

美联储应谨防过度降息

分析师：

段云飞

0755-83195851

cmbdyf@cmbchina.com

1月21日正值美国马丁路德金纪念日休市一天，但全球股市却遭遇罕见的黑色“星期一”。上海综指大跌5.14%，深圳成指大跌5.08%，香港恒生指数大跌5.49%，日经225指数大跌3.86%，伦敦富时指数大跌5.48%，巴黎CAC40指数大跌6.83%，德国DAX指数大跌7.16%。次日，全球股市更是进一步重挫，上海综指重挫7.12%，深圳成指重挫7.06%，香港恒生指数重挫8.65%，日经225指数重挫5.65%。美联储认为，这是一场由次贷危机引发的席卷全球的股灾，经济增长面临着极大的挑战，再也坐不住板凳，在美国股市开盘前宣布大幅度降息75BP，这是911事件后首次在两次议息会议之间仓促推出来的救市措施，降息幅度为1984年以来降息幅度最大的一次。

从政策效果看，美联储的紧急大幅度降息却是起到了安抚人心的作用，主要股市均有较大幅度的反弹，全球MSCI股票指数反弹了3.12%，新兴市场MSCI股票指数反弹了3.82%。股市的波动导致债市出现了反复，但基本上止住了年初以来不断上扬的行情。10年期国债在1月23日创出自2003年7月份以来的最低收益率纪录3.285%之后，周末收盘回到了3.549%。

但是，考虑到以下几点因素，美联储应谨防过度降息：

1、全球股灾可能缘起于法国兴业银行一交易员欺诈性股指期货合约交易。

自年初以来，在次贷危机的影响下，全球股市一直处于阴跌之中。前一周财报显示，美国花旗、美林等重量级金融机构出现巨额亏损，这更是加快了股市调整的速度。但是，星期一和星期二的全球性股灾尽管与次贷危机有较大的关系，但真正的直接诱因可能缘起于法国兴业银行一交易员欺诈性股指期货合约交易。据公开的消息，这起欺诈性事件早在星期一就被发现，风险损失高达49亿欧元（相当于71.6亿美元），这一欺诈金额超过了巴林银行倒闭案中里森所创造的历史性记录。如果法国兴业银行于星期一、星期二对股指期货合约进行连续性的强制性平仓，不难理解为什么股市会出现非正常大跌。市场恐慌性抛盘最初发端于欧洲股市，经香港、上海、东京，最后传播到全球。美国股市因为马丁路德金纪念日休市一天，而免于

表1：全球主要股市指数跳水一览表

Index	PB	PE	20-Jan-08	22-Jan-08	%Chg
上证综指	7.52	43.97	5180.51	4559.75	-11.98
深圳成指	10.24	45.77	18131.38	15995.85	-11.78
香港恒生指数	2.94	16.29	25201.87	21757.63	-13.67
恒生国企指数	4.18	20.88	14561.32	11911.91	-18.19
日经225指数	1.59	14.88	13861.29	12573.05	-9.29
台北加权平均指数	2.14	13.97	8184.65	7581.96	-7.36
韩国综合指数	1.96	13.30	1734.72	1609.02	-7.25
标准普尔500指数	2.58	15.65	1325.19	1310.50	-1.11
道琼斯工业指数	3.32	15.22	12099.30	11971.19	-1.06
纳斯达克综合指数		20.75	2340.02	2292.27	-2.04
伦敦富时100指数	2.23	10.67	5901.70	5740.10	-2.74
巴黎CAC40指数	1.92	10.88	5092.40	4842.54	-4.91
德国DAX指数			7314.17	6769.47	-7.45
新兴市场指数			1135.97	1041.06	-8.35
全球股票指数			1437.78	1391.49	-3.22

灾难，但不得不依靠美联储的紧急救市措施。

2、美联储紧急大幅度降息，逃不了两宗罪的惩罚。

美联储抢在美国股市开盘前紧急降息75BP，创造了多年来的几项记录，美联储在降息声明中指出，大幅度降息的主要原因在于经济前景疲弱，经济增长偏向下档风险。当前，尽管短期资金市场稍有平复，但金融市场状况继续恶化，且一些企业和个人的信贷条件更加进一步收紧，同时最近数据显示，住房市场进一步收缩，劳工市场也略显疲态。从美联储的声明中，我们可以看出，美联储货币政策的天平再次倒向了经济增长，预示着将进一步降息，美联储似乎坚信，经济放缓可以缓解通胀的压力。

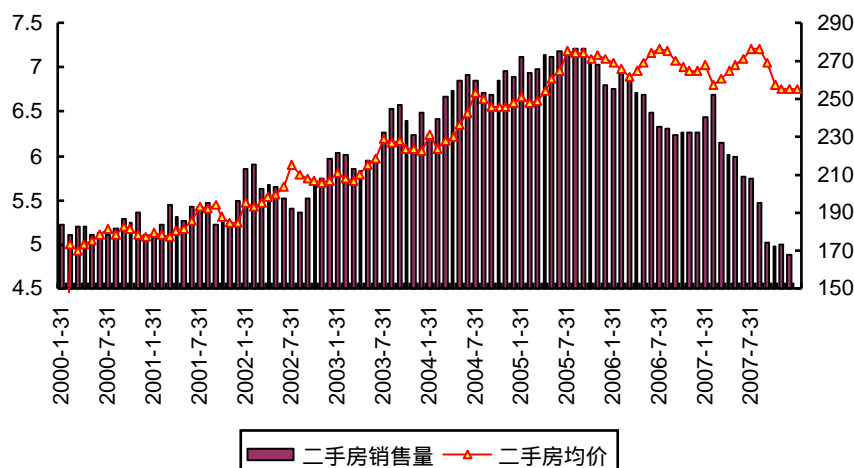
理论上讲，降息应该是不错的一种政策选择。但是，我们不能不注意到，美联储降息的时机和降息的幅度值得商榷。首先，从时机上看，美联储在1月22日降息，离正式议息时间也只有短短的一周时间，如此仓促地降息，让人觉得美联储在股灾面前过于慌乱，一点儿都不稳重，似乎不是世界上最大经济体央行所为。毕竟此次股灾的直接诱因纯属技术层面，如果不是法国兴业银行这一个别事件，全球股市可能只是温和调整，不会形成股灾。美联储紧急大幅度降息，容易助长道德风险，使得那些投机分子和

资本玩家容易挟持央行，从事高风险的投机活动，如果投机成功的话，则大发横财，如果投机失败的话，反正有美联储或美国政府来兜底，有人戏称之为格林斯潘看跌期权或伯南克看跌期权。其次，降息75BP似乎幅度过大。美联储降息75BP之后，市场期望美联储在1月30日的议息会议上再降息50BP，并指望联邦基金目标利率在2008年上半年进一步降至2.5%的低位。如果真的这样的话，将是新一轮流动性泛滥、资产价格泡沫的开始。伯南克始终想摆脱前任的阴影，但却又在华尔街的挟持下，重走格林斯潘的老路。前美联储主席格林斯潘最为人诟病的是，在上个世纪90年代，格林斯潘无法遏止网络泡沫，在911事件之后，又过度降息，造成现在全球性的股市泡沫和房地产泡沫。在这些泡沫崩盘时，伯南克似乎在象牙塔里坐不住了，在束手无策之余，用新的泡沫替代旧的泡沫。

3、美国经济可能并非象人们想象得那样弱不禁风。

从经济数据看，美国房地产、金融业以及与房地产、汽车有关的制造业存在明显的不景气。最近公布的二手房销售数据表明，房地产市场仍未调整到位。2007年12月份，二手房销售出现价缩量跌的情况，二手房均价环比下跌0.3%，同比下跌4.9%，至每套25.49万美元；二手房销量环比下降2.2%，同比下降22.0%，折年率至489万套，为1999年统计该数据以来的最低记录。

图1：美国二手房销售情况



但是，如果说美国经济出现衰退（学术界将经济衰退定义为连续两个季度环比负增长，但美国经济分析局的定义更加复杂），恐怕为时尚早。尽管美国房地产市场、金融业以及与房地

产、汽车有关的制造业存在明显的不景气，但约占美国GDP比重80%的服务业仍处于稳步扩张之中。市场仍普遍预期，美国在2007年第4季度的GDP环比折年率增长1.2%，个人消费环比折年率增长2.7%。这些数据尽管远低于3.0-3.2%的潜在经济增长率，但离经济衰退还有较远的安全距离，更何况第3季度经历了较高的经济增长，达到了4.9%，相对抬高了基数。

由于美联储于2007年9月18日以来连续大幅度降息，将联邦基金目标利率由5.25%降至目前的3.5%，降幅高达175BP，已经降至非常宽松的环境，考虑到CPI的影响，无风险的国债收益率实际上已经为负值。同时，美国政府已经就经济刺激方案，与国会达成了一致意见，并表示今后将根据情势的变化，推出更多的经济刺激方案。在财政政策的推动下，我们乐观地预计美国经济出现严格意义的经济衰退的概率非常低，但会保持低于潜在经济增长率的低增长，预计2008年仍有可能实现1.5-2.0%的增长。

鉴于上述三点原因，美联储为了恢复市场的信心，确有必要有秩序地降息，但同时应谨防过度降息。随着美联储有可能继续降息，较为短端的利率仍有下跌的空间，但中长端利率却处于超跌的状况。通常，中长端利率受美联储货币政策较小，主要受通货膨胀预期的影响。目前，尽管通胀预期较前期有所回落，但仍高达2.2%，这决定着美国中长端利率不可能长期维持在低位，在正常情况下，考虑到CPI影响，10年期国债收益率至少在4.5-5.0%区间。1月23日，10年期国债收益率在创出自2003年7月份以来的最低收益率纪录3.285%之后，周末收盘回到了3.549%，但离4.5-5.0%区间至少有100BP的距离。

图2：美国10年期指标性国债利率走势图

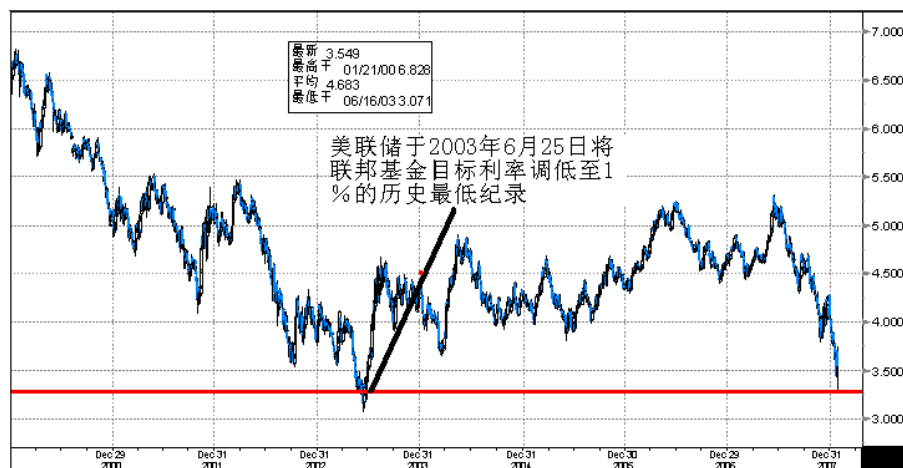
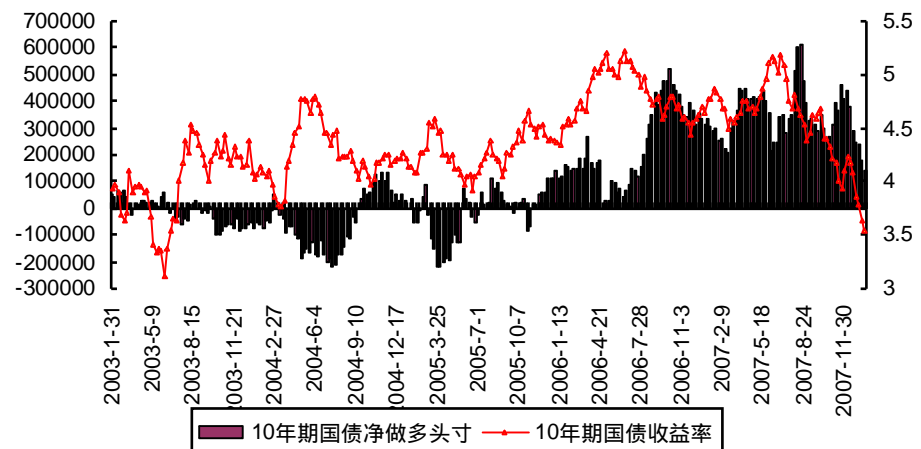


表2：美国国债收益对比情况

	当前国债收益率	扣除CPI影响的国债收益率	国债收益率10年平均	扣除CPI影响的国债收益率10年平均
3个月	2.249	-1.851	3.534	0.934
6个月	2.355	-1.745	3.669	1.069
2年期	2.182	-1.918	3.993	1.393
5年期	2.750	-1.350	4.442	1.842
10年期	3.549	-0.551	4.828	2.228
30年期	4.263	0.163	5.224	2.624

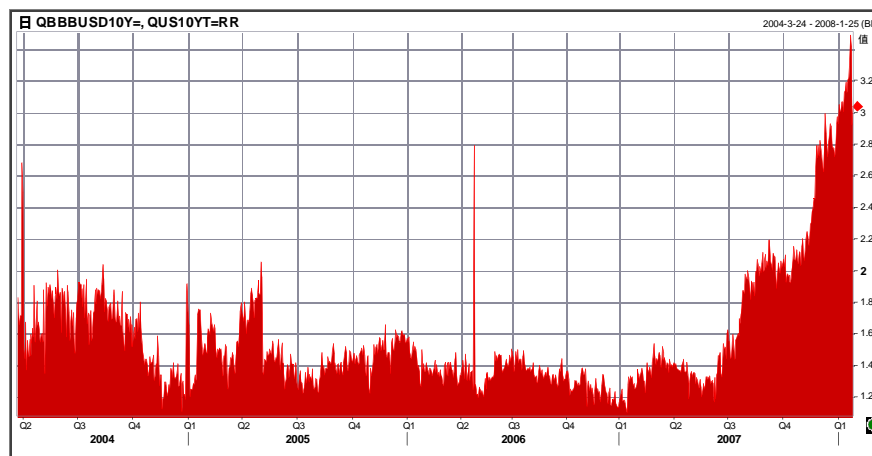
考察历史情况，只要美国经济出现衰退预期，在市场一片恐慌之时，才有避险资金大规模进入国债市场，造成各期限的利率全面下跌，中长端利率往往在降息停止前先期抵达历史底部（前一次，10年期国债利率于2003年6月16日达到3.071%历史最低纪录，美联储在2003年6月25日结束了降息周期，将联邦基金利率调低至1%历史最低纪录），待预期美联储即将停止降息后，中长端利率即展开价值回归行情。从净做多头寸情况看，10年期国债净做多头寸在创出近年峰值之后正有力衰迹象，这表明10年期国债利率虽有下跌的可能，但今后仍随时有可能大幅度反弹，反弹之时就是市场对美联储降息预期消退之时。

图3：10年期国债净做多头寸情况



与此同时，由于次贷危机的影响，特别是花旗、美林等超大型金融机构出现巨额亏损，市场陷于恐慌之中，信用溢价达到创纪录的高值。我们预计，在美国政府推出经济刺激措施、美联储

图4：美国信用溢价走势图



大幅度降息的情况下，美国经济增长有望保持温和增长，较高的信用溢价有望在第2季度显著回落。

综上所述，我们建议：

一是适当逐步降低美元债券组合的久期；

二是趁目前中长端国债利率处于超跌状况之时，可以适当地对中长端美国国债进行卖空操作，将持有的中长期国债逐步置换成信用产品。

三是信用产品应尽量挑选非周期性的消费品行业、资源性行业和除房地产、金融之外的服务行业，避免意外损失。

最近，美国的经济数据将非常之多，包括2007年第4季度GDP报告、非农就业报告、ISM制造业指数、PCE指数、新房销售等，这些数据对短期的利率走势非常关键，决定了美联储在1月29-30日议息政策取向。市场普遍预期，美联储在此次会议上将继续降息50BP，将联邦基金目标利率降至3.0%，并指望联邦基金目标利率降至2.5%。

不过，我们期望，3.0%的联邦基金目标利率将是美联储最后的政策底线，为仍未消退的通胀威胁建立起最后一道防线。如果美联储如市场预期那样，将联邦基金目标利率降至2.5%，全球又将面临新一轮的流动性泛滥，旧的泡沫替代新的泡沫，而且愈演愈烈，今后的金融危机恐怕很难降服，特别是主要新兴市场国家的资产泡沫破灭之时，这将真正的灾难。