

全球

每周观察

马德里，7月23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

欧洲压力测试和美联储的缓慢加息

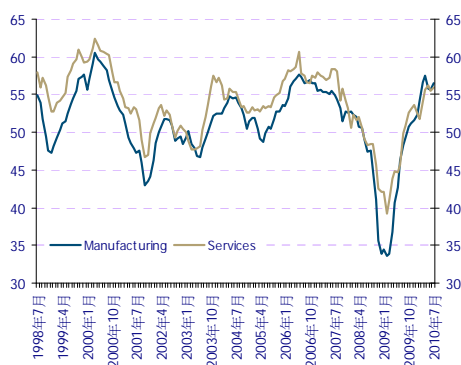
美国和欧盟的情况差异扩大在这周变得更加清晰。欧洲的宏观经济数据，例如7月的采购经理人指数(PMI)，出人意料的高，不过主要的担忧还是在压力测试和其影响上。不算太差的宏观数据和强大的压力测试正是在2009年将美国拯救回来的两个要素。

不过在今年，大西洋的另外一边，关注点还是着眼于二次经济触底。伯南克在议会的发言中提到美联储依然认为风险在增加。伯南克重复声明如果经济出现显著减速的话美联储可能施行的方案，但是他“超过一般”的不确定性是美联储更加谨慎的一个原因。我们调整了美联储预测，现在预计2011年美联储基准利率会逐步上升。

…新兴市场第一次出现货币政策差异化的信号

巴西的央行决定上调利率50基点（而不是75个基点），Banxico最近的动作表明一些拉丁美洲的国家注意到复苏的情况并不是特别早也不是特别快。但是在亚洲，强劲的增长（如同我们对韩国下周数据的预期）依然对实行进一步紧缩的政策施加压力。

图1
欧元区：采购经理人指数调查



来源：Markit Economics

图2
欧元-美元汇率以及预测（月平均）



来源：BBVA 研究部

要点

美联储预计会在2011年第三季度上调利率

基于不确定的展望和上升的通胀，美联储会保持低利率在一个更长的时间。BBVA收回了之前的基准预测（将第一次上调利率的时间从2011年的第一季度调至2011年第三季度）

欧元是否会继续升值，中期对欧元汇率的看法

欧元最近兑美元回升很多，但是我们认为最近的欧元强劲是一个短期因素，我们认为美元会在中期进一步强势。

巴西：巴西货币政策强度开始减缓

央行上调了SELIC 50个基点至10.75%。这个决定巩固了巴西收紧货币政策将比预期减缓的看法。

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

全球利率
Aurora Galán

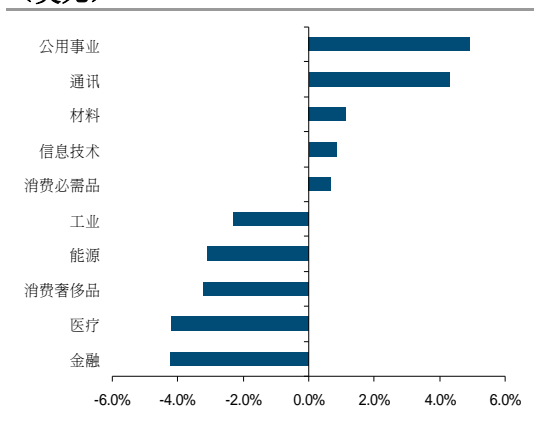
aurora.galan@grupobbva.com
+34 91 537 78 41

对经济周期的担忧反应在股票市场的行业表现上

对美国经济周期的怀疑明显反应在S&P500的行业表现上。和几个月前周期性行业和防御性行业有一点不同，因为疑虑主要在金融风险上，现在股票市场上下跌的过程中，表现最好的是食品和饮料行业，烟草行业，公共设施和电讯业。重要的一点是，如果我们真的是走向二次触底而不是我们预期的那样仅仅是复苏过程中的减速，防御性行业一般来说应该表现得更像是市场的安全天堂，如同在以前的危机中一样。到现在，争论仍然集中在国家的金融稳固程度和金融系统的稳固程度上，而这个讨论建立在“没有避险天堂”的假设上。

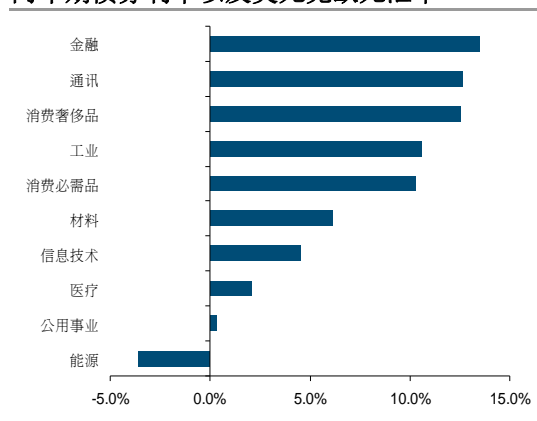
但是欧洲的行业趋势并不明朗，因为争论依然在另外一个主题上（金融和主权风险，压力测试）。而周期性的和防御性的行业在股票下跌过程中是绑在一起的。

图3
S&P 500 经济部门表现 5/7/2010-7/23/2010
(美元)



来源： BBVA 研究部

图4
两年期债券利率以及美元兑欧元汇率



来源： BBVA 研究部

要点

经济分析

金融情况

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

美国

Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com
+1 713 881 0663

Kristin Lomicka
kristin.lomicka@bbvacompass.com
+1 713 881 0655

巴西

Enestor Dos Santos
Enestor.dossantos@grupobbva.com
+34 915376887

美联储预计2011年第三季度才会上调利率

BBVA研究部将美联储第一次上调利率的时间从2011年的第一季度调至2011年第三季度。最近的经济趋势显示经济显著的变缓，增长的步伐在今年下半年会减弱。就业情况可能会持续拖慢经济增长，并很有可能影响美联储政策决定。当劳动力市场在改善的同时，不过这个改善的步伐并不足以作为一个明显的失业率改善的指标。另外，新的风险由于欧盟主权债务问题而出现，这显著增加了金融市场和经济展望的不确定性。另外，通货膨胀预期依然低迷，核心通胀预期在到2012年都会保持在低位。基于不确定的展望和低通胀的风险，美联储会保持利率在低位更长时间。另外，如果国内的风险进一步增加，美联储可能会重启量化宽松措施来保证金融稳定。

欧元是否会进一步升值，对欧元汇率中期的看法

欧元近期对美元反弹很多，达到了1.3的水平。我们是否会看到欧元再次复活而是否有空间进一步升值？还是说这个近期的动静预计不会持久？我们认为第二个情况更有可能。最近的欧元升值明显是由于对欧元区危机的担忧下降，特别是对西班牙的情况，尤其在西班牙的国债成功标售之后；而之前的美元快速升值是对欧洲如何处理危机的担忧造成的。同样，最近的美国数据负面影响使得美元受压。但是现在认为欧洲债务危机结束还是过早；下午的压力测试结果是现在的核心。但是即使风险趋避显著下降，我们认为基本面仍将不断支持美元。不仅是因为美国的增长较欧盟高，而金融风险则较低（这反应了美国的货币政策退场会较早），还因为欧元区受到原先财政巩固的困扰；所有的因素都会导致回避走弱。总的来说，我们认为欧元强势只是临时的，我们认为美元在中期继续保持强势。

巴西：巴西的货币紧缩政策开始减缓

周三，央行上调了SELIC50个基点至10.75%。在上两次货币政策会议中，上调都达到了75个基点。紧缩政策步伐的减速与最近的增长和通胀指标缓和有关，同样也是对于全球增长减速的考虑。货币政策管理机构的决定巩固了巴西货币紧缩周期将会比预期减缓的看法。在几周前，许多人预测SELIC年末将在12%-13%之间。现在，即使是我们11.75%的利率预测也比较高。风险明显是下行风险。本周会议记录将在下周公布，将会给我们提供多一点关于以后的货币政策决定的方向。

日程表：核心指标

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 7938

US

Kristin Lomicka
kristin.lomicka@bbvacompass.com
+1 713 881 0655

亚洲

Ricard Torne
ricard.torne@bbva.com.hk
+852 2582 3198

Serena Zhou

serena.zhou@bbva.com.hk
+852 2587 9717

墨西哥

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com
+52 5556214143

美国：真实GDP（季度比，年化）（2010年第二季度，7月30日）

预测： 3.2% 市场预期： 2.5% 前期： 2.7%

评论：经济预计在第二季度扩张加速超过一季度。财政刺激和存货持续支持经济增长，但是私人需求暂无变化。对设备和软件的商业投资在二季度增多，但是消费支出增长依然低迷。市场影响：二季度增长的负面数据可能会显示出经济的脆弱并增加对是否进行额外的财政刺激的争论。

美国：消费者信心（7月，7月27日）

预测： 52.4; 市场预期： 52.0; 前期： 52.9

评论：7月消费者信心预期会下降，在今年晚些时候持续保持在平均水平。即使就业情况开始改善，家庭开始担忧复苏的缓慢进程。市场影响：消费者信心的减速会支持我们对消费者支出减速会在下半年继续放缓的预期。消费者在等待更多的雇佣和对经济展望的更加确定。

欧盟：通货膨胀季度预测（7月，7月30日）

预测： 1.6% 同比 市场预期： 1.8% 同比; 前期： 1.4% 同比

评论：我们预期广义通胀在7月再次加速0.2个百分点，尽管基于销售影响和西班牙的增值税攀升（这会使得消费者价格的转换相较之前更加缓和，这是由于私人消费的疲软），这充满不确定性。当季快报的预测无法提供核心通胀的资讯，我们对核心通胀率预期平稳。市场影响：负面的消息可能会显著影响市场，这可能被理解为消费者信心和支出的进一步混乱。

欧盟：失业率（7月，7月30日）

预测： 10%; 市场预期： 10%; 前期： 10%

评论：6月份失业率预计会保持稳定，与今年初所观察到的相似，并受到第二季度经济反弹的支持。但是，失业率的趋势将会在下半年增加一些（差不多0.3个百分点），和我们对疲软经济增长的预测一致。市场影响：失业率增加到10.1也是有可能的，这可能被理解成新一轮的经济活动的下行风险，而对经济信心造成负面影响。

韩国：GDP增长（2010年第二季度，7月26日）

预测： 6.7% 同比 市场预期： 7.1% 前期： 8.1%

评论：由于外需增加，劳动市场和消费者信心恢复，我们预期第二季度增长动力强劲。市场影响：高过预期的GDP数据可能增加对利率上调的预期，本月韩国央行进行了第一次利率上调。不管怎样，强劲GDP增长会被理解为全球经济巩固的信号，尽管韩国和亚洲下半年的增速预期会放缓。

墨西哥：IGAE经济活动指标，5月（7月27日）

预测： 0.3%; 市场预期： na ; 前期： 0.0%

评论：基于4月的变化，工业和服务会支持月度活动指标。来自汽车制造的数据（2.9% 月环比，1-4月平均 0.8%）和零售数据变好是2010年的二季度的GDP增长的利好信号。市场影响：较高的波动和延迟的对应参考日限制了IGAE对市场的影响，但是考虑到市场对周期性数据的敏感性，墨西哥负面的数据会对市场造成影响。

Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.49	-3	-4	-1
		2-yr yield	0.56	-2	-12	-43
		10-yr yield	2.95	2	-19	-71
	EMU	3-month Euribor rate	0.89	2	14	-4
		2-yr yield	0.75	-2	22	-57
		10-yr yield	2.70	9	10	-78
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.284	-0.6	3.9	-9.7
		Pound-Euro	0.83	-1.1	1.0	-3.5
		Swiss Franc-Euro	1.35	-0.4	-0.5	-11.0
	America	Argentina (peso-dollar)	3.93	-0.1	0.1	3.2
		Brazil (real-dollar)	1.76	-1.2	-1.3	-6.9
		Colombia (peso-dollar)	1863	-0.9	-1.5	-5.5
		Chile (peso-dollar)	520	-2.0	-3.4	-3.6
		Mexico (peso-dollar)	12.78	-1.3	0.9	-3.4
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.82	0.0	-0.1	-5.7
		Japan (Yen-Dollar)	87.36	0.8	-2.1	-7.9
	Asia	Korea (KRW-Dollar)	1198.63	-1.4	0.1	-4.1
		Australia (AUD-Dollar)	0.893	2.6	2.8	9.3
	Comm. (chg %)		Brent oil (\$/b)	77.2	2.4	0.9
		Gold (\$/ounce)	1191.0	-0.2	-4.2	25.2
		Base metals	474.4	1.0	-1.4	11.8
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	10278	2.9	7.2	-1.5
		EuroStoxx 50	2703	2.2	2.2	4.7
	America	USA (S&P 500)	1092	2.6	1.7	11.6
		Argentina (Merval)	2360	3.4	2.6	40.9
		Brazil (Bovespa)	65705	5.4	2.8	20.7
		Colombia (IGBC)	13221	2.3	5.8	28.5
		Chile (IGPA)	19972	2.1	5.8	29.8
		Mexico (CPI)	32616	2.6	0.9	22.4
		Peru (General Lima)	14091	1.3	-0.2	1.8
		Venezuela (IBC)	64294	-0.7	-0.5	40.9
	Asia	Nikkei225	9431	0.2	-5.0	-5.2
		HSI	20815	2.8	0.4	4.2
	Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	115	-3	-14
Itraxx Xover			515	-20	-44	-137
Sovereign risk		CDS Germany	41	1	-2	11
		CDS Portugal	275	-12	-48	219
		CDS Spain	203	-17	-62	138
		CDS USA	37	1	0	---
		CDS Emerging	234	-12	-29	-110
		CDS Argentina	849	-73	-124	-971
		CDS Brazil	120	-6	-14	-25
		CDS Colombia	128	-8	-25	-52
		CDS Chile	90	-4	-9	-8
		CDS Mexico	121	-6	-11	-53
		CDS Peru	114	-7	-19	-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。”