

每周观察

全球

马德里, 2011年07月22日

不确定性尚未完全消散

经济分析

金融情况
 Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com
 (+34) 91 374 44 32

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

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

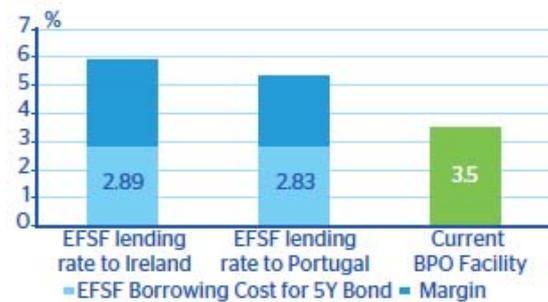
Javier Amador
javier.amador@grupobbva.com
 (+34) 91 537 3161

当前的全球风险溢价取决于两个危险因素：1) 欧洲主权债务危机和2) 提高美国债务限额的必要性（详见要点）。本周已经传来欧盟各国领导人就解决第一个问题作出妥协的好消息，但我们仍在等待第二个问题的解决方案出台。7月21日的欧盟委员会峰会在处理二线国家债务危机的问题上取得了一定进展，这超过了市场的预期。欧洲正在下调利率并延长对希腊、葡萄牙和爱尔兰贷款的到期日；提高了EFSF（欧洲金融稳定机构）的灵活性，作为在二级市场用于银行资本结构调整的工具，帮助尚未获得援助的国家；私营部门参与的细节尚未敲定，但预计会对此做出很大贡献（但这还只是“估计”）。此外，在希腊与其他欧元区地区国家，私营部门参与的范围也有明显的区分。负面消息方面，EFSF基金并未增加且尚未就其灵活性的执行细节进行定义。长期来看，希腊债务比率不太可能大幅下降，且希腊的改革也面临很大的执行风险，这意味着我们不能排除未来的结果达不到预期的可能性。但总的说来，这是一项很好的协议，可以暂时使市场平静一段时间，并可能为欧盟危机的长期解决方案提供一个框架。

关于美国预算和债务限额的争论将成为焦点

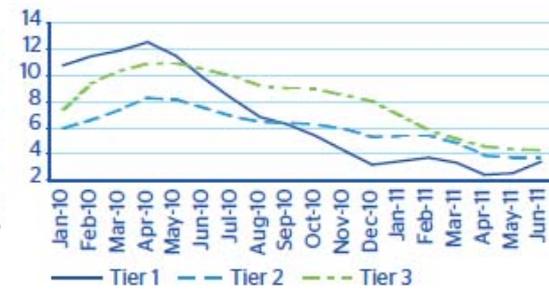
欧洲经济数据疲软，但美国的数据却释放出了许多不同信号。欧元区7月份PMI综合指数下跌至50.8，接近该指数所表示的扩张/收缩分水岭。在美国，6月份住房数据结果好于预期，表明建设许可有所增加，意味着住房市场可能已经没有那么萧条了。同时，就业数据继续显示劳动力市场疲软。在亚洲，日本出口反弹提供了供应链恢复的新证据，这或为世界工业复苏铺平道路。然而，欧元区7月份PMI指数并未反映出这一积极影响。在拉丁美洲地区，各国央行继续执行宏观审慎措施，以缓解货币的升值压力。美国预算和债务限额的争论将成为下周的焦点。经济方面，下周将公布美国二季度GDP数据和欧元区7月份CPI数据。

图1 欧盟委员会的提案建议削减 EFSF 贷款利率至与 BPO 相当的水平



来源: EFSF 和 EU Council

图2 中国二、三线小城市房价或出现大幅上涨 (%，年度同比)



来源: BBVA Research 和 Bloomberg

要点

美国债务限额：两党仍未达成一致意见

但短期补救措施可能会获得通过（而非否决），以避免违约。

第二轮欧洲银行压力测试...

...并未对驱散金融业的不确定性起到帮助。

中国计划将限购措施范围扩大到二、三线小城市

随着大城市楼市的降温，预计小城市房价将大幅上涨。

市场

市场分析

全球信贷总监

Javier Serna
javier.serna@bbvauk.com
+44 207 648 7581

全球汇率首席策略分析师

Dustin T. Reid
Dustin.Reid@bbvany.com
+1 (212) 7281707

全球证券首席策略分析师

Joaquin Garcia Huerga, CFA
jghuerga@grupobbva.com
+34 91 374 68 30

协议达成使信贷市场走强

信贷市场上, iTraxx主要基准指数自上周初以来收窄了约20个基点, 现为108个基点, 基于对欧盟(已经采取)新措施出台的预期。从行业来看, 金融债的表现明显更好, iTraxx优先金融指数收窄了40个基点至155个基点且同期的次级债指数也收窄了65个基点, 达到了275个基点。

从国家来看, 西班牙和意大利银行均出现强劲反弹。Santander和BBVA的优先信用违约掉期分别从周一时的290个基点和305个基点收紧至今天的215个基点和235个基点。同时, Unicredito的信用违约掉期也从341个基点收窄到了236个基点, 收紧幅度超过了100个基点。

我们认为, 由于之前两个月以来的大幅扩大, 短期内估值仍然有向上的空间。继发行量长时间极度偏低之后, 投资情绪上升可能会促使下周再度开放一级市场的大门。

欧元/美元汇率继续宽幅震荡

我们认为虽然欧洲各国集团声明传递的消息最初是积极的且未来几天里欧元/美元汇率还可以再上涨1.0到1.5%, 但似乎大部分短期上涨都已经发生了且我们仍然认为欧元/美元汇率的大体交易区间为1.3800至1.4400水平。我们的美国经济研究小组继续认为美国债务限额问题会得到良好解决且只要标准普尔不立刻下调美国的资信评级, 未来几天市场对美元的负面看法就会有所好转。也就是说, 当前美国商品期货交易委员会(CFTC)的非商业欧元头寸可能并没有过多, 且鉴于欧盟今天发表的声明, 风险似乎存在于对冲基金和期货顾问近期的欧元多头建议中, 并顺势将欧元/美元汇率推到了我们预想的交易区间之上。此外, 欧元/美元汇率周四在1.4420左右的趋势线阻力位报收(今年5月份的最高点为1.4940), 表明其正处于近期技术上的关键十字路口上且若第二次单日收盘价格高于1.4420, 将可能引发趋势投资者对欧元/美元汇率进一步上涨的讨论。现在, 我们对一个月的欧元/美元汇率预测仍然为1.4400, 因为我们还在等待美国债务限额问题的解决方案出台。

风险溢价表现大体积极

债券市场左右着欧洲证券市场的表现。然而, 幸运地是, 股市仍然受到了跨国公司盈利和全球经济周期的支撑。如果西班牙和意大利主权债券对德国主权债券的利差继续收窄, 证券市场就将获得很大的上升空间, 特别是低迷的银行业板块。

如果受到金融业板块的支撑, 今年下半年EuroStoxx50指数可能会反弹20%, Ibex35指数将反弹15%。事实上, Ibex-35指数的极化情况比EuroStoxx50更甚, 因为基本上西班牙银行的资产负债表上仅有西班牙的债务, 除非影响蔓延到了西班牙, 否则其损益表就不会受到影响, 至少最初不会受到希腊和爱尔兰债券的影响。持有葡萄牙债券对西班牙银行2011年的盈利影响不大, 且不会对2012年的盈利状况造成影响。

图3
EuroStoxx 和 S&P500 以及和欧元区银行业的相对表现



来源: 欧元区银行业

图4
资产掉期



来源: Bloomberg 和 BBVA Research

要点

美国债务限额：两党仍未达成一致意见

总统奥巴马签署了“六人帮”（Gang of Six）提出的3.7万亿美元的债务限额一揽子计划之后大增的气势似乎在众议院共和党，特别是茶党支持成员坚定反对增税立场之后有所减弱，且白宫在很大程度上也仍然持反对态度。虽然白宫能够在一定程度上接受“六人帮”的提案，但其内容中既包括削减支出，又包括增加税收，这仍将使提案面临阻力。当前，提案细节显示可自由支配开支将削减1.4万亿美元，政府津贴削减7.4亿美元，而另一方面则将通过扩大税基、废除最低税负制来增加税收收入。周三下午，白宫做出了让步，表示可以通过短期的补救措施（而非否决）。此外，白宫还通过了另一项可供选择的方案，其中包括修正宪法规定的债务限额，这基本不可能在参议院获得通过且几乎肯定会被总统否决。众议院的程序性暗示和委员会的批准都会增加政治风险，两党的矛盾必须要在短时间内尽快解决，然而，双方却都不愿意表现得过度（期望）和解。相反，两党又都不愿意在大选临近的时候背离原来的立场。根据标准普尔的报告，若债务削减额少于0.4万亿美元就会导致美国资信评级被下调，这使得债务限额问题显得更加紧迫。近期世界范围内的负面影响和对主权债务的担忧使评级机构对国家债务磋商的评论频率普遍提高。现在立法提交国会审议的期限越发临近，如果因众议院的阻扰导致违约及随之而来的降级，最有可能的即时效应是：今年到期债务的利息支出可能增加25亿美元（假设评级下调会导致主权债务利率上升50个基点且这一效应会传递到相关的州和区的债务上）。看起来，美国要避免评级下调，就必须通过当前的提案，或一项类似的提案。要避免违约，起码是避免短期内违约的话，则需国会通过程序上的补救措施，以维持金融稳定性。

第二轮欧洲银行压力测试

7月15日欧洲银行管理局（简称EBA）公布了第二轮欧洲银行业压力测试结果。尽管测试方法更为严密，假设条件也更为严格，却得到了与去年相似的测试结果，令市场感到失望。在西班牙更广的测试覆盖范围（因为更为透明）也不再令市场感到惊奇，这解释了为什么市场没有对此做出积极反应的原因。消极方面，主权违约的相关压力在测试中涉及有限及流动性压力的缺乏（虽然融资成本增加是不利情景下净利息收入的决定因素之一）降低了测试的可信度。积极方面，测试结果提供的信息比去年要全面得多，特别是对主权风险敞口的担忧，并允许分析师进行自己的测试。无论如何，市场情绪都被欧元区的主权危机左右着，对压力测试的关注有限。

中国计划将限购措施范围扩大到二、三线小城市

正如我们上周出版的“[中国房地产展望](#)”报告中所述，在政府收紧措施的影响下，过去一年里住房市场已经有所降温。从全国来看，根据我们基于本周公布的官方（国家统计局）数据的估计，6月份中国住房价格同比上涨了3.4%，增幅略高于5月份的3.0%，但仍然延续着自去年以来的放缓趋势。然而，小城市的房价加速上涨却已经有一段时间了（图2）。此外，我们的报告表明房价增速在放缓，且二、三线城市房价增长前景强劲，这意味着最佳的投资机会蕴藏于较小的城市。为预防这些城市出现房价泡沫，当局已表示有意将大城市的限购措施施行范围扩大到二、三线小城市，但尚未公布具体细节。

经济分析

美国

Boyd Nash-Stacey
Boyd.Stacey@bbvacompass.com
+1 713 881 0655

金融系统和监管

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com
+34 91 5379852

金融系统

Carlos Corcostegui
carlos.corcostegui@bbva.com
+34 91 3748599

亚洲

Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk
+852 2582 3281

日程表：核心指标

经济分析

欧洲

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

美国

Boyd Nash-Stacey
Boyd.Stacey@bbvacompass.com
+1 713 881 0655

亚洲

Jenny Zheng
jenny.zheng@bbva.com.hk
+852 2582 3289

欧元区：即时HICP通胀（7月，7月29日）

预测：年度同比 2.7% 市场调查：2.7% 前期：2.7%

评论：我们预计7月份HICP通胀数据会保持大致稳定，正如前几个月的数据所示，近期核心通胀小幅放缓对油价上涨的发挥了抵偿作用，但细节信息要到8月中旬才能公布。非能源行业价格指数因夏季销售效应和服务业价格指数的下滑而出现一定程度的放缓（这多依赖于与能源价格上涨的间接效应传递的逆转，例如运输服务），这应会对核心通胀产生积极影响。**市场影响：**若核心通胀进一步加速上升则会加大市场对间接影响加剧导致货币政策继续收紧的担忧。

欧元区：货币供给（6月，7月27日）

预测：年度同比 2.2% 市场调查：2.4% 前期：2.4%

评论：预计欧元区6月份的这一领先指标能够反映出信贷市场依然疲弱的局面。继5月份的反弹之后，预计M3货币增速会略有下滑，徘徊于2%附近（其自2010年末以来一直如此）。其他相关指标中，预计居民贷款会进一步增长，但增速低于年初时的水平。非金融企业贷款可能会继续保持低速增长。总的来说，这些数据表明二季度信贷扩张会小幅放缓。**市场影响：**若结果好于预期则会被市场当做是信贷正在复苏的信号，但也可能被解读为欧洲央行政策态势收紧的诱因。

美国：消费者信心指数（7月，7月26日）

预测：57.9 市场调查：58.3 前期：58.5

评论：预计美国7月份消费者信心指数会连续第三个月下滑，这主要是因为就业前景不乐观所致。劳动力市场状况不太有利可能会影响到个人的支出习惯，很少消费者认为其会在未来6个月有所改观。汽油价格指数下滑可能会对平衡令人失望的就业形势起到一定的帮助作用，但我们预计未来收入的不确定性会压低整体的消费活动。**市场影响：**我们预计市场不会因本月消费者信心指数再度小幅下滑而产生强烈反应，但若下跌超过预期则会导致市场反应消极。

美国：GDP 预估值（2011年二季度，7月29日）

预测：1.7% 市场调查：1.7% 前期：1.9%

评论：经济状况的恶化表明今年二季度的经济增速有所放缓。消费者指标数据包括信心指数、零售销售和个人消费支出均较一季度有所降低。此外，制造业调查报告也低于今年一季度的水平，且住房投资增长缓慢、核心资本品生产增速放缓也反映出私部门投资增速较上季度环比有所下滑。另外，由于各州和地方政府忙于解决预算问题及联邦债务政策对财政支出的限制，公共投资也将继续下滑。净出口方面，我们预计进口的继续扩张会抵消二季度出口加速增长的影响。**市场影响：**虽然价格已经体现了多数市场预期，但近期的波动表明市场仍然十分担忧2011年的经济增长和劳动力市场的疲弱。若2011年二季度录得强劲增长能够支撑预期并抵消联邦赤字和债务磋商导致的一部分不确定性。

韩国：GDP（2011年二季度，7月27日）

预测：年度同比 3.5% 市场调查：3.8% 前期：4.2%

评论：由于近期出口和工业产值增长受日本供应链中断和商品价格高企影响双双放缓，韩国今年二季度经济增长或已减速。上周五韩国中央银行也将其2011年GDP增长预测由此前的4.5%向下修正到了4.3%，并强调经济增长的向下风险现已超过了向上风险。尽管如此，鉴于韩国较强的出口竞争力，韩国受外部冲击的影响相对较小，我们预计韩国经济会在下半年逐步反弹。对2011年全年而言，我们预计韩国经济将增长4.5%。**市场影响：**若该数据低于预期则会降低对韩国央行未来加息的预期。

Markets Data

| | | | Close | Weekly change | Monthly change | Annual change | |
|------------------------------------|----------------------------|-------------------------|------------------|---------------|----------------|---------------|------|
| Interest Rates (changes in bps) | US | 3-month Libor rate | 0,25 | 0 | 1 | -24 | |
| | | 2-yr yield | 0,38 | 3 | 1 | -21 | |
| | | 10-yr yield | 2,98 | 7 | -1 | -2 | |
| | EMU | 3-month Euribor rate | 1,61 | 0 | 9 | 73 | |
| | | 2-yr yield | 1,38 | 16 | -10 | 63 | |
| | | 10-yr yield | 2,82 | 12 | -13 | 11 | |
| Exchange Rates (changes in %) | Europe | Dollar-Euro | 1,435 | 14 | -0,5 | 11,6 | |
| | | Pound-Euro | 0,88 | 0,5 | -1,4 | 5,6 | |
| | | Swiss Franc-Euro | 1,17 | 1,6 | -2,7 | -13,4 | |
| | America | Argentina (peso-dollar) | 4,14 | 0,4 | 1,0 | 5,3 | |
| | | Brazil (real-dollar) | 1,56 | -1,0 | -1,8 | -11,7 | |
| | | Colombia (peso-dollar) | 17,56 | 0,1 | -1,4 | -6,0 | |
| | | Chile (peso-dollar) | 4,61 | -0,3 | -2,3 | -11,5 | |
| | | Mexico (peso-dollar) | 11,65 | -0,6 | -1,1 | -8,7 | |
| | | Peru (Nuevo sol-dollar) | 2,74 | -0,2 | -0,7 | -3,1 | |
| | | Japan (Yen-Dollar) | 78,37 | -0,8 | -2,2 | -10,2 | |
| | Asia | Korea (KRW-Dollar) | 1051,38 | -0,7 | -2,1 | -12,3 | |
| | | Australia (AUD-Dollar) | 1,085 | 1,9 | 2,1 | 21,3 | |
| | | | | | | | |
| | Comm. (chg %) | | Brent oil (\$/b) | 117,7 | 0,3 | 3,0 | 51,9 |
| | | Gold (\$/ounce) | 1605,6 | 0,8 | 3,7 | 35,0 | |
| | | Base metals | 594,0 | 0,0 | -0,6 | 24,8 | |
| Stock Markets (changes in %) | Euro | Ibex 35 | 10074 | 6,2 | -1,5 | -3,0 | |
| | | EuroStoxx 50 | 2765 | 3,4 | -1,1 | 1,7 | |
| | | USA (S&P 500) | 1340 | 1,8 | 4,1 | 21,5 | |
| | America | Argentina (Merval) | 3366 | 1,2 | 1,0 | 41,7 | |
| | | Brazil (Bovespa) | 60281 | 1,3 | -1,5 | -9,1 | |
| | | Colombia (IGBC) | 13850 | 5,5 | -3,0 | 4,4 | |
| | | Chile (IGPA) | 22096 | -1,4 | -0,9 | 10,3 | |
| | | Mexico (CPI) | 35441 | -2,0 | 0,1 | 8,0 | |
| | | Peru (General Lima) | 22186 | 9,0 | 15,9 | 56,8 | |
| | | Venezuela (IBC) | 87065 | 1,2 | 9,0 | 35,2 | |
| | Asia | Nikkei225 | 10132 | 1,6 | 5,2 | 7,4 | |
| | | HSI | 22445 | 2,6 | 2,7 | 7,8 | |
| | Credit (changes in bps) | Ind. | Itraxx Main | 112 | -11 | 2 | 0 |
| | | | Itraxx Xover | 419 | -40 | 9 | -87 |
| Sovereign risk | | CDS Germany | 55 | -3 | 13 | 15 | |
| | | CDS Portugal | 946 | -197 | 162 | 677 | |
| | | CDS Spain | 309 | -37 | 25 | 108 | |
| | | CDS USA | 53 | -2 | 2 | - | |
| | | CDS Emerging | 213 | -9 | -13 | -18 | |
| | | CDS Argentina | 608 | -22 | -22 | -239 | |
| | | CDS Brazil | 112 | -5 | -2 | -8 | |
| | | CDS Colombia | 111 | -4 | 1 | -16 | |
| | | CDS Chile | 73 | -2 | -2 | -16 | |
| | | CDS Mexico | 111 | -4 | 1 | -10 | |
| | | CDS Peru | 122 | -7 | -24 | 9 | |

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。”