BBVA | RESEARCH

每周观察

全球

马德里，2011 年 11 月 11 日

政治动荡使风险加剧

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
mjimenezg@bbva.com
+34 91 5373776

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

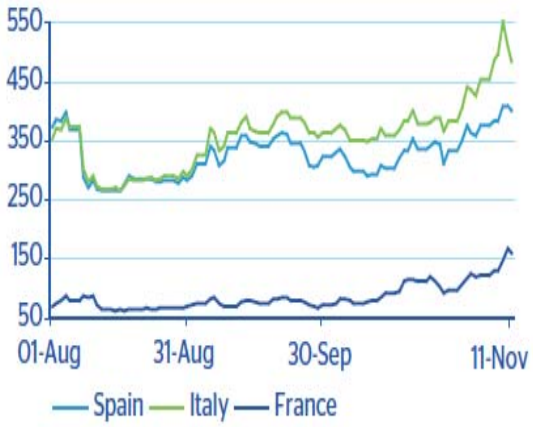
• 新联合政府职权范围可能有限

希腊和意大利政治动荡成为市场关注的焦点。最终，希腊任命了最佳候选人前欧洲央行副行长Lucas Papademos为新总理，但由于很快就会举行大选（2012年2月），新联合政府要实施改革面临着重重困难。希腊须采取措施保证该国能够偿付三驾马车即将于12月中旬到期的80亿欧元债务并获得第二次援助贷款的通过，包括完成私人参与救助计划，其仍然面临着来自欧洲（和IMF）的很大压力。意大利也受到了政治动荡的很大影响。其现任总理已经宣布将在2012年预算和结果性措施于周末获得通过后辞职，但最终结果尚不确定。Monti领导的且获得多数政党支持的（技术上的）新政府最有可能当选，但对其行动能力还存在一些疑虑。鉴于意大利经济的规模及其在欧元区的重要性，意大利政治危机的解决对避免欧洲经济遭受重创至关重要。即便考虑到意大利的问题与其经济潜在增长能力较低有关且在合理的假设下意大利的债务水平是可以承受的，市场仍对其表示担忧。意大利政府的资金需求很大，2012-13年间就需要约4000亿欧元（剔除短期债务偿还），且EFSF的规模是否能扩大到足以支撑意大利还很不确定。除此以外，一些欧洲三A评级主权债务被降级的风险有所上升，且默克尔所属的基督教民主联盟提出的制定退出欧元区的机制也引发了市场新的担忧。

• 欧洲国家（包括核心国家）前景黯淡，中国经济仍发挥着其支撑作用

欧洲委员会已经证实欧盟的经济增长较为停滞且复苏需要时间，而中国的经济指标仍然符合我们的软着陆预期。欧洲委员会将其对欧元区2012年的GDP增长预测在此前1.8%的基础上下调了0.5%。值得注意的是，核心国家GDP增速下调幅度很大。德国2012年经济增速从1.9%下调到了0.8%，而法国则从2%下调到了0.6%。同时，中国的经济数据显示外部需求正在减弱，而国内需求依然保持强劲。财政支出继续对国内需求提供支撑。中国总体通胀同比增速从6.1%下滑至5.5%，符合我们的预期。增速放缓和通胀下滑促使货币政策有所松动，但我们预计当前（从紧）的货币政策态势不会发生根本性的转变。同时，在美国，首次申请失业救济的人数和贸易赤字也都低于预期。

图 1
10 年期利差（与德国债券相比）



来源：BBVA 研究部和 Datastream

图 2
EFSF 保险机制面临更高借贷成本

Trade Date	Tenor	Mid Swap Spread (bp)	Amount (€bn)	Coupon (%)
25 January 2011	5Y	6	5	2.8
15 June 2011	10Y	17	5	3.4
22 June 2011	5Y	6	3	2.8
7 November 2011	10Y	104	3	3.5

来源：EFSF 和 BBVA 研究部

市场对意大利的忧虑在何种程度上才合理？

我们对意大利的基本面同西班牙和其他欧元区经济体进行了比较。结果发现，意大利的问题与其经济的潜在增长能力较低有关，且在短期内，与政治上的不确定性也有一定关系，但在合理的假设下，考虑到其经济的潜在增长能力和预算的基本平衡，意大利的债务水平是可以承受的。赤字的额外调整（可能会在今天通过）和欧洲央行的支持应能避免其蔓延。这并不意味着未来两年不会遇到困难，因其须在经济增速很低的情况下削减赤字。
意大利的公共债务水平是 2012 年 GDP 的 120%。尽管如此，意大利的赤字规模仍相对较小，且 2011 年约为 GDP 的 4.5%。估计意大利 2011 年的基本财政收支为+0.8%，而结构基本平衡（除开利息支出并根据经济周期进行调整后）为+2.1%。意大利的私人债务水平远低于其他欧洲国家。居民负债为 GDP 的 51%（德国为 62%，法国为 63%）。公司的银行债务也很低（GDP 的 114%），低于法国的 154%，但高于德国的 99%。意大利的外部债务低于多数欧元区国家，但其经常账户存在赤字。意大利的经济增长潜力也低于其他欧元区大国。危机前的 10 年里，意大利平均年经济增速为 1.5%。根据我们最新的估计结果，意大利的潜在经济增速为 1.2%（如果实施了结构性改革则能提高到 3%）。意大利潜在经济增速较低的原因在于人口数量较少（且对移民持不太欢迎的态度），与生产率增速较低也有关系（西班牙也存在这个问题）。我们估计欧元区整体的经济潜在增速为 1.5%。分析显示，在经济增速放缓的假设下（即真实经济增速接近 1%，通胀为 1.7%，基本赤字为 3%，这意味着从结构性的角度来看总调整幅度达 2%，且利率为 5%），负债率等于或低于 GDP 的 143%都是可以承受的。长期利率为 7.5%的情况下，债务水平明显超出了承受能力。意大利的基本平衡要达到 6.5%才能在这样的利率水平下有能力承担债务（即 GDP 调整 5.5%）。

亚洲经济能否抵挡外需减弱之势继续增长？

正如我们在最新一期四季度亚洲经济展望报告中所阐述的，持续的全球市场动荡导致亚洲经济增长势头减弱。今年至今，该地区的 GDP 增长情况还很好，不仅仅是在中国（三季度经济同比增长 9.1%），也包括其他内需强劲的大型经济体，如印尼（三季度同比增长 6.5%）。然而，对于该地区的大部分国家和地区，特别是香港和台湾这样的小型开放经济体而言，外部需求下滑对经济增长的影响还已经越发明显。总的说来，截至目前区域经济增速放缓总体是健康的，就业状况仍然较为强劲且有助于减轻上半年累积的过热压力。

由于外部需求的走弱，我们对今年的经济增长预测进行了向下修正，分别将亚太地区 2011 年和 2012 年经济同比增长预期从 6.2%和 6.7%下调到了 5.9%和 6.4%。由于我们对该地区经济增长前景依然乐观，且根据我们的基准场景，其国内需求旺盛，预期外部需求也会在 2012 年逐步回升，下调幅度相对较小，但也面临明显的向下风险。幸运的是，多数亚洲经济体都还有政策刺激的空间。确实，一些国家已经将政策重心转向了保增长，澳大利亚和印尼近日还宣布了降息，菲律宾也出台了财政刺激措施。如果全球环境继续恶化，其他扩张性政策措施还将陆续出台。亚洲所面临的关键风险在于欧洲债务危机的恶化，这会使出口需求进一步下滑并影响国内需求。金融渠道或面临压力，特别是在资本停止流入的时候。最终，由于经济基本面强劲——银行业体系资本充足且有高额外汇储备——且还有政策刺激的空间，亚洲将有足够的能力抵御外部冲击。

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

市场

利率：波动和新闻是债券市场的关键词

上周，受各方消息的影响，债券市场大幅震荡。继对10月27号峰会上达成协议的最初积极反应之后，市场在希腊宣布全民公投和意大利爆发政治危机（导致Berlusconi宣布在欧盟的要求实现之后辞职）之后再次陷入悲观情绪。这一情况在周三伦敦清算所继意大利债券收益率大幅攀升（约50个基点）后提高意大利债券交易保证金之后达到了极点。10年期意大利债券收益率达到了7.50%，对德国债券利差达550个基点 ，相较于葡萄牙和爱尔兰请求援助时其利差才分别为520和540个基点，这样的水平已经很高了。周四，以下三个因素使压力大幅减轻：1）意大利发行完成了计划金额的1年期国债；2）有传言称欧洲央行会积极参与到SMP计划中；3）Papademos（欧洲央行前副行长）将出任希腊新任总理，希腊政治危机得以解决。

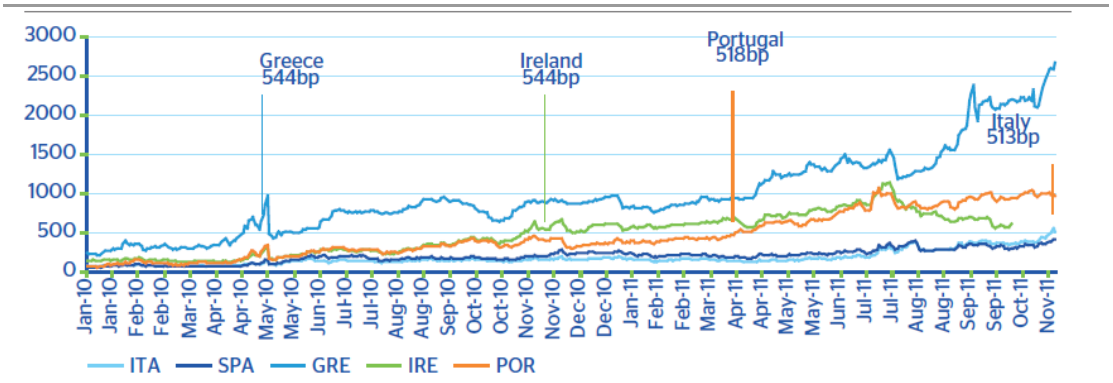
同时，德国债券的收益率继续针对安全投资转移进行定价，但走势已没有那么突兀，因为：1）当前收益率水平很低——2年期德国主权债券收益率已至35个基点，官方欧洲央行利率为1.25%（美国官方利率为0-0.25%且2年期债券收益率为23个基点）；2）德国仍是三A评级国家中表现最好的——当前10年期法国和德国债券利差为150个基点，处于历史最高水平。未来几天，市场将继续受到各方消息的影响，但其关注的焦点必定会集中在欧洲央行的债券购买量（最新公布的数字较上次购买金额有大幅增加）和二线国家债券拍卖的需求上。

信贷：政治局势的紧张使信贷市场波动加剧

意大利形势的不确定性导致信贷市场波动加剧，并促使意大利风险溢价升至550个基点，创下新高。然而，由于欧洲央行的购买和周四意大利债券拍卖的强劲零售需求，其在周末时下滑到了510个基点。综合指数方面，iTraxx指数全面扩大，其中iTraxx主要支出扩大了15个基点，至188个基点。金融指数方面，iTraxx优先和次级金融指数分别扩大了41和58个基点，分别至286和521个基点。

最近几周，许多欧洲企业都公布了三季度财报。欧洲金融企业业绩欠佳，这主要与交易收入下滑和所持主权债券折价有关。例如，法国银行所持有的希腊债券价值就折扣比例就达50-60%。

图 2
拯救水平



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

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

欧元区：即时GDP（三季度，11月15日）

预测：0.1%（环比）	市场调查：0.2%	前期：0.2%

评论：受净出口数据的支撑，我们预计三季度GDP会小幅增长，而国内需求对经济增长的贡献将继续与上季度持平。现有的三季度硬数据超过了此前的预期，表明经济前景没有软经济指标所显示的那么悲观。总的说来，这些指标显示经济增长或与上季度相当。尽管如此，我们的欧元区短期模型预计下半年该地区经济增长将维持原状，这与我们的基准场景相符，但我们也看到了一些三季度经济预测的向上风险。从国家来看，德国GDP增长的反弹或比预想的要强，而二线国家的经济增长应会与前期持平或出现收缩。**市场影响**：若三季度经济出现负增长则会被认为是欧元区明显陷入二次衰退的信号，且在时间上也比预想的（四季度）要早。

欧元区：HICP通胀（10月，11月16日）

预测：3.0%（同比）	市场调查：3.0% y/y	前期：3.0%

评论：由于10月底的油价超过了预期，我们预计10月份通胀同比增幅会维持3.0%的水平不变，略高于我们最初的预测。我们的预测显示，由于非能源工业产品物价增速的温和下滑，核心通胀可能会小幅放缓。尽管HICP通胀保持稳定，但鉴于国内需求的疲弱和能源价格有利的基数效应，我们仍预计通胀会在年底前放缓，并在2012年初重新回到欧洲央行的目标值以下。**市场影响**：鉴于内需的疲弱，如果HICP各组成部分显示出了放缓的迹象，市场则会将其解读为欧洲央行将于年底前降息的诱因。

美国：消费者价格指数，核心CPI（10月，11月16日）

预测：0.1%，0.1%（环比）	市场调查：0.0%，0.1%	前期：0.3%，0.1%

评论：食品和能源价格高企加剧了过去几个月通体通胀的压力，然而，我们预计这一趋势会在10月份趋于缓和。随着进出口价格的下滑，价格压力正在减轻。但10月份一些石油和其他商品价格指数有所上升，其他的则略有下滑。此外，需求减弱促使制造业投入和产出价格均有所回落。未来几个月核心通胀的放缓也符合美联储的价格更趋稳定的预期。**市场影响**：虽然还不确定美国是否会陷入混乱，但价格压力减轻应能缓解消费者和生产者对通胀的担忧。

美国：工业产值（10月，11月16日）

预测：0.2%（环比）	市场调查：0.4%	前期：0.2%

评论：预计10月份工业产值会有所增长，这主要与汽车业产值提升有关。制造业状况最终还是开始出现转机，出货和新增订单均有所增长。虽然过去几个月非耐用品产值小幅下滑，耐用品方面却继续表现强劲。工业产值指数正逐步回升到2008年危机前的水平，且随着经济复苏势头的增强，我们预计这一趋势会得到延续。**市场影响**：由于市场关注的焦点都集中在欧洲局势上，这一报告应不会引发市场的太大反应。然而，若美国的情况出现恶化则会导致全球市场担忧加深。

日本：三季度GDP（11月14日）

预测：1.5%（环比，季节因素调整后）	市场调查：1.5%	前期：0.5%

评论：随着日本经济从 3 月份地震和海啸灾难中的持续复苏，我们预计继连续 3 个季度的收缩之后日本三季度 GDP 会出现反弹。除供应链的恢复外，震后的重建支出也帮助拉动了内需。然而，经济复苏仍面临全球经济低迷、强势日元和日本汽车、电子企业因泰国洪水灾害受到重创而产生的负面影响。
市场影响：若结果低于预期则会使市场对日本央行进一步量化宽松和进行外汇干预的预期增强。

Markets Data

				Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates (changes in bps)	US		3-month Libor rate	0.46	2	6	17
			2-yr yield	0.23	1	-5	-27
			10-yr yield	2.06	2	-15	-73
	EMU		3-month Euribor rate	1.46	-3	-11	41
			2-yr yield	0.38	-2	-32	-64
			10-yr yield	1.86	4	-33	-65
Exchange Rates (changes in %)	Europe		Dollar-Euro	1.373	-0.4	-0.6	0.5
			Pound-Euro	0.85	-0.6	-2.5	0.8
			Swiss Franc-Euro	1.23	1.2	0.1	-7.8
	America		Argentina (peso-dollar)	4.26	0.2	1.3	7.3
			Brazil (real-dollar)	1.74	0.3	-1.4	1.3
			Colombia (peso-dollar)	1915	0.2	1.0	2.5
			Chile (peso-dollar)	498	0.3	-0.7	3.5
			Mexico (peso-dollar)	13.41	-0.3	1.4	8.7
			Peru (Nuevo sol-dollar)	2.70	-0.2	-0.8	-3.7
	Asia		Japan (Yen-Dollar)	77.09	-1.4	-0.4	-6.6
			Korea (KRW-Dollar)	1126.04	0.9	-3.3	-0.4
			Australia (AUD-Dollar)	1.025	-1.3	0.6	4.1
Comm. (chg %)			Brent oil ($/b)	114.7	2.4	3.0	32.8
			Gold ($/ounce)	1775.5	1.2	5.9	29.7
			Base metals	530.4	0.2	-1.6	-5.8
Stock Markets (changes in %)	Euro		Ibex 35	8555	-0.5	-5.2	-16.4
			EuroStoxx 50	2324	1.4	-2.0	-17.7
	America		USA (S&P 500)	1265	1.0	4.8	5.5
			Argentina (Merval)	2753	-0.3	8.4	-14.4
			Brazil (Bovespa)	58674	0.0	9.0	-16.6
			Colombia (IGBC)	12844	-1.3	-3.3	-15.0
			Chile (IGPA)	20647	0.7	7.6	-10.4
			Mexico (CPI)	37053	1.0	7.5	2.8
			Peru (General Lima)	19294	-0.4	4.0	-4.7
			Venezuela (IBC)	112234	3.6	12.2	69.3
	Asia		Nikkei225	8514	-3.3	-2.6	-12.4
			HSI	19137	-3.6	4.4	-21.0
Credit (changes in bps)	Ind.		Itraxx Main	184	11	12	81
			Itraxx Xover	758	4.6	16	297
	Sovereign risk		CDS Germany	93	6	3	55
			CDS Portugal	1078	37	-19	627
			CDS Spain	429	41	74	162
			CDS USA	48	1	1	---
			CDS Emerging	302	19	-3	91
			CDS Argentina	927	50	-37	282
			CDS Brazil	159	15	7	55
			CDS Colombia	160	17	6	55
			CDS Chile	128	19	4	53
			CDS Mexico	157	17	8	47
			CDS Peru	162	16	7	46

Source: Bloomberg and Datastream

请参见本报告第 6 页声明

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。”