

每周观察

全球

马德里，2011年05月20日

经济增长放缓

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

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

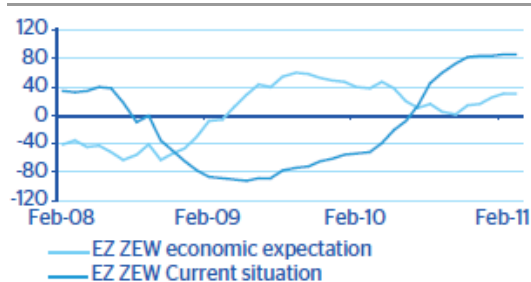
经济增长显示出了更多会在未来几个季度放缓的迹象，而欧元区的通胀压力还在持续。德国5月份ZEW经济景气指数下跌了4.5个点，跌幅超过市场预期，主要由于市场对经济增长预期下降所致。经济预期的下滑证实了我们的基线场景预测，即：欧元区经济增速会因物价上涨、外需前景疲软、加息和主权风险的负面影响而在未来几个季度放缓。不仅是德国，其他欧元区国家的情况也如此，都处在大力度的整合进程中。欧元区2011年一季度较经济较上季度增长了0.8%，我们预计今年接下来的时间里其季度环比增速约为0.3%。同时，欧元区4月份HICP通胀同比确定增长2.8%，核心通胀连续第二个月加速上升（详见要点）。通胀趋势支撑了我们对在7月份欧洲央行会议上再次加息的预期。本周美国发布的经济指标显得非常疲软。住房数据显示房市的复苏将十分缓慢（详见要点）。4月份工业产值保持不变出乎了市场预期，而产能利用率则因日本经济收缩的影响从77.6%下降到了76.9%。除此以外，因受就业复苏的支撑，预计诸如个人消费支出和非住宅投资等呈良好增长态势的核心经济数据会保持当前增速或略有放缓。所有的这一切都与我们对2011年美国复苏节奏缓慢的观点相符。在拉丁美洲，一季度经济增长保持强劲。但在智利、委内瑞拉和墨西哥，数据却显示未来经济增速或出现一定程度的放缓。

FOMC 倾向于将关注的焦点转移回联邦基金目标利率

虽然FOMC的成员还在就恢复非常规措施的方式进行讨论，但最新的FOMC备忘录却显示其目光最终还是回到了联邦基金目标利率上，而非首先出售资产（FOMC可能决定随后慢慢出售资产）。总的说来，虽然美联储对通胀越发关注，但由于资源过度宽松，美联储仍然不急加息。我们认为，政策行动的时机将取决于夏季的时候数据的进展。同时，虽然英国货币政策委员会的会议记录显示英国的货币政策观点没有任何实质性的改变，但其中所反映出的英国经济的疲软却为英国推迟加息做了铺垫。

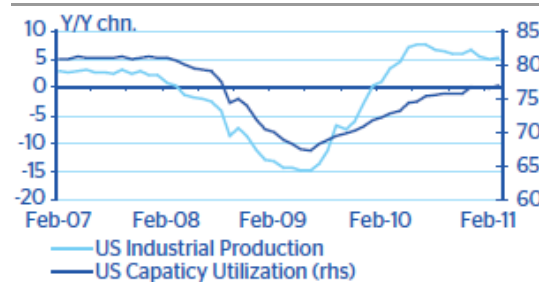
下周：美国和欧元区将公布近期的经济活动数据。在美国，4月份耐用品订单、个人收入和消费以及5月份消费者信心指数将受到密切关注。而在欧元区，市场将重点关注5月份PMI指数和德国的HICP通胀。

图1
欧洲经济研究中心 ZEW 调查预计未来经济趋缓



来源：Bloomberg

图2
美国工业活动趋缓



来源：Bloomberg

要点

欧元区：核心价格压力

通胀可能小幅上升，同比增速接近3%，而2011年平均通胀的同比增速则会稳定在2.7%。

美国房价：两个市场

受困资产对房价统计数据产生了决定性影响。

欧洲加大对希腊的施压力度

对希腊的额外救助受限于许多即期的额外措施。

市场

市场分析

全球利率首席分析师

Pablo Zaragoza
pzaragoza@grupobbva.com
+34 91 374 38 647

全球证券分析

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

欧洲信贷

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

全球外汇

首席分析师

Dustin T. Reid
Dustin.Reid@bbvany.com
+1 212 7281707

债券收益率纯粹的技术性调整

过去几天债券收益率稳定且在OECD国家甚至出现了全面上调。其上升幅度略大于美国债券收益率。值得注意的是,这并非是针对周期性状况好转或二线国家风险溢价提升所做出的反应。事实上,来自不同的欧盟机构(一方面是欧盟委员会,另一方面是欧洲央行)的有关可能的希腊债务重组的消息间的差异仅仅是加大了在这个问题上的分歧,而核心国家与二线国家间的利差仍然很大。我们认为,近期的情况更能反映出与市场动态相关的因素。更确切地说,债券的多方出现了获利了结的现象,且市场在一定程度上变得更加不愿意对利率进行向下的打压,因其已经到达了一个重要的技术支撑位(两年期政府债券收益率为0.45%,10年期政府债券收益率为3.05%)。

外汇市场头寸离场

过去几个月里,我们强调了外汇市场上出现了美元和其他高流动性货币的头寸走向或接近了极端这样的异常现象。历史经验表明,虽然我们知道最终外汇市场几乎会不可避免地趋向于平均水平,但回撤的时机却难以预估。几周以前,做多商品交易的宏观基金开始在获利抛售,随后大规模进入了外汇市场,回补美元空头。考虑到其在近期创下的高位,欧元/美元多头交易是最易因回调受到损失的一对外汇货币。在不到两周的时间内,欧元对美元的交易价格为1.49,随后在1.40的位置得到了巩固。同时,我们看到欧元的净多头大幅减少,且鉴于上次进行CFTC调查时欧元兑美元即期汇率刚好处于1.4400之上,我们预计在下次发布交易商持仓报告时更多官方头寸会有所减少。

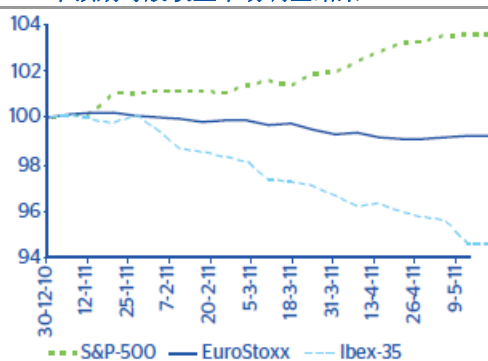
信贷市场等待着对希腊问题的解决方案出炉,平静而紧张

信贷市场方面,过去七天里各综合指数继续窄幅波动,其中iTraxx主要指数稳定在97个基点左右,而金融指数则略有扩大:iTraxx优先金融指数扩大了1个基点,而iTraxx刺激金融指数扩大了3个基点。二线国家中,希腊和葡萄牙仍是市场关注的焦点,但两国有关的消息并未对iTraxx主权债指数造成很大的影响,该指数上周收紧了1个基点。

仅是一次简单的反弹?

继创下3年来的新高之后,正如我们所料,证券市场于5月初开始进行调整,但调整的幅度不大。正如此前所预计的,与商品价格相关的部门——金融和周期性行业——引领了此次的下跌。关于长期利率的疲软走势,市场定价的依据是经济周期中期增长前景的恶化,这也可从证券市场上风险情绪的明显上升得以反映。波动并未显示出显著的向下风险,且继前两天的反弹之后,各主要股市都在对关键阻力位进行试探。能否突破将取决于美国和亚洲发布的宏观数据以及对欧洲二线经济体(葡萄牙和希腊)紧急救助上取得的进展。另外,正如此前市场此前的估计:2011-2012年美国企业的盈利状况保持良好,且(非新兴)欧洲的增长势头也开始加快,每股收益方面传来了利好消息。而从长期来看,每股收益正是决定未来股市表现的关键因素。

图3
标准普尔 500 指数、EuroStoxx 和 Ibex-35 的
2012 年预期每股收益市场调查结果



来源: Bloomberg

图4
10 年期德国与西班牙政府债券利率利差



来源: Bloomberg

要点

核心价格对于欧元区通胀的压力

欧元区3、4月份的HICP数据显示欧元区通胀加速上升主要是因核心要素价格上涨所致。总的说来，核心通胀自去年晚些时候以来已上升了约0.7个百分点且较去年同比上升了约1个百分点。而这部分是由季节性因素的影响所致，其涨幅超过预期表明间接影响要比此前预想的更大。由于企业通常不会立刻调价，物价上涨的间接影响可能滞后。对4月份数据的最新预测显示总体通胀会在未来几个月小幅上升，年度增速接近3%，并在2011年的最后一个季度开始放缓，但年度平均通胀将达2.7%左右，大概比3个月前的预期高出了0.3个百分点。未来几个月的这一上升可由能源和核心要素价格的小幅上涨来解释。同时，预期的年底时通胀的减弱趋势能在很大程度上反应能源价格的放缓，而核心通胀的同比增速也将在2%左右保持相对稳定。我们仍然认为工资上涨的第二轮通胀效应不会使中期的价格稳定目标面临风险。预计工资谈判的结果促使工资水平小幅上涨，但我们预计未来几个月的经济增长会有所放缓。

美国房价：两个市场

在2011年一季度，最备受关注的房价指数（联邦住房金融机构、标准普尔和科洛捷）中显示现房价格再次出现了下滑。平均价格的这一向下走势可能加大对房价可能二次探底的不确定性并使财务压力加剧。然而，对指数的构成进行更加深入的分析后，事实证明存在两个不同的市场：其一，受困资产市场，其价格经过了大幅调整；其二，非受困资产（新建房屋和现房）市场，其价格自经济复苏之初以来一直较为稳定。金融机构资产质量的提升和止赎申请数量的下降使得风险管理员可以通过短售或公开拍卖处理受困资产而不会危及贷款投资组合。止赎的趋势表明房价的双重市场会持续到2011年底，那时的止赎申请将减少至更为可控的水平。一旦受困资产清空，平均房价就将稳定下来。

欧洲加大对希腊的施压力度

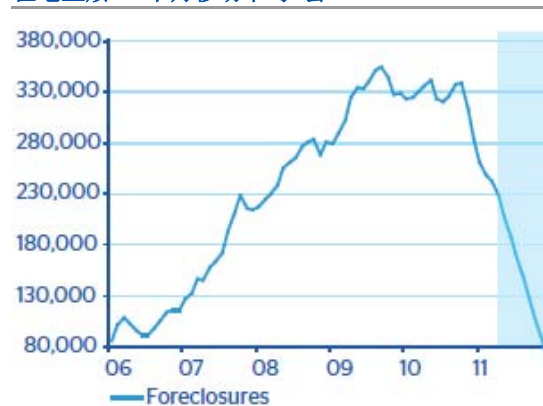
最近IMF主席就对IMF在希腊问题上的职责所做的声明以及上次欧盟财政部长会议（ECOFIN）所得出的结论表明如果不采取进一步措施，希腊将无法完成财政整合。在这样的背景下，ECOFIN已经催促希腊在接下来几天里加大努力完成财政整合目标，进行结构性改革并立即启动私有化进程（当前私有化被认为是希腊的基石）。采取果断措施应会受到广泛的政治支持，这也是欧盟考虑对希腊进行进一步援助之前的必要条件。由于根据欧盟和IMF的联合救助方案，下次对希腊的资金给付（120亿欧元）时间为6月，且考虑到国际货币基金组织-欧盟-欧洲央行三方给出有利评估肯定是有条件的，未来几周的时间显得至关重要。在ECOFIN新闻发布会上，看起来欧洲可能会对其他措施敞开大门，传递了可能对维也纳的提案（要求私人投资者保持其对希腊的敞口）和自愿延长还款期限的措施进行检验。在我们看来，假设希腊能够达成其做出的承诺，短期内最有可能的结果是希腊会继续获得欧洲的支持。这意味着欧洲可能会考虑提供额外的救助并可能延长欧洲金融稳定机制（EFSM）贷款的还款期限。

图5
欧元区：HICP 通胀（年度同比 %）



来源：Eurostat 和 BBVA Research

图6
住宅止赎 三个月移动平均 套



来源：Bloomberg

经济分析

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

美国
Ignacio San Martín
ignacio.sanmartin@bbvacompass.com
+1 713 881 0620

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 91 374 79 38

美国

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

亚洲

Fielding Chen
fielding.chen@bbva.com.hk
+852 25823297

欧元区：PMI综合指数（5月，5月23日）

预测：57.1

市场调查：57.4

前期：57.8

评论：继4月份意外增长之后，预计5月份PMI综合指数会有所下滑，这在一定程度上反应出了意料之中的商品价格上涨和加息对市场信心的负面影响，但也与一季度经济的强劲增长势头不太可能持续有关。纵观PMI指数的各组成要素，我们看到，由于行业复苏缓慢，工业信心指数再度出现了下滑，而服务业的信心指数可能会更高。此外，我们预计这一数据将显示经济的上升前景有所减弱，更接近2个月前欧盟调查（将于下周五发布）的情况。这将意味着对未来几个月经济增长前景不确定性的加大。**市场影响：**若PMI指数大幅下滑则会对市场造成负面影响，因为市场信心恶化会导致市场定价较当前水平大幅下滑。

德国：即时HICP通胀（5月，5月27日）

预测：月度环比 2.8%

市场调查：2.7%

前期：2.7%

评论：继上个月HICP通胀大幅加速上涨之后（部分与季节性因素的影响有关），预计德国5月份HICP通胀将保持大致稳定。尽管如此，我们预计通胀会在未来几个月进一步上升并会在年底时略有下滑。此外，受私人需求旺盛的支撑，强劲的工业通胀将以向消费者价格指数传递而告终。**市场影响：**消费者通胀的大幅上升会加大支撑对欧洲央行进一步收紧货币政策以应对第二轮通胀效应的担忧。

美国：国内生产总值（2011年1季度第2次估计值，5月26日）

预测：季度环比 季节调整 2.2% 市场调查：2.2%

前期：1.8%

评论：美国经济分析局估计经季节性因素调整后美国经济一季度较上季度增长了1.8%（年化增速），而在上季度这一数字则为3.1%。估计显示个人消费支出、私人存货投资和非住房固定资产投资对经济增长的贡献为正，而政府支出、住房投资和净出口则拖累了一季度的经济复苏。近期的宏观经济数据显示美国经济分析局将把其对2011年一季度经济增长的估计值由1.8%上调至2.2%，这可能主要是由于建设支出和私人存货高于预期所致。**市场影响：**如果经济分析局对经济增长预测的上调幅度超过预期，股市将随之上涨，反应出经济前景趋好。

美国：个人收入与支出（4月，5月27日）

预测：月度环比 0.5%, 0.5%

市场调查：0.4%, 0.5%

前期：0.5%, 0.6%

评论：3月份个人收入与支出分别较上月增长了0.5%和0.6%，但这主要是由名义价格上涨所致。剔除价格变动的因素以后，个人支出近消费增长了0.2%，而上个月则增长了0.5%。我们预计4月份个人收入与支出将继续以与上月相当的速度增长。然而，从实际水平来看，增幅仍然较低。**市场影响：**如果实际个人支出增幅超过0.4%，则预示着2011年二季度个人消费支出和经济会强劲增长。

日本：出口增长（4月，5月25日）

预测：年度同比 -11.0%

市场调查：-12.7%

前期：-2.3%

评论：一季度GDP经季节调整年化利率较上季度环比下滑了3.7%，凸显了3月地震和海啸给经济增长带来的风险。预计供应链的中断和电力短缺会在未来几个月继续影响日本企业的生产和出口。4月份的出口（震后第一个能够反映完整月份的数据）可能会较3月份的水平进一步下滑。**市场影响：**若该数据低于预期则会导致市场看空2011年的经济增长前景，打压市场信心。

Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.26	0	-2	-24
		2-yr yield	0.53	0	-13	-24
		10-yr yield	3.17	0	-23	-6
	EMU	3-month Euribor rate	1.43	1	9	74
		2-yr yield	1.83	6	0	132
		10-yr yield	3.12	4	-19	45
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.433	1.7	-1.1	14.2
		Pound-Euro	0.88	1.2	-0.2	1.4
		Swiss Franc-Euro	1.26	0.0	-2.4	-12.6
	America	Argentina (peso-dollar)	4.08	0.0	0.0	4.5
		Brazil (real-dollar)	1.62	-1.1	2.5	-13.0
		Colombia (peso-dollar)	1.816	0.3	1.9	-8.9
		Chile (peso-dollar)	4.69	0.2	0.0	-13.6
		Mexico (peso-dollar)	11.61	-1.2	-0.2	-10.8
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.75	-0.3	-2.3	-3.1
	Asia	Japan (Yen-Dollar)	81.58	1.1	-1.0	-9.2
		Korea (KRW-Dollar)	1082.28	-0.9	0.3	-10.6
		Australia (AUD-Dollar)	1.070	1.2	0.3	29.4
Comm. (chg %)		Brent oil (\$/b)	112.0	-1.6	-9.6	56.2
		Gold (\$/ounce)	1503.4	0.6	0.1	27.7
		Base metals	605.1	0.6	-3.5	25.2
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	10415	0.6	-1.1	10.7
		EuroStoxx 50	2904	0.3	-0.6	12.8
	America	USA (S&P 500)	1344	0.4	1.0	23.5
		Argentina (Merval)	3386	0.2	-0.8	59.4
		Brazil (Bovespa)	62367	-1.4	-7.0	3.5
		Colombia (IGBC)	14115	-1.0	-1.6	18.9
		Chile (IGPA)	22804	-0.7	1.9	28.7
		Mexico (CPI)	35276	0.7	-4.2	15.2
		Peru (General Lima)	22034	-0.2	17.2	51.3
		Venezuela (IBC)	78139	0.9	10.3	26.3
	Asia	Nikkei225	9607	-0.4	0.0	-1.8
		HSI	23199	-0.3	-2.9	18.7
Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	98	1	-1	-22
		Itraxx Xover	357	3	-8	-230
		CDS Germany	38	0	-6	-5
	Sovereign risk	CDS Portugal	625	7	-11	303
		CDS Spain	243	7	0	41
		CDS USA	48	5	3	-
		CDS Emerging	204	-3	0	-100
		CDS Argentina	596	7	25	-703
		CDS Brazil	100	-2	-9	-48
		CDS Colombia	98	-3	-3	-81
		CDS Chile	65	3	4	-46
		CDS Mexico	98	-1	-3	-49
		CDS Peru	131	-1	-18	-16

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。”