BBVA | RESEARCH

每周观察

全球

马德里，2011 年 09 月 08 日

经济分析

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

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

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

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

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

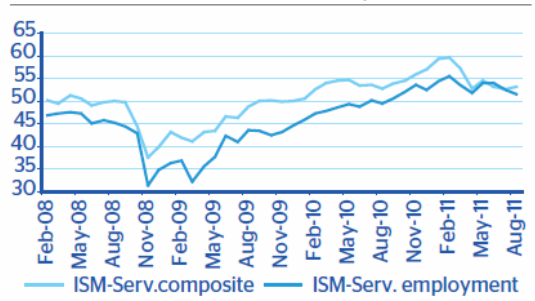
短暂的舒缓

美国和德国经济数据良好，德国宪法法院对希腊援助措施采取了积极态度，意大利采取了财政政策，且预期全球政策会协调一致，在这几条消息的支撑下，本周投资者们的情绪已有轻微改善。美国ISM服务业指数八月增长到53.3，高于七月水平，这显示服务行业正在继续扩展，而工业生产和零售销售的表现也比预期要好的多。尽管如此，全球经济增长以及解决欧元区债务危机的不确定性将继续保持在较高水平。美国最新的黄皮书报告显示，劳动力市场疲软将继续成为影响经济萧条进行复苏的因素。在这种背景下，人们对奥巴马总统的工作一揽子计划寄予厚望，这个计划预计需花费3000亿美元（本报告撰写之时，奥巴马先生还没有发布其演讲）。在欧洲，人们对当前金融稳定机制（EFSF）能够干预市场并恢复信心的范围和最终成效依然持怀疑态度。这表明投资者信心近期可能很难恢复，除非各国能够在本周进行的七国会议以及在两周后要举行的国际货币基金组织（IMF）会议采取协调一致的政策。因此，我们认为国会可能通过的EFSF修正案只会在短期产生积极影响。

欧洲央行不仅释放出观望态度信号，而且具有缓和倾向

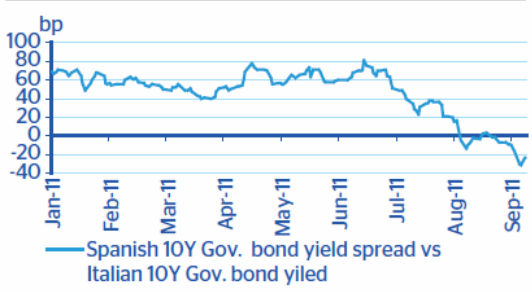
欧洲央行对经济状况已经表示出忧虑，其他央行也有相同态度。欧洲央行已向下修正了其对经济增长的预期，并评论说风险在降低。欧元体系全员预告预测2011年欧元区实际年国内生产总值（GDP）增长在1.4%到1.8%之间，2012年在0.4%到2.4%之间。这与之前预测的范围形成对照：2011年在1.5%到2.3%之间，2012年在0.6%到2.8%之间。总体而言，欧洲央行的声明和新闻发布会标志着其态度转为观望（与预期一致），但（比预期更多地）倾向于缓和。新闻发布会的“腔调”对这种措辞上的巨大变化进行了进一步补充。我们认为，欧洲央行这么做不仅仅在发出观望信号，而且还有一种缓和倾向。欧洲央行将可能着手在较长时间内暂停货币政策。但是，如果增长下滑的风险加剧的话（见欧洲央行观察），欧洲央行暗中采取这种缓和政策可以为减息奠定基础。欧盟将于下周发布其经济预测。市场将对“芬兰要求希腊提供担保品而达成可能的协议”和“ECOFIN非正式会议”进行关注。

图 1
美国服务行业继续发展



来源：彭博资讯和 BBVA 研究

图 2
不确定性转向意大利



来源：彭博资讯和 BBVA 研究

要点

欧元区2Q11国内生产总值（GDP）数据证实了国内需求疲软…

…与会发生翻转这一预测相反

新兴市场货币政策概述

新型市场的各中央银行已对全球不确定性作出反应，停止实施其货币紧缩政策。尽管如此，拉丁美洲国家面临的低价压力可能会支持降低此地区的利率，同时如果不确定性因素消失，亚洲可能会再次实施货币紧缩政策。

市场

周边国家和中央银行将为利率市场设定走势

九月份开始，利率市场即出现波动，其驱动因素主要有三个：欧洲周边国家、全球发展和央行的行动。对央行而言，若我们的预期情况被证实，整个加权平均隔夜利率（Eonia）曲线将升至75bp（存款机制率）之上。美国市场将集中研究伯克南和奥巴马的讲话。这两个声明也许可能清楚地对美联储是否将发布新的刺激政策——尤其对“扭曲操作（Operación Twist）”——进行澄清。尽管如此，鉴于当前水平，国债曲线上行或下行的趋势并不那么明显。

瑞士央行将欧元兑瑞郎汇率有效地固定在1.20

周二，瑞士中央银行（SNB）采取了前所未有的政策，即将瑞士法郎与欧元的汇率定为瑞士瑞郎1.20对1欧元。鉴于瑞士法郎在周二的严重波动，我们认为瑞士中央银行（SNB）在随后几周会为坚持欧元兑瑞郎1.20的汇率做出恰当的尝试，但我们也注意到在当前全球宏观环境下市场还存在对瑞士法郎的支持，瑞士中央银行（SNB）将需要为直接干预外汇市场做出充分准备——这种情况可能每天都会发生，我们认为周二的公告意味着瑞士法郎作为短期完全避险货币的终结。

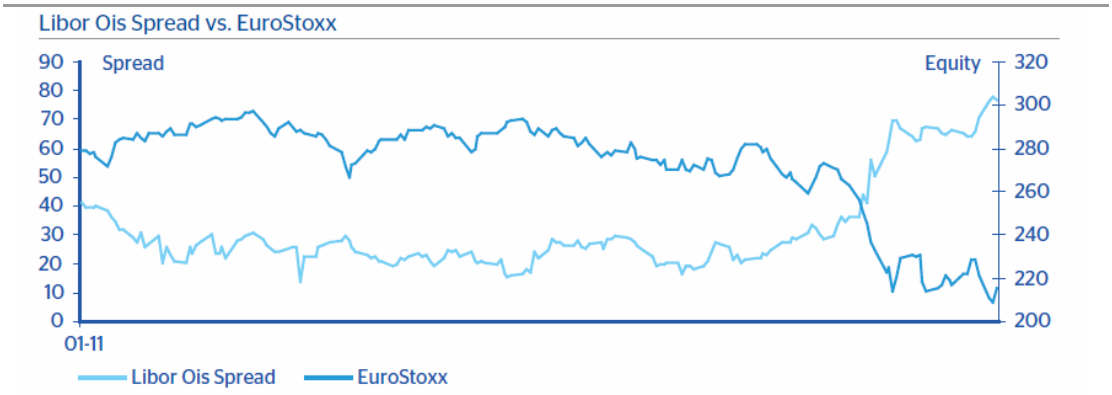
信贷市场犹豫不前

对信贷市场的情绪连续五天恶化之后，周三有所改善，这根本上是源于德国宪法法院裁定救援措施不违法。在之前几天的市场情绪持续发生严重恶化之后，这种反弹是可以预料的。iTraxx Main指数于周三之前已经扩大了80%YTD，其中大部分是在最后几周内发生的。尽管出现反弹，我们并不认为这种积极的情绪会持续，因为令欧洲苦恼的巨大不确定性尚未解决。

从两年最低谷……对欧洲股票市场进行重新整合

对股票市场的冲击已然发生：首先是欧洲主权债务危机，其次是全球经济衰退，再就是现在的欧洲银行资金问题。银行资金问题不是负债问题，而是资产以及资产清理问题。全球经济衰退以及欧洲主权债务危机使资产清理工作更具挑战性。在投资者们继续关注这两个因素（观察全球宏观数据和国家对欧洲金融稳定机构（EFSF）的表决）的同时，并且在新的驱动因素（如改变巴塞尔协议3的资金流动标准、发行欧盟担保债券的可能性等）还未出现的情况下，银行资产问题将会持续存在，随之相伴，对股票市场的压力也将持续存在。

图 3



来源：Bloomberg

市场分析

全球汇率

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

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

经济分析

欧洲
Agustin Garcia Serrador
agustin.garcia@grupobbva.com
+34 91 374 79 38

亚洲
Stephen Schwartz
Boyd.Stacey@bbvacompass.com
+852 63903259

新兴市场国家分析
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.toriz@bbva.com
+34 630144485 Ext 519333

拉丁美洲
Joaquin Vial
jvial@bbvaprovida.cl
+56 2351 1200

要点

欧元区2011年第二季度国内生产总值（GDP）证实国内需求疲软

数据证实经济活跃性在第一季度增长了0.8%后有明显衰退，比预期（BBVA研究：0.4%q/q；普查估值：0.3%q/q）更大。外部需求继续构成主要增长动力，但国内需求疲软，这与“上半年能够反转”的预期相矛盾。第二季度的增长得到净出口的支撑，净出口为经济增长贡献了1.2pp，其原因在于出口增长了1.0%q/q，而且进口也有一个较为缓慢的增长（0.5%q/q），但与第一季度相比（分别为2.0%和1.5%），出口和进口增长都在下滑。进口下滑较大反映出“个人消费的降低比我们预期的要高，且投资方面也出现大幅下滑”。库存的变化贡献了0.1pp，而公共消费在第一季度上升之后又降低了0.2%q/q，这与预期一致。因此，第二季度的国内需求的贡献为零。近期数据为第三季度的经济情况带来更多阴影。尤为重要的是，预测短期增长的MICA模型显示在当前季度会出现轻微紧缩——尽管到现在为止，这仅仅是基于信心指数。

新兴市场货币政策概述

随着对全球经济展望不确定性的增加，亚洲央行开始暂停进一步升息。韩国央行最近的政策就证明了这一点，尽管通胀上行，八月份达到5.3%，高于目标范围2-4%，但韩国央行继续将利率稳定在3.25%不变。央行对发达国家经济体的展望并不看好，但对国内经济的回弹仍表示有信心。澳大利亚储备银行以及印度尼西亚央行在本周也分别将利率保持在4.75%和6.75%不变。与预期一致，马来西亚和菲律宾在今天的会议中也出台了同样政策，这与其他央行暂停升息的做法一致，其中包括中国人民银行（PBoC）以及印度储备银行，这两家央行在本年初就已经采取了积极的紧缩政策。同时，央行继续保持对通胀的警惕，泰国央行于八月二十四日实施升息，中国人民银行（PBoC）继续采取措施抑制信贷增长。此外，本地区的货币政策的姿态整体上保持高度可调性，并且，在“通胀压力持续存在且目前的经济增长意外回弹”的情况下，我们预计在全球环境稳定的情况下会恢复紧缩政策。考虑到“新一轮向此地区流动的资金”预期，我们预计货币将继续升值。

在全球经济疲软以及较低通胀的新信号的情况下，拉丁美洲央行停止了货币紧缩政策。他们甚至会在通胀还较低以及全球经济情况恶化的情况下实施缓和政策 。因较低的商品价格以及较高水平的市政开支，大多数国家在采取财政刺激政策时感觉到更加受约束。在此背景下，拉丁美洲市场的货币也许已经达到本周期的高水平，巴西雷亚尔的疲软和阿根廷比索面临的压力就是证据。

对东欧而言，央行的最初反应将会是（已经出现）观望态度。大多数央行将停止货币紧缩政策，但因其中某些国家的通胀相对较高，我们没发现其政策有巨大的缓和。我们发现在“西欧模式”效应存在的情况下，其财政政策不足；而且因为这些国家的财政指数不如其他欧元区国家的合理，财政宽松政策会很难实行。在汇率方面，自然状况（假设停止利率差的增加）将意味着较低的升值压力。

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 印度
Sumedh Deorukhkar
Deorukhkar@grupobbva.com
+91 22 22821941

日程表：核心指标

欧元区：工业产值（7月，9月14日）

预测：月度环比 0.5%　　市场调查：无　　前期：-0.7%

评论：我们预计工业生产在七月份会出现增长，尽管不够抵消前一个月份所记录之巨大下滑。尽管七月份出现回弹，工业生产在2011年上半年出现明显下滑后应该与第二季度的平均水平保持一致。2010年出现强劲复苏后，这种表现在预期之内，尽管如此，工业行业的国外订单却一直在减少。更多的担忧信号来自信心调查，因为调查显示其与第三季度的工业行业数据可能存在矛盾。尽管如此，德国工业生产在七月份出现强劲回弹后，我们的预测中发现了上调风险。**市场影响**：工业生产的急剧下滑会增加对欧元区双底衰退的担忧。

欧元区：消费者物价调和指数（HICP）（8月，9月16日）

预测：年度同比 2.5%　　市场调查：2.5%　　前期：2.5%

评论：正如flash数据所示，我们预计八月的消费者物价调和指数（HICP）将连续第二个月保持在2.5%同比。核心通胀将大致保持在1.5%y/y，而“较为不稳定的行业”的通胀也应该保持相对稳定或甚至放缓。总体而言，因非能源工业产品出现价格反弹（尤其在意大利），通胀在随后几个月将继续轻微上升。随后，因能源价格的利好效应，整体通胀在年终将会缓和下来，并于2012年年初恢复到欧洲央行的目标值以下。**市场影响**：我们认为通胀数据将不会对市场造成大幅影响，但是，与预期相比微高的核心通胀的缓和，以及不断增加的对双底衰退的担心，可能会引导市场在随后的几个月内定制一个较为扩张性的货币政策。

美国：零售销售, 零售销售除汽车外 （8月，9月14日）

预测：0.2%，0.3%　　市场调查：0.2%, 0.2%　　前期：0.5%, 0.5%

评论：返校购物季可能对八月的零售销售发挥了积极作用，而且飓风“艾琳”也可能促进了月底家居用品的销售增长。但是，国内和进口汽车销售在八月份有轻微下降，且较低的原油价格也可能导致汽油销售的下滑。在消费者信心持续疲软的情况下，我们预计零售销售将继续增长，但步伐较小。**市场影响**：零售销售的可持续性增长可能帮助缓和市场焦虑，并抵消对“消费者活跃性疲软”的担忧。

美国：核心消费者物价指数（8月，9月14日）

预测：0.2%，0.2%　　市场调查：0.2%，0.2%　　前期：0.5%，0.2%

评论：上升的汽油和食品价格引发七月整体通胀的显著跳跃后，我们预计消费价格上涨在八月会降低。尽管食品价格将继续上涨，但八月能源价格的下降将帮助整体通胀恢复到正常走势。此外，核心通胀开始变得缓和，交通工具价格随临时因素的消散而下降。总体而言，经济活跃性的持续疲软在随后的几个月内将会对消费者价格压力产生明显的抑制效应。**市场影响**：对通胀紧缩的担忧是最小的，但是，美联储下个月举行的扩大会议将就“高于预计的价格增长”进行讨论。

印度：工业产值（7月，9月12日）

预测：5.9%　　市场调查：6.2%　　前期：8.8%

评论：投资者们关注七月工业产出（IP）和八月批发物价指数（WPI）通胀数字，以便预测印度储备银行于九月十六日举行会议时会出台怎样的货币政策路线，因此，随后的一周对于印度而言将是个多事之周。工业产出（IP）将变得尤为重要，因为日益恶化的全球宏观环境以及上升的利率已经减缓了增长速度。我们预计七月份工业产出（IP）的增长将由较高的基础设施产值来支撑，但是将从“较高的基数”以及“价格敏感性日用消费品行业的减缓”两方面对其进行权衡。**市场影响**：较低的数据将进一步恶化增长预期，并削弱投资者情绪。

Markets Data

				Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates (changes in bps)	US		3-month Libor rate	0.34	1	6	4
			2-yr yield	0.19	0	0	-37
			10-yr yield	2.03	4	-22	-73
	EMU		3-month Euribor rate	1.53	-1	-2	65
			2-yr yield	0.48	-5	-30	-23
			10-yr yield	1.90	-11	-47	-44
Exchange Rates (changes in %)	Europe		Dollar-Euro	1.401	-1.3	-1.5	10.3
			Pound-Euro	0.87	-0.4	-0.6	6.1
			Swiss Franc-Euro	1.22	8.7	17.0	-5.8
	America		Argentina (peso-dollar)	4.21	0.1	1.2	6.5
			Brazil (real-dollar)	1.65	0.9	1.4	-4.1
			Colombia (peso-dollar)	1788	0.3	-0.8	-0.9
			Chile (peso-dollar)	463	0.6	-2.2	-6.6
			Mexico (peso-dollar)	12.48	1.0	0.9	-4.3
			Peru (Nuevo sol-dollar)	2.73	-0.1	-0.5	-2.4
	Asia		Japan (Yen-Dollar)	77.32	0.7	0.3	-7.7
			Korea (KRW-Dollar)	1075.18	0.9	-1.4	-7.7
			Australia (AUD-Dollar)	1.065	-0.2	4.9	15.3
Comm. (chg %)			Brent oil ($/b)	115.8	3.1	12.9	49.5
			Gold ($/ounce)	1849.3	-1.8	6.3	48.7
			Base metals	573.3	0.4	0.4	12.0
Stock Markets (changes in %)	Euro		Ibex 35	8205	-3.1	-2.7	-23.4
			EuroStoxx 50	2159	-2.8	-5.9	-22.4
	America		USA (S&P 500)	1200	2.2	2.4	8.7
			Argentina (Merval)	2871	0.0	0.2	18.1
			Brazil (Bovespa)	58163	2.9	13.7	-12.7
			Colombia (IGBC)	13563	0.8	3.6	-5.6
			Chile (IGPA)	20101	-1.1	4.4	-8.7
			Mexico (CPI)	35168	0.1	8.6	8.1
			Peru (General Lima)	20118	-1.6	4.7	27.1
			Venezuela (IBC)	99806	-0.3	7.1	52.9
	Asia		Nikkei225	8793	-1.8	-1.7	-3.4
			HSI	19913	-1.5	3.0	-5.9
Credit (changes in bps)	Ind.		Itraxx Main	175	10	33	68
			Itraxx Xover	718	23	125	235
	Sovereign risk		CDS Germany	79	0	-4	38
			CDS Portugal	1037	61	176	710
			CDS Spain	369	-23	20	134
			CDS USA	51	-1	-2	--
			CDS Emerging	280	-2	4	27
			CDS Argentina	833	17	89	-55
			CDS Brazil	152	2	0	27
			CDS Colombia	152	3	1	21
			CDS Chile	101	5	12	25
			CDS Mexico	151	2	-2	10
			CDS Peru	157	3	-5	31

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。”