

全球 每周观察

马德里, 2010年12月23日

不确定性犹存

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

欧洲信贷

金融分析师

Antonio Vilela

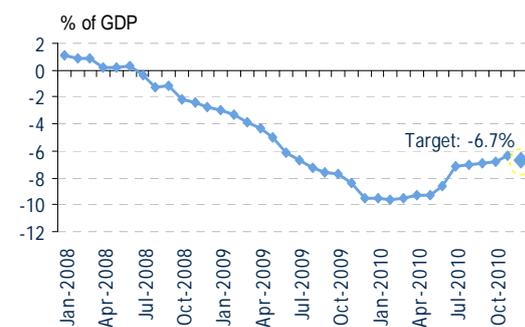
antonio.vilela@grupobbva.com
+34 91374 56 84

德国对危机解决机制态度的转变朝着更进一步的欧洲一体化方向发展, 这使得各方更加有望在下次欧盟委员会会议上达成协同解决方案。我们认为, 这不仅降低了欧洲最糟糕情况出现的可能性, 并且防止了欧洲风险溢价再次出现大幅上升。欧盟有意在明年1月初进行其首次债券发行, 这将为市场监测主权风险提供一个良好的参考。然而, 短期市场仍对二线国家的消息较为敏感。对于这一点, 穆迪已经开始考虑可能会下调西班牙和葡萄牙及两国银行的信用评级。此外, 爱尔兰的评级也被下调了5级, 至Baa1。葡萄牙的主权债务评级则高于爱尔兰3个等级。此外, 新的《信贷机构条例》绕开了股东的批准, 因此, 爱尔兰政府将通过国家退休金储备基金再向爱尔兰联合银行注入37亿欧元。

对西班牙主权债务的信心有所回升

西班牙政府表示本国的实际预算费用将达到政府设定的2010年赤字目标, 但市场对此表示怀疑。西班牙各地区今年头9个月的平均赤字上升到了GDP的1.24%, 与预期相符, 使得西班牙所有地区都有望达成全年占GDP 2.4%的财政目标。同时, 从今年初到11月份的11个月以来, 西班牙中央政府的预算赤字已收窄至GDP的3.68% (-45.8%), 较去年同期的6.79%出现大幅下滑。此外, 2011年预算案已在西班牙国会获得通过。相反, 葡萄牙的预算数字则表明迄今为止财政整合的收效较低。同时, 希腊国会周四通过了一项紧缩预算, 但并未获得反对党的支持。

图1
西班牙中央政府预算（12个月累计）



来源: Ministry of Economy and Finance 以及 BBVA Research

图2
西班牙与意大利2年期债券收益率利差



来源: Bloomberg 以及 BBVA Research

要点

商品期货受投资者追捧

资金流入商品期货, 这将继续成为2011年全年的利好因素。

预计德国的溢出效应将支持欧元区经济复苏

贸易平衡将成为传递增长的渠道。

欧洲央行的流动性政策

银行在12月份的3月期和微调竞标获得了大额资金, 预计欧元区的流动性仍将很大。

市场

市场分析

市场与客户策略分析

首席分析师

Nicolás Trillo

nicolas.trillo@grupobbva.com

+34 91 537 84 95

全球外汇

首席分析师

Pablo Zaragoza

pzaragoza@grupobbva.com

+34 91 374 38 64

首席策略分析师

Joaquín García Huerga, CFA

jghuerga@grupobbva.com

+34 91 374 68 30

怀疑情绪持续笼罩欧洲，对新兴市场的信心越发增强

外汇市场表现出了两种明显不同的现象，从其与地方和全球风险溢价的关系看，显得尤其重要。一方面，我们必须强调，欧元区做出的最新声明其积极影响是有限的，尤其是在关于未来的救助机制方面。不仅欧元对美元无法复苏，且欧元兑美元汇率持续对1.30这一水平构成威胁，这种缺乏支撑的情况进而传递给了与之在金融上联系最紧密的货币：英镑汇率继续修正（当前兑美元汇率为1.53），价格部分反映了其与欧元之间的这种联系，部分也受到了英国经济数据疲软的一定影响（令人失望的GDP增长和预算削减）。在这种背景下，瑞士法郎表现得极为坚挺（实际汇率达历史最高），使其成为了避险天堂。

然而，从一定程度上对此产生抵消作用的是，市场仍在继续限制风险从此地向新兴市场系统蔓延：当前美元并未对该地区的货币大幅走强，对拉丁美洲货币甚至略有下跌。这些地区基本面的稳定是可能避免产生更大连锁反应的主要因素：新兴市场的持续支撑或将有助于减少我们仍在研究的美元对欧元和英镑等货币的潜在强势，但不会消除。

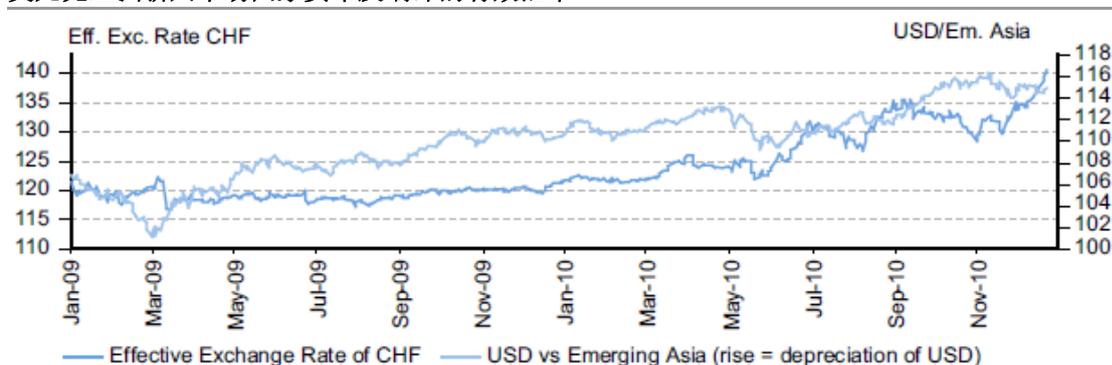
仍有潜在的向上空间，但我们对此维持谨慎

标准普尔500指数越发远离了欧洲主权风险的趋势并已达到了我们的全年目标（1250点）。我们仍认为EuroStoxx 50指数有更大的上涨空间，但最终将取决于银行的表现。从这点上看，德国对欧洲主权风险管理的态度略微温的事实，以及中国或购买欧洲国家债券的可能帮助拉动了金融股上涨（欧洲各银行的股价再次达到一个有吸引力的乘数值：预计2010年市净率为0.87倍）。

更重要的是，正如图所示，隐含价格波动率（VIX为16.3%，V2X为18.2%）正处于今年的低点。这些数字表现出了一个明显的信息以及欧洲主权风险的情况：除我们现在所见的银行表现不如人意之外，对银行部门的重大影响并不会产生系统性风险。因此，未来几个月股票可能有上涨潜力，但我们对此维持谨慎态度。

图3

美元兑亚洲新兴市场国家货币及瑞郎的有效汇率



来源：Bloomberg

要点

经济分析

金融情况

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

欧洲

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

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

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

全球固定收益

期货

Pedro Moreno
pedro.m_alonso@grupobbva.com
(+34) 91 537 88 89

大宗商品期货受投资者追捧

2010年下半年大宗商品期货大幅升值, 大多数商品期货涨幅超过了25%。部分资产, 如谷物, 在供给上遇到了一定的问题, 但令其有这样表现的主要原因却是因为投资者对大宗商品的敞口有所增加。事实上, 非商业头寸已达到了历史最高水平。展望明年, 我们能够预见短期内会有一些程度的修正, 但随着以中国为首的新兴经济体扩大需求, 支撑位正在不断上升。这些修正可以从近期涌入大宗商品期货的巨额资金得到解释, 这迟早会引发获利回吐, 并同时伴随着美元的走强。虽然未来几个月资金的流入会有所放缓, 但这仍将是全年的一个利好因素。更确切地说, 对于原油, 我们预计价格的支持会在85美元/桶。

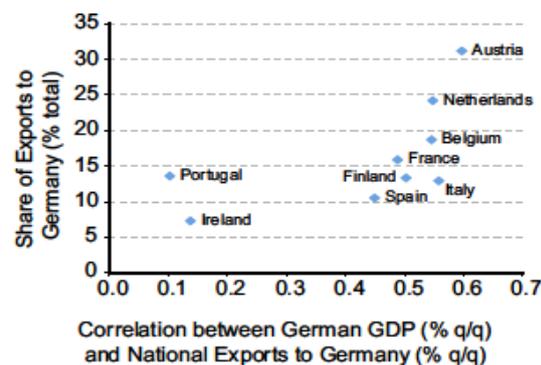
预计德国的溢出效应将支持欧元区的经济复苏

近期的德国经济数据显示出了更多积极经济增长势头仍在持续的佐证, 国内需求刚开始好转, 这应该能够弥补出口的下滑。但领先指标同时也显示未来几个月经济增速将有所放缓, 从某种角度来说, 继近几个月异常强劲的增长势头之后, 这也是可以预计的。但是, 德国明年的经济增长道路仍然十分明确, 证实了近几个季度所见的德国与大多数欧元区国家在经济增长方面出现的分化。在这样的背景下, 现在的关键问题就是德国经济到底能够在何种程度上引领整个欧元区经济的复苏。对于这一点而言, 多数成员国的出口仍是欧元区国家之间的贸易, 且对德国的出口比例很大(法国、意大利、西班牙和葡萄牙为10%-15%, 奥地利和荷兰则超过20%)。此外, 这些出口与德国GDP增长具有很高的相关性(意大利为0.6, 多数成员国约为0.5左右), 表明德国将无法继续驱动除此以外的成员国的经济增长。德国对亚洲和其他地区的出口需要许多其他欧元区国家提供中间产品。这即是说对某些遭到主权危机严重冲击的二线国家而言, 这种相关性更低, 如葡萄牙和爱尔兰都为0.1。

欧洲央行的流动性政策

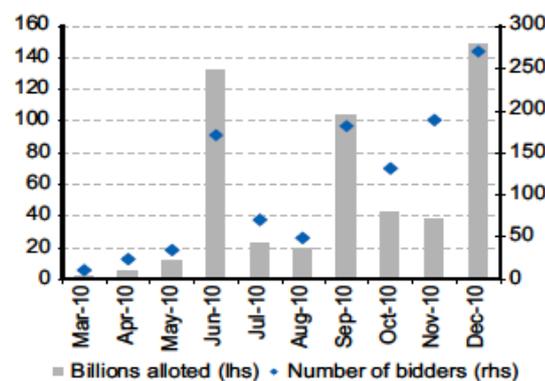
本周欧元区的银行向欧洲央行偿付了自9月份(当时有2250亿欧元一年期和六月期的贷款到期)以来的最大金额, 总额达2010亿欧元(此前通过12月期和3月期贷款注入的流动性, 金额分别为970亿欧元和1040亿欧元)。在12月份的3月期长期在融资操作中所分配的资金金额为1495亿欧元, 竞标机构总数达270家。这样的高参与率表明, 对主权债务的担忧仍使银行产生了很强的囤积流动性的动机。在13日微调操作中, 对流动性的需求达206亿欧元, 参与竞标的机构数量为32家。正如我们所预料的, 三月期长期在融资操作和13日微调操作的结果显示, 银行续贷了2010亿欧元中超过85%的金额(高于另外两次大额到期贷款约55%的续期率), 这主要是因为欧洲的主要筹资渠道仍然处于关闭状态。这些不确定性表明流动性正常化进展缓慢。此外, 本季度长期再融资操作(LTRO)和周度再融资操作(MRO)供应的流动性水平仍然很高, 尤其是, 每周的周度再融资操作已自9月份到期后恢复, 本季度一直稳定在1800亿欧元左右。此外, 欧洲央行供给的流动性仍然高度集中于部分最脆弱国家, 如对希腊、爱尔兰和葡萄牙而言, 欧洲央行对其银行系统提供的流动性正在增加。

图4
对德国出口



来源: Datastream 以及 BBVA Research

图5
欧洲央行: 3月期长期再融资操作



来源: ECB 以及 BBVA Research

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

亚洲

Jenny Zheng
jenny.zheng@bbva.com.hk

欧元区: M3 (11月, 12月29日)

预测: 1.4% y/y

市场调查: 1.6% y/y

前期: 1.0% y/y

评论: 预计欧元区11月份的领先数据将进一步证实近几个月所见的对当前情况的乐观情绪仍在持续, 但语气仍然非常谨慎, 复苏形势尚不明朗。特别是, 预计M3将与上个月基本持平, 导致年度同比增速上升至1.4%左右。在其对应方, 居民贷款则计划继续以与去年类似的速度增长(月度环比增长0.2%), 而对非金融类企业的贷款增速上个月小幅下滑并自年初起月度环比增长一直徘徊在0%, 预计此番可能会小幅上升(月度环比增速约为0.2%)。虽然后者的下滑趋势似乎是止住了, 但目前还没有出现明显的转折。**市场影响:** 若对私部门的贷款大幅下滑则可能被市场解读为再度对信贷机构财务压力产生不利影响。

德国: 即时HICP通胀 (12月, 12月29日)

预测: 1.8% y/y

市场调查: 1.6% y/y

前期: 1.6% y/y

评论: 继上个月总体通胀意外大幅加速上升之后, 我们预计其会在12月份再次上涨, 但增速会有所放缓。受驱动因素涨价影响, 我们预计能源和食品价格会双双上涨, 就像11月份一样。具体的分类明细不会随即时估计值一道公布, 但我们认为受非能源类工业产品价格上涨的拉动, 核心通胀也会小幅上升, 而服务通胀则会保持低位稳定。总的说来, 我们预计核心通胀将会接近、但仍低于欧洲央行明年的目标。**市场影响:** 若通胀大幅上升则可能对市场产生重大影响, 因市场恐慌欧洲央行的态度会因此变得更加强硬。

美国: 消费者信心指数 (12月, 12月25日)

预测: 57.0

市场调查: 56.1

前期: 54.1

评论: 预计12月份消费者信心指数会连续第三个月增长, 但仍将大大低于94.7的历史平均水平。消费者信心指数当前的趋势表明, 尽管消费者对经济未来的增长预期疲软, 但过去两个月里已经显示出了好转的迹象。预计奥巴马总统上周最新签署的财政刺激案会提振企业信心并改善消费者对劳动力市场情况的预期。因此, 我们预计未来两个月消费者信心指数会继续上升, 但增速较慢。**市场影响:** 若12月份消费者信心指数下跌可能表明12月份个人支出水平也会有所下滑。

美国: 芝加哥PMI指数 (12月, 12月27日)

预测: 61.5

市场调查: 62.5

前期: 62.5

评论: 11月份, 芝加哥商业晴雨表, 即芝加哥PMI指数达到了4月份以来的最高点。该指数过去14个月以来一直保持着上升趋势。报告还表明产值和新增订单分别达到了2005年2月和2007年以来的最高水平。虽然就业指数已连续6个月上涨, 但存货指数却跌到了50以下, 表明该地区就业有所减少。我们预计12月份芝加哥PMI指数会小幅下滑, 但仍将处于50以上, 表明该地区经济活动仍处于扩张状态。**市场影响:** 若芝加哥PMI指数上涨则表明12月份ISM制造业指数也将上涨。

韩国: 12月CPI通胀 (12月31日)

预测: 3.3% y/y

市场调查: 3.2% y/y

前期: 3.3% y/y

评论: 韩国通胀继10月份因食品价格上涨同比增幅陡升至4.1%之后, 近期有所减轻, 回落到了韩国央行设定的2-4%的目标通胀区间。尽管如此, 鉴于物价的上涨和强劲的国内需求, 预计通胀的上升压力会持续到2011年, 因此, 韩国央行也释放了进一步加息的信号。**市场影响:** 若该结果高于预期, 将加剧对未来几个月韩国央行进一步加息的预期。

Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.30	0	2	5
		2-yr yield	0.66	2	12	-31
		10-yr yield	3.39	-4	48	-42
	EMU	3-month Euribor rate	1.02	-1	-2	31
		2-yr yield	0.94	-14	-3	-25
		10-yr yield	2.98	-9	27	-35
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.307	-1.3	-2.3	-9.0
		Pound-Euro	0.85	0.1	0.1	-5.8
		Swiss Franc-Euro	1.26	-1.7	-5.4	-15.8
	America	Argentina (peso-dollar)	3.98	0.1	0.1	4.7
		Brazil (real-dollar)	1.70	-0.3	-1.4	-3.7
		Colombia (peso-dollar)	1931	0.8	2.1	-5.5
		Chile (peso-dollar)	469	-1.1	-2.7	-7.3
		Mexico (peso-dollar)	12.32	-0.8	-0.2	-4.3
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.80	-0.5	-0.3	-2.8
		Japan (Yen-Dollar)	83.11	-1.3	-0.3	-9.3
	Asia	Korea (KRW-Dollar)	1154.65	-0.3	0.5	-2.4
		Australia (AUD-Dollar)	1.003	1.5	1.9	13.5
	Comm. (chg %)		Brent oil (\$/b)	93.8	2.2	9.2
		Gold (\$/ounce)	1375.6	0.4	0.2	24.4
		Base metals	580.4	1.1	5.4	20.0
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	10127	1.2	3.9	-15.4
		EuroStoxx 50	2865	0.7	3.9	-3.1
		USA (S&P 500)	1257	1.1	4.9	11.6
	America	Argentina (Merval)	3487	4.5	6.2	55.0
		Brazil (Bovespa)	68407	1.6	-1.8	1.2
		Colombia (IGBC)	15587	1.3	3.5	34.2
		Chile (IGPA)	22853	-1.7	-1.1	39.2
		Mexico (CPI)	38157	0.9	2.9	17.2
		Peru (General Lima)	22684	2.9	11.0	61.1
		Venezuela (IBC)	65174	0.4	-1.5	18.7
	Asia	Nikkei225	10346	0.3	3.2	-1.8
HSI		22903	1.0	-0.5	6.4	
Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	105	0	-3	30
		Itraxx Xover	437	-9	-47	-15
	Sovereign risk	CDS Germany	57	4	16	31
		CDS Portugal	489	37	13	399
		CDS Spain	348	24	51	238
		CDS USA	42	3	1	--
		CDS Emerging	207	-8	-17	-54
		CDS Argentina	610	-40	-49	-297
		CDS Brazil	114	-1	2	-8
		CDS Colombia	115	-2	1	-28
		CDS Chile	77	2	-6	1
		CDS Mexico	116	-1	0	-17
		CDS Peru	118	0	-1	-6

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。”