

宏观经济分析师

署名人: 李云洁

S0960209030249

010-63222927

liyunjie@cjis.cn

宏观点评报告

美债泡沫破裂中 下一个是商品

要点:

■ 上周 86 亿美元资金流出美国债券市场基金,为两年来最大流出值,国债市场泡沫面临破裂边缘

➢ 美国债收益率目前正处于 1960 年代以来的最低点,国债价格显然已过度泡沫化。近期债券收益率的下降和国债市场资金的撤离是因为零售数据过强提升市场对美国经济和通胀前景预测。随着经济数据持续好转,美国国债泡沫正在破裂

■ 对利率最敏感的债券市场已经开始体现加息预期,若就业数据再超预期将会使得加息预期更强烈、并传导至商品和股票市场

➢ 虽然目前美联储表示将减持 QE2 不动摇,但实际上 QE2 以来,美联储 5 周仅购买了 893 亿美元国债,低于市场预期速度

➢ 目前经济的同步和领先指标已经显著向好,通胀预期也已经起来,就只有就业数据还有所反复。若未来 3 个月就业数据持续超预期,美联储将意识到美国经济已经步入可持续复苏的正确轨道,失业率的趋势下降可期,因此会提前终止 QE2 (我们预期是明年 3-4 月份)

➢ 市场预期的改变将领先美联储说法的改变。实际上,联储宣布 QE2 后,债券市场的加息预期就开始显著攀升。就业数据再超预期将强化加息预期更并传导至商品和股票市场,同时确立美元指数反转趋势 (2011 年看 90)

➢ 由于这波商品的上涨主要反映的是 QE2 预期,一旦美元反转, QE2 预期落空,商品不可避免的将面临中期调整压力,就和去年 12 月 4 日一样

相关报告

《2011 年年度报告——美国经济二次复苏全球流动性面临拐点》2010-12-6

《爱尔兰危机突袭 美元反转 商品行情告一段落》2010-11-18

《美国 10 月就业数据超预期 商品短多长空》2010-11-7

《美联储公布 6000 亿美元 QE2 计划》2010-11-4

《静待美国经济二次复苏—3 季度 GDP 点评》2010-10-31

《美新屋销售数据打压 QE2 预期 短期商品承压》2010-10-27

《制造业将带领美国二次复苏》2010-8-18

《债务危机见顶 欧元、商品反弹》2010-7-8

《2010 年海外中期报告——欧洲债务危机难挡全球复苏》2010-6-3

《欧盟重拳捍卫欧元 债务危机见顶: 欧元、商品将反弹》2010-5-10

《4 月美国非农超预期 就业市场强劲复苏》2010-5-8

《美国经济进入有就业复苏—有利美元 不利商品》2010-5-4

一、经济数据推升通胀预期 资金撤离国债泡沫

11 月份以来，美国公布的经济数据频繁超出预期，而联储推出的 QE2 更加提升了市场对未来经济的通胀预期，美国 10 年期国债收益率从 7 月底的 2.4% 上涨 90 个基点至 3.3%。同期中国 10 年期国债收益率涨幅仅为 64 个基点，可见美国**通胀预期**上升幅度之快。

国债收益率上升背后是资金的撤离，国债泡沫濒临破裂边缘。如图 1 所示，2009 年以来美国债券基金每周都有大量的资金流入，最高点在 2009 年 9 月 30 那一周，随后资金流入开始下降但仍维持高位。6-8 月份公布的 5-7 月份美国经济数据均大幅低于预期，引发市场对美国经济二次探底担忧。这时资金再度涌进债券市场，使得债券收益率创下 2.4% 的最低点。2010 年 10 月底 QE2 预期同时，经济数据开始超预期，市场对经济担忧下降，资金开始逐步撤离债券市场，同时债券收益率不跌反涨。11 月份 QE2 正式施行，和 QE1 不同，债券收益率并没有因为美联储的购买而下降反而出现上升。上周债券市场基金更是出现 86 亿美元的净流出，为 08 年以来最大值。

如图 3 所示，美国国债收益率目前正处于 1960 年代以来的最低点，今年 11 月创下 2.4% 的收益率仅次于 2008 年底因极度恐慌而创新的收益率历史最低的。目前美国经济显然并没有面对通缩风险，国债价格显然已经过度泡沫化。实际上，早在 2009 年底《福布斯》评选出的七大金融泡沫中（黄金、中国地产、股市、新兴市场、美国国债、大学学费、ETF 金和铜），国债就榜上有名。近期债券收益率的下降和国债市场资金的撤离归根结底还是因为近期零售数据过强提升市场对美国经济和通胀前景预测所致（图 2）。随着经济数据持续好转，美国国债市场难免进入熊市，泡沫正在破裂。

图 1: 通胀预期抬头 资金流出债券市场

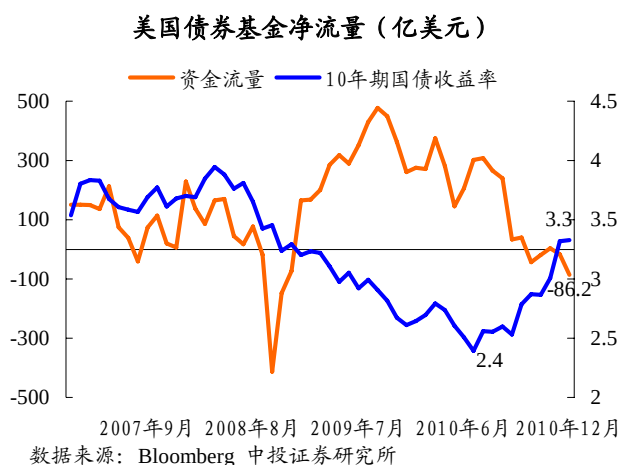


图 2: 6-8 月份公布数据低于预期引发加息担忧

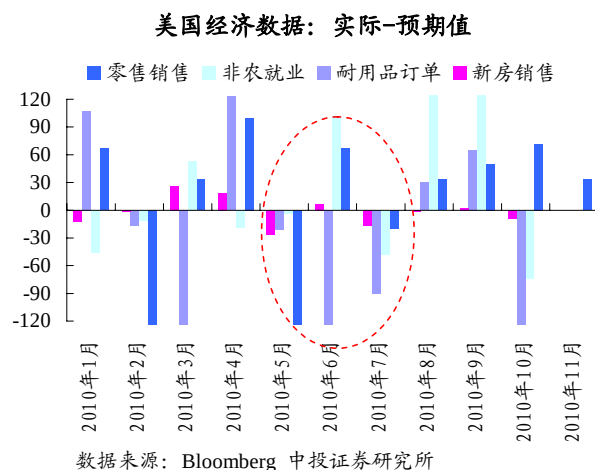
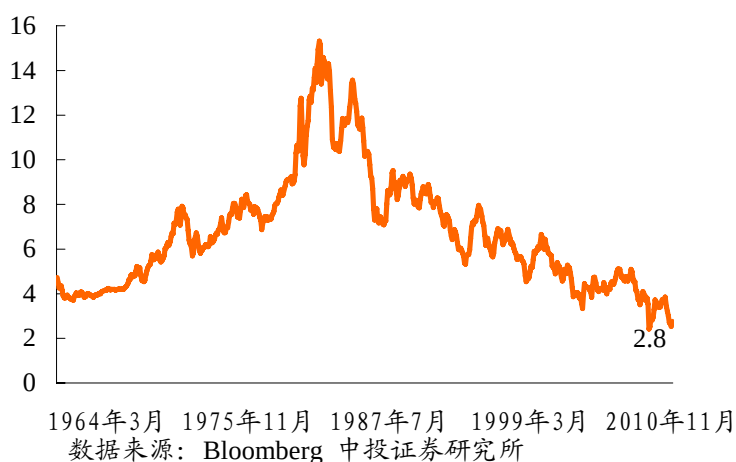


图 3: 美国国债收益率处于 50 年来低点

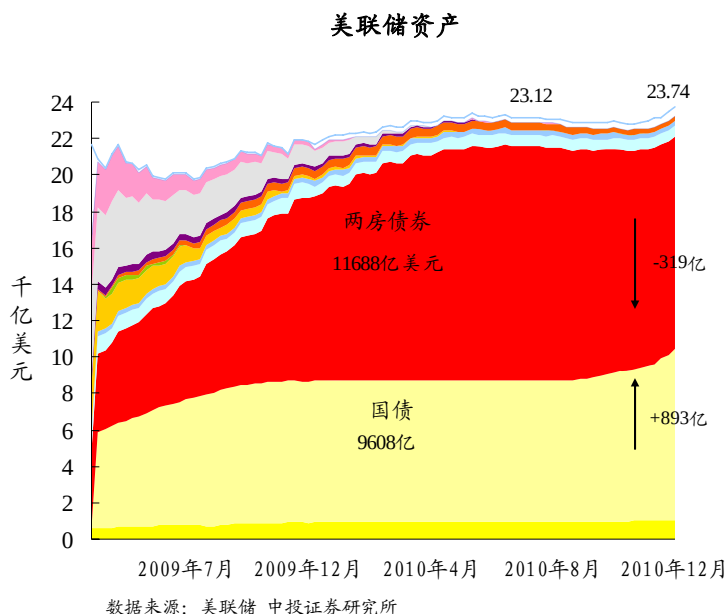
美国10年期国债收益率 (%)



二、接下来是商品

我们认为,若就业数据持续好转,将引发美元的反转和商品行情的结束。11月4日美联储在FOMC声明中表示将“根据未来情况定期回顾其债券购买进度和资产购买计划总规模并根据需要进行调整以实现最大化就业和价格稳定”。也就是说如果未来失业率大幅下降,通胀水平上升(或预期上升),美联储有可能提前终止QE2计划。

图 4: QE2 以来美联储购买 893 亿国债低于市场预期



虽然目前美联储仍在坚称施行 QE2 到明年年中不动摇, 实际上 11 月 10 日美联储开始 QE2 以来, 5 周仅购买了 893 亿美元国债, 低于市场预期的每个月平均 750-1125 亿美元 (折合成 5 周为 937-1460 亿美元)。我们认为目前经济的同步和领先指标已经显著向好, 通胀预期也已经起来, 就只有就业数据还略有反复。若未来 3 个月就业数据持续超预期, 美联储将意识到美国经济已经步入可持续复苏的正确轨道, 失业率的趋势下降可期, 因此会提前终止 QE2 (我们预期是明年 3-4 月份)。

市场预期的改变肯定是领先美联储说法的改变。实际上, 11 月 3 日联储宣布 QE2 后, 市场的加息预期就开始显著攀升。如图 5 所示, 联邦基金利率期货对 2011 年 11 月加息的预期从 11 月 4 日的 12% 跳升至 12 月的 45%。另外用国债收益率和 TIPs 之差衡量的 SACK 法则也上升至 18%, 回到年初加息预期较强烈的 1 季度时候水平 (一般 sack 法则超过 20% 就意外着市场预示联储将会加息)。

图 5: 明年底债券期货市场加息预期上升

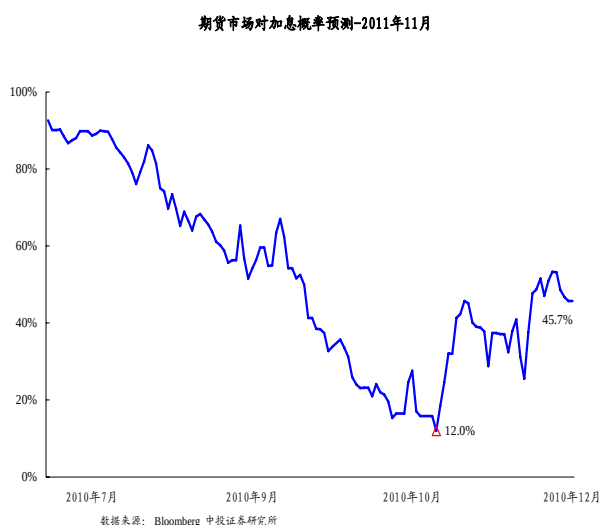
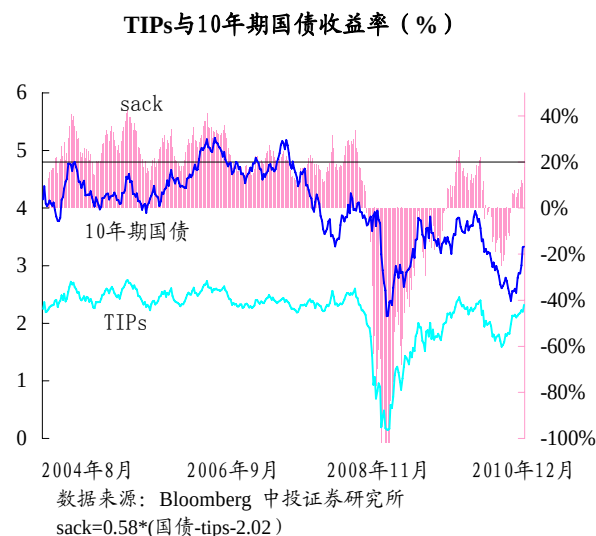


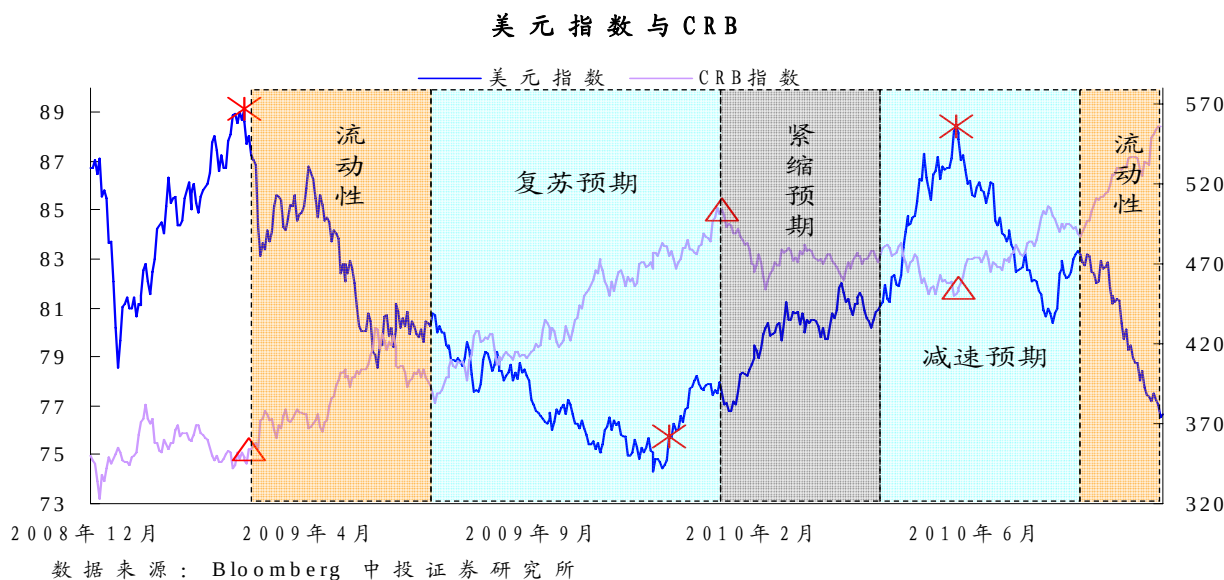
图 6: SACK 法则接近 20%临界点



可以说,对利率最敏感的债券市场已经开始体现一定的加息预期,若就业数据再超预期将会使得加息预期更强烈并传导至商品和股票市场。

由于这波商品的上涨主要反映的是 QE2 预期,一旦美元反转, QE2 预期落空,商品不可避免的将面临中期调整压力,就和 2009 年 12 月 4 日一样。因此任何一次非农就业数据超预期都可能引发紧缩预期的出现从而结束商品期货的行情。

图 7: 2009 年 12 月就业数据超预期引发美元反转 1 个月后商品中期调整



投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李云洁, 中投证券研究所宏观经济分析师, 经济学硕士。主要研究覆盖中国宏观经济和西方经济研究。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434