

全球 每周观察

马德里，11月26日

财务压力加剧

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@grupobbva.com
(+34) 91 537 3161

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

Victoria de Zuriarrain
victoria.zuriarrain@grupobbva.com
(+34) 91 537 7584

Leanne Ryan
leanne.ryan@grupobbva.com
(+34) 91 537 8432

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

最终，欧盟和IMF对爱尔兰的联合援助方案可能在周一开市前公布。为获得IMF和欧盟的联合救援，爱尔兰政府制定并公布了其为期4年的紧缩计划细节（详见要闻）。但此举不仅未能驱散金融市场的恐慌，还使市场的不安情绪蔓延到了其他欧洲二线国家，甚至波及意大利。我们认为对于缓解财务压力仍有几点值得担忧（详见要闻）。本周，葡萄牙、西班牙和意大利两年期债券与德国同期限债券利差分别上升了36、54和32个基点，分别为354、202和159个基点。

至少宏观数据仍保持正增长

欧元区PMI指数表明11月份经济增长以外加速。PMI综合指数从53.8反弹到了55.4。即时估计值表明欧元区核心国家和其他国家的分歧进一步加大。同时，欧元区消费者信心指数创下了2007年12月以来的新高。总的说来，高于预期的经济指标数据表明我们得出的今年四季度GDP环比增长0.3%预测结果存在上调风险。在美国，失业报告人数和支出表现强劲；耐用品订单和新房销售不如人意。失业报告人数减少了34,000，总人数跌至407,000，大大超过此前的预期，是自2008年7月以来的最低水平。10月份支出坚挺；实际个人消费支出增长了0.3%，表明四季度个人消费支出增长势头强劲。相反，由于10月份除飞机以外的非军用资本货物订单大幅减少（-4.5%），耐用品报告令市场大失所望。住房市场数据同样不如人意。由于10月份新建房屋销售急剧下滑了8.1%，有越来越多的证据显示住房的供给过度。

欧洲央行将继续进行全额分配

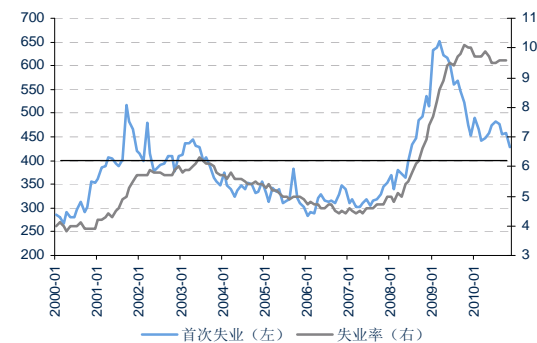
下周，欧洲央行将举行月度货币政策会议。上一次的三月期长期在融资操作（LTRO）招标（分配金额382亿），以及四季度的周度再融资操作（MRO）中对欧洲央行资金越来越大的依赖性，进一步表明市场仍需要欧洲央行的流动性供给。因此，我们预计欧洲央行将宣布延长进行3月期全额分配和政府购买项目的期限。

图1
西班牙：对意大利两年期债券利差（基点）



来源：彭博以及 BBVA Research

图2
美国首次失业 Vs. 失业率（千，%）



来源：彭博以及 BBVA Research

要点

欧洲再现主权风险

应建立四道抑制不确定性的“防火墙”以防止风险进一步蔓延。

爱尔兰公布国家复兴计划

爱尔兰政府公布了一项雄心勃勃的经济复苏计划，为接受金融援助铺平道路。

德国经济增长势头强劲

近期的经济数据加大了2011年经济增长超过2%的可能性。

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

当前股市下跌是由防御性企业（高负债且主要是国内公司）所致；受主权风险影响，市场对经济周期的预期持续恶化

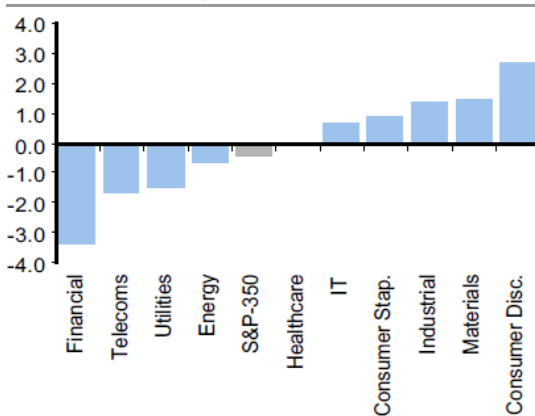
各地股票市场继续出现不同程度下跌：欧洲股市表现远糟糕于新兴市场和美国，而全球性和增长部门的表现要好于国内和价值部门。然而，尽管欧元疲软，欧洲二线国家主权风险上升已导致市场对整个欧洲经济周期前景恶化，并进而影响股价。此外，传统意义上的安全行业（电力、医药、通讯等）与金融业（原因显而易见）和能源业（因为油价大幅下滑）一起带头下跌。可能进一步推行的援助计划（先是爱尔兰，现在是葡萄牙？）将吸走大量资源，反过来这又将削弱欧洲经济的中期增长能力；大多数国内经济部门（同时也是最具防御性的经济部门，且除医药行业外负债水平也最高）将继续在股市上蒙受损失。

市场再度倾向于从欧洲央行获取资金，以防万一。而市场定价至今仍未就即将解除流动性供给措施予以反映

最近几周对欧洲央行通过短期和长期招标提供的资金的利用有所增加，终结了9月以来所见的逐渐下滑趋势。这可能与欧元区不稳定性加大的情况下市场更偏向于获得流动性以防万一有关：上周，在系统性风险上升的同时（二线国家利差显出扩大，股票和欧元看跌），市场三月期的再融资金额达380亿欧元（几乎是将到期金额的两倍）。另一方面，欧洲央行资金利用加大还伴随着Enoia利率上升趋势的一定下调（其上升趋势一直延续到10月底，并高于所有的金融衍生品）。事实上，三月、六月和九月期的Enoia互换已下跌了10-15个基点，但距离回到1%左右的“正常”水平还很远。

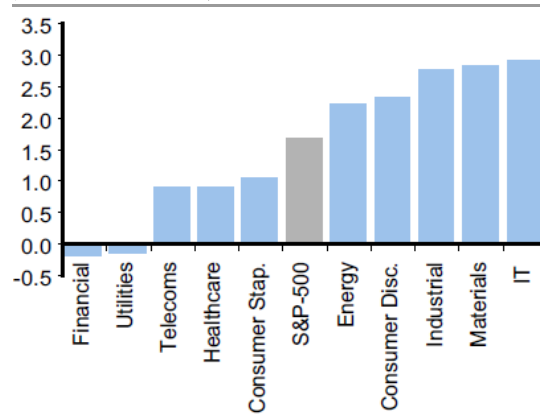
可以从两方面对此进行解读：首先，也是最重要的，三月、六月和九月期隐含利率未能回到1%以上，表明在某种程度上市场定价正吸收并反映欧洲央行难以在当前的风险状况下解除流动性供给措施预期，至少短期内很难。其次，其反映出这样一个事实：市场至今都未将任何二线国家财务压力可能在近期向银行间同业拆借市场交易对方风险溢价转移的风险通过价格反映出来。随着这一情况的巩固，未来货币利率上行的空间仍将有限。

图3
欧洲：各部门表现



来源：彭博

图4
美国：各部门表现



来源：彭博

要点

欧洲主权风险再现

欧洲在诸多方面尚存在很大的不确定性，在此背景下，尽管爱尔兰可能获得援助，但欧洲二线国家主权债务利差扩大并逼近最大值，欧洲仍然面临很大的财务压力。我们认为，应尽快建立四道抑制不确定性的“防火墙”以防止风险进一步蔓延：1) 批准通过爱尔兰为期四年的财政紧缩计划；2) 有必要限制不确定性——如果葡萄牙要进入欧洲金融稳定机构（EFSF），宜早不宜迟；3) 欧洲各国应在解决机制上达成一致意见，虽然这在短期内难以实现，但却很有帮助；4) 对被卷入风险很高的国家而言，执行进一步的经济措施至关重要。由于金融市场存在很大的不确定性，对这些国家而言，仅通过告诉投资者当前的经济发展并没有偏离正轨来规避风险是不够的。我们认为，若经济高度失衡的国家的政府想要重获投资者的信赖，其需：1) 表明正在进行的改革是正确的：给出数据并明确达成目标的期限；2) 更透明：引入允许投资者对当前程序进展和结构性改革进行监督的机制；3) 准备好在财政压力持续的情况下采取新的行动和措施。

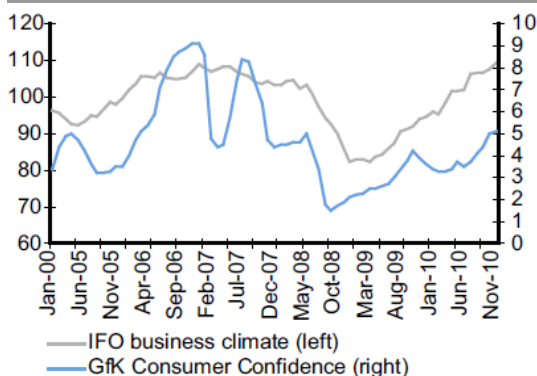
爱尔兰公布国家复兴计划

爱尔兰政府公布了2011-2014年国家复兴计划以及要在这段时间里达到节省150亿欧元目标的具体措施，此外，爱尔兰政府此举还试图平息市场的恐慌，显示政府提前进行财政调整的决心。然而，由于爱尔兰将于1月中旬提前举行大选，还必须考虑政治压力。执政党应该能在12月获得足够多的支持通过该预算案，但反对党表示如果在1月中旬的选举中获胜他们将就有争议的削减部分进行重新协商，进一步加大了当前形势中的不确定性。尽管如此，我们对该声明持积极看法，尤其是其承诺将大力进行财政整合并加快速度开启欧盟和IMF的联合救助计划。相反，我们强调，如果较差的情况所指出的，乐观的增长预期以及对银行业如何会出问题缺乏估计可能会影响财政状况。援助计划的细节并不太让人吃惊：100亿欧元的支出措施和50亿欧元基于收入的措施。但爱尔兰的公司税不变，仍为12.5%。除了受银行业支持的措施的影响外，预计现在中央政府赤字将为GDP的11.9%，略高于2010年预算案中规定的11.6%的赤字目标。这些措施受到了各欧洲机构领导人的欢迎，并为850亿欧元的金融援助计划提供了良好的谈判基础。

德国经济增长势头强劲

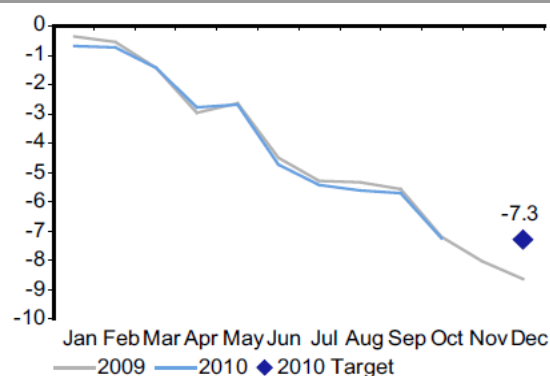
本周公布的德国11月份信心指数显示德国经济增长势头依然保持强劲。受当前和预期指数驱动，11月份IFO商业景气指数刷新了历史最高纪录，达109.3。同样，11月份制造业和服务业PMI指数也进一步上升，表明经济仍处于扩张态势。此外，正如IFO调查所显示的，较高的12月份GfK消费者信心指数预期和失业率的持续下降趋势表明国内需求增长越发强劲，使得经济增长更加可持续，并减少了对外需的依赖。总的说来，软经济指标显示我们对四季度经济增长的预测值面临一定的上调风险。同样地，近期的数据也加大了2011年GDP增长可能超过2%的概率，但我们会等候硬指标数据的公布以对这一经济增长趋势加以证实。此外，近期市场存在很大的不确定性，这可能会对12月份的信心指数造成一定影响。

图5
德国经济数据显示强劲增长



来源：BBVA 研究

图6
葡萄牙：执行预算（占GDP百分比）



来源：BBVA 研究

经济分析

金融情况

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

经济情况

Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com
(+34) 91 374 58 87

相关监管

María Abascal
maria.abascal@grupobbva.com

欧洲

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

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：即时通胀估计值 (11月, 11月30日)

预测: 1.9% y/y 市场调查: 1.9% y/y 前期: 1.9% y/y

评论: 由于能源价格增速放缓, 预计11月份通胀将稳定在同比增长1.9%的水平。即时估计指标并不能反映核心通胀的信息, 但我们预计核心通胀会略涨0.1个百分点, 同比增幅将达1.2%, 这主要是受非能源工业产品和服务价格上涨的影响, 而加工食品通胀将保持稳定。对于12月份, 预计总体通胀和核心通胀都将维持在当前水平, 2010年全年年度增幅将分别为1.6%和1%。**市场影响:** 由于欧洲央行近期的声明显示其部分成员已在考虑提前的退出策略, 若该指标高于预期可能对市场产生更大影响。

欧元区：失业率 (10月, 11月30日)

预测: 10.1%; 市场调查: 10.1%; 前期: 10.1%

评论: 受经济增长的支撑 (且根据已有的软数据, 四季度经济增长还将继续为失业率提供支撑), 预计10月份失业率大体保持稳定, 与今年初以来的情况相符。欧共体调查的雇工意愿指数较10月份有所增长, 延续了自2009年底以来的上升趋势, 因而也表明8月份出现的下滑应该只是暂时的。但该指标仍处于非常的水平。另一方面, 受经济复苏的支撑, 近几个月消费者失业预期稳定, 止住了前几个月的跌势。我们预计未来几个月失业率有小幅上升的趋势, 与经济增长势头减弱的情况相符。**市场影响:** 预计结果不会太过出人意料。若该指标低于预期将被解读为经济增长面临向下压力的信号。

美国：ISM制造业指数 (11月, 12月1日 周三)

预测: 56.0 市场调查: 56.2; 前期: 56.9

评论: 美国供应管理协会 (ISM) 制造业指数在过去15个月里都处于50以上的区间, 平均指数为56.1。尽管该指数10月份增长了2.5个点, 但数个区域联储制造业指数和总工业生产指数的放缓促使我们预计ISM制造业指数会略有下滑。但预计该指数仍会大于50, 表明11月制造业经济增长仍处于扩张区间。**市场影响:** 过去两个月工业生产一直处于疲软状态, 因此, 若ISM制造业指数下滑将进一步加大市场对经济复苏和制造业的担忧。

美国：非农就业人数 (11月, 12月3日 周五)

预测: 15.7万; 市场调查: 14.5万; 前期: 15.1万

评论: 继连续四个月下降之后, 美国10月份非农就业人数增长了15.1万。但仅较去年同期增长了0.4%。值得注意的是, 私人服务业就业人数已连续10个月保持增势, 平均每个月有11.2万个新增就业岗位。然而, 非农就业人数的总增加量还不足以使失业率降低, 最新的指标数据, 如首次失业报告和持续失业报告, 表明劳动力市场较为稳定。然而, 当下房地产和建筑业部门所面临的问题却拖累了劳动力市场的复苏。我们预计11月份私部门将新增就业岗位15.5万个, 政府部门将新增就业岗位2000个。预计失业率将维持在9.6%的水平。**市场影响:** 疲软的非农就业数据将表明美国经济距离完全复苏还很远, 并将加大对劳动力市场的担忧。

中国：PMI指数 (11月, 12月1日 周三)

预测: 54.9; 市场调查: 54.8; 前期: 54.7

评论: 近期的经济指标显示, 由于国内需求旺盛, 中国经济保持强劲增长态势。当局加强了收紧措施以抑制信贷增长并控制不断攀升的通胀。依照近期的趋势和依然强劲的信贷增长, 我们预计11月份制造业部门会继续增长。**市场影响:** 若PMI指数高于预期将加强出台进一步严厉收紧措施预期, 这将对证券市场产生重大影响。

Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.29	1	0	4
		2-yr yield	0.51	0	15	-17
		10-yr yield	2.87	0	21	-34
	EMU	3-month Euribor rate	1.03	-1	-1	31
		2-yr yield	0.91	-20	-12	-35
		10-yr yield	2.65	-6	8	-52
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.322	-3.1	-5.0	-11.6
		Pound-Euro	0.84	-1.3	-3.5	-7.0
		Swiss Franc-Euro	1.32	-2.8	-3.1	-12.0
	America	Argentina (peso-dollar)	3.97	-0.1	0.3	4.3
		Brazil (real-dollar)	1.72	0.2	0.5	-1.3
		Colombia (peso-dollar)	1892	0.8	3.1	-5.1
		Chile (peso-dollar)	481	0.1	-1.7	-2.5
		Mexico (peso-dollar)	12.47	1.5	0.5	-3.6
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.81	0.2	0.5	-2.6
	Asia	Japan (Yen-Dollar)	83.93	0.5	3.6	-3.3
		Korea (KRW-Dollar)	1161.00	2.5	3.3	-0.8
		Australia (AUD-Dollar)	0.964	-2.2	-1.4	6.3
Comm. (chg %)		Brent oil (\$/b)	85.2	1.1	2.0	10.4
		Gold (\$/ounce)	1365.6	0.9	1.6	16.0
		Base metals	550.7	-1.1	1.1	18.0
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	9540	-7.1	-11.3	-19.0
		EuroStoxx 50	2730	-4.1	-4.1	-3.6
		USA (S&P 500)	1198	-0.1	1.2	9.8
	America	Argentina (Merval)	3321	1.9	12.4	51.7
		Brazil (Bovespa)	69362	-2.2	-1.4	3.4
		Colombia (IGBC)	15036	0.5	-4.0	32.5
		Chile (IGPA)	23087	0.3	1.4	51.5
		Mexico (CPI)	36969	1.0	4.5	20.1
		Peru (General Lima)	20769	1.9	9.4	45.3
		Venezuela (IBC)	66196	0.0	-1.7	23.6
			Nikkei225	10040	0.2	7.2
	Asia	HSI	22877	-3.1	-1.4	8.2
	Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	108	8	10
Itraxx Xover			484	29	25	-60
CDS Germany			42	4	8	18
Sovereign risk		CDS Portugal	474	60	114	402
		CDS Spain	302	40	91	216
		CDS USA	41	1	3	---
		CDS Emerging	224	5	21	-55
		CDS Argentina	661	-20	44	-334
		CDS Brazil	113	6	14	-17
		CDS Colombia	115	6	14	-38
		CDS Chile	77	2	-6	1
		CDS Mexico	117	3	12	-34
		CDS Peru	120	4	16	-12

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。”