

全球 每周观察

马德里，2011年01月07日

经济复苏步入正轨

经济分析

金融情况
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com
(+34) 91 374 44 32

María Martínez Álvarez
maria.martinez.alvarez@grupobbva.com
(+34) 91 537 66 83

Javier Amador
javier.amador@grupobbva.com
(+34) 91 537 3161

Cristina Varela Donoso
cvarela@grupobbva.com
(+34) 91 537 7825

Victoria de Zuriarrain
victoria.zuriarrain@grupobbva.com
(+34) 91 537 7584

Leanne Ryan
leanne.ryan@grupobbva.com
(+34) 91 537 8432

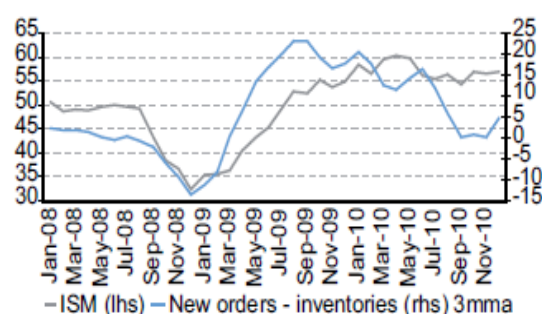
全球外汇
首席分析师
Pablo Zaragoza
pzaragoza@grupobbva.com
+34 91 374 38 64

欧洲股票
分析师
Javier Requena
javier.requena@grupobbva.com
+34 91 537 83 99

欧洲信贷
金融分析师
David Golin
david.golin@grupobbva.com
+34 91 537 87 46

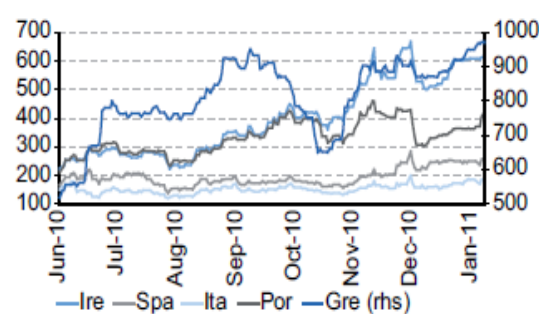
本周，大西洋两岸国家均发布了强劲的12月份制造业数据，进一步显示经济复苏的势头正在加大。在美国，ISM指数由56.6上升至57，为7个月以来最快增速。此外，报告的细节内容好于标题，新增订单和存货的缺口增至6个月的高点，从而表明2011年上半年制造业活动可能加速。另外，今天公布的12月就业人数增长10.3万人，低于预期，而失业率则下跌到9.4%。在欧洲，欧元区制造业PMI指数最终值由56.8上调到57.1，鼓舞了认为四季度经济增长势头持续的市场情绪。同时，继连续4个月结果高于预期且连续5个月保持增长之后，中国最新PMI指数结果低于预期，为53.9%（市场调查：55.0%）。这应该有助于减轻有关经济过热的担忧。下周，欧洲央行和英国央行将分别举行会议，但我们预计不会有重大调整。

图1
ISM 指数和新增订单减去存货



来源：Bloomberg 以及 BBVA Research

图2
主权价差：10 年期债券（基点）



来源：BBVA Research

市场

2011年的头几个交易日里，OECD成员国利率的上升趋势延续了2010年底的走势继续减弱。结果，10年期欧洲掉期率继续下跌（10年期掉期下跌10个基点，再次跌破3.20%），而美国利率尽管对最新的强劲数据（ADP）做出了反应，但还未超过12月份的高点（仍低于3.50%）。按照利率的这一趋势，有许多因素需要考虑，因其可能在以下情况发生：1）尽管与周期相比现阶段更加富有信心；2）当通胀指标正因短期情形而上升之时；以及3）当央行货币政策前景维持极度宽松之时。

尽管如此，主权风险仍然是让人担心的主要原因。本周信贷息差再次扩大，年初所取得的成绩失守。葡萄牙6月期流动性招标不尽人意，（根据近期的民意调查）市场越发相信葡萄牙将最终需要援助，以及欧盟关于金融部门危机解决方案框架官方工作文件（将包括自2013年起对银行新增优先债务进行折让）的公布都对这一积极趋势的改变发挥了作用，表明对欧洲的担忧仍然存在。

要点

2011年经济前景

2011年世界经济将巩固2010年的复苏，但步伐会有所放缓。

2011年利率与汇率，股市与信贷展望

近期活动

2011年一季度即将到来的活动可能会对欧洲主权风险的形势产生重大影响。

要点

经济分析

金融情况

Cristina Varela Donoso
cvarela@grupobbva.com
(+34) 91 537 7825

Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com
(+34) 91 374 44 32

Leanne Ryan
leanne.ryan@grupobbva.com
(+34) 91 537 8432

市场客户策略

Ignacio González-Panizo
ignacio.gonzalez-panizo@grupobbva.com
+34 91 538 63 50

全球外汇

首席分析师

Pablo Zaragoza
pzaragoza@grupobbva.com
+ 34 91 374 38 64

欧洲股票

分析师

Javier Requena
javier.requena@grupobbva.com
+34 91 537 83 99

欧洲信贷

金融分析师

David Golin
david.golin@grupobbva.com
+34 91 537 87 46

2011年经济前景

2010年世界经济的总体表现高于预期，增幅接近4.8%。此外，许多意料之中的风险，如美国经济二次探底或亚洲经济增长大幅下滑等，都没有实际发生。2011年，世界经济将巩固其复苏，但步伐会有所放缓。新兴经济体将继续在全球经济增长中扮演不可否认的角色。其经济增速差不多将为发达经济体的三倍并会对全球经济增长做出突出贡献。另一方面，发达经济体将继续受益于非常规措施和流动性带来的支持。然而，私人部门的去杠杆化过程（仍然悬而未决）和财政整合仅能发挥微小作用，因此，其虽能取得经济增长，但增幅很小，尤其是欧元区。无论如何，2011年都不能排除面临金融体系不够强大、新增就业量低和公共账户的可持续性新兴市场经济过热等所导致的风险。

2011年利率与汇率，股市与信贷展望

对于利率和汇率而言，欧元区仍在持续的主权和金融风险（尤其是今年上半年）以及OECD经济体仍然微弱的周期性复苏要求相关国家央行继续实行极其宽松的政策。这应该会限制利率沿曲线上升的潜力。下半年从长期来看应该会略有更多的上升空间，但不会超过近期的高点太多（美国10年期利率为3.60%，德国10年期利率为3.40%）。此外，只要二线国家的风险依然存在，欧元的风险溢价就将继续高于美元（欧元兑美元汇率可能会在6月前回到1.25的区间）。欧元可能会在随后有所反弹，但欧元兑美元汇率的落点应该仍接近1.30。

西方国家市场可能会在2011年上涨。我们估计标准普尔500指数会在2011年12月31日达到1,350点（+10%，包括在当前价格的货币效应）。我们预计欧洲市场的涨幅会更大（EuroStoxx-50指数增长19%至3,400点），但这可能需要一定的时间。

最后，当前公司信用的估值非常具有吸引力，评级高的企业之间价差很大。在2011年，这些估值仍然有潜在的上升空间。然而，尽管如此，我们预计在接下来的这一年里会有一些的大幅波动。剧烈的波动的这段时间将使投资者对二线国家降低赤字及面对其融资需求总体的能力产生质疑。

近期活动

2011年一季度即将到来的事件可能会对欧洲主权风险的形势产生重大影响。西班牙将于1月28日通过其养老金改革。欧盟财政经济理事会会议将于1月18日和2月15日举行，但我们预计不会在3月24日的欧盟理事会会议之前取得任何实质性结果。同时，欧洲央行管理委员会将分别于1月13日、2月2日和3月2日在法兰克福举行会议；货币政策调整的可能性不大。2月份将进行新一轮的欧洲压力测试，与此同时爱尔兰还将就一揽子救援计划进行立法，预计该法案将获得通过。三月份，西班牙政府计划通过一项工资协商改革。如果欧盟委员会会议前几个月紧张形势依旧高胀则可能会提前采取一定的措施以缓解压力，但这些措施不会在3月份的欧盟理事会会议前正式生效。

日程表：核心指标

经济分析

欧洲

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

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

美国

Hakan Danis
hakan.danis@bbvacompass.com
+1 713 843 5382

亚洲

Xia Le
xia.le@bbva.com.hk

欧元区：贸易差额 (11月, 1月14日)

预测: 63亿欧元

市场调查: n.d

前期: 52亿欧元

评论: 11月份贸易顺差或小幅扩大。由于新兴市场需求依然旺盛, 预计出口将保持其增长势头。然而, 预计进口增速会更快, 与国内需求显示出的走强迹象相符。未来, 我们预计出口复苏会在接下来的几个月减弱, 但受益于来自亚洲经济体的支撑, 仍将会保持强劲, 这能够部分抵消美元兑欧元走弱的影响。**市场影响:** 尽管贸易收支情况非常波动, 但若结果低于预期将加大市场对经济复苏主要驱动力 (即: 外贸部门) 的担忧。

欧元区：工业生产指数 (11月, 1月12日)

预测: -0.2% m/m

市场调查: 0.5% m/m

前期: 0.6% m/m

评论: 继10月份欧元区工业生产指数出现小幅增长及德国该指数意外低于预期之后, 我们预计11月份会有下滑。工业活动的复苏依然迟疑, 表明各成员国存在分歧, 二线国家表现疲软而德国复苏却较年中的优异表现有所放缓, 但仍然强劲。**市场影响:** 若结果低于预期将被视作金融波动向实体经济蔓延的标志。

美国：消费者价格指数, 核心CPI (12月, 1月14日)

预测: 0.4%, 0.1% m/m

市场调查: 0.4%, 0.1% m/m

前期: 0.1%, 0.1% m/m

评论: 11月份总体和核心消费者价格指数经季节调整后双双增长了0.1%。过去12个月的总体消费者价格指数增幅由1.2%下降到了1.1%。11月份食品和能源价格指数上涨了0.2%。能源指数增幅为过去5个月以来的最小增幅。12个月的能源指数上涨了3.9%。汽油指数增长了7.3%而同期的居民能源指数则下跌了0.2%。房价在过去12个月里上涨了0.1%, 是自2009年6月以来的首次增长。上个月能源 (包括石油) 价格的上涨可能会推动12月份总体通胀上升。**市场影响:** 虽然预计核心CPI不会大幅上升, 但若果真如此则将平息对通货紧缩风险的讨论。

美国：工业产值 (12月, 1月14日)

预测: 0.4%

市场调查: 0.4%

前期: 0.4%

评论: 继前一个月下滑0.2%后, 美国11月份工业产值增长了0.4%。过去17个月里除去年10月以外该指标均保持增势。虽然制造业生产在过去5个月里一直处于增长态势, 但采矿业的产值却继续下滑。与工业生产指数相符, 11月份的总产能利用率上升到了75.2%。而在10月份, 尽管公共事业的产能利用率增长了1.5个百分点, 升至78.4%, 但采矿业的该指标却下滑了0.1个百分点, 至88.7%。我们预计12月份工业生产指数和总产能利用率将继续保持适度增长。**市场影响:** 若12月份工业生产活动增长强劲将意味着2010年美国经济增长高于2.7。

中国：新增人民币贷款 (12月, 1月12日)

预测: 4200亿人民币

市场调查: 3600亿人民币

前期: 5640亿人民币

评论: 12月份新增人民币贷款额将与其他的重要月度经济指标 (包括出口、进口、贸易差额、外国直接投资、外汇储备、房价及货币增长等) 一起公布。鉴于当局加大了抑制信贷增长以控制通胀的力度并且在促使经济实现软着陆方面做出了更大努力, 和其他经济指标一样, 新增贷款数额也将受到密切关注。早在11月, 新增贷款额就已经达到了中国政府设定的2010年全年的目标上限 (7.5万亿元人民币), 这意味着在12月份该指标将超过目标值 (我们估计12月份总体信贷将同比增长19.7%)。**市场影响:** 若该指标高于预期将加大对实行进一步货币紧缩措施预期。

Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.30	0	0	5
		2-yr yield	0.62	2	-1	-36
		10-yr yield	3.39	9	11	-44
	EMU	3-month Euribor rate	1.00	-1	-3	31
		2-yr yield	0.88	2	-12	-36
		10-yr yield	2.90	-6	-11	-48
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.297	-3.0	-1.9	-9.9
		Pound-Euro	0.84	-2.5	-0.3	-7.1
		Swiss Franc-Euro	1.25	0.4	-4.3	-15.2
	America	Argentina (peso-dollar)	3.97	-0.1	-0.2	4.6
		Brazil (real-dollar)	1.68	1.3	-0.8	-2.8
		Colombia (peso-dollar)	1854	-3.4	-1.5	-5.7
		Chile (peso-dollar)	497	6.2	4.2	0.7
		Mexico (peso-dollar)	12.20	-1.2	-2.1	-3.9
	Asia	Peru (Nuevo sol-dollar)	2.80	-0.1	-0.5	-1.6
		Japan (Yen-Dollar)	83.23	2.5	-1.2	-10.1
		Korea (KRW-Dollar)	1120.70	-0.4	-1.9	-0.4
		Australia (AUD-Dollar)	0.998	-2.5	2.1	8.1
Comm. (chg %)	Brent oil (\$/b)		93.9	-0.9	3.5	15.4
	Gold (\$/ounce)		1366.3	-3.8	-1.1	20.0
	Base metals		582.5	-0.2	2.0	16.9
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	9597	-2.7	-4.8	-21.1
		EuroStoxx 50	2828	1.3	0.3	-6.3
		USA (S&P 500)	1273	1.2	3.6	11.2
	America	Argentina (Merval)	3616	2.6	5.5	53.7
		Brazil (Bovespa)	70345	1.5	3.2	0.1
		Colombia (IGBC)	15050	-2.9	-2.6	29.2
		Chile (IGPA)	23415	1.9	1.3	36.2
		Mexico (CPI)	38597	0.1	2.6	17.3
		Peru (General Lima)	23290	-0.4	6.3	49.0
		Venezuela (IBC)	65794	0.7	0.5	21.0
		Asia	Nikkei225	10541	3.1	3.0
	HSI		23687	2.8	2.6	6.2
Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	109	4	3	42
		Itraxx Xover	429	-8	-27	35
		CDS Germany	56	-2	6	30
	Sovereign risk	CDS Portugal	507	7	75	415
		CDS Spain	348	-2	43	240
		CDS USA	40	-2	0	—
		CDS Emerging	201	0	-12	-36
		CDS Argentina	564	-38	-72	-411
		CDS Brazil	107	-4	-2	-9
		CDS Colombia	108	-5	-2	-24
		CDS Chile	81	-4	-2	22
		CDS Mexico	110	-3	1	-13
		CDS Peru	108	-5	-6	-8

Source: Bloomberg and Datastream

免责声明

由西班牙对外银行编制本文件及其中所述的信息、意见、估计和建议，并向其客户提供有关发布报告日期的一般信息，其中内容变动无须事先通知。因此，如有内容变动或更新西班牙对外银行无需承担事先必须通知客户的责任。

本文件及其内容并不构成要约、邀请或恳请购买或订购任何有价证券或其它票据、着手或撤销投资。本文件或其内容都不构成无论何种性质的任何契约、承诺或决定的依据。

阅读本文件的投资者应知悉：因为编制本报告时并未将投资者的具体投资目标、财务状况或风险状况考虑在内，因此本文件所涉及的有价证券、票据或投资可能不适合每位投资者。因此，投资者作出各自投资决定时应考虑前述情况，如有必要，还应获得该等专业建议。本文件内容基于通过可视为可靠来源获得而为公众所知悉的信息。但是，西班牙对外银行并未对该等信息进行独立核实，因此不对该等信息的准确性、完整性或正确性作出任何担保，无论明示或暗示。由于使用本文件或其内容而导致产生任何类型的直接或间接损失，西班牙对外银行不承担任何责任。投资者应注意：有价证券或票据的过往表现、投资的历史结果并不对未来表现提供任何保证。

有价证券或票据的市场价格、投资结果可能产生不利于投资者权益的波动。投资者应深知：他们甚至有可能面临投资亏损。对期权、期货、有价证券或高收益证券所作的交易具有高风险，并非适合每位投资者。确实，有一些投资的潜在损失可能超过最初投资金额，在该等情形之下，可能要求投资者支付更多金钱以弥补亏损。因此，在着手进行有关票据的任何交易之前，投资者应该知悉其操作以及同一标的股票相关权利、义务和风险。投资者还应知悉：前述票据的二级市场可能受限或根本不存在。

西班牙对外银行或其任何附属机构及其各自主管与员工可能直接或间接持有本文件或其它相关文件中所涉及的任何有价证券或票据，在适用法律允许的范围内，他们可能在其账户或第三方账户中对该等有价证券进行交易，向前述有价证券或票据发行方、相关公司或其股东、主管或员工提供咨询或其它服务，或在公布本报告之前或之后享有前述有价证券、票据或相关投资之上的权益或执行相关交易。

西班牙对外银行或其任何附属机构的销售人员、交易员和其它专业人士可以向其客户提供口头或书面市场评论或交易策略，其中所反映的意见可能与本文件所述意见相反。另外，西班牙对外银行或其任何附属机构的自营交易和投资业务可以作出与本文件所述建议不一致的投资决策。未经西班牙对外银行事先书面同意，不得（1）通过其它任何方式或以其它任何形式复制、复印或复写；（2）重新分配；或（3）引用本文件中任何部分。如果法律禁止，则不得向任何国家（或个人或机构）中任何个人或机构复印、传播、散布或提供本报告中任何部分。未能遵守前述限制性规定，即违反了相关适用法律。

在英国，仅可向《财务服务及市场条例2000(财务推广)2001命令》所描述的个人提供本文件，不得直接或间接向其它任何个人或机构交付或散布本文件。特别地，仅能够并针对如下个人或机构交付本文件：（1）英国以外的个人或机构；（2）具有如2001法令第19(5)条所述投资相关专业知识的个人或机构；（3）高资本净值机构以及2001法令第49(1)条所规定的可合法向之披露本文件内容的其它任何个人或机构。

与本报告的分析师和作者相关的薪酬制度基于多重准则，包括财政年度内西班牙对外银行获得的收益以及西班牙对外银行集团的间接收益，其中包括通过投资银行业务产生的收益，但是他们不获得基于投资银行任何具体交易所产生收益的任何薪酬。

“西班牙对外银行以及西班牙对外银行集团中的任何其它机构并非纽约证券交易所或全美证券交易商协会的成员，不必遵守影响该等成员的披露原则。”“西班牙对外银行应遵守西班牙对外银行集团适用证券市场运作的行动守则，其中包括防止和避免与既定等级利益冲突的原则以及信息壁垒原则。访问如下网址：[www.bbva.com/Corporate Governance](http://www.bbva.com/CorporateGovernance)，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。”