

全球

每周观察

马德里，10月8日

日本央行加大量化宽松力度

经济分析

金融情况

Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com
(+34) 91 374 44 32

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

Javier Amador
javier.amador@bbva.bancomer.com
+52 56 21 7718

Cristina Varela Donoso
cvarela@grupobbva.com
+34 91 537 7825

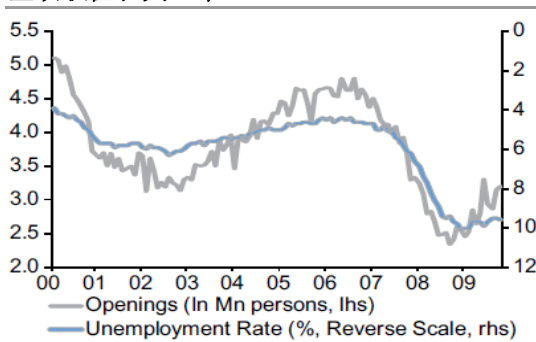
Victoria de Zuriarrain
victoria.zuriarrain@grupobbva.com
+34 91 537 75 84

本周许多发达国家央行都出台了新的政策措施，而美联储也表示将在11月的政策会议中为二次量化宽松做准备。本周，日本意外宣布购买了597亿美元的资产并降低了参考汇率。另一方面，英格兰银行将利率和资产购买计划维持在之前的水平没有变化，欧洲央行虽未能改善平均流动性的状况，却对汇率变动表现出不满情绪：欧元兑美元正逼近1.40，上个月累计实际升值幅度不小。显然，本周末在华盛顿举行的会议上将会上演在外汇问题上的激烈争论，同时，向新兴经济体施压使其允许本币反应该国经济基本面也很重要。

...美联储将在11月采取行动

下周，我们将获得美联储下步行动的更多线索：10月12号将会发布FOMC 9月份会议备忘录，15号，伯南克将在芝加哥联储发表讲话。尽管我们本周观察到的美国经济数据，如：商品房销售指数，ISM非制造业指数等，表现都高于预期，但这还不足以消除当前美国经济的放缓趋势。此外，今天发布的就业数据也未能改变我们对美国就业市场疲软、未来复苏进程放缓的看法。但还是释放出了一些积极信号，这份报告，也即下次FOMC会议前的最后一份就业报告，赞成美联储的观点并认为可能需要对经济采取进一步的刺激措施。我们认为美联储将在11月决定逐步开启二次量化宽松的大门，为资产购买的调控提供流动性。

图1
空缺职位和失业率



来源：BLS 以及 BBVA Research

图2
欧洲美元：当天变化（\$/€，每5分钟）



来源：Bloomberg 以及 BBVA Research

要点

欧元升值对欧元区GDP的影响

欧元的快速升值引发了一些其对欧元区经济增长影响的质疑。理论上讲，其最大的影响将在第二年显现。

欧洲金融稳定机构

欧洲金融稳定机构（EFSF）稳定基金达4400亿欧元的，但信用增级限制了该数额的进一步增加。

新兴市场准备在货币战中发力

美国进行量化宽松显然会加速新兴市场的资本流入，使得这些国家不得不加大力度应对这场“货币战争”。

市场

市场分析

欧洲宏观策略

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

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

欧元汇率

Pablo Zaragoza
pzaragoza@grupobbva.com
+34 91 374 38 64

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

二次量化宽松对不同资产的影响

美国即将实施的量化宽松措施会对以下几点产生直接影响：1) 利率（会有更大的下降空间，尤其是在美国），2) 汇率（扩大美元在全球范围内贬值的空间，进一步推动欧元升值），3) 信贷（投资者会寻找更富吸引力的资产，主要集中于公司），4) 股票（将受到全球流动性增加的坚定支撑）。二次量化宽松可能会带来以上的一系列影响，但其强度，期限和实施方式尚不确定。

收益率降低和近期货币走势持续的空间

资本可能在资产间出现新的流动，意味着夏季的低点（10年期国债收益率2.40%）将被击穿，我们可以预见收益率有进一步向下的趋势。但不管怎样，收益率将不会出现大的波动，因为市场在定价时已考虑到了这种情况。这也会对欧元利率产生明显影响，但由于欧洲央行态度更趋强硬，对其影响应该会更有限。

货币方面，美元依然存在全球范围内继续贬值的可能性。由于欧洲央行近期采取类似行动的可能性不大，这可能支撑欧元兑美元升值，同时也在全球范围内对其他货币走强。最后，由于任何旨在遏制新兴经济体货币兑美元升值的措施都收效不大，这些国家的货币将维持对美元的升值趋势。

证券市场：表现取决于货币与公司收益

虽然可能也并非如此，S&P 500的表现也并非那么好。它看似表现不错，突破了我们已经谈论数周的1,150点阻力位，再次肯定了对证券市场今年余下行情的乐观预期。即便如此，我们要强调的是，美国证券市场的增长正越来越多地受益于美元的贬值。事实上，如果我们换算成欧元来看看证券市场的收益，自9月1日以来（此时美元开始对其他货币大幅贬值）美国股市指数下跌了1.3%，而EuroStoxx 50则上涨了2.4%，Ibex 35上涨了1.5%。

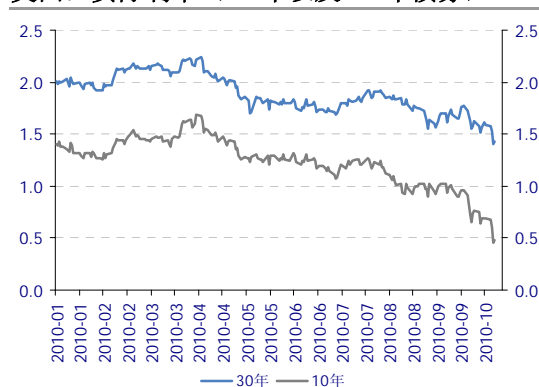
未来，在这变动的背后，当前货币“战争”可能对2011年的股市带来不可预见的后果。欧洲企业中有35%暴露于非欧元国家，由拇指法则我们可以推测出欧元每升值10%就会给+11.7%的初期预测带来-3.5%的影响。

图3
欧元兑美元：有效汇率（EER）



来源：彭博

图4
美国：实际利率（10年以及30年债券）



来源：彭博

要点

经济分析

金融环境

Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com
+34 91 374 44 32

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

Cristina Varela Donoso
cvarela@grupobbva.com
+34 91 537 7825

新兴市场跨国分析

Daniel Navia
daniel.navia@grupobbva.com

欧元升值对欧元区 GDP 的影响

自9月中旬以来欧元对各主要货币一直保持升值趋势。因此，欧元实际有效汇率仅一月内就上涨了6%。这引起了欧元升值对欧洲经济增长影响的担忧，市场尤其担忧如果这一趋势巩固以后对欧元区经济增长的影响。据我们估计，欧元有效汇率每增长5%，未来12个月欧元区GDP将下降0.2%，第二年将下降0.5%。虽然这还只是理论上的结果，但却为我们大致描绘出了欧元持续升值所带来的最终后果。可以说这是最低程度的影响，尤其是在考虑其他因素时更是如此，这些因素有，如欧洲央行行长在近几次新闻发布会上更大的波动或无序变动，以及非线性影响。

欧洲金融稳定机构

欧洲金融稳定机构（EFSF）能够为陷于困境的欧元区国家提供临时金融救助。为达成这一目标，EFSF可在市场上发行债券或其他债务票据以筹集所需资金为困境中的国家提供贷款。这些发行以欧元区成员国总额达4400亿欧元的担保金额作为支撑。担保总额可能因一些因素（即，其中一个保证人需要从EFSF取得稳定性支持贷款或，最终，国家资信评级被下调）的不同而不同。这意味着，如果从担保总额中扣除希腊和两个正在危难中寻求帮助的国家的担保金额后，担保总额将降低至4095亿欧元。通过信用升级，EFSF获得了三A评级：120%的超额担保，预先的现金储备和一笔贷款专用缓冲资金。但是，为了维持这一三A评级，贷出金额可等于可用的三A担保金额的120%。因此，可贷金额将减少为2550亿欧元。此外还须扣除额外缓冲资金。EFSF债券有望抵押给欧洲央行。贷款可能包括以下几方面：1）本金0.5%的服务费；2）利息净现值：3年期贷款为300个基准点，每增加1年再加100个基准点；3）专用现金缓冲。这三笔资金将从汇给借款国的金额中扣除，但不会减少贷款的本金金额。由于有上面提到的担保，本金支付的利率较低。但据EFSF透露，诸多因素中还有更多可能导致当前制度变化的其他因素…

新兴市场准备在货币战中发力

美国实行量化宽松将明显加速资本流入新兴市场，这使得新兴经济体不得不加大力度应对这场“货币战争”。巴西本周正式了其在这个问题上的强势立场，上调了金融交易税并且放宽了购买美元的限制。未来，这些国家还有一系列的政策选择。第一条防线即加大外汇的购入，但这对对冲空间有限的国家而言可能较为困难。越来越多的国家正考虑进行资本管制或（通过征税）降低资本流入速度。此外，在一些信贷增长强劲的国家，当局也可以对贷款实行并非只针对国外投资者的宏观审慎的限制。在拉丁美洲，智利和哥伦比亚眼下可能会加大外汇干预力度，而巴西和秘鲁可能会（进一步）实行资本管制，也可能出台额外的宏观审慎政策（如上调储备系数）。在亚洲，当前更倾向于维持资本账户的开放，预计近期不会有相关措施出台。至于这些措施成功的几率，经验表明局部控制可能会在短期内奏效，但其影响会随着时间的流逝逐步消失。因此，倘若发达国家流动性注入量大且持续时间很长，将很难遏制其对新兴市场的影响。

日程表：核心指标

经济分析

欧洲

Elvira Prades
elvira.prades@grupobbva.com
+34 91 537 79 36

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

美国

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

墨西哥

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

亚洲

Bingje Hu
bingje.hu@bbva.com.hk
+852 2582 3117

新兴市场

Miriam Montañez
miriam.montanez@grupobbva.com
+56 2 679 1354

欧元区: IPI (8月, 10月13日)

预测: **0.3% m/m**; 市场调查: **0.7% m/m**; 前期: **0.1% m/m**

评论: 我们预计该指标会在8月份出现小幅增长。EC对工业经理信心指数的调查结果表明目前市场上看法不一（工业经理信心指数的回升速度在放缓），PMI指数也呈缓慢下滑态势，二者都表明来自国外的工业品订单有所减少。总的说来，三季度这两个月的工业产值在二季度的基础上有所增长，增幅约0.5%，而二季度较一季度增幅为2.5%，这证实了工业部门复苏放缓的说法。**市场影响:** 若该指标在8月份出现下跌可能会引起市场对经济增长突然放缓的担忧。

欧元区: 出口 (8月, 10月15日)

预测: **-1.3% m/m**; 市场调查: **n.d.**; 前期: **-0.6% m/m**

评论: 7月份欧元区出口出现了小幅消化，由于近几个月出口订单有所减少，预计8月份出口会进一步下滑。此外，对贸易的预期的调查显示未来几个月出口增长或将放缓或出现小幅下滑，与对美国经济复苏的疑虑和部分亚洲国家经济增速的放缓相符。总的说来，7-8月出口水平仍处于在3%左右的水平，高于二季度和危机前的数据。另一方面，7月份进口也出现了下滑，下滑幅度高于出口，并可能受私人消费疲软和补充存货的生产活动与工业部门复苏的减弱而继续下滑。**市场影响:** 若该数据为负可能会导致对主要经济复苏驱动力的担忧并由此带来相关的市场影响。

FOMC会议备忘 (9月21日, 周二 东部时间 14:00)

FOMC 9月21日的声明表明美联储对经济前景的看法发生了重大变化。美联储承认经济增长低于预期，紧缩风险加大并敞开了考虑二次量化宽松（QE2）的大门。因此，该会议备忘有助于我们了解会议细节并预测美联储11月2-3日会议上可能做出的政策调整。**市场影响:** 该声明与近期地区联储主席们和美联储官员的讲话表明美联储正在为11月的二次量化宽松做准备。任何对政策调整的明显暗示都将给市场带来一定影响。

CPI, 核心CPI (9月, 周五 东部时间08:30)

预测: **0.2%, 0.1%** 市场调查: **0.2%, 0.1%** 前期: **0.3%, 0.1%**

预计消费者价格会维持低位，与我们的基准预测一致。上个月广义CPI经季节调整后增长了0.3%（较去年同期增长了1.2%）。8月份能源价格上涨2.3%，是总体通胀的主要驱动力。我们预计9月份总体通胀和核心通胀将分别小幅上涨0.2%和0.1%。这一预测意味着12个月的核心通胀将在过去6个月里稳定在0.9%的水平。**市场影响:** 消费者价格指数若出现下跌将给市场带来负面影响，使通缩的可能性增加，并因此加大实施二次量化宽松的几率。

中国房价 (9月, 10月 11-15日)

预测: **9.3 % y/y** 市场调查: **8.8% y/y** 前期: **9.3% y/y**

评论: 继4月份增幅达到顶点（较去年同期增长12.8%）后，房价已连续4个月较去年同期有所放缓，环比变化不大。尽管早前由于房地产增长有加速的苗头，政府出台了防止价格泡沫的措施，预计9月份房价不会下跌。中国政府在9月末加大了紧缩力度以减少抵押贷款。 **市场影响:** 若高于预期，尤其是考虑到近期发布的PMI和其他经济指标高于预期，可能引发市场对出台进一步紧缩措施（包括加息）的担忧。

Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.29	0	0	0
		2-yr yield	0.34	-7	-22	-62
		10-yr yield	2.36	-15	-40	-102
	EMU	3-month Euribor rate	0.97	3	9	23
		2-yr yield	0.81	-4	11	-56
		10-yr yield	2.28	0	-5	-92
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.392	1.3	9.6	-5.3
		Pound-Euro	0.87	0.6	6.2	-5.7
		Swiss Franc-Euro	1.34	-0.2	3.8	-11.8
	America	Argentina (peso-dollar)	3.96	-0.1	0.3	3.3
		Brazil (real-dollar)	1.68	0.0	-2.4	-3.3
		Colombia (peso-dollar)	1787	-0.5	-1.0	-3.7
		Chile (peso-dollar)	484	0.7	-2.3	-12.7
		Mexico (peso-dollar)	12.52	-0.4	-4.0	-5.8
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.79	0.0	-0.1	-2.6
	Asia	Japan (Yen-Dollar)	81.88	-1.8	-2.3	-8.8
		Korea (KRW-Dollar)	1118.13	-0.7	-4.0	-4.4
		Australia (AUD-Dollar)	0.981	1.1	6.2	8.6
Comm. (chg %)		Brent oil (\$/b)	83.1	-0.8	7.3	18.7
		Gold (\$/ounce)	1340.3	1.6	7.8	27.7
		Base metals	531.9	0.5	3.9	23.7
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	10674	2.1	-0.4	-9.1
		EuroStoxx 50	2777	1.6	-0.2	-3.7
		USA (S&P 500)	1160	1.2	5.1	8.3
	America	Argentina (Merval)	2641	-0.4	8.7	21.8
		Brazil (Bovespa)	70064	-0.2	5.2	9.4
		Colombia (IGBC)	15060	2.5	4.8	34.7
		Chile (IGPA)	22006	-1.7	-0.1	35.6
		Mexico (CPI)	34258	1.3	5.3	14.0
		Peru (General Lima)	18855	3.8	19.1	21.9
	Asia	Venezuela (IBC)	66325	-0.4	1.6	27.4
		Nikkei225	9589	2.0	5.4	-4.3
		HSI	22944	2.6	8.4	6.7
Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	103	-5	-3	13
		Itraxx Xover	476	-28	-6	-94
	Sovereign risk	CDS Germany	38	0	-2	18
		CDS Portugal	403	5	75	352
		CDS Spain	228	1	-6	161
		CDS USA	46	1	-1	---
		CDS Emerging	202	-18	-50	-49
		CDS Argentina	720	-19	-168	-242
		CDS Brazil	104	-9	-22	-10
		CDS Colombia	104	-10	-27	-37
		CDS Chile	77	2	-6	1
		CDS Mexico	109	-9	-32	-35
		CDS Peru	108	-9	-18	-14

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，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。”