

# 每周观察

## 全球

马德里, 2011年04月29日

## 美联储维持温和论调

上次的美联储货币政策会议证实了在今年二季度按计划完成大规模资产购买计划之后将采取逐步的退出策略（详见美联储观察）。美联储的这种谨慎货币政策与欧洲央行的强硬论调大不相同。事实上，4月份“即时”HICP通胀（2.8%）的意外上升导致6月份加息的可能性有所加大。下周，欧洲央行可能维持1.25%的利率不变，但会维持强硬的政策态势，甚至可能释放将于6月进行下次加息的信号，包括在其声明中使用“高度警觉”这一措辞。由于近期的经济数据表现疲软，我们还预计英国央行会维持货币政策不变。受到油价上涨的影响，新兴市场经济过热的风险加大，促使相关地区的央行更愿意允许本币升值并收紧货币政策。我们预计印度和菲律宾会在下周的政策会议上宣布加息。

### 新兴市场经济增长势头强劲，发达国家的实际数据依然良好

本周，发达国家实际经济数据的积极表现表明今年一季度的经济活动发展十分良好。尽管如此，美国一季度的GDP增速却低于预期。此外，经济信心指标也显示未来几个季度的经济增速会有所放缓，特别是在欧元区。与此同时，新兴国家的经济活动和价格数据继续高于预期。

### 信息流仍然对二线国家构成挑战

欧洲二线国家再次出现资金紧张的局面。最近欧洲的政治事件表明其他国家已不太愿意对这些国家提供金融援助，特别是，芬兰的选举结果加大了是否支持葡萄牙金融救助计划的不确定性（对该计划的讨论预计将于5月中旬开始）。此外，市场一直十分紧张并将希腊在2013年ESM框架生效之前进行债务重组的预期反映在交易价格上（德国包括财政部长在内的官员的评论中暗示了存在这样的可能性）。相反，欧洲央行的官员却强烈否认了这种可能，因为这一可能性将释放引发银行业危机的危险信号。我们认为，这样的争论将使二线国家的风险溢价维持在高位，直到欧盟也遇到二线国家的偿付能力问题为止。下周，市场和欧洲央行委员会将主要关注美国4月份的ISM制造业指数和就业数据，以及中国4月份的PMI指数。我们预计这些指标的积极趋势会持续，但美国相关经济指标的增速会有所放缓。

### 经济分析

金融情况  
Sonsolos Castillo  
[s.castillo@grupobbva.com](mailto:s.castillo@grupobbva.com)  
(+34) 91 374 44 32

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

Javier Amador  
[javier.amador@grupobbva.com](mailto:javier.amador@grupobbva.com)  
(+34) 91 537 3161

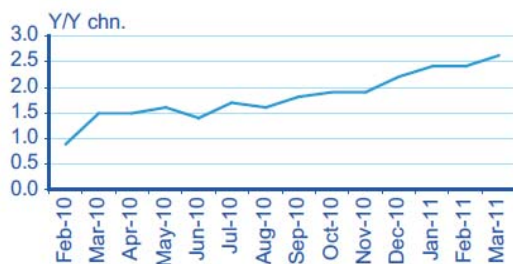
Cristina Varela Donoso  
[cvarela@grupobbva.com](mailto:cvarela@grupobbva.com)  
(+34) 91 537 7825

Leanne Ryan  
[leanne.ryan@grupobbva.com](mailto:leanne.ryan@grupobbva.com)  
(+34) 91 537 8432

欧洲  
Miguel Jiménez  
[mjimenez@grupobbva.com](mailto:mjimenez@grupobbva.com)  
+34 91 537 37 76

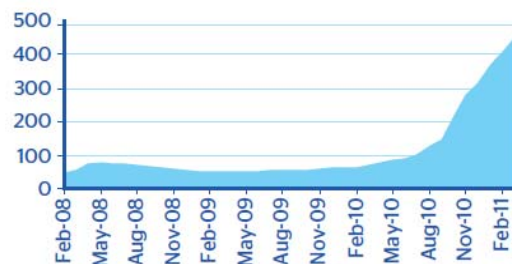
美国  
Nathaniel Karp  
[nathaniel.karp@bbvacompass.com](mailto:nathaniel.karp@bbvacompass.com)  
+1 713 881 0663

图1  
欧元区CPI估计值



来源: Bloomberg

图2  
香港人民币存款总额



来源: Bloomberg

## 要点

### 密切关注人民币的国际化进程

人民币贸易结算交易和离岸存款有所增加。

### 美国债务限额引发短期争论...

...但过去数周提出的预算草案是迈向整合的第一步。

### 欧洲银行强势回归初级市场

今年以来，西班牙的银行和储蓄银行的融资金额超过300亿欧元。

# 市场

## 市场分析

### 全球利率

首席策略师

Pablo Zaragoza

[pzaragoza@grupobbva.com](mailto:pzaragoza@grupobbva.com)

+34 91 37438 64

### 欧洲和美洲利率

José Miguel Rodríguez Delgado

[josemiguel.rodriguez@grupobbva.com](mailto:josemiguel.rodriguez@grupobbva.com)

+34 91 374 68 97

### 全球汇率

首席策略师

Dustin T. Reid

[Dustin.Reid@grupobbva.com](mailto:Dustin.Reid@grupobbva.com)

+1 212 7281707

### 欧洲证券和信贷策略

策略师

Javier Requena

[javier.requena@grupobbva.com](mailto:javier.requena@grupobbva.com)

+34 91 53783 99

## 希腊风险导致欧债收益率曲线趋缓

希腊债务重组的相关评论是最近几周影响欧债收益率走势的主要因素。这一因素，以及最近几天（复活节周）所记录的有限交易量突出表明了市场正在针对潜在的估值进行折扣定价，导致两年期希腊债券收益率达到23%。这对如西班牙和意大利等其他欧洲二线国家债券造成了一定的连锁反应，并增强了10年期德国债券的避险效果。与此同时，短期债券利率几乎未受影响，仍旧对价格数据更为敏感（4月份最新的通胀数据达到两年来的最高点）。

在美国，国债利率的避险效应也打了折扣，但各期限债券收益率的变动更趋平行；此外，虽然利率已修正了约20个基点，2年期与10年期国债收益率的斜率却基本保持稳定。伯南克在最近一次会议后的声明仍然反映出温和的经济前景，这应会使短期国债利率保持窄幅波动，而长期国债利率可能会对财政风险和有关扩大债务限额的争论十分敏感。

## FOMC声明显示近期美元会渐趋疲软

由于市场已经大量做多欧元/美元的外汇交易，且对欧洲央行年内再度加息的预期已经过多地反映在交易价格上，我们仍然认为欧元/美元汇率会继续走低，尽管如此，美国与德国的10年期国债利差的收窄速度却有所加快，高油价维持的时间也超过了我们此前的预期。除了这一因素，随着风险偏好的提高，流出传统套利交易资金的货币偏好美元，且美联储的措辞温和，表明我们短期的欧元对美元汇率预测存在一定的风险。另外，除非美联储周三的行动会导致大量短期美元获利回吐（这是我们没有设想到的），那么资金继续流入高收益及地方市场货币将不足为奇。显然，在拉丁美洲范围内，近来已有大量资金流入巴西雷亚尔、墨西哥比索、哥伦比亚比索和智利比索，而没有受到各自国家监管机构的干涉。只要监管层保持旁观者的身份，那么，看来美联储将继续提供充足的流动性，允许套利交易继续存在，这可能会使美元十分苦恼。

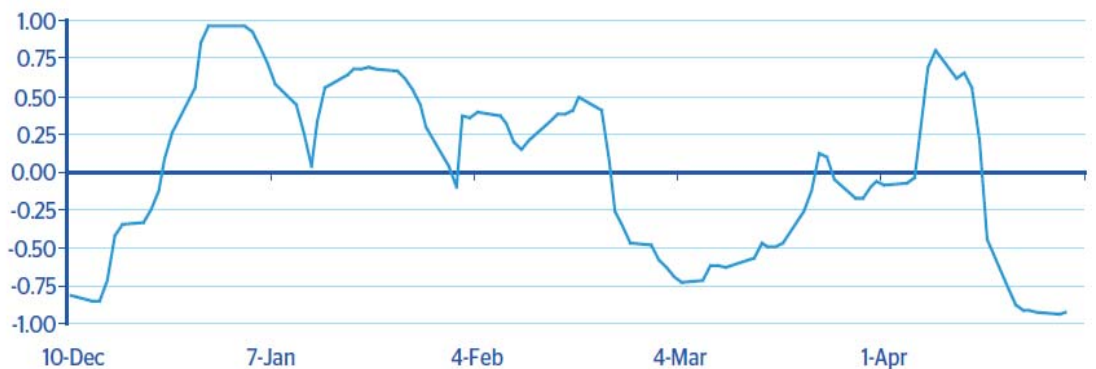
## 市场获得向上动能，但美元和主权风险对欧洲构成了阻碍

在周期性行业（科技、消费和工业）的带动下，标准普尔500指数似乎要考验1370-1400点的长期阻力位，原因有以下几点：1）美联储的声明指出极低的利率至少还会持续6个月；2）极其疲软的美元推动美国公司收益增长；以及3）随着越来越多的企业公布今年一季度经营成果，我们看到一季度企业收益处于增长态势。

另一方面，尽管面临着美元疲软和主权风险加大的挑战（后者是因为出现了可能的希腊债务重组的更多争论），EuroStoxx也表现积极。

图3

2年/10年期国债斜率与10年期希腊利率的相关性



来源：Bloomberg 和 BBVA Research 预测

## 要点

### 密切关注人民币的国际化进程

正如之前广为宣传的, 中国正着力使人民币迈向国际化(详见经济观察: 人民币跨境贸易结算)。自2008年宣布以来, 人民币贸易结算交易金额和离岸存款一直保持着稳步增长。根据2011年一季度的最新数据, 人民币跨境结算交易金额已达3603亿元人民币, 较上季度增长了13.9%, 致使中国以人民币结算的贸易量占比从2010年全年的2.5%增长到7%。与此同时, 香港的人民币存款——最主要的离岸人民币中心——2月份已超过4000亿元人民币(图5), 已较去年三季度翻了一翻(但可能其中大部分是反映对人民币升值的预期, 而非使用人民币进行贸易结算)。政策方面, 当局正在考虑一系列进一步深化人民币离岸用途的方法, 包括: 1) 扩大试点项目在国内的覆盖范围(现在仅覆盖了20个省/自治区); 2) 促进其他离岸人民币中心的发展, 特别是新加坡; 3) 鼓励在香港发展更多的人民币金融产品; 以及我们认为最重要的一点: 4) 可能放宽对人民币以FDI形式流入的限制(目前还没有公布任何细节)。香港的人民币债券发行正在继续稳步进行, 且第一次在中国之外, 在香港的证券交易所进行以人民币计价的股票发行(由汇贤房地产投资信托公司发行)。

### 美国债务限额引发短期争论

标准普尔上周威胁降低美国AAA资信评级对民主党和共和党之间有关美国预算和债务限额原本就已高度紧张的争论火上浇油。标准普尔称“风险加大”--“中长期的财政挑战”得不到解决是将美国评级展望调整为“负面”的原因。事实上, 预算的争论和债务限额的情况使民主党和共和党之间展开了一场漫长的拔河赛, 但过去几周里各党提出的预算提案是美国可能迈向整合的第一步。两党提案的最大不同在于, 共和党的提案力图削减福利支出, 而总统奥巴马的提案则是计划将更多的负担转嫁给富人。概括地说, 奥巴马的目标是在未来12年里削减4万亿美元, 而Ryan的提案则要求在未来10年里削减6万亿美元。虽然政治上的边缘政策提高了信噪比, 从长期来看, 我们认为这一进程会向一个可靠的削减方案迈进。至于债务限额, 虽然政治家们可能会暂时小幅扩大债务限额并延期对这一问题做出决定, 但最终他们还是会引发相关的市场动荡。

### 欧洲银行强势回归初级市场

过去的这个季度里, 欧洲银行的发行量大增。尤其是, 一些西班牙银行和储蓄银行趁风险溢价下降和稳定的时机, 今年以来已发行金额已超过300亿欧元。尽管如此, 只有部分的西班牙机构能够叩开初级市场的大门, 约占西班牙金融系统的40%。这部分西班牙机构的发行活动有以下几个特征: 1) 多数新发行的债券都是资产担保债券, 相较于优先的无担保债券, 这更能保障债券持有人的利益; 2) 发行的利差大于历史水平, 但发行的价格随着时间的流逝变得更优; 以及 3) 期限略长于前几个月的发行。至于其他的欧元区国家, 目前只有具备实力的机构能够发行债券(与西班牙的情况相符), 但有时候价格会更低。毋庸置疑, 近期的发行活动将使机构可以通过这种较可接受的方式对大量的债务进行再融资。在这样的背景下, 市场的积极趋势将继续保持, 而主权风险将处于可控水平, 但由于未来的事件可能会令市场感到失望从而导致风险, 市场仍将十分敏感。

#### 经济分析

亚洲  
Stephen Schwartz  
[stephen.schwartz@bbva.com.hk](mailto:stephen.schwartz@bbva.com.hk)  
+852 2582 3218

美国  
Hakan Danis  
[hakan.danis@bbvacompass.com](mailto:hakan.danis@bbvacompass.com)  
+1 713 843 538

金融情况  
María Martínez Álvarez  
[maria.martinez.alvarez@grupobbva.com](mailto:maria.martinez.alvarez@grupobbva.com)  
(+34) 91 537 66 83

Leanne Ryan  
[leanne.ryan@grupobbva.com](mailto:leanne.ryan@grupobbva.com)  
(+34) 91 537 8432

# 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  
+1 713 843 538

### 亚洲

Fielding Chen  
fielding.chen@bbva.com.hk  
+852-2582 3132

## 欧元区：工业生产者价格指数 (3月, 5月3日)

预测：月度环比 0.6%      市场调查：月度环比 0.6%      前期：月度环比 0.8%

**评论：** 预计3月份生产者价格指数会继续上升，但受商品价格增速放缓的影响，预计增幅会较前几个月有所降低。尽管如此，一季度整体的工业通胀应会有所反弹（尤其是因为其在1月份大幅上涨），加之国内需求的更趋旺盛，最终可能会导致间接的通胀效应超过此前的预期。**市场影响：** 工业通胀大幅上升会导致市场对第二轮影响的恐慌，促使市场将欧洲央行进一步收紧货币政策的预期体现在交易价格上。

## 欧元区：零售销售额 (3月, 5月4日)

预测：月度环比 0.0%      市场调查：月度环比 0.1%      前期：月度环比 0.1%

**评论：** 我们预计3月份零售销售额仍会停滞不前，导致一季度整体的经济增长呈现平缓态势（2010年四季度出现小幅下滑）。这些数据表明年初欧元区的私人消费依旧疲软，但没有显示出明显的放缓迹象，因此会对季度GDP的增长有正面的贡献。**市场影响：** 零售销售额大幅下滑会被市场解读为居民支出增长的不确定性增加，尤其是欧洲二线国家会受到财政支出大幅削减的影响，因此会使市场对其向上动能的疑虑增加。

## 美国：ISM 制造业指数 (4月, 5月2日)

预测：60.0      市场调查：59.6      前期：61.2

**评论：** 7月份ISM制造业指数从61.4下滑至61.2，是该指数连续第二个月处于高于50的扩张区间。这表明制造业在继续扩张且当前正处于自1984年1月以来的第四高位。除库存指数以外的所有子指数均有所增长，价格指数显示出通胀压力。价格已连续第四个月上升且指数已达85。我们预计ISM制造业指数会小幅下滑，但仍远远高于50。**市场影响：** 若ISM制造业指数大幅下跌则意味着今年二季度的制造业指数会放缓并对金融市场产生负面影响。

## 美国：非农就业人数 (4月, 5月6日)

预测：18.5万      市场调查：18.0万      前期：21.6万

**评论：** 3月份非农就业人数增长了21.6万人，自2010年2月以来美国经济已创造新增就业岗位149.2万个。虽然私人部门就业新增了23万，但地方政府的财政问题却迫使其裁掉了更多的雇员。自2010年5月以来，政府部门的岗位已减少了81.4万个。由于3月份就业市场增长强劲，失业率从8.9%下滑至8.8%，比2010年11月份的水平低了1.0个百分点。3月份的替代失业率，即包含了处于劳动力边缘和因经济原因而兼职的劳动者的失业率，也下滑到了15.7%。我们预计非农就业人数当前的积极趋势会持续，但增速会有所放缓，且油价的上涨会对其构成短期威胁。**市场影响：** 如果4月份的非农就业人数远远低于市场预期，则表明经济增长有所放缓并会拖累股票市场。

## 中国：PMI (4月, 5月1日)

预测：54.2      市场调查：54.0      前期：53.4

**评论：** 由于中国一季度GDP增长快于预期（同比增长9.7%）且3月份通胀上升（同比上升5.4%），市场将关注采购经理指数以寻找经济过热的迹象。继3月份出现四个月以来的首次上涨之后，我们预计4月份PMI指数会再度上升。**市场影响：** 若该指标高于预期将加强对进一步采取货币收紧措施预期。

## Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.27	0	-3	-7
		2-yr yield	0.63	-3	-16	-34
		10-yr yield	3.31	-8	-13	-34
	EMU	3-month Euribor rate	1.39	3	15	72
		2-yr yield	1.79	3	3	102
		10-yr yield	3.26	0	-8	24
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.485	2.0	5.1	11.9
		Pound-Euro	0.89	1.2	1.3	2.7
		Swiss Franc-Euro	1.29	-0.1	-0.8	-10.1
	America	Argentina (peso-dollar)	4.08	0.0	0.9	5.0
		Brazil (real-dollar)	1.57	0.5	-3.6	-9.1
		Colombia (peso-dollar)	1769	-0.8	-5.8	-9.4
		Chile (peso-dollar)	460	-1.5	-4.5	-11.6
		Mexico (peso-dollar)	11.54	-0.5	-3.2	-6.1
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.82	-0.2	0.3	-1.2
	Asia	Japan (Yen-Dollar)	81.34	-0.7	-1.8	-13.5
		Korea (KRW-Dollar)	1069.10	-1.2	-2.7	-3.8
		Australia (AUD-Dollar)	1.095	2.0	6.0	18.2
Comm. (chg %)		Brent oil (\$/b)	125.5	1.2	9.0	43.5
		Gold (\$/ounce)	1543.7	2.4	8.5	30.9
		Base metals	618.9	-1.4	-0.9	21.3
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	10871	2.7	1.3	3.6
		EuroStoxx 50	3010	2.5	2.5	6.9
		USA (S&P 500)	1361	1.8	2.5	14.7
	America	Argentina (Merval)	3377	-1.1	0.0	40.9
		Brazil (Bovespa)	65879	-1.8	-3.1	-2.4
		Colombia (IGBC)	14424	0.6	0.8	15.3
		Chile (IGPA)	22605	0.7	3.9	25.3
		Mexico (CPI)	36749	-0.2	-1.2	12.4
		Peru (General Lima)	19723	4.9	-9.6	24.5
	Asia	Venezuela (IBC)	73785	4.1	3.1	20.3
		Nikkei225	9850	1.7	1.5	-10.9
		HSI	23721	-1.7	1.1	12.4
Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	97	-2	-6	9
		Itraxx Xover	352	-11	-34	-74
	Sovereign risk	CDS Germany	43	-1	-1	-2
		CDS Portugal	659	0	84	379
		CDS Spain	242	-6	24	83
		CDS USA	45	0	4	---
		CDS Emerging	203	0	-3	-18
		CDS Argentina	590	19	-9	-261
		CDS Brazil	107	-2	-6	-17
		CDS Colombia	102	0	-9	-45
		CDS Chile	60	-1	-3	-24
		CDS Mexico	100	-2	-6	-15
		CDS Peru	164	16	25	43

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](http://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。”**