

每周观察

全球

马德里, 2011年09月23日

担忧情绪蔓延

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

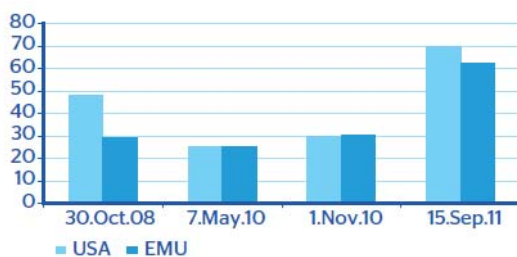
近期的经济指标和报告加剧了市场对全球增长前景的担忧。美联储在FOMC声明中称“向下风险显著”，预示美国经济增长前景黯淡，且中国与欧洲的调查结果疲软，市场再掀悲观情绪。欧洲情况，PMI指数初值未达预期，核心国家（法国和德国）数据低于预期。虽然美联储并未令人失望且试图使收益率曲线更趋平坦（“扭曲操作”），市场的担心却因以下几个因素而有所加剧：1）预期这一措施的影响不大；2）对美联储无力对抗需求不足的恐慌（因为反对美联储新一轮量化宽松的政治压力，也因为：即便美联储最终倾向于实施第三次量化宽松，其效果也不大，特别是新增资金不太可能在极端不确定的情况下流入风险资产）；3）FOMC在其声明中提到的美国经济的结构性疲软。随着风险的上升，风险资产损失较大。这不仅是受到了美国及欧洲经济增长前景黯淡的影响，也与欧元区财务状况的恶化蔓延到了全部风险资产有关。此外，标准普尔将意大利评级由A+下调至A也加剧了市场的恐慌情绪。新兴市场货币本周大幅贬值。秘鲁和巴西央行宣布措施提供美元资金以减轻本国货币的压力。至于欧洲债务危机，希腊政府宣布的新措施或许能帮助希腊获得80亿欧元的第6笔贷款。这能够减轻市场对希腊违约的恐慌，但无法驱散不确定性。至多能在支付第7笔贷款前暂时减轻市场的恐慌。此外，虽然德国议会通过EFSF修订案的可能性加大，但由于其他小国政府（如斯洛文尼亚）未能获得信任投票，使得EFSF有被延迟通过的风险。

20国集团的诺言：事实胜于雄辩

鉴于解决“全球经济面临的新挑战”的需要，20国集团领导人许诺“采取一切必要行动确保银行系统和金融市场的稳定性”。声明还称各国央行将继续为市场提供流动性并将支持经济复苏。但市场更期待各国领导人付诸实际行动而非口头许诺，因而反应温和。同时，本周各国央行非常活跃。不仅美联储宣布了“扭曲操作”，且其范围和非国债机构抵押债券的再投资都超过市场预期。同时，英国央行备忘录显示英国可能实施新一轮资产购买计划以提升金融稳定性，如果这样的金融状况再持续一个月，就可能这么做。问题是，无论是承诺还是各国央行的行动都无法驱散市场的恐慌，重建市场信心。

下周德国议会将对 EFSF 修订案进行投票。

图 1
 债券波动 (30d MA)



来源：彭博资讯

图 2
 风险蔓延到新兴市场



来源：彭博资讯和 BBVA 研究

要点

增长预测下调，特别对于发达国家

发达国家增速低于预期，欧元区主权债务危机加剧及对银行偿付能力的担忧等因素使经济增长预期被下调。

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.rodriquez@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：扭曲在此

美联储昨天宣布的措施与市场前几周的预期相符：对国债市场的新一轮直接干预。更确切地说，其宣布从现在起直到2012年6月底，将购买4000亿美元剩余期限为6-30年的国债并出售等额剩余期限为3年或以下的国债。此轮购买计划的详细分布请见表1。

10年期区间的国债收益率曲线的最初反应与预期相符：2年期国债收益率仅上升了2个基点，而10年期国债收益率下跌了约8个基点。我们的评估认为，自8月底以来（当时市场已经预料到了会有类似举动），这一策略对国债收益率的大部分潜在方向性影响都已被市场定价消化。10年期国债收益率修正了约40个基点，而2年期国债收益率却在0.20%左右保持相对稳定。从这一点可见，我们认为10年期这个区间的国债收益率不会再对此次计划有大的反应：10年期国债收益率的底部应在1.75/1.70%左右。

2-30年这个区间的国债仍可能因美联储目标再投资模式的意外倾向而受益。30年国债收益率的即时反应为下跌20个基点，且10/30年国债收益率利差收窄了约15个基点。如在未来几个月内进行修正，这或许是我们最有可能看到的情况，主要因为其能够被看作是美联储策略的一部分：通过将利率维持在相对和绝对的低位，得以对抵押贷款市场提供支撑。从这一点来看，30年期国债2.80%的收益率在短期内是合适的，但中长期则不一定。

外汇：关注拉美外汇

由于新兴市场外汇供给极大，我们正密切关注拉丁美洲市场，并且以其中的二个关键问题为主。首先是全球风险情绪会继续对流入新兴市场外汇的资金产生何种程度的影响，特别是拉丁美洲的外汇。这里，我们认为近期的抛售似乎有点过头，且BBVA的经济学家团队也预期欧洲二线国家债务危机会成功解决，一旦这轮风险厌恶情绪消退，我们就能看到拉丁美洲外汇的普遍升值。其次是有关新的宏观审慎措施和外汇市场干预的问题。今年各国做出了许多努力通过新的规章制度来试图抑制本国货币升值；尤其是巴西。鉴于近期现货价格的回调，新的宏观审慎措施可能会被搁置。此外，今年拉丁美洲几乎所有的主要央行都对外汇市场进行了直接干预。考虑到近日现货价格的逆转，需关注的重要一点将是拉丁美洲央行是否会在本国货币贬值时试图减轻其波动性或央行是否仅满足于方向性调整呢？一般来说，由于许多官员认为拉丁美洲外汇已长期估值过高，如果货币继续贬值，我们预计多数拉丁美洲央行不会尝试平息外汇波动性。

信贷：信贷市场继续大幅波动

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。

表1
新计划下，联储局债券组合纲要

	0-3Y	3-6Y	6-8Y	8-10Y	10-20Y	20-30Y
Investment distribution in new program*	-100%	0%	32%	32%	4%	29%
Amount to purchase (USD bn)	-400	0	128	128	16	116
Current SOMA holdings (USD bn)	527	466	303	94	87	74
% of total outstanding	15%	25%	39%	18%	32%	14%
Amount outstanding off-Fed (USD bn)	2756	1394	460	408	181	423
Future SOMA Holding (USD bn)	127	466	431	222	103	190

*Remaining 3% in 6-30Y TIPS
 来源：彭博资讯和联储局

要点

增长预测下调，特别对于发达国家

8月份，有3次重大冲击从根本上影响了我们的预测。第一是多个发达国家一、二季度经济增长低于预期。特别是，美国历史增长数据遭到下调（甚至包括2011年一季度数据），表明美国经济的结构性状况似乎比初夏时所认为的还要疲弱。此外，上半年经济增长向下修正会对2011和2012年的平均水平产生很大的基数效应。

第二个冲击与欧洲主权债务危机加剧有关。虽然7月21日的峰会在欧盟监管改革方面取得的成果（例如对EFSF的改进）超过了预期，市场仍对这些协议的能否有效执行及EFSF是否有能力解决现已蔓延至意大利（和西班牙）的问题深表疑虑。

第三点与市场对银行偿付能力受欧洲主权债务危机影响的担忧有关。欧洲银行面临的风险已有所上升，许多银行对违约风险较高国家政府债券的敞口都很大。这引发了对部分银行偿付能力的疑虑并严重妨碍了银行的融资，包括美元信用额。

这3个因素导致二线国家风险溢价飙升，但也包括西班牙和意大利。其还导致全球风险溢价上升，股市大幅调整以及市场强烈的避险反应，促使美国及德国债券收益率创出新低。最后，8月份消费者和企业信心显著恶化，特别是在包括核心国家在内的欧洲。

在这种背景下，我们对7月份美国经济增长的预测进行了向下调整，这主要是由上面提高的基数效应所致。这一调整还影响到了诸如墨西哥等与美国商业周期联系紧密的经济体。在欧洲和西班牙，由于受到财务压力和二季度经济数据疲软的影响，其经济增长也遭遇了向下修正，但下调幅度比美国要温和。对这三个地区而言（美国、欧洲和墨西哥），增长疲软意味着央行至少会将进一步加息延迟到2013年。

其他地区（亚洲和南美），我们增长预测的调整幅度要小一些，表明其对欧洲的贸易和金融敞口更小且对中国增长前景的依赖性增加，8月份增长预测调整甚微。

表 2
GDP 预测

	现值		前值	
	2011	2012	2011	2012
美国	1.6	2.3	2.5	2.7
欧洲	1.7	1.0	2	1.3
西班牙	0.8	1.0	0.9	1.3

来源: BBVA 研究部

经济分析

经济情况

HuanRuiz
Javier.amadord@bbva.com
+34 91 374 31 61

欧洲

Miguel Jimenez
mijimenezg@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

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

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

欧元区：即时HICP通胀（9月，9月30日）

预测：2.8%（同比）

市场调查：2.5%

前期：2.5%

评论：受季节因素调整方法调整后非能源工业品价格反弹的影响（预计能源和食品价格也会有小幅增长），我们预计9月份通胀会上升约0.3个百分点至2.8%。由于针对这一方法性调整建模的信息有限，今年的工业通胀预测有很高的不确定性。受能源价格的积极影响，我们仍预期总体通胀会在年底前放缓并在2012年初回复到低于欧洲央行目标位的水平。至于核心通胀，我们预计年内其会徘徊在1.8%左右，略有下滑。**市场影响：**虽然9月通胀加速应只是暂时的，但会令市场倍感意外，并因此加大对欧洲央行货币政策再偏强硬的担忧。

欧元区：失业率（8月，9月30日）

预测：10.0%；

市场调查：10.0%；

前期：10.0%

评论：我们预计8月份失业率将继续保持自年初以来的稳定。尽管如此，根据欧盟的调查，未来几个季度经济前景的不确定性加大，加之二、三季度经济数据令人失望，7、8月企业的雇佣意愿进一步恶化，因此未来几个月的失业风险有所上升。**市场影响：**鉴于增长与就业之间的滞后，我们预计失业率不会有很大变化，但若结果低于预期则会加大对再次陷入衰退的担忧。

国内生产总值（2011年二季度，9月29日）

预测：1.2%

市场调查：1.2

前期：1.0%

评论：预计2011年二季度GDP的最终估计值会略高于初值。虽然本周二季度新公布的数据不多，6月份企业存货和耐用品订单均受向上修正。此外，国际贸易差额由-531亿美元向上修正为-516亿美元，这主要是因为进口减少所致。而经济增长依然疲弱，我们预计二季度GDP会与我们基准模型中对2011年经济小幅增长的预测相符。**市场影响：**由于多数数据都已公布，市场并未过分担心二季度GDP的最终估计值。然而，未来增长前景的不确定性加大使得市场对于低于预期的经济报告极为敏感。

个人收入与支出（8月，9月29日）

预测：0.1%，0.1%

市场调查：0.1%，0.2%

前期：0.3%，0.8%

评论：预计8月份个人收入与支出会增长，但环比增速会放缓。就业形势疲软继续影响个人收入，8月份报告显示该月就业无增长且平均收入有所减少。消费者信心指数的持续下滑和该月零售销售的平平表现表明继7月个人支出的意外激增之后，消费者支出更趋于保守。虽然食品和能源价格上涨可能会促进名义支出的增长，我们预计实际增幅会很小。**市场影响：**个人收入与支出增长缓慢不会引起市场的太大反应，但若结果高于预期则意味着极需促进消费者需求和经济活动的增长。

中国：PMI（9月，10月1日）

预测：51.6

市场调查：n.a.

前期：50.9

评论：到目前为止经济增长指标表现良好，符合我们的软着陆预期。然而，随着全球需求向下风险的上升，市场将关注未来几个月的PMI指数，以期从中寻找到经济增长显著下滑的迹象。9月份私部门PMI指数即时估计值表明制造业情绪有些许下滑。尽管如此，近期经济增长数据继续表现强劲，我们预计9月份官方PMI指数会较上月有所上升，但这主要是由季节因素所致（尽管统计部门会努力剔除季节性因素的影响）。**市场影响：**如该数据低于预期，特别是环比下滑或结果低于50，则会打击市场对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	036	1	5	7
		2-yr yield	021	5	-2	-23
		10-yr yield	177	-27	-53	-83
	EMU	3-month Euribor rate	154	0	0	66
		2-yr yield	037	-15	-35	-36
		10-yr yield	173	-14	-48	-62
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.351	-21	-6.3	0.2
		Pound-Euro	0.87	0.1	-0.5	2.7
		Swiss Franc-Euro	1.22	1.3	6.8	-7.8
	America	Argentina (peso-dollar)	4.20	0.0	0.4	6.2
		Brazil (real-dollar)	1.88	9.9	17.1	9.9
		Colombia (peso-dollar)	1903	4.5	6.2	5.3
		Chile (peso-dollar)	518	7.9	11.0	6.5
		Mexico (peso-dollar)	13.83	6.7	11.3	10.2
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.79	2.0	2.0	0.0
	Asia	Japan (Yen-Dollar)	76.27	-0.8	-0.7	-9.6
		Korea (KRW-Dollar)	1165.70	4.8	7.5	1.4
		Australia (AUD-Dollar)	0.979	-5.6	-6.5	2.2
Comm. (chg %)	Brent oil (\$/b)	1051	-6.4	-4.6	33.2	
	Gold (\$/ounce)	1673.6	-7.6	-4.9	29.1	
	Base metals	547.9	-3.6	-3.1	4.2	
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	7845	-6.5	-6.3	-26.9
		EuroStoxx 50	1980	-8.3	-11.6	-29.1
		USA (S&P 500)	1130	-7.1	-4.0	-1.6
	America	Argentina (Merval)	2487	-9.6	-14.5	-3.5
		Brazil (Bovespa)	53315	-6.8	-0.9	-21.8
		Colombia (IGBC)	13149	-5.3	-1.5	-6.9
		Chile (IGPA)	18625	-4.5	-6.7	-15.9
		Mexico (CPI)	32429	-7.8	-6.4	-2.6
		Peru (General Lima)	19003	-7.6	-2.6	9.7
	Asia	Venezuela (IBC)	100714	0.3	1.0	52.4
		Nikkei225	8560	-3.4	-0.9	-9.6
		HSI	17669	-9.2	-9.2	-20.1
Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	199	23	27	86
		Itraxx Xover	845	131	128	329
		CDS Germany	106	23	21	66
	Sovereign risk	CDS Portugal	1179	124	141	777
		CDS Spain	437	66	61	212
		CDS USA	56	6	8	---
		CDS Emerging	369	78	66	138
		CDS Argentina	1044	181	214	280
		CDS Brazil	218	58	56	101
		CDS Colombia	213	53	53	90
		CDS Chile	151	37	45	74
		CDS Mexico	214	55	53	82
		CDS Peru	219	54	51	100

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。”