

每周观察

全球

马德里, 2011年07月15日

急于达成协议

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

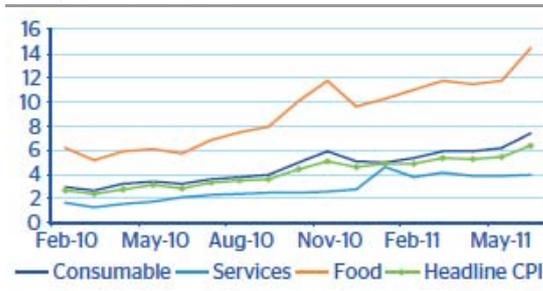
欧洲二线国家的财务压力已蔓延到了意大利。不管是已经通过的财政紧缩计划，还是意大利财政部成功发售债券进而完成其分配目标（50亿欧元）的事实，都未能舒缓市场紧张气氛。此外，穆迪将爱尔兰债券的资信评级由Baa3下调到了Ba1，下调的理由与上周下调葡萄牙评级的理由相同（最终将需要第二轮救助，且需要私营部门的参与），这又进一步加剧了市场的紧张气氛。同时，由于欧盟政客和私营部门中间均还存在分歧，现在还未就解决希腊问题的全面新措施达成一致。坏消息是，核心与二线国家利差正在逼近危险水平。然而，好消息是，欧盟领导人最终在设法解决希腊的偿付能力问题以抑制危机蔓延。我们认为，这必需的一步，虽然已经姗姗来迟，可能会发挥作用，因为市场会将存在偿付能力问题的国家（希腊）与存在流动性问题的国家（爱尔兰和葡萄牙）区分开来。解决偿付能力问题最有效的方式是削减债务。欧盟可通过提供支持措施来处理流动性问题：提高贷款金额并加大二级市场上购买政府债券的灵活性。

不确定性不仅局限在欧洲

标准普尔将美国长、短期主权评级置于信用观察负面，即至少有50%的可能性会在未来90天里下调其评级。标准普尔的决策是基于如何处理长期财政问题的根本性差异之上，因为债务限额未能上调则会产生违约的风险，即使提高了也会存在一定的此类风险。因此，在接下来的90天里标准普尔将决定协议是否足以解决问题：如果其认为可以，美国就能维持AAA的评级，评级展望也将维持稳定；否则，如果其认为债务协议未能稳定美国的债务形势，标准普尔就可能下调其评级。

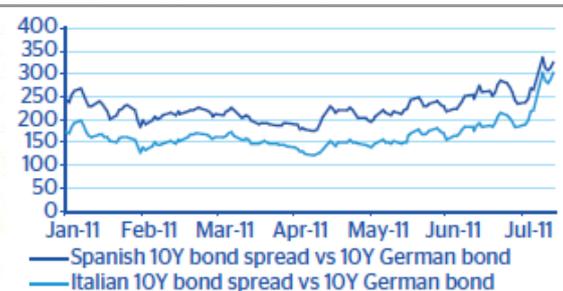
宏观方面，欧元区和美国继续传来市场没有预料到的负面消息。同时，中国二季度GDP数据减轻了市场对其经济硬着陆的担忧。但是，通胀高企对我们5%的年均通胀预期带来了一些上行风险。在拉丁美洲，尽管某些经济指标出现了放缓迹象（如巴西的零售销售数据），拉美经济增长依然保持强劲。货币政策方面，伯南克称若通缩压力再现就会考虑进一步的量化宽松，而巴西央行则出台了新的措施以试图抑制货币的升值压力。

图1 中国依然面临价格压力



来源: Bloomberg

图2 欧洲主权风险已蔓延至意大利



来源: Bloomberg

要点

除负债比率较高外，意大利经济的不平衡是有限的
 经济基本面依然比较坚实。

美联储采取“观望”态度

若通缩压力再度显现就会考虑进一步的量化宽松政策。

BBVA的国家风险研究模型

通过全球市场扮演的角色和特质性因素来解释国家风险。

市场

货币债券收益率曲线因明显的“观望”气氛而打折

欧元债券收益率曲线已经平坦到了针对没有进一步加息甚至延长特殊流动性措施期限定价的水平。1月期欧元隔夜拆借平均利率（Eonia）的10个月远期当前交易价格约为1.40%，其不仅假设不会再有加息，还认为全额分配会继续，官方利率削减10个基点。同时，美元债券收益率也针对这一预期进行了定价，但相比之下更为从容且一致；即虽然预计的首次加息被往后推了3/4个月（第一个站上0.5%水平的联邦基金利率期货合约到期日为2013年2月），半年期收益率2年的远期保持稳定，略有向上的趋势。因此市场预期显示美联储会进入积极的收紧周期，但暂时还不会启动。我们认为收益率的这些变动是市场过度反应的结果，而非基本面有什么改变，因此我们现在是个加息的好时机。

外汇市场仍然波动

上周，欧盟和美国传来的消息使得外汇市场再次出现了大幅波动。一些二线欧洲国家的评级再次被下调（穆迪将爱尔兰的评级列入了垃圾级别，和葡萄牙处境相同；惠誉则下调了希腊的评级），导致市场产生了对在其他国家（如意大利和西班牙）发生连锁反应的恐慌。反过来，在风险厌恶的驱使下，上周的前三天里美元兑G10国家和新兴经济体货币走强。然而，虽然伯南克的声明强调了劳动力市场的极大不确定性，但也为必要时的进一步量化宽松敞开了大门，这将导致主要风险资产复苏。尽管如此，伯南克仍预计在年内有所复苏，因而我们看不出在第三次量化宽松的背景下有什么明显的风险偏好加大的理由。因此，多数货币兑美元汇率均恢复了向上趋势，美元指数以下跌仅0.1%报收。我们因此预计短期内货币走势会保持波动，并会对来自美国或欧盟的任何新动态作出过度反应。

信贷市场关注压力测试结果和评级机构动向

本周，穆迪将美国主权信用评级列入了可能降级的观察名单，这表明美国的主权债务违约的可能性不再是微乎其微了。这以及来自评级机构的其他消息使得高度波动成为了本周信贷市场的主要特征，特别是在本周初段，二线国家（主要是意大利）传来的不同消息使得信贷市场的走势频繁变动。因此，上周二多数二线国家的5年期信用违约掉期都达到了高点（西班牙除外）。

最后，今天下午6点欧洲银行业的压力测试结果就将公之于众，这将成为未来几天里信贷市场的主要驱动因素。

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

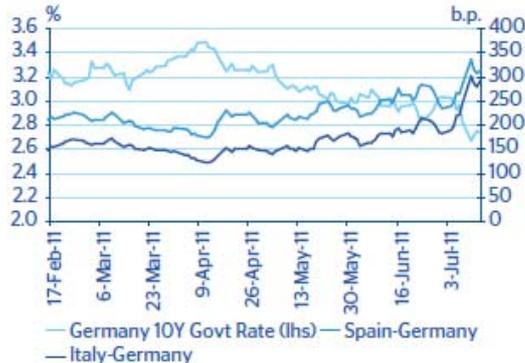
全球证券策略分析

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

全球信贷 欧洲信贷

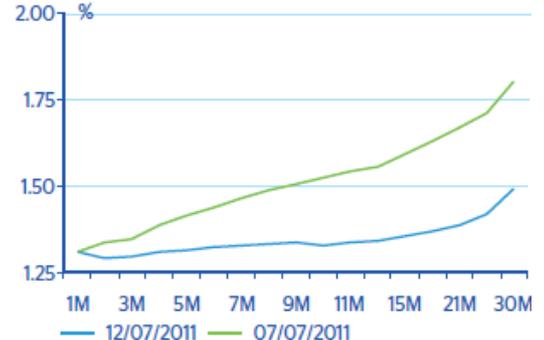
Antonio Vilela
antonio.vilela@grupobbva.com
+34 91 374 56 84

图3 德国10年期政府债券收益率以及核心/非核心国家利差



来源: Bloomberg 和 BBVA Research

图4 欧元隔夜拆借平均利率（Eonia）互换曲线



来源: Bloomberg 和 BBVA Research

要点

经济分析

欧洲

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

美国

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

新兴市场国家分析

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.toriz@bbva.com
+34 91 537 83 51

除负债比率较高外，意大利的经济不平衡是有限的

近期意大利债券利差上升导致政府加快了通过财政整合措施的速度以期在2014年前平衡其预算。鉴于调整的滞后性（多数措施都要到2013年中期的大选之后，在2013和2014年才生效），市场仍然对此表现无动于衷。然而，该国经济的基本面仍然相对十分坚实：意大利的公共债务较高（约占GDP的119%）且经济增长缓慢（潜在增速可能不到1%，这能够解释为什么过去10年其负债比率都未能下降）。然而，意大利的公共债务形势应不会失控：家庭和公司的负债均较低，该国近几年都没有出现过房地产泡沫；经常账户赤字较小（与葡萄牙和希腊形成鲜明对比）；且其在危机中采取了审慎的财政政策（2009年没有财政刺激政策），因而意大利的公共赤字（2010年为4.6%）也比多数欧元区经济体要小。融资困难导致利差上升会提高利息成本，但也只是十分缓慢的增长。若不进行结构性改革，意大利的经济会保持低速增长且负债比率应会缓慢下滑；但意大利没有见不得光的秘密（就像爱尔兰的银行和希腊的公共债务问题）。

美联储采取“观望”态度

周二公布的FOMC备忘录和伯南克在众议院金融服务委员会前的讲话揭示出了一个更为正式的程序化退出策略，但这不是针对政策态势或资产负债表的。备忘录中强调了这一对正常化的讨论仅是为了“审慎计划”的目的，不应被解读为即将要推出的信号。同样，员工对经济形势的评估也主要集中在两个问题上：第一，调查和基于市场的通胀预期的持续变化；以及第二，“软化”劳动力市场上的结构性失业和工资压力。在回答问题时，伯南克强调了国会充分管理债务上限的必要性。在其一年两次有关货币政策的讲话中，伯南克提到了退出策略和如果出现经济增速大幅放缓时美联储可能做出的选择，对FOMC上的讨论进行了强调。根据伯南克所说，如果通缩风险再次显现，美联储可能提供更为明确的目标利率和资产负债表指引，购买更多的有价证券，并延长美联储持有证券的平均到期日。然而，美联储主席表示这些备选方案还未经过检验，其效果还很不确定。备忘录和伯南克出席众议院半年货币政策听证会关于货币政策的讲话均与我们预期的政策次序相符，但停止本金再投资这点除外，此前我们预计这会被推迟到11-12月，基于对今年下半年经济增长放缓的预期以及有所上升但保持相对稳定的核心通胀。

BBVA的国家风险研究模型

通过BBVA研究部新兴市场部开发的模型，在7月13日该部门举行的研讨会上与会者集中研究了通过全球市场所扮演的角色和特质因素来解释国家风险的问题。一些有趣的结论被用来讨论，包括全球市场状况在解释国家风险时的重要性，其可能成为一个重要的驱动因素。特质因素中，模型强调了财政情况所扮演的关键角色。外部稳定性指标同样与此有关且在近期显得越发重要。制度性变量的贡献似乎并非全都一样，在发达市场的贡献较小，但在一些新兴市场却显示出了越来越大的关联性。结果还显示欧洲国家间的当前形势存在一些差异：核心、稳定的国家（信用违约掉期利率水平很低且接近均衡），极度困难的国家（风险很高，但也同样接近均衡）以及第三集团国家（信用违约掉期报价远高于均衡水平）。最后，根据这一模型，新兴市场仍存在一定程度的估值过高情况（更多信息详见[BBVA Research Events](#)）。

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

Fielding Chen
fielding.chen@bbva.com.hk
+852 2582 3297

欧元区：即时PMI综合指数（7月，7月21日）

预测：52.4 市场调查：52.5 前期：53.3

评论：我们预计7月份的PMI综合指数会进一步下滑，但下滑的节奏会比前几个月慢很多且继续处于扩张区间。这也就是说，预计制造业指数的下滑幅度会大于服务业，因为后者的向上趋势似乎更为稳定。此外，近期主权债务危机的不确定性加大，其解决方案最后也可能会对信心指数产生很大影响。总的说来，这些数字意味着三季度初欧元区经济保持着稳定增长，但增速低于年初时的水平。预计欧元区各成员国均会出现这样的下滑趋势，核心和二线国家间的分化趋势还将继续。**市场影响：**作为季度的第一个经济指标，若低于预期则会对市场造成显著影响，市场会针对经济活动进一步放缓进行定价。

欧元区：新增工业订单（5月，7月22日）

预测：月度环比 0.4% 市场调查：0.8% 前期：0.8%

评论：我们预计5月份新增工业订单会温和增长，但增速会延续一季度以来的放缓趋势。软数据也显示5、6月份制造业国内外的订单均出现显著恶化。总的说来，这些数字显示出了工业部门复苏疲软的进一步证据，其复苏仍然依赖于来自新兴经济体的需求。**市场影响：**工业订单急剧下滑会引发市场对今年下半年经济复苏可持续性的疑虑。

美国：新屋开工率（6月，7月21日）

预测：56.7万 市场调查：57.5万 前期：56.0万

评论：供给过度和信贷从紧可能会再次抑制6月份的新屋开工数量，但5月份强劲的住房建设许可发放量能够表明新房开工数量将增加。虽然多户住宅的建设处于上升轨道之上，独户住房的建设数量却在下滑并会部分抵消掉多户住房建设数量的增加。总的说来，住房抵押贷款需求疲软、信贷条件收紧和供给的增加使得新房的建设受到影响。**市场影响：**我们预计新屋开工数量仅会较上个月有微幅上升，市场影响应会很小。然而，如果该指标显著高于或低于预期，市场则会做出强烈反应。

美国：申请失业救济人数（截止7月15日，7月21日）

预测：42.5万 市场调查：40.3万 前期：40.5万

评论：预计截止7月15日的那周里首次申请失业救济的人数会保持相对稳定。上周的数字为40.5万，低于预期，这可能与工作日变短有关。上周的4周移动平均数也略有下滑，从42.7万降至42.3万，但我们预计这也会出现相应的调整。未来，还不清楚首次申领失业救济人数的下滑是否意味着就业市场的情况正在转好。因此，我们预计申领失业救济的人数会保持在平均42.5万的水平。**市场影响：**我们预计市场不会被首次申领失业救济人数的微小变动而触动，但如若该数字下滑市场可能会对此反应积极。

日本：出口增长（6月，7月21日）

预测：年度同比 -4.2% 市场调查：-4.9% 前期：-10.3%

评论：随着今年3月日本地震和海啸中遭遇重创的生产和供应链的恢复，日本经济活动指标正在显现反弹迹象，某些情况下甚至比预想的要快。汽车行业正在恢复设施并雇用工人以使生产能力恢复到正常水平。出口和工业生产似乎已在4月份触底，为5月份开始的复苏做好了准备，且我们预计复苏会在6月持续。这也就是说，由于外部环境不太稳定、对电力短缺的担忧，以及日本沉重的公共债务负担导致的财政政策的局限等因素，前景仍充满了不确定性。**市场影响：**结果若低于预期则会加强市场对今年下半年日本经济增长前景的担忧。

Markets Data

		Close	Weekly change	Monthly change	Annual change		
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.25	0	0	-27	
		2-yr yield	0.35	-4	-2	-23	
		10-yr yield	2.92	-10	-4	0	
	EMU	3-month Euribor rate	1.61	2	12	75	
		2-yr yield	1.20	-26	-31	42	
		10-yr yield	2.68	-15	-28	7	
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.411	-1.0	-0.6	9.3	
		Pound-Euro	0.88	-1.6	-0.2	3.7	
		Swiss Franc-Euro	1.15	-3.5	-4.9	-15.2	
	America	Argentina (peso-dollar)	412	0.0	0.7	4.8	
		Brazil (real-dollar)	1.58	0.8	-1.4	-11.7	
		Colombia (peso-dollar)	1748	-0.7	-2.0	-7.0	
		Chile (peso-dollar)	462	0.0	-1.3	-12.8	
		Mexico (peso-dollar)	11.73	0.9	-1.7	-9.4	
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.74	0.0	-0.7	-2.9	
		Japan (Yen-Dollar)	79.05	-2.0	-2.2	-8.7	
	Asia	Korea (KRW-Dollar)	1058.18	0.2	-2.4	-12.9	
		Australia (AUD-Dollar)	1.064	-0.9	0.6	22.3	
	Comm. (chg %)		Brent oil (\$/b)	117.1	-1.0	0.0	55.4
		Gold (\$/ounce)	1589.3	2.9	3.8	33.2	
		Base metals	596.3	-1.1	-1.6	26.9	
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	9475	-4.7	-4.6	-5.2	
		EuroStoxx 50	2674	-4.2	-2.1	1.1	
		USA (S&P 500)	1309	-2.6	3.4	22.9	
	America	Argentina (Merval)	3300	-4.9	1.7	44.5	
		Brazil (Bovespa)	59315	-3.6	-3.7	-4.9	
		Colombia (IGBC)	13118	-4.5	-6.5	1.5	
		Chile (IGPA)	22348	-1.2	2.6	14.3	
		Mexico (CPI)	36107	-1.1	2.2	13.6	
		Peru (General Lima)	20177	1.3	0.2	45.0	
		Venezuela (IBC)	83864	3.2	3.6	29.5	
	Asia	Nikkei225	9974	-1.6	4.2	6.0	
		HSI	21875	-3.7	-2.1	8.0	
	Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	120	7	9	2
			Itraxx Xover	447	23	35	-88
Sovereign risk		CDS Germany	56	10	15	16	
		CDS Portugal	1095	72	297	807	
		CDS Spain	323	9	35	103	
		CDS USA	54	5	2	-	
		CDS Emerging	221	13	-5	-24	
		CDS Argentina	634	33	18	-289	
		CDS Brazil	117	9	2	-9	
		CDS Colombia	114	8	5	-22	
		CDS Chile	76	2	1	-18	
		CDS Mexico	115	8	5	-12	
		CDS Peru	129	2	-19	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](http://www.bbva.com/CorporateGovernance)，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。”