

每周观察

全球

马德里，2011年06月17日

希腊对全球风险溢价造成不利影响

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

尽管美国和中国的经济数据好于预期，但风险情绪继续影响全球金融市场。全球风险溢价上涨的主要因素与希腊救助方案有关；特别是其付诸实施所需要的时间，以及是否会涉及到私人投资者的问题。欧洲经济和金融事务理事上周四称他希望在7月11日前就对希腊的额外金融救助达成一致意见，比此前预计的时间（6月24日）晚了两周且较希腊偿还24亿欧元债务的时间早四天。但要给希腊提供额外的支持，欧盟和IMF则需希腊做出财政紧缩的承诺。因此，希腊总理巴本德里欧（Papandreou）能否在本周日的信任投票中获胜以使希腊议会能够再6月底通过紧缩措施就显得十分关键。另一方面，虽然欧盟部长在此前的ECOFIN会议后称任何的私人救助都必须是自愿的，与欧洲央行的立场一致，但即将到来的欧盟领导人会晤也将为就希腊债务问题是否会牵涉私人投资者这一问题提供一个取得一致意见的机会（详见要点）。所有的一切都表明接下来几天金融市场还将面临很大压力。

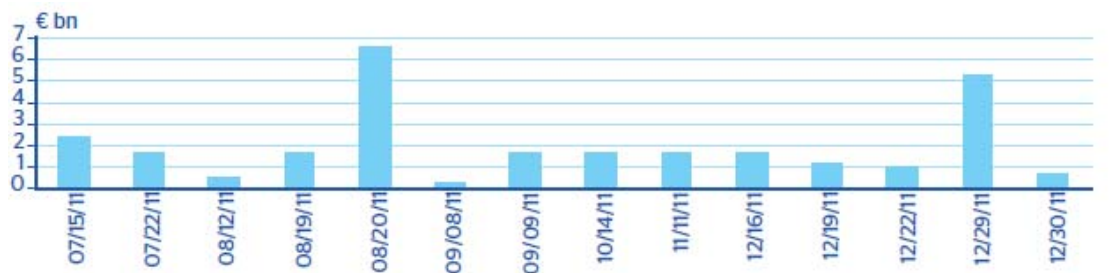
通胀引发进一步收紧

虽然上周一些亚洲国家和地区的央行对通胀的担忧有所减轻，并将注意力转向了全球经济增长，但本周中国和印度均做出了继续进行货币收紧的决定，以抗击持续的通胀压力（详见要点）。同时，巴西、智利和哥伦比亚央行也分别加息了25个基点，但如果全球经济放缓加剧，也会暂停利率正常化进程。

下周 美联储将召开一次为期两天的会议。我们预计其不会调整当前的货币政策。本周的经济数据表明美国经济正面临着一段增长疲软的时期而非二次探底，而5月份核心通胀较上月环比增长了0.3%，达到了一个自2008年7月以来前所未见的水平。这主要受服装、住所、新车和娱乐等行业价格上涨的驱动。但美联储会保持观望直到经济指标显示出明显的美国经济增长可以自我维持的证据。

在欧盟，投资者将关注欧盟委员会会议所取得的成果。此外，欧元区6月份PMI指数也将为投资者提供一些有关该地区周期性放缓程度的线索。

图1
希腊：公共债务偿付



来源：BBVA Research

要点

希腊：同样的途径，争论却超出预期

最有可能的情况仍然是会有私人投资者最低限度的参与，但做出这些关键决策的时间会延后。

TARGET2：硬币的另一面（欧洲央行流动性）

其并未增加货币基数或造成任何新的风险。

中国：通胀攀升引发货币政策进一步收紧

经济活动指标呈良好放缓趋势，但通胀仍然高企。

市场

市场分析

全球利率

首席分析师
Pablo Zaragoza
pzaragoza@grupobbva.com
+34 91 374 38 64

全球股票

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

全球外汇

首席分析师
Dustin T. Reid
Dustin.Reid@bbvany.com
+1 (212) 7281707

希腊风险溢价飙升

总的说来，由于希腊的风险导致市场越发感到不安，致使OECD国家债务的收益率遭遇了新一轮的修正。最近，希腊总理提出辞职，引发了新的风险溢价冲击，但其在随后遭到了拒绝。不仅是欧元债券短期利率已经低于日本危机中的水平且长期利率已低于1月份的水平，我们还预计此前受影响较小的部分市场会受到一定的间接影响。例如，资产互换略微呈现出向上走势，表明短期内对金融风险和流动性市场的敏感度有所加大。事实上，最早到期的美元Euribor（欧洲银行间欧元同业拆借利率）和Libor（伦敦银行间同业拆借利率）期货利率已经收紧（最近几天收窄了5个基点，而最晚到期的也已开始向下修正）。在此前的其他场合中存在违约风险的时候，也曾出现过这样的趋势。

支撑维持不变，但仍然面临压力

上周，在金融和周期性板块的带动下，股指出现了一天半的反弹，跟我们的预期相符。就对希腊的第二轮金融救助的意见最大分歧来自欧元区的中心——这一边是德国阵营，另一边则是欧洲央行和法国，在一定程度上也与美国和亚洲宏观经济数据持续放缓导致欧元压力加大和证券市场高台跳水有关。此轮下跌正巧还处在各行业高度相关且波动加剧的阶段，VIX和V2X均向上突破了关键的阻力位。此外，正如我们上周所提到的，欧洲主权风险上升将导致资金朝着有利于美元和EuroStoxx/标准普尔500指数回归负相关的方向流动。问题在于宏观和希腊问题的潜在趋势将会持续，至少短期内是这样。对金融市场，特别是欧洲的金融市场而言，这可不是什么好消息。另一方面，由于股市正在调整阶段，交易量有所下滑，这对标准普尔500指数和上证综合指数较为有利，使其关键中期支撑位仍分别维持在1250和2670点的位置水平。

希腊债务问题是汇市的主要驱动力

外汇市场继续对希腊债务问题表示担忧。情况每天都在变，凸显了我们认为外汇交易量全面增长的观点，特别是欧元兑美元交易和欧元交叉汇率交易。上周最重要的声明来自卢森堡财政部长，表示此前预计会在周二下午早些时候或6月20日做出的有关对希腊第二轮救助的决定会被延期。这导致周三欧元兑美元汇率下跌了约2%，是这对组合自2010年8月以来表现最糟糕的一次。同时，希腊状况恶化，市场对美元的需求增加，买入价上扬，美元指数出现了自2010年8月以来的最好表现。由于欧元头寸已开始从其历史最高水平下滑，我们相信希腊局势和美国经济数据将会成为接下来几周市场关注的焦点。

要点

希腊：同样的途径，争论却超出预期

本周，两个主要事件影响了希腊危机解决方案的前景，主权债券市场波动加剧。另一方面，在组建联合政府的提议被反对党拒绝之后（反对党不赞成当前的财政紧缩措施并希望举行新一轮大选），希腊总理撤换了该国财政部长（Venizelos将替代Papaconstantinu）以重新推进财政改革。对财政改革的决定性投票将于6月30日前后进行且执政党内部仍然有人对这些新的措施持反对态度，但最有可能的情况是，这些措施将获得批准。另一方面，“三驾马车”（国际货币基金组织，欧洲央行及欧盟委员会）可能会推迟就新的注入资金的救援方案做出让步以满足希腊从2012年起的资金需求。截止目前，市场预计该方案会在6月23-24日的欧盟峰会上获得通过，因为保证未来的融资是IMF对支付这笔贷款待定部分提出的要求，而希腊则需要7月中旬前获得这笔资金以避免违约。现在看来，IMF似乎已经取消了这一要求，并提出将新方案的讨论时间推迟到7月11日，甚至更晚。新方案中是否会牵涉私部门投资者的重要问题也须在那场讨论中解决。两种可能的选择之间——德国提出的通过债务互换延长到期日，和欧洲央行提出的完全在自愿的基础上延长持有当前债务——此时此刻最有可能的为后者的做法，但还无法完全肯定。总的说来，最有可能的情形仍然是：有必要重新制定对希腊的救援方案并使私部门投资者最小限度地参与进来。但关键决策出炉的时间会推迟，市场也会对此有更多的议论并通过该地区各国的利差反映出来。

TARGET2：硬币的另一面（欧洲央行流动性）

由于欧元体系的分散式结构特点，央行货币分布于各个国家，由此TARGET2清算系统便应运而生。这些账目是系统内部的财务状况，反映了国际收支的变动情况。这些是欧元区各国家中央银行之间的债务往来，并通过TARGET2（欧盟总额清算系统）进行跨境汇总。由于其总额为零，这并未在欧洲央行的资产负债表上体现，但确实能够反映在各自国家中央银行的资产负债表上，例如对欧洲央行系统的利息索偿和负债。到2007年中期，Target的账目金额都很小，但其自那时起便开始增长，直到2010年底。2010年底整个欧元体系TARGET2的债权达4571亿欧元，而在2005年则仅为710亿欧元。根据最新的数据，多数借款来自德国央行（3257亿欧元：70%），而最大的债务人则是爱尔兰央行（约1500亿欧元），希腊和葡萄牙国家央行紧随其后，分别借了870亿欧元和610亿欧元。这些差额并不影响可用的基础货币额，因为在基础货币增速一定的情况下，流动性的分布是欧洲央行仍按照固定比率提供流动性的结果并建立在全额分配的基础之上。从风险的角度来看，欧元区体系内各国家央行TARGET账目的规模和分布却与其从欧元系统中提供资金的风险敞口无关。因此，这也不会造成现在货币政策再融资操作中不存在的任何新的风险；所以，无论那个国家中央银行进行欧元体系再融资操作，损失都将由欧元体系内的各国家中央银行共同分担。

中国：通胀攀升引发货币政策进一步收紧

中国人民银行在本周初宣布上调法定存款准备金率50个基点并将于6月20日生效。这是中国央行今年除两度加息各25个基点外第六次上调法定存款准备金率，预计会抽离市场流动性约3900亿元。这一次的提准使得大型银行的法定存款准备金率达到了21.5%的新高。此次法定存款准备金率上调宣布于最新的5月份经济指标公布之后。强劲的工业产值、零售销售额和城镇固定资产投资数据均有助于减轻市场对中国经济硬着陆的担忧。然而，受食品和非食品要素的驱动，5月份总体通胀同比增速攀升至5.5%，达到了自2008年以来的最高水平。这一结果符合市场的预期，但远远高于货币当局4%的舒适区间。我们预计通胀会在6月份触顶，达到6%左右，并于下半年开始下滑。鉴于持续的通胀风险，我们预计当局会继续逐步收紧货币政策并在二、三季度再加息两次，并至少再上调法定存款准备金率50个基点。

经济分析

欧洲

Miguel Jiménez
mjimenez@grupobbva.com
+34 91 537 37 76

金融情况

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

亚洲

Mario Nevares
mario.nevares@bbva.com.hk

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: 即时PMI综合指数 (6月, 6月23日)

预测: 54.8 市场调查: 55.2 前期: 55.8

评论: 我们预计 6 月份 PMI 综合指数会进一步下滑, 特别是制造业部门, 而服务业的信心指数应保持强劲。二季度的平均 PMI 综合指数仍将处于扩张区间, 但明显低于一季度水平, 接近于去年下半年 GDP 季度环比增速在 0.3%至 0.4%左右时的水平。预计这一下滑趋势会出现在区内各个成员国, 但核心和二线国家仍会存在一定差异。**市场影响:** 若该数据大幅低于预期则会被市场解读为经济增速放缓超过预期。

德国: 零售销售额 (5月, 6月24日)

预测: 月度环比 0.6% 市场调查: 1.0% 前期: 0.6%

评论: 德国 5 月份零售销售额或像上个月一样进一步增长, 但增速会较一季度有所放缓。这些数据意味着当前季度的居民支出仍将十分疲软, 表明二季度私人消费的增速会出现一定程度的下滑。尽管如此, 过去几个季度推动居民消费增长的驱动力已有所积聚并且仍然存在。**市场影响:** 零售销售额大幅下滑会引发对国内需求复苏可持续性的疑虑, 经济或回归到倚重于外需的增长模式。

美国: FOMC利率决策 (5月, 6月22日)

预测: 0.0% - 0.25% 市场调查: 0.0% - 0.25% 前期: 0.0% - 0.25%

评论: 如果经济增速放缓和物价的攀升的局面持续时间很长, 则可能使美国政府陷入政策困境。然而, 美联储认为近期通胀的上升只是暂时的且对基础物价的传递效应将十分有限。最新公布的 CPI 数据显示, 美国 5 月份总体通胀月度环比上升了 0.2%, 是 2011 年以来的最低水平, 而核心通胀也较上月环比上升了 0.3%, 出乎市场预料。我们预计美联储会继续检测 2011 年下半年的核心通胀走势。此外, 继近期的放缓之后, 美联储对经济可持续发展的担忧甚过了通胀。因此, 我们预计当前 0%-0.25%的联邦基金利率不会调整。**市场影响:** 加息的可能性很小, 因此我们预计市场对周三会议的反应不会很大。如果其声明中透露了任何重大调整, 则会立刻影响到证券和固定收益市场。

美国: 耐用品订单 (5月, 6月24日)

预测: 月度环比 1.1% 市场调查: 1.6% 前期: -3.6%

评论: 继 3 月份耐用品订单月度环比大幅增长 4.6%之后, 4 月份耐用品订单经季节因素调整后较上月环比下滑了 3.6%。多数行业的新增订单都出现了下滑, 其中以运输设备尤甚: 过去 4 个月的下滑幅度最大, 达 9.3%。我们预计今年二季度的经济活动会增长, 这应会对 5 月份耐用品订单产生积极影响。**市场影响:** 如果耐用品订单超过了市场的预期, 则表明未来的经济增长活动会更为强劲, 因此, 证券市场会做出积极反应。

日本: 出口增长率 (5月, 6月20日)

预测: 年度同比 1.3% 市场调查: -8.4% 前期: -12.4%

评论: 继 3、4 月份一系列令人失望的生产和经济活动指标之后, 随着供应链的恢复 (特别是汽车行业), 日本经济似乎正在孕育着一轮强劲的反弹。因此, 5 月份出口应会有所增长。**市场影响:** 若该数据高于预期则会提振市场对日本复苏和经济前景的信心。

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	0.37	-3	-18	-34
		10-yr yield	2.93	-4	-25	-29
	EMU	3-month Euribor rate	1.50	3	7	77
		2-yr yield	1.51	-3	-31	93
		10-yr yield	2.96	0	-16	23
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.429	-0.6	0.2	15.6
		Pound-Euro	0.88	0.0	0.3	5.9
		Swiss Franc-Euro	1.21	0.1	-3.5	-11.8
	America	Argentina (peso-dollar)	410	0.1	0.2	4.3
		Brazil (real-dollar)	1.60	0.1	-0.8	-9.8
		Colombia (peso-dollar)	1788	0.7	-2.0	-6.4
		Chile (peso-dollar)	472	0.9	0.4	-11.8
		Mexico (peso-dollar)	11.92	0.5	1.7	-4.9
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.76	-0.2	0.3	-2.4
		Japan (Yen-Dollar)	80.16	-0.1	-1.6	-11.6
	Asia	Korea (KRW-Dollar)	1087.95	0.4	0.0	-9.5
		Australia (AUD-Dollar)	1.060	0.4	-0.1	22.0
	Comm. (chg %)		Brent oil (\$/b)	112.9	-5.0	0.5
		Gold (\$/ounce)	1535.1	0.2	2.5	22.1
		Base metals	602.8	-0.6	-0.4	26.5
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	10135	1.9	-2.0	1.6
		EuroStoxx 50	2770	1.4	-3.4	1.2
		USA (S&P 500)	1271	0.0	-5.2	13.8
	America	Argentina (Merval)	3253	0.8	-4.0	40.2
		Brazil (Bovespa)	60714	-3.2	-3.4	-5.8
		Colombia (IGBC)	14085	-2.2	-0.9	12.7
		Chile (IGPA)	21752	-3.2	-5.4	14.2
		Mexico (CPI)	35265	0.9	-0.3	7.5
		Peru (General Lima)	19909	-3.6	-9.8	38.8
		Venezuela (IBC)	80813	-0.3	3.4	24.1
	Asia	Nikkei225	9351	-1.7	-3.2	-6.4
		HSI	21695	-3.2	-5.7	6.9
	Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	113	4	15
Itraxx Xover			417	17	60	-103
Sovereign risk		CDS Germany	43	2	4	4
		CDS Portugal	809	71	194	520
		CDS Spain	300	27	59	89
		CDS USA	52	1	5	-
		CDS Emerging	232	10	28	-20
		CDS Argentina	629	32	33	-366
		CDS Brazil	116	4	16	-11
		CDS Colombia	110	4	12	-37
		CDS Chile	75	3	12	-19
		CDS Mexico	112	4	14	-13
		CDS Peru	151	7	20	27

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。”