



2010 年 2 月 11 日

宏观经济研究 第 22 期

德邦证券有限公司
陆兴元 CFA
luxy@tebon.com.cn
Credit Creates Value.
86-21- 6876 1616

中美贸易数据延续复苏

伯南克阐述退出策略

报告摘要

全球市场观察 2010/2/11

股票市场	
日经 225 指数	0.31% ▲
伦敦 FT100	0.39% ▲
法国 CAC40	0.63% ▲
德国 DAX	0.69% ▲
道琼斯指数	0.20% ▼
那斯达克指数	0.14% ▼
标普 500 指数	0.22% ▼
外汇市场	
美元指数	0.24% ▲
债券市场	
2 年期收益率	4.8BP ▲
10 年期收益率	5.9BP ▲
大宗商品市场	
Comex 黄金	0.10% ▼
Nymex 原油	0.40% ▲

■昨日重要经济事件

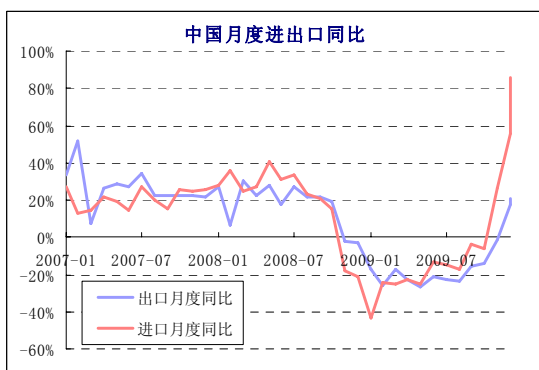
- 中国 1 月份对外贸易进出口总值同比增长 44.4%。其中，出口同比增长 21%，进口同比增长 85.5%。
- 日本 1 月企业商品价格指数年降 2.1%，为连续第 13 个月下降。
- 美联储 2 月 10 日公布了伯南克为国会众议院金融服务委员会作证而准备的证词，阐述美国央行将如何退出其经济刺激政策的计划。提高贴现率是美联储释放的紧缩信号。
- 美国 12 月份国际商品和服务贸易赤字意外扩大 10.4%，创下一年来最大赤字金额。

■投资参考

昨日对希腊债务危机解决方案的猜测还在延续，市场普遍预期德国将施以援手，但昨日德国官方发言人否认了这一说法。欧元区的前景存在很大的不确定性。

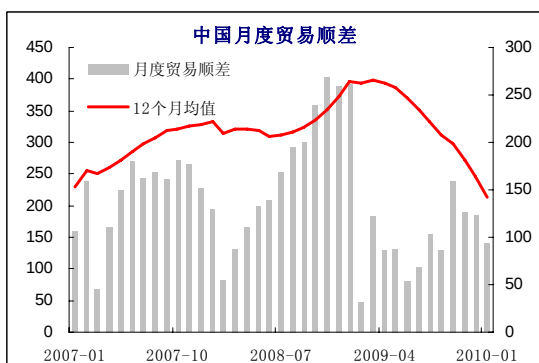
美国联储主席伯南克对退出策略进行阐述，表示一旦经济复苏确立，将采取货币紧缩措施，并且表示在“不久的将来”会提高贴现率。伯南克在发言稿中所发出的紧缩信号，还是令市场感到相当不安。

与 2009 年相对确定的“复苏”相比，2010 年世界经济的前景变得相当模糊，避险情绪很可能会卷土重来。



中国1月进出口继续增长

中国海关总署10日发布的数字显示，1月份中国外贸状况继续回暖。1月份中国对外贸易进出口总值为2047.8亿美元，同比增长44.4%。其中，出口1094.7亿美元，同比增长21%；进口953.1亿美元，同比增长85.5%（见左图，数据来源于中国海关总署）。

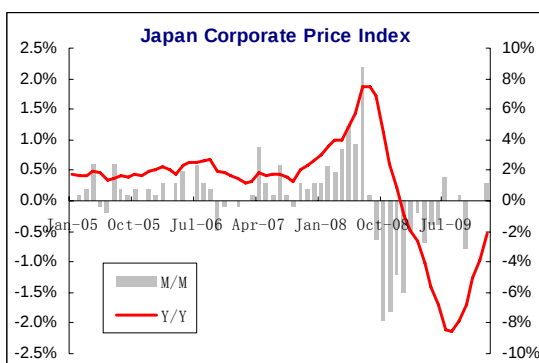


1月份贸易顺差141.6亿美元，同比减少63.8%。这是中国连续第三个月贸易顺差缩窄（见左图，数据来源于中国海关总署）。

由于中国春节因素，1月的同比数据并不能完全反映中国的贸易状况。2009年初又受到国际金融危机的影响，对比基数较小，导致2010年1月进出口同比均出现大幅增长。

在1月份的进出口数据中，进口数据相当引人注目，其同比增长率达到85.5%，创同比增速的新高。观察具体进口商品，基本原材料占了很大比例，原油、铁矿砂等进口额均有大幅增长。

尽管2010年中国外贸开局形势良好，但未来的不确定性正在增大。欧洲主权债务危机、中美贸易摩擦、人民币汇率的变动，这些都会对中国的对外出口产生重大的负面影响。



日本1月企业商品价格指数年率连续13个月为负

日本央行（BOJ）2月10日公布，日本1月企业商品价格指数年降2.1%，为连续第13个月下降，创6年来最长同比下滑记录。1月企业商品价格指数月比攀升0.3%（见左图，数据来源于日本央行）。

1月企业商品价格指数的降幅为09年2月以来最低，主要原因在于原材料进口成本攀升对整体价格的下挫起到抵消作用。1月企业能源和中间产品支付成本同比下滑2.1%，较12月3.9%的降幅有所减缓。但这也威胁到日本冶金业公司的盈利。需求的疲软使企业难以将支出转移至消费者，而这进一步加重了通缩。

由于日本国内需求过于疲软，以致无法维持出口拉动型的经济复苏。若剔除原油价格的波动，日本物价下滑趋势尚未减缓。预计在日本央行仍将在未来相当长的时间内维持低利率。

美联储主席伯南克阐述退出策略

美联储2月10日公布了伯南克为国会众议院金融服务委员会作证而准备的证词，阐述美国央行将如何退出其经济刺激政策的计划。

1、关于货币政策前景

在发言稿中，伯南克再次强调了1月FOMC对未来利率政策前景的表述。

“联邦公开市场委员会预计，经济状况，包括较低的资源利用率，温和通胀趋势，稳定通胀预期，可能需要在未来比较长的一段时间将联邦基金利率水平保持在特别低的水平。¹”“然而在适当的时候，随着经济扩张趋势确立，美联储将需要开始收紧货币政策，以防止通胀压力的上升。美国联邦储备委员会有许多工具，使其在适当的时候能够保证货币政策立场的实施。²”

伯南克暗示将调高贴现率，但措辞相当谨慎。“不久，我们希望贴现率和联邦基金目标利率之间的利差略有增加。像贷款工具在本月初结束一样，这些变化应被视为在金融市场改善条件下，美联储贷款工具的进一步正常化。他们预计不会导致家庭和企业金融环境紧缩，不应被解读为货币政策前景改变的信号，货币政策前景仍与联邦公开市场委员会1月份会议时保持一致。³”

2、关于实施退出策略的政策工具

联邦基金利率可能不再成为美联储的主导调控指标。这是因为“银行系统储备金总额非常大，导致联邦基金市场的活动和流动性水平大大下降，联邦基金利率可能在一段时间内成为一个较不可靠的短期货币市场指标。⁴”

而提高银行超额准备金利率很可能是退出策略中最重要的政策手段。这是由于“通过增加银行超额准备金存款利率，美联储能够对所有的短期利率施加上涨的压力，因为在货币市场利率明显低于他们在联邦储备银行可以赚取的利息时，银行将不提供短期资金。实际及潜在增加的短期利率将体现在长期利率和金融环境上。⁵”

¹ 原文为：The FOMC anticipates that economic conditions, including low rates of resource utilization, subdued inflation trends, and stable inflation expectations, are likely to warrant exceptionally low levels of the federal funds rate for an extended period.

² 原文为：In due course, however, as the expansion matures the Federal Reserve will need to begin to tighten monetary conditions to prevent the development of inflationary pressures. The Federal Reserve has a number of tools that will enable it to firm the stance of policy at the appropriate time.

³ 原文为：Before long, we expect to consider a modest increase in the spread between the discount rate and the target federal funds rate. These changes, like the closure of a number of lending facilities earlier this month, should be viewed as further normalization of the Federal Reserve's lending facilities, in light of the improving conditions in financial markets; they are not expected to lead to tighter financial conditions for households and businesses and should not be interpreted as signaling any change in the outlook for monetary policy, which remains about as it was at the time of the January meeting of the FOMC.

⁴ 原文为：As a result of the very large volume of reserves in the banking system, the level of activity and liquidity in the federal funds market has declined considerably, raising the possibility that the federal funds rate could for a time become a less reliable indicator than usual of conditions in short-term money markets.

⁵ 原文为：By increasing the interest rate on reserves, the Federal Reserve will be able to put significant upward pressure on all short-term interest rates, as banks will not supply short-term funds to the money markets at rates significantly below what they can earn by holding reserves at the Federal Reserve Banks. Actual and prospective increases in short-term interest rates will be reflected in turn in longer-term interest rates and in financial conditions more generally.

在发言稿中，伯南克还提到了另两种货币政策工具，包括逆回购协议，及向金融机构发售存款证等。

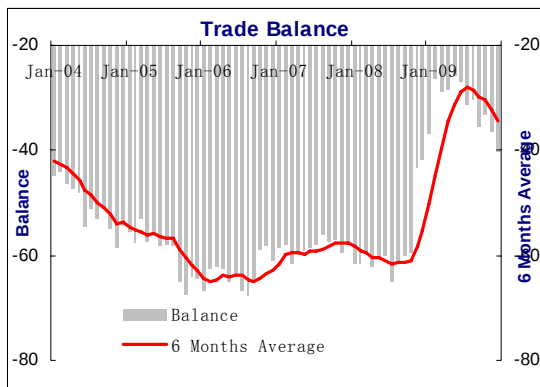
3、关于退出步骤

美联储在正式实施退出策略前，会有一段时期进行抽走储备测试。“美联储从目前非常宽松的政策立场退出所使用的组合政策工具及步骤顺序，将取决于经济和金融形势的发展。一个可能的次序是，美国联邦储备委员会继续在有限的基础上测试抽走储备的工具，以进一步确保准备工作的完善，并给予市场参与者在一段时间来熟悉操作流程。”⁶

4、关于退出策略的时间表

美联储短期内还不会实施退出策略，目前也没有任何时间表。“我目前并不预期美国联邦储备委员会将在短期内出售任何所持有的证券。至少在紧缩政策实施，并且经济显然处于持续复苏之后，才会出售证券。”⁷

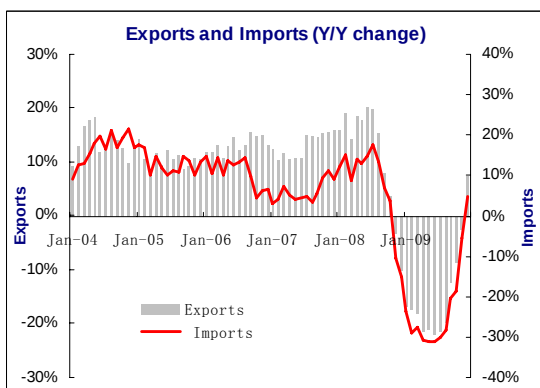
伯南克对退出策略的阐述基本符合市场预期，货币政策前景较1月的FOMC会议时并没有很大变化，美联储防止市场产生过度反应的意图相当明确。但该讲话仍释放出些许紧缩信号，主要是暗示将调高贴现率。未来美联储的退出计划将依赖于经济形势的变化，其货币政策将相机抉择，2010年将是充满变数的一年。



美国12月贸易赤字为一年来最大

美国商务部于10日公布的数据显示，美国12月份国际商品和服务贸易赤字意外扩大10.4%，至401.8亿美元，创下一年来最大赤字金额。修正后的11月份贸易赤字为363.9亿美元。这主要是由于油价大涨、石油进口成本大增，及美国经济反弹正推升进口需求（见左图，数据来源于美国商务部）。

美国12月份出口额增长3.3%，至1,427亿美元，为2007年3月以来最大增幅，也是连续第八个月度增长；11月份出口额为1,380.9亿美元。进口额增幅更大，为4.8%，12月进口额为1,828.8亿美元，11月份为1,744.8亿美元（见左图，数据来源于美国商务部）。



全年来看，2009年全年美国贸易赤字总额达3,806.6亿美元，远低于2008年的6,959.4亿美元，为02年以来最小赤字纪录。

进出口年率全面转正，贸易逆差扩大，美国经济延续了复苏的趋势。但12月逆差过大导致投资者担心联储会加快实施退出策略，未来美国的需求还存在波动可能。

⁶ 原文为：The sequencing of steps and the combination of tools that the Federal Reserve uses as it exits from its currently very accommodative policy stance will depend on economic and financial developments. One possible sequence would involve the Federal Reserve continuing to test its tools for draining reserves on a limited basis, in order to further ensure preparedness and to give market participants a period of time to become familiar with their operation.

⁷ 原文为：I currently do not anticipate that the Federal Reserve will sell any of its security holdings in the near term, at least until after policy tightening has gotten under way and the economy is clearly in a sustainable recovery.

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