

每周观察

全球

马德里, 2011年07月08日

欧洲的不确定性并未减弱

欧洲二线国家财务压力再次涌现。欧洲集团没能如市场的预期在上周末宣布对希腊的第二轮救助方案，且第五批的120亿欧元欧盟和IMF的救助资金仅能满足希腊偿付7、8月份到期债券的需要。根据欧盟官员的消息，新方案和私营部门参与的“自愿”条件仍然悬而未决。此外，欧洲二线国家的另一个不确定性和波动因素来自评级机构，在我们看来，鉴于葡萄牙经济近期取得的进展，穆迪大幅下调葡萄牙评级的做法并不合理。标准普尔和惠誉宣布如果希腊将债务延期，那么其主权信用评级则只能被下调至选择性违约的等级，这也给市场带来了一定的不确定性。如果另外两家机构，穆迪和BDRS，也下调希腊评级的话，就会对欧洲央行的合格担保造成很大的影响。欧洲央行的态度非常明确：“没有选择性违约，没有违约，没有信用事件”。然而，只要还有一家评级机构没有将希腊债务列入违约评级，欧洲央行就会继续接受希腊的债务。此外，如果这种情况真的发生了，欧洲央行的态度可能会变软并接受违约评级的债券或采取新的贷款机制。

美国6月就业报告令市场大失所望

此前，ADP报告释放出了私部门就业更趋稳定增长的信号，市场因此预计美国6月份的就业会出现反弹。然而，就业仅增长了1.8万人（大大低于11万的市场调查结果）且前两个月的新增就业也向下修正了4.4万。数据出现全盘性的疲软且报告中没有一点儿喜人的亮点。不必说这一结果令市场多么地失望，特别是在前两周美国经济数据不在一味低于预期的情况下。其他地区，在欧元区和中国，经济指标显示经济增长仍在朝着更趋平衡的方向继续放缓。主要经济区6月份的非制造业指数没有达到预期。同时，欧洲央行实现了25个基点的加息预期并维持其强硬语调；四季度可能会再度加息。中国人民银行也宣布了再次加息；鉴于依然强劲潜在增长势头，我们预计其年内还会在加息一次。

下周所有的目光都将集中于中国二季度GDP和6月份数据以充分了解其经济增速和通胀情况，这一方面是担心通胀，另一方面也是基于对经济硬着陆的担忧。此外，市场还将关注美国和欧元区6月份的通胀以及伯南克的半年度货币政策报告。

经济分析

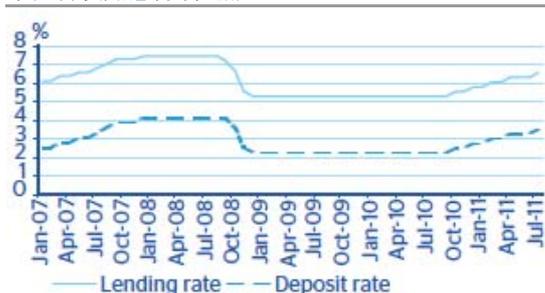
金融情况
 Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com
 (+34) 91 374 44 32

Cristina Varela Donoso
cvara@grupobbva.com
 (+34) 91 537 7825

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

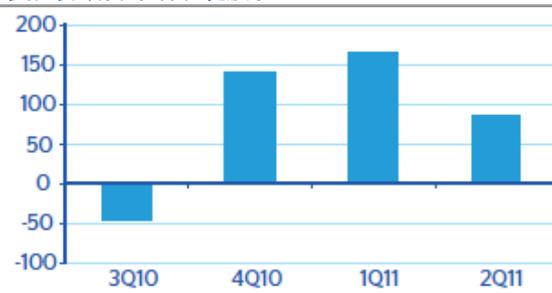
Javier Amador
javier.amador@grupobbva.com
 (+34) 91 537 3161

图1
 中国再次加息抑制通胀



来源: Bloomberg 和 BBVA Research

图2
 美国劳动力市场表现疲软*



*创造就业机会 月度平均
 来源: Bloomberg 和 BBVA Research

要点

穆迪下调葡萄牙评级不合情理

我们认为，此次调整太过剧烈，且与葡萄牙经济基本面的情况不符。

中国：二季度和6月份数据能够反映经济增速和通胀情况

市场将关注新数据从中获取进一步的软着陆信号。

巴西：或采取更多外汇措施

在巴西，关注通胀并不意味着能排除采取其他外汇措施的可能。

市场

市场分析

全球汇率

美国和欧洲利率

José Miguel Rodríguez Delgado
josemiguel.rodriguez@grupobbva.com
 +34 91 374 68 97

拉丁美洲/墨西哥汇率

Claudia Ceja
claudia.ceja@bbva.bancomer.com
 +5255 5621 9715

全球证券策略分析

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

美德债券收益率走势分化

欧元和美元债券收益率对希腊政府通过财政紧缩方案之后风险溢价的修正表现出了不同的反应。二者的变动水平相似，但其走势却正在分化。同时，在欧洲，短期收益率的反应最为剧烈（上周上涨了差不多30个基点），加大了其对欧洲央行举动的敏感度，但美国国债收益率却并非如此，因为美联储的加息预期已被推迟到了2012年10月。二者长期收益率出现了平行变动，美国长期债券收益率剧增了15个基点，而在欧洲其增幅则更为平缓，上升了12个基点。只要风险溢价放缓造成的看涨压力持续，收益率的这一分化就将继续。

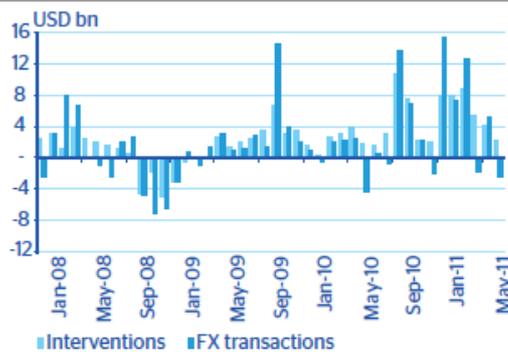
证券：短期关键阻力位可能无法突破

虽然对美国和亚洲经济体而言，最近几个季度可能是最糟糕的一段时间，但这并不是说对下半年经济复苏的疑虑就已经消除了：我们应知道，首先，标准普尔500指数和美国消费者信心指数的相关性正在减弱；第二，事实上前几周标准普尔500指数的预期收益恰好进入了负区间。在欧洲，我们仍处于二线国家的风暴之中。有传言称私有银行参与希腊救助的已被搁置到了9月，而穆迪下调葡萄牙债务评级则导致意大利和西班牙主权风险利差双双显著扩大。此外，其还导致二者10年期债券的内部收益率大幅飙升，并对其各自的关键阻力位（分别为5.2%和5.7%）形成了威胁。因此，欧洲股市风险溢价再次创下新高，但短期内V2X指数没有出现显著的向下风险。我们猜测 欧洲股票有很大的价值且在极短期的内欧洲股市可能会得到一定的缓解：对金融市场而言，只要二线国家的风险和全球经济增速放缓的问题得不到解决，任何反弹都无法持续。

巴西称货币战争并未结束

巴西雷亚尔上周较为波动。其在周一因前一周的风险偏好持续而跌到了2年来的低点。然而，其在周二和周三出现了大幅贬值，这主要是对以下两个因素做出的反应：1) 葡萄牙债务评级下调，以及2) 巴西财政部和央行的发言透露出了更多干涉的意味。关于后者，根据每周的外汇报告，从6月27日到7月1日巴西央行仅购买了3亿美元（而在5、6月份其平均每周的美元购买量分别为10亿和5亿美元）。值得一提的是，同一周里，外汇交易差额为负（-10亿美元），而外国投资者在巴西期货交易所BM&F中的多头则增加了14亿美元。我们仍然认为，如果巴西央行决定进行大幅干预，特别是在美元/雷亚尔汇率接近1.5500的时候进行干预，其更有可能通过衍生品市场进行操作。通盘来看，我们预计未来几天该国货币会在1.55-1.57的区间加以巩固。

图3
 现货市场的外汇流入和央行干预



来源: BCB 和 BBVA Research

图4
 2011年 S&P-500, EuroStoxx 和 Ibex-35 每股收益



来源: Thomson Reuters 和 Bloomberg

要点

经济分析

欧洲

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

亚洲

Zhigang Li
zhigang.li@bbva.com.hk
+852 2582 3162

Xia Le

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

巴西

Enestor Dos Santos
enestor.dossantos@bbva.com
+34 91 5376887

穆迪下调葡萄牙评级不合情理

穆迪将葡萄牙债务评级下调了4个等级，至Ba2，低于投资级别。穆迪对此给出的理由是：首先，葡萄牙可能会需要第二轮援助，这将会伴随着私营部门的卷入；第二，葡萄牙计划的措施有影响其竞争力和增长的风险。我们认为，此次调整幅度过大且对自穆迪最近一次检查（4月5日）以来发生的情况而言并不公正。正如穆迪所承认的，于是它便把葡萄牙的政治风险作为其担心的重点，而这一风险现已多半不存在了。重组和私营部门参与风险的争论早在4月份就考虑到了，当时穆迪明确承认：到2013年，欧洲稳定机制中有明显的私营部门卷入的可能性。另外，4月至今，葡萄牙的财政和结构前景也没有出现恶化，事实上，情况恰恰相反：那时起一项令人信服的IMF计划已经获得通过且政府已经采取了措施缩减赤字。此外，葡萄牙政府也已经开始着手加速执行这些措施了。市场认为葡萄牙可能进行重组，并根据对希腊情况的分析进行了推断，看起来，穆迪正在使其观点与市场预期更趋一致。穆迪暗中将近期对希腊危机的处理算到了欧盟的头上，特别是有关私营部门参与的问题。我们认为，虽然主权危机管理得很糟糕，但这么早就把希腊事件的进展情况延伸到葡萄牙是不公正的。

中国：二季度和6月份数据能够反映经济增速和通胀情况

伴随着中国经济是过热还是放缓过快的争论，中国将按计划与下周公布一系列经济指标（这些都将受到市场的密切关注）。更确切地说，这些数据将包括二季度GDP和外汇储备，以及6月份通胀数据和多项经济活动指标，如：投资、贸易和金融指标。这都将是当局进行宏观政策微调的重要参考，其中释放出的未来货币政策收紧信号也将受到市场的密切关注。我们预计二季度GDP同比增幅会从一季度的9.7%下滑至9.5%，符合逐步放缓的情况。本周初公布的最新PMI数据连续第三个月下滑，对经济增速放缓的可能性提供了支撑。6月份的放缓幅度全面超过了此前的预期，包括生产、就业、原来采购和新增订单均出现了下滑。尽管PMI指数在下滑，过去的这周里（7月6日）中国央行仍上调了利率，这是自去年10月以来的第五次加息，其目的在于抑制通胀。我们预计6月份通胀会从5月份同比5.5%的增速上升到6.1%的最高点，随后便会开始下滑。我们的基准情景预测年内利率和存款准备金率均会再上调一次，这与许多分析人士认为增长指标趋软央行已完成加息进程的看法有所不同。

巴西：或采取更多外汇措施

在巴西，关注通胀并不意味着可以排除采取其他外汇措施的可能，尽管近期有所放缓，但巴西6月份通胀的同比增幅达到了6.7%，高于6.5%的通胀目标上限且高于年底4.5%的中央目标。因此，巴西央行将被迫再将SELIC利率上调一到两次（上半年该利率已被上调到了12.25%（+150基点））。我们认为汇率升值的担忧不会阻止SELIC利率的上调。虽然货币政策将继续侧重于降低通胀，但我们预计巴西会出台更多的外汇措施以避免真实汇率出现更为剧烈的升值，特别是如果巴西货币交易价格低于1.55水平的情况下，更是如此。

日程表：核心指标

经济分析

欧洲

Agustín García Serrador
agustin.garcia@bbva.com
(+34) 91 374 79 38

美国

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

亚洲

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

欧元区：工业产值（5月，7月13日）

预测：月度环比 0.1% 市场调查：0.4% 前期：0.4%

评论：欧元区5月份工业产值略有增长，但我们预计6月份工业产值较为停滞。这意味着二季度工业部门的增长势头已经减弱，与二季度软数据释放出的信号以及去年强劲增长势头之后市场的预期相符。尽管如此，由于来自新兴经济体的需求（特别是设备和半成品）会继续为欧元区经济复苏提供支撑，未来几个月的工业应会继续以较低的增速复苏。总的说来，可用的数据提供了已经达到周期性高点的进一步证据。**市场影响：**若该指标大幅低于预期则会被市场解读为经济放缓幅度超过预期。

欧元区：HICP通胀最终结果（6月，7月14日）

预测：年度同比 2.7% 市场调查：2.7% 前期：2.7%

评论：我们预计6月份总体通胀会稳定在2.7%的水平，与上个月持平，略低于此前温和上升的预期。近期油价的回落可能是6月份通胀稳定背后的主要原因，但也可能是核心通胀上升放缓所致。尽管如此，我们认为通胀的稳定可能只是暂时的，且可能会在9月份小幅上升至接近3%的水平，之后再次放缓。此外，未来几个月核心通胀可能会进一步上升并在年底时达到约2%。**市场影响：**核心通胀若进一步加速上升则会使市场对间接通胀影响加大导致货币政策收紧以避免第二轮通胀效应和通胀预期不稳定的担忧凸显。

美国：零售销售额（6月，7月14日）

预测：月度环比 0.1% 市场调查：0.0% 前期：-0.2%

评论：汽车制造业拖累了零售销售，5月份较上月环比下滑了0.2%。日本地震对汽车行业的供应和价格造成了持续影响，最终抑制了5月份的汽车需求。然而，随着夏季供应链的恢复，预计价格影响会逐步消失，这应会推动总体零售额的增长。数据显示消费者几乎没有因前期物价上涨而动摇；因此，随着汽车销售的增加，我们预计零售额会较上个月有所增长。**市场影响：**积极的就业市场数据和制造业生产表明近期的放缓可能是短暂的，6月份零售额的增长会有助于加强市场的积极预期。

美国：消费者价格指数，核心消费者价格指数（6月，7月15日）

预测：0.0%，0.2% 市场调查：-0.1%，0.2% 前期：0.2%，0.3%

评论：5月份核心消费者价格指数有所上升但总体消费者价格指数的年增速却放缓到了2.0%。预计夏季商品价格的加速上涨会对总体通胀产生影响，而能源产品和汽油价格的急剧下滑则对5月份总体通胀起到了向下推动作用。然而，核心通胀月度环比上升了0.3%。这是2年里的最高增幅，但鉴于上个月上升的主要贡献者——服装、住所和汽车——可能是暂时的，持续加速上升也没什么可担心的。**市场影响：**美联储对核心价格指数保持着密切关注，任何月度环比大幅上升或核心消费者价格月度环比增速持续高于0.2%的情况都会促使美联储重新审视其当前设定的目标。

中国：二季度GDP（7月15日）

预测：年度同比 9.5% 市场调查：9.3% 前期：9.7%

评论：二季度GDP结果将受到市场的密切关注以期寻找到经济“软着陆”的迹象，同时公布的还有一系列其他月度活动指标和6月份的通胀数据。当局还在继续收紧货币政策以抑制信贷过快增长和通胀，其措施包括过去的这周里的加息动作（自去年10月以来的第五次加息）。基于近期高频指标出现较为健康的放缓事实，我们预计二季度GDP增速会放缓。**市场影响：**该指标若低于预期会加重市场对经济“硬着陆”的恐慌，而高于预期则会增强市场对进一步货币收紧的预期。

Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.25	0	0	-28
		2-yr yield	0.38	-9	0	-24
		10-yr yield	3.03	-16	9	-3
	EMU	3-month Euribor rate	1.59	4	14	77
		2-yr yield	1.46	-19	-20	69
		10-yr yield	2.84	-19	-21	21
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.429	-1.6	-2.2	13.0
		Pound-Euro	0.89	-1.4	-0.1	6.0
		Swiss Franc-Euro	1.20	-2.9	-2.0	-10.7
	America	Argentina (peso-dollar)	4.12	0.3	0.8	4.7
		Brazil (real-dollar)	1.56	0.6	-1.1	-11.0
		Colombia (peso-dollar)	1759	-0.1	-0.8	-6.2
		Chile (peso-dollar)	463	-0.5	-1.0	-14.1
		Mexico (peso-dollar)	11.62	-0.1	-1.4	-9.1
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.75	0.0	-1.0	-2.7
		Japan (Yen-Dollar)	80.62	-0.3	1.0	-8.9
	Asia	Korea (KRW-Dollar)	105749	-0.8	-2.2	-11.8
		Australia (AUD-Dollar)	1.072	-0.4	0.6	22.4
Comm. (chg %)	Brent oil (\$/b)		117.6	5.2	-0.2	55.9
	Gold (\$/ounce)		1541.9	3.6	0.3	27.3
	Base metals		603.5	0.5	-0.2	27.5
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	9971	-5.0	-1.1	-1.5
		EuroStoxx 50	2800	-2.6	1.8	4.4
		USA (S&P 500)	1337	-0.2	4.5	24.0
	America	Argentina (Merval)	3480	2.5	11.4	52.0
		Brazil (Bovespa)	61453	-3.1	-2.5	-3.2
		Colombia (IGBC)	13811	-1.9	-4.3	10.1
		Chile (IGPA)	22484	-0.9	-1.2	16.2
		Mexico (CPI)	36378	-1.1	4.3	13.7
		Peru (General Lima)	19825	3.2	-3.7	41.8
		Venezuela (IBC)	81295	1.0	1.0	24.0
	Asia	Nikkei225	10138	2.7	7.3	5.8
		HSI	22726	1.5	0.3	11.5
Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	109	6	3	-6
		Itraxx Xover	409	25	17	-120
	Sovereign risk	CDS Germany	43	2	5	2
		CDS Portugal	984	248	275	706
		CDS Spain	302	34	48	89
		CDS USA	52	2	3	-
		CDS Emerging	206	2	-14	-40
		CDS Argentina	594	16	-23	-312
		CDS Brazil	107	-2	-4	-22
		CDS Colombia	105	-3	1	-35
		CDS Chile	74	-1	3	-21
		CDS Mexico	106	-2	-1	-22
		CDS Peru	126	-6	-26	0

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。”