

一、市况回顾

分析师：

张乐

0755-83199083

arielzhang@cmbchina.com

本周是美国企业公布第一季度财报的集中期，总体而言其业绩走低，在银行和贷款提供机构中表现比较明显。美林公布其第一季度亏损19.6亿美元，并计划裁员约2900人。美林去年第一财季实现利润21.6亿美元。美林表示即使亏损，其资本状况仍然良好，因投资者认为美林距离业务好转更近一步，美林股价当日收高4.05%。花旗集团周五公布其第一季度亏损51.1亿美元，并表示新一轮裁员将在第一季度裁员4200人的基础上进行，该公司去年同期实现净利润50.1亿美元。由于其冲减规模未超出市场预期，花旗股价涨4.4%至25.08美元。

美国第四大银行Wachovia公布季度意外亏损，受信贷问题打击该银行第一季净亏损为3.5亿美元，导致其拖累金融类股下跌，盖过油价收在高位给能源类股带来的强劲涨势；周二时NYMEX原油期货收于记录高位至每桶113.79美元，盘中介于111.80-113.99，后者为NYMEX在1983年推出原油期货以来的最高价。因高于预期的PPI增幅，加上导致通胀压力持续上涨的原油价格的上升，市场估计本月底联储可能不会大幅降息，导致国债价格下跌。

收益率曲线方面，国债收益率曲线大幅上涨并呈现扁平化变动。其中10年期国债上升24个bp，收于3.71%；2年期国债上升40个bp，收于2.14%。互换利率曲线也呈现相应的变化，10年期互换利率上升45个基点，收于4.56%；2年期互换利率上升64个bp，收于3.22%。

图1：美国10年期指标性国债利率近期走势图



图2：国债收益率曲线两周变动

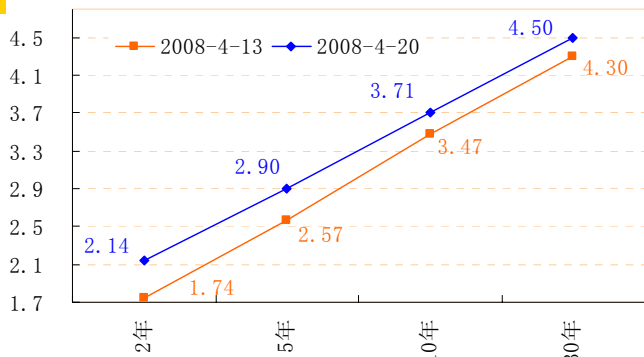
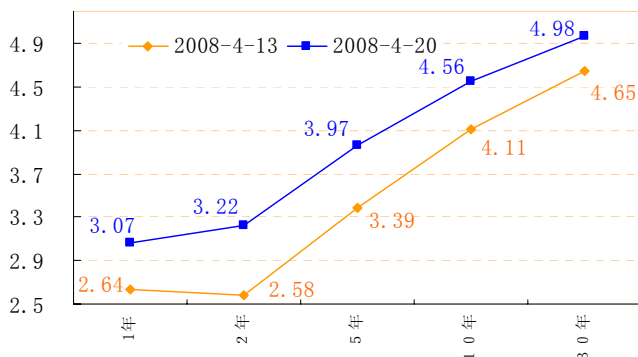


图3：标准互换收益率曲线两周变动



二、经济分析

1、褐皮书显示经济环境继续恶化

褐皮书报告是对经济活动的总结，由12家联邦储备银行共同准备，本次报告反映了2月底至4月初以来的经济状况。报告显示自2月底以来，美国经济状况较上次褐皮书报告公布时更为疲弱。9个辖区的报告显示经济增长速度有所放缓，另外3个辖区称经济活动表现不一或趋势稳定。

褐皮书显示多数地区的消费者支出均出现了下降；美元走软令旅游业整体表现继续强劲；运输服务业需求疲软，保健服务业有所扩张；虽然制造业的发展趋势较为分化，但是对经济前景不确定性的加大也导致制造业的疲弱前景；多数地区的房地产和建筑业仍然缓滞，但Fed称鲜有迹象显示恶化步伐在加快，另外商业地产领域的经济活动也有所放缓；多数辖区的金融机构消费者贷款需求下降、放贷标准收紧、资产质量出现恶化；劳动力市场更加疲软，一些辖区面临薪资压力，这是通胀压力可能正在上升的迹象；所有辖区企业投入成本均增加，特别是食品、燃料和能源产品以及许多原材料价格的持续普遍上扬。

褐皮书是对经济活动的总结，该报告为本月底的议息会议提供了经济背景的准备。相较于上一次的褐皮书，本次报告虽然显示经济状况更加疲弱，但是通胀压力和通胀预期均显著上升。在这种通胀压力大幅上升的情况下，Fed本月底的降息幅度也许会有所收窄。

2、能源成本大幅上升，通胀压力不容忽视

周一商务部公布的3月份商品零售额意外上升0.2%，超出市场预期的0.0%的增幅，也高于2月份修正后的下降0.4%，2月份初值为下降0.6%。3月份不包括汽车及零部件的零售额上升0.1%，同此前的预期一致；2月份不包括汽车及零部件的零售额经修正后为下降0.1%，初步数据为下降0.2%。从分项数据来看，3月份加油站收入增长高达1.1%，反映出汽油价格的大幅上涨是这次零售额上升的主要原因。

劳工部周二公布的3月份PPI同比上升6.9%，超出市场预期的6.2%；环比上升1.1%，同样超出预期的0.6%，且为11个月来的最大升幅。核心PPI同比上升2.7%，低于预期的2.8%；环比上升0.2%，符合预期。虽然核心通货膨胀率处于温和水平，但总体升幅由于能源成本的上升而大幅超出预料，表明通胀压力仍旧不容乐观。

劳工部随后第二天公布的3月份CPI环比上升0.3%，同比上升4.0%，均与预期持平；核心CPI环比上升0.2%，同比上升2.4%，亦均符合预期。从分项数据来看，能源价格环比上升1.9%，为此次CPI的上涨主要原因。PPI的涨幅明显高于CPI涨幅说明通胀压力还尚未转移至消费领域，企业还未能将上游的物价压力转嫁给消费者，导致其议价能力进一步下降，挤压利润空间。

纽约联储公布的4月纽约州制造业调查指数为0.6，大幅高于预期的-17.0，以及3月份的-22.2。虽然该指数的大幅反弹显示纽约制造商对经济前景重返乐观，但是分项数据显示成本压力加速上升，支付价格升至2005年以来的最高点，接受价格也有所上升，通胀压力的持续上升已经从众多经济指标中普遍反映出来。

高企的物价指数减小了市场对4月30日联储议息会议的降息的幅度，联邦利率期货显示联储4月30日降息一码的几率从一周前的58%上升至82%。

图4: PPI与核心PPI同比

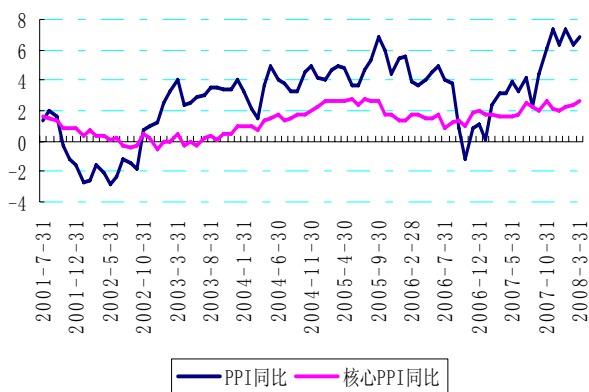
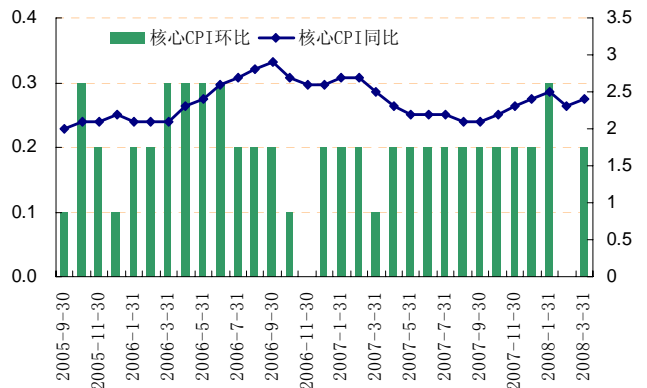


图5: 核心CPI



3、经济下行风险持续加大，未来前景有所好转

联储周四公布的3月份工业产出环比上升0.3%，好于预期的减少0.1%。分项数据来看，拖累2月份工业产值下降的公用事业本月起到带动作用，呈现出较大的波动性；除了建筑业，其余各个分项指标均有所上升。设备利用率为80.5%，同样超出预期的80.3%。但是分项数据显示制造业设备利用率有所下降为78.5，此项指标已经连续4个月下降。由于设备利用率与企业投资支出高度相关，制造业的持续低迷状态可能导致未来企业投资空间将进一步受到挤压。

全美住房建筑商协会 (NAHB) 公布的4月份房屋市场指数连续第三个月持平在20。传统的购房季节已经来临，但销售活动并没有像往年一样大幅增加，说明美国房屋建筑商的信心依然在记录低点附近徘徊。商务部周三公布的3月份新屋开工年率下降11.9%至94.7万户，大幅低于预期的101万户，也为1991年3月以来的最低点。建筑许可年率下降5.8%至92.7万户，亦大幅低于预期的97万户，同时也为1991年来的最低水平。作为房地产市场的领先指标，新屋开工的疲软预示着房地产市场的调整还将继续。房屋价格的持续下跌、建筑商信心的持续低迷、加上房屋供应的下滑都将导致住房投资的继续下降，使之继续成为拖累08年1季度的GDP的主要因素之一，加大经济的下行风险。

美国经济谘商会公布3月领先指标增长0.1%，与预期持平，高于2月的下降0.3%。这是此项指标自去年10月以来的首次上升，暗示在未来3到9个月的一段时间内美国的经济前景可能会有好转。

图6：工业产值和设备使用率

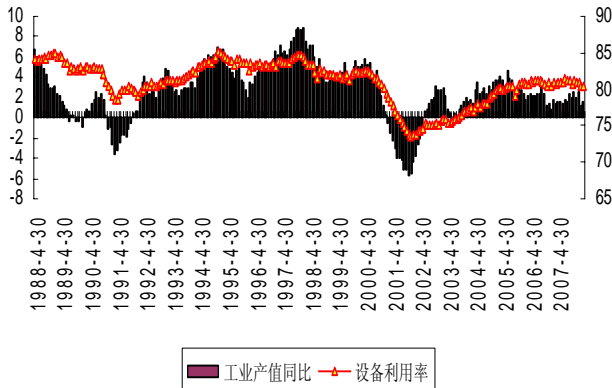
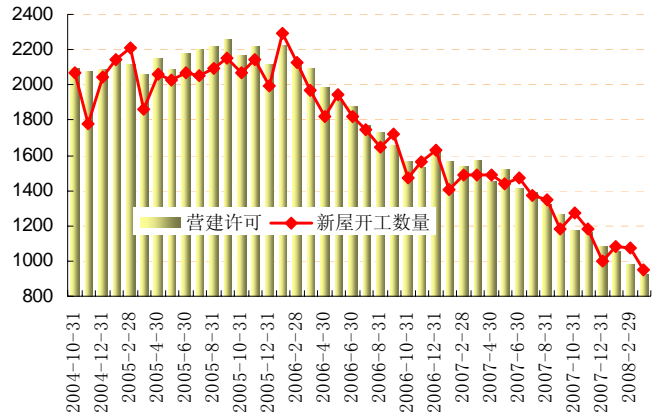


图7：新屋开工和营建许可



三、利率走势预测

经济合作与发展组织(OECD)公布了一份名为《次级债危机: 规模、拆减杠杆和一些政策建议》的报告, 报告表示此次危机将给美国商业银行界造成大约600亿美元的损失, 此项评估建立在损失恢复率为40%的假设基础上, 美国的商业银行需要6个月的时间来收回冲减资本金所需要的资金; 报告认为只抵消损失并不足够, 还需要注入更多资本金。报告预测这场金融危机将造成3500亿至4200亿美元的损失, 远远低于上周IMF所预测的近1万亿美元的损失。

美国国家经济研究局主席Martin Feldstein周二表示“初级商品价格持续处于高位意味着美联储不应将利率下调至2%下方, 联储在利率处于2-2.25%之间时停止降息将是‘合理的’, 因为进一步降息可能加剧商品价格高昂导致的通膨问题。”本周的数据表明通胀压力越来越不容忽视的摆在人们面前, 加上联储官员也越来越多的提及通胀问题, 导致市场对本月底联储大幅降息的预期已经大有减少。联邦利率期货合约的走势表明, 市场预期本月底的联储议息会议仅会降息一码。

因交易商押注联储降息周期接近尾声, 两年期国债收益率本周上升至近3个月的高点, 尾盘收报2.14%。周五盘间曾一度短暂升至2.25%上方, 为2年来首次高于联邦基金利率水准。短债看空的气氛高涨, 我们仍然建议继续以观望为主, 缩短投资久期。

数据简报

(2008年4月20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	2.6300	5.0825	3.9625	0.5563	7.2500	3.4217	0.8700	2.3197
1周	2.8063	5.1100	4.2175	0.5913	7.3050	3.3500	0.9929	2.8635
1个月	2.8738	5.4925	4.3738	0.6800	7.5425	3.3500	1.4464	3.2710
3个月	2.9075	5.8938	4.7919	0.9163	7.8500	3.5500	1.8736	4.4945
6个月	3.0188	5.8750	4.7981	0.9800	8.0288	3.5833	1.9557	4.5924
9个月	3.0450	5.8456	4.8025	1.0400	8.0750	3.6133	1.9879	4.6454
1年	3.0675	5.8094	4.8050	1.0913	8.1225	3.6767	2.0129	4.7033

二、基准掉期利率 (ISDAFIX)

	美元	日元	欧元	英镑	瑞士法郎	港元
2年	3.2210	0.9040	4.5090	5.2750	3.0470	4.7600
5年	3.9660	1.1490	4.3790	5.2170	3.2050	4.9580
10年	4.5570	1.6240	4.5890	5.2150	3.5540	5.0680
30年	4.9780	2.4012	4.8250			
5 - 2年	0.7450	0.2450	-0.1300	-0.0580	0.1580	0.1980
10 - 2年	1.3360	0.7200	0.0800	-0.0600	0.5070	0.3080
30 - 2年	1.7570	1.4972	0.3160			

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	2.1377	4.3260	3.8090	0.6660	2.8590	6.3270	1.5230	
5年	2.8960	4.4780	3.9310	0.9450	3.1860	6.2450	2.2890	3.8173
10年	3.7081	4.7340	4.1390	1.3990	3.6860	6.1950	2.6680	4.0809
30年	4.4981	4.5910	4.6510	2.4280	4.1410			
5 - 2年	0.7583	0.1520	0.1220	0.2790	0.3270	-0.0820	0.7660	
10 - 5年	0.8121	0.2560	0.2080	0.4540	0.5000	-0.0500	0.3790	0.2636
30 - 5年	1.6021	0.1130	0.7200	1.4830	0.9550			

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	2.874	3.688	4.102	4.745	0.736	1.550	1.964	2.607
5年	3.831	4.959	5.442	6.022	0.935	2.063	2.546	3.126
10年	4.509	5.067	6.103	6.789	0.801	1.359	2.395	3.081
5-2年	0.957	1.271	1.340	1.277	0.199	0.513	0.582	0.519
10-5年	0.678	0.108	0.661	0.767	-0.134	-0.704	-0.151	-0.045
10-2年	1.635	1.379	2.001	2.044	0.065	-0.191	0.431	0.474

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
2008-4-22 20:00	现房销售	MAR	4.9M	5.03M
2008-4-22 20:00	旧宅销售月环比	MAR	-2.4%	2.9%
2008-4-22 22:00	住宅价格指数 月环比	FEB	-1.5%	-1.1%
2008-4-22 22:00	里士满联储制造业指数	APR	2	6
2008-4-23 5:00	ABC消费者信心指数	APR 21	--	-39
2008-4-23 19:00	MBA Mortgage Applications	APR 19	--	2.5%
2008-4-24 20:30	耐用品订单	MAR	0.0%	-1.7%
2008-4-24 20:30	耐用消费品（除运输类）	MAR	0.2%	-2.6%
2008-4-24 20:30	首次失业人数	APR 20	375K	372K
2008-4-24 20:30	持续领取失业救济人数	APR 13	2965K	2964K
2008-4-24 22:00	招工指数	MAR	20	21
2008-4-24 22:00	新建住宅销售	MAR	580K	590K
2008-4-24 22:00	新建住宅销售 月环比	MAR	-1.6%	-1.6%
2008-4-25 22:00	密执安大学消费者信心	APR F	63.3	63.2