

全球每周简报

风险减少，但尚未脱离危险

在其他增长的向下风险迅速减弱时，有一样却在稳步攀升：油价

- 开年以来，经济前景的向下风险快速减弱。我们所认定的可能会引发风险爆发（严重的全球衰退）的四个风险因素中的三个都已经显著减弱。美联储延长极低利率的期限（“至少到 2014 年晚期”，而此前则说是“2013 年中期”），且经济数据超出预期，再加上劳动力市场出现转捩点的初步迹象（但还不明显），现在在美国经济二次探底的可能性可谓不大。EMEs 急剧下滑的风险也在降低，越来越多的证据显示中国正在避免经济硬着陆。显然，主要风险爆发的概率也显著降低，欧洲决策者做足了避免经济大幅下滑的努力，首先避免了信用违约（其中，欧洲央行进行了 3 年期长期再融资操作），且从本周开始，还积极避免（至少短期内）希腊债务无序违约。然而，地缘政治风险不断上升并可能造成全球性影响：油价上涨。

油价：地缘政治紧张局势升级是风险上升的主要原因

- 受石油供给冲击风险稳步上升的影响，过去一个月里油价涨幅接近 13%（以美元计）。高油价可能也与全球石油需求增长反弹有关，这主要是受中国超预期的石油进口增长推动。但近期油价飙升的主要原因还是持续的地缘政治风险，其可能在备用生产无法消化大规模供给冲击时对全球石油供给产生巨大影响（伊朗的有第二大的备用生产力，但却因制裁而没有需求），且现有的存货也比想象的要少得多（OECD 国家存货远低于 5 年来的平均水平）。伊朗的有关问题吸引了大多数的注意力，但其他地区（苏丹，叙利亚和也门）也出现了地缘政治，这些地区的日总产量下滑超过了 100 万桶。总的说来，高于预期的经济数据（特别是中国经济正朝着软着陆方向前进），较低的备用生产力，低库存，以及特别突出的地缘政治风险都使风险进一步上升。

欧元区核心和二线国家差距继续扩大。中国采取新的措施应对经济增速放缓

- 欧元区即时 PMI 指数显示 1 月份的反弹未能延续。综合指数回到 50 以下，表明 2 月份经济小幅收缩。尽管如此，今年前两个月一起看，至少欧元区经济是保持稳定的。相反，核心和二线国家的差距继续拉大。意大利仍明显处于收缩区间，而法国和德国则处在扩张区间。此外，德国 IFO 商业指数从 1 月份的 108.3 上升到了 109.6。上升较为普遍。更重要的是，受净出口为负的影响，德国四季度 GDP 已被证实收缩了 0.2%。此外，此前对 2011 年全年经济增长 3% 的估计也是正确的。最后，欧洲委员会将 2012 年欧元区经济增长前景修正为 -0.3%，略高于我们 -0.5% 的预测。
- 在亚洲，经济数据依然受到了中国新年的季节性影响。2 月份非官方中国制造业 PMI 指数即时估计值从 1 月份的 48.8 上升至 4 个月的高点 49.7，但仍低于 50，处于收缩区间。即时 PMI 指数的上升表明官方统计局的 PMI 指数（计划将于 3 月 1 日公布）也可能较 1 月份的 50.5 有所上升。但是，由于中国新年（今年是 1 月份）之后 PMI 都会上升，这可能是受到了季节性因素的影响。然而，中国单股正在采取诸如上调出口退税支持出口商和再度下调存款准备金率（50 个基点，从 21% 降至 20.5%）等措施抑制经济增速放缓。消除中国经济的硬着陆风险对整个地区而言十分关键，因其会受到巨大影响。例如，日本 1 月份对中国的出口就下降了 20%。
- 墨西哥 12 月份零售销售低于预期。零售销售和服务业增长的下滑与就业增长的放缓相符，就业的情况也可以反映出家庭可支配收入的情况，并可能意味着私人消费增速的放缓。

最后，欧洲集团同意了总额达 1300 亿欧元的希腊二次救助计划，但失败的风险很高

- 达成一致是好的，若该计划能成功实现将至少能够解决希腊的短期问题，为制定防止其最终蔓延到其他国家的措施争取到一定的时间，但仍面临向下风险。
- 此外，希腊债务互换也取得了成功，这是援助计划获得最终通过的必要条件。根据消息，希腊债务互换预计今天启动，到周一结束。一旦启动，评级机构可能会将希腊债券评级下调到“选择性违约”级别（其主要特征是这被认为是暂时的）。评级机构之后可能会根据债务偿还时间安排的结构调整其评级。这不是 CDS（取决于国际互换和衍生产品协会（ISDA）自身引起的，而是与任何集体行动条款的执行都有关（这些条款希腊政府可用于保证高债券交换参与率的工具之一）。同时，希腊须遵守与欧洲集团间达成一些列条件（“预先行动”）

上次欧洲委员会会议后，市场对加强欧元区防火墙的可能性表现乐观，但预期正在减弱

- 本周四、五举行的欧盟峰会上，预计欧洲领导人会就将欧洲金融稳定基金（EFSF）/选举股票市场（ESM）的借贷规模从 5000 亿欧元扩大至 7500 亿欧元的问题展开讨论。然而，德国官员却就此提出了异议，坚持认为尚未看到有扩大 ESM 借贷能力的必要。同时，预计在 G20 成员国会议上，各国领导人会就增加资源投入帮助欧元区国家的问题向欧洲施压。中国、巴西和墨西哥愿意在欧洲进一步加强当前防火墙机制的前提下提供帮助。另一方面，美国对欧洲不加强防火墙机制的情况下加大国际货币基金组织（IMF）的资源投入持怀疑态度。我

们认为，如果欧洲领导人不能未雨绸缪并扩大 **ESM** 的规模，将令市场感到失望。此外，预计有 **25** 个国家会签署财政契约，但可能还不会做出有关支持增长措施的大胆决定。这样一来，欧盟领导人将维持严格财政纪律和回报间的不对称性。这一次将不会有什么不同。

- 下周，所有的注意力都将集中于第二次 **3** 年期长期再融资操作。鉴于此类工具没有污名，且机构至少会试图预算其 **2012** 年到期的无担保债务的资金，我们预计市场需求强劲。特别是，由于采用了新的抵押制度，需求可能会达到 **6000** 亿欧元。根据欧洲央行，新的担保框架下可能新增 **600-700** 的合格抵押品，但由于价值折扣较高，仅有 **2000** 亿欧元的新融资。
- 市场还将关注欧盟委员会和 **G20** 国家会议的结果。美国、中国和欧元区的 **PMI** 指数将提供有关经济活动是否保持稳定的线索。

经济日历：指标

欧元区：消费者物价调和指数通胀（1月，2月29日）

预测：2.7%（同比）

市场调查：2.7%

前期：2.7%

我们预计 1 月份总体通胀年度同比为 **2.7%**，这与我们对近期油价的最新预测相符，但与此前的预测小幅恶化相悖。核心通胀也应保持基本稳定，同比约为 **1.9%**。下周将公布 2 月份即时消费者物价调和指数通胀，虽然 **HICP** 篮子的权重调整了（调整内容将于下周公布，这加大了我们的预测的不确定性）我们预计其同比会下滑约 **0.1** 个百分点至 **2.6%**。总的说来，虽然能源价格回落速度放缓且欧元恶化会导致一季度通胀略高于欧洲央行的目标水平（并在随后放缓），但我们坚持通胀会在未来几个月回落的观点。上调税收和管理价格的来完成财政目标的潜在可能带来了向上风险。

欧元区：失业率（1月，3月1日）

预测：10.5%

市场调查：10.4%

前期：10.4%

前两个月失业率保持大致稳定，我们预计其会在 1 月份小幅上升。失业率较去年 4 月上升了约 **0.6** 个百分点，与过去一年半的稳定趋势相反。**2011** 年底经济活动收缩，以及未来几个季度不确定的经济前景左右着企业的雇佣意愿，信心调查显示这一指标正在进一步恶化。此外，2 月份疲软的 **PMI** 数据显示了年初经济持续温和衰退的进一步证据。这以及失业对经济周期的惯常滞后，表明未来几个月劳动力市场可能继续恶化。

美国：GDP 初步估计值（2011 年四季度，2月29日）

预测：2.8%

市场调查：2.8%

前期：2.8%

2011 年四季度真实 **GDP** 二次估计值应不会有太大变化。前几周公布的数据数据显示鉴于 12 月份贸易差额恶化超过预期，其对 **GDP** 的贡献仅有小幅变动。然而，考虑到出口已经回到正增长且 11 月份贸易数据经小幅向上修正，我们预计其此次不会大幅向下修正。12 月份企业存货小幅增长，符合预期，但四季度的存货总量似乎略低于去年三季度。最后，由于多数数据已经在首次估计时被考虑到了，我们预计个人小幅支出不会有什么变动。

美国：个人收入与支出（1月，3月1日）

预测：0.3%，0.4%

市场调查：0.5%，0.4%

前期：0.5%，0.0%

预计 1 月份个人收入和支出会增长。12 月份是收入增速自 **2011** 年初以来最快的一个月，这主要是受工资和薪金反弹的推动。1 月份平均收入增速加快应有助于拉高个人收入数据。汽车销售增长应刺激消费增长（12 月份消费为零增长），且汽油价格上涨可能会提高名义支出。尽管非农就业数据和申请失业救济数据好于预期，但近期消费者信心指数的下滑表明当月收入和支出的增长或有限。

中国：PMI 指数（2月，3月1日）

预测：51.1

市场调查：50.8

前期：50.5

受强劲内需的支撑，中国经济继续远离硬着陆，官方制造业 **PMI** 数据将提供有关当前经济增长势头的进一步信息。然而，1、2 月份的数据很难解读，因为中国新年的季节性影响较大，而今年中国新年是在 1 月份。**PMI** 指数通常会在中国新年之后的那个月随着工厂复工而上升。因此，虽然我们预计近期增速放缓的趋势会在该季度剩下的时间里持续，**PMI** 指数却可能走强。相应地，最新的即时私人部门 **PMI** 指数估计（**Markit**）从 1 月份的 **48.8** 上升到了 **49.7**。对全年而言，我们预计 **GDP** 增长将达 **8.3%**，这是基于对经济增长势头在一季度触底并会因货币和财政支持和下半年全球环境的回暖而在年内余下时间里逐步上升的考虑。

市场数据

				Close	Weekly change	Monthly change	Annual change		
Interest rates	(changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.49	0	-7	18		
			2-yr yield	0.30	1	8	-41		
			10-yr yield	2.01	0	1	-141		
		EMU	3-month Euribor rate	1.01	-2	-14	-8		
			2-yr yield	0.26	1	7	-128		
			10-yr yield	1.90	-3	-5	-126		
Exchange rates	(changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.339	1.9	2.6	-2.6		
			Pound-Euro	0.85	2.1	1.5	-0.6		
			Swiss Franc-Euro	1.21	-0.3	-0.2	-5.6		
		America	Argentina (peso-dollar)	4.35	0.0	0.4	8.1		
			Brazil (real-dollar)	1.71	0.0	-2.7	3.0		
			Colombia (peso-dollar)	1776	-0.1	-2.0	-6.9		
			Chile (peso-dollar)	481	-0.8	-2.4	1.3		
			Mexico (peso-dollar)	12.79	0.2	-2.2	5.5		
			Peru (Nuevo sol-dollar)	2.68	0.0	-0.4	-3.5		
		Asia	Japan (Yen-Dollar)	80.56	1.3	3.7	-1.4		
			Korea (KRW-Dollar)	1125.80	0.0	0.0	-0.1		
			Australia (AUD-Dollar)	1.073	0.2	1.8	5.4		
		Comm.	(chg %)		Brent oil (\$/b)	123.9	3.6	12.8	10.5
					Gold (\$/ounce)	1781.2	3.5	5.4	26.5
					Base metals	544.0	0.0	1.6	-11.8
Stock markets	(changes in %)	Euro	Ibex 35	8516	-1.6	-0.5	-21.3		
			EuroStoxx 50	2520	0.0	4.1	-15.6		
		America	USA (S&P 500)	1363	0.2	2.8	3.3		
			Argentina (Merval)	2818	0.7	-3.3	-18.0		
			Brazil (Bovespa)	65820	-0.6	5.3	-1.6		
			Colombia (IGBC)	14922	2.4	9.3	1.2		
			Chile (IGPA)	21330	-1.0	5.0	1.8		
			Mexico (CPI)	38028	0.3	2.2	3.1		
			Peru (General Lima)	22836	1.7	6.7	0.3		
			Venezuela (IBC)	136561	0.5	11.8	101.9		
		Asia	Nikkei225	9647	2.8	8.6	-8.4		
			HSI	21407	-0.4	6.4	-7.0		
Credit	(changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	132	-5	-18	33		
			Itraxx Xover	581	-17	-54	186		
		Sovereign risk	CDS Germany	82	-5	-8	28		
			CDS Portugal	1133	-5	-182	666		
			CDS Spain	377	-14	7	112		
			CDS USA	37	-2	-8	---		
			CDS Emerging	251	-5	-25	26		
			CDS Argentina	773	0	18	124		
			CDS Brazil	137	-1	-12	19		
			CDS Colombia	127	-1	-15	7		
			CDS Chile	96	-2	-22	16		
			CDS Mexico	133	-1	-13	17		
			CDS Peru	145	-4	-25	31		

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.alvarez@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

BBVA | RESEARCH



| 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。”