

每周观察

全球

马德里, 2011年10月28日

情况有所好转, 但依然存在风险

经济分析

金融情况

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com
+34 91 374 44 32

Cristina Varela Donoso
cvarela@bbva.com
+34 91 537 7825

Javier Amador
javier.amador@bbva.com
+34 91 374 31 61

María Martínez Álvarez
maria.martinez.alvarez@bbva.com
+34 91 537 66 83

Felipe Insunza
felipe.insunza@bbva.com
+34 91 537 76 80

欧洲

Miguel Jiménez
mjimenezq@bbva.com
+34 91 5373776

美国

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

亚洲

Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk
+852 2582 3281

• 欧盟的计划与美国的增长提振市场情绪

受欧盟峰会传来的利好消息的刺激(本周初市场预期曾一度较为悲观), 风险溢价大幅下滑且风险资产有所反弹。欧洲理事会就相关措施达成了一致, 这将有助于巩固主权基金市场, 有效解决希腊问题, 巩固银行业并使欧盟实现进一步一体化。此外, 中国和美国经济数据(特别是美国三季度GDP)高于预期也对金融市场的风险情绪有一定的帮助。

• 尽管如此, 欧盟峰会上仍有一些关键问题未能解决

欧盟峰会就各方面的决策达成了一致, 但仍有许多细节有待确定。我们期待着能将其尽快提上日程并进行公开磋商。下周召开的G20会议将带来更多有关IMF和新兴国家控制主权风险蔓延的措施的消息。

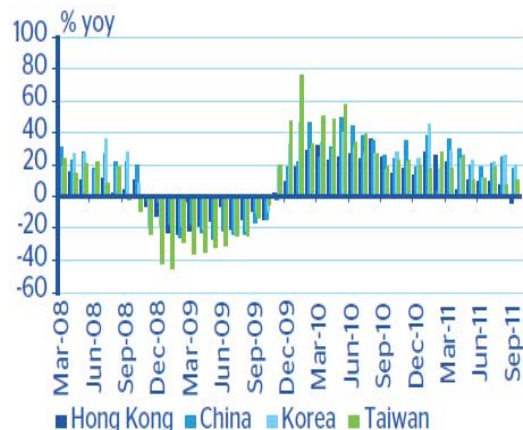
• 经济数据驱散了短期内的衰退风险, 但向下风险依然存在

美国实际GDP年化增速为2.5%, 这反映出经济需求强于预期。此外, 中国PMI指数显示该国的制造业正在复苏。然而, 受全球需求减弱的影响, 亚洲地区出口继续下滑。同时, 欧洲的经济数据表现疲弱。从我们修正后的四季度MICA GDP指标来看, 欧洲经济会出现停滞, 而非衰退。总的说来, 这些经济数据有助于减轻市场对全球经济二次探底的恐慌。

• 各国央行政策态势谨慎温和

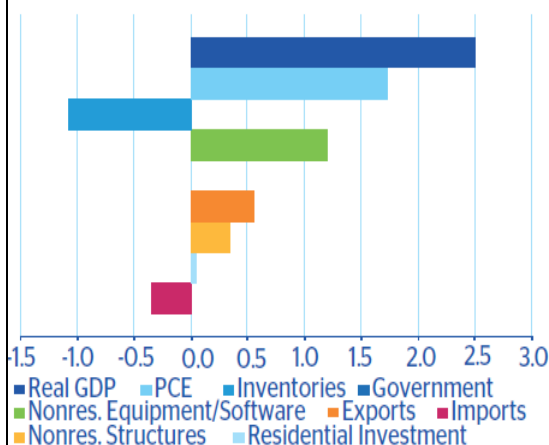
鉴于欧洲央行现在面临着通胀的向上风险, 且考虑到12月份的政策会议是德拉吉先生的第一次会议, 欧洲央行已经释放了不会抢先对经济增长的向下风险采取行动的信号, 因此, 其不太可能在12月份的会议前预先宣布转变其货币政策态势。同时, 经济增长疲弱及其向下风险促使美联储转变得更为温和, 且如若经济数据没有得到持续改观, 美联储将迫于压力而采取行动。然而, 鉴于扭曲操作才刚刚开始, 我们认为美联储不会在下次的会议上宣布第三次量化宽松。

图1
亚洲出口增速趋缓



来源: BBVA 研究部和 bloomberg

图2
各部门对美国第三季度实际GDP贡献



来源: 美国商务部经济分析局

欧盟峰会上仍有一些关键问题未能解决

欧盟峰会就各方面的决策达成了一致, 但仍有许多细节有待确定。希腊问题方面, 欧盟领导人已决定将私有部门投资者手中债券的减记比例提升至 50%, 欧元区国家将对此提供 300 亿欧元的保证金, 以使希腊债务在 2020 前回到 GDP 的 120% 的可持续水平。但仍需要理事会对希腊改革进行密切的现场监督和管制。在这样的背景下, 我们认为, 尽管投资者持有债券的“自愿”减记比例提升到了 50%, 但希腊问题仍然没有得到彻底解决。理论上, 希腊债务将回到可负担的水平, 但会受到许多冲击且还可能面临重大挑战。至于其他二线国家, 欧盟领导人敦促西班牙, 特别是意大利, 实施改革。对于意大利, 在政治局势尚不明朗且改革方案获得通过前, 市场疑虑都将继续存在。在西班牙, 达到 6% 的赤字目标是其所面临的短期挑战。劳动力市场改革和金融业的问题也使西班牙倍感压力。

正如此前的预想, 两项扩大 EFSF 的机制都获得了通过 (一是 SPV, 一是为债券发行提供保险, 但细节尚未公布), 预计 EFSF 的规模将扩大 4 或 5 倍 (约 1 万亿欧元)。预计细节将于 11 月份出台。

我们认为这样的规模还不足以使信贷进入良性循环, 而这本应该是欧洲央行的任务。

银行资本重组方面, 欧元区国家领导人决定要在 2012 年 6 月前达到 9% 的最低核心一级资本, 主权债务和贷款须以市场价格进行估值, 且有关流动性的相关措施 (如对银行发行的担保) 还有待欧盟理事会的确定。我们认为当局并未能抑制所有二线国家的主权风险, 而这是根本性的问题。

关于监管, 欧元区领导人采取了措施向财政一体化靠拢, 但更多的是加强控制, 而非为了欧元债券。

总的说来, 市场对此评价积极, 但还需观望。我们期待着能将其尽快提上日程并进行公开磋商。

经济数据表现不一, 美联储倍感压力

最新的经济报告表现不一, 未来的经济前景更添不确定性。今天公布的 GDP 数据表明经济增长强于预期, 这主要得益于个人消费支出的增长, 帮助减轻了市场对美国经济二次衰退的担忧。上月零售额出现增长, 表明消费活动好于预期。然而, 低迷的消费者信心水平表明金融危机的影响或比预期更为持久。尽管对三季度就业数据进行了向上修正, 就业增长仍比 2011 年初时要慢且有效工作岗位不足以降低失业率。制造业报告与 ISM 指数的矛盾表明该行业有一定的起色, 但区域联储调查注意到了该部门的持续放缓。虽然部分住房数据超过了预期, 但受困资产增加会危及市场。总的说来, 当前美国经济面临的向下风险将胜过任何潜在的向上因素, 消费者和企业对未来的经济前景都比较悲观。我们预计四季度将比三季度略微疲软。疲弱的就业增长和其他向下风险 (边缘政治、欧洲经济的放缓和进一步的减债化) 将限制四季度经济的大幅增长。

经济增长疲弱及其向下风险促使美联储转变得更为温和, 且如若经济数据没有得到持续改观, 美联储将迫于压力而采取行动。其注意力仍集中于降低失业率, 同时将通胀预期维持在可控水平, 鉴于扭曲操作才刚刚开始, 我们认为美联储不会在下次的会议上宣布第三次量化宽松。美联储可能会更倾向于将大众传播作为一项政策工具, 且此次会议可为其提供一个对外沟通策略和选择的机会。总的说来, 美联储将继续监督经济数据且已准备好在经济增长前景大幅恶化时再次行动。

欧洲央行不太可能抢先行动

欧洲央行的注意力已在前两次会议中转向了经济增长的向下风险。事实上, 欧洲央行重申了其隐性放松倾向, 进一步调整了其措辞, 以为在必要时降息铺路, 甚至讨论了维持利率不变和降息的利弊。此外, 欧洲央行似乎已不再认为其货币政策适用于新的环境变化, 其已经去掉了这一措辞, 并用“短期利率仍然较低”来取而代之。鉴于欧洲央行现在面临着通胀的向上风险, 且考虑到 12 月份的政策会议是德拉吉先生的第一次会议, 欧洲央行已经释放了不会抢先对经济增长的向下风险采取行动的信号, 因此, 其不太可能在 12 月份的会议前预先宣布转变其货币政策态势。欧洲央行将保持温和的措辞及潜在的放松倾向, 然而, 德拉吉可能会坚持不仅要履行保证价格稳定的职责, 更要提升市场对其能够履行职责的信任度。同时, 他还重申只要有必要, 就会继续采取非常规措施。就这一点而言, 考虑到 10 月份会议中做出的决定已较为“充分”, 不太可能有新的措施出台。然而, 新的担保债券购买计划 (购买银行发行的和有抵押的债券) 的细节即将公布。

亚洲出口继续下滑

由于全球需求继续下滑, 亚洲出口增长继续放缓: 本周香港公布的 9 月份出口低于预期 (同比减少了 3.0%; 市场调查: +6.5%)。这主要是因为来自中国大陆的需求走弱 (同比: -7.3%), 而内地需求减弱则可能是因为美国 (-8.9%) 和世界其他地区的终端需求出现下滑 (香港出口原材料到中国大陆进行加工, 产生品则转而被出口到其他地区) (图 1)。电子产品和机械品出口大幅下滑 (同比减少了 7.5%), 且 9 月份出口数据显示或会出现自 2009 年 10 月以来的年度同比收缩。政府维持看淡未来的出口前景, 但我们相信出口定会在接下来的两个季度里触底, 并在 2012 年中期出现反弹。

香港出口放缓也反映出了许多其他亚洲经济体自欧盟危机以来所面临的处境（图2）。最近，出口大幅放缓的向下风险有所上升。台湾面临着和香港类似的阻力（全球复苏疲弱），出口增幅连续两个月低于10%。虽然由于全球对高端智能手机和平板电脑的需求还很强劲，台湾的信息和通讯产品出口仍有较快增长，但占台湾出口28%的电子产品出口增幅三季度整体显著放缓，同比仅增长了3.0%。中国9月份出口数据低于预期（同比增长17.1%；市场调查：20.5%），本月初中国随即发出了对出口即将面临“重大”挑战的警告。来自海外的需求短期内或保持疲软。在泰国等受到洪水灾害严重影响的地区，出口压力可能更大。然而，我们认为虽然下季度对亚洲出口商而言充满了挑战，但强劲的内需和区域内贸易应会提供一定的缓冲并为最终的反弹做好准备。

市场

市场分析

全球利率

美国和欧洲利率

José Miguel Rodríguez Delgado
josemiguel.rodriguez@grupobbva.com
+34 91 374 68 97

欧洲信贷

Antonio Vilela
antonio.vilela@grupobbva.com
+34 91 374 56 84

利率：有了EFSF的担保，二线国家债券价格会如何变化？

将EFSF变为担保人，为难以进入市场的部分国家所新发行的债券的第一次亏损提供一定比例的担保，这种做法应会有助于吸引投资者的目光。我们承认这会使市场出现分化，产生两种类型的债券：1) 老债务；2) 有信用担保的新债券。事实上，今天的声明又提出了一项新的选择：“可选择对在初级市场购买债券的私人投资者提供风险担保”。虽然这在初期会因投资者出售旧债券购入新债券而造成一定的市场资金流扭曲，但这不会与3年前为支持银行业而发行政府担保债券时的情况有什么不同，且我们认为其负面影响是可控的。

我们进行过一次试验以估计假定保险比例为20%时对债券收益率的影响。估算是为了针对由当前债券和假设在违约发生时支付20%金额的信用违约掉期构成的投资组合进行定价。

例如，市场价格为374个基点的10年期的西班牙信用违约掉期，相当于为获得担保要提前支付25.50%的估测预期。假设回收率为40%，要在西班牙违约时获得20%所需预付保费为CDS名义价值的8.50% ($25.50\% \times 20\% \div (1-40\%) = 8.50\%$)。使用最近的10年期基准掉期，信用加强的成本是1.17%，所以新的利润应该低于现在利润水平的这个差值。

对3个国家不同期限的债券进行这样的估算之后，利差结果普遍在100-150个基点之间，由于各国收益率水平不同，意大利受惠最大，比利时最小（表1）。

信贷：欧盟峰会支持信贷市场

欧盟峰会后宣布的措施对优先级和第二级的欧盟银行债券利差而言较为积极，但对一级证券的影响则需具体问题具体分析。在其他条件不变的情况下，资本缓冲增加和偿付能力的提升可以降低违约的概率，因而会对信贷市场发挥支撑作用。此外，鉴于欧盟银行融资风险的降低，我们相信周四的欧洲银行管理局（EBA）声明（其已预见到了通过发行政府担保债券对筹资提供长期支持）可能在很大程度上支持担保债券。

由于欧盟领导人就欧洲主权危机解决方案达成了一致，iTraxx主要指数收紧了20个基点，相较于上周的175个基点，交易价格回落至8月底时的155个基点附近。金融板块受益最大，iTraxx优先金融指数较上周收紧了28个基点至210个基点，且iTraxx次级金融指数也从上周的471个基点收紧了56个基点，至415个基点。主权债券指数同样有所受益，收紧了40个基点，至295个基点。

欧盟峰会召开和各公司公布财报前，初级市场依旧较弱。而我们要强调的是，墨西哥企业America Móvil发行了10亿欧元5亿英镑的债券。上周评级机构也没有什么重大动作。

我们预计随着更多发行者度过封锁期和欧洲央行担保债券购买计划细节的公布，下周市场会更加活跃。

表 1

新发行债券回报

Country	10y yield	10y CDS (pb)	10y CDS upfront	20% CDS upfront	10y DVO1	Yield Spread	10y yield adjusted
Italian Republic	5.93%	448	29.50%	9.83%	6.80	-1.45%	4.48%
Kingdom of Belgium	4.41%	295	21.00%	7.00%	7.80	-0.90%	3.51%
Kingdom of Spain	5.51%	374	25.50%	8.50%	7.25	-1.17%	4.34%

来源：Bloomberg 和 BBVA Research

日程表：核心指标

经济分析

欧洲

Agustín García Serrador
agustin.garcia@grupobbva.com
+34 91 374 79 38

美国

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

亚洲

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

欧元区：即时HICP通胀（10月，10月31日）

预测：2.9%（同比） 市场调查：2.8% 前期：3.0%

评论：受能源价格下降和非能源工业品价格增速温和下滑的影响，我们认为10月份总体通胀和核心通胀均会小幅放缓。然而，鉴于有关季节性因素调整模型的可用信息还很有限，今年工业品通胀的预测还存在较高的不确定性。我们继续预期总体通胀会在年底前放缓（这主要是受到能源价格有利基数效应的影响），并在2012年初重回欧洲央行目标区间以下。至于核心通胀，我们预计其年内会徘徊在1.8%-1.9%，随后会略微放缓。**市场影响：**德国的数字公布之后，我们认为我们的预测面临一定的向下风险。通胀放缓幅度过大将被市场解读为引发官方在年底前降息的信号。

欧元区：失业率（9月，10月31日）

预测：10.0% 市场调查：10.0% 前期：10.0%

评论：我们预计9月份失业率会延续年初以来的趋势，保持稳定。然而，未来几个季度经济表现的不确定性较高，且三、四季度经济数据不尽如人意，影响着企业的雇佣意愿（欧盟调查显示该指标在进一步恶化），因此，未来几个月的失业率存在向上风险。**市场影响：**鉴于增长和就业之间的滞后性，我们认为失业率不会有太大变化，但若结果低于预期则会加剧市场对经济二次探底的担忧。

美国：ISM制造业指数（10月，11月1日）

预测：52.0 市场调查：52.3 前期：51.6

评论：预计ISM指数会反映出经济活动增速较上月小幅加快。三季度数字比今年上半年更显疲弱，但区域联储调查显示10月份已有了一定好转。产值和新增订单的反弹或表明需求已开始复苏。然而，近期价格压力比预想的要大且可能加大需求预期的向下风险。此外，预计制造业就业会在连续两个月的下滑后有所回升。**市场影响：**虽然多数迹象都表明制造业处于温和扩张中，但ISM指数显示需求状况在进一步恶化，或引发市场一定程度的焦虑。

美国：非农就业人数与失业率（10月，11月4日）

预测：10.5万，9.1% 市场调查：10.0万，9.1% 前期：10.3万，9.1%

评论：10月份各项经济报告显示就业形势起色不大且该月非农就业人数仅有小幅增加。尽管三季度数据经过了向上修正，雇主仍声称计划裁员。制造业就业数据表现不一，表明该部门就业增长将较为疲弱。此外，政府部门也可能继续裁员。首次申请失业救济的人数徘徊在40万左右，自9月以来就没有低于过这一水平。鉴于这些劳动力市场趋势，我们预计失业率不会下降。**市场影响：**市场对就业增长的预期较低，但如果显著疲弱，则会引发市场对失业率上升的恐慌。

中国：10月份PMI（11月1日）

预测：51.7 市场调查：— 前期：51.2

评论：尽管由于近期外部需求下滑，市场对中国经济的增长势头存在一定担忧，但最近公布的一系列9月份经济活动指标表现良好。例如，由于新增订单和出口订单增长强劲，最新的10月份私有部门PMI指数即时估计值（Markit）从50以下的收缩区间回升到了51.1。我们预计官方月度PMI指数（其样本涵盖范围更大）会较上月小幅上升。**市场影响：**若数据低于预期，会打击市场对增长前景的信心，若高于预期，加之近日的政策放松迹象，会使中国的经济增长前景得到进一步增强。

Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.43	1	6	14
		2-yr yield	0.30	3	5	-4
		10-yr yield	2.31	10	34	-28
	EMU	3-month Euribor rate	1.59	1	5	55
		2-yr yield	0.62	-4	2	-37
		10-yr yield	2.18	8	17	-34
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.416	2.2	4.0	1.8
		Pound-Euro	0.88	1.0	0.9	1.2
		Swiss Franc-Euro	1.22	-0.3	0.1	-10.7
	America	Argentina (peso-dollar)	4.24	0.0	0.7	7.1
		Brazil (real-dollar)	1.70	-4.4	-6.8	-0.1
		Colombia (peso-dollar)	1.863	-1.8	-2.6	1.6
		Chile (peso-dollar)	4.89	-4.7	-4.7	-0.1
		Mexico (peso-dollar)	1.313	-3.5	-2.4	6.3
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.71	-0.5	-2.2	-3.3
	Asia	Japan (Yen-Dollar)	75.77	-0.6	-1.0	-5.9
		Korea (KRW-Dollar)	1104.30	-3.8	-5.9	-1.8
		Australia (AUD-Dollar)	1.071	3.7	8.5	9.1
	Comm. (chg %)	Brent oil (\$/b)	110.5	0.9	6.5	32.9
Gold (\$/ounce)		1744.5	6.2	8.4	28.3	
Base metals		538.9	1.4	-0.8	-0.7	
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	9199	3.9	8.5	-14.9
		EuroStoxx 50	2459	5.2	13.0	-13.6
	America	USA (S&P 500)	1282	3.5	11.3	8.3
		Argentina (Merval)	2991	6.9	19.0	-0.5
		Brazil (Bovespa)	59444	7.6	11.6	-15.9
		Colombia (IGBC)	13566	0.4	5.3	-14.7
		Chile (IGPA)	20557	3.7	9.1	-10.1
		Mexico (CPI)	36974	5.6	10.6	4.0
		Peru (General Lima)	20028	6.2	8.0	4.2
		Venezuela (IBC)	106566	3.1	7.0	57.9
	Asia	Nikkei225	9050	4.3	5.0	-1.7
		HSI	20019	1.1	1.1	-13.3
	Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	150	-26	-43
Itraxx Xover			635	-93	-171	178
Sovereignrisk		CDS Germany	71	-19	-33	37
		CDS Portugal	992	-87	-102	614
		CDS Spain	322	-53	-58	107
		CDS USA	36	-5	-16	-
		CDS Emerging	258	-55	-95	53
		CDS Argentina	862	-148	-182	237
		CDS Brazil	134	-29	-57	34
		CDS Colombia	132	-30	-55	32
		CDS Chile	103	-26	-39	35
		CDS Mexico	130	-29	-58	24
		CDS Peru	135	-30	-57	28

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](http://www.bbva.com/Corporate%20Governance)，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。”