全球

每周观察

马德里，2011 年 03 月 11 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

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

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

市场对于欧洲二线国家的担忧卷土重来

欧洲二线国家和核心国家的利率差幅持续拉大，缘起市场对欧洲恢复金融稳定的全面解决方案是否足以解决欧元区债务危机的担忧越来越深。这周的欧盟峰会有可能将缺乏进展（这份报告完成时会议正在进行），因此3月24至25日的会议上能否达成共识显得尤为关键。此外，人们质疑最新一次欧洲压力测试所使用的标准过于宽松，无助于提供可信及相关的结果。西班牙国债利差暂时没有扩大，尽管穆迪将西班牙的主权信用级别从Aa1下调至 Aa2，评级展望也定为“负面”。然而，葡萄牙的5年至10年的债券收益率与爱尔兰和希腊被救助时的水平类似，约为7.6%。在这种环境下，葡萄牙政府已经发布了额外的财政巩固措施（约占0.8%的GDP）来确保今年的赤字目标4.6%得以完成。同时，也公布了为达成2012年和2013年财政目标的更多具体细节。欧盟支持这一揽子计划，但对其是否足以抵御市场压力的质疑犹存。

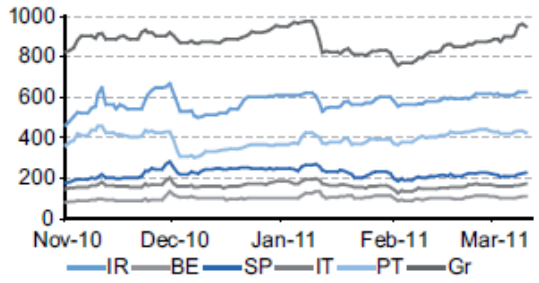
地缘政治风险依然很高，尽管复苏也在进行

至今没有出现改善的迹象。利比亚的动荡局势可能还将持续几个月，同时存在着蔓延到其他中东及北非地区国家的风险。在原油市场上，在科威特，阿拉伯联合酋长国和尼日利亚增加30万桶（有待商榷）的基础上，沙特阿拉伯宣布增加每日70万桶原油产出。在接下来的几个月里，布伦特原油交易价格预计会保持在每桶110至120美元之间。

最新的数据证实欧洲经济正在缓慢复苏。然而，今年头两个月二线国家的实际经济数据却没有信心指标显示的那样好。在美国，贸易平衡和零售数据表明内需强劲。同时，由于新兴国家的经济活动数据高于市场预期，该地区各国央行纷纷提高利率来对抗通货膨胀。秘鲁，韩国，泰国和越南的央行都将政策利率上调了25个基点。

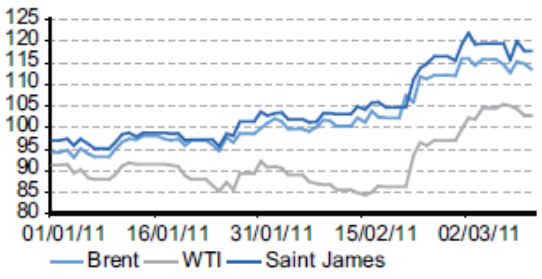
下周热点：美国联邦公开市场委员会（FOMC）会议将会吸引大多数人的关注，同时2月的CPI和工业产值报告也会公布。在欧元区关注的焦点会是星期一的欧洲经济和财政部长委员会（ECOFIN）会议和星期二公布的2月份CPI。中国也将发布外商直接投资数据以及新的人民币贷款和货币供应等数据。

图 1
主权利差：10 年期债券（基点）



来源：Datastream 和 BBVA Research

图 2
中东地区动荡局势对国际油价的压力



来源：Bloomberg

要点

在FOMC会议前会有一个更平稳的经济展望…
尽管我们预计会议声明不会有大的变化。

中国的二月份数据高于市场预期
我们预计央行还会有两次加息，下一次可能会在接下来的几周内发生。

原油价格的上涨导致收入在地区之间转移
中东及北非地区，拉丁美洲及俄罗斯是受益最多的。

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

全球信贷

公用事业/电信/能源
Agustín Martín
agustin.martin@grupobbva.com
+34 91 537 80 84

“避风港”效应导致欧元兑美元汇率的上升幅度有限

大环境仍然更倾向于持续保持有限的汇率上升幅度。过去一周欧元汇率向上调整，作为欧洲央行对加息可能性出人意料表态的回应，之后欧元短端水平也被证实。不管怎样，继续上扬的原因还没有出现（欧洲央行董事会成员的鹰派言论没有起到额外影响）。鉴于长期利率的上限更加确实，汇率的上限（2 年掉期利率大约在2.3%）也可能是受连锁反应影响。收益曲线的长端主要由两个因素驱动：1）地缘政治风险及其产生的且仍旧持续着的系统性溢价。2） 一些二线国家（希腊和西班牙）的评级被调低仅仅放大了核心国家利率的“避风港”效应，甚至影响到掉期利率。总而言之，十年掉期利率的阻力位稳定保持在3.55%（德国十年期国债利率为3.35%）。

在美国，由于没有中央银行的强硬态度从中影响，对债券有利的环境体现在短期的收益曲线（短债）变动上。这周拍卖的3年及10年期债券非常受追捧也很好的说明了这点。

美元下跌趋势暂缓

从基本面和流动的观点来看，美元在近期贬值后止跌是意料之中的。原油价格下跌以及市场对美元需求增将再此起到了作用。在过去的一个星期，原油价格停止上涨，布伦特原油净价变化很小基本都在大约每桶114美元左右。鉴于近期的走势是原油价格走强，美元疲软，原油价格停止上涨对美元起到了积极作用。从流动的观点看，美国商品期货交易委员会（CFTC）3月4日发布的交易者承诺报告中，公布了截止2011年3月1号的数据，表明美元兑其他主要货币非商业性净空头寸创记录。其主要驱动因素还是中东及北非地区的形势和原油价格，以及欧盟二线国家的债务解决情况，美元市场的极端情况和对欧盟额外加息的市场定价情况。

对于二线国家的担忧继续充斥信贷市场

这一周最受关注的就是穆迪将西班牙的主权信用级别调低至Aa2, 将它的经济前景评为“负面”，以及西班牙央行公布了西班牙金融系统的资本缺口。

穆迪调低西班牙的主权信用级别（与标准普尔对应的评级相符）是意料之中的。但是，将经济前景评为“负面”还是有点让人感到意外，尽管该机构已经根据预计的资本缺口证明了这个决定。

事实上，西班牙央行发布的国内金融机构的最终核心资本数据和根据2011年2月通过的法案所设定的资本需求略显意外。就核心资本数据来说，与2010财年的各银行和储蓄银行公布的数据大同小异。所公布的155亿欧元的资本需求相对于西班牙的经济规模而言也仍旧完全处于可控范围之内。

要点

经济分析

美国

Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com
(+1) 713 881 0663

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

亚洲

Xia Le
Xia.Le@bbva.com.hk

Tatiana Alonso
tatiana.alonso@grupobbva.com
+34 91 374 61 67

在美国联邦公开市场委员会（FOMC）会议前会有一个更平稳的经济展望

在3月15日，美国联邦公开市场委员会将召开2011年以来的第二次会议。成员们将回顾最新的发展，主要体现在劳动力市场转好。二月份，私部门总体非农就业水平上涨了22.2万人，这是自2006年3月份以来录得的第二高涨幅。另外，失业率也持续降低至8.9%，比12个月以前下降了0.8个百分点。这些走势表明复苏势头强劲。然而，联邦和各州政府继续缩减开支，导致公共部门裁员。此外，近期原油价格上涨也加大了GDP增长下行的压力。因此，对比一月份的会议，联邦政府官员们很可能会对经济前景有一个更平稳的展望。同时，尽管大宗商品价格转移影响核心通货膨胀的可能性较低，一些官员更担心的是中期可能出现的通货膨胀的压力。总体来说，我们预计会议声明不会有明显的变化。

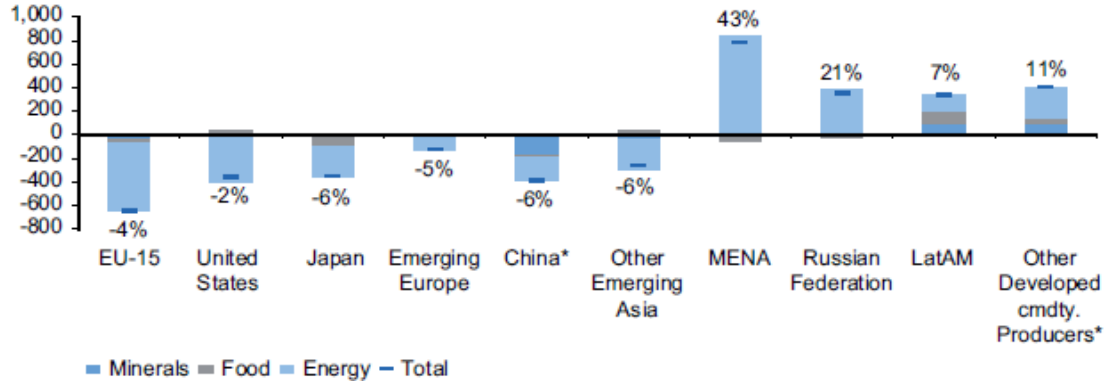
中国二月份的数据高于市场预期

这周，中国公布了一系列的二月份经济活动数据指标。总体通货膨胀较去年同比增长4.9%，比市场预期略高（BBVA：4.6%，市场调查：4.8%）。其他的经济活动指标，包括工业生产值和固定资产投资，均比市场预期要好。出人意料的是贸易差额出现了赤字，出口增长比预期的要疲软，尽管这很可能是暂时现象。更重要的是，鉴于中国农历新年的强烈季节性影响，2月份的数据比较难于解读。若将1月和2月的数据放在一起看可以得到一个更清晰的画面：增长势头强劲。我们保持年内两次加息的预估，下一轮加息有可能在接下来的几个星期内发生。

原油价格上涨导致收入在地区之间转移

中东及北非地区国内动荡的局势，其影响的深远程度以及将持续多少时间（进而影响原油的供应）使得不确定性升温，这表明能源价格，尤其是原油价格，可能在短期内会持续明显走高。这一情况带来的直接影响将是原油进口国家（多数主要发达国家，几乎所有的欧洲国家和亚洲新兴国家）的收入会急剧向原油出口国家（中东及北非国家，拉丁美洲国家和俄罗斯，加上一些非洲和发达国家中的出口国）转移。假设我们将原油的基准价格设定为每桶113美元（布伦特原油12个月的期货价格），就2011年来说，预计总共的商品转移会在2.2万亿美元[1]左右。正如下面的图表所示，最大的贡献者会是G-3的国家，占总体转移量的60%多，接下来是中国（18%）和其他新兴的亚洲国家（12%）。另一方面，中东和北非国家将分到最大的一块蛋糕，占到总量的38%，接下来是俄罗斯（17%）和拉丁美洲国家（16%）。

图 3
预计收入从商品净进口国向出口国的转移，在每桶 100 美元的基准假设情况下油价上行 30%
2011 年累计 十亿 美元 和 占 GDP 百分比



*Other Developed Producers 包括加拿大、澳大利亚、挪威和丹麦。Emerging Europe 包括土耳其。中国包括香港。

来源：World Bank, IMF, Haver 和 BBVA Research
1. 基于最新 WDI 贸易数据（2009）中燃料、食品和矿物类商品进出口数量进行预测。各类商品的假设基准价格分别为：布伦特原油价格（113 美元/桶）；芝加哥期货交易所 CBOT 大豆价格（13 美元/蒲式耳）；CBOT 期铜价格（8495 美元/吨）。

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: 工业产值（1月，3月14日）

预测: 按月环比上涨 0.5% **市场调查: 0.4%** **前期: -0.1%**

评论: 根据已公布的国家数据，在前几个月一直保持基本稳定之后，1 月份除建筑业部门以外的工业产值可能较上月增长 0.5%。软数据表明，受外部需求的支撑，今年初的时候工业活动仍然处于复苏的轨道之上。总的说来，软、硬数据均显示一季度经济增长有所反弹。**市场影响:** 由于国家数据已经公布，该指标的结果应在意料之中。若仍然有限的当前季度硬数据为负，则会加大对今年初经济增长势头恢复的担忧。

欧元区: 调和消费者物价指数（2月，3月16日）

预测: 同比上涨 2.4% **市场调查: 2.4%** **前期: 2.3%**

评论: 1 月份欧元区总体通胀较去年同比增长了 2.3%，我们预计 2 月份总体通胀会增长 2.4%。我们的预测表明，推动通胀上升的主要因素是近几个月以来能源价格的上涨。此外，受服务和加工食品价格因素影响，我们预计核心通胀的上述速度会略有加快，但仍将处于较低水平（年度同比增速约为 1.2%）。近期的油价仍然是总体通胀的主要向上风险，但还没有出现第二轮影响。**市场影响:** 若核心通胀数据高于预期则将给市场造成负面影响，由此导致的任何对第二轮影响的担忧都将被解读为致使欧洲央行货币政策进一步收紧的诱因。

美国: 消费者价格指数，核心（2月，3月17日）

预测: 按月环比上涨 0.4%, 0.1% **市场调查: 0.4%, 0.1%** **前期: 0.4%, 0.2%**

评论: 美国 1 月份总体和核心通胀经季节性因素调整后分别上升了 0.4%和 0.2%。与之前的几个月类似，能源、商品和食品价格是推动总体消费者价格指数上涨的主要因素，占到了价格总涨幅的三分之二。住房、房租和业主等价租金指数继续攀升。从年度同比的角度看，继连续 18 个月的下滑之后，房价指数占 CPI 增幅的比首次超过了 40%。2 月份，商品、能源和食品价格继续上涨，预计总体通胀对核心通胀的影响会较为有限。因此，我们预计消费者价格指数会继续大幅增长，增速与上月相当。**市场影响:** 若核心消费者价格指数大幅上升则将引发对转嫁效应的讨论，并可能意味着存在通胀压力，固定收益市场的通胀溢价或上升。

美国: 工业产值（2月，3月17日）

预测: 按月环比上涨 0.7% **市场调查: 0.6%** **前期: -0.1%**

评论: 1 月份美国工业产值下滑了 0.1%，低于市场预期。近期的趋势支撑了我们认为 2 月份美国工业产值会显著增长的观点。上个月，虽然原料价格下跌了 0.3%，最终产品月度环比却增长了 1.1%。尽管自 2009 年中期以来经济一直处于复苏状态，但产能利用率仍然远远达不到满负荷运转。1 月份总的产能利用率为 76.1%，这主要是因为制造业部门产能过剩所致。我们预计 2 月份总的产能利用率会达到 76.4%。**市场影响:** 工业产值下滑将意味着 2011 年一季度经济复苏的放缓并拖累证券市场。

印度: WPI通胀（2月，3月14日）

预测: 同比上涨 8.3% **市场调查: 7.8%** **前期: 8.2%**

评论: 受食品价格进一步呈两位数上涨的影响，我们预计 2 月份通胀会小幅上升（食品价格仍然是导致印度通胀上升的最主要因素）。此外，近期国际油价大幅攀升也加大了印度的通胀压力。当局正试图将 3 月底的通胀控制在 7.0%，但这一数字仍然高于 5-6%的舒适区间。为达到这一目标，印度央行 1 月份将政策利率上调了 25 个基点，是自 2010 年 3 月以来的第 7 次加息。**市场影响:** 若通胀高于预期则将加大市场对进一步收紧货币政策的预期。我们预计印度央行会在 3 月 17 日的政策回顾会议上再次上调政策利率 25 个基点。

Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.31	0	0	5
		2-yr yield	0.63	-5	-16	-31
		10-yr yield	3.37	-12	-27	-33
	EMU	3-month Euribor rate	1.18	1	9	53
		2-yr yield	1.67	-10	21	62
		10-yr yield	3.22	-6	-9	5
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.383	-1.1	0.9	0.5
		Pound-Euro	0.86	0.2	1.2	-5.0
		Swiss Franc-Euro	1.29	-0.3	-1.8	-11.4
	America	Argentina (peso-dollar)	4.03	0.0	0.4	4.4
		Brazil (real-dollar)	1.66	1.1	0.0	-5.8
		Colombia (peso-dollar)	1872	-1.2	-0.9	-1.4
		Chile (peso-dollar)	482	1.7	1.1	-6.8
		Mexico (peso-dollar)	11.97	-0.3	-0.7	-4.6
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.77	0.0	0.0	-2.5
	Asia	Japan (Yen-Dollar)	82.81	0.6	0.5	-8.4
		Korea (KRW-Dollar)	1123.90	0.5	1.4	-0.2
		Australia (AUD-Dollar)	1.001	-1.0	-1.0	9.3
Comm. (chg %)		Brent oil ($/b)	114.4	-1.4	12.3	44.1
		Gold ($/ounce)	1416.5	-1.0	3.9	28.6
		Base metals	616.5	-1.4	0.2	23.2
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	10427	-0.7	-4.7	-5.9
		EuroStoxx 50	2891	-2.0	-4.7	-0.3
	America	USA (S&P 500)	1295	-2.0	-2.0	12.6
		Argentina (Merval)	3406	-1.8	-2.8	44.3
		Brazil (Bovespa)	66041	-2.9	2.8	-4.8
		Colombia (IGBC)	14863	-3.4	2.5	25.2
		Chile (IGPA)	20925	-3.0	-1.6	17.4
		Mexico (CPI)	35891	-2.7	-3.0	10.2
		Peru (General Lima)	21625	-4.6	-5.9	50.4
		Venezuela (IBC)	67613	0.0	1.6	18.8
	Asia	Nikkei225	10254	-4.1	-3.4	-4.6
		HSI	23250	-0.7	0.4	9.6
Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	103	4	7	29
		Itraxx Xover	393	4	-3	-18
	Sovereign risk	CDS Germany	48	1	-5	22
		CDS Portugal	504	22	71	393
		CDS Spain	257	20	21	162
		CDS USA	44	0	-2	---
		CDS Emerging	215	2	2	-2
		CDS Argentina	619	9	20	-387
		CDS Brazil	115	0	-4	-2
		CDS Colombia	115	0	-5	-23
		CDS Chile	68	-5	-10	-8
		CDS Mexico	109	0	-10	2
		CDS Peru	116	5	1	-1

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。”