BBVA | RESEARCH

每周观察

全球

马德里，2011 年 06 月 10 日

美国是全球经济前景的关键

起初全球经济增长的风险因素主要是中国经济可能硬着陆，但现在市场担忧的焦点却越来越多的转移到美国经济复苏的疲软上。本周发达国家发布的宏观经济数据很少。但是，美联储主席证实了美国经济的增长势头正在放缓，加之近期美国经济数据低于预期，这使得市场将美国经济增长的减速迹象视为了全球增长前景的主要风险。对美国经济的争论中谈到了两种可能的情形：第一，经济放缓是暂时的；第二，除非出台新的刺激政策，否则美国经济有可能二次探底。这使得是否有必要进行第三次量化宽松的争论变得更加激烈（详见要点）。在这一背景下，全球风险溢价将依赖于经济数据的表现且我们预计在8月底前不会有新的政策指引（即在杰克逊霍尔 Jackson Hole 举办的经济政策研讨会）。

货币政策方面，欧洲央行暗示会在7月加息并在三季度为再融资操作延长全额分配流动性供给的期限（详见要点），而英格兰银行尚未改变其货币政策态势。在亚洲，一些国家的央行已经开始释放对通胀态度趋于温和的信号。相反，巴西央行加息了25个基地并暗示还可能继续上调利率。

短期内不太可能牵涉到私部门

市场对第二次希腊救助方案会涉及到私人投资者议论纷纷。德国仍然想让私人投资者延长其希腊债务的到期日，而欧洲央行则坚持任何私人投资者的参与都应严格遵循自愿原则且不能导致违约事件。在这一背景下，私人投资者的援助在短期内不太可能发生，这与我们的基准预测情景相符。在我们看来，如果希腊议会没能通过中期财政策略计划，若“三驾马车”（国际货币基金组织，欧洲央行及欧盟委员会）的评估结果良好，欧盟可能会支持对希腊的第二次援助。6月20日的欧洲经济与财政部长理事会会议将聚焦欧洲国家稳定和发展计划，可能也包括希腊救助方案，因此可能会对主权风险的认知添加新的不确定性并造成一定影响。

下周：美国、中国和欧洲都将公布5月份CPI数据。此外，中国和美国还将发布5月份工业产值数据。

图 1

西班牙/意大利 10 年期债券利差 （基点）

来源：Bloomberg

要点

美联储未考虑第三次量化宽松

经济数据低于预期引发了对可能实施新一轮量化宽松的讨论

欧洲央行释放7月加息信号

尽管希腊的问题还未解决，欧洲央行仍准备加息，这表明其在应对通胀风险的问题上采取了积极主动方式

IMF与欧盟对葡萄牙的联合金融救助计划

该计划的设计比希腊的要好，但会导致一定的金融风险。

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

美国
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com
+1 713 881 0604

市场

外汇市场响应周期性和主权风险溢价继续波动

和5月中旬的情况相似，上周全球货币的表现被美国周期性风险溢价和欧洲二线国家主权风险溢价以及对欧洲央行的货币政策预期所左右。然而，由于经济指标低于预期，这一次美元的走势有所不同。美元对多数国家货币（发达国家和新兴市场的货币）均大幅升值，再次扮演了避险货币的角色（事实上，日元是上周少数对美元走强的货币之一）。

美国债券收益率下跌

国债收益率仍与经济增长数据保持高度相关。近期利率对宏观经济数据的敏感度增加，加之上述数据的恶化（特别是就业数据），对美国国债收益率整体构成了很大的向下压力。其中有三个因素值得注意：1）短期收益率和货币利率都已达到了与2010年11月宣布二次量化宽松时相当的水平，特别是3个月期的美元伦敦同业拆借利率已经低于了0.25%的美联储基准利率，尤为显著；2）利率曲线的幅度变动尤为显著，特别是5-7年期的债券收益率曲线；以及3）名义利率的向下压力大于真实利率，从损益平衡点的角度看，这使得预期通胀放缓。这些新的水平已在3年期、10年期和30年期的债券招标（这些债券的需求水平较好）中得到了市场的验证，显然，这表明未来几周利率还将维持在这一区间之内，它们需要来自周期性指标的利好刺激来突破当前的波动区间。

OPEC未能就增加石油产量达成一致

经过激烈的磋商，由于多国的公开对抗，OPEC未能就制定新的生产配额达成一致。这项将石油日产量在当前288万桶的基础上增加150万桶的提议由沙特阿拉伯发起，并获得了卡塔尔、科威特和阿联酋的支持，但却遭到了以伊朗和委内瑞拉等国为首的反对。市场对这一消息的反应相当迅速，上涨两美元，但我们认为市场状态仍未变化。几乎所有的闲置产能都在沙特阿拉伯，且该国已经表示了希望在需求激增的情况下提高产量的意愿，无论能否与其他OPEC成员国达成一致。无论如何，由于此番增产是为了应对需求的增加，其甚至会对油价造成压力，因为消化像利比亚事件（和中东及北非地区持续的动荡）那样的供给冲击的能力会越来越小。需求方面，虽然上两周美国的石油消费超过了预期，但全球工业增长放缓仍令人担忧。我们的预测表明，鉴于当前市场上的地缘政治风险溢价，油价仍将在110-120美元的范围内窄幅波动，至少在最近两个月是这样。

图 2
美国 10 年期国债收益率和经济意外指数

来源：Bloomberg 和 BBVA Research

市场分析

全球利率

美国和欧洲利率
José Miguel Rodríguez Delgado
josemiguel.rodriguez@grupobbva.com
+34 91 374 68 97

商品
Pedro Moreno
pedro.m_alonso@grupobbva.com
+34 91 537 88 89

全球外汇

拉丁美洲/墨西哥外汇
Claudia Ceja
claudia.ceja@bbva.bancomer.com
+5255 5621 9715

要点

美联储未考虑第三次量化宽松

近期经济指标低于预期，表明经济增速放缓的程度更大、范围更广。这引发了对6月底二次量化宽松结束之后实施新一轮量化宽松（QE3）的讨论。然而，如果QE3的净收益为负则美联储就不太可能实施。首先，虽然经济数据比较疲软，但美国经济仍在持续增长。第二，当前经济增速放缓的持续性具有很大的不确定性。第三，当前没有通缩风险，以及最后，金融市场正在恢复正常。因此，FOMC将等待新的数据出炉，以便更加清晰地展现美国经济存在的向下风险。随着盛夏的到来，美联储将按计划结束QE2，继续将所持有有价证券的本金支付进行再投资，暂停讨论退出策略，并对其他货币工具进行评估以备不时之需。

欧洲央行释放7月加息信号

欧洲央行的货币政策会议并未取得什么出乎市场预料的结果。措辞上使用了“高度警惕”通胀的上行风险（因此释放了在7月加息的信号），且以固定利率全额分配资金的方式进行主要再融资操作的期限也延长到了三季度。事实上，尽管希腊的问题十分严重，但欧洲央行正在准备7月加息，表明欧洲央行在应对通胀风险的问题上继续采用了积极主动的方式，以避免通胀预期上升。此外，最近欧洲央行成员的言论较为强硬并表示“如果经济继续增长”则可能会采取更多的渐进措施，因为“利率水平极低，似乎还没有完全调整过来”（Bini Smaghi），且因此“有必要使货币政策回归正常化以防止通胀预期上升”。总的说来，最近发生的事和昨天欧洲央行7月加息25个基点的暗示加强了我们对欧洲央行可能将原预计会在2012年初（1月和4月）的加息提前的看法，官方利率将于年底升至1.75%并在2012年一季度达到2.0%。至于希腊，欧洲央行重申了对债务重组的强硬态度。欧洲央行拒绝任何非绝对自愿行为并表示其会引发违约事件。管理委员会别无选择只能强烈反对任何形式的“非完全自愿”的债务重组以影响其他的决策者。对欧洲央行而言，“做出会导致违约事件的决策是个巨大的错误”，即他们认为软性债务重组和一般债务重组没有什么区别，二者会产生相同的影响。

IMF与欧盟对葡萄牙的联合金融救助计划

IMF和欧盟对葡萄牙的救助计划使基于保守的宏观经济情景制定的，该情景假设葡萄牙GDP增长会在2011和2012年收缩2%，并在2013年后逐步复苏。救助计划将为葡萄牙2011-2014年780亿欧元的融资缺口提供资金，欧盟和国际货币基金组织的救助金额比例约为2比1，同对爱尔兰和希腊的救助相似。欧盟-国际货币基金组织的资金救助包括对银行偿付能力支持机制（BSSF）提供120亿欧元。该计划解决了葡萄牙在债券市场遇到的融资难题。其假设2011-2012年政府债务的滚动率将从2008-2010年的约130%大幅下滑至平均50%的水平。此外，IMF的计划假设葡萄牙将不会在2012年进入金融市场为其长期债务融资。同时，IMF也预计葡萄牙会逐步回归中期和长期债券市场，并会在2014年（也即该救援计划的最后一年）全面恢复进入债券市场。我们认为该救援计划比对希腊的方案设计的更好，因为780亿欧元（660亿欧元没有银行的支持）的欧盟-国际货币基金组织救助方案已足够填补葡萄牙到2013年（包括该年）的公共赤字和偿还长期债务。但是，该项计划的主要风险却在于短期融资可能关闭或收缩。然而，葡萄牙还需在2013年进入债券市场进行长期再融资，为部分银行重组和没有包含在BSSF机制中的其他成本融资。这也会对葡萄牙造成一定的风险，并伴随着相当大的结构性问题，要解决这些问题则需要花费一些时间。

图 3
葡萄牙：预计公共融资需求和目前方案下 IMF 和欧盟的贷款额，十亿 欧元 累计

来源：IMF

经济分析

美国
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com
+1 713 881 0604

金融情况
Javier Amador
javier.amadord@grupobbva.com
+34 91 537 3161

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 2582 3132

欧元区: 工业产值（4月，6月15日）

预测：月度环比 0.4%　　市场调查：0.1%　　前期：-0.1%

评论: 上个月欧元区工业产值停滞，我们预计 4 月份工业产值会再次小幅增长。尽管如此，继去年强劲增长之后，软数据继续显示工业复苏会在未来几个月里放缓。此外，工业部门，特别是生产设备和半成品的行业，会继续受益于来自新兴经济体的旺盛需求。总的说来，可用的数据显示了欧元区已经达到周期性顶部的进一步证据。**市场影响:** 若数据大幅低于市场预期则会被解读为经济增速低于预期。

德国: HICP通胀最终结果（5月，6月16日）

预测：年度环比 2.7%　　市场调查：2.7%　　前期：2.8%

评论: 我们预计 5 月总体通胀最终结果为同比增长 2.7%，较上个月放缓了 0.1 个百分点，这主要是因为最近几周燃油价格持续放缓导致能源通胀放缓所致。此外，我们的预测显示 5 月核心通胀的同比增速会稳定在 1.8%。尽管如此，我们认为 5 月份的通胀放缓只是暂时的，我们仍然预计总体通胀会在未来几个月小幅上升，并在三季度达到 3%，之后开始下滑。**市场影响:** 核心通胀进一步加速会加大市场对更大的可能导致货币政策进一步收紧（以避免第二轮通胀影响和通常预期上升）的间接效应的担忧。

美国: 零售销售（5月，6月14日）

预测：月度环比 -0.4%　　市场调查：-0.3%　　前期：-0.5%

评论: 零售销售额保持强劲，4 月份较上月环比增长了 0.5%并已连续第 10 个月出现增长。令人沮丧的非农就业数据和消费者信心指数的下滑对 5 月份的零售销售构成了很大的向下风险。此外，令人失望的汽车销售、汽油价格指数的小幅下滑和消费者价格指数相对较小的涨幅会拖累 5 月份的零售额。**市场影响:** 零售额增长将减少近期美国经济中的一些悲观情绪并刺激股价上涨。

美国: 消费者价格指数与核心消费者价格指数（5月，6月15日）

预测：月度环比 0.0%，0.2%　　市场调查：0.1%，0.2%　　前期：0.4%，0.2%

评论: 四月份 CPI 月度环比上涨了 0.4%，对通胀的担忧持续。能源和食品价格指数继续推升消费者价格指数。能源和食品指数过去 12 个月分别上涨了 19.0%和 3.2%。核心 CPI 仍然较低，4 月份较上月上涨了 0.2%，与就业增长缓慢和经济不景气的情况相符。由于石油和汽油价格指数小幅下滑，我们 5 月份的总体消费者价格指数不会有什么变化。**市场影响:** 如果消费者价格指数大幅下滑，不仅能反映能源价格指数下滑的影响，还表明经济活动急剧放缓。这会对股价造成负面影响。

中国: CPI（5月，6月14日）

预测：年度同比 5.6%　　市场调查：5.5%　　前期：5.3%

评论: 由于近期增速出现放缓迹象的食品价格因中国东南部旱情影响增速再度加快，5 月份总体通胀可能会进一步上升。非食品通胀也在继续上升。我们预计通胀会在 6 月份触顶且同比增速会随着物价的下滑和持续货币收紧措施的见效而放缓，并在年底时下滑至 4.0%。**市场影响:** 由于预期会进一步收紧且经济增速会放缓，市场情绪低迷，若该数据低于预期则会提振市场情绪，若高于预期则效果相反。

Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.25	0	-1	-29
		2-yr yield	0.40	-2	-14	-33
		10-yr yield	2.97	-2	-19	-27
	EMU	3-month Euribor rate	1.46	3	4	75
		2-yr yield	1.59	-10	-21	112
		10-yr yield	3.01	-5	-12	44
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.445	-1.2	1.6	19.8
		Pound-Euro	0.89	-0.3	2.2	6.9
		Swiss Franc-Euro	1.22	-0.4	-3.4	-12.4
	America	Argentina (peso-dollar)	4.09	0.0	0.2	4.2
		Brazil (real-dollar)	1.58	0.7	-2.3	-12.4
		Colombia (peso-dollar)	1771	-0.6	-1.7	-8.0
		Chile (peso-dollar)	466	-0.3	-0.3	-13.2
		Mexico (peso-dollar)	11.80	1.4	1.5	-7.1
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.76	0.1	-1.2	-2.9
	Asia	Japan (Yen-Dollar)	80.06	-0.3	-1.0	-12.6
		Korea (KRW-Dollar)	1084.30	0.8	0.3	-13.1
		Australia (AUD-Dollar)	1.060	-1.5	-1.1	25.0
Comm. (chg %)		Brent oil ($/b)	119.4	3.1	6.1	60.6
		Gold ($/ounce)	1542.6	0.0	2.8	25.8
		Base metals	604.7	-0.7	0.3	27.1
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	10055	-2.2	-4.5	5.2
		EuroStoxx 50	2759	-1.1	-6.2	4.6
	America	USA (S&P 500)	1289	-0.9	-4.0	18.1
		Argentina (Merval)	3233	2.1	-4.5	41.7
		Brazil (Bovespa)	63469	-1.4	-0.5	-0.2
		Colombia (IGBC)	14424	-0.1	1.6	17.2
		Chile (IGPA)	22559	-1.9	-1.7	22.2
		Mexico (CPI)	35233	0.3	-0.4	9.7
		Peru (General Lima)	20953	-1.3	1.1	47.4
		Venezuela (IBC)	80104	-0.5	3.3	25.8
	Asia	Nikkei225	9514	0.2	-3.5	-2.0
		HSI	22400	-2.4	-3.8	12.7
Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	106	2	9	-24
		Itraxx Xover	390	4	35	-207
	Sovereign risk	CDS Germany	39	2	0	0
		CDS Portugal	720	55	81	431
		CDS Spain	259	22	15	53
		CDS USA	50	3	8	—
		CDS Emerging	216	-4	10	-69
		CDS Argentina	602	-17	7	-507
		CDS Brazil	111	2	7	-31
		CDS Colombia	104	2	3	-59
		CDS Chile	70	1	10	-35
		CDS Mexico	106	1	8	-34
		CDS Peru	143	-2	4	3

Source: Bloomberg and Datastream

请参见本报告第 6 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。”