

# 每周观察

## 全球

马德里, 2011年08月12日

## 货币政策迈入新的阶段

### 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

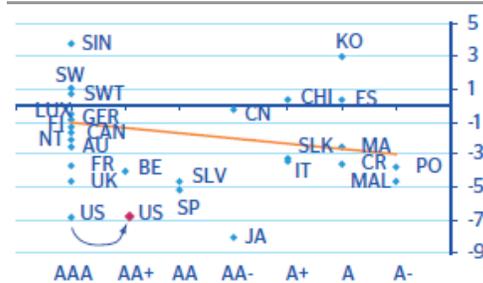
Javier Amador  
javier.amador@grupobbva.com  
(+34) 91 537 3161

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

Felipe Insunza  
felipe.insunza@bbva.com  
+34 91 537 76 80

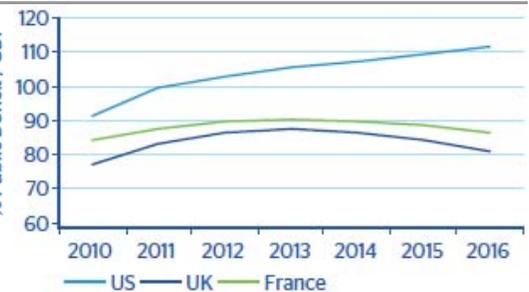
近期风险情绪飙升反映出对全球经济调头向下的恐慌以及对欧债问题的持续担忧所引发的信用危机。市场缺乏信心主要是因为：1) 在复苏还未证实可持续的情况下，市场对抗击增长下行风险、避免经济再次陷入衰退的政策空间充满了疑虑，且2) 对相关决策者阻止危机在欧元区债券市场蔓延以避免其转变为系统性风险威胁的能力极其不信任。目前，要解决这些问题看起来极具挑战，尽管各经济主体仍然相信决策者们正在采取适当措施处理所面临的问题，短期内风险情绪很有可能持续。好消息是，各国央行已经察觉到了经济前景的恶化且正在对未来的货币政策走向进行重新评估。多数发达国家央行（目前有美国、英国、挪威和澳大利亚）都传达了如下的明确信息：1) 将长期维持极低利率，维持期间将长于此前的设想；2) 现在有进一步实行宽松政策的倾向，即是说，如果衰退风险继续加大，有可能会执行进一步的刺激政策。美联储的表态最为明确：其FOMC声明中就提到了将有条件地保持现行联邦基金利率不变，这一情况“至少持续到2013年中期”，且传达了实施宽松货币政策的倾向（这一表态比预想的要明确）。欧洲央行将成为下一个吗？我们认为在经济前景恶化的情况下——第二轮通胀效应风险将更小——欧洲央行应会停止加息步伐。到现在为止，欧洲央行已放大了流动性供给（欧元Libor-OIS息差大幅攀升，表明有紧张迹象和交易对手风险）并再次启动了自3月以来冻结的债券购买计划（目前在抑制意大利和西班牙息差方面比较有效）。同时，各新兴国家央行也正在将注意力从通胀转移至经济增长的下行风险；一些央行还决定暂停加息步伐（如韩国央行），另外如墨西哥央行等其他国家央行的态度则变得更为温和，且市场还认为中国人民银行对待通胀的措辞也变得不那么强硬了（这和8月9日国务院常务会议上重申抑制通胀的目标，但没有再使用“首要任务”的措辞一致）。

图1  
公共赤字占GDP比例（未来6年预期平均值）



来源: BBVA Research, Bloomberg 和 WEO

图2  
债务动态: 债务总额占GDP比例



来源: BBVA Research 和 WEO

## 要点

### 近期会有其他拥有AAA评级的国家被降级吗？不太可能

自标准普尔下调美国AAA评级之后，投资者就将目光转向了其他可能被降级的拥有AAA评级的国家。首先是英国，法国似乎也并未未能向其他AAA评级的国家看齐（图1）。根据WEO的数据，英国和法国的基本数据如公债赤字、经常账户余额和债务总额都高于AAA评级国家的平均水平，但6年后的平均比例水平似乎就能够达到其财政整合目标。此外，两国均踏上了更加可持续的财政轨道（图2）且没有出现政治体系功能失调的迹象（就像美国近期发生的情况那样）。这两国之间，在法国上缴EFSF保证金金额被提高的不利情况下（还不太可能），法国评级被下调的风险相对略高一点，并可能影响其债务可持续性。对英国而言，英镑的自由浮动汇率制度将有助于促进其增长。

# 市场

本周发生了三件对全球市场产生决定性影响的事件。

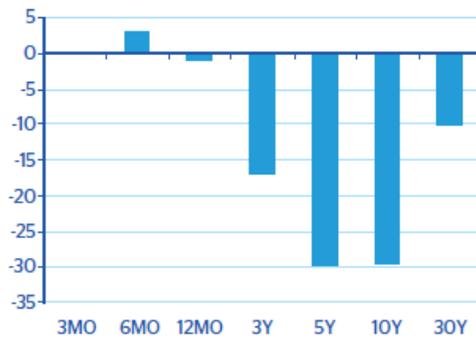
标准普尔将美国长期债务评级下调为AA+且维持负面的评级展望。虽然此举史无前例，但市场此前就预料到了这种情况可能会发生。这一事实，加之当前的全球增长问题和欧洲外围国家的债务危机，应会在短期内限制标准普尔降级决定的影响。从资金流动来看，还需考虑到国际社会不久就会做出反应，称其仍将美国国债视为避险天堂。至于长期走势，我们预计长期影响不会超过50个基点。美联储会将当前利率水平维持到2013年中期以应对缓慢的经济增长。这一决定应能稳定当前的短期收益率水平（直到2013年2月的联邦基金期货收益率曲线大幅拉平，约为0.10%水平），包括名义和实际收益率。尽管需要全球风险情绪转好，长期债券收益率也可能会进行修正。最后，欧洲央行宣布其将在证券市场计划的框架下购买西班牙和意大利两国债券。消息一出，两国10年期债券收益率水平和对德国同期国债的息差便修正了100个基点。令人惊讶的是，看起来此番收紧差不多是欧洲央行购买计划这一个因素所致，而非其他参与者对冲仓位的操作所引起的。这可以从并非所有期限的债券收益率表现都一致上反映出来，仅集中于欧洲央行有意购买的5-10年期的债券。就这一点而言，意大利和西班牙10年/30年期的债券收益率周一均从20个基点上升到了90个基点，而意大利10年期收益率的通胀损益平衡点则从190个基点收窄到了120个基点，与诸如法国或德国债券收益率的表现十分不同。

市场分析

全球利率

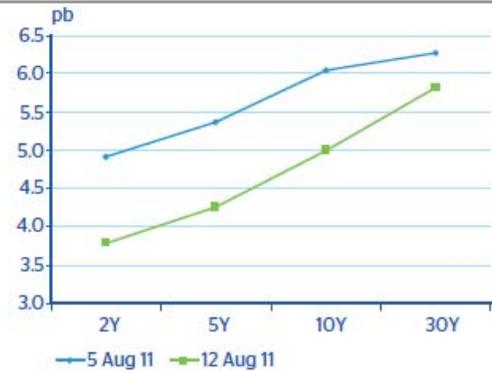
美国和欧洲利率  
José Miguel Rodríguez Delgado  
josemiguel.rodriguez@grupobbva.com  
+34 91 374 68 97

图3  
美国国债收益率  
(美国主权信用评级遭降级以来的变化)



来源: Bloomberg

图4  
西班牙国债收益率曲线



来源: Bloomberg

# 日程表: 核心指标

## 经济分析

### 欧洲

Elvira Prades  
elvira.prades@bbva.com  
+34 91 5377936

### 美国

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

### 亚洲

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

## 欧元区: GDP (2011年二季度, 8月16日)

预测: 季度环比 0.4%      市场调查: 0.3%      前期: 0.8%

**评论:** 正如 3 个月前所预想的, 二季度经济活动有所减慢。事实上, 当前季度的信心指数和其它硬指标数据均已证实了这一放缓趋势。特别是, 硬指标数据的表现逊于预期。6 月份 PMI 指数, 工业产值和订单增速都印证了二季度经济增长步伐放缓, 外部需求降低是原因之一。欧元区 5 月份出口有所增长, 出乎市场意料, 但放缓趋势仍在延续。此外, 贸易数据表明二季度净出口会对 GDP 增长作出少量贡献。至于居民消费, 5 月份零售销售额有所下滑, 抵消了 4 月份的增长, 且表明二季度私人消费可能会放缓。总的说来, 这些迹象在成员国间较为普遍, 而消费者信心指数也对这一观点提供了支撑。总的说来, 欧元区短期模型表明二季度季度环比增幅为 0.4% (法国二季度数据的糟糕表现和周五公布的欧元区低于预期的工业产值数据对此造成了下行风险)。这与我们认为年内余下时间里经济增速放缓的基准情景预测相符。不确定性有所加大, 然而, 与全球需求增长减速可能快于预期及还未解决的主权债务危机有一定联系。此外, 已有进一步证据对速度分化的复苏加以证实, 主要取决于内需的变化, 随着一些欧洲外围国家加强了财政整合力度且去杠杆化还在继续, 外围国家的内需大幅落后。**市场影响:** 若经济增速低于预期则会加大欧元区宏观前景的不确定性并证实经济增速的放缓快于预期。

## 美国: 工业产值 (7月, 8月18日)

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

**评论:** 缓慢的经济增长和疲软的需求预期表明 7 月份工业产值月度环比增速较低。继 3 月份增长之后, 美国工业产值增长就一直处于停顿状态, 之后的 3 个月中有 2 个月都出现了下滑。工业产值的下滑与近期公布的二季度 GDP 低于平均水平的情况相符, 且预计 GDP 的这一趋势会持续到整个下半年。出口对今年上半年的国内制造业提供了支撑, 但 5、6 月份也出现了下滑。此外, 7 月份汽车销售报告和制造业调查显示汽车生产大幅下跌, 制造业预期也有所下滑, 进一步打击了市场的乐观情绪。**市场影响:** 疲弱的工业产值报告将加大今年下半年 GDP 的向下风险。如果报告中透露了经济衰退的迹象, 市场可能会进一步朝着防御性策略转变。

## 美国: 消费者价格指数, 核心消费者价格指数 (7月, 8月19日)

预测: 月度环比 0.2%, 0.2%      市场调查: 0.2%, 0.2%      前期: -0.2%, 0.3%

**评论:** 继开年的上升之后, 6 月份总体消费者价格指数环比下滑了 0.2%。鉴于能源价格上涨的放缓和其他主要通胀推涨因素的趋于稳定, 预计 7 月份总体消费者价格指数会小幅上升。此外, 消费者需求较低会抵消商品价格上涨的影响, 限制食品通胀出现失控局面。另外, 房价指数 (核心通胀的很大贡献因素) 有所上升, 但 2011 年保持着相对稳定, 表明 7 月份核心价格指数的向上风险有限。**市场影响:** 在经济保持中性且能源价格下跌的情况下, 市场可能会开始担心通货紧缩。相反, 若核心价格指数再次上升则表明存在通胀风险, 且使美联储长期维持利率在历史低位的决策变得复杂化。

## 日本: GDP (2011年二季度 经季节调整, 8月15日)

预测: 季度环比 -0.7%      市场调查: -0.7%      前期: -0.9%

**评论:** 今年二季度的 GDP 数据将反映出 3 月份地震后对完整季度经济的影响。此前日本一季度 GDP 低于预期, 但这主要反映的是地震前经济的不景气。多数经济指标显示 3、4 月份生产和出口出现了急剧下滑, 且在 5 月份随着供应链的恢复而开始反弹。因此, 预计二季度 GDP 增长会连续第三个季度出现收缩, 但我们预计其将于下半年开始反弹。**市场影响:** 若该指标低于预期, 特别是超过了地震供应链影响所可以解释的程度, 则会加强市场对全球性复苏疲弱的担忧, 并会打击市场情绪。

## Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.29	2	4	-8
		2-yr yield	0.19	-10	-16	-34
		10-yr yield	2.25	-31	-63	-42
	EMU	3-month Euribor rate	1.54	-3	-7	64
		2-yr yield	0.70	-7	-58	4
		10-yr yield	2.34	0	-40	-5
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.424	-0.1	0.6	11.3
		Pound-Euro	0.87	0.5	-0.4	6.7
		Swiss Franc-Euro	1.10	0.6	-5.3	-18.3
	America	Argentina (peso-dollar)	4.16	0.1	0.9	5.7
		Brazil (real-dollar)	1.62	1.7	2.8	-8.8
		Colombia (peso-dollar)	1.783	-0.7	1.4	-2.7
		Chile (peso-dollar)	4.71	1.3	1.8	-7.6
		Mexico (peso-dollar)	12.29	2.7	5.1	-3.3
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.74	0.2	0.1	-2.2
		Japan (Yen-Dollar)	76.68	-2.3	-2.9	-11.0
	Asia	Korea (KRW-Dollar)	1080.33	1.8	2.3	-9.2
		Australia (AUD-Dollar)	1.031	-1.7	-4.3	15.0
	Comm. (chg %)		Brent oil (\$/b)	108.3	-1.0	-8.8
		Gold (\$/ounce)	1736.6	4.4	9.7	42.9
		Base metals	564.9	-2.9	-5.2	13.5
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	8562	-1.3	-1.4	-16.7
		EuroStoxx 50	2299	-3.2	-15.3	-15.1
		USA (S&P 500)	1173	-2.2	-11.0	8.7
	America	Argentina (Merval)	2949	-3.9	-12.1	24.5
		Brazil (Bovespa)	52682	-0.5	-13.2	-20.5
		Colombia (IGBC)	13262	0.1	-0.6	-0.3
		Chile (IGPA)	20302	3.9	-9.4	-2.6
		Mexico (CPI)	33811	0.3	-6.7	5.3
		Peru (General Lima)	19755	-2.0	-2.3	33.5
		Venezuela (IBC)	96415	3.7	17.8	48.9
		Asia	Nikkei225	8964	-3.6	-10.0
HSI	19620		-6.3	-10.5	-6.9	
Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	156	19	38	43
		Itraxx Xover	654	103	213	141
	Sovereign risk	CDS Germany	87	13	31	43
		CDS Portugal	876	-43	-198	601
		CDS Spain	369	-36	50	151
		CDS USA	52	-3	1	-
		CDS Emerging	294	45	73	65
		CDS Argentina	793	113	164	-40
		CDS Brazil	161	30	45	41
		CDS Colombia	160	33	48	38
		CDS Chile	106	28	30	26
		CDS Mexico	161	33	47	43
		CDS Peru	171	28	44	61

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法令》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。”**