

全球

每周观察

马德里，10月22日

中国经济增长势头强劲

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

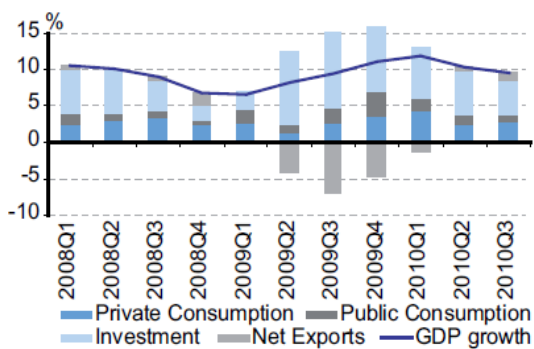
Victoria de Zuriarrain
victoria.zuriarrain@grupobbva.com
+34 91 537 75 84

本周，中国央行意外加息25个基点。此举表明今年曾采取的量化措施未能有效预防经济过热风险。三季度GDP从二季度的10%下滑至9.6%，但环比增幅依然保持强劲（季节调整后年率增长8%）。同样的，国内需求指标，如零售销售额和城镇固定资产投资，9月份保持良好增长势头。此外，房价和信贷增长这两个中国政府着重调控但却未能成功为中国经济降温的两个部门仍显示出很大的增长力。强劲的经济数据暗示中国可能进一步收紧货币政策，或将在2011年再次加息，但不太可能出现紧缩周期。

英国央行或将效仿美联储

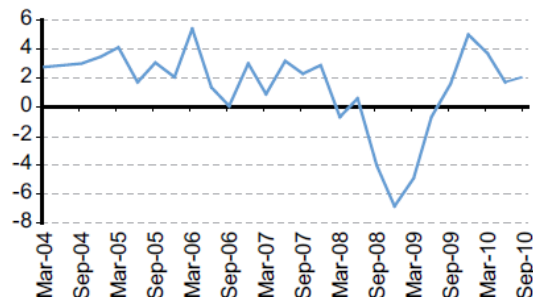
美国经济数据表明，该国经济增长依然低于趋势水平。继三季度存货增加之后，美国工业生产活动依然疲软：9月份工业产值有所下滑，而10月份费城联储的制造业调查也基本没变。房地产部门或将继续疲软：9月份新建房屋开工数在低位保持相对稳定，而NAHB房屋市场指数也处于非常低的水平。下周，三季度GDP的首次预估值将会比今年二季度有小幅回升，但经济增速依然不足以使失业人数显著减少，因此，三季度GDP预估值的发布或将加大本已很高的二次量化宽松的几率。尽管如此，市场仍然对英国央行是否会很快效仿美联储保持了密切关注，MPC会议备忘显示可能会实行更多的量化宽松：“部分成员”感到需要进一步货币刺激的可能性已经加大。市场将关注即将发布的英国三季度GDP，这或许能提供一些量化宽松决策的线索。

图1
中国 GDP 同比增长放缓



来源：CEIC 以及 BBVA Research

图2
美国 GDP 经季节性调整后年率增长



来源：Bloomberg 以及 BBVA Research

要点

人民币升值或有助于防止经济过热

中国央行近期的加息举措正是当局试图防止经济过热的一个信号，而人民币进一步升值则有助于达成这一目标，同时也有助于引导经济增长更多地依赖国内需求，实现经济再平衡。

欧元走势表明欧洲央行的立场可能发生变化

我们认为未来持续升值的可能性不大。欧洲央行措辞的变化应被解读为欧元的走强会损害欧元区经济增长前景。

拉美国家正努力减缓货币升值速度

干预措施或将失效。我们认为仍有部分货币升值空间。

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

各央行声明奠定利率走势基调

在美国，美联储可能进行二次量化宽松的预期为防止短期债券内部收益率（约为0.36%）脱离历史地位提供了一定支撑。与此同时，长期债券也未能突破2.50-2.55%（10年期美国国债）。在欧洲，（那些不愿意继续实行非常规政策的）欧洲央行代表的声明对利率的趋势发挥了决定性作用。这使得该地区2年期和10年期债券利率分别上涨至0.95%和2.44%。因此两年期欧元和美元债券的利差从上周的44个基点扩大到了约60个基点（欧元债券利率要高一些），而10年期债券利差则从12个基点收窄至4个基点（美元债券利率更高）。

股市：三季度盈利状况良好，市场正在消化这一利好消息

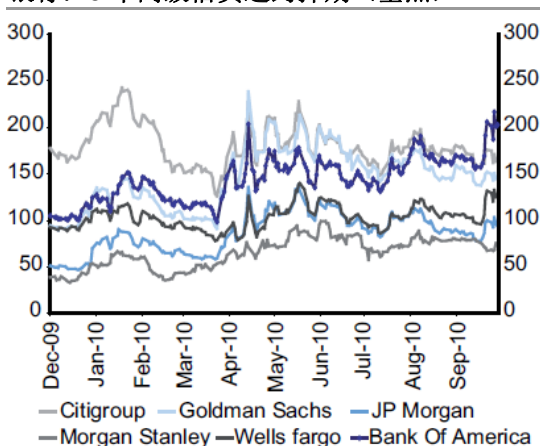
目前已有140家美国企业公布了三季度季报，据此我们可以得出一些鼓舞人心的结论。销售额较上年同比增长8%（若剔除金融产品销售，则为11%），且53%的企业报告称销售收入高于预期。相对于超收益预期而言，要超过市场调查的销售额预期总是更加困难，因此这尤其值得关注。此外，几乎所有的销售表现超预期的企业均来自周期性行业。收入较去年同比增长47.8%（剔除金融业后为30.1%）且79.1%的企业业绩高于预期。然而，或许最为重要的一方面来自美国国内，美国企业对伤口表现得满不在乎，并避免谈论透明度有限这一问题。同时，许多美国跨国企业也传达了利好消息。在欧洲，虽尚无最够的数据支撑，但市场同样对其非常看好。

信贷：美国银行信用违约掉期扩大

根据目前银行发布的今年三季度业绩显示，商业零售银行的表现要好于投资银行。交易收入下滑是业绩欠佳的主要原因。从积极的方面看，各家银行报告称信贷损失有所减少，这为未来基础资产质量的提升提供了信心。这就是说，就美国没收的抵押资产可能产生的诉讼成本的传闻而言，又有了新的风险。一群美国大额资产经理正在起诉美国银行指控其过去在证券化的抵押贷款中存在违规行为，而这些抵押贷款债券曾在全国范围内进行销售。他们要求美国银行购回这些可能造成大额损失的抵押贷款证券。消息一出，美国银行信用违约掉期随即扩大：美国银行扩大了21个基点，花旗银行扩大6个基点；高盛扩大5个基点，摩根大通扩大9个基点，而尽管富国银行报告的结果好于市场调查，也扩大了8个基点。

图3

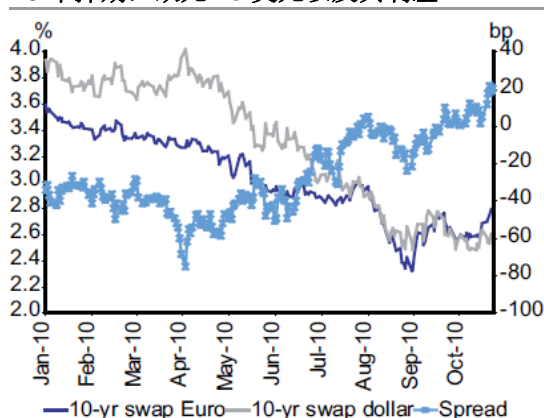
银行：5年高级信贷违约掉期（基点）



来源：彭博

图4

10年掉期：欧元 vs. 美元及其利差



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

人民币升值或有助于防止经济过热

市场广泛认为人民币价值被低估。鉴于中国的大额外汇储备，人民币面临很大升值压力。尽管如此，近几年中国政府几乎未允许人民币升值，并使人民币对美元汇率保持相对固定超过两年之久，直到2010年6月这一状况才得以改变。自那时起，人民币对美元已升值2.7%。我们预测未来人民币还将逐步升值，预计到2010年底全年升值幅度约为4-5%。当前中国面临着很大的要求人民币加速升值的国际压力。鉴于中国政府更偏向于让人民币逐步升值，我们认为人民币升值速度大幅加快的可能性不大。但人民币升值步伐仍有可能小幅加快，这或许是G20会议上的讨论所致。中国央行近期的加息举措正是当局试图防止经济过热的一个信号，而人民币进一步升值则有助于达成这一目标，同时也有助于引导经济增长更多地依赖国内需求，实现经济再平衡。这一背景下，美元的疲软将继续对采用浮动汇率制国家（包括新兴国家和发达国家）的货币施加压力。

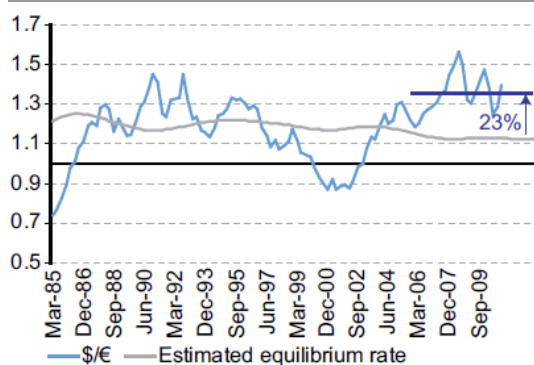
欧元走势表明欧洲央行的立场可能发生变化

过去这个月里，美元对欧元的升值趋势进一步加强，但进一步持续升值的可能性不大。近期的升值是由两方面的短期因素所致：1) 美联储和欧洲央行间采用了不同的沟通策略；2) 空头的投机。美联储在未来执行量化宽松措施的问题上态度十分明确，而欧洲央行还尚未透露在货币政策上的内部争论。我们认为欧洲央行应该不会一直对欧元的坚挺漠不关心，因其正损害着欧元区的经济增长。未来，我们认为存在一些可能刺激欧元升值的因素：FDI对美国有利，欧洲（相对的）周期位和金融风险比2008年更糟，相关货币政策立场观念的改变——因为美联储加快了二次量化宽松的进度，预计欧洲央行会在措辞上开始有所改变（可以考虑的其他选择还有如延长全额分配的期限）并最终对欧元产生新的疑虑。最后一点很重要，欧元过去几年的累积升值意味着持续的偏离（我们估计过去5年欧元币值平均被高估20%），正损害者欧元区的经济增长前景。

拉美国家正努力减缓货币升值速度

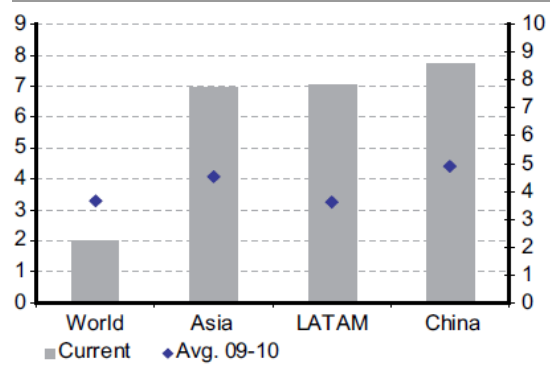
由于美联储将于下月实行新一轮的量化宽松，自由浮动汇率制下的多数拉美货币正面临着极大的升值压力。流动性过剩正导致资本大量涌入新兴市场；对货币造成了显著影响。这一压力已导致新兴市场经济体外汇储备加速增长。拉美各国央行正试图抵消美元的贬值。过去几个月的外汇储备已较前几个季度有了明显增加，增速较过去两年的平均增速有了明显加快。然而，这些措施并未取得显著成效。一些国家开始能够抵消升值压力，但额外的努力产生的对冲问题是其变得越来越困难。在金融市场影响更深的国家如巴西，即使同时采取了其他资本控制措施（例如：上调IFO税率至6%），其努力也未见成效。我们认为，这些干预措施可能会减缓货币升值的速度，但不能逆转汇率使之回到先前的水平。从这点来看，货币的升值是肯定的。我们认为，鉴于流动性充裕，高回报和低风险等特征，未来仍存在一定的货币升值空间，尽管向上空间不大。然而，一些近期升值幅度最大的货币（如：巴西里拉）显示出了一些汇率错位的初期迹象，因此未来的升值空间偏小。

图5
名义汇率以及估计平衡汇率



来源: BBVA 研究

图6
新兴市场外汇储备 (月环比, 2007-2010)



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

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：即时通胀预估结果 (10月, 10月29日)

预测: **1.9% y/y**; 市场调查: **n.a.**; 前期: **1.8% y/y**

评论: 由于布伦特原油价格上涨并未被近期的欧元升值完全抵消, 受新一轮能源通胀加速上升的影响, 预计10月份通胀将较去年同期有1.9%的小幅增长。即时预估值并不能反应核心通胀, 尽管非能源业产品和加工食品价格上涨可能将10月份核心通胀小幅推升至1.1%, 但服务业通胀将保持稳定, 因此我们预计其将在1%左右保持相对稳定。今年余下的时间内, 预计总体通胀和核心通胀都将基本保持稳定。市场影响: 由于近期欧洲央行声明显示部分成员国已在考虑提前退出策略, 若该指标高于预期则会对市场造成更大影响。

英国：GDP (三季度, 10月26日)

预测: **0.4% q/q**; 市场调查: **0.4% q/q**; 前期: **1.2% q/q**

评论: 预计三季度GDP仅较上季度增长0.4%, 较上季度高于预期的1.2%的增幅有所放缓。各三季度信心指数和先行经济指标均预示着经济增速有所放缓, 但因涨幅其略微高于预期, 因此仍存在一定向上风险。无论如何, 2010年经济增长预测仍维持平均增速1.5%的水平。市场影响: 如果经济复苏继续显露疲软且不可持续的迹象, 将使当前对进一步量化宽松的必要性争论变得更加激烈...

美国：耐用品消费品订单 (9月, 10月27日)

预测: **1.2% m/m** 市场调查: **0.8% m/m** 前期: **-1.5% m/m**

评论: 8月份耐用消费品新增订单下滑了1.5% (从-1.3修正而来), 与我们的预期相符。其主要原因之一便是运输设备减少了10.2%, 相当于53亿美元。我们预计耐用消费品订单同比将继续增长, 但增速可能放缓。市场影响: 市场期待着将于周五公布的美国GDP数据。若耐用消费品订单出现大幅下滑则会释放出美国三季度经济低位运行的信号。

美国：GDP (预估值) (三季度, 10月29日)

预测: **2.1% saar** 市场调查: **2.2% saar** 前期: **1.7% saar**

评论: 根据美国经济分析局修正后的最终估计值, 今年二季度美国经济年化增速1.7%。近期的经济指标继续显示美国经济复苏进程疲软。尽管我们预计今年三季度经济增速将高于二季度, 但经济增长仍不足以使失业人数显著下滑。个人消费支出在三季度头两个月增长了0.2%, 但近期数据却表明房地产业或许仍将拖累2010年下半年的经济增长。市场影响: 市场和美联储都将对该数据保持关注, 若低于预期则将加大二次量化宽松的可能性。

墨西哥：IGAE, 8月 (10月27日)

预测: **0.6% m/m**; 市场调查: **na**; 前期: **0.7% m/m**

评论: 从近期的正式就业人口和制造业产值数据看, 今年三季度经济增长的放缓似乎并未如我们预测的那样剧烈。市场影响: 鉴于墨西哥不存在通胀压力以及周围与美墨西哥经济紧密关系相关的不确定性, 高于预期的结果将受到市场欢迎。

韩国：GDP增长 (三季度, 10月27日)

预测: **4.5% y/y** 市场调查: **4.7% y/y** 前期: **7.2% y/y**

评论: 由于工业产值和出口增长放缓, 预计总体经济增长势头将在后雷曼时期强劲的V型反弹后有所减弱。尽管如此, 强劲的国内需求和对中国的大量出口应能够继续支持韩国经济增长直到2011年。市场影响: 鉴于资本的大量流入和货币的升值压力, 韩国央行近期暂停了进一步加息的行动。若韩国三季度GDP增长高于市场的预计则能够增强韩国央行再次加息的预期。

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	-7	-65
		10-yr yield	2.56	0	1	-93
	EMU	3-month Euribor rate	1.03	4	15	30
		2-yr yield	1.00	18	30	-38
		10-yr yield	2.47	10	18	-88
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.394	-0.5	4.4	-7.3
		Pound-Euro	0.89	1.5	4.5	-3.6
		Swiss Franc-Euro	1.36	1.2	3.3	-10.3
	America	Argentina (peso-dollar)	3.96	0.1	0.1	3.6
		Brazil (real-dollar)	1.69	2.2	-1.4	-0.9
		Colombia (peso-dollar)	1819	0.6	0.3	-5.4
		Chile (peso-dollar)	488	1.7	-0.4	-8.5
		Mexico (peso-dollar)	12.37	-0.4	-2.0	-5.0
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.79	0.1	0.2	-2.6
		Japan (Yen-Dollar)	81.28	0.0	-3.6	-11.6
	Asia	Korea (KRW-Dollar)	1128.90	1.7	-2.1	-4.3
		Australia (AUD-Dollar)	0.981	-0.9	2.9	6.1
Comm. (chg %)	Brent oil (\$/b)	82.4	0.0	5.5	4.4	
	Gold (\$/ounce)	1323.1	-3.3	2.4	25.4	
	Base metals	543.2	0.6	3.7	24.6	
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	10939	0.6	4.2	-6.8
		EuroStoxx 50	2879	1.3	5.1	-0.3
		USA (S&P 500)	1181	0.4	5.0	9.4
	America	Argentina (Merval)	2820	3.1	11.8	22.8
		Brazil (Bovespa)	69430	-3.3	0.9	6.7
		Colombia (IGBC)	15716	2.6	11.7	42.7
		Chile (IGPA)	22343	1.0	0.9	39.0
		Mexico (CPI)	34901	0.5	5.5	14.0
		Peru (General Lima)	18514	-4.0	7.6	19.7
		Venezuela (IBC)	67398	1.8	2.2	31.7
	Asia	Nikkei225	9427	-0.8	-1.5	-8.3
		HSI	23518	-1.0	6.7	4.1
Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	99	-3	-18	16
		Itraxx Xover	461	-8	-68	-37
	Sovereign risk	CDS Germany	32	0	-8	12
		CDS Portugal	343	-16	-54	290
		CDS Spain	201	0	-28	135
		CDS USA	38	-2	-11	---
		CDS Emerging	210	9	-26	-54
		CDS Argentina	752	24	-18	-193
		CDS Brazil	101	4	-19	-29
		CDS Colombia	103	4	-24	-57
		CDS Chile	77	2	-6	1
		CDS Mexico	111	6	-23	-47
		CDS Peru	105	4	-18	-30

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。”