

# 每周观察

## 全球

马德里, 2011年11月25日

### 会有来自ECB额外的支持么?

• 市场对于欧元区债券的压力正在攀升

上周 10 年期德债的拍卖需求缺乏增加了德债不再是安全资产范畴的担忧。欧元委员会发布了对于欧元稳定债券的建议报告。尽管如此, 德国政府反对了欧元债券的提案。在引入欧元债券之前, 他们希望有更有意义的欧盟条约 (特别是在 12 月 9 日下一次欧洲会议上的提案, 包括通过更广泛的经济和财政整合甚至是成员国实际主权的放弃来达到实质联盟以确保财政纪律。在我们看来, 除了引入欧元债券, 更广泛的经济和财政整合也是需要的, 以此来让欧元债券作为安全资产获得更多认同。尽管如此欧盟条约的改变也需要时间, 因为理论上需要 27 个成员国先通过才行。与此同时, 需要有短期的行动来阻止市场的震荡。因此, 实际的联盟以及来自 IMF 和 EFSF 预防性的并具有流动性的信贷额度 (已经根据情况附加了) 这两个途径, 会是用来鼓励欧洲央行支持欧元区的良好工具。下周欧元集团和欧洲经济及财长理事会议会带来扩大 EFSF 和预防性的信贷额度的最新进展新闻。

• 美国超级议会没有达成赤字削减让对增长的担忧再起

与欧元区不同并且尽管处于下行风险, 美国上个月的 经济数据比预期强劲-10月零售数据和工业生产都显示4季度的GDP增长将会强劲。但是, 欧元区危机的再次扩大, 并扩散到核心国家, 以及美国超级议会无法达成共识都再次增加了对增长的担忧。这两个担忧的信号都暗示着增长向下的风险再次出现。一方面, 危机的蔓延风险依然上升; 另一方面, 实体收缩的冲击可能会在2012年初就冲击美国经济, 因为现在的刺激- 2%的赋税减免 (一年1100亿) 和紧急事业福利 (500亿) -可能不会在2011年12月之后继续。一旦欧元区在4季度陷入萎缩, 会让全球增长担忧进一步加剧: 软数据- 3季度末工业生产已经以更快速的情况收缩- 显示支出和投资两个方面都出现信心缺乏的经济收缩。另外, 中国的PMI初值进一步显示增长和出口可能疲软, 数据下降到了48的收缩区间。但是, 市场依然有正面信号。我们期望下周的官方PMI保持在扩张区域。

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

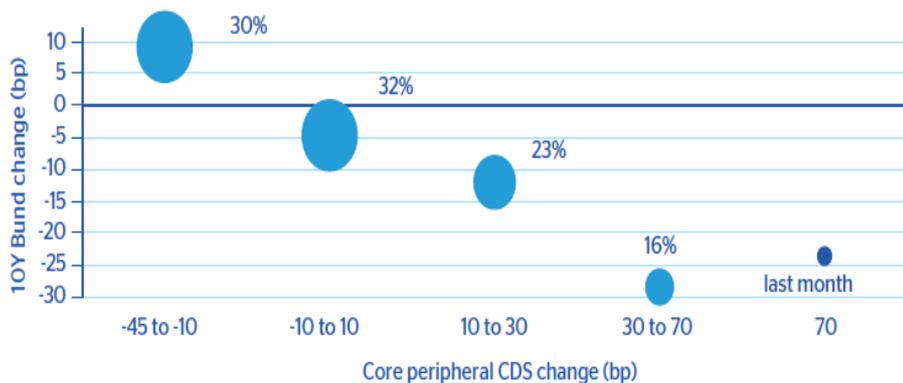
María Martínez Álvarez  
maria.martinez.alvarez@bbva.com  
+34 91 537 66 83

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

图 1  
在不同 5 年外国国家 CDS 的变化下, 10 年期债券收益率的月平均变化



来源: BBVA 研究部和 bloomberg

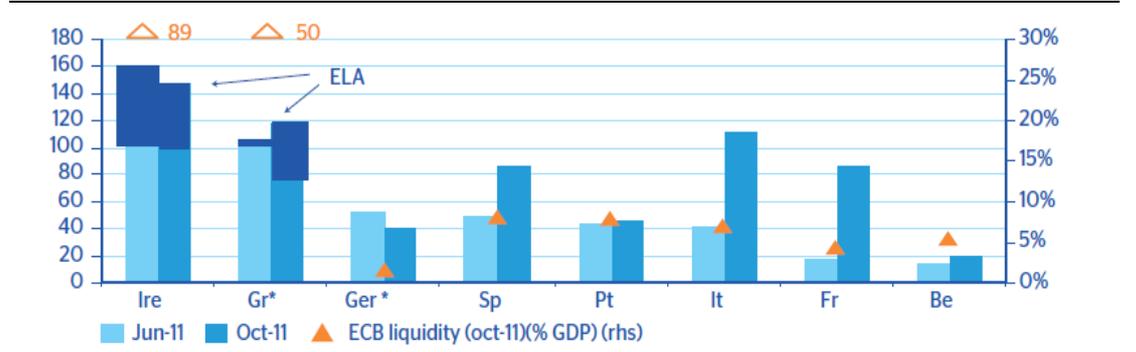
关注欧洲央行的流动性

欧洲央行的流动性供应在过去4月依然保持在较高水平。具体来讲, 欧洲央行发布的10月借款的最新数据显示他们的借款持续增加, 包括非边缘国家, 他们经历着巨大的动荡。特别的是, 意大利银行从欧洲央行的借款从9月的1047亿增加到了10月的1113亿, 远比6月的水平(410亿欧元)多。法国银行也从6月开始显著的依靠欧洲央行提供的流动性, 大约800亿欧元。

值得注意的是希腊银行从欧洲央行的借款在9月下降到了777亿欧元(10月的数据还没有公布), 从8月起下降了17%。但是这个借款被紧急流动性救助(ELA)代替, 这从8月到9月增加了200亿欧元, 显示希腊银行缺乏欧洲央行认同的抵押品。特别来讲, 在这个月, 希腊3大银行发行了大约100亿政府担保的债券, 他们可能会用来作为今年年初为希腊银行新建立300亿融资机制中的一部分。这些债券可以用来作为抵押品来担保融资, 可以通过临时流动性机制(ELA)或通过ECB, 不过这次, 很可能通过ELA, 因为根据IMF称“与项目预期相反, 欧洲央行管理机构在是否接受将这300亿欧元政府担保银行债作为合格抵押品上面还没有下决定”

在这样的情况, 这周市场揣测欧洲央行会宣布将延长其给银行的贷款年期多2年甚至3年以缓解欧洲央行面对的融资困难。我们认为还需要更多的举措来安抚银行间的流动性扭曲, 即是让抵押品更加灵活并为银行发行债券提供担保。

图2  
ECB: MROs 和 LTROs 的使用 (10 亿欧元)



来源: BBVA 研究部和央行

欧元债券: 到达实际联盟之路。开放的问题是如何鼓励高评级的国家参与到这个最具野心的选择中

欧洲委员会对稳定债券(欧元债券)发表了一个草案。不过这个草案被德国反对了, 但是不管怎样这包含了欧元债券将如何发展的重要预测。发行稳定债券的原理是发行全体国家担保的债券, 因此让高收益率的成员国享受低收益率国家的高评级信用额度。这个策略会伴随着加强的欧元区财政机制来强化该地区的财政损益, 并特别的避免道德风险(不调整财政赤字的国家依然享受稳定债券带来的有利之处)。除了加强信用额度和消除对国家的担忧, 稳定债券其他潜在的优势在于: 1. 减少市场波动, 2. 建立巨大并且同体的欧元债券市场会是一个美国国债市场的代替品, 3. 通过建立更大的安全, 流动性的资产池来帮助保证货币政策传递渠道, 4. 为银行提供更好的抵押品以及 5. 减少银行系统中的本土偏好。因此, 为了鼓励高评级的会员国参加到稳定债券的发行中, 一个可以重新分配高评级和低评级成员国融资优势的机制是需要的。

欧洲委员会欧元债券的提议基于不同国家的信贷风险分享方案有很多。第一个选项是“将国家发行全部由欧元债券代替，多国担保”，而欧元债券会担保所有国家所有的债务，而成员国不仅要对自己比例的欧元债负责也需要对无法履行义务的别国债券负责。这个方案更多的将各国风险连在一起，也有最大的道德风险。第二个方案是“部分代替国家发行，稳定债券发行获得两个或者多个担保”。这个方案被称为“蓝—红债券”。稳定债券的发行（蓝债）会帮助预先设定的融资需求水平而剩下的融资需求则会由国家债券填补（红债）。成员国需要对任何成员国的稳定债券负责（蓝债），而国家发行的债务则是由国家政府担保。这个方案中最重要的是要决定稳定债券和国家债券之间的比例（一些研究建议蓝债比例为GDP的60%），因为更低的稳定债券发行会包含较低的道德风险，但是也降低了信贷风险下降的优势。第三个方案是“部分代替国家发行不过稳定债券不是联合担保”。这个方案中，责任不是由成员国共同分担，所以并没有信贷风险从高评级国家向低评级国家的转移，尽管低评级的国家会享受稳定债券带来的高流动性，但是与此同时强化他们的财政机制是必须的以此来达到稳定债券的优势。

前两个方案需要欧盟条约的显著调整。因此，短期无法实施，尽管他们的宣布将可能会对市场有显著影响。第三个方案不需要条约的主要调整。尽管如此在现在的提案下很难看到现在市场情况的改善，除非有大规模的信用加强被包括进来。在我们看来，为了解决现在的市场争论，需要有决定性的举措，这意味着条约的大量改动。而在这段实践中，欧洲央行的支持是需要的。

# 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

#### Global FX

Chief Strategist  
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

### 利率：所以…德国在欧元区吗？

正如上周德国两年期债券拍卖之后我们所警示的那样，该国国债正在离避险资产的标准越来越远。周三的10年期债券招标进一步证明了这一点，德国未能售出其所有债券且德国中央银行认购了目标金额（60亿欧元）的39%，相对于此前招标中的20%提高了很多。德国债券吸引力的下降也可以从其相较于Eonia曲线的表现上得以反映，近日其利差有所扩大，与此前市场剧烈动荡时的表现很不同。虽然看起来债券拍卖上市场需求减少可能与利率没有吸引力有关，但事实并非如此，因为同一周的美国2年期和7年期债券招标（利率极低）的认购比率很高。事实上，上周美国10年期国债（市场仍在针对安全投资转移进行定价）和德国10年期国债的利差扩大了50个基点。即便如此，值得注意的是，目前，短期债券，特别是德国短期国债，仍是投资者最喜爱的产品之一，且和年末效应意味着其交易利率为负。

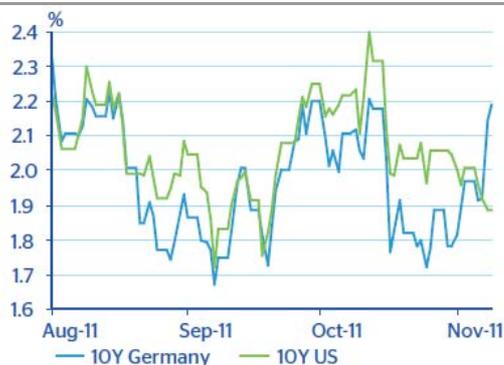
### 外汇：汇市继续等待有关EFSF的进一步细节公布

风险敏感型货币继续面临对宏观数据和全球金融形势的担忧带来的压力。周一，美国的超级议会未能就削减支出达成一致意见。虽然风险情绪受到了该消息的影响，但我们应该不会遭遇预算危机，因为已经制定好了从2013年开始实施自动削减支出高达12亿美元的B计划。此外，欧洲债券拍卖的糟糕表现以及稍显悲观的宏观数据并未帮助驱散投资者的担忧。虽然一些数据，如德国IFO调查和美国耐用品订单超过了预期，但中国和欧元区制造业的下滑却加大了全球经济表现得不确定性，市场风险情绪降低。尽管如此，有两方面的重要因素帮助制约了风险敏感型货币的下跌。首先，IMF宣布对面临流动性问题且具备偿付能力的国家的信贷额度进行预防性调整。其次，FOMC备忘录显示一些委员会成员认为有必要采取更多刺激措施，并且通过2012年一季度购买房屋抵押债券的方式进行。

### 信贷：德国也会受到影响

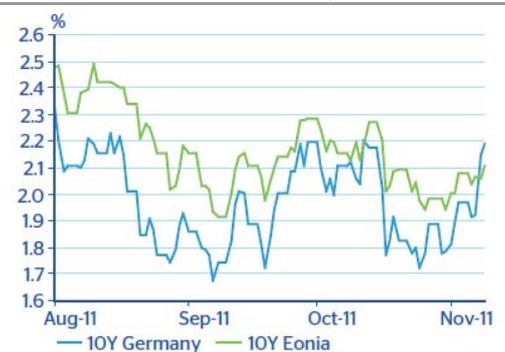
信贷市场上，由于主权债务危机迟迟没有解决办法，投资者对此感到日益不安，欧元区脆弱性对核心成员国的影响越发明显。周三，由于德国10年期债券招标表现欠佳，仅售出了60亿欧元目标发行金额中的36亿，德国5年期信用违约掉期扩大了7个基点至108个基点。要了解最近几天5年期德国信用违约掉期的上升，就要将其与英国信用违约掉期作比较，这很有意思。虽然去年德国信用违约掉期交易价比对应的英国信用违约掉期高10个基点（108个基点vs. 98）。周三，令人失望的德国债券招标也提高了西班牙和法国政府债券的收益率。由于信心受到动摇，欧洲央行再次购买意大利和西班牙债券，以支撑欧元区政府债券市场。本周截止目前综合指数已有所扩大，且多在周三达到了最高点：iTraxx主要指数209个基点，优先金融指数342个基点，主权债指数381个基点。在初级市场，市场活动仍然优先，且担保债券购买计划还没有产生期望的效果。

图4  
10年期德国和10年期美国



来源：Bloomberg 和 BBVA Research

图5  
10年期德国和10年期欧洲 Swap



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

## 欧洲：即时HICP通胀（11月，11月30日）

预测：3.0%（同比）      市场调查：3.0%      前期：3.0%

**评论：**9月份欧洲通胀因受计算方法调整的影响曾加速上升，11月份总体通胀和核心通胀都会连续第3个月保持不变，表明通胀已经筑顶。而近几个月，受计算方法调增和意大利9月中旬上调增值税的影响，通胀预测的不确定性也有所加大。我们仍然认为通胀会在12月份放缓，并在2012年一季度末期跌至欧洲央行的目标水平以下。至于核心通胀，我们预计年内会徘徊在当前水平，之后会有所放缓。**市场影响：**我们认为即时通胀不会对市场产生重大影响，因为风险较为均衡且市场的主要担心集中于债务危机未能解决对经济增长的影响上。

## 欧元区：失业率（10月，11月30日）

评论：10.3%      市场调查：10.2%      前期：10.2%

**评论：**继9月份的上升之后，我们预计10月份失业率会加速上升。此外，上个月修正后的全年数字显示4月以来失业率上升了约0.3个百分点，与此前数字显示的稳定大相径庭。近期的经济数据显示四季度经济可能小幅收缩且未来几个季度的不确定性上升也影响了企业的雇佣意愿，根据欧盟的调查结果，企业的雇佣意愿正在进一步恶化。所有这些数字进一步表明短期劳动力市场出现了进一步的恶化。**市场影响：**若结果低于预期则会加剧市场对跌入更深衰退的担忧。

## 美国：ISM制造业指数（11月，12月1日）

评论：51.0      市场调查：51.7      前期：50.8

**评论：**过去4个月ISM制造业指数一直徘徊在接近零增长的边界水平，且我们预计11月也不会有大的变动。近几个月新增订单和生产均有所增长，且价格压力的减轻表明制造商的环境更为宽松。区域联储调查表明制造业部门有一定的增长，但需求预期仍然存在很大分歧。因此，我们预计ISM指数会维持在50附近，表明制造业仅有小幅增长。**市场影响：**若制造业指标能取得突破则能减少市场对进一步向下修正GDP增长的恐慌并缓解对脆弱的海外形势的担忧。

## 美国：非农就业与失业率（11月，12月2日）

评论：11.0万，9.0%      市场调查：11.2万，9.0%      前期：8.0万，9.0%

**评论：**近几个月失业形势有所改善，但就业人数仍然是衰退前水平的一小部分。11月份首次申请失业救济的人数有所下滑，三周里首次跌到了400以下。住房市场的好转表明建筑就业有所增长，然而，制造业的雇佣情况仍然参差不齐。此外，政府就业疲弱继续拖累就业总数的表现。虽然新增就业岗位在增加，但似乎不足以使失业率显著下降。**市场影响：**虽然市场的注意力仍主要集于在欧洲，但市场也会密切关注美国的就业指标。就业的显著增长可以弱化超级议会失败的影响，其加大了市场对财政稳定的不确定性。

## 中国：PMI指数（11月，12月1日）

评论：50.1      市场调查：49.8      前期：50.4

**评论：**截至目前，GDP增速的放缓与软着陆的要求相符。然而，受外部和近期政策收紧的影响，向下风险有所上升。最新的11月私部门（Markit）PMI指数即时估计值从10月份的51.0大幅下滑到了48.0。然而，由于官方PMI指数覆盖的国内企业更多（其中很多还在增长），我们预计11月份指数仍会处于50以上的扩张区间。**市场影响：**若该指数低于预期则会加剧对经济硬着陆的担忧，加强市场对进一步政策刺激的预期，并打击对全球经济增长前景本就已经很疲弱的市场信心。

## Markets Data

		Close	Weekly change	Monthly change	Annual change		
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	052	3	9	22	
		2-yr yield	0.27	0	-1	-23	
		10-yr yield	1.95	-6	-25	-91	
	EMU	3-month Euribor rate	1.48	1	-11	45	
		2-yr yield	0.46	-1	-6	-47	
		10-yr yield	2.26	29	22	-47	
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.328	-1.7	-4.0	0.3	
		Pound-Euro	0.86	0.1	-1.4	1.0	
		Swiss Franc-Euro	1.23	-0.3	0.8	-7.0	
	America	Argentina (peso-dollar)	4.26	0.2	0.7	7.2	
		Brazil (real-dollar)	1.88	5.4	6.5	8.9	
		Colombia (peso-dollar)	1945	1.6	3.3	1.9	
		Chile (peso-dollar)	526	2.8	49	8.8	
		Mexico (peso-dollar)	1422	3.3	52	13.8	
		Peru (Nuevo soldollar)	2.71	0.3	-0.3	-3.8	
		Japan (Yen-Dollar)	77.64	0.9	2.1	-7.6	
	Asia	Korea (KRW-Dollar)	1164.29	2.2	2.7	0.0	
		Australia (AUD-Dollar)	0.975	-2.7	-5.7	1.1	
	Comm. (chg %)		Brent oil (\$/b)	107.5	0.0	-1.3	25.7
			Gold (\$/ounce)	1693.9	-1.7	-1.8	24.2
		Base metals	523.3	-0.8	-2.5	-4.6	
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	7728	-7.0	-12.5	-19.1	
		EuroStoxx 50	2109	-5.7	-9.7	-23.0	
		USA (S&P 500)	1171	-3.7	-5.7	-1.5	
	America	Argentina (Merval)	2435	-3.7	-15.5	-26.3	
		Brazil (Bovespa)	55477	-2.2	-2.9	-18.7	
		Colombia (IGBC)	12171	-3.9	-9.1	-18.4	
		Chile (IGPA)	19441	-5.1	-2.9	-15.5	
		Mexico (CPI)	35607	-1.9	-0.6	-3.5	
		Peru (General Lima)	18993	-1.3	-1.8	-8.3	
		Venezuela (IBC)	115432	0.0	8.3	74.6	
	Asia	Nikkei225	8160	-2.6	-6.7	-18.7	
		HSI	17689	-4.3	-7.2	-22.7	
	Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	207	19	33	97
Itraxx Xover			841	81	122	348	
Sovereign risk		CDS Germany	111	16	25	66	
		CDS Portugal	1105	52	-5	599	
		CDS Spain	480	24	101	157	
		CDS USA	56	5	15	---	
		CDS Emerging	347	22	50	123	
		CDS Argentina	1081	88	106	417	
		CDS Brazil	190	13	35	75	
		CDS Colombia	188	13	34	72	
		CDS Chile	150	9	31	64	
		CDS Mexico	188	13	36	71	
		CDS Peru	190	12	33	66	

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 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。”**