BBVA | RESEARCH

每周观察

全球

马德里，2011 年 06 月 24 日

亚洲国家价格压力持续高企

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

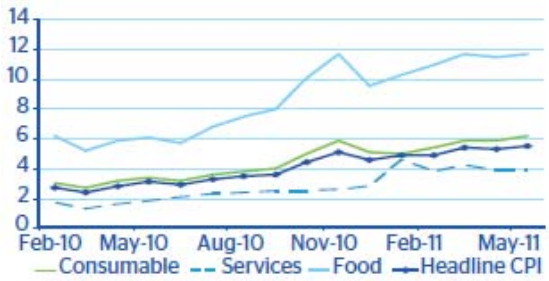
中国总理近日表示政府已经在抗击通胀方面取得了一些成绩的言论引发市场对中国放缓收紧周期的预期。虽然中国的通胀可能很快即将触顶，但价格压力依然很大。因此，我们认为今年下半年还会有多次加息并辅以其他收紧措施。在发达国家，近期的经济指标显示全球经济周期已经开始放缓。在欧元区，6月份PMI综合指数的下滑幅度超过了预期，这主要是受制造业的驱动（详见要点）。在美国，5月份二手房销量和新房销量显示美国住房市场仍然十分疲软（详见5月20日的全球每周观察），而失业率数据继续令市场感到失望。美联储已经证实，从近期经济数据中显示出来的经济疲软只是暂时的。5月份耐用品订单数据的反弹，表明美国经济正在从日本地震的负面影响中逐步好转。尽管如此，FOMC声明的措辞却相对温和（详见要点）。

欧盟对希腊的额外援助涉及私营部门，但这取决于希腊议会是否通过新的紧缩政策

6月24日欧盟委员会会议得出的结论证实在此前的ECOFIN会议上已经就部分问题达成了一致。欧盟倾向于对希腊的第二次援助，但条件是希腊议会须通过中期财政策略（MTFS），预计这一结果会在下周揭晓。声明还规定新增的援助资金也将以私人投资者在所持希腊债务到期时自愿用希腊发行的新债券给予调换的方式获得。预计会在7月初做出最终决定。但该情况的主要风险在于评级机构可能采取的行动和欧洲央行的流动性供给条款。现在有一些初步迹象表明它们已开始形成一致，例如惠誉声称若用维也纳模式解决希腊债务问题，其将暂时下调希腊发行商的违约评级至“受限违约”但保留对政府债券的“CCC”评级，这将使希腊债券能够符合欧洲央行的抵押条件，折价收购。

下周: 市场将密切关注中国6月份的PMI数据，以及6月份美国ISM指数和欧元区6月份的IPC数据。

图 1
中国通胀即将见顶但是价格压力犹存



来源：Bloomberg

图 2
美国耐用品订单数量在 5 月开始反弹

来源：Bloomberg

要点

FOMC：时刻保持警惕

FOMC要看到经济复苏可持续的确定证据才会选择退出。

欧元区PMI指数下降幅度超预期

我们预计今年剩余时间里欧元区GDP季度环比增幅将达0.3%，明显低于市场调查结果。

IMF大力支持西班牙政府的政策

尽管如此，国际货币基金组织称还应采取进一步的改革措施加强实现财政目标。

市场分析

全球汇率

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

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

全球信贷

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

全球证券策略分析
Joaquin Garcia Huerga, CFA
jghuerga@grupobbva.com
+34 91 374 68 30

市场

希腊得以喘息，但能维持多久呢？

Papandreou通过了周二希腊议会的信任投票，这是欧盟继续对该国提供资金援助的条件之一。起初，这可能会导致风险溢价从近期的高点出现一定程度的收窄。尽管如此，我们须强调的是，这一结果明显与此前所预料的相反：如果Papandreou没有通过信任投票的话，影响还会更大，因为那样的话风险溢价的变动就将取决于后续的动作。现在，对希腊而言，下一步即是在下周通过总额达780亿欧元的财政紧缩措施，这对获得下一批援助贷款至关重要，但现在仍处于搁置状态。风险溢价的下滑幅度应更为剧烈且在以下几个方面格外明显：1）对欧洲央行利率周期敏感度可能恢复的短期欧元债券收益率（其市场反应多为下行）；2）在过去几天里受到蔓延效应极大影响的核心/非核心国家的利差；以及3）应修正的资产互换（政府债券和互换利率的差），这能反映出风险溢价的下跌。无论如何，我们看到这些反弹的空间都是有限的。

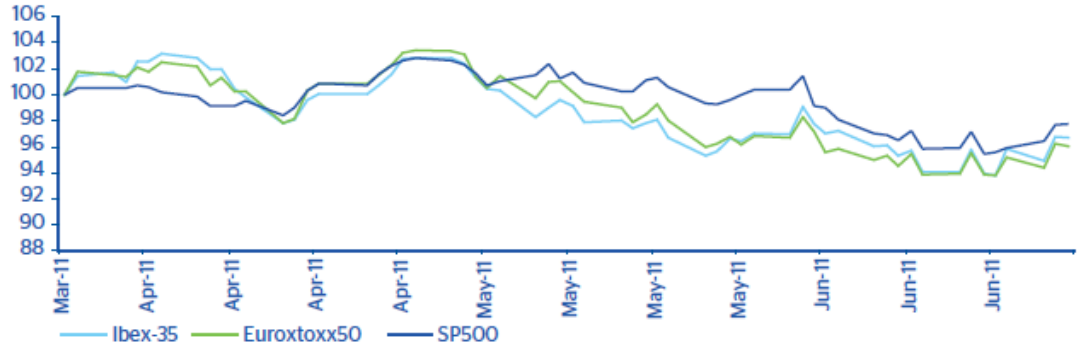
FOMC会后，欧元兑美元汇率走弱

外汇市场继续盯住希腊以及其他欧洲二线国家的债务问题，期间也受到了美联储的一些影响。周三发表的FOMC声明强调了BBVA所认为的在经济周期这一时点上极其宽松的利率会维持更长时间的观点且复苏会对美元产生负面影响。虽然伯南克随后的新闻发布会仅对所谓的“QE3”（第三次量化宽松）轻描淡写，但直到声明和伯南克发言的结束的数小时后，外汇市场似乎还对这点念念不忘。欧元兑美元汇率随后较周二FOMC声明发表时的水平令人意外的下滑超过了0.02；此前我们并未看到该声明和新闻发布会会使美元过于强硬或市场对美联储宣布注入额外流动性的较高预期。我们相信美元对FOMC会后的任何走强反映都将是短暂的，因为市场会轮动到其他重要的焦点例如希腊的最新动态（我们预计结果会是正面的）以及美国近期的经济数据上。

信贷市场极度动荡

希腊危机的解决方案正式出台之前，信贷市场都将面临极度动荡的局面。历经本周开始的收窄之后，各综合指数走势全面扩大；iTraxx主要指数周五收盘后扩大了4个基点，至114个基点，且iTraxx主权指数则扩大了12个基点，创下了236个基点的新高。金融指数方面，iTraxx优先金融指数和次级金融指数分别扩大了7个和8个基点，达到了163和290个基点。虽然初级市场上能够看到一些公司的身影，但金融企业发现自己仍然无法叩开初级市场的大门。BAA，英国的机场运营商，发行了10亿美元的10年期债券。RCI的发行金额则为5亿欧元，同样也是10年期债券，支付的利率高于掉期利率中间价160个基点，而欧洲金融稳定机构则以高于市场掉期利率6个基点的条件发行了30亿欧元的5年期债券作为对葡萄牙的援助资金融资。二级市场方面，在希腊危机解决方案出台之前，投资者依然相当机警。市场大幅波动，虽有很多交易机会，但交易量却很小。当前有很大的不确定性，主要围绕美国近期疲软的宏观经济数据和对希腊局势的担忧。也就是说，如果我们暂不提希腊问题，还是有一些给信贷市场带来好兆头的中长期因素：1）显著的利差；2）企业杠杆率低；以及3）金融机构进行资本重组并强化资产负债表。更重要的是，投资者已经积累了很多的现金头寸，如果投入市场，则会引发利差收窄。

图 3
Ibex-35, Eurostoxx50 和 S&P500 指数累计表现



来源：Bloomberg

经济分析

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

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

Luis Francisco Rodríguez Vásquez
lfrancisco.rodriguez@grupobbva.com
+ 34 91 537 46 43

西班牙
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com
+34 91 3743961

要点

FOMC：时刻保持警惕

上次FOMC会议的声明中称经济增长正在放缓，但增速比此前预想的要慢一些。其认为经济指标的疲软表现只是一时的，且是油价飙升和日本遭遇自然灾害导致的结果。通胀方面，FOMC维持近期通胀上升是物件临时上涨所致的观点。尽管如此，美联储却认为美国经济增速放缓的背后存在与财政危机有关的长期因素，特别是银行和家庭减债，以及财政整合。货币政策方面，伯南克表示有必要在做出任何政策决定前再观望一段时间。如果经济继续疲软，则美联储可能会采取其他的措施。因此，我们已将本金再投资的停止时间转移到了11月，但其他的不变，且我们预计首次加息的时间会在2012年3月。我们当前预计可能存在向下风险，表明如果经济大幅放缓，首次加息的时间则会推迟。

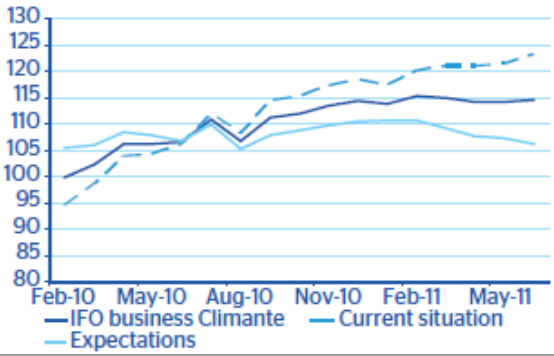
欧元区PMI 指数下降幅度超预期

受制造业（下滑2.6个点至52.0）和服务业（-1.8个点，至54.2）放缓影响，欧元区6月份PMI指数大幅下滑，综合指数下跌了2.1个点跌至53.6。继两个月相对乐观的增长之后，此次数据大大低于我们自己的预期以及市场预计的温和放缓。在德国，PMI指数的突然下跌是由制造业部门所致，服务业则有所好转；而在法国，PMI指数的下滑则是受到了上述两个部门的影响。根据研究机构Markit所透露，在这些国家之外，6月份经济活动实际呈收缩态势（PMI指数低于50）。放缓与我们二季度增速下滑的预期基本相符（一季度按季环比增长了0.8%）。我们的MICA模型显示，季度增速可能会达到0.4%，而在考虑PMI以后，Markit表示增速将达0.6%并呈放缓态势。然而，急剧的下滑，以及二线国家的经济收缩，的确加大了未来几个月里经济复苏的不确定性。鉴于油价的飙升和一季度推动经济增长的临时性因素的修正，我们的预测情景里包括了对今年余下的时间里经济季度环比增速放缓至0.3%的假设，这一数字明显低于市场调查结果。本周的PMI数据表明我们正在朝着预测情景的情形一步步靠近，但全球经济增长存在向下风险，这或将对欧元区产生更为长久的影响。

IMF 大力支持西班牙政府的政策

IMF支持西班牙政府在去年所实施的各项政策。基金组织预计西班牙短期内的经济增长仍将较弱，并最终会达到年均增长在1.5%和2%之间的水平（略低于我们自己的预测：约2%）。尽管如此，根据他们最新的观点，增长风险仍倾向于下行且西班牙应谋求进一步的改革：加强实现财政目标的决心；导致西班牙决定执行金融业资本结构调整策略；深化并扩大截止到目前所实施的改革措施。IMF提出的多数改进要求均与我们近期（2011年5月的西班牙经济展望）和早些时候（2009年3月西班牙经济展望）所表述的观点相符。其中包括：1）创设独立的财政委员会；2）执行了强有力的财政政策规定；3）对部分偏好私部门参与且必要时限制公共资金停留的金融系统进行资本重组；4）更透明；5）更为大胆的劳动力市场改革，进一步降低了遣散费用并允许企业根据特殊情况调整工资；以及6）培养非贸易部门的竞争。

图 3
德国 IFO 商业景气指数 6 月意外上升



来源：Bloomberg

图 4
欧元区制造业 PMI 指数

来源：Bloomberg

日程表：核心指标

经济分析

欧洲
Miguel Jiménez
mjimenez@bbva.com
(+34) 91 537 37 76

美国
Boyd Nash-Stacey
Boyd.Stacey@bbvacompass.com
+1 713 881 0655

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

Xia Le
xia.le@bbva.com.hk
+852 2582 3132

欧元区: HICP通胀（6月，6月30日）

预测：年度同比 2.8%　　市场调查：2.8%　　前期：2.7%

评论: 继前几个月的季节性影响之后，我们预计 6 月份的总体通胀会小幅上升 0.1 个百分点，同比增幅达 2.8%，反转上个月的下滑走势。近几周燃料价格继续放缓，对我们的预测造成了一定的向下压力，尽管如此，我们认为其应被较高的间接影响下，不断加大的向上风险所部分抵消。下周不会公布细分数据，但我们的预测显示核心通胀或将略微上升至同比 1.9%。**市场影响:** 核心通胀若进一步加速上升会加大市场对间接影响增强导致货币政策继续收紧的担忧。

欧元区: 货币供给（5月，6月30日）

预测：年度同比 2.1%　　市场调查：2.2%　　前期：2.0%

评论: 预计 5 月份欧元区的贷款数据会反映出信贷的疲弱表现。继 2 月份的数据出乎市场预料之后，预计在 5 月份，M3 货币供给量会延续前几个月的缓慢增长趋势。其它指标方面，预计家庭贷款会进一步增长，但增速会较年初时更为缓慢。继 1、2 月份的反弹之后，对非金融公司贷款的增长可能会继续受到压制。**市场影响:** 若结果好于预期则会被市场解读为信贷正在复苏的信号，但也可能被认为会引发欧洲央行政策态势进一步趋紧。

美国: 个人收入与支出（5月，6月29日）

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

评论: 对 4 月份结果的初步估计显示个人收入、个人可支配收入和个人消费支出分别较上个月环比增长了 0.4%、0.3%和 0.4%。按实际价格计算，个人可支配收入不变而个人消费支出则仅较上月环比增长了 0.1%。修正后的 3 月份估计值和公布的 4 月份初步数据相当，但个人可支配收入并未增长且个人消费季度环比也仅有小幅增长。我们预计个人可支配收入和个人消费支出均会维持其当前的低速增长趋势。此外，我们预计下个月价格会稳定增长。**市场影响:** 个人可支配收入或个人消费支出的实际增长能够表明消费者需求并未像最近猜想的那样疲软。证券市场应会对强劲的消费数字做出积极反应。

美国: ISM制造业指数（6月，7月1日）

预测：52.5　　市场调查：52.0　　前期：53.5

评论: ISM 制造业指数显示美国制造业已连续扩张了第 22 个月，5 月份 18 个制造业部门中有 14 个都录得增长。调查结果为 53.5，高于 50 的制造业增长基准指标。然而，新增订单较上月环比下滑了 17.3%至 51.0，滑落到了 52.1 的分水岭以下（与普查局的系列制造订单增加相符），表明其有可能会放缓。要么价格指数就会较上个月环比下跌 9 个百分点。总的说来，调查者认为经济增长活动会保持强劲，但部分调查者也表示 2011 年下半年的经济增长可能会走软。**市场影响:** 如果制造业报告低于市场调查的估计结果，我们预计市场会因 7 月份增速放缓的预期的下滑。

中国: PMI（6月，7月1日）

预测：51.6　　市场调查：51.5　　前期：52.0

评论: 由于经济活动受到政府货币收紧措施影响继续放缓，我们预计 6 月份采购经理指数会连续第三个月下滑。尽管如此，该指标应会维持在 50 以上的扩张区间内，减轻对经济硬着陆的担忧。**市场影响:** 若该数据低于预期则会使市场对硬着陆的担忧加剧，而高于预期则会使进一步货币收紧的预期变得更为强烈。

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	0.35	-3	-19	-30
			10-yr yield	2.93	-2	-20	-18
	EMU		3-month Euribor rate	1.53	2	9	78
			2-yr yield	1.39	-12	-27	83
			10-yr yield	2.88	-8	-17	27
Exchange Rates (changes in %)	Europe		Dollar-Euro	1.420	-0.6	0.7	15.0
			Pound-Euro	0.89	0.6	2.7	8.0
			Swiss Franc-Euro	1.19	-1.6	-3.1	-11.8
	America		Argentina (peso-dollar)	4.10	0.0	0.3	4.2
			Brazil (real-dollar)	1.59	-0.4	-2.2	-10.4
			Colombia (peso-dollar)	1787	0.0	-2.3	-5.9
			Chile (peso-dollar)	474	0.6	0.6	-11.7
			Mexico (peso-dollar)	11.88	-0.4	1.6	-6.4
			Peru (Nuevo sol-dollar)	2.76	-0.1	0.4	-2.4
	Asia		Japan (Yen-Dollar)	80.60	0.5	-1.7	-9.8
			Korea (KRW-Dollar)	1082.50	-0.5	-1.7	-10.5
			Australia (AUD-Dollar)	1.051	-0.9	-0.2	20.7
Comm. (chg %)			Brent oil ($/b)	107.0	-5.5	-6.9	37.0
			Gold ($/ounce)	1517.9	-1.4	-0.5	20.9
			Base metals	595.6	-1.0	-1.8	23.4
Stock Markets (changes in %)	Euro		Ibex 35	10033	-1.0	-1.8	5.2
			EuroStoxx 50	2767	-0.1	-1.8	5.3
	America		USA (S&P 500)	1284	0.9	-2.8	19.2
			Argentina (Merval)	3314	1.4	1.0	43.0
			Brazil (Bovespa)	61194	0.2	-3.5	-5.6
			Colombia (IGBC)	14215	1.3	0.2	13.5
			Chile (IGPA)	22202	1.1	-2.4	16.4
			Mexico (CPI)	35327	0.9	-0.5	8.3
			Peru (General Lima)	19014	-4.4	-13.6	33.9
			Venezuela (IBC)	80159	-0.9	0.1	23.1
	Asia		Nikkei225	9679	3.5	2.7	-0.6
			HSI	22140	2.1	-2.7	7.0
Credit (changes in bps)	Ind.		Itraxx Main	116	5	13	-11
			Itraxx Xover	426	17	55	-123
	Sovereign risk		CDS Germany	45	5	5	0
			CDS Portugal	827	36	159	503
			CDS Spain	294	5	38	43
			CDS USA	53	2	4	–
			CDS Emerging	233	2	20	-23
			CDS Argentina	641	11	36	-326
			CDS Brazil	118	2	13	-13
			CDS Colombia	114	3	12	-35
			CDS Chile	78	3	9	-21
			CDS Mexico	115	3	12	-13
			CDS Peru	150	0	22	22

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。”