

全球

每周观察

马德里, 12月10日

全面解决方案仍然遥远

经济分析

金融情况

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

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

Javier Amador
javier.amador@grupobbva.com
 (+34) 91 537 3161

Cristina Varela Donoso
cvarela@grupobbva.com
 (+34) 91 537 7825

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

Leanne Ryan
leanne.ryan@grupobbva.com
 (+34) 91 537 8432

美国
 Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com
 (+1) 713 881 0663

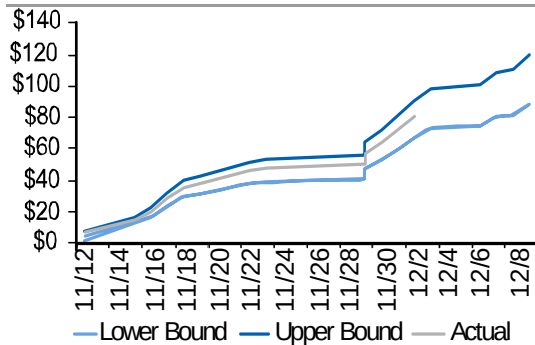
本周在平息金融市场不安与恐慌问题上取得的进展较小。爱尔兰2011年预算案通过了国会的首轮投票，但最后一轮投票还需等到明年2月。这可能使预计的爱尔兰大选延期，加大了金融市场的不确定性。意大利2011年预算案已获通过，但由于12月14日将对现任意大利总理进行信任投票，政治上的疑虑仍然存在。如果贝卢斯科尼失利，意大利总统可能在议会寻求多数议席，但如果他也失败了，意大利可能提前举行大选。至于危机解决机制，欧元集团尚未就此达成一致意见。数天前比利时财政部长曾提议扩大救助资金的规模，但德国总理已对此予以了拒绝。此外，Junker和Tremonti也提出发行欧元债券的建议，但再次遭到德国政府基于经济（担心利率上升）和法律层面（欧洲条约改革）的否决。鉴于这种情况，要在12月17日欧洲理事会下次会议前就建立适当的激励机制并阐明全部细节问题达成一致的可能性已经非常小。需要阐明的细节包括诸如：1）可用于进行金融援助的金额以及如何进行筹资；2）澄清金融援助/金融保释的启动机制；3）确定哪些参数在重组期间容易受到修正的影响；以及4）就过渡期间进行说明。

FED货币政策会议

12月14日，美联储将举行公开市场委员会会议。虽然之前宣布的二次量化宽松规模不太可能有变，市场仍将对声明中任何能够暗示扩张性财政政策调整的内容保持密切关注。我们预计美联储将继续实施二次量化宽松，尤其是伯南克已在数日前暗示可能加大二次量化宽松的规模，且美联储应该继续进行货币刺激政策至少到失业人数已出现明显下降趋势为止。

图 1

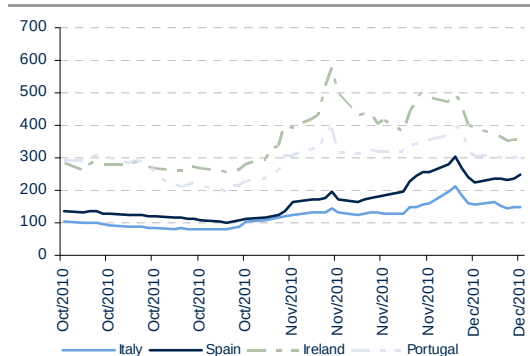
原定和实际美联储年度购买计划



来源: BBVA Research 以及 Federal Reserve

图 2

2年期债券利差 vs 德国国债



来源: BBVA Research

要点

美国财政刺激计划

延长税收削减、税收抵免和失业救济期限增加了政府财政赤字和债务水平。

欧洲央行加快债券购买进程

欧洲央行上周债券购买金额达19.65亿欧元。

中国收紧政策的进一步预期

紧随货币政策从“适度宽松”调整为“稳健”和经济的强劲增长势头之后。

市场

市场分析

全球外汇
首席分析师
Pablo Zaragoza
pzaragoza@grupobbva.com
+34 91 374 38 64

首席策略分析师
Joaquín García Huerga, CFA
jghuerga@grupobbva.com
+34 91 374 68 30

欧洲信贷
金融分析师
David Golin
david.golin@grupobbva.com
+34 91 537 87 46

Antonio Vilela
antonio.vilela@grupobbva.com
+34 91374 56 84

长期利率上涨并未改变利率封顶的前景

近期美国国债和掉期互换长期收益率有显著上升, 对欧元利率产生了一定的连锁反应。特别是, 10年期政府债券收益率已上涨超过25个基点(较本月初上涨了45个基点), 达3.25%以上(10年期掉期互换差不多达到了3.40%)。对此, 有以下几点需要说明: 1) 造成这一情况的主要催化剂是美国宣布将税收减免和财政救助延期(简言之, 继续实行财政刺激计划); 2) 说这是对预期通胀(稳定于2.20%)的反应是其次, 更在于实际利率的上涨(30个基点)。由于这些措施在中期内的施行, 综合这两方面的因素, 美国国债发行的风险溢价或上升; 3) 最后, 年底交易量下滑导致对应标的的变化增大, 这可以部分解释为什么收益率会出现如此大幅的变动。虽然闲置生产力和失业率依旧居高不下, 但美联储不希望看到利率再上涨并可能在必要时采取进一步措施。

主权风险仍是信贷市场的焦点

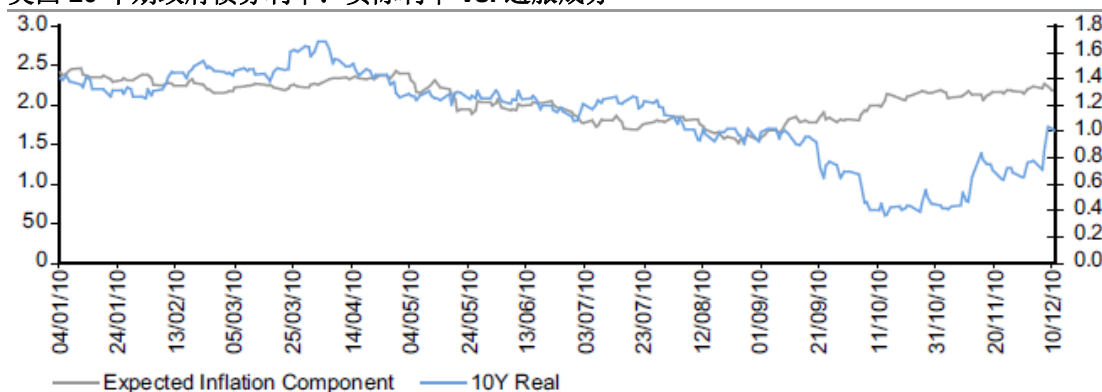
信贷市场仍然十分关注主权债务风险。周二, 欧洲二线国家主权信用违约掉期再次扩大。iTraxx主权债务指数扩大了10个基点至186个基点, 这主要是由于德国不愿采取大胆的欧洲提案来化解主权危机。各综合金融指数的表现继续跑输公司表现, 尤其是iTraxx次级金融指数, 由于爱尔兰银行宣布可以自愿以低二级债券(LT2)交换利率为6.75%的优先政府担保债券(GGB), 有效期至2013年并将折价45-55%, 截止本周该指数扩大了40个基点, 并于周二达到320个基点。此外, iTraxx主要指数本周在160个基点左右窄幅波动。

股市继续受主权债务危机影响, 脱离经济基本面运行

从12月初至今市场已收复11月份所有失地, 欧洲主权风险仍然是全球市场的主要驱动因素。尽管如此, 市场基本面仍然十分夯实, 但这并未体现在股价上: 2011年世界经济增长越发可信; 美国和欧洲过去几个月的盈利预期都保持稳定; 最受追捧的板块部门仍然是那些受新兴市场影响最大的部门; 且估值水平依然富有吸引力: 预计2011年标准普尔500指数市盈率为13倍, EuroStoxx 50指数市盈率达9.6倍。从理论上讲, 欧洲的估值水平也很有吸引力, 但实际表现将取决于银行。如果2011年欧洲继续面临主权风险, 那么估值一定会在2011年的欧洲股市中反映出来。下一个关键时刻将是12月16-17日于布鲁塞尔举行的国家及政府首脑峰会。

图 3

美国 10 年期政府债券利率: 实际利率 vs. 通胀成分



来源: 彭博

要点

经济分析

金融情况

Maria Martínez Álvarez

maria.martinez.alvarez@grupobbva.com

+34 91 537 66 83

亚洲

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

(+852) 2582 3218

美国

Hakan Danis

hakan.danis@bbvacompass.com

+1 713 843 5382

美国财政刺激计划

美国刚刚延长了布什时代针对所有收入水平线的减税计划期限以及所得收入抵免（EITC），儿童税收抵免和美国机会抵税额。同时，还宣布不会上调房产征税税率并削减雇员工资税税率达2个百分点。此外，还将失业保险救济金的发放期限延长了13个月并同意将2011年所有商业投资纳入减免范围。总的来说，这些措施涉及金额总共约8000亿美元，占GDP的5%。税率的下调和税收抵免将产生积极的财政乘数效应，推动2011-12年的GDP增长。可能使2011年GDP增长提高约0.3至0.9%，2012年提高0.2至0.6%。然而，该协议并未包括削减支出计划进而将使财政赤字和公共债务水平上升，不利于经济的长期增长。因此，虽然该协议或许能够在短期内促进经济增长，从长期来看，其净效应可能为负。同样，由于财政整合被延迟，未来将更有必要采取财政紧缩措施且实施起来也会更加复杂。

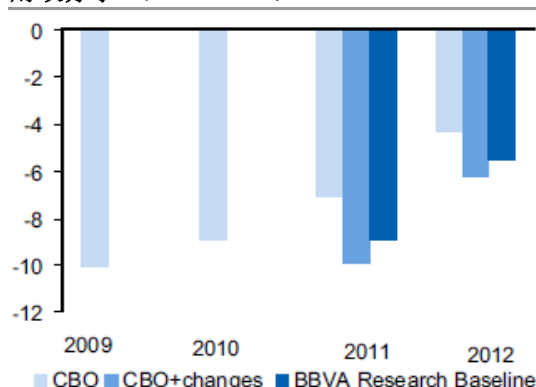
欧洲央行加快债券购买进程

欧洲央行加大了债券购买的力度，确切地说，其上周购买债券总金额达到了19.65亿欧元。与之前一周的13.48亿欧元（但这一数字并不包括于12月1至3号产生的绝大多数交易，因其尚未完全敲定）相比，本周债券购买进程明显加快。上周关于欧洲央行购买经济脆弱国家债券的传闻早在几周前就已出现。可以确定的是，自该项目5月份启动以来，欧洲央行已动用了690亿用于购买债券，项目启动前三周的购买金额就超过了总金额的50%。债券购买金额远未达到项目最初要求的金额，而欧洲央行通过SMP项目注入的流动性就快被吸干了。因此，尽管本次财务压力再次爆发之时的高收益率国家比5月份时还多，但看起来欧洲央行的债券购买规模好像无法达到5月份时的水平。此外，在上次欧洲央行会议上特里谢（Trichet）表示，SMP是一种非常规措施，并将在市场状况恢复正常后取消。

中国收紧政策的进一步预期

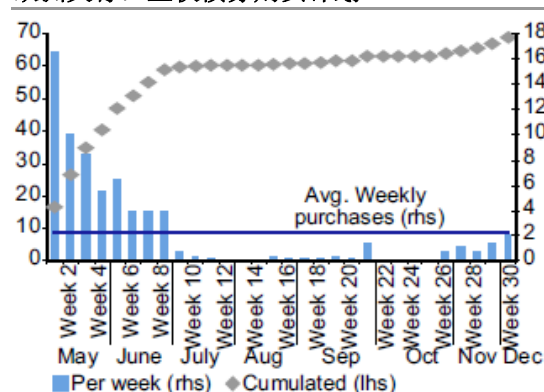
通胀的上升和经济增长与信贷指标的强劲表现加大了对中国出台更严厉货币紧缩措施预期。继中国政府上周宣布将货币政策从“适度宽松”调整为“稳健”之后，最新数据显示经济增长势头和信贷依然保持强劲，引发各界对近期加息的猜测（将是自10月份以来的第二次加息）。11月份M2增长与新增贷款金额双双高于预期，已经触顶7.5万亿人民币的年度目标上限，但今年却还有一个月才算完。通胀和其他重要经济指标将于周末公布。除了会进一步上调存款准备金率以外，我们预计从现在起到2011年底期间会进行4次加息（总共加息100个基点），而在今天中国人民银行已经宣布再次将法定存款准备金率上调50个基点，至19%。

图4
财政赤字（% of GDP）



来源：CBO 以及 BBVA Research

图5
欧洲央行：主权债券购买计划



来源：BBVA Research

日程表：核心指标

经济分析

欧洲

Elvira Prades
elvira.prades@grupobbva.com
+34 91 537 79 36

Agustín García Serrador
agustin.garcia@grupobbva.com
+34 91 374 79 38

美国

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

亚洲

Bingje Hu
bingje.hu@bbva.com.hk
+852 2582 3117

欧元区：贸易差额 (10月, 12月17日)

预测: 25亿欧元

市场调查: 25亿欧元

前期: 24亿欧元

评论: 由于预计出口势头得以维持而进口增幅有所提高（这与国内需求更趋强劲的迹象相符），10月份贸易顺差可能会略有扩大。我们预测四季度进出口增长会继续较三季度有所放缓。预计出口的复苏会在未来几个月减弱，但得益于亚洲经济体的支撑能够部分抵消美国经济放缓对欧元的影响，欧元区出口仍将富有活力。**市场影响:** 若该指标低于预期可能对市场产生重大影响，加大市场对经济复苏主要驱动力（即：外部部门）的担忧。

欧元区：即时PMI综合指数 (12月, 12月16日)

预测: 55.4点

市场调查: 55.5点

前期: 55.5点

评论: 11月份综合PMI指数高于预期，我们预计该指标会在12月趋于稳定。尽管如此，最后一个季度的平均值仍将低于二季度（56.6）和三季度（55.7）的水平，这与我们之前的预期相符（我们曾预测四季度会出现一定程度的放缓，但也表示我们四季度GDP季度环比增长0.3%的预测存在一定的向上风险）。预计12月份的下滑将体现在服务业和制造业上，但预计后者能更快地恢复过来。**市场影响:** 若PMI指数大幅下跌则表明这可能是金融市场紧张局面和对公共财政可持续性的高度不确定性开始打击欧元区整体市场信心的反映。

美国：CPI, 核心CPI (11月, 12月15日)

预测: 月度环比增长0.2%, 0.1% 市场调查: 0.2%, 0.1%

前期: 0.2%, 0.0%

评论: 10月份美国消费者物价增长了0.2%，略低于预期。总体消费者物价的上涨主要是由能源价格上涨所致，而总体物价指数上涨的90%都源于汽油指数的上涨。10月份食品价格的增长有所放缓，与上个月0.3%的增幅相比，仅增长了0.1%。消费者物价在过去的12个月增长了1.2%。核心通货膨胀率连续第三个月持平，达到了同比的最低水平。10月份的核心消费者价格指数仅较过去12个月增长了0.6%。预计中短期内将继续面临通货紧缩压力。**市场影响:** 11月份消费者物价指数持平将意味着当前的物价的通货紧缩状况超过了预期并将加大对通货紧缩的担忧。

美国：工业产值 (11月, 12月15日)

预测: 月度环比增长0.3%

市场调查: 0.3%

前期: 0.0%

评论: 美国10月份工业产值（IP）持平，增幅低于市场参与者预期的0.3%，而在上个月该指标则下降了0.1%。虽然制造业生产在过去4个月以0.4%的平均速度稳定增长，但公用事业部门的增长却在继续下降。过去三天，公用事业生产指数平均下降2.2%。因此，虽然总产能利用率维持在74.8%，但10月份公用事业的产能利用率却下降了2.8个百分点，跌至76.6%。我们预计11月份的工业生产指数将会温和增长。**市场影响:** 继工业产值数据两个月的疲软表现之后，本次若出现负增长将加大市场的波动。

中国：CPI (11月, 12月11日)

预测: 较去年同比增长4.8%

市场调查: 4.7%

前期: 4.4%

评论: 预计食品价格大幅上涨将推动 11 月份消费者价格通胀进一步加速上升。通胀已成为中国政府担忧的头号问题，政府所采取的稳定食品价格措施虽有一定效果，但周度数据却显示诸如白糖、菜油、奶制品和肉类价格仍在持续上涨。**市场影响:** 若该指标高于预期将使通胀预期增加，并显著加剧市场对出台更严厉紧缩货币措施的担忧。

Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.30	0	2	5
		2-yr yield	0.60	14	18	-19
		10-yr yield	3.20	19	56	-35
	EMU	3-month Euribor rate	1.03	0	-2	31
		2-yr yield	1.04	18	9	-23
		10-yr yield	2.97	11	53	-24
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.326	-0.8	-2.9	-9.3
		Pound-Euro	0.84	-1.4	-1.2	-7.0
		Swiss Franc-Euro	1.30	-0.4	-2.5	-14.0
	America	Argentina (peso-dollar)	3.98	-0.1	0.3	4.6
		Brazil (real-dollar)	1.71	1.4	-0.4	-2.8
		Colombia (peso-dollar)	1907	1.3	2.6	-4.5
		Chile (peso-dollar)	476	-0.9	-0.9	-4.3
		Mexico (peso-dollar)	12.46	0.8	1.5	-2.9
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.82	0.1	0.8	-1.9
	Asia	Japan (Yen-Dollar)	83.57	1.0	1.3	-6.4
		Korea (KRW-Dollar)	1140.25	0.8	2.6	-2.2
		Australia (AUD-Dollar)	0.989	0.1	-0.8	8.5
Comm. (chg %)		Brent oil (\$/b)	91.4	0.0	2.9	27.1
		Gold (\$/ounce)	1391.0	-1.6	-1.3	24.7
		Base metals	571.7	0.7	0.6	20.0
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	10137	1.2	-0.1	-12.7
		EuroStoxx 50	2844	2.2	0.5	-0.6
		USA (S&P 500)	1233	0.7	1.6	11.4
	America	Argentina (Merval)	3369	-1.6	0.8	54.7
		Brazil (Bovespa)	67879	-2.7	-4.7	-2.0
		Colombia (IGBC)	15365	-0.1	-0.6	33.2
		Chile (IGPA)	23034	0.1	-0.7	43.6
		Mexico (CPI)	37567	0.5	3.5	17.8
		Peru (General Lima)	21808	0.7	5.9	53.8
		Venezuela (IBC)	65460	0.4	-3.3	21.5
	Asia	Nikkei225	10212	0.3	3.6	1.0
		HSI	23163	-0.7	-6.2	5.8
Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	106	-1	1	25
		Itraxx Xover	452	-15	-10	-35
	Sovereign risk	CDS Germany	52	6	13	29
		CDS Portugal	449	26	-30	377
		CDS Spain	325	31	47	232
		CDS USA	41	2	-1	—
		CDS Emerging	214	4	10	-69
		CDS Argentina	638	-10	4	-412
		CDS Brazil	110	5	8	-15
		CDS Colombia	111	4	9	-38
		CDS Chile	77	2	-6	1
		CDS Mexico	110	1	1	-32
		CDS Peru	114	3	-1	-13

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。”