

# 全球 每周观察

马德里，10月01日

## 欧洲央行维持谨慎

### 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

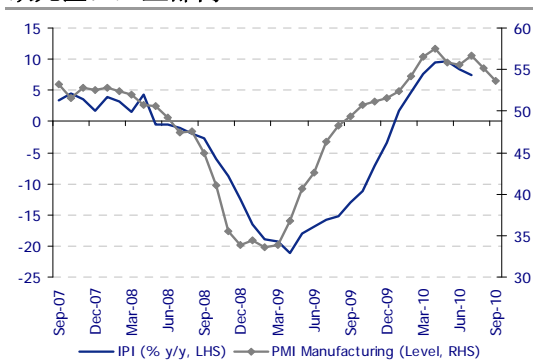
**Victoria de Zuriarrain**  
Victoria.zuriarrain@grupobbva.com  
+34 91 537 7584

各国央行所采取的不同政策对其货币的影响正逐渐凸显。美联储和英国央行似乎更愿意重启量化宽松政策，而欧洲央行却开始逐渐退出非常规措施。受此影响，欧元实际汇率已达到2010年4月的水平，这对欧洲央行而言没有压力吗？从周期来看，我们看不到任何改变货币政策倾向的有说服力的理由。欧元区经济数据显示，三季度该地区经济仍处于复苏过程中，但GDP增速远不及前一个季度。主要和核心通货膨胀分别较去年同期增长1.7%和1%。流动性方面，欧洲央行流动性投标中释放的低需求信号可被解读为筹资压力正在缓解，因此，央行可能更加觉得退出现在非常规措施是适宜的。但有两点须注意：银行系统对欧洲央行依然存在很大的依赖性，并且更重要的是，部分二线国家已经开始显现出主权风险。因此，欧洲央行可能会维持十分谨慎的流动性政策。我们不认为欧洲央行会在下周的会议中进行重大的政策调整。

### …美联储继续对经济数据保持密切关注

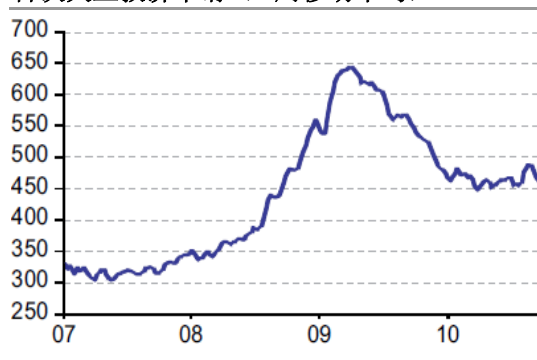
美国本周发布的数据多少令市场有些失望。周二公布的7月份标准普尔Shiller-Case住房价格指数较6月份有所上涨，但增幅不大，表明随着财政刺激政策的终止房屋的销售呈向下趋势。9月份消费者信心从53.2大幅下降至48.5；9月份ISM制造业指数从56.3下降到54.4，与市场预期一致。下周将要发布的重要经济活动指标有：工厂订单，待售成品房销售指数和ISN非制造业指数，但市场所有的目光将集中于9月份的就业数据，该数据将为我们提供关于美联储下一步举动的更多线索。

图1  
欧元区：工业部门



来源：Markit Economics 以及 Eurostat

图2  
首次失业救济申请（4周移动平均）



来源：DOL

## 要点

### 欧洲央行的流动性政策

由于银行9月份3月期的长期再融资操作和竞标微调操作的金额有限，预计欧元区流动性将会减少。这可能使Eonia变动至1%的水平，但由于流动性仍维持较高水平，这种情况不会立刻发生。

### 葡萄牙宣布第三波削减赤字的措施

面对越来越大的市场压力，在陈述2011年预算之前出台的这些举措足以达成2011年的赤字目标。

# 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

## 欧元资产表现的进一步分化还会持续多久？

最近几天，欧元资产再一次表现出与其他OECD经济体的某种不同趋势，首先是利率的向上趋势相对更大，接着是欧元的继续走强。这两方面从本质上反映了同一个问题：市场仍然视欧洲央行为OECD的中央银行，且不会执行新的货币宽松政策。尽管这样的状况会在短期内持续，但可能会在中期内结束并造成一系列消极影响：在该地区财务风险估量过程中可能不利于收紧利率。此外，欧元过度走强也可能减少外贸部门对该地区经济增长的贡献（当前欧元升值对外贸的不利影响已相当大）并且阻碍其他部门筹集外资。欧洲证券市场自身近来的相对表现比以前更糟（部分是受财务风险因素的影响），但这也反映出了欧元升值造成的负面影响。

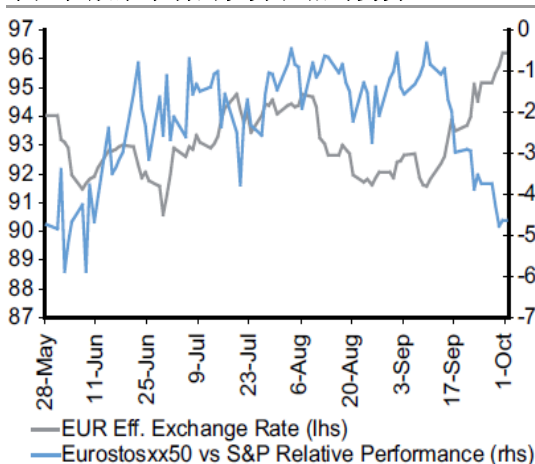
## 证券市场：再议企业收益

下周，美国2010年三季度季报发布期将于周二（10月7日）由美国铝业（Alcoa）拉开帷幕。我们必须提及的首要一点是，结果公布前几周，对S&P 500的市场调查结果再次无重大变化，并仍认为会在09年三季度的基础上增长23.6%（除金融业外增长20.4%），预计2010年和2011年营业利润增长分别为35.4%和15.1%。由于2009年企业收益严重下滑，今年三季度对比的基数仍然不大，但若我们将时间往后推并与2010年其他各季度数据相比较，就很难达到市场的预期，但也并非完全不可能。

这段时间各企业能够提前提供许多其经营成果的细节信息，但到目前为止，我们收到的信息较为混杂。我们对此持乐观态度，因为预期不低但现在美国宏观经济指标却已几个月都显示出经济增长缺乏动力：9月13日，44家公司中有8家上调了收益预期，9家下调，20家没有调整，7家宣布进行一次性调整。本周9月20日，以上各数据分别为39，6，5，19和9。

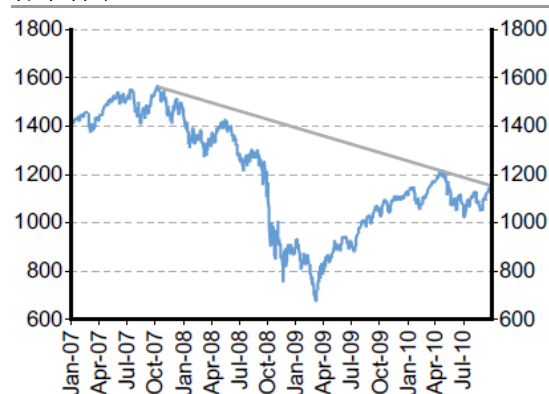
从市场方向角度看，正如我们在所附图表上可见，S&P 500已触及及其重要阻力位1150点，该熊市趋势线形成自2007年。我们认为要突破须至少两个条件：欧洲主权风险得到控制，即西班牙主权风险不会进一步蔓延；并且，公司收益至少要达到预期水平。这两点是可行的，甚至可能已经实现了。

图3  
欧元在股票市场的优势和相对劣势



来源：彭博以及BBVA研究

图4  
标准普尔 500



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

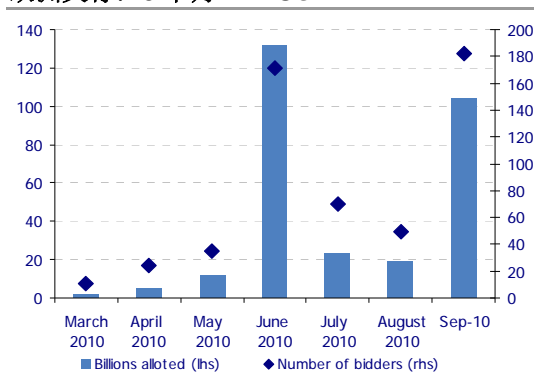
## 欧洲央行的流动性政策

本周欧元区各银行向欧洲央行偿还了一笔贷款，其总金额为自7月（当时有4420亿欧元一年期贷款到期）以来的最大数额，达2249亿欧元，这笔资金曾通过12月期、6月期与3月期长期在融资操作注入（分别为750亿欧元，180亿欧元及1320亿欧元）。这一数额已被本周的欧洲央行竞标所部分抵消。在9月份的3月期长期再融资操作中分配的资金为1040亿欧元，投标机构总数为182家；为期6天的微调操作中，流动性需求为294亿欧元，投标的机构总数仅为50家。如我们预想的一样，3月期长期再融资操作和6天的微调操作结果表明，银行回滚的流动性仅为2250亿欧元中的60%，这主要是由于欧洲的大型银行与进入回购市场与债券市场阻力较小国家的银行没有参与本轮竞标。我们认为这些数据表明欧洲银行间的分化正在加深，因为令人担忧。以我们来看，本轮竞标中需求低意味着欧洲央行可能通过这些结果意识到筹资压力正在缓解，并认为其退出非常规措施是适宜的。至于Eonia，我们认为Eonia不会立刻回到1%的水平，因为在市场尚未对EMU中受影响最大的国家开启的情况下，多数实力较弱的银行可能会加大或至少维持其在每周竞标中的流动性需求，流动性供给仍将维持在较高水平。

## 葡萄牙宣布第三波削减赤字的措施

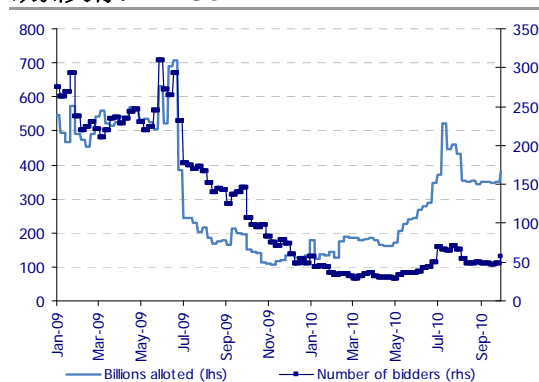
为重建市场信心，葡萄牙政府赶在陈述2011年预算之前出台了新的具体措施。该措施（平均削减公务员工资5%，停止招聘新员工以取代原先每两位退休工人中更换一人的做法，将增值税从21%上调至23%以及其他的支出削减措施）大幅削减了支出并足以使葡萄牙达到呈给欧盟委员会的2011年4.6%的赤字目标，如果没有执行风险和政治上的阻碍，该预算的通过应该不成问题。该具体措施涉及金额占GDP的3%，足以满足填补规定的制度整合和退出财政刺激政策的支出，同时也能就2011年周期性赤字不会较2010年改善这一点有所补偿。显然，这些数据试图使我们相信，即使增长十分疲软葡萄牙也能够达到赤字目标。我们认为这些额外的财政调整政策对经济增长的影响不会太大而明年的赤字能够达到GDP的4.3%这一水平，较其设定的目标略低并为最终的负面冲击留下一定的空间。

图5  
欧洲央行：3个月LTROs



来源：Datastream 以及 BBVA 研究

图6  
欧洲央行：MROs



来源：Datastream 以及 BBVA 研究

# 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：零售销售额 (8月, 10月5日)

预期: **0.1% m/m**; 市场调查: **0.2% m/m**; 前期: **0.1% m/m**

评论: 我们认为8月份家庭消费有所复苏, 但增速较慢, 预计零售额变化不大或较上月有小幅增长。自4月份出现大幅下滑以后, 近期数据显示零售额或将较二季度增长约0.5%, 而私人消费同样较上季度增长了0.5%。近期的消费软数据也为此提供了支撑, 因为8月份消费者进一步回升并在9月份保持稳定。市场影响: 尽管由于大部分欧元区国家消费者信心回升不能排除该指标为正的可能, 但若该指标出现下滑则可能被视作居民支出疲软的信号, 引致市场对当前季度经济进一步放缓的更多疑虑。

## 德国：新增工业订单 (8月, 10月6日)

预期: **0.9% m/m**; 市场调查: **1.0% m/m**; 前期: **-2.2 m/m**

评论: 继7月出现大幅下滑之后, 8月份新增工业订单或将有小幅增长。继去年的强劲增长之后, 预计未来几个月订单增速会显著放缓, 这与PMI调查中经理们的看法一致。总的说来, 这些数据和工业产值数据都表明工业部门的增长正在放缓。市场影响: 部分受订单波动性的影响, 部分由于市场预计订单增速会出现显著放缓, 即便该指标为负也不会对市场造成重大影响, 但可能会使市场对年底是否会出现更严重的增速放缓产生更多担忧。

## 美国：非农就业数据 (9月, 周五 东部时间08:30)

预期: **-5K** 市场调查: **5K** 前期: **-54K**

评论: 8月份私部门新增就业岗位仅6.7万个, 2010年共计76.3万个, 低于先前的后衰退时期。与私部门情况相反, 过去三个月政府部门平均减少了17.3万个就业岗位。随着非农就业人口普查雇用合同的结束, 我们预计政府部门会继续解雇员工但裁员幅度会有所减少, 而9月份私部门的就业增长会有所上涨。此外, 几个地区联邦制造业指数表明制造业正在放缓, 释放出今年全年就业状况将维持疲软状态的信号。市场影响: 市场参与者正等待着该数据的公布以期通过其判断美国经济的发展趋势。任何大幅低于预期的非农就业数据都将加大经济复苏进程的不确定性并导致二轮量化宽松的讨论升级。

## 美国：失业率 (9月, 周五 东部时间08:30)

预期: **9.7%** 市场调查: **9.7%** 前期: **9.6%**

评论: 虽有小幅增长, 但就业市场依旧疲软。私部门已连续8个月创造就业岗位, 但其增速还不足以使失业率降低。尽管我们预计非农就业总人口可能在10月出现正增长, 随着参与率的提高, 预计9月份失业率会有所增长。市场影响: 我们预计9月份失业率不会有大的变化。然而, 若实际情况相反, 则可能加剧市场对前期刺激计划的有效性以及经济是否需要其他刺激政策的争论。

## 巴西：通胀 - IPCA (9月, 10月7日)

预期: **0.4% m/m**; 市场调查: **0.5% m/m**; 前期: **0.0% m/m**

评论: 继前三个月均出现较上月增长0.0%的结果后, 9月份通胀将重回正增长区间。年度增速(当前为4.5%)预计在9月份达到4.65%, 并于年底达到4.9%。市场影响: 除非该指标低于预期, 9月份通胀的发布或将推动未来利率上升。

## 台湾：9月份出口 (10月7日)

预测: **27.3% y/y**; 市场调查: **28.7% y/y**; 前期: **26.6% y/y**

评论: 预计9月份台湾出口将保持其增长势头(季节调整后较上月增长1.3%), 与亚洲其他地区近期发布的出口数据相符。台湾出口尽管有放缓的趋势, 但其强劲的表现仍为台湾强劲的经济增长势头起到了助推作用, 过去这一周里再次加息12.5个基点就是一个印证。市场影响: 若9月份出口在外部环境萧条的情况下出现强劲增长则会有助于支撑市场对亚洲经济增长前景的信心。

## Markets Data

		Close	Weekly change	Monthly change	Annual change	
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.29	0	0	1
		2-yr yield	0.42	-2	-7	-44
		10-yr yield	2.56	-5	-6	-66
	EMU	3-month Euribor rate	0.94	6	6	19
		2-yr yield	0.87	14	26	-33
		10-yr yield	2.33	-1	5	-79
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.374	1.9	7.2	-5.9
		Pound-Euro	0.87	1.9	4.3	-5.5
		Swiss Franc-Euro	1.34	1.3	3.6	-11.0
	America	Argentina (peso-dollar)	3.96	0.1	0.3	3.1
		Brazil (real-dollar)	1.68	-1.7	-3.1	-5.5
		Colombia (peso-dollar)	1796	-0.6	-0.8	-6.3
		Chile (peso-dollar)	482	-1.0	-3.2	-13.1
		Mexico (peso-dollar)	12.54	-0.1	-4.0	-8.3
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.79	0.0	-0.3	-3.4
	Asia	Japan (Yen-Dollar)	83.35	-1.2	-1.1	-7.0
		Korea (KRW-Dollar)	1125.97	-2.0	-4.6	-4.3
		Australia (AUD-Dollar)	0.972	1.4	6.9	12.2
Comm. (chg %)	Brent oil (\$/b)	83.4	5.7	8.4	22.5	
	Gold (\$/ounce)	1316.4	1.6	5.2	31.3	
	Base metals	528.5	0.5	3.5	24.4	
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	10513	-2.0	-0.2	-7.2
		EuroStoxx 50	2757	-1.3	1.6	-0.1
	America	USA (S&P 500)	1147	-0.1	5.3	11.9
		Argentina (Merval)	2643	2.5	9.4	30.6
		Brazil (Bovespa)	69717	2.2	4.4	14.0
		Colombia (IGBC)	14711	4.1	5.2	31.9
		Chile (IGPA)	22417	1.2	4.1	41.9
		Mexico (CPI)	33330	0.1	2.8	16.2
		Peru (General Lima)	17860	3.1	16.2	21.7
	Venezuela (IBC)	65283	-1.2	0.8	29.2	
	Asia	Nikkei225	9404	-0.7	3.8	-3.4
HSI		22358	1.1	7.1	9.7	
Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	111	-2	2	13
		Itraxx Xover	510	-6	18	-99
	Sovereign risk	CDS Germany	39	-1	0	17
		CDS Portugal	409	8	104	358
		CDS Spain	230	5	6	159
		CDS USA	46	0	1	---
		CDS Emerging	227	-4	-15	-48
		CDS Argentina	750	-13	-143	-314
		CDS Brazil	116	-1	-6	-18
		CDS Colombia	118	-5	-8	-44
		CDS Chile	77	2	-6	1
		CDS Mexico	122	-10	-16	-44
CDS Peru	121	2	13	-21		

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](http://www.bbva.com/Corporate%20Governance)，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。”**