

## 一、市况回顾

分析师：

张乐

0755-83199083

[arielzhang@cmbchina.com](mailto:arielzhang@cmbchina.com)

因投资者在美联储周二至周三的利率政策会议前保持谨慎，本周伊始交投清淡。因金融危机导致损失加剧，德意志银行发布五年来的首次季度亏损，其第一季度税前亏损2.54亿欧元(合3.98亿美元)，第一季进行减记27亿欧元资产。美国最大抵押贷款机构Countrywide Financial公布第一季度亏损8.93亿美元，高于预期，该机构资产减记超过30亿美元。周二公布的标普/CS住宅价格同比下跌12.7%，创下按年跌幅记录；4月消费者信心继续下滑至5年低点。对经济陷入衰退的忧虑刺激了国债在周二上涨，2年期国债盘中一度升至2.35%，接近3个月的高位。周三联储降息25个基点至2.0%，符合市场预期。市场普遍认为降息周期已接近尾声，利率企稳的前景为美元提供了支撑，并打压油价从记录高位下滑2.5%。通用汽车第一季度净亏损32.5亿美元，去年同期实现利润6200万美元，因亏损小于预期通用汽车领涨道指，劲升9.4%收报23.20美元，接近8周高位。受油价飙升及股票回购计划提振，埃克森美孚周四公布第一季度净利润增长17%至108.9亿美元，但由于盈利低于市场预期，拖累能源股下跌。由于美元反弹及油价回落缓解了市场对通胀的忧虑，三大股指均收在1月上半月以来的最高水准。周五公布的4月非农就业数据好于预期，预示经济放缓不像预期般严重，股市周五小幅收高。

收益率曲线方面，国债收益率曲线小幅震荡最终与上周末水平基本持平。其中10年期国债下降2个bp，收于3.85%；2年期国债上升3个bp，收于2.45%。互换利率曲线呈现扁平化变动，10年期互换利率下降5个基点，收于4.47%；2年期互换利率下降8个bp，收于3.23%。

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

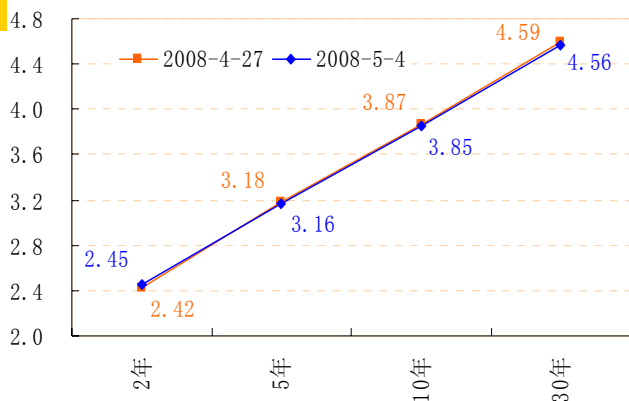
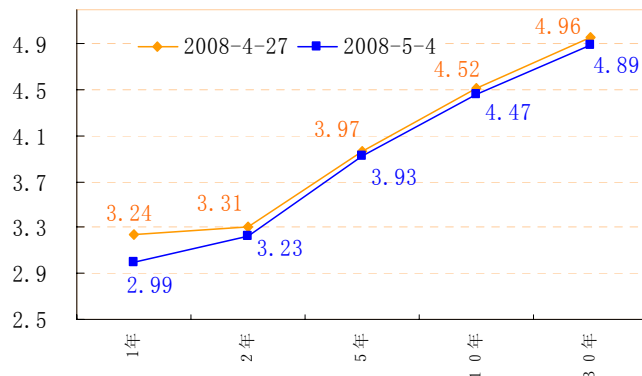


图3：标准互换收益率曲线两周变动



## 二、经济分析

### 1、联储再次降息25个基点，通胀占政策考量的更大比重

联储周三再次宣布降息，将联邦基金目标利率下调25个基点至2.0%，为2004年11月以来的最低水平，这是联储自去年9月以来的第七次下调利率，累计下调3.25个百分点。与此同时，Fed还将贴现利率也下调25个基点至2.25%。

联储在声明中表示家庭和企业支出放缓和劳动力市场的疲软都证明了经济活动依旧萎靡；金融市场仍然面临巨大压力，信贷状况紧缩和房地产市场萎缩加剧可能在未来几季给经济增长造成压力。声明中同时表示虽然核心通胀指数有所改善，但能源及其他大宗商品价格却有所上涨，通货膨胀依然面临较大的不确定性，而Fed将密切监控通胀的形势。这是联储官员连续第二次在声明中承认通胀预期正在升温。而此次温和的减息幅度也反映出食品和能源价格高企以及美元走软所带来的通胀压力。

Fed表示迄今为止采取的大幅放宽的货币政策措施，再加上旨在增加市场流动性的各项举措，应该有助于促进经济适度增长并降低经济活动的风险。本次声明没有使用“经济面临下行风险”的说法，表明Fed认为通胀风险在政策考量中将占据更大的比重。同时，Fed表示将在必要时采取措施提振经济并稳定物价，弱化并放弃了之前使用的“及时”采取行动的说法，表明促使联储大幅降息的紧迫局面已有所缓解。

FOMC委员以8票赞成、2票反对的投票结果通过了减息25个基点的决定。达拉斯联储行长Fisher和费城联储行长Plosser连续第二次提出反对意见，这一次他们倾向于维持利率不变。

即使市场认为降息周期已接近尾声，我们还是维持之前的观点，即这并不意味着经济已经度过了最艰难的时期。美国经济仍然面临诸多阻力，房地产市场的企稳还有待时日，而食品、汽油等价格的上涨以及就业市场的疲弱已经对消费者信心和消费者支出造成了压力。如果经济前景再度恶化，联储还是会进一步下调利率；即使联储未来停止减息，从经济的基本面来看，短期内也不太可能加息。

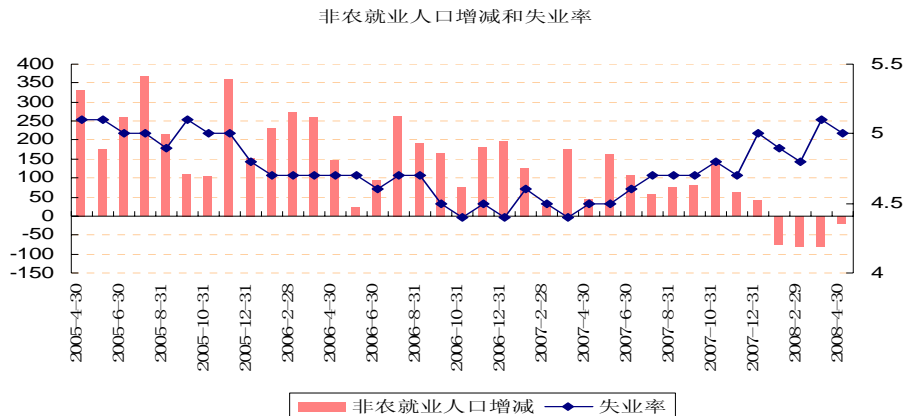
## 2、经济是否陷入衰退的争论依存

商务部周三公布美国第一季度GDP环比年率上升0.6%，增幅与07年第四季度持平，并高于预期0.2%的增长。从分项数据来看，一季度GDP增长主要受房屋市场投资与消费者支出所拖累，而前者则为07年第四季度拖累GDP增长的主要原因。值得注意的是私人库存，从07年第四季度的大幅下降到08年第一季度的回升，对此次GDP增幅贡献高达0.81个百分点，由此看来库存的上升是使得美国经济在第一季度免于衰退的主要原因。而占GDP70%的个人消费支出仅增加1.0%，呈现出2001年第二季度以来最疲弱的态势；其中耐用品分项下降6.1%，尽管耐用品支出只占消费者全部支出的15%，但却被一直认为是对经济活力最重要的度量，因此项数据对消费者收入和心态高度敏感。另外第一季度国内产品最终销售额仅增长2.4%，为16年来的最快下降速度，而此项数据也一直被认为是美国经济的杰出晴雨表。从第一季度GDP数据中显示出的消费支出的萎缩加上之前公布的跌至5年低点的消费者信心，都意味着美国经济仍然不堪重负，经济陷入衰退的风险仍在增加。

劳工部周五公布的数据显示4月份非农就业人口减少2万人，为连续第四个月下降，减幅远低于预期的减少7.8万人。3月2月减少的就业人数分别向上修正至8.1万和8.3万，修正之后的两个月非农就业人数降幅略有扩大。4月份的失业率意外改善，从3月份的5.1%降至5.0%，低于预期的5.2%。从分项来看，制造业和住宅建筑业就业人数仍旧大幅下降，显示出住房市场的滑坡仍在持续。较之前有所不同的是，服务业就业人数出现反弹，其中商务及专

专业服务业人数的反弹尤其明显，金融业就业人数也出现9个月来的首次增加。虽然劳动力市场的数据好于预期，但是依旧处于疲软的状态，Fed官员在利率决定的公告中表示减息的原因包括劳动力市场更加疲软，不过此次的数据缓和了市场对经济严重衰退的忧虑。

图4：新增非农就业人口和失业率



### 3、通胀前景仍面临较大不确定性

劳工部周三公布第一季度就业成本指数上升0.7%，低于预期的0.8%的增幅，也为2006年第一季度以来的最小升幅。从劳动力成本来看，今年以来持续疲弱的劳动力市场以及劳动力成本增速的疲弱似乎对通胀有所控制，薪资成本依然受到抑制。

商务部周三公布美国3月份个人消费支出(PCE)平减指数环比增长0.3%，同比增长3.2%；3月份剔除食品和能源价格的核心PCE平减指数环比增长0.2%，同比增长2.1%，高于2月份的2.0%，也高于联储认为的1.0%-2.0%的合理区间。商务部还公布了3月份个人收入，环比上升0.3%，低于预期的0.4%；3月个人支出环比上升0.4%，虽然高于预期的0.2%，但是经通胀因素调整后的数据为仅上升0.1%，由此可见物价上涨对消费者造成了沉重的打击。

管理供应协会周四公布的4月份ISM制造业指数为48.6，与3月份持平，为连续第三个月处于收缩区间。其中价格指数升至84.5，创下2004年5月以来的最高水平。与我们之前的预期一致，通胀压力仍旧继续在收缩阶段不断上行，高企的成本压力仍将进一步挤压企业的利润空间。

图5：核心PCE平减指数

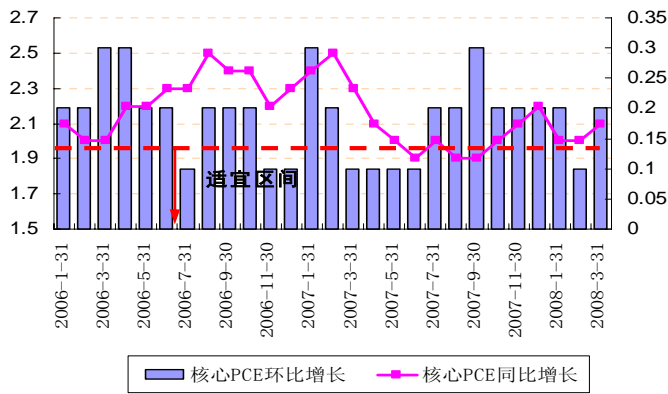
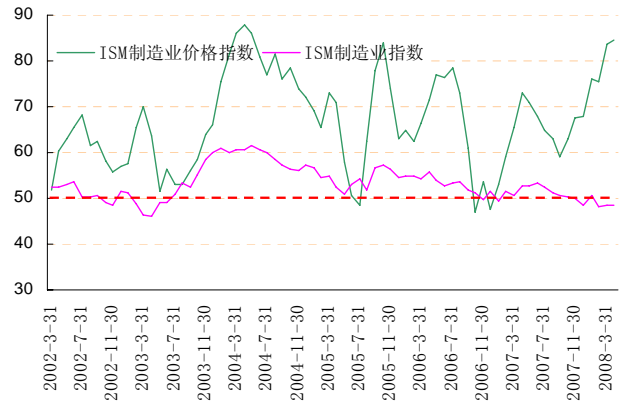


图6：ISM制造业指数



## 三、利率走势预测

政策制定者仍在继续寻找解决住房市场危机的办法，美国众议院金融服务委员会通过了总值3000亿美元的住房市场援助计划，预计参议院银行委员会将在5月6日审议相关草案。如果此草案最终得到总统布什的批准，该草案将成为迄今为止布什政府救助陷入困境的房屋所有者所采取的最积极的举措。

联储本周降息25个基点后，市场预计联储将在一段时间内维持利率水平保持不变。而本周五非农就业人数减少好于预期和失业率的意外下降似乎支持了这一预期。与此同时通胀预期依然高企，显示出联储仍将面临经济成长放缓和物价压力的双重压力下进退两难。如果未来对经济衰退的忧虑再度持续，联储仍有可能继续放宽货币政策，经济成长风险仍旧是联储的首要忧虑。

路透本周三的调查显示，自去年信贷危机开始以来，华尔街人士首次预计联储将在下一次议息会议上不降息。但是受访的贸易商对联储何时结束降息周期则意见不一。此次受访的19家一级交易商中有17家预期联储在6月24-25日会议上将维持利率不变，两家预期降息一码；有13家预计联储在8月5日会议上还将维持利率不变，四家预计将降息。但被问及是否美联储将结束降息周期时，8家表示“是”，10家表示“否”，反映美国经济成长前景不确定性仍然很高。

下周即将公布的重要数据有ISM非制造业指数、贸易余额等。投资方面我们仍旧继续建议缩短投资久期。

## 数据简报

(2008年5月4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	2.4725	5.1000	4.0825	0.5588	7.1750	3.0267	1.0307	2.1934
1周	2.6050	5.1181	4.2656	0.5988	7.2500	3.1200	1.2986	2.8024
1个月	2.6975	5.4563	4.3863	0.6750	7.5225	3.2300	1.6807	3.4190
3个月	2.7700	5.8150	4.8563	0.9203	7.7775	3.4117	2.0964	4.4906
6个月	2.8738	5.8188	4.8831	0.9841	8.0000	3.4400	2.2757	4.5863
9个月	2.9263	5.8156	4.9125	1.0450	8.1350	3.4917	2.4457	4.6428
1年	2.9938	5.8063	4.9525	1.1044	8.1875	3.5450	2.5486	4.7018

### 二、基准掉期利率 (ISDAFIX)

	美元	日元	欧元	英镑	瑞士法郎	港元
2年	3.2280	0.9040	4.4940	5.3590	3.0330	4.7600
5年	3.9270	1.1490	4.3570	5.2650	3.1930	4.9580
10年	4.4670	1.6240	4.5620	5.1330	3.5150	5.0680
30年	4.8850	2.4012	4.7890			
5 - 2年	0.6990	0.2450	-0.1370	-0.0940	0.1600	0.1980
10 - 2年	1.2390	0.7200	0.0680	-0.2260	0.4820	0.3080
30 - 2年	1.6570	1.4972	0.2950			

### 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	2.4466	4.4690	3.7890	0.7720	2.7790	6.4350	1.7300	
5年	3.1599	4.5650	3.9250	1.1820	3.0950	6.2050	2.4420	3.7988
10年	3.8507	4.7440	4.1630	1.6390	3.6080	6.2300	2.6920	4.0950
30年	4.5629	4.5440	4.6520	2.4950	4.0950			
5 - 2年	0.7133	0.0960	0.1360	0.4100	0.3160	-0.2300	0.7120	
10 - 5年	0.6908	0.1790	0.2380	0.4570	0.5130	0.0250	0.2500	0.2962
30 - 5年	1.4030	-0.0210	0.7270	1.3130	1.0000			

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	3.027	3.771	4.176	4.779	0.580	1.324	1.729	2.332
5年	3.885	4.964	5.430	5.934	0.725	1.804	2.270	2.774
10年	4.531	4.924	5.955	6.771	0.680	1.073	2.104	2.920
5-2年	0.858	1.193	1.254	1.155	0.145	0.480	0.541	0.442
10-5年	0.646	-0.040	0.525	0.837	-0.045	-0.731	-0.166	0.146
10-2年	1.504	1.153	1.779	1.992	0.100	-0.251	0.375	0.588

## 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
<b>2008-5-5 23:00</b>	<b>ISM非制造业综合指数</b>	<b>APR</b>	<b>49.1</b>	<b>49.5</b>
2008-5-7 6:00	ABC消费者信心指数	MAY 5	-41	-41
2008-5-7 20:00	MBA抵押贷款申请指数	MAY 3	--	-11.1%
2008-5-7 21:30	非农业生产力	1Q P	1.5%	1.9%
2008-5-7 21:30	单位劳务成本	1Q P	2.6%	2.6%
2008-5-7 23:00	待定住宅销售量（月环比）	MAR	-1.0%	-1.9%
2008-5-8 4:00	消费者信用	MAR	\$6.0B	\$5.2B
2008-5-8 21:30	首次失业人数	MAY 4	370K	380K
2008-5-8 21:30	持续领取失业救济人数	APR 27	3020K	3019K
2008-5-8 23:00	批发库存	MAR	0.5%	1.1%
2008-5-9 2:30	ICSC连锁店销售同比	APR	--	-0.5%
<b>2008-5-9 21:30</b>	<b>贸易余额</b>	<b>MAR</b>	<b>-\$61.4B</b>	<b>-\$62.3B</b>