

全球

## 每周观察

马德里，9月10日

## 市场焦点再次转移至欧洲二线国家

## 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

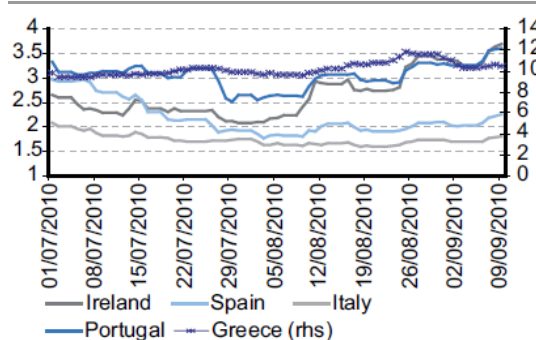
**Victoria de Zuriarrain**  
Victoria.zuriarrain@grupobbva.com  
+34 91 537 7584

之前的几周中，市场保持了对美国经济运行情况以及美联储应对策略的高度关注，但现在，市场关注的焦点已再次转移到了欧洲二线国家上，确切地说，是转移到了这些国家银行系统的某些方面上。受爱尔兰银行系统问题的影响，市场上再次出现了对新一轮金融危机的担忧。盎格鲁-爱尔兰银行（爱尔兰第三大银行，约占爱尔兰银行系统的20%）的系统性特征可能仍是国际投资者的担忧之一，虽然在爱尔兰和葡萄牙以及其他南欧国家有明显差距（与葡萄牙的差距相对要小一点），但其主权债务利差在所有二线国家中是最高的。然而，过去几周以来主权债券市场上的风险厌恶水平仍然大大低于夏季以前的水平。

## …全球性经济周期提供了一个喘息的机会

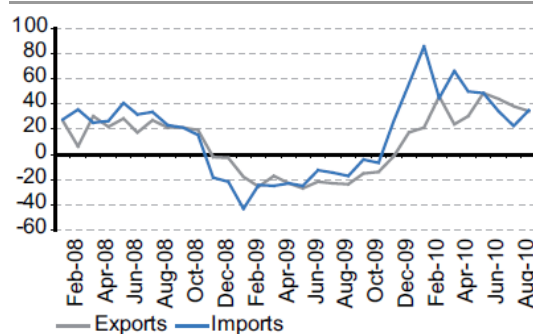
由于缺乏相关的美国经济数据、7月份国际贸易平衡也释放出了意料之外的积极信号，本周，经济的宏观面取得了显著进展。在欧洲，德国媒体刊登了更多表明三季度德国经济放缓的佐证，虽然7月份出口表现有些令人失望，但核心新订单仍保持强劲。在亚洲，经济运行总体保持良好增长态势，其中，中国8月份进口受内需拉动出现正增长，出乎市场的预料；而一些国家的央行，主要是韩国央行，决定暂停一下下一步的步伐会更谨慎。下周需关注的相关市场数据包括美国8月份核心CPI，中国周六（11号）公布的一系列经济指标以及欧元区7月份的出口数据。

图1  
欧洲国家：2年期债券收益率



来源：美国统计局

图2  
中国：出口与进口  
(同比，当前价格水平，未经季节调整)



来源：美国房地产经纪协会

## 要点

## 欧洲银行回归一级市场

过去三周里，欧洲银行的发行活动再次活跃起来，但并非所有银行都是如此。问题的关键仍在于债券市场是否将向所有机构再次开放，尤其是那些最为脆弱的金融机构。

## 萧条的美国劳动力市场

与官方的观点相反，近期的劳动力报告中有证据表明，如果经济没有积极的体制性改变，出现像90年代那样长期结构性失业的可能性将会越来越大。

# 市场

## 市场分析

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

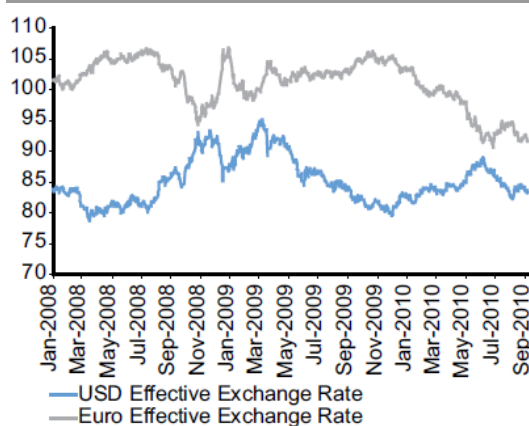
**Joaquín García Huerga**  
jghuerga@grupobbva.com  
+34 91 374 68 30

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

市场仍然对经济的可持续增长抱有怀疑。我们相信总体利率上行的空间不大。欧元走势受欧元区潜在风险左右。

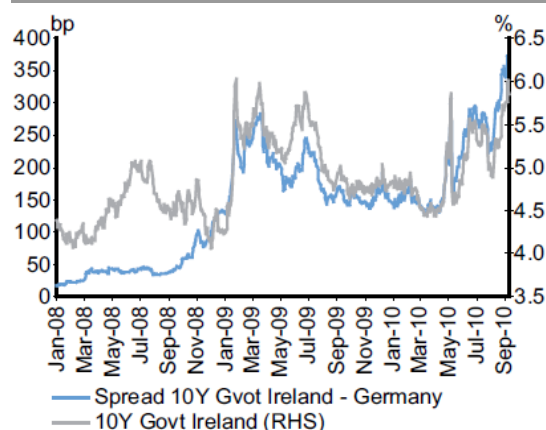
潜在市场活动表明风险溢价的增加在继续减缓：主要的支撑要素对新兴经济体而言仍意味着光明的未来，缓解的最糟糕的预期主要与美国迫近的巨大周期性风险有关。同时，在这种情况下主要风险资产的复苏（过去几天里证券和商品进一步上涨了3/4%）须具备如下一些条件：1）市场仍然对任何低于预期的数据或消息高度敏感，有时市场反应与该数据或消息有很大的相关性（这些资产的短期实现波动了仍然很高）；2）尽管收益率正逐渐回升，但却难以达到更好水平（10年期债券收益率仅比8月底的低点上升了20个基点）；3）风险要素从周期性因素转向金融性因素——尤其是在欧元区——部分银行清偿和融资能力的问题依然存在；4）事实上，当美元在世界范围内的地位逐渐削弱时（因其扮演着避险货币的角色，其实际汇率下跌了1%），欧元几乎不可能趁机对美元升值（它仍维持在其波动区间的下限欧元兑美元汇率约1.27的水平）。这些因素足以让我们在市场对进一步改善的任何新的尝试之前保持谨慎。利率上升和欧元升值的空间仍然有限。

图 3  
欧元兑美元：实际汇率



来源：彭博以及 BBVA Research

图 4  
10 年期爱尔兰政府债券及其与德国政府债券的利差



来源：彭博以及 BBVA Research

# 要点

## 欧洲银行回归一级市场

### 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 79 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

正如此前对今年的这个时候的预期，经过了一个不同寻常的夏季之后，过去三周里欧洲银行的发行活动显著增加。尤其是一些西班牙银行和储蓄银行，把握住了7月底压力测试所带来的契机，自那时以来其发行总额已超过70亿欧元。尽管如此，仅有有限的西班牙机构能够叩开一级市场的大门，约有45%的西班牙金融机构被拒之门外。这些西班牙机构发行活动的增加有如下一些特征：1）大部分发行围绕担保债券进行，与高级无担保债券相比，担保债券更能保障债券持有人的利益；2）新发行债券的期限相对较短，多为3年左右；3）与过去的标准相比，新发行债券的利差极大，这无疑增加了企业的筹资成本。然而，我们注意到，考虑到当前互换的收益率，这部分成本可部分由较低的整体收益率水平来补偿。至于其他的欧元区国家，到目前为止只有最好的机构们可以发行其债券（与西班牙的情况一致），但其债券的期限更长。这种背景下，虽然近期的发行活动鼓舞人心且产生了一定的积极影响，债券市场离正常化仍有一段距离。问题的关键在于未来债券市场能否向更多机构和欧元区二线国家重新开启，因为未来18个月里将有大量债券到期并面临债融资问题。

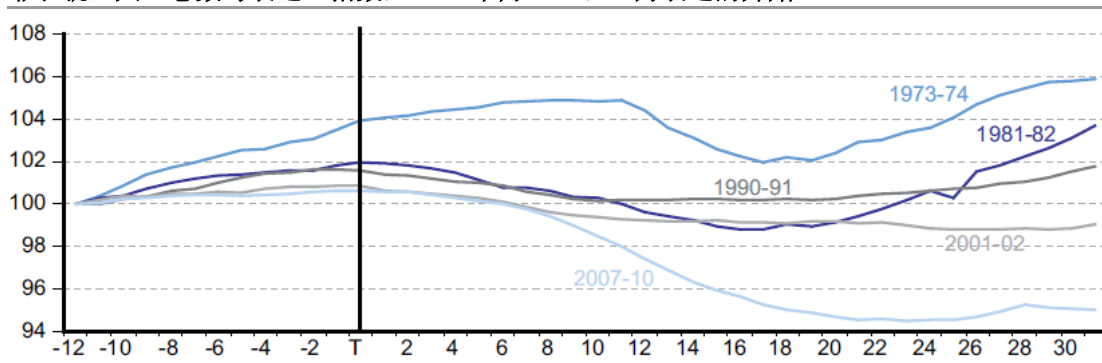
## 萧条的美国劳动力市场

过去几周里，市场上许多声音表达出了对美国劳动力市场的担忧。例如，上次联邦公开市场委员会（FOMC）会议期间，政策制定者们对一系列看似与私部门就业增长缓慢有关的因素进行了讨论。根据公布的会议备忘录，对一些列因素（如：监管规定、税收、医疗成本）的不确定性被认为是导致企业不愿扩大招募员工的主要原因，因此也是生产率提高造成的，尤其是自2008年底以来应对需求复苏的主要源泉。

自经济危机开始起，美国就业市场已减少了超过700万个就业岗位。一项简单的统计表明即便经济可以每月创造10.5万个新的就业岗位，也需要4年多的时间恢复所有在衰退中减少的就业。尽管如此，由于人口和劳动力大军在不断增加，美国经济须创造比这一数据更多的就业岗位，这样看来，对日益增加的长期结构性失业的恐慌似乎有据可循。与本周美联储褐皮书的说法相反，近期的劳动力报告为该主题提供了新的证据。例如，平均失业周数（8月份为33.6）仍然接近6月份的最高值35.2周（2007年12月为16.5周），而参与率继续下跌。一些劳动力未充分利用的替代测量指标如：游荡在劳动力市场边缘以及失业而不积极找工作的人数（也即愿意并且有能力工作，但由于未能成功而相信任何找工作的努力都将是徒劳，并因此停止继续找工作的人）也支持这一发现。游荡在劳动力市场边缘以及失业而不积极找工作的人数占劳动人口的比率（11.0%）仍然接近2009年12月份11.5%的峰值，大大高于2007年底的5%。这些趋势与不断增加的招聘职位和申请者技能之间的不匹配（8月份失业率为9.6%，而其中14.0%来自高中或更低学历）表明美国经济可能面临严重的失业问题。从这个角度讲，除非美国经济进行像90年代那样的积极的体制变革，我们预计失业率要想下降到危机前的水平需要花超过4年的时间。

图 5

非农就业人口总数与衰退（指数，T-12个月=100，T为衰退的开始）



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：工业产值（8月，9月15日）

**预期：较上月增长0.4%**      **市场调查：与上月增长0.2%**      **前期：较上月增长1.0%**

评论：自2009年6月以来，工业产值一直保持增长势头。然而区域制造业指数显示，从地区层面上看，制造业活动的步伐已有所放缓。8月份ISM制造业数据支持了这一观点。尽管该指数仍高于50，表明制造业生产在增长，但过去两个月里其增速已经有所放缓。

市场影响：若较上月出现大幅下跌，可能引起市场对美国经济增长突然停止的再次担忧。

## 美国：消费者价格指数，核心（8月，9月17日）

**预期：0.2%，0.1% y/y**      **市场调查：0.3%，0.1% y/y**      **前期：0.3%，0.1% y/y**

评论：由于通胀风险不断增加，市场对消费者价格指数保持了高度关注。我们预计8月份核心通胀和整体通胀将继续保持小幅增长。伯南克在8月份的讲话暗示短期内美联储将在转移政策方向保持观望并准备好在条件允许时采取行动。因此，我们预计两项通胀指标都将保持稳定、有正增长但近期会保持在较低水平。

市场影响：虽然通货紧缩的可能性很小，但该指标如果为负将再次掀起市场对通货紧缩的议论。

## 欧元区：IPI（7月，9月13日）

**预期：较上月增长0.6%**      **市场调查：较上月增长0.3%**      **前期：较上月下降0.1%**

评论：继前期无太大变化之后，我们预计7月工业产出较上月有小幅增长，与所观察到的近几个月的工业订单（尤其是来自国外的订单）和7月份经理信心指数的好转相符。但这两个指标都显示上升趋势正在放缓。总的来说，工业部门的强劲复苏将因内需和外需的疲软而减速。

市场影响：该指标若出现大幅下跌将引起市场对今年下半年扩张路径的担忧。

## 欧元区：出口（7月，9月16日）

**预期：较上月增长1.4%**      **市场调查：N/A**      **前期：较上月增长5.2%**

评论：经过了6月份的强劲增长之后，预计7月份出口增速会大幅下滑。欧元区出口已从累计25%的跌幅中恢复过来，接近其危机前的水平。EC与PMI的调查中对外贸的预期涨跌不一（EC：小幅上涨；PMI：小幅下滑），但无论是哪种情况，都表明未来几个月出口增速可能放缓，与近期对美国经济周期记忆部分亚洲经济的放缓相符。我们认为出口的增长早已达到了周期性的峰值。

市场影响：若出口增速为负，可能引起市场对经济突然放缓的担忧。

## 中国：工业产值（8月，9月11日）

**预期：13.2% y/y**      **市场调查：13.0% y/y**      **前期：13.4% y/y**

我们预计中国工业产值（IP）会继续放缓，与过去4个月的减速趋势相符（IP在3月份达到最高点，较去年同期增长18.1%）。工业产值增速放缓与我们的软着陆预期相符，因为当局正试图抑制信贷和投资的过快增长。IP将会和几个月度经济指标一起公布，包括城市固定资产投资，零售额以及新增贷款额。

市场影响：随着上个月PMI的回升，若IP数据高于市场预期将有助于缓解市场的担忧。

## 印度：批发价格指数（8月，9月14日）

**预期：9.5% y/y**      **市场调查：9.6% y/y**      **前期：10.0% y/y**

评论：印度将于9月14日发布其8月份批发价格指数（WPI）。由于经济增长过快带来的需求压力和不断上涨的食品价格，使得印度和越南成为亚洲通胀最高的两个国家。我们预计受制造品价格的进一步下滑和前一年基数效应的影响，印度8月份通胀会有所减速。

市场影响：若该数据高于预期，可能导致印度央行进行更大幅度的加息。



## Markets Data

|                                    |                |                         | Close   | Weekly change | Monthly change | Annual change |
|------------------------------------|----------------|-------------------------|---------|---------------|----------------|---------------|
| Interest Rates<br>(changes in bps) | US             | 3-month Libor rate      | 0.29    | 0             | -8             | -1            |
|                                    |                | 2-yr yield              | 0.58    | 7             | 4              | -33           |
|                                    |                | 10-yr yield             | 2.80    | 10            | 6              | -55           |
|                                    | EMU            | 3-month Euribor rate    | 0.88    | -1            | -2             | 11            |
|                                    |                | 2-yr yield              | 0.72    | 8             | 6              | -48           |
|                                    |                | 10-yr yield             | 2.38    | 3             | -4             | -85           |
| Exchange Rates<br>(changes in %)   | Europe         | Dollar-Euro             | 1.271   | -1.3          | -1.1           | -12.8         |
|                                    |                | Pound-Euro              | 0.83    | -1.0          | 0.2            | -5.5          |
|                                    |                | Swiss Franc-Euro        | 1.30    | -0.8          | -3.6           | -14.0         |
|                                    | America        | Argentina (peso-dollar) | 3.95    | 0.0           | 0.3            | 2.4           |
|                                    |                | Brazil (real-dollar)    | 1.72    | -0.4          | -2.9           | -5.4          |
|                                    |                | Colombia (peso-dollar)  | 1801    | -0.4          | -0.7           | -9.6          |
|                                    |                | Chile (peso-dollar)     | 495     | -0.2          | -2.7           | -10.2         |
|                                    |                | Mexico (peso-dollar)    | 12.96   | 0.1           | 2.0            | -3.1          |
|                                    |                | Peru (Nuevo sol-dollar) | 2.79    | -0.2          | -0.5           | -4.6          |
|                                    |                | Japan (Yen-Dollar)      | 84.23   | -0.2          | -2.0           | -6.9          |
|                                    | Asia           | Korea (KRW-Dollar)      | 1163.90 | -0.7          | -1.9           | -4.7          |
|                                    |                | Australia (AUD-Dollar)  | 0.926   | 1.1           | 3.3            | 7.3           |
| Comm.<br>(chg %)                   |                | Brent oil (\$/b)        | 77.7    | 1.3           | 2.8            | 14.7          |
|                                    |                | Gold (\$/ounce)         | 1246.6  | 0.0           | 2.7            | 24.0          |
|                                    |                | Base metals             | 511.9   | 0.4           | 3.1            | 11.7          |
| Stock Markets<br>(changes in %)    | Euro           | Ibex 35                 | 10706   | 1.0           | 3.5            | -6.5          |
|                                    |                | EuroStoxx 50            | 2780    | 1.2           | 2.2            | -1.8          |
|                                    | America        | USA (S&P 500)           | 1109    | 0.4           | 2.4            | 6.4           |
|                                    |                | Argentina (Merval)      | 2435    | 0.5           | 2.9            | 28.2          |
|                                    |                | Brazil (Bovespa)        | 66714   | 0.1           | 1.1            | 14.3          |
|                                    |                | Colombia (IGBC)         | 14398   | 2.4           | 9.1            | 36.8          |
|                                    |                | Chile (IGPA)            | 22069   | 1.8           | 7.6            | 43.8          |
|                                    |                | Mexico (CPI)            | 32466   | -0.4          | 1.3            | 10.2          |
|                                    |                | Peru (General Lima)     | 15850   | 1.8           | 7.0            | 9.2           |
|                                    |                | Venezuela (IBC)         | 65271   | 0.4           | 1.1            | 25.2          |
|                                    | Asia           | Nikkei225               | 9239    | 1.4           | 0.3            | -11.5         |
|                                    |                | HSI                     | 21257   | 1.4           | 0.7            | 0.5           |
| Credit<br>(changes in bps)         | Ind.           | Itraxx Main             | 107     | 1             | -7             | 21            |
|                                    |                | Itraxx Xover            | 482     | 2             | -29            | -81           |
|                                    | Sovereign risk | CDS Germany             | 40      | 4             | -4             | 19            |
|                                    |                | CDS Portugal            | 327     | 29            | 55             | 273           |
|                                    |                | CDS Spain               | 234     | 12            | 20             | 168           |
|                                    |                | CDS USA                 | 47      | 2             | -1             | ---           |
|                                    |                | CDS Emerging            | 252     | 16            | 26             | -50           |
|                                    |                | CDS Argentina           | 888     | 35            | 59             | -568          |
|                                    |                | CDS Brazil              | 126     | 7             | 8              | 2             |
|                                    |                | CDS Colombia            | 131     | 8             | 11             | -23           |
|                                    |                | CDS Chile               | 77      | 2             | -6             | 1             |
|                                    |                | CDS Mexico              | 141     | 8             | 25             | -16           |
|                                    |                | CDS Peru                | 126     | 18            | 18             | -6            |

Source: 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](http://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。”**