BBVA | RESEARCH

每周观察

全球

马德里，2011 年 10 月 21 日

热切期盼欧洲形势停止蔓延

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

- **投资者等待欧洲会议结果，市场情绪波动**

风险胃纳随着市场对欧洲委员会本周末能（不能）出台重建市场信心的全面计划的期望值的升高（降低）而增加（下降）。市场情绪的波动忽视了美国三季度好于预期的经济数据，这些数据降低了市场对美国经济可能面临二次衰退的恐慌。

- **市场期望出台扭转市场信心下滑趋势的一揽子措施**

期望能够在即将举行的欧洲会议上得到解决的问题有：1）修订对银行业资本重组的要求；2）解决希腊问题的新措施；3）使EFSF的剩余借款能力得到最大的有效发挥；4）修订欧洲联盟基本条约以加快欧洲监管问题的解决进程。

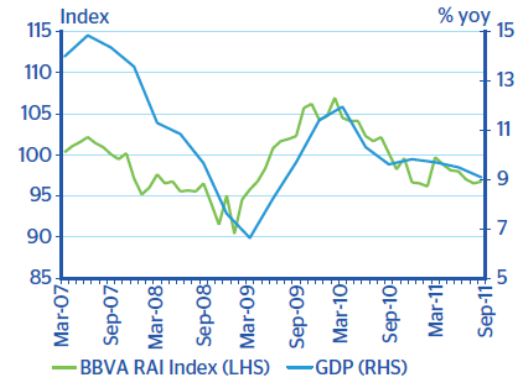
- **更多增长迹象对新兴市场政策提供支撑**

泰国和菲律宾央行分别将其基准利率维持在3.50%和4.50%的水平不变，前者已表示愿意在有必要时向因近日洪灾受重创的企业提供支持，放松政策利率。菲律宾政府宣布实施新增财政刺激措施一周之后，该国的政策态势就转成了中性，且我们已经能够预见到其货币政策会有显著转变。巴西央行也降息了50个基点，至11.5%，且我们预计还会再降50个基点。

- **中国经济继续软着陆**

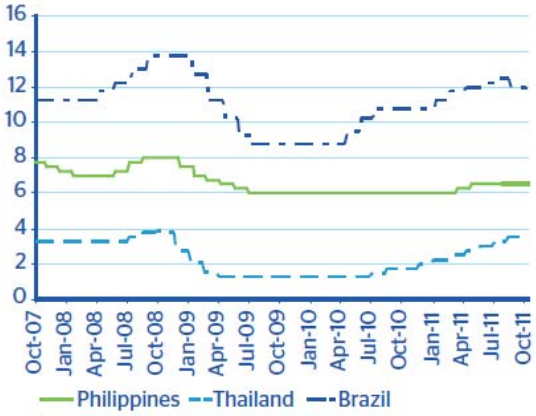
本周，中国公布了三季度GDP数据，尽管略低于市场预期，却显示其经济增长仍处于软着陆的轨道之上。

图 1
中国三季度GDP放缓，符合软着陆预期



来源：彭博资讯和 BBVA 研究

图 2
新兴市场货币收紧周期似乎已经结束



来源：彭博资讯

BBVA | RESEARCH

市场期望出台扭转市场信心下滑趋势的一揽子措施

继欧洲委员会主席上周宣布了欧洲债务危机处理流程之后，所有的注意力都将集中于本周末和10月26日将要举行的多场欧盟会议。期望在会上得到解决的问题有：1）修订对银行业资本重组的要求；2）解决希腊问题的新措施；3）使EFSF的剩余借款能力得到最大化的有效发挥；4）修订欧洲联盟基本条约以加快欧洲监管问题的解决进程。关于银行业资本重组，有传言称欧洲银行业管理局（EBA）已对资本重组要求进行了再次估计，要求一级资本金比率要达到9%，即1000亿欧元。首先，银行自己筹集资本金。如果自身无法筹到，则需向本国政府索取。最终，如果政府也无法负担银行资本重组所需的资金，EFSF则会提供资金援助。有关希腊债务问题，我们认为提高私有部门参与比例不可避免。因此，欧盟可能会要求希腊债券持有人自愿承担更高比例的估值折扣（从当前的21%上调至30-40%之间的某一比例）。

由于截至目前所采取的措施均未能使市场信心得以重建，欧元区主权债务市场仍然面临很大压力。鉴于当前EFSF借款能力十分有限、德国民众反对增加资源且欧洲央行也反对为EFSF提供杠杆，有必要使EFSF的“火力”最大化。解决办法之一是通过对新债券发行的第一笔损失提供保险（比如部分信贷保护）来使EFSF杠杆化。这个想法将：1）激励私部门债券投资者（鼓励私部门作为不是次级债的新债券发行的债权人借款）和EFSF担保的接收方（因此，可能是有条件的）达成信贷利差的大幅削减，在可承受的利率水平上提高债券发行的筹资能力，2）通过最有效的方式利用EFSF的剩余借款能力且不增加担保成员国的负担。该计划有望使该基金的“火力”增强5倍：超过2万亿欧元的杠杆化金额一直是过去一周的头条新闻。是如何得到这个数字的？理论上将，EFSF有4400亿欧元的有效借款能力能够被杠杆化。如果用这一金额来承保20%的新债券发行的第一笔损失，则有可能保证5倍的新债券购买（即，4400亿欧元x5=2.2万亿欧元）。我们可能得到一个什么样的数字？需扣除EFSF对现有项目承诺的金额：葡萄牙260亿欧元，爱尔兰177亿欧元。此外，假设IMF将共同投入在7月21日欧盟峰会上达成一致的对希腊第二次援助金额（1090亿欧元）的三分之一，则还需从EFSF中扣除730亿欧元。最后，还需扣除银行资本重组所需的资金。估计资本金所需的金额在500亿到2000亿欧元之间。我们认为这一数字可能为500亿欧元左右。因此，还将扣除500-1000亿欧元。这样一来，EFSF的可用资金为2240-2740亿欧元。因此，EFSF的有效“火力”应足以承保1.1-1.4万亿的新主权债务发行。更高（更低）的部分信贷保护比例会实际减少（增加）剩余资金的杠杆化能力。如果“保险计划”得到切实实施，其应足以覆盖意大利和西班牙未来3年的新债券发行需求（赤字+再融资），我们估计这一金额约为8500亿欧元。尽管如此，该计划还面临诸如法律体制问题、债券市场细分等风险，以及投资者可能对部分保险计划不感兴趣的风险。

中国经济继续软着陆

中国本周公布了三季度GDP和9月份经济指标。虽然市场反映较为负面，但数据基本符合预期且显示中国经济仍处于软着陆的轨道之上。三季度GDP结果显示经济增速进一步放缓，同比增长了9.1%（BBVA：9.2%；市场调查：9.3%），略低于市场预期且较二季度同比9.5%的增幅有所下滑。季度环比来看，经济增长依然强劲：经季节因素调整后较上季度增长了2.3%（年度化增速为9.5%），仅略低于二季度的2.4%。我们认为，经济增速放缓是受到了前期收紧措施的影响，和房价增速放缓、中小企业债务负担加重，以及出口增长逐步下滑的削弱性影响。尽管如此，中国经济的硬着陆风险不大。其他9月份经济指标也显示出了强劲的增长势头。需求方面，9月份零售额同比增幅从8月份的17.0%上升到了17.7%（市场调查：17.0%）（图2）。今年截至目前的城镇固定资产投资同比增长了24.9%（市场调查：24.7%，8月份这一数字为22.9%）。供给方面，9月份工业产出同比增幅从8月份的13.5%升至13.8%（市场调查：13.3%）。值得注意的是，经济数据表现强劲的同时货币状况却是相对从紧的。9月份新增贷款总额为4700亿元人民币（市场调查：5500亿元），较8月份的5485亿有所下滑，信贷年度同比增幅从8月份的16.4%下滑至15.9%。9月份M2货币供给的同比增幅进一步从8月份的13.5%下滑到了13.0%，远远低于14%的市场预期，或表明存款在向高收益的财富管理产品转移。综合起来看，数据显示9月份生产和内需状况均很强劲。数据结果与我们中国经济2011年增长9.2%的预

BBVA RESEARCH

测基本相符。但全球经济前景的不确定性对我们2012年中国经济增长8.9%的预测构成了向下风险。随着通胀和经济增速如预期出现放缓，我们相信未来几个月的货币政策将维持不变。

市场分析

全球汇率

欧洲和美国汇率
José Miguel Rodríguez
josemiguel.rodriguez@grupobbva.com
+34 91 374 68 97

全球外汇
欧洲外汇
Roberto Cobo
roberto.cobo@grupobbva.com
+34 91 537 39 59

市场

利率：聚焦评级机构

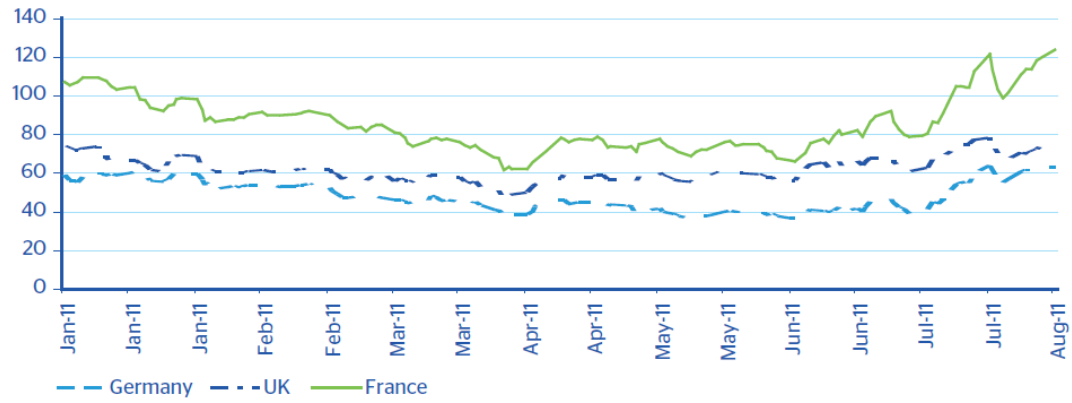
评级机构正在审查法国的经济前景：近日穆迪警告可能将法国未来3个月的展望调整为负面，这再次引发了市场对该国当前的AAA评级遭到下调的恐慌。假若这一风险成为现实，则欧洲债务危机或无法得到迅速解决，因为欧盟桌面上的备选方案多是基于增强EFSF而提出的，而这将使其AAA评级的担保将减少36%。

西班牙降级：继近日标准普尔和惠誉下调西班牙评级之后，穆迪也已将西班牙政府债券的评级从Aa2下调到了A1，并将其展望定为负面。由于德国继续安全转移投资（法国等其他核心发行国已未再扮演这种角色），未来几日里西班牙-德国债券利差（现为330个基点）可能继续扩大。

外汇：欧盟峰会继续影响外汇市场

G20国家领导人上周末在巴黎会晤之后，本周初金融市场风险胃纳随即增大。G20国家财长和央行主席对避免欧洲危机蔓延和支持银行业的部分新兴计划表示了赞同。其还将10月23日在布鲁塞尔举行的欧盟领导人峰会定为了欧洲货币联盟就计划达成最终一致的最后期限。市场特别看好IMF对“进一步考虑根据具体情况为面临外部冲击的国家提供短期流动性的新方式”的 请求，这或开启IMF未来在必要时对欧洲提供援助的大门。尽管如此，德国财长发表的讲话打压了市场对欧洲将在10月23日会议上就主权债务和银行业危机最终解决方案达成一致的预期，导致市场风险情绪迅速上升。这在周四宣布的将于10月26日再次召开欧盟峰会的声明中得到了印证，在后一次的会议中，欧洲国家将就市场最为关心的问题，即，EFSF杠杆化和提高希腊债券估值折扣比例等，达成一致。市场情绪将继续受到欧盟峰会可能取得的结果的相关言论的影响。本周外汇市场单日波动较大，我们预计这种情况还会继续。近日EURUSD和其他风险敏感型货币汇率的反弹只有在市场认为二线国家危机能够得到“成功”、“可靠”解决的情况下才能持续。由于市场已经针对许多结果进行了定价，市场情绪高涨，我们要在这里提醒大家注意可能并非所有的期望都会达到，这将导致市场近期内更加波动。

图 3
法国5年期信用违约掉期进一步恶化



来源：彭博资讯和 BBVA 研究

日程表：核心指标

经济分析

欧洲
Agustín García
agustin.garcia@bbva.com
+34 91 3747938

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

亚洲
Fielding Chen
fielding.chen@bbva.com.hk
+852 2582 3297

欧元区：即时PMI综合指数（10月，10月24日）

预测：48.6	市场调查：48.8	前期：49.1

评论：我们预计10月份PMI综合指数会再次下滑，仍低于50的分水岭，但略高于2008年中期上轮衰退刚开始时的水平。主权债务危机明显影响了欧元区的市场信心。从各组成要素来看，我们预计制造业和服务业指数均会再度下跌。前者是受到了外部需求支撑减弱的影响，而后者则预示着国内需求的下滑。此外，预计各欧元区成员国都会呈现出下滑趋势。市场影响：若核心国家PMI指数大幅下跌则意味着欧元区可能重回衰退。

欧元区：M3货币供给（9月，10月27日）

预测：2.7%（同比）	市场调查：2.9%	前期：2.8%

评论：预计9月份欧元区的领先指标会继续反映出信贷的低迷。M3货币增长自2010末期以来一直徘徊于2%左右，但8月份曾强劲反弹，预计9月份会小幅下滑。从各组成部分来看，预计居民贷款会延续近几个月的趋势，小幅增加，但三季度整体会有明显减速。非金融企业贷款也可能小幅增长，但三季度的季度环比增幅或会更为强劲，年初至今的增长保持大致稳定。市场影响：若结果低于预期则会加剧市场对主权债务危机可能最终导致对私有部门信贷收紧的恐慌，对经济增长形成又一拖累。

美国：国内生产总值，预估（2011年三季度，10月27日）

预测：2.2%（季度环比）	市场调查：2.3%	前期：1.3%

评论：尽管经济活动持续疲弱，预计三季度GDP预估值会较上季度有所增长。虽然住房和制造业情况仍不乐观，非住房投资可能有所增强。同时，个人消费较二季度有所增长，但消费者信心指数仍处于历史低点。此外，由于出口的增长，贸易差额或会收窄。虽然8月中旬的财政状况对三季度影响颇大，经济增速或像我们预期的那样加快。市场影响：此前的经济报告表现相当疲弱，若三季度GDP增长高于二季度，则将给市场以很大安慰。市场对二次衰退的担忧已有所减弱，然而，若三季度GDP低于预期则会引发新一轮的恐慌。

美国：雇佣成本指数（9月，10月28日）

预测：0.5%（季度环比）	市场调查：0.6%	前期：0.7%

评论：预计三季度雇佣成本指数会上升，但增幅低于二季度。非农就业人数和平均工资均与上季度持平，表明指数的工资要素将保持相对稳定。过去一年，由于企业试图挽留高素质人才以降低自身的风险，福利增速远高于工资。由于福利仅占总薪酬成本的30%，我们预计整体指数增速会略低于二季度。市场影响：去年雇佣成本一直呈稳定趋势。鉴于劳动力状况疲弱且资源极为宽松，指数的持续增长应不会引起市场的太大反应。

澳大利亚：三季度通胀（10月26日）

预测：3.3%（同比）	市场调查：3.5%	前期：3.6%

评论：澳大利亚通胀可能已在二季度达到了顶部且应会在未来几个月呈现下滑趋势。这就是说，三季度结果可能仍会处于澳洲央行2-3%的通胀目标区间之上。鉴于澳洲央行严重依赖于其通胀目标制度，通胀前景一直是澳大利亚未来利率变化趋势的重要参考依据。正如澳洲央行在上期会议备忘录中所指，在当前全球经济低迷的背景下，许多预测者都期待着政策利率能够放松以刺激国内需求。自2010年11月以来，澳大利亚一直维持着4.75%的政策利率不变。我们预计澳洲央行不会在11月的政策会议上降息，尽管近期降息的可能性有所加大。市场影响：若结果低于预期将会加大澳洲央行11月初政策会议上降息的可能性。

市场数据

				Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates (changes in bps)	US		3-month Libor rate	0.42	1	6	13
			2-yr yield	0.27	1	8	-8
			10-yr yield	2.21	-3	36	-34
	EMU		3-month Euribor rate	1.59	1	5	56
			2-yr yield	0.65	-1	21	-35
			10-yr yield	2.11	-9	33	-37
Exchange Rates (changes in %)	Europe		Dollar-Euro	1.390	0.4	1.2	-0.2
			Pound-Euro	0.87	-0.6	-0.8	-1.8
			Swiss Franc-Euro	1.23	-0.9	0.0	-10.0
	America		Argentina (peso-dollar)	4.23	0.4	1.1	7.1
			Brazil (real-dollar)	1.78	2.3	-3.2	4.3
			Colombia (peso-dollar)	1901	0.2	1.1	4.2
			Chile (peso-dollar)	513	2.6	2.6	5.3
			Mexico (peso-dollar)	13.60	2.6	1.3	9.9
			Peru (Nuevo sol-dollar)	2.72	0.1	-1.3	-2.6
	Asia		Japan (Yen-Dollar)	76.13	-1.6	-0.3	-6.5
			Korea (KRW-Dollar)	1147.20	-0.8	-0.4	1.8
			Australia (AUD-Dollar)	1.034	0.4	1.3	5.5
Comm. (chg %)			Brent oil ($/b)	111.1	-3.1	0.7	34.0
			Gold ($/ounce)	1636.4	-2.6	-8.2	23.2
			Base metals	535.6	-0.7	-4.1	-1.9
Stock Markets (changes in %)	Euro		Ibex 35	8872	-1.2	8.1	-18.8
			EuroStoxx 50	2333	-1.0	11.2	-18.8
	America		USA (S&P 500)	1236	0.9	5.9	4.5
			Argentina (Merval)	2831	4.2	7.6	-0.7
			Brazil (Bovespa)	55350	0.6	-1.1	-20.4
			Colombia (IGBC)	13477	0.9	-1.2	-15.3
			Chile (IGPA)	19771	2.8	1.6	-11.7
			Mexico (CPI)	34846	0.0	2.4	-0.8
			Peru (General Lima)	18735	-0.9	-6.0	-0.2
			Venezuela (IBC)	103990	3.9	3.3	55.2
	Asia		Nikkei225	8679	-0.8	-0.7	-7.9
			HSI	18026	-2.6	-4.2	-23.4
Credit (changes in bps)	Ind.		Itraxx Main	183	10	-4	84
			Itraxx Xover	757	19	-46	299
	Sovereign risk		CDS Germany	92	-3	-7	59
			CDS Portugal	1122	-21	-19	776
			CDS Spain	388	8	-44	183
			CDS USA	43	-5	-9	—
			CDS Emerging	319	22	-25	110
			CDS Argentina	1003	70	24	263
			CDS Brazil	162	9	-34	63
			CDS Colombia	164	7	-33	62
			CDS Chile	126	1	0	58
			CDS Mexico	158	7	-42	50
			CDS Peru	165	8	-38	62

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。”

请参见本报告第 6 页声明