

全球每周简报

希腊和欧元集团：紧急情况下的合约可能无法永远解决问题

- 欧元集团会议在接二连三的延迟之后，下一次会议（周一）将会决定避免希腊债务在 3 月 20 日违约，那时候有大约 140 亿债券到期；不过不确定全部的救助会在会议中提拨。最重要的是，即使第二次救助方案的合约达成，希腊债务的问题还远远没有解决，特别是考虑到希腊在执行其紧缩方案上的风险-主要是成功执行紧缩政策以及应付高负债率的挑战（根据 bloomberg 的信息，三头马车（Troika）所进行还未公布的希腊债务可持续性分析，希腊债务对 GDP 的比率可能在 2020 年上升到 129%，和我们的预测一致，超过现在 120% GDP 的目标，这可能会需要额外提供补充资金）。这几次会议延期的主要原因是欧元区的官员希望希腊的政党领导人对第二次救助金的条件给与一个更强而有力的承诺，甚至是那些投票影响力增大的少数派政党。这样的情况下，鉴于大家都认为希腊执行金融方案有很高的执行性风险，欧洲希望更紧密的监督希腊的情况，而这次的救助金应该会优先解决支付希腊到期债务。这表示设立第三方账户来帮助希腊还债的可能性增加，这可能会是施加于希腊的新措施。另一方面，根据新闻，欧洲央行将要交换其通过证券市场计划（SMP）买到并持有的希腊政府债券至另外一个新的债券，新的债券将可防止最终的集体行动条款（CAC's）。这次交换会以成本价格成交，显示欧洲央行放弃利润而参与救助希腊。
- 除了希腊，三头马车也在葡萄牙第三次审视葡萄牙的稳定计划。2011 年，葡萄牙达成了其稳定计划在财政目标上的承诺，这主要是由于一次性的措施。基于结构性调整以及今年观察财政下滑尚早，估计此次检测不会有太多让人意外的地方。
- 另一方面，西班牙也在进行结构性调整。上周五，西班牙政府通过了劳动力市场的改革，在我们看来这是往正确的方向踏出了一步。我们特别欢迎 3 个主要方面的调控措施：共同谈判系统的改革，并有一些其他的旨在让公司处理工作和工资环境上更灵活的措施，减少裁员成本以及由于经济原因解雇员工的可能性。尽管这些措施还缺乏细节并且还需要通过议会的调整，不过这些措施应该会帮助改善西班牙经济总体的竞争力。

欧洲的经济活动在 11 年 4 季度收缩，国内需求下滑，特别是周边经济体增长下滑。美国经济的持续复苏应该能帮助墨西哥

- 如同预期一致，欧元区经济活动在 11 年 4 季度下滑了环比 0.3%，并且除了法国，无论是核心国家抑或是周边国家都受到影响。随着 1 月份的信心调查带来更多积极的信息，尽管可用信息不多，我们还是调整了 MICA 模型，估计 12 年 1 季度的经济会是 0 增长或者轻微的负增长。
- 11 年 4 季度的 GDP 增长按照国家细分的话显示经济按照季度收缩：德国下滑 0.2%，西班牙下滑 0.3%（外国需求的正面贡献没有消化掉国内需求的下滑），意大利下滑 0.7%（连续第二次下滑），法国增长 0.2%（投资显著加速，外需对 GDP 的增长贡献加大），葡萄牙下滑 1.3%，这比预期要来得高，主要是由于净出口由于进口下滑带来的贡献，所以葡萄牙 GDP 在 2011 年下滑 1.6%，和三头马车的预测一致；希腊的经济在 11 年 4 季度同比收缩了 7%，全年收缩 7%，这比三头马车预测的全年收缩 6% 来得严重
- 美国的经济趋势令 1 月的核心零售销售，工业生产的制造业部分以及房屋销售市场都有所改善。失业申请下降至 348,000，这是 2011 年 3 月以来的最低值，这支持了复苏。另外，美国的立法者达成的合约进一步延长减税 10 个月。最近的草案会保持税率削减 2%（从 6.2% 下滑至 4.2%），延长失业救助，并暂缓医疗保障救助的减免。不过近期的草案显示最大的影响是失业协助会从 99 周减至 73 周。总的来说，措施会避免 2012 年 GDP 增长的负面影响，保证其在 0.2%-0.7% 之间。
- 墨西哥经济增长 0.4%，BBVA 预测 0.5%。近期的美国经济活动指标的改善显示 12 年 1 季度的增长会接近 11 年 4 季度的数据。
- 石油价格由于地缘政治的紧张而持续上升，对全球经济增长带来一些风险。石油价格本周上涨的 3%，最近的一年为 12%。

如果经济活动持续稳定，发达经济体将持续减少对进一步货币政策放松的需求。不过，新兴市场货币政策放松的空间依然存在

- 1 月的联邦公开市场委员会会议：微妙的变化显示 QE3 出现的可能性下降。1 月联邦公开市场委员会会议记录的重点可能是进一步的资产购买几率在降低，由于大多数的委员会成员认为除非经济情况进一步恶化，他们才会考虑进一步的政策措施。在 1 月的会议中，只有少部分（注意 1 月是“少部分”，12 月是“一些”）认为现在的情况需要在近期作进一步的资产购买。“其他成员则认为除非经济“松懈“才会需要 QE3。同时需要注意的是虽然近期的数据比预期更好，但联邦公开市场委员会表示“12 月以来经济预期还未有明显改变”。总的来说，

少部分成员认为应该有另外一轮的 QE，显示 QE3 的可能性依然存在，不过其概率看起来下降了一些。

- 与此同时，英国央行在其二月的通胀报告中显示英国货币政策委员会不太认为需要有进一步的 QE，尽管其依然保持减息倾向，不过看起来经济进一步恶化才会促进再一次的资产购买的增加，这和美联储的情况一致。因此看起来美联储和英国央行都认为他们现在的政策状况是合适的。
- 不过未预料到的是日本央行通过其资产购买项目再次放松银根 10 万亿日元（1300 亿美元），进一步刺激其资产购买和贷款机制至总额 650 万亿日元。同时，中国央行坚持其谨慎的货币政策，将 M2 在 2012 年的增长设定在 14%，和预期一致，并表示会逐步放宽政策，可能包括增加 2012 年监管机构非官方的贷款目标至 8-8.5 万亿。我们继续预期今年会有存款准备金率的下调和利率的调整。
- 在拉丁美洲，巴西政府宣布限制其支出预算为 GDP 的 1.25%，这应该会帮助其在年末满足其财政目标。这会帮助央行将巴西的基准利率在本年下调到个位数，并避免明年会有显著的涨价。于此同时，墨西哥央行通胀报告支持了我们对于货币政策会暂停的观点。货币监管机构表示近期观测到的通胀上升是暂时性的，并且主要来自于非核心部分，并且汇率的下跌对通胀的影响优先。央行强调经济的放松依然存在，产出差距的收窄速度会比之前预期的慢。

下周：市场将关注将在下周一和二召开的欧元集团和欧盟经济财政理事会会议。G20 会议同样会吸引大家的注意力因为届时将会讨论国际货币基金组织增加资金的议题。美国中国和欧元区区的制造业指数会为经济是否继续稳定提供线索。

经济日历：指标

欧元区：消费者信心初值（2月，2月21日）

预期: -20.4

市场预测: -20.1

前期: -20.7

消费者信心指数预计会连续第二个月稍微改善，确定了该指数自 2001 年中之后的下滑有所停顿，但是依然明显低于长期平均值（-1.2 个标准差）。另外，劳动力市场的恶化对家庭可支配收入的负面影响持续打击了消费者信心。总的来说，这些指数显示个人消费应该继续受压制并在今年初有所收缩。这伴随着持续的财政调整以及低迷的投资会促使国内需求下滑，只剩出口作为未来几个月主要的经济活动的动力。

欧元区：综合 PMI 初值（2月，2月22日）

预期: 50.6

市场预测: 50.6

前期: 50.4

2 月的 PMI 指数主要取决于 1 季度的经济环境，特别是在 1 月令人意外的信心回升之后。我们预测表示 2 月综合指数会略有改善，主要由于服务业和制造业的改善。尽管如此，这些预测意味着信心水平会稳定在 11 年 3 季度的水平（远低于长期平均值），当时经济活动实际上平稳。如果数据得到确认，那么这些数据显示 2011 年底 GDP 的收缩是短期性的，不过现在还言之尚早。我们对 1 季度的经济预测保持谨慎态度，尽管我们短期 MICA 模型显示经济改善，暗示经济 0 增长而不是负增长，但是向下的风险犹在。

美国：成屋销售（1月，2月22日）

预期: 4.65M

市场预测: 4.66M

前期: 4.61M

成屋销售在房地产活动中表现耀眼，连续 3 个月增长并从衰退后的最低值反弹。1 月的房地产市场指数显示需求环境改善。但是，尽管月度增长加速，不过年比的增长已经放缓。尽管就业环境持续疲软而预期消费的更多不确定性会限制需求，我们仍预期成屋销售会在 1 月略微上升。

美国：消费者信心指数（2月，2月24日）

预期: 73.0

市场预测: 72.8

前期: 72.5

消费者信心 2 月初自去年 8 月以来首次下滑，大部分是由于现在的环境波动引起。尽管 6 个月的预期相对未变，消费者开始对就业市场表现出一些不确定，对最新就业数据消费者的态度出现冲突。尽管 1 月指数下滑，消费者信心依然比 11 年下半年大部分时间来得好。最近的数据并未显示消费者信心有明显的增加，而我们预期指数会略微增加保持低于 1 月的水平。

台湾 1 月出口订单（2月20日）

预期: -7.6% y/y

市场预测: -4.8% y/y

前期: -0.7% y/y

亚洲的出口增长由于外部需求的减缓（特别是欧盟的需求减少）而放缓。台湾出口导向的经济体在 2011 年 4 季度进入技术性衰退。出口增长一直下滑，在 1 月达到了同比-16.8%，尽管产量主要受到 1 月中国春节的波动影响。台湾的出口订单方面会重点关注外部需求预测（出口订单是不错的 3 个月领先指标）。展望未来，尽管中国的持续增长会帮助维持出口以及该地区的增长，但由于外部需求充满不确定性，下行的风险依旧，。

市场数据

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change	
Interest rates	(changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.49	-1	-7	18
			2-yr yield	0.29	2	6	-46
			10-yr yield	2.01	2	11	-157
	EMU	3-month Euribor rate	1.04	-3	-17	-4	
		2-yr yield	0.25	1	5	-115	
		10-yr yield	1.92	1	14	-133	
Exchange rates	(changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.315	-0.3	2.4	-3.8
			Pound-Euro	0.83	-0.8	-0.2	-1.2
			Swiss Franc-Euro	1.21	-0.1	0.0	-6.7
		America	Argentina (peso-dollar)	4.36	0.3	0.8	8.2
			Brazil (real-dollar)	1.71	-0.7	-2.9	3.0
			Colombia (peso-dollar)	1782	-0.2	-2.3	-5.0
	Chile (peso-dollar)		486	1.4	-2.1	3.6	
	Mexico (peso-dollar)		12.80	0.0	-3.8	6.5	
	Peru (Nuevo sol-dollar)		2.68	-0.3	-0.5	-3.1	
	Asia	Japan (Yen-Dollar)	79.31	2.2	3.3	-4.6	
		Korea (KRW-Dollar)	1126.45	0.2	-1.0	1.4	
		Australia (AUD-Dollar)	1.071	0.3	2.8	5.6	
Comm.	(chg %)	Brent oil (\$/b)	119.2	1.6	7.7	16.3	
		Gold (\$/ounce)	1720.5	-0.1	3.6	23.8	
		Base metals	546.4	-0.4	2.8	-11.2	
Stock markets	(changes in %)	Euro	Ibex 35	8643	-1.7	2.6	-21.9
			EuroStoxx 50	2517	1.5	5.3	-18.0
		America	USA (S&P 500)	1358	1.1	3.8	1.1
			Argentina (Merval)	2791	2.5	-2.5	-21.1
			Brazil (Bovespa)	65890	3.0	6.8	-3.2
			Colombia (IGBC)	14554	3.3	8.1	3.0
			Chile (IGPA)	21483	2.2	5.1	0.8
			Mexico (CPI)	38295	0.4	2.1	2.1
			Peru (General Lima)	22426	-0.3	7.5	-2.7
			Venezuela (IBC)	135900	2.1	15.5	104.2
Asia	Nikkei225	9384	4.9	9.7	-13.5		
	HSI	21492	3.4	9.2	-8.9		
Credit	(changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	140	5	-23	43
			Itraxx Xover	616	19	-68	234
		Sovereign risk	CDS Germany	88	3	-13	35
			CDS Portugal	1146	3	-118	691
			CDS Spain	401	38	-4	152
			CDS USA	38	-2	-9	---
			CDS Emerging	259	-6	-39	41
			CDS Argentina	783	-15	-50	168
			CDS Brazil	139	-1	-18	24
			CDS Colombia	129	-2	-21	12
			CDS Chile	99	-6	-27	22
			CDS Mexico	136	-1	-14	22
CDS Peru	150	-6	-28	39			

来源: Bloomberg 及 Datastream

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com
+34 91 374 44 32

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

Javier Amador Díaz
javier.amadord@bbva.com
+34 91 374 31 61

María Martínez Álvarez
maria.martinez@bbva.com
+34 91 537 66 83

Felipe Insunza
felipe.insunza@bbva.com
+34 91 537 76 80

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

美国
Kim Fraser
kim.fraser@bbvacompass.com
+1 713.881.0655

亚洲
Fielding Chen
fielding.chen@bbva.com.hk
+852 2582 3297



| Castellana 81, Floor 7, 28046 Madrid | Tel.: +34 91 374 60 00 | www.bbva.com

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。”