全球

每周观察

马德里，2011 年 02 月 04 日

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

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

美国
Hakan Danis
hakan.danis@bbvacompass.com
+1 713 843 538

经济趋势正在改善

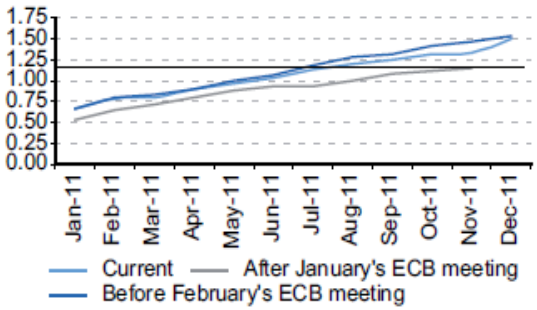
在美国，伴随着服务业指数和消费支出再次显示出稳定增长国内需求看起来重新获得了增长的动能。今天发布的非农就业指数反映出美国劳动力市场依然疲软，尽管在10年四季度和11年一季度有较强的复苏，这表明国内市场需求的积极趋势还没有巩固。另一方面，欧元区还没有足够的证据显示国内需求可以拖动国内消费的增长，除了德国，其就业和服务业指数显示其国内需求的进一步增长。欧元区的零售在12月再次下降0.6%，这暗示2010年末的私人消费表现疲软。而积极的一面来看，这些因素会阻止商品价格的进一步显著上升而造成通胀压力，尽管欧元区的核心通胀数据预测在今年1月会增加到2.4%。在亚洲，PMI指数显示中国工业生产正在扩张，尽管处在一个较为平缓的阶段，而通胀在包括印尼，泰国，韩国等国家快速上升。考虑到地域政治上的风险，埃及的动荡局势还没有对国际风险溢价造成实质性的影响，不过主要大宗商品则已经受到较大影响。（详见要点）

此次欧盟峰会在粗略的草案中落下帷幕，如预料之中，关于欧洲金融稳定机制等问题的具体措施将在3月底达成一致。同时，德国和法国要求展开关于竞争力公约的讨论，并计划在3月初的欧元区国家会议上进一步商讨。这可能引起市场上的一些其他声音。

央行努力给债市降温

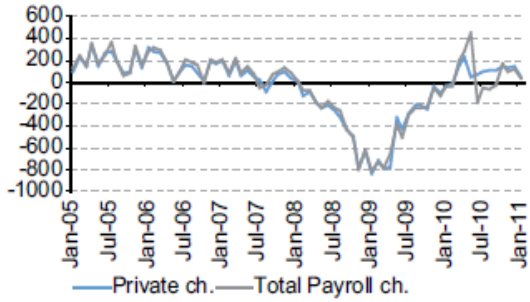
欧盟非常谨慎并且不希望显示其对通胀过于担心。尽管今年的通胀大部分时间会保持在2%之上，看起来欧盟的利率上调在今年不太可能发生。另一方面，伯南克强调需要看到持续的就业增长才能探讨经济的复苏是确实建立起来了。他再次重申了美联储大规模的资产购买计划。他警告过高的政府借贷利率会使得投资出现挤出效应，并且他也对通胀预期保持软调。新兴市场早就进入抑制通胀预期的道路。印尼上调主要利率25个基点，秘鲁上调了最低存款准备金，哥伦比亚央行最近则变得更加的鹰派。

图 1
欧元隔夜拆借利率期货市场隐含官方利率



来源：Bloomberg 以及 BBVA Research

图 2
美国非农就业人数 按月变化（千）



来源：Bloomberg

要点

制造业活动进一步扩张

公司还没有将成本转嫁到终端价格；不过投入成本都在增加。

埃及：对于新兴市场国家主权风险的提醒

埃及的政治及体制风险再次引起投资人的关注。

关于欧洲主权风险溢值的主要时间表

欧洲外围国家利差由于一份协定而获得正面影响。

市场

市场分析

全球股票和信贷

欧洲信贷
Agustín Martín
agustin.martin@grupobbva.com
+34 91 537 80 84

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

全球固定收益商品
Pedro Moreno
pedro.m_alonso@grupobbva.com
+34 91 537 88 89

地缘政治的风险溢价刺激了商品价格的涨势

埃及的冲突造成商品价格的风险溢价，这反映在通过苏伊士运河的船运所受影响，造成运输成本的增加，船只不得不绕道非洲。到现在为止，供应路线还没有阻断。以石油来看，可能受到影响的容量大概是每天4万桶左右，因为沿岸设有一根输油管道。

一些自然气候的影响，如澳大利亚的气旋以及中国的干旱气候，对相关商品的供给产生一些影响。澳大利亚东北部分的严重水灾使得回复生产的难度很高。这样的情况下，主要受到影响的商品是煤炭，然后是金属，例如铜和铝。中国北方12个省3个月没有降雨，该地区20%的冬小麦产量将受到影响。

基于这些情况，我们不能排除价格在短期上升的可能。尽管我们中期的预期是这些问题都会逐渐的解决（主要先是地缘政治问题，然后是气象问题），之后我们预计会看到价格有所回落。

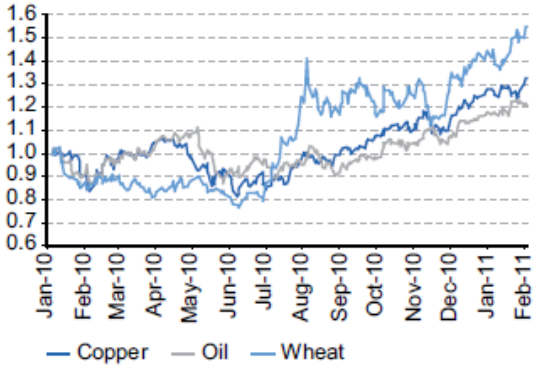
信贷指数的持续回升

反弹依然是信贷指数的主要趋势，伴随着跨境的公司和金融机构差距缩小，这是受到投资人对外围风险态度的改善。最近Iberian公司在二级市场表现不俗，与他们初始的发行溢值相比收窄了30个基点。国内的金融发行人同样可以发行更长期限的产品，例如，最近BBVA发行的5年期担保债券。最后，外国的投资人更多参与到发行中（90%）。以上所有使得我们维持对信贷指数的积极展望，主权债务市场持续启稳。

我们预期股市稳固

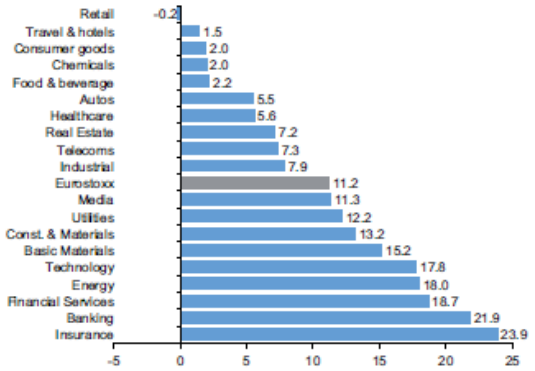
股市受到重要的技术阻力（标普500是在1,215，而EuroStoxx-50位于3,050，Ibex-35则是11,200）这是由于：1.对欧洲拯救方案框架合约的预期，西班牙金融系统改革加速（导致信用市场缓解，这对银行是非常积极的；2.商品价格的回升（对材料和能源是积极的）；以及3.去年四季度的数据已经公布（这对科技和消费非常支持）。但是，到现在为止，股市都还没能够冲破这些水平。我们认为，这些上升过于迅速，而且伴随着地域政治风险以及紧缩的通胀利率，这回造成最近的趋势暂停。由于以上的这些原因，我们觉得短期会有稳固的期间，而之前带领升幅的部门（科技，银行，材料，能源…）会相对损失最多。中期来看，我们依然觉得股市会持续反弹。

图 3
2010 年以来大宗商品价格走势*



*2010 年 1 月 = 1
来源：Bloomberg 以及 BBVA Research

图 4
EuroStoxx: 近期各板块表现



来源：Bloomberg 以及 BBVA Research

要点

经济分析

金融策略
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com
+34 91 374 44 32

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

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

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

新兴市场国家分析
Daniel Navia
daniel.navia@grupobbva.com
+34 91 537 83 51

制造业活动进一步扩张

PMI指数在主要地区显示出强劲的数据，特别是在美国（达到60.8）而季节的因素造成中国PMI数据放缓，这减缓了对中国经济过热的担忧。而在欧洲，很有趣的是，不同于PMI服务指数显示，欧元区的分化下降了，这是由于主要的国家都或得了加速增长。这些国家受到净出口增长的带动。美国的所有PMI数据的组成显示出强劲的读数，特别是新增订单。调查中的劳动力成分显示美国和欧洲的的就业改善。在中国，需求方面的成分，例如进口订单，持续显示增长。但是同时，PMI的调查显示价格压力增加，这是持续增长的担忧。在美国，ISM价格指数上升到了81.5，这是自2008年7月以来的最高读数。在欧元区，投入价指数达到79.2，使得产出价格少许上升，结果是公司的利润可以支持，因为投入-产出价差在扩大。总的来说，PMI不仅显示经济活动持续在所有地区扩张，也表明价格压力有所上升。

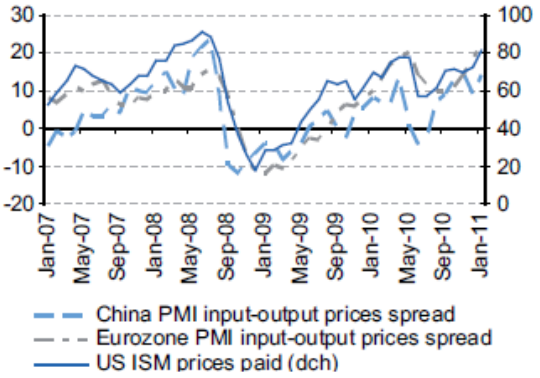
埃及：对于新兴市场国家主权风险的提醒

埃及扩大的社会动荡局势和最近彻底的冲突使得许多研究员感到吃惊。观察者相信发生在突尼斯的大规模抗争只会造成维持和增加食物补助的结果，这在很多有类似问题的国家也发生过，也是埃及政府最初的反应。因此，埃及已经成为了一个政治风险的痛苦提醒。这是否会对其他新兴市场带来影响。在我们看来，答案是肯定的，但是这不可能造成巨大严重的影响。从我们2011年对新兴市场主权危机的展望中所述，在主权CDS定价上体现的越来越明显，投资人对体制风险的回报要求下降（根据我们的模型CDS对体制风险的敏感度接近于0）。尽管我们不主张对体制风险考虑太多（特别是考虑到新兴市场和发达市场的宏观经济差异）。我们认为这个趋势走得太远，埃及很有可能将政治和体制风险再次引起投资人的关注。但是，这不代表会有显著的风险溢值上升：政治风险的极端情况是独裁或者是专政，但是幸运的是，大多数新兴市场在民主化进程中取得较大的进步。另外，如果埃及的情况催生更多对市场的区别态度，那么这是欢迎的。多数新兴市场的基本面很稳固，可以承受更严格的审查和长期来说没有好处的不理性乐观展望。

关于欧洲主权风险溢值的主要时间表

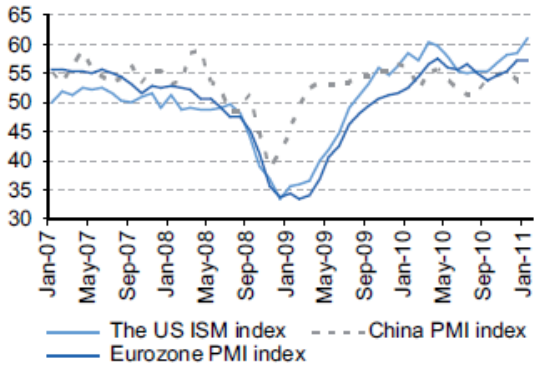
最近欧洲主权风险溢值下降已经鼓励企业和政府在批发市场融资，给供给压力铺路。市场会紧密关注以下事项：3月24至25日的欧盟峰会，市场预期会宣布一系列的政策来结束欧洲国家的融资和主权风险问题。这个挑战是巨大的，任何失望的结果都会对市场造成巨大的影响。在6月末和7月初，欧洲银行压力测试会是检测金融风险的主要事件，因为预期此次测试会较2010年夏天所进行的更为严厉。伴随这两个事件的还有，外围国家可能成为波动的来源：葡萄牙和西班牙持续进行的财政巩固进程（西班牙在2月末的财政预算执行会宣布）。同样在西班牙，金融部门的行政法令将会通过，这为银行资本要求和重建过程的实施提供具体细节。另外，爱尔兰3月11日将进行选举，尽管新政府会坚持最近通过的财政法案，我们需要知道其对于银行救助中的态度。

图 5
制造业的投入价格压力



来源：Datastream 以及 Bloomberg

图 6
制造业活动加强



来源：Datastream 以及 Bloomberg

日程表：核心指标

经济分析

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

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

亚洲
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk
+852 2582 3218

德国: 工业生产指数（12月，2月8日）

预测: 0.5% m/m **市场调查: 0.2% m/m** **前期: -0.7% m/m**

评论: 我们预测12月的工业产出会进一步增长，由于软数据显示复苏在年末有所加快，这同时受到了强劲的出口订单的支持。尽管11月录得少许回落，工业产出可能已经在四季度按季度环比增长2.5%，表明在三季度的趋缓只是暂时的。总的来说，工业部门在2010年的增长达到了可观的10%，从危机初期的巨大下滑中恢复过来。尽管1月的数据积极稳定，我们仍预计工业复苏在2011年保持趋平缓。**市场影响：**我们认为高于预测的结果会对市场有很大影响，同时伴随着最近积极的数据提高对2011年更强复苏的预期。

德国: 贸易平衡 经季节性调整（12月，2月9日）

预测: 123亿欧元 **市场调查: 120亿欧元** **前期: 118亿欧元**

评论: 预计贸易平衡会在12月少许扩大，因为出口预计进一步增长，而进口增长在前一个月的大幅反弹后适度放缓。总的来说，我们坚持认为净出口是德国经济复苏的主要驱动力，尽管其对经济增长的贡献在四季度可能会下降一些。**市场影响：**非常负面的数据会对强劲的出口复苏是否能够持续产生担忧，进而担忧其影响到私人需求。

美国: 消费者信贷（12月，2月7日）

预测: 23亿美元 **市场调查: 20亿美元** **前期: 13亿美元**

评论: 消费信贷预计前一个月增加13亿美元之后在12月继续上升。然而，受到持续收缩的循环信贷影响，信贷总余额同比会继续下降（1.8%）。循环贷款现在比2008年8月水平低18%，并且预计会在短期依然受压。我们预计2010年12月消费信贷增长23亿美元（按月度环比）至总额24053亿美元。**市场影响：**尽管消费者信贷没有太多的市场关注，但是显著的改善可以被认为是经济复苏的良好征兆。

美国: 贸易平衡（12月，2月11日）

预测: -390亿美元 **市场调查: -405亿美元** **前期: -383亿美元**

评论: 我们预期贸易逆差会在连续3个月的减少后反弹一点。尽管出口预期会得益于全球需求增加而进一步增长，石油价格高企和去年四季度强劲的个人需求会推高进口对冲掉部分出口的增长。奥巴马对美国经济设定的目标是5年将出口翻一番并向出口商创造新的激励机制，同中国和韩国等国家签署新的贸易合同。因此我们预计美国的贸易逆差会在2011年收窄。**市场影响：**显著的贸易逆差减少表明净出口对四季度实际GDP增长的贡献会更大，股票市场也会欢迎这样的消息。

中国: 贸易平衡（1月，2月10日）

预测: 129亿美元 **市场调查: 102亿美元** **前期: 131亿美元**

评论: 最近的全球指标显示中国的主要出口目的国的经济增长前景进一步改善。因此，我们预计中国的出口在1月会有快速增长（BBVA：24.5% y/y，相较于12月的17.7% y/y）尽管1月PMI指数中的出口订单部分比预期较弱。同时，国内需求依然强劲，进口预期会持续保持较高水平（BBVA：29.5% y/y，相较于12月的25.6% y/y）。由此推断，贸易顺差预计会在129亿美元的水平左右（基本和12月的131亿美元相近）。相对应的，去年的贸易顺差总额差不多为1831亿美元，平均每个月152亿美元。**市场影响：**超过预期的出口增长或者大于预期的贸易顺差可能会增加国际上对人民币更快升值的压力。

Markets Data

				Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates	(changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.31	1	1	6
			2-yr yield	0.74	20	3	-3
			10-yr yield	3.63	30	16	6
		EMU	3-month Euribor rate	1.09	3	9	43
			2-yr yield	1.43	7	53	44
			10-yr yield	3.26	11	32	14
Exchange Rates	(changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.356	-0.4	2.8	-0.6
			Pound-Euro	0.84	-1.7	-0.7	-3.2
			Swiss Franc-Euro	1.30	1.4	2.3	-11.4
		America	Argentina (peso-dollar)	4.02	0.4	1.2	4.6
			Brazil (real-dollar)	1.67	-0.6	0.0	-11.0
			Colombia (peso-dollar)	1873	0.2	-0.4	-5.9
			Chile (peso-dollar)	478	-1.4	-3.5	-11.8
			Mexico (peso-dollar)	11.98	-1.5	-1.9	-9.1
			Peru (Nuevo sol-dollar)	2.77	-0.3	-1.3	-3.5
		Asia	Japan (Yen-Dollar)	81.93	-0.3	-1.5	-8.3
			Korea (KRW-Dollar)	1101.82	-1.8	-2.0	-6.7
			Australia (AUD-Dollar)	1.016	2.2	1.5	17.8
Comm.	(chg %)		Brent oil ($/b)	101.9	2.5	6.7	46.5
			Gold ($/ounce)	1353.7	1.3	-1.8	27.0
			Base metals	612.7	1.1	5.1	31.5
Stock Markets	(changes in %)	Euro	Ibex 35	10845	0.9	10.7	7.3
			EuroStoxx 50	3006	1.7	6.1	14.2
		America	USA (S&P 500)	1306	2.3	2.3	22.5
			Argentina (Merval)	3638	1.5	0.9	68.0
			Brazil (Bovespa)	65608	-1.6	-7.7	4.5
			Colombia (IGBC)	14791	-1.8	-3.0	31.8
			Chile (IGPA)	21824	-1.9	-7.0	26.9
			Mexico (CPI)	37656	2.2	-2.7	22.9
			Peru (General Lima)	23704	5.2	0.9	70.9
			Venezuela (IBC)	66677	0.9	1.3	15.5
		Asia	Nikkei225	10544	1.8	1.6	4.8
			HSI	23909	1.2	0.6	21.6
Credit	(changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	97	-3	-5	6
			Itraxx Xover	408	-11	-9	-88
		Sovereign risk	CDS Germany	56	-5	-1	12
			CDS Portugal	398	-57	-100	174
			CDS Spain	227	-39	-116	67
			CDS USA	47	-3	8	---
			CDS Emerging	211	-14	15	-77
			CDS Argentina	586	-26	29	-489
			CDS Brazil	114	-8	10	-35
			CDS Colombia	115	-8	9	-61
			CDS Chile	77	-9	-5	-3
			CDS Mexico	117	-7	10	-35
			CDS Peru	108	-8	1	-43

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。”