

全球

每周观察

马德里，8月27日

美国“病情”持续加重

经济分析

金融情况

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

Marcos Dal Bianco
marcosjose.dal@grupobbva.com
+34 91 538 63 49

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

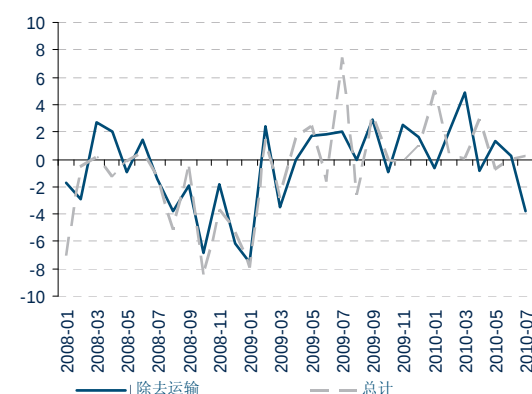
Ignacio González-Panizo
ignacio.gonzalez-panizo@grupobbva.com
+34 91 538 63 50

Victoria de Zuriarrain
Victoria.zuriarrain@grupobbva.com
+34 91 537 7584

前几周的一系列宏观经济数据，尤其是上周的数据，导致全球市场认为美国 2010 年下半年的经济增长将会低于最初的预期。尽管经济增长突然停止的可能性仍然很小，但却在不断增加。部分需求（主要包括居住和非居住性投资和就业）的发展仍然低于我们的预期，疲软程度令人担忧，使得前景更加不明朗。尽管如此，这次经济数据的意外的下滑还不足以造成这种局面。下周将出炉的私人工资单报告将可能是情况有所好转。此外，与 8 月份美国供应管理协会（ISM）调查一起公布的 8 月份联邦公开市场委员会（FOMC）备忘录同样十分关键，因为近期消息显示，委员会内部出现了深度分化，并将于 9 月 21 日再次就此举行会议。倘若经济数据延续当前的趋势，我们认为这次会议可能产生有关决定：保持当前政策不变，还是采取进一步的宽松政策。

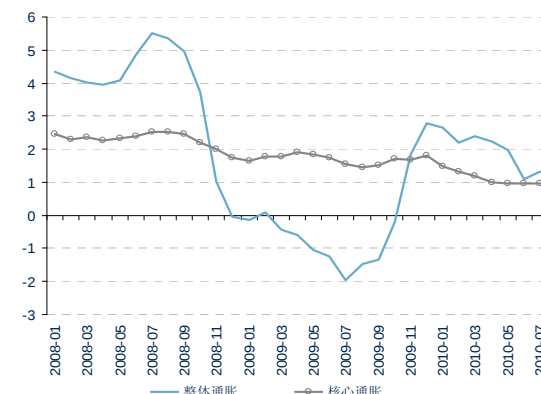
相反，在欧洲，尽管经济复苏丧失了一些动力，三季度经济数据仍然保持强劲增长，符合我们对其 2010 年下半年的预期。德国在本周公布了 8 月份软指标之后，表现依然超过欧元区其他国家。尽管如此，由于全球经济复苏缺乏动力，我们依旧保持对德国经济将在未来几个季度放缓的预期。

图 1
美国：耐用消费品订单
(经季节调整，月环比%)



来源：Datastream 和 BBVA Research

图 2
美国：通胀率（同比%）



来源：Datastream 和 BBVA Research

要点

欧洲央行：对下周会议有何期待？

我们预计，9 月份的欧洲央行理事会议将决定在实质上保留欧洲央行的流动性供给政策至少到 2011 年一季度，且语气会比 8 月份会议上更趋谨慎。

爱尔兰，新的风险？

本周 S&P 下调了爱尔兰主权债务评级至 AA，这主要是受政府支持金融系统导致公共财政状况恶化的影响。但是市场影响有限，二线国家中只有希腊受到了影响。

并购活动的复苏是否仍在持续？

经过了相对平静的几个月之后，跨境并购活动自今年三季度起逐渐活跃。我们认为中期内这种情况会持续下去，但未来几个月将对美国经济放缓十分敏感。

市场

市场分析

Nicolás Trillo
nicolas.trillo@grupobbva.com
+34 91 537 84 95

Joaquín García Huerga
jghuerga@grupobbva.com
+34 91 374 68 30

Aurora Galán
aurora.galan@grupobbva.com
+34 91 537 78 41

一级信贷市场——9月份重点关注之一

继近几周的过少的发行活动之后，企业在一级市场的发行能力将成为市场关注的一个对象。目前，Banesto 6亿欧元的担保债券发行还不足以成为市场的催化剂。

兼并活动和股息率成为股市支撑

在我们看来，近期兼并活动增加（必和必拓/加拿大钾肥生产商Potash，法国天然气苏伊士集团（GDF Suez）/英国国际能源，戴尔-惠普/3Par，英特尔/迈克菲（McAfee））的原因有很多：1）继在危机中较好地保持了利润后，企业欲继续积累自由现金流，且暂不计划进行重大投资（因为各部门仍存在生产力过剩的问题）。事实上，根据美联储6月份的数据，美国现金累积总额达18,400亿美元，是自1960年以来现金占资产百分比的最高水平；2）如果收入没有出现显著下滑则很有可能找到估值极具吸引力的股票，这可以由S&P500的11.7倍的12月远期P/E值佐证，而该数字在eurostoxx 50和Ibex 35则分别为9.3倍和9.4倍；3）进入新的市场，如果有可能进入新兴经济体，企业的增长前景会更加广阔。

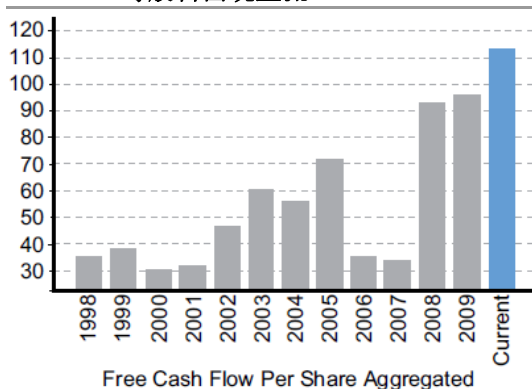
依我们的观点，除非周期性的状况急剧恶化，兼并活动将会持续，并和股息率（S&P 500 2.1%，Eurostoxx 50 4.29%，Ibex 35 5.5%）一同为股票市场提供支撑。

经济的周期性恶化使得德国以及美国的主权收益降低，同时导致市场上非核心国家间的利差扩大

短期主权债务收益仍然较低（德国：2年期收益率为0.58%，美国：2年期收益率为0.52%）长期收益率继续下滑，创下新低（德国：10年期收益率为2.14%，美国：10年期收益率为2.53%）。这使得曲线更加平滑：2年期/10年期曲线接近156的基点，而美国曲线约在200个基点附近。

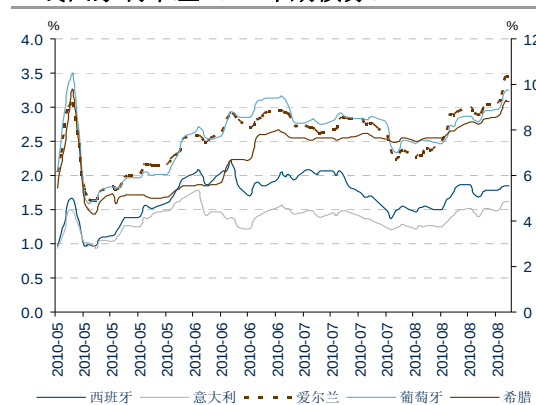
德国的这一低水平利率使得欧洲核心和非核心国家的利率差继续扩大，与西班牙（184个基点）的利差扩大了约7个基点，与爱尔兰和葡萄牙的利差扩大了约30个基点，与希腊的利差扩大了超过60个基点（与后三个国家的利率差回到了5月份的高点）。因此，市场将非核心国家分成了两组：1）西班牙和意大利；2）葡萄牙、希腊和爱尔兰。在第一组中，利率差距扩大是源于德国债券的避险效应，而第二组国家中，利率差距扩大则是由于这些国家上调了利率，尤其是在爱尔兰评级下调之后。

图3
S&P 500 每股自由现金流



来源：彭博以及 BBVA Research

图4
二线国家利率差（10年期债券）



来源：彭博以及 BBVA Research

要点

经济分析

欧洲

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

Agustín García Serrador
agustin.garcia@grupobbva.com
+34 91 538 37 38

金融环境

Marcos Dal Bianco
marcosjose.dal@grupobbva.com
+34 91 538 63 49

Ignacio González-Panizo
ignacio.gonzalez-panizo@grupobbva.com
+34 91 538 63 50

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

金融系统

Ana Rubio González
arubiog@grupobbva.com
+34 91 534 33 42

Marta García Tuñón
marta.garcia.tunon@grupobbva.com
+34 91 534 67 61

欧洲央行：对下周四会议有何期待？

欧洲央行流动性供给政策的相关决定将成为9月份欧洲央行理事会议的焦点，尤其是，是否延长定于9月29日拍卖后结束的三月期全担保长期再融资操作（LTRO）。Webber先生，欧洲央行的一位强硬派成员，在近期的声明中表示，至少到2011年一季度为止，流动性供给政策将得到实质性的保留。欧洲央行的上次理事会议充满了乐观情绪，欧元区的流动性过剩也的确正在下降，欧元隔夜平均指数（Eonia）正在稳步走向正常化（尽管步伐十分缓慢）且主权债券购买项目的规模自7月以来几乎没有变化，但这离完全正常化还很远（正如近期加剧的紧张气氛所提醒我们的）。流动性越来越集中于部分受影响最大的欧盟国家（西班牙、爱尔兰和葡萄牙）并且仍然有许多的不确定性，尤其是9月以后债券市场开放程度的问题。因此，我们的预期与Webber的看法一致：欧洲央行的流动性供给政策实质上至少将维持到2011年一季度，与8月份会议相比，语气会更趋谨慎。

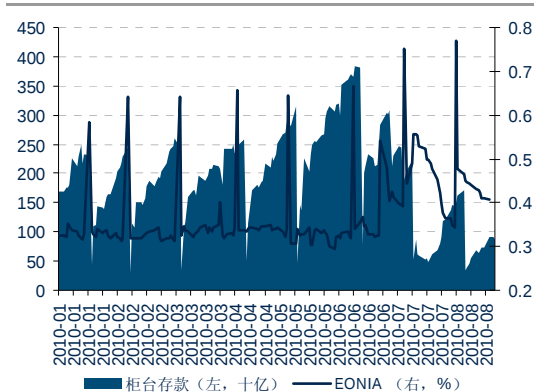
爱尔兰，新的风险？

本周S&P下调了爱尔兰主权债务评级至AA，这主要是受政府支持金融系统导致公共财政状况恶化的影响，这在二线国家中引起了对新的主权风险的恐慌。我们不认为存在这样的风险，因为这一赤字（除NAMA以外）是政府计划内的：从占GDP的14.3%下降到了GDP的11.9%。银行部门方面，我们认为S&P对银行部门财政成本的估计是相当糟糕情况下的结果，因为：1）爱尔兰财政变量表现出了相对强劲的增长趋势；2）爱尔兰的两家主要银行通过了7月份的CEBS压力测试；3）公共担保项目将恢复，但仍存在一些担忧，来源于如：AIB国有化银行需要持续的资本注入并依赖于欧洲央行对爱尔兰银行部门筹资（银行资产的5.6%）。在这种情况下，其市场影响是有限的（爱尔兰本周发行了6亿欧元的国债），二线国家中，仅有希腊受到了影响。

并购活动的复苏是否仍在持续？

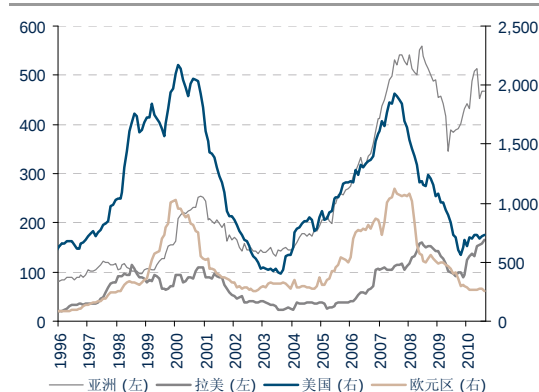
危机后，各企业为了使资产负债表更好看曾一度减少企业活动，在经历了一段相对平静的时期之后，如今跨境并购活动再次活跃起来。这表明，随着金融市场的稳定以及对主权风险担忧的减轻，跨国企业的风险承受能力已经恢复。然而，尽管今年夏天企业并购活动复苏的交易量大大低于危机前的水平，但近几周交易的增加已对市场的增长起到了推动作用。由于前几个月企业一度趋于保守，大多数协议的履行方式约定为现金（而非筹资），我们认为中期内并购活动将会持续，但未来几个月会对美国经济增长的放缓十分敏感。

图5
欧元区柜台存款以及 Eonia



来源：彭博以及 BBVA Research

图6
部分区域的兼并资金流入
（当年累计，美元，十亿）



来源：彭博以及 BBVA Research

日程表：核心指标

经济分析

欧洲

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

Agustín García Serrador
agustin.garcia@grupobbva.com
+34 91 374 7938

美国

Hakan Danis
hakan.danis@bbvacompass.com
+1 713 843 5382

亚洲

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

墨西哥

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com
+52 5556214143

新兴市场

Enestor Dos Santos
enestor.dossantos@grupobbva.com
+34 91 537 68 87

美国：ISM制造业指数（8月，9月1日）

预测：53.5

市场调查：53

前期：55.5

评论：地区制造业调查表明8月份经济活动正在放缓。因此，预计ISM PMI会下滑，但仍将处于高于50的水平，这意味着8月份经济活动仍处于扩张状态。我们预计8月份的这一指数会下降2个点。

市场影响：制造业约占工业产值的70%，若制造业增速大幅低于预期可能预示着今年三季度经济扩张速度低于预期。

美国：非农业就业人口数据（8月，9月3日）

预测：-9万

市场调查：-10.8万

前期：-13.1万

评论：预计8月份非农业就业人口减少将超过9万。虽然预计私部门提供的就业岗位将出现净增长，但增长量可能小于建筑和公共部门的失业数。疲软的住房市场数据表明建筑业的失业情况将持续。国家和地方预算状况恶化以及最新的高于预期的首次失业报告数据也预示了劳动力市场状况的恶化。因此，市场预计失业率继两个月下降以后将上升至9.6%。

市场影响：若非农业就业人口下滑超出预期，可能表明经济增速放缓，对经济复苏的进程和可持续性的不确定性会增加。

欧元区：HICP通胀初步估计（8月，8月31日）

预测：较上年增长1.6%

市场调查：较上年增长1.6%

前期：较上年增长1.7%

评论：随着基数效应产生的能源通胀缓和（能源价格出现最大幅度下滑是在去年7月），预计8月份通胀有小幅下滑。速报估计并未提供有关核心通胀的信息，但我们预计其将保持稳定，约较上年增长1%。此外，我们预计受税收增加和食品价格上涨压力的影响，这一指标会出现一定的上涨风险。

市场影响：若该指标为负，则可能预示着存在通货紧缩压力的风险，但继德国的相关指标出现正增长后，若该指标增长过快，则可能加剧对欧洲央行提前加息的恐慌。

欧元区：失业率（7月，8月31日）

预测：10%

市场调查：10%

前期：10%

评论：与自年初起所观察到的情况一致，受经济反弹的支撑，预计失业率会在7月份的基础上保持基本稳定。但今年下半年失业率将有小幅上升的趋势，与经济增速的放缓相符。

市场影响：若失业率低于预期，则表明经济活动存在向下的压力，对市场信心产生不利影响。

中国：采购经理指数（8月，9月1日）

预测：51.8

市场调查：51.6

前期：51.2

评论：受政府对信贷增长和房地产市场调控的影响，国内需求正在逐步降温。近期经济数据表明中国经济正在进行软着陆，与此相符，我们预计8月份制造业活动将保持相同步调。然而，受季节性因素影响，中国8月份采购经理指数将有小幅上升。

市场影响：若此指标低于预期，可能引发对经济硬着陆的担忧，并产生对全球经济增长可持续性的疑虑。

巴西：GDP增长（2010年二季度，9月3日）

预测：0.4%

市场调查：0.7%

前期：2.7%

评论：与今年一季度相比，二季度GDP增速会出现大幅下滑。

市场影响：由于货币政策会议将在GDP数据公布前两天举行，巴西央行对SELIC利率调整的影响有限（我们和市场都预计不会对SELIC利率做出调整）。无论GDP出现大幅增长还是下跌，汇率和期货利率市场都可能受到影响。

Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.30	-3	-17	-5
		2-yr yield	0.52	4	-5	-49
		10-yr yield	2.55	-6	-43	-90
	EMU	3-month Euribor rate	0.89	0	-1	6
		2-yr yield	0.62	1	-21	-63
		10-yr yield	2.13	-14	-59	-112
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.271	0.1	-2.8	-11.3
		Pound-Euro	0.82	0.3	-2.1	-6.7
		Swiss Franc-Euro	1.30	-1.0	-4.2	-14.1
	America	Argentina (peso-dollar)	3.94	0.2	0.1	2.5
		Brazil (real-dollar)	1.75	-0.4	-0.7	-6.4
		Colombia (peso-dollar)	1809	-0.5	-1.8	-11.5
		Chile (peso-dollar)	502	-0.7	-4.3	-8.9
		Mexico (peso-dollar)	13.07	2.4	2.6	-1.3
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.80	-0.1	-1.0	-4.9
		Japan (Yen-Dollar)	85.01	-0.8	-2.0	-9.1
	Asia	Korea (KRW-Dollar)	1197.00	1.1	0.8	-3.7
		Australia (AUD-Dollar)	0.890	0.0	-1.0	5.9
Comm. (chg %)		Brent oil (\$/b)	75.3	1.3	-3.0	3.4
		Gold (\$/ounce)	1239.3	0.9	6.1	29.8
		Base metals	500.9	0.1	3.1	11.8
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	10109	0.1	-5.2	-11.7
		EuroStoxx 50	2622	-0.8	-4.7	-6.5
		USA (S&P 500)	1047	-2.3	-4.9	1.8
	America	Argentina (Merval)	2321	-4.8	-3.5	29.2
		Brazil (Bovespa)	64262	-3.6	-4.0	11.4
		Colombia (IGBC)	13696	1.8	3.8	28.7
		Chile (IGPA)	20927	-0.9	3.3	36.9
		Mexico (CPI)	31218	-3.3	-3.8	9.2
		Peru (General Lima)	14975	0.7	5.6	5.8
		Venezuela (IBC)	64769	-0.1	0.8	30.8
	Asia	Nikkei225	8991	-2.1	-7.3	-14.6
		HSI	20597	-1.8	-2.4	2.5
Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	118	4	13	27
		Itraxx Xover	523	16	45	-74
		CDS Germany	44	1	6	23
	Sovereign risk	CDS Portugal	329	51	113	276
		CDS Spain	244	17	66	178
		CDS USA	47	0	12	---
		CDS Emerging	257	23	43	-55
		CDS Argentina	937	114	145	-658
		CDS Brazil	129	8	12	-3
		CDS Colombia	134	11	10	-30
		CDS Chile	77	2	-6	1
		CDS Mexico	134	14	18	-38
		CDS Peru	115	15	5	-26

Sources: Bloomberg, Datastream and JP Morgan

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。”