

每周观察

全球

马德里，2011年07月01日

短暂的喘息

希腊政府最终赢得了议会足够多的支持，通过了中期财政战略计划，因而对政府执行780亿欧元的税收上调和资产出售计划亮起了绿灯（详见要点）。受希腊利好消息刺激，金融市场有所反弹。所有期限的欧洲二线国家主权债券利差全面收窄；本周西班牙与德国的10年期债券利差收紧了48个基点。尽管如此，要平息市场上的不确定性还需就一些问题进行澄清，比如第二次救助方案的细节以及对于计划中私营部门参与的定义等。关于私营部门参与的问题，官方和私部门的头寸必须集中，以使私人投资得到保障。此外，法国的提案似乎并不是为了解决希腊的偿付能力问题，而仅是为在希腊赢得调整其经济的时间。另外，新的债券收益率从5.5%到8%不等，但由于实际利率仍高于实际GDP增速，这并未带来任何减少希腊债务的可能。

经济数据不再始终低于预期

本周的经济数据继续显示经济复苏正在放缓。然而，我们已经看到了疲软趋势正在翻转、经济增长可能在今年三季度反弹的一些初始迹象。商业活动指标显示会在未来几个月里逐步回升。日本工业产值继4月份收缩1.6%后，5月份较去年同比增长了5.7%。此外，今年第二季度的短观调查显示大型日本企业今年将加大资本支出，增长4.2%，高于市场上2.4%的预期。总的说来，这表明日本的工业活动正在从地震的冲击中反弹，这反过来又会为其他受供应链中断严重影响的国家其工业活动的反弹铺路。事实上，美国的ISM指数超过了市场预期，从53.5上升到了6月的55.3，表明未来的增长会更加坚实。这一数据对我们认为美国经济放缓是暂时的这样的观点提供了支撑。相反，中国6月份的PMI指数从51.5下滑到了50.9（两年多来的最低水平），但在通胀压力和货币总量低于目标的情况面前，仍可能会有两次加息。欧元区的调查结果同样低于预期。

下周，市场将关注欧洲央行的货币政策会议（详见要点）和美国6月份的非农就业人数数据。

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

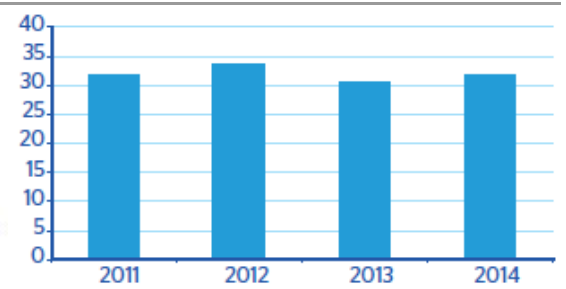
Javier Amador
javier.amador@grupobbva.com
(+34) 91 537 3161

图1
制造业活动



来源: Bloomberg

图2
希腊政府债务分期偿还 (10 亿欧元)



来源: Datastream 和 Bloomberg

要点

欧洲央行坚持“利率正常化”

如果下周能像此前预料的那样加息，我们预计今年还会加息25个基点。

希腊：不确定性不会消失

希腊将继续接受每季度的检查以确保能按计划达成目标。

中国审计部门称地方政府债务约占GDP的22%

地方政府债务的新官方数据较市场的估计值低一些

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

全球汇率

欧洲和美国利率
José Miguel Rodríguez Delgado
josemiguel.rodriquez@grupobbva.com
+34 91 374 68 97

欧洲汇率
Victoria Torras
victoria.torras@grupobbva.com
+34 91 537 73 86

全球信贷

欧洲信贷
Antonio Vilela
antonio.vilela@grupobbva.com
+34 91 374 56 84

全球证券策略分析
Beatriz Tejero
beatriz.tejero@grupobbva.com
+34 91 374 46 61

希腊风险溢价降低对债券收益率发挥了积极影响

希腊财政紧缩措施获得通过前的利率收紧应该会在接下来的几天里得到修正。我们认为修正空间最大的部分是：

- 1、核心/二线国家债券利差：有一定的空间从近期的高点进一步的修正并延续最近几个小时里的趋势。
- 2、财务风险溢价：资产掉期利率，特别是短期资产掉期利率，应会下滑（2年期欧元资产掉期利率会回到53个基点左右的水平）。此外，市场对欧元和美元银行间利率的预期会减弱（由于存在银行流动性溢价可能上升的风险，当前3个月期货合约的这两项利率近期均有所扩大）。
- 3、欧洲央行行动预期：市场此前对欧洲央行收紧的预期已经有所减弱并等待着希腊事件的最新进展，现在市场可能修正其预测。同时，短期利率也会对宏观数据更为敏感，特别是通胀相关数据。
- 4、财政因素：在美国，过去4-5周里长期国债主要是受避险行为的影响，财政风险退居次要位置。鉴于全球系统性风险溢价可能下滑以及债务限额期限的逼近（8月2日），这些风险可能会再次涌现。

其他市场也呈现出了积极势头

在货币市场，我们见证了风险偏好的回归，这对那些对风险较为敏感的货币有一定的好处。此外，我们需强调欧元/美元汇率也受到了7月欧洲央行加息25个基点这一预期的利好刺激。上几周市场净多头的减少起到了一定的作用，推动欧元兑美元汇率上周上涨了超过4个大数并升至1.4500水平以上。未来几周，随着上半年和7月4日美国公共假期的结束，市场可能会将注意力转向于北美经济健康增长有关的宏观数据和美国债务限额的投票结果。

由于当前的市场较为波动（但预计会随着希腊局势的稳定而通过发行诸如担保债券等高质量的资产而逐渐趋于正常），初级市场相对平静。优先债券方面，虽然没有其他高质量资产（如担保债券）那么富有吸引力，但已有报道指出一些私募的发行已经取得了一定程度的成功，且随着夏季的到来，预计还会为优先债发行者敞开一扇新的大门。

证券市场方面，银行已经摆脱了几周以来一直肩负的压力。同时，另一方面，由于希腊走向破产的概率降低，市场的风险溢价也有所下降（更多的是长期风险溢价），推动西班牙10年期债券的内部收益率下滑。这意味着股票的估值普遍能够大幅上升。

图3 欧元隔夜拆借平均利率* (Eonia) 预测

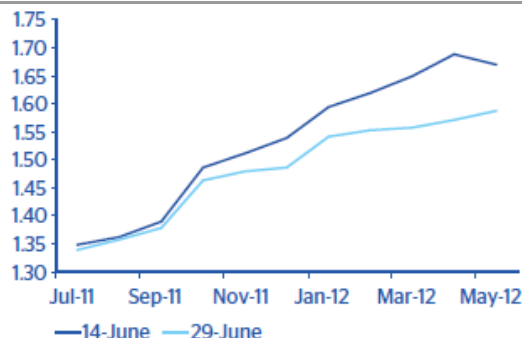
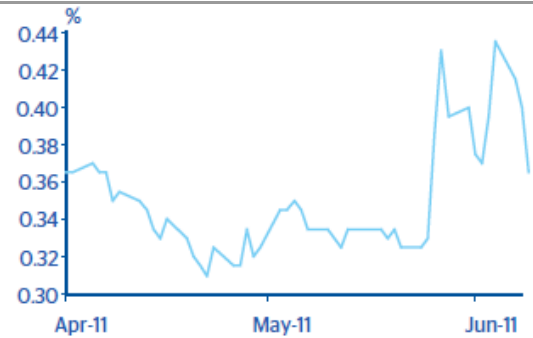


图4 3个月伦敦同业拆借利率期货 2011年9月到期



*Eonia 交换利率曲线贴现
来源: Bloomberg 和 BBVA Research

来源: Bloomberg 和 BBVA Research

要点

欧洲央行坚持“利率正常化”

尽管6月初时有关希腊问题的气氛高度紧张，欧洲央行却在其月度会议上释放了7月加息的信号。本周，特里谢先生重申欧洲央行处于“高度警觉状态”并再次强调有关增长前景的风险仍处于大致平衡的状态，而中期的通胀风险则呈上升态势。在经济和通胀数据低于预期的背景下，这近似于证实了会加息25个基点。此外，虽然希腊财政措施获得通过消除了短期内的不确定性，但我们仍未看到针对该问题的一个长期解决机制的出台。事实上，在存在如此多不确定性的情况下欧洲央行认为货币政策态势仍然“过于宽松”并坚持“利率正常化”，这表明欧洲央行想使利率达到一个让其更为舒适的水平。鉴于年内通胀仍然处于目标区间以上且当前的政策利率水平令欧洲央行很不舒服，我们预计（下周加息预期实现之后）年内会再加息25个基点，时间可能会在12月且可能2012年3月进一步上调利率，并在2012年接下来的时间里维持在2.0%的水平。我们相信，在1）增长放缓；2）通胀预期稳定；3）未出现第二轮通胀效应的影响；且4）金融危机之后出现的相关问题仍未能得到解决的情况下，一旦欧洲央行将利率提升到2.0%，其就会感觉更舒服一些。因此，在我们看来，其将看到已经没有必要继续采取当前的先行方式，且一旦不确定性都被消除，其也不会在重新开始政策正常化之前的一段时间采取任何行动。

希腊：不确定性不会消失

希腊议会通过了执行进一步财政调整措施和启动私有化的关键法规，此外，报道还称几天之后即将公布的新的欧盟救助方案总额达约850亿欧元（包括私营部门参与的部分），看起来IMF和欧盟就要对希腊支付搁置部分的贷款款项了。这将使希腊有能力支付即将到期的债务（下一批将于7月15日到期）。如果私营部门参与的细节制定恰当，那么短期内希腊债务重组无序的风险就将消失，因此接下来几周其他二线国家的压力也可能会有所减轻。然而，接下来几个季度的前景也并不是没有风险。一方面，重组的长期风险仍然存在，而另一方面，希腊将继续向“三驾马车”（国际货币基金组织，欧洲央行及欧盟委员会）提交季度检查结果。如果该国没有达到设定的目标，IMF就不会支付其贷款款项，因此希腊在过去两周所遭遇的状况便会重新上演。如果真是这样，考虑到希腊的政治局势，采取新的调整措施的空间就会变小。这就是为什么希腊当前最重要的任务就是执行新措施的以下两点：1）私有化；2）发展能够对抗税务欺诈和有效征税的现代税务管理制度。虽然希腊财政部长将这些任务设定成了主要的挑战，但这些领域也确实是在希腊国内遭遇阻力最大的地方。简言之，尽管上周的利好消息略微减轻了市场的担忧，但未来的几个季度内不确定性仍不会消散。

中国审计部门称地方政府债务约占GDP的22%

周一，中国国家审计署（NAO）称地方政府债务总额达10.7万亿元（占GDP的22%），其中约有一半是通过地方政府融资平台产生的债务。该地方政府融资平台的贷款金额大大低于此前官方和市场的估计。我们认为差距是由于定义和概念的不同所致，而非蓄意扭曲实情。尽管如此，新的数据可能会在评估地方政府融资平台的实际未偿还债务规模方面发挥一定作用，根据我们现在的估计，到2010年底这一数字已达约14万亿元，相当于GDP的35%。并非所有这些债务都有地方或中央政府的明确担保（这就是为什么国家审计署估计来自这些融资平台的地方政府债务仅为5.0万亿元的原因）。刚刚公布的结果引起了媒体对中国实际公共债务规模的讨论，部分估计结果高达GDP的80%，包括中央和地方政府债务。然而，这样的债务水平并不会造成短期内的融资问题，如果债务规模进一步扩大，则会导致地方政府的偿债问题和未来产生不良贷款。近几周流传着一个有关财政部提案的报道，称中央政府和银行将承接这些债务的一部分。我们认为，对这种情况的一个积极解读就是政府官员们意识到了这一风险并正采取措施加以应对

经济分析

金融情况

Javier Amador
javier.amadord@grupobbva.com
+34 91 537 3161

欧洲

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

亚洲

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

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

美国

Boyd Nash-Stacey
Boyd.Stacey@bbvacompass.com
+1 713 881 0655

亚洲

Fielding Chen
fielding.chen@bbva.com.hk
(+852) 25823297

欧元区：零售销售（5月，7月7日）

预测：月度环比 -0.9% 市场调查：-1.0% 前期：0.9%

评论：继4月份零售销售额因复活节的关系出现一定反弹之后，预计5月份这一数据会有所下滑。德国和法国已经公布了各自国家的零售额数据，表明5月份居民支出有显著下滑。尽管如此，二季度消费者信心指数仍保持大致稳定，而基本的消费驱动因素也并未恶化。总的说来，二季度整个欧元区的私人消费仍会较为低迷，截至5月份的数据表明其增速或会较一季度略有放缓。未来几个季度的经济前景存在极高的不确定性，这与二线国家的债务危机有关，并会继续影响消费者信心。**市场影响：**零售额的急剧下滑可能会被市场解读为居民支出复苏的不确定性加大。因而会引发对内需的支持经济可持续复苏上所发挥作用的疑虑。

德国：工业产值（5月，7月7日）

预测：月度环比 0.4% 市场调查：0.5% 前期：-0.6%

评论：继3月份下滑之后，我们预计5月份工业产值会有所增长。二季度的软数据表明工业复苏继续放缓，但信心指数水平仍处于扩张区间。此外，尽管预计5月份会有所增长，但工业产出的增速已较一季度有所下滑。继去年出现强劲但非可持续的反弹之后，未来，我们认为工业部门的复苏仍会处于正轨，但增速似乎会有所放缓。乐观的出口数据（5月份的出口数据也将于下周公布）应会继续在未来几个季度对工业部门提供支撑，特别是对新兴经济体的出口。**市场影响：**若该指标大幅低于预期则会被市场解读为经济增速下滑超过预期。

美国：ISM非制造业指数（6月，7月6日）

预测：54.0 市场调查：53.5 前期：54.6

评论：5月份ISM非制造业综合指数上升了1.8个百分点，至54.6的水平。该指数高于50则表明服务业处于扩张状态。服务业部门的就业形势继续向好，5月份就业指数从51.9上升到了54.0。然而，经济活动的普遍放缓和高物价将拖累6月份的指数，但我们预计数据仍会显示出经济的正增长。**市场影响：**若出现正增长则表明6月份非制造业部门有新增就业。市场将对高于预期的结果做出积极反应。

美国：非农就业人数与失业率（6月，7月8日）

预测：6.5万, 9.1% 市场调查：8.3万, 9.1% 前期：5.4万, 9.1%

评论：上个月的就业报告显示美国的非农就业人数增长正在减速。经季节因素调整后的非农就业人数增长了5.4万，但增量比5月份少了17.8万个。此外，上个月的报告数据也低于22万的前三个月平均水平。联邦、各州和各地方政府持续的财政削减可能会对6月份的非农就业人数造成负面影响。由于首次申请失业救济的人数保持着相对稳定，我们预计非农就业人数会小幅增长6.5万人。此外，失业期间依然较长，表明6月份的失业率将保持稳定。**市场影响：**一系列低于预期的数据使市场更加焦虑。如果就业形势继续恶化，我们预计投资者会做出消极反应。

澳大利亚：失业率（6月，7月7日）

预测：4.9% 市场调查：暂无 前期：4.9%

评论：尽管最近几个月澳大利亚的失业率一直保持着稳定，但全职工作的参与率却与GDP增速一道呈下滑趋势。就业数据将被视作是体现经济健康发展的重要指标同时也是澳大利亚央行制定未来货币政策所需参考的指标之一。**市场影响：**强于预期的就业数据会提振市场情绪，并可能增加澳洲央行加息的预期，推动澳元走强。

Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates (changes in bps.)	US	3-month Libor rate	0.25	0	-1	-29
		2-yr yield	0.47	14	4	-16
		10-yr yield	3.16	30	22	19
	EMU	3-month Euribor rate	1.56	3	12	77
		2-yr yield	1.63	28	2	97
		10-yr yield	3.02	18	3	44
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.447	21	0.5	15.3
		Pound-Euro	0.90	1.8	2.7	9.4
		Swiss Franc-Euro	1.23	3.4	1.3	-8.3
	America	Argentina (peso-dollar)	4.11	0.3	0.5	4.4
		Brazil (real-dollar)	1.56	-2.3	-1.5	-12.2
		Colombia (peso-dollar)	1767	-1.4	-1.3	-6.3
		Chile (peso-dollar)	466	-1.5	-0.3	-13.5
		Mexico (peso-dollar)	1168	-1.7	0.3	-10.7
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.75	-0.5	-1.1	-2.8
		Japan (Yen-Dollar)	80.92	0.7	0.0	-7.7
	Asia	Korea (KRW-Dollar)	1066.68	-1.3	-1.0	-13.5
		Australia (AUD-Dollar)	1.069	1.7	0.0	27.0
	Comm. (chg %)	Brent oil (\$/b)		109.9	4.5	-4.1
Gold (\$/ounce)		1482.9	-1.3	-3.7	22.4	
Base metals		600.6	0.6	-1.8	26.9	
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	10376	5.7	0.4	12.2
		EuroStoxx 50	2847	4.8	0.7	12.9
		USA (S&P 500)	1321	4.2	0.5	29.2
	America	Argentina (Merval)	3361	2.2	5.8	51.6
		Brazil (Bovespa)	62261	2.0	-1.8	1.4
		Colombia (IGBC)	14068	-0.5	-2.7	14.0
		Chile (IGPA)	22596	1.8	-1.4	20.0
		Mexico (CPI)	36525	3.3	3.1	16.4
		Peru (General Lima)	18869	-0.7	-7.0	36.5
		Venezuela (IBC)	81358	1.5	0.9	24.9
	Asia	Nikkei225	9868	2.0	1.5	7.2
		HSI	22398	1.0	-5.2	12.5
	Credit (changes in bps.)	Ind.	Itraxx Main	106	-9	3
Itraxx Xover			395	-35	23	-174
Sovereign risk		CDS Germany	43	-2	5	0
		CDS Portugal	745	-97	55	450
		CDS Spain	270	-28	17	28
		CDS USA	50	-3	2	-
		CDS Emerging	212	-22	-5	-64
		CDS Argentina	589	-56	-36	-405
		CDS Brazil	110	-8	4	-30
		CDS Colombia	108	-7	8	-45
		CDS Chile	76	-3	7	-32
		CDS Mexico	107	-8	3	-31
		CDS Peru	131	-18	-15	-6

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。”