全球

# 每周观察

马德里，2011 年 04 月 01 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


## 经济增长强劲

尽管当前还存在许多不确定性，但近期的数据继续显示主要经济区经济增长强劲。拉丁美洲经济增长保持强劲而亚洲的经济增速则出现了一些放缓的迹象，表明中国经济正在朝着软着陆方向过渡。在欧元区，数据显示2011年一季度经济增长势头有所加强。然而，欧盟的经济增速可能正在临近峰值。在美国，ADP私人部门就业报告所公布的失业报告人数和非农就业人数显示美国的劳动力市场正在继续改善，并引发了市场对美国经济会保持稳步复苏的预期。

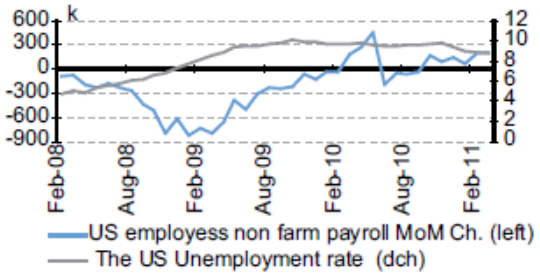
**通胀仍是关注的焦点**

通胀方面，3月份欧元区CPI指数进一步加速升至2.6%，高于我们的预期（2.5%）。美国部分指标显示总体通胀继续上升，主要受到石油和食品价格攀升影响所致。核心通胀已开始上升，但仍处于较低水平。

**欧元区即将引来首次加息，而新兴市场则依赖于宏观审慎政策**

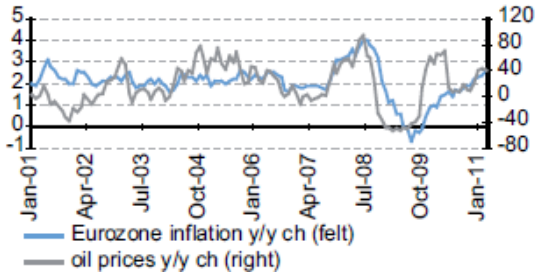
我们预计欧洲央行会在下周四加息25个基点（详见要点）作为预防措施。传言认为欧洲央行将设立一项新的中期融资机制来替代新兴流动性援助（ELA），这可能被视作是恢复采取非常规措施的信号。然而，欧洲央行宣布暂停对爱尔兰政府债务设立最低门槛，这表明短期内都不会宣布新机制出台。此外，欧洲央行和IMF对爱尔兰银行的压力测试结果表示欢迎，结果估计该国银行体系需要额外240亿欧元的新资本。另一方面，虽然部分美联储官员的语气变得更为强硬，但这也没有使我们改变认为大规模资产购买（LSAP）会持续到2011年二季度末的看法。纽约联储宣布要出售自金融危机爆发之时起就持有的抵押贷款支持证券。这证实了当前的市场状况正在改善，且距离退出特殊货币政策又近了一步。与此同时，新兴市场资本流入增加也促使中国和巴西加强了宏观审慎政策的执行（详见要点）。下周，欧洲将要进行的一系列债券招标将成为市场关注的焦点，特别是由于欧洲二线国家的风险还未消退的情况下。尽管如此，近期的事件却并未西班牙公司债券的利差造成负面影响。

图 1
**美国劳动力市场正在改善**




来源：Bloomberg

图 2
**欧元区通胀和石油价格**




来源：Bloomberg

## 要点

**欧洲央行：下周加息…**

…一个特殊周期的开始。

**欧洲的通胀**

第二轮通胀效应影响的风险还很遥远。

**新兴市场的资金流动**

面对越来越多的资本流入，决策者将再度开始执行宏观审慎政策。



请参见本报告第 6 页声明

# 市场

## 两个成功的干预案例

G10国家内，G7国家对外汇市场的协调干预仍将是短期内的主旋律。美元兑日元汇率稳稳地站在80.00之上，且过去几个交易日里一直高见于83.00水平附近，无疑令G7国家十分满意。周四上午我们发现，日本财政部在2011年2月25日至3月29日期间出售了价值84亿美元的日元，这一外汇干预措施使日元不单单只是对美元贬值，还对其他主要货币贬值。虽然美元兑日元的交易价格仍逼近83.00的水平且欧元兑日元汇率高于117.00，我们分为在当前水平再次进行实质性外汇干预的可能性不大，如果当真再度进行任何干预，就会对市场形成冲击。但日本并不是唯一一个在与本币估值过高作斗争的国家，美元兑巴西货币汇率继续往周期性新低靠近，3月31日的交易价格为1.6220左右——远低于我们所知的巴西央行之前干预外汇市场时的水平。美元兑巴西货币汇率的走低是由巴西央行的季度通胀报告更趋温和以及对通过外资投资税（IOF）获得短期外国贷款的税收上调所致。我们认为巴西政府官员很有可能会采取其他的结构性措施，通过90亿美元的主权财富基金或同时通过试图减少近期本币的升值来对外汇市场进行干预。

## 全球风险溢价趋缓

欧洲利率有所回升并接近3月份的高点，这表明风险溢价有所下滑。然而，很明显利率没有足够的动能可以突破到这一水平以上。我们注意到，尽管近期的数据理应在对利率产生一定的推动作用（消费者信心指数正处于过去三年的高点且通胀较此前的预期高出了0.2个百分点），但利率仍然缺乏向上的驱动力。虽然欧洲央行将在4月份进行首度加息这一点似乎已经十分清楚了，但短期债券利率的这一情况却显示出了在接下来的加息节奏这个问题上还存在很大的不确定性。同时，长期债券利率方面，葡萄牙危机看似将会引发的避险效应却并未成为现实。在美国，有两个因素放大了避险效应的减弱和对利率造成的向上压力：1）正如密歇根大学最新的数据和上次通胀保值债券招标中出现的大量需求所反映出的，市场再度掀起了对通胀的担忧；2）布拉德发表声明称他认为美联储的二次量化宽松金额可能达不到6000亿美元（他本人更倾向于削减1000亿美元）。虽然这与其他美联储成员的观点相左（我们认为QE2会得到完整施行），但却可能引发一定的争论。总的说来，距离上限值（10年期国债为3.70%）似乎还有很长一段距离，因此应该会继续维持目前状态。

市场分析

*欧洲宏观策略*

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

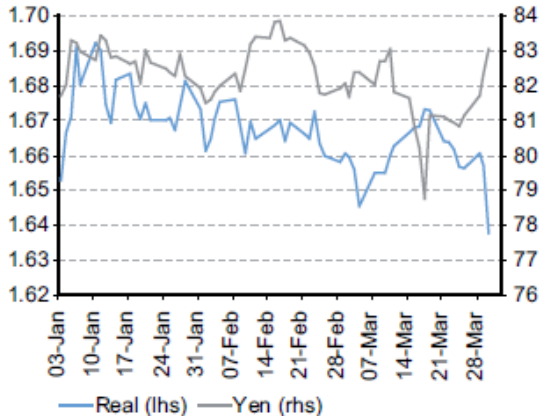
*全球汇率*

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

*全球利率*

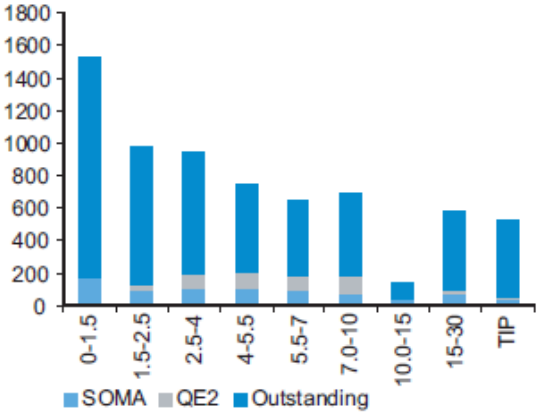
*欧洲和美洲利率*
José Miguel Rodríguez Delgado
josemiguel.rodriguez@grupobbva.com
+34 91 374 68 97

图 3
**日元和巴西里亚尔兑美元汇率的走势**




来源：Datastream

图 4
**美联储国债持有量占国债发行总额的比例**




来源：Bloomberg 和 BBVA Research

经济分析

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

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

*金融情况*
Javier Amador
javier.amadord@grupobbva.com
(+34) 91 537 3161

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

# 要点

## 欧洲央行：下周的加息将是一个特殊周期的开始

欧元区3月份的通胀数据和本周欧洲央行董事会成员的评论表明管理委员会在下周的会议上遵循其释放的加息25个基点的明显信号行事。同时，这也表明此番加息不太可能只是一次性的措施，更可能标志着一轮特殊加息周期的开始。我们预计7月会再上调25个基点。但这一次还存在很多的不利因素且核心通胀仍将处于低位。因此，这轮周期或将不同寻常。在我们看来，欧洲央行将会十分谨慎，并会分两步来慢慢上调利率。第一步，其会抢先加息以在一定程度上规范“非常宽松”的货币政策态势，这将在一年的时间里使官方利率上升至更为合理的水平。下周和7月份的加息之后欧洲央行或将会在年内接下来的时间里暂停一段时间，并于2012年初再次进行加息，可能在明年1月和4月，每次上调25个基点。此后，欧洲央行将采取观望的方法直到经济周期和金融系统薄弱环节的不确定性消失为止。因此，截止2011年底，欧洲央行的官方利率或将达到1.5%，并于2012年底以前达到2%（一个更为舒适的水平）。这些措施应该足以抵御第二轮影响的风险并使通胀预期维持在可控水平。欧洲央行受到了金融系统现阶段问题的局限且不会遵循正常经济复苏下的反应机制。

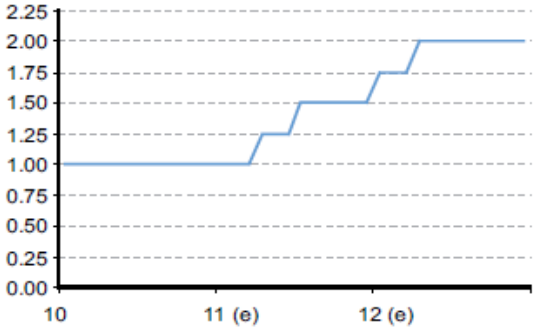
## 欧洲的通胀：第二轮通胀效应影响的风险很遥远

欧洲央行4月份预期的加息背后，一个重要问题便是潜在的第二轮通胀效应：从能源通胀到薪资上涨再导致通胀。对欧元区整体而言，产能的闲置率仍然很高且失业率几乎还未从峰值回落，因此原则上没有实质性的工资加速上涨压力。这个问题应主要针对欧元区增长更快的大国提出，即：德国和法国，其所面对的需求压力要更大。这里，我们也没有太多工资加速增长的证据。近期，德国多个行业要求的加薪幅度很大，但这在2008年初的石油价格冲击之后也发生过且最终达成的加薪幅度较为适度。以本周为例，根据已经达成的化工行业加薪协议，尽管表面上工资增长了4.1%，但如果我们考虑整体薪资的全部要素，工资年化实际增幅却低于2%。此外，今年只有30%的工资协议需重新协商，其余的会遵照去年的谈判结果确定。再看看过去几次的石油价格冲击（1990年、1998年和2008年），很显然当时德国的工资演变更接近GDP的增速，而非石油价格走势。换言之，所有的证据都显示石油价格冲击后的恶性通货膨胀风险还离我们很远。

## 新兴市场的资金流动

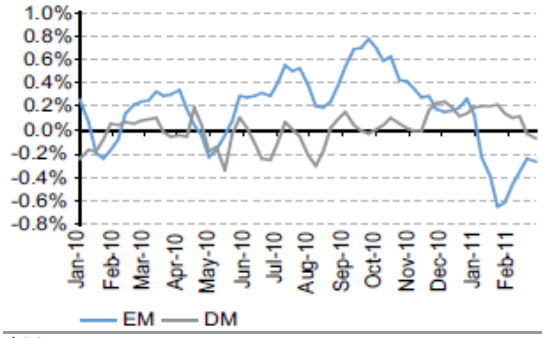
新兴市场国家政府在2010年下半年加大了抑制资本流入的力度，采取了诸如资本管制和宏观审慎政策等措施。然而，这些政策几乎未能放慢去年四季度资本流入新兴市场的速度，但中东和北非地区的地缘政治风险导致资金从新兴市场投资基金中大量流出。尽管如此，在过去几个星期里这一趋势却已经逆转，资金从新兴基金中流出水平已经有所降低。我们认为，一旦中东及北非地区的动荡蔓延至其他重要产油国（如沙特阿拉伯）的概率下降，投资就应会再次流入新兴国家。面对资本流入的增加，决策者们将再度实施宏观审慎的政策来进行流动性干预并防止货币升值。现在，我们有两个采取这类行动的很好的例子：中国正在以快于预期的速度上调法定存款准备金率，而巴西也宣布了上调对短期外国贷款征收的金融活动税。

图 5
**欧洲央行政策利率预测**




来源：BBVA Research

图 6
**股权投资基金每周的资金流入**




来源：EPFR

# 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*
**Jenny Zheng**
jenny.zheng@bbva.com.hk

## 欧元区: 工业价格指数（2月，4月4日）

**预测: 月度环比 0.7%** **市场调查: 0.7%** **前期: 0.9%**

**评论:** 受商品价格持续上涨的推动（虽然增速已较1月有所放缓），预计2月份工业通胀会进一步上升。由于投入价格的上涨，3月份的信心指数调查显示出了更多通胀压力的证据，但鉴于劳动力市场恶化状况，还没有出现工资上涨的迹象。**市场影响:** 工业价格指数的进一步加速上升可能引发市场对欧洲央行会继续收紧货币政策以应对第二轮影响的担忧。

## 欧元区: 零售销售（2月，4月5日）

**预测: 月度环比 0.1%** **市场调查: 0.1%** **前期: 0.3%**

**评论:** 继 1 月份的小幅增长之后，2 月份零售销售额可能会保持大致不变。但是，部分已经公布的国家数据略有下滑，表明我们的预测存在一定的向下风险。此外，3 月份消费者信心指数再度下跌，回到了 2010 年四季度的水平，但仍高于长期平均值。总的说来，我们认为受劳动力市场小幅改善和冬季销售更为强劲的支撑，年初的家庭开支会略有增长。**市场影响:** 若该指标大大低于预期则会被解读为国内需求弱于预期，因此会引发对未来几个月经济复苏速度的疑虑。

## 美国: ISM服务业指数（3月，4月5日）

**预测: 59.5** **市场调查: 59.9** **前期: 59.7**

**评论:** 2 月份 ISM 非制造业指数上升了 0.3 个百分点，达 59.7%。数据显示服务业的经济活动月度环比继续增长且商业活动在过去 19 个月里一直着保持增长势头。新增订单指数虽略有下滑，但仍高于 50，表明新增订单仍处于扩张状态。此外，最近消费者和生产者价格指数的增长也与 ISM 价格指数的表现相符（ISM 价格指数增长了 1.2 个百分点，为 73.3%）。这表明 2 月份服务业的价格增速有所加快。我们预计 3 月份非制造业部门的价格和经济活动指数都将会继续增长。**市场影响:** 市场参与者预计 ISM 非制造业指数会保持在 50 以上。但如果指数低于这一水平，金融市场的波动性则会加大且参与者会开始质疑美国经济复苏的强度和可持续性。

## 美国: 首次申领失业救济人数（4月2日截止，4月7日）

**预测: 38.0万** **市场调查: 38.4万** **前期: 38.8万**

**评论:** 首次和持续申请失业救济的人数数据继续显示美国劳动力市场正在逐步改善。最新数据显示首次和持续申请失业救济的人数分别为 38.8 万和 370 万人。虽然首次申请失业救济的人数较上周略有增长，但仍低于 40 万且表明未来几个月美国经济会继续创造新的就业岗位。这些数据与 3 月份的非农就业人数（增长了 21.6 万）数据相符。我们预计随着美国经济的强劲增长，劳动力市场会继续改善。然而，近期中东和北非的局势发展、油价的上涨和欧洲的主权债务危机则可能会使这个过程有所放缓。我们预计申请失业救济的人数会在下周下滑。**市场影响:** 如果首次失业报告人数跌至 37.5 万以下，则意味着劳动力市场的复苏取得了重大进展，并会支持经济的强劲增长，推高股价。

## 菲律宾: CPI通胀

**预测: 年度同比 4.5%** **市场调查: 4.5%** **前期: 4.3%**

**评论:** 截止到上周，菲律宾央行成为亚洲最后一个坚守阵地的央行开始收紧货币政策，于 3 月 24 日宣布了加息 25 个基点，利率升至 4.25%。受近期食品和石油价格上涨的影响，通胀的上升进一步加剧，央行也对此做出了回应，试图将通胀维持在 3-5%的目标区间，但受需求方压力的影响，核心通胀仍呈上升趋势（2 月份同比增长了 3.5%），且近期菲律宾央行已将对 2011 年总体通胀的预测（年度平均增速）由 3.6%上调到了 4.4%，目标恐难达成。**市场影响:** 若通胀的增速超过预期则可能引发短期内的进一步加息（我们现在预计今年会再加息三次）。

# Markets Data

| | | | | Close | Weekly change | Monthly change | Annual change |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Interest Rates | (changes in bps) | US | 3-month Libor rate | 0.30 | -1 | -1 | 1 |
| | | | 2-yr yield | 0.88 | 15 | 19 | -23 |
| | | | 10-yr yield | 3.50 | 6 | 3 | -45 |
| | | EMU | 3-month Euribor rate | 1.25 | 5 | 15 | 61 |
| | | | 2-yr yield | 1.83 | 10 | 29 | 88 |
| | | | 10-yr yield | 3.39 | 11 | 19 | 30 |
| Exchange Rates | (changes in %) | Europe | Dollar-Euro | 1.407 | -0.1 | 1.4 | 4.3 |
| | | | Pound-Euro | 0.88 | 0.2 | 3.6 | -0.8 |
| | | | Swiss Franc-Euro | 1.31 | 1.5 | 2.7 | -8.4 |
| | | America | Argentina (peso-dollar) | 4.05 | 0.3 | 0.6 | 4.6 |
| | | | Brazil (real-dollar) | 1.62 | -2.1 | -2.1 | -8.0 |
| | | | Colombia (peso-dollar) | 1863 | -0.4 | -2.7 | -2.9 |
| | | | Chile (peso-dollar) | 477 | -0.3 | -0.1 | -8.5 |
| | | | Mexico (peso-dollar) | 11.85 | -1.2 | -2.1 | -3.7 |
| | | | Peru (Nuevo sol-dollar) | 2.81 | 0.5 | 1.2 | -1.2 |
| | | Asia | Japan (Yen-Dollar) | 84.67 | 4.0 | 3.7 | -10.5 |
| | | | Korea (KRW-Dollar) | 1089.25 | -1.9 | -3.0 | -3.2 |
| | | | Australia (AUD-Dollar) | 1.033 | 0.8 | 1.6 | 12.4 |
| Comm. | (chg %) | | Brent oil ($/b) | 117.4 | 1.6 | 0.9 | 39.8 |
| | | | Gold ($/ounce) | 1416.6 | -0.9 | -1.2 | 26.5 |
| | | | Base metals | 624.7 | -0.3 | 0.4 | 23.6 |
| Stock Markets | (changes in %) | Euro | Ibex 35 | 10671 | -0.4 | 0.3 | -3.6 |
| | | | EuroStoxx 50 | 2949 | 1.3 | -0.3 | -1.0 |
| | | America | USA (S&P 500) | 1331 | 1.3 | 1.7 | 13.0 |
| | | | Argentina (Merval) | 3388 | 1.2 | -1.1 | 42.7 |
| | | | Brazil (Bovespa) | 68768 | 1.5 | 2.2 | -3.3 |
| | | | Colombia (IGBC) | 14470 | -0.6 | -4.4 | 19.4 |
| | | | Chile (IGPA) | 22116 | 1.8 | 4.7 | 24.4 |
| | | | Mexico (CPI) | 37633 | 2.3 | 2.1 | 13.1 |
| | | | Peru (General Lima) | 21917 | -1.5 | -3.5 | 44.9 |
| | | | Venezuela (IBC) | 70322 | -1.8 | 4.0 | 20.5 |
| | | Asia | Nikkei225 | 9708 | 1.8 | -7.5 | -14.0 |
| | | | HSI | 23802 | 2.8 | 3.3 | 10.5 |
| Credit | (changes in bps) | Ind. | Itraxx Main | 102 | -1 | 1 | 24 |
| | | | Itraxx Xover | 384 | -1 | -7 | -39 |
| | | Sovereign risk | CDS Germany | 45 | -2 | -4 | 13 |
| | | | CDS Portugal | 580 | 33 | 117 | 435 |
| | | | CDS Spain | 233 | 7 | -9 | 115 |
| | | | CDS USA | 41 | -1 | -5 | --- |
| | | | CDS Emerging | 206 | -3 | -16 | -16 |
| | | | CDS Argentina | 592 | -8 | -56 | -296 |
| | | | CDS Brazil | 111 | -3 | -7 | -14 |
| | | | CDS Colombia | 108 | -5 | -13 | -37 |
| | | | CDS Chile | 61 | -4 | -18 | -25 |
| | | | CDS Mexico | 105 | -2 | -9 | -8 |
| | | | CDS Peru | 138 | 12 | 23 | 13 |

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。”**