

一、市况回顾

分析师：

张乐

0755-83199083

arielzhang@cmbchina.com

运通在周一表示该公司2月净坏账率从1月份的8.3%升至8.7%，高于预期。与此同时，有报告显示花旗集团信用卡违约率也从1月的6.95%大幅升至2月的9.33%。据分析师预计今年美国信用卡坏账率有可能突破10%，总亏损将高达700-750亿美元，2008年末美国信用卡坏账率为6-7%。

AIG在周初因1.65亿美元奖金发放事件激怒了国会议员，也激起公众对政府向大企业施救的愤慨。司法部与财政部一起就如何追回奖金进行商讨，众议院在周四迅速作出反应，以328票对93票通过对获得政府救助企业发放某些高管奖金课以90%的重税。参议院则在周五考虑对奖金收回计划提议征收70%的重税。在提交奥巴马签署之前，参众两院还需要弥合各自所通过的法案之间的差异。

联储在周三宣布维持基准利率不变，议息决策会议之后表示将注资1万亿美元至经济体系，其中部分注资将通过购买长债实现，为上世纪60年代以来首见。联储还同时扩大了现行的抵押贷款相关证券的购买计划，旨在压低抵押贷款利率。因市场之前预期联储近期内不会正式考虑购买长债事宜，因此声明一经公布市场反应热烈，国债收益率遭遇1987年以来最大单日跌幅，30年期抵押贷款利率跌至5%的记录低点。

图1：美国10年期标志性国债利率近期走势图

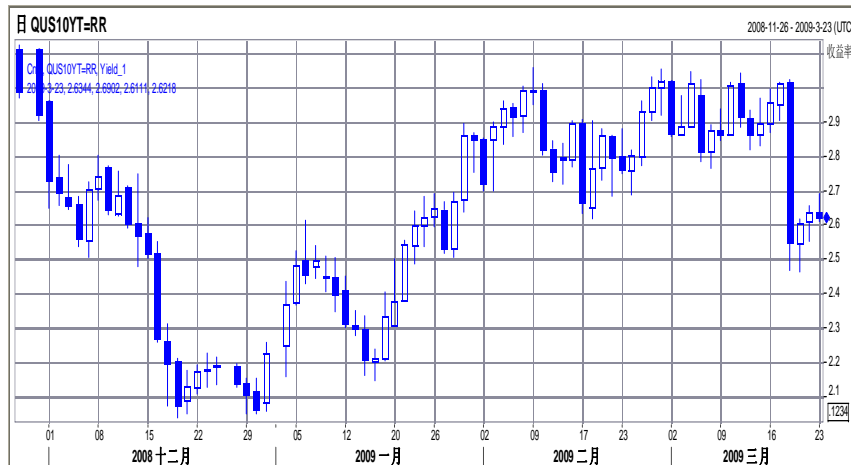


图2：国债收益率曲线两周变动

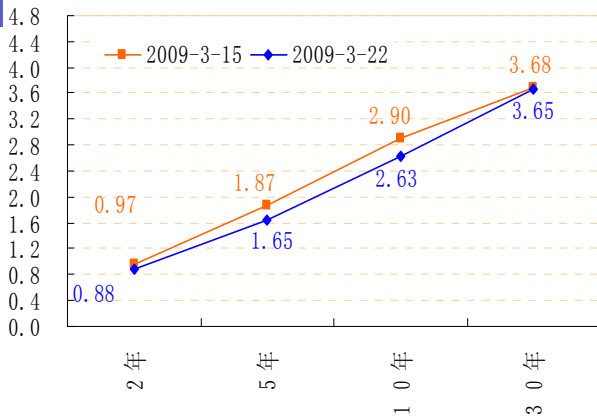
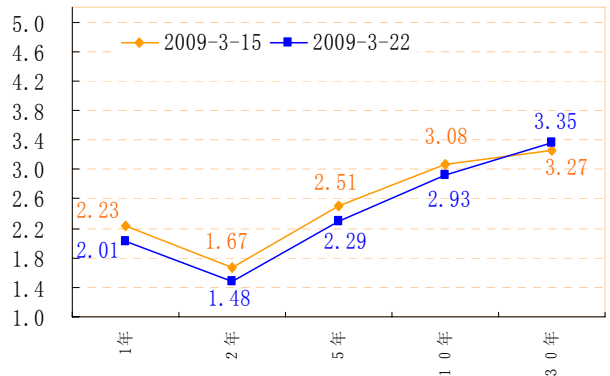


图3：标准互换收益率曲线两周变动



本周道琼工业指数累计上涨0.75%，实现自去年5月初以来首次连续两周收高。本周标普500指数累计上涨1.58%，Nasdaq指数为上升1.8%。

收益率曲线方面，国债收益率曲线大幅下滑并呈现陡峭化变动，其中10年期国债收益率下降27个基点，收于2.63%；2年期国债下降9个基点，收于0.88%。互换利率曲线也呈现相应的变动，10年期互换利率下降15个bp，收于2.93%；2年期互换利率下降19个bp，收于1.48%。

二、经济分析

1、FOMC维持基准利率不变，全力刺激信贷市场

FOMC在3月17-18日的议息会议上以10:0投票决定维持联邦基准利率于0-0.25%不变，并且重申会在一段时间内将利率维持在目前的超低水准。

会议声明显示在上一次1月28日议息会议之后经济持续走软，虽然近期的基本面前景仍然疲弱，但委员会预计结合财政政策和货币政策对经济的刺激作用，一系列旨在企稳金融市场和机构的措施将有助于经济的逐渐回暖以及可持续增长。与此同时，委员会对通胀的看法基本未有调整，仍然预期通胀将在低位维持，甚至有可能在联储认为与经济增长和价格稳定相协调水平的下方维持一段时间。

在基准利率实际接近零的情况下，联储政策的重心转向通过向信贷市场注资以刺激信贷并恢复经济增长。为了给予抵押贷款市场和房地产市场更大的支持，委员会决定通过以下方式扩大联储资产负债表的规模：即另行购入多达7500亿美元的机构抵押贷款支持证券(MBS)，从而令今年对此类证券的购买总量达到1.25万亿美元；此外，联储还将对机构债的购买量至多增加1000亿美元至2000亿美元的购买总量；为了改善私人借贷市场的条件，联储将在未来6个月内购买总额为3000亿美元的长期国债；联储还有意扩大定期资产支持证券贷款工具(TALF)的适用抵押品范围，目前联储正在受理部分TALF贷款的申请并将于下周开始提供资金。

联储激进的非常规政策再次将其资产负债表规模大幅推升至2万亿美元以上，而此举亦令联储成为今年继英国央行和日本央行之后的第三家收购政府债券以增加货币供应对抗经济衰退的央行。

由于美国长债收益率在今年以来已经提高了80个bp，甚至还曾一度攀升至3.01%的水平，加上联储实施数量宽松政策以来其效果并未令信贷紧缩得到显著改善，因此虽然周三之后中长期国债收益率大幅下滑，但其长期效果仍然有待观察。首先，购买国债与通过国债回购协议和进行公开市场操作有本质区别，此举将令联储货币政策的独立性受到极大质疑；其次，美国与英国和日本的国债市场存在本质区别，美国国债是当今世界上最大的国债市场，3000亿美元相对于庞大的国债市场可能不足以刺激对国债的有效需求。

图4：30年抵押贷款利率与30年国债收益率利差



2、工业产值持续下滑，前景不乐观

联储周一公布美国2月份工业产值环比下滑1.4%，为该数据连续第四个月下滑；同时1月份的工业产值从初值的下滑1.8%向下修正至下滑1.9%。其中制造业产值下滑0.7%，采矿业产值下滑0.4%，跌势均08年12月以来有所舒缓，但公用事业结束一直以来的涨幅，转而大幅下滑7.7%。

2月份产能利用率为70.9%，低于预期的71.0%，也低于同样被向下修正的1月的71.9%，创下该数据自1967年开始记录以来的最低水平。

结合本月所有的耐用品相关数据来看，制造业产出仍然处于下滑的趋势，远未企稳。由于总体经济中去存货的速度赶不上需求下滑的速度，因此预计工业产值仍将继续下滑。而鉴于工业产值与季度GDP的高度相关性，我们仍然维持对2009年第一季度GDP极度疲弱的预期。

图5：纽约州制造业指数

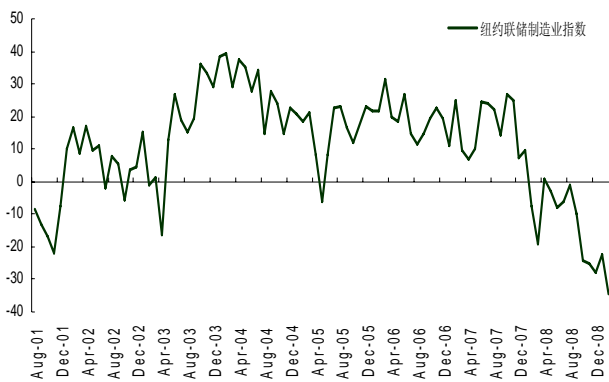
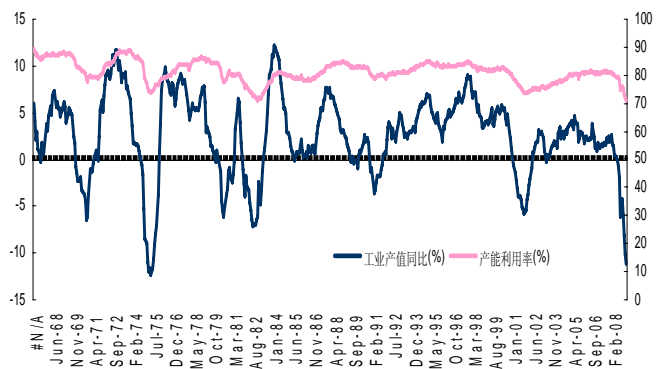


图6：工业产值与产能利用率



3、通胀上涨压力不大，通缩风险仍未解除

劳工部周二公布美国2月份PPI环比上涨0.1%，远低于预期0.4%的增幅；至此PPI连续两个月上升。同比下滑1.3%，略高于预期1.4%的降幅，为2002年9月以来的最大降幅。从分项数据来看，2月份中间品PPI下滑0.9%，原材料PPI下滑4.5%，因此从上游生产领域传导至下游的通胀压力不大，意味着未来产成品物价压力还将进一步减轻。

2月份核心PPI环比上涨0.2%，同比上涨4.0%，均高于预期。2月份原油价格环比上涨1.3%，同样为连续第二个月增长。由此可见，油价的企稳对推动整体数据上升起到主要作用，令通缩压力有所减轻；不过扣除能源价格的核心数据方面，通缩压力仍未有所减轻。

CPI与PPI一样，同样连续第二个月上升。劳工部在周三公布美国2月份CPI环比上涨0.4%，同比上升0.2%，均高于预期。与PPI不同的是，2月份核心CPI环比上升0.2%，同比上升1.8%，均高于预期。能源价格实现第二个月上升，2月份能源价格环比上升3.3%，为拉动CPI连续两个月上升的主要原因。2月份食品价格环比下滑0.1%，为近三年来首次出现下滑。由于产成品PPI与CPI在较长的时间内趋向于一致，由PPI的走势结合油价及食品价格来看，预计短期内CPI上涨的压力不大。

图7：PPI同比与环比

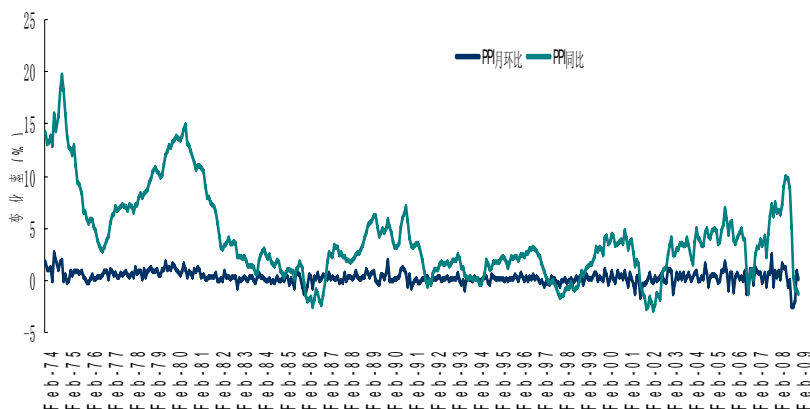


图8: CPI同比与环比

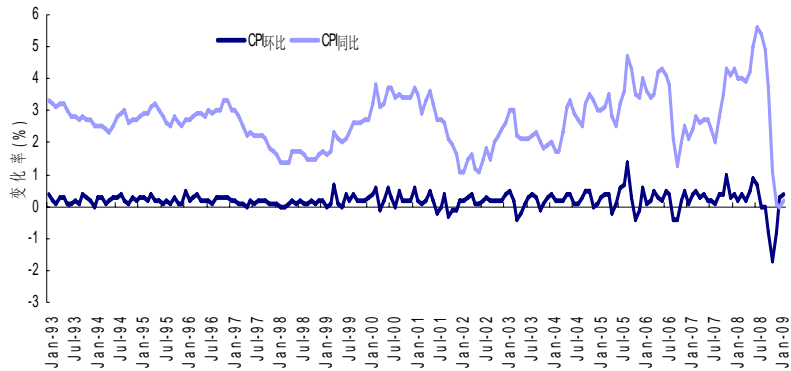
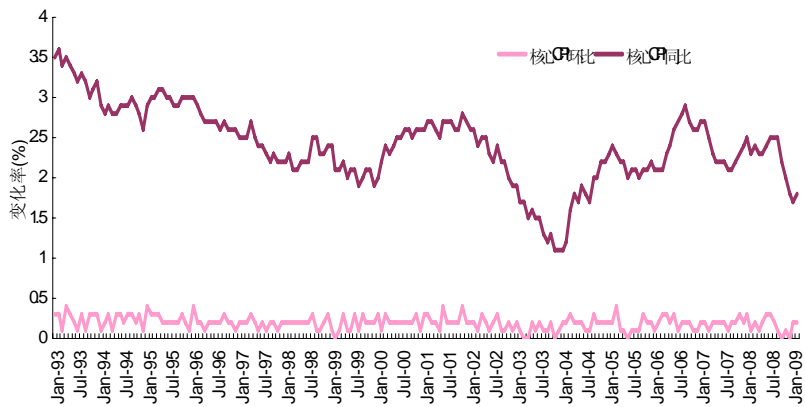


图9: 核心CPI环比与同比



三、利率走势预测

对冲基金行业分析机构(HFR)本周发布的数据显示2008年第四季度共赎回资金1500亿美元,共778家对冲基金倒闭,较2008年第三季度的344家高出一倍。2008年全年倒闭的对冲基金数量达到1471家,超出最高记录2005年的848家的70%。目前市场上还有9284家对冲基金。由于金融市场仍未企稳,预计2009年第一季度对冲基金倒闭的数量仍将继续增加。

美国国会预算办公室(CBO)周五公布了其今年的预算赤字将高达1.8万亿美元,占GDP总值的13.1%,为二战以来的最高比例。CBO同时预计2010年赤字规模将有所减少,预计降至约1.4万亿美元,占GDP的9.6%左右。本周美联储宣布购买巨额美国国债和MBS,在巨额财政赤字的情况下,再加上央行的“债务货币化”,将在未来引发高通胀。虽然从目前的物价指标来看,短期内效果还并不明显,但是高通胀将在未来几乎不可避免的重新抬头。

下周将要公布的重要数据有耐用品订单、2008年第四季度GDP终值、个人收入和开支、PCE平减指数和密歇根大学消费者信心等。鉴于对未来高通胀的担忧,投资方面建议可适当投资10年期通胀保值债券(TIPS),对长期国债可适时做波段操作。

数据简报

(2009年3月22日)

一、货币市场利率

	美元 LIBOR	英镑 LIBOR	欧元 LIBOR	日元 LIBOR	澳元 LIBOR	加元 LIBOR	港币 HIBOR	人民币 SHIBOR
隔夜	0.2813	0.6300	0.8163	0.2000	3.3125	0.4967	0.0557	0.8046
1周	0.3988	0.6863	0.9138	0.2263	3.4125	0.6683	0.1029	0.9667
1个月	0.5219	1.1206	1.1725	0.4838	3.5525	0.8500	0.3300	1.0313
3个月	1.2228	1.7513	1.5663	0.6138	3.6625	1.1000	0.9329	1.2415
6个月	1.7513	1.9663	1.7313	0.7788	3.7800	1.4983	1.2307	1.5080
9个月	1.8613	2.0650	1.8056	0.8663	3.8425	1.7800	1.4507	1.6712
1年	2.0138	2.1388	1.8744	0.9463	3.8925	2.0417	1.6814	1.8935

二、基准掉期利率 (ISDAFIX)

	美元	日元	欧元	英镑	瑞士法郎	港元
2年	1.4830	0.9040	1.9150	2.1160	0.7810	4.7600
5年	2.2920	1.1490	2.7350	2.9420	1.7280	4.9580
10年	2.9320	1.6240	3.4200	3.5440	2.4750	5.0680
30年	3.3540	2.4012	3.6890			
5-2年	0.8090	0.2450	0.8200	0.8260	0.9470	0.1980
10-2年	1.4490	0.7200	1.5050	1.4280	1.6940	0.3080
30-2年	1.8710	1.4972	1.7740			

三、国债基准利率

	美国	英国	德国	日本	加拿大	澳大利亚	香港	人民币
2年	0.8802	1.3350	1.3330	0.3900	1.0210	2.8350	0.8060	
5年	1.6463	2.2600	2.1860	0.7130	1.7370	3.6750	1.6360	2.3890
10年	2.6344	3.0160	2.9970	1.2630	2.7420	4.3700	1.9980	3.1430
30年	3.6546	4.0890	3.9020	2.0150	3.6100			
5-2年	0.7661	0.9250	0.8530	0.3230	0.7160	0.8400	0.8300	
10-5年	0.9881	0.7560	0.8110	0.5500	1.0050	0.6950	0.3620	0.7540
30-5年	2.0083	1.8290	1.7160	1.3020	1.8730			

资料来源: Reuters

四、美国信用市场收益率比较

	AAA	AA	A	BBB	AAA-国债	AA-国债	A-国债	BBB-国债
2年	2.155	3.500	5.122	4.825	1.275	2.620	4.242	3.945
5年	3.342	4.734	6.078	6.483	1.696	3.088	4.432	4.837
10年	4.347	5.333	6.934	0.000	1.713	2.699	4.300	-2.634
5-2年	1.187	1.234	0.956	1.658	0.421	0.468	0.190	0.892
10-5年	1.005	0.599	0.856	-6.483	0.017	-0.389	-0.132	-7.471
10-2年	2.192	1.833	1.812	-4.825	0.438	0.079	0.058	-6.579

五、本周美国经济数据发布日程表（北京时间）

发布日期	经济指标	所属日期	市场预期	上期数据
2008-3-23 22:00	现房销售	FEB	4.45M	4.49M
2008-3-25 5:00	ABC消费者信心指数	MAR 23	--	-47
2008-3-25 19:00	MBA抵押贷款申请指数	MAR 21	--	21.2%
2008-3-25 21:30	耐用品订单	FEB	-2.5%	-4.5%
2008-3-25 21:30	新建住宅销售	FEB	301K	309K
2008-3-26 21:30	GDP季环比(年度化)	4Q F	-6.6%	-6.2%
2008-3-26 20:30	首次失业人数	MAR 22	650K	646K
2008-3-26 20:30	持续领取失业救济人数	MAR 15	5478K	5473K
2008-3-27 21:30	个人收入	FEB	-0.1%	0.4%
2008-3-27 21:30	个人开支	FEB	0.2%	0.6%
2008-3-27 21:30	个人消费性支出平减指数(年比)	FEB	0.8%	0.7%
2008-3-27 23:00	密歇根大学消费者信心	MAR F	56.8	56.6

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据的主观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本公司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表招商银行，或任何其附属或联营公司的立场。本公司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

招商银行版权所有。保留一切权利。