

# 经济展望

哥伦比亚

波哥大，2012年5月16日

经济分析

- 由于亚洲经济增长速度较高，因此，2012年全球经济将稳步回升，但欧洲经济将继续出现轻微衰退。
- 2012年，哥伦比亚经济将增长5%，处于减速状况，而且将在这一状态下实现其潜在增长速度。
- 第一季度表现良好，通货膨胀预期得以控制，此后，通货膨胀将保持稳定。
- 央行将继续关注当地和全球指标，一旦出现全球经济回归正常的迹象，央行将采取中立立场。

## 目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 1. 概要：全球经济复苏，但风险重燃.....               | 3  |
| 2. 哥伦比亚经济增长再次向其潜在速度迈进.....            | 5  |
| 表框 1：往很多市场输出，但具有市场集中度的出口产品不多.....     | 8  |
| 3. 通货膨胀第一季度表现良好，其将继续保持稳定.....         | 10 |
| 4. 2012年第二季度政策汇率将上升，并将向更为中立的立场靠近..... | 12 |
| 5. 未来几个月，哥伦比亚比索将继续升值.....             | 14 |
| 6. 政府改革在中期内将有利于经济增长.....              | 16 |
| 表框 2：对与美国签署之自由贸易协议（FTA）期望较高.....      | 17 |
| 7. 附表.....                            | 18 |

发表日期：2012年5月16日

# 1. 概要：全球经济复苏，但风险重燃

鉴于地区增长差异扩大以及下滑风险，全球经济活动将逐步复苏

在 2011 年特别是在最后一个季度逐步减速后，全球经济正开始呈现活力增强迹象。鉴于除中国外亚洲（包括日本）和拉丁美洲的强劲增长以及美国持续但适度的活力，2012 年第一季度全球增长预计会高于第四季度。我们估计，全球增长将继续加快，并在 2012 年底超过 1% 季度环比（2011 第四季度为 0.6%）。复苏将是多样的，主要经济区之间的增长差异将扩大。

如下所述，鉴于从泰国和日本的自然灾害中恢复（对地区供应链造成不利影响）以及 2011 年中之前实行的政策紧缩措施的逆转，亚洲增长率提高更加明显。另外，在美国需求的支持下，巴西更加宽松的货币政策以及墨西哥持续增长使得拉美增长率也可能提高。美国将继续在 2012 年和 2013 年保持约 0.6% 的季度增长率，远低于以前复苏的水平。然而，与 2012 年欧元区停滞的活动相比，这是一个相对强大的表现，在第一季度紧张局势暂时缓和后，欧元区增长被积极的财政整顿以及持续高水平的财政压力所拖累。

因此，在 2012 年和 2013 年全年，新兴经济体将恢复其对发达经济体约 4% 的增长差异。相应地，即使预期决定性政策行动使得欧洲的财政压力缓慢下降，但欧洲和美国之间的增长差距也将继续扩大。

总之，我们的增长预测与以前《全球经济展望》（2 月出版）的预测没有太大差异。我们预计 2012 年全球增长率为 3.6%，2013 年为 4%，新兴经济体对全球活动增长的贡献约为 80%（图 1）。但这一情景受到欧洲危机良性发展的影响，因此，我们的预测仍有下降风险。

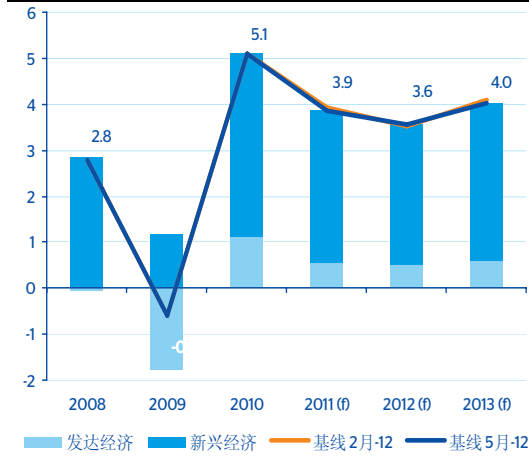
发达经济体的货币政策将在更长时期内保持融通性。然而，进一步政策干预（常规或非非常规）的效果正在下降，同时，成本在升高，包括中央银行独立性降低的风险以及非常规措施的附带损害。美国 and 欧洲的政策制定者需要通过实施经济与体制改革以及管理金融风险来承担恢复增长的部分负担。虽然这些措施很有效，但中央银行应继续为货币传导机制的充分运行提供支持。

发达经济体宽松的货币政策将意味着新兴国家有利的融资条件。这些国家的中央银行必须衡量资金流入和不确定外部需求带来的压力与通货膨胀风险（部分来自油价）和强大国内需求。亚洲和拉丁美洲通货膨胀预测的差异 – 前者下降而后者稳定 – 将决定不同的货币政策前景。我们预计新兴亚洲将进一步实行有限宽松，而除巴西外的大多数拉美国家将保持谨慎紧缩。

## 欧洲危机的解决已取得进展，但仍需采取决定性措施

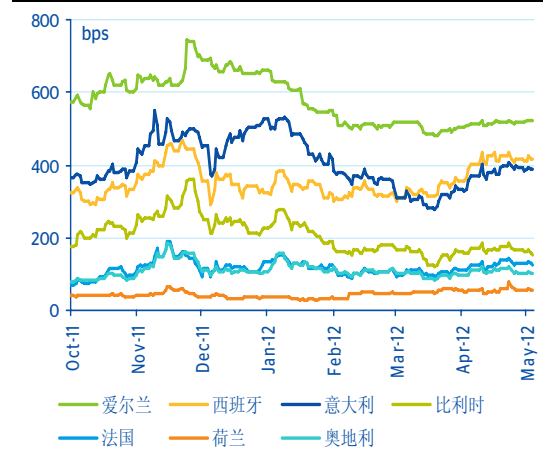
欧洲需要一条终结危机的清晰路线图。尽管在最近几个月取得一定进展，但仍有许多重要的悬而未决问题。首先，虽然私营部门持有的希腊主权债务得到重组，但由于改革疲劳以及可能比预期更深入的衰退，对长期可持续性仍存在重大疑虑。其次，欧洲稳定机制（ESM）获得 5000 亿欧元的新贷款能力（在 EFSF 已承诺的 2000 亿欧元基础上）。然而，鉴于西班牙和意大利未来三年的融资需求以及关于 ESM 贷款将高于现有私人债券持有者的推测，这尚不足以消除市场担忧。另外，IMF 增加的 4300 亿欧元资源将有多少归于欧洲国家，这一点尚不清楚。第三，人们对已批准（等待国家批准）财政协定的优点仍有疑虑，使政府受制于不超过 0.5% GDP 的结构赤字。尽管这是对控制成员国预算的一次重大变化，但在“异常情况”下允许偏离规则可能会削弱其在 ECB 强硬路线者中的优点。另外，在财政联盟或欧洲债券方面一直未取得进展。

图1  
全球 GDP 增长率 (%qoq)



来源: BBVA Research

图2  
欧洲主权风险溢价 (对德国的 10 年期债券收益差, bps)



来源: Datastream 和 BBVA Research

### 欧洲危机的新爆发仍是主要全球风险

最近四个月采取的最重要行动之一无疑是 ECB 提供长期偿债能力。这使得至少到 3 月份欧洲银行的流动性风险大幅下降、批发融资市场适度开放以及周边国家主权收益差压缩。但随着 3 月份以来意大利和西班牙风险溢价的快速增长, 这些积极影响证明是暂时的 (图 2)。

长期流动资金注入的短期影响以及财政整顿与恢复增长之间的难题突出了两个结论。首先, ECB 行动只能在解决潜在经济与体制问题的同时发挥短期作用。应继续推动经济改革, 同时, 核心国家应刺激欧元区的需求。其次, 有必要以一种更加渐进的方式重新考虑近期财政整顿路线, 以制定全面、详细的中期整顿方案。

### 尽管价格猛涨会造成重大风险, 但当前油价仅对全球增长有着适度影响

全球经济面临的第二个威胁是油价进一步上涨。2012 年初的近期猛涨可部分追溯至供应与需求基本面紧缩以及因伊朗局势紧张和有限市场缓冲使得地缘政治风险溢价增至约 10-15 美元/桶 (石油库存和生产者的闲置生产能力)。

在我们的基线情景中, 我们认为, 在 2012 年大部分时间内, 布伦特石油价格约为 120 美元/桶, 比我们 2 月份的预测高约 15%。我们认为, 由于发达国家中央银行将此视为暂时冲击并将保持融通性政策, 这仅对全球增长造成适度负面影响。然而, 如果海湾冲突升级, 油价可能大幅猛涨, 即使中央银行没有做出反应, 增长也可能通过全球风险规避增多而受到影响。

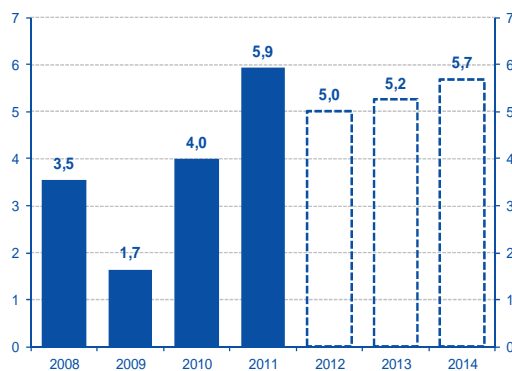
## 2. 哥伦比亚经济增长再次向其潜在速度迈进

2011年, 哥伦比亚经济年增长率为5.9%。这一速度主要来自2011年第二季度个人需求(年增长9.4%)的强劲增长和公共投资的回升。这使得第二季度的经济增长率从2011年第一季度的5.1%增加至6.8%(见图表8)。

### 主要指标证实, 个人需求出现稳步降低

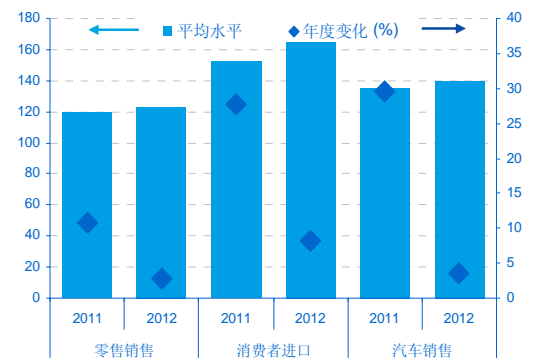
已经公布的指标显示, 2012年第一季度经济活跃性降低, 这与BBVA研究所的预测一致。已发布之消费、零售销售额、进口和车辆销售的增长率低于2011年之平均值, 其中, 耐用品开支降低的幅度最大。但是, 这些变量的整体水平仍处于历史最高位(见图表4)。

图表3  
国内生产总值(GDP)增长, 年度百分比变化



数据来源: 哥伦比亚统计局 DANE 数据和 BBVA 研究所

图表4  
个人消费指标  
季节性调整指数(2008年1月=100)



h 数据来源: 哥伦比亚统计局 DANE 数据、哥伦比亚经济顾问公司 (Econometria) 和 BBVA 研究所

\* 2012年的数据是2012年一月份和二月份之零售销售额和进口的平均值。车辆销售的数据包括一月至三月份的销售数据。

消费构成其他方面(非耐用品和半耐用品)的增长幅度也比较大, 因此, 能够降低整体家庭开支降低的幅度。劳动力市场的改善也产生了类似的影响。城市失业率已经没有了继续下降的空间; 事实上, 城市失业率已经稳定在其自然水平上了(在10%至11%之间)。在创造新的就业机会方面, 正式就业的增长正处于领先地位(本年度剩余时间内, 正式就业在创造新的就业机会方面还将继续处于领先), 这能够改善家庭消费状况。

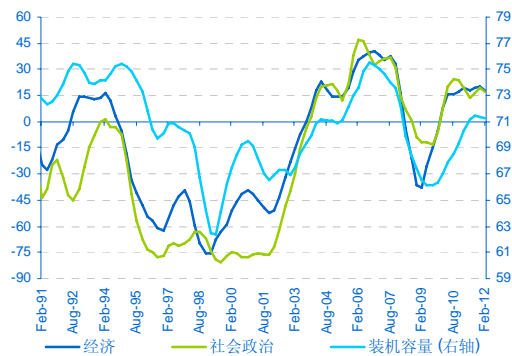
尽管投资总额正在缓慢减少, 但目前其投资构成正在变得有利于住房开支。尤其需要指出的是, 尽管2011年资本货物的进口年度平均增长38%, 但目前正以年17%的增长率增长。同时, 根据哥伦比亚建筑商会(CAMACOL)的数据, 2011年底, 新的住房建筑工程的数目比2010年十二月份多出2%, 其中, 大部分将在2012年得以实施。它们现在更关注高端住房, 这类住房对国内生产总值(GDP)的贡献较高, 而且其实施速度更快。

消费者信心和商业信心指标已经稳定在较高水平上了, 这反映出经济活跃性的降低在很大程度上是因为“经济开始转向正常”, 而不是因为“某一部门出现不利状况”。家庭期望指数几乎已经接近其历史平均水平的两倍; 对零售销售额的短期展望是, 其将略低于2007年的平均水平, 而工业指标显示, 在投资状况良好的情况下, 对设备容量的利用率比较高(见图表5)。工业信心水平显示, 由于“国内市场的大量订单”以及“出口的正平衡”, 未来几个季度, 预计制造部门会出现扩大, 而且其对经济的支撑会出现增长。

事实上, 2012年前两个季度, 由于再次受到碳氢化合物、矿业和贵金属的销售(年度增长26%)的促进, 而且出口其他构成均达到满意的平衡(10%), 所以, 哥伦比亚出口的年度增长率实现了23%。但是, 对全球经济的预测-美国经济增长为零, 欧洲出现轻微衰退-可能对哥伦比亚的出口造成负面影响。但是, 哥伦比亚正在以最大力量进入新扩展的市场, 这应该可以

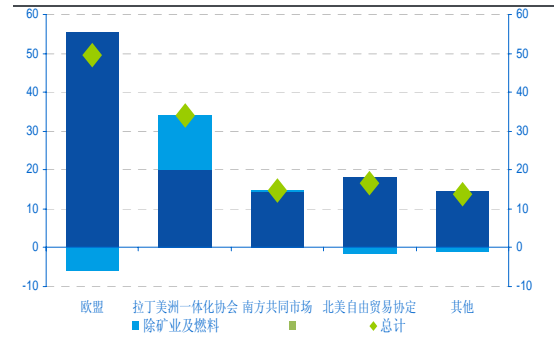
限制上述之消极影响的幅度：对于新扩展之市场，中国是原材料的购买方，拉丁美洲一体化协会（LAIA）是工业产品的市场（见表框1）。事实上，拉丁美洲一体化协会（LAIA）是唯一在2012年初显示出具有出口非矿业-能源产品能力的市场（见图表6）。

图表5  
投资季度性调整指数之设备容量和状况，百分比



数据来源：Fedesarrollo 数据和 BBVA 研究所

图表6  
出口目的地  
年度变化，从年初至2012年二月



数据来源：哥伦比亚统计局（DANE）数据、DIAN 数据和 BBVA 研究所

## 受国内需求的促进，哥伦比亚经济在2012年将增长5%

这一数据高于拉丁美洲的平均值（3.7%），并显示出哥伦比亚经济正在稳步向其潜在增长速度迈进。这一预测基于投资的强劲领先势头，其在2011年至2012年将再次增加其对国内生产总值（GDP）的贡献，从26.6%增加至28.0%。与国内生产总值（GDP）一致，消费将出现增长，并将降低对设备容量和通货膨胀的过度需求压力。

2011年，由于个人需求的增加以及国际商品价格较高，非贸易部门和矿业在增长方面处于领先。近期几个月，尽管石油产量降低（仍高于2011年的平均水平），但煤产量的正值使得矿业在第一季度能够以高于国内生产总值（GDP）增长的速度增长。同时，因为公共基础设施投资的巨大贡献，无论是在个人供应（住房和其他建筑）或公共建筑方面，建筑业都还存在增长的空间。

由于某些消费构成和信贷的减少，零售贸易和金融部门的增长速度较低。但是，由于2011年底公司数据表现利好，而且2012年初也发布了一些积极的数据，因此，对零售贸易和金融部门的展望还是积极的。最后，制造业和农业这两个部门今年的增长率很可能低于国内生产总值（GDP）的增长率。预计制造业的增长率在4.0%至4.5%之间，而农业的增长率将略微高于零值。

## 未来几年，往来账户赤字将继续保持稳定

2012年，预计有两个相对立的因素能够将往来账户赤字保持在与2010年和2011年相比而相对稳定的状态。首先，由于商品价格的上升幅度小于去年，而且欧洲对工业产品的需求降低，所以，今年出口的增长将低于2011年的数据（9.2% vs. 43.1%）。此外，在去年出现“公司收益良好”的情况之后，2012年转移到国外的股息将会出现新的纪录。正如对出口的影响一样，这种现象也将对往来账户赤字造成压力。尽管如此，国内开支的减少-主要在“需要大部分产品从国外进口”的构成方面（耐用品的消费和对运输设备的投资）-将会造成“进口以大约10%的较低速度增长”的结果。

总之，我们预计，2012年和2013年赤字将会占国内生产总值（GDP）3.0%左右。这一数据可以很容易地得到外国直接投资（FDI）之资金流入的融资。根据外汇平衡的数据，现在碳氢化合物和矿业部门（现在是73%，2011年是87%）占外国直接投资（FDI）的比例下降，这一变化为其在今年和未来几年提供了增长空间。

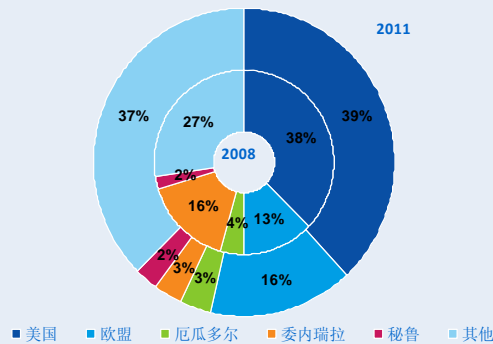
### 尽管欧洲情况出现恶化，但哥伦比亚经济将继续增长

若欧洲经济出现恶化的话，哥伦比亚经济会受到负面影响的主要渠道是外贸和“个人信心较低所造成”的风险规避的增加。这将会带来住房需求和公司需求的减少，尽管其减少幅度小于2008年的幅度。同时，在莱曼兄弟倒闭事件中，哥伦比亚经济显示了其稳健性，并继续保持了正增长率。事实上，国内信心指数和全球风险规避之间的低度相关性就能够证实这一假设。尽管如此，我们还是要注意“可能影响国内信心之全球状况恶化”的迹象。

## 表框 1: 往很多市场输出, 但具有市场集中度的出口产品不多

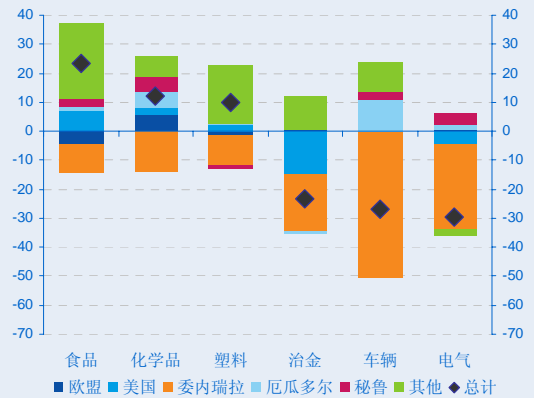
2011年, 非传统出口(除石油、咖啡、煤和镍铁之外的出口)接近于2008年出现的最高纪录, 但现在的出口目的地却有所不同(见图表7)。委内瑞拉市场出现大幅缩水, 美国增加了其在某些工业产品的份额, 而且也利用了扩张的周边市场这种优势。根据产品种类, 除了燃料和贵重金属, 15种产品中只有三种产品的出口量超过了2008年的出口水平: 食品、化学制品和塑料制品(见图表8)。在这种情况下, 近几年的出口目的地发生了很大雾化, 其中来自南美和欧洲的新贸易伙伴是主要参与者。尽管如此, 哥伦比亚在利用这些市场的同时, 却没有在产品多元化方面取得重大进展。

图表 7  
2008年和2011年的出口目的地(百分比)



数据来源: 哥伦比亚统计局 (DANE) 数据、DIAN 数据和 BBVA 研究所

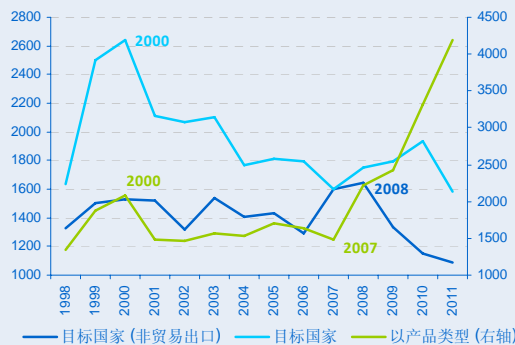
图表 8  
2008-2011年各部门增长率(对变化的贡献百分比)



数据来源: 哥伦比亚统计局 (DANE) 数据和 BBVA 研究所

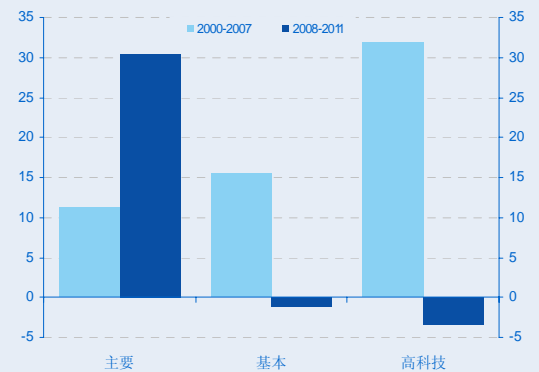
从所构建之用于对“目的国的出口集中度和商品种类”进行评估的赫芬达尔指数, 我们可以总结出, 2008年之后, 出口目的地的变化还是很大的, 但这一指数显示, 自2008年之后, 这种变化主要集中在有限的几种产品上(见图表9)。根据这一分析, 2008年至2011年之间, 只有初级产品的销量出现增加, 而且只有初级产品增加了其在总贸易量中的份额, 而高科技制造业却减少了接近5%(见图表10)。

图表 9  
市场集中度之赫芬达尔指数  
指数从0至10 000  
(集中度)



数据来源: 哥伦比亚统计局 (DANE) 数据、DIAN 数据和 BBVA 研究所

图表 10  
哥伦比亚: 不同商品的出口增长  
在所示时间内的累积变化, (百分比)



数据来源: 哥伦比亚统计局 (DANE) 数据、DIAN 数据和 BBVA 研究所



这就造成了哥伦比亚与“本地区之对国际贸易最为开放”的那些国家之间的差异。近几年，秘鲁和智利已经稳步地减少了初级产品的出口。这些国家与哥伦比亚之间的区别在于其缔结自由贸易协议的决心更为坚定。以智利为例，智利是世界上拥有最多自由贸易协议的国家。它们的经济区域拥有占世界总人口的接近90%的人口（北美自由贸易协定（NAFTA）、欧盟、欧洲自由贸易联盟（EFTA）、南韩、中国等等）。

总之，近年来，由于市场的进一步开放，石油和煤等原材料销售的大幅增加，哥伦比亚的出口增长迅速，但其具有较大技术投入的产品却并未出现大幅增长。同时，哥伦比亚出口的增长在很大程度上依赖于较高的国际价格，这使得出口量出现初步增加。这增加了哥伦比亚在贸易方面受到冲击的可能性，这些冲击在历史上曾经影响到哥伦比亚和拉丁美洲的经济。尽管如此，哥伦比亚在过去几年所缔结的，以及现在正在谈判的自由贸易协议，是哥伦比亚在外贸方面所采取的措施，这表明哥伦比亚正在向正确的方向迈进。这些措施旨在利用当前具有较高需求的区域（例如美国和欧洲），但也想利用那些处于强劲增长阶段的国家（例如智利、秘鲁、墨西哥和土耳其）。

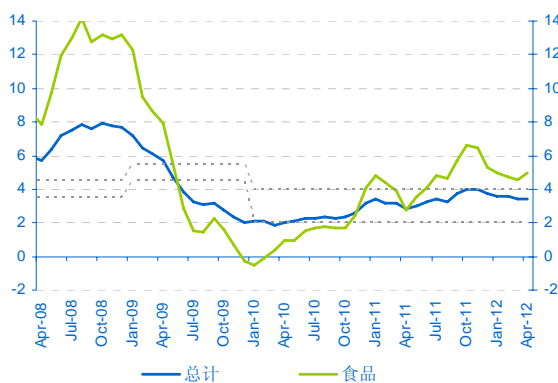
### 3. 通货膨胀第一季度表现良好, 其将继续保持稳定

#### 通货膨胀预期下降

由于受到“影响食品价格”之供应冲击的影响, 通货膨胀在 2011 年底出现上升, 随后, 2012 年第一季度, 通货膨胀降至 3.4%, 表现好于预期 (见图表 11)。因此, 通货膨胀的走势越来越符合在中期时间内“达到通货膨胀目标范围之中间区域 (在 2% 和 4% 之间)”的目的, 而且“通货膨胀预期的较大改善”也体现了这一走势。在这种情况下, 尽管我们认为, 在“通货膨胀增长速度收敛至 3.0% 附近”方面还存在困难, 但我们预计, 今年的剩余时间内, 通货膨胀的增长将是十分有限的。

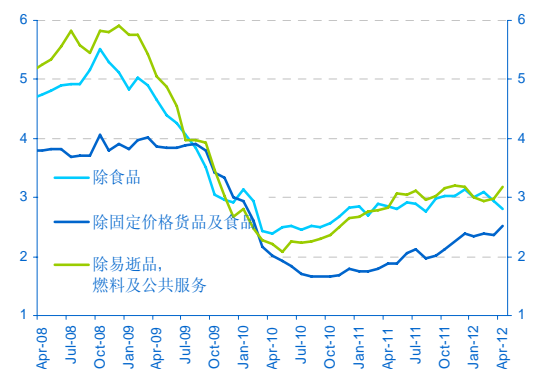
对今年价格的展望好于 2011 年。首先, 食品价格会出现缓慢增长, 这反映出气候状况较好。这在今年的前几个月就有所体现, 其中年度食品通货膨胀从去年年底的 5.3% 出现稳步下降 (见图表 11)。与某些食品之国际价格的上涨-这一因素此前已被汇率的升值所抵消-相比, 气候因素以及当地较好的供应状况所产生的影响将会更大。同时, 可贸易商品的通货膨胀将继续以较低速度增长, 这体现了利率对进口商品价格的反应 (见图表 13)。同时, 由于比较基数较大, 因此规范商品价格的上涨应该会更加缓和。

图表 11  
总通货膨胀和食品通货膨胀 (年度百分比变化)



数据来源: 哥伦比亚统计局 (DANE) 数据、哥伦比亚共和国银行和 BBVA 研究所

图表 12  
核心通货膨胀指标 (年度百分比变化)

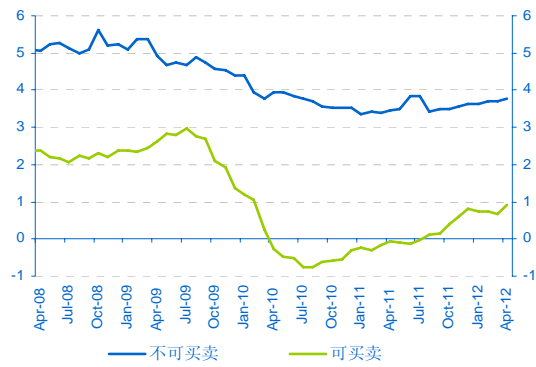


数据来源: 哥伦比亚统计局 (DANE) 数据 BBVA 研究所

因此, 通货膨胀压力将主要来源于“产出缺口正值的存在”、“劳动力市场之不是那么萧条的状况”以及“预期国际石油价格的上涨”。需求敏感性价格将继续上涨, 这符合住房开支增长的趋势 (见图表 13)。就像国外谷类价格一样, 非贸易商品-尤其是租价-的通货膨胀将继续上升。一些价格可能能够反映出“增加最低工资”的压力, 这符合某些部门工资指数出现轻微加速的现象 (见图表 14)。最后, 我们预计, 2012 年国际石油价格将会上涨。这将在上涨的燃油价格中有所体现, 其中, 若预期出现改变, 而且价格传递给了经济的其他部分, 则会出现通货膨胀压力升高的风险。

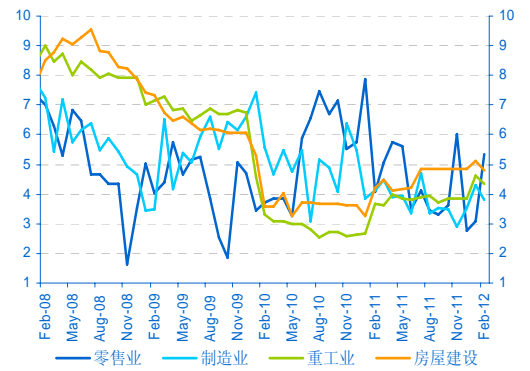
总之, 我们预计, 2012 年年底, 通货膨胀将会在 3.4% 的水平上 (对前期情境进行 0.1 pp 的向下修正)。我们将对未来几年的通货膨胀预期进行轻微向下调整, 将其调整至接近通货膨胀目标值 (3.0%)。这反应出, 预期较为固定, 而且与前期的预期相比, 对“较为紧缩之货币政策”的预期也较为固定。此外, 值得注意的是, 某些与税收相关的因素可能会在中期时间内影响通货膨胀。这些因素包括市场篮子中某些产品之增值税率的变化-这可能是今年税收改革的一部分。

图表 13  
可贸易商品和不可贸易商品的通货膨胀  
(年度百分比变化)



数据来源: 哥伦比亚统计局 (DANE) 数据和 BBVA 研究所

图表 14  
名义工资指数 (年度百分比变化)



数据来源: 哥伦比亚统计局 (DANE) 数据、哥伦比亚共和国银行和 BBVA 研究所

## 4. 2012年第二季度政策汇率将上升，并将向更为中立的立场靠近

2012年初，哥伦比亚央行面临一个难题，即在“外部不确定性较高，而且其可能影响当地经济”的情况下，是要根据当地指标提高其政策汇率，还是保持政策汇率的稳定。在这种情况下，“经济的国内状况”和“通货膨胀预期的上行趋势”在货币当局的决策过程中是首先需要考虑的因素，其结果是政策汇率增加了50个基准点，增长至5.25%。

近期指标显示，政策汇率的累积增加已经降低了2011年第三季度出现的需求压力，这种压力在2011年第四季度的国内生产总值（GDP）数据以及2012年第一季度之重要指标上均有所体现。在这种情况下，货币当局进入了一种暂停模式，以便确定“更为紧缩的货币政策、发达国家之疲软增长（包括近期源自“对解决欧洲危机持怀疑态度”的金融压力的激增现象）和新兴市场增长之轻微放缓”的联合影响的范围。此外，必须对“增加汇率对经济中某些部门可能产生的影响”进行评估。

尽管央行近期会议之备忘录所展现的理由符合短期暂停的需要，但这些理由也说明出，对“已增加的利率是否足以将通货膨胀保持在央行的目标范围之内”还需进一步讨论。事实上，外部环境的复杂性和哥伦比亚经济之近期结构性调整将会决定货币政策在中期时间内所必须采取的立场。

在经历过2011年的强劲复苏之后，哥伦比亚经济已经开始了其向其潜在增长率前进的步伐-这一点符合今年下半年开始的全球金融压力稳定的趋势，从这个方面来说，货币政策应该采取中立立场。最近央行所做的决定就是在向这个方向迈进，但是，我们认为，央行还需要进一步调整其货币立场。

首先，尽管近期较高的投资水平会带来经济产出能力的增加，但2011年所出现的高增长率很可能会扩大产出缺口。这就意味着，缺口还需要一段时间才会回归至其潜在水平。此外，近期利率的增加以及通货膨胀的降低已经使得政策汇率增长至2.0%左右-扣除物价因素。事实上这一水平低于我们对自然利率的预计-我们对自然利率的预计是接近3.0%。最后，尽管所有的短期指标都显示，经济活跃性出现缓和的降低现象，但在相关政策的范围内，外部情境给这个国家带来的还有重大挑战和利益，货币当局和财政当局必须通过审慎的措施对这些挑战和利益进行管理。在最可能的情境下，经济活跃性将继续受到较高贸易条件和强劲资本流入的促进。而这两个因素也会给央行带来以下难题，即制造更多的资本，使其流入本国。

在这种情况下，我们预计，受到“欧洲金融压力降低”以及“全球增长预期向上”所带来之较大的操作空间的支撑，2012年下半年的政策汇率可能再次上涨，增长至5.75%。考虑到通货膨胀的预期表现，我们认为，这个水平的实际政策汇率将十分接近我们所预计之中立汇率。此外，对“2013年经济增长改善”的预期以及对“通货膨胀率高于目标范围中间值”的预期将造成2013年政策汇率的再度调整。

尽管如此，倘若欧洲财政危机之金融压力出现恶化或进一步拖延的话，或者美国经济增长出现恶化的话，政策汇率增长的理由就不存在了。这一不利的情境将意味着，我们的增长预期会出现向下偏误，而且利率变化也会趋向预期走势。

在信贷方面，我们认为，尽管央行会在“国内需求之信贷扩张和力量持续增长”的情况下，继续密切关注任何可能的通货膨胀压力以及金融失衡的迹象，但央行认为，近期投资组合的缓慢

增长是利好的表现。信贷在今年第一季度继续缓慢增长。我们对信贷增长的展望是, 这种趋势将得以继续, 我们对经济增长的展望是, 其将轻微降低至可持续的增长率。尽管迄今为止, 只有公司投资组合(总信贷的60%)才出现了放缓的现象, 但我们预计, 今年下半年, 消费者投资组合以及抵押贷款也将会出现放缓趋势。

## 5. 未来几个月，哥伦比亚比索将继续升值

短期内，受到资金流入的影响，哥伦比亚比索将继续升值，其中，资金流入尚未受到较高之全球风险规避的剧烈影响（见图表 15）。事实上，虽然对“欧洲周边国家债务的稳定性”已再次出现怀疑，而且这种怀疑使得向新兴市场流入的资金减少，但哥伦比亚资金流入的表现还是利好的。尤其，根据外汇平衡数据，2012年第一季度，外国直接投资（FDI）流入量达到 42.08 亿美元，年度增长率达到 30.2%（见图表 16）。这些外国直接投资（FDI）的资金流入并未被哥伦比亚在海外的投资所抵消，其中只有少量资金进入了外汇市场。此外，尽管与外国直接投资（FDI）相比，投资组合净值流入量以及外部借贷的水平有所降低，但其水平依然保持利好，因此，其能够给经济带来大量的美元贡献。

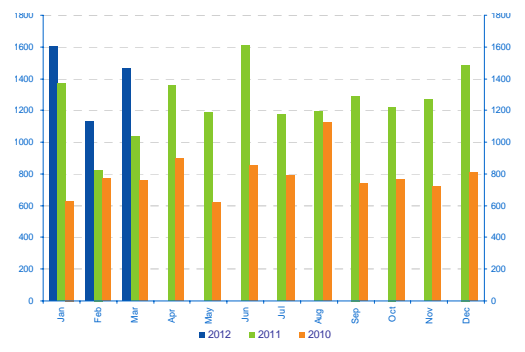
需要指出的是，今年央行并没有向经济中注入美元。正如在 2008 年的情况一样，央行通过保持央行存款（9 万亿哥伦比亚比索至 11 万亿哥伦比亚比索之间）的高度平衡，来支撑央行对外汇市场的政策干预。这有助于抵消来自国际储备之流动性压力。央行最近使用的规则使外汇干预策略更具有灵活性和可信度，因为这一规则使“能够用于对抗流动性之影响”的工具更具有多样化。当然也可以选择使用 TES（国内债务证券）国库券和货币控制所掌握的公共债务证券股份，为央行提供更多“在必要时增加干预”的空间。还需要注意的是，哥伦比亚还有增加其国际储备股份的空间，因为哥伦比亚的储备累积并未达到这一地区其他国家的水平，而且其在国内生产总值（GDP）中的比重相对还比较低（见图表 17 和 18）。财政方面，一个重要的方面是，政府要继续巩固“鼓励增加公共存款”的改革，这有助于实现国内需求的降低，并能够实际汇率的可持续性。

图表 15  
哥伦比亚和拉丁美洲汇率  
(2010 年 9 月 14 日=100)



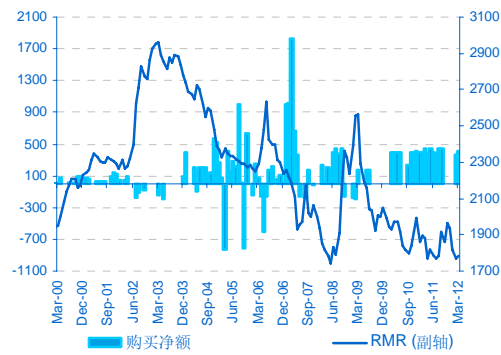
数据来源：彭博资讯、哥伦比亚共和国银行和 BBVA 研究所

图表 16  
外国直接投资 (100 万美元/每月)



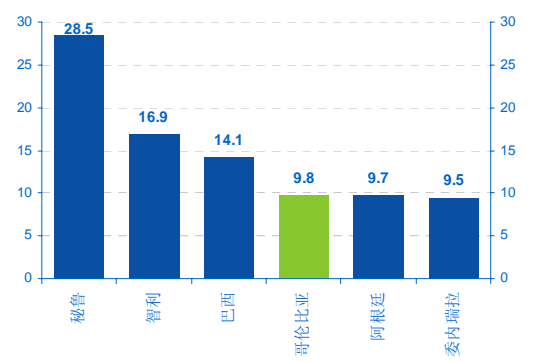
数据来源：哥伦比亚共和国银行和 BBVA 研究所

图表17  
哥伦比亚比索/美元汇率和国际储备购货净额  
(100 万美元)



数据来源: 彭博资讯、哥伦比亚共和国银行和 BBVA 研究所

图表18  
哥伦比亚和拉丁美洲国际储备 (占国内生产总值  
(GDP) 百分比)



数据来源: 哥伦比亚共和国银行和 BBVA 研究所

## 6.在中期内，政府改革将有利于经济增长

预计央行今年的财政赤字是国内生产总值（GDP）的 2.9%。其受到“国内需求”和“矿业以及能源所带来的高额税收”的支撑。今年迄今为止高于目标的税收以及较为有效的税收管理将使 2012 年的预期变得更好。

管理方面，“管理特许权使用费”的法律条款最终获得批准，这一条款的实施将在中期时间内对区域经济增长做出贡献。根据这一规则，资源的分配要覆盖五个方面的基金：外部存款、养老金支付、科学和技术、区域发展和减少贫困。还建立了一个管理委员会，其责任就是为特许权使用费系统确定总方针，以及优先考虑得到特许权使用费融资的投资项目。在这一管理框架内，2016 年之前，平均每年都会收到 9.7 万亿哥伦比亚比索的特许权使用费，用于向那些满足政府和地区部门之要求的项目的投资。也要对“负责监督基金使用”的联合部门的操作进行审查。希望这一监督不会增加哥伦比亚所需之基础设施项目的获批难度。

管理方面的其他重要事宜将在本年度第二季度进行讨论。首先，哥伦比亚总统桑托斯（Santos）宣布实施一项向低收入家庭提供相当于房价 100% 的补助金的项目。这一项目将在法案得到议会批准后进行实施，上述法案能够赋予住房部在“分配国民住房基金（Fonvivienda），资助优先住房”方面的自由裁量权。这一项目将专注于平均每年向最贫困的家庭提供 10 万套住房，其每年的成本大约是 4 万亿哥伦比亚比索（占国内生产总值（GDP）的 0.7%）。但是，我们对下面几点还不确定，即“这一项目在完成之后是否还会延期实施？”以及“会不会增加受益家庭的数量？”。

此外，国家政府还将讨论一项税收改革法案。这一改革能够简化税法。其降低了一些免税额，目的在于增加累进税率，因此收入和应交税金之间的相关性会变大。一些反对势力-例如矿业部门-已经就收回其某些利益发表了反对意见。财政部预计，这一项目对财政平衡的影响将不会很明显。但是，就像税收改革经常出现的情况一样，议会最终批准的法律可能和当前的法案相差甚远，并将对财政产生意料之外的影响。

哥伦比亚 2012 年在管理方面的进步应该有助于改善评级机构对哥伦比亚的主权信用评级。2012 年二月份，尽管英国零售协会（BRC）将哥伦比亚的评级依然定在 BBB- 级别，但其改变了对哥伦比亚的展望，从“稳定”改为“积极”。这一机构说，“劳动力非正式比率”、“公共开支缺乏灵活性”、“暴力行为受害人的补偿和再社会化”以及“基础设施赤字”方面的因素对哥伦比亚而言依然构成挑战。惠誉国际评级（Fitch Ratings）机构所发表的公告也是如此。他们认为，“原材料方面，出口以及财政平衡的依赖性较大”，“考虑到结构性经常账户赤字的话，国际储备水平较低”，“税收收入基数较低”以及“公共开支缺少灵活性”是哥伦比亚要提高其信用等级所需进行改善的因素。

政府正在处理这其中的一些因素。税收改革将扩大收入基数，并将通过降低一些赋税优惠来增加公共开支的灵活性。有私有部门参与的 7700 公里高速公路之基础设施项目应该能够改善当前的基础设施赤字。2011 年开始实施的“对受害者进行补偿”的项目正在使哥伦比亚向一个“冲突后状态”迈进。同样地，特许权使用费方面的法律规则和财政规则将会降低石油对产值和财政平衡的顺势循环效应。我们认为，这一进步将不会在 2012 年的基本上得以体现，因此，我们认为，哥伦比亚的信用等级在短期内不会出现改善。但是，鉴于哥伦比亚政府在这一领域所取得的进步，我们对哥伦比亚的展望依然是积极的。此外，2012 年五月中期，与美国所签署之自由贸易协定的实施将有利于哥伦比亚经济的长期增长（见表框 2）。

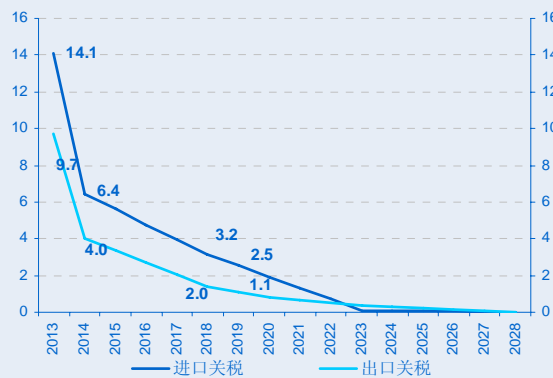


## 表框 2: 对与美国签署之自由贸易协议 (FTA) 期望较高

4月15日, 在卡特赫纳召开的美洲第六次峰会上, 美国总统和哥伦比亚总统宣布自由贸易协定 (FTA) 将于2012年5月15日生效。

自由贸易协定 (FTA) 将巩固美国和哥伦比亚之间的贸易关系, 并允许一些“根据安第斯优惠贸易及根除毒品法案 (ATPDEA) 没有得到优惠税率”的部门免税进入美国市场。随着这一协议的生效, 美国在哥伦比亚市场上 76% 的产品将会被免除关税, 哥伦比亚进入美国市场的 94% 的产品也会被免除关税。对其余的产品将实施“分期降低关税”以及“消除配额”的措施; 在生产者的生产适应了协议的挑战之后, 所有的产品配额都将逐步消除。因此, 在协议的第一年, 哥伦比亚的加权关税税率将平均从 14% 降低到 6.4% (见图表 19)。

图表 19  
哥伦比亚对初级产品和与出口竞争产品的平均税率 (百分比)



数据来源: 哥伦比亚贸易工业和旅游部 (MinComercio) 和 BBVA 研究所

图表 20  
墨西哥和智利分别在北美自由贸易协定 (NAFTA) 和自由贸易协定 (FTA) 之前和之后的外国直接投资净值 (占国内生产总值 (GDP) 比例)



数据来源: 世界银行和 BBVA 研究所

我们可以预见这一协议所产生的影响, 例如, “消费者可获得之产品的多样性增加”, “国内竞争加剧带来消费者价格的降低”, 以及“哥伦比亚产品的本地化”-在这一过程中其产品将更具有竞争性, 对生产力也会产生积极影响。

墨西哥和智利等国家的经验可以给哥伦比亚带来一些从自由贸易中获益的启发。在北美自由贸易协定 (NAFTA) 生效之后, 墨西哥的外国直接投资 (FDI) 几乎增长了两倍; 而对于智利而言, 其外国直接投资 (FDI) 在自由贸易协定 (FTA) 生效之前的四年内平均占国内生产总值 (GDP) 的 5.5%, 而自由贸易协定 (FTA) 生效之后的四年内增加至占国内生产总值 (GDP) 的 7% (见图表 20)。从这个方面来说, 政府预计, 自由贸易协定 (FTA) 将带来“投资每年 2% 的增长”, “经济年度增长增加 1%”以及“失业率将降低 1%”的效应。

但是, 哥伦比亚还存在一些阻碍其在短期内从协议中获益的障碍。哥伦比亚在基础设施方面严重滞后。这也就意味着, 基础设施的成本实际上高于当前的关税壁垒。同样的, 哥伦比亚是这一地区国内运输成本最高的国家, 大约每个 20 标准集装箱的运输成本是 1807 美元, 而这一地区这一运输成本的平均值是 680 美元。幸运的是, 政府正在抓紧实施一项建造 7700 公里高速公路的大计划-尽管这一计划几乎还要等到自由贸易协定 (FTA) 生效之后的三年才能实施。

此外, 在美国和哥伦比亚政府之间关于健康和植物保护产品的协调必须得到快速灵活的解决, 只有这样, 两国的生产者才能按照动物和蔬菜产品的出口规则进行操作。哥伦比亚政府正在致力于优先协调那些更具有出口可能性的产品。为此, 哥伦比亚已经任命华盛顿使馆的一名代表到美国来缓和自由贸易协定 (FTA) 的协调。

## 7. 附表

表1  
年度宏观经济预测

| 哥伦比亚         |      |      |      |      |
|--------------|------|------|------|------|
|              | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
| GDP (同比%)    | 4.0  | 5.9  | 5.0  | 5.2  |
| 私人消费(同比%)    | 5.0  | 6.5  | 4.8  | 5.2  |
| 公共消费 (同比%)   | 5.5  | 2.6  | 3.2  | 3.5  |
| 固定资产投资 (同比%) | 4.6  | 16.6 | 10.5 | 7.6  |
| 通胀 (同比%, 期末) | 3.2  | 3.7  | 3.4  | 3.3  |
| 汇率 (对美元, 期末) | 1926 | 1934 | 1800 | 1810 |
| 利率 (% , 期末)  | 3.00 | 4.75 | 5.75 | 6.50 |
|              |      |      |      |      |
| 财政平衡 (% GDP) | -3.8 | -2.9 | -2.9 | -2.5 |
| 经常账户 (% GDP) | -3.1 | -2.7 | -3.0 | -3.0 |

来源: DANE, BanRep, 法国财政部及 BBVA Research Colombia

表2  
季度宏观经济预测

| 哥伦比亚 |               |                  |              |                 |
|------|---------------|------------------|--------------|-----------------|
|      | GDP<br>(同比 %) | 通胀 (同比 %,<br>期末) | 汇率 (兑美元, 期末) | 回购利率<br>(%, 其终) |
| 1Q11 | 5.0           | 3.2              | 1884         | 3.5             |
| 2Q11 | 5.1           | 3.2              | 1783         | 4.3             |
| 3Q11 | 7.5           | 3.7              | 1836         | 4.5             |
| 4Q11 | 6.1           | 3.7              | 1934         | 4.8             |
| 1Q12 | 5.0           | 3.6              | 1766         | 5.3             |
| 2Q12 | 5.2           | 3.6              | 1750         | 5.3             |
| 3Q12 | 5.0           | 3.5              | 1725         | 5.8             |
| 4Q12 | 4.9           | 3.4              | 1800         | 5.8             |
| 1Q13 | 5.2           | 3.4              | 1760         | 6.3             |
| 2Q13 | 5.4           | 3.3              | 1730         | 6.5             |
| 3Q13 | 5.6           | 3.3              | 1750         | 6.5             |
| 4Q13 | 4.7           | 3.3              | 1810         | 6.5             |

来源: DANE, Superfinanciera, BanRep, 及 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 / Corporate Governance”**

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