

每周观察

全球

马德里，2011年04月15日

寻找线索

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

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

现在，欧洲央行已经完成了首次加息，美联储也已确认会按原计划将二次量化宽松进行到6月，投资者正试图在经济数据中寻找一切油价飙升可能影响通胀或经济增长预期的线索，以预测货币政策收紧的路径。在新兴市场，经济数据也得到了密切关注，以确认政策措施是否在防止经济过热方面取得了成功。

亚洲经济增长势头不减，但在各主要经济体有所减弱

IMF的世界经济展望报告并未能帮助澄清不确定性。其证实了经济复苏的势头正在加强，但也从商品价格的上涨中看到了向下的风险。总的说来，2011-12年全球经济增长的预测基本没有改变。近期的真实数据显示亚洲国家的经济增长势头继续呈向上趋势，超出了大家的预料。中国和新加坡一季度的GDP增长均高于预期，加之通胀的上升，加大了进一步收紧和货币升值的预期。主要拉美国家的经济增长情况显露出了增速放缓的初期迹象。在发达国家，数据显示经济仍在继续复苏，但这些国家将在接下来的几个季度面临经济增速的放缓或维持现状。欧元区工业产值2月份的增长低于预期，且德国ZEW四月的景气数据还有所下滑。美国褐皮书证实了国内所有地区的经济增长都处于扩张状态，且核心零售销售出现了大幅增长。另一方面，物价高企也推升了通胀。然而，由于欧洲能源价格的上涨，间接效应对核心通胀的影响有限。在美国，商品价格仍面临向上的压力，但还没有迹象表明存在工资上涨的压力。

欧洲央行官员维持惯常语气，美联储仅想稳定预期

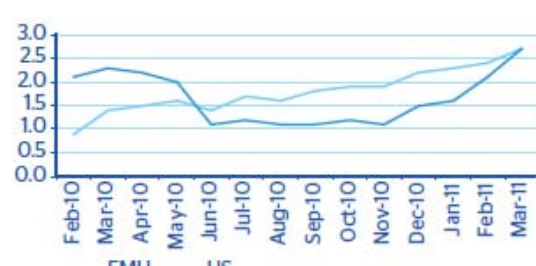
加息之后，本周欧洲央行官员Draghi和Weber的语气继续保持强硬。而在美国，尽管美联储具有投票权的成员承认存在能够促使货币政策收紧提前的风险——那样的话会对稳定通胀预期有所帮助——他们仍然深信潜在通胀将维持在可控水平，因此，目前的货币政策态势将可以维持更长时间（“仍然是合适的”）。此外，民主共和两党间就削减预算所达成的协议使美国政府避免了“关门”的危机，但现在的争论点又转向了债务上限。另一方面，部分欧洲二线国家的偿债能力问题除非得到了解决，否则仍将给市场带来不确定性，但我们认为短期内这些问题都仍将存在（详见要点）。下周欧元区将公布4月份的PMI指数，美国也将公布3月份的住房数据。

图1
中国实际 GDP（年度同比增长）



来源：Bloomberg

图2
CPI（年度同比变化率）



来源：Bloomberg

要点

中国一季度GDP和通胀超过预期

经济增长和通胀高于预期，进一步收紧的预期加强。

再掀对欧洲二线国家的疑虑

市场对部分二线国家的偿付能力问题产生了一定的疑虑。

欧洲二线国家的事件日程表

事件驱动的市场。

市场分析

欧洲证券和信贷策略

Joaquín García Huerga, CFA
jghuerga@grupobbva.com
 +34 91 374 68 30

信贷

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

全球利率

欧洲和美洲利率

José Miguel Rodríguez Delgado
josemiguel.rodriguez@grupobbva.com
 +34 91 374 68 97

市场

利率：欧洲央行的未来举措存在不确定性

继欧洲央行在4月份的会议上像预想的那样宣布加息之后，现在的不确定性在于欧洲央行会在何时再度加息。因此市场分为了两派。一方相信此次加息是先知制人的（我们的观点与此相同，因为我们预计仅会在2011年7月再次加息），且意在稳定物价攀升压力下的通胀预期。另一方则认为这是新一轮周期的开始，与2005年的情况类似，每季度都会进行加息。关于这一点，Trichet的声明（“我们做我们必须做的”）已经表明市场的焦点正集中于宏观经济数据上以试图验证欧洲央行是否会有所动作。德国的进口数据、批发价格指数和欧元区通胀均对短期利率的波动有所影响并使其略微向上。

证券：顶风作战，但股票还有投资价值

更新我们对各主要股指的估值之后，我们认为EuroStoxx 50是在今年余下的时间里潜力最大的指数。我们认为的目标位在3,800点，这一水平可能看似跟当前位置相距很远，但如果经济周期受石油的影响不严重且下半年的金融业表现良好，3,800点也不是那么遥不可及的。现在看来潜力最小的股指是S&P 500，目标位为1,450点。

正如此前已经提到过的，今年的关键在于金融业的表现如何。因此我们看到了保险业的很多诉求，因为利率已经开始出现上升且在欧洲其交易价格已经达到了8倍的市盈率。然而，银行业对指数却有着实实在在的影响，且由于可能会要求银行增资（巴塞尔协议III和6月11日的压力测试），短期内它们的建议还会有更多的不确定性。说了这么多，即便由于监管的原因今后的每股收益率（ROE）会降低，估值也具有一定的吸引力（在欧洲，市净率<1），且值得注意的是，2011年到现在为止优先（和次级）债券的利率已从2.1%收窄到了1.3%，对银行业而言情况已经有所好转。

信贷：对二线国家疑虑加大促使指数有所扩大

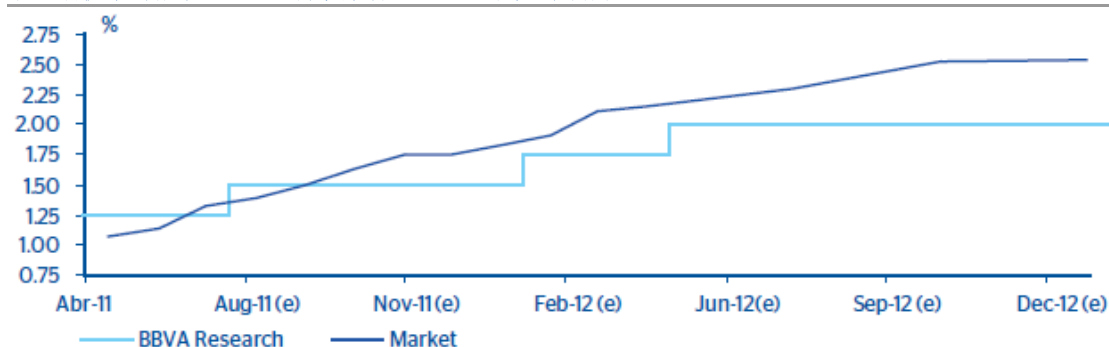
在信贷市场，继本月初的回升之后，本周各综合指数全面扩大。iTraxx主要指数扩大了3个基点，而iTraxx主权债指数则较上周的最低位置扩大了14个基点。金融指数中，iTraxx优先金融指数扩大了8个基点，而iTraxx次级金融指数则扩大了20个基点。

在二线国家中，虽然西班牙的表现和其他相关国家的表现出现了明显的分化，但在德国财政部长有关如果希腊政府偿债能力受到审计方质疑，那么希腊可能需要重新协商重组其债务的声明之后，我们看到西班牙债券有所走弱。例如，本周至今西班牙5年期信用违约掉期扩大了30个基点，至227个基点，而葡萄牙和希腊的5年期信用违约掉期则分别扩大了54和90个基点，为593和1112个基点。

在一级市场上，我们将通过UBI Banca, Société Générale以及Credit Agricole来突出说明问题。在二级市场里，公司债券的交易价格继续处于极低水平，而透过企业宣布增加资本性支出和股息支出的消息，我们认为其现在的资金状况应十分良好，这也解释了为什么其债券的发行会减少。金融债券方面，继基于爱尔兰银行压力测试结果的强劲反弹之后，我们看到其已有所稳定。我们认为金融债券的主要驱动力将是对欧洲银行业部门EBA压力测试的结果。然而，我们还预计金融债券的表现会超过公司债券。

图3

欧元隔夜平均指数(Eonia)利率掉期和BBVA研究部预测



来源：Bloomberg 和 BBVA Research 预测

要点

中国一季度GDP和通胀超过预期

一季度GDP和通胀数据显示中国经济继续保持强劲增长且面临潜在的价格压力，尤其是，一季度GDP较去年同比增长了9.7%（BBVA: 9.3%），仅较上个季度有小幅下滑（同比增长9.8%）。受食品和非食品价格上涨的影响，3月份总体通胀从2月份的4.9%上升到了5.4%（BBVA: 5.0%）。受物价上涨驱动，3月份生产者价格指数（PPI）也从2月份同比7.2%的增速上升到了7.3%，这是该指标连续第四个月上升。这些结果解释了为什么过去一段时间政府要如此严厉地收紧货币政策，且对出台进一步收紧措施的预期可能会加强，这可能会对市场情绪产生一定影响。我们认为接下来几个季度会再加息25个基点、法定存款准备金率至少再上调100个基点的预期存在向上的风险。然而，从积极的角度来看待当前的数据，也可以理解为：尽管中国政府采取了抑制通胀的措施，但经济增长仍然保持强劲。近期的信贷增长数据显示新增贷款额出现了喜人的下滑，一季度总额为2.2万亿元人民币，基本与我们认定的政府7.0至7.5万亿元的全年目标（未正式公布）相符。

再掀对欧洲二线国家的疑虑

尽管协议已经达到了欧盟委员会的层面，但解决欧洲二线国家压力的框架还远非完善。本周出现了对该框架可持续性的疑虑。首要的是，德国财政部长W. Schäuble的声明建议将重组希腊债务最为一个选择。除此以外，还有几位欧元区财政部长和Trichet先生在上周末的会议上的报告，在会上，Trichet和Schäuble分别就在这一问题上的不同观点进行了论证（后者显然是在说金融保释并不意味着风险蔓延）。此外，芬兰在本周末的选举前的情况较为紧张，因为是否批准葡萄牙救助方案的问题（这需要芬兰议会投票并在整个欧元区达成一致）会对此次竞选产生十分重大的影响。同样，在德国也传出了可能就未来减少提供欧洲救助基金进行立法和政治阻挠的消息。尽管如此，我们认为到最后，通过EFSF对葡萄牙提供必要救助的任何问题都会得到解决。然而，希腊和其他国家的偿付能力问题还没有得到解决。由于欧盟还远不能与任何有关财政整合和通过欧元债券进行债务分担的解决方案达成一致，那么唯一的替代方案就是，如果希腊能够成功削减赤字并恢复经济增长的话，其就可能从私人投资者获得金融保释。然而，有太多的不确定性，且需要时间去达成。

欧洲二线国家的事件日程表

接下来的几个月里即将发生的事情会对欧洲主权风险溢价产生重大影响。本月末，西班牙政府将批准一项有关集体工资谈判的改革。欧洲统计局将于4月26日公布2010年的赤字和债务估计金额，且每一个欧洲国家的政府也将提交其稳定与增长公约，其内容包含了未来几年的赤字趋势。到5月中旬，葡萄牙、欧洲和IMF当局将就葡萄牙救助公约达成一致，但金融救助须等到新政府选举成立之后，这给6月15日49亿欧元葡萄牙债券偿还之前的这段时间带来了很大的不确定性。在西班牙，5月份将会发生两个重要事件：22号的地方和区域政府选举，以及月底区域政府一季度预算数字的公布。6月将会是十分繁忙的一个月。葡萄牙将于6月5日举行大选且最早将于6月20日任命新的总理。值得注意的是，葡萄牙将于6月15日偿还债券。欧洲央行将于6月9日就特别流动性措施作出决定，但我们预计7月以前欧洲央行都不会再次加息。欧洲监管方面，我们预计会在6月24日的欧盟政府委员会会议上形成明确的解决方案并敲定有关ESM和EFSF的更多细节。此外，我们还预计欧洲央行主席的候选人名单会在6月24日的委员会会议上公布。另外，第二次欧洲银行压力测试的结果也将于6月公布。最后，西班牙政府将于6月18日作出“奥地利基金”的提案（一项由雇员所在企业为员工出资成立的失业基金）。

经济分析

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

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

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

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：PMI 综合指数（4月，4月19日）

预测：57.1

市场调查：57.1

前期：57.6

评论：预计 4 月的 PMI 综合指数会进一步下滑，这可以部分反映出物价上涨和加息对经济增长信心所造成的预期的负面影响，但也与一季度的强劲增长势头不太可能持续有关。这意味着未来几个月经济前景的不确定性有所加大。从各组成部分来看，我们看到，受行业复苏放缓影响，工业信心指数有所下滑，但服务业信心指数的增强应会对此形成部分抵消。**市场影响：**PMI 数据的大幅下滑会对市场产生负面影响，因为信心的恶化会导致更为急剧的放缓。

德国：工业通胀（3月，4月20日）

预测：月度环比 0.7%

市场调查：0.8%

前期：0.6%

评论：预计 3 月份工业价格指数会进一步上涨，这主要是受能源价格上涨的驱动。尽管其上升趋势自 2010 年初一直延续至今且十分强劲，工业价格指数仍略低于其在 2008 年底时的水平。总的说来，工业通胀显示出了投入价格上涨所导致的通胀压力的进一步证据，但由于工资谈判仍然较为温和，目前还没有即将产生第二轮影响的迹象。**市场影响：**若工业通胀急剧上升则会被解读为未来几个月对消费者通胀产生更大的间接影响的进一步证据，引发对欧洲央行进一步收紧货币政策的担忧。

美国：成屋销售（3月，4月20日）

预测：495万

市场调查：500万

前期：488万

评论：近期的房地产指标引发了对美国房地产业基本面的质疑。房价的负面趋势、疲软的住房销售止赎案件的上升显示住房市场的萧条局面将至少维持到今年上半年结束。虽然成屋的销售已于 2010 年早些时候还是回升，但近期的数据却显示成屋市场仍然十分萧条。继大幅下滑之后，我们预计 3 月份成屋销售会有所增长。尽管如此，当前的市场状况仍然对购房者有利且这些条件将有助于支撑下半年的房屋销售。**市场影响：**成屋销售若进一步下滑则会加大住房市场二次探底的可能性并使金融市场更加悲观。

美国：首次申领失业救济人数（4月16日，4月21日）

预测：39.5万

市场调查：39.0万

前期：41.2万

评论：劳动力市场正在逐步改善。上个月的失业率进一步下滑了 0.1 个百分点，至 8.8%，3 月份的非农就业人数增加了 21.6 万人。自 2010 年 2 月以来，美国经济已创造了 149.2 万个新增就业岗位。最近一次的失业申请报告显示截至 4 月 8 日的那周首次失业的人数上升到了 41.2 万人，而持续失业的人数则小幅减少到了 368 万。虽然首次申请失业救济的人数有所增加，但 4 周的移动平均数仍然低于 40 万。这是 4 周的移动平均数连续第 7 周低于 40 万。然而，首次申领失业救济的人数需保持在 37.5 万以下才能看到就业和非农就业人数的持续和强劲增长。我们预计首次申领失业救济的人数会保持在 40 万人左右。**市场影响：**如果首次申领失业救济的人数以外上升，则表明劳动力市场的状况在恶化并将对金融市场造成负面影响。

日本：出口增长（3月，4月20日）

预测：年度同比 5.3%

市场调查：-0.7%

前期：9.0%

评论：日本的进出口可能已经受到了大地震的影响。虽然 3 月份的出口仅仅反映了对整个月影响的一部分，但可以提供对于供给方面相关冲击程度的第一印象。截止目前，来自日本在亚洲最为重要的一些贸易伙伴（如中国台湾）的数据显示地震对贸易已经产生了很大的影响。预计日本 3 月份的出口会较前几个月有所下滑。**市场影响：**若结果好于预期则可能会提振市场信心，而低于预期的结果则会加剧对地震造成影响的担忧，不仅仅是对日本，也包括区域内其他国家和地区。

Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.27	-1	-3	-3
		2-yr yield	0.72	-9	17	-23
		10-yr yield	3.42	-15	25	-34
	EMU	3-month Euribor rate	1.33	4	16	69
		2-yr yield	1.85	-6	37	96
		10-yr yield	3.38	-10	29	30
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.440	-0.2	3.7	6.7
		Pound-Euro	0.88	-0.1	1.5	0.5
		Swiss Franc-Euro	1.29	-2.0	2.0	-10.1
	America	Argentina (peso-dollar)	4.07	0.3	0.7	5.1
		Brazil (real-dollar)	1.58	0.3	-5.6	-10.4
		Colombia (peso-dollar)	1800	-0.9	-4.9	-7.4
		Chile (peso-dollar)	473	0.6	-2.7	-9.6
		Mexico (peso-dollar)	11.73	-0.1	-3.2	-4.5
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.82	0.7	1.8	-0.5
	Asia	Japan (Yen-Dollar)	83.18	-2.1	3.9	-9.6
		Korea (KRW-Dollar)	1087.85	0.4	-4.5	-2.4
		Australia (AUD-Dollar)	1.054	0.1	7.4	14.0
Comm. (chg %)		Brent oil (\$/b)	122.4	-3.4	10.6	42.3
		Gold (\$/ounce)	1475.0	0.0	5.4	29.7
		Base metals	633.9	-0.3	4.6	23.5
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	10538	-3.4	4.4	-6.4
		EuroStoxx 50	2914	-2.4	7.1	-1.2
	America	USA (S&P 500)	1317	-0.8	4.8	10.5
		Argentina (Merval)	3382	-2.8	5.8	41.0
		Brazil (Bovespa)	66682	-3.0	1.0	-3.9
		Colombia (IGBC)	14071	-3.3	1.4	13.8
		Chile (IGPA)	22200	-0.7	7.1	24.8
		Mexico (CPI)	37070	-1.1	4.0	10.3
		Peru (General Lima)	18698	-12.0	-10.9	20.8
		Venezuela (IBC)	70477	0.2	0.9	16.1
	Asia	Nikkei225	9592	-1.8	5.5	-13.6
		HSI	24008	-1.6	5.8	9.8
Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	97	2	-8	17
		Itraxx Xover	369	11	-40	-44
		CDS Germany	44	6	-1	9
	Sovereign risk	CDS Portugal	592	54	82	399
		CDS Spain	220	22	-8	71
		CDS USA	42	1	-1	---
		CDS Emerging	201	9	-23	-10
		CDS Argentina	558	9	-104	-286
		CDS Brazil	108	3	-12	-7
		CDS Colombia	101	-1	-19	-30
		CDS Chile	60	2	-13	-19
		CDS Mexico	101	2	-13	-3
		CDS Peru	153	23	31	41

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。”