

每周观察

全球

马德里, 2011年05月06日

对经济硬着陆的过度担忧

经济分析

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

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

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

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

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

由于对亚洲新兴国家实行更严格紧缩政策的担忧以及美国和欧元区近期经济数据的走弱, 投资者一直在对风险资产进行获利了结。我们认为, 经济指标的这种结果证实了我们对美国和欧元区复苏步伐放慢的基本情况假设, 尽管这可能造成市场预期出现一定下调, 使得增长不太令人乐观。四月份, 美国ISM指数骤降。然而, ISM制造业指数仍处于健康水平(60.4), 劳动力市场也正在改善。在欧元区, 经济数据在四月份出现一定缓和, 但仍预示着弹性增长, 且各国差异较大。四月份, 欧元区综合PMI确定为57.8, 这相当高。同时, 三月和四月零售销售和服务业PMI指数的下降表明, 欧元区的国内需求仍很弱。总之, 我们预计, 鉴于私人投资较高的积极贡献以及净出口和个人消费带来的较低积极贡献, 下周欧元区第一季度GDP增长将从2010年第四季度的0.3%增至0.6%。根据近期经济数据, 我们预测未来几个季度的增长趋势将减缓。

新兴经济体的过热风险仍然存在

在拉美国家, 三月份智利GDP(15.2% 年度同比)和巴西工业生产数据表明, 强势增长将继续。此外, 整个地区的通货膨胀压力正在增大。在亚洲, 在强劲活动指标和不断攀升的通货膨胀背景下, 区域内各国中央银行正加强其紧缩措施。中国四月份PMI指数出现一定程度缓和, 有助于减轻人们对于急剧紧缩的担忧。然而, 我们对中国经济软着陆的基本情况假设保持不变(参见要点)。

欧洲央行不太强硬的立场。正如广泛预期那样, 欧洲央行维持利率不变, 仍旧为1.25%。其声明与以前非常相似, 并未暗示六月份将进一步加息, 尽管通货膨胀出现令人惊讶的增长。然而, 我们认为, 其货币政策可称为“仍然是适应性的”, 欧洲央行正在为其六月份会议上对变化的措辞做准备, 预示着七月份的政策会议或将提高利率25个基点。我们保持2011年仅会再提高一次利率的基本情况假设, 但我们倾向于欧洲央行可能在2012年初再次提高利率, 从而使官方利率在年底前达到1.75%。

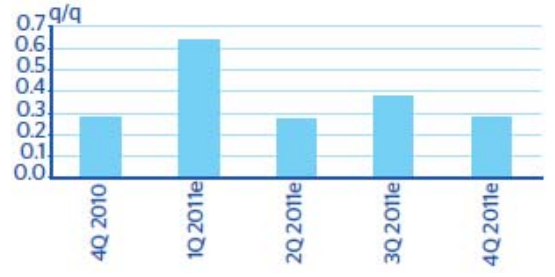
下周: 欧元区2011年1季度GDP以及四月份中国和美国的CPI都将成为市场关注的焦点。

图1
制造业增长趋缓



来源: Bloomberg

图2
欧元区GDP增长预测



来源: BBVA Research

要点

葡萄牙的金融援助计划正确关注结构性改革
 这是一个措施平衡的优秀改革计划。

中国四月份PMI(采购经理指数)有所缓和为市场所乐见

鉴于经济过热风险, 缓和为市场所乐见, 目前, 下周数据成为关注焦点。

欧元强势或美元弱势?

美元将向其均值回归, 但根据经验, 这一趋势需要一定的时间。

市场

市场分析

欧洲和美洲利率

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

全球证券和信贷分析

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

全球外汇

首席分析师

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

美国—欧洲10年期收益曲线分化趋势产生正收益差

OECD国家分处不同的周期，特别是欧洲和美国，造成曲线明显分化。作为该趋势的一部分，国际商品价格近期上涨正对大西洋两岸产生不同影响：一方面，欧洲仍然更加关注通货膨胀风险，而美国的注意力则放在可能出现的增速下滑上（最新数据暴露出人们的疑虑，且支持Bernanke的声明，即利率将在“延长期”内保持在零水平）。这意味着，在上周，鉴于欧洲央行可能采取更加强硬的立场以及美国数据走弱，10年期德国和美国政府债收益差在两年内首次为正值。

与市场预期相反，Trichet在其声明中并未运用通货膨胀“高度警觉”的字眼。这缓和了市场对近期的强势预期（至少在七月份之前不会提高利率）。随着市场针对这一情况做出调整，对美国的收益差将回归正常水平。

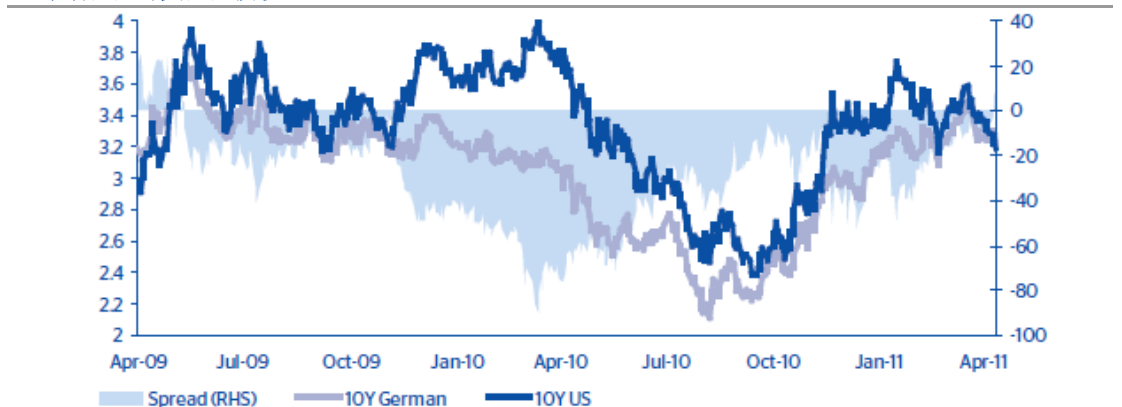
市场短期仍然有大量欧元兑美元的多头仓位

在过去数月内我们已经注意到，非商业性机构总体上保留非常少量美元，而欧元兑美元多头及套息交易较为普遍。欧洲央行在5月5日星期四召开的记者招待会上在其声明中未提及“高度警觉”的字眼，使外汇市场处于困惑之中。我们认为，欧洲央行未提到“高度警觉”意味着它不会在六月份提高利率，但我们仍认为七月份将提高利率25个基点。实际上，在正常情况下，对外汇市场来说，六月份或七月份提高利率25个基点的详细信息不应成为一个重大事件，但我们注意到，过去数月的市场激烈震荡。众多欧元多头的清仓离场以及在石油和商品市场的获利了结使得欧元兑美元汇价在Trichet 5月5日记者招待会后大跌，凸显了欧元多头（和美元空头）所面临的高风险程度。我们仍然认为，在其它关键推动因素中，市场主要关注欧洲央行和联邦利率政策的分化趋势，因此，美国的近期数据将尤为重要，因为它与未来数周至数月的美汇走势休戚相关。尽管周四欧元兑美元大跌，如果商品/风险偏好仓位继续平仓离场，欧元兑美元汇价或将趋向于我们的近期预测的1.4000上下水平；然而，持续上升的风险偏好可能使得5月5日星期四之后的走势在一定时候回调。

股票市场价格数据略逊预期

随着2011年第一季度结果的逐步公布，美国 and 欧洲市场企业盈利势头的增长使得对2011-12年预测的压力降低。另外，有所缓和的西班牙主权风险（反映在了葡萄牙获得财政援助后西班牙与其它周边国家主权风险相关性的明显降低）有助于降低股票风险溢价。然而，美国 and 欧洲的最新宏观数据都令人失望，表明近期相应股市价格将“见顶”。在这种情况下，日常消费品、商品相关行业（能源和基本资源）、金融以及工业等行业可能会从近期高位进行一定回调。

图3
10年期德国与美国国债收益



来源: Bloomberg 和 BBVA Research

要点

葡萄牙的援助计划正确关注结构性改革

葡萄牙已接受了国际货币基金组织-欧盟-欧洲央行三方总计780亿欧元的一揽子援助计划，该计划3月16日需提交至欧洲经济及财政事务理事会批准。我们不认为芬兰或其它国家的政治梗阻会阻碍计划获得批准，该计划还得到了葡萄牙主要政党的支持。制约条件包括相当于约占GDP十分之一的财政措施，这与政府以前的巩固方案是一致的，但在实现的措施方面更加详细，包括提高税收（通过减少免税）、减少许多领域的开支以及雄心勃勃的私有化计划。如果增长不像三方预测的那样悲观（2011年和2012年为-2%），则必要的财政举措将会减少（约8个百分点）。无论如何，计划主要关注结构性措施，鉴于葡萄牙较低的增长潜力，我们认为这是正确的。劳动力市场改革会大幅降低解雇成本，并加强对解决失业问题的激励措施。另外，计划还涉及许多领域的详细措施，包括卫生、网络、教育、司法系统、公共采购和住房等。解决银行业问题的综合措施也获得批准，如提高资本需求以及使银行系统对潜在的进一步加压更具有弹性。总之，这是一个措施平衡的优秀改革计划，而且是六月份大选后新一届政府所面对的一项艰巨任务。

中国四月份PMI（采购经理指数）有所缓和为市场所乐见

中国上周公布的四月份采购经理指数（PMI）数据表明，增长势头出现一定缓和。PMI从三月份的53.4%降至52.9%，低于预期。重要的是，PMI指数仍处于扩张区（+50）。缓和应有助于减少对经济过热的担忧。PMI指数下降在很大程度上是由于新订单和出口订单的减少。市场观察人士将密切关注下周公布的一系列关于四月份通货膨胀、投资、零售和信贷增长的月度数据，看是否有进一步缓和的迹象。随着三月份通货膨胀的进一步加剧（同比增长5.4%，远高于政府4%的舒适水平，第一季度GDP同比增长9.7%），过热风险加剧，这促使政府在最近几周采取进一步的货币紧缩政策。市场信心在对经济过热和硬着陆的担忧之间徘徊。我们关于经济软着陆的基本情况假设仍维持不变。

欧元强势或美元弱势？

欧元早先的升值趋势可能归结为美元走弱，而并非欧元走强。美元实际有效汇率处于创记录的低水平。尽管欧元兑美元均衡汇率估计似乎有所增长（我们现在估计约为1.25），但美元USD对欧元仍有进一步的升值空间，因为前者被低估了。因此，美元将均值回归，但根据经验，这一趋势需要一定的时间。问题不在于是否会回归，而是何时回归。短期内美元不可能反弹，因为：1）美国尚未进行外部再平衡；2）货币政策的趋势预计在短期内不会变化；3）美国没有进行财政调整的明显迹象。总之，在中期，美元兑欧元相对现时价位一定会大幅升值。然而，在缺乏明显触发因素的情况下，我们倾向于美元在短期内可能持续走弱。只要双方货币政策的分化趋势缩小（可能从2012年第二季度开始），美元将逆转其走势，尽管其水平仍低于以前，因为美元的基值可能降至1.25的水平附近。

经济分析

欧洲
Miguel Jiménez
mjimenez@grupobbva.com
+34 91 537 37 76

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

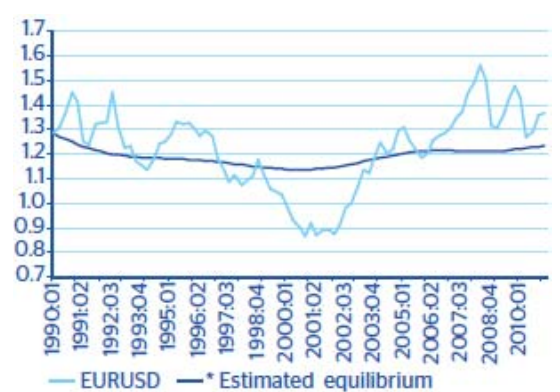
金融情况
Javier Amador
javier.amador@grupobbva.com
(+34) 91 537 3161

图4
中国制造业 PMI



来源: Bloomberg

图5
美元-欧元汇价和均衡汇率估计



来源: Bloomberg 和 BBVA Research

日程表：核心指标

经济分析

欧洲

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

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

欧元区：工业生产（3月，5月13日）

预测：月度环比 0.5% 市场调查：0.8% 前期：0.5%

评论：我们预计三月份工业生产将进一步增长，但增速较慢，这与四月份制造业调查的结果是一致的。大多数国家的数据将于下周公布。在服务业迅速恢复以及建筑业在去年四季度受天气因素影响表现下滑后反弹的情况下，这些数据与我们对第一季度经济活动反弹的预期是一致的。展望未来，软数据还表明，工业复苏可能在未来数月内减缓，尽管国内订单可能率先弥补外部需求。**市场影响：**若结果大大逊于预期，则可能被市场解读为欧元区经济增长将比预计减缓更多。

欧元区：GDP（1季度，5月13日）

预测：季度环比 0.6% 市场调查：0.6% 前期：0.3%

评论：我们预计第一季度对国民收入的首次估计将显示 GDP 按季环比增长 0.6%。现有短期数据表明，欧元区的经济活动在 2011 年初呈现增长势头。我们看到第一季度净出口的积极贡献。至于国内需求，我们预测个人消费将适度增长，而公共消费可能停滞，反映了实施财政紧缩措施的效果。相比之下，在天气对建筑行业产生不利影响之后，投资似乎已经恢复。然而，本次估计不会公布需求方面的详细分类统计。我们认为，特别是由于德国近期公布的强劲指标，此次预测的上行风险将增大，德国受到 2010 年底严冬的影响，一季度预计将出现反弹。**市场影响：**在周边国家仍存在较高不确定性的情况下，市场可能会对低于预期的经济增长做出消极反应。

美国：零售销售（4月，4月12日）

预测：月度环比 0.8% 市场调查：0.6% 前期：0.4%

评论：尽管劳动力市场表现疲软，消费者需求在经济复苏过程中仍保持强劲。零售销售在过去 9 个月平均按月环比增长 0.8%。然而，近期零售销售增长的相当大一部分原因与较高的油价和消费者价格有关。我们预计，部分由于较高的消费者价格推动下，零售销售将按月环比增长 0.8%。**市场影响：**如果零售销售下降，这将表明个人消费出现急剧下滑，并波及股票市场下跌。

美国：消费者价格指数，核心消费者价格指数（4月，4月13日）

预测：月度环比 0.5%, 0.2% 市场调查：0.4%, 0.2% 前期：0.5%, 0.1%

评论：经过季节性调整，三月份消费者价格按月环比增长 0.5%。消费者价格通胀在 2010 年 11 月按月环比增长 1.1%，当前通货膨胀率为 2.7%，是自 2008 年 10 月以来的第二高水平。三月份增长的主要推动因素是食品和能源价格，约占增长的 75%。在过去三月汽油指数增长 14.4% 的推动下，能源指数按月环比增长 3.5%。另一方面，油价和食品价格高企对核心价格的传递效应仍然有限。核心消费者价格（除食品和能源外的所有项目）三月份按月环比增长仅为 0.1%。我们预计，四月份，高能源和食品价格将继续推高消费者价格，但其传递效应仍然有限。**市场影响：**核心消费者价格的大幅增长可能是高油价对核心通货膨胀高传递效应的一个信号，将增加金融市场的不确定性和波动性。

中国：消费者价格指数（4月，5月11日）

预测：年度同比 5.2% 市场调查：5.2% 前期：5.4%

评论：鉴于经济过热风险，总体通货膨胀以及四月份一系列其它月度指标，如零售销售、固定投资、工业生产和信贷增长等都将备受关注。我们预计，由于三月份食品价格从高位急剧下跌，四月份通货膨胀将会有所缓和。在四月份 PMI 指数下降后，我们预计相应的经济活动指标也将缓和。**市场影响：**市场的信心将在对经济过热和更多政策紧缩的担忧（如果通货膨胀高于预期）以及经济面临硬着陆的风险（如果数据低于预期）之间徘徊。

Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change	
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.27	-1	-3	-16	
		2-yr yield	0.60	0	-23	-21	
		10-yr yield	3.22	-7	-33	-21	
	EMU	3-month Euribor rate	1.42	3	15	74	
		2-yr yield	1.79	1	-5	125	
		10-yr yield	3.20	-4	-23	40	
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.452	-2.1	1.4	14.3	
		Pound-Euro	0.88	-0.5	0.7	2.8	
		Swiss Franc-Euro	1.27	-1.2	-3.5	-10.1	
	America	Argentina (peso-dollar)	4.08	0.0	0.6	4.8	
		Brazil (real-dollar)	1.61	2.1	-0.5	-12.4	
		Colombia (peso-dollar)	1761	-0.5	-3.8	-12.8	
		Chile (peso-dollar)	466	1.2	-1.6	-12.3	
		Mexico (peso-dollar)	11.62	0.9	-1.5	-9.6	
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.81	-0.6	-0.2	-1.6	
		Japan (Yen-Dollar)	80.68	-0.7	-5.4	-12.0	
	Asia	Korea (KRW-Dollar)	1078.25	1.0	-0.6	-6.5	
		Australia (AUD-Dollar)	1.075	-1.8	3.2	21.2	
	Comm. (chg %)		Brent oil (\$/b)	110.3	-12.4	-9.8	40.9
		Gold (\$/ounce)	1488.8	-4.8	2.0	23.2	
		Base metals	606.1	-2.2	-4.2	23.0	
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	10612	-2.5	-2.1	17.3	
		EuroStoxx 50	2952	-2.0	-0.7	18.1	
	America	USA (S&P 500)	1348	-1.2	0.9	21.3	
		Argentina (Merval)	3306	-2.9	-5.7	53.0	
		Brazil (Bovespa)	64173	-3.0	-7.0	2.1	
		Colombia (IGBC)	13767	-4.3	-5.9	14.7	
		Chile (IGPA)	22788	0.0	1.2	29.2	
		Mexico (CPI)	35325	-4.4	-6.7	12.2	
		Peru (General Lima)	20638	5.1	-4.2	39.0	
		Venezuela (IBC)	75745	7.0	7.6	22.6	
	Asia	Nikkei225	9859	0.1	2.9	-4.9	
		HSI	23159	-2.4	-4.6	16.3	
	Credit (changes in bps)	Sovereign risk	Ind.	Itraxx Main	97	1	2
Itraxx Xover			357	5	-2	-240	
CDS Germany			39	-4	1	-16	
CDS Portugal			632	-21	79	210	
CDS Spain			236	-1	35	-2	
CDS USA			43	-2	6	---	
CDS Emerging			207	7	7	-87	
CDS Argentina			598	11	33	-429	
CDS Brazil			105	0	-2	-48	
CDS Colombia			100	0	-5	-82	
CDS Chile			59	-1	0	-36	
CDS Mexico			100	2	0	-52	
CDS Peru			142	-13	-8	-11	

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。”