

全球每周简报

焦点回到经济复苏的可持续性上

美联储和欧洲央行进一步行动的可能性仍然存在，但是只有在经济环境极度恶化的情况下才会进行。因此，市场的注意力将再次回到全球复苏的可持续性上来。

- 在本周欧洲央行第二轮三年期长期再融资操作(LTRO)得到强力认购之后，欧洲央行已经向欧洲银行系统累计注入了 1 万亿欧元的三年期资金用以稳定银行的融资能力。欧洲银行获得的这笔资金可以一直用到 2014 年，令其去杠杆化的压力显著降低，银行成本与主权融资之间的负反馈关系在近期也得到了有效的阻断。欧洲央行理事会很有可能对目前的认购规模感到满意，而不会在下周的货币政策会议中提及新的三年期 LTRO。进一步行动的可能性还存在，但只有当经济环境极度恶化欧洲央行才会再次发放这类贷款。另一方面，这样的行动，人们仍担心会抑制银行自我改善的动力，并且会提高欧洲央行承担的风险。实际上，德国央行行长怀德曼 (Jens Weidmann) 本周给欧洲央行行长马里奥·德拉吉 (Mario Draghi) 写了一封信，敦促其对欧洲央行为银行提供融资而接受的抵押物应该采取更严格的规定作出回应。这封信显示了德国对潜在成本的担心。此外，新的贷款认购带来的积极作用将会递减。
- 在对美国国会所做的半年证词中，伯南克 (Bernanke) 降低了市场对 QE3 的预期，这证实了我们的观点，即除非发生明显的状况恶化，新一轮的资产购买不大可能会出现。总之，我们相信美联储对复苏的可持续性还抱有怀疑，但由于现在经济数据比较好，美联储要见到经济状况明显恶化，才会按下更大规模资产购买操作的按钮。伯南克的关键言论是：“在最近来自就业市场的数据，相对来自最终需求和生产的，有一些不同寻常的迹象。对今后出炉的数据进行分析，以评估潜在的经济复苏步伐将十分重要。”这强调了我们认为美联储在这个时间点需要更多的清晰证据的观点。

欧洲央行第二轮三年期长期再融资操作：需求如预期般良好，投标者超过预期

- 本周市场的关注集中在欧洲第二轮三年期 LTRO。融资需求旺盛，此次共发放了 5295 亿欧元资金，其中实际向银行系统净注入 3100 亿欧元新流动资金。本次拍卖吸引了多达 800 家机构投标（第一轮三年期 LTRO 有 523 家）。投标者数量的增加表明了更多的机构有意愿，并且更重要的是，有能力在本次拍卖中认购贷款，这得益于抵押物范围的放宽。经过第二轮三年期 LTRO，欧洲央行对银行的支持已经达到了 1.1 万亿欧元，这相当于欧元区 GDP 的 12%。由于注入的净流动资金高于去年 12 月的三年期 LTRO，本轮 LTRO 在短期内对市场会有积极影响。然而，本轮 LTRO 的作用不会有第一轮时那么大。截止目前，欧洲央行新的流动性操作已经降低了银行和主权风险溢价：意大利 10 年期国债收益率已降至 5% 以下，2 年期国债收益率已降至 1.9% 以下；西班牙国债收益率也略有降低，2 年期和 10 年期的收益率分别下降了 6 个基点和 25 个基点。这周主要的欧元区国家将有总额为 500 亿欧元的国债出售。意大利的国债拍卖（总额 185 亿欧元）令其有能力偿还本周到期的将近 470 亿欧元债务。从该国短期和长期的国债收益率来看，LTRO 起到了积极作用，意大利两年期国债收益率近几个月来首次低于西班牙，并维持在 2.0% 以下。

欧盟理事会将希腊第二轮纾困方案推迟到下周，金援的放行，要以希腊民间债权人参与计划 (PSI) 的成功与欧盟、IMF 和欧央行三方组织 Troika 对希腊救助的最后评估为条件。理事会还将提高欧洲金融稳定基金 (EFSF) 与欧洲稳定机制 (ESM) 限额推迟到三月底。

- 欧盟利用欧洲金融稳定基金(EFSF)给欧元区帮助希腊民间债权人参与计划 (PSI) 提供融资。他们还对希腊正在实施的措施表示欢迎，但是称三方组织 Troika “在未来的几天内”仍需要详细评估这些措施。只有这一程序完毕，并且希腊 PSI 确定有较高的参与度，欧盟才会为 PSI 支付资金。在等待欧盟理事会的最终结论的时候，他们还宣布了推迟提高 ESM/EFSF 限额的决定至三月底。新的财政协议 (fiscal compact) 将在今天签署（内中细节也将在今天公布）。
- 国际互换与衍生品协会 (ISDA) 旗下的欧洲中东和非洲事务决策委员会 (EMEA) 认定涉及希腊主权债券互换 (CDS) 的两项信用事件未构成违约事件。然而，我们不能排除希腊债务的违约事件风险，如果希腊当局决定采取集体行动条款(Collective Action Clauses, CACs)的话。

美国，褐皮书的基调趋于乐观

- 制造业数据改善是状况好转的主要原因。但是，最近的制造业数据给出的信号是复杂的。美国制造业 PMI 从一月份 54.1 跌至二月份 52.4。一月份的耐用品订单同样疲软，下滑了 4%，即使扣除了运输订单仍然是下降的。同时，二月份芝加哥 PMI 指数升至 64 的近 10 个月新高。所有分类都表现强劲：新增订单从 63.6 升至 69.2，为近一年的新高。另外，受就业市场改善的影响，二月份消费者信心指数从低点出现反弹。

欧洲，信心指数仍维持稳定

- 二月份欧元区的经济信心得到好转，这得到了除服务业以外的所有部门数据的支持。二月的经济信心指数上升一个点至 **94.4**，法国上升幅度最大（提高了 **1.6** 个点）。除此之外，二月的最终制造业 PMI 为 **49.0**，确认了年初数据对该部门实质稳定的预示。希腊是一个离群值，该国的消费者信心指数滑落至历史最低值 **37.7**，而德国和英国较为稳定，法国处于扩张区。如 GfK 指标所显示，德国和英国的消费者信心指数几乎没有发生变化，而在救助计划中的三国（希腊、爱尔兰、葡萄牙），零售数据继续下滑。就业市场上，欧洲失业率从 12 月的 **10.6%** 升至 **10.7%**，而 12 月的数据已经比预测值高了 **0.2%**。更加不好的消息是，在信心调查中的雇佣意愿调查结果显示，就业市场在接下来的几个月还将继续恶化。

亚洲经济活动数据给该地区避免硬着陆提供了进一步证据

- 中国官方公布的二月份采购经理人指数（PMI）从一月份的 **50.5%** 上升到了 **51.0%**。和我们的预期基本一致（BBVA: **51.1%**；市场预测 **50.9%**）。虽然季节性的因素可能影响到了结果，这一增长按组成部分来说仍具备稳固的基础，其中，出口订单的增长一举扭转了近期的出口需求疲软。我们预计，后续的增长动量将会让经济在 2012 年第 1 季度筑底，使全年增长达到 **8.3%**。我们的估计基于支持性政策的连续性，包括年中进一步下调存款准备金率 **100-150** 基点（在 12 月以来已累计下调 **100** 基点之后）。此外，日本和韩国的工业活动数据上升显著，这些数据结合这两个国家出口中的资本支出（capital spending）的提高，增进了我们对这一地区近期的展望。就上述国家数据，我们对可能由中国春节导致的数据失真保持谨慎。
- 在墨西哥，制造业指数 IMEF 从一月的 **51.8** 上升至 **54.3**。非制造业指数在一月同样有所改善，但是仅从 **51.7** 增至 **52.2**，速度略慢。墨西哥的经济活动受到美国经济改善的正向影响

油价上扬推升原材料价格，但由于经济萧条，产成品价格风险相对较小

- 油价在过去的一周继续逐渐上涨，布伦特原油（brent）升至 **128** 美元/桶，创以欧元计价的新高 **94.8** 欧元/桶。二月份欧元区通货膨胀率同比为 **2.7%**，比一月提高了 **0.1%**，这和我们的预测相左，反映了通胀的调整会比预期更慢。这和近期油价上涨有关，也受到了一些核心产品价格比较坚挺的影响。整体通胀率有可能将比欧洲央行的目标略高，并维持到 2012 年第 4 季度，给货币政策带来一些压力。PMI 的原材料价格部分的上涨也受到了来自油价的压力。在欧元区，二月份的原材料价格指数劲升至 **58**，而在美国，制造业指数同样报告了价格上升，支出价格指数从 **55.5** 升至 **61.5** 的 8 个月新高，这主要是由原材料价格上升引起的。在经济疲弱期的油价上扬给企业盈利带来压力，意味着经济的下行风险。

下周

- 市场将会把关注的目光集中在 3 月 8 日希腊私人部门参与计划能否成功。欧洲央行会议同样会吸引人们的注意力。在经济数据方面，投资者将紧密关注美国二月非农就业数据，以及 3 月 5 日开幕的中国“全国人民代表大会”（NPC）。

经济日历：指标

欧元区：零售数据（1 月，3 月 5 日）

预测：0.00% 月度环比

市场调查：0.1% 月度环比

前期：0.3% 月度环比

在前两个月下跌之后，一月的零售数据预计将保持平稳。这意味着零售以季率算，2012 年第 1 季度比 2011 年第 4 季度将收缩 **0.5%**。此外，本年初的消费者信心指数小幅上升，但仍显著低于长期平均水平。总体来看，这些数据反映了居民消费的疲弱，而消费疲弱是由于其影响因素的作用，包括失业率在年初的上升，以及通胀率同比攀高至 **2.6%** 左右。

欧元区：GDP（2011 年第 4 季度的第 2 次估算，3 月 6 日）

预测：-0.3% 季度环比

市场调查：-0.3% 季度环比

前期：-0.1% 季度环比

我们预计 GDP 的第二次估算将对 2011 年第 4 季度 GDP 按季率下降 **0.3%** 的结果进行确认，金融市场展望悲观，全球复苏缓慢，对市场信心造成了打击，这影响着实体经济。衰退的细节显示，和第三季度相反，消费对需求的支持作用衰减，悲观预期、低开工率和金融紧缩导致投资下滑。另外，财政刺激政策的持续，对消费产生了挤出效应。因此，国内需求使第三季度的增长降低了，这让人们担心仍要依靠外部需求的复苏会比较脆弱。特别是在世界需求（也就是本国的出口）都在放缓的情况下，进口虽然不振但是仍然在对经济增长做出贡献。

美国：非农就业数据（2 月，3 月 7 日）

预测：20 万，8.3%

市场调查：21.1 万，8.3%

前期：24.3 万，8.3%

就业状况在近几个月都好于预期，非农就业数据强劲，失业率也得到了显著的下降。随着制造业和建筑业的雇佣反弹，私人部门继续在就业增长中保持领先。政府裁员依旧是最弱的部分，但工作机会流失正变得不那么严重。首次失业救济金申领数据的持续下降，以及地方联储的制造业调查和供应管理协会（ISM）指数，显示二月就业报告和一月近似。尽管如此，我们预计，在劳动参与率（Participation Rate）更加稳定的情况下，失业率很难有进一步的下降。

美国：国际贸易差额（1 月，3 月 9 日）

预测：-482 亿美元

市场调查：-490 亿美元

前期：-488 亿美元

国际贸易差额在去年 4 季度有所恶化，但预计在 1 月将会略为改善。出口在 12 月转为正，最新的供应管理协会

(ISM) 的报告显示, 在 1 月对美国商品和服务的需求有上升的趋势。进口在 12 月的上升由资本项目和消费品主导, 这预示着整体商业展望的改善。虽然原油价格上升提高了进口商品的名义价值, 我们预计出口增长将自 2011 年 3 季度以来首次超过进口增长。

中国: 工业总产值 (1-2 月, 3 月 9 日)

预测: 11.5%同比

市场调查: 12.4%同比

前期: 12.8%同比

在本周中国将公布的通胀、工业产值、零售、出口和新增信贷这一系列数据中选出单一指标是有一定困难的。在当前经济增长不确定性较大的情况下, 我们选择了 1 月和 2 月的工业总产值 (该数据在前两个月受到春节假期的影响)。虽然某些指标, 例如用电量还不够强劲, 但到目前为止的经济数据还是比较让人鼓舞的, 1 月和 2 月 PMI 指数均在 50 的枯荣分界线以上。我们预计工业总产值会有所调整, 但由于工业订单稳健, 它仍将表现强劲。同时, 预计通胀会进一步下降, 2 月同比通胀率会降至约 3.2% (从 1 月的 4.5%), 这可以给进一步的例如下调准备金率的政策支持提供空间。

市场数据

| | | | Close | Weekly change | Monthly change | Annual change | |
|----------------|------------------|-----------------|-------------------------|---------------|----------------|---------------|-------|
| Interest rates | (changes in bps) | US | 3-month Libor rate | 0.48 | -1 | -6 | 17 |
| | | | 2-yr yield | 0.29 | -2 | 6 | -40 |
| | | | 10-yr yield | 2.03 | 5 | 20 | -146 |
| | | EMU | 3-month Euribor rate | 0.97 | -4 | -15 | -20 |
| | | | 2-yr yield | 0.19 | -5 | 1 | -157 |
| | | | 10-yr yield | 1.84 | -5 | -1 | -144 |
| Exchange rates | (changes in %) | Europe | Dollar-Euro | 1324 | -1.5 | 0.4 | -5.3 |
| | | | Pound-Euro | 0.83 | -1.8 | 0.0 | -3.2 |
| | | | Swiss Franc-Euro | 1.21 | 0.1 | 0.1 | -6.8 |
| | | America | Argentina (peso-dollar) | 4.35 | -0.2 | 0.3 | 7.9 |
| | | | Brazil (real-dollar) | 1.71 | 0.2 | -1.2 | 3.6 |
| | | | Colombia (peso-dollar) | 1769 | -0.4 | -1.7 | -6.6 |
| | | | Chile (peso-dollar) | 482 | 0.3 | -1.1 | 1.6 |
| | | | Mexico (peso-dollar) | 12.76 | -1.1 | -0.9 | 6.3 |
| | | | Peru (Nuevo sol-dollar) | 2.67 | -0.2 | -0.6 | -3.5 |
| | | Asia | Japan (Yen-Dollar) | 81.63 | 0.5 | 7.0 | -0.8 |
| | | | Korea (KRW-Dollar) | 1115.61 | -0.9 | -1.0 | 0.1 |
| | | | Australia (AUD-Dollar) | 1,076 | 0.6 | 0.4 | 6.1 |
| Comm. | (chg %) | | Brent oil (\$/b) | 125.0 | -0.4 | 12.1 | 7.8 |
| | | | Gold (\$/ounce) | 1713.3 | -3.4 | -1.8 | 20.0 |
| | | | Base metals | 549.1 | 0.4 | 0.3 | -12.2 |
| Stock markets | (changes in %) | Euro | Ibex 35 | 8574 | 0.5 | -1.4 | -18.3 |
| | | | EuroStoxx 50 | 2552 | 1.1 | 3.3 | -13.5 |
| | | America | USA (S&P 500) | 1374 | 0.6 | 3.8 | 4.0 |
| | | | Argentina (Merval) | 2749 | -0.5 | -3.1 | -20.7 |
| | | | Brazil (Bovespa) | 66810 | 1.3 | 3.5 | -1.8 |
| | | | Colombia (IGBC) | 15170 | 1.4 | 9.4 | -1.4 |
| | | | Chile (IGPA) | 21655 | 1.2 | 5.0 | 0.4 |
| | | | Mexico (CPI) | 38033 | 0.2 | 0.9 | 3.1 |
| | | | Peru (General Lima) | 22983 | 0.7 | 2.7 | 1.4 |
| | | Venezuela (IBC) | 149458 | 4.9 | 20.9 | 121.0 | |
| Asia | Nikkei225 | 9777 | 1.3 | 11.0 | -8.6 | | |
| | HSI | 21562 | 0.7 | 6.0 | -7.9 | | |
| Credit | (changes in bps) | Ind. | Itraxx Main | 127 | -3 | -9 | 28 |
| | | | Itraxx Xover | 558 | -17 | -27 | 169 |
| | | Sovereign risk | CDS Germany | 76 | -5 | -10 | 29 |
| | | | CDS Portugal | 1175 | 51 | -199 | 693 |

| | | | | |
|---------------|-----|-----|-----|-----|
| CDS Spain | 356 | -16 | 1 | 118 |
| CDS USA | 35 | 0 | -8 | --- |
| CDS Emerging | 243 | -10 | -19 | 30 |
| CDS Argentina | 798 | 16 | 40 | 187 |
| CDS Brazil | 135 | -2 | -6 | 21 |
| CDS Colombia | 124 | -3 | -10 | 8 |
| CDS Chile | 97 | 1 | -14 | 23 |
| CDS Mexico | 133 | -1 | -5 | 24 |
| CDS Peru | 140 | -4 | -21 | 29 |

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。”