

一、市况回顾

分析师：

张乐
0755-83199083

arielzhang@cmbchina.com

雷曼兄弟周一发布的一份研究报告显示待决的会计规则调整可能迫使Fannie Mae和Freddie Mac分别筹资460亿美元和290亿美元，导致二者股价分别暴跌16.2%和15.74%至其1992年以来的最低水准。伯南克在周二的讲话表示联储对大型华尔街券商提供的紧急贷款工具可能会延长至今年年底以后，显示了央行致力于恢复金融市场的稳定，一定程度上缓解了市场的不安情绪；联邦房地产企业监管办公室(OFHEO)在表示待决的会计规则调整不应规定对Fannie Mae和Freddie Mac的资本金要求之后，导致二者的股价在周一暴跌之后周二反弹超过11%。惠誉周三表示将美林及其分支机构的长期发行人违约评级纳入负面评级观察名单，导致美林股价急挫9.3%，标准普尔金融类股指数亦暴跌5.2%，为6年来的最大单日跌幅。Fannie Mae和Freddie Mac继续分别暴跌13.1%和23.8%。伯南克和保尔森周四向国会发表证词表示将尽其所能稳定金融市场，但因市场担心金融业可能需要更多资金以应对危机，Fannie Mae和Freddie Mac继续暴跌22%和13.8%，油价亦在当日猛涨5.6美元。周五时传出有关Freddie Mac和Fannie Mae可能被政府接管的消息，花旗下调其对暑假美国银行的财务预测及目标股价，金融类股仍为拖累大盘下跌的主要原因。原油期货盘中创下记录新高147.27美元，最后收于145.08美元的高位。

收益率曲线方面，国债收益率曲线跌涨互现，其中10年期国债下降1个基点，收于3.97%；2年期国债上升8个基点，收于2.54%。互换利率曲线亦呈现相应变动，10年期互换利率下降19个基点，收于4.53%；2年期互换利率下降14个bp，收于3.37%。

图1：美国10年期指标性国债利率近期走势图

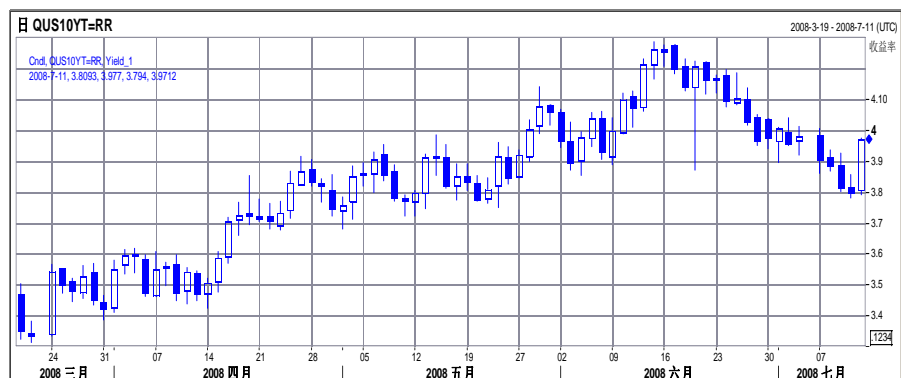


图2：国债收益率曲线两周变动

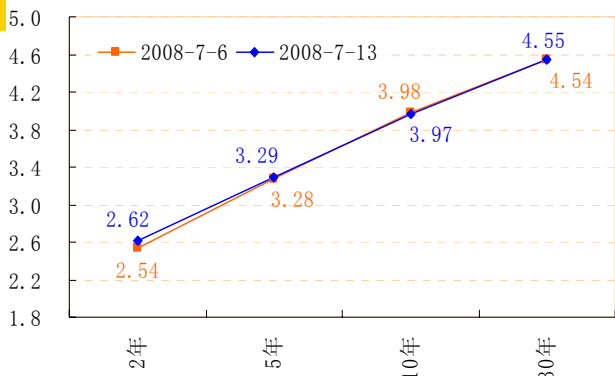
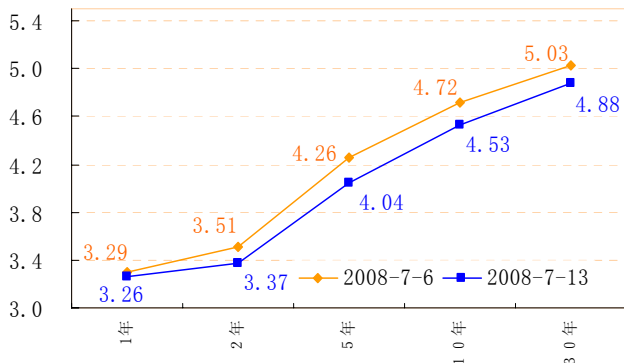


图3：标准互换收益率曲线两周变动



二、经济分析

1、伯南克呼吁大规模改革金融监管体制

联储主席伯南克周二发表讲话表示“目前正在紧密监控金融市场的发展，并且在考虑多种方案，其中包括如果交易商融资市场继续普遍出现目前的紧急状况，联储对一级交易商的信贷安排期限将会延展至明年”。伯南克的讲话意味着只要金融市场继续动荡，联储对大型投行的紧急融资安排将延展至明年。此项声明表明联储将在次贷危机期间继续持续为投行提供支持，一定程度上缓解了市场的担忧。伯南克同时表示如果联储要完全实现促进金融市场稳定的目标，需要被赋予对银行及其金融机构进行直接监管的权力。

伯南克周四对国会的证词与周二的讲话相仿，并再次呼吁应提高联储在监管金融市场方面的作用。伯南克指出联储近期已与美国证券交易委员会 (SEC) 签署谅解备忘录，双方将共享有关各投行财务实力方面的信息只能解决一些短期问题，但从长期来看，可能需要通过立法建立一个更强有力的框架以增强对投行和其他大型证券交易商的监管。考虑到支付结算系统对维持金融稳定的重要性，国会应该明确联储对支付结算系统的监管权。

与此同时，保尔森也发表证词。针对本周受市场对其资金状况担忧的影响导致两家抵押贷款融资巨头 Fannie Mae 和 Freddie Mac 股价均降至 16 年来低点，保尔森表示这两家公司目前在美国低迷的住房市场中扮演着重要的支撑角色，而且未来仍将继续发挥这一重要作用。保尔森向众议院表示，为了让金融市场恢复对其的信任，国会需完成

有关这两家政府资助企业监管改革的立法工作。保尔森与伯南克在赋予监管者额外的权力方面保持一致，均认为需要加快监管构架改革的步伐来提高市场监管及市场自律以稳定受冲击的市场。

不过，保尔森同时指出单靠监管并不能消除所有的不稳定因素，市场参与者不应指望轻易获得联储贷款或任何政府帮助。想要通过让市场自律有效的控制风险，就必须允许金融机构的破产。而对于本周备受市场质疑的Fannie Mae和Freddie Mac，美国两党国会议员则表示两者规模太大以至于政府不能放任其倒闭。根据UBS的资料，截至今年1季度，二者在房屋抵押贷款债券市场所占的比重高达97.6%，远高于07年第一季时的不到50%。而今年以来，Fannie Mae股价已累计下跌67%，Freddie Mac则累计下滑77%。

周五时参议院通过了内容涉及广泛的住房市场法案，其中包括对Fannie Mae和Freddie Mac的监管进行改革。保尔森表示财政部目前的首要目标是扶持二者维持“现状”，并表示二者“目前资本充足”。

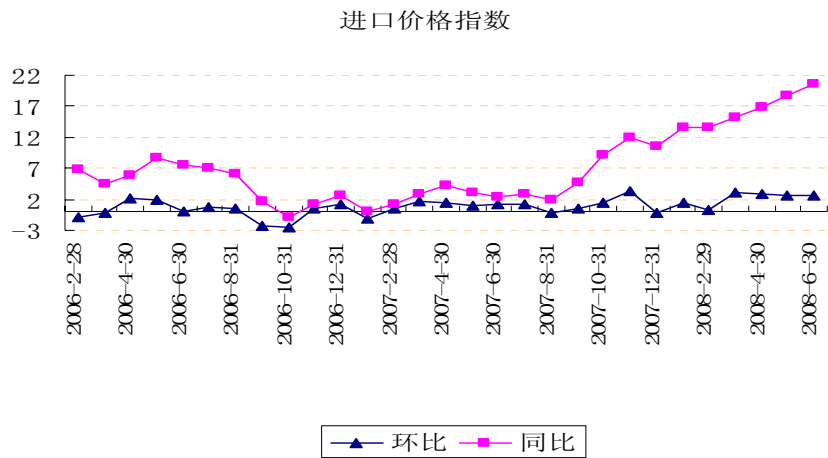
2、进口价格再创新高，通胀预期令人担忧

劳工部周四公布美国6月进口价格环比上升2.6%，高于预期的2.0%的上涨；同比上升20.5%，大幅高于预期的18.6%的上涨，也为1982年9月该数据首次发布以来的最大升幅。

从分项数据来看，6月份石油价格环比上升7.4%，同比上升78.6%。6月不包括石油的进口价格环比上升0.9%，同比上升7.3%。这已经是进口价格连续第四个月大幅飙升，从分项数据来分析，大幅上涨的能源及食品价格仍然使通胀面临显著的上行风险。7月以来，油价继续攀升，由于推动油价上涨的因素过多，且还未出现强有力的因素压低油价，加上对伊朗可能爆发军事冲突的担忧日益加剧，预计未来进口价格指数仍没有回落迹象。鉴于油价持续走高，预计将于下周公布的PPI和CPI总体指数仍将高涨，尽管核心指数目前来看仍在可控范围，但总体指数的走高将最终

推高通货膨胀预期，令联储今年下半年的货币政策陷入两难境地。

图4：进口价格指数



三、利率走势预测

本周金融市场的动荡持续，市场担忧日益加深。除了Fannie Mae和Freddie Mac两家巨头股价持续暴跌以外，金融类股仍然为拖累大盘下跌的主要力量。花旗集团表示美林第二季可能减记约60亿美元资产；惠誉则表示美林的评级可能会被下调，同时表示雷曼和摩根士丹利的评级面临下调风险；瑞士当局则可能要求瑞银和瑞士信贷额外拨备700亿瑞郎（约合682.9亿美元）资金。

与此同时，新会计准则会给银行业带来新的冲击。由于新准则在资产负债表外投资工具方面的规定，花旗、美国银行以及摩根大通可能会被迫将数十亿美元资产纳入表内。而目前还没有银行为此类证券化资产留出拨备，这意味着新会计准则的实施可能导致银行被迫额外增资。尽管具体增资规模还不确定，但预计金额仍将相当巨大。

由于金融市场再次面临压力，在经济基本面最早会在明年开始好转的情况下，如果通胀继续高企，将令联储陷入两难的境地。周五公布的密歇根大学消费者信心指数中1年和5年通胀率预期均达到10几年来的最高水平，通胀预期高企令人担忧。

下周将要公布的重要数据有PPI、CPI等。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7月13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	2.1450	5.0663	4.2750	0.5600	7.2300	3.0383	1.7036	2.3473
1周	2.4113	5.1075	4.3469	0.5838	7.2650	3.1000	1.6536	2.7678
1个月	2.4575	5.4300	4.4650	0.6900	7.4425	3.1800	1.8471	3.2768
3个月	2.7906	5.8338	4.9594	0.9219	7.7550	3.4300	2.3093	4.4306
6个月	3.1213	6.0350	5.1406	1.0300	8.0000	3.5800	2.6236	4.5890
9个月	3.1838	6.1588	5.2500	1.1031	8.1775	3.7150	2.8600	4.6462
1年	3.2563	6.2888	5.3875	1.1588	8.3575	3.9533	3.1000	4.7097

二、基准掉期利率 (ISDAFIX)

	美元	日元	欧元	英镑	瑞士法郎	港元
2年	3.3690	0.9040	5.1670	5.8900	3.2400	4.7600
5年	4.0410	1.1490	4.9780	5.7220	3.4370	4.9580
10年	4.5320	1.6240	4.9150	5.4300	3.5850	5.0680
30年	4.8830	2.4012	4.8940	2.5630	4.0780	
5 - 2年	0.6720	0.2450	-0.1890	-0.1680	0.1970	0.1980
10 - 2年	1.1630	0.7200	-0.2520	-0.4600	0.3450	0.3080
30 - 2年	1.5140	1.4972	-0.2730	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	2.6157	4.8770	4.4400	0.7900	3.1760	6.6900	2.3410	0.9040
5年	3.2923	4.8410	4.4670	1.1420	3.4070	6.4300	3.2880	4.2109
10年	3.9712	4.8940	4.4560	1.5960	3.7810	6.3630	3.6190	4.5255
30年	4.5457	4.5740	4.8000	2.4050	4.0890		4.9130	2.4012
5 - 2年	0.6766	-0.0360	0.0270	0.3520	0.2310	-0.2600	0.9470	0.2450
10 - 5年	0.6789	0.0530	-0.0110	0.4540	0.3740	-0.0670	0.3310	0.3146
30 - 5年	1.2534	-0.2670	0.3330	1.2630	0.6820		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	3.243	3.769	4.469	4.975	0.730	1.256	1.956	2.462
5年	4.096	5.194	5.482	6.693	0.858	1.956	2.244	3.455
10年	4.686	4.896	6.405	7.387	0.736	0.946	2.455	3.437
5-2年	0.853	1.425	1.013	1.718	0.128	0.700	0.288	0.993
10-5年	0.590	-0.298	0.923	0.694	-0.122	-1.010	0.211	-0.018
10-2年	1.443	1.127	1.936	2.412	0.006	-0.310	0.499	0.975

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
2008-7-15 21:30	生产价格指数(月环比)	JUN	1.3%	1.4%
2008-7-15 21:30	出厂价指除食品与能源(月环比)	JUN	0.3%	0.2%
2008-7-15 21:30	生产价格指数(同比)	JUN	8.6%	7.2%
2008-7-15 21:30	出厂价指除食品与能源(同比)	JUN	3.2%	3.0%
2008-7-15 21:30	商品零售额	JUN	0.4%	1.0%
2008-7-15 21:30	除汽车外零售额	JUN	1.0%	1.2%
2008-7-15 21:30	纽约州制造业调查指数	JUL	-7.8	-8.7
2008-7-15 23:00	Bernanke Report on Economy & Fed Policy			
2008-7-15 23:00	营运存货	MAY	0.5%	0.5%
2008-7-16 06:00	ABC消费者信心指数	JUL 14	-42	-41
2008-7-16 20:00	MBA抵押贷款申请指数	JUL 12	--	7.5%
2008-7-16 21:30	消费价格指数(月环比)	JUN	0.7%	0.6%
2008-7-16 21:30	消费价指除食品与能源(月环比)	JUN	0.2%	0.2%
2008-7-16 21:30	消费价格指数(同比)	JUN	4.5%	4.2%
2008-7-16 21:30	消费价指除食品与能源(同比)	JUN	2.3%	2.3%
2008-7-16 21:30	CPI核心指数 经季调	JUN	--	214.832
2008-7-16 21:30	消费价格指数—无季节调整	JUN	217.907	216.632
2008-7-16 22:15	工业产值	JUN	0.0%	-0.2%
2008-7-16 22:15	设备使用率	JUN	79.4%	79.4%
2008-7-17 02:00	NAHB住宅市场指数	JUL	18	18
2008-7-17 03:00	Minutes of June 24-25 FOMC Meeting			
2008-7-17 21:30	新宅开工指数	JUN	960K	975K
2008-7-17 21:30	首次失业人数	JUL 13	380K	346K
2008-7-17 21:30	建筑许可	JUN	965K	969K
2008-7-17 21:30	持续领取失业救济人数	JUL 6	3180K	3202K
2008-7-17 22:0	费城联储商业前景指数	JUN	-15.0	-17.1

资料来源: Reuters, Bloomberg, 招商银行资金交易部整理