

2010 年 1 月 28 日

宏观经济研究 第 12 期

德邦证券股份有限公司

陆兴元 CFA

luxy@tebon.com.cn

Credit Creates Value.

86-21- 6876 1616

美联储维持利率不变

预计加息时点在三季度

昨日重要经济事件

事件	关注程度	上期值	市场预期	本期值
日本 12 月出口年率（经季调）	★★	-5.2%		11.0%
美国 12 月新屋销售	★★	35.5 万	37.4 万	34.2 万
美联储 1 月利率会议决议	★★★	0.25%	0.25%	0.25%

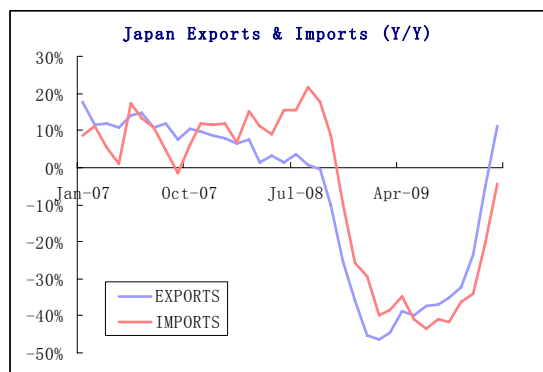
（详尽分析请见下页）

市场观察

主要市场	指数名称	昨收盘	涨跌	简评
日本股市	日经 225 指数	10252.08	0.71% ▼	日元走升打击出口类股下滑。
欧洲股市	伦敦 FT100	5217.5	1.13% ▼	银行股拖累市场。之前西班牙银行 BBVA 公布的季度业绩表现疲软，而投资者对希腊财政问题也倍感担忧。
	法国 CAC40	3759.8	1.24% ▼	
	德国 DAX	5643.2	0.45% ▼	
美国股市	道琼斯指数	10236.16	0.41% ▲	因美联储维持利率在零水平附近不变，会后声明的乐观预期鼓舞投资者。波音、苹果有消息利好，卡特彼勒业绩不佳，限制股市的涨势。
	那斯达克指数	2221.41	0.80% ▲	
	标普 500 指数	1097.5	0.49% ▲	
外汇市场	美元指数	78.72	0.28% ▲	此前美联储利率决定投票过程中出现了反对将利率维持在零水平附近的声浪，美国加息预期进一步升温。
美国国债	2 年期收益率	0.91%	10BP ▲	美联储最新利率决定投票过程中出现一票反对的声音再次点燃了人们对美国加息的预期，并引发国债市场抛盘。
	10 年期收益率	3.65%	3BP ▲	
商品	Comex 黄金	1085.70	1.26% ▲	美联储加息预期拖累黄金表现。
	Nymex 原油	73.67	1.39% ▼	收于一个月低点，有关美国需求持续疲软的新迹象拖累油价走低。

投资参考：预计美联储加息时点提前至三季度

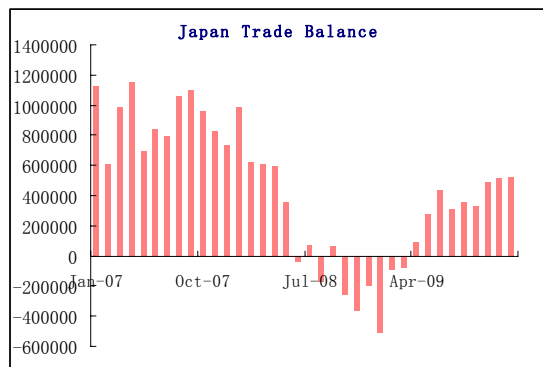
1 月美联储会后声明总体符合预期，其对经济的乐观态度鼓舞了投资者信心，美国股市在声明公布后逆转了早前的跌势。然而投票过程中出现一票反对的声音，引发了投资者对美国加息的预期，大宗商品价格出现下跌。我们预计美联储将在三季度加息，加息时点较原预期提前。



日本 12 月出口年率为 15 个月来首次增长

日本财务省 1 月 27 日表示,日本 2009 年 12 月出口年比增长 12.1%,至 54128 万亿日元,经季节调整后为 51640 万亿日元。金融危机导致全球贸易放缓,这是日本出口年比自 2008 年 10 月开始持续的下降以来首次实现年比增长,期间该数据曾于 2009 年 2 月达到了创纪录的 49.4%跌幅(见左图,数据来源于日本财务省)。

进口方面,2009 年 12 月日本进口为 48675 万亿日元,同比仍为下降 5.5%,为连续第 14 个月下降。经季节调整后,该数据为 46412 万亿日元(见左图)。

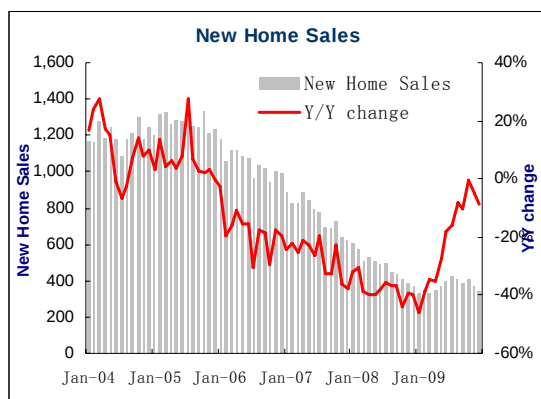


出口增长的恢复帮助日本 2009 年 12 月商品贸易盈余扩大到 5453 亿日元,而 2008 年同期为贸易赤字 3222 亿日元(见左图,数据来源于日本财务省)。

分地区看,日本 2009 年 12 月对中国出口年比增长 42.8%,至 10710 万亿日元,同期对亚洲出口年比增加 31.2%,至 30314 万亿日元。下表为日本与其主要贸易伙伴的 12 月统计数据,单位为 10 亿日元。

	出口	同比%	进口	同比%	顺差
总额	5413	12.1	4868	-5.5	545
中国	1071	42.8	1041	-5.8	30
美国	833	-7.6	478	-9.5	355
欧盟	641	1.4	484	-6.4	157

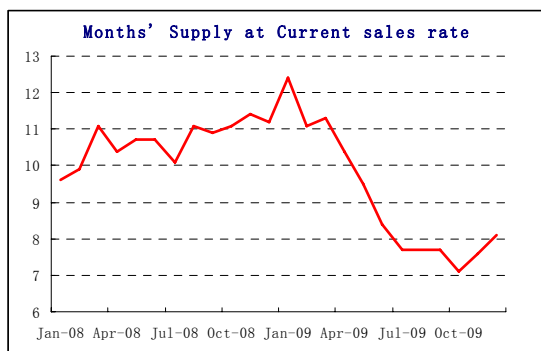
日本 2009 年 12 月出口出现 15 个月以来首次上升,得益于亚洲强劲需求的推动。鉴于日本国内需求的持续疲软,未来日本经济能否持续复苏关键在于亚洲,确切地说是中国的需求能否继续保持旺盛。



美国 12 月份新屋销量连续两个月下降

美国商务部(Commerce Department)27 日公布, 经季节性因素调整后, 美国 12 月份单户型住宅销量较 11 月下降 7.6%, 折合成年率为 342,000 套(见左图, 数据来源于美国商务部)。

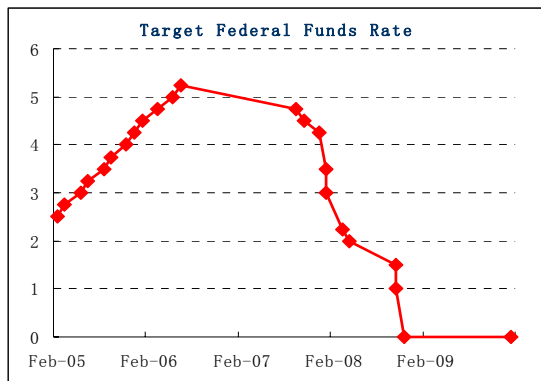
2009 年全年未经调整的新屋销量大幅下降 22.9%, 从 2008 年的 485,000 套降至 374,000 套。



数据显示, 截至 12 月底的新屋存量估计为 231,000 套, 低于 11 月底的 235,000 套。不过由于销售大幅下滑, 12 月新屋存量与销量之比从 11 月的 7.6 升至 8.1 (见左图, 数据来源于美国商务部)。

从地区来看, 12 月份新屋销量有升有降, 东北部地区销量增加 42.9%, 西部地区增加 5.2%, 中西部地区下降 41.1%, 南部地区下降 7.3%。

美国 12 月新屋销售低于市场预期, 主要原因是恶劣的天气加上居高不下的失业率。近期美国房地产市场有转弱趋势, 低迷的住房市场将使经济复苏笼罩上阴云。



美联储维持利率不变 但会后声明颇有新意

北京时间 1 月 28 日凌晨 3 点，美国联邦储备委员会将联邦基金利率维持 0 到 0.25% 的目标区间不变，并将“在更长时期内将联邦基金利率维持在极低水平，以推动经济复苏，促进创造就业。这一决定符合预期。

在会后声明的具体措辞上，美联储对通胀压力的表述基本不变，同时将按时结束终结抵押贷款支持证券和机构债的购买计划。但此次议息会议会后声明，仍透露出一些新的信息。

1、对经济的看法更趋乐观。

美联储在上次会后声明中认为美国经济正处于衰退，而此次美联储认为美国经济正处于复苏阶段，这是一个比较重大的转变。具体措辞变化如下：

2009 年 12 月	2010 年 1 月
经济活动继续回升	经济活动继续增强 ¹
企业仍在缩减固定资产投资	公司在设备和软件方面的支出似乎正在增加 ²
经济活动很可能会在一段时间内保持疲弱	经济复苏的进程很可能在一段时间内维持温和的步伐 ³

2、出现了倾向于加息的声音。

FOMC 以 9:1 的投票结果决定维持利率不变，而 12 月的投票结果为一致通过。其中堪萨斯联邦储备银行总裁洪尼格投票反对维持基准利率不变，他认为经济和金融状况已经发生了足够的改变，因此美联储不再有正当理由将联邦基金利率在更长时期内维持在极低水平。

1 月美联储会后声明总体符合预期，其对经济的乐观态度鼓舞了投资者信心，美国股市在声明公布后逆转了早前的跌势。然而由于加息预期较上月明显增强，大宗商品出现下跌。我们预计美联储将在三季度加息，加息时点较原预期提前。

（美联储 1 月议息会议会后声明中译稿附后）

¹ 由“economic activity has continued to pick up”改为“economic activity has continued to strengthen”

² 由“Businesses are still cutting back on fixed investment”改为“Business spending on equipment and software appears to be picking up”

³ 由“economic activity is likely to remain weak for a time”改为“the pace of economic recovery is likely to be moderate for a time”

美联储 1 月议息会议会后声明（中译稿）

自 FOMC 12 月份政策制定会议以来所收到的信息表明，经济活动仍在继续增强，就业市场恶化的形势正在减弱。家庭开支正在以稳健的速度增长，但疲软的就业市场、温和的个人收入增长速度、下滑中的家庭财富以及紧缩的信贷状况仍旧令家庭开支受到限制。公司在设备和软件方面的支出似乎正在增加，但在结构方面的投资仍在下滑，雇主仍不愿增加支薪员工人数；此外，公司已经更好地将其库存水平与销售量进行了调校。虽然银行贷款活动继续萎缩，但金融市场状况仍旧能为经济增长提供支持。虽然经济复苏的进程很可能在一段时间内维持温和的步伐，但 FOMC 仍旧预期，资源利用率将在物价稳定的环境下逐步恢复更高的水平。

重大的资源充裕度将继续缓冲成本压力，更长期的通胀前景稳定，因此 FOMC 预计通货膨胀仍旧很可能在一段时间内维持在受抑制的水平。

FOMC 将把联邦基金利率维持 0 到 0.25% 的目标区间不变，并继续预计处于较低水平的资源利用率、受抑制的通胀趋势以及稳定的通胀预期等经济状况很可能将使 FOMC 有理由在更长时期内将联邦基金利率维持在极低水平。为了向抵押贷款市场和住房市场提供支持，以及为了改善私人信贷市场的整体状况，美联储目前正处于收购总额最多 1.25 万亿美元的机构抵押贷款支持债券，以及大约 1750 亿美元机构债券的进程中。为了促进市场实现顺利过渡，FOMC 将逐步放缓这些收购活动的步伐，并预期将在 2010 年第一季度末以前实施这些活动。FOMC 将继续以经济前景和金融市场状况的进展为依据，对其债券收购活动作出评估。

鉴于金融市场的运行状况正在改善的事实，美联储将会按照此前已经宣布的决定，在 2 月 1 日关闭资产支持商业票据货币市场共同基金流动性工具(The Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility)、商业票据融资工具(Commercial Paper Funding Facility)、一级交易商信贷工具(Primary Dealer Credit Facility)和定期证券借贷工具(Term Securities Lending Facility)。此外，美联储与其他央行之间临时性的流动性互换安排也将在 2 月 1 日到期。

美联储目前正处于逐步缩减其定期拍卖工具(Term Auction Facility)规模的进程中，将在 2 月 8 日提供 500 亿美元的 28 天期信贷，在 3 月 8 日提供 250 亿美元的 28 天期信贷，这将是美联储最后一次通过这项工具进行拍卖活动。目标对象为新发行商业抵押贷款支持债券提供支持之贷款的资产支持证券贷款工具(Term Asset-Backed Securities Loan Facility)的预定到期时间仍为 6 月 30 日，目标对象为所有其他类型担保品提供支持之贷款的资产支持证券贷款工具则将在 3 月 31 日到期。美联储将在必要时候对这些计划作出修改，以支持金融稳定性和经济增长。

在此次政策制定会议上投票支持维持基准利率不变的委员有：主席本·伯南克(Ben S. Bernanke)、副主席威廉·达德利(William C. Dudley)、詹姆斯·布拉德(James Bullard)、伊丽莎白·杜克(Elizabeth A. Duke)、唐纳德·科恩(Donald L. Kohn)、桑德拉·皮亚纳托(Sandra Pianalto)、埃里克·罗森格林(Eric S. Rosengren)、丹尼尔·塔鲁洛(Daniel K. Tarullo)和凯文·瓦尔许(Kevin M. Warsh)；托马斯·霍利格(Thomas M. Hoenig)投票反对维持基准利率不变，他认为经济和金融状况已经发生了足够的改变，因此美联储不再有正当理由将联邦基金利率在更长时期内维持在极低水平。

分析师声明

本人, 陆兴元, CFA, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外, 本人薪金的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

特别提示

本报告仅向德邦证券股份有限公司 VIP 客户提供。未经事先同意进行复制、传送或出版, 分析师及德邦证券股份有限公司对报告内容不承担任何法律责任。

上海

德邦证券股份有限公司
凉城路营业部
上海市虹口区凉城路 479 号
电话: 021-65299887

德邦证券股份有限公司
浦东南路营业部
上海市浦东南路 500 号
国家开发银行大厦 10 楼 C 座
电话 021-58887251

德邦证券股份有限公司
志丹路营业部
上海市志丹路 158 号
电话: 021-56078154

德邦证券股份有限公司
岳州路营业部
上海市虹口区岳州路 58 号
电话: 021-65015533

北京

德邦证券股份有限公司
光华路营业部
北京市朝阳区光华路 14 号
嘉都大厦 A 座 4 层 409
电话: 010-65089558

广州

德邦证券股份有限公司
体育西路营业部
广东省广州市体育西路 189 号
城建大厦 11 楼
电话: 020-38796656

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司就不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券股份有限公司所有。未获得德邦证券股份有限公司事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“德邦证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

TEBON 德邦证券