

BBVA

RESEARCH

# 每周观察

全球

## 有进步，但还不够

- 预期欧元区当局会采取额外措施化解主权危机

现在，斯洛伐克也对EFSF扩大方案投了支持票，“三驾马车”也顺利完成了对希腊计划第五次回顾的评估，“极有可能”很快支付第6笔贷款，但要做的还有很多。政客们对银行资本重组计划越发关注，但我们认为最重要的是解决主权危机根本问题的综合计划。从这种意义上来说，欧盟委员会主席（巴罗索先生）已经公布了受到广泛欢迎的危机处理流程图；然而，各项提案的细节的说明仍具有高度的不确定性，特别是在“欧元区抵御危机”方面。

- 外部需求走弱，新兴经济体增长显露放缓迹象（快于预期）

中国的出口和巴西、墨西哥的工业生产均受到了外部需求疲软的影响。尽管金融风险溢价有所降低，但鉴于对全球经济增长的持续担忧，新兴市场反弹较慢。

- 近期不太可能采取额外措施，但美联储已准备好在必要时采取行动

FOMC备忘录显示工作人员对经济前景的展望略有下调，经济增长面临显著的向下风险，预测具有高度的不确定性，且未来几年通胀水平可控（即处于或低于美联储设定的通胀目标）。多数参与者同意FOMC应在其公众传播中采取更为前倾性的政策指引，但也有几位参与者表达了某些类型的前倾性指引“可能被误认为是声明的长期目标”的担忧。因此，鉴于近期不太可能实施更进一步的刺激措施（超过了完成扭曲操作的必要），美联储也已准备好在必要时采取额外的措施。下一步，美联储可能会对其对外沟通的内容进行一些调整。

马德里，2011年10月14日

### 经济分析

金融情况

Sonsolés Castillo

[s.castillo@grupobbva.com](mailto:s.castillo@grupobbva.com)

(+34) 91 374 44 32

Cristina Varela Donoso

[cvarrela@grupobbva.com](mailto:cvarrela@grupobbva.com)

(+34) 91 537 7825

María Martínez Álvarez

[maria.martinez.alvarez@grupobbva.com](mailto:maria.martinez.alvarez@grupobbva.com)

(+34) 91 537 66 83

Javier Amador

[javier.amador@grupobbva.com](mailto:javier.amador@grupobbva.com)

(+34) 91 537 3161

Felipe Insunza

[felipe.insunza@bbva.com](mailto:felipe.insunza@bbva.com)

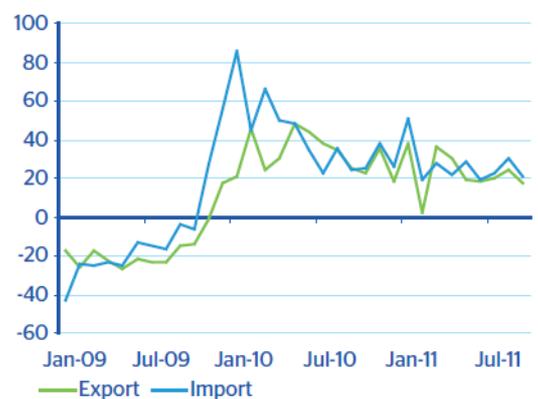
+34 91 537 76 80

图1  
欧洲5年期金融信用违约掉期



来源：彭博资讯和BBVA研究

图2  
中国出口与进口（同比增长）



来源：彭博资讯

### 预期欧元区当局会采取额外措施化解主权危机

数月以来，我们第一次看到了欧洲领导人将采取新增措施化解主权危机的希望。斯洛伐克对EFSF扩大方案投出了支持票，这为提高EFSF的借款能力，扩大其在一、二级市场上购买主权债务的权利并提供资金以进行银行资本重组铺平了道路。欧洲“三驾马车”对希腊计划第五次回顾的评估取得了积极成果，有望很快支付第六笔贷款。欧盟委员会主席巴罗索回应希腊问题：2) 加强欧元防火墙，抑制风险蔓延；3) 加强银行业；4) 采取巩固稳定性、促进经济增长的前倾性政策；以及5) 改进欧盟监管（包括将评估和发展“稳定债券”并将其作为欧元区政策工具之一）。

由于公共赤字下滑、资产难以出售（进行私有化），希腊的资金需求有所增加，这样一来，对希腊二次援助计划进行重新评估就显得十分必要，其内容包括私人部门参与救助（PSI）。巴罗索的银行资本重组提案与德国的方法一致。首先，银行须自己筹集资本。如果筹集不到所需资金，则须向本国政府提出资金要求。最后，如果政府也无法负担银行资本重组所需的资金，EFSF将向政府提供专项贷款并会受到严格监督。尽管近期各界关注的焦点都集中于银行资本重组计划上，但我们认为驱散有关欧洲国家流动性问题的不确定性至关重要。因此，需要更灵活、更有效的EFSF。最有可能提高EFSF能力的途径是发行有担保的政府债券或将EFSF债券作为政府债券发行的抵押。巴罗索先生的提案支持了“最大化使用EFSF”的观点，但还缺乏细节。此外，前倾性的稳定性和增长促进措施应有助于提振欧元区的信心，但我们还须等待更多的细节公布，以对其影响进行评估。

总的说来，欧盟委员会制定了解决危机的流程是一个积极消息。然而，以下两个方面仍存在高度的不确定性：各项提案的细节说明，特别是“如何提高欧元区抵御危机的能力”方面。欧洲央行已再次发出警告：政府债券价值下降会对债券持有人造成损失并对欧元和欧元区银行业系统造成不利影响。

### 受外部需求下滑影响，中国、巴西和墨西哥经济增长显露放缓迹象

尽管金融风险溢价有所降低，但由于对全球经济增长前景的担忧尚未消散，本周新兴市场的增长驱动型资产表现并不突出。中国9月份出口同比增长了17.1%，低于预期，这是外部需求走弱的一个明显信号。国内需求继续旺盛，进口（数量）增长保持强劲。由于出口数据不佳，海关总署发出了“未来面临挑战”的警告，尽管与美国存在贸易和汇率摩擦，当日人民币还是出现一定幅度的贬值。同时，巴西和墨西哥的工业产值和零售额均低于预期，表明两国均开始出现市场动荡的初步迹象。亚洲和拉丁美洲国家依然面临很大的价格压力（中国的CPI仍为6.1%），只有墨西哥除外，其通胀继续低于预期。高通胀、低增长对各国政府提出了挑战。就中国而言，我们预计其近期会保持货币政策不变以抑制通胀预期，并会实施目标财政措施（包括增加社会福利支出）来支持经济增长。部分亚洲地区的决策者已开始采取措施支持经济增长，印尼央行在本周的月度政策会议上宣布降息25个基点，且新加坡金融管理局今天也宣布放慢新币升值节奏从而放松了其货币政策态势。尽管如此，多数决策者仍处于观望阶段，由于货币状况已十分宽松且通胀仍居高不下，我们预计短期内不会有显著宽松（例如韩国本周就没有调整利率）。另一方面，巴西政府采取的措施表明其将试图通过宽松的货币政策阻止经济增长放缓。最后，墨西哥的声明也几乎提前宣告了会在今后的会议中降

# 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

### 欧洲证券

Javier Requena  
javier.requena@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

## 外汇：EURUSD走高

EURUSD自10月7日以来一直处于稳步回升态势。简言之，我们不认为EURUSD汇率的反弹是基本面因素决定的；相反，在我们看来，这在某种程度上是外汇市场上典型的“卖空逼仓”的结果。卖空逼仓的情况通常在市场某一较快时间段里非常缺乏某一货币时发生。就欧元而言，根据美国商品期货交易委员会的最新数据，在8月底到9月的第三周期间，投机账户就从中性仓位转为了极度的净空头——从历史经验来看，这一动作是很迅速的。两周以后，外汇市场发现投机账户对EURUSD和欧元交叉交易的卖空太过且太迅速了。EURUSD汇率在1.30附近止住了跌势，并在10月4日回升到了1.3200左右，10月12日时继续反弹到了1.3800以上。

重要的是，大部分卖空逼仓似乎现都已成为现实，且如果EURUSD汇率要试探1.4000的话，我们不认为其是受到相同因素的驱动；基本面可能才是主因。即将举行的EMU会议原计划于10月18日召开，而现在可能会被推迟到10月23日，我们认为，重大市场事件和会议日期推迟可能使外汇市场对二线国家危机“成功”、“具体”解决方案预期恶化。

## 信贷：初级市场再度开放

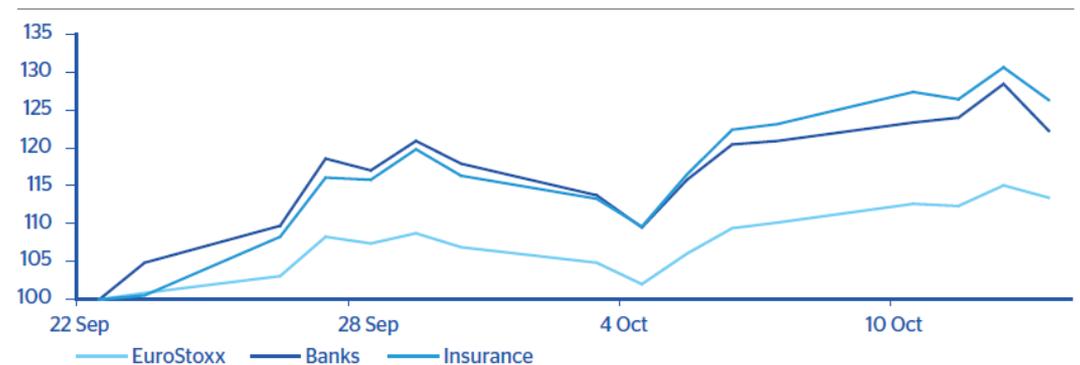
上周惠誉加入了其他评级机构的阵营，下调了西班牙和意大利的资信评级。意大利和西班牙银行以及部分西班牙公司和自治区随后便感受到了降级所带来的影响。尽管遭遇了评级机构的降级，周四市场便迎来了西班牙和意大利公司自夏季以来的第一次新债券发行。西班牙电力公司和意大利电信发行了期限接近5年的新债券且受到了市场的热烈欢迎，利差分别为290和500个基点。这些发行的超额认购约为4-5倍。

## 欧洲股市已经针对资本重组成功进行了定价

欧洲银行业系统的资本重组进展顺利。我们认为主要风险有两点：1) 执行风险，事实上，一些大型欧洲银行已经表示他们宁愿出售资产也不愿筹集代价高昂的新增资本，而这会推迟筹资问题的解决；2) 更为重要的还有不同银行资产负债表中资产估值的相关风险——如果这一估值过程演变成“第三次压力测试”，资产不能完全以市值计算，那就不可能使金融市场平静下来。因此须谨慎：欧洲股市已经针对资本重组取得成功进行了定价，但还要看在何时、以什么样的方式来完成该计划。EuroStoxx仅三周就飙升了18.5%，其中金融板块涨幅最大（+29.5%），近日周期性的高风险板块如汽车和基本资源涨幅也较大。

图 3

EuroStoxx、银行和保险



来源：彭博资讯和 BBVA 研究

## 日程表：核心指标

### 经济分析

#### 欧洲

Agustin Garcia  
agustin.garcia@bbva.com  
(+34) 91 537 37 76

#### 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：即时消费者信心指数（10月，10月20日）

|          |            |          |
|----------|------------|----------|
| 预测：-20.3 | 市场调查：-20.0 | 前期：-19.1 |
|----------|------------|----------|

**评论：**我们认为10月份消费者信心指数会再度恶化，连续第三个月低于历史平均水平。债务危机解决方案没有最终敲定继续影响消费者对复苏持续性的预期，特别是，对劳动力市场会进一步恶化的预期。这会导致人们越发担心对其可支配收入产生的负面影响，并会因此反映为居民消费的降低。**市场影响：**令人失望的数据会加深市场对未来几个季度经济收缩的恐慌情绪，因为疲弱的国内需求不会取代全球需求成为经济增长的驱动力。

### 德国：IFO预期（10月，10月21日）

|         |           |         |
|---------|-----------|---------|
| 预测：96.3 | 市场调查：97.0 | 前期：98.0 |
|---------|-----------|---------|

**评论：**我们预计10月份IFO预期会进一步下滑，延续近几个月的跌势。此外，其将连续第二个月低于历史平均水平，但离2008年尾声时的历史低点还有一段距离。鉴于该指标与GDP增长的高度相关性，该数据进一步表明经济前景黯淡，甚至显示经济会在今年四季度收缩。我们还预计10月份的企业信心指数和当前的评估要素会进一步恶化，但不会低于长期平均水平。**市场影响：**由于这是发布的第一个四季度数据，若大幅低于预期会加剧市场对重回衰退的恐慌，从而对市场产生负面影响。

### 美国：工业产值（9月，10月17日）

|               |           |         |
|---------------|-----------|---------|
| 预测：0.2%（月度环比） | 市场调查：0.2% | 前期：0.2% |
|---------------|-----------|---------|

**评论：**预计9月份工业产值增幅与8月相当。尽管来自欧洲的需求因受主权债务危机影响有所下滑，但美国商品和服务出口依然保持强劲。制造业对未来几个月的预期有所改观，但区域联储调查继续显示制造业部门的增长在放缓。此外，9月份汽车产量下滑，工业总产值的潜在增长有限。**市场影响：**工业产值的增长将使市场保持平静，但若大幅下滑则会引发对二次探底衰退的担忧。

### 美国：消费者价格指数，核心消费者价格指数（9月，10月19日）

|                   |                 |               |
|-------------------|-----------------|---------------|
| 预测：0.2%, 0.2%（环比） | 市场调查：0.3%, 0.2% | 前期：0.4%, 0.2% |
|-------------------|-----------------|---------------|

**评论：**继总体通胀两个月超过预期之后，消费者价格指数开始放缓。食品和能源价格上涨推动通胀在整个夏季呈现出上升趋势，但二者均在9月份出现了小幅回落。商品价格指数较2011年的最高点显著下跌，低迷的消费者需求将限制食品通胀的上升。经济活动持续疲弱或将使总体价格压力维持在可控水平，对核心通胀的传递效应有限。**市场影响：**美联储表示通胀将处于其舒适区间以内，因此不必对价格压力的增加太过担心。然而，若总体通胀高于预期，则会引发市场的担忧。

### 中国：三季度GDP（10月18日）

|         |           |         |
|---------|-----------|---------|
| 预测：9.2% | 市场调查：9.3% | 前期：9.5% |
|---------|-----------|---------|

**评论：**由于全球经济仍具有很高的不确定性，市场正密切关注中国的经济活动指标以评估这一世界第二大经济体的经济增长活力，以及其能否继续扮演美欧需求疲弱缓冲器的角色。在这样的背景下，包括三季度GDP、9月份工业产值、投资和零售额在内的一系列重要经济指标将于下周公布。我们仍认为中国经济会软着陆，且我们预计三季度GDP会小幅放缓。**市场影响：**若中国三季度GDP高于预期会提振市场对经济前景的信心，但若低于预期则会引发对中国经济可能硬着陆的强烈担忧。

**市场数据**

|                                    |                  | Close                   | Weekly change | Monthly change | Annual change |       |
|------------------------------------|------------------|-------------------------|---------------|----------------|---------------|-------|
| Interest Rates<br>(changes in bps) | US               | 3-month Libor rate      | 0.40          | 1              | 6             | 12    |
|                                    |                  | 2-yr yield              | 0.26          | -3             | 7             | -10   |
|                                    |                  | 10-yr yield             | 2.22          | 14             | 23            | -34   |
|                                    | EMU              | 3-month Euribor rate    | 1.57          | 1              | 4             | 58    |
|                                    |                  | 2-yr yield              | 0.66          | 6              | 10            | -15   |
|                                    |                  | 10-yr yield             | 2.20          | 20             | 32            | -17   |
| Exchange Rates<br>(changes in %)   | Europe           | Dollar-Euro             | 1.385         | 34             | 10            | -12   |
|                                    |                  | Pound-Euro              | 0.88          | 19             | 0.8           | 0.3   |
|                                    |                  | Swiss Franc-Euro        | 1.24          | 0.0            | 3.0           | -7.7  |
|                                    | America          | Argentina (peso-dollar) | 4.22          | 0.2            | 0.3           | 6.7   |
|                                    |                  | Brazil (real-dollar)    | 1.74          | -2.5           | 0.5           | 4.7   |
|                                    |                  | Colombia (peso-dollar)  | 1896          | -2.1           | 3.7           | 4.9   |
|                                    |                  | Chile (peso-dollar)     | 500           | -3.6           | 4.4           | 4.3   |
|                                    |                  | Mexico (peso-dollar)    | 13.26         | -1.2           | 2.2           | 6.7   |
|                                    |                  | Peru (Nuevo sol-dollar) | 2.72          | -1.0           | -0.4          | -2.6  |
|                                    | Asia             | Japan (Yen-Dollar)      | 77.33         | 0.7            | 0.8           | -4.9  |
|                                    |                  | Korea (KRW-Dollar)      | 1156.73       | -1.8           | 4.4           | 4.2   |
|                                    |                  | Australia (AUD-Dollar)  | 1.030         | 5.6            | 0.7           | 4.0   |
| Comm.<br>(chg %)                   | Brent oil (\$/b) | 114.6                   | 8.2           | 1.9            | 39.0          |       |
|                                    | Gold (\$/ounce)  | 1680.9                  | 2.6           | -7.6           | 22.8          |       |
|                                    | Base metals      | 539.4                   | 0.3           | -5.3           | -0.1          |       |
| Stock Markets<br>(changes in %)    | Euro             | Ibex 35                 | 8976          | 2.0            | 11.6          | -17.4 |
|                                    |                  | EuroStoxx 50            | 2355          | 3.8            | 13.1          | -17.1 |
|                                    | America          | USA (S&P 500)           | 1217          | 5.3            | 2.3           | 3.4   |
|                                    |                  | Argentina (Merval)      | 2667          | 14.7           | -3.0          | -2.5  |
|                                    |                  | Brazil (Bovespa)        | 5477.9        | 6.9            | -2.7          | -23.7 |
|                                    |                  | Colombia (IGBC)         | 13395         | 4.1            | -1.2          | -12.5 |
|                                    |                  | Chile (IGPA)            | 1930.4        | 3.4            | -1.0          | -12.8 |
|                                    |                  | Mexico (CPI)            | 3481.7        | 5.5            | 0.4           | 0.2   |
|                                    |                  | Peru (General Lima)     | 188.82        | 6.3            | -6.4          | -2.1  |
|                                    | Asia             | Venezuela (IBC)         | 1001.8        | 0.1            | -0.7          | 51.2  |
|                                    |                  | Nikkei225               | 8748          | 1.7            | 2.7           | -7.9  |
|                                    |                  | HSI                     | 1850.2        | 4.5            | -2.9          | -22.1 |
| Credit<br>(changes in bps)         | Ind.             | Itraxx Main             | 178           | -1.1           | -5            | 7.7   |
|                                    |                  | Itraxx Xover            | 765           | -4.8           | 2.3           | 2.95  |
|                                    |                  | CDS Germany             | 94            | -5             | 9             | 6.1   |
|                                    | Sovereign risk   | CDS Portugal            | 1135          | 1.6            | 1             | 7.77  |
|                                    |                  | CDS Spain               | 373           | 4              | -3            | 1.72  |
|                                    |                  | CDS USA                 | 48            | -2             | -3            | ---   |
|                                    |                  | CDS Emerging            | 310           | -3.6           | 1             | 10.9  |
|                                    |                  | CDS Argentina           | 957           | -1.55          | 7.6           | 2.29  |
|                                    |                  | CDS Brazil              | 157           | -2.7           | 4.4           | 6.0   |
|                                    |                  | CDS Colombia            | 157           | -3.1           | 4.4           | 5.8   |
|                                    |                  | CDS Chile               | 130           | -1.8           | 1.4           | 6.4   |
|                                    |                  | CDS Mexico              | 154           | -2.9           | -1.6          | 4.9   |
|                                    |                  | CDS Peru                | 160           | -2.8           | -1.6          | 6.0   |

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。”**