

全球 每周观察

马德里，10月29日

逐步实施的二次宽松

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

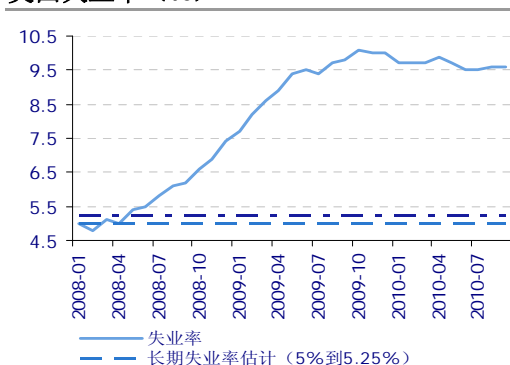
Victoria de Zuriarrain
victoria.zuriarrain@grupobbva.com
+34 91 537 75 84

过去几周以来的美国经济数据证明，经济二次探底并非最有可能发生的情况。尽管房市还处于低位，但似乎已趋于稳定，且更重要的是，三季度GDP已表现出略快于二季度的增速。然而，失业率或将维持在9.6%，这对美联储来说仍然太高了。因此，FOMC极有可能在下周的政策会议上宣布实施新一轮的量化宽松。关键的问题是，美联储将采取何种方式来进行量化宽松。鉴于二次量化宽松影响的不确定性——据报道美联储本周对市场参与者进行了调查——以及FOMC内部的激烈争论，我们认为美联储在执行二次量化宽松时将略显谨慎——将采取渐进式的方式实施——并将以更加可调的方式向前推进。就购买总额目标做出承诺有一定风险——这可能达不到市场的预期——因此，一个更灵活的做法是先宣布一个初始额——其规模足以用其他资产取代投资——配以每月投放一定的额度。声明中提到的加强政策引导（这表明美联储或将利率维持更长的时间）会强化二次量化宽松的影响。如果他们已准备好并有意宣布额外的非常规措施，情况将会变得更加有趣。

...欧洲央行将维持谨慎

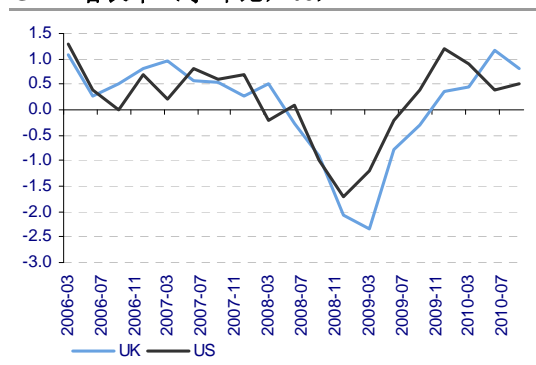
本周，欧洲央行提供的流动性资金增加超过预期，且还有更多的机构有这样的需求，这表明市场仍离正常化有较远距离。因此，欧洲央行将维持谨慎。在答问时，欧洲央行可能会透露未来其或许将考虑诸如在2011年一季度后扩大全额分配范围等的其他选择。由于三季度经济增长强劲，英国央行不太可能会在下周的会议上宣布实施新一轮的量化宽松。最后，日本央行决定在其新一轮的量化宽松中（5万亿日元）引入“BBB”评级债券，反应出了日本希望降低长期利率和风险溢价的目标。

图1
美国失业率 (%)



来源：CEIC 以及 BBVA Research

图2
GDP 增长率 (季环比, %)



来源：Bloomberg 以及 BBVA Research

要点

德国经济增长强劲

近期经济数据显示，今年下半年德国经济继续复苏。但须国内需求继续保持增长以维持目前的经济增长势头。

商业周期造成了美国现今的高失业率

若不及时纠正当前的高失业率，则将导致长期失业。这支持了美联储在纠正经济周期上所做的努力。

欧洲二线国家的财政整合仍备受关注

我们认为西班牙政府的强力承诺和良好的财政表现或许能抑制系统性风险溢价的上升。

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

等待美联储进一步细节的公布

在美国和英国的汇率小幅上升之后市场普遍认为二次宽松的可能性减小。因此，鉴于一些较为积极的欧洲宏观数据以及总体向好的美国以及欧洲企业情况，市场并未出现明显的下行。

风险溢价在一些国家重新凸显

欧洲各国的信贷违约掉期表现不一，主要体现在欧元区一些较弱国家（爱尔兰，葡萄牙和希腊）以及其他欧洲国家之间；爱尔兰的5年信贷违约掉期本周因自身金融体系的恶化上升至45个基点，希腊则由于财政赤字消减引起的担忧上升至84个基点，葡萄牙因为反对党拒绝通过预算案使得CDS上升23个基点。主流市场对这些国家仍然敬而远之，但对于西班牙和意大利的担保债券和高级债券却交投活跃。这表明西班牙企业可以考虑开始使用其他手段在市场上进行融资。

...欧元已重拾兑美元 1.39 的水平

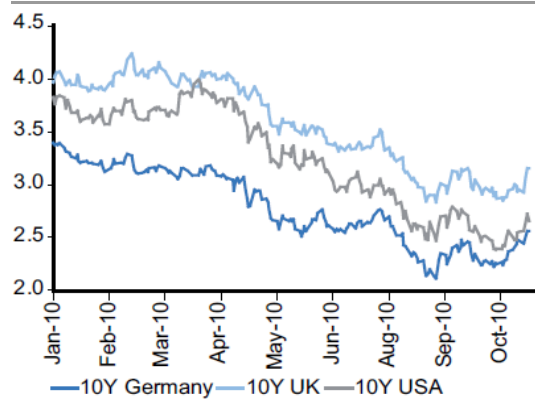
“缩水”的量化宽松将欧元对美元带至1.37的水平，但同时也是这个原因使得汇率再次回到1.365/1.37。实际上，汇率已经重回至1.39的水平。不管如何即使二次量化宽松在美国开始实施，外围的潜在风险仍会限制欧元的上升空间（原则上不会超过1.40）

图3
主权债券 5 年信贷违约掉期（基点）



来源：彭博

图4
10 年政府利率：德国，美国以及英国



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

德国经济增长强劲

德国经济继二季度出现超预期的强劲增长后（较去年同比增长3,7%），近期的软、硬指标纷纷显示今年下半年经济仍在持续，尽管增速已有明显放缓。一方面，零售销售额和消费者信心指数以及就业市场传来的好消息均表明国内经济增长更趋强劲，今年下半年有望保持出口导向型的经济复苏。此外，工业订单较8月有所反弹，表明未来几个月有进一步的工业投资需求。另一方面，7-8月份的出口增长在回到危机前的水平后继续保持强劲。但进一步证明四季度初经济前景保持向好的证据有限。总的说来，预计2010年德国GDP将增长3.2%，而三、四季度数据或存在一定向上风险。国内需求须继续保持增势以维持当前的经济增长。一些能够推动国内需求增长的积极因素有如：活跃的劳动力市场，财政状况的改善（这可以减少财政调整的需求），以及IG Metall（德国最大的产业工会）要求加薪后可能上调工资等。但鉴于全球经济增量减弱和欧元的走强，我们预计德国GDP增速将在2011年放缓至2%左右。

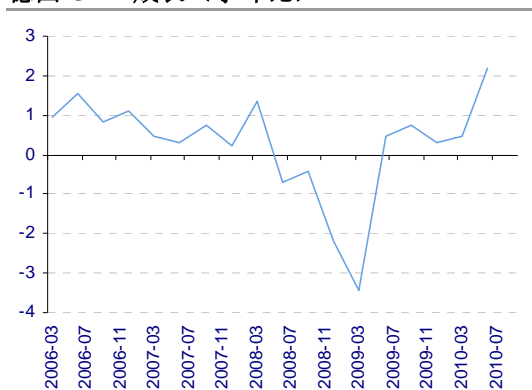
商业周期造成了美国现今的高失业率

我们认为美国当前的高失业率大部分是商业周期造成的，而非技能的不匹配。而如果不尽快对高失业率加以纠正，则将发展成为长期失业。这为美联储纠正商业周期的努力提供了支撑。即便能够通过对抗周期的措施纠正当前的失业问题，最终仍不能解决当下美国制度框架内的创新和工业增长对新增就业的需求。预计下周公布的10月份失业率将维持在9.6%左右。这一水平与我们当前的非加速性失业增长率预测（6.5%）相去甚远。更多信息详见：经济观察：高失业可能导致结构性问题

欧洲二线国家的财政整合仍备受关注

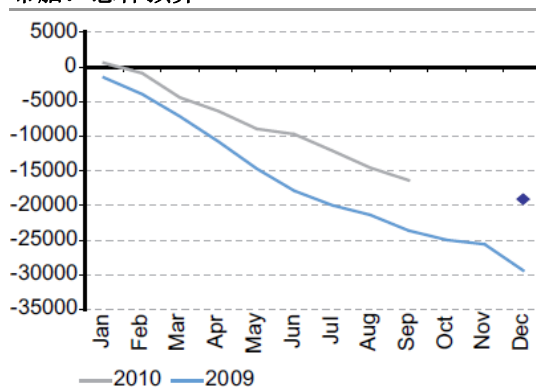
由于财政收入低于预期，近期各方对希腊财政执行状况的疑虑有所增加，但目前该国的财政收入仍小幅高于去年的趋势水平。然而，削减军费支出，且由于通胀高于预期使得名义GDP出现更快增长，使我们有理由相信希腊政府能够达成2010年的赤字目标（7.8%）。爱尔兰方面，由于周期性和银行相关效应正逐步消化前期的紧缩措施，政府将于11月中旬公布新的紧缩措施（达150亿欧元）的细节，以期在2014年达到3%的赤字目标。此外，爱尔兰政府对盎格鲁-爱尔兰银行债券持有人的提议能够通过向债券持有人转移部分救助计划的成本，缓解部分财政压力（政府可以收回16亿）；但可能采取的行动和可能给市场上银行债务持有人带来的不确定性将导致短期的压力。在葡萄牙，预算执行已超过目标值，迫使葡萄牙政府采取额外措施。2011年国家预算中包含了这些措施中的一部分，并足以（总额约占GDP的3%）在2011年达成4.6%的赤字目标。在这种背景下，我们认为2011年葡萄牙预算缺乏支持导致了资金面的紧张。在我们看来，诸如来自欧洲的压力，预算案如未获通过可能导致的巨大资金压力，以及反对党社会民主党（PSD）同意削减赤字等因素使我们认为，反对党将在11月3号的投票中弃权，使该预算案得以通过。最后，截至目前西班牙的财政执行状况符合政府2010年目标，且政府已找到了通过2011年预算的支持。我们认为，部分欧洲二线国家的财政整合状况值得担忧，但西班牙政府对赤字目标的强力承诺及其良好的财政表现或许能抑制系统性风险溢价的上升。

图5
德国 GDP 成长（季环比）



来源：BBVA 研究

图6
希腊：总体预算



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 38

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

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

欧元区：零售销售额 (9月, 11月5日)

预测: **0.3% m/m**; 市场调查: **0.1% m/m**; 前期: **-0.4% m/m**

评论: 我们预计9月份零售销售额会继续上月下滑之后出现小幅增长。总的说来, 这些数据意味着三季度零售销售额将较二季度增长约**0.5%**, 表明三季度私人消费将继续二季度增长**0.2%**后出现进一步增长。尽管如此, 鉴于持续的高失业率和消费者实际可支配收入的微小上涨, 我们仍然认为未来几个月居民支出会呈下滑趋势。市场影响: 若结果低于预期, 或将被视为居民支出疲软的信号; 但由于多数欧元区国家消费者信心有所回升, 不排除该数据会有超预期表现, 因此, 尽管内需疲软, 其对经济复苏的支撑作用可能会比之前预计的要大。

德国：新增工业订单 (9月, 11月5日)

预测: **0.4% m/m**; 市场调查: **0.0% m/m**; 前期: **3.4 m/m%**

评论: 继8月份出现强劲增长后, 9月份新增工业订单可能再次放缓。未来, 预计订单会在未来几个月里大幅下滑, 与PMI调查报告中经理们的看法一致; 但受出口订单的支撑, 9月份数据也许会保持相对抗跌。这些数据, 及工业产值数据, 提供了更多关于工业部门增速放缓的证据。市场影响: 若结果低于预期也不会对市场造成很大影响, 这部分是因为工业订单的波动性, 部分原因在于市场已经预计到了订单增长会出现大幅放缓。但低于预期的结果可能会加大市场对年底新增工业订单增长遭遇更为严重的放缓的担忧。

美国：FOMC声明 (11月, 11月3日)

预测: **0.25%** 市场调查: **0.25%** 前期: **0.25%**

评论: 市场预计美联储将在11月2-3号的FOMC会议上宣布实行二次量化宽松。此外, 就经济和金融状况的讨论或将导致下调宏观经济预期。当前市场预计美联储会额外购买1万亿美元的长期国债; 但采取渐进的方式也是可行的。市场影响: 自美联储首次释放可能调整政策的信号以来, 市场一直对此次会议予以了密切关注。然而, 如果美联储宣布的二次量化宽松规模低于预期或明确表示不会进行二次量化宽松, 市场或出现消极反应。

美国：非农就业人数&失业率 (10月, 11月5日)

预测: **68K, 9.6%** 市场调查: **45K, 9.6%** 前期: **-95K, 9.6%**

评论: 预计10月份非农就业人数将出现四个月以来的首次增长。私人服务业就业的持续上升是推动就业增长的主要因素。同时, 联邦和州政府将继续裁员, 但裁剪速度将有所放缓。尽管今年初以来私部门就业一直处于稳步增长态势, 但还不足以使失业率出现显著下降。预计失业率将连续第三个月维持在**9.6%**左右。市场影响: 市场对向好的就业数据表示欢迎; 但由于数据继续显示经济复苏进展缓慢, 市场或将保持一定谨慎。

巴西：贸易顺差 (10月, 11月1日)

预测: **18亿美元**; 前期: **10.93亿美元**

评论: 预计10月份贸易顺差将比9月份增长约**65%**, 较全年月度平均值高出**27%**。纵观全年数据, 预计巴西贸易顺差累计**145.66亿美元**, 将比去年同期减少**35%**。这一下滑既有国内需求增长的原因, 也有货币升值的原因。市场影响: 尽管该数据大幅高于(低于)预期可能在一定程度上有助于缓解(激起)市场对巴西经常项目的担忧, 但影响有限。

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	0.36	1	-6	-53
		10-yr yield	2.64	9	13	-74
	EMU	3-month Euribor rate	1.05	2	15	33
		2-yr yield	1.00	0	17	-29
		10-yr yield	2.54	7	27	-69
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.384	-0.6	1.6	-6.1
		Pound-Euro	0.87	-2.0	0.4	-3.0
		Swiss Franc-Euro	1.37	0.4	2.4	-9.4
	America	Argentina (peso-dollar)	3.96	0.0	-0.1	3.6
		Brazil (real-dollar)	1.70	0.0	0.6	-3.0
		Colombia (peso-dollar)	1836	0.6	1.9	-8.0
		Chile (peso-dollar)	489	0.4	1.1	-8.1
		Mexico (peso-dollar)	12.40	0.1	-1.6	-6.2
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.80	0.1	0.3	-3.9
		Japan (Yen-Dollar)	80.75	-0.9	-3.2	-10.3
	Asia	Korea (KRW-Dollar)	1124.70	-0.2	-1.2	-5.4
		Australia (AUD-Dollar)	0.973	-0.8	0.7	8.2
Comm. (chg %)		Brent oil (\$/b)	83.1	0.1	0.9	10.5
		Gold (\$/ounce)	1339.1	0.8	2.3	28.1
		Base metals	546.6	0.1	3.5	24.2
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	10697	-2.1	1.7	-6.3
		EuroStoxx 50	2828	-1.6	2.9	3.1
	America	USA (S&P 500)	1184	0.1	3.7	14.2
		Argentina (Merval)	2955	3.6	11.8	39.7
		Brazil (Bovespa)	70320	1.1	1.3	14.3
		Colombia (IGBC)	15662	-1.6	6.5	46.6
		Chile (IGPA)	22761	1.6	1.8	45.4
		Mexico (CPI)	35377	0.7	6.1	23.5
		Peru (General Lima)	18991	1.2	6.3	33.6
	Asia	Venezuela (IBC)	67342	0.5	3.2	32.6
		Nikkei225	9202	-2.4	-1.8	-8.3
	HSI	23096	-1.8	3.3	6.2	
Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	98	-1	-13	10
		Itraxx Xover	458	0	-51	-64
	Sovereign risk	CDS Germany	34	1	-5	14
		CDS Portugal	360	14	-49	304
		CDS Spain	210	6	-19	140
		CDS USA	38	0	-9	---
		CDS Emerging	203	-7	-24	-76
		CDS Argentina	618	-122	-133	-398
		CDS Brazil	99	0	-17	-38
		CDS Colombia	101	-1	-17	-67
		CDS Chile	77	2	-6	1
		CDS Mexico	105	-2	-17	-65
		CDS Peru	104	1	-17	-40

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。”