

每周观察

全球

马德里，2011年11月18日

欧洲危机扩散至欧洲核心国家

• 财务压力蔓延至除德国以外的所有欧元区国家

欧洲主权债务危机继续升级。本周的债券拍卖上，市场对所有的欧洲政府债券都不太感兴趣，这表明投资者信心的缺失已经蔓延到了除德国以外的所有欧元区国家。此外，惠誉评级机构也发出了欧债危机进一步蔓延将给美国银行带来风险的警示。意大利新任政府未能平息风险溢价的上升。这或促使其尽快采取抑制危机蔓延的新措施。除欧洲领导人对执行预期的结构性改革或财政整合做出更大的妥协之外，还需要欧洲央行的更大支持。尽管如此，目前为止，德国和欧洲央行仍不太情愿采取这类措施。

• 美国经济数据的积极表现未能提供支撑

本周公布的美国经济报告显示该国真实经济指标有所回升。美国10月份工业产值大幅上升并超过预期，减轻了市场对全球经济增速放缓的恐慌。此外，美国10月份零售销售也有显著增长。最后，美国申请失业救济的人数继续低于40万。尽管如此，11月份费城联储领先指标却引发了市场对上述指标持续增长的一些担忧。另一方面，欧洲三季度GDP温和增长（季度环比增长0.2%，同比增长1.4%），但可能在年底时出现负增长。德国的增长情况给了市场一个小小的惊喜，法国经济增长也出现了反弹，二线国家的增长低于平均水平。尽管如此，欧洲9月份的工业增速仍有所下滑，是季度的首次下跌，且可能会在近期继续恶化（正如本月初的PMI调查结果所显示的那样）。欧洲二线国家受到的冲击最大，但德国9月份的生产也未能逃脱急速下滑的命运。在亚洲，数据显示贸易数据仍呈逆转之势。新加坡10月份出口大幅收缩，其中以对美国 and 欧洲的出口尤甚。另一方面，日本三季度GDP增长强劲，符合预期，表明经济已从今年三月的地震和海啸灾害中有所反弹。同时，拉丁美洲经济数据继续保持强劲。

下周，市场将聚焦西班牙大选结果和Rehn的欧元债券咨询文件。此外，11月23日是美国所谓“超级委员会”公布削减1.2万亿美元赤字立法的最后期限。

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

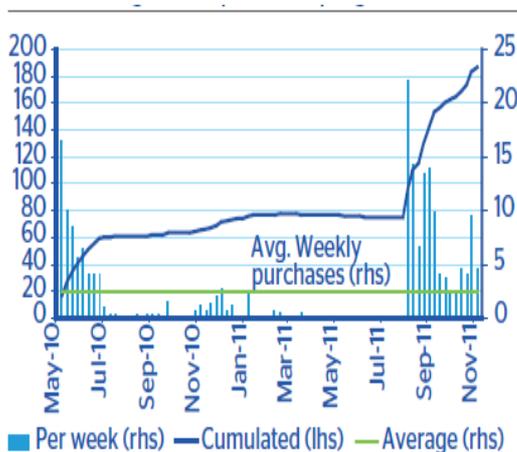
Felipe Insunza
 felipe.insunza@bbva.com
 +34 91 537 76 80

欧洲
Miguel Jiménez
 mjimenezg@bbva.com
 +34 91 5373776

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

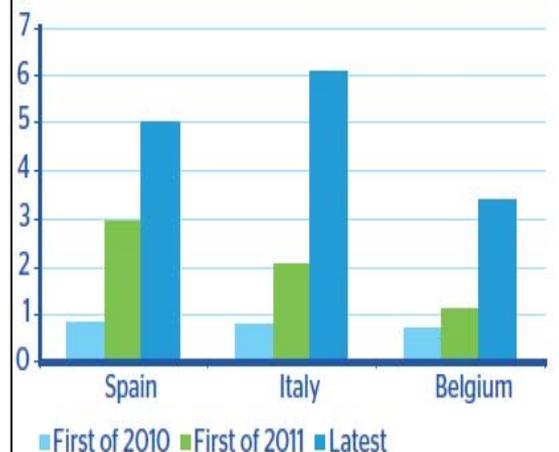
美国
Kim Fraser
 kim.fraser@bbvacompass.com

图1
 ECB: 主权债券购买计划



来源: BBVA 研究部和

图2
 主权债务拍卖收益率: 12个月债券 (%)



来源: BBVA 研究部

欧债危机升级为欧元区危机

欧元区国家市场状况出现全面恶化，但德国除外（目前荷兰也是例外），其仍是欧元区唯一的避险天堂。随着债务危机蔓延至如法国这样的欧元区核心大国和如奥地利、比利时这样的核心强国，欧洲的情况越发糟糕。在这种情况下，欧洲央行的大规模持续干预可能是欧元区的最后一道防线。

从以下一些指标看来，欧洲的财务压力已经到达了高位。1) 欧洲各国风险溢价全面上升。奥地利、比利时和法国 10 年期债券利差分别上升了 13、28 和 17 个基点。2) 近日的主权债券拍卖也是一个警示指标。比利时、西班牙和法国本周出售的长期和短期债券金额低于最大区间，认购比例低且平均收益率有所上升。此外，市场对德国 2 年期债券的需求也比较低迷，表明投资者对低收益率债券并不太感兴趣。值得注意的是，极短期限债券所面临的压力也有所加大。比利时和西班牙 12 月期国债的平均收益率分别为 3.40% 和 5%。3) 欧洲银行 10 月份从欧洲央行的借款金额大幅增加，鉴于目前的市场状况，预计未来几个月还会进一步增加。4) 扩大 EFSF 规模及其最终作为防火墙抑制危机蔓延至整个欧洲的进展令人失望，EFSF 杠杆化要等到 12 月才能就绪，甚至有可能更晚。此外，由于市场状况的恶化，通过发行债券完成 EFSF 杠杆化的可能性正在降低。所有的这些不确定性都能从欧洲国家和 EFSF 融资成本的上升得以反映。

美国和欧洲的通胀趋势

10 月消费者价格通胀继 3 个月的超预期月度环比增长后下滑了 0.1%。总体通胀的负增长主要与能源价格下滑 2%（主要是原油价格下跌所致）有关。今年来多呈上升趋势的食品价格再次上涨，但增速为 2010 年 10 月以来的最低水平。除食品和能源外，价格指数连续第二个月增长 0.1%。这主要与医疗和服装价格的上涨有关，其抵消了交通运输价格指数下滑的部分影响。虽然这些数据符合美联储通胀放缓的预期，但随着油价的反弹，我们可能会在 11 月看到价格指数的大幅回升。替代指标显示 CPI 的集中趋势越发明显。同时，在欧洲，能源价格和食品价格增速均如预期出现放缓。结果是欧元区 10 月份通胀保持稳定，而未下滑。即便如此，我们仍预计其总体通胀会在年底放缓，并在 2012 年一季度末期跌至欧洲央行的目标位以下。另外，最近的情况表明一些因素能够阻止通胀的放缓。其中之一便是欧元区疲弱导致的欧元贬值。此外还有税收和管理价格（旨在维持一些成员国的公共财政状况）可能的上调。

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

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

利率：欧洲风险厌恶情绪导致债券拍卖结果不佳

上周，欧洲举行了多场债券拍卖，它们都有一个明显的共性：投资者鲜有问津。意大利在周一举行了债券拍卖，虽然需求相较于此前几次拍卖更大，但所支付的利率也是14年来最高的（6.29%），表明Monti新政府对市场的积极影响消退得很快。而对西班牙而言，更是遭受了双重打击。首先，周二国债拍卖的认购金额低于目标（31.6亿欧元 vs. 35亿欧元）且12月和18月期债券支付的利率均超过了5%。其次，周四进行的新的10年期债券拍卖也没有达到最初的发行预期（35.6亿欧元 vs. 40亿欧元），平均收益率为6.975%。目前，债务危机的影响在欧洲蔓延的范围已不仅仅是二线国家，法国、比利时和奥地利等国也受到了严重影响。尽管如此，看起来安全投资转移已经开始减少，短期内尤其如此。例如，相较于新的基点，市场对德国2年期债券的需求很小（收益率为0.25%，历史最低），且几乎无人问津（认购比率为1.1，也是历史最低水平）。下周市场将密切关注欧洲央行就证券市场计划所购买的债券发表的声明。上周购买的45亿欧元债券（虽然这一数字是截止到11月8日的）让市场感到有些意外，下周的数据或会显示出欧洲央行将在市场上扮演更重要的角色。

外汇：外汇市场继续以欧洲发行债券为主

由于欧洲危机的持续蔓延，上周G10国家和新兴市场国家的主要货币对美元普遍走弱。意大利，西班牙和葡萄牙债券拍卖的高收益率也反映了这个。另外，昨天的发布的美国数据意外的好，促进了美元的升势。欧元和欧洲其它货币例如英镑和瑞士法郎基本都下跌了大约1.6%。由于日元继续作为一个避险天堂，成为唯一上升的G10货币，不过日本央行很有可能再次干预市场。拉美货币表现不一，由于铜价的下跌，智利比索有一个相对较差的表现。巴西里郎和墨西哥比索分别贬值大约1.3%和0.9%，显示它们对欧洲情况非常明显。同时哥伦比亚比索，阿根廷比索和秘鲁新索尔由于本国货币流动而升值。最后，大多数亚洲货币贬值，不过它们表现好过其它新兴市场货币（尤其是那些受欧洲影响更大的国家）。大致来讲，交易区间在短期内都回比较宽。

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
George Xu
George.Xu@bbva.com.hk

欧元区：即时PMI综合指数（11月，11月23日）

预测：45.9

市场调查：46.2

前期：46.5

评论：由于欧洲主权债务危机继续影响市场信心，我们预计11月份PMI综合指数会再次下滑。我们认为其不太可能出现像10月份那样的大幅恶化，但该指数正在逼近2008年中期欧元区经济出现收缩时的水平。预期的PMI指数下滑与欧盟市场信心调查结果的下滑较为相符，其上个月的表现要好于11月份。从各组成要素来看，10月份的下滑预期较为普遍，虽然制造业下滑幅度会因外需支撑影响减弱稍大一些，但服务业信心指数的下滑也会反映出内需的疲弱。从各国的角度来看，11月的数据将进一步表明核心国家会受到二线国家危机的影响。**市场影响：**PMI指数大幅下跌会导致主权债券市场进一步趋紧，向欧洲当局施加采取进一步措施的压力。

欧元区：新增工业订单（9月，11月23日）

预测：-1.8%（环比）

市场调查：-2.6%

前期：1.9%

评论：继8月份强劲增长之后，预计9月份工业订单会显著下滑。这意味着第三季度的订单总量会与前期持平或有所减少。此外，信心调查也显示四季度制造业订单的下滑趋势会有所加剧，表明工业部门未来数月的增长前景黯淡。**市场影响：**若结果低于预期不仅会加剧市场对上季度工业增长大幅收缩的恐慌，还会使这种情绪持续到明年年初。

美国：GDP初步估计值（2011年三季度，11月22日）

预测：2.5%（季度环比）

市场调查：2.5%

前期：2.5%

评论：已公布的三季度GDP预估值显示美国经济增速与上期持平。尽管市场预期9月份贸易差额会扩大，但出口增长高于预期帮助缩小了贸易缺口（小于一、二季度）。然而，企业存货下滑可能抵消了贸易缺口收窄对GDP增长的积极影响。消费方面，个人消费支出的预估结果高于预期且不太可能遭向上修正。同时，劳动力市场的逐步回暖和健康的零售销售表现显示对消费进行向下修正的可能性不大。**市场影响：**市场仍然十分波动，但担心更多地集中在欧洲问题的发展上，因此GDP估计值的小幅变动应不会引发市场出现太大反应。然而，若遭大幅下调则会引发市场对二次衰退和美国经济受到欧洲危机冲击的恐慌。

美国：个人收入与支出（10月，11月23日）

预测：0.1%，0.3%（环比）

市场调查：0.3%，0.3%

前期：0.1%，0.6%

评论：预计10月份个人收入与支出会再度增长，与该月其他消费者数据的积极趋势相符。工资和薪酬的情况相较于今年年初呈健康增长态势，但10月份平均收入增速较上月有所下滑。9月份消费者支出的增长超过预期且可能会在10月份走软。然而，强劲的零售销售增长和消费者信心水平的逐步回升表明个人支出会有所增长。**市场影响：**近期的数据显示消费者活动正在持续回升，因此这一数据的公布应该不会引发市场的焦虑情绪，除非数据显示经济情况正在恶化。

台湾：出口（10月，11月21日）

预测：4.2%（同比）

市场调查：3.8%

前期：2.7%

评论：对亚洲大部分高科技经济体而言，台湾出口订单是外部需求的领先指标。9月份出口订单创下了2年来的新高，且近期中国、菲律宾和新加坡等国的出口数据都显示出了明显的走弱趋势，特别是对美国和欧洲的出口。我们预计10月份台湾出口订单增速会下滑，但中国的强劲内需会在一定程度上起到抵消作用。对半导体和电子零部件等电子产品的需求仍然低迷。**市场影响：**加上将在同一天公布的日本贸易数据，出口订单将影响市场情绪；若低于预期则会导致经济增长预测下调，且引发对台湾和其他亚洲地区政策松动的预期。

Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.49	3	8	20
		2-yr yield	0.27	4	0	-23
		10-yr yield	2.00	-6	-16	-87
	EMU	3-month Euribor rate	1.47	0	-12	43
		2-yr yield	0.46	5	-16	-65
		10-yr yield	1.95	6	-11	-76
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.354	-15	-18	-0.8
		Pound-Euro	0.86	0.2	-1.7	0.3
		Swiss Franc-Euro	1.24	0.0	-0.2	-9.0
	America	Argentina (peso-dollar)	4.26	-0.2	0.6	7.1
		Brazil (real-dollar)	1.78	1.9	0.6	3.6
		Colombia (peso-dollar)	1919	0.2	1.0	2.2
		Chile (peso-dollar)	511	2.5	-0.1	6.3
		Mexico (peso-dollar)	13.67	1.7	2.2	11.3
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.70	-0.2	-0.8	-3.8
	Asia	Japan (Yen-Dollar)	76.83	-0.5	0.1	-8.0
		Korea (KRW-Dollar)	1138.88	1.0	0.5	0.6
		Australia (AUD-Dollar)	1.004	-2.4	-2.3	1.9
	Comm. (chg %)	Brent oil (\$/b)	108.5	-4.9	0.1	28.7
		Gold (\$/ounce)	1720.2	-3.8	4.8	27.1
Base metals		527.4	-0.7	-1.5	-5.3	
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	8281	-3.2	-6.4	-19.4
		EuroStoxx 50	2236	-3.8	-4.0	-21.4
	America	USA (S&P 500)	1218	-3.6	0.7	1.6
		Argentina (Merval)	2549	-7.4	-6.8	-21.8
		Brazil (Bovespa)	56666	-3.2	3.1	-20.1
		Colombia (IGBC)	12780	-0.9	-4.3	-14.5
		Chile (IGPA)	20561	-1.0	4.7	-10.7
		Mexico (CPI)	36150	-3.7	4.7	-1.2
		Peru (General Lima)	19294	-0.8	2.8	-5.4
		Venezuela (IBC)	114453	1.6	10.5	72.9
	Asia	Nikkei225	8375	-1.6	-4.5	-16.4
		HSI	18491	-3.4	1.0	-21.7
	Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	188	13	12
Itraxx Xover			760	33	26	305
Sovereign risk		CDS Germany	95	4	7	57
		CDS Portugal	1085	29	17	67.1
		CDS Spain	480	60	110	218
		CDS USA	52	2	8	---
		CDS Emerging	332	31	26	114
		CDS Argentina	986	67	16	305
		CDS Brazil	179	20	24	72
		CDS Colombia	177	17	22	68
		CDS Chile	137	10	15	57
		CDS Mexico	177	20	25	64
		CDS Peru	179	18	21	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](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。”