

# 每周观察

## 全球

马德里，2011年10月07日

## 央行推非传统措施以减轻市场担忧

### 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

#### ● 风险厌恶情绪继续减缓

在央行的决策和对欧洲银行业资本重组的协调行动期望的促成下，风险资产这周末重振旗鼓。

#### ● 欧洲官员或将宣布协调行动对欧洲银行业进行资产重组

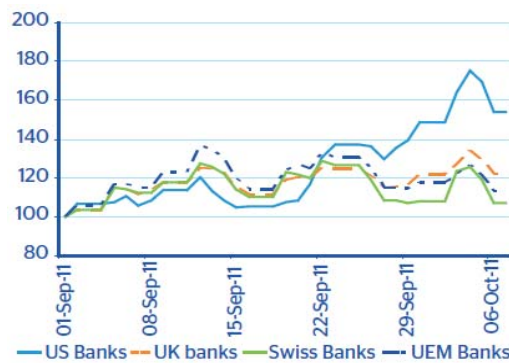
在显著的银行业与主权债务危机之间恶性循环继续的背景下，并伴随着财务风险传播到其他经济地区的境况，欧洲官员的评论显示出对欧洲银行业进行资本重组的协调行动指日可待。不同于2009年，这次应由欧洲各机构共同采取围绕着改善银行资金状况的行动，但是这仅仅是一个需要进一步明确定义的计划。在我们看来，这将是迈出的积极的一步，不过为了恢复投资者的信心必须采取额外的措施以解决主权债务的问题。这和我们一向认为欧洲将会继续小步伐应付问题的观点是相一致的。

#### ● 英国央行本可能更加大胆然而欧洲央行采取了比期望更多的行动

中央银行一直以来都在消除投资者顾虑方面有更大胆行动（到目前为止与各国政府相比大胆许多）。英国央行宣布扩大其量化宽松政策（增加750亿英镑，达到2750亿英镑）的行动使市场感到意外。欧洲央行同样做出了比期望更多的行动。其焦点集中在为欧元区银行筹资。欧洲央行宣布了一项庞大的长期融资的扩张行动，并展开了一项400亿欧元的计划以购买担保债券。

#### ● 活动数据显示出支撑美国经济的力量并且新兴市场经济仍然富于弹性。相比之下，指标显示欧洲的情况继续恶化

图1  
各银行5年CDS（2011九月=100）



来源：彭博资讯

图2  
制造业活动



来源：彭博资讯

## 要点

## 欧洲官员或将宣布协调行动对欧洲银行业进行资产重组

在显著的银行与主权债务之间恶性循环继续的背景下，并伴随着财务风险传播到其他经济地区的境况，欧洲官员的评论显示出协调行动以对欧洲银行业进行资产重组指日可待。不像2009年国家各自承担重组银行业资产的重担，这次围绕着改善银行资金状况的努力应由欧洲委员会成员共同分担。否则一旦支援以进一步恶化主权债务而告终，将会产生事与愿违的结果。

欧洲金融稳定机构的修正案允许财政机制对银行进行资产重组（下周马耳他和斯洛伐克的议会是否会批准这一行动依旧悬而未决）。对银行的资产重组需求进行预测并不容易。银行业的问题存在于它们资产负债表上的资产质量上。因此对银行进行资产重组所需的总额依赖于对压力大小的假定：结果可能是对资金需求的一个很宽的范围。事实上，EBA可能正在准备一次压力测试以确定银行资产重组的需求。这里的问题在于应该在多大程度上对银行进行资产重组。根据一系列假定情况，预计的资产需求可能达到250亿至300亿欧元。300亿欧元的金额将相当于超过欧洲金融稳定机构修正后的有效贷款能力的60%，并将使得欧洲金融稳定机构帮助主权国家的能力变得有限（我们必须注意到欧洲金融稳定机构另外1/3的贷款能力已经给了爱尔兰，葡萄牙和希腊）。总而言之，我们认为协调一致努力以对欧洲银行业进行资产重组是可能的，并且这将标志着欧洲又迈出了积极一步，但这并不足以解决问题。为了恢复投资者的信心，银行资产重组和主权债务的问题都需要得到解决。表明解决主权债务问题的重要性的例子之一便是穆迪将意大利的主权债务评级降低了三级，从Aa2级降至A2级并且对其保持负面展望，而这主要与“意大利和欧元区持续的经济和财政危机”相关。尤其穆迪在陈述中强调道“不确定的市场环境和投资者情绪进一步恶化的风险可能会限制政府利用国债市场的能力”。在这一背景下，欧洲所采取的措施仍然是混乱的，并且步伐十分微小。这周末的法德峰会和10月18日的欧洲首脑峰会将会有重要意义。

## 英国央行本可能更加大胆然而欧洲央行采取了比期望更多的行动

中央银行一直以来都在消除投资者顾虑方面有更大胆行动（到目前为止与各国政府相比大胆许多）。美联储的长短期利率操作已经正常运行，Bernanke表示如果经济前景进一步恶化他们会准备好采取新的措施。英国央行宣布扩大其量化宽松政策（增加750亿英镑，达到2750亿英镑）的行动让市场感到意外。这一额外的经济刺激比预期来得更为迅速并且规模更大。欧洲央行也比预期采取了更多行动。其焦点集中在帮助欧元区的银行筹资。欧洲央行宣布了一项庞大的长期再融资的扩张行动（两项长期再融资操作：一项在10月份为期12个月，另一项在12月份为期13个月左右到期），这将使得银行在两个年终的时期内筹集到资金满足流动性需求，欧洲央行还展开了一项400亿欧元的计划以购买从2011年11月份一直到2012年10月份的担保债券。进一步地，欧洲央行对降低利率敞开了更多的空间，但是似乎可以清楚地看到他们不太可能像面临上扬的通货膨胀时一样抢先行动（见上一期的ECB WATCH）。

活动数据显示出支撑美国经济的力量并且新兴市场经济仍然富于弹性。相比之下，指标显示欧洲的情况继续恶化。

这周的经济数据显示经济状况好转，消除了自八月份以来对美国经济减速的恐惧。制造业和非制造业的美国供应管理协会的指数都高于预期。伴随着失业减少的声称和更为健康的再就业状况，这周的劳动市场的数据同样好于预期，这为经济状况的走强带来了希望。相比之下，在欧洲九月份的制造业和非制造业的采购经理人指数显示出欧元区经济下滑的趋势依然不变。

在大多数拉丁美洲的国家，九月份的通货膨胀率高于之前的月份，并且超过了市场预期，但同时经济活动和就业仍然富有弹性。然而在由全球形势被不确定性主导的背景下，改变货币政策的偏向是不太可能的。但是如果通货膨胀的压力走高（在货币疲软的背景下）并且需求和就业减速的迹象没有变得更加明显，央行将不得不保持观望的状态（见上期 **Latam Weekly Watch**）。在亚洲，经济数据同样显示增长仍然富有弹性。中国 9 月份的采购经理人指数带来了安慰，显示出情况好转，同时一些最近的贸易数据也肯定了这一状况。许多国家也发布了九月份的通货膨胀报告，显示出正如预期的价格压力的减缓并为不断恶化的全球环境中运用政府政策提供了空间。尽管数据振奋人心，市场仍紧紧关注着中国经济能否在全球经济下滑之中维持增长。在这点上，未来一周（10月10日至18日）将要发布的新数据将会是关键，特别是九月份的通货膨胀（见 **Weekly Indicator**）、贸易、工业生产、投资以及零售业。此外，第三季度的 GDP 安排在 10月18号发布。尽管我们在全球经济不确定的状况下的全年预测（2011年和2012年增长率分别为 9.2%和 8.9%）有下跌的风险存在，我们继续相信与软着陆的境况相一致，经济将缓慢增长。在政府政策层面上，我们预计一直到年底中国当局都会保持当前的货币政策状况（见上一期 **Asian Weekly Watch**）。

# 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：欧洲中央银行更加注重流动性而非利率

曲线的较长一端或许会对欧洲央行调低风险溢价的努力有所反应，尽管移动将会是有限的。虽然各处的核心长期利率可能会上涨（德国的基准利率昨天上升了10个基点），目前我们认为确定的价格回升并不现实（中期债券的阻力位保持在2.1%至2.2%的水平。值得注意的是在关键性的问题上不确定性依然持续，例如银行业的资产重组和对下一期希腊紧急救助资金的支付。可能更大的核心利率上升的空间连同新的流动性和融资措施，应该也会减缓核心或非核心的传播的压力，而这一压力，归功于在西班牙的乐观和良好的拍卖结果（標售的目標量達到了最大值，相比前期，收益率更低），昨天减少了18个基准点，西班牙10年期的收益率现在低于5%。

### 外汇：外汇交易市场：技术指标对于欧元兑换美元的前景仍然很重要

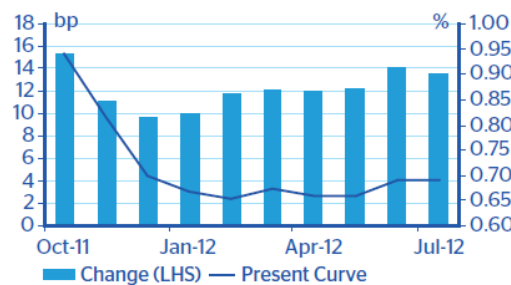
作为欧洲央行主席的特里谢参加的上一次会议带来了新的大杂烩式的行动方案以尝试提振欧洲经济。尽管正如市场上大多数但不是全部的人（包括西班牙对外银行）所预料的一样，利率被控制着，额外的不规范措施的过剩凸显了欧洲央行对欧洲货币联盟前景的担忧。尽管传统意义上一个国家的货币供应市场过多的流动性常常演变为本国货币的贬值（例如昨天早上英格兰银行的通告以及英镑兑美元的反应），鉴于欧洲货币联盟现在所面对的所有情况，我们相信今天的行动应该会对欧元提供适度的支持作用。尽管鉴于英镑兑美元的下跌趋势欧元很难立即走强（请看2011年9月的“EUR Succumbs to Market Chatter; 1.3467 Level Key”以及后续的出版物），我们相信昨天欧洲央行的行动不应该引起额外的抛售欧元，而欧洲货币联盟外围地区的负债状况以及操作者继续集中精力于下跌趋势更有可能引起额外的欧元抛售。

### 信贷：欧洲央行给予信贷市场喘息的时间

在过去的一周市场似乎得到了短暂的喘息。对各国协调政治行动以控制主权债务和财政危机的期望标志着公众对信贷市场情绪的好转。这一积极的情绪紧随着特里谢宣布欧洲央行将在一级和二级市场上购买价值400亿欧元（在2009年这一数值为600亿欧元）的担保债券，因为这能够减轻目前在一级市场上困扰欧洲实体的紧张状况。尽管有这条新闻，我们相信在短期谨慎的态度仍会主导市场。不仅主权债务危机的潜在结果仍然非常不确定，我们同样预计在有限的交易量的背景下波动率依然较高。宣布这一情况之后，iTraxx Main减少了7个基准点缩至194点，iTraxx SovX减少了2个绩点缩至336点。在财务方面，iTraxx Fin Senior 和 Sub分别减少了21和23个基点缩至258点和506点。

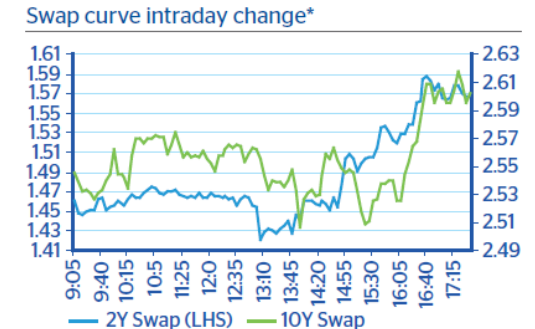
这周的标志性事件便是穆迪将意大利的主权债务评级降低了三级，从Aa2级降至A2级并且对其保持负面展望。尽管降级超出了预期，我们认为一个三级的降级表明这一机构暗中承认了其之前的评级是不正确的。在这次变动之后，穆迪在周四降低了对意大利的银行和一些主要的意大利企业的评级：Finmeccanica 从A3降到了Baa2，Terna 从A3 降到 A2,Eni从Aa3 降到 A1 以及 Enel 从 A2 降到A3。其给出的降级理由是政府对这些公司的支持力量已经减弱（独立的评级）。在意大利的银行中，这一行动不仅是主权债务降级的结果还是假定的政府支持力量的改变。这一机构因而把Unicredit和 Intesa的评级都降低了2个级别至A2级。

图4 Eonia 远期合约一天内变化值和现值



来源：彭博资讯和BBVA研究部

图5 Swap曲线天内变化



来源：彭博资讯和BBVA研究部

## 日程表：核心指标

### 经济分析

#### 欧洲

Agustin Garcia  
agustin.garcia@bbva.com  
+34 91 3747938

#### 美国

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

#### 亚洲

Zhigang Li  
zhigang.li@bbva.com.hk  
+852 25823162

### 欧元区：工业生产（8月，10月12号）

预测：-0.7% 月度环比      市场调查：-0.8%      前期：0.9%

**评论：**工业产值预计在八月份下降，抵消先前观察到的增加。根据这些预期，生产活动可能在六月到八月几乎持平，这暗含着自2010年底以来观察到的经济快速恶化的趋势。相比之下，整个3季度的疲软的数据更令人失望并指向在不断减少的外部需求下工业生产的收缩。

**市场影响：**工业生产的急剧的下降会增加欧元区二次探底的担忧，这些疲软的数据证实了悲观的经济预期。

### 欧元区：出口（8月，10月14日）

预测：0.3% 月度环比      市场调查：无      前期：2.0%

**评论：**我们预计出口在七月份反弹之后在八月份轻微增加。前两个月的连续月增长将不足以抵消在六月份观察到的急剧的下降，因而从六月份到八月份的出口水平可能低于第二季度平均水平1个百分点。此外，信心调查显示的来自海外的订单并未展现在未来几个月将出现好转。

**市场影响：**随着复苏的关键驱动力消失，令人失望的数字会对市场产生不利影响。

### 美国：国际贸易（8月，10月13日）

预测：-\$45.0B      市场调查：-\$46.0B      前期：-\$44.8B

**评论：**全球经济的减缓可能会施压于八月份的国际交易，我们认为贸易余额保持相对不变。在美国国内以及国外，进出口预计会由于对货物和服务需求的减少而下降。进口价格的降低可能会降低进口的总价值，而出口价格的突然大幅上升可能进一步减少外部需求。伴随着不断增加的对发达国家经济减缓的关注，我们预计贸易差额并不会发生显著的改变。**市场影响：**市场充分地意识到了全球经济的减速并且已经在大多数疲软的数据中显示了出来。然而，贸易结余的巨大转变对第三季度GDP有重大的意义。

### 美国：零售销售，汽车销售（9月，10月14日）

预测：0.3%, 0.1% 月度环比      市场调查：0.4%, 0.2%      前期：0.0%, 0.1%

**评论：**尽管消费活动持续减弱，强劲的汽车销售有可能促成9月份零售业的增长。虽然国内以及进口的车辆销售情况较为积极，内需疲软和价格下降或许影响到了汽油销售。此外，各种各样的零售业的调查显示出由消费者对经济关注加强所带来的月销售的下降。尽管消费者信心指数略微上升，这些指数继续显示出不断恶化的经济的不确定性。因此我们预计9月份的零售业只有轻微的增长。**市场影响：**市场对于消费活动反弹的预期较低，然而零售业销售额的一次猛增可能扭转局势并减少市场焦虑。

### 中国：9月份中国的消费者价格指数（10月14日）

预测：6.1%同比      市场调查：6.2%      前期：6.2%

**评论：**伴随着不断增加的对外部环境以及对经济增长的影响的担忧，国内通货膨胀仍然是中国政策制定者所关心一大问题。尽管在之前一个月达到峰值之后整体通货膨胀率从八月份开始下滑，在最近几个月整体通货膨胀率飙升至超过6%同比。我们预计由于基准效应和缓和的食品价格9月份的温和的趋势将会继续。**市场影响：**高于预期的数据将会被视为限制了政府运用货币政策以抵御外部冲击的空间并可能破坏市场情绪；相反，低于预期的数据会加强软着陆的观点。

## 市场数据

			Close	Weekly change	Monthly change
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.39	2	5
		2-yr yield	0.27	3	7
		10-yr yield	2.08	17	4
	EMU	3-month Euribor rate	1.57	1	3
		2-yr yield	0.62	7	13
		10-yr yield	2.00	11	9
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.349	0.3	-4.0
		Pound-Euro	0.86	0.5	-2.0
		Swiss Franc-Euro	1.23	1.5	2.1
	America	Argentina (peso-dollar)	4.21	0.1	0.1
		Brazil (real-dollar)	1.76	-5.2	6.1
		Colombia (peso-dollar)	1928	0.2	7.7
		Chile (peso-dollar)	513	-1.4	10.7
		Mexico (peso-dollar)	13.28	-3.9	6.4
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.74	-1.2	0.5
	Asia	Japan (Yen-Dollar)	76.74	-0.5	-0.8
		Korea (KRW-Dollar)	1176.05	-0.4	9.9
		Australia (AUD-Dollar)	0.985	1.3	-7.3
Comm. (chg %)		Brent oil (\$/b)	105.7	2.8	-8.7
		Gold (\$/ounce)	1656.4	2.0	-8.9
		Base metals	537.5	0.3	-6.2
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	8789	2.8	7.8
		EuroStoxx 50	2271	4.2	5.6
		USA (S&P 500)	1164	2.9	-2.9
	America	Argentina (Merval)	2365	-4.0	-17.8
		Brazil (Bovespa)	52545	0.4	-7.2
		Colombia (IGBC)	13080	1.3	-3.4
		Chile (IGPA)	18744	-0.3	-7.1
		Mexico (CPI)	33470	-0.1	-4.9
		Peru (General Lima)	178.38	-2.7	-11.4
		Venezuela (IBC)	996.96	0.1	-0.1
	Asia	Nikkei225	8606	-1.1	-1.8
		HSI	17707	0.7	-11.7
Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	189	-13	14
		Itraxx Xover	813	-26	95
		CDS Germany	97	-15	19
	Sovereign risk	CDS Portugal	1117	8	80
		CDS Spain	361	-21	-7
		CDS USA	51	-1	0
		CDS Emerging	348	-26	68
		CDS Argentina	1130	46	298
		CDS Brazil	188	-14	35
		CDS Colombia	190	-9	38
		CDS Chile	149	-5	48
		CDS Mexico	185	-12	34
		CDS Peru	191	-12	34

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](http://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。”**