BBVA RESEARCH

每周观察

全球

马德里，2011 年 09 月 30 日

风险喜好增强，但能维持多久？

- **风险喜好有所上升，但不确定性并未消散**

风险溢价继上周大幅飙升后，本周小幅回落。本周美国的情况较为良好，而欧洲则濒临EFSF修订案的投票日期，如果顺利通过其贷款能力会从2500亿增加至4400亿欧元，允许用该资金在二级市场上购买政府债券和银行的资本重组。

- **欧洲重建信心的下一步：杠杆化EFSF。**

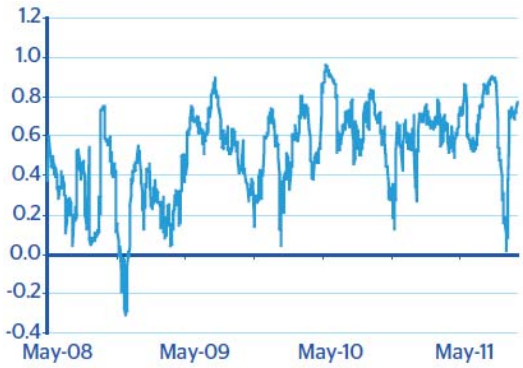
增加EFSF借贷能力的计划或不足以重建欧洲国家的信心。下一步须再次提高EFSF的有效借贷能力，如杠杆化EFSF，用EFSF资金为政府债券发行做担保，或将其转化为一家银行以获得欧洲央行的资金支持。

- **欧洲央行：利率（仍）未变动，是时候进行新的长期再融资操作（实施1年或更长时间）**

下周将讨论削减关键再融资利率的可能性，但我们认为现在考虑这个问题还太早，最有可能的情况是再融资利率将维持不变，而欧洲央行将专注于如何通过长期再融资操作来减少流动性限制。

- **风险厌恶情绪下降促使新兴市场干预减少，但可能只是暂时的**

图 1
银行和主权间的积极反馈曲线



来源：彭博资讯

图 2
欧元区消费者价格指数

来源：彭博资讯和 BBVA 研究

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

BBVA RESEARCH

要点

风险喜好有所上升，但不确定性并未消散

风险溢价继上周大幅飙升后，本周小幅回落。本周美国的情况较为良好，而欧洲则濒临EFSF修订案的投票日期，如果顺利通过其贷款能力会从2500亿增加至4400亿欧元，允许用该资金在二级市场上购买政府债券和银行的资本重组。

经济数据并未提振下行的市场预期

美国耐用品订单继7月份大幅增长后，8月份小幅下滑，表明制造业部门的适度增长前景比此前预想的要好。此外，受非居住建筑、个人消费支出和净出口增长的推动，二季度GDP受向上修正。尽管该数据表现积极，其他指标如新建房屋销售和消费者信心指数则显示美国潜在经济增长势头依旧疲软。在欧洲，9月份经济情绪指数跌至95，创自2009年12月以来的最低水平，而欧元区通胀上升则使欧洲央行难以在下次会议决定利率政策。在亚洲，区域经济增速正在放缓，日韩工业产值较为疲弱，香港、泰国的出口也有所下滑。在拉丁美洲，近几个月的产出增长有所恶化，但国内需求指标仍表现强劲，表明通胀压力仍然存在，且经常账户收支面临一定的风险。下周，美国就业报告和9月份ISM指数将为我们提供有关美国经济趋势的概览；亚洲的贸易数据将为我们展现发达国家经济增速放缓是如何波及到亚洲大陆。此外，一些亚洲国家还将发布通胀报告。

欧洲将扩大EFSF的范围，重建信心的下一步是将该机制杠杆化

本周财务压力并未减轻多少。银行和欧洲主权债务间的反向关联尚未被打破，这会引发影响全球经济的金融风暴。国际机构和主要国家向欧洲施加的压力越来越大。在这种情况下，欧洲采取了进一步的措施加快通过 EFSF 修正案。17 个欧元区成员国中有 12 个通过了 EFSF 的加强方案，包括德国和芬兰。尽管如此，增加 EFSF 借贷能力的计划或不足以重建欧洲国家的信心。下一步须再次提高 EFSF 的有效借贷能力，如杠杆化 EFSF，用 EFSF 资金为政府债券发行做担保，或将其转化为一家银行以获得欧洲央行的资金支持。第一项提议可能要求信用增级提高，而后一项则难以在短期内实现。因此，我们认为第二个选择最有可能实施。希腊议会以 155：142 的微弱优势通过了备受质疑且不太受欢迎的新财产税，以确保获得债权人的下笔款项。三驾马车重启第六次会议，但最终决定要待到 10 月中旬的特别欧洲十国领导人会议前才会揭晓。总的说来，欧洲提出的新举措将暂时减轻市场的恐慌，但无法重建市场信心。

欧洲央行：利率（仍）未变动，是时候进行新的长期再融资操作（实施1年或更长时间）

下周将讨论削减关键再融资利率的可能性，但我们认为现在考虑这个问题还太早，最有可能的情况是将维持再融资利率不变。欧洲有充分的理由讨论降息：近期的软数据显示宏观经济状况有所下滑，且增长的向下风险因欧元区主权债务和银行的问题而显著上升，在这种情况下，价格稳定性没有风险。然而，考虑到1%的利率确实令人感到不舒服，我们预计委员会将等到掌握更为充分的市场信息（特别是硬数据）的时候再采取行动。取而代之的是，欧洲央行将专注于通过长期再融资操作减轻流动性的限制。就这一点而言，虽然我们过去有过通过下调存款利率使利率渠道再次扩大的想法，但现在我们认为这更有可能在再融资利率最终下调的时候发生。欧洲央行在上次会议上透露出的（隐性的）减息倾向仍会出现在下周的声明里，甚至可能会更加明显（通胀或向下），释放出已经准备好近期采取行动的信号（使新行长Draghi先生更易于实施减息）。

为解决银行长期融资的问题，考虑到债务危机（及其对银行系统的影响）解决方案前路崎岖，欧洲央行很有可能会再次引入为期12个月的长期再融资操作，并就延长公开招标期限的可能性就行讨论。

风险厌恶情绪下降促使新兴市场干预减少，但可能只是暂时的

随着风险溢价的些许缓和，本周风险资产表现突出。新兴市场的压力有所减轻，降低了拉丁美洲国家进行外汇干预的必要性。尽管如此，风险厌恶情绪依旧存在且外汇干预的风险也并未消散。

市场

利率：谨慎乐观

本周风险胃纳回升导致欧元利率上升（利率走势在周三德国公布超预期的CPI指数后就发生了改变）。起初，市场认为欧洲央行会在10月份的会议上下调官方利率（市场价格曾一度100%地消化了此预期），此预期稳定了利率，导致其熊市走平。通胀数据公布之后（高于欧洲央行的目标区间），这些预期进行了调整，短期利率的上升最为显著（熊市走峭）。

未来几天，虽然我们预计利率水平和斜率会继续呈现高度的相关性，但向上势头或会减弱。一方面市场情况仍然波动很大，且任何相关言论都可能再度导致市场产生一定的悲观情绪（这会使市场继上周的向上走势后再度进行仓位调整），另一方面，诸如临近月末、季度末等因素可能会促使投资者购买债券以调整资产组合。

外汇：尽管对欧洲的预期有所改观，外汇市场仍保持谨慎

本周外汇市场上并未反映出风险胃纳的回升。对未来全球经济增长的担忧给汇市市场情绪造成的影响胜过了欧债危机不确定性产生的影响。G10国家外汇中，欧元兑美元升值幅度最大（截止周四约升值了0.75%），但总体走势较弱。瑞士法郎和日元表现不一，高风险货币亦是如此。新兴市场货币的走势一致，无论是亚洲货币还是拉丁美洲货币均无明显走势。

信贷：信贷市场信心提振

即上周末IMF和世界银行与各国央行代表及财政部长举行了政策会议之后，市场情绪有所提振。关于欧洲央行将重新建立担保债券回购计划、并会大幅延长对银行流动性供给的报道导致利差全面收紧，随后初级市场上金融、担保债券和公司债券也显得更加活跃。此外，德国议会周四批准了欧洲金融稳定机制（EFSF）的扩张以及三驾马车回归希腊监督其财政紧缩改革的消息又为市场带来了更多利好。

主导初级市场的主要是法国公司，如：Areva SA（5亿欧元），Peugeot SA（5亿欧元），Casino Guichard（6亿欧元），Saint Gobain（17.5亿欧元），Unibail（5亿欧元），Autoroutes du Sud（5亿欧元）和Crédit Mutuel Arkéa发行的担保债券（5亿欧元），以及Caisse de Refinancement de L'Habitat发行的4.5亿美元债券。

iTraxx信用违约交换指数从上周303点的高点收紧了39个基点至264点，且iTraxx主权债指数收紧了22个基点，从上周的359点下滑至当前的337点。这导致iTraxx主要指数全面收紧4个基点，从上周的200点跌至当前的196点。

本周的评级调整相对较少，值得关注的是：惠誉确认了对标致雪铁龙和雷诺汽车的BB+评级，并将西班牙电信（+23个基点）的评级从A-下调到了BBB+，与其他评级机构的评级一致，且穆迪对Unicaja的无担保债券（A1）和担保债券（Aaa）进行了回顾，考虑是否降级。

我们对信贷市场信心的提振保持谨慎，并将继续监测信贷市场的基本面。

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

经济分析

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

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

亚洲
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk
+852 2582 3218

Jeffrey Cantwell
jeffrey.cantwell@bbva.com.hk
+852 2582 3173

日程表：核心指标

欧元区: 零售销售(8月, 10月5日)

预测: -0.4% 月度环比	市场调查: -0.3% 月度环比	前期: 0.3% 月度环比

评论：我们预计8月份零售销售会下滑，抵消了大部分7月份的意外增长。尽管如此，这些数字还是揭示出了一些积极的信息：7-8月的平均数表明继前几个季度（特别是二季度）的下滑之后，三季度零售销售额与前期持平。总的说来，硬数据表明二季度私人消费的下滑应该只是暂时的。相反，消费者信心指数显示了对未来几个季度经济前景的进一步担忧，这会减慢居民支出的增长。**市场影响**：零售销售额大幅下滑会被市场解读为三季度增长疲弱的进一步证据，加剧市场对欧元区二次探底的恐慌。

德国: 工业生产 (8月, 10月7日)

预测: -1.6% 月度环比	市场调查: -1.5% 月度环比	前期: 4.0% 月度环比

评论：继 7 月份的强劲增长之后，预计 8 月份工业产值会因技术性因素的影响而显著下滑。工业订单下滑也显示出了这一点，特别是因全球需求复苏放缓而导致的海外订单下滑。总的说来，鉴于工业产出与经济周期间的高度相关性，7-8 月数据显示即二季度 GDP 实际增速持平之后，三季度 GDP 增速会有所反弹。然而，值得注意的是，软数据描绘出的前景仍不太乐观。**市场影响**：由于预期全球需求会进一步放缓，而国内需求还无法引领经济复苏，令人失望的工业产值数据应会加剧市场对经济复苏脆弱性的恐慌。

美国: ISM 制造业指数(9月, 3日)

预测: 51.0	市场调查: 50.3	前期: 50.6

评论：预计 9 月份 ISM 制造业指数仅会略微提升，但经济增长持续好转的迹象不明显。该指数在 8 月份跌至其 2 年前衰退正式结束以来的最低点。本月，区域联储调查显示市场对商业前景较为悲观，且疲弱的就业数据或会阻碍该部门加速增长。虽然该指数过去 3 个月一直在下滑，但高于 50 的指数表明制造业部门仍处于经济扩张区间。**市场影响**：市场已经从价格上反映了 9 月份制造业的疲软，然而，若该指数低于 50 则会引发一定程度的焦虑。

美国: 非农收入和失业率(9月, 4日)

预测: 6万, 9.1%	市场调查: 5.6万, 9.1%	前期: 0, 9.1%

评论：9 月份就业形势不会出现明显好转；然而，我们预计非农收入会有所增加。上个月就业市场没有增长，这主要是受到了政府部门就业疲软的影响。此外，低迷的住房需求或将影响建筑业的就业。虽然就业市场的情况仍不太乐观，只有私营部门就业还能够对其形成支撑，但我们预计失业率会保持稳定。**市场影响**：就业报告数月的糟糕表现使得市场对疲弱的经济数据十分敏感。即上个月就业情况的停滞不前之后，劳动力市场的任何增长迹象都能让人暂时松口气。

韩国：9月份出口 (年度同比, %)

预测: 27.6% 同比	市场调查: 27.6% 同比	前期: 25.9% 同比

评论：韩国出口数据是亚洲公布的第一个月度经济指标，鉴于韩国在全球供应链中所处的地位，其将被视为亚洲经济的风向标并受到密切关注。目前，韩国出口仍相对较强，来自新兴市场的需求弥补了发达国家需求的下滑。未来，随着经济全球性放缓，我们预计出口会趋于温和，但从年度同比来看，9 月份出口数据应会受益于基数效应的影响而保持良好。此外，近期韩元走低也应会有助于韩国维持出口的竞争优势。**市场影响**：若该指标结果低于预期则会打击市场对亚洲经济增长前景的信心，短期内会导致韩国和亚洲货币进一步疲软。

市场数据

				Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates (changes in bps)	US		3-month Libor rate	0.37	1	5	8
			2-yr yield	0.25	4	6	-16
			10-yr yield	1.92	9	-30	-59
	EMU		3-month Euribor rate	1.55	2	1	61
			2-yr yield	0.54	15	-18	-31
			10-yr yield	1.88	14	-34	-40
Exchange Rates (changes in %)	Europe		Dollar-Euro	1.343	-0.3	-6.8	-2.3
			Pound-Euro	0.86	-1.2	-2.6	-0.8
			Swiss Franc-Euro	1.22	-0.3	5.0	-9.3
	America		Argentina (peso-dollar)	4.21	0.0	0.1	6.1
			Brazil (real-dollar)	1.86	-0.3	17.2	10.3
			Colombia (peso-dollar)	1930	1.5	8.4	7.4
			Chile (peso-dollar)	523	1.2	13.6	8.9
			Mexico (peso-dollar)	13.81	0.4	12.1	9.9
			Peru (Nuevo sol-dollar)	2.77	0.1	1.7	-0.6
	Asia		Japan (Yen-Dollar)	76.98	0.7	0.6	-7.7
			Korea (KRW-Dollar)	1180.85	1.2	10.9	4.8
			Australia (AUD-Dollar)	0.972	-0.6	-9.3	0.2
Comm. (chg %)			Brent oil ($/b)	103.0	-0.9	-10.3	23.0
			Gold ($/ounce)	1618.9	-2.3	-11.3	22.7
			Base metals	538.5	-1.0	-5.8	1.7
Stock Markets (changes in %)	Euro		Ibex 35	8498	6.3	-2.5	-18.7
			EuroStoxx 50	2176	7.4	-5.5	-20.4
	America		USA (S&P 500)	1145	0.8	-6.0	-0.1
			Argentina (Merval)	2488	0.2	-16.1	-6.2
			Brazil (Bovespa)	52746	-0.9	-6.6	-24.9
			Colombia (IGBC)	12856	-0.9	-4.2	-12.5
			Chile (IGPA)	18711	1.8	-8.6	-16.4
			Mexico (CPI)	33382	2.4	-6.5	-1.3
			Peru (General Lima)	18409	-2.1	-11.1	1.4
			Venezuela (IBC)	99611	-1.0	-0.4	49.5
	Asia		Nikkei225	8700	1.6	-2.8	-7.5
			HSI	17592	-0.4	-14.3	-21.3
Credit (changes in bps)	Ind.		Itraxx Main	190	-7	37	81
			Itraxx Xover	793	-47	146	288
	Sovereign risk		CDS Germany	107	-2	32	69
			CDS Portugal	1082	-76	164	684
			CDS Spain	372	-43	14	145
			CDS USA	52	-2	3	---
			CDS Emerging	350	-17	88	130
			CDS Argentina	1055	21	282	316
			CDS Brazil	188	-20	45	76
			CDS Colombia	188	-24	47	74
			CDS Chile	148	5	52	76
			CDS Mexico	188	-26	45	69
			CDS Peru	192	-25	41	75

Source: Bloomberg and Datastream

请参见本报告第 6 页声明

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。”