

一、市况回顾

分析师：

张乐

0755-83199083

arielzhang@cmbchina.com

高盛在周一时将美国金融和消费者非必需品类股评调降至“减持”。美国银行证券预期美林和瑞银第二季度分别减记35亿美元和70亿美元，并预计这两家投行将录得季度亏损。美林股价当日下挫3.9%至34.54美元，金融类股周一下挫。周二公布的消费者信心触及16年低点，标普/CS4月房价指数亦连续创纪录跌幅，以及UPS发布获利预警导致市场对企业业绩担忧升温，三大股指均在周二收低。联储周三宣布保持联邦基金利率为2.0%不变并在声明中强调了对通胀的忧虑，高盛下调对波音的评级，导致其股价重挫6.9%至69.94美元，对当日道指拖累最大。高盛周四表示预估花旗集团和美林第二季度减记更多资产，导致金融股下挫，花旗股价下挫6.3%至17.67美元，盘中一度下探1998年10月以来的低点17.53美元；美林股价下滑6.8%至33.05美元。高盛同时将通用汽车的评级从“中等”下调至“卖出”，通用汽车股价跌至53年低点。周四当日道指下挫约360点，跌至2006年9月以来的低点。因市场传言利比亚可能减产，导致周日油价升至139.64美元的记录高位，盘中更曾涨至每桶140.05美元的高点。周五时金融股继续拖累大盘，美林、摩根士丹利、摩根大通、花旗以及AIG股价均下挫，原油期货则升至每桶142.21美元的高位，盘中一度升至142.99美元的新高。本周，道指重挫4.2%，标普500指数下挫3.0%，Nasdaq指数下滑3.8%。

收益率曲线方面，国债收益率曲线下滑，其中10年期国债下降20个基点，收于3.97%；2年期国债下降26个基点，收于2.63%。互换利率曲线亦呈现相应变动，10年期互换利率下降12个基点，收于4.70%；2年期互换利率下降18个bp，收于3.56%。

图1：美国10年期指标性国债利率近期走势图

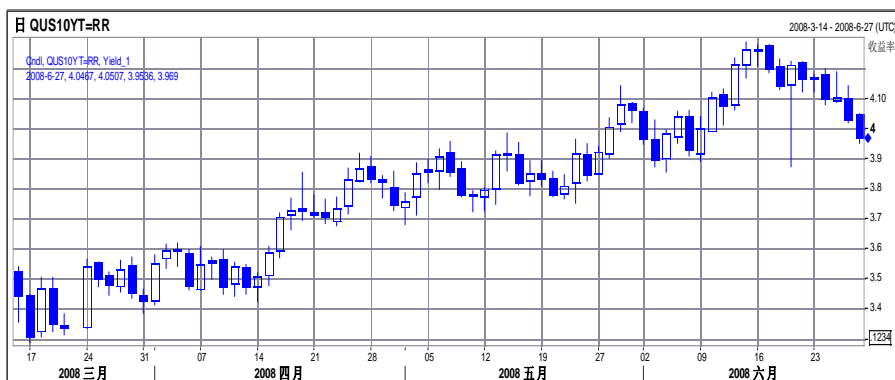


图2：国债收益率曲线两周变动

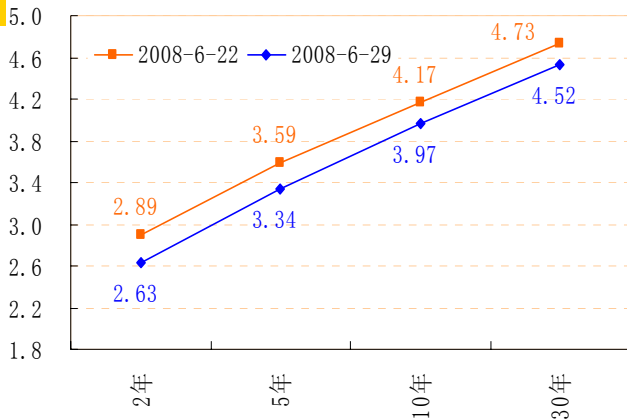
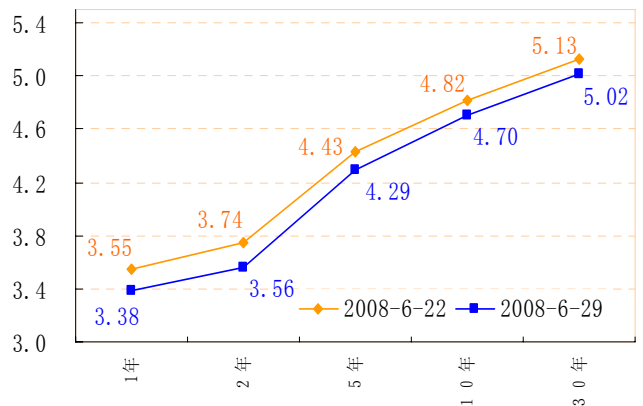


图3：标准互换收益率曲线两周变动



二、经济分析

1、联储如预期维持利率不变

联储在周三宣布维持联邦目标基金利率于2.0%不变，这是联储自去年9月一连串降息以提振经济后，首度维持利率不变。

联储在声明中表示近期信息显示整体经济活动继续扩张，部分反映出家庭支出有些许增长。但是就业市场进一步疲软，金融市场也仍承受相当的压力。紧缩的信贷状况、持续收缩的房地产市场以及能源价格的上涨都有可能在未来几季继续令经济成长承压。虽然委员会预计通胀在今年稍后及明年将有所缓和，但由于能源及其他商品价格持续上升，以及部分通胀预期指标的升高，通胀前景的不确定性仍然很高。

联储强调，尽管经济成长的下行风险仍然存在，但看上去已有所缓和。而通胀和通胀预期的上行风险却已持续上升。委员会未来将继续密切关注经济和金融市场的发展，并在必要时采取行动以促进经济增长及物价稳定。

此次会议的声明在普遍预期当中，也与伯南克近期的讲话内容基本一致。联储希望投资者和公众相信它将尽其所能防止通胀，但联储也希望避免市场对利率预期过度上升，给依然脆弱的经济带来压力。

本次会议以9:1通过决议，只有达拉斯联储行长Fisher持不同意见，这是自1月份以来赞成票和反对票最悬殊的一次，联储内部的意见分歧看上去也逐步趋向一致。虽然美国未来需要上调利率看上去似乎已渐明朗化，但是在美国经济仍然面临较大下行风险、而核心通胀指标均维持大体稳定的情况下，联储的会后声明没有透露未来加息的时间亦不令人意外。

2、整体经济好于预期

商务部周三公布美国5月份耐用品订单与4月保持持平，好于预期的0.5%的下降，而此前的两个月该数据均为下滑。从分项数据来看，5月份不包括飞机的非国防资本品订单上升3.1%，由于此项目被称作“核心自本品”，意味着在经济疲弱及通胀压力的对企业利润造成的双重挤压下，企业投资支出仍然有所增长。

商务部周四在其最终修正中称美国第一季度GDP这个年率增长1.0%，与初值保持持平，高于预先值的0.9%。从分项数据来看，占GDP约70%的消费支出被小幅向上修正至1.1%，对本季经济增长贡献率增加到0.81个百分点。出口也被向上修正，主要得益于美元的疲软。出口折合年率增长从初值的2.8%修正为5.4%，为GDP增幅贡献0.66个百分点。不过，消费支出和出口的向上修正被进口向上修正和库存向下修正所部分抵消，导致此次GDP的修正值总体变动幅度与初值持平，同时也支持了有关美国经济可能避免陷入衰退的观点。

商务部周五公布5月个人收入环比上涨1.9%，为2005年9月以来的最大增幅；个人支出环比上涨0.8%，为2007年11月以来的最大增幅。报告同时显示，经通货膨胀因素调整后，5月份个人消费支出上升0.4%，远低于0.8%，表明个人支出增长除了受到退税措施的提振，也受到通货膨胀率上升因素的影响。5月PCE环比上升0.4%，同比上升3.1%，均高于预期；核心PCE环比上升0.1%，同比上升2.1%。与PPI及CPI等物价指标一样，核心指标均在可控范围内，而整体指标均大幅攀升。不过由于核心PCE密切被联储所关注，5月核心PCE令市场对联储即将升息的预期有所下降。

图4：整体与扣除运输后的耐用品订单

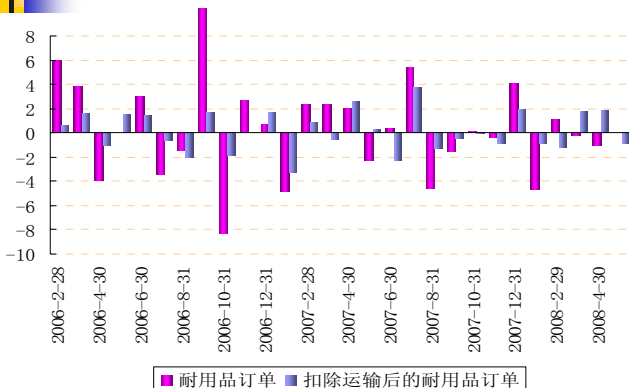
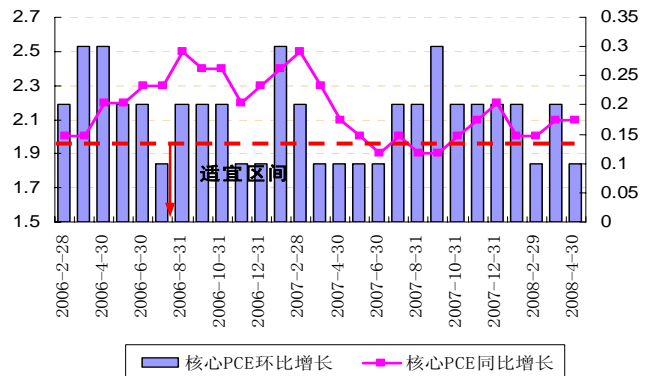


图5：核心PCE环比与同比增长



3、房地产市场继续调整

标普/Case-Shiller住房价格指数显示，美国4月份10座大城市综合住房价格指数环比下降1.6%，同比下降16.3%，创下历史最大跌幅；20座城市综合房价指数环比下降1.4%，同比下降15.3%，同样为创纪录的跌幅。由此可见房价仍有下降的空间，而伴随同样创记录的贷款违约率和止赎率，住房市场供需缺口仍将进一步有所加大，从而继续加大房价下跌的空间。

商务部周三公布5月份新建独栋房屋销售环比下降2.5%、同比下降40.3%至51.2万户。这是该指标在近来6个月中的第五次下降，由此可见住房价格的持续下降继续抑制消费者的购房意愿。比较有利的迹象来自存量数据，5月待售新建住房环比下降1.7%至45.3万套，为连续第13个月下滑。不过目前待售房屋的数量仍相当于10.9个月的销量，仍然处于历史的高位。

在利率处于低位的情况下，抵押贷款利率却仍在上升。Freddie Mac提供的数据显示，6月份30年期抵押贷款平均利率为6.32%，远高于今年1月时的5.76%，已上升到去年10月份几乎持平的水平。美国抵押贷款银行协会(MBA)则表示6月20日当周抵押市场申请活动指数下降9.3%，跌至近六年半来的最低点。

由此可见美国房地产市场仍然尚未触底。借贷标准收紧、消费者信心跌至历史低点、失业率大幅攀升以及抵押贷款利率的上涨都给本已困难重重的房地产业继续增加压力。美国财长保尔森本周二表示其认为美国房价下滑将在年底前接近结束。保尔森再次强调了美国经济的基本面仍然健康，预计年底美国经济将出现复苏迹象。

图6：新建住宅销售量及均价

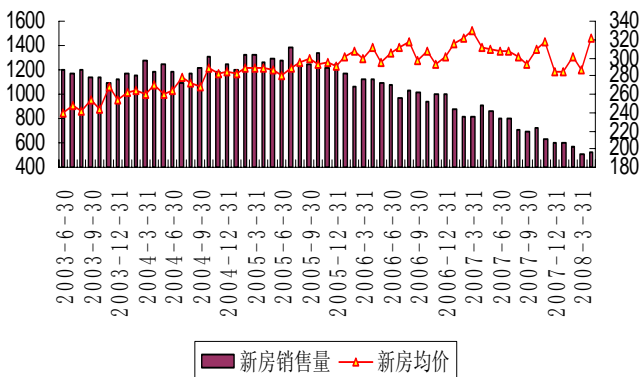
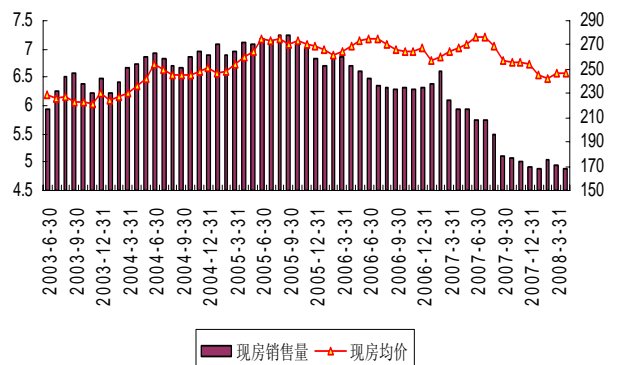


图7：现房销售量及均价



三、利率走势预测

随着进入第二季度报告发布期，本周金融业的坏消息不断。巴克莱表示正通过折价发行股票筹集88亿资金；富通称取消派息并计划筹资超过80亿欧元；高盛、雷曼兄弟分别调高了花旗集团和美林的第二季资产减记预测至90亿美元和42亿美元；AIG集团则因次贷危机冲击带来高达50亿美元的亏损；穆迪表示可能将调降对摩根士丹利评级；因MBIA和Ambac管理层停止提供分析模型所需的大量非公开投资组合讯息，惠誉本周撤回对两家债券保险商的评级。由于房价继续下跌、抵押贷款利率进一步上升、债券保险商评级被下调，新一轮的资产减记可能不比第一季度乐观。

本周联储如预期维持目标基金利率不变。路透随后的调查显示，受访的16家一级市场交易商都预计联储在下次8月5日的议息会议上将维持利率不变。14家交易商预计联储在9月也将按息不动，2家预计会升息一码。交易商的预估中值显示年底利率仍将维持在目前2.0%的水平，和上次调查结果一致。

尽管从利率期货来看，年底前升息的概率已远远大于不升息的概率，但是我们认为市场对升息的预期有些过度。在美国经济下行风险、房地产市场继续调整、金融市场动荡未平的情况下，联储短期内若上调利率，会打压本已十分脆弱的经济。因此从目前来看，年底前联储升息的可能性还较小。

下周将要公布ISM制造业、非制造业指数，以及非农就业数据。投资方面，我们建议继续缩短投资的久期，适量投资一些高评级的公司债。

数据简报

(2008年6月29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	2.4975	5.0463	3.7425	0.5925	7.3375	3.0383	0.9929	2.8000
1周	2.4688	5.1563	4.1394	0.6425	7.3375	3.1650	1.1464	3.2921
1个月	2.4706	5.5013	4.4369	0.7088	7.5150	3.2000	1.8886	3.7548
3个月	2.7913	5.9450	4.9488	0.9275	7.8000	3.4500	2.3307	4.4814
6个月	3.1538	6.1556	5.1300	1.0300	8.0800	3.5967	2.7000	4.5913
9个月	3.2613	6.3025	5.2481	1.0925	8.3050	3.8000	3.0000	4.6480
1年	3.3794	6.4375	5.3875	1.1525	8.5200	4.0500	3.2907	4.7115

二、基准掉期利率 (ISDAFIX)

	美元	日元	欧元	英镑	瑞士法郎	港元
2年	3.5620	0.9040	5.2220	6.2000	3.4130	4.7600
5年	4.2920	1.1490	5.0080	6.0030	3.6430	4.9580
10年	4.7010	1.6240	4.9850	5.5900	3.7870	5.0680
30年	5.0190	2.4012	4.9640	2.5630	4.0780	
5 - 2年	0.7300	0.2450	-0.2140	-0.1970	0.2300	0.1980
10 - 2年	1.1390	0.7200	-0.2370	-0.6100	0.3740	0.3080
30 - 2年	1.4570	1.4972	-0.2580	1.2200	0.8090	

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	2.6288	5.1480	4.4290	0.7970	3.2490	6.8200	2.5310	0.9040
5年	3.3425	5.1610	4.4800	1.1970	3.3970	6.5770	3.3190	4.1050
10年	3.9690	5.0320	4.5250	1.6110	3.6980	6.4600	3.5760	4.4423
30年	4.5239	4.6250	4.8210	2.4070	4.0630		4.9130	2.4012
5 - 2年	0.7137	0.0130	0.0510	0.4000	0.1480	-0.2430	0.7880	0.2450
10 - 5年	0.6265	-0.1290	0.0450	0.4140	0.3010	-0.1170	0.2570	0.3373
30 - 5年	1.1814	-0.5360	0.3410	1.2100	0.6660		1.6380	1.4972

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	3.369	3.910	4.551	4.939	0.740	1.281	1.922	2.310
5年	4.222	5.206	5.572	6.747	0.880	1.864	2.230	3.405
10年	4.782	5.049	6.131	7.272	0.813	1.080	2.162	3.303
5-2年	0.853	1.296	1.021	1.808	0.139	0.582	0.307	1.094
10-5年	0.560	-0.157	0.559	0.525	-0.066	-0.784	-0.067	-0.102
10-2年	1.413	1.139	1.580	2.333	0.073	-0.201	0.240	0.993

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
2008-6-30 21:45	芝加哥采购经理指数	JUN	48.4	49.1
2008-6-30 22:00	密尔沃基采购经理指数	JUN	--	45.0
2008-7-01 12:00	国内汽车销售量	JUN	10.3M	10.5M
2008-7-01 12:00	汽车总销售量	JUN	14.2M	14.3M
2008-7-01 22:00	ISM制造业	JUN	49.0	49.6
2008-7-01 22:00	建筑开支月环比	MAY	-0.6%	-0.4%
2008-7-01 22:00	ISM支付价格	JUN	86.5	87.0
2008-7-02 05:00	ABC消费者信心指数	JUN 30	--	-43
2008-7-02 19:00	MBA抵押贷款申请指数	JUN 28	--	-9.3%
2008-7-02 22:00	工厂订单	MAY	0.5%	1.1%
2008-7-03 20:30	非农就业人数增减	JUN	-55K	-49K
2008-7-03 20:30	失业率	JUN	5.4%	5.5%
2008-7-03 20:30	制造业就业人数增减	JUN	-33K	-26K
2008-7-03 20:30	平均小时收入（月环比）	JUN	0.3%	0.3%
2008-7-03 20:30	平均小时收入（同比）	JUN	--	3.5%
2008-7-03 20:30	平均每周工作小时	JUN	33.7	33.7
2008-7-03 20:30	首次失业人数	JUN 29	--	384K
2008-7-03 20:30	持续领取失业救济人数	JUN 22	--	3139K
2008-7-03 22:00	ISM非制造业综合指数	JUN	51.5	51.7