BBVA | RESEARCH

每周观察

全球

马德里，2011 年 04 月 20 日

聚焦超额债务

有关公共债务的不确定性再次成为关注的焦点。过去的这一周对市场来说是一个提醒，世界经济所面临的一些风险且决策者须着手解决：财政赤字依旧高企，而美国的财政整合还未开始以及欧元区再次出现偿付能力问题等。

在欧洲，对希腊债券重组的担忧全面蔓延，但本周初市场就已开始修正此前的下跌。正如之前我们已经提到过的，目前这些问题还没有得到令人满意地解决，预计这个问题会在某些时候显露。在美国，鉴于对美国如何解决“极大的预算赤字和不断增加的政府债务”问题的担忧，标准普尔周一将其对美国信贷评级展望下调至负面，关于美国财政状况的争论持续。标准普尔此举使得市场信心受挫，但已经证实其影响只是暂时的，且投资者的风险偏好已有所回升。围绕美国债务上限协商的争论极有可能会持续。但更为重要的是，从中期来看，美国经济将朝着财政整合的方向迈进。然而，显而易见的是，世界经济仍然面临诸多风险，复苏之路并不平坦。

宏观方面，已公布的数据还很有限，我们对发达国家经济增速放缓的预测没有改变。下周，市场将关注美联储的利率决策和其在周三举行的新闻发布会。

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

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

欧洲宏观策略
首席分析师
Nicolás Trillo
nicolas.trillo@grupobbva.com
+34 91 537 84 95

要点

非常规货币政策的逆转

我们所预计的美联储货币政策的翻转路径是直接基于BBVA对GDP和通胀的基准预测（2011年通胀逐步上升，经济继续小幅增长）而形成的。在我们看来，每一阶段都要求与美联储保持信息畅通以确保目标明晰。我们预计美联储会在2011年6月底如期完成大规模资产购买计划，且没有必要再进行新一轮的购买。第二步是停止将所持抵押贷款支持证券到期后的本金用于再投资，这可能会在8月或9月宣布。第三阶段，美联储会希望使资产负债表恢复正常规模并同时上调政策利率。考虑到流动性陷阱的情况，走廊系统是将美联储联邦基金利率上调至0以上的唯一可行的方法。我们预计第一次加息的时机会在2012年3月，但也有一定的提早加息的风险。为了准备首次使用利率走廊系统，美联储将在3月加息的前两个月就不再提及“将极低的联邦基金利率水平多维持一段时间”。只要市场条件允许，美联储可能在采用“走廊”之前、之中或之后出售证券。最后，美联储会开始出售其持有的抵押贷款支持证券，但如果美联储察觉到了较高的需求，出售的时间会提前。更多信息详见美联储观察。

市场

美国债券展望下调的意义和国会对预算的争论

美国债务（相对于GDP）的增长，政治上无法就预算达成一致，以及债务的上限导致标准普尔将其对美国债券的展望下调为“负面”。近几周市场对此的反响主要可以从两个方面得以体现：1）对2/10年期政府掉期造成了上行压力，因为长期利率对财政风险更为敏感；2）资产掉期收窄。资产掉期和预算赤字存在着直接关系：当产出缺口为负时，国家的税收收入很低，须通过发行更多债券来增加债务，相对于掉期率，这会推高政府债券利率（资产掉期下滑）。在经济处于扩张周期时，国家发行的债券减少（赤字减少），政府债券利率相较于掉期率下跌，推涨资产掉期。未来几个月，斜率将更大程度上取决于短期利率，因为其会开始就美联储的加息进行贴现，导致偏差趋于平缓。此外，资产掉期将继续与预算赤字联动，这甚至意味着其可能回到负区间（10年期），最终取决于国会的讨论成果。

日程表：核心指标

经济分析

欧洲
Elvira Prades
elvira.prades@grupobbva.com
+34 91 537 79 36

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

亚洲
Jenny Zheng
jenny.zheng@bbva.com.hk
+852 25823246

欧元区: M3（3月，4月29日）

预测：年度同比 1.8%　　市场调查：暂无　　前期：2.0%

评论: 预计 3 月份欧元区的领先数据会反映出信贷表现的持续疲弱。继 2 月意外增长之后（尽管增幅不大，但显示了信贷复苏的进一步证据），预计 3 月份 M3 货币会保持增长，但增速有所放缓。 此外，预计家庭贷款会进一步增长，增速较去年有所提高。尽管如此，继 1、2 月份对非金融企业的贷款增速反弹之后，3 月份增速将有所放缓。**市场影响:** 高于预期的结果将被认为是信贷正在复苏的信号，但也可能被解读促使欧洲央行进一步收紧的诱因。

欧元区: HICP通胀（4月，4月29日）

预测：年度同比 2.7%　　市场调查：2.7%　　前期：2.4%

评论: 我们预计 4 月份总体通胀为按年同比增长 2.7%，高于 3 月份的 2.4%。细分来看，我们的预测显示，受非能源工业品价格意料之中的反弹驱动，核心通胀的同比增速或在度升至 1.5%。加工食品价格可能进一步上涨，而服务通胀应维持基本稳定。此外，近期可用的 4 月份的燃料价格指数表明能源价格有所上涨，但涨价的速度有所放缓。**市场影响:** 核心通胀进一步加速上升会加大市场对欧洲央行继续收紧货币政策以应对第二轮通胀效应影响的担忧。

美国: FOMC利率决议（周三 东部时间 12:30）

预测：0.25%　　市场调查：0.25%　　前期：0.25%

评论: 美联储将按惯例举行为期两天的议息会议。会上，FOMC 成员将透露其最新的宏观经济预测并将于声明后的三周后公布。这一次，根据美联储新的沟通策略，声明公布的时间将早于上一次会议声明的公布时机。从 4 月 27 日开始，美联储主席 Ben Bernanke 将在每次两天一次的会议后举行新闻发布会以确保市场能够清楚的了解美联储的目标和货币政策的执行。我们预计声明和 FOMC 的决策不会出现重大调整。预计美联储会维持联邦基金利率不变，按计划执行二次量化宽松并继续实施当前将按揭抵押支持证券的利息收入转投资到国债的政策。我们的基准预测假设美联储将于 2012 年 3 月开始上调联邦目标利率。**市场影响:** 如果 Bernanke 的新闻发布会或声明揭示了任何有关退出策略的时机和速度的线索，市场价格都将随即消化这些消息。

美国: 个人收入与支出（3月，周五 东部时间 08:30）

预测：0.5%，0.5%　　市场调查：0.4%，0.5%　　前期：0.3%，0.7%

评论: 我们预计 3 月份个人收入与支出会继续增长。受消费者价格指数增长的影响，其在过去两个月里环比增长了 0.5%。因此，实际的个人支出环比仅增长了 0.1%，而过去 12 个月里的环比增速为 0.2% 。由于油价的大幅飙升和食品价格的急剧上涨，消费者可用于其他商品和服务支出的钱越来越少。因此，我们预测 2011 年上半年的真实个人消费支出会低于此前的预期。**市场影响:** 如果真实个人支出的增加超过了市场的预期，这将意味着 2011 年一季度经济增速更高并将推动股价上涨。

韩国: 一季度实际GDP（一季度，4月27日）

预测：年度同比 4.6%　　市场调查：3.9%　　前期：4.7%

评论: 韩国以及较早前中国和新加坡公布的 GDP 数据是该地区经济增长前景的指示指标。尽管有来自油价飙升的冲击，以及今后日本地震的影响，中国和新加坡已经公布的一季度 GDP 数据均好于预期，若韩国一季度 GDP 增长强劲，则能够证实该地区经济在一季度的强劲增长。继经济去年增长 6.1%之后，我们预计 2011 年 GDP 增长将达 4.5%。**市场影响:** 好于预期的结果会增强对更大幅度加息的预期，但若结果低于预期则会造成相反的影响，特别是在未来几个季度的经济增长还面临着阻力。

Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.27	0	-4	-4
		2-yr yield	0.67	-10	4	-32
		10-yr yield	3.39	-11	6	-35
	EMU	3-month Euribor rate	1.35	2	17	71
		2-yr yield	1.85	-2	12	97
		10-yr yield	3.32	-11	8	24
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.448	0.0	1.8	8.0
		Pound-Euro	0.89	0.0	1.6	1.8
		Swiss Franc-Euro	1.29	0.1	0.5	-9.8
	America	Argentina (peso-dollar)	4.07	0.3	0.9	5.2
		Brazil (real-dollar)	1.58	-0.3	-5.3	-10.0
		Colombia (peso-dollar)	1789	-0.8	-4.5	-8.2
		Chile (peso-dollar)	473	0.1	-1.3	-9.3
		Mexico (peso-dollar)	11.62	-0.9	-2.9	-4.5
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.82	-0.3	1.4	-0.8
	Asia	Japan (Yen-Dollar)	82.76	-0.9	2.1	-11.3
		Korea (KRW-Dollar)	1079.00	-0.6	-3.5	-2.9
		Australia (AUD-Dollar)	1.065	1.0	6.0	14.6
Comm. (chg %)		Brent oil ($/b)	122.8	0.3	6.8	43.3
		Gold ($/ounce)	1502.5	1.9	5.2	31.0
		Base metals	629.9	-0.6	2.1	22.7
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	10498	-1.2	-0.7	-5.1
		EuroStoxx 50	2902	-0.5	1.4	-1.6
	America	USA (S&P 500)	1313	-0.1	1.1	8.8
		Argentina (Merval)	3332	-1.5	0.0	37.5
		Brazil (Bovespa)	66158	-0.2	-0.8	-4.6
		Colombia (IGBC)	14053	-0.1	-4.1	12.6
		Chile (IGPA)	22194	0.3	5.1	24.0
		Mexico (CPI)	36440	-1.7	2.9	8.7
		Peru (General Lima)	18999	1.4	-11.1	21.1
		Venezuela (IBC)	70871	0.6	1.4	18.7
	Asia	Nikkei225	9607	-0.5	4.3	-13.4
		HSI	23896	-0.5	5.3	11.1
Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	101	4	-1	18
		Itraxx Xover	373	4	-7	-42
	Sovereign risk	CDS Germany	46	2	-1	10
		CDS Portugal	610	17	92	385
		CDS Spain	241	22	31	84
		CDS USA	46	4	4	–
		CDS Emerging	205	3	-11	-2
		CDS Argentina	571	12	-57	-272
		CDS Brazil	110	2	-5	-3
		CDS Colombia	102	1	-13	-27
		CDS Chile	60	0	-8	-21
		CDS Mexico	103	2	-6	0
		CDS Peru	151	-2	26	41

Source: Bloomberg and Datastream

请参见本报告第 4 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。”