

全球

每周观察

马德里，9月17日

经济分析

金融情况

Sonsoles Castillos.castillo@grupobbva.com
(+34) 91 374 44 32**Marcos Dal Bianco**marcosjose.dal@grupobbva.com
+34 91 538 63 49**María Martínez Álvarez**maria.martinez.alvarez@grupobbva.com
+34 91 537 66 83**Ignacio González-Panizo**ignacio.gonzalez-panizo@grupobbva.com
+34 91 538 63 50**Victoria de Zuriarrain**Victoria.zuriarrain@grupobbva.com
+34 91 537 7584

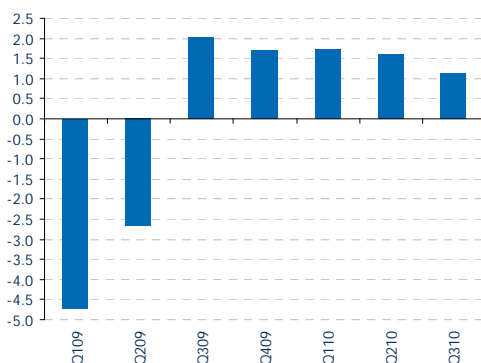
聚焦FOMC...

意料之外的宏观经济数据缺位将市场关注的焦点全部转移到了FOMC下周的会议上。尽管市场对二轮量化宽松政策的猜测越来越多，但我们认为当前不会有任何重大的政策变化，这主要是由于继之前一系列的不利消息之后市场上一直没有其他有重大影响的负面消息存在。这样一来，美联储可能会等到下次将于11月举行的为期两天的货币政策会议，也就是公布GDP增长、失业率以及通胀预测的时候，再来考虑货币政策的调整。美国的经济数据继续显示三季度经济呈现稳定放缓的趋势，其中失业率有所下降，但仍居于高位；制造业增速较二季度出现明显放缓。欧洲本周数据则显示，尽管出口增长在亚洲经济体的支持下依然保持强劲，但未来几个月可能放缓。

... 欧洲债券市场开始显现分化迹象

与诸多预期相反，虽然当前状况仍是担忧的原因之一，欧洲债券市场却开始显现出市场分化的迹象，西班牙与意大利的表现某种程度上好于其众多同侪，尤其是继上次主权债券招标较其“近邻”取得了更为积极的成果之后更是如此。这一趋势是否可持续取决于市场的看法而非实际情况，因此并不能完全排除再次出现财政压力的可能性。

图1 美国：工业生产指数（制造业，3个月移动平均%，经季节调整）



来源：Datastream 以及 BBVA Research

图2 美国：首次失业申请（4个月移动平均，千人）



来源：BLS 以及 BBVA Research

要点

希腊：在路上

最近几周关于希腊的新闻不断。虽然传言银行部门离正常化仍有很大距离，但本周从伦敦开始的路演中来自IMF，EC与欧洲央行官员的支持却令人印象深刻，暗示事情已逐渐走上正轨，将会尽一切努力避免违约。

FOMC成为关注焦点

FOMC成员将于下周再次会面。尽管市场上存在关于美联储是否会宣布二轮量化宽松政策（QE2）或调整其超额存款准备金支付利率政策的诸多猜测，我们预计，至少在下次为期两天的会议前美联储不会对货币政策作出调整，该会议定于11月举行，其间将发布对GDP增长、失业以及通胀的预测数据。

市场

市场分析

Nicolás Trillo
nicolas.trillo@grupobbva.com
+34 91 537 84 95

Joaquín García Huerga
jghuerga@grupobbva.com
+34 91 374 68 30

Aurora Galán
aurora.galan@grupobbva.com
+34 91 537 78 41

密切关注各国央行

过去几周，市场越来越重视央行发布的消息，并将其转化为实际的市场驱动力。另一方面，日本央行和日本财政部采取了阻止日元升值的行动，而另一边，市场则正期待美联储将非常规措施延期。

日元会继续保持强劲，而美元继续走弱？

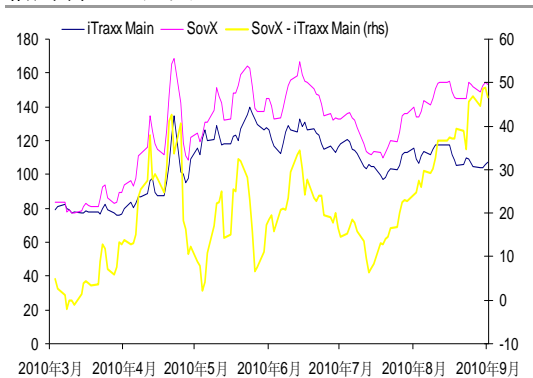
从日元的角度看，虽然风险溢价仍维持在高位，但股票收益有限且 OECD 国家利率正接近其范围的下限，日元可能会继续升值，并脱离其经济的基本面。

同时，如果美联储在中期继续保持宽松积极的政策姿态，且实行此政策并不需要投入额外的大规模刺激经济预算，这将使我们更加坚信利率不太可能像在 8 月份那样回归低位（2.40% 10 年期国债）。总而言之，利率的上涨可能大大放缓且上涨幅度有限。这样一来，美元将找到更多令人信服的理由止跌。

公司债券与政府债券分化扩大

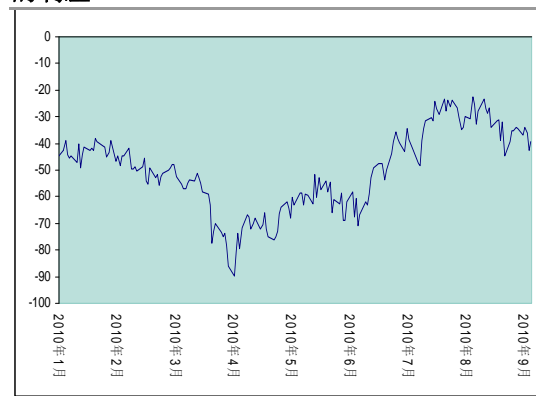
信贷市场继 9 月初回暖之后，受投资者获利了结及做空等因素影响，本周有所放缓。关于这一点，我们要强调，SovX（152 点）与 iTraxx Main（106 点）相比，表现越来越差。市场对葡萄牙 12 月期国债招标（周三）表现不温不火，且爱尔兰国债表现出向下势头（标准普尔将盎格鲁-爱尔兰银行的评级下调到了 BBB+），此后，利差在本周达到了创下新高（50 个基点）。在这种对欧洲二线国家信贷市场不利的情形下，我们注意到了当前投资者似乎正在对葡萄牙、爱尔兰和西班牙、意大利市场加以区分（本周 SovX 走弱是受前者驱使）。事实上，我们已经在本周葡萄牙与西班牙债券招标所取得的不同成功中找到了这一点的证据。对葡萄牙而言，政府支付的平均利率大大高于其前几次招标的利率（3.369% vs. 2.756%），而其认购比例仅为 1.6 倍，月初则为 2.1 倍。相反，昨天西班牙 10 年期与 30 年期的债券招标则很明显取得了成功。西班牙国债包括 27 亿欧元 10 年期债券，平均收益率为 4.144%（而 6 月份为 4.864%），认购比例达 2.32 倍（6 月份为 1.89 倍）。30 年期债券总额 12.8 亿欧元，平均收益率 5.077%（前一期为 5.908%），认购比例为 2.1 倍。

图 3
信用利差（基点）



来源：彭博以及 Markit

图 4
10 年期爱尔兰政府债券及其与德国政府债券的利差



来源：彭博

要点

经济分析

欧洲

Miguel Jiménez
mjimenez@grupobbva.com
+34 91 537 37 76

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

金融环境

Marcos Dal Bianco
Marcosjose.dal@grupobbva.com
+34 91 538 63 49

Ignacio González-Panizo
ignacio.gonzalez-panizo@grupobbva.com
+34 91 538 63 50

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

金融系统

Ana Rubio González
arubiog@grupobbva.com
+34 91 534 33 42

Marta García Tuñón
marta.garcia.tunon@grupobbva.com
+34 91 534 67 61

希腊：在路上

由于9月初欧盟财政经济理事会（Ecofin）通过了向希腊提供第二批总额为90亿欧元的援助计划（可用总额为1100亿欧元），最近几周关于希腊的新闻不断，而希腊财政部长也于周三在伦敦开始了路演以使投资者确信希腊已经走上正轨。利差仍然很大，并因希腊银行的流动性问题变得更为复杂。希腊银行系统的存款正逐渐流失且是欧元区对欧洲央行依赖度最大的国家，也尚未看到有近期已在其他国家观察到的好转的迹象。报纸上涌现出许多关于希腊能够避免债务重组可能性的评论，虽然多数人认为这是不可避免的，然而，路演中来自IMF，EC与欧洲央行官员的支持言论则令人印象深刻，暗示将尽一切努力避免违约的发生。好消息是，即便是在超额完成今年巨额财政整顿目标的情况下，财政计划仍得到了正常执行。虽然收入比计划滞后且增长低于预期，支出的削减幅度却大于原计划，或将超过2010年-8.1%的赤字目标。而IMF和EC还在其第二批援助计划前的夏季回顾中警告说医院，地方政府以及部分公共企业的财务存在不确定性，缺少收入也将导致一定的不确定性。另一个好消息来自体制改革，部分改革被提前了（养老金改革较为显著，雄心勃勃且设定了比许多欧盟国家都要严格的规定），但余下的或者说还处于起草阶段的改革方案恰恰是那些与潜在增长关联性更大的：劳动改革以及许多行业的开放政策。尽管现阶段工资增长乏力，因增值税上调导致物价上涨使得通胀一路走高，要解决希腊的竞争问题仍须将价格回调至适度范围。因此，供给方的改革成为经济复苏的关键。经济增长方面，GDP仍然呈现负增长，当前经济指标表明经济增长虽已趋于稳定，但仍处于负增长状态——IMF与EC保持其对希腊今年GDP下滑4%，2011年下滑2.5%的预期。经济复苏的不确定性及其目前所达到的可持续增长，以及即便计划成功债务也将接近GDP的150%这一事实将成为市场担忧的主要问题。

FOMC 成为关注焦点

FOMC成员将于下周再次会晤。尽管市场上存在关于美联储是否会宣布二轮量化宽松政策（QE2）或调整其超额存款准备金支付利率政策的诸多猜测，我们预计，至少在下次为期两天的会议前美联储不会对货币政策作出调整，该会议定于11月举行，其间将发布对GDP增长、失业以及通胀的预测数据。正如伯南克曾多次强调过的，美联储关心的主要问题是金融的稳定性，通胀和经济复苏。美联储会在采取新的行动前进行成本收益的分析，而FOMC成员近期的声明也表明当前没有必要进行政策调整。尽管经济复苏进行得比美联储预计的要慢，但金融稳定似乎很稳健而通胀也尚在掌控之中。我们预计，除非金融稳定遭遇了可能不利于经济复苏的重大威胁且有重大而明显的通货紧缩迹象，否则美联储将会继续执行其当前的货币政策。

之前的会议备忘录以及上个月伯南克在Jackson Hole的讲话反映出美联储想要就其国债购买计划的目的进行准确的沟通。美联储希望确保市场将资产负债表的恒定不变解读为美联储保持中立的一种方式，而非释放重启量化宽松政策的信号。此外，我们预计美联储按照伯南克近期的说法下调超额存款准备金的利率。自其在Jackson Hole的讲话以后，经济数据在某种程度上高于预期，但经济疲软仍然是拖累物价的因素之一。因此，没有理由相信美联储会在下周宣布政策调整。

尽管近期的通胀数据呈现出放缓趋势，考虑到通胀预期已相对固定的事实，通胀预期和实际通胀均保持在与物价稳定相一致的范围内，就当前的信息改变货币政策，造成的损失可能大于收益。核心消费者物价，即去除波动性较大的能源和食品价格后的物价，8月份保持不变，自4月份以来12月期通胀为0.9%。尽管短期内存在通货紧缩的风险，但发生的几率仍然很小。美联储正密切关注通胀的变动情况，我们相信FOMC成员也不认为会发生通货紧缩。然而，如果未来几个月通胀出现负增长，那么我们预计美联储可能会做出一些政策调整，但现在做出推断仍为时尚早。因此，我们相信2010年通胀可能维持低位但保持正增长。同时，我们还相信美联储将继续保持谨慎，且将延迟加息至少至2011年三季度，这将保证利率在更长的时期内处于低位。

日程表：核心指标

经济分析

欧洲

Miguel Jiménez
mjimenez@grupobbva.com
+34 91 537 37 76

Agustín García Serrador
agustin.garcia@grupobbva.com
+34 91 374 7938

美国

Hakan Danis
hakan.danis@bbvacompass.com
+1 713 843 5382

亚洲

Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk
+852 2582 3218

墨西哥

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com
+52 5556214143

新兴市场

Enestor Dos Santos
enestor.dossantos@grupobbva.com
+34 91 537 68 87

美国: FOMC 会议 (9月21日)

预测: 0.25% 市场调查: 0.25% 前期: 0.25%

我们预计中期内美联储将继续其低利率政策。预计联邦基金利率将维持在0.25%并保持美联储不会在2011年三季度前加息的预期。正如现任美联储主席伯南克在上月在Jackson Hole的讲话中所说的, 美联储已做好准备在经济前景急剧恶化时采取一切可能的行动以支持经济发展。但他也表明, 当前并不存在需要这么做的重大风险。自其讲话以来, 经济指标都高于此前预期, 因此, 尽管市场上还有对于重启量化宽松政策可能性和必要性的争论, 我们预计在本周的FOMC会议中, 美联储不会在本周的FOMC会议中对当前的货币政策作出调整。市场影响: 如果美联储宣布重启量化宽松政策, 市场将对此猝不及防, 且如果, 例如, 美联储决定大规模增持国债, 这将使长期利率进一步走低。

美国: 耐用品订单 (8月, 9月24日)

预测: -1.5% m/m 市场调查: -0.9% m/m 前期: 0.4% m/m

预计耐用品订单继7月份上涨0.4%后会在8月份有所下滑, 这主要是因为7月份的上漲源自非军用飞机与主要用于民用航空器的零部件订单的增加。市场将密切关注这一指标以从中获得关于复苏速度的相关信息。尽管其增速似乎在逐渐放缓, 但过去12个月里耐用品订单已累计增长了9.3%。市场影响: 若耐用品订单出现正增长则表明经济增长高于预期, 并将表明未来数月工业产值高于预期。

欧元区: 工业新增订单 (7月, 9月22日)

预测: -0.3% m/m; 市场调查: -1.4% m/m; 前期: 2.5% m/m

评论: 预计工业新增订单继5-6月的大幅增长之后会在7月份有小幅下滑, 这意味着订单在二季度出现了强劲增长, 较上季度增长约8%。但是, 由于其极大的不稳定性, 不排除新增订单会出现更大幅度的下滑。来自对经理调查的软数据也表明新增订单量出现下滑, 尤其是来自海外的订单量。总的说来, 这些数据仍表明继二季度达到周期性顶点后, 工业的复苏正在放缓。市场影响: 虽然考虑到其近期的波动性, 小幅偏离不太可能会对市场造成重大影响, 但若出现大幅下跌将引起市场对于工业部门扩张路径的担忧。

欧元区: 即时综合PMI (9月, 9月23日)

预测: 55.5; 市场调查: 55.7; 前期: 56.2

评论: 继前几个月徘徊在56.5左右之后, 我们预计9月份综合PMI会再次下跌, 比4月份的周期性高点低一点点。总的说来, 三季度平均综合PMI应略低于二季度, 表明这个季度欧元区经济正在放缓, 但放缓速度不是很快。综合PMI的下跌应该能反映出制造业信心的进一步恶化, 而服务业信心指数将保持乐观。市场影响: 一个月的下跌值不太可能高于预期, 但无疑将被认为是今年下半年经济前景快速恶化的信号。

台湾: 出口订单 (8月, 9月20日)

预期: 19.5% y/y; 市场调查: 21.3% y/y; 前期: 18.2% y/y

评论: 8月份出口订单, 未来三个月出口的先行指标, 可能会因预期的下半年外部需求的走软而进一步放缓。然而, 由于基数效应, 其较上年同期的增长率可能比上个月略高。市场影响: 若大大低于预期, 则可能引起市场对世界经济健康运行以及该地区出口依赖型经济体前景的再次担忧。

Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.29	0	-8	-1
		2-yr yield	0.58	7	4	-33
		10-yr yield	2.80	10	6	-55
	EMU	3-month Euribor rate	0.88	-1	-2	11
		2-yr yield	0.72	8	6	-48
		10-yr yield	2.38	3	-4	-85
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.271	-1.3	-1.1	-12.8
		Pound-Euro	0.83	-1.0	0.2	-5.5
		Swiss Franc-Euro	1.30	-0.8	-3.6	-14.0
	America	Argentina (peso-dollar)	3.95	0.0	0.3	2.4
		Brazil (real-dollar)	1.72	-0.4	-2.9	-5.4
		Colombia (peso-dollar)	1801	-0.4	-0.7	-9.6
		Chile (peso-dollar)	495	-0.2	-2.7	-10.2
		Mexico (peso-dollar)	12.96	0.1	2.0	-3.1
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.79	-0.2	-0.5	-4.6
		Japan (Yen-Dollar)	84.23	-0.2	-2.0	-6.9
	Asia	Korea (KRW-Dollar)	1163.90	-0.7	-1.9	-4.7
		Australia (AUD-Dollar)	0.926	1.1	3.3	7.3
	Comm. (chg %)		Brent oil (\$/b)	77.7	1.3	2.8
		Gold (\$/ounce)	1246.6	0.0	2.7	24.0
		Base metals	511.9	0.4	3.1	11.7
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	10706	1.0	3.5	-6.5
		EuroStoxx 50	2780	1.2	2.2	-1.8
		USA (S&P 500)	1109	0.4	2.4	6.4
	America	Argentina (Merval)	2435	0.5	2.9	28.2
		Brazil (Bovespa)	66714	0.1	1.1	14.3
		Colombia (IGBC)	14398	2.4	9.1	36.8
		Chile (IGPA)	22069	1.8	7.6	43.8
		Mexico (CPI)	32466	-0.4	1.3	10.2
		Peru (General Lima)	15850	1.8	7.0	9.2
		Venezuela (IBC)	65271	0.4	1.1	25.2
	Asia	Nikkei225	9239	1.4	0.3	-11.5
HSI		21257	1.4	0.7	0.5	
Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	107	1	-7	21
		Itraxx Xover	482	2	-29	-81
	Sovereign risk	CDS Germany	40	4	-4	19
		CDS Portugal	327	29	55	273
		CDS Spain	234	12	20	168
		CDS USA	47	2	-1	---
		CDS Emerging	252	16	26	-50
		CDS Argentina	888	35	59	-568
		CDS Brazil	126	7	8	2
		CDS Colombia	131	8	11	-23
		CDS Chile	77	2	-6	1
		CDS Mexico	141	8	25	-16
		CDS Peru	126	18	18	-6

Source: Bloomberg, Datastream and JP Morgan

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。”