

全球 每周观察

马德里，7月2日

经济分析

金融情况

Daniel Navia

daniel.navia@grupobbva.com
+34 91 537 83 51

Marcos Dal Bianco

marcosjose.dal@grupobbva.com
+34 91 538 63 49

María Martínez Álvarez

maria.martinez.alvarez@grupobbva.com
+34 91 537 66 83

Ignacio González-Panizo

ignacio.gonzalez-panizo@grupobbva.com
+34 91 538 63 50

对于复苏动力的重新审视

来自美国特别是劳动力市场和消费信心以及中国6月的PMI经济宏观数据使得市场对经济增长疲软有可能出现再次触底的担忧加剧。数据现在依然和我们对美国和中国的预测相同，还没有预期出现显著的减速。但是，不确定性在增加，因为我们的主要经济体的数据完全低于市场的预期，很有可能负面的异动会持续，这是由于时常会对他们过高的增长预期进行调整

欧洲引起全球关注…

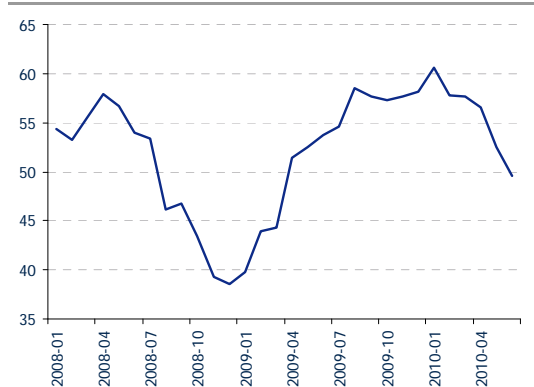
在欧洲，德国5月的工业生产和出口以及欧元区的零售数据可能会在下周确定，如果这一趋势适用于整个旧指的大陆。下周的欧洲央行会议同样会处于经济舞台中央的位置。我们不期望会发生太大的变化，但是对于流动性政策，市场强烈的要求有解释

…但中国的出口可能会使不确定性再次增加

在6月的PMI数据带来负面影响之后，低于预期的出口数据会使市场对中国硬着陆的担忧加剧。不管怎样，我们预期中国经济面临向下的风险比市场现在估计的来得有限。

图1

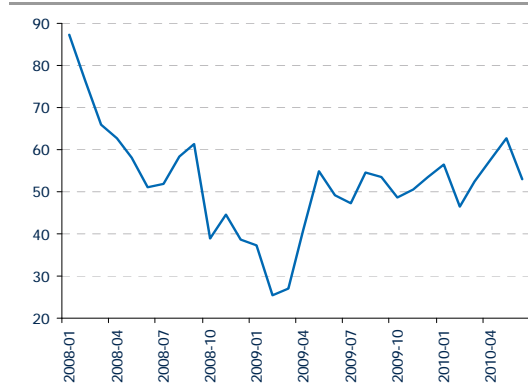
中国：制造业采购经理人指数



来源：Datastream 和 BBVA 研究

图2

美国：消费者信心指数



来源：Datastream 和 BBVA 研究

要点

欧洲央行的流动性政策和隔夜拆借平均利率（Eonia）影响

银行6月份进行的3个月的配售量需求有限，市场预期欧元地区的流动性会很低。这会使得Eonia很快的接近1%，欧洲央行会需要沟通的是，这个只是利率的正常化，并不是观点的改变。

收购与兼并活动的解禁给新兴货币以支持

在过去的2个月中，流入新兴市场的收购与兼并资金经按年折算后几乎达到了危机前的高点，这是支持货币升值的一个因素。

拉丁美洲的强烈信贷增长将会带来进一步货币紧缩

最近的数据显示银行的信贷在这一去增长很快。巴西对存款准备比率的调整时预期到了的，但是如果信贷的异动持续，那么对于提早紧缩的风险是存在的。

市场分析

市场

Nicolás Trillo

nicolas.trillo@grupobbva.com

+34 91 537 84 95

欧洲汇率

首席策略师

Pablo Zaragoza

pzaragoza@grupobbva.com

+34 91 374 38 64

策略

首席策略师

Joaquín García Huerga, CFA

jghuerga@grupobbva.com

+34 91 374 68 30

欧洲信贷

首席分析师

Javier Serna

javier.sernaa@grupobbva.com

+34 91 537 61 08

流动性的配售稳定了欧洲的金融风险

欧洲央行的流动性拍卖以及疲软的周期性指标是决定本周金融市场趋势的两个指标。尽管流动性的需求并不过度，这引起了EONIA率的上升，和我们预测一致，不过很重要的是，着稳定了，或者至少减轻了欧洲的金融风险。因此美国不尽人意的经济数据没有对所有资产的影响都一样：与美元连接较多的受影响最大。

美元的基础变弱，欧元稍微变强

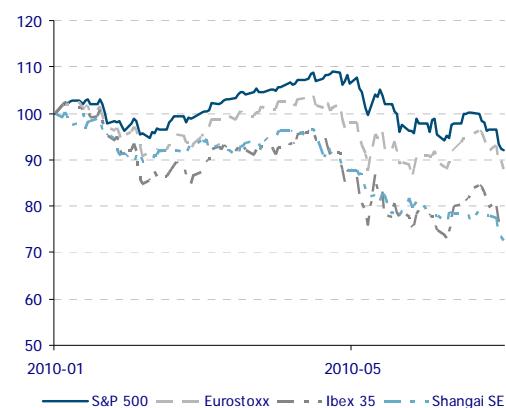
在过去的几天，全球和地区风险有了稍许变化。一方面，美国和中国的宏观经济数据持续漏气。另一方面，欧元区的风险情绪在减弱：欧洲央行3个月期的配售并不激进，这是个正面的消息因为减少了对金融系统的不稳定情绪。这也使得交叉汇率有了明显的影响：1. 这使得市场部位有了明显的变化（不是那么激进的卖空欧元和买入美元）。美元现在对美国的宏观数据曝险更大（特别是和经合组织成员的交叉汇率）；2. 日元和瑞士法郎依然是强势货币（尽管有持续的现象表明，这两种货币的持续强势会在短期消失）；3. 对于欧元对美元，这也帮助汇率回复到这个上半段范围的便捷（EUR/USD 1.25），尽管进一步的上涨并不看好；4. 这个因素同样对拉丁美洲货币影响较大，因为他们大多与美元挂钩：墨西哥比索受影响最大，已经兑美元超过了13，而巴西币收到本地因素支持（更多的货币紧缩）而保持稳定在1.8的水平。

周期性的风险对所有股票市场的影响不一

市场开始评价上升的周期性风险。让人市场的经济数据增加了对公司收益增长的不确定性担忧。在我们看来，周期性的风险会主要影响股票市场最近表现受全球经济复苏影响最大的地区。这样来看，中国股市自年初开始下降了28%，或者1bex35，下降了23%，已经受到了周期性减速的影响，因此应该不会比其他新兴市场或者欧洲股市受到的影响更大。但是，西班牙市场的表现会持续收到银行业的新闻和主权风险的刺激，我们预期1bex35相对表现会依然在中期呈现负的表现。

图3

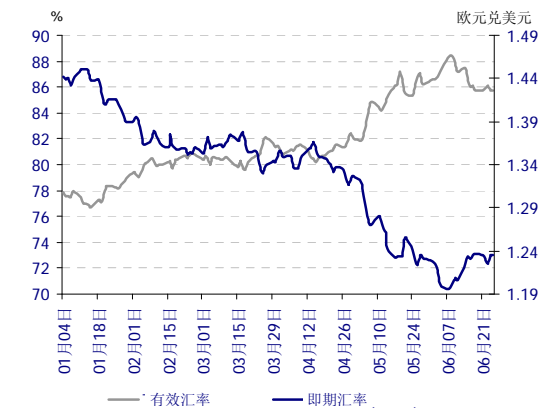
主要股票市场指数表现



来源：彭博和BBVA研究

图4

欧元兑美元：即期汇率和有效汇率



来源：彭博和BBVA研究

要点

经济分析

欧洲

Miguel Jiménez

mjimenez@grupobbva.com

(+34) 91 537 37 76

Agustín García Serrador

agustin.garcia@grupobbva.com

(+34) 91 374 79 38

Elvira Prades

elvira.prades@grupobbva.com

(+34) 91 537 79 36

金融情况

Ignacio González-Panizo

Ignacio.gonzalez-panizo@grupobbva.com

(+34) 91 538 63 50

美国

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

(+1) 713 881 0663

欧洲央行的流动性政策和隔夜拆借平均利率（Eonia）影响

欧洲央行本周宣布6月的3个月的LTRO全部配售完毕。这笔资金分配到了1329亿欧元，总共的申购机构达到了171家。这次的总额明显比最近的其他配售多，但是依然少于本周预期就要到期的4420亿欧元的1/3还要少。EONIA的推断和欧元短期流动性的情况会主要依赖与本周的到期之后系统中剩余的流动性情况。由于流动性的下降（约1700亿欧元）和存款能力（约1700亿欧元）的平均使用自2009年7月起相配，这个结果显示基本所有的在去年可用的额外流动性会由于本周到期而消失。这证实了我们预期的12个月的资金到期会将Eonia的水平推近1%。但是，只要主权债务的担忧使银行流动性政策保持较强的囤积动机，我们不会预期这个影响会立刻发生。

收购与兼并活动的解禁给新兴货币以支持

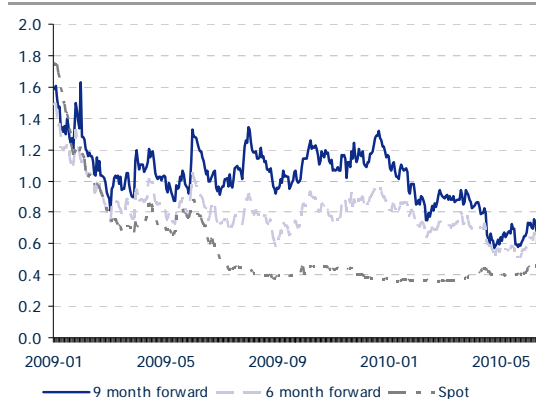
自从2009年下半年开始，全球的收购与兼并在发达和新兴国家以及其他市场那个都显示出了同样的脱钩。在过去的2个月，年度累计的收购与兼并资金流入新兴市场，主要是亚洲和拉丁美洲，基本达到了危机前的峰值，而发达国家的收购与兼并依然保持在10年的最低点。经验的规律显示收购与兼并的资金流入会货币有中期的影响，支持了我们对于新兴市场货币以后依然面临升值的压力。我们预期收购与兼并的差异情况在未来的几个月还会继续，因为发达国家和新兴市场的增长差异依然会继续。

拉丁美洲的强烈信贷增长将会带来进一步货币紧缩

最近的巴西和秘鲁的数据显示银行的信贷持续在一个令人惊异的速度下增长，而整个地区也保持强劲的速度。巴西银行系统显著的贷款在5月按月增加了2.1%。在秘鲁，上个月的数据同样显示在2008年的最高水平后（年化增长10）超强的信贷增长，这些受到良好的经济和金融状况的支持。资金的流入给国内的央行才去紧缩政策施加了额外的压力。实际上，巴西央行最近宣布将会逐渐上调他们的存款准备比率（RRR），从42%至52%，为了在刺激经济增长的同时控制通货膨胀预期。RRR的调整和其他货币调控和我们的观点一致，该地区的政策制订这会努力使用不同的工具，但是过早的上调利率的风险是存在的，特别是如果经济活动的突变和信贷持续。

图5

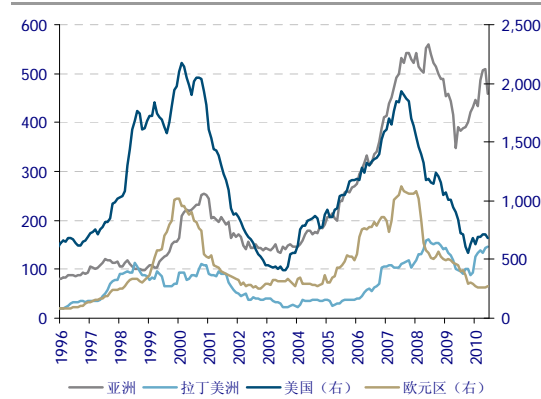
OIS 3个月隐含利率



来源：Datastream 和 BBVA 研究

图6

兼并收购资金流入（美元，十亿，按年计算）



来源：托马斯金融和 BBVA 研究

日程表：核心指标

经济分析

Kristin Lomicka

kristin.lomicka@bbvacompass.com

+1 713 881 0655

巴西

Enestor Dos Santos

enestor.dossantos@grupobbva.com

(+34) 915376887

欧洲

Elvira Prades

elvira.prades@grupobbva.com

+34 91 537 79 36

美国

Kristin Lomicka

kristin.lomicka@bbvacompass.com

+1 713 881 0655

墨西哥

Julian Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

+5 5556214143

亚洲

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

+852 2582 3218

Fielding Chen

fielding.chen@bbva.com.hk

+852 25823297

Ricard Torne

ricard.torne@bbva.com.hk

+852 25823198

美国：消费者信贷（四月，7月8日）

预测：-\$1,9bn 市场预期：-\$2,0bn 前期：\$1,0bn

评论：消费者信用曝险额预期会在4月继续下降，不过总的步伐将会缓慢。

市场影响：这是一个对市场影响不大的滞后的指标。不管怎样，持续的减少，特别是循环贷款，显示出消费者节约的心态，花销依然谨慎。这方面负面的意外显示消费者支出的复苏步伐会由于信贷使用欠缺而受限。

美国：ISM的非制造业指数（六月，7月6日）

预测：55,4 市场预期：55,4 前期：55,4

评论：非制造业经济活动会在6月连续第5个月持续扩张，但是与前三个月的情况相似。而扩张对就业来说是好消息，停滞的环境支持了我们对缓慢的就业时长复苏的预期。

市场影响：指数负面的刺激会显示经济扩张的步伐正在减慢，这会使得就业增长更加受限。

德国：出口（五月，7月8日）

预测：3.1% m/m 市场预期：4.0% m/m 前期：-6.3% m/m

评论：在4月的巨额减少后，德国的出口预期会在5月反弹，因为来自EC的对出口订单书的调查统计显示5月和6月将会持续改善

市场影响：负面的刺激会非常严重，因为出口时经济体复苏的主要动力

欧元区：零售数据（五月，7月5日）

预测：0.7% m/m; 市场预期：0.5% m/m; 前期：-1.5% m/m

评论：零售数据预期5月会稍许上升，但是低于1季度的数据特别是私人消费实际保持无速度的。这样的情况下，5月的数据与我们的估计相同，2季度的经济活动预期的反弹会受到出口而不是消费的支持

市场影响：负面的异动会被认为是经济疲软和脆弱的迹象，对全球市场的损害非常大。

墨西哥：消费者物价指数（六月，7月8日）

预测：0,0% m/m 市场预期：0,1% 前期：-0,6%

评论：6月会在连续两月下降之后出现第一次没有减速的CPI，这是受到非核心和加工食品项目的推动。总的来说，通货膨胀率预期会从3.9%下降到3.7%。

市场影响：负面的通货膨胀异动在过去的2个月中是收益率曲线变动的其中一个主要因素。Women你的情景预测在整个H210都会有向上的通货膨胀趋势。较早的正面异动，却可能会对收益率产生向上的影响，特别是全球因素都是风险趋避的情况。

中国：出口增长（六月，7月10日）

预测：31,0% 市场预期：37,0% 前期：48,5%

评论：在5月较高的出口恢复后，我们预期6月的出口会减缓，这是由于外需较弱和最近的出口税减免的去除。

市场影响：在6月低过预期的PMI数据之后，再加上疲软的出口订单，疲软的出口量可能会使得对中国突然减速的担忧增加。这会进一步减轻对货币升值空间的预期。

Table 1

Market data

		Close	Weekly change	Monthly change	Annual change		
Interest rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.53	0	0	-3	
		2-yr yield	0.63	-2	-18	-35	
		10-yr yield	2.96	-15	-41	-54	
	EMU	3-month Euribor rate	0.79	4	8	-27	
		2-yr yield	0.67	10	17	-57	
		10-yr yield	2.59	-2	-9	-75	
Exchange rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.259	2.0	3.4	-10.0	
		Pound-Euro	0.83	0.7	-0.5	-3.2	
		Swiss Franc-Euro	1.34	-0.9	-4.9	-11.8	
	America	Argentina (peso-dollar)	3.93	0.1	0.3	3.5	
		Brazil (real-dollar)	1.78	0.1	-2.2	-8.8	
		Colombia (peso-dollar)	1896	-0.2	-3.4	-9.3	
		Chile (peso-dollar)	539	0.3	0.4	-0.1	
		Mexico (peso-dollar)	13.07	3.0	2.0	-1.4	
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.82	-0.1	-0.8	-6.4	
		Japan (Yen-Dollar)	87.70	-1.8	-5.0	-8.6	
	Asia	Korea (KRW-Dollar)	1226.31	1.4	0.9	-3.4	
		Australia (AUD-Dollar)	0.846	-2.8	0.9	6.2	
	Comm. (chg %)		Brent oil (\$/b)	72.3	-7.5	-4.2	10.2
		Gold (\$/ounce)	1201.8	-4.3	-0.4	28.9	
		Base metals	473.4	-1.9	0.0	16.4	
Stock markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	9408	-1.3	1.4	-3.1	
		EuroStoxx 50	2551	-3.0	-3.2	7.3	
		USA (S&P 500)	1026	-4.7	-6.9	14.5	
	America	Argentina (Merval)	2209	-4.7	-1.3	39.9	
		Brazil (Bovespa)	61127	-5.7	-2.9	20.0	
		Colombia (IGBC)	12389	-1.1	0.5	24.1	
		Chile (IGPA)	18739	-1.7	3.2	26.1	
		Mexico (CPI)	31355	-3.8	0.1	30.4	
		Peru (General Lima)	13866	-2.3	-1.9	7.5	
		Venezuela (IBC)	65176	0.1	3.0	46.0	
	Asia	Nikkei225	9204	-5.5	-7.2	-6.2	
		HSI	19905	-3.8	0.6	9.3	
	Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	131	4	11	16
			Itraxx Xover	585	36	26	-153
Sovereign risk		CDS Germany	44	-1	1	11	
		CDS Portugal	306	-18	-25	239	
		CDS Spain	262	12	9	181	
		CDS USA	37	-1	-2	---	
		CDS Emerging	276	20	3	-113	
		CDS Argentina	1002	36	-124	-998	
		CDS Brazil	142	11	8	-36	
		CDS Colombia	152	3	-6	-54	
		CDS Chile	105	6	5	-25	
		CDS Mexico	139	11	8	-69	
		CDS Peru	138	10	5	-44	

Sources: Bloomberg, Datastream and JP Morgan

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。”