

每周观察

全球

马德里, 2011年05月13日

聚焦主权风险

经济分析

金融情况

Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com
(+34) 91 374 44 32

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

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

Javier Amador
javier.amador@grupobbva.com
(+34) 91 537 3161

Leanne Ryan
leanne.ryan@grupobbva.com
(+34) 91 537 8432

欧洲主权风险再次成为各方关注的焦点。假设IMF和欧盟提供援助，希腊若不能在2012年进入金融市场，则将无法为其财政缺口筹资。这一消息引发了对希腊即将展开债务重组的恐慌，但我们认为短期内这样的可能性不大（详见要点）。此外，由于认为欧元区官方债权人可能会延长其双边贷款的债务偿付期限，标准普尔将希腊长期和短期主权信用评级分别下调至B和C。此外，近期市场对芬兰和德国议会为葡萄牙提供救市支持的问题也众说纷纭，预计该计划会在周二的欧盟经济和财政部长委员会（ECONFIN）上获得通过。总而言之，有关欧洲主权债务的消息将对欧洲风险溢价构成挑战。我们还预计对希腊的救助方案会被提到ECOFIN会议上进行讨论，但我们认为各方不会在6月24日的欧盟委员会会议召开前就此问题达成一致。因此，在此之前市场都将对希腊在政治和经济上取得的任何进展保持密切关注。强有力的政府和财政纪律措施是赢得额外救助的最好表现。

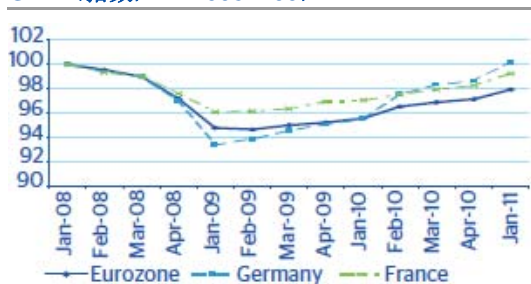
一季度增长强劲，但看起来之后将会放缓

欧元区2011年一季度GDP季度环比增长0.8%，高于我们0.6%的预期。受国内需求走强支撑，德国和法国经济均呈健康增长态势，而前者的GDP已经恢复到危机前水平。同时，美国的经济活动和通胀数据反映出油价上涨的影响。在新兴市场，中国4月数据显示，随着货币状况的进一步收紧，该国经济增速还在继续放缓。通胀自3月以来开始放缓，但仍略高于预期。我们预计中国政府会继续逐步收紧货币政策以抑制通胀，会在二、三季度再进行两次幅度各为25个基点的加息，继昨日上调法定存款准备金率50个基点之后，我们认为中国还会再将其上调100个基点。在拉美，经济活动保持旺盛，唯墨西哥经济增速略有下滑。拉美各国央行仍在通过加息和宏观审慎措施以应对经济过热，其中智利和秘鲁本周上调了利率。

下周：欧元区将公布4月份最终CPI数据，且很有可能被证实为2.8%。由于最新一次的专业预测者调查将2011年和2012年的通胀预期向上修正了0.6和0.1个百分点，分别为2.5%和1.9%（但长期通胀预期仍然稳定在1.9%），因此该数据受到市场广泛关注。总的说来，最新的数据和欧洲央行成员近期的声明与我们认为其措辞会在6月份会议上改变并会释放在7月份政策会议加息25个点的信号的预期相符。在美国，市场预期能够获得关于上次FOMC备忘录中提到的二次量化宽松结束后的分阶段退出过程的进一步消息。

图1

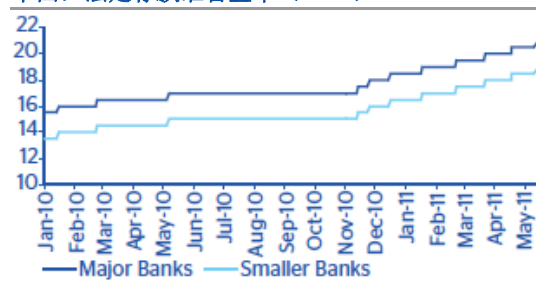
GDP（指数，T1 2008=100）



来源：Eurostat 和 BBVA Research

图2

中国：法定存款准备金率（RRR）



来源：Bloomberg 和 BBVA Research

要点

全球经济增长强劲，但面临向下风险

预计在2011和2012年全球经济将以4.4%的速度增长。

希腊融资

延长财务支持期限将为希腊的偿付能力问题提供一个短期的解决方法。

美国核心通胀上升，但仍然处于低位

所有的核心通胀衡量指标均显示近期通胀由极低的水平开始呈现出向上的趋势。

市场

市场分析

欧洲和美国利率

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

全球证券和信贷分析

Javier Requena
javier.requena@grupobbva.com
 +34 91 537 83 99

全球外汇

首席分析师

Victoria Torras
victoria.torras@grupobbva.com
 +34 91 537 73 86

证券市场风险溢价出现短期上涨

在长期利率下跌的背景下，近几天股市再次出现小幅下挫，定价中反映出的对2011年经济增长的预期也有所下调。考虑到当前市场一致认为每股收益会反弹，特别是一季度业绩报告公布以后，企业的收入和利润均超过了市场的预期，至少短期内证券市场上的风险偏好出现了明显的上升。

出现这种情况的原因有两个：一方面，美国、欧洲和亚洲最新的宏观数据使证券市场开始针对可能出现的2011年经济增速低于预期的情况进行定价；另一方面，我们认为主权风险的上升与这样的经济周期前景看淡（主权风险是反映周期性风险的镜子）以及围绕希腊的流言有关。

利率受油价影响波动

近期大宗商品，特别是石油价格的波动是由以下几个因素造成的：首先，由于价格大幅上涨，过去几个月里累积的过多多头进行了调整。第二，近期部分证券市场的表现提高了对保证金存放数额的要求，迫使很多市场参与者减持空头头寸，进而导致市场大幅波动。石油价格的如此波动直接影响了利率的走势，特别是通胀盈亏平衡点。通胀盈亏平衡点是衡量市场对未来几年总体通胀预期的一种方法，通过名义利率减去实际利率来计算。因此，油价产生的影响是双重的：一方面它会直接影响市场对通胀的长期预期，另一方面，因为其与经济增长相关联，又会对实际利率产生直接影响。简而言之，低油价会使增长预期提高因而实际利率会上升，而油价上涨则会产生相反的效果。

风险情绪偏好买入美元

由于全球风险溢价的上涨，风险偏好就成为了市场的主要驱动力，注意力从其他因素（例如对欧洲央行和美联储在加息问题上截然相反的预期）上转移开了，但最终的原因还是通胀和增长预期的上升。这使市场普遍偏好于买入美元，且这种情况因现时非常少量的美元净仓位而有所放大。欧元/美元汇率方面，除了商品市场上的获利了结行为以外（芝加哥商业交易所提高保证金标准和中国CPI上涨所致，后者反映出了需要中国人民银行进一步收紧货币政策的必要性），特里谢在5月5日欧洲央行会议上的措辞也不像以前那么强硬了——省略了“高度警戒”一词并表示不会在6月前加息——且对欧洲二线国家（特别是希腊）债务问题的担忧也在加大。

图3
 油价与美国10年期国债盈亏平衡通胀率



来源：Bloomberg 和 BBVA Research

要点

全球经济增长强劲, 但面临向下风险

全球经济保持快速增长, 但预计在2011年和2012年都将以4.4%的速度扩张, 且主要是受新兴经济体的支持(对全球经济增长的贡献将达3%)。然而, 商品价格(特别是油价)高企却给经济增长带来了风险(即便是那些可能直接受益于出口商品价格上涨的国家也不能幸免), 它会导致许多地区的通胀上升, 促使各国央行进一步上调利率, 但各国受到影响的程度或有所不同。同时, 随着此次全球性冲击的发展, 地方性风险依然存在。欧洲(特别是希腊、葡萄牙和爱尔兰)的财务压力可能持续。在美国, 围绕最终启动财政整合进程所产生的政治分歧也只会加大市场上的不确定性, 即便我们认为美国到最后还是会进行某种形式的财政调整。最后, 新兴市场的经济过热压力将持续, 但鉴于高企的商品价格在拉丁美洲起到了顺风推动的作用, 而在亚洲则是对经济增长的逆风作用, 因此拉丁美洲的(过热)情况可能会比亚洲更甚。此外, 日本经济放缓可能导致亚洲多数地区经济增长减速。另外, 相较于拉丁美洲国家而言, 多数亚洲国家地区的经常账户盈余也为其提供了(应对商品价格上涨)适宜的缓冲(详见[全球经济展望](#))。

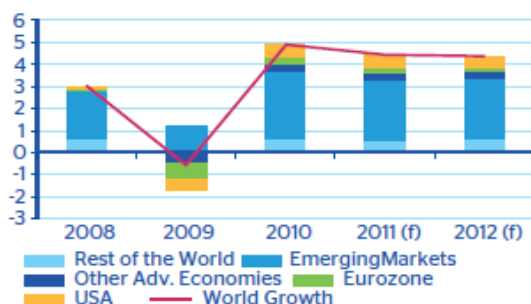
希腊融资

基于希腊能够在2012年一季度后进入金融市场自行对部分资金需求进行融资的假设, IMF和欧盟设计了一项对希腊的联合救助计划。但在当前的市场条件下, 这一假设实现的可能性很小, 因此希腊必须寻找其他的融资途径。希腊政府已经宣布了一项私有化程序, 以期到2015年可以筹集500亿欧元的新增收入, 但这一期限太晚了。我们认为, 短期内最有可能的解决方案是IMF和欧盟扩大其对希腊的救助规模, 但会设定严格的条件。我们预计IMF和欧盟的联合贷款到期期限会从4年延长到7年半(已经递交了提案, 只需等待批准), 且贷款利率会降低100个基点, 至4%(或许会采取逐步降低的方式, 且取决于财政整合的目标是否达成)。此外, 还需额外约500-900亿欧元的救助资金来偿付分别将于2013年年中或2014年到期的长期债务。虽然欧盟部长们会在下周的ECOFIN会议上就对希腊的援助进行讨论, 但我们预计6月的欧盟委员会会议之前不会公布任何的官方声明, 且更有可能的情况是不会等到已经仔细考虑了6月中旬IMF、欧盟和欧洲央行对希腊救助计划回顾分析以后。

美国核心通胀上升, 但仍然处于低位

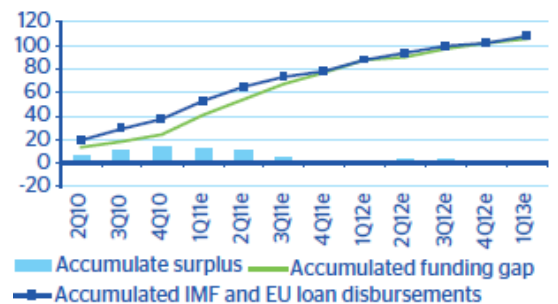
4月份美国核心通胀和消费者价格指数分别较上月上升了0.4%和0.2%。消费者价格指数较去年同比增长了3.2%, 是自2008年10月以来的最高水平。在11月份, 通胀的年度同比增速还是1.1%, 如此大幅的上升是因为高流动性和食品、能源价格上涨的共同作用造成的。然而, 对基础通胀的传递效应仍然有限。虽然能源和食品指数分别较去年同比增长了19.0%和3.2%, 但同期的核心价格指数(除食品和能源以外的全部要素)却仅上涨了1.3%。我们预计能源价格指数的上涨只是暂时的, 且转嫁效应仍会十分有限。回看过去, 对美国而言, 类似事件对核心通胀的影响甚小, 且相较于上世纪七、八年代而言有显著下滑。另一方面, 近期所有核心通胀指标均显示通胀呈上升趋势, 但是从极低的水平上升的。住房指数占核心通胀的40%且对未来的通胀趋势有很大的影响。这归结为房屋租金和业主等价租金, 二者都受到了房价的影响。业主等价租金已从较低的水平较去年同比有所上升。假如今年下半年房价能够稳定且物价会下滑, 我们预计到2012年通胀的这三个要素对核心通胀的影响会减弱。我们预计2011年平均的总体和核心通胀会分别上升2.8%和1.3%。

图4 全球GDP增长和各地区的经济增长贡献(%)



来源: BBVA Research 和 IMF

图5 希腊政府的财务状况*



*考虑到希腊在2012年进入金融市场
来源: BBVA Research 和 IMF

经济分析

经济情况

Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com
+34 91 374 58 87

金融情况

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

美国

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

日程表：核心指标

经济分析

欧洲

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

美国

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

印度

Sumedh Deorukhkar
deorukhkar@grupobbva.com

欧元区：HICP通胀（4月，5月16日）

预测：年度环比 2.8% 市场调查：2.8% 前期：2.7%

评论：相对于我们最初认为 HICP 会保持稳定的预期，现在我们预计 4 月份最终的 HICP 通胀会加速 0.1 个百分点。通胀的预估值和最近燃油价格指数的表现表明通胀的小幅加速可以由食品和部分核心通胀要素进一步加速上涨来解释。特别是，由于受到了去年 4 月大幅下滑的基数效应的影响，且正如国民数据所显示的，复活节期间服务业价格指数通常会上升，因此我们不能排除服务业通胀的上升可能略微超过此前的预期。**市场影响：**若核心通胀数据大大超乎市场意料则可能被解读为物价上涨对消费者通胀上升且产生更为持久的间接影响的进一步证据，加剧市场对未来几个月发生第二轮通胀效应的恐慌。

欧元区：贸易差额（3月，5月16日）

预测：-32亿欧元 市场调查：不适用 前期：-24亿欧元

评论：3 月份贸易赤字可能会进一步扩大。出口继年初的强劲反弹之后，受新兴市场需求旺盛的支撑，预计 3 月份出口会温和增长，增速与 2 月相当。因此，整个一季度出口的增长势头应十分强劲。尽管如此，继上月进口大幅下滑后，受物价上涨的驱动，预计 3 月份进口的增速会更快。此外，一季度进口也应会出现大幅增长，表明净出口对经济增长的贡献会低于 2010 年下半年的水平。**市场影响：**若贸易差额大大低于预期则会引发对未来几个月欧洲，特别是在欧洲二线国家经济复苏进程的担忧。

纽约州制造业指数（5月，5月16日）

预测：18.5 市场调查：20.0 前期：21.7

评论：预计 5 月份的纽约州制造业指数会有所下滑，但仍为正，表明有更多的制造商开始认为商业环境正在改善。该指数是本月首批公布的地区指数之一并会为制造业的经济活动提供极具价值的信息。我们预计今年二季度的经济增长会较一季度更为强劲。**市场影响：**若该指数大幅下滑则会释放出制造业活动放缓的信号并拖累股市。

工业产值（4月，5月17日）

预测：月度环比 0.5% 市场调查：0.4% 前期：0.8%

评论：除了去年 10 月以外，工业生产指数截止上月已持续增长了 21 个月。3 月份该指数较上月增长了 0.8%，较去年同比增长了 5.9%。制造业活动月度环比增长了 0.7%且该部门的产能利用率达 75.3%，低于其在危机前的水平。公共事业部门月度环比增长了 1.7%，产能利用率升至 79.7%。总的说来，产能利用率为 77.4%，表明美国经济仍然十分不景气。我们预计受油价上涨的影响 4 月份工业产值指数的增速会放缓。**市场影响：**如果该指数在 4 月份下滑，则可能加大市场对经济复苏进程的担忧并引发对经济衰退或增长放缓的讨论。

印度：WPI通胀（4月，5月16日）

预测：年度同比 8.2% 市场调查：8.4% 前期：9.0%

评论：通胀已成为整个亚洲地区新兴经济体的主要政策担忧，印度尤甚。就此而言，下周将要发布的 4 月份通胀数据将成为各方关注的焦点，特别是在印度央行本月初意外大幅加息 50 个基点以后。受基数效应和食品价格增速放缓的影响，我们预计 4 月份通胀会较上个月有所下滑，但仍会处于高位。**市场影响：**若该指标高于预期则会加大政府出台更强政策应对的预期，而低于预期的结果则会提振市场信心。

Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.26	-1	-2	-18
		2-yr yield	0.55	0	-17	-23
		10-yr yield	3.22	7	-24	-23
	EMU	3-month Euribor rate	1.42	0	9	74
		2-yr yield	1.81	5	-5	126
		10-yr yield	3.14	-3	-30	28
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.429	-0.8	-11	15.0
		Pound-Euro	0.88	-0.1	-1.2	3.0
		Swiss Franc-Euro	1.26	-0.1	-2.5	-10.0
	America	Argentina (peso-dollar)	4.08	0.0	0.6	4.7
		Brazil (real-dollar)	1.62	0.7	1.7	-10.1
		Colombia (peso-dollar)	1800	1.9	-1.1	-8.8
		Chile (peso-dollar)	467	-0.3	-1.0	-12.6
		Mexico (peso-dollar)	11.63	0.1	-1.5	-7.3
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.77	-0.8	-1.6	-2.5
		Japan (Yen-Dollar)	80.52	0.2	-3.9	-12.6
	Asia	Korea (KRW-Dollar)	1086.55	0.7	-0.2	-5.0
		Australia (AUD-Dollar)	1.070	-0.4	1.9	20.4
	Comm. (chg %)		Brent oil (\$/b)	114.3	4.7	-7.0
		Gold (\$/ounce)	1514.3	1.2	3.9	22.8
		Base metals	602.7	-0.1	-5.1	22.9
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	10497	-1.1	-2.7	12.7
		EuroStoxx 50	2926	-0.9	-0.8	1.1
		USA (S&P 500)	1349	0.6	2.6	18.8
	America	Argentina (Merval)	3390	2.2	-0.5	53.2
		Brazil (Bovespa)	64003	-0.6	-3.7	0.9
		Colombia (IGBC)	14277	3.1	0.1	16.8
		Chile (IGPA)	23013	1.0	4.2	28.1
		Mexico (CPI)	35161	-0.1	-5.9	10.5
		Peru (General Lima)	21484	-1.3	15.4	41.4
		Venezuela (IBC)	77434	0.8	10.0	24.0
	Asia	Nikkei225	9649	-2.1	0.1	-7.8
		HSI	23163	0.0	-4.0	15.0
	Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	97	1	0
Itraxx Xover			358	4	-11	-154
CDS Germany			39	0	-3	-9
Sovereign risk		CDS Portugal	627	-8	52	389
		CDS Spain	242	0	20	63
		CDS USA	43	0	1	-
		CDS Emerging	206	-1	8	-45
		CDS Argentina	587	-4	35	-344
		CDS Brazil	103	-1	-4	-28
		CDS Colombia	102	2	2	-56
		CDS Chile	60	0	1	-29
		CDS Mexico	99	-1	-1	-29
		CDS Peru	135	-2	-14	5

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。”