.3	4.2	3.4	3.9	3.6
EAGLES **	2.8	5.3	6.3	4.8	4.6
土耳其	6.3	8.6	6.7	9.6	7.1
亚太	0.3	3.6	4.8	3.5	3.5
中国	-0.8	3.3	5.4	3.5	3.8
亚洲 (除中国)	1.1	3.7	4.3	3.4	3.2
世界	2.2	3.5	5.1	4.4	4.0

*阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 秘鲁, 委内瑞拉

**巴西, 中国, 印度, 印度尼西亚, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 台湾, 土耳其

预测截至: 2012年4月30日

来源: BBVA Research

表6

宏观经济预测: 经常帐户 (占GDP百分比)

	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-2.7	-3.3	-3.3	-3.0	-3.3
欧盟	0.2	0.2	0.4	0.8	1.2
德国	5.6	5.7	5.8	5.2	4.9
法国	-1.5	-1.7	-2.3	-1.9	-1.5
意大利	-2.0	-3.5	-3.2	-2.2	-1.5
西班牙	-4.8	-4.5	-3.5	-1.9	-0.4
英国	-1.7	-3.3	-1.9	-1.7	-1.1
拉丁美洲 *	-0.3	-0.8	-0.8	-1.3	-1.9
墨西哥	-0.7	-0.3	-0.8	-1.3	-1.4
EAGLES **	2.4	2.0	0.9	0.4	0.5
土耳其	-2.2	-6.4	-10.0	-8.8	-8.5
亚太	3.5	3.3	2.0	1.5	1.8
中国	5.2	5.2	2.8	2.5	2.8
亚洲 (除中国)	2.3	2.0	1.4	0.9	1.1

*阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 秘鲁, 委内瑞拉

**巴西, 中国, 印度, 印度尼西亚, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 台湾, 土耳其

预测截至: 2012年4月30日

来源: BBVA Research

表7

宏观经济预测: 政府赤字 (占GDP百分比)

	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-9.9	-8.9	-8.7	-7.6	-5.0
欧盟	-6.4	-6.2	-4.1	-3.0	-2.0
德国	-3.2	-4.3	-1.0	-0.6	-0.4
法国	-7.5	-7.1	-5.2	-4.5	-3.0
意大利	-5.4	-4.5	-3.8	-1.6	-0.5
西班牙	-11.2	-9.3	-8.5	-5.3	-3.0
英国	-11.5	-10.1	-8.2	-5.9	-5.8
拉丁美洲 *	-2.8	-2.0	-2.0	-1.8	-1.1
墨西哥	-2.6	-3.5	-2.8	-2.8	-2.8
EAGLES **	-3.9	-2.5	-2.2	-2.3	-2.1
土耳其	-5.5	-3.6	-1.4	-2.0	-1.7
亚太	-4.8	-3.7	-3.8	-3.7	-3.2
中国	-2.8	-2.5	-1.1	-1.8	-1.8
亚洲 (除中国)	-6.1	-4.5	-5.6	-5.0	-4.1

*阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 秘鲁, 委内瑞拉

**巴西, 中国, 印度, 印度尼西亚, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 台湾, 土耳其

预测截至: 2012年4月30日

来源: BBVA Research

表8
财务指标

官方利率 (期终)	2009	2010	2011	2012	2013
美国	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
欧盟	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
中国	5.31	5.81	6.56	6.06	6.56
10年期利率 (平均)					
美国	3.2	3.2	2.8	2.3	2.6
欧盟	3.3	2.8	2.6	2.0	2.7
利率 (平均) (美元/每国货币)					
美国 (欧元/美元)	0.72	0.76	0.72	0.78	0.77
欧盟	1.39	1.33	1.39	1.28	1.30
英国	1.56	1.55	1.60	1.60	1.66
中国 (人民币/美元)	6.83	6.77	6.46	6.25	5.94

预测截至: 2012年4月30日
来源: BBVA Research

表9
德国: GDP增长及通胀预测

年率	2008	2009	2010	2011	2012	2013
个人消费	0.5	0.0	0.6	1.4	0.7	1.4
公共消费	3.1	3.3	1.7	1.4	0.5	0.5
固定资本形成总值	1.0	-11.4	5.2	6.6	1.3	3.9
库存 (*)	0.0	-0.9	0.6	0.0	0.0	0.0
国内需求 (*)	1.0	-2.3	2.2	2.2	0.7	1.6
出口	2.1	-13.6	13.4	8.4	3.7	5.3
进口	3.0	-9.2	11.5	7.5	4.4	5.9
净出口 (*)	-0.2	-2.8	1.4	0.9	-0.1	0.0
GDP	0.8	-5.1	3.6	3.1	0.7	1.6
通胀	2.8	0.2	1.2	2.5	2.0	1.5

(*)对增长的贡献

来源: BBVA Research

表10
法国: GDP增长及通胀预测

年率	2008	2009	2010	2011	2012	2013
个人消费	0.2	0.2	1.4	0.3	0.3	1.1
公共消费	1.2	2.3	1.2	0.8	-0.1	0.4
固定资本形成总值	0.1	-8.8	-1.4	2.6	0.0	1.8
库存(*)	0.3	-1.3	0.5	1.0	0.0	0.0
国内需求(*)	0.1	-2.4	1.3	1.8	0.2	1.1
出口	-0.6	-12.2	9.3	4.6	3.6	5.1
进口	0.6	-10.6	8.3	5.3	2.6	4.6
净出口(*)	-0.3	-0.2	0.1	0.0	0.2	0.1
GDP	-0.2	-2.6	1.4	1.7	0.5	1.1
通胀	3.2	0.1	1.7	2.3	2.2	1.6

(*)对增长的贡献
来源: BBVA Research

表11
意大利: GDP增长及通胀预测

年率	2008	2009	2010	2011	2012	2013
个人消费	-0.8	-1.6	1.2	0.2	-1.7	-0.5
公共消费	0.6	0.8	-0.6	-0.9	-1.6	-0.9
固定资本形成总值	-3.8	-11.7	1.7	-1.2	-4.5	0.2
库存(*)	0.0	-1.1	1.2	-0.6	0.0	0.0
国内需求(*)	-1.2	-4.3	2.1	-0.9	-2.3	-0.5
出口	-2.8	-17.7	11.4	6.3	1.5	2.8
进口	-2.9	-13.6	12.4	1.0	-1.4	0.9
净出口(*)	0.0	-1.2	-0.4	1.4	0.8	0.6
GDP	-1.2	-5.5	1.8	0.5	-1.5	0.1
通胀	3.5	0.8	1.6	2.9	3.1	1.9

(*)对增长的贡献
来源: BBVA Research

表12
葡萄牙: GDP增长及通胀预测

年率	2008	2009	2010	2011	2012	2013
个人消费	1.3	-2.3	2.1	-3.9	-6.2	-1.4
公共消费	0.3	4.7	0.9	-3.9	-2.3	-1.4
固定资本形成总值	-0.3	-8.6	-4.1	-11.4	-12.8	-0.6
库存 (*)	0.0	-1.1	0.1	-0.5	0.0	0.1
国内需求 (*)	0.9	-3.6	0.9	-6.2	-6.8	-1.2
出口	-0.1	-10.9	8.8	7.4	2.5	4.7
进口	2.3	-10.0	5.4	-5.5	-7.9	1.6
净出口 (*)	-1.0	0.6	0.5	4.6	3.9	1.2
GDP	-0.1	-2.9	1.4	-1.6	-2.9	0.0
通胀	2.7	-0.9	1.4	3.6	3.3	1.3

(*)对增长的贡献
来源: BBVA Research

表13
西班牙: GDP增长及通胀预测

年率	2008	2009	2010	2011	2012	2013
个人消费	-0.6	-4.3	0.8	-0.1	-2.0	-0.9
公共消费	5.9	3.8	0.2	-2.2	-8.0	-5.6
固定资本形成总值	-4.7	-16.5	-6.2	-5.1	-7.4	-1.0
设施及其他产品	-2.8	-22.0	5.3	1.5	-4.5	2.9
建设	-5.7	-15.4	-10.1	-8.1	-9.2	-3.2
房屋	-9.1	-22.0	-9.8	-4.9	-6.6	-1.6
其他建设	-1.6	-7.7	-10.4	-11.2	-11.8	-4.9
库存 (*)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
国内需求 (*)	-0.5	-6.5	-1.0	-1.8	-4.5	-1.8
出口	-1.0	-10.2	13.5	9.1	4.0	8.9
进口	-5.1	-16.9	8.9	-0.1	-6.2	1.6
净出口 (*)	1.4	2.8	0.9	2.5	3.1	2.4
GDP	0.9	-3.7	-0.1	0.7	-1.3	0.6

通胀	4.1	-0.3	1.8	3.2	1.9	0.7
(*)对增长的贡献 来源: BBVA Research						
表14 英国: GDP增长及通胀预测						
年率	2008	2009	2010	2011	2012	2013
个人消费	-1.5	-3.5	1.2	-1.2	0.4	1.3
公共消费	1.6	0.0	1.5	0.1	1.0	-0.9
固定资本形成总值	-4.8	-13.4	3.1	-1.2	3.3	7.8
库存(*)	-0.4	-1.0	0.9	0.6	-0.9	-0.3
国内需求(*)	-1.9	-5.5	2.6	-0.3	0.1	1.5
出口	1.3	-9.5	7.4	4.6	3.1	2.8
进口	-1.2	-12.2	8.6	1.2	2.0	2.8
净出口(*)	0.8	1.1	-0.5	1.0	0.3	0.0
GDP	-1.1	-4.4	2.1	0.7	0.5	1.4
通胀	3.6	2.2	3.3	4.5	3.0	1.9
(*)对增长的贡献 来源: BBVA Research						

免责声明

本文及其所含信息、观点、估计与建议由Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (以下简称“BBVA”)提供,旨在为客户提供报告发行日相关的一般信息,如有更改,恕不提前通知。BBVA将不负责通知变更事项或此后内容的更新。

本文件及其内容不构成对购买或认购任何证券或其他投资工具,或从事、撤出投资的邀约、邀请或唆使。本文件及其内容均不能构成任何合同、承诺或任何形式的决议的基础。

阅读本文的投资者应注意到文中所提及的证券、投资工具或投资可能并不适合于其特定的投资目的、财务或风险状况,上述因素并未被纳入本报告所考虑的范畴。因此,投资者在做出投资决策时应考虑到上述情况并在必要时寻求专业的建议。本文的内容均基于可信赖的公开信息得出,BBVA并未对这些信息进行独立核实,BBVA不对其精确度、完整性及正确性提供任何形式的担保。由于采用本文件或其内容所导致的任何直接或间接的损失,BBVA概不负责。投资者应注意的是,证券或投资工具过去的表现或投资的历史收益并不能保证其未来的表现。

证券或投资工具的市场价格和投资的收益会随着投资者的兴趣而波动。投资者应意识到其投资可能蒙受损失。期货、期权和证券或高收益证券交易存在高风险,并非对所有投资者都适合。的确,在某些投资中,潜在的损失可能会超过初始的投资金额,且在这一情况下,投资者可能会被要求支付更多的金额来支持那些损失。因此,在进行任何此类交易之前,投资者应意识到其操作,以及所持有股份所涉及到的权利、义务和风险。投资者还应注意,文中所述的投资工具可能在二级市场上有限,甚至根本不存在。

BBVA及其任何分支机构,以及各自的高管和员工,可能直接或间接地持有本文或任何其他有关文件所提及的任何证券或投资工具;他们可能是为自己或第三方从事这些证券交易,为前述证券或投资工具的发行人、相关公司及其股东、高管和员工提供咨询或其他服务,或可能在此报告出版前后对这些证券、投资工具和相关投资产生了兴趣或进行了交易,但上述行为都在适用法律允许所允许的范围内进行。

BBVA及其任何分支机构的销售人员、交易员和其他专业人士可能为客户提供与本文意见相反的口头或书面市场评论。此外,BBVA及其任何分支机构的自营交易和投资业务的投资决策也可能与本文的建议不符。本文件未经BBVA的事先书面同意不得:(1)复印、影印或以任何其他形式或方式复制;(2)传播;或(3)引用。该报告不得复制。传达、传播或提供给任何有法律禁止其传播的国家内的任何个人或实体。如未能遵循这些限制性规定可能违反相关地区的法律。

在英国,本文件仅适用于以下人士:(1)具有2000年金融服务及市场法2005年(金融促进)法令(修订的“金融促进法令”)第19条第5款所述投资工具专业经验的;(2)金融促进法令第49条第2款1-4点规定的对象(高净值公司、非公司社团等);及(3)被依法邀请或吸引来参与2000年金融服务及市场法第21章所述投资活动的人士(所有这些人均被称为“相关人士”)。本文件仅适用于相关人士,非相关人士不得照此行事或依赖本文件。本文相关的任何投资或投资活动仅对相关人士可用且仅将由相关人士参与。本报告分析师、作者的报酬体系基于多重准则而定,包括BBVA获得的收入和BBVA集团一个财年的收益(这反过来包含了投资银行产生的收益);但其报酬与投资银行任何具体交易的收益无关。

BBVA不是美国金融业监管局的成员且不受其信息披露规则的约束。

“BBVA受BBVA集团证券市场运营行为准则的约束,像其他规章一样,其包括防止和避免所获评级内利益冲突的规定(包括信息壁垒)。参考BBVA集团证券市场运营行为准则请见以下网站:

www.bbva.com/CorporateGovernance”

BBVA, S.A.是一家在西班牙中央银行及西班牙证券交易委员会监管下的银行,在西班牙中央银行的注册号为 0182

This report has been produced by the Europe Unit:*Chief Economist*

Rafael Doménech
+34 91 537 36 72
rdomenech@grupobbva.com

Europe

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

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

Elvira Prades
+34 91 537 79 36
elvira.prades@bbva.com

Katerina Deligiannidou
aikaterini.deligiannidou@bbva.com

Latam Coordination
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Financial Scenarios
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

BBVA Research

Group Chief Economist
Jorge Sicilia

Emerging Markets:

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Cross-Country Emerging Markets Analysis
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Latam Coordination
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Peru
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@bbva.com

Mexico
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Macroeconomic Analysis Mexico
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.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

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

Global Areas:

Financial Scenarios
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Economic Scenarios
Juan Ruiz (I)
juan.ruiz@bbva.com

Innovation & Processes
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Global Equity
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Global Credit
Javier Serna
javier.serna@bbvauk.com

Global Interest Rates, FX
and Commodities
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.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