

全球 每周观察

马德里, 2011年04月08日

聚焦各国央行

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

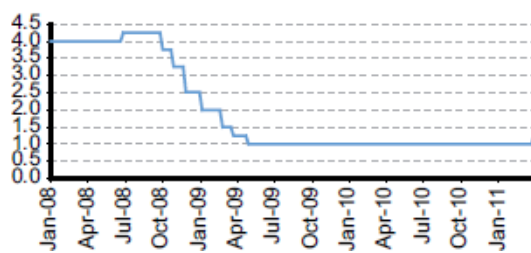
美国
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bvvacompass.com
+1 713 881 0663

本周显露出了更多有关欧洲央行和美联储将如何施行其货币政策的线索。一方面, 正如此前所料, 欧洲央行加息了25个基点。虽然欧洲央行货币政策声明的语气没有以往那么强硬了, 但特里谢仍然保持强势并发出了对第二轮通胀效应的预警。这表明欧洲央行并未把此次加息视为是先发制人的举动。我们维持对7月份会议上会再次加息25个基点的预期。之后, 我们认为欧洲央行将会被迫保持观望直至: 1) 不确定性消退; 2) 欧洲银行压力测试结果公布; 3) 流动性问题得到解决; 和4) 更多有关油价对经济影响的线索。另一方面, 上个月美国FOMC会议的备忘录又证实了我们有关二次量化宽松会按原计划进行且2011年内不会上调利率的基准预测。与部分美联储官员评论语气更趋强硬相反, 备忘录显示大部分联储官员都希望看到将二次量化宽松进行到底。美联储释放了美国经济已更趋平衡的信号, 虽然他们认为油价的上涨是暂时的, 但通胀或存在上行风险。我们认为, 能源价格上涨对核心通胀指数的传导程度是需要监测的一个因素, 因其可能预示着美联储货币政策态势的转变。此外, 中国再度加息25个基点, 已逼近其收紧周期的尾声。我们预计其还会在2011年加息一次并上调法定存款准备金率100个基点。秘鲁也在本周上调了利率。

葡萄牙的救助称不上重大事件

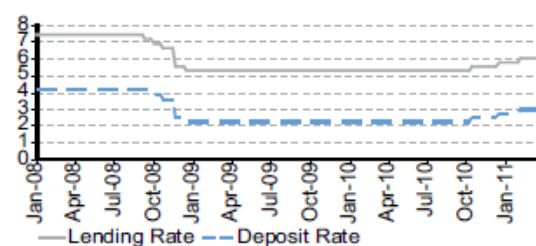
葡萄牙宣布寻求救助此前已基本被市场参与者预料到了。虽然我们认为这是一个会减少市场不确定性的决定, 但我们认为葡萄牙的风险溢价不会显著收窄。救助的细节还有待确定。我们预计对葡萄牙进行救助的金额总计将达800亿欧元左右并将通过EFSM/EFSF和IMF提供的附条件的贷款进行融资。救助计划将更加侧重于结构性改革, 而非财政整合。对欧元区风险溢价而言的一个积极信号是, 市场依然清楚西班牙和葡萄牙的区别。昨天, 虽然欧洲央行和IMF对西班牙结构性改革的进展表示了支持, 但西班牙仍不能在加快改革进程方面有丝毫怠慢。我们认为欧洲主权债务危机正在好转, 但还没有得到彻底地解决。经济方面, 最重要的问题是油价上涨会在何种程度上影响经济指标的表现。下周中国将公布诸如通胀、新增贷款等的重要数据。美国也将公布3月份CPI和工业产值等数据。

图1
欧洲央行利率



来源: Bloomberg

图2
中国利率



来源: Bloomberg

要点

油价: 一次冲击, 巴西和墨西哥的不同结果

墨西哥将享受到油价上涨带来的周期性增长动力, 而巴西则会受到直接的负面影响。

美国和欧元区经济增速的差距将会扩大

...因为石油和货币政策上的限制将会使欧元区经济增速放缓。

市场

市场分析

欧洲宏观策略

首席策略分析师

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

全球汇率

首席策略分析师

Dustin T. Reid
Dustin.Reid@bbvany.com
+1 212 7281707

全球利率

欧洲和美洲利率

José Miguel Rodríguez Delgado
josemiguel.rodriguez@grupobbva.com
+34 91 374 68 97

全球股票和信贷策略

Javier Requena
javier.requena@grupobbva.com
+34 91 537 83 99

欧洲银行的新一轮资本重整

上周的金融债收紧主要是由两个原因所致：1) 欧洲银行的新一轮的资本重整。德国商业银行宣布一项金额为110亿欧元的募集资本计划，意大利联合圣保罗银行也宣布将再筹集50亿欧元的资金。从资信的角度看这些增资是非常积极的并应有助于银行迎接即将到来的压力测试；且2) 爱尔兰央行宣布估值折扣将不会适用于优先债券持有人，至少不会适用于受到爱尔兰央行最近压力测试的爱尔兰银行的优先债券持有人。

市场对葡萄牙寻求救助反应温和

除了葡萄牙寻求援助之外，惠誉还全面下调了葡萄牙资产担保债券的评级。总的说来，市场对葡萄牙寻求金融援助的决定反应不大，且葡萄牙的问题目前还没有蔓延到西班牙。因此，金融救助的消息宣布之后，西班牙的5年期信用违约掉期仅扩大了2个基点，现为2.03%。

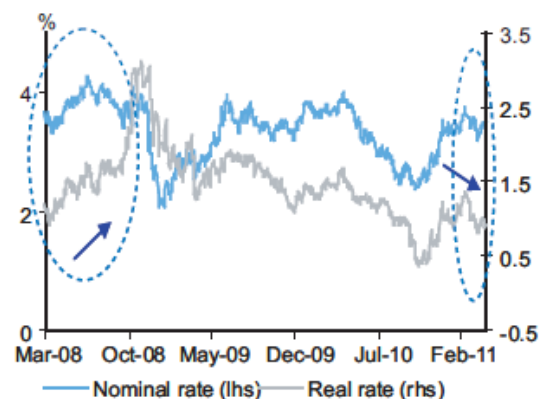
美国国债盈亏平衡点创新高

上周，美联储诸成员通过评论传递了强硬、温和混杂的信息，美国国债收益率走势受此影响很大。这凸显了美联储内部在确定通胀风险时存在的分歧。事实上，在本周公布的上次FOMC会议的备忘录中已对近期盈亏平衡利率的上涨有了更多的提及。后者目前正处于自2008年以来的最高水平。然而，现在的情况与2008年的不同之处在于现在的这一变动不仅仅能从名义利率的向上压力得到证明，实际利率的下滑也能说明问题（事实上，自2月底以来其已修正了差不多40个基点）。这或能反映出：1) 虽然全球风险已经有所减弱，但对避险资产的需求仍然存在；2) 市场对美国的周期性复苏以及这一积极趋势是否会在当前的刺激政策退出之后继续持续有一定程度的怀疑和不确信。我们不能排除现阶段的因素会继续推升通胀预期的可能，特别是在原材料价格继续制造波动的情况下（布伦特原油价格为122美元/桶）。尽管如此，由于名义利率会继续受到实际利率的牵制，这一变动应会有限。事实上，从某种程度上说，这已经发生了；当2年期国债利率达到2月份高点的时候，10年期国债利率仍与其高点相差20个基点。

套利交易环境持续

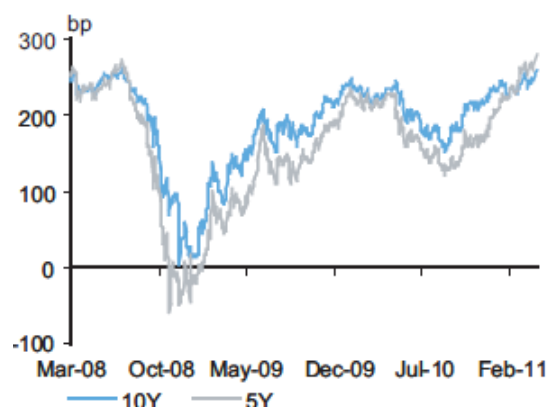
上周美元兑多数主要货币继续走低，仅对日元有所升值。事实上，顺周期的套利交易环境持续，如巴西雷亚尔等高收益货币和其他商品相关货币表现突出。G7国家的干预威胁诱使外汇市场卖空低收益货币并选择高收益货币以获取额外收益，这被市场视为是“基本没有风险的交易”。

图3
美国10年期国债名义和实际利率



备注：基于 TIPS
来源：Bloomberg 和 BBVA Research

图4
美国国债盈亏平衡通胀率



备注：基于 TIPS
来源：Bloomberg 和 BBVA Research

要点

经济分析

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

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

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

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

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

油价：一次冲击，巴西和墨西哥的不同结果

石油价格冲击的影响取决于石油在该国经济所扮演的角色，即主要是该国为石油出口国还是石油进口国的问题。石油出口国会享受来自进口国的大量资金流入，但对其经济的最终影响还取决于诸如以下几个因素：1) 意外的石油收入（支出）在储蓄和支出间的分配机制；和2) 缓冲对企业和居民成本冲击的可能性。

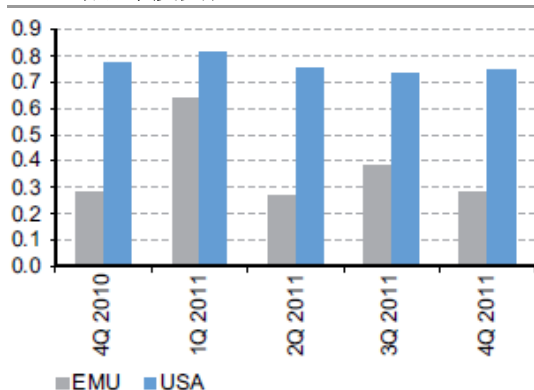
墨西哥是石油出口国，其石油开采和分配由公家垄断。政府的收入中有三分之一都来自石油，且预算外收入中仅有三分之一会存入稳定基金。此外，政府还对汽油价格实行了隐性补贴，这能够减少成本增加对居民的影响（接近居民2011年收入的1%）。因此，看起来墨西哥将享受到石油价格上涨及其与美国经济的紧密联系对该国经济的周期性上涨推动。通胀的向上压力会限制可支配收入的实际增长，但补贴和较小的需求压力也会限制价格的上涨。

在巴西，石油价格上涨应会减轻盐下项目的筹资并因此刺激今后的石油生产。然而，石油价格冲击的直接影响却十分不利，尤其是因为其加剧了通胀压力。过去几个月里通胀高于预期的两个原因在于石油价格的攀升和仍然强劲的国内需求（3月份通胀较去年同比上升了6.3%）。2011年底的通胀预期已升至6.0%左右，大大高于4.5%的目标值。虽然现在央行似乎已经更能容忍通胀了（这意味着其信誉度会下降），但某些限制性政策的执行将会抑制今年的GDP增长，最多不超过4%。

美国和欧元区经济增速的差距将会扩大

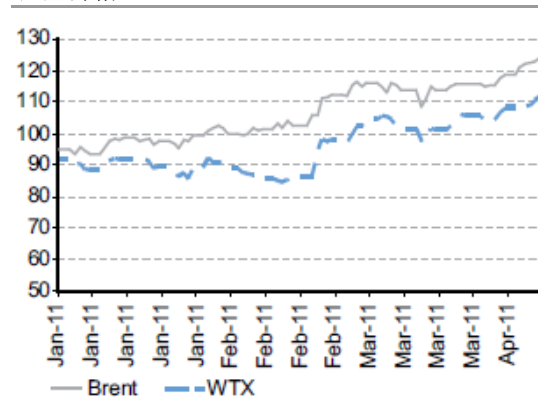
3月份美国和欧元区的信心指标均有小幅恶化。这一结果表明继高于预期的经济增长之后，两地的经济活动均可能在一季度达到了顶峰。尽管如此，还没有证据表明欧元区和美国的经济增长将在下个季度面临严重的放缓。然而，中东及北非地区的动荡导致的油价上涨和欧元区在财政整合的情况下加息（我们预计欧洲央行2011年会加息50个基点）都将使欧元区接下来几个季度的经济增速放缓，特别是在今年下半年。因此，2011年欧元区GDP预计将增长1.7%，与2010年录得的增幅大致相当。在美国，油价的上涨将会抵消就业和投资方面的积极影响，阻止经济增长进一步加速并消除我们预测面临的向上风险。因此，我们预计美国GDP增速会在未来几个季度与2011年一季度保持相当或小幅下滑。我们维持对2011年美国GDP增长3.0%的预测。欧元区经济增速放缓和美国经济的稳定增长共同表明美国和欧元经济增速的差距将会扩大，特别是在今年下半年。这会进一步阻止欧元对美元升值。

图5
GDP 增长季度变化



来源：BBVA Research

图6
石油价格



来源：Bloomberg

日程表: 核心指标

经济分析

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

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

亚洲
Xia Le
xia.le@bbva.com.hk
+852-2582 3132

欧元区: 工业产值 (2月, 4月13日)

预测: 月度环比 0.7% 市场调查: 0.7% 前期: 0.2%

评论: 由于截止到3月的软数据显示年初工业部门表现强劲, 我们预计2月份工业产值会进一步增长。下周大部分国家的数据都会陆续公布, 但已经公布的德国数据十分强劲, 为我们的预测提供了支撑。同时, 虽然国内的订单能够起到带头作用, 对国外需求形成补充, 软数据也显示工业复苏或将在未来几个月里有所放缓。**市场影响:** 若数据大幅低于预期则会被市场解读为经济增长的放缓程度高于预期。

欧元区: HICP通胀 (3月, 4月15日)

预测: 年度同比 2.6% 市场调查: 2.6% 前期: 2.4%

评论: 我们预计最终的 HICP 数据会证实 3 月份消费者通胀的进一步加速上升, 略快于最初的预期, 其背后的原因则是商品价格的上涨。由于意料之中的冬季促销之后非能源工业品价格的反弹, 核心通胀的上升也略有加速。加工食品价格指数或会进一步上涨, 而服务通胀则会维持基本稳定。特别是, 季节性因素组成的调整会推升核心通胀。**市场影响:** 若核心通胀太过出乎意料则会被认为是商品价格上涨对消费者通胀上升且更为持久的间接效应的进一步证据, 加剧对未来几个月出现第二轮影响的恐慌。

美国: 消费者价格指数, 核心消费者价格指数 (3月, 4月15日)

预测: 月度环比 0.5%, 0.2% 市场调查: 0.5%, 0.2% 前期: 0.5%, 0.2%

评论: 2 月份消费者价格指数的上涨主要是由石油和食品价格上涨所致。能源产品的价格指数较去年同比增长了 19.3%, 而能源服务的价格指数却仅增长了 0.2%。总体通胀出现了自 2009 年 6 月以来的最大单月涨幅。核心价格指数方面, 住房价格指数不在对核心通胀构成拖累, 其在过去 5 个月里平均每月增长了 0.1%。我们认为近期石油价格的上涨是暂时的, 因此不会对价格稳定构成长期威胁, 至少现在是这样。我们预计石油价格的上涨将继续推高核心通胀。然而, 从能源价格到核心价格指数的转嫁效应仍将有限。**市场影响:** 若消费者价格指数, 特别是核心价格指数的增长超过了市场的预期, 则意味着传导程度更大, 并会因此使通胀预期上升。

美国: 工业产值指数 (3月, 4月15日)

预测: 月度环比 0.7% 市场调查: 0.5% 前期: 0.0%

评论: 2011 年头两个月工业产值的增速低于预期。虽然区域制造业、ISM 制造业和 ISM 服务业指数均显示经济增长强劲, 但美联储却称过去两个月里工业产值平均每月仅增长了 0.1%, 远远低于 2010 年平均 0.6% 的增速。我们预计工业产值将继续以每月 0.7% 的速度增长, 表明 3 月份经济增长强劲, 与其他宏观经济指标相符。**市场影响:** 若 3 月份工业产值保持相对稳定, 金融市场应会对经济复苏的可持续性和复苏强度产生质疑。证券市场将受到负面影响。

中国: 实际GDP增长 (2011年1季度, 4月15日)

预测: 年度同比 9.3% 市场调查: 9.3% 前期: 9.8%

评论: 继去年经济的快速增长后 (全年经济增长了 10.3%), 市场将关注一季度的 GDP 增速并从中寻找经济软着陆的迹象。与 GDP 数据一并公布的还有许多其他月度经济指标, 包括通胀和信贷增速。我们预计一季度年度同比 GDP 增速会放缓至 9.3%, 与 1、2 月份零售销售和信贷增速的放缓以及政府最近采取的货币收紧措施 (包括本周三的再度加息) 相符。**市场影响:** 若该数据高于预期则会再次引发对政府采取更严厉收紧措施的担忧, 对金融市场产生负面影响。

Markets Data

		Close	Weekly change	Monthly change	Annual change	
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.29	-2	-2	-1
		2-yr yield	0.82	2	13	-23
		10-yr yield	3.59	15	12	-29
	EMU	3-month Euribor rate	1.29	4	12	65
		2-yr yield	1.90	8	17	93
		10-yr yield	3.48	11	19	32
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.444	1.6	3.8	7.2
		Pound-Euro	0.88	-0.2	2.6	0.5
		Swiss Franc-Euro	1.32	0.0	1.8	-8.4
	America	Argentina (peso-dollar)	4.05	-0.1	0.6	4.5
		Brazil (real-dollar)	1.58	-2.6	-4.7	-11.0
		Colombia (peso-dollar)	1816	-2.0	-3.2	-5.7
		Chile (peso-dollar)	470	-1.2	-1.7	-8.9
		Mexico (peso-dollar)	11.74	-0.8	-1.8	-3.7
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.77	-1.4	0.0	-2.5
	Asia	Japan (Yen-Dollar)	85.20	1.2	2.9	-8.6
		Korea (KRW-Dollar)	1082.65	-0.4	-3.1	-2.7
		Australia (AUD-Dollar)	1.054	1.6	4.4	13.0
Comm. (chg %)	Brent oil (\$/b)	124.5	4.9	7.4	46.8	
	Gold (\$/ounce)	1470.0	2.9	2.7	26.5	
	Base metals	634.3	1.5	2.9	25.2	
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	10918	1.8	3.4	-4.2
		EuroStoxx 50	2986	0.8	1.7	-0.2
		USA (S&P 500)	1339	0.5	1.5	12.1
	America	Argentina (Merval)	3457	-0.4	0.0	38.9
		Brazil (Bovespa)	69139	-0.2	2.8	-3.2
		Colombia (IGBC)	14669	2.1	-3.4	18.6
		Chile (IGPA)	22359	0.6	5.3	24.6
		Mexico (CPI)	37472	-0.8	2.8	10.7
		Peru (General Lima)	21148	-1.9	-4.6	34.4
		Venezuela (IBC)	70366	0.1	4.1	17.1
	Asia	Nikkei225	9768	0.6	-7.8	-12.8
		HSI	24396	2.5	2.5	9.9
Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	96	-2	-5	17
		Itraxx Xover	363	-11	-23	-58
		CDS Germany	38	-6	-10	5
	Sovereign risk	CDS Portugal	549	-21	51	389
		CDS Spain	204	-14	-49	74
		CDS USA	40	0	-3	---
		CDS Emerging	196	-4	-10	-21
		CDS Argentina	562	-13	-29	-313
		CDS Brazil	107	-3	-3	-18
		CDS Colombia	104	-4	-8	-37
		CDS Chile	59	-4	-6	-26
		CDS Mexico	101	-2	-5	-13
		CDS Peru	132	-7	20	10

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。”