

全球

每周观察

马德里，9月24日

美联储准备 2 次定量宽松

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

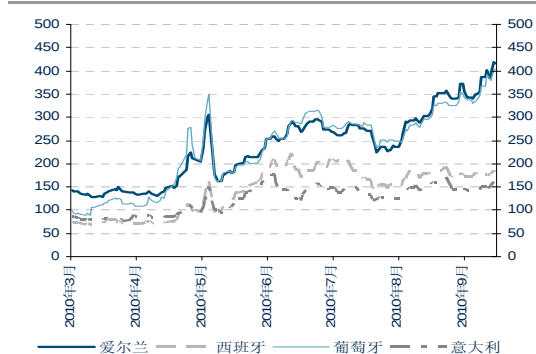
Victoria de Zuriarrain
Victoria.zuriarrain@grupobbva.com
+34 91 537 7584

周二联邦公开市场委员会的政策声明前的主要问题是，他们将在更多的定量宽松方向倾斜多少（2次定量宽松），该声明的基调比预期更进一步：关键的变化是关注的重点从经济复苏转向通缩的风险，联邦公开市场委员会承认，目前的通胀水平“略低于”那些其应有的水平该政策发出了一个明确信号，即发出伊丽莎白女王二号正在考虑：美联储“如果需要，准备提供额外的空间，以支持经济复苏和返回通货膨胀，随着时间的推移，符合其目标。”“下次十一月的会议很可能会通过一个决定。通过将重点转移到通缩的风险，估计需要经济实力增长通过伊丽莎白女王二号来在不久的将来（不太可能）阻止通缩而不需要新的弱点，就像以前的实质性变化的政策声明之前。这一周的美国房屋市场数据略好于预期，平息恐惧，但申请失业救济人数意外上升，增强了在劳动力市场疲软。

…欧洲的主权风险依然很高

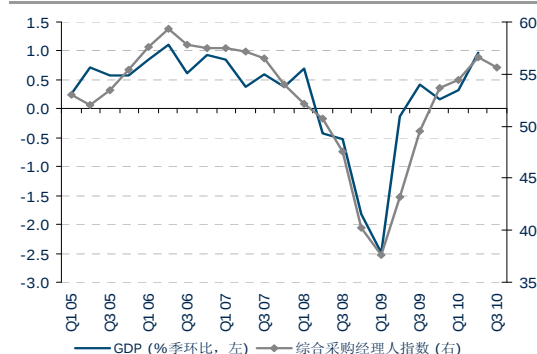
本周欧洲依然是令人关注的问题，投资者仍然觉得主权风险很高。关注的重点是爱尔兰银行系统和葡萄牙是否能够完成它的赤字削减计划。担心清楚地反映在本周投资者对债务拍卖较高的收益率要求。关于宏观经济，在今年七月惊人增加后，这个月的经理人采购指数大幅下降超过预计，预计在八月略有下降，这对欧元区经济进一步减速增加了更多证据，这与我们的预测一致。

图 1
对德国 10 年债券利差（基点）



来源：彭博

图 2
欧元区：GDP 增长及预期



来源：Markit Economics 以及 Eurostat

要点

阻止拉丁美洲货币升值的措施

美元的疲软将给外汇交叉汇率增加压力。在拉美，政府的措施可以适度减缓这个效果。

欧洲的回购市场重新复苏

欧洲回购市场也有了明显改善，2009年12月以来已增加了25%，在2010年6月达到€6,979亿美元。回购活动的复苏是由于那些较大的银行主要通过回购市场借款，而较弱的银行仍然依赖于欧洲央行的资金。

资本继续流向新兴市场

无论是在股票和债券，自今年年初以来流入新兴市场的资金已经变强，尽管最近发达地区充满消极情况，这不仅是由于核心国家的低利率同样也是新兴市场的良好情况。

市场

市场分析

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

Joaquín García Huerga
jghuerga@grupobbva.com
+34 91 537 68 30

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

市场关注点移向中央银行和外围经济体

央行以防止任何暗示可能走向衰退的迹象的决心将使其继续保持长期低利率，通胀压力也不会太大（不仅是今年，同样也包括未来几年）而低实际利率将依然是一个问题（这个现象表明风险厌恶仍是问题，特别是就经济，外围和银行方面考虑）。

货币的走势依然高度受到货币当局的决定影响。一个明显的例子是，美元对其他主要货币贬值超过 2%，这反映在实际汇率中。欧元升值到相同的程度。

与此同时，股票市场交易继续呈现独特性风险的情况，爱尔兰和葡萄牙的问题仍然局限在这两个经济体。这将允许他们继续巩固和贸易区间波动，不管其它支持与否如：i) 股份回购公告；ii) 对无风险资产溢价，这可以通过股息看出来；及iii) 并购活动。

利率保持低水位

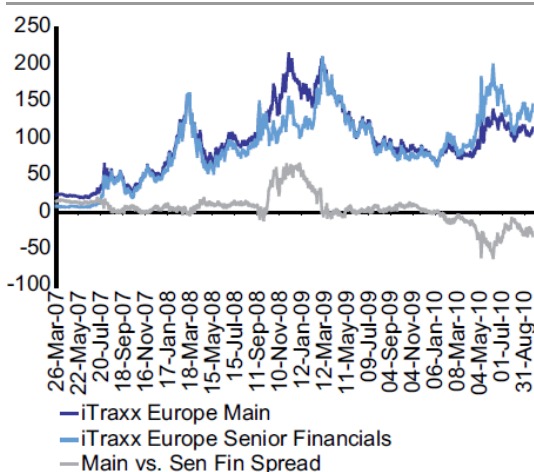
对经合组织各国央行货币刺激政策将延续的期望会继续支持我们对利率不会上升的前景估计。最新的联邦公开市场委员会会议，加强了温和的利率曲线的论调，不仅对美国，而且还包括其它地区（英国和欧元区），它至今已有很多向上的偏差。事实上，这一趋势甚至会影响到短端曲线（欧元区非常显著，这应该会结束最近几周的上升趋势）。

信评：爱尔兰以及其银行系统充满不确定性

信贷市场，尤其是金融公司再次面临压力，主要是由于盎格鲁爱尔兰银行可能的违约。这对欧洲周边国家主权和银行（葡萄牙银行为主）造成了严重的波动。同时，一级市场在发行量方面仍然相当强劲，但在二级市场行为还没有形成一致，有一些问题自启动后变得扩大。最后，在较宽松的第三巴塞尔资本要求公布后，并在初期表现强劲，一级资本上周的表现已经落后于所有的欧洲金融资本结构，一些之前的获利有所回落。

图 3

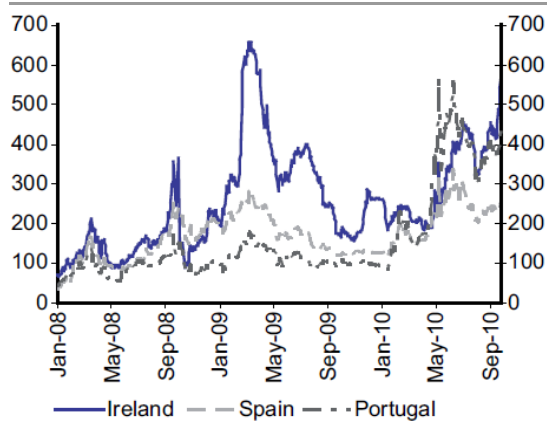
iTraxx 主要 Vs 高级利率



来源：彭博以及 BBVA 研究

图 4

CDS 5 年利率（高级债券，基点）



来源：Datastream 以及 BBVA 研究

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 91 374 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

阻止拉丁美洲货币升值的一些措施

尽管OCDE货币可能遭受一些升值风险，在联邦公开市场委员会的声明后，许多拉丁美洲货币能够保持相对的稳定。我们认为，这可能是通过实施国内的措施来限制升值的走势。最近一些拉美当局的评论表明有将会有一定的干预风险。在这方面，巴西政府宣布SWF将购买美元来调节升值的压力。在同一情况下，哥伦比亚当局已被迫恢复它的美元购买计划。此外，秘鲁政府已被迫加强非传统措施：增加储备的系数并进一步松动对AFP外资购买的限制。此外，还有一些智利比索干预的风险继上述邻国的货币变动后，虽然智利总统指出该国对现在的CLP水平感觉正常。总括而言，拉美当局拒绝增加升值的压力并暗示可能增加干预的预期。

欧洲的回购市场反弹

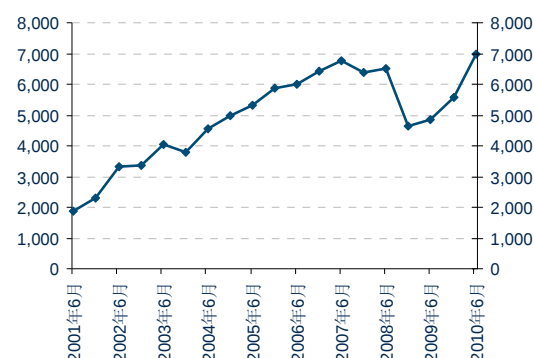
根据ICMA上周发表的欧洲市场的回购调查，欧洲回购市场也有了明显改善。自2009年12月以来已增加了25%，在2010年6月达到欧元6,979亿，证实了持续复苏的状况。这个数字高于先前（和最高）金额欧元6,775亿，这个数据时金融危机前2007年6月的记录。回购活动的增加受到较强的银行从回购市场贷款增加的引领，而欧洲央行仍然是较弱的银行资金的依赖对象。一个了不起的运转在于相当数量的登记与结算通过中央结算进行，这让交易对手风险得以减少。因此，使用这些平台的借贷成本低于1%，这些机构支付欧洲央行的成本低过1个月的Euribor的利率，但并不是所有机构都使用这些平台。至于西班牙，八月初，Clearnet（在欧洲最大的回购市场清算机构）决定接受西班牙政府债券作为回购业务的担保品，八月西班牙的回购结算了1300亿欧元（西班牙银行有大约四分之三的西西班牙债券）。

这项调查是指数数据到2010年6月9日，因此没有提供12个月的LTRO到期后有关资金市场的情况。我们认为，这一事件也可以被认为到该金融风险在6月后得到缓解，这将在短期使得通过回购市场交易量增加。在此背景下，考虑到欧洲银行返回到回购市场以及回购活动的改善，我们认为，这些机构未来数月依靠欧洲央行资金将会减少。

资本继续流向新兴市场

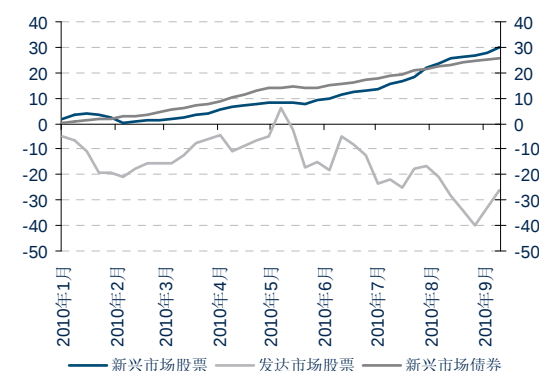
尽管最近发达地区的消极消息不断，无论是在股票和债券，流入新兴市场的自今年年初以来越来越强。相比之下，流入发达市场的资金自5月后下跌猛烈。这个趋势受到投资人寻求更高的汇报的影响，不仅是由于核心国家的利率过低而且是新兴市场的整体环境不错，这些推动投资人投资这些市场。根据发展至今的情况，如果大，中经济增长（虽然速度较慢）继续，并且对主权债务的关切放松（而且，当然，保持宏观经济稳定的新兴国家），我们预测这个趋势略有被扭转的风险。

图 5
回购业务总计（欧元，十亿）



来源：ICMA

图 6
股票债券的净流入（存量，十亿）



来源：EPFR

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

欧元区：通胀预测 (9月数据, 9月30日)

预测: **1.8% y/y;** 市场预期: **1.8% y/y;** 前期: **1.6% y/y**

点评：尽管通胀在八月放缓，我们预计在九月由于较高的能源价格上涨将会有小幅反弹，这是基数效应的结果，以及油价上涨和欧元略有贬值的影响。季度快报不提供有关核心通胀信息，但我们也希望其能受到服务和非能源工业产品通胀增加0.1pp至年化1.1%。我们仍然看到一些上行风险的影响，这些同时受到税收上升和工业消费品价格显著的通货膨胀，以及在食品市场的一些紧张产生。市场影响：负面的刺激可以被看作是在家庭支出疲软的迹象，而是一个积极的刺激，在正增长的数字后可能增加比预期早的欧洲央行升息

欧元区：失业率 (8月数据, 10月1日)

预测: **10%;** 市场预期: **10%;** 前期: **10%**

评论：失业被认为是在八月大致保持稳定，受经济活动反弹的支持。此外，从欧共体招聘意向调查于八月略有下降，打断了自2009年年底的向上趋势，而消费者的失业率预期进一步下降。然而，失业趋势将是在未来几个月略有增加，符合了较弱的活动情况。市场影响：负面的刺激将被解释为在经济活动再度下调的压力迹象，对经济的信心产生负面影响。

美国：消费者信心 (9月, 星期四 10:00 ET)

预测: **53.5;** 市场预期: **54.0;** 前期: **53.5**

市场：受金融危机影响，消费者信心指数一直呈下跌趋势。曾一度从2007年2月份的111.2跌至2009年2月份25.3的历史最低位。该指数当前为53.5，大大低于其历史平均水平。这主要是由失业率攀升、劳动力市场疲软以及商业环境不确定性增大等因素引起的。我们预计9月份消费者信心指数会与前期持平。评论：显著的消费者信心增加是对市场的好消息能够帮助消除一些市场的悲观情绪。

美国:GDP (2010Q2, 星期四 08:30 ET)

预测: **1.6%;** 市场预期:**1.6 %;** 前期: **1.6%**

市场：经济分析局 (BEA) 将发布今年二季度GDP的最终估算结果。据BEA估计，今年二季度年化增速为1.6%，我们对此表示认同，并认为不会再对该结果有更进一步的调整。根据最新数据，今年二季度个人消费支出增长2.0%，是自2007年一季度以来的最快增速。但由于家庭的去杠杆化过程仍在持续，使得经济和高失业率的不确定性大增，我们维持低个人消费支出的基准预测。同时，市场也期待着经济分析局将于10月29日发布的2010年三季度GDP的处于估计值。评论：尽管我们捕鱼器进一步的新刺激，但是任何显著的下降调整回增加经济持续复苏的怀疑和对二次触底的担忧

墨西哥：7月的IGAE（月度经济指标）

预测: **-0.2% m/m sa;** 市场预期: **na;** 前期: **-0.4%**

评论：墨西哥“月度GDP”将标志在签个季度录得高峰期之后，10年3季度开始一个缓慢增长阶段。市场影响：经济增长放缓是由于美国需求疲软的情况，这是市场正在担忧的情况。暂时来说，IGAE的非常消极的刺激可能增加市场对墨西哥经济减速的节奏感知和其抵御美国的低增长能力的担忧。

中国：采购经理人指数 (10月1日)

预测: **53.5;** 市场预期: **52.8;** 前期: **51.7**

评论：增长势头在过去一个月已重新获得，这是由由上个月的采购经理指数读数，以及最近8月的工业生产，零售以及进口数据显示。与这些超过预期的指标，以及通常的季节性趋势一致，我们期待着9月另一个强劲的采购经理指数。市场影响：现在的观察显示对中国经济软着陆的前景放松，一个显著疲软的PMI数据会将市场推向悬崖，而强劲的数据可能会增加利率上调或者其他货币紧缩政策的预期。

Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.29	0	-1	1
		2-yr yield	0.43	-3	-8	-55
		10-yr yield	2.59	-14	12	-72
	EMU	3-month Euribor rate	0.88	0	-1	14
		2-yr yield	0.72	-6	11	-50
		10-yr yield	2.32	-10	17	-93
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.346	3.2	6.0	-8.3
		Pound-Euro	0.85	2.1	4.3	-7.3
		Swiss Franc-Euro	1.32	0.1	1.3	-12.6
	America	Argentina (peso-dollar)	3.95	0.2	0.2	2.9
		Brazil (real-dollar)	1.71	-0.1	-2.6	-5.1
		Colombia (peso-dollar)	1814	0.6	0.1	-5.8
		Chile (peso-dollar)	486	-2.5	-3.6	-10.9
		Mexico (peso-dollar)	12.54	-1.8	-3.5	-7.5
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.79	-0.1	-0.3	-3.3
	Asia	Japan (Yen-Dollar)	84.25	-1.8	-0.5	-6.2
		Korea (KRW-Dollar)	1150.30	-0.9	-3.6	-3.4
		Australia (AUD-Dollar)	0.960	2.3	8.1	10.9
Comm. (chg %)		Brent oil (\$/b)	78.7	0.6	4.9	20.8
		Gold (\$/ounce)	1297.1	1.8	4.8	30.9
		Base metals	522.6	0.4	4.3	21.6
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	10703	1.1	7.0	-8.1
		EuroStoxx 50	2783	0.9	6.8	-1.7
		USA (S&P 500)	1142	1.5	9.1	9.4
	America	Argentina (Merval)	2523	2.0	8.7	25.1
		Brazil (Bovespa)	69259	3.2	8.4	14.8
		Colombia (IGBC)	14064	0.1	2.7	26.9
		Chile (IGPA)	22258	-1.1	6.4	42.5
		Mexico (CPI)	33369	1.0	6.9	16.0
		Peru (General Lima)	17202	2.9	14.9	13.9
		Venezuela (IBC)	65932	1.1	1.8	27.2
	Asia	Nikkei225	9472	-1.6	6.3	-7.7
		HSI	22119	0.7	7.3	5.2
Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	117	10	-1	30
		Itraxx Xover	529	58	6	-48
		CDS Germany	40	-1	-4	18
	Sovereign risk	CDS Portugal	396	32	67	345
		CDS Spain	229	-6	-15	163
		CDS USA	49	2	2	---
		CDS Emerging	236	-5	-21	-39
		CDS Argentina	770	1	-167	-352
		CDS Brazil	120	3	-8	-13
		CDS Colombia	127	1	-7	-33
		CDS Chile	77	2	-6	1
		CDS Mexico	134	6	0	-30
		CDS Peru	122	-9	7	-19

Source: Bloomberg and Datastream

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。”