

一、市况回顾

分析师：

张乐

0755-83199083

arielzhang@cmbchina.com

市场周一传言美国第二大银行美国银行可能会重新洽商甚至撤销其收购美国最大抵押贷款公司Countrywide的协议，尽管美银表示该行仍致力于按计划收购以淡化市场的猜测，但此项传言仍导致金融股受重创，Countrywide股价大跌10.4%至5.36美元，美银也下滑2.1%收报38.97美元。美联储的报告引发的负面人气压倒了ISM非制造业指数所带来的正面效应，美股周一收低，油价升穿120美元创下新高，美元走软。美国抵押贷款的最大买家Fannie Mae周二表示，由于房市在08年第一季度再次恶化、住宅违约及丧失抵押品赎回权比例上升导致了严重损失，其第一季度亏损22亿美元。这是Fannie Mae连续第三个季度亏损，该公司去年同期实现利润9.61亿美元。尼日利亚供应中断及美元下滑推动美国原油期货在当天再创新高升穿122美元。油价在周三涨至每桶123美元的记录高位，因担心物价上涨会打击需求并加重房市低迷带来的冲击，投资者抛售银行股、住宅营建类股以及依赖消费者支出的公司股票，美股当日创下近一个月来最大整体跌幅。连涨三日屡创新高后，原油在周四升穿124美元。周五原油继续上涨，升穿每桶126美元；美国国际集团(AIG)公布第一季度亏损高达78亿美元且声称需要筹资125亿美元以强化资产负债表，导致其股价当日下挫近9%。

收益率曲线方面，国债收益率曲线小幅下滑并呈现陡峭化变动。其中10年期国债下降7个bp，收于3.78%；2年期国债下降21个bp，收于2.24%。互换利率曲线呈现相应的变动，10年期互换利率下降10个基点，收于4.37%；2年期互换利率下降22个bp，收于3.01%。

图1：美国10年期指标性国债利率近期走势图

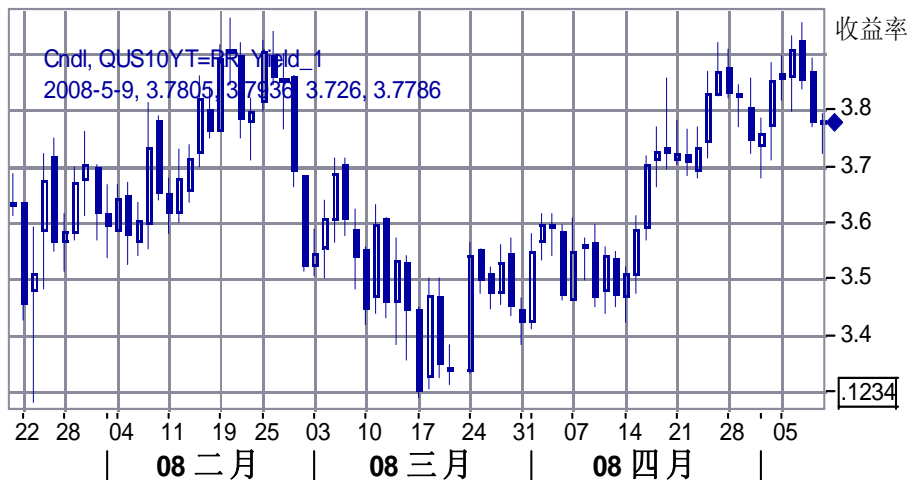


图2：国债收益率曲线两周变动

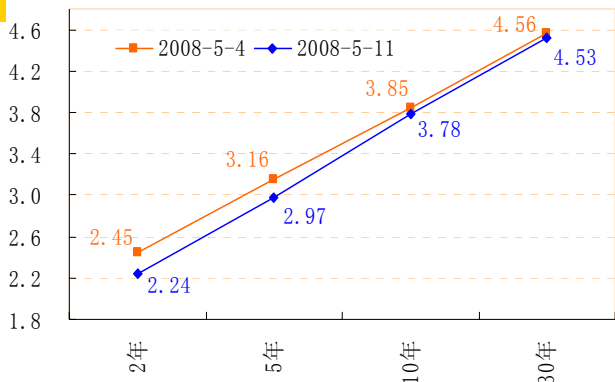
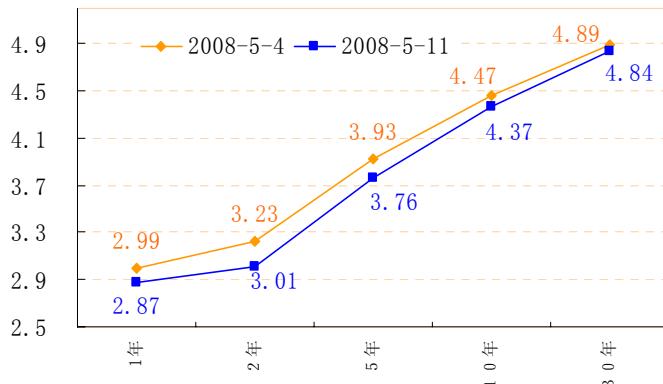


图3：标准互换收益率曲线两周变动



二、经济分析

1、房地产问题仍待解决，需要政府更多干预

美联储主席伯南克周一发表的讲话表示房价的较快下跌将对整体经济造成负面影响，而且通过对抵押贷款相关资产定价的作用影响到金融系统的稳定性。伯南克预计美国的房地产业还将遭遇更多的困难，因07年丧失止赎权的情况涉及150万套房屋，较之前一年增长50%以上，而08年的开始丧失止赎权的增速似乎将比去年增多，因此当前情况下丧失止赎权导致最终失去房屋的比例要高于通常状况下的水平，而这又将反过来对整体经济构成压力。值得注意的是导致此次丧失止赎权情况的根源与以往有所不同，过去导致丧失止赎权的原因大多是诸如失业、疾病或离婚等因素，而现在起主要作用的即为房价的下跌导致房主资产净值缩水，因此需要贷款服务商采取不同的方式、建立新的灵活策略来应对这个问题。伯南克在敦促采取措施阻止可能出现的房屋止赎现象的同时也呼吁国会迅速立法扩大联邦住宅管理局并加强对Fannie Mae和Freddie Mac等政府支持抵押贷款融资企业的监管。

保尔森亦发表讲话，认为政府和联储已经采取了最大努力稳定局势，包括促使整个行业努力放宽部分出现问题的次级抵押贷款的条款，以及扩大美国住宅委员会(FHA)的权限，为住房贷款提供保险。保尔森相信国会将很快通过两项他认为至关重要的措施，一项是改进对政府资助的抵押贷款巨头Fannie Mae和Freddie Mac的监管，另外一项就是整顿美国住宅委员会。

国会上周通过的总值3000亿美元的一揽子住房市场援救计划本周四获众议院通过。不光是民主党，许多止赎权危机遭重创地区的共和党议员不顾布什政府和自党领袖的反对，纷纷支持该项计划，反映出政界有一股在11月大选之前让房主获得帮助的强烈愿望。这项美国政府迄今为止规模最大的住房市场援救计划旨在解决围绕住房市场危机的诸多问题，包括通过联邦住宅管理局(FHA)提供至多3000亿美元的贷款担保以帮助陷入困境的借款者进行再融资；将对Fannie Mae和Freddie Mac以及12家联邦住房贷款银行的监管体系进行改革，并对政府住房机构进行调整；将保护抵押贷款服务商在修订借款者抵押条款时免遭诉讼等。不过这项旨在避免止赎事件的计划可能会遭到白宫的否决。白宫称其可能令纳税人为潜在的大量损失买单，所以在该议案获得两党支持后重申了政府对该议案的反对。不过，法案中的后两项措施得到了布什的支持，而伯南克本周的讲话也仅对赋予FHA更大余地表示支持。

国会预算办公室的研究预计该项计划可能能有50万名借款人将获得帮助。由于贷款机构的参与将在自愿的基础上进行，所以即使此项计划得以顺利通过，届时有多少贷款机构参与仍是个未知数。而且究竟会有多少借款人参与其中也仍是个未知数，所以没有资料显示这项规模达3000亿的担保计划足以帮助许多借款人。目前，该计划已移交至参议院特批，面对参议院的阻挠、白宫否决的威胁，以及对其效果的质疑，该法案前景依然未卜。

2、非制造业活动意外扩张，通胀前景仍不确定

服务业似乎有所好转，继上周非农就业中服务业就业人数首次出现反弹后，本周一美国管理供应学会(ISM)公布的4月非制造业指数为52.0，不但大幅高于预期的49.1，而且为4个月来的首次位于增长区间，该指数超过50意味着增长。该指数3月、2月和1月分别为49.6、49.3和44.6，该指数低于50意味着非制造业处于萎缩区间。分项数据中就业指数为50.8，高于3月46.9，也为3个月来的首次高于50。由于该分项指标一直被视为劳动力市场形势的领先指标，此项指标的反弹也预示着5月份服务业就业人数会继续有所好转。价格指数为72.1，高于3月份的70.8，此项分项数据持续高于60意味着更广泛的经济范围内的价格上涨可能正在加速。由于服务占CPI的60%，且价格分项指数同时包括了非制造业部门的采购服务和材料成本，所以服务业价格指数的上升不仅将会对

CPI产生重要影响，而且该指数也不应该被仅仅看作纯粹服务业的通货膨胀。由此可见，不断上涨的能源和大宗商品价格依旧给通胀带来较大的上行压力。

劳工部周三公布的第一季度非农生产力环比上升2.2%，远高于预期的1.5%的增长；强劲的生产率在经济低迷时能防止上升的劳动力成本转嫁给消费者，所以被视为抑制通胀压力的关键因素。与此同时，单位劳动成本环比2.2%，低于预期的增长2.6%，同比上升仅为0.2%，为四年来的最低升幅水平。由于单位劳动成本是衡量通货膨胀压力的关键指标，此项数据的低于预期不仅表明经济放缓使得工人要求提高工资的难度加大，而且更意味着在房价下滑、能源价格连创新高的情况下，通货膨胀压力的经济增长根基仍然受控。

图4：ISM服务业指数

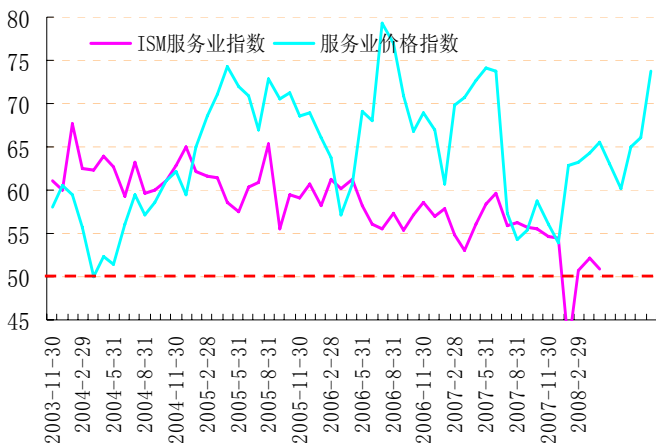
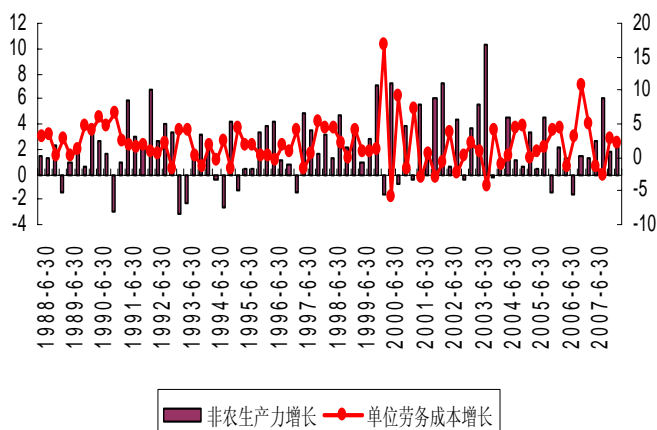


图5：非农生产力和单位劳务成本



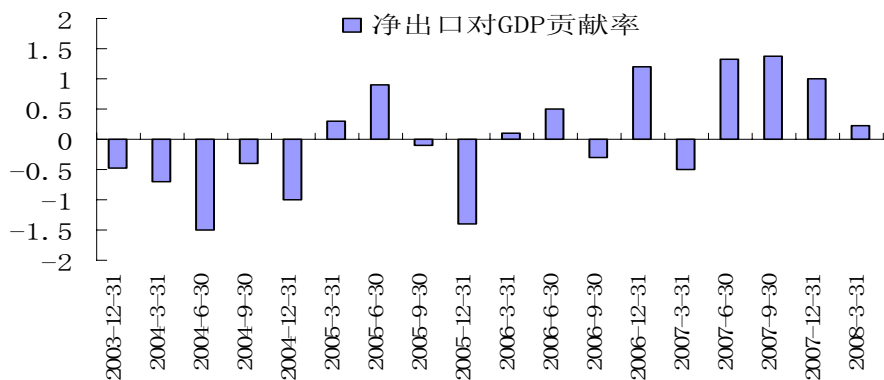
3、贸易逆差意外收窄，经济前景不确定性仍存

联储周一公布的调查显示，由于担心日趋黯淡的经济前景，美国的银行在过去的三个月继续收紧针对企业和消费者的放贷标准和条件。联储此项调查是4月对56家国内银行以及外资银行在美国的21家分行和办事处进行的，联储称绝大多数受访的国内和外资银行认为经济前景不那么乐观或更不明朗导致其收紧贷款标准。该调查亦凸显了企业和消费者的贷款需求下降。由此可见，信贷危机仍在渗透，从金融市场影响到放贷标准之后，仍可能继续殃及经济增长。金融市场的底部或许已经过去，但从历史经验来看，在危机中市场得前瞻性导致其常常比经济先触底，由此可见经济的疲软可能还未见底。

商务部周五公布美国3月份贸易逆差收窄至582.1亿美元，高于预期的614亿逆差；同时，2月份贸易逆差从初值的623.2亿美元向下修正为617.1亿美元。从分项数据来看，3月份出口额下降1.7%至1485.1亿美元；逆差的收窄归因于进口额的降幅增大，3月进口额环比下降2.9%至2067.2亿美元，创下2001年12月以来的最大降幅。由此可见，虽然2月进口额曾大幅上升，但随着美国经济内需一直疲弱，导致其进口动力难以维持。

虽然3月份贸易逆差有所收窄，但此前两个月的贸易逆差已连续呈扩大之势，导致今年第一季度贸易对GDP增幅的贡献率有所下降，仅为0.22个百分点，而07年第四季度贸易对GDP的贡献率为1.02个百分点，以上两个季度GDP增幅均为0.6%。不过3月逆差收窄也导致市场预期第一季度GDP有可能被向上修正，从而使美国经济避免进入衰退。

图6：净出口对GDP贡献率



三、利率走势预测

美国财长保尔森周三表示向数以百万计的美国人发放的退税支票应在夏季前开始扶助经济，美国金融市场正从信贷紧缩中恢复。保尔森表示：“我认为最坏的时期可能已经过去了。”然而从房地产市场来看，供需失衡的状况仍未得到改善，供应仍大量过剩，而需求亦未见回暖，很多潜在买主仍在观望中。房地产市场的黯淡需要政府对房屋供应进行干预，同时需要刺激需求，仅靠降息和减税都是不够的。

在美国经济还未摆脱处于衰退边缘的境况下，大宗商品的价格连创新高又导致通胀压力在本周面临明显上升的威胁。高盛的研究报告称由于处于石油供应增长疲弱所推动的“超级上涨”周期中，油价在未来两年内可能窜升至200美元。IMF一直强调经济增长面临风险的论调本周亦出现急剧转变，该组织表示全球通胀已再度出现并成为全球经济的主要威胁。过去的12个月内，原油价格累计涨幅高达99%。IMF特别警告称在可预见的将来，食品价格仍将处于高位，加剧了人们对于食品危机可能引发进一步动荡的担忧。目前，由于食品等大宗商品价格的飙升引发的通胀预期已经达到了20世纪70年代和80年代初以来的最高水平。虽然从本周公布的生产率和劳动力成本数据来看，只要沿着这个趋势发展下去，美国经济不太可能重蹈上世纪70年代和80年代初的覆辙，薪资和物价不会呈螺旋式上升的状态，但是在产出并未增加而消费支出仍可能面临压力的情况下，消费者无法在增加收入方面有所作为并不利于经济的快速恢复。

IMF的警告得到了欧洲各央行行长的支持，尽管经济疲软迹象日益明显，但本周欧洲央行和英国央行均维持利率不变。在美国经济仍旧面临下行风险的情况下，日益加重的通胀压力将加速侵蚀经济，联储面临及时升息以降低风险的必要。所以我们预计6月底的议息会议会维持利率不变。

下周即将公布的重要数据有进口价格指数、CPI、消费者信心等。投资方面我们建议以观望为主。

数据简报

(2008年5月10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	2.1413	5.0763	3.8400	0.5550	6.9625	3.0150	1.1871	2.3620
1周	2.4225	5.1013	4.2138	0.5763	7.1300	3.0533	1.2779	2.9447
1个月	2.5500	5.4288	4.3831	0.6644	7.4175	3.2000	1.5729	3.4339
3个月	2.6850	5.7669	4.8538	0.9119	7.8050	3.3300	1.9271	4.4933
6个月	2.7800	5.7794	4.8731	0.9775	7.9700	3.3333	2.1993	4.5869
9个月	2.8238	5.7838	4.9050	1.0391	8.0775	3.4300	2.3936	4.6439
1年	2.8725	5.7894	4.9450	1.1003	8.1750	3.5000	2.4993	4.7047

二、基准掉期利率 (ISDAFIX)

	美元	日元	欧元	英镑	瑞士法郎	港元
2年	3.0100	0.9040	4.4210	5.2180	2.9600	4.7600
5年	3.7570	1.1490	4.2630	5.1450	3.1200	4.9580
10年	4.3680	1.6240	4.4770	5.0610	3.4320	5.0680
30年	4.8400	2.4012	4.7040			
5 - 2年	0.7470	0.2450	-0.1580	-0.0730	0.1600	0.1980
10 - 2年	1.3580	0.7200	0.0560	-0.1570	0.4720	0.3080
30 - 2年	1.8300	1.4972	0.2830			

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	2.2391	4.2830	3.6630	0.7420	2.7260	6.3650	1.5700	
5年	2.9699	4.3900	3.7610	1.1430	3.1440	6.0950	2.4300	3.8614
10年	3.7786	4.5830	3.9910	1.5550	3.5830	6.2100	2.7720	4.1553
30年	4.5274	4.4580	4.5070	2.4350	4.0800			
5 - 2年	0.7308	0.1070	0.0980	0.4010	0.4180	-0.2700	0.8600	
10 - 5年	0.8087	0.1930	0.2300	0.4120	0.4390	0.1150	0.3420	0.2939
30 - 5年	1.5575	0.0680	0.7460	1.2920	0.9360			

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	2.883	3.545	3.987	4.635	0.644	1.306	1.748	2.396
5年	3.681	4.781	5.259	5.833	0.711	1.811	2.289	2.863
10年	4.460	4.817	5.872	6.671	0.681	1.038	2.093	2.892
5-2年	0.798	1.236	1.272	1.198	0.067	0.505	0.541	0.467
10-5年	0.779	0.036	0.613	0.838	-0.030	-0.773	-0.196	0.029
10-2年	1.577	1.272	1.885	2.036	0.038	-0.268	0.346	0.497

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
2008-5-13 3:00	预算月报	APR	\$160.0B	\$177.7B
2008-5-13 21:30	进口价格指数（月环比）	APR	1.7%	2.8%
2008-5-13 21:30	进口价格指数（同比）	APR	15.0%	14.6%
2008-5-13 21:30	商品零售额	APR	-0.2%	0.2%
2008-5-13 21:30	除汽车外零售额	APR	0.2%	0.1%
2008-5-13 23:00	IBD/TIPP经济乐观程度指数	MAY	38.0	39.2
2008-5-13 23:00	营运存货	MAR	0.4%	0.6%
2008-5-14 6:00	ABC消费者信心指数	MAY 12	--	-46
2008-5-14 20:00	MBA抵押贷款申请指数	MAY 10	--	15.6%
2008-5-14 20:00	彭博全球经济信心指数	MAY	--	14.54
2008-5-14 21:30	消费价格指数（月环比）	APR	0.3%	0.3%
2008-5-14 21:30	消费价指除食品与能源（月环比）	APR	0.2%	0.2%
2008-5-14 21:30	消费价格指数（同比）	APR	4.0%	4.0%
2008-5-14 21:30	消费价指除食品与能源（同比）	APR	2.4%	2.4%
2008-5-14 21:30	CPI核心指数 经季调	APR	--	214.176
2008-5-14 21:30	消费价格指数-无季节调整	APR	214.715	213.523
2008-5-15 21:30	首次失业人数	MAY 11	370K	365K
2008-5-15 21:30	持续领取失业救济人数	MAY 4	3038K	3020K
2008-5-15 21:30	纽约州制造业调查指数	MAY	0.0	0.6
2008-5-15 22:00	长期净TIC流量	MAR	\$63.8B	\$72.5B
2008-5-15 22:00	净TIC流量总计	MAR	\$65.0B	\$64.1B
2008-5-15 22:15	工业产值	APR	-0.3%	0.3%
2008-5-15 22:15	设备使用率	APR	80.1%	80.5%
2008-5-15 23:00	费城联储商业前景指数	MAY	-19.0	-24.9
2008-5-16 2:00	NAHB住宅市场指数	MAY	20	20
2008-5-16 21:30	新宅开工指数	APR	940K	947K
2008-5-16 21:30	建筑许可	APR	915K	927K
2008-5-16 23:00	密执安大学消费者信心	MAY P	62.0	62.6