

# 全球 每周观察

马德里, 10月15日

## 市场尚未就汇率达成一致...

### 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

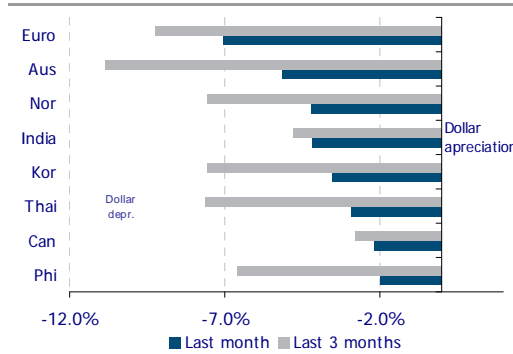
**Victoria de Zuriarrain**  
victoria.zuriarrain@grupobbva.com  
+34 91 537 75 84

不同货币政策继续影响货币市场走势。一个明显的例子便是，FMOG备忘录透露了在尽快加大资产购买这一决定上的高度一致。伯南克今天的讲话暗示了美联储已准备好进行新一轮的宽松政策，并会在短期内容忍这种政策的潜在成本和风险。另一方面，一些欧洲央行成员（鹰派）的在公开声明中评论称某些非常规流动性措施未达预期效果，加之欧洲央行本周出台了限制部分金融机构获得欧洲央行提供的流动性的新规定，表明欧洲货币当局对逐步退出非常规措施仍存在分歧。此外，IMF会议期间各方力量不会就货币问题达成一致意见，因此，除非有新的相关事件发生或者当前情况急剧恶化，这种情况可能短期内不会改变；随着美元的疲软，欧元会继续走强，新兴国家可能会采取进一步干预措施以阻止本币继续升值。

### ...新兴市场仍对货币升值压力表示担忧

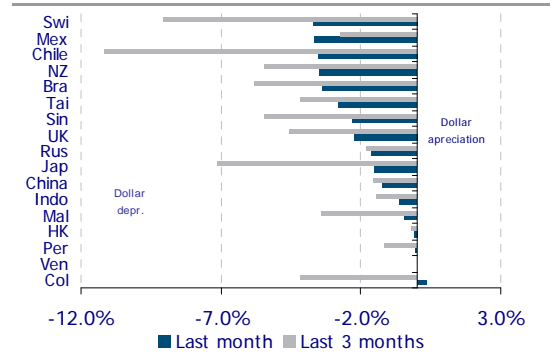
新兴市场仍对由全球范围内风险厌恶下降和美国实行量化宽松政策引起的货币大幅升值表示担忧。在这种背景下，对货币市场的干预蔓延到了新兴市场。显然，亚洲国家正在对货币市场进行积极干预，泰国本周更是上调了对投资于政府债券的外国资金征收的预扣税。在拉丁美洲，巴西政府本月将金融交易税税率从2%上调至了4%。如果新兴市场国家货币的升值压力持续，未来几个月里政府干预将继续增加。下周中国将发布三季度GDP。欧元区德国也将公布10月份PMI和IFO（慕尼黑经济研究所）商业预测报告。此外，美国即将公布的褐皮书也将显示美国经济增长正处于减速趋势。

图1  
兑美元汇率变化：发达国家 (%)



来源: Datastream 以及 BBVA Research

图2  
兑美元汇率变化：新兴市场 (%)



来源: Datastream 以及 BBVA Research

## 要点

### 美联储的策略

美联储成员似乎已决定执行一项新的资产购入计划，主要用于购买国债。此举的目的在于操纵期限结构直到流动性陷阱的威胁解除。

### 中国：信贷增长过快导致再次上调法定存款准备金率

据报道，中国人民银行在过去的这周里将6家主要商业银行未来两个月的法定存款准备金率临时上调了50个基点。这是自去年5月以来央行首次上调法定存款准备金率，导致大型商业银行法定存款准备金率达到17.5%。

# 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

## 全球流动性充裕预期抑制各资产估值上涨

在股票（自10月初以来已上涨4%）、商品价格（原油价格已突破85美元/桶），甚至信贷市场上涨的同时，各资产长期利率却未上涨，而是在其区间下限附近保持稳定（美国10年期政府债券利率非常接近2.40%，欧元10年期债券利率接近2.30%）。若对这些利率进行更加细致的分析可能更能表明他们注定将维持当前趋势。在美国的这个例子中，实际利率继续屡创新低（当前水平低于0.40%），而默认的价格预期却已上升至2%的区间（15天上涨了40个基点）。

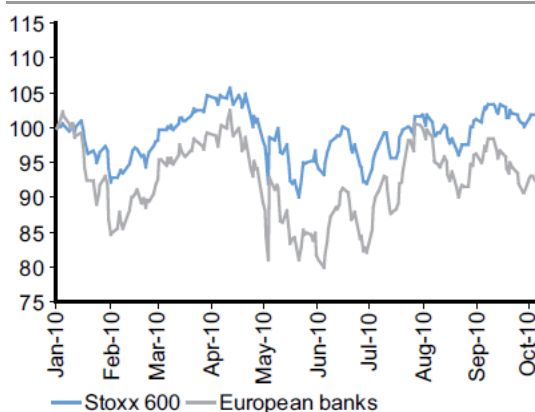
## 证券市场投资者情绪较为乐观，但仍取决于银行板块表现

美国企业开始逐步发布今年三季度业绩报告，令市场充满期待，证实了我们认为企业业绩向好的观点；各企业管理层表示来自新兴市场的需求强劲，鼓舞了美国的货物交易（尤其是汽车，尽管建材的表现不尽人意），增强了销售/收入预期……换句话说，当前环境下的这一完美组合将使证券市场在年底达到其全年的高点。然而，由于银行板块在指数中的权重较大且从定性角度讲也十分重要，因此，若没有银行的支持将难以实现。当前，在美国，该板块受到抵押贷款恢复进程的拖累（在许多情况下还存在一定缺口）；在欧洲则是再次受巴塞尔III银行规则的拖累。事实上，渣打银行33亿欧元的增股已经引发了其他银行将融资的传闻。原则上，到2019年为止，各银行都须遵守新的资本比率规定（核心资本不得低于7%，大型银行还需2%的额外缓冲）。然而，鉴于这背后的原因，依然存在很多投机：1）英国和瑞士监管者可能会设置比巴塞尔III还要严格的时间表，并将各自的截止日期提前；2）为摊销不符合巴塞尔规定的混合资本；3）维持高增长；4）对新兴市场的高敞口头寸将增加一些风险系数的权重。

## 信贷利差继续收紧

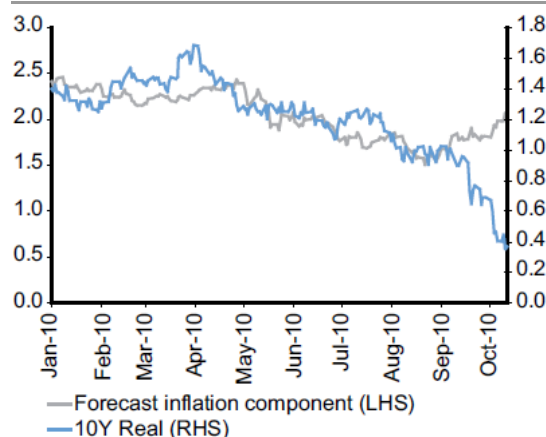
上周信贷市场表现强劲，金融债券表现好于公司债券，次级金融债券表现好于优先债券。出了量化宽松的因素以外，其他原因还包括：1）一级市场活跃，本次发行后新发行将会收紧；2）摩根大通2010年三季度经营成果良好；3）主权风险降低，SovX本周收紧12个基点至141个基点。

图3  
Stoxx 600 vs. 欧洲银行股表 (2010.01=100)



来源：彭博

图4  
10年期美国政府利率：实际利率 vs. 通胀



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

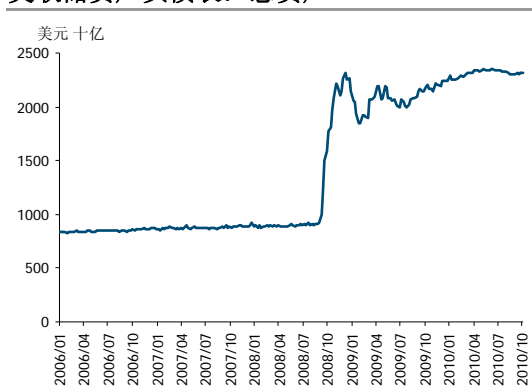
## 美联储的策略

据上次FOMC会议备忘透露, 多数委员会成员就大规模资产购入达成了一致。该会议记录还指出, 美国实际经济增长不足以增加就业。同时, 委员会还提到了通胀预期在降低实际利率和刺激经济方面的重要性。我们认为, 美联储的主要目标是降低期限溢价以在全国范围内降低融资成本, 从而重新校正风险并推动总需求增长。期限溢价是投资者以接受固定长期利率为条件而在要求的高于未来预期短期利率的额外回报。如果从私部门手中消除了足够的期限风险, 期限溢价就将下降且投资者将转向其他资产, 帮助避免流动性陷阱。至于规模和实际的执行, 显然是美联储面临的一大挑战(详见伯南克的讲话)。我们认为, 其具体执行将1) 通过相对持续一些列小步骤进行; 2) 取决于经济预测的发展; 3) 证明持续效应的存续期间; 并4) 结合资产选择中的灵活性(首先购买的资产将集中于5到10年期的国债)。至于规模, 美联储可能会宣布需大到足以驱散市场对能否有效达到美联储目标的疑虑为止。如果民主党真的如近几次民意测验所指出的那样在11月的国会中期选举中失利, 那么监管可能会缺位, 同时, 当前这个结点面临的冲击并非金融震荡, 而是对实体经济(更为持久的)冲击, 这样一来, 最终的规模大小将变得十分关键。如果民主党真的如近几次民意测验所指出的那样在11月的国会中期选举中失利, 那么监管可能会缺位, 同时, 当前这个结点面临的冲击并非金融震荡, 而是对实体经济(更为持久的)冲击, 这样一来, 最终的规模大小将变得十分关键。美联储将宣布最终的目标值(约为1万亿美元)并可能会延续提前宣布月度目标的模式。我们认为二次量化宽松的逐步实行其实是一种每月涉及金额约为650亿美元的干预措施。这能够为政府在必须面临政策修正时预留部分机动空间。最后, 我们认为市场将密切跟踪本次新一轮量化宽松带来的影响。我们需看到2011年一季度信心指数的增长以及二季度通胀预期、信贷和失业状况的改善, 以维持市场信心。记住, 即使美联储的主要目的是为了避免尾部风险, 量化宽松政策并非完全没有风险且不会带来冲击。更多信息详见FED观察。

## 中国: 信贷增长过快导致再次上调法定存款准备金率

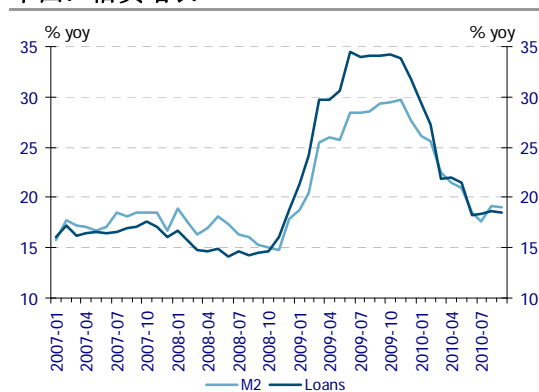
中国人民银行本周将6家主要商业银行两个月的法定存款准备金率临时上调了50个基点。我们认为这更偏向于是降低信贷增速的微调措施, 而非改变政策方向。中国9月份新增贷款为5955亿人民币, 高于市场预期(市场调查: 5000亿人民币), 但我们认为政府仍然有望达成其全年的贷款上限目标仍然。本周还发布了一系列9月份贸易和外汇储备数据, 并显示进出口双双呈减速趋势, 贸易顺差小幅收窄(为169亿美元, 而8月份贸易顺差为200亿美元)。受贸易顺差、美元贬值的估值效应以及资本流入等因素影响, 9月底外汇储备激增至2.65万亿美元, 其中资本流入还可能加速人民币升值预期。外汇储备的增加进一步加大了要求中国加速人民币升值的国际压力。根据外汇储备和FDI数据, 我们估计9月份资本流入总额达755亿美元。若将估值效应纳入考虑范畴, 9月份资本净流入为331亿美元。激增的外汇储备表明, 三季度资本流入呈加速增强趋势, 这主要是受人民币升值预期影响。相应的, 三季度FDI流入1058亿美元, 而二季度仅为280亿美元(9月份FDI同比增长了6.1%)。资本流入过快可能是导致央行决定上调6家主要银行法定存款准备金率以防止产生资产泡沫并帮助控制通胀的原因之一。未来, 我们将密切关注下周即将公布的其他经济数据, 包括三季度GDP增长, 9月份通胀、零售销售额、工业产值和固定资产投资。

图5  
美联储资产负债表: 总资产



来源: BBVA 研究

图6  
中国: 信贷增长



来源: BBVA 研究

# 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

**Bingjie Hu**  
bingjie.hu@bbva.com.hk  
+852 2582 3117

### 新兴市场

**Myriam 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

## 欧元区: 即使综合PMI (10月, 10月21日)

预测: 53.2; 市场调查: 53.6; 前期: 54.1

**评论:** 此前几个月PMI指数曾一直维持在相当高的水平, 但预计10月份PMI指数会继9月份的大幅下滑后再次出现下降。尽管预计该指标会下滑, 但PMI指数仍将维持在表面经济增长处于扩张状态的分界线之上, 但暗示四季度经济复苏或将进一步放缓。该指数的下滑能反映出制造业和服务业部门情况的进一步恶化。**市场影响:** 作为第一个揭示欧元区四季度经济发展情况的第一个指标, 即时综合PMI在9月份出现大幅下滑之后, 若10月份降幅超过市场预期或将给市场带来负面影响。

## 德国: IFO商业预测报告(10月, 10月22日)

预测: 102.5; 市场调查: 102.7; 前期: 103.9

**评论:** 我们预计IFO商业预测将会延续自7月以来的向下趋势, 越发表明未来几个月里德国经济将出现放缓。然而, 由于经济近期的强劲增长, 企业仍对未来保持乐观, 当前情况下各组成部分有望保持相对稳定或仅出现小幅下滑。**市场影响:** 尽管下滑幅度已因近几个月预期的意外走强而打了一部分折, 若商业预测出现大幅下滑将使市场更加担忧德国经济是否出现更为显著放缓, 并进而扩大为对整个欧元经济的担忧。

## 美国: 工业产值 (9月, 周一 东部时间09:15)

预测: 0.3%; 市场调查: 0.3%; 前期: 0.2%

**评论:** 过去14个月, 工业产值一直保持增长势头, 但增速逐渐放缓, 表明未来工业增长的步伐亦将放缓。8月份工业产值仅增长0.1%。此外, 产能利用率上升了0.1个百分点, 达 74.7%。采矿和公共事业部门产能利用率 (86.3%) 继续高于制造业部门 (72.2%)。9月份ISM制造业指数和区域联邦制造业指数均指向类似趋势。因此, 预计9月份工业产值仅会出现小幅增长。**市场影响:** 若工业产值出现大幅下跌将加大二次量化宽松的可能性。

## 美国: 美联储褐皮书(10月, 周三 东部时间14:00)

**评论:** 上期美联储褐皮书曾表示多数地区报告称汽车和轻型货车销售已经稳定且8月份消费支出有所增长; 零售商存货仍然紧张, 但船运和运输部门有所增长。同时, 报告还显示制造业部门呈上升趋势, 但并未出现加速增长。根据该报告, 企业不愿扩张, 并因此减少了对商业和工业贷款的需求。我们预计即将公布的褐皮书将强调美国经济的持续增长, 但增长呈减速趋势。**市场影响:** 若区域经济前景黯淡将加大FOMC成员的压力并促使其采取措施阻止经济下滑。

## 中国: 第三季度实际GDP

预测: 9.0% y/y; 市场调查: 9.5% y/y; 前期: 10.3% y/y

**评论:** 由于紧缩措施正使中国经济逐步降温并引导朝着软着陆的方向发展, 预计三季度GDP增速会进一步放缓。但近期的经济指标却显示经济增长有加速迹象, 我们此前的三季度预期可能存在上调风险。近期央行上调存款准备金率并加强了对房市的监管, 表明了当局要控制信贷增长和房价上涨的决心, 因此, 我们维持对中国经济软着陆的预期。**市场影响:** 伴随着三季度GDP发布的还有最新的工业产值、零售销售额以及城镇固定资产投资等一系列数据。若三季度GDP数据高于预期可能会引起市场对出台进一步紧缩措施的担忧。

## 巴西: 官方利率- SELIC (9月, 10月20日)

预测: 10.75% m/m; 市场调查: 10.75% m/m; 前期: 10.75% m/m

**评论:** 市场普遍认为年内SELIC利率将维持在10.75%不变。主要的不确定性在于SELIC是会在2011年全年保持不变 (BBVA的看法) 还是会上调以缓解通胀压力 (市场的看法)。**市场影响:** 市场将关注公报的措辞, 尤其将关注于10月28日公布的货币政策会议备忘录以找寻关于货币稳定时期长短的提示以及对汇率升值的评论。

## Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.29	0	0	1
		2-yr yield	0.35	1	-12	-60
		10-yr yield	2.54	14	-22	-88
	EMU	3-month Euribor rate	0.99	2	11	25
		2-yr yield	0.80	2	-1	-61
		10-yr yield	2.36	10	-12	-93
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.400	0.6	7.1	-6.0
		Pound-Euro	0.87	0.2	4.5	-4.0
		Swiss Franc-Euro	1.34	0.4	1.2	-11.5
	America	Argentina (peso-dollar)	3.95	-0.2	0.0	3.4
		Brazil (real-dollar)	1.66	-0.4	-3.0	-2.6
		Colombia (peso-dollar)	1808	1.2	-0.1	-1.7
		Chile (peso-dollar)	479	-0.6	-3.7	-12.6
		Mexico (peso-dollar)	12.46	0.1	-3.1	-4.7
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.79	0.2	0.2	-2.2
	Asia	Japan (Yen-Dollar)	81.44	-0.6	-5.0	-10.4
		Korea (KRW-Dollar)	1113.03	-0.2	-4.5	-5.5
		Australia (AUD-Dollar)	0.989	0.4	5.8	7.9
Comm. (chg %)		Brent oil (\$/b)	83.6	-0.5	6.5	8.6
		Gold (\$/ounce)	1366.2	1.4	7.1	29.7
		Base metals	542.9	1.7	5.0	26.0
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	10811	0.8	0.9	-7.4
		EuroStoxx 50	2833	1.7	1.7	-2.1
		USA (S&P 500)	1169	0.4	4.0	7.5
	America	Argentina (Merval)	2731	1.2	11.6	23.7
		Brazil (Bovespa)	71494	1.0	5.7	8.0
		Colombia (IGBC)	15464	1.5	9.8	41.3
		Chile (IGPA)	22245	1.1	-1.1	37.4
		Mexico (CPI)	34832	1.1	5.4	13.4
		Peru (General Lima)	19506	3.5	17.1	26.3
		Venezuela (IBC)	66231	-0.1	1.4	28.7
	Asia	Nikkei225	9500	-0.9	-0.1	-7.4
HSI		23758	3.5	9.5	8.3	
Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	101	-1	-6	15
		Itraxx Xover	462	-6	-10	-59
		CDS Germany	33	-4	-8	13
	Sovereign risk	CDS Portugal	373	-26	33	322
		CDS Spain	201	-18	-29	134
		CDS USA	41	-5	-6	---
		CDS Emerging	194	-4	-41	-61
		CDS Argentina	694	-10	-74	-332
		CDS Brazil	93	-6	-21	-26
		CDS Colombia	94	-7	-26	-53
		CDS Chile	77	2	-6	1
		CDS Mexico	100	-3	-25	-48
		CDS Peru	97	-5	-20	-29

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。”**