

全球每周简报

欧盟峰会略正面的惊喜（为了改变）；市场做出回应

欧盟峰会受到的期待不高。降低困境中国家的融资成本的短期措施未有预料。事先预计仅会涉及到欧元区长期路线图（银行和财政联盟）。但截至目前，峰会的第二天仍未开始，提案已经超出预期，因此市场情绪得以舒缓。

- 首日峰会后的官方声明含有可能会对金融市场迅速造成影响的提案：1) 在有效的单一监管机制建立后（预期在 2012 年底并且“包括欧洲央行”），ESM 可以直接对银行资本重组。这将依赖合适的条件（特定的机构、特定的部门或者通过谅解备忘录在所有经济部门）；2) 关于西班牙资金援助，在 ESM 可获得之前通过 EFSF 提供，ESM 并不会取得更高的地位；3) 用有弹性和有效率的方式使用现存的 EFSF/ESM 以稳定市场的承诺。附加条件将反映在谅解备忘录中，但不会超过确保欧洲会议中的承诺。欧元集团将在 2012 年 7 月 9 日前实施这些决定。EFSF/ESM 的干预预计将在夏天就绪。至于欧元区长期路线图（银行和财政联盟），具体的议案将在 10 月 20 日提出。
- 我们的评估，在积极方面：a) 单一监管的协议是受欢迎的，因为它将相对快的获得实施并有助于减少对欧洲银行系统的疑虑；b) ESM 直接银行资本重组是一个正面的惊喜，将有助于打破主权-银行恶性循环。一旦共同监管建立，它将适用于西班牙或者有可能于爱尔兰；c) 资本重组计划中 ESM 提取的优先地位。然而这好像只适用于西班牙；d) 附加于有弹性的 EFSF/ESM 干预的条件，将主要作用于一级市场，似乎不会超出确保现在的目标的范围。消极方面：a) EFSF/ESM 资金保持不变（因此是有限的）。ESM 没有获得银行牌照；b) 现在清楚了，附加于银行资本重组的条件不仅适用于特定的银行或整个银行业，还同样适用于整个经济。
- 欧盟峰会前景不安，欧洲政策制定者有可能再次无法找到解决本周冲击周边国家借贷成本的危机的方法。西班牙在其短期债券拍卖中支付的利率激增（如 5 月 22 日的 3 个月票据从 0.846% 提高到 2.362%）而意大利向 6 个月票据支付的利率也剧增（5 月 29 日从 2.104% 提高到 2.957%）。穆迪调低 28 家西班牙银行的评级也没有产生帮助，西班牙和意大利的债券收益率利差在上周下降后，本周再次上升。然而，欧盟峰会的提案是本周形势发展的一个转折点，给市场带来了甘霖。风险溢价急剧收窄。西班牙 10 年期和 2 年期的收益率分别下降了 45bp 和 86bp 至 489bp 和 429bp，而意大利收益率同样下降明显（分别-37bp 和-62bp 至 428bp 和 348bp）。风险模式推升了避险资产收益率，10 年期德国国债和美国国库券收益率分别上升 11bp 和 6bp 至 1.62% 和 1.64%。美元指数下跌约 1.0%，同样反映了市场的乐观情绪。欧元上涨 1.2% 至 1.259。

● 欧洲央行会议预览：帮助聊胜于无

- 在上周五的担保物规则放松后，欧洲央行有可能在下周降低再融资利率 25bp，使存款利率降为 0。6 月 22 日欧洲央行宣布了担保物规则的放松（即，增加银行的担保物可得性，从而提高它们参与欧洲央行再融资操作的能力），显示了欧洲央行管理委员会对某些银行在主权和银行进一步降级后可能出现的担保物不足的担忧，据 Benoit Coeure 近期在接受金融时报采访时强调：“担保物缓冲器——在欧元区整体水平非常充足——在某些地区变得更加紧张。”
- 考虑最近的疲弱数据，欧洲央行的鸽派言辞（强调 1.0% 可能非政策利率下限，不存在通胀风险），和借贷数据（6 月家庭借贷持平），我们现在预计欧洲央行将在 7 月会议上降低再融资利率 25bp 至 0.75%（和存款利率至 0.0%）。降息将在意料之中，尽管作用可能不大（货币政策的信用渠道运转不正常），但信号作用将是正面的，这将加强其他主要央行近期的行动和鸽派论调。此举目标在于降低银行在参与欧洲央行操作时的资金成本（尤其是现在非常依赖欧洲央行流动性的周边国家银行）。然而，主要的挑战仍然在银行间市场的正常运行。
- 由于欧洲央行希望政府“弥补差距”，且相信“替其他‘缺乏行动的’机构”弥补不足是不正确的，我们仍然认为重启/新一轮 SMP 债券购买/极长期 LTRO 不大可能。只有/当朝着欧洲财政和银行联盟有意义的进步取得，欧洲央行采取额外的非标准措施的意愿可能才会提高。至于 SMP，由于之前的债券购买不能证明持续有效（即风险溢价在欧洲央行购买主权债务后不久，就趋于回到极高的水平），且由于“它不是一种可以用于解决财政困难或者帮助资不抵债的银行的工具”，重新恢复不大可能，但在欧盟峰会议案提出后，这略有放松。最可能发生的情况是 EFSF/ESM 为降低某些周边国家债券市场资金紧张而做出干预。不过，我们不能剔除欧洲央行加强 EFSF/ESM 行动的可能性，如果欧洲央行判断这类购买的作用在这次将是永久的。谅解备忘录中体现的任何干预的附加条件将给予欧洲央行在二级市场购买债券的能力。

●复杂但偏正面的美国数据和中国刺激政策稍微减少了对全球增长的担忧因此，同样对信心小幅提高有贡献。欧元区数据继续表现疲软

- 在美国，和房屋市场有关的数据强劲增进了房屋市场正触底反弹的希望。标普 Case-Shiller 房价指数显示在季节调整基础上，价格连续第 3 个月上升。0.7%的月增幅高于市场调查的 0.4%。5 月的新屋销售上升至 2010 年 4 月后的最高年增长率（至 36.9 万）。同样，美国合同房屋成交指数（旧屋销售的一个领先指标）扭转了 4 月的下跌，在 5 月月度环比上升 5.9%（高于市场预测），反映了需求进一步稳定。
- 除了房屋市场的美国数据不那么强劲。耐用品订单在 5 月反弹（增加 1.1%，相对 0.5%的市场预测），而资本品订单月度环比上升 1.6%。本周软的消费者数据不受关注（6 月消费者信心为 62.0，比预期的 64.0 和 5 月下调后的 64.4 还要低），市场将主要注意力都集中在房屋市场的积极信号。2012 年第 1 季度 GDP 的第三次估计持平于季度环比 1.9%（季节调整后），确认了第 1 季度经济的放缓。
- 同时，中国最新的借贷指标反映放缓可能正处在探底回升过程，以及中国将宣布额外的保增长措施的传言，增加了放缓不会深化的希望。总之，近期美国和中国的放缓可能探底回升提高了信心。随着对全球增长的担忧本周有所减小，风险货币反弹幅度略大。在欧盟峰会议案正面的惊喜后，改善幅度在扩大。但由于欧洲的问题无法迅速解决，对全球放缓的担忧长久萦绕，第 2 季度的疲软发生明显改观似乎不大可能。
- 6 月的欧盟商业和消费者调查下降 0.6 至 89.9，这是连续第 3 个月的下降。德国 6 月的失业率维持 5 月的上修数据不变于 6.8%。失业率在 2012 年上半年保持稳定。按照最新数据，包括消费者以及工业和服务业的信心，我们的 MICA-BBVA 模型得出第 2 季度 GDP 季度环比下降 0.2%，比此前估计的收缩幅度扩大 0.1 个百分点。

下周关键事件：注意力仍在欧洲和欧洲央行的 7 月会议（今天在欧盟峰会过后，降息的可能性上升）、西班牙 2 年期、3 年期和 5 年期债券的拍卖、马里奥·蒙蒂和安吉拉·默克尔周三在罗马举行的会议。本周稍后，焦点将转移到美国，6 月的新增工作岗位数量将在周五公布。

经济日历：指标

欧元区：失业率（5 月，7 月 2 日）

预测：11.1%

市场调查：11.1%

前期：11.0%

预计 5 月份的失业率从 4 月的 11% 进一步上升至 11.1%，从而延续 2011 年中观察到的上升趋势，并累积了 1.1% 的升幅。如果考虑就业表现相对经济活动的波动有 2 至 4 个季度的时滞，并且近期数据反映第 2 季度经济活动再次收缩，失业率可能在 2012 年进一步小幅上升。6 月的信心调查有同样的结果，企业雇佣意愿进一步快速下滑。国家之间，就业预期的恶化普遍，虽然德国劳动力市场仍保持坚挺。

欧元区：零售额（5 月，7 月 4 日）

预测：0.4%（月度环比）

市场调查：0.3%

前期：-1.2%

零售额预计将在 5 月小幅增长，但不足以吞没 4 月的显著下降。因此，4 月-5 月的平均销售水平可能相对基本持平的第 1 季度下跌大约 0.8%。受到失业率上升和欧元区紧张再度升温的影响，消费者信心在 6 月同样进一步下跌。这些数据指向了对现在和未来几个季度比之前估计更差的展望。特别是，私人消费在前一季度持平之后，可能在第 2 季度再度收缩，因此不能替代外部需求作为经济活动推动力的作用。

美国：ISM 制造业指数（6 月，7 月 2 日）

预测：53.0

市场调查：52.0

前期：53.5

预计 ISM 制造业指数在 6 月小幅下滑但仍保持在 50 以上，反映该部门经济扩张持续。5 月，受到生产和就业转弱的影响，ISM 制造业指数下降，然而，新增订单数量增长至 2011 年 4 月以来的最高水平。库存放缓和新增订单上升代表了未来库存重建和生产的需求，这有可能使指数保持在扩张区间。然而，6 月份的其他制造业报告好坏不一，且由于欧洲和中国需求减弱，新出口订单可能继续放缓。

美国：非农就业和失业率（6 月，7 月 6 日）

预测：9.0 万，8.2%

市场调查：9.6 万，8.2%

前期：6.9 万，8.2%

在经济活动维持相对弱势的情况下，6 月非农就业报告相对 5 月预计难有改善。平均来看，首次失业救济金申领在 6 月已经从 5 月的 37.6 万升至接近 38.5 万，创下 2011 年 11 月之后的最高月度平均值。此外，当月的消费者信心报告显示了对商业环境改善、工作机会和未来 6 个月收入的更加悲观的态度。积极的方面是，各种制造业调查中，多数的就业指数表现出雇用数量在 6 月增长，这应该可以给总的就业提供一些支持。

韩国：CPI（6 月，7 月 2 日）

预测: 2.5%

市场调查: 2.5%

前期: 2.5%

最近几个月韩国通货膨胀大幅放缓，目前正朝着政策制定者目标区间 2%-4% 的底部前进。伴随着通胀下降，近期活动指标也在转弱，特别是贸易，韩国是受全球放缓影响最大的亚洲经济体。由于通胀预期仍然高企（5 月为 3.7%），劳动力市场紧张（失业率：3.2%），韩国央行到目前为止还不愿意放松政策利率。然而，由于增长和通胀均可能在未来几个月得到控制，预计当局将在年底前至少降息一次，以支持经济。

市场数据

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change	
Interest rates	(changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.46	0	-1	21
			2-yr yield	0.31	1	4	-16
			10-yr yield	1.64	-4	1	-155
	EMU	3-month Euribor rate	0.65	0	-2	-90	
		2-yr yield	0.14	0	13	-151	
		10-yr yield	1.62	4	35	-141	
Exchange rates	(changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.259	0.1	1.8	-13.3
			Pound-Euro	0.81	0.0	0.9	-10.8
			Swiss Franc-Euro	1.20	0.1	0.1	-2.4
	America	Argentina (peso-dollar)	4.52	0.3	1.2	10.0	
		Brazil (real-dollar)	2.08	0.5	3.1	33.5	
		Colombia (peso-dollar)	1807	0.9	-1.1	2.5	
		Chile (peso-dollar)	509	1.3	-1.6	9.5	
		Mexico (peso-dollar)	13.42	-3.2	-5.1	15.6	
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.66	0.5	-1.5	-3.0	
	Asia	Japan (Yen-Dollar)	79.49	-1.2	0.5	-1.7	
		Korea (KRW-Dollar)	1145.40	-1.0	-2.6	7.4	
		Australia (AUD-Dollar)	1.019	1.3	5.0	-5.4	
Com. m.	(chg %)	Brent oil (\$/b)	94.2	3.5	-9.0	-15.7	
		Gold (\$/ounce)	1579.6	0.5	1.0	6.2	
		Base metals	499.5	-1.9	-2.8	-16.8	
Stock markets	(changes in %)	Euro	Ibex 35	6906	0.4	13.4	-34.2
			EuroStoxx 50	2218	1.4	4.8	-22.9
	America	USA (S&P 500)	1329	-0.4	1.2	-0.8	
		Argentina (Merval)	2268	-3.1	0.1	-33.2	
		Brazil (Bovespa)	52652	-5.0	-2.1	-16.9	
		Colombia (IGBC)	13213	-1.7	-8.2	-6.1	
		Chile (IGPA)	20821	-0.4	1.0	-8.3	
		Mexico (CPI)	39638	1.4	4.1	7.7	
	Asia	Peru (General Lima)	20207	-1.5	-3.2	5.2	
		Venezuela (IBC)	250723	-0.4	5.1	211.5	
Credit	(changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	178	8	0	74
			Itraxx Xover	702	21	-18	318
	Sovereign risk	CDS Germany	104	5	2	62	
		CDS Portugal	823	4	-343	87	
		CDS Spain	590	26	2	322	
		CDS USA	49	0	1	---	
		CDS Emerging	305	14	-24	101	
		CDS Argentina	1303	5	-121	724	
		CDS Brazil	164	13	0	56	
		CDS Colombia	151	10	-4	44	
		CDS Chile	123	6	2	49	
		CDS Mexico	147	5	-7	39	
		CDS Peru	169	13	3	37	

来源: Bloomberg 及 datastream

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com
+34 91 374 44 32

Cristina Varela Donoso
cvarela@bbva.com
+34 91 537 7825

Javier Amador Díaz
javier.amadord@bbva.com
+34 91 374 31 61

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

Felipe Insunza
felipe.insunza@bbva.com
+34 91 537 76 80

欧洲
Agustín García
agustin.garcia@bbva.com
+34 91 3747938

美国
Kim Fraser
kim.fraser@bbvacompass.com
+1 713.881.0655

亚洲
Fielding Chen
fielding.chen@bbva.com.hk
+852 2582 3297

BBVA | RESEARCH



| Castellana 81, Floor 7, 28046 Madrid | Tel.: +34 91 374 60 00 | www.bbva.com

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。”