全球

# 每周观察

马德里，2011 年 03 月 18 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


## 齐心协力

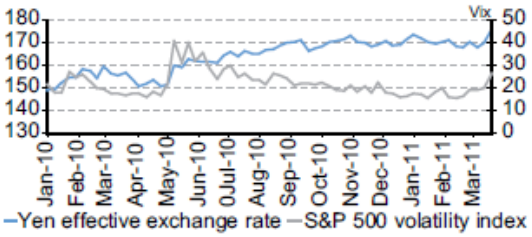
席卷日本的毁灭性地震和海啸增加了金融市场的不确定性，降低了人们对风险资产的偏好。只要没有核污染发生（参见要点），对人类的生命财产所造成的破坏可能比对日本GDP的实际影响还要大。七国集团已同意采取协同行动联合干预外汇市场，以遏制日元迅速升值势头。在我们看来，只要核威胁不会变成现实，在未来几周内，对市场的负面影响将会减退。展望未来，由于中东和北非地区国家动荡局势造成的地缘政治风险将再次成为焦点。

尽管近期发展引起一些担忧，但作为逐步回归中性利率的一部分，新兴国家中央银行正继续提高政策利率，哥伦比亚、智利和印度都在本周提高了利率。然而，尽管美联储并不急于加息，政策声明不如预期般温和，它提高了对增长的评估，且指出核心通货膨胀不再趋于下行。同时，美国和欧元区的总体通货膨胀继续增长，而美国核心通货膨胀高于预期，进一步表明它可能已触底。

**欧洲二线国家的风险降低**

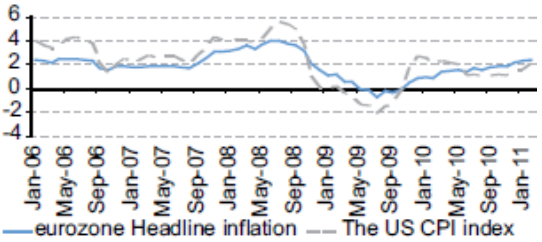
3月11日召开的最近一次欧洲理事会会议达成一项协议，这是一个令人惊喜的积极信号，但这主要是由于最初预期非常低。理事会还提高了对欧洲周边国家的流动性融资额度，使它们有条件进行改革，以尽可能降低债务重组的风险。尤其是理事会同意将欧洲金融稳定基金EFSF的贷款能力从2500亿欧元扩大至4400亿欧元，将未来欧洲稳定机制ESM的贷款能力设定为5000亿欧元，允许EFSF在初级市场上购买债券（但不是许多国家包括欧洲央行所要求的二级市场）。它还降低了对希腊救援贷款征收的利率。此外，欧盟经济与财政事务理事会协议包含一项执行更严厉罚款的举措，并引入一种发现和解决宏观失衡的程序。总之，欧盟正在对财政纪律进行更严格的审查，提高限制条件，减少对紧急流动性的担忧，但对最终重组的疑虑仍然存在，因为这个问题尚未直接得到解决。另一次重要的理事会峰会将于下周召开（3月24-25日），我们预计会议可能会提高爱尔兰的贷款条件，并讨论危机管理机制。我们认为，大多数工作已在3月11日完成。西班牙可能在会议上提出新的建议。

图 1
**日元升值压力**




来源：BBVA Research

图 2
**通货膨胀走势（按年同比）**




来源：BBVA Research

## 要点

**评估日本地震对经济的影响**

虽然生命和财产损失惨重，但对经济的影响应该是有限的。

**葡萄牙需要改善已公布措施...**

...以使欧元区伙伴相信其已采取认真举措。

**欧洲银行压力测试宏观情况评估**

西班牙的执行情况比其同行要严格得多。



请参见本报告第 7 页声明

# 市场

市场分析

*宏观欧洲策略*

*首席策略分析师*
Nicolás Trillo
nicolas.trillo@grupobbva.com
+34 91 537 84 95

*全球外汇*

*首席策略分析师*
**Dustin T. Reid**
Dustin.Reid@bbvany.com
+1 212 7281707

*全球股票和信贷策略*
**Javier Requena**
javier.requena@grupobbva.com
+34 91 537 83 99

*全球利率*

*欧洲和美国利率*
**José Miguel Rodríguez Delgado**
josemiguel.rodriguez@grupobbva.com
+34 91 374 68 97

*信贷*
**Antonio Vilela**
antonio.vilela@grupobbva.com
+34 91 374 56 84

## 美元兑日元汇率触及1995年以来新低79.75，七国集团联手干预

在过去的一周，日本民众以及全球市场均遭受重创。地震同时引发破坏性海啸和核危机，使得我们持续关切震后日本的灾民和该国近期的经济前景。是次日本受灾结果引发大规模资金的搬資回朝，市场投机资金短期内也将需要从海外市场撤资。美元兑日元汇率整个一周都延续着下行趋势，但在周三美股闭市后，曾一度下跌3.5%直抵历史新低的76.50后有所反弹。重要的是，这一结果反映了美洲和亚洲交易时段市场流动性的严重不足，伴随着1995年低点水平附近的止损盘触发，以及大量的零售外汇资金回流日本（日本的零售外汇资金规模庞大）。我们一直建议只要美元兑日元汇率维持在80这个水平之上时就不会有过多干预行动，当汇率下滑至70至80区间时，七国集团将联手干预外汇市场，意味着日本当局可以不用凭一己之力进行干预。

## 股市方面，密切留意盈利预测

近期各主要股指中的能源，基础资源，科技和工业板块均大幅下跌。发生在日本的灾难无疑是火上浇油。但是非洲西北部濒临地中海南岸的马格里布地区以及中东各国的局势，加上之前对加息的预期都是诱因。市场各方仔细研究着这些事件对经济增长的影响，我们认为盈利的势头将受到负面影响，至少包括亚洲，美国和欧洲那些计划在2011年一季度之前公布的盈利报告。

## 债务：欧洲二线国家，能源和短期市场在活动中扮演重要角色

3月11日召开的最近一次欧洲理事会会议达成的协议远远超出市场的预期，而葡萄牙的评级下调仅加剧了西班牙和葡萄牙国债的表现差异。同时，市场对日本核电站的损害情况日益关注，导致日本与欧洲那些高度依赖核能源的公用事业的CDS差异显著。最后，近几天安全港效应已转移到短期和货币曲线上。这一转变促使短期利率低于最近欧洲央行会议以前的水平。这可能是对四月份首次加息引发的不安情绪和不确定性的反应，但我们依旧预测加息会如期到来。依我们看来，如果欧洲央行决定延迟加息，它将提前向市场发布（其实它并没有这样做），正如欧洲央行为加息所做的准备一样。

图 3
日元兑美元盘中表现

来源：Bloomberg

# 要点

经济分析

*亚洲*

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

*经济情况*

**Juan Ruiz**
juan.ruiz@grupobbva.com
+34 91 3745887

## 评估日本地震对经济的影响

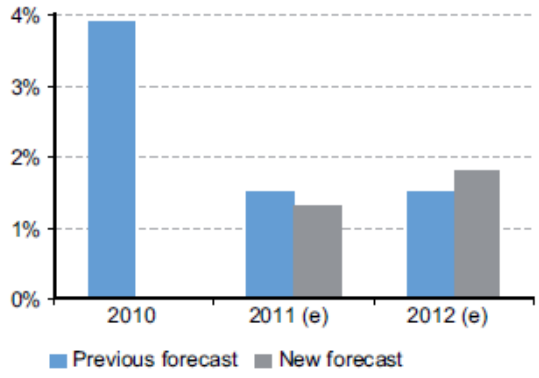
日本目前正在应对3月11日东北部发生的9.0级地震以及随后引起的破坏性海啸所造成的后果。生命和财产损失巨大，死亡人数目前已超过5000人，基础设施直接损失达到GDP的3%。受灾最严重地区的损失约占日本全国GDP的7%，主要是农业基地和汽车制造中心。尽管估值仍非常不确定，我们预计总体经济影响将有限。2011年的GDP增长可能比我们的基线值1.5%低0.2个百分点。然而，重建支出可能在2012年使GDP增长率提高0.3个百分点（图5）。同时，随着供应减少，通货膨胀将暂时增长。

在财政方面，减灾工作的额外预算支出将使日本财政状况恶化。政府将不得不推迟财政整顿计划，此前，由于日本较高的国债比率（总计约为200% GDP），该项计划被作为优先重点。造成不确定性的一个重要因素是核事故，引起人们的恐慌，并造成金融市场波动（迄今为止，日本股票市场已下降11%）。由于地震后资本回流增加了升值压力，日元在周四短暂性地攀升至76日元兑换1美元；然而，升值是暂时的，因为政府正在与其它七国集团中央银行采取协调行动，以稳定货币。

现阶段对其它亚洲经济体的经济影响预计非常有限。随着灾后重建开展，一些国家对日本的出口可能增长，以在核设施延长关闭期间满足日本的能源需求或填补国际市场的暂时空缺。另一方面，负面影响可能通过日本供应链和/或投资资金流的中断而显现。地区股票市场的大量抛售也预示着不确定性。

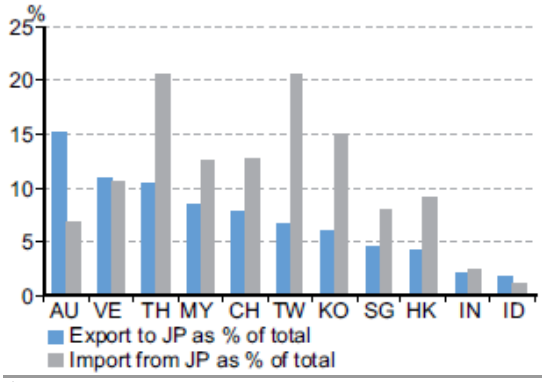
在地区以外，一些美国国债可能出售，但这将是短期的。在短期内，炼油厂断供和活动减少将造成需求降低，从而使原油价格面临下行压力，但在中期，随着经济活动增多以及日本核电供应被碳氢化合物取代，原油价格将反弹。

图 4
**日本：GDP 增长率**




来源：BBVA Research

图 5
**亚洲国家和地区**
**截至 2010 年对日本贸易风险暴露**




来源：CEIC, Haver Analystics 以及 BBVA Research

经济分析

*欧洲*

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

*金融系统*

**Ana Rubio González**
arubiog@grupobbva.com
(+34) 91 534 33 42

*金融情况*

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

## 葡萄牙需要改善已公布措施

葡萄牙在上周公布了更多今年的财政整顿措施，相当于GDP的0.8%。政府并未改变其赤字目标，但新措施意味着，即使某些方面出错，它也很可能实现当前的目标（4.6%）。另外，它公布了实现其2012年至2013年目标的具体措施，这些目标分别被设定为GDP的3%和2%，但到目前为止还没有足够多的具体措施。除了财政措施，还有一些结构性改革的举措，对于葡萄牙来说，这是一个至关重要的问题，它所面临的问题主要是缺乏生产率和增长势头，而不是纯粹的财政问题，因为其赤字和债务水平明显低于其它周边国家。

所公布的措施很全面，也很大胆，可使欧元区伙伴相信它已采取认真举措。然而，问题现在有两方面：一方面，政府本身尚未获得多数支持，以批准改革，而中立和右翼反对党声称，它不支持一揽子计划，认为调整太严格了。另一方面，收益差仍非常高，显然，许多市场参与者不看好市场前景，认为葡萄牙需要紧急援助。

两种情况在短期内都有可能：葡萄牙或者设法迅速批准新措施，并提交下周的峰会，从其欧元伙伴那里获得一些支持——可能以承诺购买葡萄牙初级市场债券的形式，从而使其收益差得到某种程度缓解；或者它不会这样做，在这种情况下，它将在提前选举前后寻求获得EFSF的资金。两大政党可能希望避免在此时进行选举，因此，在短期内，第一种情况更有可能发生。

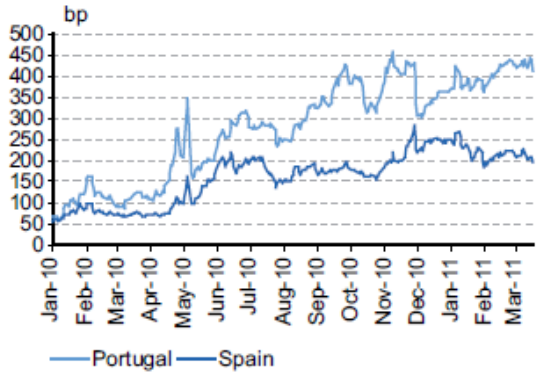
## 欧洲银行压力测试宏观情况评估

欧洲银行管理局（EBA）今天公布了2011年压力测试的宏观经济情况和方法。假设情况与市场预期一致，且与2010年的测试类似：欧洲软环境不会提高先期测试的可信性。然而，西班牙的情况再次比其它同行要严格得多。

一方面，测试比去年严格，因为它采用了参考核心资本，而不是一级资本。然而，核心资本的具体定义及其最低水平尚未披露。另一方面，测试是较宽松的，因为它没有根据市场风险对可出售项目和银行账册固定收入组合造成压力。这一事实可能使西班牙机构处于不利地位，它们尚未像其欧洲同行那样将交易账户资产重新分类为这些投资组合。

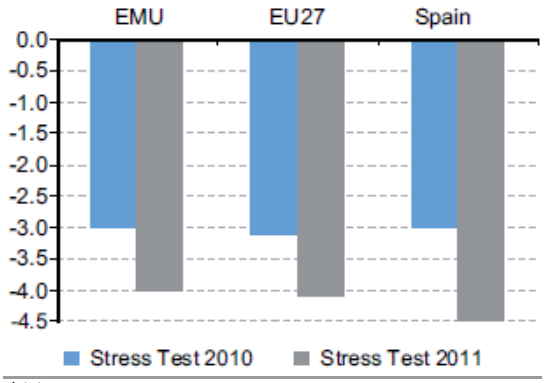
测试将于3-4月举行，在4月13日，银行将必须向其国家管理机构提供所要求的信息，压力测试的最终公布将在6月份广泛同行审查之后。

图 6
**10 年期政府债对德国债券息差**




来源：Bloomberg

图 7
**两年后 GDP 累计下降（偏离基线情况%）**




来源：BBVA Research

# 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*
**Serena Wang**
serena.wang@bbva.com.hk
(+852) 2582 3194

## 欧元区: PMI 综合指数（3月，3月24日）

**预测: 57.8** **市场调查: 58.4** **前期: 58.2**

**评论:** 在年初出现反弹后，由于 ECB 公布的利率增长以及日本地震对经济景气带来的负面影响，PMI 综合指数预计将于 3 月份下降。这将意味着在未来数月内经济展望的不确定性增加。尽管这种情况预计会减弱，但这些数字仍表明，第一季度的复苏步伐正在加快。从各领域来看，我们看到行业景气指数出现更大降幅，而服务景气指数仍保持较大弹性。**市场影响：**PMI 数据的较大降幅可能对市场造成负面影响，因为信心下降可能在未来数月内影响复苏。

## 欧元区: M3（2月，3月25日）

**预测: 同比上涨 1.6%** **市场调查: 1.7%** **前期: 1.5%**

**评论:** 1 月份欧元区的贷款数据将反映信贷表现仍然缺乏活力。据预测，M3 在 2 月份实际走平，从而遏制了最近几个月观察到的下降趋势。对于其同行，家庭贷款预计将进一步增长，从而加快去年的增长率。然而，在 1 月份呈现大幅反弹后，非金融公司贷款可能保持不变。**市场影响：**好于预期的结果可能被视为信贷最终开始复苏的一个信号，但也可能被视为 ECB 采取更严格措施的一个触发因素。

## 美国: 初领失业救济金人数（3月19日，3月24日）

**预测: 37.5万** **市场调查: 38.3万** **前期: 38.5万**

**评论:** 劳动力市场情况正逐步改善。在最近三个月，失业率从 9.8%降至 8.9%，下降了 0.9 个基点，私营部门在 2 月份创造了 22.2 万份新就业。因此，对失业保险救济金的申请人数一直在下降。特别是最近四周的初领失业救济金人数表明，在 3 月 11 日结束的一周里，有 38.6 万人申请失业救济，是自 2008 年 7 月以来的最低水平。我们预计劳动力市场将继续逐步改善，因此，本周的初领和续领失业救济金人数预计将微幅下降。**市场影响：**如果初领失业救济金人数下降到 36.5 万人以下，这将意味着劳动力市场情况的大幅改善，并增强人们对金融市场的乐观态度。

## 美国: 耐用品订单（2月，3月24日）

**预测: 按月环比上涨 0.5%** **市场调查: 1.0%** **前期: 3.2%**

**评论:** 继三个月的下降之后，1 月份的耐用品新订单月同比猛增 3.2%。然而，在排除运输设备后（包括非军用飞机），新订单下降 3.0%。非军用飞机和零部件的新订单月同比猛增 5.137%，因此，1 月份耐用品订单的增长主要来自波动较大的非军用飞机和零部件。我们预计，2 月份耐用品新订单将继续增长，但增速较慢。**市场影响：**高于预期的耐用品订单增长表明前几个月的经济活动增多，因此，将对金融市场产生积极影响。

## 新加坡: CPI 通胀（2月，3月23日）

**预测: 同比上涨 5.7%** **市场调查: 5.2%** **前期: 5.5%**

**评论:** 在上个月呈现令人惊讶的大幅增长后，由于国际油价、运输成本和房租不断上涨，新加坡通货膨胀预计将保持较高水平。需求压力变得日益明显。**市场影响：**高于预期的通货膨胀率可能提高人们对新加坡金融管理局将在 4 月份举行的下一次 6 个月政策会议上加快货币升值步伐的预期。

# Markets Data

| | | | | Close | Weekly change | Monthly change | Annual change |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Interest Rates | (changes in bps) | US | 3-month Libor rate | 0.31 | 0 | 0 | 3 |
| | | | 2-yr yield | 0.58 | -6 | -24 | -40 |
| | | | 10-yr yield | 3.27 | -13 | -35 | -42 |
| | | EMU | 3-month Euribor rate | 1.17 | 0 | 8 | 53 |
| | | | 2-yr yield | 1.61 | -4 | 23 | 61 |
| | | | 10-yr yield | 3.18 | -3 | -5 | 7 |
| Exchange Rates | (changes in %) | Europe | Dollar-Euro | 1.413 | 1.8 | 4.3 | 4.4 |
| | | | Pound-Euro | 0.87 | 1.2 | 3.6 | -3.0 |
| | | | Swiss Franc-Euro | 1.28 | -0.9 | -1.9 | -11.0 |
| | | America | Argentina (peso-dollar) | 4.04 | 0.3 | 0.4 | 4.5 |
| | | | Brazil (real-dollar) | 1.67 | 0.6 | 0.2 | -6.8 |
| | | | Colombia (peso-dollar) | 1874 | 0.2 | -1.9 | -1.8 |
| | | | Chile (peso-dollar) | 483 | 0.8 | 1.8 | -8.7 |
| | | | Mexico (peso-dollar) | 12.05 | 1.0 | -0.4 | -4.2 |
| | | | Peru (Nuevo sol-dollar) | 2.76 | -0.1 | -0.1 | -2.5 |
| | | Asia | Japan (Yen-Dollar) | 81.18 | -0.9 | -3.0 | -10.1 |
| | | | Korea (KRW-Dollar) | 1126.65 | 0.1 | 0.8 | -0.7 |
| | | | Australia (AUD-Dollar) | 0.993 | -1.9 | -0.6 | 8.4 |
| Comm. | (chg %) | | Brent oil ($/b) | 114.6 | 0.7 | 10.4 | 43.5 |
| | | | Gold ($/ounce) | 1419.5 | 0.1 | 3.3 | 28.2 |
| | | | Base metals | 606.1 | -1.1 | -2.5 | 20.1 |
| Stock Markets | (changes in %) | Euro | Ibex 35 | 10350 | -0.5 | -6.3 | -5.8 |
| | | | EuroStoxx 50 | 2804 | -2.8 | -8.4 | -3.2 |
| | | America | USA (S&P 500) | 1285 | -1.4 | -3.8 | 10.8 |
| | | | Argentina (Merval) | 3291 | -3.3 | -7.2 | 38.2 |
| | | | Brazil (Bovespa) | 67232 | 0.8 | -0.5 | -2.3 |
| | | | Colombia (IGBC) | 14526 | -0.1 | 0.3 | 21.9 |
| | | | Chile (IGPA) | 20683 | -0.2 | -4.5 | 17.3 |
| | | | Mexico (CPI) | 35668 | -1.2 | -3.8 | 8.0 |
| | | | Peru (General Lima) | 20790 | -4.6 | -8.8 | 41.1 |
| | | | Venezuela (IBC) | 69875 | 2.9 | 5.0 | 24.0 |
| | | Asia | Nikkei225 | 9207 | -10.2 | -14.8 | -14.9 |
| | | | HSI | 22300 | -4.1 | -3.7 | 4.3 |
| Credit | (changes in bps) | Ind. | Itraxx Main | 102 | -1 | 6 | 24 |
| | | | Itraxx Xover | 404 | 7 | 11 | -23 |
| | | Sovereign risk | CDS Germany | 45 | -3 | -8 | 16 |
| | | | CDS Portugal | 542 | 27 | 89 | 414 |
| | | | CDS Spain | 223 | -34 | -26 | 115 |
| | | | CDS USA | 43 | -1 | -4 | --- |
| | | | CDS Emerging | 222 | 9 | 1 | 4 |
| | | | CDS Argentina | 658 | 28 | 16 | -260 |
| | | | CDS Brazil | 118 | 4 | 1 | -2 |
| | | | CDS Colombia | 119 | 4 | -1 | -23 |
| | | | CDS Chile | 71 | 3 | -9 | -7 |
| | | | CDS Mexico | 113 | 5 | -3 | 5 |
| | | | CDS Peru | 121 | 5 | 8 | 3 |

Source: Bloomberg and Datastream

请参见本报告第 7 页声明

## 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。”**