

每周观察

全球

马德里, 2011年09月16日

化解主权危机压力重重

一方面, 银行流动性压力、欧洲银行对欧洲央行的越发依赖(详见要闻)、法国银行的评级下调等都表明了主权和银行债务进入了恶性循环。另一方面, 美国和金砖四国近日明确表示了对能否解决全球性危机蔓延的担忧。最后也是最重要的一点, 德、法两国认为有必要对希腊提供支持, 以使其能够留在欧元区。特别是, 希腊似乎能够顺利获得一笔新的援助资金, 再加上PSI可以达到80%的可接受水平, 这些将消除希腊当前所面临的巨大威胁。

同时, 还存在其他需要面对的难题, 如EFSF能否在10月初举行的国会上获得通过。从巴罗索有关欧元债券的声明中可以读到积极信号, 但也应谨慎处理。无论如何, 这些都标志着将欧元债券列入欧洲议程进程的开始。

美联储可能采取“扭曲操作”

最新的经济指标反映出美国上个月经济情况并没有明显改善。消费者信心指数逼近历史最低点, 近期的零售销售数据也表明需求低迷。这对制造业产生了影响, 而8月以来失业人数也稳步上升。通胀连续两个月高于预期使得通缩风险进一步下滑。在这一背景下, 我们预计美联储会增持长期国债, 但不会进行第三次量化宽松(QE3)。稳定的通胀和通胀预期, 通缩压力的减轻以及日益扩大的分歧, 构成了反对通过扩大资产负债表进行进一步量化宽松的有力理由。此外, 没有迹象表明美联储会宣布有关上调通胀、转向名义GDP目标或者调整超额准备金利率的计划。

下周, 市场将关注欧洲债务危机的新进展。经济数据方面, 欧洲9月份PMI指数和美国住房的数据将提供有关两地经济放缓程度的更多线索。

经济分析

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

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

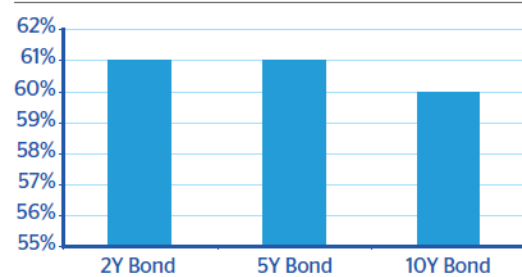
Cristina Varela Donoso
cvarela@grupobbva.com
(+34) 91 537 7825

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

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

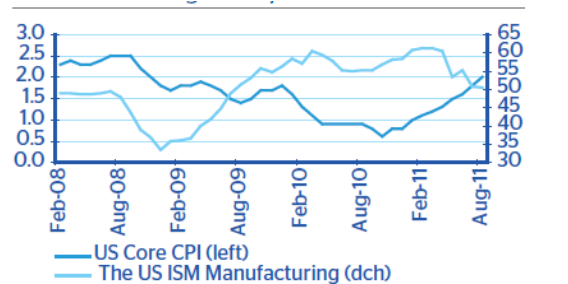
美国
Hakan Danis
hakan.danis@bbvacompass.com
+1 713 843 5382

图1
希腊债券折价



来源: 彭博资讯和 BBVA 研究

图2
美国制造业活动和通胀



来源: 彭博资讯和 BBVA 研究

要点

潜在担忧解决之前融资压力将持续

全球央行采取积极的协调措施, 但若担忧的问题得不到解决, 其效果仍会逐步减弱。

葡萄牙调整计划步入正轨, 2012年将有更多行动

本周, 国际货币基金组织、欧盟和欧洲央行三驾马车公布了新一期的葡萄牙谅解备忘录, 对截至目前葡萄牙政府所采取的措施进行了评估。

流入新兴市场债券的资金保持强劲...

...但投资者已调整了对新兴市场证券基金的增长预期。

市场

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

全球信贷 欧洲信贷

Antonio Vilela
antonio.vilela@grupobbva.com
+34 91 374 56 84

利率：欧洲央行宣布新一轮美元招标

欧洲央行宣布将与美联储及其他央行共同执行三次美元流动性操作，期限为3个月（10月12日，11月9日和12月7日），以避免年内出现美元融资困难。这3次招标是对每周的无限流动性招标（始于2010年5月，在应对希腊危机爆发时被重新引入）的补充。但现在每周的招标要求有担保且利率固定，如一周的美元隔夜指数掉期利率（OIS）为+100个基点。欧洲央行的3月期招标利率也差不多。

欧洲央行的这一声明很明显是对欧洲银行目前所遇到的美元融资困难的回应：

1. 交叉货币掉期扩大，表明欧元掉期交换美元掉期的成本有所上涨。如图所示，这些掉期与欧美财务风险指标差之间存在高度的相关性。
2. 流通中的非美国实体（主要来自欧洲）发行的美元商业票据量上月大幅下滑，反映出了欧洲银行所面临的融资困难。
3. 3月期伦敦银行同业拆借利率（Libor）的上升（从0.24%升至0.35%）部分原因是因为欧洲银行（尤其是法国银行）贡献的增长高于其他银行。

欧洲央行此举的直接影响在于会修正交叉货币掉期并使Libor-OIS利差收紧（尤其是远期）。

外汇：风险资产随欧盟风险的降低而复苏，但全球外汇市场上仍存在一定的风险规避

上周，受关于欧盟消息的影响，外汇市场大幅震荡。虽然上周初市场情绪比较负面，默克尔和萨科齐发表的关于支持希腊的声明、意大利紧缩措施的推进、中国可能购买外围债券，以及ECOFIN会议等利好消息帮助减轻了市场的风险规避并促使风险资产在临近周末时得以回升。然而，外汇市场并未反映这点：瑞士克朗和日元兑美元走强（周四分别升值了1.5%和1.0%），而新兴经济体货币大多贬值（亚洲货币表现相对较糟，墨西哥比索和巴西雷亚尔也下跌了约2%），欧元得益于欧盟风险减弱而走强，美国经济数据却并不乐观。然而，风险仍然存在，因此我们预计货币不会继续升值，而是在短期内加以巩固，特别是在本周美联储会议召开之前。

信贷：信贷市场压力略有减轻

在信贷市场黑色星期一之后，随着多个综合指数达到历史高点之后，市场情绪在过去两天有所回升，并同时伴随着利差的显著收紧。然而，尽管市场信心有所提振，投资者仍显得十分谨慎。虽然上周最后几天市场有一定程度的反弹，我们认为欧洲的短期信贷估值可能继续走低。目前，还没有证据显示公司债券的价格已经触底，特别是鉴于欧洲的情势还具有很大的不确定性：1）因经济增速放缓而越发突出的欧洲主权债务危机；2）对希腊援助的担忧；3）难以进入一级市场筹集资金。

图3

3月期交叉货币掉期 VS 美元2年期欧美资产掉期差值



来源：Bloomberg

要点

潜在担忧解决之前融资压力将持续

由于对主权债务和银行偿付能力的负面反馈所导致的潜在稳定性问题的恐慌，投资者对相关的商业票据表现得毫无兴趣。由于银行无法从市场获得资金，欧元区市场的融资压力进一步加大，且近期美元融资也遇到了困难（欧元区银行的部分融资为美元），欧洲央行正试图减轻双方面的压力，已开始向欧洲银行无限量注入流动性（且近期加强了6月期的长期再融资操作，并极有可能在有必要时延长主要的周度再融资操作和长期再融资操作的期限），并在本周宣布携手美联储和日本、英国及瑞士央行新增3月期美元流动性操作以为欧洲市场注入所需的美元资金。欧元区资金仍集中于容易受到影响的几个国家，但过去3个月其他外围国家（特别是意大利）的银行对欧洲央行的依赖程度有所增加。同时，存款利率的使用也大幅上升，表明银行又开始囤积资金而不相互借贷。这是流动性紧张的又一证据，但也表明欧洲央行资金增加与银行的预防性举动也有一定关系（银行这么做可能是预计到债券资本市场的情况会进一步恶化）。本周的消息较为积极：欧洲央行已开始携手全球多家央行为欧元区银行提供支持。然而，若市场对欧元区主权危机的潜在担忧得不到解决，此举的效果也会逐步减弱，且有观点认为欧洲的政策制定者到目前为止所做的一切都只是“权宜之计”。

葡萄牙调整计划步入正轨，2012年将有更多行动

本周，国际货币基金组织、欧盟和欧洲央行三驾马车公布了新版的葡萄牙谅解备忘录，对截至目前葡萄牙政府所采取的措施进行了评估。财政收支情况较2011年的目标有一定的偏差（新政府将此归咎于今年上半年所采取的措施），意味着财政收入减少了GDP的1.5%。葡萄牙采取了多项措施填补缺口，包括临时上调今年的收入所得税（贡献GDP的0.5%），提出了计划于2012年实行的措施（上调汽油和电力税，0.1%），出售特许权（0.4%）及加快实施资产从银行养老金账户到国家社会保障体系的转移（0.5%）。这些措施将帮助填补2011年的缺口，也反映了政府实现目标的决心。然而，这些都还是暂时的，提出的计划也要待到2012年才会实施（意味着2012年还会进行进一步的调整）。政府正在对这些新的措施进行研究——总计GDP的0.6%——虽然，根据我们的计算还会做出更大的调整。

流入新兴市场债券的资金保持强劲

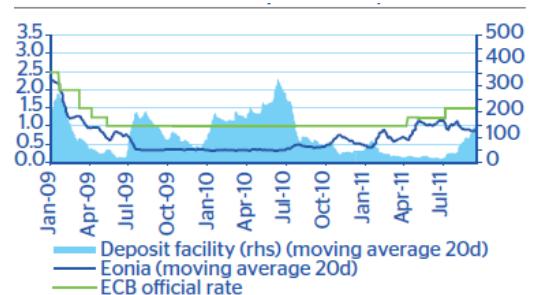
由于美国增长预期的向下调整和欧元区主权风险不确定性的加大，自8月第二周以来，资金不断从投资基金中外流。在最近风险规避情绪较高的时期，债券投资基金的资金外流量较少（平均每月为-0.13%），远低于雷曼破产危机时的-3%，而股票基金的资金流出情况则与雷曼破产时相当（分别为-0.8%和-1.4%），但欧洲、中东和非洲地区（EMEA）国家却步拉丁美洲和亚洲的后尘，EMEA基金的流出金额有所上升（-1.4%）。鉴于亚洲的强劲增长，我们预计资金会继续流入亚洲市场，而鉴于拉丁美洲对美国周期的风险敞口，流入资金的收益则会更为温和。而对东欧而言，其对欧洲财务压力的敞口则会继续影响该地域的资金流入。

图4
新兴市场证券投资基金的资金流动



来源: EPFR

图5
官方利率, Eonia与存款利率



来源: Bloomberg 和 BBVA Research

经济分析

金融情况
Javier Amador
javier.amador@bbva.com
+34 91 374 31 61

欧洲
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com
+34 91 537 37 76

金融情况
Cristina Varela Donoso
cvarela@bbva.com
+34 91 537 7825

日程表：核心指标

欧元区：PMI综合指数（9月，9月22日）

预测: 50.1	市场调查: 49.6	前期: 50.7
----------	------------	----------

评论：继年中急剧下滑之后，我们预计9月份PMI综合指数会像8月份一样小幅下滑。总体指数会保持在略高于50这一界点，表明三季度欧元区经济增长可能也会停滞不前（二季度环比仅小幅增长了0.2%）。尽管如此，相关机构应该已经感觉到主权债务危机再起和欧洲当局迟迟未能下定决心加以解决，这导致我们的预测面临下调风险。从行业来看，制造业指数也应会处于收缩区间，而预计服务业信心指数会保持基本稳定，小幅扩张。预计欧元区各成员国都会呈下滑趋势，但核心国家的PMI指数显示这些国家会温和增长，外围经济体则可能进入收缩区间。**市场影响：**核心国家PMI指数大幅下跌会释放出欧元区重现经济衰退的信号。

欧元区：新增工业订单（7月，9月22日）

预测: 0.5%（环比）	市场调查: -1.2%（环比）	前期: -1.0%（环比）
--------------	-----------------	---------------

评论：继新增工业订单前一个月大幅下滑之后，我们预计7月份工业订单会小幅增长。尽管如此，二季度所见的向下趋势看来会在未来几个季度持续下去，在一定程度上反映出了近期全球经济增长的放缓和二季度欧元区内需的不足。市场信心调查也得出了类似的结论，预期工业部门前景相当低迷。**市场影响：**订单大幅下滑会被市场解读为在未来几个季度内工业部门收缩的可能性会进一步加大。

美国：现房销售（8月，9月21日）

预测: 455万	市场调查: 475万	前期: 467万
----------	------------	----------

评论：由于需求疲软，预计8月份现房销售会连续第三个月下滑。夏季住房市场前景有所恶化，就业增长缓慢且消费者活动减弱，影响了经济复苏。此外，信贷从紧使购房者难以充分利用极低的贷款利率。总的说来，未来几个月经济复苏能否走强还说不清楚，且负面的住房市场前景可能会持续。**市场影响：**经济活动的放缓众所周知，因此现房销售的小幅下滑不会引发市场的强烈反应。然而，若销售情况好于预期，则会间接刺激经济增长并增强市场信心。

美国：申请失业救济人数（9月16日，9月22日）

预测: 42.0万	市场调查: 42.0万	前期: 42.8万
-----------	-------------	-----------

评论：继几周以来令人失望的数据表现之后，预计截止9月16日，本周首次申请失业救济人数不会改观。就业形势依然不容乐观，非农就业人数并无增长，首次申请失业救济的人数自8月中旬以来保持着稳步上升态势。尽管本周的工作日因假期而缩短（这通常会使得数字偏低），上周的数据却达到了自6月以来的最高点。此外，4周的移动平均数比一个月前高1.5万。未来，我们预计申请失业救济的人数仍会处于42万的平均水平。**市场影响：**市场将密切关注9月份的就业增长情况，然而，首次申请失业救济人数的持续攀升可能会加大市场的焦虑。

台湾：出口订单（8月，9月20日）

预测: 7.8%（同比）	市场调查: 7.6%（同比）	前期: 11.1%（同比）
--------------	----------------	---------------

评论：作为未来一到三个月实际出口的先行指标，台湾出口订单是衡量全球需求的一个很好的标准。美国和欧洲增长疲软已经对台湾出口的表现造成了不小影响，鉴于台湾在全球供应链中所处的重要地位，其表现受到了市场的密切关注。尽管如此，中国大陆需求强劲，为台湾出口需求提供了支撑，特别是信息和通讯产品。**市场影响：**若实际结果低于预期则会影响市场对亚洲经济增长前景的信心，并增强对加息周期结束的预期。

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

George Xu
george.xu@bbva.com.hk

市场数据

			Close	Weekly change	Monthly change
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.35	1	6
		2-yr yield	0.19	2	0
		10-yr yield	2.11	19	-5
	EMU	3-month Euribor rate	1.54	0	0
		2-yr yield	0.58	19	-12
		10-yr yield	1.92	15	-29
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.381	0.9	-44
		Pound-Euro	0.87	13	0.2
		Swiss Franc-Euro	1.21	-0.1	5.9
	America	Argentina (peso-dollar)	4.20	0.0	0.9
		Brazil (real-dollar)	1.71	2.0	8.0
		Colombia (peso-dollar)	1817	1.0	2.7
		Chile (peso-dollar)	478	1.9	2.5
		Mexico (peso-dollar)	12.91	2.2	6.1
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.73	0.2	-0.4
	Asia	Japan (Yen-Dollar)	76.83	-0.7	0.4
		Korea (KRW-Dollar)	1112.40	2.7	4.1
		Australia (AUD-Dollar)	1.038	-0.7	-1.4
	Comm. (chg %)	Brent oil (\$/b)	113.8	0.9	2.9
Gold (\$/ounce)		1789.6	-3.6	-0.1	
Base metals		568.5	-0.9	-0.3	
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	8438	6.7	-3.3
		EuroStoxx 50	2190	5.6	-6.1
		USA (S&P 500)	1218	5.5	2.0
	America	Argentina (Merval)	2771	0.7	-7.4
		Brazil (Bovespa)	56868	2.0	3.3
		Colombia (IGBC)	13684	2.0	1.6
		Chile (IGPA)	19561	-0.8	-3.4
		Mexico (CPI)	35181	4.0	3.3
		Peru (General Lima)	20422	2.6	2.2
	Asia	Venezuela (IBC)	100760	1.0	2.6
		Nikkei225	8864	1.4	-2.1
		HSI	19455	-2.1	-4.1
	Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	174	-15
Itraxx Xover			75	-47	118
CDS Germany			83	-1	8
Sovereign risk		CDS Portugal	1061	-75	208
		CDS Spain	374	-39	43
		CDS USA	50	0	1
		CDS Emerging	298	-10	42
		CDS Argentina	869	30	120
		CDS Brazil	164	-4	26
		CDS Colombia	164	-4	30
		CDS Chile	116	10	21
		CDS Mexico	163	-2	26
		CDS Peru	169	-1	25

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。”