BBVA | RESEARCH

每周观察

全球

马德里，2011 年 09 月 02 日

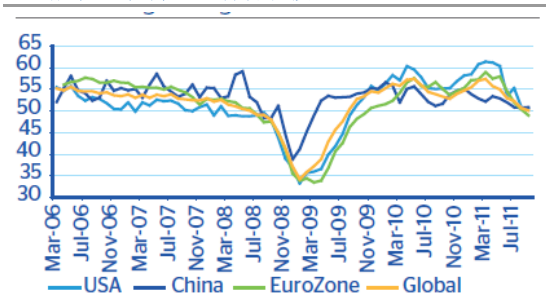
全球增长的担忧进一步加深

本周公布的美国就业报告显示8月份美国经济没有创造任何新的就业岗位，使得市场对美国经济复苏越发焦虑。这一结果大幅低于预期。私部门净新增就业岗位仅1.7万个，是自2010年3月当前这个周期开始以来美国私部门新增就业人数最少的一次。此外，本周的数据还显露出全球制造业活动进一步衰退的迹象。然而，8月份经济情况恶化的速度有所放缓，表明前景并非想象的那么悲观（欧元区则是个例外）。PMI指数已经出现了数月的下滑，显示情况正在每况愈下。摩根大通发布的全球PMI指数已连续第6个月下滑，8月从上个月的50.7下滑到了50.1，是自2009年7月以来的最低水平，仅略高于扩张和收缩区间的50分界线。美国和中国的数据好于预期：美国ISM指数却有下滑，但下滑幅度低于预期且仍处于50以上（50.6），而中国PMI指数也略低于预期，但是在连续4个月的下滑之后（从3月的53.4%到7月的50.7%），8月小幅反弹到了50.9，我们认为这仍然表面中国经济会软着陆。而欧元区的PMI数据则越发令人担忧：最终制造业PMI指数较即时估计值下跌了0.7个点，导致总体综合指数跌破50（49.0），自2009年9月以来首次释放出制造业活动收缩的信号。

美联储或 9 月行动；欧洲央行态度转为中立

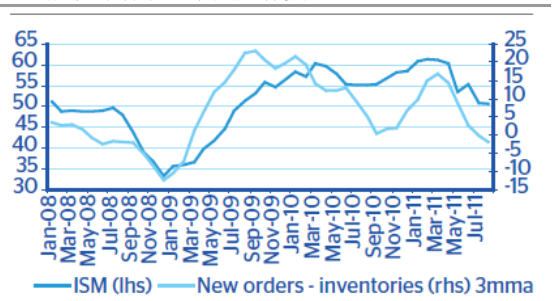
由于经济增长向下风险的加剧，各国央行可能会在9月份作出强烈的政策回应。周三公布的8月FOMC会议备忘录措辞比预想的要温和，表明采取额外行动的倾向有所增强（详见要点）。鉴于那些偏好于进一步实施量化宽松的人（7比3的多数?）认为美联储对未来政策指引的表述转变（即承诺把接近于零的超低利率水平至少维持到2013年中期）是一个“适度的回应”，如果经济前景进一步恶化，则可能会采取额外的宽松政策。可能周五的就业报告已经预示着经济前景有所恶化了。美联储极有可能在9月20-21日期间的FOMC会议上宣布延长其资产负债表内资产的平均到期期限。同时，特里谢周一时在欧洲国会前讲话的措辞也明显不同于近期欧洲央行的贯有态度，似乎在为下周对欧洲央行月度例会介绍性陈述的中立态度铺路（详见要点）。同时，各新兴国家央行的注意力也在继续从通胀转向增长：巴西央行7月份曾上调参考利率（SELIC）25个基点，近期却出乎市场预料地宣布降息50个基点至12.0%。

图 1
PMI 指数显示制造业活动放缓



来源：Bloomberg 和 BBVA Research

图 2
ISM 指数与新增订单减去存货



来源：Bloomberg 和 BBVA Research

要点

美联储：采取行动的可能性加大

FOMC备忘录显示美联储实施宽松政策的意愿有所增强。

欧洲央行透露或将暂缓加息

特里谢的讲话标志着从欧洲央行近期措辞的明显转变。

中国：PMI表现强劲，央行扩大存款准备金缴存范围

指标显示经济增长势头强劲，此举可以理解。

经济分析

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

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

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

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

Felipe Insunza
felipe.insunza@bbva.com
+34 91 537 76 80

市场分析

全球汇率

首席分析师
Dustin T.Reid
Dustin.Reid@bbvany.com
+1 212 7281707

全球利率

美国和欧洲利率
José Miguel Rodríguez Delgado
josemiguel.rodriguez@grupobbva.com
+34 91 374 68 97

全球证券策略分析
Javier Requena
javier.requena@grupobbva.com
+34 91 537 83 99

全球信贷 欧洲信贷
Antonio Vilela
antonio.vilela@grupobbva.com
+34 91 374 56 84

市场

欧洲银行美元融资困难，推升Libor/Ois利差

Libor/Ois利差通常被用来衡量金融风险，正反映出美国和欧洲经济的不同处境。虽然在美国和欧洲相似的利差都较6月底时有所上升，但在欧洲，由于隔夜指数掉期利率Ois（这里是欧元无担保之加权平均隔夜利率Eonia）的下跌，Euribor/Eonia利差的上升幅度要大得多，反映出市场预期欧洲市场的流动性会在一段相当长的时期内处于过剩状态且可能下调利率。在美国，利差攀升的表现则要温和得多（见下图）且主要来自于美元Libor利率的攀升（由于利率处于0附近，Ois向下的空间有限）。值得一提的是，美元Libor攀升是由于外国银行美元筹资发生困难所引起的，特别是欧洲银行，因为市场担心其对主权债务危机的风险敞口过大。

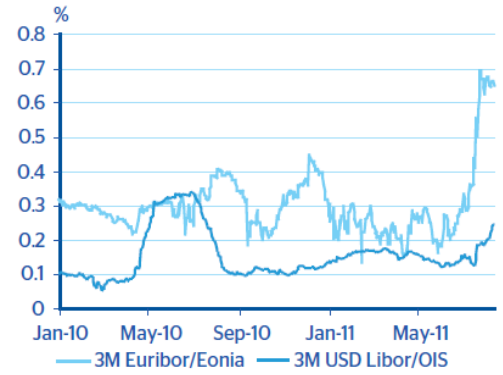
股市接近技术支撑位

我们认为，要使技术性反弹变成一轮牛市还缺少一些必备条件，因为根本问题依然没有得到解决：欧洲银行仍然面临主权和融资风险（这也是为什么ABE提议授予银行发行欧盟担保债券的权利），且有关全球增长放缓程度与持续期间以及2012年每股收益下滑预期的不确定性也有所加大。我们会密切关注隐含波动率：只要VIX（S&P-500）和V2X（EuroStoxx-50）指数分别保持在25和30个波动基点之上，我们就需对股市持谨慎态度。

信贷市场继8月份息差大幅扩大之后得以喘息

8月份信贷市场息差大幅扩大，创下了过去3年来最糟糕的表现，现在终于迎来了短暂的喘息，信贷息差也略有收紧。尽管本月一开始就有所走强，但整体的市场情绪却不太积极。投资者依然保持谨慎并等待着对于三个引发不确定性主要问题的解决办法出炉：1）欧洲主权债务危机，这不仅仅关于欧洲外围国家的问题；2）希腊二次救助的进展；3）推迟EFSF新功能的展开。本周的数据显示各综合指数的息差普遍有所收紧。

图 3
美国与欧洲 3 月期 Libor-Ois 利差



来源：Bloomberg 和 BBVA Research

图 4
国外银行商业票据金额及美元 Libor-Ois 利差

来源：Bloomberg 和 BBVA Research

经济分析

美国
Jeff Herzog
jeff.herzog@bbvacompass.com
+1 713 843 5348

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

金融情况
Javier Amador
javier.amadord@grupobbva.com
+34 91 374 31 61

亚洲
Zhigang Li
Zhigang.li@bbva.com.hk
+852 2582 3162

要点

美联储：采取行动的可能性加大

FOMC备忘录称美国经济复苏前景堪忧，显著调低其预测且认为当前的状况不容乐观。特别是，经济情形使其很容易受到欧洲主权债务危机、美国财政紧缩和居民财务状况等问题的冲击。另一方面，资源的大量闲置将在相当长的一段时期遏制市场对通胀的担忧。FOMC就现阶段可行的政策工具进行了讨论，包括：下调超额存款准备金利率，延长美联储系统公开市场帐户SOMA的平均到期期限，采用更富远见的指引，以及抑制通胀或失业率上升的措施。尽管一些FOMC成员认为宽松的货币政策短期内或许会使经济增长有一定起色，但长期来看仍然可能是无效用的（经济增长仍然在原有模式，没有新的增长点），备忘录显示美联储放松的意愿有所加强，但我们认为他们现在还不是很确定什么样的政策工具能为货币创造最高的价值。鉴于宽松政策阵营认为采用富有远见的指引是迈向大幅放松的慎重一步，我们可以预计，如果经济状况进一步恶化，美国会采取更多适度宽松的政策措施。

欧洲央行透露或将暂缓加息

欧洲央行现在似乎正在根据近期事件对其政策进行再评估，其近期声明的措辞进行了一系列调整，也不在那么强硬了。虽然措辞发生了明显转变，但欧洲央行仍然强调价格稳定仍然面临“向上风险”，即：唯一确定的是（至少）加息的节奏（每三个月一次）会放慢。然而，增长前景恶化，表明欧洲央行没有理由预期近期会产生通胀压力。特里谢周一在欧洲议会前发言的措辞较欧洲央行近期的态度有了明显转变，似乎是在为下周欧洲央行月度例会（9月8日）介绍性说明采取中性口吻铺路。关键转变在于欧洲央行正在重新评估通胀风险：特里谢称正在研究通胀风险，而不是“通胀有上行风险”。此外，也并未再提及货币政策会“保持适度宽松”。这些是主要的转变，如果我们回想一下欧洲央行过去数月的对外发布的消息，就会发现其在不断向我们传递这样一个信号：两次加息并非仅是先发制人之举，而是利率“正常化”周期的开始（从经济前景来看并适合这么做，但这却似乎是欧洲央行对自己的信息进行判断后所要求的）。特里谢似乎正在为将对通胀风险的评估转为中性做铺垫并因此表达了暂缓加息的意愿。加之经济前景的恶化（欧洲央行宏观经济预测的修正也将于9月8日揭晓）意味着欧洲央行极有可能因其增长和通胀预测或双双大幅下调而暂停可能持续很久的货币政策。我们认为，通过此举，欧洲央行将向外界释放“观望”信号。

中国：PMI指数强劲，央行扩大准备金缴存范围

在全球经济向下风险加剧的背景下，中国8月份制造业采购经理指数（PMI）显示中国经济仍保持相对强劲势头。特别是，PMI指数4个月来首次掉头向上，从7月份的50.7%上升到了50.9%，仍处于50以上的扩张区间。PMI指数的反弹表明工业生产稳定且国内需求强劲。虽然其结果略低于市场预期（市场调查：51.0%；BBVA：51.4%），且新增出口订单也因外需疲弱而有所下滑，但也会有助于提振对中国经济增长的信心。另外，有报道称本周初央行扩大了存款准备金的缴存范围，相当于法定存款准备金率实际收紧了100至130个基点。此项措施将在未来6个月里分阶段进行，并且将银行的保证金存款也纳入了计算的范畴，根据市场的解读，央行旨在抑制通过银行承兑汇票和其他类似漏洞不断扩张的信贷规模。鉴于全球经济前景的不确定性，市场此前并未预料到还会有进一步的货币收紧措施，此举出乎了许多市场观察员的意料。然而，经济指标显示中国经济增长势头强劲，且7月份通胀上升到了6.5%的高点，此举是可以理解的，且与我们此前的上调法定存款准备金率和加息各一次的预期相符。

日程表：核心指标

经济分析

欧洲
Agustín García Serrador
agustin.garcia@bbva.com
(+34) 91 374 79 38

美国
Kim Fraser
Kim.fraser@bbvacompass.com
+1 713 881 0655

亚洲
Fielding Chen
fielding.chen@bbva.com.hk
+852 2582 3297

欧元区：零售销售额（7月，9月5日）

预测：月度环比 -0.3%　　市场调查：-0.1%　　前期：0.7%

评论：由于经济前景具有很大的不确定性且失业率偏好打击了消费者信心，我们预计三季度初零售额会进一步下滑。这些数字意味着零售额会低于二季度的水平，而近期的软数据也没有显示出任何本季度居民支出会明显复苏的积极迹象。**市场影响：**虽然波动很大，但若零售额大幅下滑则会被认为是进一步印证了三季度增长会继续疲弱，加大市场对欧元区二次探底的恐慌。

欧元区：GDP第二次估计值（二季度，9月6日）

预测：季度环比 0.2%　　市场调查：0.2%　　前期：0.8%

评论：我们预计季度 GDP 季度环比增长 0.2%，较一季度增速（季度环比增长 0.8%）大幅放缓。具体的 GDP 各组成部分数据可能不会太乐观，因为各国的数据，特别是德国和法国，显示二季度欧元区私人消费的下滑幅度或超过此前预期且其小幅增长在很大程度上可以通过存活的意外堆积来解释。此外，贸易差额数据显示出口对季度经济增长有较小贡献。总的说来，我们继续认为强劲的外部需求仍然是欧元区经济增长的主要驱动力，也是投资的关键支撑。**市场影响：**由于预期外需会进一步下滑，而内需又无法引领经济复苏，令人失望的增长数字会加大市场对复苏脆弱性的恐慌。

美国：ISM非制造业指数（8月，9月6日）

预测：51.5　　市场调查：51.2　　前期：52.7

评论：由于经济难以保持强劲复苏，预计 8 月份 ISM 非制造业指数会连续低 3 个月小幅下滑 。消费者信心指数的下滑和商业前景不确定性的增加或抑制该月服务业的增长。尽管劳动力市场增长疲弱，服务业就业的表现却仍然好于其他部门。因此，该指数可能会继续预示经济的增长，但节奏会有所放缓。**市场影响：**若该指数下滑幅度超过预期这会加大市场对经济复苏放缓的担忧并引发负面的市场反应。

美国：国际贸易收支（7月，9月7日）

预测：-510亿美元　　市场调查：-500亿美元　　前期：-531亿美元

评论：全球经济的持续疲弱可能会使 7 月分贸易赤字扩大。服务业的出口正在有所放缓，对经济增长和全球市场活动疲弱的担忧可能影响外部需求。汽车进口有望随着日本供应链的恢复而反弹。此外，7 月份进口价格的上涨也可能是进口价值增加，因此，我们预计出口的减少和进口的增加会使贸易收支小幅恶化。**市场影响：**市场通常不太关注滞后的贸易收支报告，但若大幅恶化则会严重影响三季度 GDP 增长。

中国：CPI（8月，9月9日）

预测：年度同比 6.1%　　市场调查：6.1%　　前期：6.5%

评论：继 7 月份创出新高之后，预计 8 月份通胀会因食品价格的下滑和有利的基数效应而放缓。但 8 月份的结果可能仍会大幅高于当局的舒适水平，持续的通胀已经引发了央行对流动性的密切关注。未来，我们预计年内通胀会进一步下滑，为在全球不确定性的背景下实施刺激措施提供更大的空间。**市场影响：**若通胀高于预期则会使市场重新燃起近期因增长放缓和不确定性凸显而减弱的再度加息预期。

Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.33	1	6	4
		2-yr yield	0.20	1	-13	-31
		10-yr yield	2.06	-13	-57	-64
	EMU	3-month Euribor rate	1.54	0	-6	66
		2-yr yield	0.53	-13	-52	-12
		10-yr yield	2.01	-15	-40	-35
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.421	-1.8	-0.6	10.3
		Pound-Euro	0.88	-0.9	0.7	5.2
		Swiss Franc-Euro	1.11	-4.7	1.5	-15.1
	America	Argentina (peso-dollar)	4.24	1.4	2.3	7.6
		Brazil (real-dollar)	1.64	2.1	4.6	-5.1
		Colombia (peso-dollar)	1783	-0.6	0.6	-1.4
		Chile (peso-dollar)	460	-1.3	0.2	-7.2
		Mexico (peso-dollar)	12.38	-0.8	4.6	-4.4
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.73	-0.1	-0.5	-2.4
	Asia	Japan (Yen-Dollar)	76.77	0.1	-0.2	-9.1
		Korea (KRW-Dollar)	1061.88	-1.6	0.3	-9.4
		Australia (AUD-Dollar)	1.066	0.8	-0.5	16.4
Comm. (chg %)		Brent oil ($/b)	112.0	0.6	-1.1	46.1
		Gold ($/ounce)	1877.7	2.7	13.0	50.6
		Base metals	571.7	0.7	-3.2	12.1
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	8460	3.4	-6.4	-20.2
		EuroStoxx 50	2224	1.5	-11.0	-19.0
	America	USA (S&P 500)	1180	0.2	-6.4	6.8
		Argentina (Merval)	2898	0.5	-12.4	19.6
		Brazil (Bovespa)	57239	7.3	2.2	-14.2
		Colombia (IGBC)	13403	1.5	-3.4	-4.7
		Chile (IGPA)	20447	3.4	-1.0	-5.7
		Mexico (CPI)	35430	4.1	2.7	8.7
		Peru (General Lima)	20666	4.4	-4.0	32.7
		Venezuela (IBC)	100138	0.2	8.0	54.0
	Asia	Nikkei225	8951	1.7	-7.1	-1.8
		HSI	20213	3.2	-8.1	-3.6
Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	156	-12	29	51
		Itraxx Xover	653	-63	172	173
	Sovereign risk	CDS Germany	76	-9	7	40
		CDS Portugal	957	-66	-37	658
		CDS Spain	376	-2	-44	153
		CDS USA	51	4	-5	–
		CDS Emerging	268	-30	51	31
		CDS Argentina	800	-31	202	-52
		CDS Brazil	144	-20	28	25
		CDS Colombia	143	-19	30	20
		CDS Chile	96	-10	24	24
		CDS Mexico	142	-21	30	10
		CDS Peru	149	-22	24	41

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，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。”