

全球 每周观察

马德里, 2011年01月21日

新兴市场国家增长强劲

经济分析

金融情况
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com
(+34) 91 374 44 32

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

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

Cristina Varela Donoso
cvarela@grupobbva.com
(+34) 91 537 7825

Leanne Ryan
leanne.ryan@grupobbva.com
(+34) 91 537 8432

美国
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com
+1 713 881 0604

亚洲
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk
+852 2582 3218

新兴市场国家（EM）国内的强劲增长以及不断上涨的商品价格增加了通货膨胀的预期，为利率正常化进程铺平了道路。这一进程在如下一些国家和地区已经开始：中国、香港、韩国、新加坡和巴西。我们认为，亚洲和拉丁美洲的政策制定者将会把注意力集中在控制通货膨胀方面，同时也可能会采取一些其他措施来防止货币升值。

在中国，最近的经济指标显示出一个非常强劲的增长势头（2010年国内生产总值增长率上升至10.3%）。主要数据表明，消费支出和投资强劲。潜在通货膨胀压力依然很大（非食品部分和房地产价格呈现进一步增长态势）。

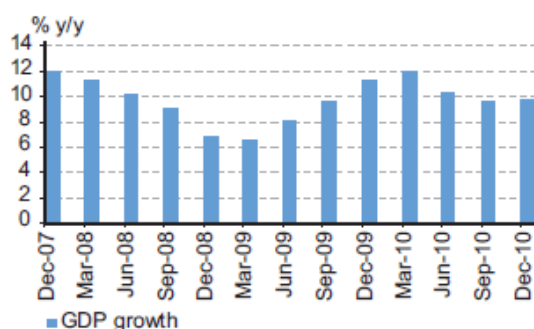
市场使主权风险降低

种种迹象表明，要等到3月份，才会出台完整的一揽子措施以解决欧洲深陷债务危机的国家面临的资金和偿债问题。如果周边国家继续他们所预期的改革，主权风险3月份之前都可能保持稳定态势。在这方面，西班牙议会有望在下周五通过养老金改革。同时，西班牙政府正在采取新的措施来推进银行重组。另一方面，其他因素可能会对市场造成一定影响，如爱尔兰3月份的选举，以及与希腊最近可能进行的债务重组有关的讨论。

下周我们将继续关注……

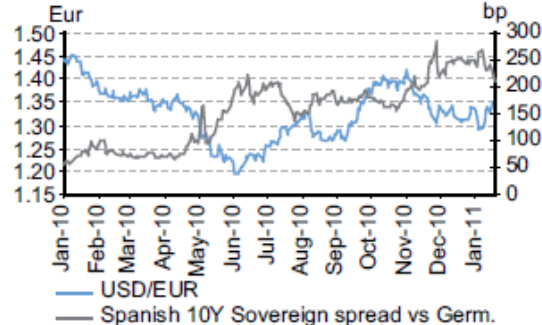
美国联邦市场委员会的会议将把策略重心集中到适度降低通货紧缩风险，但还没有到对经济增长和通货膨胀风险过多忧虑的时候。主要的注意力依然集中在经济复苏上。因此，我们预计货币政策立场以及“二次量化宽松”都不会改变。在欧元区，我们预计欧洲金融稳定基金发行首批债券可以很好地反映出市场如何看待欧元区主权风险。

图1
中国四季度 GDP 增长超过预期



来源: Bloomberg 以及 BBVA Research

图2
欧元美元汇率和西班牙德国 10 年期国债息差



来源: Bloomberg 以及 BBVA Research

要点

通货膨胀展望

由于内需的疲软，我们认为发达国家的通货膨胀问题并不严重。而新兴市场国家情况刚好相反。

新兴市场国家的货币政策困境

通货膨胀压力不断加剧，我们预计中央银行会更大幅度地收紧货币政策，并允许本币出现一定幅度的升值。

市场

市场分析

欧洲宏观策略

首席分析师

Nicolás Trillo
nicolas.trillo@grupobbva.com
+34 91 537 84 95

全球利率

首席分析师

Pablo Zaragoza
pzaragoza@grupobbva.com
+34 91 374 38 64

大宗商品

Pedro Moreno
pedro.m_alonso@grupobbva.com
+34 91 537 88 89

不断攀升的商品价格没有全面反映现货市场的状况……

2010年末到2011年初，一些特定因素影响到了能源和食品供给。澳大利亚的洪灾影响到了这个占全球煤炭产量近乎一半的地区，这意味着在短期内，对煤炭替代品如燃料油和柴油的需求可能会更加旺盛。此外，阿拉斯加与美国之间的输油管也出现了问题（每日60万桶），亚伯达的油砂工厂发生了大火（每日11万桶），这都减少了短期内的供应。农产品方面，“拉尼娜”现象可能带来的阿根廷供给问题将玉米价格推升至6.5美元以上，达到了2008年以来的最高点。但全球的形势并没有如此严峻，对美国存货的预测达到了15年来的最低水平。

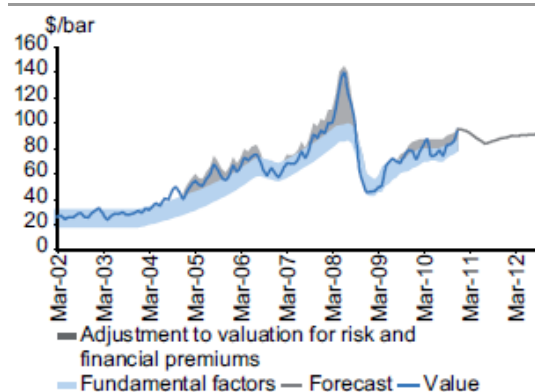
我们认为，虽然在长期内，市场对供给短缺存在一定程度的感知，但总体来看，供给方面并不存在根本性的问题。在任何情况下，我们应当牢记，当前价格的快速上涨会刺激企业进行新的投资以扩大生产能力，从而会增加市场供给。在金属行业，我们已经看到高企的价格导致了投资的显著增加，虽然这些投资需要几年才能见到成效。

在我们看来，当前不断攀升的物价没有全面反映现货市场的状况。至少我们可以看到流向商品领域的投资仍在减少。石油作为基础产品，在中长期内供给会逐渐趋紧，同时，金属锌和镍来年的供给会非常充裕。至于农产品，虽然我们认为最坏的情况已经过去，但受阿根廷产出的影响，我们预计市场在3月份之前会处于波动状态。在短期，物价还面临着压力，但是，如果供给方面未来没有更多的负面因素，物价就会趋于稳定。最后，虽然小麦存货状况远远好于玉米，但其他谷物面临的价格压力会继续推升小麦价格，稳定的供给会导致小麦价格下降。总之，在中期内，虽然我们仍然预计未来几个月石油价格会有微小的下降，但与金属和农产品价格相比，石油得到了更多的支持。

……但是，他们导致利率上升

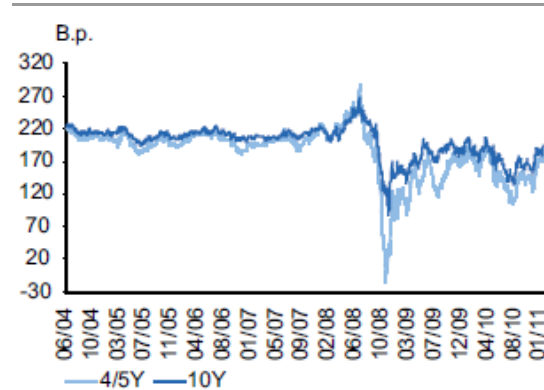
这周的影响因素是英国的通货膨胀，3.7%的增速导致了自去年5月以来从来没有出现过的市场敏感性。（见法国的通货膨胀平准）由于考虑到通胀压力是暂时的，我们更加坚定地认为利率已经接近其最高点，这与平准利率难以超过近来出现的最高水平是相一致的。

图3
布伦特原油价格



来源：Datastream 以及 BBVA Research 预测

图4
法国：通货膨胀平准



来源：Datastream 以及 BBVA Research 预测

要点

通货膨胀展望

考虑到近期对通货膨胀担忧的好转，我们决定对主要经济区域的通货膨胀状况进行展望。关于通货膨胀的趋势，我们可以将国家区分为三组。第一组包括那些没有显著通货膨胀压力的国家，如美国，其物价上涨将会持续，但上涨速度适中。美国经济疲软的问题依然存在，冲击不会影响到通货膨胀的预期。第二组由欧元区 and 墨西哥组成，这两个区域的通货膨胀率高于中央银行的目标（虽然墨西哥的通货膨胀率位于中期目标的下限）。墨西哥的通货膨胀率在12月达到了最高水平4.4%，受基期效应的影响，我们预计会出现快速的下降。在欧元区，当前的通货膨胀率上升应当是暂时的，受能源通胀基期效应和布伦特原油较低价格预期的影响，能源的价格在未来几个月会处于一个较低的水平，因此，从2011年二季度开始，通货膨胀率将会开始下降。此外，由于这两个区域国内需求方面不存在通货膨胀压力，核心通货膨胀率将会保持在一个低水平。最后，第三组包括的那些国家，由于不断上升的商品价格和不断增加的国内压力，通货膨胀正在变成他们非常担忧的问题，如拉丁美洲和亚洲国家地区。我们正在调高亚洲2011年的通货膨胀预测（长期平均），同时，我们的基准也包含了不断上升的通货膨胀率。总体通货膨胀率水平预计会保持在一个温和的水平：首先，供给方面的因素有可能是暂时的；第二，正如我们的基准中所反映的那样，一个趋向潜在水平的适度增长率应当有助于减小需求压力。在政策方面，政府增加供给和保证主要产品分配的措施也应当有助于减小通货膨胀压力。此外，货币紧缩和本币升值有助于控制通货膨胀。基于以上情况，我们预计大多数亚洲国家的通货膨胀率会在2011年中期达到顶点，之后会逐渐降低。

新兴市场国家的货币政策困境

自去年下半年，新兴市场国家通过实行资本管制和延缓利率上升来抑制本币的升值，但这种方式正在改变。面对日益增加的通货膨胀压力和封闭的产出缺口，亚洲国家的政策制定者已经从促增长转移到维持物价稳定上来。一些政府采取多种价格管制措施（迄今为止很有限）。更重要的是，在货币政策方面，利率正常化正在进行，如韩国（2011年1月）、泰国（2011年1月）、中国（2010年12月）和中国台湾（2010年12月）采取的加息措施。我们预计中央银行在2011年会维持紧缩的政策，中国台湾还会有4次每次12.5个基点的加息，中国、印度、印度尼西亚和韩国还会有3次每次25个基点的加息。同时还可能出台其他定量政策如调整准备金率和实行公开市场操作来吸收流动性。在强大的通货膨胀压力下，我们预计中央银行会加大政策紧缩力度。在这种情况下，资本流入会通过允许本币升值和冲销干预步伐的减缓来吸收。进一步的宏观审慎政策可能被用来限制资本流入，但我们预计不会出现严格的资本管制。关于拉丁美洲国家，我们认为如果供给冲击产生第二轮的效应，中央银行就会增加政策的紧缩力度。巴西在这周采取了加息措施（50个基点），这些国家还会加强对资本的管制，实行宏观审慎政策以避免汇率的进一步上升。总的来说，随着一些货币的升值，政策的紧缩倾向会使风险增加。

经济分析

金融策略

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

欧洲

Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com
+34 91 5373776

美国

Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com
+1 713 881 0604

墨西哥

Julian Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com
(+52) 5556214143

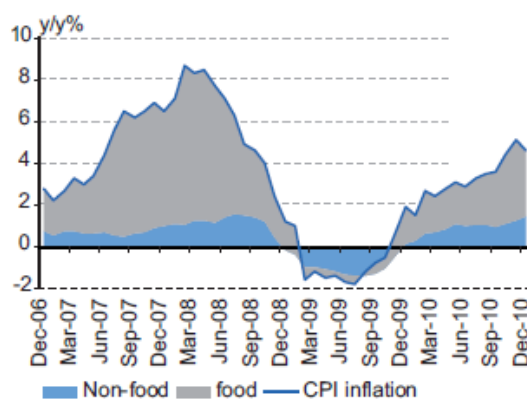
亚洲

Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk
+852 2582 3218

拉丁美洲

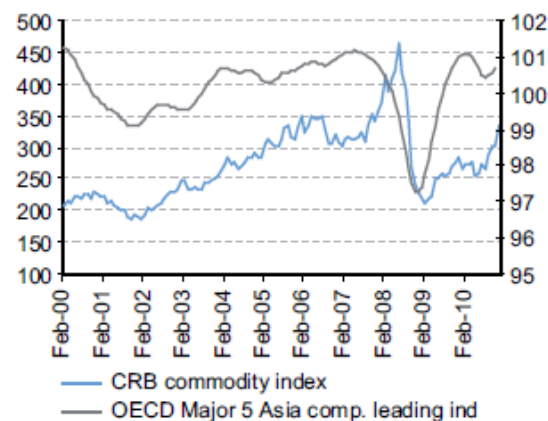
Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.cl
+ 56 2351 1200

图5
中国：CPI 通胀降低，尽管压力犹存



来源：Bloomberg 以及 BBVA Research

图6
商品价格和亚洲国家指标动态



来源：Bloomberg 以及 BBVA Research

日程表：核心指标

经济分析

欧洲

Agustín García Serrador
agustin.garcia@grupobbva.com
+34 91 374 79 38

Elvira Prades
elvira.prades@grupobbva.com
+34 91 537 79 36

美国

Hakan Danis
hakan.danis@bbvacompass.com
+1 713 843 5382

亚洲

Serena Wang
serena.wang@bbva.com.hk
+852 2582 3194

欧元区：即时PMI综合指数（1月，1月24日）

预测: 55.1 市场调查: 55.5 前期: 55.5

评论: 由于近几个月的反弹应会有所延迟且前两个季度缩减的微小下滑还在继续，我们预计1月份的PMI综合指数会较当前高点略有下降。预期的下降是由服务业部门信心指数下滑抵消了制造业情绪企稳所致。从区内各国来看，近几个月所见的分散现象不太可能开始逆转。**市场影响:** 若PMI指数跌幅超过预期则可能造成破坏性影响，因为欧洲各经济体的情绪仍沉浸在对二线国家的担忧之中。

欧元区：M3（12月，1月28日）

预测: 较去年同比增长 2.0% 市场调查: 较去年同比增长 2.0% 前期: 较去年同比增长 1.9%

评论: 虽然贷款方面的论调仍趋谨慎，没有直说其已经出现明显复苏，预计欧元区12月份的贷款数据能够反映出近几个月所见的积极情绪。尤其是，预计M3将会较前一个月进一步增长，致使年度增速上升到2.0%。从其相对方来看，预计对居民的贷款将继续以接近于去年的增速增长（月度环比增长0.2%左右），而对非金融企业的贷款增速继年初以来一直徘徊于0%之后本次可能会有小幅增长（也是月度环比增长0.2%左右）并因此自2009年8月以来首次使年度增速录得正值。**市场影响:** 若对私部门的贷款大幅下滑则可能被市场解读为欧洲各银行存在放贷困难、复苏难以维持的信号。

美国：美国联邦公开市场委员会利率决议（1月，1月26日）

预测: 0.25% 市场调查: 0.25% 前期: 0.25%

评论: 2010年12月14日举行的当年最后一次美国联邦公开市场委员会会议备忘和近期成员的讲话都表明委员会中多数拥有投票权的成员都认为美国经济增速适度，但未来几个季度的失业率仍将维持较高水平。尽管通缩风险已经有所下降，委员会成员预计通胀率将继续低于与价格稳定和最大限度就业相符的水平。我们预计美联储将维持联邦基金目标利率不变并继续推进当前的大规模资产购买计划（LSAP）直到2011年二季度末按原计划结束为止。然而，美联储将继续监测经济状况，在此过程中接下来的会议上美联储将开始考虑如何制定结束或继续大规模资产购买计划的沟通策略。**市场影响:** 如果美联储暗示或宣布改变当前的货币政策，利率将很快对该消息作出反应。

美国：国内生产总值，最初值（2010年四季度，1月28日）

预测: 季度环比增长 3.3% 市场调查: 季度环比增长 3.5% 前期: 季度环比增长 2.6%

评论: 预计2010年四季度GDP增长将高于此前的预期，这主要是由于受消费者支出和出口的影响，二者均实现了超预期增长。过去三个月里，宏观经济指标（如零售销售额和出口）表明经济活动有所增长。我们的短期模型指出2010年四季度季度年化增速为3.3%。如果是这样，这将意味着美国经济2010年增长了2.9%，略高于我们基准预测的2.8%。**市场影响:** 一些经济学家预测2010年四季度GDP增幅超5%。如果美国经济以接近5%增长，那么经济学家将上调其对2011年经济增长的预期。

新加坡：CPI通胀（12月，1月24日）

预测: 较去年同比增长 4.5% 市场调查: 较去年同比增长 4.5% 前期: 较去年同比增长 3.8%

评论: 受基期效应、食品价格和住房成本上涨的影响，预计2010年通胀将以同比增长4.5%的相对高位收尾。政府意在通过加速本币升值来收紧货币政策使2011年的通胀控制在2-3%的水平。**市场影响:** 若通胀高于预期则将加大货币进一步升值的预期。

Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.30	0	0	5
		2-yr yield	0.63	6	-1	-16
		10-yr yield	3.46	13	11	-15
	EMU	3-month Euribor rate	1.03	2	0	36
		2-yr yield	1.29	14	34	18
		10-yr yield	3.19	16	23	-3
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.356	1.6	3.6	-4.2
		Pound-Euro	0.85	0.9	-0.4	-3.4
		Swiss Franc-Euro	1.30	1.1	4.4	-11.6
	America	Argentina (peso-dollar)	3.98	0.2	0.2	4.6
		Brazil (real-dollar)	1.67	-0.8	-1.5	-7.9
		Colombia (peso-dollar)	1838	-1.7	-4.4	-6.6
		Chile (peso-dollar)	492	0.6	4.9	-3.2
		Mexico (peso-dollar)	12.02	-0.4	-2.4	-7.1
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.77	-0.5	-1.0	-2.8
	Asia	Japan (Yen-Dollar)	82.77	-0.2	-1.0	-8.0
		Korea (KRW-Dollar)	1120.00	0.4	-2.8	-2.7
		Australia (AUD-Dollar)	0.990	0.0	-1.0	9.5
Comm. (chg %)	Brent oil (\$/b)	97.2	-1.5	3.8	33.5	
	Gold (\$/ounce)	1341.5	-1.5	-3.2	22.7	
	Base metals	595.3	0.8	2.6	21.0	
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	10909	5.0	7.1	-4.1
		EuroStoxx 50	2998	2.7	4.5	5.7
		USA (S&P 500)	1290	-0.3	2.5	18.1
	America	Argentina (Merval)	3691	4.3	6.2	58.3
		Brazil (Bovespa)	69881	-1.5	2.1	5.5
		Colombia (IGBC)	14974	-1.3	-3.5	29.8
		Chile (IGPA)	23062	-0.5	1.0	32.2
		Mexico (CPI)	37688	-0.8	-1.3	22.2
		Peru (General Lima)	21694	-0.5	-4.5	45.9
	Asia	Venezuela (IBC)	65851	-0.1	1.0	11.1
		Nikkei225	10275	-2.1	-0.7	-3.0
		HSI	23877	-1.7	3.6	15.2
Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	103	-2	-2	21
		Itraxx Xover	419	5	-18	-31
	Sovereign risk	CDS Germany	58	-1	1	23
		CDS Portugal	458	-23	-31	309
		CDS Spain	278	-23	-70	148
		CDS USA	43	0	0	---
		CDS Emerging	203	3	-4	-63
		CDS Argentina	549	17	-61	-483
		CDS Brazil	111	4	-3	-28
		CDS Colombia	112	4	-4	-47
		CDS Chile	79	0	-7	4
		CDS Mexico	113	4	-3	-32
		CDS Peru	110	5	-8	-27

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，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。”