全球每周简报

欧洲开始讨论“增长条约”

- 欧洲经济体饱受紧缩措施和近期为了重拾市场信心而实施的财政整顿的煎熬。不考虑已经在进行当中的财政整顿的话，资金紧张的状况非但没有消退，反而蔓延到其他欧洲国家，这主要缘于增长前景黯淡和对一些经济体可能无法在短期内表现出可持续增长的担忧。例如本周标准普尔下调了西班牙的信用评级，从 A/A-1 下调两级至 BBB+/A-2，由于对债务的担忧，标普维持对西班牙的负面展望。该评级机构认为，由于经济收缩以及政府将需要对银行系统提供进一步援助，西班牙的赤字将进一步恶化。

- 在此背景下，随着财政紧缩成为经济的短期拖累因素，关于欧洲债务危机解决措施的讨论缓慢而逐渐地转向经济拉动措施。上周，IMF 将欧洲债务危机视作全球展望的主要威胁，力促欧洲的领导者们进一步降息，使用欧洲稳定机制（ESM）直接帮助银行并给周边国家的复苏提供时间。随着法国大选的进行，无论新的总统是弗朗索瓦·奥朗德亦或仍是尼古拉·萨科齐，法国可能都将略微地和德国背道而驰，并试图将讨论的焦点集中在关于增长的政策上。与此同时，周一，荷兰政府在新自由党收回对少数政府的支持后，无法得到议会对提高预算削减幅度的支持，尽管在本周稍晚的时间，一项大幅削减荷兰预算赤字的协议由 5 个党派组成的联盟达成，以满足欧元区的赤字目标。另外，若干政治和政府领袖，尤其是欧洲央行行长马里奥·德拉吉，呼吁制定欧洲“增长条约”。德拉吉先生在周三作出这一呼吁，听起来他似乎对增长的前景更为关注了，考虑到他是首个呼吁制定“财政条约”并得到了欧洲集团迅速进行谈判的人，这一呼吁引人关注。在这些以增长为出发点的措施的呼吁声中，关于 5 月举行欧洲峰会的可能性的传闻开始出现。

- 这可能产生一些对欧洲增长支持政策的乐观情绪。不过，根据德国总理默克尔近期的评论，德国可能会将这场讨论引向结构性改革，这将促进经济长期的增长，而非仅仅是短期的。

• 欧洲周边国家国债拍卖需求良好，但借贷成本攀升

- 尽管资金面趋紧，欧洲国债在本周的拍卖中需求显示良好。除了德国，大部分欧洲国家国债拍卖都接近目标范围的上限，但德国 30 年期债券收益率非常低，无法吸引投资者。甚至荷兰的国债拍卖也非常成功。不过，西班牙和意大利的借贷成本急剧攀升。西班牙 12 个月国债拍卖的平均收益率跃升 74bp 至 1.58%，而意大利 10 年期国债拍卖的平均收益率上扬了 60bp。下周四，投资者将密切观察西班牙在标普调降信用评级后的国债拍卖情况。

• 伯南克/德拉吉暗示不太可能重启 QE3/SMP；政策利率设为维持长期低水平

- 本周，美联储和欧洲央行发出了不打算着手宽松的信号，但同时也暗示政策利率将可能长期维持在足够低的水平。本·伯南克和马里奥·德拉吉均小心翼翼的未将新的行动可能性排除，如果需要的话，但通过不同途径将进一步的非常规宽松政策的标准提高。

• FOMC 略为更加中立，推出 QE 的概率降低

- 美联储方面，FOMC 会议后发表的声明包含了一些和 3 月声明相比的措辞变化，并且可以归纳为代表了对经济评估的小幅上调（例如，增加了“增长在未来几个季度维持温和之后，预计将‘逐渐好转’”这样的措辞）。为了强化这点，FOMC 上调了 2012 年的增长预期，并降低了 2012 年和 2013 年的失业率预测。前瞻指引说明了这点，一些成员将加息预期提前：主要的变化在于两位成员不再支持将升息时间延至 2016 年。这反映了 FOMC 态度朝中立方向的变化。这说明，由于展望中风险依旧，以及拖累经济增长的因素持续（如美国财政整顿和房地产市场不振），环境仍将在较长一段时间内保证低利率。不过，由于失业率“逐渐”下降，经济活动“恢复”，新的大规模资产购买的可能性降低（即使 QE3 仍然是一个政策备选方案）。我们对联邦资金利率将在 2014 年 10 月首次提高的预计没有改变，我们预计扭曲操作将于 6 月如期结束。

• 德拉吉似乎担忧加深，但没有迹象表明 SMP 将重启

- 当周三在欧洲议会讲话时，马里奥·德拉吉言谈中透露出对经济展望的悲观加剧（可能是受到周一发布的 4 月 PMI 预览值的影响，该数据指出南部经济体的疲弱有扩散和加剧的风险）和对潜在通胀风险的担忧稍微减少。在提问环节，德拉吉先生呼吁制定“增长条约”，而他在讲话中放弃了 4 月 4 日的声明中说到的今年将会有逐步复苏的说法（“预计在本年内经济活动将有温和复苏”这句话没有重复说），而转变为以更担忧的口吻引用调查指标（从“在 2012 年前几个月大体稳定在较低水平”到“[…]好忧参半，突出了普遍的

不确定性”）。通货膨胀方面，风险评估没有变化（风险“大体平衡”）但放弃了在 4 月 4 日声明中的“仍然可见”。另外，他观察到“[…]潜在价格压力将仍然适度”，这听起来比在上一次声明中使用“有限”略显轻松。在问答中，德拉吉先生补充道他相信通胀风险是“受控的”。

- 总之，这些措辞的改变反映出欧洲央行对危机传导的风险有所放松，而对欧元区的增长前景更加担忧。尽管这样，虽然德拉吉先生并未将进一步政策措施的可能性排除，但当被问到是否会重启政府债券购买计划（SMP）时，他回答说欧洲央行不得不“维持微妙的平衡，其中，我们想要维护欧洲央行的公信力，因为这是表示我们要遵守条约的为数不多的几点之一”。这清楚表示了欧洲央行不会重启 SMP，除非西班牙和/或意大利国债收益率显著提高。

- 下周，我们认为德拉吉的言论将会反映在欧洲央行下周的货币政策声明中：a）通胀风险评估可能维持不变，但措辞可能会表现欧洲央行对风险的态度有所放松；b）欧洲央行将对增长更加担忧；和 c）德拉吉先生将暗示 SMP 的重启和新一轮流动性措施均无可能，除非环境大幅恶化。也就是说，如果再次被问到，他将称任何关于欧元区退出应对危机的模式的讨论都还不成熟。

• 墨西哥：墨西哥央行按兵不动

- 墨西哥央行维持隔夜目标利率在 4.5%，和我们的预期一致。墨西哥央行公告的措辞重点提到了全球和国内经济活动的改善。同时它也强调对欧元区债务危机解决措施的怀疑及其造成的金融市场波动增加，所带来的风险提高。国内通胀低于分析师的预期，他们认为通胀风险平衡没有发生变化。总之，墨西哥央行强调国际金融市场的演进是影响降息决策的一个要素。

- 以我们之见，最有可能的拐点情形是基于我们的经济活动与通胀情境，在 2013 年伴随加息的货币性停顿。不过，欧洲的不确定提高以及，可能性更低的，通胀达到 3%的目标并巩固，将会使我们的拐点预期产生向下偏差（降息快于加息的可能性上升）。

• 资金紧张和财政整顿过程正使欧洲经济增长遭受重创。同时本周美国经济数据有所减弱，而亚洲显示出触底反弹迹象

- 欧元区本周发布的软数据指出了第 2 季度信心的进一步下滑。4 月的 ESI 指标下降 1.7 个点，至 92.8，这主要是由于工业和服务业不振。同时，PMI 预览值显示在枯荣分界线下进一步下滑，欧元区综合指数由 3 月的 49.1 降至 47.4。这些数据说明资金紧张程度的提高拖累了市场信心，加剧了对当季经济表现的担忧，特别是考虑到国外订单的疲软。分国家的看，德国是唯一一个处于扩张区间的国家，而法国 PMI 进一步收缩，周边国家私人部门活动的恶化甚至还在加深。西班牙 2012 年第 1 季度失业率升至 24.4%，比 2011 年第 4 季度提高了 1.66 个百分点，而就业同比降低了 4%。

- 同时，英国经济进入衰退，受建筑业和生产活动疲弱影响，GDP 在第 1 季度按季环比下降 0.2%。不过，软数据在 3 月有一定改善。

- 美国本周的耐用品订单和失业救济金申领数据有些令人失望，但 3 月新屋销售却好于预期，且前几个月受关注的数据大幅上调。在非季节调整的基础上，新屋销售在第 1 季度稳步攀升，这验证了我们对价格承受能力创纪录正促进新屋销售的判断。

- 中国制造业 PMI 预览值（Markit）从 3 月的 48.3%升至 4 月的 49.1%，显示增长动能正逐步恢复，但仍维持在 50 荣枯分界线之下。不过，该月的改善是另一个证据，说明近期政策性支持正开始改变经济扩张动能放缓的趋势。其他亚洲国家相关指标也有触底反弹迹象，新加坡和台湾工业产出均表现出连续改善，而新加坡的新增出口订单同样有所提高。同时，尽管韩国 2012 年第 1 季度 GDP 增长弱于市场预期，有几项经济领先指标也指出经济将在下半年逐渐反弹。另一方面，泰国 3 月贸易赤字创新高，但由于出口从去年 11 月触底以来一直强劲反弹，复苏相对符合预期，而进口的飙升也可能反映的是中间投入品的增加。

下周主要事件：欧洲央行货币政策会议和西班牙周四的债券拍卖，中国周三公布的 3 月官方 PMI，美国周五公布的非农就业数据，和法国、希腊在周日举行的大选。

经济日历：指标

欧元区：调和消费者物价指数通胀预览值（4 月，4 月 30 日）

预测：2.6%（同比）	市场调查： 2.6%	前期：2.7%

整体通胀率预计在 4 月将降低 0.1 个百分点至 2.6%，这受到了能源价格增速下降和一年前高能源通胀（大约同比 13%）造成的有利的基数效应的影响。考虑通胀的其他方面，我们预计它们将大体维持不变，从而使核心通胀率稳定于同比 1.9%。展望未来，近期油价上涨和欧元持续贬值以及经济活动放缓速度更为温和，这些意味着未来几个月整体通胀率的降低将减速。因此，通胀率将在 2012 年维持在欧洲央行目标之上，而在本年底反转至 2%。核心通胀率在未来几个月有可能徘徊在同比 1.9%左右，而在下半年稍微下降。向上的风险继续受到地缘政治局势紧张导致的油价、为达到财政目标可能的加税的影响，而国内需求不振可能会部分抵消这些因素作用。

欧元区：失业率（3 月，5 月 2 日）

预测：10.9%	市场调查： 10.9%	前期：10.8%

我们预计失业率将从 2 月的 10.8%升至 3 月的 10.9%，因此维持 2011 年中以来的上行趋势，并从那时起累计上升 0.9 个百分点。考虑到就业表现相对经济活动波动有 2 到 4 个季度的时滞，在 2012 年失业率还有可能会继续上升。另外，4 月的信心调查也有类似结果，制造业和服务业的企业雇佣意愿再次降低。不仅如此，国家之间的分化可能还将继续，经历着重大宏观经济调整的国家的失业率上升情况最严重。

美国：个人收入与支出（3 月，4 月 30 日）

预测：0.2%，0.4%	市场调查：0.3%，0.4%	前期：0.2%，0.8%

3 月的个人收入与支出增速预计将和 2 月相近。尽管就业状况的好转放缓，但平均薪资增长稳定，个人收入也将与之相匹配。在过去的几个月，高油价已经提高了个人支出，并且个人支出在 2 月达到了 2009 年 8 月以来的最高增速。以实际值计算，2012 年以来个人支出一直高于预期，截至目前的增速高于 2011 年第 4 季度平均水平。不过，过去 2 个月实际收入水平发生下降，支持了近期消费者对未来收入的担忧。我们依旧预计个人收入和支出的名义值在 2012 年第 1 季度将以正值收尾。

美国：非农就业数据和失业率（4 月，5 月 4 日）

预测：15.0 万，8.2%	市场调查：17.5 万，8.2%	前期：12.0 万，8.2%

在 3 月令人失望的增长之后，4 月非农就业数据增长预计将小幅加速，但仍低于本年早些时候所见到的增长率水平。近期的制造业调查已经提及就业异常强劲，预示着该部门将对私营企业就业人数起到有益的促进作用。虽然首次失业救济金申领人数在 4 月一直低于 40.0 万关口，不过截至到目前，已经超过了 3 月的平均水平。另外，消费者信心报告好忧参半暗示着对就业和未来收入的展望恶化。3 月失业率降至 8.2%，这主要是由于劳动人口的减少，不过预计失业率在 4 月将维持不变。然而，劳动参与率极低也提醒我们在未来几个月如果更多人加入（或者回到）劳动力，则将存在失业率上升的可能性。

中国：4 月 PMI（5 月 1 日）

预测：53.9	市场调查：53.6	前期：53.1

制造业 PMI 的官方数据仍将被密切观察以从中寻找中国经济减速的迹象。在第 1 季度 GDP 结果为弱于预期的同比增长 8.1%后，4 月的数据不会有例外。在上周，私营企业 PMI（Markit）的预估值上升（从 3 月的 48.3 到 49.1%），但仍在 50 荣枯分界线以下。相反，近期官方 PMI 数据开始上升，并保持在 50 以上。我们预计 4 月官方 PMI 将小幅回升，这部分源于季节因素，同时也有国内对财政和货币刺激政策需求上升的作用。4 月数据强劲，如果得到证实，将是增长动能在第 1 季度已经触底回升的证据，并将加强其他乐观的数据，例如 3 月强劲的信贷增量。

市场数据

				Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest rates	(changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.47	0	0	19
			2-yr yield	0.25	-1	-9	-35
			10-yr yield	1.93	-3	-27	-135
		EMU	3-month Euribor rate	0.72	-2	-7	-67
			2-yr yield	0.10	-4	-11	-167
			10-yr yield	1.68	-3	-15	-156
Exchange rates	(changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.324	0.2	-0.5	-10.7
			Pound-Euro	0.82	-0.4	-2.7	-8.1
			Swiss Franc-Euro	1.20	0.0	-0.3	-6.4
		America	Argentina (peso-dollar)	4.41	0.2	1.0	8.2
			Brazil (real-dollar)	1.89	1.1	3.3	19.8
			Colombia (peso-dollar)	1762	-0.4	-0.7	-0.4
			Chile (peso-dollar)	484	-0.4	-1.0	5.1
			Mexico (peso-dollar)	13.18	0.5	3.0	14.4
			Peru (Nuevo sol-dollar)	2.64	-0.3	-1.0	-6.4
		Asia	Japan (Yen-Dollar)	80.74	-1.0	-2.5	-0.6
			Korea (KRW-Dollar)	1132.45	-0.5	-0.4	6.0
			Australia (AUD-Dollar)	1.042	0.4	0.5	-4.8

Comm.	(chg %)		Brent oil ($/b)	119.6	0.7	-3.7	-5.0
			Gold ($/ounce)	1656.0	0.8	-0.5	5.9
			Base metals	542.4	1.2	0.5	-12.5
Stock markets	(changes in %)	Euro	Ibex 35	7071	0.4	-11.4	-35.0
			EuroStoxx 50	2322	0.5	-7.0	-22.9
		America	USA (S&P 500)	1400	1.6	-0.4	2.7
			Argentina (Merval)	2271	-2.9	-15.4	-33.3
			Brazil (Bovespa)	62198	-0.5	-4.4	-5.9
			Colombia (IGBC)	15086	0.5	0.5	4.9
			Chile (IGPA)	21798	-0.7	-1.7	-4.3
			Mexico (CPI)	39212	-0.4	0.8	6.1
			Peru (General Lima)	22799	-2.0	-3.1	16.1
			Venezuela (IBC)	257652	10.8	30.3	263.9
		Asia	Nikkei225	9521	-0.4	-6.5	-3.3
			HSI	20741	-1.3	-0.7	-12.6
Credit	(changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	143	-1	22	47
			Itraxx Xover	663	-10	71	310
		Sovereign risk	CDS Germany	86	0	15	43
			CDS Portugal	980	-87	-81	327
			CDS Spain	473	-29	50	236
			CDS USA	38	8	9	---
			CDS Emerging	256	-10	9	56
			CDS Argentina	957	-35	126	370
			CDS Brazil	124	-3	2	18
			CDS Colombia	113	-2	3	12
			CDS Chile	96	2	4	37
			CDS Mexico	121	-4	2	22
			CDS Peru	125	-2	3	-29

来源：Bloomberg 及 datastream

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com
+34 91 374 44 32

Cristina Varela Donoso
cvarela@bbva.com
+34 91 537 7825

Javier Amador Díaz
javier.amadord@bbva.com
+34 91 374 31 61

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

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

欧洲
Agustín García
agustin.garcia@bbva.com
+34 91 3747938

美国
Kim Fraser
kim.fraser@bbvacompass.com
+1 713.881.0655

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

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

BBVA RESEARCH | Castellana 81, Floor 7, 28046 Madrid | Tel.: +34 91 374 60 00 | www.bbvaresearch.com

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。

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。”