

全球 每周观察

马德里，2011年02月25日

油价飙升引发市场担忧

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

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

中东及北非地区的国内动荡正在向其他重要产油国（石油产量占世界总产量的10%）蔓延。受市场担忧加大的影响，本周布伦特原油价格上涨了10美元，推升了通胀预期并加大了对于新兴市场国家可能有必要进一步收紧货币政策的恐慌情绪，限制了经济增长。

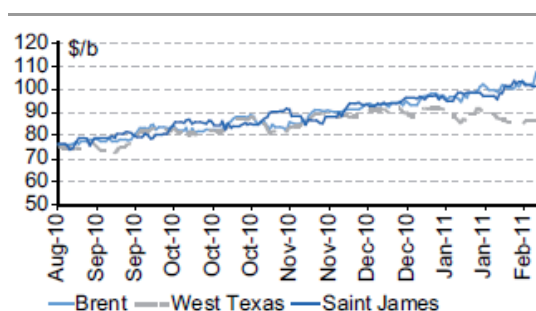
立场或变得更加强硬

市场将在英国央行和欧洲央行货币政策会议前充满期待。我们预计二者的货币政策态势都不会发生任何改变，但两家央行的立场都可能会更趋强硬。近期强劲的经济数据（例如：欧元区2月份的软经济数据）以及短期价格压力的更多迹象就证实了这一点。因此，上期的英国央行备忘录表示委员会成员已对通胀表示出了更多的担忧（又有一个新成员加入到了支持加息的队伍中来），而欧洲央行理事会成员近期也坚定了他们的强硬立场（Mersch的评论表明他们可能考虑将平衡风险的着力点朝上行方向转移）。尽管如此，我们认为现在仍不具备引发宽松的政策立场发生改变所需的条件，且他们可能更倾向于尽可能延后进行首次加息。因此，对中期价格稳定性的风险评估不会改变，即：他们不会释放任何会在短期内加息的信号。除此以外，欧洲央行还将决定推迟重启退出非常规措施的进程并宣布将3月长期再融资操作全额分配的期间延长。

未来一周...

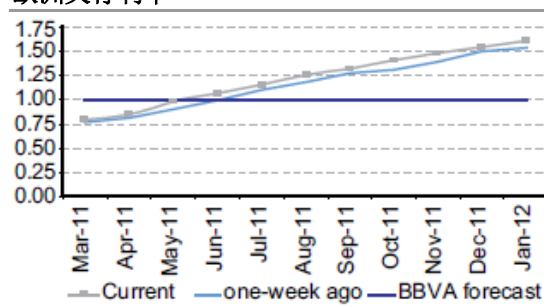
美国和欧元区都将会有重大的经济事件发生。在美国，我们将通过ISM和工资报告对2月份的经济情况有一个初步的了解。在欧元区，我们将获得2月份通胀的即时估计值和1月份的最终结果。在3月11日欧盟理事会会议召开之前，市场上可能会出现更多对欧洲监管问题的议论。市场将密切关注德国总理默克尔和财政部长萧伯乐的干预。德国在此前再次重申了其在欧债发行问题上的反对立场。

图1
中东局势动荡对油价的压力



来源：Bloomberg 和 BBVA Research

图2
欧元区：欧元隔夜平均利率指数期货中的隐含欧洲央行利率



来源：Bloomberg 和 BBVA Research

要点

中东及北非国家局势动荡

将致使风险溢价居高不下。

拉丁美洲经济增长达到潜在增长能力

各国央行将通过利率和宏观审慎措施来将通胀控制在中期目标区间内。

亚洲各地通胀加速上升

食品价格是主要驱动力，需求压力和石油价格火上浇油。

市场

市场分析

全球利率

首席策略分析师

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

全球外汇

首席策略分析师

Dustin T. Reid
Dustin.Reid@bbvany.com
+1 212 7281707

大宗商品

Pedro Moreno
pedro.m_alonso@grupobbva.com
+34 91 537 88 89

中东及北非局势动荡推动油价飙升。但利比亚对石油供给的影响可控

促使石油市场对利比亚抗议示威的敏感程度大于埃及的两个主要事实是：第一，利比亚每天要生产180万桶原油，而埃及仅仅是一个石油输出的流经地；后者仅仅是走其他路线会增加成本的问题。第二，利比亚的问题似乎不太可能得到和平解决。然而，欧佩克国家的剩余生产力和经合组织（OECD）国家的存货能够填补利比亚供给中断导致的缺口。根据美国能源部1月份以来的数据，估计OECD的石油存货约有27.19亿桶。过去5年里的最低点约为25亿桶，因此，如果利比亚的石油供给完全切断（180万桶/天），OECD的存量要到94天后才会达到最低点。这段时间足够让欧佩克国家启动每天超过450万桶的闲置产能。这一产能的主要集中地为沙特阿拉伯，其产能占到了每天370万桶，产能提升周期只需不到30天。与历史上其他的石油生产中断相比，市场对利比亚局势的反映似乎太过激烈了。因此石油可能是基于冲突期间延长和其他国家占全球供给的比例很大的因素来定价的。

外汇：某种程度上是经典的风险厌恶模式

中东地区，尤其是利比亚局势持续紧张给了市场一个停顿的理由，就像2008-2009年信用危机中全球经济增长所显露出的情况一样。外汇方面，我们看到市场再次上演经典一幕，风险厌恶型交易回归，瑞士法郎和日元兑美元汇率表现优异。这与2008-2009年的价格走势不同，尽管当时很多危机都是因源自美国的问题而起，但市场仍在一味地购买美元。当前危机之初美元指数约下跌了0.75%，自2月18-19日利比亚局势恶化以来已下跌了0.83%。

一般说来，市场仍然普遍缺乏美元，因此我们预计多数G10国家的货币短期内不会大幅走高，但若中东危机扩大到其他石油富国则将迫使我们重新审视我们的观点。

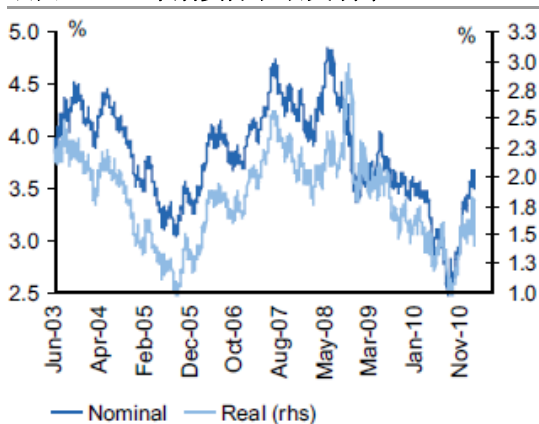
利率：各级债券利率走势分化——但这会持续吗？

近日德国各级债券利率表现有些差异。一方面，短期内的关键因素是欧洲央行理事会（Smaghi, Stark和Mersch）立场维持强硬。这意味着货币曲线和2年期利率曲线均被推高了。我们注意到，现已达到的水平甚至还未突破1月份的高点，这表明市场对欧洲央行严厉举动的担忧在持续，但并不迫切。与此同时，由于中东地缘政治风险溢价上升，长期债券利率被明显拉低。需要强调的是，名义和实际债券利率都出现了下跌，但后者更为显著。结果，通胀损益平衡利率有所扩大（尤其是对5年期债券而言）。这个情况可以从两个方面来解读：1）市场在对系统性和周期性风险做出反应；2）这与更倾向于保值抵御未来通胀的情况相符。

我们认为各级债券利率走势的分化情况不会持续很长时间，且如果风险持续，我们则预计长期债券利率会对短期债券利率产生间接影响。基于这一预期，近期2/10年期债券利率曲线斜率趋于平坦的走势（自本周初以来下降了20个基点）应会有所减弱，且甚至可能出现出修正的迹象。

图3

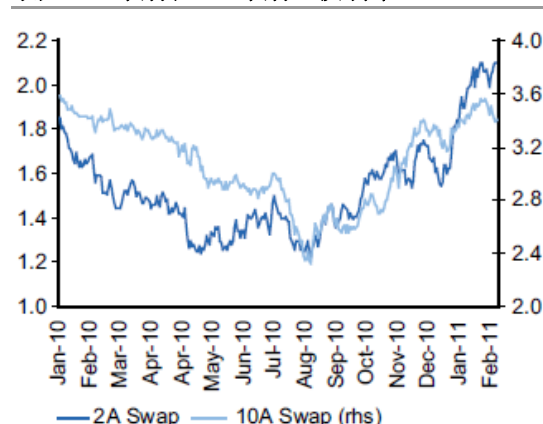
法国：9/10年期实际和名义利率



来源：Bloomberg 和 BBVA Research

图4

欧元：2年期和10年期互换利率



来源：Bloomberg 和 BBVA Research

要点

中东及北非国家局势动荡

中东国内的动荡已经蔓延到了其他能源资源丰富中东及北非地区或冲突不太可能得到和平解决的国家（利比亚）。这与埃及或突尼斯的情况不同，其不确定性更大并已进而加大了地缘政治风险。此外，冲突蔓延至沙特阿拉伯的概率也有所提高，反过来这又可能破坏整个地区的稳定。到目前为止，受冲突影响的国家石油产量占到了世界石油总产量的10%。因此，尽管沙拉阿拉伯已经宣布将提高其石油产量来弥补利比亚石油产量下滑造成的缺口，油价还是呈现出了快速飙升之势。自中东发生动乱以来，布伦特原油价格已上涨了27%。此外，近期利比亚的局势又加剧了油价的向上趋势，但其他风险指标（如股市波动或风险资产价格）没有遭受重大影响。除此以外，尽管部分资产转移到了瑞士法郎或美国国债上，但美元并没有并当做可以避险的安全资产买进。相应的，利比亚局势开始动荡以来美国10年期债券收益率已下跌了15个基点。总的说来，到目前中东的动荡还没有对系统性风险溢价造成显著影响，但油价上涨推升了通胀预期并可能限制经济增长。因此风险溢价仍然很高。

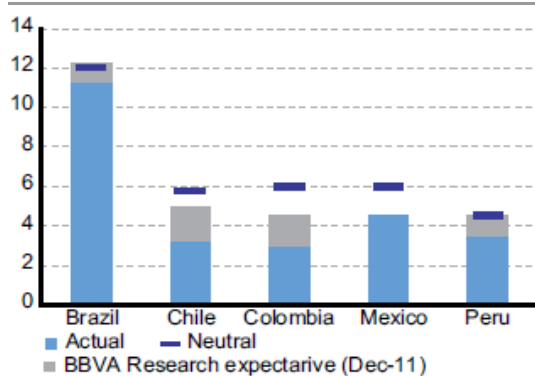
拉丁美洲经济增长达到潜在增长能力

我们对拉丁美洲的最新预测显示，该地区平均产出增速正在向潜在产出增速靠拢（2011年为4.4%；2012年为4.0%）。然而，各国的情况却存在显著的差异：委内瑞拉和阿根廷已以高于潜力的增速增长了好几年，面临着很大的通胀压力；而墨西哥和哥伦比亚还有一定的增长空间，其实际GDP还未达到最大产出水平。巴西、智利和秘鲁居中，产出缺口正在转为正。虽然多数国家的通胀都仍处于可控水平（巴西的问题最大）且我们预计年内通胀都会保持在接近目标值的水平，各国的政策制定者们还是对经济过热表现得越发担忧并对此做出了反应，继恐慌货币升值暂定收紧货币一段时间以后，又重新开始了货币收紧进程。我们预计拉美通胀目标明确的国家的央行不会拿他们良好的信用来冒险，且将通过利率、存款准备金和其他工具来管理流动性并使通胀保持在其中期目标区间以内。如下图所示，到年底时，所有国家的官方利率都应达到中性水平。如果财政政策能够帮助使国内需求的扩张放缓（就像巴西现在一样），货币的升值压力就将减轻。

亚洲各地通胀加速上升

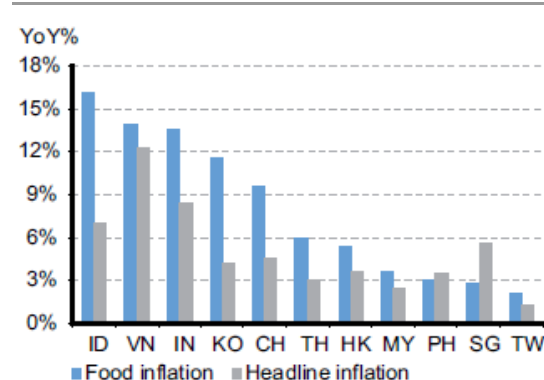
亚洲通胀风险正在加大，近期多国的通胀数据都超过了此前的预期。多数情况下，食品价格仍然是推动通胀上升最主要的驱动力。食品价格大幅上涨是因临时性的供给冲击所致。然而，强劲的国内需求、充裕的流动性和不断上涨的价格已形成了更大的潜在压力，核心通胀也呈现出加速上升之势。本周新加坡和越南公布的通胀数据（新加坡：同比上涨5.5%，市场调查：4.4%；越南：同比上涨12.3%）也凸显了通胀压力的程度。为抑制这一压力，政策制定者们已经开始收紧货币政策并辅以了一系列的行政措施。补贴会加重财政负担，特别是对诸如印度和马来西亚这样财政赤字很大的国家而言。然而，并非亚洲每个地方都存在食品通胀。例如，台湾和菲律宾有利的气候条件，和马来西亚对关键产品提供的补贴，就帮助这些经济体抑制了食品价格的上涨。尽管仍然存在向上风险，但鉴于各国政府已经意识到了通胀的问题并已开始采取行动，我们仍然认为总体通胀水平将保持适度。

图5
拉丁美洲：官方利率与中性利率（%）



来源：BBVA Research

图6
亚洲：通胀概览



来源：BBVA Research

经济分析

金融情况

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

新兴市场国家分析

Jose Ramón Perea
jramon.perea@grupobbva.com
+34 91 374 72 56

拉丁美洲

Joaquin Vial
jvial@bbvaprovida.cl
+56 2351 1200

亚洲

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

日程表: 核心指标

经济分析

欧洲
Agustín García Serrador
agustin.garcia@grupobbva.com
+34 91 3747938

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

亚洲
Xia Le
xia.le@bbva.com.hk
(+852) 2582 3132

欧元区: HICP通胀最终值 (1月, 2月28日)

预测: 同比上涨 2.3% 市场调查: 2.4% 前期: 2.2%

评论: 根据各国已经公布的数据, 1月份总体通胀可能同比上涨了0.1个百分点, 至2.3%, 低于2.4%的即时估计值。这与我们即时估计值公布以前的预测相符且意味着在某种程度上欧元区的通胀压力有所减轻。通胀上升背后的原因应该是能源价格的小幅上涨, 另一方面, 受加工食品和非能源工业产品价格上涨推动, 核心通胀应会上升0.1个百分点, 至1.2%。受物价上涨驱动, 预计2月份总体通胀会进一步加速上升至2.4%左右。根据我们的预测, 年度通胀应会在一季度达到峰值, 但近期布伦特原油价格的上涨给这一预测带来了向上的风险。**市场影响:** 核心通胀进一步加速上升会加大市场对可能的前置货币政策收紧的担忧, 因为欧洲央行会采取措施避免第二轮影响。

欧元区: GDP (2010年四季度, 3月3日)

预测: 较上季度增长 0.3% 市场调查: 0.3% 前期: 0.3%

评论: 我们预计国民核算对四季度经济增长的第二次估计能够证实季度环比GDP增速为0.3%。按需求组成分解开来, 由于进口的放缓幅度大于出口的放缓, 我们看到四季度净出口对经济增长的贡献为正, 约为0.1个百分点。至于国内需求, 我们的预测显示私人 and 公共消费都有进一步增长, 而建筑投资可能受到了天气条件的不利影响。我们已从德国的数据中看到了这点。**市场影响:** 若国内需求的消极表现比建筑业更甚则会加大市场对复苏自身可持续性的担忧。

美国: 个人收入与支出 (1月, 2月28日)

预测: 较上月增长0.3%, 0.4% 市场调查: 0.1%, 0.4% 前期: 0.4%, 0.7%

评论: 2010年个人收入与支出超过了此前的预期且经济指标显示这一趋势会在1月份持续。前一个月个人收入与支出月度环比分别增长了0.4%和0.7%, 但部分是由价格上涨所致。额外的财政刺激和选举之后政治环境不确定性的减少推升了消费者的预期。例如, 消费者信心指数已连续5个月上升并达到了70.4, 是自2008年2月份以来的最高水平。尽管劳动力市场疲软, 且房地产财富缩水 and 信贷条件趋紧会继续限制消费的增长, 我们预计近期的收入增长趋势和消费者的乐观情绪会继续推动2011年一季度实际个人消费支出增长。**市场影响:** 个人支出若低于预期将意味着个人消费支出的放缓并引发对经济复苏可持续性的质疑, 而受油价上涨的影响市场本就已经深感不安了。

美国: 非农就业人数 (2月, 3月4日)

预测: 18.5万 市场调查: 17.2万 前期: 3.6万

评论: 1月份失业率从9.4%继续下滑至9.0%, 为其自2009年3月以来的最低水平。相反, 非农就业总数和私部门非农就业人数却分别增长了3.6万和5万。然而, 由于受年度基准确立流程, 更新季节调整因素和新的人口估计数据以及美国恶劣天气的影响, 公布的这一结果因对之前的估计值进行了大幅修正而变得十分模糊。劳动参与率继续下滑, 降至64.2%, 为自1984年3月以来的最低水平。最新的劳动力市场指标显示美国的劳工市场一直在缓慢改善, 且我们预计2月份新增就业会较上个月有所增加。**市场影响:** 若2月份非农就业人数显著低于预期则将凸显劳动力市场持续疲软的状况并减小联邦基金利率上调的概率。

中国: PMI (2月, 3月1日)

预测: 52.2 市场调查: 52.0 前期: 52.9

评论: 受政府严厉货币政策的影响, 预计2月份采购经理指数 (PMI) 将进一步放缓。继2010年多次上调利率和法定存款准备金率之后, 今年初以来, 中国人民银行已将基准利率上调了25个基点并两次上调了法定存款准备金率, 每次上调幅度为50个基点。尽管如此, 强劲的经济增长势头将继续使PMI指数处于扩张区间 (大于50)。由于1、2月份的经济数据受到了中国新年这一季节性因素的影响, 在解读这些数据时还需保持谨慎。**市场影响:** 若该指标高于预期可能使市场产生进一步收紧的预期, 造成不良的市场后果, 尽管这一结果也可能因受到了上述所说的季节性影响而被低估。

Markets Data

		Close	Weekly change	Monthly change	Annual change	
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.31	0	1	6
		2-yr yield	0.74	-1	11	-8
		10-yr yield	3.45	-13	3	-17
	EMU	3-month Euribor rate	1.09	1	4	44
		2-yr yield	1.55	15	23	59
		10-yr yield	3.16	-10	-3	6
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.375	0.6	0.5	1.1
		Pound-Euro	0.86	1.5	-0.8	-4.2
		Swiss Franc-Euro	1.28	-1.1	-0.8	-12.5
	America	Argentina (peso-dollar)	4.03	0.1	1.0	4.4
		Brazil (real-dollar)	1.66	-0.1	-0.5	-7.9
		Colombia (peso-dollar)	1893	0.9	1.6	-1.7
		Chile (peso-dollar)	476	1.6	-2.6	-9.3
		Mexico (peso-dollar)	12.12	0.8	0.6	-5.1
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.78	0.3	0.1	-2.6
		Japan (Yen-Dollar)	81.75	-1.7	-0.8	-8.0
	Asia	Korea (KRW-Dollar)	1126.38	1.4	0.9	-2.5
		Australia (AUD-Dollar)	1.014	0.0	2.0	13.5
	Comm. (chg %)	Brent oil (\$/b)	111.9	9.2	14.3	44.2
Gold (\$/ounce)		1405.6	1.2	4.4	25.8	
Base metals		612.2	-0.5	1.4	25.9	
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	10828	-2.2	1.5	4.8
		EuroStoxx 50	2983	-2.8	0.5	9.3
		USA (S&P 500)	1314	-2.1	1.4	19.0
	America	Argentina (Merval)	3420	-3.3	-6.1	54.0
		Brazil (Bovespa)	67391	-1.0	-1.9	1.3
		Colombia (IGBC)	14576	3.2	-3.5	24.3
		Chile (IGPA)	20963	-1.6	-8.5	17.8
		Mexico (CPI)	36447	-2.9	-3.0	15.2
		Peru (General Lima)	22608	-1.9	2.7	61.5
		Venezuela (IBC)	67722	1.8	2.5	20.6
	Asia	Nikkei225	10527	-2.9	1.2	4.0
		HSI	23012	-2.5	-3.5	11.7
	Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	102	6	3
Itraxx Xover			405	23	-1	-59
Sovereign risk		CDS Germany	54	1	-5	12
		CDS Portugal	477	22	27	312
		CDS Spain	272	23	2	136
		CDS USA	47	0	-1	---
		CDS Emerging	233	15	31	-35
		CDS Argentina	681	66	138	-469
		CDS Brazil	121	6	11	-9
		CDS Colombia	123	5	12	-34
		CDS Chile	82	4	3	8
		CDS Mexico	118	3	5	-9
		CDS Peru	117	6	10	-15

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。”