

每周观察

全球

马德里，2011年11月04日

G20国家央行的支持缺乏具体细节

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.amadord@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
mijimenezq@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

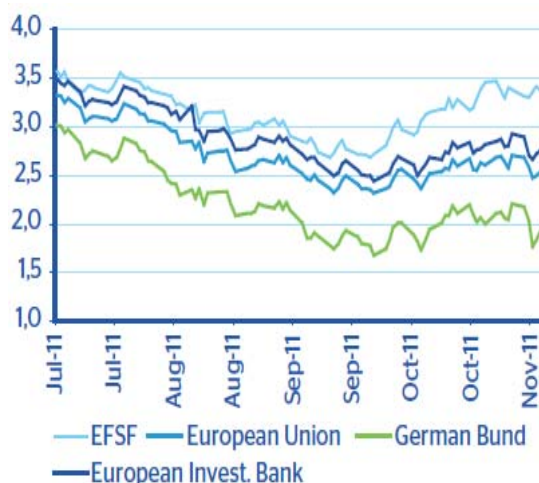
• 欧洲方案最初带来的兴奋已经消退

随着欧洲方案最初带来的兴奋情绪的消退，金融市场风险情绪开始回落。此外，日本和中国政府都未就投资欧洲SPV做出任何承诺引发了市场对该产品能否吸引投资者的质疑。另外，G20国会议后的IMF声明并未包含任何支持欧洲SPV的内容。尽管希腊总理放弃了对是否继续留在欧元区的全民公投，二线国家的执行能力仍然值得担忧。葡萄牙还将在11月计划回顾前向三驾马车提出“更大的灵活性”，而爱尔兰也会要求放宽信贷条件。此外，意大利已同意IMF和欧盟监督其结构性改革进程。同时，G20国集团并未提供任何有关欧洲债务危机的具体协议或进展。中国在汇率弹性上的立场保持不变。下周，投资者的注意力将集中于欧元集团和Econfin会议，这将为扩大EFSF提供更多细节。

• 欧洲央行降息，继美联储之后下调经济前景预期

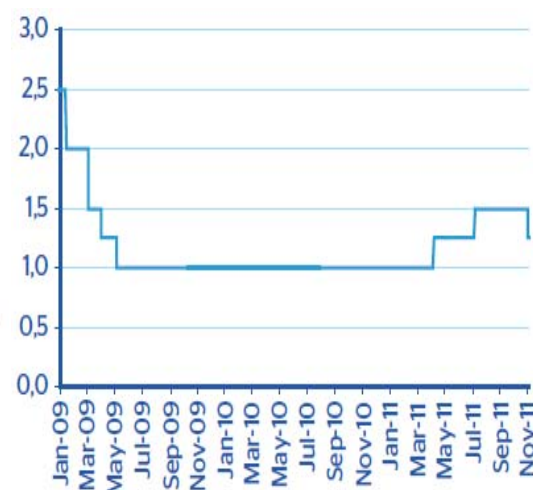
在德拉吉主持召开的第一次会议上，欧洲央行成员一致决定将政策利率下调0.25%，至1.25%。欧洲货币当局认为经济增长前景黯淡已经超越通胀成为了当前的主要问题。如果欧洲央行维持先发制人的行动方针，我们预计其还会再度降息25个基点。同时，美联储周三维持货币政策不变并下调了其经济前景预期，表明经济增长继续面临向下风险。我们相信在1月份开始新一轮抵押贷款支持证券购买的可能性很高。此外，亚洲自身的政策也在发生着转变。本周欧洲央行降息之前澳大利亚央行就宣布了下调利率。近几周，新加坡、印尼和日本也放松了货币政策。这一决定是基于当前全球不确定性和经济增长前景的向下风险增加所做出的，但预计不会出现利率大幅下调的情况。

图1
10年期债券收益率



来源：BBVA 研究部和 bloomberg

图2
ECB 利率 (%)



来源：ECB 和 BBVA 研究部

欧洲央行：政策利率回落至 1%

出乎市场意料，欧洲央行理事会一致决定将主导利率下调 0.25% 至 1.25%。如果欧洲央行维持先发制人的行动方针，我们预计其还会再度降息 25 个基点。这一决定是在德拉吉就任欧洲央行主席后召开的第一次会议上，基于经济增长的向下风险成为现实的证据和 10 月份市场信心急剧下跌的情况做出的。理事会声明称“其中的一些风险已经演变成成为现实，极有可能导致预测和 2012 年平均真实 GDP 增速预期遭遇大幅下调”。此外，当德拉吉被问及经济活动风险时，他回答称“就我们所观察到的情况是，增长正在放缓，并会在年底前发展成温和衰退”。这些理由令人信服，但考虑到理事会近期采取的策略，从某种程度上将也着实令市场感到吃惊。考虑到欧元区面临着风险的平衡，从先发制人的（实用）角度来看，这是可以理解的。如果其维持这种现实主义方法，则我们预计下次降息最早将于 12 月到来。

声明还强调“金融市场的持续紧张局面可能不利于欧元区今年下半年及以后的经济增长”。“以后”这一说法表明债务危机恶化对欧元区经济增长的最终影响将是长期的，且价格、成本和工资（通胀）方面的压力应该也会减轻。在这样的背景下，与预期的经济增速急剧下滑相比对通胀（当前为 3%）的争论就不那么重要了。我们对这一观点表示赞同，并继续预计通胀会在年底前因受能源价格有利的基数效应和国内需求减弱的影响而放缓，并在 2012 年一季度重新回到欧洲央行的目标水平以下。

提问环节中的多数问题都与证券市场计划（SMP）有关。就这方面而言，德拉吉并未改变特里谢时期的方针。他强调 SMP 只是暂时的，金额有限且会在重建货币传输通道的基础上进行调整。他同时还强调各国政府须将工作重心放在国内改革，稳定其公共融资和刺激经济增长上来，以减轻债券市场的压力。他还指出，扮演最后贷款人的角色“其实并非欧洲央行职责范围内的事情”。综上所述，我们预计只要有必要，欧洲央行就会继续实施债券购买计划。

FOMC 声明：加大经济刺激力度的讨论

美联储周三维持货币政策不变并下调了其经济前景预期，表明经济增长继续面临向下风险。美联储以 9-1 的投票通过了维持利率不变的决定。曾在 9 月份投票反对放松货币政策的 3 位官员对声明表示支持。声明中没有什么新的看法，这表明美联储内部就是否有必要加大刺激力度产生了激烈的内部讨论。我们认为实施新一轮抵押贷款证券的大规模资产购买计划的可能性很大，但鉴于欧洲的磋商和美国财政委员会可能脱位，其时机还不能确定。我们认为 FOMC 加大刺激力度的第一步将涉及在 12 月份采用一种新的沟通机制。我们认为伯南克更有可能根据特殊情况采取行动而非公布美联储的预测。这将使 FOMC 在开始新一轮大规模资产购买计划（还需要得到 FOMC 成员更大的支持）前更进一步。只要金融状况出现大幅恶化，12 月的会议上就可能有大动作。此外，1 月的会议将涉及到委员会成员的调整且新成员更倾向于伯南克的观点。因此，我们相信很有可能在 1 月份再次实施新一轮的资产抵押证券购买计划，但这还不确定。鉴于传导机制的“减弱”和持续的高失业，美联储将再次尝试通过参与大规模资产购买计划推动住房投资。

欧洲央行和美联储双双下调经济增长预期

FOMC 声明显示虽然三季度经济增速有所提高，但总体经济情况仍不足以使失业率明显降低。经济增长仍然受到居民减债化、全球金融不确定性、住房投资低迷和信贷条件从紧的限制。美联储近日下调了对美国经济增长的预期。特别是，FOMC 下调了 2012-2013 年 GDP 增速的估计上限并上调了对同期失业率的预测。FOMC 成员将 2012 年 GDP 增长预测从 4.0-2.2% 下调至 3.5-2.3%。此外，他们还将 2012-2013 年失业率预测区间从 8.1-8.9% 上调到了 8.7-7.5%。我们对此表示赞同，且我们的 GDP 增长预测处于美联储估计值区间的下限附近。尽管如此，向下风险或因不确定性而上升。

在欧洲，部分向下风险的爆发和 10 月初市场信心的急剧下滑促使欧洲央行做出了下调融资利率的决定。我们承认三季度的数据证实了金融动荡的加大和全球经济增长势头的减弱，但这与 9 月份的数据相比并不是什么新鲜事儿，当时欧洲央行职员估计 2012 年 GDP 增速为 1.3%。然而，10 月份的信心指数，特别是 PMI 指数，令人失望，表明上季度经济出现了温和衰退。虽然有关这一季度的可用数据还很有限，但鉴于欧元区近期的发展，我们在基准场景中提及的欧洲危机得到快速、彻底解决的可能性在降低，因而也面临向下风险。“因此，我们不能排除上季度欧元区经济有收缩的可能，如果该地区的动荡局面不消除，2012 年上半年经济也将十分疲弱。这样一来，我们 2012 年经济增长 1% 的预测就面临着明显的风险。如果希腊危机最终没有得到有效解决，情况将会变得更糟。”

中国经济增速继续放缓，符合软着陆

本周初公布的 10 月份 PMI 指数低于预期，但仍符合我们的软着陆预期。虽然这一结果在希腊问题再掀不确定性且市场持续担忧中国经济会硬着陆的情况下在一定程度上打击了全球市场情绪，但亚洲市场对此普遍表示可以接受。10 月份 PMI 在连续两个月上升（从 7 月份的 50.7% 上升到了 9 月的 51.2%）之后跌至 50.4%，且远低于预期（市场调查：51.8%；BBVA：51.7%）。虽然 PMI 指数处于自 2009 年以来的最低水平，但仍处于 50 以上的扩张区间内且呈现出朝着软着陆方向逐步下滑的趋势。此外，同一天公布的私部门（汇丰）PMI 指数从 9 月份的 49.9% 回升到了 51.0%，自 2010 年 7 月以来首次重回扩张区间。官方 PMI 指数下滑主要是因为新增订单减少所致（其占比为 30%），包括出口订单，这或反映出外部需求的走弱，与 9 月份出口增速放缓（同比增长了 17.1%）的情况相符。令人鼓舞的是，生产子指数（所占比为 25%）仍然较为强劲，仅有小幅下滑（从上月的 52.7% 跌至 10 月份的 52.3%）。综合看来，我们相信这一趋势与软着陆的情况相符，预期四季度 GDP 同比增速会从第三季度的 9.1% 放缓至 8.4%（导致 2011 年全年经济增速达 9.1%）。政策方面，PMI 指数下滑在一定程度上加大了货币政策选择性放松的可能，未来几个月还将包括出台进一步措施扩大中小企业信贷并降低小型商业银行的法定存款准备金率。鉴于当局对通胀的持续担忧，此时此刻还不太可能降息。下周（11 月 9-15 号），中国将发布一系列重要的经济活动指标，包括通胀、贸易、工业产值、投资、销售、货币供给和外汇储备。受基数效应和物价连续下滑的影响，我们预计 10 月份通胀会从 9 月份的 6.1% 下滑到 5.3% 附近，且工业产值和零售销售会保持迅猛增长。市场将对这些指标保持密切关注，以期从中寻找到经济在外部需求走弱的情况下依然保持强劲增长的迹象。

市场分析

全球汇率

首席分析师

Dustin T. Reid
Dustin.Reid@bbvany.com
+1 212 7281707

欧洲信贷

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

市场

外汇：欧元在希腊总理声明发表之后进行了大幅修正

上周欧盟当局公布决定之后外汇市场风险情绪的上升十分短暂。风险敏感型货币最初的大幅反弹因投资者对下周的事件风险表现谨慎而出现放缓。FOMC、欧洲央行和G20国集团是市场关注的焦点，同时投资者也减少了风险资产的购入。然而，引发市场风险厌恶情绪和市场波动加剧的其实是意料之外的事件。希腊总理Papandreou周一宣布计划就欧洲领导人在10月27日的会议上通过的援助方案进行全民公投。这令市场和欧洲国家领导人倍感惊讶，欧元和高风险货币随即开始调整。最终，希腊放弃了公投。大西洋两岸公布的一系列宏观数据，美国下调增长预测，以及欧洲央行降息等消息均不及这件事吸引眼球。很明显，在欧洲问题得到解决以前市场将继续波动且通常引发市场关注的事件都可能将显得不那么重要了。

希腊的混乱现状加大信贷市场波动性

信贷市场继续大幅波动。受欧盟峰会和银行宣布资本重组的影响，在过去的几个交易日里信贷市场上周夺回的阵地已经失守。由于市场对希腊有关的每条新闻（包括被迫放弃的全民公投、Papandreou的辞职和过渡政府等）都十分敏感，单日大幅波动十分普遍。信用违约掉期方面，综合指数全面呈现两位数的扩大。iTraxx主要指数截至目前扩大了17个基点，至1.68%。iTraxx优先金融和次级金融指数本周截至目前分别扩大了30和58个基点，达2.41%和4.54%。

欧洲央行公布有关重启担保债券购买计划（CBPP2，在2011年10月6日被首次提出）的进一步细节是本周的一个重大事件。声明证实该计划购买金额将达400亿欧元，且将在2011年11月到2012年10月期间在初级和二级市场上进行。

就此还很难评估欧洲央行的担保债券购买计划能够成功促成初级发行市场的复苏，而这恰是缓解银行业筹资压力的关键。该计划的成功还将取决于希腊危机的解决和有关扩大EFSF规模的更多细节，后者旨在避免风险蔓延到其他二线国家。然而，无论市场发生了什么，关键在于担保债券仍然是得到欧洲当局支持力度最大的资产类别之一。

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

US
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：零售销售（9月，11月7日）

预测：-0.3%（月度环比） 市场调查：0.0% 前期：0.1%

评论：继上月增长之后，我们预计9月份零售销售会小幅下滑。此外，这些数字还表明，继上半年出现下滑之后，三季度平均零售销售额有小幅增长。总的说来，数据指出二季度出现下滑的私人消费应会在三季度掉头向上。相反，由于对欧洲危机的担忧加剧且未来几个季度的经济前景越发黯淡，消费者信心指数继续下滑。这将对居民支出产生负面影响。**市场影响：**若零售销售额大幅下滑则会被市场解读为经济复苏势头减弱的进一步证据，加剧市场对四季度经济小幅收缩的恐慌情绪。

德国：工业产值（9月，11月7日）

预测：-0.5%（环比） 市场调查：-0.9% 前期：-1.0%

评论：预计9月份工业产值会继8月份的显著下滑之后再度出现下滑。尽管如此，其下滑也不会抵消7月份的强劲反弹。虽然这些数据进一步证实了工业复苏的降温，三季度平均产出却显示GDP增速或继二季度的停滞之后在该季度出现反弹。相反，三季度的软数据以及国外订单的下滑则预示着该季度的情况不是那么乐观。**市场影响：**令人失望的工业产值数据会加大市场对今年四季度复苏可持续性的担忧。

美国：批发存货（9月，11月9日）

预测：0.5% 市场调查：0.6% 前期：0.4%

评论：存货水平处于历史高点引发了企业界的担忧，但存货增速最终出现了放缓。低迷的需求状况为夏季时节批发库存增速较年初时放缓做出了贡献。过去几个月的数据显示批发商已开始消耗老库存而消费者需求也出现了反弹。然而，区域联储调查却显示该月库存水平相对较高，且耐用品库存高于非耐用品。虽然供给减少的可能性不大，但我们预计存货增速会放缓。**市场影响：**批发库存报告对市场影响不大，主要是因为麻烦多始于零售层面。然而，若批发库存增速回到8月份时的水平则意味着经济活动会继续放缓。

美国：国际贸易差额（9月，11月10日）

预测：-\$450亿 市场调查：-\$460亿 前期：-\$456亿

评论：由于全球市场持续疲弱，预计9月份贸易差额会保持相对稳定。鉴于欧洲债务危机导致的需求增速放缓，预计出口会有所下滑，但与历史趋势相比仍将保持强劲。另一方面，8月份进口有所下滑并开始出现年度同比下滑的趋势。企业对经济前景仍然较为悲观并可能减少消费品和固定设备的进口。因此，进出口增速双双放缓应不会使贸易差额发生太大变化。**市场影响：**这是有关三季度贸易差额的最后一份报告，会对修正该季度GDP增速产生重要影响。上周公布的三季度GDP报告较为经济，而滞后的贸易差额数据不会引发市场的焦虑，除非其意味着GDP预估值可能遭到向下修正。

中国：CPI（10月，11月9日）

预测：5.4%（同比） 市场调查：5.5% 前期：6.1%

评论：市场将关注中国 10 月份通胀，看其是否会进一步下滑，这将进一步增强市场对政策宽松的预期。到目前为止，高通胀一直阻碍着货币政策放松。总体通胀自 7 月份创下 6.5% 的高点后一直呈下滑趋势，但仍高于 6%。由于食品价格的下滑和基数效应的影响，我们预计 10 月份通胀年度增速会显著下滑。**市场影响：**若结果高于预期则会降低货币政策放松的可能性，从而打击市场情绪。

Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.44	1	5	15
		2-yr yield	0.22	-7	-3	-14
		10-yr yield	2.03	-29	14	-50
	EMU	3-month Euribor rate	1.49	-10	-7	44
		2-yr yield	0.39	-21	-10	-52
		10-yr yield	1.81	-37	-3	-61
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.373	-3.0	3.2	-2.4
		Pound-Euro	0.86	-2.2	-0.5	-1.0
		Swiss Franc-Euro	1.22	0.0	-0.7	-9.5
	America	Argentina (peso-dollar)	4.25	0.4	1.1	7.6
		Brazil (real-dollar)	1.76	4.1	-4.2	4.7
		Colombia (peso-dollar)	1917	2.9	-2.8	5.3
		Chile (peso-dollar)	495	0.9	-6.8	3.7
		Mexico (peso-dollar)	1352	3.2	-1.1	10.8
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.71	0.2	-2.1	-3.0
	Asia	Japan (Yen-Dollar)	78.19	3.2	1.7	-3.9
		Korea (KRW-Dollar)	1112.35	0.8	-6.3	0.5
		Australia (AUD-Dollar)	1.033	-3.6	7.5	1.7
Comm. (chg %)		Brent oil (\$/b)	110.9	0.9	7.9	25.8
		Gold (\$/ounce)	1753.3	0.5	6.8	25.8
		Base metals	5361	-0.7	0.2	-4.0
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	8584	-6.9	1.3	-17.7
		EuroStoxx 50	2300	-6.6	5.5	-20.0
	America	USA (S&P 500)	1241	-3.4	8.5	1.2
		Argentina (Merval)	2760	-8.5	19.5	-17.7
		Brazil (Bovespa)	58006	-2.5	13.7	-20.1
		Colombia (IGBC)	13125	-3.0	3.4	-19.4
		Chile (IGPA)	20416	-1.4	13.3	-11.2
		Mexico (CPI)	36552	-0.4	10.8	0.6
		Peru (General Lima)	19531	-2.6	11.3	-4.3
		Venezuela (IBC)	108204	1.8	8.5	60.0
	Asia	Nikkei225	8801	-2.8	5.0	-8.6
		HSI	19843	-0.9	22.1	-20.2
Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	168	18	-30	71
		Itraxx Xover	689	70	-154	259
	Sovereign risk	CDS Germany	87	11	-21	51
		CDS Portugal	1005	37	-135	561
		CDS Spain	371	57	-5	123
		CDS USA	47	9	-4	---
		CDS Emerging	275	13	-88	85
		CDS Argentina	866	21	-279	266
		CDS Brazil	140	6	-57	47
		CDS Colombia	139	3	-61	44
		CDS Chile	110	7	-46	44
		CDS Mexico	141	11	-56	42
		CDS Peru	144	8	-57	41

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/CorporateGovernance)，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。”