

2010 年 10 月 20 日

刘 杰，经济学硕士，金融学硕士
国联证券特聘首席宏观研究员

电邮: jieliul3@yahoo.ca

联系人: 何冰冰
电话: 0510-82833217
电邮: hebb@glsc.com.cn

联系人: 李斌
电话: 0510-82833217
电邮: lib@glsc.com.cn

Think Globally, Act Locally



如无特别说明，该报告中所提及价格数据均为 2010 年 10 月 19 日市场收盘价，数据均来源于 Bloomberg。

有关免责声明，请参考第 3 页。

中国升息+ 美洲银行 MBS 危机=市场大跌

市场动态: 昨日市场可谓“风起云涌”，来自于中国“出乎意料”加息的消息直接导致欧美各主要市场低开超过 1%。市场用了一个上午来消化来自中国的消息后觉得并不那么糟糕，股市正准备带头反弹，有消息称以太平洋资产管理公司（PIMCO）牵头的几家机构投资者向美洲银行（Bank Of America）发难，要求它回购 470 亿美金的 MBS。这一美国最大银行的股票大幅下挫近 5%，从而拖累美股再度跳水，当日下挫超过 1.5%。

包括商品市场在内的其它高风险资产价格也纷纷下跌，而“安全资产”美元（DXY 指数）则大幅上涨近 2%，油价，金价在强势美元中应声而跌，分别缩水了近 4% 和 3%。

分析和解读: 先来简单看一下美洲银行 MBS 的问题：还记得我们在几天前写的有关美国银行业新一轮危机的文章吗（详细内容请见 10 月 15 日新一轮银行危机？FORECLOSURE!），今天美洲银行的事件正是该问题发展演变的结果。简单来说，机构投资者从美洲银行手中购买了 MBS，现在它们发现美洲银行在出售那些 MBS 时并不具备拥有这些贷款的正式法律文件，因此有违规操作行为，所以要求退回该资产。

一个简单的问题是：退货为什么会造成美洲银行的股价大跌呢？答案是：因为违规，美洲银行必须以 MBS 的 100% 面值回购，而这些机构投资者从它手中买的时候可能只有账面价值的 50% 或者更低，低卖高买会直接导致资本损失。

那么，美洲银行的问题到底有多大呢？就像我在 15 日文章中说的，具体量化的难度很大，不过市场今天的反应导致其市值缩水达到了 54 亿美金。其他银行也会有类似的麻烦吗？当然会！只不过美洲银行是目前从公开资料显示对该类 MBS 风险敞口最大的银行。

再来分析一下中国央行的加息：首先，市场的反应表现出对该消息的“措手不及”，大部分分析文章都以“出乎意料”来形容，他们很多都不认为中国央行会在年内加息，尤其是中国年内一系列货币政策的调整效果开始显现，经济软着陆迹象越来越明显的时候。

然而，这并不完全出乎我们的预料。因为，我们今年一贯的观点是央行在年内会加一次息，或者不加息。我们在人民币与美元脱钩和央行第四次提高存款准备金率之后仍持该观点，一个重要的原因是我们对房地产价格不断攀升的担忧：

货币政策微调对抑制通货膨胀的效果要远好于包括房地产在内的资产价格。因此，虽然目前通胀水平还未到急需踩刹车的时候，但短期存款负利率会进一步催生资产泡沫。所以，央行本次的升息主要目的还是要抑制资产泡沫——这一点，我们在最近的宏观策略报告（10 月 11 日）的第 15 页也作了直接的阐述，现转载如下：

- 我们依然维持对中国央行利率政策的判断：年内仅加一次息（27 个基点）或者不加息
- 不过，中国目前面临的不仅是通货膨胀的压力，还面临资产价格泡沫（房地产）的压力
- 而控制资产价格，加息是更为直接和有效的手段

我们对此次加息的看法：

- 1) 我们不认为中央政府货币政策基调发生了转变：9% 的 GDP 增速下 2.50% 的存款利率和 5.56% 的贷款利率依然符合适度宽松的货币政策的主基调
- 2) 虽然这很可能意味着加息周期的启动，但我们依然认为年内第二次加息的可能性很小，尤其是目前的利率政策是伴随着汇率，存款准备金率和货币供给额度控制等一系列货币政策一起出台的组合拳
- 3) 因此，国内股市对该消息的反应也会是短期的，尤其是利率这把今年一直悬在市场头上的剑终于落下了，而 A 股至今的表现依然落后于全球主要股市，我们因此依然维持此前对 A 股目标价位的判断（详细内容请见 10 月 11 日的宏观投资策略报告）

高风险资产价格大幅下挫，美元大涨

	现在水平	一天表现	一周表现	一个月表现	2010年内表现
股市					
沪深	3,376	2.1%	6.4%	18.5%	-5.6%
标普	1,166	-1.6%	-0.3%	3.6%	4.6%
道指	10,979	-1.5%	-0.4%	3.5%	5.3%
纳指	2,437	-1.8%	0.8%	5.2%	7.4%
欧洲	2,837	-0.5%	2.2%	2.9%	-4.3%
MS 全球指数	1,228	0.4%	1.7%	6.2%	5.1%
MS 新兴市场指数	1,112	-0.8%	1.2%	7.4%	12.4%
债市					
美国高收益企业债指数	89.7	0.0%	0.0%	0.8%	2.1%
美国投资级企业债指数	112.1	0.0%	-0.8%	0.7%	7.7%
美国	127.0	0.1%	-0.1%	2.3%	14.1%
商品市场					
全球商品市场指数	293.0	-1.9%	-1.6%	4.8%	3.4%
原油	79.5	-4.3%	-2.7%	7.9%	0.2%
期铜	373.0	-3.4%	-1.6%	5.9%	10.3%
黄金	1331.4	-2.7%	-1.4%	4.5%	21.4%
美元					
美元指数	78.21	1.7%	1.1%	-3.9%	0.4%

免责声明

本研究报告中关于任何公司或证券所发表的观点均如实反映刘杰的个人观点，不代表其所就职公司意见。刘杰获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及国联证券股份有限公司的整体收益。刘杰保证其报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

本报告信息均来源于公开资料，国联证券对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和询价。国联证券及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。国联证券或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国联证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

分析师简介

刘杰，现任 Sentry Investments 高级研究员兼全球投资组合经理，国联证券特聘首席宏观研究员，曾任加拿大皇家银行全球研究部高级研究员，美国标准普尔企业信用评级师和纽约证券交易所股票交易员。拥有加拿大多伦多大学（University of Toronto）经济学硕士和新不伦瑞克大学（University of New Brunswick）金融学硕士学位。