

每周观察

全球

马德里，2011年05月27日

关注经济增长放缓

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

本周的经济数据显示本季度欧元区经济活动呈放缓趋势，符合我们的预期，而美国的一季度经济增长同样不那么乐观（私人消费下滑、存货增加），同时越来越多的迹象也表明第二季度的经济反弹会低于预期。5月份欧元区PMI综合指数下滑幅度超过了预期，从57.1跌至55.4，这主要是受制造业增长放缓的影响，但与服务业增速下滑也有一定关系。同时，一季度GDP增速的二次估计值不变（低于预期），季度环比增速仍为1.8%（年化增速）。此外，美国失业报告数的微幅上升显示劳动力市场对经济复苏的支撑有所减弱。拉丁美洲今年第二季度的经济活动的步伐也显示出了一定的放缓迹象。日本经济的收缩对墨西哥的制造业造成了负面影响，而零售销售和失业率等数据则与国内需求下滑的情况相符。

希腊做出了更大的努力

希腊政府宣布额外64亿欧元的措施以达成2011年的财政目标。此外，希腊内阁还对2012-2015年度的中期财政策略进行了讨论。希腊政府还提供了有关预期的私有化项目（被认为是该项目的奠基石）的一些细节。议会应就在6月初以前就这些措施达成一致，以获得欧盟和IMF的联合救助。我们认为，最可能的情况是短期内IMF和欧盟将扩大其对希腊的财务支持，但会附有严格的条件。

欧洲央行官员要求利率正常化

由于主权风险会左右欧洲央行的决策，近期对欧元区2011年的加息预期有所减弱。然而，与近期市场预期的变动情况相比，来自欧洲央行官员（特别是欧洲央行理事德拉基Draghi）的言论却仍然十分强硬，重申了他们所采取的先发制人的方式（“...有更大的必要使货币政策正常化”）。

下周，美国4月份的就业数据和5月份的ISM制造业指数将为经济增长放缓的程度提供更进一步的线索。而在欧元区，5月份的即时HICP数据将引发市场关注。

图1
美国失业报告人数



来源：Bloomberg

图2
欧元区制造业 PMI 指数



来源：Bloomberg

要点

日本：尽管震后数据令人失望，但经济正在强劲反弹

震后日本经济继续进行调整。

拉丁美洲国家有一定控制风险的操作空间

各国央行正在加大力度抑制通胀风险，而充足的外汇储备和财政储蓄则能够减轻油价的影响。

评级机构对主权债务反应十分积极

欧洲国家的信用违约掉期价格显示金融市场预计还会有更多的信用评级下调。

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

全球外汇

拉丁美洲墨西哥外汇

Claudia Ceja
claudia.ceja@bbva.bancomer.com
+5255 5621 97157

主权风险与周期性风险仍是主要的影响因素

货币

主权和周期性风险溢价左右了上周全球外汇市场的走势。尽管希腊本周宣布了预算削减计划，但债务重组相关问题仍然存在不确定性。同时，经济指标方面，特别是美国的经济数据低于市场预期，对全球经济周期的担忧仍未消散。因此，外汇市场风险情绪上升，导致核心和新兴国家货币汇率大幅波动。总的说来，影响最大的因素要属美国经济增长低于预期，引发了美元兑其他主要货币的新一轮贬值。事实上，避险货币和融资货币升值了（日元升值幅度为0.3%）而多数新兴国家的货币则更为脆弱且有所贬值。欧元继尝试突破1.40的区间之后（我们仍然认为这一位置是重要的支撑位，因为美国商品期货交易委员会的非商业头寸大多已经平仓），上周汇率没有显著变化。

利率

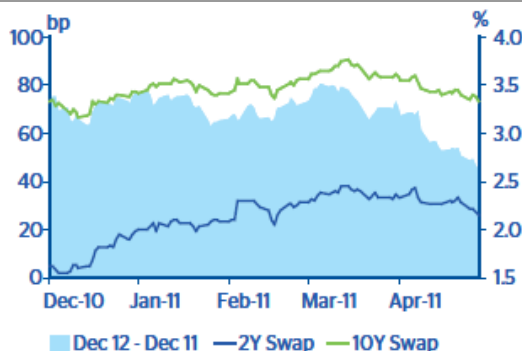
最近几天欧元债券利率大幅向下修正。这不仅证实了前几周的利率上升是临时性的（和我们所预期的一样），且十分显著，因为相比之下其对短期收益率的影响更大。2年期互换利率自上周以来已修正了约18个基点（10年期的却仅修正了8个基点）。此外，其对短期利率的影响也更大，3个月期欧元银行间拆放利率有向下的趋势，而长期利率则较为平稳。在6-8天里，12月12日的合约就修正了30个基点，现在为2.30%，自1月以来首次达到这一水平。这在一定程度上反映出了这样一个事实：由于希腊债务有即将重组的风险，中期内市场给欧洲央行加息的空间缩小了。此外，近期周期性数据放缓也与定价时的保守预期有关。

证券

月初以来，在金融板块和商品价格相关行业板块的带动下，Eurostoxx指数的累计跌幅已接近6%，且德国10年期债券的内部收益率也下跌了25个基点。在其他条件相同的情况下，这意味着从理论上讲证券的风险溢价会明显收紧超过50个基点，表明证券市场存在一定的风险情绪（如果10年期债券收益率突破3%，风险情绪还会升高）。宏观数据仍是短期内的一个重要因素——周期性和主权风险形成了一个恶性循环——此外还包括二次量化宽松的推出策略、即将来临的欧洲银行业压力测试和有关美国债务限额的决策。市场调查对每股收益的估计保持良好（虽然这是对周期的预期的一个滞后指标）且因为我们确信全球经济会强劲增长并相信欧洲主权风险问题能够得到很好地解决，我们对经济的长期增长前景仍然十分乐观。然而，就短期而言，不管现在的反弹能否持续更久，我们都在一定程度上更为谨慎。

图 3

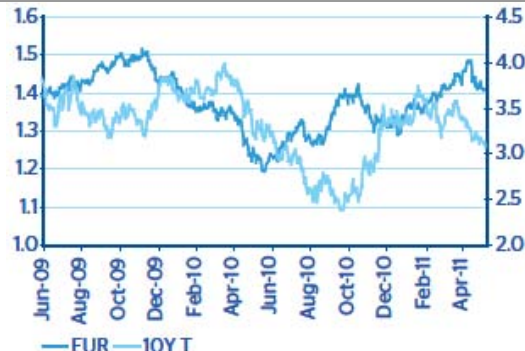
3 月期 Euribor 远期利率曲线斜率（2012 年 12 月-2011 年 12 月）vs. 2 年期和 10 年期利率互换



来源：Bloomberg

图 4

欧元汇率和 10 年期国债：周期性和主权风险的高相关性



来源：Datastream

要点

日本：尽管震后数据令人失望，但经济正在强劲反弹

震后日本经济继续调整。4月份出口同比下滑了12.7%，零售销售额也较去年同比减少了4.8%。由于供应链中断（特别是汽车行业）、消费疲软以及商业信心指数下滑，数据与3月一样出现了下降。一季度GDP增长低于市场预期（季节因素年化调整后较上季度收缩-3.7%；市场调查：-2.0%），证实了日本已出现技术性经济衰退（连续两个季度的负增长）。然而，由于地震发生的时间是一季度末，地震对整个一季度GDP的影响或许较小，这意味着经济的潜在增长势头可能不及此前的预期。尽管如此，我们仍有理由相信经济会在下半年出现快速反弹，预计2011年全年经济将增长0.5%。大量的实例研究表明供应链的恢复可能比预想的要快，且经过了初期的谨慎之后，消费者可能也正在回归更趋正常的消费模式。值得注意的是，一季度GDP数据疲软是因为存货的减少。随着供应链的恢复，除了重建支出对经济增长的推动作用以外，存货的重建将会有助于经济反弹。货币政策方面，自震后出台第一轮刺激政策后，日本央行在最近的一次货币政策会议上（5月20日）保持货币政策态势不变。我们预计日本央行会采取额外的措施来帮助经济复苏。这或许包括扩大当前10万亿日元的资产购买项目规模并推进3万亿日元的特别贷款计划。虽然日本公共债务已经很高，可操作的空间有限，但我们还是预计政府会批准进一步的支出计划。

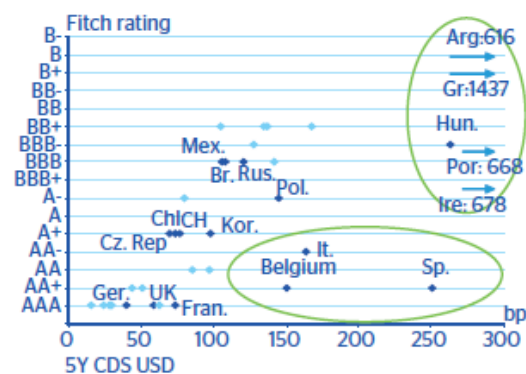
拉丁美洲国家有一定控制风险的操作空间

我们预计2011-12年期间拉丁美洲的经济同比增速会有序地降低至4.5%。尽管仍面临通胀风险，各国央行在一定时期的犹豫之后还是再度启动了快速撤出货币刺激政策的进程。部分国家（巴西、智利）也引入了一些财政收紧措施。此次复苏的一个突出特征即是整个拉丁美洲的投资比率大幅提升，这即反映出了商业环境的好转，也表明现在的情况能够支撑未来的经济增长。外商直接投资在这轮扩张中发挥了主要作用。该地区的公共和外部债务也处于可控水平（占GDP的比例仍在不断下滑），而经常账户和财政的赤字也很小。我们认为多数拉丁美洲国家都能够应对商品价格的重大修正，通过其充足的外汇储备和财政储蓄为平稳度过调整融资。这是一个难得的经济增长良机且风险有限，但仍需要进一步的观察。

评级机构对主权债务反应十分积极

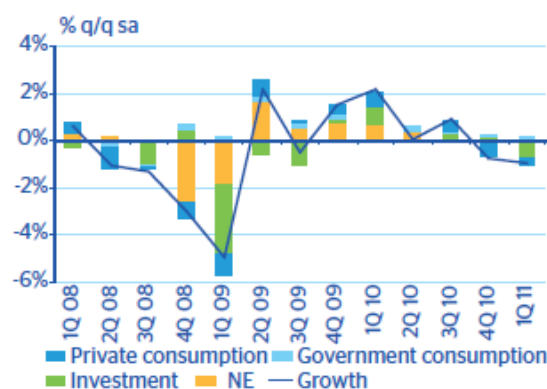
评级机构最近在回顾欧洲主权信用评级方面表现得颇为积极。巨额的公共赤字和高额债务，以及高涨的融资成本和较低的经济增速促使评级机构下调对许多欧洲国家的信用评级展望。例如，上周标准普尔将意大利债券的评级展望由稳定下调到了负面，而惠誉也将比利时的评级展望由稳定调整为了负面。评级机构的行动向来都落后于形势，这次也不例外。从下图中我们可以看到，欧洲外围国家的违约担保成本显著高于其他信用评级更低的国家。就西班牙和意大利而言，惠誉授予两国的信用评级均为A，但其5年期信用违约掉期价格则分别为251个基点和164个基点。同时，虽然惠誉授予墨西哥和巴西的资信评级仅为BBB，但其5年期信用违约掉期价格却分别为106个基点和108个基点。总的说来，这些欧洲国家的信用违约掉期价格表明金融市场已经预见到了除非这些国家加强措施，否则它们可能会遭遇进一步的评级下调。

图5
主权评级与5年期美元信用违约掉期



来源：Bloomberg

图6
日本震后GDP与经济活动指标大幅下滑



来源：BBVA Research 和 Bloomberg

经济分析

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

新兴市场
Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.cl
+56 2351 1200,

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

Xia Le

Xia.le@bbva.com.hk
+852 25823132

巴西

Enestor Dos Santos
enestor.dossantos@grupobbva.com
(+34) 915376887

欧元区：HICP通胀（5月，5月31日）

预测：年度同比 2.8%

市场调查：2.8%

前期：2.8%

评论：过去几个月的季节性影响下，我们预计 5 月份总体通胀会保持相对稳定，同比增长 2.8%。此外，最近几周的燃料价格继续下滑，对我们的预测造成了一定的向下压力，但我们认为这应该会被间接效应增加所产生的向上风险部分抵消。HICP 通胀的细节不会在下周公布，但我们预计核心通胀也将会稳定在同比上升 1.8%的水平。**市场影响：**若核心通胀进一步加速上升则会加大市场对间接影响的担忧，这可能导致欧洲央行收紧货币政策以避免第二轮通胀效应和通胀预期上升。

美国：ISM制造业指数（5月，6月1日）

预测：59.0

市场调查：58.0

前期：60.4

评论：4 月份 ISM 制造业指数略有下滑，从 61.2 跌至 60.4，但仍连续第四个月高于 60%。ISM 价格指数连续第五个月上升，与消费者价格指数和能源价格的上涨情况相符。我们预计 ISM 制造业指数仍会高于 55，表明经济活动还在持续复苏。**市场影响：**若 ISM 制造业指数上升会令金融市场大感意外，消除部分对经济复苏进展的悲观情绪，抬高存货的价格。

美国：非农就业人数（5月，6月3日）

预测：21.0万

市场调查：19.5万

前期：24.4万

评论：4 月份美国非农就业人数增加 24.4 万人，而失业率则攀升到了 9.0%。4 月份多数服务行业、制造业和采矿业都创造了新增就业且私部门增加了 26.8 万个新的就业岗位。其中，有 22.4 万个新增工作岗位来自私部门服务业而临时辅助服务的就业数却有所下滑，表明部分私人企业可能会更愿意雇佣永久性雇员。另一方面，经季节因素调整后的失业人数增加了 20.5 万人，推升了失业率，这也与近期首次申领失业救济的人数增加的情况相符。我们预计美国经济 5 月创造的新增就业岗位为 21.0 万个，但失业率仍将保持在 9.0%。**市场影响：**若 5 月份非农就业人数大幅低于预期，则意味着雇佣和今年二季度的经济增速有所放缓并会拖累股价。

中国：PMI（5月，6月1日）

预测：51.9

市场调查：51.6

前期：52.9

评论：近期的一系列经济指标都显示出了中国经济增长放慢的迹象，我们预计 5 月份采购经理指数也会进一步下滑。对一直试图通过货币收紧来抑制通胀、预防经济过热的中国政府来说，PMI 指数的下滑趋势是一个积极的消息。虽然一些市场参与者表达了对中国经济硬着陆的担忧，PMI 指数应仍会处于 50 以上的扩张区间内，意味着中国经济将会软着陆。**市场影响：**若结果符合或低于市场调查结果可能会是市场对中国经济硬着陆的忧虑加剧。

巴西：GDP（第一季度，6月3日）

预测：季度同比 1.1%

市场调查：1.2%

前期：0.7%

评论：巴西一季度 GDP 增长保持强劲，应较去年四季度季度环比 0.7% 的增速有所上升。与去年四季度相比，预计私人消费会有所下滑而投资增速则会加快。从年化指标来看，经济增速应较去年四季度同比 5.0% 的增速有所下滑，年度同比增速略高于 4.0%。**市场影响：**我们预计 GDP 数据有可能会高于市场预期，但市场的注意力将集中在经济增长的构成上：如果私人消费出现预想中的放缓，未来的利率和通胀预期会面临更大的压力。

Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.25	0	-2	-28
		2-yr yield	0.48	-3	-16	-28
		10-yr yield	3.06	-9	-30	-23
	EMU	3-month Euribor rate	1.43	-1	6	73
		2-yr yield	1.57	-20	-24	105
		10-yr yield	2.97	-9	-32	29
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.423	0.2	-31	15.4
		Pound-Euro	0.86	-1.0	-2.6	1.7
		Swiss Franc-Euro	1.22	-2.2	-5.5	-14.5
	America	Argentina (peso-dollar)	4.09	0.0	0.2	4.4
		Brazil (real-dollar)	1.61	-0.4	2.3	-11.8
		Colombia (peso-dollar)	1820	-0.2	2.2	-7.8
		Chile (peso-dollar)	468	0.1	1.2	-11.9
		Mexico (peso-dollar)	11.63	0.1	0.5	-9.8
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.75	-0.3	-2.9	-3.5
		Japan (Yen-Dollar)	81.00	-0.8	-1.8	-10.8
	Asia	Korea (KRW-Dollar)	1082.45	0.0	0.5	-11.2
		Australia (AUD-Dollar)	1.068	0.1	-1.2	26.3
Comm. (chg %)		Brent oil (\$/b)	115.2	2.5	-8.0	55.6
		Gold (\$/ounce)	1532.2	13	0.3	26.2
		Base metals	606.4	-0.1	-2.1	26.0
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	10270	0.4	-4.4	9.0
		EuroStoxx 50	2817	-1.3	-5.4	7.7
		USA (S&P 500)	1331	-0.2	-1.8	22.1
	America	Argentina (Merval)	3272	-3.3	-3.1	50.9
		Brazil (Bovespa)	64264	2.7	-3.0	3.7
		Colombia (IGBC)	14424	2.1	1.4	18.0
		Chile (IGPA)	22992	0.8	2.1	28.3
		Mexico (CPI)	35810	1.4	-2.8	13.5
		Peru (General Lima)	22688	4.0	26.3	56.4
		Venezuela (IBC)	80077	1.3	9.0	29.7
	Asia	Nikkei225	9522	-0.9	-1.8	-2.5
		HSI	23118	-0.4	-3.2	17.0
Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	103	3	5	-15
		Itraxx Xover	372	11	11	-184
		CDS Germany	40	1	-4	-1
	Sovereign risk	CDS Portugal	678	39	11	368
		CDS Spain	253	-7	1	37
		CDS USA	50	-1	5	-
		CDS Emerging	219	12	12	-58
		CDS Argentina	613	16	15	-593
		CDS Brazil	108	6	-1	-29
		CDS Colombia	104	5	3	-58
		CDS Chile	70	5	10	-35
		CDS Mexico	105	5	4	-32
		CDS Peru	127	-5	-45	-7

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。”