文件 增长 通胀 货币政策 市场

19981231 GS UEA Key Issues for the 1999 Outlook "经济短期动能不错，但我们认为1999年美国经济将会明显放缓。

经济短期动能不错。Holiday消费强劲，联储pmi也不错，虽然全国PMI还在回落，但联储PMI已经有小幅回升。首申虽然创新高，但消费者信心很好，消费者调查显示就业在好转。

在1998年，虽然美国主要贸易国家放缓，但美国经济受到强劲股市支持，经济尚好。我们认为1999年美国经济将会明显放缓。主要原因是，私人部门saving and investment存在创记录的赤字. The key issue for 1999 is whether and how the record deficit between private-sector saving and investment in plant, equipment, and real estate will be corrected. The positive wealth effect of recent years is apt to dissipate as returns on stocks revert to normal.

Y2K是个重大问题，但我们不认为会导致衰退。本质上Y2K将导致1999年对电脑进行各种修补工作，这些也产生GDP，但产生利润，因为不生产新的资本存量。Y2K可以被视作一个natural disaster，但它的timing是已知的，但效果不确定。

Stock market strength has also figured prominently in the corporate sector’s contribution to the privatesector deficit—as the key link in a virtuous circle supporting the biggest boom in capital spending since World War II. Computers and peripheral equipment accounted for 80% of the increase in real capital spending between 1992 and 1998 and account for nearly half of the growth rate of the capital stock in 1998. Thus, the drop in capacity usage could be deceiving," 格林斯潘在1998年的时候拒绝收紧货币政策，当时增长强劲但通胀压力有限，有fomc委员希望收紧。 我们的Portfolio strategy group同事预计美股在1999年将上涨10%，这将不及过去几年的大幅增速，也意味着股市的财富效应将减弱。（问题来了，到底是经济先回升， 即储蓄率先进一步下降，还是股市先进一步走强的？）

19990101 BCA, The Bank Credit Analyst - The Outlook - 1999 "[通缩风险较大，增长将放缓]

当前的增长问题是供给问题而非需求问题，供给过剩——特别是亚洲供给过剩——导致通缩压力，黄金价格的走弱也是明证。我们还可以通过观察工业品价格来跟踪通缩风险。

在通缩背景下，劳动力成本还在上升，这将导致企业利润减少。进而企业投资、就业走弱，会压低增长。企业信心很差，当前企业部门或许已经进入衰退了。

当前房地产、汽车已经很强，很难设想它们会更强。由于当前增长走弱不是加息导致的，因此降息也无法扭转乾坤。况且，居民部门储蓄率已经很低，难以想象还会更低。

不过我们预期随着货币宽松，增长将会软着陆，但下行风险更大。

此外，放眼全球，也没有一个经济体可以起到火车头作用把全球经济拉起来。1999年全球各国经济体或者是衰退，或者增长会很弱。" 在通缩风险、增长放缓背景下，联储将会降息。 "1998年的金融市场令人震惊。在10月初，投资者认为全球经济和金融体系将会崩溃，然而几周之间，华尔街再度risk on。我们认为这是连续16年牛市情绪的延续。

在我们基准预期的软着陆情形下，股市在这种情形下一般表现也还可以。不时的降息将会支持股市，对抗利润的下降。但我们要注意到，当前股市高估已经是历史极值。

有分析师认为低通胀、低利率导致更高的估值，这个逻辑有问题，因为1960s也是较低、较稳定的通胀，当前估值远远高于1960s（这里有几张很不错的估值的图）

大部分泡沫破裂源自加息，例如1920s、1987、日本1989，当前是通缩压力更大，因此也许不会因为加息而破裂。

当前large cap跑赢small cap的情形让人想起1960s末、1970s初的漂亮50行情。（现在好像也是如此？？？）"

19990101 BCA, The Bank Credit Analyst THE STARTLING IMPLICATIONS OF COMING DEMOGRAPHIC SHIFTS "1998年美国增长尚且稳定有两个原因，第一是家庭消费稳健，收入不错，股市提供财富效应，第二是企业部门在盈利走弱的情况下继续维持较高投资。

我们预期企业投资会走弱，虽然当前没有数据支持这一点，下一步密切关注new orders for the capital goods.

对于韩国增长触底回升迹象，但可持续的回升需要需求回暖，但我们看不到这一点。" "低配股票。股市高估已经是历史极值，因此风险偏下行，我们建议低配股票。1998年的股市在利率下降的支持下，对抗了利润下降和金融市场冲击，体现了长期牛市思维。然而当前的市场并不健康，指数依靠few large-cap stocks。大企业股票大幅跑赢小企业。

债券收益率可能低位走低。确实，我们的债券估值模型显示债券很贵，已经贵了超过2个标准差。但由于我们预计增长走弱，通胀也走弱，联储会降息，因为我们预计长端利率将低位徘徊。"

19990108 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Do\_1999-01-08\_19990108 "当前有两个分化，第一是美国强、全球弱，第二是美国家庭强、工业生产弱，家庭消费强、房地产强。

巴西股债遭到抛售，因为巴西政府宣布暂停支付债券利息。"

19990115 JPM\_Global\_Data\_Watch\_A\_\_1999-01-15\_19990115 巴西货币贬值扰动金融市场。

19990122 GS UEA Y2K Fears Will Boost Growth, but Rate Spike Is Unlikely 房地产数据很好，联储PMI在显著回升。 格林斯潘在听证会上表态继续on hold。其实有联储委员担心，市场对于联储支持股市的能力过度自满。

19990128 FOMC Greenbook\_Password\_Removed 四季度GDP增长可能高达5%，GDP的各个分项都有望好于预期，甚至是净出口。如果一直这么增长下去，早晚会有通胀压力。不过我们预期增长会放缓，其关键假设是高涨的股市将难以持续高涨，居民财富效应将下降。

19990129 FOMC Bluebook\_Password\_Removed "巴西贬值事件并没有引发避险情绪，债券收益率实际上趋于上升，当前ffr期货也没有预期2月降息，但仍然预期在1999年中有可能降息。

过去六周股市广泛上涨，得益于Q4较高的盈利。科技股上涨尤其厉害。（从图中看，10月底nasdaq就开始跑赢wilshire 5000了）（巴西贬值仅很短暂的抑制股市，或者说让高涨的股市短暂调整，然后很快继续上涨）"

19990129 GS UEA Social Security Accord Holds Key to Large Tax Cuts "12月的投资数据也很强。

当前CBO的财政盈余预测很乐观，这引发了减税的可能性。如果减税通过，这将给债券收益率带来上行压力，因为货币会紧缩。"

19990201 BCA, The Bank Credit Analyst WHERE ARE WE IN THE LONG WAVE "当前有两大分化。第一是美国vs.全球。最近的增长超出预期。第二是股市高涨与全球通缩力量。

当前美国增长超出预期，但全球仍然疲弱。我们预期美国增长会跟随走弱。当前美国经济有典型偏热症状，需要经济放缓。这些偏热的迹象包括增长量，货币增长高，信贷增长高，失业率低，储蓄率低，经常项目赤字，股市泡沫。如果继续偏热下去，很多不平衡会继续上升，最终导致经济和股市的硬着陆。一般来说，这些过热迹象需要货币紧缩，但全球确实通缩环境。

股市将难以疯涨，即使只是股市上涨速度温和放缓，财富效应下降，也意味着企业盈利将进一步承压。（这个是核心逻辑）最近的美国增长较好有不寻常的好天气原因。" "联储在1998年9月、11月降息75bp，是担心俄罗斯违约导致的信贷市场收紧对美国经济的冲击，现在联储有后悔的理由了，因为降息进一步点燃了股市泡沫。

由于通胀迹象不大，当前信贷利差仍然没有正常化，因此联储降息的可能性也不大。" "当前股市very narrowly based and extreme overvaluation，主要是科技股拉动，盈利前景也不佳。当前股市下跌的空间很大。Investors feel that there is no viable alternative to the equity market and the bullish view is supported by the fast rebound in prices after each market sell-off during recent years。

继续高配债券，低配股票。"

19990201 PIMCO Looking Good \_ PIMCO "（这一篇文章，Gross讨论了当时的热门议题，就是资本主义在全球如何改造的更好。可以看出来，当时亚洲金融危机、俄罗斯、韩国、巴西、阿根廷等一系列问题，是当时的中心议题。Gross对于全球增长是非常悲观的）

Krugman提出我们应当重新学习衰退经济学。不过最近韩国、泰国等亚洲各国的回升好像跟日本的情况不一样。Soros提出建立更强力的国际机构，比IMF更强的，来维稳全球金融秩序，但这会代理道德风险。Jaf Sachs提出使用浮动汇率，这也许是最好的办法。

The global economy is mired in a several years/less than a decade long deflation brought about by over-investment financed with too much short term debt. （Gross不看好增长，但也不认为会进入长期通缩情况。因此他反对重新加强监管，这可能带来更多的坏处，不能因为经济周期性的不好而加强监管）（潜台词是，Gross认为当前经济周期不强，再走弱几年也正常）

" 、

19990203 FOMC Transcript\_Password\_Removed "格林斯潘：

最近增长非常好，超预期，以至于许多分析师认为是不可持续的高增速。特别是利率敏感部门，例如房地产、汽车。全球似乎尚未拖累美国。

？Greenspan: “There is very little evidence at this stage that the expansion is slowing… I would be disinclined to go asymmetric toward tightening atthis stage because the data may turn out to be softer than I suspect, and flipping the symmetry back and forth would not help us.

（整体感受：委员们希望收紧政策，但格林斯潘认为技术进步，应该看就业市场是否进一步收紧，以及看CPI是否真的上升）（格林斯潘此时的观点，不就是AIT的潜在假设吗？不就是不看重失业率，而是等到真的看到CPI上升才算完？）" "格林斯潘：

当前通胀没有看到压力。所有的模型预测，可能存在遗漏变量问题，那就是没有考虑到生产率进步。全球供给过剩也抑制了美国通胀。" "格林斯潘：

我们降息75bp是为了解决freezing-up of financial markets. 现在垃圾债利差仍高，仍然尚未解决。不过股市缺意外上涨起来了，这确实有理由担心，因为这可能继续扩张需求。

由于技术进步的原因，仅仅强劲的增长不是收紧货币政策的理由，应该观察就业市场和CPI、PPI。

有委员倾向于释放收紧倾向，我认为应当继续保持对称的货币政策表态。" "（关于技术进步的两段话）

the head of British Telecom. He was saying that the availability of new technologies and synergies is accelerating at such a pace that they don’t know what to invest in. Everything is terrific. It is a question of which of the individual rates of return is higher. They are all above the cost of capital. Larry Meyer mentioned a discussion he had with a senior Microsoft researcher who was confirming the same thing."

19990205 GS UEA Brazil Probably Only a Small Effect on U.S. Growth "消费很强，房地产销售创历史新高，内需没有减弱迹象。内需支持下，制造业回暖，NAPM在1月明显回升。

我们估计巴西贬值冲击对美国增长影响在0.25pp左右，并不大。"

19990219 GS UEA Renewed Pressures For Treasury Funding Reforms 房地产新开工再创新高，就业市场很好，首申再创低位 （注意，2月份考虑到弹劾已经结束。但这个1-2月份，对于考虑到弹劾案的讨论都很少，不是市场焦点）

19990226 GS UEA No Monetary Policy Easing This Year "我们调高了增长预测。现在经济强的迹象是全方面的，包括支出、生产和就业。GS FCI也非常宽松。

（我对二月份的解读：经济回暖导致降息预期price out, 短端收益率明显回升，2年期level回到ffr的水平即不再倒挂，股票市场回落，成长股相对下跌更多。这个月应该就是连续看到各类指标转头向上。市场价格是最真实的。大宗商品价格仍然维持弱势，可见全球增长仍然不行）

（从3月份价格走势来看，应该是联储释放了鸽派信号，表示将继续维持鸽派）" "我们的货币政策观点发生了变化，我们认为1999年不会降息了（其实这也是市场信号…呵呵呵呵），暂时预计1999年按兵不动，并且存在加息可能性。

格林斯潘释放的仍然是中性讯息（实际上，联储官员确实把自己想的直接明了的表达出来，Transcript里面提到的想法，联储主席会在外面反复说）" "这意味着最近的债市sell off即使recover也不会回来太多。

"

19990301 BCA, The Bank Credit Analyst THE FINANCIAL MARKET IMPLICATIONS OF COMING DEMOGRAPHIC SHIFTS (PART 2) "[当前美国和全球增长的分化并未收敛]

美国的增长继续极度失衡，居民储蓄率显著下降，企业financial deficit明显上升，这些都不可永远持续。我们认为经济放缓的关键是企业盈利下降情况下的雇佣放缓和投资放缓，但当前还没有迹象。当前企业投资仍然很强。居民和企业支出强劲与强劲的股市密不可分，这推升了居民财富，减少了企业融资成本。企业盈利将会下降，关键是全球商品价格维持低位（所以关键又是，全球商品价格如何涨起来了？韩国等国家如何好起来了？）。

积极的信息是，当前NAPM回升，对应着全球放缓对于美国拖累最强的时候已经过去。因此1999年美国增长可能不会很快落到趋势线以下。

全球仍然疲弱。全球贸易在全面收缩，非美GDP在1998Q4明显下降。这意味着美国仍将面临低通胀的弱企业盈利。" "联储近期将不会降息，但下半年可能降息。

联储去年降息是担心信贷市场暂停。从当前来看，显然是过度宽松了，但当时是无法判断的。

当前联储鹰派声音在上升。认为货币过紧的理由有黄金很弱、商品很弱——但这其实反映全球。认为过松的理由是需求、信贷和股市强。整体上我们认为看起来货币政策是偏松一些。

不过，在实际看到通胀压力以前，联储极度不可能加息（通胀是滞后的啊，BCA应该早就知道才对啊？）" "债券的周期性背景恶化，美国经济并未如预期那样放缓，债券已经回到中性估值（卧槽2月份收益率上涨了好多好多），但结构性背景依然利好债券，1999年下半年收益率将会重拾下降趋势。未来美国增长将会走弱，或者美股崩盘，都会使得美债收益率下降。

股市风险进一步上升，因为债券收益率上升情况下，股市估值水平居于季度高位，我们建议对于股票要谨慎。"

19990301 PIMCO Foxes And Hedgehogs \_ PIMCO "PIMCO既有3-5年的长期视野，也擅长交易和投资技巧。

… our use of undervalued bond futures to extend the duration of our portfolios during most of the bond bull market which began back in September of 1981. By my rough calculation, nearly half of PIMCO's long-term outperformance of the market has come from this foxy/hedgehogian idea: cheap financial futures combined with 1/4 to 1/2 of a year of duration extension.

然而随着financial futures已经不再便宜，债券的牛市可能几近结束。未来的收益率可能是区间波动，从4.5-6.5%，在这个长期框架下，卖出同样future的期权就不错，可以长期获得收益。我们在这方面的投资技巧是最强的，如果你认可这个思路，请把钱交给我们。"

19990305 GS UEA Taking a Global View of the U.S. Bond Market 最新的就业数据显示美国经济非常强，但我们怀疑这种强劲增长可能难以维持。第一是全球增长仍然疲弱，第二是制造业就业仍在下降，第三是收益率的上升会抑制增长。 工资增速不强，这减少了联储降息的可能性。

19990312 GS UEA Republican Budget Plan Would Halt Fiscal Drag 2月的零售销售数据确认了居民消费的极其强劲，主要是1月上修很多。 由于最新增长数据强劲，而且没有通胀迹象，股票创新高。

19990319 GS UEA Giving Due Respect to the Drop in U.S. Personal Saving "增长平稳，通胀迹象减弱，这对于股债都是支持。

工业生产数据显示2月份IP温和，不过房地产保持较强。

所有的储蓄率数据均显示，美国居民储蓄率在持续下降。但是要知道，是储蓄率的下降decline对应GDP，而不是储蓄率的level。这不可持续。" 最新的CPI数据不强，与labor cost和ppi交叉印证，没有通胀迹象。 联储有可能在3月份释放中性倾向。 （这篇文章讨论了居民储蓄率的几个衡量指标，对于capital gain的处理等等，是一个有意义的专题）

19990319 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Bo\_1999-03-19\_19990319 德国商业信心大幅下降，这引发ECB保持宽松立场，看起来西欧的降息周期尚未结束。

19990324 FOMC Greenbook\_Password\_Removed "过去六周经济很好，就业和收入都不错。

股市超出我们预期的上涨，不过道琼斯在触及10,000点以后回调，原因是估值偏高、盈利预期过于乐观，我们也是这么认为的。如果没有故事的进一步上涨，我们认为这种不能维持在过去几年的水平。" "通胀方面的消息不错，我们边际小幅下修了通胀预测。

但是，我们依然预期在1999年底、2000年的CPI有上行压力，在2%以上。"

19990326 FOMC Bluebook\_Password\_Removed "2月份增长强劲，导致加息预期上升，股债同跌。

3月份通胀数据较好，联储释放表态风险是平衡的，短端利率回落，但长端利率、真实利率上升，股市回升。"

19990326 GS UEA The Rising Specter of Protectionism 最新的耐用品订单显示有所放缓，也许长期被期待的美国经济的放缓终于要发生了。

19990326 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Su\_1999-03-26\_19990326 全球贸易在1999Q1仍然在下降，美国business equipment production, shipments of non-defense capital goods也走弱。

19990330 FOMC Transcript\_Password\_Removed "格林斯潘：

GB和几乎所有模型都低估了增长、高估了通胀，其关键是这些模型都忽略了生产率的加速。在1994年底以来，生产率的加速是很清楚的事实。现在几乎所有的证券分析师都在预测更高的盈利增速，当然，这些预期有向上的偏好，但是在1994年底以来，这个盈利增速预测系统性的上升了3个百分点。

重要的问题是，生产率还会继续这个速度进步吗？很有可能尚未结束。从坊间消息看，Anecdotally, people we speak to in businesses such as computers, software, telecommunications, and obviously the Internet all say that the backlog of potential profit-making investments is still rising. That is what the security analysts are saying.

所有人都担心当前的制造业疲弱，我认为制造业活动将会回升，Chicago PMI有回升迹象。

（两个强烈感觉：第一是格林斯潘一直在试图抵制偏鹰，这说明有许多委员偏鹰，而格林斯潘偏鸽；第二是格林斯潘强烈的相信生产率进步，而且这个进步尚未结束）" "格林斯潘：

当前没有任何价格加速上升的迹象。Chicago PMI中价格分享的上升是因为油价上升（3月份上涨的厉害）。不过油价对美国的冲击已经不如历史了。

我认为PCE更好一些，权重更合理。" "格林斯潘：

当FOMC未来调整利率时，很有可能是加息而非降息，但当前通胀实际上是0，生产率加速尚未结束，我相信我们将会看到价格下降。

我有一些倾向于asymmetry toward tightening, 但今天不太想这样。We do have some time and flexibility.

我们应该remaining neutral on symmetry."

19990330 FOMC Transcript\_Password\_Removed

19990401 BCA, The Bank Credit Analyst THE OUTLOOK FOR CORPORATE PROFITS "在年初时，美国内需较强，但全球需求较弱，到现在看，是美国稳住了，而全球有回升迹象。

美国增长虽然从1998Q4有所放缓，但仍然高于trend增速，没有明显的放缓迹象。一方面，NAMP明显回升，另一方面，居民部门保持强劲。Beige Book汇报的情况也很乐观。

欧洲地区的增长在过去几个月不断下修，出口疲弱恶化了商业信心，未来居民信心也可能走弱，这也意味着ECB将继续宽松。

总体来看，全球政策仍将继续宽松。美国需求在1999H2将再度走弱（为啥？？），届时全球其他经济体将更艰难，现在断言全球经济已经触底回升还言之过早。当前CRB原材料价格还在低位（。。。然后好像四月份就暴涨了）

[股市盈利专题]

美股盈利增速长期当中是6%，一般来自增长，一般来自通胀。当前市场预期盈利增长比历史水平要高，这不合理。1990s以来的超出趋势的盈利增速有暂时性因素。

如果是研究盈利与经济周期的关系，那么最好的指标是EBITA，因为它受到sales volumes, selling prices, unit costs的影响。EBITD margins与Real GDP growth是亦步亦趋的。

过去几年最奇怪的是，美国企业的盈利增速是走弱的（确实如此，从当时图上来看，盈利增速是在下降的），但企业投资却在上升。1998年的盈利增速的走弱从行业上看是极其广泛的，不仅仅是源于石油价格下降和GM罢工事件。（然后还讨论过海外盈利问题）。（这真是奇怪，而且在对应格林斯潘的草根信息，这个就很奇怪，为啥宏观盈利增速在下降，但微观盈利预期却上升？？）" "1998年的美国增长强，但通胀却不高，这源于全球通缩背景，油价的下跌。

亚洲地区所输出的通缩似乎有减弱迹象，亚洲经济在企稳。" " 尽管全球通胀很难上升，但美国通胀可能温和上升，这会促使联储加息。

当前货币增速强，股市上涨，美国内需强劲，这都对应着宽松的流动性。" "我们不再看空债券，从低配转为中性配置债券。当前美国内需持续向上（NAPM的回升是一个确定性的信号），全球经济有企稳迹象。联储在1998年的降息是panic response，当前6m收益率显示市场没有price in任何加息预期，一旦price in的话，收益率还有不少上升空间，因此等等看。但如果收益率上涨到6%，那将是一个major buying oppotunity.

股市继续谨慎。在mediocre earning growth的情况下，股市面临加息的威胁。股市的breadth继续恶化——当前引领大盘的是蓝筹股，尽管股市指数屡创新高。股市面临着盈利走弱和加息双重压力。

当前M&A活动热烈，其实居民部门流入股市的资金有限，企业部门是增量资金关键。企业部门的financial deficit在1994年以后趋势性上升，当前已经在历史上处于较高水平，企业回购股票，在1995年以后市场上的股票实际上是下降的。"

19990401 PIMCO Kosovo Forever \_ PIMCO Gross "我过去几年一直预测美国股市将在未来3-5年以8-9%的增速增速，这个预测也不算差。由于利率和通胀的下降，股市年均回报是20-30%，但向前看，盈利所能支撑的增速能有8-9%就不错了。

股市和债市内在的联系一起，股市是由当前利率来financed的，当通胀主导时，两者常常通方向变动。因此，债券投资者也应当对股市有观点，特别是在1999年，极端的和波动的股票价格对于居民消费和经济增长有影响。

当前的理论是生产率进步，格林斯潘也反复说这个观点。但关键是，估值应该给到多高？当前互联网企业估值已经比所有上市的汽车、化工、食品、航空企业都贵，最贵的2家企业比Russon 2000都贵 ；那些大企业都没有盈利；美国股市市值比其他所有国家市值都高。当然当前的美国经济是全球经济的典范。There certainly should be a premium for U.S. stocks because our economy is the envy of the world as we approach the 21st century. 但问题依然是：应该给多少估值？要知道，仅仅是十年前，Japan was the envy of the world，而当时它们的股市正处于定点。长期当中，large-cap and internet stocks会让投资者失望。"

19990402 GS UEA Medicare Still the Most Intractable Entitlement Problem "3月份NAPM强劲回升。2月建筑活动极强。

payroll的走弱主要是零售和建筑业，应该是跟天气有关；失业率回落至4.2%的周期低点，首申也继续是低位。

过去一段时期的强劲增长并没有显著提升盈利，这跟全球通缩环境有关。" AHE增速0.2%很温和，比去年同期是3.6%抵得过。 3月底FOMC继续neutral，符合预期。下一次是5.18，联储会观察增长是否如他们所期望的那样回落，以及工资是否如期保持平稳。

19990402 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Ce\_1999-04-02\_19990402 "ECB和BOE下周可能ease policy. 日本增长不佳，其他亚洲国家则在回升。

ECB在过去3个月按兵不动，很明显是希望在中期保持货币稳定，但当前德国、法国和意大利的商业信息持续下降，已经很明显的需要ECB宽松了。

最新美国企业盈利数据显示nonf corp profit margins继续下行。盈利增速的方向是美国1999年前景的关键。"

19990409 GS UEA Ample Capacity Limits Inflation Risk "[我们的观点发生变化]居民消费依然强劲，chain-store receipts继续大幅上升。我们上修GDP增速。

（这一段很有趣。企业的“非理性”的投资行为是1999年诸多超预期的一个重要来源。在盈利持续走弱的情况下，企业却逆势增加投资，这导致两点：第一是经济好，就业好。第二是通胀却不高，因为profit margin下降，物价没有上升。这很好的导致了比较好的宏观组合，就是高增长、低通胀。但问题是，企业的自发投资导致企业资产负债表的恶化、企业盈利未来的大幅走弱，2002年的企业收缩，就是1997-1999年的反向螺旋。）" 最近几年通胀在下降，这对于金融市场的影响是至关重要的。有两个原因：1.失业率走低和工资上升的关系继续保持，但资本利用率低，企业被迫减少profit margin，导致物价没有明显上升。2.生产率上升。因此，高工资没有产生所谓wage-price spiral. 这么强的增长，联储在2000年初也很难降息了。 最近ECB降息，美国债券收益率下降，股票上升。

19990416 GS UEA Modest Factory Upturn Could Quickly Absorb Slack 美国依然是增长强，且没有通胀迹象。最新的零售销售上修使得一季度的零售实际增长录得史上最高值。居民住房建设依然和很强。不过联储的工业活动数据仍然尚显疲弱。

19990423 GS UEA The Uphill Road for Profits "盈利的四个指标：SP500 Reported EPS, Operating EPS; Reported/Adjusted After-tax NIPA Profits.

1998年的企业盈利并不好，我们认为1999年也难有明显起色。这是因为1998年的盈利走弱有结构性因素，较低的失业率推升工资，但headline cpi上升不多，企业定价权不足，profit margin下降；与此同时，生产率进步有限。1999年也会继续如此，CPI广泛回升的可能性有限。我们预期美国企业部门盈利在1999年是0增长——1998年是下降的。

有一个重要特征，那就是企业盈利与GDP名字走势是高度同步的。

不过，一季度的SP500盈利前景倒不错，我们的策略组预测operating earnings for SP500整体上在1999年上升7%。sp500更加集中于制造业，会受益于全球生产率进步。（问题，后来盈利实际走势如何？原因是什么？）" 联储委员释放鹰派言论，引发市场关注。

19990423 JPM\_Global\_Data\_Watch\_An\_1999-04-23\_19990423 欧洲的survey开始转头向上。拉美的领头羊墨西哥、智利的经济开始触底回升。

19990430 GS UEA A Passive Fed Implies More Risk for the Bond Market "（我是很受这个FCI的震撼，在1999年的real time FCI竟然是1991年底的高度刺激性的水平）

1季度GDP数据出炉，增长很强，但同时工资增速却放缓。真实GDP增速年化4.5%，比市场预期高了很多，内需广泛的很强。

最新的前瞻性指标也显示增长会继续较强。耐用品订单、核心资本品订单都在上升。虽然工业生产数据还不强，但估计很快跟上。" ECI比较温和，可能让联储在5月份FOMC继续保持对称性政策。 "当前联储采取了被动反应式的政策取向。

这意味着，如果经济最终自动放缓，那么债券收益率将会逐步走低——我们暂时也是个看法。如果经济最终走向过热，那么债券收益率将会升高。The risk/reward is not symmetric. A passive Fed poses a big risk for the bond market. " "The comments of numerous Fed officials confirm that the FOMC is now in a reactive mode with respect to monetary policy… This can be seen most clearly in the unwillingness of Federal Reserve officials to adopt an asymmetric directive biased toward tightening.要知道，当前增长强，而且事后来看，1998年的最后一次降息是不必要的，在这种背景之下，联储仍然不愿意释放可能加息的倾向。

They are comfortable waiting for inflationary pressures to arise before tightening."

19990430 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Cy\_1999-04-30\_19990430 全球数据转好，Gobal optimism surges.

19990501 BCA, The Bank Credit Analyst HAS THE LONG-RUN DOWNTREND IN BOND YIELDS ENDED "[经济周期确实在回升]

最近的诸多迹象表明，全球经济周期在回升。当前虽然还有很多对于复苏可持续性的但有声音，但综合来看，全球经济周期在回升，例如我们构建的除美国以外的LEI在明确回升。我们认为确实在复苏，虽然复苏很脆弱。

股市上涨将进一步支持经济，并且价格上涨可能蔓延到房地产市场等其他市场。这将进一步推动信贷增速上升，导致联储最终紧缩。

[经济周期不会消失]

关于美国供给端进步所导致的a new paradigm被过度强调了。经济周期并没有消亡，这样的经济增速是不可持续的。The business cycle is dead; long live the new paradigm! The idea that strong economic growth inevitably leads to higher inflation has been discredited by the performance of the U.S. economy in recent years. Apparently, even the Fed is wondering whether to scrap the traditional economic models that have guided monetary policy during the past 50 years. There is growing belief that the U.S. has entered a brave new world of sustained low inflation, and equity investors have surmised that with the battle now won, the Fed will not need to end the party by removing the punch bowl. (跟现在有点像，就是结构性的看法转变最终影响了联储）

确实，当前的扩张非常久。实际上，如果没有海湾战争的话，1990-91年的衰退可能都可以避免。理论上，通过精巧的政策和运气，联储可以通过一系列的软着陆来让经济避免衰退。

(奇怪的是）更低的失业率导致更高工资，因此企业有动力来投资来提高生产率，但整体上却导致企业资本利用率更低。实际上，失业率和资本闲置率在历史上是亦步亦趋的，但在1995年以后走势分化：失业率越来越低，但资本闲置率却在走高——表现为capacity utilization rate. 这不利于企业利润

（我真的很难搞明白，为什么资本利用率越来越低，但企业投资却保持高位；盈利很低，但是却预期上市公司盈利在未来会有明显增长）

（我再回头看了bca的1999.4/5月刊，特别是4月的专题。看起来1995-1999确实有生产率进步，但不是很高，但这一阶段叠加了margin的回升，所以企业盈利在1990-1997上升的特别快。这一部分上升是有周期因素的。但泡沫化出现在1997年以后，在那以后，margin实际上在下降，企业盈利开始走平，但股市仍在上升。

一个很有趣的point：美股泡沫实际上是在1997年开始形成的。当时恰恰处于经济周期的小顶点，盈利margin、盈利增速都处于高位。但1998年的外部冲击反而带来了更多的货币宽松，让居民和企业乐观，股市奇迹般的从高估拉升到更加高估的水平，进而支持经济再度回升，使得盈利前景难以被短期证伪。美股forward PE是在1997年开始脱离过去的中枢的）

GMO自己在2020Q1里说了，In early 1998 we fought the Tech bubble from 21x (equal to the previous record high

in 1929) to 35x before a 50% decline, losing many clients and then regaining even more on the round trip。纳斯达克在1998年初是1700点，在2002年二次探底时最多跌至1200-1400区间。但是要知道，纳斯达克在2000年最高点是5000点。GMO的这种投资思路，应当说是极其痛苦，非常人所能忍受）" 当前通胀低有长期因素——如科技进步，也有周期因素，如全球经济放缓。 "股市。似乎没有什么能够阻碍股市上涨。当前的增长强、通胀低是近乎完美的经济条件，而联储却采取被动姿态，这对于股市而言是绿灯。只有货币紧缩的时候，牛市才可能结束，但货币紧缩却不在眼前。然而股市依然非常危险，投资者应当谨慎。

如果股市领头羊可以从tech转移到cyclical和small cap，那么倒可以引发新一轮的投机。To sector allocation, there is a good chance that the long neglected cyclical sectors will outperform during the remainder of the year, against a background of continued strong U.S. growth and gradually increasing confidence in the global outlook. (这个想法是很好的，但很有趣的是，后面一年还是tech的天下，反而是道琼斯被干趴下了）（还是那个逻辑，此时的科技股是泡沫，泡沫难以简单用加息干趴下，而其他股票却可以）

中性配置债券。债券的周期背景不佳，但结构性利好因素仍在。当前债券收益率discount未来6个月ffr不动，2000年加息20bp。在经济周期回升的背景下，这个定价太自满了。

（如果是我，我会如何摆布？

事后来看，最大的难以理解支出就是企业在不赚钱的状态下不断投资。虽然股市上涨引发经济繁荣，但这种经济繁荣并没有最终导致企业利润的上升。这并不奇怪，因为系统是自我减弱而非自我加强的，否则系统就不稳定的。实际上，股市的繁荣最终并没有导致企业盈利改善。这一点非常非常奇怪，在企业盈利一般的情况下，为什么企业又愿意投资呢？为什么股价却不断上涨呢？这一点值得仔细思考和研究。）（应该集中看一下1990s底的而企业盈利数据）（而且更加有趣的是，股价的上升没有导致发更多股票，反而对应着股票回购。这真的有趣，按照tobin‘q的理论，股票融资更加便宜，此时应该更多的股票融资才对呀。）

（其实高盛也看到了储蓄率、企业finance的deficit，也因此预期增长会放缓，但没有想到是这种大幅波动）"

19990501 PIMCO Shakespeare In LoveThe Phantom Menace \_ PIMCO Gross "(这边文章展示了PIMCO secular forum的一些看法。观点比较散，整体观点是赞同生产率进步的背景，但也看到未来几年波动性会加剧因为不平衡仍在）（等于没说）

回顾一下1990s，在1997年6月以前，美国经济是Goldilocks/Betler Creek，增长强，通胀低。后来是泰国等亚洲金融危机，俄罗斯违约。在我们看来，根本原因是全球供给过剩。到现在的1999年5月，全球经济没有两年前那么危险了，但依然有着长期风险，波动性不可小觑。

这种波动性根深蒂固的源于资本主义本身。

1990s的情况导致另一个令人震惊的结论，the real economy does not determine the level of today's financial markets but vice versa. 联储前主席Paul Volcker提到，the health of the U.S. economy depends on the price of the S&P 500, and that in turn depends on the forturnes of its 50 largetst-cap stocks.

我们一直赞同the ""new"" paradigh的论证，很久以前就赞同。The information revolution has led to an apparent smoothing of business cycles by minimizing inventory levels to name just one major benefit. Productivity may have shot up by 1/2 to 1% annually..."

19990507 GS UEA Higher Oil Prices will Creep into Core Inflation "我们上调1999年增长预期值4.2%，2000年增长上调至2.5%，响应的我们预期联储在2000H2会加息。

尽管NAPM略微下降，但仍明显高于50."

19990507 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Gl\_1999-05-07\_19990507 全球经济活动的回升尚未确立，当前商品价格的上涨还需要真正的增长来巩固。

19990513 FOMC Greenbook\_Password\_Removed "美国经济继续享受高增长、低通胀的组合。最近六周的增长比预期好，而工资显著低位，劳动生产率大幅上升。企业盈利超预期强劲，股票价格随时上涨。

生产率进步的好消息让人更加相信更高的投资带来更高的效率。

但我们仍然预期经济增长在2000年回落至2-2.5%，当前的低失业率是不可持续的，最终需要联储加息。"

19990514 FOMC Bluebook\_Password\_Removed "（2月份收益率上升，道琼斯走平，科技股大幅调整，这个是极其宽松货币政策的退潮；3月份是震荡，主要是吸收2月份收益率上升的超调；4月份收益率再度回升，但这一次伴随着股市的整体上升，其中道琼斯领涨，反映了经济复苏的预期）

美国经济数据好，全球增长前景也不错，工业品价格在上升，这都促使了收益率开始延续2月份的上升势头。盈利预期前景向好，股市上涨。" 市场开始预期联储在10月份会议有一半可能性加息25bp。

19990514 GE UEA Monetary Data Provide Little Hint of a Demand Slowdown 4月工业生产数据大幅上升，确认了工业部门在走强。 4月CPI数据大幅超预期向上，headline CPI受到油价推动而大幅上升，而Core也上升0.4%创1995年以来单月最高 "增长强、CPI回升的背景下，市场愈发预期5月FOMC会议将采取更偏鹰派的表态。

我们暂时认为5.18 FOMC维持中性。"

19990514 JPM\_Global\_Data\_Watch\_U\_\_1999-05-14\_19990514 "美国CPI数据让担忧重现，U.S. demand needs to slow quickly，否则将导致联储加息。

欧洲消费在加速上升。"

19990518 FOMC Transcript\_Password\_Removed "格林斯潘：（看到需求回升较快，尚未看到通胀确定迹象，但为了保险起见，转为鹰派立场）

unit labor cost依然增速很低，而profit margins有回升迹象。当前证券分析师对盈利预期上修，这对应着宏观上的生产率增速的预期本质上在上升。有趣之处是，虽然生产率在进步，但工资却没有上升。

Nonetheless, I can’t get away from the fact that the growth in aggregate demand still exceeds the rate of increase in productivity and is continuing to put pressure on the system. I find it very difficult to uncover any useful evidence that suggests the increase in aggregate demand is slowing. Obviously, we are absorbing goods from abroad at an unprecedented pace.

（1999年的盈利增速和GDP的productivity growth数据是怎样的？看一眼）" "格林斯潘：

当前通胀继续下降的势头已经停止了，但要说确定性的在回升，似乎也不能很确定。最新一个月的CPI数据有噪音，更不用提CPI本身统计上也有问题。" "格林斯潘：

当前不需要立刻加息，也很有可能在下一次会议之前不需要临时加息，但临时加息的可能性确实存在了。一旦临时加息，对于市场的影响是破坏性的，因此为了避免这个情况，当前表明鹰派立场也没有问题。" "FOMC声明：

In view of the evidence currently available, the Committee believes that prospective developments are more likely to warrant an increase than a decrease in the federal funds rate operating objective during the intermeeting period.”"

19990521 GS UEA The Dark Side of the Brave New Business Cycle "尽管我们预期美国经济会继续扩张，但是也要看到，美国经济产生了许多根本性的不平衡，包括the household saving rate is unusually low, corporations are taking on debt to fund share buybacks, and the private-sector deficit is wide. When these imbalances are inevitably corrected, the Brave New Business Cycle will reveal its dark side.

尽管以股票市值衡量，企业的杠杆率不高。但实际上，如果以净资产衡量，企业杠杆率是非常高的。（这也解开了我一个疑惑，那就是企业利差迟迟下不来。原因就是企业的资产负债表实际上在持续恶化）

如果股市持续下跌，这可能形成一个自我加强的循环（这一点看的还是有深度的），如果叠加衰退期间，会让这个衰退更长。

暂时没有看到这些不平衡自我调整的迹象。" 联储偏鹰表态，这让我们改变预测，我们现在预测1999年会有一次25bp加息，2000年会有50bp加息。（这不就是跟着联储走么）（也是跟着市场走）

19990521 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Fe\_1999-05-21\_19990521 "美国贸易赤字持续上升（美国确实是拉起全球需求的重要力量，这几个月的各种报告都在汇报美国贸易赤字扩大）

EM、欧洲、亚洲除日本以外EM、俄罗斯都在转好。但日本仍然前景不清楚。"

19990528 GS UEA Coming to Grips with the Prospect of Fed Tightening "当前的数据mixed，但也没有消除市场对联储加息的预期。

虽然工业产出数据、Chicago PMI边际走弱，但居民信心、房地产turnover在上涨，油价上涨虽然侵蚀居民实际收入但也仅是短暂现象。" 联储将密切关注5月CPI，即使CPI温和，如果其他数据依然强劲，例如汽车、零售等，仍有可能导致6月份FOMC加息。 最近华盛顿政局陷入僵局，难以出炉有效的法案。

19990601 BCA, The Bank Credit Analyst DEFLATIONARY FORCES, LIQUIDITY TRAPS AND THE COMING SUPPLY-SIDE RECESSION " 当前增长强而通胀弱，看起来过去几年的潜在增速是在上升。联储所认为的潜在增速在去年是2.25%，当前是3%，尽管这是很大幅度上升，但当前的GDP增速是4%，依然高于潜在增速。失业率下行佐证了当前增速高于潜在增速，因此增长还需放缓。但是当前增长并没有放缓的迹象。居民收入和财富效应很好，企业为了保持竞争力而大幅投资，最近也有补库存需求，部分源于2K问题。

在6个月前，全球还面临通缩危险，而当前全球大幅改善。韩国从危机中大幅反弹，连巴西在1999Q1也录得了证增长，日本最差但也有企稳迹象，欧洲居民消费在上升。

但是，全球通缩风险并未彻底解除。商品价格尚未出现显著回升趋势。因此政府仍会保持宽松。" " 当然，4月份的一个月CPI跳升尚不足以确立趋势。但强劲的美国增长持续高于趋势，全球增长也逐渐修复，这意味着通胀上行风险上升。

不过，由于通胀预期尚稳，因此即使联储选择偏晚加息，通胀最终不至于失控。" "联储将收紧货币政策，以让经济放缓。市场预期联储将缓慢加息，我们也同意。但重要的是要看到，2000年将难以看到当前的这种友好的货币环境。

联储在过去两年持续对通胀预测错误，当前选择宁愿偏晚加息。这不至于使得通胀失控，但股市将进一步高估，等到真的需要加息的时候，就怕软着陆将变得非常困难（这已经趋近2000年的真相）" "股市。友好的货币环境把股市推得更高，但联储加息也在路上，明年难以继续看到如此友好的货币环境。在高估值情况下面对联储加息，股市的风险将高位上升。尽管如此，a major bear market does not seem likely (也许大萧条那种算是major吧）。

当前美股的增量资金并不是来自货币基金，而是来自M&A boom。

中性配置债券。当前市场已经price in联储加息50bp，但收益率可能上升更高，直到通胀风险被控制。但是我们依然长期看好债券，因此仍维持中性配置。

等待债券买点。当前债券略微低估，但过去的规律是，债券会上涨到2个标准差以上的时候再见到拐点。当前周期趋势不利于债券，但最佳买点还需等待。

（美元的持续走强，其实也是一种市场信心，美元就是美国经济的整体估值）（美国股市在1995年触底回升，1997年开始泡沫话，这也对应着美国经济在1995年生产率上升，1997年美股开始泡沫化，一回事。1998年俄罗斯违约期间，美元实际上是走弱的，当时的美元是风险货币）"

19990604 GS UEA The Brave New Business Cycle Meets Newton's First Law 增长继续很强。轻型汽车销量创周期新高，新单户销量也很强。虽然就业偏弱，但失业率回落至4.2%的周期低点。NAPM在5月跳升到55.2，其中库存分项是下降的。 我们预期6月份联储加息可能性高于50%.

19990611 GS UEA Pulling the Rug Out From Under Capital Inflows 零售销售继续处于稳健增长趋势。虽然房贷利率上升，但房贷申请回升显示房地产需求仍然很强。 当前市场已经完全price in了6月份加息25bp，这不同寻常，因为格林斯潘在6月17日还有国会听证会，在这之情市场已经拿定了主意。

19990611 JPM\_Global\_Data\_Watch\_A\_\_1999-06-11\_19990611 （第二页有两张图很震撼，分别是美国的消费和IP，消费在1998年高位持稳，而生产则跟随全球回落。第二张图是德国的在1999年初以来的净出口对GDP贡献显著回升。这两张图合在一起，可以看出，美国需求是把全球在1999年拉出低估的重要需求。）（我阅读这些报告的整体感受是，美国的回升是领先于全球触底反弹的）

19990615 Gavekal Quarterly\_Strategy\_Chart\_Book\_-\_1Q99 "我们预测美国通胀有上行风险，特别是美国的债券收益率会上升，这不利于美债、成长股和金融股。

实际上，如果剔除掉computers, com qe & Semicond, USA IP与French IP index在过去几年表现没有多少差异。美国的超额增长表现与科技部门IP的高速增长息息相关。" （一个困惑：在美股1997-1999年大幅高估情况下，为什么美国上市公司更加倾向于回购股份，而不是发行股份促进生产呢？）

19990618 GS UEA Top Ten Market-Movers Focus to Move to Inflation, Trade "整体增长数据没有放缓迹象。

美国经常账户赤字上升速度是过去40年最快的。

" 5月份CPI不算强，core cpi yoy更是录得过去30年的最低水平2.1%。这让债券市场稍微好转一点。 格林斯潘表示"modest preemptive actions"。格林斯潘提出美国潜在增速是3%，其中1%劳动力增速，2%生产力进步。而财富效应在过去几年贡献了1pp的增长。

19990618 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Mo\_1999-06-18\_19990618 4月份全球整体IP数据显示全球继续复苏。

19990623 FOMC Greenbook\_Password\_Removed "上一次FOMC采取了偏紧""bias""，其效果符合理论预期，即收益率有一些上升，而股票价格则在5月高点以下波动。

我们暂时看到GDP增速大约是3-3.75%。当前我们还没有看到增长放缓的势头。不过预计随着股市走平，2000年增长会放缓到3%以下一些。" 4月份CPI高涨超出预期，但5月份CPI又边际走弱，说明通胀没有超出预期地进入上升趋势。

19990625 FOMC Bluebook\_Password\_Removed 当前市场已经fully price in一次加息，并且对于未来的加息预期显著上升，预计在未来一年加息3个25bp。（这六周当中，股市走平，加息路径大幅抬升；在1月底到6月，整体是加息预期上升，债券收益率持续上升，而股市则是纳斯达克大体震荡略微上升，道琼斯则是有上升趋势，在利率上升时更为抗跌。均符合经济回暖但尚无显著通胀风险的情形）

19990625 GS UEA How Much Tightening by the Fed 最近增长有略微放缓迹象，但too little too late, 联储6月必将加息。当前宽松的金融条件说明货币政策还没有进入紧缩水平。 1999年联储不会急剧紧缩，但2000年随着全球复苏巩固，联储可能会加快加息。

19990625 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Ge\_1999-06-25\_19990625 美国2季度增长比预期的还要强。日本survey也出现积极信号。 虽然联储加息，但其他央行不会跟随加息。

19990630 FOMC Transcript\_Password\_Removed "（格林斯潘上来就重复他的固有观点：科技快速进步推升了生产率，这个过程尚未结束，通胀压力实际上比greenbook模型所估计的低）

格林斯潘：最新的SP500的5年盈利增速预期比去年秋天高了整整0.5pp，企业在告诉分析师们长期盈利趋势在上升，并且主要来自内需，背后是信息科技进步，互联网的应用扩展。What is increasingly evident is that something seems to be happening that none of us has ever witnessed before--perhaps a once-in-a-century structural shift in how goods and services are produced. People in the front lines of business operations, such as Jack Welch of GE and Lou Gerstner of IBM, say this is a true revolution. They have seen nothing like this in their experience. And I venture to say that if we get on the phone with a number of business people who have been around a long time, we are going to hear this view from all of them. No one is saying that this accumulative, technology-driven productivity growth is showing any signs of slowing.（格林斯潘很相信这些草根消息，即科技在快速进步。这些高管的乐观情绪也不是假的，但他们难道看不到自己的盈利并不高吗？看来这些高管内心是真实的很乐观的。这些高管的乐观情绪深深的影响到了格林斯潘）

如何判断增长过热？当前汽车、房地产都很强，但这不是过热证据。证据是价格上涨，这个并未看到。How do we know when an economy is overheating? We cannot tell from the rate of economic growth by itself... We cannot tell until we look at the combination of aggregate supply and aggregate demand... If we have a situation in which effective demand exceeds potential supply, then prices rise. （格林斯潘要看到通胀上升再加息）" "格林斯潘：

如果按照staff的预测，那么当前可以加息50bp并保持symmetric。

我确实觉得4.75%的水平不舒服，我们需要加息到5%来undo去年75bp降息的一部分。

我建议加息25bp，但保持symmetric" （整体感觉是，格林斯潘对于生产率进步更乐观，偏鸽派，愿意让经济再试探一下非通胀的可持续增速的天花板）

19990701 BCA, The Bank Credit Analyst THE STATE OF THE GLOBAL ECONOMY "[股市与联储的角力]

（当前增长超出潜在增速）增长需要降温，如果股市下跌15-20pp，那么这一轮加息是不需要总共加75-100bp的。实际上，当前债券收益率曲线已经discount了不少加息，债券市场已经帮联储把债券市场定价搞定了，但问题在于，当前金融条件仍然很松，经济也没有放缓的迹象。金融条件比较松的关键在于股市。这里有些矛盾之处在于，股市预期经济会软着陆，这意味着股市不下跌，但如果股市不下跌，则增长几乎没有可能会放缓。

当前的情形与1987年类似。当时股市也是投机性的泡沫，尽管短端和长端收益率不断上升，股票却持续上涨，直到债券收益率最终压垮股市。但美国经济到1989年联储再度收紧后才放缓。1987年的股灾当然有可能再现，但不是基准情形，1987年的时候美元太弱了，导致美债收益率上升压力很大，现在美元较强。

[全球经济回升]

全球在回升，其中新兴亚洲的急速回升起到引领作用。韩国的回升比1995年的墨西哥回升更为强劲。本来全球走弱是从1997年亚洲危机开始的。当前的韩国回升是V形回升，这与最初的市场广泛认为的U形很不一样。韩国的复苏不容易，其他亚洲经济体还没有明显回升，中国仍面临通缩压力，CPIyoy已经连续四年为负，日本也依然疲弱。

Q1的日本、德国增长均超过预期。拉美复苏最晚，不过拉美本来也是最晚进入衰退的经济区域。当巴西货币贬值时，市场广泛猜测阿根廷货币也将贬值并进而传导至墨西哥，但这并未发生。

不过，商品价格依然在低位，说明复苏尚在初步阶段。

全球复苏的关键原因是政策愈发刺激性。在亚洲金融危机最初阶段，亚洲国家被迫采取紧缩的货币和财政政策，而这也得到IMF支持。这些政策是对于通缩冲击的错误政策，明显加大了经济收缩程度。同时，日本、欧洲采取了比较自满的情绪并且让政策保持太紧了。欧洲保持利率不变，这使得通胀走弱情况下的真实利率上升。

随着美联储加息，未来美国经济的走弱，我们认为不会把全球经济就这么带下水。" "The dynamics of the present cycle are very different from those of the past because there is a deflationary undertone to the global economy that is unique in the post-WWII period.

最重要的是，在高科技领域的投资推升生产率进步，抑制了成本增加。

过去两年全球通缩环境实际上利好美国金融市场。但随着全球经济复苏，商品部门的通缩也会随之结束。" 格林斯潘乐于是试探一下经济的speed limit. 尽管最近有人对联储有鸽派解读，但关键是，如果经济不放缓，联储就会继续加息（理解错误。格林斯潘并不关注增长的绝对水平，在他的transcript里面很清楚。他要实际看到通胀才加息） "债券市场。债券市场在短短几个月从极度牛市变为极度熊市。在1998年10月，全球通缩螺旋风险的威胁是切实存在的，以至于债券高估程度被推升到了1986年、1993年的那种高水平。然而，现在市场开始担心通胀风险，债券已经深度低估了。

债券市场的转折点是很难timing的，因此投资者随着收益率上升到低估阶段，应当逐步开始加仓债券。在当前情况下，债券的未来一年预期收益是很好的。（从7月到11月，收益率基本高位走平；到12月，债券出现了最后一跌，而这一跌也非常惨烈）

股票市场继续非常危险。股票市场有三个分析维度，货币条件，技术指标，估值。当前这三个指标都很差，并且更差。货币条件已经深度恶化，因为收益率上升。技术指标也很差，breadth改善已经结束，momentum也减弱，大量的投机和过度自信。（NYSE Advance/Decline Lines在1997年以后就走平，这对应着当时股市泡沫的兴起；NASDAQ AD则是在1998年秋天开始急剧恶化。）

股市盈利前景也不好。而且当前有大量的ongoing manipulation of reported earnings, including the continued use of major write offs. 更短期来看，Q1的商品价格不如labor cost上升的快，marign是下降的，这也不利。虽然Q1盈利回升，但盈利内在趋势存疑。"

19990701 PIMCO Muhammad Alan Puts Up His Dukes \_ PIMCO "格林斯潘联储的neutral立场是超预期的，但我预计后续还要加息。

去年联储降息的时候，当时对于新兴市场的金融稳定性的担心是合理的，俄罗斯违约，巴西即将违约，有传闻中国也可能初问题。The Fed cut interest rates, not to save U.S. jobs or profits in the short-term, but to signal other countries that we had become partners in this new-age global economy. Our prosperity over the long-term depended upon their health, and vice versa, Greenspan reckoned. 这是联储的重大转变。在这之前，联储的唯一关注点是国内通胀和国内就业。

联储当前要看如下几个事情：生产率进步，全球经济复苏程度，股价和房价。当前仍然有担心全球再度走弱，这是当前联储决定neutral的原因。但当前美国股市和房地产市场如果继续火热下去，这最终会带来通胀压力。1997年的change in tax laws made it possible to shelter the first $500,000 of capital gains from the sales of a home.

当前全球经济没有放缓迹象，股市依然高涨，只有房地产有一定走弱迹象。我猜测联储最终还要再加息。" （Gross的对于联储关注EM的评论，让我想起两个事情。第一，2016年耶伦停止加息，事后她说这是联储首次关注国外情况，这言过其实了，1998年降息难道不是吗。第二，1995年墨西哥汇率出问题以后，好像联储也没有再加息，当时受到海外情况影响了吗）

19990702 GS UEA The FOMC Surprises by its Words, but Not by its Deed 从供给端，当前经济领头羊从建筑行业转向工业。NAMP继续回升。消费者信心处于历史最高水平，强劲的消费把储蓄率推至更低水平。 联储加息符合预期，但回归neutral是超出预期的。

19990702 JPM\_Global\_Data\_Watch\_U\_\_1999-07-02\_19990702 当前欧洲有望接力成为复苏动力，亚洲经济体复苏强劲。

19990709 GS UEA What's Up with U.S. Productivity 零售数据不错，经济整体还是继续向好。 当前市场参与者对于联储neutral的表态的解读有分歧。有人认为并不重要，1994年以来常常发生；有人认为重要，联储的表态意味着未来加息倾向减少。还需要等待进一步联储的解释。

19990709 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Gl\_1999-07-09\_19990709 全球经济复苏推升商品价格。

19990716 GS UEA Y2K Keeps Corporate Credit Spreads Wide （这里又给出了失业率 vs. manf capacity的图，确实是在1996年开始分化的。即从此以后企业在不计 格林斯潘在听证会上的表态，显然超出了市场预期。格林斯潘暗示存在进一步加息的可能，债券市场sell off.

19990801 BCA, The Bank Credit Analyst EAVESDROPPING ON THE FOMC WHAT IS THE FED UP TO "当前的股市和私人部门信贷很繁荣，说明金融条件依然非常有刺激性，然而联储并没有着急加息。

生产率数据的上升，也佐证了我们的长期看法，即美国仍处在一个长期生产率进步的开始阶段（BCA一样过度乐观，对长期过度乐观）" 尽管当前没有通胀迹象，但持续的高于趋势的增速和全球复苏意味着通胀压力将缓慢上升。 "由于通胀压力的缓慢上，联储将会再加息50-75bp。

（1999年联储的最大问题是，通胀一直没起来，这给格林斯潘测试增长上限、股市上限开了绿灯）（这不是跟现在2020年很像吗）" "Another factor to consider is the seemingly widespread manipulation of earnings. Warren Buffett has been particularly outspoken in his criticism of the inadequate accounting for stock options and the misuse of write-offs. The Chairman of the SEC is also becoming concerned and that could signal more rigorous accounting rules down the road. In the meantime, companies and the Wall Street establishment are happy to play what appears to be a win-win game of manipulating expectations with the aim of propping up share prices as much as possible

债券中性配置。当前债券收益率已经难以再大幅上升了，因为已经很低估了。"

19990806 GS UEA The Economic Impact of Y2K--An Update NAPM虽然边际下降但仍维持高位。就业数据很强劲。Y2K问题应该会给经济带来负面冲击，但不是灾难性问题。（GS开始谈论Y2K问题了）

19990806 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Mo\_1999-08-06\_19990806 G3——美国、德国、日本——的增长都很强。 联储在8月份可能继续加息。ECB不急于收紧货币政策。

19990813 GS UEA Hot Money Heading Home 零售有放缓迹象，从上半年5%放缓至3-4%。就业繁荣仍然没有带来通胀迹象。

19990818 FOMC Greenbook\_Password\_Removed 当前市场在广泛担忧Y2K问题。1998年的流动性冲击还历历在目，当前即使是高评级企业也在发债囤积流动性。长端利率的上升意味着总需求将比六周前预计的要偏弱一些。

19990820 FOMC Bluebook\_Password\_Removed "上一次会议neutral倾向让市场意外，收益率下降10-15个点，但7月22日的听证会以后，收益率把这一些降幅都回升了。（总体看，这六周的股票和国债都是range bound，在neutral以后股债同涨，听证会以后股债同跌）

过去六周各方面的信用利差都在扩大，因为Y2K让企业融资计划提前。" 市场预期的加息路径与六周前差不多。

19990820 GS UEA Labor Market Strains Justify Fed Monetary Restraint 总体来说，经济没有放缓的迹象。就业市场特别繁荣 Core CPI仍然温和，没有通胀上升的迹象。 联储可能加息，但也不是绝对肯定，因为毕竟CPI温和，联储还可以再等等，而且最近信贷利差扩大。但我们认为更加可能是加息，Y2K意味着再往后更难加息，而全球经济回暖，就业市场紧张，都需要加息。 （GS也在讨论美元。最近的美元走弱引发广泛讨论）

19990824 FOMC Transcript\_Password\_Removed "格林斯潘：

我最近愈发担心Y2K方面出问题… BAA真实利率已经比年初上升了1pp。That's a fairly substantial amount of tightening that has taken place. My own perception is that it is likely to be adequate for our purposes...

（格林斯潘主要是表达两个point，第一，企业债利率上升幅度较大，加息效果已经不少了。第二，生产率进步背景下，通胀已经没有迹象，不着急）" "格林斯潘：

Inflation is still a forecast.（然后讨论很多、很详细的CPI分项）… until we see some slowdown in productivity growth, then the argument that inflation is about to bite us is not credible." "格林斯潘：

建议symmetry，反正这也不限制我们下一次的加息。（格林斯潘感觉已经加的差不多了）" （竟然还有一票反对，我看了看反对票委的发言，是希望不加息，因为他相信生产率进步比数据体现的更快）

19990827 GS UEA The FOMC Implies That It Is Done 最新数据显示美国增长仍然很强。耐用品订单在7月份强劲上升。 "联储如期加息，但neutral立场超预期，这释放的信号加息已经足够了。

但是，我们认为就业市场紧张、增长仍强，联储最终仍要加息。

退一步讲，当前加息50bp也不过是把去年降息的75bp收回来一些（也不能完全这么讲，毕竟长债利率已经上去不少了）"

19990827 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Th\_1999-08-27\_19990827 全球仍在广泛复苏。

19990901 BCA, The Bank Credit Analyst SHOULD INVESTORS FEAR A FALLING DOLLAR "整体而言，向前看6个月，经济、股市都可能会走弱。总之，the days of the so-called ""goldilocks eonomcy"" seems numbered.

当前经济处于过热状态已经是非常显然的，包括持续收紧的就业市场，飞涨的贸易逆差，高位上涨的股市，这些不平衡都意味着现状的不可持续。曾经有人认为这些不平衡将self-limiting, such hopes have long since been dashed. 当前的经济是Late-cycle overheating的典型症状，联储也意识到这一点（其实并未意识到这一点，格林斯潘仍在强调通胀看不到），但联储行动缓慢。" "国内增速依然偏快，而全球通缩压力已经大幅消退，这意味着通胀倾向于上升.

1997年亚洲金融危机给美国输入了通缩，从terms of trade角度而言这对美国是好事（Gavekal也展示了那个图：工资上升在1997年以来没有推升通胀，这在历史上是首次）" "联储还要继续加息25-50bp。

去年联储降息有充分理由，但这些理由已经不存在了：油价、商品价格回升，美元走弱，全球贸易走强，去年秋天那种金融危机的气氛已经消散了。" 股市。股市盈利在2000年可能顶多是个位数，这比市场预期的要低的多。当前M&A boom是对股市的强劲支持，当前股票的大买方是企业本身。

19990901 PIMCO Principled Populism \_ PIMCO "（这是第一篇Paul McCulley的Fed Focus）

当前的股票和企业债市场的估值出现不匹配，the equity risk premium too thin and the credit risk premium too wide. (Credit用的是bank bond valuation, the foundation of the swap market, which is the foundation for high-grade credit swaps). 这种估值分化的关键在于the differential impact of the threat of preemptive Fed rate hikes.

联储对于股市的威胁是不可置信的。For stocks, preemptive Fed rate hikes are tolerable ""tough love"", as long as they don't threaten recession. The Fed has laid down a threat that it doesn't have the flexibility to enforce. 这种道德风险问题，paradoxIcally produced a yet stronger ""greater fool"" rationale for buying stocks.

联储预防性加息可以威胁信用债市场。For corporate bonds, however, preempitve Fed rate hikes carry the perpetual threat of a liquidity crisis. 对于债券投资者，联储是有可能通过产生一个liquidity crisis to preemptive expected inflation. 债券市场面临carry over risk. （这里有Y2K的问题）

（我来翻译一下，其实联储有动力通过加息来抑制经济，但如果有软着陆预期的情况下，股市并不会受到打压，但债券市场却被持续打压。说到底，联储的加息工具并不时刻1999年的宏观市场背景，这个问题McCulley在后面反复论述。我至今仍然认为McCulley对于2000年股市泡沫的理解是最为深刻的）

联储应当直接瞄准股市投机，而不通过加息来让那些没有投机股市的破产或者产生失业。联储应当利用监管工具，impose quantity restriction on credit creation, 提高股票的margin requirements等。

如果联储继续这样预防性加息，那么应当卖出股票和credit，买入cash和长期国债。如果按照我的建议，联储推出数量监管工具，那么应当卖出股票，买入credit。"

19990901 PIMCO Wrap Wrap WrapIts All In The Wrapper \_ PIMCO "最近Junk bonds违约率大幅上升至7%，这虽然比1991年衰退时期的10%要低，但要知道这可是在3-4%的繁荣增长情况下的违约率啊，要是经济真的进入衰退——unlikely but no impossible——那HY市场前景该会如何呢。（HY利差仍在高位，虽然在收敛；这个违约率的数据还是真的有趣，这个在haver看不到。

Current defaults, to be sure, are a result of loose underwriting standards during the homstretch of a near nine-year economic expansion.企业过去以来持续发债，发债被看作是取得高利润的办法，而忘记了这些债是需要还的。当利率在过去12个月提高以后，企业债市场就面临风险。

当前的安全资产是AAA政府和机构债，国债也是安全标的。

（Gross非常看空HY，认为长期繁荣与长期债务扩张，加上最近的加息，让HY市场面临风险）"

19990903 GS UEA The GSFCI Still Accommodative Despite Fed Tightening "需求依然很强，汽车和新屋销售都很强。NAPM也录得54.2%的较好水平。

我们重新修改了GSFCI的计算方法。（让我很吃惊的是，这次修改以后，GSFCI的修改前路径跟最新路径可以说是大相径庭！FCI的根本逻辑是金融条件作用于增长，但增长其实受到很多因素的影响，FCI只是其中一个，这种机械式的办法并不可靠）"

19990917 GS UEA Technology and the Economy "零售销售，IP，房地产数据均非常强劲，企业加库存可能正在加速，我们上修了Q3和Q4的GDP数据。

我们研究发现，tech部门已经占到名义GDP的5%，已经超过了居民建筑业4.5%和汽车3.6%。" Core retail price超预期的温和，这意味着联储可能在10月5日的FOMC按兵不动。

19990917 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Fe\_1999-09-17\_19990917 油价在过去一个月快速上涨，WTI已经涨至25美元，预计在2000年将上涨到30美元。

19990924 GS UEA The United States Economy As Good As It Gets 当前贸易逆差加重了对美元走弱的市场关注，但美元走弱的问题更多的实际上是日元的走强。此外，高油价、美国内需较好以及Y2K导致的补库存需求都导致美国进口旺盛。

19990924 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Th\_1999-09-24\_19990924 欧元区的增长动能保持较好，EM政策制定者不急于收紧财政政策。

19990929 FOMC Greenbook\_Password\_Removed "经济增长比我们两周前估计的还要强。尽管高房贷利率一直了房地产，但国内内需很强，而且库存开始回暖，最近对外出库也在改善。

总体来看，1999Q1-Q3的平均增长在3.5%左右。如果股市没有走弱，那么当前的增长趋势会延续下去。" 尽管就业市场偏紧，油价上涨，但Core CPI却平稳。

19991001 BCA, The Bank Credit Analyst THE CRUDE OIL & NATURAL GAS OUTLOOK GOOD, AND EVEN BETTER "当前美国经济仍然没有放缓迹象，因此金融条件需要继续收紧，美联储在未来6m预计加息25-50bp。

[美股愈发脆弱]

当前的股市上涨愈发依靠a narrow list of large high-teck stocks. 如果剔除tech, SP500在1998年初以来甚至趋势性是下降的。

今年利率的上升并没有抑制股市，收益率上升伴随着的是经济向好、盈利改善。有关New era的说法支持了对于科技股的信心。9月末，Steve Ballmer——微软的主席——指出科技股的估值是absurd, emperor has no clothes，但格林斯潘并没有指出这个观点。更加具有讽刺意义的是，最新的一本书叫做Dow 36,000，这引起极大的主意（呵呵呵呵呵呵，到现在也没有达到）。这种书是极度乐观情绪的典型标志。

当前许多估值趋势已经不佳。SP500已经略微低于200日均线，一些传统领先性行业已经跌破趋势，例如Brokers、Auto sectors。唯独科技估尚在趋势线上。

当然，通胀下降、科技进步等系统性的提升了股市估值。我们预计股市会相比9月末下跌10-20%，大幅和长期的熊市应该不至于，毕竟通胀内在压力不大，而且生产率进步的长期趋势仍在。此外，牛市心理仍在，实际上华尔街的策略师们已经在说当前的股票估值已经有价值了。

[经济明显过热]

当前经济增长仍然太强，消费、企业投资都强，库存也转暖。房地产虽然不再正贡献，但房地产整体活动水平仍高。

不平衡的迹象非常之多（然后讨论了大家都知道的那些不平衡）。

唯独缺少的不平衡迹象就是还没有看到通胀。" "联储公开表示不会也应该盯住资产价格。

最近股市有所遇冷，这应该让联储轻松了一些。如果股市维持当前形势(不要再涨).

最近美元的上涨对联储影响有限。联储很少对美元作出反应，特别是最近通胀本来就较低的情况下。" "股票。当前我们的Composite Monetary Indicator给出了tentative SELL信号，这是1994年以来的首次SELL信号。The odds of a full-fledged cyclical correction are extremely high（我的天，科技股正是从11月开始最后起飞的。为什么？BCA的这个预测真的是很蛋疼）。

当前股票投资者认为联储不会打压股市，因此上行风险无限；联储却会救市，因此下行风险有限。这是一个典型的道德风险问题。

中性配置债券（逻辑跟几个月以来的没有大变化）。

当前的周期阶段，通常对于金融资产是bearish的。"

19991001 FOMC Bluebook\_Password\_Removed "六周前的加息以及symmetry都符合市场预期，对市场冲击不大。

过去六周国内外增长数据都很好，不过CPI数据温和。

尽管企业盈利向好，但investors appear to have become more cautious in assessing the outlook for business finances.

（整体来看，过去6周是range bound。科技股高位震荡，略微回落但趋势向上，但道琼斯回落，且道琼斯已经看起来有点趋势性回落了。国债收益率基本走平，高评级利差走平，HY利差持续回升。美元走弱明显，大体反应的是非美经济体回升明显）" 加息预期路径没有变化。当前市场对于10月份本次加息的预期概率较小，预计2000年至少加息25bp。

19991001 GS UEA Questions and Answers on Treasury Debt Buybacks 考虑到当前市场的紧张情况，联储在10月初的FOMC应该不会加息。

19991001 IMF World Economic Outlook and the Challenges of Global Adjustment "1999年上半年美国经济超预期，如果持续到2000年2月，则是19世纪以来最长的expansion。尤其是，最近两年生产率进步，这是经济mature phase少见的现象。财政政策也很正统，财政盈余。

增速需要下降，这一方面用来抑制通胀上升压力，另一方面也可以控制外部失衡。

我们基准假设是美国经济可以实现soft landing。" 技术进步压制了通胀，近期商品价格和美元上涨也边际上压制了通胀。但随着后两者效果减退，通胀压力会回升。

19991001 PIMCO State Of Mind \_ PIMCO "（从增长和通胀两个角度来论证，联储不应该大幅加息）

当前看起来有很大的不平衡，也就是经常项目逆差，但国外资本的涌入是为国内的企业投资和房地产来融资，而不是1980s为政府赤字融资，政府赤字并没有生产性。

通胀方面，1990s年代是持续的全球周期非同步，美国一枝独秀，而欧洲、日本、EM则轮番出现问题，现在终于可能出现全球同步繁荣了。这也意味着美国低通胀阶段是不可持续的，后面将迎来一段时间的通胀上升。通胀上升本身并不是不好，price stability is a state of mind，当前通胀总体趋势是向下的。

然而，全球繁荣也可以带来的联储暴力加息来抑制增长，if the Fed mistakenly pursues a blood-letting policy. 这种可能性是存在的，谨慎的投资者，包括我们正在为这种可能性做准备。

（McCulley认为联储不应该加息，但又预测联储将会加息）

（一个重大感受：预测那些政策制定者的失误，将带来重大交易机会）

"

19991005 FOMC Transcript\_Password\_Removed "（一个很深的感受是，格林斯潘依然大篇幅的在强调生产率的持续进步没有被模型所捕捉，在引用证券分析师的盈利预期走势，在引用乐观的公司高管的看法，在声称通胀并没有看到）

格林斯潘：

I think it is important for us to recognize that this is a very unusual period… We do know, as Jack Guynn mentioned, that a lot of people in the technology area are saying that we are only at the beginning of a big productivity growth process."

19991008 GS UEA Price and Labor Cost Data Key for Fed and Markets "未来一段时间，通胀数据将直观重要。

由于Floyd飓风的原因，NFP可能受到扰动，NFP大幅下降。家庭部门调查显示就业仍然很紧。" 联储采取了soft bais toward tightening

19991015 GS UEA Housing Activity Down But Not Out "当前仍然没有经济放缓的迹象。零售数据有分项扰动，飓风也扭曲了一些数据。

要看联储紧缩是否让经济放缓，天然的会看房地产部门。确实，许多房地产分项，如房地产新开工、建筑业，房贷申请，都在过去几个月回落。但是，房地产只是支持力度减弱，而且房贷利率本来上升幅度也不算大，而且现在房地产部门似乎对房贷利率的敏感度也在下降。"

19991022 GS UEA Labor Market Strains Heighten Business Cycle Risks 9月份CPI数据大体符合预期，比较温和。联储会关注10月底公布的ECI数据。 "FOMC当前可能倾向于加息25bp。

联储将对就业市场格外敏感，在10月5日FOMC提及""a decreasing pool of workers willing to take jobs“"

19991029 GS UEA The Interest Rate Outlook OK for Now, but Higher Later "GDP数据显示增长强劲，而ECI数据却显示几乎没有通胀压力（最棒的组合）。

新屋销售月度数据大幅下跌。" 格林斯潘最近讲话较为友好，股债随之同涨。 预计收益率还要往上走。当前增长还是太强，金融条件仍然宽松，看起来股市难以下跌，美元也难以大幅上涨，只能依靠收益率继续上升了。

19991029 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Wo\_1999-10-29\_19991029 全球贸易繁荣，证实了全球复苏。

19991101 BCA, The Bank Credit Analyst "我们的基准估计是软着陆，但当前美国经济有大幅金融不平衡，可能导致动荡。

我们当前的前景是比较良性的relatively benigh. 我们预计温和的继续加息，股票下跌10%左右（这个幅度也就是所谓调整），这足以让通胀压力下降，然后债券收益率会大幅下降，然后增长软着陆，这对应着企业盈利不会大幅下降。在收益率下降的支持下，股市调整以后会重新开始上涨趋势。

上述良性前景的风险是，当前有大量的不平衡，过度仔细会自我强化。

（其实自己已经给自己提了很好的问题。那就是，为什么这个看法不正确。问题就在于没有看到反身性）（Paul McCulley就看到了吗？其实也没有完全看到，否则他就不会在2001.1主张考虑买入风险资产了。不过，McCulley虽然看到了联储加息无助于抑制股市，但却加深了hard landing的尾部风险，这一层逻辑已经很好了）（换句话说，实在太少人看到科技股会在2001-2002年下跌那么厉害了）

（为什么格林斯潘在2001年并没有被喷？原因可能在于，人们本来也不认为联储有义务通过利率政策来抑制股市，股市投资是咎由自取。但2007年就不一样了，在逻辑上，房地产跟低利率实在太相关了，而且后来还发生了金融体系崩盘，这些都应该最终由联储负责，这也是为什么联储后来承担金融稳定责任的原因。之所以联储这么快就开始承担宏观审视职能，恰恰说明人们是认为联储应该有这个职能的）" 当前的货币条件仍然不足以让经济放缓，联储未来几个月还要再加息50bp。 "我们从中性转为高配债券。当前的周期背景确实非常不利于债券——增长强、通胀风险在上升、联储在加息、贸易逆差大。但是，债券收益率显示已经极度低估了，周期性恶化的前景已经基本被定价。虽然收益率下降还不在眼前，但向前看12个月应该会不错。当前的收益率是绝佳的买入债券的机会。

历史上，收益率掉头往下都需要降息。但是，再考虑当前通胀没有失控的威胁，而且股票随时可能崩盘，因此timing收益率的拐点是非常困难的。历史上，也很难timing收益率的拐点。收益率是对经济数据最为敏感的。

此外，我们还建议买入off the run，因为Y2K的流动性问题，off the run的低估程度更高。

建议低配股票。当前股票的周期指标是负面的，而且估值高涨的科技股非常脆弱。当前75%但eNYSE股票都低于30w均线。在收益率上涨情况下，股票依然上涨，这需要盈利的支持，但盈利前景并不好。"

19991101 PIMCO Half Brainer \_ PIMCO 美国Priveate Net saving/GDP在1995年以来持续下降，现在非常负（这个图不错）。这说明，近期的消费并不来自收入，而是来自不断上涨的股市的价格效应。一旦股票不再按照20%的速度上升，那么消费增速会下降，利润增速和经济增速也会下降。繁荣建立在繁荣自己身上。（这个逻辑已经被说了太多遍了） 我们认为长端利率的6.5%是顶部。

19991105 GS UEA U.S. Economic History Rewritten 美国近期数据mix。失业率再创周期新低4.1%，工作小时数增速上升，但工资没有上升压力。Fed加息存疑。消费边际走弱，但工业活动solid。 Fed加息存疑，刺激股债齐涨。

19991105 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Gl\_1999-11-05\_19991105 (报告很关心商品价格)全球经济向好，支持全球商品价格。11月Fed是否加息是close call。近期商品价格略弱，工资温和，通胀压力less pressing，但Fed不确定需求是否已经走弱。

19991112 GS UEA Can the Bond Market Do the Fed's Dirty Work "随着衍生品市场的兴起，债券投资者对Fed政策的预期可以体现在长端收益率上。在1995年以来，虽然短端政策利率变动很小，但长端利率变动很大，这是市场over predict了联储政策，帮助联储对经济进行了冷却。然而，这种过度的predict是self defeating的。如果长端过度反应了，那么短端就没有必要再调整了。即过去的这种债券市场情况是动态不一致的。

随着债券市场投资者的自我学习，债券市场者不会再帮忙，长端的over react将下降。近期Fed加息预期下降，长端利率已经下降，这为政策加息提供了空间。预计本次将主要由短端利率的上升来推动紧缩，预计2000底联储利率会升值6.25%。1999-2000的ffr比1995-1995的更加volatile。

（高盛判断错误。2000年债券市场继续lead ffr，债券投资者依然非常有预见性，以至于2000底的时候联储还未降息，长端收益率已经大幅下降，债券已经处于高估状态)"

19991116 Fed Bluebook 对通胀的预测不确定性较强。如果不加息，也不是不行，况且到明年初再加息也来得及，因为长期通胀预期仍然稳定。 "Blue Book假设在2000年加息两次，与此同时债券收益率上扬、股票市场走平。这种情况下，增长会略微下降至潜在增速以下。

" "10月份的FOMC采取了偏紧的偏向，这超出市场预期，市场利率上升。后来工资弱，收益率下来了。

市场对本次的加息总体认为是一个close call。"

19991116 Fed Greenbook "我们预计在2000-2001年，随着利率上升和股票市场走平，内需扩张将受到限制，但外部需求稳健，美元走弱，将导致美国增长略微放缓至潜在增速以下水平，失业率将微弱上升。届时再紧缩劳动力市场，将会too little and too late来避免通胀上行。

我们当前仅看到微弱的内需放缓的迹象。最明显的迹象是高房贷导致的home sales走弱。随着股市刺激效果的减弱，预计消费也会走弱。" "近期工资增速缓慢，我们怀疑这是去年通胀下行的滞后影响。随着当前油价上升，劳动力工资在上升，通胀压力在积累。我们预计Core CPI在明年从2%上升至2.75%左右。

当然，当前较低的plant utilization给价格带来下行风险。我们也考虑了capacity对通胀的影响，但发现在回归中capacity不够显著，因此我们给capacity的权重不高。" 从10月份以来股市上涨，源于corp earnings的大幅yoy上升。

19991116 Fed Transcripts "格林斯潘：

当前利率敏感部门有放缓迹象。Housing和auto。我觉得需要再观察一下，在过去曾经rebound过。

技术进步本身可能带来过热，主要原因是财富效应。这在历史上从未出现过。

当前有很多未知数，模型参数都是未知的。We really don't know how this system works.

我也认为油价最终会下降，但短期真的很难讲。美国经济对原油的依赖下降了，但原油价格对消费者信心的影响是很大的。

Bottom line是，既然我们看到就业强劲，就业市场slack在下降，总需求还是强于总供给。" "格林斯潘: 有人不担心通胀，而Fed的委员相对更担心通胀，我偏向担心通胀。

我不认为我们behind the curve，而且我也不认为市场认为这样。"

19991118 GS Daily Assessing the Fed’s Reaction Function 各种Taylor Rule均显示当前已经不用加息。但Fed决策应该考虑financial conditions，fc对经济的影响比monetary aggregate和利率要高得多。过去四个星期，美国fc放松了70bp，比去年松50bp。在90s，fc对后续增长的影响明显，当前的fc对应的2000的增长是5%。

19991119 GS UEA The WTO Sleepless in Seattle 联储加息，债券下跌，但股票上涨。本次FOMC加息理由不同以往。过去几次的理由是unwind 98年的easing。这一次的理由是国内增长强度不可持续，labor supplies squeeze。

19991119 JPM\_Global\_Data\_Watch\_No\_1999-11-19\_19991119 "全球增长在升温。美国IT output受到Y2K扰动走弱，而2000年初可能受到库存下降的扰动，因此要考察潜在趋势的话得等到2000年最初几个月以后。

中美关于中国加入WTO的谈判达成，这是中国加入WTO的一大步。"

19991201 BCA, The Bank Credit Analyst, New Eras, New Paradigms and Newtonian Law " [股市与联储的角力] 联储试图加息来冷却经济，而股票却上涨来刺激经济，两者存在张力，最后联储会赢，因为联储有所有的弹药。因此，股市涨的越多，联储越要紧缩，后面的波动也就越大。但是短期而言，联储在未来两个月不会行动，因此短期对股市仍是利好。

[结构与周期] 过去十年中，许多市场和宏观规律被打破。传统投资策略是，当股票分红低于3%的时候就卖出股票，但从1992年末以来一直低于3%，然而股市持续上涨；传统宏观规律是，当失业率低于6%的时候工资和价格会上涨，但过去4年失业率已经跌到4%，而核心通胀仍稳健下降，等等。

我们在五年前开始认同IT革命，而且这真实的在发生，提高了生产率。供给良好冲击，谨慎的财政政策和preemptive货币政策，这对经济和市场长期利好。这本身是好事情，这虽然不会消除衰退和熊市，但衰退和熊市可能更少或更弱。

但当前的估值需要谨慎，需要supreme blind faith才能给这么高估值。除了tech 股票以外，其他majority股票的表现其实已经疲弱，在98年以来是下跌的。不变的是投资者行为：从绝望到季度乐观的swings。无论如何计算泡沫程度，毫无疑问的是当前市场对股票极其乐观，如金融广告、IPO、居民对股票的配置。股票盈利极大可能不能达到投资者的预期。Tech bubble的破裂将抑制所有行业的股票，但我们预期correction而非bear market，去除一些泡沫对股票市场长期来说是一个好事情。（低估了泡沫破裂对实体经济的影响）" 良好的供给冲击让通胀在过去几年保持低位。（这已经成为共识） "联储略微hehind the curve.

当前core没起来，今年已经加息四次，似乎没有。但是，考虑到股票大涨、弱美元，利率敏感行业即汽车和房地产的韧性，当前金融条件并不紧。同时要注意到，Headline CPI已经上升。

当前Fed不确定供给冲击的程度，因此动作慢一些无可厚非。1-2次加息叠加股票跌10-15%将可以冷却需求。

(低估了泡沫破灭的程度。挺奇怪，BCA展示了科技股泡沫与以往泡沫的类比，但却没有探讨科技股大幅下跌的可能性）" " 虽然长期结构性看多的理由很多，但周期意义上债券和股票市场均面临风险，直到Fed解除了当前周期的高通胀风险。当前周期性的消极力量将远强于结构性的积极力量，对股票要看的谨慎一些。

短期而言，股票风险有限。联储behind the curve的这种策略对股票和债券的意义不一样，对于股票投资者，联储容许经济在试探性的走强一些，直到通胀毫无疑问的上升，a passive Fed利好股票。

对于长期投资者而言，可以继续积极看待股票（错，这是一个大顶）。但是2000年上半年的波动可能很大，特别是科技股。

继续建议高配债券。对于债券投资者，passive Fed意味着通胀可能最终走高，这对债券不利，这债券投资者并没有股票投资者那么热情，担心联储有behind the curve的风险，而债券当前被极度低估。在上一月，我们建议高配债券，现在维持这个判断，6.25%以上是买入的好机会。但要有耐心，收益率不会很快下行，债券收益率的下跌要等到经济冷却以后。在12个月的尺度上，债券收益率下行风险大于上行风险。（周期性力量不利于债券，但债券投资者已经过度的discount了这种风险，等到经济下滑以后，债券收益率会再度下降）

"

19991201 PIMCO Skip The Fed Fandango \_ PIMCO "Softlanding is self-defeating. 当股市投资者越是拥抱“软着陆”这个概念时，软着陆反而越是难以发生。

周期的结束不会因为自然原因结束，或者是源于通胀的上升以后Fed execute，或者是政策失误的manslaughter。如果既没有通胀也没有政策失误，expansion会无限期的进行，这正是fed的目标。对通胀进行预先防御，而不是等到通胀真正实现，这正是为了让经济扩张永远进行下去。

Fed加息的理由是劳动力市场紧张。加息以后长债收益率和股票均上升。债跌很正常。股票上升说明股票投资者认为Fed可以进行soft landing，即Fed可以成功避免labor cost driven导致的企业利润下降，这样的话企业profit将会higher for longer。但我认为股市投资者并没有discount a rational economic scenario.

如果股市要能够跑赢债券收益率，可能渠道有两种：或者是盈利增速高，或者是PE继续上修。如果这两个条件都不满足，那么债券下跌的时候，股票也要下跌。

我并不认为联储的假设正确——即劳动力市场收紧、工资上涨就一定导致通胀加速。联储的隐含假设是失业率和资本利用率同步收紧。当两者同步收紧时，劳动力收紧提高工资，而资本利用率紧张则把工资pass through到最终价格。但实际上，美国失业率与资本利用率在过去几年显著走势分离，劳动力紧张的时候，资本利用率不高，这被可以理解为人均资本上升、生产力进步，即美国正在发生“资本深化”。资本的相对过多，意味着劳动力相对不足，因此labor share要上升，这符合微观经济学道理。此时工资上升并不带来通胀压力。由于本质上不存在通胀压力，联储本质上没有必要用加息来抑制经济，这会扼杀经济扩张。（这一段说的很好，也是我当前的理解）

吊诡的是，股市上涨本身所刺激的财富效应将刺激总需求，从而进一步要求联储加息。联储应该通过提高margin来抑制泡沫。通过加息抑制旧经济的办法，最后将是hard landing。

（McCulley的point是：1.加息既无必要——因为没有通胀压力，2.加息副作用却很大——导致经济hard landing。即使是担心股市上涨刺激总需求导致经济过热，也应该用提高margin的办法。）"

19991203 GS UEA The Economic Outlook What We Said to the Fed "房地产行业受利率抑制的效果mixed。消费的最重要决定因素，就业，没有放缓迹象。

从1995年到1999年，市场系统性的低估了美国的经济增速。（图）

我们认为应该把股市加入对经济增长的预测中，即高盛金融条件对GDP的预测能力在1990s比货币量条件要好。

本轮周期如何结束？有两种可能：1.在Brave New World,生产率进步结束，在没有通胀的情况下，经济衰退。2.在Timid Old World，通胀上升，股票下跌，周期结束。（为何最终并不是其中任何一种？通胀并没有上升）。" "我们认为近期工资增长疲弱是源于去年的headline CPI走弱的滞后效应，未来可能上升。

这也意味着当前失业率处于NAIRU之下，需要提高失业率来抑制通胀。但问题是，历史上每当季度意义上失业率上升0.2%的时候，都以衰退结束。

美国经济有两个结构性不平衡，居民储蓄率过低和CA赤字。当前股市表现尚好，因此居民储蓄率可能没有大调整。但美元可能走弱，这加剧通胀压力。" "我们认为金融条件现在还是偏松，有加息的必要性。我们预计2000年加息三次。

联储不能总依赖Bond mkt vigilantes来帮忙。

即使真实情况是Brave New World，那么加点息也无伤大雅；如果是Timid Old World，那么加息就很有必要性。"

19991203 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Hi\_1999-12-03\_19991203 汽车销量继续走弱，Private construction spending也疲弱，显示利率敏感部门开始受利率压制，但不严重。（利率敏感部门受的抑制是逐渐发生的，也是滞后的） 工资，hourly earnings停止走弱。工资前期走弱是前期CPI走弱的滞后效果。

19991209 GS Daily The Wealth Effect Stock Ownerhsip and Spending Among High-Income Americans "有人认为由于股票主要由富人持有，因此股市上涨对消费拉动不大。这种看法不准确。

6.5%的居民大约持有了一半的股票，而6%的最富有居民则贡献了14%的消费，特别是更多的进行可选消费。我们测算从财富到消费的传导系数大约是0.02-0.03。高盛金融指数对增长的预测力较好，也是财富效应的体现。"

19991210 GS UEA Terms-of-Trade Shock Could Raise Fed Risks "曾经抑制通胀的因素在消退。

油价上升传导到CPI的机制，除了直接效应以外，减弱了真实收入，此时居民要求更高的名义工资，而企业则提高产品价格，联储需要用加息来让居民对真实收入产生更为现实的预期。换个说法，油价上升减少了与通胀水平稳定所对应的utilization level。"

19991215 GS Daily Why the U.S. Treasury Yield Curve Is Not Likely to Invert Soon 有人认为美国收益率曲线会很快倒挂，我们不同意。曲线倒挂，如果发生的话，有两个可能原因：1.市场预期短端利率会下降。这要求货币政策要首先非常紧。当前并非如此。汽车和housing仍然强劲，下半年GDP可能增速5%，市场的预期是短端利率可能上升，而非下降。2.股票市场大跌。这两个情况均未发生。（事实上2000Q1即开始倒挂）

19991216 GS Daily The 2000 Forecast Above Consensus on Growth and Interest Rates GS对增长强烈看多。Blue Chip Consensus (BCC)看到3.2%，GS是3.8%。原因是我们更加看重股市对经济增长的影响。 GS看多CPI。 BCC (??)认为明年基本不加息，GS认为将加息三次。 BCC认为长端利率在2000年底会微弱上升至6.2%，高盛认为长端利率会上升至6.7%。

19991217 JPM\_Global\_Data\_Watch\_U\_\_1999-12-17\_19991217 "1999年的债券收益上升并没有抑制国内需求，内需比预期的要强，近期数据也说明内需较强。

近期的强增长源于消费超预期。1999年中的时候普遍预期消费会走弱，因为油价上升和利率上升。真实收入确实下降了，但消费韧性强，这是因为消费者大量借贷。" 当前增长没有触发通胀压力，这有利于股票市场的表现。是否依然没有overheating，这个假设是2000年初的焦点。至少从1999年夏天以来，没有过热迹象。

19991221 Fed Greenbook "由于今年股价上升和信贷可得性强，今年利率的上升并没有抑制内需。

向前看，我们认为生产率进步红利会继续存在。但是，由于近期股票上升，内需将继续强劲，工资压力将加速。

我们对四季度增速上修0.75pp，这个上修与Y2K无关，反映的是内需强劲。

对未来1-2年，消费会走弱，这不仅是源于股市。近期消费的上行源于消费者向上调整了长期预期，这个调整不会持续进行。" 但通胀也没有上升迹象。一个可能原因是工资统计上没有捕捉到，但我们认为去年低CPI的滞后效应也很重要。 收益率曲线暗含的市场认为2000年加息两次（市场implied的加息并不多）。我们的基准假设是比这要加息更多且更早，但我们假设股价不变。 "过去六周债券收益率上行，这与我们的预期一致，市场似乎进一步discount了收益率继续收紧。

近期科技股票飞速上涨，其他股票表现一般。科技股有泡沫化的特征。我们假设的股票走势其实略偏悲观，明年的回报甚至不如无风险利率，这将抑制居民需求。

我们继续假设美元到2001年中会贬值5%。因为欧洲增长好，美国CA赤字。

我们原来以为OPEC会增产抑制油价上升，结果过去六周油价继续涨了一些。我们依然预期油价在明年是下行趋势。"

19991221 Fed Transcripts 格林斯潘: 由利率引起的放缓的迹象并不明显。存在明显的总供给需求不平衡，这几乎全部来自财富效应。这要求提升折现率，来抵消财富效应。但要注意，当前供给进步也很大，不能因为当前增长数据强劲就说失衡很大。I see no overheating other than in the stock market. 我觉得PCE远比CPI好的原因是PCE对housing的权重更准确。

19991223 GS UEA A Bias In All But Name 近期消费很强。 虽然FOMC嘴上不说，但我们相信Fed会在2000年2月加息

19991230 GS UEA The 2000 Outlook Will Inflation Stay Well-Behaved 近期消费很强，消费者信心达到30年的最高水平。 "通胀是2000年的关键。我们认为通胀仅会缓慢上升。

通胀过去的利好因素已经开始消退：油价回升、商品价格不再下降、美元走弱。

但是，虽然失业率低，但capacity utilization很低，这是抑制通胀的因素。但考虑到国内偏紧的劳动力市场、国外经济向好，通胀会缓慢上升。" 我们预期加息三次，且更早。 我们认为债券rally机会有限。（其实本质上GS仍在看好周期繁荣）

20000101 BCA, The Bank Credit Analyst - The Outlook - 2000 "[回顾1999年] 我们在1999年初担心通缩，但在1999年当中逐渐变得乐观。原因有：第一，日本在年初看起来很糟糕，但我们看到日本政府正视了自身问题。第二，亚洲EM强劲反弹，韩国v型比1995年墨西哥还强。第三，美国经济受到股市支持，美国内需持续很强，是拉动全球走出疲弱的关键力量。

从数据来看，我们各经济体LEI都在大幅回升。现在全球各个经济体同时扩张，这是过去十年来的首次，这说明全球上升趋势更加可持续，不是仅靠美国拉动。虽然市场仍担心一些巨大宏观不平衡——美国经常账户赤字、日本政府债务负担——但这些宏观不平衡的调整不会过于剧烈，全球宏观关键背景是经济复苏和通胀风险有限。

（BCA看到了科技股泡沫，但没看到科技股泡沫破灭对投资的至关重要的意义）

[当前经济可持续性强] 1990s似乎只有对美国比较好，其他国家不断遇到问题。为什么当前对可持续性的信心很高？

BCA：第一，各国政府支持复苏的态度很强。例如联储在1998年降息以后没有着急加息，甚至在经济已经明显高于潜在增速的时候。1998年的俄罗斯违约震惊了各国政府，这解释了为何联储在1998年美国经济仍然强劲的情况下降息75bps。第二，各国正在进行结构性改革。市场仍在怀疑欧洲各国是否能够真的进行市场化改革，我们认为欧元让各国被迫改革，我们持乐观态度。第三，美国的科技推动增长正在扩散到欧日等其他国家。当然，当前各国生产率进步还很难分辨是来自周期性力量还是结构性力量。

[增长：未来一年会走弱] 过去十年美国经济持续高于预期，通胀持续低于预期。为何我们应该继续相信美国经济在未来一年走弱呢？当前的不同点是联储正在紧缩。联储虽然不会猛加息，但当前增速会导致通胀压力，联储对此有所担心。你应当假设联储会加息直到美国经济走弱。当然，当前没有迹象表明经济走弱。尽管联储加息和长端利率上升，但美国利率敏感部门——房地产和汽车——仍然很好，私人信贷高增长，这很大程度上因为美股的支持，金融条件依然宽松。房地产将会走弱，但制造业将受益于外需。投资前景很好，在劳动力市场紧张的情况下，企业将投资labor-saving equipment，资本回报仍然明显高于资本成本。总体而言，美国增长不会自身突然降温，除非联储（明显收紧从而）让美国经济突然降温。在基准情形下，由于高利率和股市走弱，美国经济将温和放缓。

美国经济走弱是否会导致其他经济体也走弱呢？要知道本轮复苏是美国带动起来的。如果是6-12个月以前，这个担心是有道理的。但是，当前全球经济已经复苏到了有自我持续能力。基准情形下，外围经济将保持韧性。" [通胀与联储] 通胀最好的时候已经过去了。油价在上升，工资也在上升，但得益于联储对通胀心理的压制，当前通胀压力尚小。但联储会珍惜对通胀的胜利，因此即使有一点通胀苗头，也会紧缩。我们确实认为资产价格高企反映了流动性过多，我们认为这让联储有理由紧缩，但联储自己并不这么想，因为资产价格上涨也可能反映基本面改善。当前央行和联储均认为政策不应该紧盯资产价格，除非资产价格引发通胀。所以联储官员需要通胀上行才会抑制股市。当前增速这么高、劳动力市场这么紧再叠加一个投机性的股市，联储有充分的理由加息——但联储却过于谨慎了。（分析的不对。实际上格林斯潘在1999.10看到科技股严重泡沫化以后，也担心这种财富效应的通胀影响） "[货币政策展望] 要加多少息才足够？我们认为不需要加很多，因为通胀压力不大。事实上，股市上涨breadth非常弱，这说明加息已经发挥了作用。科技股是long duration assets，应当对加息很敏感。（跟Mcc观点不同，McC的观点是对的，科技股是彩票股）。1999年加息没有抑制科技股，但再加25-50bp可能就会抑制股市。如果股市继续上涨，则需要继续加息。所以要观察加息是否结束，就关注股市情况。

（BCA代表了市场朴素看法，即使用加息来抑制股市，特别是抑制科技股）" "这一长期可持续性的乐观情形的市场推论是，股市仍将长期跑赢债券。不过长期趋势和周期走势是不一样的。在周期意义上，美国债券将在2000年跑赢股票，因为经济需要从当前的快速增速有所放缓。

美国科技股是一个泡沫，margin debt是典型标志，其他特征还有各种金融广告等等，类似于20世纪的其他泡沫，可能由于不确定的原因而突然破灭，也许是某个科技公司的令人失望的盈利，也许是格林斯潘被换。当然，从更近的尺度上，由于联储近期不会推出紧缩，所以极短时间内，股市仍有向上的动能。但在加息的作用下——再考虑到当前技术指标很差，breadth so poor——科技股很可能在未来3-6个月破灭。

但更广大的非科技股并没有泡沫迹象，事实上这些非科技股实际上没怎么走强。

不确定的是，科技股泡沫破灭对非科技股的影响有多大。我们并不认为非科技股也要crash，但有周期性调整的可能性。要记得格林斯潘很清楚的表明了当股价下跌时将明显宽松，这限制了下行空间。

对股市的整体看法是，当股市向下调整15-20%以后——主要是科技股调整——将有机会重启牛市。（严重错误，没有意识到科技股对经济的影响）

当前债券市场已经极度低估（BCA的债券模型是基于long-run trends in inflation expectations and real rates），已经discount了很强的增长，收益率继续上行的风险很小，因此我们建议高配债券。当然，下一次债券市场牛市要等到增长周期性放缓，这还不在眼前。

（BCA没有看到：1.为了抑制科技股，要加不少息。2.科技股破灭以后，股市下跌&加息滞后影响导致经济下行压力很大）（核心教训是，加息很难让资本市场软着陆）"

20000101 BCA, The Bank Credit Analyst, Will the Stock Market Crash "[过热与股市的张力] 经济过热了，而股市泡沫是支持消费和企业动物精神的关键力量。如果让股市泡沫再继续存在，金融不平衡将扩大，避免硬着陆的难度将上升。因此，我们预期在2000H1联储会加息。当然，如果有通胀信号联储会更有理由加息，但我们认为联储不会等很久。尽管生产率进步、投资持续，这些意味着供给端好消息持续，但是，只要失业率继续下探，就说明需求仍强于供给。总体上，通胀压力正在继续并会逐步显现，经济过热的结果将会体现，这要求联储加息。

股市泡沫何时破灭？历史经验表明，加息是一个催化剂，2000H1是泡沫破灭的窗口。"

20000101 PIMCO In The Fullness Of Time \_ PIMCO "联储的三个作用推高了PE：1.长期低通胀。2.周期性的pre-emptively熨平周期波动。3.在金融危机期间提供无限流动性。1990s宏观波动下降，Fed政策更加正统，P/E向上持续修正，但这种修正不会永远进行下去。如果以过去来推算未来，则注定以bubble来结束，这是正在发生的事情。

Fed的货币政策仍在坚守的规则是pre-emption for cyclical Phillips Curve-driven inflation risks，但这种risk现在显然并不存在。真正威胁经济平稳扩张的是当前的bubble，而bubble明显是非理性的，具有负外部性，需要联储来对付它。

我看到了硬着陆风险，路线图是：1.非理性股市泡沫刺激总需求和劳动力需求，2联储加息，但非理性繁荣难以被遏制。3.要加息到足够高的程度，股市崩盘。4.投资和消费骤降，联储转而降息。

" 我并不知道债券市场的牛市“何时”到来，但我们已经做好准备买债券。

20000107 GS Daily Accelerating House Prices Raise Inflation Risks 在本轮扩张中，房价表现疲弱。在1999年，房价上升较快，最可靠的房价数据是OFHEO数据。这对明年CPI里面的房租和CoreCPI构成关键上行风险。

20000107 GS UEA Business Investment Why the Boom Might Continue "我们认为美国2000年和1999年差不太多，增长在4%左右，通胀略微上升尚不足以结束周期。

经济的一个上行风险是企业投资可能延续已经八年的高增速。Capital spending已经连续多年超预期增长。一般决定投资的是产能利用率和企业利润，两者均表现平平，似乎难以解释企业高投资。靠谱的解释是企业微观层面的乐观预期，The glue holding this cycle together is the optimistic set of expectations regarding returns on investment，而这种预期没有被打断的迹象。当前公司均疯狂建立dot.com公司。

投资强劲将维持当前的良性循环。" 格林斯潘提前五个月获得了克林顿的连任题名。 债券收益率的上升与基本面走势一致。

20000107 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Th\_2000-01-07\_20000107 "当前全球经济增长强劲。

当前增速似乎不可持续。虽然失业率没有进一步下降，但有初步迹象表明劳动力市场已经很紧。例如Core CPI和通胀预期开始上行，首申失业下降。

未来过热的迹象会越来越明显，失业率会探底至3.8%，工资增速将超过4%。" "1994年的联储紧缩伴随着国内股票走弱和拉丁美洲走弱，拖累美国出口。当前的联储需要做的更多才行。

过热风险要求Fed在2000H1就要加息三次。"

20000111 Gavekal Quarterly\_Strategy\_Chart\_Book\_-\_1Q00 "IT革命创造了两个经济，也创造了两个故事。虚拟经济和IT股票上涨，而real economy的股票表现不佳。我们认为造成分化的结构性因素依然存在。Tech股票已经是一类新的资产。短期有overbought，近乎直线的上涨是不可持续的（但Gave结构性看多tech）。tech不太受到加息的影响，主要是收入而非融资成本。而Real economy股票受真实利率明显抑制，在1999年已经有体现，未来会继续。IT革命向欧洲扩散，看空美元。

当前流动性较高，联储要继续紧缩，这不利于债券，我们看空债券。虽然债券的估值比较有吸引力，其真实利率已经接近4%的这个水平。"

20000112 GS Global Strategy Comment Global Equity Valuations Test the Limits. IT股票估值，如果以过去5年的利润增速来看，并不算高。反而是传统股票的估值显得略高，但不至于极端。

20000114 GS UEA Role Reversal in the New Monetary Regime 格林斯潘拥抱了新经济概念，认为生产率在切实进步。 "格林斯潘表示2月肯定加息。担心股市上涨导致需求过热，虽然暂时看不到通胀。

1990s以来，债券市场常常帮助Fed来紧缩，而Fed只需事后确认是否真的去紧缩。1980s，Fed领先市场；1990s，市场领先Fed。但这有一个时间不一致问题（JPM之前也谈过这个观点），以后Fed需要真正的做更多才行。" "债券市场selloff很厉害，当前似乎已经price in了上半年三次加息。虽然我们长期而言不看好债券，但短期债券可能oversold。

只有到Fed快结束加息的时候，长债才会熊市结束。我们在1-2年尺度上看空债券。"

20000124 Atlanta Fed The Economic Outlook for 2000 "对美国经济过去几年的形容词：最长，马上成为最长expansion；最高，近年来增速高；最低；1969年以来失业率最低；最温和，通胀压力小；最强，消费者信心强，31年以来最强。

未来是否可持续？我认为可以,will move from ""best"" to ""very good""。

Expansions don't usually die natural deaths. 或者是外生冲击，或者是政策失误。现在没有石油危机，财政也盈余。所以问题的关键是货币政策。"

20000126 GS U.S. Research Viewpoint U.S. Strategy Comment U.S. Equity Outlook for 2000 "看多美股。增长稳健，通胀暂时没有起来。货币政策方面，虽然预期收紧，但当前的长债已经fully price了这种收紧，因此不会对股票造成压力。

科技股之前的估值太低，最近是估值的修复。"

20000127 Fed Greenbook "美国经济强势进入2000年。我们提高了对生产率进步的预期。我们预计GDP增速会在未来两年维持在4%左右，让失业率维持在4%附近。在这种情形下，工资和价格会加速上涨。我们比上次greenbook对美国增长更为乐观。

消费，早先股市上涨但滞后效应将继续支持消费，之后走弱，特别是耐用品消费。

住房投资，我们上修了对住房投资的预期。因为股市上涨、就业增加和收入增加基本抵消了房贷利率的影响。

商业投资，未来会加速，特别是equipment和software。

真实出口，在2000年增速大幅上升，2001年继续上升。" "我们假设了FFR会继续上升，比12月的时候假设更多，但仅比当前收益率曲线所隐含的稍多一点点。

我们预期长端利率在未来会继续上升，而收益率会显著变平。" "我们认为比预期更为陡峭的FFR上升将是我们预期股市走平的关键假设。

市场解读Fed只有在CoreCPI明显上升之前都是尝试性紧缩，且不会打压股市。我们认为市场会逐渐发现Fed less ""friendly"" (Greenbook也意识到了市场不认为Fed打压股市）。

油价，非OPEC可能增产，OPEC也就可能放松限产，我们预期油价下降。"

20000128 GS UEA An Investment Boom Bust Path to Recession "1961-69和1982-90的长周期结束时，通胀已经提前上升。但这次没有，可能会不一样。我们认为可能是 一次investment Boom/Bust周期，类似的周期在美国尚未发生过。

当市场对盈利预期过度乐观，或者盈利能力结构性突然下降时，bust发生。对于结构性下降，Fed无能为力。当对于第一种，即boom overshoot，Fed可以预防性加息来抑制经济，但当前通胀没有起来的情况下，Fed可能不情愿这么做。

当前对未来的盈利预期unrealistic，且investment/GDP到达史无前例水平。但应该还没有进入危险区间。因为Nominal investment/GDP还好，以及ROC仍然不低。（！这个同样的图，PIMCO给出了完全不同的解读）"

20000201 BCA, The Bank Credit Analyst, The Perils of Easy Money "[当前主要矛盾：经济过热，联储behind the curve] 当前美国体现了典型的ease money的症状：经济高于潜在增速，股市泡沫，金融不平衡，债券市场极度悲观。经济没有内在力量来放缓。当前信心很强，收入增速高。虽然劳动力市场紧张，但这将导致收入上升，企业投资labor-saving，而不是导致增长突然放缓。

[通胀压力积蓄] 乐观的看法是美国可持续增速已经高达4-5%,我们认为这过于乐观了。虽然当前通胀不高，但通胀警示信号在出现——例如个联储的调查price changes,以及我们的通胀LEI。即使通胀仅小幅上升，但考虑到联储不知道这种上升会到什么程度，联储也会偏紧。格林斯潘容许经济试探增长的极限，这个赌博已经得到很好的回报，以及巨额的账面财富。但是这个赌博的风险在上升，联储等的越久，不平衡就越多，我们预期联储会加快收紧步伐。最新迹象表明格林斯潘已经开始偏紧。

[熊市尾部风险] 当然，股市大幅下跌导致经济走弱，进而股市继续下跌，这种尾部风险是存在的。但我们认为这种风险有限。联储对这个风险很敏感，会大幅降息。" "低配股票。当前经济过热，联储要加息，直到解除通胀风险（这已经意味着股票下跌）以后，才可以停止低配。但我们仅预期一个correction，而不是1987年那种crash，或者1970s的多年熊市。这是因为市场的许多部分已经表现平平很多年了。

高配债券。债券市场已经进入熊市最后阶段，上行风险不大。但收益率大幅下降还需要等待经济放缓，或者股市泡沫破灭。

"

20000201 PIMCO Extra Long Yields Peak \_ PIMCO 虽然曲线倒挂是late business cycle的常见现象，但近期长债收益率大跌，这在通胀上升、加息的背景下难以理解。PIMCO认为这是结构性的，政府开始buyback，导致30年结构性稀缺。这一现象将持续几年时间（实际上2000年就结束了）

20000201 PIMCO Me and Morgan le Fay \_ PIMCO "毫无争议的是，股市享受了格林斯潘put。当前的tech股票冲天的估值让New Economy享受的融资成本几乎为零，而Old Economy在拥有停滞的估值、只能被Buyback支持。这在长期似乎是应该有的样子，即增长的前沿得到融资，而旧经济则本质上被liquidated。

问题是，大多数tech公司会破产，仅有一小部分可以支持如此高的估值，而没有人知道是谁，所以大家所有的tech都买，这近乎是买彩票般的心态。但问题是，这种彩票机制带来宏观经济问题，第一，财富效应刺激总需求，第二，同时发生了过度的资本投资。

这意味着，在短期，Fed要对old economy进行deflationary monetary policy。而在长期，则意味着New Economy的excess capacity,这意味着经济整体上对reflationary monetary policy并不敏感。简单的讲，this dynamic implies a boom-bust scenario（这是最接近真相的提前思考）。当前估值上升的同时，波动性也在上升，这是格林斯潘put的特征，加剧了泡沫机制。

格林斯潘可能会反驳说，生产率在进步。但Goldman那个图显示，生产率不再加速进步了。我们根据简单公式估计，格林斯潘put相当于把SP500的风险溢价从5.5%降低到了3%，从而使得PE从18上升到32.

股市依然在享受格林斯潘put，不知道何时下跌，until something ""breaks""。即使股票不调整，其他资产会调整，例如：1.短端利率会继续上升，2.曲线继续倒挂，除了技术性的财政盈余buyback原因，还有债券投资者预期到未来的最终bust down the road. 3.credit spread会上升。也就是说，即使Fed shamelessly spoil Stock market,其他市场还是会进行必要的调整。

We are armed and ready with increased allocations to Treasury long bonds. "

20000202 Fed Transcripts "格林斯潘：我没有看到生产率进步放缓的迹象。当前的情况在历史上从未出现过。股市是否得到合理定价，先放在一边。即使是正常的生产率进步，也会引起过热，因为rising productivity also creates a rational adjustment in long-term earnings expectations->股价上升。过去几年里面，股价上升导致需求强于供给，由经常账户逆差和劳动力市场slack减少来解决，但这不可持续。

如何来弥合供给需求缺口？最明显的是依靠长期真实利率，现在真实利率上升很多，正在给金融市场施压。现在股票市场的discount rate几乎是零，这不算夸张的说法。

但问题是，我们控制短端利率，但真正产生影响的是长端利率。市场可能认为当前的长端真实利率足以弥合供给需求缺口，但我不这么认为。问题是我们如何把长端利率推上去。我不知道最后短端利率要上升多少，是50bps，还是到125bps，我的猜测也许是要偏多一些。

我非常反对用“加息50bps+symmetry”，因为这暗示着我们的工作已经完成了。

为什么不加息50bps呢，因为我发现股票的估值非常惊人。我们当前的情况比1987年的情况糟的多。如果我们加息太猛，我担心会crack the market and end up with a very severe problem of instability （明白了，格林斯潘希望能让股票市场软着陆；不是没看到泡沫，是看到了，而且看的很清楚。）"

20000203 GS Daily Statement Indicates Fed Still in Gradual Tightening Mode 虽然加息25bps，但Fed比我们想象的dovish。近期就业好。这暗示着格林斯潘更加重视生产率的进步。

20000204 GS Daily Four Ways to Measure Labor Costs 对工资指标的介绍：1.Employment Cost Index（ECI），考虑员工在不同行业间的变动，包括wages,benefits,不包括bonuses，stock options. 2.Productivity report, Compensation per Hour,比ECI包括bonuses和stock options. 3.Establishment Survey, Average Hourly Earnings(AHE)，不包括bonuses，stock options以及一些beniftis，三个指标中narrowest。

20000204 GS UEA Inflation It's the Direction that Matters "Where is the slowdown? 无论以何种通胀指标来看，其中PCE deflator是格林斯潘最喜欢的，都显示通胀压力上行。毕竟有意义的是changes of inflation.

1月份失业率下探到4.0%。利率敏感行业没有受到显著压制。" 格林斯潘上个月表示喜欢PCE deflator是因为PCE考虑了消费者消费篮子的变动。 当前长端收益率下行反映的是supply squeeze。基本面推动的收益率上行的压力以后会逐步感受到。

20000204 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Su\_2000-02-04\_20000204 "一月份全球PMI边际走弱。这可能是Y2K的噪音。

长端收益率下降，可能有两个原因：1.这是供给冲击，反映了较好的财政进展。2.这是债券市场giving the Fed a vot of confidnece，说明债券市场没有那么担心通胀，且有望实现softlanding。As tightening cycles go, the end is thus beginning to come into sight。我们认为第二个更有可能。事实上，全球经济动能将支持收益率居于高位。（但Paul把收益率下降理解为债券投资者预期未来bust on the road）"

20000209 GS Daily Yield Curve Inversion Does Not Imply that an Economic Slowdown is Imminent Yield Curve Inversion并不代表增长即将放缓。Yield代表了市场的预期，如果市场觉得当前的政策过紧了，则会inversion，如果这个预期是正确，对应的增长会放缓。当前的情况是供给因素导致的。根据高盛金融条件指数，当前并不紧。事实上，我们将这解读为a vote of confidence in the Fed，说明市场最终相信Fed会控制住通胀。 当然，为了让slowdown to actually occure，Fed还要继续加息。

20000211 GS UEA The Phillips Curve Alive but Not Kicking "wage Phillips curve"在过去25年异常稳定（现在也还行），失业率低的时候，工资上升快，这直接反映了劳动力市场供需压力。但过去五年的生产率进步让企业可以承担这个成本而不需要提高价格。因此，NAIRU已经下降到了4.5%。

20000216 GS U.S. Research Viewpoint U.S. Strategy Comments Outlook 2000 Good, Not Great. "我们认为美股在2000将是good but not great year，SP年底看到1525.

Tech are finanlly getting the respect the deserve for their favorable long-term growth prospects."

20000218 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Sl\_2000-02-18\_20000218 "股票上涨全方位的拉动了美国经济。股价上升为房地产提供了首付，刺激了商业投资，提供管理政府收入，刺激全球资本流入并支持美元、抑制通胀。

如果股市调整，一般情况下对经济的财富效应影响是缓慢的，要过一年。但是，NASDAQ的影响可能快得多，it would also work through the ability of start-ups to raise funds. 重要的是，NASDAQ的短期波动确实看起来与retail sales的短期波动有关（图）。"

20000224 GS Daily GSFCI Implies Further Very Strong Growth in 2000 高盛金融条件指数的水平level，而非变动change，可以显著解释增长。滞后3个季度。包括可以解释近期的增长。是增长的最可靠领先指标。根据过去的金融条件，2000年美国增长将会很好。（没错，2000年增长是还可以）

20000225 GS Daily Investment Boom Bust and the Gap between Actual and Expected Returns "最新的投资数据非常强劲，这愈发建立在对投资高回报的期待上，但实际证据并不充分。盈利预期持续上涨，但实际的真实资本边际回报率可能已经显著下降了。这加剧了investment boom/bust cycle。

要知道，如果平均资本回报已经下降的话，那么边际资本回报可能已经显著下降了。1997年大幅投资是有道理的，现在的大幅投资似乎没有道理（Hatzius与0128那篇作者Dudley的观点不同，跟PIMCO的观点倒有点像）。盈利的预期在大幅上升，但这并不准确预示未来的盈利，而是过去盈利的反映。当前大幅投资在未来某个时刻产生capacity overhang and protracted recession。"

20000225 GS UEA The Inverted Treasury Yield Curve less than Meets the Eye 当期inversion并不预示增长放缓。对增长动能的有效指标是10年vs.FFR，这个指标仍然平稳（很好，2000年3月这个就inverted了，跟金融条件不一样，看GS怎么说）（答案揭晓，他们在后面根本不再提了）

20000301 BCA, The Bank Credit Analyst, is hard landing inevitable "[硬着陆风险有限]

没有经济放缓的迹象。企业信心高企，雇佣强，capital orders强；消费者情绪好，就业好、股价升。不平衡在积累，最后会硬着陆吗？我们认为硬着陆风险有限。

当前有三个不平衡：股市泡沫、私人部门储蓄率过低、经常账户赤字。

股市泡沫对经济的影响确实存在。equity占居民可选金融配置的比例已经飙升到60%，远高于1987年，并且所有收入水平的居民都更多的配置了股票。但是在经济进入自我恶化循环之前，联储有能力制造软着陆。1930s和日本在1990s源于政策失误，这是深刻教训。1930年美国财政盈余，联储加息来控制黄金外流，贸易战导致全球贸易崩溃；1990年日本央行在经济走弱1年、股市下跌38%以后才缓慢降息，降息缓慢导致股市又下跌了31%，这一期间日本政府还加税。美国1970s的教训有些不同，联储纵容了通胀预期的产生，导致经济和股市都长期受抑制。格林斯潘应该不会重复类似错误，实际上他指出过历史上的这些错误，资产泡沫破灭并不必然导致经济灾难。（但McC指出格林斯潘这次并没有着急救市）资产泡沫并不必然导致经济衰退，1987年就是一个案例（但问题是2000年的时候经济有过热风险？联储有动力刺破泡沫，这是与1987年不一样的地方）。这并不意味着联储会在股票下跌20%的时候惊慌，但如果股价走弱让经济走弱并导致衰退风险，那么联储将由动力大幅降息（问题是，来得及吗？足够吗？）。经济增长的内在动力很好，联储估计过去五年股市对增长贡献1pp每年，所以即使撤掉股市的刺激，潜在增长仍能保持3%以上，这个水平很好。在五年前，我们就指出科技进步导致了secular牛市。当然，股市、经济的自我恶化总是一种可能性，但我们聚焦于what is likely, not what is possible.基准预期是股市在correction以后在2000年底或者2001年初恢复牛市。

对于居民负债问题。居民负债和政府盈余是互为镜像的，所以总体的债务/GDP比例并未上升。当前也没有迹象表明居民负债存在压力，贷款违约率不高，特别是房贷违约率特别低。诚然，当前储蓄率过低，需要回升，如果回升发生在连续许多年，这对宏观经济影响不大，当然如果发生在1年中集中调整，就会引发衰退，但我们基准看法是仅仅是居民债务本身并不会触发经济衰退，但如果其他因素导致了经济衰退，这会让衰退更深。其实风险更多来自资本市场里面的leverage，最大的风险是有没有hidden leverage，这是联储最担心的事情，这些hidden leverage只有在市场承压的时候才会显现（结果证明是企业会计问题）。" "事实上，在联储开启加息周期以来，美国增长是提速了而非减速了。联储正确的认识到，当前的高增速将导致通胀，但联储和其他预测者一样，在过去几年都低估了增长和高估了通胀，因此当前加息还相对保守。

" "[加息与股价] 当前科技股和非科技股的分化体现了加息的影响。加息并不是通过融资成本来抑制股价，而是通过抑制估值来抑制股价。有人认为科技股不受加息抑制，我们不同意。尽管个别科技股盈利预期高，可以不受加息影响，但整个科技股全体还是会受到影响。（BCA的这段讨论似是而非）当前的科技股的高换手率说明这是一个博傻游戏。

除了科技股以外的传统股票面临着传统问题，就是联储在加息。直到股票下跌和经济走弱以后，才可以重新考虑买入股票。

现在市场discount未来6个月加息60bps等，很有可能在12个月尺度上市场高估了加息的需要，如果股市走弱的话。这意味着债券市场没有太大的上行风险。

近期债券市场收益率的下跌让很多人吃惊，这其实是因为债券市场极度低估，任何好消息都导致债券市场上涨。这一次的trigger是new budget projections，但这并非什么新故事。"

20000301 GS U.S. Research Viewpoint U.S. Strategy Comment S&P 500 Is Now Undervalued. 近期经济数据强劲，引发加息担忧，美股走弱。但我们认为这本身也意味着盈利预期得到支持，当前SP500已经低估5%左右。Fed的目标是减缓和延长expansion，而非结束expansion。

20000301 PIMCO Fly Fishing In A Deli \_ PIMCO "格林斯潘在讲话中明确指出了股市财富效应对增长的拉动可以导致经济过热，希望抑制股票估值。但另一方面，又明确地说不是target股票价格。

一个类似的例子是卢浮宫协议。美国与其他国家签订协议，每当美元走弱，则美国加息、其他国家降息。但美元走弱时，德国没有降息，导致美国加息预期升温，最终导致股市崩盘。当宣布一个东西成为政策目标时，这个东西成为内生变量，产生了一些内生机制。

同样，当前格林斯潘不希望明确表明股市是内生目标，就是不想形成这样的机制：当股票上涨时，市场自发产生紧缩预期。格林斯潘希望的是，让市场足够的听到Fed的威胁，但Fed又不必这么做。

（格林斯潘不给fair value应该是避免政治压力吧）(还是没太读懂啥意思）"

20000303 GS Daily Wealth Effect Resistant to Recent Market Setback 股票变动的财富效应需要1年左右传导，当前股票虽然下跌，但对yoy仍然上涨，所以对经济传导不大。此外，wilshire5000是更广泛的股票指数，这个指数变动有限，而且这个指数是Fed用来估计财富效应的指数。 因此，近期股市下跌应该不会掣肘Fed继续加息。 近期非IT股票下跌源于加息预期升温

20000303 GS UEA Easy Financial Conditions Imply More Fed Tightening 实际经济指标强劲，如就业等。 当前股市也边际反弹，金融条件依然宽松，支持继续加息。而且股市也对于高利率是有韧性的。 "当前债券市场收益率继续走低，超出我们预期。我们认为在经济动能强劲、通胀可能有上行风险的情况下，

历史经验表明，利率对股市的抑制非常不明显。（good one)。在当前阶段，最影响股市投资者的是扩张能否持续，即通胀是否上行，而非利率变动。如果通胀上行，就很不利了。当前通胀仅是温和上行，Fed不会truly hostile.（GS没有读懂格林斯潘的真实意图，但格林斯潘又不能公开表达，因为他要的是软着陆）"

20000310 GS UEA The Productivity Surge and Its Effects on Fed Policy IT对生产率的推动有两个渠道，第一是IT行业的进步，第二是其他行业对IT技术的应用，当前主要是第二个渠道。 "近期Fed讲话比较hawkish，三月可能进一步加息。

较快的技术进步拉低了NAIRU，减弱了联储加息的步伐。但联储仍要加息，因为：1.当前增速还是高于潜在增速。2.更高的潜在增速本来也意味着更高的均衡利率。

我们预期2000年缓加息，2001年会加息更多。关键是未来expected productivity growth超过了actual productivity growth，导致需求强，通胀走高，需要加息来抑制。我们总体预计Fed在未来18个月要加息150bps，约为当前金融市场discount两倍左右。"

20000310 JPM\_Global\_Data\_Watch\_U\_\_2000-03-10\_20000310 "过去一段时间油价上升、联储加息，按照过去规律，这将导致经济走弱。但实际上美国经济表现很好。原因有：1.全球增长较好。2.股市财富效应。Fed model里面，加息1%会边际让股市下跌13%，但实际上过去加息期间美国股票在上升。

本轮加息与1993-95的加息不同之处在于，本轮的利率敏感部门没有明显受到加息抑制。"

20000315 Fed Greenbook "经济增长动能依然没有减弱迹象。就业、收入和财富效应支持消费，资本支出再度走强。我们由此提高了近期增速预测。

本次Greenbook对未来2年的增长和通胀判断整体变动不大。" 同时，通胀没有明显上升迹象，这源于技术进步。虽然油价上升，但core和通胀预期稳定。 "当前的情形下，按照既有货币政策路径恐怕很难冷却经济，因此我们比过去预设了更多的紧缩，比当前forward rate structure build in的要多。

当然，股票市场如果下跌，这有利于冷却经济，但这不是基准假设。" "股票：高利率似乎抑制了old economy的估值，但投资者似乎没有退缩，而是转战到new economy的股票上""Ignoring the astronomical valuations of what are in many cases nonexistent earnings, investors increasingly are engaged in sheer momentum trading. When and why the bubble will stop expanding, let alone burst, is anyone's guess.""

原油：油价比六周前再度上升。我们预计OPEC最终将增产，预计四季度油价会下调。"

20000315 GS Daily Greenspan’s Travails 有人批评格林斯潘不应该target股票价格，对格林斯潘的国会证词有异议。我们认为格林斯潘的意思是，当对生产率进步的期望值高于其实际情况时，需求短期可能更强，确实有可能导致通胀，这一点上格林斯潘没有问题。股票价格在金融条件当中，也自然是联储要考虑的目标之一。

20000317 GS UEA Thin Oil Supplies Pose Risk of Economic Hard Landing 当前的油价上涨引发了衰退的初步担忧，但实际上当前的油价距离引起衰退的高水平还有很大距离。 近期股票涨、油价跌，经济动能向好的前景没有变化。但是，债券市场收益率持续下降，这说明债券投资者认为当前的利率水平足以在通胀尚未起来的情况下让经济动能冷却。

20000321 Fed Transcripts 格林斯潘: 依然没有迹象表示生产率进步在减速，二阶仍是正的。

20000324 GS Daily Fighting the Fed Without Realizing It "当前的股票市场正在fight the Fed withou realizing it. Fed在minutes明确表达了用高利率抑制经济，但股票依然上涨。

股市投资者没有理解Fed的货币传导机制。利率上升本身并不能抑制经济，因为除了银行没有人是用联邦基金利率来借款，本质上Fed是依靠紧缩金融条件来抑制经济。当前股票投资者对Fed很有信心，这反而帮了“倒忙”，让Fed被迫紧缩更多。"

20000324 GS UEA Election Won't Have Much Impact on Policy This Year 当前金融条件已经松到了去年中刚加息的情况，这要求联储加速加息。我们认为五月份加息两次，在2001年最终利率将到7.0%以上。

20000331 GS UEA The Case Against Raising Margin Requiremnets 当前的margin debt正在复苏上升。但我们不支持提高margin requirements.因为：1.历史规律表明这一般没用，或者仅仅几天内有用。2.股票投资者有其他方式来加杠杆。3.margin debt在全部股市中占比很小。4.这一政策有副作用。

20000401 BCA, The Bank Credit Analyst, The Fed Falls Behind the Curve "[股市与加息的张力进一步上升] 股市的繁荣已经充分表明联储behind the curve。即使通胀温和回升，联储也要在未来几个月显著加息。历史表明，紧货币总是对股市不利。在过去，重大的不平衡——如杠杆、贸易赤字和股市繁荣——通常伴随高通胀，当前通胀尚未升高，意味着纵容这些不平衡继续积累。货币条件并不够紧，从股市上面就可以看到，而且利率敏感部门依然表现强劲。还有一个简单的规律，当名义利率低于GDP名义增速时，通胀压力会开始积累。随着联储behind curve时间的上升，硬着陆的风险也在上升。

[股市泡沫见顶的标志有哪些]

最重要的见顶信号是货币紧缩。事实上，如果只给一个指标来考虑未来的股市走势，那就是流动性松紧。1998年秋天LTCM和Y2K期间联储都明显放松，但当前流动性明显转向。我们的Composite Monetary Indicator考虑了多个流动性指标（估计是某种主成分的概念），历史上很好的抓住了股市的大幅波动。在1999年9月以后，CMI进入偏紧区间。当前的情况很像1970s初，当时股市上涨集中在不多的一些成长股上，虽然指数在上升，但breath很弱，后来紧货币让股市进入熊市。

高估值和高度投机性对于timing用处有限，但凸显脆弱性。当前有人认为新经济的估值方法应该不一样，例如应该看price/sales而非pe。实际上，这种“新见解”是非理性的典型特征，可以参考一本好书叫做Only Yesterday: An Informal History of the 1920s。牛市里没有输家，公司越来越有动力来用会计trick来粉饰盈利，Buffet等对此一直在批评。我们的Composite Speculation Index已经到1920s的水平，典型标志是Margin Debt，Flows into aggressive mutual funds, euqity fund cash ratios很低等。

投资者对股票的high commitment和创纪录的兼并重组是见顶的信号。股票和股票基金占居民的可选配置的比例处于高点，当然这不是必要条件（这个比例变化缓慢）。Share buybacks支持高股价，毕竟是更多的需求，更少的供给。快速增长的兼并重组是股市走到后期的典型标志。高股价鼓励企业管理者，这被高管解读为自己的经营策略被认可，更愿意冒险。

NYSE 上涨/下跌比例是重要的技术指标。但当前股市的two-tier特征让对这个指标解释起来有些困难。Market breath, momentum, sentiment都是重要的技术指标。当前股价高于moving averages，因此市场的主要趋势仍是上涨。The increasing narrowness of equity mkt's advance是最有危险的指标。breath是股市下跌的充分非必要条件。非科技股在技术意义上已经超卖，未来原则是可以反弹的。但我们认为最可能的情况是科技股下跌导致非科技股一起下跌，但非科技股跌的不多。

综上，高估值和投机并不保证马上下跌，但当前流动性收紧，危险很大。经济基本面的繁荣并不可靠。股市领先经济，而非经济领先股市。当前股市繁荣，说明未来几个月经济仍会不错。" 在核心通胀还没有起来的情况下，联储保持耐心，这是一个危险的策略。较好的希望是，未来几个月通胀可以上升，让格林斯潘有理由加息。否则不平衡继续积累，软着陆愈发困难。 "股市是高度危险的，看空股票。

债务市场受到非常好的财政前景的支撑，并且联储应当不会容许通胀上升。随着经济走弱和股市下跌，债券收益率还会进一步下跌，看多债券。

未来收益率曲线可能进一步反转。联储加息比ffr市场预期的要多，短端债券收益率会上升，但长端债券市场受良好的财政和通胀前景支持（何况已经足够悲观了，可以说债券市场far far ahead of the curve）。"

20000401 PIMCO A Call For Fed Action Hike Margin Requirements \_ PIMCO "格林斯潘先生在1999年2月份的演讲中指出，tech股票存在典型的“彩票”特征，彩票的向上高回报支持了tech股票的高估值，存在lottery premium。

我认为这等价于说tech股票是泡沫。而这种泡沫也刺激了总需求，导致了经济的过热。提升利率并不能抑制这种泡沫，因为彩票行为对利率并不敏感。相反，旧经济却对高利率比较敏感，通过提高利率来抑制经济，这是不公平的。我强烈建议用提高margin的方式来抑制这个泡沫（并解释了几点理由）。"

20000405 GS Daily Premature to Look for Interest-Rate Effects on Housing 加息对利率敏感行业——新屋销售和单户新开工——的抑制是逐渐发生的，需要时间。我们回顾过去几次加息进程，其中有四次在前九个月的紧缩期这些行业仍然增长，只有1994年那次这些利率敏感行业下降，并且也下降不多。 我们由此预计还需要进一步的货币紧缩。

20000407 GS UEA Tighter Financial Conditions Needed to Slow Growth "利率渠道可能是最主要的紧缩渠道。格林斯潘已经明确表明了，FOMC没有意图去target stock prices，因此近期市场大跌应该不会影响联储下一次加息决策。

当前经济动能还是很强，1季度的GDP增速可能比我们预想的还要高。

金融条件通过四个渠道作用于实体经济：1.housing和consumre durables。2.美元和贸易。3.财富效应和消费，与股价和房价有关。4.企业固定投资，与利率和股价有关。

我们回顾了历史上六次紧缩，我们发现金融条件的紧缩主要依靠大幅提高利率来实现。虽然利率对股市、汇率等影响不大，但利率上升本身最后是最主要的紧缩途径。

（错误，后来股市大幅下跌了）" "当前市场预期是：ffr到年底将升至6.5-6.75%，这应当可以把经济增速降温到可持续的水平上。我们强烈反对上述市场看法。我们认为过去的加息没有紧缩金融条件，未来可预计的加息也不能紧缩金融条件。

我们认为联储要更加超预期的加息才行。" "Yield Curve Inversion has gone too far.

当前市场price in的联储升息次数太低，从Eurodollar远期市场收益率曲线上可以看到。我们认为联储将大幅超预期加息。债券市场投资者认为当前的加息将是short-lived，我们认为这是错误的。"

20000407 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Ma\_2000-04-07\_20000407 "三季度就业数据和通胀数据显示过热的证据正在积蓄，工资继续上升，Core也走高。

当前的股价下跌尚不足以冷却经济。" "过去几周的全球股市出现动荡，但同期的经济数据却表现强劲。不确定性主要是已经飞涨了6个月的NASDAQ到底何去何从。

债券市场收益率大幅走低。"

20000410 GS U.S. Research Viewpoint Global Strategy Comment Keeping a Sense of Perspective 股票市场大跌以后，相比年初仍有上涨。我们仍然看好科技股。

20000412 Fed Laurence H. Meyer The Economic Outlook and the Challenges Facing Monetary Policy "先提两个问题：１.为何生产率的进步反而带来通胀风险？２.为何在Core没有起来的情况下，要加息？

当前总需求比总供给要强，劳动力紧张的居民也很明显，未来高通胀风险较大，从失业率上可以看出来。我survey了一下NAIRU，接近5%，比当前的4.1%要明显高。

美国经济增长已经连续四年比潜在增速高了，为何现在紧缩？原因1，失业率。原因2，外部条件转好，且内部动能强。原因3，之前抑制通胀的因素在褪去，包括油价、汇率等。

生产率进步为何可以是通胀性的？因为股价上升、财富效应，也因为预期过好，投资上升。"

20000414 GS UEA Grounds for Concern About Labor Cost Pressures 零售数据很好，我们上调一季度GDP数据。 如果企业盈利margins下降或者美元走弱，那么工资上升压力将传导到市场价格。 三月份CoreCPI大幅上升，让市场开始讨论五月份加息50bps，但这仅仅一个数据点，而且当前股市大幅波动，Fed可能也不想进一步打压股市。

20000414 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Th\_2000-04-14\_20000414 "近期的股市sell-off与经济booming一起发生，向前看，这是否伤及confidence是关键。

不断上涨的股市和easing lending是支持expansion的重要因素。当前股票大跌，利差放大，这可能moderate但不会derail the expansion。过去五年股票平均每年上涨25%，当前回调以后让相比6个月以前上涨，虽然低一些，对零售销售会有抑制，但整体可控。模型不能捕捉到的是，是否会伤及信心？这还需要观察密歇根指数。" 三月份CPI数据让五月份50bps加息成为可能。

20000419 GS U.S. Research Viewpoint Global Strategy Comment Staying with Stocks. 当前是过去10年来第一次全球同步复苏，a synchronised global upswing. "我们认为站在现在，未来12个月的股票收益为12%左右。我们各地区的策略师均重新确认了股价的预测。

当前公认的PE on 全球tech、TMT、Old economy分别是51/45/20，它们分别对应着14%、11%和5.3%的未来15年的cash flow growth（oh my…)。

我们对股票中性配置，对此充满信心。"

20000419 PS Bursting the Bubble 美国经济也许可以承受股票下跌，因为经济基本面尚可。但欧洲承受不了如此大幅的股票下跌。 "历史上股票每年给出6%的超额收益，即使是上一次工业革命阶段也是如此。当前的股票市场调整，终于体现了高风险、高收益的特征。

意大利股票相比年初上涨了120%。（可以比较一下欧洲股票和美国股票。年初大家非常看好欧洲股票）"

20000420 GS UEA Still on Course for Monetary Tightening 当前多户开工不佳，显示受到高利率抑制。 我们预期在五月份加息25bps 我们看空债券市场。当前债券参与者price in了太少的加息。

20000426 GS Daily Weather-Aided Demand Slowdown in Q2 Should Sustain Fed Caution 1999-2000年的冬天极其温暖，这极大提升1季度产出。2季度这一效应会消退。 联储可能在2季度更谨慎一些，但区分这些暂时性因素并不容易。

20000428 GS Daily Fed Likely to Step Up the Tightening Pace 近期较强的工资数据，让我们认为五月份可能加息50bps

20000428 GS UEA Monetary Policy in an Investment Boom 1季度ECI报告显示工资快速上升，这是很大的surprise。 "Fed需要加息。如果当前增长源于生产率进步，那么均衡利率本来就要提高；如果当前增长源于投资泡沫，即过于乐观的预期，那么也需要紧缩。所以加息肯定是对的。

现在真实利率仍然低于1998年的水平，还是太宽松了。" 看空债券，加息比预想的要多。

20000428 JPM\_Global\_Data\_Watch\_U\_\_2000-04-28\_20000428 当前经济好、失业率稳定，并不是一个稳态，这是因为失业率是略滞后的，1季度高增长意味着失业率会向下突破4.0%。 1季度是高增长、高通胀，这要求联储加大力度紧缩。预期五月份加息50bps，到8月份加息100bps。

20000501 BCA, The Bank Credit Analyst, A Wake-Up Call for the Fed "过热迹象愈发明显，核心通胀走高，显示金融条件仍然过松，联储加息步伐预计加速。我们认为softlanding仍是基准预期，这是因为如果经济有衰退的趋势，联储会激进地降息来避免这种情况（但联储并未在2000H2激进降息，在2001年初，BCA已经说联储降息太晚了）

[过热迹象愈发明显] 通胀压力显现：Dun & Bradstreet Business Expecatations: selling prices, Phi. Fed Price Received, NFIP planned price hikes, NFIB reported price changes等一系列指标反映通胀压力向上。即使股市近期大幅波动，但消费者信心依然保持高位，仅仅是从非常高的位置有所回调。股市是联储是否加息是否到位的关键指标，当前Wilshire仅仅比历史高点低了9%，比一年前还高8%。

[M&A繁荣的含义] 过去100年一共有4次M&A boom，最后都以衰退或股票大幅下跌来结束，本次也许结局会稍好一些（事实上也很差）。第一次M&A Boom是1898-1902，这次兼并重组热潮奠定了美国现代经济的结构，接近1/3的美国大公司消失，主要是水平兼并，最著名的例子是1901年785加钢铁公司合并成为美国钢铁公司。第二次M&A Boom是1926-1930，水平垂直皆有。The roaring 1920s伴随着巨大的乐观情绪。第三次M&A Boom是1966-1970，主要是集团化，这是因为最新的反垄断法案等抑制水平和垂直兼并。第四次是1984-1989，主要是垂直兼并，著名的例子是1982年Bill Simom对Gibson Greetings的Leveraged buyouts,获利颇丰。LBO主要是垃圾债来融资。第五次是1995年以来的，本次溢价很高。本次兼并重组是防御性的，更多的是为了生存下去。" 股票市场虽然有大幅波动，但乐观情绪本质上并未改变。令人吃惊的是，当前仍然没有大幅资金撤出股市的迹象。

20000505 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Th\_2000-05-05\_20000505 就业数据并不超预期，但是其强劲程度确认了进一步加息的必要性。NFP表现强劲，工作时间在加速。 劳动市场数据让5月份加息50bps板上钉钉。我们预期到八月要加息到7.25%。

20000510 GS Daily Unem ploym ent Ra te Proba bly M odes tly Below NAIRU 当前失业率比我们估计的NAIRU——即4.5%——低0.6pp，这意味着CoreCPI每年上升0.3pp，并不大，不必对通胀过度悲观。跟1987/88比较像。

20000510 GS U.S. Research Viewpoint The Pocket Chartroom Focus on the Fed. 短期当中，对联储继续收紧的担心可能有所减弱，这是因为二季度增长边际放缓，由于一季度温暖天气提振效果的消退，此外3月份的shocking CPI也可能不再重复，所以对高通胀的担心可能边际消退。 "当前债券市场和股票市场参与者对格林斯潘的信心反而导致了Fed不断加息。当前长债的premium极低，这反映了市场对联储的信心。

我们不确定股市对高政策利率的敏感度如何。但是从历史上看，高利率是抑制经济的主要途径，当前盈利较强，而且我们的股票分析师也对美股乐观（这些支持GS对股票的乐观看法）"

20000511 Fed Greenbook "当前的经济expand impressively，从1999H2以来几乎没有减速。对应的失业率刚刚低于了4%，这是30年来的首次。

股市Wilshire 5000在去年12月以来区间波动。尽管Q1的盈利不错，但股票下跌。我们预期未来差不多也是如此。在这种情况下，我们预计经济在2000H2略高于4%，在2001年在3.5%左右，而失业率在2000-01基本不变。由于外需较好，这要求内需要进一步放缓。

" 我们由此提升了通胀预测。 考虑到更大的通胀压力，我们提高了对FFR的assumed path. "我们project长端利率在未来更多的上升。我们预计持续的劳动力市场压力将让投资者不再对短端政策利率peak保持乐观，所以曲线也不会像他们之前想的那样平。

股票市场，有人说4月14日是""The Day that NASDAQ Died""，这可能夸张了，但市场更多的提及PE，这说明市场多了一份清醒。我们对股票走势是非常不确定的，因此最后对各种股票走势路线做了假设。"

20000512 GS UEA The Fed Planning for the Worst, Hoping for the Best "增长到底能有多快，失业率是最终的仲裁者——Ultimate arbitrator.

过去六周，由于股票下跌，高盛金融条件上升了1pp，这大约在2001年拖累增长1pp左右，给定其他条件不变。

因为金融条件不够紧，因此许多本应该被紧缩的部门其实表现良好，包括housing starts, moto behicle sales, consumer confidence 消费者信心，以及股票市场。

（根据数据算出来的，金融条件都不够紧。但实际上经济在Q2开始失速，紧接这纳斯达克泡沫的破灭）" "货币要继续收紧多少，取决于两个问题：1.联储认为需要多大程度上收紧货币，这又取决于联储是否认为失业率已经太低。2.股票是否下跌，长债收益率是否上升。

要知道，历史上很难significantly push up失业率的同时又避免hard landing." "市场预期未来12个月FFR升至7%，这比历史经验要低得多。

历史经验表明，股票对利率是高度不敏感的，股票的杀手是高通胀。当Fed把通胀控制住的情况下，股票反而得到支持。

（很有趣，ffr的市场预期是要加息，但长债已经走弱）"

20000512 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Gl\_2000-05-12\_20000512 "全球增长可能peak在Q1.近期全球金融条件广泛收紧。

企业credit markets流动性明显下降。HY的收益率上升了50bps，credit spreads明显上升，债券发行下降。在1998年秋天的流动性紧缩是当时Fed降息的关键原因。当前Fed降息的可能性在近期当然没有，但流动性是联储进一步紧缩的重要考察指标。" 股市的变动分为三个阶段。第一阶段，到3月10日截至，全球股票大范围上涨，Nasdaq在5049触及定顶点。这一阶段的金融表现持续利好当前增长。第二阶段，Nasdaq大幅下跌，但old economy的表现尚好，甚至high grade bond rallied，因此金融条件尚未大幅收紧。第三阶段，从4月中旬开始，全球股票和债券普遍下跌，其触发因素是三季度CPI和PPI报告非常差，工资上涨，引发通胀担心。

20000516 Fed Transcript "Reinhart：当前信号已经很清楚，劳动力市场已经不可持续的太紧，需要失业率的上升来抑制通胀。生产率的进步仅能延续日子，但不解决问题。但问题是，历史上从来没有“失业率上升”不导致衰退的。我们注定衰退吗？首先，简单宏观模型表现，softlanding是有可能的。但我们的模型实际上总是无法捕捉经济的“非线性”。非线性可能来源于银行体系的坏账，抑制投资，以及房地产。我更不乐观的是股票。我们在Greenbook中假设了股票大幅下跌，但模型输出结果却是softlanding，这可信吗？消费者信心波动性很大。当然，之前的财富效应似乎有限，因此未来股票大跌的拖累可能也有限。最后，利率上升有滞后效应，这一点也有不确定性。我们担心会紧缩的太多、太久，但这又反而是过去紧缩的太少、太慢的后果。总体来说，当前的情况是，slack已经很少，通胀压力大，我们不能任由市场来进行紧缩，我们需要参与进去。如果年底升息到8%，则可以抑制通胀，但会导致growth recession。虽然最后收在8%的时候模型也不产生衰退。

Minehan:如果把利率最后保持在7.25%，这似乎给我们一些保险，以对抗经济下滑的非线性。

Prell:我们不应该对这些数字太认真，特别是长期模拟。然而对于当前情况，7.25%并不能抑制通胀。（虽然Reinhart和Prell，这些经济学家意识到推高失业率在历史上引起衰退，但另一方面，却也看到眼前的困难，那就是如果不紧缩，通胀下不来）

Meyer：近期的一个重要变化的预测偏差。过去一直以来的增长强于预期、通胀低于预期，现在不再如此，增长跟预期一样强，而通胀现在符合预期或者比预期更差。" "（各个委员均表示对通胀近期上升势头比较担心）

Stone:我们是否已经behind the curve? 比较好的一点是，调查的通胀预期尚未上升。我们尚有机会阻止通胀真的变成通胀预期。（换言之，尚未behind the curve）" "格林斯潘：我认为应该加息50bps。让我不担心的理由是，生产率仍在加速。Staff估计的productivity是1.5%，我一点也不信，看看盈利就知道了。我们当前应该吃惊的不是通胀上升，而是通胀认为上升(?)。虽然工资上升，但价格没有上升，这是生产率进步。

我认为我们刚刚开始进入，或者已经进入了新的长期阶段。（找不到出处了）" "Prell:我们跟资本市场的看法有一点不同。我们认为长债收益率会上升。债券投资者没有意识到通胀的上行风险。

Broaddus:通胀预期的上升让我不安，最近长债收益率的上升也反映这个情况。

格林斯潘：我认为当前的情况与过去有不少变化，当前情况下，真实长端利率必须上升，而且它在过去几周确实在显著上升，因为总需求在上升。"

20000519 GS UEA The Dark Side of the Brave New Business Cycle "Dudley首次明确提出了2001H2或2002年的Hardlanding的可能性。

对于股市的上升，不能完全归结为泡沫。两个原因，第一是持续的盈利增长以及经济增速上升，第二是较低的周期性。在过去18年里只有4%的时间是衰退，而1983年前则是25%的时间在衰退，这降低了股票溢价。（这是样本选择偏误）

但是，我们认为有3个原因将导致硬着陆。

第一，对未来盈利的预期过于乐观。当前投资者仍然预期未来盈利每年增长15-20%，远高于5-6%的名义GDP增速，这不现实。此外，PE也不会继续上升。两个因素叠加，股价上升速度应该会让投资者失望。这导致了Investment Boom bust cycle.

第二，高涨的股价在经济中产生了不平衡。居民储蓄率太低，未来储蓄率回升将导致经济压力。

第三，失业率已经太低。历史上，从来没有失业率上升0.3以上以后还能不衰退的。如果Fed认为需要将失业率推升到4.5%或者5%以上，这意味着衰退大有可能。

我们现在首次开始担心late 2001 or 2002可能硬着陆。Up to now the ride has been great, but now it will probably become a bit bumnpier.

（Dudley的逻辑是没问题的。但timing上有问题。事后来看，似乎在2000H2就开始有迹象，在2001H1就开始发生了）" 最新的CPI报告尚好，比3月好一些。 我们对下一次50bps的加息的时间点尚不确定。

20000519 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Th\_2000-05-19\_20000519 如果联储把通胀压回2%的水平，给定潜在增速是3.5%的话，这要求在未来两年平均增长2%，这冒着把经济推入衰退的风险，联储如何打算的，我们不得而知。 "美国通胀当前不高，但会继续升高。第一步是大宗和油价上升，近期的通胀上升主要是前期大宗和油价上升的pass through，这些大宗上升是全球动能好转的标志，不能简单被单独考虑。第二步是工资上升，企业盈利下降，推高产品价格。预计2001年Core上升至3%以上。

Fed紧缩措施甚至可能短期加剧价格上升压力，因为会导致企业盈利下降，推高产品价格。" 联储会继续在6月份加息，可能背对背的加息50bps。联储已经不再采用渐进的办法，在1995年以来始终是渐进的办法。

20000525 GS Daily Stock Market Resilient to Rate Hikes 历史经验表明，加息的前两年，股票市场表现较好。当前的股市表现甚至好于历史的规律。（这个规律不对的原因是，本次股市主要有tech bubble主导）

20000526 GS UEA Financial Conditions Tighter, But More Needed 当前增长数据仍然强劲。 当前金融条件收紧的程度不够，所以不足以改变我们对联储政策的预期。仍然预期今年会加息50bps。

20000526 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Gl\_2000-05-26\_20000526 我们仍然预期今年夏天联储会加息75bps。联储在怎样的条件下会停止加息？没有一个单一指标可以回答。以下是四个观察角度：1.金融条件是否收紧？当前borrowing rates刚刚像1994年那样收紧，对新经济的资本流入也放缓。后面要关注债券发行和IPO是否放缓。2.需求是否放缓？居民消费过于波动，难以参考。可靠的两个角度，一是利率敏感行业，包括housing starts和auto sales.,二是看jobless claims需要向上走。3.供给冲击是否仍然较好。4.通胀的领先指标指示通胀下降，例如NAPM（即ISM）的价格指标，hourly earnings等。

20000601 BCA, The Bank Credit Analyst, An Old-Fashioned Monetary Squeeze "5月份的消费者信心说明货币条件仍然没有紧到可以让经济走弱。联储在未来半年要继续加息50bps。通胀虽然上升缓慢，但明显在走强。这是很传统的节奏，联储将加息让经济放缓，也许需要几个季度的2%的增长。股市也因此下跌。但我们偏向于可以实现软着陆。

[紧缩距离结束还远] 当前不平衡已经积聚较多，通胀确定性的在上升趋势，联储已经没有不紧缩的理由。5月份的加息才是刚刚开始。对于到底需要加息多少才算足够，这个我们也不知道，可以观察股票市场。加息通过两种方式抑制，第一是信贷可得性和信贷成本，这个渠道已经开始工作，垃圾债市场已经dry up，银行信贷标准也收紧。第二是影响预期和信心，这个渠道还没有开始，五月份消费者信心高涨，投资品订单也在上升趋势中虽然边际上有一些回调。

以往加息周期平均要加275bp，当前仅加了150bp。另一个拇指规则是，FFR要高于名义gdp增速，这意味着ffr要再上升150bp，当然，由于我们假设股市在这之前会下跌，所以也不至于要再上升那么多。有人认为通胀压力当前没有那么强，所以不需要加那么多。但是当前是其他非平衡更严重，例如储蓄率低，因此加息的必要性又边际增加一些。当前的ffr市场预期偏低。

一个重要的信号是，股票市场的广泛下跌，意味着加息进程步入尾声。

企业盈利将承压。Phi. Fed的price received和price paid粗略的领先margin大约12个月，显示margin将收缩。

[联储的赌博可以实现软着陆，但风险很大] 或者说，联储会犯错误吗？历史上，1995年曾经实现软着陆，增长从4%降至2%，1994年积累的通胀压力并没有真的实现为高通胀，股市走弱但避免了熊市，但债券市场大幅崩盘以至于导致了一些重要的金融风险事件。1983/85年也曾软着陆，ffr从8.5%升值11.5%，经济放缓，避免了核心通胀走高，股市下跌了14.5%，债券先熊后牛。1990年要不是海外战争也许联储会再度实现软着陆。

当前没有理由认为联储不能实现软着陆。格林斯潘knowingly不会重复日本决策者的教训，对资产价格下跌对经济的风险保持警惕。但关键词是knowingly，因为联储可能准备好了让股市下跌至少15%，这是一个赌博，赌能够在正确的时点介入，既避免硬着陆，有保证足以抑制通胀压力。

经济下滑的速度有不确定性，一个关键因素是储蓄率修复的速度。如果逐渐修复，就问题不大。总体上，我们认为有60%的可能实现软着陆。" "低配股票。股票市场由于流动性收紧将继续承压，盈利也会放缓。技术指标上，没有股市已经跌到底部的迹象。

债券市场继续高配。

[股票市场乐观情绪尚存] 由于牛市已经持续了18年，所以当前市场仍然乐观并不难理解。但基本面决定了联储会成功将成功让增长放缓并让盈利大幅下降。更高的利率与恶化的盈利将给股市带来更多波动。即使是软着陆的情形，也不能避免资产价格大幅波动，就像1994年债券市场一样。现在的股市投资者大部分似乎并不fear the fed。"

20000601 PIMCO NAIRUs Valentine \_ PIMCO "我深信我们经历了生产率进步。在这个进步过程中，股票始终上涨。但是当进步结束时，股票将达到泡沫。

我们可以用传统而简单的理论来思考当前的联储利率应该调整到多少，其核心是NAIRU现在已经降到了多少。有三个规律：1.Gordon/Blinder估计，当失业率比NAIRU低1pp，核心通胀每年上升0.5pp。2.Okun's law，1pp失业率的上升需要GDP增速下降2pp。假设new NAIRU是5%，而现在失业率保持在4%，则要求GDP增速下降到2.5%——当前估计的潜在增速是3.5%——保持两年，则失业率会升至5%。上述组合意味着，核心通胀在未来两年peak到3-3.5%，增长放缓到2.5%，失业率回升至5%。3.再考虑货币政策，Taylor Rule，当前估计的均衡利率是5.5%,如果当前NAIRU是4%，则利率不用变了。如果NAIRU是5%，FFR需要上升至8%。当前的FFR，6.5%，对应的NAIRU是4.5%左右，我认可这个。但有联储官员认为NAIRU接近5%。

我对未来两年经济看的很淡，是stagflation的前景。

另一篇PIMCO的文章，当前美国是金融市场驱动经济，而非经济驱动金融市场。"

20000602 GS UEA A Soft Landing 'From Below ' Mission Impossible "经济正在放缓。5月份就业数据极差，但3个月平滑以后还好。Home sales和Construction outlays也比4月低，但是从高水平落下。总体而言，当前的放缓仍不足够最终稳住通胀。

过去一百年的历史上，就没有提升失业率以后可以避免衰退的。但现在经济发生了结构性变化，过去过去的扩张打破了许多经济规律，""never say never""，联储也许有希望实现这个不可能的任务。我们在两周前介绍了硬着陆的风险，我们这里也提供三个软着陆的支持理由：1.生产率进步，均衡增速更高，这也提供了更多的增速放缓空间。2.housing更加利率不敏感。3.Inventory management has improved.4.金融市场更有预见性，例如近期数据走弱，则市场利率下降，且股市上升，反映了市场准确预计了联储降息的放缓。

不过，历史上的softlanding以后的失业率仍然是继续下降的，也就是说Fed只是把经济增速放缓到更为适宜的水平，让失业率不快速下降，此即softlanding。在失业率已经低于NAIRU的情况下，Fed并没有成功的实现softlanding。（让失业率softlanding，但很难让增长softlanding）

货币紧缩是需要时间来显现的。历史经验表明，从加息到失业率触底需要21个月平均，最快的一次是1981年，但那次加息较猛。货币政策时滞是因为对利率敏感部门的影响有时滞。新开工在加息10个月以后触顶，汽车消费在17个月以后触顶。信心的触顶也需要时间。" "考虑到这些走弱的数据，我们认为在6月份联储会保持利率不变，除非通胀数据超预期的高。但更长期来看，我们依然认为明年利率会升至7.5%。金融条件仍然不够紧，仅比去年中开始紧缩的时候上升了0.5个点而已。

我们认为均衡失业率是4.5%." "虽然经济放缓，但股市却表现较好。

近期债券市场收益率下降，债券投资者认为经济货币的放缓是联储加息的结果，因此会持续下去。但我们认为天气起到了更大的影响。（又一次输在天气上）"

20000602 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Th\_2000-06-02\_20000602 就业数据很差，与NAPM即ISM一致，6月份大概率停止加息。

20000609 GS Daily The GSFCI The Right Tool for a New Monetary Regime "The Goldman Sachs Financial Conditions Index (GSFCI)是一个合适的货币政策参考工具指标。有几个特点：

1.1990s GSFCI对增长的预测力很强，抓住了关键的货币政策传导机制。2.有四个分项：real 3m LIBOR, real A-rated corporate bond yiels，Trade-weighted Dollar Index，Equity mkt cap/GDP ratio. 3.GSFCI每上升1pp，未来增长下降1%。4.100bps的超预期FFR上升导致GSFCI上升1pp。

当前需要联储进一步收紧金融条件。"

20000614 GS U.S. Research Viewpoint 近期增长数据走弱，市场认为这归功于Fed紧缩，由于数据弱，市场预计跟少的加息，这反而导致了股票走强（但幅度不大）。

20000616 GS UEA US Eco Analyst An Historical Perspective on Technology and Investment "虽然近期增长走弱，但3季度增长会回暖。因为近期都是天气相关项目走弱，例如construction, sales of building meterials, restautant receipts.

我们认为近期的IT investment boom还会继续传导到全体经济中，这好像1870-91年的铁路建设一样。"

20000616 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Fi\_2000-06-16\_20000616 许多指标放缓，但capital spending尚好，特别是tech方面尚好，因此增长可能在Q3反弹。

20000621 Fed Greenbook "增长特别是就业指标走弱，点燃了市场的希望，市场认为Fed的加息已经产生作用，未来加息将放缓。我们认为这太乐观了。虽然我们认为近期增长会继续放缓，但这是暂时性现象。NFP弱，但jobless claim仍好。

近期消费走弱，但信心稳健。当前的放缓，我们预计在未来劳动力市场仍非常紧。

房地产市场突出体现了货币收紧的作用。单户开工显著下降。但就业和财富效应仍在支持housing需求。投资方面强劲，特别是tech相关。

我们对中期增长预期稍微调低一些，但外需看的更乐观一些。" 依然预计CoreCPI处于上升趋势中。 "油价的上涨超预期，OPEC已经增产了，这可能源于全球需求较强。

长债收益率在过去六周下降了0.25-0.5pp，我们认为未来这些都会涨回去，甚至更多。

依然预计美元未来走弱。"

20000628 Fed Transcript 13 "格林斯潘: Staff对NAIRU的估计是5.25%，这是一个非常非常关键的假设。如果NAIRU真的这个，我们已经低于NAIRU很久了，早应该看到通胀，但并没有。（下面这句话很直接了）如果我相信Greenbook forecast和Bluebook forecast的话，应该说我们已经well behind the curve了，我对此并不相信。

一个关键点是我们是否仍然处于技术扩张的过程中，如果是的话，投资的事前回报仍然很高，这导致投资高增长，并吸引资本流入支持贸易逆差。在at this late stage in the business cycle,有如此高的投资着实impressive。

格林斯潘的货币政策观点：当前经济有所走弱，这一点毫无疑问。一般来说，可以通过观察经济惊喜来考察近期走势，近期不少指标弱于预期，这说明sth. significant在发生。Housing在走弱，mortgage rate开始发挥作用（G说因为平坦的收益率曲线，没看懂）。汽车销量在走弱，汽油价格是一方面，但还有其他原因。消费的走弱是相对确定的，weekly chain store数据近期也是走平。在消费终端需求走弱的情况下，old economy也会走弱，我们可以看到钢铁产量和价格都走弱。如果不是underlying high-tech momentum，我们现在已经进入了典型的那种开始思考衰退风险的早期阶段。

当前衰退的信号被掩盖了，这是因为我们没有看到生产率的显著恶化。当前是二阶走弱，但尚未有定论。股票的长期盈利预期，无论是新经济还是旧经济，都很好，这个盈利预期可能反映了企业管理者的观点（格林斯潘怎么能相信这个盈利预期？因为和投资是对的上的）。投资依然强劲，这些本质上说明事前的资本回报率依然很高。美国的资本回报率高，这是支持强美元的原因。

Staff的一直以来的预测是生产率会走弱，这导致即使经济走弱时失业率也在下降，进而提高通胀，但这并没有发生。我认为有另一种可能情景，即劳动生产率在上升，在经济走弱时，失业率会上升。（格林斯潘相信第二种情景）

当前的走弱与货币政策有关，但也可能有其他原因。fixed rate mortgages上升对housing的影响是毫无疑问的，但汽车销量下降可能与油价有关。当前的不确定性较强，我建议按兵不动。当然，我们应当在声明中表示担心通胀上行风险。站在当下，我认为加息进程已经结束的可能性尚小于50%，当然这个可能性已经比过去提高了很多。（后面有不少governors表达不同意见，偏向于加息，但没有投票反对。能感觉到本次会议的分歧还是不小的）" Ferguson：长期通胀预期没有明显上升，所以我们至少有一些空间。 Moskow：我们开了一次研讨会，学术界的人认为我们在1999年和之前过于宽松，当前紧的不够，而business economists感觉当前已经挺紧的，当前经济数据走弱很大程度上源于此。此外，大家不知道Fed的通胀目标是啥，对此都很困惑。

20000629 GS Daily The Time Pattern of Weather Effects on Activity 我们考察了历史情况，当冬天温暖的时候，1、2月经济增速温和上升，4、5月显著走弱，7、8月温和回升。如果下一步的6月数据、特别是7月增长数据不佳，这说明经济内在动能显著走弱了。

20000630 GS Daily More than a Whiff 最新的CorePCE deflator高升，这会提高加息压力。

20000630 GS UEA The Fed On Hold For Now, But Keeping Its Options Open housing sales反弹了，消费者信心在高位。更紧的货币政策是适当的。 更紧的货币政策是适当的。 我们预计8月份联储会加息。这是因为当前增长主要受天气因素暂时拖累，Core inflation将继续上升。 继续看空债券。

20000701 BCA, The Bank Credit Analyst, Economic Growth Has Peaked, But… "经济已经触顶，但过几个月可能再度体现韧性从而让联储再度加息。

[经济触顶] 广泛证据表明经济活动走弱，包括就业、零售、housing、工业生产，LEI也回落，原因有高利率、高油价以及股票下跌。尽管如此，我们怀疑如果没有进一步的加息，经济可能仍然高于可持续的增速，即引发通胀。

联储政策的关键是要让消费走弱，消费和信心在春天有触顶回落迹象，但我们怀疑在财富和仍然稳健的劳动力市场面前，消费会再度回升。

非美经济体也出现了广泛的走弱。这边际上减少了美元崩盘风险，反而降低了美国经济硬着陆风险。

[经济与市场的角力] 联储已经成功的让信贷更贵且更难以获得。然而，当经济走弱迹象产生的时候，股债市场都rally了，信贷可得性恢复。但是，除非资产价格走弱，否则联储最终要加更多的息。

"

20000701 PIMCO Playing Solitaire With a Deck of 51 \_ PIMCO "宏观研究的三个层次：1.using computers to crunch the numbers,identifying patterns in data. 2.""big ideas"" guy, conceptualizing changes in patterns of data. 3. Identify changes in data regimes.

市场过去对于New Economy还不够相信，现在已经相信，并且热烈讨论New Economy的样子将是什么。我更关注""进入""New Economy的过程中的cyclical特征。我非常困惑，为何市场觉得只要联储紧缩的""刚刚好""，就可以真的softlanding。在我看来，从学术分析上就可以看出，the first cyclical landing following a secular productivity shock is hightly likely to be sour, not sweet.

货币政策有滞后性，为什么？与劳动力市场有关。Labor ain't stupid, but rather adaptive. 考虑下述公式：

Prices(t) = Wages(t) - Productivity(t) = Unit Labor Costs(t)

Wages(t) = Productivity(t-1) + Prices(t-1)

-> Prices(t) = Prices(t-1) - ( Productivity(t) - Productivity(t-1) )

即技术进步导致通缩。当然，技术进步也可能导致企业利润上升，例如：

Prices(t) + Corporate Profits Margins(t) = Prices(t-1) - ( Productivity(t) - Productivity(t-1) )

不过，无论是价格下降，还是企业利润上升，对股票都有利，前者降低利率提升PE，后者直接提升E。但问题是，一旦技术进步结束，在最后一个环节，工资仍然有滞后性的上升。此时必然导致滞涨性的cyclical landing。这是无法避免的。此时，如果Fed进一步紧缩需求，只会让landing更差，因为紧缩需求会压制企业margin。而且从统计上看，productivity和final sales是高度同步的，因此紧缩需求其实伴随着productivity的下降，单位劳动力成本上升。

我的观点是: A period of stagflation is a necessary final inteeregum to the secular New Economy.

当前都在讨论通胀目标制度，但明确的建立这个制度，将导致hard to institutional ignore rising inflation. 当前最好的政策是""despite adverse price data"",仍然不紧缩。格林斯潘在1995年做到了，不过当时有生产率进步的帮助。当前格林斯潘也应该如此，但人性让他难以做到。

虽然我们永远得不到宏观经济的truths,但至少 is a path to avoiding the silly money-losing habits of the consensus.

(此外，productivity growth的波动和需求的波动基本一致。所以这个productivity的概念到底是什么，存疑）"

20000704 GS Daily Where We Stand Versus Consensus 当前对增长的预期分化较大。市场普遍预计到2001年中增长平均在3.3%左右，我们偏乐观 对通胀的普遍看法是继续上升。

20000707 GS Daily Bloodied, But Unbowed 当前市场对联储已经结束加息的看法越来越强，我们反对这一观点。通胀还在上升。 看空债券。

20000707 JPM\_Global\_Data\_Watch\_G\_\_2000-07-07\_20000707 "美国6月份数据走弱，就业数据反弹很弱（下个月更弱），NAPM（即ISM）继续走弱，消费数据显示不好。但由于天气效应，预计Q3会好一些。

欧日增长尚好。这似乎暗示着全球expansion对美国的依赖在减少。

当前美国增速下降主要是unwinding of consumer spending binge，实际上资本支出、出口都很强（retail在1999-2000H1特别明显的上行，之后下来的很快，而且领先NFP，这个pattern应该是可以被提前看到的，为何被影响那么大？为何被忽略了？）

截止至今，唯一确定恶化的是NAPM（ISM）。但这个指标与工业产出的关系似乎现在也不稳定。（其实挺稳定的）" 八月份预计不加息了

20000712 GS Daily Seasonal Adjustment Problems Could Have Held Down Job Gains 近期就业走弱是天气因素。

20000713 GS Daily Top Ten Market Movers A Return to Conventional Patterns 今年上半年，主要是股票市场drive了债券和外汇市场。

20000720 GS Daily Rise in Claims May Be Due to Timing of Auto Plant Shutdowns 近期job claims是auto shutdowns，暂时因素，一般在6、7月就开始了，到8月claims会显著下降。（疯狂使用暂时性因素）（如果同时用了两个暂时性因素，要非常警惕了）

20000721 GS Daily Greenspan Testimony Relatively Dovish, Leaves Door Open 格林斯潘释放鸽派信号。格林斯潘认为：1.金融条件已经收紧，股价下降，previous buildup in the stock of household durable goods，真实利率上升，油价减少了1%的真实收入（全球需求升温通过油价自然抑制了美国增长）。暂时性因素的解释是敷衍的。2.近期仍有迹象，生产率进步并未放缓。3.失业率可能无须上升，就可以稳住通胀。（格林斯潘的观点是生产率进步会继续进行下去。为什McC已经认为生产率进步结束了呢？是因为bubble吗？） 我们不同意格林斯潘的看法，我们认为明年还要加息100bps，因为当前失业率太低了（对NAIRU的看法）

20000721 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Gr\_2000-07-21\_20000721 给了一个股市和real consumer spending的图，股市似乎指示消费反弹（看这个图拟合能力很强的，为啥错了？）（好像没错） 格林斯潘的讲话比市场预期的要鸽派。

20000726 GS Daily The GSFCI Is it the Level or the Change that Matters "按照格林斯潘的讲话似乎强调股市的变动，而非水平。我们认为level和change都重要，在1990s的样本中，level的系数更大、更显著。

在过去一年中，GSFCI的level基本不变，这暗示着未来增长above 4%。在1994-95，加息了300bps，而这次仅175bps，这是不足够的。

（这确实是一个争论）（事后来看，变动很重要，企业投资很快下来了）"

20000728 GS UEA In Search of the Elusive Mr. NAIRU 图很好。思考NAIRU与通胀的关系，分为两步。第一步，真实工资与失业率是负相关的，关系稳定。第二，真实工资增速=生产率增速的均衡情况，对应的失业率是NAIRU。根据历史数据，生产率进步到要3.5%,NAIRU才能降到4%。如果一般的假设生产率进步速度在2.5-3%之间，那么NAIRU是4.5%，这是GS的基准估计。

20000728 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Re\_2000-07-28\_20000728 消费的放缓是格林斯潘的关注焦点。其实投资还挺好。 全球股市正在放缓，但似乎没有前几年那样的危机，例如94墨西哥，97太过，98俄罗斯。

20000801 BCA, The Bank Credit Analyst, The Threat of a Monetary Squeeze Has Receded "进一步货币紧缩的必要性下降了，这意味着股市下跌风险减弱。

[货币进一步紧缩的必要性下降] 我们的LEI和我们的货币指标指示可以通胀压力下降了，这意味着进一步强紧缩的必要性下降。当前金融条件没有紧到我们最初预期那么紧的程度，消费者信心也在高位，但如下迹象显示进一步紧缩必要性下降：1.CB LEI已经失去动能，趋势已经类似于1995年的软着陆。2.BCA的 leading inflation指标走低。3.BCA的Fed Monitor边际走低。（三个指标，分别是增长、通胀和货币政策;其中BCA leading inflation index, Fed Monitor仅仅是触顶回落，就认为是信号了）。

当前经济放缓是广泛的，包括NAPM，NFIB小企业信心，housing/auto sales。但IT投资品订单仍在上涨。

[风险] 我们描述了一个比较温和的情景。风险是：1.通胀走高。当前消费者信心仍高，就业稳健，股市韧性强，可能继续把增长推回过热区间。我们认为在联储降息以前，这种可能性不大。2.经济进入衰退。衰退的指标包括LEI继续走弱，股市大幅下跌，但这要求联储在经济走弱的情况下继续保持偏紧的货币（事实上确实如此啊，一方面是联储不急于降息，另一方是企业投资、就业开始恶化）" "我们把股票看法从偏空调整为中性。未来股票的回升需要等到货币宽松，这还早着呢。

债券在这一段时间受到相反力量的影响，一方面是比较有利的供给条件，一方面是不利的周期因素，通胀风险。现在经济放缓继续有利于债券，而且低估值继续形成对通胀风险的保护，因此继续看多债券。"

20000801 Gavekal Quarterly\_Strategy\_Chart\_Book\_-\_3Q00 IT革命是切实存在的，从IP分项上可以看得很清楚。（但Nasdaq bubble则是从1999年开始的）（但我总是怀疑这种用结构性因素来进行周期性判断的套路）。 8月加息的概率很高。

20000801 GS Daily NAPM Report Most Useful in Gauging Non-Vehicle Factory Patterns NAPM（ISM）依然是指示非汽车工业生产的最好指标，即使IT boom以来，也基本如此。

20000801 PIMCO We Are All Principled Populists Now \_ PIMCO 联储开始认可mainstreet的生产率boom，却拒绝股市的bubble。 格林斯潘在议会问答中表示失业率稳在4%也是可持续的（在transcript里面也能看到，这一点标志着格林斯潘与Staff的显著区别，以及与GS/JPM的显著区别。在这里可以看到，格林斯潘还是领先市场，尤其是GS分析师们）（按照McC的估计，4.5%的NAIRU对应的当前利率就是中性的；但GS对应估计的结果是不一样的）

20000804 GS UEA A Kinder, Gentler Outlook "我们变观点了。生产率还在进步，但需求却不强。我们把三季度GDP增速调低1.3pp至3.3%，“Earlier weather-induced strength is occurring on a more protracted schedule than we prevously wxpected.”.但仍然预计2001年增长4%附近，因为金融条件基本支持。（根据GS自己的说法，其实是今天的就业数据太差，让它变观点了）。

(如果judgement call建立在暂时性因素上，当你错的时候，你也不知道为啥，因为暂时性因素本身是一种比较危险的解释。我记得这几个月GS给了好几个暂时性因素。当前，高盛仍然没有放弃GSFCI这个指标）" 当前4%的失业率增速可能接近NAIRU，近几个月联储都不会加息了，但我们依然预计2001年加息50bps。

20000804 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Ce\_2000-08-04\_20000804 The U.S. economy is slowing, not landing.美国经济增长从消费转向投资驱动，High tech投资仍然很多（这一点观察没问题，high tech是最后一个落下来的指标。换句话说，main street也许没有bubble，但wall streat有） 今天的就业数据表明，8月份不会加息。但以后还要加。

20000816 Fed Greenbook "整体来说经济仍在放缓，housing construction和汽车消费在放缓，就业和hours在下降。近期的债券收益率下降有利于支持增长。

消费，real disposable income growth pick up somewhat,这有利于支持消费。Imcome pickup是因为productivity pushing up the underlying trend in real income growth.(这个逻辑好像哪里见过？去看看图。后来错了吗？）" "金融市场投资者似乎愈发相信软着陆的可能性在上升，股票市场走平，预期加息结束和经济走弱互相平衡了。我们继续预期股票市场走平。

"

20000818 GS Daily No Evidence for General Inventory Problems 5月和6月的高库存并不代表7/8月会出现去库存导致的经济放缓。这确实引起了市场对被动加库存->主动减库存的担心。但我们觉得，当前inventory-sales ratios很低，而且主要集中于汽车行业。

20000818 GS UEA $50 a Barrel Oil, Anyone 我们认为油价有10%的可能上升至50美元的极高水平。（这个看多的timing简直了，就在这几周，油价进入了这几年的peak），四个理由：1.全球增长更快，2.冬天的季节性需求。3.油的超低库存。4.OPEC的限制产能大幅下降。

20000822 Fed Transcript 18 "格林斯潘: 由于消费走弱的经济走弱已经是共识。我们模型不能很好刻画的问题是居民的consumer goods库存。但是，也没有迹象表明，消费者在将经济拖入潜在不稳定的情况。

投资仍然强劲。再次引用了证券分析师给的长期盈利预测，并且认为这些预测基本靠谱。

通胀的加速仍然本质上只是一个forecast（这是客气的说法，格林斯潘不认为有那么大的通胀压力）" 我们已经进行了较多紧缩，但这些紧缩并未发挥理论上那么强的作用。当前经济走弱，但本来我们预期它会更弱，虽然并没有。我总结认为应当按兵不动。同时，我认为偏离对通胀的不对称强调是危险的。

20000825 GS UEA Smooth Sailing for the Fed 最新的GSFCI显示，其实从开始紧缩以来。（这个指数就没咋紧过。为啥最后还是衰退了呢？）（后来发现算错了！？）

20000901 BCA, The Bank Credit Analyst, Focus on What Really Matters "[从周期分析回到结构趋势] 当前的周期性通胀压力正在退去，那么结构性因素将再次成为主要矛盾（支持牛市，其实是转向赞同了七月份软着陆预期）。经济放缓是利好的，这降低了进一步加息的必要性。

这些结构性趋势是重要的，就好像在1970s看到高通胀，1980s看到通胀下行一样。

[低通胀] 在当前周期性压力下，实际的通胀迟迟没有明显起来，这是一个重要信号。1980s以来通胀下降的重要原因是央行的努力，但最近几年并不能归功于联储，因为货币是偏松的，通胀没有起来是因为IT革命。当前油价上升依然没有推高通胀是一个标志。经济将会放缓，几个标志是：LEI继续失去动能，居民收入稳在2.5%附近，居民消费也会朝着这个回归，住房汽车等利率敏感行业走弱，NAPM走弱。还有几个结构性因素：[IT革命继续] [竞争性的世界] [对股票的信念]

通胀上升是最大的风险。我们在过去几年一直担心通胀上升压力，但过去几个月我们改变了观点（看出来了），发现实际通胀迟迟上不去，我们的leading inf index开始走弱。

[股市崩盘风险有限] Again，加息压力消退，股市进一步下跌的风险有限（BCA是非常“传统”的宏观分析框架，从事前来看，是有道理的。为何错了？）。最具有投机性的股票已经大幅下跌，其中CBOE互联网指数已经下跌45%，但大的科技公司股票仍然估值过高。对于非科技股，熊市可能终于要结束了。

如果股市大幅下跌，联储会降息救市，让股市反弹。(为何并没有？）

注意到，股票市场的margin debt水平仍然很高。" "股票中性，但非科技股高配。

债券继续看多，虽然国债已经不再低估，但经济放缓将利好债券。"

20000901 PIMCO Romancing Easing \_ PIMCO "如果把我放在荒岛上只给我一个经济指标，我希望是PMI。在过去三年中，你可以从图中看到，当PMI降至50以下时，Fed都准备或者已经easing。最近的两次是1995年和1998年，这在当时给了极好的股票买入机会。当前PMI在八月份降至49.5。PMI是旧经济的指标。华尔街认为旧经济没那么重要（但McC有不同意见）。

PMI下降的含义是，联储的紧缩已经抑制了总需求。旧经济已经进入了库存周期的dark side。我的一个模型，是final sales的momentum，用yoy减去过去四个季度的yoy均值，即final sales的二阶变动。这可以领先Nonfarm Inventory Change 4个季度。而PMI则领先库存2个季度。" 联储是否会按照历史规律用easing来应对旧经济的放缓呢？The best forecast是FFR会保持不变，for many many quarters. 我不认为格林斯潘可以justify easing based Old Eco PMI model。 "关于交易：trading是beauty test，没有那么多value investor. Turning points are no longer generated by contrarian value investors, assuming they ever were, but rather by the fundamental consequences of the bubbles created by momentum investors.

当前市场开始赌Fed要放松，因为大家猜想其他人也这么想。但是从经济学家的角度，我并不认为格林斯潘希望再次看到NASDAQ回升至5000点。如果你下注Fed会放松，你会严重失望。"

20000906 GS Daily Changes to Our Growth Outlook -- Less Now, More Later 8月份数据太差，我们下修了2000Q3和Q4的增长预测1.3pp。但我们对2001年增长看好，金融条件有所转好。 但我们认为FOMC明年还是会加息。因为当时失业率太低，以及core会上升，油价也有压力。 资本市场当前预期2001年初easing，当较差的数据出来以后，实际上股票是rally的。（现在的争论是当前的经济放缓是否足以让通胀冷却下来，BCA认为是可以的，通胀压力不大；GS以及FOMC里面的鹰派委员仍然认为不够；McCulley则更进一步，认为联储需要宽松才行….）

20000908 GS Daily Retail Indexes Go Off Track Retail数据不一定准确反映consumer spending. 原因1，retailer仅占consumer spending的20%，且在下降。（GS用了暂时效应、季节效应和统计技术问题来试图解释。这种方式是非常危险的）（这应该叫做excuses，如果回头看到并不是这些问题呢？）

20000915 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Tr\_2000-09-15\_20000915 manufacturing output和jobless claims弱于预期，工业生产走弱反映了去库存压力，而非终端销售的走弱。

20000922 BCA.gis gissep00\_22so "大的图景是全球增长放缓，但央行没有easing的意愿。我们的领先指标指示经济继续放缓（不知道BCA的领先指标哪里来的），股票盈利会承压。经济走弱是央行紧缩叠加油价上涨导致的。（油价的上升背后可能还是需求，因为OPEC是试图增产的）

当前市场进到达了breaking point。更高的油价、盈利下调、股票跌，这可以进一步压低全球增长。当前较弱的增长是否已经足以抑制油价上升？或是，需要一次股票的下跌来阻止油价上升并开启央行宽松？（翻译一下，股票跌够了吗？增长是否触底了？）

对于第一个问题，有迹象了，当前增长可能开始抑制油价上升且可能转换央行态度。因此，我们预计2000Q4可能会有逆转。我们的基准看法是油价在30-35之间trade，全球增长不会继续恶化但也不会转好。此外，除非股票大跌，否则央行也不会宽松。（其实对于股票是neutral的，没有看到Q4的股票大幅下跌。Q4为啥股票大幅下跌，可能因为经济数据不行，那么经济数据为何不好？）（非常重视油价）

我们认为还有经济下行的惊喜，因此看多债券。

我们对油价的分析指出，全球经济可能正在朝向softlanding。（这个判断也是不对的）。除非油价上涨至40以上才会导致经济衰退。

(BCA提前看到了科技股票的泡沫，但没有看到科技股泡沫对实体经济——即消费、企业投资——的影响有那么大）" 当前的市场正在开始price in a soft landing.

20000922 GS UEA A Deflationary Oil Shock 最近油价上涨，但债券也上涨。这可能是因为债券投资者认为经济会走弱、股票会下跌。这种deflationary oil shock是否有道理？我们认为即使高油价最终抑制了经济，但也是先提高通胀和利率的。（这个逻辑是有一定道理的。我的理解是这个时刻债券市场对经济增长本身比较悲观，并不简单由于油价）

20000922 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Cl\_2000-09-22\_20000922 "美国释放了1mbpd Strategic Peroleum Reserve，释放30天。

全球工业增速正在放缓，而高油价进一步打击。

美国profits从此开始下降，这不仅是高利率和高油价，因为这些在一年前已经有了，而是增长放缓的结果。"

20000927 Fed Greenbook 当前的市场似乎开始确认经济进入softlanding（你看，也没加多少息，这已经进入softlanding节奏了，GreenB和GS错的一样离谱）。经济走弱，企业盈利可能会低于预期。

20001001 BCA, The Bank Credit Analyst, The Oil Shock "美国政府稳定欧元和油价的努力减弱了主要的经济和金融风险——高涨的油价本来是通胀的重要危险，但美国政府的用战略石油储备SPR来稳油价减弱了这种风险——全球disinflation风险高于inflation风险。美国经济正在软着陆，利率已经触顶。

[Oil Shock] 央行们没有accommodate高油价，这让调整的压力落在了企业盈利和可选消费上面，这将抑制股票，有利于债券。过去市场担心高利率，现在经济终于放缓了——部分原因是高油价——市场开始担心企业盈利和全球增长。

当前油价冲击与以往几次不同。1970s初的油价冲击以前，实际上已经有通胀上升趋势了，但油价冲击以后联储accommodate油价，实际利率在mid-1973到1975的真实利率进一步下降。在1970s第二次油价冲击时，联储已经明白了上次的错误，但仍然没能逆转通胀趋势。反通胀的努力改变了油价冲击效果，1999年开始的油价上升并没有伴随工业商品价格、债券收益率和核心通胀的上升。由于联储没有accommodate高油价，这让高油价更disflationary而非通胀性的。

SPR推出以前，市场担心油价涨到50以上，SPR有助于抑制投机狂热，但即使价格稳住，今年WTI也从去年的20涨到了今年的30.

[软着陆进行时] 各指标显示美国经济在放缓，但不至于对此担心。CB的LEI降低到100以下这个boom/bust line，ISM也在走弱，但当前还没有弱于1995年那次软着陆时的程度。失业率边际走高，但劳动力市场仍然紧张——消费者信心依然高企。IT spending继续boom，但未来预计随着整体经济而放缓。

值得担心的是消费，储蓄率水平低，高油价让消费者的非油类消费承压。消费者信心高企并不让人安信，因为消费者信心是一个同步而非领先指标。

放缓的增长，稳定的core通胀，加息风险下降。联储将继续保持偏紧的态度一段时间，但市场当前已经在预期降息了。2000年上半年的通胀压力很高，现在通胀风险不大了。

除了软着陆以外，有两种可能性。第一是经济再度走热，这一点关注LEI，除非LEI明显恢复。第二，衰退，但货币政策似乎没有紧到产生衰退的程度。当然，任何外生冲击都可能推向衰退，例如1990本来有可能软着陆，但油价上升把经济推入衰退。" "股票中性。盈利走弱将抑制股票，但流动性在缓慢变好，关注非科技股票。

盈利的走弱并不意外，但市场发现科技股盈利并不是对经济放缓免疫，这让投资者毫无防备、出乎意料，市场对Intel盈利预警的反应剧烈，显示市场对科技股票的预期还是太乐观了。当前科技股盈利预期和估值仍然太高。

（市场对科技股信念的真正破灭发生在2000Q3？似乎是的）

非科技股在流动性边际宽松的情况下获得支撑，但如果科技股大幅下跌，非科技股估计也会承压。非科技股的估值并没有不合理之处。

当前股票大幅下跌的压力比过去减弱了许多，因为不再面临联储紧缩的压力了。

看多债券。财政盈余方面将将继续支持债券价格。"

20001003 Fed Transcripts 10 "Stockman:当前最有说服力的放缓信号是劳动力市场。

格林斯潘：当前经济中除了油价以外，似乎没有特别严重的问题（格林斯潘本次主要讲油价，跟BCA的关注点是一样的）。油价可以冲击信心，现在有一些信心数据不够稳定。如果去模拟1973、79、海湾战争，我相信模型是不会produce the recessions. 能源价格的冲击可能是非对称的。对于模型的简单预测要谨慎。" 格林斯潘：建议按兵不动。通胀仍有上行风险，原因也与油价有关。

20001005 GS Daily Hope for Housing "housing似乎有转好迹象（利率下行的滞后效果，这个似乎很显然）

"

20001006 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Th\_2000-10-06\_20001006 经济放缓似乎已经结束（这个timing真的无比之差）。消费有所回暖，housing企稳，就业也回到均值。向前看，经济也很难回升。

20001010 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Th\_2000-10-20\_20001020 全球经济仍在放缓。美国的放缓从消费者转向了企业部门。制造业产出方面，ex Tech已经跌到了上次衰退以来的最低水平，qoq sa。居民部门开始受到低利率的支持，但credit spreads扩大，这会拖累capital spending。银行信贷条件也在收紧。（好像主要是HY）

20001013 GS UEA Inflation A Tale of Two Trends 近期股票大跌，债券大涨。三季度盈利报告低于预期，尽管宏观经济数据并没有进一步走弱。

20001013 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Ri\_2000-10-13\_20001013 股票大跌对retail sales的影响比较有规律，是负面的。对企业投资的抑制有不确定。企业投资是近期支持经济的关键力量。

20001017 GS Daily Growth Slowdown Could Be More Severe than Anticipated 增长的下行风险比想象的高。一方面是油价边际走强（但其实没多强），另一方面是股价下跌（为啥不再强调所谓level effect了？）硬着陆风险不大，因为当前通胀水平不高，联储不会容忍这样的硬着陆。

20001018 GS Daily Ex-Fed’s Prell Sees Upside Interest Rate Risks 联储前官员Prell来参与了conf call，表示利率有上行风险（实际上，在FOMC里面，格林斯潘并不buy Fed staff的观点。换句话说，Prell表达的确实只是自己的观点，他的观点并不影响格林斯潘）

20001018 GS U.S. Research Viewpoint 股票市场大跌，这并不是源自基本面恶化的什么新信息。在盈利报告期，监管者鼓励比较差的盈利报告首先报告。当前SP500比我们所估计的公允估值低了15%。

20001020 GS UEA The Capital Spending Outlook Clouds on the Horizon "我们开始担心企业投资在未来的走弱。企业投资是这一次扩张的关键、甚至是最重要驱动力量。Capital spending也促进了消费，不是通过就业，而是通过股市。

我们对企业投资的预测始终不及预期（有张很好的图），过去用资本利用率可以较好预测投资，但在1993年以来并不好使。 （高盛强调的主要也是银行信贷标准收紧，credit spread上升等金融条件）"

20001027 GS UEA The Consumer Key Linchpin in the Soft Landing Sto "Q3的主要问题是企业投资明显下滑，而三季度的消费回升却难以持续。原因1：居民真实收入与居民消费的gap很大，这在过去是因为股票财富效应支持低储蓄率，而低储蓄率是二战以来低点，另一方面最近有油价冲击抑制了居民收入。原因2：最近股票大跌。

但消费彻底崩掉的可能性也有限。因为消费者信心保持高位，金融条件整体上仍相对accommodative.

（高盛认为消费者储蓄率过低是softlanding的最大危险，但实际上，hard landing源自投资快速下滑）" 我们对消费和企业投资的可持续性都开始担心，因此我们在2001年不再预期联储加息。 当前市场已经预期2001年初降息，我们并不认可这个观点。

20001031 GS Daily Lowering Our Sights on Growth "我们不看好盈利增速，因为名义增长下降，但劳动力成本仍在上升，margin必须下降（这让我想起McC的评论，在劳动力成本滞后性的回升以后，或者要通胀上升，或者要企业margin即盈利下降，对股票都不是好事情。要知道，生产率进步是周期性的。还是那个根本问题，McC是如何判断生产率进步已经进入尾声了？以及那个bubble的判断。回头可以重新读他今年的文章。）

（企业盈利受到名义GDP的拖累，这是Q3开始股市再度调整的原因。名义GDP下滑既有股市泡沫破灭的原因，但更直接的原因似乎是联储的紧缩）"

20001101 BCA, The Bank Credit Analyst, Still More Downside in Tech Stocks "股市走势让硬着陆风险上升——科技股泡沫继续刺破可能引起企业和消费者支出大幅下降，当下金融风险较高——当下需要防御性投资。科技股泡沫仍未完全刺破。现在全球经济也在走弱。

[科技股还有下跌空间] Nasdaq/Wilshire5000仍处于泡沫水平，还有大量下跌空间，其节奏与历史上的重大泡沫是一样的，例如1922-35的Dow Jones, 1973-86的glod/silver，1982-95的NIKKEI，1991至今的NASDAQ。当前margin debt仍然很高，insiders正在卖出股票。

[股市下跌对经济的影响] 当前的股市下跌几乎关闭了IPO，而此时债券市场也很难融资，银行也在收紧借贷标准。融资的收紧将抑制投资，叠加盈利走弱，企业投资应该已经走到了周期高点。

截止10月，消费者信心仍在高位，但近期有走弱迹象。在1998年股市起飞以后，消费支出增速超过了工资增速，未来消费增速应该会回到工资增速水平，也可能向下有超调。消费的走弱很大程度上取决于企业解雇决定。Dot.com已经开始大规模解雇。密切关注企业的hiring intentions。消费者信心也要关注, 但它是同步指标而非领先指标。

硬着陆的风险上升了，但我们的基准估计仍然是软着陆，关键假设是美国经济韧性，企业继续投资

[金融风险事件可能发生] 股市下跌、经济放缓，这是financial accident发生的完美条件。有传言，投资银行在垃圾债市场亏损严重。" "联储的下一步政策是降息。NAPM、通胀指标均显示要降息。

但降息会滞后于经济放缓，而不会提前于经济放缓。当下央行仍然关注高通胀风险，而非通缩风险。这意味着通胀将保持低位。但市场已经预期在未来半年降息两次。" "我们前几个月调整股票中性显然太早了。向前看，非科技股也可能受科技股拖累。除非货币放松，否则股市很难大幅反弹，但货币放松在近几个月还很难看到。看空科技股，对股市建议防御性投资，关注非科技股。

建议高配债券，关注国债和高质量债券。未来几个月，10年国债可能涨至高估区间。

"

20001101 PIMCO Are You Long the Greenspan Put \_ PIMCO 虽然大选的主题是财政，但财政并不重要，当前最重要的是货币政策，不过现在的政治正确是不谈论货币政策。 市场仍然相信Greenspan Put,都在猜测联储何时降息来支持股价。我并不知道。我相信格林斯潘自己是很希望摆脱这个put。

20001108 GS Daily Risks of a Hard Landing Tied to Outlook for Productivity Growth 当前市场开始担心Hard landing。如果当前的美国经济完全是新经济的话，那就不用太担心硬着陆，因为生产率继续进步，投资也不会崩掉，股票市场表现也不会差。如果当前美国经济完全是旧经济的话，那么久很需要担心了，硬着陆难以避免。我们认为是两种之间的情况（McC比GS高出了一个境界。其实新旧经济的区分没那么重要，而是向新经济着陆的过程中，很容易硬着陆）

20001110 JPM\_Global\_Data\_Watch\_In\_2000-11-10\_20001110 "市场在担心硬着陆，我们认为这只有30%的可能。我们这里提供一个U.S. Hard Landing Watch。

如何提前区分硬着陆还是slowdown，有各种指标。

1.Jobless Claims是可靠的指标，从没给出过false alarm。Claims是growth的同步指标，而失业率会滞后一个季度。一般slowdown要claims上升15%，而recession要上升35%。当前尚在slowdown的区间内。2. Real durable goods orders，也可靠，但有时给出false alarm。而且本轮主要是担心投资是否下行。3.股市表现。4.债券市场Creadit Spread."

20001115 Fed Transcripts 19 "Stockton:标准的计量模型很难确定投资是如何受到利率影响的，但我们还是假设投资将受到利率走高的抑制。

格林斯潘:六周以来，最显著的两件事情是高油价和盈利走弱。一个关键问题是长期盈利是否下降？IBES显示还没有。这些长期预期是否real，我们不得而知。但至少没有下降。生产率进步可能继续强劲。当前的担心不是长期担心，是短期担心。油价的上升对利润的侵蚀是显著的。

Claims的上升很重要，与失业率指示不一样。后续两个谁朝谁去走，不确定（claims应该是领先的吧）

对于credit spread的强调，容易被过度强调。当前不是1998年，当时是突然难以卖出投资级债券。当然在当前的这种利差下，经济不会很快加速。" 格林斯潘：对于通胀数据，我们得到了一些没有预期到的情况。通胀预期没有变化，尽管油价上升。此外，TIPS指示的通胀补偿甚至下降了。这难以解读。 "我建议按兵不动，且建议继续强调通胀上行风险。即使我们真的相信风险是balanced，市场也不会真的相信这是我们的看法，市场在明天可能上涨，让金融条件过于宽松。换句话说，we cannot act without affecting the balance of risks itself（格林斯潘的这个想法被McC完全提前猜到了!)

(许多委员希望不再强调通胀风险，而是balanced view，但没有人投票反对）

（从这次transcripts可以看到，格林斯潘心底是不希望股票上涨的，到现在这个时候依然如此。）"

20001115 GS Daily The Wealth E "GS是这样估计财富效应的：两个比例，第一个比例是saving rate = saving / disposable income, 第二个比例是 wealth ratio = household net worth to disposable income. 在过去十年里，储蓄率下降了5.6pp,后者上升了122pp，两者做除法，可以得到每1$财富会导致4.6 cent of consumer spending.

（这个方法有点问题。股市的上升是否持续的抑制储蓄率呢？如果net worth高的一定程度，那么居民就不再储蓄？这在理论上倒不是站不住脚。wealth ratio有点像资本存量，如果资本较高的时候，就不再投资，主要消费，这似乎也说得通，即最后wealth ratio将稳定在一个水平上。但在短期，股市上涨导致的储蓄率降低是否只是暂时的，即股市只要停止上涨了，那么储蓄率会""跳""回最初的水平？这就是GS自己曾经的研究，是股市的level还是change更重要。GS这里的wealth ratio本质是股市的level值）（看看saving rate后来怎么样了？)"

20001128 GS Daily Jobless Claims Upturn Sign of Slowdown or Something Worse 当前jobless claim上高的速度和幅度均在历史上少有。下一步要密切关注。

20001128 PIMCO Uncle Uncle Alan Uncle \_ PIMCO "从联储的Minutes来看，联储并不满意当前的失业率。McC的理解是，联储承认当前失业率低，承认未来将低于潜在增速一段时间。要知道，“潜在增速”对应的水平就是保持失业率不变的水平。我认为，这正是联储希望要的事情——提高失业率。如果“提高失业率”不是联储的目的的话，它本可以现在就放松。要知道，没有放松的情况下，当前比较紧的金融条件将导致低于潜在增速。

典型的紧缩过程是:1.紧缩造成金融条件收紧. 2.导致总需求放缓，3.进一步导致利润下滑，信贷条件收紧，金融条件进一步收紧。4.企业部门招工放缓，解雇加速。5.失业率上升。

经济当前情况已经走过了第四步，即将进入第五步。事实上，如果是一个前瞻性的联储，并且对当前失业率比较满意的话，应当放弃紧缩。相反，如果联储wants更高的失业率，那么FOMC当前做的就是对的，继续从紧，直到失业率上升。

我的观点是，联储愿意冒着衰退的风险，其意愿比共识要更强。放松节奏会比较慢。当失业率足够上升以后，联储会开始放松，且将会放松很多。总体来说，我认为到2001年，失业率至少回升至4.5%，而FFR最少放松到5.5%。我说至少，是因为联储正在playing a very, very dangerous game.如果一个央行等到滞后性的失业率上升以后才准备ease，这面临巨大的引入衰退的风险。" 联储的easing要等到失业率真的提高以后再easing。 "如果现在买股票和HY债券，那就是赌联储easing，我建议要等到失业率真的上行以后再考虑买。如果我判断联储已经对现在的失业率满意的话，我会推荐买入风险资产。

（事实上，格林斯潘并不是想让失业率上升，只是他对新经济太有信心，偏鹰派了）

（Paul的这个判断是对的：联储已经behind the curve，跟9月份的文章思路一样）"

20001201 bca.bca bcadec00 "经济放缓刚刚开始，信贷条件的紧缩和盈利下降可能显著抑制明年的企业投资，进而拖累让消费也会走弱，放缓远未结束。软着陆正在进行，但硬着陆也有可能。Tech也会受到波及，IT orders会大幅下降。金融压力指数较高，可能出现金融风险。

[金融条件持续收紧] 所有的繁荣都是建立在低成本融资基础上，本次也不例外。即使企业没有盈利，但仍然可以融到很多资金，居民乐意借贷，而联储在Y2K期间还注入流动性。特别是Tech部门的融资成本极低。美国企业部门不再能够得到丰富的低成本融资，垃圾债市场几乎已经关闭了。此外还有银行信贷门槛收紧，企业也不能转向银行，而在1998年秋天credit mkt冰冻时，企业可以转向银行，当时贷款显著上升。

企业投资是支持美国增长的关键力量，叠加盈利下行，企业投资下行，而这又会进一步拖累消费者需求。（再补充PIMCO的观点，企业下行以后，失业，消费也会走弱）经济放缓远未结束。而联储仍在犹豫，这导致金融条件仍会继续收紧。

[金融风险上升] 金融压力正在堆积。BCA考察的指标例如credit spread，联储利率，relative bank share performance,股票和债券的发行额，market leverage, overall private sector debt, economic conditions and moetary policy. 在1994和1998年，问题主要在债券市场上，这一次的问题可能是股市，也许open up some major financial fault lines. 历史告诉我们，只有危机爆发以后，才知道杠杆加的多高。

[增长将加剧放缓] 信贷收紧、盈利下降，强美元，企业部门很脆弱。NAPM大幅下滑印证了工业活动走弱。首申上升、小企业hiring和capital spending下降说明就业开始要转差。当前消费者信心较好是因为就业尚好，虽然股票下跌。后面随着就业恶化，消费也会放缓。特别是当前储蓄率如此之低。Real consumer spending growth会回归到incomes，这意味着真实消费会从5%下降到3%增速。

Tech行业也不会免疫。NASDAQ指数是oerders for IT equipment的先导指标，这个行业很大程度上以来junk bond融资。IT投资在1999年贡献了GDP增长的25%，贡献了今年的30%。对于工业IP而言，如果剔除IT equipment，则在1998年以来几乎没有增长。其实Tech一直是一个周期性行业，但投资者给的估值太高了。对盈利的预期仍然非常乐观，虽然对本季度盈利增速已经从30%下调到16%。但对2001年的tech盈利预期却回升到23%，这是不现实的，整体经济在放缓。盈利与整体经济增速有关，也与生产率进步有关。我们认可当前仍处于生产率进步的过程中，但生产率进步也有周期性

预测盈利走势有两种办法：1.我们找了一些领先盈利的经济指标。2.Phi. Fed的prices paid/received指示未来6-12个月盈利增速下降。

(BCA看到了投资的下滑是风险，但没看到可以下滑这么厉害！）" 当前是通缩压力，而非通胀压力。理由有：1.工业产品价格在稳步下降。2.油价上升，但没有传导到core inflation。3.草根信息表明企业定价能力不强。 "联储已经停止加息，但现在仍在担心高通胀风险，这似乎有些misplaced. 联储不着急降息。

失业率走高将导致联储2001Q1降息。" "综合来看，当前情景非常明确，那就是适合防御性投资，因为增长在走弱，联储不着急降息，金融风险在积聚。即使是软着陆，也适合买政府债，更何况硬着陆风险。

债券是超买的，但未来经济走弱，通缩压力，看涨。对于低评级企业债，暂时谨慎一些，等联储放松以后再看。

股票是超卖的，但未来风险也很大，盈利下行、联储暂时不放松的情况下，有下行风险，不要抄底。NASDAQ相对Wilshire5000仍没有跌回泡沫前水平。最近Non-tech表现尚好。对股市整体中性，高配non-tech，低配tech。但在流动性改善以前，对非科技股也相对过去边际看淡一些。其实Tech一直是一个周期性行业，但投资者给的估值太高了。"

20001201 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Fu\_2000-12-01\_20001201 美国经济继续放缓。最令人担心的是jobless claims高企，这也是最近发布的关键数据，我们调高了hard landing的可能性到40%。美国经济在1995年和1998年经历了两轮hard-landing scares.本轮放缓以后，像以往一样，市场开始price in联储easing，无风险利率开始下降，但对金融条件的改善帮助有限，因为美元强、股票跌。考虑到股票估值，当前对股票的风险偏好似乎没有好转迹象。

20001205 GS Daily Role Reversal in the Housing Sector Housing开始转而支持经济增长（并不奇怪，长端利率滞后效应）

20001208 GS Daily Lower Earnings Forecasts = Weaker Economy IBES的长期盈利预期从18.7%下降到了11月的17.9%。我们认为这是一个不利的信号。第一，这说明investment bust出现可能。第二，如果正像1992-93年所显示的那样，盈利预期指示着生产力进步的话，那么未来生产力也要下降，加剧了通胀和增长的两难选择。

20001213 Fed Greenbook 大幅下调增长预测。我们过去把增长放缓解读为softlanding，现在发现这比softlanding要弱。 过去六周的股票下跌主要源自市场对high tech股票盈利预期的下修。HY债券市场spread 上升，市场几乎没有发行。

20001213 GS Daily Worrying about an Investment Boom Bust 当前investment bust的迹象不明显。当前长期盈利预期仍在17.2%的高位。Tech股票的溢价现在已经修复了，投资者不再过度乐观了。（这恰恰对应着企业投资的骤降）

20001214 bcaoutlook2001 "Mr.X:BCA的base case是soft landing。但我认为，在如此大的泡沫破裂以后，很难想象softlanding。居民储蓄率低了很久，而央行也不积极宽松。

BCA:当前经济不确定性较强，tech bubble的破裂是关键原因，而且其影响也尚未体现。但未来应该不会是超级熊市的开始，不是1920s末的道琼斯或者1980s末的日本股市。如果要形成那种大熊市，需要政策失误，当前看并没有。

Mr.X:货币政策一定有用吗？

BCA:这是一个极其关键的问题。市场对联储的不会犯错的能力是高度乐观的。今年联储对于股票下跌和经济放缓是满意的，这说明货币政策是滞后的。等到经济足够差、股市太差，以至于联储意识到的时候，可能恶性循环已经难以解除。

货币政策无效的可能情形有两个：1.银行出问题，货币宽松不能让银行借贷。2.企业和居民出问题，货币宽松不能刺激支出。日本当时两个问题都有。美国银行体系在1990s初以来大幅转好，当前银行体系较健康。但是，美国居民在强劳动力市场、股市和房价支持下大幅开支，企业部门在高盈利预期的情况下overxpanded，因此居民和企业retrenchment不可避免。消费者信心在12月已经走弱。虽然消费下滑可能导致衰退，尽管这不是我们的base case（消费确实没下滑，这次是投资下滑导致的），但美国历史上每次衰退最后都由货币放松扭转。当前货币和财政空间很足，因此衰退不会是无底洞。

当前美国的financial imbalances导致了过度需求，因为资产价格上涨导致的消费需求过多。低利率不会立刻起效，只有当消费放缓1-2年以后，低利率才会刺激消费再度回升。而日本当时的过剩体现为过度供给，例如房地产建设，旧经济投资等，而美国的科技投资虽然很多，但折旧很快，这说明美国的过度供给会很快结束。当然，综合来看，当前美国经济仍然面临通缩风险，例如最近的高油价侵蚀了企业盈利但没有导致高通胀。中央银行的理论建立在对通胀的研究上，并没有应对通缩的经验。但我们认为格林斯潘重犯日本错误的机会很小。

" BCA：但值得注意的是，联储需要放松的比预想的要多。当前市场price in未来12个月降息100bps，根据历史规律，要把真实利率降到零，需要降息到2.5%，这远超市场预期。（根据后来高盛的说法，这么大幅的降息，意味着是recession情景） "对于股市，历史上看股票上涨速度与GDP名义增速一致，过去50年大约是7.5%左右。我们认为IT技术进步仍未结束，生产率进步速度会维持在当前的高位。但Productivity是非常周期性的。就长期而言，SP500也许可以略好于名义增速，回报可能在6-7%之间，但I/B/E/S给的长期盈利预期却是17%。当然，市场仍在预期一个过好的未来。（这个长期盈利预期后来下调了吗？）我们用model展示的sp500当前discount的增速在8%左右，估值略偏高，但不是过度偏高了。

值得注意的是，18年的牛市培养了对牛市的信仰，任何调整似乎都是买入的机会，当前没有证据表明这种信用发生了根本性的动摇，股票共同基金净流入水平仍然不低。

整体上对股市采取保守态度。虽然股票当前已经不再的极端的估值，但仍承受压力，并且货币政策并未实际调整。即使股价上升，货币政策收紧也会打压股票，因为当前金融和经济excess还需要消除。2001年可能是trading range，牛市至少要在2002年才有。当前熊市已经演进了不少，未来几个月还有最后一跌。 下一波股票的大涨前，还要调整一波才行。当前还没出现那种典型的牛市底部的投降的特征。当前的科技股仍有高估，所以仍低配科技股。

当前政府债已经非常高估了，但我们认为还可以持有几个月的政府债。"

20001214 GS UEA US Policy Easing Needed to Handle Downside Risks 我们过去几周大幅下调了全球增长，特别是美国增长。我们认为美国经济面临两个较大的下行风险，第一是tech bubble破灭以后（这似乎是GS第一次用bubble这个词，you see，you cannot identify a bubble until it collapse），IT投资放缓，这在2001年的拖累比亚洲金融危机的冲击要大得多。第二，居民储蓄率过低，如果突然大幅调整，上述两个因素足以让美国经济陷入衰退。我们expect联储可以成功实现softlanding。

20001215 BCA.gis gisdec00\_15so "政策杠杆开始反转。保持防御投资，但准备好市场的在明年早期可能发生的反转。但反转不是1998年的那种v形反转。

核心是，增长的放缓是格林斯潘想要的。我们一个季度前说，要不然是市场调整，要不然是政策调整，现在看主要是市场调整，政策并未调整。格林斯潘已经明确说了这次不是1998年。格林斯潘希望经济走弱和tech bubble破裂，并且只有明显弱于预期的经济才能导致Fed刺激。1998年的问题是海外经济，2000年是美国经济才是问题。" "当前的股票熊市可能已经进行了80%，但当前的股票走势仍然是下跌。我们预期下跌压力在2001年初将会消退，但只有Fed大幅刺激以后才可能逆转股票走势导致反弹。

四季度的盈利调整有结构性因素，竞争，产能的过剩。"

20001219 Fed Transcripts 17 "Stockton：我们在1995/98年也曾大幅下调增长预测，但后来发现增长没有显著放缓。这次我们也大幅下调的增长预测，是否会犯错呢？近期在汽车行业很差，销量差，这是最近六周最大的经济拖累。

格林斯潘:在本年初，经济增速之高是不可持续的；当前的一般看法是现在的增速是可持续的。但最关键的问题是，它能否稳住。我们没有人能给出确定答案。（格林斯潘认为是有可能稳住的，这与McC、BCA的看法都不一致，它们认为Fed不出手，经济稳不住；所以还是预测上出现了分歧）

我们并没有能力来可靠的预测衰退，这是因为“非线性”问题。这好比一个堤坝，在confidence尚好的时候就没事，但一旦溃败就一溃千里。线性模型捕捉不了非线性问题，这是模型本身的设定。就好像我们的模型从来不能从oil shock下预测出衰退一样。

如果信心breached了，那么就很有危险。一个问题是NASDAQ大跌。有许多NASDAQ老板给我打电话抱怨说这个市场已经崩了，但这些观点有主观性，解读起来要警惕。如果完全按照草根信息指示的那样，GDP的增速就不是2%，而是0%了。" 我建议按兵不动，但在下一次会议之间，我们随时准备开电话会议（来降息）。

20001219 GS Daily Downside Risks Concentrate in First Quarter of 2001 失业率的上升、信心的丧失是衰退自我加强的机制，这些迹象已经有了。最近还有天然气涨价的进一步抑制。我们认为衰退的可能性约为1/3.

20001222 GS Daily Fed’s Success in Averting Downturn Was Key to Stock Prices 高盛提供了历史上历次联储降息前后的股票表现，规律是对于那些降息有用、即延长经济周期的案例，实际上在降息前的时候，股票已经反弹了，这说明这些情况的经济自身基本面是不错的，引起降息的因素本身并不足够令人担心。（高盛这个历史研究挺好的） 债券牛市获得经济数据的支持（实际上债券牛市到此结束了，GS真的是反向指标）

20001227 GS Daily Consumer Spending Last Pillar Showing Sizable Cracks 消费者信心是经济的最后支柱，也出现不稳迹象。

20001229 GS UEA Is the U.S. Economy in Recession 当前消费和投资这两个关键引擎都在熄火，2001Q1也可能面临企业去库存压力，因为近期库存在上升。但高盛认为基准情况是可以避免衰退的。其中一个重要的理由是联储开始宽松了，而通胀水平不高，联储宽松的意愿不受限制（那么问题来了，为啥宽松的这么猛，还是制不住衰退？）。第二个理由是一些暂时性因素将会消退，例如前期的高油价。

20010101 PIMCO Capitalisms Beast of Burden \_ PIMCO "昨天的50bps降息是一个非常积极地信号，说明联储意识到我们正在面临debt-deflation Minsky Moment.但这不够。仅仅promise of monetary raflation是不够的，monetary reflation itself is needed。更直接的说，Fed must turn cash into trash,真实利率需要大幅下降，即使美元贬值。货币需要ease到企业重拾动物精神。持续的高股价和更低的credit spreads是确认联储easing enough的标志。

（PIMCO的bill gross写到，经济在6个月就从非常繁荣到当前极其冰冷，转变的好快）"

20010103 FOMC Conf call "格林斯潘: 马上公布的首申数据很差，而且以往的initial claims也上修。SP盈利在下修，当然，对2001H2和2002却上修了。当前最差的数据是汽车行业，12月高频数据非常非常差。但是，我们当前尚且不是free fall，至少尚未看出来是free fall。Homebuilding在房贷低利率支持下还不错，基本稳住了，油价也转弱。比较差的数据是IP，显示有去库存压力，但inventory-sales指标显示还不至于太恶化。

我们在声明中需要表示，当前市场对技术进步和生产率扩张的长期预期没有显著恶化的迹象，所以我们是应对短期周期性恶化，而不是我们对长期增长改变观点。证券分析师对长期盈利预期鲜有下调。这样，我们避免让市场觉得FFR将会大幅下降，避免让市场觉得1月底的FOMC我们会继续大幅降息。（总之，提及长期增长，是想说“美国基本面仍然很好”，避免市场情绪恶化）

如果增长能够稳定在2.5%左右，那么我们很满意。但是，当前的情况下，有证据表明增长正在朝着0%接近，虽然这不是我们的官方估计。在当前的情形下，一般来说，数据会持续下修，最后结果总是比我们预想的要差。

当然，我们不希望市场觉得我们比他们知道的更多。我们现在这个是insurance policy。" TIPS通胀预期在下降。如果我们不变名义利率，则真实利率甚至在上升。 "对于货币政策，（大意是我们最后一次加息总是倾向于多加，货币政策往往矫枉过正）when we move in a different direction for the first time, it’s probably wise to remember that the existing level of rates embodies one more move than we needed to do.

我建议降息50bps。"

20010103 GS Daily Comment Some Unpleasant NAPM History "NAPM的历史说明，12月份的NAPM数据大幅下降至43.7，是1991年以来的最低值。从历史上来看，这个水平的NAPM基本是都是在衰退期间了。如果现在能够避免衰退，这是不符合历史规律的。

当然，也有一些好消息。Fed正在宽松，预计2000H1会降息100bps。能源价格也在降温。

再等48小时会公布NFP数据，格林斯潘会提前三天拿到，看来这个数据很不好。"

20010104 GS US Daily Comment Q&A on the 50-Basis-Point Cut "联储降息50bps出乎市场预料。当前情况与1998年不同，当时是金融市场问题，现在是实体经济问题，因此当前的降息肯定不止1998年的75bps。

联储相信新经济仍然完好，没有太多的excess，因此联储可以更加放手来解决周期性需求疲弱。如果新经济已经有很多excess了，那么当前的降息可能避免了短期衰退但增加了长期严重衰退风险。"

20010105 GS UEA An Equity Investor’s Guide to Monetary Easing 联储降息以后，股票走势取决于联储降息能否避免衰退。如果避免了衰退，那么股市有正回报，否则负回报。当前我们的模型预测是可以避免衰退，但风险依然很高。

20010112 GS US Daily Comment The Fed Important, But Not Omnipotent "联储不是万能的（GS现在观点转的很快，现在比较悲观）

本轮放缓主要不是联储的问题（在我看来，是科技股泡沫破裂叠加联储前期紧缩）。Housing starts相比peak仅下降15%，而以往都是下降30%左右。当前虽然降息50bps，但金融条件比一年前还要紧（高盛有个问题没有解决，金融条件对经济的预测力不行啊？没有看到2000H2的放缓）。Nasdaq下跌，科技公司支出减少，是一个关键问题。（虽然GS没有预见性，但确实转变的很及时，看的很快很准，至少不会落后于市场）

本轮放缓的两个关键原因是Nasdaq和高油价。

当前联储仅仅是刚刚放松，并且还有滞后性。不容乐观。"

20010116 PS When Internet Booms Went Bust "Soros: 反身性。当前tech bubble破裂以后，大家纷纷开始关注基本面。但实际上，在tech泡沫破灭以前，tech的所谓基本面也不错。基本面并不是独立于市场定价和市场情绪的，当时的对tech的高定价本身就促进了tech基本面的良好，我把这个称之为反身性，reflexivity，a two-way connection between fundamentals and valuations.

The tech boom accelerate the development and contributed to the speed and extension of technological innovation.

到底是哪种均衡最终出现，这不仅取决于fundamentals，也取决于金融市场行为。

我在99年夏天就认为tech是bubble，但tech一路上涨，我被迫补回空仓。

反身性理论的一个推论是，financial markets are inherently unpredictable.

几个要点：

1.Fundamentals are contingent on the behavior of financial markets…

2.…there exists a two-way connection in which financial markets shape the future they are supposed to discount.

3.Instead of a single outcome, there is a range of possibilities… If market prices deviate from a theoretical equilibrium there can be no assurance that they will ever return to it.

4.This is why the tech bubble cannot be explained by efficient markets and rational expectations. Soros has proposed an alternative explanation——reflexivity…

5.Reflexivity leads to the conclusion that financial markets are inherently unpredictable. "

20010118 GS US Daily Comment Utilization Rate Plunge Threatens Capital Spending 当前产能利用率的下降速度已经持平甚至超过以往所有的衰退期间的案例了。这反映了过去持续高投资的后果。2000H2的产能利用率的下降，让人们担心未来几个月的投资下降。

20010119 GS UEA The Productivity Outlook Respectable, for Now "能否避免衰退的关键是看就业和信心。Claims在一月份尚好，但信心快速下降。

好消息是housing starts在12月回升。

SP500科技股下跌预示着ICT投资大幅下跌，我们预期名义下跌5%，实际增速为0（图）。"

20010123 GS US Daily Comment Don’t Blame ‘Credit Crunch’ for Weak Economy "不要将经济下滑归过于credit crunch.虽然低评级债券市场仍然承压，但HY已经明显恢复，银行贷款也在恢复，不过这些heavy borrowing似乎更加代表的是经济走弱，企业被迫finance补库存的需求。

经济的下降传导到金融市场，而不是相反。当前经济走弱是因为高油价，an unfolding investment bust，股价下降和stretched consumer finances."

20010125 Fed Greenbook "当前经济确定无疑的下滑，尤其是工业部门。汽车行业下滑尤甚。当前的库存调整在二季度可能减弱，支持经济回暖。此外，货币政策宽松也利于年内经济动能回升。关键都是，持续的快速科技进步说明the lull in business spending on high-tech will be brief。

我们预测经济刚刚好避免衰退，失业率在年内上升至5.25%，2002年上升至5.5%。

最近的business investment spending的下滑原因有sales and earnings expectations下调，但仍超出我们的预料。有人解释为是动物精神的丧失，但到底是什么因素导致这种动物精神的丧失呢？给定我们对于生产率进步的belief，我们认为不久以后企业投资还会回暖（没有认识到反身性的问题）

但是，如果近期企业和居民信心快速下降，这足以把经济推入衰退。" 年初降息导致股票和债券市场齐涨。

20010126 Fed Bluebook 12月几乎没有股票和垃圾债发行。银行进一步收紧信贷条件。 尽管盈利仍在下修，1月初的降息以后股票市场回升，减税预期和通胀预期微弱回升推升长债收益率微弱上升。

20010131 Fed Transcript "Slifman: Greenbook,2000H2放缓有多重原因，包括高能源价格，财富效应减退，前期的货币紧缩，以及强美元。然而这些原因都会转好。我们假设本次降息25bps，然后一直到保持利率不变到2002年，即使如此，我们预期增长在年内动能恢复。

格林斯潘:没有人具备预测衰退的能力。衰退样本少，可能模型系数发生根本性的变化。衰退跟扩张期的市场心理很不一样。扩张期有不确定性，但没有fear。在衰退期，所有人都想out。

2000H1经济强劲，与Y2K效应有关，但明显不可持续，因此放缓并不意外，意外的是竟然放缓那么快。回顾起来，明显放缓的是企业耐用设备投资和居民耐用品投资。

tech demand增长快，supply在短期更快。但是，科技进步还没有完全到达成熟阶段。虽然B2C的盈利模式不清楚，但B2B的成本明显下降了。因此，我的猜测是，we're not looking at the end of this high-tech boom.（还在提科技进步，看看啥时候不再提了）

对于库存调整，尚未完成，final sales下滑的太快，未来2个月还有去库存压力。当前科技进步让企业的库存调整节奏显著超于预期。我们距离衰退那种“所有人不想承担任何风险，只想要现金”的情况还远，尽管信心显著下降，但是从高点下降。我想没有人要拿出那个“30层楼”的比喻（这个比喻是指当一个人从30层楼掉下来时，掉到10层时他还没有痛苦，但马上就要落地了）：The adjustmeng process is quicker.

1月份数据似乎没有进一步恶化，例如retail sales，企业销售。housing sales挺强，但这个数据是所有数据中修正最厉害的。总之，当前主要的虚弱之处是inventory liquidation that is now under way.

最后，我没有看到长期盈利预期的明显恶化，华尔街证券分析师的长期盈利估计依然高位。

总之，当前最主要的问题是库存调整。由于我们看到的1月份数据不错，以及生产率数据尚好，V-shaped recovery是最有可能的后续结果。当前证据强烈表明， we are in an advanced high-tech and just-in-time inventory type of economic system. capital goods反应比较快是因为信息传播更快。" "格林斯潘：当前是市场情绪调整，因此我们需要move faster, sooner, quicker, and complete the operation in a shorter period of time. （格林斯潘没想着要大幅长期降息，只是迅速对短期走弱进行反应）（其他governor的感觉是，1月份的降息是front-loading）

（联储没有看到投资和经济的大幅下滑，认为过去拖累经济的因素都在好转）"

20010131 GS US Daily Comment Why the Fed Will Cut Rates At Least 50 Basis Points This Week 因为：工业生产在去年夏天以来奇差无比，消费者信心连续四个月快速下滑。利率敏感部门（房地产、汽车）在过去几个季度已经很强，对进一步降息的反应可能不大，此外信心也在下滑。当前降息即使压低美元，对增长的传导还需要时间。 我们预期至少降息50bps。

20010201 BCA, The Bank Credit Analyst, Pay Heed to the Fed "联储在1月3日意外降息，这是个大事情，我们策略大为改变。股市从看空到看多，债券从看多到看空。联储动作太晚了，所以2001上半年经济不会企稳，但我们预期政策会大幅宽松，避免放缓持续下去。

[联储释放清晰信号] 1月3日的会议间降息50bp，从timing和程度上看，是强劲的信号，联储希望达到最强效果。会议间降息通常伴随一些风险事件，我们认为当前联储并不是知道一些我们不知道的事情。当前的经济情况毫无疑问的令格林斯潘担心，如果不是如此，联储完全可以在1月末降息。联储实际上是告诉企业、消费者和投资者，不要担心，联储并没有睡着。

[软着陆已没希望] 诸多经济指标已经显示软着陆几无可能，联储降息太晚了。现在是damage control，避免股市下跌与经济走弱的恶性循环。诸多指标——LEI，NAPM，工作小时，消费者预期，小企业扩张意愿——都广泛走弱，IT这个高度周期性部门也走弱。LEI一般领先经济6个月。下滑的速度并不是历史例外，只是与过去几年的乐观情绪对立明显。

企业、居民、外需和库存需求同时拖累经济，这在以往的下行中并不离奇，但本次的关键是居民储蓄率太低了。如果要避免硬着陆的话，需要让居民储蓄率进一步降低，这在股市大跌的情况下几乎没有可能。

V型反转可能性不大，因为储蓄率低，过度投资严重。但长期、深度衰退应该可以避免，原因有：1.货币政策宽松空间大，也即将宽松。一般最后要降息到真实利率为零——名义利率降至名义GDP增速，这要降至4%。2.减税，2001年都可能开始减税，甚至格林斯潘也支持。3.IT过度投资的折旧很快。4.银行体系良好。

[看好股市] 投资有两条定律:Don't fight the Fed, Don't fight the tape. 当前环境适合股票。正如债券市场一样，当前股票市场前瞻性更强。（联储动作改变BCA观点，之前还建议等趋势，晚一些进入）当前看多股票似乎有些奇怪，因为市场充满了对衰退的担心。我们相信联储政策有用，投资者将会look beyond盈利的走弱，就好像降息在1990后期和1998年后期的作用——当时盈利下降但股市上涨。看多股票有如下几个理由：1.流动性环境在改善。BCA的综合货币指标明显指向买入（由此可见，这个综合指标给了联邦利率很大权重）2.技术指标改善。3.估值不太过贵（严重判断失误）。两个重要的事情支持股市。1.NASDAQ的破灭没有导致非科技股崩盘。2.对股票的信念仍然存在。向前看，盈利下降和利率下降将是股市的拔河比赛，股市预计震荡。

[联储可以挽救经济和市场吗] 我们的重要假设是联储将成功避免经济滑坡——We recognize that our strategy shift requires an act of faith that easy money will work its usual magic on the economy. 当前市场对经济和股市走势看法有严重分化。但是，过去50年的经验表明，宽松货币总是有用的。当然，这次的结构性不平衡是挑战，这是否降低经济对低利率的敏感性，是有疑问的。但自从1980年以来，宽松时期股票下跌的案例就没有发生过（哈哈哈哈哈哈哈哈哈，这次错了）。当然，如果联储降息没能稳住经济和市场，那么联储将进一步加大力度降息。betting against the triumph of easy money是要冒很大风险的。" 油价上升都没有提高core inflation，这意味着如果经济放缓，那么通缩压力将上升。 "看空债券，虽然历史经验表明降息利好债券，但是当前极度估值过高，债券市场已经在联储降息以前price in了经济放缓，收益率进一步下降的空间有限。近期债券市场受到低通胀和弱增长支持，所以近期收益率可能是走平。

看多股票。货币指标显示对股票是明显利好的，技术指标也在改善，因此今年股票会逐步走高。相对来说，更看多非科技股，但科技股的最差时期可能也已经过去了。

近期来看，股票和债券市场可能是走平。在6-12个月尺度上，股票将跑赢债券。

（我现在终于明白BCA的这篇报告了，完全明白了。。。BCA是一个纯粹周期分析机构，它搞不明白结构性问题。BCA也是从内心相信技术进步的，因此它才提出了2001年初的时候股票估值不算贵这样的说法。如果科技股没有自我恶化的循环的话，那么降息确实有可能是有用的。我想在明白BCA为什么可以是对的，为什么又可以是错的。自己的水平确实在进步）

（它也提到了1990年的案例，但我并不完全认可。我的理解是，风险资产定价的核心是核心风险的走势，1990年当时是油价回落促成股市回升，也不完全是联储的作用）"

20010201 GS Daily Fed’s Rate Actions Fit Its Forecast of a Growth Rebound 联储降息，但强调经济走弱是暂时的，能源和库存调整是短期原因。但未来的信心数据、就业数据和new order数据将决定联储是否是正确的。

20010201 PIMCO New Age Crossroads \_ PIMCO "随着货币政策转向，在短期当中，股票市场最差的日子或许已经过去了。但是，从10年的长期角度，未来10年的股票收益可能很差，逻辑是Shiller给出的PE估值与未来十年收益的图。对于债券而言，当前这个收益率已经接近-5%，也预示着未来十年收益不会是双位数收益。未来十年，需要投资者适应diminished expectations.

New Economy是继续存在，但这不代表着10-15%的年华盈利增速，这是不现实的。新经济意味着更强的竞争，不可能这么高盈利。"

20010201 PIMCO Through Holes In the Floor Of Heaven \_ PIMCO 我理解的2000年5月份的加息是格林斯潘希望剔除greenspan put的努力。现在已经达成目标了。The Fed is scared, good. 在12个月的尺度上，我甚至开始看多经济。我预计后续每次FOMC都会降息50bp。

20010202 GS Daily Modified GSFCI Uses Expected Inflation, Shows More Tightening "我们订正了GSFCI。我们在计算3m LIBOR和A评级债券的真实收益率时，过去用GDP deflator来deflate，现在用密歇根通胀预期来deflate。两者在1999年以前是一样的，但在2000年很不一样。2000年，GDP deflator上升，而通胀预期稳定。新的GSFCI指数表明，Fed紧缩比预想的要强一倍。

（。。。这个事后诸葛亮的例子可以关注一下）

　即使用新是GSFCI也不足以解释经济的放缓。还有油价的影响。我们觉得货币的紧缩只是一部分，毕竟housing现在韧性很强。

更大的问题是financial imbalances，例如低储蓄率，企业的investment boom，但收入变少的时候，居民和企业的反应格外剧烈。这些和货币政策没关系。"

20010202 GS UEA U Before V in the Brave New Business Cycle "我们不看好2001H2的v型回升（GS的观点转的挺快。2000年还是强烈多头，2001年初已经是空头）

从数据上看，1月份NFP增长是虚假信号，失业率回升到4.2%，average hourly earnings时在1993年4月以来首次走平。NAPM指示制造业处于深度recession。

虽然历史上的衰退一般都是V型回升，但这次可能不一样。1991年那次也是U型回升，衰退的比较深。1966-67,1986,1995年曾经出现过significant slowdowns，之后回升不够强。

本次回升不够强的原因有：1.housing的upside有限。在recoveries中，homebuilding总是lead sector,以及outlays on household furnishings. 当前housing当然仍在支持，但应该看到housing的周期性在下降，而且之前单户housing starts的下降本来也不明显，这源于new financing regime. 2.库存反弹不强。新经济的关键特征是库存调整更及时，人们也因此解释为何当前去库存如此迅速。但是复苏时，企业补库存的动力也小。3.经济中的不平衡很大。企业经过长期高投资，资本存量增速很高。居民的储蓄率低。"

20010208 GS Daily Higher Labor Costs An Issue for Profits, Not Inflation 即使当前工资在上升，也指示的是更低的利润，而非更高的通胀。 最新的nonfarm compensation数据，我们认为噪音较大。这个数据是用总工资直接除以hours worked,我们认为hours可能测量有误差。Payroll employment统计的hours仅下降0.1%，而productivity and cost data显示的hours下降了1%。

20010221 GS Daily Confidence and Consumer Spending "密歇根consumer sentiment指示消费走弱。我们regress发现，sentiment的level和change对于消费都有解释力，最近sentiment下滑的速度太快了，是历史上第二快的下滑速度，即使稳定在当前水平，未来消费也看淡。

密歇根consumer sentiment相比conference board的信心指数而言，前者lead后者，但后者的拟合程度更好，此外前者也有mid month的初值。"

20010223 GS Daily Reverse Wealth Effect Could Be Vicious "我们regress发现，household net worth/disposable imcome对储蓄率的解释力很强，大约是4.4cents/dollar，即如果财富永久性上升100$，saving rate永久性下降4.4$。换句话说，如果net worth/disposable income下降20%，saving rate最终会下降0.9pp。此外，用lagged errer from long-term relationship会增加拟合能力，即error correction model。但这个效应很快，不会滞后超过3个季度。

我们发现2000H2的储蓄率比模型预测的要低很多，error correction + 已经有的股市大跌，让2001年储蓄可能上升1pp左右，再进一步考虑次生影响，这将拖累GDP 1-1.5pp。"

20010223 GS UEA Investment Boom Goes Bust investment boom goes bust。随着profits和产能利用率下跌，非IT投资将下滑。对于IT投资，不好预测，分scenario，仅仅是放缓capital stock to GDP的增速到long-term norm，information & communications technology 投资者增速要下降8%，在拖累GDP 0.4pp。

20010228 GS Daily Housing Activity Less Hostage to Monetary Policy than Before Fed对housing的影响在1980s中以来在下降。简单计量显示，利率对housing sales的影响在下降，而收入的影响在上升。这是因为购房者可以选择固定和浮动汇率的房贷。本轮依靠房地产来recovery的力度要弱一些。

20010301 BCA, The Bank Credit Analyst, More Bad Economic News Ahead [增长将继续恶化] 消费者面临就业恶化、收入恶化和财富缩水，根据以往经济下行经验，当前还有下行空间。储蓄率尚未回升，这说明当前还是支出收缩的开始阶段。一般在经济放缓当中或之前，储蓄率会上升。投资还要继续收缩，从SP股价来看，科技公司开支还要大幅收缩。 "联储无疑本来希望1月份的降息可以ahead of the curve，但股市表现却显示政策再度fall behind。未来联储将持续降息，直到经济确定性的反弹。

联储fine-tune经济很困难。利率政策是一个blunt weapon.事后诸葛亮来看，联储去年加息看起来太多了。（因为经济下降、通胀也没有压力）" "科技股在技术上到达了投降的程度，但抄底还太早。看多非科技股，它们将受到货币宽松的支持。

看空债券。除非是深度衰退，否则收益率很难大幅低于5%。我们预期联储要降息到4%,而市场已经预期降息将接近4%，这意味着长端债券收益率接近底部了。"

20010301 PIMCO Look Honey I Caught A Liverwurst \_ PIMCO "民主过程本质上是通胀性的，cpitalist process本质上是通缩性的。当有通胀压力的时候，独立央行是好事情，fighting inflation preemptively but fighting recession reactively. 但当前的情况下，央行独立性是too much of a good thing.

当前是格林斯潘实际上控制了财政权，因为他用货币政策来奖励和处罚政府。

Bubble的兴起和破灭都是格林斯潘的责任。在bubble破灭以后，不再是self-correcting porcess of renewal, but a self-feeding porcess of debt deflation, a Minsky Moment.

但格林斯潘仍在拒绝承认当前bubble破灭的现实，仍然引用政策分析师对于长期盈利的预期，支持V shaped recovery。我不明白为什么格林斯潘相信这些预测，那些分析师本质上是兜售彩票的。

格林斯潘曾经说过，政策决策者在事前不一定能发现bubble，但bubble破灭以后应当果断出手，格林斯潘曾经批评过日本政府。现在他应当自己想起来自己的这些批评。"

20010301 PIMCO Nuts \_ PIMCO 把我们带到今天的不是格林斯潘，而是animal spirits，最重要的是过低的储蓄率。我们即将进入衰退，复苏也会很缓慢。

20010302 GS UEA Fed Easing A Three-Legged Stool With Two Missing "降息有三个传导渠道，利率降低，股价回升和美元走弱，现在后两者都不发挥作用，因此降息比预料的还要多。预计到年底将到4%，比现在低150bps.

（这一段对housing vs. 利率的分析非常好!）在个1980s中以前的时候，利率对房地产的的影响非常大。有三个原因：1.居民只能借fixd-rate loans。2.只有存款机构借钱，并且没有二级市场让他们转让出去房贷。3.存款机构受利率管制。在利率提高以后，银行没法提息来吸引新的存款，资金流出银行体系，没有新的资金供应给房贷市场，导致房地产走弱，并积累pent-up需求，等降息以后，房地产会强力反弹。以上三个原因都已经改变。当利率高的时候，居民倾向于采用adjustable loans，这样实际上居民所承担的利率的变动比我们看到的利率变动要少。此外，居民收入、居民信心等也开始影响housing。

与房地产相关的appliance，furniture等durable goods跟房地产周期高度相关，并略显滞后。随着利率对房地产影响的下降，利率对这些耐用品消费的影响也在下降。"

20010314 Fed Greenbook "当前经济增长expand very slowly，但没有slid backward。尽管情绪很差，但居民maintained their spending, housing picked up,auto表现也还好，企业支出年初以来尚好。NFP在年初也不错。整体经济数据比年初的预想要好。虽然我们并不是说经济很强。

当前虽然没有widespread ""credit crunch""，但低评级仍很难融资。银行也在收紧信贷条件。

我们基准预期年内温和复苏，2012年回到3.75%的增速。"

20010314 GS Daily The Consumer Spending Slowdown ‘Gradual’ Is the Watchword 当前居民消费尚好，让联储对居民消费有期待。但是，居民消费的调整是“逐渐”的，有一定滞后性。当前的情况，仍然符合居民消费继续放缓的大趋势。

20010315 Fed Bluebook 过去六周，股票盈利预期下调，股价下跌，消费者信心下降，让当前的降息50bps是确定的，并且市场广泛预期降息75bps。市场预期到秋天降息到接近4%（本次会议降息前是5.5%），然后逐渐回升。 过去六周，广泛股票盈利预期下调。

20010316 GS UEA Wealth Plunge to Undermine Consumer Spending "2月份NFP好于预期，但其他就业数据显示内在动能很差，例如initial claims高企，NAPM的就业分项较差，conference board的perceived job opportunities，hiring intentions in the Manpower, Inc.

居民净财富可以解释储蓄率（好图），决定居民财富的在1990s主要是股票市场，而非房地产市场或者债券市场。储蓄率从低位回升可以是逐渐的，例如1978年，但回升有严重的宏观冲击。"

20010320 Fed Transcript "格林斯潘: 最让我担心的是对2001年股市盈利预期的下调，虽然长期盈利预期仍然稳健。但短期盈利预期下调导致企业投资下降。企业投资的下滑可能持续到明年。

短期库存调整可能转好，我看到许多积极的经济信号，如果不是盈利和储蓄率问题，这可能对应着经济企稳。" 我们如果降息50bps，股市下跌，人们可以理解为货币政策决策者能力不行；如果降息100bps但股市仍然下跌，人们会理解为货币政策无效，后者对经济的影响更恶劣。

20010323 GS UEA Labor Demands Apt to Disappoint in the Near Term "Our Views Have Changed Slightly.

上个季度的企业投资放缓已经从sag变为了full-fledged bust，从最新revenue和earnings shortfalls可以看出来。股票市场的大幅下降又导致居民财富下滑，居民消费将放缓。(问题：实际上2001年底saving rate确实回升，但只有Q3回升以后Q4又下降，2002年才下台阶。2001年底，耐用品消费大幅反弹，以汽车为标志。为什么在就业转差的情况下，汽车又转好了呢？就业与信心确实比较同步，2001年底就业差，信心下台阶，但汽车消费回暖，为啥？）

3月20日的FOMC会议，市场turned thumb down，继续大跌。预计在下一次FOMC之间可能有降息。

当前联储对消费韧性给予希望，认为这将引领经济反弹。我们不这么看。未来失业率可能大幅上升，这抑制消费者信心，对应衰退的情况。"

20010328 GS The Pocket Chartroom Close to the Breaking Point. 当前衰退概率为50%。

20010330 GS UEA Little Lift from Monetary Policy "从货币宽松到经济恢复，有三个传导途径：1.低利率支持housing，consumer durables，boost cash flows via mortgage refinancing activity。2.支持股价、房价，增加居民财富。3.低利率让美元走弱。

当前仅有第一个途径在发挥作用，低利率对GSFCI的easing完全被股价下跌所抵消。

（2000年开始，似乎股价和Fed的作用总是相反的）"

20010401 BCA, The Bank Credit Analyst, Recession and Equity Bear Market Cyclical or Structural？ "虽然美国经济面临结构性压力，但不会进入日本式衰退。因此，从6-12个月尺度上，看多非科技股over国债。

[长期衰退可能性很小] 美国经济前些年很好，是否意味着这几年一定要很差呢？不一定。要知道在1980s末、1990s初的时候，当时人们也有这种担心。在1980s美国股市、垃圾债和房地产都很火热，随后房地产出问题，并且伴随大萧条以来的最严重银行业危机。Citicorp甚至难以rolling自己的商业票据，与此同时财政赤字高企，世界末日般的预言在当时就有。然而美国经济韧性很好。

当前的IT过度投资相比当时的房地产过度投资而言，问题小很多。

[联储政策有效性] 现在闪光灯打在了格林斯潘身上。格林斯潘的光环在褪去。那些相信格林斯潘put的投资者明显失望，因为格林斯潘put其实最初就没有。在2000年3月股市大跌以后10个月格林斯潘才降息，而当时Nasdaq已经跌去了55%。联储从来没有有意救市，它仅在股市下跌可能危及经济并导致自我恶化的时候才会降息。

[股市大跌影响有限] Nasdaq从2500上涨到5000用了12个月时间，并不算长，对实体经济的影响有限。科技股大跌对insider的影响很大，例如Amazon的61%的股票是内部人持有，Yahoo的47%股票是内部人，这意味着对普通人的影响小一些。对于消费者而言，在以往衰退中会同时受到失业、工资下降、房价下降和股价下降的冲击，而当前仅受股价下降冲击。由此而言，房地产市场和劳动力市场向前看很重要。

从high selling volumes, a spike in mutual fund redemptions和investor media bearishness来看，市场进入了投降阶段。NASDAQ的PE最后要跌到多低，这一点我们也不知道，因为我们不知道投资者信心在未来几个月会如何变化。

[股市盈利与股价走势] 盈利会继续走弱，但股价有时在盈利回升前1年就开始上涨，平均涨幅32%。所以盈利下降并不代表这股价下跌。我们的Monetary Indicator比盈利trend要much more reliable。" "看多非科技股。股票已经oversold，货币宽松，情绪过于悲观。

看空债券。国债已经极度高估了。"

20010401 PIMCO Post Bubble Disorder \_ PIMCO 在泡沫破裂以后，需要大幅降低真实利率，充实market player's wallet and will.

20010404 GS Daily Lessons from the 1987 Crash Yes, There is a Wealth Effect 1987年的股灾也有财富效应，但是当时外需较好，因此财富效应没有引起失业率上升并进一步打击消费信心。当前的财富效应比那个时候要大的多。

20010405 GS Daily Recession ‘Cheatsheet’ Underscores Risks （高盛提供的衰退cheetsheet挺好）根据15个指标当中，60%的指标表明已经进入衰退，这与我们的probability model指示的一样，即61%的衰退概率。当前情况下，基本上除了利率和房地产，其他指标都指向衰退。

20010406 BCA.gis gisapr01\_06 "未来的情况是，当局成功稳住经济增长，但企业利润继续下滑，利润增速仍在负值。

联储已经三次降息，这些政策早晚会发挥作用。当前经济继续下滑，将导致2001H2政策继续刺激。

过去一个季度，我们思考的问题是这次跟1998年是否一样，答案是不一样，股票反弹将会缓慢。

事实上，在1998年前，SP500的盈利增速已经在下降，这反应的是投资的过剩、全球竞争和科技进步的通缩压力，但是1998年LTCM危机让政策当局快速行动，在1998年底联储降息，全球各央行也宽松，低成本资金与科技股繁荣促成了最后的疯狂，居民储蓄率急速、大幅跌破零值。然而，利润的回升很短暂，在2000Q4利润大幅下降。未来几年，居民储蓄率要回升，经济将放缓。过去一年，尽管经济增速较高，但利润已经大幅放缓，今年增长达到1-2%，利润将表现不佳，除非投资大幅放缓。在1998年以后，美国经济是全球需求的主要来源，而这一次，美国经济是全球放缓的主要来源，也需要继续是拉起全球需求的发动机。

我们关注一些经济动能回升的先导指标，例如central bank discounters,大家对政策利率路径的下调通常伴随预期恶化。现在仍在下调；经济增长敏感的货币，例如澳大利亚、新西兰和加拿大货币；商品价格。" "大部分的股票下跌已经结束，但距离上涨还有一个长期和复杂的过程。但逐渐的从防御策略退出是正确的。当前股票估值已经跌破公允区间，公允区间是用normalized earnings和10年国债利率对P/E做回归得到的。当前股票市场已经大幅price in了盈利下降，因此下跌的空间不大了。但未来如何回升，还取决于经济增长何时可以回升，这有不确定性，因此近期波动会较大。对于股票市场，未来可能有虚假的rally，然后最后一跌，所以整体区间波动，在2002年有望回升。

Earnings growth momentum的触底通常伴随着PE的触底。我们用经济领先指标来proxy earnings growth momentum，现在触底迹象不明显。

周期性的经济企稳将导致长债利率短期有所回升，但全年将是区间波动。当前债券上涨的故事仍然完好，经济增长回升的领先指标并没有明显好转。但中期而言利率债收益率可能走平或上升。

当前债券very overbought,sentiment measures are extremely bullish and momentum measuers are at extremes."

20010406 GS UEA Sharp Slowdown Points to Profit Weakness 近期增长信号mixed。NFP不佳，但hours较好，指示1季度增长不会太差。NAPM的就业分项奇差无比，库存指标也不好。比较好的指标有housing和auto。 Fed在近期可能按兵不动。 我们不看好企业盈利，因为企业盈利是residuals，经济放缓以后企业盈利会大幅放缓。假设避免衰退的情况下，2001年税后利润将仅增长2.5%。特别是，Real GDP的goods component每下降1pp，SP盈利增速下降3pp。

20010411 Fed ConfCall 格林斯潘(?): 我认为去库存压力已经触顶，未来补库存将有利于经济企稳。但是，企业资本投资在快速下降，科技股加下降，credit spread上升，企业盈利预期持续下调。未来是一个关键期，要看去库存的减轻能否稳住盈利和投资。 "格林斯潘: 我们在三月份保持了货币政策的不确定性，这样让一部分投资者会buy on rumors。如果本次会议间降息，这将消除这种“较好”的不确定性，虽然刚降息时有非自身投资者来买入，但自身投资者会sell on facts，这在短期不一定是好事情。（这个逻辑太绕了，是不是二阶思维？不太懂）

如果会议间降息，那么我们就需要大量降息（避免后续失望）"

20010418 Fed ConfCall 格林斯潘: 相比一周前，数据变化不大。主要变化是消费者信心继续下降，二季度企业盈利预期继续下降。特别是刚刚出炉的进口数据很差，这说明消费不够稳。现在整体经济动能是走平，这与我们预期的库存调整在2季度支持增长反弹的假设不一致。 建议降息50bps。

20010418 GS Daily Too Soon to Call a Bottom in General Industrial Activity 3月份工业生产微弱回升，但还不能说工业生产已经触底。1.当前反弹的是企业，其他行业表现不佳。2.当前库存调整以inventory/sales来计算还没有触底。3.产能利用率大幅下降导致投资走弱。

20010419 GS Daily Fed Rate Cut Signals Deep Concern About the Demand Outlook 联储降息完全超出市场的预期。联储现在担心消费和投资需求。 金融市场的表现与联储easing作用抵消（联储始终被股市所对冲掉）

20010420 GS UEA The Investment Boomerang Returns Matter （这篇report给了资本收益率、TobinQ和投资增速，图非常telling）（还是那个问题，为何没有提前看到？）（这个时候判断正确也不算晚吧）

20010426 GS Daily Rising Credit Growth Not a Sign of Consumer Health 近期消费信心下降，但消费信贷上升，这不算好兆头，是消费者承压的表现。历史上出现过三次，均是消费走弱的后果。后续关键是消费者真实收入。

20010427 GS UEA Investment Boomerang Hits Productivity 近期的投资下滑主要是ICT的下滑。

20010501 BCA, The Bank Credit Analyst, The Fed Takes No Chances "联储表态将持续宽松，直到经济复苏。我们预期衰退是短暂的，但复苏也不会太强。

[联储] 联储再度意外降息，这是重复1月份的动作，是向市场表明联储不会 behind the curve. 1月份意外降息对股市和信心的支持很短暂，因为盈利前景很快恶化。对于这种意外降息，市场通常会做出许多猜测，但其实联储很少能比市场知道的更多。只有在金融系统风险领域，联储比市场要更早的知道，但通常这种情况下，市场已经传出了许多传言。因此，这次联储的意图应该是明确的，进一步支持经济。

现在LEI指示的未来六个月经济不会复苏。很难看到哪个部门可以提供需求，无论是企业、居民还是外需都不好。去年housing表现不错，但居民收入减速和长端房贷利率下降停止，让housing进一步上升的难度提高。本次衰退可能跟1990s初一样，复苏很慢，当时是房地产boom后遗症，现在是科技泡沫破灭。

[低储蓄率不是灾难] 国民收入账户对居民储蓄率的计算方式与居民的视角很不一样，扭曲因素包括对养老金收入、资本收入和耐用品支出上面的处理。例如一个问题是，NIPA的处理中，居民的耐用品开支被看做消费，在一期中计入消费，但一般来说居民耐用品要用十年，所以每年只折旧10%。Fed在FFund里面处理耐用品为投资，而NIPA仅把企业部门的耐用品看做投资。

即使居民储蓄更少，但企业和政府储蓄在大幅上升。National saving在过去几年实际上升了。真正的问题其实是投资太多了。当然，本次经济衰退期间居民储蓄率还是会上升，跟往常的衰退一样。" "略微看多非科技股。科技股的底部似乎已经抵达了。BCA的monetary indicator已经爆炸性增长，已经能够抵达历史上的较高水平。按照历史经验，在这个水平上的MI都伴随股价上涨，如果本次没有触发股价上涨，这非常不同寻常（但确实没有，why？反身性吗）

略微看空债券。"

20010501 PIMCO Chin Wagging Secularly \_ PIMCO "我不认为Fed knew anything that we didn't or don't know.恰恰相反，markets have been far more prescient than the Fed in diagnosing that the ecnonomy is suffering from 泡沫破灭后遗症。

在4月18日以前，联储一直讲的故事是去库存，那么未来就会v型反转。这个故事没有什么错，我们去年9月就提示这个风险了。我的理解是，格林斯潘在过去的股市下跌的时候希望不要再提供greenspan put，都是等到实际经济数据变差、而不是股市discount经济变差的时候调整利率政策。4月18这次不一样，这次是主动降息。因此，股市再次开始享受greenspan put，股市下跌空间顶多10-15%，我认为这个put这个时候是好事情。资本主义是需要一些投机的。

既然格林斯潘已经意识到需要宽松了，即投资正在下滑，他应该会充分的宽松。

The Greenspan Put is now back in the money!" The Greenspan put is now back in the money! 这个put应该给当前股市下跌10-15%以后筑了底。

20010503 GS Daily Saving Gap Remains Large Despite Equity Market Rebound 当前股票还要再涨35%才能保持当前的储蓄率，否则储蓄率要回升。

20010504 GS Daily Resilient Consumer Spending How Much Longer "(对真实消费的建模）消费 = 滞后消费 + 失业率变动（1pp失业率上升导致5pp消费下降）+消费者信心（1pp信心导致0.2pp消费增速下降） + saving gap

当前消费强于预期，但韧性不会很久。

（错误，实际上本年的消费在H2是起到支持作用的，saving gap在1年尺度上的作用看来真的不大？未来消费确实恢复缓慢，这反应了saving gap的拖累，但当年saving gap一直没有怎么弥合?）

(2000Q3 saving rate大幅回升，消费大幅走弱，但两者在Q4立刻大幅回调了）"

20010504 GS UEA Bond Yield Upturn Appears Cyclically Premature 就业非常差，失业率回升至4.5%。虽然制造业NAPM弱回升，但非制造业NAMP走弱。 这些经济数据几乎保证了即将降息50bps。

20010504 GS UEA Bond Yield Upturn Appears Cyclically Premature 近期债券市场收益率回升，似乎是市场投资者认为经济将企稳。我们不认为经济短期可以企稳，所以我们认为债券收益率回升不可持续。

20010509 Fed Greenbook "制造业部门比我们预想的要更弱。现在我们比六周以前调低增长预测。高科技部门的投资下滑超出我们预期。3月份担心的high-tech recession现在已经是base case。

基准情形下，我们的预测是可以避免衰退。尽管很多指标看起来像是衰退了（什么时候GB承认衰退了？）"

20010511 GS UEA Red Flags from the Labor Market 当前金融市场对劳动力市场出奇的complacent，似乎有着就业市场越差、联储宽松越多的信念，此外就业市场也是old news。但我们提醒，就业市场的恶化通常是领先recession的。4月份就业数据非常差。

20010515 Fed Transcript 格林斯潘: 我认为greenbook的预测可以看做基准预测，当然风险是不对称的。由于财富效应的存在，recovery会缓慢，而不是v-shaped。 建议降息50bps至4%。如果稳定性的力量出现了，那么4%的利率我们将继续保持，并逐步撤销对下行风险的bias。（格林斯潘甚至表示，如果本次降息250bps，那么过不了多久会有通胀风险，即甚至担心overshoot）

20010525 GS UEA Investment Bust Undermines Growth 关键数据在走弱，ICT的orders, shipments都在大幅走弱。劳动力市场也走弱。 联储表示“我们在帮忙，我们也已经做了很多”

20010601 BCA, The Bank Credit Analyst, Is the Fed Easing too Much？ "有迹象表明联储宽松开始起作用，经济在年底复苏。科技股泡沫破灭的影响仍然没有全部展现，强复苏可能性很小。

[联储过度宽松了吗] 甚至有人认为联储宽松可能引发通胀，我们认为这想远了。联储确实在年初以来降息很迅速，在货币增速很快、名义CPI上涨的情况下仍然在降息，这种情况如果对应着增长明显放缓，这倒可以理解。但当前GDP增速仍然是正值，也没有重大的金融风险事件。但是，我们注意到FFR仅仅是回落到名义GDP增速附近，这比1990/91的复苏期间的货币政策调整要快，因为当时是快走出衰退时才降到那个程度。但从收益率曲线陡峭程度来看，还不够陡峭，仅仅回到1995年软着陆时期。我们的Leading inflation indicator大幅下降并且处于非常低位，没有通胀风险。

当然，最终而言，联储非常可能会过度宽松。这是因为货币政策有滞后性，而且政府决策者通胀是向后看。我们假设联储只有看到复苏是可持续的时候，才会关注通胀。短期当中，金融市场以已经price in降息接近结束，债券收益率上升，周期性股票上涨，市场预期未来6个月降息25bp，甚至在12个月以后price in上升40bp。FFR是否真的如此，还要看经济走势。

[经济触底了吗] LEI,NAPM和消费者信心有触底回升迹象，但从需求端来看，企业投资会继续走弱，居民受储蓄率上升拖累——虽然我们认为储蓄率不存在结构性问题，外需仍然很弱。然而到2002年初，财政政策开始起效——一般而言，财政都是在经济完全复苏以后才起效，这次timing刚刚好。历史上，市场总是预期是弱复苏，但除了1990s意外，都是强复苏，这一点不要忘记，美国经济总是surprise on the upside. " "看多股票。BCA的monetary indicator非常强劲。依然认为非科技股可以跑赢债券。

看空债券。"

20010615 GS UEA Without Easier Financial Conditions It's Waiting for Godot 本轮复苏中，联储降息效力弱于以往，金融条件迟迟没有放松（有个历史比较的图，不错）

20010620 Fed Greenbook "过去六周，企业投资比我们预想的还弱。ICT在放缓，非科技投资也在放缓。这导致制造业部门继续大幅收缩。

近期的降息和减税将支持经济复苏，基准情形下，这足以支持经济在2002年增长恢复至3.5%。但增长低于潜在增速，导致失业率在今年到达5.25%，2002年到达5.5%。"

20010622 Fed Bluebook 上次加息以后，市场本来降息预期有所降低到25bps，最近经济和盈利数据不佳，市场预期降息50bps的概率是一半。（市场预计在2002年初利率回升）

20010627 Fed Transcript "格林斯潘: 总体情况边际好转，但仍然很弱。能源价格有下降，这边际对盈利有帮助。Capital loss的效应可能还未体现。当前证券分析师预期SP500在三季度盈利回升10%，但实际上这个盈利预测可能下调。

当前的问题不是经济是否会比Greenbook好还是差，而是要考虑到走弱的尾部风险本身很大。虽然glass half full，但另一半情况可能非常差，特别是capital goods。如果投资自我恶化下去，问题很大。

（格林斯潘还是看到问题只所在了。消费在下半年总体是走平的，但投资大幅下滑，劳动力市场继续恶化，消费者信心再度开始大幅下滑。投资的大幅下滑应该是主要因素。）

当前经济能否企稳，投资在1999年boom以后现在下滑能否稳住，确切的说我不知道。我倾向于认为greenbook是有最大可能性的。投资可能下降，但不会下降太多，并稳住。昨天staff给出的capital overhang的结果我不是很认可。不确定性很大。" "格林斯潘: 如果当前经济开始企稳，当前的利率其实可能太低了。

我提议降息25bps。这将传递信息，我们正在结束降息的过程中，即使下一次会议我们没有降息，这也不会surprise市场。我们应当暗示我们已经在年初以来降息了275bps，这暗示着我们趋于降息的结束。

（格林斯潘已经觉得降得差不多了）

Poole：我反对这一提议。我认为当前对风险的强调会让市场觉得还会降息。如果向前看6-12个月，风险其实是balanced的（Poole更加鹰派...） Poole投了反对票"

20010627 GS Daily Tech Spending Tends to Lag Economic Recoveries 今年ICT投资大幅放缓已经是共识。当前市场预期2002年的科技美股盈利将大幅反弹40%，即共识是看好科技公司盈利反弹。这个共识是有问题的。我们考察历史发现，科技投资通常滞后于经济复苏。而且你去拟合ICT投资的趋势（因为最后都会回归趋势）的时候，你选的样本对趋势的估计值影响很大。

20010628 GS Daily Risky Shift into Lower Gear 联储放缓降息节奏，这个节点的经济数据还可以，有经济企稳的初步迹象。但劳动力市场和企业盈利仍然很差。 我们预期联储利率会降至3.5%然后稳定到明年（跟格林斯潘的想法是一致的）

20010629 BCA.gis gisjun01\_29 "reflation trade是第三季度主题，期待一个intermediate-term rally。虽然联储正在从刺激政策中逐渐撤出。美国政策刺激可能已经干的足够了，而日本可能是重大风险。从以往的经验来看，联储利率的下降所构成的刺激已经足以稳住经济，许多联储关于和财政部官员也是这么预测的。此外，7月份财政刺激也开始。

当前经济有初步企稳迹象。已经降息275bps，leading economic indicator正在上升，消费信心暂时企稳。但有两个问题也很担心：1.科技股下跌的财富效应对储蓄率的冲击。2.capital goods下降，就业下行。HY债券收益率停止上升但仍在高位。" 债券收益率有上升压力。

20010701 BCA, The Bank Credit Analyst, Monetary Policy Will Stay Accommodative [货币政策会保持宽松] 年底会开始复苏，但复苏会很弱，明年通胀会走弱，货币会继续宽松。联储仅降息25bp，说明对经济和金融风险的担忧下降。当前真实利率仅有0.25%，以coreCPI来计算仅仅1%，Cureve非常陡峭。市场预计明年加息75bp，这只有在强复苏的情况下才会如此，我们认为强复苏可能性不大。现在消费和housing都不错。existing home sales大幅上升，消费者信心也回升较高位置。但消费者信心面临失业威胁，profit recession还没触底，IT很弱，外需很差。 [通胀压力不大] 由于已经低于潜在增速一年时间，失业已经让通胀压力大幅减少。当前情形实际上意味着明年通胀压力下降，这与我们的Leading inflation index是一致的。当前的通胀上升是去年经济较强的滞后反映，这与过去的Leading inflation index指示一致。实际上，当前可贸易品价格已经走弱，服务价格也将紧随其后，尽管在医疗和住房等方面价格比较粘性，不太受周期因素影响。 "看多非科技股。

看空债券。虽然近期可能是走平，经济暂且不会复苏，但债券估值太高了。"

20010701 PIMCO "275bps的降息，300$ refund给几乎所有纳税人，去库存结束，这让人期待good old days即将到来。在通常的周期中，在激进降息6个月以后，一般会发生三件事：股票上涨15%，债券收益率下降50bps，美元贬值。但当前这三件事情都没发生。当前联储并没有说服消费者和投资回到过去的乐观态度。

我们期待联储继续降息。"

20010701 PIMCO Show A Little Passion Baby \_ PIMCO " 格林斯潘把近期的生产率进步归结于结构性的。但经济逻辑上，近期生产率进步也有可能是周期性的。这本身是一个open question。但格林斯潘decided that open questions should not be left open. Hubris does strange things to smart peopel, I suppose.

我很高兴看到货币和财政都在发力，并且美国政府对于美国消费者hang in there（应该是维持消费的意思）感到很高兴，因为企业在紧缩开支。

（图）1990s的储蓄率的下降几乎全部来自最富有的20%的居民（这恰好对应的股市的财富效应）。

当前房价的PE很低，如果联储想刺激一个房地产泡沫，是有空间的。而我认为，联储是有动力这么做的虽然政治正确性要求联储否认这么做。

There is room for the Fed to creat a bubble in housing prices, if necessary, to sustain American hedonism. And I think the Fed has the will to do so, even though political correctness would demand Mr. Greenspan deny any such thing. "

20010706 GS Daily The Goods Sector Have We Reached an Inflection Point NAPM有企稳迹象。

20010706 GS UEA The Good News and the Bad News About Tech Spending "IT投资放缓的速度似乎已经触顶，我们认为QoQ growth在2002年初将回正，YoY在2002年中会正。许多数据都指示经济在回暖。唯一表现不佳的就业数据。（高盛判断IT投资的方式主要是假设让IT stock/GDP稳住的边际增速）

在过去半年，IT盈利在2001年预期的下调，几乎全部反映在2002年盈利预期的回升上，即分析师认为IT盈利在2002年会报复性反弹。但历史规律并不支持这种V形反弹，不是跌的越深、反弹越猛。"

20010726 GS Daily A Road Map for the US Economic Outlook "A Road Map for the US Economic Outlook. 美国经济增长已经度过了最弱的阶段，但仍不足以稳住失业率或者增加企业盈利。衰退的风险已经减弱。

美国经济在2001年5%增速到今年预计只有1.5%的增速，主要是工业部门放缓。2季度一度非常差，增速可能只有0.5%，7月27日将给出二季度GDP数据。

过去走弱的原因：1.capital spending下降，过去投资太多。2.能源价格上升。3.联储加息。

经济企稳原因：1.最重要的tax cuts，2%的可支配收入的减税，between now to early Oct. 2.能源价格回落。但经济不会强烈回升，因为1.capital spending 仍弱。2.储蓄率低，消费难回升。3.外需弱。4.货币宽松没有带来金融条件放松。

如果我们的base case play out，则：1.claims逐渐下降.2.NFP回升.3.零售回升。3.Auto sales, home sales, housing starts. 5.Orders for factory goods 回升。5.PMI年底回升至50."

20010727 GS Daily Top Ten Market Movers; Markets on the Same Page 股债市场在2001H1主要受到如下经济数据的影响：1.劳动力市场，2.制造业情况，如IP，Philly Fed Survey, NAPM, factory orders，3.消费者信心。

20010727 GS UEA The Un-Godley Private Sector Deficit "GDP大幅修订了2000年的企业盈利，当前企业盈利比过去想的要低。储蓄显示在2000Q1以后开始温和回升，这种回升仍然弱于我们模型的预期。

2季度GDP年化仅0.7%。（实际上，很久以后对2001年GDP数据有大幅修正，显示2001Q1的增长非常差，Q2环比有较强回升，但Q3环比又快速回落，与资本市场表现较为一致，似乎也与当时的高频数据比较一致）"

20010801 BCA, The Bank Credit Analyst, Peering Through the Economic Gloom "经济和盈利都接近触底，谷底的情绪最为悲观，而且普遍质疑货币政策有效性，并且质疑到底复苏可以来自哪里。当前的悲观情绪颇为极端。LEI指示经济年末回暖，但复苏不会太强。欧日正在对美国增长带来威胁，亟需政策宽松。

[增长也许接近谷底] 市场极度悲观，这并不意外——企业盈利极度虚弱，科技股下跌看不到尽头，全球贸易萎缩。最近出炉的5、6月数据都很差，制造业产出和投资都大幅下降。本轮衰退的一大特点是制造业企业很快和很猛烈地进行收缩和调整，减少投资和裁员。然而，经济尚可承受科技部门的收缩，因为消费保持韧性，原因有房价稳健、工资增长稳健、劳动力市场相对仍然较紧，虽然股票大跌但股票占资产比重有限。

但经济数据都是backward looking，真正的挑战是预测未来。LEI在历史上可以可靠的捕捉周期拐点，而LEI最近几个月确定性的回升了，此外NAPM的new orders也在回升。考虑到财政和货币政策愈发刺激性，投资者应该下注在经济会复苏，而不是下注于持续停滞。当然，考虑到投资和盈利恶化，全球经济走弱，复苏不会很强，明年增速仍将低于潜在增速。" "一线希望是通胀在下降…

我们的Leading Inflation Index已经大幅下降到disinflationary区域。美国今年增速和明年增速都会低于潜在增速，因此通胀压力会下降。

需要担心通缩吗？贸易品实际上已经通缩了，这解释了盈利压力。但服务业不太受到全球竞争影响，难以通缩。" "…这允许联储继续保持宽松。市场预期明年上半年加息是错误的，因为加息对应着强复苏，现在看复苏很难很强。

联储和我们的想法相似，都认为经济将在年底开始复苏。本轮降息周期接近尾声，可能再降息25/50bp。

（有点奇怪，市场预期明年将加息，但股市却一再探底；利率市场的情绪和股市情绪不一致？可能还是与估值有关系）" "低配债券。债券估值很贵，但债券下跌还要等到经济有复苏信号的时候。在以往的周期当中，债券收益率直到失业率触顶回落以后才上升。但当前的债券市场极度anticipatory。本轮降息周期以前，债券收益率已经大幅下降了。

高配非科技股。流动性环境极佳，股价将会在盈利回升以前就会回升。（BCA给的Composite Monetary Indicator跟M2-GDP名义增速高度同步，看来BCA的这个流动性指标应该是考察了一些量和价的指标）"

20010801 PIMCO Miraculess \_ PIMCO 2001年的前几个月，市场相信生产率奇迹，期待V shaped recovery。我们认为政策利率会继续很低，不仅在2001年，而且在2002年。

20010802 GS Daily The Consumer A Riddle No More 模型预期消费会回暖，受到tax cuts和低能源价格支持，这两个因素比劳动力市场放缓的力量要强。

20010803 GS UEA Time to Scrap the Strong Dollar Policy 制造业的复苏有一些边际走弱，特别是库存指标，比想象的恶化时间要久，NAPM边际回落。好消息是claims边际回落。

20010809 GS Daily A Downturn With a Brave New Flavor 当投资大幅下滑以后，有人开始质疑美国经济是否fundamentally changed。我们认为确实变化了，不是更高的生产率，而是less cyclical economy.原因包括更好的库存管理。。。等。如果不是我们提及的这些结构性变化，当前美国经济已经处于recession了（heheheh…. 事实上，事后认定当时美国经济已经是recession了）

20010810 GS Daily ax Cuts Imply Big Spending Jump in August 历史经验表明，tax cut将导致8月份开始good消费大幅上升。9月份仍有支持，在Q4就转负（但是，实际上当时的GDP数据就已经表明，Q3的商品消费表现平平，Q4的商品消费极大幅度上升，是减税冲击吗？）

20010814 GS Daily Forecasts at Inflection Points Goldman Sachs Versus the Consensus 我们在2000年10月以前更bullish，之后一直更加bearish。我们预期2002年增长2%，共识是2.5%。我们比共识表现更好，是因为18个月以前的investment boom bust研究。 我们预期2002年FFR是3%，共识是3.5%。

20010816 Fed Bluebook 6月份FOMC以后，市场将25bp降息理解为联储在未来降息将比预期的少，因此FFR的预期在6月FOMC以后短暂提高。但是，随着经济数据走弱、企业盈利不佳和通胀疲弱迹象加剧，FFR的预期不断下降。特别是在7月中旬，格林斯潘在国会听证的发言，强调经济下行风险、特别是投资放缓，以及8月份褐皮书草根消息表明放缓在蔓延，FFR预期显著下降。 前述不佳迹象，让收益率显著下降，股票下跌。外围经济体表现不佳，加剧全球市场不确定性和悲观情绪。

20010816 Fed Greenbook 我们再次下调了capital goods spending的预测，此外，库存调整没有我们设想的乐观。尽管如此，消费企稳，并进步一步受到tax rebate支持，housing和consumer durables继续受到低利率支持。对于2002年，库存调整应当几近结束，外部经济转好，永久的tax cut效果体现，低利率会支持business investmeng，我们预期经济增长是2.75%。 市场预计今年会降息50bps，2002年会加息100bps。

20010817 GS UEA Glimmers in the Gloom.pdf 商品消费和housing有所回升，这是因为tax rebates,，能源价格下跌和房贷利率下降抵消了layoffs和负面财政效应。Tax rebates在8月将明显支持Retail spending，对level在8/9月支持最大，7/10月支持小，因此从增速上，8月支持最大，9月有支持，10月、11拖累，然后效果消失。当前消费没有明显支持到制造业部门。但随着终端需求改善，库存调整放缓，制造业在未来几月应当会企稳。

20010821 Fed Transcript "Kohn: 当前经济下滑有独特的特征，那就是下滑主要由于对new capital equipment——特别是high-tech equipment的盈利能力的re-evaluation导致的，低利率对此仅能部分对冲。事实上，policy easing works through the household sector,低利率支持housing和耐用品消费，因此宽松的政策其实已经发挥了预想的和希望的结果。通过支持居民消费，政策为投资品和库存投资打好基础。

然而，已经进行的275bp降息似乎不如历史上的那么有效，这并非是货币政策失效——即所谓pushing on a string——而是因为当前逆风太强，投资支出的下降比历次cycle都要强且持久。此外，居民部门之前并没有显著被depressed，因此当前复苏时的pent-up demand也不会很强。（Kohn说的挺好）

格林斯潘: 现在很明显的看到an absorption of very large capital losses throughout the economic system(啥意思？），我不确定这是否是结构性转变，但这一情形在二战以来未曾见过。当前投资下滑很重要，但我怀疑长期盈利预期并没有大幅走弱，更关键的可能是风险溢价的大幅上升，也可以说是信心的大幅下降。下行风险还未充分释放：Markets never go from over-extension back to normal. I can’t recall any case where that has happened, yet our forecasts always tend to project that it will happen. And when we get close to where we think it is about to happen we realize that it's not turning around because the over-adjustment on the downside has not yet occurred. In a sense this is not a business cycle issue; it's a human cycle issue.

当前经济确实比上次会议时要差，但仍未崩溃，因此对经济是否继续放缓的质疑仍然存在。

Housing对经济的支撑比预期还要强。居民从realized capital gains on homes来消费的倾向性比过去要强，如果没有这一支撑，当前经济要差得多。" "格林斯潘：降息25bp比较合适，如果降息50bp会吓到市场，alarm everyone。

其他委员有不少是反对降息的，认为联储的宽松已经到位，且货币政策有滞后性，后续将有通胀压力。"

20010822 GS Daily Fed Easing Still Faces Hurdles 本轮降息对FCI的拉动非常弱，仅相当于历史上10-20%的效果。历史上100bp通常拉动fci改善0.5-1，本次仅改善0.1. 预期到2002年中将再度降息50bp。10月份由于tax rebate对消费的支持，联储可能等等看看。

20010824 GS UEA Households Face Income Shock from the Profit Quake "股票大跌，居民从企业拿到的bonus也下降，这是因为企业发放stock options的比例在逐年上升，这意味着2002年初居民收入将明显下降，这是我们对2002年偏空的一个原因。

首申已经企稳，但continuing claims仍然上升，说明解雇已经稳定，但雇佣仍然太低以至于难以让失业率企稳。"

20010828 GS Daily Is Chairman Greenspan to Blame 现在市场开始批评格林斯潘在2000年紧缩的太多导致了当前经济困境，我们强烈反对。我们认为，2001年inverstment boom是一个bubble（当时GS可没有看到），这个bubble早晚要结束，联储如果不加息的话这个bubble会吹的更大。我们认为，最理想的情况是联储可以在1996-99年就更鹰派一些。不过，我们确实认为格林斯潘对新经济的endorsement太多了一些。

20010829 GS Daily The Melting Surpluses Politics vs. Economics CBO预期了更少了财政盈余。当前民主党开始批评减税是财政reckless。

20010901 BCA, The Bank Credit Analyst, Dark Clouds Over the Stock Market "我们仍然预期美国经济在年底复苏。消费者financially stretched, 企业非常谨慎, 外需差，这意味着复苏不会很强。联储未来6-12个月会继续支持经济。

[货币政策依然有效] 当前市场质疑货币政策还有效吗？我们认为依然有效。货币政策起效有三个途径：利率渠道，资产价格渠道，信贷渠道——银行放款。也许颇为奇怪的是，联储自己也没有完全搞明白。不同渠道的作用效果在历次周期中不一样。

利率渠道：利率与关键经济指标的关系并没有与以往发生变化。如果我们观察1980年以来的历次降息周期，其中1982,1990是衰退，1985/86,1995/96是软着陆，降息周期中企业投资的恢复都是滞后的，在1980s和1990/91时企业投资也没有反弹，本次衰退主要是IT投资放缓，降息对此本来就帮助有限。房地产活动在降息时明显恢复，本次也是如此。消费有不确定性，一般也受到降息支持，但未来怎样还不好说，在1985,95的软着陆中消费保持韧性，但在1981，1990衰退中消费则大幅下跌，还不好说。

资产价格渠道：相比以往降息以后的各资产价格走势，企业债收益率走低，房价比通常更强，这些支持增长；但股票表现不佳，美元偏强了一些。

信贷渠道略。此外，货币增速高，收益率曲线陡峭，financial strains减弱，这些说明联储不是在推绳子。

[理解盈利走弱] 对于盈利的长期走势，最可靠的规律是盈利增速和GDP增速走势一致。市场普遍关注SP500 operating earnings, 我们建议关注 Earnings before interest, taxes and depreciation , EBITA. EBITA margins走势与我们构造的Margin proxy（企业selling prices和单位劳动力成本）走势高度一致。当前margin下降主要因为劳动力成本上升，原因是一些期权的发放，向前看这对margin的压力会减少。生产率进步仍然完好。

[是否应该抄底] 在流动性如此宽松的情况下，股市今年至今表现令人失望。我们的流动性在历史上通常对应股票上涨，这次例外的原因有三个：1.估值太高。2.投资者在科技股泡沫破灭后信心丧失。3.经济和盈利新闻很差。

现在可以进行逆向投资吗？似乎情绪又没有悲观到极致。1.Investment advisors并没有投降到bearish view，这通常在市场底部的时候出现。2.公司insiders仍在卖股票，他们通常知道信息，他们的行为并不应该被逆向解读。（这也许是BCA的所谓投降指标的成分）" 一些FOMC成员担心宽松太久会导致通胀风险，特别是当前失业率在历史低位。St. L主席因此在6月货币政策会议上反对降息。但是我们认为在增速持续性的回升到潜在增速——3.5%——以上时，还不需要担心通胀。 "继续微弱高配非科技股。因为流动性非常宽松。历史上，股价回升往往领先经济和盈利拐点，但当前这种领先性下降了，因为投资者这次似乎要看到清楚的利润改善信号才会买入股票。我们在年初建议高配非科技股，这从事后来看太早了，至今SP500非科技股已经跌了8%。

继续看空债券，因为极度高估。"

20010901 PIMCO A Responsible Word for Irresponsibility \_ PIMCO "当前企业增加储蓄的原因是股价下降导致wealth destruction和盈利下降flow effect。但是，一个公司的支出是另一个公司的收入，类似于节俭悖论，不可能所有的公司同时增加储蓄。

1970s的美国和1990s的日本并不是由于财政政策过于宽松而导致的问题。事实上，在1970s，由于高通胀和税制，美国财政实际上是提高了真实税负的。真正的问题是货币政策，当货币政策出问题的时候，财政政策很难逆转。

当前美国的货币政策已经够宽松了，而财政政策此时仍可以发挥作用，即在所有企业开始谨慎开支的时候，政府财政要变得“不谨慎”的开支来支持经济。当前政治局面愈发负面，民主党要求加税，共和党倡导减支。"

20010906 GS Daily Disappointing Consumer Response to Tax Rebates Thus Far 周度连锁店survey显示Tax Rebates对消费的提振比想象的要弱，近期消费者信心也表现不佳。汽车销量在3季度也边际走弱。这进一步增加了四季度制造业继续放缓、去库存的风险。

20010907 GS UEA Saving Rate Has a Long Way to Rise "8月份的就业数据极差。失业率跳涨0.4pp到4.9%，NPR下降113k，这种就业指标只有在1990-91的衰退见过。当前劳动力市场的表现与信心数据一致，也对应着tax rebates效果不佳。就业数据极差，让对经济复苏的希望进一步降低。

根据HH net worth/income与储蓄率的关系，储蓄率在未来要大幅上升。"

20010912 PIMCO The Bells \_ PIMCO 911恐怖袭击以后，2年国债下跌到2.9%。我们将卖出短端债券，回归中性duration。

20010913 Fed ConfCall 格林斯潘: 在911袭击以前，数据就很弱，且去库存有加速迹象，消费者信心不佳，而911袭击则加剧了风险溢价，其影响难以预计。 Kohn: 在911袭击以前，劳动力数据不佳，已经让市场price in10月份降息50bp，袭击以后短端债券rally，降息预期进一步增加。

20010917 Fed ConfCall 格林斯潘建议降息50bp。

20010917 GS UEA Attacks to Hurt US Growth, Intensify Fed Easing 911袭击增加了2002年v型反弹的可能。议会批准了400亿重建计划，近期关于social security surplus的争论至少暂歇。 10月仍可能降息，预计年底到2.5%（此时是3.0%）

20010921 BCA.gis gissep01\_21 "911袭击让消费者信心跌落悬崖，这导致美国2001Q4的增长将非常负面，全球经济也一样负面。经济政策全面转向刺激，特别是财政政策。

当前经济走势何时转向，取决于消费者信心何时企稳，这需要有一些好消息，经济方面的好消息应该不多，可以关注地缘政治方面的好消息。

恐怖袭击以前，全球经济已经在滑向衰退，而911是在美国经济最脆弱的时候发生。消费其实早已有走弱迹象，即使财政刺激，因为企业retrenchment已经推高失业率，8月份的褐皮书也显示了消费放缓的迹象。下一步尤其关注房价，如果房价再跌，将影响巨大。" "当前股市已经悲观到了历史上的capitulation投降的水平，但股市的反弹还需要等这个投降指数的反弹。当前股票已经跌到了公允区间一下——相比于当前的利率水平而言。消费者信心的企稳将导致股票rally（但实际上这个报告刚写完就开始rally了）

债券市场rally并不多，有很多解释：战争推高通胀风险，美国刺激力度加强，美国财政盈余前景不妙等。但我们认为上述理由均不能很好的解释债券为何不再rally（也许是估值太高了？）。随着经济在四季度放缓，债券价格有支撑（但实际上随着股票rally，债券从10月份开始很快跌了很多）"

20010921 GS UEA Further Monetary and Fiscal Stimulus Is Coming 现在预期v-shaped recovery，这是因为四季度负增长比较厉害，并非经济反弹更强。911袭击以后，连锁店零售数据很差。

20010926 GS Daily A Brave Face US Consumers After the Attacks "恐怖袭击以后，消费者信心没有显著走弱，显示韧性很强。零售数据显示袭击以后有大幅走弱，但当前边际企稳。

当然，尽管袭击没有让信心更弱，但9月份的信心整体上比8月份还是弱。"

20010927 Fed Bluebook 在恐怖袭击以前，市场预期FFR在年底下降50bp到3.0，然后逐渐回升。袭击以后，FFR被预期在年底下降至2.0%，之后回升。

20010927 Fed Greenbook 在袭击以前，只能高端销售增长很弱，库存继续去化（库存并不是自动回复），三季度仅能维持微弱正增长。现在叠加袭击，三季度将负增长。我们认为恐怖袭击将让下半年经济负增长，在2002Q1增长为0，Q2才能回升弱，到2002年中才能明显回升，因为那个时候恐怖袭击的经济活动和信心的冲击才会消退。（换言之，市场普遍预期经济在Q4将大幅走弱，但实际上在当时的数据就能看到Q4消费大幅回升，2002H1大幅回升，H2又再度走弱，完全不符合预期）

20010927 GS Daily The Investment Bust Risk of a Second Leg "之前的投资下降主要是预期资本回报率的下降，即主要是资金需求问题。在恐怖袭击以前，资金供给很充裕，体现为credit spread比较窄，融资量充足。但是恐怖袭击以后，spread上升。

对资金供给的依赖程度的最好指标是financing gap，即企业现金流与capital spending之间的关系，这相当于GDP的2.5%，在1952年以来的历次衰退中，这个gap都收窄到0，一般是由于capital spending的下降。我们即使这个gap稍微收窄，都给经济带来下行压力。"

20010928 GS UEA Implications of Renewed Budget Deficits for Treasury Finance 劳动力市场显著恶化了，信心快速下降。但NAPM回升，投资环比有触底回升迹象。

20011001 BCA, The Bank Credit Analyst, The Economic Outlook Turns Ugly "911袭击把美国推向衰退，并且衰退要比1990/91更深。明年可能有更强劲的复苏，但要经济要先下行。

[经济前景急剧变差] 任何期望年底复苏的希望都破灭了。原本以为企业已经充分减少了资本支出和去库存，而且LEI已有回升趋势。但原来经济就比较脆弱，8月份股市走弱，9月初消费者信心也走弱。在911袭击以后，经济前景急剧变差。

消费者财富进一步因为股市下跌而受打击，就业前景变差，信心因为袭击而走弱。本轮衰退中消费者财富下降幅度已经超过历史水平。此外，房价之前高涨，是经济的支持因素，现在也不能如此假设了。旅游等服务业受打击，现在不仅制造业衰退，服务业也要走弱；而制造业因为消费走弱将会再受打击。LEI在8月份已经走弱，9月份难以避免大幅走弱。

总体来看，本轮衰退可能深于1990/91，因为1990当时海湾战争很快结束，信心很快恢复，当时的财富损失也比现在少。当然，衰退越深，库存调整越彻底，消费pent-up demand越高，越是V-shaped复苏。但经济要先下行。

一个月以前，国会对财政刺激还在激烈辩论，但现在已经火力全开进行财政刺激了。逆周期政策已经是大水漫灌而非微调，因此最终当经济转好的时候，政策制定者会发现已经宽松了过久，但那是以后的事情了。" 市场依然预期未来六个月加息7bp（？）（真的难以理解FFR期货市场预期...虽然BCA没看到经济很快有一波恢复，但BCA对FFR的判断是对的） "9.11恐怖袭击以后，应当更加防御性策略，不再看多股票，至少对债券中性（即对股票和债券都回归中性）。

股票oversold，相比8月份已经有投降的特征——大幅的共同基金流出（这可能是BCA的投降指标之一，来源似乎是TrimTabs data）——可能反弹，但盈利前景黯淡，估值也不便宜——虽然margin debt已经unwind，建议保持谨慎。债券季度overvalued，但未来几个月收益率大幅上行风险有限。"

20011001 PIMCO The Right Way \_ PIMCO "对于长端利率，短端利率是重要的决定因素，联储可以控制短端利率以及短端利率的走势预期。当年在Volcker时期，Volcker用bond market vigilantes来减轻政治压力，其根本逻辑是每当财政宽松时，Volcker用偏紧的货币政策来对冲了财政了宽松效果。而所谓“财政宽松导致长端债券收益率上升”的说法，不过是Volcker的一个说辞而已，但格林斯潘当前似乎仍然认可这个说辞。Bond market vigilantes并不rule the market，只有联储让vigilant rule的时候他们才rule。

在1993年克林顿时期，当时加税与长端收益率下降是同时发生的，这其实是因为过去两年收益率曲线很陡峭，格林斯潘没有着急让短端利率上升；当1994年短端加息以后，长债收益率大幅上升。

9.11以前，美国经济是否已经处于衰退，我不知道。事实上，没人知道。准确的dating recessions不是科学而是艺术。NBER也从不预测衰退，而是在事后很久才确认衰退。In writing history, it is more important to be right than quick."

20011002 Fed Transcript Stockton: 袭击对NY的影响很明显，但对其他地区不明显。袭击的直接影响可能让三季度年华增速下降0.5pp，但长期间接影响不确定。我们假设信心的走势以伊拉克入侵科威特为基准，事实上，当前的影响可能比当时强两倍。根据当年伊拉克入侵科威特的案例，信心在入侵以后两个月突然下降。 本次会议，格林斯潘发言极少，直接建议降息50bp。

20011002 GS Daily Don't Be Confident About Confidence 有分析师对消费者信心有乐观看法，我们反对这一观点。他们认为，911袭击以后信心没有大幅下滑，但我们认为911袭击以后的信心数据不可靠，而且消费者可能由于爱国情绪高报了信心。从海湾战争的案例来看，信心会大幅下挫。

20011005 GS UEA Analysts Report Large Setbacks, Then a Partial Recovery "行业分析师调研结果显示企业受到较大冲击，已有部分恢复。

9月份NAPM有所回升，但我们向前并不看好。

Bush提出了600-750亿美元的Fiscal stimulus package，虽然两党有不同看法，但应该会较快达成一致。"

20011011 GS Daily Indications of Recent Deterioration in Housing Demand 尽管房贷利率在走低，但过去几个月housing demand似乎有走弱迹象，建筑商汇报了较大的销售预期下降，房贷申请也降低。本轮衰退中，房地产并没有经历严重的下降。如果房地产真的下降，这问题很大，意味着货币政策难以对总需求构成支撑。

20011017 GS Daily The Rising Personal Saving Rate An Update and an Example 我们认为均衡储蓄率应该在5%左右，当前仅1.4%。我们还研究发现，居民几乎把100%的tax rebates用于了储蓄。

20011019 GS Daily Message from Jobless Claims Hiring Plunges, Economy Contracts 首申相关数据显示，hiring在过去几个月collapsed，对应的经济收缩速度是年化4%，对应着1990-91年最差水平，虽然比过去一些衰退时期略好一些。

20011023 GS Daily All Fiscal Stimulus Is Not Created Equal (Part One) "1%GDP的永久政府开支将在第1、2年提高GDP水平1.4pp；1%GDP的减税在第一年提高0.4pp，第二年提高0.8pp的GDP level。这是因为减税以后，居民可能储蓄了一部分。

即使是开支，也分类型。有些开支用于弥补企业损失，或者开支并不是当年支出——例如重建开支是逐渐花掉的，甚至有些开支是花到海外的——例如部分军事开支。

对于减税部分，永久性减税比暂时减税——例如tax rebates——要有用。"

20011026 GS UEA Profit Expectations Vulnerable to Disappointment "我们不看好SP500的盈利，它在recovery时期一般慢于总体盈利（现在已经开始探讨recovery了，似乎衰退已经是事实了。GS在作比较的时候，已经把当前看做是recession trough）。

我们对经济更加悲观，因为就业市场已经恶化到抑制工资增长。" 最近经济进展意味着Fed要在11月降息25bp，当然50bp也有可能。

20011031 Fed Greenbook BEA估计Q3增速是-0.4%，我们预计在Q4会进一步恶化到-2.5%，然后Q1的GDP的QoQ增速为0（事实上并没有，Q4就开始大幅反弹）。但是向前看，有几个支持力量支持复苏，包括货币宽松，进一步财政刺激和长期去库存的早晚的反转。

20011031 GS Daily Plunge in Confidence Confirms Labor Market Implosion Conference Board的消费者信心在10月骤降11.5点到85.5，但密歇根信心在10月份比9月有好转。一般来说，我们更看重密歇根，因为波动小。但CB的信心指数与失业率的相关性更高，我们预计就业市场数据会很差。

20011101 BCA, The Bank Credit Analyst, Its Too Soon To Anticipate Economic Recovery "[谈复苏还太早] 现在已经有越来越多的分析师拥抱V形复苏了，甚至明年1季度就会复苏。这太过乐观。企业当前仍在裁员和缩减投资，复苏至少要等到明年2季度，而且很难说是V形复苏。消费者在9月份以前很难说有retrench，真实消费增速始终高于3%。消费在9月份大幅下滑，要很快的恢复还看不到。虽然消费受到减税、低油价和低房贷利率的支持，但失业大增，焦虑情绪升温，这将在未来几个月抑制消费。消费在衰退期间总要有两个季度走入负值区间，本次也不会例外。（例外了，在房地产支持下消费好像没有负增长）

消费者承压，但企业才是衰退的中心问题。企业盈利在2001年上半年已经进入衰退水平，现在sales volumes也大幅下降，企业将大幅缩减支出。9月份的new orders for capital goods极大幅度下滑，趋势性向下。缩减支出需要一些时间，这是为什么还没有看到大幅的裁员减支声明。

当前国会还在辩论具体如何财政刺激。我们认为财政刺激难以在未来3-6个月内起效和帮助经济，当财政刺激真正实施的时候，经济可能已经复苏了，政策届时可能已经太宽松了。

[金融风险可控] NASDAQ从峰值已经跌去了70%（呃...这么猛），但并没有触发严重的金融机构的风险。尽管泡沫期间的leverage和risk-taking非常高。Margin Debt已经大幅unwound，没有证券公司出问题。这是个好消息。（...ehheheheheheh... 2002年的安然丑闻就是金融风险）" "当前的地缘政治和经济不确定性仍高，应当采取防御性策略。不再看多股票，至少对债券中性。

股票not priced for recession， 所以对进一步的经济和盈利的坏消息很脆弱。10月份的反弹是oversold以后的技术性反弹，这一期间没有经济和盈利的好消息。问题在于这是一个bear market rally还是持续的上行的开始。按照以往规律，如果预期到明年上半年开始复苏，当前就可以买入股票了。但我们持有谨慎态度（为啥年初不谨慎），即便冒着可能上车上晚了的风险，还是暂时采取防御性策略。

债券收益率大幅上行风险有限，因为经济增长前景很弱，通胀在下降。债券严重高估，收益率下行空间不大，但可以作为避难资产。

"

20011101 Fed Bluebook 当前市场预期本次一定降息25bp，有50%的可能性降息50bp（实际上降息50bp），预计年底到1.75%（对的），预计FFR在明年回升1pp，即市场预期明年经济会明显反弹（在年中以前是对的）

20011102 GS UEA Big Fiscal Adjustments, But Not Much Lift 当前就业市场极差，我们调低了对增长的预期，尽管财政刺激加码。有市场预期国会将通过进一步财政刺激，相当于GDP的1.5-1.75%。即使有这样的财政刺激，我们也不认为经济会稳定恢复，因为企业和居民都有巨大不平衡。 50bp的cut很有可能。 10年债券收益率将进一步下降到4%的水平（实际上从这个时候开始，债券收益率快速反弹到5%以上）。

20011106 Fed Transcript "Stockton: 10月份劳动力市场走弱让我们对经济短期更加悲观，但我们预期2002年春天经济将复苏。本季度企业继续去库存，企业投资下降仍在加剧。我们曾假设911袭击对信心打击巨大，我们对这一假设不变，虽然当前的信心下降并没有之前想的严重。

格林斯潘: 我们持续在预测经济会企稳，但持续被打脸（从市场对FFR的预期的变化上可以看出来）。令人担心的是，我们至今也没有看到复苏迹象。经济仍在转差，虽然没有崩溃。汽车销售是一个令人惊奇的现象，我不相信这完全是由于折扣。" 格林斯潘: 我担心我们正在从disinflationary process进入outright deflation. 例如ZLB问题，是实实在在的一个风险 出于对deflation这个尾部风险的担心，我倾向于50bp的cut。如果没有deflation，那么当前降息以后还能翻转；但如果deflation而我们没有提前行动，那么我们代价会很大。

20011109 GS UEA The Rise and Fall of Labor Income 如果假设2001Q3是business peak，本轮recession的一个特别之处是居民收入一直很稳健，我们预期这在未来将走弱。

20011114 GS Daily Risks of a Liquidity Trap Still Very Low 当前对通缩和流动性陷阱——即货币政策无效——的讨论越来越多，我们认为通缩风险是有限的。（很奇怪，一方面市场拥抱V形复苏，股市大涨；另一方面，又在担心通缩）

20011114 GS The Pocket Chartroom No quick fix. 居民储蓄率低，企业financing gap大，这是两个结构性问题。复苏将困难，recession将更深、更久（...立马反弹了）。消费马上将走弱，因为收入下降，而且股市下跌导致option收入下降。当前复苏的支持力量有：从去存货到补存货，低油价，Mortgage refinancing，财政刺激。正反力量的对比是，经济将在2002H2复苏，但在2002年不会有强烈反弹。

20011121 GS Daily What Would Make Us Less Negative on the Near-Term US Outlook "我们比共识要悲观，Blue Chip Consensus预期QoQ增速在2002Q2转正然后回升，高盛预期在Q3转正然后回升（事实上都错了，经济在Q1就转正，然后回落！）。

什么会改变我们的悲观观点：1.劳动力市场的恶化明显放缓。2.消费回升，特别是非汽车消费。3.制造业回升。4.更低的油价。5.股市继续上涨。6.反恐好消息。7.外围经济转好。"

20011121 GS UEA Declining, But by How Much 近日的首申下降，似乎暗示着Q4的增长，11月的密歇根消费者信心也继续微弱改善。但我们依然不乐观。

20011122 GS Daily Onset of Recession Hard to Peg, Though Probably Early 2001 NBER一般选取最重要、修正最少的变量来确定recession date，最重要的四个变量依次是：NFP，真实收入，IP，制造业和trade sales。前两个更重要，因为覆盖全部经济，而后两个则仅是商品部门。从NFP而言，在2001年初peak，而IP、制造业则是2000末，例如NAPM甚至指示2000年7/8月。综合来看，NBER可能以2001年初为recession开始是日子。

20011129 GS Daily The Case Against the Taylor Rule Taylor Rule在2001年对FFR的解释力很差，这是因为FFR对金融条件的影响力大大下降了，因此FFR的下降overshoot了。

20011201 BCA, The Bank Credit Analyst, Is the Worst Over for the Economy？ "[经济最差的时候过去了吗？] 股票上涨，但同期经济消息仅显示有所企稳。9月各指标下降较多，10月份边际回升并不奇怪。LEI、首申都略有改善，零售回升较多，资本品订单有所回升但不多。NFIB显示小企业受困，这会抑制就业，因为小企业是主要就业来源，CB的消费者信心在11月也显示就业前景不佳。

[货币政策依然有效] 从LEI和NAPM来看，美国经济今年底应该复苏了，但911袭击打断了复苏，将美国经济推入衰退。联储紧急降息有效，汽车销售大幅回升，mortgage refinancing节奏大幅提高，MZM加速上升，股票价格在很差的经济和盈利消息面前韧性较强。所谓的流动性陷阱是指降息完全没用，美国当前特征并不符合这一情况。降息也有助于降低金融压力。一个比较陡峭的收益率曲线可以帮助银行（也许这个是BCA的指标之一）。

降息没有扭转经济的原因是逆风很强。企业盈利走弱幅度是二战以来最差的一次，消费者面临财富损失，全球经济在走弱。然而无论是企业去库存还是居民减少开支，这些行为都会自己最终逆转，解释货币宽松的效果将显现。" 对股票和债券都保持中性配置。

20011201 PIMCO Eight Tracks Dont Fit In A CD Player \_ PIMCO "市场广泛预期v-shaped复苏，对应着FFR的v-shaped回升，我认为市场错了。回顾二战以来的复苏，联储在失业率触顶以后几个月开始紧缩，一般在制造业低谷以后6个月失业率触顶。假设现在制造业触底，那么失业率在六个月以后触顶，那么2002年底联储会开始加息。我由于结构性原因不同意上述看法，但我并不认为市场会按照我这样想。市场在周期性变动中极少考虑结构性问题。市场通常线性外推过去的周期走势。

既然市场已经充分price in了周期走势，当前值得考虑一下结构性问题。第一，联储在过去二十年一直采用了opportunistic disinflation的策略，即每一次衰退的时候让通胀降一些，在复苏的时候预防性加息让通胀不要上升，经过几轮周期以后通胀就下来了。但当前不需要进行这种预防性加息了。第二，格林斯潘依然深信New Economy,虽然我们觉得有些过了，但既然他信，那么加息必要性也小一些。He's still a New Age, pro-growth man. 考虑上述两个因素，格林斯潘在他任期内不会再加息了。"

20011211 Fed Transcript "Stockton: 与我们预期走势比较一致，整体经济活动在Q4似乎仍在负增长，包括去库存和投资下降。就业数据也很差，特别是制造业就业。但final demand异常的好，汽车的销量及其持久度远超预期，汽车以外的retail sales在10月份也强反弹，新屋建设强于预期，shipments of capital也在10月份边际转好，new orders更是反弹，我们相应上修了4季度的final sales增速。（利率敏感行业的反弹可以理解，因为联储紧急降息；但消费的反弹呢？源于mortgage refinancing吗？）

我们不再预期911袭击对信心的冲击。

市场对复苏非常期待，我们并不认同这种看法，我们认为应当谨慎解读近期的spending data." "Kohn: 最近的重要变化是数据开始mixed，而非过去那样全部指向走弱。货币政策似乎已经生效，经济有企稳迹象。如果你认为经济仍有下行风险，可以降息25bp。但降息25bp和按兵不动都代表着easing节奏放缓。

格林斯潘: 如何制定政策，应该从避免最坏的情况来考虑。如果我知道2002H2经济会反弹，那么现在降息肯定是错的。但考虑到通缩风险，我建议降息25bp。" 格林斯潘: 股市难以理解，特别是考虑到盈利的走势。债券市场更加难以理解。（可以理解的，我现在就能理解。因为市场在预期复苏，当前的复苏定价和2001.1/4/7是一样的，这一次稍微持久一些，毕竟是眼睁睁的看到经济在复苏了）

20011214 BCA.gis gisdec01\_14 "如果你认为美国经济处于流动性陷阱，那么当前的股票上涨是bear market rally，随着触及40周均线，这一轮上涨已经到顶；如果你认为美国经济将会复苏，那么这只是上涨的开始。

美国经济今年初进入了shallow recession，但美国政策的刺激是前所未有的，并且3、4季度tax rebate，其主要策略是刺激利率敏感消费。在911袭击以前，看起来让美国避免了一个深度、长期的衰退。袭击以后，刺激政策加码。结果是2002年初更快反转。2002年初的故事是经济复苏，而2002H2的主题可能是复苏强度不及预期。这一轮复苏很明显是美国带动全球复苏。复苏的关键不确定性是美国消费者。

消费的风险有，失业率上升，储蓄率低。但近期通缩和低油价增加了消费者消费力，股市反弹也让消费者财富企稳。（历史上real wage和经济增速同步，当前由分歧。GS看到的是收入将走弱，而gis看到的是GDP将回升）（gis看到的风险是消费者储蓄率低所以反弹不足，但实际上房价高涨支持了消费者；2002年真正的下行冲击依然来自企业部门）" 市场从9月极度恐慌，很快变为了极度担心错过本轮上涨。当前的股票上涨集中于科技股，而SP500从长期来看仍然偏贵，这令人担心。流动性是支持本轮股市上涨重要力量。从盈利上来看，当前显著低于长期趋势，因此明年的上涨可能显著超预期。在盈利超预期、流动性支持下，我们认为近期股票仍有上涨前景。

20011214 GS Daily Real Wage Growth Brace for a Steep Descent 由于失业率上升和通胀下降，未来工资会下降。

20011214 GS UEA Sales Spark Needed to Ignite Dry Inventory Kindling 未来加库存是支持力量，但当前inverntories to sales并不算低，因此加库存的支持力度有限。未来final demand走势至关重要。我们认为随着bonus下降、汽车销售下降、天气因素消退，未来final demand将在2002H1明显走弱。11月零售走弱，这说明10月份的零售走强是9月零售走弱的镜像反映。

20011218 bca outlook 2002 "MR.X: 悲观者认为美国经济将步日本经济后尘，持续经济衰退；乐观者认为估值很便宜，经济将回升。阿富汗战争进展顺利，但我仍担心进一步恐怖袭击。我的观点在乐观和悲观之间变化。BCA的流动性指标指示股市是牛市，但估值来看股票和债券都不便宜。

BCA: 在911以前，经济已经在复苏的轨道上，可以期待股票上涨，但911的冲击让我们要思考经济能否回到复苏轨道上。我们预期美国和其他经济在2002年上半年复苏。然而本轮衰退跟以往不同，过去是excess demand、高通胀、紧货币，因此货币放松时经济会复苏；本轮是excess supply，是deflationary环境，因此当前利率下降对刺激经济的效果有限，但宽松的货币效果不应该被低估。

对于下行风险的讨论。美国和日本的相似点确实令人担心，但也要看到不同点。日本零利率已经不能刺激经济，但美国的大幅降息对经济有明显刺激，汽车销量、mortgage refinancing已经回升，M2明显回升。此外，当前财政也在宽松，油价下降。1999/2000年的紧缩中，货币紧、财政紧、高油价共同对经济产生紧缩。Tech行业的过剩确实是结构性headwind，但不足以阻碍经济复苏。从NAPM，NFIB、密歇根消费者信心等各个调查指标来看，经济已经在转好。

MR.X: 当前货币空前宽松，但企业并未清理过BS，这种情况下如何复苏呢？

BCA: 这确实是个问题。本轮衰退的一个不同点是，居民和企业的real debt增速并没有下降。居民的储蓄率依然很低，明年居民收入会下降，因此消费反弹不会很强，没有pent-up demand；企业的financing gap也仍然存在，因此大幅投资反弹不切实际。我们在1970s/80s反复讨论Supercycle，其含义是政府会想尽办法来刺激经济，让BS越来越差，而不是结构改革。如果经济2002年再度触底，联储弹药就不足了，但这并不意味着balance sheet adjustment无可避免的最终到来，因为我们认为美国政府仍有政策空间，包括财政空间和弱美元。

对于金融稳定的担忧无需过度。1990/91金融系统承压是以往内太多的房地产贷款坏账，但本次是股票市场出问题，大范围的投资者承担损失，而不是集中在银行，S&L承担损失。" " cash确实没有吸引力，但股票和债券估值也不低，所以整体上收益率不高。有些华尔街分析师认为股票估值合理，这实在难以理解，即使对未来盈利非常乐观，forward PE仍有24之多，这根本不便宜，特别是考虑到10年期国债收益率是5%。

当然，股市长期收益预期仍在两位数，而cash没有收益，因此新的bubble仍有可能。当前的可能的bubble看起来像是博傻游戏，比之前的bubble 更危险。

宽松的货币是bubble的重要条件。1998年的LTCM和Y2K期间联储宽松，但彼时内在经济动能都很强并不需要宽松，这两次宽松加剧了股市泡沫。当前短期来看，货币极度宽松和对盈利的再度乐观将支持股票上涨，我们非常可能看到一个mini-bubble。但当前的高估值限制了上涨空间。

经济复苏的中断可能打断股市上涨，但考虑到联储可以维持宽松，因此我们认为slow recovery应当不是大问题（但没有看到2002H2的经济再度触底）。

对于债券，当前债券估值太高，建议低配。在复苏的情形下，我们预计10年收益率的区间是5.25-6%。当然，债券可以对冲通缩风险，所以我们不建议太低配。在历史上，收益率变化有些滞后，在衰退开始后才下降，在复苏开始后才上升，但轮周期债券市场非常领先，早在2000年联储降息以前，收益率已经极低，而当前仅有微弱复苏迹象时收益率已经上升了。我们预计当前债券投资者也将对经济上行反应很敏感。

美元在2001年的走势让我们困惑。1990s美国tech股市繁荣，美元上涨情有可原，但2001年美国tech泡沫磨灭，美元依然很强。"

20011219 GS Daily GSFCI Designed to Gauge Monetary Transmission, Not as a Leading Economic Indicator 金融条件并不是用来做预测的，而是衡量货币政策效果的。近期有人批评GSFCI，说长端利率上升并不代表收紧，而是反映了市场乐观预期。我们认为长端利率的上升在边际上降低了货币政策的刺激，这一点没有问题，只是简单的用FCI做预测是不准确的。

20011221 GS Daily Death of Fiscal Stimulus Implies Sluggish Recovery, Lower Bond Yields 财政刺激计划由于两党斗争而可能不会出台，这超出市场预期（理解，理解，现在都理解了。经济有复苏势头，自然出现党争了）。除非出现最后一分钟的妥协，但可能性不大。2002年的选举政治导致了财政刺激计划更难出台，这边际上降低了2002年经济增速0.5pp。

20011228 GS UEA 2002 How Strong a Recovery "Our Views Have Changed (Slightly).

近期有两个变化：1.经济数据显示经济可能在1季度复苏。2.国会没有通过财政刺激法案。由此，我们调高了2002H1的增速，Q2从0.5%上调为3%，调低了2002H2的增速，Q3和Q4从3.5%和3%下调为2.5%。2002年将是tug-of-war（拔河）。

支持力量是强而短期的，包括财政政策，低能源价格，补库存。即使最新的财政刺激方案没有出台，以往的方案可以给2002年提供GDP的1pp的支持。"

20020104 GS UEA Our 2002 Forecast A Moderate Recovery = A Friendly Fed "当前经济数据暗示衰退正在结束。ISM有企稳迹象，回升至911袭击之前的水平。劳动力市场的恶化也有减弱，NFP的下滑有减轻，manufacturing workweek——劳动力市场中的少有的forward-looking指标——在转好。

2002年的复苏将会比较弱，因为居民储蓄率需要回升，企业financing gap要弥合，联储刺激力度有限，没能有效ease fci，利率敏感部门之前不够depressed（这就意味着需要用一个新的泡沫才能抵消上一个泡沫的影响），外需也不好。

2001年尽管实际GDP的下降很温和，但after-tax adjusted profits(NIPA basis)下降了13.6%，是1986年以来最大的下降。企业现在努力重新提高margins。每个企业都试图节约成本，但企业也存在节俭悖论，当所有企业都这么做的时候，导致企业收入更少。总之，我们预测名义GDP和企业盈利都在2002年回升的很缓慢，比历次复苏期间都缓慢。" 弱复苏让失业率继续上升，通胀是滞后的，无压力。联储将不会加息。而且，联储结构性的在变鸽派。理由一是通胀已经很低了。理由二是当前联储降息空间不大，因此要更加确认复苏力量以后再行动，有日本前车之鉴。

20020109 GS Daily Why We Lifted Our Q1 Real GDP Growth Estimate to 2.0 由于近期数据——库存调整，ISM，工作时间——较好，我们把Q1增速的预测从-1%提高到2%。

20020109 GS The Pocket Chartroom Brave New Business Cycle points to muted recovery 我们在5年前建立了the Brave New Business Cycle框架，指出房地产比以前much less cyclical, 虽然本次就业和库存调整比我们设想的要深的多。我们认为复苏难以从housing rebound或strong job growth获得支持，而居民储蓄率低和企业financing gap是本轮周期的financial imbalances

20020111 GS UEA The Uphill Road for Tech Spending "我们近期上修预测，看到制造业，特别是科技部门触底。未来几个月，生产数据可能有上行惊喜。上修预测的主要原因是我们看到2001Q4的去库存很强，因此2002Q1的补库存支持高。

Tech投资在触底。但我们依然谨慎。tech spending很少在复苏时首先回升，而且没有证据表明去年的投资bust让tech资本存量低于均衡水平，此外还有较大的financing gap。当前C&I银行贷款下降的非常快（有图），这不利于企业融资。" 格林斯潘评价当前复苏是tentative，预示加息还远。

20020115 GS Daily Why Have Profits Fallen So Much in Such a Mild Recession "我们预期2001Q4的GDP暗示着从顶点到低点的GDP仅收缩0.7%（？？），这明显低于历史情况。企业利润大幅收缩，无论是real pretax profits after adjustments for inverntory and depreciation, after-tax profits, SP500 EPS, 都降幅及其显著，远超历次衰退水平。

有人解释为operating leverage高，这意味着2002年的盈利反弹也强，我们没有发现过去50年operating leverage有变化。

我们认为是本轮资本利用率低，劳动力更稀缺，体现为失业率低。这意味着今年的盈利反弹也不会高。（#解释增长与盈利的背离#）"

20020116 GS Daily Consumer Debt Another Oddity of the 2001 Recession 2001年的衰退中，企业债务下降的情况与以往衰退类似，但居民债务几乎没有下降，这解释了2001年居民消费的韧性，但向前看我们认为居民进一步借贷来支持消费的空间有限。

20020118 GS Daily Output Proxies, Jobless Claims Suggest Recession Is History 我们的三个与GDP的同步指标——首申，工作时间和工业产出/建筑支出——显示已经走出衰退。

20020118 GS UEA Portfolio Shifts Make Money Growth a Poor Lead Indicator "12月的非汽车销售很好，但生产不强，这说明在快速去库存。

2001年的M2和M3高增速并不预示着2002年强需求。事实上，m2虽然在1960s-70s与股票价格正相关，但到1990s末已经负相关了，相关系数持续下降。m2和m3更多反映了居民和机构的portfolio preferences。关键变化是居民手里的股票变多了，现在，当股票下跌的时候，居民会更愿意持有银行存款，m2的上升并不代表钱变多了，反而是货币流通速度下降了。对于m3，我们观察到3m-libor与m3负相关，这显示了机构的套利行为。

虽然联储已经在2000年中不再对money data设定目标，但Conference Board继续把m2作为领先指标，这让2000-01年的LI下降的少了一些。" 考虑到近期复苏迹象，1月份降息可能性下降。

20020123 Greenbook Q4的final demand超出我们预期。1月份的一些早期指标也很好，例如ISM，首申，消费者信心等。当前的初步复苏更加依赖私人部门需求和库存翻转，我们剔除了预测中的关于新的财政刺激的假设。

20020125 GS Daily In Defense of a Subdued Capital Spending Forecast "我们依然认为企业投资会拖累本轮复苏，虽然历史表明企业投资会较快反弹。

本轮衰退的根源是企业的过度投资，这与历史不一样。所以本轮企业投资恢复的要慢。此外，终端销售此前suffered的不多，因此恢复空间也小。"

20020125 GS UEA The Household Debt Burden A Constraint, Not a Barrier 更多的迹象表明近期动能改善，CB的LI在12月连续第三个月改善，其中经济活动类指标——building permits, the workweek, 首申，vendor performance, nondefense capital goods orders, orders for consumer goods——均在改善，与金融指标和消费者信心一起改善。

20020201 BCA, The Bank Credit Analyst Is that it "经济复苏已经不再是forecast而已经是fact，众多指标恢复，包括制造业订单、首申下降、小企业信心——这是工作主要来源——消费者信心。CB的LEI也回到正值区间。这在周期意义上意味着看多风险资产。虽然我们认为二次衰退没有可信的证据，但复苏会比较弱。（BCA在3个月以前说，消费在衰退期间总要有两个季度走入负值区间，本次也不会例外。这次例外了吗？）

[结构分析] 市场有许多悲观理由，但我们认为这些理由被夸大了。1.大的资产泡沫以后都有经济灾难。2.债务高，储蓄率低——但我们认为储蓄率有低估，债务高但债务负担不重。3.通缩意味着企业盈利弱，甚至日本化——我们认为货币政策依然有用，从汽车、房地产开工看的出来。4.产能过剩——我们专门讨论过，没有结构性的产能过剩（？），当前产能利用率低是周期原因。5.经常账户逆差。典型的悲观看法是美国经济有price to pay，过去越繁荣，现在就应该越惨，这过分简单化了。

为何本轮衰退有限呢？直接考察的话，本轮衰退的重要特征是仅是商品部门衰退，服务部门虽然也走弱，但走弱幅度远不及历史衰退情形。联储的宽松很重要，当然反过来讲，由于利率部门走弱有限，这也意味着pent-up demand有限，复苏温和。IT革命会继续，IT革命不意味着消除了周期，但衰退可能更弱。

[周期观点] 当前经济已经在复苏轨道上。当然，当前复苏还不稳固，任何冲击信心的事件都会再度走弱。但注意到，企业去库存和减少投资已经很多了，当前的新订单说明企业投资正在恢复。对消费而言，真实收入尚好，劳动力市场有企稳迹象，消费至少保持韧性。（实际上，2002年是消费力挽狂澜，而投资是深度不及预期？）综上，我们认为二次衰退的可能性很低。正如格林斯潘所说，需要在库存支持结束前再有新的需求力量，我们认为是可以的。

[风险] 主要是下行风险：日欧经济构成下行风险；企业管理者可能过于风险厌恶，导致自我实现的经济恶化。

（消费有望保持韧性，投资预计恢复空间不大，整体是一个弱复苏的预期，且风险主要是下行风险，这是2002年初的big picture；在弱复苏、股票估值高、技术上没有突破200日均线的情况下，维持股票中性）" "补充：

安然事件：

2001年8月中旬，人们对于安然的疑问越来越多，并最终导致了股价下跌。2001年8月9日，安然股价已经从年初的80美元左右跌到了42美元。

2001年10月16日，安然发表2001年第二季度财报（是第三季财务报表），宣布公司亏损总计达到6.18亿美元。

2001年12月2日，安然公司突然向纽约破产法院申请破产保护，该案成为美国历史上企业第二大破产案。

-----

世通事件

2002年3月，美国证券交易委员会（SEC）宣布对世通公司过往的兼并事件和公司向CEO伯纳德·埃伯斯提供3.66亿美元巨额贷款一事进行调查。

4月30日，埃伯斯迫于董事会和大股东的强大压力黯然辞职。

6月，世通新任CEO主持的一次内部审计暴露出更大的丑闻：从2001年开始，世通公司与扩建电信系统工程有关的大量费用没有被作为正常成本入帐，而是作为资本支出处理，这一会计“技巧”为世通带来了38亿美元的巨额“利润”。

7月21日，世通申请破产保护。" 如果衰退结束，联储将停止就降息，因为当前的利率水平明显低于FOMC的舒适水平。 "对股票中性。2001年即使流动性充足，但盈利衰退是1930s最深的，股价仍下跌。好消息是盈利有转好迹象。未来的风险是会计丑闻的发酵，许多盈利经不起推敲。但去年盈利衰退过深，今年盈利应该在复苏的基础上有所恢复。高估值仍然是一个问题，这意味着上行空间有限。对股票的中期看法是类似于1966-73年的区间波动，长期持有没有回报，需要timing。

对于股票，当前股价虽然高于2001年9月低点，但没有明显break to the upside，我们等待更为明确的技术性信号，即股价明显强于200日均线。

对债券低配。虽然按照以往衰退规律，债券收益率会继续走低，但是：1.债券在本轮衰退开始前已经大幅高估了，而且联储继续降息(?)可能性不大。对于1990年的案例，当时联储behind the curve，所以衰退结束以后仍在降息，但本轮联储降息迅速。2.服务部门的通胀甚至强于商品价格的通缩，这意味着通胀走低对债务的支持有限。3.当前通胀预期——例如密歇根通胀预期——并没有下降，核心CPI——特别是服务业——仍在上升。4.与日本的比较并不合适。在日本，货币政策已经失效。在美国，降息明显刺激了汽车和房地产，而且美国银行很健康。"

20020201 GS UEA Recovery The Sweet Spot for Inflation "1月份公布的GDP好于预期，ISM、消费者信心都不错。劳动力市场的水平仍然弱，说明复苏仍脆弱。

失业率虽然下降到5.6%，但这是因为劳动参与率下降。" "通缩风险很小，根据美国1930和日本近期经验，这需要增长极弱才会实现。我们预期Core CPI在2002年03年分别下降0.5pp，比历史经验的降幅小一半，这是因为当前通胀已经很低（错了，事实上这两年各降了1pp，跟历史经验一样）

除了1971年，Core inf都在衰退的后来两年下降。" 1月份没有加息，从statement来看，宽松周期已经结束。FOMC担心增长，通胀压力小，因此近期不会紧缩。

20020201 PIMCO Kennethed \_ PIMCO 现在短端利率很低，但长端利率仍然很高，跟2001年初差不多。长端利率才是影响经济的利率。

20020201 PIMCO Paradoxically Yours \_ PIMCO "（这篇文章开头提到了经济、政策和市场的关系，很好）

资本主义有一个悖论：它给所有人有一个错觉，所谓the illusion of liquidity for all. 不可能所有人都可以同时按照市场交易价格卖出。但这个错觉却激发了更多的risk taking，资本主义得以发展。The illusion that all can realize mark-to-market prices does, however, incite a higher collective willingness to take risk than would be the case in a world of un-securitiezed private claims.

这个悖论意味着资本主义是内在不稳定的，而凯恩斯则建议采取逆周期政策。在1990s末，对资本主义的信仰达到顶峰。但要知道，资本主义带来了更多的波动，而非更少的波动。

格林斯潘实际上成就了非理性繁荣。所谓格林斯潘put让下行风险更小。由于资本主义不能self-correcting, 因此由政府来underwrite一部分下行风险是合理的。

Capital markets-driven capitalism in a democracy runs on moral hazard. Successful capitalism in a democracy is about privatizing much of the upside of booms and socializing the downside of busts. Who is paying the premium for the Greesnpan Put? Holders of cash and near-cash.（这段话说的真的好）

格林斯潘put已经开始了。" 。

20020207 GS Daily More Evidence of Bottoming in Tech Spending tech spending有触底回升迹象（根据NASDAQ的领先性，这并不意外）。

20020208 GS UEA “War Surcharge” May Block Early Return to Surpluses bush的budget proposals让军事和社保开支占比更高，得到两党支持。CBO和OMB均预测2005年财政回归盈余，但我们预期财政将在未来长期保持赤字。

20020214 GS Daily Strong Retail Receipts Highlight Upside First-Half GDP Risks personal spending继续好于预期，非汽车零售高增速，对比工资增速放缓和就业弱而言，这很超预期。

20020220 GS Daily Housing Firmer Than Expected, Still Not a Cyclical Driver housing比预期强劲，但我们认为不可持续，因为housing之前没有下行太多，当前房贷利率也没下降多少。

20020222 GS Daily Look for a One-Point Upward Revision to Fourth-Quarter GDP "OFHEO房价/CPI Rent达到历史高位（不知道这有什么含义，我记得PMICO算过说房子P/E不高），房价开始下降但不会崩盘。

现在有人担心房价的下降。要知道，在过去两年，房价平均上涨8%，这帮助缓冲了股价下跌对居民财富的拖累。（我想起来格林斯潘对房地产支持作用的强调了）。房价与新房销售高度相关，我们预期销售今年放缓，第一个原因是sales并没有像往常衰退前或衰退中而下降过，主要因为信贷紧缩并不是造成衰退的关键因素；第二个原因是我们预期由于失业，家庭形成和房屋拥有率会滞后性下降。

但我们不认为房价会崩盘。如果崩，为何不在衰退期间，失业最严重的时候崩？

近期数据非常好。2001Q4的增长上修1.2pp至1.4%，消费更强，今年年初以来消费也很强。ISM orders达到1994年以来的新高。

Bush是否要对进口钢铁征税，要等到3月6日决定。" 这么强的数据，预计5月份FOMC会修订为风险平衡。

20020227 GS Daily Soaring Personal Tax Refunds Supplementing Disposable Incomes 今年tax refund较多，支持消费，支持上半年增长强于市场预期。（高盛不知不觉已经调整的H1比市场乐观了）

20020227 GS The Pocket Chartroom How big a bounce "当前经济状况看起来不错，首申下来了，房地产在恢复，HY利差在下降。尽管硬指标——NFP、IP——还没有触底回升，但看起来是时间问题。我们预期2002H1经济增长3.25%，这主要源于库存的翻转。

但是，我们认为2002H2增长会放缓，因为我们认为三大不平衡里，只有一个进行了修正——即企业投资。但居民储蓄率仍待回升，贸易不平衡在扩大。"

20020228 Gavekal Macro Outlook-February 2002 "进入新年以后，情绪的乐观程度远超预期，而去年秋天恐怖袭击以后在最悲观的情绪下。本次衰退最浅最短，有些华尔街经济学家据此预计还会有二次衰退，像80-82，或者长期停滞。我们指出，许多所谓headwind是常态，并不足以逆转复苏，Fed会长期保持宽松直到实际看到复苏或通胀。因此，我们预期更乐观的增长和更宽松的联储，两者是consistent。常被引用的逆风有企业债务高。这主要是因为两房。nonfinancial debt/GDP看起来正常。居民债务与居民资产是基本匹配的。居民储蓄率低对应着政府储蓄率高。

我们认为当前复苏与1991-92复苏类似，将是jobless recovery（这一点是很准确），因为excess capacity,华盛顿党争。70s的二次衰退，关键是通胀压力大，现在没有。（错）

(Kaletsky对无就业复苏的判断是对的，即复苏很弱的，但是2002年下半年的经济走弱、股市大跌没有看到，这个周期变化在短期是最重要的。仅仅说不会发生80-82年的衰退并没有那么有价值）"

20020301 BCA, The Bank Credit Analyst, The Threat of a Credit Crunch "经济分析师们正在忙着上调经济预测。虽然复苏中断的可能性不大，但复苏是温和的，这意味着联储不会着急加息。

[信贷紧缩风险] 当前是否出现了credit crunch还不十分确定。关键事件是安然让投资者和lender非常风险厌恶。商业票据市场、短期融资量仍在显著下降，但仅看量还不足以说明问题，不好说是信贷供给还是需求问题。下面是几个观察角度：1.信贷需求：在2001年底可以是需求问题，例如去库存，但当前阶段量仍然低，就有些问题了。2.信贷供给：银行信贷条件更紧，这在当前周期阶段并不意外；此外，survey数据没有很强的证据表明企业融资有很明显的困难。3.利差：商业票据利差在上升，但仍低于2000末、2001年初的水平，Ted spread较低，HY还没有明显利差扩大，这些说明当前情况还不是1990s初的情况。总之，各种信号还不是很清楚，但可以确定的是当前情绪差，市场紧张程度上升了。JPM是一个的具体的风险。

[盈利与投资] 即使是盈利的温和恢复，也能让市场担心大大降低。对盈利走势分歧很大，悲观者认为是“profitless recovery”，乐观者如证券分析师的自下而上的乐观预期。我们认为盈利在今明两年会恢复，但长期将低于预期。

企业盈利数据有很多种，例如SP和First call等各自有各自的指标。考虑到SP构成在变化，所以解读SP500的盈利有些困难。幸运的是，National Income and Product Accounts（NIPA）根据企业缴税数据——而非投资者报告数据——给出了盈利数据，NIPA覆盖所有企业，而SP500仅覆盖70%的权重。NIPA和SP500的趋势是一致的,且NIPA所展示的盈利恶化没有那么严重。我们认为可靠的信号是，Core Margins—根据earnings before interest, taxeds and depreciation计算得到的——可以最好的体现企业盈利的周期走势。

Core Margin有三个决定因素：1.企业部门selling price，或者说corporate sector inflation. 2.生产率。3.小时工资。在1992-97年，支持margin上升的关键是小时工资下降，虽然生产率进步也有帮助。同样，近期的margin下降也并非生产率崩溃，而是小时工资快速上升。2001年以来，期权和奖金下降，失业率上升导致工资也下降，这些都在降低劳动力成本。这个margin与ratio of selling prices to unit labor costs高度同步

向前看，sales volume对profit当然有影响，但margin更为关键：1.corporate selling price应该难有起色，从我们的leading inflation index看出。2.生产率在复苏开始期间会回升，这很正常，

这个margins在生产率恢复、工资上涨放缓的背景下已经边际改善，由此我们预期SP500盈利在2002年增速5-10%。

#解释增长与盈利的背离#

[周期观点：温和复苏] LEI继续大幅回升，这更多的说明了复苏这一方向，不反映复苏的强度。由于房地产等利率敏感部门缺乏pent-up demand，复苏仅是温和的。即使收入走弱，但居民部门对房地产和汽车行业的需求很强，affordability也是周期性高点。盈利的上升将导致投资回升。投资回升很关键，因为市场广泛认为消费很难给增长带来大幅助力。最新数据显示，non-defense capital goods orders的3mma有回升，特别是IT也回升，显示IT的过度库存已经大部分清空。

[风险] 信贷紧缩风险。伊拉克战争。" "当前市场discount未来12个月100bps的加息，这并非不可理解，但我们认为Fed会backload，即在最后三个月才完成这些加息。一般来说，联储不会再失业率下降以前加息。

（其实只要复苏预期开始成为共识，市场就会开始discount联储未来加息，这在2009年也是如此）" "中性配置股票。股市在弱复苏的情形下会周期性上涨，但当前抑制股市的是安然丑闻，任何相关会计问题都让股价下跌，特别是考虑到当前的高估值。高科技股票尤其承压，因为它们的盈利会计问题最严重。当前股市情绪很弱，但还没有弱到oversold的地步。

高估值不会消灭股票的周期性上涨，但会限制上涨空间。如果盈利恢复——即使温和的复苏也可以让企业利润恢复——流动性继续很好，那么盈利好消息可以推动股票周期性上涨。股市始终难以突破200日均线——这个是我们一直等待的关键信号。突破以后可以高配。

债券继续低配，估值太高。"

20020305 bwam Getting High on Stimulants "最新数据显示，联储降息让居民部门大肆支出。History suggests that where the consumer goes, businessses will follow. So, most likely , the economy's momentum and the derection of interest ratses have both made their major cyclical bottoms and are headed up. (看起来，桥水也没有看到2002年的企业部门超调，而是也误以为2002Q1开始持续复苏）

在1980年以来，美国每一轮周期的ffr的峰值和波谷都低于上一轮。趋于更低的利率，使得趋于更高的债务可以持续，而更高的债务也要求利率难以再大幅上升，Because the economy is so leveraged, it will take smaller than normal interest rate increases to put the breaks on consumption.向前看，预计下一轮衰退时，ffr触及0的可能性将更高。（桥水看到了周期政策工具，ffr，未来可能被耗尽）"

20020305 GS Daily Caution Warranted in Interpreting February ISM Index Surge 2月ISM超预期上涨，这是库存调整的结果。根据历史情况，在复苏的前两个季度，ISM都会回升，再往后就不好说了，才是真正考验复苏是强是弱的时候——1981、1991就是不到两个季度ISM就回落了。此外，ISM反映的是breadth of change across industries, rather than magnitudes. 2002年2季度的ISM继续走高也是可以预计到的。

20020307 GS Daily Yes, There Was a Recession, But It Is Probably Now Ending 尽管实际GDP仅下降了一个月，但四个主要指标——IP，NFP，real manufacturing, trade sales——都说明美国经济经过了衰退。仅有personal income韧性强，解释了消费的支持。我们估计IP和NFP都在2月企稳回升，因此衰退应该在1月份结束了。

20020308 GS UEA Trade Drag as Far as the Eye Can See "ISM非制造业也回升了，NFP正增长，失业率连续第二个月下降。零售继续稳健。

两党终于达成财政刺激方案，仅对增长有微弱刺激。

2001年外需没有帮助美国，因为全球同步走弱叠加强美元，预计今年贸易赤字进一步扩大。" 工资增速减速，紧缩压力不大。

20020313 Greenbook 经济动能比预期还要好，现在我们预计当前经济增速已经高于潜在增速（是，失业率已经在下降了）。尽管去年秋天失业严重，但居民消费稳健。企业对前景的预期已经改善，去库存在减弱，设备投资触底回升。近期生效的经济刺激法案，临时减税可能刺激新设备投资。我们预期失业率在2002年将下降，这对过去的估计是明显下调。

20020313 GS daily Has the Unemployment Rate Peaked "失业率连续两个月下降，这对我们的全年预测构成重大风险，如果失业率下降下去，联储可能加息。判断失业率是否下降，关键是增长是否高于潜在增长。我们估计增长要高于4%才行，看起来很难。

潜在增速=生产率增速+劳动力增速+workweek增速。长期趋势增速约3%，一般来说这就是潜在增速。但子在复苏初期，潜在增速高于趋势增速，因为生产率和workweek会大幅周期性上扬。"

20020315 GS Daily A Faster Turn in the Inventory Cycle 现在已经在补库存了，库存周期转的比我们设想的要快，可能1-2季度就完成了，我们原来以为要2-3个季度。当然，这意味着未来的增长上行支持力度不足。

20020319 Transcprit "格林斯潘：在库存调整的支持结束以后，经济怎么走还是未知数，消费是不能太指望的，关键取决于投资。而投资取决于利润。（关于margin的讨论没看懂）

当前的短端利率确实比我们希望它达到的水平要低，如果经济快速回升，我想我们希望长端利率能够上行——房贷利率上行——来抑制需求。当前经济上下行风险是平衡的。我不确定在5月份是否要加息。如果加息，我们倾向于25bp，50bp会太打乱市场，我倾向于小步、快走。本次我们不删去关于通胀风险仍存的判断，这样即使我们在5月份加息也不会然市场吃惊。到5月份，库存调整红利结束以后，对净动能、利润和资本投资会相对更清楚一些。

（格林斯潘确实是想加息的，ffr市场没有赌错，这个时候格林斯潘并没有真正担心通缩。McC和高盛其实赌错了格林斯潘的想法）（看起来，格林斯潘对911以后紧急降息是有些不舒服的，感觉可能给的保险有些多）"

20020321 GS Daily A New Roadmap for the US Economic Outlook "我们预期下半年经济放缓，失业率微升，core CPI下滑，零售增速放缓。

我们预期的前景是：2002H1的增长在库存支持下达到4%，2002H2的增长回落至2.5%。其中零售放缓，失业率到Q4会升至6%，core下降0.25-0.5pp，联储加息75bp，这个加息是9.11以后的保险性降息的解除，联储似乎对当前利率水平过低感到不舒服（这个说对了），但这比市场预期的125bp要低。

哪些指标将说明我们是错的：1.NFP不应该超过75k，远低于120k这个劳动力增加趋势，首申应该在350-400k之间。2.core没有如期下降。3.零售放缓。4.我们预期汽车销售企稳，房屋开工下降等。5.随着失业率上升，信心温和恶化。"

20020322 BCA.gis gismar02\_22 "周期性力量正在全力支持股市，但股市估值高，随着联储实际开始加息，股市可能开始大幅震荡（BCA是非常传统的从流动性、利率角度来思考市场走势的机构）。市场预计联储在5月加息，我们预计是6月，在这之前股市看涨，之后可能动荡较大，今年可能要“sell in May and go away"". 经济和市场在今年将震荡，直到经济动能稳定恢复，这要到2003年。

我们去年12月问的问题是，policy reflation会有效吗？我们回答是有效。我们看多股票，看空债券。当前全球经济处于传统的周期的“sweet spot”——政策扩张，增长回升，通胀温和，利润准备回升，在加息之前，没什么力量让股价下跌（为何2季度开始大幅下跌？）

我们回顾过去20年的历史发现，在第一次加息以前股票总是上涨的，但这次确实很例外，股价一直表现疲弱。本周FOMC删除了easing bias，股票有所调整，但我们预期在加息前仍会上涨。（BCA.GIS是传统的周期分析，在传统周期当中，这个sweet spot阶段确实对应着股市上涨。但2002年就是不一样。其实2001年已经是一个教训了，这也是为什么barnes决定盯着200日均线看的原因）

但美股当前有个问题，就是估值高。极低的利率虽然避免的大幅衰退，但让估值处于很高的水平。短端均衡利率应该在4-6%之间，因此第一次加息意味着从极端宽松的货币政策回归中兴，这可能抑制股票估值。" 市场预计联储在5月加息，我们预计是6月

20020322 GS Daily Upward Revisions a Feature of Economic Recovery 在复苏期间，数据倾向于上修。这是因为初值一般以来一些趋势外推，这在情况改善的时候倾向于低估。

20020322 GS UEA Consumer Spending Three Cushions Now Set to Deflate "我们改变观点了。我们对Q1增长从2.5%上修到5%，因为库存支持，终端需求也不错。

如果谁在去年9月12日预测居民消费大幅回升，谁肯定疯了。但事实如此，消费在2001Q4极其强势回升，2002Q1仍然表现不错。我们认为有三个支持力量：1.减税在2001H2“集中”发挥效力。消费者在去年7月份就收到了全年的减税，2002年初的refunds也较强，这是支持消费的最重要因素。2.低油价。3.Mortgage refinancing,最后这个途径难以定量估计。

但这三个支持都要、或者已经消退。下一次减税在2004年，refunds在5月后也不再支持，变为拖累。油价回升。MR也回落了。更关键的是，对消费的最重要支持力量——真实收入——将会下降。主要是失业率和通胀的共同滞后拖累。由于名义工资对通胀的调整是滞后的，因此通胀下降会给真实工资一个boost（这不就是低油价的影响吗）" 我们预期6月份加息25bp。去年的降息没有放松FCI，因此我们认为Fed不应该加息。但联储官员似乎不从FCI角度思考货币政策，因此我们预测联储会加息。

20020327 GS Daily No Signs of a Revival in Capital Goods Demand Yet 二月份的耐用品订单显示，企业资本支出在2002年初仍然疲弱。

20020328 GS UEA Consumers Far Ahead of Firms in Driving the Recovery "消费者信心和existing home sales在上升，消费者助力增长。但企业仍在落后，business nondefense capital itoes other than aircraft在2月份边际走弱。当然，2001Q4的盈利回升的趋势如果能持续，企业投资的前景会变好。

短期房地产走势不妙。对housing starts最好的指示目标，单户new home sales,在年初以来大幅走弱"

20020401 BCA, The Bank Credit Analyst Monetary Policy Prepare for the Turn "当前增长显著强于预期（股市最后一轮熊市也是从4月份开始），因此联储可能加息强于预期，通胀韧性可能强于预期，无盈利复苏的担心也会下降。

[货币政策] 联储移除了easing bias,这并不意外，因为经济数据太强了。广谱数据都在走强。我们估计中性利率在4-5%。两个办法：1.平滑结果是4%左右。2.潜在增速是3-3.5%，通胀在1.5%左右，这意味着中性利率是4.5-5%。当前市场预期的是到2003年3月份将加息至3.75%，但这仍低于中性利率。历史证据表明，从第一次加息到中性利率，大约13个月，然后平均还会在中性利率以上继续加息8.5个月；历史证据表明，市场通常低估了加息/降息的速度和幅度。这些证据表明市场可能再度落后于货币政策转向速度。（BCA与Mcculley的观点相反，两者都看到了经济走强并上修利率预期，但一个看多，一个看空；BCA依赖历史经验，而Mcculley则论述结构性变动。Mcculley是对的。当然，后来经济走弱了，也无所谓谁对谁错了）

[企业投资] capital goods orders一个振奋的讯号。正如上个月的分析所说，劳动力工资增速放缓将是企业利润恢复的关键，这一趋势正在进行，小时工资明显下降。

[结构性问题：居民债务过多吗] 美国历史上总是不断的担心居民债务过多，当前居民债务/收入已经达到历史高点，我们并不担心居民部门的资产负债表。原因：1.居民债务的70%的房贷，这与房屋自有率升高有关。对应的，居民资产也在上升。2.debt service payments/income虽然也周期性上升，但并不是历史高点。3.居民的资产和负债同等重要。2001年股市大跌，但消费没有断崖式下跌，这是因为1）股票最后阶段的上涨很短暂，我们建议用4Q平均来看，2）股价集中于科技股，少数人持有。3）股票集中于最富有的人持有。更重要的是，房价支持了居民资产没有断崖式下降。当然，房地产韧性也意味着未来没有pent-up demand。所以，对居民部门而言关键是房地产价格。

房地产是bubble吗？可以先看affordability当前仍然很好，除非收入或房贷利率在未来显著恶化。

居民储蓄率已经跌至非常低的水平。但正如我们之前讨论的，我们认为这个数据质量有问题。" "2001年联储少见的强力降息，尽管美国经济还没有特别弱。在2001年1月，失业率还在4%的时候，联储就开始降息，这个失业率实际上是通胀性的，由此可以理解为什么服务通胀走高

（BCA的解读角度跟Mcculley差的好远）。

（从这个意义上讲，2001年的衰退确实是非典型的衰退，还没来得及让通胀和货币紧缩唱主角，企业投资就崩掉了）" 联储加息的力度可能强于预期。 "股市仍有机会，我们推荐微弱高配股票。在联储政策初步收紧到中性利率的过程中，股票表现要强于债券，股票一般是走平，而债券将走弱。

鉴于主要股指已经突破了200日均值，因此我们建议微弱高配股票。我们继续建议低配债券。"

20020401 PIMCO Eating Crow With A Dr Pepper Chaser \_ PIMCO FFR在袭击以前是3.5%，袭击以后降息至1.75%，这是联储为了维护流动性信心的举动。现在格林斯潘希望把这个降息撤回来。但格林斯潘不会着急这么干，当前的利率水平没有造成严重问题（结构性的看法，通胀预期下来了）。当前利率曲线很陡峭， 是因为对联储加息的预期。我的预期是到2003年底，ffr回到袭击前的水平即3.5%，平均每个季度加息一次（这明显低于市场的预期）

20020405 GS UEA Focus on the Fed When and How Much "3月份的ISM的新订单分项达到过去19年的最高水平，但没有迹象表明投资和就业开始走强，就业数据并不强，NFP的diffusion index——多少比例的行业在净增加职位——在下降，失业率回升0.2pp至5.7%。投资仅是走平。

当前经济走强当然受到联储降息的支持——从housing和auto可以看出——但更重要的是库存周期结束和财政支持。库存的调整与货币政策没有直接关系。货币政策的效果有三个渠道，刺激利率敏感部门，支持股价和房价，让美元走弱，当前只有第一个渠道发挥作用，而且第一个渠道的效果也有限。

911袭击以后发生的紧急降息似乎没有发挥足够的作用，并不像1998年那样，所以也不必像1998年那样快速再度加息。（不太严谨吧，其实到4月初，股价和债券收益率基本回到袭击前的水平了，这个时候撤掉紧急降息也没有大问题，所以市场的预期其实倒是正常）（联储官员觉得此事的政策太紧，其实站在当时看，是有道理的，市场对ffr走势的预期也有一定道理）

首次加息的门槛要高于普通加息的门槛。" 联储加息的必要性有限。联储在袭击以后的临时降息，并没有有效的松动金融条件，这后面降息的效力减弱了。

20020412 GS UEA The Consequences of an Oil Price Shock "从inventory-led到demand-led增长的转换并不smooth，3月份显示消费数据失去动能，首申再创新高，劳动力市场疲弱。

今年投资是否显著回升？投资是一个滞后项，"

20020426 GS UEA Implications of a Broader War "bush决定对伊拉克开战。这可能推高原油价格，联储也可能更为谨慎。

我们当前仍然没有看投资会强力回升。" 当前core pce看起来有些低的让联储不舒服了，Core PCE现在进1.2%yoy，如果低于1%，这从未发生过，也许联储会容许增长overheat一些。

20020501 BCA, The Bank Credit Analyst Investors' Love Affair with Equities Turns Cold "尽管经济数据不错，但投资者信心正在被侵蚀，股票市场没能延续上涨趋势，这令人失望。虽然股票仍有上涨的机会，但需要谨慎。经济继续复苏，利润开始回升。房地产具有吸引力。

[市场、经济和联储：股市情绪恶化] 一般来说，低利率和经济转好将支持股票上涨，我们一直以来的主题也是reflation trade。但总体来说，过去12个月的股票——甚至包括非科技股——表现不及债券。我们不准备放弃reflation trade，但要谨慎，股票相对债券的相对收益可能来的晚一些。投资者对股票的信心正在丧失，近期再度被会计丑闻所打击，股票在刚刚突破200日均线以后再度下跌，令人失望，看来我们行动太早了。看来这个水平有大量卖盘，可能有许多投资者利用上涨来解套。大部分下跌来自科技股，科技股在1998年初至今走了完整的过山车，但要知道，当前的投资者大部分入手的价格是比较贵的，所以仍处于亏损中。非科技股处于温和上涨的趋势中但不是牛市。

基本面仍然不错，CB的LEI仍在扩张区间，并不是阻止股票上涨的障碍。对于投资，小企业调查不错。不利信号是capital goods orders表现不佳，格林斯潘也在密切关注这个指标。对于盈利，企业盈利的改善在过去是依靠成本减少，而非更多的sales。如果用ISM new orders乘以ISM price index，这个可以拟合公司收入，这个在恢复。

格林斯潘表示继续保持非常宽松的货币政策。这通常意味着股票处于sweet spot，至少还有几个月。但市场情绪很差，并且tech ceo们停止了回购股票，这些都是不利信号。我们仍然期待投资者信心在基本面的支持下逐渐恢复，而高利率将成为下一个障碍，但至少半年内不会。联储保持宽松将短期支持经济，但在年底引发通胀担忧，对债券是短多长空。

[房地产] 当前cash税收真实收入为负，股票和债券估值过高，投资难度很大，房地产是一个很好的选择。

当前媒体对房地产泡沫的担心很强，经济学家杂志和Barron都很悲观。当然，房地产是一个周期市场，当前的繁荣不会永远持续，但我们不认为下跌近在眼前。OFHEO数据是同个房屋价格数据，不受到buying patterns的影响，我们最为认可。名义房价在二战以来全国范围内没有yoy下降过，房地产/股票的相对收益在1980年以前持续上升，1980-2000年总体下降，最近有所恢复。

从估值来看，房价/收入没有处于周期顶点，由于房贷利率低，可得性保持高位。房贷/收入的上升反映了自有率的上升，不是实质性问题。

从周期来看，何时房地产会走弱？历史上有三次真实房价下降，均在衰退过程中。当前联储低利率刺激经济，但股价表现疲弱，这是房地产继续繁荣的重要背景，我们预期房地产在未来一年仍会表现好于股票和债券。

#解释增长与盈利的背离#" 我们对reflation trade的信心边际减弱。短期来说，股票和债券是中性配置。6-12个月的尺度上，我们看多股票，看空债券。

20020501 Greenbook 实际GDP在Q1增速很高，库存的翻转比我们想象的还要强，终端需求也比我们预期的强。现在我们预期实际GDP在今年增速为3.75%，2003年增速为4.25%。 通胀我们预期一致，我们预期core PCE在2002-03年平均1.25%。 投资者似乎对eps不是很乐观，过去六周股票一直下跌。

20020501 PIMCO Such A Lovely Place \_ PIMCO 格林斯潘在1996年就看到了提高margins可以抑制泡沫，但他不愿因用这个micro的工具。当前的宽松政策是为了对冲Nasdaq的下跌，使用的是macro的工具。但当前的宽松意味着泡沫可能发生行业转换，从股市转到房地产。（太牛逼了。McCulley的犀利观点，货币政策是一个钝器，普遍的宽松让泡沫实现转换）

20020502 GS Daily Most Indicators Point to Slower Growth--But Still Growth "最新的数据印证了股市对增长的悲观情绪，不过当前的数据仅仅说明增长在放缓，但不会再度衰退。

首申和其他劳动力市场数据表现不佳，零售、建筑、ISM均不佳。表现好的是汽车销售，但可能是暂时性因素。" 三月中旬以来，股票大跌7-8%，10年期债券收益率下降30bps，对联储加息预期降温。

20020503 GS Daily Capital Spending in Early Recovery How 2002 Stacks Up So Far 过去三个月的投资——shipments of nondefense apital goods exclude aircraft比new orders要好，因为波动小，而且orders已经失去了领先性——与历次复苏以来的前三个月表现基本一致。由于2001年投资跌的太凶，因此2002年的yoy也不会表现很好。至于投资是否恢复，关键是看投资者何时预期revenues of US capital goods producers (包括IT)停止下降。

20020507 Transcprit "Stockton: 过去六周都不是好消息，capital goods 走弱，房屋销售下降，消费者信心再度走弱，企业盈利指引不佳，股票特别是科技股大幅下跌。

格林斯潘: 当前的经济走势与历史上的情形一致，在复苏初期可能有几个月的负增长，当前经济走弱可能持续3个月，当然三个月并不短。我想我们正处于这样的一个pause，投资能否支撑起需求，这是个问题，当前企业有profits trauma。 经济总体走势与greenbook说的差不多。

我对财政问题比较担心，当然这在短期可能有利于周期恢复，但长期是个问题。我也担心再次发生恐怖袭击。"

20020510 GS Daily Employment in Early Recovery Below Cyclical Norms So Far 从历史规律来看，首申和NFP比历史都弱，失业率与历史规律一致，按照历史规律失业率应该已经触顶了，但是当前就业市场并不支持失业率触顶。

20020514 GS Daily Lack of Process Restraints Key to Pessimistic Budget Outlook 1990年的Budget Enforcement Act（BEA)已经不被遵守，国会甚至不准备遵守less binding的1974年Act。这对长期财政很不利，我们认为很久都回不到盈余状态了。

20020517 GS UEA Productivity Growth Poised to Slow 除了四月份零售数据——我们认为从细项上看，这个数据积极程度不佳——其他数据均不佳，housing starts显著走弱，首申继续增加，IP除汽车外仅微弱增长。

20020529 GS The Pocket Chartroom the risk of a corporate paradox of thrift. "下年看经济继续放缓，关键是企业的节约成本的努力，因为没有通胀，企业收入相比历史上的复苏来说并不强。节约成本提高了生产率和margin，但这降低了劳动力收入，这不利于消费增长。

极端来说，企业面临着节俭悖论，企业储蓄只会进一步降低总需求。"

20020531 GS UEA The Investment Recovery More Modest than Anticipated "5月消费者信心回升，但消费在走弱。ChicagePMI在5月份回升，但就业仍弱。

4月份的new oders for capital goods excl aircraft被广泛看做是投资回升的第一个迹象，但我们认为new orders波动太大，应关注capital goods shipments，这个指标直接被计入政府的投资统计数字，以及unfilled orders。

投资当前的趋势是在Q2继续下降。影响投资的三个关键变量，投资回报——这个最同步，资金成本，预期回报变动——用长期盈利预期来代表，tobinQ与之同步且数据序列更长。

我们对投资的悲观预期的最根本源于长期盈利预期的下降。"

20020601 BCA, The Bank Credit Analyst, A Mountain of Worry "一般来说，牛市的开始总是在""wall of worry""当中开始的，而当前正是这种情况。现在的困扰有:恐怖袭击，地缘政治如伊拉克问题，二次衰退，保护主义，会计丑闻。股市迟迟未能进入牛市，反映了历史的高估值影响，当前也受到安然会计事件的影响。

[经济] CB的LEI仍在扩张区间，尽管最近有所走弱。消费者信心稳固，企业盈利转好，银行也在放松信贷条件。我们的领先通胀指标指示通胀压力在重新积累。对于经济，我们依然相信美国经济会继续复苏。

[长期分析] 时代正在转变：股市从牛市转入一般，财政从有纪律到宽松，美元进入长期弱势，联储更加容忍通胀上行，由此通胀也走到长期低点。实际上，当前市场对股市的痴迷还没有完全消除，这还需要时间，现在没有任何股票指数是便宜的。" 从周期意义上，我们依然看好股票，但当前需要谨慎一些，低配股票是有道理的，还需要等待技术性指标的改善，例如回升到200日均值以上。（200均值一定程度上反映了当前投资者的历史建仓成本，突破这个线以后阻力就小很多）

20020607 GS UEA Leading Indicators A Cook’s Tour "我们考察了增长的领先和同步指标，发现最领先的就是金融市场本身，其次是房地产。消费信心和消费也领先，但领先不多，ISM、首申、workweek也类似。同步指标是IP，收入，零售。滞后指标有投资和价格指标。（有个表格，非常好）

领先指标与增长的相关性更弱，有时候给出虚假的信号，因此同步信号、甚至滞后信号不能被忽视。颇为领先的新屋销售数据的修正很大，因此其领先性在操作意义上不大了。

虽然ISM在5月份气温，但零售走弱，特别是汽车销量大幅下降。对于5月NFP和HH employment的不同信号，我们对NFP的权重更高。

联储公布了一季度的FFunds数据，显示企业的financing gap回升至0.9%，说明企业仍然依赖资本市场来融资。" 我们预期货币政策在11月以前按兵不动，因为股市大跌紧缩了货币政策，且终端需求在走弱。

20020614 GS UEA The Dollar Next Step In Deflating the US Bubble "近期美元的走弱在短期不利于美国增长，美元的change对消费者造成负面财富效应。但中期，弱美元的level对出口有利。

近期消费走弱可能与天气有关（？），I/S已经达到新低，最近俩月继续大幅下降。"

20020618 GS daily Double Dip Not Likely, Though Growth Will Probably Be Modest "二次触底——我们定义为再度衰退——不太可能。因为增速仍然为证，财政仍是刺激性的，联储可以进一步宽松，放缓的力量也在边际减弱。要是二次衰退的话，需要额外冲击，例如油价高涨。但增速再度放缓至2%一下是有可能的。

当前市场再度关注“二次触底”的可能性。引起这种担心的是一系列弱数据，最关键的是五月份的零售数据很差。密歇根消费者信心初值大幅下降，也让市场担心。"

20020620 Greenbook "2季度增长疲弱。积极的一面是库存清的差不多了，IP也在年初以来稳健。但不利的一面是，居民支出从Q1比较强的水平减速，企业仍然担心前景，雇佣不强，企业投资也没有恢复迹象。处于对盈利的担心，以及对企业会计问题的担心，股市和美元走弱，美元的走弱也与重新开始的对经常账户逆差的担心有关。

我们下修了对二季度的增长至1.75%，下修0.25pp。尽管如此，我们认为财政和货币刺激仍在，我们预期今年下半年增长会回升。"

20020621 BCA.gis gisjune02\_21 "现在股票跌回到2001年9月水平，人们开始问经济是否陷入二次衰退？为何股票价格对低利率的敏感性降低了？我们认为应当把周期性因素和结构性因素分开。支持1990s美国增长是投资，近期联储降息还是帮助把资本成本降低来支持投资，这意味着资本存量的excess overhang不会很快下降。当前支持股价的主要是低利率。

美国消费者是关键支持力量，欧日是指望不上了。低利率的主要渠道是刺激房地产，美国、英国和澳大利亚房地产价格都在上升，这三个国家的刺激政策最强。" "还不能说股价下跌的中期趋势已经结束，但我们正在趋向结尾。我们在4月的报告中提宣布股价将走弱。当前许多指标正在逼近去年9月的低值，如果向下破位以后可能有大量恐慌卖盘，如果真的如此，则是一个购入机会，联储可能因此降息。当前市场如果导致某种彻底的投降，如果真的发生，则是购入的好时机；如果稳住了，则未来几个月是横盘，之后可能回升。

当前股票市场的情绪很差，历史经验表明将反弹。我们构造的投降指数显示距离投降还远，但历史上两次投降之间都隔着好几年，因此本次可能不会真的投降就会反弹了。（是不是再次投降了？）

债券收益率在3季度末可能重新回升。"

20020621 GS UEA An Uncertain Course Toward a Flatter Yield Curve 近期好消息仍然是房地产，housing starts在5月份跳升。首申有些企稳。 当前收益率曲线陡峭是因为市场预期短端利率会上升。我们分析认为，市场10年收益率与3个月bills的2.5年平均收益率是亦步亦趋的，换言之，市场对未来利率的预期是有一定滞后性的。如果联储继续保持短端利率很低的当前情况，那么可能出现长端收益率下降的bull flatternning,这仅在1985-86和1992-93年出现过，在上述两个时期，联储在最初都被看做是不可持续的宽松，但最终利率都没有上升，均最终导致长端收益率下降（也是McCulley的观点）

20020625 GS Daily Inventories Not the Cause of Q2 Growth Difficulties 2季度的经济下滑不是再度去库存加快，而似乎是终端需求的走弱。

20020626 FOMC Transcprit "本次复苏的不同之处是企业丧失了pricing power。

居民从房地产中extraction of funds对于居民消费非常重要，但其还没有看到房价走弱的迹象。" "格林斯潘: 对于利率的展望，我们不需要做。如果经济数据支持加息，那么市场会自动discount ffr，比我们的行动还要早，因为市场足够聪明。今年1月份市场预期ffr会快速上升，我们劝市场多想想，这是很少见的案例，这次不会再发生。

#谁决定货币政策#"

20020628 GS UEA US Home Prices No Bubble, But Smaller Gains Likely "有人担心美国房地产市场泡沫，这个担心不必要，至少对全国房地产市场而言，而且房价增速会放缓但保持正增长。房价增速将放缓的主要逻辑是房价增速明显高于收入增速，主要是99年以来。但房地产没有过度投机的迹象，从房屋换手率和房贷负担来看。

尽管refinancing和房地产销售旺盛，消费支出和工业订单疲弱，就业也疲弱。"

20020701 BCA, The Bank Credit Analyst, Pessimism Runs Deep "美国经济数据显示仍在复苏进程中，但股价下跌给经济走势埋下阴影。

[周期] 经济数据和官方利润数据仍在改善趋势中，但公司高管却愈发谨慎。利润下降和股价下跌让高管非常保守，最近的会计丑闻也让公司采用更加防御性的姿态。问题在于，这可能引发自我实现的经济衰退。如果看周期指标的水平，无论是净投资、资本存量/GDP均已经处于较低水平，显示企业收缩原则上已经到位。尽管如此，高管仍在继续还债，而不是扩大投资。稍好一些的消息是NFIB等survey显示情绪较好。

股票下跌是否导致经济走弱？1960至今的历史表明，股票和经济不一定那么相关。1970s股市基本走平，但经济仍在增长。对于居民而言，最重要的是房地产。

经济能否维持温和复苏？我们密切关注LEI，当前LEI边际走弱但仍在扩张区域，我们的基准预期仍是经济温和复苏。但如果LEI走弱，将是一个警示指标。我们也关注ISM，如果ISM下降到50以下将非常悲观。

[债务通缩风险] 债务通缩的关键是负债者努力还债，forced selling of assets，导致收入下降、资产价格下降和债务负担更重，价格水平的下降导致真实利率上升，进一步导致货币政策失效和问题恶化。债务通缩问题可以在总体价格没有下降的情况下而恶化（与Mcculley相似，强调资产价格下降，而非价格水平的下降）。当前房地产价格的下降还不在眼前。

大萧条并不是因为1920s的股市泡沫破灭，而是之后的政策失误，包括偏紧的财政政策、货币政策和贸易保护主义。当前美国不会重蹈覆辙。

密切关注的指标：银行贷款违约率，利差，房价下跌，企业利润是否稳步回升。" 谈降息尚不成熟。仅仅是股市下跌本身尚不足以让联储降息。联储密切关注资本品订单和消费者信心。 "低配股票。当前投资者情绪是极度悲观，极度oversold，所以股票可能会反弹，而有趣的是，反弹却已经成为了大家的共同期待，所以是否真的会反弹就又打了问号。不过从概率上讲还是反弹的概率大一些。

股票即使反弹也不会开启新牛市，因为估值仍不低。SP500的forward pe是17，相当于收益率是5.8%，这与10年国债比也许不低，但更好的比较是企业债Baa收益率是7.9%，与real企业债收益率比较而言股票也偏贵。此外，forward pe中用的利润也偏高。虽然当前的foward price earnings PER是17，比2000年的极值24要低，但仍明显高于1995年的12.同样重要的是，投资者对股票的信仰正在消失。

当前股票仍是熊市。大部分股指俊跌到200日均值以下。搞清楚趋势很重要，当前仍是熊市，任何反弹都可能是昙花一现，还没有迹象表现熊市将结束。

中性配置债券。

以上配置方式可能错过市场的第一波上涨，但更好的是等待地缘政治风险消退、经济可持续的复苏以后在加大风险资产配置。"

20020701 PIMCO Say A Prayer He Wont Be The Pretender \_ PIMCO "宏观经济学课程上传授了如何制服通胀，即菲利普斯曲线，让一批人失业；但教科书没有传授如何制服通缩，实际上这并不容易。需要政府支持名义总需求，用公共部门的reflation来克服私人部门的deflation。

当格林斯潘大幅降息、财政赤字到GDP的2%，在几个月以前，我以为是足够的。但when facts change, I change my mind. 最近几个月的情况表明，太多的企业不是流动性不足的问题，而是面临破产风险。

对于大多数美国企业而言，它们属于Minsky的所谓Speculative Finance Units，即现金流足以覆盖债务，但不能立刻偿还所有债务。当前，似乎所有的SFU都要证明自己可以liquidate itself，即需要偿还所有债务。当SFU试图还债时，对于债券投资者而言，是没什么变化的，但对于股票投资者而言，则意味着股价下跌。

可以看到2002年以来美国企业越来越净发行股票，Financing Gap在快速收窄。如果所有企业都试图还债，那么总需求就下降。政府应该支持总需求，让私人部门“grow out”of its debt problem。央行应当竭尽全力来支持SFU来roll over their maturing debts." (这个观察很有启发意义。这个企业还债过程，是1997-2000Q1的逆转。当时是股价上升，企业负债率自动下降，这让企业发行更多债务，进行回购。在2002年，钟摆反向运动以至于超调）

20020703 GS Daily The Sluggish Recovery It’s the Consumer, Stupid "本次复苏弱的真正原因是消费弱。与历次复苏相比，投资的月度环比增速与历次强度相似，但居民消费、建筑开支的环比恢复都弱于以往。三个原因：1.缺少对housing和耐用品消费的pent-up demand。2.工资和劳动力收入下降。3.储蓄率过低，有回升压力。很多人认为本轮复苏的关键是投资，但实际上这个观点有问题，在经历了过去5年的投资boom以后，很多人忘记了投资是滞后项。在消费疲弱的情况下，投资难有惊喜。

（高盛的这个看法有一定见的。但这个观点似乎与当时的主流看法有区别。例如stigliz就说是投资overhang。高盛的更可能接近真像。McC的观点主要是论证股票价格为何再度下降，与高盛的观点看似略有冲突）（20201002 我当前认为，GS的这个说法是扯淡。通读当时的研究报告，问题很显然的出在企业部门。消费弱，是因为之前消费下来的也不多。整个1997-2002年的周期，关键是科技股、科技企业、企业投资。某种意义上，是市场引领了经济，而非经济决定市场）"

20020704 GS Daily Financial Conditions The Key to the Cycle 本轮复苏与1960年以来的所有复苏都有一个区别，就是从谷底复苏6个月以后，FCI反而更紧了。从1945年以来，每一次SP都在复苏6个月以后上涨20%，但本轮反而是下跌了18%。股市的下跌让市场开始担心美国步日本后尘，当前美国股市表现与当时的日本很相似。但我们认为通缩可能性不大，因为房地产市场保持韧性，财政开支上升，外围经济也在复苏。

20020705 GS UEA Growth Remains Stuck Below Potential Pace 美国劳动力市场继续疲弱，失业率保持高位。6月份消费边际好转，PMI支持工业生产保持韧性。

20020716 GS Daily Questions About Bubble Trouble 联储是否应当被责备？对于联储刺破泡沫，不应太被责备。联储的真正问题是容许泡沫长得太大，96-99年应当及时收紧货币政策，格林斯潘对新经济的背书也太过度了。联储不只应当关注通胀压力。（但99年的时候，高盛可没有看到是泡沫。这是马后炮，对联储要求太高了）

20020717 GS daily Greenspan Offers a Positive View of the US Economic Outlook 格林斯潘对未来增长的看法偏乐观，暗示着央行认为最近股价表现不会抑制内需，这对应着联储将于2003年初加息。格林斯潘还对长期生产率进步、企业利润表示乐观，对商业管理情况也乐观，尽管有近期的会计丑闻。

20020719 GS UEA The Economic Impact of Lower Financial Asset Returns 房地产稳健，2季度IP较强。但由于2季度贸易数据不佳，我们对Q2的增速下调 虽然格林斯潘给出乐观看法，但我们认为到2003年下半年才可能再度加息。

20020723 GS Daily The US and Japan Differences More Important Than the Similarities 美日之间有一定相似性，都经历的股市下跌和更近的FCI。但不同点有：1.美国是IT泡沫，资本折旧快。日本是房地产泡沫。2.美国政策应对快。3.美日的政治体制不同，美国更有活力；美国是直接融资为主，日本是银行为主。最重要是：4.美国有了日本的前车之鉴。

20020724 GS Daily Easing Now More Likely Than Tightening "股市走弱将导致经济走弱，但联储并不盯住股市而是盯经济，等到经济体现出疲弱的数据的时候，应该是10月左右，届时联储可能降息。

密切关注：密歇根消费者信心；劳动力市场，首申，但会在夏天背auto plant shutdown干扰；ISM orders;居民消费。"

20020726 GS Daily The Housing Market Not a Perpetuum Mobile 房地产行业不是永动机（这是怼格林斯潘的房地产观点）。1.房价相比rents已经很高，相对于HH income也很高。2.利率的变动比利率的水平更为影响房价变动。因此，房价进一步上涨的空间有限，对经济支持也会有限。

20020726 GS UEA Equity Losses and the Economy The Fire This Time "这次股票下跌对经济的抑制效果要比1987年强，这是因为：1.本次下跌更长、更深。2.居民对股票的exposure更高。3.1987年受弱美元、外需提振，本次没有。4.居民当前储蓄率太低。

Nondefense capital goods orders在6月份大幅下降，显示投资仍未复苏。房地产销售出现mixed指标，房地产动能不稳。最近的信心指标，特别是密歇根消费者信心大幅下降，这是股市冲击的初步迹象。

当倾向于把当前情况与1987年类比时，容易产生policy lag，政策不能及时出台来对冲下行压力。"

20020801 BCA, The Bank Credit Analyst "现在的问题是本轮股票熊市何时结束。当前SP500已经比2000年3月的峰值下降了48%，比46/49还要久，跟73/74一样惨。本次熊市的问题是投机泡沫破灭，而非更深的经济问题。当前还有很多负面问题，例如联储的弹药不足，如果经济放缓则进一步抑制盈利；股市乐观情绪消失，任何反弹都带来卖盘；企业会计问题没有结束迹象，地缘政治也没有积极进展。

从技术指标看，情绪非常负面，已经deeply oversold，这似乎意味着反弹即将来临，也许是的，但我们仍然非常谨慎。一个关键是问题是估值，估值还没有到达比较稳妥的反弹的那个水平。当然，并不一定总是要到那个低估值才能确定反弹。12mfPE是17，并不是特别的高。第二个担心是，我们怀疑近期的经济和盈利的消息可能不足以支持股市反弹。能够触发反弹的最可能是政策，但联储不急于降息，除非经济走弱或出现金融风险。格林斯潘最近的讲话并不认为股市走弱会促使降息。第三，消费者对经济的支持非常亮眼，持续消费，投资房地产。但消费者信心与股市走势高度相关，因此股市对消费将有影响。

不过要注意到，联储虽然不急于降息，但联储在本轮总体上还是反应迅速的，并且从最新的paper来看，已经足够重视通缩的尾部风险，表示政策应当宁愿过于宽松来避免通缩。一个对比是，当年日本股市下跌8个月后，BOJ还在加息，但美国本轮降息基本上与股市亦步亦趋。

整体来说，当前的经济前景更像是1990s初的弱复苏。" 当前市场预期未来六个月有50%的可能降息25bp。我们认为如果联储被迫降息，则可能一次降50bps来最大化其效果。 "低配股票。直到更为清晰的图景出现。

中性配置债券。债券市场主要跟随股票市场的走势。虽然债券市场仍然处于严重高估的水平，但由于我们低配股票，因此我们建议对债券持有中性头寸。"

20020801 PIMCO Time to Roto Rooter the Lender of Last Resort Function \_ PIMCO "询问联储是否会降息，这是一个错误的问题，我也不知道。正确的问题是，降息本身是否足以逆转债务通缩循环？这个答案我知道，答案是不足够。

所谓通缩循环，并不简单指的是CPI PPI通缩，而是资产的市场价格相对债务名义价格的下降，使得借款者让人担心。Debt deflation is about lenders demanding that borrowers liquidate themselves. 但不可能所有人同时liquidate。商业银行是需要此时站出来提供信贷，但商业银行也是逆周期的，因此我建议格林斯潘用各种方法激励商业银行来提供信贷，特别是推动逆周期的监管。监管政策在bad time是需要放松的，在good time需要收紧。

房地产确实受到低利率的支持，而且受到政府背书。因此，降息可以继续刺激房地产，但仅仅降低利率尚不足以逆转债务通缩螺旋，阻止这个螺旋的办法是央行想办法提供担保，发挥最终借款人的角色。正确的解决问题的方案是控制住通缩螺旋，但不至于刺激出来另一个泡沫。当前的传统降息政策并不是正确的工具，即使它是逆周期的。我建议Fed应当打破常规的来鼓励顺周期的银行借贷和放松银行监管。" (这个时间节点，McCulley提出债务通缩循环，我有点理解了。就是我之前说的，企业股票价值下降、杠杆率上升、努力还债、总需求走弱、企业利差扩大、股票价值下降，这个负面循环）

20020802 GS UEA The 1% Fed Funds Rate Solution "我们进一步下调增长和利率预测，因为股市下降让企业进一步减少投资和雇佣。

最新数据说明增长确定性的走弱了。消费者信心走弱，ISM均大幅走弱，工作时间大幅下降，虽然NFP仍弱增长。"

20020806 GS Daily Road Map for Our Revised View 我们大幅下调了美国增长预测。如果我们是对的话，我们预期：ISM将在50附近，可能小幅低于50.2.IP弱增长，NFP小幅增长小于100k，首申在370k-400k之间，消费者信心波动，零售弱增长在月度环比0.2%，汽车销售在近期incentive-induced以后回落。（基本上是给出同步指标，而不是给出逻辑）

20020807 Greenbook 近期数据不及预期。股价大幅下降，劳动力市场不及预期，消费者信心不足，IP不佳，企业投资不足。好的地方是汽车销量在7月份不错，房地产不错。

20020808 bluebook 近期投资者担心more earnings restatements may be in store before the deadline for certifying financial statements，叠加对Q2盈利预期的恶化，股价大幅下跌 （这个到8月中旬结束）

20020809 GS UEA Mortgaging the Economy’s Futu Mortgage debt is the real housing bubble. Refinancing boom是居民负债增加的主要原因。在Q1,居民借款了年化相当于540b$的房贷，接近于可支配收入的7%，其中至少有一半应该转化为了消费和住宅投资（其他的呢？）。我们认为，房贷的增速很关键，而非房贷的水平。当前的借贷增速是不可持续的，这毫无疑问，所以问题是when, not if。我们预期明年借贷会放缓，这将抑制居民开支。当然，如果放缓的更晚，则风险更大。 我们认为当前应该降息，但FOMC的内部意见还不一定同意，所以我们不确定。毕竟格林斯潘在3个星期前刚刚表达了对经济的乐观看法。

20020813 Transcprit 格林斯潘: 股市可能已经低估，跌破公允价格了。房贷支持经济，而当前没有迹象表明房价的上升和home equity expansion在减速。公司治理丑闻对经济的冲击比我最初看到Enron和WorldCom时想象的要大，没有迹象表明投资者的担忧会在近期消退。 "Greenspan: 我和所有人一样认为当前情况下降息太早了，这意味着我们将距离非通胀性利率更远。如果我们要降息，那就应该降50bps。但我们不认为我们最后会降息。

风险是不平衡的。"

20020816 GS UEA Jobs and Corporate Thrift Recovery’s Weakest Link "当前对美国经济最大的威胁是企业普遍在聚焦控制开支，试图完成盈利目标，这是节俭悖论。节俭的原因包括名义增速低、margins薄、资本成本高，而节俭的重要方式是降低雇佣，降低劳动力成本，包括工作时长下降。这导致当前的劳动力市场比1991-92年还要弱。

当前数据还不足以判断经济是否继续走弱。最好的数据是汽车数据——汽车零售和IP——但其他数据不佳，首申、房屋开工等表现不佳。" "如果解雇进一步上升，首申的大幅上升将增加降息概率，正如91/92经验。

最近联储在降低降息的预期，但我们认为年内会降息。"

20020820 GS Daily Credit Restraint Banks and Bond Markets Go Their Separate Ways 银行信贷标准的收紧幅度不如债券市场，这种分化并不常见。

20020821 GS Daily The Consumption Tug-of-War Refinancing 0, Labor Market Stocks 1 我们对消费的长期前景看的很淡，因为消费者的消费超出了他们的生活水平，储蓄率太低。但短期消费受到两股力量的对立影响，像是拔河比赛。一方面，真实工资下降，工作时间在7月份下降，居民股票资产下降；另一方面，房价仍在上升，mortgage refinancing大力支持，不过这方面的数据不够精确。所以我们需要密切关注消费的实际走势。当前数据显示似乎抑制力量占上风。

20020830 GS UEA Weak Earning Trends Apt to Squelch Demand Rebound 7月份居民支出、耐用品订单和新房销售回升，不过劳动力市场仍然疲弱。2季度GDP的盈利下修。现在消费者工资收入不强，但消费支出看起来还挺强的。

20020901 BCA, The Bank Credit Analyst "尽管经济数据不佳，但股市还是反弹了。capital goods orders反弹，但这个数据波动大。我们知道，股市是否还对差的数据敏感是股市是否见底的重要迹象，而8月份对较差的数据不是很敏感，投资者开始期待降息。

巴菲特开始做战略投资。

降息对经济刺激的力度有限，但这不代表不应该降息，这是因为经济处于通缩边缘。7月股票大跌，华尔街的悲观情绪已经感染到企业的董事会里面。" "股市反弹可能是前期oversold，其他市场并未反弹，例如债券收益率、copper等。我们仍然建议低配股票，我们为了避免timing错误，我们宁愿假设股市还有最后一跌。当前股票估值虽然就长期而言并不高，但估值可以更低，而且当前利率水平出奇的低，支持了股票估值。

债券市场极其高估，如果ISM数据反弹，则债券面临较大风险。"

20020905 GS Daily Consumption Gap Widens Between Vehicles and Other Items 汽车消费在高位继续上升，而非汽车的零售商店销量却明显走弱，两者分化。

20020906 GS UEA A Surplus of Deficits Clouds the US Outlook 三季度的汽车消费非常强，这对冲甚至超过了非汽车零售地额走弱，仅汽车消费就提振3季度终端需求0.5pp。在生产方面，ISM在8月仍弱，没有回升，new orders再度跌破50。8月份的就业数据比预想要好，NPF上升39k，失业率回落至5.7%。

20020913 GS UEA Factory Fizzle Underscores Need for Accommodation "ISM的回升已经弱于历史趋势，拖累工业生产活动，一个可能原因是外需弱。

首申再度回升，这意味着8月的失业率下降是虚假信号。"

20020920 GS Daily Claims Data Suggest Fresh Retrenchment in Labor Demands 首申已经回升至高位——剔除三月末到五月中的federal extended-benefits program扰动——这意味着企业已经重新开始新一轮的解雇和紧缩，这原因盈利走弱和偏紧的金融条件。

20020921 GS UEA A Mountain of Debt 美国居民债务存在长期上升趋势，最近主要是房贷refinancing驱动。本次衰退期间居民债务竟然上升了，这一反常态。

20020924 GS Daily Top Ten Market Movers Employment and Activity Dominate 今年影响市场的宏观数据是就业、IP、居民消费、信心。房地产和通胀数据的影响不大。

20020924 Transcprit "Greenspan: 确定的是，equity extraction from homes史无前例的支持居民支出，房屋销售的持久性令人困惑，重要的是，没有迹象表明refinancing将减弱，未来几个月仍好。Refinancing带来的收入正好可以用于支持汽车，这也解释了近期汽车销量的强劲。

零售数据有分化，汽车与chain stores数据打架，前者可靠，后者不可靠。

在6月份，经济还是不错的。但WorldCom丑闻着实是一个重大冲击，它意味着安然不是孤立的案例（但股市是从4月份开始下跌的）。当前非常负面的信心情况是关键问题。

但是，当前可能会有较强的pent-up demands，例如企业的流动性，低库存，弱投资等，这意味着经济有反弹的潜力，如果负面的心理可以消除的话。事实上，Greenbook给这种乐观情绪的权重其实太低了。

向前看，关键是看8月份的投资数据是否继续稳住。如果稳住了，说明Greenbook的假设基本没问题。如果稳不住，信心继续不佳——但这很难被model——以及首申不佳，这说明经济确实不佳。

我建议按兵不动，但下次可能是会议间降息。

（6月25日，迫于SEC的压力，WorldCom世通不得不发布声明，承认至少有38亿美元的支出被做了手脚，用来虚增现金流和利润；同时，该公司2001年14亿美元的利润和今年第一季度1.3亿美元的赢利也属子虚乌有。）" 有两票反对格林斯潘的建议，这两票支持降息，认为经济走弱的迹象已经很明显，再等待没有什么意义。

20020927 BCA.gis gissep02\_27 From Deflation to Reflation Watch Oil "许多人开始思考一些很少有人思考的问题：难道美国正在日本化？毕竟上一次美国经历supply-side recession还是在二战前。

许多人把当前美国的贸易赤字看做问题，但实际上，如果不是美国经济在去年的刺激，现在全球经济更糟。真正的拖累是欧洲和日本。向前看，美国投资萎缩正在结束，利润在企稳，债券收益率在下降进一步刺激消费者。但欧洲和日本对全球经济仍然没有帮助，伊拉克问题增加了不确定性。

NASDAQ泡沫破灭的过程与以往的泡沫节奏是非常一致的，科技股泡沫基本已经跌完了。由于高科技资产的平均寿命是3年，因此过度投资也基本消化的七七八八，根据亚洲1990s的经验，投资收缩也基本结束。

Housing boom是重要支持力量，refinancing达到历史高位。有研究指出，home equity是金融资产重要性的两倍。

我们认为reflation与deflation的拔河比赛中，reflation会最终胜出，逆转可能就在今年四季度。我们看到许多指标在抵达反转点。现在市场需要的是一个催化剂。"

20020927 bwam The Risk of Depression "当前我们关注的最为重大的问题是，美国是否陷入depression，1.75%的ffr依然不足够而需要进一步降息。如果不陷入depression，那么股票、credit很便宜，债券很贵；反之则是相反。这个问题最为重大，决定了全球经济和全球资产。当前的美国经济增速非常弱，所以这个问题是亟待回答的。

我们非常关注最新数据，最新数据是鼓舞人心的，投资有回升倾向。Yoy non-defense capital goods回升明显。

总体来看，陷入depression的几率有30-40%，考虑到当前ffr最低降到0%，总体债务很高，科技泡沫刚破裂，确实有可能陷入depression。depression和recession的区别的，在recession，降息可以拉起资产价格和总需求，在depression的时候利率不能再降了，因此只能通过甩卖资产来获得现金流，资产价格、物价下跌。

为此，我们开发了独特的指标，depression gauge。当前depression的概率是25%+，relatively high. This gauge is now signing caution. When the risk is high, we reduce our weight on certain indicatiors in our systems relatie to other indicators. "

20020928 GS UEA Not Close, But Not Unthinkable Either "美国上市公司多是商品部门，goods价格确实已经通缩，但服务部门支持者整体价格。如果商品部门继续通缩，企业将压缩工资成本，进而导致服务部门通缩，但这还需要几年时间。

本季度的耐用品订单并不像其他制造业活动那样疲弱，但投资的近期回升看起来可能性不大。同时，房屋低库存和稳健的销售显示房地产仍在支持美国经济。" FOMC有两票反对，显示FOMC逐渐转向降息。

20021001 BCA, The Bank Credit Analyst. Federal Reserve is falling behind the curve. "近期的市场表现疲弱，经济数据不佳。企业销售和利润很差，没有改善迹象。企业部门持续在后退，而居民部门继续支持的难度在提高。

企业部门在去年成功的提高了效率，降低了成本。但如果终端需求仍弱，企业将开启新一轮解雇。Deflation in the corporate sector对经济是一个持续headwind。我们预期经济在2004年中以前都低于潜在增速。Q3的增速不错，但这是误导性的信号。我们不认为美国将步日本后尘，但通缩风险确实上升了。

联储已经behind the curve.但仅仅降息还不足以让企业重新开支，这需要利润的改善，需要一些时间。" "低配股票。股票已经跌回7月低点，技术上可以买入。但我们并不追求完美的timing，仍然选择等待清晰的信号。仍然低估股票。股票的估值看似不高，但这是建立在极低的利率水平的基础上的。科技股的估值仍然很高（跟gis的观点不同）（但事后来看，科技股估值已经偏低了）

债券已经极度高估，我们中配债券。"

20021005 GS UEA The Risk of Renewed Recession "对美国再度陷入衰退的担心并非空穴来风。 最新数据没有改变前景。9月份的ISM下降到50以下，NFP在9月负增长，但ISM new orders小幅回升，失业率比较奇怪的在回落。

Conference Board LEI连续三个月下滑。支持政策在边际减弱，财政支持已经开始消退。如果有重大负面冲击，可能再度衰退。当然，也有积极的理由认为难以衰退，例如库存水平低，快速去库存往往是过去衰退的重要原因。

未来是否衰退，关键是失业，看企业雇佣是否疲弱导致失业明显增长，失业将抑制居民消费，导致恶性循环。（2003年初失业率再度回升了，这是否符合GS的这个条件呢？）" 当前数据的方向性不强，联储应该不会在会议期间降息。 当前经济有两个可能，第一是弱复苏，第二是再度衰退和通缩，这意味着股市的波动性很大。

20021011 GS Daily The Lags of Monetary Policy Waiting for Godot "有人认为，由于货币宽松的作用有滞后性，因此对近期增长不用太担心，还有一些easing in the pipeline.我们不同意。

货币宽松有lag是因为它有不同传导渠道。在经典模型中，利率下降到增长有4个季度之后。渠道有：1.房地产和汽车，利率下降的刺激立竿见影。2001年10月汽车厂商推出零首付政策，销售大幅上涨。此外，长端利率有时候比降息变的还要早。2.利率下降推高股市。这对刺激消费有一定时滞，因为居民的非房地产、非汽车支出需要等等看看再做决定。3.汇率渠道，但贸易商会有一些短期调整。

当前的宽松仅作用于第一个渠道。股市很弱。所以货币宽松的整体作用到现在已经没有了，甚至是负的。需要进一步宽松。

#货币政策的作用#"

20021012 GS UEA Beware Structural Strains from Rock-Bottom Rates 9月零售下滑，汽车销售大幅走弱

20021018 GS Daily Data Underscore Weakness in US Economy 就业很差，IP也走弱。Home building暂时保持韧性。整体来说美国经济较弱。

20021025 GS UEA The US Current Account Deficit Headed Even Higher 9月份的durable goods orders和backlogs很弱，这解释了为何信心这么差。

20021030 Greenbook 整体来说过去六周的数据很不好。居民支出在9月和10月不佳，投资走弱，就业转差，IP走弱。一个好消息是房地产活动强劲。

20021101 BCA, The Bank Credit Analyst, Still Dangerous Times "经济和盈利前景很一般，企业债券的流动性有严重问题。企业管理者仍然是谨慎态度，10月份的消费者信心下跌是一个关键问题，投资也再度下降了。许多政策制定者还没有意识到问题的严重性。

在股市表现如此不佳的情况下，经济还好，这已经很不错了。然而，消费者支出已经丧失动能。Cash-outs也就还能支撑几个月，信心也大幅下降，尽管有政策支持；房地产是亮点，但其支持力度也到达顶峰。

当前周期的关键问题是，在消费者和房地产支持力度下降前，企业投资能否接力恢复。当前企业投资已经下降很多了，但9月core capital goods orders仍表现不佳。企业融资条件变差——利差放宽——但还没有出现credit crunch——NFIB汇报小企业还没有融资困难。总体来说，投资恢复并不乐观。叠加外需不佳，欧日都处于困难之中，美国经济由此在未来几个季度仍将处于潜在增速以下——接近2%而非3%。

我们预计企业投资在明年将回升，到那以前，宽松政策仍会继续支持消费和housing。" "低配股票。10月份股票上涨是bear market rally，这已经是本轮熊市的第四次了。我们把股价和其他市场价格联合在一起解读，我们认为股价没有反应经济和盈利的转好。虽然股票已经不再高估，但我们仍然建议暂时低配股票。

低配债券。当前债券市场是典型的泡沫，极高的估值，极度的投资者乐观情绪和极度overbought。"

20021101 GS Daily Why 3% Growth Is Not Impressive 过去四个季度里美国实现了3%的增长，但这本身并不是一个乐观的消息。有观点认为，过去四个季度经历了911袭击、会计丑闻、伊拉克危机等冲击，未来这些都会消散，那么经济应该更好才对。这是错误的。这些冲击没有那么重要。真正重要的是，过去四个季度美国经济受到了几个关键支撑，包括减税，库存调整和cash-out mortgage refinancing.但前两个力量已经要消失，最后一个也有减弱迹象。真正拖累美国经济的泡沫破灭以后的金融不平衡，而非这些冲击。这些冲击只是容易被看做是替罪羔羊而已。

20021106 Transcprit "Greenspan: （格林斯潘即将说的观点就是高盛批判的观点）美国经济在经历了这么的冲击以后，还保持韧性，这让人印象深刻。此外，生产率进步的趋势也不错。

汽车销售走弱，这撤掉了经济的一个重要动能。但幸运的是，房屋新开工和建设都不错，仍在支持经济。只要房贷利率保持低位，房地产对经济的支持仍会存在。当然，问题是关键是投资什么时候能跟上来，此时的关键是利润。在6月份会计丑闻以后，市场对保守的会计处理方式给了更高的偏好，这一下子降低了对盈利的预期；但是另一方面，NIPA的盈利数据在回升。综合来看，投资将会回升。阻碍投资的关键是不确定性，例如当前伊拉克问题的不确定性，跟当时海湾战争是类似的。然而海湾战争真的发生以后，不确定性反而消除。因此，“如果”——虽然这是如果——不确定性消除，那么greenbook对增长的前景就太悲观了，那个时候投资会回升。" Greenspan: 我建议降息50bps，虽然这可能看起来是个错误（格林斯潘看多经济），但考虑到万一不降息而导致通缩的代价更大，因此宁愿过于宽松而犯错，毕竟这扭转起来没那么困难。我建议保持风险平衡的说法。

20021109 GS UEA Pension Costs Another Hit to Cash Flow 联储虽然降息，但保持风险平衡的表态这让我们很意外。这意味着进一步降息的门槛较高。

20021112 GS Daily Two Caveats about Fiscal Stimulus 随着共和党在中期选举的两院都获胜，我们预期将由显著的财政刺激出台，因此12月的FOMC不会降息。

20021115 bwam Monetary policy in the great depression "recession和deflationary depression的区别是：recession是央行加息所导致的，是managed contraciton，降息拉起总需求和资产价格。depression是unmanaged contraciton，此时央行降息已经不起作用，真实利率上升，资产价格下跌，无法通过降息来降低债务负担，其关键特征是利率已经降到零。

我们研究美国1930s大萧条发现，是reserve growth回升领先增长和通胀回升，并且这并未导致通胀。（这个研究确实挺超前的）。" 格林斯潘和联储显然在思考，如果ffr降到0以后怎么办。昨天格林斯潘表示政策可以落在更长久期上。我们同意联储是有更多弹药的，不过也有更大的不确定性，因为联储彼时需要注入流动性，而不是降息了。 我们发现，在过去几年当中，主要发达国家的债券收益率高度同步。UK和Euro收益率亦步亦趋。这并不合理，不应该把这种同步性无限外推，特别是基本面不同步的时候。（背景是否是欧元区？此时是2002年，而欧债危机是2009-10年才发生的，我的天啊，这个同步性的打破要再等8年时间）

20021116 GS UEA The Corporate Paradox of Thrift—Still a Big Growth Risk "弱复苏是自我深化的，因为复苏弱，收入弱，因此企业为了维持盈利margin就继续节约成本，雇佣弱，这进一步导致弱复苏。

最新的经济数据mixed，但还不错。非汽车零售韧性强于预期，首申下降，也许就业市场稳住了。但10月份的IP大幅走弱。" 格林斯潘表示50bps降息是insurance，这意味着今年不会再降息了。

20021122 GS Daily Consecutive Monthly Manufacturing Production Declines—Consistent with Slowdown IP在10月份是连续第三个与下降，与经济动能走弱是一致的。

20021127 GS Daily An Updated Road Map for US Data 向前看，我们依然认为复苏是弱复苏，这是因为我们继续认为存在根本性的失衡。我们预期：ISM回到50附近，在2013年会逐渐回升，IP在春天应该是0.1-0.3附近，滞后回升；NFP在25k-30k之间；消费者信心波动，过去按照91-92的历史在发展，那么有短期的上行风险，还要看是否有其他数据佐证；汽车销售可能在当前水平走平，过去的汽车销售在促销以后的销量超出了我们的预期。

20021130 GS UEA Recession Risks Receding, For Now 经济有微弱好消息，首申继续下降，Phi.Fed信心大幅上升。即使是LEI在连续四个月下滑以后在10月份持稳。但零售走弱。

20021201 BCA, The Bank Credit Analyst, Glimmers of Light "经济有转好迹象。当前的关键问题是在消费没有走弱以前，投资能否回升。我们看到了初步好消息：就业稳健，低利率将继续支持房地产，10月份耐用品订单回升，我们计算的LEI开始回升。我们认为消费者的基本面比一般预期的要好。

财政在2002财年支持2.4pp，2003年可能是0.5-1%之间，但仍是支持作用。

对企业利润的关注至关重要。我们观察按两个指标：Economic profits for the overal corporate sector和EBITD。

一个关键的结构性争论是消费者的情况，我们认为问题不大，所谓储蓄率过低有计算上的问题。2002年消费者的强劲表现已经证明我们的判断，虽然市场有些人据此认为问题更大了。" 弱复苏意味着通缩压来仍大，增速仍会让就业slack大。但对通缩的过度担心并不必要。消费者最大的资产负债表问题是房地产，只要房价持稳就没问题。 现在市场discount未来12个月加息65bps，这太多了。 中性配置股票，利用每次股市下跌来补仓。

20021201 bca.bca outlook2003 "MR.X: 去年我担心不知道哪个部门可以把经济拖出衰退，现在的担心是类似的。公司投资乏力，消费的支持可能结束，欧日继续不佳。结构性的担心是居民部门没有很好的修复资产负债表，去年经济重要支持是居民在借贷买汽车和房子。

BCA: [The BIG picuture] 当前的情形更加清楚了，全球政策更偏向刺激。所谓债务超级周期，是说政府为了平滑商业周期，导致金融纪律逐渐下降。政府从来不会让balance sheet excess fully unwound during recessions。不过，由于1990s股市繁荣，货币和财政都重新积累了空间，因此当前政策空间足以把经济拉回复苏。本轮衰退比较浅，正是因为货币政策宽松刺激了房地产和汽车，当然及时的减税也有一些作用。不过，低利率对企业信心的改善有限。但总体上我们倾向认为政策是足够的（这是大的背景）。债务虽然很高，但利率低，这样债务负担不重；银行贷款违约率仍然是低位；房价坚挺，居民资产负债表没有重大风险。居民债务负担问题，事实上历史上被反复担心过，居民债务的上升与信贷可得性上升有关，也与更多人拥有房子有关，我们不认为居民债务已经过高。

[关于联储]央行似乎总是在fighting the last war，思想深处仍然有很强的反通胀偏好，而几年的通缩压力将会改变央行的偏好，让它keep too easy for too long（央行偏好的周期）。在1970s，债券投资者持续没有意识到通胀问题，因此债券投资者没有约束联储的通胀政策；事实上，1970s更需要bond vigilantes，而非1980s和1990s。这次联储也要能够fool the bond investor才行，以免利率上升过快抑制了通胀回升。

[对于2003年的展望]我们去年底确实认为温和复苏将会持续，但2002年却出现了二次衰退的担心。但即使欧日疲弱，美国也没有陷入衰退，美国消费者成为了全球的拯救者。向前看，类似的逻辑依然成立。美国消费者的financial shape比市场想象的要强，而企业投资即将触底回升。非金融企业投资/GDP可以看到已经跌到历史很低水平，投资很容易有上行惊喜。企业利润是一个关键变量，当前企业缺少pricing powers很难boost margins（本质上是说商品通缩环境），由于工资增速sticky和商品价格下降，core margins实际上下降了，这让企业被迫收紧开支，而这在整体上进一步带来紧缩效应。我们预期企业盈利可以增值5-10%，这是一个弱的复苏。

[上下行风险] 下行风险是本次泡沫破灭过程中还没有出现在重大金融机构倒闭等金融风险。上行风险是企业投资可能超预期。诚然，消费缺少pent-up demand，但如果企业董事会的悲观情绪消失（站在格林斯潘那边），那么企业投资将有上行风险。事实上，从1997年以来，每年总有坏消息，即使2003年没有坏消息，这已经不错了" 当前的通缩压力可能已经到达顶峰，但未来几年通缩压力仍在，这意味着央行将继续宽松。 "最近一次股市上涨与多个市场的表现一致，因此涨势更加稳健。

但是也要看到，本次熊市中股票的估值始终没有大幅下跌到历史上的熊市水平。历史上熊市PE要跌到10-12，本次仅到16.当期低利率是支持估值的重要因素。再叠加泡沫以后的投资者信念丧失，因此一轮大的牛市尚难开启。真正的泡沫要求出现一些难以量化的乐观因素，这似乎还早。

流动性如果吹不大股市泡沫，倒是有可能吹大房地产泡沫。当前房地产还没有明显泡沫。执政者总是用一个新的泡沫来解决旧的泡沫。正是因为有新的泡沫，所以没有流动性陷阱。

债券市场的估值是极度泡沫，市场正在discount一个disaster scenario，所以只要是微弱的好消息都足以让价格大幅调整。"

20021201 PIMCO Necking In The Mezzanine \_ PIMCO 货币政策正在经历regime change，11月13日，格林斯潘宣布了Volcker在1979.10.6开始的反通胀已经结束；11月21日，Bernanke给出了武器，可以称之为Bernanke Put for private sector debt，联储可以monetizing这些私人债务。

20021204 GS Daily Slowing Home Prices Still More a Forecast Than Fact 我们预期的房价下降尚未实现。但越是上涨偏离趋势，也意味着将来跌的更厉害。

20021204 GS The Pocket Chartroom Not just fear itself 我们对2003年的复苏不乐观，关键逻辑是不平衡尚未消除，最大的不平衡是居民储蓄率过低（正是BCA批评的观点，事后来看似乎BCA是对的，居民储蓄率在2003年没有再下降）

20021206 GS Daily Mortgage Equity Withdrawal Picks Up Further in Q3 Ffunds显示，Mortgage Equity Withdrawal在Q3进一步加速。

20021210 Transcprit Stockman:过去一段时间数据整体符合预期。NFP在11月明显下降，失业率上升到6.0%——当然我们早就预期失业率上升。走弱最明显的是汽车，销售的下降让汽车生产在4季度明显走弱。但走弱并没有扩散到其他领域，除了汽车，终端销售整天尚好，首申在下降。 格林斯潘啥也没说，总结说保持利率不变，保持风险平衡。

20021214 GS UEA Capital Spending A Three-Legged Stool with Two Missing 不看好投资回升，当期资本利用率仍低，而且回升的仅是tech & software，这些是因为折旧快，其他投资并未回升。

20030101 BCA, The Bank Credit Analyst, The Roller-Coaster Economy "随着企业部门放弃紧缩的思维retrenchment mindset，经济将会改善。投资者在2003年初面对的问题和2002年的问题相似：消费者已经没钱了，而产能过剩让投资也起不来，股市已经连续三年走弱，令人失望，此外还有伊拉克战争风险。

[经济过山车] (Roller Coaster，过山车) 2002年让人失望，但实际上仍然增长了3%，即使考虑到衰退以后的增速一般都不错，3%这个水平也还可以。经济恢复并不完全来自于汽车零首付和低利率刺激房地产，居民的各类支出广泛回暖，比较弱的是投资和出口。

新的财政刺激计划正在酝酿，预计GDP的0.5-1%，地方政府紧缩会抵消0.2pp的刺激。

[投资将会复苏] 简单来看，投资可能很难显著恢复，因为盈利前景黯淡，产能利用率低——但这个是同步指标，不是领先指标——此外，媒体关注企业治理问题让企业不愿大幅扩大开支，前景不确定性较大。但我们认为投资在2003年可能有上行惊喜。

企业已经aggressively retrenched, 净投资比GDP已经达到历史极低水平，资本存量在2002年出现了二战以来的首次年度负增长，要注意到近期的IT折旧比历史上要快的多；资本回报仍然明显高于资金成本，这粗略的与资本支出同步（其实关系不太稳健）；企业现金流在2002年明显改善但投资还在下降（这里有张图，非常有信息含量，2002年cash很多，但就是不投资，图III-6,P24）；盈利走弱、会计丑闻让利差扩大到较高水平，而评级公司非常激进的在调低评级，市场压力让企业宁愿偿还债务而不是增加投资，但企业的资产负债表已经修复了很多，free cash flow % GDP, debt增速，都有改善，银行贷款违约率低于1991，投机债的违约率也高位下降。

当前投资的基本面其实挺好，缺失的是企业家的信心，董事会里气氛很黯淡。什么可以重启激发动物精神？可能是经济的改善，但这在2002年并没有起效；也可能是伊拉克形式更加明朗；也可能最终依靠时间来解决。

[风险] 地缘政治风险，现在还不确定是否真的开战，我们的基准预期是伊拉克战争会快速取得胜利。但不确定性很大。

金融风险。如此大的泡沫破灭以后，竟然没有重大金融机构倒下。虽然有Enron, Anderson和WorldComm等公司丑闻，但没有银行、证券公司或基金公司倒下。当前我们的金融压力指标极高，但还没有看到实际金融问题出现，货币宽松也许发挥了一些作用，但对金融风险仍要警惕。" "通缩deflation已经被广泛看做一个问题，并且已经被市场定价.

但是，我们认为商品部门的通缩压力已经触顶。尽管如此，对通缩的担忧让联储在2003年不愿加息。联储对复苏不够有信心，宁愿保持偏松一些。与1990/91类似，真实利率直到92年还是0，到94年出乎才回到1%以上。假设2003年core在1%，2002年中真实利率才到0，预计未来12个月都不会加息。" "股票中性配置。就全年来看，我们认为股票全年会上涨，但不是直线。我们并不认为股市会再创新低，投资者应该利用每次股市下跌来逐步回归中性配置。

当前SP盈利数据仍然引起较多混乱，大家不知道如何估值，用trailing core earnings是50，用trailing reported earnings是30，用12m forward operating earnings是16。我们建议用national income measures of profits for nonfinancial corporate sector and asset values, from FFunds. 过去几年的经验表明，估值并不择时的好指标。当前的估值没有偏离太大，没有太大的信息含量。

微弱低配债券。尽管通缩环境在2003年会持续，但这已经被充分定价了。通缩压力也已经触顶，周期环境并不利于债券。债券市场极度高估。"

20030101 GS Daily A US Economic Checklist for 2003 相比共识，我们认为增长更弱，失业更多，投资难以引领复苏——因为投资通常落后于消费，1990s是个例外；换句话说，即使经济超预期改善，也是来自消费（错误，2003年的上行惊喜是投资）——以及贸易更加恶化。

20030101 PIMCO Late For The Sky \_ PIMCO 2002年11月，联储终于放开进行reflation：the Bernanke Put。再通胀有利于黄金价格上涨，就好像1970s一样。

20030103 GS Daily ISM Rebound Signals End of US Manufacturing Correction 12月份的ISM大幅跳升，从49.2升至54.7，虽然也许有暂时性因素，但这个跳升也是很大，说明工业生产可能重新恢复了，而2002年夏秋曾经有所走弱。

20030103 GS UEA 2003 as Balance Sheet Adjustments Dominate "股价下跌让居民和企业财富受损，并调整支出，我们认为这一调整远未结束，2003年将很像2002年：增长低于预期，盈利比预期要弱，收益率保持低位。

如果经济要恢复，除非金融条件大幅宽松（这是内生的吧）、财政大幅宽松或者油价大幅下降。

除了ISM，其他数据mixed，首申上升，CB信心下降，密歇根信心上升。

（高盛很不看好投资回升，高盛看错了，把2003年看做2002年的延续，但问题是投资结构性已经降无可降了）"

20030107 GS Daily Prospects of Federal Fiscal Stimulus Grow bush提议的财政刺激规模提高了一倍，财政刺激对GDP的贡献有望从此前估计的0.25-0.5%上升到0.5-0.75%。

20030111 GS UEA Q&A on Fiscal Stimulus Less Than Meets the Eye 虽然财政刺激扩大，但这远低于2002年的财政刺激力度。劳动力市场走弱，12月非汽车零售走弱，汽车销售受年末效应走强。

20030116 GS Daily Better Factory Surveys- Let鈥檚 Not Get Too Excited 近期制造业survey恢复，我们认为这是因为去年夏秋经济走弱以后的企业在收缩，现在重新扩张，但这不会持续太久，我们预期未来几个月PMI等会走弱。只有需求端的持续恢复才能让生产持续走强。

20030122 Fed Greenbook 过去六周的信息是经济仍然疲弱，企业管理者仍然非常悲观——就业市场进一步走弱，企业投资仍然很弱，4季度显著去库存。好消息是居民消费和housing construction在年底仍然稳健，终端需求尚好，这也意味着去库存加速。即便如此，预计经济在Q4仅能微弱正增长0.25%。

20030122 GS Daily Don鈥檛 Expect Much Lift from Monetary Policy 不要对货币政策刺激期待太多（这个是对的，也是不对的，联储在2003年在压低长债收益率）。利率的刺激是立即显现的，联储的模型显示，降息到第三年已经是负贡献。

20030129 Fed bluebook 公司的盈利指引比较消极。市场普遍预期4季度的走弱会延续更久，从FFR的期货市场价格可以看出来。

20030129 Fed Transcript "Slifman: 2002年的年中，非汽车工业产出突然停止增长——同时也有去库存——这主要是因为Complete loss of business confidence in the wake of the corporate governance scandals. 实际上，终端消费很好，包括居民支出、housing活动。2002年4季度，汽车生产活动突然回归到可持续水平，这导致生产短期大幅走弱，但不是趋势性问题。我们预期经济在年中以后会加速回升，重要的假设是企业家的悲观心理会消散。

Greenspan: （主要在谈伊拉克战争）伊拉克战争风险占据头条，以至于相对少的关注经济本身如何。当前企业家非常保守，投资达到了可维持最低的水平，库存也是很低。我们所不知道的是，当战争不确定性移除以后，经济是否会反弹？我们当然可以猜测，但并不知道到底会怎样。从军事角度，美国很快获得胜利的可能性是90-95%，当另外5%是灾难性的，例如大规模杀伤性武器的使用。总体来说，军事不确定性如此之大，以至于我们做的越少反而越好。关键问题是我们并不知道更多，因此重要的是我们需要hedge our judgement at this stage."

20030201 BCA, The Bank Credit Analyst, Nothing to Fear But Fear Itself, and War, Double Dip, Deflation, etc. "当前关键问题是，股市走弱是反映了战争风险，还是经济本来很差？我们认为经济应该不错。

[战争风险与经济] 地缘政治风险让投资者谨慎，虽然普遍的预期是美国会快速取得胜利，但投资者仍然倾向于战争结束前持有安全资产。战争不确定性是否把美国经济拖入衰退？这很关键。如果进入衰退，那么股票还要大跌；时间是个敌人，战争不确定性越大，消费者缩减支出的风险越强。Bush自己也清楚不能拖垮经济，以赢得2004年大选，因此要速战速决。

我们把当前的市场称作Riot point. 当前市场激烈的对负的经济和金融趋势做出反应，这最终要求政策要安抚市场。这一般对应着货币宽松或汇率机制变化。但当前不太典型，更宽松的货币并不能让政治风险消除。

[经济] 当前市场继续担心经济仍将继续受到post-bubble adjustment的影响，市场担心消费者financial position，担心企业难以投资，担心通缩，但我们认为这些都多虑了。

许多指标指示经济进入soft spot。 圣诞消费不及预期，消费者信心走弱，劳动力市场和投资也弱。尽管如此，对经济的担心过度了。12月零售仍正增长4.6%，housing仍然很强。2002年经济波动大，有些季度差，有些季度好。2002Q4的年比增速是2.8%，这已经不容易了，考虑到股市这么差，股市丑闻的影响，以及战争不确定性。

2002年房贷利率大幅下降，支持房地产市场保持强劲；refinancing支持消费。房地产的支持力度将减弱，因为房贷利率更可能在2003年上升而非下降。但就业逐渐转好将支持消费（就业并没有转好，2003年似乎仍然依靠货币宽松支持房地产）。事实上，从联储2001年Survey of Consumer Finance来看，典型的居民并没有对股市有large exposure，这解释了为什么大幅的股价下跌并没有导致居民支出崩溃，房地产是居民最重要的资产，这意味着联储继续支持房地产市场。

最关键的问题是投资：当前净投资很低，库存历史地位，如果信心恢复，投资将有上行惊喜。当前油价虽然上升，但真实油价水平并不高。就政策而言，2003年政策将继续保持非常宽松和支持增长。

整体来说，经济复苏的基础已经打好了，但消费者和企业仍会继续保持谨慎几个月的时间。

" 当前市场并不预期ffr在年内变化。联储担心通缩风险，宁愿err on the side of ease. 联储的基准预测是2003年经济将回到潜在增速，如果回不到的话，联储或许会在3、5月份降息，当然这也取决于伊拉克战争进展如何。 "股票中性配置。虽然全年来看，我们认为股票会上涨。但我们建议在地缘不确定性消散以前持有中性配置。

对于债券（态度不清楚，也许就是中性），偏好企业债而非利率债。利率债继续严重高估（已经连续两年多了），而且在6-9个月的尺度上也难有大幅上行风险，因为未来通胀弱，联储还可能降息。但这么高估的程度上，我们预期债券在年内将跑输股票和货币。

当前利率债受欢迎，同时利差在下降，这说明投资者是出于对战争的担心而买入国债。如果是担心经济走弱的话，利差应该会扩大。"

20030201 PIMCO Sitting On The Dock Of The Cliff \_ PIMCO "采取谨慎的投资策略，因为当前我们处于deflationary cliff边缘。要解决这个通缩风险，需要货币政策和财政政策配合。当前的通缩环境下，这要求两者角色变换。需要财政政策lead，货币政策follow。

事实上，PIMCO的投资框架当中，secular trend的一个关键元素是私人部门和公共部门的相对关系，财政和货币的关系，美国和其他国家的关系——当前美国更加单边主义。

对于财政和货币政策的关系，1981年Sargent和Wallace指出，下述两者在会计意义上不能同时存在：真实利率高于真实增长率，财政赤字占GDP的比例持续高于GDP增速。事实上，这篇文章的背景是沃尔克在反通胀，而里根则在减税。这意味着联储和财政两者之间必须有一个先退让，谁将主导谁呢？答案是财政退让了，三个标志事件：1.里根在1984年加税，特别是对企业加税；2.Bush 虽然声称不加税，但在1990年提高富人税率；3.克林顿反悔了对中产阶级减税的保证，对富人加税。1980s以来，联储要在每一轮周期波动当中盯住越来越低的名义GDP增速，而财政政策不允许在总量上boost名义gdp。

格林斯潘在2002年11月，提到了过去未曾提到的说法，提出联储could bring down long term rates by lengthening the duration of its holdings.

伯南克提及了如果有通缩风险，联储可以扩大资产购买，如果仍不足够，甚至可以下一步试图影响私人债券收益率。我把这个称之为Bernanke Put。当然，我希望伯南克可以更多提及财政和货币的配合。"

20030208 GS UEA A Bottom-Up View of Capital Spending "我们分析师自下而上的估计显示，今年投资会从去年下降15%到今年为下降10%，我们本来就比市场看的悲观，这个估计更为悲观。我们自上而下的估计模型包括三个变量：Tobin q，资本回报率，资金成本，该模型预示着投资今年仍会温和下降（这个宏观模型为何不靠谱？20201005:估计是线性拟合的过度拟合导致的吧，因为2002年是一个超调，过度拟合导致对2003年很悲观）

1月份的就业和ISM数据好于预期，但零售、企业订单和生产率不及预期。"

20030212 GS Daily Chairman Greenspan- What, Me Worry\_ 格林斯潘的讲话显示，他认为当前经济主要受到地缘政治风险的抑制，等风险解除以后经济将回到潜在增速附近。

20030214 GS Daily If the United States Goes to War 我们认为未来4-6周将会开始伊拉克战争。当前可能开启第二轮联合国检查，但美国没有耐心。

20030215 GS UEA Better Data Do Little to Lift Gloom 1月份零售和工业生产好于预期。这一部分是前期较弱的数据的翻转，另一方面，也是暂时库存周期影响——2002年1-3季度在补库存，4季度初在去库存，2003年4季度末又开始补库存——这没有可持续性。随着油价上升和股票下降，基本面在恶化。

20030220 GS Daily Non-conventional Monetary Policy Tools 格林斯潘和伯南克都提及了非传统货币政策，向前看，主要有两种非传统政策：1.提高资产久期，压低长端债券收益率，这意味着改变了联储目标，不再盯住短端。2.进一步的，还可以扩大资产购买的范围。

20030222 GS UEA The GS Surprise Index Strength Likely to Fade 年初以来，经济指标均好于预期。但我们认为这不可持续。当前市场也没有反弹，市场的预期是正确的。

20030226 GS Daily Plunging Confidence 鈥\_ War Fear, Yes, But Not All War Fear CB的信心大幅下降，这与战争风险有关，但也不全是战争风险。

20030301 BCA, The Bank Credit Analyst, The Waiting Game "假设伊拉克战争进展顺利的话，经济会继续复苏。当然，美国经济可能有其他的问题，但利差下降和商品价格上升让我们感觉相对更有一些信心。我们的乐观有四个关键支撑：1.货币政策是有效的。2.消费者健康，3.投资也有复苏的基础。4.美国经济对负面冲击的调整能力很强。

[我们可能错在哪里] 除了地缘政治风险以外：

消费：2月份的消费者信心下降让人担心，这一般对应着实际消费的下降。我们认为这与战争不确定性有关，如果不确定性消除以后，信心仍未恢复，或者如果劳动力市场进一步恶化，我们将降低增长展望。

投资：去年投资已经降无可降，近期ISM上涨说明缩减投资已经到尾声。但草根消息指出企业管理层仍然非常谨慎，如果企业再度缩减支出，那么居民部门也要缩减支出。继续关注ISM、资本品订单和解雇消息。

房地产：房地产占比不大，但很重要。它支持了耐用品消费，refinancing支持了居民购买力。如果在当前低利率的情况下，房地产销售和价格向下走，那么对整体经济都是警示信号。

信贷：当前货币——MZM——以及银行信贷增速仍好，显示美国经济没有进入日本式停滞。

上述几点都还没有出现危险的信号。

[股债长期表现] 股票相对债券的相对全回报，在1950-69年上升，69-79走平，79-80短期上升，95-99上升，99以来回落。对于1950-69年，是因为二战结束时股票的估值极低，PE仅7，而长端债券收益率被压低在2%的低水平。1979-80年的股市相对优异表现是因为联储加息。事实上，1980年-2003年，股市和债券的的相对表现是走平的，如果1980年以来一直持有长端债券，其收益跟SP500是一样的。

BCA关注的指标：

增长：LEI，Total Employment（就业）, ISM new orders（制造业&投资）, 剔除飞机以后的耐用品订单（投资）

金融指标：Yield Curve, Real MZM growth（流动性），股债累计相对回报，利差。

通胀：BCA leading inflation index, PCE, 制造业产能利用率, 工业品价格， 制造业unit labor cost

货币信贷：M1/2/3, 私人部门债务, 政府债务

资产负债表：私人债务%GDP, 联邦债务%GDP, 居民债务%可支配收入， 非金融企业债务%现金流， 银行流动性:证券%资产

利率：3m/10y收益率，BCA的10y估值模型，3m真实收益率，10y真实收益率

盈利趋势：SP500 reported earnigns, SP500 operating e, Nonf corp EBITD, Nf Corp EBITD Margins, Nf Corp after tax profit margins

股票：SP500, Monetary indicator, Technical Indicator, Valuation index, Speculation Index.

还有Net investment in financial asset % GDP, Fundamentals for the USD, 全球指标

" 本年不会加息，如果经济增长令人失望，还会继续降息。 "中性配置。股票的长期前景并不理想，但周期性买入机会正在接近。我们建议在地缘政治风险消散以前维持中性配置。3月7日武器检查报告出炉，市场普遍预计3月15日开战，这一期间市场偏好安全资产。

股票技术层面上，消极消息是insiders还没有买入，breath也很弱。积极消息是当前情绪水平很差，而利差下降说明公司financial position在改善。

债券很贵，但近期仍受支撑。如果情绪好转，利率债市场很脆弱，企业债优于利率债。

BCA的关键股票指标有很好的track record，但是在过去泡沫年份并不好用，例如1990s末在高估值的情况下继续上涨，在2001年以来充足流动性的情况下继续下跌。未来几年，我们的关键指标应该会重新有用。"

20030308 GS UEA Energy Prices A Drag on Growth with Downside Risk 油价上涨带来下行风险，抑制GDP 0.5pp，但仅仅当前的油价上涨幅度还不足以让美国经济衰退。由于就业走弱、消费增长停滞，库存支持将消失，总体来说，有30-40%的衰退风险。3月6日的新闻发布会，再度证明了Bush将会开战。

20030313 Fed Greenbook 整体来说，经济比我们预想的要弱，虽然消费稳健，但就业变差了，战争不确定性抑制情绪和股市。

20030318 Fed Transcript Greenspan: 圣诞节到2月初，经济有所改善，但是2月初以来经济再度明显转弱，暂时无法分辨有多少来自战争不确定性的抑制。近期油价、股债表现主要源自战争风险的冲击。也许等战争如期顺利进行以后，可以更好的评价经济情况。我们当前的情况是true knightian uncertainty issue. 过去我们说balance of risks，是可以计算上下行风险的分布。现在我们并不知道这个分布，联储最好的表态是不要让市场觉得我们知道的更多。我知道下次联储的动作更可能是降息而非加息，但没有强烈的证据来支持这一直觉。

20030319 GS Daily FOMC- Between A and B, We Choose C 联储按兵不动，这并不意外。意外的是，联储没有再提及对风险的判断。这意味着较难出现会议间的降息。

20030322 GS UEA The Roadrunner's View of Inflation 商品价格上涨、美元走弱，推高了名义CPI。但产能利用率较低，GDP仍弱于潜在增速，这意味着Core仍有下降压力。

20030329 GS UEA Cutting Through the Fog of War 当美国进入伊拉克战争以后，出台的经济数据都很不好。我们构造的经济惊喜指数落入过去7年的最低值。

20030401 BCA, The Bank Credit Analyst, Peering Through the Smoke "战争因素短期主导股市情绪。我们预期战争将在4月明了，如果持续时间更长则对经济不利，以至于联储可能在5月降息50bp。

[当前分歧] 当前有两个阵营：第一阵营认为，经济受到战争不确定性压制，也有天气扰动，高油价，但美国经济自身问题不大；第二阵营认为，美国经济放缓是结构性因素，泡沫后遗症还没有结束。（还有第三阵营，PIMCO/BW都担心通缩问题的自我强化，也就是大萧条，这个担心对于市场定价的理解是更深一些）

BCA站在第一阵营（so is 格林斯潘; 高盛是第二阵营。事实上，两大阵营几乎在事前难以判断谁对谁错）。我们理由仍然是对消费者基本面、投资情况和货币政策有效性的结构性认识。

消费：消费的韧性是过去几年经济韧性的关键，也是为什么2001年衰退在历史上最浅。对消费者bs的主要争论是认为消费者负债过多，我们对此已经解释过，例如从租到买等结构性变化等。周期意义上，更大的问题可能是就业市场。本次也是jobless复苏，因为企业很谨慎。我们认为2003H2就业市场将恢复，虽然消费仍会放缓，但不会崩溃。如果企业进一步进行解雇，这就很危险。

投资：乐观的理由是，当前库存和净投资水平极低，资本存量甚至开始下降，这说明投资已经降无可降。但是，投资的回升需要企业家放弃紧缩思维，催化剂可能是战争进展顺利，或者对盈利的更好的信心。要知道，盈利的绝对水平已经在2001年触底回升——以national income data考察——只是回升缓慢。

（本轮复苏是因为消费、房地产的支持下，企业投资由于各种泡沫破灭因素迟迟回不来——2001年是反身性，股价和投资齐跌，而2002年是会计丑闻，即使盈利和cash flow转正，但是仍不投资。2002年底，可谓投资回升的宏观要素已经就位，正如BCA所说，但就是差个trigger，但时间并不站在美国这边。就业很弱导致消费也越来越难以维系。在这个节点上，消费、地产已经愈发stretched，经济确实有可能再度真的陷入衰退。高盛的担心并非空穴来风，高盛主要是考察就业、消费不好，库存也难以持续支持。高盛没有看到的是，投资可以否极泰来。如果美国经济如高盛担心的那样再度衰退，那时经济会陷入非常差的境地，货币政策不够有效，即日本化）

货币政策还有空间吗：如果企业投资还是回不来，那就麻烦了，因为进一步降息的空间不大了，市场真的在担心日本式衰退。首先需要指出，降息是非常有效的，如果没有大幅度的降息，2001-02消费、地产不会那么强，经济早就更弱了。但是，进一步降息的空间确实不大。" "当前差的经济数据还会陆续出炉，联储很可能在5月初就要降息50bp。

联储可能不会把利率降低到0.75%以下，因为那样会让货币市场运转出问题。届时进一步的宽松可能是买入长久期债券。" "对股票继续中性配置，直到盈利前景改善以后增持。

战争在3月20日开始以后，股市条件反射式的反弹，但这是短期的。虽然战争预测者很多，但实际情况是没人知道最后结果是怎样的，也许几个月才结束，也许很快结束。股市将继续受战争进程左右。

对债券，依然认为很贵，应该聚焦于企业债。我们认为年底10年期收益率将升至接近5%（但当前似乎仍然是中性配置，因为仍受避险需求支撑）

整体上，我们依然推荐宁愿晚一些买入风险资产。

[股票前景] 有利因素：高估值问题已经消失，流动性充裕，而当前悲观情绪已经到达极致，盈利衰退已经结束。不利因素：仍然不算便宜，投资者exposure to equities仍然处于历史较高水平。对股票的信仰已经崩塌，未来难以有长期大牛市。（确实，2003-2007不算是大牛市，只能说股市表现尚可）

1季度将要出炉的盈利数据估计仍然不佳。"

20030401 Fed Transcript 电话会议，Greenspan: 毕竟在圣诞到2月初的6周时间，经济不差，显示经济内在韧性可能还行，但这一段时间的季节性比较强。当前的数据在转差，但又不至于太差，我们应该观察战争明了以后的经济情况。如果必须要会议间行动，我建议是4月15日，届时我们已经掌握了充足的经济数据，而下一次会议是五月初了。

20030426 GS UEA Capital Spending Gears Up for a Bounce 利差下降意味着投资将反弹，预期投资在2003年底反弹至5%，然后在2004年再度回落。financing gap的的再度扩大不太可能。

20030429 GS Daily Nonfarm Payrolls- Three Strikes and You鈥檙e Out\_ 4月NFP可能再度大幅下降，这种下降幅度在二战以后并没有在衰退意外的情况中出现过。

20030430 Fed Greenbook 伊拉克战争不确定性消退，企业盈利消息较好，股市反弹，利差收窄，油价下跌，消费者信心回升。但经济走势比我们预期的要弱，特别是首申较差。居民和企业支出都不强，企业信心要比消费者信心要弱。

20030501 BCA, The Bank Credit Analyst, Goodbye War, Hello Economy "投资者对战争的担忧已经开始抛到脑后，开始重新关注经济，但市场对经济的担心并没有消除。

[对经济更乐观] 2/3月经济很弱，受到三个因素的抑制：伊拉克战争不确定性，天气，高油价。现在三个因素都在消退。但是，市场对经济的担心还有很多，消费者负债，投资继续疲弱，联储弹药不多，最近亚洲又受到SARS冲击。

但是，我们认为经济将回升，因为消费稳健，投资回升有基础，政策继续保持刺激。虽然不会boom，但足以平息通缩风险，投资者对于经济前景的担心未来会也会逐渐消退。（然后再度重复讨论了消费者、投资和政策的主要论点）。对消费的最大威胁是就业，近期就业变弱主要反映了年初以来的经济走弱。但随着战争结束，企业盈利温和复苏，企业没有明显的原因再度加速缩减成本。" "[看淡通缩风险] 即使经济增速回升到3-4%，这并不能完全消除通缩风险，因为core cpi仍然很低并下降，企业加价很难。但这已经种下了未来通胀的种子。

当前货币非常宽松——ffr低于名义增速，这通常对应于通胀上升，财政赤字在飞涨，美元走弱，我们的pipeline inf上升。这在平时对应着通胀大幅走高。但当前经济slack较高，所以通胀压力尚小。" "对股票继续中性。破位上涨还需要在盈利方面有更好的消息，当前始终没有突破200日均线。（此前的上涨可以解读为战争风险的解除，而非经济前景变好）

债券方面，利率继续估值过高，看多企业债，看空利率债。当然，如果经济再度衰退，这将及其利好利率债，因为联储将大幅压低长端收益率。虽然近期收益率可能不会大幅上升，但即使微弱上升，也意味着债券将跑输股票和现金。"

20030501 PIMCO I Have Become An Inflation Targeter \_ PIMCO "我在二十年的职业生涯中，长期不支持通胀目标制度。这是因为，过去联储一直在“机会主义”式的压低通胀，利用每一次衰退来压低通胀。如果用通胀目标制，则不能采用这个机会主义了。现在我支持通胀目标制度，联储应该承诺在core cpi不回升到2%等水平之前保持低利率，这是因为当前的通缩压力。

2002年，通缩风险充分体现，银行和企业债市场对低评级公司都关上大门。现在Bernanke Put开始起效，企业债利差开始收窄。"

20030506 Fed bluebook 在过去六周，战争进展顺利，油价下降，这利好股市；经济消息不佳，是不利因素。

20030506 Fed Transcript Greenspan: 过去六周金融数据表现强劲，不仅是利差和cds下降，而且BBB和HY利差也明显下降。这些利差下降意味着大量企业的融资成本下降。经济的实际表现可能比数据展现的要好，前几日的座谈会上，我了解到企业家信心有所改善。NFIB最新未公开数据显示信心回升，虽然ISM走弱，但ISM调查的是上半个月的情况，也许下半个月的情况有所好转。当然，生产和就业数据非常糟糕。 Greenspan：整体而言，我们应该降息，但不是这次。这是因为我不想surprise the market。当前股市上涨，但经济疲弱。如果（意外）降息会让市场觉得我们知道一些额外的（坏）消息，这可能扼杀股市的上涨。

20030507 GS Daily FOMC Achieves Twin Objectives- Reassurance on Economy FOMC同时完成了两个目标，一方面为增长提供保险，另一方面熨平曲线。FOMC的做法是表示risks are unbalanced toward weakness to the prospect of a significant drop in inflation.

20030510 GS UEA Will the Decline in US Manufacturing Ever End 4月零售数据回暖，非制造业ISM回到50%以上，但仍然不够强，联储还要降息。 月初的FOMC中，联储首次正是提出担心通缩风险。我们认为当前的经济形势，6月FOMC将会降息50bp

20030517 GS UEA Monetary Policy in a Disinflationary World 随着Fed改变了balance of risks,货币政策框架发生了根本性改变。通胀现在太低，而不是太高了。这意味着联储会允许经济增长，直到通胀实际上升。这也意味着，联储的长期“机会性”紧缩告一段落。

20030601 BCA, The Bank Credit Analyst, Policy is Firing on All Cylinders "[政策火力全开] 政策已经不能更为宽松。货币政策已经油门踩到底，而新一轮财政宽松即将到来，金融条件也在转好——美元也在走弱，股价在涨，债券收益率跌到45年最低。过去几年美国经济不断受到负面冲击，科技股破灭，911，企业丑闻，油价上涨，两次战争，但经济衰退却是历次最浅的，这体现了美国经济韧性和政策效果。

企业债利差收窄的原因是，企业资产负债表已经restructured，利润也在回升。企业BS改善是因为retrench，投资已经跌无可跌。

" "[不必过度担忧通缩风险] 通缩风险成为首要风险，这也解释了为何债券收益率可以跌至3.5%的低位。但颇为讽刺的是，当前各个指标均显示将会有通胀压力——例如货币、财政、美元、油价，房地产火热，黄金上涨。（这些可能是pipeline inflation指标）

我们认为通缩压力是周期性而非结构性的，等增长回暖以后，通缩会缓解。当前通缩集中于core商品部门，core服务仍在3%，剔除房租以后的core在3.8%。弱美元有助于抵消商品通缩，而中国也终于CPI正增长。" "货币政策将长期保持宽松。格林斯潘再次表达了政策所面临的不对称风险。联储知道如何应对通胀，但不是100%有信心应对通缩。所以宁愿一开始不要让通缩发生。

如果经济走势不佳，将会降息50bp，如果经济再不好，下一步应该用其他办法而不是降息了。" "低配债券。对通缩风险的担心让债券估值达到泡沫程度，只有通缩情景才能justify 3.4%的长端利率。现在长端债券受到了亚洲央行购买的支持，日本和中国都在买。市场也预期联储会购买长端债券，甚至有猜测联储已经开始购买长端债券，但难以得到数据支持。

略微看多股票。股票已经上涨超过了200日均线。"

20030601 PIMCO My Best Shot \_ PIMCO "介绍了Fed Watcher的历史：

1979.10：联储决定盯住nonborrowed reserves, 而这以前是以ffr为工具，从此fed watcher这个职业诞生。事实上，1978年HumphreyHawkins Act明确要求了联储要为货币存量建立目标。

1982.8：高利率已经让墨西哥破产，Volcker大幅降息，辩解说金融去监管让数量目标没那么有效，转而盯住""the degree of pressure on reserve position”。Fed Watchers需要阅读迟后6-8周公布的minutes。

1987年股灾以后，联储不再通过borrowings target来间接盯住ffr，但也不立刻宣布盯住的ffr水平。

1994.2: 在联储宣布开始新一轮紧缩，在这以后，Fed Watcher从水管工变为了经济学家。"

20030603 GS Daily Upside Risks to the Outlook 这次过去几年来第一次我们观察到增长的上行风险，源于改善的金融条件和比我们预想要大的减税。但是，这些还不足以抵消消费者和地方政府的紧缩。我们整体认为风险是上下行平衡的。

20030607 GS UEA Some Thoughts About Deflation 就业仍然疲弱，ISM有企稳 resource utilizaiton水平是当前最好的通胀预测指标，这指示的是温和通缩情况。

20030612 GS Daily Corporate Balance Sheet Repair- An Update 尽管企业的financing gap仍然为正，但是资本市场已经认为企业资产负债表结构修复的差不多了。

20030613 GS Daily Jobless Claims and Real GDP Growth- A Cheat-Sheet 首申是最好的实时经济活动指标

20030614 GS UEA Fiscal Stimulus It's Now or Never 高盛金融条件指数在2003年2季度大幅放松。已经放松了接近2个点，幅度很大。

20030618 Fed Greenbook 过去六周的数据表现显示经济有所企稳。NFP在4、5月走平，消费者信心明显回升，消费在5月收复了4月失地。此外，房贷低利率支持房地产建设，刺激了明显的refinancing。但是，企业家仍然异常谨慎，对库存谨慎，等待更明确的需求持续加速回升信号才可能扩大投资。当前断言经济已经从弱势中走出来还为时尚早。

20030620 BCA.gis gisjune03\_20 在2002年底，我们提示股市跌到了riot point，股市跌幅如此之大预示通缩风险，导致政策大幅干预来扭转市场趋势。2002年11月，伯南克发表了一个史无前例的、相当非中央银行家式的讲话，说明联储可以使用超常规的办法来阻止通缩。在当时，许多人认为伯南克是没有经验的。但伯南克在联储内部已经成为强力的智力、思想当担（strong intellectual force within the Fed）。伯南克的讲话实际上成为了联储的法则：联储希望创造通胀并希望所有人知道联储打算这么做。

20030621 GS UEA Easier Financial Conditions Brighten the Growth Outlook 大幅的金融条件指数改善对增长非常有利。这反应了货币政策从“机会主义降低通胀”到控制通缩的结构性转变。同时，frontloaded财政刺激将在7月份起效。但我们认为随着财政刺激消散，增长会在2004年重新走弱到潜在增速。

20030625 Fed bluebook 上一次FOMC把增长和通胀的balance of risks分开，并强调通胀继续下行的风险，让市场调低了政策预期。

20030625 Fed Transcript "Greenspan: 疲弱的经济似乎有企稳迹象但却没有很强的上升动能。在7月和8月，200亿$的财政将转移给居民，这将刺激消费和投资。这是一次检验经济理论的机会，因为当前经济正好是走平的状态——如果经济在上升或下降，就很难甄别财政刺激的效果——到8月中旬我们会知道财政政策的影响。

更有趣的是这对于投资的影响。在公司治理丑闻以后，我发现企业家更加谨慎了。在丑闻以前，CEO会在董事会面前展示一些投资计划，而董事会本来是一个橡皮图章的角色，计划会很快通过，因为一般的董事会成员本来就不懂，而且董事会成员本来也不应该管的这么细节。但是，当前大不一样，由于法律风险，无论是董事会成员还是CEO都高度谨慎。现在的董事会成员——即使啥都不懂——也非常激烈的质疑投资计划。

我建议降息25bp。如果降息50bp并强调风险均衡，那么市场会认为降息已经结束，长债利率会上升；如果降息50bp并继续暗示仍可能继续宽松，那么这显得过于悲观。我建议降息25bp，同时表达经济在改善，让市场感觉进一步降息的可能性是50%，并继续维持过去的风险表述，增长风险平衡，通胀上升的风险非常低。"

20030626 GS Daily The Fed鈥檚 25-Basis-Point Move- Half-Hearted and Risky 联储降息25bp显示宽松是half-hearted, 并且非常危险，日本的经验表明要更快和更激进的应对通缩风险。我们维持会继续降息25bp的看法。

20030628 GS UEA A Reprieve for the US Consumer 虽然投资数据还疲弱，但投资new orders已经回升。

20030701 BCA, The Bank Credit Analyst, Still in tug-of-war "[经济] 货币政策一直支持经济，大幅的利率降低支持了消费，经济放缓有限，但另一方面耐用品消费和housing方面的pent-up demand不大。企业投资、库存方面的pent-up demand很大，但投资始终没有回升，企业CEOs仍然很谨慎。现在LEI已经回升到荣枯线以上，这指示经济走弱已经接近结束。今年下半年将超过潜在增速，我们预期在2003H2商业信心会改善。增长明年继续保持在潜在增速上方。

[下次衰退更糟] 美国经济周期一般4-5年一次，这意味着下一次衰退是2005或2006年。届时，政府的弹药更少。财政赤字，美元已经很弱，利率可能继续低于均衡水平。届时的债务通缩风险比现在更大。50年尺度的debt supercycle可能在下次衰退中悲惨结束。

[延长的超级债务周期] 美国政策没有比现在更加刺激性的了。联储不计成本的要避免通缩，因此货币结构性宽松；本届政府不计成本的要赢得下次大选，因此财政从盈余转为赤字；双方都对美元走弱乐见其成。格林斯潘现在很少批评财政政策。历史上，从来没有过这种全面宽松。1980s财政宽松，但是货币紧、美元涨。1990s初，货币宽松，但财政紧、美元走平。

联储的结构性鸽派，意味着：长端债券泡沫暂时还会继续；资金会持续流入流动性较差的部门，例如EM股票和投机性债券；金融行业会收益，因为carry trade被鼓励；房地产将保持韧性，因为利率继续很低；美元继续走弱；金价走高。" 今年底通缩担心将减弱。 "联储结构性转向，绝望式的要让经济远离通缩。联储implicitly made an extraordinary commitment to hold short rates at current extremely low levels for an extended period, in order to hold down long-term rates.

联储希望长端利率在未来6个月继续保持低位来支持mortgage refinancing并以此支持消费。

去年Bernanke建议当短端利率触及零下限时买入长端债券。联储随后劝说市场来帮助完成这件事情。

联储将在未来一年保持低利率，我们对这个判断非常有信心。 " "微弱高配股票。市场已经开始discount经济和盈利的改善，超级宽松的货币政策将会在未来6-12m继续支持股市。

BCA的周期股票指标均支持股市，secular valuation index指示回到value不再高估，货币指标继续上扬。

债券市场是一个泡沫，推荐微弱低配债券。但联储会继续让它是泡沫，直到经济复苏企稳。在历史上，长债回升通常伴随着expected ffr in 6m的回升，而现在联储要在未来1年保持低利率，所以持续的selloff也不太可能。

当前的债券市场像是playing chicken with the Fed. 联储一方面鼓励投资者在3.5%以下买入债券，另一方面又希望经济和通胀走高。现在债券投资的关键是timing，投资者要弄清楚可以玩多久的联储这个游戏。要知道，联储最终在退出这个游戏的时候，很有可能导致债券市场崩盘。这本质上是一个greater fool theory of investing，只有在大家逃走以前退出才能盈利（而且这个游戏是self -defeating的；如果联储成功的保持了低利率，那么长端最后会崩掉）"

20030701 PIMCO Promiscuity In The Pursuit Of Virtue \_ PIMCO "美债是一个泡沫，因为我相信美国货币和财政政策将导致高通胀——高通胀是凯恩斯主义胜利的定义。但是，我对这个泡沫的判断的conviction并不如1999年底对股市泡沫的判断那么有置信度。

只有在Keynesian reflation get ""traction""——即人们相信凯恩斯主义会起效的情况下——当前政府债才是泡沫。如果人们还是不相信凯恩斯主义，那么就不是bubble。当前既要考虑：1.凯恩斯主义是否真的最终能推高通胀？2.市场是否相信凯恩斯主义。3.凯恩斯主义具体在“何时”才能起效？当然，第一条在长期是最重要的，大约3-5年，如果core PCE上涨100bp，10y收益率将回升到5-6%（假设真实的均衡利率Wicksellian natural real long-term rate 大约是3%）。但是，如果凯恩斯主义不被认可，那么债券收益率可能下降到1-2%。如果凯恩斯成功的概率是75%，失败概率是25%，那么fair value是4-5%；如果分别是65%和35%，那仅高估了50bp，不算太高。所以，当前的债券市场泡沫是一个rational bubble，是可以被理解的bubble。（是不是过两个月这个泡沫就破裂了？）（是的）

Greenspan在2002年11月13日提及联储""曾经move out from short-term assets and invested in long-term treasuries...if required to do so, to go well beyond ...short-term rates""。McC认为后来Bernanke在2002年11月21日讲的更好，前瞻指引：""So what then might the Fed do if its target interest rate, the overnight federal fund rate, fell to zero?... Because long-term interest rates represent averages of current and expected future short-term rates, plus a term premium, a commitment to keep short-term rates at zero for some time- if it were credible - would induce a decline in long-term rates.""

2003年6月13日的FOMC会议是联储第一次开始pre-commitment strategy，强调通胀下行风险。这实际上是宣告了1979年以来的反通胀的胜利。当我不能理解的是，已经有市场参与者预期联储下一步要买长端债券。联储并没有直接给出买长债的信号，而是承诺长期——""foreseeable future""——保持低利率。我个人认为，这意味着还要保持两年时间，当然这是一个小众观点。

当前的债券是一个rational bubble, 这是因为当前经济前景是一个bi-modal one（双峰模型，后面712GS给了一个图）, 凯恩斯主义或者取得胜利让通胀上行，或者是凯恩斯主义失败。我并不认为当前是一个perpetual muddle-along scenario。这种情形对于PM而言，应该保持中性头寸。A rational portfolio manager must worry more about geing wrong than being right. "

20030703 GS UEA Improving, But at a Snail's Pace 经济数据在改善，但改善的很慢。ISM回升但仍低于50，劳动力市场仍然疲弱。消费者信心有所回升。

20030712 GS UEA Is the US Bond Market a Bubble 我们并不认为当前债券市场是一个泡沫。市场给deflation risk定的概率并没有非理性的高，联储长期保持低利率对于债券市场非常利好。Bimodal outlook for 10y yield. （跟McC的意思是一样的，但bottom line不一样）

20030719 GS UEA Tightening Far Off Despite Improving Outlook "消费正在强劲反弹。

NBER终于将2001年11月确定为衰退结束的时间点，这个点算是市场长期共识。但确认时间之久，说明本次复苏一直很弱。"

20030726 GS UEA Why the Fed Has Oodles of Time 我们对通胀的预测模型是非常正统的，expectations-augmented Phillips curve显示通胀会在2005年中以前继续下降。我们关注output gap，这既在经济上make sense，也能解释1990s的实际情况。 多数经济学家认为通胀已经触底，而FOMC将于2004年中加息。我们认为在2005年中以前都不会加息（与McC一致）。

20030730 GS Daily Could the Labor Market Derail the Recovery\_ 7月信心大幅下降，与就业转差有关。这让我们对经济复苏的预测感到有些不安。

20030801 BCA, The Bank Credit Analyst, The Seductive Power of Easy money "[债券市场泡沫破裂] 债券市场的mini-bubble已经破灭，这个破灭速度堪比1994年，联储是罪魁祸首。在5/6月份，联储反复提到通缩和非常规政策，不断加热债券市场。债市投资者期待在6月份降息50bp，但联储仅降息25bp。格林斯潘更是弱化了通缩前景以及联储对债券市场的干预。显然，联储的沟通很差。尽管如此，重要是意识到的3.1%的收益率discount的本来就是一个非常悲观的情形，这与股市的持续上升是不一致的。

[利率上升对经济影响有限] 当前的债券收益率刚刚是刺破了5/6月的泡沫，我们预计收益率暂时不会继续上升。当前的收益率水平仍然处于大趋势的下降当中，基本相当于半年多以前水平，这对经济影响有限。

（这个trade的第二个self-defeating的地方在于，低利率会刺激经济，最后让增长和通胀上升，所以很难形成bubble；现在这个bubble破灭以后，只是unwind之前的mini-bubble，其水平上对经济仍然是刺激性的；债券市场的bubble和股票市场bubble不一样，股票市场可以自我加强，而债券市场bubble则是自我毁灭）

但是，如果利率继续上升，则可能抑制经济。特别是房贷利率上升会影响房地产，我们需要密切关注weekly mortgage purchase。最差的情形是，在劳动力市场改善以前，房地产开始走弱。

一个对应的观察指标是股市，如果股市上升，即使收益率上升，这也说明主要是经济增长向好。近期债券下跌的时候，股市在上升。

财政赤字消息让债券市场承压。债券投资者意识到联储希望提高通胀的决心意味着明年收益率更可能上行。

[经济pause结束] 消费者获得tax rebate，mortgage refinancing boom继续进行，2004年初会有下一波减税。7月的消费者信心大幅下降确实令人担心，但首申企稳意味着信心有望恢复。

企业投资比企业家所说的话要显得乐观，投资yoy首度转正，商业信心在盈利的情形下逐渐修复。当前企业谨慎表现在去库存和雇佣很弱，这意味着有补库存空间。当然，具体去预测CEO们何时乐观者很难。

虽然消费支出——特别是房地产、汽车——已经没有pent-up demand，但企业投资是有pent-up demand。当前库存/销售仍然处于历史低位，净投资也是。对于企业投资的悲观论点多会引用产利用率很低这个数据，但这个数据仅覆盖制造业，这仅占投资的16%，而且产能利用率并不是一个可靠的领先指标，更像是同步指标。

即使投资仅是温和复苏，考虑到消费韧性，补库存的空间，增长也将保持3.5-4%的温和增长区间。

[长期忧虑] 我们不清楚美国经济的financial imbalances将在长期如何修复。当前的大幅政策刺激将让经济复苏，代价是消费者杠杆持续上升，公共财政恶化，经常账户赤字更大。" "通缩风险将会减弱。虽然当前core仅1.5%且2004年可能更低，但持续通缩风险很低。

当前通缩集中于可贸易部门，中国的低成本给通胀下行压力，但中国自己的通胀已经起来了。弱美元也将提振通胀。

有意思的是，虽然评论家们和政策制定者谈论通缩风险，但survey和市场对通胀风险在看淡。例如密歇根长期通胀预期没有多少下降，TIPS的BE也回升（本来也没下降多少）。" "尽管其他不确定性，但联储政策是确定的：联储将在6-12个月保持低利率，以让经济进入可自我持续的复苏。

在1930s以来，这是联储第一次明确的希望推高通胀。" "继续低配债券。近期债券市场出现了一波savage selloff，但技术意义上将暂时企稳甚至可能回升。尽管如此，周期意义上债券市场仍然是熊市，我们的假设是联储将成功让经济复苏。此外，当前债券仍然显著高估，fair价格是5.3%。

继续高配股票。股票受到充足流动性以及盈利改善的影响，周期意义上有上涨空间。低利率是将投资者情绪从fear转为greed的强大力量。

近期股票上涨已经overbought，会暂停上涨一段时间。如果债券收益率上涨过多，联储将注入流动性，这又会利好股票。

近期盈利消息较好，upward and downward revisions重新回到正值区间，上次还是2002年初。（这个指标的均值是负的，所以正值区间是很好的情况）"

20030801 GS Daily Can the US Consumer Cope with Higher Rates\_ "我们考察考察了高利率如何通过Mortgage equity withdrawal (MEW)来影响消费者支出。MEW包括cahs-out refinancing, home equity loans, and 房屋交易过程中的home equity extraction。

我们估计的结果是，如果收益率稳定在4.5%，那么会对2004年的消费抑制1pp，让经济在2004年再度低于潜在增速。（这个估计结果需要对refinancing application index进行guess，这里并没有可靠的计量结果。历史数据显示，利率稍有变化科恩给你让这个index变化很大。GS的假设是index在Q3下降很大。Garbage in, garbage out）"

20030801 GS UEA The Sound and the Fury 经济复苏已经不再是forecast而已经是fact，当前库存在下降，ISM升到51.8，CB消费者信心虽然下降但消费在上升。3季度GDP应该会加速。 我们不再预期剩下的25bp cut。 "联储官员把收益率的上升归结为沟通不畅，5月投资者过于下注于联储会peg长端利率，但联储对peg长端似乎后来越来越不着迷，但没有成功与市场及时沟通。（也是甩锅给联储，这个是分析师们的共识）

虽然联储也许希望利率低一些，但联储没有太多武器，只能继续表示保持低利率。"

20030806 Fed Greenbook 近期经济数据mixed。劳动力市场疲弱，就业和工作小时数都下降。但消费和投资都不错。消费比我们预期的要好，汽车消费在7月大幅上升，投资在2季度回升。再考虑到tax cuts，我们预计在Q3经济会加速。

20030809 GS UEA Higher Long Rates A Stiff Headwind in 2004 高利率对2014年经济增长的抑制有两个渠道：直接渠道是homebuilding，抑制0.2pp；间接渠道更重要，即mortgage equity withdrawal，将抑制0.8pp。

20030812 Fed Transcript Greenspan: FOMC对经济的看法，与金融市场的看法明显不同——a clear divergence. 企业盈利在改善，但CEO们似乎吃惊于盈利改善。当前盈利改善主要源自cost-cutting（是的，就业很差；这是衰退以后的常见现象，即企业盈利回升快于企业营收回升；但盈利回升也是回升）（据我观察，企业营收与GDP的企业投资高度相关，营收仅比企业投资落后1Q。换句话说，“一家企业的支出正是另一家企业的收入）。近期的库存上行风险很高，我们没有理由认为补库存不能发生在2003年Q4，甚至几个星期以后。

20030813 GS Daily Where We Differ From Consensus 我们上调增长预期，与共识差别不大了。

20030814 GS Daily Bond Market Declares the Death of Deflation (Prematurely) 根据当前的市场定价，债券市场投资者已经完全不再担心通缩风险了。一个月以前，我们估计市场大约price in了1/8的可能性会进入通缩。

20030816 GS UEA Now for the Real Bond Market Bubble 经济数据在迅速改善，7月份的居民消费的改善尤其明显。

20030821 GS Daily Homeland Investment Act Could Cause Firms to Repatriate Funds Homeland Investment Act有望通过。可能会给利润汇回给一个6月的假期。这是否可能提高美国的投资和美元？我们认为影响不大，第一，企业投资不太受到资金来源的约束，现在资本市场已经readily assessable；第二，大部分海外资产已经是美元。

20030822 GS Daily The Personal Saving Rate- Close to Equilibrium\_ 当前的居民储蓄率——3.3%——我们认为大幅低于均衡储蓄率——我们认为均衡应该是6-10%。（GS长期错误的一个源泉。为啥判断错误？是因为对财富估计的错误？可能是过于强调股市财富效应？）

20030830 GS UEA Pedal to the Metal -- For Now 经济仍在加速改善。但劳动力市场仍然疲弱。Home sales在7月仍然很好，但预计未来几个月会走弱。 格林斯潘再度表示固定的规则不足以解决经济的复杂性。但格林斯潘对规则的厌恶并不清楚是否包含价格稳定目标。

20030901 BCA, The Bank Credit Analyst, The Deflation-Reflation Tug-of-War "[再通胀交易开始跑赢] 大规模的政策刺激正在成功将美国经济推到更高增速上，我们预计在2004年将继续有上行惊喜。过去一年，市场分析师们对美国经济和股市的结构性担心很多——居民债务水平高、产能过剩、通缩、经常账户赤字、股票高估。这导致一种思维，那就是无论reflation policy多么强，最终政策会失败，这意味着要采取非常保守的策略。但我们预计再通胀政策会成功。

在2000年初到2002年，股票始终跑输债券，在2002年底有所改善，而2002年底的时候政策是全方位开火——财政、货币和美元走弱，在2002年2、3月份又有一轮通缩担心，但之后股票开始跑赢。

（[UPWARD MINUS DOWNWARD Revisions]这个图很好）

[经济持续转好] CB的LEI在7月稳健回升，我们对八月的preliminary estimate显示LEI在8月继续回升，看起来H2可以实现5%的增速。new orders改善，housing稳健，出口复苏。

[消费稳健] 居民消费在暂停以后再度回升，密歇根信心在8月走弱，这可能与债券收益率上升有关，但消费稳健——要看消费者如何做，而不是如何说（高盛也用到这个说法）。金融财富的上升，房价的持续上升和tax cuts对冲了债券收益率的上升。

当前消费的稳健印证了我们对消费者良好基本面的结构性看法。即便如此，仍有人还不相信我们的判断。有趣的是，最新的IMF研究显示储蓄率并没有过度被压缩，当前的储蓄率3.5%仅略低于4.6%的均衡水平。（与高盛同时引用了IMF的这篇研究，很有趣，看起来BCA说的就是高盛）。银行对居民的借贷标准在放松，源于贷款违约率下降，这也印证了我们对消费者健康程度的判断。

当然，只有就业市场转好才能打消对消费的顾虑。近期非制造业ISM回到50以上，显示就业有望好转。

[投资有空间上行] 即便当前投资已经持续回升，但市场分析师仍然不看好投资，认为泡沫年份的过度产能仍然会抑制投资。我们观察capital stock trend和行业层面的投资情况。特别这个的是，对制造业的过度关注是不正确的，服务行业是投资的主体，占70%，特别是科技部门。虽然当前企业信心似乎仍然不佳。

我们构建的投资领先指标——基于orders, earnings, interest rates, corp prices——也指示投资向好。

当前科技投资引领投资复苏。有投资者问，到底哪些行业还可以增加投资呢？答案是：很多企业会投资IT相关。一眼看去，似乎航空、旅馆零售、电信都是过剩。分行业的观察是有必要的。structures占总投资的60%，equipment&software占40%。建筑占这么高，是因为1980s的商业地产boom以后折旧很慢。事实上，1990s的投资boom主要是设备和软件方面。一眼看去，似乎航空、旅馆零售、电信都是过剩。航空、电信等行业所使用的设备和软件相对不多，其他行业的E&S投资依然有上升潜力。" "联储正在保证提供充足的流动性，这相对更利好股票而非债券。

我们的Fed Monitor仍然指示宽松的货币。此外，历史上联储从来没有在失业率明显下降前加息，同时往往就业以2%速度上升，ISM明显高于50，这种情况可能在2003年底达到。" "看多股票，因为流动性和盈利改善。有人说股票需要爬上""a wall of worry""，那么当前显然a large wall of worry is in place.

看空债券。联储反复安慰市场，将长期保持低利率，但债券市场投资者意识到未来几年的通胀更可能是上升而非下降。债券的周期前景继续不佳。"

20030901 PIMCO Sunshine Is A Great Disinfectant \_ PIMCO "（给了一个新的ffr图，挺好）

在我们的cyclical Economic Forum上，不可避免分析货币政策问题，其中有四个关键：1.就业和产出缺口，以及就业走势。2.通胀缺口，以及通胀走势。3.风险偏好，包括实体经济和金融市场。4.金融市场对以上各个方面的discount，特别是对货币政策的discount。

格林斯潘的unconstrained discretion，提升了未来政策的不确定性和risk premium，这不利于宽松。格林斯潘的风格是“trust me"",类似于hedge fund style."

20030910 Fed Greenbook "过去六周与预期相似，经济持续上行。居民支出继续走强，单户开工达到25年最高值，投资也继续稳健上升。当前最终支出比生产要强，意味着补库存尚未加入。

意外的是，就业超出预期的在8月份继续走弱，企业很不愿意雇佣，这也导致了生产率的超长提高。"

20030912 GS Daily Where We Differ from the Consensus 我们与共识在增长上的区别已经不大。 出于我们对于通胀的判断，我们依然认为联储在2005年以前不会加息。

20030913 GS UEA The Need for Clear Communication "无就业复苏的主题仍在延续。8月份的消费很好，但首申在继续转差。

（对于央行沟通的讨论挺好）

资本市场已经比银行体系更为重要，ffr matter less，financial conditions matter more. 由于金融条件取决于未来短期利率，因此清晰的沟通、联储credibility和沟通质量更为重要。近期债券市场的高波动性反映了FOMC与投资者之间的误解。

由于联储官员有动机来低估问题的严重性，因此市场参与者倾向于放大官员们释放的信息。如果官员讨论潜在可能使用非常规政策，投资者可能引申为这些政策近在咫尺。

近期有三重误解：1.市场和我们都误以为6月要降息50bp，有三个原因，第一是2002年6月Fed staff study认为日本没有充分激进的宽松，第二是联储官员表示弹药已经有限因此要猛烈使用，第三是格林斯潘在6月3日提及防止通缩时用了""firebreak""这个词。2.当ffr触及0.75%以后，将使用非常规政策。3.非常规政策包括购入长端债券。"

20030915 Fed Transcript "（本次会议专门讨论央行沟通）

Greenspan: 有观点认为联储现在沟通能力不足，这源于过去几个月的情况。虽然我不同意这些观点，但我理解当前的问题。显而易见的是，我们和市场都犯错了，我们没有沟通好，市场也没有理解好。

回头来看，只能说回头来看，市场在六月FOMC之前有两个信念：第一，不会降息到0.75%，否则货币市场出问题。第二，降息到0.75%以后将继续宽松并使用非常规政策。但是，我们却经过研究认为其实降到0.75以下也是没问题的。

由于通缩是一个历史上少见的问题，我们之前与金融机构充分沟通，试图把这个问题搞明白。我们在提及通缩时we used the term ""remote"" all the time。即使是小学数学也足以知道，remote event在反复提及以后依然是remote。但traders不这么看，他们把联储看作是阴谋机构，remote本身不重要，the number of times we used the word对他们而言更为重要。

我之前从来没有意识到这里出了问题。在7月的听证会上，当有人说the market was disappointed that we had taken purchasing long-term notes off the table. And I naively said that I wasn’t aware that we had taken anything off the table. I didn’t know what they were talking about. 这说明沟通并不简单。"

20030916 Fed Transcript Greenspan: 我们长时间内不会加息，通胀预计保持低位。但是In retrospect, I think it was a mistake to include a sentence in our press statement in August indicating that an accommodative policy can be maintained for a considerable period. It may not have created an immediate problem, but I don’t think we should be judging policy in terms of any fixed time frame. Instead, it should be judged with respect to the process of implementing our objectives...we need to begin to consider how we will work our way out of this.(但GS、BCA都已经是深信联储较长时间内不加息）

20030924 GS Daily Employment- The Tale of Two Surveys 家庭部门就业和NFP在统计口径上不一样，NFP显示就业减少，家庭调查显示就业增加。一般认为，家庭调查中由于包含了新设立企业的原因，因此在复苏期间家庭调查的就业往往更多一些。但其实两者经过一些统计口径调整以后，显示的情况是一致的，即本轮复苏的就业很弱。Alan Krueger最近一篇文章写的很清楚，家庭调查中包含了self-employed, adjustment to population等，这些是让两者差别较大的关键区别。

20030926 BCA.gis gissep03\_26 美国政府努力让亚洲货币升值，这是美国刺激政策的一个侧面。财政和货币都已经极度宽松，汇率是最后一步。当前之所以火力全开，与2004年大选的timing密不可分。 调整并不可怕。等到增长已经成为现实的时候，这会导致市场预期政策收紧，从而结束此轮上涨。

20030926 Shiller Is There a Bubble in Home Prices "（泡沫并不简单等于高估）泡沫的关键是购买者出于投机目的买入，期待以更高的价格卖出；或者是刚需者，担心房价的上涨而蜂拥买入。当前我们的survey与1988年作比较的话，当前的这种投机气息不如1988年那么浓。1988年当时是泡沫。

好消息是，历史上房价从来没有全国层面上的下降，都是地区性的泡沫破裂。"

20030927 GS UEA Housing and Consumer Durables Modest Setbacks Ahead "支持homehuilding和耐用品消费的两大支柱：1. Mortgage loan refinancing已经大幅下滑，2.减税在Q3也达到顶峰。但消费下滑应该不会严重。

就业依然不佳。"

20031001 BCA, The Bank Credit Analyst, The Wall of Worry is Intact "[股市还有上涨空间] 我们与投资者的交流中发现，市场仍然很担心美国经济和股市。华尔街有句老话：A bull market has to climb a wall of worry。只要投资者仍在紧张，就可能有上行惊喜来吸引资金入市。如果所有人bullish and fully committed, 那就只剩下跌了。

我们在去年以来推荐再通胀交易（2001年初就开始了…似乎是断断续续）（还行，中间有几次call反弹及时止损了），过去收获颇丰。近期技术指标显示可能会有调整，例如insider在卖出，市场情绪极高，可能触发调整。本轮上涨是在估值没有跌倒很便宜的情况下发生的，也许超级低的利率可以解释这个问题。

但当前的流动性实在太充裕了，我们不愿放弃再通胀交易。当然，在货币收紧要到来时，要更谨慎一些。但那还是很多个月以后的事情。

（INSIDER SELL/BUY RATIO来自VICKERS STOCK RESEARCH CORPORATION，BCA的Pr index）

[经济继续转好] 现在经济已经转好，但经济评论界的气氛依然悲观，这颇为奇怪。诚然，二季度增长受到国防支出拉动，但二季度去库存和外需下降更厉害，预计三季度以后库存和外需会转而支持。由于消费缺乏pent-up demand，我们并不预计消费会加速增长，但这也不是复苏的必要条件。只要消费保持2.5%左右，经济就还会不错。

就业在当前不成比例的差，就业是经济自我持续复苏的最后的必要条件(这可能是市场担忧的主要来源，等到就业也好的时候，估计股市已经涨完了），预计在未来几个月将会转好。最近已经有好的迹象，Temporary help, ISN非制造业就业，NFIB雇佣意愿，首申都在转好。即使2004年就业增长1%-1.5%也足以让失业率边际走低。

IT投资在二季度转好，而其他投资仍然疲弱。这很正常，资本支出愈发集中在IT方面。" "如果经济如我们预计的那样，就业和企业投资持续回升，那么联储对ffr的comfort level会在未来几个月大幅上升。Ffr在1%，而名义gdp增速却在5%，两者gap太大，未来几个月越来越说不通。（现在不也是如此吗？）

联储会在劳动力市场转好以后back away from its ""considerable time""。明年上半年市场加息预期会大幅升温。

" "高配股票。流动性和盈利预期都支持。

低配国债。经济在改善，国债高估，财政在显著恶化。一般来说，当经济疲弱期间，债券股市倾向于高估，但当前经济在改善。"

20031003 GS Daily The ISM Index- A Fading Indicator\_ Hard data没有ISM所指示的那么强，这似乎暗示着ISM对工业生产的指示力下降。一个可能的原因是，公司的purchasing managers是从公司的全球业务角度来反馈信息，而美国开始了向海外relocation的趋势，这导致了ISM与美国国内工业生产的误差。即便如此，ISM在短期波动上仍然很具有信息含义。

20031015 GS Daily Hope for the Taylor Rule 过去几年当中，Taylor rule对货币政策指示意义可谓无比之差，如果按照这个规则，当前的ffr应该在3.7%，比现在要高两倍。失效的原因在于Taylor Rule隐含的假设了短端利率对金融市场的影响是没有结构性变化的。过去几年当中金融条件比同等水平的短端利率所隐含的要紧的多，这让联储要多降息。随着未来金融条件回归正常，Taylor Rule可能重新开始有指示意义。

20031022 Fed Greenbook 过去六周经济比预想的还要好，三季度有望增长6.5%，比六周前预计的要高2pp。消费在减税支持下表现优异，housing受房贷利率较低的支持而比较稳健，企业投资稳步上升。特别是9月的就业和近期首申都不错，当中也不宜下结论说就业市场会持续改善。

20031025 GS UEA The Fed Taking Strong Growth in Stride "有市场参与者开始预期10月份FOMC会改变上下行风险的risk assessment，我们认为还不会。

支持Q3的最重要因素是税改。在5月28日tax law签署以后，居民缴税在Q3显著下滑。但tax cut的影响已经在Q3达到顶峰，未来将下降。我们估计减税当中的75%已经花出去了。"

20031028 Fed Transcript "Greenspan：未来几个月我们将得知减税的影响如何，特别是圣诞节销量。对于3季度多大程度上受到税改支持（之前格林斯潘以为经济是走平的，所以税改效果可以被清晰分辨，但现在又分辨不出来了），现在市场有分歧，高盛说75%，其他说的低一些。

我认为经济放缓的可能性不大，一个old-fashioned商业扩张周期正在开始。例如盈利上修，这是1990s底以来再度出现。与以往不同，现在经济主要依靠最终需求来推动。库存在Q3依然在去库存，这难以置信，但数据就是如此。

我们应该开始考虑一个可信的退出策略，退出""maintaining an accommodative stance for a considerable period""。有很多种退出方法。我们的政策被证明是成功的，6个月还担心通缩，现在不担心了。"

20031101 BCA, The Bank Credit Analyst, More of the Same "[居民部门与经济扩张可持续] Q3的增速录得7.2%，这受益于非常强的tax cuts和mortgage refinancing。当然，这些一次性支持消退以后，经济会边际降温，但我们预计经济在2004年仍将above trend，即增速至少3.5-4%。

但是，仍然有人担心美国经济会在2004年再度跌到trend以下，让失业率上升，理由主要是结构性headwinds——最主要的包括居民债务等。

根据Fed的最新""financial obligations ratio""来看，居民这个负担确实不低，但是，居民的贷款违约率却不高，而且进一步下降。贷款违约率对失业率的敏感度比对debt service burdens的敏感度要高的多。此外，当居民债务上升时，一般消费会更好，因为这一般对应着消费者更为乐观。事实上，居民在过去几年并没有举债支出，过去几年的消费增速与实际收入增速差不多。

当然，如果利率上升，这将抑制消费。但是，过去5年当中只有20%的房贷是可变利率。过去几年大部分居民refinance了他们的房贷，把房贷利率在较长时间锁定在一个比较低的水平上。因此，房贷利率的上升并不会立刻引起居民部门的负担大幅上升，而且利率上升一般对应着经济转好和就业改善，居民收入会变好。

可能在下一次衰退的时候，居民部门要收缩。但那时以后了。本轮衰退主要是企业部门，居民部门实际上受到减税和低房贷利率的支持。

历史上的C&I增速与企业库存走势一致，未来库存有望增长，C&I也有望增长。

[房地产] 房地产是联储货币宽松的主要受益者。在过去几年，房屋销售会持续好于预期。即使房贷利率边际上升，当前房贷利率水平依然是历史低位，可得性依然不错。如果未来经济走强带来房贷利率上升，进而导致房地产走弱，这个问题不大，很正常。真正的风险是，当就业还没转好以前，房地产就走弱了，这是真正的风险。截至到现在，还没出现这个问题。

[警惕通胀上行风险] 当前coreCPI在9月份已经跌至1.2%，一般认为当outgap——根据CBO计算结果——为负时通胀会继续下降，即gap level与inf的变动正相关。这个规律在1982年以来基本成立，但是误差很大。当前outgap为负1%，这在历史上也有时对应着通胀上升，并不稳健。通胀通常在复苏初期是下降的，然而本轮衰退几乎是两年前就结束了。

当前的低通胀仅集中于很少的一部分商品，主要通缩压力来自CoreCPI goods，特别是面临亚洲竞争的可贸易品，集中于耐用品。然而，美国经济是服务业为主的，core service (excl. energy and rent of shelter)却粘性很强。美国人常买的非耐用品实际上在上涨。总之，通缩主要是媒体评论，而非现实。密歇根长期通胀预期韧性很强，TIPS也很稳定。

即使是商品部门，价格也在改善。美国从亚洲的进口价格从1997年以来快速下行，近期已经边际走平。中国是通缩的输出国，但即使是中国，也有过热迹象。人民币盯住美元，这意味着中国在进口美国的极度宽松货币政策，现在房价、CPI回升，m1飞涨。考虑到美元还要继续走弱，贸易品通缩风险会进一步下降。现在全球商品价格上涨，体现了全球经济回暖，特别是BDI上涨速度惊人，体现了亚洲对商品的需求，据说现在往亚洲运送商品的运费已经超过了商品本身的价格（全球capacity已经不足）。

最终来说，通胀的前景取决于货币政策。足够宽松的货币会导致通胀。日本没有做到，是因为日本不够宽松。事实上，日元在90s是持续升值的，而美元现在正在走弱。当前政策更担心通缩风险，这意味着Policy is almost bound to overshoot. 过去几年已经重塑了联储对长期适合的通胀水平的看法，过去认为是1%左右，现在认为需要增加一些缓冲，至少2%。这意味着通胀会间歇性的超过3%。" "[通胀有上行风险] 联储和多数评论家认为经济有足够的capacity来支持经济above trend增长而不引起通胀。

通缩担忧在1997/98首次出现，源于亚洲国家汇率贬值和出口价格下降。美国股市泡沫破灭以后也有内部通缩压力。

当前是联储历史上第一次主动目标是提高通胀。但颇为讽刺的是，政策依然在害怕通缩，而通胀压力已经凸显。商品价格上涨，亚洲进口价格不再下降，一些工业价格还是上升。

如果通胀上来了，联储并不会慌，再紧缩就是了。但市场对此并未充分准备。" "一般来说，联储不会在失业率下行和通胀明显触底以前加息。这意味着加息要等到明年年中。另一方面，联储尽量避免在大选前加息，这意味着8月以后不会加息。综上，明年夏天可能是联储加息的窗口，而联储会在一季度开始改口风。

" "高配股票。流动性和盈利前景继续支持股票。虽然股票估值不便宜，但这并不影响股票的周期性良好前景。整体维持pro-growth投资策略，继续reflation trade。

流动性条件已经触顶，当联储开始加息以后可能打压股市，特别是考虑到股市投机性再度上升，从margin debt和M&A活动上可以看出来，某些科技股估值再度很高。尽管如此，还是暂时建议维持股票高配。

低配国债。国债继续高估，机会在投机性债券，但投机性债券只是相对交易，如果国债收益率如我们预计那样上升，HY债的绝对收益也可能是负的。"

20031101 PIMCO When Pleasure Is About Avoiding Pain \_ PIMCO "2004年的债券市场将是a year of investors living constantly in fear of tighter Fed policy. 我认为such fears may not be realized. 但这种fear会成为全年市场主要矛盾。

""A considerable period""在2003年8月12日首次出现，在9月16日和10月28日再度出现，市场的焦点变成了解读这个到底什么意思。我对此的评价是，联储本来就不应该这么说，而是宣布盯住通胀，直到通胀上升到2%以上在收紧政策。联储自己也不知道未来经济具体怎么走，所以万一通胀走势与预期不一样，是否commit呢？我猜测联储会很快想办法从这个""a considerable period""里面解脱出来。（McCulley说的很准确，格林斯潘在8月以后的某次FOMC上主动说过，说considerable period是一个错误，得想办法退出）

根据output gap与通胀走势的关系，这一点bernanke有着充分的说明[可以引用，说的很详细]。关于通胀的dominant model，old fanshioned (expectatons-augmented) Phillips Curve显示，core cpi在2004年底以前仍会下降，""the ongoing slack in the economy may still lead to continuing disinflation""。所以我预期联储在2005年才会加息。（BCA对通胀的看法非常超前）

当前ffr是1%，这确实太低了。这是一系列冲击把ffr带到这里——包括911,2002年的会计丑闻，2003年伊拉克战争。这么低的利率让居民部门把housing变成了atm。但低利率本身并不意味着就一定要加息。利率的水平和变化都很重要。变化本身就有紧缩作用。"

20031105 GS Daily Worries About Inflation "市场对通胀的担心有所上升。Q3的CorePCE，商品价格,BDI,进口价格, ISM prices paid都在上升。但我们依然认为这是暂时性的。

关键是劳动力市场。只有劳动力市场显著回暖才会带来通胀风险。"

20031108 GS UEA Why the Dollar Must Fall Much Further IP和就业略滞后于复苏，现在已经回暖，ISM录得过去3年新高，多数就业指标转暖。居民消费放缓，可能源自财政刺激消退。

20031118 GS Daily Inventory Rebuilding- Blessing or Curse\_ 9月库存数据回升，加库存早于预期。

20031119 GS Daily Is the Disinflation Trend Coming to an End\_ Core CPI在回升，这比预期的要强。我们认为这是由于两个暂时性因素，不改变我们对于低通胀的观点。

20031120 GS Daily The Headwind from Higher Rates- An Interim Assessment 我们在三个月以前说，利率回升将抑制MEW和房地产投资。截至目前为止，证据是mixed（即不符合高盛预期），虽然mortgage refinancing和居民支出在走弱，但房地产行业整体没有显著走弱。我们认为这也并不意外（真不要脸），因为利率虽然在回升，但仍然比一年前要低（这不就是BCA说的理由吗）。（重读以后，觉得GS在2002-03年写的好差啊）

20031122 GS UEA Some Unpleasant Budget Arithmetic 美国经济走向可持续的复苏了吗？关键是就业市场。最新数据显示，货币和财政政策继续buy time for labor market（逻辑上跟bca没有区别）。Housing sector保持强劲——housing starts，单户营建许可和完工均达到历史高点。Q3的耐用品支出支持了制造业。与此同时，劳动力市场显示出稳健和持续的改善。 近期联储官员讲话显示出对通胀风险的看法更加平衡。

20031127 GS UEA Upside Risks to Growth Pretax adjusted profits大幅上升，企业似乎开始新投资和雇佣，2004年初的经济上行风险正在增加。

20031201 BCA, The Bank Credit Analyst, In Defense of the Fed "[评价联储政策] 前几年的企业部门衰退是1930s以来最严重的，如果不是联储大幅宽松——尽管这也没有避免企业部门衰退——经济可能进入自我收缩的通缩循环。当然，联储的刺激政策是有成本的，这让下一次衰退时更为危险，因为债务水平更高了。

企业部门政策从大幅回撤中复苏，这意味着美国经济更加平衡，进入了自我持续的扩张期。美国经济不再依赖于居民消费和房地产，尽管这消费和地产将继续稳健。大幅刺激政策终于起效了，同时这也意味着继续政策刺激的必要性下降。

[企业投资愈发走强] Q3的企业盈利极强。从Q1-Q2和从Q2-Q3的企业盈利年化增速分别是71%和75%。当前的盈利不仅来自成本控制以及生产率进步（减少雇佣），整体销售也在贡献。GDP for the nonfinancial corporate sector——a proxy for sales——在大幅回升，SP revenues也回升。

企业投资也在大幅恢复，尤其是IT投资。当前库存仍然很低，所以下一步还有补库存的支持。

[年会观点汇总] 在2002年10月的年会上，参与者对美国经济复苏广泛质疑，尽管今年经济已经恢复，但这种相同的质疑声音在2003年11月的年会上仍然存在。大部分参与者认为2003年美国经济的下行风险大于上行风险，略多于一半人认为明年美股会收跌。我们依然处于乐观者阵营。" "联储的退出仍然缓慢。当前联储官员仍然在暗示通胀将从当前水平下行，表示在长时间内没有紧缩的必要性。

联储这么做有几个理由：1.压低房贷利率，通过强调通胀下行风险让bond vigilants不要卖债券。2.联储预测在过去几年不太正确，对复苏将信将疑，愿意等等看复苏是否持续。3.通胀本来就很低，稍微上升一点也没坏处。" "依然维持pro-growth stance. 在2004年，股票比债券好，商品和企业债比国债要好。

高配股票。在2004年，股市自身的绝对涨幅将弱于2003年。本轮衰退以后，股票估值并没有像以前泡沫破灭以后跌至12左右的低位，本次最低跌到15——这让看空者非常失望——现在回到17，这个估值尚且合理。在盈利和低利率情况下，估值将不是股票上涨的障碍。

看空债券。联储不情愿从超级宽松政策中退出，这利好经济、盈利和股票，这意味着通胀将最终上升，债券在周期意义上不利。"

20031201 PIMCO Through Holes In The Floor Of Heaven \_ PIMCO "尽管我预期通胀较低，联储加息很晚，但我充分预期到债券市场将会在联储大幅加息以前discount联储加息，因此我认为2004年债券市场将是熊市。关键原因是reflationary monetary policy and fiscal policies在美国已经getting traction: reflation is no longer a forecast, but a reality.

当reflation是一个forecast的时候，这对债券非常利好，因为这因为联储要把真实利率推到负值。对债券最好的时刻，是it looks like the world is going to end, despite policy makers' best Keynesian efforts.

但当前政策已经起效。我之前不太关注中国，现在PIMCO都开始关注起来。人民币与美国挂钩，这意味着中美同时在刺激全球需求。"

20031203 Fed Greenbook 在减税和宽松货币政策支持下，Q3增长大幅上升，至今仍保持稳健步伐。企业重新有意愿雇佣和扩大支出，这是复苏可持续的关键。

20031204 GS Daily It鈥檚 the Unemployment Rate 在考虑联储何时加息时，应当关注失业率而非NFP，这是因为增长将吸引劳动力进入就业市场，而失业率更能反映劳动力市场紧俏程度。

20031209 Fed Transcript Greenspan: 非常明显，经济正在一个turning point。在历史上，当前情形下一般都要紧缩。

20031220 GS UEA Aging Gracefully A Challenge for Medicare 最近的数据显示，美国经济似乎进入了Goldilocks，增长强，通胀低，联储不紧缩。

20031231 GS Daily Housing Market Slows at Last 房地产行业在2001年以来大部分时候强于预期，现在终于有放缓的迹象了。销售走弱，房价上行放缓，mortgage refinancing变少。这有两个可能结果，导致更少的住房建设和更少的mortgage equity withdrawal

20040101 BCA, The Bank Credit Analyst - The Outlook - 2004 "[周期:复苏继续] Mr.X: 这一年变化好大。过去几年我一直担心巨大且仍在增加的金融不平衡，而BCA却认为这些不平衡不会阻止复苏，BCA是正确的。但这些不平衡在继续扩大，居民负债高增长，财政赤字，经常账户继续恶化，这让我担心复苏的可持续性。2004年投资很难，债券收益率没有吸引力，pro growth策略可能短期有回报但肯定不如2003年。BCA: 2004年确实不好进行投资。2003年初政策极度具有刺激性，在我们看来，如此史无前例的政策刺激将带来reflation，it was a good bet. 虽然不平衡仍在，但短期不会终止复苏。各大央行在2004年仍会让利率远低于名义GDP增速，这对增长和股价都有好处。

我们对复苏可持续性有高度信心。经济上行非常广泛，全球各国LEI均在走高。扩张有自己的节奏，美国经济周期最近持续5-6年，这意味着到2006年以前都问题不大。周期结束一般伴随着通胀上行和政策收紧，虽然我们预期通胀会走高，但尚不至于在未来1-2年导致货币紧缩。

消费会保持稳健。虽然减税和mortgage refinancing在走弱，但只要就业回暖，消费会保持较好。事实上，mortgage cash out对消费的作用没有想象的那么大，真实消费支出与真实可支配收入增速基本保持一致。当前就业回暖确实不强，但当前盈利和企业信心在改善，未来企业会增加雇佣。

[结构：债务超级周期] Mr.X: 即使经济继续muddle through, 我担心解决这些不平衡最终将非常痛苦，并且解决得越晚则代价越大，而市场似乎没有price in这些风险。BCA: 这是极度重要的问题，关键是timing。在“自动稳定器”和存款保险引入以前，衰退期间伴伴随着balance sheet excess fully unwound，尽管衰退往往很深。二战以来，美国经济常常处于崩溃的边缘，但却总是defy expectations并重新开始扩张，二战以来的扩张伴随着加杠杆，BS excess在衰退期间并不fully unwound。所谓的Debt Supercycle是指这些通缩力量在持续积累，与政府制造通胀的能力之间存在的持续张力。政府政策包括货币、财政和汇率政策，最近一次大幅使用财政和货币刺激，这让衰退很温和，并迎来了复苏。超级债务周期并不会立刻结束，政府还没有穷尽刺激手段。当前财政虽然转为赤字，但赤字/GDP水平不算高。真正的问题是当前政府赤字的同时，私人部门储蓄率低，这意味着经常账户赤字高，如果国外投资者不再买入美国资产，需要联储来介入。

[居民部门与房地产] Mr.X: 居民部门的debt servicing cost处于历史高点，储蓄率非常低，这仍然让人担忧。BCA: 居民债务/收入的上升部分反映了住房自有率的上升，即居民部门资产和负债同时上升。居民部门net worth/incomes仍在历史高位。虽然debt servicing cost很高，但似乎没有任何问题，例如贷款违约率低；此外，大部分住房拥有者在过去几年已经lock on low rates，所以利率上升不会立刻带来问题。当然，居民部门高债务不是触发下一次衰退的原因，但居民部门并不是很好，居民部门的资产负债表问题会加剧下一轮衰退的深度，特别是伴随着房价下跌的话。

Mr.X: 如果房价下跌，那么居民部门资产负债表会出很大问题，现在有很多报告有力的证明了房地产正处于泡沫。BCA: 房价/收入的水平已经达到历史峰值，但房价上涨速度并不算高，而且当前并没有草根证据说明居民只是为了炒房子而买入。给定当前利率水平，affordability仍然很好。特别是，在1930s以来美国全国性住房名义价格没有一年下跌过。当然，随着房贷利率上升，未来房价可能走平，正如历次周期一样。（2004年初还没有泡沫迹象，房价仍然是宽松货币政策的结果；但2004年底，房地产市场似乎已经出现了投机性的泡沫特征，GS在2004年底的一些报告中有讨论).

" "通胀有上行风险。CBO显示当前美国产出缺口仅有0.5%，很低;ISM的配送指数已经到55以上，说明capacity已经偏紧。

进口价格通缩已经结束，中国有正的CPI；美元走弱等。

我们不是说通胀会立刻成为大的问题，但我们预期联储和市场会在2004H1意外地发现通胀竟然不走低（市场对通胀的基准看法是要进一步走低），并在2004H2发现通胀会逐步走高，这意味着联储要在2004H2加息。

2003年10月FOMC表示仍担心低通胀风险for the foreseable future, 但12月底的FOMC已经表示上下行风险平衡，这意味着所谓foreseable future仅持续了1个半月。" "我们的Fed Monitor已经进入需要紧缩货币的区域，联储愈发冒着falling behind the curve的风险。(格林斯潘也看到这个事实了，格林斯潘在FOMC内部也说，在历史上，此时需要紧缩）

联储之所以这么所，是由于日本的前车之鉴，联储希望绝对确保通缩不在美国发生。联储在1930s以来首次actively targeting higher inflation。当然这不意味着通胀会转而持续走高。

1982年以来的通胀持续下降是过去股债齐牛的最重要因素，这个趋势已经结束。" "股票。liquidity-driven的牛市已经基本结束，后面要看盈利。本轮熊市期间估值始终没有很低，这是因为联储大幅宽松。

联储愿意长期保持低利率来支持房地产，其副作用是put a major floor under equity prices，因此投机会持续存在，low interest rate are always a powerful force for speculation。但在2000-02年股市破灭以后，很难有大的牛市。

科技股在2003年大幅走强确实超出预期。历史经验是，上一轮推动牛市的行业很少是下一轮推动牛市的行业。这意味着科技股从高估值走强overpriced，因此我们预计科技股很难继续大幅跑赢，但也不至于大幅下跌。

2004年上半年联储可能会加息，但这不会立刻抑制股市，因为当前利率水平太低了，2%的ffr仍远低于GDP增速。在首次加息的时候，也许市场会条件反射式的抛售一波，但到2004年底的时候，偏紧的货币政策才可能抑制股市表现。

低配债券。2003年BCA低估了联储操纵市场的能力，国债利率超出我们预期的保持低位，即便经济在复苏，赤字在增加。联储在劝说投资者持有长债，联储的策略极度成功。在2003年5-7月有短暂地失控，但那仅持续了很短时间。长债收益率继续很低。

如果你高配长债，唯一的理由是你认为本轮复苏不可持续，如果复苏真的中断，10y收益率将跌回4%（事实上，2004H2确实跌回去了，但这伴随着加息，why：可能与高油价有关，抑制股市和经济增长预期）（再跌回去，应该只能归结为全球过剩储蓄了）

对于债市，联储很希望避免类似1994年的债灾。从当前宽松政策平稳退出确实困难，但联储在努力，特别是今年5-7月份的沟通不畅的教训以后。"

20040101 PIMCO Isle of the Pears \_ PIMCO 通胀上行风险确实是存在的，bernanke可能算错了（但没有call这个风险）

20040110 GS UEA All Systems Still Go for Profits "美国profit margins已经达到在2001年底以来的最高水平，这本质上是企业拿到了生产率进步的大部分，体现为Productivity - Real growth wages growth ≈ after tax adjused profits. 考虑到2004年就业市场仍然疲弱，我们预计margin expansion将继续，这意味着通胀将继续面临这个下行压力，但margin可以鼓励投资。

2003年的假期销售不错。考虑到housing starts已经走弱，construction也会从当前高水平回落。12月的就业数据不佳，就业改善短期暂停。"

20040114 GS Daily The Drop in Mortgage Equity Withdrawal Is Important 最新Fed paper说，mortgage equity withdrawal没有那么大的影响，因为同期saving rate没有大幅下降（这差不多也是bca的观察，即支出与收入同步）。但是，要考虑到股市大幅下跌意味着储蓄率本应该上升的，但却没有回升，这说明mew是有巨大作用的。

20040117 GS UEA One Final Good Year for Home Sales 居民投资通常在衰退期间率先恢复。New home construction是居民投资的2/3, 而construction通常1:1的落后new homes一个季度。近期home sales看似强劲，但其实与以往周期比并，从衰退谷底至今的恢复，不算强。未来房地产销售的主要阻力是房贷利率回升。

20040128 Fed Bluebook 12月FOMC的对通胀风险接近平衡的说法让ffr预期上升，但10月份minutes的发布，其中的快速生产率进步导致的额可能持续slack让ffr预期回落。

20040128 Fed Greenbook 过去六周的情况是，内需和生产均强劲，但就业仅温和回暖。尽管就业仍弱令人担心，但从经济数据和草根消息可以看到，当前经济扩张已经稳固。

20040128 Fed Transcript "Greenspan: 当前各方面消息都显示很好，似乎我们已经回到了90s末和2000s初。根据我个人经验，经济将继续出现上行惊喜。居民债务问题没有那么严重，许多居民已经把房贷lock in在很低的利率水平上，因此加息对此影响不大。企业部门financing gap已经转负，这意味着cash flow增加利好投资。库存已经跌无可跌。房地产将一定程度上放缓，但我们对此已经说了很久。通胀稳定。我认为就业实际情况比最近的NFP数据好要一些，关键是new hires比当前经济所指示的要低，我预期下一次就业数据会好一些。

让人担心的是potential snapback effects可能很大。我们往市场注入了太多流动性，股市在去年3月以来一直上涨。如果投资者心理大幅变化，这带来很大脆弱性。

事实上，我预计我们紧缩的时点与市场预计的时点差不太多——Indeed, I would guess that the most likely forecast of when we will have to move is not too far from when the futures market is currently anticipating that move will occur. 如果我们说considerable period，那我们就要有能力在considerable period的情况下不紧缩.代价最大的错误是，当通胀压力上升时，我们却被considerable period的说法所束缚。我觉得应该停止使用considerable period而使用patience，这让我们更灵活，并且我认为下行风险不大。"

20040131 GS UEA US Treasuries Why We’re Bucking the Consensus 近期FOMC没有再提considerable period让我们意外，但我们不认为联储在转换立场（when facts change, you should change your mind）

20040201 BCA, The Bank Credit Analyst, A World of Overshoots "[复苏将会持续] 2004年美国增长应该在4%，如果没有大的冲击，2005年将继续维持复苏。在六个月以前，市场普遍担心在政策退出以后，2004年美国经济将再度走弱。我们并不同意，我们认为美国经济已经有了足够的动能，从而不需要进一步注入刺激。有趣的是，现在有观点认为在2004年底或2005年美国经济再度走弱，因为刺激消退。

美国周期一般5-6年，有一些下行并不是衰退，例如1985/86和1995。联储可能在2004H2开始紧缩，在2005年底是可以想象收益率曲线inverting的。但2005年增长大幅下降不太可能。在政策收紧以前，当前经济自我持续扩张。2006年的前景比较不确定，届时政策已经收紧。

[房地产] 美国房价确实显得overextended, 肯定可以说是stretched, 但还谈不上泡沫。低房贷利率是关键驱动力量，而这个驱动力量将于今年缓慢减弱。（说的没错，但房价继续上升，房地产开始泡沫化）

2002Q3真实房价增速达到5.7%的最高值，按照规律这会逐渐放缓甚至负增长，而5.7%这个top符合历史水平。泡沫的迹象主要是房价/收入——house prices / employee compensation ratio处于历史高点。现在房价已经开始放缓，历史规律是房价收入比也会开始走弱。此外，house prices / CPI rent也达到很高水平，这与房贷利率的低水平是对应的。较低的新房贷的Loan-to-price比例、下降的房贷违约率、较低的未销售住房库存和比较高的affordability说明对泡沫的担心有些过度。

2003年的房地产销售确实超出预期，不易解释。一般房地产销售可以如下变量解释：Yield curve, 股价， 房贷利率，Employment，housing affordability和通胀。但2003年的销售走强远不能用上述因素解释。

今年房地产活动将会放缓，但由于货币宽松，housing不会大幅走弱。历史上房地产大幅走弱都是伴随货币显著收紧和衰退。历史上有三次严重房地产走弱，分别是mid-1970s, 1980s初，1990s初。本轮与前几次不同，在mid-2000时曲线inverted，但随后联储大幅宽松、财政也配合宽松，这让房地产在本轮衰退期间从未经历downturn。

2003年底房地产终于有放缓迹象。新屋销售已经走弱，但mortgage purchase index再度回升。我们预计房贷增速将大幅放缓，这源于refinancing活动将几乎消失，这也意味着对利率上行压力边际减弱，但我们仍然预计利率会在年内回升。

总体来说，房地产并不是an accident waiting to happen. 最有可能的情况是，房地产放缓给增长带来mild headwind，但就业、企业投资等其他提供了强力的tailwind。" [通胀存在上行风险，但暂未显现] CBO公布了最新的对output gap的估计，2003Q3从0.5%修正到1.3%。我们的通胀上行风险的强调显得premature，但我们仍然坚持这一论断，许多让通胀走弱的力量正在消失或反转。看起来通胀上行压力可能到2004年底或2005年才会显现。 "联储可能在年中加息，在2005-06年回升至4-5%的均衡利率水平。

联储成功的压低了长端利率。当前利率曲线很陡峭，吸引投资者carry trade，但carry trade可能突然结束，当投资者意识到联储开始考虑收紧政策时。" "继续维持pro-growth策略，但股市估值上升让我们comfort level下降。

当前没有资产看起来有吸引力，但联储偏松的政策可能让风险资产overshoot。联储的低利率+经济扩张正在导致资产价格overshoot。联储不希望出现新的泡沫，但又希望企业部门扩张，问题是这两者很难区分开来。关键问题是timing，最大的挑战是何时应该转入defensive投资策略。

（高配）股票。2004年是从熊转牛的第二年，第一年——2002.10到2003.10——上涨了34%，与历史经验相符。第二年一般只是能上涨8%，但考虑到联储宽松姿态，可能有更大上升空间。但也要注意到，2003年10月以来已经上涨了很多。

低配债券。我们此前没有考虑到联储sustain the carry trade的能力，也没有考虑亚洲央行的强劲买入。虽然国债未来几个月可能区间波动，但当前低利率并不具有吸引力。我们预期收益率在2004H2回升到合理区间。

"

20040201 PIMCO Greenspans Best Friend \_ PIMCO "2003年联储的宽松程度超过了基准预测所对应的宽松程度，这说明这个宽松是一种insurance。最近一次FOMC，联储终于拿掉了considerable period——这个最早在8月12日启用。这个cp说法linked to calendar,并不是一种很好的说法。

1985年广场协议让美元走弱，在1987年2月的卢浮宫协议则是希望各国汇率走平，这意味着各国货币政策需要配合。在1987年4月，日元走强，日本央行宽松，同日联储则收紧。这个政策配合意味着但凡美元走弱的时候，美国将收紧货币。1987年的FOMC transcripts显示，联储非常清楚的感受到联储被去住进了cul de sac（死胡同）， Volcker认为欧央行并不会真正进行货币政策配合。1987年9月，马克升值，而德国央行却在收紧货币，这让市场意识到美国需要更加大幅的收紧货币才能稳住美元，债券市场开始discount draconian Fed tightening. 1987年10月19日，黑色星期一，随后美元开始趋势性走弱，卢浮宫协议成为历史。

我认为格林斯潘开始担心风险资产已经接近非理性繁荣的悬崖。我的直觉是，这也是格林斯潘去掉considerable period的原因。我建议take some insurance， 减少风险资产配置，即使小幅跑输市场，这样是为了避免大幅跑输基准。2004年的格言是：Pleasure should be about avoiding pain. " (McCulley的想法是，2003年是通缩边缘，所以联储过度鸽派。现在通缩尾部风险结束，联储回归正常，那么2004年就是货币偏紧的一年，这对于股债都危险。但说格林斯潘担心非理性繁荣，这个就有点过了，格林斯潘在fomc内部没有这种考虑）

20040207 GS UEA Dollar Depreciation What the Doctor Ordered 最新就业报告显示就业仍然疲弱。

20040225 GS Daily The 2004 Consensus- The Best of All Possible Worlds\_ Bluechip Consensus对2004年的预期是增长4.6%，CPI是1.6%，Pre-tax Corp Profits为15.9%，失业率微5.7%。我们发现，所谓consensus遵循简单的规律，即当今年增速高且capacity utilization低时，就预测下一年增速高。由于预测的增速强和slack labor market，这意味着预测的盈利增速很高。

20040301 BCA, The Bank Credit Analyst, The Path Gets Rough "[经济继续复苏] 经济将继续稳健回升，企业投资正在发挥更加重要的作用，ISM、NFIB good time to expand、投资品订单、NFIB hiring都在大幅回升。企业的谨慎思维尚未完全消退，补库存和雇佣意愿仍然不强，但是一些指标显示供给瓶颈已经比较紧，企业未来将不得不增加投资。现在市场对2004年已经比较乐观了（也引用了Blue Chip），但对长期担心仍然很强。我们认为房地产大幅走弱的可能性不大。

[Playing overshoots]本质上很危险。不要忘记股价的上升并不反映基本面的改善。但现在回到defensive strategy还太早，回到defensive有三个信号：1.估值过高——这是主观判断，当前12mfPE是18.4不算太高。2.经济再度走弱——LEI指示经济较强。3.联储不再超级宽松——需要区分tightening/tight，当前利率水平太低。" 过去六个月的通胀走弱有些意外。商品价格pipeline measures、进口价格在回升，这意味着通缩压力最大的商品价格将回升，而服务价格一直韧性较强。通胀已经触底，但由于经济仍有slack，年内仅会逐渐回升（这是稍微往回收一收关于通胀上行风险的强调，因为毕竟通胀继续走弱；BCA没有在通胀问题上double down，可惜），而2005年大幅上升的可能性较高。 "年中加息的可能性已经基本消失。在联储加息前，至少要三个月以上的就业稳健改善以及通胀上升。特别是考虑到今年是选举年。

我们的Fed Monitor在2003年底已经指示货币需要收紧了。联储在长期当中会too easy for too long." "当前投资非常具有挑战性，没有资产特别具有吸引力。短端安全资产的收益率太低，而overshoots又很危险。（2020/10/07这个用来形容今天，也非常合适。就是股市刚走出衰退以后的情况）

总体来说，继续推荐相对看多股票、看空债券，债券内部看多企业债，当然收益不及去年。联储的货币宽松将push raflation trade into overshoot territory.

股票仍有上涨空间。股市最近有所调整，这并不意外，去年上涨太强了。支持股市的关键力量——宽松货币和盈利回升——仍然完好。当前股票估值并不低，有人把pe与债券名义收益率比较，但实际上应该与10y的实际收益率比较。但我们倾向于sell into equity strength.

债券不具有吸引力。当前机构投资者是低配债券的，所以债券的主要买入力量来自对冲基金和国外央行。债券仍然高估。收益率顶多能在当前区间维持，但周期性力量将推高收益率。"

20040302 GS Daily House Prices- One for the Road OFHEO房价显示8%的yoy增速，是2001年初以来的最高值，这对mortgage equity withdrawal有利。

20040306 GS UEA The Budget Overwhelmed by Entitlements 2月份就业数据继续疲弱，生产率的高企是一把双刃剑。

20040312 BCA.gis gismar04\_12 Into the muck "全球增长从去年的高水平减速，与此对应的是，许多reflation trade有所调整，今年高波动将成为常态股市走平。有许多知名投资人表示去年的上涨只不过是历史上最大的sucker's rally，但我们认为美国和日本不一样，美国政策大幅宽松，企业盈利已经改善，今年增长应该在3-4%之间。

我们的模型预测今年美国就业将会很快加速。预测NFP的变量是：ISM new orders and inventories, equity and commodity prices, job opennings, ffr and consumer confidence.

2004年是tansition year，复苏仍会持续，而2005年则是通胀走高之年。

"

20040313 GS UEA Is the Recovery at Risk 近期经济数据普遍不及预期，股市走弱、债券市场走强，金融市场开始担心经济下行。零售走平，消费者信心走弱。对复苏的担心来自：1.labor income增速疲弱，2.财政刺激将会消退，3.库存红利将会减弱，4.出口不佳。

20040316 Fed Bluebook 上次FOMC会议以后，由于considerable period更换为can be patient, 市场预期ffr上升了一些，但是1月份nfp不佳，特别是二月份nfp也不佳以后，预期ffr明显回落。

20040316 Fed Greenbook 过去六周以来经济表现不及预期。1/2月份的就业市场比预期要差，也让我们对未来就业走势的预期下调。消费稳健，投资走强，但construction弱于预期。

20040316 Fed Transcript "Stockton: 过去六周的经济数据是mixed bag。过去六个月以来，经济数据只有强于预期和大幅强于预期两种，但过去六周则是有的强于预期，有的弱于预期。

Greenspan: 一二月份就业走弱可能与天气有关，二三月可能好转。委员们愈发提及当前的低利率会刺激市场search for yield, 这将是让我们最终紧缩的原因。但经济当前的情况可能还不能说复苏已经相当稳健，尽管近期数据显示经济强劲。我希望能把通胀风险调整为上下行平衡，因为既然我们正在考虑紧缩，那么我应该逐渐减少对patience的强调。我的判断是，最好的情况是我们透明的表达我们的观点，以至于金融市场不会反映太强。然而，我对调整为平衡仍有疑虑，因为本次调整平衡以后，意味着以后的会议要所有动作——即紧缩，但万一当前经济扩张确实在放缓，这就有些不妥了。因此，我边际上倾向于本次仍不改变风险判断，但这个very close call."

20040318 GS Daily Will Inflation Overshoot on the Upside\_ 联储希望让通胀上升，但我们并不太担心通胀上行风险。1.联储吸取了历史教训，单纯推高通胀没有好处（这跟当下有什么关系？？）2.兼容市场更加anticipatory，当通胀压力积聚时，债券收益率上涨、美元下跌，这让政策制定者有压力来进行紧缩（事实上，2003年联储恰恰就是要让市场不再anticipatory，即结束preemptive tightening，长端利率被压得很低）。3.通胀是一个慢变量。1970s通胀走高到双位数一共用了15年。（这不是一个好的类比）（GS都在写什么玩意）

20040320 GS UEA The “Giant Sucking Sound” Is Fading 就业市场的复苏是历次复苏以来最弱的，其中制造业和专业服务业拖累最大。（高盛对就业弱的两个解释：1.GDP被高估了——这符合高盛的悲观观点。2.outsourcing。高盛也说，即使考虑这两个，也很难完全解释当前就业不佳） 近期通胀数据显示，core CPI可能已经触底。Input costs (PPI)开始传导到Core CPI. 三月FOMC没有新的信息，patient和risk assessments都没有变化。

20040331 Barclays\_Global\_Outlook\_Implications\_for\_Financial\_Markets\_March\_2004 "近期的NFP和消费者信心走弱确实引起市场担忧，但是失业率下降、首申较好，后两者较少修正。此外，受就业和信心影响较大的消费者支出仍然不错，而且房地产和零售似乎在新一轮财政刺激、低利率和更好的天气下再度加速。因此，较差的NFP主要意味着货币收紧被推迟了。

今年美国增长支柱是也投资和库存。" "通胀开始转头回升，市场似乎没有注意这个事情，而政策制定者也没有意愿阻止这事情。

商品价格下降的主要力量——东南亚金融危机、全球投资增速、低能源价格、强美元——都在转向。

商品价格上涨feeding through Core CPI的风险比过去二十年人阶段都要高（why？）。过去当商品价格上涨时，联储紧缩会让需求走弱，商品价格不易传递到core CPI，而此次不一样，联储更宽松。" 金融市场处于sweet spot, 全球复苏而央行并没有紧缩（但是，事实上当sweet spot的时候，市场反而已经进入overshoot阶段了）

20040401 BCA, The Bank Credit Analyst, Waiting for Jobs "[就业] 当前对经济扩张可持续性仍然担心。但就业的广谱指标指示就业在改善——NFIB hiring plans, Manpower employment outlook survey, ISM employment index, temporary employment, 首申。BCA的Payroll growth model指示就业将大幅改善，这一model基于Help-wanted adds, NFIB hiring plans, Temporary employment。这些非常充分的证据显示，就业将很快转好。就业增长将增强市场对可持续扩张的信心。

当前市场把overseas outsourcing当做替罪羊，已经触发政治反应，愈发可能触发保护主义，所以就业改善来的越早越好。当前就业不足是各行广泛存在的，不应该归咎于outsourcing。当前就业相比历次复苏较弱是企业部门紧缩思维的副产品。虽然NBER的衰退在2001年11月结束，但企业部门可能认为衰退在2002年底结束——2002年企业部门面临会计丑闻和经济不确定性的抑制。

[企业基本面大幅改善] 企业盈利改善程度大幅超出预期，这反映了solid volume growth，强劲生产率，成本控制。弱美元提振了海外利润，但国内利润也大幅上涨，margins回升至1997年的高水平。即便如此，企业似乎仍没有完全放弃偏紧思维，库存仍然被控制的比较紧。

[居民基本面仍完好] 尽管就业增长不佳，但居民消费强劲。股市和房地产有支持，但更重要的是真实居民收入增速强劲。储蓄率实际上在1999年以来持续在低位徘徊。减税在过去支持了真实居民收入，未来效果将减退，但就业的改善将接棒支持。近期居民收入增速较高，mortgage refinancing再度回升，预计消费韧性将会保持。" "联储不情愿放弃其极度宽松政策，这将导致通胀可能在明年产生上行风险。

通胀已经出现回升迹象，但这尚未引起immediate担心，因为这是联储想得到的（即不会立刻收紧）。" "尽管8月份仍有加息可能性，但加息更可能是在12月或2015年1月。

通胀企稳是加息的必要非充分条件。至少三个月的稳健就业增长同样是需要的。" "仍建议reflation trade. Reflation trade在去年以来表现很好，但当前的估值已经stretched,这让我们的comfort level减弱。当前的整体环境依然在年内支持growth-oriented investment stretegy.

股市调整是早该发生的事情，并不代表新一轮熊市。市场估值有些高、2月比较差的NFP、新的地缘政治风险，让3月股市承压。

低配债券。国债收益率没有吸引力。一旦市场更新对联储利率的预测，债券市场将非常脆弱。这是因为债券收益率与expected ffr走势高度相关。"

20040401 PIMCO Doctor My Eyes \_ PIMCO "包括我的许多分析师是通过失业率来反推产出缺口，NAIRU是4.5%，当前失业率是5.5，这意味着失业率有1pp缺口，根据Okun定律，产出缺口大约是2.5%。这要求经济增速高于潜在增速2.5pp并持续一年才可以弥合产出缺口，这一弥合期间通胀还有下行压力。

联储公开和有力的推行reflation政策，这在当前来说没有引起问题。联储正是通过低利率，created conditions for a rational bubble in asset prices, 进而刺激总需求。所以，联储在短期既在意失业率，也在意资产价格。

虽然considerable period这句话已经被剔除，但bubble promoting的效果没有消退。如果市场不知道联储的neutral rate是多少，那么当联储开始紧缩的时候，市场会理性的build in a risk premium for the worsr-case scenario of what might constitute neutral. （并没有，measured pace消除了risk premium） 因此我建议联储公布自己认为的中性利率。市场广泛认为的中性利率是2%，即Taylor rule里面的参数，我想知道联储是否同意这个看法。（但是格林斯潘自己也内部说，自己也不知道中性利率是啥，咋公布）"

20040403 GS UEA Bush vs. Kerry The Politics and the Policies 3月NFP大幅超预期，1、2月也上修。ISM高位回升。

20040414 GS Daily The Neutral Federal Funds Rate- A Complex, Long-Run Notion "现在市场开始猜测联储今年加息——虽然这不是高盛的观点。那么下一步的问题是，中性利率是多少？要知道，在中性利率以前，货币仍然可以说是宽松。

但我们认为中性利率并不是一个实践上可靠的概念。在通胀上升、下降阶段，在不同财政政策下，实际利率都在变化，在考虑到经济金融结构的变化，简单对真实利率取平均也不可靠。此外，更重要的是，利率的水平和趋势都很重要。从1%回升到3%——即使中性利率是4%——这依然暂时有紧缩效果。"

20040417 GS UEA The Best of Times for US Factories 通胀加速回升，波动性较低的median CPI也在回升这说明回升是普遍性的，这推高了债券收益率和美元

20040501 BCA, The Bank Credit Analyst, A Look at Stock Market Cycles "[股市不是secular bear market] 当前仍然存在着对股市大周期的辩论，仍有许多观点认为美国处于大熊市当中，理由有三个：1.本次估值始终没有跌至非常便宜的程度。2.股市泡沫太大，而对股市的乐观情绪尚存一些。3.经济复苏的基础不稳健，依靠快速债务堆积。

事实上，过去75年当中，只有两次大熊市，一次是大萧条和通缩，一次是1970s的高通胀。这两次大熊市阶段，增速都不好，大萧条时期增长极度放缓，1970s则是滞涨和企业margin走弱。当前增长和企业盈利还可以。我们倾向于认为当前并不是大熊市，而且周期上仍有向上空间，虽然上升空间不多。

[债券处于周期性的熊市] 当前的就业和通胀数据下，如果放在过去的日子，联储通常已经给出偏紧的信号了。但这次联储从pre-emptive变为了reactive. 联储尚未相信可持续的趋势改善，因此至少还需要两个月的时间，8月份倒是有可能加息。债券市场投资者已经意识到事态已经向8月加息摇摆。当前8月加息的概率高于50%。

短期看，联储也许有能力让债券处于区间波动中，但周期性走势的债券仍然不利。我们Bond model估计的10y fair value在2004年底是5%，而在周期性熊市阶段，债券通常走入低估区域，因此10y收益率可能在2015年达到6%。

从更长期的图景：1.当前利率曲线陡峭，吸引carry trade，但这很危险（图chart III-2)。2.当前real yield很低——构造real yield的办法首先要估计历史上的通胀预期，BCA用滞后通胀外推法确定——而通胀补偿部分还可能进一步上升（图chart III-4)。" 就业改善和通胀回升加大了夏天加息的可能性，利率可能最终要回升到4%。 "继续维持reflation trade，但估值高、联储趋近加息，上行空间有限。

在货币继续宽松、盈利较好的情况下，股票在周期意义上依然有支撑，虽然上升空间有限。过去几周股市表现不佳，尽管企业盈利消息较好。当联储加息预期回升时，股市通常会条件反射式的走弱，但是要知道，即使当前利率翻倍以后，货币依然是宽松状态。

低配债券。债券收益率的周期性前景依然是熊市,10y收益率可能在2005年底回升至6%（事实上从未再回升至6%）。过去几周10y收益率大幅回升，这反映了就业和通胀的回升。"

20040501 GS UEA Fed Tightening On the Table, but We Still Say 2005 "新屋销售再度回到新高。

联储存在加息的风险，但我们仍然认为加息将发生在2005年。主要原因是我们认为2004H2经济增长将走弱，居民真实收入将走弱。"

20040501 PIMCO Comments Before The Money Marketeers Club A Brave New World \_ PIMCO 通胀前景仍然温和，尽管pipeline pressures form many commodity prices. 关键是unit labor costs are deflating, not just disinflating. 这证明了劳动力市场仍有slack，或者说失业率仍高于NAIRU。对于expectation-augmented Phillips Curve的信徒——Fed——而言，没有理由相信通胀在这种情况下会“持续”加速上升。

20040504 Fed Greenbook 过去六周经济比预想的要好不少，超预期的主要是消费者和政府开支。近期通胀走高也超出我们预料。

20040504 Fed Transcript "Greenspan: 毫无疑问的是，经济已经进入了可持续的扩张。在2003年，cash flow超过了capital investment，这是1975年以来首次，这显示企业的谨慎情绪仍在延续，但2004年盈利继续转好，这推动企业扩大投资。我认为我们已经完成了货币的宽松。回头来看，宽松起了作用。但两年以后再看今年，我们的政策正确与否取决于我们如何退出宽松。

对于通胀，我对""gap analysis""感觉不舒服，这种回归分析本身总是有大量误差。如果误差出现了，我们不知道是结构性问题，还是实际通胀确实在上升。现在重要的不是core PCE、core CPI，而是unit costs仍然没有显著加速。因此，可以说我们退出宽松的角度应该是measured。（格林斯潘一直在找机会退出宽松，格林斯潘在2000年以来，不能说是鸽派。）

我们或者本次会议move——我指的是加息25bp——或者6月。我认为下述表达是合适是：At this juncture, with inflation low and resource use slack, the Committee believes that policy accommodation can be removed at a pace that is likely to be measured."

20040505 GS Daily The Data Will Dictate the Timing of Fed Tightening 尽管FOMC移除了patient并表示tightening可以在measured pace进行，但我们认为FOMC声明没有提供紧缩何时开始的新信息。我们仍然认为加息会在2005年开始，当然我们假设经济未来几个月会走弱，未来几个月的数据也不会太强。（错的一塌糊涂）

20040508 GS UEA Back to the Drawing Board Fed Starts in June 我们改变观点了。我们认为6月份会加息（实际上债券的大幅selloff在这一天正好告一段落）。4月份的就业数据比3月份的还要强劲，失业率下降到5.6%，AHE超预期上涨0.3%。

20040514 GS Daily Are Inflation Pressures Likely to Prove Persistent\_ 我们认为通胀上行压力不会持续。这是因为近期通胀上行压力主要来自商品价格。但是，经济仍有excess slack， profit margins仍然非同寻常的宽，这将控制通胀。以上分析的潜在风险是通胀预期继续上行，或者output gap的估计有误差。

20040515 GS UEA The Good News and the Bad News about House Prices 房价收入比已经创历史新高，这与名义房贷利率的走低亦步亦趋。好消息，房贷利率解释了房价，因此房价不是泡沫；但坏消息是，随着房贷利率回升，房价上升势头将明显减弱甚至下降，即使收入增速跟上来。当前与1994年很不一样的一点是，1994年以前的几年，房地产持续疲弱，因此利率上升也影响有限；但当前房地产已经火热了5年时间，即使房贷利率微弱上升，也会抑制房地产市场和增长。

20040518 GS Daily 2004 versus 1994- A Repeat Is Unlikely "我们认为不应该与1994年简单比较，即当前联储加息不会像1994年那样猛。（最关键的是联储态度变化了，格林斯潘吸取了1994年的教训）

当前与1994年的相似点是：1.周期复苏强劲。2.真实利率在0附近，很低。3.商品价格推动通胀上升（本次也差不多啊）。但不同点是：1.当前core cpi水平低于联储期望的水平。2.尽管商品压力大，但劳动力成本温和。3.联储已经知道了1994年那次通胀没有起来。4.财政刺激减弱。5.居民部门储蓄率低，更脆弱。"

20040601 BCA, The Bank Credit Analyst, To Bail or Not to Bail, That is the Question "[高油价风险有限] 真实油价已经回升至1980s初的高位，这已经明显影响了消费者信心，对油价敏感部门愈发抑制。但油价对整体经济的影响还要看它在高位持续多久（为啥油价持续上升但不影响经济？）。

我们认为近期油价上涨主要反映了投机买入，从Net long speculative positions，Bullish sentiment on oil等可以看出。我们认为供需相比去年底没有本质变化，但却上涨了将近10$到40$。当然，要逆转走势，除了情绪处于极端，还需要基本面配合。毫无疑问的是当前供需仍紧。但只要OPEC稍微提高供给就可能触发油价调整。

当前油价高涨与历史期间的高涨不一样。过去油价上涨通常发生于周期后期，且通胀已经稳健上行，货币收紧，这种情况下油价上涨是把经济推入衰退的最后一击。但是，当前情形下，yield curve很陡峭，这与历史情形不同，显示货币仍然宽松。从ISM来看，经济也很强劲。因此，高油价当然是风险，但因此而担心经济和股市金融熊市就显得太早了，而且油价很可能会下跌（方向判断是错误的，油价Q3大涨）。

[经济继续稳健] 需求全面转好，LEI指示未来六个月经济继续稳健。重要的是，居民收入增速处于健康水平。流行的观点认为，居民支出主要受到债务增速和withdrawal of home equity的支持，但我们发现消费与收入是基本匹配的，与此对应的是储蓄率基本稳定（我想，比较fair的说法是，房价上涨抵消了股市下降对居民财富的冲击，这保证了居民储蓄率不至于大幅上升）。企业部门非常健康，现金流极其充裕，这是盈利的影响，此外还可以预期补库存需求在2004H2支持经济。" "近期通胀上行速度也许过快，但通胀周期趋势仍是上行。

实际上，通胀潜在趋势本来就没有很弱。二手车价格、虚拟房租价格扭曲了去年CPI。

所谓通缩力量几乎全部来自耐用品，这仅占CPI的11%。美国是服务型经济，因此聚焦商品部门是不合适的。（但Core CPI x Durables是过去几月大幅上升来源game changer…)

向前看，通胀还会上升。联储在二战以来首次，当联储想要通胀时，联储会得到它。

有观点认为slack仍高所以通胀仍将保持低位，我们不完全相信。ISM index of supplier deliveries， NFIB planning to increase prices都在上升，失业率本身上升的水平也有限。

也有观点认为，unit labor costs仍弱。但我们认为labor cost难以继续保持低位。企业拿到了生产率进步的主要红利，labor share下降到历史低位，labor share预计将于明年回升。

当然，由于labor costs仍在低位，通胀回升是逐渐的。

（从BCA对通胀表态的反复来看，这个问题确实很难分析）" "市场预计联储在6月加息25bp，我们预期联储也会这么做。因为联储不愿意surprise市场。如果联储不加息，这或者被解读为联储对经济非常担心，或者被解读为政策失误。

加息速度取决于通胀；另一方面，Policy gradualism又允许通胀上升。

向前展望，当利率回升至4-5%的中性区间时，经济恐怕很难奇迹般的正好稳定在潜在增速附近。如果没有其他冲击，经济会持续扩张并积累通胀压力，最终联储被迫加息来冷却经济。与历史情形相似，CoreCPI将会走高到3%甚至以上，联储最后可能要加息到曲线变平甚至倒挂。

3月以来市场对ffr预期大幅上调，这导致债券市场大幅selloff。短期来看，预期ffr继续上调空间不大。但我们认为市场对ffr的预期仍过于保守。" "我们继续推荐reflation trade, 尽管有些不安。

股市。股市估值高并不抑制短期上涨，盈利前景不错，油价可能走低并再度激起投资者信心——原油市场当前呈现了经典的投机性overshoot，回调可能性很大。此外，利率水平短期尚不会紧到抑制经济增长，因此我们依然看好下半年股市有良好表现。但是，在post-bear-market rally以后的第三年，股市收益一般走平，周期性上升空间已经有限，因此可以逢高减持。

看空债券。当前债券已经不再大幅低估，但经济走强、通胀走高的周期性背景下，债券前景不佳。当然，到一定阶段，the bond vigilantes将乐于看到联储紧缩，当投资者开始discount经济走弱时，债券将会rally，但这个情形可能要等到2005年以后。"

20040605 GS UEA What’s Up with Inflation Upside Risks in the Near Term 5月增长强劲，特别是消费。5月就业数据实际上是过去三个月最强的，NFP不错，更重要的是hours和AHE快速增长。 "通胀是近期热点，已经大幅回升，这说明，传统的capacity utilization并没有捕捉到商品部门的excess，最典型的冲突指标是ISM的supplier deliveries大幅回升。

我们依然认为不会继续快速上行，因为单位劳动力成本趋势仍然疲弱，profit margins水平仍高，但2004年通胀存在上行风险。" 尽管如此，联储仍有可能按照measured plan来加息（GS的意思是，measure代表不会快速加息）。但这有风险，如果通胀继续有上行压力，这会让市场觉得联储behind the curve. (6月份觉得measured是behind the curve，年底反而觉得measured又太强了；市场至少在2004H2并没有确信联储确定要measured每次FOMC加息一次，联储也没有表达measured具体什么意思）

20040611 GS UEA The Brave New Fed Transparent and Measured 联储可以进行measured紧缩（GS的意思是，measure代表不会快速加息），有五个理由：1.金融市场更有前瞻性，因此即使没有加息，金融条件已经收紧。2.通胀水平低。3.slack仍高。4.加息的影响有不确定性。5.1994年的经验表明通胀是可以被控制的。

20040619 GS UEA Say Goodbye to the Profit Boom 房地产在利率回升的态势下韧性仍强。 5月份通胀仅温和上升。

20040622 Shiller Will Rising Interest Rates Torpedo Stock and House Prices 加息对于房价有抑制，但有时滞。因为房地产市场参与者是普通居民，金融知识不足。澳大利亚已经加息两年了，现在房价才有所放缓。

20040630 Fed Bluebook 上次会议中移除了patient并没有冲击市场，但随后就业、消费和通胀数据，以及联储偏鹰表态让预期ffr上升。本次市场几乎百分百预测加息25bp。

20040630 Fed Greenbook 经济如期稳健扩张。尽管消费在Q2不及我们预期，但housing demand比我们预期的要强，企业投资如期强劲，就业在春天以来非常稳健。

20040630 Fed Transcript Greenspan: 当前各个迹象均表明经济处于非同寻常的扩张，潜在通胀压力开始显现。但如果观察调查通胀预期、1-10y yield curve可以看到通胀预期尚未上升，没有证据表明我们behind the curve。

20040701 BCA, The Bank Credit Analyst, Challenging Times Persist "[加息] 联储处于焦点，下述三个问题事实上联储和市场都不知道答案。最近几年经济走势与联储的model大相径庭，这让联储对这些模型失去信念，只能观察经济数据 。Preemptive policy的日子已经一去不返。

1.中性利率是多少？我们认为中性名义利率应该是4%。首先观察中性实际利率。历史均值是2%。如果剔除1970s低利率和1980s高利率，结果还是1.9%。当然，有人认为在当前通胀已经走稳的情况下，真实利率会下降（McCulley的观点），但生产率进步也会提高真实利率。所以我们认为2%应该是一个可以用的假设，加2%的通胀，这对应4%的中性利率。

2.加息有多快？联储在未来6个月也许加息不及市场预期，但2005年将超出预期。当前通胀已经在周期性上升。市场预期2005年底ffr在3.75%，这显得太低了。要知道，市场在加息快结束时通常过度线性外推政策收紧程度，因此明年市场预期ffr在未来升至5%以上也并不意外。

3.加息对经济有多大抑制？经济很好，增速在未来12个月将继续处于潜在增速以上。加息不会威胁到增长，因为货币政策在2006年以前都不算紧，偏紧政策的特征是利率高于名义GDP增速或者flat or inverted yield curve. 没有理由相信增长会在政策偏紧以前回到潜在增速以下。当然，加息对股市不是好消息。" "看多股票。经济和低利率仍支持，但我们建议selling into strength，因为上升的利率最终会成为阻力，而盈利也会开始走弱。我们预计在未来6-9个月转为低配股票。

联储加息的速度是明年市场表现的关键矛盾。最好的情形是，增长健康，通胀低，联储加息处于measured pace （BCA的理解也是，measured表示不会快速紧缩）. 最差的情形是，稍有加息经济就走弱，或者通胀大幅上升而让联储被迫大幅紧缩，这都不利于金融市场。我们预期的情形处于上述的最好和最差情形之间。

看空债券。虽然债券估值已经改善，但周期性前景不佳。"

20040701 BCA.gis gisjul04\_01, LATE-CYCLE RALLY "（GIS的框架更为传统）

我们继续认为2004年是transition, 从2003年的reflation到2005年的inflation problem.

短期的风险不再是通胀自身上升，而是美国和亚洲政策制定者过度紧缩，但我们认为过紧的风险不大。China and America are the pillars of global growth. China’s growth profile is driven by investment, America’s by consumption. 在当前情况下，全球增长前景的关键是美国就业和中国投资，两者均表现良好。

商品价格上升、BDI上升，都是中国经济扩张的结果。日本经济也已经愈发tied to China. Chart 23显示日本政府债收益率与中国经济密切相关。

" 虽然我们并不认为slack有联储官员认为的那么多，但失业率还没有落到NAIRU以下。 "股市整体来看是区间震荡。股票的周期性前景未来愈发恶化。在这种情形下，multiple expansion已经结束，联储开始加息了，但盈利上升支持股价。总体来说是区间震荡。

短期来看，股市可能还有一波上涨，但这是late cycle rally。触发因素是油价回调，以及对通胀担忧的暂时减弱。我们推荐的策略是逢高减持，而非follow the rally. "

20040703 GS UEA Softer Data Make “Measured” Look Good 联储的本次加息是史上最为telegraphed。Measured的再度强调安抚了市场。近期就业、ISM和零售也确实边际转弱。

20040707 Barclays\_Global\_Outlook\_Implications\_for\_Financial\_Markets\_July\_2004 "在过去一年的主要分歧是美国经济是否可以可持续复苏，这一分歧已经结束。最近数据确实有所走弱，但我们预期复苏会持续。

居民支出方面，labor income强劲支持了支出，远远对冲了利率上升的影响。即使是房地产行业，小幅上升的房贷并不足以逆转居民收入的大力支持。

企业投资方面，投资复苏尚处于早期阶段，margins处于历史高位，而financing gap竟然转服，这是几十年以来非常有利于投资的宏观背景。

油价方面，只有油价继续大幅上升，否则难以抑制经济。美国对油的依赖在下降，而油价上涨期间，美国出口产品中的农产品、化工产品价格也在上涨。中国方面，中国由于数量紧缩而明显放缓，但当前中国的放缓是可控的，" 本次复苏很早的体现出supply constraint，发生的很早。其中一部分原因是，本轮衰退区间消费就没有衰退过，而衰退的主要是投资——投资是产生capacity的源泉。

20040801 BCA, The Bank Credit Analyst, Time to Bail from Stocks？ "[盈利增速已经触顶] （似乎判断错误）企业盈利在2003年以来持续超预期，今年依然超预期。近期的盈利主要反映的是生产率进步，企业部门拿到了生产率进步的大部分红利，表现为margin——或者用企业selling price/labor costs——达到历史高点，margins应该已经触顶开始回落。企业部门工资%GDP已经很低，似乎触底回升。股市将会关注盈利增速的趋势而非水平，这意味着盈利的tailwind将会fade。

[联储将小心行走] 联储已经小心避免明确指出中性利率是多少，我们和市场普遍认为中性利率是4-5%。当然，在联储加到4-5%之前，经济和市场可能都已经表现不佳。

近期的经济走弱是暂时的，刺激消退以后增长会回到3-3.5%。LEI虽然回落，但尚不至于指示GDP增速回落。消费者信心继续上行，汽车销量明显在6月以后恢复，房地产活动依然强劲。我们对增长保持乐观，除了油价以外没有其他抑制增长的阻力。" "通胀在明年会继续缓慢走高。

最新的FOMC对通胀的预测是core会稳定在1.5%-2%，但格林斯潘也认识到这可能太乐观了。

我们之前提到过，2003年底到2004年初，低通胀受到一些特别项目的扭曲，近期的通胀加速回升是这些扭曲的矫正。因此短期对通胀风险的担心会消退。

但通胀周期意义上仍会走高。联储希望通胀稳在2%，但政策最终无可避免的end up by being too easy for too long. (BCA其实总是在根据历史规律去猜测周期走势的最大可能结局）。" 联储未来半年内加息可能弱于预期，但2005年加息将多于预期。 "推荐在未来几个月逢高减持回到中性。过去几个月我们一直认为没有主要资产有吸引力，我们依然这么认为。

本来股市的停滞并不意外，毕竟2003年以来涨了不少，但现在停的太久了，time is running out. 现在需要新的催化剂才能开启新的上涨。

股市的周期性前景不再吸引人，盈利增速已经触顶，而利率仍在上升。油价虽然仍然overbought，但地缘政治、强需求和低库存仍支持油价。技术上，主要指数已经跌破40周均线，breadth和momentum都不好。尽管如此，大熊市尚不会发生。

当前股市这么早的遇到困难，是不同寻常的。(似乎主要是油价影响）但要是考虑到，之前股市从未跌到过非常便宜的程度。这也意味着股市上行空间本来就有限，并且货币政策更提前的显得紧。当前的主要问题是估值和缺少利好消息——因此低油价将会提振股市。

债券。债券收益率在周期意义上也不吸引人，未来几个月可能区间波动，在2005年会回升。"

20040805 Fed Bluebook 市场普遍预期本次FOMC肯定加息25bp，保留balanced risk assessments, 并重复measured pace.

20040805 Fed Greenbook 过去六周数据弱于预期，特别是6月份就业很差，我们认为是经济暂时放缓。

20040807 GS UEA A Modest Bounce from the June Swoon 7月ISM企稳，显示经济放缓可能暂告段落，但刚公布的7月NFP数据很不好。 尽管如此，预计联储还是如期加息25bp，因为不加息会伤及联储的credibility，而且还是有一些数据不错的。

20040810 Fed Transcript "Greenspan: 月度就业数据波动大。当前值得重复指出的一个问题是，本轮复苏中的企业投资弱。以往周期复苏中，企业复苏强，特别是库存回升，本轮没有，投资不如cash flow改善的强。一个重要原因是企业高管的思维模式变了，更加risk averse——这不能简单用乐观、悲观来定义——投资的hurdle rate of return上升了（格林斯潘认为这个是结构性变化）。因此，企业在增加新雇佣以前会想办法榨干所有的生产率进步空间。就业数据不稳定，对经济活动的指示力没有那么重要了。由于生产率数据现在高度波动，因此从就业到GDP的关系不稳定。首申数据很重要，因为这个数据的波动小。CB的数据显示jobs正在愈加充裕。

This leads me to what I think policy ought to be, which—if you’ll excuse the expression—I’ve termed ""opportunistic disaccommodation""

（P74-75，建议阅读原文）给定风险在当前阶段是平衡的，我们应该加息，并尽快回到中性政策立场。我们去年运气好，难以重复。我们难以再做出表述，暗示我们有discreation。问题是，我们可能overwhelmed by the data以至于我们的discretion完全丧失（即很难有discreation）。越早的回到中性情况，我们的处境越好。我们在2000、2001年大幅宽松到极低水平，逆转并不容易，这是为什么我认为，当我们有机会逆转的时候，我们要利用这个机会。除非有很大的意外情形，我认为我们应该每次会议都加息。直到我们加息回到中性水平，届时balance of risks assessment才真正guide the direction.

我希望本次FOMC以后，市场respond with a shrug，即调整的过程是逐渐的，不对balance sheets和资产价格产生discontinuous问题。这是最好的结果，但这很难。"

20040901 BCA, The Bank Credit Analyst, The Oil Headwind "[经济暂时走弱] 经济走弱还会持续少许几个月，但市场指标并不只是经济严重下行。如果油价走弱，增长可以在明年回升至3.5%。当前经济基本面尚好，企业、居民都还行，货币也尚未收紧。但如果企业重新回到紧缩思维，则可能再度让经济走弱自我实现。

悲观的观点是当前的扩张很脆弱，一旦政策宽松结束，经济会重新走弱。我们更为乐观。是的，居民消费和房地产确实在本轮衰退中非同寻常的没有下降，储蓄率也没有上升，因此这对未来增长不是好消息，但这不代表扩张不可持续。但企业部门改善的非常明显，2003年投资终于恢复，2004年就业也终于恢复，这将支持扩张可持续进行。

关键依然是就业。7月的就业数据报告很差，但其他就业领先指标尚好。首申，NFIB hiring plans, 失业率, consumers who report jobs as plentiful都还可以。但是，如果8月份就业报告仍然很差，这代表着企业可能重回紧缩思维，这意味着年内增长都不会很好。" 近期的通胀温和。我们之前强调过，近期的通胀回升是2003H2扭曲因素的纠正。 " ""measured pace""这个概念非常vague, 并不代表着联储每一次FOMC都要紧缩。（BCA没能理解格林斯潘的本意，格林斯潘在FOMC内部已经说了，希望每次FOMC加息）

联储仍要观察数据。如果再有一个很弱的就业数据，那么联储将到大选以前都不加息。但市场对2005年底的利率预期太低了。" "总体来说，采用relatively conservative investment.

市场高度受到油价驱动。我们假设油价在年内走弱。现在几乎所有的分析报告都要假设油价走势。如果油价完全是市场化，那么需求走弱当然会带来油价下降。但油价还受到地缘政治和投机需求影响。

中性配置股票。股票短期有望反弹，有投降迹象——American association of individual investors bullish investors大幅下降，Investors intelligence的bullish advisors大幅下降，CBOE Put/Call ratio上升。但股票上行空间有限。虽然估值改善了，但盈利增速触顶，利率在继续上升。即使经济韧性强，任何经济好消息都伴随加息担心。但大熊市也不会立刻发生，利率还没有到紧的水平，因此盈利尚不会负增长。

微弱低配债券。油价上涨以后，中东国家将收入购买美债。市场对加息预期的下降也在近期支持了收益率下降。债券收益率在未来几个月有望在4-4.5%之间，但周期性前景不佳。"

20040904 GS UEA Less Growth, but a Bit More Hiring 近期许多消费指标走弱。但8月就业数据符合预期，特别是工资强劲。 预计联储继续加息。

20040915 GS Daily Have Fed Officials (and Financial Markets) Become Too Comfortable About the Inflation Outlook\_ 近期联储和市场对通胀的担心都在下降，这支持了债券市场价格。

20040918 GS UEA US Households Living Beyond Their Means 我们在过去几年反复说，房价上升是房贷利率下降的镜像反映。但最近几个月，房贷利率在上升，而房价依然在上升，这意味着房地产进入了泡沫区间，这令人担心。

20040928 Barclays\_Global\_Outlook\_Implications\_for\_financial\_markets\_Part\_1 "当前最重要的金融市场问题是，债券收益率还会继续下降吗？我们认为不会。2004年Q3的增长和通胀都在走弱，特别是就业，这支持了债券收益率走低，市场预计的联储加息已经是短暂和温和的加息了。

但是，Q3的走弱集中于消费——企业投资、房地产、库存、出口和政府支出都强劲。消费下降与油价、天气、减税消退有关，但最新数据显示labor income增长强劲，会支持消费。" 当前商品在广泛上涨，pipeline inflation压力上升——PPI finished goods, PPI intermediate goods在快速回升。

20040929 Shiller Are Housing Prices a House of Cards "这一轮房地产繁荣是全球性的。1996年伦敦房地产先开启繁荣，在1997年是洛杉矶、纽约、悉尼开始，1998年是巴黎，2001年是迈阿密、莫斯科和上海，温哥华2002年。

有人解释当前房地产繁荣是利率下降等导致的，但这个解释不了房地产繁荣的全球性特征。（也可以大体解释的…)心理因素也很重要。"

20041001 BCA, The Bank Credit Analyst, What Are the Markets Telling Us？ "[经济不悲观] 经济走弱是全面的，这说明不仅仅是短期数据波动。Retail Sales, Existing home sales, Capital goods new orders, Total Non-farm Employment增速都边际走弱。LEI已经骤降，但水平尚没有降至100一下（历史上的LEI跟现在haver里面的不一样？BCA做了deviation from trend，不知道咋处理的）。

经济走弱与高油价有关，但油价还在继续走高。经济没有彻底摆脱post-bubble症状，企业仍有一些顾虑，没有积极雇佣和投资。各方面就业指标不像前一个月那么好，但还可以。可能需要油价明显回调才能让企业信心和就业好转。

居民和企业部门的基本面仍然良好，居民部门没有呈现出financial stress的迹象，居民房地产贷款违约率继续走低。企业部门现金流很好，C&I loan的违约率还在走弱。对于货币政策，当前货币政策依然宽松。

扩张并不自我结束，一般而言，扩张都是被偏紧政策扼杀的，本次也不会例外。我们倾向于认为，经济尚不至于出现走弱的周期情形，假如油价走弱——这是一个重要的假设，我们假设油价回到30-40中间——2005年的增长可以回到3-3.5%。（事实上油价只短暂回调到40附近，2005年再度大幅上行，但2005年股市表现继续微弱上行，这难以理解）

[盈利前景不佳] 过去几年当中，企业盈利的大幅增加是最重要的经济故事之一。这源于企业极度关注盈利，大幅缩减成本。但向前看，盈利增速开始触顶回落。企业一直在压榨已有劳动力的产出，这带来了生产率提升和margins提升，但这已经到极限——productivity已经回落，而margins也有触顶回落迹象。此外，利率也在上升，之前的低利率有助于金融行业盈利——这占全部企业1/3的盈利——但当前yield curve在变平，金融行业盈利前景不妙。

从Earnings Revisions Ratio可以预测未来的盈利Level,前景不妙。

[对低储蓄率的担心] 虽然我们之前一直在淡化低储蓄问题，认为低储蓄率不会抑制复苏，但当前储蓄率仍是1930s以来的极低水平，这种不平衡尚未调整。与此同时，经常账户赤字也只是暂时得到亚洲央行的支持，这些最终总是要调整的，调整的越晚则代价越大。

1990s后期的经常账户从赤字对应的是国内投资，这是健康的表现；当前的经常项目赤字对应国内消费，不可持续，并且以来短期资本流动以及其他央行购买国债。2000-04年，政府财政赤字从1.5%盈余变为3.2%赤字，变化了4.7%，这比里根第一任期的1.9%大不少。投资方面，国内投资中的住房投资占比明显上升，非住房投资虽然恢复但不强，历史上非住房投资和生产率进步紧密相关，当前生产率大幅上升以及非住房投资的疲弱之间缺口很大，生产率进步可能无法持续。" "通胀前景温和。今年的许多通胀指标犹如过山车，大幅上涨，又大幅回落，现在看起来企稳了。

当前还没有高油价向CPI的pass through，这说明经济内在通胀压力有限。

我们认为通胀还是会走高的，核心理由是联储take risks in that direction. 但是，在当前高油价、高商品价格的情况下，通胀上升仍然缓慢，这一事实不能被忽略——这说明仍然有通缩压力在，通胀的上行速度将比我们预期的要慢。" "当联储加息到2%——即真实利率在0——以后就不会那么着急了。

经济走弱也意味着货币政策有必要继续保持宽松。" "中性配置股票。股票的上行空间有限，估值中等水平，盈利增速放缓，利率温和回升。（BCA对股票的分析很正统：估值、盈利、利率）

市场指标对经济的指示存在分歧，股债表现不佳，但spreads仍然不高，商品价格高企。

低配债券。债券收益率在加息前6个月peak了，并且随着联储加息而走低，这说明市场并不认为当前需要更紧的货币政策，市场也不再喊联储behind the curve。 当前市场认为要到2007年底ffr才回到4%的中性水平。

债券收益率在过去25年来首次低于名义GDP增速。近期债券收益率下降部分源于海外购入——图：海外在2003年持续增持——如果是因为对增长前景悲观的话，也应该可以在其他金融市场指标上看出来。收益率短期可能走平，但估值太高了，建议低配。"

20041001 BCA.gis gisoct04\_01, BALANCE IN AN UNBALANCED WORLD 上个季度我们预测股市会有late-cycle rally，但三个因素阻止了股票的上涨：1.油价上升，2.美元没有走弱。3.联储pirckly（易怒、爱生气的）。联储认为近期经济走弱是暂时性的，尽管经济没有再加速的迹象。我们认为联储犯了政策错误。Reflation是需要时间的，而央行仍在担心通胀风险，我们猜测联储将会早晚被迫停止加息。联储最终毕竟要向数据低头。我们预计，随着联储软化立场和美元走弱，股市会再度回升，我们看多股票。对于油价，我们的预测至今并不正确，这或者是我们的模型有问题，或者是投机需求过强。不幸的是，由于中国需求大幅上升，我们难以给出准确判断（看看中国原油进口）。我们倾向于认为未来六个月油价不会继续拖累股市和经济。

20041001 PIMCO Managing It Forward \_ PIMCO "联储在2003年8月12日给出了stay accommodative for a ""considerable period""，2004年1月28日改为promise to be ""patient"" in removing accommodation，2004年5月4日改为promise to remove accommodation a ""measured"" way.

2002-03年联储担心通缩风险，作为保险政策不断降息，这是及时而正确的应对，结果是利率降到水平极低。在2004年开始的加息是在通缩风险解除以后unwind这些紧急降息，也是合理的，我预计unwind到2%就完成了unwind。再下一步的加息步伐，则需要密切关注失业率。

理论上，当失业率回到NAIRU时，利率应该回到中性利率附近。换个角度讲，当失业率回到NAIRU以前，增速应当保持在潜在增速之上——联储预计潜在增速3.5%，我对此没有多少异议。因此，只有失业率快速趋近NAIRU时，加息才应该保持快节奏。当前的5.5%至少不是NAIRU。我预计联储将会在11月FOMC上表示，后续加息将紧密参考失业率。毕竟 The FOMC’s job is not just paying the Fed funds rate spot, but managing it forward.

"

20041002 GS UEA Why Foreign Trade Won’t Help US Growth 消费继续高位放缓，home sales似乎终于触顶（绝对值），就业信号仍然mixed。

20041007 GS Daily Fed Policy- Why this December may be Different 现在市场price in的情况是12月FOMC只有50%的可能性加息。我们认为大概率还是要加息的，近期数据也还可以。

20041016 GS UEA Trouble Brews in the Housing Market 房地产开始呈现泡沫特征:1.房价上升速度已经超过了利率和居民收入所能justify的程度。2.库存压力在积累，建设趋势已经超过了家庭形成的趋势。3.房地产开始出现投机特征，existing home换手率快速上升，调研显示购买房地产的美国居民期望房价上涨带来回报。（都有相应的很好的图，看起来主要是在2004年开始出现泡沫特征的） 通胀pressure persisits in the pipeline, CorePPI当中的中间品和完成品yoy增速仍在上升。

20041021 GS Daily Four Straight Drops- A Disappointing Signal LEI已经连续四个月下降，历史上一共发生过11次，其中6次衰退，3次增速放缓，当前的LEI连续下降不是好消息。

20041023 GS UEA When Does a Soft Patch Become a Slippery Slope "历史上，高油价与衰退紧密相关，现在市场在担心油价要升到多少会让美国经济进入衰退。我们认为关键是油价上涨要引起失业率上升0.3pp，这需要油价快速上行到70$(当前约50$，是2004年的年内高点）。美国经济对原油有结构性变化，而且联储在当前更加宽松。

最新数据显示，通胀又有回升，虽然有短期移速。增长方面mixed，housing starts下降。"

20041101 BCA, The Bank Credit Analyst, Darkening Clouds Over the Outlook "[经济下行风险增加] 高油价无疑给经济带来下行风险——消费者信心和消费能力下降，企业margin下降。LEI连续走弱，这意味着经济还要走弱几个月。但我们认为衰退并不是基准情形，因为联储在近期并不会让货币变紧，金融指标也并不指示经济衰退——利差仍低。

2004年经济增长表现尚好，但如果没有就业改善，下一步经济的支持力量来自哪里，这是一个问题。核心问题是，如果就业跟不上的话，消费韧性难以保持。当前企业仍然谨慎，这可以理解，油价上涨，地缘政治风险仍在，现在又面临大选不确定性。低利率已经继续支持房地产活动，但随着房价上升，affordability已经下降，房地产销售和建设可能已经触顶。当然，如果房贷利率进一步走低，这还能支持一下房地产，但这只有暂时作用，因为居民储蓄率已经很低，减税效果也在退去。总之，下一步消费韧性必须来自就业改善，但当前就业表现令人失望。" "联储可能在11月加息以后暂停加息。

之前市场预期的加息速度接近于每次会议都加息，这个速度与过去5轮加息周期的节奏是一致的（Chart I-6），但当前加息预期大幅下降，less-than-measured pace of rate hikes.

如果明年增长保持弱势，那么会有开始呼吁降息的声音。但是降息的门槛其实很高，需要增长连续两个季度低于2%，或者major financial shock才行，这不是我们的基准预期，但如果油价继续大幅上涨的话，也有可能（2005年油价大幅上涨，但联储其实持续加息，如何解释？）（因为增长也很强，且高油价并不对应美国的内部通胀压力？）" "当前原油市场非常overbought，但难以确定是否短期发生调整。

中性配置股票。估值是合理的，但盈利预期过于乐观。今年股市虽然面临很多逆风，但强劲的盈利表现支持了股市。但盈利增速已经触顶了。BCA给了一个简单的盈利模型，包括：liquidity，油价, 美元汇率，这一模型指示盈利在2005年及增速回落至0（这个模型错了，错了很多，why？）

低配债券。通胀前景温和，国际资本流入强劲，这些利好因素在短期可能持续。但估值很差。

当前美国股票和债券都没有太大吸引力。虽然基准情形我们预期美国股票在2005年仍将跑赢债券，但空间不大。应该看一下能源、商品相关的资产，以及与中国相关的资产。"

20041106 GS UEA Election Euphoria Collides with Economic Reality "布什大胜。格林斯潘将于2006年1月下台，而无论谁是新的联储主席，正如Volcker和格林斯潘第一年一样，市场波动都可能很大。

就业开始有所恢复。"

20041110 Fed Transcript "Greenspan: FOMC内部过去很长一段时间没有分歧，现在开始有一些分歧。这是因为过去几年的情形很不一样，过去几年生产率进步快，通胀压力小，因此我们比较确信可以长期保持低利率。但上述阶段已经结束，未来我们要根据数据的变化而作反应——we responded largely to the data as they evolved. （看数据，而不是预先设定）

就经济预测而言，上下行风险是平衡的。但我建议本次加息25bp但不表示我们会pause，这让市场觉得我们在12月可能加息也可能不加息。如果我们这么做，但经济却走弱的话，那么十年期收益率会下降，股市也会下降，但资产负债表不会受损。但如果我们本次表示下次pause，但通胀超预期上行的话，这导致收益率有更大的向上调整，这损害资产负债表，代价更大。

我们并不知道NAIRU，我更希望让ffr回到与历史数据一致的水平，而不是依赖于结构性模型的估计。这些模型建立在函数形式、是否满足线性等等。

在12月的FOMC上，也许我们将暗示在2月份pause（这句话很重要，这说明格林斯潘并不是下定决心按照固有节奏每次都加息），当然这取决于经济情况。我认为measuured的说法可能寿命不长了，我认为我们需要沟通，让市场感受到FOMC也面临着不同的意见。" （这是我第一次看到，格林斯潘终于承认，生产率进步已经结束了）

20041125 GS UEA No Turkeys in Sight 数据显示增长保持稳健，尽管耐用品订单边际走弱。房地产继续保持韧性，超出了预期，销售保持高位。就业开始有改善迹象。在11月5日以前，市场的ffr预期联储会在2%的水平暂停加息，这个就业报告公布以后，市场预期快速调整，预期在12月会有加息。现在市场几乎认定了12月会加息，并且2015年2月会继续加息一次。

20041201 BCA, The Bank Credit Analyst, Muddling Along "[经济得过且过] 2004年让看多和看空者都会失望，经济从2003年的高增速边际放缓，股市虽然上涨但仅录得6%。2005年看起来将继续是muddling through——衰退风险不大，因为联储仅将缓慢加息（错）。

过去几个月经济表现转好，就业重新转好，油价小幅下挫，美元走弱助力增长。10月份NFP大幅好转是一个好消息，但回升这么大的幅度也许与飓风有关。之前NFP数据就差，与其他就业指标互相冲突，现在NFP与其他就业指标比较一致了。当前就业回升速度仍然弱于历史情形，我们的payroll model指示着就业在继续改善。由于税改减退，利率上升，就业是维持消费的关键。即便消费没有pent-up demand，并且储蓄率很低，但只要NFP维持在150-200k之间，明年消费维持3%的增速问题不大。企业部门仍谨慎乐观。投资订单波动很大，但趋势是上行；就业也还可以，这说明企业没有全面谨慎。但企业投资仍然落后于现金流的改善，这说明企业仍然对扩张显得谨慎。

LEI到10月份连续第五个月下降，这虽然不至于预示着衰退，但这一般预示未来3-6个月经济将疲弱。然而，近期的LEI似乎愈发成为同步指标而非领先指标，例如LEI与ISM composite基本同步变化。" "联储对2005年的通胀担心不大，把油价上升看做抑制经济增长而非推动高通胀。

CBO估计的产出缺口为1%，这个缺口比较小，考虑到估计误差，这种情形下通胀也可能上升，例如1970s。

虽然金价走强、美元走弱，但债券收益率较低，说明市场也不担心通胀，这与1987年不同。" "预计联储在真实利率回到0以后会放缓加息节奏。尽管如此，市场预期2005年底仅3%太过乐观。（这里确实产生了一个puzzle，市场对ffr的预期在2005年持续上调，但长端利率就是不上涨，这违反了历史规律，值得解释）（savings glut）（还可以看看年初与年末的加息预期是否大幅变化）

联储不担心通胀的情形下，为何联储要加息呢？这是因为联储担心，如果把利率保持如此低位，未来会有通胀。

联储说未来的政策取决于数据，我们也相信这一点。联储对它自己的模型也没信心，这让联储倾向于reactive，而非preemptive。" "看起来没有什么资产具有吸引力，现在并不是下大赌注的时刻。

中性配置股票。近期油价下跌、大选结果都支持了股价上升。但未来盈利增速放缓、利率上升，这些限制股价上行空间。

低配债券。债券收益率不具有吸引力。还不错的增长、上升的利率以及美元走弱，这些是推高收益率的压力。

如何理解当前的债券收益率较低呢？1.当前收益率很低似乎暗示着债券投资者认为经济疲弱，但股市不错，spread也很低，这互相矛盾。2.另外一个解释是，有外国央行买入，但这些买入集中在短端，而且近日数据没有大幅上升。3.还有一个困惑是，MLGFMS显示82%的回应着认为长端利率在未来12个月上升，但当前收益率还是在下降，这说明总得有人在买入债券。综上，这说明有充足的安全资产需求。然而，当前收益率已经大幅低于名义GDP增速，这种情形在1960-70s出现过，这是因为当时投资者系统性的低估了通胀压力，对通胀的预期不足，现在应该不会再出现了。

当前很多人与87年做比较，87年也有经常账户赤字和弱美元，但当时的关键是美国和欧洲政策张力以及资本流出美国，当时美债收益率大幅上涨。现在当然也存在着资本大量流出的风险，但通胀压力可控，格林斯潘也对市场波动比较敏感，这不支持87年的重现。"

20041214 Fed Bluebook 通胀略有回升，增长比预期要弱一些，但整体上ffr预期略有回升。市场预计本次加息25bp，保留measured的说法。

20041214 Fed Greenbook 过去六周经济比预想要略好，消费和投资都不错，就业也不错。

20041214 Fed Transcript Greenspan: 相比历史，本次衰退比较浅，复苏也不强，这让我们的预测变的更难。因此，我们应该继续沿用"opportunistic deaccommodation"的策略—— That leads me to the conclusion that we should continue our policy of “opportunistic de-accommodation,” as I like to call it, so that we are moving toward a position where we will be better set to respond to what might happen to the economy either way. 这就好像打网球的时候，当在右边回球以后，迅速回到网球场中间，以准备后未来的球从何处来。

20041215 Barclays\_Global\_Outlook\_Implications\_for\_financial\_markets\_December\_2004 "Twin deficits再度占据头条，历史上这个词占头条时，发生了1985-87的美元走弱，1987年股灾，1990年衰退。尽管历史不会简单重复，但本次Twin deficits调整可能引发金融市场震荡。然而，到现在金融市场都表现良好，股票不错，债券市场尤其的好。

2005年金融市场的关键是通胀。如果通胀保持温和，那么加息就不会太急，我们推荐看多股票、看空短债。如果core上升到2-3%区间以上，那么对债券特别不利。" 不知不觉当中，美国CPI已经回升到2-3%的区间，以goods cpi大幅回升为支持。 即使通胀在2-3%区间，我们依然预期联储在2005年末加息到4%，主要逻辑是我们认为真实利率要保持在2%附近。

20041218 GS UEA Social Security Reform No Free Lunch 居民消费、工业生产和就业消息较好。 通胀压力温和，pipeline压力也在边际减弱。

20041223 BCA.gis gisdec04\_23, A YEAR OF MARKET TRANSITIONS "2005年将是所有资产趋势逆转的一年。股市从2002年开始的牛市将逆转，全球政策利率将在2005年触顶，我们怀疑联储难以加息超过3%，债券收益率上半年可能上升但下半年将会下降。

Reflation已经持续3年，首次胜利是2002年10月股市触底，第二次胜利是2003年6月债券收益率触底。

中国在2004年维持了扩张，政策整体上保持reflationary，对特点部门进行信贷紧缩。近期数据显示中国通胀触顶，这意味着中国首次实现了boom without a bust." 金融市场所期待的low inflation expansion is about as good as it gets.

20041224 GS UEA Price Pressures Gradually Building 通胀压力在上升：1.产能利用率上修。2.margins承压，企业有提价压力。

20050101 BCA, The Bank Credit Analyst - The Outlook - 2005, A Year of Living Dangerously "[2004年回顾] 尽管市场在2004年持续担心全球金融不平衡，而且在2004年中担心中国硬着陆和油价上涨风险，但全年还是股价上涨。中国似乎避免了硬着陆，而油价上涨、加息等对美股冲击有限，美股和美国经济韧性令人印象深刻。 2004年发生了inflation scare，但这又被证明是一次false alarm，收益率在2004年初和2004年底都是4%。BCA从没有预期到油价会上涨这么多，但油价上涨这么多的情况下经济依然还可以，这印证了BCA对经济的乐观看法。

[2005:经济得过且过] 对于2005年，我们认为another muddle-through year like 2004. 经济方面，全球增长的关键是美国和中国。对于美国，美国在加息但利率水平还算不上紧；消费方面，我们的payroll model预测就业继续改善，我们预期2005年就业改善支持真实收入增速在3%左右；企业投资仍然在落后于现金流的改善。对于中国，中国还会维持低通胀扩张的状态，中国经济在2004年放缓了一些但还不足以让通胀风险解除。

[长期风险暂时不会爆发] 过去几年的reflation政策继续积累了大量不平衡，早晚我们要为此付出代价，timing应该不会是2005年。Debt Supercycle的起源是，在大萧条以前，政府普遍接受了衰退是“清洗”经济系统中excess的机会，而且各国普遍坚持金本位，因此政策空间也不多。大萧条摧毁了政府对自由市场经济的信条，凯恩斯在1935-36年发表了通论，给出政府干预经济的蓝图。至此以后，特别是二战以来，政府在每次衰退时都避免私人部门资产负债表彻底出清，积累更多的债务。在1990s，我们确实担心过超级债务周期的终结，因为财政赤字很大，美元已经走弱了5年再走弱的空间不大，而美国银行经历着1930s以来最大的危机，导致货币政策传导不畅。但事后来看，货币宽松和弱美元还是起效了，尽管有一定时滞。在当前，美元还有进一步走弱空间，而且金融系统很稳健，贷款违约率在历史低位。就长期而言，美国债务长周期的最终阶段的标志是资本流出美国，让美国政府被迫收紧货币——像EM一样——而这会抑制内需。

[房地产过热] 大幅货币宽松让房地产部门非常受益，全球房地产都很火热，包括美国的东西海岸。美国2004Q2和Q3的房价上涨速度惊人，仍在上涨。例如加州在2004Q3 yoy上涨27%；与之对比，内陆地区没有太大泡沫，有许多地方全年上涨不足6%。

随着利率上升，美国房地产肯定会放缓，但尚不会崩溃。" "[与1987的比较] 当前与1987年都有着经常账户赤字，重要区别在于，当前通胀压力可控，而1987年市场则很担心联储behind the curve，债券sold off viciously.

当前通胀有上升压力，但压力有限，因为仍然有一定产出缺口。显然，pipeline pressures在积累: Core PPI Finished Goods, Core PPI Intermediate godds, Non-oil import prices, Core CPI, NFIB Planned Preice Changes." "[联储加息，市场危险] 整体来说，我们认为主要资产都不具有吸引力，这是长期极低利率的结果，任何主要市场机会都已充分挖掘，特别是考虑到联储在加息，2005年是危险的一年。

虽然当前我们仍然坚持reflation trade，但这已经是reflation trade的late stages，因为联储在决心把利率正常化。这里的风险是monetary overkill. 联储相信当前利率低于中性利率——没有人真的知道中性利率是多少，市场和联储都猜测是4-5%之间——所以联储会继续加息。格林斯潘经过说，没有准备好面对加息的投资者是""desirous of losing money""。而当前市场price in的2005年底的利率仅3%。联储没有释放停止加息的信号，看起来联储正在开足马力继续加息。这种结果是，有可能联储最终收的太紧。

如果收的太紧，联储将迫使市场reprice risk，这意味着股市走弱和信贷利差上升。但repricing何时到来——联储何时加息过多了——这难以预计，毕竟金融市场本身才是最为领先的指标。但是，我们可以观察那些最为leveraged market——例如亚洲股票和商品——Those markets that are the most leveraged to the economic cycle should give advance warning，但当前还没有预警。虽然长债收益率低，但考虑到股市、信贷利差较好，这说明市场暂时还没有预期货币过紧。

[股票] 盈利增速下降，货币条件收紧，联储可能overkill。从估值来看——SP500 foward pe, SP500 foward PE + 10 year国债收益率（这个是最简单的办法），Nonfinacial corporate sector equities to replacement cost book value——当前美股估值fair。

2004年的盈利增速非常惊人——TOTAL CORPORATE PROFITS/GDP， TOTAL CORPORATE AFTER-TAX PROFITS/GDP, TOTAL CORPORATE AFTER-TAX PROFITS yoy——均大幅上升。

[债券] 2004年看空债券的投资者很多，考虑到美国强劲的增长、走弱的美元和经常账户赤字，已经居民和政府高债务，当前收益率水平确实低。但是，2004年收益率却震荡走平：债券收益率先是大幅上涨，因为Core inflation回升，联储似乎behind the curve. 在六月加息以后，美国经济放缓，core inflation回落，而且油价和其他商品上涨并没有传导给通胀，市场对联储加息预期下降，债券收益率再度回落。仅仅的短端利率预期本身，不能完全解释当前的低利率。

我们认为2004年的关键是全球储蓄的充裕，abundance of global savings。2004Q1-Q3，外国央行购买了超过一半的国债净发行，再考虑到外国私人购买以及联储购买，结果是2004年国债净发行为负。这解释了为什么收益率如此之低。据估计，外国央行购买压低了国债收益率40-100bp。

我们认为债券收益率在2005年对市场而言可能跟2004年一样再度有下行惊喜，因为通胀温和，并且更重要的是全球资本仍然流入美国，债券收益率可能上升的幅度远小于以往联储加息周期。

债券估值仍略偏贵，但是fair value将在2005年中降至4%（这个fair value是怎么计算的？）

联储加息也意味着美国短期难以有大的泡沫——大泡沫都需要货币宽松（但没有考虑到影子银行系统的金融创新）。下一个大泡沫应该是在中国以及相关的能源、商品。

"

20050101 PIMCO Shades of Irrational Exuberance \_ PIMCO "12月16日的FOMC会议被认为是hawkish，但我认为这并不意外，联储一直认为当前水平低于中性利率。让我意外的是，联储minutes提到“Some participants believed that the prolonged period of policy accommodation had generated a significant degree of liquidity that might be contributing to signs of potentially excessive risk。这是联储再度提及金融风险问题。

要知道，全球不平衡和金融稳定是一个矛盾。全球不平衡——全球需求不足——意味着联储刺激经济的时候，许多需求外溢到全球造成美国经常项目赤字上升。联储选择冒着赤字上升的风险来刺激经济，我是同意联储的做法的。这种全球不平衡的真正风险是，为了刺激就业而产生资产价格泡沫。

实际上，我认为全球不平衡将注定产生资产价格泡沫。下面讨论房价。由于就业疲弱，联储只能刺激房地产。我在2001.6写了房地产还有很大刺激空间，现在过去了三年半，联储是否已经制造了房地产泡沫？这是一个open question. 在全国层面上，我认为没有。原因是最前面的图，用housing price/rent现在估值虽然回升但仍然不算历史峰值（能否replicate这张图？）。但具体到加州，则是有泡沫的。

更重要的是，FOMC现在把房价上涨看成一个担忧——即联储认为有风险——而格林斯潘一直喜欢用macro工具来解决泡沫问题。根据1994年5月17日的transcript，格林斯潘会担心由于vol太低而积蓄风险，而当前格林斯潘似乎也要把vol推上去（但格林斯潘只说不做）。这种情况下，美国企业债市场比较脆弱。"

20050105 GS Daily Irrational Exuberance Revisited\_ "12月14日的FOMC minutes讨论了“speculative demands were becoming apparent in the markets for single-family homes and condominiums”。现在经济增长稳固了，联储开始担心各种excessive risk taking，房地产是其中之一，但从minutes全篇来看，可能不是最重要的。

Shiller研究到2002年中，多数地区的房价可以为收入所支持，但从彼时已经上涨了20%。当前房地产确实体现了一些泡沫特征：1.加州、夏威夷、东北地区房价上涨太快，明显泡沫。2.估值，OFHEO repeat sales home price index to owners' equivalent rent处于历史熬点，但上升幅度可控（怎么跟McC的不一样？？？），房价 to average incomes也快速上升。房价上升速度似乎超过了利率可以justify的程度。3.上涨预期很强，Kar Case and Robert Shiller调研显示购房者对房价上涨预期很强。4.短期投资行为，体现在existing housing stock turn over升至9%，历史上是6%。5.杠杆率暂时看没有什么特别信息。6.金融创新，subprime loans. 7.媒体高度关注房地产。

房价的关键支持来自低利率。2004年利率回升幅度弱于市场预期，也弱于我们的预期。"

20050108 GS UEA The US Interest Rate Outlook Onward and Upward "1960-2004的真实ffr平均是2.5%，当前仅0.5-1%左右，这一意味着要进一步加息。此外，由于金融条件宽松，因此真正“中性”的ffr可能更高。（说的挺有道理的。跟McCulley的意思一样，资产价格驱动市场情绪，而非简单由利率驱动）

12月ISM回升，消费较好。Exhibit 6给了外国部门购买、国债净发行的2001-04年情况。"

20050115 GS UEA Capital Spending Continued Strength in 2005 "企业投资在2003年春天以来持续回升。决定投资回升的各个因素都在改善。投资回报率高，产能利用率低，资金可得性越来越强。我们发现depreciation tax bonus——在2002年3月开始起效，2003年中进一步升级并把截至时间推到2004年底——仅有轻微的效果，如果有任何效果的话。这是因为这些bonus起效的时间和投资回升的时间不match，没有迹象2004年底投资有在窗口期结束前加速的迹象。

最新的零售和工业数据显示内需稳健，工业生产似乎有重新加速的迹象。"

20050126 Fed Greenbook 过去六周基本符合预期。 近期通胀表现较好，我们继续认为通胀预期锚定的较好。

20050129 GS UEA A Policy Road Map for 2005 投资趋势稳定在高位，就业仍在改善——Job Availablility Assesment, 失业率。 通胀压力变化不大。

20050201 BCA, The Bank Credit Analyst, The Fed Marches to Neutral "[经济可以承受加息] 当前市场预期ffr在2005年末仅到3.5%，两次会议加一次，这似乎是在预期通胀会回落，或者说经济不能承受短端利率在3.5%以上。我们认为加息到4%不会抑制经济，特别是考虑到长端利率将不会显著上升。美国经济在2004年增长4.5%，今年预计仍能增长3.5%，与潜在增速一致。

近期经济数据整体较好，ISM回升，消费者信心转好，房屋销售仍然维持高位，LEI有企稳回升态势。主要拖累是出口在转弱。虽然利率回升，但企业仍有巨大动力继续投资。当前利率水平不高，房地产仍将继续强劲，而只要就业不错，消费就还可以。外需方面欧日仍然疲弱，美国出口部门从弱美元中收益有限。联储加息步伐整体谨慎，只有通胀大幅上行才会让联储加快步伐。主要是风险是高油价（但油价上升并没有抑制美国经济，why？事后来看，被房地产热所抵消）。

[消费仍将稳健] 二战以来持续担心消费者债务问题，最近也是。特别是减税和mortgage refinancing结束以后，市场担心消费再度走弱。如果消费走弱，那么即使企业投资继续稳健，这对美国经济也非常不利。

我们认为加息对债务负担上升有限，因为只有25%是浮动利率。（但对边际上债务影响不小，新增债务许多是浮动利率）

就业在改善。就业是居民部门financial health的最重要决定因素。众所周知，当前的就业复苏很弱，甚至弱于1990s的所谓jobless recovery。主要就业指标在继续改善——NFIB hiring plans, Manpower Employment outlook survey, Help-wanted ads, Temporary employment。

房地产确实有泡沫迹象，increasingly frothy. HOUSE PRICES/ EMPLOYEE COMPENSATION RATIO， HOUSE PRICES / CPI RENT，REAL HOUSE PRICES都创历史新高。但是，在低利率支持下，HOUSING AFFORDABILITY INDEX仍处高位（这个与高盛是所谓利率与房价关系好像不一致？？？）

但房地产崩盘的可能性不大，因为不太可能出现货币紧缩和房贷利率大幅上行。联储短端利率加息没有传导到长端利率，未来即使有传导也不会很大。历史上房地产崩盘发生在货币紧缩、深度衰退和poor affordability(1980s早期），或者衰退与银行信贷紧缩（1990s）。当前银行体系很好，联储加息也谨慎。" "Core PCE——联储最为关注的指标——稳健上升，表现平稳。虽然PCE inflation Durable goods通缩已经结束，但PCE inflation services在走弱，整体上BCA Pipeline Inflation pressure index在回落。

去年的通胀压力最强——货币宽松，大幅财政刺激，弱美元，高油价——这也体现在pipeline inflation pressure index大幅上升，但pressure并没有传导到CPI。滞后效应也许存在，但这也说明有结构性因素抑制了通胀（这个就叫做，when facts change, I change my mind），因此通胀今年仍有上升压力，但上升幅度温和。" "[联储表态要解除宽松] 联储已经表态非常清楚，需要退出货币宽松.联储已经越来越透明。有时候联储surprise市场是合理的，但现在并不适合surprise市场。联储强调，加息步伐将高度依赖经济数据。当然，等到经济数据中看到联储影响时，可能已经过紧了，但联储会快速再反应，因此问题不会太大。

对于联储而言，通缩风险已经解除，promote risk-taking已无必要。事实上，12月minutes显示委员已经担心太多投机活动，许多委员担心通胀上行风险。当前真实利率仅0%附近——以Core CPI计算，因此会继续加息。

当然，联储希望避免冲击，因此偏好move at a ""measured pace""。当前加息而长债收益率不上升，联储应该比较高兴，这避免了房地产和股市受到加息冲击。

虽然没人知道中性利率是多少，联储官方表态也不多，但从联储、学术研究以及历史数据看，大约是4%。因此在加息到4%以前，联储应该都认为货币是宽松的。也有观点认为，高杠杆和全球充裕储蓄将压低中性利率，这也意味着联储可能过紧。" "总体而言，当前主要资产机会不大。一个艰苦的现实是，对于比较低而稳定的通胀环境而言，对金融资产并不是一个好的环境。当收益率调整到低通胀的水平, 那么投资者只能寄希望于获得running yield。与此同时，由于利率不再下降，股市也不能得到利率下降的支持，而盈利增长则受到pricing环境恶化的抑制。

[货币宽松的结束将冲击杠杆交易] 当前货币刺激的逐步退出意味着需要谨慎投资，a cautious investment strategy. 在回归中性利率——即4%的过程中，将对市场将造成冲击，因为许多leveraged trade要unwound。

中配股票。从现在开始对信用债也中性配置。去年以来，债券收益率较低对股市有明显支持。如果不是债券收益率走低，股市表现将差一些（why？）。

利率上升将对冲decent profit picture。历史经验表明，今年股市不会很强（有一个整理好的表格，很好），一般post-bear mkt rally的第三年上涨很少，平均2.9%，当然variation很大，与当时的货币环境有关。联储加息期间，PE总是下降的，因此PE水平越低会越好一些，而当前的PE并不低，所以压力更大。当前利率上升温和和逐步，因此股票不会大跌；盈利从去年20%增速会回落到5-10%，不足以支持股价上升，但也不至于大幅下跌。

低配国债。当前利率较低主要是real yield低，TIPS隐含的通胀预期一直比较稳定。事实上，各种调查都说明市场对债券看空，这不难理解——货币在收紧，通胀担忧，财政赤字，对美元危机有担心。但尽管财政赤字和房贷需求很旺盛，但收益率仍然不高，这说明全球过剩储蓄的力量很强，压制国债利率。对美债的需求主要来自外国央行，这些央行不是利润最大化的投资者。

但当前的国债利率水平并不具有吸引力。除非经济不稳，或股市下跌，收益率才可能下跌，但仅是可能。另一方面，即使通胀上行，国债收益率上行空间也有限，因为有海外需求。"

20050201 PIMCO Conditionally Unconditional \_ PIMCO """In the game of active investment management, understanding the motives of all buyers, rational and irrational, is called doing your homework."" 市场普遍认为，当前利率曲线too low and too flat. 传统的利率预期理论难以解释这个问题——虽然利率预期利率得不到实证的支持，但仍然是投资者思考的出发点。我认为两种合理的解释是：1.亚洲央行买入美元、美债来压低汇率。2.市场的中性利率其实没那么高。市场一般认为中性真实利率是1-3%，而2%是Taylor rule所隐含的中性的真实利率，我认为只有0.5-1%左右。

亚洲央行购入买债——Gross也称之为Asia put——将压低美债收益率。这个Bretton Woods II将持续很久，也会压低美债收益率很久。

此外还有一个话题，对冲基金在2002年夏天卖所有的BBB credit spread, 如果它们可以force评级机构来把它们下调到BBB以下即垃圾债，则会获利。这一度确实是这样。对一家BBB公司可以如此，但对全部BBB公司则不行——在长期当中，the fallacy of composition took over——联储认为这事实上是对企业债的Bank Run，在2002年11月21日伯南克发表讲话救企业债。

我们低配长端债券，但会随着新的信息而做改变。"

20050202 Fed Transcript "格林斯潘：模型预计到2006年底经济前景都还不错，我这可能性很低。模型都是外推的，当复苏初期的时候，模型预测对复苏持续性还有怀疑，等复苏很久以后，反而预测未来持续复苏。但是，当经济已经反弹很高以后，唯一的可能性就只有向下走，这与人性有关，很难用模型讲清楚。当然，我没有比Greenbook更好的预测，但我觉得有些内生问题是模型无法捕捉的。

We have to be careful because something is going to go wrong here, and I think the most probable thing is that we’re underestimating the potential inflation pickup.

建议加息25bp，并对表述几乎不做修改。"

20050205 GS UEA Revamped GSFCI Shows Need for Fed Tightening "修正了GSFCI金融条件指数的构建方法，更加市场化，避免修正。1.我们过去使用通胀预期来把名义利率转换为真实利率，以及把名义有效汇率转为实际有效汇率，但通胀预期不好准确测量。2.使用SP500，而不是total market cap，这是为了方便，因为名义GDP是季度频率和时滞。

历史上，1980s以来的历次加息，金融条件都是逐步收紧的，但本次在2004年加息以来金融条件反而是放松的，这意味着联储要进一步收紧。

权重使用的是Fed model。"

20050226 GS UEA s America Fiscally Challenged 近期经济较为强劲。就业较好，首申大幅下降，job availability index也在上升。 商品价格上涨支持了core inflation上升。

20050301 2005年春季CCER中国经济观察（总第1期）2005年一季度宏观经济分析\_宋国青 "[2005Q1经济比较热] 2005Q1的工业产出（季调后环比）回升非常厉害——我们考察3个月环比，这个是比较好的折中——其回升力度堪比1994/1998年过热程度的一半。

2005Q1的贸易顺差大增。有三种解释：1.今年大幅减库存。2.人民币真实汇率下降。2003年10月份开始，中国CPI高于美国，持续到2004年8月份。在后来的几个月，随着中国实行宏观调控、控制总需求，中国CPI 绝对下降，相对价格的变化直接影响贸易需求，导致内需相对于外需疲软，从而推动了出口。宏观调控以来，经济没有经历大起大落，就是因为国内需求压下来以后，出口上去了。这说明在比较短的时间内，贸易可能起到平稳总需求的作用。

现在的情况是工业生产有所偏热，这是指１季度的情况，２季度可能会降点温。如果缓和降温的趋势能保持下去，温度不再上升，是可以接受的。现在的问题是利率太低，借钱的意愿比较强。如果完全放弃行政调控，包括降低准备金率，货币供给增长率会往上走，使以后的通货膨胀率上升。

造成经济偏热的原因是在需求上升的过程中，利率和汇率基本没有动。现在到底怎么选择，是比较复杂的问题。真想动汇率的话，利率就别动甚至还要下调，两个都上调肯定受不了；如果汇率不动，那就上调利率。这里说的上调利率的前提是，放松各种形式的行政控制，也包括适当增加城市建设土地供给．

[通胀暂无上行风险，即使有，大幅上行空间有限]

最近一波通货膨胀是在2003年10月份开始的。当时国庆长假一过完，期货市场上主要品种连续三个涨停板，这在历史上也很少见。2004年11月至2005 年2 月间并没有上升。但是，2005 年3 月份却发生逆转，所以说，通货膨胀率出现反弹。

2005 年一季度季节调整后货币增长率增长17％，这和3％左右的通货膨胀率是适应的，不能支持更高的通货膨胀率。通货膨胀率的变化，已经非常清楚地提前几个月通过货币的变化体现出来了，货币M2 对CPI 通货膨胀的预测作用是无与伦比的。只根据M2 一个指标来预测短期的通货膨胀率，达不到90 分也能达到60 分。现在的利率水平按照3%的通货膨胀率是严重偏低的，银行会积极放贷，造成货币供应量冲高。但是，以中国M2 的短期稳定性和央行现在的数据处理能力，M2增长年率超过20%可以被发现于萌芽状态。另一方面，控制M2 的增长率，至少是在抑制的方向上，无论价格手段还是行政手段，其有效性不应当存在疑问。所以，中国至少在今后一段比较长的时期内，出现高于5%的CPI 通货膨胀率并且持续几个月，不是决策层的主观选择或者体制问题，就是非常偶然事件影响的结果，其概率是很小的。

生产资料中许多产品特别是石油和铜等金属材料的国际价格相当接近“一个价格”的假设，中国和国际的生产资料的价格上涨幅度差不多。从多方面信息来看，中国的剪刀口更大一些，即消费资料价格相对下降的幅度更大。"

20050301 2005年春季CCER中国经济观察（总第1期）国际储备分析\_李扬 从2002 年开始，对于货币信贷走势产生影响的已经不仅是货币政策，其中最突出的是，现在有越来越多的监管政策正在产生越来越强的货币政策影响，比如说2004年下半年以来，货币当局想对房地产市场进行约束，商业银行基本上置之不理，其直接原因是，银监分设之后，银行感受到的压力95％来自监管当局，而只有5%来自货币当局。监管当局有它自己的监管框架，比如说拨备比例，抵押贷款的风险被认为是50%，一般工商贷款的风险则是100%，在这样的监管框架下，特别是在监管当局要求银行根据风险程度来提取拨备的监管框架下，银行当然倾向于多发抵押贷款。

20050301 2005年春季CCER中国经济观察（总第1期）会议上半场问答\_ 哈继铭：现在美国在不断地加息，短期利率不断提升，但长期利率还是不动，收益率曲线是平的，美国房地产价格还在高速上涨。中国进行汇率制度改革就有助于抑制这种现象。

20050301 2005年春季CCER中国经济观察（总第1期）中国经济过热的风险\_哈继铭 " GDP 各个分量的涨幅都比去年快很多，而且是整体快速增长，增幅大于对我国潜在增长率9％的乐观估计。所以我对这次过热的定义就不光是过热，还是全面过热。政策含义很明显，如果说结构性过热需要用行政手段或者部门手段来调整的话，全面过热就需要用总量的、宏观的手段进行调控。

有人觉得在中国利率根本不起作用，因为企业都是预算软约束。我认为这个观点用在20 年前可能还是对的，但现在已经不适用了。现在私人经济成分在整个经济成分当中所占的比重越来越大。尽管有些国营企业还是软约束，他们对利润还是很敏感的，即便地方政府对于利润也是敏感的，而利率变化会导致利息支出的变化进而导致利润变化。

[部分地区存在房地产存在泡沫] 一个指标就是所谓的有效融资成本。它包括两部分，一个是你买房子的时候你需要付利息，同时你在付首付的时候有利息的损失，而租房子当然要交租金。利息和租金这两个变量之间要做一个对比。另外一个指标就是月供和租金之间的比例。在前个指标说明买房子还是比租房子合算的情况下，还会有人因为不符合第二个指标而买不起房子，因为他们可能付不起月供，月供代表利息和本金的支出。

根据这些调查得到的数据，如果看全国的情况，大家会觉得中国房地产没有什么泡沫，两个指标略大于一，即成本略高于租金。但是如果将杭州、天津、上海、南京、无锡这五个排在前面的城市单独来看的话，情况就不一样了，相应的指标都在1.5-2.0 之间

CPI 不能真正代表中国通货膨胀的压力，已经没有多大的参考价值，一个原因就是油、电、煤、运这些公用设施的价格实际上都是被管住的。国际油价拼命在涨，而国内的油价并没有跟着涨。电价也没怎么涨。这些隐性通胀都没有反映到CPI 当中去。我们不知道CPI 里面这些商品的权重，也许这些商品对CPI 的直接影响不大，但其间接影响是很明显的。如果说工厂用电和农民用电的价格都上去了，那粮价和工业产品价格都有向上的压力。"

20050301 BCA, The Bank Credit Analyst, Don’t Join the Armageddon Crowd Yet "美国经济在2005年将和2004年一样增速稳健，通胀温和。金融不平衡是长期担忧，不是近期风险。

[先不要加入末日论] 近期美国经济比较好的同时，储蓄率和经常账户赤字在扩大。事实上，过去50年当中，不断有人担心消费者债务。一次双赤字出现在里根时期，如果当时就担心清算理论而不投资风险资产，将错过牛市。

两个触发灾难的风险是：1.亚洲央行停止购买美元。2.房价下降，居民部门finances严重受损。两者都会导致衰退，但两者都不是近在眼前。

[房地产泡沫的重要性] （这似乎是BCA第一次在标题中直接用housing bubble）从主要全国房地产估值指标来看（上个月BCA有），房地产看起来泡沫化了。虽然全国层面上，房贷低利率让affordability还可以，但在泡沫化地区，affordability已经恶化，例如加州。此外，加州70%的新增房贷是adjustable rates，这是为了尽量减少每月付款的压力。加州房价上升势头似乎已经下降，现在加州库存比一年前上升了一半，而卖出房子的时间也上升了60%。

房地产在经济占比愈发上升。household real estate % total asset在2000年以后大幅回升，home mortages % non-fedearl debt在2000年以后大幅上升，Real estate loasn % bank loans在1998年以后就快速上升——还要考虑到有许多mortgages证券化了，而Real estate investment % fixed investment在2001年开始快速回升，当前似乎有高位触顶迹象。

但房价崩盘还不在眼前。只有利率进一步上升或者就业走弱的情况下，房地产泡沫才会破灭。尽管联储加息，但全球过剩储蓄支持了美国长债，以及房贷。与此同时，如果没有大的冲击，美国经济扩张会持续，就业会继续改善。" "[联储是否会犯过紧的错误？]

最新的FOMC预测显示对前景很看好，增长稳健而通胀不高，这是近乎完美的前景。格林斯潘也表示长债收益率低并不代表是市场预期经济将走弱——即联储已经过紧。我们同意，因为股市和信贷利差体现的经济前景很好。

联储依然决心加息到中性利率——大约是3.5-4%，我们预期加息到3%以后会放慢脚步，不再形容货币是accommodative, 也不再说raising rates at a measured pace.因为在那个时候，联储自己也不知道将要做什么。我们猜测FOMC在那以后会每两次会议加息一次。

进口价格和PPI在加速，但没有传导到CPI。我们构建的pipineline inflation pressure也在下降。

" "当前对投资者的挑战是主要资产都没有吸引力。因此我们对推荐对股票中性配置。当然，我们对此也不舒服，因为这个建议不能创造超额收益。

中性配置股市。考虑到加息、高油价和盈利放缓，美股没有吸引力，但也不会有大熊市。因为当前联储加息，我们从高配变为中性配置股票，随着联储继续加息，我们还准备低配，但当前货币条件还不够紧，所以我们不准备这么做。

微弱低配债券。全球充足的储蓄支持债券，加息不利债券，总体上似乎会在4-4.5%区间波动。债券当前收益率没有太多投资价值。"

20050301 PIMCO Putting Politics In Your Economics \_ PIMCO 我们最开始学的微观经济学、宏观经济学，最后要学习政治经济学。这是因为经济离不开政治，即使是微观经济学当中，没有政府保护的产权，市场也不能正常运行。政治经济学在原油、汇率和社保方面表现最为突出。原油方面，沙特是一个主权国家，因此在预测油价的时候，必须假设沙特会怎么做。汇率方面，国家垄断了本币发行，而全球居民并没有自由迁徙的权利，因此汇率是一个垄断市场，可以长期偏离PPP。现在EM国家尽量压低本币汇率来支持就业。社保方面，赡养老人是一个公共品，需要征税来解决。

20050305 GS UEA Made to Order for Mr. G 最新就业数据不错：NFP较好，失业率回升且工资增速不高，这说明仍有slack。2005年初以来的消费边际放缓，这进一步支持了当前经济是由投资驱动的。

20050309 GS Daily What to Make of Yield Curve Flattening for Economic Growth 有人把收益率曲线变平看做是市场预期经济走弱，但我们认为放在更长的历史数据中看，当前也不算多平。此外，在1986年以来，曲线对GDP增速的预测力不强。只有曲线倒挂之前，yield curve junkies恐怕都得先等待时机。

20050314 bwam The impact of commodities on EM 我们问自己的一个重要问题是，到底是EM推升商品价格，还是商品价格推升EM。答案是前者。一个重要观察方法，是把EM分为两类：EM的商品进口国，与EM的商品出口国。对比显示，EM商品进口国的增长强，储备大幅增长，基本面向好，这比商品出口国还要强。草根层面的信息是中国对巴西基础设施的投资，从巴西进口资源品。

20050314 GS Daily Mortgage Equity Withdrawal Picks Up Further in 2004 "Mortgage Equity Withdrawal在2004年进一步加速。

根据2003年American Housing Survey, Adjustable-rate mortgages (ARMs)占比近17.1%，比1989年的25.8%明显下降。虽然近两年ARM边际上升，但不改变大的图景。这意味着，长端利率比短端利率对房地产的影响要大得多。"

20050316 Fed Greenbook 过去六周的经济表现比预想的好。投资显著上修，就业市场的消息也不错。 通胀方面的消息略微令人失望。

20050317 Fed Bluebook 上一次FOMC和三周以后发布的Minutes对市场影响不大。但格林斯潘在听证会上没有强调measured，市场上调了加息路径。最近市场对通胀上行有所担忧，特别是能源价格、商品价格、PPI和PCE上升。本次市场依然是确信加息25bp，且不改变measured说法。

20050318 GS UEA China and the US Trade Deficit 当前hard data表现尚好，核心零售和工业产出都还不错。 周二的FOMC很重要，要关注是否不再使用measured pace的说法。

20050322 Fed Transcript 格林斯潘：虽然经济前景的上下行风险可能是对称的，但loss function并不对称。如果我们过于aggressive但通胀下来了，此时损伤有限。我并不想重复1994年的经历，当时我们竭力要get ahead of the curve，甚至在一个月内加息75bp。1995年确实软着陆，但这是幸运而非great policy. 当时我们试图在1994年2月行动以前提前沟通，但市场显然没有在听，后来一系列麻烦。（开始愿意err on the harkish side）

20050322 GS Daily Fed Sees a Longer, Perhaps Steeper, Road Ahead 本次FOMC加息25bp并重复了measured pace，但整体略微鹰派，承认了增长上行和通胀压力，暗示要进一步紧缩来抑制通胀风险。

20050323 Barclays\_Global\_Outlook\_Implications\_for\_financial\_markets\_March\_2005 "增长在2004年中减速以后再度提速。当前美国经济进入了投资引领的扩张，而且2004年底税收优惠结束以后，2005年初投资仍然强劲，这说明税收减免并不是投资回升的关键力量，对投资可持续性更加乐观。就业回升虽然略滞后于投资，但现在增速水平也比较健康了。

增长与通胀的mix正在恶化，特别是input costs在上升。" Good prices正在推高美国Core CPI. Reail goods prices ex used cars， PPI core finished consumer goods, Consumer goods import prices都在上升。 当前货币极其宽松，175bp的加息并没有收紧金融条件，当前名义利率与名义GDP增速的缺口处于历史极大。货币紧缩周期还要进行很久。 债券收益率可能很快升到5%以上。

20050323 GS Daily High Bar for a 50-Basis-Point Hike by the Fed "昨天的FOMC声明以及今天的CPI数据激起了通胀担忧，市场有人担心下次会议加息50bp。

事实上，格林斯潘时期很少加息50bp，且当前情况远好于过去。此外，这与measured pace的说法也不相符。因此我们认为还是加息25bp。"

20050325 GS UEA A Longer Road Ahead for the Fed 本周通胀是最大的新闻。核心通胀继续上升，pipeline通胀压力始终很大——PPI Finished Goods, Core Intermediate Goods仍在高位。

20050401 BCA, The Bank Credit Analyst, A Riskier Investment Climate 当前经济数据继续验证着经济将继续高于潜在增速的情景，核心消费较好，房地产仍然强劲，capital goods orders继续上行。 [通胀成为市场焦点] 虽然PCE近期走平，但其他指标表现不佳，包括Core PCE, Core PPI finished goods, Import prices for consumers and capital goods, 以及BCA inflation diffusion indicator。当然，也有利好的指标，例如CRB yoy已经回落，BCA pipeline也高位走低。 "当前联储正在预防通胀上升，从宽松货币中退出，但联储并不是试图让经济大幅放缓。换句话说，当前类似于1990s中期，而不是1980s末和1990s末。

如果Core PCE再连续1-2个月上升0.3%，那么联储可能就决定加息50bp了。

我们曾以为联储在3%以后会暂停，因为3%以后就不再过度刺激性，但现在看我们过度乐观了。

加息通常引发金融冲击，就好像1994年。本次联储更直接的宣传了自己的加息政策，尽可能降低冲击。但悖论是，这又导致投资者继续加杠杆，因为联储的稳健和measured加息更容易预测。这是透明政策的坏处，因此有些联储官员希望停止提供这种未来路径的清晰表达。" "我们整体的投资策略非常保守，要等待货币环境转好以后再改变。但整体上当前是mid-cycle而不是late-cycle，因此经济会冷却但不会衰退，相应的股票会调整而不是进入大熊市。但即使是像1994年，当时市场也大幅波动。

微弱低配股票。当前联储在稳健的进行货币收紧，在利率触顶以前风险资产就可能下跌，因此采取谨慎的投资策略。即使油价下跌，盈利增速仍然将会放缓。当前股票平庸的表现与历史上熊市以后的第三年情况很一致。

当前是mid-cycle，等到利率周期有触顶迹象时，将再度合适高配风险资产。

微弱低配债券。债券投资者曾经对联储加息预计不足，但现在不再如此。当前通胀上行风险再度引起联储关注。收益率回升提供了一些价值，但距离高配债券还早。只要通胀消息再稍微恶化一下，联储就可能比市场设想的显著更为激进。历史上债券价格通常要跌到极度低估，而这对于当下意味着收益率要升到5.3%。当然，当前全球储蓄过剩，这意味着收益率不需要升到那个水平。"

20050402 GS UEA The Inflation Bogeyman Has Not Been Unleashed ISM有趋稳在55的态势，增长稳健。但库存压力正在积累，自从2003年末以来ISM库存指数一直在上涨。 "Core CPI的上升是商品价格上涨和弱美元的滞后效应，向前看这两个因素都在消退，因此通胀高风险会减弱。

真正的风险是工资上涨，现在没有迹象。"

20050409 GS UEA Financial Conditions Need to Tighten Further "我们修订了金融条件指数FCI，把Moody's A级债换为CDX...这样流动性更强。

"

20050413 Gavekal QuarterlyStrategyChartBook2Q05-WhoHasDoneSomethingStupid 我们曾经问联储官员：所有人都知道当前利率低于中性利率，为什么加息这么缓慢？联储官员回答，因为过低利率期间，可能有市场参与者加了过度的杠杆，我们缓慢加息来逐步把这些杠杆去除，但节奏可控则避免引起巨大冲击。

20050414 Fed The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit 伯南克提及Global Saving Glut

20050416 GS UEA Pricey on the Seaside "全国层面的affordability still OK, 但加州的affordability已经恶化到1981/89年的水平。为了增加价格时间序列，不仅使用OFHEO，也参考了FM的CMHPI数据。再度给了 Home price/income ratio vs. Mortgage rate图，这个不就是affordability的概念？

Mortgage Equity Withdrawal与Real House Prices变动高度相关。但眼前还看不到房价下跌。Home Sales和Mortgage applications在历史上领先房价1-2个季度，还没有下降迹象。"

20050418 GS Daily Downside Risks to Near-Term Growth鈥擮R 鈥擶ill April Showers Bring May Flowers\_ 当前增长走弱——零售不佳，我们认为很像是去年夏天的soft patch。有人认为联储要pause，我们认为不会pause。

20050423 GS UEA More Factories Needed for Trade Improvement Pipeline inflation pressure似乎减弱，Core PPI里面的Finshed Goods下降，Intermediat和Crude goods也触顶回落。

20050428 Fed Bluebook 上次FOMC声明中对通胀压力上升的说法，以及explicit conditioning of the balance of risks on “appropriate monetary policy action,”让市场觉得联储加息更加鹰派。但最近几周消费、就业和生产均弱于预期，股市明显下跌。市场对本次依然认为有一定加息25bp，但对6月份pause的概率边际上升了一点，现在是20%左右。 市场对联储的政策看法转变，在3月份认为以后到8月以前更可能每次加息超过25bp，而当前认为到8月以前更可能每次平均加息不足一次。

20050501 BCA, The Bank Credit Analyst, Waiting for Better Times "[美国经济已经失去动能] mid-cycle slowdown已经生根发芽，对于进一步走弱的深度和持续时间有很大不确定性。欧日增长放缓，这让美国愈发以来已经过热的房地产部门来支持消费。LEI在走弱，市场指标——股债相对收益——在走弱。但我们认为这是mid-cycle slowdown而非衰退，持续时间应该不会超过6个月，因为房地产仍然强劲，虽然有泡沫迹象，但除非房贷利率大幅上升，房地产市场将继续保持inflated。

未来经济的关键是企业部门是否重新回到紧缩开支的状态。NFIB显示企业乐观情绪和hrinig plans都大幅下降，核心投资品订单也边际转弱。企业家的动物精神在科技股泡沫破灭以来就没有完全复苏过。

同样重要的是联储如何应对。历史经验——1986年和1995年——表明，mid-cycle slowdown意味着PMI将回落至50，GDP实际增速在几个季度内回落到2%。最终，市场开始担心经济可能比mid-cyle slowdown更差，联储最终宽松，然后增长再度加速，几年以后通胀压力积聚，联储被迫紧缩和让收益率曲线反转。

[中性利率可能低于此前估计] 一般认为中性利率是3.5%-4.5%，因此联储仍然认为政策accommodative。此外，房地产依然火热，这一侧面印证联储可能behind the curve。历史数据似乎也支持当期利率过低，当期真实ffr仅略高于0，而名义ffr远低于GDP增速。

但是，在当前利率水平美国增长已经开始放缓，这说明历史经验可能不够可靠。

联储的算盘是完美的软着陆：利率回到正常水平，增长回落到3-3.5%的区间，通胀稳定在2%。对于不相信童话的投资者而言，有两种其他可能情况：1.均衡利率比联储预想的要低。这是因为经济结构性弱点，全球过剩储蓄和高债务水平。这意味着联储可能过紧。2.通胀上行，联储被迫更加紧缩。我们认为第一种可能性更高，向前看，股市大幅下降和信贷利差放宽是市场信号。但联储似乎认为是第二种，因为房地产强劲，3月份CPI上升。" 随着经济走弱，通胀预期也会下降。我们的Pipeline inflation pressue index已经从峰值大幅回落，NFIB plan to raise prices也触顶。 "当前市场预期到8月加息到3.5%，而我们认为联储可能都难以加息到3.5%。

" "在联储结束加息之前，继续保持谨慎的投资策略。流动性调节在缓慢恶化，而盈利预期更可能是下调而非上调。联储距离考虑降息还很远，所以在降息以前还要加息不少，这对于股债的短期前景都不利。

低配股票。如果价格进一步走低时，可以补仓回归中性配置，因为当前是mid-cycle slowdown。

低配债券。历史上，在加息周期中债券会跌至便宜区间，但当前债券接近估值附近，这与历史规律不同。两个原因：第一是全球过剩储蓄，第二是结构性的全球有通缩压力，这也是为什么债券投资者没有在意3月份的通胀上升。由于增长走弱带来通胀预期下降，因此任何收益率上升都可以用来补仓回到中性配置债券。"

20050501 PIMCO Fundamentals In Technical DragAre Still Fundamentals \_ PIMCO "4月就业和零售数据很好，这说明3月份的soft patch只是幻觉，但债券收益率却走低，与“基本面”不一致。但实际上，债券市场的“基本面”发生了结构性的变化（结构性变化与周期性变化的冲突），当下是布雷顿森林体系II：第一，当前美国工资受到非美劳动力的结构性抑制，这意味着同样的失业率下降对通胀的推升力变小；第二，全球过剩储蓄，特别是EM的。这意味着：1.美国需要产生足够的需求，而这些需求会通过经常账户赤字外溢到全球；2.美国估值要保持较高水平，特别是房地产，资产价格上涨给美国居民提供了支持，因为工资增速疲弱。

在中国的良好的供给冲击下，美国货币政策宽松的通胀程度下降，换句话说，美国的中性真实短端利率出现了结构性、长期的下降。我和Bill在过去两年一直认为，中性真实短端利率已经下降到0.5-1%，而不是Taylor Rule里面的2%。

当ISM下降到50一下以后，格林斯潘从未紧缩过货币，一个经济原因是ISM很好的预示了库存调整节奏。当前ISM是53，已经接近50."

20050503 Fed Transcript "格林斯潘：市场在预期我们要pause。pause有两种做法。第一是我们说本次不加息，下次加息。我们从没有这么做过，很难说的而具有可信度。第二种是持续加到实际上我们认为加息已经结束。要知道，加息或降低的最后一次行动都是错误。

联储的政策要考虑的是，犯错以后的成本，哪种犯错方式的伤害最小。如果我们不pause而通胀没上升，那么我们可以很快的恢复。但如果我们pause但通胀起来了，这个代价更大。如果我们不pause而经济走弱，实际上市场在会议间会帮我们紧缩（宽松吧？）。

我认为当前可能是一个soft patch，因为proft margin仍在上升，在这种情况下从未开始过周期性走弱。

And as far as maintaining a stable monetary policy is concerned, usually the fewer moves we make to correct earlier moves, the better."

20050514 GS UEA Why Interest Rates Will Rise Further 4月份零售表现不错，消除了美国经济大幅下行的担忧。房地产似乎仍然强劲，长端利率仍然处于低位，房贷申请率大幅回升至历史高点。 通胀压力仍然存在，商品价格的传导可能尚未结束，而单位劳动力成本已经开始上升并可能传导给Core inflation，这带来通胀上行风险，值得注意。 我们认为联储会继续加息到年底4%,联储何时停止加息取决于金融条件，取决于何时可以让收益率上行，以及何时房地产对高利率开始敏感。当前金融条件仍然不紧。

20050516 bwam Euro still vulnerable "欧元仍然很脆弱，欧元的升值是self defeating的。欧元的可能贬值有两个因素，第一是欧元升值损害了欧洲竞争力，第二是当前欧元利率太低了，德国债券利率已经是百年最低水平，相对全球平均收益率也在走低。

观察一个货币是否被低估、高估，最直观的是看其在全球贸易的占比，这个比PPP要靠谱。美国损失全球贸易份额的速度更快。而且美元贬值还不能完全解决问题，因为人民币是盯住美元的。"

20050521 GS UEA The Soft Patch The soft patch已经缓解。4月份的就业、零售和房地产数据都明显回升。当然，未来还可能有库存调整的压力，但只要就业保持好就问题不大。

20050525 bwam Hedge funds selling beta as alpha an unpdate "（这篇文章加深了我对于beta的理解。Beta的最本质特征是，容易简单复制、系统可持续）

（对于对冲基金的很好的分析，大部分对冲基金的策略都是beta策略）

Beta的核心含义是systematic risk。注意三点：1.Betas are easy to capture. 2.However, they have low ratios (0.2-0.3). 3.They are correlated with each other.

Alpha is zero-sum.

（然后桥水把各个对冲基金的主要策略都用很简单的策略replicate出来了，说明这些都是简单可以捕捉、共线性较强的系统性机会）

例如债券HF，就是买入流动性差、风险更高的MBS，EMD，或者买入carry更高的长期美债（即long duration），EM HF则是50/50 EM eq/bond. Distressed sercurities HF则是混合买入垃圾债和EM HY. M&A arb funds do no better than simply buying the top 10 announced targets and selling the top 10 acquirers. "

20050525 bwam The end of the debt deflation cycle in Japan （研究日本化通缩螺旋是否结束，结论是出现曙光。这一篇研究例数了各个关键的观察指标，如资产价格、资产负债表、企业利润、cashflow；房价、房地产real yield，空置率；）（最有趣的是，关于中国的竞争。在1990s日本衰落时，恰逢中国崛起，因此日本企业雪上加霜。但随着中国越来越大，中国在2005年前后也开始净进口来自日本的产品，最终还是有利于日本）

20050601 BCA, The Bank Credit Analyst, Awash in Liquidity？ "[经济] LEI跌到100以下，ISM朝着50下降，股债相对回报很弱，这预示着未来几个月增长不会很强。

[流动性仍然宽松] 多么奇怪的一幕。虽然联储连续加息，但是美国金融系统却显得流动性泛滥。银行贷款条件很低，供给充足；房地产继续泡沫化；企业部门现金充足；长端债券收益率在短端利率上升时下降；金融市场的风险溢价很低，但与此同时整体金融环境看起来却很危险（BCA在年初判断的危险的一年显然没有兑现）。

对此有两种解释。第一，the overhang of excess liquidity还很多，因为之前的流动性宽松持续时间太久。第二，全球过剩储蓄，让美国面对的资金供给非常充裕。

[房地产泡沫的前景] 当前主要资产收益率都很低，于是投资者转向房地产市场。房价越涨，房地产市场就越火热。房地产是我们的debt supercyle理论的一个经典案例，在互联网泡沫破灭以后，房地产的繁荣支持了居民部门消费。重要的是，亚洲央行支持了美国政府的刺激政策，如果美元大幅走弱的话，reflation将不会那么顺利，亚洲央行购买美元保证了收益率处于低位。

Housing Is a bubble. HOUSE PRICES\* / EMPLOYEE COMPENSATION RATIO, HOME MORTGAGES AS A % OF PERSONAL DISPOSABLE INCOME都已经突破历史极值。当前房地产占据了报纸封面，而这意味着泡沫趋势已经接近尾声。但是，房地产近期破灭的可能性不大。

如果要房价大幅下降，需要房贷收益率上升，但长端利率可能持续位于当前低位。由于衰退还远，因此就业还会继续向好。联储对于控制bubble无能为力，只能寄希望于短端利率加息来推高长端利率。收紧监管作用有限。对于预测泡沫何时破灭以及为何破灭总是很困难。在1997年底，NSADAQ 100看起来贵的离奇，PE超过50，但其指数从1997年末到2000年3月却从1000上涨至4700.

如果明年有一些financial scare让联储降息，那么房地产泡沫将继续扩大，在2010年附近泡沫破灭和衰退。由房地产引发的衰退将非常深和非常具有通缩性。到时候，利率可能已经极低，财政空间不大，美元已经大幅走弱，到那个时候Supercyle可能将要结束，这对于风险资产将极度不利，但这还远。

" "[短期通胀压力不大] CPI的上升基本上反映的是油价，而Core CPI保持在1.6%的联储比较舒服的区间。

对此有两种解释。第一是存在滞后性，但现在已经有较长时间了，通胀压力仍未显现。第二是有结构性力量抑制通胀，我们认为是第二种。结构性力量包括亚洲低成本，IT的进步。

[长期有通缩压力] 全球经济和金融的不平衡警告着通缩风险仍然在长期当中比通胀风险要更大。

全球增长都弱，这意味着可预见的未来，通胀不是问题。美国和中国最有可能有通胀，但即使美中也没有通胀压力。

美国pipeline pressure已经下降了不少，而中国核心通胀上升幅度仍然不大。

通胀压力不大，意味着联储未来对通胀的担心将逐渐下降。" "联储在未来两次FOMC仍会加息，之后放缓的经济数据可能让加息暂停。

加息的情况下，长端利率不上升，联储将如何应对？根据我们跟联储官员的交流，联储认为债券市场存在错误定价，当前的""term premia are too low""。换句话说，the Fed is bearish on bonds." "我们仍然愿意err on the side of conservatism.

略微低配股票。虽然股票看起来比较债券便宜——如果看过去20年的forward pe，或者SP500 earnings yield与真实10y债券收益率比较，但由于盈利预期太高了，所以应当谨慎一些。我们依然在等联储本轮紧缩到尽头以后再考虑回归对股票的中性配置。

中性配置债券。如果债券收益率按照历史规律现在已经到5.5%了（给了一个图）——投资者在去年以来确实一直在低配债券——但当前仅4%。从这个意义上讲，当前债券市场是一个conundrm即谜题。当前虽然债券市场有一些投机性的买多，但不能过早下定论说债券市场是一个泡沫。有时候，金融资产的趋势是更基本力量的一个先兆指标，预示着经济的走势。（但有时候确实又只是泡沫）

当前重要特征是real yields较低，而且real forward yield也很低。这是一个全球现象，主要经济体的Real Yields都在下降，不管内部经济运行周期如何（这个观察很好，也很有说服力）。Chart III-7给了一个Excess Global Savings的图(其实是trade balance，这是savings其实是不愿意本币升值的意思，而不是本国的投资率的问题)。此外，有人认为收益率曲线变平是alarming signal，但股市和信贷利差并没有传递相似的信号，这也印证了当前长端利率较低不是美国本国的问题，而是全球现象。

指标构建：The BCA Bond Model derives the fairvalue 10-year Treasury yield from our estimates of expected inflation and real returns. The fair-value level tends to move in gradual long-term swings, reflecting the fact that inflation expectations change only slowly. The Bond Valuation Index is based on the deviation of the 10-year yield aroundits fair-value level, with plus and minus one standard deviation representing the thresholds of under- and overvaluation.

我们估计的未来几年的fair value在4%附近，如果长期通胀和真实利率在2%附近的话。当前收益率在fair value附近。在历史上，当前通胀债券跌到undervalue，而我们通常会高配债券，但当前不一样。如果债券继续上涨，意味着要涨到overvalue，这意味着经济很弱或者有通缩风险，我们不会见去赌这个可能性。当然，如果收益率上升，我们认为可以买入债券。

近期Ford和GM债券被降至垃圾级让债券市场大幅下跌。"

20050604 GS UEA As Goes Manufacturing, So Goes the Economy "本次工业部门的走弱——ISM从高点高位回落——并没有带动其他部门走弱，真实消费增速仍然稳健。

工业走弱在二战以来发生了16次，比衰退次数——9次——要多。工业走弱是衰退的必要而非充分条件，基本衰退前6个月工业都会走弱。要判断到底是衰退，还是再回升，有几个拇指规则：1.ISM最初水平越高，相对越乐观一些。2.ISM降至44以下衰退，否则回升。3.衰退的案例中，ISM price index高，显示有通胀压力，与此同时，这也意味着金融条件会比较紧。4.衰退的案例中，引起了就业走弱和消费走弱，进而产生恶性循环。

当前的走弱从较高的位置上回落，金融条件也较好，下行压力没有传播到其他部门的迹象。我们猜测ISM回落到略低于50的位置然后在2006年初重新回升。" Unit Labor Cost加速回升，这预示着Core PCE将要回升（跟BCA的看法很不一样啊）

20050622 Fed Greenbook 过去六周符合预期，冬天以来的走弱是暂时的。房地产已成稳健，投资和消费也不再疲弱，虽然并没有像2004H2那样强劲。4、5月份就业数据和在一起看显示就业仍在温和扩张。

20050623 bwam Extrapolating the recent past " 建筑商将近几年的房地产市场强势线性外推。房地产商的ceo们纷纷表示新时代已经到来，房价还会继续每年两位数增速上升。因此，房地产商在大量积累库存。

A bubble is built when the major players begin to unrealistically extrapolate thieir good fortune.

大量累计库存，导致房地产商的现金流是负的，所有的利润都被用来积累土地了，从建筑商的报表上可以清晰的看到。现在房地产商往往吹嘘自己还有好几年的土地可以卖。这个策略容不得任何差错。"

20050623 Fed Bluebook 上一次FOMC的加息、balanced risks和measured pace被广泛预期。当前市场肯定本轮加息并在8月份加息，但市场愈发认为在8月以后会暂停加息。

20050627 GS Daily Pitfalls of Leading Indexes (and Other Economic Models) 咨商会修改了LEI，把Yield curve的level而非change作为成分。我们认为这是有道理的。但我们进一步思考，LEI是否需要把yield curve一并都去掉呢。最近曲线变平是由于risk premium下降，这其实是金融条件宽松，并不代表经济会走差。

20050630 Fed Transcript "格林斯潘：我们确实接近transition. 当前经济仍在moving forward，从工业生产、首申来看，3%+的GDP增速我并没有觉得有什么不妥。但是，当前非油企业的margin在触顶，这通常意味着：1.经济过1、2个季度会走弱。2.企业提价，通胀压力。

向前看，增长和通胀的上下行风险是平衡的。但当前做货币政策应该考虑loss function，如果我们过早的停止加息但被证明是错误的，成本很高。我建议加息25bp并尽量少的改变语言。市场会告诉我们何时要停止加息，可能在某次FOMC之前3周会告诉我们。当我刚来当主席的时候，没有那么市场指标，没有ffr的future market。当前有这些市场指标，每个人都跟我们一样在预测经济。实际上，现在比我刚当主席的时候来制定货币政策要容易。"

20050701 BCA, The Bank Credit Analyst, Tricky Times "[当前经济进入mid-cycle slowdown] （这个似乎是刚加息以后进入的情况，理想情况是加息以后slowdown但不衰退，然后再度开始扩张）。当前经济领先指标显示的增长走弱——LEI跌到99，就业增速yoy回落，资本品订单yoy触顶回落，ISM回落到接近50。也有指标较为强劲——工资强劲，消费者信心好，首申不错，房地产销售好（这些都跟地产有关？）。

[房地产泡沫将继续扩大]

泡沫已经形成。通胀是一个货币现象，联储的货币宽松没有引起CPI上升，但在房价上显现出来了（这么说不够fair，似乎是saving glut的影响，联储已经在收紧了）。现在房地产在许多重要区域已经确实是泡沫了——价格远超基本面，并且投机迹象明显。支持affordability的关键是房贷利率。买房和租房的成本差距将最终让这些过热地区降温，因为当现金流为负的时候，这会有压力。Table III-1给了不同地区和全国的rent to mortgage service costs, 全国已经低于1，这个table也不错。

泡沫何时破灭？一般来说，占据杂志封面往往代表着趋势逆转，房地产在过去一年占领了各大杂志封面，但房价上涨却似乎没有结束的迹象。NASDAQ在1997年底已经massively overbought，但它又上涨了220%。一般而言，如果利率不上升、经济没有衰退，房价很难下跌。1979-82、1989-95年房价下降开始于经济周期触顶，而房价下降是联储收紧政策的结果——此外还有高油价的影响——而不是衰退的原因。1979年沃尔克紧缩，30年房贷收益率一度上升至16%，这让affordability大幅走弱。1989年那次，反通胀已经有一定credibility，因此债券收益率上升有限，房地产下行也没有上次严重。看起来短期不会破灭，2006年房价可能继续上涨。当前与过去两次房价走弱的情形相像，联储加息，油价上涨，但关键区别是，当前长端利率反而下降了。从库存来看，库存/销售很低，但这可能被销售扭曲。一种调整办法是，看库存/家庭数，这个证据显示的情况是不确定的。

但泡沫早晚破灭，这是泡沫的题中应有之意。如果泡沫过大，则价格就对于负面冲击比较的脆弱。确实，大家广泛引用的一个事实是，全国层面的房价名义价格没有下降过，但要知道，真实房价也曾下降的很深（Chart III-1很好）。

房地产泡沫破灭以后，对经济是大幅通缩冲击。当泡沫破灭时，产生大幅通缩冲击，这就是泡沫的本质。房地产对经济的支持包括推高居民财富、收入和信心，房地产建设，以及房地产相关商品和服务。Economy.com公司估计，2004年一共有7000亿美元的mortgage equity withdrawal，其中70%源于normal housing turnover, 11%来自cash-out mortgage refinancing，19%来自home-equity lines of credit, 从边际增长的角度，在2002年开始annual change of cash raised 保持在income的1%左右。有学术研究支出，房地产的财富效应高于股市，1pp的房价下降拖累0.2pp增长。美国政府用房地产泡沫来对冲科技股泡沫，但房地产泡沫破灭以后，就没有可以相同的政策空间了。

对于房贷违约问题，虽然当前的loan-to-value仍然在75%左右，但草根层面的信息是，新买家是卖了旧房子再买更贵的房子，当然，他们因此也能承受一定的房价下降而不至于违约。在违约问题上，真正重要的不是房价，而是就业。即使房价跌破净值，居民仍可以支付房贷。但如果没有就业收入，那么会违约，这就是为什么衰退期间的违约率大幅上升。事实上，加州泡沫最严重，但加州违约率最低，因为加州的经济最好。违约率是一个滞后指标。有观点认为，由于房贷证券化，因此房价下跌以后没有系统性风险。这种观点太complacent，因为居民部门的历史高点的债务水平。

对于系统性金融风险，联储表示，由于growing percentage of mortgage rates开始被证券化，这减轻了金融系统性风险。如果银行是房贷的主要持有者，那么违约可能导致credit crunch. 证券化以后，损失让很多不同的参与者分担，这样会稀释冲击，不至于导致金融危机。但以上观点过于乐观。房地产下行也许不是下一次危机的导火索，但是房地产下行会让衰退非常严重，因为会让消费者收缩开支。任何由消费者导致的衰退都伴宿严重金融风险，这个房贷是否证券化无关。

总之，房贷利率和就业是房地产市场前景的关键。" "事实上，通胀风险最大的时候已经过去了——BCA的pipeline inflation pressure在去年触顶。（指标构建：pip与Core PPI Intermediate高度相关，也列举了Core CPI goods, Core CPI services）。高通胀的土壤——货币宽松、财政赤字和弱美元（这也是指标构建的一部分？）（Barnes时期的BCA没有那么相信菲利普斯曲线，而是更看重周期性的压力）。

如果通胀压力真的很大，它早该显现了。现在商品价格低于前期高点，美元不再走弱，油价抑制增长但没有推高通胀。Core PCE仍然仅有1.5%，这强烈说明有着很强的结构性通缩压力。此外，现在增长走弱，周期通胀压力也会减弱。" "随着ffr回到更为合理的区间，联储将紧密观察经济数据。格林斯潘的思路是""he will know it when he see it""。当前经济走弱的迹象这已经足以安抚联储对通胀的担心。未来的关键指标是商业信心和开支。

联储对经济的反应通常缓慢，但对金融冲击的反应通常很快。当前金融压力在回升。

如果Core CPI在2006年保持在1-1.5%之间，那么联储会pause在3.5%。除非经济大幅走弱——这不是基准预期，或者发生金融风险事件——这本身不可预测，否则联储不会降息。" "整体的策略保持defensive，相对看好债券而非股票。

股票。股票受到了长端低利率的支持。但短端在加息，油价上升，股市始终没有上涨破位，仍在区间波动。

如果油价大跌或联储暂停加息，股票有可能涨到当期的区间上限，但上行空间有限。

长期来说，美股收益将弱于过去牛市的收益率，这并不代表经济前景黯淡，而是因为经济从高通胀到低通胀的转换已经到结束。

至少对债券中性。低利率是一个全球现象，储蓄过多，短期难以改变。我们认为联储加息进入尾声，而通胀的领先指标已经下行，因此债券收益率上行的可能性较低（对联储的判断为什么错了？）

油价难以预测。虽然我们2001年结构性看多油价，但当前的高油价也超出我们的预料。60%看起来是不可持续的价格，将抑制需求并提高供给——略带滞后。"

20050701 PIMCO Keeping the Rabbit at Home and the Dog at the Office \_ PIMCO "ISM是美国制造业方向和节奏的最好单一指标。经济周期说到底是制造业周期。尽管制造业占比越来越小，但原因很简单，制造业引起库存周期变化。因此ISM对联储政策的预测能力非常明确。

当前的所谓Conundrum并不是真正的难解之谜。是的，在联储2004年6月加息以后，长端利率就下降了。但早在联储加息前六个月，ISM就见顶了。如果把ISM与ISM prices paid加一起除以2（前者不包括后者），称之为nominal ISM，这个ISM可以非常好的解释10y的yoy change。

由于ISM还没有回落到50一下，因此债券上涨尚未结束。直到ISM低到市场开始畅想联储不仅是停止加息而是可能降息的时候，才是卖出债券的时候。"

20050702 GS UEA Looks Like Extra Innings 工业生产活动有边际企稳迹象，ISM在连续走弱以后在50以上边际小幅回升。此外，6月消费者信心回升，就业市场——首申、Job Availability Index都还不错。

20050709 GS UEA Pricing Power Makes a Comeback Pricing Power——我们定义为企业把成本转嫁给消费者的能力——在过去几年很弱，让通胀和收益率保持低位。向前看，经济似乎有回升动能。6月零售大幅上升，这边际上有利于库存，进而对制造业有支持。但从6月份就业报告来看，制造业仍然没有回升。

20050715 BCA.gis gisjuly05\_15, IS THE MID-CYCLE SLOWDOWN OVER？ "Mid-cycle slown在过去三十年中每次decade中间都会发生。

二季度全球经济的放缓很明显，放缓如此之明显以至于让我们怀疑是否值得继续bet这个趋势会持续。相反，我们预期这种放缓会引起政策调整，让经济增长重新恢复。确实，联储并没有鸽派，但市场对联储政策利率的预期走弱了，而债券市场rally，这支持了股票回升，也标志着放缓结束。（逻辑奇葩）

Mid-Cycle slowdown可能已经结束了。经济增长有再度回升迹象，而增长一直没有降到很低的水平。

日度市场指标显示经济将会回升。Chart 4很好，指标构建：G7 Industrial Production (LS) vs. Daily Market-Based Leading Economic Indicator\* (RS) -- Based on the Swiss franc, U.S. and Korean equity markets, semiconductor stocks, U.S. Treasury bond returns, price of oil, price of gold, commodity prices and commodity currencies. 而Boom/Bust Indicator也触底回升：Based on the ratio of global steel and other metals equities

and Commodity Research Bureau raw industrials index relative to U.S. UI claims." 通胀在趋势性走弱。 联储是重要的不确定性来源。联储还没有停止加息。 "美股处于Sweet Spot——增长重新加速，通胀趋势下行——美股的中期趋势仍然是上涨，美股可能达到周期新高，这同时也可能是一个被拉长的周期顶点。

对于美债，全球过剩储蓄的故事似乎已经被充分定价了。但利率仍在低位，部分原因是通胀仍在趋势下行。"

20050716 GS UEA Inflation Benign, but for How Long 美国经济暂时是Goldilocks。 "当前的商品价格下降让pipeline压力下降，而核心通胀也在持续下降。但市场在形成通胀预期的时候给予商品价格——特别是CRB价格的水平而非变化——过多权重了。（这个关系只有在1998-2004年

事实上，Unit Labor Costs比商品价格对Core PCE的解释力要强。当然，ULC的解释力较强的时期是1960s-1980s初，这时期存在工资、价格螺旋。在1985年以后，工资与core inf的关系减弱，但工资仍有一定预测力。

当前失业率低至5%，通胀上升只是时间问题。"

20050721 GS Daily Q and A on US Implications of the Chinese Revaluation 今天人民银行决定令人民币对美元开始升值。

20050730 GS UEA Life after Greenspan "最新数据显示经济在H2有上行风险。

格林斯潘将于2006年1月31日卸任。至今为止，格林斯潘在增长、通胀双目标上成绩很好，但这个成绩面临修正的风险。因为格林斯潘给继任者留下了大幅不平衡——贸易赤字，家庭部门储蓄率低，房地产泡沫。这些不平衡如何修正，将决定格林斯潘的最终成绩。

GS附了一个表格 E5，展示了每次换联储主席，都带来大幅市场波动。"

20050801 2005年夏季CCER中国经济观察（总第2期）房价的确是一个政治问题\_周其仁 " 今年以来，政府出台了一系列房地产政策，改变了房地产市场的形势。其中突出的一点，是把房价问题提到政治高度来对待。房价上涨过快，是最近两年比较突出的一个经济现象。

我国地方政府之间的竞争，实际上抵消了政府集中供地模式的一部分影响。这应该是我国从1998年以来，房价指数通常都低于物价指数的一个基础。2004年中央政府为了加强宏观调控，有半年时间在全国范围停止供地。在这种情况下，房价指数迅速超过物价指数，说明供地数量对房地产价格有重要的反向影响。"

20050801 2005年夏季CCER中国经济观察（总第2期）经济增长速度趋缓\_宋国青 " 按照与上年同期相比的度量数据，2005 年二季度的主要宏观指标表现出高增长低通胀的特点。这个情况主要是由于上年同期经济活动指标的比较异常的表现引起的。2004 年上半年主要指标的变化比较剧烈，部分是由于2003 年的货币供给的剧烈波动，部分是由于2004 年四月份开始了一轮猛烈的宏观调控。具体结果是，在2004 年二季度，生产水平、投资水平和贸易顺差水平相对较低，货币数量增长极慢，而价格上升较快。这些情况使得2005 年二季度的同比增长率表现出了相反的变化，生产增长率、投资增长率和贸易顺差增长率比较高甚至特别高，货币增长率上升，而通货膨胀率下降。尤其在经济剧烈波动的时候，同比增长率指标可能引起很大的误解。从月度变化来说，经济增长率实际上在快速下降，很多指标的表现都与同比指标显示的情况差别很大。

由贸易顺差大幅度增长带动的正常甚至较高的经济增长速度隐含着巨大的风险，它意味着内需相当疲软。从现在的月环比情况看，对贸易顺差继续大幅增长的担心并不是一个简单的风险意义上的担心，实际发生的情况是猛烈增长已经受阻。

工业环比增长率剧烈波动，目前已下降到通货紧缩边缘。

从1999 年下半年到目前为止（这段时间基准利率大致稳定），宏观经济的景气情况包括宏观调控的效果集中反映在M2 的变化中。2004 年四月份开始的宏观调控将M2 的环比增长率打到了多年来的最低记录。可以确信，那样的调控多坚持半年，现在就可以看到最严重的通货紧缩了。从M2 的月环比数据看，最严厉的紧缩发生在2004 年5-8 四个月，大约在八月中就开始明显松动，九月份的M2 环比增长率恢复到比较高的水平。从那时以来，M2 的环比增长在相当理想的范围内小幅波动。后来发生的一系列情况，在很大程度上是2004 年“百日调控”的直接和间接结果。

中国在1997 年开始出现通货紧缩，从内需的角度看主要是企业自有资本水平太低，导致“银行惜贷”。在过去几年，企业利润大幅度增长，外资也持续高速增长，使企业自有资本达到了很高的水平。另外还有目前的利率水平很低（1997-1998 年错误地保持了高利率）。在这些情况下，只要适当放松控制，最多略加刺激，就可以保持投资需求的平稳增长。

2003 年下半年到2004 年一季度出现了总需求过强的情况，一个重要原因是2003 年“非典”时期货币猛烈增长。"

20050801 BCA, The Bank Credit Analyst, Goldilocks — You Must Be Joking! "[短期向好，但长期问题严重] 现在评论界都是Goldilocks的说法，因为短期来说增长企稳，通胀压力下降，这个说法颇为荒唐可笑。因为金融的不平衡太严重了：房地产在几个重要区域已经是泡沫——近期房地产投资占总投资的占比已经越来越高，这并不是好的征兆——企业部门始终没有摆脱紧缩思维。此外，经常账户赤字，财政赤字无改善迹象，居民部门储蓄率在危机以来的最低点。

[经济继续保持韧性] 制造业显然经历了一次mini-downturn，ISM从2004年的62.6下降到5月份的51.7。但居民消费保持强劲，而6月份ISM已经回升。扩张已经到了第四年，因此mid-cycle slowdown并不奇怪，特别是考虑到油价的上涨和联储的收紧。长端利率的下降——支持房地产——无疑帮助美国经济对冲了高油价的冲击。

向前看，企业部门是否重回谨慎是重要问题。尽管投资仍是上行趋势，但NFIB小企业信心有所放缓，盈利增速已经下降，在预示着投资下行（两者关系从图来看确实稳定）。如果盈利走弱但投资持续回升，这很少见。

房地产也至关重要。当前房地产活动极其旺盛，价格继续升高。除非房贷利率骤升或就业转差，否则房地产泡沫不会破灭。最终的可能情况是房价走平，真实房价下降。

总之，由于加息、企业谨慎和油价上涨，美国增长会放缓，但紧缩温和放缓。由于通胀压力不大，联储可以由节奏的加息，避免过度紧缩。

" BCA的Pipeline inf pressure已经明显走弱到100以下。正如我们近期反复讨论的，通胀更可能是下行风险。 "尽管我们认为通胀压力不大，但我们上修了对ffr的预期，认为联储会加息到4%然后再考虑是否停止加息。收益率曲线可能倒挂。

本轮加息期间，联储格外透明。在2004年6月FOMC提出的""the Committee believes that policy accommodation can be removed at a pace that is likely to be measured""被解读为每次会议加息一次，而事实上也确实如此。

[联储继续加息的原因]

联储认为2006年增长将继续高于潜在增速，这带来通胀风险。联储可能认为，由于油价供给上升，油价有下行风险，这让增长有上行风险; labor share处于低位，有回升风险。

房地产泡沫也让联储担忧。因此联储没有动力让长端利率走低。当前ffr市场预期是年底到4%，如果联储不真的加息到4%的话，那么长端利率会下降，这将继续刺激房地产。

此外，一些其他条件似乎也佐证当货币仍然宽松。现在ffr低于名义利率，真实利率仍低，银行信贷增速很高。

当然，我们认为联储很可能在年末修正预期，放缓加息步伐，减少过度紧缩的风险。" "投资者的挑战在于如何权衡短期经济向好与长期担忧（房地产泡沫，金融不平衡）。我们推荐继续强调短期经济前景，但当前显然不是Goldilocks，美国市场不会有高额回报。

中性（？）股市。在2003年以来，Positive earnings surprises是股市的关键支持。由于金融条件仍然宽松，估值合理，经济在扩张，forward 盈利仍在向上，因此股市趋势仍是上涨。通常情况下——包括现在——股市对周期性的良好走势做出反应，而不是担心长期担忧。

慢牛的股市仍将持续，因为没有通胀压力，因此不需要担心那种引起衰退的货币紧缩。但联储收紧和放慢的盈利增速应当会限制上行空间。

我们并不推荐投资者在股市中追高。如果股市有所走弱，可以择机温和高配。

中性配置债券。债券可能继续区间波动。我们不认为经济仅仅温和放缓，因此收益率很难跌到4%以下，但当前低通胀也意味着债券上行空间有限。"

20050801 PIMCO Greenspans Watershed by Kathryn Welling \_ PIMCO "联储实际上已经完成了货币正常化，当前的宏观数据均指向这个事实：商品价格下降，PPI下降 ,PMI 价格指数跌破50，这说明萌芽通胀压力——英文是incipient inflation pressures——减弱。在六个月以前，incipient压力是存在的，但现在没有了。此外，收益率曲线变平，美元也回升，工资增速走平于低位。这说明继续紧缩的理由并不充分了。当前的经济情况，需要联储既不加息也不降息。

现在继续加息的一个潜在理由是房地产过热。但房地产过热是一个micro问题，不应该用macro工具来解决。当前房地产过热是在second home or condo（公寓）,这些房子容易交易，不用频繁搬家。

联储是否停止加息，这一点我不知道，我更不知道联储在何种情况下会停止加息。我告诉年轻同事，具体判断哪个数字（即是否加息）是不够的，更要判断联储在何种情况下——context——加息。第一种情景是周期通胀压力上升，此时联储加息；第二种是没有通胀压力，但联储为了抑制房地产过热而加息。后一种有collatoral damage。"

20050804 bwam us bonds misprice inflation "美债（就是tips市场）低估了通胀。原因有：

1.近期商品价格上升，但be没有上涨。

2.美国通胀水平高于非美，但implied通胀却低于非美（是不是流动性问题？）

3.当前price in的通胀甚至比今天的实际通胀还要低。

（但没有说透的一点是，为什么？为什么tips市场的定价出现错误？是市场错误预期了宏观走势，还是资金流动问题？这个报告还是太简单了）"

20050804 Fed Bluebook 会议之间，由于支出、生产、企业盈利数据较好，市场上修加息路径预期。

20050804 Fed Greenbook 上半年增速似乎高于潜在增速。向前看，我们认为下半年增长会上行，然后在2006年回到潜在增速。上行的支持力量有：1.2季度大幅去了库存，下半年库存转为支持。2.汽车销售很好。

20050806 GS UEA Factory Acceleration Gets Underway 当前美国制造业可能再度开启强劲回升，ISM已经显著反弹。

20050809 Fed Transcript "格林斯潘：对于通胀有两种看法，第一种是通胀在逐渐上行但无需担忧，我同意这种看法（BCA猜错了）。第二种是增长在加速。但我认为对增长加速还不能下结论，因为近期主要将受到库存回补的支持，从其他方面看不到tightening in the markets的迹象——商品价格没有上升，delivery lead times近小幅上升。

不确定的有两点，油价和房地产价格。对于房地产，问题不在于房地产是否是泡沫，而是当房地产降温时，影响有多大？这取决于边际消费倾向。（格林斯潘似乎意思是说边际消费倾向可能比较大，因此影响也比较大）。

当前ffr预期上修，我很高兴。至于何时我们应当pause，我想市场会提前告诉我们。"

20050811 bwam Expected excess return of asset classes has collapsed "（讨论了曲线扁平的投资含义）

过去12个月没有任何超预期新闻，而且短端利率还在上升，与此同时，几乎所有的金融资产都在上涨。这意味着所有金融资产的长期超额预期收益将会下降。

从理论上，金融资产的收益来自：1.超预期。2.long-term expected carry. （由于过去12个月没有超预期，那么未来也不会有翻转）。由于短端利率在上升，那么长期的excess预期收益将下降。

We can see the long-term expected carry most directly in the bond market. Since most assets are priced in relation to bonds, 所有债券市场的长期超额预期收益是其他金融资产的代表。（这个指标，我看起来，非常对应着的10y-2y的曲线陡峭）

桥水发现，10y-2y的曲线陡峭，与未来1年的实现的real return of fianncial assets是高度同步的。因此，桥水认为当下来看，未来的金融资产的收益不会很高。" "（重要问题是，为什么曲线陡峭程度可以对应超额收益？）

（直觉来说，由于所有的市场是一致的，因此债券市场的超额收益，跟其他市场的是差不多的）。

（我明白了：曲线之所以有预测力，在于短端反应的是政府看法，长端是私人投资者的看法。如果曲线较平，说明政策制定者偏乐观，而私人部门已经偏悲观，这个时候确实对于风险资产不利）（为什么桥水这篇文章是错的，根源在于当时美债长端已经受到亚洲央行的抑制，至少抑制了100bp左右。把这个预测关系的逻辑破坏了。如果加上这个100bp，那么曲线依然陡峭）（当前美债市场受到联储购债的抑制，短端又有ZLB的扭曲，所以这个关系也不能简单重复。可以用wu xia rate试试）"

20050813 GS UEA The Private Sector Deficit "最近的消息是more goldilocks.

居民储蓄率在2003年底开始走弱。我们构建了一个用equity, credit, housing valuations来解释居民储蓄率的新模型，这个模型显示仅仅是房价走平，居民储蓄率也要回升。"

20050826 bwam greenspan's concern about risk premiums 当前risk premium几乎消失了，从各类premium指标都可以看出来。当前全球有巨大的不平衡，但市场几乎没有对此有所定价。

20050901 BCA, The Bank Credit Analyst, Entering Treacherous Waters "[经济将会疲弱] 经济将进入slow patch. 当前经济的稳健表现让投资者很有信心，但当前的经济有诸多严重偏离均衡的特征：Real House Prices增速已经大幅超过两个标准差（这个图可以参考），企业利润占国家收入的占比也超过两个标准差，原油价格接近两个标准差，储蓄率低于两个标准差，贸易赤字高于两个标准差。

经济疲弱的两个理由是高油价和房地产开始冷却。（跟格林斯潘关心的倒是相同的两件事）

房价只要走平，依然对居民支出是显著拖累。当前affordability已经恶化到过去13年的最差水平。但是，房地产销售依然非常高，MBA提供的周度mortgage purchase index虽然触顶回落但水平非常高。

我们预计消费者在半年内将开始紧缩支出。当前消费信心较高，这与就业、实际工资增速高有关，也与70%的居民有房屋且房价上升有关。就业可能已经触顶（咋预测的？）。此外，油价也增加压力。虽然汽车的大幅降价将推高汽车消费，但我们仍与其消费将走弱。

企业也会开始谨慎开支。NFIB小企业信心已经有所走弱，投资也走平了。如果消费走弱，那么这将让企业更加谨慎。当然，企业部门资产负负债表等很好，不具备紧缩的条件，但如果盈利——BCA的盈利模型显示——开始走弱，那么就业和投资也要走弱。

整体而言，我们预计GDP实际增速将回落到2-2.5%区间，从今年秋天开始，我们预计是一个mid-cycle slowdown." 随着经济走弱，通胀将有下行惊喜。 "Martin对联储政策的经典说法是taking away the punch bowl before the party really gets going.但格林斯潘从未这么做，格的办法是把参加派对的人灌醉，然后再清理派对之后的残局。用Blinder和Reis的说法是：Don't try to burst asset bubbles; mop up after.

联储已经连续加息，但长端利率仍然不高，低利率刺激地产。从其他指标看，说货币仍然宽松也可以理解：MZM比GDP仍然很高，Real ffr较低，ffr比nominal gdp增速低，借贷条件宽松，借贷量增速强。

当前房地产给联储出了难题。早在最近格林斯潘在Jackson Hole的演讲以前，联储就已经担心房地产过热。但是，联储又在担心泡沫褪去的经济衰退压力，因此又不敢加息过猛，所以联储最终仍有较大可能采取""mop-up""的思路。

在房地产仍然火热的情况下，联储会继续加息到4%。但4%以后，货币已经难言宽松。BCA预计经济会放缓，因此2006年联储甚至可能要降息。" "应当采用更为防御性的投资策略，应当获利了结。因为油价持续上升，联储决心继续加息，房地产泡沫已经有初步破裂迹象。当然，市场并不同意我们的看法。

低配股票。市场对增长的预期可能下调，股市的调整——下跌15%以内——正在接近，但应该不是大熊市。

高配债券。债券当前定价合理，而收益率呈现下行overshoot的可能，开始高配债券。一般在紧缩期间信用利差是收窄的，这是因为紧缩往往意味着增长较好、企业定价能力上升、流动性充裕，这也意味着企业基本面较好。"

20050901 PIMCO Pyrrhic Victory \_ PIMCO "我曾经以为ISM会跌破50，进而让联储不再加息。但ISM没有跌破50，我显然错了。

格林斯潘的策略仍然是he would know it when he saw it, perhaps after he had overshoot it.

现在格林斯潘希望通过加息把长端利率推上去，刺破房地产泡沫。但是，长端利率较低主要是由于全球过剩储蓄——这一点上我们同意bernanke所说的saving glut，我们也称之为Bretton Woods II——因此如果联储真的想要推高长端利率，并不容易。

事实上，格林斯潘Put让长端利率上行更加困难，这是因为expectations about future policy reversals can undermine the power of current policy，这里存在时间不一致性。所谓格林斯潘put是指当泡沫破灭、危机实体经济以后，联储大幅宽松的动作，Blinder称之为""mop up later""。当市场参与者意识到，联储推高利率把泡沫刺破以后，联储会很快降低利率来支持经济，那么长端利率最初就不会升高很多。因此，这意味着联储要非常猛的加息才能把长端利率推上去。

因此，如果格林斯潘意图把长端利率推上去，就要猛烈加息，以至于曲线倒挂——bearish invert"

20050903 GS UEA Hurricane Katrina—An Initial Assessment Katrina飓风在8月29日发生以后，10年国债收益率从4.2%骤降到4.0%。 我们认为FOMC可能在9月20日暂停加息，之后再继续加息。

20050910 GS UEA Katrina, Growth, and Rate ess Now, More Later 房地产依然是美国2006-07年增长前景的关键。我们预期房地产在2006年放缓，这导致居民消费在2006-07年放缓，整体增速在2007年低于潜在增速。

20050914 Fed Greenbook 在不考虑Katrina的情况下，过去六周基本符合预期。

20050915 Fed Bluebook 上次FOMC加息、增长通胀balance以及measured pace的说法，对市场没有影响。过去六周里面，油价上涨以后，市场调低了加息路径，特别是Katrina以后油价骤升，进一步调低路径。

20050917 GS UEA Katrina, Oil, and Interest Rates—Part II Katrina跟其他自然灾害的不同之处在于，它推高了美国汽油价格。

20050919 GS Daily FOMC to Tighten Again- Why We Changed, What It Means 我们预期FOMC还是会加息。因为Katrina对油价的冲击有所减弱，联储近期并没有释放停止加息的信号。

20050920 Fed Transcript "格林斯潘：Katrina的冲击主要是汽油价格上升，但这种上升也可能见顶回落。如果我们当前停止加息，ffr曲线将会flatten sharply，考虑到未来短期内增长数据可能不强，我们的承诺未来再度重新加息是不可信的。因此，如果想重新加息，要等到明年了。但明年可能有很强的通胀压力，届时我们就way behind the curve. 更棘手的是，那个时候可能是增长走弱、通胀上升的组合，虽然我们有能力加息，但最终可能我们无法加息。We’re an independent agency. If we saw very poor data but saw inflationary forces, we could raise rates. I think we’d run into very serious explanatory problems, and I think at the end of the day we wouldn’t do it. I fear that we wouldn’t, even though we probably should. (格林斯潘承认，联储最终将面临政治经济学难题）

我建议本次继续加息。And the right thing to do in my judgment is to recognize, as several of you have mentioned, that the real risk imbalance is on the inflation side. If it turns out that we raise the funds rate today—I don’t know what we’re going to do thereafter—and the economy actually shows a weakening beyond the supply-side or gasoline price-induced weakness, we have the capacity to move the rate back down sharply."

20050922 GS Daily Bubble Trouble\_ Probably Yes "Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals, and Misperceptions"这篇学术研究指出，截至2004年底还没有全国层面的房地产泡沫。我们认为其假设有些疑问，更重要的是，泡沫很大程度上是在2005年（？）开始的。（GS在2004年中也说到，房地产价格可以由房贷利率解释。但是，2005年的房价大幅上涨已经不能再用房贷利率、房租来解释了。）

20050923 bwam EM stroy has few exceptions "传统历史上，EM的繁荣周期通常是建立在外资涌入之上，然后EM国内过度消费。现在不一样。大部分EM实际上是资本净流出的，EM当前并不依赖外资。

当前EM普遍积累外汇储备，这意味着EM的资产尚未合理定价，因为政府不允许这么做。人民币现在是极度低估的。我们很喜欢持有EM vs. DM货币。"

20050924 GS UEA The “Low Down” on Core Inflation Katrina以后，首申大幅上升，消费者信心骤降，零售也在走弱。 近五个月Core CPI明显走弱，主要是几个分项暂时下降的影响，这些分项会回升。通胀的好消息应该进入为尾声了。

20050928 bwam If the us jan and euroland werer all growing 上一次美欧日同步繁荣，还是1980s初，那也伴随着高通胀。当前日本有望走出通缩，市场还没有对于全球全面繁荣有预期。

20051001 BCA, The Bank Credit Analyst, Fearless Investors; Chinese Economy Assessing The Risks "[美国经济即将mid-cycle slowdown]

在油价上升、联储加息和房地产可能放缓的情形下，美国经济面临着mid-cycle slowdown。

增长已经有放缓迹象。CB的LEI（这个数据是不是重新修订了，跟之前的图很不一样，显示2004年没有跌至100以下）连续两个月走弱（但水平不算低），8月份消费者信心大幅下降（这似乎是Katrina推高汽油价格以前的统计数据），NFIB小企业信心也疲弱。

2005年油价上升对美国经济的拖累已经超过了房地产的支持——consumer spneding on energy / disposable income的年度变化已经超过home equity extraction total cash raised / disposable income的年度变化。由于居民部门储蓄率已经降至负值区间，延缓了这一冲击的影响。当前affordability已经显著恶化，这将抑制房地产销售，NAHB的销售预期调查已经高位放缓。但投资者仍然乐观，home builders的股价依然在上升——股价依然超过200日均线。但要知道，英国和澳大利亚的案例说明，仅仅房价走平就足以拖累经济。

企业部门将愈加谨慎。企业部门的谨慎是本轮周期的关键特征。如果消费走弱、油价上升，那么企业几乎不可能扩张，反而是更加谨慎。

" "增长将放缓、通胀没有压力，但联储仍在加息，最终可能加息过多。

联储一直采用的是go-slow紧缩方式，已经连续加息11次了，表述依然是remains accommodative and rates will be increased at a measured pace.这当然能够避免像1994年那样的市场波动，但这也鼓励了借贷者更多承担风险。

联储需要紧缩到信贷增速下来，这意味着至少再加息50bp。考虑到货币政策影响的滞后性，这意味着很有可能过度紧缩。过度紧缩的标志将是股市下跌和信贷利差放宽。" "联储可能加息过多，这对风险资产不利。未来6-12个月，BCA没有看到很大的方向性机会。

微弱低配股市。联储加息、企业盈利可能下调，一个温和的调整可能到来。当前油价上涨期间，不仅原油公司盈利预期继续上升，而且非原油公司的12m foward earnings也在上升，这并不合理。

上市公司的financial shape非常好，这体现了企业更加在意BS而不是扩大投资。Profit margins将继续保持高位，但在当前周期位置已经难以继续上升了，这意味着盈利增速将很难高于名义GDP增速，也意味着盈利增速的大幅下滑。

等到联储停止加息的信号更为清晰时，可以重新补仓。

微弱高配债券。债券收益率整体上仍在区间波动。收益率在未来几个月可能进一步走低，因为经济数据将变差。由于通胀仍低以及全球过剩储蓄，债券收益率上行空间也受限。不过当前大幅财政刺激（应该是与Katrina飓风有关）意味着2006年收益率有上行风险。

本轮加息周期的意外之处是联储加息但长端收益率下降，最容易的解释方式是全球过剩储蓄。亚洲和OPEC有大量经常项目盈余，而全球企业部门（特别是美国）对投资很谨慎，这就导致最终压低了美债收益率。事实上，欧元区收益率已经低至周期低点，美国实际上都算是高收益市场了。"

20051001 GS UEA Real Estate and the Economy after the Storms 房地产在2007年将从三个方面拖累美国增长，对yoy的最大拖累在2007Q4达到，高达2pp。三个因素是：1.Katrina飓风重建活动的基数效应在2007年转负。2.房地产降温，房地产建设活动下降。3.MEW的拖累，其中MEW的作用占一半略多。

20051001 PIMCO How To Break the Irony of Too Much Success \_ PIMCO "格林斯潘提出，市场非理性的产生原因之一是投资者把趋势去外推。但格林斯潘也提出，由于自己的成功——宏观波动性下降——这也助推了投机行为。

我认为通过停止加息，反而可以推高长端利率，因为这可以推高通胀预期（难以理解）。"

20051005 GS Daily The Housing Slowdown- Drip, Drip, Drip 虽然房地产销售在8月份仍然强劲，但其他一些指标已有走弱迹象，例如库存上升、曼哈顿公寓价格下降，商业银行的房地产贷款走弱，房贷申请下降。我们认为房地产市场已经开始放缓。

20051007 BCA.gis gisoct05\_07 整体的宏观故事是从transition year转向slower growth and lower inflation. 当前市场的关键问题的通胀，市场担心能源价格传导到core。 "联储非常典型的担心通胀，例如真实利率仍低，油价上升等。本来我们认为Katrina会让联储停止加息，但联储还是加息。

The Fed is always the most doveish at the beginning of a rate cycle and the most hawkish at the end of one." "联储仍在担心通胀，这意味着股票的近期趋势是向下的，但中期趋势我们认为是走平。

当前市场对通胀的担心很深，我们建议买入债券，因为我们认为通胀风险不大。"

20051011 GS Daily Inflation Risks Keep FOMC on Tightening Path Minutes显示联储担心通胀上行风险。

20051015 GS UEA Energy Price Shocks and Monetary Policy 联储对Katrina的鹰派反应让市场意外。对2006年3月的ffr预期在Katrina以后从4.2骤降至3.9，然后现在已经回升至4.4.

20051024 GS Daily Bernanke鈥擲ome Preliminary Thoughts Bush提名伯南克为下届主席。市场普遍认为伯南克是鸽派。

20051026 Fed Greenbook 过去六周信息并不修改我们的预测。

20051029 GS UEA Q&A on the Bernanke Fed Not a Dove, by a Long Shot "市场广泛认为伯南克是鸽派，这是因为伯南克刚上台的时候美国core cpi太低了。但现在core已经较高。还有2个原因伯南克可能偏鹰：1.市场误解伯南克偏鸽，伯南克更需要通过偏鹰来建立credibility。2.伯南克不是特别担心房地产。

实际上，上周伯南克还在国会作证，认为房价的上涨主要源于基本面的支持，并且经济是可以承受房地产的温和回落的。这与格林斯潘的看法是冲突的。格林斯潘很担心房地产走弱对经济的拖累，通过储蓄率回升、MEW下降。（真是颇为讽刺。伯南克其实也看不懂经济，没看懂房地产。但是，锅还是要由格林斯潘背，毕竟格林斯潘任上，房地产泡沫吹大的）"

20051101 BCA, The Bank Credit Analyst, Some Good News, But... ; Life After Greenspan "[增长将会走弱] 增长走弱是很有可能的。

消费者仍有可能缩减开支。消费者信心大幅走弱，主要因为能源价格水平较高。真实工资在下滑，已经低于了年初水平（跟油价上涨有关，CPI高）。大萧条以来首次居民部门储蓄率低于零。房地产在冷却。房地产的基本面继续恶化，affordability下降至14年以来最低水平，这甚至是在房贷利率上升以前。建筑商的销售预期从高位大幅下调，房贷申请也在下降。油价对收入的冲击，我们预计已经高于了房地产的支持。LEI——a deviation from trend——回落至100——即boom-bust line。

尽管飓风后的重建会有一些支持，但难以抵消消费者紧缩，而且此时企业也很难大幅扩张。

尽管如此，企业部门的资产负债表较好，这意味着即使经济下滑，也仅是mid-cycle slowdown而非衰退。

[通胀将会有下行惊喜] 这是我们的一个关键判断。如果通胀显著上行，联储将被迫大幅紧缩，这意味着经济和股市都会大幅走弱。

当前CPI已经升至1991年以来的最高点，而Core仍低于3月份高点，当前的CPI与Core之间的gap也是过去30年以来最大值。当前的油价上涨是一个相对价格冲击，消费者减少了其他支出，导致其他方面通胀减弱。

通胀保持疲弱有三种解释：1.中国输出通缩，当前美国进口价格再度回落。2.IT促进了企业定价能力，当前美国企业Margin处于高位，尽管油价上涨。要知道，过去油价上涨的受，企业Margin都是快速下降的。3.联储成功了消除了通胀心理，当企业成本上升时，企业不是先低价，是想办法提高效率、维护市场份额。

当然，以上因素并不能消除周期性的通胀上行压力。密歇根调查显示通胀预期有所上升。但是，工资增速始终疲弱，这意味着工资-价格螺旋的可能性较低。当然，我们的通胀预测假设了联储继续加息。

[格林斯潘时代的结束] 截然不同的看法。一种看法是“...we think he [Greenspan] has a legitimate claim to being the greatest central banker who ever lived.”(Alan Blinder and Ricardo Reis, ""understanding the Greenspan Standard"", 2005/08/26)。另一种看法是：“The Greenspan era, unfortunately, will not end when he departs. The instabilities and ruptures he sowed will still be with us, and he would be wise to get out of town before people realize the full depth of his destructive legacy.” （William Greider, ""The One-Eyed King"", 2005/09/19).

格林斯潘成功应对了许多金融冲击，但格林斯潘的mop-up策略还不能下定论。格林斯潘已经在hedge，近期他宣称货币政策成功的稳定了价格水平，但也因此鼓励了更多risk taking（此处有原文）。当然，这有一定道理。但要看到，投资者的信心仅是泡沫的必要条件，而不是充分条件。泡沫都需要货币的宽松。

问题在于，伯南克继承了大幅的金融不平衡和一个透支的房地产市场，这意味着严重的通缩而非通胀力量。格林斯潘继位时，任务是完成对通胀的战斗，虽然1987年通胀水平已经下来，但通胀预期仍高。格林斯潘任期内很好的消除了通胀思维。

联储有多重要？对于大幅押注短期利率变动的投资者，应当密切关注联储。但对于其他投资者，联储的力量是有限。联储不能控制长度利率（因为self-defeating，时间不一致性等），而且市场可以纠正一些政策的小错误。但是，联储最终贷款人责任是极度重要的。如果联储没有救助LTCM，那么可能有多米诺效应。

格林斯潘时期的资本市场表现有多好？其实没有想象的好。Table III-2，真实股市收益率7%，仅仅比Burns时期好而已，远低于Volcker时期。

联储主席的更换是象征性而非实质性的，联储是一个强大的机构，也拥有足够的depth（FOMC的其他票委很强）。本轮加息周期可能仍然以过度加息来结束，但这与新主席没有关系。" "近期通胀消息较好，尽管市场很担心通胀，但高油价并没有传导到通胀上面。

通胀在未来一年将继续保持低位。

" "尽管通胀消息较好，但联储依然在担心通胀风险，将继续加息。

我们观察的多维度指标显示联储停止加息的概率仅50%，不及70%的门槛。Fed Monitor也回升至需要偏紧的区域，这都对应着联储会继续紧缩的前景。

当前的加息跟2005年初的情况不一样，2005年初长端利率在下降，但现在不会继续受到长端利率下降的支持了。

低通胀意味着这不会有严重货币紧缩。伯南克在2006年3月他的第一次FOMC上应该会停止加息（这一次GS的分析更深刻一些，是对的）。

伯南克的挑战不在于对通胀鸽派，那不是问题。新主席需要earn credibility这意味着可能偏紧。" "继续采用防御性投资策略。油价走低、伯南克被提名、通胀持续较低，这都是有利的进展。但是，联储在美国经济走弱的情况下继续加息，则给风险资产带来压力。

股票。股票的调整尚未结束（年底两个月被严重打脸）。加息和盈利预期下调，让股市短期仍然面临风险。分析师预计2006年盈利增速是12%，仅略低于2005年的14%。但我们的盈利模型指示盈利将回到0附近（以后检查这个关键判断——错误）。股票已经难以像2004-05年继续受到长端利率较低的支持。

但股票也不会大熊市，因为估值给了一些缓冲，如果盈利如我们预期的那样走平，那么当前的forward PE是16，并不算高。

但是我们准备在2006年初开始上调股票，届时联储可能已经完成了加息，而股票价格将比当前要低（预测错误）。在12个月的尺度上，股票可能跑赢债券。

微弱高配债券。当前债券收益率处于区间高位，随着经济预期的走弱，收益率会下行。"

20051101 Fed Transcript 格林斯潘：本轮持续加息持续时间之长令人吃惊，并且回顾起来，我认为非常成功。很明显，这个加息已经走到尽头。当ffr到达4%以后，如果再说accommodative我就觉得有点不安了（真相揭晓，格林斯潘心中的neutral竟然就是4%，这个大街上的答案）。在12月的FOMC上，我们应当做一些根本性的改变，选择新的ffr路径以及选择新的wording。

20051101 PIMCO Reflexive Disintermediation Say What Learning To Live With It \_ PIMCO "1980年废除regulatio Q以后，联储不再通过银行系统直接控制信贷的发放，而是只能控制端端利率，从此""A deregulated, capital markets-driven world rations credit by bankrupting the marginal borrower"". Credit does not become less available, but merely more expensive, which is hardly a deterrent to momentum-driven capital markets. 自从Regulation Q被废除以后，到现在联储相应的工具。我曾经建议改变Repo的haircut，但格林斯潘显然并不同意，他的18年任期一直在去监管。

格林斯潘时期，如果投资者预期到联储将会采用hands-off-then-mop-up策略，那么泡沫是难以摆脱的（endemic）。三个原因：1.从银行为中心变为资本市场为中心。2.价格稳定，因此不用担心联储过度紧缩，甚至每当经济衰退时联储为了避免零利率下限问题而过度宽松。3.中央银行不愿意使用监管工具来抑制信贷创造。

资本主义的本质是敦促私人部门赌博和承担风险，特别是用借来的钱。After the stock market bubble burst, the housing market was ready, willing, and able to take its place. But when the housing market inevitably cries speculative uncle, what asset awaits in the wings to overbuild and over lever? We shall see. But until then, Mr. Greenspan is right: the full history ain’t been written."

20051102 GS Daily The Housing Market- Still Dripping 虽然房地产销售、starts、建筑商信心依然不错，但房地产的一系列领先指标——房贷申请，房屋库存和房地产借贷都应走弱。我们整体认为房地产正在冷却。

20051105 GS UEA Looking Beyond the Profit Boom 企业高盈利即将进入第五年（2002年开始），但我们预期这个盈利增速会明显下降，主要原因是劳动力成本上升，逻辑是失业率的下降。

20051107 bwam US sensitivity to rising interest rates 当前美国经济对于加息的敏感度将高于以往，这源于家庭部门负债水平的上升。当前长端利率和短端利率上升，让家庭部门的debt service负担开始扭头向上。当前最新数据显示房地产有走弱迹象，但这还很初步。

20051107 GS Daily October Employment鈥擫abor Market Weakening, or Just a Halloween Costume\_ 10月份就业数据不佳，而且是广泛的不佳，不是飓风的原因。我们倾向于认为这是噪音。工资、失业率和首申都说明劳动力市场在变紧。

20051109 bwam World interest rates are unsustainably low "当前全球增长不错，但短端利率太低了，这是不可持续的。

当前非常清楚的是，机构投资者对于real assets已经着迷了，原油得到了很多关注，其他商品也是。过去并不知名的地理教授，现在正在跟各大CIO们讲授地理知识。但要看到的是，商品已经涨了很多了，而且全球增长作为一个整体，并不算特别的高。关键背景是全球短端利率太低了。" （那么，要进一步思考，扭曲来自哪里？应该是中美政策）（我的理解是，中国通过压低本国利率，然后peg美元从而压低了美国进而全球利率，中国在向全球输出高度通胀性的政策）

20051111 GS UEA Tax Reform A Lot to Like, but Can We Afford It 消费者信心大幅反弹。

20051114 bwam Global Themes "（介绍了桥水的投资方法论）

（具体投资要参考多个维度）At any point in time our investment positions represent the collective pressures on markets that are coming from many directions; pressures that we broadly categorize under headings like macroeconomic conditions, valuation, intermarket action and capital flows. Where the forces line up we hold our biggest positions.

（不能简单根据主题投资，因为收益不稳定持续）Ultimately, our positions do not represent themes because manging money by way of themes is inherently dangerous: you can't get enough diversification form betting on a handful of themes to generate consistent performance. Instead, our positions are driven by the unique forces on each market and the difference in forces across markets.

From an investment standpoint, what is more reliable is the process of measuring the particular forces that drive individual markets, defining an optimal response to known conditions and responding to changes in conditions as they unfold. This measurement process leads us to a set of positions that are consistent with the themes above, but included many other positions that fly under the radar, which produce diversification and consisteny..." "（总结一下：

1.周期意义上，全球政策偏刺激性，这种情况下债券收益率趋于上行。

2.结构意义上，中国和EM趋于更好，而日本也有机会复苏。）" "（几大主题）

1.美元将走弱。2002-04是第一波走弱，05年受到石油美元等暂时性力量支持。但当前美国在商品市场竞争力远远不足，金融资产的回报也不足。随着中国准备货币升至、日本逐步走出通缩，美元将重拾走弱。

2.全球利率太低了。任何全球资产都在上涨。只能靠推升短期利率来推高长端利率，伯南克上任以后需要加息。实际上全球投资很强，主要是在中国，但中国的利率被控制了。

3.美股和全球估值中性，但2006-07年有危险。2000-02年的下跌分为两个阶段，第一个阶段是pe上升，即市场discount一个v型复苏。第二阶段是pe也在下降，市场抛弃了v形复苏的假设。当前labor share of revenues已经是百年最低，因此盈利有可能走弱。但是，由于利率下降，股市对债券市场仍有吸引力。向前看，危险是下一次衰退得时候怎么办，因为利率很低，需要采用非常规手段，例如monetization。这些手段没怎么用过，有不确定性。

4.日本通缩趋于结束。

5.财富正在向EM特别是中国转移，远未结束。从微观层面，我们看到几乎任何产品都可以用一半的成本在中国生产。宏观层面，我们计算的 人民币也是低于估值将近50%。而且中国生产率进步还在继续。当前市场discount的人民币升值还不够中国持续存在的生产率进步速度的。"

20051116 bwam will bond yields break out "是的，会突破当前区间上沿。关键原因是，通胀可能强于预期。

2003年中以来，债券收益率区间波动，每次收益率一上升，增长会走弱，这样收益率又会下降。The以为每一次债券的sell off都是self defeating

但2006年通胀可能偏高，届时即使增长放缓，收益率也得上升（所以关键是call 通胀上升）。当前的Capacity utilization, 失业率，都显示capacity已经少了不少。

全球的通缩力量来自更多的labor供给，但商品的供给并没有上升，这也导致商品价格上涨。不过，当前the notion that risk of inflation is dead is so widely held, and so thooroughly priced into markets, that we think the smart bet is that inflation will be significant higher than expected. But the picture is murky at best（ 也就是说，也不是特别确定通胀一定上升）

（美国2006年开始的inflation scare与全球大宗周期、中国CPI高度同步。这跟美国失业率的下降并未关系。关键是全球能源价格上涨，中国这边通胀随后也起来了）

（但桥水抓到正确的一点是，这个阶段以后，联储确实更为担心通胀了，在2006-08都是。" "（2004-05年美联储加息没有大问题，事后人们说过于透明，但事实上当时人们也是猜测挺多，并不是事前确定的。Global saving glut的关键还是中国购买美债，压低美债收益率，给全球进行刺激性政策。但正如前面桥水写的，这种全球低利率是不可持续的。实际上，2006年到2008年，伯南克持续担心通胀）

（中美通胀周期真的是一起的。2004年，中国通胀担忧达到极值，而这也对应着当时的一波inflation scare。2005年中国通胀下去了，美国全年也没有inflation scare。2006年，美国通胀scare开始，2006年底中国CPI也开始上升。不能说到底是谁领先谁，但两者是高度同步的）"

20051119 GS UEA Mortgage Equity Withdrawal The Key Issue for 2006 "（上个月分析了）美国经济已经内在的呈现资产boom and bust，因此联储应当更加关注资产价格。

在布雷顿森林体系II之下，美国消费者可以持续借贷消费的一个关键是房地产价格上升，抵押品上升。

仅仅是房价走平，MEW走平，就足以对增长造成拖累。2006年底联储可能将会降息，非美经济体也会感受到需求下降。"

20051119 GS UEA Mortgage Equity Withdrawal The Key Issue for 2006 "零售回升，工业产出回升，当前经济动能仍然不错。

2006年的关键问题是Mortgage Equity Withdrawal. 我们预计房地产走弱将在2006H2把经济增速推到趋势以下，然后在2007年触发降息。（很好的一份量化研究）

（GS的研究建立在格林斯潘的详细数据分析上——Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments, and Debt on One-to-Four Family Residences,” FRB FEDS paper 2005-41 (September).）"

20051121 GS Daily Requiem for M3, the Latest Inmate on (Data鈥檚) Death Row 联储宣布不再公布M3数据。M3与GDP的关系从未很紧密，有用的信息已经在M2里面包含了。最开始显示关注m1，后来m1与增长关系减弱以后，开始关注m2，m3从来不是关注的焦点。

20051125 JPM\_US\_outlook\_\_rotation\_2005-11-25\_285115 "联储加息在最近几个月终于有了效果，预计2006年中，美国经济动力从利率敏感行业——房地产——转到企业部门。

为房地产的担心主要源于subprime mortgage lending。Securitized subprime mortgage origination在本世纪初是600亿美元每年，2005年则是5400亿美元每年。没有准确的数字，但估计subprime占新增房贷的15%，占mortgage存量的9%。房地产活动在走弱，对房价的预期是上涨减慢但不会全国层面下降。因为历史经验表明，即使房贷利率上升和全国衰退，房地产价格下行的粘性很也大。

" 联储在2006年中会pause，避免经济放缓。到2007年core再度上升以后，联储将继续加息。

20051201 BCA, The Bank Credit Analyst, Betting on the Fed; The Inflation Outlook Is Benign "经济可能进入Mid-cycle slowdown，但不会衰退。房地产活动将要触顶，但泡沫应该是逐渐释放，因为低利率情况下联储不急于过度收紧货币。长期来看，it is anything but a goldilocks environment, 但短期来看经济还会muddle along for another year.

[消费将会回落]

消费的韧性很大程度上源于房地产的火热，储蓄率在2005年大幅下降（这与房地产泡沫化是同步发生的），但储蓄率难以继续下降。

房地产在触顶回落。房贷申请量在下降，建筑商的销售预期回落，草根消息称在一些非常火热的地区的房地产正在开始冷却。油价虽然回落，但绝对水平仍然很高。在盈利放缓、企业信心活络的情况下，就业将走弱。我们的Payroll模型显示就业增速已经触顶。真实工资增速在放缓，源于通胀和工资增速弱。随着利率上升，那些申请adjustable-rate mortgages的居民面临借贷成本上升压力。

在如此多的逆风下，很难想象消费不走弱。但我们不是预期大幅走弱。因为房地产是温和调整，真实工资也不会负增长。在消费走弱的情况下，企业将谨慎；但企业BS很好，因此缩减开支的幅度有限。

[企业盈利将会回落] 企业盈利的持续强劲是支持今年股市的重要力量。在油价上升以及当前的周期位置上，企业盈利增速在2005Q3高达16%，margin达到了历史高点。现在分析师预计2006年增速13%，是名义GDP增速的2.5倍，这意味着margin预期还要增加，这过于乐观了。

我们的profit model显示明年盈利增速是5%，这仍然不错，但将明显弱于市场预期。盈利增速的超预期程度在2003年初以来持续好于预期，但2005Q3已经回到0附近。（盈利惊喜确实与股市变化高度相关，这说明基本面的影响还是关键）（GS的补库存逻辑对bca是一个不同点）

[通胀前景温和]

尽管通胀数据保持低位，但市场广泛对通胀数字不太信任。但没证据表明“真实”通胀高于统计数字。CPI和PCE在housing和medical care权重不同，由于CPI是固定篮子和shifts in spending，PCE可能比CPI要低一些。联储更关注PCE，而CPI的社会关注度大，PCE和CPI的走势实际上很少明显不同，因此本篇BCA的研究关注CPI。资产价格的上升确实是一种通胀，但这种通胀并不等同于商品和服务价格的通胀——后者会侵蚀消费者购买力；事实上，房价和股价与Core的相关性不高。1983年以前BLS用房价和房贷利率来计算CPI里面的housing通胀，但对此方法不甚满意；1983年以后用Owner-equivalent rent (OER)，这个也是国际上最常用的办法。政府并没有什么阴谋故意压低CPI。格林斯潘始终相信CPI高估了通胀。当时人们感觉通胀很高的一个原因是高频率购买物价在上升。

引起通胀担忧的关键是高油价。然而，还没有证据显示高油价传导到Core。在1990s后期，高油价确实领先core，但2002Q1-2003Q1并非如此。包括油价的商品价格确实与core intermediate PPI有关，但与finished goods关系不够密切，因为劳动力成本在整个生产过程中的占比更高，一般占比70%。高油价确实增加了企业成本，有可能让Core上升。

但我们有四个乐观理由：1.经济周期走弱。2.全球化，从中国的进口价格还在走弱。3.IT革命。4.通胀心理变化。1970s高油价仍企业涨价，然后居民要求工资上升，同时联储也放宽货币来稳增长。当前并不是这种情况。

菲利普斯曲线在最近几年不太好用，由于全球化的原因，虽然失业率在回落，但工资增速仍然疲弱。" "[通胀前景温和]

通胀是当前的最关键问题之一。如果通胀温和，那么联储没有大幅加息的必要。

判断风险。高油价推高消费者通胀预期，金价强劲上升，部分联储官员担心通胀上行风险。

通胀面临周期性的上涨压力，但结构性压力是向下。" "[联储将避免过度收紧吗？] 能，关键是我们预期通胀压力不大。如果通胀压力很大的话，那么这对于金融市场很不友好。

11月minutes显示联储开始思考改变政策立场，12月加息到4.25%以后已经不能再说是accommodative, 这意味着联储将改变所谓measured的说法。但是，在2004年中旬联储加息以来，股市上涨了10%，收益率下跌了25bp，经济和金融没有发生大幅冲击。一部分原因是联储的非同寻常的透明的go-slow紧缩方式，让市场无痛的转换到更高的短端利率上面。另一个原因是全球过剩储蓄，支持了债券收益率。

一般情况下，联储在结束加息时刻要过度加息，因为货币政策存在作用时滞。但本次联储可能成功的避免policy overshoot。11月联储minutes表示成员仍在担心通胀压力。格林斯潘在2006年1月份可能继续加息到4.5%。但等到伯南克在2006年3月的他的第一次会议时，很可能经济已经放缓了且通胀稳定，因此可能不再加息。FFR应该在5%一下就会触顶。

" " 微弱低配股市。投资者正在欢庆联储加息接近尾声——且没有造成经济或金融混乱——股市创了2001年中以来的新高。股市处于上升的趋势中，而且短期动能是上涨——股市对好消息积极回应，对坏消息韧性很强。

但我们仍然担心一个mini growth scare和过度乐观的盈利预期在2006年初给股市带来调整压力（但并没有发生）。在调整以前，我们仍在等待高配股票的时机。

股市估值较好，因此近期可能的盈利预期下调对股市的冲击下行空间有限。在联储加息期间，Multiple会下降，本次也是。Interest-rate adjusted SP forward PE在加息后下降，其下降速度其实比历次要多，这意味着当联储停止加息以后，估值有望回升。总体来说，在2006年，股市应当比债券表现要好，因为盈利温和增长，估值也会回升。

微弱高配债券。我们讲的股市对债券的implication有限，因为债券市场price in的是额外两次加息，这是合理的。

短期仍然推荐微弱高配债券，未来经济走弱可能把债券推至4%，届时可以获利减仓，回归中性配置。在12个月的尺度上，债券可能在4-5%之间区间波动，宏观背景是低且稳定的通胀，这导致债券是一个boring asset class.

对企业债维持低配。"

20051202 bwam still bullish on commodities "大宗商品价格的上涨受到两个支持：

1.基本面的支持。在考虑中国/印度等国家以后，全球产出是显著超出趋势的，而矿石类开采的速度有限，因此大宗商品价格上升。当前看不到中国等EM国家增长放缓。

2.1980年以来增长长期超预期，通胀下降长期低于预期，这使得机构投资者的资产组合摆布通常是long growth, short inflation，对于通胀hedge类的资产配置不足。这些投资者投资的转移也是一个力量。"

20051203 GS UEA The Industrial Cycle Gears Up "房地产在走弱，单户的inventory/sales new和existing都在上升。

ISM延续回升趋势，油价下降让消费者信心回升。

工业恢复有望延续。Shipments/inventories——特别是durable goods manufacturing——在上升，预示补库存周期将开启。我们曾经判断说工业部门收缩不会带来衰退，但当前的工业复苏也早于我们的预期。根据历史经验，这种复苏还要持续6个月。"

20051206 GS Daily The US Economy at Full Employment 我们定义充分就业是工资上升速度不对margin有压力，即margin不上升也不下降的情况。 这意味着，由于2006年仍然above trend增长，因此进一步增长将到至core逐渐上升，让联储有动力加息到above neutral到5%。

20051207 Fed Greenbook 过去六周数据显示Katrina对经济的拖累没有预期那么大。

20051209 Fed Bluebook 11月22日Minutes公布以后，市场ffr预期明显下降，但两次会议之间整体来看，ffr预期路径变动不大。

20051210 GS UEA Yield Curve Inversion Near, but Have No Fear "近期房地产销售有触顶回落的迹象。

曲线有可能在近期倒挂，但不用惊慌。本次倒挂是源于长端债券的风险溢价偏低。

历史上曲线倒挂持续时间都不长。一种可能性是投资者成功的预计到了联储过紧，因此联储未来降息来消除倒挂；另一种可能性是增长比投资者预期的要强，因此长端利率上行来消除倒挂。当前Core水平低，联储没有压力大幅紧缩，当前货币算不上紧。"

20051213 Fed Transcript "格林斯潘：从过去六周，或者说两个月以来的数据来看，美国经济强劲程度超出预期。而且不止是美国，欧洲、日本也不错。美国增长走强是广泛的，既包括旧经济——钢铁等，也包括新经济IT等。

更为重要的，我们看到通胀上行压力面临了一些阻力。传统的分析告诉我们，美国经济产能已经要不足了，但过去一段时间工资增速温和。

当然，货币政策不仅是应对通胀，当前还有资产价格的问题。在当前情况下，我认为应当紧缩，但不是为了盯住资产价格。我认为如果当前不进一步收紧，那么经济可能比我们希望的要增长的快。

我建议本次加息，并且我认为1月份也要加息，而且1月份的加息可能是加息的结尾。我希望当本次声明在今天公布以后，3月份的ffr预期不会下降，我甚至希望ffr预期上升一些。我对于暗示何时结束加息是谨慎的——即使我们很可能就要结束加息。这是因为暗示结束加息将压低房贷利率。当前房地产的过热（whatever froth there is in the housing market）受到控制是因为房贷利率上升，以及短端利率上升——因为还有一部分可调整利率的房贷。"

20051214 GS Daily An Early Look at 2007- A Return to Monetary Easing\_ 我们预期2006H1的美国增长仍然高于潜在增速，主要受益于补库存周期。在2006年底和2007年增长跌至2.5%，即低于潜在增速，这是由于房地产走弱、MEW对居民消费的抑制。在2007年，联储可能要降息至4%。（跟BCA看法不同，BCA认为增长放缓是在2006年初）

20051215 Barclays\_Global\_Outlook\_Implications\_for\_financial\_markets\_December\_2005 "2006年初最重要的事情是货币政策变化，联储可能停止加息，联储主席也要更换。当前经济背景依然对风险资产很有利，增长回暖，通胀压力不大，货币依然宽松——真实利率依然较低，仅2%（这些描述都没问题，但这是backward looking）。

2005年初，经济有所放缓，一方面是工业企业库存调整，一方面是中国进口放缓，表现为贸易盈余大幅上升。现在中国贸易盈余已经走平不再上升。

市场普遍认为房地产将走弱（是的，几乎所有人都这么觉得），但我们认为影响不大。我们从Ffunds数据可以看到，大部分equity extracted是用于居民部门的资产负债表修复，即偿还非房地产方面的贷款，或者买入金融资产。

我们继续看多风险资产。"

20051215 bwam The Fed's thinking "（这一篇写的很好）

当前的联储，要考虑三个问题：

1.当前通胀心理会广泛产生吗？我认为应该分部门来看。房地产价格的上升已经根深蒂固，即便加息已经让房地产新开工在回落，但居民仍在预期房价还在上升。大宗商品市场也有一些通胀心理。普通居民也有，但他们没有谈判能力来提高工资，因为EM劳动力的竞争。对于机构投资者，也开始有一些通胀心理，逐步开始买入抗通胀资产。

当前的周期背景已经很清楚，就是capacity已经偏紧，因此高于趋势的增长已经不被鼓励。如果有了通胀心理，则是一个严重问题，代价会很大。

2. TIPS市场是否很好的通胀预期指标？大体可以对应，但精确意义上不是。They should view break-even inflation rates now, in the past and for the foreseeable future, as a relatively poor barometer of inflation expectations.... the break-even inflation rate, more than a reliable indication of the market's expecatations of future inflation, is the result of the supply and demand influences for both nominal and linkers... 例如受到机投资者分散化需求，央行控制本国汇率的需求等。

3.第三个重大问题是：当前的较平的收益率曲线，是货币偏紧还是偏松？答案是偏松，因为长端受到了扭曲。所谓的bond conundrum只是联储自己的谜题，其实答案很清楚。联储当前只是选择中间路线，逐步加息。实际上，最终只能依靠联储不断推高短端利率来推升长短利率，当前货币政策太松了。

当前的债券市场必须从供给角度来理解... it appears to us that inflation psychology has risen, but its rise has not been large enough to offset changes in other factors that prompted the increased buying of bonds. While we will not go into our exact breakdown of which entities bought bonds and why (and their price effects) because that’s proprietary, suffice it to say that various forms of portfolio and borrowing shifts have driven long rates down to levels that are lower than they should be, based on current macro-economic considerations (and inflation expectations).

"

20051215 GS Daily Explaining Low Bond Risk Premia- Inflation vs. Real Rate Volatility 对长债收益率的premium下降的提供一个解释：长债收益率受到通胀波动性的较大影响。即使短端利率波动很大，但如果通胀波动性下来，长债premium也会下来。1990s以来，通胀波动性在下降，这解释了长债收益率的下降。如果这个解释成立，那么这个premium的下降是结构性的，较难反转。

20051222 BCA.gis gisdec05\_22 现在市场开始预期2006H2联储降息。

20051231 GS UEA The Turn in the Interest Rate Cycle "上周10y和2y国债收益率倒挂。消费者信心显著回升。

我们预期经济在2006H1向好的关键逻辑是库存向好。实际上，Change in Real Business inventoreis很好的预测了Change in Real GDP Growth。" "加息尚未结束，因为金融条件依然较松。长端利率的term premium几乎消失，我们猜测这与可控的加息节奏有关，未来将上升。

2007年增长低于潜在增速以后，联储会降息100bp。低于潜在增速常常与衰退联系在一起，例如那个0.3pp理论。"

20060101 BCA, The Bank Credit Analyst - The Outlook - 2006, Sustaining the low inflation boom "[对过去几年的回顾] 过去几年当中，每次年初市场都在担心金融不平衡的风险——经常账户赤字扩大、房价高、储蓄率低——但经济和市场却走强，吊诡的是，金融不平衡也随之扩大。过去几年的教训是，金融不平衡并不意味着短期市场风险。

金融不平衡在近期可能继续。2002-04年美元走弱，而亚洲央行的购买让美国资产市场避免了大幅下跌，这一模式近期没有结束的迹象.就房地产而言，正如2001年的BCA报告一样的观点，居民债务水平的上升伴随着买房子，资产端也是有匹配的。未来房价走平，意味着消费将走弱，但不会崩溃，因为收入和就业尚好。

[低通胀是关键] 对于2005年，低通胀是我们pro-growth投资策略的关键支持，因为低通胀允许联储的紧缩go-slow。2006年的乐观的最重要原因也是通胀将保持低位。低通胀导致低利率，但低利率却导致金融资产通胀。但资产价格上升与通胀是不同的。通胀侵蚀消费者购买力，而资产价格上升反而让消费者更好。因此联储难以直接盯住资产价格。此外，资产价格和通胀的相关性很弱，1990s就是案例。

[增长将放缓] BCA已经预期经济走弱一段时间了，但经济没有走弱迹象，但BCA仍坚持这一观点。

房地产从支持力量变为逆风，这是我们认为2006年美国消费与增长走弱的关键。房地产降温迹象明显，这对消费不利。当然，BCA仅仅是假设房价走平，因为历史显示全国层面名义房价没有yoy下跌过。当然，当前通胀已经较低。

企业部分的资产负债表较好，Profit margins不错，投资回报率明显高于资金成本这预示投资也不错，但企业投资向好难以抵消居民支出放缓。

但我们并不预期衰退，当前收益率曲线倒挂，但真实利率仍然处于低位，说明货币并不是那么紧。历史上收益率倒挂的时候，真实利率都很高，在4%附近（2008年那次如何？）。对增长的风险有两个，油价——特别是由于供给冲击导致油价上升，以及房地产超预期走弱，美元大幅波动。" "[低通胀是结构性的] 导致高通胀的各种要素已经存在很久了——财政赤字、弱美元，货币宽松——但通胀却保持低位，而且是一个全球现象。这里关键的故事是了正面供给冲击。

金价对通胀的指示作用并不稳健。过去5年金价不断上扬，但全球通胀却边际走低。" "当前条件很有利于产生low inflation boom，这也产生了资产泡沫的土壤。当前市场在庆祝联储加息即将结束，但加息结束的原因是货币不再宽松，或者经济将走弱，这并不对股市有利。

BCA对长期不平衡保持警觉，但短期还没有爆发风险的可能，因此2006年的资本市场依然又是solid year.

微弱高配股市（？）。由于增长稳健、流动性充裕（即通胀不高）和估值有吸引力，股市在2006年将上涨。

当前市场对股市乐观情绪确实很浓，但基本面其实是支持这种乐观情绪的——我们判断通胀较低。因此，跟市场一样乐观是合理的。当前美股估值也不高。

债券。从1980s至今，通胀从高位跌至低位，这个过程已经完成。未来通胀会保持稳定，这意味着债券市场整体将是一个无聊的资产，虽然短期波动还是有的，但波动将远小于历史情形。

尽管联储加息，油价上涨，财政赤字和房地产价格上升，以及人民币开始升值，但是美债利率仍在低位。我们说过是这是因为存在结构性抑制收益率的因素，而这些因素将继续存在。叠加通胀较低，美债收益率将继续保持历史低位。

美债收益率的一个上行风险是企业结束资产负债表修复并开始投资。当前企业部门的借贷需求很弱，Chart20显示financing gap在2005年已经跌到负值。我们还没有看到企业借贷大幅回升迹象，将密切观察。

总之，我们没有理由对债券悲观。如果通胀担忧推高了收益率，我们会认为这是买入机会。在6个月的尺度上，我们认为随着经济走弱收益率将走弱。

2006年信贷利差将扩大，但我们不足以让我们建议低配。当前仍然建议中性配置信用债。1990s中的软着陆依然是最好的思考当前信用债表现的模板。"

20060101 PIMCO Is The Price Right \_ PIMCO "（2006年初，桥水和PIMCO的观点截然相反。桥水觉得是偏松的，而PIMCO觉得偏紧）

凯恩斯的名言：""foreseeing change in the conventional basis of valuation a short time ahead of the general public.""

投资人能够忍耐的负收益的时间上限是3-5年。

PIMCO坚定相信curve终将curve，恢复陡峭化的方式是短端利率重新下行。预计2006年底联储要降息（补充Bill的观点：当前长端利率其实已经偏紧，因为全球需求不足和saving glut）。

对于信贷利差，回想三年前——2002年夏天和秋天——投资级企业债市场几乎关闭了，这也被称作“对资本主义的信任危机”，但这确实最佳的入场时机。现在，资本主义已经被认为正常运行，是时候让其他投资者去承担那微薄的信贷溢价了。要记住，CEO并不是为了债券投资者而工作，除非他们没有选择的时候。当前他们有选择了。企业有太多的账面流动性了。"

20060104 bwam The Decade so far "（桥水觉得Secular Picture没法可靠的用来指导trade）

[Secular Picture] They’re not the sort that one would look at to gauge what the next several months or one year will look like (i.e. not the type of things we find useful to trade markets reliably)

（桥水强调，搞清楚市场定价是必要的第一步）

Understanding what markets are pricing in is the simple part of this business, but it is an essential

starting point."

20060107 GS UEA Low Bond Risk Premia the Collapse of Inflation Volatility 年初以来，ISM下行超预期，从59.1下行到54.2。就业报告也不及预期，房地产减速继续。 长端债券期限溢价低，我们认为主要原因是通胀波动率在下降。有一张图：通胀的波动率下降程度明显高于短端真实利率的波动率。

20060112 bwam The Dangers of teh Present Value Effect and Easy Leverage "（为什么credit spread这么低？BCA在2006年底也提出credit spread太低了，偏好股票而非信用债。那问题来了，既然大家都看到了，为什么spread还这么低？）（长期观点难以在短期被印证。实际上，2006年的spread似乎并没有明显回升吧）

It is interesting to us that the amount of debt in the economy is so large (e.g., on an inflation adjusted basis) at the same time as the credit spreads are so low (even for long maturities). We think that the longer-term risks (i.e., those in the 2 to 5 year forward period) are very large. This favors building short lower-grade credit against higher-grade credit positions and being long gold."

20060114 GS UEA On Track for a Downturn in Housing 房地产的领先指标：1.inventory/sales for new homes上升，领先residential investmnet 2Q。2.房贷条件收紧，affordability恶化，大约领先residential investmnet 3Q. 3.Sales and starts of new, single family homes，领先residential investmnet 2Q，这不难理解，因为建房子需要5-6个月，此外还有后续装修等。Sales of existing homes领先性仅1Q，因为这个是在closing的时候report的数据。4.还有其他一些时间序列较短的视角，例如NAHB提供的The home market index，总结了建筑商的assessment of buyer traffic，数据从1985年开始。还有Mortgage Bankers's Association的mortgage application index，从1990年开始，大约领先3个季度。特别要注意的是，房价的领先性并不稳健，有时候它还是落后指标。当前市场很多人从房价角度观察房地产周期拐点，这是不合适的。

20060117 GS Daily We’d Give Chairman Greenspan a Better Grade than The Economist The Economist: "...negative household saving rate and a record current account deficit... until these imbalances unwind—a process that could prove painful—it is too soon to applaud Mr. Greenspan's record."

20060123 GS Daily Can Faster Real Wage Growth Offset Lower MEW\_ 我们预期真实工资在2006年上升，因为名义工资上升，而油价不太可能像2005年那样上涨。但真实工资上升仅部分抵消MEW的拖累。

20060123 谁决定总需求 宋国青《利率是车，汇率是马》 2005年顺差大幅上升，这是2004年宏观调控抑制投资的一个结果。

20060125 FOMC Greenbook The underlying pace of economic activity appears to be well maintained.

20060126 FOMC Bluebook 虽然市场预期FOMC对accommodative的表述作调整，但完全去掉accommodative降低了加息预期，minutes的公布进一步压低加息预期——FOMC对增长看的相对市场预期偏淡，通胀温和。但近期经济数据较强，ffr回到上次FOMC的水平。

20060128 GS UEA Plugging the Investment Gap "企业投资在2001年以来持续弱于预期。当前投资增速仅6.5%，这相比当前宏观经济而言太低了。实际上，Blue Chip调查中对2006年经济增长最重要的是投资强劲。2001年来为何投资弱于预期？一个常见解释是企业家过度谨慎，但我们不同意，因为CEO confidence和HFIB的小企业信心水平都很高，而且就业也在扩张，这也对应着企业信心可以。我们的解释是1990s末的投资过多。由于IT的折旧速度高，因此从非IT投资转向IT投资意味着更高的投资，但overshoot了。当前这些过度投资应该消化的差不多了，投资在2006年应该是支持，投资增速应该恢复到模型预测的水平。

（还是不好理解，为啥从2001年折旧到2005年都还没折旧完？要知道，2001以后的就业恢复速度也是历次最弱的，这也对应着企业信心不足。还是那句话，要看企业做什么，而不要看企业说什么。对于高盛的这个解释，我不太信服）。"

20060131 FOMC Transcript "格林斯潘：当前的经济非常好。We're probably not all that far from where we want to be, considering that our major focus was the removal of accommodation... it is going to become increasingly dependent on the data because we’re not in the position in which we had been for quite a period of time of essentially saying what it is we plan to do and then proceeding to do it. We have run the string. We have gotten to where we wanted to be, and now the data are going to determine what largely is going to happen.（即已经中性利率，下一步就看数据了）I suspect that whatever the Committee does in March will depend very marginally on what we say today and very significantly on the whole series of events that have to work their way through over the next six weeks. 3月份是否加息主要取决于数据，跟本次FOMC说啥边际上关系不大了。

我建议使用“further policy firming may be needed.” ，这与我们的预期前景是一致的。"

20060201 BCA, The Bank Credit Analyst, Complacent Or Realistic, U.S. Corporate Health A Glowing Report Card "[市场乐观情绪是有道理的] 市场对风险资产很乐观，我们同意这种观点。“If something seems to good to be true, it probably is."" 但也有对立观点认为，当前市场对金融不平衡过于自满（complacent），而且美国房地产正在降温，而且当前市场情绪过于乐观而可能反转，这意味着美国经济可能不止是mid-cycle slowdown.

我们乐观的理由包括：1.联储可能避免加息过度。这让房地产的放缓是逐渐的。2.企业部门的financial shape是十几年来最好的情况，这有利于抵御消费者紧缩。3.生产率仅需在继续。4.股票估值尚可，假设利率保持当前低位。这意味着2006年看起来将和2005年一样是muddle-through的一年（也就跟2004年一样）。消费者肯定会紧缩开支，但企业部门的financial shape很好，这意味着企业不会大幅缩减开支和裁员，而且全球经济在改善（其实美国股市在2000s持续跑输全球股票，包括对欧洲股票，这也许是China cycle的原因）。低通胀是乐观的最关键假设。

当前的风险包括油价冲击冲击，贸易不平衡，禽流感，地缘政治，房地产，这些风险大部分是通索性的，这意味着不宜对股市过于高配或者对债券过于低配。

[消费承压，但企业部门良好] 真实工资增速已经走弱。就业增速也不会上升，根据BCA的Payroll model。虽然企业部门较好，但消费走弱将让经济承压，预计会有2-3个季度增长低于潜在增速（失业率回升？）。

企业financial shape极好。margins处于周期地峰值，但考察多种指标以后发现margins尚不算过高，预计随着经济放缓而下降。投资回报仍远高于资金成本，支持投资。本轮复苏当中，GDP回升相比历次复苏偏弱，但企业盈利回升快，主要原因在于productivity增速高。这符合我们的长期结构性判断，即生产率大周期进步让在进行。由于企业谨慎，当前资产负债表极好。企业的资产负债表在1980s走弱，在1990s更弱，使得企业在科技股泡沫破灭后产生恶性循环。当前企业有大量现金，企业为何不投资或者不给股东返还现金呢？

" "低通胀是我们观点的关键假设，这意味着联储不用过度加息。我们看到的通胀压力指标都在消退... 低通胀有三个结构性原因：1.全球化压低了贸易品价格。2.技术进步让许多行业有通缩压力。3.联储成功地消除了通胀心理。当然，结构性力量不能完全消除周期性变化，事实上，过去几年出现过几次短暂的通胀恐慌，但事后来看通胀压力没有上升，这说明结构性力量压倒了周期性压力（结构性力量是不可被证明的，一个思路是在周期性力量明显出现却不显现的情况下，来确认结构性力量）

当然，宽松的货币最终将导致通胀。当前情况下，通胀没有发生在商品部门，而是在资产价格上面。这引发了一个问题：央行应该盯住资产价格吗？" "伯南克继承的经济是增长通胀较好，但金融不平衡巨大。伯南克面临的挑战不是高通胀，而是金融不平衡的调整。好消息是这种调整并不是近在眼前。伯南克也坚定相信联储不应该刺破泡沫。

当前ffr已经在大部分政策决策者认为的中性水平，下一步利率往哪里走取决于经济数据。

货币条件看起来似乎仍是宽松，银行贷款增速仍然很高。但要知道，银行贷款增速的peak通常落后于加息停止的时点。我们的Fed Monitor已经显示再度需要宽松的货币了。

我们预期低通胀和增长走弱将让ffr在5%以下触顶，但我们还没有准备预测2006年联储降息。" "风险资产的前景依然积极（positive），因为美国经济仅仅面临的是mid-cycle slowdown，而加息周期可能不会加到过于紧缩——因为通胀低且增长会走弱。这意味全年而言股市仍将跑赢债券（这一般也就意味着股市会上涨）。

股市。尽管股市盈利可能不及预期，但抑制债券收益率的因素仍在，这将允许股市继续上涨。 盈利预期可能不及预期，因此股价短期可能承压，但3月以后联储可能停止加息将支持股市，即盈利增速预期将回落，但估值有望提升。

我们并不预期可以从股市中获得大幅回报。当前是复苏的第四年，一般而言此时股市倾向于动力衰竭，因为长端利率往往上升很多，但当前的不同之处在于长端利率仍在支持，因此我们建议当股价回落时可以加仓。

微弱高配债券。低通胀、全球过剩储蓄支持了债券收益率保持低位，我们预期经济会放缓这将继续支持债券，这意味着债券收益率将在未来几个月回落至4-4.6%的区间低位（错误）。"

20060201 PIMCO The Knack for When and the Gift for How \_ PIMCO " 联储本次加息力图避免1994年的失误（这一次联储试图管理市场对最终中性利率的预期）。1994年刚刚加息的时候，债券市场discount了最差的加息终点的情形，用今天的话说，就是金融条件收的太紧。格林斯潘力图比1994年更好的管理forward rate expectation。当前的情况与1994年恰恰相反，长端利率不仅没有大幅上升，而是温和下降。这是好是坏，还在激烈辩论——是否是中性利率比之前想的还要高呢？当然We cannot re-run history to find out.

FOMC持续告诉我们他们并不知道中性利率是多少，but they will know it when they get there. 我从来没有相信过联储的这个表态。当前FOMC的表现，与Taylor很早以前的规则是非常一致的：2%的真实利率，2%的通胀，对应4%的中性利率。由于core略低于2%，而失业率比5%——这是联储官员普遍认为的NAIRU——低0.3pp，0.3pp对应的大约是0.75pp的利率提高，总体来说这对应着当前利率水平应该是4.5%左右。

我要承认错误，我曾以为联储会结构性的转变货币政策，中性利率要降低，因为联储已经战胜了通胀。联储显然看起来像是认为secular environment并没有变化。这背后的一个重要原因是长端利率很低——长端利率的风险溢价表现的却像是secular environment已经变化。由于长端利率在低位，这才使得联储可以加息到现在的水平。如果当前10年期收益率上涨到5.5%，那么联储可能早就停止加息了。而且，有可能——也仅是有可能——当前的房地产市场froth将会少一点。当然，we can't re-run history.

Bottom line是，我们相信，当前的联储利率最终会被证明过紧，随着房地产走弱。联储越是按照Taylor的办法来调整利率，越有可能证明我们的secular forcast是证券的。当周期性力量反转时it will be a wicked turn."

20060204 GS UEA The US Budget Outlook Has It Really Improved "失业率降至4.7%，小时工资增速上行至3.3%，这显示开始有潜在通胀压力。

去年10月的ISM较高有飓风原因。飓风大幅抑制了个别行业，但导致其他很多行业温和回暖，这让ISM这个 diffusion index回升。当前ISM连续第三个月下降至54.8，尚不至于担心。"

20060211 GS UEA Looking for the Monetary Policy Inflection Point 伯南克可能再加两次息到5%，因为：1.金融条件仍然较松。2.2006H1增速高于潜在增速，失业率继续下行。3.刚开始偏鹰派一些没坏处。

20060213 GS Daily Yield Curve Inversion Keeps Recession Fears Alive 3m-10y曲线倒挂近在咫尺，杂志上愈发出现对衰退的担忧。我们认为这次不一样。（2000年初也是这么说的…)

20060218 GS UEA Pushing the Limits of Full Employment 我们预计失业率在年中降至4.5%。但经济学家对NAIRU的估计信心在1990s以来大幅下降，在2000年4月失业率低至3.8%并没有如期大幅推高通胀。

20060224 内需走强 宋国青《利率是车，汇率是马》 2005年发生了外需走弱、内需走强的变化。2005Q4发生了另外的变化，日本增长异常突出，这与日元贬值很有关系。

20060301 2006年春季CCER中国经济观察（总第5期）关于社会主义新农村建设的几点思考\_林毅夫 "社会主义新农村建设是近一年多以来国内最受关注的一个主题。总书记还在二月份花了两个上午的时间召集将近二十位专家进行讨论。这种重视程度可以说是绝无仅有的。

，国家发改委的资料显示到了 2005 年底我国钢铁、电解铝、汽车等11 个行业存在产能过剩的问题，其中产能过剩问题突出行业有钢铁、电解铝、汽车、铁合金、焦炭、电石及铜冶炼行业，潜在产能过剩行业有水泥、电力、煤炭和纺织等。"

20060301 2006年春季CCER中国经济观察（总第5期）会议上半场问答\_林毅夫 新农村建设的“新”就在于我国已经处在一个根本性的转折阶段。，劳动力供求关系的转折连想都没有人想。不过，这个转折不仅已经来了，而且来得还很快。如果说在去年对这个现象的认识还有所保留，那么到了今年肯定程度就更高了，在农村也能得到验证。比如在皖北地区调查，问打工者收入是不是在提高，他们说一直在提高；问什么时候提高得最快，他们说这一两年提高得特别快。

20060301 2006年春季CCER中国经济观察（总第5期）会议下半场问答\_余永定 " 余永定: 在2002-2004 期间，中国许多行业进行了大规模投资，这些投资并不完全是理性的。所以在2003 年有很多经济学家都担心，2003 年之后中国会出现通货紧缩。林毅夫教授和我都持这种观点。当前投资增长速度很高，就导致当期需求压力增大，肯定造成当期通货膨胀压力的上升；但是从经济增长角度来看，当期投资增长速度越高，未来生产能力的增加就越快，如果未来需求不能跟进，就会造成未来的通货收缩。所以要区分短期影响和长期影响。中国现在的产能过剩完全是跟前几年的经济发展状况相关的，是一种自然的结果，不能从抽象的定义出发。我认为产能过剩在中国是存在的，而且十分严重。对于今年一季度的贷款增速，央行也是吃了一惊。原来传言央行打算提高准备金率，实际采取的是提高贷款基准利率，和前者相比后者相对更温和，反映出央行比较慎重的态度。

周其仁：我的观点和纪宝成校长不同，这是两个公民之间完全正常的不同意见。每个人，尤其是人大代表，都有权利讲自己的看法。我想强调的是这种分歧怎么解决。传统国有资产的一个历史形成的缺陷就是没有形成一个程序去处理这个问题。分歧没有收敛的可能性，对社会来说是一个负担。相比之下，在股东大会上不同的股东也会因某个问题争吵，但他们不能一直开会，辩论一段时间后就会投票，不同意的可以把股份卖掉。这样就有一个收敛的机制。

提问（搜狐网）：前不久在博鳌亚洲论坛上，中金公司首席经济学家哈继铭说现在房价过高，买房不如租房。你对这个问题怎么看？最近发改委出了一系列的政策，标志着新一宏观调控即将启动。您认为这次宏观调控对房价会有抑制作用吗？宋国青：房价要和利率一起来看，一定的利率水平对应一定的房价，不能离开具体的环境、条件去谈房价过高还是过低。中国的利率稍微再被压低就会成为负利率。利率低导致存款收益少，房价涨是必然的。如果不是从主观愿望出发，而是纯粹从预测的角度、市场的角度，那么在低利率情况下房价上涨是很容易理解的。只要房价上涨幅度和通货通胀率差不多，房地产投资就会有吸引力。宏观调控不是要把整个经济调下去。如果现在不进行宏观调控，将来再等一段时间再调控时就会在力度上更猛烈。既然早晚都要调控，现在调控、未来调控对房价的最终效果都是一样的。今天不用猛烈的手段，将来会要用更猛烈的手段。从这个角度来讲，其实不用考虑短期宏观政策对短期房价的影响。如果调控之后经济走势不佳，就会引发政策放松。2004 年之后这样的循环已经有好几轮了。其实房价（相对价格）不是政府能管的，政府可以从税收等方面来间接地调整，但我认为短期宏观调控对房价影响不是很大。

提问：我们为什么考虑国有资产转让价格高了还是低了？我们为什么关心它是贬值了还是升值了？周其仁：我下乡十年，跟农民学的，差不多把国有资产看得跟我没什么关系了。我是一个纯粹的研究者。如果认为国有资产有自己一份，那就很难研究清楚。可是我们有很多人关心国有资产转让价格。他们在法律上都是中国人民的组成部分。他们变成一个力量，这个力量会影响国有资产的交易。"

20060301 2006年春季CCER中国经济观察（总第5期）紧缩货币势在必行\_宋国青 "紧缩货币势在必行。

2006 年一季度，真实GDP 的同比增长率为10.2%，最多微微偏高。现在GDP 的中期潜在增长率应当高于9.0%。由于煤、电、运等瓶颈环节的生产能力在过去两年有了很大改善，当前GDP 的短期潜在增长率还要高一些，可能在9.5-10.0%。另一方面，消费价格指数和工业品出厂价格指数分别比上年同期上升了1.2%和2.9%，前者明显偏低，后者略为偏高。从保持经济平稳增长的角度看，消费价格指数更为重要一些，所以总的同比通货膨胀率稍为偏弱。从这些情况来看，总需求的同比增长率是比较合适甚至稍微偏低的，肯定不是明显偏高。现在的问题是，如果总需求的同比增长率能够保持在一季度的水平上或者再稍高一点，就不存在总需求增长率过高的问题，目前的变化趋势并不是这样。

从 2002 年初到2004 年初，总需求的增长率总的来说高于其趋势，2004 年内两者基本上是平行的。到2005 年头几个月，主要由于出口的增长，总需求增长率相当高，然后很快降低到低于趋势。从2005 年底到现在，总需求增长率再次高于趋势。在总需求增长率变化的时候，实际生产增长率的变化在先，通货膨胀率的变化在后，通货膨胀率也会在未来几个月内赶上来。

总需求决定：M2 是根本，汇率也很重要。决定总需求的最主要因素当然是M2，不过出口方面的情况有独立于M2 的意义。简单说来，真实汇率应当完全决定了净出口。两个因素存在一些偏差。首先，不同商品和服务对于国内外比价变化的反应不一样，简单的说法是区分可贸易商品与不可贸易商品，进一步还可以考虑不同商品类别对国内外价格变化的弹性。问题是不同商品的价格变化可能差别很大甚至方向相反，而相应的价格指数统计总的来说是比较缺乏的，尤其是中国的细分类的价格指数比较缺乏，与主要贸易伙伴的可比性不很强。另一个因素是所谓的“价格粘性”，需求的短期变化并不是同时作用到实际贸易量和价格两个方面。尽管如此，汇率还是表现出了对于净出口需求的很强的指示意义，这是可以直接验证的。可以看到的是，从2005 年初到11 月，人民币有相当大幅度的升值，后来开始贬值。前者对出口需求是个抑制，后者则是刺激。自2005 年四季度到现在，世界经济增长非常强劲，尤其是在中国近邻的日本和韩国等地方经济增长率非常高。

" 对提高存款利率的一个担心是，中国提高存款利率后容易引起更多的套汇热钱的进入。这个情况是可能的，但在数量上问题不大。当然，如果提高汇率，就什么事情也没有了。 " 虽然 M2 的同比增长率在2005 年下半年比上半年大幅度上升，但这个变化的一大半是由基数的变化引起的。M2 的环比增长率在2005 年上半年和更早些时候就是比较高的，下半年只是稍微再上升了一点。仅仅M2 的环比增长率不能解释2005 年2-3 季度总需求环比增长率的下降，后者是现在主要价格指数同比增长率下降的原因。在M2 的基础上，即使加上不能完全反映外需信息的汇率，对总需求变化的解释也会好得多。不过在总需求决定中，M2 仍然是主要的，其权重估计在80%左右。

贷款高速增长的基本原因是利率太低。目前，中国的真实利率远低于其他主要国家，从预期通货膨胀率的角度看，利率显著偏低。如果基本不动存款利率，就只能靠其他方式来平衡。第一类方式是行政调控包括央行的窗口指导，第二类方式是提高存款准备金率或者类似手段，第三类是单边提高贷款利率即继续扩大存贷款利差。其他的办法如大幅度提高超额准备金的利率，央行不愿意采取，这里用不着考虑。认为存款准备金率变动是猛药的看法肯定是有问题的。因为准备金率是个连续变量，在准备金率变化的效果小到微不足道与非常猛烈之间，总有一个既不太小也不太大的幅度。提高存款准备金率的问题不在这里而在于人为增大了存贷款利差。提高准备金率有效的前提是超额储备的利率比较低。在这样的情况下，商业银行要通过提高贷款的利率来补超额储备的损失。

合适的存款利率是保持宏观经济平衡和提高微观经济效率的一个很重要的杠杆，人为增大银行存贷款利差会导致很多方面的歪曲，这里只简单谈论有关住房和大商品价格方面的问题。除土地供给等因素外，房地产价格主要是由存款利率决定的。大部分居民住房是居民的自有住房，而自有住房的机会成本是存款利率。如果存款利率比较高，一部分家庭会考虑少买房，多存钱少存房。这个问题是有历史经验的。中国在过去好几年，粮食产量都比较低，全社会在挖存粮，也说明在1978 年到1998 年之间，全社会存粮大量增加。导致农民大量增加存粮的基本原因是存款利率相对于通货膨胀率太低。现在，粮食的重要性下降了，城市住房的重要性上升了，过去的农民存粮正在演变为今天的居民存房，这是消费者和小生产者对抗利率剥夺的一个结果。同样的情况表现为大商品存货。利率偏低导致存房、存货的机会成本偏低和存货量增加，推升了住房和大商品的价格。"

20060301 2006年春季CCER中国经济观察（总第5期）争议四起的经济原因\_周其仁 "2006 年3 月6 日，一年一度的“两会”召开期间，全国人大代表、中国人民大学校长纪宝成在人大小组会议上发表了“大中型国企海外上市导致国有资产严重流失”的谈话。这场围绕“国企海外上市”的争议，是2005 年“国银行海外上市是不是被贱卖”争议的继续和扩大。是年中国建设银行完成境外上市，中国银行也引入国际战略投资机构并准备到境外上市，期间有关国有银行股权转让的数量与价格、国有净资产的溢价水平、IPO 价格、以及上市后建行股价变动的含义等一系列问题，都引起共公开的争议。所有批评集中到一点，就是“银行贱卖”——“贱卖”者，国有资产流失也。

中央汇金公司总经理谢平的解释最为系统：美洲银行和建行谈到最后一天的时候，他出的价高于当时花旗愿意出的价，当时又没有别人出价，在这样的情况下我们决定卖。最后为什么不在国内上市，主要就是等不起，因为不知道股改什么时候完成，也不知道排到什么时候可以上市。加上国际上透明度的标准、监管标准对我们大股东来讲是有利的。

2004 年以后那场围绕地方国企改制的争议，反倒显得像一场茶杯里的风暴。是年夏天，据称是香港中文大学“首席教授”——一个世界上从来没有存在过的教席——的郎咸平，高调指控海尔、TCL 和科龙等三家公司的改制和兼并重组是“侵吞国资”。吴敬琏、张维迎和笔者在内的部分研究者则不同意郎咸平的轻率指控。

问题是，委托人何在？在历史和现实中，究竟委托人——全民——怎样实施资产委托，怎样监督委托的过程和结果，代理人又怎样接受委托，要负什么样的责任，怎样在代理过程中被监督？这些问题的答案，从来付之阙如。这也是我为什么认为 “委托－代理”模式在从研究国企国资方面难有用武之地的原因。困难就在这里。国资在法律上、在公共意识里属于全民资产，但是实际上又从来由政府部门和官员打理。在国资的法律所有者与实际管理者之间，从来没有形成清楚的章法界定委托、代理、监督的权利和责任。这是国企国资非改不可的理由，也是国企国资难改的原因。

其实国资转让的困难，早就在改革中出现了。不过早年的办法，可能是深知问题的重大和困难，采取的是躲避或回避的策略。以中国股市为例，举世闻所未闻的“股权分置”或“部分股权不流通”究竟是从哪里来的？答案简单，就是为避免“国资流失”而来。想想看呀，上市的国有股一旦流通，市价涨了好办——国资保值增值是也——可是一旦落价，特别是落到低于发行价、甚至低于净资产值的水平，又作何交代？回头看，当时的选择也实在聪明：国有股干脆不交易，免去天天跟着股价涨落吵“流失还是不流失”。问题是，小聪明酿成另外一个大问题，到今天还没有解决完。"

20060301 2006年春季CCER中国经济观察（总第5期）中国宏观经济形势\_余永定 " 中国以前最多只能维持两年的高增长和低通胀，到了第三年情况就发生变化。然而在2002 年以后，中国经济一直维持比较高的增长速度，通货膨胀也没有失去控制。此外，中央银行货币供应量的增长速度是比较高的，特别是最近M2 增长速度是18.8％，已经相当明显地超过了预定的水平。在这种情况下中国居然没有出现严重的通货膨胀，是怎么回事？一方面可以感到高兴，一方面又必须小心，这个问题出在哪儿？

许多经济学家在2005 年末对2006 年经济形势的估计基本是这样的：经济增长速度有所下降，特别是投资的增长速度由于产能过剩和利润率下降而下降；净出口的速度肯定会降，尽管下降幅度不确定。虽然有这些不利因素，2006 年的经济前景还会很好，一个最重要的理由是中国的财政状况很好，必要时可以使用扩张性的财政政策。

2005 年中国利润率增长幅度下降比较明显，亏损企业亏损面很广，亏损量也比较大。从这样一些数字来应该有理由认为投资增长的势头会减弱，2006 年的固定资产投资增长速度应该不超过2005 年。另一方面，2005 年一直到现在，产能过剩非常严重。这也应该使固定资产投资增长速度下降。和 2005 年末对2006 年经济形势的估计相比，2006 年一季度经济表现有些出人意料。为什么利润率增长速度下降比较严重的情况下、产能过剩比较严重的情况下，固定资产投资增长速度还那么强劲？我认为要考虑其它因素，特别是非经济因素。今年是十一五规划的第一年，传统上这一年在各个地方都是一个大干快上的时期。同时，明年省级政府要换届了，这个时候各个省的省长都有一种多投资的冲动。另外银行去年出于上市考虑而采取比较谨慎的做法，原来计划要放的贷款没有放。一到2006 年就把积压的贷款放出来，造成了贷款和货币增长速度过高。是不是就是因为这些因素呢？现在虽然不能得出非常肯定的结论，但是我觉得这些因素肯定在起作用。

2006 年中国经济前景将会很好，我对中国经济的发展前景是非常乐观的。这是个学习的结果。在1980 年代我总是预言中国经济会出问题，但中国经济却一直在不断发展。所以我学会了乐观，也希望大家对中国经济前景比较乐观。"

20060301 BCA, The Bank Credit Analyst, The Waiting Game; On The Cusp Of An Equity Bear Market？ "[经济将进入mid-cycle slowdown]

今年美国市场的较好结果取决于联储在货币过紧以前停止加息，而这又要求经济要有所走弱。房地产已经走弱，但整体经济尚好，尚不足以让联储对通胀放心。我们预期未来几个月增长会有走弱信号，但也清楚，当前市场对这个观点愈发怀疑——尽管收入走弱但消费保持韧性，而且商业信心较高，此外全球经济较好。

房地产放缓、资本品订单走弱让美国经济进入mid-cycle slowdown。消费走弱的理由很充足。房地产将走弱，油价保持高位，真实工资增速放缓。除非进一步资产价格上涨，当前如此低的储蓄率没有提供缓冲空间。在几个月以前，房地产放缓主要是草根层面的消息，而近期这已经得到统计数据的确认。房价明显触顶，库存水平在走弱，ratio of unsold new homes to sales在过去8年来最高水平。

变平的收益率曲线既不预示衰退，因为整体货币条件并不紧。变平的曲线确实不鼓励银行去放贷。虽然BCA不认为曲线反转意味着衰退，但曲线反转与BCA看淡增长是总体一致的。

[股市前景仍好] 股市上涨已经连续40个月，从历史上看已经很久。许多有声望的投资者和评论家都认为股市将有一次重大调整。历史上的周期性股市上涨一般持续不足2年半。与此同时，有曲线倒挂，以及市场情绪过于乐观。

在1950s-70s初的样本中，3y-10y曲线变平对股市下跌有指示力，近30年则不行。但曲线变平也不意味着股市走熊——变平以后的3/6/12个月股市平均仍上涨。

股市盈利通常滞后于股价，更合适的做法是用股价来反推未来盈利走势。事实上，从历史来看，盈利增速有时候在熊市前发生，有时候滞后于股价触顶，有时候盈利放缓并没有触发熊市——这里BCA用 SP 500 operating earnings 并滞后三个月来代表，因为有报告期滞后。

""Forecasting major turning points in the equity market is perhaps as much an art as a science, but the more discipline that can be added to the process, the better.""" mid-cycle slowdown意味着通胀受控。 "本轮加息周期还会加息1-2次。即使加息超过我们预期，但也不会是严重的overshoot。

我们假设联储不overshoot这并不与历史一致。我们相信结构性因素抑制通胀，而房地产走弱抑制增长。

联储人员发生大变化。副主席Roger Ferguson辞职（高盛说是因为他被提名主席了但没上），Keven Warsh和Kroszner成为理事。当前FOMC过于倾向于金融监管，而缺乏对宏观经济政策有经验的委员。

究竟什么数据可以让联储放心停止加息呢？仅仅是通胀没有上行还不够。最重要的是增长要落在3-3.5%的趋势上，否则会积累通胀压力。当前经济还没有above potential。联储会关注所有数据，没有那个特定的数据更具有意义。" "由于货币谈不上紧，因此股票在今年会grind higher。这当然谈不上惊喜，但在advanced stage of the cycle，这也并不意外。

2006年的资本市场并不令人振奋，也并不只是大幅拿头寸。尽管如此，我们建议更偏股一些。

股票。股市虽然面临盈利预期走弱的近期阻力，但全年来看会波动回升。

债券。历史上，市场通胀过度估计了货币紧缩程度。例如1994年ffr从3%升至5.5%，但市场当时discount的ffr在未来12个月升到7%。但事实上，ffr在1995年2月升至5%，在1995年底回落到4.5%，与此同时债券和股市都上涨。当前货币政策如此透明，以至于ffr的预期并没有走多远，市场基本预期加息接近结束。由于市场加息预期下调的空间有限，这也意味着对债券市场利好的空间也有限。债券收益率可能跌至4-4.6%的区间底部。在当前通胀保持低位的情况下，债券市场本来就很难提供大幅回报。"

20060301 bwam The changing face of commodity investment "（桥水从机构投资者配置的角度讨论了大宗商品前景，跟当前的daily，写的是一样的东西。。。）

投机者建立的商品仓位可以做多也可以做空，但机构投资者处于分散化目的而建立的仓位是长期仓位，这是未来商品的重要支持力量。特别是投资者的商品仓位也比较小，未来上升空间很大。

商品的上涨，有基本面的因素，也有投资者头寸的因素。从我们可以看到的投资者头寸来看，最近投机仓位的相对仓位并没有走高，对于商品牛市的贡献只能说是次要的。（桥水的这些头寸数据没有给出来源，而且还专门说了CFTC的分类不够好，看来又是它自己家的独门数据）

从长期走势来看，1970-2005年商品的年化收益是11.9%，比同期的股票收益11.1%还高（唉，样本时间选取的问题。这个表做的很失败）。而且商品和股票的相关性不大。因此机构投资者有分散化的需求。

当前支持商品的宏观因素有两个，第一是全球增长仍然很强，特别是EM。第二是全球real rate很低，在2001年开始，World Real Short Rate (GDP-Weighted)明显下降到2003年，后来就没怎么回升到趋势水平。"

20060301 PIMCO Comments Before The Money Marketeers "回顾2003-05年的货币政策：2003年6月25日联储仅降息到1%，两周后，联储表示ffr可以降息到0%，没有购长债等非常规措施，这让市场sell off. 2003年8月12日，联储做了本该几个月就该做的事情：表示将remain accommodative for a ""considerable period""。当然，forward looking本身已经是一个勇敢的一步，给政策前景以预期。但CP的说法不够合适，这似乎是给宽松一个固定的时间表。2003年12月，联储给了一个条件，""inflation quite low and resource use slack""。但联储仍没有明确给出通胀目标。在2004年春天，就业明显恢复后，联储表示""patient""，然后又承诺将remove accommodation in only a ""measured"" way. 直到2005年12月13日，联储停止使用accommodatative，虽然没有官宣neutral，并且继续说measured以及further ""policy firming"". 2006年1月31日，联储进一步停止使用measured，把进一步的紧缩从""is likely to be needed""改为""may be needed"".

有人批评过度透明的政策让风险溢价过低，导致房地产有泡沫并增加硬着陆风险，这么说是有道理的。但我依然支持增加透明度。我的建议是，要进一步给FOMC自由度，不要把通胀目标范围缩的太小。当前FOMC似乎认为1.5-2%是合适的范围。如果非要说，我认为1.5-3%会更为合适。

如果市场认为联储将成功的保持很低的通胀范围，即通胀没有太大波动，那么风险溢价自然会很低。低风险溢价无疑会刺激资产价格泡沫。对于资产价格泡沫，伯南克在1999年8月Jackson Hole上有篇著名文章，说货币政策不应该直接抑制泡沫，而是当资产泡沫引起宏观过热的时候去抑制经济。但问题是，资产泡沫本身有巨大的不对称性。资产泡沫的形成是缓慢的，因此联储很少会显著抑制它；但是资产泡沫的破灭是极其快速的，导致联储被迫出手救市，这也是所谓greenspan put的来源。格林斯潘解释过：“It appears as though we [the Fed] are asymmetric when, indeed, we are not. The markets are asymmetric, we are not.”

泡沫的破灭是大幅通缩性的。联储的上述机制，导致需要不断的吹起新的泡沫对冲旧泡沫的破灭，知道没有明显的资产可以吹起泡沫，导致债务通缩。正如Minsky所言，Stability is ultimately destablizing. " k

20060304 GS UEA Fed Survey Confirms US Households’ Vulnerability "近期就业稳定，通胀温和，工业生产较强。

自从2005年7月人民币缓慢升值以来，当前美国国会对人民币的争论升温，而且比去年同期更强。美国参议员Schumer的对中国商品征税27.5%的提案将会投票的deadline是3月31日（不一定会投）"

20060307 bwam what to invest in the long term perspective "（重申，不喜欢长期view）

Our trading primarily involves tactical views that are relatively short-term in nature and don’t look many years out. Even when we hold strong long-term views, we can still get much better results from the diversification of many shorter-term bets. 下面是几个长期观点：

1.股票远比债券有吸引力。当前real rates仅2%，而Equity Risk premium却保持正常的6%。根据历史汇率预测，当前未来十年的股票将跑赢债券年化5pp。这个相对定价很极端。背景是EM央行不计成本的买入债券。

2.为了finance美国的经常账户逆差，美国资产收益率将上升，特别是美元将走弱，相对EM，也相对日元（我看桥水的基本面分析中，应该经常账户占不少权重）。

3.EM将继续相对走强。关键是中国、印度等人均收入依然较低，还有很大赶超空间。当前EM较高的外汇储备说明EM货币被低估，而且这么多外汇储备也降低了尾部风险。"

20060307 GS Daily Kick ‘Em While They’re Down Housing and the Bond Sell-off "近期长债sell off让房地产进一步承压。即使收益率保持当前水平不变，我们认为房价高估了20%。加州等地区高估可能有30-40%，而Texas， Atlanta， Cleveland则几乎没有高估。

房贷利率上升意味着affordability进一步下降。Affordability已经下降，这是我们认为ffr很难超过5%的关键原因。"

20060314 GS Daily Revisiting the 1994-1995 Experience "我们认为2006-07可能重复1994-95年的软着陆情景。

在1994-95年，债券市场selloff，墨西哥peso危机，金融条件收紧了250bp——GS的拇指规则是这大约对应拉低GDP增速2.5pp——真实增速当时下降到2%附近。

当前，虽然金融条件在加息以来仅收紧了100bp，但我们预期房地产的放缓将抑制经济约1.5pp，这也大约对应着软着陆的情景。"

20060315 GS Daily How Much Downside for Homebuilding Activity\_ 3月份的Homebuilder's index明显下降，说明房地产建设活动在降温。我们根据housing stock和家庭形成速度估计，housing starts可能从顶部回落15-30%，这对增长是明显拖累。

20060316 GS Daily Mortgage Delinquencies Start to Rise 根据联储和MBA的数据，房贷违约率开始从低位回升。

20060318 GS UEA Will the Luck of the Irish Continue for the US Treasury 美国经济似乎仍然处于Goldilocks中，零售数据强于预期，2月份housing starts也不错。与此同时，通胀保持温和。

20060322 FOMC Greenbook 年初以来经济从2005Q4的走弱中回升，这基本符合预期。但是，居民消费和企业投资增速强于最初预期，1月和2月就业扩张也强于预期。。

20060322 GS Daily Finished Goods—The Core Inflatio n Pass-Through Buck Stops Here " 年初以来，Core CPI在2.1%。伯南克曾经说过Core PCE在1-2%是舒适区间，这大约对应的是Core CPI在1.5-2.5%之间是舒适区间。

在1970s末到1980s的大部分时间，Core PPI对Core CPI的传导都很明显，当季度传导在25-40%之间，最终传导可以达到75-80%之间。但是，在过去15-20年，core PPI for finished goods对CPI的预测力大大下降了。"

20060323 FOMC Bluebook 1月份FOMC对市场影响不大，2月的联储主席讲话也影响不大。但过去六周经济数据有上行惊喜，再加上联储没有释放停止加息的信号，ffr预期路径明显上修。

20060327 bwam The necessary repricing of US assets "（1 从经常账户不平衡到资产价格启示）

最近的趋势是，美国金融资产价格开始相比非美走弱。这个相对走弱是必要的，因为美国越来越需要进行外部融资，只有金融资产价格下跌才能提供足够的预期收益率来进行融资。渠道可以是相对更低的美股价格，收益率更高的美债，以及更便宜的美元。

It will continue until either a) （跌的足够便宜）foreign investors see something uniquely attractive about U.S. assets, b) （美国内需走弱，通过更低的股价和更高的债券收益率） U.S. growth falls relative to abroad by enough to reduce imports and improve the current account deficit, or c) （美国外需走强，通过本币贬值）the U.S. dollar falls by enough, and by enough against the right currencies (i.e. Chinese RMB), that U.S. exports rise relative to imports, diminishing the need for capital." （3 如果是我来写，我会首先讨论，为什么经常项目逆差最开始那么大。然后讨论这些支持因素是如何逆转的。最开始的支持因素包括美国强内需，如房地产火热，以及外国对美债的需求，人民币不计经济因素的硬盯住美元等） "（2 但这篇文章没有讲清楚，如何从经常账户传导到资产价格的）

（我倾向于认为美国经常账户逆差是结果，而非某种原因。美国经常账户可以这么大的逆差，源于外国投资者还是愿意持有美债。这个又跟中国等EM央行愿意增持美债、压低本国汇率有关。真正能够发生作用的是一环是，当中国央行面临通胀压力，决定不再压低本币，那么美债收益率会回升，原来不可持续的经常账户逆差开始收敛，美元也开始贬值）

（因此，经常账户过大、美元趋于贬值，都是结果，都是之前人民银行盯住美元、压低人民币的结果。）

（桥水这篇文章的逻辑不太清楚。虽然大逻辑很直观，但缺少微观作用机制）"

20060328 FOMC Transcript "伯南克：我来总结一下大家的看法，大家普遍认为：增长看起来很强，上下行风险平衡，下半年增长会放缓到更加可持续的增速上。不确定性主要来自于房地产，大部分人认为房地产受到收入、工作和持续的低利率支持，因此房地产放缓将得到对冲。尽管劳动力市场在加强，但没有太多人担心工作压力的上涨。尽管高技术工人有些短缺，但当前还没有产生明显压力。对比去年我参加FOMC的时候，对通胀的担心似乎下降了。大家似乎仍然觉得通胀还有轻微上行风险，源于资源利用率的上升，而且当前通胀也处于大家舒适区间的上部分。此外，如果通胀上升，这对我们的credibility伤害大，代价大。

我增长观点与大家近似。首先我要指出，当前经济除了房地产其他都非常强。消费受到收入和就业的支持，有些人也提到了非住宅的建筑业投资。新增就业在200k，这高于长期潜在速度。除了房地产，经济的其他部分似乎增速高于潜在增速。因此，要是想有一个软着陆，就需要房地产冷却。我同意大部分人的看法，即较强的基本面支持房地产软着陆。房地产投资仅占GDP的6%，只要消费受到收入工资的支持，房地产的放缓不会让经济动能中断。因此，我也同意大部分的看法，即增长将在年内进入更可持续的增速。但波动应该会很大。

我的通胀观点与大家类似。当前核心通胀不高，2005年Core甚至低于2004年，这让人震惊。可能的解释有通胀预期稳定，全球化竞争，生产率进步等。但是也注意到，2003年以来通胀还是在回升的。如果这种回升反映的是slack的减少，这还是值得忧虑的。当然，与大家类似，我并不特别担心通胀。2017年通胀可能上升20/30bp，尽管这种小幅上升也会让我担心。一旦通胀上升，对我们的credibility损失大，代价高。总体来说，我认为通胀有非常轻微的上行风险，但不太需要过度关注。

下面是货币政策。我看到的经济当前仍然很强，需要略有放缓才能可持续，而让经济放缓的渠道是房地产。我认为应该从房贷利率而不是ffr的角度来思考...we could think of our policy in terms of the mortgage rate rather than the funds rate. 房贷利率在加息以来基本没有变化，仍在支持房地产。如果我们释放即将停止加息的信号，这会压低房贷利率，可能重新点燃市场。此外，通胀也略有上行风险。

因此，建议加息25bp，并且不释放停止加息信号。"

20060328 GS Daily Fed Leaves the Door Open for More FOMC声明在暗示后续通胀数据更为重要。

20060331 BCA.gis gismar06\_31so, GROWTH REDISTRIBUTION AND POLICY DESYNCHRONIZATION Chart 11挺有意思：在2004年加息周期以来，市场预期的ffr始终低于后来实际的加息情况。

20060401 BCA, The Bank Credit Analyst, Still Fed-Watching; Japan The Sun Finally Rises "消费导致的mid-cycle slowdown的条件依然存在。

我们一直在预期消费走弱，但是当前消费依然强劲。房地产活动确实在走弱，但消费支出和消费者信心依然强劲（why？）。我们还不打算放弃原有观点。一般来说，轻易不要对美国消费者悲观，这一次复苏也是如此。在过去三年中，消费和居民房地产投资保持强劲，贡献了增长的80%以上。尽管如此，消费走弱的条件仍然存在。当然，不确定的是，是否会有充足的走弱迹象让联储在5月份按兵不动。

最重要的是，房地产已经触顶了，这将直接和间接的抑制消费。房地产提供的财富上升在本轮复苏中强劲的支持了消费，允许支出增速大幅高于收入增速（储蓄率下降）。房贷申请触顶，与之相关的new and existing sales也在趋势性走弱，这又进一步导致inventory-sales大幅上升。The median price of new houses yoy下降了2.9%，The median price of existing houses yoy上升11.6%。The National Association of Homebuilders' 月度调查显示buyer traffic和sales expectation都在大幅下滑。当然，我们预期利率不会大幅上升，因此房地产崩盘的可能性不大。尽管如此，房地产走弱将通过MEW导致消费走弱。当然，这还不是显示。CB的消费者信心达到4年新高。但英国和澳大利亚的案例说明房地产走弱确实对消费有明显拖累。

消费应该不会显著收缩。关键因素是就业仍在走强，这是近期消费者信心的关键支撑。期望企业投资完全对冲消费也不切实际。盈利增速已经触顶，资本品订单增速已经触顶回落。历史上，往往是消费领先投资。当消费者缩减支出的时候，企业CEO并不会变得更加乐观。" "通胀前景温和。

结构性因素——全球化，技术进步等——依然压制了周期性通胀压力。

一些周期性指标也显示通胀压力最大的时候已经过去（总结在了“指标构建”的pipeline里面）" "联储过度overshoot的可能性不大。

联储表示对通胀仍有担心，因此仅仅是通胀保持低位仍不足以让联储停止加息。如果增长如我们所期待的那样放缓，则足以让联储停止加息。

当前的联储也并不知道准备做什么。虽然2005年7月份FOMC minutes显示政策将根据最新数据做决定，但当时利率还低于中性利率，因此容易预测利率会上升。当前ffr已经中性。真实利率趋近2%，ffr与名义GDP增速的缺口快速弥合。

伯南克表示收益率曲线变平并不等于政策过紧。我们对此表示同意。资本市场也是同样信号，股市较高，信用利差较窄，没有迹象表明银行在收紧信贷。但我们也认为收益率曲线变平并非完全可以忽视，我们认为这预示着经济将走弱。

ffr市场预期2006年9月ffr到5%，2007年3月降息25bp，我们对此表示同意。" "联储加息路径依然是金融市场前景的最关键因素。联储overshoot的可能性很小，这利好金融市场。推荐偏好股市over债券（事实上，当股市跑赢债券的时候，股市大概率也是上涨）

微弱高配股票。股市依然是上涨趋势。股指依然在200日均线之上，breadth也很好，情绪没有很极端。加息抑制了PE，当联储停止加息以后，估值会将再度回升。虽然我们预期股市回报仅有个位数，但也比债券和现金好。（下个月说的是保持微弱高配）

中性配置债券。近期债券指标的技术指标很差，收益率上升突破了4.6%的阻力位，主要是real yield而非通胀预期的上升。收益率上升是一个全球现象，特别是日本、英国和欧洲，反映了全球增长动能回升，这对债券周期性不利。但房地产走弱将是重要对冲。

当前收益率仍可能上升，但随着经济走弱，债券收益率会再度下降。此外，当前债券已经偏便宜。

当前全球通胀水平低且波动小，这种情况下债券是一个相对无聊的资产。"

20060401 GS UEA Q&A on the Housing Cycle Movin’ On Down "Sales/inventory预示着真实房价将走弱。我们预期residential investment将在未来几年从峰值下降15-30%——这只是假设房地产活动回归趋势——这将导致大量建筑业就业大幅下降，而这一行业就业在总就业占比是50年来最高。

最近的增长数据依然不错，消费强。

保护主义正在减弱。Schumer的激进的对中国征税27.5%的提议已经失去支持。" 核心通胀依然温和。

20060401 IMF World Economic Outlook "(Raghuram Rajan)

Chapter I. Economic Prospects and Policy Issues

Notwithstanding higher oil prices and natural disasters, global growth has continued to exceed expectations, aided by benign financial market conditions and continued accommodative macroeconomic policies. Looking forward, the baseline forecast is for continued strong growth, although risks remain slanted to the downside, the more so since key vulnerabilities—notably the global imbalances— continue to increase.

Such a scenario would be the proverbial soft landing. There are less benign possibilities. For

instance, consumption growth may fall more rapidly than anticipated as the froth comes out of house

prices, and this may have knock-on effects on confidence and investment. Our overall assessment, taking

a variety of risks into consideration, is that surrounding the central scenario of robust growth, the

risks are weighted to the downside.

These are the best of times but they are also the most dangerous of times."

20060401 IMF World Economic Outlook "Chapter III. How Has Globalization Affected Inflation?

Globalization has at times had an important impact on inflation over the past decade. IMF staff estimates suggest that through non-oil import prices, globalization has reduced inflation by an average of a 1/4 of a percentage point a year in the advanced economies, with a larger effect of a 1/2 percentage point a year in the United States. At times when global spare capacity has been plentiful, as for instance after the 1997–98 crises in emerging markets, these direct effects have been even larger, shaving more than 1 percentage point off actual inflation in some advanced economies over one- to two-year periods. More generally, globalization has contributed to reducing the sensitivity of inflation to domestic capacity constraints, while increasing the sensitivity to global constraints. It has also restrained wage increases in industries most open to global competition, and even lowered the sensitivity of wages to productivity increases.

For globalization to have a substantial lasting impact on inflation, however, it must change the overarching objectives of monetary policy—such as the central bank’s inflation target—which, over the medium term, determines inflation. After all, with such a target, downward pressure from abroad on the domestic price index would only allow central bankers more room to be accommodative. In my view, however, the true impact of globalization has been in contributing to wage and price restraint at a time when central bankers were establishing their inflation-fighting credibility, thus allowing them to achieve targets and gain credibility without the need to tighten to politically difficult levels. " （IMF主要是从宏观看不平衡。但这也不是导致危机的原因。危机还是非常微观的，有自我加强机制的微观螺旋）

20060401 IMF World Economic Outlook "Chapter IV. Awash With Cash: Why Are Corporate Savings So High?

""Companies, which normally borrow other folks’ savings in order to invest, have turned thrifty. Even companies enjoying strong profits and cash flow are building cash hoards, reducing debt and buying back their own shares—instead of making investment bets."" —David Wessel, Wall Street Journal, July 21, 2005

Corporations are usually net borrowers. In 2003 and 2004, though, total corporate excess savings (undistributed profit less capital expenditure) in the G-7 countries amounted to $1.3 trillion, which was more than twice the combined current account surpluses of emerging market and developing countries over the same period.

This increase in corporate savings can be decomposed into two main components. First, there has been a substantial increase in corporate profits in the G-7 since about 2000. In general, this has not been because of better operating profits, but because taxes and interest rates have come down so that profits after interest and taxes have gone up—in other words, profitability is largely due to accommodative monetary and fiscal policy rather than, as commonly believed, productive efficiency. The second and arguably more important component is falling capital spending. It accounted for as much as three quarters of the total increase in corporate excess savings since 2000. One reason for lower capital spending is that the real price of capital goods has declined sharply, so less has to be invested to increase the real capital stock by a given amount. Another reason is a drop in real capital spending. Here there is no uniform pattern across all seven countries—the United States and Germany are responsible for much of the decline.

Taken together, Chapters III and IV suggest an extraordinary confluence of global forces have kept the world economy going in the last few years. As investment slowed following the overcapacity built up by excess investment in the late 1990s and early 2000s, excess corporate savings contributed to the global savings pool to push down long-term interest rates. Consumption picked up—driven more by accommodative policy and its effects on house prices and household wealth than by improved job prospects. Quiescent inflation, partly because of a significant global output gap, allowed monetary policy to be very accommodative. Now as the global output gap narrows, monetary accommodation is being withdrawn. Also real corporate investment is likely to pick up. Both will tend to reduce corporate excess savings and push up long-term interest rates. This will slow asset price growth, but consumption may continue to be supported, this time by improved job prospects." （还是没有桥水研究的深。其实中国等国家的投资非常强劲，如果合在一起算，全球投资很强）

20060401 PIMCO Ben in Tokyo What He Said There Remains There \_ PIMCO "在1999年最初写这个系列的时候，起名叫Fed Focus。但七年以后，联储已经不再是唯一重要的全球央行，特别是我们过去反复写的布雷顿森林II体系。因此，这个系列改名为Global Central Bank Focus.

日本在2001年3月开始QE，在2006年3月9日宣布退出QE。QE是一种委婉的说法，实质上是日本央行屈从于财政部门，保证直接或间接的货币化财政赤字和相应的政府债，压低政府债收益率。这是正确的，而且也成功了。

伯南克也支持与财政政策配合来治愈通缩，货币政策用公开市场操作来压低政府债收益率，支持广泛减税。当然，伯南克并不是在2002年支持美国这样做，因为美国并没有处于通缩。但伯南克在2003年春天确实是支持日本这么做。

QE是如何成功的，这还有待研究。在我看来很简单，QE是一个很好的信号，说明财政和货币配合，货币政策承诺在通缩结束前放弃独立性。"

20060408 GS UEA Show Me the Money—Gauging Consumer Cash Flow "消费在3月份放缓，工业生产活动微弱走弱。

我们构造了居民部门的现金流模型，可选真实现金流与可选真实消费高度同步。消费在货币政策——更低的利率成本，MEW——和财政政策即减税的支持下，表现韧性很强。但我们预测真实可选现金流将到2007年初大幅走弱，这将拖累消费。"

20060410 Barclays\_Global\_Outlook\_Implications\_for\_financial\_markets\_April\_2006 全球经济终于全面走强。Global economy finally firing on all cylinders。在1997年以来，全球经济基本面是依靠美国消费者，这也导致美国贸易赤字持续扩大。现在，日本、欧洲和中国都在增长。

20060411 GS Daily Is the Industrial Cycle Peaking\_ NFIB小企业信心大幅下降，这与ISM上周的下降是一致的。工业的扩张一般持续10-17个月，本次扩张从2005年3月以来已经12个月。我们预期经济在2006H2走弱，当前工业走弱与此一致。

20060419 GS Daily Firming in Core CPI Highlights Upside Risks to 5% Stop for Fed Tightening 3月Core CPI上升0.3% mom，联储的加息可能不会停止于5%。

20060424 bwam what a hedge fund bust would look like （这个报告里面，桥水基于之前的对Hedge fund的研究，replicate了整体HF的总回报在历史上的情况，相当于用股票、信用利差、债券收益率等作为解释变量，来自下而上的拟合HF的历史回报。这样就可以估计冲击发生时，当前HF的整体亏损如何）

20060429 GS UEA Are the Markets Too Optimistic on Growth "当前美股对增长的price in很强，这与近期数据也是基本一致的。房地产销售有回升，但库存仍高。

对于工业库存周期，我们偏好观察the change in shipments/inventories ratio in durable goods manufacturing，这是美国制造业的领先指标，这一ratio的yoy % change与股市对增长的discount高度同步的，前者甚至略有领先。我们看到这个ratio的qoq已经在走弱了。

当前失业率已经低至4.7%，对增长已经很难继续保持乐观，因为经济已经接近充分就业了。"

20060501 BCA, The Bank Credit Analyst, Cautiously Bullish; The U.S. Current Account Deficit - is it really a problem？ "房地产走弱将导致美国进入由消费引起的mid-cycle slowdown. 这样的放缓实际上是一件好事情，这意味着联储不用过度紧缩，这实际上延长了扩张阶段。

房地产终于受到重力吸引而走弱：affordability已经明显走弱，以至于房贷供给已经不足以让房地产市场保持强劲。消费者信心高企并不能保证消费平稳，例如在1990s中期信心较高但消费在走弱。NFIB小企业信心大幅走弱，这与其他数据很不一致，值得怀疑。当然，企业也是有可能转为谨慎的。投资增速仍在高于0，虽然momentum在走弱。全球经济增速很好，日欧中都不错。" "企业部门在强大供给改善的支持下，有能力吸收了高油价和高商品价格。

低通胀依然是我们乐观观点的关键支撑。有人认为联储长期宽松种下了通胀的种子，但我们认为全球总体上仍是通缩性而非通胀性的。由于联储不用过度紧缩，这对股市有利。

当前商品价格飞涨，特别是铜价、金价等。有人据此担心通胀回升，我们认为通胀压力最大的阶段都没回升，说明有结构性力量，那么现在通胀压力也不大。商品价格对通胀的传导关系大大减弱，关键是劳动力成本保持低位，这是企业能够承受商品成本上升的关键。过去的通胀压力——货币财政宽松、弱美元——导致了资产价格上升而非通胀。

低通胀是一个全球现象。亚洲通胀可以看做先导指标，因为它们更加商品密集，但当前亚洲通胀也很低。" 在增长走弱的情形下，ffr很可能在5%触顶。 "股市前景仍好。

微弱高配股票。股市受到三个因素支持：1.估值合适。2.盈利虽然可能走弱，但仍是正增长。实际上，forward PE是在上修的，今年也许又有盈利上行惊喜。3.整体货币环境仍然温和。

尽管消费可能走弱并引发growth and profit scare，但只要是低通胀，债券收益率的下降将支持股价回升。此外，今年盈利仍可以保持正增长，全球货币仍然宽松。如果我们对通胀的看法没有问题，以及联储会很快停止加息，那么任何股价的下跌都可以看做买入机会。

中性配置债券。全球债券抛售仍在进行，美债收益率破5%，欧日债券收益率也在上升（债券抛售有全球因素，但可能美国仍是重要因素，因为美债收益率减日债收益率在2006年仍是放宽的，美德利差也基本平稳）

近期铜价等商品价格上涨主要受投机力量支持。全球经济改善尚不足以支持如此大幅的价格上涨，而且也没有严重的供给冲击。这说明主要是投机力量。"

20060503 FOMC Greenbook 过去六周的增长比预想强劲，但后续会放缓，因为油价上涨，长端利率上升。2006H2增速会回落到3%附近。

20060503 Gavekal Mid Cycle Speed Up "我们去年12月的季度展望中，认为美国消费会因为房地产而在2006年走弱，但我们的timing 错了。货币政策的传导lag看起来比想象中还要高。当然，在投资中timing是一切。

房地产确实在放缓了，但看起来起效需要一些时滞。就业、投资和居民收入都是周期的滞后项目，而不是领先项目。领先的是货币政策和消费者借贷，这些领先项目指示美国经济将放缓。" 伯南克在上周国会上的话臭名昭著：“I say what I mean, but I don't mean what I say”.

20060506 GS UEA Inflation Markets Hold Fed’s Feet to the Fire 市场认为联储behind the curve，TIPS BE在上升，密歇根通胀预期也在上升。

20060510 FOMC Transcript "伯南克：我依然认为增长会在2006H2放缓，主要原因是房地产放缓，但不确定性无疑上升了。当前房地产放缓是一件好事情，我们的政策并不是阻止这个放缓，而是确保在放缓过程中其他部门动能不太受影响。Staff预测的消费会软着陆，在年底增速3.4%，我同意这个判断，支持因素有工资、就业甚至股价，消极因素有利率上升和房价下降。当然，经济的放缓仍然是预测而非现实。

对于通胀，我和一些委员一样，也有更多的担忧，担心上行风险。

对于货币政策，我们现在面临两难困境。一方面，债券市场出现通胀恐慌，我们需要表明立场，当通胀恶化时我们会做出反应，因此很重要的是，我们不能释放停止加息信号，我们要显的偏鹰一些。但另一方面，我们也需要增加一些弹性。我们在下一次FOMC之间还会看到一些重要数据，包括CPI，housing sales starts and permits，retail sales, IP。但是另一方面，我也很在意货币政策overshooting。原则上，我们应该根据预期前景而不是当下的数据做反映。我们的预测考虑到了利率政策的滞后影响，我们也要考虑到这个问题。我建议加息25bp。"

20060511 GS Daily How Fast Are Wages Rising\_ AHE上升较快，ECI可控，两者gap较大。虽然ECI更值得关注，但AHE也不能忽视。

20060513 GS UEA A Forward-Looking Fed Prepares for a Pause "5月10的FOMC声明已经说的更清楚：“likely to moderate to a more sustainable pace, partly reflecting a gradual cooling of the housing market and the lagged effects of increases in interest rates and energy prices.”我们同意这一判断。

我们发现MEW滞后于房价1-2Q，而消费又滞后于MEW大约1-2Q。这意味着消费可能仍在受到房价的支持，但这种支持应该会很快消失了。

就工业库存短周期而言，2005年中的去库存到2006年是加库存，这一个对增长的支持也会很快消失。" "联储认为增长和通胀在未来几个月都会走弱，我们对此同意。但通胀数据波动大，通胀走高将让市场质疑联储可信度，联储新主席将需要进一步加息。

三个月过去了，新联储的最重要变化是更加依赖预测。格林斯潘重视各方面数据并从中提取趋势，而伯南克则关注更少的数据但希望有更多的增长和通胀预测。

事实上，格林斯潘的方法更适于与市场沟通，因为市场也很质疑那些预测。而伯南克方法的优势则是减少了overshoot的风险。此外，联储的沟通会更困难，因为政策更加具有前瞻性，则难以让市场信服联储的预测是对的。"

20060515 Why Is the Fed Talking Down the US$ 伯南克的发言似乎既强调经济不会被过度抑制，又强调通胀不会失控。但市场也许正好解读为最差的情形，即经济会走弱而通胀会失控。

20060517 GS Daily Inflation鈥擜 Thorn in Bernanke鈥檚 Side 已经连续第二个月Core上升0.3%，这让伯南克更受关注。

20060520 GS UEA Commodity Price Boom Not So Bullish for US Growth 对于美国经济而言，商品价格走势通常落后于工业生产，或ISM。最好的指标是铜价的同比增速，它与ISM基本同步，因此我们也把它加入global leading indicator。当然，由于美国经济领先全球，因此商品价格也许对全球有一定预测力。

20060522 bwam losts of liquidity and an abundance of cheap labor "当前全球经济和市场的最主要驱动力量是Lots of Liquidity and an Abundance of Cheap Labor.（这都与中国有关，桥水说的liquidity也主要是亚洲央行买入美国国债/积累外汇储备）（这两点就是桥水在2006-2007年的理解全球经济不平衡、全球周期走势的关键，我读到的各个报告都或多或少与这两点有关）

衡量全球劳动力成本的方式是World Real Wages - Export Weights (100% = US wages that year)，这个在1990s中开始趋势性下降，主要是中国加入全球的功劳，印度也有作用但居于次要地位。"

20060531 GS Daily FOMC Minutes- Onus is on More Slowing to Prevent Rate Hike 当前Core PCE已经超过了所谓伯南克的1-2%的舒适区间。 FOMC Minutes显示通胀已经高于舒适水平，但增长放缓却尚未显现。只有增长进一步放缓才能让联储停止加息。

20060601 BCA, The Bank Credit Analyst, Storm Before The Calm, A Mid-Year Visit From Mr. X "[股票跌了，但不要慌] 联储货币政策化通常都不是完全平静的过程。事实上，本轮加息周期中，从极度宽松回到中性却没有任何扰动，这颇为令人惊奇——没有金融事故，股市也节节攀升，经济保持韧性。近期的市场波动需要放在这个大背景下。当前对股市的担心很正常，因为本轮牛市一直没有大的调整——跌幅超过10%以上。

短期波动难以分析，投资者情绪是有可能让股市走向极端的。最好的办法是关注基本面，然后利用技术指标来判断股价是否overshoot。

股票下行空间有限：1.通胀可控，联储不需要过度紧缩，全球央行也是宽松状态。2.企业部门健康，股市估值合理。3.从技术角度，当前并没有极度乐观。媒体上的悲观情绪与当前SP500的小幅下跌并不匹配。只能说Bad news sells better than good news.

[仍然预计经济进入Mid-cycle slow]

直到今年，油价上涨的拖累都被房地产和低利率抵消。但是房地产已经放缓，而且消费者债务负担随着加息在上升。虽然就业市场仍然较好，但就业增速在当前周期位置已经很难加速。居民部门的可选收入增速已经很弱，这对应着2005年居民储蓄率的持续下降。

总体来说，美国增长将在未来2-3个季度低于潜在增速。这是个好事情，将抑制当前inflation fears并鼓励联储停止加息。如果增长不放缓，联储将进入restrictive stance，这加剧了随后的硬着陆风险，对风险资产不利（对风险资产最不利的就是联储进入紧缩区域）

经济放缓是否会变为硬着陆？如果房地产大幅放缓，这确实是有可能的。但当前房贷利率上升有限，而且英国和澳大利亚的案例也说明房地产是可以软着陆的。

" "Core CPI已经升至2.3%，高于联储的舒适区间上限。近期Core上升主要源于rent上升，这反应了vacancy rates的下降，资源与更多居民由买转租。我们的CPI diffusion index也在低位。

但我们认为国内外环境仍然是通缩性的。重要的事实是，全球主要经济体通胀都低于2%，亚洲出口价格还在下降。美国国内的劳动力成本——ECI, Nonfancial coporate sector ULC——在过去五年几乎没有上升，而其他经济体的劳动力成本则是在下降。

通胀是一个滞后指标，这是为什么联储政策显著受到对未来的预测的影响。尽管如此，如果5月份CPI依然不佳，联储可能被迫加息。但这可能是加息顶点了。

央行担心通胀并不奇怪，这本来就是他们的工作。" "联储预期增长将会放缓，但我们不知道联储是否预测增长将低于潜在增速。重要的是，联储不打算让经济承压，而是希望让经济落在non-inflationary pace，允许政策利率保持在中性水平。当天，that sounds almost too good to be true.

在过去26年中，联储总是倾向于在紧缩周期的时候overshoot，因为这很难微调，而且政策希望保持价格稳定。但反通胀已经获得胜利，因此当前联储希望减少经济的下行风险。

当央行面临通胀上升压力和增长走弱压力时，央行通常给予通胀上升压力更大权重。但这一次联储可能不一样。当前工资压力有限，通胀预期也没有旋转上升，这说明联储还没有far behind the curve. 如果overshoot，可能导致房地产比联储期望的更大幅度的走弱。

再加一次息是有可能的，如果通胀走高，而且伯南克并不希望留下鸽派印象。

降息门槛就高一些，需要增长显著放缓。联储希望增长放缓，因此1-2个季度的增长在2.5-5%之间——低于潜在增速——并不会引发降息。" "牛市并非一帆风顺，常常有5-10%的调整。It does not make sense for long-term investors to try and trade these moves. Out recommendations are directed at investors, not traders, and we do not pretend to be able to time 10% corrections with any accuracy.

微弱高配股票。当前股票是一次正常的调整而非熊市的开始。因为当前的通胀担心（inflation fears）是不正确的，随着经济进入mid-cycle slowdown，通胀担心会消退。货币政策不需要过度紧缩，当前股票下行风险有限。

当前股票没有明显偏离基本面，从forward PE上面可以看出来。

中性配置债券。随着通胀担心消退，债券收益率会跌回5%（但为何不高配呢？）"

20060601 PIMCO A Kind Word for the Austrian School \_ PIMCO "BIS的William White的文章Is Price Stability Enough指出，仅仅物价平稳是不够的。

当然，过去20年以来，美国经济波动性下降，也被称作是the Great Moderation，增长和通胀的波动性都下降。其原因一般被归结为更好的政策和更依赖私人市场，得出的结论是联储应该总是叮嘱低通胀，不对资产价格作反应，或者说Taylor公式。

但Taylor公式里面的自然利率不是固定的，联储也愈发认识到并试图估计它。在我看来，之所以它不是固定的，是因为投资的重要驱动力量不仅仅是利率，而且是资产价格，即Tobin's Q。在凯恩斯看来，压根就没有所谓神奇的自然——或者中性——利率。或者说，所谓的中性利率很可能是顺着周期不断变动的。自我看来，资产价格对货币政策很重要，不仅仅是因为它间接的影响增长和通胀从而影响货币政策（而是因为它本身直接了投资，这跟利率本身一样是重要的，而自然利率本身有顺周期性）。

货币政策应该对资产价格做反应，用一些工具，特别是包括监管工具。"

20060601 PIMCO Moral Hazard Interruptus \_ PIMCO "过去一年以来，全球央行和投资者都在分析长端利率为何没有上行，常见解释有四个：1.全球过剩储蓄。2.低通胀和稳定的通胀预期。3.养老金的操作。4.央行更加透明，减少了政策不确定性。从定量角度很难区分哪个更重要。

我认为最本质的原因是全球主要央行都在宽松：人民币盯住美元，日本央行在2001.2开始零利率然后QE，美联储在2003.8决定长期保持宽松，它们都进入precommitment，acting as insurance agents, underwriting risks that the global markets would otherwise have had to absorb and price. 这导致了道德风险，鼓励私人部门承担更多风险，这是一切slim risk premium crimes的来源。

当前央行试图退出这种宽松，导致了市场波动性上升。"

20060603 GS UEA Gasoline Prices and the Economy "5月份就业一般，失业率走平，但消费出奇的稳健——考虑到汽油价格在高位，消费者信心边际走弱。ISM也边际走弱。

金融条件已经显著了紧于了2004年加息刚开始的时候了。"

20060606 GS Daily Focus on Inflation Risks Makes One More Fed Hike Likely 昨天伯南克的讲话表明，联储更加担心通胀损害联储信誉——对增长的担心放在次要位置。因此，我们认为6月份大概率加息了。 昨天伯南克的讲话表明，联储更加担心通胀损害联储信誉——对增长的担心放在次要位置。伯南克表示近期core已经"at or above"舒适区间上部，并强调保持通胀预期的重要性。

20060617 GS UEA Inflation No Need for Seat Belts

20060621 bwam The impact of shifts in competitiveness "（虽然是一个我很熟悉的事实描述，但描述方式非常让我震惊）

从“% of trading partners where it has gained/lost market share”可以考察各个国家在1995-2005年的竞争力变化。其中，中国对100%的国家的出口份额上升，而美国仅对7%的国家的出口份额上升，即美国对93%的国家的出口份额在下降，其竞争力的下降是最大的。几个主要国家的顺序是：中国100%、巴西、墨西哥、泰国、韩国60%、澳大利亚46%、台湾26%、日本21%、欧洲14%、英国11%、美国7%。"

20060621 FOMC Greenbook 过去六周情况表明，2季度增速明显不及预期，大幅放缓。金融条件的持续收紧以及油价上涨抑制了居民部门，房地产建设大幅下降——1季度房地产建设受到天气支持。然而，企业投资增速尚好，就业也还可以，虽然就业增速放缓。我们对2006H2增速预测下降，因为房地产活动放缓速度超过我们预期。

20060621 GS Daily The Bumpy Road to Greater Transparency 伯南克坦率的向市场表达了他对经济前景的看法，但great transparency却导致了更大的波动。市场批评伯南克has not been consistent in what he has communicated. 我们认为：1.伯南克会学习如何与市场沟通。2.市场也会学习不要放大解读伯南克的言论。市场应该逐渐适应伯南克推出新词——类如pause、unwelcome等。(Unwelcome指的是伯南克说的"unwelcome development" on inflation)。但值得指出的是，透明度是有极限的，如果说的太多，也会降低signal to noise ratio.

20060629 FOMC Transcript "伯南克：首先总结一下大家的看法：当前不确定性上升，增长基准情形是放缓至潜在增速，大家对通胀都有些担心。

我的看法是，当前由三个事情同时发生：1.周期性的从above-rend growth到trend growth。2.油价上升的供给冲击，这恶化了增长与通胀之间的trade off。3.房地产在放缓。

当然，理想情形是放缓至可持续增速且没有通胀。当前最大的风险是通胀稳步上升。我认为有理由不那么重视OER，但也要注意到，即使剔除OER，其他各种Core指标也是在上升，这说明通胀的上升是广泛的。（不只是通胀水平，而是在意通胀上升趋势）。此外，3m total PCE增速是5.2%，这个会影响整体通胀预期。当前的挑战是，我们并不清楚通胀加速为何突然发生。可能是能源结构的传导，可能是tight product market，可能是通胀心理变化，也可能三个因素都有。我确实担心通胀，虽然并不是过分关心。

另一个重要的事情是房地产周期。由于这个是资产价格，因此其下降有一定不可预测性。另一个非线性是金融市场，我们近期已经看到股价大幅下跌。我们并不是很好地理解利率如何影响资本市场的风险溢价。

当前可能有一些credibility-psychology问题。在4月末，也许是由于我在国会证词而产生了a small inflation scare, TIPS BE、商品价格大幅上升，但minutes则成功让通胀预期大幅下行，由此可见，我们的表态与市场预期是有关系的。

....我担心把八月份加息的概率推的太高，让市场觉得联储过于鹰派。市场还不熟悉我这个新主席，他们认为我是inflation nutter，我希望市场能明白output也是我们的关注点之一。"

20060629 GS Daily FOMC Statement- Friendly Relative to Market Expectations FOMC声明比市场预期的要鸽派一些。

20060701 BCA, The Bank Credit Analyst, A Summer Of Discontent; Perspectives On China "由于房地产走弱和真实收入仅温和增长，消费在走弱，经济已经进入了mid-cycle slowdown。

年初我们和市场都预期美国经济会放缓，但事实证明这个预测过早了。当前市场对房地产走弱没有分歧——销售在下降，房价增速在走弱，库存上升，Homebuilders' Survey大幅下跌。但房地产市场是在冷却而非崩溃。房地产冷却将导致消费走弱。近年来，房地产活动倾向于领先消费。此外，真实收入增速现在低于2%，储蓄率达到历史新低——负1.6%，这意味着消费者紧缩指出都会很强。

但是我们并不预期美国经济硬着陆。消费者资产负债表非常健康，net worth to income距离1999年并不远（这里不太同意，这是房价较高的原因，恰恰说明了房价有下跌空间吧？），多数住房者杠杆并不高，房地产走弱并不导致居民金融风险。房价走弱主要影响方式是降低了MEW。外需较好，甚至是德国的商业信心都达到了15年新高。企业部门finances非常好，投资会放缓但韧性会较强。" "5月以前的三个月core年华上涨3.8%，这是联储难以忽视的。Central bankers are paid to worry about inflation, so it is not a surprise that Fed officials have recently been talking tough. 而伯南克是新手，需要earn金融市场的repect.

当前的通胀上升反映了经济前期较强，特别是房租分项，在房地产放缓的情况下，房租的上升颇为讽刺。房租的上升与能源、商品价格上升无关。除房租以外的core基本平稳（跟伯南克的看法不同）。当前没有工资物价螺旋——这是联储担心的事情，曾在1960s/70s发生。工资增速放缓，而劳动力成本的水平在过去五年几乎不变。此外，联储已经承认增长在放缓。

但是，密歇根通胀调查确实在上升。" "联储的加息已经足以让经济放缓并控制通胀风险。加息周期很可能结束了。

市场在discount 8月继续加息，但这次加息并不确定。" " 通胀与增长的组合在年初以来多次变换。年初股票和债券收益率齐涨，反映了增长盈利向好，债券担心通胀。从五月中旬开始，股票下跌，债券收益率上升，反映了担心滞涨。下一步应该是债券收益率下跌，反映通胀风险下降，但股票也下跌，反映增长不佳。可能在秋天以后股票重新回升，债券收益率走平，反映了市场不再过度担心增长。

金融市场在担心联储被迫因为通胀压力而过度加息，这种担心是有道理的，因为历史上通胀和紧缩往往是衰退的主要原因。我们认为加息周期很可能结束了，虽然市场对货币进一步收紧的担心可能还会持续一段时间，但市场的下跌已经基本结束了。因为：1.我们认为在通胀呈现不可控的压力之前，增长就会明显放缓。2.当前市场已经足够悲观了。

微弱高配股票。股票的调整已经很大幅度了，但股市基本面很好：估值合理，企业部门finances很好，当前并不具备熊市的条件。Long-term investors should just sit through this kind of episode because it is too difficult to time exit and entry points with precision.

中性配置债券。虽然联储也预期增长走弱等，但联储宁愿冒着过度紧缩的风险。债券收益率与市场加息预期亦步亦趋，市场通常在加息结束阶段高估了联储加息可能性。短期来说，债券仍会承压。（所以不高配）

然而，短端利率越是上升，越意味着债券未来将会上涨，因为当前债券估值已经很有吸引力。随着经济走弱和联储停止加息迹象的明显，收益率会回落。当联储加息的迹象清楚出现时，市场情绪会变化很快。"

20060701 GS UEA The Macro Effects of Rising Income Inequality 通胀预期指标近期边际有所下降。 FOMC对通胀风险的边际淡化超出预期。现在市场对8月加息看法有分歧，Fed Funds Futures Market (ffrm)隐含的8月加息预期约60%。

20060705 A Review of US Monetary Policy "当前市场讨论伯南克是否将成为下一个Arthur Burns，当前联储的显而易见的鸽派立场是否意味着通胀将失去控制？

实际上，在几周以前我们还在抱怨联储过于透明的透露自己的政策，而伯南克上台几个月以后已经远非如此。由于伯南克的repeted back and forth，金融市场的不确定性很大——尽管这也许不是他的最初目的。当前市场不知道未来货币政策将会如何——在Volcker以来这种情况下从未出现过（意思是格林斯潘时期很少出现）。在1990s，我们在日本经济中学到了深刻的教训，那就是不要看央行说什么，而是看他们做什么。

我理解的联储一直是data dependent, 主要关注四个数据：1.长端债券利率的变化，bank lending的变化，经济敏感价格（Copper, Dram, Equity)的变化，ISM。当前四个数据均指向加息。如果联储真的是关注数据的话，应该加息。

所以，伯南克面临的是两难选择：糟糕的选择 vs. 更糟糕的选择。所谓糟糕的选择，是指伯南克选择加息，这无疑增加了衰退的概率。更糟糕的选择是，伯南克选择不加息——他相信自己的模型即通胀会走弱。但问题是，如果通胀不走弱，债券市场投资者会帮助联储进行紧缩，这一样会增加衰退的概率。我认为第一种的可能性更大，即联储会加息。"

20060707 Gavekal Keeping Up With the Fed 我们预期6月份FOMC会释放鹰派信号，但实际上FOMC释放了鸽派信号。第一种可能性是联储仍会关注数据。第二种可能性是伯南克确实有不一样的思路，他是否像2003年那样继续担心通缩？他是否担心压低通胀的代价太高——推升失业，或者是去国会席位？这是否意味着回到1960s的扩张需求政策？这仍待确认。

20060708 GS UEA The Stance of Monetary Policy Enough’s Enough "当前货币政策已经中性偏紧的迹象较多：真实利率略高于历史均值，真实货币供给增速较低，曲线反转。如果考虑到油价，则金融条件已经与历史上收紧程度比较接近（又是一次GSFCI的修正）。此外，历史上的加息结束往往对应着衰退，说明加息偏紧了，不能很好的作为benchmark来比较。

最新数据显示，6月增长不佳。"

20060710 Barclays\_Global\_Outlook\_Implications\_for\_financial\_markets\_July\_2006 美国增长和通胀都会继续有上行惊喜。美国在2季度净利了一个mini growth scare，这是由于Q1增速较高，且房地产走弱，NFP走弱。但其他劳动力市场数据不错，工作小时数和工资较好。虽然房地产走弱，但出口较强，投资继续强劲。因此更重要的问题是美国经济能否在如此强劲需求下放缓。当前居民和企业的资产负债表极其好，这支持了居民和企业的继续支出。 "通胀会继续上行。不仅是OER的上升，还有其他广泛价格指标都在回升。这反应了弱美元对核心商品的传导。

当然，我们也不把通胀的回升看做像是1970s那种很差的情形。" 联储已经决定紧缩。 风险资产过去的长期表现源于宽松的货币，而宽松货币源于低通胀。在低通胀不再存在的情况下，联储加息，这不利于风险资产。Q2的调整是一个长期趋势的开始，我们把近期的小幅回升看做是逢高减持的机会。

20060710 货币政策三个一 宋国青《利率是车，汇率是马》 "从中国过去几年的特征看，只根据M2一个指标，就可以相当好的预测总需求，如果再加上利率、汇率可以更好。M2增速比较高且持续较长是发生在2002下半年到2003年上半年，央行注意到这个情况并用公开市场操作的办法抑制M2增速。但2003年一整年，全社会主流看法是担心通货紧缩，在连续几年通缩以后甚至认为通缩是中长期现象。至少在2003年上半年，人民银行也在一定程度上受到这个看法的影响。

还有很偶然的一个情况，2003年二季度的SARS，政策是“一手抓SARS，一手抓经济”，后者主要是增加总需求，最终结果是大量货币在二季度产生。2004年一季度的加强宏观调控，种子在2003年Q2就种下了。2003年人民银行提高准备金率等，让M2增速下来了。就CPI而言，2004年7月是高点，5.3%，在2005年前三个季度持续下降，在2005年9月已经是0.9%，显然太低了，这是2004年二季度开始宏观调控的结果。

从政策变化到M2再到通胀，真正的时间差是3-9个月，用环比增速看传递的很快。"

20060711 粮价暴涨十年祭：真实利率偏低的一个结果 宋国青《利率是车，汇率是马》 "1994年定期存款利率低于通胀10个百分点以上，存钱不如存粮是明显的道理，在1993-95年，显示钢材、外币，然后是房地产，然后是粮食，一个接着一个价格飙升。对于1993年房地产热，后来的分析集中于银行资金被用于炒房这个因素，忽视了负利率的作用。后来通胀下来以后，真实利率上升，钢材等大宗商品、房地产以及粮食价格一个接着一个迅速跌落，本来汇率也应当出现这种情况，但1994年汇率并轨将1993年的汇率定格了，由此汇率方面中国就一直快乐并痛着（言下之意是，人民币本来也应该随着真实利率回升而升值，但人民币却没有升值）

现在的真实利率也偏低，但幅度远小于1994年前后。"

20060719 GS Daily Fed Policy- One Last Hike for the Road 最新的0.3%的core cpi数据让我们确信8月份联储会再度加息。

20060720 Goldilocks or Micawber 从伯南克的最新表态来看，伯南克既不担心增长过度下行，也不担心通胀上行。但问题在于，等到2007年看到通胀走高的时候已经晚了。市场似乎站在伯南克的一遍，股票回升，长债收益率下降。但未来几个月更可能看到的情况是高通胀和低增长的搭配。

20060720 GS Daily Leading Job Market Indicators- Slowdown Signs Predominate NFP的各种先导指标显示NFP会走弱。

20060722 GS UEA Can Profits Shrug Off Slower Growth 当期市场隐含的8月加息概率已经回落至不足50%。

20060724 紧缩总力度调整等等看 宋国青《利率是车，汇率是马》 "当前经济波动推动力很清晰，不同变量变化次序也合乎逻辑。首先是M2增速在2005Q3快速上升，然后是投资在2005Q4回升，此外还有汇率问题。2005年头十个月，人民币有效汇率上升近10%（跟随美元），作为结果，2005年顺差一度是下降的，这种情况如果没有内需增加，总需求会很弱。基于这种情况，宏观调控的总政策在2005Q3明显放松。如果接下来还是人民币升值，那么Q3的政策就恰到好处，但2005年10月以后人民币有所贬值，内需外需都走强，导致2005Q4以来总需求显著上升；再接下来是经济增长率和通胀的猛烈上升，前者是2006Q1开始，后者是2006Q2开始。

简单来看，货币增加以后，大约一个季度以后投资增加，在过一个季度生产增加，再过一个季度通胀上升。货币、投资、生产、价格四支部队派对整齐，依次前进。

固定资产投资数据很有中国特色，上面提到的Q4猛烈增加是经过很特殊的数据处理得到的结果。

就预测而言，关注四支队伍中的领队者，即M2.就2006年6月数据而言，M2的环比增长率已经比较低，如果这个现象再持续几个月，就会往着通缩方向发展。目前紧缩总力度是够了，再加一把劲就要过头。" （2006Q2的全球大宗商品上升，与中国的通胀上升是高度同步的。很有趣）

20060731 GS Daily A Sharp Deterioration in the Growth-Inflation Trade-Off "最新的Q2 GDP修订数据显示单位劳动力成本在Q2上升了3.5%，在结合AHE，ECO，Core CPI和Core PCE，这些数据的加速会让联储担心。

从更长期视角来看，当期价格数据似乎显示需要曾祖下降到潜在趋势以下才能回到伯南克的1-2%舒适区间。" 我们继续认为8月FOMC会加息。

20060801 2006年夏季CCER中国经济观察（总第6期）汇率\_贸易顺差和宏观调控\_梁红 "现在再讨论短期宏观经济走势好像没有什么意义。当前经济明显较热，宏观调控正在实施。下文讨论的是，究竟以什么样的政策手段可以让经济降温。我第一次到 CCER 参加的会议就是讨论人民币汇率。当时在座的几乎所有专家、学者都有一个基本的看法，即人民币汇率没有太大的低估，就算低估了问题也不太大。只有宋国青老师认为，如果人民币汇率问题不解决，将会给中国未来几年宏观政策的制定和执行造成很大的问题。结果不幸言中。现在中国面临三年来的第二次调控。我希望这次调控能够找到问题的根本原因，从而对症下药。

今年四月份，我们高盛公司就提醒投资者，中国宏观经济开始趋热，通货膨胀正处于转折点，宏观政策需要紧缩。一个月以后，市场开始接受这种看法，4月 27 日央行第一次提高利率。我们认为，2006 年与 2004 年面临的根本问题是一样的，即所低估的汇率带来大量外汇流入、央行对冲出现困难、从而银行流动性变得较大、企业贷款大量增加、整个需求走热。解决总需求过热的政策选择很简单，要么压缩外需，要么压缩内需。如果想压缩外需，人民币汇率就要调整，而且要调整得快一点；如果想压缩内需，办法有很多，包括调整利率、调整储备金率、行政性控制等。现在中国的领导人和各个部委终于认识到了内需的重要性，终于认识到像中国这么大的国家不能总是靠 20%、30％的出口增长来带动经济发展。在 2004 年的宏观调控中，除了两次准备金率调整和一次已属多余的利率调整，整个调控政策中 90％—95％是行政手段。2006 年这次宏观调控面临的已经不再是固定汇率，并且央行一开始就调整利率，第一仗就打得很漂亮。所以当时我们预期，2006 年这次宏观调控中市场化手段的成分要更高，会包括汇率调整。不过从最近一些领导人讲话和政策趋势来看，2006 年这次宏观调控的确比2004 年有所进步，但 70—80％的还是行政手段。也就是说，市场化手段运用得还是很少。

1998 年中国经济正处于谷底，外需也不强，但是贸易顺差仍然很大。这是怎么形成的？贸易顺差大并不是因为出口增长速度特别快，而是因为进口减少了，1998 年进口负增长。" " 中国进口当中，一半左右来自于和出口加工相关的原材料，这一部分和出口一起涨落，对净出口影响不大；进口当中的另一部分也是份额最大的部分还是与投资需求连在一起；与消费需求相关的进口份额相对较少。在这样的进口结构下，今天压缩投资只会导致明天进口更少、顺差更大。这样的话，一方面宏观调控政策很难执行，另一方面会激化贸易保护主义。如果明年美国经济真的走弱，它的贸易保护主义声音会比现在大得多。增加进口的一个简单方法就是让进口产品更便宜，也就是人民币升值。国内有人主张通过减少出口退税来解决贸易顺差。我一直非常反对这个做法。人民币升值可以减少出口，增加进口，从而既有输家又有赢家。相比之下，减少出口退税只能减少出口，不能增加进口，等于是升值再加提高进口关税。这种政策还不如搞通货膨胀。

不管有多少经济学家不同意，我认为汇率低估是比较客观的说法，而且不是简单的低估，是很大幅度的低估。现在的问题是怎么让这条线变得平缓。

但如果在结构上真的存在产能过剩，那么产能过剩的那部分一定是在按照 8：1 这个汇率算还能赢利的进口替代部门，而用于中国老百姓自己的产能投资多不到哪里去。如果汇率信号是错的，新增产能、新的产业结构会越来越糟。"

20060801 2006年夏季CCER中国经济观察（总第6期）会议下半场问答\_ "梁红：这样中国的利率太低，而投资回报率很高，老百姓会想方设法使自己的钱得到更高的回报，经济总体来说会比较趋热，有通货膨胀的压力。更大的问题在于，通货膨胀不一定会在 PPI 指标中表现，特别是在中国供给能力很强，通货膨胀更有可能体现为资产价格上涨。2003 年的时候我们就提到房地产问题，并且说中国股市改好了之后还会体现在股市上。房价上涨已经很明显，今年的股市表现也露出这样的苗头。但是如果和日本当年的情况相比，中国差得还很远。

高善文：我在很大程度上中国通货膨胀指标不能代表国内的供求平衡状况，有两个很重要的指标可以作为替代指标。一个指标就是 2004 年宏观调控时提到的“煤电油运”。煤电油运基本都属于非贸易品，比如电力、运输是很难贸易的，煤炭在实际操作层面上也是非常难以贸易的。在国内经济全面过热的情况下，贸易品可以从全世界大量的进口，但非贸易品是不能进口的。这样煤电油运紧张与否就可以用来判断中国经济的凉热。2004 年全国 26 个省市都在限电，但今年限电已经非常罕见，煤炭供应、铁路运输业、近海和远洋运输等方面也变得非常的宽松。从这些指标来看，中国目前并不存在需求严重大于供给的情况。另外一个总量层面的替代指标是贸易顺差指标。如果国内存在着严重的需求超过供应，贸易顺差一定会比趋势水平低，这也可以为经济过热提供比较可靠的证据。这个现象在2003 年同样发生了。但贸易顺差容易受到外部需求的扰动，因此具有一定的局限性。但是将上述两个指标结合起来，从经验操作的角度来讲，可以比较好的度量中国经济的凉热和供求平衡状况。

中国的 M2 不能影响国内通货膨胀水平并不意味着中国的货币政策丧失了影响力。实际上，中国的货币政策主要可以影响两个指标：一个是资产价格，如中国股票的价格、房地产的价格、纪念币的价格等等。今年二月底三月初的时候，我一直在强调中国这一轮的广义货币增长势必发展成为大规模的资产重估，我们正站在资产重估浪潮的历史起点上。此外，中国的货币供应量对中国经济增长率、对中国经济总需求曲线的位置和变化方向有巨大的影响力。"

20060801 2006年夏季CCER中国经济观察（总第6期）通货膨胀问题\_高善文 "中国工业品出厂价格指数和美国生产资料（中间品）价格指数。很容易看出，1995 年是一个重要的分水岭。1995 年以前，两个价格指数并不是特别相关；而1996 年以后，两个价格指数表现出高度的同步趋势。对于这种转变的解释是，中国经济当时发生了两个重大变化：一是1994年中国统一了汇率；二是1996 年中国放开了经常账户。在高度稳定的固定汇率制度与高度开放的贸易体系下，根据简单的“一价定律”，中美两国贸易品价格同步波动就很好理解。

在绝大多数条件下，中国仍然只是一个价格接受者，在很大程度上不具有影响价格变化方向的能力。单纯指望中国的宏观调控政策来控制中国PPI 走势在很大程度上是不现实的，除非世界其他国家的中央银行都来配合中国的宏观调控政策。

美国PPI 变化的驱动因素大致分为三个：石油或其他主要大宗商品价格变化、OECD 工业增长率的波动以及美元汇率变化。

1999 年，对于中国宏观经济的预测都比较悲观。但是2000 年的经济形势，无论从通货膨胀还是从经济增长率来看，都比人们事前预期的要好得多。对此我的解释是，1999 年至2000 年期间，OECD 国家工业增长率突然加速，月度增长率曾经一度高达7%，而其长期平均增长率还不到3%。与OECD 国家工业增长率突然加速相对应，美国PPI 在1999年触底后在2000 年快速爬升，由此带动中国生产资料价格指数的上升，导致中国出口增加、企业利润恢复、固定资产投资反弹甚至包括消费增长。2001 年，随着纳斯达克泡沫崩溃以及全球主要经济体经济收缩，OECD 国家工业增长率下滑至负值区间。与之对应，美国与全球PPI 急速下跌。这影响了中国的生产价格指数和贸易、经济增长方面的表现。上述逻辑对于1997 年至1999年中国通货紧缩时期同样适用，当时美国生产资料价格指数同样经历了明显的下滑。（高善文主要是从全球影响中国的角度来考虑中美PPI的联动）

对于中国一般性的通胀问题，中国食品价格与中国 GDP 平减指数（该平减指数在趋势与拐点上与 PPI 是高度一致的）和在趋势以及拐点附近具有高度一致性。这一结论似乎是非常奇怪的，因为中国的粮食价格不是由中国的农业政策、粮食作物的丰欠所决定。很难想象这些对于粮价的外部扰动因素会与中国经济的“冷暖”——与全球经济“冷暖”——与中国 GDP 平减指数的波动同步。宏观层面上的绝对价格水平是如何决定的？我个人的理解是，宏观层面上绝对价格水平依赖于整个经济体系的“名义锚”。从实际数据以及朴素的经济直觉来看，中国经济的“名义锚”实际上也是汇率。过去十多年间，中国人民银行非常成功的将人民币汇率锁定于美元汇率，所以中国也“进口”了美国货币政策的公信力。中国食品价格指数的涨落（尤其是食品中的鲜菜、粮食以及猪肉等商品都是有高度弹性的）随着 PPI 价格指数一起涨落。“相对便宜”本身就构成了这些股

票上涨的理由。在这个层面上也能够看到“名义锚”的作用。

夸张一点说中国货币政策的决策权在美联储，而不是在北京。即使美国总统布什也没有能力影响美联储主席伯南克的货币政策。在此背景下，中国的通货膨胀即使在某些时候、某些地点与中国国内的供求平衡有微弱联系，但在绝大多数情形下，国内价格水平与国内的供求平衡是两个相互独立的事件。这也就意味着，国内经济增长率可以非常高，但通货膨胀率却很低（例如2005 年至今的情况）；也可以经济增长率很低但通货膨胀却很快上升（例如 2000年时的情况）。这种组合并不违背基本的经济原则。" 2003 年是中国影响全球的个案。2003年OECD 国家工业增长恢复。在此背景下，中国工业也加速增长，进口大幅度上升，出口下降，贸易顺差萎缩。这说明，如果将中国“剥离”出全球经济体系，中国当年的贸易顺差比其长期历史平均值低得多，即中国向全球经济体系提供需求。由于中国向全球经济体系提供需求，2003 年中国国内需求对于美国 PPI 的上涨可能产生了比较大的影响。2004 年中国经历了比较严厉的宏观调控，当年工业增长率明显下滑，货币供应量萎缩。按理说，中国的 PPI 以及食品价格指数也应该出现比较大的下跌，但实际结果是逆势上升。主要原因在于，那段时期 OECD 国家工业增长和美国 PPI 仍然在高歌猛进。2004年中国国内发生的如此严厉的宏观调控政策对于美国的 PPI 并没有产生方向性的影响。2005 年，中国工业增长率乃至 GDP 增长率是比较高的，但 PPI 经历了较大的下滑。这也是因为 OECD 国家工业增长也经历了下滑，全球 PPI 下滑带动了中国 PPI 的下滑。2005 年尽管全球工业增长出现了比较明显的减缓，中国的外部需求实际上是在萎缩，但中国的贸易顺差仍显著增长，增长趋势一直持续到今年上半年。这说明，2005 年中国巨大的贸易顺差主要来自于中国国内供给能力的释放，即中国的总供给曲线在这段时期内经历了比较明显的右移。今年国内供给能力的释放过程仍然没有结束，而外部需求又出现显著增长。自 2005 年四季度以来 OECD 国家的工业增长率在比较低的水平上出现了恢复态势，这会带动中国的出口上升，导致中国贸易顺差加大。今年下半年的贸易顺差更是可以用八个字来概括，即“没有最高，只有更高”。

20060801 2006年夏季CCER中国经济观察（总第6期）中国投资率太低\_宋国青 "居民消费比例有两次大的波动，一次是 1992-1995 年间的低水平，另一次是 1999-2001 年间的高水平。在前一个时期，总需求增长率和投资率很高，通货膨胀率也很高。在后一个时期，总需求增长率和投资率相对很低，发生了通货紧缩。这也表明，投资率和总需求增长率有很强的正相关关系，因此消费率和总需求增长率之间就有负的相关关系。因这个原因，在一些分析尤其是多年以前的分析中，投资率太高与总需求增长过快或者经济过热几乎是同义语。

虽然投资率较高与总需求增长率较高之间有很高的相关性，但两者并不是一回事。一个显著的例子是 1988 年的情况，那时发生了被称为“抢购”的现象。更准确地说，1988 年的居民消费倾向有一个猛烈的短期的上升，消费增长对总需求增长的贡献相对更大一些。再一个情况是，即使投资和消费的增长率稳定，净出口的大的波动也可以引起总需求的波动，2006 年上半年的总需求高增长在很大程度上来自贸易顺差的大幅度增长。

下面讨论投资率/消费率的趋势。1994 年实行了新的税制，后来又进一步从严治税，导致财政收入份额发生了大反转，个人可支配收入占 GDP 的份额有相当大幅度的下降。看来，增大居民消费份额的唯一办法是减税。给定收入分配结构，扩大内

需几乎等价于提高投资率；反过来说就是，压低投资率几乎等价于压内需。现在的宏观经济政策是朝着后一个方向走。由此来看，“投资率过高”是目前政策的最重要的假定。

1990 年以来，工业生产过热程度最大的年度是 1994 年。这一年，乡和乡以上独立核算工业企业利润占增加值的比例达到了 12.2%，到了冷热比较适中的1997 年，该比例下降到了 8.6%，跌去了 3.8 个百分点或 31.1%。这一点充分说明，工业利润对经济景气的弹性非常大。"

20060801 BCA, The Bank Credit Analyst, Scary Times, The Implications Of Lower U.S. Profit Margins "[过渡正在开始] 美国经济正在一个下行至潜在增速以下的过渡时期，这一过渡正在开始。

消费的走弱是无可避免的。房地产走弱让消费失去一个重要支持。就业增速也已经触顶，这也会抑制消费，因为企业对前景谨慎。油价上升、房贷利率成本上升都是抑制因素。但是由于企业健康，外需较好，当前是mid-cycle放缓而非衰退。

房地产尚处于放缓的初步阶段。历史上有两次房地产大幅走弱，1978-1982,1988-1992，两次走弱当中，销售和施工的水平都大幅下降，而真实房价增速从6%下降到-6%。本次真实房价已经上升至10%。当前销售和permits水平已经下降，但根据前两轮下降还有许多下降空间。上两次房地产走弱后都有衰退，房地产走弱不少衰退的原因，但当经济衰退以后，则进一步加剧房地产走弱，因为就业变差了。当前衰退概率低。但本轮房地产确实有更大的下行空间。

[对Margin的观察]

无论是从理论上还是从历史数据上，profit margins都会均值回归。如果企业持续拿到更多的gdp share，那么这意味着资本主义系统的失败，过度的盈利意味着更多的竞争，这对未来的盈利不利。

本轮盈利增长确实惊人。尽管油价上涨，企业部门升价能力有限，GDP的复苏有限，但盈利增速高，关键原因是生产率进步快，这对应的也是单位劳动力成本基本不变，这是一个各行业广泛现象，也是全球现象。（Chart III-4 给出盈利惊喜的图）

当前profits/GDP处于二战以来的最高值，这让市场对盈利和股价都产生悲观情绪，但实际上问题没那么糟糕。实际上，corporate在gdp当中的占比在上升，而profits / corporate sector GDP还没有达到历史高点——上次是1950s/60s，上次也是long-wave upturn，当前也是，所以当前margin还有进一步上升空间。

从周期意义上，随着经济走弱，marigns有下降压力，但历史经验表明profit margin压缩期间，盈利确实倾向于走平，但股价却倾向于上涨，因为盈利并非股票价格的唯一决定因素：这一期间往往伴随着更低的通胀和利率会提升估值。事实上，历史上有9次peak margins,但随后1、2、3年的股票表现与股市长期均值表明没有显著不同。根本没有啥相关性。不能简单用margins到顶端来判断未来股价走势。

margins与通胀是微弱负相关的。虽然通胀意味着企业pricing power上升，但也伴随着劳动力成本提高，联储加息等。

对股票最危险的阶段是联储加息阶段，这一阶段已经接近尾声。尽管margins可能下降，但股票未来仍会有适度回报。" 当前的通胀担心会很快减弱。我们的判断极其依赖对通胀的乐观看法。我们认为全球化和供给端改善这个两个结构性力量将抑制周期性通胀上行压力。 "联储即将结束加息。

联储预测经济将会进入低于潜在增速，这是承认紧缩已经足够。进一步紧缩将可能让经济过冷。尽管如此，8月仍有可能加息来加强其反通胀credibility。

如果联储如我们预期那样很快结束加息，那么本次加息可谓非常温和benign。历史上，联储紧缩往往伴随经济和金融冲击，因为那是联储政策已经足够的必要信号。本次没有金融冲击，尽管市场担心衍生品和次贷问题。

2007年增长进入一段时间低于潜在增速以后，假设通胀风险减弱，联储是有可能降息的。当前曲线可能会保持平较长时间，这并不等于衰退，因为较低的经济波动和低通胀让term permia较低。" "这一过渡过程正在开始。一眼看去，这种过度（增长放缓到潜在增速以下、联储结束加息）并不对风险资产有利，但当前市场已经足够悲观且估值很合理了——当前市场很担心滞涨风险。

微弱高配股票。债券收益率的下降将是股票上涨的催化剂，尽管盈利会放缓。其实历史上当企业资产负债表最好的时候往往margin很低，因为只有margin低的时候企业才有动力来改善资产负债表。当前是历史上首次企业的资产负债表好且margin高。

对于逆市投资者而言，市场悲观情绪是入场好机会，特别是考虑到企业管理者与投资者看法不同——Insider buying and stock buybacks已经上升。

中性配置债券。当前的通胀担心可能让债券收益率短期区间波动，但随着增长放缓，债券会上涨。"

20060801 PIMCO Dont Shoot Ben and Dont Short Bonds \_ PIMCO "7月19日，伯南克在听证会上清晰的表示货币政策需要有前瞻性：“Monetary policy works with long and variable lags.” 联储当然应该关注数据，但数据的意义在于更新预测，检查最新数据是否与预测一致。当前联储的两难境地是，incoming data与forecast是不一致的。可以说格林斯潘卸任的刚是时候。如果格林斯潘在任，他也许处理这种两难境地会好一些，因为市场对格林斯潘是信任的。

伯南克在4月的国会作证中提到，“Of course, a decision to take no action at a particular meeting does not preclude actions at subsequent meetings.""，这引起了巨大非议，被认为是对通胀过于鸽派。但3个月以后，也就是今天，伯南克再说出同样的话，却收到鲜花。

联储当前的预测是2006H2增长将弱于趋势，而2007H2通胀将回落。

联储的预测 & 前瞻性的货币政策的含义是联储将要暂停加息。资本市场却已经在喊“停止”而非“暂停”加息。实际上，我们认为联储已经过度加息了，这意味着未来6-9个月联储将掉头降息。"

20060803 bwam The reuirements for a bond rally "（这篇文章对于债券收益率的讨论非常非常棒。这个分析思路适用于各类资产的分析）

Bob Prince:

尽管增长在放缓，联储将很快放缓或停止加息，但当前的周期环境对债券的帮助有限。

对于债券收益率的变动，可以很简单的——至少是事后——用两个因素来刻画，第一是联储干了啥，第二是市场最初预期联储会干啥。因此，3yr Change in Bond Yield可以用chg in short rates over same period and starting yield curve slope来估计。

当前的最大问题是，曲线太平了。这意味着，需要联储降息很多很多。例如，在当前slope下，如果要长短100bp的rally，则需要联储降息300bp。联储降息取决于通胀和增长走势。而如果要联储降息300bp，这需要通胀下降1.5%，增长回落至0.9%，或者其他通胀增长组合。这很难）" "（这个框架太棒了）

（市场的未来变化 = 政策变动 + 当前市场价格即预期。而政策变动又取决于未来经济的变化。这就推演了可能的经济情况，与可能的市场走势的关系）"

20060803 FOMC Bluebook "6月份FOMC声明让市场认为pause的可能性在上升，之后cpi数据让加息预期升温，而伯南克的半年度国会政策和minutes的公布都让ffr预期再度回落，后两次沟通传递的信息是，虽然通胀走高需要担心，但通胀会在后面几个季度回落。增长数据偏弱，也抑制了ffr预期。（联储沟通确实是有用的，而且也影响长端债券收益率）

当前市场认为本次加息预期约35%，在上次FOMC之前对本次加息预期为70%。"

20060803 FOMC Greenbook 过去六周数据显示，2季度增长比原先预计的要弱。Q2的增速可能从Q1的年化5.6%回落到3%，因为居民住房投资收缩，居民消费和企业投资都从Q1的高增速回落。

20060803 GS Daily Taking Stock of the Data for a Data-Dependent Fed—OR— 最新数据显示Q2增长只有2.5%，应该是低于潜在增速的。居民住房投资首次大幅下落6.4%，居民消费放缓到2.5%，企业投资仅增长2.7%。2005Q4由于katrina的原因仅增长1.8%，2006Q1由于基数效应回升5.6%（均值3.7%）。

20060805 GS UEA A Tough Call for the FOMC 增长低于预期，通胀高于舒适区间，当前市场似乎更为关注更弱的数据，认为8月8日FOMC加息概率仅20%。金融条件在2005Q3以来处于收紧趋势，近一个月略有宽松。

20060808 FOMC Transcript "伯南克：理想的利率政策并不是不断加息以至于看到一个满意的通胀。理想的利率是指，如果我们维持这个利率，最终将看到经济较好的发展路径。我承认我们并不知道这个理想利率是多少。（然后讨论合适的利率水平可能是多少）第一，当前a global saving glut，我们看到很低的利率。第二，当前房地产市场放缓很快，是一个IS曲线shock（也降低了均衡利率水平）。所以我们需要谨慎一些。

我认为我们不能表达说我们已经基本停止加息，无论是停止于5.25%或5.5%。如果我们加息到5.5%并表示仍会继续加息，这令人担心，因为房地产已经在放缓，我们仍在加息，我没有信心说我们可以在这种情况下表现如此强势。我认为更好的办法是表达对通胀的担心但不加息，a hawkish pause。我提醒各位，联储在软着陆方面一直并不太成功，但我认为我们有希望软着陆。

A hawkish pause让我们有机会进一步搜集数据。首先是增长方面的，就业、房地产和消费。此外还有通胀数据和通胀预期数据。The risk of our falling behind the curve by pausing is relatively small. Again, I think that we’re not more than a couple of moves away from the optimal level. Therefore, if we miss a meeting or two and then move again in November or December, we will still be able to reach this optimal level within a reasonable period of time.

（最后一部分的讨论）我并不认为我们应该提供未来的ffr路径。一个原因是，如果市场被迫要对未来ffr做预测，这给我们提供了信息，否则，市场只是在重复我们的观点。理想情况下是我们表达我们的目标函数等，但实际上不可能，FOMC内部意见是不尽相同的。"

20060808 GS Daily An End to the Tightening Cycle 本次pause标志着加息周期结束。虽然仍有加息的可能性，但从联储声明来看，加息门槛较高。下一次可能是降息，在2007年春天。

20060809 GS Daily The Fed’s Next Move "联储下一步怎么走？历史经验表明，所谓的pause极少持续超过一次fomc，例如1994年，1999年，这种pause持续仅一次会议的很难真正说是pause，或者说是搜集信息——这是pause的主要理由。

当pause超过一次fomc以后，下一步通常是降息，而且从pause到降息其实时间段很短，大约6-7个月。"

20060809 中国货币政策执行报告 2006Q2 "2006年以来，我国国民经济平稳快速发展。投资、消费和净出口需求旺盛；夏粮喜获丰收，工业结构调整步伐加快，煤电运支撑条件改善；居民、企业和财政收入继续提高，人民生活进一步改善；各类价格基本稳定。上半年，国内生产总值（GDP）增长10.9%，居民消费价格指数(CPI)同比上涨1.3%。

2006年上半年，货币供应量增长较快，信贷总量增加较多，但金融运行总体平稳。。6月末，广义货币供应量M2余额32.3万亿元，同比增长18.4％。上半年，人民币贷款余额21.5万亿元，同比增长15.2%。6月末，外汇储备余额为9411亿美元，比上年末增加1222亿美元。

总体看，国民经济将保持平稳较快增长，但要高度关注固定资产投资增长过快、货币信贷投放过多、国际收支不平衡、能源消耗过多、环境压力加大以及潜在通胀压力上升可能对我国经济带来的风险。2006年下半年，中国人民银行将合理控制货币信贷增长，防止经济增长由偏快转为过热。

中国人民银行继续执行稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具，抑制货币信贷过快增长, 着力优化信贷结构。

二是上调金融机构贷款基准利率。

三是两次上调金融机构存款准备金率，抑制货币信贷过快扩张——小幅提高存款准备金率在我国当前流动性相当充裕的条件下并不是一剂猛药，而是属于适量微调。

五是进一步加大“窗口指导”和信贷政策引导力度，调整商业银行住房信贷政策，有区别地提高住房贷款最低首付款比例——住房贷款首付款比例不得低于30%，对90平方米以下最低首付款比例仍20%。"

20060810 GS Daily Immaculate Disinflation\_ 联储预期2007年核心通胀增速回落，却同时预计增长在潜在趋势附近，这逻辑不一致。虽然1995年软着陆期间core确实下降，但这与生产率进步有关。我们的猜测是，联储实际上预期增长是低于潜在趋势的。

20060812 GS UEA Outlook Update Transition to Fed Easing " FOMC停止加息，这是我们下一步展望美国经济走势的重要背景。在7月中旬公布的6月份FOMC的central tendency还在表示增长会放缓到潜在增速附近，而当下FOMC的声明所隐含的增长是将放缓到潜在增速以下的，否则解释不了为什么预期通胀会在2007年回落。

我们在2006年底预期增长会走弱，源于：1.住房affordability在恶化，源于房价上涨、房贷利率升高，这让房屋建设放缓，这一点已经发生。2.MEW走弱抑制消费，这一点尚未发生，但即将发生。当前的消费走弱似乎是汽油价格上涨的结果，MEW当下还没有走弱迹象。3.企业投资以及外需不足以对冲上述拖累。企业投资是消费的1/3，所以需要投资增速很大幅度回升才能对冲，这不切实际。要对冲1和2的全部拖累，需要实际投资增速上升到15%，这在历史上极其少见。何况在消费放缓的情况下，投资很难保持强劲。外需其实还更值得期待一些，因为外部经济过去几年很差，基数低。从2000年至今，贸易方面每年拖累美国GDP的0.5个百分点。但即使乐观的看，外需对GDP的贡献也很难超过0.75个百分点。因此，总体来看，美国经济增长大概率跌破潜在增速。

粗略的讲，经济增长可以有三种情形：增长强劲、软着陆和硬着陆即衰退。我们给出的情形接近软着陆。但我们自然的会担心硬着陆风险，因为劳动力市场存在自我加强的恶性循环。当前联储紧缩过度的可能性下降，但未来核心通胀仍有走高风险，因为劳动力成本有一定压力。市场——可能也包括联储——会逐步担心滞涨风险。如果通胀上升导致金融条件收紧，在叠加油价上升侵蚀真实收入，则可能陷入衰退。" Core PCE可能在2007年初触顶在2.75%附近。 2007年中预期降息，到2007年底降息至4%，因为届时失业率会回升。

20060816 bwam The end of the disinflationary tailwind "（桥水认为，从大趋势来看，通胀下降的空间已经不大了，长期看，上下行风险都有。分析的很好。但桥水的问题是，没有看到，real rates可以独立于增长和通胀而下降）

当前的市场定价是，市场认为通胀上行风险有限，联储已经过度加息， 这几乎是discount了最好的通胀情况。

从长期来看，抑制通胀是因素是EM的cheap labor，而推升通胀的因素是美国债务和BOP。由于居民债务较重，联储有动力推升通胀，而绝对不能允许通胀再下降，因为再下降就是通缩风险了。如果美国BOP恶化，美元贬值，联储也有可能接受一段时间高通胀以避免对增长有太大冲击。

对于传统的60/40策略，它对于通胀上升是很脆弱的。回顾1970s以来的60/40策略，它在高通胀时期是跑输cash的，唯一例外是最近几年，因为最近几年有通缩风险，通胀的上升被认为是好事情，但再向前看，通胀再上升就不是好事情了。60/40策略跑赢cash的时期几乎全部来自通胀下降的时期。（那么2010-2020年60/40跑赢，则是real rates下降的时期）

从周期角度，通胀有上升压力。（但没解释具体原因。大概率还是从capacity角度讨论，之前桥水讨论过）。

我们的alpha组合做空股票和债券主要是处于战术性原因，但通胀长期走势也是一个考虑。"

20060819 GS UEA The Rule for Fed Easing “It’s the Labor Market, Stupid” "尽管市场对2007年增长都看的较淡，但我们对联储将在2007年大幅降息的看法与市场预期并不一致。许多分析师认为高通胀与低增长互相对冲，制约了联储降息——这符合传统的泰勒规则。

但我们认为上述这种看法的逻辑存在根本性缺陷，它忽略了美国经济周期的""threshold effect"". 低于潜在增速意味着失业率上升，这一般对应着衰退。如果联储目标是避免衰退，那么联储在劳动力市场开始走弱的时候将大幅降息。事实上，历史上每当失业率回升1/6个百分点以后联储就会降息。

当前增长数据偏弱，通胀没有呈现更大的上行压力。这边际上增加了伯南克的credibility，但通胀上行风险继续存在，而房地产以外的经济增长似乎仍还可以。

联储历史上有三次成功的软着陆案例：1.1967年房贷市场出现credit crunch以后，失业率从1966年11月3.66%回升至1967年2月的3.83%，ffr大幅下降2pp，美国经济刚刚好躲避了衰退。2.1986年Texas oil bust，Texas经济大幅走弱以至于让美国失业率从1986年1月6.89%上升至1986年6月的7.17%，ffr下降1.75pp，这让美国失业率在1986年重新开始下降。3.1994-95年。"

20060823 bwam How big a problem will the housing slowdown be "（桥水看多经济，跟看多通胀的总体思路一致）

当前经济当中，只有房地产不佳，其他都挺好。现在的关键问题是，房地产会把经济拉下水吗？当前市场是这么认为的，discount在2007年降息。我们认为不会。

房地产的直接拖累是1.3%GDP和301K jobs，不小也不算大。假设房价让affordability回归正常，则要进一步下降7%，新开工等volume再下降25%。所以房地产放缓的直接影响是可控的。

居民确实从房地产中获得很多融资，例如多借入了4%GDP的房贷，而这些很多都转变为消费。但是，我们认为居民似乎从其他渠道也获得了很多资金，例如富裕家庭从cash M&A, 居民从credit card当中。Without getting into all the details here, we think the Fed will have to contract credit a lot more than they have in order to stop households from just finding other sources of money.

NAHB领先其他房地产指标约1个月，显示房地产正在继续走弱。" （桥水什么时候转变观点的？）

20060828 PIMCO At Seventeen \_ PIMCO "决定通胀的不仅是经济的供需，也有通胀预期，而且通胀预期是可以自我实现的。这也是为什么联储非常珍惜自己的credibility的原因。当然，通胀预期到底如何影响通胀，很复杂，没有确定结论。

当前市场discount的情况是：1.美国经济增长快速放缓，源于高油价和房地产走弱以及联储加息的滞后效应。2.通胀已经高于联储的1-2%舒适区间，但联储在8月初的FOMC停止加息是正确的，因为通胀是一个滞后指标，而增长已经走弱，通胀早晚走弱。3.随着增长低于趋势，通胀回到联储舒适区间，联储将会考虑宽松，也许是2007年中，这保证经济软着陆而非衰退。

PIMCO的周期观点与市场的大体相似。我个人可能对增长更悲观，但对通胀也更悲观——通胀可能比市场所想象的更久的居于高位。当然，有趣之处是现在市场discount的情况跟我们的原来的设想太相似。

当前有一个重要问题的企业的margin太高了。正常来说，随着劳动力市场偏紧，工资成本会上升，当然通胀也随之上升因为企业会做一些抵抗。不过联储不考虑这个长期结构性问题。"

20060901 BCA, The Bank Credit Analyst, A Diversity Of Opinion; Commodity Prices Sustainable Bull Market of Another Bubble？ "房地产与消费走弱将确保美国增长进入一个疲弱阶段，市场对通胀的担心将会转变为对增长过弱的担心，但衰退暂时不是基准预期。

[增长继续放缓] 当前对美国经济的走势分歧极大，市场对增长和通胀都有很高或很低的极端看法。那些认为美国增长很强的看法其实很奇怪，因为房地产已经在大幅下滑了，而消费者也有压力要缩减支出。与此同时，没有迹象表明投资足以抵消居民消费走弱。虽然美国增长常常是优于预期，但未来几个季度不会如此。

房地产的放缓已经starting to get ugly，但下行空间仍有不少. 建筑商信心已经降落到衰退水平，库存在飙升，房价将要落入负增长区间。但是，从当前sales的水平仅回落了一年，参照过去两次major housing downturns而言，本次房地产走弱还显得温和（还有下行空间）。1970s末和1980s初的下行持续4年，sales下降一半以上，1980s末和1990s初的下行持续5年，销售下降1/3到一半。当前sales仅下降10%左右，因此当前房地产走弱尚处于早期。

过去两次房地产大幅下行伴随着货币紧缩和衰退，这无疑导致房地产走弱更加严重。当就业走弱时，这导致更多的forced sales of homes，让房价下跌压力更大。当前情况是，尽管就业在上升，但房价已经在下跌了。房地产建设活动下降的原因是基数实在太高，原来的建设水平已经远远超出了基本面所能解释的程度。尽管房贷利率较低，affordability也已经恶化（房地产泡沫是自我终结的？）。

房地产的拖累体现在多个方面。首先，建设活动减弱会直接抑制建筑业就业和GDP。第二，房屋交易减少和房价下降将导致MEW下降。第三，房价走弱将冲击消费者和企业信心，我们在与客户交流过程中发现房地产是情绪悲观的关键原因，消费者和企业的动物精神可能由此减弱。

居民部门额外受到高油价和利率上升的压力。真实收入增速已经下降至2%以下，工资增速不错但就业已经边际走弱。

只要就业保持增长，衰退应该可以避免。当前企业部门资产负债表较好，裁员压力小。" "对于通胀的分歧倒是值得讨论。尽管我们认为结构性因素抑制通胀——亚洲产能扩张，全球供给侧因素——但去年以来周期性力量一定程度上掩盖了供给力量（BCA终于承认周期性力量至少是暂时占据上风，OER加剧了担心是有一些巧合的，但其他通胀分项的广泛上升也反映周期压力）。那么，周期性的力量会持续占据优势吗，是否需要加息来应对？我们认为只需要不太强的经济放缓就足以抑制通胀压力。

OER的上升更像是“补涨”，之前房价上升时、房租没上涨。

" "联储加息周期已经结束。降息将比市场预计的来的更快，降息也比市场预计的更多。

联储的经济预测者们预期增长将6个季度内低于潜在增速，这是非常久的增长疲弱，由此通胀压力也预期缓解。

不过许多联储决策者依然对通胀上行风险表示担心。8月minutes指出许多委员仍然看到""significant"" upside risks to inflation，但要知道观念可以很快变化，毕竟联储不想让增长大幅下落。因为房地产大幅走弱带来很大风险。

市场预期联储会on hold半年，然后在半年内降息50bp，我们认为这太保守了。我们认为2007Q1就要降息，而且降得更多。" "市场对通胀的担心将会转变为对增长过弱的担心，但衰退暂时不是基准预期。

微弱高配股票。长债收益率下降和合适的估值将缓冲股票盈利的走弱。估值上升将让股价爬升。重要的长债收益率需要下降。我们推荐微弱高配，也推荐防御性行业。

当前insider buying与市场情绪悲观形成对比，而后者往往逆向指标。

我们推荐微弱高配，而不是大幅高配，因为当前由太多risks，而且行业上我们也推荐defensive。

微弱高配债券。债券收益率在最近几个月大幅下降，一方面是因为房地产走弱让市场调低了增长预期，另一方面是全球需求不足、储蓄再度过剩。债券收益率将在未来几个月波动下降，因为对通胀的担心在下降，对增长下行的担心上升，降息预期升温将支持债券。

全球储蓄仍然过剩——所谓global excess savings story在2005年很流行，今年不流行了。但实际上这个故事并未真正结束。中国政府当前试图降低投资增速将带来更多的储蓄。

曲线倒挂还要持续几个月。曲线的再度陡峭化，还要等到联储实际降息，并且市场对软着陆重新有信心的时候。

我们的软着陆预测意味着长端利率很难跌到4.5%一下，但近期收益率下行的可能性意味着可以微弱高配债券。

风险。地缘政治风险，油价风险，房地产崩盘风险，金融系统冲击，联储可能过度加息。我们并不是忽略这些风险，但媒体倾向于过度强调这些风险，而忽略了其他进步。美国供给侧进步明显，非美经济体也有很强的生产率进步。联储大幅过紧的风险也很小。地缘政治当然是风险，但很难量化。债券收益率可以作为一个缓冲器，房地产越弱，债券收益率越是下降来缓冲经济。我们并不准备推荐过于防御性的策略。虽然现金收益有5%，但当市场转而discount联储降息的时候，这些收益并不算什么。"

20060902 GS UEA Economy Clings to Trend Growth, For Now "近期的FCI收紧已经宽松回去不少。

增长数据尚好，ISM走平，但消费者信心大幅下降。增长总体来看在3%附近。"

20060904 Gavekal The Hurricane Season 重大金融风险都是发生在8月末到10月，这难以解释，但事实如此。1929, 1987, Bretton woods in 1971, 1997亚洲金融危机, 墨西哥和俄罗斯违约，英镑在1949,1976,1992年的贬值等。

20060907 bwam Inverted yield curve and low credit spreads you can't have it both ways "Bob Prince:

当前的收益率曲线倒挂与较低的credit spread是不能长期兼得的。收益率曲线倒挂预示着增长将走弱。较低的credit spread预示着增长将继续保持较好。

在通常情况下，两者的预期分歧，最终将是credit spread扩大。因为曲线倒挂意味着货币偏紧，这对于未来的增长走弱具有因果作用。

但是，当前情况下，最终将是收益率曲线回升陡峭。因为当前的长端利率受到EM央行干预，长端利率人为的被压低了。因此，当前的货币是偏松的，而不是偏紧的。"

20060909 GS UEA An Outright Decline in Home Prices Next Year 我们预期明年房价yoy下降5%。OFHEO是大家最为关注的数据，质量最好。但由于各种技术原因，我们认为它略滞后NAR median price等，OFHEO还没有充分体现出房价下降压力。

20060913 FOMC Greenbook 2季度增速如我们所预计的跌到略低于3%。近期虽然就业数据不错，但房地产放缓速出超出预期，由此我们下调了居民建筑投资，下调2006H2的预期增速到1.75%。预期2007年增速2%，2008年增速2.5%。即使居民建筑支出的拖累减弱，滞后的货币紧缩效果，财政政策消退等将抑制增速反弹。

20060914 FOMC Bluebook 过去六周，由于通胀数据温和，minutes以及油价下降，ffr预期有所下降。

20060915 Shiller What Are Homebuyers Thinking "当前美国报纸开始广泛讨论美国房地产的长周期繁荣将要终结了。我们的芝加哥交易所的房价future显示是个美国城市房价在明年下降6-8%。

但是，我们的调研显示，居民部门只是预期房价暂时走弱，对房价长期走势仍然看好。这代表了居民长期预期确实已经发生了结构性变化（要再转回去并不容易）。实际上，投资者对房地产的看法的转变是令人吃惊的。在1970s末以前，根本没有多少人关注房价，报纸上都很少找到房价的讨论。现在我们对房地产的看法已经变化，并且再也回不去了。"

20060916 GS UEA Next Up For Housing Sector Job Losses "房地产放缓对就业有显著抑制，不仅抑制建筑业，也抑制相关行业就业。劳动力市场恶化将让联储在2007年降息。

增长的放缓比我们预期来得更快，Q3增速可能只有2%。由于油价回落，我们预计Q4的增速有望温和回升至2.5%。"

20060920 FOMC Transcript "伯南克：总结一下，当前经济分为两个维度，一方面的房地产，可能也加上汽车，另一方面的除此以外的经济。我们都同意房地产正在大幅调整，但另一方面，经济处于full employment economy. 总体来说委员们比staff预测要偏乐观一些。对于通胀，委员们普遍对当前core的高水平感到不舒服，认为通胀是当前的predominant risk。

我的个人看法是，对于通胀，通胀动能在边际下降，从3/6m通胀变动可以看出。房地产汽车正在放缓，菲利普斯曲线也很平，这意味着通胀压力边际下降。此外，通胀预期其实很好的得到控制。人们看到的是Headline CPI，过去几年CPI上升很多，但市场预期——TIPS，survey等并没有明显偏离长期趋势。所以我不认为我们的credibility被严重损害。对通胀的关键风险是劳动力成本，当前还没有看到service通胀上升，因此这个传导尚未发生。总体来说，通胀方面是边际改善的。

对于增长，上次Pause是为了观察货币政策滞后效应，过去六周我们确实看到利率敏感部门在走弱。当前的问题是，房地产走弱会有多严重?事实上我们并不知道，因为这是资产价格调整。走弱的溢出效应有多大？溢出效应还有滞后性。

要知道，在1950年以来，凡是失业率yoy上升0.3pp，它就会持续上升，很难如线性模型预测的那样容易控制。此外，实际GDP增速凡是下降到2%以下并持续4个季度，也一定发生衰退。

对于货币政策，我们上次会议的决定基于benefit-cost分析，我们不能说通胀在过去六周恶化了，因此可以继续观察下去。当然，我们可以保持在当前利率水平，如果认为这足够restrictive。

货币政策有两种credibility，第一种是Volcker式的，当通胀起来以后不遗余力压制下去。第二种是格林斯潘式的，让市场相信我们对经济的分析和预测。"

20060929 BCA.gis gissep06\_29so 2006Q4的主题是全球增长放缓以及全球过剩储蓄的回归。截至2006年中的长端利率上升和联储加息让房地产走弱。但我们预期是一个接近完美的软着陆。

20061001 BCA, The Bank Credit Analyst, The Song Remains The Same; U.S. Consumers Under Pressure "[经济继续走弱] 美国经济继续在由于房地产和消费者紧缩开支而进入mid-cycle slowdown，这一过程是缓慢的。但我们不认为会衰退，因为联储会暂停加息从而避免过度紧缩。

支持消费的几个重要因素逐个消退了。在2000-01年衰退中，真实消费增速首次在衰退中没有负增长，甚至维持在2%以上，房地产也是韧性极强，这都得益于强大的财政和货币政策的刺激。消费者有效税率在2001年开始下降，在2001-04下降了4pp是历史上最大幅度降幅——当然，这也是因为克林顿政府提升了税率——消费者有效税率在2004年以后逐渐回升；消费者借贷利率在2004年明显回升，而之前是曾经低至历史最低点；能源消费占比在2003年以后持续上升至高位，要知道能源价格曾在2002年初跌至20美元，此外在研究油价对消费的影响时似乎用移动平均油价效果更好；房价/工资处于高位水平，2005年其实前述几个支持性因素已经恶化，但房价高位攀升支持了消费；就业增速已经在2004年底开始放缓。

当然，仍有人看好增长，理由是油价回调，工资、就业仍然较好。但是他们会很快失望，因为油价仍在高水平，继续是拖累因素，而就业增速也会放缓。

好消息是消费者资产负债表仍然较好。即使房价下降，消费者b/s仍会很好，因为房价持续上涨比较久了，这意味着居民有大量的capital gains，只有那些最近买房的才会因为房价下跌而面临金融压力。当前房贷违约率还处于低位，当然这个是一个滞后指标，等到房价违约率大幅回升时已经有问题了。

决定消费的关键始终是就业和工资，这方面证据互有矛盾。就业仍在正增长，虽然增速放缓了；房地产走弱会带动相关行业就业转弱。好消息是真实工资增速仍然维持花增长在，这反应了工资较好以及通胀走弱。但坏消息是居民部门储蓄率可能回升。总体而言，消费看起来将会在几个季度内低于潜在增速。如果就业转差，那么借贷的居民就被迫卖方，导致房地产市场和就业的恶性循环，并导致借款者谨慎、信贷供给下降即credit crunch。

由于企业基本面较好，消费的走弱应该不会导致企业大幅紧缩支出，但就业增速仍有可能放缓至1%以下。出口也支持美国经济。但是由于消费占GDP的76%，消费放缓保证了经济的疲态。

我们预期消费不会崩溃。我们构建了消费者健康指数，发现仍然处于健康的阈值以上，而且股市当中的可选消费股票虽然跑输但没有崩盘，这与我们的预期也一致。房地产即使走弱，但考虑到已经上涨很久，消费者有较多的capital gains可以缓冲。未来要密切观察就业市场，如果失业率大幅转差，那么将会导致房地产、就业的恶性循环。

[房地产放缓的影响难以定量化] 房地产的放缓远未结束。但其虽然房贷利率回落，但affordability仍然处于非常差的水平，库存极高。换句话说，房价仍然高于基本面，需要房价下降来出清市场。根据以往历史情形，当前销售还有下降空间。

房地产对消费的影响是难以定量化的，是不确定性的主要来源。房地产对消费的支持渠道有：1.房地产销售和建筑支持了房地产及相关行业就业和收入。2.房地产销售支持了房地产相关耐用品销售。3.高房价支持消费者利用home equity来支出。4.高房价让消费者""feel good""，支持了高消费和低储蓄（这也符合历史规律）。很难定量研究房地产对就业的拖累有多大。有估计支出，房地产贡献了就业15-20%的净增长，总体来说明年房地产将抑制就业增长。

房地的财富效应如何？首先，MEW与房地产财富效应这两个概念有一定重合（即前面的3、4两个渠道）。当房价上升时，即使不进行MEW，也可能由于feeling good而储蓄率降低。当然，MEW是财富效应的关键渠道。一般估计是房地产的正向财富效应是0.04到0.08，由于2002年底以来房地产总财富上升了6.5万亿美元（平均每年1.5万亿，每年支持消费0.06-0.12万亿，GDP是11.5-13万亿，这相当于支持GDP大约0.5pp到1pp左右，连续四年）。但Shiller教授研究指出，房地产的负面财富效应远小于正面财富效应（由俭入奢易，由奢入俭难）

当前次贷的违约率已经在低位回升，虽然房贷供给仍然充足。当前销售的放缓也会影响MEW。

" 当前美国是全球唯一一个核心通胀增速明显上扬的经济体，反映了美国经济周期较为领先。当前美国通胀上升有周期性原因，但是随着增长放缓，这些周期性上升压力也会消失。当前已经有草根证据表明企业在降价。 "联储加息周期已经结束，2007年初可能降息。

央行们总是talking tough，但我们要关注他们做什么而非说什么。

除了房地产，还有其他迹象表明货币已经过紧。传统的指标表明货币中性偏紧，例如曲线倒挂，货币增速低，名义ffr与名义gdp的gap基本收敛。

联储在增长放缓但通胀较高时，通常反应偏慢。当前联储仍在担心通胀，考虑是按兵不动还是加息，降息甚至不是桌子上的选项。但是，随着增长确实放缓，联储会考虑降息。联储毕竟仍担心房地产导致的全面放缓风险，降息是一个合适的减少下行风险的办法。

当前ffr市场预期未来12m降息65bp，这相对合理，但仍有降息更多的可能性。 " "正如我们所期待的那样，市场从担心通胀变为担心增长过弱，但我们认为衰退风险仍低。当然，现在说是否一定没有衰退，可能还言之过早。毕竟从长期极度宽松回到中性互博政策的过程中，可能产生经济和金融动荡。但我们认为当前muddle-through的环境下，适当承担风险是合适的。

我们是乐观的，乐观点在于认为经济在mid-cycle slowdown，这有助于抑制通胀上行压力并结束联储加息。

微弱高配股市。股市仍会逐渐上涨。估值水平仍然合理，随着加息结束，市场估值会上升。当前投资者看多情绪不强，但企业管理者较为乐观，这是一个很好的组合，对股市上涨有利。

微弱高配债券。3季度随着通胀风险减弱以及真实收益率下降，债券市场明显上涨。随着通胀担忧下降，收益率还会逐步下降，而且全球过剩储蓄也会抑制收益率。

但随着10年期收益率逼近4.25%，风险收益就不那么好了，可以考虑减仓。这是因为当前的债券公允价值在4.25%左右，只有经济非常弱以至于担心通缩风险——例如2003年——的时候，收益率才会跌破公允价值。我们的基准预期是经济是软着陆，经济不至于太弱，所以收益率难以很低。除非经济极弱，否则如果收益率跌至4.25%我们届时将建议减仓。"

20061001 PIMCO Time Varying Variables Vary \_ PIMCO "对于中性利率到底是多少，Bill和我（McCulley）都公开认为真实中性利率是0.5-1%，对应名义中性利率是2.5-3.5%，由此我们预计联储会在对应位置停止加息。但我们错了，加息最终加到了5.25%。我们错的关键原因是我们低估了房地产繁荣的力量，而房地产繁荣是自我加强的，此外还有房贷行业的创造力，这削弱了联储加息的抑制效果。当然，我们也及时改变观点，我们在2005.8月承认联储会继续加息，直到房地产市场大幅走弱。

现在房地产已经在快速恶化了，而倒挂的曲线的含义是联储已经大幅高于中性利率。当然，如果赌曲线回陡的话，这个是negative carry的交易，这种trade在固定收益市场是很烦人的——毕竟在非常长期当中，债券最终收益全部来自carry。

当前倒挂的曲线说明拿长端的风险溢价是负的，这摧毁了风险承担活动（destroy the appetite for taking risk），而这正是资本主义的本质，也被凯恩斯称作动物精神。因此，毫无疑问的，曲线倒挂不会持久。或者是长端重新回升，或者是短端开始降息。其决定因素主要是增长，其次的通胀，通胀又主要是美国国内的通胀，其次是全球通胀，这些决定因素将决定是联储降息还是长端债券sell off。我们强烈认为联储会降息，有两个原因：1.我们同于FOMC staff的预测，未来4-6季度增长将低于潜在增速。2.房地产市场回落时对降息并不敏感，正如房地产市场在上涨时对加息并不敏感一样。

实际上，当前的ffr正好可以用taylor rule解释，由于Core PCE是2.5%，目标2%高0.5pp，这对应要提升ffr约0.75pp——0.5是对应提升，0.25是额外的1/2\*通胀gap。失业率4.5%，比5%的NAIRU低0.5pp，这对应加息0.5\*3\*0.5=0.75bp，3的含义是奥肯定律，1pp的失业率对应3pp的产出缺口，而第二个0.5也是taylor rule里面的产出缺口系数。再加上中性利率是5.25%，这与当前的5.5%的ffr几乎是对应的。难怪FOMC认为当前ffr是合适的。此外，根据taylor rule，也可以预期2007年ffr会下降。

但问题是，所谓中性自然利率是变动的。教科书的解释是生产率的变动，这可以解释中性利率的长期变动。但中性利率的周期性变动是随着风险偏好——凯恩斯称之为动物精神，另一种说法是taste for leverage——而变化的。

当前联储继续加息，是所谓的risk management框架：当通胀走高以后抑制通胀的代价比失业率上升以后的代价要大。FOMC's revealed bias是让失业率上升，进而让通胀回归目标。但问题是，FOMC里面没有人能说清楚为什么2.5%就不如2%的通胀好。FOMC认为2.5%可能让通胀预期失控，但实际上TIPS，5y5yBE是在下降的。联储所没有看到的是所谓中性利率已经在大幅走弱，由于房地产市场的大幅走弱。"

20061002 GS Daily Housing and Monetary Policy- Lessons from the UK and Australia "（这个研究很好，正好跟2006.6的BCA研究是回应）英国和澳大利亚房地产放缓以后，情况还可以，但美国难以重复上述两个案例，因为：1.英奥房地产放缓时，全球需求不错。2.美国房地产价格看起来像是硬着陆。3.美国居民住房投资看起来比英奥两个国家要大。

2006H1的MEW看起来尚好。但房地产对消费的间接影响难以估计。"

20061005 GS Daily Exporting Industries Lead US Manufacturing 过去几年美国制造业表现相对较强，出口密集型产业驱动了制造业产出与就业。在2003-04，美元走弱，这帮助出口部门较强。当前美元再度走弱了。虽然这难以抵消消费对美国的拖累。

20061007 GS UEA The Foreign Effects of a US Slowdown 随着美国经济放缓，美国经常账户终于有改善迹象了。 联储官员们仍在提醒市场，通胀风险较高。但市场表现较好，颇为讽刺的是，正是因为市场表现好，这反而帮助联储（维持增长）。

20061009 bwam Impact of falling commodities over discounted "（这篇文章的正确程度存疑）当前的BEI市场过度discount了商品价格的走低。

（其实原文的英文写的就很清楚了）There is no question that falling commodity prices should have a direct effect on inflation expectations, but the recent fall in commodity prices has been over discounted. This is apparent from the market action, the entities driving the market action, and the pricing they have created. The recent market action is notable for the extremity of the correlation between break-even inflation and commodity prices（现在也是如此啊，桥水咋解释）. Even more interesting, though, is that far-forward inflation expectations (e.g., implicit expectations for what inflation will average between 2011-2016) have moved in tandem with commodity prices, which makes little sense（现在也是如此啊，特别是跟油价同步，桥水咋解释；2014-2015年5yBE下台阶，跟油价下台阶是对应的）. Before the recent drop in commodity prices, the pricing for break-even inflation was already benign. In this context, it is even less reasonable that the drop in commodity prices should materially affect long-term inflation expectations.

（桥水分析交易者、头寸的能力和倾向性很强，值得学习） Much of the recent drop in break-even inflation rates has been driven by speculators moving to historically extreme long positions in nominal futures (betting on economic weakness), and inflation linked bonds have just not been able to keep up." （#待思考：当nominal被大量买入时，无风险利率下降，如何影响BEI呢？如何理解桥水的这个说法）

20061009 GS Daily Risks to our Growth Outlook—Now More Balanced "对于我们的预测有三个上行风险：1.低能源价格。2.更宽松的金融条件。3.我们对MEW的主观判断可能是错的——许多经济学家认为，即使没有MEW，消费者也会用其他融资渠道来融资。

我们的预测也有三个下行风险：1.房地产更为走弱，就好像2006年弱于预期一样。2.房地产对就业的溢出效应高于预期。3.我们的预期中，美国和非美将出现分化（非美支持美国），这可能太乐观了。"

20061014 GS UEA Sentiment Turns More Positive 市场情绪有所好转，股价回升，油价下跌，消费者和商业信心反弹，零售数据中规中矩，看起来增长在2-2.5%之间。 联储官员似乎对增长放缓的担心边际减弱，但对通胀担心仍在。

20061017 Gavekal Why We Have Been More Cautious On Bonds 债券收益率从4.5%回升至4.8%，我们并不意外。有人认为曲线倒挂保证了衰退的到来，这是迷信。当然，曲线倒挂仍然值得关注。历史上，曲线倒挂意味着货币过紧，因此短端和长端利率都会下降。我们认为这次不一样，曲线重新变陡将来自长端债券收益率回升。因为美国增长尚可，而通胀高于目标，此时联储不会宽松。

20061018 FOMC Greenbook 过去六周意外不大，我们仍然预期2006H2的增速仅为1.5%。2006Q3增长尤其弱，受到汽车、国防支出扰动。房地产如期走弱，而油价下降、就业较好也基本符合预期。

20061019 GS Daily Tracking the Labor Market- Is Hiring More Important than Firing\_ 首申只是考虑了失业，而最新的JOLTS则提供了雇佣数据，这一数据显示2001年衰退期间hiring对就业市场走弱的影响更大。Help-wanted index——a more leading and more sasoned but less comprehensive measure of hiring demand——近期明显走弱。

20061021 GS UEA Housing Activity Is the Worst Over "当前房地产开工level已经回到历史均值水平，但房地产还要进一步走弱：1.below-trend activity才能去库存。2.房地产新开工将从高附加值单户变为低附加值多户。

当然，在房地产如此大幅放缓的情况下，美国经济是走弱但远没有崩盘，这难能可贵。" 当前金融市场认为联储在2006年将按兵不动，因此近期的FOMC将是一个nonevent.

20061025 FOMC Transcript "伯南克：增长方面，油价的下降将在未来6个季度给增长带来0.3-0.4pp，房地产的下行尾部风险减弱，我们的简单估算是为了消化库存，对增长的拖累在0.1-0.2pp。但是，消费可能在房地产调整以后重新回升。

通胀方面，OER不是人们实际观察到的价格，因此对通胀预期的影响可能不一样。此外，OER是cost of buildings, not cost of labors，我们现在还没有观察到劳动力市场收紧、工资上升所导致的通胀压力，虽然这种风险是存在的，如果不用菲利普斯曲线的语言，或者换句话说，当前劳动力市场较紧，意味着增长已经at potential or better，利率就需要比现在要更高一些。

总体来说，通胀上行风险比增长的风险更大。增长下行尾部风险和通胀上行尾部风险都有所转弱。"

20061026 bwam The last great arbitrage "（这篇报告非常非常好，有idea，有例子）Bob Prince

我最近参加了一次圆桌会议，与会者一致认为The last great arbitrage源于投资者不愿意加杠杆。

理论上市场参与者可以加杠杆，但是The reality is that investors are not even close to being indifferent to leverage. Investors are scared to death of leverage. 在加杠杆的情况下，即使随机导致损失，也可能丢掉工作。这意味着，Market portfolio is not the most efficient portfolio. （还可以再往下想一步，没想透）。

第一个例子是公司债。公司债的回报来源有duration和credit spread，实际上两者回报有微弱负相关关系，但两者的预期回报是有差别的。But the absolute return and risk derived from the credit spread is far lower than that of the treasury return vs. cash, causing the duration impact of the treasury exposure to dominate the return of the total bond package（现在应该是返过来了）. In an efficient world you would expect someone to strip out the corporate spread from the corporate bond, leverage it to the same risk level as the underlying treasury return, then re-combine the two pieces into a new portfolio that would have superior return characteristics to the original package. How many institutional investors do you know who do this? We barely know of any, because they are averse to leverage. This is an example of a market inefficiency.

第二个例子是TIPS。TIPS是稍有的可以hedge通胀上行风险的资产，对于投资者有很好的分散化效果。但TIPS的总市值却很小。" "（#思考：为什么TIPS供给少？因为政府没有动力发行TIPS啊。如果政府债务都是inflation linkers，那么政府就不能inflate away政府债务了。其实政府和央行是一家人。这就相当于央行的负债端从nominal货币变为linkers，这是一个质的变化。当通胀上升时，央行的货币贬值，但持有linkers的持有者自动获得更多的货币，这又进一步推动通胀压力，从理论上导致通胀可以无限放大。

再深想一层，如果央行的负债既包括linkers，也包括nominal，那么两种负债的持有者相当于在inflation risk之间进行了一个互换：linkers不怕inflation上升，而因为linkers存在，导致nominal更怕inflation的上升。因此，如果linkers较多的时候，那么nominal的通胀风险原则上其实更大）"

20061028 GS UEA Disinflation Is Hard To Do "让通胀下降的难度其实不小。从历史上看，核心通胀的明显下降都伴随衰退。从逻辑上讲，当前通胀预期较为稳定，菲利普斯曲线变平，商品对通胀的传导减弱等。总之，市场或者对增长失望（增长过度下行），或者对通胀失望（通胀难以下行），我们猜测是前者。

Q3的增长无疑很弱，仅1.6%，而且有大幅加库存，这带来去库存压力。

我们对Q4的增长看的更好一些，因为油价下降，历史现实这将导致居民消费大幅加速增长。但是如果消费没有增长的话，这说明房地产的拖累非常严重。"

20061031 GS Daily Why the Housing Slump Has Helped the Equity Market 为何房地产放缓对股票是好事情？第一，房地产在美股占比小于房地产在美国经济的占比。第二，房地产走弱意味着联储将减少收紧，金融条件改善，利于股票。当然，当前房地产的溢出效应尚不明显。（其实只是周期性的利好。长期来看，这种周期波动对于股市收益意义不大）

20061101 2006年秋季CCER中国经济观察（总第7期）当前宏观经济形势\_樊纲 "对于第三季度的经济下滑，有人认为来得比较突然，但一定程度上这也是预料之中的。

紧接着出台了两项政策，其中一个是土地政策，严格控制地方政府的投资项目。这一轮控制的速度相当快。结果是导致投资增速的回落。这可以体现在“新开工项目的计划投资总额”这个指标上。。另一个政策措施是央行针对突击放款（当然也有其他诸如货币发行过多、外汇储备过多等原因）所采取的紧缩措施，包括两次提高准备金率、提高利率的措施。可以认为，这次调控政策已经见效，见效的突出表现是抑制住了基础设施建设的公共投资总额，整体的投资增长速度就会随之放缓，经济增长速度也就开始放缓。"

20061101 2006年秋季CCER中国经济观察（总第7期）如何看待和运用外汇储备\_夏斌 "关于宏观经济形势，个人判断，从下半年到年底，不会有什么大问题，经济增长将维持在10%左右，物价也不会高，就业方面也不会有大的变化，最后的问题还是外部不平衡的问题。其实我认为，七月份宏观政策出台，在时机上已经晚了，如果在三月份宏观数据出来后，紧接着在四月份提高准备金率，后来月份的数据就会有所改变，也就不需要在七月份仓促出台一系列措施。

中央说下半年就抓三件事：土地、货币信贷、市场准入。没有进过国家机关的观察者可能对这些提法不敏感，但我听到这些后，把发改委的有关市场准入的文件一看，便肯定下半年可以调控到位，没有什么问题。因为这轮调控不仅仅是调整货币信贷，发改委、环保局、国土部、商务部、税务局等部门的一系列政策都是在围绕调控进行的。尽管社会各界对单个政策很关注，但对于各项政策缺乏整体的认识。最近摩根士丹利首席经济学家史蒂芬·罗奇发表文章告诉市场人士，了解中国经济走向可能要更多的关注发改委的政策，而不是简单地相信人民银行的一些官员的宏观分析，这一评论有一定的意义。"

20061101 BCA, The Bank Credit Analyst,Pleasantville; China As An Investment "[增长如期放缓] 房地产还要继续下滑，消费者承压紧缩开支，但房地产以外的力量足以避免衰退。

Q3的增速是1.6%，连续第二个季度低于潜在增速，而单单居民住房投资一项就拖累1pp，然而房地产实际上还没有拖累到消费。消费增速在Q3年华增速3.1%，yoy增速为2.8%。乐观者认为房地产下行已几近结束，消费的韧性将保证增长在2007年回升至潜在增速以上；悲观者认为衰退风险很高，曲线已经倒挂，房地产可能继续大幅下行。与通常一样，我们认为最终情形在两种极端看法之间。

房地产新开工和营建许可确实已经大幅下降，这也反映在建筑商信心的大幅下降上面。但与历史情形相比，当前的下降还有很长的路要继续走。而且，即使permits和starts企稳，这也并不意味着房价会企稳。历史经验表明房价会走弱好几年。当前affordability很差，库存很高，这都要求房价下降来出清市场。

当前消费确实没有走弱，但要知道房价和销售的可能的持续走弱对于消费将是逆风。汽油价格回落当然是好事情，但当前汽油价格水平仍然处于历史高位，比2004年高出不少。

企业投资仍显谨慎，这也与经济放缓一致。

如果没有大幅政策刺激，期望经济在未来几个季度大幅走强之能说是美好的期望——wishful thinking。

" "Core CPI是最让人担心的，源于OER。核心PCE也较高，而market-based核心PCE在2.1%，更能接受一些。

其他通胀指标显示压力较小。Core PPI，从亚洲的进口价格，ISM price index，NFIB提价计划等。" 由于增长放缓，通胀下降，联储在2007年将降息。 "整体环境依然对金融资产有利。经济的放缓程度足以降低通胀风险，但又不至于让盈利大幅下滑。当前的低波动率显示市场是自满的，但暗潮涌动——美国和全球经济都存在不均衡，此外还有地缘政治风险。但我们仍然建议高配风险资产。当前的低波动、低风险溢价虽然看起来很不自然，但短期来看似乎没有外部因素会终结这种自满情绪。

微弱高配股票。市场担心所谓的9/10月份是危险月份，但这种担心并无逻辑支撑。此外，当前的市场走势已经远远打破了所谓总统选举周期的预测。2006Q3的盈利已经是连续13个季度录得双位数，这是1950年以来最好的阶段之一，另一次是1992Q4-1995Q4。

盈利连续超出即使最乐观者的预期，这着实令人印象深刻（去年BCA预期盈利增速是0%）。特别是考虑到经济在放缓。可能是解释是生产率进步，但问题是官方统计数据显示生产率增速实际上在放缓，因此盈利的高增速仍然是个谜题，或许官方生产率统计会上修。

债券。债券收益率有下行空间，但如果十年期收益率低于4.25%则建议缩减看多头寸。BCA的Bond Model显示当前公允收益率是4.3%，并且在未来几年会升高。

长期而言，债券并不是一个激动人心的资产。从1970s/1980s通胀下行阶段，债券投资者在25年中年化收益高达9%，但当前通胀稳定在2%低水平，债券获利空间不大了。过去一段时间，收益率在4-5%区间波动，可见的未来可能亦是如此。"

20061102 GS Daily Downside Risks Reemerge- What a Difference a Week Makes 过去一周的增长数据不好，市场重新开始discount联储宽松：1.GDP数据不好。2.IP不佳。3.消费在10月份不佳，即使能源价格走弱。4.建筑数据不佳。

20061104 GS UEA Outlook Update Still on Track for Fed Easing in 2007 "（这一篇报告不错）2006年美国GDP增速大幅放缓，但联储和市场都认为增长会回归潜在增速，联储也不着急降息。GS在六个方面与市场共识不同：

1.市场认为，房地产新开工回落已经接近尾声。考虑到starts和住房投资的滞后性，这意味着2007年初开始，房地产投资的拖累将减弱。

但是，GS认为新开工回落只走了一半。供给过剩需要继续出清，非常震撼的一个数据是房屋空置率快速上升至历史高点。此外，住房投资/GDP也高于历史趋势，还要大幅下降。

2.市场认为，真实收入增速保持韧性，因为能源价格下跌、就业较好，抵消地产走弱对消费的拖累。

GS认为，2006Q4的收入增速可以在能源价格下跌和就业支持下较好，但汽油价格下跌的传导很快，这意味这其支持力量会快速减弱。就业是滞后指标，典型的案例是2000Q4，当时就业很好，支持了2000Q4的消费，但2001Q1消费走弱，美国经济进入衰退。汽油价格和就业对2007年的消费没有预测力。

3.市场认为，房地产对消费的拖累有限。

乐观者认为既然房地产已经走弱，而消费却保持韧性，这说明地产拖累没那么大。悲观者——GS——认为，当前的MEW其实还没大幅走弱，也就尚未体现出拖累作用，随着房价继续走弱，拖累将会体现。

4.市场认为，制造业走弱是汽车行业库存调整，其他部门尚好。

GS看到制造业的各行业在广泛放缓，GS偏好的shipment/inventoary ratio in durable goods manufacturing指示ISM将在未来3-6m回落至45附近。

5.通胀将保持粘性，在2%以上。

GS认为，虽然top-down角度看通胀可能难以下降（失业率/菲利普斯曲线等方法），但bottom-up角度看通胀可能回落，例如商品价格、空置率对房租的影响等。

6.联储降息门槛高。

GS认为，联储将降息125bp。"

20061109 GS Daily Another Downside Risk- A Housing-Led Recession\_ 最近两次房地产放缓——1995和1998-2000的房地产放缓——并不强，市场由此预期本轮房地产放缓的冲击也有限。一定程度上，上两次房地产放缓有限反映了美国经济的结构性变化。但是，我们认为本次房地产放缓的冲击会很大，可能导致衰退，因为：1.当前房地产放缓程度已经强于了前两次。2.可能继续放缓。3.对消费和就业的溢出效应更大。4.房价走弱会抑制相关消费，例如MEW渠道。5.当前较为稳健的就业市场可能延缓了联储的反应，等到联储看到就业转差的时候，已经来不及了。

20061114 中国货币政策执行报告 2006Q3 " 2006 年第三季度，我国消费平稳较快增长，投资增速高位趋缓，前三季度，国内生产总值（GDP）增长 10.7%，居民消费价格指数(CPI)同比上涨 1.3%。

中国人民银行继续执行稳健的货币政策，二是发挥利率杠杆的调控作用，上调金融机构人民币存贷款基准利率。三是上调金融机构存款准备金率。四是进一步加大“窗口指导”和信贷政策引导力度，引导金融机构认真贯彻落实国家宏观调控要求，合理控制贷款增长，加强贷款结构调整。

2006 年第三季度，货币供应量增势趋缓，贷款增速有所回落。9 月末，广义货币供应量 M2 余额 33.2 万亿元，同比增长 16.8％；人民币贷款余额 22.1 万亿元，同比增长 15.2%。9 月末，外汇储备余额 9879 亿美元，比上年末增加 1690 亿美元，人民币对美元汇率中间价为 7.9087 元人民币/美元。

2006 年第四季度有必要进一步巩固固定资产投资和货币信贷增幅回落的基础，注意解决国际收支不平衡矛盾加剧、节能降耗和污染减排形势严峻等问题。固定资产投资过快增长的势头有所遏制，但仍在高位运行。"

20061115 bwam Global tightening remains in full swing （与20060907的桥水daily的逻辑相似，此时的收益率走平是全球现象，美国长端利率被抑制，传导到全球各个发达经济体）

20061117 bwam Thoughts on currency markets "（一个非常规范化的分析，关于政策、市场和经济基本面三者互动dynamics的分析，很好。分析了一个巨大的不平衡）

Greg Jenson:

我们在货币市场一直在输钱，尽管如此，we struggle everyday with the dynamics in the currency markets.

[政策：亚洲央行支持美元]

2002-2004年美元在走弱，这让亚洲央行很紧张，不断买入美元来支持美元。这几乎是史上最大规模的外汇市场干预。这种政策干预消除了市场的Vol，因为每当美元走弱的时候，亚洲央行就买入美元。近期的Vol已经达到历史极低水平。This intervention has lulled markets into believing volatility is dead in the future as well

[市场：Carry Trade和Trend follower越做越大]

由于波动下降，Carry Trade获益颇丰。而且由于策略获益吸引更多资金，高carry货币升值进一步使其获益。趋势跟踪资金也随后加入。这在日元市场最为极端。当前对于日元的short头寸达到历史极端水平，与1998年类似，而当时日元一度在60天内升值30%。

[经济：然而经济的不平衡却越来越大]

当前货币估值越是偏离，导致全球经济不平衡越来越大，最终所需要进行的调整也越来越大。" "（#思考：为什么TIPS供给少？因为政府没有动力发行TIPS啊。如果政府债务都是inflation linkers，那么政府就不能inflate away政府债务了。其实政府和央行是一家人。这就相当于央行的负债端从nominal货币变为linkers，这是一个质的变化。当通胀上升时，央行的货币贬值，但持有linkers的持有者自动获得更多的货币，这又进一步推动通胀压力，从理论上导致通胀可以无限放大。

再深想一层，如果央行的负债既包括linkers，也包括nominal，那么两种负债的持有者相当于在in"

20061118 GS UEA A Minimum Wage Hike Big Micro, Small Macro Effects 我们下修了Q4增长到2%，主要因为房地产比想象的更弱，并且有溢出到消费的迹象。 通胀压力在快速下降，看起来核心PCE可能在2007年春天就会跌破2%，这让联储可以在2007Q2降息。

20061121 GS Daily Construction Employment- Why So Strong\_ 当前建筑业就业仍然很强，这并不意外，因为建筑业活动仍然稳健，housing completions仅温和下降。但我们预期未来6-9个月建筑业就业会大幅下降。

20061127 bwam The pressure on the PBOC continues to build "（历史上的一个套利小案例，由于有人可以在NDF市场套利，这导致NDF implied的人民币上涨预期并不是真正的上涨预期。例如，如果有人可以在现货市场上买入人民币、卖出美元，然后在NDF做空人民币，那么他可以获得现货市场的人民币更高的rates，然后又可以避免汇率风险——实际上由于NDF implied的是升值，这导致实际上可以在汇率、利率两边获利。

换一种思考方式，在利率汇率平价情况下，NDF的价格应该是预期人民币贬值。在完全无法套利的情况下，应该是NDF是预期人民币升值。在部分套利情况下，最终NDF价格在两者之间）

This sets up a great opportunity in the NDF market because the forward markets are only discounting a 3.7% rise. This is not because market participants actually expect the Chinese to slow the appreciation in the renminbi; it is simply because the forward markets continue to be partially arbitraged by those with access to domestic rates, which means the markets cannot discount the currency move that is highly probable"

20061201 2006年冬季CCER中国经济观察（总第8期）当前宏观经济金融形势和货币政策分析\_易纲 " 1998-2002 期间中国面临通货紧缩的压力，这几年 CPI 增长率是负值。货币当局要想办法投放基础货币、放松银根。1998 年法定存款准备金率从 13%降到8%，一下降低了 5 个百分点，这实际上是对银根的一个巨大的放松，是反通缩的措施。不过当时没什么人注意，媒体也没有炒作。1999 年法定存款准备金率 又从 8%降到了 6%。1998 年和 1999 年外汇储备的增长率很低，只有 3.65%和 6.69%，也就是通过购买外汇放出的基础货币是比较少的，放松银根和反通缩主要是通过降低法定存款准备金率和降低利率来进行的。直到 2002 年，通过外汇 储备来投放基础货币是有利于反通缩的。

2003 年以来情况发生了变化。2003 年 4 月份是非典非常猖獗的时候，伊拉 克战争对中国经济的影响也很不确定。当时谁也没有想到，非典可以迅速结束。尽管有这些因素，至少在那个时候货币当局就已经发现，流动性还是偏多了，所以开始用央行票据的方式收回流动性。同时当年 8 月 23 日央行宣布提高准备金率一个百分点。从 2003 年到 2006 年，外汇储备共增加 7800 亿美元，放出基础 货币大约 64000 亿人民币。同期央行五次提高法定存款准备金率共计三个百分 点，收回流动性约一万亿元人民币。2006 年底央行票据余额为三万亿元。也就 是说在放出的 64000 亿人民币的流动性中，通过存款准备金率的提高收回了一万亿的流动性，通过央行票据收回了三万亿的流动性。尽管央行票据流动性也很强， 但不管怎样，市场上的总流动性上减少了三万亿。此外，每年经济增长要求货币 供应量增加，这需要投放约 5000 亿元基础货币，四年要求投放两万亿的基础货币。通过以上分析可以发现，流动性目前还是偏松，还需要加大力度收回流动性， 但流动性没有想像的那么大。"

20061201 2006年冬季CCER中国经济观察（总第8期）人民币升值效果显著\_宋国青 2006 年中国货物贸易顺差（国际收支平衡表口径）估计为 2176 亿美元，而 海关口径是 1775 亿美元。海关口径与国际收支平衡表口径存在差别是因为，平衡表口径的货物贸易顺差是按进口商品的离岸价格计算的，而海关口径的货物贸 易顺差是按进口商品的到岸价格。两者的差别大约等于进口额的 5%。通过在海 关口径的货物贸易顺差的基础上增加 400 亿美元，就可以估计出 2006 年平衡表口径的货物贸易顺差，即约为 2176 亿美元。需要注意的是，由于国际收支平衡 表经常有 200 亿美元左右的误差与遗漏，要做到准确的估计并不容易，这里的估 计只是一种可能性。

20061201 2006年冬季CCER中国经济观察（总第8期）我国资本回报率变动及其与投资增长关系\_卢锋 我们在仔细分析相关数据基础上，系统估测 1978-2006 年我国工业企业 9 个 资本回报率系列指标并得到以下几点主要发现。第一，我国工业资本回报率 1998年以来呈现发生真实而非虚幻的强劲趋势性增长。图 1 和图 2 数据显示，净资产净利润率从 1998 年2.2%增长到 2006 年 13.4%，总资产净利润率从 0.8%上升到 5.5%。1978 年以来工业资本回报率走势，经历先降后升趋势性变动，似乎正在 演绎出一个 V 字形态。如经过物价调整的 2005 年固定资产税前真实回报率约为 13.40%，税后净回报率应在 10%以上较高水平。

20061201 BCA, The Bank Credit Analyst, Irrational Exuberance; Canada Can The Good Times Last "美国经济remains on track for a soft landing.（这个句式用了很久了，实在不知道如何翻译，以后用它本身）。

现在讨论美国经济离不开对房地产的讨论。当前房地产商在大量缩减新建设、打折去库存。这里要区分new and existing home markets. 对于新屋市场，建筑商面临现金流压力，需要努力去库存；对于existing home markets，卖家可以更为耐心，这也意味着需要更久的时间来让价格充分回落调整。房地产还有进一步下行空间，历史经验表明房地产大周期的调整需要几年时间，而非几个月时间。

就业市场是房地产走势的关键。当前就业市场尚好。但企业投资已经有走弱趋势，LEI也已经跌至100，这预期增长前景不利。" 通胀压力正在下降，与我们预期抑一致。 "对增长放缓的担心将促使联储在2007年降息。

当前市场的强风险偏好也让联储很困惑。伯南克等联储官员近期仍在表示偏向于加息而非降息。但很快——过几个月——联储会变更主意。

BIS的首席经济学家William White在2006年4月撰文表示，央行应该target financial excess，其实低通胀时期也有时候也出问题。但联储并不同意这种看法。联储不仅要看到通胀下降，还要看到失业率回升、产能利用率下降才可能降息。" "资本市场对高风险的偏好很强，这与当前经济内在不稳定的情况是很不协调的。市场投资者显然在discount一个完美的经济环境：增长放缓到恰好抑制通胀，但不至于抑制盈利——例如信贷利差很低，VIX也在低位。而事实上，当前数据也确实支持这一看法。

大量的资本流入新奇的投资产品，例如BIS统计，衍生品交易正在告诉增速，最新的热门产品是CDS，以及极度高杠杆产品如Constant Proportion Debt Obligation （CDO?）。当然，要预测何时发生金融风险几乎是难以确定的。LTCM在1998年的关门几乎没有是突然发生，毫无征兆。当前也可能是类似情况。

当前的一般假设是联储不会加息了，只要没有加息，那么承担风险就是OK的，事实上这正是泡沫产生的环境。

微弱高配股票。盈利持续好于预期，估值何时，投资者已经转为乐观但乐观情绪还没有达到极致水平（不至于反转）。

债券。债券收益率短期仍有下行空间，但如果低于4.5%以后就空间不大了。"

20061206 bwam The market focus will likely shift from growth to inflation "(桥水对于增长、美国房地产的周期判断，实际上是错误的。桥水的长项是对市场的理解，对中长期互动机制，对于市场定价的理解，对于金融市场本身的理解)

Greg Jensen:

It appears to us that most of the moderation in the US economy is behind us for now. Low interest rates and stimulative financial conditions appear to be giving the economy a bounce. The leading indicators of housing have now bottomed and are beginning to bounce. （桥水接着引用了MBA的房贷申请指数回升作为论据）Employment conditions remain healthy as well. The market has been over focused on the slowdown in growth, and not focused enough on the continued upward pressure on inflation.

Interest rates are driven more by inflation than growth (historically inflation has been 2/3 more of a driver of interest rates than growth). We think it will become clear that the economy is not getting pulled into a hole by housing and that the market will then turn its attention to the inflation picture, which is much less sanguine than currently priced by the market.

当前就业很好，ADP最新数据不错。" 通胀方面，从趋势上来看，Core CPI/PCE都处于上升趋势，工资方面，ECI、AHE趋于上升，商品价格也在高涨。 (当2007年7月的次贷冲击来临时，桥水、PIMCO都很快做出了较为准确的解读，这是最重要的能力。这个能力很难说提前能够准备好，而且也不能简单复制。需要长期的思考。)

20061206 FOMC Greenbook 过去六周数据显示增长已经弱于潜在增速，甚至比我们预想的要更弱。劳动力市场比预想的要强，失业率甚至创出新低。

20061207 FOMC Bluebook FOMC声明和minutes对市场影响都不大。市场关注近期的经济走弱数据，大幅下调了ffr预期，虽然近期没有预期降息，但市场预计2007年降息75bp，比10月FOMC下降了50bp。

20061209 GS UEA Hiring, Not Layoffs, Drives the Job Cycle "最近两次周期表明，shifts in hiring drive cyclical employment fluctuations，而非传统认为的layoffs，特别是在衰退期间. Hiring will fall off first; only later will this show up in reduced payroll growth. 这一特征在非制造业更明显，制造业的解雇确实也很重要。

Job finding rate是较长的历史数据，但不准确。JOLTS提供了更准确的数据，虽然仅从2000年开始，但包含了2001年衰退。

最近经济放缓明显，市场分析师纷纷调低经济增长预测，但伯南克等政府官员却对经济相对更有信心，以至于有人开玩笑说，联储正在看的经济数据报告跟市场看的经济数据不是同一个数据。联储的逻辑是，当前房地产和汽车的走弱不会扩散到更多的部门。从就业上看确实如此。但ISM已经走弱到50以下，说明仍有溢出效应。"

20061212 FOMC Transcript "伯南克：多数委员看到的是two-track经济：房地产、汽车和制造业在放缓，但服务业、就业市场不错，结合汽油价格下降，消费也不错。房地产似乎有企稳迹象，但有人认为仍有下行空间。向前看，多数人都同意增长当前低于潜在增速但会在2007年回归潜在增速，上下行风险均衡。当前下行压力没有溢出到消费的迹象，金融条件很好、全球经济很好也支持美国经济。对于通胀，大家看法没有太大变化。

对于增长，我的看法整体上与大家一致，但看到增长要偏弱一些。我认为最有可能的情景是，短期弱于潜在增速，然后回到潜在增速，即soft landing。失业率将逐渐回升，但消费增速受收入等支持将保持在2%以上。我让staff跑了回归，发现如果新开工持稳在当前水平，建筑业就业还要回落几个月，所以可以预期失业率有回升，但这毕竟只是经济的15%。

对于通胀，近期的Core PCE可能高估了一些通胀趋势，正如Core CPI低估了一些通胀趋势。"

20061213 Barclays\_Global\_Outlook\_Implications\_for\_financial\_markets\_December\_2006 当前市场有两个共识：1.增长放缓，但不至于引起持续走弱或衰退，因此增长放缓所导致的资本市场反应是利率下降而非盈利预期的下降。2.通胀压力可控。市场显然在预期一个Goldilocks economy (A Goldilocks economy is an economy that is not too hot or cold, in other words sustains moderate economic growth, and that has low inflation, which allows a market-friendly monetary policy. The name comes from the children's story The Three Bears. The first use of this phrase is credited to David Shulman of Salomon Brothers who wrote "The Goldilocks Economy: Keeping the Bears at Bay" in March 1992.[1])

20061213 Gavekal The US Job Machine Continues To Chug Along "NFP数据不好，但household survey不错，我们相信后者。在2003年，当时NFP不佳，但Household Survey不错，我们坚信后者，事后证明是正确的。

我们认为家庭调查考虑了新经济、移民和自我雇佣，这些因素越来越重要。"

20061213 GS Daily Less MEW, More Consumption- What鈥檚 the Story\_ 高频数据显示消费录得3%增速，比上两季度2.7%还要稍强一些，这并不代表房地产的拖累不大。汽油价格的下降暂时支持了消费。

20061215 bwam The potential explosive risks of carry trades "（解释两种市场价格之间的相互作用机制）

Ray Dalio:

The Potentially Explosive Risks of Carry Trades. 当较长时间的Vol以后，市场参与者遗忘了vol的存在，开始追求carry，这要求更多的杠杆，而且这也进一步压低carry。因此，极低的Vol总是对应着极低的carry（即各类credit spread等），而且此时伴随着极高的杠杆、拥挤的头寸。

当前就是如此，与1994年、1998年是类似的。"

20061216 GS UEA Financial Conditions and Oil How Much Upside "当前FCI放松的速度比我们预期的还要快，但我们没有因此上调增长预期，因为FCI反映的是增长走弱以及联储宽松预期，如果联储放松不及市场预期，市场会很脆弱。

最近的数据显示增长有所企稳而通胀走弱。

11月以来房贷申请支出有明显回升，这是否意味着房地产已经触底？如果FCI有所恶化，当前房地产回暖趋势就会被打断。" 联储表态没有变化，仍然更加担心通胀。

20061221 bwam Too calm "Holden Karnofsky:

当前各个option产品所price in的vol与历史非常不一致。（做了几张图，非常好）当前市场所预期的各类资产的价格走势区间，历史上几十年的走势中，通常有一半多以上的年份，卖出vol的投机者将会亏钱，而且亏得还没上限。例如对于债券市场，过去45年当中，有29年的走势中，按照当前的implied vol的定价，卖出vol的投机者将会亏掉所有的premium而净亏钱。" （#思考：桥水给出的Global Implied Volatility Index挺有意思，综合了各类产品，桥水给出的顺序是bond，currencies，equities，commodities）

20061223 GS UEA A Surprising Tale of Two Sectors 当前美国增长在2%附近，与上季度相同。但当前经济两个部分明显分化，一方面是制造业走弱，ISM未来几个月向45附近回落，反映了去库存压力，另一方面是消费仍然较好。 Core PCE yoy向2%的回落旅程已经走了一半了。

20061229 GS UEA The 2007 Outlook The Growth Slowdown Broadens Out "2006年开始的mid-cycle slowdown可能在2007年全年持续。虽然房地产的拖累可能减轻，但房地产对消费和企业投资的溢出效应将会显现。这将导致失业率回升、通胀走弱，联储将会降息75bp。

高盛在2005年底认为补库存将支持2006H1，但2006H1的增长比预想更强，而2006H2的房地产放缓比预想的也更猛。

展望2007年，房地产价格下降、MEW走弱抑制消费，房地产相关行业失业将抑制收入和消费。企业投资也有走弱势头。库存也进入去库存的拖累阶段。

近期数据显示，房贷申请指数再度大幅回落。现在断言房地产已经触底还太早。"

20070101 BCA, The Bank Credit Analyst - The Outlook - 2007, Another Year Of Riding The Liquidity Wave "[流动性充裕] Another Year Of Riding The Liquidity Wave

令人惊讶的是，每年的主题都是流动性充裕，2007年亦是如此。(2005年初可不这么看的，但事后来看确实如此，长端债券始终在低位）2006年全球主要股指再度录得双位数上涨，这让人惊叹，特别是考虑到这一牛市在历史看已经很久了。此外，大部分债券市场也表现不错，尽管一年前的收益率已经很低。当前股市过热的典型迹象已经较多——M&A飙升，个人投资者不断上涨的乐观情绪，Margin debt上升等。尽管美国经济能够如期软着陆，当前股市也上涨太多了。现在金融系统流动性泛滥，推动资产价格，大量资金涌入对冲基金、PE和其他非传统投资品。以往BCA对这类迹象保持警惕，但本次却更乐观一些。

创造当前如此多流动性的原因在于positive supply shock。第一是中国、印度等廉价劳动力，第二是DM的IT投资。这些抑制了通胀，对全球通胀都有抑制，OECD国家通胀都不高。在增长不错、通胀又较低的情况下，资产价格表现将非常好。当然，如果市场好到一定程度，市场难免overs-extrapolate. 与此同时，亚洲特别是中国等国家高储蓄率，excess global savings，抑制了美国债券收益率（我的另一种解读方式是，中国压低汇率，这样一方面产生了大量外汇储备，另一方面缓解了美国通胀压力。联储降息刺激经济的一个代价是通胀上升，但中国压低汇率恰好解决了美国的周期难题）（由此可见，中国的廉价劳动力和固定汇率即过剩储蓄是两个关键词，造就了美国的低通胀与流动性泛滥）

我们知道当前金融系统中有大量的杠杆，因此有可能出现金融事故，类1998年10月的LTCM，但这种financial accident的几率难以量化。衍生品市场出了名的不透明，难以提前给出警告信息。有人认为衍生品市场分散了风险，这种观点过于自满了。

但考虑大部分风险其实都是通缩性的而非通胀性的，资产价格可能在通缩冲击刚来时下跌，但随着流动性再度注入，资产价格会再创新高，只要背后的良好趋势得到保持，就好像LTCM以后科技股再创新高一样。(BCA认为的良好趋势是中国等EM国家带来的正面供给冲击，也包括美国自身的科技进步等）

[经济继续软着陆]

房地产是当前经济放缓的最重要矛盾。虽然有些评论者认为房地产将会企稳，例如格林斯潘，但我们认为房地产放缓斜率最快的时候可能过去了，但房地产放缓远未结束。虽然新开工已经大幅回落，但住房投资/GDP还未大幅下行。此外，真实房价——OFHEO/CPI——还未下降过。真实房价一般要下跌三年或更久。（这一次美国经济对房价下跌的承受力很低，因为引起广泛的违约）

2006Q2-Q4美国经济已经连续三个季度低于潜在增速（注意，失业率并未回升，这说明从潜在增速与失业率之间的关系并不稳定，与企业行为有关），三个季度已经不短。但由于消费者紧缩开支，未来几个月可能更差，我们预期到2008H2以前可能不会回到潜在增速，也可能更晚一些。

但是，重要的是就业市场不错，这避免了房地产走弱把美国经济带入衰退。只要就业市场健康，房地产市场就不会出现甩卖。当前的就业指标尚好。就业尚好的一个关键原因是企业部门remains in excellent financial shape. 当然，就业增速应该会放缓，但应该不会大幅裁员。此外，弱美元、外需也不错。总之，美国经济将继续保持低于潜在增速，但没有理由认为会进入衰退。当然，今年年初可能看到对衰退的担心，就好像在2006年看到对通胀的担心一样。" "2006年上半年通胀确实比我们预想的要强一些，说明周期性力量暂时压倒了结构性力量。但这种周期性压力很快消失了。美国通胀领先指标——NFIB提价意愿、ISM prices paid都在走弱，Headline CPI已经明显低于Core——那些声称Headline上升不可忽视的人现在都奇怪的沉默了。

事实上，当前的美国通胀上升也是出奇的温和，考虑到大幅的货币、财政刺激以及弱美元。" 2006年上半年通胀压力让联储加息到5.25%，虽然算不上过紧，但也足以让房地产走弱。 "关于股市泡沫问题，最好的一本书之一是Manias, Panics and Crashes by Charles Kindleberger。泡沫不仅需要宽松货币，还需要一个displacement，让投资者打开想象力——当前的是中国和印度等经济体进入世界。

虽然流动性充裕，但股市远没有到泡沫状态。当前股市估值合理。联储加息期间，估值一般向下走，向前看随着联储降息，估值将得到支持。但企业利差已经窄无可窄。更看好股票。当然，在当前的周期位置，股市也难以提供大幅回报，而且估值也不是看起来那么具有吸引力。今年可以逢低加仓。

现在卖方分析师都非常bullish。一般而言我们不希望我们跟主流意见一致，但我们也并不是为了与众不同而与众不同。此外，我们也发现投资者行为还没有表现出极度bullish.

一个有利于股市的情况是企业处于重新加杠杆的早期阶段（但实际上，2007年消费仍然持稳，但企业投资下滑很多）。企业加杠杆有利于股市而不利于债市。在科技股泡沫以后，企业专注于偿债和修复资产负债表，现在转向了。由于股市估值合理，企业有动力buy back或兼并重组，PE对于leveraged boyouts也很活跃。由于利率低，重新加杠杆对企业看起来有吸引力。当然，这本质上也是说股票比债券便宜。

高配股票。在软着陆的情况下，企业盈利也会下降，此外margins也有触顶回落压力，但由于利率下降，估值会获得提升（2007年降息了，但估值没有上升，应该是因为次贷危机）。预期盈利走弱并不必然导致股票价格下跌。

在股市内部，我们推荐依赖企业投资的股票，而非消费股。

高配债券。当前暂时仍高配债券，但准备调回中性配置。短期增长放缓也许继续压低收益率，但经济增长的领先指标——LEI/ZEW diffusion index——显示债券收益率有回升压力。债券收益率可能继续在4.25-5.25%之间区间波动。

当前Corporate Health Monitor已经转为恶化，上次转为恶化是1998年初，当年发生了LTCM进而导致企业债券市场流动性紧缩，利差放宽。当前最有可能引起金融风险的事件是次贷行业和yen carry trade unwind。不过预测金融风险事件是困难的。"

20070101 PIMCO If Fed Funds Rate Fails To Fall \_ PIMCO "联储有两个厌恶：1.厌恶政策反复调整，面对噪音过早的调整了政策，随后又由于发现是噪音而又反过来调整政策。2.厌恶被指责盯住资产价格。因此，联储通常采用constructive ambiguity作为它们的工具，让市场参与者chase noise in the unfolding data flow until such noise proves to be not noise. 这对联储有两个好处：1.这减少了联储反复调整政策的代价，让市场参与者去遭受反复调整的痛苦，不伤及联储的credibility。2.资产价格往往起到自动稳定器的作用（这里指的应该是长端利率）。

联储的pause其实有鲜明的基本面原因：房地产已经进入recession。房地产是个领先的基本面指标，而通胀是落后的指标，联储关注房地产是应该的。在联储pause以后，市场非常迅速的discount降息，尽管联储仍然表示担心通胀并有加息偏好。当然，市场——特别是债券市场——在联储从加息转为降息阶段总是front run联储。颇为出奇的是，当前的市场discount降息，但当前却缺少两个降息的鲜明信号：1.基本面信号：失业率没有回升；2.没有金融不稳定或者widening risk premium。市场比联储行动的更快，这也是好事情，这帮助联储更早的进行了宽松。但是要注意到，such front running is not symmetrical.

当联储偏松而市场担心通胀的时候，bond market vigilants将会punish the Fed for failing to tighten in the face of incipient inflationary pressures. 但是，当市场预期联储要降息的时候，曲线倒挂，事实上联储在不断的punish the market with negative yield pick up for doing its ""work"".（换言之，负的风险溢价是不可持续的，McCulley之前谈的也是这个观点，这一次评论是换个角度来说，曲线倒挂是不可持续的）。总有某个时候，raional market participants will refuse to pay to play (give yield to be long of duration)，然后长端利率回升。（当熊陡的时候，是实体经济首先坚持不住，因为高利率对实体经济的抑制；在牛平时，是债券投机者首先支持不住，因为carry为负，后者来的更快）

未来有两种情形：1.联储很快降息，happy ending，也称作Goldilocks soft landing. 2.如果联储不降息，长端利率会回升，那么经济会真的走弱到联储也确实觉得弱的程度，联储此时有理由降息，然后happy ending.但第二种情况下，要经历不必要的震荡。至于到底是哪一种，我并不知道。我知道的是，需要联储去宽松。"

20070101 PIMCO Just Right Ben \_ PIMCO "我去年低估了联储对通胀超出1-2%这个舒适区间以后的担心程度，尽管伯南克在提及pause这个词以后，联储还是加了两次息。可以说，商品价格的上涨也test了伯南克的人性。现在曲线倒挂。没有比曲线倒挂更能体现央行行长的反通胀信誉程度的了。

现在股市和债券市场都discount联储降息和经济软着陆。我认为联储会deliver降息，当前PMI已经接近50。当PMI低于50的是时候，这是降息的领先信号。联储必须降息才能让经济软着陆，如果联储不降息，股债下跌将收紧金融条件。

市场并不必然比联储更为聪明，虽然在周期拐点附近来看常常如此。为何当前联储和市场的看法不同呢？市场更加看重经济的走弱，而联储则需要确认这种经济走弱可以把通胀拉回到1-2%之间才行。换一个角度，联储不仅需要看到房地产走弱，也要看到就业走弱。一般而言，房地产permits领先construction约5个月，construction领先construction jobs约3个月时间。一年前permits触顶，当前建筑业payrolls已经下降了2个月了，符合历史规律。

我认为，失业率正在从当前的4.5%回升至5%，这一期间ISM低于50，此时联储开始降息，曲线变为牛陡。经济实现软着陆。对于股市，类似1995年，软着陆期间股市大涨。"

20070106 GS UEA A Bottom in Housing Leading Indicators May Mislead "联储认为服务部门韧性可以对冲商品部门的走弱，风险仍在于更高的通胀和更高的利率。12月的就业报告很好，失业率保持4.5%——即便一定程度上与天气较好有关——这暂时支持了联储的看法。ISM弱回升，但我们认为其中库存分项仍在上升，我们预期ISM会再度回落到50以下。

我们总结过8个房地产市场的领先指标，所有这些指标在指示最低点的拐点方面的领先性是很短的。拐点是指住房投资/GDP的拐点。这些领先指标均有改善，市场参与者由此普遍认为房地产已经企稳。我们并不这么看：1.这些指标的改善还很弱。2.仅affordability改善明显，但这不足以解决房地产库存问题。3.接近其房贷申请再度走弱。4.地产库存仍高，很多sales面临购房者毁约风险。"

20070108 GS Daily Thinking Out Loud About the Data 12月数据较好，降息预期降温，市场重新开始考虑也许下一步将是加息了。我们仍认为下一步是降息，原因是：1.房地产调整没有结束。2.当前创纪录的温暖天气。

20070109 bwam world interest rates are still too low "（Bob Prince重申了全球利率太低的问题。我有两个感受。第一，桥水也觉得收益率应该走高，这跟伯南克联储的想法是一致的。那么伯南克的周期看法并不能说是错的。第二，桥水整体一直是看好增长的，对于房地产在2007年1月也是并不担心。那么桥水对增长的观点是什么时候开始转变的呢？）（桥水不看好股票和债券，跟它认为货币收紧有关，而不是增长走弱）

当前我们关注的58个主要国家，都是真实GDP的正增长，这是1970年以来的首次，这也对应着全球央行都在提高短期利率。没有提高的只有中国和美国。"

20070110 bwam Hedge funds levering betas "（下面很好的总结了各类策略的replicate的方法）

当前主要的机构的办法是把alpha和beta混在一起，先决定投哪些大类资产，然后再寻找比较好的组合经理来运作。但实际上，应该把beta和alpha分开，在alpha经理的选择上，不应该给他设置交易产品的限制。

然而，事实上，对冲基金当前也是把alpha和beta混在一起。对冲基金兜售了很多beta，但却按照alpha的价格定价。

Fixed Income Arbitrage: One of the most popular hedge fund strategies has been fixed income arbitrage. This is a classic beta strategy. We don’t claim to be experts at what all of these guys are doing, but in aggregate, the picture is pretty clear. Simplistically, these funds are taking three systematic risks. The primary systematic risk is buying illiquid, risky securities (e.g. MBS, EMD) and shorting more liquid, less risky securities. The second strategy is positive carry trades, e.g., long-term US treasuries vs. cash. The third strategy is selling volatility. Some funds can probably sort the good securities from the bad ones, but in aggregate, fixed income arb funds have simply returned the beta of buying illiquid fixed income instruments. In aggregate they are highly correlated to the naïve strategy of being long a simple combo of mortgages, emerging market debt, euro dollars relative to treasuries, long- vs. short-term treasuries, long high yielding currencies, and short volatility. All of these betas are now highly squeezed.

Convertible Arbitrage: Convert arb has been a popular hedge fund strategy for years, but the strategy has a large beta component to it. Convertible arbitrage funds take convertible bonds and hedge out some of the underlying pieces. A convertible bond has three components (credit, volatility, and equity). Most convertible arb players are going to do well when convertible bonds are sold at a discount to the underlying pieces, and poorly when the convertible bonds sell at a premium. That is why most convertible arb funds are so highly correlated. For much of the last decade there has been more supply of converts than demand, which has allowed converts to trade at a discount. This led to solid returns for entities able to hedge out the pieces (i.e. convertible arb hedge funds). The premiums are extremely narrow today.

Emerging Market: Emerging market hedge funds are over 80% correlated to a simple 50/50 mix of emerging market equities and bonds and are failing to outperform this basic combo. Distressed: Distressed securities hedge funds match up well to a basic mix of junk bonds and high-yielding emerging market debt"

20070111 GS Daily ‘Tis the Season to Watc h the Seasonal Factor 房贷申请指数、首申面临很强季节性，需要取多周平均。

20070113 GS UEA What’s With the Weather 我们去年底还认为2006Q4只有2%的增速甚至更低，现在我们根据最新信息上调2006Q4的增速至3.3%，这源于低油价、好天气和外需好。但我们认为房地产调整尚未结束，库存也要成为拖累等，仍然看淡增长。 １月底的FOMC将有可能继续坚持担心通胀的说法。

20070117 bwam Assessing asset returns by environmental exposure "A year ago the economy was entering the “late-cycle”, that portion of the expansion in which continued growth puts upward pressure on inflation by way of capacity bottlenecks. The stats showed this and the market pricing and market action also showed it. Now, a year later, the markets are still discounting virtually the same environment.

Going forward, both stocks and bonds are discounting weak growth, weaker than we expect"

20070120 GS UEA A Favorable Tailwind—Or Just a Gust Core稳定

20070125 FOMC Bluebook 过去六周的增长数据很强，通胀温和，油价下降，市场显著上调了增长预期，下调了通胀预期。增长预期的上调主导了ffr预期路径的大幅上调，现在市场已经预期2007H1的ffr不变。

20070131 FOMC Transcript "伯南克：

FOMC整体看法：多数人认为，过去六周经济强劲，劳动力市场继续紧绷。消费在2006Q4表现强劲，反映了强劲的劳动力市场、低油价和高盈利，投资也表现不错，企业家普遍乐观，金融市场表现不错。房地产初步显现企稳迹象，当然这是冬季，还要继续观察；当前地产放缓没有外溢到就业或消费的迹象。总体来说，增长的下行风险下降，上行风险上升。就通胀而言，整体不错。

个人看法：对于增长，关键是就业市场。我认为2007H1增长仍将低于潜在增速，因为消费会从当前高水平回落，近期许多消费是耐用品消费，会均值回归；净出口支持也可能减弱，天气、油价等支持也将减弱。但2007H2将回归潜在增速。当前房地产市场很清楚的展现了企稳迹象。增长存在上行风险。" "伯南克：

近期通胀数据有一定改善。重要的是，我们近期通胀数据改善是源于非OER部分，并且是普遍回落。剔除OER以后的其他部分其实level也不高。

总体来说，我同意通胀上行风险依然是当前的主要风险。" "伯南克：

My recommendation also is to take no action and to maintain a bias toward further tightening. I have heard very clearly the Committee’s concerns about inflation risk, and I recognize that we may have to take further action in that direction later this year. 房地产下行的尾部风险已经减弱，由于当前通胀压力也在下降，我们倒是不急于行动，有一些空间。"

20070201 BCA, The Bank Credit Analyst "[经济和市场显著好于预期]

经济和市场比预想的好太多，特别是考虑到下述问题：1.（金融部门）联储加息以来始终没有触发严重的金融市场问题。2.尽管油价冲击、宽松货币和财政政策，通胀保持低位。3.（企业部门）股票牛市已经进入第五年，估值仍然合理，这反映了强劲的盈利增长。4.（对外部门）贸易逆差很大，但美元尚稳。5.（居民部门）房地产走弱，但没有引起消费显著下降。6.（居民部门）尽管增长低于潜在增速，但就业市场保持强劲。

前一段时间的经济放缓刚好减少了通胀压力，但又不至于影响企业盈利。

上述表现不仅是运气好，也反映了强劲的供给利好，主要来自全球化。当然，当好日子足够久了以后，投资者会线性外推并有过多杠杆。但timing是一切。当前尽管股市看起来overbought并可能短期回撤，但长期前景较好。

我们不认为房地产放缓已经结束。冬天的数据不可靠，有大量季节性调整。如果房地产放缓真的结束的话，这也太令人惊奇了。房价仍在高位，库存很高，住房投资/GDP仍在高位。

不管房地产放缓是否结束，当前房地产放缓没有传导到其他部门，这鼓舞人心。重要的是，消费者信心高企，零售继续增长，企业部门remains in good financial shape. 关键在于就业市场仍然很好。

[流动性过剩？]

总体来说，流动性很难被定义。我们知道的是流动性确实充裕，这种充裕也不能“怪罪”于央行，当前利率普遍在中性利率附近。当前金融体系自我信贷创造很大，推高资产价格，只要不推高通胀，央行就会坐视不管。

流动性过剩成为市场当前担心的新主题。当前周期是mature stage，但流动性看起来并不缺乏。资金持续流入PE，Hedge funds，M&A，企业资产负债表流动性强。普遍的问题不是缺乏资金，而是缺乏投资机会。

流动性有三个概念：第一是货币政策松紧（例如利率距离中性利率远近，货币增速），在周期后期流动性一般会恶化。但实际上，央行对整体流动性的控制能力是远不够直接的。当前美国bank reserve仅占到6%的monetary base，其他都是流通中现金，现金当中还有一半在海外。当然，央行是有能力的，例如1980s收紧流动性抗通胀，2000s放松流动性抗通缩，但金融市场信贷也由居民、企业借贷意愿和lenders借出资金的意愿决定。

历史上，联储对信贷创造的控制力较强，因为银行信贷占比较大，银行利率在1980s以前还受到Regulation Q的显示，如果利率提高以后，银行存款不具有竞争力，减少了其信贷创造能力。此外，银行存款也需要reserves，但reserve要求在降低。

历史上，M2短暂的领先非金融部门信贷，但M2的领先关系在1980s/90s逐步减弱，在最近消失，甚至关系转负。

当前非银行金融体系创造流动性的能力很强，银行也把贷款证券化。

第二是资产负债表质量，例如短端资产越多，银行越是能满足偿付债务需求。过去几年盈利增速非常高，但企业始终谨慎，当前企业financial shape处于过去三十年最好的状况，特别是体现在corporate net worth/GDP和短端资产/短端负债。企业资产负债表好对于股票利好，企业可以buyback，提高红利等。对于金融部门，银行的流动性资产比例下降到过去15年的低位。

第三金融市场流动性，包括产品流动性——卖出难易程度，以及资金价格。金融市场流动性主要与信心有关。观察金融市场流动性的指标包括credit spreads, VIX等。如果市场流动性的恶化来自货币收紧，那么流动性只能等到货币转为宽松时候才能变好；如果流动性恶化来自冲击，金融市场流动性可以瞬间消失，例如LTCM期间，彼时联储注入流动性来保证金融市场顺利工作（但这个对次贷危机并不适用）。" "在某种意义上，通胀早就该上了，但实际上并没有，这反映了结构性抑制通胀的力量。2006年CPI确实上升，但幅度甚是温和，而且近期通胀压力又下降了。

CBO当前估计美国经济刚刚回到潜在增速（这个CBO估计结果经常修正吧？）" "当前就业市场韧性强，联储在2007H1都可能不会降息。

但通胀保持低位，联储将不会紧缩货币。看起来增长还将在潜在增速附近震荡。

当前联储面临的宏观情形很好——增长不错，通胀压力有限。政策利率似乎刚刚好，与名义GDP增速接近，当前产出缺口刚好弥合。

当前的流动性泛滥并不是m2增速高，而是金融体系更为去监管和更为复杂。联储从来不盯住资产价格，对于资产泡沫仍然采取mop-up的办法。" "当前经济和金融条件仍对风险资产有利，衰退不在眼前，通胀保持低位足以让联储按兵不动。

高配股市。股市短期可能承压，但牛市并不处于危险之重。股市连涨6个月了，市场情绪已经有些frothy，从来不存在没有调整的牛市，现在momentum已经走弱。

股市估值合理，并且我们并不认为会有货币紧缩。从我们与股票投资者的交流中可以看到投资者仍有各种顾虑，就此而言股市仍有上涨空间，a wall of worry仍然存在。股市的真正路障是货币紧缩，只要通胀能保持低位，股票牛市就会继续。（BCA不去trade这种correction，而是以周期走势为主）。

中性配置债券。当前债券估值合理。当前的收益率已经反映了对联储加息路径的调整。短期来说，我们认为市场可能对美国经济过于乐观，然而总体而言，债券市场将是区间波动，因此我们推荐中性配置。

当前债券投资者也主要是中性配置，根据Stone & McCarthy的调查。在联储on hold的情形下，没有太激动人心的故事。"

20070201 GS Daily What to Make of the ISM Inventory Decline 1月份ISM下降到50以下，但主要受到库存项目拖累，所以不用过度悲观解读。实际上，库存是自回归的，因此这反而可以是利好。但这也不说明1月份的ISM强劲。

20070206 bwam Growing Financial Risks "当前市场discount的风险处于几十年来最低水平，但我们仍认为系统风险较大。

当前金融市场流动性充裕，大量资金交给PM然后投向金融市场，而金融市场价格已经越来越没有吸引力，这有点类似于流动性投向艺术品、奢侈品等。特别是那些正carry的资产已经被买的yield很低。与此同事，波动性下降，这让投资者愈发加杠杆。

当前的全球carry和vol都已经下降到历史较低水平。在1994/1998/2000年，这两个指标都处于阶段低位（BW的这个逻辑的timing不行，因为根据它的图，2004年的时候也是适用它这个逻辑的）。

我们考察了hedge fund，发现它们并不能在市场下跌的时候帮助分散风险，反而drawdown较大。我们简单估计了一下，hedge fund的一般drawdown尚能让美国经济承受。

但是我们没有足够的研究来理解金融冲击对其他金融机构和公司的影响。看起来金融体系可以承受一个moderately bad environment，但对于really bad environment的承受力严重不足（随后分析了银行体系对衍生品的exposure，但坦言还未对OTC、衍生品市场做出足够的研究）" 投资建议是：美股中性。

20070207 GS Daily Why it Makes Sense to Focus on the US Manufacturing Sector "有人批评说我们太过关注制造业，毕竟制造业仅占GDP的1/8。我们认为有三点原因制造业很重要：1.制造业variation大，贡献了GDP变动的40%以上。2.制造业产出容易衡量。3.制造业变动与其他行业变动高度相关，例如transportation and warehousing, professional and business service, arts and etertainment等。

其实即使60年前，1947年，制造业占比也仅有25.6%，本来也不高。"

20070209 中国货币政策执行报告 2006Q4 "2006年，固定资产投资增速高位趋缓，对外贸易快速发展；居民收入、企业利润和财政收入均有较大幅度提高；价格走势总体平稳。2006年，实现国内生产总值（GDP）20.9万亿元，增长10.7%，居民消费价格指数（CPI）上涨1.5%。

2006年，针对我国经济中出现的投资增长过快、信贷投放过多、贸易顺差过大及环境、资源压力加大等问题，中国人民银行继续实施稳健的货币政策,大力回收流动性，分三次上调金融机构存款准备金率共1.5个百分点,两次上调金融机构存贷款基准利率，加强“窗口指导”和信贷政策引导。货币信贷过快增长势头有所缓解，进入2006年下半年以来，货币信贷增速逐月放缓。截至12月末，广义货币供应量M2增长速度由年度最高点的19.2%降至16.9%，金融机构人民币贷款增速由最高点的16.3%降至15.1%，中长期贷款快速增长势头也趋于减弱，与宏观调控的总体要求基本适应，促进了全年经济平稳较快增长和价格总水平基本稳定。

当前投资、信贷回落的基础还不稳固，国际收支不平衡问题依然突出，整体通货膨胀压力有所加大,按照2007年GDP预计增长8%左右、消费价格上涨预计不超过3%的初步考虑，货币信贷总量预期目标为广义货币供应量M2增长16%左右。中国人民银行继续执行稳健的货币政策。

专题：全球流动性充裕与资产价格上涨。造成现阶段全球流动性充裕的成因是复杂的，比较流行的一种观点认为这与主要经济体的货币政策有关。也有观点认为，全球流动性的充裕状况与国际金融衍生产品市场的飞速发展有关。"

20070210 GS UEA Prospects for Further Disinflation 伯南克在2005年初——他当时还是governor——表示1-2%是他的comfort zone（舒适区间），其他委员也各自表达过类似看法。 我们预期失业率会上升，房租/OER对就业都很敏感，我们预期通胀继续下降。

20070213 GS Daily A Primer on Recent Mortgage Market Developments " 当前次贷违约正在上升。一个市场指标是ABX正在快速上升，反映了the cost of protection against default on subprime mortgage loans。对于统计指标，Mortgage Bankers Association和Fed Reseve Board给出数据显示2006Q3仅微弱上升。当前破产的subprime mortgage lenders越来越多。

违约上升的原因有：1.ajustable-rate mortagages reset to substantially higher interest rates unless they are prepaid via a home sale or a refinancing. Given very low short-term interest rate and an increasingly frothy housing market in 2004-2005, many mortgage lenders offered loans with extremely low “teaser” rates of 2% or less, or with a “negative” amortization feature. Many of these mortgages are now coming up for a reset to market rates, which can involve a doubling of monthly payments. 2. 房价下跌。

当前次贷违约的次贷总共是9000亿美元左右（？？）。Cagen估计2004-05年的次贷可能有3000亿美元违约，在未来三年当中实现，这总体宏观影响有限，除非trigger credit crunch. （？？这个估计与后面的1500亿损失的估计是基本对应的。后来看，违约程度远高于预期）"

20070215 GS Daily The Housing Market Index- Light at the End of the Tunnel\_ 建筑商情绪指数确实在连续改善，但其水平仍然低于均衡情况。

20070221 GS Daily Core CPI a Bit Less Worrisome on Second Glance Core CPI上升0.3%，但看分项并没有那么令人担心，上升的主要是medical/tobacco，可能是暂时因素.

20070224 GS UEA The Subprime Slump and the Housing Market "最近房贷申请再度下降，零售走平。当前股市discount的ISM要回升。

最近几周次贷市场比较惨，违约率快速上升，次贷spreads扩大，许多次贷lenders亏损甚至直接关门。

但是，市场共识是——我们也同意——次贷的宏观有限可能不大。整个次贷部门相比美国增长和就业都较小，其宏观影响更可能是通过外溢渠道，但外溢效应可能有限，只要就业市场稳健。

当前次贷违约率的上升，可能让银行收紧对次贷的信贷。次贷贡献率10-15%的新房销售，因此会边际让房地产市场进一步承压，但我们测算了一下，边际压力也可控。

当前次贷市场的紧缩并没有传导到整体的credit crunch，credit spread还很窄，股票市场还在上涨。"

20070228 GS Daily Should Markets Worry\_ And if So, About What\_ 近期股市大跌，根据市场的具体表现，最可能的解释是市场担心credit crunch，例如同时credit spread也在上升。

20070301 2007年春季CCER中国经济观察（总第9期）会议下半场问答\_ 宋国青：目前数据显示美国明年的经济增长可能会放缓，但是东方不亮西方亮，全球经济不会一起走弱。相反，美国经济走弱可能更促进中国经济的增长，因为美国经济走弱后共同使用的石油、矿藏等能源价格会更加便宜，中国可以进口更多资源来发展经济。你所说的情况只会发生在总需求不足的情况下，这时出口下降才会使整个经济放缓。关于汇率与顺差的关系我只能说二者是相互影响的，在其他条件不变的前提下，汇率与顺差存在这样一种关系：汇率升值减少顺差，汇率贬值增加顺差，但很难说谁主导谁。

20070301 2007年春季CCER中国经济观察（总第9期）顺差之谜\_宋国青 在2004年1季度到2007年1季度的3年里，货物贸易顺差迅速增长。这个情况与1998-2003年间顺差额绝对下降的情况形成了明显的对比。（后面给的解释都没有确定结论）

20070301 2007年春季CCER中国经济观察（总第9期）中国经济的增长潜力\_黄益平 "需要注意的是，长期预测是很困难的。《经济学家》（Economist）曾在上世纪七十年代预测二十年后的亚洲经济，当时认为最有希望的是菲律宾和印度，最没有希望的是中国和韩国，唯一一个国家不那么好但仍值得投资的国家是北朝鲜。所以，对于长期预测数据不能过于看重，仍能给我们启发。

对于中国和印度今后五年经济增长的预测，多数金融市场人士和经济学家认为增长速度将要回落。他们认为中国和印度的经济增长速度已经超过趋势水平，因此今后几年增长速度有可能回落。趋势水平没有精确估计，大致看来中国经济增长向9%靠拢而印度经济增长向8%靠拢。

回顾中国的改革，产品市场改革走得既快又远，而要素市场的改革非常缓慢。这在造成超常繁荣的同时伴随着成本扭曲一系列问题。各种要素市场包括劳动力、土地、资金、环境都出现同一个现象，就是成本被人为压低。压低成本有主观上的原因，也有非主观的原因，但归根结底是由于以经济增长为中心的政策导向。邓小平说过“发展才是硬道理”，衡量发展最简单的指标就是GDP，GDP 的衡量导致了对各种要素价格的人为的压低，包括提供的免税等。这样一个思路与过去计划经济实施的政策有很大类似.

认为经济增长10%有一定难度的一个原因是中国对外部市场的依存度越来越高。去年上半年经常账户盈余占GDP比例高达8%，这对于一个大国是非常罕见的。中国的出口已经占GDP 的36%，并且出口每年增长20-30%。"

20070301 BCA, The Bank Credit Analyst, Nervous Prosperity; Global Equity Market Prospects "[经济有望软着陆] Nervous Prosperity

你可能会以为当前投资者很高兴——至少是在最近一次单日大幅下跌以前（我记得后来Gd说这跟中国2月末大幅单日调整有关，2月末A股单日下跌10%，然后当天晚上美股也开始调整。我觉得有一定关系，但A股调整过很多次...不是每次都让美股跟随调整）。当前经济动能看起来整体不错，股市表现极好。但实际上，投资者都很担心当前情况，我们很少遇到认为未来经济前景会更好的投资者。当前投资者往往有两个极端看法：1.通胀会走高，联储被迫过度紧缩。2.美国房地产走弱会让严重下行，近期的次贷市场blow up增加了第二种担心。

我们认为增长是两种极端情形下的中间情形，即软着陆。这对于股市是最好的情况。经济扩张和牛市不会自行结束。只要通胀能持稳。我们同意联储的看法，在2007年增长将低于潜在增速，这保证了通胀温和，联储不至于紧缩。

增长的下行风险主要来自房地产。我们继续认为房地产放缓远未结束，Housing downturn has much further to run. 真实房价实在太高，住房投资/GDP仍然历史高位，房地产库存处于高位，近期的房贷申请的反弹被证明是昙花一现。次贷市场的turmoil确实让人担心，而且次贷市场的问题才是刚刚显现，预期次贷违约率将从现在10%可能上升到20%。虽然次贷只贡献了房地产贷款的10%，但这会引起银行对全部房贷的收紧。好在次贷市场问题还没有迹象影响到其他经济部门。整体流动性环境尚好。当前还没有金融压力太大的迹象，银行股票和银行债券相对市场的表现尚好。但是，房地产的调整还需要一段时间，因为卖房者还能保持耐心，但每当房价走稳以后，又有更多的卖房者。

就业尚好。房地产的走弱当然会抑制居民部门，但更重要的是就业。当前就业指标信号不明确，总体增速在放缓，但似乎还没有明显的问题，要密切关注。

其他下行风险包括投资的走弱。最近1月投资——core capital goods orders——负增长，这反映了盈利走弱，但可能放大了问题。库存方面有些压力，但不会拖累太大。增长的好消息是出口走强。

" "[通胀不会明显上行]

大部分央行从产出缺口的角度来思考问题。这有两个问题：1.产出缺口实时不易衡量。2.由于全球化，即使本地capacity很紧，还可以用海外的capacity。从Chart1可以看出，失业率在趋势性走低，而工资ECI并没有趋势性走高，两者的缺口反映了全球化等结构性抑制力量。换句话说，需要越来越低的失业率才能让工资上升。

因为存在结构性通缩压力，这让联储可以较为容易的压低通胀，而不至于使用过紧的货币政策。经济的周期压力2006H1曾经推高通胀，但增长稍有放缓就让通胀压力下来了。

亚洲通胀对于周期性通胀压力有指示作用，因为亚洲是贸易品通缩的中心。

" "[央行将暂时按兵不动]

过去一段时间货币整体上是中性的，而联储也Happy to stay on the sidelines.

联储官员继续在担心通胀上行风险，但除非有明确迹象——例如ECI的上升，ECI是联储首要关注工资目标，尽管其他工资有上升势头——否则联储不会动手。在低通胀的环境，联储没有必要pre-emptive，因为通胀上升缓慢，政策制定者可以容易get ahead of the curve.

联储密切关注金融风险。近期次贷问题爆发，虽然没有带来显著的金融市场压力，即不至于让联储降息，但也明显提高了加息门槛。联储对金融风险高度关注，即使只是次贷这个小市场，联储也不会冒险。

" "衰退或熊市的条件并不存在，尽管投资这在未来几个月可能对股市更加担心，但我们仍推荐pro-growth strategy。但值得指出的是，当前的基本面确实不如过去那么好，盈利最好的情形已经过去，无风险利率也难以就走低，支持力量来自credit-based liquidity。这意味着市场的内在不稳定性在上升，要密切关注次贷市场。近期中国A股的大幅sell off显示了信心是如何可以快速调整的。

虽然对经济前景担心，但金融市场的预期收益率却很低，这导致投资者愈发难以给新的资金找到合适投资标的。特别是固定收益投资者，现在信贷利差很窄，收益率继续走低的可能性不大。股市估值也不算便宜，而且即使认为估值合理，也担心margins会走弱。

高配股市。股票市场的支持力量从strong earnings momentum转到了credit-based liquidity.最近一次单日大跌是迟来的一次调整，不用慌。不过，没人确切知道到底是不是熊市的开始，而且也不能依靠经济指标来判断熊市，毕竟市场领先经济。因此，我们不仅对基本面进行判断，也依靠技术性指标。

中配债券。债券收益率将继续区间波动，其背景是全球通胀低且稳定。当前公允收益率大约也就是4.5%，这低于名义GDP，主要反映了较低真实利率的影响。

全球过剩储蓄的主题依然存在（虽然2006H1大家突然不再提了），亚洲国家经常账户顺差，产油国有许多美元，企业投资谨慎。但早晚这种过剩储蓄会结束。亚洲储蓄率将下降，产油国会考虑把手里的美元花掉，企业也会社盈利回归正常水平而逐渐开始借贷。但短期而言，由于美国房地产放缓，中国试图抑制投资的措施，将让储蓄继续过剩。"

20070301 GS Daily Q1 GDP Growth鈥擳he 2% Solution Looks Good (at the Moment) 2007Q1看起来暂时仍是2%。1.房地产拖累没有明显拖累。2.消费尚稳。3.企业投资有弱回升。

20070303 GS UEA Financial Conditions The Fed’s Your Friend "当前金融条件较好，并不是源于传统意义上的流动性泛滥——传统的流动性指标一般，它们对经济的预测能力本来最近也在下降。金融条件较好是源于“全球过剩储蓄”以及联储偏好宽松以维持增长。

过去一周房地产数据显示，前些日子的企稳似乎被证伪。" "过去一周对经济和市场都是重要一周。

股市大跌，债市大涨，源于经济数据一般、次贷问题爆发、中国股市大跌以及格林斯潘表示今年可能衰退。

"

20070307 GS Daily Anatomy of a Mortgage Credit Crunch 基准情形下，我们不认为次贷市场问题会扩展为广泛的credit crunch。我们认为占比高达2/3的固定利率借款者应该不会受到太大冲击，而浮动利率房贷借款者由于房价已经上升较多，有较多equity，因此没有动力违约。但相关风险值得密切关注，特别是lending standards是否明显收紧。

20070313 bwam Subprime Mortgage Fallout "（这篇文章对次贷结构、次贷市场近期困难的介绍还不错。桥水最初也不觉得次贷是个问题，跟联储的看法差不多）

Greg Jenson:

最近次贷市场上了头条。我们整体认为这个市场不大，对整体经济的直接影响不大。甚至由于国债收益率走低，对全球经济更有刺激作用。

房贷市场结构：Subprime是最差的房贷，占比约20%，One notch above subprime mortgages are so-called “Alt-A” mortgages, which are another 10-15% of total mortgages outstanding. Then there are prime-jumbo mortgages, which have better credit but are above the government-agency limit of $417,000，占比约12%。Finally, the largest share of mortgages is prime-conforming, mortgages which are generally handled by government agencies. 次贷+Alt A在2002年合计占比为10%，但到2006年的合计占比为40%.

房地产的lending standards在过去几年下降到了难以置信的低水平。几个重要的指标可以体现，例如ARMs，very low initial teaesr rates下降，loan-to-value上升，仅有FICO score回升改善，但FICO only gauges historical repayment, not future ability to pay.

不断上涨的房价掩盖了还款的困难。However, rising housing prices were masking the degree of the problem because people could just tap into the equity in their house if they had trouble paying. Of course no one defaulted when house prices were rising 15% per year—if you needed money, you could just respond to one of twenty offers in the mail to refinance and take cash out of your home.

The thing that is really hammering the subprime lenders is “early payment defaults.” The agreements with the investment banks who bought the subprime loans contained provisions that the lender would have to buy back the loans if the borrower missed one of the first few payments. Without fraud, it is very rare for a borrower to miss the first payment on a mortgage. In December, New Century, the 2nd biggest subprime lender in 2006, disclosed that borrowers had failed to make the first payment on fully 2.5% of their loans. When the banks/investors demanded New Century buy back these loans, New Century couldn’t come up with the cash. Several dozen smaller subprime lenders have gone bust this way in the last few months, although New Century is the biggest. In terms of stock prices, subprime lenders are getting the worst of it by far. Alt-A lenders and major mortgage banks (e.g. HSBC, Wells Fargo) have also been negatively impacted, but to a much lesser degree. The following chart shows stock prices of the different affected sectors since 2003 and then zooms in on the period since 2006. Subprime lenders rose the fastest, and are now falling the fastest." 当前主要是最低信用评级市场的excessive lending开始减少，联储可能会认为这是健康的表现。 "…

银行已经开始明显收紧房地产信贷标准，但对其他信贷标准尚未收紧。

股票市场显示，Subprime部门的股票在2003年大幅跑赢整体股市，2004.1-2006.6震荡跑平，2006年7月开始大幅跑输标普500."

20070313 GS Daily Mortgage Credit Quality Problems Go Well Beyond Subprime MBA的四季度数据显示，房贷问题并不是集中于次贷，而是广泛的存在于可变利率的房贷上面。subprime当中，违约率上升较快的是ARMS, adjustable-rate debt, 而prime当中的ARMs的违约率也有明显上升。我们关注的一些所谓"teaser-rate"房贷，被归类为jumbo or alt-A rather than subprime, 最终可能问题比subprime问题还要大。

20070314 GS Daily Slower Growth鈥擜 Controlled Brake or an Ugly Skid\_ 我们预计房地产的放缓对增长的拖累是也慢而长的过程，在联储降息的对冲下，有望软着陆。

20070315 FOMC Bluebook 过去六周数据显示，经济增长正在低于潜在增速。orders, shipments, IP, housing starts都弱于预期。尽管如此，就业市场仅温和放缓。总体而言，我们比上次会议下调了Q1增速0.5pp至1.5%，但对Q2的GDP预期是2.25%不变。

20070316 Shiller Markets vs. Market Psychology "中国股市在2007年2月27日的大日下跌对全球股市造成持久负面影响。这一天，上证综合指数单日下跌8.8%，这是十年以来的最大单日下跌。随机孟买、俄罗斯、英国、巴西，以及最后纽约道琼斯都显著下跌。

中国股市下跌的草根原因是，有传言说中国政府对投机担心，计划给股市增加控制措施，这个理由显然与其他国际没什么关系。那么为什么其他国家股市跟着跌呢？（Bluebook也强调了美股下跌最初是因为A股下跌）从基本面的原因看，可能是因为中国成功的股市已经全球闻名，因为中国股市也引领全球。

但也可能没有什么具体的原因。我曾经在1986年9月11-12日那次下跌以后，问卷咨询投资人，结果百余位投资人所回复的下跌理由几乎没有任何一个被重复三次以上。换句话说，下跌没什么特别原因，仅仅是担心继续下跌而赶紧出逃。"

20070317 GS UEA NAIRU Labor Market Not as Tight as Many Believe 我们估计NAIRU比CBO估计的5%要低一些（此时失业率在4.5%左右），短期Phillips曲线扁平了不少，扁平主要发生在1990s上半段，这容许失业率继续下探。 "最新一次FOMC，要关注是否不再担心通胀上行风险。

尽管近期增长数据不佳，但走弱程度尚不足以让联储考虑降息。"

20070320 GS Daily Subpar Growth and Unemployment- Waiting for Godot\_ 现在已经连续三个季度增长低于潜在增速，有人疑问为什么失业率还不上升？我们认为当前情形并不奇怪。虽然2006年最后三个季度annual rates分别是2.6%, 2.0%, 2.2%，均低于3%的潜在增速，但至今的累计gap并不大。历史经验表明，往往要累计超过1pp以后，gap的继续扩大才会推高失业率。这也是我们预期2007H2失业率要上升的原因。换句话说，问题不在于多长时间低于潜在增速，而是低于多少。（这个规律也符合直觉，因为就业是滞后的，只有增长放缓一段时间以后，企业才会考虑缩减雇佣；我记得失业率上升的主要原因是主动招工的减少，而非结果上升）

20070321 FOMC Transcript "伯南克：

FOMC整体观点：Most认为增长将继续放缓但放缓的持续程度存在分歧。Many下调了增速预期并认为增长下行风险上升。但Some认为当前的放缓仅是一个soft patch. 房地产方面，some看到次贷和违约风险在明显上升，但others认为房地产在过去六周没有明显走弱。企业投资的放缓引起关注，部分原因是其放缓难以解释。库存调整仍在进行，例如汽车库存。支持力量来自外部需求和政府支出。就业市场继续偏紧。

我个人也认为增长前景有所轻微走弱。房地产依然是核心问题。基准情形仍然是房地产将在年中企稳，虽然近期有一些坏消息。我们持续看到了sales starts permits的大体企稳。次贷问题的影响可能已经大部分显现，次贷lending的减少在2006Q3就开始出现了。房贷利率继续低位，而就业市场是关键。我们分州的横截面研究表明，就业和房地产foreclosure非常紧密相关，只要就业继续强劲，房地产整体会改善。对于投资走弱，我也很困惑，可能源自生产率有关，可能来自不确定性。对于消费，上次FOMC我们认为消费有上行风险，当前看这个上行风险不大了。总体来说，我对增长前景下调only a bit.

Staff预测为两年失业率上升0.6pp，这将创造历史，因为历史上，失业率或者不上调，或者会上调60bp以上。

Several指出存在潜在金融风险，来自次贷和流动性风险。但Some认为金融条件继续支持。" "伯南克：

Some if not all认为通胀会继续走弱，但放缓的很慢。总体来说，对近期的通胀数据有些失望，some怀疑通胀能否明显走弱。特别地，资源利用压力，特别是就业市场紧张带来长期通胀风险，而进口物价、放缓的生产率进步也增加通胀风险。

我的个人看法是，通胀方面消息确实令人失望。当前数据还难以确定认为通胀在走弱。OER仍然值得关注。当然，结构性问题也很重要，当前工资上升压力有限，说明NAIRU可能比5%要低。

我认为我们将remain very vigilant并确保我们在通胀方面的可信度。" "伯南克：

We should continue to emphasize inflation risk. I think there's a strong feeling that it remains the greater risk. 增长和通胀的不确定性在上升，但两者平衡程度没有很大变化。

按兵不动是有道理的。其实即使我们按兵不动，我们就会让市场预期朝我们靠拢。"

20070321 GS Daily FOMC Signals More Uncertainty FOMC的主要信息是FOMC认为不确定性大大增加了。其他方面符合预期：FOMC认为增长信号不清楚，房地产继续调整，通胀disturbingly high。但FOMC没有提及次贷问题，这或者是因为FOMC认为次贷问题可控，或者是FOMC认为次贷问题尚不足以引起政策反应。

20070322 GS Daily State Level Data Confirms Link between House Prices and Consumption 次贷市场崩盘仍在继续，关键问题是房地产是否外溢到其他部门，关键是对消费的影响。我们分州的研究的横截面数据，发现房价对消费有明显影响。

20070324 GS UEA Mortgage Foreclosures The Tip of the Iceberg "Foreclosures可能在未来几年继续上升，因为我们预计Case-Shiller房价指数未来几年可能继续走弱，可能在2007年下跌5%。我们通过分州面板数据发现，房价和就业很好的解释了foreclosure。Case-Shiller房价指数是我们当前偏好的指数，这一指数包含的交易更广；OFHEO的数据仅包括两房提供的、产生conforming mortgages的房价，而Case-Shiller则包括nonconforming loasn, 后者对于2004-06年的房地产市场很重要。

房价下得（？）的原因有：房价惯性，对交易量的滞后性，房价估值和过剩的供给。

次贷问题导致的信贷紧缩是房地产放缓过程中内生的，我们并不因此进一步调低房地产周期的预测。" "FOMC的转鸽某种意义上选择了一个中间路线。一方面，FOMC继续强调通胀上行风险predominant policy concern。另一方面，却去掉了additional firming的说法，说明下一步既可能是加息也可能是降息。

这说明总体来说FOMC还是略微倾向下次可能加息，但这种倾向性已经大为减弱了。" FOMC会议以后，金融条件明显宽松，股市上涨。

20070326 GS Daily An Uncomfortable Comfort Zone "Mishkin的言论提及如果把通胀压倒2%以下将带来明显产出损失。我们和市场都认为，这是一个重要信号。

伯南克在2005年提及的1-2%的舒适区间比没有在他上位以后得到他本人的确认。Mishkin的这个说法，似乎是试水把舒适区间往上推一些。

我们认为1-2%的目标确实有点问题，第一有点低，第二区间也有点窄。"

20070328 Barclays\_Global\_Outlook\_Implications\_for\_financial\_markets\_March\_2007 "[继续看多]

次贷市场的问题确实难以忽视。许多originators已经经历了一次经典的流动性紧缩，许多清盘。但剩余的lenders总数仍然可以提供足够信贷。

次贷的恶化程度是否比过去几次都快？短期还没有答案。我们认为违约率最终将明显上升，但上升是逐渐的，并且损失将很好的被分担。房地产建设活动应该不会受到明显影响，因为建设已经明显收缩了，而且housing affordability受到需求的有力支持。

除了美国以外，全球增长都很好。如果不是次贷，美国增长也有回升迹象，例如房地产初步企稳等。" 全球复苏导致商品价格上涨，给美国带来通胀压力。 美国增长可能回升，联储将在2006H2加息。 "近期的股市下跌只是一次调整。下跌幅度不大，高风险市场——例如巴西股市——下跌的相对还更小。领跌的中国股市已经再创新高。

次贷问题给CDO市场带来了很大压力。但我们不认为这会导致信贷市场整体上的收缩。"

20070330 BCA.gis GISmar07\_30SO "[A desynchronized world]

我们上季度的主题是""cyclical transition""，我们当时认为美国增长将低于潜在增速，但货币政策收紧也随之结束。向前看，则是增长的分化：美国将由于高利率和次贷问题而继续保持疲弱，非美增长将保持强劲，受到中国low-inflation boom（这不是瞎扯么，中国通胀正在趋势性上升）和欧洲restructuring growth的支持。这种情况对全球风险资产有利，没有太大通胀压力，联储是事实上的全球央行，联储按兵不动有利于股市估值上升。

Sub-prime meltdown本身是一个严重问题，但这个crisis多大程度上溢出到其他经济部门，这有待观察。就当前金融市场价格而言，还未能美国整体经济产生严重负面影响，许多银行利差都还好。"

20070331 GS UEA -The Trouble with Capex 近期cpiatal orders and shipments大幅走弱，已经负增长。我们认为这并不意外，这是1990s过度投资的结果。

20070401 BCA, The Bank Credit Analyst, Sailing In Stormy Waters; The Sub-Prime Meltdown Stress-Testing "[经济将继续保持疲弱]

增长将在未来几个季度保持低于潜在增速，因为消费者在缩减支出，而企业也保持谨慎。强劲外需将提供部分支持。

房地产调整远未完成。本轮扩张周期比1970s和1980s那两次都强，由此而言本轮也要再调整很久：1.房地产库存处于历史高点。2.真实房价仍处于历史高位。3.foreclosure的上升将让本已走弱的市场有更多卖盘。4.房贷愈发难以获得，这导致买盘变少。

房地产将让消费承压，而消费更重要的驱动力来自就业和收入。就业数据尚不清晰，真实收入已经跌破3%，在加上储蓄率已经较低因此有重建储蓄的动力，油价在上升，这意味着未来几个季度消费将在2%附近挣扎。

房地产和消费的走弱将让企业投资保持谨慎。企业投资和盈利是高度同步的。

由于增长在2006Q2开始已经低于潜在增速，这次低于潜在增速的时间将略长。对比而言，1980s和1990s分别持续6Q和5Q。

[信贷扩张趋缓，但不会骤停]

从传统角度看，当前美国经济和金融市场很不平衡和脆弱。例如全球经济似乎过度依赖美国消费者，而美国消费者又过度依赖不断上升的资产价格。杠杆率不断上升，近期又有次贷危机冲击。就目前而言，似乎次贷还没有严重冲击到美国经济，但这引起了市场担心美国由信贷扩张支持的经济扩张走到尽头。

事实上，从real non-fedearl debt同比增速来看，1990s初曾经信贷扩张大幅放缓。当时是伴随着偏紧的货币政策和衰退。最近的信贷扩张放缓的主要原因是房贷走弱，实际上个人信用卡贷款、企业债务都还在走强（这些反映的周期因素）。次贷危机切断了低收入家庭的房贷供给，而去年次贷贡献了20%的房贷originations. 由于房贷走弱，总体而言私人部门信贷增速触顶回落。

但是略微疲弱的信贷需求——而非信贷骤然走弱——不是坏事情。但如果金融中介部门过于谨慎，让creditworthy borrowers hard to get finance，即credit crunch，问题就比较严重。" 通胀压力将继续下降 "联储可能在今年降息25-50bp。

我们猜测联储担心次贷和较弱的企业投资（错，联储尚未担心次贷），所以当前去掉进一步加息的偏好，这并不意外。

当前市场定价是未来半年降息一次，未来1年降息3次，这可能略多了一些。今年降息1-2次是有可能的。

我们构建的Fed Monitor现在刚刚进入""easier money required""区域。" " 微弱高配股市。尽管股市的调整可能继续，但熊市的条件并不存在。未来的关键是盈利。当前虽然分析师对盈利前景更谨慎，但还没有预期盈利水平走弱（即负增长）。通常而言，只有在衰退期间盈利才会负增长。如果盈利预期进一步走弱，这将导致联储降息预期，从而支持股票。一般而言，只有政策过于宽松或者过紧的时候，股市才会overshoot比较多。当前政策既不松也不紧。

当然，过去的股市一直受到盈利和利率下降的支持，这两个支持已经不再存在。但整体的流动性环境仍然很好（这个流动性环境挺难定义的），估值也合理。全年来看，股票仍会跑赢债券，保持微弱高配股票。

中性配置债券。由于经济可能继续有不佳表现，因此债券收益率可能继续走低。但是，下行空间不大，除非联储大幅超预期降息，不过这种可能性不大。而收益率上升的可能性也不大，当前增长疲弱。收益率处于fair value附近。我们推荐保持中性配置。"

20070401 BCA, The Bank Credit Analyst, Sailing In Stormy Waters; The Sub-Prime Meltdown Stress-Testing (2) "[次贷危机可控] 次贷危机将加重房地产放缓，次贷可能导致其他低评级房贷受到影响。不断上升的foreclosure和下降的房贷供给对经济不利。但不会造成衰退或者系统性金融风险。

次贷危机占据了报纸头条，我们需要问三个问题：

1.银行系统对房贷违约的脆弱性如何？银行系统上次出问题是1990s初，在商业地产出问题以后。银行净收入在1988-1990大幅下降了35%，银行股票腰斩。在危机最深的时候，Citibank甚至难以rolling over它的商业票据。在1991年初，商业地产贷款违约率超过了12%，当时衰退让其他违约率也上升。当前银行系统已经更为健康。在1990s初以来，监管者对银行从严，提高了资本要求；银行本身也受益于经济扩张，银行更为健康。1.尽管曲线倒挂，当前银行净收入水平很高。2.在2005-06年，没有一家银行破产，这是历史上首次，而1990s初每年有200家破产。3.在1990s初出问题以前，银行资本充足率就偏低，且贷款违约率已经偏高，而当前资本充足率高，贷款违约率很低。当前的违约率要回到1990s初并不容易，特别是考虑到当前企业的资产负债表是过去30年最强劲的情况下。这需要经济大幅走弱才行。（然后对各种违约率进行假设）一个悲观的假设是，foreclosure在2007年底上升至1.7%，要知道，在过去26年，最大的foreclosure年比上升也仅有0.3%。这种情况下，银行受到的冲击也有限，因为银行的exposure主要是对prime，而非subprime。但值得指出的是，尽管证券化较多，银行实际上对房地产的exposure还是在不断上升的。当前44%的银行贷款与房地产有关，这比20年前几乎翻倍，前6大银行中房地产exposure最高的是Wachovia。总之，银行可以房贷违约的冲击而不至于导致严重的credit crunch。整个金融体系出现广泛的credit crunch的可能性不大。当前从NFIB credit problems看，也没有广泛的credit crunch迹象。

..." "...

2.在房地产放缓情况下，consumer finances有多脆弱？（重复了2002年对消费者资产负债表的研究，显示消费者压力debt/GDP的压力那么大）总体而言，对于美国居民部门，有35%的没有房贷，在有房贷当中，其中又有75%的是固定利率房贷，只有1/4的是可变利率房贷，而次贷仅占所有房贷的8%。

房地产走弱对消费的影响渠道有：1.可变利率的上升(resets)抑制可选消费。2.房价走弱抑制消费者信心和消费意愿。3.房地产相关就业走弱。对于可变利率reset，最近的最全面研究是Christopher Cagen的研究，Mortgage payment reset: the issue and the impact. 这项研究显示reset的影响可控。因此，看起来房价走弱和就业走弱的影响可能更大一些。房价的下跌只有让很多房子是负equity的时候才会造成违约和甩卖，当前许多房地产的equity还很高，因为已经上涨了很久。就业更为重要，当前就业尚好。当然，总体而言消费要走弱，但只要就业稳定，就不会导致衰退。

3.会不会爆其他的雷？

上述所有研究的基础数据很大程度上来自First American Corelogic的研究。"

20070401 IMF World Economic Outlook It may surprise readers to learn that this World Economic Outlook sees global economic risks as having declined since our last issue in September 2006. 尽管美国次贷问题严重，但这一问题的影响应该已经从资产价格上体现出来了。非美经济体增速很高，即使美国放缓，全球仍然较好。而且这一组合已经让美国经常账户回归盈余，这也是不平衡的消除。 （WEO太学究了。其实，当价格从高估水平开始回落时，到底是更危险了，还是更安全了？从traders的角度，显然是更危险了…）

20070401 PIMCO The Costly Uncomfortable Reality About the Wrong Definition of Comfortable \_ PIMCO "伯南克在2002年11月21日的演讲被称作是helicopter speech. Fredrick (Ric) Mishkin最近的演讲也很有料，指出在通胀预期愈发稳定的情况下，进一步压低通胀预期的代价越来越大。这似乎暗示着所谓1-2%的通胀目标应该进一步提高。实际上，本来就没有理论支持1-2%是最好的通胀目标。

在我看来，通胀水平越低，联储的政策反应函数就越不对称。这是因为，当通胀偏低的时候，一旦发生负面冲击，越需要insurance policy against deflation，more preemptively and more aggresively than usual in cutting rates. 通胀偏高的时候，则仅需要measured tightening。这种联储反映函数的不对称性导致金融体系的道德风险，这也被称作the Greenspan Put, 近期也被称作the Bernanke Put.

通胀越是远离零下限，联储政策的非对称性越低，越是可以减少moral-hazard-inducing aggresive easing when negative shocks hit aggregate demand and or investors demand for risk.

（看完这篇文章，我的感触是，如果当前的通胀预期高于联储的舒适水平时，联储结构性偏紧，宁愿多衰退，少过热；如果当前通胀预期低于联储的舒适水平时，联储结构性偏松，宁愿多过热，少衰退，然而如果联储偏宽松，很容易在过热以前就导致资产泡沫，这导致衰退往往来自资本市场过热，而非实体经济过热）"

20070402 GS Daily The ISM vs the Other Manufacturing Data 鈥\_Who Wins the Tug of War\_ Ratio of shipments to inventories in the durable goods sector (the S/I ratio)是ISM的很好的领先指标。3月份的ISM下降至50.9，但我们预期未来半年将继续下降。

20070403 GS Daily High Vacancy Rates Should Push Down Rent Inflation 高空置率将在未来一年显著压制rental prices

20070406 GS UEA Slower Growth, Slowly 非制造业ISM指示的真实GDP增速在继续缓慢放缓，大约到接近2%的水平。 近期原油价格上涨较多

20070409 GS Daily The Productivity Slowdown- A Cyclical Housing Story 近期的生产率下滑可能主要是周期性现象，与房地产有关。近期GDP下滑主要是房地产拖累，但房地产相关行业的就业还没有明显走弱。

20070414 GS UEA What State Data Say About the State of Play in Housing 尽管我们认为增长下行压力会解除通胀风险，但市场当前对通胀数据很敏感。

20070417 GS Daily Measures of Existing House Prices- A Pro\_Con List "比较房价指标的优劣：

1.National Association of Realtors (NAR)，最及时，最不准确。这一指标的衡量最粗略，就是从交易价格之间推算价格涨幅，不一定具有可比性。median比mean要好一些。没有季调，春天涨，冬天价格弱，因此多比较yoy价格变化。

2.The Office of Federal Housing Enterprise Oversight's (OFHEO's) House Price Index (HPI)，较准确，季度数据。尽量保证房屋质量可比。仅包括single-family existing homes with conforming, conventional mortgages by两房。倾向于低估房价上涨。一部分高价的被排除，因为unconventional。高价地区也少。

3. Case Shiller Index，最近推出的，我们当前最偏好的房价指标。权重设计比较仔细。也有一定低估，但质量最好。"

20070421 GS UEA Slower Productivity Growth Not So Fast! Core明显走弱

20070423 GS Daily Another Perspective on Mortgage Equity Withdrawal 最新Greenspan & Kennedy的研究表明MEW对消费有显著影响，与我们的研究一致。但我们和他们的研究都面临一个难题：既然房地产已经放缓这么久了，为什么真实消费增速仍在4.2%的高水平呢？我们怀疑有如下因素：1.高股价。2.较高的真实收入增速。3.消费变化的滞后性。我们仍然预计在2007年的剩余时间，消费增速只能保持在2-2.5%，这源于高油价，就业市场放缓和房地产持续走弱。

20070424 GS Daily Slower Growth Spreading to Services 服务业是近期扩张的中流砥柱。过去一年，就业增长全部来自服务业，商品部门就业是在净下降的。但最新的survey显示服务业在走弱。

20070428 GS UEA Stagflation Never Say Never, But Not Now "市场现在开始有些担心滞涨风险，我们认为当前距离滞涨远得很。

现在有分析师认为美国经济可以被全球需求拉起来，我们却认为将进一步全球分化decoupling。就好比1997年全球走弱，虽然全球走弱，但美国经济的IT boom持续。当前全球回升让美国净出口贡献0.5pp，但这尚不足以抵消房地产拖累的1/3。

当前耐用消费品产出仍在趋势性走弱，服务业survey也走弱，从NABE net employment index和ISM nonmf Employment Index来看就业有走弱迹象。"

20070430 GS Daily Q&A on Homeowner and Rental Vacancy Rates "我们近期愈发强调vacancy rate这个指标。实际上，这个指标在过去很少被关注，但我们认为这个指标提供了很多有效信息。

这个指标的计算中，Homeowner Vacancy Rate的分子是Vacant Units for Sale Only，Rental Vacancy Rate的分子是for rent only，两者区别在于owner的主观看法。这个数据来自Census Bureau as part of Current Population Survey (CPS)。

房价变化缓慢，房地产市场可以较长时间不出清，而Vacancy Rate对过剩供给有很好的指示。vacancy rate现在已经升至2.8%，这是过去50年最高值，过去从未超过2%。

虽然住房投资/GDP已经回落至历史均值，但从vacancy rate来看，过剩供给仍在，建设活动可能还要继续走弱。"

20070501 BCA, The Bank Credit Analyst, Markets Have Spoken; Will The Supply-Side Low Inflation Boom Persist "[继续软着陆]

美国的mid-cycle slowdown还要持续几个季度，而全球增长向好，这显示了全球经济对美国消费者的依赖在下降。

企业投资的骤然下降令人关注。一直以来，企业投资被认为是对冲房地产走弱以及消费疲弱的重要力量，但近期企业投资全面走弱，尽管企业资产负债表不错，例如企业盈利/GDP的水平处于高位，企业净值/GDP也处于历史高位，资本回报率愈发高于资金成本。一个重要原因是盈利增速在走弱，这对企业投资有很强领先性（我的理解是，盈利增速的变动方向决定了投资变动方向，但投资的变动幅度由企业资产负债表决定）。企业CEO们可能是看到房地产走弱和消费疲弱以后变得谨慎（这个有些循环论证的感觉，因为本来市场是预期：尽管房地产和消费走弱，但企业投资将继续向好）。

房地产的走弱远未完成。我们不断的反对所谓房地产已经企稳的观点。本次房地产扩张是一次huge boom，那么它就需要更长的时间来unwind。消费的走弱将持续。支持消费的力量都在反转，个人有效税率从2003年底左右触底以后持续回升，房贷利率也在2002年开始回升，房价在2006年初yoy开始明显走弱，真实工资增速峰值不高且有些弱——已在2%以下，个人储蓄率可能触底回升。

全球增长向好。中国在2007Q1的增速高达11%，大宗价格和BDI的上涨反映了全球需求向好，欧洲也不错，唯独日本表现不佳。最新的IMF预测是今年全球增长5%，这是过去三十年的最高值，而通胀仅3.5%。" "由于增长疲弱，通胀压力也会继续减弱。

但是联储却不这么想。联储虽然认为下行风险上升，但却同时担心通胀上行风险上升。换句话说，联储开始担心滞涨。

美国经济已经有一段时间增长低于潜在增速了，但核心通胀却迟迟没有下降。有可能是潜在增速估计有问题，也有可能是滞后性。我们相信是滞后性。此外，我们认为通胀也受到全球影响，rent走势有很难与周期背景联系起来。" "市场预期联储在未来6/12/18m降息25/75/100bp，这显得太多了，与软着陆的预期并不相符。我们预期今年应该能降息1次。

如果没有金融风险的话，降息可能需要让联储看到失业率回升。" "股市创出新高，信用利差持续缩窄，这说明市场投资者认为美国经济将避免衰退，而且通胀压力也不会很大。我们对此表示同意。美国经济确实面临严重调整，例如严重的房地产下行，次贷问题，但美国经济一直对负面冲击有很强韧性。我们认为全球的低通胀扩张将持续，这对风险资产有利。

微弱高配股票。美国经济的mid-cycle slowdown对股票有利，当前benign的经济背景意味着股票multiples会继续上涨。当然，我们也认为美国股市会跑输全球。虽然股市不再受到盈利增速上升和利率下降的支持，但当前估值不错，甚至低于1980-1996年均值——这是pre bubble阶段。

中性配置债券。在可以看到的未来，债券收益率仍是区间波动。虽然温和的增长和低通胀对债券有利，但债券市场已经对这些好消息充分定价了。"

20070501 PIMCO Requiem For A Princess \_ PIMCO "PIMCO一直预期失业率会回升，但失业率迟迟没有回升，而市场也开始unwind联储easing预期，长端利率在回升，这让PMICO的头寸比较难受。

但就业是一个滞后指标。非农就业增速是一个同步指标，AHE是一个滞后指标。只有manufacturing work week是领先指标。真正领先的orders。Discretionary aggregate demand正在确定无疑的在最近几个季度减速。

JOLTS和BLS的Business Employment Dynamics (BED)的就业数据就相对平平，JLOTS的job opening数据已经很弱了。其实非农就业往往在复苏初期低估就业增长，NFP在扩张后期高估了就业，因为对birth-death rate for firms的假设的问题。

当然，你可能会说，你一旦预测不正确就会说统计数据有问题。是的。但有问题的统计的真正问题在于让政策制定者制定错误政策，有时候这些错误政策导致衰退。"

20070502 FOMC Greenbook 过去六周数据基本符合预期，我们继续预期2007H1的增长在2%附近。但房地产弱于我们预期，看起来房地产放缓周期比我们想象的要长，我们也不再预期房地产在2008年可以复苏。 近期油价又跳涨。

20070503 FOMC Bluebook 虽然过去六周的经济数据惊喜有限，但利率在回升，也许是源于联储官员的表态。

20070503 GS Daily Still Time on the Clock, But Score One for an Industrial Rebound "ISM数据在回升，这对我们的增长预测是一个上行风险。尽管我们看重ISM数据，我们也找到一堆理由认为这个数据可能放大了增长上行风险。

此外，GS偏好的Shipment/inventory指标仍在向下走。"

20070505 GS UEA The Epicenter of the US Housing Bust 虽然我们认为房地产会持续抑制美国经济，但我们并不预期全国性的衰退。尽管如此，我们认为Florida可能出现地区性的衰退，因为Florida的房地产此前实在太热了，而最近全球复苏对Florida的拉动效应不大。

20070507 GS Daily Nonfarm Payrolls- Weaker than Reported\_ 联储的birth/death model可能导致非农被高估。

20070509 FOMC Transcript "伯南克：

FOMC参与者的整体观点是，增长在过去六周基本符合预期。房地产保持疲弱，并且依然是最大下行风险。房地产需求是否已经企稳，这仍待观察，部分源于次贷问题。不过还没有房地产外溢到其他部门的迹象。投资的下行风险有所减弱，但投资也很难强劲反弹。消费似乎在走弱，源于房价走弱和高油价，但就业市场保持强劲。总体而言，增长未来仍将低于潜在增速一段时间，增长可能在2007年或2008年回到潜在增速，变数是房地产市场。Several更乐观一些。

在我看来，当前的主要puzzle在于增长已经放缓，但就业却持续强劲，这种growthless job growth是史无前例的。Okun's law似乎当前不起作用了。要知道，即使2001年以后大家都谈论jobless recovery，但当时Okun定律也是起效的。一个可能的原因是Labor hoarding，特别是建筑业。我让staff做了建筑业就业对建筑活动的回归，滞后性很明显，模型显示最近偏差很大，如果这是labor hoarding，这意味着明年建筑业就业将明显放缓，仅此一项就足以把失业率推高0.2-0.3pp。此外，当前的labor hoarding也可能解释了生产率的走弱。房地产是另一问题，合意库存是多少等等，看起来房地产建设还要继续疲弱。消费也会因此走弱到2%的水平。

总体来看，上一次会议感到不确定性在上升，而本次会议的不确定性则边际下降。" "伯南克：

FOMC整体认为通胀虽然有所改善，但继续看到通胀改善的very slow moderation. 通胀上行风险仍在，而且从当前水平再上升将代价很大。Vigilance on inflation must be maintained.

FOMC继续把通胀上行继续看做最大的风险。

在我看来，Vacancy rate在上升，这将抑制OER和shelter costs.当然也有上行风险，如美元、商品价格，油价等。

总体来说，我也认为尽管通胀看起来在企稳，但通胀风险很显著，需要重视。" "伯南克：

很清楚我们希望按兵不动。要知道，我们已经连续一年时间按兵不动，并且表示增长将放缓而通胀也将放缓。尽管市场观点上下波动，我们的观点始终保持。我们有当更有信心继续坚持这个观点。"

20070510 中国货币政策执行报告 2007Q1 "2007年第一季度，我国国民经济保持平稳快速增长势头，消费增长进一步加快，农业生产形势平稳，经济效益继续提高，居民消费价格涨幅有所上升。第一季度，国内生产总值同比增长11.1%，居民消费价格指数同比上涨2.7%。

中国人民银行继续实施稳健的货币政策。2007年以来四次上调金融机构存款准备金率共2个百分点。发挥利率杠杆作用，再次上调金融机构存贷款基准利率。货币、信贷增长出现放缓迹象，但总体看依然偏快。截至2007年3月末，广义货币供应量M2同比增长17.3%，增速同比降低1.5个百分点，但比上年末加快0.4个百分点。金融机构贷款增长较快，3月末，人民币贷款余额24.0万亿元，同比增长16.3%，增速同比提高1.5个百分点。人民币汇率弹性进一步增强，3月末，人民币对美元汇率中间价为7.7342元，比上年末升值745个基点。

总体看，当前经济增长动力强劲，在国际经济环境总体依然有利，国内居民收入、企业利润、财政收入改善的大背景下，国民经济将继续较快发展。但也要注意到当前经济运行中还存在一些突出矛盾和问题，主要是经济增长速度偏快的趋势有所加剧，固定资产投资存在反弹压力，贸易顺差继续增加，流动性依然偏多，而在此背后潜藏的是更深层次的经济结构问题。此外，经济增长的环境、资源压力加大，节能减排形势严峻，也对经济可持续发展构成制约。下一步要防止经济由偏快转为过热，避免出现大的起落。

我国金融机构贷款投放存在比较明显的季节波动。1998 年以前，金融机构贷款增长呈现上半年少、下半年多的态势，上半年新增贷款占全年贷款的比重较低，大致在30-40%左右波动。这主要是由于当时货币政策实行贷款规模管理的直接调控方式，商业银行往往在年底突击发放贷款，以扩大下一年贷款规模的基数。1998 年中央银行取消贷款规模控制后，商业银行“抢基数”动机消失，上半年贷款占比上升，1999-2002 年平均为46.5%，但贷款进度比较均衡的状态并未稳定下来，从2003 年开始出现上半年多、下半年少的贷款投放模式，特别是集中在第一季度突击贷款。2003 以来上半年新增贷款占比都在60%以上，2006年甚至达到68%，其中仅第一季度就占近40%。2007 年第一季度新增贷款1.42万亿元，同比又多增1678 亿元，投放仍然偏多。商业银行追求所谓“早贷款、早收益”是形成这一贷款季节波动模式的重要原因。目前，我国商业银行内部绩效考核及信贷管理体系存在过于强调当年利润的问题。商业银行分支行在贷款投放决策时过度放大贷款对当年利润的贡献，把增量贷款的收益局限在一个年度内考虑，忽视信贷资产在整个运行周期中的收益。特别是由于短期贷款期限在一年以内，商业银行年初投放的动力明显大于年底；而中长期贷款的季节波动相对较弱。"

20070512 GS UEA The Equity Market Ain’t the Economy "美国股市revenue/earnings与美国宏观经济并非一一对应，差别在于：

1.GDP往往关注实际GDP增速，而股市在意名义值。

2.美股的行业结构跟美国经济不同。标普500的公司中，科技和能源占比更高，上市公司中的房地产企业占比很小，更没有政府部门。

3.美股海外收入更多。

我们预期即使考虑到inflation因素，美股收入也将继续跑赢美国经济，但在2008年会反转。

（我再添加一个因素：企业部门天生是经济当中的high beta部门，当整体经济增速高于潜在增速的时候，盈利倾向于更高，应收似乎倾向于更高。）"

20070515 GS Daily Inflation and the 鈥淐omfort Zone鈥濃€擭ot Quite in the Couch, But on the Armrest\_ 最新通胀数据低于预期，较好。OER近期在快速放缓。

20070521 GS Daily Consumer Confidence- Which Index\_ Depends on What You Want to Know "我们比较了几个消费者信心指数，没有某一个指数确定的比其他的好。

ABC News/Washington在track consumer spending方面边际较好。在track changes in unemployment方面，明显的是Conference Board的分项指数更好，attitudes toward job availability。Michigan指数虽然没有明显优势，但它更为详细。

各个分项指标显示消费者信心在走弱，但不算太弱。"

20070524 GS Daily Inventory Cycle Now Looks Shorter, Though Sharper 最新数据显示制造业去库存周期似乎结束了。ISM回升，我们关注的S/I也触底回升了。看起来从2006年中开始的去库存周期宣告结束，比预想的要短。

20070531 bwam Who is Making Money How and Why 过去一段时间vol和carry都很低。Vol低，那么很难从价格变动中赚钱；carry低，更难赚钱。但实际上，Hedge fund最近仍在赚钱。我们replicate发现，HF没有提供alpha，它们的回报全部可以用beta解释。

20070601 BCA, The Bank Credit Analyst, Climbing The Wall Of Worry; Can The Corporate Profit Boom Last "[美国经济继续软着陆] Climbing The Wall Of Worry

房地产仍是消费和美国经济的主要下行风险。房地产库存高，房价远未出清。借贷条件的紧缩效果还未充分显现。现在次贷市场以及基本关闭，低收入者不再能够借贷买房，这部分购买力贡献了去年的20%购买。我们继续认为还需要很多年，而非几个月才能结束房地产的拖累。虽然建筑活动的拖累可能2007年就会结束，但房价对消费者财富的拖累还要更久。

但需要注意的是，就消费而言，就业远比——far more important——油价、房价和股价都重要。只要有就业，就可以消费。如果就业转负，那么将产生恶性循环。各类就业指标指示就业尚好。不过企业仍很谨慎，表现为core capital goods order很弱。

[流动性依然充足]

牛市总是以充足的流动性为背景，本次也不例外。流动性最初来自联储降息，之后联储已经回归中性；现在来自其他国家的宽松政策，全球流动性储蓄，与此同时，金融系统愈发拓展出新的创造流动性的方式。当前流动性充裕体现在PE和对冲基金在募资的时候很容易，股市的并购活动也持续走高。" "市场已经price out了原来的降息预期，现在预计仅有50%的可能性2007年降息25bp。

如果失业率回升至5%，那么联储可能感到需要进行insurance cut。" "全球经济和金融环境仍然对风险资产有利。流动性充裕，投资者风险偏好较强，通胀低意味着央行不需要过度紧缩。

高配股票。美股已经5年没有调整10%以上的调整，这明显超出历史情形，但周期意义上依然看涨。充足的流动性，rampant deal-making（即并购）和较好的估值都支持股票看涨。当然，我们认为美股将继续跑输全球股票。

我们与机构投资者交流发现，担心仍然存在，并且还是那几个担心：担心通胀快速上升，担心增长过弱，担心贸易保护主义、高杠杆以及地缘政治风险。

中性配置债券。全球债券实际收益率都在上升，反映了全球增长向好。真实利率的上升不一定是坏事情，这跟由于通胀预期导致的收益率上升是很不一样的。实际上，美债的上升是最弱的，因为美国经济偏弱。向前看，美债收益率的上行空间有限，因为房地产走弱。"

20070602 GS UEA Turns of Trade 近期美国增长有明显回升趋势，一季度增长几乎停滞，二季度增长再度向好。一个重要特征是工业部门恢复，ISM反弹，这可能源于全球向好以及过去半年多的去库存结束。

20070605 GS Daily Thoughts on our Forecast Change- What Went Wrong and Right "（高盛在最为错误的时间改变了观点…）

我们改变了观点。我们现在不再认为2007年联储会降息，并且认为10年收益率将在2008年底逐步上升到5.5%（但实际上收益率从这个时点开始进入趋势性下行）。

我们看错的地方，最重要的是就业市场的韧性比我们设想的要强。失业率没有上升。一个困惑是居民建筑部门就业没有如期滞后性的走弱。我们猜测部分原因是birth/death model，但即便如此（又给出其他解释），就业部门韧性较好，而且其他就业指标也显示就业尚好。（BCA也认为就业尚好，但BCA却预期会很可能降息一次，why？）

我们的第二个错误是没有看到制造业如此快的复苏。Q1的去库存很猛，这意味着补库存空间存在。我们近期上调了Q2和Q3的GDP预测，很大程度上源于制造业的恢复。

当然，我们相对准确地看到了房地产的持续走弱，我们对房地产的悲观已经持续两年。即使现在，我们依然不看好房地产，因为库存高，且房价调整远未到位，没能让affordability修复。我们也准确判断了通胀的走弱。虽然通胀走弱可以让委员更倾向于降息，但这要求降息至少要on the table；现在就业没有走弱的情况下，降息选项并没有on the table。

最后，对于房地产如何溢出到消费，这尚未有定论。去年Q4和今年Q1的消费强劲源于油价下降和温暖天气。此外就业市场较好，也意味着消费韧性强。还要往后看。

"

20070607 GS Daily Markets Throw in the Towel on Fed Easing鈥擜lmost 今天没有什么宏观事件，但美债收益率出现了三年来的最大单日上升，这几乎标志着市场彻底投降，不再预期联储降息。

20070609 GS UEA A Kinder, Gentler Labor Market Slowdown "当前就业确实在减少，居民部门调查显示就业人口/总人口比例在下滑。但失业率数据却没有下滑，这主要是因为参与率同等幅度下降。具体表现是，是hiring的减少比firing的上升要强。

参与率的下降比失业率上升要好一些。1.退出劳动力市场，而非求职，说明这些没有就业的人没有养家糊口的压力，他们通常是年轻人，通常可以得到家庭救助（换句话说，支出得以保持）。2.减少了就业市场其他就业者的竞争压力，这也帮助居民信心维持高位。

因此，官方对参与率的下降的关注就小于对失业率上升的关注。"

20070613 Gavekal A BriefReviewofOurInternalDiscussions 近期的债券市场收益率回升符合我们的大观点：美国的mid-cycle slowdown结束了。在一年以前，美国经济开始slowdown，这既符合我们的预期，也符合联储预期。直到2007年2月份次贷问题爆发，公众才意识到问题，而这已经接近mid-cycle slowdown的结尾了。 债券收益率升破5.0%，背后的大背景是全球过剩储蓄的结束。

20070616 GS UEA Rate Hikes—Only North of the Border Q2的GDP不错，债券市场sell off，现在市场已经开始讨论联储下一次可能加息了。

20070618 bwam Increasing bond volatility, falling currency volatility, increasing "（把债券vol和货币vol联系起来了，很好的分析）

Bob Prince:

债券市场的vol上升了，而货币市场的vol却保持低位，这继续让carry trade获利颇丰。

近期高利率货币跑赢。新西兰央行试图抑制新西兰元的升值，但效果不大。当前高利率货币跑赢的程度已经达到历史极值水平，用Rolling 6mo Correlation of short rate levels and currency returns来衡量，当前是75%，是历史最高水平了。而这个correlation与Global currency implied vol是高度同步的，还是那个规律，低Vol和高carry trade回报的亦步亦趋的。

债券市场vol的上升通常领先currencies vol的上升。因为bond vol通常对应着货币政策开始出现相对变化。不过最近的债券市场vol上升主要是高利率债券市场的利率上升，反而在扩大利差。

历史规律显示，correlation是mean reverse的。"

20070619 GS Daily Housing鈥擬ore Cracks in the Foundation 近期的收益率上升让房地产市场边际上进一步承压。

20070620 FOMC Greenbook 过去六周的经济数据略微好于预期。消费虽然比预想的要弱，但就居民收入上修，就业持续保持韧性。企业投资的走弱也有触底迹象，库存已经进行了显著调整。当然，房地产如期继续走弱。就目前而言，次贷问题没有外溢到其他部门的迹象。 现在市场已经没有那么担心增长下行风险，投资者也不再预期联储未来显著降息。

20070621 GS Daily Rising Inflation Expectations鈥擲hould We Worry\_ 伯南克比格林斯潘更在意通胀预期指标的走势。当前长期通胀预期基本稳定。

20070622 BCA.gis GISjun07\_22so\_pt1 MACRO THEME GLOBAL RESYNCHRONIZATION 2007年三季度的主题是Global growth resynchronization: 美国增长已经过去了它的soft patch，逐步回升至潜在增速。EU restructuring和中国的长期低通胀扩张让全球需求摆脱了对美国消费者的依赖。

20070623 GS UEA Inflation Pass-by More Likely Than Pass-through 近期能源和食品价格上涨，让市场参与者有些担心是否pass through到美国核心通胀。我们认为不会。

20070626 GS Daily Housing vs. Manufacturing- A Most Unusual Tug of War 美国经济在Q2出现了制造业和房地产之间的拔河比赛——这两个部门是经济最为周期性的部门。在历史上，两者如此严重背离的情形出现过8次，其中5次是以整体经济走弱来结束的，另外3次是整体经济之后大幅走强。虽然房地产在美国经济的比重在下降，但当前市场预期2008年增长在潜在增速附近，这个预期仍面临挑战。

20070627 GS Daily Mortgage Applications- A Broken Gauge "我们大约在3个月以前提示房贷申请指数可能失真，现在我们对此更加确定。背后的原因是次贷危机冲击。

房贷申请指数位于高位，但这并不代表房地产企稳。原因包括：1.由于拒绝率上升，因此申请人多次申请。2.借款者样本在调整等其他原因。我们定量的研究发现，房贷申请指数与房屋销售的正相关性在2007年初break。"

20070628 FOMC Transcript "伯南克：

FOMC参与者的整体观点是，2007H2和2008-09美国经济将会逐步回升。最大的风险依然是房地产，主要源于房贷市场。但当前还没有看到房地产市场对其他部门的影响，并且除房地产以外的需求都很好。A number指出全球增长在走强。投资正在低位回升，制造业整体上在向好。消费受到油价、房价走弱影响，但受到就业支持。就业保持强劲。增长上下行风险平衡。Some担心次贷风险，以及其他金融产品风险，以及可能的流动性下降。但我认为，a bit of cooling in the financial markets might not be an entirely bad thing.

我个人觉得最困惑的依然是就业市场。我本来预期经济软着陆和通胀放缓将伴随就业市场降温，但就业市场没有迹象降温。如果劳动力市场迟迟不降温，那么我会继续担心通胀上行风险。就业市场我会密切关注。房地产市场继续是最大的下行风险，房价是资产价格，所以不确定性更高。" "伯南克：

核心通胀走势不错，这反映了mildly restrictive policy. Afew认为通胀改善是暂时性的。总体上，大家认为通胀仍然存在上行风险，并且通胀是主要担心。" "伯南克：

FOMC对政策分歧不大，市场也与我们看法相同，债券收益率上行说明市场看法朝着我们靠拢。实际上，债券市场发挥着自动稳定器的作用。We are in a very good place. "

20070630 GS UEA The US Net Investment Surplus—Is It for Real FOMC依旧在担心通胀上行风险。

20070701 BCA, The Bank Credit Analyst, What’s That Tearing Sound; Perspectives On The Commodity Boom "[软着陆进行时] What’s That Tearing Sound

美国经济没有明显变化，预计在2007H2继续保持弱于潜在增速。美国房地产市场泡沫却是已经破灭，但对就业市场和消费的冲击尚且可控。全球增长正在以过去30年的最高增速在增长。

房地产信贷供给紧缩明显。次贷几乎关闭，这在2006年贡献了20%的房贷供给；现在Alt-A市场也受影响，这部分在2006年创造了15%的房贷供给。

消费将会走弱。虽然房地产建筑活动在未来几个季度将不再拖累，但房价走弱仍然继续抑制消费者。消费的关键是就业，就业市场仍然稳健；然而即便如此，消费保持疲弱仍然非常有可能性。就业增速实际上已经走弱，消费者信心也在边际走弱。当然，只要就业持稳，消费只是放缓而不是崩盘。

Q2的GDP因为库存而反弹，但剔除库存以后的final sales预计在2.25%这个过去几个季度的均值。全球增长向好，这是非常好的发展。

[金融风险在暴露]

Bear Stearns的两个对冲基金大幅亏损，市场进一步担心次贷问题比之前想象的严重。事实上，当前金融体系杠杆确实很高。股市的margin debt比1990s科技股泡沫顶峰期间还要高。但杠杆只有在问题爆发以后才知道有多高，1998年的LTCM和2006年的Amaranth出问题前完全没有征兆。

次贷问题在当前还没有造成严重的——major——的contagion问题。prime房贷和企业信用债市场暂时没有明显受到影响。

但并非完全没有问题。The TED spread——3m Eurodollar和Treasure rates之差——已经突破过去几年的高点，显示对银行的信任在下降。银行股价相对表现也在走弱。BlackRock在IPO以后表现很差（它刚被中投投资过）。但是，银行资产负债表很强劲，因此系统性的金融危机的可能性不大。信贷问题将在很多投资者之间分担，而不至于像过去一样集中于银行部门。企业部门的资产负债表也不错。当前有人与LTCM时期相比较，我们也确实看到企业的资产负债表开始有恶化趋势。leverage loan市场也面临压力。" "增长疲弱将保证通胀压力继续走弱。

虽然许多央行表示担心通胀，不过这是央行的工作，实际上通胀数据并不高。" "市场已经大幅下调了联储降息预期，但我们认为联储2007年仍有可能降息，因为比较有可能看到信贷市场保持混乱，温和的通胀和上升的失业率。

仅仅是低通胀和近期的信贷市场混乱还不足以让联储降息，只要失业率保持低位，联储就会继续担心未来通胀前景，联储有一个output gap的思维，因此需要看到失业率上升。" "[金融市场的低波动时代已经结束了]

尽管信贷市场问题尚且控制在最高风险类的资产。衰退和熊市的条件尚不存在。历史上，往往需要高通胀和紧货币才能让股市进入熊市。事实上，如果发生金融风险，这可能导致联储降息，反而支持股市表现。

高配股票。美股可能继续挣扎一段时间，但周期性牛市仍然完好。估值仍然合理，盈利增速虽然在下降但持续好于预期，Margins在Q1实际上在上升。通胀前景温和。企业在releveraging，这利于股票。在上述背景下，股票估值有望进一步上升。我们构建的bear market indicator也显示不存在熊市风险。

中性配置债券。10年国债收益率可能在5%附近波动。债券收益率的上升反映的是全球因素。全球投资在回升。在2003年中到2006年中，债券收益率在4-4.75%区间波动，现在可能是在4.5-5.25%的区间波动。

"

20070701 IMF World Economic Outlook update 将全球增速从4.9%进一步上调至5.2%。美国增速下调0.2pp至2%，2008年中应该可以恢复到潜在增速。

20070701 PIMCO The Slip Between the Cup and the Lip \_ PIMCO "（这篇文章讨论了，通胀预期的稳定，是阻止upside inflation shock自我加强的关键，其中主要是通过阻止劳动力要求更多工资来完成的）

通胀预期既受到已有通胀的影响，也存在前瞻性，问题在于我们并不知道两者权重是怎样的。此外，我们知道当经济周期扩张的时候，upside inflation shock更容易导致通胀预期上行；经济走弱的时候则不容易。但我们并不知道所谓的cyclical slack如何影响通胀预期。更根本的是，没有实证研究搞明白了通胀预期如何影响了工资形成过程。我们知道，央行是从失业率、工资到通胀的这个逻辑来思考的。

从预测的角度出发，工资并不能很好的预测通胀。实际上，所谓price-price菲利普斯曲线，即自变量是滞后的通胀、失业率、通胀预期和其他几个变量，对通胀预测还可以，并不加入工资。Wage-price Phillips Curves其实预测效果并不好。

因此，这有些令人不安。一方面，央行政策制定者从失业率角度来看待通胀走势，另一方面却没有数据表明工资影响通胀。

在我看来，通胀预期的稳定为何重要？关键在于，它inhibit labor from demanding to be ""made whole"" for upside shocks to inflation. "

20070703 GS Daily How Big a Consumption Slowdown\_ Auto和same-store retail sales在2007年大幅走弱，而GDP的消费却尚稳，两者明显背离。虽然Auto和same-store仅占销售的5%——部分原因是服务业消费占消费的60%之多——但AS和headline消费是高度同步的。我们预期2007H2的消费会明显走弱。

20070707 GS UEA Upbeat Execs vs. Wary Consumers 当前ISM向好，反映企业部门信心不错。但居民部门信心在走弱。

20070709 GS Daily Where the Job Growth Is, and Why it Matters 最新就业数据确实仍然不错。但我们发现那些leading行业的就业已经转差，这些行业包括：residential housing (residential construction employment), Banking (crdit intermediation and related activities), Employment services (employment services)。现在就业仍然不错的是那些滞后于经济周期的行业。

20070710 GS Daily RMBS + CDO- An Unappetizing Alphabet Soup 标普把120亿的居民房贷抵押贷款下调评级，引起市场波动。虽然市场早就预期到这件事情的发生，但实际发生的时候还是有影响。标普同时说，正在研究对CDO的评级变化。CDO很多是结构性产品，把房贷分为各个tranch，非常不透明，而且很多具体产品根本不具有流动性较好的二级市场，定价也说不清楚。所以投资者依赖标普评级来进行风险管理，CDO的评级变化对市场冲击将很明显。

20070711 Barclays\_Global\_Outlook\_Implications\_for\_financial\_markets\_July\_2007 "全球市场有两个主题：第一是全球市场正在关注美国次贷问题的发酵，第二是全球非美增长持续向好。

当前出问题的两个对冲基金看起来像是LTCM的缩小版，可能继续导致其他对冲基金面临margin call，很多流动性较差、高风险市场都受到冲击。但这是过去长期信贷宽松反转的一个标志，并不是重大信贷紧缩的开始。我们预期次贷问题不会冲击全球经济，甚至不会冲击美国经济。"

20070713 Gavekal TheTEDSpread-ItsDifferentThisTime "Ted spread在上升，但这次不一样，这并不是严重问题。以往这个spread被用来预测流动性紧缩。这次Ted spread上升是源于US 3M T-bill yields的下降，这史无前例。我们不认为这代表的严重的问题。

当然，Ted spread在上升、VIX在上升、信用利差在扩大，这个组合确实是令人忧虑的。"

20070716 Shiller The Liquidity Puzzle 从2005年开始，市场开始愈发讨论所谓"the world is awash with liquidity"。但这个没有确切的含义。在1987年前和1999-2000年期间，市场也曾用这个短语。在我看来，这个短语代表着投资者对于当前的高估值已经不再具有信心，普遍感觉当前估值已经有泡沫性。

20070718 GS Daily Dissecting Bernanke 伯南克的国会发言表明，FOMC现在预期在2008年美国增长将低于潜在增速。这意味着FOMC下一步是偏向于降息而非加息。

20070726 GS Daily Financial Conditions- Tighter than They Look 虽然FCI整体没有变化，但这掩盖了FCI的内部结构变动。FCI衡量的是信贷价格，而非信贷可得性。当前无风险收益率在下降，但利差在扩大，信贷的可得性下降了。

20070727 Bwam Is This the Big One "我们始终认为，金融体系的crazy lending and leveraging practices在金融系统产生了的脆弱性，leading us to believe that interest rates will rise until there is a cracking of the system.解释广泛的贪婪将反转为广泛的恐惧情绪。我们并不知道这何时发生，也不确定当前的次贷问题是否是the big one. 我们知道的是：1.我们试图避免这个lunacy愚蠢，2.没有人知道金融市场contagion会如何play out.

如何play out取决于金融市场交易者互相之间的头寸如何。How it will play out is a function of who is carrying what positions and how these positions and players knock up against each other。几个月以前，我们对各类市场参与者的position进行了广泛的研究，特别是衍生品市场，我们读了上万份金融中介的报告，以及各类政府监管报告。最后结论是，没有人真的能弄清楚全貌。中介也许知道自己的对手方是谁，但并不知道对手方的资产负债表到底如何。当衍生品名义值已经达到450万亿美元。

" "美债是treasre or trash？一般来说，美债是safe-haven资产。但我们看到本次美元将有走弱压力，会类似于1976-78年，美元走弱的同事，美国国债收益率会上升。

#思考：桥水一方面一直说自己避免这个lunacy，一方面在看多整体增长。"

20070730 bwam Symptoms of a Leverage Problem "（桥水把次贷危机当成最先出问题的地方，认为后续还会出新的问题，并没有意识到这既是开始，也是周期的终结）

Greg Jensen:

过去几年全球金融市场的更高提高，让我们非常担心。It appears to us that the massive liquidity pushed into the dollar in recent years has led to many financial excesses（金融市场杠杆跟宏观大背景是相关的）。当前头条上的leveraged loan pipeline problems, sub-prime mortgage problems are likely only the first to be revealed. It is our guess that many more excesses of this era will be revealed in time. While the headlines suggest that the problem is nervousness caused by sub-prime credit problems spilling into LBOs, it would appear to us that both problems are just the symptoms of the bigger disease of a significant financial fragility built on too much liquidity for too many years.

Leverage Loans的问题是在投资银行的库存。The way the LBO process works is that a deal gets announced; syndicated loans are made by a consortium of banks; it then takes the banks a month or two to market the loans to investors and sell them off. Banks are currently encountering trouble selling deals to the public (since April or so). Since March, about $310bn in LBOs were announced, so if the backlog in getting the loans to investors is that large, that implies a pipeline of $300bn. The loans are senior to the bonds, and the hedging in the loan market has contributed to a rise in spreads in the corporate bond and CDX markets. Spreads have reverted to what would be about historical norms.

对于次贷，损失也有限。The mark to market losses are (by our rough estimates) north of $80 billion. So far, though, it looks like these losses are distributed and in many cases in the hands of investors who do not mark to market. What we have seen so far from the mortgage market and the levered loans market will not likely be enough to cause a wholesale crisis. " " 当前企业收入、就业和居民收入都还不错，这个时候还暴露出这些信贷问题。如果经济进一步放缓，还会暴露新的问题。

（直到2007.7，桥水也跟其他机构一样，计算次贷损失的绝对额，而没有考虑流动性冲击，即主要仍在考虑偿付性问题）"

20070730 Gavekal GlobalEconomicActivityandUSRealBondYields 如果不是次贷危机，美债收益率应该因为全球动能而上升100-150bp。我们认为全球动能将战胜次贷的拖累作用，我们认为美债收益率将上升。

20070730 GS UEA The Financial Decelerator "近期金融市场出现大幅恐惧情绪，信贷条件出现了广泛的收紧：次贷ABX BBB-在6-7月大幅上升，企业债券CDX IG也在7月份大幅上升，S&P 500本周下跌5%，其中金融中介领跌。然而，CDX等Spreads即使回升，其绝对水平仍然处于历史上的不高水平，显示问题还没有明显扩展到企业债市场。

近期的主要变化不少credit price的上升——GSCFI基本稳定——而是credit可得性的减少，即less creditworthy的借款者难有借到钱，这对应的是货币政策的credit channel. 近期暂时可能还称不上credit crunch, 可以说是credit crimp，已经开始冲击其他市场，例如股市和房地产市场，房贷市场最近的问题是AltA也有明显问题了，不仅是次贷。对经济的影响渠道包括：1.住房投资进一步收缩。2.CAPEX走弱，但我们认为企业负债表较好，应该受影响有限。3.消费走弱。

我们尚不改变对经济前景的判断。下一步密切关注的首先是市场指标：CDX，Loan issuance, Spreads on swaps and commercial paper, VIX。然后是经济指标，包括消费、就业等，看经济的健康程度。" "暂时判断联储nervously on hold.

联储依然认为通胀风险最大，但市场也逐步定价有60%的可能性在10月降息。

联储有两种可能降息：1.确定看到经济明显走弱，但当前就业很好，首申好于预期，非农也很好。2.金融市场波动以后降息，当前情形更像是1998年LTCM的情形。"

20070801 2007年夏季CCER中国经济观察（总第10期）货币过快增长引起通货膨胀\_宋国青 "从主要经济指标的情况看，可以认为二季度出现了全局经济偏热的情况；在现在的通货膨胀中，货币过快增长和猪肉供给紧张都有贡献。供给结构的问题在 2003-04 年间也存在，那时是煤电油运，现在是猪肉。即使目前经济偏热的幅度还不大，在进一步的紧缩政策出台不及时或者力度不够的情况下，按目前的趋势也会很快走向严重偏热，剔除肉类价格变化以后的通货膨胀率会继续上升。

可能 2006 年四季度的生产水平相对于潜在生产水平略为偏低，2007 年一季度大致适当，到二季度就偏高了。

在生产水平偏热或者偏冷幅度不大的情况下，只根据产量数据很难估计生产水平偏离正常的幅度甚至方向。如果假定潜在生产水平的增长是稳定的，而现在的生产水平没有大幅度偏高，那么 2004 年的经济不仅不偏热，而且还偏冷。这样就解释不了 2004 年总体通货膨胀率相当高的情况。 2003-04 年情况的一个解释是，那时存在着明显的供给瓶颈。2003 年以来的投资大幅度增加了瓶颈部门的生产能力，使得总的生产能力迅速提高。这个解释的一个含义是，潜在生产能力的增长率可能是相当不平稳的。在这样的情况下根据一般方法来估计潜在生产能力会产生明显的偏差，而且各种方法对于端点的估计通常是有很大偏差的。一种有影响的看法认为，现在没有出现 2003-04 年那样的“煤电油运”紧张的情况，其他方面也没有显著的短线，所以经济没有过热。这个看法将过热和存在明显的瓶颈两件事情在一定程度上等同起来，是有问题的。由此来说，就生产数据本身来判断现在的生产水平是偏高还是偏低，不能给出清楚的结论。二季度的工业生产增长速度显著超过了潜在生产能力的可以想像的增长速度。保持这个速度，即时现在还没有偏热（但不严重偏冷），也会很快达到严重偏热。

从工业生产的情况看，总需求增长率“主动增加”更为明显，显然不能用猪肉供给方面的情况来解释工业生产增长加速的情况。不过，全局经济明显偏热看法的依据并不是生产增长率的上升，而是通货膨胀率的变化情况。"

20070801 BCA, The Bank Credit Analyst, Panic Attack; Inflation Angst A Mid-Year Visit From Mr. X "[软着陆仍是基准预期] Panic Attack

The mini-meltdown in U.S. credit markets并不预示着经济衰退或熊市。美国经济会在未来几个季度由于房地产放缓和消费者紧缩支出而继续保持弱于潜在增速。但这也意味着通胀压力将走弱，联储不会加息。

房地产仍在走弱。房地产投资/GDP仍在历史高位，房价增速虽然放缓，但房价水平在高位。房地产不会把消费拖累到过于弱的程度——房地产可能从四个方面影响消费者：1.减少房地产相关就业，但整体就业上好。2.价格下降的财富效应，但房价迟迟尚未显著调整，今年股市的上涨意味着居民财富实际上在改善。3.房贷负担加重，但FACL计算的房贷支出利息总量其实不大。4.居民信心下降，但其绝对水平仍然较高。因此，问题的关键仍在就业市场。当然，我们也并不看好消费，企业部门也比较谨慎，我们预期消费将在2-2.5%左右，这意味着经济将保持疲弱但不会衰退。

[次贷问题影响正在扩散，但尚可控]

次贷contagion已经外溢到广泛的信贷市场。市场对衰退和熊市的讨论越来越多。市场发生了许多重大的re-prcing，例如ABX和swap spreads已经持续上升，企业利差也在上升，银行股票大幅下跌。现在市场已经完全不再相信说房地产放缓是短期的且不会外溢到其他市场。

但外溢效应仍然可控。应当看到问题尚控制在最低评级部分。当前NFIB小企业调查没有显示重大信贷可得性问题。联储马上也要公布7月信贷官调查。银行债券相比企业债利差也还在低位。基本面也还不错：银行和企业的资产负债表非常好，就业市场也不错，全球增长也很好——全球现在愈发不依赖美国消费者，这是近期一个重大积极进展，以至于全球主要央行更在意过热问题。过去美国金融市场自满情绪过多，当前是市场情绪回归一个正常水平上。当然，过去太过自满，但当前钟摆可能回摆的太过了——毕竟美国经济基本面仍然不错。

联储暂时不会出手。联储早就认为市场的乐观情绪太高，所以当前的市场调整并没有完全超出联储的期望。事实上，如果像1998年LTCM那样，联储通过降息来应对重大金融风险事件，那么这有可能让牛市走的更远。仅仅一个对冲基金还不足以让联储降息。" "[通胀压力下降]

导致通胀上升的周期性压力已经存在一段时间了，例如能源价格上升、失业率低位、美元走弱、信贷回升，但核心CPI实际上是在走弱的，我们的Pipeline Inflation Pressure也已经回落。这说明结构性的抑制通胀的力量仍在起作用。" "我们认为联储在2007年底、2008年初降息的可能性较大。

联储自己也看到了通胀压力走弱的事实，但仍然认为通胀存在上行风险，这是因为联储很关注失业率处于低位这个事实。我们认为就业很可能走弱，这意味着将会降息。Fed Monitor也已经明显进入需要宽松的区域了。" " 高配股票。股市短期可能仍有波动，但牛市尚未结束。估值上升的条件仍然存在（然后概览了BCA关于股市的几个indicator）。股市盈利仍然表现不错，说明margins仍在高位。

中性配置债券。继续保持对企业债的低配，但如果未来企业债跌的太多，对企业债的短期购入机会将会出现。"

20070801 BCA, The Bank Credit Analyst, Panic Attack; Inflation Angst A Mid-Year Visit From Mr. X "[我们坚持认为通胀上行风险不大]

市场确实在担心通胀，因为通胀的周期性压力已经存在一段时间了。1.油价和大宗价格上涨。2.全球增长强劲。3.亚洲的disinflation的最强阶段已经过去。我们反过来思考：要知道，尽管上述周期性推升通胀的压力持续存在，但当前主要经济体的通胀仍在2%附近，这让人印象深刻，这恰恰说明了结构性抑制通胀的力量。我们认为结构性抑制力量仍然存在，包括全球化、技术进步和市场化改革。

当然，我们密切关注通胀压力，当前通胀先导指标也并没有指示通胀上升。我们预期全球增长不会加速了，主要央行已经移除了货币宽松，而且美国消费者走弱对全球的拖累也会在未来半年逐渐显现。贸易保护主义对我们的结构性解释构成风险。

实际上，如果增长过强，这可能导致货币过度紧缩——当前的中央银行家们普遍偏鹰派——进而导致经济和资产价格衰退，最终反而导致通缩风险。

预测通胀的方法主要有三种：1.cost-push. 2.output gaps. 3.monetarism. 下面依次分析。

[大宗价格上涨并不意味着Core上升]

油价和大宗价格上涨对通胀的推动渠道，也被称作cost-push渠道。现在很多人讨论为什么仅仅关注core而不关注headline。这是因为油价和农产品受供给冲击影响，波动大，货币政策不能因此反复变化，而且本来也难以对冲供给冲击。此外，headline对core的传导在2000前后开始系统性下降——即使考虑一定滞后性（这个滞后性应该是几个月的尺度上，如果考虑1-2年的滞后的化，传导是存在的，这更多反映的是增长对通胀的传导）。

央行确实更加注意通胀预期了，但没有迹象表明油价和食品价格推高了通胀预期。当前调查通胀预期和TIPS BE都还稳定。" "...

[低失业率不意味着通胀将上升]

这个被称作output gap渠道。这个渠道的主要问题是不准确，特别是过去几年来。第一个原因是难以准确判断slack。曾几何时，如果失业率低于6%，就担心通胀，但1990s的经验说明6%不是障碍。用经济学的说法是，菲利普斯曲线扁平了。第二个原因是难以准确考虑全球产能，因为可以outsource from overseas.

央行确实关注output gap，央行担心通胀是有道理的，央行就是干这个的。但要看央行做什么。联储即使看到一个很低的失业率，也是在按兵不动的。当前美国工资增速仅仅3%（这个时候的BCA还没有准确看到关于工资的菲利普斯曲线是成立的）

[流动性宽裕并不意味着通胀将上升]

这个被称作monetarism渠道。流动性宽松确实可能推高资产价格，但央行并不盯住资产价格。也没有证据表明资产价格推高了通胀。只要通胀稳定，央行就不会加息。当然，最近放假上升让英格兰央行加息了。

本文也讨论了质量调整对CPI的影响。（BCA提到打算2007年底再度review通胀观点，但到时候其实已经开始考虑衰退问题了）"

20070801 PIMCO Bill Wheres Waldo Wheres W \_ PIMCO "（本篇应该是月中以后写的）次贷危机的问题在于，没有人真的知道这些出问题的次贷到底在哪里。最初人们以为只有Bear Stearns的对冲基金以及类似的机构有，后来发现德国银行IKB和法国银行BNP Paribas竟然也因为次贷大幅亏损。There really is no comprehensive data to allow anyone to know how many subprimes actually rest in individual institutional portfolios.

现在联储面临的问题是如何应对房地产市场走弱？根据当前市场对房贷违约率的预期，房价可能还要下降10%。要知道，10%的房价下跌对美国居民财富的侵蚀是及其巨大的，比股票下跌10%要厉害的多，因为大部分居民财富是房地产。联储即使降息200-300 bps也难以逆转之前的加息冲击——ARM interest rate的调整，而且也难以保证能够挽救私人次贷市场。此外，降息又可能加剧未来的金融不稳定。最后，Paulson对降息也并不完全支持，这将导致弱美元。

因此，我认为问题的解决不能仅依靠联储，而需要白宫和财政政策。为什么可以在1990s救助腐朽的S&L，可以在1998年帮助华尔街投行融资，却不能在2007年帮助美国借房贷的居民？通过Bail out speculators who deserve much worse, would support millions of hard working Americans whose recent hours have become ones of frantic desperation."

20070802 bwam Financial Fragility and Risk Aversion in an Environment of "（桥水也认为，只有进一步的紧货币才会导致大问题，还没有意识到问题的严重性）

（桥水把此时的问题与1998年作为类比。现在我对于bca barnes的评价实际上在上调）

Dalio:

..in our opinion this dynamic will look much more like the 1998 period, in which there was a financial crisis but not much of an economic impact, than a more severe economic/market crisis in which both liquidity declines and risk premiums rise... we think it is important to make clear that we believe that the abundant liquidity now in the financial system will continue to mask much of the market fragility that lies beneath the surface. This fragility will only come to the fore when money becomes tighter.（然后讨论了很多Hedge fund的问题，似乎桥水非常关注HF可能出问题）"

20070802 FOMC Bluebook 市场对次贷问题的担忧在上升，CDOs和CLOs都正在被重新定价。

20070802 FOMC Greenbook （staff没有特别强调次贷危机的影响）近期数据没有超出预期，上半年GDP增速是2%，符合预期。近期金融市场less supportive，BEA估计的生产率增速略弱，以及近期一些指标疲弱，我们预期GDP在2007H2和2008年增速为2%，下调了2%(??)。不过由于我们也下调了潜在增速——即增速gap变化不大——因此我们对失业率的预测没有太大变化。

20070802 Gavekal Does the US Face a Recession 全球股市大跌，当前被问的最多的问题是，美国经济将进入衰退吗？我们check了一遍主要领先指标：表现较差的是美国房地产——例如housing starts等——和收益率曲线。表现中性的是短端利率和美国居民财富积累速度。表现较好的是居民就业和收入、企业现金流、美国经济领先指标和ISM，短端利率水平（较低）。总体来看，如果当前认为美国经济会衰退，这等价于认为housing will prove to be enough of a drag to void all other indicators。我们不认为美国经济仅仅是房地产，美国经济韧性将强于市场预期。

20070804 GS UEA A Shift in the Bias 失业率回升，这是本轮以来第一次就业恶化的信息。不过非农表现较好，因此当前的失业率回升还不是smoking gun（确定的证据）。然而，ISM也在走弱。 我们预期本轮FOMC将政策立场调至中性。

20070806 GS Daily FOMC Preview- History Points to a Neutral Stance "8月7日的FOMC很可能回归中性立场，类似于1998年8月18日和2000年11月15日。1998年那次是集体决定。2000年11月，FOMC决定merely soften its inflation bias，尽管经济和金融市场在恶化。原因是当时失业率在3.9%的低位，工资和通胀yoy还加速。

尽管当前FOMC也在担心通胀，但失业率走高，通胀水平较低以及持续的低于潜在增速的增长环境，哈还有近期数据的广泛不佳——房地产、汽车和ISM，意味着联储有可能回归中性立场。"

20070807 BCA.gis GISaug07\_10 BLOOD ON THE STREET "当前风险定价是类似于mean reversion，信贷利差回到了正常水平。

重要的问题是次贷损失有多大？伯南克自己估计的总体损失是美国GDP的0.7%。这个估计远小于S&L当时的损失，当时损失是GDP的3%。"

20070807 bwam Diminished financing to U.S. households "（这篇文章分析了居民部门的现金流，很好，有启发）

Bob Prince:

当前的mortgage borrowing已经大幅下降了，而且consumer credit并没有填上窟窿。但是，居民消费增速却一如既往没有下降。居民正在通过减少对债券的购买，以及卖出股票来finance这个支出。（下面这句话特别棒就）In other words, instead of borrowing against their real estate assets households are liquidating financial assets in order to sustain their “standard of living.” The second of these sources of capital is the larger of the two by double, and is threatened by the corporate credit implosion. About half of the equity sales of U.S. households went to corporations or LBO firms who were financing the transactions on credit. If the financing of these deals dries up, the demand for those equities dries up and the ability and willingness of households to sell their equity holdings will drop proportionately.The combination of less leveraged demand for equities and a bit less cash flow implies a lower rate of equity liquidation by households and less available financing for the current rate of spending, which implies a slower rate of growth, all else equal. Of course, all else is not equal and the abundant global liquidity that first found its way into households’ hands via mortgage financing, and then via leveraged equity purchases, will find its way into somebody’s hands as long as it lasts. It is hard to know the next turn in the river of liquidity. （居民在维持这个支出增速的时候，居民的资产负债表在不断恶化。在房价高涨时，可以通过加入房贷来维持现金流；最近则是外资->LBO->LBO买入居民持有的股债；但随着LBO市场也出问题，流向居民的资金流需要新的渠道。桥式潜意识认为还有新的渠道。但后来没有了，居民消费在2007.11开始走弱）"

20070807 FOMC Transcript "伯南克：

FOMC参与者的整体观点是，增长将保持温和，消费将继续增长，因为就业强劲，收入增长，汽油价格走弱。企业投资也将温和增长，尽管生产率走弱和金融市场波动。全球经济强劲。不过下行风险比上次会议的时候要大一些，特别是房地产看起来更弱了。

信贷市场的变化值得关注。积极的一面是，市场重新对风险进行了定价。流动性仍然存在，信贷仍在创造，市场有望自己恢复。弱美元和低长债利率也可以对冲。消极的一面是，这仍房地产进一步承压，最悲观情况下，可能让企业和消费者无法获得信贷（即信贷紧缩，credit crunch）。

我认为，金融市场的变化确实重要。一开始可能很难理解为什么次贷市场仅仅1000亿美元的损失会让市场少了几万亿美元的纸面财富。有三个原因：1.广泛的repricing of risk。2.对评级机构不信任，对投资者能否准确评价风险的能力产生质疑。3.金融波动对实体经济拖累，进而恶性循环。

显然，市场并没有正常工作。有一些信贷渠道已经完全关闭了，一些公司融资出现困难。We are prepared to use the tools that we have to address a short-term financial crisis, should one occure. In the longer term, of course, our policy should be directed not toward protecting financial investros but, rather, toward our macroeconomic objectives. 但总体上，我认为市场会自发稳住。当然，确实有一定尾部风险，对金融市场和对实体经济都有。

增长最近确实显得弱了一些，主要源自房地产。汽车也不好，因此居民消费也不加。就业市场边际走弱，失业率从低位回升，显示有一些变化了，我预期将建筑业就业将进一步减少。所以增长下行风险确实略有增加。" "伯南克：

FOMC整体对通胀看法没有变化。最新通胀走势边际上是好的，但通胀上行风险仍然存在，因为暂时性因素可能翻转，劳动力市场偏紧，商品价格高，生产率下降导致单位劳动力成本上升。

我认为，近期NIPA修正是一个大事，显示生产率在放缓。生产率对通胀的影响是不确定的，生产率进步在1990s导致股市过热和总需求扩展，2000s初的生产率进步却伴随着无就业复苏和总需求走弱。在非常短期当中，如果我非要猜的话，我认为生产率走弱可能导致高通胀和紧货币，长期当中可能导致利率走低，因为增长放缓。

对于通胀，我继续看到通胀风险。此外，我还要添加一个评论。如果房价走弱让更多人租房，进而导致OER再度上升，这会增加通胀上行压力（WHAT？？？没有经济学逻辑啊！明显政策失误）" "伯南克：

我担心如果我们不再使用predominant并且只要同时提及增长下行风险，会让市场觉得我们已经回归中性，going mostly to balance。但FOMC整体上并未回归中性。"

20070808 Gavekal OurInternalDiscussions "思考当前与1998LTCM有何不同。

Louis：当前有对冲基金亏钱，也有对冲基建赚钱，而1998年则是所有对冲基金都亏钱。宏观经济背景还不错。联储出手的意愿将小于1998年。

Ahmad：衍生品交易有人亏钱，自然有人赚钱，这是衍生品交易的本质，只要能清算就行，Bear在损失以后证明是可以完成清算的。而且当前问题主要集中在低评级信贷市场。这本质上是利润从愚蠢的投资者转移到聪明的投资者手中。

Steven: 当前美国投资者还在持续去杠杆，这需要密切观察。诚然，当前估值已经很具有吸引力。

Anatole：金融危机的一个重要问题是谁将承担损失？Citi的报告显示，对于购买highly leverage loans的投资者而言，Fund是大头，而在银行中，欧洲银行比美国银行购买的还多。联储为啥要在意这些愚蠢的投资者亏钱？"

20070808 中国货币政策执行报告 2007Q2 "2007 年上半年，国民经济继续保持平稳快速发展，经济形势总体是好的。消费增速加快，农业生产稳定发展，经济效益继续提高，人民生活进一步改善。上半年，国内生产总值同比增长11.5%，居民消费价格指数同比上涨3.2%。

针对银行体系流动性持续偏多、货币信贷扩张压力较大的问题，中国人民银行维护总量平衡，基本回收了新增外汇占款投放的流动性。2007 年以来，人民银行六次上调存款准备金率共3 个百分点，三次上调金融机构存贷款基准利率。货币信贷虽然仍在高位运行，但过快增长的势头有所缓解。6月末，广义货币供应量M2 同比增长17.1%，比上年同期减缓1.4 个百分点；人民币贷款余额同比增长16.5%，比上年同期和2007年第一季度末分别加快1.3 和0.2 个百分点。上半年新增贷款2.5 万亿元，比上年同期多增3681 亿元。人民币汇率弹性进一步增强，6月末，人民币对美元汇率中间价为7.6155 元，比上年末升值2.54%。

下半年，国内外经济环境总体上仍较为有利，目前我国经济增长由偏快转为过热的趋势更为明显，贸易顺差过大、信贷投放过多、投资增长过快问题仍然突出；高耗能产业增长偏快，节能减排形势依然严峻；价格上涨压力持续加大，特别是一些涉及群众切身利益的食品价格和住房价格上较快。人民银行坚持把遏制经济增长由偏快转向过热作为当前宏观调控的首要任务。继续执行稳健的货币政策，坚持稳中适度从紧。

目前，我国还没有公布核心通货膨胀指标，但人民银行在关注整体CPI 的同时，也关注构成CPI 的各个细项价格的变动。从我国实际情况看，分析价格形势时，不应只关注剔除食品的核心CPI，对食品价格变动的影响也须予以足够重视。与发达国家不同，我国居民的恩格尔系数依然较高，食品价格在我国CPI 中的权重约为三分之一，从历史数据看，粮食价格波动是导致CPI 波动的主要力量。2003"

20070809 The Courage to Act A Memoir of a Crisis and Its Aftermath, Ben S. Bernanke (2015) "on August 9, BNP Paribas, France’s largest bank, had barred investors from withdrawing money from three of its investment funds that held securities backed by U.S. subprime mortgages. BNP Paribas said that it could not determine the value of its funds because of the “complete evaporation of liquidity” in the markets for those securities. In other words, investor distrust of subprime-backed securities was so great that potential buyers had withdrawn from the market entirely.

A wave of panicky selling in markets around the world followed. Investors were realizing that they did not know exactly who held subprime related securities, had little reliable information about the loans that backed those securities, and could not anticipate which financial entity might be next to deny them access to their money. Since the French bank’s announcement in Paris, key parts of the global credit markets looked as though they might seize up, with potentially grave economic consequences. A further blow occurred on August 15, the day of my email to Seth, when an analyst suggested that the largest mortgage lender in the United States, Countrywide Financial, might be facing bankruptcy. The Dow Jones industrial average fell steeply to a four-month low."

20070810 FOMC Transcript "电话会议，会后宣布：“The Federal Reserve is providing liquidity to facilitate the orderly functioning of financial markets. The Federal Reserve will provide reserves as necessary through open market operations to promote trading in the federal funds market at rates close to the Federal Open Market Committee’s target rate of 5¼ percent. In current circumstances, depository institutions may experience unusual funding needs because of dislocations in money and credit markets. As always, the discount window is available as a source of funding.

伯南克：大家早上好。金融市场变得脆弱了，ffr已经交易到目标5.25%之上，我们的Desk注入了流动性并宣告给了市场。Commercial paper funding和其他短期融资遇到困难，counterparty risk担忧上升。

Dudley: 美国commercial paper market尚在工作，但确实遇到了困难，特别是asset backed commercial paper (ABCP) market。现在融资期限在变短，许多变成了隔夜或7天，这也意味着以后每天到期压力在上升。

伯南克：我们在向市场注入流动性，而不是去支持资产价格。我对当前市场问题的理解是，当前价格发现功能受损，次贷流动性差，没人知道它们值多少钱，产生了general freeze-up。The market is not operating in a normal way. 我们注入流动性是让市场能够正常的为这些产品定价。So it's a question of market functioning, not a question of bailing anybody out."

20070811 GS UEA Slowdown Ahead (Even if the Markets Calm Down) "Concerns about spillovers from the subprime mortgage market and widening corporate spreads reached a full-blown panic this week. 联储、ECB和BOJ都出手注入流动性，ffr高于目标75bp，这已经达到LTCM危机时期水平，这是短期流动性紧缩的典型标志。

实际上，即使没有流动性紧缩，美国经济也将继续放缓。房地产建设大幅走弱，而且房地产对其他部门的溢出效应已经明显，消费已经有疲弱态势。实际上，股市当中的房地产占比很小，这也是为何美股盈利表现相对更好的重要原因。只要房地产没有外溢到其他部门，那么就不会明显冲击股市。如果GDP走弱，一般而言美股盈利会走弱；但2001-02年是例外，当时GDP回升乏力但美股盈利回升很强，这是因为当时margins回升强，而现在margins已经难以进一步扩大了。此外，对于美国大公司而言，30%的收入来自出口或海外子公司。" 通胀前景并不美妙。到2007年底的时候，OER的走弱估计也到头了；届时，商品价格上涨、弱美元以及生产率走弱等因素将给通胀带来上行压力。 "联储本意并不愿意降息，因为当前的问题是信贷可得性问题，而非资金成本的问题。此外，联储刚刚还在说通胀是""predominant policy concern""。

不过市场已经price in了90%的概率联储会降息，甚至也预计会在会议间降息。

我们预测失业率在2008年再上升0.4pp到4.9%，历史经验表明此时联储肯定降息。"

20070813 GS Daily Musings on the 鈥淔ed Put鈥 直到现在，看起来似乎联储还没有被说服要降息。

20070813 Vox The Central Bank as the Market Maker of last Resort "中央银行在normal times的操作是很简单的，稍微学点经济学和有一些高智商就足以胜任；但央行在危机时刻的操作是很困难的；而央行处理危机以后，如何避免引发下一次泡沫则更为困难。

经典的危机形态是银行流动性危机，此时需要联储发挥lender of last resort的角色。而当前的credit crunch or liquidity squeeze是发生在金融市场的——金融市场无法正常运行。Today, a credit crunch or liquidity squeeze manifests itself as disorderly financial markets... there is no market maker with both the knowledge to price these financial instruments and the deep pockets to credibly post buying and selling prices. 因此，联储需要成为the market maker of last resort.

关于联储法律的Section 13(3)给了联储这样的自由裁量权，但这需要联储承担一定的信用风险，需要联储主动为风险定价。历史上，联储并没有很好的发挥the market maker of last resort的职能。例如在1987年股市崩盘、1988年俄罗斯违约和2001年股市泡沫破裂的时候，联储干两件事：1.降息。2.对高等级抵押品提供流动性。事实上，降息并不能很好地的解决credit crunch，反而导致更大的泡沫。

A credit crunch and liquidity squeeze is instead the time for central banks to get their hands dirty and take socially necessary risks which are not part and parcel of the art of central banking during normal times when markets are orderly."

20070814 GS Daily Good News on Growth and Inflation 最新的零售数据和贸易数据还不错，虽然金融市场暂时可能不关注这个了。 通胀数据也还可以。

20070815 Vox Federal Reserve policy actions in August 2007 frequently asked questions (updated) 2007年8月9日，FOMC的Open Market Trading Dest对美国银行系统注入了流动性。流动性危机的爆发并不是因为基本面，当天没有宏观数据公布。但有两件事情引发了这一次流动性紧缩。8月2日，德国银行IBK宣布由于subprime loans而亏损，8月8日，欧洲最大的银行BNP Paribas有三个fudns也因次贷亏损。

20070816 FOMC Transcript "（市场大跌、市场流动性紧缩以后的FOMC电话会议）

伯南克：金融市场的压力更大了，市场参与者在去杠杆和对资产重新估价，我们看到了一定的panic和markets seizing up。我们现在讨论一下对策。

Dudley: 现在prime nonconforming mortgage market和asset-backed commercial paper市场压力很明显，投资者在甩卖房贷抵押产品，甩卖又导致increased haircuts by prime brokers and lenders. This provoked a rapid, forced deleveraging among many mortgage investors. （其实这里已经初步体现了所谓mkt liquidity和funding liquidity的效应了）。过去两天，我们看到treasury bills rates大幅下降，这是flight-to-quality. 向前看，货币基金甚至可能由于asset-backed commercial paper的损失而broke the buck，进而导致mmf被挤兑。市场降息预计已经大幅上升。

伯南克：我们可以做两件事，货币政策和lender-of-last-resort. 当前经济放缓迹象不明显，虽然下行风险增加。So I wouldn’t say that a rate cut is completely off the table, but my own feeling is that we should try to resist a rate cut until it is really very clear from economic data and other information that it is needed. I’d really prefer to avoid giving any impression of a bailout or a put, if we can. 对于lender-of-last-resort, may be beneficial.

Kohn：当然，市场的问题是不知道如何对资产定价。但银行也面临一个问题是funding uncertainty. 我们可以把primary credit rate （贴现窗口）的spread从100bp降到50bp，并且承诺时间更长一些，这样银行有动力来借钱，然后finance那些流动性较差的市场。暂时提议的说法是：""temporary changes to its primary credit discount window facility. The Board approved a reduction in the spread between the primary credit rate and the FOMC’s target funds rate to bring the primary credit rate to 5¾ percent... allow the provision of term financing for as long as thirty days, renewable by the borrower... The Federal Reserve will continue to accept a broad range of collateral for discount window loans, including home mortgages and related assets. Existing collateral margins will be maintained."" 我们希望这一措施可以breaks the logjam，让所有人都有兴趣开始finance these securities." "...

伯南克：（不倾向于始于降息工具）对于FOMC statement部分，这是草稿""The Committee is monitoring the situation and is prepared to act as needed to mitigate the adverse effects on the economy arising from the disruptions in financial markets."" 当然，上述表态增加了降息的可能性，但不一定能否满足市场期待。但我们有必要准确表明我们的观点...... frankly, that I want to do this now is that I feel that we want to make a clear distinction between actions taken to try to restore orderly markets and actions taken to try to stabilize the economy. "

20070816 GS Daily Tightening Financial Conditions Put the Squeeze on Growth FCI在过去一个月收紧了60bp，这是我们下调增速的预测的主要原因。这个收紧程度远小于1987年股灾（344bp）和1998年LTCM（99bp）。但当前FCI的收紧可能低估了广泛的金融条件收紧，因为某些信贷已经不可得了，而不是价格问题。

20070817 Vox While the ECB ponders, the Fed moves, and cleverly at that 联储的降低折现利率的政策是一个创新。The Fed move, to cut the discount rate while keeping the Fed Funds rate unchanged, is both innovative and shrewd. It allows banks to liquefy discredited mortgage assets at low cost while leaving open the decision on monetary policy.

20070818 GS UEA Fed to the Rescue "我们重新认为联储将在2007年降息三次。

本周五联储在降低贴现率的时候，也从对通胀担心转为对增长担心。

近期主要变化是金融市场开始反作用于经济，实际上经济本身的数据是不错的。现在房贷市场可能性越来越差，房地产将继续承压，有些企业借不到钱；股市由升转跌意味着让房价下跌的负面财富效应更强。"

20070818 Vox A missed opportunity for the Fed "The Fed’s 17-8-07 move was a missed opportunity. It should have effectively created a market by expanding

the set of eligible collateral, charging an appropriate ""haircut"" or penalty interest rate, and expanding the set of eligible borrowers at the discount window to include any financial entity that is willing to accept appropriate prudential supervision and regulation. （Buiter对问题看的真准、很深，这篇文章里面，Buiter并不支持降息，因为这是一个blunt weapon，这种put甚至引发道德风险；Buiter支持联储为这些非流动性产品创造市场，而这一过程当中，确实夹杂这联储需要为这些产品定价和承担一些风险，但Buiter也指出这并不存在法律障碍，再度引用了Section 13(3)。"

20070822 GS Daily House Prices Look Even More Overvalued than We Thought 房价高估程度可能比预计的还要高。我们之前的基准假设是房价被高估了15%左右，这意味着未来几年名义房价要下跌5-15%。上述高估程度是我们通过affordability计算出来的。但现在房贷可得性下降了，上述计算方法不一定可靠。我们可以用更简单的price/income，或price/rent来估算，那么房价之前高估了15-30%，这意味着未来房价还要明显下跌。

20070823 Vox Subprime crisis Greenspan’s Legacy "（这篇文章还在担心降息的副作用，代表了当时的一些看法，认为是格林斯潘在对2001年衰退的过度反应导致了当前的危机。我更倾向于认可McCulley的说法，是监管不足，而非简单的低利率。）

The subprime crisis has its origin in Greenspan’s low interest rate policy. Today we’re paying the cost of your overreaction to the 2001 recession. The ECB was wisely prudent and only let itself be partially tempted by Keynesian arguments for reduced interest rates. We think it is far better to avoid repeating Greenspan’s error, and to avoid monetary policies that are too accommodating for too long. At present, central banks are acting correctly by injecting liquidity into the system. "

20070825 GS UEA Crawling Back From the Lunatic Fringe "这两天金融市场恐慌有所缓和，股市回升，信用利差稳住。

我们认为经济将走弱，房地产走弱、消费者信心下降、消费疲弱、就业市场恶化。" 经济数据的恶化足以让联储在2007年降息三次。

20070827 Vox Federal Reserve Policy Actions in August 2007 Answers to More Questions 在8月22日，Citibank, JPM Chase, Wachovia and the Bnak of America被报道各自从贴现窗口借了5亿美元，这是显示一个协调一致的动作。

20070901 BCA, The Bank Credit Analyst, Nothing To Fear But…; An Inflection Point In The Debt Supercycle "[金融风险并不意味着衰退] Nothing To Fear But…

实际上当前的金融市场恐慌正在按照经典剧本来发展，其产生过程是：1.低利率促进信贷扩张，金融机构竞争导致信贷条件放松，债务上升。2.贷款者和借款者的underlying assumptions都太乐观了，导致对风险的脆弱程度越来越高。3.最后是金融危机，例如1970s的EM，1980s对商业地产的借款，1990s的科技，2000s的房地产。当前的问题不是银行，而是结构性产品和资本市场，这使得更加难以确认问题的本质和问题的规模，没人能把头寸搞清楚。

金融恐慌的发生过程：1.市场大跌，speculative excesses durign the boom must get fully washed out and start to offer decent value. 2.政府开始再通胀政策。3.经济回暖。当前第一阶段似乎处于尾声，很可能年内就会结束；第二阶段正在开始，联储将于9月降息，财政动作可能略慢，要明年才开始；第三阶段，要等到房地产稳住了才算结束。许多人担心policy reflation将难以避免经济走弱和市场下跌，有客户指出这是他们可以记忆的最差的信贷市场环境。但我们认为reflation将如期起效，甚至产生更多的excess。在金融风险和道德风险面前，决策者通常有限解决金融风险。衰退风险上升了，但更可能的情况是持续的低于潜在增速的增长。

在信贷市场冻结以前，经济已经持续低于潜在增速了。Real final deomestic demand在2006Q1-2007Q2平均仅为1.7%。尽管房地产是最大的拖累，但企业投资也很疲弱，近期消费也有走弱。向前看，房地产将继续是最大拖累，这也是共识。库存继续上升，低等级房贷市场关闭，房价还没有出清。问题在于房地产在多大程度上将拖累消费。就房贷窟窿本身，我们估计整体不大，估计的房贷违约大约造成对当前GDP的1.5%的损失，这小于1990s初S&L的2.5%GDP的损失，而且这个损失将在数年内发生，因此房贷本身问题不大。问题在于次贷亏损的knock on效应：房地产销售和建设更低，消费者信心和财富下降，信贷可得性下降，居民支出下降。就业市场是关键，而这方面信号还不清楚。只要就业市场稳住，消费就仅是走弱而不至于崩溃。尽管如此，消费和住房投资占GDP的75%，因此GDP将继续弱于潜在增速，即使企业投资回升和净出口回升。

[Debt Supercycle暂时不会结束]

大萧条是政策失误，Smoot Hawley关税和货币紧缩。这种政策失误反而给政策干预带来的正当性，创造了凯恩斯主义。以前每次经济自发出清就不再进行。每一次衰退都不会让金融和实体部门出清，即债务就堆积下来。

1960s政府首先面对的约束是金本位，最后金本位解体。在Volcker反通胀时期，唯一的政策空间是财政，而里根确实把财政政策用到极致。当时美元已经走弱，银行也有问题，而财政已经没有空间，幸好货币政策避免的灾难，当时Resolution Trust Corporation (RTC)——a temporary fiscal program to take over the real estate assets of failed savings and loan companies.

回顾历史，有如下教训：1.政府不会放任经济衰退。2.每一次reflation，都意味着下一次看起来更危险。但政策却一直有用。3.人性始终不变。4.政府始终最后bail out了整体系统，但并不意味这没有人会赔钱。

当前的问题与历史上的问题相比，好的地方是降息空间仍然存在，财政也有空间，美元还可以继续走弱，银行体系也健全，银行贷款的违约率低。但问题是当前的信贷市场问题更难处理，有人把当前与LTCM比较，这是不合适的：LTCM是一家企业，只是一家出问题，风险也容易被确认，商业银行愿意跟着联储出手救助；当前没人知道谁有问题，也不知道问题有多大；当前的问题是全球性的。资本市场越来越重要，银行边际上地位不如之前重要；商业银行被紧密监管，但其他投资机构却没有有效监管，容易被恐慌性挤兑。

当前的第一步依然是降息，这边际有用，但不能彻底解决潜在问题——没人愿意买那些资产。现在有人建议新建立一个RTC来以一定折扣接受这些资产，但这方面没有听说过实际行动。" 当前美国经济走弱几乎保证了通胀将保持疲弱。 "随着美国增长前景黯淡，联储将于9月降息。

当前的问题是商业票据市场的问题在显现，这对企业融资很重要，联储会关注。当前银行部门还没有显现压力。

联储并不认同""Austrian School""，即并不认为随着financial excess and imbalances unwound以后经济会变得更好，不管这一过程多么痛苦。

联储显然不愿意在会议间降息，避免释放恐慌信号，但如果9月不降息，这可能让给市场带来更大波动。

50bp的降息对于当前经济前景是有理由的，但可能受到许多FOMC票委反对。

现在市场已经price in了100-125bp降息，在未来6-12个月。这显然比联储预期的要多，但我们更赞同市场定价。" "高配股票。尽管股市短期可能继续承压，但熊市暂时还不是基准估计。对股票乐观的一个关键理由是当前企业部门的profitability and finances处于历史上非常强的阶段。

中性配置债券。在市场最为恐慌的阶段，1m Treasury bills收益率一度从4.5%下降到2.35%，现在大部分降幅已经回去了。

虽然短期衰退风险可能让收益率更低。我们推荐中性配置是因为通胀在走弱因此收益率难以上升，但我们也不认为会最终又衰退因此收益率难以大幅下降。

当前IG想利差已经回到1998 LTCM时期，已经具备一定投资价值。但对于垃圾债，当期利差相比历史水平还不高，不具备投资价值。"

20070901 GS UEA With Markets Unsteady, Policymakers Feel the Heat "市场动荡还在继续扩大，房地产正在快速恶化，房价在快速走低，低评级房贷利差在继续走阔。房价走弱与信贷收紧互相加强。

我们预期：1.房地产活动将大幅走弱。2.消费者信心和消费将走弱。3.就业市场将恶化。" "经济的恶化足以让联储在9月降息，并在2007年内降息至4.5%。

伯南克在Jackson Hole上的讲话并没有延续这个会议的学术气氛，而是谈论当前问题，足见当前问题之严重。

伯南克把金融市场问题和经济问题分开看待，并且表示不会为了救济投机者而改变政策。

整体来看，会议间降息可能性很低，联储似乎不愿意用降息这个钝器来解决当前金融市场问题。"

20070901 Leamer Housing is the business cycle "在GDP分项当中，住房投资是最好的早期预警指标。在过去的所有衰退中，只有1953年和2001年衰退没有预测到，两次原因分别是朝鲜战争支出走弱和科技股泡沫。只有两次房地产明显走弱但没有衰退的，一次是1951年，一次是1967年，两次都是战争开支，Department of Defense (DOD)来支起经济。

但这次也不用担心：But don’t worry. This time we don’t need the DOD to save us. This time troubles in

housing will stay in housing. It’s because manufacturing has done an “L” of a job. An official recession cannot occur without job loss, but as can be seen in Figure 1, outside of manufacturing and construction there is little or no job loss. The sectors with volatile employment are manufacturing and construction, illustrated in Figure 2. Look at manufacturing. It’s V, V, V in every recession - a sharp drop in jobs and a sharp recovery. The 1990 recession was different. That was a U. But in the 2001 recession we got an L! Though this is largely uncharted territory, it doesn’t look like manufacturing is positioned to shed enough jobs to generate a recession. And without the job loss, expect the housing adjustment to be shallower but more long-lasting.

（你看，衰退本质上是不可预测的）"

20070901 PIMCO Teton Reflections \_ PIMCO "在当前的危机中，联储应该做什么？关键问题是Wall Street的问题是否导致Main Street出问题。这两者确实有很大区别，至少在政策制定者脑海中，尽管两者是紧密联系的。事实上，在Jackson Hole上的不少人认为适度出清金融市场、整顿金融纪律不是一件坏事情。然而，他们也担心这个going thing going too far. 如果不进是贪婪的人亏损，而且无辜的人也被拖下水，这技术意义上叫做systemic risk。

在我看来，正在发生的事情是a run on what I've dubbed the ""shadow banking system""--the whole alphabet soup of levered up non-bank investment conduits, vehicles, and structures.

与银行不同，un regulated shadow banks fund themselves with un-insured commercial paper , which may or may not be backstopped by liquidty lines from real banks. 因此影子银行对挤兑非常脆弱。当前挤兑已经严重，asset-backed commercial paper存量已经下降了2000亿美元，FFR与LIBOR的spred已经大幅上升。

联储将当前的问题归结为plumbing problem（水管问题），意思是注入金融系统的流动性堵塞在银行系统，银行不愿意向影子银行系统注入流动性。这也是为什么联储在8月17日降低贴现利率，但却没用，原因可能有三个：1.仅仅下降50bp仍然不够有吸引力，因为仍然高于ffr 50bp。2.仍然有stigma，有能力的银行不需要借，没能力的银行不愿意借。3.银行部门in a risk averse state of mind.

历史上，risk aversion in the financial system has not historically been broken except by cuts in its FFR. 联储也知道这一点，但因为此，联储暂时不想降息，不愿意现在就bail out Wall Street. 尽管如此，联储的Put仍然存在，只是伯南克时期的strike price要远比格林斯潘时期的要低。

但事实上，Wall Street已经明显影响到Main Street，因此联储需要宽松，并且也将会大幅宽松。It's a risk management world: recession may be a low risk, but the consequences would be very severe. 希望在2007年降息100bp不至于太晚。"

20070901 PIMCO What Do They Know \_ PIMCO "当前联储对这些新式金融体系还不够重视。虽然联储不愿意target资产价格，但是要知道房价和股市价格很不一样，1987年股市大跌以后没事，2001年科技股大跌仅带了微弱的投资引领的衰退，但当前房价下跌的影响很大。正如Kohn所说，由于资产价格的不对称性，联储加息是一步一个台阶，但降息却是坐电梯式的直线下降。

但伯南克对这种直线降息可能不舒服。由于全球化，利率的影响不再同质化。当前的利率水平对于面向海外的企业而言并不高，但对于借房贷的居民 on adjustable mortgages就太高了。当前不降息，可能导致房地产市场恶性循环。" 我们预期真实利率需要下降到1%，这意味着名义ffr要下降到3.75%左右。

20070901 Rogoff The Fed vs. the Financiers "Jackson Hole上伯南克表态不会受市场压力给put。伯南克在1999年通过在Jackson Hole提交学术论文而进入policy career，当时的论文表示联储不应当second-guessing资产价格，而是应当关注经济基本面。甚至许多学术研究者认为联储政策可以自动运行。

但问题是，联储对增长和通胀的度量是不准确的，而资产价格却提供了丰富的信息。现在降息应当被看做参考了资产价格的信息，而非盯住资产价格。"

20070907 GS UEA The Labor Market Life on the Slippery Slope "最新的就业市场报告终于显示就业市场走弱了。事实上，在这一次报告公布以前，就业市场的韧性一直让我们感到意外。现在公布的报告显示8月非农负增长，失业率3mma也继续走弱。

当前的就业市场走弱并不是来源于8月份的credit crunch。实际上失业率从3月份触底，大部分leading sectors的就业都在年初开始负增长。

此外，房地产市场进一步走弱，本来预期已经不高，现在实际数据比预期更弱。" 我们预期在9月18日的FOMC降息50bp

20070911 GS Daily Financial Reintermediation and its Implications for Fed Policy 当前LIBOR上升，反映的是欧洲银行在借入美元，这可能源于表外资产在回报，ABCP存量正在大量下降，这要求一部分资产回表。

20070912 FOMC Greenbook "下调经济预测，但仍然预期软着陆。

虽然六周以来的经济数据实际上比原来预想的边际好一些，但金融市场恶化，这对经济活动的影响才刚刚开始，特别是对房地产的影响。我们现在下调预测，2008年下调0.25%到1.75%，2009年预计增长2.25%。"

20070913 GS Daily Foreclosures Will Pull Down Home Prices 止赎率（foreclosures）快速上升，年化已经从去年1.7%上升到2.6%，这是史上很快的速度。这将进一步抑制房价。

20070915 GS UEA Memo to the FOMC "即将到来的FOMC可能降息50bp，也可能降息25bp。

降息25bp的理由：1.当前经济数据尚可，主要是房地产不行，就业有转弱迹象，但消费、首申、消费者信心尚可。2.流动性紧缩边际缓和。3.这样不会显得慌张。4.部分FOMC成员反对过多降息。

降息50bp的理由：1.就业市场走弱。2.降息25bp不足以放松金融条件，即仅仅是满足市场预期，而非超过。3.这样可以get ahead of the market expectations. 4.许多资深FOMC成员是认可的。"

20070917 Shiller Bubble Trouble "房地产泡沫与货币政策有何关系？也许不应当全部让货币政策来背锅。

要知道，本轮房地产价格是从1996年就开始上涨，即使是2001年衰退前，房价增速已经颇高了。因此，看起来，更像是一个资产本身的持续上涨最终导致了其泡沫化。当价格持续上升了很久以后，信贷条件放松了，因为看起来不可能有违约。货币政策不能阻止泡沫化，顶多抑制其泡沫化。

当前的房地产泡沫破灭与货币政策可能也没有多大关系（不同意，加息对adjustable rates的违约有明显影响；在泡沫吹大期间，低利率也是有用的）。"

20070918 FOMC Transcript "伯南克：

FOMC成员总体认为，金融条件是当前的关键议题。当前金融市场让信贷条件偏紧，这将导致本已走弱的房地产市场更加走弱。然而，creditworthy借款者仍能借到钱。经济初步有放缓迹象，特别是就业和房地产市场。In general Main Street has been far less affected thus far than Wall Street. 居民消费尚好，净出口保持强劲，投资依然可以融到资。未来的关键问题是房地产对消费的溢出效应有多大，以及非房地产部门融资是否受限。总体来说，大家认为下行风险上升，vary bad scenarios开始有可能出现（即有可能衰退）。然而，others指出美国经济韧性强，之前的金融风险没有导致美国衰退。

在我看来，核心依然是房地产和就业市场，关键在于这两个市场如何互动。有人提及1998年的金融市场波动对美国real economy影响不大，但当前与彼时不同，当前是房贷市场，这个市场对real economy的影响渠道是非常直接的，因为限制房贷可得性和让房企难以融资。就业市场我们本来就预期走弱，现在看来未来继续走弱的可能性很高。问题在于房地产和就业之间的可能的互相加强的恶性循环，房价、经济循环走弱，这个让我担心。" "伯南克：

FOMC成员总体认为，通胀上行风险减弱，越来越趋近风险平衡（即风险尚未平衡）。

在我看来，我还不清楚房地产市场会如何影响OER。But I don't dismiss inflation risks by any means. " "伯南克：

无论我们做什么，媒体都会批评我们…whatever we do is going to be critized. I can write the Wall Street Journal editorial for tomorrow… I just want to say moral hazard is a terribly misunderstood idea... We are not in the business of bailing out individuals or businesses. As long as we make that distinction, I think we're fine.

我建议降息50bp, GB的预测也显示这样降息是合适的。再考虑到尾部风险，some insurance is worthwhile.

I do think that it's a little premature to make that a balance of risks.

""will act as need to foster..."""

20070918 GS Daily Downgrading Our Outlook for the US Economy 下调美国GDP增速预测。我们预期GDP增速在2007Q4-2008Q2回落至1-1.5%，然后在2008H2微弱回升至2-2.5%的区间。调整的主要原因是房地产大幅下调，并且溢出到消费和企业投资。

20070920 Vox Subprime crisis Second-best solutions "（前两天英国的第七大商业银行Northen Rock也出问题了，被BOE救助了，由此可见这一全球性问题）

当前没有最优解，要是央行们不断为银行间注入流动性的话，确实是帮助那些过去的冒险者，但问题是，如果不就，可能伤及无辜。（通篇文章在讨论央行面临的“道德风险”困境，由此可见这一时期的道德风险的讨论是很密集的）"

20070922 GS UEA US Outlook Housing Spillovers Make a Bigger Splash "房地产承压迹象明显，现在银行对房贷的信贷条件正在急速收紧过程中，房地产的自我恶化过程仍在继续。房地产信贷市场的紧张以及外溢到票据市场，企业在票据市场的融资已经困难，融资期限也在缩短。

企业投资将走弱。实际上，企业financing gap在2006年以来已经回归正值，如果说2006年都没有投资的话，现在投资更难扩张。

我们本来预计MEW效应将明显抑制消费，回过头来看，高涨的股市对此有所对冲，但往前看对冲效应将减弱，消费将走弱。（2007年走弱的到底是什么？）

有人把当前的情况与1998年LTCM做类比，但这个类比不合适。LTCM时期出问题的是EM，现在出问题的是美国自己。

" 尽管联储仍然继续看到通胀上行风险，但core的温和下降将继，如果我们对经济的预测没有错误的话。

20070924 GS Daily Fed Cut Re-Ignites Inflation Worries 尽管商品价格上涨推高全球headline通胀，但我们继续与其core将走弱。 联储的降息显著支持了风险资产反弹，也同时引起的通胀担心，BE上升至2006年以来峰值，黄金大幅上涨。

20070924 Vox Goodhart Does a downward-sloping yield curve predict a recession 我们最近一篇研究文章提出，曲线倒挂为何预示衰退？往往是因为曲线倒挂的还不够严重。由于货币政策的不确定性，曲线存在溢价，这导致长端利率该降低的时候没有降低，这引起衰退。（真的是脑洞大开啊！）

20070926 GS Daily The Equity Market鈥擨s it 2006 All Over Again\_ 近期股市反弹让投资者考虑2007年是否会像2006年一样以上涨结束。我们认为2007年经济和2006年经济有很大不同。2006年消费强劲，信贷偏松，全球增长加速，以上利好因素现在均不再存在。当然，当前弱美元对美国经济是一个支持。

20070929 GS UEA Recession Forecasting Models Flashing Yellow "现在经济的问题是，虽然金融市场有所稳定了——看起来联储降息暂时稳定了市场，但房地产的第二轮严重加速放缓正在开始，房价快速走弱，房地产开工、许可、就业都在大幅走弱——这不是联储可以直接稳定住的。除了房地产以外的经济很疲弱——仅仅微弱增长、尚不至于负增长，但又没有主要驱动力

许多指标已经跌到其衰退前的水平。如果仅从单个指标来判断衰退，这不靠谱。例如1996年ISM跌到45.5，在1967年以来最低值，但也没衰退；2001年房地产permits根本没有下跌，而之前的经验是permits通常要跌10%以上才衰退，结果2001年衰退了。

我们的衰退模型显示未来6m的衰退概率40%，尽管我们的基准情形仍然不是衰退。最为可靠的指标是曲线倒挂，特别是3m-10y。我们看了历史数据，重要性上依次是：曲线倒挂对6-9m有预测力，而失业率则主要是对0-3m有预测力。payroll growth对0m有预测力，股市对3m有预测力，最后是housing starts。ISM仅对0m有预测力。首申本身并不额外添加预测力，但这个数据公布的早。"

20071001 BCA, The Bank Credit Analyst Tense And Confusing Times; Can A U.S. Recession Be Avoided "Tense And Confusing Times

当前的市场表现着实令人困惑。联储降息50bp以后，股市大幅反弹，从股价上看似乎问题已经远去。经验上，降息将推高股价，但本轮股票市场并没有过超过10%以上的像样调整。实际上，另一个惊奇之处是，在房地产灾难性的走弱面前，竟然有很多评论者认为通胀将要到来。在联储降息以后，黄金价格、通胀预期在上升。

[能否避免衰退？能]

当前有很多不确定性，但最重要的问题是美国能否避免衰退？我们认为可以避免。

基本面来看，整体是继续保持弱增长。房地产确定性的继续走弱，这也会导致消费走弱。OFEHO, Case-Shiller房价虽然走弱，但调整幅度还很小。permits/stock, sales/stock距离调整到历史低点还有不少距离。从历史上看，居民财富和居民储蓄率大体有关。本轮有些例外——房地产已经走弱两年了，但居民消费依然不错，这可能反应了就业和收入不错。消费的关键问题是就业。当前就业指标正在走弱，但好消息是除了房地产以外的其他行业的就业尚可。企业部门尚可，这意味着就业不会大幅走弱。企业部门资产负债表较好，这将支持企业投资。但企业信心在恶化，盈利增速走弱，所以企业投资应该不会明显加速。重要的是，外部环境非常好，这是与以往不一致之处。以前美国IP和全球IP是高度一致的，但当前美国IP明显走弱，但全球IP尚好。日本很弱、欧洲一般，但亚洲EM很强。就金融体系来看，现在finance正在回到bank finance. bank lending + commercial paper何在一起看，信贷增在增长。NFIB也仅有少量公司表示难以获得信贷。因此整体上的credit crunch尚未出现。

金融指标通常领先于衰退发生。最可靠的指标是曲线倒挂，很重要的解释是曲线倒挂意味着联储货币太紧，而货币太紧是历次衰退的主因。不过随着通胀水平的下降，联储越来越不需要那么紧缩，这也让历次衰退持续时间越来越短。一般而言，曲线倒挂领先衰退5-14m，平均10m。本来倒挂在2006年6月就发生了，从这个意义上讲，衰退已经迟到了。此外，当前收益率水平也低一些，这可能影响了曲线倒挂的预测力。股市对衰退的预测力略弱一些，并不是所有的股市下跌都预测衰退。股市领先0-13m，平均7m。当前股市的表现极度好，特别是考虑到房地产走弱、信贷市场紧缩和高油价。也曾有人使用可选消费股票/总股市作为预测指标，但最近这个指标不好用，在2004年已经触顶。信贷利差确实在衰退期间上升，因为企业开始出问题可能违约，但这个更像是滞后而非领先指标。在1974/75,1990/91年衰退期间spread仍然很低。油价、美元没有可靠预测力。

由于金融指标有波动，所以也要看经济指标。一般来说先从CB的LEI看起，但本轮LEI有极大变化——LEI在2005年底已经不再上升了。当然，这与经济弱于潜在增速是抑制的。单户开工的走弱幅度上看，已经显示有衰退风险了。但房地产并不导致衰退，房地产走弱往往是紧货币的突出体现而已。

我们构建的衰退可能性现在是57%，挺高的，但2007年初其实更高。如果这次避免衰退，则会开先例，即极长时间的低于潜在增速的增长。这种长期低于潜在增速意味着国内的对内部门确实会感觉起来像是衰退，但对外部门将很好。从national income data来看，国内利润在2007Q2的增速是4.2%，海外利润增速则是14.7%。

如果历史会重复的话，下一轮衰退还是源于货币紧缩。当前的降息以及商品价格飞涨，失业率低于5%，这意味着通胀早晚会回归。

下一步要密切关注就业市场，就业市场将展现经济是否会衰退。" 通胀将继续有下行惊喜。 "在通胀走低的背景下，联储将进一步降息，未来12m可能降息至4%。

联储降息已经引发了大量批评。许多人抱怨联储在bail out投机者，或者认为在油价80$的情况下降息将导致通胀风险。

但是，给定经济前景的预测，当前降息没有问题。由于增长将低于潜在增速，2008年增长估计难以超过4%，因此ffr至少要降到4%的水平。如果衰退，ffr可能要降到2%。

有些联储关于也仍担心通胀风险，最近一次FOMC声明也提到""some inflation risks remain""。

Mervyn King——普遍被认为是全球最为聪慧的中央银行家，本来没有加入ECB和Fed的救市，但刚刚却大转弯bail out了Northern Rock，这说明其实央行没有选择。

其实，如果未来6m将要衰退，现在联储降息也来不及了。现在联储降息救不了房地产，但对其他行业应该有帮助。" "降息周期当中，股市通常表现较好，本次也不会例外。但本次的不同之处在于，二战以来从没有看到如此严重的房地产下行和房地产财富缩水。好消息是居民和企业的资产负债表起点还不错。

高配股票。关注面向全球的股票。当前insider buying在上升，这不应被看作反向指标。我们的Composite Bear Market Indicator显示熊市风险为0。全球流动性仍然可以，ffr在下降，这支持股票。股票盈利确实有不确定性，但我们仍然预期0-5%的正增长。

中性配置债券。联储激进降息以后，实际上收益率回升了，这是市场在担心通胀风险。如果经济避免了衰退，收益率的下行空间已经不大。但我们也不认为通胀会起来，因此收益率上行不大。由于市场已经定价了较多降息，因此收益率再下降的空间也不大。

当前收益率在公允附近，未来大约在4-5.5%的区间波动，当通胀担忧上升时升至5.5%，当有衰退担心时回落至4%。"

20071001 GS Daily What鈥檚 Behind the Surge in Bank Lending\_ 当前银行对企业贷款快速上升，这源于被动的承接金融市场的收缩。

20071001 PIMCO A Reverse Minsky Journey \_ PIMCO "流动性到哪里去了？My short answer is that liquidity is not a pool of money but rather a state of mind. 有两个因素决定流动性：borrowers's and lenders's collective appetite for risk.

对应到当前的情况，资产证券化和次贷+影子银行系统的共同发展让房地产进入非理性繁荣，突出表现在：借款者将当前情况线性外推，房价只涨不跌；levered lenders's presumption of unlimited command over money at the (low) market rate of interest.

实际上，2007年初的soaring early-payment defaults on the 2006 vintage of sum-prime loans让次贷神话不再；2007年下半年发生的对影子银行的事实上的挤兑让影子银行风险暴露。

当前正在发生的是reverse Minsky Journey, where instability will, in the fullness of time, restore stability. Ponzi Debt Units are destroyed, Speculative Debt Units are severely disciplined, and Hedge Debt Units make a serious comeback. 这一过程降息了自然利率，就好像早先的过程中提升了自然利率一样。

在房地产市场完成调整以前——当前库存仍然远高于合理水平，房价仍要大幅调整，debt-deflation和违约刚刚开始——流动性将继续很紧，尽管名义上并不缺少货币。" 联储主席伯南克应当完全明白凯恩斯的话。之前的50bp降息时，市场仅预期25bp。

20071006 GS UEA Profits Under Pressure 9月份就业数据有明显改善。但从其他数据看，房地产继续走弱，ISM已经回落到52。 由于就业数据改善，10月份FOMC的降息是close call。

20071010 GS Daily Dollar Depreciation Unlikely to Stoke Rampant Inflation 美元对欧元明显贬值，中国方面cpi有回升迹象，引起对美国通胀的担心。但我们认为风险不大。因为美元有效汇率贬值不多，美国是相对封闭经济体，margin也能吸收一些压力。

20071013 GS UEA -The Brave New Business Cycle Back to the Future "我们在很久以前提到了the Brave New Business Cycle假说，认为经济各方面的结构性变化让周期出现了新的结构性特征，其中的关键是房地产。

房地产在1990s以后的波动大幅下降，这与融资结构的改善有关（从S&L到房贷等）。1980s以前主要是S&L为房贷市场提供融资，而它们受到存款利率显示。如果加息，那么虽然S&L可以把部分房贷卖给两房，也可以从Federal Home Loan Bank System来获取资金，但总体上还是会被信贷紧缩。后来逐渐变好，首先是1978年开始接触存款上限，1986年进一步推进；1983年首次出现房贷证券化；1980s中开始有adjustable rate mortgages，也有促进。

但当前房贷却过度扩张了，这不是一个好消息。现在信贷条件收紧的极强，连prime都已经收紧到上次2003年高点，虽然距离1990s初仍有距离，而nontraditional和subprime在急速上升。

仍然存在的支持性因素包括，企业对就业管理的更好，不至于在扩张期间大幅扩张就业，那也不会突然大幅缩减就业；企业库存管理更精致，没有大起大落——衰退期间的最重要拖累之一就是库存。外需更支持等。当然，这些支持性因素并不是在过去衰退期间始终起到支持作用，例如外需在1990s初有支持作用，但2001年则是全球同步放缓。"

20071017 bwam Weaker housing, more balance of payments pressures "当前的情况正好是1997-98年的景象，当前美国不佳，而EM很好。

当前housing starts/permits比房贷利率走势所implied的还要弱，房地产走弱有其自身周期的原因。不过零售销售却很好，历史上房地产这么弱的时候，零售一般不好，这是因为，房地产和零售都是货币偏紧的共同结果，而当前货币并不算紧，房地产走弱有其自身周期因素。"

20071017 Roubini The Dark Matter of Financial Globalization 联储降息有可能改善流动性，but it will not resolve the solvency crisis。原因1：次贷损失是不确定的，原因2：由于证券化，金融市场很不透明，没人知道谁持有什么，这让市场信心大幅下降。

20071018 GS Daily Homeownership and Home Sales- Some Unpleasant Arithmetic 1995-2006年的家庭形成比1963-1994年没高多少，但近期new single-family home sales明显更高，这源于更高的房屋自有率，这并不是一个好消息。近期房屋自有率已经有下降势头。

20071020 GS UEA Nonresidential Construction—The Next Shoe to Drop 这两天出炉的房地产数据很差，首申很差，市场对10月底降息的预期明显升温了。

20071024 bwam Feels Like 1971, The Gradual Breakdown of the Dollar System 2007年的美国、中国的货币关系，与1971年的美国 vs. 德国、日本的货币关系非常类似。在1971年前，德国、日本增速明显高于美国，德国、日本在1971年前大量积累储备；美国最终要宽松、贬值，布雷顿森林体系解体。当前盯住美元的经济体增速明显高于美国，美国经济走弱要求美国宽松。

20071024 FOMC Greenbook "过去六周以来的数据实际上比预想要好，消费、企业投资和出口都不错。房地产在如期快速放缓。我们由此总体上调了下半年增速0.5pp，三季度3.25%，四季度1.5%。

经济的韧性部分体现了三季度金融市场动荡以前的情况，显示内在动能尚好。不过，即使是近期的数据也没有如期转差，房地产的溢出效应仍不明显，因此金融市场的冲击到底有多大，还是有不确定性的。虽然我们稍微下调了金融冲击的影响，但基准预测依然是继续保持潜在增速以下。"

20071029 bwam Strong foreign growth impact on earnings 过去一年美股盈利增速6%，全部来自外海利润的贡献。考虑到美股估值走平，因此美股的上涨全部来自外海经济。海外利润是美国股市的重要支持，虽然单单这个因素并不能对冲房地产下行、利差扩大等因素。

20071031 FOMC SEP Individual Projections "2008年central tendencies：GDP 1.8-2.5%，Core PCE 1.7-1.9%。

伯南克：收紧的信贷条件房贷可得性下降让房地产再度承压。库存高。信贷收紧意味着企业建筑投资也会明显放缓。经济在2008年中以前将以很弱的速度增长。" 伯南克：增长走弱抑制通胀，高油价、高食品价格、弱美元、低生产率意味着core有上行压力，总体看core上下行风险平衡。 伯南克：Funds rate declines to 4.50 by yearend and remains there

20071031 FOMC Transcript "伯南克：

我先总结一下大家的看法。总体来说，宏观经济方面的消息在过去六周比预想的好（与GB看法一致）。增长继续面临下行风险，但这一下行风险减弱了。金融市场有所恢复，但一致性的看法是距离回归正常还需要时间。借贷条件收紧，但企业借贷尚未受到明显影响。对消费的看法有分歧。有人认为消费者信心走弱、房价走弱、油价上升，对消费不看好；但另一方面，就业市场仍然稳健。企业投资，包括商业地产投资将走弱。

在我看来，问题的关键是金融市场、房地产和通胀。

就金融市场而言，我们在9月份的行动见效了，例如commercial paper市场对于高评级借款者已经基本正常了，利差下降，交易量稳定。我们一直担心银行在承接影子银行的过程中会承压，但现在看还好。但在过去几周，市场情绪有所走弱，一方面源于一些利润报告太差，另一方面在于基本面可能不好。当前银行已经情绪上变得很谨慎了，这可能压低了r\*。企业部门不是问题。

商业地产方面值得关注。金融条件收紧，利差收紧，银行信贷条件已经收紧到过去衰退的水平，信贷收紧对商业地产的抑制将会显现，至少它不能再对冲居民地产的下行了。

对于房地产而言，GB预测的关键假设的2008年中开始房地产对GDP的拖来开始恢复，这是一个非常关键的假设，如果错的话，影响很大，也连带导致对消费的预测错误。" "伯南克：

大家筒体看法是通胀仍有上行风险，虽然这一风险边际上减弱。

我的看法是，我也担心各位委员提到的通胀风险。特别是金融市场上、电视上对通胀的担心，这里确实有一个通胀心理的问题，我们需要在货币政策、statement、public remarks对此有所应对。" "伯南克：

我们在9月份确实采取了preemptive action. Inflation is a concern. So why do I favor a cut? 第一，当前金融市场价格体现了对盈利和未来经济活动的预测，我们不应该完全不在意这个信息。因此我们有理由take out a bit more insurance. 第二，是关于tactics的问题，如果我们降息的同时暗示这足以解决问题，那么这将更有效的控制市场预期，让市场不再预期降息。

75bps of easing has been pretty much the standard Fed medicine for financial crises ever since 1970 or so; in that respect we are in good company. "

20071031 GS Daily FOMC- We鈥檙e Done Unless the Data Weaken FOMC虽然如期降息，但比预想的要鹰派，FOMC认为高通胀和低增长之间的风险是平衡的，FOMC本质上是说"We're done unless the data weaken". 但我们预期增长会很弱，还要降息很多。

20071101 2007年秋季CCER中国经济观察（总第11期） 中国经济形势分析与预测\_汪同三 "从2003 年以来我国GDP 始终在10％或10％以上。这样一个好势头已经使我们研究所连续四年犯错误。2003年是一个特殊的年份，第一季度出现过热苗头，第二季度出现非典，第三、四季度即出现粮食价格上涨等过热现象，到2003年底中央经济工作会议时，胡锦涛主席和温家宝总理讲中国要开始新一轮的宏观调控，在当时这样做是合适的。我们在做2004年预测时，根据会议精神，认为会出现经济减速，2004年经济增长率将低于2003 年。但当2004 年统计结果出来时我们发现错了。2004 年底中央会议的精神还是要继续完善和加强宏观调控，那我们就认为2005年应该比2004年低一点。到2005年统计数据发表时，我们发现又错了。同样的错误也发生在2006年。这三次的错误都是方向性的错误，是比较严重的。到了今年年初的时候，有两派意见在交锋。一种意见认为经济增长率会向下走，因为10.7％已经很高，还有一种意见认为我们不要再继续犯错误了。我同意后一种意见，于是我们预测2007年经济增长率为10.9％，比2006年高。但是只过了半年，统计局发布的数据表明我们又错了。上半年已经达到11.5％，最近报的前三个季度的数据是11.5％，无论第四季度如何降低都不会低于11％。我们已经连续五年犯错误，只是今年这一次不是方向性的错误，而是程度性的错误。

2003年以来宏观调控的一个主要目标是扩大消费。这样一个目标已经部分实现了，2003 年以来消费增长速度在不断增加。接下来讲一下关于投资的预测。从2003 年开始新一轮宏观调控以来，投资的增长速度确实是在逐年下降，从2003年的27％到2004年的26％、2005年的25％以及2006年的24％。政策取向在这期间是没有变化的，一直认为投资增长过快，应该降下来。CPI现在是一个热点问题。从今年上半年的情况来看，CPI处于一个上升阶段。"

20071101 2007年秋季CCER中国经济观察（总第11期）会议上半场问答\_ 易纲：中国的大部分贷款确实是浮动利率的，但现在也有很多家银行开始提供固定利率和浮动利率的选择，只是由于多数购房者仍然选择浮动利率，因此不管从存量还是流量来看浮动利率仍然占主体。

20071101 2007年秋季CCER中国经济观察（总第11期）会议下半场问答\_ 宋国青：中国的潜在增长率是多少？需要考虑的两个因素是环境污染和通货膨胀。如果这两方面没有问题，那就不要刻意压低经济增长。目前10％或11％的增长率挺好的。

20071101 2007年秋季CCER中国经济观察（总第11期）美国次贷危机\_起源\_传导与启示\_易纲 曾多次问我的同事和国外的朋友：美国市场和欧洲市场是一个市场还是两个市场？我最后得到的答案是：在金融市场上，美国和欧洲基本上是一个高度整合的市场。所以美国的次贷危机会对全球产生影响。这次次贷危机实质上是一次流动性危机，使得整个信用衍生品的风险溢价提高，衍生品的规模大幅下降，特别是ABCP难以发放。次贷危机正开始渗透到实体经济。渗入实体经济的渠道主要是房价。房价下跌使得整个形势雪上加霜。房价越跌，次贷借款人的房子就越难以销售出去，还款就出现困难。这时银行就可能把他们的房子拿来强制拍卖，这就导致房价进一步下跌。房价的下跌使得次贷借款人的负资产上升，进一步加深次贷危机。展望未来，大家的意见并不是很一致。美国财长保尔森就认为需要两年或者更多的时间才能恢复信贷市场上的信心，格林斯潘则认为次贷危机高峰已过。

20071101 BCA, The Bank Credit Analyst, Close To The Edge; Will The U.S. Corporate Sector Save The Day "[经济将较长期保持疲弱] Close To The Edge

The U.S. economy will skirt the edege of recession next year. 美国经济将在未来几个季度表现疲弱sluggish，因为房地产走弱，消费者紧缩开支，企业不情愿投资。我们的基准预测是经济不会陷入衰退。不过，当前的情况下，实际上并不需要太强的额外的负面冲击就可以让美国经济陷入衰退，可以说是close to the edge. 即使衰退可以被避免，未来一段时间的经济数据也并不足以消除市场对衰退风险的担忧。

美国经济并没有随着时间的流逝而自动修复。房地产走弱远未结束，只要房地产继续走弱，消费就面临危险，而企业投资也很难在这种不确定性面前逆市回升。即使衰退最终避免，当前经济面临的不确定性也很强。

我们的判断的最大风险恰恰是房地产对消费的溢出效应比我们想象的还要强，以至于导致衰退。实际上，数据显示，房地产对消费的溢出效应比想象的要弱，这超出了许多人的预期。在2007年前三季度，实际消费增速仍在3%。历史上，房地产大幅走弱通常伴随消费走弱和衰退。不过需要强调，房地产走弱本身并不导致衰退，房地产走弱通常原因货币太紧，是货币太紧引起各个部门走弱而导致衰退。从金融指标来看，还没有确定性信号指示衰退。联储降息并没有解除风险。如果未来6m内发生衰退，当前降息已经太晚了。一个不好的消息是支持消费的主要理论——真实收入——将走弱。当前就业和工资有较大缺口，就业走弱——我们预期就业将继续走弱，而工资在回升。我们预期随着就业走弱，工资也可能很快减速，这意味着收入将走弱。高油价也将抑制消费。只要就业的绝对水平没有负增长的话，消费就仅仅是走弱而非崩盘。当前关注就业level是否负增长是非常重要的。

企业投资加速的可能性看起来很小。企业设备投资和建筑业投资一般是亦步亦趋的，最近却有很大分歧，设备投资在2005年以后就走弱了，当前在0附近。尽管企业financial shape很好，这只是保证了不会大幅解雇——这是为何我们认为衰退不是基准情形的原因之一。但盈利还是不支持投资回升。我们发现当前盈利主要集中在那些国内投资占比很小的行业，例如金融和海外子公司。事实上，对于非金融企业部门，2007H1的盈利增速是-9%。看起来企业部门仍然在受到1990s过度投资的滞后拖累。

好消息是全球增长非常好，尤其是亚洲EM，从BDI和商品价格就可以看出来。

[流动性仍然充足] （对流动性的理解有根本性的问题，McCulley对此讨论过）

牛市需要流动性。有时候，强劲的经济反而是流动性的敌人，因为联储会因此收紧流动性。但金融危机（financial crisis）通常对流动性周期是利好。当前联储已经降息，ECB on hold，即使是BOE也将被迫未来宽松。

当然，流动性在很多方面是对联储政策的信心。在当前的信贷驱动的环境下，流动性反映了willingness of lenders to lend and borrowers to borrow. 从这个意义上讲，流动性在很多地方已经蒸发了。

不过广义money growth增速仍好。" "[通胀前景温和]

事实上，在美元走弱、油价上升的情况下，通胀依然边际走弱，这显示了经济内在的通缩力量。" "[联储面临两难]

当前的经济前景意味着联储要降息到4%或更低。

联储在9月降息的时候希望能够creat the freedom to pause in Oct. 但最近的经济指标疲弱，金融市场尚未修复。联储的所谓risk management approach清晰的显示不宽松的可能代价明显高于on hold的代价。

不过联储最近一次表态显得模棱两可。不过我们的Fed Monitor显示联储需要降息。即使没有衰退，联储也应当降到4%。如果有衰退，real rate通常要0以下，这意味着ffr那个时候要降到2%。

整体来说，在房地产如此走弱的情况下，联储还要担心通胀，这是不合适的。" " 高配股票。股票投资者似乎认为，利率的下降是唯一重要的事情。

历史确实显示，低利率会最终战胜盈利走弱，推高股票价格。但依靠估值扩张的股市的风险更高，未来的波动性会很大。因为让利率下降的因素是经济不佳，而这本身会引起股市调整。本轮牛市的最大特色是尚未有过明显调整。

给定我们认为衰退可以避免，考虑到股市估值合理，利率的下降，我们继续看多股市。

The mania in EM markets will continue to build.

中性配置债券。债券市场已经price in了ffr降到4%。由于我们并不预期衰退，因此我们并不认为收益率会明显下行。但收益率近期的上行动力也不足，看起来长端收益率将在4-5.25%区间的下部徘徊。"

20071101 GS Daily ISM to Fed- More Easing Is Necessary 2007年8月7日FOMC曾超预期——至少超出我们预期——释放信号说高通胀风险更大。结果没过几天次贷危机深化。10月底的FOMC释放了结束宽松的信号，这可能重复同样的错误。 The FOMC’s decision to signal the end of the policy easing in yesterday’s statement was a risky one

20071101 PIMCO Shadow Dancing \_ PIMCO 1998年当时有科技进步，而当前的增长则是金融创新等等导致的。因此，当时格林斯潘只需要降息75就可以，而伯南克需要降息更多，真是利率要降到1%，名义要降到3.5%左右才行。

20071102 Gavekal USGrowthRemainsSolid 虽然每次衰退都以房地产走弱开始，但房地产走弱是衰退的症状而非原因。背后的根本原因是高利率。当前的房地产走弱并没有伴随高利率。这也是为什么我们认为衰退并非基准情形的原因。

20071103 GS UEA Financial Conditions Not as Good as They Appear "近期出炉的Q3 GDP和就业数据都好于预期。GDP数据更可能反应的经济在进入三季度credti crunch之前的经济动能，而就业则主要是一个滞后性指标。

我们的GSFCI看起来在放松，但实际上金融条件并不松。当前房贷spread在上升，FCI并不能直接抓到这个信息。

近期银行资产负债表扩张很大。一方面是ABCP触发liqudity backstops provided by banks，另一方面是企业发债有困难转而找银行融资。我们担心：1.从非银到银行，实际上融资成本将上升。2.银行被动接收了这么多信贷以后，是否会crowd out其他实体企业融资需求？"

20071108 中国货币政策执行报告 2007Q3 "2007年第三季度，三次产业均较快增长。前三季度，国内生产总值同比增长11.5%，居民消费价格同比上涨4.1%。

三季度以来，实施适度从紧的货币政策，维护总量平衡。三次上调存款准备金率各0.5个百分点，三次上调金融机构人民币存贷款基准利率。

第三季度，货币信贷扩张压力依然较大，存款继续呈现活期化趋势，贷款增长较快。9月末，广义货币供应量M2余额39.3万亿元，同比增长18.5%，增速比上年同期高1.7个百分点。人民币贷款余额25.9万亿元，同比增长17.1%，增速比上年同期高1.9个百分点，比年初增加3.36万亿元，同比多增6073亿元。人民币汇率双向浮动，弹性明显增强。9月末，人民币对美元汇率中间价为7.5108元，比2006年末升值3.97%。

总体看，经济运行中投资增长过快、贸易顺差过大、信贷投放过多等问题依旧突出，并且还出现了通胀压力加大和资产价格持续上升等问题。此外，国际经济金融运行的不确定性增大也增加了国内经济的潜在风险。中国人民银行将实行适度从紧的货币政策，适当加大调控力度，保持货币信贷合理增长，防止经济增长由偏快转向过热，促进国民经济又好又快发展。"

20071110 GS UEA Inflation—It’s Still a Commodity Story 能源和食品通胀向上，这意味着对消费者征税。Core可能继续保持低位，因为房地产下行可能让rents走弱，就业走弱可能让服务业通胀走弱。 联储自己也在观察经济数据。当前市场对11月FOMC降息的概率price in的是60%左右。

20071112 GS Daily Consumer Confidence and Recession 密歇根消费者指数大幅走弱，其幅度之大是过去15年当中的最低值。但我们依然认为衰退只有1/3的可能性：1.信心数据波动大。有时候有false alarm。2.当前经济没有出现以往常见的不平衡：1）库存尚可。2）就业没有过度扩张（judicious是这个意思？）。3）通胀稳定。4）贸易赤字问题，当前美元已经走弱，外部账户也在转好。

20071114 Gavekal Knowns and Unknowns of the US Housing Crisis "（这是一篇非常有代表性的不担心房地产危机的文章，非常有代表性）

美国房地产危机是当前全球金融市场最重要的问题，银行股票大幅走弱。虽然8月份的credit crunch已经过去三个月时间，但对金融股票的悲观情绪非常一致性的强烈，在我们记忆中这是最强的。但我们认为房地产危机并不可怕，向前看，美国经济可能低位回升，看起来更可能是出口引领的复苏，而非房地产引领的衰退。

诚然，房地产走弱周期远未结束。从开工、价格看还有下降空间，房地产就业占比仍然处于历史高位，美股的房地产股票/SP500仅回落到均值附近。房地产冲击到底有多大？

Known Knowns：房地产的直接冲击应该是GDP的1.5pp左右，分布在未来几年。从建筑占比来看还要回落1.5pp。但这并不大。特别是考虑到历史上，房地产走弱期间net export都会大幅回升。当前全球经济向好，贸易比以更可能对冲房地产放缓。此外，美国当前房地产走弱是颇为localized现象，不是全国性的。

Known Unkowns：房地产财富效应有多大？这个逻辑确实是存在的，但到底有多大，学术上对此仍未有定论。对消费而言，最重要的收入。历史上，确实房地产走弱与消费走弱同时发生，但这往往伴随着高利率和衰退，本轮并不一定如此。再比如，2000s初科技股崩盘的时候，很多人担心消费走弱，但实际上并没有（这其实可以反过来讲，那个时候房地产太好了，是房地产的财富效应更强）。此外，所谓MEW的效应现在看也没有确定的定量结果。

Unknown Unknowns：当前的问题是，没人知道谁将承担多少损失，但这并不是坏事情。整个次贷的损失占银行资本金的比例很小，往大处算，也仅1/10左右。在1983年拉美债务危机期间，全球大部分银行都出问题，许多银行技术上已经破产。每一次金融危机的时候，人们都觉得现在的危机是史上最大危机，例如1998年LTCM时期也是如此。On Wall Street today nobody knows who is responsible for solving the subprime crisis; nobody knows how who is responsible for writing off the defaulted loans; and nobody knows will be responsible for rebuilding an efficient credit system once the present mess is cleared up. But this is a cause for celebration, not despair."

20071114 GS Daily The FOMC- Another Step toward Transparency "FOMC公布了具体预测情况，这对于推动透明度的提高有帮助。有如下几个改变：1.预测期限变长。2.每年四次预测。3.FOMC不仅提供core，现在也提供headline cpi预测。4.FOMC还会提供projections narratives.

我们强调，FOMC预测的central tendency并不是共识，因此这个tendency并不一定是internally consistent. 此外，预测是建立在各位认为的合适政策上面的，因此预测很有时候体现的并不是预测，而是观点。"

20071115 GS Daily Leveraged Losses- Why Mortgage Defaults Matter 次贷损失被估计大约是4000亿美元，看起来并不大，有人比喻说也就是一天的美股下跌。但美股下跌以后是Long only investors承担损失，它们往往被动接受这一结果。房贷的持有者都是leveraged losses，1块钱的损失以后，为了保持资本充足，要10倍的缩表。这意味着，如果2000亿的次贷最终损失了，那么银行、对冲基金等杠杆投资者要缩表2万亿，这个规模非常大。

20071117 GS UEA The “What Have You Done For Me Lately” Economy Q3的GDP数据不仅很好——外需、企业投资、库存投资都不错，而且面临上修，但我们认为Q4的增长会很差。最新的core零售、消费者信心、首申都指向最新增长不佳。

20071122 GS UEA Dissecting the FOMC Forecasts 近期金融市场再度出现风险，一些key financial sector companies股票大幅下跌，包括government-sponsored enterprises (GSEs)。这跟上一次夏天的时候很不一样，当时conforming mortgage market和GSE都问题不大。现在2-year swap spread已经到历史高位，显示出风险规避情绪非常高。

20071127 GS Daily Q&A on the Housing Outlook and Changes to the US Economic Forecast 我们再度调低对美国经济的预测，主要源于对房地产的悲观预期。我们研究发现，房地产走弱远未结束。但与此同时，我们并没有特别严重的下调GDP增速，因为：1.我们预期联储会激进宽松。2.外需改善。3.企业部门不平衡有限。因此，衰退虽然有40%可能性，但仍然不是我们基准预期。

20071129 Gavekal The Feds Coming Rate Cut 我们认为本月市场下跌的原因是市场对联储失望。金融市场确实收到soros的所谓反身性规律的明显影响，但soros的反身性并不见得会支配实体经济，因为联储的逆周期操作更为重要。

20071130 bwam The household spending bubble 许多EM国家盯住美元... This made little sense before, when U.S. growth was strong, and makes absolutely no sense today. As the U.S. economy slows, and the Fed eases, and the dollar falls, currency pegs require these countries to reduce their interest rates and devalue their currencies as well. And because their economies are booming, the last thing that these countries need is lower interest rates and a declining currency. The result of such policies will be even faster growth, even bigger increases in their external surpluses, and rising domestic inflation. We are already seeing the effects. As shown below, inflation rates in countries that manage their currencies to the dollar are now rising and are near 6%, up from 4% a year ago. #不能简单的说，全球经济谁驱动谁，还是得合在一起看。美国放缓、美联储宽松后，中国进口宽松的货币政策，也对应着通胀。中国的通胀跟全球EM通胀是同步的。这也说明，通胀背后是有经济逻辑的。

20071201 BCA, The Bank Credit Analyst, Dicing With Danger; Global Decoupling Fact Or Fantasy "[不确定性骤升] Dicing With Danger

经济和风险资产走势都受到了credit market strains的威胁。没有人知道金融体系对坏账的exposure到底有多大，这是前景的重大不确定性。当前的经济前景ugly，美国正在1930s以来最严重的房地产衰退当中，而次贷问题好似病毒一样扩散到其他信贷市场。次贷相关损失的估计从不足1500亿美元现在已经扩大到5000亿美元。当前的动荡与1998年LTCM有可比性，LTCM以后的流动性注入标志着最后一轮牛市的开始，当前也有可能重复同样情节。

现在不仅是次贷有问题，Asset backed commerical paper, monoline insureers, covered bonds, and government-sponsored enterprises都面临问题。历史经验表明，每次宏观加杠杆的时候，银行都参与了，这次也不例外。

坏账损失问题远未结束。Q3的金融部门亏损大幅上升，有人认为这是借机尽可能高报亏损，最差的时候已经过去了，但我们对此表示怀疑。坏账的关键是房价的走弱。房价走弱远未结束，只要房价走弱，房贷价值就要下调，特别是次贷，银行等机构就要提取坏账损失。

整个金融体系还要有多少损失？最新的FASB 157会计规则要求银行把那些难以市场定价的资产披露，放到level 3 asset类别。CDO是重要level 3类别。例如美林有271亿美元level 3资产，其中有81亿是ABS CDO。现在美林资产负债表上对CDO的exposure确实下降了，但却是通过hedge的方式，但hedge交易的对手方也有问题，如果这些对手方，特别是monoline insurer出了问题，那么CDO的损失最终还是美林身上，即风险并没有真正转移；或者转移了也没用。最大的十家银行已经有4400亿level 3 assets，而总资本才6400亿美元，所以有悲观者指出银行资本其实已经不够用了。我们进行了技术性估计，认为总损失应该是2000-3000亿美元，其中400亿已经booked，520亿已经announced。

为了解决信贷市场问题：银行需要尽快提高透明度、清理资产负债表、补充股票资本。联储需要降息，这可以：1.提高收益率陡峭程度利好银行。2.增强金融体系信心。3.提振金融市场价格，减轻财富效应拖累。4.降低借贷成本帮助其他部门。政府也应该采取手段减少房贷resets所导致的进一步违约。

Full-fledged credit crunch的风险在堆积。金融体系出问题以后，银行对实体经济的信贷供给能力将受到制约。而另一方面，经济本身也疲弱。

[衰退仍非基准情形]

房地产的走弱并不是导致衰退，而是衰退的征兆。即使不怎么加息，房地产也会crumble under its own weight. 此前信贷条件过于宽松，以至于稍微加一点息，就出现许多违约，这种房地产市场对加息的承受力很低。但是，如果就业走弱，就麻烦了。当前就业出奇的好。不过令人担心的是，即使就业好，现在prime房贷违约率也有明显上升。

非美经济体的领先指标也不强了，外需并不是前景一片大好。现在有人认为非美经济体可以decouple from美国，这并不成立。历史上，凡是美国IP走弱，非美都会走弱，历史上的全球主要是美国和非美发达国家，现在还加入了EM。非美DM受美国拖累的规律应该依然成立，本次之所以拖累较慢，是因为美国第一轮走弱是源自房地产，这一部分的进口密集度有限，但下一步的走弱将是消费，欧洲等DM将受到美国拖累。EM自身动能较强，但完全脱离美国拖累也很难。此外，美欧金融联系很紧密。在次贷危机当中，最先受到打击的是欧洲银行部门。

我们仍然不把衰退作为基准情绪。企业部门尚且健康，企业投资虽然疲弱但并不是太弱；全球已经不再依赖美国消费者。衰退是一个风险，仍然不是最有可能的结果。" "通胀没有上行风险。

如果通胀要走高的话，2006年就应该走高了，那个时候经济强劲。

2002年弱美元也没有导致通胀问题。" "在当前经济和市场情境下，monetary reflation是需要的，以避免股票熊市和经济衰退。10月底以来的金融市场已经恶化了很多，这应该引起联储重视。我们预期货币会继续宽松，至少还要再降息100bp。

但是，联储却对当前情景颇为complacent。一般而言，联储对金融市场风险是很重视的，现在的联储鹰派其实非常难以理解。

联储为什么会犯错呢？可能的答案有：1.联储非常希望摆脱格林斯潘时期的恶名，即总是吹大泡沫，然后却着急bail out。2.联储不希望被市场牵着鼻子走。3.FOMC缺乏经验，只有Kohn有应对危机的经验。许多地方联储官员甚至可能并不理解金融市场。4.许多官员仍然相信油价导致的cost-push通胀。

当前联储对通胀的担心是毫无道理的。联储早晚会听市场的去降息。" "经济走弱，信贷市场已经不能有效工作，这对风险资产带来巨大不确定性。

当前金融市场尚没有price in 衰退。如果是衰退的话，真实利率要将至0，这意味着短端利率要跌至2-2.5%。因此，如果真的衰退，长端利率还有下降空间。此外，在衰退期间，股市盈利会下降10-20%。

中性配置股票。没人知道银行对次贷的exposure有多大。这种巨大不确定性面前，不应该有太大的bet。我们建议获利平仓，回归中性配置股票。

经济预测和投资不完全是一回事。因为经济的不确定性太大了，因此投资上面也不应该拿太大头寸。

中性配置债券。收益率已经跌至区间低位，债券大幅高估。基准情形下，我们不认为有衰退，因此我们不认为收益率会下降。但是，在经济前景改善以前，衰退风险会继续困扰市场，因此收益率回升短期也不太可能。由此我们推荐中性配置。"

20071201 GS UEA Trade Likely To Continue Boosting the Economy "外需现在对GDP的贡献已经接近1pp，即使按照其他合理的情景假设，2008年外需贡献依然可观。1pp的规模大体已经抵消了房地产的直接拖累。

最新的首申数据不佳。我们暂时不认为衰退的一个关键假设是就业市场稳健。当前首申不佳意味着我们的假设面临挑战。"

20071201 PIMCO Comments Before the Money Marketeers Club Minsky and Neutral Forward and in Reverse \_ PIMCO "我曾以为联储会用监管工具来抑制加杠杆行为，但格林斯潘并没有。联储虽然抑制了两房，但没有抑制影子银行。格林斯潘信奉自由市场经济。但在房价快速上涨期间，那么极地的信贷条件的房贷，本质上是一个call option + put option：当房价上涨，可以refinancing；当房价下跌，可以违约。

我并不知道真实利率是不是真的要回落到很低水平。但我知道的是，如果联储一再犹豫，那么利率将回落的更低。

什么时候算是触底？这不仅需要低利率，还需要房价本身已经低到足以吸引投机者——像我这样从来只有一套房子的人都想买第二套——才可以。"

20071203 bwam Bank funding strains "（对银行的资产负债表、现金流有很好的分析）

Bob Prince:

从银行对联储的周度报告可以看出银行资产负债表的大问题。

银行正在由于backup的安排而大量吸收各类资产入表。这个从7月开始，9月开始加速。为了finance这个入表，银行或者是用非常昂贵的term deposit来融资，或者是导致Ted spread扩大，或者卖出国债。其中，Ted spread的扩大是全球性的现象，全球银行都在缺钱。卖出国债的速度已经堪比历史上最快的情况了。

从资产负债表数据可以看到，当前银行的funding压力非常大。"

20071204 GS Daily How Fast Are Home Prices Really Falling\_ "我们的工作假设是房价在2007年回落7%，总共从顶部回落15%，以Case-Shiller价格来计算。现在看CS指数回落速度基本按照最初的假设在走。

OFHEO房价指数回落不多，但我们认为CS更好。OFHEO的房价样本不如CS，加权方法也不如CS，此外其他房价median指标也与CS一致。"

20071205 FOMC Greenbook 过去六周金融市场情况明显恶化，消费支出也不及预期，外需改善似乎难以抵消上述恶化。我们由此调低了2008年增长0.5pp至1.5%。我们依然认为2009年随着次贷问题缓和、房地产市场转好，经济增长会反弹会2%。具体而言，我们调低增长，主要源于我们认为信贷收紧将抑制房地产建设，此外企业投资也受边际抑制。

20071206 FOMC Bluebook 尽管过去六周经济数据基本还可以，仅仅略微弱于预期。但金融市场恶化明显。

20071206 FOMC conf call "（联储的conf call在讨论term auction facility, TAF）

""The Federal Open Market Committee directs the Federal Reserve Bank of New York to establish and maintain a reciprocal currency arrangement (“swap” arrangement) for the System Open Market Account with the European Central Bank in an amount not to exceed $20 billion. Within that aggregate limit, draws of up to $10 billion are hereby authorized. The swap arrangement shall be for a period of up to 180 days, unless extended by the FOMC."""

20071206 GS Daily TED Spread another Warning Sign Flashing Yellow The TED spread, the difference in yields between 3-month LIBOR and 3 month treasuries, is an indicator of financial market pressures. At 210bp, the current level is elevated, raising concerns about what the TED spread implies for the economic outlook.

20071208 GS UEA Steps to Fix the Mortgage Mess "当前联储略为尴尬。联储本来说是关注最新的就业数据，但11月的就业数据好于预期。然而市场已经很悲观，price in了至少一次降息，甚至price in了50%可能性降息50bp，联储如果不降息则是显著收紧。考虑到联储在8月、10月已经连续偏紧并且犯了两次错误，我们认为联储不会再犯第三次从错误。

2008年的reset也很多，bush政府出了政策来斡旋各方减少foreclosure，这是很好的开始，但还需进一步政策。"

20071210 bwam Why we think conatgion will be contained & What We Think The Real Issues Are "（呃，到现在还不认为有大问题。。。怎么搞的，不是说提前看到危机了吗）

Ray Dalio:

That the problems that we know of will grow and spread, but that they won’t produce system threatening outcomes. 2) That there are larger potential problems that lie beneath the surface. These are unlikely to become problematic until either money becomes tight or the global economy contracts (which we do not expect to happen any time soon).

Why We Believe That the Contagion Will Be Contained: In a nutshell, we believe this because a) this “financial crisis” isn’t uniquely large, b) the losses are well dispersed so the losses aren’t system threatening for any sector (though they are certainly threatening for certain companies), c) there is plenty of liquidity that is being, and will increasingly be, put into the hands of viable distressed entities (i.e. those who can sort the gems from the rubble will have a field day) and d) history and logic make it apparent that such credit problems can easily be contained by finance ministries (i.e., in our case, the Treasury) and central banks (i.e., the Fed), sometimes (but not necessarily) working with Congress by producing and targeting money, changing accounting rules and/or helping psychology by providing assurances.

（然后桥水仔细计算了商业银行、保险机构等各个金融机构的总资产对房贷、商业信贷等的总坏账的exposure）当前对商业银行的可能损失，相比历史而言，不算大，与1998/2002类似，比1990年小。

(这里的bond insurers应该包括monoline insures，桥水也看到这些机构将破产，但桥水说它们expendable。实际上，1月份市场急剧恶化，就跟这些monoline insurer下调评级有关。) Losses at Bond Insurers: These folks are in deep trouble, but they’re small and expendable. Bond insurers who help enhance the credit ratings for municipal securities strayed from their traditional business model and began insuring subprime backed ABS and CDOs over recent years. These securities have suffered substantial marked-to-market losses and the losses have wiped out nearly half of the claims paying assets available to these entities (in present value terms)."

20071211 bwam How big an impact will the seizing of credit markets be on us growth "（桥水是看到了credit market正在冻结，但并没有推论说经济必然进入深度衰退）

Greg Jensen:

信贷供给在急速收缩。证券化市场在过去十年承担了大量的私人部门债务发现，而这个市场正在以史无前例的速度关闭。这导致银行被迫扩表。银行因此被迫收紧对各类信贷的标准，这些标准已经提高到了衰退时的水平。当前越来越多的非美资本流入是流入银行部门来给银行注资。

信贷需求也在收缩。能借钱的早就借了，次贷出问题以后，次级贷款者也不借钱了。

当前ABS市场的发行量从GDP的6%骤降至1%，而且是全面下降，不仅是房贷，还包括消费者信用卡贷款等也在11月份崩溃。Corporate securities are also no longer being packaged into CDOs. CDO issuance, which peaked at 4% of GDP, has collapsed to less then 0.5%，CDO的下降也是各类产品全面下降。

The risks that the economy spirals downward are growing and we are squinting at everything. Our up to date weekly GDP estimates suggest growth has collapsed in the last twelve weeks. This gauge has only been negative in recessions and it just flipped negative in the last few days."

20071211 FOMC transcript "伯南克：

FOMC的整体看法是，金融市场恶化、信贷条件收紧、经济恶化可能形成负面循环，而即将到来的mortgage resets和foreclosures带来进一步风险。但other participants注意到银行有很多capital，并且也在筹集资本，企业部门资产负债表强劲，而且credit problems主要集中于部分区域，而且暂时看问题还没有明显传染到Main Street。

在我看来，经济确实走弱了。房地产、消费和投资都不太好。居民部门可能由于高油价，股市、房价走弱以及偏紧的信贷而受抑制。消费者信心的大幅走弱难以解释，I think that is a concern. 当然也有好消息，就业不错，失业率甚至实际上下降了一点。但整体式，经济潜在动能在走弱，突出的表现自finanl demand不佳。在Q1的增长很弱，Q2又不错，当时的波动背后是稳定的最终需求，波动主要体现在存货、净出口上面。现在最终需求走弱，说明不仅仅是房地产走弱了。

金融系统的问题，我主要担心现在银行的资产负债表压力，导致银行不愿意房贷。（这里提及了shadow banking system这个名词）。此外，历史经验表明，即使是区域性的credit crunch问题，也会造成全局性影响。例如1980年的Carter credit controls，最初看起来并不大，但也造成a short recession，1991-92年的credit crunch最初看起来也是在某几个区域。如果经济要最终避免金融体系的拖累，可能要寄希望于房地产市场最终企稳，房价最终稳住。

" "伯南克：

FOMC的集体看法是，some看到经济放缓和就业边际没那么紧，但others看到近期core有上升趋势且有上升压力。Many强调稳定的通胀预期并不天生的。

对于通胀，it is unfortunate that we do have som instability, some risks here. 我们看到了一些美元企稳，但这部分又源自我们政策影响。油价可能让CPI看起来很难看（这里广泛讨论美元和油价，看起来联储确实很关心美元、油价，特别是美元）。" "伯南克：

我认为我们确实需要降息。考虑到金融条件的收紧，以及市场指标的广泛预期，我们当前的利率可能偏紧了。

但我不倾向于降息50bp。理由是：1.担心通胀预期不稳。过度宽松让美元承压，也可能推高油价，通胀压力，这导致长端收益率走高，这反而可能导致负面作用。2.显得过度紧张，让市场觉得联储掌握市场不知道的信息。

我们要表达we are not locked in, we are responsive to conditions on both side of the mandate."

20071211 GS Daily Less Now, More Later "虽然联储如期降息25bp，但联储并没有明确指出当前增长下行风险高于通胀上行风险。

我们认为现在降息少，以后降息就得多。到2008年夏天，ffr要降到3%。"

20071212 GS Daily A Useful Addition to the Fed鈥檚 Toolkit "这两天公布的Term Auction Facility (TAF)是一个很好的补充工具，但它难以解决银行资本金不足的问题。

这个工具类似于折现窗口，但有可能可以减弱stigma问题。这个是定量、不定价的拍卖流动性，参与者匿名，我们估计最终拍卖价应该是ffr到discount rate之间的价格。"

20071214 IstheRecentCentralBankBailoutJustAPrelude1 The history of past financial crises shows that government intervention is often required to set a floor for pricing before the market can start to clear. The 1982-88 third world debt crisis ended with the US government guaranteeing Brady bonds, the S&L crisis ended with the Resolution Trust Corporation using public money to buy up “bad banks” and the Asian Crisis ended with the HK government buying 20% of the Hang Seng in one day. In each of these cases the interventions were undertaken by doctrinaire free-market governments—and in each case they worked, not only in stabilising the markets but also in avoiding serious losses to taxpayers.

20071214 BCA.gis GISdec07\_14so\_pt1 2008Q1的主题是，联储略显迟缓的降息，与信贷市场持续承压之间的冲突。我们认为最终联储会听市场的，但这一过程伴随着高波动。

20071215 GS UEA The State of the Consumer 11月的通胀超预期上行，这短期抑制了联储空间，但我们认为2008年经济走弱将让通胀回落。

20071216 Vox Lessons from the North Atlantic financial crisis 当前的北大西洋金融危机是may well be possible to contain the spilllovers beyong the financial sectors… 因为在2007年以前并没有physical capital formation的过剩。

20071217 bwam The problems that are on the surface & beneath the surface "（桥水的文章有点tricky，它的乐观估计是建立在认为联储和财政部可以采取合理的措施基础上的。而且桥水也认为bond issurer是可以被牺牲的，这跟政府的认知没有多大区别。但一旦最终出问题了，桥水却可以完美甩锅给政府应对不力）

Further, we agree with the policies of the Fed and the Treasury to let the irresponsible parties bear

the consequences of their actions up to the point of not jeopardizing the viability of the credit system... maybe some bond insurers will be downgraded or fail, leading some bonds and CDOs to be downgraded.. But the credit system will not seize up because the Fed, Treasury and Congress will assure that it doesn’t get that far... since what the Fed, the Treasury, and (perhaps, but hopefully not，因为是选举年) Congress need to do is pretty straightforward, we put the odds of this being successfully managed as relatively high (i.e., better than 60%).

（然后列举一些出问题的市场spread，根据相对历史严重程度，最严重的依次是Ted Spread, 3mo Commercial paper spread to T-bills, 银行信贷条件，BAA Corporate spread，Junk bond. 由这个排序可以看到，是流动性问题->银行问题->普遍的信贷问题）" Beneath that picture are loads and loads of complex inter-relationships and, as we mentioned, more complexity and questions than we can understand. In fact, we are so confident that we do not know, and that nobody else knows, how these dominos could fall, that we are sure that we and the regulators don’t want to go there.

20071217 Roubini The Global Economy’s Inevitable Hard Landing "当前危机再度深化，最明显的指标就是Libor和无风险利率的spread。

联储提供流动性并不能解决危机的本质。许多家庭部门已经面临偿付性问题。无论联储做什么，都已经不能避免衰退，因为：历史上最差的房地产衰退、高油价、严重credit crunch、企业投资走弱、家庭高负债等等。

联储虽然法定上可以借给非银机构，但实际上困难重重。因此对非银机构的挤兑风险始终存在。"

20071218 GS Daily Housing Starts- Further Declines Still Needed 房地产新开工已经从220万降到120万，但我们预期还要降到75万才是底部。主要是单户开工的拖累，homeownership走弱的拖累导致过剩供给较大。多户开工边际上还有利好，因为租房子的人变多了，但多户开工也受到信贷收紧的影响。

20071220 GS Daily A Home Inspection on Rent and OER "上周的CPI数据中，Owners' equivalent rent OER加速上升，推高core。这重新点燃市场对core上升的担忧。

我们认为，当房地产是否冷却时，有短暂的重回租房市场的压力，这种压力仅仅是短暂的。"

20071222 GS UEA Can the Fed Calm Troubled Waters 联储应该会对最近TAF的效果满意。LIOBR/OIS spread从高位开始回落。但TAF并不能完全代替降息。我们看到最新NFP偏弱，首申在爬升。

20071229 GS UEA 2007 The Year in Pictures 2007年初的房屋供给就很高，尽管新开工大幅下降，但供给反而高位上升。

20080101 BCA, The Bank Credit Analyst - The Outlook - 2008 "[次贷危机：前景和应对]

银行业还将进一步吸收CDO的损失。2007H2银行体系已经write off了1000亿美元的损失，而可能是mark-to-market loss预计总体上是2000-3000亿美元。FASB 157规则让这些损失更快的展现——大部分银行已经按照这个规则披露了level 3的资产，披露fair value measurements for financial assets。然而，三大评级机构仍在持续下调CDO的评级，因此很难说最后到底还要有多少损失要吸收。下调评级与房价密切相关，而房价下行远未结束，当前的下调仅考虑了已经下降的房价。因此，还会有进一步下调，我们猜测这一过程仅进行了一半。

Insurers和Hedge funds也要承担冲击。Monoline financial guarantors从银行和brokers转移来了很多风险，穆迪最近把两家大型monoline insures放在负面展望。如果这些insurers的资本补充不够，那么它们评级会被下调，这又进一步导致更多的结构性产品的评级下调。对冲基金也会承受很大损失，不过至今它们还没有充分披露。

关于如何跟踪金融危机的情况，有用的指标有：1.政策利率与市场隔夜利率，尚未回到正常水平，显示银行间仍然缺乏信任。2.银行股票价格和银行利差。3.ABX，这是次贷问题的根源。

令人吃惊的是，当前prime房贷违约率也在上升，即便当前就业尚可。Boston Fed研究指出，次贷违约上升并不完全源于resets，而是源于房价走弱让居民有负资产。

现在需要的政策组合是：第一，联储需要把收益率曲线重新搞成牛陡，这样有利于银行系统盈利，让银行更愿意lend。这正是1990s银行业危机期间的主要药方，并且这一药方成功了。第二，银行需要积极清理资产负债表，增加更多的透明度。当前高度的不透明是银行互相不愿意借贷的关键。至少搞清楚银行到底还需要多少资本金。

[衰退仍然不是基准预期，虽然衰退风险上升了不少]

我们虽然看到了房地产市场的持续走弱，但未能预计到房地产走弱对次贷发行者和次贷持有者的冲击，也没有预计到次贷危机对其他信用市场的冲击。市场可能会怀疑reflation会有用吗？会有用的，唯一例外的例子是日本1990s（这个例外也太惨了吧，关键是reflation能否避免硬着陆，这个BCA并没有直面回答，因为BCA也不知道能否避免衰退。BCA这里避重就轻了，当然，我也同意可以避免日本式的长期停滞，但衰退能否避免，这个不好说）。

我们主观认为，衰退风险有40%，各类数量model的估计结果也差不多。40%的概率并不低。如果联储不能有效宽松银行系统的问题，那么衰退可能发生。

问题的关键依然是就业。只要就业不会负增长，那么衰退可以避免。尽管房地产持续放缓，但就业市场始终还没有大问题。就业稳的关键，又在于企业部门financial position不错——资产负债表强劲，盈利高。（2007H2企业盈利实际上开始负增长了！）（虽然企业financial position强劲，但2008年初就业还是转差，失业率上升。失业率上升以后，

一般来说，衰退来源于货币过紧。当前货币并不算紧。（实际上1990s以来的两次衰退都不是源于货币过紧）（20201017 我现在理解了，衰退的必然条件，从事后来说，是货币不够宽松）" 尽管油价和食品价格上涨，但 "中央银行们终于开始大幅宽松，我们预期还要进一步宽松。

确实，当前央行们对通胀有普遍的担心，Fed, BOC, BOE虽然宽松但仍然警告通胀，而ECB则保持鹰派。

我们认为央行对通胀的担心是没有道理的。当前没有证据显示wage-price cycle正在出现。5Y implied通胀预期在2005年以来是走弱的。

2008年利率很可能将至3%。如果有衰退，可能将至2%，即真实利率回到0." "投资前景变得更具挑战。

股票。虽然股票估值有所改善，甚至有一些行业股票的估值已经颇具吸引力，但盈利周期在走弱。与此同时，我们并不确定信贷市场问题会持续多久，以及对经济造成多大冲击。尽管我们并不把衰退作为基准估计，但下行风险无疑上升了。

当前的金融危机正在导致再次大量流动性注入系统，这类似于1998年的LTCM时期，引发了股市的最后一波牛市上涨。值得注意的是，牛市的最后一程往往非常强劲。

我们认为2008年全年股市将上涨（与Martin推荐的策略不同），因为估值合适，利率将下降。

债券。当前债券已经高估了不少。不过由于增长可能进一步放缓，因此可能继续处于高估区间。当前食品、能源价格二次效应有限，随着增长放缓，通胀预期将在2008年走弱。因此，总体上2008年经济对债券有力。我们继续推荐long duration positions（与Martin的推荐是不一样的），除非危机缓解，或者债券收益率过低了。"

20080101 PIMCO A Perfervid Moment \_ PIMCO "用Minsky的理论来解释房地产泡沫的兴起：

1.Hedge Unit是最传统的可以用收入来还本付息的最旧式房贷借款者，

2.Speculative Unit是那些如果loan matures以后需要re-finance的房贷借款者。在房地产市场中，这类贷款被称作IO——interest only，这些借款者需要假设：1）利率不会上升，2）信贷可得性不会明显变差因此可以refinance，3）房价不会下降。由于Speculative Unit在同样收入下可以给房子付更高的价格，因此将推升房价。当Speculative Unit的涌入会推高房价，但韭菜池子是有限的，It's sometimes called a bigger fool game, with each individual fool thinking he is slightly less follish than all the other fools.

3.Ponzi Unit, 在房地产市场中，叫做negative amortization——如果你不能全额付息，那么没有付的利息将算到欠款本金上面。只要房价持续上涨，这个Ponzi Unit就玩得转。

当然，理解过去是预测未来的基础。不过，令我困惑的是，竟然还有那么多人对已经发生的事情没搞明白。没什么复杂的，这是一个经典的泡沫。既然如此经典，为啥政府未能提前阻止呢？要知道联储在1994年法律中已经有权力对房贷标准进行管理，这里涉及到技术性的问题，以及政治经济学原因。

如果要预测2008年经济，那么对于次贷危机的前景将是最重要的问题。危机的最终结局需要资产价格跌到很低，低到吸引价值投资者介入的程度，这一过程很痛苦，需要联储、财政发力。不过我怀疑财政可能难以发力，因为现在是互相指责的时候，大选也要来了。Fiscal policy makers are blind, impotent, or both.

总体来说，如果联储如期降息，那么美国经济是有可能避免衰退的。当然，Bill Gross大胆的预测了美国经济将会衰退。我还是信任伯南克的。" 我预期未来2-3个季度内的每次FOMC都要降息，至少降息到3%，很有可能更低。

20080104 bca.usis\_wr\_2008\_01\_04 STILL LITTLE LIGHT AT THE END of the tunnel "ISM、就业都很差，失业率升到5%，这些意味着要进一步大幅降息。

联储12月推出的term auctuion facility边际上有用，改善了银行间流动性。但尚未完全解决问题，因为银行之间让很不透明，不知道损失有多大。

当前市场对2008年的预测有各种各样的。2007年最大的意外是房地产问题向信贷市场和银行的传导。" 联储对通胀的担心将很快消退。 当前市场大体上已经price in了50%的概率将进入衰退。

20080105 GS UEA Slowing Economy Calls for Policy Stimulus 失业率已经出现了3mma上升0.3的情况。ISM也很差。经济的放缓意味着需要更大的政策刺激。财政政策难以期待，可能要到2008年底才会有，因此短期来说就得依靠联储了。 我们预期FOMC在1月份会降息50bp

20080108 Gavekal So Are We In A Recession " 当前ISM下降到50以下，但这并不等于衰退。ISM下降到42以下对应着衰退。

衰退与Mid-cycle slowdown（66/87/96）的最关键区别是：1.失业率将大幅上升，2.企业盈利大幅走弱。3.股市大幅走弱。这对应着联储利率政策路径的不同。衰退要降息300bp以上，而mid-cycle slowdown则是75-150bp。

IMF（2005）研究指出，对于全球1989-1999年的74个衰退，模型仅预测出了其中4个。这是因为，衰退本身就是一个很少出现的情况。

其实2007年的年中，当时看起来mid-cycle slowdown都快结束了，长债收益率也回升，但最大的问题是三季度次贷危机深化。（然后考察了一大堆衰退指标）

（2008年的最大问题是，房价的持续下降让金融体系根本承受不了，房价下降导致了违约上升）

（房地产的走弱的直接影响是非常有限的，因为房地产建设不会降到0以下。房地产的衍生作用太大了）"

20080109 FOMC Transcript confcall "伯南克：举行本次电话会议的原因并不提议立刻加息，而是跟大家交流想法。

第一，我认为经济下行风险大大增加了。许多指标显示我们可能很快进入衰退。失业率已经上升0.3pp，这对应着历史上衰退。历史上，增长从没有低于2%而没衰退过，但当前staff预测是2008年增长1%。我确实认为有50%的可能性我们将在2008年进入NBER意义上的衰退。

第二，我们已经降息了100bp，这也许大体对冲了2007年三季度以来的负面冲击，但这是否足够？至少我们没有给出足够的保险。我不认为我们当前已经get ahead of the curve, so to speak, in terms of taking out insurance.

然后说一下银行，银行是当前问题的核心。当前银行在补充资本金，但可能不够。银行已经被迫扩表了2500亿，根据估计，可能还要扩表2500-3000亿美元。房地产建设拖累最终是有限的，但房价还要下降，房价下降的空间是不少的。"

20080109 GS Daily US Economy Slipping Into Recession 最新数据显示美国经济正在进入衰退。我们进一步调低了本来就低于共识的预测。

20080111 bca.usis\_wr\_2008\_01\_11 伯南克的讲话很鸽派，但市场不为所动，因为市场感觉还有很多委员是反对如此鸽派的。（这就是沟通中的问题。伯南克在回忆录中写了，伯南克鸽派讲话之前是要跟FOMC内部通气的，通气的方式是开个电话会。所以伯南克鸽派讲话是有意义的）

20080111 bwam Policy makers need to pick up the pace "（Dalio首次开始表达谨慎观点了，看到政策做的不足够）

Ray Dalio:

（政策要做到事情很清楚：）past credit problems… were all resolved by managing 1) liquidity, 2) accounting and 3) perceptions. The bottom of the Great Depression occurred in March, 1933 when the runs on the banks led to a bank holiday and then the banks reopened and everyone was allowed to get their money (because they printed what was required).

否则会让credit problems on the surface to worsen by not doing these three things until they triggered the problems beneath the surface.

In our opinion, events are transpiring at such a pace that we are heading dangerously fast toward credit contractions and very large forced asset sales that could cause the problems that are beneath the surface to come to the surface because the regulators are behind the curve.

While the Fed easing in line with the economic slowing is appropriate, they should also substantially increase the TAF auction sizes (thus providing the capital). And the Treasury (perhaps with Congress), needs to deal with the ""accounting"" issue to slow the pace. Having those with capital buy interests in those who are having their capital wiped out in order to prevent the need for their assets to be forcibly sold is of course excellent. But, the pace is too slow, which can be judged by simply calculating the rate at which asset writedowns are causing various financial institutions’ capital bases to contract and by looking at the inventories they are holding and that will need to be sold（这句话是这一篇Daily的精髓，如何跟踪市场压力）. We are approaching the point at which financial assets (and some tangible assets) will have to be sold in massive quantities.

（非常关键的是，桥水提到了，仅仅是降息50bp是不足够的，这一点认识已经大大超越了BCA、McCulley等许多优秀投资者）"

20080112 GS UEA 各单位请注意，各单位请注意：今天是真的冷。 "美国经济或者已经处于衰退，或者即将进入衰退。失业率的上升是一个可靠的指标。

经济恶化的自我强化有三个机制：1.传统的总需求-就业市场机制。2.房地产市场问题，总需求走弱→房价下降→房贷评级下降→信贷供给下降→房地产市场走弱。3.信贷市场问题。信贷市场恶化，信贷供给走弱，这也是传统的传导渠道，虽然每一次衰退期间的具体表现不同。

不过我们预期经济不会大幅恶化，因为政策已经开始逆周期发力，年底也会有财政政策。2009年的复苏也会很弱，因为房地产很弱，消费者、企业雇佣会谨慎，金融系统补充资本金需要时间。"

20080115 bwam Avoiding an Avalanche "credit problem分为可控的和不可控的。不可控的信贷问题的特点是，an avalanche of forced selling of leveraged assets that drives their prices down. Falling prices reduces capital, which causes more asset sales…

危机的解决，不仅需要宽松的货币、财政政策，还需要金融体系有序的清理资产负债表，making sure that the accounting / marking-to-market of these assets doesn't wipe out their capital too fast and managing perceptions so that fear itsself doesn't have a ruinous effect. 类似的解决问题的手段在过去屡见不鲜。例如1980s拉丁美洲危机期间，银行的损失是逐步被确认的，在1990s的S&L危机前，Resolution Trust Company提供了资产的有序清算。"

20080116 GS Daily Restocking the Punchbowl- Fiscal Stimulus Looking More Likely 现在对财政刺激的共识正在上升，财政刺激的可能性上升了。

20080117 GS Daily GS Forecast Well Below Consensus, But Still Mild By Recession Standards 虽然GS的预测比共识悲观，但GS当前的预测相比以往的衰退来说并不是很严重。

20080119 GS UEA “It’s the Economy, Stupid” Redux bush政府提出了1%GDP的财政刺激方案，这相当于我们此前预期的两倍。我们还要看看这个方案能否最终落地。

20080121 FOMC Transcript confcall "伯南克：我并不情愿来开这次会，因为距离下一次FOMC只有一周时间本来也不远了。但事态发展的实在太快，一周时间对金融市场来说又太长了。亚洲和欧洲股市崩盘，美国股市因为休假的原因没有开市。现在资本市场定价是美国将迎来衰退，而且这被认为是全球问题，例如德国股市下跌了8个百分点。

最近的主要问题是monoline insurers被降级。

Reinhart & Rogoff研究发现，当前美国的本次金融危机在历史上看是比较大的一次，即使未来的衰退很温和，这都算是幸运的了。" 伯南克：当然，通胀也是一个issue。但当前我们可能面对一个潜在的广泛危机。We have to address this crisis. "伯南克：我建议要take a meaningful action——something that will have an important effect。因此我提议降息75bp。我承认这是一个很大的降息。

考虑到我们已经降息100，但最终可能需要降息200+bp以上，因此当前我们仍然至少about 100bp behind the curve, 而且at this point is a legitimate need for risk management.

（伯南克已经把衰退当做基准情形，那么联储就需要降息很多了，所以说伯南克力推大力降息）"

20080122 GS Daily The Fed Turns Aggressive The Fed turns aggressive. 当前还不知道什么因素出发了本次会议间降息，看起来可能是全球股市大幅下跌。

20080124 GS Daily Benefits from the 75bp Cut Still Six Months Off 我们用VAR模型估计，降息将在6个月以后对增长产生作用。75bp降息将拉起GDP的1pp。其中，消费反应更快一些，企业投资的反应偏慢，要1年以后才有反应。居民住房投资的反应更快，但当前住房库存高，所以房地产可能回升不强。

20080125 bca.usis\_wr\_2008\_01\_25 A WEEK TO REMEMBER "过去一周发生了好几件大事情。1.Mononline crisis爆发，导致全球股市大跌。2.联储紧急降息75bp，特别是考虑到距离下一次FOMC仅一周时间，由此可见联储鸽派态度。3.财政刺激升温。

当前与1990s初和2002-03有相似之处。在1990s初，RTC支持了银行体系。2002-03初，企业债市场崩盘了，联储表态支持企业债市场，甚至可能买债。当前的信心崩塌与2002年有些相似之处，当时是企业部门，当前是银行和其他金融机构部门。

当前一个潜在根本性问题是，房地产库存仍然太高了。" 联储在本周放弃了对通胀的担心。FOMC委员们可能会跟随伯南克的anti-deflation and try to get ahead of the curve. 虽然前景不妙，但市场定价也足够悲观。无风险利率已经到历史低位，企业利差达到历史高位（事实上2008年信用利差持续走阔）。

20080130 FOMC Transcript "伯南克：

首先总结一下大家的看法。房地产持续走弱，房地产库存仍然很高。居民消费走弱，反映了房价下降、股市下降等，也反映出就业市场低迷。就业市场指标广泛走弱，12月失业率跳升。考虑到金融市场指标、就业和消费前景，经济陷入衰退风险。2008H2也许好一些，源于货币宽松、财政刺激和可能的房地产、信贷市场改善。但是，下行风险很大，包括经济和信贷市场的恶性循环。

在我看来，最重要的问题是房地产将持续走弱。而我最担心的也是经济和信贷市场互相恶化的恶性循环。当然，到今天，房地产市场可能会有一些pent-up demand，房地产销售已经低迷很久，房价走弱，房贷利率下降，affordability改善。但大家还是都不买房子。人们总是觉得房地产市场会在6个月以后转好（但始终没有兑现这个期待）。我们只是简单的发现，没有证据表明房地产市场在触底。虽然房地产建设的下行有底，但房价的下行空间不敢想象。" "伯南克：

首先总结一下大家的看法。Core和headline CPI仍然居高不下，令人担忧，Some see upside risks.

对于通胀，我当然也担心，最近core的上升令人失望，而且OER在房地产走弱期间还会诡异的上升。" "伯南克：

在去年10月份FOMC以来，我们的沟通没做好，市场认为我们是tentative and indecisive（可是事实上伯南克那个时候确实在担心通胀，实际上就是如此，不是沟通问题）。现在我打算更频繁、更清楚是向公众沟通（也就是说要更鸽派）。We need to be proactive and forceful. "

20080130 GS Daily Fed Policy- Back to the Future "当前联储再降息50bp是明智的。尽管近期经济数据表现略好于预期，但降息50bp是必要的。因为房地产市场让在自由坠落，信贷条件仍在收紧——银行信贷条件在广泛收紧。

当前联储降息以后，市场参与者会问：联储知道什么我们不知道的吗？一般而言，联储有三个信息优势：1.监管数据。2.信贷条件，例如银行信贷官调查。3.即将公布的经济数据。但我们整体认为，联储是根据经济前景作出的判断。（在我看来，最重要的，始终是股市）。"

20080131 bwam The Really Big Picture; Not Just a Normal Recession "（这篇文章可以入选年度最佳，非常有预见性。在2008年初，市场还仅仅是从失业率上升意识到进入衰退，而桥水已经更进一步了）（可以配失业率的图）（这就意味着，即使联储激进降息，也难以力挽狂澜，不能用传统的资产周期走势来分析）（从使用deleveraging这个词的早晚来看，桥水应该是最早，然后是BCA在2月末，联储在3月，GS在5月）

当前美国经济面临的是Deleveraging, 而不是Recession。去杠杆不仅比衰退更为严重，而且本质是不同的。

衰退：衰退往往是由于货币政策过紧导致的，通常源于抑制通胀。衰退的结束通常源于央行宽松。It is relatively well managed via interest rate changes. 降息不仅刺激房地产，而且也降低了负债成本，此外降息也推高资产价格，具有财富效应。

去杠杆：去杠杆源于a financial deleveraging that leads assets to be sold. 即甩卖资产。资产甩卖导致资产价格下降，进一步导致机构资本金不足，并导致机构资产负债表收缩，然后又要甩卖资产，这一过程中也导致经济活动走弱，形成恶性循环。换句话，the financial deleveraging causes a financial crisis that causes an economic crisis. 在去杠杆过程中，尽管利率下降，但equity levels fall relative to debt levels，直到利率将至0%和货币政策失效（也不能阻止这一过程）。最后，这反而导致真实利率上升。整个过程最终还是需要reflation，相关政策包括：a currency devaluation, government guarantees of the efficacy of key financial intermediaries. 去杠杆的例子包括：大萧条时期的美国，1990s的日本。"

20080201 BCA, The Bank Credit Analyst, What Kind Of Mess are we in ; Economic Downturn And Bear Market Where Next For U.S. Equity Prices "[美国经济将陷入衰退]

现在，我们认为基准情绪下，美国经济将陷入衰退。最大的问题是就业和收入已经走弱（不是说就业没问题的吗？可见就业市场很难被预测）(20201018:确实如此，就业只能跟踪，很难预测）。房地产仍有下跌空间，关键是真实房价根据历史经验将继续走弱。

在典型的衰退中，衰退平均持续10个月，GDP从高位回落2%，股市下跌20%并持续15个月。

但是，我们并不认为衰退会格外严重。我们之所以不认为衰退会格外严重，是因为重大再通胀政策已经开始，并且将产生效果。联储进入了aggressive easing mode, 财政刺激也在开始，美元走弱。此外，企业部门当前整体情况仍然还好。美国经济将在年底以前开始复苏。而且最终而言，The authorities will always bail out the system, but that does not prevent major financial losses being taken (这句话如何理解雷曼事件）（政府最终最终确实bail out了金融体系，但为时已晚）（这一段分析从原则上讲，倒也没有大毛病，但这里没有看到的恰恰是桥水说的那一段话，当前是去杠杆，而非衰退）

[股市前景]

在衰退期间，股市降幅与GDP走弱幅度关系不大，主要与盈利走弱幅度有关。2007Q4的盈利下降幅度极其巨大，yoy下降20%，这主要源于金融机构的盈利走弱，非金融企业的盈利尚且维持正增长。在2000-01年，虽然增长放缓不大，但企业盈利大幅走弱，这是因为当时衰退的根源就是企业部门（这个解释好无力），因此当前我们不应该预期企业盈利大幅走弱。毕竟，企业部门本轮没有过度扩张。因此，我们对企业盈利走弱的预期，是以以往盈利走弱的幅度来做预期的。（无论是GDP预测，还是房地产部门走势，BCA都采取了一个省事，却大部分时候可靠的办法：与以往周期作比较，然后以此为基准，看看是否跟以往周期有所不同，不同在哪里，然后修正）。" "在FOMC开会前1周大幅降息75bp是释放了a powerful message, 即联储已经转变思维。在这以前，联储的信息是mixed。伯南克当然更为民主的运转FOMC，但结果是FOMC分裂和混乱。

有人曾认为联储降息75bp只是为了应对当时市场大跌，那么1月末再次降息意味着联储确实坚定宽松了。

在当下金融市场混乱的情形下，联储坚定和清晰的表明宽松立场。当然，不是所有的reginal联储主席都同意伯南克，但大部分人在看到伯南克如此坚定以后，将理解去支持伯南克的重要性。" "整体来说，the prudent strategy is to assume a fairly standard recession.

中性配置股市。根据以往衰退期间股市下跌的幅度来看，当前的熊市可能已经走了2/3。当前股市估值已经对衰退进行了定价。（这个对于到雷曼破产前，确实是适用的。那么雷曼为何最终破产了呢？）

下一步的操作将是高配。联储宽松将最终让股票估值回升，但this is one of those times when the risk-reward balance argues for being a bit late rather nan early in building exposure. 尽管如此，one should be creating a shopping list of stocks to buy rather than looking for oppertunities to sell. This is just a regular cycle, not the start of a major slide.

有三个原因让我们不着急推荐高配。1.不确定性仍然足够大，2.当前下行风险仍然很高，可能的回升也许不是V形，而是逐渐的。3.我们还没有看到可靠的股市将触底回升的技术指标。（这一部分的分析是非常棒的。原则上，此时确实应该开始考虑高配了，但Barnes忍住没有，这三个理由值得深思）

中性配置债券。当前虽然债券市场高估，进一步从债券获利的空间已经不大，市场已经price in了激进的货币政策宽松（因此不推荐高配）。但经济太弱，收益率回升动力不足，因此继续推荐中性配置。"

20080201 bca.usis\_sr\_2008\_02\_01 U.S. STOCKS LOOKING BEYOND CURRENT TURMOIL 当前BCA的流动性指标在持续回升，流动性最终会获得胜利，推高股价（桥水的分析显然更胜一筹，指出本次衰退——或者说是去杠杆——并不来自于货币紧缩。）

20080201 PIMCO Chasing the Neutral Rate Down Financial Conditions Monetary Policy and the Taylor Rule \_ PIMCO "伯南克联储将密切关注金融市场，而金融市场又会关注联储动向。

在泰勒规则出来以前，关于中央银行应该如何行动的规则都是模糊的。人们只是简单的把通胀分为是否在目标上/下还是目标附近，目标附近也被称作是舒适区间；失业率是否在潜在附近，是高还是低；货币政策是否是中性，是accommodative还是restrictive。泰勒规则的优点是simplicity and elegance，这也是这个规则流行的原因。

一个关键问题是泰勒规则的自然利率是多少。泰勒规则假设了政策利率与整体金融条件存在一对一的关系，但事实上并非如此。即使政策利率不变的时候，金融条件——信用利差等等，也会有明显变化。实际上，经济当中完全以政策利率为锚的融资成本是不多的。The neutural policy rate has thus fallen simply because of the change in financial conditions. The central bank need to cut the policy rate just to stay neutral.

如果自然利率下降的过程中，央行降息不够，通胀走低，真实利率将越来越高，自然利率也将越来越低，央行将不断chasing the neutral rate down，这发生在1990s的日本。教训很明显：Don't get behind in a race to the bottom with the neutral rate.

当前的降息将引发对进一步产生道德风险的讨论。联储加息迟疑，但降息却很快，Too much of an asymmetry, however, increases the likelihood that asset bubble will emerge. 这也是为什么去年10月联储是鹰派降息——告诉市场可能降息要暂停——的原因，因为9月份的降息50bp以后资本市场大幅回暖。看起来联储现在的想法是，要积极降息防风险，但如果市场企稳，也要尽快加息来消除进一步的风险。这意味着利率波动性较高，而当前的短端收益率曲线理应更加陡峭。" "我们认为利率将至少降至2.25%。理由是：泰勒给的自然真实利率是2%，考虑到信用利差扩大1%，因此当前的真实自然利率应该是1%，在考虑到当前产出缺口在扩大，所以合适的真实政策利率应该是0%。Core PCE是2.25%，因此政策利率应该降至2.25%。如果再考虑到risk management，那么利率可能要降至2%甚至更低，甚至可能降至1%。

一般来说，在衰退期间真实利率要降至0%，当前真实利率还在1%附近，还需要进一步降息。（看起来McCulley也承认当前情形是衰退了）。"

20080202 GS UEA A Trader’s Recession "1月份的NFP已经负增长，工作小时数显示GDP在1季度可能已经负增长。当前财政刺激超预期，货币宽松front-loaded，我们由此预计衰退将在2007年底到2008年中，然后2008H2开始复苏，但复苏会很弱，因为：1.政策可能还有摆动。2.更重要的是，房地产问题很大，短期难以解决。

从零售数据看，消费也在走弱。当前ISM是唯一的一个较好的数据了，不过ISM的生产分项好，订单分项不好，这也不是一个好兆头。房价在加速走弱。" 当前市场正在trade the impact of stimulus on growth，但我们预计2008H2，交易者们会发现再通胀政策可能只是暂时的，而问题却是长期的。

20080206 GS Daily Making Sense of the Money Flows 联储的信贷调查显示银行在明显收紧信贷，而联储提供的银行贷款数据在增长，这更可能是反应了资产支持证券ABCP的回表。信贷调查同时显示，信贷需求也很弱。此外，有市场参与者关注non-borrowed banke reserves在下降，这主要是因为银行转向了TAF。

20080207 GS Daily Free Fallin鈥 许多指标都在走弱，合在一起看，经济正在自由落体——free falling. 这对应着衰退期间的情况。近期的就业数据很差，首申很差，非制造业ISM很差，汽车销售很差，信心数据也很差。我们之前提到的三大恶性循环正在全速进行。

20080211 Gavekal Have We Really Changed Our View on the US Economy "（Gavekal这是写的啥玩意儿）

我们依然不改变对美国经济将软着陆——即mid-cycle slowdown而非衰退——的看法。对于mid-cycle slowdown, 总有一段时间感受像是衰退一样。

当然，最新的非制造业ISM降幅在历史上看都是极值。但也要看到其他积极信号，例如mortgage refinancing回暖，利率在下降，strong homebuilder shares, speedy fiscal stimuli.

（Gavekal不仅是落后，而且远远落后于市场。桥水已经把观点推进到去杠杆，而不仅仅是衰退，BCA也跟上节奏判断将是温和衰退，联储已经认为衰退风险很大，高盛也判断是衰退。市场也定价是衰退。整体上，2007年底市场开始给衰退定价，但当时大部分机构还只是把衰退可能性定为40%，但2008年初的就业数据数据让大部分摇摆机构开始认为衰退是基准情形）"

20080211 GS Daily A Housing Recession Like No Other- From Pent-Up Demand to Pent-Up Supply 本轮美国房地产走弱与以往走弱存在关键不同。在历史上，特别是1980s以前，房地产走弱是货币收紧的结果，货币收紧过程中，对房地产信贷供给不足，导致积累了pent-up demand。本轮房地产走弱虽然有加息的触发，但需求的严厉紧缩并不明显，恰恰相反，本轮房地产扩张期间产生了excess supply，这些过剩的供给反而问题更大，这导致本轮房地产复苏将很弱。（非常好的观察！是对于桥水1月去杠杆研究的一个很好补充）

20080212 GS Daily Five Questions (and Answers!) on Housing Cycles "回答几个投资者的问题：

1.历史上，如果以单户开工回升作为房地产回升的拐点，那么房地产回升拐点普遍领先经济回升拐点1-4m，不过1981-82那一次经济回升的滞后要很多。

2.房地产回升拐点与股市回升拐点的时间顺序并不稳定。

3.当前房地产各类领先指标显示房地产回升尚无迹象。尽管房贷利率走弱，affordability略有改善但仍处于不佳区间，房地产销售仍在下降。当然，我们在2006年初构建的领先指标也不是永远正确，这些领先指标曾经一度在2007年初全面转好，但我们当时认为房屋自有率有下降空间，因此我们当时并不认为房地产会转好，事实也正如我们当时所预测的那样。"

20080214 GS Daily Trade Improvement Helps Cushion the US Recession 12月的贸易数据显示，外需将有助于对冲美国衰退带来的下行压力。

20080215 Roubini Anatomy of a Financial Meltdown "（这篇报告分析了可能的金融损失有哪些，以及有多大）

次贷问题已经扩散到各类贷款，CDO市场可能进一步损失高达4000亿美元。商业地产也会随着出问题，信用卡等也会违约。

进一步的，哪些担保CDO的交保险机构也会面临降级，这导致进一步1500亿美元损失。

LBO也会带来损失。

企业违约将大幅上升。历史上，corporate default平均每年3.8%，过去两年是0.6%，但在衰退中平均是10-15%，这给企业债持有者带来大量损失。对应的，那么credit default swaps (CDS)也有大幅损失。

此外，影子银行系统还面临流动性风险。

股市一般在衰退中要下跌28%。

总体来说，估计金融体系要损失1万亿美元。"

20080216 GS UEA Lessons from Past Credit Crises "我们的var分析表明，信贷收紧将在2008Q2给gdp带来2个百分点的负面冲击。历史上两次信贷危机是1980s的拉美债务危机和1990s的储贷危机。历史上的credit crisis的教训是，最后发现损失比预想的大。2007年夏天，当时认为次贷损失是500-1000亿美元，而现在我们估计是4000亿美元，而且这一估计还面临上行风险。

NBER界定衰退的四个指标是：收入、就业、IP和零售，其中就业放缓好像还没有特别明显，但收入、IP已经走平，零售已经有走弱迹象。考虑到大幅数据修正，对于是否已经进入衰退，答案是maybe"

20080222 bca.usis\_wr\_2008\_02\_22 UNCERTAIN TIMES 房地产是当前下行的核心问题，所以房地产何时企稳是一个关键问题。当前指标有边际转好迹象，但水平上仍然很差。库存有所下降，但库存水平仍高。Homebuilder sales activity边际企稳，affordability回升但仍然不佳，refinancing index大幅回升但水平还没有到达2003年高点。房价的调整仍然有限。关键是利好消息是需要库存在2008年中明显下降，这是个值得关注的指标。 大宗商品价格上涨，市场对通胀的担心再度上升。实际上，从2006年开始，对通胀的担心就时有时无，多数时候是有的。我们认为，既然之前需求强的时候，通胀都起不来，那么当前通胀更加起不来。 当前市场唯一的好消息是市场对坏消息不是那么敏感。对于内需股票而言，情绪已经相当悲观。对全球和外需股票而言，似乎暂时未受影响。

20080222 Gavekal Is This Really the Financial Crisis of a Lifetime 当前美国银行股票的相对表现虽然很差，但还没有差到2000年和1990年的水平，financial股票的相对表现还在历史均值附近。不过，也有悲观者解读为，当前市场还远没有认识到当前金融体系的问题。有悲观者指出，Citi需要减少分红来补充资本金。我们倒觉得这不是坏消息。要知道，真正的问题，例如1980s初的美国，是整个银行体系破产，那个时候资本金根本就没法补充，那才是真正灾难。

20080222 Gavekal The World Will Not End This Time Either "我们现在听到非常悲观的看法，例如David Rosenberg of Merrill Lynch, which a worried client sent us last week: ""We confess that we have been in the business for 25 years and have never—and repeat never—seen a cycle like this one.""

Alan Greenspan, who described LTCM in 1998 as the worst crisis in his 60-year working lifetime, or Robert Rubin who was not joking when he described his rescue of the Mexican peso as “The Committee to Save the World”, or George Soros who reacted to Black Monday in 1987 with a single chilling sentence: ""This is 1929"". Such extreme reactions might, of course, have been justified.

事后来看，每一次危机都是买入的绝佳机会。但如果每个人都这么想，那么本来也不会有买入机会。事实上，每次危机，人们的感受都是担心问题比以往更为严重，这才导致每次都有买入机会。"

20080222 中国货币政策执行报告 2007Q4 "2007年，我国工业生产增长加快，消费需求较旺，居民收入、企业利润与财政收入均有较大幅度增长。2007年，实现国内生产总值（GDP）24.7万亿元，增长11.4%，居民消费价格指数（CPI）上涨4.8%。

2007年，针对银行体系流动性偏多、货币信贷扩张压力较大、价格涨幅上升的形势，货币政策逐步从“稳健”转为“从紧”。十次上调存款准备金率共5.5个百分点，六次上调金融机构人民币存贷款基准利率。货币信贷增长加快的势头有所减缓，但信贷扩张压力依然较大。2007年末，广义货币供应量M2同比增长16.7%，增速比上年低0.2个百分点。人民币贷款余额同比增长16.1%，增速比上年高1个百分点，比年初增加3.6万亿元。2007年末，人民币对美元汇率中间价为7.3046元，比上年末升值6.90%。

2008年随着国际经济运行不确定性增大和国内宏观调控政策效应逐步显现，经济增长可能高位趋稳并适度放缓。从价格走势看，由于结构性供给约束、外部输入等因素对价格形成的冲击短期内难以改变，CPI涨幅在上半年仍会维持在较高水平。

中国人民银行将防止经济增长由偏快转向过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀作为宏观调控的首要任务，实行从紧的货币政策，抑制总需求过度膨胀。

专栏4：深入分析价格上涨机理，提高调控的有效性。2006年第四季度以来，在食品价格大幅上涨的推动下，我国居民消费价格指数(CPI)出现了较快上涨。针对价格形势的明显变化，2007年末召开的中央经济工作会议明确提出，要把“防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显的通货膨胀”作为宏观调控的首要任务，因此有必要就本轮价格上涨的机理作深入分析和探讨，以选择适当的政策加以应对，维护价格总水平基本稳定。

一是外部输入因素对国内价格的影响增大。近年来，全球大宗商品、粮食和资产价格普遍出现大幅上涨，通胀压力上升成为全球性现象，目前主要发达经济体和新兴市场经济体消费价格涨幅总体上已处于近十年来的最高水平，未来一段时期通胀压力仍有可能上升。尽管人民币汇率升值对通货膨胀输入起到了一些抵消作用，但国际价格上涨对国内价格仍有显著影响。二是猪肉等重要商品价格受供给约束影响上涨较快。三是要素价格趋向上涨，从成本方面推动物价上升。伴随经济持续快速发展，我国劳动力供给约束逐步增强，并出现结构性趋紧，劳动力成本上升逐步构成推高价格上涨的因素。此外，资源性产品调价也在一定程度上推动了物价上涨。由于多种影响因素共同作用，有必要考虑不同因素对价格的影响，合理运用需求、供给等政策组合，区分不同因素的影响程度，提高调控的针对性、科学性和有效性。

考虑到我国居民消费中食品所占比重较高，且食品价格也部分受到需求影响，全部扣除食品的方式不尽合理，因此可扣除CPI中受季节、气候以及国际因素影响较大的未加工食品及能源产品测算我国的基准消费价格指数。同时，考虑到消费在我国总需求中占比仍相对较低，仅使用居民消费价格以衡量价格总水平变动尚嫌不足，因此在测算基准消费价格指数的基础上，还有必要测算能够覆盖投资、消费等主要经济领域价格变动的基准综合价格指数。"

20080223 GS UEA The Year of Inflationary Discontent 当前surveys看起来比hard data要差的多。NBER当然在界定衰退的时候看hard data，而且soft data的样本单数普遍小于hard data，但survey有三个优势：1.ISM等是环比，天然的领先IP yoy等年比数据。2.情绪可能领先行为。3.在周期拐点附近，hard data面临大幅修正，因为hard data在构造的时候需要做线性外推，在拐点附近通常面临大幅修正。 "最新的PCE和CPI数据都走高，total和core都走高。引发通胀担心。特别是5y-5yBE在回升。

但我们认为通胀的恶化不会持续。"

20080301 2007年冬季CCER中国经济观察（总第12期）会议上半场问答\_ 易纲：在美国次贷危机和国内的冰雪灾害发生之后，对于去年中央经济工作会议上确定的稳健的财政政策和从紧的货币政策，社会上有一些讨论和担忧。现在的问题就是这两个事件能否动摇或者改变我们去年年底确定的宏观政策。我的回答是否定的。我们在综合考虑各种情况之后提出的“从紧”政策是一个适当的、适度的从紧政策。在这两个事件发生之后，我们全面地分析了国际和国内的情况，包括冰雪灾害对于中国消费、投资、进出口的影响。我们认为防止通货膨胀依然是一个主要任务。我认为从去年到现在，稳健的财政政策和从紧的货币政策的搭配都是适度的。同时，我们要注意支持农业，支持灾后重建的工作。

20080301 2007年冬季CCER中国经济观察（总第12期）会议下半场问答\_ "宋国青：从过去的情况来看，按照央行现在公布的指标，怎么也不可能出现6%、7%的通货膨胀率，8%就更是不可想象了。2003年，M2的增长率最高超过20%，在20%以上持续了有四、五个月的时间；现在M2增长率是18%，比那时还低多了。而那时的通货膨胀率最高才5%，低于现在的通货膨胀率。也许有人将上述差异归因于雪灾或者猪病，我觉得这个解释不对。自然灾害年年都有。假定有50 种灾害，每一种都是50 年发生一次，那就相当于一年发生一次50年不遇的灾害。而且就雪灾来说，其影响当然是很痛苦，但是损害不是太严重。所以通货膨胀不能都推到自然灾害身上去，我认为还是应该从货币供应上来解释。考虑到股市融资、债券融资，现在货币的口子开得相当大，要尽快紧缩下来，当然紧缩难度也很。

宋国青：从我所了解的历史经验来看，治理比较大的通货膨胀确实没有无痛分娩这一说，就是需要痛苦。Volcker 在1979 年成功的控制了通货膨胀，事后来看是干得很漂亮，但在当时确实是很痛苦的。美国正常的失业率是5%左右，那一次上升到了10%。治理通货膨胀时就要顶住这种压力，稍微顶不住的话通货膨胀就治不下去。当然那时通货膨胀已经是过街老鼠，在这种情况下严厉措施才能得以施行。我们目前还没到这种程度，但是再拖一两年问题就会很严重。应该现在就下决心控制住。就货币供应量来说，要控制就必须排除各个层面的干扰。等到通货膨胀率明显下降了再考虑放松也来得及。目前主要的问题还是调控不到位，后面有不确定性，但还是调控不到位的风险更大一些。目前通胀已经持续了较长时间，公众的通货预期已经比较高。让高通胀持续很长时间再治疗难度和痛苦更大。在这种情况下，宁肯调控过度一点也不可不到位。"

20080301 2007年冬季CCER中国经济观察（总第12期）生产弱共振\_\_需求强脱钩\_宋国青 "中国的M2增长率与通货膨胀等宏观经济变量联系紧密。过去用M2对中国经济做短期预测的效果一直很好，但2006年下半年开始出现问题。2007年5月发现货币度量存在问题。尽管2007年通货膨胀不断上升，M2增长率并不高。去年的“通胀洪峰可能已经过去”的说法需要检讨，现在看洪峰不仅在那时没有过去，也未必在未来几个月内过去。当时的错误在于高估了政府宏观调控的决心，认为在较高通货膨胀率出现以后会采取强烈的紧缩措施。

在我过去的做法中，对通货膨胀率和其他宏观经济指标的预测包括两个部分，一是根据已经发生的货币量和利率汇率等预测未来一个短时期内的情况，二是估计下一步的政策。第一步预测往前看三个月是相当有效的，看六个月的效率低一些，但还可以，看半年以上就很差了。这一步原来主要看M2，现在改成看MS，认为这是一个很重要的进展。第二步预测没有数量模型，主要靠经验感觉。

2006年中以来M2与MS增长率出现很大差别的主要原因是银行“对其他金融性公司负债”中有一部分未计入M2，这部分增长很快。目前货币供给支持的通货膨胀率在6%以上，雪灾和猪肉短缺等供给因素对通货膨胀有小的贡献。雪灾的影响在1月份还很小，2月份很大。从已经发生的货币供给情况看，高通胀将持续至少一段时间。如果在未来几个月没有相当猛烈的紧缩措施出台，全年的通货膨胀率将会超过6%。2008年开始，信贷又猛烈扩张。因为国际经济的变化和雪灾的发生，货币政策出现了一些松动。现在推测2008 年1至2月的货币增长率依然很高。2007年4季度对住房贷款实行了一些控制，其对总贷款的控制效果现在看来不大。从目前有关政府部门的态度看，还没有出现严厉紧缩的征兆。这些情况显示通货膨胀率至少在2008年2季度还会相当高。

最近国际经济再次出现不景气，引起了很多关注。另外人民币升值速度显著加快。两方面的作用可能导致出口和顺差的增长率显著下降。2001年国际经济不景气对中国经济形成了很大的负面影响。由于国内经济动力的变化，此次国际经济不景气对中国经济的影响将显著小于2001年。" " 2000至2003年国内工业生产与出口“强共振”是总需求不足时的特殊现象。由于总需求增长率偏低，在1998 至1999 年国内出现了通货紧缩。在这样的情况下，国外需求的变化起重要的作用，外需走强可以拉动内需走强，外需走弱可以引起内需走弱。在通货紧缩之中或者通货紧缩边缘，总需求的变化可以引起生产的强烈反应。强共振的基础是货币供给对国际经济景气状况和出口的反应。在内需疲软的情况下，出口下降导致有关贷款因而货币供给下降，出口增加则导致货币供给的扩张。所以，“强共振”的前提是货币政策“失灵”，货币供给在一定程度上被出口所左右。图七的货币为MS，其同比增长率与出口波动在2000 至2003年间表现出“强共振”关系。在中国走入通货膨胀之后，货币供给不再为出口所左右。

出现了通货紧缩，就说明货币政策在一定程度上“失灵”，达不到货币当局希望的增加货币供给的目标。在减少货币供给的方向上，货币政策的效果总是没有疑问的。无论采取提高利率的政策还是数量控制方式，需要的只是政府的决心。在这样的情况下，可以根据外需的变化情况调整货币政策，达到货币供给因而总需求独立于与外需变化的结果。具体说，就是在出口景气的时候从严控制内需的增长，在出口不景气的时候相对放松对内需的控制。

不同于2000 至2003 年，目前国内需求和经济增长正常，外需下降可以通过扩大内需平衡。近期国际经济不景气加上人民币升值因素导致出口下降，只要稍微放松国内信贷就可以保证总需求的增加。过早考虑把“从紧”的宏观调控改为“适度”调控可能贻误通货膨胀的治理。

现在对通货膨胀的解释有两种主要的观点。一种看法即“通货膨胀是货币现象”，钱多了就会涨价。另一种观点是“成本推动通货膨胀”。这有点类似二十年前，1988年就有很多“成本推动通货膨胀”的讨论。目前政策可能对两种意见都有所考虑，表现为对货币数量的温和控制，使通货膨胀率维持在较高的水平上。通货膨胀两种观点的政策含义是截然不同的，过多考虑后一种看法会对货币紧缩造成贻误。"

20080301 BCA, The Bank Credit Analyst, A Time For Patience; Revisiting The End Of The Financial Era "[衰退已经开始，经济走弱将会持续]

已经有充分的证据表明衰退已经发生。虽然当前市场评论者们仍在争论是否已经有衰退，但我们认为数据已经充足。近期非制造业ISM的超乎寻常的下降，NFIB信心下降，费城联储制造业指数，消费者信心走弱，以及超过一半的洲负增长，这些都是衰退的标志。

向前看，走弱力量将持续存在。当前的房地产高库存意味着房价还要走弱，而mortgage refinancing index在1月份快速回升后再度骤降，令人失望。进一步经济会放缓多少，就业是关键。当前就业增速虽然仍在正增长，但增速疲弱。从一系列高频指标看——小企业雇佣意愿、居民reporting that jobs hard to get，首申——都显示就业疲弱。房价下降，就业疲弱，油价上升，这几乎保证了消费走弱。即使减税可以在年中提振消费，但那种减税提振将是暂时的，因为居民消费的基本面在走弱。其他需求端也不利。商业房地产看起来要走弱，要知道商业地产是过去两年的关键支持力量。外需也不佳，DM看起来在普遍走弱，新兴亚洲国家也有走弱态势。

可能的复苏也会比较弱。也许衰退不会格外严重，但由于an extended deleveraging cycle, 复苏可能也会格外的弱。消费者需要重建储蓄，企业也将致力于维持较好的资产负债表，银行也会谨慎。

[金融风险仍然很大]

风险仍然很大，且难以量化。过去几周经济数据非常差。尽管monoline insurers从深渊中被拉回来，但信贷市场仍然承压。实际上，救monolines仅仅是最容易做的事情，因为这个问题实在太直白了，背后的风险实在太明显了，如果不救，将是明显的政策失误（但桥水在两个月以前还在直言这些机构是可以被牺牲的）。更困难的事情是风险难以被量化。对次贷损失的估计，平均是4000亿美元，但实际的可能损失取决于房价还要下跌多久。如果房价继续下跌，那么更多居民的房子变为负资产，将带来更多的违约。与此同时，对于非房贷资产——商业地产票据，CDS，leveraged loans， ABP，信用卡和汽车贷款——到底损失由多大，也不确定，取决于衰退有多严重。我们不断地学习到各类金融新词汇，最近是所谓variable interest entities （VIEs），这个VIE据说带来300-900亿美元的损失。我们跟联储官员交流过，我们发现就连联储官员自己也不知道问题有多大。当前损失主要集中于房贷相关产品上，房贷以外产品的损失我们还没有看到。

联储没有真正解决问题。尽管TAF在发挥作用，但interbank spreads再度回升。尽管降息很多，但房贷利率的下降并不明显，企业债利率下降也不明显。当前ffr市场预期在未来六个月降到2%，但2%本身可能仍然不够。现在需要把收益率曲线重新陡峭化，这是1990s初解决银行系统问题的关键，但当前不能提高长端利率，因此短端利率要再明显下降才行，看起来要下到2%以下。" "当前对滞涨的担心很普遍，我们认为今年的通胀压力是可控的。我们跟客户等交流以后，我们发现我们的观点反而是少数派。（即市场参与者本身也是担心通胀的）

不可否认的是，当前core确实也在上升。但通胀是滞后的，只是反映之前的经济的强势。" "通胀压力不会制约联储进一步宽松。伯南克等官员表示通胀在年内将会趋缓。

联储至今还没能稳住信贷市场，因此进一步的宽松是必要的，ffr可能需要跌至2%以下。此外，联储也可能不需要像过去那样基于再度加息。" "美国仍在衰退的早期阶段，并在严重的信贷市场混乱当中。现在应当采用prudent investment strategy。至少我们要看到信用利差的收窄作为一个可靠的信号（BCA同时关注股票和利差，利差的周期性其实很强）

中性配置股市。过去几个星期的经济指标非常差，但股市韧性较强，这一般可以看做是积极的信号，但还不能完全确定。

现在高配股票还太早。我们尚没有看到股票进入final capitulation sell-off阶段。有时候值得早点入市，特别是在大幅sell-off以后，可能有强劲反弹的时候；但有时候不应当早入市，在熊市后半段的跌幅比前半段更大。This is a time for patience（这段关于时点的讨论很好！）

BCA内部也分为两派，有乐观者，也有谨慎者。毫无疑问，当前估值不高。但从历史规律看，熊市普遍要跌20%，现在还可能有最后一跌。

中性配置债券。The big trade是何时开始从国债转向信用债等。虽然债券估值已经很高，value is poor，但现在低配债券还太早。

当前实际defaults还少，但市场price in的利差已经明显走阔。历史上，在实际defaults上升以前，还没有看到price利差开始收窄的，从这个角度上讲，大概率还要再等等再入市买信用债。"

20080301 PIMCO Not Good Times \_ PIMCO 2005年房地产估值已经很高了，那个阶段的房价上升源于信贷标准的宽松，否则根本不会有那么多新买家涌入来支持这么高的价格。最新的3月11日的联储动作——Term Securities Lending Facility——是bold, aggressive, appropriate step, 我向其致敬。The Fed is not taking the risk of the mortgages, just providing financing on the mortgages, essentially allowing the broker community to finance their mortgages at the same rate as treasuries. 不过，要彻底解决问题，要稳住房价才行（实际上呢，房价下跌到什么时候？）

20080303 GS Daily Non-Residential Construction Turning Over 非居民建筑业已经由强转弱。

20080303 Rogoff An Inflation Reality Check 通胀在全球四处可见。如果美国仅仅是弱衰退，美联储降息，而许多EM货币盯住美元，这意味着美国给让EM跟着宽松，而EM当前最不需要的就是宽松。 尽管联储不承认，但the price of this insurance policy will almost certainly be higher inflation down the road, and perhaps for several years.

20080304 bwam Banks are curtailing credit expansion making the Fed’s job tougher "商业银行正在收紧信贷，这让联储更加难以逆转经济下行。

消费是由收入和融资支持的，而消费的周期波动主要源于融资的波动，例如对美国经济而言，householde and business spending %GDP与hh and busi borrowing %GDP是高度同步的。当前美国经济的问题是financing在走弱，而且关键特征是信贷的供给和需求都在走弱。信贷供给走弱是源于金融系统出问题。信贷需求走弱是借款者对利率的降低不再敏感，源于债务负担过重、就业市场恶化。这种情况下，即使联储不断降息，也不能逆转经济下行，直到降至0%，然后采取更加极端化的手段才可以，而这些政策影响颇具不确定性。We are still in the early stages of this deleveraging.

最近的融资紧缩来自于商业银行。在去年夏天证券市场紧缩以后，secoondary loan market实际上吸收了很多unsalable new assets and old sucuritiezed assets at a record pace，这是支持经济尚可增长的关键。现在这一扩表已经结束甚至开始收缩。我们观察的月度高频bank loan growth已经调头向下，再综合考虑weekly data on lending and securiteis insurance, 私人部门融资正在大幅下降。（桥水这里观察了高频的ABSM， Plain Vanilla mortgage pools, non-financial commercial paper——此时正在回升, bank C&I loans等广泛口径）

当前情况是银行开始收紧信贷，证券市场已经冻结，借款者对降息不敏感。这意味着经济还会大幅放缓，并且联储的刺激将显得乏力。"

20080304 GS Daily Anemic First Quarter Consumption Growth 高频指标显示一季度消费疲弱。

20080308 GS UEA More Thoughts on Leveraged Losses 最新的就业数据差，当前美国经济已经陷入衰退，这已经没有多少疑问了。ISM温和下降，建筑业开工走弱——不仅是住房建设，消费也疲弱。 当前联储政策没能很好的缓解金融市场问题，利差仍在扩大。我们怀疑需要更加仅仅的降息，看起来四月份要降息到2%，两次分别降息50bp。

20080310 FOMC Transcrpt confcall DUDLEY: 金融条件在最近几天大幅恶化，信贷利差扩大，几家机构没能满足margin calls，市场对此广泛那关注。有传言贝尔斯登遇到流动性问题。当前存在恶性循环机制，一家机构面临margin call，然后甩卖资产fire sale，然后导致价格下降，进而导致恶性循环。Staff提议了TSLF（term securities lending facility）。（3月11日，联储宣布2000亿TSLF，可匿名将两房债和mortgage related bond置换为国债，事实上已经启动了13(3)，但未明确宣布）

20080313 FOMC Bluebook Strains in many financial markets intensified over the intermeeting period as deleveraging increased in scope and depth. Pressures resurfaced in short-term funding markets, with investors growing even more concerned about balance sheet capacity at large financial institutions. In response, the Federal Reserve announced on March 7 and March 11 a set of initiatives to help address term funding pressures. In longer-term corporate markets, both investment- and speculative-grade credit spreads widened markedly over the intermeeting period, and secondary market bid prices for leveraged loans tumbled. Issuance of high-yield debt securities continued to be weak, but investment-grade bond issuance was robust. Equity prices declined, on net, with financial stocks especially hard hit. Spreads of rates on conforming mortgage products over those on comparable-maturity Treasury securities widened significantly, but issuance of agency residential mortgage-backed securities (RMBS) continued to be strong. In contrast, issuance of RMBS backed by nonconforming loans remained near nil. Against the backdrop of tightening financial conditions and a deteriorating economic outlook, market participants lowered their expected path for the federal funds rate and are now virtually certain of at least 50 basis points of easing at the March FOMC meeting. 市场预期是3月FOMC至少降息50bp

20080313 FOMC Greenbook 最新就业数据极差。房地产下跌深度和长度均超出预期。Taken together, these indicators led us to the view that the economy is likely now in recession and caused us to mark down our near-term forecast considerably. 我们预期2008H1增长为-0.5%,H2为-0.75%。

20080315 GS UEA Help Not Wanted 当前虽然首申上升有限——即解雇有限，但问题是看起来hiring大幅下降。向前看，解雇也可能上升。 市场很担心金融风险，已经price in了75bp的降息。联储到底降息50还是100，这是未知的。

20080317 Gavekal A Liquidity Crisis or a Solvency Crisis "贝尔斯登问题的本质是偿付性风险演变为流动性风险。

偿付性风险是投资者对未来现金流存在疑问，而流动性风险是这一债券能够抵押获得的资金量存在疑问。当前市场情绪愈发悲观，认为2007年夏天是流动性风险，而当前已经演变为普遍性的偿付性风险进而无法解决。我们的认识恰恰相反，我们认为去年是偿付性问题，今年是流动性问题。由于我们判断是流动性问题，我们认为luckily a liquidity problem is something the Fed can address very quickly and may now have started doing（为什么错的这么离谱？这是因为流动性风险本身就是偿付性风险，当雷曼流动性风险爆发的时候，本身偿付性也有问题，联储不能直接介入，这导致流动性风险总爆发。联储虽然能够无限的印钱，但它是受到约束的）

去年夏天，次贷违约率上升，次贷相关资产价格下跌，持有相关资产的公司资不抵债而破产。当时破产的Countrywide， Sachsen LB完全是因为它们持有的次贷的违约率上升，次贷面临偿付性风险，次贷价格下降是因为本来就不值钱。

但当前的情况是，贝尔斯登完全是因为绝对安全的两房AAA债券价格下降而被接管。GSE（government sponsored enterprises）价格的下跌导致Carlyle Capital Corporation(CCC), Pelleon以及其他对冲基金关门。这些对冲基金借短钱，买入GSE赚差价。当CCC发现无法roll over短端融资的时候，被迫抛售GSE和其他AAA债券，短期没有人接盘，这导致这些价格进一步下降，最后这些对冲基金破产（fire sales）

最近最大的冲击是monoline问题，这导致一系列资产流动性的下降。实际上，当monolines被威胁降级的时候，municipal市场崩盘到垃圾债的水平。市政债类似情况也发生在AAA债券上，当大量卖AAA的时候卖不出去，这导致了Pelleon in London的关门，继而是CCC关门。两房债券下跌的本质并不是其违约风险上升，而是流动性下降。

CDS所反映出的也不是违约概率，也是流动性问题。当前为什么CDS显示的违约率上升？这是因为sellers of default insurance are now more or less nonexistent, 因为没有银行愿意希望面临margin call的情景。即使CDS price in的违约率过高，也没有银行愿意作交易对手，万一市场价格不是朝着回归的方向就很麻烦。类似的逻辑也适用于ABX, iTraxx

（背景：3月12日:施瓦茨在美国CNBC电视台发表讲话安抚投资者情绪,称公司目前流动性充足,并预计公司将在第一财季实现盈利。3月14日:美联储决定通过摩根大通公司向贝尔斯登提供应急资金,以缓解该公司的流动性短缺危机。这是自1929年美国经济大萧条以来,美联储首次向非商业银行提供应急资金。3月16日:摩根大通证实,将以总价约2.36亿美元(每股2美元)收购贝尔斯登。）"

20080317 GS Daily A Messy Upgrade to the Fed鈥檚 Financial Infrastructure "在过去，联储有两个途径注入流动性：1.open market operations for primary dealer，但规模小。 2.the discount window for banks，但这个有stigma。

现在多了三个工具：1.TAF给银行，避免stigma，2,TSLF将一些AAA债兑为国债（实际上承担信用风险了）3.Primary dealer credit facility PDCF给primary dealer提供流动性，类似于discount window。

这些新工具虽然不能避免credit losses, 但改善了金融市场流动性，避免了恶性循环的发生以及尾部风险。"

20080318 FOMC Transcript "伯南克：

总结一下大家看法。Some认为已经进入衰退，并不期待财政政策能够带来强劲刺激。

我的个人看法是，1月份的时候我已经认为我们正在衰退当中，我现在当然也是这么认为的。当前我比Staff的预测更悲观，我在年初的时候看不到复苏来自哪里，特别是，复苏需要金融市场企稳，而金融市场的企稳又需要房价的企稳，但看不到房价企稳。我确实认为下行风险很大，恶性循环正在in full play. 如果这样发展下去，或者情况稳定下来，或者就需要大幅政策干预，我不确定时点。" "伯南克：

总结一下大家看法，core inflation的最新情况是mixed。Several警告对于丧失通胀可信度的风险。

我个人也同意大家的看法，我也很担心通胀。不过95%的通胀直接或间接来源于全球商品价格。坦白的说，对于通胀，我也而担心通胀预期和通胀心理问题。" "伯南克：

对于增长和通胀，我们认为两个都有风险。我认为增长风险——包括金融风险——更大一些，但并不是说通胀风险就小。我将更加清楚的表明我们并没有不在意通胀问题。

上一次ffr降到3%的时候，大家普遍认为是中性利率，没有太多的保险。现在下行风险更大了，我建议降息75bp，考虑到房地产、金融和就业都有风险。

我承认，我也担心通胀和美元。" "两张反对票。

Fisher: The fact of the matter is that we have undertaken significant liquidity enhancement initiatives, and I think we’re going to have to do more, and I’ve been fully supportive of them, but I think 75 basis points, Mr. Chairman, is way too much. My thought is that it encourages the financial markets. They’re not going to be satisfied.

I also believe that we have significant inflationary concerns... we’re going to promote sustainable economic growth without sacrificing long-term price stability.

Plosser: I think the markets seem to have the expectation that it is the rate of change, not the level, that matters.I believe the time has come to buy some insurance against our waning credibility about restraining inflation. Words are simply not enough. Reputational capital, whether it be for a central bank, an academic institution, or the brand capital of a firm, is very hard to build."

20080318 GS Daily Where Does the Fed Go From Here\_ 今天的联储降息不及我们预期的100bp，也不及市场预期。看起来联储似乎对快速的降息有点不舒服，至少地方联储不太认同，出现了两张反对票。此外，在12个地方联储当中，只有3个支持discount rate降低75bp。

20080321 Sachs The Roots of America’s Financial Crisis 当前联储的宽松没有扭转经济下行趋势，反而导致美国通胀上升。原油、食品和黄金价格涨到历史熬点，美元跌至历史低位。然而联储急切希望避免美国衰退，持续的向金融系统释放流动性，加强了通胀压力。

20080324 Gavekal Dont Pick Fights "市场上最为经典的两句格言是：Don't fight the Fed 和 Don't fight the tape. 在1月份联储明显转向以后，继续看空的投资者确实在顺应趋势，但却在与联储作对。这些看空者做空美元，最高油价和黄金，做空信用债，获利颇丰。

但是，最近一周的情况是，联储的努力似乎终于起效了，特别是完成了对BSC（贝尔斯登？）救助以后。如果联储成果继续保持，那么情况的转好就成为趋势，届时再对抗联储就是同时在对抗趋势了。"

20080324 Gavekal Spotting the Recession 我们发现衰退的充分条件是：1.IP yoy负增长。2.GDP增速低于1%。这重来没有false alarm。但当前还没有。

20080324 GS Daily Leveraged Losses —Still Out There 我们的研究“Leveraged Losses”发现，US leveraged financial institutions—banks, broker-dealers, hedge funds, and government-sponsored enterprises—将大约损失4600亿美元信贷损失，其中一半来自居民房贷，剩余15-20%来自commercial mortgages. 现在这些金融机构大约write off了不到一半损失，因此尽管there is light at the end of the tunnel, but it is still rather dim.

20080326 bwam Normal seems like a disaster when high on the hog seems normal "总体来说，过去一年实际上是回归常态return to normalcy. 但在过去数年当中，大量的excess反而是当时的“常态”，因此当人们从超常态回归常态时会感觉不适应。那些认为过去今年的""非常态""将成为常态的投资客已经承受巨大损失。

如果投资者用了太多杠杆，那么回归常态的过程，看起来正常的损失却会导致death spiral. 这是因为亏损导致资本金不足，然后甩卖资产导致更大亏损，由此恶性循环。Funding problem让恶性循环加剧，但这本质上是杠杆过高的结果。

Personal consumption expenditures / GDP仍然大幅高于历史均值，当前是72%，历史均值是67%。"

20080329 GS UEA The Mortgage Mess Further Intervention is Likely 美国政策制定者正在考虑采取更为直接的手段来干预房贷市场，因为房价仍在持续下降。最明显的政策目标是要减少foreclosures，foreclosures已经飞涨到历史记录高位。对foreclosures的支持政策相对而言也容易得到公众支持。

20080330 Barclays\_Global\_Outlook\_Implications\_for\_financial\_markets\_March\_2008 "那些希望信贷市场企稳的希望已经很快破灭，最近一个大型投资银行（即贝尔斯登）已经关门。次贷市场的损失可能已经fully recognized，但其他non-agency mortgage的信贷质量仍在恶化。此外，房贷以外的其他信贷质量也堪忧。投资者要对金融天完全放心，还要等一段时间。

美国只能做已经停止，这源于居民住房建设继续大幅下降和消费走弱，但企业投资仍然持稳，此外非美经济仍然总体上可以。现在有很多关于decoupling的讨论，一个标志性指标是中国出口，现在中国的出口仍然还好。" 当前高涨的商品价格支持了对通胀的担心。全球相对快速的增长不是没有代价，代价是商品价格高涨。 "高涨的商品价格一定程度上让非美央行降息的意愿受到限制。

实际上，美国货币政策已经很宽松，当前实际利率已经比以往的衰退要更低了。

全球货币政策也在分化：中国是全球大国中唯一的仍在收紧货币的，而BOE准备进一步降息，ECB仍在主要关注通胀风险——欧洲大量进口商品，但我们预期ECB将逐渐关注增长风险而在年内降息。" 可以开始考虑买入风险资产了，It is not too early to begin cautiously stepping back into risker markets. 美国和欧洲股票已经相对便宜了，我们建议微弱高配。

20080331 GS Daily To Predict GDP, Go Long ISM New Orders and Short Inventories ISM在2008年1月更新了ISM的manufacturing index，加权方式改为等权重——new orders, shipments, supplier deliveries, inventories and employment。其实其中只有两个最具信息量：new orders越高越好，inventories越低越好。To Predict GDP, Go Long ISM New Orders and Short Inventories

20080401 BCA, The Bank Credit Analyst, A Bad Situation; Inflation Angst Is It Warranted "[现状很糟糕]

现在状况非常糟糕。联储的激进宽松并没能让信贷市场紧张程度得到缓解，而美国经济已经进入衰退，美元在下跌，股市进入周期新低，一个大型金融机构（贝尔斯登）关门。问题恶化的速度可以很快：仅仅是传言贝尔斯登可能出问题，就导致贝尔斯登失去流动性而关门。过去的问题都是传统银行部门，因此政府相对容易应对；当前问题出在金融体系的各个角落，难以确定问题的来源。中央银行确实进入了uncharted territory。

当前的债务问题可能比1990s那次更糟糕。美国经济有过两轮强劲债务扩张，第一轮是1983-90年，第二轮是过去十年到2007年。1990年ended badly, 商业房地产崩盘，一些房地产市场出问题，并导致1930s以来的最大银行业危机，垃圾债市场崩盘，德崇证券Drexel Burnham Lambert关门。1990s年代的问题当时看起来很吓人，但事后来看经济和金融市场的下跌都不及预期。经济虽然衰退，但以当时的标准看还好。股市下跌了20%，但很快反弹，在Fed's easing cycle的较早时点就开始反弹。当时的联储降息以及财政上对S&L的救助防止credit bubble演变为self-fedding的经济和金融市场灾难。

当前的问题与1990s初有许多相似之处，第一都来自房地产，银行对房地产exposure较大；第二是金融创新，导致了大量的杠杆。1998年是垃圾债，当时Drexel's Michael Milken是领头羊，当前是次债和各种金融结构化产品。当前比1990s更不利的条件是：1.当前的房地产市场繁荣是历史上最强的一次，而房地产又是居民主要资产。2.金融体系更加不透明。难以确定杠杆在哪里，哪里是最大风险。3.当前债务水平比20年前更高。4.当年创设Resolution Trust Corporation来买S&L的问题资产，这相比当前救房地产要更容易；对于如何救房地产市场，当前争辩很多。5.当前美元基本面问题更差。当前比1990s更有利之处是：银行体系资本金更充足，全球经济更好，通胀背景更好，企业部门金融情况更好。

问题还可能更糟糕。 1.企业部门当前暂时还没有大规模解雇，但如果信贷条件进一步恶化，可能导致企业解雇，解雇将进一步导致房地产恶化。2.当前才刚刚进入衰退。我们还没有看到那种典型的非房贷部门信贷损失的现象，这在经济下滑期很常见。

[政策何时见效？]

问题如此严重的情况下，政策制定者不敢怠慢。政策制定者已经愈发desperate来努力稳住信贷市场和经济，现在联储已经足够悲观，FT标题是联储认为可以避免a deep recession, 而前些日子的联储表态还是衰退可能尚未发生。但在激进宽松以后效果有限，联储对此应当极度失望。当前许多收益率在相比去年9月降息之前要更高，例如信用债、房贷利率等。联储宽松只是在美元身上如期见效，美元快速走弱。

[政策效果将会如何？复苏会发生，但会较弱]

应当首先搞清楚，联储能做什么、不能做什么。如果需要的话，联储甚至会买非国债的债券。当然，联储不会很情愿这么做，除非其他手段耗尽，包括财政对foreclosures的阻止。联储可以缓解信贷市场问题，让信贷市场正常工作起来，但不能解决房地产周期下行。房地产部门仍然有大量的库存，房贷利率在降息情况下仍然没有下降。

但我们认为reflation终将成功，不至于日本化。衰退不是必然要很深很强。温和的财政刺激正在进行，企业部门金融情况尚好，还不至于导致企业部门大幅度收缩。（为什么2001年没有这么判断？关键是与1990s初的债务问题进行对比）但是，好比与1990s初一样，debt retrenchment（和deleveraging有啥区别？）将持续一段时间，这意味着经济复苏将比较缓慢。

" "我们继续对通胀保持乐观。

许多人将当前情况与1970s进行比较，对通胀很担心。这种担心并非没有道理。因为商品价格高涨，包括原油、黄金和视频。

我们认为一个重要的不同是工资没有上升迹象，核心通胀也更为稳定。

真正的通胀风险是那些硬挂钩到美元上的新兴市场国家。现在美国宽松，美元走弱，这导致这些国家输入通胀。" 由于本来复苏将不会很强，因此联储也不会急于加息。通胀不会对联储宽松构成制约。 "就股市表现而言，全球股市从来没有什么decoupling，都在2007年底开始同步下跌。最近股市表现有转好迹象，没有创出周期新低，当前市场寄希望于贝尔斯登事件不再出现。

中性配置股票。尽管已经有一些encouraging迹象表明股市已经或者接近底部，这种危机态势已经让股票颇具价值，而贝尔斯登这种级别机构的关门也通常标志着股市触底。但仍有可能最后一跌，我们推荐继续中性配置，直到信贷市场有改善迹象。

中性配置债券。当前一个显然的策略是空国债、多企业债，这只是一个timing问题。但问题是，我们仍然建议等等看。在上次刚刚开始衰退时，国债在高估区间待了超过一年时间。

（Barnes并没有像桥水一下，对deleveraging有额外深刻的见解。他的中性配置是基于直觉和纪律。直觉和纪律是宝贵的）"

20080401 GS Daily Bernanke and the Joint Economic C ommittee—No Shortage of Topics 明天伯南克将在国会听证。贝尔斯登的救助可能引发激烈审查甚至是批评。

20080403 GS Daily The Stupidity of the R Word "Although Chairman Bernanke declined to go this far in yesterday’s testimony, his assessment of the

near-term economic outlook was the closest he has come to recognizing recession as a possibility. （尽管伯南克在FOMC内部承认衰退已经发生，但公开仍然不说衰退）"

20080405 GS UEA Tax Rebates to Boost Consumer Cash Flow—Briefly "从2007年开始，居民部门的real discretionary cash flow都在负增长，导致居民信心和消费承压。当前的tax rebate将让居民现金流短暂改善，但在2008年底将再度恶化——因为就业从恶化和MEW走弱。

当前NFP已经连续三个月可严重下滑，标志着就业全面恶化的可能性上升。

然而，生产看起来尚好，ISM也表现尚稳。另一方面，金融市场也在改善。" "生产数据和金融数据结合在一起看，宽松的货币可能要告一段落。

我们不认为宽松周期已经结束，但FOMC可能这么认为。

Ffr可能难以短期跌破2%，因为联储想看看减税的效果再说。到2008年底、2009年初，FOMC可能再度行动。"

20080407 GS Daily An International Rescue for Manufacturing 当前工业部门相比以往衰退周期的表现相对较好，无论是IP还是制造业就业，都显示工业部门放缓较为温和。这源于外需较好，外需避免了制造业深度衰退。

20080408 GS Daily Rising Foreclosures Mean House Prices Far From Bottom 在去年9月，我们估计的截至2007年中的foreclosure上升将抑制让价大约9pp，这源于我们对美国各州的面板分析。当时foreclosures是从1.7%上升至2.6%，而当前的foreclosures已经上升到3.3%，这意味着房价在2008年的下跌将更大。一方面是foreclosures所反映的其他原因，一方面的过度供给的直接影响，我们预计今年房价将会下降14pp。除非foreclosures稳住，否则房价难以企稳。

20080411 Gavekal A US Recession Not on the Job Market "GaveKal可能是世界上唯一还不相信美国经济已经进入衰退的人了（真的傻×）。我们看到最近的ISM相对较好，这是支持我们的证据。但更重要的是3月份的就业报告。不过我们反复说过，就业数据波动较大，上下可以波动100k。虽然就业数据波动大，但市场就是trade这个数据。实际上，债券市场的所有的月度波动都是来自周五就业报告以后的48小时。

到底是mid-cycle还是recession，尽管看起来是技术意义的区别，但很重要。在衰退期间要卖股票、买债券，但mid-cycle slowdown则要买股票、卖债券，就像1987年和1994年当时债券收益率快速反弹一样。如果真的是mid-cycle slowdown，债券投资者将有重大损失。

最近发生了金融风险事件，但严重的金融危机并不是必然导致衰退。实际上，每一次mid-cycle slowdown都伴随着严重金融风险事件，1984年拉美债务危机，1987年股灾，Tequila，亚洲金融危机和俄罗斯违约等。当然，有人认为当前的金融风险比历史上每次都要申。

当前减税即将见效，到2008年末减税效果消退的时候，联储货币宽松的效果也会见效，这是为什么伯南克在最近的听证会上有信心的指出美国经济在2009年初将回到趋势增速。另一方面，房价已经回归均衡，用Existing home mean prices / personal disposiable income指标来看已经回到历史均值附近。（为啥跟其他家的指标不一样？？）（对于房价周期位置的判断，是Gavekal的致命错误）

"

20080411 Gavekal An Odd Banking Crisis "当前的银行业危机很不一样。当前银行信贷增速依然很高（这与桥水的观察不一样。这说明Gavekal在基本数据上面犯了错误，这是严重错误），这有三个解释：1.银行被迫接纳了表外资产，被迫扩表。2.联储降息已经生效。3.当前金融危机仅仅影响了影子银行信贷供给，没有影响传统银行。

关键问题是，当前资质优良的企业和居民是否在获得信贷时遇到困难？就我们了解的草根消息来看，暂时还没有。这让我们认为当前的银行业危机非常奇怪，与历史情形很不相同。"

20080412 GS UEA Taking Stock of the Home Price Downturn "房价在何时和何种水平企稳？这是当前美国经济最重要的问题。如果房价企稳，则可以边际稳住消费，而且也有助于金融体系信心增加。

我们估计房价走低和利率下降已经让房价高估程度下降了一半，用price/rent ratio来衡量。如果房价在2008Q1的水平再下降10%，那么房价大体回到历史均值附近（比Gavekal的估计要准，这个判断还是挺关键的）。此外，GS也用了

最近房地产业有一些好消息。第一是单户开工已经远低于新屋销售，意味着房地产企业已经足够悲观。第二是政策正在更加积极的试图缓解foreclosures问题。

我们的上述估计，实际上还不算悲观，因为我们本质上是说房价不会undershoot。实际上，市场颇为悲观，认为房价将会undershoot。我们偏向于使用vacancy rate作为过剩供给的一个指标，我们过去的研究发现vacancy rate很好的预测了房价走势。"

20080414 GS Daily Is the Fed Losing the Liquidity Battle\_ 当前货币市场的持续紧张让人怀疑联储的政策是否有效。例如最近的联储学术文章发现TAF对LIBOR-OIS spread无效。我们认为这篇文章的衡量方法有问题，我们认为边际上还是有效的。

20080414 Roubini The Shape of America’s Recession "显然，美国经济已经进入衰退。现在市场争论的是衰退将是短而浅（即V型），还是长而深（U型）呢？还有人说是W或者L型。有三个原因决定是U型：1.本次是房地产出问题。2.本次是居民部门债务负担重，消费承压。3.金融体系危机是大萧条以来最深的。当前的减税很可能让居民还债。

我也不认为美国将进入L型，即日本式。这是因为日本当时reflation很慢、很不坚决。现在美国政府动作很早。"

20080416 GS Daily Easing Rental Market and a Slowing Economy Help Restrain Core Inflation Easing Rental Market and a Slowing E conomy Help Restrain Core Inflation

20080417 PIMCO Credit Markets and the Real Economy Is the Financial System Working \_ PIMCO "在5年前，我向Bill Gross介绍了Minsky理论。当时是2001-02的企业债危机——安然事件以及其他。当前发生的情况正是所谓reverse minsky journey，首先是Ponzi Units消失了，然后是Speculative Units转换为Ponzi Units然后受伤。Surviving Speculative Units仅仅是那些有着明确银行流动性支持的机构，而银行流动性来自联储。从2007年8月开始，这一过程开始发生，最近对贝尔斯登的挤兑是一次加深。

政府的反应比较慢，本能上不愿意承认reverse minsky journey，因为这意味着要承认本来有一个Minsky journey已经发生。特别是联储本身宣称不能事前确认泡沫。Nobody likes to admit they were blind, dumb, or asleeep at the swithch.

在2007年8月以来，联储已经采取了一系列大胆的流动性政策，最近还对投资银行——最为影子银行的部分——开放了流动性，但联储政策却没有效果。在贝尔斯登案例中，联储无可选择只能将贴现窗口开放给投资银行，避免进一步挤兑潮的发生。我赞同联储的行动，而且我认为联储别无选择。不过，当联储开始给投资银行提供流动性以后，也顺理成章将会加强对投资银行的监管。

Believe me, Hyman Minsky is much more than a shadow member of PIMCO's investment committee!"

20080419 GS UEA State and Local Finances An Eventual Drag on Growth "美国地方政府支出将会成为进一步的自然拖累。这是因为地方政府整体来说要保持预算平衡。地方政府支出放缓更可能是阻挠复苏，而不至于让衰退加重。地方政府支出放缓通常是经济的最后一波拖累。

过去一周，资本市场的悲观情绪有所缓解，国债大幅sell off，股市上涨了4%，而市场开始price in ffr在2008年底开始回升。尽管过去一周的经济数据不佳，盈利数据好坏参半。股市反弹的原因是：第一，过去的预期实在太差了，第二，对下半年增长开始有所期待。不过我们对税改效果消退以后的增长保持谨慎。"

20080423 FOMC Greenbook 尽管数据还未有定论，但我们继续认为经济很可能已经处于衰退当中。NPF在年底以来持续月均收缩100k，失业率在3月份已经回升至5%以上。此外，消费者和企业信心进一步恶化。住房建设继续大幅收缩，非居民建筑看起来也在转差。一个明显的好消息是外需好。

20080425 bwam The cross-currents affecting growth "（这篇文章是比较规范的分析需求走势的文章，私人内需弱，政府、外需强）

我们综合考察一下各个因素对美国增长的影响程度。

支持因素：1.联储的宽松，包括货币宽松和对金融机构的流动性支持。2.政府减税(+0.4pp，假设80%的税收优惠将被花掉)。3. 政府free up Fannie and Freddie to take on more loans. (+0.2pp，文中介绍了许多细节) 4.外需(+1.2pp，直接对真实出口对GDP的提振进行线性外推)。

逆风：1消费者由于信贷受限，消费者去杠杆(+3.1pp，这一个估计的基础主要是两个，第一是银行信贷条件的快速收紧，现在收紧速度极快，此外还有房贷利率，第二是居民财富情况，主要源于房价下降)。2.固定支持投资下滑(+1.5pp，企业投资将会逐步对消费走弱和信贷条件收紧作出反应)。3.高油价(-0.9pp)。

上述因素合计在一起导致-3.5pp的拖累，考虑到GDP trend是2.5%，那么实际增速将落至-1%，而这一负增长将足以加剧金融体系的坏账问题。

（注意，联储宽松是间接地计入到各个因素当中的，例如可能减缓消费者财富缩水速度，可能缓解房贷利率和信用债利率等）"

20080426 GS UEA All Recessions Are Not Created Equal; Nor Are Recoveries " 当前美股经济走到了十字路口，多个因素都在影响美国经济。2008Q1的增速在0附近，下周五tax rebats将开始起效，但最新高频数据显示衰退在继续。不过，对于季度GDP而言，不用过度纠结，因为GDP经常大幅修正。

尽管NBER还没有确认衰退，但当前市场已经开始把注意力转向经济复苏的迹象。在不同的周期当中，复苏的主要动力来源不同。关键是每次衰退当中收缩的部门是不一样的。在1980s当时是货币紧缩导致广泛的衰退。在1990s的衰退是S&L危机和海湾战争以后的consumer-led谁退。2001年衰退是科技泡沫破灭以后的企业投资走弱。当前的问题是源于房地产部门，导致信贷市场和消费走弱。当前应该更加关注housing and consumer goods orders指标。我们关注如下六个指标：1. new home sales 2. ISM. 3.real retail sales. 4.首申。5.消费者信心。6.orders for consumption goods. " 下一次FOMC会议将会考虑上述多重作用的影响。具体来说 尽管股市和债券在朝着复苏的方向在交易，但shot-term money market仍然压力很大。股债交易者与银行间市场交易者出现分歧。

20080430 FOMC Transcript "伯南克：

首先总结一下大家的看法。过去六周的情况没有差于预期，而且对于当前是否处于技术性衰退，也有争议。房地产依然很弱，但也有改善迹象。开工、销售和房价在下降，库存仍在高位，而且房贷利率没降。零售、消费都弱，这些源于各方面逆风——例如信贷收紧、房价走弱和高油价。我们很快会看到减税的效果。一般而言，liquidity-constrained消费者将更倾向于消费。金融条件有所改善，信贷利差、股市略有改善，有多重利好原因：1.盈利尚可。2.市场认为银行write-down已经不少。3.金融体系可以融资。4.联储降息和救助贝尔斯登等。Some认为市场的脆弱性还会进一步显现，Others对金融条件的担心相对较弱。

我个人观点是，我对增长看法偏悲观。首先，我相信我们已经处于衰退，当前的就业、信心指标与以往衰退情形一致。事实上，我相信就业和消费在未来几个月可能更快下行。第二，我继续担心房地产。房地产仍然没有企稳迹象，房贷市场dysfunctional, 现在唯一提供房贷供给的是GSEs。尽管库存绝对水平下降，但相对销售而言库存仍高。我在FOMC内部讲过很多次，只要房地产和房价不稳，总体上就很难企稳。我们当前的情况与2001年可能是镜像不同，2001年是企业投资走弱但消费和地产较好，2008年是房地产、消费较弱，但制造业相对较好。第三，对于金融市场，我认为坏账窟窿仍然不小。IMF估计次贷危机导致的损失全球大约9450亿美元，美国要承受大约1/4，Staff估计美国要损失在2008-09年共计损失2150-3000亿美元。当前美国银行仅认账了600亿美元损失，所以大约也就认了1/3左右。

当然，金融机构已经募资不少，大约募资了1150亿美元，大体对冲了已经发生的损失，但仍有较大去杠杆的空间, there is still a lot of deleveraging to go. 因此，即使没有进一步的危机，我预期信贷市场仍然会持续紧张。因此，我再次重申，认为近期经济企稳的可能性是存疑的，尽管我承认，减税等其他助力是有用的。

（本次FOMC上，伯南克一方面认为增长下行风险仍然不小，另一方面与那些认为通胀上行风险的较高的人作出妥协：一方面要求降息，因为下行风险仍然相对较大，但一方面剔除了增长下行风险的表述，这是对于通胀上行担忧的一个妥协性的回应。我认为伯南克有一点一致性问题，因为他一方面担心增长下行风险，另一方面却又说应当等等看看，现在不急于进一步行动，而且把增长下行风险的表述剔除了。）" "伯南克：

首先总结一下大家的看法。Many担心通胀上行风险，担心通胀预期失控以及联储反通胀的信誉受损。

我个人看法是，我也很担心通胀。特别地，我对美元很焦虑，a lot of anxiety about the dollar. 长期当中我还担心这危及美元储备货币地位。

对于通胀，好消息是工资增速尚稳，这与1970s是不一样的。" "伯南克：

Let me first say that I think we ought to at least congradulate ourselves that we have made some progress.

我也同意大家的下述看法：ffr不一定是当前的衡量货币政策立场的最佳指标。现在汽车贷款利率、一些房贷利率比降息前还要高。当然，我们降低无风险利率在边际上仍然有用，对冲了危机的冲击（否则长端利率更高）。具体对于泰勒规则而言，所谓2%的均衡真实利率可能已经不再合适。

结合通胀和美元的讨论，我很同情下述看法：we are now very, very close to where we ought to be, that it is time to take a rest, to see the effects of our work, and to pay equal attention to the nominal side of our mandate（既关注通胀风险）。

我与大家观点一致：further aggressive rate-cutting is not going to be productive and we should now be signaling a willingness to wait. 两个原因：1.当前风险更加倾向于平衡。2.我们短期已经做了很多，现在应该等等看看政策效果，以及减税的效果再做进一步决定。我们将剔除关于增长下行风险的表述。

但是，我们仍要降息25bp。一个原因是，虽然越来越多的人看到上行的通胀风险，但增长下行风险仍然相对更大。"

20080430 GS Daily Fed to Markets- Time for a Break FOMC... taking out an explicit statement about downside growth risks and a reference to acting in a “timely manner.”

20080480 BCA.gis BCA GIS apr08\_04so\_pt2 我们用2y-ffr的差距来衡量联储有多大程度上behind the curve

20080501 2008年春季CCER中国经济观察（总第13期）会议下半场问答\_ " 宋国青：贸易顺差在下降，投资在猛增，这的确是在需求结构方面发生的大变化。结构变化年年有，但今年变化的幅度非常大，涉及到几个百分点的GDP增长率。虽然出口部门产能利用率不足，但出口部门所能生产的并不是投资所需要的。投资增长在短期内很难化解出口部门的生产不足问题。所以现在的相对低增长高通胀情况在很大程度上可以归结为需求结构的猛烈变化，在这点上结构分析是有道理的。但是，这里是说的经济增长率和通货膨胀率之间的关系，并不意味着通货膨胀率必然要高。现在的情况是，为内需服务的生产能力已经很吃紧，再扩大内需主要是引起通货膨胀率上升。

在解释总体通货膨胀时，我还是坚持需求推动的逻辑。

现在的通货膨胀率并不是出乎意料的，有些出乎意料的是去年二三季度的通货膨胀率。这和货币统计口径变化以及有些数据公布不及时有一定关系。没有这些问题的话，我们就会在前年底或去年初对2007年的通货膨胀率做出比较好的预测。即使晚一点，到去年二季度末也可以确定面临高通胀压力。如果那时采取比较严厉的紧缩措施，现在的通货膨胀率可以低到正常水平。去年还是采取了一些措施紧缩的，但是力度不够。"

20080501 2008年春季CCER中国经济观察（总第13期）内需猛烈增长\_宋国青 "今天的题目是“内需猛烈增长”，意思是和去年一季度相比，今年一季度的内需增长率很高。2008年一季度名义GDP同比增长22%，3月份名义工业增加值同比增长27.2%，均创十多年以来最高纪录。其中可能存在特殊因素，比如2月份一部分生产可能由于雪灾推迟到3月实现，但总体上总需求增长强劲。

顺差下降主要由进出口价格变化所致。

目前对于通货膨胀的一个解释是“输入型通货膨胀”，认为国际价格上涨引起国内通货膨胀。“输入”通胀的前提首先是国际价格外生，而国际价格外生仅对小国成立。中国作为大国对国际价格本身有相对大影响。根据以往经验，中国扩大进口国际价格就上涨，粮价、铜价是很好的例子。图六报告以美元计价的中国进口额和进口价格同比增长率，两者相关性很高。那么进口额和进口价格谁影响谁？对于两者之间因果关系可以有两个假设，一是进口商品数量刚性，进口价格上涨引起支出增加。二是对中国进口商品的供给弹性比较小，进口额增加导致进口价格上升。从数据上验证因果关系的一个方法是看发生的先后顺序，变化在先是因，变化在后是果。但先后关系不等于因果关系，变化在先有可能预期到变化在后的要变化而抢先一步。考虑到中国进口额变化很大程度上是出乎预料，用先后关系解释因果关系是成立的。中国进口额的短期变化能够引起进口价格变化的重要因素是大国效应，为什么美国同样是大国却没有类似关系？一个重要区别是两国稳定程度和可预期性不同。中国总需求波动比美国大得多，几年前还是通货紧缩，现在则是通货膨胀，通货膨胀率几年内从-3%上升到8%

当前国际粮食供给不足，大量进口不能想象。在这种情况下要给农民一个很强的信号赶快去种粮食，采取国内外粮价隔绝的办法对刺激粮食供给非常不利。石油价格也是如此，现在提倡节约能源，而油价却很便宜。总得让价格起一点作用。因此，要赶快治理通货膨胀，理顺相对比价，让价格正常发挥功能。现在的好消息是三月份宏观经济统计数据公布以后，领导层和主流看法稍有转变，似乎对出口不景气导致经济增长下降的担心有所减小，更倾向于从紧控制通货胀。我个人觉得这个好消息比货币增长率略有下降的好消息更好。只要政府决定控制通货膨胀，通货膨胀就不是太大问题。如果一会儿讲“结构性通货膨胀”，一会儿讲“输入型通货膨胀”，最后将延误通货膨胀治理。通货膨胀从去年到现在持续了很长时间，就是给各种说法延误了，本来小病早治就没事了，拖下去就成了大病。"

20080501 BCA, The Bank Credit Analyst, Official Angst; The (Fed’s) Trouble With Bubbles "（可以考虑推荐）(BCA这篇报告是非常规范的分析：1.抓住最邻近的一次可比较案例，1990s，去杠杆。2.分析要比1990s严重，房价继续下降让金融体系持续承压。3.介绍通胀风险更大。4.在这种情况下，并没有call资产的反弹，即使无风险利率已经足够的低，以及1990s的时候股市反弹的较早。)

[前景依然不佳]

总体来说，美国经济将会进行一段时间的debt retrenchment，1990s是一个可以作为比较的案例。而且不确定性高，因为可能的financial losses至今尚不可知。不过，我们继续认为美国将会进入一个shallow recession，而非日本式长期停滞。

现在官方机构的担心已经很强。当前是大萧条以来首次美国银行可能因为大幅损失而收缩资产负债表。OECD公开表示""This cannot be allowed to happen.""，因为银行去杠杆将导致严重的credit crunch。OECD估计美国银行将面临600亿美元损失，如果没有进一步募资，这将导致美国银行缩表5%——要知道美国银行在二战以来从来没有缩过表。IMF也在担心很差的情形，表示全球信贷损失将达到将近1万亿美元（FOMC里面伯南克也提到这个研究）。而联储在救助贝尔斯登的过程中，已经显示它在金融市场冲击面前不遗余力，来不及考虑道德风险问题——要知道贝尔斯登是最小而最激进的大型投资银行，联储本质上说像贝尔斯登这样的机构已经too big to fail.

当前的银行业问题比1990s要严重。与1990s对比而言，1990s虽然银行坏债率很高，但净收入尚好，关键是当时银行不需要mark to market。1990s是S&L问题，而不是广泛的商业银行问题，这导致主要是对房地产市场产生信用紧缩，而非广泛的经济各个部门。当前的资本充足率确实比1990s更高，但我们上一期讨论过，goodwill可能导致银行资本金被高估。

金融体系的前景依然不佳。贝尔斯登的突然倒闭让市场参与者不知道下一个最脆弱的环节在哪里。联储的激进降息以及流动性支持，在目前仍未解决银行间市场压力，这令人担忧。问题的根源来自房地产市场和相关房贷损失，而房地产仍在全速走弱，历史经验表明房价还要走弱一段时间。房地产走弱是解释当前消费者信心很低的一个重要因素，历史上消费者信心与所谓Misery index（失业率与通胀之和）亦步亦趋，但最近消费者信心比上述指数指示的更低，可能是房价走弱的结果。当前就业市场的走弱程度尚不及历史上的衰退程度，就业市场尚好的关键支持是企业部门金融状况尚好。就目前而言，房地产走弱还没有蔓延到其他部门，但越拖越不利，因为金融机构将愈发受到房贷损失的影响，可能的进一步信贷紧缩将会抑制经济其他部门，要知道信贷损失是一个滞后指标，而当前衰退才刚刚开始。

信贷市场credit markets确实有所转好，但还不宜过早说问题已经结束。房地产持续走弱，相关损失将在未来继续显现。投资者当然已经充分了解到相关风险，当前媒体已经铺天盖地的讨论相关风险，但美股至今相对峰值回撤仅18%，相比历史情形还不算高。股市表现尚好，这很大程度上来源于货币宽松的效果。银行间市场参与者已经足够谨慎，但股市投资者则受到宽松货币的鼓励，毕竟无风险利率还不到2%实在太低了。" "1990s的deleveraging cycle说明联储将被迫将利率保持在较低水平，并且在衰退结束后好几年时间都要保持低利率。

广受尊敬的Martin Feldstein说当前的降息弊大于利，而且许多地方联储官员也深信如此，然而华盛顿的联储官员才是政策决定者——伯南克已经清楚的表明他更担心下行风险。

当前市场预期ffr将继续再降低35bp，然后在2008年末开始回升。但我们认为ffr要下降更多，并且保持时间更长，这是1990s发生的情况。" " 中性配置股票。股价也许已经触底，当前有许多传统的触底迹象——没有创出历史低位，一次严重金融风险事件和持续增加的悲观情绪。

但我们继续推荐中性配置，直到我们看到更多的有信服力的证据表明金融市场的紧张程度有所缓解。

债券。从估值角度，已经可以逐渐从国债转到高评级的agency, mortgage-backed和高评级企业债。长端利率的回升与加息预期回升的时点一致，而长端利率可以长期保持低位。例如1990s的低利率保持到了1994年3月份。"

20080501 PIMCO What Does It Mean When Monetary Policy Conducts a Fiscal Policy Operation \_ PIMCO "联储对贝尔斯登的救助本质上就是bail out, 这一点毫无疑问，而且我也绝对支持，因为联储除此之外别无选择。实际上，这是联储explicitly act as fiscal authority, lending to anybody against anything, as long as five governors declare the need for such lending to be the result of ""unusual and exigent circumstances""，如section 13(3)所赋予的权力。贝尔斯登案例是联储历史的分水岭。联储这一救助，与国会在过去救助克莱斯勒本质上是一样的。

鉴于联储已经直接借款给这些机构，联储应当借此机会加强对这些机构的监管，目标是逆周期的监管这些金融机构的杠杆率。"

20080503 GS UEA The Eye of the Storm "当前金融市场的改善可能反应三个因素：1.随着联储救助和降息，以及金融机构募资，金融灾难的风险在下降。2.一些headline宏观数据比预期要好，当前IP、非住房建设和GDP都尚可，除了房地产数据都还可以。3.财政刺激即将到来。

但可持续的复苏可能尚未开始。因为问题的根源——房价——仍然在走弱。当前过剩供给仍高，空置率是一个典型指标。"

20080505 GS Daily The 2008 Labor Market Downturn—Far From Over, But Likely to be Milder Than Pa st Recessions 最新的就业报告NFP仅减少20k，失业率回落到5%，有观点认为就业将要企稳，但我们认为就业市场恶化尚未结束。一个技术性原因是，当前改善部门数量较少，narrowly based。当然，我们倒是觉得失业问题应该比以往衰退要温和，因为2003-2007年的就业市场扩张本来就不强，主要是建筑业和金融业面临失业问题较大。

20080507 GS Daily Tighter Lending Standards—A n Important Leading Indicator 联储最新的Senior信贷官调查显示广泛的credit crunch. 不仅是居民和商业房地产方面，而且广泛的居民和企业lending条件也在收紧。我们非常关注这个问题，因为lending standards看起来是一个领先指标，而非简简单单是一个经济放缓的滞后性反映。LS通常领先6-12个月。

20080508 GS Daily Will the Credit Crisis Continue to Heal\_ "信贷危机难以快速结束。

作出这一判断的关键是要搞清楚信贷危机的原因。信贷危机有两个原因：1.fundamental shock to credit quality. 2. multiplier effects via balance sheets leverage and mark-to-market accounting. 如果当前的危机主要来源于第二个渠道，那么其实这本身虽然听起来吓人，但并非坏消息，因为恶性循环的另一面这是良性循环。但是，我们却认为第一个渠道非常重要，而且第一个渠道尚未完全结束。房地产仍在走弱，房价走弱，供给过剩。（高盛也拥抱了去杠杆理论：去杠杆并不是金融体系的冲击，而是一个结构性的调整，这个调整不能避免）"

20080513 GS Daily Gauging the Impact of Fiscal Stimulus 对财政刺激效果的最高频指标是International Council of Shopping Centers' weekly chain-store sales survey.

20080514 中国货币政策执行报告 2008Q1 "2008年第一季度，面对国际经济环境变化和国内发生严重低温雨雪冰冻灾害，经济总体形势比预想的要好。投资增长过快、货币投放过多、外贸顺差过大的矛盾有所缓解。但居民消费价格受灾害等影响上涨较快。第一季度，国内生产总值6.1万亿元，同比增长10.6%；居民消费价格指数同比上涨8%。

中国人民银行按执行从紧的货币政策，维护总量平衡。2008年以来4次上调存款准备金率共2个百分点。金融运行总体平稳，货币信贷增速逐步回落，从紧货币政策取得初步成效。2008年3月末，广义货币供应量M2同比增长16.3%，增速比上年同期低1个百分点。人民币贷款增长明显放缓，3月末余额同比增长14.8%，增速比上年同期低1.5个百分点，比上年年末低1.3个百分点。

目前国际经济环境严峻复杂且不确定性较高，世界经济增长减缓、金融市场动荡，国际粮食、石油等初级产品价格持续上涨。国内经济运行中面临价格总水平仍处于高位的突出矛盾，制约农业生产和农民增收的因素比较多，固定资产投资反弹压力仍然存在，节能减排形势依然严峻。上半年，随着国际经济环境的变化和国内宏观调控政策效应继续显现，经济增长可能呈适度放缓态势；居民消费价格仍可能高位运行，未来价格走势需密切关注。

下一阶段，中国人民银行控制物价上涨、抑制通货膨胀放在更加突出的位置，坚持实施从紧的货币政策，增强调控的预见性和有效性。

专栏 4 价格指数的季节调整：从2000 年以来我国居民消费价格指数（CPI）月环比历史数据来看，一年中，年初两个月和9 月份通常较高，而3、6 两个月通常较低。此外，年初两个月中，春节所在月份的CPI 月环比往往要高于另外一个月。上述现象表明，我国CPI 月环比存在明显的季节性因素和春节因素。因"

20080517 GS UEA Accounting for the Corporate Credit Crunch "当前市场对credit crunch的关注主要集中于房地产和消费者领域，毕竟房地产是问题的中心。但也不能忽略企业部门收到的信贷紧缩。当前企业债发行已经重新开始，但是只有大企业可以通过资本市场融资，中小企业还是依赖银行，而银行已经有紧缩信贷的压力。当前Financing gap已经会升值历史高位。企业投资可能在2008年持续走弱。

最新的retail sales回升略超预期，可能反应了减税的提前效应。"

20080519 bwam How the Fed should run MP to achieve sustained growth or What sustained growth will look like "（当前经济衰退并不来源于加息，那么降息也难以彻底解决问题）

通常来说，资本主义建立在资本形成的基础上，央行希望刺激经济的时候就降低利率，促进债务和支持，反之亦然。上述机制通常导致了经济周期的形成，每5年一次，我们称之为recession。

然而，还有另一种导致增长变化的机制，那就是金融中介。金融中介通常有10:1的高杠杆，当它们手上资产缩水时候被迫缩表，这也导致经济收缩，这种机制与传统的银行加息不同。我们称之为deleveraging。

Deleveraging这种事情发生的频率相对更低，大约每10-15年一次。所以其实有很多案例可以学习。一般来说，要结束deleveraging，通常需要下述三者：1.充分的流动性。2.accounting rules are changed来帮助债务重组。3.重铸信心。

当前的问题与1980s的拉美债务危机，1990s的S&L有相似之处，不过本次的信贷扩张主要通过表外来完成。联储救助贝尔斯登是明智的，这是最重要的第一步。

但是，美国居民部门is too debt-burdened to take on much more debt. 在1970s的时代，即使没有当时布雷顿森林体系的解题，美国也会因为过于举债而导致最终债务危机，无论流动性是否充足。换句话说，是credit problems——并非联储或者外国借款者——导致了当前的信贷问题和低增长（桥水认为，债务扩张足够多以后，自然发生债务问题，与加息无关）。当前联储和美国政府、国会试图通过拯救金融中介、刺激美国居民进一步借钱来解决问题。那么假设联储保持低利率来维持一个所谓normal的增速。In a nutshell, easy money will creat debt and excessive consumption that will cause a credit crisis. That is because American households are now spending more than they are earning, so their expenditures and incomes grow at the same rates, they will have to raise their debts.. 然而，如果让美国居民部门继续举债下去，债务问题会愈发严重: Most likely, these deteriorations will happen at such a fast pace that the natural limitations to balance sheet deterioration and shrinking cash flows will resuilt either in pervasive credit problems or in a very large depreciation in the U.S. exchange rate to rectify this imbalance and to monetize debts. (这是桥水的核心思想，债务是有长期扩张极限的；但桥水的思想主要是运用于美国消费者的，在全球金融危机期间一战成名，但是否真的适用于中国这样的高投资经济体？）"

20080519 GS Daily Why Are Money Market Spreads Still So Elevated\_ 对当前money market紧张的流行解释是counterparty risk，然而Dudley指出，这更可能源于银行体系的shortage of balance sheet capacity（VOX也说，联储认为在救助贝尔斯登以后，银行间市场紧张已经不能简单使用银行破产风险来解释，毕竟联储救助意味着已经不容许倒闭，所以联储认为银行间市场紧张是源于银行short of capital），而这又源于 reintermediation and deleveraging. 这种shortage导致银行间市场的lending的机会成本较高，我们认为银行capital的下降——这又源于房价持续走弱——也是导致银行缩表压力的一个原因。（换句话说，银行体系缩表的过程中，银行间利率自然走高）

20080521 GS Daily Mortgage Credit Deterioration- Broadening and Picking Up Speed 联储最新数据显示房贷质量在加速下滑。

20080601 BCA, The Bank Credit Analyst, Back To Reality; The Implications Of Deleveraging "[美国经济仍深陷泥潭]

美国经济已经深受房价下降、就业走弱和信贷缓解脆弱的影响（就业与衰退有关，信贷紧张与金融市场有关，而房价则是最根本的影响金融市场的驱动力），而最近油价的高涨则是火上浇油。数据清晰的显示，美国消费者深陷泥潭，这与房价下降、油价上升、就业走弱和真实工资下降有关。尽管消费还没有负增长，但消费也难以回升。虽然减税短期利好消费，但如果真实工资继续增长疲弱和房价继续下降，那么消费也难改善。消费前景的关键是就业、收入而非房价。就业增速继续走弱，我们的模型只是就业将进入负增长。虽然失业尚未大幅出现，但新工作的产生也不多。此外高油价也侵蚀了消费者购买力。房地产继续走弱。房价继续快速下滑，Case-Shiller显示急速下降，OFHEO显示温和下降，真实情况可能是两者之间。高库存和高空置率显示供给过剩。虽然企业部门金融状况较好，但当前环境下，企业部门不会明显增加开支。

金融风险确实边际缓解。许多信用利差从高位回落（但水平仍然较高）。虽然一些借贷利率，例如企业债、房贷利率仍然高于降息前的水平，但许多人认为严重的危机已经过去。然而，我们认为美国经济将进入持续去杠杆阶段。

[去杠杆将导致复苏较弱]

现在对美国增长有两种极端观点：1.由于房地产崩盘，美国经济将面临持续和深度衰退，金融风险上升，股市极度危险，非美经济也会承压。2.美国经济任性较强，政策制定者反应迅速，股市估值有吸引力。上述两种观点都有道理，在当前的巨大不确定性面前，不应该作出太强的判断。

基准观点是，衰退可能不会很深，但复苏也会很弱，因为borrowers和lenders都面临很长时间的deleveraging（这里主要是与1990s来作为对比）。在违约率触顶回落以前，消费者债务增速很难触底回升。本来银行对房地产的exposure其实在回升，而且银行信贷增速一直较高，所以市场当前对银行为中心的去杠杆很担心。在持续去杠杆下，经济和盈利都仅温和增长，消费者和企业贷款违约问题将持续存在。美国政策制定者通过制造房地产泡沫来消化2001年的科技股崩盘衰退，但当前已经没有类似的工具。" " 高油价当前已经推升消费者通胀预期，5\*5BE也有上升趋势。

然而，当前相比1970s而言，工会力量已经减弱，债券投资者对通胀也更为警觉。当前仍然没有1970s的恶性循环表现，当前工资增长一般。

向前看，去杠杆意味着通胀难以自我加强式的恶化。" "经济和金融系统脆弱意味着联储加息将会缓慢。

ECB更为担心通胀，正在收紧货币政策。虽然联储并不相信所谓低利率导致高通胀的说法，但联储已经担心重复1970s的错误，在高油价面前货币过于宽松导致通胀生根发芽。

当前联储并未扩表，注入的流动性通过卖出国债来回收。

持续的通胀担心以及金融风险的边际下降，让联储不再积极行动。" "金融市场受到多方面的压力：衰退，高油价，金融体系承压，通胀担心上升。虽然股票估值已经不高，但仍要谨慎。

中性配置股票。在年初的时候，市场很担心美国金融市场崩盘，但联储救助贝尔斯登则扭转了这个情绪——联储实际上表示了不会让任何重大金融机构倒闭。这减少了恐慌，美股也随之回升。但我们认为投资者将会逐渐back to reality: 既不至于回到年初的恐慌情绪，但也要意识到持续去杠杆之下的市场表现将会一般，复苏期间的股市回升将仅为个位数，不及历史上的复苏情形。最近股市回升的breadth很弱，说明不是一个很稳固的回升。

中性配置债券。债券确实高估，但收益率上下行动力均不强。经济走弱和去杠杆意味着收益率很难回升，就好像1990s初一样，当时债券长期高估。但如果没有进一步的信贷市场问题，收益率也难以下降。与1990s不同的是，当前债券收益率已经进入高估阶段，因此债券进一步跑赢的概率不高。

去杠杆意味着增长和盈利都增速疲弱，但低利率将刺激风险资产估值回升；综合来看，低利率还是会起到作用。1990s的经验是，当1994年联储开始加息以后，股市开始跑赢债市，因为债市是等到加息才崩盘的；由于当前债券市场已经高估，因此我们预期未来一年股市是可以跑赢债市的。这里要假设：1.房价从峰值跌幅不超过25-30%。2.衰退不能太深。3.金融体系不会进一步出大问题。"

20080601 PIMCO A Kind Word for Inflation \_ PIMCO "高油价对美国而言毫无疑问是negative real terms of trade shock. 所谓terms of trade，是指进口的成本。这里说是real，一个观察角度是计算average national hourly pay to buy a barrel of oil，即进口一桶原油需要工作多少小时，当前这个小时数已经升至接近7，已经超过70s末的历史峰值，主要是07年以来快速上升的。

对于这种真实冲击，结果必然是所谓misery index的上升——失业率和通胀同时上升，企业盈利也会受到侵蚀。对此没有好办法。

那么油价冲击是否带来比较强的二次效应呢？现在不会。1970s的二次效应最重要的问题是工资指数化，但美国工会比例从1970s已经下降了不少。当前联储认为通胀预期更为稳定，也有助于减少二次效应，我并不反对这一看法，不过我认为更本质的是全球化、竞争更明显以及美国wage setting structure的变化。

实际上，当前通胀水平已经较低，意味着联储更接近零利率下限，这也被称作liquidity trap。Negative terms of trade shock叠加asset price deflation不仅仅意味着衰退，而且意味着衰退很严重。因此，当前联储需要容忍通胀的回升，即便油价推升了通胀。中央银行这个时候先保证不帮倒忙：first, do no harm.当然，当前联储的措辞还是对通胀很警觉的，这不难理解，主要是为了抑制通胀预期上升。

有人认为联储保持如此低的利率是不正确的。但是，在negative terms of trade面前，all factors of production should absorb a negative hit to their real returns. 劳动力显然受损，那么cash持有者们为什么不能受损呢？"

20080603 Gavekal Lies Damned Lies House Price Statistics 我们构建房价估值数据使用的是NAR mean price，发现估值已经偏低，房地产调整最艰难的阶段已经过去；ISI使用的是OFHEO数据，显示仍然偏高；如果用Case-Shiller，则显示也偏高。我们认为NAR数据更好。我们认为CS只关注大城市，没有覆盖全国情况。（Gavekal为什么错了？因为给单一数据太高权重。实际上，当多个口径数据不一致的时候，首先要所有数据都看，而不是根据立场来选择数据。第二，还要找其他指标来交叉对比，例如看库存、空置率等供给端数据，也能看出房地产调整远未结束）

20080603 GS Daily Three Conditions for Fed Tightening 最近几周，市场开始price in联储在未来18m加息不少，这可能反应了通胀担心。但我们认为联储加息至少要三个条件：1.就业市场企稳。2.房价企稳。3.金融市场回归正常。最近伯南克的讲话也提及这三点较多。此外，伯南克也讨论了美元，要知道美元是财政部的指责，我们不认为伯南克讨论美元是联储要干预美元，但至少说明了联储担心弱美元的问题。

20080606 Gavekal The ECBs Motivation ECB暗示将加息，这让欧债收益率大幅上升。

20080607 GS UEA Commodity Inflation, Not Commodity Contagion "当前市场对通胀的担忧再度回归，这本身并不奇怪：商品高涨，弱美元，而政策又在刺激，而生产率增速在走弱，这与1970s的情况很相近。但我们认为与1970s有几个关键不同：1. 1970s的就业市场更紧，而当前最新失业率当月跳升0.5pp至5.5%，就业并不紧，这也对应着，2.工资增速不强，没有工资-物价上升螺旋。3. 1970s的通胀上升是广泛的，而当前core尚未明显上升。4. 1970s的政策制定者对通胀不够重视，联储出现失误，但当前联储对通胀更为关注。失误原因包括：1）对潜在增速的错误判断，1960s生产率进步较快，1970s生产率进步放缓。2）对通胀-失业率的理解框架有误。3）对通胀mandate不够关注。

如果我们这一观点错误，从如下指标可以看到：1. core上升，core goods将是先导指标。2.更不用说，工资上升更代表我们观点错误，但当前失业率回升，工资上升乏力。"

20080609 GS Daily Mortgage Credit Losses- The End of the Beginning "从2007年夏天以来，金融机构已经承认了2000-2500亿美元的次贷subprime mortagage securities的损失——包括来自直接持有次贷以及CDO的损失。这与BIS的估计结果一致，与ABX.HE指数暗示的结果也一致，我们也基本认可这一估计。这说明次贷对银行的直接冲击大体结束。

但是，银行对residnetial mortgages other than securitized subprime debt仅认了500亿美元损失，我们认为这一损失将达到2000-2500亿美元。这些资产包括Alt-A，prime mortgages等，换句话说，银行资产负债表仍将继续承压。"

20080610 GS Daily Thoughts on Fed Policy (from the Boston Fed Conference) "当前市场愈发共识是联储将要很快收紧货币政策。最近市场预期再度升温，预期在10月FOMC会累计加息50bp。这些预期与全球央行鹰派表态有关。伯南克表态也边际偏鹰，他表示尽管失业率数据不佳但对下行风险担心减弱，且联储会强烈抵制长期通胀预期的回升。

我们不同意上述共识，我们认为增长下行风险仍然很高。房地产、信贷市场仍然没有好消息。通胀方面，我们认为上行风险有限，例如工资、通胀预期等。

Prior sell-offs at the front end of the yield curve有时并不是政策很好的先导指标，正好像2002年一样。

如果增长在2009H2以前就企稳回升，那么我们上述判断将错误。"

20080612 GS Daily Retail Sales and Tax Rebates- More Now, Less Later\_ 今天刚公布的零售数据大幅好于预期，这与我们的判断——GDP在二季度走平——不符。但这类数据波动大，我们暂时不修正增长预测。当前零售大幅回升可能与减税timing有关，这意味着2008H2的零售将再度回落。

20080613 Gavekal Improving US Data "美国经济指标在改善。当前还有不少有名的评论者认为美国经济在衰退当中，包括格林斯潘，Martin Feldstain, Warren Buffet, George Soros, 以及我们不少客户，特别是非美的客户。

但数据在转好。5月份零售数据很强，这确实源于减税，但源于减税又怎么样？减税本来就是希望达到这个效果。除了零售，其他数据如industry sales, 库存，进出口，PMI，甚至home sales，都不错。综合看这些数据，看起来Q2的GDP增速在1.5%附近，略低于2%的潜在增速。

当然，我们并没有忽略上周五公布的骤然上升的失业率数据。但失业率数据是一个滞后指标，通常在经济转折点以后6-9个月才会转向。更重要的数据是NFP数据，现在3mma NFP在回升。"

20080613 Roubini The Specter of Global Stagflation "全球在2004-2006经历了全球供给冲击，当时全球增长稳健而通胀较低。当前主要是全球需求冲击，以中国和印度为主。所以，除非再发生真正的负面全球供给冲击，那么全球滞涨的可能性较低（当然，美国应该是面临着滞涨的压力的，但全球而言并非如此）。

当前的一个主要问题是汇率，许多国家peg美元。这些国家货币需要升值，如果名义不调整，就会通过这些国家国内通胀的方式来进行实际升值。"

20080616 GS Daily Housing Market Index Suggests L- Shaped “Recovery” in the Sector NAHB的Housing Market Index HMI已经在低位徘徊了10个月了，呈现L形走势。但1991年则是V形走势。这反映了当前房地产问题与1991年很不一样。当前是供给过剩，需要长期调整；1991年是deferral of demand，因此回升很快。

20080617 GS Daily Consumer Confidence and Gasoline- Crossing the $4.00 Threshold 消费者信心创新低，这和汽油价格升破位有一定关系。

20080618 FOMC Greenbook "过去六周数据显示，上半年增长没有预期那么差。当前增长并不如预期那样mild downturn，而是expanded modestly in the first half of the year. 最大的上行惊喜来自于消费，但企业开支、政府开支也都好于预期。特别是就业数据比预期要好，NFP虽然仍在负增长但下降幅度有所缓和。整体而言，我们将Q1的增长0.25%上调至1%，将Q2的增长预测从-1.25%上调至1.75%。

考虑到信贷条件仍紧，消费者信心进一步走弱，房价比预想的下降的更快，经济仍会承压。我们预期H2的增长为0.75%。" 过去6周的通胀数据恶化，尽管Core好于预期。长期通胀预期似乎也有所上升。

20080619 FOMC Bluebook "市场对ffr预期明显上修，市场预期本次FOMC大概率按兵不动，甚至有小概率加息。

预期上修原因：1.联储表态偏鹰，强调通胀前景。2.油价上升。3.增长数据好于预期。4.金融市场条件改善。"

20080620 BCA.gis GIS\_june08\_20SO\_P1of2 我们在4月份开始short duration，看好reflation trade，事实证明我们暂时是对的。我们认为当前的问题与1991年的问题的可比和接近的，因此资产走势也会类似，我们用一张图来对比两者走势，我们认为3月份股市应该是本轮低点。

20080620 bwam Deleveraging makes this cycle different "（对于降息对经济的作用渠道的分析，很好）

我们认为本轮宽松周期与历史上的宽松周期将会不一样。历史上recession是联储加息引起的，降息自然会解决问题——降息有多重作用渠道，例如降息一半几乎意味着购房成本下降一半，而且降息可以降低偿债压力，刺激资产价格和财富效应等。

本轮recession却并非源于联储加息，而是源于债务泡沫破灭。债务泡沫的一个产品是金融体系杠杆率过高和居民部门杠杆率过高。当前金融体系正在试图极其快速的去杠杆，这导致降息不能有效传导到居民部门。我们认为美国金融机构资产端大约有1.3万亿美元的资产处于破产边缘。

第一，降息的一个传统渠道是要实际借贷成本下降。历史上通常降息520bp，债券收益率下降180bp，Baa和房贷利率也是下降180bp左右。但是，当时降息仅325bp，而房贷利率和Baa企业债利率相比降息前没有下降。历史经验表明，降息对经济的传导还远不足够把增长拉回来。

第二，本轮资产价格没有像以往降息周期那样回升。除了2001年宽松周期，历史上的降息周期期间，股票价格回升都会支持美国增长。此外还有房价也要回升。但本次不一样。这些逆风意味着低利率没有像历史上那样通过传统渠道刺激经济。

此外我们做一些简单比较，与历史上宽松周期而言，相同点包括：增长与历史上宽松周期类似在换门下降，当前企业投资其实还没有明显承压，ISM工业表现略好于历史情形，失业率略好于历史情形，core走势与历史一致。

不同点包括：违约率大幅上升高于历史情形，股市迟迟没有回升，企业债利差的扩大要强于历史情形，商品价格显著历史情形，历史上CPI通常在降息周期开始走弱，但当前headline CPI在明显走强，而当前短端真实利率显著低于历史情形；地产和消费者信心明显弱于历史情形。"

20080621 GS UEA The 2% Funds Rate Low, But Not Too Low "很多人根据taylor rule认为当前利率太低了，需要提高；此外，还有人认为，当前低利率主要是处理3/4月当时面临的深度衰退的尾部风险，现在这些尾部风险可能性下降，因此利率过低是没必要的。我们认为当前低利率是有必要的，原因：1.虽然短端利率低，但货币市场利率，金融条件并未广泛宽松。2.当前失业率仍在上升，历史上失业率上升期间联储很难加息，即便利率的绝对水平不高。我们估计的让失业率持稳的GDP增速是3%左右，根据这个估计方法，失业率将进一步上升。3.联储虽然担心沃尔克-格林斯潘时期的通胀信誉受损，但当前与1970s很不一样，应该还不至于在经济走弱的时候进一步抑制经济。

当然，如果长端通胀预期不稳，那么联储确实可能进一步收紧货币政策。"

20080625 FOMC Transcript "伯南克：

大家的总体看法是，过去六周数据比预想要强，尤其是消费，因此Q2增速虽然不稳健但至少正增长，延续2007Q4以来的疲态。大家总体认为2008年增速继续疲弱，2009年将会改善。具体而言，消费比预想要好，减税已经起效，不过由于财富所属、信贷收紧和油价上升，消费者信心下降，消费者的基本面仍然不佳。就业市场虽然走弱但结构放缓。房地产前景依然不佳。企业继续谨慎。信贷条件虽然仍紧，但暂时不是今天的主题了。3月份以来的金融条件保持改善，系统性金融风险在下降。金融市场的改善将会缓慢，因为deleveraging将会持续一段时间。总体而言，尾部风险下降。

在我看来，联储的目标是to avoid a very bad outcome，因此我的担心主要是两种尾部风险。最新情况是，增长下行风险有所减少，但仍然不低。消费的基本面仍然不佳。当然，危机气氛已经有所减轻，但仍然不少。在过去六周期间，我们看到雷曼兄弟风险较多，也看到对Bank of America - Countrywide merger的担心，我们也对中西部一个银行有担心。

我依然担心下行风险。我不认为系统性风险已经解除。There is perhaps, if anything, excessive confidence in the ability of the Fed to prevent a crisis situation from metastasizing (癌细胞扩散). Even if we don’t have a failure of a major firm, we still have the possibility of a significant adverse feedback loop as credit conditions worsen and banks come under additional pressure.

整体来说，we are moving toward more concern about inflation, but we still have concersn about economic growth and financial markets. 我们不应该营造我们只是关注通胀风险的这种印象。就我个人而言，我仍然更担心增长尾部风险，I still think that the inflation tail risks have not yet reached the level of the concerns I have about the financial crisis.

There clearly is a lot of dissatisfaction among all of us about the ad hoc nature of the way we had to deal with the crisis in March.

（整体而言，伯南克已经认同下一步将会是加息，但出于对增长风险的担忧，暂时仍希望按兵不动）" "伯南克：

大家总体看法是，core虽然稳健，但油价上升，高通胀是全球现象。就业市场slack将编辑抑制core上升。工资增速仍在放缓，但有人指出，当看到工资上升的时候就太晚了。大部分认为通胀有上行风险。

在我看来，油价的上升is obviously very, very bad news. 当前通胀上行的尾部风险也在出现，我认为我们应当从言语上更加承认通胀风险，it may be at the point where it even exceeds that risk that we see on the growth side，尽管我对此还不确定。

很多人提及1970s，但我认为当前与1970s很不一样。要知道，在1970s，油价上涨以前其实已经有很大的通胀压力和工资压力了，而当时的油价对core的传导几乎是1:1，对工资的传导也很惊人。但当前不是这种情况。" "伯南克：

我不赞同当前加息25bp或50bp，因为这本身并不能解决通胀风险，反而可能导致增长下行风险。我们过去六周已经讲话偏鹰派，2年期收益率上升了50bp，美元走强，但油价也上升了25美元。由此可见，我们偏鹰也没有压低油价。我们应该密切关注何时应当转向。There will be a tipping point at which we're sufficiently confident that the system is stabilizing and that we can begin to trun in a serious way to the inflation concern.

由于我更担心增长风险，我建议再等等（先不加息）。未来六周，还有两份就业报告，我们也可以关注金融市场数据。就通胀方面，我们可以关注商品价格和通胀预期数据。

我认同的是，we will begin normalizing interest rates relatively soon, and we should, if possible, begin to prepare the markets for that"

20080625 GS Daily The Factory Sector- On the Brink of a Sharper Downturn\_ 尽管联储声明没有提及下一次货币政策具体如何，但市场仍然预期年内加息25bp。本质上，市场是说，随着经济的企稳，FOMC需要normalize short-term interest rates来锚定通胀预期。

20080626 Barclays\_Global\_Outlook\_Implications\_for\_financial\_markets\_June\_2008 "在过去一年当中，信贷危机是中心议题——不断的有新的金融风险发生，而联储不断紧急应对。然而，2008年3月份以来，政策制定者和金融市场都有了大幅变化。虽然信贷危机没有结束，但央行——特别是联储——已经展现出足以使用各种工具来控制损失并限制系统性风险。

当前的问题是，随着信贷企稳，高涨的商品价格成为更为关键的问题。我们的预测也随之改变，现在我们预测更高的通胀和更紧的货币。现在我们建议要防御高通胀，毕竟通胀上升将导致联储收紧，也不利于风险资产。

（6月份股债双杀，应该是油价冲击与联储货币政策预期收紧的影响；barclays这个报告系列是非常顺周期的，跟bca.gis有点类似，它们提出的所谓主题，主要是对过去一个季度的概括，而非展望）"

20080628 GS UEA Credit Likely to Crunch Nonresidential Construction "近期增长下行风险再度回升：1.金融市场再度开始出现问题，TED利差（TED Spread: 3-Month LIBOR - 3-Month Treasury Bill Yield）开始回升。2.GS金融条件再度收紧，已经收紧到贝尔斯登时期（因为6月份股债双雄）。3.消费者信心极度恶化。一般而言，我们不少那么关注消费者信心，因为消费者信心顶多是一个同步指标。我们当前关注消费者信心，是因为当前消费很好，而消费者信心极差说明当前消费好仅是短期减税效果，消费回升基础并不牢靠。

确实，美国GDP增速好于联储预期，也好于我们预期。但我们看到了房价下降，房贷损失持续深化，失业率上升，消费者信心走低，这些都是可靠的数据。GDP反而面临修正，没那么准确。

我们专题研究了非住房投资。应当说，非住房投资有很多分项，这些分项各有其影响因素。一个共同的影响因素是信贷条件，credit conditions，由于信贷条件收紧，我们预期企业投资将在2009年下降5-10%。

"

20080701 BCA, The Bank Credit Analyst, Stay Cautious; Eavesdropping On The FOMC A Challenging Time For Policy "[股市面临四重逆风] （本质上是两个逆风：去杠杆和高油价，导致企业盈利走弱，货币政策受约束；去杠杆又和房价有关）

美国经济和金融市场仍在承压。虽然经济表现比预期要好，但这仅仅是cold comfort，增长前景顶多是mediocre，而风险却毫无疑问的指向下行。当前金融体系压力明显，突出表现在银行股票大幅走弱，与石油股上涨形成鲜明对比。银行股票走弱暂时看不到尽头，因为房地产没有企稳迹象。

逆风1：Deleveraging cycle才刚刚开始，甚至还没有开始。2007年以前，美国经历了私人部门债务/GDP的二战以来最强扩张，那么当前的收缩也会很强。当前银行体系有很多write-offs，银行股票也跌至低位，但这并不代表着去杠杆进程已经进行好多。大幅的贷款减计紧缩修复资产负债表的必要步骤，但银行资产金仍然紧张，意味着信贷供给将会减少。银行刚刚经历了被迫的扩表，而最近才刚刚开始有能力抑制贷款增长。实际上，美国银行信贷/GDP增速至今依然增速过高，远超趋势，因此有大幅回调空间。关键是房价需要企稳，才有可能让银行资产负债表开始改善。只要房价继续下降，home-owners财富继续进入负值区间，导致更多的违约。最近房价仍在快速下降。居民借贷能力也不足。由于房价下降，工资下降，高油价，居民金融情况明显恶化。

逆风2：企业盈利将会不及预期。在去杠杆背景下，增长疲弱，企业盈利不会很好。当前的股市盈利走弱很大程度上是因为金融机构坏账减记导致的，实际上National income profit data exclued capital gains and losses其实尚可。金融部门盈利yoy已经下降10%，面向海外的企业盈利仍在高位，面向国内的非金融企业盈利已经微弱负增长。现在全球增长承压，海外利润也会承压。

逆风3：货币政策面临约束。联储和其他央行官员讲话暗示着对通胀趋势不满。联储现在正在关注美元，担心美元过弱。伯南克表示将于财政部“合作”关注外汇市场，这种表态很不同寻常，说明联储对美元进一步走弱的容忍度有限（背后仍然是担心通胀）。总体来说，我们似乎到了货币刺激的极限，这对风险资产并不友好。

逆风4：高油价。（高油价和货币政策面临约束本质上是一回事情）" "尽管现在市场对通胀担心很强，但我们认为通胀风险可控。

实际上，通胀预期对core的预测力并不强。关键是通胀预期上升是否传导到工资？当前就业市场疲弱，可能传导有限。" "过去一个月的关键市场变动是市场对联储加息预期明显上调，当前已经price in了太多加息——市场预期未来6m/12m将会加息50/100bp。

当前的ffr处于低位并不是因为增长崩盘，而是为了应对financial strains对应的尾部风险。如果不是金融风险，当前ffr可能在3%左右。

但我们认为联储在未来几个月会按兵不动，不会急于加息。当前金融部门仍在承压，加息看起来很不合理。此外，当前短端利率并不是一个很好的衡量货币政策宽松程度的指标，当前许多市场利率仍然比刚降息的时候还高。此外，联储极少在失业率上升期间加息，何况当前还是选举年。" "我们继续推荐偏谨慎的策略，因为增长弱于趋势、金融体系持续紧张、高油价和联储担心通胀。伯南克最近表示大幅下行风险已经减弱，但市场从来也没有price in大幅下行风险。实际上，持续的去杠杆可能比a normal short and sharp downturn要更不好，因为这将抑制信心，导致就业和企业投资走弱。

中性配置股票。股票估值合理，但盈利预期仍太高，盈利未来可能不及预期。虽然我们认为未来一年股市将跑赢债券，但短期仍然谨慎。

我们并不是预期美国经济将进入灾难情形，否则我们会推荐低配股票。但如果要进入高配的话，我们还要等待下面的条件成立：1.油价持续回落。2.房价下行速度放缓。3.财政支持homeowners. 4.信贷市场紧张减弱。

中性配置债券。债券仍处于高估区间，但这是衰退和financial distress期间的常态。可以买高品质利差产品。"

20080701 GS Daily Lending Pullback Now Evident in the Data "现在2008Q1的私人部门债务总增速已经明显放缓了，这是一个比较确定性的全面的数据。此外，更为高频的银行信贷增速更是明显放缓。

要知道，在过去很少有鲜明的证据显示私人部门信贷增速减速。我们一直以来认为信贷供给在走弱，而且信贷条件也在收紧，但信贷增速的数据上来看始终没有走弱。实际上，银行信贷在2007H2是加速了，我们当时认为有多重原因，总体来说是银行被迫承接表外资产，或者一些bridge loans hung；然而即便如此，从私人部门总债务增速来看，2007H2仍然没有减速。

"

20080701 PIMCO The Paradox of Deleveraging \_ PIMCO "宏观经济学的一个重要规律是所谓加总悖论，the paradox of aggregation. 这个悖论的一个体现是the paradox of thrift,而当下则体现为the paradox of deleveraging——不可能所有金融机构同时去杠杆，这只会导致资产价格下降，反而导致所有机构的杠杆率上升。

在节俭悖论中，需要政府花钱来解决。在去杠杆悖论中，需要政府来买入这些资产来解决问题——这本质上是财政行为。换句话说，当下问题的解决不仅仅需要联储，也需要财政部即国会。当然，联储降息是有用的，通过降低短端利率来拉低长端利率，支持资产价格，但这还不够。关键需要有人介入市场来买资产，就这么简单。

在贝尔斯登的救助中，联储本质上就是发挥了这个财政角色，毕竟是买了290亿美元资产。这是联储启用了13(3)条款。但这是应急行为，别无选择。当前Paulson正在试图让国会授权财政部来购买两房的股债，这是一个好的方向。我甚至希望财政部可以把联储购买的290亿美元资产承接到财政部的资产负债表上。

联储毕竟不能常态化发挥财政角色——不过在当下，联储是唯一不需要国会提前授权而购入资产的机构。"

20080703 bca.usis\_wr\_2008\_07\_03 THE ECB LEADING EDGE OR ON THE WRONG TRACK "ECB为了应对通胀压力而加息，尽管经济在走弱，且金融市场面临种种问题。

美国经济并不像市场discount的那样弱，例如ISM并不处于衰退水平。但是，如果发生政策失误，或者油价继续上升，或者金融体系出新问题，则可能导致深度衰退。" 现在美债市场收益率开始回落，说明市场对增长的担忧已经超过对通胀的担心。有趣的是，尽管市场对通胀很焦虑，但TIPS市场并没有discount很强的通胀压力。

20080704 GS UEA Markets Move to Price in a Double-Dip 从5月中下旬开始，市场重新开始price in a double dip，当前股市已经跌回到3月份低点之下。市场总是领先经济的，当前经济还处于减税支持之下，Q2的GDP增速似乎仍能保持正增长。但经济的基本面在走弱，例如房价走弱、信贷市场紧张，油价在上升，而就业市场——首申数据——在恶化。

20080707 GS Daily The Sorry State of US Consumer Fundamentals 消费者的基本面有五个指标：就业和real wage决定了收入，房价和股价决定了消费者资产负债表的资产端，信贷可能性——用联储对银行lending officers对消费者的借贷意愿来衡量——则刻画了消费者借钱消费的能力。这五个指标都处于历史上很差的水平，这说明等减税结束以后消费前景不佳。

20080712 GS UEA Bernanke’s Testimony and the Risk of Déjà Vu 过去一年当中，联储总是时不时的与市场看法不一致。当前再次出现不一致，跟去年8月那次严重不一致是类似情况。联储当前似乎认为增长下行风险已经减弱，但实际上Q2的增长很大程度上源于减税的提前效应。

20080714 Gavekal Sometimes Markets Are Wrong "过去几天股市大幅下跌，源于市场对两房倒闭的担忧。要知道两房总资产高达6万亿美元。但是，美国经济指标却在改善，例如ISM延续4月份以来的温和改善，特别重要的是净出口延续改善。

我们认为市场错了。当前金融体系之所以面临破产危险，是因为mark-to-market导致的。如果按照今天的会计标准，那么1980s所有的银行持续处于破产状态；如果严格按照清算标准，那么自古以来的银行都是持续处于破产状态，毕竟没有银行可以立刻清算所有资产。"

20080715 GS Daily The Mechanisms and Constraints of Federal Financial Intervention 现在市场对两房的资本金不足产生担忧，这引起市场对政府政策工具不足的担忧。两房的问题是资本金不足，两房现在看起来仍然可以获得充足的流动性，因此在这次救助当中，财政部可能担起主要职责。

20080718 bca.usis\_wr\_2008\_07\_18 NECESSARY, BUT STILL NOT SUFFICIENT "当前的最根本问题是资产价格下跌和银行体系的信任不足。刚刚加州的一个银行挤兑占据了杂志封面，而最新Homebuilder's survey显示房地产调整没到尽头。最近的bailout仅仅被投资者看成一种短暂的解脱。最新的关于两房的panic，说明次贷危机的冲击并未结束，去杠杆情况下的信贷可能性问题将会继续。

问题的最终解决看起来需要bold fiscal plan, 更为直接的稳住房地产价格。例如1990s的RTC项目。但华盛顿似乎尚未下定决心采取相关行动。" 联储已经比较困扰了，当然ffr已经是很低水平，但金融问题仍在加深（由此可见，低利率并不能解决当时的金融问题），而联储并不能直接控制房贷等市场利率。

20080719 GS UEA Financial Conditions Tighter than They Appea "最新的6月retail数据不及预期，这是第一个显示减税支持效果消退的数据。

当前的GS金融条件指数已经收紧不少，但这个指数可能仍然低估了信贷紧张程度，因为房贷利率并没有被包括进入指数，而且当前金融市场已经不能正常运转——从各种spread上面可以看到，例如TED spread等。"

20080722 GS Daily The Prospects for More Fiscal Stimulus- Smaller and Later 现在有讨论进一步的财政刺激，但我们预期进一步的刺激将小于第一轮刺激，而且也会来的比较晚，可能要到2009年初下一届政府上台。

20080724 bwam The trouble in prime mortgages "当前金融体系在房贷上的损失还没有进入prime mortgages领域，但这一领域的losses将会开始显现。如何衡量这些损失，并不容易，因为历史上还没有出现过全国范围内房价如此大幅下降的情况。一个可行的研究方法是比较美国历史上房价严重下降的洲的案例——Texas in mid 80s, Califonia and Connecticut in the early 90s——其实当前全国性的房地产走弱与这三个案例是有可比性的。

基于上述研究方法，我们发现Prime foreclosures将在未来1年达到1.3%，并且将继续上升。这对于两房而言，意味着两房将损失1470亿资本金，解释其资本金将变为-400亿美元。"

20080729 bwam The decade so far "每个时代都有自己的主题。1920s是roaring，30s是depression，40s是war/post war, 50s是stability，60s是economic acceleration，70s是stagflation，80s是disinflation，90s是roaing。实际上，每十年的主题都不一样——甚至有所逆转。但历史上人们总倾向于把过去10年的情况进行线性外推。

对于2000s而言，以科技股泡沫破灭为开始，当时的衰退并不是由于货币紧缩引起的，其实2001年衰退颇为不典型。2000年的货币紧缩并不是很强，衰退主要源于科技股泡沫破灭，放缓也主要出现在企业部门。储蓄率本来就在低位，因此也没有典型的pent-up demand。科技股泡沫破灭以后是房地产泡沫的兴起，未来几年将是消化房地产泡沫破灭的几年。"

20080730 FOMC Greenbook 过去六周的数据好坏参半。我们预期2008H2的增速是0.5%，2009年是2.25%。 我们预期core在2008H2将有所回升，在2009年回落。

20080731 FOMC Bluebook 两房的股票大体是从2008年5月初开始走弱，在6月末FOMC以来急速走弱，在7月中旬有所企稳。

20080731 GS Daily Micro Evidence Confirms a Substantial Boost to Consumption from Stimulus 最近的一篇学术文献研究了减税对消费的影响，通过对个人的week-to-week消费行为的研究，发现本次减税的效果比预期要强，大约一半的减税被用来开支，效果比2001年的减税要强。（文章是Christian Broda , Jonathan Parker, The impact of the 2008 rebate, VOX上面有）

20080801 2008年夏季CCER中国经济观察（总第14期）会议下半场问答\_ 货币政策工具主要就是利率。准备金率本来是为了保证商业银行的头寸充足，它也可以用来调节货币数量，是一种货币政策工具，但这不是其原本具有的功能。现在中国的问题是汇率盯住美元。如果提高利率，热钱就进来得更多。目前很难确定这方面的数量影响到底有多大，提高利率是否肯定得不偿失。在目前很多数量研究没有明晰结论的情况下，相对而言，我还是觉得准备金率这个工具要更可取一点。央行也是一直在用准备金率，但是到底调得到位不到位还需要仔细斟酌。其他的货币政策工具比如有保有压的政策、数量控制手段等会引起很多矛盾与问题。如果准备金率政策不能取得预期效果，这些办法也可以用。总之，不管是利率、准备金率还是数量控制，在短期内控制通货膨胀的效果差别不大，但是利率和其它手段还是有很大差别的，尤其是在资源分配效率这方面。

20080801 2008年夏季CCER中国经济观察（总第14期）农产品价格与通货膨胀\_宋国青 "过去二十多年，中国经济运行的一个现象是：通货膨胀率高时，食品价格增长率更高，农产品价格比食品价格增长更快；通货膨胀低时，食品价格增长率更

低，农产品价格比食品价格增长更慢。这一关系从图1食品价格、农产品价格和CPI 历史数据可以看出。换句话说，食品相对价格或农产品相对价格与通货胀率相关。美国农产品相对价格与通货膨胀之间几乎不具备对应关系，图4美国CPI 波动与农产品相对价格波动几乎不相关。这一点说明，中国农产品相对价格与通货膨胀率的关系并不是普遍的规律。解释一是农产品价格引起通货膨胀，二是通货膨胀引起农产品相对价格上涨。

存货变动受利率和预期通货膨胀率即预期真实利率影响。首先是，在名义利率缺乏弹性的情况下，货币供给更快增长引起的总需求波动导致通货膨胀率上升，然后真实利率下降。真实利率偏低对银行资金的借贷者是一种补贴，而银行资金的绝大部分增加到了非农产业。货币供给增加和真实利率下降的过程中，补贴增加，引起非农产业投资和就业的相对增加。这个过程的最后结果是农产品相对产量下降和相对价格上升。

农产品相对产量和相对价格的大的变化尤其过去几年的变化是货名义利率粘性下货币推动的结果。货币不仅推高了总的通货膨胀率，还引起了不同部门投资报酬率因此投资和就业的相对变化，最后引起了农产品相对价格的变化。"

20080801 BCA, The Bank Credit Analyst, Downside Risks Prevail; Close To The Edge Mid-Year Visit From An Anxious Mr. X "[外需将会走弱，经济进一步承压]

美国经济本来就面临长期去杠杆和低增长，美国经济可能在2010年以前很难回到潜在增速。去杠杆意味着美国Debt/GDP将在未来几年回落，就好像1990s一样。但我们也并不预期经济会彻底崩盘，因为我们倾向认为：do not assume that the authorities will stand idly by and let the system unravel. 例如特别是联储救助贝尔斯登和向华尔街开放折现窗口，体现了政府will do whatever is necessary to support the financial system. 当前还没有出现逃离美元资产的现象，只要美元没有崩盘，美国政府就总有余地来重新刺激起来经济。

当前的house-led downturn仍在继续，房价走弱速度令人震惊。当前也没有任何迹象表明房地产的恶性循环——房价下降，foreclosures上升，更多的供给，更低的信心，更低的价格——接近结束。尽管房地产建设活动可能已经触底，但房价可能继续下降，根据1990s的经验，房价触底将落后于房地产建设活动。

金融机构的losses持续上升,在2007Q2以来银行券商已经write down了4770亿美元，然后补充了3550亿美元的资本金，由此可见募集的资本金还尚未对冲掉损失。联储降息并没有拉低许多市场利率。油价虽然有所回调，但绝对水平仍然很高消费者基本面非常不好——油价是最近颇为令人不安的因素。消费者基本面不佳，房价、股价走弱，real wage走弱，储蓄率低。

不过净出口曾经more than offset了居民房地产投资的拖累，但当前欧元区和英国增长出现了明显走弱信号，非美经济体放缓进一步让美国经济承压。

[金融体系再度承压]

投资者曾不断希望金融机构走出困境，但这一希望不断被粉碎。银行资产减记面对的是一个moving target——房价在持续下降。联储提供大量流动性，美国政府刚刚被迫营救了两房，避免两房破产；但政府的救助只能治表，不能治里。

最近的关于美林的消息令人震惊，美林把1美元的toxic CDOs仅仅以22美分的价格卖出，由此可见其他机构的压力有多大。最近的legislated housing bill对于救助两房非常重要，如果两房倒闭，其影响是灾难性的。但营救两房仅是权宜之计，并不能彻底扭转房地产行业。

资产价格走弱和金融机构的write-downs尚未结束，还不能买入金融股票。

" 在增长放缓的情况下，通胀压力将会减弱。 " 许多央行认为利率的水平过低，一些地方联储官员表示愿意立即加息。当前市场预期6/12m联储加息34/67bp。（BCA继续认为市场price in了太多加息）

确实有可能出现政策失误。尽管当前油价下降，但这还不足以消除许多人对通胀的担心。而且即使通胀担忧下降，当前的利率水平也比较低，例如美国根据泰勒规则而言ffr应该是4%而不是2%。" "市场依然比较危险，因为全球增长放缓，金融体系承压和高油价。俗话说""buy when there is blood in the streets"" and ""it is always darkest before the dawn"" 但当前不确定性高，不应该拿太大头寸。

中性配置股票。股票的利好因素不少：1.估值吸引人，2.利率低导致plenty of cash on the sidelines，3.投资者情绪已经很悲观。当然，上述利好因素是不能忽略的。但是，当前盈利预期仍然较高，盈利存在不及预期的风险。总体来说，当前风险资产面临的情况很不利，但又考虑到这些不利情况多多少少被price in了，因此总体推荐中性。应该等不确定性减弱以后再高配，可能要等到2008年底了。

应当说，当前美股盈利已经比当前经济表现要好，但这主要源于海外利润，我们并不看好美股利润走势。

中性配置债券。债务将继续区间波动。"

20080801 PIMCO The Narrowing Ecologies of Global Growth \_ PIMCO "3月份贝尔斯登出问题的时候，是因为市场开始怀疑贝尔斯登的资产价值。联储的救助缓解了问题的深化，但并没有彻底解决问题。问题的根源是房价走弱，而关键在于全球政策制定者并没有legitimate firebreak来解决房地产问题。这一问题在贝尔斯登之前普遍看作是美国自己的，但现在则是全球性的。当前的问题是全球系统性的金融体系资本金不足——epidemic-like global systemic financial capitalization problem. 当前全球60-70%的经济体已经低于潜在增速了。

PIMCO正在做三件事情：1.计算房地产价格的底部。2.计算全球金融体系因此还要募集多少资本金才能重新运作，为实体经济提供信贷。3.考虑政策制定者与全球金融系统的持续的拔河比赛，金融体系对实体经济和对房地产市场的进一步影响，然后重新计算房地产价格的底部。

当前，上述负面循环are in full flow，资产通缩问题已经蔓延到全球。"

20080805 FOMC Transcript "伯南克：

本次时间有限，我直接谈谈我的看法。Q2的GDP增长是2%，好于预期，问题是这是反应内在趋势良好，还是透支了H2的增长？我非常强烈的认为是后者，即经济内在趋势很弱。NFP虽然看起来没有2001年走弱的那么多，但失业率上升趋势与以往衰退并没有什么不同。对于房地产，仍然很不确定。有人提出，房地产将会触底，虽然我们不知道什么时候。我们看到非美经济体也在放缓，但EM尚好。总体而言，2008H2和2009年初的经济都不会很强，失业率会继续上升。

我确实认为信贷可得性是一个关键问题。Ffr不是政策立场的最佳指标，当前许多市场利率比降息前还要高，例如房贷。向前看，关键问题是银行的资产负债表。staff估计美国银行在2008-09将损失2280亿美元，这还不包括投行，也不包括write-downs。这意味着比1991-92年那个时候要严重。当前银行loan-loss provisions仅680亿美元，因此对于银行的losses and write-downs，还有很长一段路要走。对于一些大型银行，问题会很严重；我们估计5个最大银行在基准情形下tier 1资本金会缩水30-50%。当前银行资本金比过去要更弱，因此冲击吸收能力要弱。" "伯南克：

最近的商品价格下降是一个好消息。但商品价格水平仍高，我们将继续看到商品价格pass through into the core。但是，我认为——尽管这是一个big if——商品价格持平于当前水平，通胀上升压力将减弱。换句话说，即使商品价格不上升，通胀也有压力，但我认为通胀压力将会缓和。" "伯南克：

我不认为货币政策处于extremely stimulative situation. 我们以怎样的速度来remove the accommodation——and I think it is clear we have to do that relatively soon——应该取决于通胀走势。如果商品价格走弱，通胀压力放缓，那么我们可以再等等。要知道，在失业率上升而通胀压力没有显著显现的情况下，加息是非同寻常的。但是，如果商品价格再度上升、美元再度走弱进而导致通胀问题，我会支持有所行动，如果商品和美元不能完全看成外生的话。

我知道我们今天并没有就货币政策达成一致。我认为我们需要继续clarify this exit strategy issue.

（伯南克的思路依然是支持下一步加息，而且他确实在担心低利率导致弱美元、高商品价格；他只是也很担心增长下行，因此忍住不支持立即加息。总体来说，他对各种尾部风险都很担心，但对增长更为担心一些）"

20080806 Gavekal The Recession That Never Was "2季度GDP数据公布以后，我们更加确信美国经济避免了衰退。要知道，去年以来悲观者们就预测衰退，可是数据并不支持啊，已经过去好几个季度了啊，NFP走弱也不强，ISM也与mid-cycle slowdown相一致。我们认为美国正在从消费和房地产走向出口拉动，这是一个结构性变化，才刚刚开始。

（事实上，这是因为外部需求强劲，但美国的金融危机已经开始蔓延到非美DM了）"

20080809 GS UEA The US Recession Call Waiting for Godot GDP "就一般人而言，美国经济显得已经进入衰退了，因为一般人会关注失业率。

对于NBER的4个标准而言，美国经济也应该处于衰退当中了，例如Real Manufacturing and Trade Sales, NFP, IP, Personal Income less Transfers，都与衰退情形接近。现在就只有GDP显得很好，但GDP面临修正。

（但其实只有sales与历史一致，NFP比历史要好，收入也比历史要好，IP实际上甚至高于历史区间上部；所以Gavekal也有其一定道理，仅就数据而言，不能断定美国经济是否处于衰退。但这本身并无意义，有意义的是，美国经济下一步的风险有多大？PIMCO、BCA和桥水的讨论才更有意义）"

20080813 Roubini The Perfect Storm of a Global Recession 现在不仅是美国看起来进入了衰退，全球很可能均进入了衰退。原因是多重的，包括美欧英等房地产泡沫破灭，美国次贷危机，信贷紧缩，高油价等等。

20080815 中国货币政策执行报告 2008Q2 "2008年上半年，国民经济克服重特大自然灾害冲击和国际经济金融环境不利因素，保持平稳较快发展。国民经济朝着宏观调控预期方向发展。上半年，实现国内生产总值（GDP）13.1万亿元，同比增长10.4%；居民消费价格指数(CPI)同比上涨7.9%。

2008年6月末，广义货币供应量M2同比增长17.4%，增速比上年同期高0.3个百分点，比上月末低0.7个百分点。贷款平稳增长，6月末，全部金融机构本外币贷款余额为30.5万亿元，同比增长15.2%。上半年，本外币贷款比年初增加2.7万亿元，同比多增983亿元。企业存款增长较快，6月末，企业存款同比增长21.2%，企业总体支付能力较强。人民币汇率弹性增强。6月末，人民币对美元汇率中间价为6.8591元，比上年年末升值6.50%；

当前国际环境更趋严峻复杂，许多经济体宏观政策陷入维护物价稳定和保持经济增长的两难境地。我国经济体制性、结构性矛盾依然存在，价格上涨压力较大，国内外不确定性因素较多也增加了经济金融运行的风险，宏观调控面临较为复杂的局面。下半年经济可能延续上半年增长格局，总体上将保持平稳较快发展态势。

中国人民银行将把保持经济平稳较快发展、控制物价过快上涨作为宏观调控的首要任务，把抑制通货膨胀放在突出位置。

专栏 1 如何看待中小企业融资问题。近来，各方面对部分中小企业出现经营困难、现金流偏紧的问题比较关注。中小企业融资难问题不是暂时现象，而是历史上一直没有解决的难题。当前中小企业的融资难问题并非单纯的融资困难，既是其经营出现困难导致资金紧张等现状的反映，也是现阶段我国乃至全球经济调整中诸多矛盾的综合体现。"

20080816 GS UEA Mortgage Policy Limbo "在2007年以来，政府出台了多项措施稳定房地产市场但都效果不佳。等到新一届政府上台以后会反思并推出更多措施，例如接近RTC等机制。当前的房贷质量问题已经蔓延到prime mortgage方面，历史上delinquencies和NFPmom高度相关，预期未来这一机制将继续推升delinquencies。

最新数据显示credit crunch恶化，现在银行信贷标准紧上加紧，消费者和企业信心低位走低，唯一的好消息就是净出口尚好。" 通胀数据很不好，Headline和core都在上升。

20080818 bwam Entering the second stage of deleveraging "（写的太牛逼了）（对于市场各类交易者的分析非常到位）

我们正在进入去杠杆的第二阶段。在第一阶段，金融机构为了维持资产负债表，不断募集资金来补充资本金，即sale of equity(买出股份，募集资金），但我们看到金融机构至今仅能勉强募集的维持资产负债表的资金，而随着损失的扩大，越来越难募集资金，资金成本越来越高。在第二阶段，由于募集不到资金，不能充实资本金，金融机构被迫缩表，此时是sale of assets，买出手中的资产。我们正在进入这个第二阶段。当前美林和雷曼的大幅甩卖资产仅是冰山一角。

在第二阶段，金融机构不仅会买出distressed assets，也会卖出正常的资产，这意味着卖压会扩散到所有资产类别。当前的real money investor所准备接盘的资金其实并不够接盘。

在第二阶段，问题将极其严重，可以称作the avalanche stage，即雪崩阶段。需要政策介入来构建资产的safety net，但历史经验表明，财政部通常behind the curve，而且当前面临大选，时点上也很微妙不容易出台政策。总之，当前处于一个转折点inflection point，或者政策制定者有所作为，或者危机将会深化。"

20080901 BCA, The Bank Credit Analyst, The Outlook Stormy; The U.S. Profits Outlook; Fannie Mae And Freddie Mac "[经济压力大，金融市场压力大]

经济增长面临多方面压力。首先是去杠杆依然处于早期阶段。银行lending增速正在稳步放缓，就当前水平而言，还要放缓一段时间。房价走弱仍然没有结束的迹象，尽管房地产销售/人口已经跌至历史低位，但收入放缓、房贷市场承压，让房地产难以回升。与此同时，金融市场避险情绪很高，导致降息没能有效的拉低市场利率。私人部门信心非常弱，NFIB小企业信心已经跌至过去三十年最低水平。此外，非美DM如欧元区和日本也在走弱——要知道，美国当前面向外需的部门比内需部门要好很多，但外需也将承压。内需已经弱于2000-01年的底部。在1980s底，当时外需好、内需弱，最终美国经济也是以衰退结尾。

由于经济持续疲弱，这意味着financial losses将会继续上升，这导致负面恶性螺旋的可能性持续存在。过去一个月，市场主要在关注两房问题（思考：两房为什么这个时候出现资本金不足，至少两个原因：1.两房承担了房贷供给的重任。2.房价持续回落，房地产没有好转。此时，两房成为下一个倒下的），导致了财政部保证对两房注资。对两房的国有化是不可避免的，因为两房需要的资本金太多了。

当前再讨论经济是否处于衰退已经没有意义了。无论是企业还是消费者调查都显示经济处于严重问题当中，不管政府给出的统计数据如何。

（本月专题是讨论企业盈利走势，方法比较规范化，不做专门总结）" "增长的放缓保证了通胀压力将减弱。

当前没有迹象表明headline通胀向core传导，55BE也显示通胀压力不大，工资增速也不强。" "不能指望联储短期进一步降息了，因为当前利率水平已经很低，甚至引起了一部分评论者和FOMC当中一少部分人的不满。当然，FOMC更多的意见是担心增长下行风险。因此，FOMC对货币政策未来走势的分歧很大，当前联储最容易的选择是“什么都不做”。

此外，当前的ffr并不抑制经济的来源，毕竟ffr已经很低。问题的关键是金融市场风险厌恶情绪高。

市场仍在预期联储在未来1年将会加息，这当然也有一定道理。如果金融风险得以消除，即使增长较为温和，联储也可以加息。但我们认为ffr保持低位的时间可能长于市场预期，至少6个月甚至更久按兵不动。" "信贷市场持续紧张，而美国和非美增长都继续承压，下行风险较大。Investors should place a wide confidence interval around all predictions.

中性配置股票。美股很清晰的处于熊市当中，低于200dmma，而且每一次回升的峰值都更低。特别重要的是，即使近期油价下跌，但股市依然没有好转，由此可见市场对经济和金融问题的担心。有趣的是，尽管次贷危机发源于美国，但2008年以来美股跑赢了其他股票，背后的可能原因是联储更为宽松。

尽管股市估值很低，但不确定性太强。尽管投资者非常悲观和insider的乐观是积极信号，但这些信号有太多虚假信号。如果想高配的话，必要的门槛是至少信贷市场有所改善, until credit market strains ease.

中性配置债券。美债确实处于高估区间，但经济和金融市场承压，联储短期较难加息，这意味着收益率回升空间不大，可能长期处于高估区间。收益率的回升至少要等到明年。"

20080901 PIMCO In the Fullness of Time \_ PIMCO 当前认为有通胀压力的人的核心逻辑其实很简单，就是真实ffr太低了。但所谓neutral ffr是可变的，在去杠杆情况下，这个neutral会下降。

20080908 Gavekal Think of Fannie and Freddie as Options 当前两房股票价格很便宜，本质上已经是options，赌的是美国房地产最终走出来且两房在2010年还没有破产。

20080908 GS Daily Q&A on GSEs 昨天美国财政部宣布了救助两房的措施，包括：两房将进入conservatorship，财政部承诺购买优先股，购买房贷，为两房提供流动性。这是积极措施，避免了两房为了维护资本金而减少信贷提供。

20080910 FOMC Greenbook "最新数据显示，尽管Q2的GDP增速尚稳，但Q3的GDP增速将明显回落。特别是支持GDP的净出口和政府支出将回落。消费也在走弱，消费者基本面不佳。最新的8月份失业率数据已经升至6%以上。

预期2008H2的GDP增速为0.75%，2009年增速为2%。"

20080911 FOMC Bluebook …在正文第三段：雷曼吸引了不少注意力。分析师认为该公司面临着大幅房贷相关资产的write-down. 雷曼宣布了Q3可能损失390亿美元。（雷曼股票在过去几天几乎是崩盘式下降）

20080912 Gavekal The Unintended Consequences of Mr Paulson "（写的什么破玩意儿）

Paulson对两房的救助可能产生副作用。Paulson对两房股权持有人非常严苛，几乎让两房的股权持有者血本无归。当然，Paulson由此赢得许多赞叹，因为这样似乎减少了道德风险——任何希望得到纳税人买单的被救助者，首先要先基本上输光手中的投资。但是，这也降低了美国金融机构进一步吸引资金的能力。（这个评价很不客观。金融机构难以吸引资金是因为确实亏损比较多；政府这么办没有问题；美国财政部更应该做的是bail out更多机构，bail out的价格是次要问题）

当前两房债券的市场隐含违约率确实下降了，但是股市却在下跌，例如雷曼在两房获救后继续下跌了70%，AIG和美林也在下跌。亚洲股票市场完全进入恐慌阶段。"

20080913 GS UEA Inflation The Tide Has Turned 就业市场在全面恶化，居民消费也有所走弱，金融条件仍然很近。 通胀压力正在消退。当前商品价格已经开始走弱，资产价格继续下跌，就业市场slack持续增加。通胀预期也开始回落。

20080915 bwam Where we are now "（这篇入选，配合bernanke回忆录和9.16 fomc, 9.15 gavekal 9.16 GS来看当时人们雷曼事件的认识）

我们一直以来认为，对于金融机构将要承担的losses，这些是可以计算也可以应对的，known and manageable，相关措施包括：联储注入流动性，修改会计规则，财政部创造a safety net。这些措施可以让去杠杆以有序的方式完成。

但是，还有一些难以确定的风险，这些风险可能很大，unknown, much bigger and more scary that lurk beneath the surface。例如counterparty issues with derivates，例如金融机构大幅卖出资产来去杠杆。如果财政部和联储采取了适当措施，这些难以确定的风险可能就不会出现，否则将会出现。

从当局的决策来看，政策制定者They made clear that they're willing to take the chance of diving into the depths of the scary unknown without a clear safety net in place.... if they really are as reckless as they seem. 看起来我们将进入全新的领域，解释传统货币政策难以起效，例如1930s的美国和1990s的日本。

雷曼破产让CDS市场counterparty risk进入了新高度。我们估计了可能触发的margin call有多少。"

20080915 GaveKal Wall Street Chaos Doesn’t Mean Recession "（什么傻叉机构）（我很好奇Gavekal下面这篇文章错的如此离谱的情况下，以后是如何兜回来的）

雷曼破产事件，让我们更加相信，经济复苏与金融市场chaos是可以并行不悖的。（呵呵呵，应该是最想撕掉的一篇报告）"

20080915 GS Daily FOMC Preview- A Close Call, Probably to Stand Pat 马上进行的FOMC是一个close call。由于雷曼倒闭，市场已经price in了40%的可能性降息。但即使仅仅是几天以前，联储许多官员仍认为下一步可能是加息而非降息。如果降息，更可能是50bp而非25bp。

20080916 bwam The Fed's Balance sheet is the new safety net "（桥水在本文当中优雅的怒喷财政部无能）

在我们看来，联储被迫的处于必要性而去做了财政部需要做的事情，联储将一个典型的中央银行变成了safety net。这是可悲的。

我们难以理解财政部到底在想什么，到底在干什么。在一年以前，财政部应该就能知道市场当中的这些债务损失大约有多少了，而处理这些问题的方法大体是类似的：providing liquidity (which the Fed did), softening the solvency and deleveraging blows via either having accounting forbearance that spread them out or a safety net that catches them (which the Treasury should have done or led).

然而，并没有safety net。看起来每一次危机应对都是匆忙应对，不断试探然后发现错误，最终被迫抵达了无可避免的providing liquidity and the safety net. So, after allowing the system to go over the edge and seeing the avalanche begin, the saftey net is now being quickly stitched together via the Fed having to use its balance sheet because there is nothing else is in place. 这些应对措施是我们认为早应该出现的。我们之所以对政策制定者持有批评态度，是因为现在已经太晚了，today's maneuvers won't save the day.

我们估计重要企业的债务价格下降所带来的损失已经高达6000亿美元（通过CDS计算的）。

与雷曼破产的相近案例是1990年2月的Drexel破产，但当今的雷曼是Drexel的十倍，而且雷曼的衍生品交易更为复杂。"

20080916 FOMC Transcript "伯南克：

总结一下大家看法。Most认为增长在近期将疲弱，在2009年有所恢复，原因有房地产、金融系统承压和全球经济走弱。金融市场得到了大家较多关注，包括雷曼倒闭和AIG的问题。One指出当前市场并不区分强金融企业和弱金融企业，所有重要金融机构都面临较大压力。这些金融问题的中期影响还不确定，还需要密切观察。（FOMC内部对于雷曼关门并没有那么重视和担心，而是走走看看的态度）

在我看来，最近的就业数据已经确定性的表明美国经济处于NBER意义上的衰退，4m上升1.1pp，这很快。减税效果退去以后，消费动能不强；财政支持力度再也减弱；信贷收紧对投资、消费的影响将会显现。尽管房地产有微弱的企稳迹象，两房救助也边际上降低了房贷利率。

对于金融市场条件，我也很担心。即使我们可以避免a major systemic event（看这意思，伯南克还以为雷曼不是一个major systemic event），当前的金融市场问题还是会持续一段时间，对经济造成拖累（伯南克也没有意识到雷曼关门的冲击有多强）

坦白的说，对于过去一系列的危机处理过程，I am decidely confused and very muddled about this. 对于道德风险类的问题，最理想的情况是之前有一个框架。但我们并没有这种框架。We don't have a set of criteria, we don't have fiscal backstops, and we don't have clear congressional intent. （伯南克也是一种疲于奔命的信贷；客观的讲，伯南克确实在其位谋其政，做了许多事情）" "伯南克：

总结一下大家看法。商品价格走弱，美元走强，这对通胀是利好。55BE在高位回落。但也有证据表明成本上升正在传导到core。Some担心当前ffr too low for too long带来通胀风险。

在我看来，通胀风险有所下降。" "伯南克：

我的看法是，当前的ffr水平是合适的。在我看来，我们今年初动作较快，当时还有争议和不确定性，现在看其实是合理的。

一方面，当前不应该加息。when the time comes, we do need to be prompt at removing accommodation. 但现在并不是加息的时候。

另一方面，现在也不宜降息，因为一旦降息，则是a very big step并释放强烈信号，并且影响ffr预期路径，对商品、美元等都有影响。如果降息，应该是比25bp要更多。" （伯南克的自满态度——事后来看是自满——是可以理解的。如果伯南克事前就认为雷曼倒闭是一个重大问题，那么雷曼本来就不会倒闭）

20080916 GS Daily What’s Needed for A dditional Rate Cuts 今天的FOMC会议按兵不动，但tone上偏乐观，由此可见进一步降息的门槛还是比较高的。我们的基准预期是当前的超乎寻常的financial stress将逐渐减弱，但即便如此，我们预期到2009年底当前2%的ffr依然是合适的；如果金融问题加重，那么就有很强的理由降息。（GS也没有看到雷曼事件的严重冲击）（其实联储关注股市，股市没有大跌，联储就不着急）

20080917 GS Daily The Next Phase in Financial Intervention "今天美国money markets的压力大幅上升。Treasury bill收益率大幅下降，unsecured credit利率明显上升，TED利差大幅上升，有货币基金已经broken the buck——因为其持有雷曼的票据。为什么货币市场压力骤然上升？实际上，许多人，包括我们，都认为在昨晚联储决定给AIG 850亿美元信贷以后，金融市场会暂时转好一会儿，但今天却明显flight to quality, 对于counterparty risk显著上升。

货币市场的收紧，对联储的宽松是一个重要的抵消。因此，降息概率明显上升，现在市场预期下个月ffr降至1.72%。昨天的联储表态显示降息门槛较高，而当下却要降息，这无疑是打脸。但危机以来打脸的次数多了，所以降息依然是一个可能选择。"

20080918 BCA.gis GIS\_sep08\_19SO\_P1of2 美国金融系统处于致命的流动性危机中。一般而言，对于金融风险事件，往往标志着熊市底部，因为政策会大幅调整。但当前的金融风险事件连续发生，跟以往不一样。

20080918 bwam Great moves "财政部、联储和国会终于同意来build the safety net!!!!

这其实是别无选择。如果能通过私人部门来重组金融机构当时是最好，如果不行，则需要政府构建一个safety net，让这些出问题的金融机构至少保持运转，直到它们被重组。

我们仔细考察了金融机构的偿债压力，具体到各个金融、非金融公司，具体到每一天的流动性压力。对于非金融企业，注意通用电气GE的流动性压力很大——GE的1年内到期债务相当于其现金的3倍以上。"

20080918 GS Daily The Next Phase in Financial Intervention 当前争论集中于是否构建新的机构来买入那些承压的资产，这类似于RTC，需要国会同意。与RTC不同的是，1990s当时S&L的存款是被保险的，因此RTC的建立本身有一定道理。但当前这些持有承压资产的机构，并不被保险——除了两房，因此设立RTC将面临更大阻力。

20080920 GS UEA The Week that Was—Is Sunday the New Monday "本来在12天以前，Paulson宣布救助两房以后，市场观察者期待金融市场可以恢复平静，但实际上，市场转而关注其他脆弱机构。过去一周是非常非常特别是一周，货币市场紧张程度骤然上升，TED利差已经超过了2007年夏天的极高水平。而联储并没有如期降息。商业票据roll起来遇到困难。

我们依然预期一个较长的周期放缓。" 股市走出V形走势。周初是1250点，在9.12开始大幅下跌，到9.18最低跌至1130点，然后市场传出来要有RTC类型的救助机构以后，触底反弹回到1250点。

20080923 GS Daily The Treasury鈥檚 Proposal- Where Things Stand 今天Paulson在国会提供各类TARP的细节，Troubled Asset Relief Program. 当前国会仍在激烈辩论，但整体上同意了TARP的核心，即买资产。

20080923 VOX Jeffrey Frankel The emerging consensus against the Paulson Pla al "...opposition to the $700 billion plan proposed by Treasury Secretary Henry Paulson on September 19 has coalesced quickly... in “A Bad Bank Rescue” in the Washington Post:“…in buying bad loans before banks fail, the Bush administration would be signing up for a financialwar of choice. It would spend billions of dollars on the theory that preemptionwill avert the massdestruction of banks.”

有观点认为应该直接买银行股票。Examples are not tied to economists from a particular political viewpoint or party. He mentions the proposals of Ragu Rajan and Luigi Zingales that the government could tell banks to cancel all dividend payments. And proposals by Charlie Calomiris and Doug Elmendorf that the government could buy equity stakes in banks themselves, rather than just buying their bad loans."

20080924 GS Daily Assessing the Size of the Treasury Plan "市场参与者在质疑财政部的7000亿房贷资产购买计划是否足够买下市场上的问题资产。我们认为是足够absorb most of the currently troubled mortgage assets. 最终直接成本应该小于2000亿美元。

美国residential and commercial mortgage market总计14.8万亿。其中1-4 unit residnetial mortgage是11.3万亿，其中delinquency是6.41%，foreclosure是2.75%，加起来是9.16%，这对应着大约1万亿美元；商业约有0.15万亿问题资产，所以加起来是1.15万亿。由于TARP是按照70%折价买，因此这大约可以买入1万亿问题资产。"

20080925 GS Daily The Housing Supply Adjustment Stalls 在几个月以前，我们提到房地产初步有了一些好消息。但随后好消息中止了。现在供需仍未有好转，供给过程的消除很缓慢。

20080925 Soros No Blank Check for Paulson "Paulson的TARP在国会遇到了阻力，本来就该如此，这个法案并不好。

Paulson自己导致了危机，这使得进一步救助变得有必要。在周一，Paulson让雷曼倒闭并拒绝用财政的钱来就AIG；在周二，他被迫返回，给AIG提供了850亿的条件严苛的贷款。雷曼的倒闭让商业票据市场崩盘，而投资银行依赖商业票据市场来融资。在周四的时候，对a run on money market funds was in full swing以至于似乎看到了1930s的情景。Paulson再度反悔并提出了系统性救助方案。

Paulson的方案面临严重的信息不对称问题，因为买来的资产一定会亏钱。更好的办法是直接对银行注资。"

20080925 VOX Willem Buiter The Paulson Plan\_ A useful first step but nowhere near enough \_ VOX, CEPR Policy Portal 直接对银行注资意味着要国有化银行体系，我并不支持。另一个办法是让一些银行债务强行转变为股票。

20080926 VOX Luigi Spaventa A (mild) defence of TARP \_ VOX, CEPR Policy Portal TARP并不完美，但至少是一个开始。TARP着力于解决这些问题资产的流动性问题，这有助于消除不确定性，让私人部门更愿意为银行注资。

20080926 Zingales Henry Paulson is Wrong "在Chapter 11的框架下破产的化，Old equity holders are wiped out and old debt claims are transformed into equity claims. （就是Buiter说的意思）

Chapter 11的问题是太花费时间，当前来不及。我的提议是，用一个强制的框架来实现这种转换。这比Paulson的TARP要好的多。"

20080927 GS UEA Tracking the Depth of the Downturn—As It Occurs "TARP仍在国会辩论，但我们预期下周初应该可以通过。

货币市场的紧张程度本周再度走高，金融机构从联储的借款骤升，金融商业票据存量在过去两周下降了8%。继续密切关注TED spread，金融行业股价和CDS。

经济继续走弱，特别是相对健康的制造业部门也开始放缓。" 市场再度预期联储年内降息34bp。

20080930 GS Daily Higher Unemployment and a Lower Funds Rate\_ 我们的基准估计是，失业率在2009年底升至7%。从4.5-7%，上升2.5pp，这对应于历史上衰退的中位数情况。比1990年和2001年稍差，但比1973和1981年要好一些。

20080930 Rogoff Busted Bailout "在雷曼以后，美国政客们几乎在一夜之间起草了一个7000亿美元的bailout plan来拯救美国的金融体系。但同样令人吃惊的是，美国众议院刚刚否决了这个plan，至少暂时是。

否决并不意外。这个plan的核心假设是美国政府可以鉴别数万亿美元房贷价值，尽管华尔街的火箭科学家们都做不到。"

20080930 Stiglitz Bailout Blues "刚刚遭到否决的bailout plan (TARP???) 实际上已经比之前的方案要好了，但仍然本质上存在问题。刚被否决的方案本质上相信trickle-down economics, 只要把足够多的钱扔到华尔街，就可以最终传导到实体经济。但Trickle-down economics almost never work.

当前，越来越多的经济学家认为，任何7500亿美元的计划也无法让美国经济复活。"

20081001 BCA, The Bank Credit Analyst, Desperate Measures For Desperate Times; Bailouts, Deleveraging And The Debt Supercycle What’s Next "[雷曼事件，信贷系统崩盘与政府救助法案]

2008年9月将会是华尔街历史上最为灾难性的月份之一。历史上曾经有过许多market panics，但这次着实不同。The financial system turned on itself, devouring its own in a destructive self-fulfilling orgy of selling and a stampede form risk（金融体系全面崩溃）. 问题如此之严重，以至于让Paulson和伯南克恳求国会通过一个7000亿的救助金融体系的计划。刚刚众议院否决了法案——随后全球股市大跌， 说明伯南克和Paulson的警告是有根据的，这次否决是一个重大政策失误。救助美国金融部门的法案依然未有定数，但我们假设国会将会很快通过一个重要的法案。政客们显然面对两个压力，一方面的选民的极度不满，一方面是金融市场崩盘，我们认为后者最终将更为主导性。如果法案没有通过，那将是灾难性的。

当前的法案并不能保证一定可以解决问题。我们估计美国贷款和证券损失大约1.1-1.7万亿美元，其中一半是银行承担，因此7000亿的救助计划应该是足够的。不过，金融体系是建立在信心上面的，如果信心不能恢复就还是不行。如果不够的话，政府将采取更为激进的手段。当前财政部和联储已经很明确的不会容许任何主要金融机构破产了；再往后，政府还可以事实上担保所有的银行系统资产，并且联储可以印钱。在所有的政策工具被耗尽以前，还不能说Debt Supercycle已经结束。

没有任何领先指标可以确认问题是否解决，我们只能做旁观者。最好的指标是看credit spreads。

金融监管将会加强。当前7000亿的救助计划相当于美国一年财政支出的20%，比社保、国防支出都要高。这一的救助方案看起来是用老百姓的钱来照顾华尔街，保护的是富有的银行家，银行家们本来应该由于自己的贪婪和无能而自食其果。可以确定的是，现在会愈发寻找替罪羊，最终对金融体系的监管将加强，甚至过严，这也标志着金融时代的退潮。

[经济前景黯淡]

美国经济前景在最近的金融市场冲击以前就已经较为暗淡了。消费者有巨大压力来收缩开支，而最近的股市下跌则加剧消费者财富缩水。信贷收紧已经影响到企业部门，ISM指示工业正在广泛走弱。全球经济放缓意味着出口的强劲表现难以为继。

即使救助法案通过，市场依然面对着一个暗淡的经济和金融前景。因此美国经济——包括欧洲——将面临较长时间的deleveraging。即使救助法案从银行买来了承压资产，但银行也有空间要减少信贷供给，因为从银行信贷/GDP来看，当前远超历史趋势线。

去杠杆在理论上有三种方式。第一种是强劲增长，但这并很难，因为之前加杠杆就是居民透支未来购买力。第二是通过通胀和货币贬值，虽然联储可能容忍，但债券投资者抛售美债和美元大幅贬值引发资本外流可能导致问题更严重。第三是writing off bad debts and exercising restraint about new lending （让我想起来pettis曾经说的，no one can grow out of debt problem). 当前的救助计划可以缓解这个过程中的痛苦，但这个过程中仍然是一个risky path, may lead to recurring fears of a slide into a debt deflation. 如果政府什么都不做，市场会自发采用第三个办法，不过市场会崩盘更严重。" 通胀担心如期消退，而市场可能在未来愈发担心通缩。 联储很可能很快降息，也许其他央行会一起降息。长期的deleveraging意味着低利率会保持较长时间。 "当前的风险资产已经discount a lot of bad news，但我们继续推荐保护本金。至少要等到信用体系解冻以后，才能高配风险资产。当前的金融危机的深度和广度都创造了历史，因此风险很高，我们建议保守一些。

中性配置股票。当前股市确实体现出广泛的触底标志：1.广泛的投资者悲观情绪。2.估值很有吸引力。3.一个确定的标志性金融危机和强劲的政策反应。4.利率很低，a lot of cash on the sideline. 5.导致熊市的部门股票开始outperform，例如最近的金融股票和可选消费。但问题是，这些迹象在本轮熊市已经反复出现过好几次。

中性配置债券。"

20081006 bwam Assessing the ability of govt to stand behind their guarantees "当前的市场反映证实了我们的看法，TARP是不足以解决金融危机的，而欧洲更是对于正在到来的挑战毫无准备。我们只是希望美国财政部不要痴迷于TARP的执行，以至于他们进一步fall further behind the curve. 联储虽然持续注入流动性，但对于全球的流动性紧缩，联储也没法对冲。当前的流动性紧缩是全球性，It is a global run on the financial system that reflects a near complete breakown in confidence... you may not get your money back. Mark Twain的一句名言特别适用：I am more concerned with the return of my money than the return on my money. 由此而言，可能需要政府或者担保所有的银行负债和银行存款，或者国有化银行，才能结束当前的global bank run.

我们认为ECB没有mandate来解决类似问题。最近欧洲领袖们开会，讨论认为应该是各国自扫门前雪。难道忘记monoline insurance的案例了吗，monoline insurance极其没有效果。我们因此在下面仔细衡量了各国欧洲国家的银行脆弱性。"

20081006 Gavekal Paulson’s Bazooka Misfires "（额，Gavekal的文章我是真的看不下去了）

如果没有Paulson的政策失误，美国经济本来可以不进入衰退。但我们在9月份开始狂喷Paulson，认为他的政策有失误。

有客户挖苦我们，说我们是没有看到衰退，现在终于承认错误了但把锅甩给Paulson（是的，我也觉得是把锅甩给Paulson）"

20081006 GS Daily Q&A on Interest on Bank Reserves 今天联储宣布对储备金付息，这意味着可以更好的管理ffr，更容易提供流动性（扩表）。

20081007 FOMC Transcript confcall "Dudley: 当前的金融压力体现在三个方面：1.交易对手风险高。LIBOR-OIS。2.金融条件走弱，包括股市，信用债。3.美国银行格外承压，银行股票大幅走弱。我们昨天宣布了幅度较大的措施，但市场竟然不为所动——我本来预期LIBOR-OIS利差会边际收窄——但实际上市场甚至进一步恶化，这出乎意料。

伯南克：当前的情况非同寻常，跟1987年股灾、1970年商业票据危机都不一样。我们看到的是所有市场，特别是credit markets无法正常工作。联储的流动性供给的作用是有限的，因为联储不能充实银行的资本金，因此需要一些财政方面的支持。However, one feature of the last few days is how striking, how uncoordinated, and how erratic some of the fiscal approaches have been--particularly in Europe. 因此，财政方面的支持应该会到来，但还没来。

仅仅从宏观角度，我们也应该降息。商品价格在过去持续下跌，通胀担忧在消退，而增长下行风险增加。当然，有人问降息的传导机制是什么？这是有意义的问题。至少有两个作用，第一是部分offset市场利率的上升，第二是支持信心。

本次降息的重要特征是各个央行之间的协作。虽然财政方面的协作缺乏，但当前各国央行还是紧密协作的。此外，联合降息也可以消除汇率风险。（日本没有参与，可能是担心汇率？）

还有一个技术问题，联合降息可以让ECB一起降息。

Again, 仅仅降息并不能解决危机。还需要一些财政和监管方面的努力。

"

20081009 VOX Barry EichengreenThe content of coordination \_ VOX, CEPR Policy Portal 美国以及全球其他政府应当学习英国政府，对银行注资。英国刚刚展示了这一点，对银行注资的政策是可以几天内完成的。

20081009 VOX Douglas Diamond, Anil Kashyap , Raghuram Rajan What next\_ \_ VOX, CEPR Policy Portal 我们建议政府应当担保所有银行的短期债务——例如担保三个月——与此同时审查银行资产，清理不良银行，最后让银行体系重新运作起来。

20081011 GS UEA One Unprecedented Event After Another… 过去一周出台了多项重大政策。首先是周一联储宣布对储备金付息，这样就可以在控制ffr的情况下提供更多流动性，与此同时，TAF上升了6000亿美元。周二联储宣布了Commercial Paper Funding Facility, 将购买3m高质量商业票据，这本质上是消除了商业票据的rollover risk. 周三，全球央行联合降息50bp——ECB终于降息，或许标志着ECB态度转变。全周来看，对TARP的讨论越来越说可以用TARP来为银行注资。但是——但是，市场对于各类政策不以为然，风险资产极大幅度下跌。

20081012 VOX Avinash Persaud Problems with suspending mark-to-market accounting rules The US Economic Emergency Act of 2008允许SEC中断Mark-to-market会计规则

20081013 GS Daily Learning the Lessons of the Japanese Experience 当前美国政府正在做日本政府在1990s缓慢在做的事情，这些事情都很正确，包括：1.大幅降息。2.注入流动性，央行大幅扩表。3.购买问题资产。4.注资银行。

20081014 GS Daily Questions and Answers on the Bank Recapitalization and Debt Guarantee Programs 财政部决定给予TARP机制对银行注资2500亿美元——通过FDIC机构。其中1250先注资，11月再注资1250亿美元。虽然看起来2500亿美元没有欧洲政府宣布的那么多，但这已经是TARP第一轮可以使用的全部资金了，这说明财政部已经把银行注资看为解决问题的关键。

20081014 Roubini From Financial Meltdown to Global Depression "在最近的广泛金融冲击以前，美国经济就已经陷入衰退了。现在的美国经济是面临三个问题同时出现：衰退，严重金融危机，严重银行业危机。

过去还有人认为衰退将是浅衰退，现在看将是深而长的衰退——衰退可能持续两年——甚至日本式的长期停滞也是有可能的。"

20081018 GS UEA Tough Times for Job Seekers 随着经济进入深度衰退，失业问题才刚开始深化。Top-down的分析显示，根据奥肯定律，1pp的低于潜在增速将提高0.5pp失业率，我们预计未来一年的GDP增长将慢于趋势3.5pp，这对应于失业率上升1.75pp。由此我们预计失业率在2009年底上升至8%。我们基于分行业的分析也基本佐证这一预测。

20081021 bwam What's the thaw line "（写的太好了，太形象了）

我相信在我有生之年再也看不到这么多杠杆了，这也意味着有些基于这些杠杆的生意将会消失，重要的是判断哪些生意会消失。在继续存在与不存在的生意之间，存在一个“融雪线”thaw line。

当前信贷紧缩严重，但政府的各类支持政策将救助其中一部分机构。在被救助与不被救助之间，存在一个“融雪线”thaw line。我们用雷曼事件以后，利率相对雷曼之前是上升还是下降来作为这个thaw line（然后广泛的考察了各类利率）。例如GE就是在这个thaw line附近的。每一次有新的救助措施出台的时候，就会有新的机构进入融雪线以下，但也就有相应机构距离融雪线越来越远，因为政府能救助的机构毕竟是有限的。政府可以无限的印钱，但不能无限的征税。悲剧的是，当前的情况并不是必然要发生的。

这个thaw line也可以很好的解释最近股价变动。那些位于融雪线以下的企业，其股票在雷曼事件以后整体是震荡，而融雪线以上——得不到救助的企业——其股价在雷曼事件以后大幅下降。

我们密切关注哪些资产负债表脆弱、流动性脆弱的公司。特别是最近刚刚完成LPO的公司，往往流动性很脆弱。"

20081022 FOMC Greenbook 近期的经济和市场消息非常dismal。金融体系出现了广泛的loss of confidence. 最近的消费、投资数据、工业和就业数据显示，实际上在最近的大幅金融波动以前，经济数据已经不太好。很难精确估计近期市场波动对经济的抑制有多大，我们当前的预测是2008Q3的GDP年化下降到-1%，2008Q4年化为-1.25%。

20081022 GS Daily Round 2 of Fiscal Stimulus\_ 最近几周，国会和两党候选人、伯南克均支持第二轮财政刺激。时点上，第二轮财政刺激可能在11月，也可能是2009年初。规模上，可能1500亿美元，也可能更大。

20081023 FOMC Bluebook （直到2008年10月23日，竟然）市场预期ffr在2009年下降到1%，然后开始回升，到2010年底回升至2.5%。

20081025 GS UEA Fiscal Stimulus It Pays to Be Bold 如果金融条件保持在当前状态，我们估计的居民和企业支出将在未来减少GDP的9%，第一年就减少GDP的6%，我们认为需要更为大胆的财政支出来补上。GDP的6%对应的财政支出是6000-9000亿美元，但也不需要这么天量刺激。我们认为3000-5000亿美元的财政刺激，部分可以支持金融市场信心，这总体上可以对冲。但就预测而言，看起来只会通过2000亿美元的财政刺激。

20081029 FOMC Transcript "伯南克：

首先总结大家的看法。增长前景大幅恶化，消费、生产和就业在金融市场波动发生以前就已经比预期要差了。在全球各国政府对银行注资和担保存款以后，信贷市场条件温和改善，但大部分利率均比大幅波动（也就是雷曼事件以前）要高。…(各个指标都在恶化)…是否有新的财政刺激以及刺激效果都尚未有定论。重要的是，新兴市场直到最近都还没有明显被美国拖累，现在则被金融危机重创。

在我看来，衰退将会很严重。最长的战后衰退持续16个月，如果2008年初NBER定义为衰退开始，那么这次有望在长度上打破记录。失业率最大上升是3.6pp，本次从4.4%开始，有可能升至8%（跟GS预期差不多，但实际上峰值是10%），有趣的是当前就业市场还没有预期的那么差（you will see..)。昨天公布的消费者信心从61下降到38，打破了1975年43的最低记录。

当前的信贷紧缩不仅是紧缩那些脆弱的公司，连高评级公司也被紧缩。从理论上讲，当前的信贷紧缩应该过一段时间才能看到效果，但实际上当前已经看到经济大幅下滑，这里面可能有心理因素。一个可类比的案例是1980年Carter credit controls，当政府宣布紧缩信贷的时候，经济立刻就大幅下降，这可能是预期效应。

另外一个重要的现象是，当前的危机是全球性的。在峰会上，我不断的听到EM国家——巴西、印度等等——的官员抱怨说，在雷曼事件以前，EM经济本来运行的挺好。现在雷曼事件以后，大宗下跌，汇率下跌，现在经济突然就转差了。

（伯南克进行自我辩解：）What in the heck were you guys letting Lehman fail? ...First, Lehman was a sympom as well as a cause of the recent crisis and, second, the Fed and the Treasury simply had no tools to address both Lehman and the other companies that were under stress at the time. I think that criticism is appropriate, though, as directed toward the United States as a whole. " "伯南克：

大家看到通胀压力明显下降，商品价格大跌，美元走强，增长前景黯淡。" "伯南克：

具体而言，我建议降息50bp。至于下一次FOMC是否要降息，我们应该认真研究ffr的下限是多少。

反对降息的一个观点是""keep the power dry""（做好准备）, 但2003年我们已经研究过，最好的避免ZLB的办法是避免经济走弱到进入那个零利率陷阱。"

20081031 bwam A template for understanding what's going on "（桥水对于典型的business cycle有几段很简洁的描述）

Expansion phase:

1.Eearly cycle (5-6Q): 利率敏感性需求回升（房车），消费回升（利率更低，信贷更充足），拉起average workweek和就业。这一阶段信贷回升，增长强劲(>4%)，通胀较低。股市表现最佳，商品最差。

2.Mid-cycle (3-4Q): 增长明显放缓(≈2%)，通胀较低，消费放缓，利率下降，股市表现一般，商品降价减速。

3.late-cycle (扩张2.5年以后, 具体取决于有多少slack): 增长温和 (3.5-4%)， 产能约束开始出现，但信贷和需求仍弱枪声，通胀开始尺上升，消费上升，利率走高，股市最后一涨，商品表现最佳。

4.Tightening phase: 联储紧缩，流动性下降，利率上升，曲线变平，股市走弱，经济走弱。

Recession phase:

5.Early part of the recession: 央行紧缩，经济收缩，产能利用率下降，失业上升，股市、商品价格下跌，通胀下降。

6.Late part of the recession: 由于通胀担忧下降和衰退担忧上升，央行放宽货币，在经济反弹以前，股市就已经反弹。"

20081101 2008年秋季CCER中国经济观察（总第15期）会议下半场问答\_ 宋国青：这么多个人买房子在中国历史上是第一次，过去没有这样的现象。1993年炒房地产的基本上是机构，并且房地产与GDP的比例比现在低很多。现在大部分人买房子都是为了自己住。个人在一段时间基本不买房子对经济会造成多大影响，这方面没有经验，很难把握。现在看到的情况是房地产销售额大概跌了2/3，而房价没有跌多少。明年房地产实物量投资很可能大幅度下跌。现在房子的存量比较大，是很严重的问题。前几年尤其前两年的买房，有些人买是为了卖，有些人是在负利率和通胀预期的影响下把几年以后的购买提前实现了。两年以后住房购买和房地产投资的增长率会有所恢复，但不太可能恢复到过去几年的增长率。总之，我对明年房地产投资预期很悲观。

20081101 2008年秋季CCER中国经济观察（总第15期）收入财富大调整\_宋国青 目前宏观形势需要加快降息。从货币与总需求关系看，今年一季度存在严重通胀压力，到三季度通货紧缩前景就显现出来。过去几个月钢铁价格猛跌。宏观经济变动速度很快，利率一回降0.27%，十次才降2.7%，速度太慢。应当改变传统加息周期思维方式，在通货膨胀率迅速变化环境中，利率调整应尽可能一步到位。回顾1998年的通货紧缩经验，由于利率调整滞后，存款利率比企业投资税前报酬率还高，导致企业不愿投资从而引发通货紧缩。相比之下，亚洲金融危机只是次要因素。

20081101 BCA, The Bank Credit Analyst Beyond The Tipping Point; Peering Into The Void Knowns And Unknowns "[恶性循环已经开启]

全球经济已经passed a tipping point, a deep recession is now taking hold. 经济前景极大恶化。市场崩盘、经济活动恶化的自我恶性循环已经进一步加剧。最近恶化程度的一个突出案例是BDI，在过去5个月跌去了90%。很少能见到一个指数在这么短时间跌去这么多。全球股市跌去了16万亿美元，按照0.07的财富效应估计，这将导致全球需求减少1万亿美元。

当前经济面临三重问题：1.去杠杆。这是一个结构性问题，过去几年有大量的信贷overshoot，这个无论如何也要去杠杆。2.经济已经进入衰退。美国衰退在2008年初开始，欧日在年中开始，衰退有望在2009H2结束。3.信贷停滞(the credit freeze)，金融体系出了问题，金融体系就好比人体的血液循环系统，如果心脏停止跳动，啥都玩完。（总价一下，衰退是经济周期，去杠杆大的信贷周期，信贷停滞则是短的金融体系问题）

政策已经愈发激进。最近也看到了一些好的迹象，例如商业票据的发行已经重新开始，美国银行间利率也从高位有回落迹象。不过TARP对资产对银行资产的购买还没有开始实际执行。

政策何时可以稳住信贷市场？答案是不知道。如果我们知道答案的话，政府早就这么做了。至今为止，政策效果令人非常失望。大部分利差仍在高位。按道理来说，当前的政策应该是足够的了，因为政府已经担保了银行，这理应足以让银行间市场恢复政策。然而，市场仍然承压，这意味着市场在担心深度衰退对银行体系的冲击。此外，金融体系内部的信任的建立也是需要时间的。

[经济暗淡]

毫无疑问，经济前景非常暗淡。消费者信心在10月份跌至历史低位，消费也明显走弱。消费者紧缩开支的压力是非常大的——财富大幅缩水，房价、股价下降；就业也开始走弱，真实工资仅仅走平；油价下降虽有帮助，但难以抵消其他影响。房地产依然承压，虽然最近existing home sales回升，但这是来自那些投机客，找低价房；如果房价回升，这些投机客会重新卖房，所以对于房地产企稳的作用是有限的。此外，房地产可能由于经济衰退而进一步走弱，因为失业将导致房贷违约率进一步上升。

去杠杆意味着复苏乏力。本次衰退将会比1990-91,2000-01要严重，但比1980s初的要好一些（是吗）。但经济复苏相比历史而言将会很弱。一般而言，衰退的越深，复苏的也会越强，这是因为衰退期间会积累pent-up demand，包括但不限于库存等。然而，这次要去杠杆。

去杠杆要进行多久？我们并不知道答案。如果进行历史比较的话，可能会找到1930s的美国和1990s的日本，但实际上这两个时期的制度背景和现在很不一样，当前金融体系也更为复杂，而且执政者也由于学习到历史而有所变化。因此，我们真的在uncharted waters. 去杠杆有两个抑制渠道：1.forced selling of assets导致的恶性循环。当前金融体系已经write down了6760亿美元，IMF的最新估计是总共要1.4万亿美元。2.unwinding of credit overshoot. 这意味着银行信贷要回归趋势线，甚至undershoot趋势线。" 短期而言，通缩风险大于通胀风险。 货币政策将长期保持低位。我们考察了历史上各国financial crisis以后货币政策从降息到第一次加息的时间，美国1990s S&L那一次是5年，英国1990是4年，日本1991是9年等，瑞士1992、挪威1992和芬兰1993等。 "金融市场对政府的疯狂救市反应冷淡，这可能是因为市场担心当前深度经济问题导致的各方面金融体系损失还有待显现。

中性配置股票。由于跌的实在太凶，未来几个月股市可能反弹，但只是一个交易机会，很难形成上涨趋势。因为去杠杆意味着复苏乏力，当前股市盈利预期仍然太高。

当然，股市估值已经很有吸引力。巴菲特已经表示股市估值很低并将购入股票。

1980-1990s通胀水平的一次性降低成就了最强的一波牛市，但通胀水平已经很低，未来的通胀进一步降低很可能意味着经济过弱，因此难以促成大牛市了。（为什么错了）

微弱高配债券。由于经济走弱，债券收益率将会走弱。最近收益率甚至回升，是因为市场担心债券供给过多。

股市倾向于领先经济，但商品仅仅是同步指标。

近期美元走强的原因有：1.美国相对欧日还好。2.美元是储备和避险货币。3.carry trade unwind。最近的欧元区政府的应对非常支离破碎，让人怀疑欧元区能否在当前危机下生存下去。"

20081101 GS UEA Getting to the End of the Rate Cut Road 最新数据显示Q3年化增速可能降至-2%，Q4降至-1%，还有进一步下行风险。 "如果按照Taylor Rule，未来ffr将进入-2%的负值区间了，但我们认为ffr很难从当前1%的水平再下降了，因为会伤及货币市场。

进一步的刺激来自于财政和联储扩表。联储也可能承诺将保持利率for a considerable period，就像2003年那样。"

20081101 PIMCO The Paradox of Deleveraging Will Be Broken \_ PIMCO "McCulley:

我最近写的少，是因为最近一直在PIMCO的Money Market and Funding Desk忙活。在2008.9.13-14日财政部和联储决定不救助雷曼以后，The financial world从此再不一样。不救助雷曼是对是错，我们并不清楚。但我知道的，全球金融体系在雷曼事件以前就已经千疮百孔。雷曼事件之后的政府大幅救助，在我看来早就是注定要发生的，而雷曼则是转折点。

要理解雷曼事件，就得从头开始理解银行。传统银行的一个最关键特点是: In normal times, the public's collective, ex ante demand for access to at-par, immediately-available bank money is always greater than the sum of the public's individual, ex post demand for access to such liquidity. 银行的负债的相当一部分，实际上是de facto of perpetual maturity, 即illusion of liquidity，正是因此银行才能进行长期投资。

银行之所以能有这个特点，是因为银行有存款保险。因此，银行确实是独特的机构。由于主权政府提供了liquidity safety net，因此政府天然的是银行的de facto equity partner. 由此，政府是有权力干涉银行的经营行为的。

所谓影子银行，在过去30年兴起，影子银行的本质是一些新的liabilities——货币基金，金融公司是商业票据，结构性投资工具，投行回购，CDO的senior tranches——被认为具备商业银行一样的功能。但这实际上是一个误解。为什么公众会认为这些影子银行负债跟银行一样？一个原因是逐利，但更根本的原因，如凯恩斯所说，是convention，即It was a belief in a convention, undergirded by the length of time it held. Shadow Bank liabilities were viewed as ""just as good"" as conventional bank deposits not because they are, but because they had been.

银行既不完全是私人机构，也不完全是政府机构。政府提供的safety net是公共品，只能由政府提供。

"

20081110 GS Daily Money Markets Have Improved But Stresses Remain "市场普遍使用TED spread ——3m LIBOR vs. 3m Treasuries——来衡量金融市场压力。但也有其他指标反映市场压力，例如asset-backed commercial paper. 我们考察了广泛的市场利率，发现可以用主成分分析法来捕捉金融市场压力，是第二主成分。第一主成分反映市场利率普遍水平，第二主成分是ovearl money markets state，第三主成分代表利率走势预期。

结果显示，市场压力在雷曼之后不断上升，在10月中旬达到最高值，然后回落，现在比10月中旬低，但比9月初要高，大约是两者的中间。即市场压力在下降，但绝对水平仍高。"

20081112 bwam Credit contraction, earnings and equity returns "根据最新经济走势，我们预计企业盈利在大幅下行，而这将进一步导致失业，失业导致违约率上升，进而银行受损，信贷创造放缓，进而需求走弱，企业盈利继续走弱，如此恶性循环。关键是要有Credit creation. 然而当前联储所能做到的只是减缓credit contraction.

实际上，我们生活在credit contraction的年代，意识到这一点是非常关键的。（然后桥水后面主要把当前和1930s作比较）在过去50年，美国经济持续的有credit creation，Debt-to-GDP持续上升。一个结果是risk premium持续下降，而近期已经有所回升。

1930s的一个启示是，在credit contraction年代，企业盈利回落以后难以强劲回升。如果根据1930s的经验，未来企业盈利将很黯淡，当前的股票需要跌至600点才能跟国债收益率相匹敌，这意味着市场远未discount未来股市黯淡盈利前景。

（平心而论，桥水给出的前景太过黯淡，其原因在于把2008年与1930s作比较。BCA比较的时间段显然更好，是与1990s作比较。因为1930s美国政府出现了政策失误，但当前不会再有政策失误。deleveraging并不必然伴随着长期的大萧条，但正如barnes所言，至少伴随着盈利的“弱”增长）"

20081112 GS Daily Jawboning the Banks and Spreading the TARP 今天Paulson正式的宣布TARP不再用于最初的目的——即购买承压资产，而是更多的用于三点：1.对银行注资。2.帮助消费贷款进行证券化。3.想办法减少房贷foreclosures。这些表态显示，Paulson对于当前银行惜贷表示强烈的不满，财政部和监管部门正在催促银行放贷款。

20081115 GS UEA Macro Policy in a Liquidity Trap "当前利率已经接近零下限，但还有5种可能政策。有三种可能被施行：1.更大规模的财政刺激（高盛估计理想财政刺激规模的本质思路是看股市下跌带走了多少财富效应）2.两房更加支持房地产。3.承诺保持低利率for a ""considerable period"". 2003H2曾经用过，似乎有温和的抑制长端利率的作用，但不充分。

还有两种可能用：1.买入长债。伯南克在2003年讲话中还曾经提到说，联储可以明确提出长端利率目标，然后通过买入长债来完成它。2.买入各种风险资产，不过更可能是财政部发国债去买，然后联储购买国债来支持。"

20081117 中国货币政策执行报告 2008Q3 "2008年以来，我国经济社会发展经受了多方面严峻考验，克服了国内重特大自然灾害和国际经济金融环境的不利因素，国民经济保持平稳较快发展。前三个季度，实现国内生产总值（GDP）20.2万亿元，同比增长9.9%，居民消费价格指数(CPI)同比上涨7.0%；其中，第三季度GDP同比增长9.0%，CPI同比上涨5.3%。

7月份以来，中国人民银行针对国际金融危机加剧、国内通胀压力减缓等新情况，及时调整金融宏观调控措施。调减了公开市场对冲力度，连续两次下调金融机构人民币存款准备金率，三次下调存贷款基准利率，取消了对商业银行信贷规划的约束，并引导商业银行扩大贷款总量。

2008年9月末，广义货币供应量M2同比增长15.3%，增速比上年同期低3.2个百分点。贷款平稳增长，9月末人民币贷款余额为29.6万亿元，同比增长14.5%。前三个季度信贷投放均匀，新增贷款分别为1.33万亿元、1.12万亿元和1.03万亿元。前三个季度人民币贷款比年初增加3.5万亿元，同比多增1201亿元，是历史同期增量最高水平。企业支付能力总体上处于合理水平，9月末，企业人民币存款同比增长13.9%。人民币贷款利率小幅回落。9月份，金融机构1年期贷款加权平均利率比6月份下降0.09个百分点。人民币汇率保持稳定。9月末，人民币对美元汇率中间价为6.8183元。

当前，国际金融市场剧烈动荡，世界经济受到严重冲击，对我国经济的负面影响已经显现并日益加重。出口增速可能进一步回落，企业利润和财政收入会有不同程度的下降，经济下行风险增大，宏观调控将面临更加复杂多变的局面。

中国人民银行将实行适度宽松的货币政策。支持扩大内需。"

20081120 GS Daily Labor Market Indicators Set the Wrong Kind of Records 当前各类经济数据显示GDP当季年化增速是-3.5%。就业数据尤其差。就业数据是滞后的，但滞后不超过几个月时间。由此可以想到就业数据到2009年初都会很差。最近的首申创造历史的差。

20081121 bwam The balancesheet problem "（我擦，这篇文章太牛逼了。从市场价格、交易者资产负债表动机分析的很清楚。牛逼牛逼）

即使美国政府决定给银行注资以后，仍然没能阻止信贷市场的自我紧缩。当前的一个典型特征是金融市场存在大量的套利空间，这等价于说没有套利者能来抹平套利机会，根本原因是套利者难以扩张资产负债表。

第一个套利机会是Effective Fed Funds rate vs. Fed Funds Target. 现在前者明显低于后者。如果有银行愿意在银行间市场借钱，然后再存到联储，这样就可以赚无风险利润，但银行不愿意这么做，因为不愿意扩张资产负债表。

第二个是Oil Future Curve, 当前远期油价很高，如果公司愿意在即期买入原油，同时卖出原油远期（现货存到未来进行交割），那么可以赚得无风险利润。但原油公司都很缺现金，没有公司愿意这么做。

第三是30y swap spread.... 第四是Eurodollar-OIS Spread. 第五是CDS-Cashbasis （我记得这个Gavekal也说过，缺乏套利者）。第六是OIS - TBill Spread。"

20081122 GS UEA What’s Needed to Stop the Rot 现在经济和金融数据极差，看起来Q3增长是-5%，Q4和2009Q1是-3%。现在继续大幅财政刺激，货币进一步的非常规的宽松政策——例如承诺长期低利率和买入长债——和更为直接的减轻信贷紧缩的措施。

20081126 bwam The treasury supply and demand （据说QE1开始于2008.11.25 这篇文章讨论了联储必须要购入国债来finance政府赤字，并且估计了规模）

20081127 GS UEA Deflation The Best Defense is a Good Offense 当前市场已经开始担心通缩。TIPS显示的通缩预期非常强（可能有流动性因素）。不过我们认为政府会有刺激性政策，不是那么容易真的出现通缩。

20081201 BCA, The Bank Credit Analyst Close To A Turning Point？; Barack's Budget Blues "信贷市场紧张程度仍未消散。虽然现在实际ffr已经低至0.5%以下，但很多关键信贷利率仍创新高，例如企业债券利差。

政策已经非常激进。联储正在进行Quantitative easing：联储已经开始买入商业票据，并且已经宣布将买入6000房贷支持债券——而这确实让房贷利率下降（这就是QE1了，但当时当然没有人说是QE1，因为还不知道有QE2）。大幅财政政策也正在制定当中。虽然深度衰退已经不可避免，但当前的激进政策应该可以避免日本式长期停滞——这是我们的期望，而非预测；毕竟当前信贷市场都尚未明显修复。私人部门的长期去杠杆将伴随着政府部门加杠杆。

然而，当前的政策并不能保证让银行更愿意房贷，除非政府连银行放出的贷款也担保了，而这本质上干脆国有化银行好了。但国有化银行并不受欢迎，如果美国最终采用了中国式的国有控制银行，这多么讽刺。

过去一年当中，居民的房产和股权财富减少了9万亿美元，接近GDP的60%。现在房地产仍未有好转，房价再度开启回落趋势，而这让更多的居民进入负资产区间，导致更多违约。从库存数据、建筑商指数等都可以看出来。当前已经进入了恶性循环阶段，企业将大幅结果，居民部门进一步走弱等。即使增长数据在2009Q2或Q3有所企稳，但可能直到2009年末都会有衰退的感觉。" 短期来说是通缩风险。 "近期经济趋势很昏暗，下行风险比上行风险更加明显，因此我们建议仍然谨慎的投资策略。对于手中现金极多的投资者，可以开始逐渐买入风险资产。

中性配置股票。上个月我们以为将有反弹机会，但这显然说早了。但我们现在依然认为有短期反弹机会。当然，没有什么事情是确定的。类似的买入信号今年以来出现多次，我们在年初和年中都认为还要再等等，现在认为风险平衡已经移到可以买入的那个平衡，the risk/reward trade-off has improved significantly following the steep falls of Oct-Nov.

债券。当前债券市场有多重不同力量。一方面是债券供给天量上升，但另一方面经济疲弱，通胀下降，风险偏好走弱。此外，许多发行的债券也是由于购买私人部门承压资产。所以总体上收益率还是有走低的趋势。Agency bonds比treasury的机会更大。长期投资者可以考虑买入企业债券。我们当前的Bond model可能对债券收益率有高估，因为没有考虑到去杠杆问题。"

20081201 PIMCO All In \_ PIMCO "在联储救助贝尔斯登的时候，联储很明确的表达了这种救助让联储很不开心，the Fed was not happy about making that loan, and didn't want to have to ever make such a loan again. 在雷曼问题上，联储可能依然是不开心，伯南克和Geithner decided it was just too stinky and took a pass.

实际上，本来应该由财政部出面救助，但财政部说自己没有国会的授权。然而，财政部其实是可以有其他办法的，例如Foreign Exchange Stabilization Fund，将近500亿美元。现在Paulson不就用FESF来保证美国货币市场共同基金嘛。所以，原则上Paulson是有工具救助雷曼的。

现在联储和财政部已经All in了。TARP提供资本金，联储提供流动性，为新的的SPVs来支持，这些SPVs本质上是government-sponsered Shadow banks. 最近推行的Term Asset-backed Securities Loan Facility, TALF, 是很好的货币财政合作，财政部给200亿股权，联储给1800亿流动性，支持居民和企业债务的证券化。联储准备买入5000亿Agency MBS和1000亿Agency debentures，来压低长端房贷利率。

现在可以“谨慎乐观”了。当然，谨慎乐观是一个优点含混不清的词汇。我认为政策制定者已经在朝着正确的方向在做事情，因此倒也可以把谨慎这个词去掉。I am flat out optimistic. 但谨慎的原因是，再通胀政策可能会在短期遇到不顺利。

就投资策略而言，美国整个资本主义经济体系是不会垮掉的，因此整体上应该乐观。特别的，有一些关键部门是需要继续维持的，因此可以买入这些部门。例如银行部门受到三重支持：政府注资，FDIC担保负债，联储提供流动性。I'd tilt toward corporate bonds over corporate stocks. "

20081201 Roubini Will Banks and Financial Markets Recover in 2009 人类历史上最大的资产和信贷泡沫正在破灭，这个泡沫不仅仅是美国房地产，而且是全球的。向前看，仍有很大下行风险，去杠杆让企业盈利走低，盈利可能大幅不及预期——现在预期还是太乐观。可能的信贷损失总计可能达到2万亿美元。这些都意味着风险资产将继续承压。美国经济可能要到2010年才会开始复苏，2009年将是通过的全球衰退和进一步的金融市场压力。（错了，2009H2美股很好）

20081203 bwam The inevitability of bank failures "从资产端结构而言，银行是非常没有效率的资产管理者，它们出问题毫不奇怪。

任何金融机构都可以看做是资产管理者，它们的区别在于其资产和负债结构是不一样的。最极端的是对冲基金，几乎不受限制；但银行、保险等其资产和负债都多少受到一些限制。

银行对于credit的暴露太多，这意味着在平时好日子里面它会拿到一些收益，但upside又不会很大，但在差日子则亏的一塌糊涂。这种收益非常不对称。所谓差日子，大约25年来一次。这意味着银行每过25年就要重新充实一次资本金。这里指的银行包括商业银行和投资银行。Banking is fatally flawed portfolio management structure.

当前投资银行亏的实在太多了，光靠自己几乎无法再充实资本金。"

20081210 FOMC Greenbook 过去六周的经济数据显示经济进入了更加深度的衰退。就业/IP/消费/投资比预期还要糟糕。金融市场也很弱。看起来2008Q4的年化GDP增速为-4.75%，2009Q1是-5%，这比我们六周以前的预测要弱非常多。

20081211 FOMC Bluebook 市场预期ffr相比六周前大幅下降，已经跌至0.25%, 预计2009年底回到接近1%，2010年回到1.5%

20081211 GS Daily Putting Some Numbers on Economic Stimulus Legislation 当前民主党国会议员提出的财政刺激方案是7000亿美元，我们基准预期是6000亿美元。法案将于2009年1月预计通过。

20081212 BCA.gis GIS\_12dec08\_SO\_P1of2 2008Q4的主题是Debt deflation, Monetary Reflation and Economic Adjustments

20081213 GS UEA Desperately Seeking Holiday Cheer 消费方面有一些好消息，11月核心零售数据有回升。当然，其他数据仍然广泛不好，首申继续很差。

20081216 FOMC Transcript "伯南克：

联储已经做的各类流动性操作与日本的量化宽松很不用。联储操作的是资产端，而日本央行是操作中央银行的liability side，给商业银行很多储备金，促使商业银行放款。I think that the verdict on quantitative easing is fairly negative. It didn't seem to have a great deal of effect, mostly because banks would not lend out the reserves that they were holding (那伯南克怎么解释后来联储也开始QE？)

首先总价大家的看法。大家都认为经济进入衰退衰退，下行风险很大... 金融市场仍然没有正常运作，去杠杆是增长的强力拖累，违约率在上升...

下面说一下我个人看法。NBER终于确认了衰退在2007年12月开始。本次衰退可能比1974-75,1981-82年要大。有3点：1.金融方面。当前的股市下跌与2001年股市下跌、金融条件收紧有一定相似，但本次更严重一些。家庭财富受损更大，信贷市场难以正常运作。2.货币政策方面。1974-75和1981-82年衰退是货币政策收紧带来的，货币随后的宽松把经济带出衰退。但当前并不是货币收紧导致的，而是其他原因。3.全球同步大幅放缓。" 本来降息表决的投票中，Fisher是反对票，但在午餐以后，Fisher表示改投赞成票，in order to maintain a united front with the Committee. Plosser: with some reluctance, I will vote yes.

20081217 Barclays\_Global\_Outlook\_Implications\_for\_Financial\_Markets\_December\_2008 美国经济处于1980s以来最严重的的衰退中。当然这已经是市场共识，市场已经price in了很多差消息。本次衰退的特点是Sudden and sharp。在1980s以来，周期变平滑，也被称之为great moderation，结果现在波动这么大，大家都没做好准备。未来一段时间可能继续有很多坏消息，投资者应当谨慎。

20081217 Gavekal The Fed’s Monetary Tsunami 当前的经济困难是史无前例的，而当前的政策刺激也是史无前例的——联储在昨天已经表示了潜在的无限货币扩张。这两个都很强的力量（经济下行压力和政策推力）使得很难预期其结果。但终究还是会有个结果。我们与投资者讨论，发现大部分人还是怀疑政策的效果。（这个观察是挺好的，两股相反的、本身都很强的力量，难以事前预判结果）

20081220 GS UEA A New Year Brings More Policy Measures "虽然市场表现震荡，但实际上政策一直在加码。1.新的白宫团队受评价较高。2.TARP继续使用。3.财政刺激规模提议不断上升。4.对房地产继续帮助。

联储也承诺保持低利率for ""some time""，并表示可能实现资产负债表工具。

不过欧洲财政还有继续发力空间。"

20081222 bwam The return of bonds when yield are low "当前美债10年期收益率已经跌至2.17%。但实际上，我们发现全球金融历史上，凡是一个国家长债收益率跌破3%以下以后，其实后来的债券回报是不错的。因为这（这种破位下跌）通常意味着通缩环境，收益率还会再降，股市回报不佳，使得债券跑赢股票。（但实际上股票应该还是很快跑赢了债券吧！）

实际上，回顾英国国债收益率，UK consol yields，在1700年以来，大部分时候并不高，1970年前后那只是一个例外。（桥水的看法其实很好，但对2009年显然非常不适用。趋势性观点不能用于短期周期走势。桥水既然分析的是长期趋势，这个就适用于长期问题。后面桥水也反复说，一旦联储退出QE，经济就会走弱。桥水的去杠杆的大趋势把握的很好）（但平心而论，后来很长时间收益率应该都没有跌回到2%的这样低水平。就2019年12月的1.7%也是在当前看认为是很低的水平。因此桥水的这个长期观点是顺周期的。但估计桥水并没有按照这个观点去trade，不然亏死）"

20081231 Brunnermeier, Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008 "[金融危机事件表2007]

2007.2 次贷违约率上升，ABX指数下降。

2007.5.4 UBS关闭了内部对冲基金Dillon Read. 5月后来Moody将大量次贷调制Downgrade review. 6-7月评级机构纷纷将次贷评级下调，引发市场紧张。

2007.6 中旬，贝尔斯登的两个对冲基金面临margin calls，贝尔斯登出资32亿美元救场。

2007.7, 市场对Asset-Backed Commercial Paper愈发担心，ABCP存量开始骤然下降。Non-ABCP是到雷曼以后才下降的。德国小型银行IKB宣布由于次贷破产，但被救助。7.24 大型房贷机构Countrywide宣布大幅亏损。7.26 NAHB显示房价大幅走弱. 7.31 AHMIC破产。

2007.8.9 法国BNP paribus停止了三个基金的赎回，声称难以对结构性产品定价。从此以后，银行间市场开始紧缩，Ted Spread利差开始骤然上升。8.9 ECB和联储开始对银行间注入流动性。8.17联储降低贴现率。

2007.9.18 英国Northern Rock银行倒闭。

2007.10 银行体系大幅write-down, 看起来似乎清理好了资产负债表。各类机构在注资银行。

2007.11 银行loss比想象的严重, 房贷市场损失似乎远超最初估计的2000亿美元。Ted利差再度上扬。

2007.12 联储宣布TAF，可以让银行匿名借贷。" ABX: Each ABX index is based on a basket of 20 credit default swaps referencing asset-backed securities containing subprime mortgages of different ratings. An investor seeking to insure against the default of the underlying securities pays a periodic fee (spread) which—at initiation of the series—is set to guarantee an index price of 100. This is the reason why the ABX 7-1 series, initiated in January 2007, starts at a price of 100. In addition, when purchasing the default insurance after initiation, the protection buyer has to pay an upfront fee of (100 – ABX price). As the price of the ABX drops, the upfront fee rises and previous sellers of credit default swaps suffer losses.

20081231 Brunnermeier, Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008 "[金融危机事件表2007]

2008.1-2月初, Monoline insurers问题暴露。Mono过去主要担保市政债，资本金不多，但近期也担保了房贷。1.19， Fitch下调了一个mono的评级，引发了金融市场广泛担忧，Martin Luther King Day美国市场闭市，但全球其他股市大跌。联储随之决定紧急降息75bp，并在1.30再度降息50bp。

2008.3 Agency bonds利差扩大，阿姆斯特丹的Carlyle Capital由此破产，这一过程中的甩卖让两房利差走阔。贝尔斯登持有很多两房债，而且也是CC的债权人，因此格外承压。3.11 联储宣布TSLF允许用两房债匿名置换为国债，市场解读为联储知道某些机构要不行了，而最脆弱的又是贝尔斯登。更为戏剧性的一幕是，3.11闭市后，对冲基金发邮件问高盛是否续作贝尔斯登的交易，高盛在3.12早晨才回复确认，但已被误解为拒绝。贝尔斯登开始被挤兑。随后的周末进行了紧张的磋商，贝尔斯登被JPM收购。

2008.7 由于房贷违约率持续上升，两房亏损。7.13 Paulson宣布救助两房，但两房股票继续下跌，

2008.9.7宣布接管两房. 但两房的接管导致了""credit event""，产生了金融市场波动。雷曼此时是最为脆弱的投行。此前雷曼没有广泛募资，因为仅仅自己单独募资是非常昂贵的，且容易释放自身脆弱的信息。雷曼股票在9月上旬大跌。周末，Barclays和美国银行不愿意在没有联储担保的情况下收购雷曼。9.15雷曼破产。美林随后宣布被卖给美银。2008.9.16 AIG股票大跌，被救助。随后就是广泛的流动性冲击，例如货币市场基金broke the buck等。Washington Mutual经历了silent bank run. 9.29 Wachovia宣布被收购。"

20081231 Brunnermeier, Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008 "[危机根源]

次贷危机起源于两个问题：1.银行的originate and distribute model. 在这一模型中，银行本质上至有pipeline risk，因此increased securitization led to a decline in credit quality. 2.金融机构融资期限愈发变短，投资银行愈发以来overnight repo，流动性风险上升。

银行的originate and distribute model. 这个模式的兴起有诸多原因。1.投资范围变广。由于资产证券化，银行本质上可以投资许多BBB证券——它们打包以后可以搞出来AAA的tranche. 2.Basel I对于银行给出contractual credit lines（支持表外机构持有证券产品）的资本金要求比贷款的要低得多。Basel II在2007.1.1在欧洲实行，在美国实行的更晚，也来不及了。3.评级机构所使用的模型是历史模型，历史上从来没有全国范围内房价下跌，因此模型中的各洲之间分散风险。4.评级机构在证券化产品中获得的费用更高，而且有动力与银行合作让AAA评级tranches刚好达到AAA标准。" CDS: Buyers of these tranches or regular bonds can also protect themselves by purchasing credit default swaps (CDS), which are contracts insuring against the default of a particular bond or tranche. The buyer of these contracts pays a periodic fixed fee in exchange for a contingent payment in the event of credit default. Estimates of the gross notional amount of outstanding credit default swaps in 2007 range from $45 trillion to $62 trillion. One can also directly trade indices that consist of portfolios of credit default swaps, such as the CDX in the United States or iTraxx in Europe. Anyone who purchased a AAA-rated tranche of a collateralized debt obligation combined with a credit default swap had reason to believe that the investment had low risk because the probability of the CDS counterparty defaulting was considered to be small.

20081231 Brunnermeier, Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008 "[危机扩散机制]

Funding liquidity是金融机构leverage的能力，当haircut上升/投资人赎回的时候会遭到此类流动性冲击。Market liquidity是抛售资产时候的压力。

机制一：Loss spiral and margin spiral. Loss spiral是指当资产价格下跌，机构对应资本金就下降，在给定杠杆率不变的情况下，需要缩表。但缩表需要抛售资产，抛售资产压低资产价格，进一步导致亏损，如此恶性循环。这一过程中，往往还有predatory trading，专门攻击这一类被迫缩表的机构。Margin spiral是指市场愈发不相信这一类机构，要求haircut上升，这导致这些承压机构还要进一步压低杠杆率，这又进一步导致缩表。这里，信息不对称是一个重要原因。

机制二：Counterparty Credit risk. 大家互相不知道其他人的对手方是谁，没法clear市场，导致各个机构都需要购买保险，进而导致保险价格上升，市场更加承压（用大白话说，由于交易链条太长，要求流动性太多，各个机构的资产负债表都过大，届时突然需要大家都缩表，都缩不下去）

还有其他机制，如lending channel, rusn on financial institutions. "

20081231 The Courage to Act A Memoir of a Crisis and Its Aftermath, Ben S. Bernanke (2015) "反思：联储为什么没有救助雷曼？本书第12章和9.16的transcript可以看出端倪。

联储是非常热爱自我辩解的，如果我没记错，在2008.10的FOMC上面，伯南克发言的时候，先是长篇大论的论证联储是多么领先的看到经济不好，多么正确，以及为什么危机深化不能怪罪到联储头上。生怕被盖锅。

对于为何没有救助雷曼，伯南克在书中辩解了多种原因，例如高通胀（但实际上9月的时候通胀风险已经不那么大了，而且这跟救助也没关系）、公众反对（这是废话，但贝尔斯登不也救助了吗）、雷曼深度破产导致没有私人部门愿意出钱（在当时的金融市场压力下，恐怕每一家投行都是深度破产状态）、多个银行联合起来即铁索连环以后最后可能问题还是深化（伯南克引用了1931年例子，但那个时候联储和财政都有政策失误）。在我看来，靠谱的解释只有两个：

1.（70%的可能性是）伯南克没有深刻意识到雷曼破产的可能冲击。仔细去看20080916 FOMC Transcript，可以看到伯南克对于经济前景还是比较自满的，而且伯南克已经代表着FOMC当中的对经济偏谨慎的一派。这说明执政者并没有深刻意识到雷曼破产的冲击有多大。伯南克在9.16还再说不宜立刻降息。雷曼的倒闭并不是简单的带来所谓去杠杆（甩卖资产导致资产价格下跌，进一步加大甩卖压力）恶性循环，而且在于counterparty risk的全面爆发，这与复杂的衍生品交易链条有关，这一点是之前没有充分预见到的。但这也不能怪伯南克，因为很难完全看清楚，例如当时Gavekal甚至在9.15的报告里面说，雷曼事件说明了经济复苏和金融风险并行不悖，估计是Gavekal最想撕掉的报告。

2.（30%的可能性是）伯南克确实看到了下行风险（就如他在书里写的那样），但伯南克缺乏历史担当精神。那么，伯南克没有足够的担当精神，愿意把自己的政治声誉作为抵押来力挽狂澜。进一步救助雷曼，让联储暴露了越来越多的风险。诚然，讲道理，这些财政作用本应该由财政部来承担，但财政部更不愿意接这个锅。低利率、弱监管，本身是联储的锅、格林斯潘的锅，财政部为什么要接呢。所以，讲情理，还是应该伯南克代表联储来出钱。但伯南克在救助贝尔斯登以后就非常unhappy，从9.16的transcript也能很明显看出来，他很少在fomc内部公开抱怨这个事情。这次如果救助雷曼，无疑让伯南克的政治声誉在短期内受到极大压力。伯南克的联储有能力避免金融危机深化，但进一步的承担责任，已经超出了普通凡人所能承受的压力。伯南克终究是凡人。在FOMC的诸多凡人当中，伯南克已经是相对优秀的一位，但终究是凡人。我并不是批评伯南克，绝大多数人能够做到伯南克的程度已经不错了。但在这种历史性关键时刻，凡人确实不适合担任联储主席这种这么关键的位置。正如伯南克在FOMC中抱怨美国体系，把责任归为体系，是一个凡人的常用措辞。

无论是那种解释，其含义都是，雷曼的破产是难以被避免的。"

20090101 BCA, The Bank Credit Analyst - The Outlook - 2009 - A Changed Regime "[政策何时起效有很大不确定性]

政策在2008年犯了严重错误。回顾2008年，BCA低估了去杠杆的速度和幅度，而政策制定者更是低估了金融体系脆弱性，政策犯了严重错误。回头来看，最大的政策失误是让雷曼破产。此外，我们认为最初TARP只是购买问题资产而不是直接注资银行，这个决定也是错误的，TARP的变化也说明政府没有一个一致性的救助计划。政策失误还包括让两房prefered shareholders损失过大；不够重视减少home foreclosures.

现在市场对政策有效性是质疑的。市场担心美国陷入1930s大萧条或者1990s日本式停滞，政策制定者似乎面临着难以解决的挑战：1.银行不愿意放贷款。这一点非常自然。仅仅给银行注资，给银行流动性，并不能促使银行房贷。更为长期的结构性分析表明，银行贷款/GDP已经在过去overshoot。所以联储当前是在pushing on a string. 2.财政刺激被给予太高期待。当前财政刺激的重点是基建投资——即使基建达到并不现实的2000亿美元——但基建项目需要时间，可能难以快速起效。 3.尾部风险还包括：资本外逃、美元大幅走弱。已经采用的政策包括：大幅财政和货币刺激，官方对银行注资，政府对银行负债担保。政府已经明确表示不会让更多的银行倒闭。美联储还可以直接购买房贷和资产支持证券，绕过银行体系来刺激经济。如果情况始终没有好转，央行将被迫采用更为激进的方式直到银行资产负债表修复和金融体系重新正常运转。好消息是，央行们已经普遍接受了非常规政策这一想法。

当前有初步的信贷市场转好的迹象，但问题远未解决。许多利差已经从雷曼事件之后的高点回落，但仍高于2008年10月以前的情况。当前的企业债券收益率太高，这种情况不能持续下去的，否则需要政府直接干预这个市场了，例如财政部可以为企业债担保，正如财政部当前事实上为银行负债担保一样。

对政策的有效性，需要的是信念。实际上没有人知道当前应该怎么办。当前市场情绪很差这并不意外，因为所有人——包括政府——都在竭力试图搞明白怎么才能把经济拉起来。如果有一个简单的办法，那这个办法早就被使用了。我们确实不能保证大幅财政和货币政策一定会起效，没有人可以保证这一点。Nonetheless, at the end of the day, it really requires an act of faith that reflation will eventually work.

总体来说，经济难以在2009H1复苏，最迟到2010年初复苏也有可能。经济的继续放缓是板上钉钉的事情。因为雷曼破产对经济的冲击事实上已经发生，大幅的财富损失，就业走弱，居民部门承压，企业部门也将紧缩开支，没有国家幸免。BDI是经济冲击的最好指标，这个指标已经从高位惊人地下滑了94%——换句话说，全球贸易已经停滞了， 有传言各个港口堆满了货物没地方运。看起来2008Q4可能负增长6%，2009Q1可能负增长5%，如果2009Q2继续负增长，这将是二战以来第一次连续四个季度负增长。此外，一般意义是，衰退越严重，复苏越强，但本次的复苏可能较弱，因为未来几年无论是银行的信贷供给受限，消费者加杠杆意愿不足。房地产是未来关键因素。有一些好消息：existing home sales转好，库存从高位有所回落。坏消息是，扣库存依然很高，房价继续走弱。尽管affordability改善，但房贷可得性不高。就业市场转差，房贷违约注定上升。

就风险而言，下行风险为主。

[许多机制性变化即将发生]

预测者们通常利用历史规律来预测未来，但当前我们将面临许多机制变化regime shift，因此当解读historical benchmarks的时候需要非常小心。

1.过去很长一段时间，全球依赖美国消费者加杠杆，这已经结束了。难以找到能够美国消费者的替代者。

2.很长一段时间有一个形象的“美国消费、亚洲生产”的比喻，这个时代也结束了。

3.政府在经济和金融系统的作用将大幅上升。1980s里根和撒切尔开始的自由主义政策面临翻转。

4.金融体系加强监管将不可避免。加强监管是好的，不过这种强监管可能矫枉过正。

5.央行会重新思考是否应该提前积极抑制泡沫（从伯南克的书中可以看到，他依然认为不应该用利率来抑制泡沫）。

6.对股票的长期信心将可能崩塌。" "就未来几年而言，通缩风险将大于通胀风险。首先，当前的衰退创造了大幅excess capacity.第二，即使有通胀，可能是资产价格而不是CPI。

高通胀是一个未来的风险，不在眼前。" "市场投资者担心，虽然当前估值很低，但历史估值方法是不是不再适用于当前，因为当前美国经济可能陷入长期停滞当中。

股票。当前股票的实际累计汇报已经跌回到了1973年的水平，这是在是令人吃惊。2002-07年的强力周期上涨已经全部跌回去了。当前股市可能超卖反弹，但未来去杠杆背景下，上升趋势的可持续不足。

股票只有在信贷市场开始正常运转以后才可能有持续上涨。2009H1还面临盈利不及预期的风险。

债券。债券收益率跌回到了1950s初的水平。最近的债券上涨之迅速令人窒息，市场对安全资产极其追逐，短债甚至已经负利率——有人甚至认为这已经是债市泡沫。当前债市认为未来的基本面很差，债市预期增长暗淡，甚至会短期陷入通缩。这意味着任何经济利好消息都会让债券市场短期有所回调。

尽管5年以后债券收益率肯定比现在要高（...并非如此），但并不能说债券市场是一个泡沫。从领先指标来看，至少未来6个月当中债券市场都受到基本面支持（为什么错了？）"

20090101 GS UEA 9 Questions for 2009 "总体而言，我们认为2009H2开始弱复苏，但复苏很弱以至于失业率会继续回升，ffr处于0附近。房地产和信贷市场是下行风险主要来源。储蓄率可能大幅会升到6-10%的历史均值。通缩风险为主。

Q1：房价下行风险有多大？从2006年中开始的房价下行是金融危机的关键触发点。但我们还没有看到房价企稳迹象。我们预期房价继续放缓15%，且存在下行风险。

Q2：信贷损失由多大？我们在2007年底估计说房贷将损失4000亿美元，当时人们还不信。现在我们和银行team一起估计总体损失——包括各种其他贷款——应该是1.6万亿美元。损失还存在上行风险。

Q3：银行杠杆会下降多少？我们假设下降10%。要知道，1990s初美国银行杠杆率下降了20%。

Q4：谁提供资本注入？考虑到我们估计银行信贷损失太大，我们认为政府还将被迫注资以后。

Q5：居民储蓄率要回升多少？我们认为将骤升回到6-10%的历史均值，甚至回到均值上方。

Q6：外需会继续支持美国吗？在过去两年净出口平均支持美国GDP 1.2pp，我们预期2009年支持0.5pp

Q7：政策刺激有多强？考虑到日本央行资产负债表是GDP的30%，所以如果联储资产负债表从当前2.3万亿扩张到4-5万亿，这也并不意外。奥巴马政府似乎试图推出2009-10年8500亿美元的财政刺激。

Q9：会通缩吗？headline CPI在未来几个月注定负增长。core在2009年走低但不负增长，但除非2010-11年复苏强劲，否则大幅的slack意味着可能通缩。"

20090104 Rogoff Has America Lost its Mojo 房价仍在坠落，失业率在上升，美国经济看起来是而二战以来最脆弱的状态。也许只有奥巴马政府的明星经济团队让人有一些信心，希望能至少推出一些一以贯之的政策。当然，也不至于太过悲观，2009年也许是很差的一年，但2010年则也有弱复苏的可能性。（这个代表普遍悲观看法，认为2009年继续很差，2010年才有可能复苏）

20090117 GS UEA When ZIRP Is Not Enough 最新增长数据非常差，零售、IP、出口都很差，2009Q1看起来继续负增长。 "考虑到失业率可能升至9.5%，core保持低位，如果根据传统的Taylor Rule，那么，那么2011年ffr要降到-6%。当然这不可能。所以联储需要其他非常规工具才行，例如扩大TALF的购买资产类型，购买长债，建立bad bank收购资产等。

即使联储在2011-12年很好的实现了经济复苏，但巨大的产出缺口意味着0利率要保持到2014年。"

20090122 FOMC Bluebook 3m libor - OIS 边际改善，已经跌回到差不多雷曼事件前的水平。

20090122 FOMC Greenbook （真的差）几乎所有指标都快速恶化。新屋销售开工急速下滑，消费已经连续6个月大幅走弱，投资加速恶化外需放缓。就业和IP都显著恶化。我们预期2008Q4的GDP是-5%，2009Q1的GDP是-5.5%。

20090124 GS UEA Rebooting the Financial System "当前美国金融系统同时面临三个互相交织的难题：1.银行资本金严重不足。TARP补充了2500亿，私人部门募集了3500亿，但我们估计信贷损失超过1万亿，所以当前资本金还是不足。2.银行资产负债表不透明且没有流动性。3.政策非常不确定，现在市场已经在担心银行被国有化，或者至少被指导贷款。政策不确定性解决以前，私人部门很难给银行系统注资。

我们认为政策需要解决下列问题：重估问题资产，确定处理问题资产的方法，处理资本金不足的银行的原则，新资本从哪里来。

当前财政非常重要，因为货币已经面临零下限问题。"

20090128 FOMC SEPcompilation "Central Tendencies:

GDP 2009: (-1.3, -0.5%), 2010 2.5-3.3%, 2011 3.8-5.0%

失业率, 2009 8.5-8.8%, 2010 8.0-8.3%, 2011 6.7-7.5%"

20090128 FOMC Transcript "伯南克：

首先总结大家的看法。最新数据显示经济非常快速收缩，包括国内外。一方面金融危机的影响，一方面又是经济放缓对金融条件的负面循环。消费、就业和生产指标均显示2008Q4的大幅放缓延续到2009Q1。Some认为增长会在2009H2回归正值，因为财政刺激、低油价、库存、政府救助金融体系，但不确定性较高。根据其他金融危机的经验，protracted slump or L-shaped recovery的可能性很大。金融条件边际改善，过去六周最大的问题是发现2008Q4的银行损失比市场预期的还要大。银行信贷条件进一步收紧，进而抑制居民和企业支出。资产价格下跌也抑制开支。房地产没有企稳迹象。

我没有太多要补充的。我认为经济放缓的速度本身虽然很快，但没有更加差于预期，GB的增长预测都没怎么修改。超出预期的是全球放缓的速度，这也让本次美国复苏变得更加困难。确实，银行缺少资本的问题比想象的更严重，特别是考虑到TARP注资的情况下，4大银行中的两个都遇到困难。进一步的财政刺激有可能像2008Q2一样短暂刺激经济，但经济能否可持续复苏是有巨大疑问的。GB预测经济复苏，很大程度上假设了库存回补，但final sales能否稳住是一个巨大疑问。

未来六周是至关重要的，我们对于资产负债表的决定非常取决于新的行政部门和国会的最新行动。未来六周，国会和行政部门的行动至关重要，这些政策至少要解决两个问题：1.剔除银行账面上的坏账。2.注资的资金从哪里来。特别是，TARP剩下的钱够吗？要知道财政部还要从TARP拿500-1000亿美元来解决foreclosure问题。从某种程度上讲，将会出现a new Fed-Treasury accord here. This is a good opportunity, the next couple of months... to try to clarify as much as possible what role the Fed is expected to play (expected by the Admin and Congress). 我其实很想跟Tim建议让财政部接手Maiden Lane上面的一些资产，但这并不确定.... We have a mark-to-market loss on the Bear Stearns assets in Maiden Line I. We don't have mark-to-market losses in anything else. " "伯南克：

我也同意，通胀将会下降。重要的是，当前利率已经是0，因此到底是disinflation还是deflation本质上没有区别，都是导致真实利率上升和债务通缩问题。So I do think that disinflation is a concern，但这个问题是个长期问题。" "伯南克：

我认为0利率将保持很久。基于大家的预测和Taylor rule，实际上到2011年我们将仍然是负利率。

FOMC内部一致认为联储应当保持an aggressive stance. 由于新政府还没有提出计划，我并不是很想在这个节点上提出对于GSE或者国债购买计划。"

20090128 Soros My Outlook for 2009 国际合作至关重要。如果全球通力合作，或许2009年底的时候全球可以走出衰退。

20090131 GS UEA Fiscal Stimulus Is this Just a Down Payment "尽管2008Q4的GDP初值年化是-3.8%，明显好于预期，但我们认为经济动能仍弱。经济下行没有减弱的迹象。当前油价下跌，但居民还是把省下来的钱存起来而没有扩大开支，这是极少出现的情况。

当前亟需财政刺激。国会已经通过刺激法案，约8000-9000亿美元，奥巴马预计在2月中旬签署。(2009年的经验是，财政刺激真的管用）我们估计财政刺激将主要在2009年生效，在2009Q2-Q3将支持GDP大约3pp，但2010Q4的财政将转为拖累-2pp。因此，财政方面的期待是希望到时候私人部门需求能补上去，但我们对此有所怀疑。

一般而言，在复苏过程中私人部门有四个需求起到驱动作用：1.住房投资。2.居民耐用品消费。3.库存。4.就业改善。当前房地产困难重重，居民去杠杆使得耐用品消费回升乏力。（这是个严重错误，实际上居民部门非常非常积极的购买汽车，cash-for-clunkers)"

20090201 2008年冬季CCER中国经济观察（总第16期）2009\_2010年展望\_复苏之路如何走\_王庆 "从2008年上半年学界和媒体关注通胀和经济过热，到四季度出现了经济硬着陆，中国经济在六个月内完成了一个从过热到过冷的硬着陆过程。其中的根源是什么？了解去年第四季度发生了什么对预测2009 年经济前景是很有帮助的。

以石油为例，2007年底石油价格80美元/桶，到第二季度超过140美元/桶。这在宏观层面和微观层面有两个直接效果。一是在宏观层面上产生通胀压力。由于很多国家都要进口大宗商品，大宗商品价格迅速走高导致通胀压力，各国的政策反应就是紧缩货币政策，比较活跃的经济活动开始放缓。现在来看，2008年世界上很多央行货币政策都错了，只有美联储方向没有错，一直在减息。二是在微观层面上大宗商品价格迅速走高会造成存货增加，这在中国尤其明显。实际上，各国企业在增加原材料存货时，都带有投机成分，他们认为大宗商品价格会保持高位或持续上涨，因而愿意多积攒一些存货。

全球包括中国的经济活动直到2008年8月份只是缓慢而有序放缓。9月雷曼兄弟破产这一标志性事件成为全球危机发展过程的一个分水岭，造成“去杠杆化”的迅速加剧。贸易融资是商业银行的一个基本功能，雷曼破产造成贸易融资开始减少，这直接影响贸易活动和实体经济。另一方面，“去杠杆化”的重要含义是投资者不再冒风险，他们从各种风险投资中撤资，造成大宗商品价格泡沫破裂，引发去存货化过程，造成工业生产崩溃。石油、粮食价格快速回调又引发通缩。以上是对去年经济形势的简单回顾。

2009 年中央提出经济增长保八。但摩根斯坦利预测，2009 年中国GDP 增长率是5.5%。很多人会说过于悲观，其实这一判断并不悲观，还是相对乐观的。这种情况下，如果中国经济增长率达到8%，意味着中国对全球经济增长的贡献率超过400%。换句话说，在这种情况下，中国经济在世界范围内绝对是一枝独秀，甚至可以说与全球经济彻底脱钩。

上半年经济同比增长率很糟糕的原因是出口和房地产销售表现比较弱。出口是领先于制造业投资走势的，出口表现比较弱最终会在制造业投资中显现出来，制造业投资将在未来一段时间内加速下行。房屋销售面积是领先于开工面积的，从2008年初以来房屋销售面积一直是负增长，随后开工面积也开始出现

负增长。制造业投资和房地产投资加在一起超过中国固定资产投资的50%，对经济整体举足轻重。若这两部分投资走低，那么每年两万亿的财政刺激将显得水车薪。这是判断上半年经济活动较弱的原因。" " 下半年经济活动会有明显起色。第一，目前信贷出现了较快增长。最新数据是1月份信贷同比增长速度达20%，新增贷款超过了1.6万亿。由于信贷增长与投资之间有六到七个月滞后关系，现在信贷速度增长较快最终会体现在实体经济活动上。第二，我们预计全球经济会在今年3季度企稳，4季度有些微复苏。这

会对中国出口形成支撑，也有利于恢复信心。大家毕竟看到了这轮调整的底，见底以后很多事情就好办了。

在各方面数据中，信贷增长速度较快是唯一的亮点，是中国下半年经济走势的希望所在，甚至有人认为中国会重现2001-02年信贷推动的投资扩张和经济过热。但我认为不能过分乐观，因为信贷增长的过程是不可持续的。除了大家讲的短期贷款、票据融资这些原因，还有两个更基本因素。1998年中国开始刺激经济的时候信贷的确加速增长，但八九个月以后触顶后又一路下滑。2000-01全球经济衰退过程中也出现类似现象。现在出口前景更加恶化，很难想象信贷快速增长能够持续下去。此外，约束银行信贷扩张的一个重要因素是资本充足率。即信贷速度在未来放缓，全年达到15%到16%的增长速度仍可以预期，这本身是一个积极的信号。

各国历史数据显示，当一个国家采取消费推动型模式时经济增长速度就会降下来。如果中国经济真正由消费推动，我们必须习惯比较慢的即5-6%的增长，那么中国的股票估值水平就要有一个重新估值。目前为止这还只是一个风险，但是这个风险值得大家关注。"

20090201 2008年冬季CCER中国经济观察（总第16期）会议下半场问答\_宋国青 " 宋国青：GDP 是按实物量算的，实物量顺差今年会缩小，这对拉动GDP是一个负面影响，从这个意义上来讲保八是挺困难的。按名义量计算，今年顺差大幅度增加，和实物量顺差变化方向相反，主要原因是进口价格大跌。刚才王庆预测今年GDP增长率5.5%，我本来跟他也差不多，预计是6%，但是现在看到贷款增长比较快，就变得稍微乐观一点，把预测调高到7%左右，8%难度还是很大。

很多投资比如地铁的直接回报不高，但社会效益很好，这些投资的回报会转移到别的地方，比如地铁沿线的房价就涨了。过去几年好多城市都有地铁规划上报，但政府认为投资率过高而不批准，现在都放开了，一报就批，不报也让报，所以这次危机在某种程度上也是好事。至于公路、铁路方面的投资，除了个别地区以外，大部分地区都还大有可为，未来需求还是没什么问题。价格方面的控制会对投资回报有一定影响，比如春运期间火车票价不涨，但这可以看作是对农民工的补贴，能通过其它途径赚回来，具有间接的投资回报，总投资回报率并不低。长远来看，很多方面投资都有很大的潜力。

宋国青：宏观调控首先应当把货币政策用足，比如降息。现在长期利率没有多少下降空间，短期利率还可以调一下。再用一下财政政策，经济总量就没有问题。我们控制通货膨胀的时候全民动员，恨不得居委会也搞宏观调控，经济一紧缩也是全民动员，就跟搞政治斗争似的。其实没有必要这么做。前些年为了控制通货膨胀我们出台了很多产业政策，现在看很多都成了经济复苏的障碍。总的来说产业政策应当慎用，发挥市场调节的功能。给定总需求，支持一些产业就是抑制其他产业。

关于资产价格，有观点说因为经济越不好股票就越涨，这个逻辑是我没法接受的，如果这样的话经济越好是不是股票就越跌？1999年从经济基本面看不出股票要涨的理由，但是5.19行情就是在这个时候发生的，这是上述逻辑之所以盛行的原因。但是通过这些年的不断学习，大家最后还是要看基本面。在同等条件下，相比不降息，降息本身就可以促进股市资金增加、股票价格上升，这个逻辑是成立的，但不能说仅仅因为钱多了股票就非涨不可。"

20090201 2008年冬季CCER中国经济观察（总第16期）需求快速回升可能性增大\_宋国青 "很多人认为这次国内经济不景气是国外输入的，类似于去年输入型通胀的讨论。但现在的中国是一个大国，大国间的影响至少是相互的，不会只有美国影响中国，而中国不影响美国。况且中国的原材料消费增量比美国大得多。此外，国内经济还可能通过对国际上产生一定影响，反过来再影响国内。

从过去两年情况看，美国2006 年1季度开始出现住房投资和价格下跌，2007年7-8月份出现次贷问题，之后似乎有所好转，2008年7-8月危机加剧。对此，一般是从次贷问题本身来作解释。但也可以从另一个角度进行解释，其中一个因素就是中国宏观调控和其他一些经济的紧缩。

美国经济之所以出现好转是因为美国出口增加，美国出口增加的一部分原因是中国进口增加，中国进口增加是因为中国内需走强。也就是说，中国内需走强对美国起到拉动作用。2006年到2008年1季度中国总需求在扩张，顺差在下降，对其他经济体起到拉动作用。尽管2006-2007 年美国经济不景气，美国以外的主要经济体内需都很强劲，通货膨胀率都在上升。最后2007年底至2008年上半年多国同时进行宏观调控，结果全球经济一同下滑。这次经济波动和全球化有很大关系。过去苏联、东欧没有参与到全球经济中，中国只是部分参与。现在全球化程度大大提高，各国利率通过资本流动联系起来，利率一致化导致各国房价一起涨落。各国宏观调控也互相影响，同步加息和降息在一定程度上会放大波动，导致各国经济一同起落。

因此中国在制定宏观调控政策时，光考虑对内需的影响还不够，外需不能看成一个独立因素。需要考虑到中国宏观调控会引起进口下降，影响外国，外国宏调控反过来影响中国的出口。"

20090201 BCA, The Bank Credit Analyst Gloom Prevails; Perspectives On The Equity Market Outlook "[全球经济继续恶化]

美国和全球经济处于free fall，领先指标没有转好迹象，几乎所有的部门、所有的国家都在走弱。一些投资者所期待的2009H2回暖本身是建立在对财政刺激的美好期待上面，并不是基于数据分析。更为令人担忧的是，就业损失很快，这让消费者进一步承压，带来增长下行风险。并没有什么decoupling，9-11月出口增速年化下降了43%，这非常惊人。

本次全球经济骤然走弱是发生在雷曼破产以后，但也不能把锅都给雷曼，因为在雷曼之前全球经济已经有走弱趋势。We will never really know the answer to that question.

当前衰退与以往衰退的关键区别在于，本次经济下行并不是源于tight money货币紧缩。由于货币紧缩并非经济走弱的关键原因，那么货币宽松也难以给增长带来明显提振。

[积极的信号在哪里]

Cycles do eventually turn around, so it is important to keep a close wathc for signs that conditions are set to improve.

当前也有一些好消息，但这些好消息尚不能保证近期复苏。包括：1.低油价。但是房地产和股市对财富的摧毁大于油价的支持。2.低房价和房贷利率走低明显提高了affordability。Home sales近期有所回升。但有传言称当前是投机者寻找低价房，这并不是可持续的购买力。3.中国经济有企稳迹象。中国的财政刺激效率比西方要快。China can save itself, but it cannot be a global dynamo to pull everyone else out of recession（错了吗？）。4.重大财政刺激计划正在路上。

政策已经非常积极，但见效不大。没有人可能责备联储不积极，当前ffr已经到0，联储资产负债表在飞速扩张，联储给一系列的机构在提供流动性。然而，许多信贷市场利率仍在高位，the Fed is pushing on a string. 关键问题是银行不愿意借贷。这并不意外，一方面是过去几年借贷太多，另一方面是衰退让贷款质量堪忧。政策制定者仍在研究如何解决银行信贷不足的问题。最初TARP是购买承压资产，后来TARP是注资，而现在政府两个都在考虑。有提及成立所谓bad bank来接受所有坏账。但即使把坏账都清理以后，银行可能仍不愿意借贷——如果还不行，就得国有化银行了。有提议是尽快稳住房价和foreclosures，例如压低房贷利率让所有homeowners refinance. 财政刺激政策正在制定。历史上财政刺激推出的时候往往经济已经复苏了，也就是说来的太晚了，但这一次财政刺激来的更为即使。不过即使如此，财政刺激的效果再2010年还是要比2009年更大一些。

[政策刺激引发长期担忧]

当前的财政与货币刺激是二战以来史无前例的，这也引发了许多长期担忧。

担忧一：谁来买这么多政府债券？当最近极长端债券收益率明显回升，反应了市场担心。我们回顾了历史上5次政府大量发债的案例，发现债券收益率将长期保持低位（这个案例分析很有趣，但Barnes一笔带过了，可见Barnes的分析是以结果、投资为导向），因为政府借贷的同时，往往私人部门借贷需求很弱。此外，联储已经表示愿意购买国债。就长期而言，这么多国债确实引发担心。政府本应该由财政盈余来应对老龄化问题。最近英国国债收益率大幅回升。不过美国比英国的优势是，美元是储备货币。投资者现在愈发怀疑欧元区能否持续存在。

担忧二：高通胀可以被避免吗？就近期历史而言，似乎大量流动性更可能导致资产价格上升，而非CPI上升。

担忧三：联储独立性受损了吗？联储在危机期间的许多操作实际上是发挥了财政工作，本质上似乎成为财政的分支。例如贝尔斯登的资产本应该由财政部来承接（伯南克在FOMC中也提到这一点）。只不过联储比财政部的动作要更快，因此这次是联储发挥了作用。伯南克任职在2010年初到期，市场老兵Don Kohn副主席将于2010年6月到期，届时联储能够有足够有经验的人也是疑问。

担忧四：大政府的回归。政府在经济中的作用存在长期周期。市场对于国有化银行有一些反对观点，认为国家不能有效分配信贷；但危机也表明，私人部门做的也不好。

" 直到2008年中，市场仍在担心通胀。现在则是担心通缩。 "当前经济和金融市场仍很脆弱，不应该有较大的头寸。

股市。股市估值较好（但也不算便宜）decent but not a bargin，利率很低，但我们依然推荐谨慎的投资策略，直到有迹象表明经济已开始企稳。股票和低评级企业债本质上是一个trade。

专题提供了一个图，Table III-1，把1960年以来的季度股市按照P/E Ratio vs. Monetary Indicator做了四个象限，挺有意思。

债券。债务投资者愈发由于政府债发行过多而担忧。但由于私人部门需求疲弱，低通胀，以及联储可能购债，这让收益率回升空间有限，至少在明年以前。国债收益率进一步下行的空间有限。总体来说，国债将区间波动。

更好的机会是买agency bond，因为政府事实上给了担保。换句话说，应该买政府在买的资产。"

20090204 Gavekal Euro Exit or Default A Cost-Benefit Analysis 现在边缘国家利差已经回升到欧元区建立以前，市场开始广泛质疑边缘国家是否会离开欧元区。（这篇文章权衡了留在/离开欧元区的利弊）

20090206 bca.usis\_wr\_2009\_02\_06 WILL POLICYMAKERS FINALLY CATCH UP "现在市场投资者的关注点全都在财政部在下周推出的政策。在这次危机期间，政策始终behind the curve，都是等到问题出现以后才有所行动；因此，本次市场很关注政府能否get ahead of the curve. 不管是否有一个bad bank设立，当前政策需要解决两个问题：1.银行资产负债表不透明，健康程度不确定。2.如何引导私人资本注资银行。如果市场失望，可能再来一波股市下跌。

即使政策成功的get ahead of the curve，当前经济仍然暗淡，经济的收缩和盈利走弱意味着股市回升仍需要时间。ISM有所反弹，但这仅仅代表着问题没有更加恶化，但绝对水平仍然很差。要知道ISM是环比数据，本身就意味着有底部，例如费城联储显示0个洲的经济活动在扩张，这个指数已经跌到0了当然跌无可跌。就hard data而言，仍然全面恶化。消费走弱，1月份的就业比预期更差，而我们的就业预测显示就业将继续走弱。通缩已经成为现实。"

20090207 FOMC Transcript confcall "对于财政部将要推出的计划，财政部、联储、FDIC、OCC在过去一周经过了大量的讨论，这一计划在刚刚还进行了大量修改。现在即将呈现的也主要是框架而非细节。

整体而言，这个计划恐怕会让市场感到失望（这一点还预判挺准确的），因为this is a real truth-telling kind of plan. It's very much market-oriented and ""tough love""… I like that. But the banks's shareholders aren't going to be thrilled about it. 联储在这其中扮演的角色不大，主要是TALF要扩展购买资产的名单...(后面伯南克介绍了方案的大体情况）"

20090207 GS UEA What Does It Take to Think the Worst Is Over "当前市场开始思考环比意义上最差的时候是不是已经过去了？（即下滑最快的时候在过去）最新的ISM从低位反弹了2.7个点，从统计意义上，这意味着有50%的可能性确实已经过了环比最差时点。ISM有时候是可以二次触底的，1981年曾经从低位回升，但1982年二次触底。我们还考察了就业指标等。相对而言最乐观的指标是消费者信心，已经从低位明显回升。

但基本面数据仍然很差。零售负增长，但好于预期。汽车销量大幅不及预期，大幅走弱。就业市场简直是灾难。不过就业数据通常落后1-3个月。"

20090213 Roubini Time to Nationalize Insolvent Banks "我在2008年初预计美国金融机构损失将达到1万亿美元，当时市场许多人认为次贷损失仅2000亿，但我认为其他各种贷款将带来更多的损失。现在IMF、高盛等机构估计的损失已经超过2万亿。我更新了一下估计，预计损失可能到3.6万亿，其中有一半即1.8万亿需要银行和投行承担，但这些机构去年秋天的资本金一共才1.4万亿，即使考虑TARP注资，也仅仅是银行资本勉强与这些损失相同，因此银行需要充实资本。

充实资本一共有四种方法。1.国家设立bad bank来购买承压资产。但这种购买很不透明，难以定价，国家也难以管理这些坏账（中国设立资产管理公司就是这样的啊）。2.政府对银行的问题资产做担保，这这个办法也不够透明和有效。3.私人部门注资。4.国有化银行。我认为国有化银行是最靠谱的办法，而且也给纳税人upside。如果你不喜欢nationalization，那么也可以用receivership这个词。"

20090214 GS UEA The Financial Stability Plan Uncertainty Persists "财政部提出的Financial Stabilization Plan (FSP)把TARP剩下的钱也分配出去了。FSP着力于解决troubled assets和银行资本金不足的问题，但并没有解决政策不确定性的问题，因为具体政策细节还不清楚——这也是市场失望的主要原因，a cold reception from the financial markets.

FSP的核心是对最大的那些银行进行""stress test""，决定这些大银行是否资本充足。This is different from typical bank supervision in that it will be based on a forwardlooking assessment of credit losses rather than facts as they stand today. It also differs from typical reviews in that it would be a one-off process that will be closely monitored by the market. Using forward looking but consistent and transparent loss models would likely produce a value higher than the current market value under average assumptions, but would be more credible than the banks own model-based estimates在test以后，那些健康的银行将更加健壮，因为它们的募资成本将更低；对于那些test以后发现资本不足的银行，财政部还没有具体的处理方案。

在FSP公布以前，有很多猜测将建立bad bank或者直接购买承压资产，但财政部最终给出的方案与上述两个办法都不一样，而是Public-Private Investment Fund PPIF。这个方案需要更少的政府资金，不需要官方来定价。（但太复杂了）

此外，TALF扩容，从2000亿美元扩到1万亿美元。

最近只有零售数据反弹，但这个数据本身说服力有限，其他数据都不好。美国经济的企稳还要寄希望于财政刺激政策。最新参议院通过的方案约7200亿美元，比预想的少1000亿美元。不过我们估计这个财政刺激在2009Q2-Q3对GDP也会有3pp的贡献。"

20090216 PIMCO Saving Capitalistic Banking From Itself \_ PIMCO "银行赚钱的关键是其负债端事实上的无限久期，而这需要政府的帮助。因此，我从来不认为银行是纯私人部门。然而，影子银行却实现了对监管的逃避。现在政府的救助本质上要参与到影子银行部门当中，但不是要国有化所有银行部门。TALF就是一个国家参与影子银行的案例，财政部提供资本金，联储提供流动性provide leverage with no recourse after a haircut，来支持资产证券化的发行。

FDIC也有非常强力的工具，所谓Systemic Risk Exception under FDIC Improvement Act of 1991，但启用条件比联储的13（3）还要困难。

总体而言，我认为美国政府已经有足够的tools和will来拯救私人银行体系和实体经济，进而让美国避免债务通缩路径。最近财政部长Geithner给出计划以后，市场并不买账，又大幅下跌，但这不代表政策最终没有用，而是因为一路还有颠簸。（McCulley没怎么提到stress test）"

20090221 GS UEA Fiscal Stimulus Buying Time "大幅财政刺激在2008年10月已经开始被市场所预期，当前终于变为现实。本周二奥巴马批准了7870亿财政刺激方案American Recovery and Reinvestment Act (ARRA)，这个方案是frontloaded。CBO估计其中约3/4是支出扩大而非减税。有人认为诸如基建等支出是需要时间的，但我们认为其中许多支出可以很快发生（然后分析细节），因此我们估计对2009Q1提振GDP约1pp，Q2和Q3提振3pp，Q4提振2pp，在2010Q3转为拖累1pp，2010Q4拖累2pp。这个方案是经济将企稳的有力论据。

不过这个方案是假设这个大幅刺激可以让私人部门在2010年接力，我们对此有所质疑。不过我们也猜测国会在2010年底会考虑进一步财政措施。

最新的经济数据显示仍在free fall，工业继续走弱，survey数据除了ISM其他也有不少不好的，新房建设继续走弱，首申保持高企。

奥巴马政府进一步提供了稳定房地产行业的政策。房地产确实还不稳。"

20090223 Gavekal The Focus of the Crisis Shifts to Europe 投资者的担心正在从美国转到欧洲。

20090223 中国货币政策执行报告（2008年第四季度） " 2008年，实现国内生产总值（GDP）30.1万亿元，同比增长9%；居民消费价格指数(CPI)同比上涨5.9%。

年初，为防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀，中国人民银行执行了从紧的货币政策。从当时经济运行情况和通货膨胀形势看，2007年我国经济增长率达到13%；全球普遍面临较强的通货膨胀压力，国际市场大宗商品价格居高不下并屡创新高，我国2008年第一季度CPI涨幅为8%，工业品出厂价格涨幅持续攀升，8月份达到10.1%的高点。综合考虑美国次贷危机等不确定因素，中国人民银行加强对通货膨胀内外部成因的分辨和预测，灵活协调运用数量型和价格型工具。2008年上半年利率政策保持平稳，提高存款准备金率对冲多余流动性，年初，实事求是地安排了全年新增贷款规划3.87万亿元。冰雪灾害发生后，为满足抗灾救灾资金需求，2月份根据金融机构类型和各地受灾情况，引导金融机构加快了第一季度信贷投放进度。

年中，美国次贷危机蔓延加深，国家宏观调控政策进行了重大调整，中国人民银行及时调整了货币政策的方向、重点和力度，按照既要保持经济平稳较快发展、又要控制物价上涨的要求，调减公开市场操作力度，将全年新增贷款预期目标提高至4万亿元以上。进入9月份以后，国际金融危机急剧恶化，对我国经济的冲击明显加大。中国人民银行实行了适度宽松的货币政策，五次下调存贷款基准利率，四次下调存款准备金率，明确取消对金融机构信贷规划的硬约束，积极配合国家扩大内需等一系列刺激经济的政策措施，加大金融支持经济发展的力度。

2008年年末，我国广义货币供应量M2余额为47.5万亿元，同比增长17.8%，增速比上年高1.1个百分点。人民币贷款余额为30.3万亿元，同比增长18.8%。人民币贷款分布更为均衡，全年新增4.9万亿元，各季分别为1.33万亿元、1.12万亿元、1.03万亿元和1.43万亿元。人民币贷款利率先升后降，年末，金融机构人民币贷款加权平均利率为6.23%，较年内高点8月份下降1.96个百分点，较年初下降1.66个百分点。人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定，2008年年末，人民币对美元汇率中间价为6.8346元。

在国际金融危机对我国经济冲击明显加剧的大背景下，外部需求明显收缩，部分行业产能过剩，企业生产经营困难，城镇失业人员增多，经济增长下行的压力明显加大。中国人民银行将把促进经济平稳较快发展作为金融宏观调控的首要任务，认真执行适度宽松的货币政策."

20090228 GS UEA The Return o the Frugal Consumer "边际上，经济企稳的力量在上升。因为:1.信贷条件没有持续恶化。要知道，是the change in standards that matters for the change in activity. 用图来表示，是bank willingness to lend to consumers与Real consumption是对应的。2.财政刺激。3.可能的库存回补。

但更长期而言，我们对2010年的担心的关键理由是家庭部门储蓄率要上升。储蓄率当前已经从接近0回升到3%左右，我们预计在2010年将回升到5-10%之间。历史上每次衰退以后都有强劲反弹，但本次将不同，因为储蓄率将明显回升。储蓄率回升有三个原因：1.财富效应。从net worth/income可以很好的解释储蓄率。2.收入展望。当前是衰退。3.信贷条件收紧。我们也进行了案例比较，引用了Carmen Reinhart and Kenneth Rogoff最近的研究，最近5次发达国家金融危机的案例，分别是Spain beginning in 1977, Norway in 1987, Finland and Sweden in 1991, and Japan in 1992. 结果也是类似"

20090301 BCA, The Bank Credit Analyst, More Of The Dismal Same; More Thoughts On The Debt Supercycle The Final Inning "[不会更差，但也不乐观]

过去一个月没有什么好消息。并没有鲜明的迹象表明美国和全球衰退有early end（这里显然没有重视中国的企稳迹象）。2009Q1的GDP似乎仍要年化增长-5%，这与2008Q4是类似的，但这还不足以体现经济有多差。当前单户开工/人口，汽车销售/人口都已经跌至历史极低的位置，费城联储显示0个洲的经济活动在扩张——这一指标基于就业和收入数据构造。

当然，好消息是经济不会按照过去下滑的速度那样下滑，并且2009H2也有希望复苏。二战以来衰退通常持续10个月，如果从1854年开始算，衰退平均持续17个月，而当前的衰退从2007年12月开始算，则是已经进行了15个月。Pent-up demand会相应产生。但是前景依然不妙：一个增长的经济需要一个正常运作的金融体系，当前libor显示的银行间利率已经回归接近正常水平，但低评级利差还是史无前例的大。Stress-testing将会显示那些银行需要资本，并且政府将提供资本；但这stress-test本身并不能改善未来的贷款质量。因此，短暂的银行国有化也许是必要的，虽然这非常令人反感。本次衰退还有一个重要问题是财富损失太大。居民在2008年财富损失了11万亿，这接近于120%的可支配收入，是二战以来最严重的一次。这样的财富损失意味着居民需要增加储蓄，这是一个重大的经济逆风。居民需要修复资产负债表，这将导致长期的弱复苏。全球经济没有明显改善迹象，BDI的回升可能仅是简单反映来自中国的投机性购买需求，而不是一个全球广泛的需求复苏。

[长期堪忧]

联邦赤字将在未来两年达到1.5-2万亿，相当于GDP的10-14%，太高了。未来政府债务将会更高，这一般将带来新的不平衡。（不平衡到底是啥？现在好像都还没有看到？？）

美国政府已经给出了2万亿的救助。包括7000亿ARP，7879亿财政刺激，2750亿支持房地产，2000亿来bail out两房，此外，Financial stability plan (FSP)还承诺高达20000亿来救助银行。" "对通缩的担心是有道理的。在2009年中，产出缺口可能已经高达7%，这是1980s以来最大的产出缺口。如果过去的关系成立，这意味着core将在2009年底跌破0%。

债务通缩已经在进行了，因为债务通缩的关键并不是cpi走弱，而是资产价格走弱。

但CPI走弱也有负面效应，包括让消费者延迟购买——当物价在下降的时候，为啥要现在买东西？此外，物价下降也意味着企业收入降低。最大的危险是让工资走弱，这将导致更多的贷款违约。" 考虑到增长弱、通胀低，货币政策将在未来几年长期保持宽松。 "特别令人失望的是，就在政府提出新的稳定计划的时候，市场再创新低——当然这也可以理解，因为新的计划缺乏细节，当前投资者不再单纯的相信承诺，而是要眼见为实。我们继续推荐谨慎的投资策略，保护本金，因为不确定性太强了——当前美国和全球都在极其严重走弱，而且金融体系还有问题。我们愿意再等等，如果形势好转，即使错过第一轮上涨，也可以慢上车，if a major new bull market is about to unfold, there should be plenty of time to climb aboard.

股票。当前股市的最大问题是盈利下滑很快。在2008Q4，路透估计SP500 Operating earnings下滑42%，而SP则估计是下滑60%。要知道在2008年10月的时候，这些估计还是上涨47%。这应该是历史上盈利预测误差最大的一次。盈利在2007Q4就已经很差，但当前则更加broad-based. 许多很高端的投资者在2008年底高调买入股票，强调股票已经很便宜，但当他们看到这么差的盈利以后，不知作何感想。虽然技术指标指向股市见底，但这个指标在2008年以来已经错了太多次。从估值来看，股市确实不贵，但也算不上便宜——bargain.

债券。由于联储购债，因此不应该赌注收益率上升很多。但国债收益率下降的空间也不大，应该买agency bond"

20090301 PIMCO Hairy Lips Sink Ships \_ PIMCO "当前所有的trade都是相似的trade：政府能够救的资产，应该问的问题是where's the top? 对于政府救不到的资产，where's the bottom?

当前是recession还是depression，这还不确定。Recession是周期性放缓，伴随库存调整，要解决recession需要货币宽松和温和的财政刺激。Depression意味着credit contraction and debt liquidation. 当前政府正在竭力避免depression。影子银行撤退的太快，其实银行也许还能提供贷款，但影子银行不能；政府需要替代影子银行来提供信贷。美元储备货币地位是美国执政者工具空间的最重要保证。

国有化银行不是一个好主意。Noubini, Dodd and Greenspan没有把这个事情想清楚。美国不是瑞典。瑞典只有几家银行，也不做全球生意。美国银行复杂的多。我建议继续用convertible bonds来为银行注资。

就投资策略而言，我们推荐""shake hands with Uncle Sam"", 买入agency mortgages和其他政府支持的信贷市场。"

20090305 bwam The supplies and demand of capital in depressions "（读到这篇笔记，有一点顿悟。金融市场，说到底是一个市场，是关于各类交易者，对于各类产品的供需。因此，桥水不厌其烦的研究各类机构的资产负债表、现金流量表，对于各类产品的需求，进而计算各类产品的量、价，寻找交易机会。）

英国央行今天宣布购买1500亿英镑国债和企业债。2001.3 日本央行也宣布QE并执行多年。1932.4 联储被允许购买国债到1932.8. 1914.7德国魏玛共和国央行Reichsbank开始印钱购买政府债务。这些案例都有共同点，那就是国债供过于求，这是因为在depression期间政府赤字过多。

实际上，财政赤字是一个很好的把财富转移给穷人的手段。在衰退期间需要把财富转移给穷人，但财产税推起来不容易且可能适得其反，因为许多财产流动性不强，对财产征税导致财产甩卖。

短期而言，央行购买政府债会压力收益率；长期当中取决于投资者，特别是外国投资者。

我们估计美国政府需要在2009年借贷2.2万亿美元。我们估计居民吸收2600亿国债，外国央行购买3000亿国债，那么剩下的1.6万亿美元的需求窟窿需要联储来填上。

（不得不说，桥水对各部门的国债需求计算的很详细，也仔细计算了美国政府需要多少钱，资金从哪里来、到哪里去，非常详细）" "（有趣的是，baidu说QE1开始于2008.11.25：2008年11月25日，美联储首次公布将购买机构债和MBS，标志着首轮量化宽松政策的开始。2010年4月28日，联储的首轮量化宽松政策正式结束。QE1将购买政府支持企业（简称GSE）房利美、房地美、联邦住房贷款银行与房地产有关的直接债务，还将购买由两房、联邦政府国民抵押贷款协会（Ginnie Mae）所担保的抵押贷款支持证券（MBS）。2009年3月18日机构抵押贷款支持证券的采购额最高增至1.25万亿美元，机构债的采购额最高增至2000亿美元。此外，为促进私有信贷市场状况的改善，联储还决定在未来六个月中最高再购买3000亿美元的较长期国债证券。美联储在首轮量化宽松政策的执行期间共购买了1.725万亿美元资产。）

（QE1本质上是联储购买机构债等，私人部门手中的机构债置换为国债）

（似乎普遍把2009.3.18看作QE1的开始）"

20090307 GS UEA The Obama Budget Big Changes Ahead "最新消费数据终止了快速下滑，比预期要好。ISM也继续弱回生，NMI虽然走弱但仍好于预期。

不好的消息主要是就业太差，此外还有房地产仍是走弱，过剩问题没有解决。非居民房地产投资也在走弱，而且下行空间较大。在就业这么差的情况下，我们怀疑消费难以持续回暖。"

20090312 FOMC Greenbook 过去六周的数据不好。经济收缩比预想的要严重得多。我们预计2009Q1的年化增速跌至-6.75%,比六周前的估计下降了1.75%。特别是汽车消费再度回落，新房销售继续下降，企业投资大幅下滑。股市的进一步下跌给中期复苏带来阴影。我们现在预计衰退将更深、更长，2010年将有更弱的复苏。

20090314 GS UEA The Specter of Deflation "下周的FOMC可能决定是否购买国债。尽管我们预期早晚会购买，但当前也许还是早一些。实际上当前大部分货币政策都可以在伯南克在2002.11的""Deflation: Making Sure 'It' Doesn't Happen Here""里面找到线索。

尽管2月的零售较好，但我们依然预计GDP在2009Q1年化是-7%，因为大量去库存，不过这也让未来反弹创造空间。主要在财政刺激下，美国经济有望在2009年中企稳，但可能的反弹将会较弱。历史上强反弹源于较快的房地产复苏，耐用品消费，就业修复和库存回补，这些因素都面临逆风。" "Core可能在2010年底跌幅0以下。我们估计的方法是基于失业率gap与yoy CPI change的关系。由于当前失业率上升太多，因此对失业率gap的估计应该误差相对没那么大。

具体而言，我们把core CPI yoy对失业率gap, backward-looking cpi (lagged core CPI yoy) 和forward-looking cpi (5-10y Michigan inf expectation)" QE的空间是有限的，需要财政配合。我们估计每扩表1-1.6万亿美元相当于降息100bp（这个跟伯南克的估计好像很接近？）。估计办法是对cpff做研究，看它放松了多少fci，然后考虑这些fci放松一般对应着多少ffr cuts. 如果根据taylor rule需要降息到-8%，那么需要扩表10万亿，这会导致联储买光了某些产品，使得金融市场难以正常价格发现，并且使得退出很困难。因此我们预计要进一步推出财政刺激；此外，在ZLB下，财政也相对更难挤出私人部门投资，因此财政效果比以往更好。

20090316 VOX Clarida A lot of bucks, but how much bang\_ " 2008年的财政被认为是失败因为大量的rebate checks被居民储蓄或者被用来偿还债务了。Obama的财政刺激计划当中有多少会被储蓄呢，这个不确定。此外，基建投资是back-loaded to 2010 and later，这顶多保持公共雇佣，而难以扩大公共雇佣。

在修复金融体系之前，政策不能确定的说一定能起效。因为这个时候财政乘数不大，Bucks withou bang.

在2001年减税的时候，居民可以利用零首付来买车，用home equity withdrawal from mortgage refinancings来lever up their tax cut checks to buy cars and boost overall consumption. 但当前信贷市场受损，不容易借贷。此外，居民财富受损太大，我计算2008年居民部门少了10万亿财富，这也要求居民多储蓄。

总之，我一般是比较乐观的。去年无疑是政策令人失望的一年。当前对政策效力是一个close call。It is not clear to me that they are sufficient to turn the economy around so that it returns to robust growth... the Fed is also not convinced that these policies are sufficient to turn the economy around"

20090318 bwam The inevitable and classic central bank purchases "今天联储宣布购买国债，购买上限3000亿美元2-10y国债，购买上限7500亿美元agency mortgage-backed securities. 保持低利率low for an extended period. 这一消息的冲击是巨大的，让全球国债收益率都显著下降，这是可以理解的。

但我们认为央行购买国债是不可避免的，而是也是deleveraging期间是经典选择。除了购买国债，一般还要鼓励credit creation (TALF, PPIF, etc.)和accounting and regulatory forbearance.

央行购债有利于股票，不利于货币，有利于黄金和商品。央行购债的极限是汇率贬值和资本外逃。在贬值压力下，私人部门会发现黄金更好。如果引发通胀，这其实对本国不是坏事情，毕竟本国面临通缩压力。一个有趣的观察角度是看黄金上涨压力。因为购债国家不希望黄金上涨，而他国则希望购入黄金。另一个有趣角度是观察购债能否促进credit creation. 历史告诉我们在所有的衰退期间，购债不能促进信贷产生（后面理由没有看懂）"

20090318 FOMC Transcript "伯南克：

首先总结大家的看法。大家同意过去六周经济前景显著恶化了，尽管2008Q4和2009Q1的经济已经大幅收缩。当前的放缓是广泛分布到几乎所有部门的，并且全球同在放缓。有观点认为2009H2可能企稳，支持理由包括财政和货币刺激，金融市场改善，房地产收缩放缓和库存周期。但我必须说，这个可能企稳的观点不是很靠谱，some看到的最好也不过是L形复苏。风险主要是下行风险，一个protracted period of economic weakness依然有很大可能性，原因是对政策缺乏信心，大幅不确定性，金融机构和居民去杠杆。尽管1-2月消费改善，但消费者基本面很差，特别是财富大幅收缩和就业快速恶化。房地产总体上不及预期，房价仍在下降。对于金融部门，在经济不佳的情况下，信贷市场总体平稳，但市场对银行体系的信心恶化，CDS利差放宽。政府是否能够稳住银行体系，这是关键问题，当前公众对此有广泛怀疑。

我的个人看法是，我没有太多要补充的。过去六周确实不及预期，要知道2008年12月我们已经根据当时的情况把利率降低到0，然而过去三个月的情况却比预想还要坏，特别是全球更差。我反复强调，当前最大的意外是全球都在明显放缓，这不算源于新的冲击，而是我们终于开始体会到去年9-10月的冲击原来这么强。

当然，也有一些好消息。1-2月的消费有所回暖，这可能源于对财政刺激的预期，2008年春天就发生过。不过我并不是很看重这些好消息。一方面是月度数据波动大，更重要的是，去年秋天的冲击实在太大了，周期性的继续放缓几乎是不可避免的. There's almost nothing that can be done at this point to avoid it. 例如消费即使企稳，也面临大幅逆风。房价走弱、就业弱、信心走弱，储蓄率如果要保持当前水平也要继续紧缩开支，总之消费前景疲弱。库存周期，在六周前对库存曾有期待，但现在看起来库存投资在2009年都将是负值，对于增长的支持仅体现在去库存节奏放缓。对于投资，很少有总需求放缓情况下企业投资回升的。

金融方面，我也看到信贷市场有企稳迹象，比去年9-10月好多了。但银行承压，当前的政治环境不利于政府出手支持银行。我们确实需要考虑如下可能性：政府对银行的救助将延迟。从历史经验来看，如果救助银行不及时，最好也是经济停滞，如果不是经济进一步走弱。如果银行问题不快速解决，经济将保持疲弱。" "伯南克：

我们可能需要扩大资产购买。TALF项目难以进一步扩大了。一个办法是购买国债。英国的案例是promising的，显示购买国债不仅让国债市场受益，也让更广泛的私人市场受益。我并不担心购买国债的弊端——例如影响通胀预期——我们看到许多购债案例，如日本、瑞士和加拿大（潜台词是购债没有看到太多弊端）" "statement:

...economic conditions are likely to warrant exceptionally low levels of the federal funds rate for an extended period. purchasing up to an additional $750 billion of agency mortgage-backed securities, bringing its total purchases of these securities to up to $1.25 trillion this year, and to increase its purchases of agency debt this year by up to $100 billion to a total of up to $200 billion. Moreover, to help improve conditions in private credit markets, the Committee decided to purchase up to $300 billion of longer-term Treasury securities over the next six months"

20090319 bwam The global need for dollar depreciation "为了解决deflationary depression，政策通常需要干两件事情：massive creation of liquidity and related currency depreciation. The creation of money eased the credit trap as it allows debtors to more easily secure the money they need to pay off their debts. In addition, the depreciation improves income through competiveness and helps reflate.

当前的depression是全球性的，因此美元的贬值主要不是相对其他货币，而是相对黄金。考虑到美元在全球占比较高，因此a dollar depreciation eases debt burdens globally.

现在全球市场还在消化周三的联储声明。商品同样大幅上涨。美元在过去6-8个月明显升值，而周三联储扩表声明以后，美元广泛走弱，在是对过去趋势的一个变化。"

20090319 PIMCO Comments Before the Money Marketeers ClubPlay "危机的根源是Paradox of Trift和Paradox of Leverage的结合。

对于节俭悖论，其实是有解决方案的，政治阻力原则上不大。虽然财政部门出台财政计划总是不断前后讨论，但最后总会有财政刺激，We are all keynesians now in the matter of cracking the Paradox of Trift.

但是对于杠杆悖论，则遇到很大政治阻力。在金融系统繁荣以后的崩盘时刻，用纳税人的钱去救市，这是很不受欢迎的办法。救助金融系统虽然在经济意义上是必须的，但在政治意义上却没有可行性。Bernanke在最近的60分钟节目上，说perhaps the most severe risk we face is the lack of political will.因此，未来存在多种可能性, outcomes become path-dependent where multiple outcomes are possible.

当前可能出现的情况是Competitive Quantitative Easing. 而且这个局面是自我加强的，因为哪个国家不QE，它的货币就被迫升值。在当前情况下，央行需要配合财政。伯南克自己也说过:""It is important to recognize that the role of an independent central bank is different in inflationary and deflationary environments. With protracted deflation, however, excessive money creations is unlikely the problem, and the more cooperative stance on the part of the central bank may be call for.” （2003.5 in Japan)"

20090320 Soros A Time to Dare "Geithner在二月的政策声明是失败的，没能搞出靠谱的对美国银行再注资的办法。

现在全球经济面临新的威胁，那就是边缘国家银行体系可能受到冲击。美国、欧洲可以担保本国银行，但边缘国家没有这个能力，例如东欧、拉美、东南亚，它们不能提供可信的担保。这些边缘国家将面临资本外流问题。（然后提出了很多IMF可以做的事情）"

20090321 GS UEA Q&A on the Monetary and Fiscal Expansion "房地产最新数据还可以，新开工有所企稳。新开工真的有可能已经企稳，一个重要原因是当前的水平实在太低太低了。

IP仍在大幅收缩，本季度库存是很大拖累，这也意味着将来库存可以提供更多支持。" 本周联储进入full-blown quantitative easing.

20090323 Boskin Global Disaster Recovery 根据Rogoff and Reinhart的研究，重大金融危机通常持续5年甚至更长，而且那还是单个国家遇到危机，而当前的危机是全球性的（总之非常悲观。我感觉这些评论者的总体意见和股市表现还是同步性很高的；评论者情绪和股市表现，回头来看，有时候同步，有时候不同步）

20090323 Gavekal A Quiet Exit from Fair Value Accounting 对于是否应该继续坚持对银行的mark to market，评论者意见分歧严重。我们始终认为Mark-to-market accounting是不合适的。在3月16日Financial Accounting Standards Board (FASB)宣布显著放松Mark-to-market accounting: the FASB also radically widened the definition of “temporary” impairment of troubled assets, thereby allowing banks to write up the value of some troubled assets if these have been hit by falling markets without (yet) suffering any significant credit loss. 这引起了评论者的较大分歧讨论。但新闻界似乎对此并没有太过关注，但我们认为这是一个重要的事件。

20090325 Barclays\_Global\_Outlook\_Green\_shoots\_have\_arrived 实际上2009年初以来信贷利差其实有所改善，而且股市盈利比预想的要好。股市继续下跌源于对政策失望，特别是对银行的担心。我们认为当前的股市反弹是可持续的。从经济角度，当前去库存比较厉害，后续有补库存空间。

20090401 BCA, The Bank Credit Analyst, Policy Reflation, the sky is the limit; Five Big-Picture Issues For Investors "[政策大幅升级]

政策升级的意愿非常强烈。联储还顾不得等等看看Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)，联储就联储就大幅加码宽松，决定购买国债。联储的原则是，只要pours enough liquidity into financial system, then some things will begin to float. 这一点不能说有什么错误。

但是，政策效果还是有很大不确定性的，难以立刻明显见效。第一，PPPIP的项目效果如何，还不好说，不知道银行和私人投资者的参与意愿如何，以及toxic assets到底如何定价，并且定价是否引起银行资本金进一步减少，现在资本金本来也不多。第二，缺乏信贷供给。银行过去已经过度提供信贷，银行信贷/GDP已经高于长期趋势，未来可能会跌回趋势一下。再考虑当前经济疲弱，信贷风险也高，银行信贷供给不大。第三，信贷需求也不多。居民要修复资产负债表。

政策已经不受什么约束。当前大幅政策当然是源于问题也很巨大，但关键是，当前政策已经不再受什么约束：联储已经扩表，如果能印3万亿，那就能印到5万亿、6万亿。现在对于国有化银行仍然有抵制意见，但如果银行迟迟不提供信贷，那么国有化也是可选项。为了避免日本式衰退，政策有足够意愿，直到发力到经济回升。

[复苏将会发生，但复苏会很弱]

当前全球仍在放缓，虽然2008Q4可能是最为快速下滑的阶段，但当前各个经济体仍在下滑，日本收缩尤其严重，日本的出口已经yoy下滑49%。由于美国是率先衰退的，考虑到大幅政策刺激，因此也会率先复苏。

经济有些许改善迹象，但美国和全球衰退可能要到2009Q3或Q4才结束。这次复苏可能很弱。在经济持续走弱期间，很难看到需求能够来自哪里。然而policy reflation and the self-correcting nature of the economy generally work their magic.

历史上，每次衰退越严重，复苏也越强。本次衰退也很严重，企业销量和房地产建设都下滑道很低的水平。但本次可能不会重复这个历史规律。主要原因是居民财富受损太严重。复苏通常要伴随着信贷扩张。（我也replicate了一下，Real non-federal debt的回升通常略滞后1-2Q于real GDP增长）

即使经济活动开始恢复，企业盈利也会不强，因为priceing power估计很长时间不会改善。在2008年10月份，对于2009Q1的盈利预期还是26%增长，现在是-35%的负增长，对2009Q2的预期也是类似变化。

政策退出构成长期以后的担忧。未来在政策退出时，联储不再支持国债，国债收益率可能大幅上升。下一轮政策空间可能不大，债务超级周期可能在下一次衰退中到达尾声。debt super cycle结束的关键点是美元被抛售。" "[通缩几乎是必然事件]

大部分预测模型都严重依赖对于slack的估计。历史上6%的slack意味着通胀回落2pp以上。当前slack估计是7%，失业率看起来要上升到10%以上，而core CPI现在仅有1.8%，因此通缩几乎是必然事件。" [低利率将长期保持] "现在政策已经大幅升级，联储已经很认真了means business，如果当前的政策不够，还要推出新政策。在这种情况下，investors should not fight the Fed.

中性配置股票。低配的投资者应当回归中性，但高配的时机还不成熟，还要等到盈利有好转迹象。如果未来是日本式衰退，那么低配股票是对的；但我们不认为会陷入日本式长期停滞，政策总会起效，因此美股在未来几年会跑赢债券和现金。

虽然经济在年内会复苏，且股市一般是领先的，但也不保证。例如2000年的衰退，在经济恢复以后，股市持续走弱。

债券。短期而言，债券受到很多支持，例如联储开始购买国债，这将压低收益率。但是，未来几年以后，将会有大量的国债供给，此时国债市场将承压（没有考虑联储，比桥水的研究差一个档次）。更好的机会是购买高等级企业债。"

20090403 bwam Can increased money make-up for falling credit "当前的大问题是，央行印的钱足以补偿减少的信贷吗？

Deleveraging的过程通常源于：1.too much debt relative to money. 2.inability of monetary policy to produce credit creation. 而Deleveraging的结束取决于：1）debt falling (bankruptcies). 2) money increasing. 3) companies cost cutting. 4) risk premiums going to high levels 重新刺激资本形成。（3/4看不懂）（4应该指的是让曲线陡峭化？还是不太明白）

去杠杆有一些共性，例如将会出现巨额赤字，央行扩张资产负债表，银行业危机，更高的税率和更多的政府控制。但去杠杆并不是很常见的案例，因此不能简单的概括。它们也有特性，例如有些去杠杆案例中，央行反应快，有些反应慢；有些是通索性的，有些是通胀性的。

从数据来看，美国债务增速在07年底、08年初开始下降，在2008Q4美国的M0开水上升，两者综合一起看，Debt+money的总和的增速正在回升。这说明本次政策制定者反应更加灵敏。

当前创造的money到底是引发信贷的重新产生，还是引发抗通胀商品的价格上涨，我们还不确定，值得密切观察。" 就股市抄底而言，不要着急。当前的大幅刺激已经再度已发了一波rally，但历史上的去杠杆，例如1930s去杠杆、日本1990s去杠杆，熊市rally都很多次: don't get optimistic bacause of stock rallies until they are confirmed by improved actual credit and economic activity. (然后拿两次案例做对比，看从高点下跌幅度等等。看起来桥水依然很悲观，很多报告都指示股市下跌远未结束，太悲观了）（桥水推荐的股市策略也等等看看）

20090409 BCA.gis GIS\_3apr09\_SO\_P1of2 宏观主题是: Cyclical transition.

20090409 BCA.gis GIS\_3apr09\_SO\_P1of2 前一段时间的市场下跌主要是银行股带动的，原因是对财政部长的就职演讲不满意，而且财政部长后来对银行注资的政策反复摇摆，也仍投资者失去信心。但非银行股相对要好一些。

20090410 GS UEA Hyperventilating About Hyperinflation 许多人认为央行正在货币化政府债务，担心通胀。我们认为通胀的核心因素是产出缺口，CBO估计的产出缺口很大，未来几年更可能是通缩风险。 联储加息门槛有是3个：1.就业市场稳定。2.房地产稳定。3.金融市场稳定。联储在3.18的示意保持低利率的强劲信号说明加息还在遥远的未来。

20090413 Roubini The Dead Cat Bounce "有一些温和信号表明，经济收缩最快的阶段已经过去了，许多人预测经济在2009H2将会开始回归正增长。投资者们喜欢谈论green shots of recoery以及positive second derivatives of economic activity. 因此，美国股市和全球股市都在上涨。

但我不这么看。我预测2009H2仍然是负增长，2010年的增长只有0.5-1%，明显低于2%的共识预测。

我认为这些乐观情绪不能得到实际数据的支持。我估计的美国信贷损失高达3.6万亿，据说IMF最近更新了估计，结果是3.1万亿，跟我估计的差不多。因此，投资者会发现美国金融体系实际上已经破产了。

美国股市去年已经有过6次dead cat bounce，这一次依然是虚假的反弹，原因包括：第一，增长将会不及预期。第二，盈利也将不及预期（这两个等于什么都没说，谢谢）。第三，financial shocks will be worse than expected（ok，这个理由很清楚，看看后来为什么银行体系这么ok）。"

20090414 VOX Borio We are all macroprudentialists now 现在macroprudential已经愈发成为共识。

20090422 FOMC Greenbook "过去六周的消息好于预期，一方面是spending data不错，一方面金融市场表现较好。具体而言，消费尚可，房地产活动的严重走弱有所缓和；不过与此同时，就业和IP还是继续严重下滑。上述不同力量也意味着不确定性较强。我们最新的预测是2009Q2将年化下滑1.5%，比Q1的-6.25%的下滑要好很多。

对于金融市场，很多重要指标都在改善，例如私人信贷利率在走弱，这与FOMC决定进一步购债有关系，股市也在回升，金融抑制的情况也在减弱，美元走弱。油价上涨部分的抵消。

但考虑到去年以来的财富消退，2009H2的增长应该仅有0.5%，2010年将会升值2.5%，比之前的预测回升1pp。"

20090423 FOMC Bluebook 银行股票在回升，银行CDS从上次FOMC以后高位回落。

20090425 GS UEA Testing the Paradox of Thrift "最新的数据总体仍在支持企稳的假设。虽然新屋销售在3月走弱，但2月数据的上修很大。当然，耐用品订单和首申依然不佳，但整体没有让企稳的主题被证伪。这个主题还有待下一周的Q1的GDP特别是GDP成分的检验，以及4月ISM的检验。

对于居民部门而言，2009年受到财政支持，可支配收入尚可维持正增长，2009年收入的主要压力来自失业，这里图2给出了详细分解。对于2010年，收入主要压力则来自工资的走弱。但总体而言，2009年和2010年的可支配收入将维持微弱的正增长。具体而言，对于工资的预测，由于我们预期2010年复苏偏弱，因此我们预计工作小时数在2010年走平；就小时工资而言，我们可以用失业率和headline cpi的滞后项来预测（这个办法在2000年就用过了，看来很稳定）"

20090428 bwam A modern day D-procress A less traumatic result will result from increased dosages of money "(经典文章，提出了经济、政策和市场的分析框架）

这一次去杠杆期间，是历史上首次政策制定者如此之发力。逻辑上，只要敢于印钱，原则上可以对冲信贷的减少。但这仅是逻辑，历史上从来没有很好的实现过去杠杆，this antidote was never administered in this dosage. 1971年以前，当时有金本位，所以大幅印钱也很难。或者是1980年拉美去杠杆期间，大幅印前导致了通胀。

我们认为联储通过印钱原则上可以创造任意的名义GDP，但其中有多少是真实增长（换句话说，导致信贷回升），多少是通胀（抗通胀商品价格上升，外币价格上升即本币贬值），这个还不好说。我们的看法是，即使没有带来信贷增长（即真实增长），但也应该不至于引起通胀，我们觉得更可能是美元走弱。

在危机以后，美国经济再也回不到从前。当前美国政府市场创造了许多僵尸企业。联储现在实际上是agency paper的唯一购买者。危机以后的政府已经成为比以前大的多的参与者。补充一句，在2007年危机发生的逻辑其实很简单，每次都是这样：cash flows not keeping up with debt service obligations. (其实也就是Minsky所说的ponzi units被迫退出市场）。

我们试图预判未来六个月以后的情况，预判的逻辑框架是思考""市场、政府和经济""三者之间的关系。

1）政府->经济：给出多少财政支持？如何影响收入不平等？

2）经济->政府：如果要实现合适的增长和通胀，需要政府做什么？

3）政府->市场：政府提供了多少债务担保?政府政策如何影响资产价值即影响其盈利能力？

4）市场->政府：有多少资产需要政府进行担保？

5）市场->经济：资本/信贷可得性如何？如何影响经济各部门信心？

6）经济->市场：资产价值如何？还需要多少现金？

在危机以前，其实战胜市场更为简单，因为那个时候市场对经济下行压力严重低估，政府也对于问题不够重视。然而现在，股市已经下跌了50%，要知道即使是历史上的去杠杆也不过下跌75-85%，因此股市下跌已经大部分发生了；政府也足够重视，我们仔细核算了所有债务，发现有2/3的债务实际上已经被政府担保了！（表可以详细参考）联储在雷曼事件以来全力努力，财政部和国会一直没有怎么干活，现在奥巴马政府也开始干活了。

（政府Gavekal所说，当前的经济下行力量，和政策支持力量，都是前所未有的。这个时候，桥水的相当定量的研究就成为一个重要的切入点；而不是Gavekal的靠信念）"

20090429 FOMC SEPcompilation （让我惊讶是）SEP显示，FOMC的讨论成员们对2010年的central tendency是2-3,2011年是3.5-4.8%，即预测后面会有很强的复苏。与此对应，对Core PCE的预测，在2010年是0.7-1.3，好像没有人预测Core PCE会低于0.

20090429 FOMC Transcript "(Non event)

伯南克：

首先总结大家的看法。过去六周看到一些企稳初步迹象，至少不再像之前那样快速下滑。企稳的迹象较广泛：消费、房地产、耐用品和一些地区PMI，信心调查也有边际转好，金融市场改善，前期去库存较猛，未来有补库存空间。财政刺激将支持消费者收入，财富拖累也不像之前那么大，但就业依然不佳。房地产在非常低位，房地产有低位企稳迹象，但房价可能继续走弱，反映了供给过剩。就业市场和全球经济依然不好。中国经济强于其他亚洲国家，但也许没有官方数据显示的那么好，毕竟中国依然依赖出口。

总体而言，大家依然保持谨慎，特别是金融市场的改善可能只是初步迹象。考虑到减去杠杆压力、全球放缓以及美国当前经济和金融体系的脆弱性，大部分人认为复苏将是乏力的，此外货币政策方面受到ZLB限制，财政方面财政负担较大。对于银行，Q1的盈利比预想的好，银行股票有所回升，CDS也有所回落但仍处于高位。A number of people认为周一公布的capital assessment results will be a stress teset in itself for the banks and the markets.

下面是我个人意见。对于众所周知的企稳迹象the proverbial green shots, 我们都想谨慎一些。但不管怎样，有好消息总是比坏消息要强。这些好消息是广泛的，总体来说是一个积极信号。金融市场确实让我们感觉更好一些，特别是联储支持的市场，有广泛转好迹象；对于没有直接支持的企业债市场也有转好。我们也看到信贷管调查有转好。

我们需要区分short-term cyclical-dynamic和medium-term ajdustment. 对于短周期而言，库存是一个典型周期，2008Q4和2009Q1的去库存很强，未来有空间补库存。2009Q1的消费改善可能不是数据的简单波动（简直是立刻自我打脸），毕竟财富缩水速度没那么快了，如股价和房价，我们昨天也看到了明显改善的信心数据。但中期调整还要继续，因此，也许我们在秋天就可以看到技术性衰退的结束了。

但中期调整还要继续，还有很多严重不平衡：1.金融机构和居民的杠杆问题。2.居民财富/收入低于历史均值，意味着储蓄率将提高。3.夸张的财政不平衡，这些财政赤字将来早晚要弥补。4.经常账户不平衡。当前的解雇可能不是临时的，而是会有结构性变化，例如金融行业和建筑业。

对于复苏，it is a little hard to see where a robust recovery is going to come from. 特别是，消费受到去杠杆、财富和失业的抑制；政府部门收到财政赤字制约，总不能永远提供财政刺激；企业投资仍然受到金融条件的抑制；最后，我们真正需要的，是全球需求的再平衡，美国需要更强的外需，特别是中国，但这短期又不会快速发生。总体来说，虽然衰退很深，我也不看好强劲的复苏。" "伯南克：

Some认为通缩风险有所缓解但仍要担忧。Some担心通胀上行风险，产出缺口可能被高估了，而扩表可能推升通胀预期。正因此，我们才要尽快讨论扩表的退出方案来稳住预期。" "伯南克：

我们之前已经很激进了，包括2008年12月ffr降至0，上一次FOMC我们扩大购买。当前的共识是standing pat（也就是啥都不做）"

20090429 VOX Buiter The global recession has not turned the corner "(这篇文章是严肃的研究者Buiter给出的一系列的看空观点，那么，为什么错了？）

（其实这篇文章挺值得推荐的，为什么那些成功预测了经济走弱的悲观者们最终错过了经济的拐点）（结合桥水0428是挺好的）

（初步错误理由可能包括：1.低估了联储相比历史上的巨幅发力程度。2.低估了中国经济的全球总需求拉动能力）（总之就是低估了中美政策力度，错误判断了中国经济的结构性较好的基本面）

美国经济已经走弱了一年半，英国已经走弱3个季度，欧元区、日本和EM其实走弱了没多久也就几个季度吧。至少对于DM而言，本次衰退可能比二战以来的衰退都要深和长。这是因为本次衰退伴随了银行体系的问题。历次衰退往往是央行由于通胀而紧缩货币，或者是外生油价冲击——OPEC I和II（这个说法也不准确，例如2000年是科技股泡沫破灭和企业收缩）。以往的衰退中，金融系统通常较好（这个也不准确，1990s初就是银行出问题）。本次金融体系并不是经济走弱的结果，而是经济走弱的原因（这个是深刻判断）。我们可以参考Reinhar & Rogoff的历史研究，对于金融危机导致的衰退，通常衰退更深更长。失业率通常要比低估高7个百分点，并且持续多年，GDP要收缩9%。根据RR的研究，美国放缓要持续到2010Q2。

政策制定者正在重复日本的错误。当前的stress tests进展缓慢。没有及时、给力的给银行注资。

银行压力还有待显现。1.现在银行正在掩盖损失，贷款损失提计不足。2.FASB正在允许银行window dressing，等等。我猜测，到2009年底，到时候会发现压力太大以至于掩盖不住，展现更多的损失，最终政府不得不进行债转股。直到债转股以后，才可能让金融体系重新运转起来。

最终，房价迟迟没有稳住。如果房价不稳，很难看到消费回升，因为房地产是居民的重要抵押品。

此外，当前财政大幅宽松，意味着未来有通胀压力。通胀压力现在并未在长端收益率中被定价，但过去几年以来的错误定价并不少见，等着瞧。

真正的greenshots来自中国，但即使是中国的复苏也不可持续，因为中国依赖出口。

（Buiter的理由：1.RR的历史研究，美国还要再放缓很久。这是缘木求鱼。2.美国政策制定者，特别是财政部门，不够给力，跟日本没有区别。3.银行压力还有待显现，这个跟noubini的是一致的）"

20090501 2009年春季CCER中国经济观察（总第17期）2009中国经济展望\_王志浩 "关于中国经济，我也认为已经见底，不大可能再下降。通货膨胀在今明两年都不是突出的问题。但我认为在未来几个季度宏观经济呈现“V”型走势的可能性比较小，比较有可能的是缓慢回升。

渣打中国工业活动指数是一项综合性的指标，由工业品产出、渣打中国货运指数、银行信贷增速和主要商品进口量按一定的比例和方法糅合而成。该指数与官方GDP 存在一定的相关性，从经验上看该指数可以较好预测经济发展趋势。比如经济活动指数在1997 年底剧烈滑坡之后，于1998年反弹。2003年至2004年初期，经济活动指数明显加速上扬，不久之后受2004年上半年开始的国家宏观调控政策的影响，突然走低，此后在2005-2007 年间又重拾升势，官方GDP 数据也显示出同样的走势。2008年以来经济活动指数增速放缓，尤其是进入下半年，指数降至自1994 年以来最低的水平。最近几个月，渣打中国工业活动指数小幅反弹，显示中国经济活动有企稳迹象，但仍保持低位运行，这也表明中国经济难以快速回升。

1998-99 年私人投资急剧下降，当时的投资也是主要由政府主导，随着经济逐步回暖，私人投资也逐步复苏，但目前我们尚未看到民营企业投资企稳的迹象。此外，近期机械设备进口快速下滑令人担忧，2009 年3 月份下降了25%左右。一般地说，投资增加往往带来设备进口增加，为什么现在机械设备进口还在下降？这令人费解，或许可以解释为民营企业投资尚未回升，或者是机械设备进口与出口行业有关、出口下降导致机械设备进口下滑。

消费是个非常关键的问题。近年来，消费以每年12%-13%的速度增长，主要推动力量为城镇职工收入强劲增长、1998年取消福利分房制度以及大城市股市和房地产市场显现的财富效应。近期的零售额数据表明消费增长仍然强劲，基本上没有受到金融危机的影响，似乎能够在一定程度上缓冲出口和投资增速下滑的影响。但是，分析消费问题时会面临一些数据问题。官方零售额数据既包括私人消费，也包括政府和企业的团体性消费，而且我们认为还包括了零售业库存。总体而言，消费增速随着收入增长放慢和资产价格下挫而放慢，但没有崩溃。

中国经济多少靠外需多少靠内需？这是一个很基本很重要的问题。直接将进出口和GDP进行比较不能说明问题，要回答这个问题我们就必须找出每个行业的附加值情况，看每一个出口品的国内附加值是多少、国外附加值是多少。通过其他学者的研究，我们知道，2006年中国GDP差不多70%靠内需、30%靠外需，美国90%靠内需、10%靠外需，新加坡40%左右是靠内需、其它的都靠外需。所以中国在美国和新加坡的中间，肯定要受到危机的影响，但是上述影响可以克服。

最近几个月新增贷款创造历史新高，其中既有短期贷款，也包括40%左右的中长期贷款。短期贷款当中可能有一些虚假贷款，但是大部分新增贷款应该是真实的。问题是现在这些贷款到哪儿去了？大部分中长期贷款应该是投入到了基础建设、公共建设项目，而民营企业拿到的很少。中国现在不是财政政策刺激计划，而是用银行的钱来刺激经济。大部分刺激经济的钱不是来自财政而是来自银行，长期来说这肯定会带来一些风险。"

20090501 2009年春季CCER中国经济观察（总第17期）会议下半场问答\_ " 梁红：几个月前大家都觉得这次调整会很严重。一个原因是经济增长模式不可持续，调整经济增长模式需要有一段时间。即使我对中国经济中长期增长、对中国内需是挺有信心的，也没有想到会很快完成调整。我认为经济周期可以分为两类。一类是通胀引起的，成本过高了企业没盈利了就减少生产，成本下来后企业自动恢复生产，这种周期比较短。另外一类周期是资产负债表出了问题，银行金融系统出了问题，这种周期的调整时间比较长。对于中国基本面，我觉得没有什么大的问题。现在所有数据都告诉我反弹非常的快，其走势更像V而不是U。

王志浩：今年年初以来信贷增长迅猛，但我们要问银行为什么放贷？其中不少贷款是被强力注入到经济系统中的。1992-93 年也曾出现过信贷猛增，经济增长率也特别高。但那时不仅仅是信贷猛增，还是一个大的改革浪潮，比如激励制度方面的改革。目前我没有看到经济迅猛回升的理由。

梁红：关于通胀问题刚才宋老师也讲到了，现在媒体上还有人说要降息，宋老师已经说要提高准备金率了。肯定有通胀压力，要怎么调还是回到老问题上：汇率不能动，利率就不能动，最后还是要用信贷额度这招。关于消费能力，汽车是个很好的例子。谁会想到我们这几个月汽车会卖得这么好？政府减下来的税也就两三千块钱，加上汽油便宜，老百姓就会消费，虽然很多经济学家都说老百姓没有工作、没有收入、没人消费。美国2000-01年期间网络泡沫破灭之后，也有很多人说美国人没工作、不会消费，但随着价格变得便宜和信贷成本降低，也带动了一波消费高峰。我们国家老百姓消费水平还这么低，对于增加消费我是充满了信心。"

20090501 2009年春季CCER中国经济观察（总第17期）企业负债率支持信贷高增长\_宋国青 "（这篇文章很好。把企业部门的基本面分析的非常好，是一个规范的分析）

2009年1季度贷款大幅度增长的情况引起了很多关注，特别是对于贷款高增长的可持续性有很多疑问。贷款快速增长预示总需求将很快回升。1月贷款数据公布时，贷款的真实性引起了广泛的猜疑，但过去几个月企业活期存款大幅度增加，显示企业利用票据融资套利并不是贷款增加的主要原因。

上一次通货紧缩于1997 年开始到2003年结束，共经历了五年时间。这一次仅5个月就已经发生了明显改变，虽然CPI 还在下跌，工业生产环比已经大幅增长。从数据看，现在与1998年相比有两点不同：一是企业负债率，二是企业投资回报率。

首先看规模以上工业企业负债率。1998年的负债率是64%，本身不算很高，但当时企业在账面负债之外还有隐性负债。很多企业尤其是国企没有留下充足的退休基金安排退休职工，尽管不在财务报表上反映，银行在给企业贷款时会考虑到这一点。算上这一部分负债，那时的负债率要高得多，很多企业是负资产，因此商业银行不愿意给企业贷款，导致信贷收缩。后来经过一系列调整降低了企业负债率，包括进行债务重组成立资产管理公司处理银行不良资产，2001年企业负债率降到57%。此外，通过财政直接安排退休职工工资降低了企业的隐性负债。

另一个关键指标是企业投资报酬率。1998年税前净资产收益率是4%，税后净资产收益率约3%，而当时银行贷款利率是9%。在这样的条件下，投资和信贷自然萎缩，经济几乎确定会进入通货紧缩。后来贷款利率多次下调，到2001年降到6%以下。加上债务重组，2001 年企业净资产收益率恢复到9%以上，税后近7%，略高于贷款利率。

2002年企业贷款增长出现了“前低后高”的情况，1季度同比增长11%，4季度上涨到13%。其他年份贷款增长“前高后低”的一个重要原因是信贷控制。现在与2002年相比，企业负债率相当、投资报酬率更高、宏观经济预期更好。如此看来，银行和企业没有理由不增加贷款。1 季度贷款的高速增长可能包括了一些特殊因素的影响，主要是财政支持的投资项目快速立项引起了配套贷款的迅速增加。这部分贷款的高速增长或许不能保持，但其他贷款还会较快增长。"

20090501 2009年春季CCER中国经济观察（总第17期）全球金融危机下的中国资本市场与宏观经济\_梁红 "中国经济毫无疑问已经见底，经济谷底大概出现在去年12月中旬；现在经济呈现斜率大于45度角的V型反弹态势。更长期的问题不太确定。

很多学者都在争论中国经济是不是见底了，其实股市、债市这两个有成千上万投资者用真金白银进行投票的市场也能揭示非常有价值的信息。2009年以来，在政策利好及充裕流动性推动下，A 股大幅反弹，涨幅居全球之首，新开户数也在回升，绩差/小盘股领涨大市。国债收益率曲线比年初变得陡峭，长期收益率上涨很多，很多投资者开始减少债券仓位，降息预期减弱，信用利差先扬后抑，关于企业破产的担心快速降低。这些不是一个两个数据，而是一系列数据；这些也不是一天两天、一个星期两个星期的数据，而是持续有四个月了。一幅牛市的图景是非常清楚的。从市场给出的信息看，经济的走势不象处于百年不遇的危机，也没有再次探底和下一波金融风暴的迹象。

我个人是从2007年10月开始对中国经济看空的，到2009年1月开始看多，而且毫不犹豫的看多。那时候只是看到了去年12 月份信贷量数据即7700 亿，并听说一月信贷增长得较多。当时我个人判断中国经济周期见底反转是基于对基本面的一个认知：中国的企业、家庭、政府的资产负债表都非常健康。在经济周期下滑的时候，如果没有一个足够大的力量把恶性循环的趋势掉转过来，那么所有资产负债表上的因素都没法起作用。不管什么原因，政府的劝导也好，政策主动引导也好，一旦把恶性循环的势头掉转之后，基本面上的积极因素就会和政策导向形成一个良性循环，经济开始正加速。一月份做出这个判断时候争论还非常多，很多人要么讲悲观的故事、要么讲中国经济结构问题。

事实证明，中国经济在逐月回暖、逐季回暖，而且回暖的速度在加快。这里最重要的一个指标，也是中国经济中唯一的被证明有先行指数含义的指标，就是货币信贷。货币信贷只在经济周期上升的时候有比较强的先行意义，反映银行愿意贷款、企业愿意借钱，反映了经济实体的信心。但在经济下行的时候，货币信贷的先行指数意义就未必明显了，因为我国经常通过压缩银行信贷来进行紧缩，这时各个指标会一起降下来。近期货币供给量与人民币贷款增速正是一个急剧上升的V型。货币信贷这种走势在中国近三十年历史上只出现过一次，就是1992-93 年期间。很多经济学家把现在跟2001- 02年比，甚至跟1997-98年比，我认为这是找错了镜子。1992-93年期间基本上是在一年之内中国经济从非常萧条到非常热，以致于政府需要宏观调控。当年中国既没有出口也没有房地产，靠的是地方的基建和老百姓的消费。所有对中国的内需没有信心的朋友都要知道，中国在1998-2001年这段时期之外的大部分时间都是在跟内需过热、通货膨胀、资源瓶颈、贸易逆差做斗争。我认为M1 跟股市有直接关系，股市热了M1 比例就会增加，但是从宏观总需求概念上来讲M1没有先导意义，它只是被动的二阶的调整。关于信贷中的票据融资也有很大的争议，很多人据此说信贷虚增。我认为票据融资自出现以来都是在经济恢复时非常重要，在宏观调控时最先下降。货币信贷总量对宏观形势变化是最有引导意义的，至于结构问题比如货币里面的M1和信贷里的票据融资都只是对宏观形势做出反应的同期甚至滞后变量。" " 实际上我国有很强的内需，把这个枷锁拿开以后，我自己都对如此快速而大规模的恢复感到吃惊。大家一直认为中国投资过盛，一个原因是投资和消费概念混淆。1998年房改后把购房算作投资导致所统计的消费率下降。别的国家把购房算作投资没有问题，因为他们房地产市场有几百年的历史，而我国2000年以前没有房地产市场，一旦划为消费就会影响对整体形势的判断。此外，用于医疗、教育的支出是消费还是投资？

长期来看，中国的资本深化还有很长的路要走。中国的投资回报较高，现时并不存在系统性的过度投资。尽管现在一些可贸易品部门投资可能相对过剩，非贸易品部门包括基建、公用设施建设的投资远远不足。中国人均资本存量还是美国的零头，积累资本继续投资本身不是问题。有人说靠投资拉动的旧经济增长模式复归，这种看法是不对的。过去投资是建钢厂、电解铝厂，现在无论如何也不会向这个方向投资。" " 中国过去四个月里汽车销量和房地产成交量都回暖。这是走向经济危机的经济会有的表现吗？

一、二月份的时候我还跟同事说，中国经济是大的经济体当中唯一一个一季度明显比去年四季度好的国家，最近这话不敢说了。外围环境也有所好转。美国新屋开工量好于预期，零售增速反弹；德国领先指标和经济增长预期指数明显回升。韩国GDP 去年四季度负增长，今年恢复到比零多一点。我们当年讲中国经济是不是能脱钩。其实全球化下没有哪个经济体能很长时间脱钩，所谓脱钩是几个月内谁带谁的问题。数据说明，我国一二月份的回升明显是靠自己的力量拉的。下一个问题是，我们有没有这么大的能量开始把别人也拉稳了？

信贷货币增速不可持续这句话是肯定对的。所有V 型反转都不可能永远向一个方向持续，问题是它的向上趋势是会逐渐平滑还是过度冲高后再向下落？很难想象现在靠银行、企业的自律就能让信贷的增速很快平滑下来，中国历史上信贷周期的结束从来都是靠信贷额度、宏观调控、政策指导来实现的。越早调整振荡越小，越晚做这个事情振荡就越大...这不但会让今年下半年经济很热，明年上半年经济也会很热。所有觉得通货膨胀不会来的预期都会很快被证明是错的。怎么调下来，什么时候速度放慢一点，这是短期之内市场最担心的事情。最近市场的波动体现了大家的担心。好多朋友问这次危机百年不遇，怎么这么快就给救回来了。这需要理解过去中国经济究竟在哪里失衡？一系列出口政策使得我国不但过度依赖外需，贸易顺差和外汇储备占GDP 比率非常高，而且在内需头上加了一个很大的枷锁，几乎每年实行一次宏观调控和信贷压制。我国错过了最佳时机，外需的硬着陆在某种意义上迫使我们把内需头上的枷锁拿开。"

20090501 BCA, The Bank Credit Analyst, Searching For Clarity; Living With Less Debt, Prospects For U.S. Consumer Spending "[一线曙光]

最严重的经济下滑阶段已经过去。看起来美国和全球衰退将在年内结束。在年初的市场普遍的绝望情绪——其下滑程度以至于难以令人理解，例如日本的机械订单竟然yoy下滑85% in 2009Q1。现在已经开始有一些一线曙光的感觉。经济数据已经不再是全面下滑：ISM、消费者信心反弹，不过NFIB小企业信心仍在下降，就业和投资也在走弱。股市有所反弹，信贷市场紧张程度在减少。市场越来越有信心应该不再是末日论，最差的情况应该可以避免了。下一步，政策的周期力量，例如库存周期，high-beta部门，如房地产投资和耐用品消费，将在财政刺激下回升，并逐渐帮助信贷市场回归正常。

虽然有一线曙光，但风险和不确定性仍然很大（应该指的是银行部门的窟窿怎么办）。2008年底、2009年初的下滑实在太快了，虽然下滑幅度放缓，但毕竟仍在下滑。credit headwinds和去杠杆意味着难以有强劲复苏。

[银行仍有压力]

马上要公布对19家银行的压力测试，结果将说明哪些银行需要资本。这些银行有10.4万亿资产，但只有6340亿资本，资本显得很不够。IMF估计银行total losses是1.6万亿美元，而已经write off的不到6000亿。如果stress test显示银行资本金足够，那才是奇了怪了。现在看银行体系可能还需要募资5000亿美元。

更有趣的问题是，这些资本哪里来？前一段时间的私人部门注资都损失惨重，估计还是政府来注资。

仅仅注资也不能让银行放贷。银行在过去几年已经放贷过多，而资本金不足。仅仅是给银行注资是不够的，还需要剥离银行的有毒资产，这方面进展有限。正在进行的PPPIP没有明显进展。从逻辑上将，如果私人部门愿意买，那么银行为啥又愿意卖呢？

最终而言，一些银行是需要被国有化的。" "现在担心通胀实在太早了。当前的风险是通缩。

NFIB调查显示0%的企业计划提价。" 政策将到2010年底都保持非常宽松。这是因为政府同时面临着通缩压力（经济），信贷和资本市场难以政策运作（市场）。 "现在前景仍不清楚，还没有到高配股票的时候。

中性配置股票。当前股市估值还没有低到足够有吸引力的地步，但货币政策也极度宽松，we have never had such extreme policy stimulus.

未来几年而言，股市跑赢现金和国债应该没什么问题——当前的分红都已经可以跑赢长端国债对于低配股票的投资者，我们建议回归中性，与上个月的建议一样。但长期而言股市收益应该是一般。

债券。国债的中期和长期前景都不好，长期面临着大幅财政赤字和最终的inflation scare。当前的机会主要是企业债。我们用企业基本面估计了可能的违约率，这个违约率虽然很高，但还是低于企业债implied的违约率，建议高配企业债。我们现在也建议高配HY。"

20090501 PIMCO The Shadow Banking System and Hyman Minsk Minsky's key addendum to Keynes' work was really quite simple: providing a framework for distinguishing between stabilizing and destabilizing capitalist debt structures.

20090501 VOX Gordon US recovery in May 2009\_ New evidence based on a surprisingly robust linkage "对于如何确定衰退的时点，我发现了一个令人惊讶的紧密历史关系：the cyclical peak in new claims for unemployment insurance (measured as a four-week moving average) and the subsequent NBER trough. 考虑到首申在2009.4.4触顶回落，因此按照历史规律2009年5月中旬将是NBER衰退的低谷。

If the NBER procedure were to use data on new unemployment claims as a major criterion for choosing the trough date, then this “discovery” would be tautological. However, as a participant in the NBER deliberations for three decades, I can attest that neither new unemployment claims nor continuing claims nor the unemployment rate itself has ever been given the slightest consideration.

For any macroeconomic variable to show such a tight relationship over five successive business cycles is quite startling because of the changing dynamic relationship between output and employment during the same period.

(这个关系这次依然成立，太NB了）（Gordon做的很仔细，包括历史上的各种false signals，false signal的首申回升幅度有多少等等）"

20090504 bwam The fed's money creation in negating the credit contraction which has eliminated the worst case scenario "(桥水确实是危机期间一战封神，可以说是抓住了两次拐点，牛掰牛掰，佩服佩服）（这篇报告可以推荐）

我们对经济和金融市场的悲观情绪已经有一段时间了。我们在上周改变了观点。We shifted our view last week. 这里再重复一下自己的观点。短期而言，美国经济可能由于库存周期而有所反弹，但增长中枢应该回落至2%附近，否则debt growth将高于income growth (unless dollar devaluation).

换句话说，我们正在一个经典的reflation——例如1971年的reflation，但使用的工具是QE而非降息——因为利率已经降至0。我们认为严重的经济收缩已经被避免，应该也没有通胀风险因为slack太大，但更可能的风险是美元走弱。

联储注入流动性首先流入金融系统，然后流入到所需要的人手里。这意味着金融资产价格首先会上涨，股价已经接近要break out to the upside, 如果继续上涨，这就是确认了流动性注入的intended effect."

20090505 Gavekal A Strange Disconnect "对于BAA收益率，我们发现过一个神奇的5%规则：当BAA真实收益率超过5%的时候，经济和市场都会承压：1.如果投资BAA可以获得5%收益，为啥还要买高风险股票，因此股票承压。2.如果债券收益率这么高，企业会用现金来购买自己的债务而不是投资。

历史上，BAA和房贷收益率是亦步亦趋的，换句话说，当企业受伤的时候，居民部门也受伤。现在却不一样，房贷收益率在联储支持下在下降，而BAA仍在高位。因此赌两个收益率的弥合是一个风险较低的交易。"

20090505 Gavekal The Trans-Atlantic Contrast in Bulls vs Bears 我们与机构投资者的交流中发现，欧洲投资者普遍悲观，美国投资者则很乐观。虽然欧美投资者天然似乎有这种区别，但当前的差异是非常强烈的。（应该是代表了美欧当时经济的差异）

20090506 中国货币政策执行报告（2009年第一季度） " 2009年第一季度，我国扩大内需一揽子计划已初见成效，经济运行出现积极变化，市场信心有所恢复，形势比预料的要好。第一季度，实现国内生产总值（GDP）6.6万亿元，同比增长6.1%；居民消费价格指数(CPI)同比下降0.6%。

货币信贷快速增长，贷款利率继续下行。2009年3月末，广义货币供应量M2余额为53.1万亿元，同比增长25.5%，增速比上年同期高9.3个百分点。人民币贷款增速进一步加快，3月末人民币贷款余额为35万亿元，同比增长29.8%，增速比上年同期高15个百分点，比上年末高11.1个百分点。第一季度，人民币贷款增加4.6万亿元，同比多增3.2万亿元。人民币贷款利率继续下降，3月份非金融性公司及其他部门人民币贷款加权平均利率为4.76%，比年初下降0.8个百分点。人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定，3月末，人民币对美元汇率中间价为6.8359元。

当前，国际金融危机还在蔓延，对我国经济的影响还在加深。外部需求持续萎缩，一些行业产能过剩，企业经济效益下滑，就业困难增加，经济下行压力仍然较大。

中国人民银行将坚定不移地落实适度宽松的货币政策，保持政策的连续性、稳定性."

20090509 GS UEA Taking Stock of the Inventory Cycle "库存在之前拖累很大，2008Q4贡献了年化GDP增速的2.8pp的拖累。现在总需求有企稳迹象，因此库存可能转为贡献。（这句话很经典，关键是总需求）

库存有长期结构性转变，现在库存越来越从manufacturig sector转到wholesale and retail sector.其中retail的库存调整对总需求最敏感，而另外两个sector的调整速度略滞后1-2Q。上述结构转变也意味着现在库存对总需求的反应越来越灵敏。

库存如何贡献增长，关键指标是inventory/sales，这个越高，应该是对应着越要去库存。我们的估计的办法是预计在（？）某个时刻库存恢复到2007年底水平，这样的话，库存这个过程中可以贡献多少GDP。有多种估计办法，一种办法是假设sales保持当前水平不变。"

20090516 GS UEA US Recovery Why V is Unlikely "当前市场共识已经是经济将在2009H2企稳，那么市场辩论的焦点是回升幅度。我们认为V形复苏可能性不大。我们预期GDP在2009H2的年化回升是1%，在2010H2的年化增速回到2%（结果是错的）。

历史上，回升的力量有五个，包括：1.货币宽松和财政刺激。2.居民地产需求回升，住房建设回升。3.耐用品消费回升，部分原因是购房。4.雇佣增加。5.库存。其中2-3是居民，4-5是企业部门。（注意，这里面没有企业投资）

复苏乏力的原因是：1.房地产供给过剩，使得房地产建设的周期回升不强（应该是对的）。2.企业雇佣意愿不强，更可能是“压榨”劳动力，提高生产率，即又是jobless recovery（原因没说清楚，但结果是似乎是对的）。3.居民部门有重建储蓄的动力，因此消费回升会很乏力。

我们担心复苏在2010年停滞。因此我们预期2010年财政刺激还要加码。

（好吧，我看结果来说，美国在2009年的回升也算是V形回升，只是2011年才再度走弱——这是否源于欧债，暂时还说不清楚。问题来了，GS为啥错了？）（答案应该是消费，2009年储蓄率是企稳下降的）"

20090518 Gavekal No Need for an “Exit Strategy” 现在央行讨论所谓exit strategy为时尚早，未来联储要长期保持当前宽松。下一步的紧缩更可能是来自财政。

20090523 GS UEA Tug-of-War Between Financial Markets and Real Data "核心零售已经连续下跌两个月，这也许是数据噪音。不过就业数据依然不佳，首申似乎停止了4月初以来的下降。

资本市场还是继续乐观。3月初以来金融条件放松，财政政策逐步起效，美国经济有望在2009H2企稳。" 货币政策方面变化不大。现在有一些委员表示希望在4月FOMC会议上已经愿意进一步扩大长债购买计划。我们认为会有越来越多的委员赞同这个观点。

20090525 Feldstein Has the US Recovery Begun "我并不认为美国正在开始可持续的复苏。

乐观者引用的数据并不具备说服力。乐观者认为房地产建设活动在回升，房地产价格跌速放缓，但房地产yoy下跌其实依然很深，变化并不大；Q1的可支配收入确实回升，但这源于一次性的tax rebates and government pension payments，减税效果已减弱，4月零售已经不好。最后，就业仍在持续快速收缩。

关键问题是，政策支持都是一次性的one-time rise in the level of activity，美国经济增速将在2009年底回到负增长。简单的说，当前政策尚不足以抵消大幅的财富损失，而当前的银行体系也不能提供信贷，房价下行的恶性循环也难以结束。"

20090526 Roubini Green Shoots or Yellow Weeds "最近的数据并不算好，零售，IP和房地产数据依然疲弱。当前政策确实就如Colin Powell的所谓overwhelming force原则，正在大力宽松。随着库存周期调整，经济是有可能在2010年初反弹的。但这种反弹不会很强。还有大量问题难以处理：1.就业仍在快速下滑，这将抑制消费，并到这银行进一步损失。2.当前银行业是偿付性危机，而非流动性危机，银行提供信贷能力受限。3.金融系统严重受损，影子银行的大部分已经消失。4.财政赤字是不可持续的，货币宽松短期不带来通胀但长期带来通胀

（Roubini也是满嘴跑火车了，反正一味看空就是了）

（总结一下，看空的原因依然是2008.10以来的经济下滑原因，这个节点上的关键问题就是衡量政策是否足以拉起经济）"

20090528 bwam The fed''s big question is our big question how much of the hold will the fed fill in "联储思考的问题，也是我们思考的关键问题（这句话说得好）：当前需要联储通过QE再填多少窟窿？看起来当前的QE暂时足够，但联储还要做更多。

因为：1.收入将会承压。当前可支配收入回升主要原因减少等财政支持，这一支持在Q3基本结束。考虑到就业仍差——continuing claims是对失业率的很好同步指标，但公布更早——就业是收入的关键决定因素，因此收入会走弱。2.当前居民难以举债，这意味着收入将决定支出。3.居民收入、支出疲弱，意味着违约率还要上升。当前房贷违约率已经到9%。4.银行将面临更大困难，2009H2和2010H1将有许多破产，这导致联储必须购买更多的资产来填补窟窿。"

20090601 BCA, The Bank Credit Analyst, Not Convinced; The Outlook For Corporate Earnings "[冷静对待股市反弹] （这个可以当做反面教材研究：为啥列举的证据是错的）

当前经济正在从2008底/09初的超调中恢复，这并不奇怪，毕竟那种幅度的超调是不可持续的，当时的水平实在太低了。因此，当前的经济回升，可能看起来并且感觉起来像是V-shaped rebound. 但当经济活动回升到雷曼前水平的时候，再进一步复苏就很困难。可能发生的是halting upturn at best. 这是因为消费者财富损失太大，需要重建资产负债表。

总体而言，当前的回升力量不够坚实，美国和全球仍在衰退中, domestic and global recession is still intact。1.信心的改善是脆弱的：当前很难理解为什么消费者和企业信心的预期分项在明显回升，与此同时信心现状指数却维持低位——唯一可靠的解释是，当前情况已经很差了，未来只会变化（或许并不难理解：房价、就业、收入、油价对在恶化，但股市在回升，或许这解释了两者区别吧）。对于房地产，虽然affordability已经改善、房贷利率已经很低，但房贷真实利率——房贷利率减收入——仍然不低。当前信心在就业尚未改善以前就回升了，这意味着信心的改善是脆弱的（这一点可能确实犯错了，信心应该是就业的领先指标，而非落后指标，这一点我已经有仔细研究）。2.贸易没有明显好转。全球贸易量仍在低位，BDI虽然回升，但我们的contact说看到BDI将在夏天回落。credit crunch导致贸易信贷走弱。3. ISM在回升，但NFIB依然不佳，hiring不好（这个NFIB是滞后变量），资本开支也不强。当前非国防资本品订单也很弱。这说明企业盈利背景依然不好。

[无近忧，有远虑]

长期确实有很多问题。很多著名的评论者公开表示hyperinflation将不可避免。我们还是认真对待这些观点的。因为每一次危机以后的政策刺激往往为下一个危机埋下种子（那么问题来了，过去十年种下了什么种子？难道我们忘记了过去的担心了吗？）。本轮危机以后，私人部门已经难以加杠杆，这意味着政府赤字将大幅增长，这种增长确实令人难以置信的大。

但暂时还不用担心通胀。联储也知道在未来的某个时点需要退出QE，以防止通货膨胀。但当前而言，还没有看到通胀迹象。

更不用担心美国政府违约。This is a rediculous notion，因为美国政府资产很多，没必要违约等。

[盈利长期前景]

从NIPA可以看三类企业盈利：本国非金融企业，金融企业和海外子公司。对于本国非金融部门，没有太大趋势转折。对于金融部门盈利，在1980s和2008有两次较大幅度的回撤，其他是否没有那么强周期性，很难说趋势在哪里；当然，从1980s到2006年，即上次低谷到这次回撤前，金融部门盈利可以说持续高增长。对于海外子公司，在1993年以后有结构性的盈利增速上升。

当前企业营收大幅走弱，这与GDP走弱是一致的，但企业margin大幅上升，这背后是企业productivity大幅上升，企业强力裁员来提升生产率。就margin而言，可以看到overseas profits as % of OECD GDP excluding U.S.在大幅上升。要知道，对于美国的海外收入，欧洲占50%，这个是大头；亚洲EM其实只占到美国海外营收的15%。" 通缩风险是更大的风险。 联储在2010底/2011初以前很难加息。 "股市已经从3月份低点反弹了30%了，信贷利差收窄，经济数据也边际企稳。这非常好！但也要冷静对待。

中性配置股票。乐观的观点并不难理解：1.当前股市估值偏低，未来几年跑赢债务和现金不是难事。2.经济在2009H2将复苏。3.利率低，货币宽松，放在其他部分没有什么收益。

但是，当前不确定性仍强，不建议高配。我们过去以来并不悲观，所以我们不建议低配。但高配的理由还不够充分（Barnes是比较谨慎的）, We await more clarity on the economic outlook.

当前并不是一个典型的周期。Great bull markets are fueled by free-flowing credit ，而当前信贷体系尚不能顺利运转（确实，桥水的观察更深刻：联储刻意注入流动性来支持资产价格，资产价格反而先受到支持）

中性配置债券。最近市场在担心国债发行过多的长期通胀问题——主要是TIPS定价反映的（我觉得可能有一定TIPS市场流动性问题）。我们认为通缩风险更大。因此，当收益率到4%以后，将是买入时点。在3%附近应该是比较合适的水平，这可以进一步将私人部门利率带下来，有利于支持当前较弱的经济。

房贷利差已经跌回到pre-criris的低水平，我们建议不要再碰这些债券了。企业债利差也收窄了不少，但还可以继续买一些企业和投机债券。"

20090601 bwam A lot to chew on "我们认为破产是个好事情。因为破产让mistakes into new beginnings. 但这一过程如要是可控的话，需要政府、特别是联储来fills in the hole。 下一步出问题的可能是市政债。

Reflation is going moderately well. 不过当前重新注入的流动性并没有带来新的信贷创造。很多信贷发行只是把短债换为长债。

当前联储资产负债表正在结构性变化，联储在购买长债，而此前危机期间的流动性注入正在unwind，私人部门不再依赖联储的直接流动性注入了。"

20090601 Gavekal The Increasingly Convincing Recovery "仍有很多人不相信复苏已经开始。理由包括：

1.当前的国债收益率上升是经济不能承受的。其实这个逻辑并不成立。回顾历史，每当国债收益率上升时，其实企业收益率都是下降的——信用利差收窄的更快。

2.日本式长期停滞当中，有许多僵尸银行；而美国当前似乎要支持许多僵尸银行。我们认为这个逻辑是颠倒因果。僵尸银行是长期增长疲弱的结果。

3.当前市场有评论者担心欧洲危机，这个担心我们同意。德国等政府应当为边缘国家担保，这符合德国利益；但美国政府本来也应该避免雷曼破产，结果还是发生了。当前市场还没有担心欧元区边缘国家违约风险。"

20090601 PIMCO The Exit Strategy Its About Hiking the Fed Funds Rate, Not Necessarily Soaking up excess reserevs "我其实颇为困惑，为什么那么多人如何坚定的说必要先缩表才能加息。其实联储完全可以在尚未缩表的情况下加息，因为联储可以对超额储备金付息了。

现在许多声音希望联储尽早制定所谓退出方案。当然，迟早联储的宽松会重新刺激总需求导致过热，但这本来就是联储所希望的。当前对于担心过热还太早了。

总之，市场希望尽快制定退出方案，这想的太多太早：1.完全可以在缩表前就加息——当然，如果既加息、又缩表，这无疑释放重量级信息。2.距离能够刺激总需求过热，还离得远。

当前市场开始考虑2009年底就加息，我认为这是愚蠢的。我认为2011年前都不会加息。"

20090603 FOMC Transcript confcall "伯南克：

当前国债和房贷利率显著上升，我们需要讨论一下如何对此进行沟通。首先，这种大幅上升本身肯定不能说完全是一个好事情，特别是当前美元在走弱、美股也表现不佳，这似乎有一种美国面临资本流出的迹象。如果这种情形保持一段时间，这是值得担心的。不过总体而言，我觉得我们暂时按兵不动，继续密切观察。I would not recoomend any change in our policy… our best approchc there would just be to wait and watch and see how things go. "

20090617 FOMC Greenbook 过去六周大体符合预期，经济下行有所缓解。消费在年初以来看起来比较稳定，新房销售和开工都走平，投资减弱也没有2008年底看起来那么眼红。就业和IP还是不好。当前我们预期Q2gdp年化增速-1%，Q1年化增速是-5.5%。外需前景有所改善；不过油价回升和房贷利率回升。 现在市场预期ffr在2009年底已经回升，2010年会升到接近2%。

20090618 FOMC Bluebook 看起来Supervisory Capital Assessment Program (SCAP)公布的银行业结果让投资者担心有所缓解。银行随后发型了大量股票和非担保债券，金融股票也相对走强。

20090623 bwam The impact of Chinese demand on the world "全球经济的下行有所缓解，我们认为最重要的是联储的宽松，防止了全球金融系统的自我崩盘。但在非美经济体中，中国政策宽松是最为重要的。这突出体现为中国在出口走平的情况下，进口明显上升。这很明显的让EM受益，DM对此受益有限——DM更多与联储等央行宽松有关，仅仅靠中国内需回升的作用有限。中国经济的回升，以及其一定程度的商品补库存，是的中国经济成为实际上唯一进口明显回升的国家。

我们所能预想的最好的情形，是中国内需回升、人民币升值，以及联储极度宽松、美元贬值，这对于全球可持续复苏是最好的情形。"

20090623 Sinn Is the Bank Crisis Over （作者再度强调银行体系的亏损非常严重，那么问题来了，为什么后来美国银行体系看起来没有构成严重拖累？）

20090624 FOMC Transcript "伯南克：

先总结大家的看法。Most看到初步企稳迹象。去库存仍在进行，这对下半年是好事情。但就业市场仍然非常虚弱，financial markets may be ahead of themselves. 消费虽然没有下降的，但也不够稳固，因为就业差、财富的前期大幅走弱和更高的而油价。房地产边际企稳，但对于房贷利率的上升仍然脆弱。就业依然是特别要担心的领域，当前workweeks are shorter, total hours of work已经大幅下降，more layoffs是永久性的。我补充一下，参与率的上升是源于财富效应。

我的个人看法是，金融市场的改善至少不是坏事，我们至少应当受到一定鼓励。当前银行可以raise capital并且他们的funding也改善——CDS利差下降，这是非常鼓舞人心的。不过过去六周一个重要问题是长端利率回升。总体来说，过去六周金融市场广泛改善，但我们仍要谨慎。我回忆在2007年10月我们的声明本质上再说金融危机将要结束，在2008年夏天我们也期待复苏，但两次都错了。我们确实当前看到了初步企稳迹象，但这些还不确定，金融市场的改善也不能保证继续。

值得指出的是，本次衰退太深，仅此即使增速有所回升，当前增长水平还是太低，失业率水平还是太高。The longer you're away from full employment, teh worse credit losses will be, the worse hysteresis will be in the laber market, the worse income effects will be on consumers, and so on. 因此，我们对于宣布胜利要比较谨慎。" "伯南克：

先总结大家的看法。当前公众对于财政赤字和联储资产负债表的担心可能推升通胀风险和长端利率，因此对联储的exit strategy的沟通是有必要的。

我个人看法是，通胀总体上是要继续走弱的，但通胀预期是另一回事。" "伯南克：

总体而言，我们不需要明显改变政策。

我也建议把最后这一句话去掉""The Committee will take

careful account of the necessity of assuring that policy accommodation can ultimately

be withdrawn smoothly and at the appropriate time."" 因为我记得在我刚当上联储主席的时候，我曾说过""the time would come, eventually, when we would

have to stop raising interest rates.""但金融市场立刻对ffr重新定价。I was completely flabbergasted by the inability of the markets to understand plain English. 但事实就是如此。"

20090625 Barclays\_Global\_Outlook\_Green\_shoots\_blossom "本次主题是Green shots blossom. 当前亚洲的复苏已经是确定性的了，而英美的复苏则比较初步。尽管就中期而言，由于大量财富损失和消费者去杠杆，还有财政货币的退出，但这是长期问题，不能阻碍经济周期性复苏。

本轮美国确实是最后一个复苏的。2008年底开始中国和个别EM开始复苏，然后是亚洲。日本是DM当中第一个触底的，然后欧洲大体在3、4月份触底，美国明显滞后，大在5月份IP仍在走弱。美国的滞后在历史上是很不寻常的，因为美国通常领先于周期——本来有很多人依然认为美国将领先。本次美国的滞后和汽车行业有关，克莱斯勒和通用破产了，干扰了汽车生产计划。（通用在6月1日申请破产）"

20090626 Delong Sympathy for Greenspan "现在很多人批评说格林斯潘在2001-2004年的低利率催生了当前的泡沫。从根本上，格林斯潘是冒着可能刺激房地产泡沫的风险来减少失业率。那么问题来了，这个bet是合适的吗？我至今没有答案。

可以确定的是，你确实不能说格林斯潘在2001-04年是让利率低于自然失业率。Wicksell对natural level的定义是不引发通胀，要知道2001-04年那个时候是通缩压力，因此格林斯潘当时的利率并不低于自然利率。真正的问题是：1.联储已经明白，不能冒着引发通胀的风险来降息和降低失业率，那么2.联储是否可以冒着刺激资产泡沫的风险来降息和降低失业率呢？我对此没有准确答案。"

20090701 BCA, The Bank Credit Analyst, Reality Bites; On The Road To Ruin A Mid-Year Visit From Mr. X "[经济企稳，但难言强复苏]

美国和全球经济有企稳迹象。现在的数据比较mixed，这正是转折点的迹象。PMI等diffusion index已经在几个月以前转折，LEI也转折，这预示着经济将在2009H2复苏。

The odds favor a sluggish economic recovery. That seems to be a consensus view, but that does not mean it is wrong. If growth is going to be on the sluggish side, then policymakers will be slow to remove the policy stimulus.

复苏更可能比较温和，且不确定性很大。经济增速的回升是一方面，经济绝对水平的恢复是另一方面。当前经济绝对水平仍低，会长期给人一种衰退的感觉。复苏可能是过山车式的颠簸，而且时刻受到另一次经济或金融危机的威胁。消费者基本面不佳。就业方面，广义的失业率——考虑marginally attached and those working parttime现在是16.4%，比失业率高7pp，历史上这个gap大约是3.8%左右，所以就业市场的恶化程度比失业率指示的更高；居民财富损失很大，这让居民没有信心来借贷；居民debt-to-income ratio已经overshoot，即使未来回到趋势线，我们计算了一下，意味着2008-2013年的年均消费增速仅1.3%（这个预测很准确）。中国经济增长较好，但中国的补库存不会无限进行下去。此外，我们认为政策当前还不能说完全起效。

但也不应该认为美国会陷入日本式停滞。关键在于相信政策制定者会保持刺激政策。联储对于经济并不乐观。

长期担忧持续存在。当前财政赤字超过2万亿，而联储在印钱，许多投资者很难想象如何通过to borrow and spend one's way out of a financial hole that was created by too much borrowing and spending. 但我们认为2008年底以来的天量刺激政策无可非议，因为当时危机太严重了；当然，等到下行风险解除以后，政策应当退出；但问题是，当前还没有解除风险和不确定性，复苏很脆弱。但我们确实同意，当前的天量刺激注定在未来

[政策只能说成功了一半]

联储成功了减轻了financial stress，避免了金融体系的自我崩溃。政策本质上已经underwriting the financial system, removing counterparty risk.

但是，宽货币并没能刺激信贷回升。传统的货币宽松作用渠道有4个（总体来说都是刺激信贷回升）：1.降低负债成本，刺激消费和企业投资。2.支持资产价格和财富效应。3.陡峭的收益率曲线提高银行利润（其实也是降低银行成本）。4.让美元走弱，不过这取决于各国央行的综合影响。当前虽然短端利率很低，但并没有信贷回升。如果没有信贷回升，就很难有强劲复苏。信贷难以强劲复苏的一个重要原因是，从银行角度而言，是银行过去几年过度供给信贷了（以credit to gdp ratio来衡量，其实仔细想想，很难说明白这个宏观指标——其实就是宏观杠杆率嘛！——跟微观上但企业lending倾向有什么关系）

政策将持续面临退出风险。更长期而言，政策退出构成长期风险。政客通常宁愿长痛而不要短痛，但如果退出过慢，市场可能revolt。这个逻辑意味着，通常需要一次危机才能产生政策调整；如果退出过快，则会扼杀复苏。

此外，当前奥巴马政府推行医改也将导致长期财政拖累，因为通常成本都比预想的要高。不过就近期而言，美国还有足够财政空间来辗转腾挪。" "[用通胀来解决债务问题其实并不容易]

An explicit move to creat inflation需要三者的配合：联储、债券投资者和货币投资者。

当前联储已经足够货币宽松，所以联储已经不是问题。

但当前债券投资者仍会担心通胀，今年以来债券收益率从3月中旬的2.5%回升到6月初的4%，很大程度上是因为increased inflation fears. 这让房贷利率更高，抑制了房地产的复苏. In other words, bond vigilantes showed that they still have the power to shut the economy down, nipping any inflation cycle in the bud. （其实bond vigilantes是可以指定货币政策的）.

对于货币投资者，如果预见到美国故意推高通胀，美元可能发生像拉美式货币危机。

总之，在open markets情况下想推升通胀并不容易。

当然，我们同意，在中期而言，通胀有上升压力在，这源于财政赤字。在几年前，央行们的通胀目标是1%附近，现在很多已经把目标明确定为2%，未来也许是3%。" 当前市场认为2009年将加息，我们认为联储在2010年内都可能不会加息，因为经济复苏很脆弱，而且一直有通缩风险；按照Taylor rule，当前甚至是负利率。 "当前周期背景对股票并不是很差，但也不是很好。货币和财政政策非常宽松，但短期而言，企业盈利前景不确定，信贷扩张还未出现，股票估值也不算便宜了；中期而言，政策退出节奏也很难把握。

中性配置股票。当前估值已经不能说是便宜了，不过股票在未来几年是比较容易跑赢债券和现金的。就明年来看，股市当然有可能上涨，重要原因是lots of cash on the sidelines, 即利率太低，货币太宽松了。

当前不确定性仍强，我们仍推荐保护本金，仅对股票中性。当前市场有很多投资者已经深深的怀疑复苏的timing, 强度和可持续性，我们认为这种怀疑是有一定道理的，毕竟本次危机冲击太不同寻常。

当然，即使是温和的复苏，也应当中性配置股票了。

中性债券。债券收益率在未来6-12个月应该是区间波动。更长期来看，收益率可能上升。从估值角度，HY已经偏贵了，但投资级债券仍有上涨空间。"

20090701 PIMCO What If \_ PIMCO "现在全世界都在急切的讨论当前公认的不可持续的政策退出机制，这些政策包括联储扩表和财政赤字。甚至有所谓共识认为，美国应该接受日本式停滞。我强烈反对上述观点。其是Krugman在1998年，Bernanke在2003年已经给出了另一种办法。

Krugman在1998年的""Japan's Trap""里面写到，如果公众相信央行在未来会unprint the money——用今天的话说，implement an exit strategy from money printing——那么printed money sill simply be hoarded, rather than spent，因为通缩思维将继续存在。Krugman建议，The way to make monetary policy effective is for the central bank to credibly promise to be irresponsible.

Bernanke在2002.11的最著名演讲""Making Sure 'It' Doesn't Happen Here"", 这个演讲可以作为最近联储政策anti-deflation的路线图。但Bernanke在2003年5月的演讲Some thoughts on monetary policy in Japan同样重要，这个给出了如果anti-deflation仍不够用的情况下怎么办。Bernanke建议日本央行采用price level targeting. 当然，伯南克也指出这个沟通起来有困难：一方面要承诺把通胀补偿式的推高，同时要让公众相信长期通胀是稳定的。更重要的是，伯南克指出央行此时要“臣服于”财政部门，采用tax cut in effect financed by money creation... essentially, monetary and fiscal poilcies together have increased the nominal wealth of the household sectors.

当前美国尚未进入通缩，因此伯南克讲得暂时还不完全适用，但至少比所谓当前的共识要靠谱。Yes, as Bernanke intones, there are no free lunches. But no lunch doesn't work for me. Or the American people. While it is trre, as Keynes intones, that we are all dead in the long run, I see no reason to die young form orthosoxy-imposed anorexia."

20090703 BCA.gis GIS\_3jul09\_SO\_P1of2 "宏观主题：Reflation or Relapse?（这个gis的主题确实是比较滞后，完美反应过去一个季度的情况，跟barclays是有的一拼）

当前风险资产已经rally了一波了，过去的低估值已经不再存在。未来一段时间，可能是刺激政策和经济内在通缩压力的拉锯战，资产价格面临回调（但实际上仅回调两个星期再度开启牛市）。债券oversold但算不上低估，因此收益率顶多rally到3%。从周期角度，债券收益率将会升至4.25%，即一个标准差的债券低估，这对应着当前的周期位置。"

20090710 JPM\_Global\_Data\_Watch\_\_\_\_2009-07-10\_305178 全球经济进入复苏，尽管美国仍有所滞后。全球复苏的闪光点是汽车行业，汽车销售回升极其强劲。美国仍然较弱，2009Q2的消费可能已是负增长。美国消费者的收入在2009H2将面临压力，因为政策支持主要在2009H1，后续消费的企稳还需要就业市场稳定。中国人民银行已经开始微调政策，因为增长很强。

20090713 CF40周报 资产价格泡沫与货币政策 （翻译稿）格林斯潘：如果政治压力致使央行不能及时控制其膨胀的资产负债表，那么到2012年通胀就会卷土重来；如果市场预期，货币供应量会在相当长时期内保持高企，通胀的出现还会再提前一些。通胀是未来10年一个值得特别关注的问题。传统上，为了限制出现破坏性通胀的可能性，美国依赖联邦债务水平与粗略估算的总借款能力之间的巨大缓冲。目前的发债预测如果成为现实，肯定会把美国危险地推近名义借债上限。对于通胀率最终会大幅上升的担忧，可能很快就会开始影响美国较长期国债的收益率，即利率。美国面临一个选择：是一旦当前的通缩风险消失，就立刻削减预算赤字和货币基数，还是迎接可能的通胀飙升。

20090713 CF40周报 资产价格泡沫与货币政策 "我国央行8日公布最新信贷数据，其中6月份新增人民币贷款飙升至人民币1.5304万亿元。流动性的极度充裕，是去年底以来股指和房地产市场强劲反弹的第一动力。当前受通胀预期与宽松流动性的双重推动，股市已经突破3000点大关，而有些地区房地产市场价格甚至已经超过2007年历史最高水平，资产价格泡沫形成的趋势明显呈现。随着贷款增速的提升和资产泡沫的扩大，中国通胀可能会何时到来呢？

孙明春：中国经济在经历了过去几个季度的大幅度调整之后，已经明显企稳。本轮中国经济下行的主要原因不是出口的急剧下滑，而是国内大幅度的存货调整。因此，即便出口形势在今年年底甚至明年没有明显好转，中国经济也会随存货调整的结束(和刺激政策效果的显现)而出现大幅度回升。预计明年的GDP 增长率会在10%以上。虽然我们非常支持政府的大规模刺激政策，但目前看来，我们感觉这一政策的规模可能已远远超出了原来的计划，而且似乎还在继续增加。在短时间里投资和贷款增速过快，会带来严重的流动性过剩，催生资产泡沫。

有几项关键经济指标已达到十多年来最强的，甚至可以与1992年至1994 年的“超级经济过热”相媲美。名义固定资产投资额今年前5个月同比增加了33%，很多项目的完成可能需要2-3 年甚至更长，这一高增长意味着明后两年的固定资产投资规模也会非常大。M2、房价等。

从上述指标判断，中国经济在接下来的一至两年里要担心根本不是过冷，而是偏热或过热。坦率地讲，即便从现在就立即采取货币紧缩措施，严格控制新增贷款和新开工项目，估计今明两年的货币供应量增长都很难低于20%。如不及时控制，货币供应量增长甚至会更高或历时更长。"

20090714 Gavekal A V-Shaped Recovery in Profits （这篇报告给出了复苏期间的各类怀疑词汇，还是一个比较好的总结）Once again, we seem to be going through the same motion of events: first, we were told that the fiscal and monetary stimulus would, this time around, not gain any traction (remember the “pushing on a string” and “ice age arguments of 2003?). Then, as ‘green shoots’ sprout into a jungle, we are told that the economic recovery is simply an “inventory-led” rebound. Logically, this means that the next step from here on out should be declarations that the recovery is a “profitless recovery”. Following that, and as profits emerge, we will likely be told that the recovery is “jobless”. In turn, the recovery will be “unsustainable”… until, of course, books are written (maybe by us?) about how we are living a “new paradigm”...

20090715 Roubini The Joblessness Threat "（果然如Gavekal所说大篇幅的说就业市场不好…但jobless recovery也不少见）（Roubini抱着一个末日论的极端说法；Barnes虽然也承认长期问题，但也不至于说的这么惨，recovery总还是先发生一会儿）

如果政策宽松不持续，则可能像1930s大萧条和1990s日本长期衰退当时一样，经济再度进入萧条；如果政策持续宽松，由于财政不可持续，bond-market vigilantes推高收益率，经济也将进入衰退。不管怎么样，经济都要再度进入衰退。

过去三个月的股市上涨已经经过了显著调整，这说明非理性繁荣终于回归清醒。全球经济衰退在年底前不会接触，double-dip W形衰退的风险在上升。"

20090717 JPM\_Global\_Data\_Watch\_\_G\_2009-07-17\_306990 最新的数据愈发显示G3将开始在2009Q3复苏。当前的信贷条件的水平确实偏紧，但这并不能阻止信贷敏感支出的复苏。While credit conditions are expected to temper the upturn, it is important to recognize that credit-sensitive demand for housing, autos, and other durable goods will likely be the fastest growing components of demand in coming quarters. 有三点要注意：1.信贷敏感需求已经回升。全球汽车销售大幅回升，美英房屋销售也在过去几个月企稳。2.即使只有limited new borrowing, 信贷敏感需求也可以回升。这是因为很多人在还债（提高储蓄），显得净借贷不高。3.增长本身又可以改善信贷条件。

20090720 Gavekal Has the Recovery Ended Before it Started "最新的市场调整并不奇怪。在3月开始rally的时候，市场情绪很差，所以任何稍微好一点的消息都支持股市；现在市场已经不再是那种极度悲观情绪，因此坏消息足以抑制股市上涨。

就业数据缺失很差，消费者信心又跌回4月份低位。ISM在上升，但当前是44.8，还没有回升到那种标志着衰退结束的水平。"

20090722 Eichengreen All Stimulus Roads Lead to China 当前green shots正在消退，当前又有新推财政刺激的声音，但是当前政治阻力很大，国会被责备没有财政几率。TARP的效果也让人失望。当前政治压力正在转向中国，而中国不一定希望汇率升值。

20090724 JPM\_Global\_Data\_Watch\_\_N\_2009-07-24 No rush for the exit "亚洲的v形反弹正在延续到2009Q3。PMI order / inventory是可靠的领先指标，这个指标再创新高。全球汽车销售主要是EM反弹幅度高，DM也在反弹。对于零售，非美国家继续回升，美国短期有所回落。

美国将进行五年一度的NIPA基数修订。储蓄率可能上修，这是以因为统计部门迟于发现私人部门的新的但合法的储蓄方式。Core PCE将开始包含food services，因为这个分项很稳定。" 随着经济企稳，市场关注焦点转换到联储退出政策上。伯南克在听证会上表示将长期保持资产负债表，而且完全可以在不缩表的情况下加息。

20090727 bwam Rapid improvement in mortgage availability thanks to ginnie mae 当前对居民的房贷可得性已经快速改善，尽管居民似乎还没有大幅使用这些信贷。这一方面源于联储购债，也源于Ginnie Mae快速扩张业务。两房都在收紧信贷条件，但Ginnie Mae却在放松信贷条件，当前Ginnie Mae的FICO要求比2006年的Alt-A低得多，甚至已经接近2006年Surprime的要求了，这种信贷放松程度可以说除了2006年那种情况以外，已经是历史最松了。Ginnie过去由于对房价总额等规模限制，市场份额不大，但最近一年来，我们估计已经有一半以上的新增房贷来自Ginnie Mae。6月份的新屋销售跳升很大，虽然这个数据波动大，但这个跳升在历史上看也是较高水平。

20090728 bwam What we think in going on in the world "（中美关系成为新的议题）

我们对于世界的认识是，世界分为两个部分，美国和中国分别是代表。

美国是负债者：1.私人部门债务负担相比现金流而言太重，并且净财富也不足以继续加杠杆，而这将导致消费疲弱。2.联储印钱，但不足以促使新增信贷。3.还有个严重风险，特别是联储exits，导致经济收缩，毕竟未来增长前景不佳，而且loan defaults的顶峰尚未到来。4.我们会密切观察当前的金融市场改善是否导致信贷和增长的明显改善。5.弱美元有助于减轻债务负担，和BOP改善。

中国的债权人：1.国内储蓄过剩，刚刚开始国内债务扩张。刺激政策明显见效。2.中国成为新的增长火车头。3.中国经济有严重的过热风险。

美中关系：1.汇率调整，美元走弱、人民币升值。2.decoupling，就好像日本与非日本的分化，或者1980s拉美与DM的分化。这将表现为亚洲内部贸易增速高于亚洲与其他地区贸易增速。（check?)

（总结：美国靠QE续命，但QE确实有用；中国蓬勃发展，但宽松政策又带来泡沫风险。）"

20090801 2009年夏季CCER中国经济观察（总第18期）出去投资\_宋国青 "对于当前经济冷热，从宏观和微观以及从不同角度可能会得出不一致的结论，实际上并没有矛盾。首先，经济增长强劲并不意味着经济偏热。以图2 发电量为例，尽管过去半年发电量快速增长，但仍低于其趋势水平(发电量趋势水平是一个简单估计,主要用于说明低水平和高增长并不矛盾)。与潜在生产水平相比，目前经济活动总体水平偏冷。这与CPI 环比零通胀一致。

其次，由于经济结构发生转变，不同部门表现相异。季节调整后出口数量指数目前比2008 年8 月最高值下跌21.5%，比正常增长所能够达到的出口水平偏低超过30%，大部分出口企业处于冰天雪地。另一方面，真实投资水平非常高。因此，从结构上看是冰火并存。

由于总体活动水平偏冷，可以保持一段时间高增长而不至于过热。按照2季度环比增长率，再过三个季度可能出现偏热。考虑货币政策效果滞后和经济增长自我加速，如果抑制性的宏观调控被拖延将可能导致经济偏热甚至过热。早调整意味着缓和调整和稳健增长；晚调整则可能导致在一段时间内出现高通胀和随后的猛烈调整。目前看来，中国经济很可能走向过热。

目前美国和欧洲经济都不景气。在全球需求疲软的情况下，中国进口增加特别是顺差减小对全球尤其周边经济具有很强的拉动作用。2007 年下半年到2008 年上半年顺差下降主要推动了通货膨胀率上升，进口数量增长率并未显著上升，是因为当时发生在全球需求过强的情况下。而2003年8 月到2004 年4 月和目前这一次投资扩张发生在全球需求不强或严重疲软的情况下，主要拉动了生产的增长。

2002 年的贸易增长从全球范围来看，是互相拉动。到2003年SARS以后，中国顺差下降并出现逆差（2003 年底的季调后顺差上升是季节调整的技术问题引起的），日韩台顺差上升，中国已经成为主动的需求拉动者。当时在全球经济尚冷的情况下，中国的拉动首先导致周边经济快速恢复，之后亚洲股市和全球商品价格大幅度上升，其他主要股市也显著上升，这一情况一直持续到2004年4 月份中国发生宏观调控。目前估计，至少在中国下一次宏观调控抑制总需求迅速增长之前，全球股市和商品价格将持续上升。目前中国进口与全球GDP的比例远高于2003年那一次，2003那次中国需求拉动作用只在边际上轻拉了一把。"

20090801 2009年夏季CCER中国经济观察（总第18期）复苏与调整\_中国经济展望\_汪涛 "中国这一轮经济下滑没有十年前那么严重，但是中长期发展的挑战不见得小于那个时候。

中国经济复苏有多快? 从二季度GDP 同比增长率7.9%看，似乎还没有达到保八目标，所以社会上流行经济回升未稳这样的说法。但环比增长年率我们估计已经达到17%。这不是企稳，而是强劲反弹。全年增长“保八”基本没有悬念。

经济强劲复苏的最重要原因是信贷扩张，杠杆化速度是前所未有的，信贷占GDP比例今年将大幅提高。信贷大幅增长带动投资猛烈增长。固定资产投资名义增长率和实际增长率最近几个月大幅提高。本轮经济下滑前中国在资产负债表、信贷周期方面状况良好，信贷占GDP 比例在2003-2007 年间持续下降，投资减小了对银行资金的依赖，因此危机时可以反周期操作，快速增加杠杆率。此外，中国经济并不是像很多人想象的那样是出口导向型的，内需占有相当比重。与信贷刺激相比，财政刺激的力度要小很多。今年3 月全国人大会议把财政赤字定在占GDP 3%以内，3%的财政赤字带动不了目前的经济增长。目前经济增长主要依赖信贷刺激。目前增长复苏的主要动力，主要依赖政府刺激，市场驱动的投资需求不高。工业企业利润增长率在过去几个月大幅下滑。同时贸易持续负增长，出口仍在下降，前景不容乐观。

我认为中国经济的复苏是可以持续的。第一，信贷方面。上半年信贷扩张的速度无法持续下去，但也没有必要持续下去。中国的信贷从来都是前快后慢。另外，与政府投资有关的投资会有一个滞后的溢出效应。不同类型企业投资数据显示，非国有企业投资增速反弹落后于国有企业，但也已经开始反弹。外资企业投资增速继续下滑，不是因为缺少信贷，而是因为跟出口联系紧密，没有订单。而且，随着刺激政策的效果显现，经济活动增加，企业的利润在年底应该开始反转，从下跌转为回升，由自留利润融资的投资会增加。信心地加强也会带动民间投资。第二，在基础设施之外，支撑近期国内需求的关键是房地产投资持续复苏。房地产投资不仅占固定资产投资20%以上，还有很长的产业链，比如钢筋水泥等建材，比如耐用消费品等。我们估计国内钢铁需求中房地产占40%，基础设施另外占10%以上。我们认为房地产投资是可以持续的：(i) 房地产行业不存在全国范围内的供给过剩，城镇人口中的中、高收入阶层对于普通住宅有着强劲的潜在需求；(ii) 在银行和居民部门，房地产相关负债的规模有限；(iii) 政府将调整政策，以刺激房地产业的发展。

对于通胀我们认为短期风险不大。由于全球需求不足压低了核心的制造业产品价格，加上食品和大宗商品价格比去年仍有下跌，目前CPI 仍是负增长，近期CPI 压力不大。但流动性泛滥可能会引发资产价格出现泡沫。信贷扩张大大提高了通胀预期，加上部分信贷财政化，流动性扩张后很难靠央行加息或提高准备金率收回来，增加了中期通胀风险。

增长的目标还没有实现，国际形势仍有许多不确定性，加上通胀风险较小，我们认为短期内不会出现明显的政策紧缩。前几天政治局会议也称继续坚持适度宽松的政策。我们认为今年可能不会加息。"

20090801 2009年夏季CCER中国经济观察（总第18期）会议下半场问答\_ "宋国青：总需求太强引起或者将要引起通货膨胀是，政策总会压一压，总需求太弱就会松一松。这里有货币政策预测问题引起的调整不到位或者调整过度，两面的风险都有。从中国这次的表现看，经济下跌，只要没有特殊的情况，银行稍微松一点经济就起来了，因为企业层面没有大的问题。紧缩更没有问题，只要管理层确定控制货物增长，总会压下来的。问题是会不会出现大起大落。从历史数据看，经济波动幅度在减弱，尽管去年波动很厉害，也很难说波动比过去更强了。从内需稳定的角度，现在可能比过去有所提高，现在宏观调控水平比过去提高了。

1993 年是在很意外的情况下才出现了高通胀。1992 年下半年就说经济过热，但是直到1993 年上半年都没人敢去搞宏观调控。那时候宏观调控有政治上的问题，给开发区前头加上“改革开放”两个帽子，然后去贷款，银行不敢不批。现在跟2007 年的情况差不多，2007 年一年都在宏观调控，但是一年都调控不到位。从现在开始就会微调，四季度可能加大力度，但明年一年更有可能是调控不到位，而不是调控过度。这会导致通货膨胀率爬升，如果通货膨胀率爬升到5%以上，全社会反应会比较强烈，那时调控会加强。"

20090801 2009年夏季CCER中国经济观察（总第18期）中国经济展望\_资产价格通胀的重现\_孙明春 "我认为本轮的经济下滑（从2007 年2 季度GDP 同比增长14%，下滑到2009年1 季度的6.1%）的主要原因是库存的变化。首先发生的是2007-08 年上半年大规模的存货积累，继而发生的是2008 年下半年到今年二季度大规模的存货消耗。通过比较国家统计局公布的生产法GDP 增长率和我个人估测的最终需求增长率，可以发现2007 年全年和2008 年上半年产出的增长率远远超过了最终需求的增长率，换句话说，很多东西生产出来并没有被最终消耗掉而是放在仓库里。原因之一是经济增长相当强，需求旺盛，从供应链管理角度来讲应该增加存货。原因之二是从2007 年下半年开始全球出现了商品价格猛涨,迫使很多企业不得不大量积累原材料，因为如果下个月买就要多付10%或者是15%的成本。原材料库存不断增长，直至企业借不到钱或者仓库里放不下。我们做了很多企业调查，结论基本一致，在2008 年上半年商品价格处于最高点时，原材料库存可用7—8个月，而以前都是2-3 个月即可。2008 点下半年商品价格下调，下游企业停止购买原材料，完全用库存，上游企业突然发现自己的需求没有了。大家记得清楚的话就知道去年上半年最缺的东西就是去年下半年供应最多的东西。

实际上刺激政策已经远远超过了原定的计划，其规模不止4 万亿。需要注意的是，4 万亿投资是今明两年计划的总和，扣除政府出资1.2 万亿后，需要银行贷款2.8 万亿，而今年上半年新增贷款已经七万多亿。现在固定资产投资名义增长率是35%，仅次于1992-93 年，经过价格调整后的实际上增长率不见得比1992-93 年低。在1993年，M2 增长率高，但GDP 名义增长率也高，过剩流动性指数才是4%，1994 年还是负的，而今年过剩流动性可能是20%，这是二三十年来没有见到过的现象，不是一般意义上的流动性过剩。

更大的问题是新开工项目比以往大很多，不是一年就能完成的。今年上半年新开工的投资项目在数量方面增长了40%，在计划投资额方面增加了90%。在今年贷款支持下，这些项目第一期投资已经完成。但是明年、后年甚至大后年还需要二期投资、三期投资甚至四期投资。如果让这些项目做完，货币就要继续宽松；如果不让做完，那将来还贷肯定有问题。这么大规模的新开工项目会倒逼比较宽松的货币政策。即使政府下定决心严格紧缩，货币供应局面也不会有太大的改变。1993 年的宏观调控是20 年来最厉害的一次，全国每个城市都会看到烂尾楼，而且不止一个两个，但是1994-96 年M2 增长率仍然高达35%、30%、25%。从预测角度看，即使有严厉的政策，明年、后年甚至于大后年的货币供应可能还会相当宽松。"

20090801 BCA, The Bank Credit Analyst The Markets Have Spoken; Global Asset Allocation Forecasting Long-Term Market Returns "[复苏开始，但会较弱]

看起来美国和全球衰退将于2009Q3结束。但当前就业市场仍然很差。其实在历史上，就业是增长的同步指标。只是在1990/2001年两次是滞后指标，这跟企业面临较大的缩减成本的压力有关（那么企业压力来自哪里？）当前就业可能继续成为滞后指标。

但是复苏将会很弱。1981-82年衰退以后的前6个季度,GDP年化增速平均7.7%，但当前估计很难超过3%，尽管当前衰退比1981-82要严重。

主要原因是消费者需要修复资产负债表。当前政策刺激可以避免问题的恶化，但无法阻止居民部门去杠杆。此外，房地产也没有那么乐观。房地产的好消息是房地产建设已经触底，因此未来可能转正。但是，当前新屋销售虽然回升，但当前的foreclosure也很高，每卖出一个existing home，就几乎对应一个新的foreclosure。这种价格下降然后被迫卖出、然后价格继续下降的恶性循环，通常需要价格跌到足够低才能结束。现在房价还算不上太低。

中国经济简直是全球经济放缓过程中的经济增长的灯塔。但是中国只能帮助到商品出口国（没有认为中国是全球需求的发动机，至少不是DM的发动机，例如不是欧洲的发动机）" "如果增长如我们预计的是一个halting recovery，那么联储在2011年以前都不会急于加息（应该是根据失业率走势的判断的，联储不会在失业率回落前加息）

尽管financial stress已经明显下降，我们构造的指数已经回落到次贷危机前，但当前货币宽松还没能刺激信贷回升。

当前的联储缩表是技术原因，前期项目的自然收缩而已。" "在刺激政策下，即使是温和复苏也将推升股市。我们已经不再反对高配股市，也许可以温和高配。

也许温和高配股市。股市情绪确实在悲观乐观之间摇摆，但市场信号不能被忽视。市场已经发话了，当前已经显著升破了200日均线，这是一个很重要的技术指标。这代表着许多坚持低配的投资者将会被迫补仓，这将支持股市继续上涨。而股市的上涨也受到基本面的支持，LEI已经回升——我们已经小心剔除了LEI里面的股票分项。

但不宜大幅高配，因为不确定性很大。

中性配置债券。除非收益率升至4%以上，否则债券的价值不多。在未来一段时间，债券收益率应该在4%以下，再长期来看，收益率有上升压力。财政状况的恶化是债券的达摩克斯之剑。"

20090801 JPM\_Global\_Data\_Watch\_Lo\_2009-08-01\_312753 "当前的复苏是一个经典的复苏过程。中心支柱在政策对信贷市场的修复，避免了这对于经济的拖累。在货币、财政支持下，消费在2009H1保持韧性，这对于企业又是积极信号，让企业减少库存调调整。在2009Q2亚洲开始复苏，然后2009Q3外溢到北美和欧洲。

我们认为复苏可持续，关键是开启正向循环——收入、金融条件和信心——这又支持居民消费。我们预期年化反弹是2.6%，这个并不算高，主要是由于信贷市场调整和资产负债表压力。如果我们的预测证券，那么就业市场也会开始改善。

GDP修正当中，看起来GDP下滑的比之前的数据显示的更糟。Personal saving rate也明显上修，看起来平均上修了接近2pp。"

20090803 Rogoff The Confidence Game "雷曼事件快过去一年了，我认为人们还没有真正吸取教训。

有些人认为，只要救了雷曼就会好很多。但危机的本质在于之前的信贷扩张太强了，以至于金融体系没有做好房地产泡沫破灭的应对，那个时候必然面临着破产问题。但往往需要blood on the street以后才能注资，因此一个大型的银行或者投资银行的破产是不可避免的政策应对的催化剂。

雷曼破产的问题并不是出在破产本身，而是破产以后复杂的衍生品交易。政府本来应该有足够的时间来应对这些问题。"

20090805 中国货币政策执行报告（2009年第二季度） "2009年上半年，在应对国际金融危机的一揽子经济刺激计划作用下，中国国民经济运行中的积极因素不断增多，企稳向好势头日趋明显。农业发展势头良好,工业生产增速回升加快；消费持续较快增长，投资增速逐步加快。上半年，实现国内生产总值（GDP）14万亿元，同比增长7.1%；居民消费价格指数（CPI）同比下降1.1%。

中国人民银行紧密围绕“保增长、扩内需、调结构”的主要任务，认真贯彻落实适度宽松的货币政策，保持银行体系流动性合理充裕。

总体看，适度宽松的货币政策得到了有效传导。上半年，货币信贷总量快速增长，信贷结构继续优化，2009年6月末，广义货币供应量M2余额为56.9万亿元，同比增长28.5%，增速比上年同期高11.2个百分点。企业、居民活期存款增加较多。各项贷款继续快速增长，中长期贷款占比逐步上升，个人消费贷款增速大幅回升。上半年，人民币贷款增加7.37万亿元，同比多增4.9万亿元。6月末，人民币贷款余额为37.7万亿元，同比增长34.4%，增速比上年同期高20.2个百分点。金融机构贷款利率继续下降，6月份非金融性公司及其他部门人民币贷款加权平均利率为4.98%，比年初下降0.58个百分点。人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定，6月末，人民币对美元汇率中间价为6.8319元。

当前中国经济发展正处在企稳回升的关键时期，面临的困难和挑战仍然很多，经济回升基础还不稳固，国际国内不稳定不确定因素仍然较多。

下一阶段，中国人民银行将继续把促进经济平稳较快发展作为金融宏观调控的首要任务，保持政策的连续性和稳定性，坚定不移地继续实施适度宽松的货币政策，巩固经济企稳回升的势头。"

20090806 FOMC Bluebook 美股Q2的盈利报告好于预期，股市上涨。尽管有一个重要的middle-market lender在7月份倒闭了（谁？），但企业债利差在下降，CDS也在下降。当然，银行信贷仍然整体偏紧。

20090806 FOMC Greenbook 最新GDP报告显示2009Q2年化增速是-1%，而Q1是-6.5%。我们看到许多关键指标都在回升，包括汽车生产，单户销售和开工，首申。我们整体认为，经济收缩已经接近结束。当然，消费最近不太好，但居民财富改善，企业利差走弱、美元走弱、外需走强都有利于总需求。

20090807 JPM\_Global\_Data\_Watch Surf’s up "看起来全球同步上行仍在继续。虽然就业整体不佳，但制造业就业和Hours正在快速回升，这与PMI的order/inventory ratio回升是一致的。

汽车销售与cash for clunkers有关，但是显著的反弹也与pent-up demand有关。

（Cash for Clunkers was a U.S. government program that provided financial incentives to car owners to trade in their old, less fuel-efficient vehicles and buy more fuel-efficient vehicles.

The formal name for the program was the Car Allowance Rebate System (CARS). The CARS program gave people who qualified a credit of up to $4,500, depending on the vehicle purchased.

Understanding Cash for Clunkers

The Car Allowance Rebate System (CARS) was signed into law by President Obama in July 2009 with mostly bipartisan support in Congress）"

20090810 CF40周报 “保增长”与“调结构”的矛盾解析 " 当下，政府经济刺激计划正在显现其政策效应，投资强劲增长，消费稳步增长，内需主导的经济开始复苏。但与此同时，房价、股价等资产价格也快速上升，通胀预期出现，对资产泡沫、对通胀的担心与日俱增。

高善文：去年年底推出的四万亿经济刺激方案集中在投资领域，在当时是不得已而为之的应急之策。出口在当时已经陷入崩溃局面，经济的收缩速度非常快，包括私人部门的投资在很大范围内也在崩溃。而要刺激私人部门的消费，短期之内很难取得明显的效果。在这个时候采用快速、激进的财政刺激，增加基础设施投资，来稳定经济，我觉得是完全可以理解的。从财政刺激的角度来讲，要稳定需求在短期内就是扩大财政的支出，其效果比减税等要快的多。既要扩大财政支出，同时要在一定程度上防止与民争利，最好的办法当然是基础设施投资。如果投资于钢铁、玩具等一般竞争性行业，就会与民间的投资直接形成竞争，甚至可能挤出民间投资。。从六月份之后的数据中，我们将看到财政的影响在逐渐淡化，私人部门的投资在慢慢跟进，出口在一定程度上得到改善，私人部门住宅投资也在明显回升，私人部门的消费也逐渐稳定下来，出现了一些改善的迹象，这些都表明上半年的政策取得了非常好的效果。

明年要避免重蹈2008年的政策失误。（高善文跟宋国青的观点不一致。宋认为这个刺激力度，经济正在走向过热。其实在2008年就不一样，2008年时宋就认为要及时紧缩）上半年充沛的流动性给经济复苏提供了保障，但是现在看来经济过热的风险暂时还很小。衡量经济过热有一系列的指标，第一，国际收支大幅恶化，进口大幅上升，出口大幅下降，经常账户收支出现赤字；第二，基础设施的保障受到很大压力，电力供应、运输供应紧张；第三，大范围的通货膨胀压力，劳动力供不应求。如果经济面只出现一个方面的特征，比如全球价格上涨导致输入性通胀，我们还要看进出口、基础设施的保障、劳动力市场等会不会有问题。仅仅是投资增速加快、资产价格上涨，很难断定是经济过热。（宋正是反对这个观点，宋认为全球输入性通胀就是中国自己搞出来的）之所以判断现在经济过热的风险很小，一个非常大的原因是全球经济还比较弱，这意味着全球性的资源保障能力比较强，保证了国内不会遭遇严重的供应瓶颈。现在的电力供应充足，港口和运输能力存在严重过剩。在这种背景下，从基础设施保障，全球范围内的资源供应的保障，再加上劳动力过剩，都意味为经济不太会很快过热。" " 所以，在当前经济企稳回升处在关键时期时要防止政策上的摇摆，要把经济企稳回升的势头维护好、发展好。我认为今年的财政、货币政策没有调整的必要，明年可以考虑逐步向中性化（即去刺激化）的方向调整。

房地产的泡沫化对金融体系形成潜在的风险，关键在于杠杆。如果首付比例是80%，那么即使泡沫破裂也没有太大关系，就像股票一样，因为没有杠杆，所以2008年下跌了70%，但对金融稳定、政治稳定乃至对社会稳定的影响都很小，但是因为房地产有杠杆，所以防护垫要做得很厚。

黄益平：现在面临最大问题可能是经济刺激过度。根本上来说，由过去极度的悲观到现在相对明显、普遍的情绪主要是两个因素影响： 1、存货调整。去年大大地夸大了生产下调幅度，超过了经济需求的调整。 2、对政府、资源动用能力的估计。我们不能简单地看财政支持经济有多少，事实上政府对经济的干预是全方位、整体性的。

我们还面临非常大的向下调整的风险，比如全球经济什么时候见底，什么时候复苏，什么时候出现正的增长，都带有很大的不确定性。但就中国经济本身来说，我觉得现在我们面临的最大问题可能是经济刺激过度的问题。过去一段时间大家讨论比较多的是银行新增贷款非常快，造成流动性泛滥，资产价格产生泡沫，进而导致下一步调整的风险非常大。我相信很多经济学家都认为中央银行的货币政策应该进行微调，起码应该采取一些措施防止经济泡沫的增长。除此之外，我认为还存在过度刺激的风险，第二季度投资对GDP的贡献占到90%左右，我们经济增长主要靠投资，投资主要靠政府主导的投资项目、基础设施，短期内开工那么多，很多项目都是仓促项目，应该担心投资效率和回报的问题，甚至下一步银行坏账的问题。"

20090810 Gavekal Is the Inventory-Led Rebound For Real 许多人开始讨论inventory let回升是否可持续，这就需要观察库存数据。但各类库存数据似乎有所矛盾。这是因为各类库存数据本身设计都有各类问题。流入US Census Bureau的库存数据不包括半导体，这是因为Intel出于竞争性原因不上报数据。Flow of Funds包括housing inventories,但这个inventories在当前又处于较为特别的时期（没太懂）。总之，要搞清楚库存到底怎么样，可能跟需要微观层面、企业层面的草根信息，而不是macro data。总体来说，如果增长向上，通常库存也会支持。

20090812 bwam Anticipating reduced fed bond purchases "（继续是观察各类产品之间的供需替代关系）

我们从数据上看到，联储购买了大量的mortgages但只买了少量国债，但私人部门却没有net新发行更多的房贷，这意味着私人部门把自己手里的房贷换为了国债。因此，联储虽然没有直接购买国债，但是间接支持了国债的发行。现在美国政府的国债发行很多。

如果12月份联储停止购买MBS，这对于agency MBS yield会有一定扩大，但其影响可能小于预期。因为联储购买MBS本来也没有刺激多少新增MBS发行。但是，这可能引起国债利率走高。当前政府发行国债的速度不会明显下降，国债发行额是与GDP的水平挂钩，而不是与GDP的增速挂钩。（桥水这个洞见极强。这意味着，只要GDP水平没有回去，财政就要run赤字，联储就要QE来货币化债务）（补充一下，后来好像还在其他机构看到类似说法）联储最终必须要买入这些国债，否则国债收益率回升将让经济走弱。" （桥水这里的分析是考虑国债的供给和需求，供给因素是GDP水平，需求因素这里主要在分析联储）

20090812 FOMC Transcript "伯南克：

我先总结一下大家的看法。共识是经济正在企稳，技术性衰退正在结束。Most预期2010年继续复苏，但对于复苏强度有所分歧。财政将支持增长，但地方政府承压。具体而言，消费仍然疲弱，尽管如此Most认为消费有企稳迹象；汽车受到cash-for-clunkers政策支持，但零售仍弱。居民地产有所企稳回升，商业地产有一定压力。企业盈利比预期要好，但盈利来自cost-cutting，营收仍弱。长期失业仍高，因此可能存在skill losses问题。金融市场从春天以来有明显改善，但银行仍面临重大的损失，中小银行在商业地产方面也特别会承压。

我的个人看法是，经济确实有企稳迹象。但对于金融市场表现，we have been head-facked before，我们需要谨慎。尽管如此，改善很强且很持久，似乎进入良性循环。我甚至猜测经济在2009H2可能比Greenbook中所描述的还要有上行惊喜，原因有：1.库存周期，特别是汽车。2.全球IP复苏。3.居民住宅建设触底回升，移除了一个巨大的拖累。4.财政支持。5.外需改善。6.其他常规周期特征，例如pent-up demand. 现在的问题是，当补库存结束后，经济复苏能否延续（这个很像是2002年的问题）？关键问题是，消费能否在2010年回升？再背后的问题是，储蓄率是否会大幅回升？我其实认为储蓄率不会打打符回升，大约就是4%（原因没听明白，反正伯南克是拍错了，储蓄率应该是回升到5-10%之间了）

此外NAIRU有变化吗？应该是有所回升，但不至于高到GB所描述的6.5%。对于permanent layoffs, 这一现象在1970s和80s衰退期间的marginal firing是暂时的，但1990开始，也就是最近3次衰退，则解雇变得边际上更加永久。" "伯南克：

我先总结一下大家的看法。通胀短期难以走高，但通胀预期存在上升风险。

至于通胀会下降多少，gaps理论对此有所预测，我们拭目以待。" "伯南克：

经济和市场都在改善，I see little reason to increase stimulus at this point. 但经济仍有大量slack，因此也没必要撤回刺激。总之，延续3月份的政策。

我们也许再次hit the sweet spot (让我想起来2002.3 FOMC的说法了）

对于如何退出agency购买计划，我建议不具体提这个事情。I found it very difficult to write that in a way that didn't sound as though we were conclusively ending those programs or going to the full extent. 我们应当do no harm."

20090814 JPM\_Global\_Data\_Watch\_\_S\_2009-08-14\_317752 Still building the foundation "全球仍在去库存，但需求已经改善，这进一步支持了我们认为的2009H2全球复苏的结论。具体就是PMI是order/inventory的回升。德国呈现V形反弹。

美国劳动力市场比非美DM要更加灵活，这表现为失业更多。在1970s和80s，美国跟其他非美一样，都有hoard labor的习惯，表现为企业首先减少average work week而非就业。先在美国更多的是job-shedding而非work week减少。

美国核心零售偏弱。" 当前全球已经有企稳迹象，所以市场关注央行们如何沟通下一步要做什么。联储等央行都表示经济有很多slack。

20090817 bwam China the new locomotive "能够拉起全球经济的，我们称之为火车头locomotive，通常来说美国是火车头，但现在火车头是中国。对于2009Q2，全球增长了2%，其中中国贡献了2.9%——1.0%是中国进口，1.9%是中国增长本身——这意味着除了中国以外的经济其实整体上萎缩的。

从2007年1月以来，上证就领先全球股市。最近也是上证在2008年底先触底反弹。

中国经济非常强劲的通过进口拉动了EM，特别是EM Asia，也包括对日本和澳大利亚。但对于DM的直接拉动并不强，例如对美国、欧元区、加拿大和英国。

我们对全球qoq的增速的衡量是，当前中国大体回到trend附近，而全球仍低于trend，当前全球qoq在0附近。"

20090817 CF40周报 政策性融资手段与地方融资平台建设 "在本轮高速信贷投放的主体中，地方政府的投融资平台是最为活跃、同时也是最值得关注的融资主体。未来需要加紧地方性融资的市场平台建设和制度建设，应允许有实力的地方政府通过公开市场发债，甚至直接向银行借款，使其债务显性化、规范。目前，我国国债制度已基本完善，地方债制度仍属空白。我们建议考虑尽快修改《预算法》，并进行相关的制度设计。目前，我国地方债实行由中央财政代发的形式,未来最好是地方政府直接发债。

今年上半年，银行信贷7.37万亿，在给企业的贷款中，有一半以上被地方融资平台拿走。自去年11月中央政府出台4万亿元规模经济刺激计划后，地方政府相继跟进，也出台自己的财政投资计划，据统计，24个省市的投资计划加总资金规模高达18万亿元，相当于2008年全国财政收入的3倍。为筹措资金，地方投融资平台的数量和融资规模呈现飞速发展的趋势。2008年初，全国各级地方政府的投融资平台的负债总计1万多亿元，到2009年中，则迅速上升到5万亿元以上，其中绝大部分来自于银行贷款；而2008年全国财政总收入才6.13万亿元。目前全国有3000家以上的各级政府投融资平台，其中70%以上为县区级平台公司。"

20090819 bwam US Household debt growth has halted and debt service levels are down "我们对美国经济的大的判断是当前是deleveraging而非recession，因此我们密切关注去杠杆进程，具体而言是居民部门的总负债水平Debt levels和债务支出水平Debt service的变动。当居民去杠杆的过程中，就政府部门需要持续的创造货币、信贷和需求（即赤字和QE）

Debt levels的影响因素有四个：defaults, amortizations (paying off of existing debt), newly created debt, and modifications. 我们具体总结了过去一段时间这几个渠道的变化。Defaults是主要减少债务的渠道。总体而言，居民债务水平在2008.3以来总体走平，即违约和还债 vs. 新房贷基本相同。

Debt service的因素有5个：defaults, delinquencies (missed payments), refinancing, modifications, and service on new debts. 就最近而言，debt service有大幅下降，这个相比历史而言是很大的，各个渠道均有贡献。

向前看，将主要依靠defaults来贡献debt service的下降。refinancing只能阶段性的降低债务支出压力，特别是refinancing并不能降低债务levels本身。"

20090821 bca.usis\_wr\_2009\_08\_21 SHOCK WAVES FROM CHINA "中国股市过去几天大跌，让美国投资者担心了一小阵，因为中国是当前全球需求的支柱。我们认为中国slack仍高，政策应当不会立刻收紧。

美国Core CPI走弱到1%以下，这有利于继续货币宽松，支持风险资产。"

20090821 JPM\_Global\_Data\_Watch Can’t start a fire without a spark 当前的主要争论是复苏可持续性。2009Q2全球消费都走强，除了美国边际走弱。消费确实难以继续走强，因为之前的消费强主要是财政支持。下一步主要看两点：1.消费能否保持平稳，至少不要回撤。2.企业支出能否跟上，例如企业投资、就业，以及金融条件继续改善。这样的话可以实现可持续复苏。 DM Core Inflation正在很快速的回落，即将跌落1%。

20090824 CF40周报 “适度宽松政策”在下半年的把握 "7月份的宏观经济数据已经公布，经济已经步入复苏的态势十分明显，同时亦没有出现市场所忧虑的通胀。但需要看到的是，民间投资还未复苏，产能过剩的问题依旧严峻，因此当前的经济复苏基础并不稳定。与此同时，尽管中央多次重申延续积极财政政策和适度宽松货币政策，但快速上涨的资产价格使得市场普遍担忧通货膨胀有可能卷土重来，担心宏观政策发生重大转向。

。随着国内经济的逐渐复苏，“保八”已经毫无悬念，货币信贷回归正常水平也是经济稳定增长所必然要求的。从以往的数据看，巨额的流动性大致在6 至12 个月以后会引发物价上升。一旦出现通货膨胀，央行或将成为众矢之的（这也是为什么央行是最先思考退出问题的，因为它是最早的背锅侠）各种关于央行没有管好物价的批评将接踵而至，届时央行将会面临巨大的压力。今年上半年过大的货币供应和信贷投放导致了资产价格快速上涨，引发泡沫忧虑，并可能在明年造成较大的通货膨胀压力。所以，央行未雨绸缪，对下半年的货币和信贷政策开始进行“动态微调”，尽力将今年的贷款量控制在10 万亿以内。

哈继铭：央行通胀判断有变，货币政策四季度或调整

5日央行发布的《2009年二季度货币政策执行报告》显示，央行对通胀的看法已经略有改变，在表述上从上一季度的“产能过剩及需求不足构成下一阶段价格下行的主要压力”变为“未来价格走势尚有不确定性：需求不足仍可能构成价格下行的压力，但也存在价格上行压力”。而近期猪肉价格的上涨，蔬菜价格的反季节上涨，以及全球原材料价格的上涨和我国公用事业价格的调整都体现了未来存在通胀的压力。央行对通胀判断的改变，为四季度可能出现的货币政策调整打下了伏笔。预期明年通胀可能会达到或超过3.5%。

高善文：未来风险是微调变超调

从主观上，政策可能并不希望收得过紧，但操作上失误可能导致收得比较紧，就像2008年，政府期望把经济搞好，但结果是抑制了经济增长。所以，在政策制定和执行之间是有很多偏差的，这种偏差在2007年金融危机中就暴露出来了，主要是政府政策判断、制定和执行比较迟。现在也是类似的问题，政府觉得有动态微调的必要，但问题在于，如果动态微调变成超调怎么办呢？

我们现在还没有对贷款规模进行控制，但如果对下半年的贷款规模控制过严——比如说2万亿以内，那就可能出现风险。我们看到，7月份信贷下降幅度比较大，这同前一段时间密集的动态微调是有关系的，比如央行通过央票回笼资金等，票据贴现利率的曲线在上升，超额准备金利率在下降，这些都导致7月份信贷投放量明显地降下来。7月份信贷投放量回落这么快，难道就没有风险吗？如果在总量层面上出现了严重的信贷紧缩，财政是无法支撑经济的，因为全面的流动性收缩不仅仅会导致股票市场暴跌、楼市全面收缩，还会导致投资全面下降。

王庆:宽松终结≠紧缩开始

我们认为，“宽松政策的终结”可能已经开始，但是在以加息或提高存款准备金率等方式真正开始执行紧缩政策之前可能还有一个较长的缓冲期。首先，尽管最近银行间短期拆借利率的上升可能意味着“宽松政策的终结”，而其他主要利率（如基准利率央行一年期票据利率）的走势还尚未发出相似的政策信号；其次，目前的利率远低于历史同期的平均水平；再次，货币流通额（如M2、银行信贷）的增速则远高于历史同期的平均水平。这些情况都表明，当前货币政策仍旧相当宽松，转向紧缩尚需时日，除非出现重大政策调整。

长远来看，政策姿态从“宽松政策的终结”向“紧缩政策的开始”转变不大可能明显影响实体经济活力。这一转变过程中最大变化将会是银行信贷增长正常化。银行信贷总量增长的正常化将不可避免，同时信贷结构将出现重大变化：短期贷款（尤其是票据贴现融资）增长速度将会放缓，同时中长期贷款将继续保持扩张，以确保经济刺激计划中重大投资项目的资金供给。"

20090826 Delong Bernanke's the One "奥巴马表示将任命伯南克连任联储主席。

事实上，大多数时候总统会让不同党派的联储主席连任，不连任的反而是例外——如里根第二次没有让沃尔克连任，卡特没让Burns连任。

连任的原因是，总统通过让不同党派联储主席连任，这有利于安抚市场。如果市场认为联储没有可信度，那么美元走弱、资本外逃，经济也不会好。"

20090827 bwam Commercial real estate refinancing risk 商业地产的问题刚刚显现，这才是冰山一角。我们预计商业地产违约问题不小，是出现的最晚的问题，问题峰值出现在2011年中。

20090828 JPM\_Global\_Data\_Watch To V or not to V that is the question "欧元区也在强劲回升，与美国同步回升，这其实是很少见的现象。上一次欧美如此同步较强回升，还是1975年的事情。这次的同步回升的原因是:1.冲击是共同的。2.政策都很宽松。

1975年那次也是共同的原油价格冲击，以及共同的政策宽松。"

20090901 BCA, The Bank Credit Analyst Exuberance Reigns; The Evolution Of Monetary Policy, Perspectives From Jackson Hole "[复苏已经开始，但不会很强]

衰退已经确认结束。当前市场的争论焦点已经变为复苏的强度和可持续性。

但复苏不会很强。强劲的复苏需要消费者的参与。仅仅是库存回升是不可持续的。而企业部门也从来没有率领经济走出衰退国。对于消费而言，关键是前期credit overshoot太强，尽管最近股市上涨，但已经发生的净财富损失太大，储蓄率需要回升。今年储蓄率已经回升，但这是在减税支持下完成的。当然，就业的改善并不是衰退结束的必要条件，在2001年衰退以后两年就业才改善，但这一过程中伴随着工资较好以及房地产很强劲，这些支持在当前并不存在。考虑到储蓄率将回升到8%左右，2010-2013年消费增速可能仅为1.8%。即使不回升到8%那么高，消费也难以回到3.5%的历史均值。总体而言，这意味着出现vibrant强劲复苏。需要好几年时间才能回到危机前的增长水平。

消费者信心回升，这是好消息。但消费者信心可持续的回升依赖于就业改善。因此，就业继续是关键指标。当前只能说就业不好不坏，就业可能到2010年才会改善。房地产很清楚的展现触底迹象。全球贸易在复苏。

[去杠杆进程才刚刚开始]

当前去杠杆进程处于极度早期阶段。金融机构可以很快去杠杆，例如银行。但是实体居民部门很难很快去杠杆，除非大规模违约。实际上，cash-for-clunkers让居民负债更高了。

政策当然试图对冲私人部门的去杠杆倾向，但是不能逆转这个过程。历史上的信贷扩张至少要部分unwind。

[金融危机与央行的历史变化]

联储开始关注金融稳定问题。Minsky指出economic stability fosters increased risk-taking that eventually can lead to financial instability. 联储通常不关注这个看法，但现在开始关注了。（但实际上伯南克在他的2013年书里依然认为联储不应该关注资产价格）

联储名声一落千丈。联储的极端宽松避免了另一次大萧条——实际上能够避免大萧条，联储应该是首要功臣——但是这也让联储非常不受欢迎。在以前，联储主席是名人，而这种日子已经一去不复返了。通常意义上，联储的credibility用通胀预期来衡量。当前通胀预期并没有失控，尽管有QE。另一个层面，联储的credibility也可以用公众满意度来衡量。从这个意义上，Gallup调查显示，仅30%的美国人认为联储干的不错，这甚至比Internal Revenue Service要差。当前的奥巴马提议的金融改革实际上明显增强了联储的监管权力：联储可以决定任何金融公司是否对金融稳定性构成威胁，如果构成，则联储有权力监督这些公司。国会有些人认为联储已经越线了，这种改革让联储更加越线。联储的担忧从伯南克的行动上也能看出来，伯南克开始参加60 Minutes这种广为关注的节目（应该是2009年3月就开始参见了）。" "[通缩压力持续存在]

一个疲弱hesitant复苏将意味着通缩压力持续存在。虽然经济增速回升，但经济活动水平仍弱，这意味着slack将长期较大。2000-01年衰退，全球IP收缩了3.7%，但这也用了21个月才回到衰退前水平；本次衰退IP收缩了12.5%，因此回到衰退前水平应该需要几年时间。

当前服务通胀的下降主要源于shelter。但医疗通胀非常粘性，在医改以后可能下降。

因此，未来可能出现2003年那种通缩担忧。" "[货币将长期宽松]

通缩压力持续存在意味着货币正常化的节奏将会较慢。由于美联储会吸取日本教训，因此会积极宽松应对通缩。联储在2011年以前不会加息。

虽然货币紧缩不用担心，但联储确实需要跟公众和市场沟通未来的推出方案。联储也需要关注金融稳定问题，因此市场需要理解联储在何种情况下会退出。" " 市场有望上涨，但上涨道路颠簸起伏，不是那种可以一直持有、长期大幅盈利的股市。前景不确定性仍高，因此不适合大幅高配。

中性或微弱高配股市。衰退已经确定结束，这意味着股市倾向于上涨。技术指标整体也还可以：流动性指标极好，也涨到了200日均线以上。虽然SP500没有完全突破前期高点的趋势，但是算术平均的value line已经突破下行箱体，这是很积极的信号。

当前美股已经overbought，很可能短期有所调整。但弱复苏意味着政策持续宽松，即货币宽松将继续，而此时即使微弱的复苏也足以让股票价格上涨。（这里关键是只要没有到tight money就是倾向于上涨）

由于货币宽松，plenty of cash on the sidelines, 因此低配股票是危险的（这意味着fighting the Fed). 但也没有大牛市。如果股市指数式上涨，我们将建议获利了结。

中性配置债券。债券收益率可能在2010年继续在3-4%之间徘徊。"

20090901 PIMCO Because I Said So "央行面临5个其他对象：1.政客。2.金融市场，金融市场得到即可显现的结果。3.学术界，他们在象牙塔里知道金融世界应该怎样运作，虽然从来没有在金融界工作过。4.国际投资者，他们不知道哪些是政治上可行的措施，而这可能是最重要的。5.一般大众，大众只关心跟自己有关的问题。

央行在过去很多年已经愈发透明化，愈发沟通自己的反映函数，这本身是好事情，不仅是满足选民的要求，而且有利于市场理解央行意图，提高货币政策效率。但更关键的问题是把反映函数本身搞正确。

联储是否应该对资产价格作反应？央行传统上并不认为应该做出反应。原因第一是难以事前确认泡沫，第二的逻辑来自经典论文Bernanke and Gertler (1999)，由于资产泡沫的宏观需求效应，Taylor Rule可以很好的应对泡沫的影响。因此，联储采取一种mop up strategy. 似乎更倾向于Taylor Rule.

但实际上，联储也不是完全遵从Taylor Rule。但这不代表联储把资产价格加入了反映函数，而是联储加入了自己的判断和风险管理。联储很多时候对Taylor Rule偏离很多. Such deviations of the actual policy rate form the Taylor-prescribed policy are viewed as the central bank being both forward looking and engaged in risk management, tilting policy relative to the rule in a judgemental fashion. 我认为这些偏离也是合理的，例如2000s以来通缩风险很多时候萦绕经济，确实需要给出保险。（这些话很大程度了描述了联储的实际决策机制）

其实遵循Taylor Rule也解决不了系统性风险，因为Taylor Rule不包含资产价格。Taylor批评2000s以来的低利率引发房地产泡沫。但我认为低利率和房地产泡沫只是相关性。关键是房贷的信贷条件放松、影子银行以及评级机构。 Taylor Rule里面没有加入Minsky提到的因素。Minsky的insight是：央行确实需要考虑资产价格。

现在有两个办法。1.宏观审慎，逆周期监管，包括counter-cyclical capital/margin arrangments for all systematically important financial institutions (not only banks). 这似乎是当前的更大共识。如果第一条做不到的话，次优是：2.央行用利率政策对泡沫做出反应。" （这篇文章写得好）

20090902 bwam Will corporate activity stabilize "本次衰退当中，企业投资的下降贡献尤其大。在4%的GDP增速下降中，企业投资贡献了2.2%。This is very large and not typical. 这意味着，即使没有需求的大幅反弹和库存回补，企业投资的触底回升也可能发生。下面是几个关键事实：1.当前的企业投资Business fixed investment / business revenue已经跌到历史低位，不过这也与capacity utilization是一致的。2.cash flows / Business fixed investment处于历史极高水平。3.企业面临的金融条件有明显改善。

总体上，我们认为Q3的刺激和库存冲击以后，未来复苏是疲弱的，但企业投资可以贡献更多，相比以往周期而言。"

20090902 Rogoff From Financial Crisis to Debt Crisis "第一，经济学可以预测哪些情况下金融比较脆弱，但难以判断危机何时发生（错，实际上2007年夏天的货币政策研讨会上，看起来还是非常自满的；其实连脆弱性都看不到）。第二，当前很有理由来担心银行业危机转变为政府债务危机。

政策债务水平何时是极限，这个我们仍然不知道。这个跟信心有关。我们总是认为政府不会违约，但事实上，全球各地的政府其实经常违约，或者直接违约，或者是通过通胀。美国在1970s就通过通胀和黄金价格上涨来inflated down its debt.

政府债务的堆积在未来几年可能带来又一轮危机。特别是考虑到对外债的依赖。

yield是一个很好的监测指标。

（现在都MMT了，还政府债务危机。。。？？？）"

20090904 JPM\_Global\_Data\_Watch A bit more bounce but still plenty of malaise "最新数据继续支持经济复苏。我们认为复苏的动力有：货币宽松，财政刺激，企业部门从过去极度悲观当中恢复，金融条件在改善。

对于上两次复苏时期为何出现jobless recovery, 研究者们还没有得到具有说服力的解释，似乎依然是一个谜。Jobless recovery有两个关键特征：1.几乎所有的increase in output源自productivity, 而一般的复苏中，产出回升一半来自生产率提升，一半来自house worked. 2.job-finding probalility在jobless recovery当中明显很低，即解雇是正常节奏，但新的雇佣变少了。One thing the record shows is that it is the hiring behavior of firms, not layoffs, that distinguishes jobless recoveries.

解释1：Sectoral reallocation. 但学术研究并不支持这个结论。解释2：The wait and see hypothesis.（细节没看懂，总之也不是）。解释3：Organizational dynamics，之前的扩张期越久，机构问题越大，因此企业越需要借助衰退来瘦身。但这个解释不了1960s的情况。"

20090907 CF40周报 当前形势下的宏观经济政策选择 " 有些专家认为，目前虽然经济增长已经反弹，但力度并不大，其主要依据是当前GDP增长的速度还没有回到危机以前的水平。这一判断其实并不准确。从GDP同比增长的数据来看，反弹的力度似乎并不非常强劲。但如果我们用环比数据来看增长的年率，可以更好、更准确地判断近期经济的走势。因为如果去年下半年发生了很多变化，同比数据就很难准确地表明现在经济是以什么样的速度在增长。GDP增长、工业生产增长的环比数据和同比数据都有很大差别。根据我们的估计，去年第四季度的环比折年率是0.4%，今年第一季度是6.1%，第二季度是13-14%，表明近来经济增长反弹的势头非常迅猛。发电量的数据也很明显地说明了这种趋势，第二季度的发电量与去年同比还是在下降，但是和第一季度环比，按照年率计算增长已经超过50%，这个增长速度显然是非常强劲的。因此，今后一、两年GDP保持8%的增长速度问题不大。

1998年以来中国曾经两次出现通货紧缩，第一次是在1998-1999年东亚危机期间，第二次是在2002年紧随美国2001年出现一个季度的经济衰退之后，这两次通货紧缩很显然和我们的出口市场困难有关系。。出口疲软使得国内产能过剩的问题突出，对于产品的价格压力比较大，而且进一步影响到企业利润、工资收入等。如果这一关系成立的话，我相信今年或明年，价格水平可能会慢慢上升，但是出现大的通胀压力的可能性不太大，其中一个重要原因就是出口对总体经济的影响比以前更大，十年前出口占GDP的比例在20%左右，现在已达到35-38%。

刘勇：8月4日股市是3478点，但央行二季度货币政策提出微调后就立马下挫，一直到8月28号的2800多点。这说明国内股市的基本面，即实体经济恢复发展得并没有那么好。更不用说就业情况了。

高善文：如果我们观察中国沿海地区的私营出口企业，特别是很多劳动密集型的、被认为没有竞争力、需要全部淘汰掉的企业，就会发现，从今年第二季度开始，因为一系列内外形势的变化，它们的情况逐渐稳定下来，经营状况正在好转，企业自身的现金流也在恢复。从草根层面的调查情况来看，他们的订单在过去几个月中恢复得非常好。与此相适应的，一方面是生产活动重新活跃起来，另一方面是在个别地区出现了轻微的民工荒——企业在年中重新拿到订单，需要多招工人，但农民工一般不会在此时出去找工作。从这个侧面，我们看到，出口同几个月之前相比，有了一定的恢复，尽管大家对于恢复的可持续性还有一些疑问，但这不是我们目前讨论的焦点。出口恢复，可以作为为我们目前讨论的前提之一。

另外，草根调研也表明，现在私营企业主基本上都没有扩张产能和扩大投资的积极性。这有两个方面的原因，一是出口行业存在严重的产能过剩；二是他们对订单恢复的可维持性没有非常强的信心。所以，尽管内外政策调整和国际经济复苏已经带动中国出口行业订单的恢复、生产的恢复，但是这并没有传导为出口行业固定资产投资的扩大、产能的扩张，以及就业在更大程度上的、可以维持的上升。而且，这一情况在未来一段时间也不会得到根本性的转变。此为我们讨论的前提之二。

不管是山西、山东的小煤老板，还是东莞市镇上做鞋的小老板，或是福建山沟里利用资金创业的小股东，如果他们有大量盈余产生的现金流需要配置，而又不愿意扩张产能，他们是会在北京、上海或深圳这样的一线大城市买房，还是会在山西、福建的小县城买？合理的答案一定是前者。我们继续追问，这些资金进入中国一线大城市之后，会进入经济适用房和小户型市场，还是进入高档公寓和别墅市场？我们倾向性的看法是有更大可能性流入别墅市场和高档公寓市场。今年一季度，中国房地产市场交易量急剧放大，但是交易主体主要是中小户型，市场分析人士普遍认为这是刚性需求的释放。但是进入今年二季度以后，市场交易量的放大越来越集中在中国一线城市高档公寓和别墅市场，并且在深圳、北京、上海都创出价格的新高，甚至超过2007年高点的水平，而二三线城市的房价急剧上升情况非常不明显，这用刚性需求的释放无法解释。一线城市高端市场房价急速上升，很快带动了周围的地价和物业价格的上升，从而在比较大的范围内形成了大家目前讨论的房地产泡沫。

但在2008年，房地产和股票在内的资产价格有很大下跌；而在上半年的国际收支平衡表上，资本流入数量异常大。导致这种现象的一个非常重要的原因是，2008年非常严格的信贷控制导致企业经营性现金流高度短缺，企业有资金配置的压力，而且中国金融体系又比较原始，补偿现金流的压力就全部集中在股票和房地产市场上。结果，一方面这两个市场暴跌，一方面大量资本流入；一方面民间利率普遍上升，一方面私人部门经济迅速地崩溃。中国私营经济在2008年的崩溃是显著早于雷曼破产、国际金融危机的，就是因为那时的信贷控制。如果资本市场出现普遍压力，那一定证明货币和信贷的条件太紧。但是，如果资本市场处在泡沫化的过程中，则未必说明货币信贷条件太松。" "（一个关于政策失误的典型案例）

石小敏：冻灾是2008年我们遇到的第一件大事，高压线结冰使得全国倒了27万个塔基。三月份电力部门上报，修复、加固塔基需要的预算共2500亿。一般来说，只有在极特殊的天气情况：上层有很多含水蒸气的暖云，地面温度在-2度左右，水汽在下落过程中遇到冷高压，线才会结成冰。高压线每100米设一个塔基，高压线上凝结的冰核随风晃动，再加上塔基偷工减料，就倒了。然而，高压线正常工作温度是20-30度，一般不会结冰，更不会因为结冰而倒塌。但是，有一批发电厂不发电了；而国家电网为了保大城市、保重点、保工业、保交通要道等，也对农村和山区拉闸，因此就倒了一批塔基，基本上都是在山区，湖南一个典型的山区市有400多个塔基倒掉。这部分不发电的电厂大多是民有国营型，煤价上涨，但是电价没涨，为避免亏损只好停机保修。按照发改委惯例，煤价上涨，火电价格也会上调，2007年底本应上调一次电价。但是因为2008年国家设定了物价涨4.8%的硬指标，而2007年底物价已经到了4.7%，所以发改委决定电价不上调。那时，大概每吨煤上涨100元，于是这批电厂就不发电了，将一批线路拉闸断电，正好碰到冻灾，于是大量塔基倒塌。这件事情上报到中央，解释为一般火电厂合理存煤量是15天，但这批电厂平均存煤量不到两天，所以，因缺煤而断电。但是当领导人到山西、秦皇岛专门考察煤炭时，发现到处都是煤。问题似乎出在运输渠道，铁道部当即表示可以保证运力。那时离春节只有半个月，正常情况下铁道部应该集中搞春运。电厂11月开始就因为成本上涨不买煤，所以国家只好决定补贴这批电厂的存煤量到七天。

这自然引发两个问题，第一，在10天内运200万吨煤会挤压慢客运力，而慢客正好是农民工返乡的主要交通工具。为了运这批煤，大概得1000列次货运，100吨煤的货运力挤压300人的客运力，慢客运力被以1:3的比例挤压掉了。农民工买不到火车票，加上去年公路交通受到冻灾致命打击而无法有效分流，形成了巨大压力。因为封路，广东有几十万民工挤在火车站。第二，因为存在市场差价，这批补贴煤完全没起到发电的作用。国家统批价比市场价低200元，结果这些电厂收到煤后转手倒卖牟利，问题依然没有解决。8月份奥运会时，发改委上提火电价两分五，但此时煤价又涨了，上提电价只能弥补煤价上涨的50-60%，因此电厂还是选择不发电。奥运之后，国家又提了一次电价，电的供给才正常了。然而，当时危机已经在中国浮现，用电需求锐减，以致9月以后发电量开始负增长。

这是一个真实的故事，总共两次提电价，按照火电计算不超过几百个亿成本，但是光塔基的维修费用就达到2500亿。

通过这个故事，我认为：首先，政策分析要有正确的判断，综合协调短期和长期矛盾、总量和结构矛盾。否则，总量目标达到了，而结构却恶化了；短期问题可能解决了，长期却可能更难办。政策要综合考虑发展性和持续性。其次，如果把危机做个时点，那么这个时点前后的宏观调控政策可能有一个大转弯。危机前要保4.8%的CPI，危机时要保8%。大胆假设，如果2008年国家提出物价控制在8%左右，2009年增长速度保障5%。可能国家应对会更自在、更从容。"

20090908 bwam Reflation "对于Reflation，我们认为：1.Reflation并不必然导致inflation，因为有时reflation仅仅是抵消了defaltions。2.但reflation确实让本币走弱，股价上升。3.简单的说inflation是不合适的，因为物价有很多种。在reflation过程中，工资可能很难上涨，实物资产——房地产、设备——价格也很难上涨。但资产价格会上涨。4.联储可以创造任意水平的名义GDP，但增长和通胀之间如何分配，这不确定。

我们整体上是bet reflation的。"

20090911 JPM\_Global\_Data\_Watch Implications of lifting from unprecedented lows "当前经济水平很低，但反弹很强，这带来三个特征：1.因为factory utilization低，因此产成品价格下跌，但政策刺激让商品价格坚挺（但我记得桥水说商品价格是同步的）。2.生产恢复，但仍在去库存。3.美国信贷敏感需求在回升，但信贷总体在收缩，这是因为很多人在还债。

美国财政刺激效果在未来终究会消退，这让一些人担心二次衰退，这过滤了。财政刺激的效果来的快，退的慢。对增长的主要拖累发生在2011年初，不过届时也伴随着Bush时期减税政策的到期。长期的财政前景非常堪忧。"

20090914 Shiller Reinventing Economics 对大萧条，有研究显示当时货币政策为了保持金本位而保持较高利率，存在货币政策失误。但我认为，要完全理解大萧条，包括理解当前的危机，必须要引入“泡沫”bubble。Bubble这个概念在过去十年都不是很受主流经济学待见，未来这会发生变化。人们并不是完全理性的。

20090916 FOMC Greenbook "过去六周比预想要好，各方面数据都不错。单户开工和销售都继续改善，显示房地产行业确实企稳。资本品订单、企业信心在改善，8月零售上涨显示消费也许回升。当然，就业仍然滞后。但重要的是，当前的回升并不全部来自去库存进度的减弱，同样来自终端需求的回升。

此外，股票上涨，外需看起来要改善，房价也比预想的要好。

我们将2009H2的增速预测从1.5%上修至2.75%，2010年预测从3%上修至3.5%。"

20090917 FOMC Bluebook 尽管经济数据大体符合预期，但国债收益率下降了，这源于政策制定者对于保持低利率较长时间的声明。银行信贷依然很弱，CI loan spreads进一步上升到高位。 当前预期2010年底还是要加息1次的，在2011年加息回到2%。

20090918 bca.usis\_wr\_2009\_09\_18 ROOM TO GROW "6月份Bond vigilantes让股市牛市受到威胁，因为投资者担心通胀压力带来联储紧缩。最近一段时间，国债收益率下降、股市上涨，这意味着投资者看起来接受了下属看法: at least for the moment, that the economy has plenty of room to grow before inflation pressures heat up and the Fed is forced to lift rates.

最新增长方面有好消息，例如房地产等，但房地产支持不可持续。关键仍然是消费。根据最新居民财富数据，居民消费估计仍然面临阻力。总体来说，确实需要担心，如果货币、财政刺激消退以前，居民消费再度收缩的问题（实际上，政策会一直坚持到消费回升......所以，消费似乎从来没有二次收缩过？只有企业在2002年曾经二次收缩过，这跟其他冲击有关）" "何时获利了结？这是当前的重要问题。

当前13w上涨的这个技术指标显示股市极度overbought。但看其他技术指标尚且可以。

下面的情况出现时，我们可能建议获利了结：1.长期通胀预期上升（货币要收紧）。2.经济领先指标的走弱（经济走弱）。3.估值太高太高了。"

20090921 CF40周报 8月宏观数据评析：上行与下探之辨 "黄益平：8月经济数据确认持续反弹态势，宏观政策年底转向

8月经济数据再次确认了中国经济持续反弹态势。工业生产和发电量进一步加速，社会零售总额稳步增长，投资增长重新出现加速势头。所有这些表明，刺激政策仍然在有力支持着中国的经济活动。另外，从海外传来的消息也表明，美国经济将在今年下半年实现超过3%的经济增长，尽管这一反弹带有很大的恢复性，甚至不可持续，但对中国来说，外部经济环境最糟糕的阶段毕竟已经成为过去时。8月数据表明，近期房价上涨已经开始拉动房地产投资的增长。

简单讲，政策微调实际已经开始了，现在我们将进入一个货币和财政政策适度摇摆的阶段。有些投资者担心今年过后，中国经济政策缺乏后续动力，显然是不了解经济实际。中国经济政策永远是刺激能力强于紧缩能力，况且国有部门还有庞大的资源可以支持经济增长。不过，如果目前一些经济趋势持续发展下去，那么可以预期，宏观经济政策会在年底前后出现转向。

温总理在9 月10 达沃斯论坛发表的讲话：“我们不能也不会在不适当的条件下改变政策方向。我们将继续把保持经济平稳较快发展作为首要任务，坚定不移地继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策。

孙明春认为，温和的CPI通胀的预期意味着资产价格通胀几乎不可避免，可以预期增加的货币供应量将会追逐资产而不是消费品。尽管预期认为直至2011年都不会出现严重的CPI通胀，但孙明春预期央行将会于2010年加息81基点、2011年加息108 基点，并可能最早会在2010年3月份首次加息27基点。孙明春认为这些加息举措并不是激进的货币紧缩政策，相反，加息主要是为了避免出现负的实际存款利率。从历史经验来看（中国人民银行在加息时似乎总是落后于形势），孙明春认为其预期所面临的风险是:加息幅度更小或动作推迟。在没有出现真正的CPI 通胀威胁的情况下，即使负的实际利率开始重新出现，加息阻力也可能会相当强。

汪涛：政府未收紧信贷，房地产业持续复苏

国内经济活动的复苏明显受到了强劲的基础设施投资、火爆的汽车销售以及房地产销售和建设活动反弹的推动。换言之，经济复苏得益于政府的经济刺激政策。8月份对实体经济的贷款增加表明，政府并未收紧对实体经济的信贷。8月份总新增贷款为4100亿人民币，已经稍稍超出市场预期，但剔除了票据融资后，新增贷款高达6860亿人民币，超过了4月、5月和7月份的水平。对居民的银行贷款（主要是住房抵押贷款），以及对企业中长期投资项目的贷款均继续强劲增长。最新的数据表明，随着经济刺激政策的效果开始全部显现，并且房地产建设活动持续复苏，中国的内需正变得更加强劲。"

20090921 VOX Giavazzi The risky game of “chicken” between EU ECB "（这篇报告的关键信息是：此时欧洲讨论的还是如何退出刺激政策问题，而没有怎么谈论欧债危机。看来还没有欧债危机。欧债危机何以发生的？）（2009.12希腊财政危机爆发，新政府发现旧政府掩盖了坏账）（跟2002年合并来看，“假账”是二次探底的重要触发因素）

What’s the proper exit strategy from the crisis? This column says the key question is how to coordinate the withdrawal of fiscal stimulus and accommodative monetary policy. It recommends that Eurozone governments commit to future spending cuts so that they do not undermine the efforts of the European Central Bank.

"

20090922 bwam Ireland Finds the mechanism to get the ECB to monetize 现在爱尔兰找到从ECB曲线借钱的办法。当前的爱尔兰银行的亏空高达爱尔兰GDP的46%，而爱尔兰政府赤字已经高达GDP的11%。现在爱尔兰需要找到一个印前给银行的办法，现在找到了，是这样的：爱尔兰政府成立了bad bank，从爱尔兰商业银行以七折购买房地产贷款——有毒资产，并以爱尔兰国债来支付；爱尔兰银行再把这些国债到ECB去贴现，拿到现金。这个办法很巧妙，也未其他国家开了一个先例。这一消息公布以后，爱尔兰银行股票上涨，CDS有所收窄。（整体而言，欧洲边缘国家利差在雷曼以后上升，在2009年3月触顶回落，这与全球风险资产走势一致，没有特别的体现出欧债危机本身的问题）。

20090923 bwam US tracing the impact of fiscal and monetary stimulation to corporate profits "联储宣布了将放缓mbs的购买计划。这本身不是一个大新闻，但确实影响了市场。这减少了总需求，因此消息发布后，短端和长端利率都下降，股市下跌，美元上涨。我们认为市场的解读是正确的。

（这篇文章本身写的也不是很清楚，但问题角度是不错，下面是我自己的思考：

1.居民部门总负债与居民部门net saving没有一一对应关系。如果一个居民举债，另一个居民finance，那么这个过程中，居民部门的总净资产是不变的。举债过程的影响是什么？影响是扩大了总开支（流量）和GDP。如果一个居民举债，是国外部门finance（即逆差上升），那么居民部门net saving确实下降...

2.本国的Net saving = 居民net saving + 政府net saving = 投资 + 净出口。投资短期来看给定不变，那么居民部门的资产负债表如果想发生变化，或者需要政府变化，或者需要对外净出口变化。在危机以前，是居民net saving下降伴随着逆差上升；危机以来，是居民net saving上升伴随着政府储蓄下降。政府的举债只是看起来让居民net saving上升，这涉及一个barro的literature，就是政府债务是否是财富的问题。

因此，桥水的分析，说起来也很简单：

1.危机以来，美国对外净出口调整有限（大约调整了GDP的2个百分点，这不足以实现居民部门资产负债表的足够快速调整。

2.由于房价、股价大幅下降，居民net worth受损严重，因此居民储蓄率的回升只能依靠政府储蓄下降，即政府赤字。

3.如果政府不赤字，那么居民“试图”修复资产负债表的努力只会导致总需求的下降，居民部门的净储蓄其实不会上升，换言之，即debt deflation的ugly版本。

4.美元走弱的影响在于：1）流量上改善对外出口。2）存量上减少对外债务。这些都有利于居民部门修复资产负债表。）

5.由于财政赤字主要是由联储印钱来finance的，因此联储药不能停，否则政府债券收益率上升（进而挤出其他投资、复苏难以持续）"

20090923 FOMC Transcript "伯南克：

首先总结大家的看法。过去六周继续改善，未来几个季度的支持力量包括去库存的减缓，汽车，房地产缓慢好转，消费企稳，更好的金融条件和货币、财政支持。但对于2010年，整体看法是2010年增长相对较慢，也许是potential growth rate附近，以至于难以明显降低失业率。在过去六周，在cash-for-clunkers的支持下，消费有所回升。消费基本面也有改善，特别是居民财富改善，收入企稳。但就业市场整体仍弱，信贷较紧，刺激政策也要退去。储蓄率相对稳定，但未来不确定性较强。尽管总需求回暖，但企业信心似乎没有完全好转，这也对应着就业市场的改善较缓慢，投资意愿不强。过去六周的金融市场改善并不算强，但显示了较好的持续性。长端利率的走低是有些puzzling的。不过credit risks in the banking system仍然很大。

在我看来，问题已经是近期的回升能否持续到2010年，there are good arguments on both sides. 好的一面是，房地产确实在改善。房地产对于前景非常重要。就业市场仍然很弱，但恶化速度放缓，这是未来良性循环的前提条件。从金融市场看，股市上涨，收益率曲线陡峭，说明市场对复苏有信心。对于消费，我依然同意staff的看法，储蓄率会稳住。全球改善是很积极。

但不好的一面是，当前许多政策有暂时性，例如first-time homebuyer's tax credit正在消退（其实对于政策消退问题，看起来从来不是问题）。当前就业市场看起来是jobless or very slow recovery. 失业的持续太长，会造成技能丧失等问题。银行系统仍然有很大压力，potential losses being very, very important. 还有许多失衡，例如trade imbalances没有解决。

总体而言，我还是认为2009Q2的复苏会比较强，但2010年仅在trend附近，也许略微高于potential，这仅仅能让失业率温和下降。过去六周的变化进一步支持我的判断，在于房地产改善、房价回升。" "伯南克：

很显然，通胀当前并不是担心，但我们需要留意通胀，因为lags can be long and variable.

对于Gap理论, a lot of the

ambiguities in the statistical and empirical work on the output gap and inflation come from the fact that, over most of the data sample, the output gap is sufficiently small that it is dominated by noise. It is very hard to know whether there is a gap, how big it is, and indeed, there may be nonlinear effects of the gap on inflation.

不过考虑到每一次衰退以后，通胀都会下降，因此如果output gap比较大的话，总会抑制通胀。" "伯南克：

I think that asymmetry in the shape of the cost function ought to make us still be focused primarily on supporting recovery… high levels of policy stimulus are still warranted.

对于QE，如果我们继续给系统注入更多reserves，当然这是宽松。但问题是，(QE)宽松效果可能不大。

(这个说法如何跟伯南克在2013年书里写的认为效果较大来协调一致)(是一致的。2013年是给公众说，这里是real time内部讲）"

20090924 Barclays\_Global\_Outlook\_Still\_in\_the\_sweet\_spot "当前的问题是是否reduce exposure. 我们的回答的not quite yet. 当前美国经济正在呈现的是典型的v形复苏，跟亚洲的复苏差不多；政策却保持在crisis levles。

真正的危险是，当投资者意识到复苏已经成为共识时，投资者反而会开始担心宽松政策的撤回，利率上升让股市和信用债都会承压。我们认可上述逻辑，但这个确实是一个颇为讽刺的逻辑。

美国当前的复苏受到了典型的支持——库存、房地产和汽车。"

20090925 BCA.gis CYCLICAL TRANSITION "当前的主题是：Cyclical transition.

股票投资的环境变得更加复杂（麻蛋，从来都是很复杂）。过去一段时间经历了快速且未经调整的上涨，当前随时可能调整，但timing很难。然而，当前经济背景依然是sweet spot: 增长向上，刺激政策没有撤离，低通胀意味着政策继续宽松——这种情况下，股市回报一般不差。我们继续建议高配股票。"

20090925 JPM\_Global\_Data For the turnstiles 虽然才刚进入复苏没几个月，现在央行们已经积极的谈论何时进行货币政策正常化。例如Governor Warsh谈到asset price inflation已经成为一个值得担心的因素。但我们认为G3的央行在明年初以前应该都会保持宽松，因为信贷市场仍紧，而且通胀太低。

20091001 BCA, The Bank Credit Analyst, Divergent Views; U.S. Banking Prospects, It Is Always Darkest Before The Dawn "[温和复苏]

市场对美国复苏有两种极端看法，第一种是V形复苏，第二种是日本式长期停滞。在与客户交谈中，我们发现两种观点都有支持者。我们的看法介于两者之间。

当前确实有广泛证据表明复苏已经开始。这说明极端政策起到效果，让经济避免了萧条。但是，当前的动能能否进入可持续的阶段，还有疑问。

对于V形复苏，有一个历史规律，recession衰退幅度 vs. 复苏第一年回升力度，2008-09显著不及历史情况，历史上的当前第一年复苏应该到7-8%的水平，但当前看只有3%。V形复苏的逻辑主要有三条：1.货币之前太紧，后来放松。对于本次而言，货币本来就没有太怎么紧过。2.库存周期。3.pent-up demand。当前居民耐用品消费/GDP依然偏离长期趋势，所以pent-up demand可能有限。其实核心观点是本轮的金融体系问题。IMF做了深度研究发现，对于伴随金融危机的衰退，复苏通常都更弱。

当然，弱复苏预期是共识。如果预期强复苏，这将是contratrian view.但估计确实是弱复苏。

美国也预计避免日本式长期停滞。关键是美国政策制定者可以从日本的案例中学习，积极快速宽松。

用于同步观察复苏可持续的标志有：1.信贷回升。2.居民收入。没有居民收入回升，消费难以持续回升。3.企业利润。日本的案例是，日本企业为了保份额而牺牲盈利。但美国则是大幅减少成本，比日本企业灵活得多。4.美元。美元温和走弱是有力的，但大幅走弱或者走强都不好。" "[通胀压力不大]

" "[货币短期不会收紧]

低通胀，以及对经济复苏强度的持续担心，意味着货币不会很快收紧。很难想象在失业率高达9%、信贷flow依然有问题的时候加息。我们认为2011年以前都不会加息。

从联储staff预测等来看，官方预计的复苏也比较弱。

" "当前市场已经不再discount世界末日的情形。但未来不确定性仍会很多年内持续。当前动能复苏，政策宽松，这通常对股票利好。但考虑到本次的经济和金融问题太大，因此不应当拿太强的头寸。

温和高配股票。股票前一段时间的回升依赖估值回升，未来将主要依赖盈利的回升。

中性配置债券。短期来看，债券及收益率将继续区间震荡，毕竟低通胀和低利率将继续支持债券（但考虑到弱复苏开始，收益率也难以下降，因此从来不提高配的事情。直到现在，市场所有人都没有意识到自然利率中枢的下降。PIMCO虽然提到过，但问题上PIMCO在2000s初也提到了这个事情了）。长期来看，收益率将会回升。"

20091002 JPM\_Global\_Data\_Watch The end of summer "9月公布的数据不及预期，体现了下行风险，一直以来的上行动能看起来被中断了。全球PMI走平，全球汽车销售也不好。特别是美国就业报告很差，job losses可能升破800万，这意味着即使我们预期的above-trend growth也不能带来经济体系健康的改善；失业率上升，而同时参与率其实是大幅下降的，否则失业率上升更明显。

当然，经济改善本来就不会是直线进行的，因此当前的波折是可以被预计到的。

关键的好消息还是信贷市场，U.S. jumbo mortgage and global HY收益率都仍在下降当中。"

20091006 bwam Plenty of liquidity but no credit creation "Credit spreads (信贷价格)已经从危机高点回落到历史正常水平。这个快速改善源于联储的流动性注入。改善最明显的是距离联储救助工具最近的市场。一些重要的信贷市场，例如securitized credit market，仍然事实上是关闭的，这些市场距离联储救助范围较远。

流动性虽然改变了信贷的价格，但没有改变信贷的量。私人部门credit creation /GDP 仍在低位下降——即去杠杆仍在进行。

未来政策刺激计划趋于减弱，需要私人部门重新增长才能维持扩张。但当前私人部门没有信贷扩张的情况下，私人部门能否接力，恐怕难。这也是为什么，我们预期the Fed will have to continue with aggressive quntitative easing for longer than is currently anticipated."

20091008 bwam the next down wave "（桥水认为经济复苏没有自我持续的机制。从根本意义上，桥水认为deleveraging跟recession不一样，在去杠杆进程中，联储印钞票是不能停的）

We never know if we are right about anything, so the way we get by is by working real hard to come up with our best possible analysis and then to closely monitor events to see if they are transpiring as expected.

我们持续认为，联储可以大幅提升流动性，但难以刺激私人部门信贷增速。现实暂时就是如此——去杠杆正在继续。当前所有资产的上涨与流动性注入有关，当然经济活动也在改善。

但当前与过去不同的是，在过去，lower interest rates caused private credit growth to pick up in order to finance increased spending, and this isn't happening yet. 当前的经济活动改善主要来自联储和联邦政府刺激，而联储和财政都在计划减少支出，特别是与此同时违约率将进入顶峰时期。我们认为有可能(60:40的可能性) another contraction in economic activity some time in the 2010H1

（桥水认为，如果联储不维持刺激，经济将二次衰退）"

20091016 bca.usis\_wr\_2009\_10\_16 WHAT COULD CRASH THE PARTY "9月到10月初的风险资产correction被证明再次是短暂的。当前总体背景依然有利于风险资产：广泛迹象表明是non-inflationary growth, 公司beat earnings estimates, 联储流动性充裕。

什么将中断美股上涨？三个可能原因，美国消费不佳，通胀和美元。我们最可能的原因是美国消费不佳。我们跟踪的指标也包括消费者信心，当前看至少企稳，似乎有回升迹象。"

20091023 JPM\_Global\_Data\_Watch Brother, can you spare a yuan 美元已经从3月高点下跌了10%了。亚洲货币盯住美元，跟着一起跌。这导致欧元严重升值，拉美货币也面临升值压力，巴西本周宣布了对资本流入的征税。Tension is building.

20091029 FOMC Bluebook 过去六周市场走势不是很清晰。股市整体略有下跌，虽然股市盈利比预期要好。债务收益率略有下降。银行信贷继续快速走弱，信贷条件正在收紧。

20091029 FOMC Greenbook 过去六周数据比预期要好。Q3的GDP SAAR增速录得3.5%，比预期好1pp，消费和IP优于预期。就业比预期要弱一些。我们预测Q4 SAAR增速是2.75%，比六周前的预测底0.25pp。 预期2010年通胀是1.1%，2011年Core PCE是1%。（这些预测实际上低估了通胀走势，即通胀没有预测的走弱那么多，实际上core pce在2010年已经开始回升）

20091030 JPM\_Global\_Data\_Watch Looking for the water from a deeper well 如果财政刺激政策只是让需求发生时点上的转移，这本身就没有意义了。但另一种理解是，衰退是一个coordination failure: 消费者希望消费但却担心失业问题，企业希望雇佣但却担心消费需求不足。财政政策使得私人部门情绪改善，这明显的体现在资本市场价格上面。财政政策让经济回到更好的均衡上。

20091101 2009年秋季CCER中国经济观察（总第19期）宏观调控下的增长减缓\_宋国青 " 3季度CPI 和PPI 两个价格指数平均起来环比上升3-4%。3-4%的通货膨胀率，可以说稍微高了一点，但不能说高得太厉害。并没有预期通胀的影响，可能更低一点。目前的通货膨胀率下降倾向看以看成一个正面消息。如果现在通货膨胀压力上升了，意味着进一步的紧缩迟早要发生。因为现在通货膨胀率有下降的倾向，说明下一步（可能要到来年）信贷会适当放松。目前的潜在生产能力的增长速度还是相当高。

这次宏观调控的及时性比过去有所改进。过去往往等到同比通货膨胀率上升到难以容忍的水平才开始调控。次是在PPI同比增长率仍在大幅下降时就开始调控，这在过去30 年是头一次。尽管调控程度可以进一步斟酌，超前性已经大为改观。"

20091101 2009年秋季CCER中国经济观察（总第19期）会议下半场问答\_ 最后，按照看CPI通货膨胀的逻辑，引起偏高通货膨胀的货币增长率当然是太高了，一定要控制。这一点争论不太大。事实上3季度已经进行了非常猛烈的货币紧缩。我很赞成这个紧缩，虽然对方式有保留，对程度也有保留。事实上在上次CEO 就谈到了紧缩的必要性。如果只是以通货膨胀率作为参考指标，现在的货币并不算多。拿“朗润预测”结果看，21家机构预测4 季度同比通货膨胀率平均0.4%，对应环比通货膨胀率大概是2%。因此，从预测角度，短期内并没有显著通货膨胀，至少4 季度不会出现。现在的问题是，在利率歪曲的情况下，CPI合适了房价就不合适，房价合适了CPI就不合适。很多人都怀念去年底的房价，那时的真实利率是很高的。

20091101 BCA, The Bank Credit Analyst, The New Abnormal; Japan's Troubles And Some Lessons For The U.S. "[危机的根本性问题尚未解决]

PIMCO的El-Erian提出了""The New Normal""的说法，认为未来3-5年的全球增长都是温和的，并且增长会从G3转向EM，刺激政策的退出也面临挑战。我们大体同意这种看法。引起本次全球金融危机的几个深层次问题其实还没有很好解决：

1.Global imbalances. 2009Q2的公共部门储蓄率下降超过了私人部门储蓄率上升，national saving实际上是走弱的，当前的经常账户逆差走弱主要是投资走弱，即经常项目的调整更多是周期性而非结构性的。IMF依然预期中国顺差在2012年回到GDP的9.1%(......这).

2.Misaligned incentives. FFunds数据显示，outstanding stock of securitized products从2008Q4以来在下降，所以，相关有问题的市场基本上关门了。

3.Regulatory oversight. 奥巴马政府当前主要精力在推医改，而非金融体系改革。

4.央行的理念。格林斯潘——伯南克也支持——认可mop up strategy.

5.人性很难变化。

我们整体认为，在经历了这么大的信贷扩张、过度投资以后，没有很快且无痛的解决办法。

[经济复苏，但并不强]

2009Q3的增速录得3.5%saar， 这是连续5个季度首次转正。其中，政府的cash-for-clunkers居功至伟，让汽车回升56%。如果剔除汽车，最终需求增速仅增长1.5%saar。CEA主席Romer在国会作证时表示，财政刺激效果再2009Q2是2-3pp，Q3是3-4pp，这意味着财政刺激是增长回升的主要原因（当然屁股决定脑袋，是不是高估了，一早看看JPM的估计大约多少）。

ISM的回升看起来是V形，但ISM是diffusion index，很容易V形。ISM gives a good read on the direction of change, but are not accurately capturing the underlying strength of the activity. （bca下面给了很好的几个对比数据）ISM manufacturing employment vs. manufacturing employment (Mil.); ISM non-mf employment, private service employment (Mil.); ISM mf new orders vs. mnf new orders (Bil $).

当前信心指数各种走势都有。总体来说是信心现状很差，期望有所回升。这可能是因为当前水平实在太差的结果。

房地产确实转好。房地产销售、开工都从很低的水平开始回升。但要看到，这个水平很低，这意味着要很多年以后才能回归正常。对于$8000 tax credit for first-time homebuyers政策确实支持了销售。此外，各种房价也有企稳迹象。但从历史来看，房价其实还没有跌透——从CS和FHFA的均值来衡量。现在还不能确定房价的回升。不太好的消息是，房地产库存仍然偏高，并且低评级购房者已经不再可能得到信贷。" "[货币继续宽松]

联储在2011年以前大概率不会加息。" "Liquidity can only take you so far. 股市表现极好，但现状其实没那么好（至少避免了最差最差的情形）。当然，一些周期性因素也在起作用，但政府的极端刺激政策也发挥着重要作用（如果是周期性因素起作用的话，就应该更多的看好复苏可持续性）。The key is to acknowledge that we are fare from an equilibirum environment, and this means that markets will be vulnerable to repreated disppointments.

中性或微弱高配股市。当前股市已经高估了，依靠估值回升的阶段已经过去，下一步要靠盈利了。考虑到当前经济复苏的脆弱性，盈利可能走势震荡，市场也会随之震荡。随着我们距离加息的临近，我们还会逐步建议降低股市配置。

中性配置债券。2010年的收益率应该是在3-4%之间震荡。更长期来说，收益率的更可能方向是向上。（其实Barnes的潜台词，还是担心通胀上升。即Barnes脑海中的情况是弱增长，但财政问题很大，早晚导致通胀问题。2010s的最大教训是，弱的增长，烂透的财政，并未带来通胀）（所以站在2019年，大家的共识已经是secular stagnation，即需求长期不足导致了三低一高：低增长、低通胀、低利率和高债务）"

20091101 PIMCO The Uncomfortable Dance Between Vers and Uers \_ PIMCO "（不看好股票，但又不建议立刻做空）

股市和债市看起来似乎有矛盾。股市的强劲回升似乎discount一个V形反弹；债券收益率牛平意味着discount U形复苏，即很弱的复苏。一般认为，这两个市场至少有一个是错的。但也有可能的是，两者并行不悖：一个简单的解释是，联储承诺保持""exceptionally low levels of the ffr for an extended period"". 联储也表示对于缩表要异乎寻常的谨慎。

股市估值已经偏高，但牛市的两个条件暂时都可以满足：1.关键共识是，投资者这认为联储的态度是将宁愿偏松一些，不担心联储紧缩。事实上，即使你反对V形复苏，也很难在短期in the short run反对股市，毕竟当前经济弱，联储可以继续宽松。2.经济再度衰退的可能性也有限。实际上，历史上的二次衰退是1980,1981-82，这源于联储在1979-80紧缩，然后在1980年中大幅宽松，然后又再度紧缩。而当前联储则是承诺长期低利率，与当时二次衰退很不一样。只要经济在复苏，无论是来自1.政策刺激。2.库存周期，当前的牛市就不会中断。

颇为讽刺的是，正是因为没有出现v形复苏，才能维持股票牛市。由于最终难以出现V形复苏，而那么这将导致债券市场牛平。牛平的债券市场事实上支持了美股的估值。如果出现V形复苏，那么股市投资者会担心货币紧缩，反而导致股票下跌。这得到一个自然的推论：美股正在泡沫化。

事实上，当前不温不火的复苏，确实支持一个泡沫的形成（应该说是支持，而不是必然的。货币宽松，增长不弱，这允许股市上升。由于经济水平偏低，用低利率来维持股市牛市是联储的阳谋。但这个游戏有一定极限）。然而当泡沫形成的时候，短期并不容易做空。

真实的经济当中，我们面对的是uncertainty而非risk。对于uncertainty，Keynes在通论第12章有讲，人们是依靠convention来进行决策，即适应性预期。Soros也称之为reflexivity.

Simply put, big-V'ers should be wary of what they wish for. U'ers, meanwhile, must be mindful of just how bublly risk assets valutaion can get, as logn as non-big-V data unfold, keeping the Fed friendly.

（其实如果把股市看作联储的工具，在刚开始复苏的时候，联储确实是希望股市节节上涨的；当内生动能已经很稳的时候，联储反而不希望股市节节上涨了，因为那个时候居民部门收入起来了，如果再刺激财富效应只会带来过热；很多时候，我们确实要猜联储希望股市是怎样的）"

20091104 FOMC SEPcompilation "Central Tendencies:

GDP 2009: (-0.4, -0.1%), 2010 2.5-3.5%, 2011 3.4-4.5% Longer Run 2.5-2.8%

失业率, 2009 9.9-10.1%, 2010 9.3-9.7%, 2011 8.4-8.8% Longer Run 5.0-5.2%

Core PCE, 2009 1.4-1.5%, 2010 1.0-1.5%, 2011 1.0-1.6%"

20091104 FOMC Transcript "伯南克：

首先总结大家的看法。过去六周继续改善，未来几个季度的支持力量包括去库存的减缓，汽车，房地产缓慢好转，消费的一些企稳迹象（跟上一次FOMC差不多）。对2010年复苏强度看法有一定分歧，Most认为复苏温和以至于失业率下降缓慢。居民消费有所改善，即使是剔除汽车以后；但消费者基本面不佳，就业弱，居民资产负债表差，净财富底，信贷紧。Labor income走平，因为hours下降、工资增速放缓。房地产继续改善。企业家仍然谨慎，聚焦于cost saving, 从生产率上升就可以看出来。小企业是就业改善的关键，但小企业受到credit crunch和weak demand的压力。对于金融市场，最近Moved sideways. 对于银行，mixed，一方面不良贷款在上升，另一方面对于future credit loss有更乐观的估计。

我的个人看法是，我边际上对2010年的增长更加担心，尽管我大体认为增长上下行分析平衡。消费者是很重要的，这方面倒还好，储蓄率并未上升。我认为有两个主要下行风险，特别是就业市场和银行。

对于就业市场：我感觉就业市场确实是复苏的焦点问题。就业市场比看起来还要弱。问题包括：

1.实际情况可能比看起来差：the UI claims we check every Thursday morning, have peaked and come down significantly, and the outstanding stock of people on unemployment insurance is down to about six million. But when you look at UI claims plus regular UI plus extended and emergency benefits, the number is ten million and has not peaked. It is still very, very high. Recently the BLS announced benchmark revisions that will lower the level of employment by another 850,000 jobs. So joblessness, employment-to-population ratios, and so on are extraordinarily high. Moreover, that joblessness has a very large component of permanent separations and long-term unemployment. On the other hand, younger workers under age 24 have been dropping out of the labor force, and participation rates there are considerably down. So my first general point is just that the weakness is perhaps even worse and more pervasive than the unemployment rate may suggest.

2.信贷紧缩与小企业问题。As people have noted, for large firms the bank lending contraction may not be such a big problem. They have access to the public markets, and they have lots of cash. But for small firms, I think it (credit crunch) is a serious problem... the small business hiring plans as reported by the NFIB are sharply below the troughs of 1990 and 2001 and have not improved at all from the worst levels of earlier this year. 在周期复苏期间，小企业可能贡献了40%的就业增长。当前银行信贷增速放缓与弱增长和紧信贷条件其实是一致的，所以当前信贷增速格外的低的关键是信贷条件格外的紧。

我依然担心低利率对美元汇率的可能影响（希望是orderly美元走弱），需要密切观察。" "伯南克：

首先总结大家的看法。通胀风险大体平衡。不过还有分歧: Participants continue to disagree on the appropriate weights to place on

resource slack, inflation expectations, and other factors in forecasting inflation."

20091110 JPM\_Global\_Data\_Watch Cyclical dissonance 10月份美国数据整体尚好，但就业市场格外差。简单的说，我们预期增长将更强，但还是不够强。对于最可靠的增长指标——ISM，首申，auto sales——都在改善。但NFP下降190k，work week走平，显示就业偏弱。

20091111 中国货币政策执行报告（2009年第三季度） "2009年第三季度，经济增速逐季加快，内需对经济增长的拉动作用显著增强。经济回升向好的趋势得到巩固。前三季度，实现国内生产总值（GDP）21.8万亿元，同比增长7.7%，第三季度同比增长8.9%；居民消费价格指数（CPI）同比下降1.1%，第三季度同比下降1.3%。

中国人民银行贯彻落实适度宽松的货币政策。2009年9月末，广义货币供应量M2余额为58.5万亿元，同比增长29.3%，增速比上年同期高14.1个百分点；狭义货币供应量M1余额为20.2万亿元，同比增长29.5%，增速比上年同期高20.1个百分点。存款保持较快增长，活期化倾向较为明显。贷款总量保持快速增长，9月末人民币贷款余额为39.0万亿元，同比增长34.2%，增速比上年同期高19.6个百分点，比年初增加8.7万亿元，同比多增5.2万亿元。金融机构贷款利率平稳运行，9月份非金融性公司及其他部门人民币贷款加权平均利率为5.05%。人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定，9月末，人民币对美元汇率中间价为6.8290元。

当前我国经济社会发展仍处在企稳回升的关键时期，仍然面临不少困难和问题。从外部环境看，全球经济复苏将是一个缓慢曲折的过程，外需不足的局面及影响还在持续。从国内经济看，经济回升的基础还不稳定、不巩固、不平衡，一些深层次矛盾特别是结构性矛盾仍然突出。经济增长的内生动力不足，民间投资意愿不强；产能过剩的问题更加凸显，产业结构调整压力和难度加大；信贷结构不合理，流动性管理难度增加。

下一阶段，中国人民银行将继续实施适度宽松的货币政策，妥善处理保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理好通胀预期之间的关系。"

20091113 Shiller The Ghost in the Recovery Machine "现在政府在庆祝自己的政策发挥了效力。但实际上，在联储1914年建立以前，美国经济在1857-58一直到1907-09经历了数十次衰退，也自己走出来了（not fair，你怎么不提大萧条）。这是因为衰退中自动积累需求，利率也会下降。

至于3月开始的牛市，其原因和timing都很难解释。People are still puzzling over the reasons for other major market upturns (1933, 1982, etc. ) （是的，确实很难解释。从投资的角度，难以解释的事情，不代表不重要。如何应对，是非常重要的）"

20091116 CF40周报 宽松货币下的楼市：形势分析与政策建议 "本轮房价上涨，一方面是由于过度宽松的货币政策和房贷政策放松，导致真实和投资需求迅速增长；另一方面是由于2008年以来房地产开发锐减不足，导致供给不足。有人担心，房价快速上涨会发展为房价泡沫，因此提议收紧房地产贷款政策。我们认为，在化解房地产价格泡沫问题上，房贷政策是轻，货币政策是重。政策的切入点应该是货币政策，不能避重就轻。房贷政策该不该调整，应该让位于商业银行自行决定。

经过2008年9月之后的几次降息和2008年11月之后首付降低至两成、利率下限降至基准利率的85%，购房成本大大减少。这些政策很快就把房地产市场从冬天直接带到了夏天。几个月前还无人问津的楼盘开始排起了长队。近十多年的经验表明，房子可能是中国最保值的投资产品。尤其是在宽松货币政策不断强化得通胀预期下，投资房地产就更具吸引力。此轮房价上涨中，尤其集中在别墅、核心城市的中心地段、以及历史上房地产投机比较严重的地区。这些现象说明宽松货币政策引发的投资需求是解释此轮房价上涨的重要原因。

供给不足为房地产价格暴涨助力。如果供给与需求同步增长，可能的结果就是量增价跌。房屋新开工面积在前三季度还是负增长。缓慢的住宅的供给量增长面对的是突然爆发的需求面前，更凸显了房产的稀缺，加剧了房价上涨。

高善文：今年年初，很多市场分析人士倾向于认为刚性需求支撑了房价，而到了5月份以后，这个解释就不流行了。5月份之后，投机性需求开始上升，高档楼盘成交变得非常活跃，价格也开始上升。这显示此轮房价上升并不主要是刚性需求的释放，而是其它力量推动的资产价格泡沫化过程。房地产市场的这种配置性需求会抬高一线城市高档楼盘价格，会把地价抬起来，会把周边的物业和房价带起来，引发“跟风”，并可能迫使正常的需求者被裹挟进来，从而形成自我强化过程。股票市场的情形是类似的，但在高端房市我们可以排除散户的影响，从而更清楚地观察到资产配置性需求的存在和影响。

房地产泡沫化的过程要发生逆转，需具备三个条件中的至少一个。首先是产能过剩基本消除。当产能过剩变为产能短缺，企业显然会积极扩大实业投资，资金将主要流入实体经济，泡沫化过程就会中断。中国在02至04年就出现这样的情况，煤、电、油、运全面紧张，实体经济回报率极高，那个时候没有人炒豪宅。但目前来看，产能过剩在明年不会消失，2011－2012年可能是一个转折点。其次是经济的恢复过程突然断裂，并掉头向下。这时企业的订单消失、盈利迅速下降，银行的贷款也逐步枯竭。这时企业的现金流没有了，房价上涨的过程也会中断。08年三、四季度就是这样的情况，企业的生存受到了威胁，自然不能进行资产配置。但是明年出现这样情况的概率不大。最后是货币政策收紧。货币政策收紧，信贷受控，企业现金流断裂，生产经营活动的资金跟不上，赚的钱都表现为应收帐款，每天忙着讨债，也做不了资产配置，这样房市泡沫化也会中断。07年10月到08年二季度，股市和房地产市场崩溃的关键原因就是信贷紧缩：企业现金流断裂，被迫自保，到处筹措现金，借高利贷。这样的情况明年好象也不大可能发生。

任志强：高房价所产生的结果和普通百姓并没有关系。中国家庭的住房消费需求只有5%，一手房不到3%，二手房不到2%，美国却有17%，危机以后仍高达12%。在一个市场化的国家，每年交换的住房数量起码要达到10%以上才算正常。我们的个人按揭比例不到20%，这说明80%的人都是自己一次性购房。低档房子以按揭为主，高档房子几乎都是一次性购买。中国的问题是总想设计一些制度让买不起房的人买房，其实应该倒过来想，必须提高劳动生产率和收入水平。中国改革的关键是提高居民收入水平，房价还会往上走，但人们还会继续改善住房，提高住房消费水平。"

20091118 BAML Global Fund Manager Survey News "Survey Finds Investors Ruling Out U.S. Fed Rate Hike Before Second Half of 2010.

Just two months ago, investors were sending a clear message that corporates should put debt reduction first and investment, or capital expenditure, second. Now they're less sure. The number of respondents suggesting companies use cash for capital spending has risen to 32 percent this month from 25 percent in September. The proportion asking companies to put the balance sheet first has fallen to 36 percent this month from 50 percent in September.""The last time we saw a shift towards prioritising capex ahead of balance sheet repair was in 2003, and it served as a clear buy signal for equities. It could signal the transfer of risk from equity to credit,""" Investors see inflation as a greater risk than deflation and are hedging that risk with overweight positions in emerging markets and commodities, and an underweight position in the U.S. dollar," 但担心也不强. A net 47 percent of respondents expect global core inflation to be higher in 12 months, up from a net 39 percent in October. "Asked when they think the Fed will first increase rates, more than three quarters of the panel predict the second half of 2010 or beyond. One in six respondents believes the Fed will not act before 2011.

Two thirds of the panel believe that existing monetary policy is ""about right."""

20091120 bca.usis\_sr\_2009\_11\_20 STILL WAITING ON THE “U” "支持今年股市回升的因素有：diffusion index的回升、盈利上修和宽松的政策。引起股市数次小幅回调的因素是市场担心early exit from QE, 这屡次推升了ffr。最近股市的下降主要是源于数据不佳，而联储官员已经尽力表态不急于加息，最近ffr 12m预期已经大幅下降。

虽然diffusion index明显回升，但是经济数据本身是L型，例如manuf new orders (Bn. $)、IP等。消费回暖的关键是要就业不再走弱。我们这里的专题讨论表明，就业将在2010Q1企稳。

我们认为，经济可持续复苏的关键是就业扩张，标志是BCA payroll model回归正增长。当前各类就业数据mixed：Payroll growth （yoy）是深度负值，但略有企稳，CB JOBs类似，ISM mf employment上升，NFIB hiring plans回升但很低。BCA的payroll model是yoy的，从这个可以recover出来mom的数据显示2010Q1就业可以走平，即monthly job losses will end in Q1，这意味着要确认复苏的可持续的话，得等到2010H2了。首申下降意味着layoffs下降，但没有征兆显示new job creatino is taking hold. 本次衰退的就业损失是历次衰退最严重的，其中主要是服务业就业损失，其实制造业损失跟历次是差不多的。"

20091120 JPM\_Global\_Data\_Watch Can we all get along "最近的数据显示是：US data disconnect: business caution vs. stronger final sales

• October data show business retrenchment with declines in payrolls, IP, and housing starts

• But recent gains in auto sales, core retail sales, and exports point to a solid upturn in final sales"

20091130 bca.usis\_wr\_2009\_11\_30 FINANCIAL CRISIS AFTERSHOCKS 最近Dubai shock和escalating tensions in Greece，而此时美国股市正处于有些脆弱的状态。股市的许多技术指标都已经stretched，而银行坏账还在堆积。当前支持美股的关键因素是，the Fed wants higher asset prices，货币仍然宽松（当前ffr预期大幅下降），"open mouth operations"非常成功。 介绍：迪拜主权债务违约危机。2009年11月25日，中东阿联酋迪拜出现债务危机，迪拜政府宣布重组旗下的主权投资公司迪拜世界，并寻求延迟6个月偿还债款。外界担心可能触发新一轮金融风暴。12月1日，迪拜世界公布260亿美元债务重组计划。

20091130 CF40周报 对宏观经济政策的评估与展望 "孙明春：投资热潮的涟漪效应：投资延续高增长，消费受财富效应支持，资产将注定出现泡沫

自2008年11月份政府公布4万亿一揽子刺激经济计划以来，中国已经出现了一波投资热潮，固定资产投资的骤增就是最好的佐证（图1）。有人担心：一旦刺激政策的效果减退之后，假如私人部门投资没有出现好转的话，那么固定资产投资增长将会明显回落或者甚至变为负值。在我们看来，2010年的固定资产投资规模之庞大将会出乎投资者的意料（我们认为会远远超过2009年的水平）。到那时，即使目前产能过剩的上游行业也可能会出现短缺现象。中国的投资刺激作用不太可能很快消退，因为大部分投资都是用于大型的、需要耗时多年的政府基建项目。目前运转的资金额远远大于原本讨论的4万亿元人民币。计算很简单：根据原先的计划，其中的1.7万亿元由中央政府和地方政府提供，而另外的2.3万亿元则主要通过银行融资（《全球经济监测周刊》，“中国的刺激政策：令人费解的一揽子计划”，2009年3月20日）。鉴于该计划预定在两年内（2009-10年）实施，这意味着原来的刺激计划只需要每年额外增加最多1.15万亿元的银行贷款。

由于担心经济过热，中央政府从2004年开始收紧了对新投资项目的审批。因此，地方政府和国有企业手上积累了很多没有得到中央批准的计划投资项目。一旦中央政府在2008年11月份放松了对新投资项目的控制，很多地方政府和国有企业都认为这是“十年一遇”的投资良机，赶紧实施之前被搁置的项目。由此引发了中国今年以来的投资热潮。

从年度数据来看，投资应该会在2010年见顶，该年的投资额将占投资总额的32%，同比增长31%。请注意下图是根据我们在2008年12月份至2009年10月份之间开工的309个项目样本的数据所得出的。

私人部门投资也正在好转。除公共投资表现强劲外，近期私人部门投资也开始好转。虽然中国的固定资产投资数据没有明确区分私人和公共投资，但我们认为可以假定大部分的房地产投资和外商直接投资属于私人部门投资。而两者最近都显示出强劲复苏的迹象。

之前曾发生过货币政策受胁持的情况。我们认为货币政策现在实质上已被投资热潮胁持，央行在2010-11年不得不维持宽松的政策。尽管听起来可能有点难以置信，但这在中国近代史上并非第一次发生。在邓小平同志发表著名的南巡讲话（要求加快经济改革并促进经济增长）之后的1992-93年，中国曾经历类似的投资热潮。1992年名义固定资产投资年同比增长了44%，1993年同比增长了62%，这在短短几年时间里使得中国的经济和人民生活水平有了大幅提高。但也导致了严重的负面影响：1993年CPI通胀飙升至22%；1993年夏季，外汇掉期市场上人民币对美元贬值超过80%；M2货币供应量失控，1992增长了30%，1993年增长了35%。

为了遏制过热的经济，政府在1993年7月紧缩货币政策，削减给在建和新建项目的贷款，甚至直接迫使部分项目完全停工。这是过去二十年里（1990-2009年）所采取的最严厉的措施。紧缩政策在中国各地留下了数以千计的烂尾项目，并导致了大量不良贷款（不良贷款问题到90年代后期才得到解决）。然而，即便采取了如此严厉的紧缩政策，M2货币供应量增长直到四年之后才回落到20%以下（图14）。原因很简单：虽然紧缩政策扼杀了许多在建项目，但剩下来的这些需建设多年的项目依然需要大量的新贷款。因此，那时候的货币政策实质上已经被胁持。

与1993年相比，今年开始的投资热潮没有导致那么严重的过热问题，中国的产能过剩使得CPI通胀更低（通缩持续存在）并且人民币汇率也更加稳定。M2增速也更加缓慢 – 我们预期2009年将达到28%。过热问题不是那么严重，这表明政府更不愿意大肆收紧政策，采取1993年那样严厉的措施。这是为什么我们相信2010-11年银行贷款和货币供应量将会维持高增长的关键原因之一。

即便是在固定资产投资经历了这么多年的高增长之后中国依然缺乏基础设施这一事实可能会令许多人感到惊讶（但对于那些已经到过中国以及在内地和偏远地区探险过的人来说就不那么令人惊讶了）。这涉及到固定资产投资增长的结构问题。由于担心经济过热，中央政府在2004年开始了最近一轮的紧缩周期，并采取了一系列紧缩政策直至2008年11月。然而，那些紧缩措施（例如加息、上调存款准备金率）未能有效降温私人部门投资（特别是在需求非常强劲的制造业和房地产部门；图27）。控制固定资产投资唯一有效的方法是收紧对新的公共项目（特别是地方性基础设施建设项目）的审批。这解释了为什么在今年之前基础设施投资增长一直落后于制造业部门的固定资产投资增长。这也解释了为什么在公布一揽子刺激经济计划之前地方政府搁置了如此多的项目以及为什么许多地区的基础设施一直落后于经济发展。

高善文：经济处于V型反转右侧上升期

经济出现二次探底的可能性几乎为0，但在某些程度上依然存在不确定性：

第一，支持经济复苏的原因正在发生转变，08年底出台的大规模财政刺激政策和信贷政策的调整是推动经济V型反转的主要原因，但V型是否会转变为W型，就明年来看还取决于两个因素——房地产和出口。房地产方面，我预计明年政府的基础设施投资力度可能弱于今年，且2010年中国的货币政策可能会向逐步收紧转变。同时中国能否成功退出流动性政策也是不确定的，从上世纪的历史来看，日本等国家在退出刺激政策后都曾经导致经济二次探底。

第二，某些领域消费势头的强劲程度超出预期。数据表明今年前10个月我国的汽车销量都在大幅增加，这与年初的“汽车下乡”、车辆购置税调整有关，还有家电、服装行业也保持较强的增长势头，但明年这些行业能否保持如果强劲的增长势头仍存在不确定性。"

20091201 BCA, The Bank Credit Analyst Bubble Talk; Grim Fiscal Picture Is There Any Hope？ "[美股暂时还没有泡沫]

当前对泡沫的讨论正在升温, The ""b"" word is back。有观点担心联储的货币宽松助燃风险资产泡沫。下面想一个基础性问题, Let's take a step back: 什么是泡沫的特征？至少两个特征：1.估值明显过高。2.公众情绪很高, widespread public euphoria，例如媒体关注，强劲的资金流入，以及探讨为什么传统估值指标不再适用。从上述角度而言，美股暂时称不上泡沫。此外，泡沫通常还要伴随大幅信贷创造，当前美国信贷创造很弱。

但黄金和商品看起来有些泡沫化。对于黄金，虽然很难说基本面价值是多少，但当前没有通胀风险，但黄金价格却飞涨。

对于银行，当前银行坏账压力的焦点是商业地产，对于美国小银行而言，40%的信贷在商业地产上面，由于美国政府只担保大银行，不担保小银行，因此未来会有很多小银行破产。

总体而言，我们不认为经济会重新进入衰退，但也认为the economic advance will be choppy.

[但中国政策存在调整压力，可能会有泡沫产生]

11月中旬，在奥巴马访华之前，中国银监会主席就指出指出美国货币政策正在严重影响全球资产价格，助长股市和房地产市场投机等。中国说的并没错，但政策调整的压力是在中国自己身上。当前中国的政策太宽松了。当然，当前距离泡沫化还有距离，但只要人民币盯住美元，那么中国就是在进口美国货币政策，这对于中国如此强劲的经济体而言太宽松了。

[财政风险是下一个重大不平衡和风险]

当前的财政赤字不仅有周期性部分，也有很大的结构性因素，有其是美国和英国。结构性问题主要是人口老龄化问题。医疗支出不断上升。当前医改的目的是为了降低医疗成本并提高医保覆盖面。医疗CPI在历史上长期跑赢headline CPI（这一趋势实际上在过去10年大体依然如此），是财政恶化的重要拖累。我们认为到2010-2020年的中段——2015年前后——市场将严肃考虑当前债务的不可持续性。（并未发生）

当前财政路径不可持续的关键体现是：1.未来的利息成本将不断上升，利息/税收不断上涨。2.等价的，政府债务/GDP的比例不断上升至太高的水平，预计2050年美国上升到300%。这里的关键假设是利率水平不能长期低于名义GDP增速。IMF的研究还指出，越高的Debt/GDP，往往对应着越高的借贷成本（从Barnes的假设来看，似乎倾向于假设名义利率要高于或至少跟名义GDP增速一致。要知道，当前美国名义GDP是4%左右，而10年期收益率最高也仅回升到3%就升不动了）

要判断下一次危机来自哪里，简单的办法是看杠杆加在哪里。当前是政府在加杠杆。当前财政路径几乎必然是不可持续的，（目前起来，似乎可持续，只要联储不加息）。我们今年在纽约的年会上，超过50%的参会者认为未来五年的最大风险是财政/美危机，有45%的参与者认为在未来5年，G7将会有国家出现财政危机的可能性超过50%。我们大体同意这一担心。日本看似一个反例，日本债务不断上升但利率很低，但这是因为增长始终疲弱；美国经济一旦私人部门复苏，就会导致利率水平上升。（嗯，一直没有强劲复苏过，利率上不到3%以上）" "[…财政讨论，续]

未来有三条出路：1.增长上升，但温和的上升都无助于解决问题，因此必须：2.政府进行大幅财政调整，或者3.市场投资者revolt，引发危机，逼迫政府调整。成功进行财政调整的案例也存在，例如加拿大在1990s以来，但加拿大是一党独大，而美国则是长期两会纷争。美国在1990的PAYGO(pay-as-you-go)曾一度让财政回归盈余，但在2002年该法案到期以后，cylically-adjusted budget再度回归赤字。

客观的说，政府对财政问题是有着强烈的担心的。奥巴马准备提交2010年预算，预计将在支出方面有所紧缩。但当前也有声音希望财政反而应该进一步宽松，此外阿富汗冲突的成本在上升，此外任何医保法案在最开始都是要花大钱的。毕竟财经纪律说起来容易，做起来难。当前政府甚至还提出了新的PAYGO建议，但力度不及过去，而且也很难通过当前的分裂的国会格局。" "由于我们预期增长复苏的疲弱的，因此我们继续认为联储在2011年前不会加息。联储将会忍耐风险资产的上涨，给定通胀预期仍然温和、增长疲弱和信贷创造弱。

正如联储副主席Kohn近期表示，宽松货币是为了""induce investors to shift into riskier and longer-term assets in order to lower the cost and increase the availability of capital to households and businesses.""" "当前股市还不能算是泡沫。2009.3以来的回升主要是估值回升，下一步的上涨主要依靠盈利回升。Domestic margins的resilience还是令人印象深刻的。但考虑到消费增速未来不会很好，因此企业收入难以明显回升。利好在于弱美元和外需的一些走强。

微弱高配股票。即使股市温和上涨，这也足以跑赢现金和债券，因此我们继续推荐温和高配股票。

中性配置债券。政府债收益率被低利率所锚定，所谓""an extended period""，我们理解为至少到2011年。但是，利率债的长期前景不佳。"

20091201 bwam deleveragings in a fiat money system "我们认为美国经济处于去杠杆进程中，根据我们对历史的研究，我们发现每一次去杠杆都需要印钱。在1971年以来，只有两次去杠杆经历，一次是1990s日本，一次是1980s拉丁美洲。日本是在fiat money体系下的去杠杆，因此对美国有借鉴意义，但这里不具体探讨。

我们认为美国已经running into our debt limits。我们认为美联储从BOJ身上学到了经验教训，而BOJ也从当前的美联储政策上面在学习。

当前中国政府有较大调整压力。或者中国允许人民币大幅升值，或者就需要试图用监管政策来避免泡沫，但这通常会失败。太迟的调整，通常导致调整代价最后更大。"

20091202 宋国青 真实利率长期过低才会导致资产泡沫 真实利率长期过低才会导致房价和股价上涨。（如果名义利率不变）在利率歪曲的情况下，CPI合适了房价就不合适，房价合适了CPI就不合适。很多人都怀念去年年底的房价，那时的真实利率是很高的。

20091205 JPM\_Global\_Data\_Watch The court of claims rule "首申数据改善，这说明就业减少应该几近结束。这预示着企业部门即将扩张。

近期Core PCE的实际下降比看起来还要大。Core PCE虽然权重比Core CPI看起来要更合理，但Core PCE有一个问题（CPI有没有？），大约有15%的价格是不能直接观测的，例如financial services provided without payment等。因此，BEA也提供了剔除那15%的所谓market based Core PCE，这个指标显示Core近期下降更快。"

20091209 bwam securities lending has stabilized but is not expanding Securities lenders used the money raised by repo'ing institutional investors bonds to buy asset-backed commercial paper from funding vehicles that then bought various forms of household debt. 这个过程的反向收缩在信贷收缩阶段大约贡献了2/3的信贷收缩，而这个收缩最近基本结束。

20091209 FOMC Greenbook 过去六周数据大体与预期一致。好消息是job losses在年中以来有明显走弱，IP也延续温和回升态势。

20091209 Shiller A Sustainable Housing Recovery 房价在2009年4月到8月有一波强劲回升。实际上，对于波动性大、投机性强的市场，人民币是出于预期才买入或者卖出，即使事后也很难搞清楚到底发生了什么。

20091210 Barclays\_Global\_Outlook\_Beyond\_the\_recovery\_trade "主题是：Beyond the recovery trade.

过去一个季度全球经济没有太大的变化，这本身就不太寻常，毕竟过去几年经济起起伏伏太大了。亚洲的复苏进入可持续阶段，但美国仍然落后。政策继续保持极度宽松。这个组合对风险资产有支持。我们认为随着美国复苏可持续迹象的出现，市场会开始担心联储收紧政策，这会导致风险资产回调，这大概是2010H2。不过当前我们依然支持高配股票。"

20091211 JPM\_Global\_Data\_Watch Across the corporate divide "衰退以后通常会出现credit aftershocks，因此出现Greece & Dubai债务问题也是对复苏的一个压力测试，相应的调整也是全球经济修复的过程。

希腊的此财政赤字在今年录得13%，而债务/GDP已经高达113%，当前的关键是能否恢复投资者信心。爱尔兰提供了路线图，爱尔兰给了2010年的紧缩财政计划；东欧小国也是一个方案，他们得到了发达国家贷款。现在看，希腊政府可能沿着爱尔兰的方案。"

20091214 CF40周报 中央经济工作会议与明年工作重点 " 中央经济工作会议表明，“调结构、扩内需和防通胀”将成为2010年政策的主线。会议强调明年继续执行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，保持宏观调控政策大方向上的延续性。针对中央经济工作的各议题，譬如去年经济刺激政策的效应、明年经济增长前景以及来年宏观政策等方面，经济学界仍存在较大争议。乐观者认为保增长与调结构已经做到并行，政策调整幅度不宜过大；积极的财政政策和适度宽松的货币政策不应进行大幅度调整，否则有可能打击市场信心，中断复苏的进程，造成烂尾工程和银行的不良资产。除此之外，由于中国货币政策缺乏独立性，在美国紧缩之前，中国的货币政策紧缩力度有限，提前采取紧缩货币措施只会引来更多热钱流入。这些因素使得中国即使有紧缩的意愿，也难于真正实现。怀疑者认为短期增长无疑，但原有的结构性问题更加突出，并滋生了资产价格泡沫等新问题，应“宽财政”和“紧货币”。然而，诸多争议之中，却有一些共识，比如明年通胀压力虽然不大但应警惕资产价格泡沫、结构调整任务迫切等。在共识的基础上，各界有着共同的期望，即应实行“宽财政”、“破垄断”等政策加速经济结构调整步伐。

尽管市场存在普遍的通胀预期，但众多专业研究机构的共识是明年不会有严重的通货膨胀。基期效应、食品价格和市政公共服务价格的上升，是2010年物价的三大涨价因素，但这还不足以带来严重的通胀，因为通胀的关键决定因素劳动力成本和原材料价格尚不具备大幅上涨空间。目前市场比较认同的预期是明年全年CPI在2.5％－4%之间，但不排除个别月份CPI明显高于5%。

越来越多人担心的问题是资产价格泡沫，尤其是房地产资产价格泡沫。目前，越来越多的经济学家开始比较当前的中国和泡沫危机之前的日本。在这一轮政府主导的投资中出现了一个非常不好的势头，贷款和财政资金向国有企业倾斜，民间企业生存空间受到了挤压。很多行业均出现了不同程度的“国进民退”现象：在地产行业中越来越多的民营、中小地产公司退出了市场，各地竞标的“地王”大多数都是国有的大型地产公司；民用航空方面，民营航空公司经营日益艰难；在钢铁行业中，大家看到亏损的国有企业收购盈利非常好的民营钢铁企业；在煤炭行业看到的是政府强行收购中小煤矿

孙明春:中央经济工作会议重申政策姿态

首先，虽然中央强调了2010年继续实施宽松的财政和货币政策，但投资政策发生变化。自2008年11月份出台4万亿一揽子刺激措施以来，中央首次提出“要严格控制新上项目”而且“投资重点用于完成在建项目”。投资政策论调发生这样的转变在我们的预料之内。这一鹰派言辞仅仅反映出投资政策会适度收紧，这通常是为了提前出手遏制投资过热。我们目前并不担心政策基调的变化，除非政府使用“停止批准新项目”或者开始“重新审核在建项目”等字眼。这一变化表明政府现在不是很担心2010年的经济增长，而是更加注重经济增长质量。"

20091214 VOX Wyplosz Greece\_ The party is over "对希腊债务的近乎挤兑near-run是毫无道理的。希腊政府不会像阿根廷一样违约，希腊政府也没有动机违约。最近评级机构下调了希腊评级，并宣布西班牙债务也面临下调。但技术意义上，希腊距离破产还远得很，market fears are just fears.

希腊政府的财政历史确实很不怎么样，在1972年曾经财政平衡过，后来一直是各种赤字，每一届新政府都发现上一届政府如何隐藏了赤字。

希腊需要进行spending cuts。当前欧元区正在复苏，这对于希腊是一个边际积极的背景。" 注：2009年12月8日全球三大评级机构之一的惠誉宣布，将希腊主权信用评级由“A－”降为“BBB+”，前景展望为负面，这是希腊主权信用级别在过去10年中首次跌落到A级以下。受消息影响，全球股市应声下跌，希腊股市大跌6%，欧元对美元比价大幅下滑,国际市场避险情绪大幅升温。。与迪拜债务危机一样，希腊主权信用危机有可能因小事件而引起大波澜。

20091215 Roubini The Gold Bubble and the Gold Bugs "当前的黄金上涨看起来像是泡沫。

黄金上涨的原因通常有两个：1.通胀上升。2.避险情绪。现在这两个情况都不太存在。当前可能支持因素有：1.市场担心中期通胀风险。2.流动性宽松支持商品价格。3.carry trade压低美元汇率，推高黄金价格。4.主权债务风险，例如希腊。但黄金本身没有内在价值，这意味着下跌风险很大。

（实际上黄金一直涨到2011年）"

20091216 BAML Global Fund Manager Survey News "Survey Finds Investors Ushering in a New Year of Hope and Positive Returns.

Investors are looking forward to 2010 as a year of moderate economic growth, benign inflation and solid returns in global equities.

Optimism about the economy strengthened this month. A net 80 percent of respondents expect the world economy to grow over the next 12 months, compared with a net 69 percent in November. Two-thirds of investors expect equity markets to return to traditional growth levels or better. Expectations for corporate profits are at their highest level since Decembern 2003, supporting demand for greater capex. A net 48 percent of investors say that companies are under-investing. At the beginning of 2009, most investors thought companies were over-investing.

Optimism Reigns Despite Fresh Fears Hanging over Bank Stocks. ""A year ago, strong pessimism over bank stocks would have spread across the market, but now it appears to be isolated to the banks. Investors seem to be saying they can be optimistic on markets even without bank support,""" "Concern about inflation remains

subdued." A growing proportion of survey respondents do not expect interest rate hikes from the Fed before the second half of the year, a view echoed by European investors on the ECB. "Looking for a 7.7 percent total return from global equity markets.

Conviction grows in a stronger dollar while gold seen as overvalued"

20091216 FOMC Transcript "伯南克：

首先总结大家的看法。总体来说，过去六周的情况比预想的稍好，例如11月的就业、零售、贸易、房地产数据，以及金融市场。全球增长也在回升，EM比DM要更好一些。但不确定性——草根方面有很多证据——仍然抑制企业雇佣。房地产的改善在2010年可能停滞，考虑到政府的大力支持的消退——包括联储停止购买MBS，GSEs收紧近代，first-time home buyer tax credits结束等。大企业可以较好的得到信贷，但是小企业信贷可得性差，小企业开支多大程度上受到抑制，大家对此有争议。总体来说，资产价格似乎没有脱离基本面。即使有Dubai事件（好像没说希腊事件），但市场情绪较好。但银行信贷持续收缩，显示信贷需求疲弱。

我个人认为，过去六周数据给人感觉不错，Q3增长比预想的弱，Q4增长比预想的强，因此往前看还有更多的动能。特别是消费者表现还不错，对housing和auto的需求令人欢欣鼓舞，这说明消费者愿意进行长期耐用品消费，这是消费者信心的表现。就业方面，也马上要看到就业的正增长了。

下行风险可能来自就业市场和信贷市场的互相恶化。就业数字比看起来要糟糕，employment-to-population从高位回落不少，aggregate weekly hours of production workers从峰值下降了8pp，这比1981-82年的6pp还要严重（基本上与1981-982做比较，看来那个时候的衰退比较严重）。对于小企业，信贷约束最后早晚会抑制到小企业扩张，特别是当需求起来以后。" "伯南克：

大家的看法是，当前core的部分nonmarket价格有回升，这可能干扰了core的趋势走势。

我个人看到美元的走势感觉挺好。当前股市上涨的同时，美元也上涨，这是more normal positve correlation. That's encouraging, because it means that economic growth will not translate immediately into those kinds of import inflation pressures."

20091218 JPM\_Global\_Data\_Watch DM core inflation sliding toward zero "经济复苏可以在信贷收缩的情况下发生，这并不少见，2009H2正是这样一个案例。

从逻辑上也并不难理解。因为the change in debt will correspond to the level of GDP. 当前GDP水平很低，这意味着信贷增加不大，因此信贷总存量可能下降（应该还有部分信贷到期的原因）。因此当GDP水平够底的时候，信贷存量yoy几乎必然下降。从逻辑上，还是信贷的二阶变动与GDP的增速有关。"

20091231 bwam summary outlook "我们几个大的观点：1.美国经济处于cyclical expansion in a long term cycle dow wave. 私人部门信贷扩张动力不强。2.随着联储和财政政策的消退，在2010H2经济将再度有走弱压力，联储将被迫选择重启QE或者允许经济二次走弱。3.由于中美基本面的不同（债务周期位置不同，中国具备加杠杆空间，私人部门信贷扩张倾向强），叠加人民币盯住美元，这导致中国正在泡沫化。

美国处于a long term cycle dow wave：私人部门加杠杆力量不强，这是一个关键的观察。私人部门信贷的70%是居民信贷，而房贷就占到私人信贷的50%。房贷的净增长并不强，当前的房贷gross增长本质上是房贷的restructuring，例如在2009年初的refinance boom。当前的existing homes sales是restructuring的鲜明体现：存量住房的转手过程中，是资不抵债的居民转手到资产负债表更强劲、借贷需求更少的居民手中，因此这个过程中居民整体上负债下降，居民整体资产负债表转好。当前new home sales很弱体现了较弱的信贷需求。此外，对于居民credit borrowing（信用卡？），虽然这方面存量比mortgage要小很多，但波动大，当中这一部分在快速降低。从基本面来看，居民去杠杆远未结束：HH debt / disposable income, HH debt service payments / disp income. （然后分析了企业、金融部门去杠杆情况）

但是，短期而言美国可以有周期性扩张。1.储蓄率停止下降。这与近期股市等上涨有关。我们认为储蓄率应该不会再上升了，但由于去杠杆，储蓄率也难以下降。2.库存周期。3. 2010H1还有一波财政刺激效果。

但增长水平疲弱，这意味着高失业持续，财政前景很差。大部分预测者认为增长仅在3-4%之间，一个很可靠的历史规律是，失业率yoy变化与GDPyoy存在对应关系，大约2.5%的GDP对应于失业不变，GDPyoy每上升1pp，失业率下降0.5pp (Okun定律)。 这种低增速意味着高失业长期保持。当前失业比headline体现的还要高，参与率在明显下降。如果参与率保持稳定，那么失业率将得到13.7%，这是大萧条以来最高。由于失业率是政府赤字的第一决定因素，因此高失业意味着高赤字。如果给定当前的foward interst rate （桥水的假设也是：收益率将长期保持“高位”），这意味着财政不可持续。由于美国更加依赖对外借贷，因此美国比日本将更加面临困难。

汇率升值对于EM减少泡沫是至关重要的。以日本为例。日本在1971-1990年日元汇率在升值，这一定程度上减少了泡沫的产生，否则日本的泡沫产生和破灭会来的更早一些。一些中国决策者误以为越是稳定的汇率将意味着约稳定的经济体，但实际上这导致信贷增速和投资的不稳定；此外，中国决策者还误以为缓慢的升值会更好，实际上这导致更大的不稳定。" "我们看多黄金和新兴市场货币，特别是亚洲货币。

债券收益率将要上升，原因：1.央行购买长期债券的购买正在下降。2.我们认为增长复苏不够强，财政赤字压力很大，债券发行很大。（第二个逻辑有点怪，复苏不够强的情况下，即使债券发行压力大，但私人部门信贷需求底，导致其实国债需求其实更大，因此这第二个理由也许是长期逻辑，但不是短期理由）"

20100101 bca.bca OUTLOOK 2010, The Debt Supercycle Goes Global "2009年联储有效的让金融系统重新运转，但这距离解决结构性问题还有距离。当前信贷增速的下降主要反映了房贷违约，这并不是最好的降低杠杆的方式。当前去杠杆还处于早期阶段。

当前diffusion index明显回升，但许多经济活动level并不高。因此当前各个经济学家确实可以“各取所需”来解释美国经济。我们并不认为2010年出现二次衰退。如果要二次衰退，需要很强的冲击，这种冲击没法提前看到。2010年将是normal recovery process。从10y-3m的curve比较陡峭，这从经验上对应着强劲的反弹（这个跟McCulley的观察好像有点不太一样啊），但当前金融危机有延续的抑制作用，因此反弹不会很强。当前市场对2010年的增长共识也是3%，这并不强。

从分项来看，最初来看确实it is always hard at the bottom of a recession to see where growth will come from. 消费看起来前景黯淡，商业地产是一个灾难，财政有紧缩压力，企业不会逆势扩大开支。但当前的反弹其实也是正常的一个反弹，其关键是就业市场，而就业市场在缓慢的改善。Temporary hiring正在回升，我们的美国Payroll model显示2010年初yoy增速仍然为负，但2010年中yoy应该会转正。虽然这种复苏并不强，但这足以边际上支持收入和消费。商业地产确实很差，但这个行业在经济中占比不大，在美国占GDP的1.5%。财政方面，实际上美国财政在短期没有收到太大约束。" "当前市场对长期通胀很担心，政策是高度通胀性的，市场投资者普遍很难想象在长期当中通胀如何被避免。（这就是这个2010s的错误）

如果产出缺口如数据所展示的那样，那么我们会看到更深的通胀下降。不过产出缺口的衡量是有些tricky的。Core正在下降，历史规律表明衰退以后两年Core都会持续下行。即使gap的衡量有误，未来通胀依然会下行。不能排除未来出现deflaion scare,正像2000s初出现的。

周期性通胀压力可能最先出现在亚洲，特别是中国。不过当前中国也还没有呈现通胀压力。

很难想象美国可以用通胀来把债务问题给搞定，即使联储配合，市场和外国投资者也不会配合，最终可能导致市场revolt。

黄金价格上涨并不是源于通胀，而主要是流动性。否则其他跟通胀相关的价格也会上升。" "我们推荐 a moderately pro-cyclical investment stance，即温和高配股票和企业债，低配政府债。

2009年的案例表明，周期性力量是可以主导结构性力量的，而2010年可能依然如此。当前还不是在股票上面获利了结的时候，支持风险资产的力量继续存在。当然，我们并不建议激进高配风险资产。

政策宽松并不能立刻带来CPI通胀，但却可以带来资产价格通胀。但泡沫不会出现在刚刚泡沫破灭的地方——美国房地产、消费相关，而更可能出现在能源、商品和EM。(桥水把这里面的逻辑讲清楚了）

当强中国的经济、政策环境看起来很像历史上的boom-bust cycles——政策太宽松，这导致资本的错配；但好消息是中国的资本产出率Incremental Capital Output Ratio, ICOR并不低。

我们认为债券收益率在2010H2有回升压力，这是我们的一个关键判断。重要的是，债券市场的周期性熊市通常ffr预期的上升。我们预计在2010H2，市场会开始discount ffr的回升，因为2010H2的时候私人部门信贷需求可能开始回升。（这个判断很关键。BCA依然是基于一个传统的周期分析框架来分析美国周期，因此得出结论是2010H2收益率会回升，但桥水的分析可能更到位，即当前的货币刺激是“药不能停”，否则会再度经济走弱”）"

20100101 PIMCO Where Exit Should Be an Oxymoron The Bank of Japan "联储对于QE的退出机制的话题非常非常小心，一方面既给出详细的退出机制细节讨论，另一方面强调较长时间内不急于退出。

对于日本而言，有许多日本高级官员认为日本注定处于通缩当中，日本政府没什么可做的，通缩是永久性的。当然，如果他们这个认为，那么通缩当然会自我实现，这保证了他们是“正确”的。但我们认为从理论和实践上，日本央行都可以解决这个问题，需要采用Krugman所说的act responsibly irresponsible relative to monetary policy orthodoxy.

传统思路是，财政是可以解决流动性陷阱的，只要央行配合扩表。但日本是一个特例，日本央行也有能力，例如提高通胀预期，降低长短利率，压力日元汇率。如果日本央行遵循所谓正统性政策，那么无论日本财政部做什么，财政部的效果都会打折扣。

关键是，日本央行需要明确的指出没有退出策略。日本在2001年推行QE，在2006年看到CPI yoy回归正值以后就结束QE，但事实上日本很快又回到通缩。BOJ需要等到通胀明显回升以后才能退出。

我们认为，日本央行并没有完全认可我们的上述建议。"

20100102 JPM\_Global\_Data\_Watch New Year’s resolutions "2009Q3以来，收入的分配在企业和居民之间是不平衡的：企业利润拿走更多，而居民收入拿走相对较少。可持续复苏的一个前提是企业和居民之间更加平衡的增长。11月的数据显示，虽然就业在减少，但Longer work week和rising wages回升让居民收入实现正增长。经济扩张的一个典型特征是hours worked的上升。

不过，当前对劳动力的需求回升，最终多少分配到hours, 多少传导到失业率，这一点还不确定——或者提高工作时间，或者增加雇佣。历史上，通常即使是复苏第一年也会增加雇佣，但最近几次衰退有所变化。本来复苏的unemployment on temporary layoff比历史上更低。"

20100105 bca.usis\_wr 2010 A TRANSITION YEAR "经济复苏的可持续的，这是我们的一个重要观点。

最新的数据向好支持我们的观点：除汽车以外真实消费回升，nondefense投资品订单低位回升，ISM回升，首申下降。

美国总是依靠消费者走出衰退，这次也不例外。12月份的PCE报告再次确认这个观点。重要的是，财富效应在2010年将开始支持增长了，这已意味着储蓄率将企稳（财富效应不会永远的周期性抑制增长，毕竟财富的减少是一次性的）。不过房价估计还是很难重新持续上涨，这是因为虽然库存已经回到合理水平，但还有a glut of distressed properties.

（Mark McClellan是当前的Managing Editor，写的挺好的）" 我们预期联储将在2010年底、2011年初加息，因此市场可能在2010年中就开始discount ffr回升，这也意味着债市将在年中开始下跌，虽然近期还有支撑。 "12月的经济数据较好，股市也因此再创阶段新高。对股市造成风险的因素中，经济复苏不可持续的可能性在下降，而通胀预期的回升依然是一个可能风险。但注意，通胀预期的回升本身又会导致股市下跌、经济走弱，因此其自我不可持续，所以通胀预期回升只会导致股市的调整correction而非持续下跌。

尽管股市已经部分discount了持续复苏，但由于政策保持宽松，因此当前仍可高配股市。"

20100111 bca.usis\_wr FINANCIAL MARKET RISKS ARE SHIFTING "最新NFP是-85k，低于0增长的市场预期。不过这也没什么，对市场价格冲击不大，因为NFP预期本来就偏乐观。实际上，首申需要回落至400k以下才能对应NFP走平。

最近的临时就业大幅增长，这对于NFP是很好的利好消息。

但就业近期仍将支持联储不加息的决定。NFP要增长到100k以上才能对应失业率的持续回落。" FOMC内部对增长的看法有较大分歧。FOMC最有影响力的两位委员——伯南克和副主席Kohn，都是鸽派，其表态对应着2010年全年不加息。

20100111 bwam The new decade 2010-2019 "（这篇报告价值极高，不仅给出整体观点，而且从1920至今的所有重要宏观变量都给了图，这意味着可以recover出来原始数据）

通过personal experience, studying and talking with the people of my parents' generation, I feel my understanding of the world economy is reasonably good going back to the 1920s, meaning that I believe I have both an intellectual and visceral sense of what they were like.

整体而言，有如下几个特征：1.每个十年都会发生很大的变动，这是源于政策制定者、投资者、企业家和居民的actions and reactions. 2.At the ends of each decade, most investors discounted the next decade to be similar to the prior decade, but decades were dissimilar than similar to the preceding ones. 3.Theories about how to invest changed frequently, usually to fit the past. These backward-looking theories typically proved to be terrible guides for investing in the next decade.

The 1920s = ""Roaring"". 20s初联储紧缩导致20s以衰退开始。20s最大的不平衡是凡尔赛条约导致的BOP不平衡。20s下半段有巨大科技进步，例如汽车、无线电和早期航天等，这大大提高了生活质量，股票盈利大幅上涨，最终导致债务驱动的股市泡沫，这进而导致经济过热和通胀。联储在1928-29年紧缩，导致股市在1929年底破灭。

The 1930s = Depression. 尽管股市在1929年破灭，但1930年的时候投资者还是期待能够回到1920s。在1931H1，股市确实有所回升。但是，债务和投机泡沫的破灭持续抑制消费和投资；此外，美元盯住黄金这让美国BOP恶化，引起联储加息来保卫美元币值。这导致信贷紧缩，股市在1932年大幅跌落至极低水平，失业率升至25%。1933年3月罗斯福上台, 减弱了美元对黄金的盯住, 让联储印钱支持财政开支，经济复苏到1937年；1937-38年，联储紧缩，经济再度衰退。

The 1940s = War and Postwar. 典型的战争主导经济，这使得很多指标失去了通常的含义，例如GDP, 失业率——许多男人当兵，许多女人去军工厂。到战争结束时，并没有忙着偿还战争债务，而是推行了马歇尔计划，建立布雷顿森林体系。美国拥有全球60%的黄金，而美元盯住黄金。

The 1950s = Stability. 50s初极度风险厌恶, 储蓄率很高, 股票估值很低. 二战以后, 仅美国保留了完整工业体系，美国GDP占全球一半， 出口占1/3，黄金占全球65%。战争也让经济有很低的债务和很高的pent-up，这是很健康的经济背景。

The 1960s = Acceleration. 到60s的时候，美国人意识到了自己的影响力，也愈发不再谨慎。美国人推行了a space program, the war on poverty and the Vietnam War, 这些带来大幅财政负担。人们诚信的相信凯恩斯主义，相信经济系统是永久的财富机器。我60s开始交易股票, I can say with confidence that the stock market bubble in the mid-1960s was more pervasive than at any other time since. 当时人们普遍认为经济仅有minor swings, so ""dollar-cost averaging"" in the stock market was the way to invest. 在1960s后半段，通胀压力上升，联储被迫紧缩，曲线在1920s以来第一次倒挂。

The 1970s = ""Stagflation"". 70s初美国BOP急剧恶化，在1971年夏天，美国人在欧洲是很难将美元兑换为马克、法郎或英镑的。美国政府保证不让美元贬值，但1971年8月，尼克松让美元浮动了。从此以后，货币和信贷增长不再被金本位束缚，而滞涨时代也因此开始。最初的困难只是被看做是暂时的，但后来发现困难很大。在70s初，美国人从没经历过通胀，到70s末，美国人已经假设通胀再也不走，所有人都知道买入inflation-heding资产并清空股票和债券。在50s，美国人谨慎乐观；在70s末，可以说是既不谨慎，也不乐观了。美元流向经常账户盈余国家，而这些国家再通过美国银行流向拉美和商品国。" " The 1980s = ""Disinflation"". 80s是70s的翻版。Volcker在1979-81加息到无以复加的高度，这导致了最深的经济衰退，大萧条以来最高的失业率。这也导致拉美等商品国进入了lost decade. 给这些地区融资的银行几乎破产，不过当时没有mark-to-market，因此允许损失逐年分摊。加息也导致a global squeeze for dollars. 在1980-82，全球政治广谱从左派转向右派，美国里根，英国撒切尔，德国Kohl。在80s末，联储加息，垃圾债市场崩盘，S&L银行危机，不过当时没有mark-to-market，因此影响相对可控。80s通胀下降，对于增长和通胀的trade off几乎停止存在。

The 1990s = ""Roaring"": From Bust to Bursting Bubble. 90s也是以衰退开始, 但90s增长是strong, non-inflationary, debt-financed growth. 90s结束时候以泡沫结束。这个阶段也发生了重大科技进步，例如计算机、互联网。中国、印度等新兴市场国家开始崛起。在90s结束的时候，投资者discount了6%的真实增长，这在历史上从来没有这么高过，可见有多么乐观。

" The2000s = Bursting Bubble to depression. 2000s是1980s/90s的翻版，与1930s很像。与1970s的美元循环很像的是，2000s中国等经常账户盈余国家将储蓄注入美国房贷市场。 "桥水给出的原始数据包括：

1.What was Priced in: Discoutned Growth Rate (in stock earnings?)， Break-Even Inflation.

2.Market Returns: Equities, Nominal Bonds (好像是全回报指数，这个非常好), CRB, Gold.

3.Interest Rates: Bond Yield, Short Rate, Corporate Bond Spread (Low Grade, BAA)

4.Economic Conditions: RGDP level, yoy; Industrial Production, Level, yoy; Unemployment Rate, Inflation yoy, Total Debt ($ billion), Monetary Base SA ($ billion)"

20100111 瑞银证券 汪涛 至于房地产行业，我们认为政府将会继续试图抑制房地产行业的“投机”活动，但与此同时会继续支持成交量和开发建设活动的增长。因此，虽然第二套房贷政策将执行更为严格，我们认为政府不会进一步提高房贷首付比例或推出社会上广泛讨论的物业税，也不会限制对开发商的正常贷款。此外，我们预计政府将在未来几个月中进一步采取措施增加房地产供给，包括增加用于保障性住房建设的财政支出、增加土地供应等。（2010年限制住了居民的投机需求，但没有限制住开发商的投机需求，结果是新开工持续高于销售,房地产库存在2010年开始过度积累）

20100112 BCA ces 全球经济的复苏已经从rumor变成news，即现实。Chart 中国在09年初PMI首先转正，然后LMEX商品指数随后回升，由此而言中国对商品市场最为重要。

20100115 BCA fes 人民币将升值压力传导了Euro上。Chart 中国外汇储备与欧元汇率。全球似乎回到“old abnormal”上面，美国CA逆差再次扩大，中国出口回升，中国盯住美元不愿意adjust。

20100116 JPM\_Global\_Data\_Watch Get ready for a temporary inflation pop "传统的就业分析是Okun定律，即增长与就业对应。

我们强调从corporate financial performance角度来理解就业，这个角度可以分析所谓无就业复苏。当企业产品价格增速高于就业成本增速的时候，企业盈利回升，才有动机扩大雇佣。我们非常关注企业的profit margin，这个margin受到input cost和output prices影响。Employment cost index 与 nonfarm business output prices的差距对于就业有明显影响。2002-03年，尽管通胀下跌，但工资保持粘性，这导致了无就业复苏。" 由于商品价格的基数效应，CPIyoy在2010年初会暂时上升，与Core的差距进一步扩大。

20100118 bca.usis\_wr China policy A GAME CHANGER FOR U.S. INVESTORS "中国经济从全球的支持力量，正在变为一个潜在的风险点。中国人民银行在上周提高了存款准备金率，这给金融市场带来寒意。但我们判断中国经济还不至于让人民银行快速收紧政策。中国经济有些部门是stretched，但出口部门等还有很多slack，政策会谨慎的。中国也不会加息，因为汇率不动的情况下，联储不加息，中国加息只会吸引更多的热钱流入。

美国4季度零售非常好，但小企业还是表现不好，是阻碍了就业复苏。从数据来看，ISM employment index已经大幅回升，但NFIB hiring intentions仅低位走平。小企业继续面临信贷问题。

" "近期通胀预期上升对市场有所打压（应该是指过去一个季度的事情）。由于对通胀不确定性的上升，收益率曲线陡峭化，这最终会打压股市。

但这种打压只会带来correction——因为随着经济走弱、通胀压力降低，政策又会放松——不会结束牛市。"

20100119 BAML Global Fund Manager Survey News "Survey Finds Risk Appetite at Four-Year High as Investors Embrace Equities

For the first time since January 2006 the survey shows investors are taking above average risk, relative to their benchmark. A net 2 percent is taking ""higher than normal"" risk, compared with a net 7 percent taking ""below normal risk"" in December. ""This survey is one of the more bullish we have seen and suggests that

investors buy into the idea that this recovery has legs,"" ""We are, however, seeing early signs that might alert contrarians looking for a selling opportunity – namely low cash allocations and possible complacency against a sell off in stocks,"" said Michael Hartnett, chief Global Equities strategist at BofA Merrill Lynch Global Research.

Capex more important than debt reduction, investors tell corporates. Investors responding to the BofA Merrill Lynch Survey of Fund Managers are urging companies to invest more in growth and less in balance sheet repair. For the first time since mid 2006, capital investment heads the list of investors' priorities – ahead of reducing debt and returning cash to shareholders.

Greater investment in growth reflects how optimism about corporate earnings has pushed higher. A net 63 percent of global investors expect corporate earnings to increase by at least 10 percent over the next 12 months. This represents a significant month on month increase from a net 46 percent in December. Almost a third of the panel says the 10 percent rise is ""very likely"". The outlook for margins is also positive, with a net 40 percent of investors predicting that operating margins will improve"

20100119 BCA ces 商品价格已经上涨很多，2010H1可能盘整。2008是deflation，2009 reflation，2010是growth。

20100119 宋国青 宋国青 "关于刺激政策的退出和进入，应该说从08年12月是大有扩张的，在用一切手段扩大总需求，财政原来有很多存款在中央银行，当时还没有收税，就把存款拿出去，当月拿了很多钱做储蓄。贷款12月当月也增加了不少。特别是08年上半年贷款一个月一万两千亿。从这些情况来看，刺激政策是09年的7月份一下子就停了。应该换成相当紧缩的一个政策。三季度信贷一个月，整个下半年一个月不到四千亿，上半年是一万两千亿。财政收入在下半年也在猛烈扩张。所以从结构上看，扩张的总政策和总需求的政策，也就是七个月，去年七月份事实上已经停了，虽然说法上是还是适度宽松的货币政策。这是从总量上讲的。

从结构上来看，在02年到07、08年上半年这几年，出口一直在非常快地增长。出口快速增长，就要压内需。制造业大部分是竞争性的，国家调控，从环保的角度、从总量调控的角度上有一些控制。只有基础设施说停就停，说不放就不放。北京的机场，进去死走，出机场的时候也是死走。大领导有车直接到，小领导外面有车等着，不是领导的就在外面，还有半个钟头等车。这个时间都是社会效益，把这个帐算出来以后，基础设施投资效率大。过去几年就是一压投资就压基础设施。民间投资压不动。02年到08年这一段时间，基础设施投资占的比例掉得很厉害。北京修了这么多年的地铁，不顶全国十天出口的价值。按现在的价格算，不是按历史价格算。所以把这些账仔细算一算，遗憾的就是从这个角度上来讲，扩张这个词恐怕不准确。基础设施投资大干快上的这七个月，现在就没了。今年马上就是，因为出口从去年下半年涨得很疯，现在出口又回来了。投资一年全年都在想办法压投资，地铁还不知道修了半截怎么弄。"

20100120 FOMC Greenbook 过去6周基本符合预期，final sales符合预期，不过库存贡献好于预期。具体来看，就业和IP跟预期差不多，房地产活动比预期稍弱一些，企业投资好于预期。我们继续预期moderate recovery.

20100121 安信证券 高善文 "国家统计局今天上午公布了2009 年宏观经济数据，总体上中国经济在2009年全年实现了V 型反转，GDP 增速逐季提升，经济增长的动力也逐步趋向平衡:由政府财政刺激政策主导的投资增长在下半年开始逐步向房地产投资和私人部门投资需求过渡;出口需求在4 季度也出现了明显的恢复;全年的消费增长则稳定在较高水平。4 季度经济的加速主要来自出口恢复和消费增长，这可能主要与全球经济特别是美国经济近来超预期的恢复有关；综合考虑主流机构对2010 年全球经济增长的预测，我们仍相信下半年的出口可能会回落。

预计上述层面的变化在2010 年将继续保持，以此为基础，我们预计2010 年中国经济将继续复苏的势头，经济增长约9.8%，城镇固定资产投资增速约27%，消费16%，出口增长17%，顺差规模则基本与09 年持平或者小幅下降。

从通胀情况来看，通货膨胀压力在2009 年底有所显现，在此前的大多数月份则很不明显。预计2010 年上半年通胀压力较大，可能进入上升通道，其中，6、7月份可能会达到最高点，在4-5%左右。但考虑到全球经济仍在进一步的去产能化过程中等因素，2010 年下半年的通胀压力可能会得到明显缓解。预计2010 年全

年CPI 涨幅在3%左右。

以上述预测为基础，我们认为2010 年市场的最大风险主要集中在政策层面，宏观调控及刺激性政策的退出将成为2010年中国经济的重要主题。"

20100122 Eichengreen Obamanomics Year One and Beyond "[Obama] His strength has been not to allow the perfect to become the enemy of the good. 奥巴马的7870亿财政刺激方案大体是good。今天这个方法严重倾向于减税，这导致居民储蓄而不是消费。此外，这个方案没有搭配可信的中期财政策略，这引发了不少对中期财政可持续地担忧。下一步对于财政，也许奥巴马政府要推动pay-as-you-go rules。

对于银行方面，我个人确实更倾向于更多的注资和解雇原来的高管。但奥巴马政府采取了stress test和TARP，这当然是政治阻力最小的方案，这大体也让banks to earn their way back to solvency. 下一步要着力推行金融体系改革。金融改革是比较专业化的。"

20100122 瑞银证券 汪涛 "市场为何如此担忧：12月份CPI表明通胀正快速攀升，与去年强劲的放贷一致。人民银行突然转变政策取向、早于市场预期调高了存款准备金率。强劲的GDP增长以及出口复苏将使政府进一步收紧国内经济政府。政府非常担心房地产泡沫并已经开始出手遏制房地产业，更严厉的措施还在后头。

上周央行宣布提高存款准备金率是否意味着其货币政策取向突然改变？我们认为存款准备金率的上调的确拉开了未来一系列紧缩措施的序幕，但政策取向的转变其实已经有一段时间了。事实上，政府在2009年下半年已经将其宏观政策取向从极度扩张转变为适度宽松。最明显的信号出现在12月初——向商业银行传达的2010年贷款增长目标要远低于2009年，2010年目标增速18%，而2009年增长超过了30%。正如我们之前强调的，对银行贷款的数量控制是中国实施货币和信贷政策最有效也最依赖的工具。相对市场预期，政府紧缩政策的时间点可能是提早了、力度也更大一些。尽管2009年底政府释放出2010年政策将收紧（不过仍适度宽松）的明确信号，大多数市场参与者（包括银行）可能仍预期政府会犯调控过晚、力度过小的老毛病。直到最近，市场仍普遍预期政府要到2010年下半年才会上调存款准备金率或利率，银行会像2009年一样集中于年初放贷，并且由于政策收紧得过晚，上半年将会出现信贷投放过度和投资过度的局面。

虽然我们的基准预测是政府将能够基本上掌握住放贷节奏并实现软着陆（见表2），但我们也承认上述的确是一个风险。商业银行在本月前些天放贷的力度出乎所有人的预料。前两周1.1万亿元的新增贷款肯定让政府感到了不安，因而决定对银行采取更严格的控制。

目前政府担心某些城市房价上涨过快，并对中产阶层由于住房负担能力恶化而产生的不满情绪很敏感。 然而，在全球需求低迷的大背景下，政府在调控时会谨慎以避免全面打压房地产活动。事实上，政府已经明确表示中国整体的住房供应并未过剩，而且将推进城市化进程作为今年和今后几年刺激国内需求的依托。 近几年来房地产投资一直是经济增长的主要推动力之一。政府对于房地产业的主要政策目标是防止房价过快上涨。我们预计政府不会出台诸如上调首套房贷首付比例或突然取消房贷优惠利率等措施。 尽管如此，我们认为政策面仍将保持负面，而这可能会打压市场对于房价上涨的预期，进而影响投资型的房地产销售。" "我们对今年通胀情况较为温和的看法是基于：(i) 由于全球消费需求疲软，核心的制造业消费品价格仍将受

到抑制；(ii) 天气相关的因素将会消退，从而使蔬菜和食品价格在春天回落；(iii) 2008年12月份油价改革的

影响将会消散，政府可能推迟并放缓之前制定的资源和公用事业价格调整计划，以降低对整体CPI的压力；

(iv) 政府将根据既定目标对银行信贷进行管理（全年增长18%）。"

20100122 宋国青 宋国青 我估计年末的通货膨胀率会超过3%，甚至有可能到4%，还有一定的可能超过5%，就跟2004年、2007年差不多。如果贷款数据真的到了七八万亿，年末的通货膨胀率超过4%的可能性还是蛮大的。一旦过了5%，就是比较高的通货膨胀率了。

20100123 JPM\_Global\_Data\_Watch Big bark, less bite "（对Okun定律的讨论非常好）

Arthur Okun是Johnson时期的CEA主席。最初的Okun定律其实说3pp的GDP额外增速可以降低1pp的失业率，最近的数据显示这个对应关系变成了2pp的GDP对应1pp的失业率下降。这个关系在长期其实是非常稳定的，但是短期却不稳定。

要理解其不稳定性，应当退一步，从就业与产出的关系开始思考。比Okun定律更为广泛接受的是，1pp的就业增速对应着产出增加2/3 pp，这是投入产出关系。如果根据这个定律，似乎1pp失业率下降大约应该对应0.7的GDP增长，而不是2。其实原因是，失业率的下降往往对应着其他事情：例如参与率的变动、工作时长的变化和生产率的变化。其中参与率、生产率的变动往往导致Okun定律的预测在短期偏差较大。

例如本次衰退，由于productivity增速明显上升，这导致失业率更快速的增加，比Okun定律所预测的增加幅度更大。当然，productivity不能延续过去的速度上升，毕竟资本已经不足了，但也难有理由认为productivity会很快明显下降；此外还有参与率，参与率的大幅下降其实导致失业率没有上升那么多，如果未来参与率回升，那么失业率也难以下降。总之，市场分析师当前对失业率下降的预期并不乐观，这是有道理的。尽管市场分析师们对2010年的增长是乐观的。"

20100125 bca.usis\_wr\_2010\_01\_25 THREAT ASSESSMENT "近期市场进入correction，而且correction可能持续。

股市受挫的原因有：1.中国货币政策收紧（提高rrr）。2.欧洲希腊危机发酵。3.奥巴马表示要推出对银行的严监管新政。

希腊问题，希腊CDS在2009Q4开始持续上升，在最近已经突破了金融危机时候的高点。当前希腊国债借债成本已经高于了其长期增速。而且希腊危机意味着有可能蔓延到欧元区其他边缘国家。不过希腊实在是too big to fail，因此希腊政府和欧元区应该都不希望希腊违约。

对于奥巴马对银行的监管，当然监管是必要的，但现在推出的政策似乎主要是满足populist anti-banker sentiment，而不是sensible steps."

20100127 FOMC Transcript "伯南克：

大家的总体看法是，过去六周数据mixed。持续的就业疲弱仍是下行风险——虽然losing jobs下降，但hiring不强。地方财政也有压力。房地产有改善，foreclosure仍是一个问题。金融条件整体继续支持，这次对金融条件的讨论比上次要少。It may be too soon to worry yet about over-exuberance. 希腊财政可持续性是个担心，中国能否保持当前增速也是问题。总体来说是继续预期温和复苏，就业弱，且有很大不确定性。

我的个人看法是，当前延续了过去几个月的情况。信贷官调查方面有所改善。但我们需要明白，要真正可持续的复苏，需要看到a handoff from the inventory cycle, form fiscal supports, 且终端需求回升至3-4%的增速，这对应着消费回到2.5-3%的增速，如GreenBook所预测的那样。但是，when I wake up at night and I’m recovering from the nightmare, I remember the summer of 2008, when we were quite comfortable about a steady recovery moving forward for the rest of the year. 所以可持续的复苏this is still a projection and not a reality.

对于就业方面，失业实际上更为严重。不仅是失业率，还要看hours, duration of unemployment, part-time work等。换句话说，就业弱不仅即使温和复苏，失业率可能继续缓慢爬升。Yellen也指出，我们对当前的生产率上升的理解还不足，如果生产率上升反映的是temporary cost-cutting measures, essentially getting people to work harder for a temporary peirod, 那么这就会反转，于是我们就可以看到就业创造。但也有草根消息指出这个生产率上升是永久性的。此外，银行也有不确定性。

总体而言，仍在复苏轨道上，金融部门和房地产部门更加企稳，而且我们看到了强劲的库存支持。但未来还是非常不确定。"

20100128 瑞银证券 汪涛 "尽管紧缩政策不断出台，但我们下次对全年GDP预测的调整更可能是往上，不过今年下半年经济的同比增速预计将回落到8.5%左右。既然通胀不会在今年成为大问题，那么政府为什么会如此迅速地开始控制银行放贷呢（一些人甚至称银行放贷已全面冻结）？在中国这可是最严厉的货币政策紧缩措施2010年前两周银行信贷的过度扩张是引发信贷控制的更主要原因，而非12月份CPI反弹。

我们认为，推动贷款过快增长的主要是供给而非需求——换言之，银行预计政策将在今年晚些时候收紧，因此赶在此之前快速发放贷款。造成这种放贷模式的原因有以下几点：政策收紧在时间上的不一致性——所有的银行在开始时都面临着相同的政策限制，但那些设法先于政策而动并在收紧前更多地放贷的银行将获得更高的市场份额和更大的收入，因为随后的政策收紧将以银行已发放的贷款数量为基础。

但2009年信贷的急剧扩张难道不会使今年的通胀大幅上升吗？的确，贷款长时间过快增长往往会导致通胀上升。但就中国而言，在2009年通过33%的信贷增速来大规模再杠杆化之前，贷款增速连续几年都一直低于名义GDP增速。信贷增速的大幅提高计划是短期性的，为的是抵御通缩，并且贷款中的绝大部分都流向了旨在增加未来产能的投资（通过基础设施建设）而非消费需求。更重要的是，正如我们之前所强调的，全球范围内消费需求依然疲软，从而导致了全球范围的产能闲置，包括中国在内。" "尽管CPI近期反弹较大，但我们认为2010年通胀仍将保持在3-4%这一较为温和的水平上，仍在政府的目标区间之内.

通胀确实比预期上升得更快，但主要的推动力来自于受到了恶劣天气影响的食品价格。" "在政策面持续收紧、经济环比增长势头放缓和股票市场供给增加的情况下，良好的宏观经济基本面可能未必会带动股市的同样表现。

总之，7.5万亿以上的新增贷款将保证实体经济所需的流动性，并且总体收入也将健康增长，但金融市场上的流动性可能会被收紧、市场信心将会不时地受到打击。"

20100130 JPM\_Global\_Data\_Watch This little piggy went to market "投资者对欧洲边缘国家的政策可信度的质疑越来越大，这部分源于对财政数据可靠性的担心。希腊在上个季度把2009年赤字从6%GDP上调至12.7%；本周葡萄牙将2009年赤字从8%上调至9.3%，西班牙从9.5%上调至11.4%。

市场投资者担心政府对于减少赤字的承诺。葡萄牙的2010年预算仅能请问减少赤字。

（这个讨论挺好。投资者的本能反应是希望政府尽快有效减少赤字，但实际上财政越是紧缩，问题反而越严重。市场投资者的本能反应并不一定是“正确”的）"

20100201 bca.bca\_mp Keep It Simple; Where Next For The U.S. Equity Market "[温和和可持续复苏]

近期股市受到多重打击：1.奥巴马政府对银行的新政。2.中国紧缩。3.美国财政前景黯淡，希腊等欧元区国家陷入财政危机（把欧洲排在美国后面，可见欧债危机现在还没有得到足够重视）。4.美国经济的可持续性存疑。5.美股在2009年直线上涨，技术指标面临调整。

回过头来看，2009年极度宽松，核心问题是宽松政策能否起效。我们的当时的观点是，在如此宽松面前，做空股市是危险的，但我们也没想到可以反弹的这么厉害。

复苏不会很强，原因有很多：1.过去几年信贷扩张太大，要去杠杆。2.居民储蓄率要回升。3.房地产没有走出低谷，房价没有确定企稳。4.小企业信心不佳，就业不佳。5.财政刺激效果在2010H2消退.

为何经济再度走弱的可能性不高？BCA的解释是：1.就业市场领先指标显示，就业即将正增长。这是经济可持续的关键。2.传统的周期力量将发挥作用，例如库存，例如前期大幅下跌导致的pent-up demand.3.如果要出现double dip，需要出现重大政策失误（所以从来不会有double dip，因为政策会有所反应，但这不能避免：1.股市阶段性调整。2.债券市场将大幅上涨，收益率继续走低。而这正是2010年的事情。当然，二次衰退总是大概率避免的，但关键是看到是否出现重要的增长失望，这一点桥水确实做到了）

长期担忧仍在。等到刺激政策最终退出的时候，经济将发生怎样的调整，犹未可知。当前暂时来说是所谓Calm after the storm (换言之，距离下一次storm尚远)." "[继续低通胀]

仍有大量slack。" "[联储在2010年不会加息]

有一些FOMC成员对于当前零利率保持这么久感到很不舒服。但加息概率很低。

关键是通胀预期指标。暂时还没有风险。

联储不担心泡沫，原因包括：1.没有很强的信贷增长。如果没有伴随大量信贷，即使泡沫破灭也影响不大。2.联储自己也希望资产价格上涨来支持经济。3.股票估值本来也没有特别高。" "股市仍将跑赢债券，但股市收益不会很大。

温和高配股票。

债券。

[股市走势5要素的专题]

估值。

流动性。

盈利。盈利是否超预期没有那么重要，重要的是盈利增速是否上升还是下降（这个不就是ISM吗？就是经济增长本身啊）

Sentiment/positioning. 这一次股市上涨过程中，retail investor实际上一直在卖出，情绪并不高。

Financial stress."

20100201 bca.usis\_sr WOULD STRONG GROWTH BE NEGATIVE FOR RISK ASSETS "2009Q4的GDP回升很强，引起了关于复苏是否会有过强的上行风险的讨论（我勒个去，确实也会有人讨论上行风险）。二战以来的复苏可以分为两种，第一是1990s和2000s的弱复苏，第二是之前的强复苏。1990s的复苏受到S&L、1990s初伊拉克战争的抑制，2000s的复苏受到科技股泡沫破灭和会计丑闻的抑制。

确实，当前复苏有许多支持力量：1.库存。这一次衰退的去库存特别厉害，比以往衰退都要强。就现在库存仍在负增长，说明有明显的补库存空间。2.汽车销售在2010年也会支持增长。如果看nominal capital auto stock/potential GDP, auto stock / poulation, 都没有明显超出长期趋势。3.Equipment and Software Capital Spending有回升空间，这方面的capital stock下降明显。4.不过，商业地产投资和housing都不会给很强支持。特别是housing的foreclosure仍高而且还在上升。大约有1/4的有房贷的居民在房地产上面是负资产，有违约动力。

但难有强复苏，关键是居民储蓄率难以大幅下降。如果观察过去每次复苏强度，与储蓄率的下降幅度非常有关。2001年那次，储蓄率根本没有下降，这也对应着仅3%的弱复苏；1990-1991那次储蓄率甚至还上升了1pp。居民消费总是引领就业和收入和企业开支，拐点大约领先1个季度。根据我们的专题研究，当前储蓄率难以下降，源于各种结构因素。

未来观察复苏强度，观察：首申、消费者预期、ISM new orders (是否高于60），临时就业，LEI，以及当然是居民储蓄率。" 即使复苏很强，只要通胀预期稳定，股市仍然没有太大风险，不过股市的波动性将会上升。

20100203 bwam Thoughts on Euroland "（这篇文章也很不错，汇总了1970-2010期间的所有财政改善案例，以及改善的渠道）

PIIGS不断传来坏消息。当前全球央行正在撤回宽松，这意味着政府债务供给压力将开始显现，当前是在欧洲体现。

（桥水给出的简洁分析已经把欧洲结构性问题分析的很透彻）欧洲的结构性问题是，过去15-20年欧洲边缘国家convergence boom是欧洲需求增长的最大来源，这个过程已经结束，并留下了巨大的债务、BOP不平衡。而当前边缘国家难以降息来解决问题。此外，欧洲缺少中央集权，这导致主权债务危机难以解决。

当前欧洲给出的方案是紧缩，但我们发现历史上从来没有依靠紧缩可以走出这种债务危机的。我们认为最好的办法是货币化边缘国家的债务，但这并不简单。从法理上，看似不能进行这种货币化；但如果细究起来，到也有条款可以使用。

欧央行给商业银行提供了很多流动性，这些流动性其实间接支持了许多边缘国家国债发行的大约1/3左右。如果欧央行开始收紧这些工具，那么对于边缘国家国债也有很大影响。"

20100203 Rogoff Can Greece Avoid the Lion "希腊的问题是缺少可信度。没人相信希腊政府给出的财政数据。希腊在19世纪独立以来，有一半的时间处于违约状态。

我们《This time is different》一书发现一个特别竟然的规律，银行业危机以后往往出现一波政府主权债务违约和充足，这是因为政府债务在银行危机以后大幅上升。"

20100204 安信证券 高善文 "近两个月宏观调控政策频出。经济运行恰似“弱柳扶风”，因此政策层面投鼠忌器，会对政策的制定和操作抱有较高的警惕性。站在现在来看，一种可能的结果是：1 季度是政策的紧缩期，2 季度是政策的观察期，3、4 季度可能会出现政策的宽松期。总的来说，我们的看法是“上半年不乐观，下半年不悲观”。

2004 年与2010 年两轮宏观调控的背景、表征与结果有众多相似之处：首先，就背景而言，调控在两个层面上是非常相似的。一方面在流动性需求层面，通货膨胀的压力在上升，经济的名义增速在攀高，私人投资的总体趋势是在上行.在承认以上相似性的基础上，这两轮宏观调控也存在着多方面的重大差异。其次，从结果来看，两轮宏观调控的影响可能也较为类似，经济体和资产市场均感受到了明显压力。例如，2004 年的宏观调控政策，在经过一段时间的发酵之后，使得经济和投资增速下降，企业盈利增长甚至出现明显放缓的局面。而本轮宏观调控也存在同样的风险，即企业盈利增速可能达不到市场预期，经济加速的动量也受到抑制。再者，对于债券市场而言，两轮宏观调控都伴随着债券市场的走强，原因在于持续一段时间的信贷行政控制使得商业银行债券配置资金面走向充裕，从而成资金推动型的收益率下行走势。

首先，从流动性供求角度来看，04 年异常大的资本流入规模增大了当年的流动性供应，而截至目前来看本轮调控中资本流入数量要小的多，因此流动性供给相对04 年不利；从流动性需求层面来说，私人部门的投融资需求在04 年较强，在本轮则处在相对较弱的水平。总体来说，这两种因素应该大致可以相互抵消。

此外，在信贷供应这个层面，一个需要密切关注的不同在于，04 年的调控后期，主要商业银行面临上市改革的冲击，在资本金约束下产生了主动信贷收缩，这导致了信贷紧缩延续至05 年中期；而10 年的调控之后，银行系统是否再次受到资本金的约束，尚待观察。

其次，国内外经济基础的不同构成了最重大的差异。2004 年，中国经济的基本面非常强劲，国际经济周期总体情况良好；而本轮国际经济恢复相对较弱，国内经济复苏尚不稳固，可以比作“大病初愈”。经济形势的不同会带来政策层面的显著差异。比方说，在2004 年强劲经济增长背景下，中国经济可以容忍一定程度的宏观调控政策失误，这好比“傻小子睡凉炕，全凭火力壮”。与之对比的是，2010 年国内外经济的不确定性都比较大，经济结构可谓“多愁善病”，经济运行恰似“弱柳扶风”，因此政策层面投鼠忌器，会对政策的制定和操作抱有较高的警惕性。

从这个角度来看，2010 年宏观调控政策的摇摆可能较大。站在现在来看，一种可能的结果是：1 季度是政策的紧缩期，2 季度是政策的观察期，3、4 季度可能会出现政策的宽松期。总的来说，我们的看法是“上半年不乐观，下半年不悲观”。

当然这需要边走边看。但我们可以做出的预判是，政策从紧缩转向宽松的标志性事件将是信贷额度控制的放松、信贷的放量增长、以及观察到的民间利率下降。"

20100208 bca.usis\_wr\_2010\_02\_08 SHOCK WAVES FROM EUROPE "[预算提议公布]

2011财年(2010年10月1日至2011年9月30日)。奥巴马公布Budget proposal，这将引起华盛顿的政治角力。当前所有人都知道财政不可持续，但没有人希望承担痛苦，特别是当前复苏还不稳固。最终的预算将跟当前的很不一样，特别是民主党在参议院已经不再拥有filibuster-proof majority.

预算包括structural和cyclical两部分。Cyclical包括automatic stabilizer，例如unemployment benefits等。FY2010的10.5%的赤字当中，Cyclical这其实只有GDP的3.2pp，其余的都是各种财政支持。奥巴马提议到2015年structural降至3%。但这也会对2011-12年有2pp的增长拖累。（但实际上2010年底财政超预期的给出boost）

有人说，当前财政问题太多以至于something must be done. 但实际上，如果nothing is done, 赤字其实会大幅下降，因为the sunset of the Bush tax 以及2010年财政刺激计划的各种临时减税的结束。如果不修改法律，那么这种紧缩程度是政治上难以接受的。

我们认为考虑到复苏进程，十年期国债可能到2013年要回升到5%甚至6%以上。

[就业仍未明显好转]

最新的年度payroll修正显示累计下修了900k，不过这个下修幅度与历史是一致的，这体现了payroll统计的顺周期特征。1月NFP显示20k的就业损失。不过从临时就业的大幅上升来看，就业仍有望在春天企稳。最近ISM也还不错。" "[欧债危机冲击美股]

尽管美国Q4企业盈利好于预期，但近期风险资产下跌严重。尽管上周的美国数据不佳，但股市下跌的主要原因似乎是欧债危机, the risk of a sovereign debt crisis in some peripheral European countries（现在已经广泛使用debt crisis这个词）。

当然，美股也确实早该调整了。当前调整了大约7%，这与1995年、2004年的接近，当时投资者也在担心复苏能否持续。如果进一步调整，应该是买入的机会。这是因为整体牛市背景仍然在，关键是：1.通胀仍然温和。2.企业部门资产负债表已经在修复，即使只是经济温和复苏，企业资产负债表也会继续改善，这有利于利率债。3.企业profit margin在改善。4.消费趋势还不错。5.估值尚可。(其实这些理由的关键是“只是经济温和复苏”，只要复苏，股市就是上涨。这个刚刚开启复苏的阶段，通胀肯定是温和的，估值也大体是尚可的，实际上估值对短期预测力也没有多少预测力）

当前欧债危机的担心在扩散。市场正在担心西拔牙、特别是葡萄牙，它们的CDS也在明显放宽。我们认为最终一定有解决方案，但问题是在game of chicken的过程中，投资者信心。

我们不认为欧债危机会导致美国二次衰退，除非严重伤及美国银行资产负债表。"

20100209 VOX Wyplosz The Eurozone debt crisis\_ Facts an （这个经济学家说的都错了，是一个反面教材。实际上，欧债问题比预想的要严重，要更加难以解决，要扩散的很快。财政紧缩没有好处。Again，桥水的看法更为深刻和正确。）

20100210 bwam The Peripheral Country Debt problem "对于欧债危机，我们认为真正的问题是西班牙，而非希腊。希腊太小了，怎么折腾都不是大问题。

我们对于大国和国际机构——德国、法国，ECB，IMF——的决定感到震惊和恐惧。因为这些决定也意味着未来如何处理相关问题。当前欧洲处理欧债危机的decision-making是碎片化的，没有人知道谁要承担是什么成本以及如何承担。我们觉得德国人不会对当前的困难提供帮助。我们懂德国人，也懂南欧人，也知道他们之间互相看不惯。实际上，大部分德国人可能私下里觉得希腊人是活该。当年东西德合并的时候，西德都没有为东德同胞掏多少钱，何况是对希腊。德国人可能提供一些贷款担保，这只是我们的猜测，德国人应该不会愿意通过印钱、给德国人加税的方式来救助希腊。

我们之前讨论过，西班牙经历了快速的债务增长、经济增长和资产泡沫，这导致了过度负债。但西班牙的问题是，西班牙不能通过印钱的方式来消化这一问题。仅仅通过严厉的紧缩措施不能解决问题。西班牙政府越是借钱，越导致问题难以解决。

我们可以通过一定的办法来衡量西班牙的credit spread应该是多少，从cash flow, asset value等角度来衡量。可以观察的基本面指标是：1.外债/GDP. 2.外债rollover/GDP. 3.Net intl. investment postion/GDP. 4.Budget Balance/GDP, Current Account Balance / GDP. 我们发现，基本面所决定的西班牙利差应该是6.5%，而非1.4%。市场当前给的利差太低了。

总之，我们认为西班牙利差面临上升压力，理由有：1.西班牙有大幅债务和赤字。2.西班牙还没能有效的把债务和赤字问题搞定。3.西班牙不能印钱。4.当前利差水平太低。"

20100211 2009年第四季度中国货币政策执行报告 "2009年中国经济经受了国际金融危机的严峻考验。我国坚持积极的财政政策和适度宽松的货币政策.2009年，实现国内生产总值（GDP）33.5万亿元，同比增长8.7%，经济增速逐季加快。居民消费价格（CPI）下降0.7%，年底出现上升。

2009年年末，广义货币供应量M2余额为60.6万亿元，同比增长27.7%，增速比上年高10.0个百分点。狭义货币供应量M1余额为22.0万亿元，同比增长32.4%，增速比上年高23.3个百分点，货币流动性不断增强。存款增长较快，活期化态势明显。贷款快速增长，中长期贷款增加较多。人民币贷款年末余额为40.0万亿元，同比增长31.7%，增速比上年高13.0个百分点，比年初增加9.6万亿元，同比多增4.7万亿元。金融机构贷款利率先降后升，12月份，非金融性公司及其他部门贷款加权平均利率为5.25%，比年初下降0.31个百分点。人民币汇率保持在合理均衡水平上的基本稳定。2009年年末，人民币对美元汇率中间价为6.8282元。

2010年我国经济面临的有利因素较多，国民经济有望继续保持平稳较快增长的基本态势，但也面临国内外复杂局面的挑战。一方面，尽管世界经济运行中的积极变化增多，但全球经济新的增长点尚不明朗，主要经济体继续加大刺激政策的空间有限，贸易摩擦加剧及刺激政策退出等不确定因素也会对国际经济和我国外部发展环境产生重要影响。另一方面，目前内需回升的基础还不平衡，民间投资和内生增长动力尚待强化，持续扩大居民消费、促进经济结构优化的任务还很艰巨。同时，要关注价格走势，加强金融风险防范。

下一阶段，中国人民银行将继续实施适度宽松的货币政策，把握好政策实施的力度、节奏和重点，保持政策的连续性和稳定性。

国际社会普遍认为，多数金融危机时期实施的非常规措施将逐零利率政策过久，那么未来经济不稳定的程度有可能比近期金融危机严重得多，代价也更高。部分国家已经开始逐步终止非常规货币或财政措施。美国、欧盟、墨西哥陆续终止了部分按约定到期或无必要延续的非常规政策。2009 年底美国终止了问题资产救助计划（Troubled Asset Relief Program，TARP）中向银行注资的资本购买计划、资本支持计划以及特定投资项目三项措施。英格兰银行于2009 年12 月31 日按照约定期限终止信用担保安排。欧洲中央银行在2009年12月3日决定，将于2010 年3 月结束目前执行中的半年期低息融资计划。多数国家还将按照明确的到期日终止临时性存款保险措施。"

20100211 bwam Print Redistribute or default "当前欧债问题的解决，只能如下几种办法：1.印钱，即ECB印钱买入金融资产。2.财富转移，即德国少花钱，让希腊人减少紧缩的速度。3.债务重组，希腊人减少负债。

所谓loan guarantees是典型的便捷方法，但这以方法难以与上述三个方法匹敌。

当前的情况很有趣，因为这将告诉我们欧洲人的价值观以及决定是如何做出的。当前欧洲的决策是分散化的，所以很难想象欧洲人将如何决定谁来借钱或者提供担保，以及监督希腊进行紧缩。IMF是专门干这种事情的，提供过桥贷款，但要求进行紧缩；我们很难想象欧洲人可以自己完成IMF的这个角色。

我们认为，最终还是要靠印钱来解决问题。"

20100213 JPM\_Global\_Data\_Watch “Have a carrot” said the mother bunny "（本报告代表了市场的庸俗水平，以及共识是如何错的）

当前欧洲给希腊的方案是胡萝卜加大棒。毕竟希腊违反了财政纪律，所以欧洲人并不同情希腊，要求希腊进行财政紧缩。但是，欧洲也担心危机传播：1.传染到其他国家。2.许多欧洲银行对希腊有敞口。因此，欧洲也表态会稳妥处理等等。

美国2月份数据不佳与暴雪天气有关，但对Q1整体没有太大影响。

(这一次JPM对欧洲财政的专题做的挺好的，错的挺彻底）欧洲作为整体，其实其财政状况还不错，欧元区去年财政赤字是6.2%GDP，相比美国9.9%，英国12.6%，日本10.7%，其实欧洲整体还不错。具体到PIGS国家，它们的问题其实相比美英日也没有额外的更加严重，这本身反应的是全球问题（是的，但问题是，PIGS不能印钱。。。）

我们认为，PIGS是可以在没有金融协助的情况下完成财政调整的。即使需要financial help，欧元区也会提供，因为欧元区表态了：“Euro area menmber states will take determined and co-ordinated action, if needed, to safeguard financial stability in the Euro area as a whole.”(比桥水差的不是一点半点）"

20100215 bca.usis\_wr WHY GREECE MATTERS "希腊问题提醒了美国，飞涨的政府债务是一个重大问题。

希腊问题仍在发酵，虽然欧元最初有所回升，但投资者对于欧元区计划觉得太抽象了，有些失望，欧元再度走弱。

希腊债务本身不是问题，希腊太小了。大家担心危机扩散到其他国家，以至于欧元区有解体风险。当前市场担心的是西班牙和葡萄牙。希腊、西班牙和葡萄牙的国债加起来是1.3万亿美元（2009Q3）。对比而言，次贷危机当中，美国non-prime mortgage debt and commercial real estate 总计损失是1万亿美元。如果再考虑私人部门债务，欧元区商业银行对这三个国家的敞口是1.3万亿美元左右，假设10%的损失，这回冲击掉欧元区银行资本金的10%左右，尚可接受。最差的情况是出现IMF-style救助。毕竟欧元区的推进已经进行了50年了，欧洲政策决定者还是会珍惜这个一体化进程的，不会冒着欧元区解体的风险。

当前市场可能愈发将转而关注中国紧缩。人民银行已经连续第二次上调RRR了。

（bca的这个观点其实代表了许多人的看法，例如roubini也是这么说，当时的人们错误的把希腊债务看成了危机以后政府债务负担的这个一般化问题。RR的那本书，不也强调银行危机以后有政府违约，RR那个书在当时是很流行的，塑造了当时人们的思考方式。但桥水显然更加接近本质：希腊问题的关键是希腊不能印钱，就这么简单。）"

20100216 BAML Global Fund Manager Survey News "Survey Finds Investors Questioning Economic Recovery.

Extreme Reaction on Re-evaluation of EU and China Risk

Investors have scaled back their growth expectations. The proportion of European investors expecting the region's economy to grow in the coming 12 months has fallen to 51 percent from 74 percent in January.

Belief in China's continued economic growth has fallen at the fastest rate ever recorded by the survey. Just 7 percent (net) of the global panel expect China's economy to strengthen in the coming 12 months – down from a net 51 percent of respondents a month earlier and the lowest reading since March 2009. This turnaround followed the decision to increase Chinese banks' reserve ratio requirements. ""At least in terms of investor growth expectations, China has experienced a 'double-dip',""" "Increasingly skeptical that the European Central Bank (ECB) will increase interest rates in 2010.

Globally, 42 percent of respondents now see no rate hike by the U.S. Federal Reserve before 2011, up from 27 percent."

20100217 bca.usis\_sr U.S. HOUSING UPTURN MIRACLE OR MIRAGE "（对于危机期间房地产政策的概要回顾，很好）

房价确实在过去几个月有所回升，但我们认为foreclosure给房价回升带来下行风险。

政府推出了大量支持房地产的政策，其中一部分是有效的。2008年7月是政府第一次推出救助房地产的计划。2009年2月的ARRA财政刺激大幅加码救助房地产。救助房地产的政策可以分为四类：1. Tax Credit for home, 最初是8000$, 在2009.11对existing home也纳入6500$。有观点认为这些措施很有用，但我们觉得用处有限，因为first-time homebuyers / total sales在2008年以来也没有上升多少，从过去的44%附近上升到46%，变化不大。这是因为本来就没有多少pent-up demand，而且投机客手里有现金，比first-time home buyer要更有优势。2. GSE Conservatorship. 2008.9.8，两房被政府接管，然后放宽了贷款条件，并延期了foreclosures。本月两房进一步宣布将购买2000亿违约房贷。3.联储QE，在2008年底以来让房贷利率下降了150bp以上，这个影响很大，相当于降低了房价的20%。4.为了降低foreclosures的相关政策。例如最近的Home affordable modification program (HAMP)，但整体来看还不够。

当前房价持续回升的基础已经具备。1.房价已经足够便宜了。给了几个估值。Home affordability已经明显上升。2.就业最差的时候已经过去。就业的趋势和房屋销售的趋势是一致的，引文前者影响home affordability和消费者信心。3.信贷条件明显改善。银行信贷官调查也有好转。

但是，foreclosures未来可能增加，给房价带来下行风险。当前有1/4的居民是under water的，即已经是房地产方面的负资产。政策还要继续加码才行。当然，如果联储停止购买MBS导致MBS yield上升，则也会让房地产走弱，但我们认为这种政策失误不太可能发生。（然后BCA估计了foreclosure未来可能有多少，没太看懂技术细节，特别是跟房屋空置率的关系，逻辑不太清楚。）" "说明：

The difference between default and foreclosure is that default is (legal) the failure of a defendant to appear and answer a summons and complaint while foreclosure is (legal) the proceeding, by a creditor, to regain property or other collateral following a default on mortgage payments.

Foreclosure is a legal process in which a lender attempts to recover the balance of a loan from a borrower who has stopped making payments to the lender by forcing the sale of the asset used as the collateral for the loan."

20100220 JPM\_Global\_Data\_Watch Fast growth, slow healing "当前比较惊人的增长特征是美国强、欧日弱。要知道问题最初发源于美国。但全球金融危机是一次全球冲击，而美国、中国的政策最强，最后反而是美国、中国反弹较快。

欧债危机最新进展：欧元区态度偏强硬，态度愈发清晰。欧元区表示，可以在必要时——当然，流动性冲击并不是必然发生，但如果发生的话——救助希腊，但必须要求希腊在3月16日之前拿出可信的2010年财政紧缩方案，确保当年赤字在8.7%以内，在2012年回落至3%以下。如果这个措施没能实现，那么最后也许会是一个IMF救助。" "Quote:

(表态愿意救助)

“Euro area Member states will take determined and coordinated action, if needed, to safeguard financial stability in the euro area as a whole.”

Statement by Heads of State or Government of the European Union, February 11, 2010

(但要求希腊必须同意所有紧缩要求)

“It’s not money for nothing. It’s money in the event Greece would have taken all the requested measures and financial markets are not reacting in the way we are expecting them to react.”

Statement by Luxembourg Prime Minister Jean-Claude Juncker on the EU summit, February 11, 2010"

20100222 bca.usis\_wr ASSESSING THE RISKS 当前市场再度risk on, 尽管对结构性问题有所担心，但当前经济指标普遍恢复，企业盈利表现较好。重要的是，当前企业盈利并不来自于节省成本，有71%的企业其营收增速超出预期。 联储在周四提高了折现率，这让一些投资者有所担心政策变化。我们认为这本身没有很强的信息，这是紧急政策的撤离，也是以后的corridor system的基础。 当前市场阶段，投资者情绪大幅变化，本来也不奇怪。当前美股估值没有大问题。如果是那种牛市尽头，通常伴随着M&A boom，越来越多的企业债发行，当前并没有上述情况。

20100222 Gavekal The Return of the Bond Market Vigilantes "（又瞎jb写）（以后不看Gavekal的材料了）

Bond Market Vigilantes回归了，但这次是希腊（错误的理解。Bond Market Vigilantes再也没回来过。这次希腊是因为不具备印钞能力而导致的流动性冲击，根本不是什么Bond Market Vigilantes。Gavekal写的水平真的不咋地）"

20100223 Soros The Greek Conundrum "（Soros也已经看的很明白了。从欧债危机来看，Soros是有预见性的。其实有预见性的作者真不多。Dalio是一个，Paul McCulley是一个，Soros是一个。其他的真不多）

欧元在最初设计的时候，就是一个货币联盟，而不是政治联盟，这一点已经明文写 了。当然，明眼人也知道，这个有缺陷的，因为当危机期间，ECB只能给流动性，只有财政才能注资。欧洲人已经习惯了这种“本末倒置”，通过不断的改革在动态中完善。当前的希腊危机将这一矛盾带到顶点。

当前虽然欧元区说要救希腊，但市场不相信。市场仍然给希腊3pp的风险溢价，这个风险溢价几乎已经让希腊没法享受到欧元的好处了——即按照无风险利率借钱。这个借贷成本下，希腊难以进行财政整顿。

（Soros上面两段话直中要害，一个是政治分析，一段是经济分析。Brunn的文章写的很好，书也写的好，但他不够有预见性，只是文笔好。Soros已经把Brunn的那本书的材料都早早覆盖到了）

最有效的办法，是欧元区发行共同债券。"

20100225 bca.eis\_sr DEBT SUPERCYCLE & PUBLIC FINANCES （一个关于政府债务的专题研究）

20100227 JPM\_Global\_Data\_Watch Weather or not "2010年1月就业数据仍然显示是Jobless recovery。当前政策制定者非常关心到底什么阻碍的就业，联储关于提及可能是因为小企业受到信贷紧缩，信贷紧是因为中小银行受到商业地产拖累（具体说的跟伯南克在FOMC上说的一模一样，看起来，其实联储主席自己的观点，其实会在speech当中反复说到）。

BED的数据提供了分企业大小的就业数据，这是一个季度数据，有7个月滞后，但从2009Q2的数据来看，并不支持联储的猜想。

NFIB是关于小企业的重要数据来源。NFIB信心是一个很有指示力的代表性数据，当前NFIB小企业信心仍在低位，远低于Business Roudtable CEO。这可能是NFIB的结构问题，NFIB里面有20%的是建筑业，当前建筑业当然承压严重。"

20100301 2009年冬季CCER中国经济观察（总第20期）会议下半场问答\_ "有说法认为2009 年是中国经济最困难的一年，2010 年是经济形势最复杂的一年，请您谈谈如何看待经济形势的复杂性？

宋国青：2003 年我就同样的问题写过一篇文章，题目是《二八月乱穿衣》，借用关于天气的俗话来说宏观经济情况和调控政策。如果气温很低，那么出门得找最保暖的衣服穿；如果天气热得不行，就得反着来。但是到了阴历二八月，天气不是特别冷也不是特别热，出门选衣服就有点复杂。

打这个比方的意思是说，如果通货膨胀率为10%以上，那么货币政策没什么选择，必须紧缩。或者反过来，如果是通货紧缩，像08 年底09 年初那样，那么货币政策也没什么选择，只能扩张。这两种情况下都没有“乱穿衣”的问题。目前的同比和环比通货膨胀率表明当前是一种不显著偏冷也不显著偏热的状况，货币政策需要微调，把握幅度。

另外，今年国际经济的不确定性比以往大，出口可能会产生很大波动，还有住房销售的不确定性也相当大。这两个方面都对总需求有很大影响，货币政策面临比一般年份更大的不确定环境，需要根据情况不断调整。

问题8：最近媒体上关于“民工荒”的问题讨论比较多，您认为这次“民工荒”是短期还是长期的？会不会对中国劳动力成本产生一定的影响。

宋国青：我们从过去几年的情况来看，绝大部分都是报道一段时间后就没了。什么意思？就是你都报道“民工荒”了，人家就来了，来了就没了。（但这次好像真的不一样了？）（好像真的不一样）"

20100301 2009年冬季CCER中国经济观察（总第20期）目前有轻度通胀倾向\_宋国青 "题目的意思是，目前一方面有通胀倾向，另外一方面通胀压力暂时并不大。这样说是基于，从通胀对货币滞后的时间和其他情况看，去年上半年贷款货币高增长带来的通胀压力已经相对充分释放了。下一步通胀如何走，已经和去年的情况关系不大，而是取决于今年以来的需求。

相比之下，M2同比增长率尽管上升，但幅度比M1小得多。过去一年M1 同比增长率急剧上升，环比增长率的表现却大不相同。环比增长率最高是在2009 年3月份。2009年3月份比2008年12月环比增长年率超过60%。所以，现在M1的同比高增长其实是同比增长率这个度量本身的问题引起的。从环比变化情况看，去年下半年M1增长率将近正常。现在的环比通货膨胀情况与去年下半年的M1环比增长是基本一致的。

为了避开增长率指标的“即期问题”，我们考虑M1 相对M2 的比例。图3是季节调整后M1 占M2 比例。最近M1 占M2 比例大幅上升是因为个人储蓄存款相对下降。上一次居民存款比例的低点发生在 2007 年10 月，正是房屋销售的高点。2009年初居民存款比例的最高点也是房屋销售最冷的时候。2009年下半年，尽管货

币紧缩，但房屋销售猛涨，居民存款比例减少。因此，M1 相对M2 比例的大幅波动主要是因为住房销售发生变化。居民购买住房，居民货币转到企业手中，其中大部分成为活期存款，计入M1。图5 是2005 年到09 年11 月的商品住宅销售额（年底数据口径有调整），住房销售变化与M1占M2 比例的波动基本一致。

住房销售增长起到了增加货币的作用。2009 年上半年货币扩张却没有出现通货膨胀的一个原因是住房销售不高（但不是最主要的原因）；2009 年下半年货币紧缩却没有出现通货紧缩的一个原因是住房销售猛涨。

货币对于企业和居民具有不同的效果。对于企业，决定支出的是流动性，企业不能用厂房购买货物，必须用现金或活期存款。对于个人来说，决定消费的主要约束是总财富或总资产，资产结构的影响相对较小。拥有更多存款还是拥有更多房产对个人消费行为影响不大。

居民买房将存款转变为房产，总资产不发生变化，消费并不减少。另一方面，居民买房导致企业存款增加，会增加企业流动性和支付。因此居民买房会导致总需求增加，其效果相当于增加货币供给。从这一角度，居民持有的房产也可以计入货币，构成更广义的货币指标。

住房销售与 M1 占M2 比例反向变动有两点含义。第一，楼市景气和信贷反向变化在很大程度上起到了平滑企业货币的作用。如果楼市与信贷总是反向关系，那居民买房对于货币当局的信贷政策就起到了稳定作用。但这样的结果可遇不可求。总的来说，楼市和信贷同方向变化可能性更大。所以去年的剧烈的信贷数量波动最好下不为例。

2009 年下半年的总需求增长率并不很强，年底一些价格上涨可能是预期年后货币高增长的结果。几年下来，年初信贷货币高增长年底紧缩已经成为规律，这导致企业在年底囤货。" 2009 年下半年的总需求增长率并不很强，年底一些价格上涨可能是预期年后货币高增长的结果。几年下来，年初信贷货币高增长年底紧缩已经成为规律，这导致企业在年底囤货。

20100301 2009年冬季CCER中国经济观察（总第20期）向下调整的困难\_对2010达沃斯论坛的感受\_周其仁 "根据这些情况，反正总不能说不是复苏吧？但人们的感觉似乎不好，特别是发达国家的政要和主流学者们的意见，好像看到这些个数也不愿意相信这些个数。像IMF 是在达沃斯调高了对2010 年的预测，可IMF 总裁Kahn 在发言的时说，“增长步伐正在加快，但是复苏的进程非常脆弱而且不均衡，退出方案的时机选择面临很大的困难”。比较有意思的是萨默斯（L.Summers），现任白宫国家经济委员会主席，他说“从统计数据看，美国正在复苏，但亲身感受，它还在衰退之中”。另一个著名人物斯蒂格利茨（J. Stiglitz）提出，“过早退出将使一些经济陷入二次衰退”。这也使得“双底衰退”成为流行论坛以致全球的的一个热门词汇。这么大的一个差距？看来看去，最主要的一个情况是，发达国家虽然经济正在复苏和增长，但失业率居高不下。

没有人不知道发达国家巨额财政赤字加极度宽松的货币政策一定要惹祸。有一场讨论会中，参会者就“你觉得全球最危险的是什么”投票，结果，“主权债务危机”排第一位。即便这样，还是不敢轻言退出。"

20100301 bca.bca\_mp The Crystal Ball Is Cloudy; End Game Issues Fairy Tales And Nightmares "[不确定性上升]

前景的不确定性再度上升——联储discount rate上调, 希腊问题等等。当前的经济复苏是危机以来罕见的类型（去杠杆情况下的复苏），因此难以找到先例。我们的观点看起来有些奇怪（可以概括为“短多长空”）：复苏会保持温和，这也让企业部门盈利上升。但长期问题很严重，不知道政府财政问题最后能如何解决。如果打个比方的话，就好比在火山旁边耕地——土壤很肥沃，但火山也随时可能爆发。

当前有两种极端观点，一个是V形复苏，一个是再度衰退，各自都能找到理由，我们认为是中间情形（其实共识就是中间情形）。当前就业前景有激烈辩论，我们并不知道后续就业会怎么样，只能密切跟踪。当前临时就业已经显著回升，但是小企业雇佣不佳。2月份消费者信心也再度回落，且水平仍然很差，处于衰退水平。从信心角度，当前企业和居民信心还没有彻底走出衰退。

回顾历史，复苏总是来自消费，而进而来自就业，因此就业持续复苏很重要（2003年其实也是来自消费，消费持续给力，最终让企业投资回来了；回头看看企业投资和就业的关系，企业开支是否有同步性）

[希腊问题]

希腊问题说明了失控的政府债务会被市场强力惩罚。此外，希腊的问题还在于其统计数据可信度不足。不过希腊最终要被救助，否则问题会传染到其他国家，例如西班牙。我们认为西班牙基本面没问题，但当市场情绪变差的时候，市场是无差别的。

当然，德国明显反对救助希腊，这可以理解。希腊根本上是自己的问题，并不是完全由外部因素所导致的。诚然，欧元区需要政治一体化，但欧元区还有想办法继续下去，毕竟当前没有踢出成员国的办法。" "联储上调折现率到0.75%，这是一个技术性调整。但这个调整本身也说明联储对于复苏信心更强了。

联储购买mbs的计划在3月份也将结束。

许多地方联储官员希望尽快加息，因为经济在复苏，而当前却是零利率。但考虑到日本先例，伯南克则显得更有耐心。" "在年底以前，继续保持看多。到年底愈发趋近加息，且企业盈利动能走弱的时候，风险资产压力更大。此外，即使联储加息，市场一般会条件反射式的先跌一下，但在货币level出现紧缩以前，股市仍能上涨。当前通胀还不高，联储可以保持耐心。

尽管长期财政前景的恶化程度是众人皆知的，但10年期收益率依然只有3.6%的低水平。"

20100301 CF40周报 回归常态的宏观经济调控 "孙明春：今年年初以来，中国提高准备金率政策的出台，以及全年贷款额度控制的实施，释放出应对危机的非常态政策开始退出的明确信号。显然，货币政策的退出是走在了第一步。然而，我们要注意到的一点是，如果投资政策不退出，而货币政策退得太快、力度太大，可能会对经济造成严重的不良影响。这主要表现在如下几个方面。一，可能出现公共项目挤出私营部门投资的现象，使得经济结构更不合理；二，可能出现基础设施项目挤出制造业项目投资的挤出效应，这虽然会有助于制造业产能过剩的迅速消失，但也使2011年的消费物价通胀更难控制；三，可能出现新建或在建项目被迫停工，可能引发不必要的银行坏账问题。

2010 年的新增贷款总额要达到9万亿元，才能满足新建和在建项目的贷款需求。若按当前贷款额度7.5万亿的目标，大部分新项目将无法得到资金，而一些在建项目亦得不到融资。假如2010年私人部门投资者有足够的信心进行投资的话，他们可能会发现极难获得银行贷款。换而言之，紧缩的货币政策可能会在2010~2011年对私人部门投资产生挤出效应。"

20100301 GMO The Hidden Risks of Risk Parity Portfolios "（这是一篇神奇的文章，很深刻）（但桥水也有自己的反击）

Risk Parity有几个大问题：

1.Risk Parity也是基于历史数据的分析，因为这个策略太复杂了。历史数据的pattern是否可靠的会进行重复，这个是一个巨大的假设。债券在1982年以来的表现非常好，这不可重复。

2.Risk Parity投资了一些预期收益率为负的资产，特别是商品。

3.Risk Parity没有考虑估值问题，有许多资产的预期回报是负的，例如高估的股票。

4.Risk Parity加了杠杆。这个杠杆是mark to market的，这导致当遇到尾部风险时，暂时性亏损变成永久性亏损。特别是考虑到，历史数据是较短的，对于许多产品的历史数据较短，尾部风险没有充分暴露，那么杠杆的问题就会非常大。" "（我的评价：GMO和Risk Parity都有可取之处）

1.桥水也指出了risk parity与real rates的而关系。根据桥水自己的分析，risk parity分为三项，增长、通胀和real rates，当前real rates很低，这使得risk parity的预期回报不高。

2.Risk Parity是完全的被动投资的一个较好情况。它有两个优势，第一是试图研究不同类型资产的真正相关程度，而不是简单依赖于历史数据。第二是能够给出expected return，基于real rates的水平。

3.但是，Risk parity也有不足。第一，它依然依赖历史数据，判断一类资产对一类factor，如增长和通胀，的反应情况。历史数据总是有局限的。我印象很深的是，2012年好像桥水就很看好商品的分散化作用。就好像2020年桥水依然看好黄金的分散化作用一样。第二，它总体来说还是被动投资。GMO是基于估值的长期主动投资，这是GMO的edge。"

20100301 VOX Coibion Gorodnichenko When will the Fed 我们发现包含GDP Growth的Taylor rule对联储ffr的解释力很强，而不（仅仅是）output gap。即使是bluechip的并不乐观的预测，随着GDP增速的回升，联储在2010年底也要加息了，这与当前的市场预期是一致的。

20100308 bca.usis\_wr CYCLICALLY CONSTRUCTIVE, TACTICALLY CAUTIOUS " 最近的经济数据继续支持全球经济复苏的假设。最新的美国数据也不错。消费尚稳，ISM则有所回升。但美国小企业部门仍旧承压，因为小企业更多与内需有关，没能受益于全球IP回升。我们并不预测一个二次衰退，但小企业毕竟提供了复苏期间的60%的新增就业。最新就业报告显示就业仍没有回升。如果就业如我们预期那样在2010H2回升，那么复苏更加可持续，联储加息也更近了。

对于储蓄率，去杠杆周期的典型特征是储蓄率显著回升至较高水平，然后平缓下降，这一过程中由于储蓄率水平较高，因此在5-7年的尺度上修复了居民资产负债表。美国居民储蓄率已经有所回升，但当前4%的水平偏低，这意味着以后修复资产负债表要更久时间，可能比5-7年还要久。当前房价企稳也意味着储蓄率上升的压力下降了很多。" "财政部在上周宣布了重新进行Supplementary Financing Program (SFP)，总规模2000亿。SFP不会改变联储总资产规模，但会将超额准备金变为财政部短债。在当前超额准备金极多的情况下，这应该不会冲击金融条件。

但是，这也可以看成政策正常化的开始，尽管2000亿并不大。

Timing是有些奇怪的，毕竟FOMC表示了要很久很久以后才可能紧缩。为什么这个时候干SFP是令人难以理解的。（2010年春天，联储确实在讨论加息时机问题，联储在当前确实有转鹰的倾向）" "股市再度受益于良好的经济数据而上涨，看来对希腊问题的担心有所减少。希腊的紧缩政策正在推进，这最终将导致欧盟对希腊债务进行loan guarantees。虽然贷款担保不能彻底解决问题，但可以暂缓缓解问题。

我们是cyclically constructive, 因此继续高配股票；但tactically cautious, 因此不再把新增自己投入股市。"

20100310 bwam Glod is Currency "黄金是最为根本性的货币，it is the oldest, the most widely accepted and the most basic currency through time. 与其他资产不同，gold is not part of the capital formation process that benefits from increased productivity over time, so it has an expected long term return that is less than typical investment assets and is similar to cash.

对于paper currencies, 纸币需要用利息来补偿纸币的贬值。it would be more accurate to say that gold is much stable in value than paper (and practically everything else in existence)，尽管看起来黄金价值波动的很大，这是因为衡量它的纸币的价值波动大。当前美元、欧元、英镑和日元都相对黄金同步变动。

我们认为，黄金具备战略配置价值，strategic asset allocation reasons, 因为黄金是有效的分散化货币贬值风险的资产。对于黄金的战术配置价值，则取决于投资者对于货币创造、真实利率和资本形成的判断。"

20100310 FOMC Greenbook 经济仍在扩张，但速度略慢于预期。失业率如期下降，2月份天气不好影响了就业数据。企业投资比预想的好，在回升；但房地产的改善似乎停止了，而居民消费似乎比预想的要弱。政府投资也明显比预想的低。

20100312 Shiller A Crisis of Understanding "（Shiller认为，我们对经济体系其实知之甚少）

Our attention, after all, is naturally drawn to the worst events. Precisely because the worst events are statistical outliers their causes are probably multiple. 越是我们关注的重大问题，其原因越是多重的、复杂的、非线性的。

天气预报虽然没法预测很远，但至少有可靠的数理模型，但经济却没有。对于经济危机当前最重要的新书是This time is different, 这本质上只是对历史上几乎所有的金融危机的一个记录，almost entirely non-theoretical. It merely documents recurrent patterns. 但不幸的，在过去800年中，只有大萧条一次全球金融危机。因此，我们对当前的危机的影响知之甚少。This leaves us trying to use patterns from past. "

20100313 JPM\_Global\_Data\_Watch Spend and delever 2009年最大的惊喜是消费者的大幅消费把全球拖出衰退，而全球生产者其实是滞后的，这让生产弱于终端需求（这不是废话吗，去库存是正常的）。 ECB似乎比预想的退出非常规政策还要早。ECB总是行动有点早，2005.12和2008.7的加息就是类似案例。当前ECB正在退出非常规政策，这对应着2011年初将会加息了。

20100316 BAML Global Fund Manager Survey News "Survey Finds Sentiment Moving Against Europe, in Favor of U.S. Investors Expressing Preference for Corporate over Sovereign Risk

After weakened sentiment in February, investors have restored their faith in equities with a net 46 percent of asset allocators saying they are overweight the asset class, up from 33 percent the previous month.

Asset allocators have retrenched from Europe, however. A net 21 percent areunderweight European equities this month, up sharply from a net 2 percentoverweight in January. Global investors believe that the corporate outlook is better away from Europe. A net 40 percent of the panel says the outlook for eurozone corporate profits is the least favorable of all regions. ""Investors' concerns about Greece are easing, but European country risk remains a key constraint to optimism over economic recovery.

Against a backdrop of concerns over public sector deficits, investors are showing greater bearishness about the macroeconomic outlook, but greater bullishness about companies. The net number of European fund managers predicting growth in their own economy over the coming 12 months has fallen to 45 percent, down from 72 percent in January. Investors in both regions have stronger belief in earnings growth." "Inflation concerns and rate hike expectations put on ice.

Inflation expectations have fallen further, and investors are seeing rate hikes as less likely. The net percentage of the global panel expecting inflation to increase in the next year has fallen to 34 percent from 46 percent in February and 61 percent in January." "The global panel views change in monetary policy as less of a threat to macroeconomic stability.

European investors have sharply scaled back their expectations of a rate hike by the European Central Bank (ECB) before October 2010. Eighty-five percent of European respondents are ruling out a hike before the fourth quarter, up from only 45 percent in February."

20100316 FOMC Transcript "（整体还是偏鸽的，虽然联储已经正在从非常规货币政策中退出）

伯南克：

先总结大家的看法。过去六周数据整体略微弱于预期，可能与天气不好有关。一般来说，大家还是预期2020年moderate growth，就业缓慢改善，近期通胀风险不大。在库存和财政支持消退以后，终端需求需要接棒。外围经济当中，中国和其他EM还不错，欧洲不行。当然，中国过热和希腊也构成风险。房地产sales和starts在大部分地区已经停止改善，尽管伴随着各种政府支持。Foreclosure可能继续保持高位。一些大企业开始有一些乐观情绪。资本市场整体较好，但银行信贷依然受限。

我的个人看法是，要知道即使是所谓乐观的3%的增长到底意味着什么，这其实对就业市场不够，对于就业市场和金融条件而言。我的担忧继续是where strong economic growth is going to come from. 3%虽然看起来有道理，但要知道Greenbook的预测建立在终端需求回升到3.7%的水平上。具体看终端需求，房地产应该是指望不上。消费呢？Q1的消费可能有3%，但可持续吗？income增速仍然很低。因此我们看到的是，收入增速还没有起来，却需要消费保持稳健（这自然要求就业市场尽快改善）。对于就业而言，hiring似乎有改善，例如help wanted, diffsuion index, temporary work. 很少有人提到productivity（是的，这个概念是比较奇怪），如果生产率强劲但需求不强劲，这可能反而不好（即就业差）。

（伯南克的担忧是有一些循环论证的：3%的增长不足以改善就业，而就业不改善又不能实现稳健增长）（怎么办？）" "伯南克：

先总结大家的看法。Shelter cost继续是整体通胀下降的一部分，不过core和trimmed mean也显示通胀趋势是下降的。

我的个人看法是，除了OER的辩论以外，也要看到通胀的一个重要组成是nonmarket-based成分，这个成分的占比跟OER一样大。我也关注各种trimmed means。" "伯南克：

我的看法是：我们确实已经正在从非常规政策退出：关闭facilities, 本月结束MBS购买, 提高了贴现率。不过增长前景仍然失望，因此很明显我们需要继续支持经济，因此要留下来""extended period""的说法。

就我日本的观察，日央行曾经两次担心零利率的副作用，例如支持僵尸企业。但BOJ的历史上的两次加息25bp最后都被证明是政策失误。有很多问题不是货币政策可以解决的。

（一票反对）" "（对于extended period的讨论，非常好）

对于extended period，反正我们已经这么说了，这个说法已经在这里了，不管它最初是否是一个好主意，它已经是沉没成本了（听着这个口气，看来有委员对这个说法感到不舒服）。

对extended period有两个评论：第一，这是一个conditional statement，不是fixed time commitment. 如果通胀预期突然恶化，就会明显改变。如果未来三个月NFP都是400k（当然这不可能），那么conditionality会让市场意识到联储政策将变化。I think the conditionality is very important, and it will help us when the economy becomes clearly ready for tightened policy.

第二，there’s this perception somehow that because of this language we now have to figure out six months in advance when we have to tighten policy. That’s not true. The day that we change this language we have tightened policy. 这甚至比正常的加息还要厉害。

(Let me talk about that [“extended period”] language... Let me start off by saying that, whether it was a good idea or not initially, it’s a sunk cost now. We have it.)"

20100317 瑞银证券 汪涛 2009年4季度和2010年迄今为止的数据显示经济复苏的步伐强于半年前我们对2010年的预测，而宏观经济政策的紧缩程度也比预想的弱。我们仍然认为，今年GDP增速将逐季放缓。今年前几个月强劲的同比增长率在一定程度上是由于去年的基数较低。此外，由于刺激政策相关的基础设施投资和房地产相关投资仍然强劲，建设活动水平可能会在今年上半年达到峰值。今年晚些时候，刺激政策相关的投资将会放缓，而出口复苏也有可能失去一些动力。在固定资产投资中，我们预计基础设施建设相关投资的增长将显著放慢，从2009年40-50%的增速降至今年的个位数增长（错误，基建在2010年很强）。与此同时，我们预计房地产相关投资和制造业投资的增速将强于2009年。虽然流动性收紧可能影响高端房地产市场的人气和建设活动，但是内陆地区的城镇化进程将使整体建设活动仍保持强劲。宏观政策最重要的风向标就是银行借贷增速——今年这一增速目标被设定在了18%，低于2009年的30%，但仍高于11-12%左右的名义GDP增长目标。为了实现这一贷款增长目标，央行和银行监管机构将必须采取审慎的监管措施并采取月度和季度贷款额度控制；而人民银行也需要多次上调存款准备金率以抑制流动性过剩。我们认为从2010年2季度起，央行将会在今年加息2-3次以控制通胀预期。房地产方面，正如我们在“两会”相关报告中所强调的，由于担心外部经济和国内需求二次探底，政府似乎不愿大幅度地收紧政策。 "我们维持2010年CPI平均通胀率3%的预测。尽管迄今为止信贷仍快速扩张、通胀预期上升，但我们认为2010年通胀温和：

 最近CPI通胀率上升主要是由食品价格推动的，包括由政策造成的粮食价格上涨、天气因素相关的季节性食品价格上涨等，因此很快就将企稳。

 由信贷扩张带来的通胀压力的显现尚需时日，短期通胀仍受制于全球需求疲软以及逐渐紧缩的国内宏观经济政策。

PPI大幅反弹，但这些商品的价格在一年前大幅下跌，而未来数月中PPI增速将放缓。全球产出缺口仍大，投入品成本的上涨不会快速传导至CPI。

 目前出现的“用工荒”现象可能是由于劳动力市场摩擦，在很大程度上是暂时性的。

 我们预计政府将推迟并低调处理对一些关键资源和公用事业价格的调整。"

20100318 Barclays\_Global\_Outlook\_Party\_continues\_but\_watch\_the\_punchbowl "（Barclays的outlook以后也不用再看了，全都是废话）

主题：Party continues, but watch the punchbowl. (整体就是看好复苏，股票涨，债券要跌）

去年股市大幅反弹，今年投资者可能获利了结，这正是1-2月份发生的事情——投资者担心复苏可持续性，担心大幅财政赤字和中国的紧缩。但我们认为没有什么值得担心的。中国虽然在紧缩，但美国还有很大的slack。当前尽管金融市场在明显改善，但利率依然是0利率。

鉴于货币紧缩可能导致债券收益率回升——当前债券收益率处于历史低位——因此我们建议做空债券。（我勒个去？？真是万年周期多头）"

20100318 bca.gfis\_sr INVESTMENT IMPLICATIONS OF A TWO-TIERED （这是一篇继续结构性看多EM vs. DM的报告，可见当时的思考方式）

20100319 JPM\_Global\_Data\_Watch This time is not different "当前全球复苏，经济增长高于潜在增速，但通胀越不断下降，这并没有什么奇怪之处，也早就是我们的预期。对于当前的增长通胀组合，可以说this time is NOT different. 就好像70s 80s年代的衰退也让通胀走低一样。但本次不一样的是，当前的通胀水平已经有些低了，在70s 80s的通胀水平仍高，因此联储可以很快紧缩。但当前通胀水平低，考虑到日本的案例，央行可能要更谨慎一些。

（下面对于失业救济的讨论很有趣）

美国的jobless benefits的提升实际上推高了1.5个百分点失业率，边际上减少了就业供给和经济增长，这可能最初听起来有些违反直觉。制度背景：各州有基本的失业保险制度，提供26周失业救济，此外还有两个额外救济：Extended Benefits和Emergency Benefits。Extended Benefits是指对于就业市场处于困难（一般以失业率衡量）的州，失业救济额外提供13周，这是1971年开始的制度，但Extended Benefits是在Emergency Benefits耗尽以后才给。Emergency Benefits是1970年以来的每次衰退期间推出的临时救济，这次是2008年7月开始，最初是额外增加13周，后来提高的增加20周，2009年又提高14周，且对于就业很差的州还额外提高13周。这意味着失业救济从39周已经提升到99周（这个数我没注意怎么算出来的）基于一些广泛接受的假设，可以估计出这个救济提升对于失业率的影响，大约是1.5pp，而且实际情况可能比这更高。这也解释了为什么生产率回升这么快。"

20100322 bca.usis\_wr PROTECTIONISM BACK IN THE SPOTLIGHT "当前的风险一方面是我们担心的中小银行问题、房价再度回落，另一方面还有贸易保护注意。

参议员Schumer要求财政部在4.15要把中国列入汇率操纵国。奥巴马的参谋当然知道贸易保护主义加重了历史上的大萧条，在当前美国复苏不稳的情况下，不会轻易这么做。但美国确实对中国汇率愈发失去耐心。如果真的发生贸易保护主义，那么全球复苏确实可能终结，而复苏也会因此被打断。" 联储对前景更乐观，但保持了"extended period"的说法… FOMC会议声明支持了市场风险情绪，股市明显上涨。

20100325 bca.eis\_sr DON'T GET TOO BEARISH ON EUROPE 欧洲股票被普遍看做是high beta资产，虽然当前在复苏，但由于欧债危机，欧洲股票并不被看好，欧洲股票被明显低配。我们认为应当逆市而为，逐步加仓欧洲股票。欧元区解体的可能性很小。

20100325 bwam The impending china-us conflicts "当前中美之间形成了可能看起来奇怪的债务关系，而这本身其实是符合规律的：中国仍是EM，想储蓄，即使已经越来越不穷；美国是DM，但愈发以来借债来消费。当前这个关系是不可持续的，人民币需要升值来缓解国内信贷泡沫压力。但政治上却面临阻力。况且，即使升级，当前问题已经那么严重了，也不是立刻可以解决的。不过如果我们是中国决策者，我们会让人民币一次性大幅升值，直到升至看起来可以补偿每年5%的预期贬值，因为我们测算中国当前所需要的利率是6-8%，而美国是2-3%。

新兴国家的关键一跃是获得独立货币政策，中国正在实现这个过程。"

20100326 JPM\_Global\_Data\_Watch Finishing the hat "当前全球经济即将实现自我持续的复苏。现在的复苏已经蔓延到各个经济体，不仅是EM，现在DM也已经表现很好了。PMI等也在反弹。

希腊危机暂告段落。欧元区已经答应给希腊政府的support mechanism，注意这本身没有什么具体救助，而是一个框架，其中各方各有所得：德国将得到IMF cofunding，法国则得到了对于“强力合作”的承诺，而希腊则得到一个框架，希望以此可以让利差缩小。不过希腊财政紧缩的压力很大。

Dubai危机告一段落，（好像）政府有援助，市场信心恢复。"

20100329 bca.usis\_wr U.S. TREASURY ISSUANCE "[贸易摩擦在升温]

一些国会议员在push奥巴马政府给中国加上汇率操纵国标签。实际上，我们认为对于中国而言，美国加征关税比人民币升值的影响要大得多。当前的情景与2006年是相似的，当时美元走弱，人民币跟着走弱，因此人民币在2006年到2008年初对美元升值。中国政府在2006年排除各种贸易代表团到美国购物——尽管对于改变贸易逆差帮助不大。我们认为当前的最终结果可能与2006年是相似的，不过当前美国经济更差，因此张力更强。

当前市场倒是没那么担心贸易摩擦。

[投资要回升了吗？]

2月份capex orders在明显回升。实际上企业投资的基本面是不错的，企业盈利、融资成本、资本存量/GDP（以及资产负债表？）、现金流，都转好。

历史上，企业投资回升的转折点与债券牛市转熊市的转折点大体对应，不过lead-lag并不准确对应。渠道有两个：1.企业扩张通常伴随就业恢复，这又导致市场开始price in联储加息。2.企业扩张对应着企业的financing gap上升，这也导致收益率上升。" "前几天的债券市场sell off有一系列技术原因，收益率已经突破前期技术上沿，但这应该不代表债券熊市的开始。背后的可能原因包括（真多…)：1.医改方案通过。2.IMF警告政府债务。3.Fitch下调葡萄牙国债评级。4.美国国债拍卖结果不佳。5.市场担心中国卖出美国国债。6.联储即将结束MBS购买。

美国国债今年可能反复受到美国赤字的困扰，但这些困扰不会形成趋势。2009年6月市场也曾担心inflation scares, 收益率一度到4%，但很快收益率就回来了，因为当时经济状态不佳。

当前企业债收益率与国债收益率利差有倒挂，我们认为这有一定技术原因，并不像一些观点认为美国政府破产概率比优质企业还要高。

但我们周期观点仍然是低配债券。因为随着经济复苏，私人信贷需求会回升。"

20100401 bca.bca\_mp A Long Slow Climb out of the Pit; A China Slowdown Implications For The Global Economy "[复苏只是温和复苏]

强力的政策刺激虽然避免了危机恶性循环，但是并没能带来强劲复苏。不过复苏一旦开始，通常不会二次衰退，除非有强力外部冲击——这种冲击难以预测——或者是政策失误。我们预期复苏会持续。但复苏很弱，这意味着2010年底失业率仍在高位，企业定价能力不足，这意味着居民和企业信心都会很差。

但增长仅是温和复苏，这也可以从就业市场和弱信贷上看出来。如果复苏想要很强的话，就业就得表现较好。但就业并不强。就业趋势令人失望。历史上，就业是同步指标——LEI也把就业作为同步指数。但是在2000-01衰退以来就是滞后指标。2001年11月衰退结束，但2003年9月就业才开始确定性的正增长。当然，2002-03年消费到还可以，这是因为房地产价格在持续上升。但这次房价佷弱。如果复苏想要很强的话，还得信贷较好。但信贷增速仍然疲弱。

[医改]

医改扩大医疗覆盖面是早就该干的事情。但新的医改法案并不能解决长期的医疗支出过多的问题，长期医疗通胀仍然很重。CBO估计美国医疗支出占GDP的比例从当前16%将到2050年上升至37%。

长期财政问题仍待解决。

[希腊危机进展]

希腊的当前解决方案显示，希腊必须进行财政紧缩，这将很痛苦。希腊的案例给其他PIGS给了范本，即必须接受痛苦的紧缩和需求下降。" Trimmed mean也在下降，这说明通胀趋势确实在走弱。（已经复苏一年以后，仍然是通胀走弱） "由于复苏很弱，因此联储2010年内不会加息。

当前市场price in了50%可能性未来6m加息一次，85%可能性未来1年加息2次。但我们认为这过于激进了。

Yellen被提名为接替Kohn的副主席，鸽派延续。" "我们继续认为，温和复苏叠加低通胀，意味着风险资产年内继续走强。

继续高配股票和企业债券。盈利在上升，估值尚可，利率低，这都支持股票上涨。

政府债。中期来看，联储将加息，私人部门信贷需求将会回升，届时债券收益率将会上升，但是当前上升空间不大。

"

20100401 IMF WEO Rebalancing Growth "As the recovery has gained traction, risks to global financial stability have eased, but stability isn ot yet assured. Our estimates of banking system write-downs in the economies hit hardest from the onset of the crisis through 2010 have been reduced to $2.3 trillion from $2.8 trillion in the October 2009

At the same time, better growth prospects in many emerging economies and low interest rates in major economies have triggered a welcome resurgence of capital flows to some emerging economies. These capital flows however come with the attendant risk of infl ation pressure and asset bubbles.

Th key task ahead is to reduce sovereign vulnerabilities. In many advanced economies, there is a pressing need to design and communicate credible medium-term fi scal consolidation strategies. These should include clear time frames to bring down gross debt-to-GDP ratios over the medium term as well as contingency measures if the deterioration in public fi nances is greater than expected. If macroeconomic developments proceed as expected, most advanced economies should embark on fi scal consolidation in 2011.

Chapter 3. Unemployment Dynamics during Recessions and Recoveries: Okun’s Law and Beyond"

20100401 PIMCO Comments Before the Money Marketeers Club Re "（McCulley回顾了自己的长期观点）

我依然认为真实中性利率仅0.5%，这对应于短端名义中性利率是2.5%左右，加上溢价，10年期国债收益率的中性区间是4.5%左右。

未来很长时间内，影子银行将不再带来金融风险。"

20100402 JPM\_Global\_Data\_Watch They call it Good Friday, but Thursday’s just as fine "3月份数据最终确认了全球可持续复苏。今天的美国就业报告是一个重要确认。当然，这有天气和census hiring的因素，私人部门就业仍弱，但workweek在增长，这意味着居民收入将上升。

当前的汽车消费强，房地产弱，这与两个行业的信贷条件有关。

当前的single-family home sales / household——即房地产turnover——其实已经回到历史均值附近了。Turnover与Mortgage rates less realized HPA是高度相关的（利率-房价上升速度，房屋真实成本）。

希腊危机over for now，近期的流动性危机风险已经消除。"

20100402 Rogoff The IMF Does Europe "IMF已经正是成为希腊危机解决方案的中心成员。其实许多东欧国家已经拿了IMF的贷款了，而现在欧元区政府同意未来PIIGS也可以拿IMF贷款。

实际上，自从亚洲金融危机以后，IMF名声一落千丈。因此IMF急于重新建立声誉。实际上在2007年当时贫穷的国家宁愿找中国借钱也不找IMF借钱。要是没生意的话，IMF也没有资金来源了。但危机再度让IMF走向前台，成为了救世主。

不过，IMF只是给过桥贷款，出问题的国家还是要进行紧缩。固然，偶尔有国家可以grow out of debt problems, 例如1990s的中国，但这是少数。大部分国家要进行财政紧缩。不过财政紧缩其实也不是IMF的锅。实际上，往往是一个国家已经走投无路了才找IMF借钱。

不过，如果找IMF借钱的话，IMF的条件还是很苛刻的。甚至，有案例表明，即使拿到IMF贷款，也可能最终违约，例如2002年的阿根廷。当前的乌克兰也在挣扎。不过当前IMF对东欧国家的条件还是相对没有那么苛刻。"

20100405 bca.usis\_wr BOND MARKET INTIMIDATION "欧洲的bailout令人失望，缺乏细节，尽管提出了将会结合IMF支持以及欧洲内部双边贷款支持。市场对这一救助方案感到失望，边缘国家利差延续回升趋势（1月份达到阶段峰值然后回落，在3月初再度出现回升趋势但还没有达到1月末的峰值）。当前评级机构继续威胁要降级。看起来在欧元区复苏以前，这些边缘国家就要进行财政紧缩，这意味着复苏将更加艰难。如果欧元区问题发酵，这对于美国风险资产不利。

Case-Shiller房价在近几个月再度回落了，这让人担忧。当前的total vacant housing units, foreclosures都很高。

好消息是就业数据不错。这当然有天气和census workers的原因。考虑到本次衰退期间企业减少雇佣特别严重，因此就业也有反弹空间。The corporate sector savagely cut payrolls and hours as CEOs shifted into survival mode." "（讨论债券收益率走势。站在当时看，债券收益率处于历史低位，因此市场担心收益率的上行）如果看周期指标，例如ISM，LEI，那么收益率有上行压力。此外消费也好于预期。但是，考虑到去杠杆——企业信贷回升乏力（用Total nonf corp borrowing, 这个数据的最后3个月数据是BCA估计的，看来原始数据可能是ffund数据吧）——以及联储on hold, 因此债券熊市应该暂时不会开始。

然而，一旦企业信贷需求回升，私人部门储蓄没有那么足够了，那么政府债收益率就会回升。

那么，是否有可能出现下述组合：企业信贷需求回升，但联储on hold，导致收益率陡峭化？事实上较难。因为通常企业信贷回升与企业投资同步，而企业投资又与就业同步。我们预期的是联储在2011H1加息，这意味着2010H2的债券市场收益率就要开始上升了。"

20100405 CF40周报 2010年一季度宏观经济形势分析 "（这个报告具有一定典型性，可以看出当时人们多么不愿意人民币升值）

人民币压力测试显示若升值3%部分行业利润降50%。据中国机电产品进出口商会测算，如人民币在短期内升值3%，家电、汽车、手机等生产企业利润将下降30%至50%，许多议价能力低的中小企业将面临亏损。据中国纺织品进出口商会测算，在其他生产要素成本和价格不变的情况下，人民币升值1个百分点，企业利润就也减少1%。机电商会的报告认为，如人民币汇率变动频繁，中小企业可能更多地倾向于从事加工贸易赚取加工费，规避人民币汇率波动带来的损失，使加工贸易占比逐步提高。同时，人民币升值后进口成本降低，企业对加工贸易中的高端电子器件进口需求将进一步增强，对行业长期发展、自主品牌建设、技术创新和产业结构调整十分不利。"

20100408 bca.eis\_wr SUICIDE IS NOT on the agenda "希腊危机再度深化。德国选民对于援助南欧国家非常反感，而法国甚至也有所变化——萨科齐在地方选举中落败。

我们对希腊问题的解决认为将经过三个步骤：1.政治喧嚣。2.初步妥协和方案。3.漫长而危险的通缩过程。对于爱尔兰，我们看到爱尔兰是有决心进行紧缩的，但我们怀疑希腊可能不愿意这么做。"

20100409 安信证券 高善文 美国高官近期接连对中国的政策表示赞赏，美国各大报章在人民币问题上的评论也不再那么咄咄逼人。这意味着人民币汇率政策调整可能将在未来几个月发生。因为中国政府在人民币汇率改革问题上，不会在外部政治压力最强的时候软化立场，妥协让步；在外部压力缓和后，反而有可能采取行动。也就是说，中国政府不会结“城下之盟”，但在中美关系有所缓和之后，可以坐下来就此问题进行会谈，并在合适的时机采取行动。

20100413 BAML Global Fund Manager Survey News "Survey Finds Risk Appetite Rising as Belief in Goldilocks Recovery Takes Hold

Belief in macroeconomic growth has intensified. The number of investors taking ""above normal"" risk in their portfolios is at its highest since January 2006, and investors are more bullish about the ability of companies to increase profitability. The number of respondents predicting ""above-trend growth and below-trend inflation"" has risen sharply to 32 percent from 21 percent in March, the highest reading since the question first appeared in February 2008. Fewer respondents are expecting below-trend growth.

""April's survey shows a growing number of investors envisaging a Goldilocks scenario of above trend growth and benign inflation. The findings are consistent with the view that the U.S. consumer, far from remaining in intensive care, is on the path back to good health,""

Corporate bullishness reaches new level Hardened bullishness towards corporate profits is underpinning belief in the recovery. April's survey shows newfound confidence that companies can generate larger profits and, significantly, can increase margins.

Japan in favor as eurozone becomes no-go zone. Japan is reaping the benefit of investors' aversion to the eurozone as questions surrounding Greek government debt intensify. A net 12 percent of global asset allocators are overweight Japanese equities, the highest level since July 2007. In February asset allocators were net underweight Japan. A net 18 percent of the panel is underweight eurozone equities." Inflationary fears remain subdued. 42 percent of respondents expect no interest rate hike from the Fed before 2011, up from 38 percent last month.

20100413 bwam US What is behind the growth spurt "当前的经济增速较好，让一些人认为联储应当紧缩，但我们认为这是错误的：1.这过于关注增速，而忽略了GDP的水平，当前失业高企，gap仍高。2.通胀在走弱。3.美元仍然很弱。

具体从支持性的需求来看：1.可支配收入保持尚好水平主要是因为政府财政支持，但即便如此，2.居民之所以储蓄率下降是因为居民去杠杆——缩减债务——结束，从缩减债务到保持债务不变，这本身也对应着储蓄率下降，但后续储蓄率难以继续下降。3.企业部门在去库存。当前企业投资/GDP处于低位，投资的回升的部分原因是企业至少要抵消折旧。当前企业投资主要用自己的现金，而非借贷。总体来说，我们看到的需求结构并不令人欢欣鼓舞。

但是，经济还没有实现可持续性的复苏。这需要：收入增长，或者信贷增速回升。这并未发生。我们对此非常密切关注。" 如果我们是联储，我们会宁愿更宽松一些让增长恢复，而不是错在偏紧上面，毕竟要让失业率回升需要很多年。

20100415 安信证券 高善文 " 在地方政府投资加速和存货调整的支持下，1 季度经济恢复的动量明显增强，并可能会带来2 季度经济超预期的增长。传统意义上的经济过热并没有广泛地出现。例如，电力行业、运输业并未出现全面紧张，钢铁、化工、建材等行业也没有出现明显的供不应求的情况。周期性的经济过热在整个经济领域体现的并不明显。支持经济加速的力量又来自何方呢？可以维持吗?尽管中国出口增长出现了一定的恢复，但从其恢复的力度来看，出口对经济的拉动作用应该仍较为有限。我们猜测支持1 季度中国经济加速的力量主要来自于两个层面：补充存货的需求，以及地方政府投资的加速。因此，经济恢复的动量将在下半年减弱。因为地方政府投资热潮会随着财政刺激政策的有序退出而快速降温，剧烈的存货调整从国内外经验来看也很少超过两个季度。

最后需要指出的是，尽管目前经济过热的征兆并不明显，然而一些严峻的结构性的问题正在陆续浮现，这些问题包括低端劳动力的紧张和大宗商品供应能力的限制。这些长周期问题无法用短期的宏观调控措施来解决。这些问题的解决可能需要经济增长率的下降和增长方式的转变，或出现比较高的通货膨胀率。我们猜测这一转变可能会以经济危机的形式来完成。" 1 季度的通货膨胀仍处于可以接受的范围内。对于全年的通胀趋势，我们仍维持“中间高，两端低”的判断，但中间的高点可能不会有想象的那样高，两端的低点也不会太低。这部分因为目前猪肉市场最近出现了过度调整的局面，部分因为目前企业对劳动力和大宗商品等因素带来的成本上升压力仍有一定吸收、容忍的空间。当这一空间消失，并出现了合适的催化剂时，通胀可能会集中爆发。

20100415 瑞银证券 汪涛 "进入2010年后，政府反复对房价的快速上涨表示关注，也出台了一系列措施为楼市降温。尽管一再发布措施并给与舆论压力（如新华社近期的报道），但政府一直都采取严厉措施来打压房地产行业犹豫不决。总的来说政府仍更关注经济增长而不是通胀和资产价格泡沫，而且更多地把房地产视为社会问题。3月份的两会表明了这种态度，从而使两会后的房地产销量和土地出让面积急剧上升，原因就是市场之前对出台新一轮房地产调控措施的担心随之烟消云散。

但我们认为，CPI一直都不是判断中国宏观经济风险（是否过热）的理想指标，尤其是在目前全球供求缺口如此之大的情况下。决策者和投资者还都需要注意不断增大的资产价格泡沫和资源错配的风险，并且一些行业已经出现了供给趋紧的迹象（煤炭是最明显的例子）。好消息是政府没有松懈，使一季度的银行贷款投放规模基本得到了控制。此外，为了稳定通胀预期，有必要加息。基于这些预期，我们认为中国经济能在今年避免严重过热。不过，可能需要出台其他政策才能防止中期内的房地产泡沫和严重的资源错配。"

20100416 JPM\_Global\_Data\_Watch It’s in the legs "全球补库存才开始。

联储在70s 80s是opportunistic disinflation, 每当失业率上升以后就着急加息。在2003-05年，当时面临通缩压力，加息较为gradual，后来遭到批评，因此本次也面临较大的尽快加息压力。但当前失业率太高，通胀也很低，联储应当采用opportunistic reflation, 即使看到失业率回落以后也要慢加息。"

20100422 FOMC Greenbook 过去六周整体数据仍在支持经济持续复苏，而且就业恶化看起来要结束了。消费稳健，投资还不错。但商业地产仍在收缩，居民房地产销售和新开工仍然疲弱。Q1的GDP预测从2.25%上调至3%。

20100426 bca.usis\_wr S&P HOW MUCH MORE UPSIDE "ISM, 非国防投资品订单都是V形反弹（强复苏），但就业弱，这对应着复苏还有许多指标是U形的（弱复苏），例如M2, 消费者信心， 信贷和企业信心。

当前的希腊解决方案足以解决希腊流动性问题。希腊几年要rollover500亿欧元，已经发行了230亿，当前的救助资金有450亿欧元，足够覆盖希腊的2010年流动性需求了。"

20100426 安信证券 高善文 这个是迄今为止针对房地产市场最猛烈的一次调控政策，不排除后续还会有一些税收政策方面的调整。第二，房地产市场、至少在中国一、二线城市的房地产市场，现在可能已经处在泡沫非常靠后的时期(?)。第三，这个政策未见得会对房价和交易量立即产生影响，但是应该说一两个季度以后，对市场交易量和价格的影响会逐步有相当明显的表现。房地产调控政策力度很大，引发了部分市场参与者对经济二次探底忧虑。（问题来了，2010H2中国房地产再度回温，为什么？）

20100428 bwam Fed Policy in Perspective "（这篇文章非常赞，关于联储何时加息的各种条件的讨论）

历史上，联储关注增长通胀，其实联储政策是容易预测的。但当前的联储货币政策与历史上有两点重大不同：1.ffr已经跌至零下限，这意味着需要把QE转换为等价多少利率变化。从本质上讲，利率调整的作用就是刺激债务增速，因此我们认为QE的资产负债表“变化速度”（即QE的change）对应着利率的水平（ffr level）。当前QE扩表速度已经收缩，我们计算这对应着真实的ffr已经回到0附近。（这个图不知道是怎么计算出来的。2.当前增长低、信贷增速弱、通胀水平低，联储的政策目标应当有所变化。因为上下行风险不对称。（这个其实一直以来也是如此，但联储通常在复苏以后更加在意通胀上行风险，在经济疲弱时担心下行风险）。

一个有趣的问题是，历史上ffr的回升大约是4个多百分点，我们估算的当前的ffr最低降至4%，因此本次回升最高可能也就是2%上下1pp。考虑到历次衰退降息幅度要5个百分点，那么联储应对下一次衰退的时候，应该还要重启QE。不过这个问题太远。

市场当前预期联储的加息进程太快了。如果看市场的18m预期ffr上升幅度，这个上升幅度对应于历史上最快的速度之一（这个历史比较很好）。我们认为可以从多角度来观察联储加息的门槛（最右边继续）

" FOMC声明本质上没有任何变化，依然说"likely to warrant exceptionally low levels of the federal funds rate for an extended period" "一系列加息标准：

1.Level of activity（失业率、产能利用率）。加息大部分发生在大体在potential附近。当前失业率实在太高了。

2.Growth。加息前和加息后的增速通常都很强，加息后增速强恰恰说明联储加息的必要性。当前增速仅在平均水平附近，不算强。而且我们还认为当前增长受到一些短期因素支持。

3.私人部门信贷回升或居民储蓄率下降（Priv Credit, Saving rate)。但当前经济依靠政府支持。

4.资产价格(Stock price vs. 5yr; Home price vs 5yr, GSCI vs 5yr)。加息的时候，资产价格通常高于过去5年均值。当前仍远低于过去。

5.通胀。在刚开始紧缩的时候，通胀并非必然上升。但如果通胀在上升，这意味着紧缩将持续更久。当前的通胀处于历史低位。

6.名义利率水平 (Bond yield vs. 5yr)。当前的真实利率低于历史均值。

7.其他：USD RealFX, Baa Spread."

20100428 Feldstein Why Greece Will Default 财政紧缩的代价极高，几乎难以推行。如果希腊不在欧元区的话，还可以通过货币贬值——推升出口——来减轻痛苦。但希腊没有独立的货币政策，这让财政紧缩尤其痛苦。希腊必然要违约。

20100428 FOMC Transcript "伯南克：

大家的共识是，最近六周的数据继续支持一个温和和可持续的复苏。终端需求正在替代库存和财政刺激成为主要需求来源，尽管基数很低。增长前景边际变好。尽管储蓄率在低位、收入和工资增长疲弱，但消费保持较好，也许体现了pent-up demand。房地产数据仍然mixed。金融市场整体改善。大公司没有融资困难；中小企业仍有融资困难，从资深信贷管调查可以看到。尽管利率在低位，但金融条件大体只能说是中性neutral。希腊危机让市场对主权债务担忧有所加剧，这也可能影响到美国。企业投资有所回升。

我的看法是，我也支持共识，即复苏可持续的可能性在上升，但我认为还不能完全下定论。当前的储蓄率是3.3%，已经很低了，难以进一步下降了。

可能有一些委员会认为我对于就业的权重是100%而对通胀的权重是0。当然我不是的。但当前我确实认为复苏的脆弱的，而disinflation是切实的风险。通胀当然有风险，但通胀的风险仍然是prospective than real. " "伯南克：

大家的共识是，通胀在走弱，并且会保持低位，中期存在上下行风险。" "伯南克：

（本次讨论了如何退出非常规政策）大家都同意要退出，但对于具体何时退出有分歧。我认为具体而言，先加息、再缩表，更有利于沟通。

我的个人看法是，当前金融条件并没有excessively easy, the risk premiums and spreads are not excessively thin. 杠杆也没有太高。

对于extended period，我认为我们沟通的很好，市场已经理解这个说法是有条件性的——dealers的预期是我们不会修改ep的说法，但他们也预期年底要加息，这说明市场是理解的。

当前如果移除EP的说法，信息量将会很大，将有明显紧缩效应，我认为不合适。" "（伯南克对于首次加息时点的具体分析）

伯南克：

我研究了一下首次tightening的情况下，就业市场大体是怎样的。我看了real-time的greenbook output gap。Looking strictly at the unemployment rate, we may be getting close to the point of tightening.

另一个观察角度NFP的净增加。如果以1982年和2003年为例，在first move in policy之前NFP净增加了1000k。在1992年，是净增加了4000k。当前在失业率触顶回落以后，NFP已经净增加了120k。So we are clearly not very far along in the job-creation process in terms of the timing of our policy repsonse.

（桥水刚说过联储要关注经济level值，但伯南克在FOMC确实讲的是NFP，即就业变动，而非水平）（从对联储理解的角度，桥水讲错了；但桥水抓住了经济规律）"

20100429 bca.eis\_sr IS THERE ANY WAY OUT "(这篇研究挺神奇的)（给出了许多case study，但每一个都没太说清楚，然后其他bca材料还说这个研究做的多么多么好，实际上错的一塌糊涂，后面欧债危机无法收拾）

我们研究了欧洲1980s-1990s的北方国家财政紧缩的案例，发现在紧缩以后，spending cuts比tax raise要好，而且实际上大部分案例的紧缩以后增长反而提高了（why，这个case studies并没有很细节的呈现这个反直觉的逻辑）"

20100429 bca.gfis\_wr COST OF BEING REACTIVE 过去一周的欧债危机加剧了，希腊被标普进一步下调评级到投机级，只要另外两个评级机构不下调，那么希腊国债暂时还可以作为ECB的抵押品。葡萄牙和西班牙也在过去一周下调，但还是投资级。不过CDS已经远远高于这些评级对应的水平。

20100430 BCA fes 希腊contagion开始，葡萄牙、西班牙利差开始快速放宽。虽然欧洲问题解决以后，美元会回落，但timing无法确定，建议对欧元中性。欧洲问题导致货币宽松，因此中期看多商品货币，但短期风险资产会承压。

20100430 JPM\_Global\_Data\_Watch Strong growth, slow and painful healing 尽管市场关注欧债危机，但欧洲增长复苏的其实还可以，全球也在进入可持续复苏的轨道上。

20100501 2010年春季CCER中国经济观察（总第21期）第20次\_朗润预测\_2010年第2季度\_ “经济高位运行、通胀压力显著、贸易顺差走低、两率预期微调”

20100501 2010年春季CCER中国经济观察（总第21期）会议下半场问答\_ "问题 1：一季度数据显示房地产投资增加较快，基础设施投资似乎有所减弱。在今年一季度政策对房价逐步打压之后，房地产投资会不会有所减弱？这对今年的经济有什么样的影响？

宋国青：月度季度投资数据问题很多。从其他方面情况推测，包括跟历史数据对比，一季度整个投资增长率是在下降。这个势头从去年下半年就开始了。这是因为贸易出口恢复非常快。这两块需求不能都强。去年上半年投资扩张很快，是因为出口不好。这是非常偶然的情况。一旦出口有比较正常甚至更高的增长，按照过去的思路，就会反过来压投资。现在基本上在沿着这个思路处理。

这些都是结构上的一些问题。那么对总体经济有没有影响？今年一季度的总需求还是偏强，即使房子有一段时间滞销甚至房价跌一跌，对房地产投资基本上没多大影响。房地产投资有七八成取决于土地应，只要土地底价不要定的太离谱，在现在政策环境下，房价即便跌了，也没有卖不出去的地而只有不愿意卖的地，没有卖不出去的房子而只有不愿意卖的房子。" "问题 2：如何预估今年通货膨胀的变化？

宋国青：今年的通货膨胀可以类比04 年的情况。高点可能和04 年的高点差不多，当时高点是5.3%。由于今年基数较低，所以平均通货膨胀率会比04 年低，目前市场看法比较集中，大概看3.5%。

不过这还取决于几方面的情况，一是取决于出口，这一项目独立于货币指标，所以单看货币指标是不够的。另外还取决于房地产销售情况。销售好会增加房地产商的流动资金，这个资金通过房地产商购买别的东西会转变成其它企业的流动资金，所以货币实际上在增加。

（补计：后来发生的房地产新政和其他变化导致总需求迅速走弱，全年CPI可能远低于3.0%。下面的问题中谈到的进口价格，由于中国需求疲软有下降的倾向）。" 有意思，2010年的情况下，大家很喜欢类比为2004年。

20100501 2010年春季CCER中国经济观察（总第21期）贸易条件与利率汇率\_宋国青 "从短期来看，经济越好贸易条件越差社会福利也差，但是各经济主体的感受 似乎并不是这样。所以需要考虑贸易条件变化的最终“归宿”，从收入可算的角度看问题。从表面上看，对企业和财政来说，1 季度的名义收入增长率减掉最高的价格指数，真实收入的增长率也上升了，居民名义收入增长率和消费价格指数相比也不错。这个帐是怎么回事情？

这里面的一个重要问题是，房价算不算居民生活成本中的一种价格？如果不算，那居民现在日子过得很好；算的话，就差得很大了。按照统计定义，CPI 不包括房价。这个定义与居民购买住房称为投资是一致的。按此，居民消费价格指数没有大幅度上升，但房价上升导致投资价格指数大幅度上升。

建筑成本构成房价的一部分，这部分本身可能并不很大。但是，城市基础设施投资价格上升也通过地价转移到了房价上。最终，进口货物价格上升大部分变成了投资价格的上升，很大一部分变成了房价的上升。另外，由于价格控制，石油价格的变化并不充分甚至很大一部分没有传递到交通和其他价格上。这个差别，引起了财政补贴的变化，而财政通过卖地收入也打平了。所以，贸易条件恶化的部分结果是，房价相对于CPI 上升，即居民消费投资价格总指数相对上升。这样，从房子的角度，可以说居民承担了贸易条件恶化的相当大一部分。单看消费价格指数看不出这里的问题

中国目前的重工业化主要还是由于迟到的工业化和城镇化，其次则是由于利率歪曲导致对房子的“扭曲”需求。扭曲之所以要打引号，是因为这个需求就社会而言是扭曲的，但就个人而言可能一点也不扭曲。对这种需求结构，供给不配合会造成更大的问题。相对而言，在短期内采取一些抑制房地产需求的方法比直接打压房地产企业贷款的办法还要好一点，毕竟后者是控制供给的。但这里面仍有很多问题，很可能导致其他的扭曲，在短期可适当考虑，但总以理顺为好。长期下去，未来利率调整难度更大。所谓“结构调整”、“转变经济增长方式”，还要从调整需求入" "九十年代中期的低利率在当时导致国内增产以及进口增加，其后继效果是很糟糕的。光从进口角度看， 95、96 年美元利率非常高，那时借了高利率的美元去买了高价粮，从国外用船运回一大堆粮食存起来，结果虫吃耗子偷，若干年后连年处理陈化粮，一不小心陈化粮还流入市场害人害畜牲。这是低利率导致资源配置歪曲的一个例子。

存货导致的涨跌，简单地说，就是怎么涨起来就会怎么跌下去。现在的房子怎么看怎么像当年的粮食。从长远来看，房价很可能也是怎么涨起来的就怎么跌下去。这个过程中，大幅度的投资把投资品价格拉得很高，而投资跌的时候，国也就少进或者净出口一些投资品了，就像在95 年进口粮食而在99 年出口粮食一样。"

20100501 bca.bca Still Choppy Waters; The G4 Financial Olympics – Crawling Towards The Finish Line "[弱复苏持续]

复苏正在缓慢地巩固，但依然很弱。当前情况下，观察就业和货币信贷趋势是至关重要的。当前全球仍在2007-09年金融危机的后续影响中。

近期经济：The good news is, 消费表现尚可，盈利复苏支持了投资的回升，全球贸易显著反弹。美国经济大体可以在2010年实现3-4%的增长，尽管财政直接支持在消退。The bad news is, 不好的消息是， 就业虽然终于回归正增长，但是仍然很弱。当前NFIB显示小企业仍然不愿意雇佣, ISM employment index与HFIB hiring plans已经有很大差距。Turning to the ugly, 财政赤字极大幅度上升，希腊问题是一个警告。

我们认为消费者债务已经触及天花板，需要修复资产负债表，储蓄率要回升到7-8%。然而当前储蓄率只有3.1%。当然，储蓄率数据面临很多修正，噪音很多。前一段时间储蓄率有短暂回升，可能源于政府支持。因此，对储蓄率的观察也许进行一些平滑是合适的。

[欧债危机，前景扑朔迷离]

当前存在缩减赤字压力的国家实际上占欧洲GDP的40%，如果包含英国、意大利和西班牙的话。英国即使已经进行大幅财政刺激，而且汇率已经贬值25%，但仍然增长乏力。IMF也预测欧洲经济增速将会落后。

对于希腊问题最终如何解决，仍然非常不清楚。这些国家是否有政治决心来完成市场期待的财政紧缩？contagion问题有多严重？看起来希腊进行一些债务重组几乎无法避免，而这又让投资者对其他国家要求更高的利差。在最极端情况下，如何希腊认为紧缩太痛苦，它将退出欧元区。" "联储在2010年内不会加息。因为通胀仍弱，货币和信贷增速不像，对于复苏的不确定性仍在。低利率将有助于支持风险资产。

当前的低利率是对危机的应急式反应。因此有一些人认为政策利率应当开始正常化。当然，即使加息1-2次，ffr的水平依然很低。But, that misses the point. 联储和其他央行已经被危机深化的速度吓怕，而且央行也没有预测到危机会如此快速的发生。这让央行都普遍保持谨慎。宁愿晚一点加息。

（这段话很好，从上下行风险不对称性角度思考货币政策）" "市场受到多重因素压制：欧债危机，对华尔街的政治压力——对高盛的官司，数据表现mixed，但牛市仍在继续。

温和高配股票。虽然股市可能出现correction，但周期前景继续支持股票，因为盈利在上升，低利率，估值尚可。

当前股市虽然回升，但不需要担心联储会担心股市的上涨将导致泡沫（因此资产价格上升本来就是联储希望的）。"

20100501 PIMCO After the Crisis Planning a New Financial Struct "The public's ex-ante demand for assets that trade on demand at par is greater than the public's ex-post demand for these types of assets. 3-6-3 banking was a pretty nice franchise. So therefore, bankers had a pretty strong incentive not to mess it up. Essesntially, there were oligopoly profits in the business. 而影子银行在从最新的尝试，试图进一步攫取这个垄断利润。

影子银行的第一步是要创造出跟存款一样好的负债, a liability that was perceived by the public as just as good as a bank deposit. 这种负债，如Gary Gorton所言，要具备informational insensitivity. 当然影子银行也需要合适的资产，资产就是repo和commercial paper (CP)。影子银行成功的绕过了监管。不过事实上，对影子银行起到监管作用的是rating agencies.

在2007年8月9日，game over. 如果必须要挑选一个Minsky Moment，那就是2007年8月9日，法国BNP宣布不能对房贷资产定价，因此停止赎回。我对这一天的铭记，跟对我儿子生日一样印象深刻。我在一个月以后发明了shadow banking的说法。不过，从2007年8月到雷曼以前，对于shadow banking的run总体是orderly run。联储是有功劳的。联储在2008年3月evoked Section 13-3，并且开启了Primary Dealer Credit Facility.

The entity that can print money has got to be the lead supervisor. To me, it's unambiguously clear. And the fact that it's being debated actually befuddles me. "

20100503 bca.usis\_wr\_2010\_05\_03 NIGHTMARE SCENARIO AVOIDED avoided for now "欧债传染性有多强？至少有三个contagion渠道：insufficient collateral, cross-border lending, bank balance sheet and funding exposure. 如果把PIGS的政府债加在一起，总量有3.3万亿美元之多，其中主要是意大利(2万亿)和西班牙(0.7万亿). 对比而言，美国房贷相关损失至今是0.9万亿。我们EIS做了一个很好的专题报告，认为欧洲是有可能最终克服财政紧缩问题的（但这些国家当时都没有加入欧元区！也就是说，是有独立的货币政策的！），因此我们认为欧债危机的严重深化是可以避免的。

房价延续回落态势。当前建筑商信心确实回升，但这与impending expiration of the Federal housing credit有关，而不是潜在需求回升。我们近期的专题报告指出房价可能温和回落，但不会大幅下降。资产价格的财富效应的作用时滞不同。股市对消费的刺激是立竿见影的，但房价的财富效应有一定滞后性，因为房价也不是marked to market. 我们预期股价的上升还会继续对冲房价的下降的财富效应。" "最新的FOMC按兵不动，啥也没变。我们衡量了加息的几个门槛：LEI回归正值, ISM, 零售, 失业率, GDP, ISM paid, Yield Curve。发现，在温和复苏的情况下，在2010年底2011年初才有可能抵达一些门槛。现在距离加息门槛总体较远。

（具体有几个有意思之处：）实际上，在联储开始加息的时候，通胀其实是在下降的。因为通胀有一定滞后性，联储要考虑到政策的滞后性。" 欧债危机深化让市场避险情绪上升，美债收益率下降。只要美债仍然被看做避险资产——当前评级机构认为下调美债还远——那么美股就只会遇到调整而非熊市。如果美债也被认为有违约风险的时候，那么牛市就真的结束了。

20100503 CF40周报 房地产市场调控的时机与措施 " 4月，政府对楼市重拳出击。4月14日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，研究部署遏制部分城市房价过快上涨的政策措施。4月17日，国务院发出“关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知”（又称“新国十条”）。业界认为，新一轮的房地产调控政策在力度上超过了历次调控，而且在调控方向上也发生了重大调整，将对未来中国房地产市场发展带来重要影响。对于房价而言，“新国十条”的效果立竿见影，暴涨的被踩上了急刹车，有些地区房价开始回落。

房价继续暴涨的结果是中国经济进入严重的泡沫经济。日本的经济泡沫的形成与破裂，以及随后的“失去的十年”是我国的前车之鉴。如果不采取果断措施，中国经济将步入严重的泡沫经济。控制房价过快上涨成为当前中国经济最突出的挑战。

与上一轮房地产调控政策相比，“新国十条”发生了重大调整，比较突出的几方面包括：首先，突出强调了政府对稳定房价和住房保障的职责，要求各部门统一思想和认识，甚至提出了考核问责机制；第二，突出强调了供给面的调整，特别是增加土地供应和五类房建设；第三，除了利用传统信贷政策调控需求，还强调了利用税收政策的作用。“新国十条”政策涉及面广泛，其目的不仅在于在短期内遏制房价，还在于改造未来房地产发展格局，很多政策还有待各级地方政府和职能部门进一步细化和落实。

“新国十条”赢得了广泛的支持。短期内，“新国十条”在遏制房价方面的作用立竿见影，这些措施即便还不足以从源头上遏制房价，但至少也是强有力的冷却剂。中长期内，“新国十条”在税收调节、增加土地供应、增加五类房建设等方面的政策都很有针对性，将有助于缓解当前住房市场上的矛盾，有利于营造未来更合理的房地产市场供求格局。“新国十条”也不乏质疑。有观点认为，本次新政是对1998 年的23 号文件和2003 年的18 号文件的彻底否定，而这两个文件的核心是除了强调要取消福利分房制度之外，还要建立相应的住房供应体系，就是按不同收入标准分别由市场化方式、政府补贴的方式和政府保障的方式分别解决住房问题，强调了应配套的相应制度改革和保障制度的建立。这次的10 号文件已从根本上否定了房改之后的供应体系的建立和分工，而将住房问题不分商品房与非商品房的混为一谈，列入了民生问题。新政也是市场经济向计划经济倒退的开始，意味着在政府无能力管理房地产市场时，就只能用计划经济的行政手段来遏制。"

20100503 Gavekal Europe’s Nuclear Option 虽然欧元区最终可能解体，但欧元区机构还是会最后挣扎一下。ECB就拥有这样一个“核武器”：货币化PIGS的债券，这并不违反ECB的章程。

20100503 Gavekal The EMU Crisis in Not Over "通常而言，随着IMF和欧元区政府答应1100亿欧元救助方案以后，希腊危机应当缓解。但是投资者却始终不相信希腊问题得以永久解决。希腊可以度过未来几年的流动性危机，但是持续的财政紧缩意味着希腊将深陷衰退，这反而导致其还债能力不足。虽然利差可能边际收窄1pp，但依然是一个垃圾债。

有三个启示：1.希腊危机会传导到其他边缘国家。2.有一个事情是明确的，其他PIGS并不能照搬希腊方案。德国对希腊问题的内部分歧很大，难以想象德国对其他国家进行双边贷款。Greece looks like the Bear Stearns of the Euro crisis, with Portugal possibly playing the part of Lehman. 3.希腊其实比较小，因此欧洲的救助并不情愿。但是，这个救助的问题在于花费了太长时间，错过了提供可靠方案的时间窗口。欧洲债券的发行变得越来越不可能。"

20100505 VOX Reinhart Eight hundred years of financial folly "（对历史的研究非常精深，对希腊的判断一塔糊涂）（难怪桥水似乎从未引用RR的研究）

one element that jumps out from the figure is the long periods where a high percentage of all countries are in a state of default or restructuring. Indeed

Serial default on external debt—that is, repeated sovereign default—is the norm throughout nearly every region in the world, including Asia and Europe.

global economic factors, including commodity prices and centre country interest rates, play a major role in precipitating sovereign debt crises.

Periods of high international capital mobility have repeatedly produced international banking crises, not only famously as they did in the 1990s, but historically

The first is that contrary to much contemporary opinion, domestic debt constituted an important part of government debt in most countries, including emerging markets, over most of their existence.

Furthermore, contrary to the received wisdom, these data reveal that a very important share of domestic debt – even in emerging markets – was longterm maturity.

The historical record, however, suggests that a high ratio of domestic to external debt in overall public debt is cold comfort to external debt holders. Default probabilities depend much more on the overall level of debt." （啥？？？）On a more positive note, our research at least raises the question of how a country might “graduate” from a history of serial default. Interesting cases include Greece and Spain, countries that appear to have escaped a severe history of serial default not only by reforming institutions, but by benefiting from the anchor of the European Union. Austria, too, managed to emerge from an extraordinarily checkered bankruptcy history by closer integration with postwar Germany, a process that began even before European integration began to accelerate in the 1980s and 1990s. We shall wait and see which emerging markets can graduate from serial default.

20100506 bca.eis\_wr UNINTENDED CONSEQUENCES "欧债危机方面，最近两件大事情：1.越来越多的德国政客表示，希望有一个orderly process for countries in danger of default to withdraw from the euro area. 这强烈的显示在希腊以后将不会有更多援助，contagion的危险很高。危机可以是自发产生的。想象当年香港曾经有充分的reserves来支持本币，但还是受到亚洲金融危机冲击。2.ECB放宽了抵押限制，容许了希腊债券可以抵押。

无论是怎样解决，欧元都注定走弱。"

20100506 VOX Panizza, What will happen if Greece defaults\_ Insights from theory and reality The recent experience suggests that the economic costs of default may not be as high as it is commonly thought, and that economic recovery has often started soon after default. It is worth noting, however, that in all defaults studied in our work the economic recovery was helped by exchange rate depreciation. Since this does not seem to be an option for countries that belong to the Eurozone (for reasons that are well explained in Eichengreen 2007), Greece may pay a steep cost if it were to default. For this reason,we hope that rescue plan launched on 2 May will work and that Greece will not belong tothe sample when we update our paper on the costs of default.

20100507 JPM\_Global\_Data\_Watch Frankfurt, we have a problem "在EMU/IMF方案公布以后，政策效果与政策制定者想要的刚好相反。边缘国家利差反而上升。ECB当前的困境可能与危机期间的Fed类似，被迫扩表。

但要注意到，当前的危机背景是，经济增长其实在回升，而且动能还在加强。特别是4月份全球PMI其实表现强劲。"

20100507 VOX Eichengreen The Greek crisis\_ It is not too late for Europe "It’s not a pretty picture. The IMF botched its rescue. The ECB hesitates to erect the necessary ringfence

around Greece. Portuguese and Spanish policy makers underestimate the gravity of their position. German leaders are in denial. But although it may be too late for Greece, it is still not too late for Europe. That said, a solution will require everyone to wake up."

20100508 VOX Buiter The European fiscal vacuum makes the ECB timid on quantitative and credit easing "（说实话，没太读懂，也不仔细读了）

ECB’s lack of fiscal backing is both unusual among major central banks and a severe handicap – it is a factor in why the ECB is “fiddling while the Eurozone burns” by hesitating to undertake quantitative easing started by the

Fed, Bank of England, and others

There is no sign, however, of any quantitative or credit easing by the ECB. When challenged on this, the ECB points to what it is doing. In particular, it makes available unlimited credit at maturities from one week to six months – against eligible collateral – at the official policy rate, now 1.5%. This is good, but not good enough. The maturity for which such credit is extended should be extended to one year, 18 months, and two years."

20100509 FOMC Transcript confcall "伯南克：

Yesterday Jean-Claude Trichet called me and made what I would characterize as a personal appeal to reopen the swaps that we had before. Friday evening, Ecofin, which is the leadership of the EU for economic matters, met and, as you probably read in the paper, announced some plans to set up a financing mechanism in Europe that would ultimately be used to guarantee the debt of sovereign nations in the euro zone.

First, they will be restoring their three-month and six-month fixed-rate tenders, which essentially provide an unlimited supply of funding to their banking system at fixed rates over three and six months; from their perspective, this amounts to reopening the unusual liquidity measures that they had shut down before. That is important, but it’s not the most important thing. The novel intervention, and one that will be highly controversial in Europe, and probably here as well, is that the ECB is preparing to have an open-ended intervention policy in any market that they deem dysfunctional or illiquid. That means that they will stand ready to buy any public or private security, denominated in euros, that’s traded in a market in which there is dysfunction or disorderly movement. There will be no limit to the amount that they are going to be prepared to buy. They intend to sterilize their purchases, so that the net effect of these purchases on the monetary base will be nil or small.

（此外还讨论了奥巴马政府对联储的支持，挺有趣，看起来国会对联储真的意见很大）"

20100510 2010年第一季度中国货币政策执行报告 "2010年第一季度，中国经济开局良好，回升向好势头更加巩固。一季度，实现国内生产总值（GDP）8.06万亿元，同比增长11.9%，居民消费价格指数(CPI)同比上涨2.2%。

中国人民银行继续实施适度宽松的货币政策。2010年3月末，广义货币供应量M2余额为65.0万亿元，同比增长22.5%，增速比上年同期低3.0个百分点。狭义货币供应量M1余额为22.9万亿元，同比增长29.9%，增速比上年同期高12.9个百分点。金融机构存款增长有所放缓，3月末，全部金融机构本外币各项存款同比增长21.7%，增速比上年同期低4.0个百分点。金融机构贷款增速稳步回落，中长期贷款比重较高。3月末，人民币贷款余额同比增长21.8%，增速比上年同期低8.0个百分点，比年初增加2.6万亿元，同比少增2.0万亿元。金融机构贷款利率小幅回升，3月份非金融性企业及其他部门贷款加权平均利率为5.51%，比年初上升0.26个百分点。

当前我国经济面临的有利因素有：全球经济总体保持复苏态势，我国经济回升向好势头更加巩固，城市化和消费结构升级将成为拉动经济增长的新动力，加上各地发展热情高，增长的空间依然较大。但也要看到，当前经济发展环境仍极为复杂。世界经济运行中不确定因素依然存在，欧洲主权债问题凸显，全球经济新的增长点尚不明朗，同时内需回升的基础还不平衡，持续扩大居民消费、改善收入分配、促进经济结构优化的任务艰巨，财政金融领域的潜在风险也不容忽视。一些推动价格上涨的因素逐步显现，强化了通胀预期。必须把保持我国经济当前平稳较快发展和为长远发展营造良好条件有机结合起来，毫不动摇地加快经济发展方式转变。

下一阶段，中国人民银行将继续实施适度宽松的货币政策." "（对欧债危机的记录，挺好：）

2009年1月，由于经济衰退、财政状况恶化，希腊、葡萄牙及西班牙的信用评级相继被降低，从而引起了市场对欧洲主权债务偿还能力的担忧。2009年10月，希腊政府宣布2009年政府赤字和公共债务占国内生产总值的比重将达到12.7%和113.0%，则再次加大了市场对于欧洲主权债务危机的恐慌。2009年12月，惠誉、标准普尔和穆迪三大评级公司再次调低了希腊、葡萄牙以及西班牙的主权信用评级。欧盟的葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊、西班牙等国（PIIGS）还被评为欧洲主权债务风险最大的五个国家。

2010年2月底，在各方迟迟未能拿出解决希腊主权债务危机方案的情况下，标普与穆迪几乎同时宣称，未来几个月可能会再次下调希腊的主权信用评级。4月9日，惠誉宣布将希腊主权信用评级降至BBB-，这使得希腊政府更难以从金融市场中获得资金。4月27日，标准普尔再次将希腊的长期国债信用评级降至BB+（垃圾级），并将葡萄牙长期信用评级下调至A-。金融市场对于欧元以及欧元区经济的信心进一步受到重挫。4月29日，标准普尔将西班牙长期主权信用评级由AA+调至AA。欧洲主权债务危机出现进一步扩大的趋势。

5月2日，在经历了多轮艰苦复杂的谈判之后，欧盟与国际货币基金组织就援助希腊债务危机方案达成一致，双方决定在未来三年向希腊政府提供总额为1100亿欧元的贷款，其中欧元区国家出资800亿欧元，国际货币基金组织出资300亿美元。5月3日，欧洲中央银行也向希腊采取了援助措施，决定暂时无限期地取消希腊政府借贷的信用评级“门槛”。受此影响，金融市场出现企稳迹象。然而由于欧盟的救援计划还需要各国经过立法程序加以确认，救援所附加的条件也很可能引起各方势力的反弹，因此它并未能完全平息投资者对于欧元区前景的担心。投资者对于欧元区经济的信心依然脆弱，欧元对美元汇率目前已接近一年以来最低点。"

20100511 BCA ems EM资产见顶，上涨空间有限，下降风险较大。Chart1. DRAM prices （semiconductor）似乎见顶。2.中国政策收紧会降低进口和商品价格。中国的进口是去年以来的关键。当前的EM selloff不仅来自欧债危机，与中国相关的商品货币下跌严重。

20100513 瑞银证券 汪涛 四月中旬国务院房地产新政颁布之后，市场人士、房地产开发商、普通购房者、经济分析师们对于中国房地产市场的未来走向众说纷纭，分歧很大。从多个角度看，中国的房地产市场似乎在最近几个季度呈现出了“泡沫化”的特征。不过，这一危险的态势延续的时间不长，尚不足以积累成全国范围的大泡沫。即使是经历了近期的快速上涨后，居民部门的负债率仍不算高。近期房地产政策的目的是稳定房价，而不是打压整个房地产业或整体经济。此外，考虑到房地产业对整体经济的重要性，再加上政府对全球经济下行风险的担忧，我们认为一旦出现房价企稳和/或全球需求大幅走软的明确迹象，目前的一些临时性的紧缩政策就可能放松。一些城市细则显得非常严厉，但仍不清楚有多少城市会从严贯彻实施中央的政策。市场信心已经受到打击，而政策面的不确定性将继续对市场带来压力。大城市的成交量已经出现下降，2010 年下半年可能会出现价格和新开工面积双双下跌的情况。我们认为全国范围内房价大幅下跌的情况不会出现。由于房地产调控政策的影响可能与全球需求走弱同时出现，因此我们对2011 年的预测存在着略微的下行风险。（事实上，下半年房地产行业就回升了，可能是金融条件太松？）

20100514 BCA fes ECB过去一周宣布了宽松措施，显得已经有点缓慢了。虽然ECB口头说要冲销，但我们认为最后ECB还是量化宽松，因此看空欧元。在全球衰退过程中，货币贬值对reflation很重要，现在欧元贬值，将导致美国只能对人民币贬值，预计人民币会升值。（6月中旬人民币开启升值）

20100515 Eichengreen Europe's Historic Gamble "过去几周发生的事情对于欧洲来说是及其重要的，也是欧元诞生11年以来最重要的一段时期。首先是希腊危机，然后是bailout, 然后危机蔓延到西班牙和葡萄牙。最后是史无前例的购入PIGS债券（但冲销）。这些在一个月以前是不可想象的。

有很多人之前预测说，欧元会解体。但这些人并不懂得欧洲政治。欧元是European Project的标志，不容许失败。Jacques Delors曾说，欧元是""the jewel in Europe's crown""."

20100515 JPM\_Global\_Data\_Watch\_\_F\_2010-05-15\_415118 This week delivered important constructive news on the policy front across Europe as actions were taken to stem the broadening crisis surrounding sovereign debt. Most notable was the establishment of a European Stabilization Mechanism (ESM), which represents a move by EU governments toward sharing the credit risk of countries being asked to implement large fiscal consolidations. As part of this plan, tightening packages on the periphery were increased and a commitment was made to shore up the discipline of the Growth and Stability Pact. For its part, the ECB agreed to buy sovereign debt for the purpose of stabilizing markets.

20100517 bca.usis\_wr SECOND THOUGHTS "过去一周欧洲政策决定者""all in""的努力确实一度让边缘国家利差收窄，但是市场很快有了second thoughts, 欧元继续大幅走弱。当前的救助方案规模很大，但并没有彻底打消投资者对财政不可持续的顾虑。

实际上，经济基本面还是不错的。就业正增长意味着美国经济已经进入可以自我持续的扩张过程，零售销售也不错。

欧债危机对美国增长和企业盈利的直接冲击不大。如果仅仅考虑对美国GDP的直接冲击的话，欧债危机对美国影响非常小，因为出口仅占美国GDP的12%，而欧元区占出口20%，即使考虑到美元上涨，美国增长的直接拖累也仅有0.1pp。更直接的影响来自于美元升值对企业盈利的影响，对于上市公司，大约1/3收入来自海外，而欧元区占海外收入的40%，这意味着10%的美元对欧元升值让公司盈利下降1pp，但这远小于周期复苏所带来的盈利回升。

间接冲击是对风险资产的冲击，对银行交易对手风险的影响等。" 现在市场已经把联储加息时点推迟到2011年中了。我们认为，随着欧债危机风险情绪缓和，联储还是很可能在2011年初加息。

20100518 BAML Global Fund Manager Survey News "Survey Finds Investors Retreating to U.S. Equities as Growth Fears Rise.

Confidence in China and Eurozone Dips.

The survey, conducted from May 7 to May 13, shows how global investors are buying U.S. equities and retaining confidence in the U.S. dollar while the survey's risk indicator experienced its largest one-month fall since 2003.

""May's survey highlights a flight to the U.S., driven by the uncertainty in Europe and underscores a positive U.S. growth outlook,""

Positive sentiment towards emerging market equities has dipped to its lowest since early 2009. The number of respondents overweight global emerging markets (GEM) equities stands at a net 19 percent this month, down from a net 31 percent in April. GEM fund managers have turned more bearish on China than any month since February 2009. The regional survey shows that a net 29 percent of GEM investors expect the Chinese economy to weaken in the next 12 months compared with a net 5 percent predicting a stronger economy in April." "90 percent of European investors rule out ECB rate hike this year.

One in four respondents (25 percent) to the global survey expect no rate rise by the U.S. Federal Reserve before April 2011, compared with one in 10 respondents (10 percent) a month ago. （更多的人认为联储会慢加息）"

20100520 bca.gfis WAVERING COMMITMENT 欧债危机救助方案的关键不是其救助规模，而是“诚意”，but rather the willingness to "do whatever it takes". 一旦执政者把承诺限定在特定范围内，通常都不行。无论是德国政客还是ECB，都在自我限制。ECB反复强调要冲销。

20100520 bwam The big picture "在去杠杆过程中，printing money是主要手段。在第一波应对中，我们认为政府整体上是应对得当的。但是，随着应对效果显现，对强刺激的批评也与日俱增。进一步的财政刺激已经很难推出。我们认为这在边际上事实上起到紧缩效果。

欧洲的去杠杆过程则显得尤其困难，因为欧洲决策机制是碎片化的，难以决定到底是printing money, 财富转移, 债务重组，到底用哪个。

最近的进展是，政府已经进行了第四次对欧元的防御，尽管ECB从来没有承认过这一点。但我们坚持认为，所有冲销的干预都是没有意义的，其心理作用持续时间很短。

欧债危机既是政府债危机，本质上也是私人部门债务危机。我们之前已经讨论过，PIIGS政府债加起来有1.5万亿之多需要在未来三年rollover。这次主要讨论私人部门债务危机。在2000s边缘国家利差收窄以后，边缘国家私人部门债务扩张，这些扩张主要是核心国家来finance的，而finance主要通过interbank lending。举个例子，西班牙银行借给西班牙企业，该企业支付给德国企业，德国企业存到德国银行，德国银行再通过interbank借给西班牙银行。interbank lending的问题是通常是短期的，存在再融资风险。

（然后桥水尽可能的估计了核心国家对边缘国家的这些exposure有多大；有点类似BIS的工作）西班牙和爱尔兰的债务扩张其实最严重的。"

20100521 JPM\_Global\_Data\_Watch The bounce meets malaise 新上台的英国coalition政府即将推行减少赤字的财政政策。

20100524 CF40周报 “新36条”的意义与前景 "5月13日，国务院颁布了《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》。国务院在文件中强调，鼓励民资进入基础产业和基础设施、市政公用事业和政策性住房建设、社会事业、金融服务、商贸流通、国防科技工业六大领域。相对于2005年国务院曾颁布的《国务院关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》，即后来的“非公经济36条”，此次“意见”被称为“新36条”。

“老36条”实施效果不佳的经验教训表明，民营经济难以在很多行业取得发展的关键原因是不平等竞争，不仅是市场准入环节的不平等，还有价格管制、政府补贴等行政干预力量造成的经营环节上的不平等。与“老36条”相比，“新36条”内容更加具体，细化了鼓励开放的领域，但如果缺少相关行政部门在职能定位和政策上的重大改革，“新36条”远不足以营造一个平等的竞争环境，对于推动民营经济发展也不会奏效。

民营投资是经济复苏的关键接力棒4 万亿的巨额经济刺激计划在保增长意义上取得了显著效果，但是中国经济持续复苏之路并不平坦。从外需看，美国力求通过减少进口和增加出口缓解经济失衡，欧洲经济在主权债务危机的阴霾下可能面临再度重挫的风险。新的国际经济环境下，高出口带动的中国经济高增长一去不复返。从内需看，银行信贷支持的基础设施和房地产投资虽然目前还保持在高位，但其持续性遭受质疑。房地产市场调整已经开始，银行出于投资效益的考虑，对于地方投融资平台和相关建设项目的支持也在经受考验。来自政府的力量已经让中国经济走出了复苏之路的前半场，无论是从效率角度考虑还是从可持续性角度考虑，迫切需要民营部门帮助中国经济走好下半场。" 根据有关方面的调研情况看，目前全社会80 个行业中，允许外资进入的有62 个，允许民间资本的则只有41 个。

20100525 bca.usis\_wr BULL MARKET CORRECTION OR CYCLICAL PEAK 近期欧债危机深化，让人回想起雷曼事件以后的情形（当然，此时的严重程度当然远不及当时，但这个 比喻是直观的）。叠加中国对房地产的紧缩，市场情绪不佳。虽然美国经济和盈利数据都不错——就业不错，这通常意味着复苏已经进入可持续阶段——但市场开始担心复苏可持续性。我们暂时认为复苏仍可持续。 近期通胀延续回落态势，创出新低。 "股市表现确实不佳，已经跌破了200日均线了。

就欧债利差而言，下路利差从五月的高点800bp回落，但让人在500bp左右很高的水平，葡萄牙也上升到200bp水平，西班牙在5月也开始放款，此时是100bp左右。（我感觉2010年前后的PPT需要把边缘国家利差放进去）

就美债收益率而言，我们认为跌到3.25%以下也实在太低太低了，再低的话，实在是跟“可持续复苏”的预期是不相符的（这么说没有错，这也就意味着，在2010.6前后，市场已经开始price in硬着陆了？）。当前私人部门信贷增速已经有所回升，这一般应该是对应着债券市场收益率的sell off. 我们认为债券收益率波动区间3.25-4%早晚会升破这个区间，当前的避免情绪确实让这个升破变的更晚一些。"

20100528 bca.gaa\_qpo\_2010\_05\_28 如果全球经济仅仅是“soft patch” in the midst of a sustainable recovery, 那么市场能够避免熊市。

20100601 bca.bca\_mp It Was Never Going to be easy; The European Rescue Package Permanent Fix Or Trillion Dollar Band-Aid "[仍然维持复苏的假设]

The big picture依然是温和、可持续的复苏，低通胀，以及联储和央行缓慢收紧政策，在这种背景下，风险资产的趋势是上涨的。A decision about the appropriate investment stretagy largely boils down to a judgement call about the big picture economic outlook.

复苏实际上总是遵循着类似的模式。最初是政策刺激，然后是库存周期，然后是信心逐渐回升，支持就业、消费和投资。Double-dip recessions are extremely rare. 当前就业确实复苏不强，虽然就业正增长，但仍然难以让失业率下降，NFIB调查依然处于衰退水平。房地产销售回升，但这是暂时性因素，源于tax credit在4月到期。不过投资品新订单延续回升趋势。

美国自己内生的问题并不太大，如果经济再度转弱，应该是源于外部因素（并不能这么说，11月份中国紧缩、欧债危机升级，但美国经济依然很好）。当前市场对欧债危机和中国房地产紧缩很担心。对于中国问题，A股已经跌了20%，但A股和中国经济的相关性一直不太大。（但对政策反应很快）

[欧债危机]

希腊只是占到欧元区GDP的2%，但它已经成为关注焦点。其实欧元区本来增长就不太行，在2009年10月（那个时候还没有欧债危机），IMF对欧元区增长的2010年预测也仅有0.3%。

希腊可能在未来几年要选择是否放弃欧元。但我们认为即使希腊退出欧元区，欧元区仍然可以保存下去。对于负债者，只有四个办法来解决负债问题：增加收入、减少支出，债务重组，或者彻底违约。当前希腊尝试前两种办法，市场则担心后两种可能。其实，即使减少支出等，这些也只能非常缓慢的起效，即使希腊完全按照IMF的办法来紧缩，其Debt/GDP也会在未来几年继续上升，因此部分债务重组是不可避免的。

尽管政策三重发力：1.IMF支持下的1100亿欧元的希腊救助方案，7500亿欧元的European Financial Stabilization Mechanism (EFSM)，和ECB宣布在二级市场买入主权债和企业债。但是市场仍然认为没有彻底解决underlying solvency problem.

在几个月以前，几乎没有人讨论欧元区解体问题。但现在已经有人思考这个问题。这个问题的核心是，欧元区并不是最优货币区。" "当前的股市调整是一次迟到的调整, an overdue correction. 如果说2009年初市场是太过悲观，那么2009年底是市场则是太过乐观，而当前又太过悲观，当前是panic mode。

继续高配股票。我们依然认为股市将周期性上涨，这意味着空头应当利用当前的下跌而补仓。虽然当前已经跌破200日均线，但2004-06年也时常跌破200日均线，至少200日均线自己没有下降。

债券。当前债券收益率太低，已经很难有下降空间。"

20100601 bca.usis\_wr GROWTH SCARE UNDERWAY "尽管最新的ISM尚可，但估计很快也会跟着一些领先指标一起边际走弱。

从技术意义上，the capitulation phase，从bullish情绪指标的下降可以看出。但是从其他技术指标看并不好，特别是market breadth很差，仍有很多股票跌破自己的30week均线。"

20100601 PIMCO Some Unpleasant Keynesian Minsky Logic \_ PIMCO "重温了Sargent & Wallace ""Some unpleasant monetarist arithmetric""，这篇文章涉及三个变量：1.The level for short-term real interest rates maintained by the monetary authority. 2.The real growth rate of the economy. 3.The growth path for the real stock of debt incurred by the fiscal authority, as determined by real fiscal deficits as a share of real GDP. SW指出，下述两者不能同时存在：1.the monetary authority to sustainably peg real short-term interest rates above the real growth of the economy. (real rate > real GDP growth rate)2.the fiscal authority insists on running a fiscal deficit as a percent of GDP that is higher than the growth rate of real GDP (fiscal deficst > real GDP growth rate)

（我还真的去下载了这篇文章——准确的是说，这篇文章是一本书的第一个section。原文的引言部分跟Mcculley说的是一回事，就是FP和MP两者谁dominate谁的问题。如果财政赤字过多，即使央行控制货币短期控制了通胀，但随着债务负担加重到无以复加的程度，解释央行也会被迫货币化赤字，最终导致通胀的产生）

在1980s开始，都是fiscal authority blinked, 里根、布什和考虑到都加了税。不过这个反通胀已经取得胜利。现在secular risk已经是deflation，而联储在2001年衰退当中已经成功进行了pre-emptive fight against deflation，在2007年以来也成功的避免了通缩。在2001年和2008年，格林斯潘和伯南克都公开的欢迎Old-fashioned keynesian fiscal stimulus. 简而言之，SW所提提及的谁主导谁的问题，这个问题的答案已经完全反过来了。实际上，客观的讲——正如伯南克在2003年提到的——在通缩环境下，联储的独立性并不需要那么强。

当前ECB也面临同样的问题。The growth and stability Pact，德国人在最初就坚持的协议，理论上是用来约束各国财政纪律的，但实际上它做不到。而ECB was not in a position to play the role of Paul Volcker to Ronald Reagon, or Alan Greenspan to Bush or Clinton. ECB事实上将被迫进行财政政策的配合（ECB被迫事实上屈从于各个国家的财政政策）

"

20100604 JPM\_Global\_Data\_Watch It’s complicated "5月份出炉的数据整体上还是支持Q2的增长是不错的。其实过去一年来，经济增长的预测并不难，因为一直的一个全球同步复苏的节奏。但是当前数据有所变化，第一是亚洲经济体对中国出口已经停滞，这预示着亚洲EM有走弱压力；第二是欧债危机对欧洲增长的抑制。资本市场已经对此负面反映，这又进一步可能导致负面螺旋的自我实现。

在上述背景下，美国当前的经济数据就至关重要。最新的5月份NFP并不乐观。不过收入增速尚可。

不好的消息是，当前政策制定者并不准备积极反映。财政方面，当前对财政整顿的呼声很高；货币方面，由于利率已经很低，因此只有在更大压力面前，才会进一步QE等。" "通缩并不是近在眼前，但通缩风险不可忽略，且通缩代价很高。

简单的printing money并不保证通胀。Fighting deflation并不像说起来那么容易。"

20100607 bca.usis\_wr TWO STEPS FORWARD, ONE BACK "就当投资者认为correction已经结束的时候，匈牙利政府决定货币贬值而不是财政紧缩，这进一步让投资者意识到主权债务风险是一个全球风险。

同时，美国就业数据不佳——剔出普查和临时就业以后，就业是负增长。不过，我们的payroll model仍然指示就业延续正增长。好消息是，投资尚好，hours也在上升，这意味着收入在增加。我们暂时仍然认为这是一个弱复苏过程中的soft patch. 不好的消息，第一是NFIB指示的小企业仍然不好，第二是欧债危机等可能侵蚀企业信心，虽然最新的ISM没有明显走弱，但还要继续观察。

美国财政赤字终于要见顶回落了。下一步如何进行财政整顿，我们猜测更可能是加税而非减支。毕竟81%的支出都是必要支出，包括medicare medicai social security等，根本政治层面上减不下来。就更长期而言，例如30年的尺度上，政府除了降低entitlements别无办法。"

20100610 安信证券 高善文 "考虑到房地产市场调整、民间投资意愿等因素，我们预计国内需放缓的格局仍将持续。

5月份的内需增长动量明显减缓，我们预计未来一段时间内这一格局仍将维持。在内需减缓的背景下，社会消费品零售的加速仍在持续，其趋势值得留意。考虑到劳动力市场结构性的转变，我们猜测中国可能已经处于大众消费兴起的中长期趋势的较早阶段。"

20100611 JPM\_Global\_Data\_Watch This we believe "（这里讨论了首申和就业的关系，很好）

平均而言，大约每个月有400万就业者失去工作，而其中一定比例的人去真正去填写了首申，影响因素包括：1.就业条件，例如失业率高不高，如果容易再找到工作，那么往往倾向于不去填写首申。2.是否是暂时失业，如果是永久失业，那么更倾向于填写首申。

定量来看，我们将NFP的季度变化对首申做回归，而添加失业率作为控制变量是有显著影响的。在当前失业率水平，大约425k的首申对应着NFP走平，这个数字是一个重要的可供观察的首申门槛。"

20100614 bca.usis\_wr QUESTIONING EUROPE’S RESOLVE "市场在质疑欧洲决策者的决心。来自欧洲决策层的各种评论显示，ECB的购债在欧元区内部是有巨大争议的，而且购债规模不大。其实是否冲销区别不大，反正银行也不愿意把超额储备用来放贷款。德国不太可能继续写空头支票，实际上德国在努力进行减少支出。

投资者既希望欧洲政府进行财政紧缩，又希望看到欧洲增长向好。（这太难了）

对于美国投资者而言，当前是一个艰难的judgement call. 当前风险资产已经够便宜了，如果复苏持续，则是入场好时机。但当前欧债投下了一个重大尾部风险。"

20100614 bwam Update on China's Monetary Dilemma "中国货币政策事实上盯住了美国货币政策。这对于美国并没有什么太大的问题，因为美国依然可以实行宽松的货币政策。但是，如果中国继续进口美国的政策，我估计2011年上半年会有很大的问题。如果我是中国政策决定者，并且如果中国经济运行起来跟其他经济是一样的话——注意这里有两个if——那么我会让汇率明显升值到足够的程度，然后让利率调整到合适水平以避免泡沫。

中国当前试图在不明显提高利率的情况下摁住泡沫，行政手段是很难完美发挥作用的。当前已经开始看到一些过热迹象，例如工资上升压力——当前有清楚的就业市场紧张的迹象，近期富士康跳楼就是极端的案例，还可以看到许多地区的最低工资大幅上调——还有央行在2%的利率水平上卖不出去自己的央票了。5月份CPI已经升至3.1%，这已经突破了央行的3%的年度目标。

如果要升值的话，最好的时机就是当下。当前出口已经全面转好了。中国对全球的出口份额实际上在危机以来是上升的，这无疑进一步加剧了贸易纠纷的压力。"

20100615 BAML Global Fund Manager Survey News "Survey Finds Investor Confidence Eroded But Fears Over Euro Have Peaked

The survey, conducted as global equities fell by 7.5 percent, shows only a net 24 percent of respondents believing the world economy will strengthen in the next 12 months, down from 42 percent in May and 61 percent in April. Global investors have expressed similar concerns over corporate profits

“Global growth expectations have ‘double-dipped’ and positioning is more defensive but investors show little sign of panic,”

""Investors are starting to see the basis for Europe’s rehabilitation on the back of a more constructive outlook for the euro,” Negative sentiment from global investors towards Europe, at its worst in May’s survey, appears to have troughed. Global investors are feeling more hopeful about the outlook for Europe’s stocks and for the euro. A month ago a net 30 percent of the panel identified the eurozone as the region they would most like to underweight. That figure has fallen sharply to just 12 percent.

Confidence in China has fallen to its lowest level since January 2009. A net 27 percent of fund managers expect China’s economy to weaken in the coming 12 months, a big turnaround from April when a net 21 percent predicted the economy to improve. Commodities, closely correlated with China’s fortunes, have suffered." Inflation fears are plummeting… ...as a result, 80 percent of respondents have ruled out a Fed rate rise in 2010 The survey also hints that investors can see buying opportunities beckoning with a net 38 percent of the panel saying equities are undervalued, the highest reading since March 2009.

20100615 BCA ces 2-3年的观点，认为商品未来2-3年还是牛市，因为中国工业化仍会继续。Chart 1 商品真实价格长期下降在过去一百多年里，但有几个大周期，50s-70s是对应欧洲重建和日本工业化，现在是对应中国工业化，后者不会结束。（2010年的共识是中国工业化会保持速度）

20100616 FOMC Tealbook 过去六周的数据——当然这还没有体现最近欧债危机的影响——大体仍然支持复苏。与之前的预期一致。好消息是就业在增加，小时数在上升，IP上升，消费上升，投资上升。不好之处是商业地产建设下降，房地产部门仍然疲弱，地方财政捉襟见肘。

20100617-安信证券-宏观研究：十年之痒 "（对于1990-2010的中国经济周期是一个很好的总结。虽然这个产能周期理论对于未来可能用处不大，但总结历史还是说的挺好的。此外，高善文认为通胀即将走低，PPI也将回落，这显然没有看到2010H2到2011的高通胀、高增长情况，而这一过程当中，全球风险资产也在上涨，如何解释？市场不担心中国经济过热了吗？）

中国是一个赶超型的经济体，产能周期主导了中国经济的中期波动模式。一个完整的产能周期始于产能短缺局面的出现，经过产能的大量兴建与集中释放，最后止于产能过剩局面的普遍出现。过去的经验显示每轮周期持续约十年。

第一、1992年和相隔十年后的2002年中国固定资本形成均经历了非常显著的加速，其增速高点均超过20%，而此前固定资本形成增速则在10%左右。

第二、由于固定资产投资的大幅度加速，1992年和2002年后经济和工业的增长速度都出现非常快速的上升。

第三、经济过热问题随后开始出现，并导致宏观调控和货币紧缩。通货膨胀率分别在1994年和2004年达到阶段性高峰，其中1994年通货膨胀一度超过20%。

第四、经济过热局面均导致了基础设施供应的严重紧张。1994年和2004年发电设备利用率均达到历史峰值，其中2004年甚至超过1994年。

第五、随着固定资产投资形成的产能开始集中释放，1995-1997年和2005-2007年对外贸易盈余均出现急速增加。贸易盈余占GDP的比重在1998年超过4%，而在2007年甚至接近8%。

第六、随着产能的集中投放，就业状况改善，1995年和2005年私人部门消费均开始加速增长。

第七、产能集中投放导致总需求开始回落，在这一转折过程的1996年和2006年，经济均呈现出“高增长、低通胀”的良好局面。1996年这被归结为“伟大的软着陆”，2006年被总结为“黄金十年”，但实际情况是这只是经济由盛转衰过程中的短暂的过渡性现象，经济随后就进入了以产能普遍过剩和有效需求不足为特征的调整阶段。

第八、实体经济的产能周期深刻影响了资本市场的表现。在经济高增长、低通胀以及对外贸易盈余大幅度上升的1996－1997，以及2006－2007年，中国资本票市场均出现了以估值中枢上升为特征的普遍和广谱的上涨，同期企业利润的增长也很惊人；在1999和2009年的产能过剩时期，均出现了财政和货币政策的积极刺激，并伴随市场估值的再次上升。

第九、1997年下半年亚洲金融危机爆发，1998年中国出口增长率急速下滑，经济内外交困；2007年下半年美国“次贷”危机爆发，2008年中国出口也经历了非常显著的下滑，经济出现非常大的困难。

" " 在刺激性的信贷政策作用下，2009年资本市场再次出现以估值中枢的剧烈抬升为标志的急剧上涨。对比2006年的股市上涨，2009年的这一轮上涨同样缺乏企业盈利的支撑。

从风格上看，2000年出现了互联网板块的泡沫；2010年则是中小板和创业板的泡沫。

当产能严重短缺、经济过热时，由于实体经济对资金的需求很大，所以市场估值很难上升，非常不利于大的牛市的形成。

在周期由盛转衰的时候，企业盈利、贸易盈余和经济政策均支持大规模的资产重估。

在经济周期的后期，产能普遍过剩，企业盈利和经济增长难以有好的表现，实体经济投资意愿不强，这时刺激性的货币政策也会支持市场的重估。

目前我们可能处于这一轮周期的末端，新一轮的经济周期还没有开始，正在逐步孕育，可能将逐步展开。如果这一判断大体正确，那么这可能暗示以估值中枢普遍和持续上升为特征的资产重估过程，在可以预见的将来很难看到。

"

20100621 CF40周报 加薪与转型 为防止跳楼和罢工事件继续发生，以富士康为首的多家企业相继采取了一系列措施，尤其是大幅度提高了基层员工薪酬。6月1日，富士康科技集团宣布全面上调薪酬标准，基层员工上调薪资30%以上。6日晚,富士康再次发布公告称，自10月1日起，对富士康集团深圳地区各厂区经考核合格的作业员及线组长的标准薪资再度上调为每月2000元，调薪幅度超过66%。除富士康以外，珠三角地区一些遭遇罢工的企业相继为员工加薪。6月2日，日本本田汽车同意为组装车间的员工加薪24%之后，佛山本田汽车组装厂持续一个多星期的集体罢工才得以结束。跳楼和罢工事件是企业基层员工以极端的方式回应中国经济微观和宏观层面的深层次矛盾，这再次说明了中国过去的经济发展模式难以为继

20100623 bca.cis\_wr\_2010\_06\_23 人民币汇率从6.83附近跳升到6.80, 这对应着人民银行上周末提到的进一步的汇率改革。不过这个变动，就幅度而言，整体而言只是象征性的。我们预计未来12m人民币将对美元升5-8%。

20100623 Feldstein Inflation or Deflation "我认为未来近几年既没有通胀风险，也没有通缩风险（同意）。

不过让我感到困惑的是，当前的债券市场对于未来十年的定价预期是很低的通胀和很低的真实利率，要知道这伴随着很高的政府债务负担。I am puzzled that bond prices show that investors apparently expect inflation to remain low for ten years and beyond, and they also do not require higher interest rates as compensation for the risk that the fiscal deficit will cause real interest rates to rise in the future."

20100623 FOMC Transcript "伯南克：

（首先讨论缩表的问题，看起来联储是有计划要进行缩表的，但欧债问题让缩表计划可能要推迟，因此伯南克说了下述一番话：） Therefore, if the Committee instructs me to undertake either a significant redemptions policy or a sales policy, I would ask you to allow me to use the Humphrey-Hawkins testimony to provide additional warning and preparation for such a change.

我先总结大家的观点。过去六周的数据整体而言是mixed，欧债让金融条件收紧，不过most依然期待温和复苏。

我的看法是，数据确实mixed，典型的是就业数据，一方面是NFP较弱，首申高，另一方面是hours上升、就业收入增加。整体上，大家依然认为就业仍然延续复苏趋势。我对三个需求的可持续性有所担心：1.房地产。Q2房地产较好与tax credit有关。2.企业投资。3.财政。财政可能即将转为拖累，而地方财政继续承压。（然后大量讨论了长期失业导致的hysteresis风险，不知道这个跟周期货币政策有何关系，似乎跟NAIRU有关）

我们从去年以来一直在讨论政策退出的问题，我们过去并没有讨论过进一步的政策刺激的问题。现在我把这个进一步政策刺激也放在桌面上，我们可以开始讨论。为什么我们没讨论进一步货币政策刺激？一个原因是the bar for doing so should be reasonably high. 此外，还有一个问题是output gap的实时衡量——Orphanides对此有合理的研究——是不准确的。最后还有一个问题，我们需要思考进一步政策刺激的代价是什么。it might be useful to start with a more familiar type of policy, which is fiscal policy, where we’re seeing the same phenomenon. I think we understand fiscal policy better in this particular set of circumstances than we do monetary policy. 即使是财政政策，我们也要思考这是否导致长端利率上升，通胀预期跳升、金融不稳定。对于当前情况下的货币政策，我们对其利弊所知更少。对于货币政策，当前利率已经极低，包括长端利率和房贷利率都处于历史低位，那么问题来了：进一步货币刺激的好处与哦什么？另一方面，货币刺激是否会导致通胀预期的快速上升，以及导致金融不稳定问题？我们需要认识到 there is an awful lot of uncertainty associated with either fiscal or monetary stimulus from this point. " （大家没太担心通胀风险，也没有格外担心通缩风险） "伯南克：

Hoenig提出利率too low for too long可能导致金融不稳定问题。我个人对于所谓too low for too long导致金融危机的说法都表示一些怀疑。

此外，就当前的利率水平，不仅要看名义利率，也要看真实利率（换言之，真实利率也没低到哪去。）

（最后Hoenig还是投了反对票）"

20100624 Soros Germany’s Europe Deficit "曾几何时，德国是欧元区一体化的中心支持者，德国曾经声称自己没有自己的独立外交政策，只有欧洲的外交政策；当年两德合并的时候，德国意识到统一必须得到其他欧洲国家的支持，而德国也愿意为此多做一些牺牲。但当前德国不愿意再做牺牲了，这是可以理解的。

虽然成立了欧洲金融稳定基金，但德国却坚持基金的支持需要伴随着一些惩罚性调控，而投资者已经证券的意识到，在失业率如此之高的情况下，进行财政紧缩，只会让失业率更高，让财政整顿更加难以进行。

德国需要意识到，自己强加给欧洲边缘国家的政策，损害了这些国家的利益，虽然这利好德国。德国人不妨设想一下自己脱离欧元区，那么德国马克会大幅升值，欧元边缘国家货币则会贬值，这意味着德国的顺差会大幅下降，银行出现大量坏账，这最终导致德国需要救助自己的银行。不过政治层面上，救助自己的银行当然更可行一些。届时，德国灰发现一个升值的德国马克会让德国自己有多么痛苦。当然，德国离开欧元区的政治后果是无法设想的。但设想德国离开欧元区的情景，可以让德国人三思。"

20100625 Barclays\_Global\_Outlook\_Rebound\_but\_no\_raging\_bull\_market "主题：REBOUND, BUT NO RAGING BULL MARKET

我们认为这是一次healthy correction。即使金融市场调整以后，金融条件总体而言还是支持经济复苏的。" 我们推迟对于第一次加息的预测到2011年4月（问题，什么时候人们意识到，加息其实是遥遥无期的事情？）（或者说，QE2出台的背景是什么？毕竟美股在2010年6月末、7月初似乎已经触底了）

20100626 JPM\_Global\_Data Previewing the 2011 X games 当前DM财政紧缩节奏史无前例。UK刚刚在已经有的颇为紧缩的预算之上又提出了新紧缩财政预算。日本新首相Kan也意图进行更为激进的财政紧缩。我们估计当前DM紧缩的节奏是过去40年来最强的。 货币方面，则转向low for longer。

20100628 bca.usis\_wr FACING ANOTHER STRESS(FUL) TEST "欧元区推出的银行业压力测试不宜给予过高期待。西班牙声明即将公布压力测试结果，并且西班牙政府表示将对资本金不足的银行进行补充资本，投资者对此是表示欢迎的。但要看到，美国当年的压力测试之所以有效，其本质是美国政府承诺了要用纳税人的钱来注资。当前欧元区国家的注资能力其实是被质疑的，PIGS的国债CDS和银行CDS的相关性极高，这说明其实市场已经把国债和银行债绑在一起看了。这也意味着ECB将成为最终的救助者，但ECB当前仍然犹犹豫豫。

美国最近通过的金融业改革法案比预想的要没那么严厉。

人民币汇率改革正好在G20会议前推出了。" 联储的声明表示：国外因素（即欧债危机）让美国金融条件收紧。这说明联储是担心的。我们由此把预期加息时点推迟到2011年的年中。 市场对英国的紧缩财政、人民币汇率改革和欧元区银行的stress test都反应积极，但美股还是很快再度下跌。

20100628 宋国青 宋国青 财政在总需求里起的作用不是很大，主要还是更加广泛的货币政策，也包括一些对投资的直接控制，包括对长线产品投资进行压缩的政策。从这个角度来讲，控制总需求过快增长，这个情况从去年下半年就开始了，今年一季度更多政策出来，一直到4月份的房地产新政，除了考虑房价过快增长的局部现象，但也是从宏观经济走向总需求，走向过快增长的角度考虑的。因为房价太高要抑制房价上升，甚至把某些过高的房价下调一部分，为了得到这样的结果，房地产政策恐怕很难回调，所以后段时间基础设施投资是非常关键的，现在经济增长率已经在下滑，从这个情况来看，整个投资从去年下半年到现在一路下滑，其中房地产投资没有下滑，还在更快上升，这潜在说明基础设施投资和其它投资从去年下半年到现在降的非常快。

20100701 bca.bca\_mp, Angst Rules!; The Outlook For Gold Prices "（这是Barnes最后一篇BCA，从此Barnes退居幕后啦！向Barnes致敬。Barnes后面的SR也不错）

[没有好消息，但继续认为复苏可以持续]

经济下行风险在上升，回顾过去一个月，可以说没有什么好消息。欧债边缘国家利差在上升，而美国房地产继续放缓。因此，并不奇怪的是，当前投资者对double-dip recession的担心开始上升。

但我们预计复苏仍可持续，就美国经济自己而言，最重要的问题是就业趋势。就消费而言，消费的基本面是mixed，就业、收入尚可，消费者信贷一般，房贷还在下降，不过房地产本来也不是支持本来复苏的力量。这些就意味着就业是当前最关键问题。就业仍在改善，虽然改善很缓慢。

[财政紧缩成为重大调整]

当前对于财政紧缩问题的辩论极其激烈。有人认为要尽快、大幅缩减赤字，另一些人认为经济太弱，不能缩减赤字。G20的立场似乎还是倾向于缩减赤字，DM宣称要到2013年缩减一半赤字。（BIS，IMF都在呼吁缩减赤字）

缩减赤字不是一个必须的事情。当前只有希腊是被市场压力推着要来缩减赤字，而其他DM的低利率说明了储蓄是充足的，不是必须要缩减赤字。

此外，实际上即使啥都不做，赤字也会下降下来。美国赤字上升了GDP的8.2%，其中有2.4%是周期性的，此外还有一些是危机临时措施。其实只有那些结构性的赤字才会带来长期问题，例如福利等。由于人口问题，财政的长期前景非常糟糕。但短期而言，其实财政赤字压力会自动周期性的下降。

主要经济体的增长还没有强健到足以进行财政紧缩。至少美国近期不会进行财政紧缩。

对于欧债危机，现在确实不知道要什么事情才能让投资者安心。欧盟/IMF已经给了一万亿美元的救助方案，但投资者依然担心希腊会进行某种债务重组。

[对黄金的讨论]

支持黄金的两个关键因素：真实利率，solvency risk。当真实利率上升的时候，黄金开采厂商也会感到把黄金存在地下的成本较高，因此会加快开采，这增加了供给，导致黄金价格下降。这个是利率到黄金供给的一个传导途径（挺好的，包括图也非常明显）。

黄金市场并不大。在2010年，全球黄金存量是7万亿美元，大约是全球股、债、银行存款的3%。而且其中只有18%是ETF等投资目的的形式。黄金与原油不一样，原油立刻就消耗掉了，而黄金可以持续保存，这本身也不是好事情，意味着供给存量只会不断上升。

央行在过去百年持续在卖出黄金。特别是1971年美元与黄金脱钩以后。在1999年，由于担心官方黄金卖出导致黄金市场过度承压，实际上主要工业国家甚至联合宣布会限制每年黄金卖出最大400吨。这个所谓的Washington Agreement on Gold每五年更新一次，最近刚更新过一次。不过，从去年开始，似乎央行开始成为黄金的买入者。" ECB可能出现政策失误。ECB的流动性支持项目已经停止。 "

股票。美股的技术指标已经恶化了，但估值尚可，利率在低位，盈利前景尚可，这些将继续支持市场。我们认为最近的下跌是correction而非熊市——关键是只要复苏可以持续。

债券。向下压制债券收益率的因素将继续存在。

人民币的缓慢升值对市场的影响不会很大。"

20100701 PIMCO Facts on the Ground \_ PIMCO "（对于财政紧缩这个热点问题的概念层面的回应）（Krugman对于这个问题的回应好像很热门，Krugman是反对进行财政紧缩的）

To be sure, the vigilants have fled Greece, but Greece does not have a fiat currency; Greece is a risk asset and all risk assets depend upon growth for valuation support. And fiscal austerity is not the path to growth if everybody wants to do it at the same time. The risk asset vigilantes, who rightfully fear fiscal austerity-induced deflation, are in charge, not the bond market vigilants of our youth, who feared fiscal profligacy-induced inflation. "

20100701 瑞银证券 汪涛 "上证综指今年以来的累积跌幅已达28%。在寻找股市下跌原因的过程中，市场将关注的目光放在了经济减速上。而最新的采购经理人指数下跌似乎也印证了这种担忧。中国经济会硬着陆吗?

中国经济在走向硬着陆吗？答案为否。经济增长已经见顶回落并不是什么新闻。我们在之前的多个报告中都已经指出经济增长放缓这一趋势。年初以来，政策紧缩和流动性收紧、银行及其他公司的大规模融资计划、以及房地产行业调控一直带给市场负面影响。而最近几个月，欧洲债务危机的影响和国内政策的不确定性成为了市场担忧的主要因素。我们对6月份宏观经济数据有何预期？随着与刺激政策相关的投资和信贷增长放缓，以及基数效应减退，经济增长将继续放缓。这主要反映在固定资产投资和工业生产减速上。同时，受中国主要出口市场需求复苏的推动，出口增长仍将保持非常强劲的态势，而进口增速将随着国内投资的放缓而放缓。

虽然我们预计整体经济增长将实现软着陆，但经济减速仍将继续给股市带来负面的影响。而且，我们预计房地产新开工建设和大宗商品需求到今年第四季度将出现同比下跌，而这一点可能尚未充分反映在股价中。" 虽然我们预计6月份食品价格将继续环比下跌，但非食品价格的上涨以及去年同期较低的基数将推动整体CPI同比通胀率略升至3.2%。不过，我们预计PPI同比通胀率将降至6.5%左右。虽然实际存款利率已经为负并且继续下降，但我们预计未来几个月内不会加息。我们预计银行贷款将继续按照政府的既定目标增长，信贷扩张的步伐放缓应有助于将2010年CPI通胀率控制在4%以内。

20100702 JPM\_Global\_Data\_Watch Motion sickness 当前DM的消费平稳扩张，这也反映到中国的出口增速平稳上面。中国出口反应的正是DM消费情况。

20100705 bca.usis\_wr POLICY BACKDROP BACK TO THE 1930s "凯恩斯主义的关键原理是只有依靠财政刺激才能走出衰退，但当前许多国家却转为财政紧缩的思维，这种思维在大萧条时期非常流行。欧洲边缘国家是被迫紧缩，而英国、德国则是没太有市场压力下的主动紧缩。

紧缩为什么可以起效？对于EM而言，紧缩可以让市场重拾信心，进而导致利率下降。但当前美英日德的利率都很低了。这些国家也不可能通过出口来解决问题。

当前还没有确定的证据显示美国复苏终端。房地产不佳，不过房地产本来也不是本次复苏的支持。就业并不好，但大体符合弱复苏的情况。" 联储已经颇为警觉，但ECB则是mixed message. The Governing Council对政策有分歧。 "当前的市场让投资者联想到2002年的情况。

（对于利率，这个说法很有趣）当前市场预期real ffr将在未来5年保持在0附件。We agree that monetary policy will have to stay accommodative for many year to offset fiscal tightening. Nonetheless, real rates cannot be sustained at such a low level for half a decade in the absense of a Japanese-style deflationary slump. （但实际上，以Core来衡量的实际利率在2010年以后长期保持在-2到-1.5%之间，与历史情况相比真的是极低，比日本slump还要弱）

（为什么错了？？？）"

20100707 BCA cis 中国经济将在下半年显著放缓，原因是上半年的紧缩和欧元区问题，但在2010年仍会保持两位数增长。中国政府应该不会停止踩刹车，但紧缩力度应该已经过了最大值。中国汽车销量正在下降，前期刺激政策消退。当前房地产销售已经转负。模型预计中国经济增长在2010Q2已经peak。欧元区危机让中国政府开始考虑外需下滑的危险。温家宝警告二次衰退风险。

20100713 BAML Global Fund Manager Survey News "Survey Finds Bear Market Sentiment Is Back

The survey shows a net 12 percent of respondents predicting the global economy will deteriorate in the coming 12 months, the first negative forecast since February 2009. This represents a big turnaround from June when a net 24 percent forecast the economy to strengthen. “July’s survey echoes the sentiment that investors expressed during the recession in early 2009,” ""Growth and profit expectations have double-dipped. Should upcoming data fail to confirm a double-dip, risk assetswill have a much better third quarter,”

A net 34 percent of global asset allocators are overweight GEM equities, up from 19 percent in May. Over the same period, the proportion of respondents predicting a weaker Chinese economy has surged to a net 39 percent up from a net 3 percent." Inflation concerns have eased as sharply as growth concerns have appeared. A net 12 percent of investors predict inflation to fall in the coming year, a turnaround from June when a net 12 percent were forecasting higher inflation. As a result investors are pushing back the date they expect next to see a rate hike in the U.S. or eurozone. Four out of 10 respondents to the Global Survey are ruling out any rate hike by the Fed before July 2011, and only 4 percent predict an increase this year "Respondents have scaled back positions in global equities while moving into

bonds in the past two months. The proportion of asset allocators overweight equities has slipped to a net 11 percent from 30 percent in May. The proportion underweight bonds has fallen to a net 15 percent, down from 29 percent in May. This is despite investors acknowledging that equities are increasingly undervalued and bonds increasingly overvalued."

20100713 Eichengreen Fiscal Fibs and Follies 当前支持紧缩的理由也有实证支持，例如1980s初的丹麦，1980s末的爱尔兰，1990s的芬兰，但反对者支出，这些财政紧缩的成功是源于其他因素，例如丹麦是因为利率大幅下降，爱尔兰和芬兰是货币贬值和出口支持。

20100713 瑞银证券 汪涛 "房地产调控的影响在6月份地产数据中开始变得明显，但目前转变政策还为时尚早。预计在今年4季度，房地产建设（特别是新房开工）将会同比下降，而出口也有可能出现零增长，可能会因此引发政策在那时或者2011年初开始放松。

上周，房地产的调控政策似乎有结束的希望（有一些这方面的新闻报道）。但实际情况是房地产市场才刚刚开始降温。房地产销售在6月虽然同比下降了2.7%，但并不比5月份更差。70个大中城市的平均房屋价格相比5月份的水平下滑了0.1% （折年率为1.2%），是自2009年2月以来的首个环比下降。新房开工虽然从5月份的同比100%的增速下滑到55%，但仍非常强劲。事实上，季调后的房地产活动在目前仍保持强劲，与高涨的房地产投资数据相符。

我们认为政府不大可能在房地产行业有更明显调整之前（不管是价格更明显的下调或是建设下滑）放松或逆转目前的房地产调控政策。虽然市场与开发商或许会不停的希望以及打赌政策很快放松，但政府必须兼顾经济增长和稳定房价的目标，并还要与此同时想法转变增长模式。政策的公信力也是必须要考虑的因素。因此，我们认为最早也要到2010年末才可能出现明显的房地产政策（以及整个宏观经济政策）的放松。"

20100714 bwam The template and the slowdown "(写的好)

我们与其他机构的主要分歧是对于long term debt cycle的理解差异。Because deleveragings are fewer and are more remorte than recessions, they are less well understood.

举个具体例子，当前大家都知道DM已经over-indebted，而当下许多人认为最好的办法是cut debt，这是对历史的重大误读。事实上，there has never been a deleveraging that has been rectified by cutting debt. 100% of pase deleveraging have ended via the aggressive printing of money and purchases of financial assets by central banks, typically in conjunction with the increased spending on goods and services by central governmetns.

美国相对快速复苏的重要原因恰恰是美联储行动迅速。

It is always possible that we are wrong. It will be because private sector credit picks up significantly, which we think is possible but unlikely."

20100715 安信证券 高善文 "潮水正在退去。2009年刺激政策的效力基本消退，2010 年紧缩政策的效力正在显现。在 2季度的经济数据中，经济与工业的回落幅度超出预期，通胀基本稳定。

从2季度的经济数据来看，内需的放缓与汽车、地产行业的动力减缓，以及1季度存货调整等临时性力量的减退有关。从趋势上来看，经济增长动量减弱的趋势已经确立（错，增长动能在下半年很快回升......），在今年下半年甚至2011年，经济增速可能会维持在较低的水平上。但2季度这样大幅的回落很难再现。

值得注意的是6月份工业增速的单月降幅有些出乎意料。我们目前倾向性的看法是6月份工业增速的如此大幅的下降可能有一些临时性的因素，这可能是趋势中的一个“软块”（应该是soft patch的中文翻译，真是拗口），而不是一个猛烈的下降趋势的开端。" 展望下半年通货膨胀的趋势，一方面，接近边际成本导致大宗商品价格下跌空间不大，因此PPI环比降幅将逐渐收窄，相应的同比涨幅年底预计达到2%；另一方面，CPI食品领域面临着很明显的新涨价因素，这包括蔬菜价格的季节反弹，猪肉价格持续上升等等，综合考虑我们认为CPI领域展现的特征是实际值将高于基于翘尾因素的预测值，并且由于9、10月份在非食品领域的新涨价因素冲击，全年的高点将很有可能出现在这个阶段，预计月度高点为3.5%，全年平均为2.8%。

20100716 BCA fes 近期美元走弱，主要原因：1.美国数据太差。2.欧洲债务问题有稳定迹象。Fed看起来要进行新一轮宽松。（这里没有中国因素）

20100716 JPM\_Global\_Data\_Watch Stress tests 2001年和2003年的Bush tax cuts在2010年底到期，如果不延续的话，将导致2300亿美元的个税上升，如果这在一年尺度上抑制消费的话，将导致增长全年放缓1-1.25pp。当前的奥巴马政府提出的方案将部分减少这种拖累，但也要拖累增长0.25pp左右。是否延续bush tax cuts是当前政治辩论的焦点。

20100719 bca.usis\_wr DEEP PESSIMISM "我们的Capitulation indicator已经显示市场情绪很悲观，跌至负的一个标准差的位置，这说明之前的市场乐观情绪已经全部被wash out了。技术层面上，美股走势也不乐观，已经连续第二次市场突破均线没有成功了。 6月份密歇根消费者信心大幅走弱也不是好消息（应该是美股、房地产走弱的表现），让double dip的担心继续保持。NFIB继续疲弱，其中NFIB显示主要问题还是需求太弱，most important problem: demand的比例还是太高了。此外，信用也有一定困难，当前C&I rate spread (vs. ffr) 处于历史较高水平。

欧洲stress test被诟病认为给的增长假设太乐观（年底的时候，这个stress test被认为是走过场）。不过更重要的是投资者预期可能会有一些再注资的计划。当然还没有官方的recapitalization play被公布，不过EFSF足以用来注资。

当前中国数据明显走弱，而通胀走势好于预期，我们认为中国的紧缩应当已经告一段落了。" "联储Minutes显示FOMC发生了微妙而重要的转变，开始考虑宽松。虽然讨论的不多，以至于让市场最初觉得有些失望。

我们认为进一步宽松的门槛较高，需要就业重新负增长，房价下降和Core负增长才可能足以让联储开始行动。

可能的行动的QE等，但效果存疑，毕竟长端利率已经很低了。" 我们看空当前的国债。当前国债收益率price in的是未来5年真实利率为零，这太悲观了（实际上不仅是0，而且是长期负值）。

20100723 bca.bca\_sr\_2010\_07\_23 SLIDING BACK INTO THE MIRE A MID-YEAR VISIT FROM MR. X "[复苏可以持续吗]

市场的长期担心是，为什么一个债务过多导致的危机却可以依靠政府举债而得以摆脱呢？这看起来是个悖论。而当前则更具体的遇到两个问题，第一是前期财政刺激消退，第二是叠加许多政府试图进行财政紧缩。即使未来经济不在技术意义上陷入衰退，但可能感觉却像是衰退一样。许多人本来就认为衰退根本就没有结束。

当前复苏的最关键指标是就业，就业仍在沿着复苏趋势恢复。Payroll model显示就业延续正增长。

二次衰退是非常罕见的，通常需要外部冲击或者政策严重失误。当前的财政紧缩确实看起来可能是严重政策失误。我们同意Paul Krugman和Martin Wolf的看法，在复苏仍未稳固的情况下不能进行财政紧缩。历史上财政紧缩成功的案例都依靠利率下降和货币贬值，现在全球经济总体上并不具备这个条件。

当前的财政紧缩冲击有限。尽管许多政府这么说，但实际上进行财政紧缩的是少数。IMF估计G20将在2011年紧缩掉GDP的1.5pp，这个幅度不算太大，不至于让复苏终端。事实上，历史上财政冲击与增长的关系本来就不稳定，这说明历史上财政冲击通常被其他因素所掩盖。" 货币方面，ECB失误的可能性高于联储

20100723 JPM\_Global\_Data\_Watch Turnabout is fair play ISM边际走弱，这并不意外——复苏一年以后，ISM通常走弱，然后回升到53-55附近震荡。边际走弱本来就是复苏的一部分。在ISM回落的阶段，首申通常会边际回升，两者走势同步且相反。（JPM给了一个图，很好）

20100726 bca.usis\_wr SEARCHING FOR STABILITY 近期股市波动很大，这说明市场情绪在极度悲观和极度乐观之间反复摆动，而mixed的数据也支持上述看法。

20100726 Gavekal Lessons From Bernanke’s Testimony Bernanke did not announce any specific further easing measures. He did open the door to further policy actions, but then went on to spend more time talking about how to return the Fed to a more normal existence.

20100801 2010年夏季CMRC中国经济观察（总第22期）第21次\_朗润预测\_2010年第3季度\_ 经济增速走低，物价涨势见顶，贸易顺差回升，‘两率’波澜不惊。“利率”和“汇率”

20100801 2010年夏季CMRC中国经济观察（总第22期）短期需求疲软\_宋国青 "现在我们看到经济增速迅速下降。关于这里的原因有两种主要的看法，一种看法认为主要是供给方面因素发生了变化，一种看法认为主要是总需求疲软引起了变化。如果变化的原因主要是供给方面，那么与过去总需求疲软引起的变化相比，通货膨胀率的下降幅度会相对比较小或者不下降甚至还会上升；若是需求疲软导致经济增速下降，根据过去的经验，在经济增长下滑以后一段时间，通货膨胀率就会下降。

二季度经济下滑。如果用工业增加值指数来估计月度变化，情况要更差一些。02年以来规模以上工业增加值的平均增长率超过了15.0%，而二季度内各月工业增加值的增长年率约为4%（见图1）。按此推算月度GDP的环比增长年率可能只有5-6%。今年年初到现在，钢材产量相对其线性趋势在跌，6月份更是较大幅度绝对下跌。这一下跌可能有部分来自房地产调控对预期的影响，对现实即期需求的影响可能并没有图形所反映的那么严重。但由于存货减少没有很好的数据，所以也只能是推测。从各指标相对线性趋势的短期波动看，钢材产量明显领先，发电量居中，工业增加值尾随其后。波动幅度也依此次序递减。从07年到现在，钢材产量、发电量与工业增加值的关系一直很强。这一关系说明，固定资产投资需求波动是基本的波动动因。虽然出口的波动也重要，但在样本期内的拐点附近，投资波动更大。今年上半年以来这一系列变化正显示了固定资产投资增速在非常快的下滑，环比增长率可能到了非常低的水平。这又联系到对08年底经济波动的解读。对08年底经济的迅速下跌，很多分析强调是受外部金融危机的影响，但从数据上看，至少中国是某种程度上的发起者，而不仅是最后的接受者。事实上，中国的固定资产投资下滑在先，08年上半年进口就下跌了，下半年才是出口下跌。这一情况的含义是，中国紧缩总需求会产生全球性影响，而对外部世界的影响又会反过来影响自身。这是08年底经济下跌应该考虑的一个经验。

" "通货膨胀压力未现

统计局公布6月份CPI同比增长率比较低，算下来CPI环比增长率也很低，所以看上去二季度经济下滑好像主要是需求变化的影响。但到了7月份，一些信息显示物价又涨的很快，这就是要考虑的一个问题了。

图4报告了商务部每周公布的食用农产品价格指数。这个指数和CPI的食品价格指数波动相当一致。不过，同样看商务部报告的生产资料价格指数，情况有所不同。如图5所示，生产资料价格指数于今年四月达到局部峰值后就一直在下跌。但是最近的日度数据显示部分生产资料价格反弹。消费价格中需要特别考虑的因素是，鲜菜价格的月度波动很大。

所以，伴随着经济增长率的快速下降，通货膨胀率环比已经开始下跌。从这一角度看，二季度经济下滑是总需求波动引起的变化。" "[假滞涨]

在紧缩导致的需求增长率快速下跌过程中，有几个月时间会出现生产同比下降而CPI同比上升的假滞涨。这个情况对工资也存在。图8报告了城镇单位平均劳动报酬和CPI的同比增长率，都是季度数据，其统计口径延续了原来的职工概念，没有包括私营企业，所以会有一些偏差。由于价格变化滞后于生产，CPI的同比增长是在最近或者稍晚一点出现高峰，工资同比增长率的高峰可能也就出现在这一段时间。这就导致，经济增长率下滑工资增长率反而上去了。不过这种变化现在只能理解为一种波动时差导致的差别，没有依据认为发生了长期趋势的变化。

从短期波动的角度看，现在发生的情况与历次宏观调控总需求相对疲软过程中出现的情况一样，目前还没有看到明显的供给面变化。天气异常算供给方面的变化，但这是短期的。因控制能源消费而停止了一些生产，也可以说是供给方面的变化，目前还没有看出对总量的明显影响。"

20100801 2010年夏季CMRC中国经济观察（总第22期）会议下半场问答\_ "问题6：高博士您指的房地产存在泡沫，您对泡沫的定义是什么，或者用什么指标来说明房地产是存在泡沫的呢？

高善文：房地产的情况我个人认为相对比较简单，尽管有时候也用租金回报率、房价收入比看问题，但你要合理理解房地产市场的情况，做出判断，需要一个理论，这个理论是对是错是好是坏，需要有一个明确的检验标准，就是它应该能够对过去历史做出合理的解释，能够在事前做出一定程度上正确的预测，只有满足这些标准才能认为这个理论是合理的。

这里提供一些关键事实：市场可以用各种各样的理由解释现在房价过高，但是却不容易解释现在纪念币价格为什么也创出了历史新高，及其跟房地产市场、股票市场为什么这么同步；贸易盈余的巨大扩张为什么在历史上都伴随着资产价格的高涨？其后为什么都出现了活跃的信用创造？这一背景下的信用创造与资产价格是否存在紧密的联系？从这些角度看问题，房价就成为一个周期性现象，与货币因素密切联系，与实体经济的失衡以及货币政策操作密切联系。以历史检验和必要的理论分析为基础，容易知道这是一个大泡沫。" "题7：前段时间有很多人争论世界经济有没有二次探底的可能，如果有原因是什么，对中国经济的影响是什么？

宋国青：二次探底这个词有绝对衰退的含义，现在的可能性并不很大。如果只考虑相对的需求疲软或者说需求增长率下降，那就是已经发生了并且有深化的趋向。这个情况对中国经济的影响是两个方面的。第一是出口疲软，在内需也疲软的情况下导致总需求疲软。第二是石油和原材料价格下降。就短期来看，第二方面当然对中国很有利。对中国来说最好的结果是，全球其他经济很弱因此大商品价格低，而中国自己的内需比较强。如果内需可以收发自如，那么其他经济呆在底下别起来最好。中国自己能做的事情是密切关注进口价格，在考虑出口波动的情况下，调节内需使进口价格比较平稳，防止高价大量进口而低价进口相对比较少的情况。也就是说，内需的平稳增长很重要，内需大起大落就会导致很不利的结果。"

20100801 2010年夏季CMRC中国经济观察（总第22期）转型之痒\_高善文 "(这个文章不错）

过去二十年中国经济基本波动情况.梳理过去二十年中国经济基本情况是件繁杂工作，在此讨论两个关键数据：一是剔除价格因素后的1990年至2009年固定资本形成总额的实际增速。二是在经济强劲增长时一些关键部门承受压力的情况，例如铁路吞吐量或者港口压舱情况，这里我们考察“发电设备平均利用小时”。图2是发电设备平均利用小时，数据显示。1993-1994年和2003-2004年，发电设备利用小时都经历了非常大的压力，虽然数据上看1993年压力似乎没有那么紧张，但是1993年存在非常广泛的拉闸限电现象，2003年上海外滩夜间景观照明都很难保证，所以发电设备利用小时已经逼近极限，这说明当时基础设施支持经济增长的能力遭受非常大的压力。

下半年要着重看房地产市场。房地产销售面积增速在今年下半年或者明年维持在非常低的水平应该是大的趋势，受这样的影响房地产新开工面积和开发投资在今年下半年也将出现明显的下降，这将对经济增长构成非常大的压力。在此背景下，尽管宏观经济政策可能会有一定程度的调整，但是无论对改变经济整个调整格局还是对改变经济增长率的基本态势来讲，都不会产生非常明显的影响，经济最终调整会向新一轮经济周期过渡，这仍然需要比较长的时间，仍然需要在体制层面取得一些突破，而且需要进一步的积累。"

20100801 bca.bca\_mp\_2010\_08\_01 Escape From Purgatory "[增长不及预期，二次衰退担忧上升]

当前困扰市场的有三重忧虑：1.美国经济数据不及预期。美国增长再度出现放缓势头，过去一个月几乎所有的数据都不及预期，这体现了库存周期和财政刺激消退以后的乏力。2.欧债危机。当前西班牙利差甚至比ECB&IMF的7500亿救助计划推出之前还要多。3.中国房地产崩盘。

美国数据广泛不佳。6月份就业继续疲弱，就业仅有微弱增加，而workweek下降。房地产继续走弱，新房和二手房销售、新开工、房贷申请都走弱，尽管房贷利率已经很低了，这说明tax credit结束以后房地产内在动能不佳。ISM也在走弱，NFIB小企业信心，消费者信心都在走弱。而市场也已经接受了这个新情况，2年期债券收益率下降。虽然增长不及预期，但这并不意味着盈利将大幅下降。毕竟如果剔除库存的话，只看终端需求，其实需求回升本来就是平平淡淡。尽管GDP增速可能回到2%，但这不会导致盈利大幅走弱，除非发生衰退。那么衰退风险有多大？我们的衰退风险模型显示风险不大，不过要考虑到大部分衰退风险模型都把曲线倒挂作为重要输入变量，当前短端利率已经是0，因此曲线从来不会倒挂了，这意味着任何衰退模型都会低估衰退风险。

当前很多担心中国房地产崩盘。一个重要特征是中国房地产杠杆不高，这和1997年香港类似——当时香港房价下跌了70%，从1997-2003，但香港银行体系OK，因为首付高。

[政策可能应对不够及时] （但很快联储开始推出QE2预期）

政策可能已经疲于应对（Policy fatigue has begun to set in）。对于进一步刺激的政策意愿并不强，特别是政策利率已经低到零，而央行的可用工具也不多。

1937年确实曾经发生二次衰退，而当时政策太紧——包括货币政策偏紧和财政紧缩。当时的监管环境也比较紧，罗斯福总统的目标是打击垄断。当前有很多人把当前的政策环境与1937年作类比，这本身就令人不安。不过，当前的风险倒不是大幅政策失误，而是政策疲于应对，不愿意加码。下一步货币政策可以买入私人债券和股票，不过从伯南克最新国会证词看，联储还尚且不准备这么做。

ECB即将推出（本报告是7.22写的）stress test的结果。一方面，会公布一些细节，这可以让投资者自己再进行自己的stress test。更重要的是，欧洲是否提供注资计划。美国的压力测试之所以成功，是因为有TARP作为注资的机制，而欧洲当前并没有这个机制。

欧洲的财政紧缩可能要紧缩掉GDP的1%财政，根据传统的乘数，这大约紧缩掉1.5pp的GDP增速，考虑到2%的潜在增速，这个1.5pp并不低。不过，考虑到欧元贬值对欧洲出口边际利好，而且GDP加权的欧元区国债收益率其实是下降的，这也对于增长利好。这种情况下，更可能出现的是德法增长向好，而边缘区国家增长趋弱。" " 虽然美国和欧洲二次衰退的可能性有限，但投资者应当采取谨慎的投资思路。除非严重衰退风险下降，或者股市已经fully priced in recession risk.因此，仍然周期性看好风险资产，但战术性中性配置风险资产。

对于当前的经济和市场，最容易引用的句式就是""on the one hand... on the other hand""

中性配置股票。如果看10年的话，股票收益当然好于债券。但估值可以从低走向更低。当前市场是否重新吸收了经济数据的走弱，这还尚存疑问。当前股市和5月底的水平差不多，当增长数据却低于预期，因此股市再跌5-10%也很正常。

中性配置债券。债券已经很贵，但由于上述类似原因，债券收益率可以低走向更低。

当前周期性的风险是通缩，在通缩环境下，黄金价格不会太好。黄金是一个传统的对冲通胀的资产。黄金总不能既对冲通胀，也对冲通缩吧？（这句话说的很好，黄金确实在2011年以后进入熊市，虽然真实利率很低）"

20100801 PIMCO When Unconventional Becomes Conventional "历史上，联储传统的货币政策手段是调整ffr和前瞻指引。在2002-03年，联储将ffr降至1%，并承诺保持considerble period，这个传统的货币宽松推升了房地产市场，因此2002-03的美国经济并不算是在流动性陷阱当中。

当前是流动性陷阱——无论利率降多低，都难以推升经济——这是因为私人部门在去杠杆（房地产的最新走弱确实就是流动性陷阱的明显迹象）。这种情况下，有效的政策是货币宽松配合财政扩张，两者缺一不可。但颇为讽刺的是，历史上财政都是寄希望于货币配合财政来宽松，但当前财政却主动希望紧缩。当前国会议员希望紧缩，而总统没有足够的政治资本来推动财政宽松。也许需要一个股市的大跌来让国会议员们意识到需要进行宽松，不过我暂时没有把股市大跌作为基准情形。Right now, Congress has a one-in-a-lifetime (we hope!) opportunity to exploit that craving. But it isn't seizing the moment.

当前联储并没有吹响开始QE2的号角，但联储已经表示要维持QE1的资产负债表。这本身也是一个重要决定。原本联储要退出QE1的，现在这意味着非传统政策已经成为常见政策——QE1本来被认为是临时性的——而QE2的门槛也因此下降很多。"

20100802 bca.usis\_wr THE WEAK ECONOMYSTRONG PROFIT 最新ISM不佳，新订单/inventories index也指示继续下降。（我终于意识到为什么diffusion index领先index本身了，因为diffusion index本身也意味着某种二阶导数 。例如ISM在低点附近，那么大概率有一半的经济体ISM要回升，一半的ISM要下降，这意味着ISM已经抵达最低点。） 我们推荐微弱低配国债，因为当前国债收益率实在太低，太高估了，这意味着price in了一个double-dip，但我们并不认为会二次衰退。

20100802 CF40周报 宏观经济前景与政策调整方向 "黄益平：对于增长，孙明春的报告是比较乐观的，我总体上也认同。二季度的数据已经陆续公布，市场上担忧的气氛开始变得浓厚，尤其是PMI数据预示前景堪忧。年初大家就担心中国经济和市场会崩溃，二季度数据公布之后，这种担心似乎就要变为现实。现在这种担忧的情绪已经在逐渐平息，大家觉得中国经济不是那么容易就会崩溃的。我认为增速下滑是在预料之中，年初增速太高，政府因此采取了下调的措施。这是好事，而不是坏事，如果GDP 增长率继续保持在10%以上，那才真地需要担心。

接下来的问题是，经济增速还会往下走多少？经济学家对此有不同看法。有的认为会下滑得比较大，有的认为问题不大。孙明春的报告指出，新开工项目计划总投资仍然是高增长。我过去一直都很重视这个指标，但自从到了北大之后，因为经常与企业家打交道，我对这个指标的有效性产生了很大怀疑。很多企业家告诉我，新开工项目这个指标，基本上是上头希望看到什么，他们就怎么报。政府要控制的时候，他们就会少报一些。但少报不等于少投资，他们可以把新开工项目改头换面。同样，不能说这个指标的数字大就意味着新开工的一定多。但对于孙明春的总体判断，我是同意的，今年增长的问题不大。" 黄益平：最近出现了一些新情况，CPI 涨幅下降了，资产价格也没有涨，但绿豆和大宗商品的价格涨得很快。发改委在查绿豆炒作，要进行治理整顿。绿豆价格可能是不法商贩炒上去的，但从宏观经济学的角度来说，这主要还是宏观经济的问题。不法商贩从来都是有的，这个因素不能用来解释变化。我有些同情那些商贩，从某种意义上讲，他们是被“逼良为娼”。他们以前可以炒CPI，可以炒房地产，但现在不能进行这些炒作了。那他们的钱能干什么？在负利率的情况下，存钱是亏损的。所以，通胀的问题仍需重视。

20100802 瑞银证券 汪涛 "政策立场微妙变化。

随着对经济过热的忧虑转变为对经济增长硬着陆的担心，政府的政策立场发生了微妙的变化。高层领导人明确表示维持经济平稳较快增长仍然是最重要的目标、也是实现其他目标的“前提”。我们将此解读为接下来不会再出台其他紧缩措施（如加息或进一步的房地产调控措施）。由于政策的连续性和稳定性仍然是关键词，我们认为未来几个月政策将保持稳定，不会出现明显的放松或大的转向。"

20100804 FOMC Tealbook 过去六周数据比预想的要弱，消费不佳，消费者信心、企业信心都偏弱。但我们依然预期复苏持续。

20100805 2010年第二季度中国货币政策执行报告 "2010年上半年，中国经济继续朝着宏观调控的预期方向发展，运行总体态势良好。消费较快增长，投资增速高位回稳，对外贸易快速恢复，消费、投资、出口拉动经济增长的协调性增强，工业增长总体较快，企业效益大幅提高，居民消费价格温和上涨。上半年，实现国内生产总值（GDP）17.3万亿元，同比增长11.1%，居民消费价格指数(CPI)同比上涨2.6%。

中国人民银行继续实施适度宽松的货币政策.

下一阶段，国民经济在快速回升的基础上有望逐步趋向稳定和可持续增长。中国人民银行将继续实施适度宽松的货币政策"

20100805 bca.gfis\_wr MORE QE AT THE FED 当前市场参与者已经开始猜测联储要进行QE2，但当前经济数据还没有差到足以让联储开启QE2的程度。马上要召开的FOMC，可能会象征性的表示将到期证券再投资。

20100810 FOMC Transcript "（本次FOMC的货币政策部分是值得一读的）（这个报告的背景是，市场开始discount double dip）

伯南克：

大家的看法是，过去六周，The economy lost momentum，从就业、消费等数据都可以看出来。不过Most依然预期复苏持续，只是还不清楚在库存和财政支持消退以后，支持力量来自哪里。欧元区压力测试以后股市有所反弹，此外股市盈利也不错。

我的个人看法是，增长确实比预期的要弱。我有如下担心：第一个重要问题是信贷受限。当前房贷利率已经非常非常低，但房贷再融资却依然很低，这显然说明信贷可得性有问题。第二，我也担心企业投资可持续性。当前企业投资集中在设备和软件，这是一次性的替代。此外，我还在考虑非线性的问题，正好比几年以前我们在讨论经济是否会陷入衰退一样，当时的讨论就涉及到非线性问题。我认为当前也有重要的非线性问题。此外，当前已经是零下限，因此货币政策空间有非对称性。此外我还担心失业率太高太久，以当前弱增长看，staff预测的失业率在2010年几乎没有下降，长此以往，这意味着很多劳动者失去工作能力。" "伯南克：

（伯南克本次反复引用了Bullard的材料，可以看出来他非常赞同Bullard的鸽派看法）避免通缩陷阱——即通缩预期形成——的关键是避免通缩本身，这要求要提前采取行动。" "伯南克：

…

最后，如果我们要购债，我们不应该直接对市场说我们要买入4000亿国债。我们应该有一个框架framework, ""here's our objective"", 例如我们可以说我们试图达到某通通胀水平，或者名义GDP targeting等。That would create some structure, 而不至于让我们最后总是不定时的要来一个shock-and-awe action." "（货币政策）伯南克：

我支持采取B选项，即reinvest our agency securities into either Treasuries or agencies.

首先，我不认为当前的数据是噪音，经济确实在走弱。如果经济是线性的，那么当前的走弱当然可以接受。但万一有非线性的话，那么大幅走弱将导致难以接受的结果，对于就业和经济都有重大打击。

（下面开始怒喷鹰派成员）第二，even if you are a pure inflation targeter and don‘t give a damn about unemployment, we are too tight. 当前我们明显在就业和通胀两个方面都没有达标。staff预测的是通胀持续走弱，即使是一个仅仅盯住通胀的央行也会考虑进一步宽松。

第三，政策有用吗？这方面确实有分歧。有人说不应当reinvestment因为政策没有用，有人却说不应当re是因为政策太有用，我真是不能理解。不管有没有用，我们已经两个目标都没有达标，我们总得干点啥。

第四，当然财政政策是首选，联储自己不能解决问题。但联储总得做点差啥。

"

20100810 瑞银证券 汪涛 "今天的数据显示7月份中国的出口和房地产建设活动增长均强于预期。对中国经济“硬着陆”的担忧主要是考虑到房地产行业可能会急剧下滑、出口复苏可能会昙花一现。然而现在看来，虽然出口增速在放缓，而房地产行业的数据也预示未来将会走弱，但这两大经济增长引擎的表现好于人们的预期。这浇灭了市场上对于政府放松政策的预期。随着房地产调控政策继续贯彻执行，我们认为其对房价和房地产建设活动的影响还会继续释放。我们预计未来几个月房地产新开工面积和总体建设活动将进一步减弱，到2010年4季度新开工面积可能出现同比下降。但眼下房地产建设活动所表现出的韧性应该会缓解以保增长的名义要求放松政策的压力

在房地产调控政策宣布了三个月之后，尽管房地产销售面积下跌、房价与上月持平，但房地产新开工面积和施工面积依然强劲增长."

20100811 bca.usbs wr A MODEST SURPRISE reinevsetment在FOMC之前只是部分被预期，因此FOMC还是提供了一定的积极惊喜 8.10 FOMC以后10y yield下降了8bp

20100813 JPM\_Global\_Data\_Watch Quantitative teasing 欧洲Q2的增长很好，中美都不太好。不过欧洲是一个偏滞后的，欧洲当前优异表现不过是中美之前优异表现的滞后影响，欧洲当前也很靠出口。中美当前的情况才是领先性的。

20100813 瑞银证券 汪涛 银监会最近收紧了对银信合作信托理财产品的监管。这一举措让许多评论者和投资者对中国信贷扩张的“真实”规模、以及这一政策可能给经济带来的影响产生质疑。（瑞银重新估计了真实信贷规模，发现即使加入这些表外产品，整体上没有改变信贷大图景）

20100816 bca.usbs\_sr GAUGING THE RISK OF RECESSION SLOWDOWN OR DOUBLE-DIP "（开发了一个衰退的预测模型，基于logistic regression）

Table 1总结了八个关键预测变量，包括LEI，CEI，FFR，通胀预期，失业率，油价，利差，曲线。基于这个模型的股票投资收益高于简单基于股票回撤的模型。实际，如果股票回撤15%，这种情况下大约只有60%的可能对应NBER衰退——6次衰退/10次总预测。" "（对曲线的讨论很有趣，跟现在是矛盾的）

（在2010年看，ffr已经跌至0，因此曲线已经很难倒挂，因此曲线可能低估了衰退风险；在2019年，大家却说期限溢价比较低的情况下，曲线可能高估了衰退风险。真是互相矛盾！）"

20100817 BAML Global Fund Manager Survey News "Survey Finds Bearish Sentiment Waning as Risk Appetite Improves

The survey shows a net 5 percent of respondents predicting that the global economy will improve in the next year. This represents a modest turnaround from July when a net 12 percent of respondents predicted the world economy would deteriorate. The survey shows recession fears easing. A net 78 percent of respondents think a double-dip recession is unlikely. After a deflation shock last month, investors have shifted their focus back towards inflation.

""The spotlight of investor pessimism has shifted away from China and Europe to Japan and the U.S. Investors clearly remain cautious, so better news on U.S. growth and fiscal policy would be a pleasant surprise,"" ""Investor sentiment on Europe has staged a remarkable recovery in the past few months, underpinned by greater optimism about Europe’s banks. Economic data now has to continue to support this shift,""

Bearish sentiment on China recedes. Global Emerging Markets (GEM) increased in popularity as concerns about a weakening of the Chinese economy waned. A net 38 percent of global asset allocators are overweight GEM equities, up from 34 percent in July and 31 percent in June. Bearish sentiment towards the Chinese economy eased markedly. A net 19 percent of respondents expect the Chinese economy to weaken over the next year, compared to 39 percent just a month ago." The survey shows an almost neutral view on the prospects for a rise in global inflation in the next year. Just 1 percent of respondents expect inflation to be lower in 12 months’ time, compared to a net 12 percent in July.

20100817 BCA ems 作者表示ems与BCA house view是不一样的：ems认为当前是熊市的开始，而BCA house view仍然看多全球股票。作者认为把当前与2004年的correction做比较是不合适的，大环境已经变化。2004年中国刚刚开始boom，而2010年则已经boom了十年了。2004年中国政府担心过热进行了紧缩导致商品correction，而2010中国房地产已经过热，sales不足的情况下仍然在不断建设。美国将进入stagnation。G7对EM的影响是有限的，EM今年上半年表现不错，正说明了欧洲和美国的问题对EM影响有限，中国才是关键（作者这个call非常准，EM相对表现在2010年10月达到顶峰，从此开启了十年大熊市。但如何理解2010H2的copper牛市？猜测是中国紧缩边际放缓&QE2）

20100818 BCA cis 中国房地产在过去几个月显著降温，房价已经下降。社会保障房建设将起到托底作用。

20100818 Gavekal Markets Are Pricing in the ‘New Normal’ "债券投资者往往对增长前景是最不乐观的，所以PIMCO这个最大的债券投资者提出所谓""New Normal""并不意外。当前的债券市场确实也在定价一个长时期的New Normal.

当前Real rates——10y名义利率减去过去十年的通胀均值——当前非常低，已经跌到0.5%，这远低于历史2-3%的均值，已经属于极低范畴。从维克赛尔的理论出发，Real rates应当与真实增速有关。当前美国10年平均真实增速均值其实在过去两年已经大幅下降，这与收益率的下降是一致的。因此，也可以理解为：债券市场当前的定价意味着，市场在认为这个结构性的下降将持续。"

20100819 bca.gfis\_wr A BOND BUBBLE or lower for longer "已经有人在说当前债券市场是一个泡沫了，但如果QE2真的推行的话，那么收益率可以更低。当前债券市场已经discount了一些QE2。

（联储本次宣布的reinvest其实从量上并非小事情）Reinvent意味着未来有2000亿美元的长债要购买，当然MBS, agency会按照原计划继续缩减，但会对应转为国债。此外，期限会拉长，有850亿短期国债将会roll over为长期国债。

重要的是，联储这是本质上exit from unconventional monetary poilcy has been postponed indefinitely."

20100820 bca.usbs sa SCALING BACK ON RISK "我们改变观点了：我们此前是看多相对看多风险资产和看空债券，现在我们建议回归中性配置，获利了结。我们当前是一个tactical shift，我们继续维持周期性复苏的观点。我们的模型也预示着二次衰退的可能性很小。

最新费城联储PMI很差，这让市场非常担心未来ISM可能跌破50.

The stock and corporate bond markets may riot before the Fed acts. Thus, the risk/reward balance has become too unfavorable to maintain a pro-growth investment stance in our view.

（当复苏趋势不明显的时候，市场也在等待方向。这个时候BCA就中性配置。BCA其实很像是趋势投资者，它对200日均线的反复强调就是一个特征）（我对BCA的理解是，risk/reward这个说法很重要）（正如BCA自己说的，当前是一个艰难的判断，此时方向不明确，宁愿回归中性配置，这会错过第一波上涨）"

20100820 JPM\_Global\_Data\_Watch When the facts change 最近首申回升明显。

20100823 bca.usis\_wr SCALING BACK ON RISK Even without a recession, there will be enough uncertainty about the outlook to keep investors on edge and it is not clear how long that situation may persist. The continuing decline in the U.S. and global leading economic indicators, as well as our boom/bust indicator, suggest that the data will continue to disappoint for at least the near term. On this basis, the prudent strategy is to have no more than benchmark weightings in risk assets until a clearer picture emerges and our leading indicators bottom

20100830 bca.usis\_wr SUDDEN STOP "当前经济数据表现这么差，而股市竟然还没有大跌，这已经很不容易了。（最近一个月BCA很喜欢引用Citi惊喜指数）。最新的又一个不好的数据是核心资本品订单——要知道企业部门是当前不错的部门——不过这个数据波动大。

Trend Growth是一个极度重要的概念an extremely important dividing line; 如果增长高于趋势，那么复苏就可以自我加强，例如就业/信心改善；如果增长不及趋势，那么失业会上升，增长没能触及""stall speed""，政府修复赤字的能力也会减弱。越是长期低于趋势，那么通缩风险也越严重。" 上周伯南克在Jackson Hole的讲话，没有明确宣布QE2，但也给了许多强烈的信号。

20100830 瑞银证券 汪涛 房地产建设几乎未显示出多少下滑迹象，而出口增长仍强劲。基础设施建设相关的投资增速已大幅回落，房地产投资也开始降温。预计随后房地产投资和建设活动将更显著地放缓。（事实上，2011H1房地产新开工非常强，为何没有看到？）

20100831 BCA ems EM在全球股票走弱的情况下outperform是不可持续的。技术性原因是部分流动性较差的防御性股票表现较好。（大约outperform了10%，不多）

20100901 BCA cis 中国房地产有所回暖，一线城市交易量在7-8月在回暖。虽然房地产政策在收紧，但货币仍然宽松。（这个insight好）Chart 1 预测domestic credit将要回升。

20100901 bca.bca\_mp Fraying At The Edges; The Outlook For Global Equities "[经济的当前阶段放缓让人失望]

时间似乎没有站在美国经济这一边，随着时间的流逝，美国经济并没有实现持续复苏。有一些人提出说，在刚开始复苏以后，有一个短暂的回落也很政策。这是一派胡言！打个比方，如果是急速冲刺以后，稍微喘口气这完全可以理解；但当前美国经济更像是刚刚从沙发上站起来，走到另一个房间那个遥控器，现在就要喘口气休息，这多么的令人失望！

本次主要讨论的是美国增长，没有讨论欧洲。

[进一步的刺激手段是有限的]

当前可以进一步QE，当前10年期收益率已经跌至2.6%，并不清楚QE2可以多大程度上进一步压低收益率。更关键的是，经济本来也并没有因为借贷成本过高而受影响，因此进一步压低债券收益率的直接影响是不确定的。不过QE可以通过推升风险资产价格等金融渠道发挥作用。

最有效的手段其实是暂停payroll tax，一年可以少征9000亿美元的税，而联储购买对应的财政部发的债券。不过在11月总统大选前，是几乎没有可能推出这个政策的。

我们只能最终寄希望于经济的自发修复过程将足以让经济可持续了吧。" 我们在构造Core goods的时候，剔除了二手车，因为这个数据波动难以解释。我们也剔除了烟草，因为这个价格更多跟税有关，与供给需求都没太有关系。 "[QE2可能推出]

但进一步货币刺激的效果存疑。" "（其实宏观分析能够对大类资产给出的周期性建议是有限的，在当前这种经济走势并不确定，没有趋势的情况下，可能就是没有很好的建议）

Deciding on an investment strategy is especially difficult when there is not strong conviction about the economic outlook. It is not a time to take big risks.

不宜将当前的债券市场看作一个泡沫。

（BCA也是给出house view，对股债都是中性配置）"

20100901 bca.usbs\_wr QE HOW MUCH MORE "QE有多大作用？要准确区分并不容易，我们分为两步。第一步是聚焦于term premium, TP是投资者对于未来许多不确定性——增长、通胀以及未来货币政策——的要求的补偿，这个尽可能的剔除了当前增长、通胀本身的影响。第二步是观察关键政策公布日期的tp变动。我们找了5个关键日期，详见Table 1。我们本来也做过联储BS月度变动对收益率的影响，结果是没啥影响。也就是说，我们总体上，是发现QE对收益率的影响，很大程度上在宣布当天已经大体实现了。

我们总体发现，每购买1万亿国债，国债收益率大约下降70bp。这与联储自己的研究大体类似，详见“Large Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work?” FRBNY Staff Report 441, March 2010.

当前市场大体下降了21bp，我们的理解是，市场已经price in了30%的1万亿购债计划。

总体来说，联储当前处境不佳，进一步政策效果也存疑。最好的情况是财政刺激（与联储自己看法是一样的，投资者其实也普遍这么看）。奥巴马从伊拉克撤军的计划似乎和国内经济刺激联系在一起，这是个好征兆，但在11月大选前，还是很难有财政刺激计划。

刚刚公布的ISM好于预期。各个区域都很差的PMI被ISM所证伪。" "伯南克在上周五的Jackson Hole没有明确要搞QE2，但也给了强烈暗示：（1) growth has been weaker than the Fed expected (and the Fed’s expectations were not high); (2) unemployment is likely to stay elevated, and it is a “central concern of policy”; (3) quantitative easing has worked in the past and it is the best of the policy options open to the Fed for providing more stimulus; (4) “the FOMC will strongly resist deviations from price stability in the downward direction”; and (5) “regardless of the risks of deflation, the FOMC will do all that it can to ensure continuation of the economic recovery.”

（也被解读为：Chairman Bernanke’s Jackson Hole speech gave a clear indication that additional monetary stimulus will be discussed at the next meeting. ）"

20100901 Rogoff Why America Isn’t Working "雷曼事件已经快过去2年了，但美国失业率竟然仍在10%，难怪11月马上要进行的国会选举，选民非常愤怒。但其实没什么好办法，正如我们的（“著名的”）书中所提到的，这种漫长弱复苏的金融危机以后的常态。

有人支持减税。但减税并非没有缺点。缺点包括：1.当前政府债负担已经很高。2.减税不见得增加需求，因为居民可以把钱存起来。3.实际上一半美国人并不交税，如果减税，这是对富人好。

大幅的增加政府开支，很难有理性的讨论，效率可能很低。

总之，G20的逐步稳定政府债务的策略，看起来是一个合理的办法

（Rogoff支持一定程度的财政整顿，Rogoff缺乏周期思维；未来不打算仔细读Rogoff的文章）"

20100902 bca.gfis\_wr WHIPLASH 中美PMI都表现不错。

20100902 GS AEA 美国2010H1的放缓没有拉下Asia，是因为美国对亚洲进口很多，但不可持续。未来Asia会放缓。中国主动紧缩政策超出预期，在经济已经放缓的情况，中国在Q3仍没有明显放松政策。虽然有传言发改委在7月已经开始放项目，但数据上看不出。最新的中国FCI并没有显示有放松倾向。中美因素预示着Asia将会走弱。

20100903 bca.usis\_wr FACING REALITY 当前是惊喜指数已经如此之低，意味着投资者已经大体price in了经济走弱。

20100903 安信证券 高善文 考虑到劳动力成本因素， 未来几年中国 CPI 的中轴水平将出现系统性地抬升。 CPI 将从过去 十年 2% 的均值水平上升到 3-4%。货币政策基调在今年下半到明中性略偏紧，在明年2季度经济动量有所恢复、通货膨胀可能破 4% 的宏观背景下，有可能上调存款利率以修正负利率，同等幅度的加贷款必要性不强。因私人部门投资意愿仍将较弱、房地产趋势向下，财政可能在 2010 年下半出现一些放松， 具体现为财政项目审批的放松、 已有项目建设进度的加快。（也没有看到2011H1的房地产强势）

20100907 Gundlach on Bonds, Stocks and Gold "（Gundlach很注重从cross asset角度发现错误定价机会）

One of the things that I have learned during 25 years managing money – longer than that now – is to pay attention not only to what seems to be happening macro-economically, in terms of data releases, policy trends and the like, but also how the market is reacting. I found that some of the most important turns in markets are accompanied by what we call “divergences in the market.” For example, the Shanghai Index of Chinese stocks often now leads the United States stock market. In April, when the Chinese stock market was dropping fairly persistently, the US stock market was going up and staying firm at the highs of the year. That's what we call a divergence. You have a market (the Shanghai Index) that was acting badly and has actually been the dominant market. It signaled there could be weakness ahead.

I really look for divergent behavior in markets, and I look for opportunities that for whatever reason are

lagging behind the message others are getting about the wider market.

But the high-yield bond market has done pretty lousy since the spring, has been an under-performer, and has had a lot of supply. It has some catching up to do to get in line with the investment-grade corporate bond market.

I'm agnostic on the gold market." "（虽然不认为债券收益率会立刻回升，但当前收益率如此之低，已经不具备获利价值。更看好垃圾债）Let’s start with the premise that I'm fond of now, that you're not going to go to a new low on the ten year. Once you are at 2.45%, then there's not much profit potential left, and you are starting to get a very, very negative risk-reward set up in the Treasury bond market.

The ten-year Treasury went through 2.5% and it's struggling with that level, but it's down near that low. What are you really hoping for here? That it goes to 2.25%? I'll acknowledge that the ten-year Treasury could certainly make it to 2.25%, maybe even a little lower, but who cares? That's a 20 basis-point drop in yield. So what? You make a percent and a half capital gain. Big deal! I'm not bearish. This is too long-term of an idea to say that I am losing sleep at night because I am bearish on the Treasury market. There are no real problems in owning the Treasury market. We are carving out a bottom. It may take another nine months before you start to see rates go up. Going forward, however, the math just doesn't work. The capital gain potential is too small. "

20100912 安信证券 高善文 经济增长的环比动量在8月份有所恢复（8月份的PMI开启新一轮上涨趋势），工业和发电量增长小幅加速，进口有所加速，财政相关行业固定资产投资明显提升，PMI指数也出现了反弹。细项数据暗示经济动量的恢复主要来自财政措施，保障房建设可能也有边际上的贡献。我们认为经济仍处于产能周期末端，经济减速的趋势尚未改变。（由此可见，中国经济在2010H2的上升是超预期的）

20100913 bca.bcasr\_sr MOUNTAIN MUSINGS POLICY REFLECTIONS FROM JACKSON HOLE "Jackson Hole的整体气氛是对前景极度谨慎的（当然，股票下跌，经济走弱…市场看起来是在硬着陆定价模式，这是一个很黯淡的气氛）

（着重讨论了Reinhart的主题演讲，这个""Evaluating the Global Recovery"" by Carmen and Vincent Reinhart 看起来确实预测力其实是真的蛮可以的）Reinhart根据他们的研究指出：

1.在15个历史金融危机案例中，危机发生的后10年，人均真实增速比之前低1pp（没错，但是如果是5y rolling average，那么其实很快回升到2.25左右了，10年尺度上的增速低，更像是GDP的一次level shift）。

2.失业率有10/15个案例甚至10年都回不到危机前水平（美国在2017年做到了，优于历史案例平均水平）。

3.在90%的案例中，真实房价在比危机前水平跌15-20%。由于美国房价已经调整很多了，因此这个发现其实这个对于美国已经不是坏消息了（预测的很准）。

最近BIS有一个研究，研究了宏观杠杆率在金融危机以后的情况，这个也值得参考，美国的宏观去杠杆过程仅仅刚刚开始（BIS的那个预测其实也没有差太多，所以这种big picture的研究也可能有参考价值）

" "8月FOMC的minutes显示之前华尔街日报所披露的联储内部出现纷争的新闻确实如此。联储内部对经济和政策有很大分歧。这也不怪联储，学术界也有很大分歧。一个问题是，有些联储委员似乎对于增长下降的容忍度很低，即使增长低一些也觉得没事；当然伯南克则更为鸽派一些。

人们常常认为联储有信息优势，例如研究能力强，有非公开信息等。但这被过度强调了。当对于big-picture issues, 政策决定者其实也不知道答案，跟所有人一样。

2007-09年的金融危机对于央行也是一次重大的思想冲击，央行对此毫无准备，被迫使用了大量非常规政策，而且仍在defensive mode. 无论如何，至少主要央行在未来一年不会加息了（好像ECB就真的加息了...看看到时候的市场评论如何）"

20100913 bca.usis\_wr A CHECKLIST FOR UPGRADING "ISM和就业数据以后股市有所回升，这仅仅说明市场已经太过悲观了。但就业数据本身并不好，仅仅67k的NFP实在太弱了，而且NMI也在走弱。

当前风险比较大。向上和向下的风险都不小，市场好像暂时没有方向。

[加仓的几个标准]

我们从下述指标来看合适加仓：1.美国和全球LEI（我自己看了一下，3m LEI change确实竟然可以有所领先PMI！特别是危机以前，难怪BCA如此强调LEI）。2. ISM new orders - inventories. 这个有时候也可以指示拐点。（1-2是ISM，经济活动先导指标）。3.NFIB hiring intention, 首申（这些是就业先导指标）。4.Tech and industrial stocks relative performance (这是市场先导指标）。5.房贷申请。6.信贷。7.新政策。8.商品价格，但这个已经表现较好了。

最重要的指标无疑是LEI，首申，科技等股票相对表现。"

20100913 瑞银证券 汪涛 "本月最受关注的宏观数据就是居民消费价格指数，因为市场担心CPI高于预期可能会促使央行很快加息。的确8月份猪肉、蔬菜和蛋价格大幅上涨推动CPI同比增长3.5%（见图1）。其他食品价格，尤其是粮食价格，也因为夏粮和早稻减产而出现温和上涨。不过，到目前为止，食品价格对CPI增长的贡献达2/3，而核心制造业产品价格仍保持平稳。我们认为这一点，以及对全球和国内需求放缓的担忧，再加上不希望引发“热钱”流入国内的考虑，使得政府并不情愿加息。

强劲的重工业生产和固定资产投资在一定程度上可能是由于：在经历夏初的清库存后，决策层于7月底对保持经济较快增长的强调使得企业迅速进行了库存回补。这些数据也和8月份投资品进口增速加快、强劲的房地产建设和新开工活动、以及银行贷款数据相吻合。这可能也解释了为什么一些地方政府对能否实现节能减排目标愈发担忧、并在8月底针对能源密集型行业采取了限电措施。目前市场普遍预期中国经济增长正在放缓，并且认为出于对世界经济二次探底和国内经济放缓的担忧、以及CPI上升是由食品价格推动的这一特点，年内加息的可能性基本上可以排除。一直到最近，考虑到房地产调控和节能减排措施的影响，我们认为我们对于经济增长“软着陆” 的基准预测（第四季度GDP同比增长8-8.5%）更多地面临下行而非上行风险。（由此可见，中国经济在2010H2的上升是超预期的）" 我们认为工资上调并不是今年通胀的主要原因。近期对于中国人口结构变化导致结构性的工资上涨和通胀率上升的争论很多。不过我们发现，在经历了2009年的工资增长停滞后，近期的工资上涨的主要原因是信贷推动的经济刺激政策带动了建设热潮，再加上出口需求快速回升，从而导致劳动力需求迅速上升。我们估计近年来制造业劳动生产率的上升幅度与实际工资增速基本保持一致。 2010年，工资涨幅很可能会超过劳动生产率的增幅，但生产商在需求相对疲软的环境中难以完全转嫁成本的上升。当然，高工资更有可能造成服务品价格上涨。

20100914 BAML Global Fund Manager Survey News "Survey Finds Renewed Optimism

Investors have returned from holidays with a defensive mindset but fresh hopes are emerging about China’s economic prospects. Sentiment over the Chinese economy has swung from significantly bearish to

bullish in just one month. A net 11 percent of respondents believe that the Chinese economy will strengthen over the next 12 months – a 30 percent swing and the largest positive monthly change since May 2009. In August a net 19 percent said that China’s economy would weaken. In July a net 39 percent were bearish over China.

Valuation gap between equity and bond markets reaches new high. Global investors are approaching the fourth quarter with a heightened sense of caution. One key signal of low risk appetite is large numbers of investors simultaneously saying that equities are undervalued and bonds are overvalued. The spread in perceived valuations of bonds and equities has ballooned to more than 100 points for the first time since the survey started measuring it in early 2003. A net 38 percent of the panel believe equities are undervalued while a net 68 percent believe bonds are overvalued."

20100917 JPM\_Global\_Data\_Watch US and China export monetary easing 美国和中国是全球两大驱动力，而两个国家的政策紧密同步（源于人民币盯住美元）。当然，两者的周期位置很不一样。8月中国数据不错。美元和人民币的走弱也加剧了其他国家宽松的压力。

20100920 bca.usis\_wr S&P BREAKOUT "伯南克：

（以后少写大家的看法了，因为大家的看法就是市场的普遍看法，无需重复）

我的个人看法是，2010年至今，经济前景确实恶化了不少。瞧瞧staff自己的预测，2010年4月的时候本来预测2010年增长是3.5-3.7%，现在预测2010年是2%。关键是，这个增速意味着失业率难以下降。今天有些人提出当前的经济放缓并不意外，但我并不记得4月份的时候大家当时对增长有什么异议（潜台词是，你们这些是马后炮委员）。当前的关键问题是，where unemployment may not come down significantly or, as Dave Stockton mentioned, we might be approaching a stall speed that might cause the economy to fail to make further progress.

我们要注意到非对称性，即使通胀高一些，我们知道如何应对；但通胀太低，则是一个黑洞。我们有责任确保nominal quantities达到合适水平。" "伯南克：

但我不建议本次FOMC采取措施。原因：1.当前数据仍有不确定性。2.我们还没有跟公众充分沟通，如果今天采取行动，可能甚至有损市场信心（即联储知道了什么市场不知道的坏消息）。3.我们可以准备一下framework。

但我反对下述观点，即等到通缩出现的时候再采取行动。要知道0只是一个数字，低通胀本身也是有代价的，这导致低通胀预期、高实际利率等。"

20100921 Gundlach No Double-Dip Recession "The economy won’t suffer a double-dip recession, according to Jeffrey Gundlach. But that doesn’t mean the DoubleLine co-founder, CEO and CIO expects strong conomic growth.

To the contrary, Gundlach said that we haven’t yet recovered from the recession. “The people who are looking for robust and sustained growth are really kidding themselves,” he said. “The trends are for a long period of debt repayment and weakish growth.” （跟桥水看法一致）

Those comments, many of which dealt with divergences in the markets and Gundlach’s reasons for decreasing his holdings in Treasury securities and correspondingly increasing those in high-yield bonds, are not repeated below."

20100922 bwam Leverage Limits and deleveragings "1930s美国和1990s日本是deflationary deleveraging, 1920s德国和1980s拉美是inflationary deleveraging. 这两类去杠杆没有本质不同，其区别在于BOP和currency issues的不同。无论如何，最终都要印钞票来解决问题。我们与其他人的看法的不同，落脚点是what should be done and what will probably happen.

当前有许多人认为通过财政紧缩可以稳住宏观Debt/GDP，我们计算了一下，代价太大了，欧洲边缘国家需要忍受三年的显著负增长，这在政治上几乎不可行。因此最后还是要依靠印钞票。"

20100923 Barclays\_Global\_Outlook\_Nothing\_more\_than\_a\_pause NOTHING MORE THAN A PAUSE

20100923 GS CEEMEA EM当前相对DM利差扩大，有较大的资本流入压力。US对CEEMEA的影响不是通过trade，而是通过financial conditions渠道，美国真实利率的下降boost EM的内需，并导致EM的货币政策放松。总体来说，欧洲是CEEMEA的主要出口目的地。

20100924 JPM\_Global\_Data\_Watch Whip-up Inflation Now 从伯南克8月27日的Jackson Hole讲话到9月21日的FOMC会议，股市回升、债券收益率回升，由此可见伯南克讲话的效果（明白了，这就是所谓的Jackson hole推出QE的意思。但实际上，2010年9月初中美数据均有改善，这个短期收益率回升好像跟经济数据更有关系，而不是讲话）

20100927 bwam What the painless path to a normal fiscal deficit might look like "（详细的分析了财政赤字的来源，而且给了比较详细的方法，基本是可以复制这个研究的）

美国财政赤字的融资当前没有多大问题，但如果外国投资者对美元偏好下降，那么会有问题。

从财政赤字回归财政平衡，有painful和painless两种方式。所谓Painless是指让财政赤字自发回归到0，这一过程中经济增长较高，output gap逐渐回归0; Painful方式是指这一期间伴随着较强的财政紧缩。我们发现如果是painless，要求美国增长在未来5年平均要4%，这在历史上都很少见，因此painless的赤字平衡几乎没有可能。

（桥水详细估计了财政赤字来源，以及关键问题是：需要多高的经济增速才能完成这一赤字回归）

财政赤字来源包括周期性和当前一次性支出。

2/3是来自周期性赤字，这源于失业上升——失业率每上升2pp，赤字/GDP上升1pp，工资下降——工资/GDP下降2pp，赤字/GDP上升1pp；企业利润下降导致的税收下降——这个影响有一定滞后性，因为利润可以平滑，利润/GDP每下降4pp，赤字/GDP上升1pp（这里的研究均是使用9mma的6mChange）。

1/3是来自临时的财政刺激计划。此外，从伊拉克撤军所节约的国防支出也边际有用。

（然后桥水估计了，如果要让赤字回到0，反推失业率、工资和企业利润如何变动，然后推算GDP需要增长多少）在painless赤字回归0的过程中，财政在2011-12年是拖累，但却要要求GDP总体增速在4%左右，这意味着私人部门增速更高，这极度没有可能。CBO的估计本身内在逻辑是一致的，CBO就估计美国增长要到4%左右。"

20100927 CF40周报 人民币汇率争端升级 "人民币汇率之争硝烟再起。9 月24 日，美国众议院筹款委员会（Ways and Means Committee）通过了一个针对人民币汇率的法案，将中美之间的这次争端推向了高潮。该法案允许美国政府对货币汇率低估的国家征收关税。这个法案还需提交众议院全体投票表决，然后再争取参议院和总统的批准。但它能在众议院筹款委员会通过，表明美国对人民币汇率问题的态度变得越来越强硬。美国之外，其他国家对人民币汇率问题也颇有微词。中国有可能在即将召开的G20 会议上面临更大的人民币汇率压力。

强硬派的主要代表是美国彼德森国际经济研究所，他们认为：人民币汇率低估可能最高达到40%，这其实是一种贸易保护主义措施，相当于中国政府对中国出口商品补贴了40%，美国出口至中国的产品则被征收了附加关税，这导致了美国国内的就业岗位流失达到240 万个，美国制造业在国民经济中的比例下降至不足10%。只有人民币做出25%-40%的调整后，中国贸易顺差占GDP 的比重才会有望降低到3-4%，这是解决美国贸易逆差的关键，这是解决全球失衡的关键，人民币必须尽快进行有效的升值。

强硬派的另一位代表为最新的诺贝尔奖得主和对美国知识界有广泛影响力的著名经济学家克鲁格曼，他认为：一方面人民币升值对美国有利，可以帮助美国提升（外部）需求，缓解失业压力；另一方面人民币升值对中国自身也有利，可以帮助中国缓解经济过热和通货膨胀压力，减少中国外部不平衡，人民币有必要进行升值。同时对中国采取贸易战至少在短期内是对美国有利的，可以帮助美国提升（外部）需求，缓解失业压力，必要时可以采用贸易战的形式来促使中国进行人民币升值。"

20100929-安信证券-对2010年4季度及2011年一些经济和市场问题的初步判断 "经济增长：从经济和工业增长来看，我们倾向于认为今年5－7月份经济经历了剧烈下降。8月份经济下降的动量已经明显减弱，看起来经济最坏的时候可能已经过去了。今年4季度的数据可能还要受到节能减排等政策的一些影响，但这种供给面扰动的影响不具有可持续性。

我们猜测明年2季度开始经济上升的趋势会开始显现，但是上升的力量可能较弱，并会出现一些反复。所以在那前后市场对周期性行业的前景会变得乐观起来，但是程度上可能要有一些保留。

" "由于劳动力成本上升，以及农产品市场的一些技术性原因，我们认为现在的通货膨胀处在波动上行的趋势之中，今年10月份的通胀完全有可能到4%附近的水平，2011年二季度可能维持在4－5％之间。

同时，尽管CPI通胀正在上升，生产资料价格的PPI通胀仍然处在趋势回落当中，其底部可能在明年初达到。

" " 在中周期的意义上，我们的核心判断是：中国目前处在2002年以来这一轮产能周期的末端，新周期可能在萌芽，但是还未长出地面。此时，新的主导产业尚不明确，传统行业产能过剩，私人部门的投资很不活跃，平均经济增速和私人部门投资增速相对比较低。

由于私人部门投资不活跃，刺激性的货币政策和宽松的流动性比较容易转化为资产市场上的泡沫，这应该是2000年前后和目前中小板市场泡沫形成的宏观基础

"

20101001 bca.bca\_mp\_2010\_10\_01 Still Stuck In The Slow Lane; Should The Fiscal Authorities In Advanced "[复苏仍是基准情形]

当前数据仍然整体疲弱，更关键的是，财政马上要从1.5pp的支持转为-1.5pp的拖累，里外里有3pp之多，这是一个很大的转变。这里还假设bush减税可以展期，否则对GDP增加1pp的拖累。

但二次衰退不是基准情形。原因：1.周期性支出——新屋开工、汽车销售——已经差无可差了。2.居民储蓄率已经回升不少。3.financial stress不大，这体现了金融体系的去杠杆和注资。FDIC数据显示，银行资本金处于1935年以来最充裕水平。

[QE2]

近期10年期在4月份以来下降了140bp，其中90bp是term premium. 这大体是市场提前定价了QE2. 其实QE2已经被充分定价了。因此，合适的问题不是QE2是否有用，而是QE2是否已经起效了？

[欧债问题]

虽然风险资产在上涨，但欧洲边缘国家利差上升令人担忧。

爱尔兰已经是处理危机的模范生了，但其利差仍然在扩大。对于希腊，CDS市场已经discount了50%的违约率。如果这些国家不能度过危机，最后还是要向IMF求救。

" "当前的股市上涨，并不是数据变好了，而是数据没有想象的那么差。

股票。股票应该能够曲折上涨，尽管增长前景疲弱，但当前货币政策季度宽松，profit margins尚可保证。

债券。当前债券市场不能说是泡沫。历史上看，真实ffr大约是2.5%，给定通胀预期是2%，这对应中性ffr是4.5%。但在去杠杆情况下，中性ffr会下降。下降多少？根据Carmen & Vincent Reihart的研究，危机以后增长低了1pp，这应该大体对应于1pp的中性ffr下降。由于10年期是对未来的预期，因此平均来看，10年期当前取2.5-3%听起来也算是合适的。（问题，危机以后实际上增速没下降多少，那么为什么中性利率如此之地呢？）"

20101001 IMF WEO Recovery, Risk, and Rebalancing "Sustained, healthy recovery rests on two rebalancing acts: internal rebalancing, with a strengthening of private demand in advanced economies, allowing for fiscal consolidation; and external rebalancing, with an increase in net exports in deficit countries, such as the United States, and a decrease in net exports in surplus countries, notably emerging Asia.

In addition, fiscal adjustment needs to start in earnest in 2011. Specific plans to cut future budget deficits are urgently needed now to create new room for fiscal policy maneuver. If global growth threatens to slow appreciably more than expected, countries with fiscal room could postpone some of the planned consolidation.

This chapter examines the effects of fiscal consolidation—tax hikes and government spending cuts—on economic activity. Based on a historical analysis of fiscal consolidation in advanced economies, and on simulations of the IMF’s Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF), it finds that fiscal consolidation typically reducesoutput and raises unemployment in the short term. At the same time, interest rate cuts, a fall in the value of the currency, and a rise in net exports usually soften the contractionary impact. Consolidation is more painful when it relies primarily on tax hikes; this occurs largely because central banks typically provide less monetary stimulus during such episodes, particularly when they involve indirect tax hikes that raise inflation. Also, fiscal consolidation is more costly when the perceived risk of sovereign default is low. These findings suggest that budget deficit cuts are likely to be more painful if they occur simultaneously across many countries, and if monetary policy is not in a position to offset them. Over the long term, reducing government debt is likely to raise output, as real interest rates decline and the lighter burden of interest payments permits cuts to distortionary taxes."

20101001 PIMCO What Has and Has Not Been Learned About Monetary policy in low inflation environment "2000s的货币政策的制定并不是基于金融体系客观是如何运作的，而是基于所认为的金融体系是如何运作的，based on an assumption about how the financial system was supposed to work.

我对2000-2008的货币政策的总结，我认为一个forward looking version of the Taylor rule对货币政策拟合的比较好，r = neutral rate + π + 1.5 E(π\*-π) + E(unemployment). 其中π\*使用inflation linked bond market to estimate expected future inflation. 泰勒教授批评联储在2003-05年加息不够快，低于了Taylor Rule (1993)的指示，但这个批评不够fair，其实即使按照Taylor Rule (1993)的幅度加息，考虑到global saving glut和影子银行发展，房地产泡沫估计也抑制不住。

Forward guidance is not time consistent. 一旦经济复苏，央行就有动机反悔。Although forward guidance is sometimes called a ""just do it"" strategy, the problem is that , absent a commitment technology, the public and the markets know it won't get done!

Gagnon el al. (2010)很好的研究了QE的作用，这个研究显示QE降低了term premium大约30-100 bp. 我认为QE效果比这个估计的还要多。The program was seen by many market participants as implicitly targeting a ceiling on mortgage rates.

通胀预期被锚定了吗？当前通胀预期没有明显下降，乐观者认为是联储信誉建立起来了，悲观者认为通胀预期是滞后的、向后看的。在我看来，不应当简单相信乐观者的看法。"

20101002 bwam The coming breakdown of Bretton Woods 2 "中美之间的汇率制度安排的2010年的情况，与1960s末、1970s初的布雷顿森林体系解体前的情况是高度相似的。当时的负债国是美国，债权人是德国和日本；现在分别是美国和中国。

这种固定汇率体系天然的长期不可持续，关键点有两个。第一是就内部而言，货币政策不合适。第二是就外部而言，竞争力迟迟得不到调整，对应的资本流动不可持续。

就货币政策而言，债务国的货币政策往往太紧，而债权国的货币政策往往太松。但这是金本位时期。当前已经是fiat money时代，美国货币政策可以自由选择，反而只有中国自己的货币政策受到掣肘而太松。许多人谈及货币战争，当前的背景是利率已经低至零，因此利率已经不再重要，只有货币重要。而各国货币政策天然不一样，从这个意义讲，当然货币要变动来体现各国内部情况，因此货币变动是常态，换句话说，货币战争也将是常态。中美之间的货币战争，其实美国是胜利的一方，因为美国自由的调整了货币政策，而中国却不行。

就资本流动而言，如果这一现状持续，那么债务国的债务会持续累积，直到债务国自己都感到偿还无力为止。这一调整早晚会实现。调整越晚，最后调整幅度也越大。美国当前得以借这么多钱，是资本市场向后看的结果，因为美国在过去一百年声誉好，是美国的世纪。

最后，对于中国升值问题，我们认为一次性升值要比缓慢升值要好，因为缓慢升值导致资本流入过多，而资本管制通常发挥不了作用。

"

20101005 Gavekal A Keynesian Risk Premium "（Again，我继续认为Charles老先生的文章继续是错的。但观察角度很好）

股市的risk premium = S&P500 cyclically adjusted earnings yield minus the real 10-year T-Note yield。这个premium在1970s末很高，当时是高通胀导致premium高；当前这个premium也很高，这是因为市场担心public debt。当时通过紧缩货币，反而让premium下降；当前应该整顿财政，这也可以让premium下降。

（什么扯淡逻辑。1980s的premium下降不是紧缩货币本身导致的，而是通胀绝对水平下降导致的，即紧缩货币让通胀下降，进而让premium下降；2010年的premium高，本身是危机的遗产，对应的是市场情绪很差。这种情况下，财政整顿只会让经济更差，premium应该是只会更高；更何况，财政整顿反而会导致债务问题更大；Gavekal的观察角度不错，但论证总是与历史方向相悖，简直是反向指标）

"

20101005 Soros Premature Virtue "当前奥巴马政府坚持财政整顿，是出于政治目的，而非经济必要性。当前美债收益率很低，根本没有付出premiums，当前债券投资者定价的是通缩而非通胀。

奥巴马当初救银行的时候，没有选择注资，而是选择刺激消费来让银行earn their way out of a hole，这本身也是一个政治选择。因为注资的话，会落下社会主义的口实。但刺激消费的政策也backfire，因为当前银行高官们的奖金太多了，奥巴马政府仍然面临攻击。

奥巴马政府在危机期间进行救助，这本身没有问题。主要问题是如何救助。奥巴马选择刺激消费，而非进行有效的投资。。当前真正的财政整顿当然是有必要的，但关键也是如何进行整顿。更好的不是短期进行财政紧缩，而是倾向于更为生产性的投资。公共支出也可以是有效的，想想New Deal时期建设的Tennessee Valley和Triborough Bridge，这些设施用到了今天。当前可以更加倾向于基建和教育方面的投资。

公用债务上限是一个没有确定答案的问题，highly dependent on prevailing perceptions. 当前日本债务就很高。"

20101007 bca.gfis\_wr FULL COURT PRESS "（这里很好地介绍了当下的市场定价，预计QE的影响）

（问题是，为什么等到QE真正推出的时候，收益率反而在上升？是因为不及市场的1万亿的预期？）

（例如这里BCA甚至讨论了所谓open-ended购债，说明市场可以想的很远）

We estimated that a $1 trillion Fed QE program would push the 10-year nominal Treasury yield into the 2-2¼% range. The yield is at 2.39% as we go to press, suggesting that a QE program of this size has largely been discounted. Nonetheless, the game has changed because the Fed is leaning toward an open-ended buying program that would remain in place until policymakers see a sustained improvement in the economy. The open-ended nature of such a policy would make it difficult to estimate how low yields might go."

20101008 bca.fes\_wr\_2010\_10\_08 "2010年9月份，巴西财政部长Guido Mantega提出:""We’re in the midst of an international currency war, a general weakening of currency."" 由此可见EM各国试图努力避免对本国货币对美元升值的努力。

（美债收益率在2010年4月的4%下降到此时的不到2.5%，这当然对美元有很大的压制，增强资本的全球search for yield）"

20101008 bca.usis\_wr COORDINATED EFFORTS "当前BOJ开启了新一轮重大宽松政策（也是资产购买，而且买的很广泛，包括日本国债、ETFs，J-REITS），市场预期联储和BOE会跟上宽松。这容易被称为全球的“同步QE”，其实也并不是协调一致的政策。由于全球政策的更为同步，全球资产表现在2000s以来也愈发同步性上升。

最新的就业数据NFP不好，剔除census以后的私人部门雇佣金64k，这意味着QE渐行渐近。（还有很多评论认为，这么差的就业数据几乎保证了11月会推出QE）

最新的foreclosure暂停政策对房地产利好，对银行不利。" "Asset Allocation Model正在支持购入股票，背后是极为利好的周期和货币指标，以及正在改善的技术指标（BCA在上周提出准备上调风险资产头寸，我想主要还是看到技术指标的改善）

由于估值不佳，债券只是中性推荐。"

20101009 GS UEA Thoughts on the Midterm Election "预计中期选举共和党将获得更多席位，可能拿下众议院，较难拿下参议院。目前奥巴马的支持率是40%，这预示着民主党将失去席位；当总统支持率在60%附近时，一般本党会获得更多席位。

中期选举之后的第一件大事是bush tax cuts是否续期的问题。

基于我们对经济低于潜在增速的预测，我们预计失业率在2011年回升到10%（这不就是二次衰退的预测吗，看起来高盛是持续性的悲观）"

20101009 JPM\_Global\_Data\_Watch Comprehensive easing （其实price level targeting，AIT提出的很早啊） "More specifically, Dudley and Evans suggested the possibility

of price level targeting (or at least price level targeting’s close cousin, average inflation targeting)." JPM评论: Note that what Dudley and Evans proposed is not in conflict with Bernanke’s emphatic rejection of raising the inflation target in this year’s Jackson Hole address. Price level targeting does not imply that the average inflation target would be increased, rather that in some years the inflation target would be higher, but only if realized inflation had been lower in prior years.

20101011-安信证券-中国潜在增速的趋势转折：三十年未有之变局 "（这个报告很好，对潜在增速有一个较为合理的估计）

我们认为至少中国的重化工业加速发展时期已经接近尾声，化工业已经实现了从大量净进口到出的过程，这一替代完成表明中国重化工业的代性行已经具有际竞争力， 站在了技术前沿。此后这一行业的增长将更多取决于相对较慢全球经济与技术进步。 我们知道中国经济可能正处于潜在增速下降的起点上 ，新的十年中经济增速趋势不容乐观。 (这个判断非常具有前瞻性)"

20101013 bwam Update on Debt deleveraging "自从雷曼以来，美国总体Debt/GDP下降了20%，但这指示1982年以来的杠杆率上升的1/10而已。要知道，大萧条以后，Debt/GDP下降了130%。

本次下降的杠杆几乎全部来自金融体系，其中又主要来自影子银行体系。非金融部门杠杆率总量稳定个，其中居民杠杆率的下降——主要是房贷违约——与政府债务上升相互抵消。"

20101015 BCA fes 美国贬值导致中国外汇储备快速上涨，这是许多人预想不到的。中国印人民币买美元，外汇储备上涨有利于大宗商品。（QE2的冲击可能是2010H2、2011H1的超预期因素，中国货币政策不具备独立性，外储快速上升，人民币升值不足，国内信贷扩张、金融条件变好，房地产繁荣）

20101015 FOMC Transcript confcall "（FOMC信息泄露问题）

First, I was very disappointed, as I know many of you were, to see a few months ago some stories in the press that showed access to considerable inside information, including quotes of what people said at FOMC meetings, staff materials, and the like.

Second, I think many of you also saw a Reuters article that suggested—and I don’t know if this is true or not—that there may be leaks to non-media outsiders, including market participants, former officials, consultants, and others, some of whom stand to make money by their inside access either to participants or to staff. If this is in fact true, it’s obviously a serious problem and one that could even have legal consequences. So I think we need to discuss that issue as well at the November 2 meeting."

20101015 JPM\_Global\_Data\_Watch Across the growth divide 美联储和中国政府都是pro-growth，中美政策带领全球推进宽松。例外是ECB，看起来ECB还不愿意进行宽松，尽管欧元有升值压力，部分原因是增长尚可，而预期core cpi会上涨。

20101018 bca.usis\_wr FORECLOSURES AND HEADLINE RISK 最近foreclosure的一团糟占据了新闻头条。我们认为这暂时对银行肯定不是好事情，如果拖的太久，可能对整体股市也是一个负面因素。 minutes和最近伯南克的讲话，意味着QE2已经是一个"done deal"

20101018 CF40周报 房地产“新政”解析 "9月29 日，国家有关部委为巩固房地产市场调控成果，推出多项新政，各地实施细则此后也相继出台。房地产调控是当前中国经济决策最重要议题之一。同上一轮调控相比，本轮调控的主要内容并未发生大的变化，仍然主要以需求面调节为主，但其执行范围已扩至全国，而且执行力度亦有所加强。

截至10月7 日上海房市调控政策细则出台，全国12 个一线城市房地产调控细则尽出。总的来看，房地产调控政策的重点是从供给方面加快保障房建设，并严厉打击开发商囤地；从需求方面提高首付比、限制购房数量、准备房地产税 试点等。

然而，2010年上半年调控的效果在第三季度开始消减。无论是销售面积还是价格，从7月份开始均呈现稳步回升。随着“金九银十”1的到来，有关部门启动了第二轮调控以巩固先前成果。在国庆节前最后一个时间窗口推出房地产调控新政，不仅可以减缓上轮调控后房地产价格上升的趋势，同时也能够有效地避免开发商利用季节性因素创造量价齐升的格局。"

20101019 Gavekal Britain’s Quantitative Easing 英国与美国不一样的地方时，英国当前对财政整顿的内部政治意见非常一致。这一财政紧缩也是二战以来最强的财政整顿——在2011年和2012年财政拖累将达到GDP的2.5%。这无疑将促使BOE加入QE行列。

20101019 瑞银证券 汪涛 "中国人民银行于周二晚出乎市场意料地上调存贷款基准利率25个基点。我们认为此举很有必要，并且早就应该采取的行动。(一个月以前还call不会加息…)

此前政府一直不愿加息，可能是由于担忧全球经济复苏的不确定性和中国经济复苏尚不稳固，担心加息对企业盈利能力和资产市场造成负面影响，以及担心加息引起更多境外资金流入中国。在过去一、两个月以来，市场对于全球经济二次探底的担忧已经有所缓和，而中国国内经济活动则强劲。在量化宽松预期和境外资本重新流入的推动下，国内资本市场的氛围迅速变得乐观—最近的房地产调控新政出台后，股市反而急涨，便清楚表明了这一点。今天的加息可能表明9月份工业生产增速将超过市场预期。政府通过加息释放了一个明确的信号，即政府关心控制通胀。" "我们认为9月份CPI可能也会在8月份同比增长3.5%的基础上

继续升高，极有可能接近4%。"

20101020 BAML Global Fund Manager Survey News "Survey Finds Renewed Risk Appetite Spurs Rush Into Emerging Markets

The level of risk that investors took in their portfolios in September rose more sharply than in any month since April 2009. Hedge funds continued to add to their net equity exposure. The proportion of asset allocators overweight equities nearly tripled to a net 27 percent from a net 10 percent in September, while they extended underweight positions in bonds. The proportion of portfolio managers overweight cash fell to a net 6 percent from a net 18 percent.

Investors are channeling most of their renewed risk appetite into global emerging market equities (GEM) in the wake of an expected second wave of quantitative easing. The vast majority of this movement into equities was into GEM. A net 49 percent of asset allocators are overweight GEM, a monthly rise of 17 percentage points.

Portfolio managers are more optimistic about China’s growth over the coming year. A net 19 percent expects China’s economy to strengthen in the next 12 months, up from a net 11 percent in September and 38 percentage points above August’s level

QE expectations curb currency conviction" "The prospect of quantitative easing (QE) in the U.S. is

countering potential dollar appetite and raising expectations of inflation.

The proportion of investors predicting higher global inflation jumped to a net 27 percent from a net 9 percent in September." A net 45 percent of fund managers now regard the U.S. dollar as undervalued (up from a net 18 percent last month) and the same proportion see the euro as overvalued. But only a net 12 percent of the panel expects the U.S. dollar to gain against a basket of key currencies over the next 12 months.

20101021 bca.gfis\_wr BOND RISK AT AN EXTREME 我们的模型显示，全球债券估值极高，技术指标上超买极其严重，如果不是QE的预期，我们当然会推荐低配。推荐中性配置久期。（这个表述真是奇怪，关键恰恰是QE2预期的可持续性，而不是QE2本身；如果没有QE2，就不会到当前的低利率水平）

20101021 bwam Diverging conditions Policy Actions in the Developed and Emerging Worlds "（有两个表不错，一个是DM和EM的政策收紧和宽松的总结，一个是近期EM资本管制措施的总结）

本周初中国人民银行加息，而与此同时，美联储却即将推出新一轮QE，两者的对比鲜明的展示了当前DM和EM的不同的周期背景和政策分化，这要求EM进一步减弱汇率的盯住机制（即要求EM货币升值）。DM和EM的不同周期表现，其背后又是两类经济体的长期债务周期的不同。

EM的政策偏松，这导致过热正在几个维度表现出来：

1.最直接的资本流入。（由于EM货币升值预期）当前情形下，资本大量流入EM，这又进一步促使EM资本市场火热。EM各国已经推出大量资本管制措施，例如巴西等。EM股市已经突破新高。

2.信贷增速高。各国新增信贷/GDP已经明显回升到危机前的高位。信贷的高增长的最直接影响是推升信贷敏感类市场，房地产无疑是信贷最为敏感的资产。EM各国房地产都很火热。

3.通胀也在上升。但通胀尚未突破可接受的上限。

总之，EM政策偏松与EM盯住汇率之间的张力正在积累，但还没有积累到无法持续的极端程度。

（中国人民银行加息以后，中国债券市场“泡沫”破裂，收益率短期大幅上升）"

20101021 安信证券 高善文 从经济和工业增长来看，最坏的时候可能已过去了。 到明年1-2季度上升的趋势可能会比较明显，但上升的力量比较弱。对周期性行业的前景会变得乐观起来，但是程度可能有一些保留。 在中周期的意义上，我们的核心判断是 ：中国目前处在 2002 年以来这一轮产能周期的末端 ，新周期可能在萌芽但是还未长出地面。此时新的主导产业尚不明确，传统行业产能过剩， 私人部门的投资很不活跃，平均经济增速和投资增速相对比较低。从经济和工业增长来看，我们倾向于认为今年 5－7月份经济经历了剧烈下降 。8月份经济下降的动量已明显减弱， 看起来经济最坏的时候可能已经过去了。今年 4季度的数据可能还要受到节减排等政策一些影响，但供给面扰动的影响不具有可持续性。

20101021 安信证券 高善文 从生产法来看，工业增长的环比动量继续从2季度末的谷底逐渐回升，与中国需求关系密切BDI 指数自7月份以来大幅回升，PPI指数在 8、9月份环比上行。工业增长在 节能减排的不利扰动下呈筑底回升态势，投资同比增速下降较为平缓。

20101021 瑞银证券 汪涛 中国的实体经济活动依然强劲，继续在“软着陆”的路径上运行。第三季度GDP同比增长9.6%，略高于预期，我们估计季节性调整后的环比折年率接近9%，略高于第二季度(见表1)。由于基础设施投资增速放缓以及近期拉闸限电限制了生产活动，重工业生产出现明显的放缓。

20101025 CF40周报 汇率争端升级：原因与对策 "今年以来，人民币兑美元汇率，有两次变化非常重要：第一次是6 月19 日，人民银行宣布要重新增加汇率的灵活性；第二次是从9 月9 日开始，人民币对美元汇率忽然明显走强。

6 月26-27 日G20 首脑会议在加拿大多伦多举行。首脑会议之前，国际市场普遍预期各国将就人民币汇率问题向中国领导人施压。就在这两个事件之间，人民银行于6 月19 日公布了将重新增加汇率弹性的决定。可是，在随后的近三个月里，人民币汇率一直小幅“双向”震荡。从6 月19 日到9 月8 日，人民币对美元升值不到0.5%。这样的状况维持了一两个月。国际压力再次上升是在意料之中。9 月5 日，美国国家经济委员会主任萨默斯开始访问北京 ，他带来的一个极可能的问题就是，为什么人民币还没有明显升值？9 月15 日，美国众议院筹款委员会就同一个问题举行听证。在此期间我们看到，自9 月10 日开始的几个交易日，人民币升值速度显著加快。

在这两次变化的过程中，我国的政策调整均比较被动，此前我们曾一再表示不会因外力压迫而被动地改变我们的政策，但是实际的政策变动却意外地加深了中国受外力影响而调整汇率的印象。

中美汇率冲突风险上升的几种解释。第一，中国现已成为世界第二大经济体。第二，全球经济再平衡的要求。第三，中国的升值恐惧症。余永定教授在2003 年、2004 年时说过，中国有一种“升值恐惧症”，认为一旦人民币升值，就会拖累出口、就业，影响经济发展。这种心态导致的一个政策结果就是一直执行比较保守的汇率政策.第四，巴西、日本等国也汇率干预。第五，发达国家的高失业率和美国国会的中期选举。" " 今年上半年，克鲁格曼提出人民币汇率低估不仅令美国失去了180 万个就业机会，而且还让世界经济增长下降了1.5 个百分点。这样的判断显然从理性的经济学分析里是得不出来的，多数美国经济学家都认为难以接受。但是对于普通民众来说，因国际经济学研究而获得诺贝尔奖的克鲁格曼教授说的话肯定是有科学证据的。如果在美国简单地做一项民意调查，我相信90%以上的老百姓都认为人民币汇率低估伤害了美国经济。为什么现在美国财长决定再次推延汇率政策报告发表的时间？我相信他在一定程度上是理解中国的立场的，不希望把问题搞僵，但是两难之处在于一方面要跟中国做生意，另一方面要应对国内选举的政治压力。

中国的情况是，基本听不到支持人民币升值的声音。易纲行长在前一段时间讨论人民币汇率问题时曾说过这样一句很有意思的话：现在一提人民币升值，大家就都反对，无论是出口企业、政府部门，还是专家学者、社会大众，好像都觉得这是一件坏事情。出来说话的都是觉得会受到伤害的人，那些可能因升值得到好处的人却没有站出来。"

20101029 JPM\_Global\_Data\_Watch A big week ahead 虽然本次衰退以后复苏相比历次复苏要弱，但企业投资相比历次复苏而言表现差不多；也就是说，对比疲弱的复苏，企业投资的恢复相对而言还偏强一些。这对应着企业盈利表现较好。

20101101 2010年秋季CMRC中国经济观察（总第23期）第21次\_CMRC朗润预测\_2010年第3季度\_ “经济增速下滑，通胀压力趋缓，外贸外需走弱，汇率升值可期”（？？？看来是总结Q3，而不是展望Q4）

20101101 2010年秋季CMRC中国经济观察（总第23期）会议下半场问答\_ "问题4：现在的宏观调控水平是不是大大提高了？

宋国青：从宏观调控发现总需求过度或是不足的角度，现在比过去改善了不少，从这个意义上来说是水平提高了。当宏观调控水平提高以后，经济增长就变成随机。因为如果你能预期到下一步是通货膨胀或者是通货紧缩，央行也能看到。但是从其他角度，宏观调控手段可能比过去更糟，比如行政手段比过去用得更多，杠杆工具比过去用得更少，汇率比过去稳定时间更长。

问题5：如何看待这一次加息？中国是否已进入新一轮的息周期。

宋国青：加息周期本身没有必然性。加息周期在一定程度上是格林斯潘创造出来的。加息完全可以一步到位。光靠加息0.25%肯定无法控制目前的通胀。但过去30年中，利率从来都不是宏观调控的主力军，宏观调控更多是用数量控制。是不是继续加息得看年底通胀率是不是下降。但是通胀率高该加息的情形很多，可能过去很多次通胀率高都没加息偏偏这一回加息了。所以加息多少有点随机。如果通胀率持续高水平，房价继续上涨，也可能会采取房地产调控政策。"

20101101 2010年秋季CMRC中国经济观察（总第23期）四季度经济展望\_陆挺 "四季度经济增长和通胀被低估

到了四五月份后，由于欧洲债务危机全球出现了“二次探底”的风险，中国这方面出台了房地产调控政策，工业生产、GDP增长率几乎都直线下滑。图1显示，工业生产同比增速从年初20出头一路下滑到十六七，然后到十四五，十三四。这一系列因素使得市场对中国GDP的预测开始下调。

为什么我们要了解市场预测呢？因为真正影响和决定这个市场走向的，实际上是市场预测和实际数字之间的一个差别。我们可以看到，中国主要的一些资产价格如股票价格在上半年出现明显下行，但在7月底的时候开始触底反弹。无论是A股还是H股，情况都很接近，只是A股的波动更大一些。之所以七八月份的时候出现回弹，其中有很多种原因，有采购经理人指数回弹的作用，更重要的是大家开始意识到之前下调GDP和工业生产数字明显是过于悲观了。

在之前的一段时间里，很多人在预测GDP增长和工业生产时都用一个很简单的方法，而且是非常行之有效的方法。譬如，用18%减去去年同期GDP增长的数字大概就能得到今年的数字。像去年1季度GDP同比增长率没调整前是6.2%，今年1季度是11.8%，基本上就是18%减去6.2%。对工业生产增速，大概是用25%减去年同期增速这样的办法。这个办法到了今年下半年，尤其是对四季度就不管用了。一个深层次的原因是2008年下半年经济下滑使得去年4季度的很多数字都比较高，直接用这个办法会低估下半年经济增长。

就全球情况看，未来几年发达国家和发展中国家很可能出现脱钩（decoupling）现象：发达国家可能面临低增长和低通胀，而新兴市场国家则可能面临高增长和高通胀。" 投资是判断中国宏观基本面时很重要的一个数字。市场在四五六月时对投资很悲观，认为房地产投资会下滑很多。但我们当时判断，投资不会下滑很多，因为我们认为中国今年宏观政策的一个特点是宽财政、紧货币。而四月份的房地调控一部分是打压房价，另外一部分则是推进保障房建设。我认为这是来真的，原有二，一是政治的角度，二是人口的角度。从政治角度来讲，接下来两三年是政治交接班的两三年，政府一定不允许房地产存在大的泡沫（实际上就是出现了），但另一方面又希望经济能够平稳增长。一手要打压地产，另一手为了反制对经济的负面影响，就需要推进保障房建设。另外，保障房建设也是考虑民生，从政治上来看，现在是一个很成熟的时机。 （但实际上是商业化住宅地产的大幅度扩张）

20101101 2010年秋季CMRC中国经济观察（总第23期）总需求快速回升\_宋国青 "总需求增长快速回升，经济周期大大缩短。近期经济增长偏低、通胀率较高现象，从潜在生产能力变化和结构性变化等角度对这一现象进行解释。

目前经济回升比预想更快，总需求达到略微偏强程度。7月高层有一些表态，强调“平稳较快增长”，并用到“前提条件”这样的词，等于是把“平稳较快增长”放在前提了。这可能就是一个适度放松的信号。在过去半年，中国经济经历快速下跌和上升。房地产方面，商品房销售额5-8月大幅下滑，9月迅速回升。房地产投资一直保持较高增长。前几个月可能还担心房地产调控和控制地方政府融资平台不良贷款会导致总需求疲软，但8月以来贷款强劲增长，说明地方政府资产负债情况仍然可以支持基础设施投资适度增长，总需求不足危险已降低。最近几年总需求波动“周期”大大缩短。过去平均8年经历一个周期，现在8个月就可能经历一个周期。今年前3个季度，总需求经历了由过强到严重疲软再到偏强的转变。过去由总需求波动引起经济周期的现象正在消失，总需求可能将越来越趋向随机过程。" 通货膨胀率有些出乎预料。前几个月认为CPI同比增长率7-8月会达到顶点，现在看来10月份CPI同比增长率仍有可能继续上升。我在2季度“朗润预测”中对3季度CPI的预测是2.8%，与3季度实际值3.5%相差0.7个百分点，这在过去几年的预测中算是比较大的预测偏差。 " 结构性讨论：2003年以来，季度GDP对趋势偏离，最高是2007年偏高2%，最低是2009年1季度偏低2%，里外相差4个百分点。月度CPI同比增长率最高8.7%，最低-1.8%，相差10.5个百分点。按照这一关系，GDP偏差1个百分点引起CPI同比增长率变化2.5个百分点。或者反过来，压低CPI同比增长率1个百分点导致GDP损失0.4个百点。目前通胀率趋于4%，比长期通胀趋势2.5%高1.5个百分点。按照1个百分点CPI对应0.4个百分点GDP的关系推算，CPI偏高1.5个百分点意味着GDP比潜增长率高约0.6个百分点。

总体上看，现在还难以确定潜在生产能力变化和结构性变化对通胀率较高影响的贡献，但从目前通胀情况看，潜在生产能力变化可能更为重要."

20101101 BCA ems BCA的年会上，市场对EM极度bullish。大部分人也认为中国可以softlanding。但是ems仍对EM保持谨慎，认为中国房地产泡沫太大，facts是在10月以来销售回暖，而且housing starts一直很好(?)。与会者对通胀走势分歧较大，但对EM却有共识是bullish。作者认为中国进一步的紧缩有lag，以及美国对外输出deflation是全球风险。（事实上，美国没有对外输出deflation，美国对外输出的是宽松，因为EM跟着一起宽松）

20101101 bca.bca\_mp So Many Issues, So little clarity; A Deleveraging Status Report Some Good News! "[弱复苏持续，不确定性很多]

弱复苏将会持续，因为未来几年仍有结构性的抑制增长的因素。当前经济的不确定性因素很多。正在持续的担心有就业弱和去杠杆，最近一段时间又出现了currency war和home foreclosure debacle，而11月份又面临国会中期选举和板上钉钉要推出的QE2。国会中期选举设计的问题是，Bush cuts怎么办。当前政治体系难以有效运作，而且政客们确实可以犯错误。

市场广泛同意的是，美国持续复苏的关键是就业，就业好才能支持消费，并给房地产给出底部支持。企业部门finance还不错。但这里是一个Catch-22 situation（自我循环论证），因为NFIB反映说当前最大的问题是需求不足，但如果就业不好，需求怎么来呢。

去杠杆有所进展。尽管debt stocks仍然很高，但debt flow最为负值的过程已经过去，即debt下降最快的过程已经过去。向前看，虽然去杠杆压力最大的时期已经过去，但财政拖累将会加剧，因此未来经济仍面临压力，可能仍然难以reach escape velocity. （在衰退以后，复苏最大的挑战就是回归潜在增速以上和就业复苏。如果就业一直不好，经济就难以可持续自我扩张；在mid-cycle slowdown却不一样，在slowdown的时候，就业通常本身还可以，因此slowdown以后的复苏可能更为迅速和强劲。但slowdown以后，也可能recession，因为就业本身下行空间也更大；recession以后虽然难以recovery，但double dip也很难，因为就业本来就下行空间有限，而且政策非常宽松。）" "[QE2]

联储自己也不知道QE2的效果有多大，但联储认为自己总得做点什么。QE2不会产生太大的影响，我们预期QE2通过推高资产价格和让美元走弱而给经济带来温和支持。" "我们微弱偏好风险资产。

股票。如果盈利可以实现小幅上涨——我们也预期如此——那么股市还可以继续grind higher。当前股市discount的就是弱复苏。

债券。债券市场高估，但不是泡沫。当前的低利率是可以被基本面解释的（how？那怎么解释11月债券市场说崩盘就崩盘了？）：1.私人信贷增速极度虚弱。2.通胀跌至极低位。3.ffr为0。4.2007-09年危机以后，投资者极度风险厌恶，mutual fund flows显示投资者涌入国债，即使收益率已经很低。特别是叠加QE2，联储可能在未来12个月买入1万亿国债。"

20101101 PIMCO A Kind Word for Ben \_ PIMCO "伯南克的QE2既引起专业投资者的批评，也引起非专业认识——例如sarah Palin——的批评，我觉得这不是坏事，则说明伯南克确实在做一些非传统的事情。

联储在2003年6月正式宣布战胜了通胀，在2003.5.6日，FOMC提出：the probability of an unwelcome substantial fall in inflation, though minor, exceeds that of a pickup in inflation from its already low level. 但事实上，联储在2003年的货币政策之所以有效，其最关键原因，恰恰是因为当时美国并不在liquidity trap当中。例如当时低利率对房地产的刺激。

最近芝加哥联储主席Evans提出price level targeting. 最近一次FOMC并没有支持这个观点，但还是推出了QE2，提出每月买入750亿美债到2011年中，总计6000亿美元。

QE2被批评的很多，包括被外国人，因为QE2导致美元走弱。但这并没有什么可奇怪的，汇率本来就是货币政策传导渠道之一。如果当前是降息，不一样让美元走弱么。现在的非传统货币政策，本质上已经是新的传统货币政策。非美政府应该接受这一点。"

20101102 2010年第三季度中国货币政策执行报告 "2010年第三季度，中国经济继续朝着宏观调控的预期方向发展，经济平稳较快发展的势头进一步巩固。中国人民银行按照国务院统一部署，继续实施适度宽松的货币政策。

下一阶段，中国人民银行将继续实施适度宽松的货币政策。"

20101103 FOMC Transcript "（8.27 Jackson Hole会议以后，收益率就从此低位徘徊，而本次FOMC under deliver以后，收益率开启回升态势）

伯南克：

我的第一个重要评价是，you should use the term LSAP (large scale asset purchase) and not QE. This is not quantitative easing——this is not about the monetary base. That's the most important thing I am going to say. （为啥联储不喜欢QE这个名字？）（我的猜测是，从立场上，国会对伯南克批评太多，伯南克还是要defensive一些，伯南克不喜欢这种听起来太“放水”的说法）

当前需要进一步货币刺激。在四月份，satff预测2010和2011年的GDP增速是3.6%和4.4%，现在已经分别下修到2%和3.3%。要知道，2%的水平对应的失业率还要上升。我们最初以为在欧债危机对金融市场的抑制下，经济可能只是一个soft patch, 但现在看，其实those factors are behind us (欧债危机似乎边际缓解）而复苏却已经放缓，动能有些失去。（伯南克联储仍在担心增长不佳，即便中国增长已经明显反弹）It strikes me that it’s very hard to rationalize the fact that we are going to be missing on both sides of our mandate in the same direction for the foreseeable future.

LSAP当然是有用的。根据staff测算，1500-2000亿美元LSAP大约对应于25bp降息。LSAP的作用机制是对于支持资产价格，此外还有抵押品效应。

（采取渐进的政策思路）Clearly, this is not going to solve the problem—at best, it's going to be supportive. However, by under-promising (本次会议就是under-promising) and over-delivering, I hope we would be better off than otherwise. I would note that the proposed program has an eight-month horizon, which gives us quite a bit of time to learn more about what's happening and what's going on in the economy, and to make adjustments, if necessary.

" "伯南克：

（不赞同overshoot inflation target) to beat a liquidity trap, you have to raise inflation expectations above your normal level. In Jackson Hole, I explicitly rejected any steps of that sort, at least for the foreseeable future. I am very committed to not raising inflation above the level that we all consider consistent with price stability, and if we begin to see that happening, I would be entirely open to reining the program in. I do make that assurance that this is not about driving inflation high. This is about driving inflation up to where it’s consistent with price stability and consistent with economic growth.

I want to reiterate that, again, there is no hidden agenda here to drive inflation to a high level. " "伯南克：

（讨论staff的分析假设时，看起来伯南克已经想到可能让市场失望了？）For example, they’re very careful—and I think this is admirable—to assume that the markets are anticipating $1 trillion, so that, when we do only $600 billion, the disappointment will set in…" "（伯南克对非对称风险的讨论）

伯南克：

it is that we face asymmetric risks... There is this concept of a two-state model of expansions and recessions. It has also been expressed more informally in terms of escape velocity, and there’s something called the 0.3 percentage point rule, which says that if the unemployment rate rises by 0.3, you’ll have a recession, which always seems to work. The point here is only that, if the economy slows considerably more, the possibility that we’ll get into a bad spiral of declining confidence...

（关于政策的考虑）

伯南克：

（委员们各种意见都很多，看起来分歧不小）

货币政策是有用的，人们通常倾向于低估货币政策的作用。

我们当前的决定是very conservative, middle-road approach... we're not going to do ""shock and awe""——we're not going to do something extraordinarily large and dramatic. It hedges us on both directions.

我们这个项目要持续8个月，期间有很多时间来评估政策效果如何。如果出现了（鹰派）委员们担心的尾部风险（将停止QE2）。"

20101104 bca.gfis\_wr THE FED SLIGHTLY UNDERWHELMS "市场对联储的QE声明表示失望，曲线最初出现熊陡。虽然总计6000亿美元的QE2与1万亿的预期接近，但联储没有改变""extended period""的说法，这让许多人失望（原来期待啥？），因此整体上FOMC声明让市场略微失望。

中期选举结果符合预期，民主党保留参议院，共和党拿下众议院，这让进一步的大幅严厉立法的可能性下降，对中国贸易战立法的可能性下降。

（QE2声明前后确实是美债市场投降的节点。但中国国债市场sell off更早，这与人民银行加息有关）"

20101104 bwam Euroland "联储和ECB的政策大不相同。联储在QE2，而ECB却边际收紧。

ECB对增长满意——但我们认为当中的增长极度以来核心国家。ECB对通胀看到的是上行风险。对于财政紧缩方面，则是表示需要进行紧缩。ECB正在缩表，这导致短端利率在上升。ECB之前买入的债券对于边缘国家很重要，其买入占希腊、葡萄牙、爱尔兰等边缘国家的相当于GDP的11%。ECB在5-6月曾购买较多，现在明显减少。虽然ECB仍在购买国债，但顶多是平滑国债市场波动，而没有试图阻止利差上升。

我们看到欧洲边缘国家的经常账户逆差和债务/GDP已经比历史上发生BOP危机而接受IMF援助的国家还要严重。"

20101105 JPM\_Global\_Data\_Watch The tide is turning 就业数据不错。（后面给出一个fiscal drag的图）

20101108 bca.usis\_wr A PARTY ON THE QE2 "[经济数据在改善]

我们一直在跟踪一个checklist来探讨soft patch是否结束，现在看确有迹象：broad money增速很重要，正在回升；LEI虽然没有回升，但diffusion index在反弹；ISM 订单/库存分项在反弹；标普科技股相对表现较好。

最近市场讨论较多的是华盛顿gridlock（政府国会不是一党）对股市的影响。我们发现，在控制周期背景下——控制衰退、货币紧缩期——gridlock对故事没有积极作用。虽然市场觉得gridlock利好股市，逻辑是此时政府不能做出有伤经济的事情。" "近期支持股市的因素有宏观数据的改善，联储注入流动性和继续的股市盈利超预期消息。当前77%的公司盈利超预期，大体延续以往趋势。

不过，从横截面上看，行业股票的上涨与行业盈利的超预期程度没有很强的相关性。当前对2011年盈利的修正实际上是下修的。（是的，这就是宽货币下的估值上涨推动股票上涨的特征）

对于债券，在联储购债情况下，债券sell-off的可能性是有限的。未来8个月，联储购债量如此之大——QE2和再投资合计每月购债1100亿美元——这已经超过了净发行量，即大约每月1000亿美元。"

20101111 bca.gfis\_wr FROM QE2 TO SOVEREIGN crisis 2 "欧债危机又有发酵迹象。EFSF看似将边缘国债和银行破产风险阻断，但EFSF仍建议在2013年以后引入主权债务解决方案，因为法国和德国都希望让creditors承担一定损失，如果边缘国家向emergency fund寻求资金帮助。

当前市场implied的欧洲银行违约风险再度上升，2010年的5-6月一度是高点，后来回落，最近再度回升了。

IMF的最新staff position note研究发现，其实历史高估了国家违约概率，因为违约的代价很大。IMF发现，欧洲边缘国家违约的代价甚至比它们坚持债务整顿的代价都大，而且债务整顿并非不能完成——周期调整后的财政赤字经一定缩减以后即刻稳住Debt/GDP。（我的问题是，第一，市场真的是通过对debt/gdp来短期定价吗？第二，IMF的分析跟桥水的就不一样，似乎缺乏历史的视角，也没有直面当前欧债与历史上成功财政整顿案例的区别，例如利率已经很低等等）（BCA继续讨论了半天r-g的问题）" BOE（是的，我很少记录BOE）似乎对QE2说了拜拜。 当前市场implied的未来五年的违约几率，希腊是44%，爱尔兰是31%，葡萄牙26%，西班牙16%，意大利是12%。德国也有2.4%。挪威1.4%。

20101111 安信证券 高善文 "事情正在起变化：虽然经济增长的动量不是很强，但通货膨胀已经快速攀升到高位。

从已公布的数据推测，经济增长动量较弱可能主要来自投资需求的放缓。与设备投资密切相关的通用设备制造业，电气机械及器材制造业的增速分别下降1.4个百分点和1.9个百分点；与基建投资密切相关的黑色金属冶炼与压延业、非金属矿物制品业的工业增速持续下降，粗钢表观消费量同比增速自6月份以来持续保持负值，而上一次这一指标出现负值是2008年下半年。

PPI环比加速上升的势头尤其值得警惕。如果11月份CPI再创新高，年内再次加息的可能性很难排除。相应的，在通胀较高的背景下，2011年货币政策的基调可能是中性偏紧；财政政策的基调可能是中性偏松，以便对冲经济的下行风险。我们倾向于认为宏观调控政策的总体基调是中性偏紧的。经济增长动量较弱可能主要来自投资需求的放缓，但消费保持强劲。"

20101111 瑞银证券 汪涛 继 9 月底出台新的房地产紧缩政策以来，媒体广泛报道了大城市房屋销量的崩盘。但是，10 月份全国70 个大中城市商品房销售面积实际上同比增长了16%。似乎除一线城市外其他地方的销售几乎都没受什么影响，销售面积在10 月份相对9 月份仅有一定程度的萎缩。在“双引擎”——出口和房地产建设强劲运转的情况下，政府必须把更多注意力放在控制通胀上。我们预计10 月和11 月CPI 同比增幅都将超过4%。而农产品和大宗商品价格也将重新面临压力。除了天气的因素外，庞大的流动性和通胀预期都引发了对这些商品异常强劲的需求，从而带来价格上涨的压力。

20101112 JPM\_Global\_Data\_Watch Seoul searching 首尔正在举办G20峰会。当然，任何时候都可以有一些政策协调，policy coordination，但前提是利益是一致的。在全球金融危机期间，全球同步宽松。但当前中美这两大经济体却处于完全不同的周期位置（给了利率、core CPI的走势对比图，很好，G3 vs. EM asia）

20101112 瑞银证券 汪涛 接下来几个月，食品价格仍然是关键，但快速上涨的全球大宗商品价格和急剧膨胀的国内流动性也将产生越来越大的影响。CPI不断上升，与此同时，外汇流入带来的流动性增加却得不到充分对冲（包括上调存款准备金率在内）（中国应该是刚刚再度上调RRR），这些可能会加大通胀预期。现在看来，如果货币政策不充分收紧，我们目前对2011年CPI通胀的预测（3.5-4%）可能会面临更多上行压力。我们目前认为今年年底前央行可能会再加息一次，并采取更多的对冲措施。然而，虽然未来12个月内再进行几次加息将可以帮助稳定通胀预期，但目前加息的速度还赶不上通胀上升的速度。鉴于利率无法控制贷款的扩张，我们认为，限制银行放贷对于抑制通胀也很重要。

20101113 瑞银证券 汪涛 此次应对政策为什么会与2007-08年有所不同？当时，通胀也是主要由食品价格推动，政府也是首先采取收紧流动性和加息等措施，不过随后临时性地冻结了信贷投放、采取严厉的信贷控制、实施了直接价格干预，并限制新投资项目的审批。这一次政府为什么不会采取类似的做法？由于目前经济增长前景相对较弱，因此信贷收紧的幅度将不会过于严厉。

20101115 bca.usis\_sr BANKS AND OFF-BALANCE SHEET ENTANGLEMENTS （本次专题讨论了银行对于回购房贷的风险，这些回购义务对银行的影响有多大。不过考虑到这个问题后来没有成为主要矛盾，因此没有认真读）（实际上，BCA的许多专题都后来没有成为主要矛盾，实时来看，许多问题却是事后来看不是问题，但这不代表当时就可以不关心）

20101116 BAML Global Fund Manager Survey News "（reflation trade和recovery trade有啥不同？好像没有人提出所谓recovery trade？）（这一次调查显示全球增长预期上升，通胀预期也在上升，这是典型的reflation trade）

BofA Merrill Lynch Fund Manager Survey Finds Risk Appetite Soars in Wake of QE2

Investors embraced riskier assets, notably equities and commodities, after the resumption of quantitative easing (QE) but a correction could be nearing. A net 35 percent of investors see the global economy strengthening in the next year, compared to 15 percent a month earlier. A net 41 percent anticipate corporate profits rising by 10 percent or more in the same period. This constructive outlook has left a net 41 percent of fund managers overweight equities, up from 27 percent in October.

While QE and positive macroeconomic data have bolstered the growth outlook, with the exceptions of China and Europe, the survey also reveals increased concern over inflation and warning signs of a potential near-term market correction. The number of global investors overweight cash has reached a seven-year low as more focus on the near term. A net 30 percent say their investment time horizon is shorter than normal, up from 25 percent a month ago. “Following QE2, we have witnessed a capitulation into risk assets to a degree that history suggests should prompt concern. Cash holdings, especially, are dangerously low at 3.5 percent of portfolios,” “It’s possible that the year-end rally has already happened, leaving investors vulnerable to event risk such as a deepening European sovereign debt crisis or a dollar rally,”

In contrast, allocations to bonds slipped further with a net 36 percent of the panel underweight bonds in November, up from a net 24 percent in October" "Allocating assets to ride inflation expectations. Investors and asset allocators have headed into positions that take advantage of and protect against higher inflation.

The proportion of investors expecting inflation to rise in the next 12 months has spiked to a net 48 percent, up from a net 27 percent in October. A net 45 percent believe that global monetary policy is “too stimulative,” after the second round of quantitative easing by the U.S. Federal Reserve." "Sovereign worries dampen European outlook

More than a third of global investors have identified EU sovereign funding as their key risk. Concern about the public finances of several EU states is reflected in a cautious outlook for the European economy. A net 23 percent of European respondents expect the region’s economy to strengthen in the coming 12 months. This represents a more muted pickup in outlook than elsewhere except China, where a net 16 percent of respondents now expect a stronger economy, down from October’s 19 percent."

20101117 BCA cis 中国货币政策不够紧，政策利率始终没有上调（估计是怕资本流入，这是一种政策失误，对名义利率重视不够）。通胀集中于食品，不担心，货币政策不好使（错误，core随后一起跟着上）

20101119 BCA fes 美元在QE2开始以后有所走强，这与QE1刚开始的时候是一致的。当前走强的原因，爱尔兰问题，中国政策收紧源于通胀太高。爱尔兰问题应该可以解决，这是因为年初欧洲已经bail out希腊了，而爱尔兰的问题是因为国家救助银行导致，而且爱尔兰已经采取财政整顿措施，因此道义上更加可以救，否则危机蔓延到边缘国家会让救助成本更大。至于中国，货币政策仅仅是从极度宽松边际收紧，当前政策利率水平仍然太低了。

20101119 bwam Peripheral Euroland Monetary conditions Tighten at the worst possible time "当前爱尔兰和欧洲边缘国家的问题（即欧债危机）正在产生紧缩效应，而这个紧缩效应来的最不是时候。紧缩一方面是通过财政整顿，另一方面是利率上升。

Monetary policy affects the real economy predominatnly by changing the incentives of real economic players, 无论是通过利率调整还是QE。货币政策的有效性取决于这些政策是否引起实体经济的反应。

紧缩效应突出的表现为利率的上升。Core国家的credit conditions已经在缓解，核心国家银行已经开始给ECB还钱了。但边缘国家仍然依赖ECB作为融资来源。从利率上就可以看出来。对于居民部门，关键利率是房贷利率，因为房地产是最为利率敏感的部门，Core的房贷利率在下降，而边缘国家却在触底回升；Consumer loans利率也有类似现象；汽车也是利率较为敏感的行业，因为许多居民是借钱买车，当前core的汽车销量只是走平，而边缘国家汽车销量正在低位徘徊。降息对居民的另一个影响渠道是降低存款利率，使得居民更愿意消费，而当前core的存款利率在下降，但边缘国家的存款利率竟然在上升，由此可见边缘国家银行有多么歇斯底里的渴求资金。

紧缩已经造成影响。爱尔兰和希腊的问题最严重，葡萄牙和西班牙也有问题但轻一些，不过西班牙的问题才是最重要的。边缘国家很弱，但是Core国家也并没有显著回升。

后退一步，当前的问题正是由于边缘国家没有独立货币政策所导致的。"

20101119 JPM\_Global\_Data\_Watch The toolbox war "全球IP的走弱已经接近尾声。（虽然美国ISM没有明显的回落到50以下，但是全球IP确实有明显的回落，美国经济走弱的迹象也都非常明显。从这个意义上讲，ISM也不是“万能”的）。

Global IP 3m/3m saar增速在2010年春天以后明显回落，但retail sales却已经有所回升。中美的PMI都有回升迹象。Finan sales不错，库存周期将会支持。

EM Asia用各种手段来抵抗通胀压力，但就是不倾向于使用利率工具。中国再度提高RRR并收紧资本账户。"

20101122 Barclays\_Global\_Outlook\_Update\_QE2\_positive\_for\_stocks\_and\_credit\_not\_government bonds "（这一次是outlook的update，可见作者很希望call翻转。当前作者是larry kantor，与2004年以来的一样。Kantor是天然的乐观派，看多增长等，因此这一次call对并不意外。可以想象的是，kantor如果保持他这个风格，在2010-2019年的几次mid-cycle slowdown都会call对）

中美经济数据都非常确定性的在转好。我们预计美国增长已经在重新提速，而未来6个月，却是强增长和宽货币的组合，这有利于equity and credit，但不利于无风险国债。这种情形下，国债收益率反而会上升，因为这本来也是对应着增长和通胀预期的回升。实际上，QE2正式推出以后，美债sold off sharply，颇具讽刺的是，这本来也是市场的合理反应。

虽然市场对QE2的作用很怀疑，但实际上QE2的影响主要是通过资本市场而非银行信贷。QE2的影响在2010年8月实际上已经开始了（QE和直接降息的作用机制不同，QE的影响资产价格，这个政策的影响来的更快；降息对于房地产的刺激是需要时间的；随着政策通过资本市场的传导渠道越来越重要，QE落地时的收益率明显回升，也是有可能的。）

（具体的timing可能有一定巧合性，但再往后想一层，也不一定那么巧合：正是因为在正式推出以前，政策就已经开始起效，这意味着后面正式推出的幅度也可以低于市场预期，因为毕竟已经起效了，经济也可能在转好了）（sell the fact的逻辑就在这里，即政策起效更快）

我们估计6000亿的QE2将推高美国GDP的0.5pp。" " 当前美联储罕见的表态希望让风险资产上涨。

历史证明，在美债收益率低于3%的情况下，long bond是极度难以赚钱的。"

20101122 bca.usis\_wr ON COURSE THROUGH TURBULENT "股市表现不佳，直接原因是杠杆交易和carry trade的unwind。引起股市调整的因素可能有：欧债危机深化——爱尔兰刚刚正式寻求bailout，细节还在敲定中；中国紧缩；联储被迫退出QE2，例如国会可能对限制联储进行立法，虽然可能性很低。联储自己也在当前的QE2计划中留有了余地，但我们认为联储放慢QE2脚步的门槛是很高的。

市场对margins保持高位感到很担心，但根据以往周期的规律，当前margin还可能继续保持高位。由于slack很高，劳动力还很难要求更高的工资或更少的工作时间。

债券市场经历了大幅调整，dramatic repricing。债市调整的原因包括对QE2前途的担心，以及美国经济数据的改善。尽管新闻头条是责备inflation fears，但实际上升的主要是real yields. 联储当然并不欢迎real yields的上升，房贷利率的上升对房地产很不好，当前房地产仍在走弱。

考虑到联储很难很快降息，因此虽然未来1-2年尺度上收益率可能上升，但就短期而言，收益率反而可能走低，drift lower（错误。当前节点上，barclays的分析确实很到位，其分析和我在当下2020.1.20做的分析是基本一致的）（联储的lower for longer常常导致收益率从低位回升，就是源于其增长效应）" 从diffusion index看，core还有下降压力。 "10年期收益率通常与ffr预期高度相关，ffr预期可以用2年期来代表。2009年初是一个例外情况，当时10年期收益率明显回升，但是2年期没有明显变动，这主要是因为2008年底的term premium很低，源于危机期间的避险情绪，随着市场在2009年price out末日情形Armageddon，term premium也随之“正常化”。

（这也是为什么桥水在当年底的美债收益率走势判断错误的原因，没有考虑到当时收益率大幅下降的原因？）"

20101123-瑞银证券-中国的通胀与政策紧缩 "中国通胀攀升与政策紧缩吸引了全球投资者的注意。10月份CPI同比增长率升至4.4%，预计11月还将进一步走高。作为应对，政府上调了存款准备金率和基准利率，同时表示必要时将实施价格干预措施。市场担心通胀可能失控，而政府将不得不全面收紧宏观政策以抑制通胀、放缓经济增长。我们认为投资者可能有些过虑。

这是否意味着政府将从现在起全面收紧宏观经济政策？其实不然。中国的银行贷款并不是通过利率这样的价格型工具来调节的，而是取决于直接信贷额度控制这样的数量型工具。从这方面讲，自2009年底和2010年初以来货币政策就已经明显收紧（见图2）。随着近期银行贷款增速回升，我们预计2011年政府将会适度地进一步收紧货币政策。我们认为政府2011年新增贷款目标将设定在6.5-7万亿元，比今年的7.5万亿有所下降。这意味着贷款余额增速将从今年的18-19%降至2011年的14-15%。相比今年的信贷增速从2009年32%的增速开始下降，这一降幅要温和很多。不过，此次应对政策为什么会与2007-08年有所不同？当时，通胀也是主要由食品价格推动，政府也是首先采取收紧流动性和加息等措施，不过随后临时性地冻结了信贷投放、采取严厉的信贷控制、实施了直接价格干预，并限制新投资项目的审批。这一次政府为什么不会采取类似的做法？

最重要的原因是目前的经济状况与2007-08 年不同。2007 年，当食品价格暴涨时，在全球经济同步快速扩张的背景下，国内经济以14%的速度强劲增长，而地方政府强烈的投资冲动有进一步推高经济增长和通胀的危险。而目前，受经济刺激政策的支撑，GDP 增速稳定在9-10%，与此同时全球经济增长前景仍不明朗。尽管目前的流动性比2007 年更宽松（这意味着有必要更严格地控制流动性），但由于目前经济增长前景相对较弱，因此信贷收紧的幅度将不会过于严厉。" " 到目前为止，CPI通胀率仍主要由食品价格推动，尤其是蔬菜价格，而“核心”通胀率依旧平稳。虽然导致通胀上升的主要是食品价格，但并不是说政府就对目前的通胀掉以轻心，不过这确实使得应对政策

有所不同。如果食品（尤其是蔬菜）价格是造成CPI上升的主要原因，那么货币政策又能起什么作用呢？在流动性充裕、利率水平过低以及经济中闲置产能较少的背景下，食品价格通胀会很容易地蔓延到整个经济。加息和收紧流动性会有助于管理通胀预期，并防止食品价格通胀蔓延到其他部门。我们认为政府将继续沿着这一政策路径走下去，在未来12个月内再加息100个基点，并多次上调存款准备金率。"

20101124 VOX Acharya Dodd-Frank\_ A critical assessment \_ （讨论Dodd-Frank法案的优缺点。这里已经提及禁止银行进行交易）

20101125 bca.eis\_wr CONTAGION "从当前德国政治局面看，恐怕欧债问题还要进一步深化，才能引起政策调整。当前政策是失误。

爱尔兰的救助计划的声明对于控制危机蔓延contagion的作用极短，the relief rally恐怕是史上最短的，当天葡萄牙和西班牙的利差就（升至）历史（高位）。

在2010年5月份，欧洲试图get ahead of the curve，推出EFSF救助措施和ECB购债。但没有真正行动。ECB的购债是被动的。德国最新提出的计划显然导致了跟多的contagion。就好像ERM导致投机者来投机货币，德国的default mechanism则导致投机者开始押注边缘国家违约。更为重要的是，Anglo Irish Bank的subordinate bondholders的80%的hair cut实在是设立了一个危险的先例。

实际上，爱尔兰did all the right things. 但这已经并不重要。葡萄牙具体有啥问题，也没有那么重要了。西拔牙将成为key test，因为体量太大。"

20101125 bca.gfis\_wr GOVERNMENT BONDS "债券收益率上升的一个原因是conflicting chatter from Fed officials. 有一些委员提出不需要全部买入6000亿美元美债，如果增长或通胀超预期向好。此外，本周的首申表现较好，消费也还好，使得市场discount的QE规模减少。

但也应该看到，消费总体来说水平并不强，相比历次衰退而言。此外，房地产数据不好，这也显示高收益率是不可持续的。（但实际上是可持续的，为什么？BCA事后有解释吗？）"

20101125 Delong The Retreat of Macroeconomic Policy 我曾经很自信的给学生讲课说，当前实际上已经没有政府可以容忍10%以上的失业率，而与此同时通胀却在走低。但当前的情况显示，确实有这样的政府。当前美国政界就出现了思潮，甚至在质疑美国政府的逆周期角色。当下的Tea Party强烈要求hard-money policies，尽管根本没有利益群体支持这种政策。虽然没有人可以从持续走弱和衰退中获利，虽然working class已经可以投票——这在二战前并非如此，虽然经济学家都更加理解经济体系，但当前许多人确实在质疑政府逆周期角色和逆周期政策。（跟2010年6月的情况相似，就是希望财政紧缩）

20101126 JPM\_Global\_Data\_Watch Data say revise up, but policy risk holds us back 有人提出QE2的效果由于资本流出而泄露到EM了，没有作用在美国经济上。实际上并非如此。如果资本流入EM导致美元贬值，这将直接让美国出口受益；如果EM通过增加外汇储备的方式来抑制本币升至，那么美元将再度留回美国，支持美国资产价格。（总之，联储印了美元，或者最终购买美国金融资产，或者购买美国实体资产，这些印出来的美元本身最终将购买以美元计价的资产）。

20101129 bca.usis\_wr UNFORTUNATELY, IT ISN’T OVER "欧债危机的深化是美国经济面临的重大不确定性。

爱尔兰的救助方案在周末公布，好消息是爱尔兰银行将得到资本注入，且senior bondholders不需要take haircut。此外，德国也不再坚持2013年以后引入bailout过程中的私人部门承担损失。但是，欧债危机仍在深化，而且意大利也开始被传染。现在广泛认为，葡萄牙将成为下一个被bailout的国家。对于西班牙是否被bailout是更大的问题，而且当前的救助机制能否救助体量这么大的西班牙，这本身也是问题。

不过，当前的欧债危机深化并没有对股债表现造成像5月份那样的冲击。关键是当前经济数据很好。包括欧洲core国家，欧元区PMIs和德国IFO表现都比预期要好。当前投资者并不认为欧元区边缘国家的问题会对全球经济造成大幅冲击。

我们所紧密追踪的经济指标确实在好转，一般而言，这对应着债券市场熊市的开始。但我们认为本次确实不一样，this cycle is very different from the past. 因为强于以往的economic headwind将意味着低利率需要还需一段时间。（事后有无反思？）" QE2推出以后的美债市场调整，可能和positioning也有关，当时美债多头很多。

20101201 bca.bca\_mp Memories of May; Currency Wars From Rhetoric To Reality？ "[欧债危机深化]

2010年11月和5月有许多类似之处，都是欧洲危机深化，中国紧缩。区别是，5月份是希腊，现在是爱尔兰；中国5月份是房地产，现在是食品价格上涨。市场的区别是，5月份股市持续下跌，但当前股市仅相比高点下跌了3%。这背后是经济数据较好，包括美国ISM和就业数据。

德国政客看起来一手拿着燃烧瓶，一手拿着灭火器。过去两年的经验是，欧洲政策制定者只有在市场震荡以后才会进行政策调整。

西班牙并不是冰山一角，它就是冰山本身. Spain isn't the tip of the iceberg in Europe; it is the iceberg。现在欧债危机的马奇诺防线就是西班牙。应当说，西班牙的债务问题没有那么严重，debt/GDP仅63%，比德国还低；西班牙也没有经历太严重的房地产泡沫；西班牙的房地产没有美国那样的originate to distribute模式，而且个人违约以后实际上是永久负责，跟美国的制度不一样。

Europe will do what Eurpe does best: Muddle through.

[联储QE2遭到强烈抵制backlash]

QE正式推出以后，收益率从2.3%回升到2.9%。三个因素：1.经济数据较好。2.对QE2的批评多，来自联储内部、共和党以及海外经济学家。3.投资者头寸（我觉得最关键的还是第一个因素。批评由来已久）（BCA经常放那个惊喜指数和Yield的图，挺好的）

从Term premium来看，QE2大体压低了十年债券大约30-50bp，因为当前TP大约20bps，而2000-07的均值是80bps. QE is suppposed to work by depressing the term premium. " "一方面是经济数据较好，一方面是金融风险。短期当中，金融风险可能占据上风。

股市。在5月份，当时股市用了3个月才消化负面冲击，因此当前可能还需要几个月来消化冲击。但也应该看到，股市上涨空间很大，股市的risk premium很高。年初的时候还在变量是U or V形复苏，现在看肯定是U形（即弱复苏），但这并不妨碍股市上涨。

债券收益率将区间波动。当前的债券低收益率是可以被经济基本面解释的，特别是又有QE和长期0利率的支持。要高于3%的话，将让联储不舒服；如果要低于2.3%的话，term premium又不能无限降下去。除非预期日本式长期停滞，否则收益率难以进一步走低；我们并不预期日本式长期停滞。"

20101201 瑞银证券 汪涛 2011年展望：GDP增速放缓，内需强劲。我们预计明年实际GDP增速将降至9%，主要是由于外需乏力导致净出口对GDP的拉动减弱(见图1)。而未来12个月国内投资和消费支出的增长势头预计将保持稳定。2011年经济增长的源泉。从支出法的角度分析，我们预计GDP增速放缓将主要来源于净出口(其对GDP增长的拉动由1.7个百分点降至0.4个百分点)——外需乏力导致出口增速在低位徘徊，而进口也随着投资有所放缓。由于制造业投资复苏预计将抵消掉基础设施投资放缓(在经历了经济刺激政策后)和房地产投资减速的影响，固定投资增速预计将保持稳定。国内消费增长将得益于居民收入稳步增长以及政府加大社会保障支出。未来一年的经济增长轨迹。当前经济活动减速是由于基础设施投资放缓和节能减排措施的实施，而房地产调控措施和出口增速放缓的影响也将在未来几个季度中显现。不过，我们预计明年第一季度起，由于节能减排措施实施力度减弱、加快内陆地区和战略性新兴产业发展的新投资计划启动，经济的环比增速将会回升。环比增长势头将在二季度加速并见顶，随后由于信贷和投资计划的影响减弱，在三、四季度逐渐放缓。国内风险。目前市场担心的是在通胀攀升的环境中，宏观政策可能过度收紧。我们认为更大的风险在于如果流动性收得不够紧、利率过低、汇率和结构性调整进一步延后，那么2011年和2012年经济增长和通胀将面临着上行风险（汪涛倾向于认为政策不会front run）。此外，目前抑制大城市房地产需求的行政性措施也可能很容易就被绕过或其执行力度出现放松。2012年，由于各级政府换届，固定资产投资可望提速(换届之年的常见现象)。主要政策工具。中国通常依靠三种宏观政策工具来管理经济：控制基础货币的流动性管理（主要通过使用存款准备金率和发行央票来对冲外汇流入）、对商业银行信贷实施直接控制，以及产业政策。利率主要被用来管理通胀预期，而不是影响贷款投放，另一方面贸易和贸易关系是制定汇率政策时的主要考量。

20101202 bca.gfis\_sr AN OUNCE OF PREVENTION IS WORTH A POUND OF CURE AN UPDATE ON SOVEREIGN RISK "ECB的声明得到市场的积极响应，但是ECB还需要做更多，例如更坚定的宣布支持边缘国家国债——而这其实也仅仅可能解决流动性问题。偿付性问题取决于政客，默克尔没有得到足够的政治支持来bailout边缘国家。

当前投资者担心欧洲决策者得过且过，而不是预防性的解决问题。虽然最新的德法共识是2013年以后不会引入自动的债务重组，但规则是可以改变的，市场已经不再相信欧洲政府。

我们再度研究了西班牙和意大利，从基本面上说，两个国家都没有偿付性问题。"

20101202 安信证券 高善文 "目前通货膨胀的分歧已经层面的分歧已经转为通胀的高点到底出现在2011年1季度还是 2季度。如果是1季度，那么政策紧缩高峰在2011Q1甚至2010年底就出现，1季度工业增长明显恢复，宏观经济整体有利。如果是Q2创新高，那么政策紧缩前景会很强，在出口回落、房地产开发投资随时有大幅下降风险的背景下，政策迟迟不能回到促增长的方向上来。我们倾向于认为是后一种，Q2的时候通胀也下不来。

目前市场参与者对2011年的经济增长并不是非常担心，经济增速的逐季上行看起来是一个共识。总的看来，我们觉得基本面是较为稳定的，大幅恶化的可能性不大，但利润的持续增长并持续大幅超预期的可能性也不大。

在这种共识的背景下，我们有必要对下行风险进行一些提示。集中在2011年上半年，经济的下行风险有可能来自出口的降幅过大，房地产开发投资的意外大幅下降等层面。

出口的降幅过大是容易理解的，并且其趋势已经表现出来。中国出口的一个领先指标OECD综合领先指数已经转入下降通道。在2010年4月房地产调控措施集中出台后，房地产开发投资虽然已经见顶，但并未出现明显的回落趋势，最近两个月的单月增速反而持续上升。我们猜测这种上升可能与保障房在下半年的集中开工有关，其可持续性是有待观察的。房地产开发投资在2011年2季度出现大幅下降的可能性是不能完全排除的。如果外需的不景气和房地产相关行业的投资明显回落，届时可能会给决策者的紧缩政策带来困扰。"

20101204 JPM\_Global\_Data You gotta believe "11月NFP不佳，但其他数据都还不错——首申，消费，消费者信心等都还好。

中国PMI继续走强——中国PMI在2010年有个小的V形——这带动EM Asia PMI也开始反弹。"

20101206 bca.usis\_wr ROLLING RIOT POINTS "ECB会议后，风险资产迎来一波上涨，虽然我们认为ECB的表态还不足够。

欧债危机深化对美国经济的影响尚无迹象。ISM数据持稳。欧洲银行cds spread上升，但美国银行依然很低。

11月的就业数据并不好，这也提醒QE2需要继续进行下去。不过我们自己的Payroll model显示就业仍将不温不火的扩张，这对应于一个温和的复苏。Bullard指出收益率上升并不说明QE2没有用，恰恰反映了通胀和增长预期回升。即便如此，我们也质疑联储可能不想看到收益率回升到3%以上。"

20101209 Barclays\_Global\_Outlook\_Dont\_fight\_the\_reflation\_trade "Don't fight the reflation trade.

最新经济数据显示，全球延续复苏，对于二次衰退的担心已经消退。尽管欧债危机深化，但欧元区作为一个整体，其增长表现不错，特别是德国增长强劲。中国增长再度显示强劲，以至于市场开始考虑中国政策的进一步收紧。美国经济也在回升，近期又有减税提议（啥？）

当前政策却保持宽松（但这并不妨碍收益率回升），而股市估值依然有吸引力。

再向前看的远一些，任何可能使得联储正常化政策的信号——这可能在2011年底或者2012年——都将导致收益率大幅上升和股市下跌（错，实际上收益率上升在未来1个月已经基本完成了！）"

20101209 bca.gfis\_wr BAD MEMORIES OF 1994 "最近美债市场的sell off让人联想到1994年的不好记忆。

近期的大新闻是奥巴马政府和国会达成一致，将extend all the Bush tax cuts, trim the payroll tax by 2%, extend unemployment benefits and allow immediate expensing for capital spending in 2011. 这个package对于债市毫无疑问是不利的。有人担心联储在这个额外财政刺激之下，将不会在QE2以后再有动作。

当前对于债券市场的周期背景是不利的，例如全球real yields很低，增长指标在上升，美国企业借贷在上升，唯一没有发生的是联储加息。

历史上，凡是周期动能回升叠加联储加息的，债券市场都是大熊市，唯一的例外是2004-06年的conundrum years, 当时收益率到2006年才有所回升。如果只是动能回升而联储没有加息，像1996/2002/2003/2009年，收益率回升幅度则有限。"

20101209 bwam US Assessing Households' Progress in Debt restructuring in the context of new fiscal and monetary stimulation "(政策起效的机制)

居民债务和资产负债表情况决定了居民部门能否有效响应政策刺激。在过去两年，居民部门债务负担确实在下降，但其绝对水平仍然很高，这意味着货币和财政政策刺激对居民加杠杆的刺激作用仍然是有限的。

观察居民债务情况的两个关键指标是debt level & debt service / disposable income. （桥水详细总结了让居民债务和偿债负担变动的几个因素，这几个渠道在过去几年对居民的影响，以及未来2年的可能估计）

另一个视角是居民debt / net worth（桥水认为可能要回到2000年水平）。这个指标的关键是房价。虽然debt在下降，但asset下降更多。

除了上述指标，还有一个关键问题是，即使是那些成功解除债务负担的居民，他们违约以后的借贷资质很差。当前仍有30%的房贷是underwater的（应该是说当前净资产为负），而且restructuring过程很慢。

在上述背景下，当前居民total net new credit / GDP 处于历史极低水平。"

20101209 Eichengreen Europe’s Inevitable Haircut "当前欧洲的问题很清楚：希腊有财政问题，爱尔兰有银行问题，葡萄牙有私人债务问题，西班牙各种问题都有。解决办法很清楚，也都一样，那就是财政紧缩。

然而，财政紧缩通常伴随着货币贬值external devaluation，但这些国家并不能贬值货币。因此就采取internal devaluation，即削减工资等。实际上，这些国家确实也展现了信心来削减工资等，来重新获取对外竞争力。

不过，这些国家的外债却没能削减（在货币贬值的情况下，外债天然削减）。这种情况下，内部紧缩的越来越，外债负担也越重，反而导致恶性循环。因此，外债一定要违约（Eichengreen用的是haircut，一个意思，重组，好听一点）"

20101210 bwam The laws of Economics are driving policy makers to do the inevitable "任何去杠杆过程最终都要央行印钱和中央政府赤字，否则太痛苦。当前最新的ECB买入边缘国债，以及美国聪明的找到办法来进行更大的赤字，都是最新证明。这些政策调整是合适的，也是不可避免的。

本次2008-09的去杠杆以后，政策响应比历史上都要快，这也导致市场更早的反弹，但政策制定者把这看作一个普通的复苏——历史上也常常如此，例如1930s的美国，1990s的日本）。现在政策不可避免的再度加码了。"

20101210 JPM\_Global\_Data\_Watch All in 奥巴马和国会的妥协，远超预期。这极大的改变了2011年的财政前景。我们对2011H1的预测从2.8%上修到3.8%。当然，在也意味着美国财政紧缩效应被推迟到2012年。我们预期对2011年整体提升0.5pp，主要影响来自Payroll withholding tax的改变。

20101213 bca.usis\_wr ITCHY TRIGGER FINGERS "虽然最新财政package对债市不利，but the violent nature of the selloff underscored that long-duration position are crowded. 事实上，本月初就业数据不好时，债券收益率没怎么下降，这本身就是一个警示信号。联储通过降低收益率来刺激经济，但多数投资者——包括我们——都同意债券市场最终将收益率显著上升，如果联储成功的话。问题是在timing上。

最新的财政方案是个大事情。最初市场只是预期延续bush tax cuts，但新方案不仅如此，还trim payroll tax by 2pp，整体上加了1700亿美元，边际上GDP的1.2%的额外刺激。当然，即便如此，2011年的财政净效果仍然是微弱负面的（如果没有这个方案，更加负面拖累）。"

20101213 安信证券 高善文 " 11月的宏观经济数据给市场参与者和决策者都出了道难题。

经济增长不是很强 ，但通货膨胀却已经高到很难忍受的地步了。仔细的观察工业的细项数据，我们可以按照不同行业的表现将它们归为三类：受节能减排影响最大的，受节能减排影响不大的，以及在今年下半年逆节能减排的潮流而动、增速不降反升的。第一类行业被套上了节能减排的“紧箍咒”，供应收缩，在下半年增速大幅滑坡，拖累了整体经济增长，这些行业包括电力、钢铁、有色等。第二类行业则是工业中的“中流砥柱”，增速在今年年初以来一直较高，这类行业包括装备制造、电气机械，仪器仪表办公机械，塑料，非金属等。第三类行业是经济中的积极力量，反映了经济的环比动量在2季度之后的恢复，它们抵消掉了电力密集行业的消极作用，使得经济的总体增速显得较为平稳，终结了2季度经济的快速下降；这类行业包括纺织服装、医药、金属制品等。

在通货膨胀震荡攀高、经济增长位于较低水平的宏观背景中，中央经济工作会议将2011年的宏观经济政策基本取向定为“积极稳健，审慎灵活”，是非常恰当并具有预见性的；积极的财政政策和稳健的货币政策符合预期。

目前金融市场、学术界和政府的共识是2011年1季度之后会逐下行。这个一致预期的判断存在变数。这些变数至少包括：美国经济将可能于2011年1季度结束复苏，转入新一轮经济周期的扩张阶段，带动全球经济的周期性上扬；原油价格在2011年很可能突破100美元/桶，并带动其他大宗商品价格上扬；中国经济自身可能在2011年下半年进入新一轮经济周期；劳动力价格上升越来越快，造成农产品、服装、居住类价格此起彼伏的轮番上涨。

2011年中国可能将第一次经历经济增速不高，但通货膨胀难以抑制的局面，这一情况比2007-2008年更为复杂，需要“两手都要硬”，才能“再向虎山行”。"

20101214 BCA ces copper比gold表现好，说明是从liquidity转向了growth。Ces认为是先gold→copper→oil。Gold是受益于2010年初开始的流动性宽松，copper是受益于中国走强，最后当需求转到美国以后，oil价格上涨。

20101214 FOMC Transcript "（市场投资者有些失望，因为联储没有表示收益率的上升是不受欢迎的）

伯南克：

大家看法是，增长确实有所改善（FOMC看到的经济分析和市场的分析几乎是完全一样的，分析方式、观察的数据、讨论的主题，都是一样的）。房地产数据不佳，还有将近25%的居民are underwater on their mortgages, increasing the risk of defaults and foreclosures以及进一步房价下跌。债券收益率的上升与从8月-11月期间QE的效果并没有冲突。（8月开始股市上涨、收益率下跌，这也对应着jackson hole的演讲。所以说，8月以前虽然市场有讨论QE，但并没有discount QE。discount QE的标志是股票上涨、债券收益率下跌）。

我的个人看法是，边际上确实有所好转。例如虽然headline就业不佳，但看其他就业指标都还不错——首申下降，vacancies和hiring plans在上升，work weeks在上升，长期失业在下降，better surveys and so on.（其实伯南克看的不就是市场常讨论的这些指标嘛，而且讨论数据的角度跟bca都差不多）。

但我们需要记住what a deep hole we're in. 特别是total hours的下降了7.3%，是1981-82年衰退的近两倍。

我想起来2003年中的情景，当时已经经过了2年的增长疲弱，但2003Q3突然之间增长显著回升，有7%的增长，2003Q4增长仍然很高有4%。当时的原因有信心的增长。当前也有这种可能性。当然，我们仍然仅在2.5-3%的escape velocity附近。" "伯南克：

对于如何衡量货币政策有多么的宽松，有很多办法。一个我认为的重要指标是名义GDP增速。当前名义GDP增速预测仅为4.7%，这并不高，这对应着很难同时有强增长和高通胀。

我赞同stay the course."

20101215 BAML Global Fund Manager Survey News "(relation trade继续，美股最为受益)

BofA Merrill Lynch Fund Manager Survey Finds Investors Looking to Buy American

A net 44 percent of the respondents predict the world’s economy to strengthen in 2011, compared to 35 percent a month earlier. A net 51 percent anticipate corporate profits improving next year, up from 36 percent in November.

U.S. Equities Thrive as Eurozone Loses Support. U.S. equities are the primary beneficiary of the continuing upswing in global investor sentiment. With Europe’s sovereign debt crisis continuing, investors are turning to U.S. equities. A net 16 percent of asset allocators are overweight U.S. stocks up from a net 1 percent in November. A net 4 percent are underweight eurozone equities, compared with a net 15 percent overweight in November. Bullishness towards the U.S. dollar is evident with a sharp increase in the number of investors forecasting dollar appreciation. A net 36 percent expect the dollar to make gains in 2011, up from a net 14 percent in November. In the U.S. regional survey, the net percentage of U.S. investors expecting double-digit profit growth has doubled month-on-month to 40 percent.

“Despite rising confidence in global growth, the survey shows that Europe is losing investor support as political procrastination and banking concerns overshadow a strong corporate outlook,” “The pending new tax deal in the U.S., combined with QE2, has restored confidence in the prospects of U.S. companies, at a time that Europe is out of favor and investors are questioning Chinese growth prospects,” s" At the same time, more investors believe that inflation is likely to rise with a net 61 percent of the panel forecasting higher core inflation in 2011.

20101216 bca.bca\_mp OUTLOOK 2011 "[宏观主题]

欧债问题迟早要解决。未来几个月，欧债问题总是要解决，One way or another. 当前欧元区政府把希腊和爱尔兰的问题当成流动性问题，但实际上希腊和爱尔兰是偿付性问题。希腊有一半的债务是外国人持有，因此希腊政府有动机违约；投资者也看到这个问题，因此给希腊的溢价很高；这使得希腊进入恶性循环。爱尔兰问题上，最近fully bail out senior bondholders是一个极其严重的错误，这是政策制定者错以为当前问题的偿付性问题。从政治上，这个决定也不可接受。就好像冰岛居民把当时的政府投票下台一样，爱尔兰也可能如此。西班牙、意大利应该没有偿付性问题。由于backstops已经建立了，因此西班牙和意大利应该可以度过难关。

美国日本化的担忧。乐观的理由通常是，美国政府反映更为及时，美国企业部门资产负债表更好；但不好的地方是，美国居民部门承压，而居民部门占比更大，而且当前弱复苏情形与日本当时也很像。基准情形是，如果没有很大的外生冲击，那么经济是可以自我复苏的。如果2011H2美国还不能实现自我持续增长的化，这说明日本化的风险还是蛮大的。房地产确实表现疲弱，但难以构成新的负面冲击，主要是各类指标已经很弱了，再下降的空间不大。当前联储和ECB都是在二级市场购债，还没有真正的货币化财政赤字（这应该就是为什么伯南克希望用LSAP而不是QE的原因）。如果事态进一步恶化，联储还可以直接货币化赤字，但这不是我们的基准估计。" 联储并不是很在意非美政府的批评，或者私人部门经济学家的批评。但联储确实在意国会的批评。当前有些国会议员对于QE非常反感。因此，看起来有些奇怪的是，联储更加在意Sarah Palin的观点，而不是德国财长的观点。 " 继续看多股票。支持全球股票的是强劲的盈利增长，背后是margin的支持。Margin确实是均值回归的，但margins是周期性的，其回落通常在经济回落期间，因此2011年margin回落的可能性不大。从趋势上看，无论是profit margins还是productivity growth都在1995年以来结构性上升。

债券。如果是一个normal recovery, 债券收益率早就比现在高的多了。当前收益率虽然已经不再是严重高估，但估计我们估值模型，仍略有高估，不过已经大体与以往衰退以后的情形一致。近期上升的主要是term premium."

20101216 bca.eis\_wr THE END OF THE BEGINNING 最近德国国债收益率的上升对于边缘国家不是好事情，简直是最差的时刻。

20101216 bca.gfis\_wr BOND BLOODBATH 政府债继续sell off，背景是全球复苏正在提速。美国财政和FOMC声明只是进一步加重sell off，美债领跌全球债市。

20101217 BCA fes 全球已经走出了mid-2010的mid-cycle slowdown，看多商品货币。欧元区经济惊喜上行，尽管边缘区出现风险。美国二次触底的风险下降。中国经济保持强劲，我们不认为中国政府会crunch整个经济，而是紧缩部分部门。（没看到通胀压力）

20101220 bca.usis\_wr BONDS HOW BIG A THREAT TO EQUITIES "当前的股市面临两种明显的相反力量，一方面是经济数据较好，一方面是债券市场sell off。经济数据方面，看起来animal spirits正在回归：NFIB终于有所起色，CEO也对未来更有信心和计划加速雇佣。

联储显然对于当前的经济数据仍然表示还要看看。联储并没有声明要加速国债购买，甚至都没有提及最近的yield backup is unwelcome, 这让债券市场非常失望。" 现在市场重新又开始考虑联储政策退出的问题，已经开始discount 2011年底加息了。我们认为估计还是要到2012年。

20101220 CF40周报 本轮通胀的成因与治理 "11月份5.1%的通胀，让很多人脸红。政府脸红，因为大大超出了预定的目标；证券分析师和学者脸红，因为他们都没预测对；低收入老百姓脸更红，因为饭菜质量要下降。无论如何，通胀问题是当下中国宏观经济的头等大事，必须被解决。

高善文：不能简单得将本轮通货膨胀归咎于信贷过快增长，更值得关注的是中国经济正在走过“刘易斯拐点”所引发的劳动力成本，特别是低端劳动力成本 的阶段性过快上涨。对这轮通胀的长期性反复性，主流的经济分析人员仍然没有引起足够的警惕。劳动力价格的上升，在农产品领域会持续的表现出来， 同时也正在从农产品领域扩散到更多的领域。"

20101220 Soros Making the Euro Whole "在2008年金融危机期间，默尔克总理就拒绝了欧洲范围内的对银行的共同担保，而是坚持认为每个国家应当担保自己的银行。有趣的是，欧洲各国利差是直到2010年希腊出问题以后才放宽的。

当前欧洲政府仍在犯错误。最新的政策是为爱尔兰银行债务担保，并以纳税人为代价。可以预期的是，2011年春天新上台的爱尔兰政府将会反对当前的安排，而市场也意识到这一点，这也解释了为何欧债问题仍未平息。我建议应该直接用现在的资金给银行注资，而不是为其债务担保（Soros在美国的问题上也是持有几乎完全一样的看法，就是直接给银行注资要好得多，尽可能保护纳税人的权益）"

20101221 BCA ces 2009年和2010年中，都出现了gold copper oil的顺序。现在看好oil。由于风险提升，中期黄金仍有机会。

20101221 Gundlach Are Taxes Too Darn Low "Gundlach的反复提及的长期主题是消费者加杠杆的过程，现在他认为居民去杠杆还有很长的路要走。

QE无疑让美元处于长期贬值趋势中，但短期的欧债危机利好美元。

Gundlach提到，虽然当前收益率在回升，但也要看到当前收益率其实比年初还要低。11月4日以来的收益率回升源于投资者的gross complacency. Gundlach said that investors becames fearful that there was no position in the market that was immune to manipulation by the Fed.

不过收益率的回升也见顶了。Gundlach: ""I don't think the economy can take much of a rate rise above 3.5% on the 10-year."" ""Chinese equity performance has been a consistent barginger of the US market.""（这里错了，A股在10月开启下跌态势，但美股高点是在2011年）"

20101230 宋国青 为何低利率会催生股权融资 "低利率和资本金约束是的资本金投入可以带来高报酬率，而股权融资可以将分散的资金集中起来形成企业资本金。

一个例子是买房子，缺少首付，这导致“买房合作社”、父母帮助子女凑首付其实是划算的；第二个例子是企业贷款，能够从银行借钱的企业都有足够的资本金，如果资本金不足则借不来贷款，这导致其实贷款市场并不是充分竞争的，手里有资本金就能够享受相对低利率的贷款。"

20101231 bwam Global outlook "（8-20页详细介绍了Risk Parity的想法，非常好！）

1.桥水提出Risk Parity的出发点在于，当然，让相关性为负的资产进行对冲是好事情，但关键在于“事前”并不知道这些资产的相关性如何。最典型的案例是股债相关性很大程度上是由冲击是增长冲击还是通胀冲击引起的。

2.桥水real time进行分散化的办法是，看这些资产如何受到增长、通胀的影响，然后分两步：第一是按照美股波动进行标准化，得到各个资产单位波动情况下的收益率（这个波动标准化是时间区间样本是多少？要知道美债的单位波动收益在过去十年来持续下降，因为carry越来越低，但收益率波动却没少）。第二步是按照增长、通胀上下的四个组合，每个情景组合赋予主观25%权重（这个25%权重是人为定的，其实本来risk parity就是一个人为的办法）。

3.（这一部分有点小偏题）桥水对于风险也有不同的认识。长期来看，风险不是简单的一个资产的日度波动性，而是一个资产的风险是对于长期增长、通胀的系统性的定价偏离。资产都是很长的duration的，duration长就意味着要对未来很长时间的情景进行定价。

4.事后来看，如果我们知道各资产类别在每个时期的互相之间的相关性，我们确实可以构造一个事后最优的资产组合。但问题是我们事前并不知道。Risk Parity在实时情况下其表现已经接近——当然但还是打不到——事后最优组合。The historical Sharpe ratio of the All Weather asset mix was 0.7, very close to the 0.8 Sharpe ratio fo the hypothetical optimized portfolio.这意味着，过去40年，驱动资产价格的最主要因素就是经济增长和通胀，risk parity抓住了主要矛盾。

5.桥水Risk Parity的关键在于，它发现了drive资产价格背后的就是增长、通胀超预期的情况，根据这个原理来事前的分析不同资产的相关性。它对于风险单位化的处理，其实与传统办法没有太大的不同。换句话说，桥水Risk Parity的核心是，它找到了资产相关性的经济逻辑。

6.我记得有同事也提出过，不仅是增长、通胀，还有real rate也会drive资产价格。如果把这三个因素同时考虑，则是更好的risk parity。我觉得是有道理的。但real rate如何与增长、通胀分开，其经济逻辑是什么，还没有那么清楚。

7.Bridgewater started manging All Weather in 1996. " "确实更为全面的三因子是：增长、通胀和Real rates(货币政策）。

2019年增长走弱，通胀并不是重点，但货币非常宽松，这解释了股债同涨。这次股债通胀并不是来自于通胀水平的下降。实际上，在如此低水平上的通胀如果再度下降，对股票不一定是好事情。"

20101231 bwam Global outlook "不同经济体的增长是由政策与对政策的响应两个因素决定的。

私人部门对政策的响应程度不同。Differences in long-term debt cycle conditions have been the primary determinant of the degree of reponsiveness to uniformly easy monetary and fiscal policies around the world. 2010年许多人认为的normal recovery在年中开始走弱，这是由于去杠杆进程抑制了normal early-cycle credit expansion. 但对于EM而言，EM对于宽松是highly responsive的，不过到2010年底，剩余产能也不多了，通胀压力在上升。

政策自由度不同。对于政策而言，通常有三个政策：货币、财政和汇率。欧元区边缘国家是典型的没有独立货币和汇率政策的，而财政政策也空间不大，因此恶性循环。中国和EM Asia盯住汇率，因此货币政策也受限。美国一般而言最为自由使用各种政策，不过即使是美国，也需要对QE进行宣传；要知道，过去联储降息以后，市场通常是对联储大加赞赏的。

具体看，美国：联储QE并没有刺激私人部门产生可持续的信贷扩张，这使得2010年中联储被迫再度开启QE。不过我们看到似乎情况往好的地方发展。消费和企业信贷增长正在回升，储蓄率在下降，股市上涨，外需较好等。欧元区：欧元区政策在危机期间还是很宽松的，虽然略不及美国。我们认为西班牙还是很有可能要被营救的。中国：中国在危机期间的刺激力度是全球最大的。2010年为了抑制增长，有许多行政措施，但当前看效果有限。未来随着中国不再刻意积累外汇储备来压低汇率，这对于美国而言等同于银行收紧信贷条件，因为EM已经本质上像是把资本重新导入美国的银行；这将导致美国收益率上升，经济活动放缓。我们期待市场会愈发紧密观察PBoC，就好像观察联储一样。"

20101231 Credit Default Swaps and the Credit Crisis （对CDS有比较全面的讨论。其中讨论了为什么OTC而不是交易所。我看懂了其中最关键的区别：OTC可以个性化的定制产品，而交易所需要标准化。在一些情况下，衍生品确实是需要定制化的，本来衍生品就是用来对冲风险的，有些风险对冲需求的很个性化的，例如对于约定时间有要求等等，而衍生品需求方也愿意为这些个性化定制付出更多的成本）

20101231 The Failure Mechanics of Dealer Banks （介绍了Deal bank在做什么，以及为什么会遇到新型的bank run，没仔细看）

20110101 IMF WEO Global Recovery Advances but Remains Uneven "（继续是DM增长弱、EM增长强）

The two-speed recovery continues. In advanced economies, activity has moderated less than expected, but growth remains subdued, unemployment is still high, and renewed stresses in the euro area periphery are contributing to downside risks. In many emerging economies, activity remains buoyant, inflation pressures are emerging, and there are now some signs of overheating, driven in part by strong capital inflows."

20110101 PIMCO Yucca Mountain \_ PIMCO "(Fed Focus正式更换作者了) （我后面很少阅读这个系列了，缺乏insight，都是描述性的记录，或者大路边上的分析）

(新的作者讨论联储何时会加息时，用了we will know it when we see it. 这话读着怎么感觉有些恶心)"

20110103 CF40周报 展望2011年 "摩根士丹利亚太区首席经济学家王庆：治理通胀是2011 年中国经济政策的重中之重

2010 年的中国经济上演了一幕“最理想的复苏景象”。政策环境回归正常化，以及美日欧G3经济体的温和复苏，迄今为止已经给中国带来了相对强劲的增长和温和通胀。不过，近期过分抢眼的通胀，意味着“最理想的复苏景象”即将走向结束。

随着危机后经济正常化和再平衡的进行，2011 年将是中国经济通货再膨胀的一年。具体而言，2009-2010 年的大规模货币扩张将继续推高短期内的通胀水平，而弱势外部需求所带来的抑制通胀效应正在减弱。除了短期之外，中国的经济再平衡——突出表现为经济增长动力由贸易部分转向非贸易部门，同样指出了未来中国将经历一个更高的长期通货膨胀率。预期2011 GDP 增速和CPI 分别为9.0%和4.5%，而消费和投资对经济增长的贡献将同等重要。CPI 同比增幅预期将在2011 年上半年继续上涨，并在年中达到峰值5.5%，随后在年底回调至4%左右。

治理通胀将成为2011 年总体政策的重中之重，尤其是在2011 年上半年。2011 年的M2 增速和新增信贷规模很可能分别设在15%和7 万亿元。货币政策的紧缩也将提前到来。预期年中之前会有三次25 个基点的加息，并在2011年年底前维持6.20 的美元/人民币汇率。通货膨胀是一种货币现象，在一定意义上，治理通胀其实就是管理通胀预期。值得注意的是，通胀预期的自我实现在中国来得更为容易。因为受2009~2010 年大规模货币扩张影响，中国的流动性已经过剩。通胀预期往往会加快货币流通速度从而增加货币供应量。"

20110107 bca.fes\_sr\_2011\_01\_07 2011年全球主题是Above-Trend Growth & Super-Easy Policy, 这对应着风险资产等顺周期资产上涨，美元走弱。亚洲国家将由于通胀压力而接受更强的货币。

20110107 安信证券\_宏观研究年度报告\_突破重围\_高善文 "2010 年7 月份以来，以食品价格为主导的一般消费物价指数快速上升。回顾历史，这是过去30 年来唯一一次没有伴随经济过热的通货膨胀（至少2010 年下半年并不存在关于经济过热的广泛共识）。这种差异意味着本轮通胀的根源，相比历史其他时期可能存在明显的不同。我们认为，在经济偏冷格局下，通货膨胀的上升主要因为中国经济正在走过刘易斯拐点。中国的劳动力，特别是低端劳动力正在变得越来越短缺。对通货膨胀根源的理解，对把握未来通货趋势、经济增长和市场方向都具有重要意义。看起来中国经济正在进入潜在增速下降和通货膨胀压力上升并存的状态，这将对未来中长期的市场和政策构成重大挑战。

不同农产品的横截面数据表明，农产品价格涨幅与劳动力密集度存在显著的正相关关系，暗示劳动力成本上升是过去几年农产品价格上涨的主要驱动力量。通过估算农民从事农业生产的机会成本，证实了农民工报酬在过去几年经历了快速地上升，并推动农产品价格上涨。近来中成药、服装等非食品价格超预期，暗示劳动力成本压力正在向农业以外的领域蔓延。在中药材的种植过程中，大规模的机械化操作、除草剂和化肥的使用都是相对困难的，所以中药的劳动力密集程度要比粮食大很多。中药价格出现普遍和快速的上升，也显示了劳动力成本的影响。

我们知道，从长期来看，农民工工资不太可能也不应该高于熟练的技术工人。所以我们将包含所有行业的城镇职工平均工资，和农民工的机会成本的趋势外推做一个比较（图13）。容易看到，大概在2017 年前后，农民工工资水平将追上整个城镇部门职工的平均水平，而这种局面是不可能出现的。这意味着经济可能需要经历很多重要的结构性变迁。劳动力的短缺和成本的快速上升，对出口、竞争力、盈利和投资的影响都是负面的。这将迫使整个经济潜在增速不断下降，并经历以机器替代劳动和消费与服务兴起为标志的深刻转型。经济潜在增速下降的压力很可能通过通货膨胀的上升表现出来。

尽管在未来5 到8 年内，中国经济的潜在增速处在一个不断下降的趋势之中，但并不意味着经济的表观增速同步地缓慢下降。未来几年，中国会有新一轮经济周期的启动，随后会现一定的经济过热。现在经济并没有明显过热的条件下，通货膨胀已经到了5%以上的水平，那么维持现有的趋势和政策，在未来经济过热的条件下，通货膨胀短期内到达两位数是不难想象的。在高通胀的刺激下，非常严厉和急速的紧缩政策是不可避免的。在那样的条件下，资产市场将会承受显著的压力。考虑到房地产市场的高估和地方财政(特别是地方融资平台)的潜在脆弱性，经济硬着陆，并引发更大的经济、金融问题的可能性就很难排除。这些风险现在提出来讨论可能偏早，我们也不倾向于目前就作出如此悲观的判断，但是相关风险因素有必要提请大家注意，尽管这种情况不太可能在2011 年发生。" "这一轮的物价上行压力主要来自于中国经济正在走过刘易斯拐点。随着低端劳动力的短缺和工资的增长，劳动力成本压力将扩散到更广泛的经济部门,相关劳动力密集型行业将面临利润下滑、产品价格上升和竞争力下降的压力，并促使机器替代劳动过程的普遍发生。

2010 年下半年食品价格的上涨在我们预期之中，但PPI 的逆势上升令人惊讶。我们认为PPI 在这一阶段的上升与节能减排存在密切关系。" 我们可以这样讲，通货膨胀是股票市场的“情敌”。所谓的“情敌”就是先是“情人”后是“敌人”。刚开始的时候通胀对市场有一些正面的支持，好像是市场的“情人”；但是用不了太长的时间，随着一系列不利因素的积累，很快会走向市场趋势的反面，变成了市场的“敌人”。

20110108 JPM\_Global\_Data\_Watch Looking for better service "我们预期工业生产复苏不会那么强，但服务业会跟上扩张，这有助于就业扩张。

（US: mind the gap or obey the speed limit?专题讨论了通胀与失业的关系。我们当前的通胀模型中，失业率变动对应着通胀变动，其实JPM在2010年的这个研究中也讨论了这个观点，但是没有从经验上发现证据）" 讨论了失业率与失业率change对通胀的影响，发现即使是1984年以后的样本，失业率change也对通胀影响不大（这与我们当前的研究很不一样。确实，事前很难知道2010-2020年是失业率change主导的）

20110110 bca.usis\_wr A GOOD START "2011年的整体背景是经济增长很好，而流动性又很支持。近期情绪很好，股市上涨。

不过，NFP数据不及预期，这是为数不多的弱于预期的数据。复苏以来，就业持续性的不及预期。NBER宣布衰退在2009.6结束，但实际上NFP持续收缩到2010.1。在2010年，尽管解雇已经停止——这是因为可能已经没什么人可以解雇了——但2010年NFP总计增长不超过1百万，对比而言，衰退期间NFP减少了8百万。

好消息是，NFIB终于汇报hiring intentions有明显回升，ISM就业分项也高于50，首申也在下降。如果要让失业率下降，那么就业增速就要超过1%，这对应于NFP要每月增长110k以上。我们的就业模型显示总就业增速为2%，对应着NFP增速为250k。当然，我们怀疑我们的NFP modal只能指示方向，像2000s初的情况，可能高估了就业回复速度。

（最后更新了Banks' Mortgage repurchase obligations事件和分析，继续认为是尾部风险，但整体可控）" " 股市。对比历次衰退以后的股市，2010年仍录得较大幅度上涨，表现其实相对不错。历史上，也确实存在衰退后第三年继续上涨的情形。但历史案例显示，1-2年上涨越多，第三年上涨就会少一些。总体来说，2011年股市可能小幅上涨。

即使债券收益率已经大幅回升以后，我们的估值模型显示债券仍然明显高估。（问一下BCA，我发现2013年的估值结果和最新的估值结果对2010年的估值是不一样的，问一下是为什么，是因为有数据修正吗，不是使用real time data吗，如果有修正，这个数据real time如何使用？）

就未来3-5年而言，债券将是大熊市。"

20110110 全球经济周报20110110 （从住房供给和需求角度，分析2011年美国房价大概率继续下降）

20110111 Eichengreen Back to the Sixties 当前的美国宽松并向全球输出通胀，2011年的情况与1964年很像。当时欧洲对应于当前的EM，欧洲也不愿意让自己的货币升值，因此抱怨美国输出通胀。当时想了各种办法，例如发明SDR来减弱美元的储备货币地位，但SDR没有成功。

20110113 bca.gfis A TEMPORARY REPRIEVE "市场波动促使德国释放善意。中日顿表态愿意购买EFSF的债券。（但后来好像是发现这个窟窿太大了就不买了）

上周European Commission提议senior bondholders of failing banks需要承担损失，这导致大量银行CDS上升，甚至波及到德国银行。对于德国而言，某种意义上讲，让市场处于准危机状态有助于推进边缘国家的财政紧缩，欧元走弱对德国也有利；但如果市场危机太强以至于导致德国银行受到波及，那么这就是德国做的太过了。因此德国银行受波及导致了默克尔释放善意，提及可能对EFSF扩容等。

不过所有这些措施仍然意在解决流动性，而不是偿付性问题，因此只有短期作用。"

20110113 bca.usbs EXIT POINT 虽然我们不认为当前收益率会短期继续上升，但我们认为收益率最终要上升到6%的高水平，在未来几年以后。

20110115 JPM\_Global\_Data\_Watch The big policy calls are in Asia and Europe "近期美国增长重新加速的迹象明显：企业部门profit margins在上升，消费在反弹。随着美国增长重新成为今年的主题，美国货币政策将成为sideshow. 联储可能完成QE2；由于核心通胀在低于1%的水平企稳，联储将较为舒服的按兵不动。

即将发生的对于提高债务上限debt ceiling limit的讨论可能火药味十足，但不会威胁到宏观经济走势。"

20110117 bca.usis\_wr GERMANY, JAPAN AND CHINA to rescue？ "虽然欧债危机起伏，但市场却持续处于risk on状态，其关键是经济数据很好，以及联储维持鸽派。

Beige Book确认各个地区需求都在转好。联储副主席耶伦和主席伯南克分别发表鸽派讲话。企业部门回升势头明显，M&A deals大幅上升，CEOs的情绪很好，企业部门animal spirits正在复苏。虽然NFIB整体没有明显反弹，但重要的是NFIB雇佣分项在回升。

当前对经济的下行威胁，除了欧债危机，主要是中国紧缩和美国房地产放缓，后两个都已经被市场投资者熟知。美国房价将继续走弱，我们不认为会降幅超过10%，此时对美国银行的冲击不会很大。"

20110117 全球经济周报 "德国此前坚决反对扩大援助基金规模，默克尔上述言论首次表达了德国会采取必要措施控制欧债危机继续蔓延的决心。目前细节暂未敲定，但未来EFSF的规模很可能扩容。

EBA将进行新一轮银行业压力测试。由于2010年爱尔兰银行业接近崩溃，西班牙银行业面临困境，欧盟2010年银行业压力测试结果受到广泛质疑。2011年，债务危机前景将对银行业产生重要影响，在新一轮的压力测试中，投资者可能会继续关注测试方法及透明度，进而对测试结果进行解读。我们认为，拿到可靠的关键数据比获得测试结果本身更重要。"

20110118 BAML Global Fund Manager Survey News "（市场看多增长和通胀，但预期Goldilocks会持续）

Survey Finds Surge in Support for Equities

Positive economic sentiment has helped drive investor appetite for global equities to its highest level in 3 1/2 years. A net 55 percent of asset allocators say that they are overweight global equities, the highest reading since July 2007. It represents a significant increase from December when a net 40 percent was overweight the asset class. At the same time, bond allocations fell. A net 54 percent is underweight bonds, up from a net 47 percent a month ago.

Behind this rise is growing confidence in the global economy and corporate profits. A net 55 percent of investors expect the world’s economy to strengthen in 2011 with 39 percent predicting “above trend” growth in the coming 12 months, the highest reading since the question was introduced in February 2008. A net 57 percent believes that corporate profits will rise 10 percent or more this year, up from 45 percent in December.

“The combination of growth optimism and a benign view towards higher inflation provide a potent case for equity investment,” said Gary Baker, head of European Equities strategy at BofA Merrill Lynch Global Research. “Investors believe monetary easing is working; in the absence of either tighter policy or weaker data, equity enthusiasm looks contagious,” said Michael Hartnett, chief Global Equity strategist at BofA Merrill Lynch Global Research.

European investors feel New Year joy. European fund managers have started 2011 in stronger spirits. The proportion of the panel predicting a stronger European economy has leapt to a net 44 percent from a net 26 percent last month. An increasing number believe European companies will deliver improved earnings in 2011. This optimism comes as global concerns about EU sovereign debt fund risk have fallen away from the highs of December." A growing majority expects global inflation to increase this year – a net 72 percent in January, up from a net 48 percent two months ago. But higher inflation is not seen necessarily as a threat. A net 42 percent of investors believe monetary policy is “too stimulative,” fewer than in November.

20110118 Gundlach The Greatest Investment Opportunity of 2011 and 2012 "It was one for investors to avoid: municipal bonds. The problem, according to Gundlach, is that muni bonds are owned by wealthy individuals for a single purpose – tax avoidance. With the fundamentals of state and local governments deteriorating, the risk of adverse news triggering a selloff is too great to justify today’s yields on muni bonds.

（欧洲地区缺乏协调配合，这是看空欧洲的原因）Those disappointments reflect a theme that, in Gundlach’s view, underlies bear markets: an overall lack of cooperation. “Bull markets are all about cooperation,” he said, such as when the EMU was created in 1999, at the very top of the equity market. Today, he sees the opposite, as demonstrated in the lack of consensus between the periphery and the northern European governments. European sovereign problems are “absolutely, positively not resolved,” he said, “and we are going to have great volatility, particularly in the euro, thanks to the problems that are emerging in Spain.” European debt spreads, which have not shrunk since the EMU bailout was announced in mid-2010, show that sovereign problems “are as bad as they have ever been,” he said. “The euro is a horrible thing to own. You should own none of it.”" （由此可见，伯南克有多么不希望被贴上“印钱”的标签）Disappointment No. 2 was the “lies” that Fed Chairman Ben Bernanke told on a 60 Minutes interview. Gundlach said Bernanke appeared scared – “he was twitching” – when he looked right in the camera and said “we are not printing money.” Bernanke, according to Gundlach, was relying on a semantic argument: we are not printing money, but rather creating it electronically. That was an “awfully cowardly thing to hide behind,” Gundlach said, since we are unquestionably monetizing our debt.

20110119 FOMC Tealbook On balance, the incoming news on economic activity has taken on a stronger tenor since the December Tealbook. Consumer spending picked up sharply in the fourth quarter of 2010, and—apart from its volatile motor vehicle component—business investment in equipment and software has exhibited considerable vigor. Industrial production (IP) has also posted solid gains in recent months. By contrast, conditions in the labor market have improved only modestly, and the housing market remains moribund.

20110122 安信证券\_宏观研究\_一元复始\_高善文,莫倩 "近期数据暗示我们，有必要认真考虑新经济周期是否已经启动。这些证据包括部分工业行业的增速提升与盈利能力上升并存，在信贷投放量较大的背景下经济中相当大范围内流动性较为紧张，以及贸易盈余占比下降到近年来的低位，暗示传统行业的去产能化可能接近尾声。新经济周期启动将在市场风格、行业方向和估值的趋势等方面深刻的影响未来数年的资本

近期经济中出现了较大范围的流动性紧张的症状。主流倾向将之归因于政府为抑制通货膨胀而采取的紧缩政策立场。如果我们相信迄今为止媒体关于年初信贷投放的报道，那么近期信贷投放的绝对量不能算少。从媒体报道以及我们从草根层面了解到的一些情况来看，2011年头十天信贷投放可能超过6000亿，2010年12月信贷投放量也较为可观。如果不加控制，那么1月份信贷投放量可能会超过1万亿元。在近期信贷投放量较大的背景下，在经济中相当大的范围内，我们观察到利率在明显的上升：票据贴现利率在年初的下降非常短暂，自1月中旬以来快速上升；中长期贷款市场上，一些银行在拍卖信贷额度，贷款发放的利率往往较基准利率上浮20%左右；房贷优惠在普遍收紧；草根调查表明一些历史上资金充裕的大企业也开始感受到资金的紧张。对利率上升的第三种解释是贸易盈余下降的非常快，或企业的投资意愿在普遍上升。这两种情况是同一个硬币的两面。因为企业如果普遍的扩大固定资产投资，那么迟早会带来顺差的大幅下降。我们认为企业投资意愿在普遍上升的可能性值得认真考虑。

另外，中国经济周期中一个相对领先的行业，即通用设备制造业，2010年4季度的增速出现了非常快速的上升，并且与此同时，行业利润率也上升并保持在较高水平。这一行业的产品可以理解为“生产机器的机器”，属于投资品，在中国投资驱动的产能周期中可能是较为领先的行业。

从我们与行业分析员的沟通来看，钢铁行业、建材行业的盈利明显改善，并且这些行业过去几年新增产能都较少。在草根层面，很多人在认真考虑去产能化是否已经基本结束。在总量层面上，我们认为这个倾向也是值得密切留意的。目前对消费的全面启动争议较少。值得留意的事实是，在消费启动的背景下服务业可能将全面兴起。

我们对中国2011年的经济增长与通货膨胀的判断都高于目前的共识水平。"

20110126 FOMC Transcript "（看不到强劲就业以前，就按兵不动；反思认为QE2是有用的，对资产价格影响很明显）

伯南克：

（我现在愈发觉得，伯南克对联储委员们整体观点的总结，没有什么信息含量。联储广泛讨论的数据，也是市场广泛讨论的数据、特征和主题，基本就是市场共识）首先总结大家的看法，Most对于温和复苏持续的信心有所增强。

我的个人看法是，确实经济正在朝着可持续复苏的方向发展。最近真正的消息是，居民消费在Q4增长强劲，4%的增速。关键是可持续性如何？其中汽车销售格外强劲。积极的角度来说，本来汽车就是顺周期项目。但消极的角度说，消费分项的强劲还不是全部行业，因此可持续性仍待观察。此外，消费的基本面还不强，如收入疲弱。未来一段时间，要衡量居民消费的内在动能可能有一些挑战，因为payroll tax cut马上要对可支配收入产生支持。

因此，我现在格外关注就业数据。尽管各种积极迹象存在，但令人失望的是，NFP始终没有展示出强劲增长势头。" "伯南克：

我的个人看法。美国的通胀压力来自外部，通过商品价格和进口价格，而不是内部。EM特别是中国为了促进出口而盯住汇率，这导致它们的经济过热，然后通过商品价格来给美国输入通胀（真不要脸，什么导致它们过热？还不是联储自己宽松）。So how are we supposed to respond to a situation where many countries are, in the old language, not playing by the rules of the game?

下一步关注通胀压力，可以看GDP名义增速和单位劳动力成本ULC。ULC在2010年下降，预计2011-12继续皮哦若，这将让通胀保持低位。

（总体来说，本次FOMC似乎没有特别担心通胀问题，虽然通胀已经愈发被市场关心，且商品价格在飞涨）

（本次FOMC与2008年的FOMC好像很不一样，当时FOMC还是很担心商品和弱美元的）" "伯南克：

我个人看法是，The economy is kind of like an ocean liner, which does take a while to move, and I think we have to be patient. We are seeing signs of sustainable recovery, but they are still somewhat nascent; in particular, we haven’t seen any strong employment reports yet. So I would advocate maintaining the status quo." "伯南克：

大家对LSAP的效果由分歧。我认为LSAP是有效的，从市场价格走势上可以看出来：股市上升，股市波动性下降，利率先下降然后由于增长预期上升而上升，通胀BE上升，信用利差下降，美元走弱，商品价格上升等等，这都对应于货币宽松，monetary ease。

最近的市场价格表现，与当时2009年3月以后的市场价格特征，是很相似的。

（一个很大的收获：2011年初的情况下，当就业弱的时候，联储没有那么担心headline通胀，如油价、食品价格等。2008年的情况是，但就业强的时候，联储确实担心headline通胀。）"

20110128 VOX Gorodnichenko The inertia of monetary policy 格林斯潘时期的货币政策，taylor rule的拟合误差很大，但如果加入policy inertia (ffr smoothing)，则拟合效果非常好。我们认为政策惯性的证据很强，这也预示着当前非常规政策退出会比较慢。

20110129 JPM\_Global\_Data\_Watch The duration trade 当前复苏强劲，这是很典型的经济周期的特定阶段的特征，这一阶段企业投资强劲，居民耐用品消费也很强。随着私人部门信心回升，货币保持宽松，2011年将迎来强劲增长。下一步的主要矛盾就是货币政策正常化的过程，这一过程中避免震荡。

20110130 2010年第四季度中国货币政策执行报告 "中央经济工作会议确定2011年实行稳健的货币政策，宏观政策导向发生了一个重要变化。上一轮我国实行稳健的货币政策是从1998 年开始的，当时是为了应对亚洲金融危机的冲击和克服国内的通货紧缩趋势，从之前从紧的货币政策转而实行更为宽松的货币政策。此后稳健的货币政策一直延用到2007 年，其含义更加丰富，既包括防止通货紧缩，也包括防止通货膨胀。或者说，在防范金融风险的前提下，保持货币供应量适度增长，支持国民经济持续平稳健康发展。这十年的稳健货币政策大体可分为两个阶段，1998-2002 年主要是防止通货紧缩，2003-2007 年主要是防止通货膨胀。稳健的货币政策比较有灵活性，有助于更加积极妥善地处理好稳增长、调结构和防通胀三者之间的关系。

2011 年货币政策是从适度宽松转向稳健，这也是我国在当前国际国内大环境下的正确选择。当前国际金融危机极端动荡状态已经有所缓和，虽然发达经济体复苏较为缓慢且仍然不够稳定，但总体上外需形势有一些改善，我国经济增长势头进一步巩固，完全可以通过实施稳健的货币政策继续保持经济平稳较快增长。货币政策回归稳健有利于加强通胀预期管理，防范资产价格泡沫。当前内外部流动性较为充裕，通胀预期较强，通胀压力较大，需要通过货币政策回归稳健，控制物价过快上涨的货币条件，彰显把稳定物价总水平放在更加突出位置、治理通胀的决心。"

20110131 bca.usis\_wr UN-COORDINATION "上周的FOMC是近期最无趣的一次FOMC。随着Hoenig不再是票委，这一次FOMC也全票通过了。

当前对经济复苏的信心高涨，那么矛盾就变成复苏节奏的不同了。在之前经济偏弱的时候，或者是risk on, 或者是risk off，但未来不同经济体的节奏不同，各国央行的节奏也不同，资产价格节奏也不同了。所以下一步是分化。"

20110201 bca.bca\_mp Optimism Is In The Air; The European End-Game "（让市场愈发相信可持续复苏的最关键是数据是什么？我猜测伯南克的FOMC会议内部讨论说的很有启发，即4季度的消费在高位很重要；与此同时，企业投资在高位上升；总之，广泛的消费、投资等内在动能的回升，预示着经济动能的可持续性较强，与此同时，NFIB等一些指标有转好迹象）（换个角度，那就是居民、企业部门都向好：居民就是消费强劲，居民信心好，背后是股市好；企业资产负债表好、盈利好，投资好，企业信心好，即animal spirit；作为居民和企业的连接，就业也有转好迹象，特别是NFIB就业）

[增长全面向好]

开年以来，对美国二次衰退的担心烟消云散，市场转而相信美国进入稳健和可持续的复苏。尽管欧债危机持续，但德国等核心国家增长强劲。美国的周期开支项目还有很大回升空间。周期开支包括居民耐用品支出、企业投资和居民、企业住房投资。

但风险偏下行：1.房地产行业仍然疲弱。如果房价再跌10%，其财富效应相当于股市下跌30%。2.财政问题。特别是地方政府财政紧。奥巴马在中期选举失败以后，对财政的言辞偏紧。当前的政治正确是财政紧缩。而几个月以后，又将面临debt ceiling问题。3.油价和食品价格上涨。

[欧债危机可能进一步深化，可以择机入场]

欧债危机可能进一步深化，葡萄牙可能步希腊、爱尔兰后尘。原因：1.当前情况不是稳态。边缘国家借贷利率太高。2.爱尔兰3月新政府需要向选民负责，可能带来新的波动。3.德国政客没有动机get ahead of the curve,需要一场危机来推动德国政客出手救助。总之，这意味着葡萄牙可能跟随希腊、爱尔兰和被IMF、EU救助。但即使葡萄牙政府被救助，葡萄牙私人部门也难以被救助。然而，当前一个最为鲜明的教训是，主权风险与银行业风险是一回事，从国债和银行CDS就可以看出来。

市场可能高估了违约的可能性。1.回顾过去16年的情况，即使CDS高涨到很高的程度，国家依然很大可能避免违约。资本市场持续性的高估了违约的可能性。（这个表非常好）。最典型的如2002年的巴西CDS已经到2500bps，意味着80%的可能性违约，但最终并未违约。另一个例子是印尼，这个国家被投资者反复喜爱又抛弃，例如亚洲金融危机以前资金流入印尼，亚洲金融危机期间被诟病crony capitalism，2004年再度被青睐，在2008年CDS高达1143bps，而最近投资者再度青睐印尼了。2.民主国家较少违约。当然，正如RR书中记载，希腊在独立以后50%的时候在违约，西班牙则是违约次数最多，高达12次。但最近欧洲国家已经是真正的民主国家了。

下一步可能是bailout。因为这是阻力最小的解决方案。1.德国有动机bailout。回顾2008危机，对于政策失误的最大共识是让雷曼破产了。实际上，过去两年政府做的最多的事情就是bailout。对于德国而言，bailout边缘国家，比bailout自己的银行的成本还要低一些。具体的办法是，Bailout可能需要ECB购债。直接bailout的政治阻力太大。只要货币宽松，边缘国家有可能muddle through，包括希腊。2.边缘国家没有动机离开欧元区。离开欧元区的过程中可能导致bank run以及私人部门破产, 在一系列破产当中，货币贬值对于出口的作用是相对不大的。

但如果德国push的太厉害，也可能最终导致违约。德国的阳谋是保持资本市场压力较大，来促使边缘国家进行财政整顿。而这甚至可能导致情况恶化，从而导致ECB购入更多的债。然而这就是代价，保证边缘国家持续进行改革。这听起来像是一个危险的游戏，这确实是。

低利率将刺激德国经济，特别是德国房地产。德国房地产现在估值很低，已经连续15年没有变动了。

总体来说，欧债问题可能进一步恶化。但如果进一步恶化，则是择机入场的好时机。

" 最近市场关注特Trichet关于通胀导致ECB加息的鹰派言论。我们认为市场过虑了。 "在经济复苏可持续以后，股市将受到盈利支持而看涨。

股市。股市超买严重，迟早要有correction，但只要盈利增长强劲，股市还是grind higher。

债券。QE2所压低的term premium已经全部unwind回去了。

（所有的这些分析中，最核心的区分流动性和偿付性问题。希腊是偿付性问题，最终一定违约；意大利是流动性问题，最终大概率会救助。逆向投资者，可以赌意大利向死而生，但通过计算是可以知道，希腊是难逃一劫的。）"

20110204 bca.usbs\_sa\_2011\_02\_04 "（BCA bond开始看空债券）

开始看空债券。

1.当前美债10年期收益率升破3.5%是一个关键技术信号。

2.特别的，这是在一份较弱的就业数据报告的背景下，收益率持续上升，这愈发说明当前债券市场的周期背景很不利。

3.可能债券熊市的唯一缺席因素是联储没有加息。最近联储言论说明确实说明2011年不会加息。但市场对未来的加息预期可以升温，这意味着债券收益率仍有上升空间。

4.食品和油价在上升。

5.欧债危机在减弱。

6.美国财政争论在发酵，这可能导致美债市场波动。

7.经济数据。各方面数据显示，美国正在进入一个自我可持续的复苏。德国数据也显示正在进入充分就业状态。尽管1月NFP不佳，但各种其他就业指标显示就业在未来将转好。"

20110207 bca.usis\_wr TREASURY SELLOFF A THREAT for equities "经济可持续复苏的迹象越来越多：就业增速，NFIB雇佣指数，首申下降，ISM新订单高位，ISM就业也在高位。

最近的收益率上升反映的是增长预期上升，而非通胀预期上升，因此股市不会受到影响。而且股市的技术指标本身也没有什么问题。"

20110207 Rajan Why Did Economists Not Foresee the Crisis "（很有见解）

经济学家为什么没有看到危机的到来？下面是几个常见理由，我个人认为都不是最主要原因：

1.经济学家缺乏足够的模型。实际上经济学对于流动性冲击的模型很丰富，对于所谓政治经济学的研究也很深入，例如监管机构和去监管问题。这些已经有的模型已经足以解释危机，但它们合在一起并没有预测出危机。

2.Ideolody. 有人提出，是因为有人盲目相信markets are efficient. 但问题是，即使是行为经济学家，也没有预测出危机呀。当然，像Robert Shiller常年认为高房价不可持续的人是存在的，但悲观者常年错误也是常见的事情。

3. Corruption。有经济学家跟市场机构有利益关联。但我认为大部分经济学家其实跟业界关系不大。

其实，要想预测危机，需要一个预测者对各个方面都有认识。但现实是：1.经济学家往往对一个领域很专业，对于financial economists or real-estate economists的研究并不关心，反之亦然。经济学家对于广度breadth的回报很少。2.经济学家往往避免进行预测。拐点的预测往往对应着已有关系的break down，这尤其困难，容易错。因此预测存在reputaional risk。综上，经济学家通常不愿意做短期预测。但是，这也导致经济学放弃了对于中期的预测. The danger is that disengagement from short-term developments leads academic ecnomists to ignore medium-term trends that they can addess. 如果上述判读是对的，那么对于为什么没有看到危机，其答案可能很简单：经济学家本来就不关心这个问题，many simply were not paying attention."

20110209 bca.usbs\_sr U.S. EMPLOYMENT GROWTH WILL IT EVER HAPPEN "在过去历次衰退以来，每一次衰退以后就业总数回到衰退前高点所需要的时间都在边长，从这个意义上讲，无就业复苏的现象实际上是趋势性的愈发严重的。

对此有许多结构性的解释，但没有一个特别具备解释力。其中一个是参与率的下降。16-24岁参与率下降可能与更高的教育水平有关，但55岁以上参与率的回升并没有对冲，因此总体参与率在2000年以后是下降的。

我们这里也提供一些周期性的解释。我们对各行各业就业提取主成分，第一主成分与C&I loans最相关，第二主成分与real retail sales最相关。其他主成分还与consumer credit, broad money growth, real corporate bond yields相关。总之这些都与信贷、利率有关，这些都受到货币宽松的支持。"

20110209 安信证券\_宏观研究\_符合预期，尚未登顶(2月8日加息点评)\_高善文,莫倩 "央行决定自2月9日起再次加息，其中一年期存贷款基准利率分别上调25个基点。本次加息可能是因为1月份CPI水平较高，加息时点和水平符合预期。从本次存款利率调整的期限结构来看，可能反映了央行管理通胀预期和商业银行系统的揽存压力。（确实是符合预期，因为加息以后，国债收益率进入一个季度多的下降阶段，而A股在上涨）

"

20110212 JPM\_Global\_Data\_Watch\_ Policy normalization is the key challenge 当前复苏伴随着通胀的回升，这使得政策正常化充满挑战。 我们修正对ECB的预测，我们预测ECB在2011年底加息

20110214 bca.usis\_wr NEARING A CHOKE POINT FOR equities "债券收益率的上升，如果反映的是增长向好，通常不会抑制股票。但有两个需要注意的：1.如果上升太快（例如1994），还是会抑制股票。2.当利率升至均衡利率附近时，可能在3个月尺度上抑制股票（没有讲有啥逻辑）。我们当前估计10y的fair value是4%，因此距离抑制股票也不远了。

实际上，股票是估值multiple可以很好的由bond yields, inflation and economic growth解释，剩余解释不了的，可以大体有euqity risk premium（ERP）解释。" 投资者担心通胀，这并不是没有道理：从产出缺口来看，EM在危机期间下降本来也不多，现在已经恢复到趋势线上了，这意味着产出缺口已经大体弥合，这也是通胀压力的源泉；DM仍然低于trend大约15%左右，通胀压力不大。

20110214 全球经济周报 "研究组的Leading Indicator Panel包括：

领先指数：Conference Board 经济领先指数，ECRI周领先指标，股市，AAA-BBB Spread Change，VIX期货。

同步指标包括：ADS指数，CFNAI指数"

20110215 BAML Global Fund Manager Survey News "Survey Shows Equity Bullishness at Record Level

Investors are more bullish towards global equities than at any time in the past decade, according to the BofA Merrill Lynch Survey of Fund Managers for February.

A net 67 percent of asset allocators say that they are overweight global equities, the highest reading since the survey began asking this question in April 2001. This represents a significant further increase from January and December when a net 55 and 40 percent were overweight the asset class, respectively. At the same time, bond and cash allocations continued to fall. A net 66 percent is underweight bonds, up from a net 54 percent a month ago, while a net 9 percent is underweight cash – the lowest allocation since January 2002. The difference between equity overweights and bond underweights has also reached its highest level since the survey began. An unusual shift in regional allocations accompanies this increase in risk appetite. Only a net 5 percent of fund managers are now overweight global emerging markets equities, down from January’s net 43 percent. This represents the steepest monthly decline in emerging market exposure in the survey’s history and compares with the net 28 percent average weighting since this question was introduced.

In contrast, investors now report more positive stances on key developed markets. Appetite for eurozone equities has increased significantly – a net 11 percent overweight in February, compared to a net 9 percent underweight in January. A net 34 percent of respondents are overweight U.S. equities, up from a net 27 and 16 percent in January and December, respectively. Moreover, the U.S. and eurozone now rank as the two regions investors would most like to overweight going forward. Yet a month ago more respondents wanted to underweight eurozone equities (a net 17 percent) than any other region. “Unusually, higher risk appetite has been accompanied by a dramatic downsizing in asset allocation to emerging markets, as surging global growth expectations have increased the value attractions of developed market alternatives,”

“The surge in equity and commodity weightings, uber-low cash levels, rising inflation expectations and crashing EM allocations indicate that we are no longer in a Goldilocks environment. A jump in rates or weaker growth are the most likely catalysts for a spring correction,”

" An increasing majority expects global inflation to increase this year – a net 75 percent in February, up from a net 48 percent three months ago An important component of inflation, commodity prices, now ranks as the biggest risk that investors identify. A net 33 percent rank it ahead of all other threats, up from a net 13 percent in January.

20110215 安信证券 高善文 工业生产者价格在一月份创出新高，这一方面可能来自发达国家为首的全球经济复苏，另一方面，中国内需正在恢复的可能性不容小视。强烈的资金需求可能是信贷快速增长更为主要原因。从我们的草根调查结果和若干新闻 报道来看 ，近期民间利率最高已经升到年率100%以上 ，并且一些民间放贷者的资金已经全部投放 。 “量价齐升 ”。（需求好强） "工业品分项数据也进一步支持了我们对新一轮经济周期的猜想。而中国内需的超预期意味着未来的通货膨胀水平还有较强的支撑。

"

20110215-瑞银证券-中国GDP成为世界第二 "随着日本在2月14日公布了2010年GDP数据，中国正式成为世界第二大经济体。关于中国成为世界第二大经济体的报道大量见诸报章。

过去十年，中国对全球经济增长的贡献已经很大。根据国际货币基金组织公布的数据，在危机爆发前的五年，中国贡献了全球增长的约12%，相比之下，美国的贡献为17%，日本为5%。未来十年，我们预计中国对世界GDP增长的贡献平均在25%-30%，超过美国。从中国的新增需求角度说，这确实意义重大--不仅仅是大宗商品和材料的新增需求，还有消费品和服务的新增需求。中国将成为更多产品的最大增长市

"

20110218 JPM\_Global\_Data\_Watch Interaction reactions EM过热可能让DM央行更早的紧缩。

20110221 bca.usis\_wr Assessing The Risks Valuati on, EM Inflation and Government Debt "美股已经相比2009.3翻番，当前时点值得关注一下估值水平。在过去几年当中，CAPE已经愈发流行。

严格意义上讲，中国并没有直接把通胀输出给美国，因为以人民币计价的中国对美出口价格实际上是下降的，只是因为美元走弱，导致美国进口价格上升。当然，美国进口价格还是在上升，但由于企业部门没有提价能力（即需求弱），以及通胀预期的更加稳定，成本的上升这更可能导致margins下降，而非1970s的工资价格上升循环。正好比2005-08年，美国从中国进口价格上升很快，最高达到6%增速，但美国core goods inflation实际上没大变化。" "从Minutes看，联储也没有太担心通胀。联储已经把增长和通胀风险改为平衡，而之前是增长和通胀均有下行风险。

Minutes显示，联储内部有人认为，增速而非gap将影响通胀。我们会关注这个说法是否会进入未来一段时间的联储官员speech" Minutes: "...some participants suggested that other variables, such as current and expected rates of economic growth, could be useful indicators of inflation pressures.”

20110221 安信证券\_宏观研究\_紧缩仍将继续\_高善文,莫倩 "央行于2月18日宣布再次上调存款准备金率0.5个百分点，货币政策紧缩力度进一步加强。此次调整的主要意图可能有两个，一是抑制商业银行的放贷冲动，一是针对仍在上升路径中的通货膨胀。这两种意图及相应的宏观经济背景，都暗示着流动性较为紧张的状况可能将继续维持一段时间，至少短期内很难出现持续、大幅的缓解。

1月份的信贷增长较高，商业银行放贷冲动较强也许的确是部分原因，但从贷款利率的上浮到民间利率的普遍攀升都暗示我们，强烈的资金需求可能是信贷快速增长更为主要的原因，否则资金供应扩张的背景下资金价格应当是下降的，至少不会出现大幅上升。

近期民间利率最高已经上升到年率100%以上，并且一些民间放贷者的资金已经全部投放。民间资金市场的这一“量价齐升”的状况和银行系统的信贷投放节奏、资金价格相互参照，暗示实体经济对资金的需求可能仍在上升的趋势之中。我们在此前的系列报告中已经指出这一趋势可能主要来自新经济周期的启动"

20110221 全球经济周报 "2011年2月14日，欧元区各国财长同意，将欧元区永久性危机解决机制ESM的有效贷款能力提高至5000亿欧元，并将每两年进行一次评估。未来ESM的可贷款规模约为当前救助机制EFSF可贷规模的两倍（EFSF总担保规模为4400亿欧元，但实际可贷款规模仅为2550亿欧元），基本能满足葡萄牙、西班牙政府未来三年的融资需求。目前有关5000亿欧元救助基金的具体融资方案尚未出台，同时有关是否扩大现有救助机制EFSF规模以及应用的讨论仍在进行中，欧盟领导人计划在3月24日的欧盟峰会出台包括上述内容在内的综合性危机解决方案。

德法领导人此前联手推出的“竞争力协议”也将是3月份欧盟峰会的主要讨论内容。该协议提议所有欧元区国家遵守一套完善的社会和财政政策，以提高欧盟经济竞争力，缩小成员国间差距，包括规定统一的退休年龄、在欧洲统一征收企业所得税、降低工资增速等。目前这份公约仍遭到多数欧盟国家反对，短期内达成一致意见难度较大。"

20110223 bca.usbs An unscheduled change （这篇报告的一部分是讨论联储何时加息，给出的checklist都是增速绝对水平的，例如ISM回到50以上以后多长时间加息，增长above trend多久以后加息，失业率触顶回落以后多长时间加息。根本问题在于没有解决level的问题。这正是桥水在2010年daily中反复强调的问题，即关注level值）（按照这篇报告的分析，growth所对应的加息时点大约是2012年初，这似乎也是市场discount的情况）

20110224 bca.bcasr\_sr MIDDLE EAST TURMOIL WHAT DOES IT MEAN "（中东颜色革命正在进行，利比亚，埃及等等，产油国沙特等也面临压力）

当前中东的地缘政治局势可能有两个影响：1.推高油价，2.政治风险压低股市。

当前传言利比亚产能已全部关闭，当然其产能仅占全球2%，但当前油价本来就已经很高。高油价是通缩性的，因为总需求不足情况下企业不具备提价能力。一个拇指规则是，油价要翻倍，年比上涨100%以上才能冲击到美国股市，当前还远没有。（但这个规则与基数效应一定关系，指示看起来很符合，但逻辑上还不是很强）

"

20110224 bca.eis\_sr LESSONS FROM THE U.S. EXPERIENCE "危机以后美国恢复的最快，德国是2009年底才开始恢复（从IFO可以看出来），欧元区整体上则是最慢。关键原因是欧元区政策应对太不给力。

货币方面，美国TARP最初不及预期以后，很快推出资本注入措施，并且推出QE；2010年经济仅稍有疲弱即推出QE2，颇为讽刺的是，美国疲弱的原因是欧债危机。对比之下，ECB很早就开始退出危机期间的流动性政策。当前正在讨论的ECB加息是政策错误。但我们认为，ECB还是要共识驱动的，尽管有鹰派声音，但不至于犯错而加息（为啥错了？）。

银行方面，欧元区的stress test推出以后，由于爱尔兰银行破产，市场对压力测试的结果很快失去信心。（还讨论了财政方面）"

20110224 Feldstein Quantitative Easing and America’s Economic Rebound "2010年4季度以前美国经济不算亮眼，此前的增长多依赖库存调整等；但2010Q4确实不一样，增长很强，而且主要是终端销售，特别是消费强。不过，消费的基本面又不算强，就业、收入一般，背后的关键是储蓄率下降？

QE2推动的股市上涨，进而导致的财富效应可能是储蓄率下降的原因。2010.8伯南克宣布QE2以后，股市上涨了15%，这对应的财富效应恰巧可以大体解释消费的对应上升（共同基金17万亿，0.04的财富效应）。考虑到2011年QW2结束后没有新的计划，因此消费可持续性是需要打个问号的。"

20110228 bca.bcasr\_sr INFLATION A REAL OR IMAGINED THREAT "（写这个sr的原因是，当前对于通胀的看法有很大分歧）

当前市场极度关注通胀问题，几乎每次和投资者开会时，投资者都在担心通胀。

分析通胀通常有三种范式：1.货币数量论。2.Cost push. 3.Demand pull. 对于DM而言，这三个分析给出的结论不同，对于EM而言却是共同指向高通胀，因此EM的通胀压力是实实在在的。

Cost push: 从2010年中以来大宗商品大幅上涨了50%导致许多人担心通胀，这并不奇怪。但对于DM而言，从商品价格到CPI的传导是不大的，无论是从数据上看，还是从该逻辑上——DM的成本70%是劳动力成本。但对于EM却是传导更多。DM的成本主要是看Unit Labor Cost. 联储研究认为工资是滞后于通胀的. 即便如此，ULC看起来仍在低位。

Damand pull: 虽然output gap不易衡量，但gap肯定很大。

我们总体认为DM虽然已经摆脱通缩，但还没有明显通胀问题；EM有通胀问题。当前的商品价格上升，对于DM而言甚至可能是通缩性的，因为这会削弱其他商品的消费（跟宋国青老师的说法一致）" 我们预计2012年开始货币正常化（应该就是加息），但这并不是源于通胀压力上升，而是当前的极度宽松的货币不再需要。 "虽然投资者都很担心通胀，但实际上资产价格上并非如此。It is important to look at what people do rather than just listen to what they say.

从55BE来看，当前通胀预期很平稳，美国BE还未超过危机前水平。

我们看空债券，也不是因为通胀压力上升，而是在经济复苏情况下，real yields将回升。"

20110228 bca.uses\_sr BANKS AND THE YIELD CURVE "（这个专题很好，曲线和银行盈利的关系，是相关性，而非因果性）

当前复苏阶段，通常银行股票的相对表现较好，市场当前也是discount银行股相对较好，但我们看空银行股票，因为银行大概率不及预期。

市场最为普遍认为，曲线越陡峭，银行盈利越好（我去，在2008年以前的bca报告里面，bca自己也常常这么写），但实际上并没有坚实的证据。

从逻辑上，曲线与interest margin有关，但数据上并没有相关性。在1970s以前，3-6-3 banking时期，银行存在duration错配来盈利，但1970s-80s的教训以后大型银行已经不再过度依赖carry trade or ride the yield curve.

从历史数据上看，曲线确实与interest net income有关。这说明曲线与lending activity有关。换句话说，是因为曲线对应着经济复苏，而复苏期间信贷回升，量升导致银行盈利改善。但本次去杠杆期间，这一机制不一定成立。此外，本次银行还面临各种加强监管。

（判断正确，2011年美股整体走平，银行股跑输）"

20110228 bca.usis\_wr Oil Takes Center Stage "（其实市场只是在担心叙利亚原油供应而已。一般的政治动荡对全球经济的影响微乎其微）

当前市场对于中东动荡和油价上升非常关系，这个问题已经成为中心议题。确实，历史上油价的大幅上升总是导致衰退。

1978-1980的伊朗政权更替是一个相关的案例。在伊朗政权更替以后，伊朗产油量大幅下降，但其他产油国将产量补上去了。实际上，1979年全球原油产量是上升的，虽然1979年油价极大幅度上升。

历史经验表明，不仅是油价绝对水平，油价上升速度也很重要。油价上升的太急促对于经济影响更大。" "补充：

发生在突尼斯的自焚事件是整个“阿拉伯之春”运动的导火索。2010年12月17日，26岁年轻人穆罕默德·布瓦吉吉因经济不景气而无法找到工作，在家庭经济负担的重压下，无奈做起小贩，期间遭受当地警察的粗暴对待，抗议自焚，不治身亡。在自焚后的第29天，在国内骚乱愈演愈烈的情况下，总统本·阿里不得不放弃突尼斯这个自己独裁统治了23年的国家，在2011年1月14日深夜飞往沙特。

一马当先的就是埃及。在本·阿里离开突尼斯11天之后，也就是2011年1月25日，埃及民众爆发了一系列街头示威、尤以首都开罗和亚历山大最为激烈，据称有超过一百万人参与了此次抗议。示威者提出埃及总统穆巴拉克下台、军队结束戒严，终止紧急状态法，获得自由和正义的权利等要求。2月11日，埃及副总统奥马尔·苏莱曼通过国家电视台宣布，穆巴拉克已经辞去总统职务。

继突尼斯和埃及革命成功之后，利比亚在2011年2月16日开始爆发反政府抗议活动。2月18日，反对派控制了该国第二大城市班加西的大部分地区。3月17日，联合国安理会决定在利比亚设立禁飞区。8月22日晚，反对派武装已全面控制的黎波里及清除市内卡扎菲残余部队。

2011年3月6日，叙利亚安全部队在德拉市逮捕了15名儿童，这些儿童因在墙壁上书写反对政府的言辞而被捕，受到残酷虐待。消息不胫而走，3月15日，大马士革、阿勒颇、哈塞克、德拉以及哈马等城市的街头爆发了大规模反政府示威活动，报道称有数千人被捕；4月18日，约10万示威者在霍姆斯广场静坐，要求巴沙尔下台。"

20110301 2010年冬季CMRC中国经济观察（总第24期）第23次\_CMRC朗润预测\_2010年第4季度\_ “经济增速不低，通胀压力未减，内需增长强劲，顺差趋于收窄，汇率温和升值，利率或许上调！”

20110301 2010年冬季CMRC中国经济观察（总第24期）会议下半场问答\_ "问题3：中国当前潜在生产能力的变化如何？

宋国青：现在粗略估算的情况是潜在生产能力可能每年下降0.2%。潜在生产能力的计算主要是按照劳动力供给给出的，0.2%是通过建立一个考虑到年龄、就业、教育、经验的模型得到的结果。今年潜在GDP增长率可能是9.5%。尽管如此，我还是认为劳动力供给突然发生结构性变化的可能性不大。

问题4：最近亚洲国家的通胀率都很高，同时国际大宗商品价格也上涨很快，这是否会对我国的通胀造成影响？国家是否会出台价格补贴的政策？

宋国青：我个人一直对所谓输入型通胀的说法持保留态度。如果央行就给你10块钱，即使国际价格上升了，但是因为总的货币数量就是这么多，进口了东西的话，用于买国内产品的钱就少了，这样国内价格水平就会下跌，总的物价指数就还是不变。这样来看，货币就可以管住总体价格水平，输入型通胀的逻辑就不成立，特别对PPI来说基本上不认为是国际价格传导导致的上升。当然，在超短期内可能会因为进口产生一些输入型的价格上升，但稍微放长时间看这种上升是不会持续的，只要货币管住了。即使考虑到中国进口对国际价格的影响，也同样不支持输入型通胀。不过，就食品价格来说货币管通胀的观点需要有所修正，因为食品的需求没有弹性，在居民名义收入不高的中国，许多人收入不足，但是还要吃饭，所以就会动用自己的储蓄去购买食品。这个时候货币是管不住通胀的。这种情况在短期会出现，但长期来看仍然是货币决定物价，因为即使是挖储蓄也不可能一直挖下去，居民手里如果一直都没钱，到最后还是只能少吃东西，这样对食品的需求就会回调，物价还是会因为管住了货币从而回到稳定水平。因为食品价格的这一特点，美联储考虑CPI的时候还专门制定了去掉食品价格的核心CPI，就是为了专门考虑货币可以管住的通胀。但是完全去掉食品价格的做法于中国来说不合适，同时像现在这样全都计入CPI也确实不妥，因此可以考虑计算出一个折扣，反映出货币和物价的真实关系。这个折扣可以通过考察通胀时食品价格对储蓄率的影响来得到。" "问题5： 现在许多在建工程项目都面临严重的资金缺口问题，如果货币紧缩，问题就会更加严重，如何解决调控通胀与缓解资金缺口的两难问题？

宋国青：：央行在治理通胀的时候坚决不能相信资金缺口的说法，因为资金出现缺口的前提是给定物价水平不变如果因为资金缺口给大家发钱，央行多印钞票后就会引起通胀，通胀起来后对资金的需求更多缺口更大，这样下来恶性循环治理通胀就不可能了。毕竟货币本身不能产生任何社会资源，在社会资源不增加的情况下，多发钞票就好比碗里加水不会增加米的数量一样，到最后只能导致通货膨胀。对所谓资金缺口的说法坚决不能听。"

20110301 2010年冬季CMRC中国经济观察（总第24期）货币增长有所抑制及货币度量一些问题\_宋国青 " 中国去年全年GDP和通胀走势呈现低增长高通胀的特点，许多研究认为这是因为出现刘易斯拐点，即支撑中国长期增长的人口红利的消失，劳动力供给不足所致，并因此认为当前央行不应制定太紧的货币政策。但这一供给面的因素可能并非是导致去年低增长高通胀的主要原因，因为长期劳动力不足不太可能是短期内突然发生的。

年底生产不足的原因可能要考虑到去年下半年以来因十一五计划节能减排和亚运会所导致的企业停产等偶然因素。当然，人口红利变化的影响到底多大，还需要进一步看一月和二月份的生产情况。由于现在统计局没有公布相关数据，所以只能用一些行业数据做初步推算。这些行业数据显示今年一月份生产活动可能很强，从而佐证了去年年底节能减排等偶然因素的抑制作用是引起低增长高通胀的主要因素。

按照上述逻辑，如果去年年底的生产主要是被人为压低，那么元旦过后压力消失，就应该出现高增长低通胀的结果。但是一月份的PPI出现暴涨，这点和生产强劲恢复的情况相悖。造成这种不一致的原因可能有两个：一是一月份统计局对CPI和PPI的权重进行调整，部分统计因素可能导致PPI的异常，因此不能用去年年底和一月份的数据进行简单比较；二是全球大宗商品价格上涨，美国强劲恢复，以及市场方面预期未来几个月中国总需求很强等因素也可能使得PPI上升较快。具体这两方面原因哪个更占主导，还需要看二月份的数据。

" "综合信贷和货币的情况，当前的政策是从紧的，甚至可以说隐隐约约看到了通胀下行的迹象，因为一般来说，不超过10%的月环比信贷和货币增速只要能够持续三个月就基本可以扭转通胀上行的趋势，而现在已经紧缩两个月了。只要央行在三月份继续保持当前的调控，通胀应该就可以管住。

特别是考虑到今年的外需可能因为美国经济复苏而增长很快，以及全球性食品价格上涨等因素，从紧的货币政策持续更长一点时间也许更为合适。" "现在定义的社会融资总量实际上是国内融资总量，对外汇占款没有纳入统计。这样的定义本身没有问题，但是考虑到融资和货币的对等关系，有一块钱的货币创造就意味着有人拿到这一块钱（即融资）。那么，外汇占款作为央行的融资可能也需要纳入社会融资总量的范畴。

最后再次强调一下货币管内需的命题。虽然各项总量金融和货币指标在预测09年的数据时表现都很差（货币和流动性指标高速增长但是CPI没有起来），但这是因为同时期的外需大幅度下跌，总需求增长较为平稳所致。就出口本身来说，一方面它是总需求的一部分即外需，另一方面因为出口会导致外汇流入从而引起货币发行，因此还会进一步派生新的需求。在货币管内需成立的条件下，中国国内流动性的提高有其国际意义，因为流动性提高后内需上升，就可以通过进口（对其他国家而言是外需）的渠道影响到它们的总需求。"

20110301 bca.bca\_mp The Tables Have Turned; Taking Off The Rose-Colored Glasses Education And Growth In The 21st Century "（在经济延续扩张期间，一方面关注扩张的持续情况，一方面要开始想下一步就是通胀问题，这一段时间都是判断通胀是否成为实质性问题）

[从通缩担忧到通胀担忧]

市场情绪变得真快！在6个月以前，市场是在担心美国二次衰退和通缩风险，联储因此开启了QE2；当时EM看起来没有什么大问题，因此投资者涌入EM。现在，市场相信美国复苏可持续，从担忧通缩转变为担心通胀。EM的通胀担忧明显上升，风险资产承压。

美国经济正在加速增长，就业看起来也就要回升。周期性支出占比仍低，显示pent-up demand空间仍大，只要就业能改善。特别是average weekly hours已经回升至接近衰退前水平，这意味着下一步要增加就业了。

但美国增长也很难很强，还有很多逆风。2010Q4以来，居民消费较好，但居民收入仍然疲弱。高涨的油价和食品价格侵蚀居民收入。房价仍在走弱，虽然整体经济没有二次衰退，但房地产确实二次走弱了。尽管房贷delinquencies的速度已经放缓，但foreclosed存量仍在上升，这将持续压制房价。财政刺激将会消退。去杠杆仍未结束。

" "虽然Core CPI看起来即将爬升，但回升是暂时的。

只要工资温和，通胀很难成为一个严重的问题。" "[市场高估了ECB的紧缩]

市场对未来12个月的预期是，ECB将加息100bp，联储加息60bp，discount的ECB比联储还要紧缩，这难以发生。这意味着徳债相对美债将表现更好，美元也有走弱压力。" "

股市。过去6个月股市上涨了25%，这在1970年以来发生过12次，但这12次以后的3/6/12m股票大部分案例仍然表现很好。当然，当前对于股市的看多情绪已经达到多年来的最高点，从BAML的投资者调查可以看到，67%已经高配全球股票。

对新兴市场的情绪已经恶化。由于EM的紧缩周期还在开始阶段，因此EM股市还会下跌。

债券。如果市场对通胀的担忧大幅上升导致债券收益率升至4%以上，则构成买入机会。"

20110301 PIMCO Strategos \_ PIMCO "（从这篇文章可以看到，PIMCO是倾向于支持央行对headline通胀进行回应的）（在PIMCO看来，通胀预期的不稳定是一个值得考虑的风险，央行需要提前应对）

通胀在加速上升。在危机以来，大部分时候是通缩而非通胀风险，但当前不一样了，通胀在去全球许多地区正在加速，而央行们本身仍在与高失业斗争。因此当前的通胀来的不是时候。

联储正在加强沟通。央行需要改变策略，或者直接减少货币宽松，或者要沟通如何应对通胀问题。我们可以看到联储正在进行沟通。我刚参加了一个央行官员的会议，能够明显感觉到央行官员们正在关注headline通胀对通胀预期的传导的风险。Dudley:""the key issue here is whether the rise in commodity prices will unduly push up inflation expectation."" 伯南克在国会作证时，提及inflation 22次，相比去年7月仅提及9次。他实质上在说""I'm not so worried, but I know you are.""

通胀预期是最大敌人。在联储的声明中，保持长期低利率的三个前提条件是：就业差，通胀低，通胀预期低。前两个条件是满足的，第三个并不一定。据说联储最为密切关注的55BE.

ECB可能小幅加息。上个月特里谢表示""strong vigilance""，谢天谢地，EC收个承认了宽松货币和高涨商品价格对headline inflation的风险。While that is welcome, 欧洲内部分化将让ECB货币正常化的选择首先。一种可能是小幅加息，让core的需求外溢到边缘国家；一种可能是诉诸财政政策，让core收紧财政政策。但欧元区财政政策难以协调，因此ECB可能采用加息政策。" "联储的FRBUS模型显示2012年中加息，市场预期是2012年初加息。

"

20110305 Gavekal qs 过去十年里面DM持续underperformEM，部分原因是增长差异。1990s的全球增长是DM的科技进步，2000s的EM增长是资源的更有效利用，并且是商品密集的，因此在2000以来商品和股票高度同步，这个同步关系在2000前不存在，在过去商品是用来diversify股票的。过去十年，美元与全球增长负相关，这与EM-led增长是一致的（Gavekal在2011年就把这个关系说清楚了）。我们在上次季度报告中提到Asia通胀压力，商品牛市可能结束，最近出现了许多供给负面冲击。近期的EM underperform是因为投资者开始注意到Asia的通胀。当前全球增长已经很强劲，虽然分布的不够平均。当前全球问题是通胀，特别是新兴市场。新兴市场的货币低估助涨了通胀。

20110305 JPM\_Global\_Data\_Watch Watching the consumer 全球PMI保持稳健，现在全球消费在走强，这预示着复苏广泛进行。 联储与ECB的政策方向大不一样。伯南克认为商品对CPI传导有限，low for long; 特里谢却在本周明显冲击市场，暗示ECB有意在2011年4月份加息。

20110307 bca.usis\_wr Bad News, Good News "牛市调整幅度通常在5-8%之间，一般调整到200日均线附近，当前意味着调整到1250一下（确实后来调整到1250附近）。当前引起调整的因素是中东颜色革命。从短期来看，仍有向下调整空间。

2月份NFP很好，终于呈现出NFP好转的迹象。

（在BCA看来，股市超买已经进行了一段时间，调整早晚要发生，中东问题以及后来的日本大地震只是trigger；这种调整是健康的）" "伯南克讲话显示，联储并未过度担忧商品价格对CPI的冲击。

伯南克对于退出策略的谈论也很少，要知道去年这个时候伯南克对于退出策略是长篇大论。"

20110308 GMO JM\_Seven Immutable Laws\_3-11 "（我看这几个真理，核心是估值，对杠杆谨慎，发挥自己的比较优势）

我认为的7个投资真理：

1.Always Insist on a Margin of Safety. Valuation is the closest thing to the law of gravity that we have in fi nance. It is the primary determinant of long-term returns. When investors violate Law 1 by investing with no margin of safety, they risk the prospect of the permanent impairment of capital. GMO的当前7年资产价格走势预测可以看到，几乎所有的资产都是高估的。由于联储宽松，股债都是高估。

2. This Time Is Never Different. 为了克服这个问题，需要看的时间序列要足够久。有人说从二战以阿里美国房价从没跌过，但如果看的更久一些，则会看到美国房地产市场和其他国家市场没有本质区别。

3. Be Patient and Wait for the Fat Pitch. 投资要等待时机。

4. Be Contrarian. 价值投资者很自然的成为逆势投资者，因为价值投资就意味着越下跌、越便宜则越买。（这个洞见很好）要知道人本质上是希望抱团取暖的，因此逆势投资者并不舒服。

5. Risk Is the Permanent Loss of Capital, Never a Number. 永久性损失的来源有：估值风险，fundamental risk即资产本身出现重大本质问题，financing risk即杠杆。

6. Be Leery of Leverage. 杠杆从来不会让一个坏的投资变好，但可能让一个好的投资变坏。因为波动大加杠杆可能导致本金输光，transform a temporary impairment (i.e., price volatility) into a permanent impairment of capital. 许多所谓金融创新，不过是新的加杠杆方式。对于1980s/90s垃圾债市场熟悉的投资者，对于房债市场最近的加杠杆就会感到稀奇。

7. Never Invest in Something You Don’t Understand."

20110309 Rajan Will Next Time Be Different 公众并没有很长的记忆。当前美国的Dodd-Frank法案试图保证银行不会在拿公众利益去冒险，但公众已经把注意力转移到就业上面。公众会觉得，当前金融不稳定风险并不高，为什么还要加强金融监管，而且监管措施如此繁复。随着lobbyist的努力，DF法案对于银行越来越友好。

20110312 JPM\_Global\_Data\_Watch Shaking foundations 上周五的日本地震给近期全球经济注入新的不确定性。

20110314 bca.usis\_wr Markets And The Oil Supply premium "上周NFIB显示就业继续向好。

最近bca做了关于油价的非线性影响的研究。我们发现，当油价上涨超过choking point以后股市开始承压，而债券收益率实际上是下降的，即过高的油价导致衰退，从而高油价是通缩性的。" "伯南克表示不太担心商品价格上涨对CPI的二次效应。

ECB鹰派，表示可以既保持对银行的流动性支持，同时加息。德国经济毕竟已经red hot了。"

20110314 Gavekal Past Clashes in EU-US Monetary Policy "当前ECB和联储的政策存在巨大方向性分歧。历史上出现这种分歧的时候，往往后面出现金融风险事件。例如：

1970年美国进入温和衰退，联储降息，但德国央行担心通胀而拒绝大幅宽松，最终1971.8 尼克松放弃金本位。

1987.10德国超预期加息50bp，没有按照卢浮宫承诺来支持美元，随后是Black Monday.

1991-92年联储仍在宽松，而德国政府在两德统一背景下加息，这导致了英镑在黑色星期二崩盘。

2008.7 ECB为了应对oil shock而加息，联储正在宽松。"

20110314 全球经济周报20110314 "美国内需增长依然强劲，但消费者对油价和通胀担忧增强，信心指数大幅下跌

11日召开的欧元区十七国领导人峰会上，欧元区领导人就综合性危机解决方案进行讨论，并在以下几个方面达成一致意见：

扩大EFSF可贷款规模：欧元区领导人同意将现有的欧洲金融稳定基金（EFSF）的有效放贷能力从2500亿欧元增加至4400亿欧元。

部分成员国将对EFSF提供现金支持：原来EFSF只需要成员国提供担保支持，但未来信用评级较低的担保国，可能会被要求投入现金。

增加EFSF灵活性：EFSF将被允许在初级市场上向欧元区受困债务国直接购买国债，但该基金将无法在公开市场上购买债券，或对债务回购进行融资。这对2013年中起生效的“欧洲稳定机制”（ESM）同样适用。这意味者EFSF及ESM将仅对问题国家提供紧急流动性支持，而不会类似于欧央行的国债购买计划，对二级债券市场提供支撑。

延长希腊贷款期限，降低贷款利率：会议决定将希腊的援助贷款期限从3年延长至7.5年，并将希腊的贷款利率调低1个百分点，预计这将为希腊节省近60亿欧元的利息支出。

爱尔兰降低贷款利率的要求遭拒：由于爱尔兰暂时还不愿在提高公司税方面作任何妥协，目前德法等国不同意降低爱尔兰的贷款利率。" "北京时间2011年3月11日13时46分，日本本州岛东部发生里氏9.0级地震，震级为日本史上最高，为人类有记录历史以来第四大地震。

震中位于日本本州岛仙台港以东130公里处，震源深度为24公里。地震引发了强烈的海啸。

据日本警察厅(National Police Agency)消息，截止今天早上8点，地震和海啸已导致1598人死亡，1720人失踪。

地震由于受灾面积较广，工业生产反弹速度将更慢，对消费者信心的打击也将持续一段时间。

根据野村证券比照阪神大地震的初步估计，本次地震对2011年1、2季度日本GDP的拖累分别为0.25-0.5、0.5-1.0个百分点，3季度对GDP影响中性，4季度受重建影响对GDP的拉动将为0.25-0.75个百分点。"

20110315 BAML Global Fund Manager Survey "（高油价让滞涨担心上升）

Survey Reveals Growth and Profitability Fears After Oil Price Spike.

A net 24 percent of asset allocators now expect corporate operating margins to fall over the next 12 months. This represents the sharpest month-on-month decline since the survey began asking this question in 2004. As recently as January, a net 10 percent was expecting margins to expand. A net 32 percent of fund managers still look for corporates to increase profits in the next year, but this is down significantly from a net 51 percent a month ago. A net 31 percent now views consensus earnings estimates as too high, moreover.

This decline in confidence is reflected in the survey participants’ macroeconomic outlook. A net 31 percent of fund managers still believe the global economy will strengthen in the next year, but this is down from a net 51 percent last month. In the U.S. the fall was even sharper, from a net 52 percent to a net 21 percent, while respondents in Asia outside Japan turned negative. A net 25 percent sees the region’s economy weakening over the period.

While fears of recession remain remote, the threat of stagflation has risen, according to the survey findings. In the space of two months, the proportion of fund managers anticipating below-trend growth and above-trend inflation has doubled to 38 percent. Among four possible outlooks, this is now the most common among respondents.

No respondents held this view last month. ""The shift in the March survey is toward stagflation, with lower growth expectations and higher inflation and interest rate expectations causing cash levels to rise,"" “If the oil price reverses, this change in sentiment could prove quite fleeting. There has been no massive sell-off. Investors are in ‘wait-and-see’ mode,”" "Investors do not expect U.S. interest rates to rise any sooner as a result of the oil price shock. Three-quarters of them still see a rate hike within 12 months. But a net 35 percent expects the yield curve to flatten over the period, up from a net 14 percent in February.

No fewer than 72 percent now thinks the ECB will raise rates before July. "

20110315 bca.bcasr\_sr Arthquake and the aftermath "Although the Nikkei has plunged, investors should always remember that natural disasters rarely change an economy’s growth trajectory and this earthquake, though massive, will be no exception.

Second, the 1995 Kobe earthquake triggered a wave of repatriation of overseas assets by Japanese insurance companies to cover losses incurred at home. This caused the yen to rise. A similar phenomenon could play out again, supporting the yen,

We should note that the key global averages had begun correcting before the earthquake hit Japan. The disaster has apparently accelerated the speed of the downturn in global share prices and increased investor anxiety."

20110315 FOMC Transcript "（本次主要在讨论通胀，伯南克认为通胀是供给冲击，而且通胀预期稳定，因此不应该收紧政策）

（本次FOMC讨论了将在下一次FOMC开新闻发布会，以后都听一下，增强直观感受）

伯南克：

过去六周确实有不少坏事情发生，例如中东乱局推高油价，日本大地震，我们还看到有一些财政紧缩；房地产和银行问题持续，包括foreclosure问题；此外，2010Q4的GDP也下修。但我个人看法是，我与大部分委员一样，我是cautiously confident（同意经济朝着可持续复苏情形发展）。就业市场尤其令人振奋，我认为未来一段时间NFP都会比较强。增长上下行风险平衡，但委员们整体上认为通胀风险有些上行。

（下面是对于通胀的专题讨论）本次FOMC对通胀讨论较多。我提示如下几点：1.当前的商品价格对于CPI的推高是有限的，staff估计对于PCE将推高到2.3%然后12月回落到2%一下。对比而言，2008年我们曾经面对4.5%的通胀，在2008.9回落到4%，当时的通胀都没有失控也没有冲击到通胀预期（我的反思：为什么2008年和2011年的联储反应不同？第一个原因是周期位置不同。第二是通胀level不同。第三是，2011年已经有了2008年的经验。）

如果油价上升是供给冲击，那么货币政策也不应当紧缩。当前有很清楚的证据显示是供给冲击。第一是中东乱局推高油价。第二是USDA显示天气原因导致农产品供给下降，future市场显示农产品价格将会回落。

需求冲击的解释力是有限的。美国在全球的原油消费占比在下降。此外，美元的走弱也不足以解释商品价格上升，商品是相对所有货币上涨。还有一个问题是货币政策，我认为EM进口了美国的政策，而这些货币政策对于EM而言并不合适。

另一个重要问题是通胀预期问题。许多委员人恩威，如果通胀预期不稳，则需要收紧。但问题是，当前通胀预期并没有不稳定的迹象。55BE显示通胀预期尚稳，仍在历史区间内。" 很多人提到ECB和联储的政策很不一样。我认为，如果考虑到经济背景（output gap），那么ECB和联储政策可能各自都是合适的。要知道，德国的失业率比危机前还要低2个百分点。 伯南克：it seems rather unfair that the emerging markets can essentially force us to maintain a suboptimal economy so that they can keep their exchange rates at a comfortable level and maintain undervaluation and trade surpluses.

20110318 GS UEA The Economic Effects of Uncertainty "（讨论“不确定性”，跟其他机构的讨论重点不太一样）

不确定性对经济的冲击是v形的，先下降，后反弹。本质上是人们推迟购买，先等等看看。当前以VIX衡量的不确定性冲击并不算大。我们经验分析表明，如果控制金融条件和油价等，那么不确定性冲击的强度将下降非常多。实际上，我们发现历史上很多时期的不确定性冲击，本身就是油价冲击。"

20110320 安信证券\_宏观研究\_央行上调准备金率点评（2011年3月20日） "2月中旬以来，宏观调控因国内外多种因素的扰动，力度减弱，节奏放缓。国内因素包括内需出现走弱迹象，“两会”召开等；国际因素包括中东乱局、大宗商品价格上升等。这些因素使得判断通货膨胀和经济增长的前景非常困难，政策处于观察期。

我们对2 季度经济增长的势头较为乐观，2月份以来内需走软可能主要是由节能减排结束对数据的扰动、大范围蔓延的民工荒对开工和终端需求的拖累、以及前期紧缩政策导致的库存调整等力量造成的。这些力量的共同特征是临时性和短期性。如果建设开工和库存调整情况较为顺利，那么2 季度中国内需将有明显的环比改善。在此背景下，3 月下旬至4 月中旬的宏观数据非常关键。"

20110321 Soros Europe Re-Divided "任何欧债危机解决方案都需要德国的同意，因为需要德国的主权信用担保。法国的影响力不如德国，因为法国的主权信用也依赖于德国的AAA评级。

当前3月份的方案跟1980s的惩罚拉丁美洲的方案是类似的，这一方案意味着边缘国家的增长更为困难，从而导致欧元区内部更多的政治纷争。"

20110321 瑞银证券 汪涛 "今天两会正式闭幕，同时也有一些经济数据发布出来。我首先给大家梳理一下数据。数据显示国内的经济活动在前两个月还保持强劲。最近一段时间一直有一些怀疑的声音，觉得中国的经济是不是已经有见顶或者下滑的迹象。同时有一些数据看起来确实不太乐观，比如说很多人都注意到最近汽车销售，尤其是重卡的销售非常弱。PMI也连续两三个月是处于下滑。2月份的出口也比大家预想的要弱。再加上最近两个月一直有流动性收紧的各种各样负面报道。但是综合看1、2月份的数字，尤其是出口，我们感觉目前经济活动还是非常强劲。

首先看房地产方面的数据，我们认为房地产开工建设应该是中国重工业行业一个非常重要的领先指标。1、2月份房地产新开工面积增长28%，非常强；而施工面积增长38%；销售在去年非常强的基数上仍然有正的增长，达到13%左右。所以从这几个方面来看，应该说至少到目前为止，政府的紧缩政策还没有对商品房的建设和销售产生什么影响，当然并不是说它不会影响，而只是说影响目前还没有体现出来。

虽然统计局调整了固定资产投资数据的统计口径，但从可比口径来比，投资增长在今年前两个月也达到了25%，还是非常强的。这也和去年第四季度信贷增长比较迅猛是吻合的——因为那时候的信贷增长肯定会滞后一段时间才能花出去。另外，从工业生产来说，工业增加值增长14%，而去年同期增长大概是20%左右、在一个很高的基数上的增长。当然它一方面是受国内活动的影响，一方面也是受出口的影响。虽然出口增长在2月份只有2.4%，但是1、2月份加起来看是同比增长21%，虽比去年有放缓，但放缓幅度是一个比较温和的，是符合预期的。而同时进口量增加比较多。这其中当然有有大宗商品价格上涨的因素在里面。但大宗商品和生产资料的进口数据也印证了国内需求的旺盛。目前看来，综合各方面的因素，甚至包括发电量，包括运输数据，都印证了经济活动仍然强劲，放缓势头是比较温和的总体判断。" 两会和“十二五”规划中，还有很重要的一点是社会保障住房的大力推出。今年提出来要开工建设1000万套。去年大家知道政府的目标是建580万套，最后在今年1月份，政府宣布已经开工了590万套，这其中估计有很多是在年底才突击进行的。今年因为一开始就说要加大力度，所以年底突击的程度可能不会有去年那么厉害。但最后能不能建成1000万套，还是有相当的风险。大家可能知道有资金方面、土地方面的风险。但我个人认为最大的风险是动力——是地方政府缺乏动力，并不是地方政府缺钱。其实地方政府对社会保障住房最重要的贡献是土地。地方政府被要求无偿或是廉价的给社会保障住房提供土地。地方政府有没有动力把这么多土地无偿的捐出来去做社会保障住房？这是有很大的风险的。新开工这么多套有可能，但建成多少套还是存在着一定的风险。话说回来，今年虽然1000万套不一定能完成，但比去年的量肯定要大，因为政治各方面的压力要比去年大。社会保障住房就可以弥补这一块的疲软。所以我们觉得今年的整个建设活动增长还有5%到10%的幅度，而去年差不多是有20%。但同时我们也要清醒的认识到，保障房是用来弥补商品住房这一块出现的疲软，而不是说是一个完全新增的部分。

20110322 Shiller Bubble Spotting 有人问我下一次泡沫是什么，我也不知道。泡沫是集体人群的行为，很难预测，就好像预测8年以后谁当选美国总统一样。可以知道的，美国股市泡沫的次数比美国房地产要多，在过去一百年当中：美股泡沫曾经发生在1920s，1960s，1990s，而美国房地产泡沫仅发生在2000s。

20110322-瑞银证券-宏观要点：评估中国的房地产泡沫 "中国有没有房地产泡沫？几个观测指标：房价、房地产杠杆率、房地产建设活动%GDP，住房存量价值%GDP。

由于商品房市场仅仅从90年代末才开始大规模启动，因此商品房的渗透率仍然较低。商品房的购买对象仍主要是城市里的中高层收入群体。1997至2010年，全国累计竣工商品房约5,400万套，而2009年全国城镇家庭总数为2.15亿户。官方统计显示：收入排名前20%的城镇家庭的平均收入是城镇居民总体平均收入的2.2倍；排名前40%家庭的平均收入则是总体平均收入的1.7倍，而这几乎肯定存在低估。因此，对目前购买了商品房的居民而言，其房价收入比在4-5之间，非常接近国际上的正常水平。

中长期看，泡沫难以避免：高储蓄率、不发达的资本市场以及资本帐户封闭意味着很大一部分居民财富还是以银行存款的形式存在。随着对房地产的“投资”或资产配置多元化的需求上升，银行存款向房地产转移就有可能在居民负债率未出现太大增长的情况下导致泡沫，因为资金转移至房地产会造成房价上涨、反过来又会吸引更多的资金转移。

 政府将存款利率设定在偏低的水平上，再加上缺乏房产税和其他持有成本，使得房产持有人能够容忍较低的租金回报率，促使资金从银行存款转移到房地产市场。租金回报率较低也减少了市场上出租物业的供给，加剧了市场上房源稀缺。

 地方政府垄断了城镇住房建设用地。作为垄断供应者，又非常依赖土地出让收入作投资和搞建设，地方政府有很强的动力推升土地和房地产价格及整体房地产建设活动（见图9）。

 由于要素价格扭曲且不需要分红，中国企业拥有很高的储蓄和留存收益，并且一定程度上由于公司治理不规范、其他很多行业存在着准入门槛，企业正越来越多地将留存收益投资于土地和房地产。

 作为未来几年拉动内需和经济增长的重点，“城镇化”往往被地方政府和大众解读为在郊区建设房地产、从而将其“城镇化”。这会导致房地产加速建设，在未来几年难以持续。

 将城乡土地和住房市场人为分割开制约了城镇住房供给、推高了城镇房价。同时，对农村住房存量和住房建设的低估可能会造成整体房地产业过度建设。

在流动性充裕、低利率以及将城镇房地产建设当作“城镇化”主要内涵的大背景下，未来几点中国很难避免出现房地产泡沫，尤其是在现有的政策没有触及到上述基本问题的情况下。"

20110323 GS Daily Q&A on the Recent Weakness in Housing 房地产仍在走弱。但房地产绝对水平已经如此之弱，以至于它本身已经很难带来很大的下行风险。

20110324 Barclays\_Global\_Outlook\_Winding\_down\_the\_recovery\_trade "我们在过去两年推荐看多风险资产，当前观点有变化，因为通胀已经起来了。（Barclays的观点简直是朴素中的朴素，朴素中的战斗机）这意味着未来风险资产走势将震荡而非趋势上涨。

当前DM仍有空间，例如美国通胀上行压力不大，因此相对更看好美国。

（Barclays对于增长、通胀的理解太小学生了，BCA的才是范本；即使BCA经常出错，但BCA的框架是更为合理的；BCA的几个经典框架例如加息周期与股市表现，关注ffr的level，对通胀的研判等，这些框架其实是一致的，在刚刚要加息的时刻，通胀通常还来不及成为真正的问题，就好像2004年；通胀在2004年可以是惊喜，但难以成为持续的问题）"

20110324 GS US Daily\_ QE Progress Report (Pandl) "本次QE2的尾声可能不会像QE1一样——最后几个月减少购债规模、延长购债时间，最终使得退出变得平滑。这是因为联储愈发相信QE的作用主要来自stock effect。我们对此也同意。QE2在开始以后，flow effect并没有推动收益率下降。

QE1的结束原本是2009.9，后来逐步延长到2010Q1（但要知道，QE1刚结束以后，叠加欧债危机，美国经济大幅放缓。因此QE2的结束以后会发生什么，还是容易让人担心。但联储和高盛似乎并不担心，stock effect毕竟在那里）" 最近联储沟通也显示QE2可能如最初计划来完成。

20110325 bca.gis\_wr QUESTIONS FROM "当前投资者反复问到的问题包括：QE2结束以后，收益率是否会大幅上升？我们认为不会。

当前收益率与经济基本面本来也没有太大差距。当前债券收益率略微高估，我们估计的公允价值大约在4%左右，当前略低于公允价值，但当前经济是从大危机中走出来的，倒可以理解。

联储2010.9的文章Flow and Stock Effects of Large-Scale Treasury Purchases研究发现，QE1让整个curve下降30bp，特别是让10-15年下降50bp。

QE2的结束估计是non-event，因为已经广为人知。

QE3推出的门槛很高。首先是美国经济当前尚在可持续复苏。此外，QE2的推出出奇的面临了巨大的阻力，包括联储内部——例如Kevin Walsh就持反对意见；国会；外国。当前国会非常罕见的反对联储采取宽松的政策。联储最担心国会的观点，因为怕国会削弱联储的独立性。"

20110328 bca.usis\_wr Assessing The Risk "（我在想一个问题：当ffr跌至0时，为何市场不能推动长端收益率走低呢？毕竟如果收益率“偏高”，那么经济会走弱，通缩风险加剧，长端收益率“自然”就下降了。

第一个思考角度是同时思考汇率，即美元可能升至，收益率偏高导致美元升值，但这实际上将加剧通缩过程，导致收益率最后下降更多。

第二个思考角度是，如果联储不主动让收益率下降，那么经济会进入恶性循环，联储陷入不断追赶curve但却赶不上的境地，这个就是McCulley曾经提到过的，中央银行应该避免“追赶曲线”。当ffr跌至0的时候，利率政策已经不能让长端下降，此时联储需要直接干预长端）

（在ZLB的情况下，有一个定价扭曲的地方：长端债券收益率已经很低，这意味着持有债券的sharpe ratio很低很低，收益率根本不足以覆盖债券的波动，此时为什么还持有债券？）"

20110328 Gavekal Running with the Bulls in a World of Extreme Risks "我们交流的投资者普遍非常看多股票。All the investors we meet have gone through the opposite transition. After asking repeatedly over the last two years: “is it time to sell this rally?”, we now find almost all our clients posing the opposite question: “what signals should we watch out for to decide when to buy this dip?”

但风险有很多，例如高油价，例如ECB和联储政策分化，例如欧元区可能的主权违约与银行挤兑。"

20110328\_Global Outlook 全球经济月报20110328 "葡萄牙陷入政治危机，融资成本进一步上升。3月23日，葡萄牙现任少数派政府提出的财政紧缩议案在议会被否决，葡萄牙总理宣布辞职。葡萄牙预计将于5月底进行提前大选，大选前现任政府将以代理政府的身份承担职务。受政治危机影响，葡萄牙评级再度被下调.

我们预计2011年美国经济走势前高后低，全年增速在3.1%左右。2012年经济增速略低于2011年。2011年经济增长仍将主要来自于消费的贡献。家庭财富、雇佣情况、消费信贷、信心和预期都将对消费起到推动作用。企业投资将成为2011年美国经济的最大看点。消费、盈利、信贷、预期和信心因素将共同支持企业投资在2011年快速增长。2011年美国经济增长的主要风险点是高油价对经济增长的拖累。" "2013年6月以后，欧元区永久性危机解决机制（ESM）将代替现有危机救助机制（EFSF、EFSM）为陷入危机的欧元区国家提供融资安排。其实际可贷款额度为5000亿欧元，欧盟将至少每隔5年对其充足性进行评估。

ESM架构的主要细节如下：ESM的监管。ESM将成立由欧元区各国财长组成的理事会，作为该机构的最高决策层。ESM的重要事务，包括是否提供救助、救助条款的设定、是否扩大机制规模、以及修改机制的功能将需要所有成员一致同意；一般事务将需要80％以上多数同意，投票权重将按照各国出资比例分配。

ESM救助方式：方式一是ESM Stability Support （ESS），即提供救助贷款，EU将联合IMF和ECB对问题国家进行评估，决定贷款规模和期限，以及经济整顿方案。方式二是Primary Market Support Facility，即ESM也可直接从一级市场购买成员国国债，以支持陷入融资困境的国家，但被救助国同样需要接受欧盟提出的经济整顿方案。"

20110401 bca.bca\_mp mean vs. mode; The Long-Term Outlook For Commodity Prices "（本月面临的市场状况是已经发生了较为明显的调整，而风险因素继续萦绕，使得复苏面临挑战；客观上可以看到风险，而股市已经在确认风险；这个时候，BCA提出风险上升，应当买一些保险）

[面临下行风险]

所谓modal outcome是指most likely outcome, 而mean outcome则是一个加权平均。当前的modal结果依然是复苏，但风险是偏下行的（这一段话说的太明白了！我记得危机以后，特别是2009年，伯南克在fomc也一直用modal这个词，当时实在搞不懂什么意思；最简单的说，modal就是baseline的意思）。从投资的角度，balance of risks与baseline同样重要。当前风险非常倾向于下行。

重要的下行风险包括：1）中东乱局。2）日本地震对供应链的影响。3）QE2的结束。4）美国房地产走弱。5）通胀上行。6）中国硬着陆。7）欧债危机。其中，我们认为油价上升、美国房地产和欧债危机是三个最大风险。

欧债危机有深化的风险。我们之前讨论过，欧元区的机制是在玩火，为了让边缘国家改革而让市场紧绷。葡萄牙的国内政局导致问题更为严重，最近首相辞职，预示着austerity fatigue，即紧缩已经难以继续进行了。（这个观察很好）

油价冲击。联储自己的估计是，10%的油价上涨将在未来两年分别抑制GDP 0.2pp，其中在6-12m的抑制最强。此外，油价上涨影响是非线性的。总体来说，如果油价快速上涨到150美元，这将在未来两年抑制增长1-2pp，那么美国经济确实可能被推入衰退。

房地产二次走弱。当前几乎所有的房价指标都在下降，而且不止是一个地区，而是全国范围内的走弱。房地产的领先指标——营建许可，NAHB建筑商信心，房贷申请——都很不好。值得关注的是，delinquency的下降一般预示着foreclosure rates的下降，这方面数据值得关注。

高库存可能将房价抑制到2011年。对房价的最佳预测指标是vacancy rate，当前仍高于历史均值2-3pp，这对应于过剩2-3 million。此外，还有2m的foreclosure，2m的还未进入foreclosure的但当前房贷已经delinquent的房屋。总体来首，至少还有4m的过剩存量，这对应于要再卖18个月。" （都没怎么讨论通胀，BCA都认为通胀在当前根本不是问题）（关键是，实际上联储也不把通胀看作问题，因此从美国角度，BCA的看法是对的）（但欧元区ECB确实把通胀看作问题，因此完全忽略通胀对ECB的影响，是不正确的） " 如果房地产没有出现更大的问题，联储预计如期完成QE2，然后在2012年上半年开始加息。

当前ECB面临难题。一方面是德国经济持续强劲，一方面是边缘国家很弱。" "

股票。保持微弱高配，但hedge下行风险。有两个hedge方法，一是卖空可选消费做多整体股市，对于欧债危机则是买入德国2y卖出美国2y。"

20110401 PIMCO The End of QEII Its Time to Make the Donuts \_ PIMCO 随着QE2的结束，收益率将会上升。当QE1结束时，欧债危机让通胀担心快速下滑。但当前欧债危机风险下降，这让联储试图平稳推出QE2的努力变得更为困难。（确实McCulley走了以后，这个Fed focus写的越来越烂）

20110402 GS UEA Will Fiscal Retrenchment Keep the Funds Rate Low "美国未来几年的财政整顿幅度将会是史无前例的。

CBO估计的美国primary structual deficit——也就是adjusted for impact of the business cycle——现在是6%。在历史上，这个deficit很少超过2%，在90s甚至一度是盈余2%以上。特别是考虑到美国的entitlements支出在未来十年还要上升GDP的2%以上。

如果每一年降低deficit 1pp%GDP, 那么也需要六年时间才能完成。历史经验表明，spending-based consolidations比tax-based要对经济冲击弱一些，这通常是因为伴随着货币宽松。英国当前的情况就是一个例子。英国当前通胀已经很高，但政策利率依然非常的低，就是因为财政整顿。这意味着美国货币政策未来也将边际宽松。

我们的预测是，2011-12年美国增长在3-4%之间，收益率将继续上升，在2012年底到达4.25%，但政策利率将保持低位，2013年以前不会加息。"

20110403 GS US Views\_ Messy "总体而言，我们认为good growth, low inflation and friendly monetary policy的总体组合是继续的，但最近的消息是增长也偏弱了一下，通胀稍微起来一些，政策可能比预想的收紧的早一些，meesier

增长仍向好，风险偏下行。虽然Q1的GDP可能比预想的要稍微低一些，但survey/就业数据都不错，增长的潜在情况可能仍然是不错的。但下行风险是存在的，汽油价格、财政比预想的更紧缩一些。" 我们并不认为商品价格对core的传导很明显，何况仍有很大的slack。不过通胀确实比我们想象的要边际更高，其中OER是上升力量。但这也很诡异，当前房地产并不好，却成为通胀上行力量。 当前FOMC内部的通胀观点有严重分歧。

20110404 GS Daily Disentangling Short and Long-Term Inflation Expectations (Hatzius\_Stehn) "3月份的密歇根通胀预期1y显著上升，5-10y也显著上升。1y的上升与大宗有关，其实并不令人担心。这正可能让人担心的是5-10y。但是要注意，5-10y的调查实际上本身不是一个forward的概念。就好比收益率曲线，5-10y的yield并不对应于未来那段时间的预期收益率，而是需要用短端曲线来推导forward情况。经过1y通胀预期调整以后的4-9y forward通胀预期实际上上升不多。

（原来如此。看起来，1y的通胀预期将机械性的推升5-10y通胀预期。这个daily有意思）"

20110404 全球经济周报20110404 3月份，非农私人部门增加就业23万人，优于预期。

20110406 bca.bcasr\_sr TIMING EQUITY BEAR MARKETS "（这篇报告比较系统，很好！）（总结一下，最可靠的几个指标：曲线，200日均线，大选周期）

我们定义熊市是从回撤15%并持续3个月以上，这在二战以来有11次。有几个指标有领先性：

1.流动性。流动性关键指标是收益率曲线，曲线约平坦说明货币越紧。有效的曲线是10-3m，其实5y-3y的效果也不错。短期和长期真实利率的水平much less useful for timing bear market，当熊市开始的时候，短期真实利率通常较高，但trigger point每次不一样，一般来说2%的短期真实利率是偏高的（这个对应着所谓Fed cycle的说法，可见Barnes对于Fed cycle的说法是将信将疑的）。货币指标也不算特别好用，M2和名义GDP的增速的比较。

2.估值。估值对timing确实没有什么用。但是估值可以很好的对应熊市的回撤幅度。

3.经济走势。如果剔除LEI当中的金融数据——即股票、曲线和M2，剩下的是新订单、消费者信心等——那么LEI对熊市的领先性并不强。如果只看ISM的话，熊市开始的时候ISM其实常常高于50。如果只是看盈利和margin走势，也很难帮助判断熊市。

4.技术指标。技术分析师们认为应当更加关注市场自身的动态dynamics而不是在基本面上浪费时间。我们并不完全同意，但我们承认技术指标是有意义的。技术指标包括sentiment，momentum，breath，我们以此总结为我们的综合技术指标。在熊市开始时，情绪通常是非常好的。动能方面，关键指标是40移动平均，如果跌破2.5%，则后续将继续下跌；但不好的消息是，通常下跌已经完成了一半以上。breath经常给出错误信号，噪音较大。

5.时间老人Father time。我们发现牛市持续时间与后续的下跌并没有直接关系。二战以来的牛市平均是30个月。大选周期确实与股市回报有关，前两年股市回报不佳，第3年往往股市回报较好。

就目前而言，曲线陡峭，经济没有衰退迹象，技术指标没有极端强、也没有在恶化，因此没有熊市风险。"

20110406 bca.bcasr\_sr TIMING EQUITY BEAR MARKETS

20110406 安信证券 高善文 2011 年1 季度经济增速明显高于此前市场的一致预期；企业的盈利都创出或接近历史最高水平；同时1 季度还出现了将近七年以来的首次季度贸易逆差。从这些广泛的证据来看，在过去数年始终困扰中国经济的产能过剩问题似乎已经大体解决（这个是周期性的判断，后面制造业投资确实开始走强）。去年底流动性高度紧张的局面在最近两个月出现明显缓解。这一现象无疑是令人困惑的，从通货膨胀的爬升到宏观政策的紧缩基调，从新周期的启动到欧央行的加息，似乎都显示流动性应该处在收紧的趋势中。目前我们谨慎地认为这一流动性缓解可能是临时性的，也许与房地产的限购挤出资金或宏观调控在操作上的三心二意有关系，并会被经济或通货膨胀向上朝预期的发展所打破。

20110406 安信证券\_宏观研究\_央行加息点评(2011年4月6日)\_高善文,莫倩,高伟栋 "在经济增长层面，根据行业分析员的反馈，中国经济增长的动量在3 月下旬已经表现出较明显的恢复势头；进一步考虑到中国经济处于周期性上行的初步阶段，短期内的扰动因素，如民工荒、紧缩政策造成的企业库存调整等临时性因素的影响正在消退，对2 季度的经济增长我们持有相对乐观的看法。

在这一背景下，为对抗通胀并在中期内维持正利率，央行可能会在2季度通胀较高时择机再度加息，并在2 季度维持偏紧的货币政策立场。

资本市场可能将继续在估值压力和盈利增长的纠结中箱体运行。" 我们仍维持2 季度CPI趋高的判断，并提醒市场参与者注意2011 年下半年通货膨胀的上行风险，目前PPI 接近10%的高度可能不是单纯由大宗商品价格推动的。 "央行决定从2011 年4 月6 日起，上调金融机构人民币存贷款基准利率，其中一年期存贷款基准利率分别上调25 个基点。

我们此前在3 月20 日的准备金率上调点评中已经指出，在通胀趋势较为明朗，经济增长的大幅下行风险逐渐被3 月中旬至4 月中旬的数据排除之后，宏观调控可能将重拾紧缩路线。目前这一判断目前仍然可以维持。"

20110407 GS Daily Explaining a 10bp 鈥淩ate Cut鈥\_(Pandl) "在2008.12开始，联储将The rate of interest on excess reserves (IOER)定在0.25%，但The effective funds rate低于IOER。这是因为市场分割的原因。GSE如两房和Federal Home Loan Banks不能直接存放在联储，而是需要借道商业银行。商业银行之间的交易是略微高于IOER的，GSE等存放在商业银行的交易是低于IOER的，EFFR是两个价格的加权平均，是低于0.25%的。

最近一段时间，QE2以来，超额储备金更多，导致GSE在商业银行存钱的利率进一步下降，因此EFFR也下降了，从之前的0.20%下降到0.10%。"

20110408 bca.gis\_so\_2011\_04\_08 Macro theme: SELF-SUSTAINING EXPANSION

20110411 GS Daily Fedspeak- The Vice Chairs Weigh In (Hatzius) 虽然前些日子地方联储的鹰派声音很强，但最新的联储副主席Yellen和纽联储主席Dudley都释放鸽派声音。

20110411 全球经济周报20110411 " 经过为时数天的讨价还价，美国国会领导人在周五晚上的最后关头（离国会批准拨款方案的截止时间仅剩一个多小时）达成了一份协议，避免了联邦政府关门。该协议要求政府在2011财年剩余6个月时间里削减开支约390亿美元。根据粗略估算，削减开支将在未来两个季度均拉低GDP增速0.5个百分点。

两党的预算之争还远未停止，当前仅走完了第一步。今后几个月将进行的关于提高政府债务上限的争论将有更为重要的意义，因为它直接关系到政府能否继续举债。美财长盖特纳估计最晚在5月16日债务上限会被达到。政府可以通过一些技术性的操作来进行短期融资，但最多撑到7月8日（高盛估计）。未来几个月国会还将讨论2012年预算案。目前看来两党达成一致的难度仍然非常大。政府将必须在2011年10月1日即2012财年开始前达成协议或通过临时预算决议，否则政府还将关门。

此次大幅的开支削减是共和党的一次政治胜利，共和党达成了两个目的：第一，通过减少预算赤字，博得公众好感。第二，开支被大幅削减后，美国经济将遭受负面影响，打击了竞争对手民主党，为明年的总统换届捞得一块板砖。

美国经济数据喜忧参半，服务业扩张放缓，消费信贷超预期增长" "4月7日，欧央行货币政策会议决定将基准利率（主导再融资利率）上调25bp至1.25%，同时将边际存款利率和贷款利率也分别上调25bp至0.5%和2.0%。

ECB将继续对通胀走势保持“密切关注”（monitor inflation risks “very closely”，关注程度仅次于“高度警惕”）将通胀预期控制在目标范围内，避免通胀的二次效应对欧央行而言至关重要(of extreme importance)

市场仍预期欧央行将在年内再加息50bp，基准利率到年末将上调至1.75%，下一次加息最早将在6月份。" "4月6日，由于融资成本大幅上升，债务前景趋于恶化，葡萄牙临时政府表示将向欧盟申请救助，随后葡萄牙反对党领导人表示支持临时政府的举动。

IMF总裁卡恩4月8日证实IMF已收到葡萄牙的救助申请，并表示IMF将迅速处理葡萄牙的救助申请，将与葡萄牙主要党派领导人、欧盟委员会和欧央行就救助计划展开讨论。

欧盟各国财长4月8日表示，作为财政救助的条件，葡萄牙必须接受一揽子经济改革方案，各方须在5月中旬之前就改革方案具体内容达成一致意见，以保证改革方案在6月初葡萄牙新政府成立后尽快通过并执行，救助贷款能够尽快发放。

从这次葡萄牙申请救助后的市场反应看，欧债危机对市场的冲击力在逐步递减。"

20110412 BAML Global Fund Manager Survey News "（低利率推动资金进入股市，市场对高通胀风险担忧持续加大）

Survey Shows Investors Taking on Risk in Spite of Macro Concerns

Investors have regained their appetite for risk despite rising concerns over the world economy and the corporate profit outlook, according to the BofA Merrill Lynch Survey of Fund Managers for April.

Spurred by growing conviction that rates will remain low, investors have reduced their cash holdings and increased equity positions, most notably in global emerging markets. Average cash balances have fallen in April to 3.7 percent of portfolios, down from 4.1 percent in March. A net 11 percent of respondents are overweight cash, down from a net 18 percent last month. A net 50 percent of asset allocators are overweight equities, up from a net 45 percent one month ago.

Appetite for emerging market stocks has bounced back with a net 22 percent overweight, up from a net zero percent in March. Asset allocators have also increased their exposure to commodities with a net 24 percent overweight the asset class this month, up three percentage points on March. Investors are putting cash to work while displaying concerns about the outlook. The proportion of the panel believing the world economy will strengthen in the next 12 months has fallen to a net 27 percent from a net 58 percent in February. Similarly, only a net 19 percent of respondents believe corporate profits will improve in the coming year, compared with a net 32 percent in March.

Forty-two percent of the panel believes that the world economy faces below-trend growth and above-trend inflation. At the same time, a significant number, 29 percent, expects above-trend growth and above-trend inflation. Energy, frequently used by investors to hedge against inflation, has become the number one global equity sector this month

“Central banks have succeeded in re-inflating economies, but investors ares plit on whether they have stimulated real economic growth,” “Investors are reluctantly overweight equities,” “The combination of zero rates and rising inflation makes them fearful of bonds and cash.""

Emerging markets bounce back in spite of questions over China "

20110412 GS Daily CAI- A Measure for Tracking US Growth (Pandl) "（关于CAI的介绍，很清楚和详细）

CAI对24个变量进行主成分分析，然后对第一主成分转换为GDP增速——具体转换方法是将历史GDP增速对历史第一主成分做回归进行拟合。

CAI与Chicago Fed National Activity Indicator (CFNAI)类似。CFNAI是Stock & Watsonzai 1999年提供的，基于85个经济活动指标real activity indicators，具体文章是“Forecasting Inflation”, Journal of Monetary Economics, October 1999. CFNAI的公布时间是每个月结束以后4周。此外，还有一些指标与CAI类似，如the US Treasury’s Real-Time Forecasting System (RTFS) and the Arouba-Diebold-Scotti (ADS) Business Conditions Index published by the Philadelphia Fed (for RTFS, see “Real-Time Forecasting in Practice”, Business Economics, October 2003; for ADS, see “Real-Time Measure of Business Conditions”, Journal of Business and Economic Statistics, October 2009).

在CAI当中，Survey的权重比hard data要大。可能原因是hard data受到许多具体因素的扰动，例如税收政策等。"

20110415 JPM\_Global\_Data\_Watch\_\_E\_2011-04-15\_578801 美国2011Q1的放缓从统计数据上看有些奇怪，因为ISM、就业、IP都不错。放缓的主要是建筑业和政府支出。

20110415-中金公司-3月宏观数据点评 "经济保持较快增长，先行指标预示的放缓尚不明显。4 月1日公布的PMI 指数显示经济出现放缓迹象，但是今天公布的经济增长各指标均超预期，尚未出现明显放缓。一季度GDP 同比增长9.7%，接近我们预期的9.6%，高于市场预期的9.4%，

预计政策将着重于控通胀，加息可能性上升。在当前通胀压力明显上升、经济放缓不明显的情况下，我们预计控制通胀压力将是2 季度政策首要任务。温总理在4 月13 日国务院常务会议指出“千方百计保持物价总水平基本稳定。这是今年宏观调控的首要任务，也是最为紧迫的任务。要不折不扣地贯彻落实国务院关于稳定物价总水平的全面部署，从控制货币、发展生产、保障供应、搞活流通、加强监管等方面入手，采取多种措施综合应对国际国内物价上涨压力，把物价涨幅控制在可承受的限度内。”预计讲话精神将在近期政策中体现。我们认为2 季度政策将进一步收紧，加息可能性进一步上升，同时货币和信贷政策继续紧缩，人民币升值保持较快速度。"

20110418 bca.usis\_sr What Do Sectors, Size and Value Tell Us About （这个报告值得一看）（将行业、style的，没仔细看）

20110418 GS US Daily\_ Implications of S&P’s Negative Outlook on US Sovereign Debt (Phillips) 标普对美国国债评级展望调制负面展望

20110418 全球经济周报 "2011年下半年美国经济面临的几个阻力：

1.油价攀升,在基本情形下，我们预计油价将在2011年底达到115美元/桶，拖累经济增长0.4个百分点。

2.财政刺激减退，预计从二季度开始，财政刺激对经济增长的贡献将由正转负。同时，国会两党通过的预算削减法案将使财政支出进一步紧缩。

3.房地产持续低迷，存货规模庞大，需求疲弱，我们预计2011年房价将下跌4-8%。房地产贷款在银行贷款总额中的占比较高。房地产市场持续低迷，也将拖累银行业尤其是中小银行资产质量的改善，限制其放贷意愿和能力。"

20110419 GS Daily How Much Information in Weak Q1 GDP\_ 过去一个月市场对2011Q1的GDP增速预测快速的下调，但我们看到CAI仍然不错，我们对于Q1的GDP偏弱没有感到太大冲击，我们认为Q2的GDP增速会反弹。

20110419 Gundlach Treasuries will Rally When QE2 Ends "PIMCO的Bill Gross认为债券收益率将上升，而Gundlach则认为收益率将下降。For over a year, Gundlach has forecast a “long-term bottoming process” in government bond yields. Last week he said he remains committed to that outlook.

Gundlach认为，从10年尺度上，通胀将上升；但眼前并没有通胀上升压力。就财政状况而言，如果利率上升，那么将导致a relly difficult fiscal situation.

Gundlach认为，当QE2结束时:""That is going to be a moment of truth for the US economy"" 因为失去进一步的货币和财政刺激，经济将会走弱。当前财政也是""austerity program""。当前再进行财政紧缩将太痛苦，以至于最后这些紧缩难以进行，解释inflationist将是对的。

QE2将会重复QE1的案例（事实上，确实是对的！）。QE1在2008.11.25宣布，宣布以后收益率仍在下降。在2009.1.1 QE1已经开始实施（咋实施的？），彼时债券市场投资者担心通胀，导致收益率快速从2%回升到4%，等到QE1在2009.3.18扩大项目时，收益率再度开启回升。当QE1结束时，债券投资者对于通胀的担心也在下降。（但不fair的是，没有提及欧债危机）

QE2也几乎重复了同样的情况，在2010.8.27 Jackson Hole上QE2被暗示，在2010.11.3 QE2开始，之后收益率回升。当QE2结束以后，美国经济会再度走弱，届时股票也会跟着走弱。再之后，对于QE3的呼声将会开始。

（我认为，公平的说法是，其实QE2结束本身并不会影响收益率。因为flow effect也许确实没那么重要。重要的是市场情绪。QE的结束时刻，通常伴随着联储态度的偏鹰派，这才是实质！）（当然，QE2结束时刻实际上伴随着欧债危机深化。但欧债危机的深化，本身其实也是全球联储转鹰的结果，两者看似没有相关性，但实际上逻辑上是联系在一起的）

"

20110420 bca.usbs\_wr\_2011\_04\_20 标普对美债的评级决定让市场感到意外，美债收益率在得到消息后快速上升8-10bp然后很快回落，CDS也显示同样的情况。

20110420-安信证券-兼评2011年1季度宏观经济数据：新周期渐行渐明，流动性阶段缓解 "2011 年1 季度经济增速明显高于此前市场的一致预期； 在工业增速爬升的同时，容易注意到电力、钢铁和化工等周期性行业的生产在显著恢复；虽然节能减排政策的缓解可能与此相关，但生产资料价格指数总体性的上升显示其他一些因素的影响应该更大。

生产资料价格的上升较多地集中在中下游产品上，这显示成本推动的影响并非价格压力的主要来源；在诸多行业，企业的盈利都创出或接近历史最高水平；同时1 季度还出现了将近七年以来的首次季度贸易逆差。从这些广泛的证据来看，在过去数年始终困扰中国经济的产能过剩问题似乎已经大体解决。（？？？）（2011年高博对于中国经济周期的判断有方向性问题。错认为新的周期将会启动。实际上并不是，反而是大宗商品见大顶）

在机械和装备制造领域，由于过去六七年时间里显著和广泛的技术进步，在国际竞争力提升和进口替代的过程中，新的主导性产业渐露端倪。因此，由私人部门投资驱动的、靠设备投资来引导的新一轮经济周期正在启动的迹象似乎越来越明显。这是新一轮经济周期启动的征兆，贸易逆差的出现意味着经济体内过剩产能的消除和内需的逐渐走强。上一次季度贸易逆差出现在2003 年和2004 年的一季度，那是上一轮中国经济周期逐渐启动上行的时期。

如果这样的猜测最终得到验证，这一趋势的兴起将对未来十年中国的经济增长、通货膨胀、宏观政策和资本市场格局产生广泛而深刻的影响，无疑需要引起密切的注意。

1 季度的中国经济增长为9.7%，要高于此前的市场预期；进一步考虑到去年1 季度的高基数，实际上，应该说今年1 季度中国经济的加速步伐是比较明显的。从1 季度经济增长的分产业数据来看，第二产业开始明显加速，其与第三产业增速之间的裂口出现扩大；这一情况在上一轮经济周期中出现在2003 年。

" 通货膨胀的高点可能在年中附近，下半年的通货膨胀水平可能会有所回落。但在经济走过刘易斯拐点和新一轮经济周期逐渐启动的背景下，今年下半年通货膨胀向上超预期的风险在明显加大。 "值得关注的是，去年底流动性高度紧张的局面在最近两个月出现明显缓解。这一现象无疑是令人困惑的，从通货膨胀的爬升到宏观政策的紧缩基调，从新周期的启动到欧央行的加息，似乎都显示流动性应该处在收紧的趋势中。目前我们谨慎地认为这一流动性缓解可能是临时性的，也许与房地产的限购挤出资金或宏观调控在操作上的三心二意有关系，并会被经济或通货膨胀向上朝预期的发展所打破。

然而，在短期内，在流动性阶段性缓解继续维持的情况下，再考虑到企业盈利改善的趋势，我们对资本市场就需要抱有比此前更积极的看法。"

20110425 GS Daily Wednesday's a Watershed for Fed Communications (Tilton) 周三对于联储是分水岭式的一天，将首次召开新闻发布会，而且central tendency也将立刻发布，而不是跟随3周后的minutes发布。

20110427 FOMC Transcript "（伯南克对于通胀还是很鸽派的，认为油价是暂时性的，供给冲击，联储不应该对应紧缩；但伯南克另一方面——至少事后来看——是鹰派的，相信2012年初可能要加息，这与市场预期一致）

伯南克：

我同意，一季度的增长放缓主要源于暂时性因素。但也不要忘记we are still in a very deep hole. 例如total hours of work依然比衰退前低6%。

我现在倾向于同意下面的分析来判断当前ffr是否合适，以及未来ffr是多少：1.用Taylor (1999)来分析ffr应该是多少。Taylor(1999)是给output gap的权重是1.0，这实际上与历史上的联储行为是一致的。而1993 rule给output gap的权重略低一些。2.使用central tendency的失业率和NAIRU。3.把QE2转换为对应的降息效果。2011年底的时候，QE的降息效果将从当前的200bp下降到120bp（后者应该就是stock effect）。总体来看，按照上述计算方法，2012年底的ffr是55-70bp。这意味着2012年初要加息，这与市场price in的非常一致。" "伯南克：

最近的通胀几乎全部来自油价，这是一个相对价格上涨。" "伯南克：

Going forward, as some have noted, further actions of this type would have to meet a very high bar. In particular, I think we’d need to be looking again at real concerns about the sustainability of the recovery and about deflation; slow recovery, for example, is not going to be sufficient. " "伯南克：

What this particular guideline—which is, I think, a fairly reasonable framework for thinking about policy—tells us is qualitatively pretty similar to what Narayana found, which is that somewhere early in 2012 we should probably be raising interest rates above zero according to this particular calculation... I think it’s striking that this is actually very close to what the markets are currently expecting; the markets now expect basically a 37 basis point funds rate in May and a 90 basis point funds rate in November—pretty close to what I found"

20110427 FOMC 新闻发布会 "几个感受：

1.对于通胀的问题很多，被反复问及，例如如果汽油价格继续涨，联储要怎么办。伯南克的回应是，第一估计油价要跌，第二是关注通胀预期。

2.伯南克强调QE的作用是stock而非flow，因此QE2结束以后，宽松的效果仍在存在（但逻辑上，我觉得桥水的逻辑是对的，flow很重要；之所以flow检测不出来，是identification的问题）。

3.当被问及extended period到底是多久的时候，伯南克回答说不知道，说之所以用文字，就是因为不能准确预知，要看经济实际情况。尽管伯南克在FOMC内部已经讨论了，大概是2012年加息，跟市场price in的差不多。

4.当被问及QE2是否有用的时候，伯南克的回应与之前的FOMC内部讲话几乎是一样的，说QE2刺激金融条件，跟QE1的pattern是一样的。

5.伯南克明确表示了QE2将在6月结束，并且提到进一步的QE的less attractive，显示QE3的可能性有限。" Chairman noted that the Fed would probably remove the extended-period language “a couple of meetings” before the Fed planned to raise rates. This time frame is shorter than the six-month span that has been widely discussed in the press.

20110428\_Global Outlook 全球经济月报20110428 " 德国4月份IFO商业景气指数从111.1降至110.4，为连续第二个月回落，小幅差于预期。

美国展望：2011年下半年经济增速略有放缓。

可支配收入温和增长、就业市场稳步复苏、信贷环境持续改善将支撑消费温和增长。但是由于家庭财富恢复缓慢，政府部门对收入的支持将逐步减退，消费增速可能在年末出现回落。

企业投资增长前景乐观，下半年将继续受信贷条件和产能因素支持，消费拉动作用减弱。

出口有望受益于全球需求稳定、美元进一步贬值，下半年贸易逆差有可能小幅改善。

下半年财政方面将对经济造成拖累。

油价继续上涨对经济带来下行风险。" "我们认为，标普此次降低美国评级的政治意味更浓，对市场有限

消息公布后，市场反应不太负面，股票开盘下跌后很快回升，国债收益率先升后降，美元上涨。与欧债危机爆发时的市场表现大不相同。原因是市场此前已一定程度上price in了美国的财政风险，评级机构总是behind the curve的，这在欧债危机期间已有先例。标普此次发布评级观点，对市场而言恰意味着利空出尽。评级机构的态度也不尽相同。穆迪和惠誉并未跟进。在标普发布消息后，穆迪表示美国的评级前景仍为稳定。事实上，民主党和共和党都有动机减赤，只是在减赤方案的细节上有所差别。标普此次更大意义上是发出警告，这可能促使两党更快达成一致。历史研究表明，1953年来，财政赤字占GDP比例对国债收益率影响不大。"

20110501 2011年春季CMRC中国经济观察（总第25期）会议下半场问答\_ "宋国青：关于未来的趋势，基本上在不远的将来不太可能看到大宗商品的价格下跌。中国城镇化完成后，住房和基础设施等消耗大宗商品的需求减少后，大宗商品价格才可能有下跌的趋势。虽然印度和非洲等国家还需要进口大宗商品，但是不至于在量上带来和中国同样大的影响，同时在时间上也可能不像中国这么集中。总之，现在的判断是城镇化基本完成时才可能看到大宗商品价格的明显下降。

就企业融资成本和官方利率来说，这里要提高的是央行制定的存款基准利率。因为这个利率是个人买房的直接机会成本，是和房地产投资及大宗商品需求相关度最高的利率。贷款利率实质上已基本市场化，也很难提高。"

20110501 2011年春季CMRC中国经济观察（总第25期）贸易条件变化与顺差下降\_宋国青 "综合货币和生产面的因素，总需求可能还是稍微偏强。不过目前来看，政策面对宏观形势变化的反应还是很及时的，继续执行一个月的紧缩货币政策，不要紧缩太厉害，就可以基本控制住通胀。

现在出现逆差，可说是沧海桑田的变化。零八年之前些年很难想到能有什么因素导致顺差下降，外汇储备增长似乎难以看到尽头。但自从金融危机开始后，顺差就处于下降趋势，到现在还没有看到抬头的迹象。

给中国提供了一个经验，一定不要让利率低于房价上涨率。利率提高后对房屋的需求就会被抑制，从而对国际资源性产品的需求也会被抑制。商品价格增速放缓，贸易条件就可能改善。对中国而言，国际商品价格较低的年份，如八九十年代，才是建房的大好时机。在这之后开始大规模、集中性地投资建设房地产，甚至现在提出20-30年内完成城镇化进程，并非最优选择。房地产投资扩张伴随的是对石油等大宗商品需求的快速扩张，最终结果是全国人民买单。真正到了中国城镇化基本完成的那个阶段，石油、铁矿石等资源价格也许会跌到非常低的水平，这倒是会给其他国家带来额外的好处"

20110501 bca.bca\_mp Peripheral Debt Woes The Story That Just Won’t End;Japan It’s Always Darkest Before The Dawn "[欧债危机构成下行风险]

欧洲危机持续令人担忧。在2010.4-7月欧债危机深化以后美股下跌但后来反弹，但当前欧债危机再度深化，边缘国家利差甚至高于去年，但美国股市却没有明显下跌，可能部分原因是有去年的教训。（这个观察不错，市场不会简单重复；另一个跟2010年的不同是，此时QE2仍在进行而2010.4 QE1已经结束、联储停止宽松；2010年中国在紧缩，而2011年4月中国经济有回暖趋势）当前的欧债危机似乎暂时没有蔓延到西班牙和意大利。但当前的ECB是偏紧的，这导致即便西班牙对德国利差下降，但西班牙收益率绝对水平仍在上升。

葡萄牙当前局势颇为脆弱。首先，IMF和European Commission都不知道跟葡萄牙的哪些政客谈判，因为6月份葡萄牙才再度大选。此外，与西班牙不同，葡萄牙已经对于财政整顿和结构化改革热情并不高。整个欧元区对于bailout的意见也很大，最新情况是芬兰选举。

希腊债务重组问题。当前市场对于希腊债务重组的讨论越来越多，市场已经discount了一些希腊债务重组。虽然2012-15年希腊债务可能得到再度救助，但预计届时将会伴随较大的重组。应该看到，希腊的primary fiscal deficit在2009年是10%GDP，而2011年已经降至1%GDP，2015年预计达到盈余6%GDP（这可能吗？）

[美国经济有望重新提速]

2011年初美国经济进入soft patch，但只要油价不进一步上涨，美国经济将在2011年内重新提速。

1季度的增长回落主要是暂时性因素。在2010年底，普遍预计消费会回升，但油价的上涨的抑制作用比payroll tax cut的助力要更大。

财政整顿预计在2012年以前都不会进行。对于Debt ceiling，如果没有提高债务上限并不导致债务违约，但会导致许多支出的缩减。在2012年大选以前，估计不会有实质意义的财政整顿。" 债券。QE2的结束不应影响很大，可能本来就没有压低多少长端收益率（我对此表示怀疑）。毕竟历史不能重来，没有人知道在没有QE2的情况下，股市是否会上涨（我这个问题上，是支持伯南克的初步看法的是，那就是QE2确实跟QE1一样如期起效。从逻辑上，QE的作用也是有意义的）

20110502 bca.usis\_wr Disconnection 经济放缓，但企业CEO信心不错，耐用品订单等投资仍然不错。

20110504 GS Daily Gasoline and Growth- Gauging the Hit (Stehn) 汽油价格的上升已经是对于美国增长的最大下行风险。根据模型估计，我们原来预计美国增长将在3.5-4%之间，如果当前汽油的高价格持续，那么增长将边际回落至2.5-3%之间。（拖累还是挺大的）。我们估计的10%的汽油价格上涨将拖累GDP约0.2pp，而且还有非线性效应。（跟BCA提到的联储模型好像差不多）

20110505-安信证券-“硬着陆\_”之辩 "我们在很大程度上同意中国经济的潜在增速很快就会放缓，倾向于认为未来十年之内的某个时候经济会经历显著的减速，比如在2015年前后经历3个百分点以上的增速下降，我们担心和认真关注这一减速可能带来的经济社会冲击。我们的理由与他们的判断有一些相近，但不完全相同。比如我们认为刘易斯拐点的跨越，人口红利的降低与消失将会对中国经济潜在增速构成负面影响；我们认为过去十年中国经历的异常高速的资本积累看起来也很难维持，同时资本积累对未来经济增长的边际贡献长期来看也可能会下降。

在这一背景下，房地产泡沫、地方政府融资平台的支付压力与宏观经济政策失误风险构成了我们最关注的不确定因素。

例如，在过去十年（2002－2011）的这轮经济周期中，固定资本形成对GDP的占比要显著高于1992－2001年那轮经济周期的情形，无论是其高点还是平均水平都是这样；但就产能过剩和通货紧缩的压力而言，1990年代后期的情况显然要严重得多，这通过对比两轮周期后段银行资产质量的恶化幅度就可窥见一。

在我们看来，造成这种差异的关键原因是经济的民营化和金融体系的市场化改革初见成效，这显著改善了私人部门储蓄资源的配置效率。换句话说，投资的多少也许并不重要，更加重要的是谁来投资，他是否对结果承担责任？

那么，为什么经济对投资的需求会经历系统性的上升呢？在我们看来主要是由于重工业化，这又与经济发展水平和阶段、以及九十年代后期住房市场的私有化变革密切相关。所以问题的关键不是工资水平过低（过去十年工资的平均涨幅在历史上并不逊色），而是经济对资本积累的需求太大，从而需要通过比较高的资本回报率来维持这一平衡。因此这一结果实际上在过去促进而非压制了中国经济的成长。目前来看中国的重工业化过程可能正在接近尾声。

" "另外很多人从贸易盈余的角度，来说明汇率低估，这种看法当然有道理，但问题在于其低估和完全忽视了中国贸易盈余的周期性。实际上，历史模式和大量的交叉数据都显示中国贸易盈余波动的大部分来自于中国经济的周期性波动，而不是汇率等结构性因素。

实际上，这是绝大多数国外经济学家给中国经济开出的标准药方，符合现代经济理论的基本思想，在国内也得到比较多的认同。想一想，会有多少人反对增加工资、提高消费、扩大居民收入这样美好的政策呢？

真正的困难在于操作。这些政策建议都很美好，但在具体政策实践中缺乏可操作性，因此与其说它是政策建议，不如说它是政策目标。

我们知道，很多经济学家长期以来也鼓励日本和德国人扩大消费，日德两国的汇率和利率相当自由化，也没有户口限制，但扩大消费仍然效果不彰，可见说来容易做来难。

维持一定水平的增长，我个人的看法是要做到三句话，即“政治上克服民粹主义倾向、经济上克服裙带主义倾向、贸易上克服保护主义倾向”。

"

20110505-安信证券-“硬着陆\_”之辩 我们认为2015年之前中国发生通货膨胀的风险平均来说明显超过通货紧缩的风险。通货膨胀波动中枢看起来在未来3－5年之内很可能向上抬升，这反映着刘易斯拐点的转折和人口红利正在减少的事实，暗示着经济潜在增速将逐步下行的趋势，也在一定程度上与全球大宗商品和农产品价格的高位波动相互纠缠，并可能因为经济周期性的爬升或其他需求冲击而加剧。

20110506 BCA ems Tha China Debate（本篇推荐）: 主持人：BCA并不追求house view，一群人在最容易的地方取得共识的话，这样反而更危险。Ems的arthor认为当前放缓的是利率敏感行业，因此货币紧缩会格外强力，而且这些行业对大宗商品需求很大。货币紧缩的影响有时滞，未来会逐步看到。这种紧缩可以看到信贷增速会快速下行，下行风险更大。Ems仍然长期看好中国，还可以继续工业化，但周期性的看空中国。Cis的wangyan认为房地产不会下行太多，因为政府在建保障房。主持人：两位在消费方面有共识，但在房地产方面有分歧。那么，中国过度投资了吗？ems：很难讲中国有没有过度投资，虽然确实高投资了很久了。可以看到的是，2008年以来确实是credit driven ，中国在周期性的意义上存在过度投资，结构性的意义上也许没有。cis：我不同意。低收入国家的增长方式就是高投资，哪来的过度投资？（这个prior最终被证明是一个历史错误）。（之后争论房地产，这方面wangyan应该是对的，2010年的房地产泡沫也许还没有那么明显。2013年已经很明显了，更别说现在了）双方对中国银行业坏账问题有共识，大规模放贷以后坏账是基准情况。主持人：你们各自认为自己可能错在哪里?ems：我会密切关注房地产和银行股票，如果这些股票break above 18month,我会re-examine自己的观点。

20110506 BCA fes QE2结束以后美元怎么走？首先，QE2结束以后Fed依然维持宽松，第二，ECB偏紧，第三，如果美国经济走弱还会QE3。继续看空美元。

20110506 JPM\_Global\_Data\_Watch\_\_O\_2011-05-06\_591232 我们跟踪的全球PMI在2月份触顶以后，现在4月有明显回落，这预示着全球PMI也将回落。

20110508 GS US Views\_ After the Spring Cleaning 4月NFP数据不错。其他数据不好，4wma的首申较高，非制造业ISM也不好。高油价构成下行风险。

20110509 bca.usis\_wr Taking Some Risk Off "我们在上一周推荐减少风险资产配置，因为我们发现各项指标显示soft patch比预想的持续时间要久。

2010年的股市回落以前也有类似迹象：ISM新订单回落，BCA Boom/Bust indicator回落（这个指标看起来是捕捉复苏期间阶段性震荡的一个挺好的指标？），标普的cyclical / defensive走势也趋于回落。"

20110509 全球经济周报20110509 "[希腊债务重组：担忧在猜疑和辟谣中扩大]

本周，德国明镜周刊报道称，希腊政府威胁退出欧元区。受此消息影响，欧元暴跌1.52%至1.4319，全周累积下跌达到3.4%。欧盟、欧央行、希腊和德国等相关利益各方均否认了希腊退出欧元区或者债务违约的可能。本周五，欧盟成员国财长临时召开非正式会议，就希腊债务问题展开讨论，客观上印证了市场对希腊债务前景恶化的担忧。会议主要讨论减轻希腊债务负担，如降低贷款利率，延长贷款偿还期限等。同时欧盟财长要求，希腊为进一步的援助提供更多的抵押品，并推出更多的紧缩政策。希腊抛出退出欧元区主要目的是讨价还价。目前看来，这一目标已经初步达到。欧盟财长会议非正式会议就减轻希腊债务负担进行紧急会议。

当前希腊财政紧缩效果屡屡差于市场预期，国债市场持续恶化，期望通过国债市场融资已不现实。在希腊用完IMF-欧盟援助资金后，将会有两条路，要么进行债务重组（市场预期，德国、芬兰群众赞同），要么增加IMF-欧盟的救助规模至少500亿欧元，并降低救助条件（欧元成员国政府和欧央行支持）。如果希腊国债市场无实质性好转，2013年前进行债务重组的是一个大概率事件。

[葡萄牙接受780亿欧元救助,紧缩方案好于预期]

上周四，葡萄牙临时政府及其反对党与欧盟和IMF就救助方案达成初步共识，欧盟和IMF将在3年内向葡萄牙提供规模为780亿欧元救助贷款（520亿欧元由欧盟提供，260亿欧元由IMF提供）。救助方案同时附带葡萄牙未来3年财政紧缩计划，该计划调整了葡萄牙年度预算赤字目标，与原政府3月份提出的财政紧缩计划相比，将实现目标的时间由2012年延长至2013年。但最近公布的财政数据显示，葡萄牙2010年财政赤字占GDP比重达到9.1％，远高于该政府原先设定的7.3％的目标，同时葡萄牙经济增速要弱于政府此前预期，因此，要完成新的减赤目标，葡萄牙仍需采取与原紧缩计划相当的财政紧缩措施。总的来看，葡萄牙财政紧缩措施仍然较为严厉，葡萄牙很有可能陷入希腊式的经济衰退。葡萄牙政府预计该国经济将在2011和2012年分别萎缩2％，到2013年才能摆脱衰退。"

20110510 GS Daily Has Seasonal Adjustment Distorted Recent Data\_ (Pandl) （对于季节调整方法有一个很直观的介绍，好评!)

20110511 GS Daily A Cleaner--and Lower--Read on Jobless Claims\_ (Tilton\_Pandl) 首申4wma明显上升，这确实不是一个好消息，特别是在1季度GDP不佳以后。但我们研究认为这个跟季节调整有关，潜在趋势应该还行。

20110511 安信证券 高善文 从 4月份数据来看，短期内似乎受到了存货调整的较大影响，这一还在进行。更大的问题是房地产投资如何调整，保障和房地产投资如何调整，私人投资是否能够很好的弥补和对冲，这是更为纠结和重要的问题。从具体情况来看，当月工业增速骤然回落发电、汽车钢铁的生产明显减速。从出口的情况来看，去年4季度以来的强劲出口增长显然超了此前的预期，并且这一增长发生在美国经济偏弱、OECD偏弱的情况下，迄今为止对此仍然深感困惑。

20110511 信证券\_宏观研究\_生产数据明显下滑，支出数据继续强劲\_高善文,莫倩,尤宏业 " 从近日公布的4月份经济数据来看，生产法所显示的经济活动正在经历明显的放缓，似乎印证了一段时间以来市场对于经济正在减速的担心。

从具体情况来看，当月工业增速骤然回落，发电、汽车、钢铁的生产明显减速，生产资料价格出现下滑。在更为广泛的领域，通货膨胀的环比动量出现了明显的缓和，进口疲软导致贸易顺差高企，月初公布的采购经理人指数也指向了相同的结果。

支出法表现较好，所显示的经济趋势与生产现了少见而异常因此，支出法所显示的 经济趋势与生产现了少见而异常因此，支出法所显示的 经济趋势与生产现了少见而异常因此，支出法所显示的 经济趋势与生产现了少见而异常背离。一个比较明显的解释是经济正在历存货调整实际上从市公司季 背离。一个比较明显的解释是经济正在历存货调整实际上从市公司季 度所披露的数据 ，以及行业分析员广泛的反馈来看，经济似乎正在历一个去 以及行业分析员广泛的反馈来看，经济似乎正在历一个去 存货化的 过程。回顾历史，在2004年4月份的宏观调控、2007年底的宏观调控，以及2010年2-3季度期间，经济都曾经历过明显的去存货化过程。如果存货调整的解释是正确的，那么一个合乎情理的推断就是经济的走弱将是短期和临时性的，无需太长时间，需求就会回到正常甚至是比较强的轨道上。"

20110513 bca.gis\_sr profit margins and mean reversion "总体来说，margins和股市没有特别稳健的相关性，margins没有很好的领先股市见顶，1973和2006是两次例外。

格外需要注意的是，从逻辑上讲，margin和profit是两回事。对于停滞的公司，它可以减少雇佣，让margin可以很高，但它的股票不会很好；对于快速扩张的公司，它的margin可能不大，但股票可以很好。重要的是，公司是最大化盈利，而不是最大化margin。

影响margin的因素有：经济增长——增长顶点常常对应margin顶点；Real ffr越低，margin越高；美元强弱——因为越来越多的收入来自海外。

总之，不应该用marin来预测股价。"

20110516 bca.usis\_wr We’ve Seen This Movie before 当前的情况似曾相识：美国和全球增长偏弱，欧债危机加剧，QE正在结束。这也解释了美债收益率的下降，这个下降并不是通胀风险的解除，而是real yields的下降。

20110517 BAML Global Fund Manager Survey News "(增长在放缓，自然增长预期在放缓；但市场仍然首先discount了宽松，这解释了债券收益率的下降，与股市的暂时坚挺）（为什么估值游戏没有继续进行下去？是不是因为，当ISM尚高的时候，货币不急于持续宽松？就好像伯南克在FOMC内部讲的，仅仅是增长放缓都不足以推出QE3）

Survey Shows Investors Less Confident on Global Growth and Profit Outlook

The proportion of the panel believing that the world economy will strengthen in the next 12 months has fallen to a net 10 percent, down from a net 27 percent in April and a net 58 percent as recently as February. Similarly, only a net 9 percent of respondents now look for corporate profits to improve inthe coming year.

Participants’ lower conviction is most evident in Europe, where expectations turned negative in May with a net 8 percent expecting the region’s economy to weaken in the next year. Just two months ago, a net 32 percent forecast that it would strengthen. This reflects investors’ identification of the eurozone sovereign debt crisis as the largest tail risk globally (up to 36 percent, from 21 percent in April).

“A triple dip in growth expectations is reshaping investors’ stance on risk,” " With prospects for growth more challenging and inflation fears receding, asset allocators have postponed their expectations of a rise in U.S. interest rates. In the April survey, 69 percent of participants anticipated the Federal Reserve first hiking rates by the end of this year; now 73 percent sees this occurring in 2012. Against this accommodating background, risk appetite has fallen only modestly. Fund managers trimmed exposure to equities and commodities, while adding to cash and bond holdings slightly. Risk aversion is more evident in strong sector rotation into more defensive areas, such as consumer staples and pharmaceuticals, and out of more volatile and growth-dependent sectors, such as energy and materials.

20110518 GS Daily The Federal Debt Limit- More Risk to Spending than to Treasuries (Phillips) 5.16美国政府的债务上限已经触及，但the Treasury can temporarily reduce internal holdings of Treasuries, 这样可以应付到大约2011年8月2日。如果届时仍不能提高债务上限，也并不必然导致美债违约，因为联邦财政收入是利息支出的10倍。美国财政赤字当前大约是GDP的9%，一旦抵达上限，这些赤字必须立刻归零，这意味着联邦政府关门。（但6月份的股市下跌似乎不是由债务上限引起的）

20110520 BCA fes 现在美元走强了，但认为这是技术调整。当前美元走强的因素有：fed马上结束QE2，欧债危机再次发酵，中国紧缩让市场担心hard landing。Chart 5的中国货币紧缩已经非常明显了。

20110520 bca.gis\_wr\_2011\_05\_20 货币条件确实在收紧。ECB在加息进程中，中国已经加息很久了，年初以来一共有19个央行在加息。 我们持续认为利率的level也很重要，刚刚开始加息的时候并不对应股票熊市，但加息通常也会抑制股票表现。

20110523 全球经济周报20110523 "[欧债危机有升级趋势]

西班牙地方选举中，执政党遭遇惨败.22日，西班牙举行历史上第九次地方选举，执政的西班牙工人社会党遭遇30年来最惨重的失败，失去多个传统选区。危机以来，西班牙经济连续３年下滑，债务负担大幅上升，失业率居高不下，执政党在这次地方选举中失利也是意料之中的事情。西班牙首相萨帕特罗在22日晚间表示，工人社会党失利的主要原因是当前的经济危机。他还表示，不会提前举行大选，大选仍将于明年３月按期举行。西班牙执政党地方选举失利意味着西班牙现任政府在大选后连任的可能性降低，政策连贯性难以保证，现有财政紧缩计划的推行将在地方面临诸多阻碍。

[美国增长数据不佳]

上周美国公布了4月份工业产出、新屋开工、二手房销售等经济数据。数据表现整体偏悲观。工业产出与上月持平，新屋开工、二手房销售下滑。首次申请失业金人数继续回落。" 欧元区4月份 核心CPI年比增速达到1.6％，高于市场预期的1.5％，为2年来最高增速，表明欧元区正面临全面的通胀压力(但绝对水平好低…)

20110524 bca.bcasr\_sr High Profit Margins and Stagnant Real Incomes Is Capitalism Working properly？ （Barnes有关margin的专题分析，有空回头学习一下)

20110525 GS Daily How to Read the Durable Goods Report (Pandl) "(GS对于耐用品订单的介绍；GS这一段时间的Daily对于许多基础数据的介绍非常好啊！）

耐用品订单数据很重要，也很不易解读。这个数据修正很大，波动也很大。但这个数据很及时。

最重要的是core orders and shipments. Core的意思是nondefense capital goods.这个分项是商务部估计GDP的设备与软件投资的重要数据输入。历史上，市场还关注durable goods excluding transportation, 但实际上unfinished metals也是很大扰动。所以现在大家更关注core。Core orders是领先shipments的。

总体而言，我们认为4月份的耐用品订单数据不佳。"

20110526 bca.gfis\_sr Spartan Times （关于希腊债务问题进程的一个专题）

20110527 GS UEA Amidst the Noise, US Economy Has Slowed "美国增长数据广泛不佳，各种暂时性因素——油价、日本地震——不能全部解释当前的数据不佳。

2010年底我们曾经对于前景看的比较乐观，原因有私人部门去杠杆进程、信贷条件宽松、就业市场改善。这些前提条件是继续存在的，但经济增长就是放缓了。

（我的理解是，从最直接的角度理解，就是市场还承受不了收益率的回升，货币政策需要持续宽松才行。但为什么就业改善、去杠杆已经有所进展的情况下，经济就是不能自发改善呢？对于美国而言，可能内部逻辑是存在的，企业投资实际上很强。所以，是否是因为外围经济体的因素？要知道Q1的一个重要拖累是净出口，IFO从2月已经触顶回落了，不知道外需拖累作用有多大。）"

20110527 JPM\_Global\_Data\_Watch\_\_H\_2011-05-27\_602365 全球经济在放缓（放缓是一个全球现象，不是美国独有的现象。这也解答了高盛的困惑——问题不是出在美国，而是全球）

20110530 bca.bcasr\_sr BRAINSTORMING WITH THE BCA RESEARCH ADVISORY BOARD "欧债危机前景悲观。

当前的利差不具备可持续性。当前的市场压力是促使政策制定者想出办法，但当前的危机管理局面可以说没法再差，执政者好像仍然不明白他们各类政策的代价。

最终，希腊，可能还有葡萄牙，也许还有爱尔兰，都需要违约。如果希腊成功能够违约，那么其他边缘国家坚持财政紧缩的动力就更低。

希腊推出欧元区的收益和成本不明朗。收益是贬值促进出口，代价是可能各个部门特别是银行的资产负债表承受压力。

意大利当前其实很脆弱，因为意大利银行有许多国债。" 如果经济放缓到失业率再度回升，联储还会继续doing whatever it takes.

20110530 bca.usis\_wr BANK HOLIDAY "美国与非美增长指标都在走弱。

本周的焦点是希腊问题。当前的欧元区很像刚刚建国时的美国。" "看起来，除非发生大的危机，当前欧债危机这种反复拉锯、不确定性就会持续下去。

需要注意的是，当前美股并没有对欧债危机进行定价，这与2010年很不一样。当前欧洲银行CDS的上升与美股走势的关系不强。"

20110530\_Global Outlook 全球经济月报20110530 " 在美国以往的经济复苏中，房地产市场的投资增长和财富效应有力地支撑了经济增长。而此次房地产市场未能对经济增长构成正贡献。

经合组织五次大金融危机后中，房价均经历了漫长的下跌和筑底过程。在房价长时间低迷的同时，五国的经济复苏未出现强劲增长。目前，美国经济复苏追随了五次大危机后的平均路径，而房价跌幅大于五次大危机后同期的平均房价跌幅。从经合组织五次大危机的经验看，美国房价仍将在未来1-2年徘徊在历史低位。根据我们对OECD国家五次房地产危机的研究，受到疲弱房地产市场的拖累，估计2011—2012年美国的季度GDP增长将很难超过3.5％，复苏将是比较缓慢的复苏。

[希腊问题]

欧盟领导人对希腊债务问题正逐步达成统一意见，多数领导人否认短期内对希腊进行重组的可能性。

中长期来看，希腊经济复苏难度较大，债务水平不可持续，债务重组仍难以避免。在系统性风险可控的情况下，希腊减债符合希腊和欧洲整体利益，预计2013年以后进行全面债务重组的可能性较大。

欧元区永久性救助机制（ESM）包含重组条款，对债务不可持续的国家，接受ESM救助的前提是进行债务重组。" "当前市场consensus仍然是美联储不太可能再进行QE3，但有可能推出其他流动性措施来维持宽松（可称之为“QE2.5”或“QE Lite”）

典型观点：高通胀、全球不稳定、缺少政治支持是推出QE3的障碍（PIMCO的El-Erian）

市场预计美联储会出售其资产负债表上的资产，用所得资金继续购买债券" "美股的下跌源于经济数据不佳。

二战后，经合组织成员国发生过五次大的金融危机，分别是西班牙（1977），挪威（1987），芬兰（1991），瑞典（1991）和日本（1997）。

除西班牙1977年危机以外，房价均在金融危机爆发之前即开始掉头向下。危机后，房价大幅下挫，跌幅在30-50%之间。"

20110601 bca.bca\_mp Danger Zone; America’s Fiscal Fortune Leave Your Wallet On The Way Out （这篇bca系列应该是我阅读了十几年bca系列以来第一次不愿意总结的一篇。原因是多重的，第一是相关事实在月内各个报告已经总结的比较清楚，例如前一个月也就5月份的欧债危机进展，经济数据方面也很清楚，就是全球都不好。BCA的市场观点在月内的报告里面已经反复重复，例如牛市总趋势没变，但短期各种不利因素很多，一些先导因素显示股市可能调整，而且当前股市并没有discount增长的走弱等等）

20110601 GS Daily Weaker Job Growth, and What It Could Mean ISM的回落幅度很大，ADP数据也不好，我们预期最新的NFP可能回落到100k

20110601 GS UEA US Economics Analyst\_ 11\_22 - What We Need to See "ISM的回落幅度很大，NFP回落到54k，远低于前面三个月平均220k。其他数据也普遍回落。CAI显示本季度增长仅1.1%。

2011年初以来的最大冲击是油价冲击，汽油价格上涨0.9$至$4/gal. 第二个重大冲击是日本地震对汽车产业链的冲击，但看起来冲击正在很快消退。"

20110601 PIMCO The End of QEII Gaining Clarity Losing the Trea （Again，我不是很想详细记录新的PIMCO fed focus。但PIMCO和DL的观点对立，倒是引起了我的思考。PIMCO认为，QE2结束以后，flow effect将起作用但不至于冲击太强，stock effect意味着市场上毕竟国债有限，市场投资者还会去购买国债，但随着时间消逝，市场国债供给存量也上升，stock effect将会下降，市场收益率将会上升。DL往后想了一步，认为经济并不能承担这样的高收益率，所以收益率实际上会下降。我的综合看法是，PIMCO的逻辑毕竟是对的，很可能一阶意义上，收益率会短期上升，这反应了联储政策影响——毕竟联储还是可以影响收益率的。DL所提到的收益率将下降是在一定时间以后发生，而不是立即发生。就好像2018年联储特别紧，那个时候收益率也在上升，让股市表现不好；随着股市投降，收益率开始下降；不过从2018年的经验看，股市投降的其实特别快，没用几个月）

20110603 JPM\_Global\_Data\_Watch\_\_S\_2011-06-03\_605113 全球工业放缓明显。最近美股sell off是看到NFP很差的数据以后发生的。

20110603 Rogoff The Euro’s PIG-Headed Masters 欧洲政策制定者们正在不断试图高出越来越大的bailout packages，但实际上PIGs——葡萄牙、爱尔兰和希腊——已经是偿付性问题，而不是流动性问题。欧洲政府不仅是动作迟缓、把问题留给明天kicking the can down the road, 而是把麻烦滚雪球越来越大。

20110605 GS US Views\_ Dissecting the Slowdown "6个月以前我们认为复苏可以持续，但2011H1实际上增长确实低于潜在增速的。日本地震对Q2拖累了0.6pp，此外还有油价，但整体上这些冲击还不能解释为何增长放缓了这么多。房地产的放缓是可以提前看到的，也不是意外因素。另一方面支持可持续复苏的因素都还存在。对此仍有困惑。

不久前市场还在讨论联储加息，现在市场开始讨论QE3的可能性。我们认为QE3的门槛很高，因为成本变高——当前通胀高，而且收益越来越不确定。仅仅是趋于潜在增速甚至略微低于潜在增速，都很难推出QE3. 看起来财政和货币都不会有新的支持。"

20110607 GS Daily Fed Officials Well within the \_Zone of Inaction\_ 伯南克最新讲话表明，联储看到了经济的放缓，且预期增长在2011年下半年仅pick up "somewhat"，但伯南克并没有暗示进一步的QE。这证明了我们的观点——QE3的门槛很高。

20110607 全球经济周报20110607 "[美国经济一季度增长疲弱的原因分析及未来经济展望]

美国一季度经济增长缓慢的主要原因是消费增长疲弱和政府支出大幅削减。消费疲弱主要是因为油价高涨、房价下跌和实际可支配收入增长停滞。政府支出在一季度大幅减少主要体现为联邦政府对国防开支的一次性大幅削减。ARRA支出金额（危机时候的财政支出法案？）大幅减少，累计影响在一季度达到很高的水平，对一季度经济拖累也较大。未来一段时间，房地产疲弱、高油价仍会拖累整体经济。

财政政策到期及未来的财政紧缩将显著拖累美国经济.现有财政政策将陆续到期，对未来几个季度的经济产生明显的负贡献。目前国会正在讨论美国政府的减赤计划，尽管减持方案的具体细节短时间内难以明确，但未来数年美国财政紧缩已成定局，对未来一段时间的经济增长有负面影响

根据我们对过去5个季度美国经济的观察，经济表现明显弱于历史平均水平，平均增速仅2.58%，呈现出“New Normal”状态。我们初步认为这种新状态的根源性因素是房地产市场非常疲弱。我们初步判断，未来只有当新屋开工、房屋销售情况明显好转后，经济增长才可能回归历史常态。

经历大危机的房价在企稳回升之前，经济增长通常都很疲弱。上世纪70年来以来经历严重金融危机的OECD国家，除日本（1992）房价至今仍在下降外，西班牙（1977）、挪威（1987）、芬兰（1991）、瑞典（1991）的房价在止跌企稳前，经济并未出现强劲的增长。我们此前曾分析过房地产影响经济的三个渠道：直接投资、财富效应和信贷。除此之外，人们的购房行为会连带影响到对装饰材料、家具、家电等耐用品的消费支出。

综合判断，未来几个季度美国经济增速在2-2.4%之间；整体通胀年内达高位，核心通胀面临上升压力但仍可控；美联储推出QE3的可能性较低，加息可能要到2013年。

[希腊债务危机本周有所缓和，但不确定性因素仍然存在]

非农就业大幅弱于预期和前期水平，经济增长疲弱开始拖累就业市场改善步伐。5月份非农就业增长乏力，是近期经济增长疲弱在就业市场的直接反映，暂时性因素的影响有限。5月份，失业率连续第2个月反弹，上升0.1个百分点至9.1%，差于预期。" "[美联储推出QE3的可能性较低]

核心通胀处于上升趋势中，失业率也在下降。

政治压力：世界各国在QE2推出时都表示了激烈反对，如果美国再推出QE3，必将在国际社会中面临巨大的压力。

美联储内部意见分歧：美联储内部的鹰派人士已经开始要求收紧货币政策，虽然他们在FOMC中不占控制地位，但QE3与他们的要求背道而驰，必将遭到激烈的反对。

Taylor rule计算结果仍显示未来货币政策的方向是收紧而不是放松。2011年一季度，根据Taylor Rule计算出的政策利率轨迹已经掉头向上。"

20110608 GS Daily CPI vs. PCE Inflation (Pandl) "（Core CPI和Core PCE的区别，挺好，简洁明了）

Core CPI/PCE的区别有是三个：

1.公式区别，CPI是固定权重，CPI没有抓住替代效应，因此CPI天然比PCE高一些。

2.范围区别，CPI意在衡量out-of-pocket支出，而PCE则是GDP口径，PCE范围更广。

3.来源区别，确实也就是权重区别，CPI的rents权重更高——这也是伯南克联储更喜欢Core PCE的原因；CPI的medical care权重更低，financial service权重也更低。

美国商务部计算，在过去10年，公式区别让CPI比PCE高0.15pp，权重区别让CPI高0.05pp，合计CPI比PCE高0.2pp。"

20110611 GS UEA A Tale of Two Inflations Core CPI也在上升，但从分项来看，主要是两个来源，一是rents auto的回归正常化，二是汽油价格直接对Core的传导，例如对飞机票等。我们认为core的上升趋势不会持续上升。

20110613 bca.usis\_wr Repricing The Bernanke Put "未来市场有两种情景：第一是重复2010年的risk on/off情景，经济先走弱，然后联储推出宽松。第二种情况，更可能是不温不火情景，此时增长在潜在增速、或者略微弱于潜在增速，而联储不急于推出QE3，使得增长就这样徘徊。这种不温不火情景中，美股不会表现很好（因为股市波动大但是方向不明确），此时投资者会search for yield而看企业债市场。美国国债收益率已经很难再降低了，当前经济惊喜指数已经接近阶段性低点，即使是不温不火情景下，国债收益率仍有可能回升。

从私人部门信贷增长、居民收入等方面看，增长确实是一个可持续的模式，即不再依赖财政外来刺激。" QE3门槛较高：伯南克表示"monetary policy cannot be a panacea” for all that ails the economy. The Fed is a long way from seriously considering QE3. 伯南克Put仍然存在，但成本较高。

20110613 GS Daily Confidence and Consumption (Pandl) "（数据研究专题：消费者信心与消费）

学术界对于消费者信心是否影响消费，研究结论不确定。特别是如果用unrevised data. 耶伦也曾经指出“research suggests that, in normal times, factors such as consumer and business confidence do not warrant special attention in developing an outlook because they essentially summarize information, like income and equity prices, that are already taken into account. In contrast, in these exceptional circumstances (此时是2009.3), psychological factors such as consumer and business confidence may exert a large and independent influence.”

我们研究发现，消费者信心是有边际预测力的，密歇根预期指数边际上预测力最强。"

20110613 全球经济周报20110613 "通过研究，我们发现了对美国经济领先时间较长的4个经济指标，分别是建筑许可（+），美联储高级信贷官调查工商业信贷标准收紧幅度（-），价格对单位劳动成本的比率（-，即单位劳动力成本情况下价格上升越快越好，反应需求），以及7-10年期国债价格（+，债券收益率对未来增长做预测）。

1.建筑许可：来自研究所得。

2.美联储高级信贷官调查工商业信贷标准收紧幅度：收紧信贷标准的净比例= 收紧的比例-放松的比例。该数据目前为负，说明总体上银行正在放宽工商业信贷标准。来自与Nomura的讨论。

3.价格对单位劳动成本的比率及债券价格：来自ECRI的故事。ECRI创始人，原NBER经济学家杰弗里.穆尔（Geoffrey H. Moore）最早构建了ECRI美国长期领先指标（U.S. Long Leading Index）。领先指数包含的经济指标不为外人所知。《逃不开的经济周期中》一书披露了穆尔提到的4种长期领先的经济指标，包括建筑许可数量、价格对单位劳动成本的比率、债券价格、实际货币供给这四个指标。我们对其进行了测试，发现4个指标均有显著的领先性（在实际应用中，我们选取了前3个指标）。穆尔对1948-1989年期间的数据进行了测试，发现长期领先指标领先经济高峰的时间约为14个月，而领先低谷的时间约为8个月。"

20110614 BAML Global Fund Manager Survey News "Survey Shows Investors Moving out of Equities as Caution Takes Grip

Investors have scaled back risk taking in the past month, reducing exposure to equities and commodities while upping allocations to cash and bonds, according to the BofA Merrill Lynch Survey of Fund Managers for June.

Behind the shifts in allocations are concerns about sovereign debt funding in Europe, which investors have named as the biggest tail risk in this month’s survey. Investors have also lowered expectations of strong growth in global profits, but broad sentiment towards the global economy has stabilized.

“Investors are scaling back risk, but rather than capitulating, they are simply moving to neutral positions in equities, bonds and cash,” “Investor capitulation from risk assets is not yet visible despite higher cash levels and defensive rotation. Fears on global growth will need to rise further before hopes for QE3 can begin to be priced in,” " While economic optimism is down, investors are not pessimistic enough to be calling for a third round of quantitative easing (QE3). Nearly two-thirds of the panel says that they do not expect QE3.

20110614 瑞银证券 汪涛 "5月份工业增加值较去年同期增长了13.3%，强于预期。经季节调整后，我们预计5月工业生产较4月有所反弹，这与PMI数据中新订单/库存比率的改善相吻合（见图1&2）。引领反弹的是轻工业，尤其是纺织业，但非金属矿产、黑色金属及运输设备等行业也环比回升。

市场上一个普遍的担忧是：在保障房建设抬头前，商品房建设会在调控政策的重压下急剧下滑，从而导致整体房地产建设活动下跌。迄今为止，商品房新开工和在建面积的数据表明，这种情况尚未发生，并且未来几个月看来也不大可能发生。根据官方媒体报道，截止5月底，在1000万套保障房建设目标中，地方政府的平均开工率为34%。在6月11日召开的保障性安居工程工作会议上，中央要求地方政府在未来几个月加强保障房的土地供给、融资及建设进度。我们仍预计2011年三季度是保障房开工建设的高峰期。虽然我们意识到很多人都指出国内信贷紧张、外部经济增长前景黯淡，因此呼吁暂停或反转目前的宏观政策基调，但我们认为最新的数据并不支持对经济增长“硬着陆”的担忧。" "虽然我们意识到很多人都指出国内信贷紧张、外部经济增长前景黯淡，因此呼吁暂停或反转目前的宏观政策基调，但我们认为最新的数据并不支持对经济增长“硬着陆”的担忧。

我们认为，眼下经济基本面并没有提供足够的、有效的理由使得央行停止加息，因此，我们仍预计6月份将加息25个基点，在7或8月份再加一次息（25个基点）。尽管加息预计不会对贷款增长和经济增长产生太大影响，但我们认为利率水平的继续正常化对于抑制通胀、纠正资金错配而言十分重要。"

20110620 bca.bcasr\_sr DEBT, INFLATION AND GEOPOLITICS can disaster be avoided？ "Ireland: Case study of a fiscal nightmare

在财政紧缩面前，爱尔兰的真的是一个人间受难之地。大家想想看，现在教师都要被要求缩减30%的工资来偿还外债。这种环境是不可持续的。当前居民储蓄率从-6%回升至16%，没有任何经济体可以承受这种紧缩。Ireland is doing everything the IMF tells it to do. 当前的爱尔兰政府赤字并不是过度开支，而是来自消费者紧缩——这导致通缩螺旋。当前的using soverign debt to repay bank debt is unworkable，将导致社会动荡。

（下面问题来了，为什么爱尔兰要采取这种方式？这里的关键是流动性问题和偿付性问题。

首先设想一个极端情况，就是爱尔兰国债对外违约，这种情况下的直接结果是爱尔兰从国际市场借不到钱了，此时实体经济是可以进行调整的，即便维持欧元，但只要进口价格上升、进口需求下降，那么经常账户调整回到0是可行的。问题在于流动性，爱尔兰国内金融机构如果有欧元负债敞口，那么借不到钱，就面临金融机构破产。正是爱尔兰金融机构面临的流动性风险，导致爱尔兰对外不能简单一个违约就完事。“无序违约”是一个很差的结果。

但是，由于IMF、欧洲政府坚持，要是提供流动性，就要解决所谓结构性问题。IMF等解决流动性的条件，实际上导致爱尔兰的偿付性问题越来越大，越来越资不抵债。欧洲政府为什么不愿意直面违约这个事实呢，因为：1.违约带来道德风险，你一违了之了，以后再来一次怎么办？2.违约的损失谁来承担，本身是一个政治问题。3.违约可能波及其他国家，类似于打破刚兑。

如果爱尔兰试图自己解决问题，那么必须在违约的同时，启用自己的货币。只有能够印钱，才能至少解决国内金融体系的流动性问题。当然，也有很多分析指出，在更换货币的过程中，金融机构面临很严重的资产负债表冲击。所以边缘国家并没有动力通过退出欧元区来短痛换取长痛。" "（在我看来：德国的做法并不能说是“错误”的。如果上来就选择你好我好大家好的“违约”，那么下一次希腊还这么财政不负责怎么办？关键在于，没有统一的财政联盟的情况下，只能通过这种看起来“次优”的“互相伤害”的办法来教训希腊。是的，这种财政紧缩可能就是没有用，但如果不“互相伤害”一下，希腊等边缘国家就知道最后总有德国无痛兜底。也许正是2010-12年的欧债危机，让边缘国家可能以后会注意进行结构性改革，避免违约，整顿了纪律，但代价很大。

但问题在于：1.只要有一个国家再度进入不谨慎，那么仍然有系统性的冲击。2.即便所有国家都注意财政纪律，但如果有外来冲击怎么办？所以欧元区问题并没有彻底解决）"

20110620 全球经济周报20110620 "（从PMI走势图可以明显看到，从2010年的回落、2010年中的回升、2010年底的再度回落，EM的PMI拐点始终领先G7的PMI，而EM当中又是Asia持续的领先其他地区）（所以，2010年以来的短周期，看起来仍然EM驱动，中国宏观政策、中国股市具有领先性！中国的货币政策又受到美国QE的影响）

全球制造业PMI自2010年2月开始出现大幅下滑，其中G7国家下滑明显，且幅度较大，而新兴市场则从2010年12月开始增长趋缓，并从2011年1月开始缓慢下滑。

（希腊问题，在2010年已经有初步计划，但是2010年的救助计划似乎在2011年6月开始被发现失败，因为利差太大，希腊难以在2012-13年在市场上借到钱。换句话说，此时的高利差意味着希腊债务不可持续）上周，希腊首都爆发大规模街头抗议，并与警方发生暴力冲突；而希腊总理与反对党领导人谋求统一政治意见的努力再次遭遇失败；同时，希腊执政党内部分歧增大，两名官员宣布辞职，以抗议财政紧缩。为缓解民众以及执政党内部对政府紧缩政策的不满情绪，希腊总理进行了内阁重组。重组后，希腊新内阁中赞成财政紧缩与改革的成员增加，明确反对相关改革措施的成员被剔除，新内阁的政治统一性增强。

上周五，德国总理默克尔与法国总统萨科奇就希腊问题进行磋商。两国领导人在联合声明中表示：私人部门投资者参与希腊援助计划将基于自愿的原则。上述声明表明，德法在私人部门如何参与的问题上，态度有所缓和，其立场逐渐与欧央行靠拢。这意味着，欧盟方面推出新一轮希腊救助方案的阻力减少，而自愿债券展期成为私人部门最有可能的参与方式。

"

20110622 BCA cis 中国hard landing已经成为当下投资者最大的担心；次要担心为欧债危机，35%的人担心。（如ems所讲的，中国已经成为首要风险）。Bloomberg上面关于“china hard landing”的文章快速增多。但我们的模型估计的通胀yoy增速已经触顶。

20110622 bca.eis\_wr How the Dominos Would Topple "当前希腊面临的两个选择都不是好选择：或者违约，或者进行财政紧缩。（问题来了，后来希腊还是违约了，为什么最后得以收场？）

如果希腊违约，最先受到冲击的其实是ECB自己。有估计ECB持有了2000亿欧元希腊各种债券，而ECB自身的资本金才800亿欧元。如果希腊违约，那么ECB必须寻求各个成员国再度出资，这本身就意味着欧洲纳税人承担损失。

如何减少Contagion？首先要区分各国情况（实际上根本不可行）。例如Baltic states，例如拉脱维亚，其财政紧缩就很有效（但问题是，拉脱维亚是2014年才加入欧元区的！！）。我们还有一个看起来疯狂的建议：各个欧元区国家能够发行欧洲债券，在60%GDP以内是欧洲债券由所有国家担保，60%以上发行自己的债券。"

20110622 FOMC presconf "1.对于欧债危机相关的问题很多，咨询联储可能如何应对。伯南克回应，联储密切关注各金融机构对欧债危机的相关敞口，欧债危机不会直接对美国金融机构冲击很大，经济冲击也有限，但如果冲击了金融市场，则影响可能很大。

2.关于下一步QE的问题有很多。伯南克反复强调，当前与2010.8的QE2面临的情况不一样，关键是通胀。2010年通胀很低，有通缩风险，而2011.6的通胀是暂时超出目标的。

3.有人问，ffr有ep的前瞻指引，为什么QE没有。伯南克说，这是个好问题。退出宽松的第一步是不再reinvest而是run off，但资产负债表的前瞻指引暂时还在讨论。

4.竟然有人提到市场有人认为减赤可以增加就业。伯南克予以否认。

（2011年的高油价虽然没有让联储由鸽转鹰，但实实在在的约束了联储宽松空间，让QE3的推出门槛变高。总需求走强导致的高油价，其实再一次影响了联储货币政策。只是ECB的愚蠢加息让联储看起来没有那么愚蠢而已）"

20110622 FOMC Transcript "（感觉是一个可有可无的会议，没有特别信息）（伯南克下调增长预测，上调通胀预测）(好像很少讨论希腊当前的问题，看起来是对希腊问题准备不足？）

伯南克：

我个人看法是，2011年上半年的增长确实非常令人失望, a very disappointing first half this year. 实际上，2011年上半年的增长弱于趋势，但失业率尚且稳住，已经不错了。考虑到2011年上半年就业整体上不错，比2010年当时要好——即便最新一个月的就业不佳——因此当前来看，温和复苏似乎仍可持续。投资也依然很强。I don't think we should despair with the recovery... But the bottom line does seem to me to be that there has been some loss of momentum. 最新Survey data不佳，消费也不好。" "伯南克：

通胀方面，有暂时性因素。而且TIPS也有所下降。如果没有新的冲击，我很有信心通胀将在年内回落，but I have raised my estimates of core inflation somewhat."

20110622 GS Daily Bernanke Well Within 鈥淶one of Inaction鈥\_(Stehn) 最新的FOMC没有太大惊喜。伯南克联储确实处于"zone of inacton".

20110623 bca.gfis Sluggishness And contagion "[希腊违约有望避免]

看起来希腊违约有望避免。希腊首相已经通过不信任投票，现在有望推动财政紧缩法案通过国会——这将满足IMF新的救助资金的要求。不过希腊国内政局仍然有很大不确定性，现在数以千计的希腊民众走上街头抗议。IMF和Eu都希望得到希腊的保证，保证进一步缩减债务，市场化改革以及卖出国有资产。

即便最新救助资金得以到位，能够维持数月，但希腊最终还是要靠自己回到市场融资。但市场担心违约最终还是要到来。届时，投资者债权是否优先级落后于救助资金，就是一个大问题。现在EFSF的资金已经从优先更改为与市场投资者平行了，但IMF的资金似乎仍有可能是优先资金。

当前全球放缓的最明显的是美国经济数据，从经济惊喜指数就可以看出来美国惊喜指数下降的最为剧烈（但说实话，好像历史上都是美国动的剧烈，所以这个说法有些似是而非）。

ECB正在打算在7月加息，这对西班牙不利，因为西班牙房贷都是浮动利率的。（其实ECB加息，在当时看，也不能说“错”。毕竟加息也加不了多少，而加息似乎并不是希腊危机深化的催化剂？人们事后吐槽ECB的傻叉加息，其实也是把锅简单的甩给ECB。所以说，央行是个冤大头啊!）" 当前TIPS 55BE明显高于2010.8时期，正是因为没有通缩风险，因此QE3门槛更高。

20110623 bca.gis\_wr\_2011\_06\_23 在上周的BCA伦敦年会上，所有的投资者关注焦点都是希腊债务危机，以及欧洲执政者的无能。我对于欧洲政府的无能也深感震惊，就这么眼睁睁的看着希腊危机深化和蔓延。

20110623 安信证券 高善文 本轮通货膨胀的潮水可能正在退去。我们预计通货膨胀的高点将在最近一两个月出现(真准)，随后通胀将波动下行，并在明年2季度下降到3%甚至更低的水平。考虑到正在进行的存货调整，以及通货膨胀和紧缩政策的趋势，我们预计经济增长的下降过程会在三季度内稳定下来，并可能随后重新转入上升过程。

20110624 瑞银证券 汪涛 中国人民银行出乎意料地上调商业银行存款准备金率50个基点，并定于6月20日生效——这一举措冻结了人民币约3500亿元。在存准率上调消息公布前，银行间市场利率已经由于紧张的流动性局面而有所上升。中国短期利率的大幅上升并不意味着经济增长所需的流动性正在枯竭。尽管贷款额度的采用的确增加了中小企业获得贷款的难度，但整体借贷增幅（年内迄今为17%，全年16%）足以支持经济增长。

20110627\_Global Outlook 全球经济月报20110627 "[希腊主权债务危机博弈逻辑]

→德、荷等因国内政治压力，要求新的救助以私人投资者分担救助成本为前提，以避免希腊债务风险集中至欧洲纳税人身上。

→ECB和法国因担心风险蔓延至银行业身上，强烈反对任何使希腊“技术性违约”的方案和当前进行债务重组。

→希腊国内民众及反对党强烈反对进一步财政紧缩和削减福利。

→希腊当局则希望债务违约能拖就拖，只要不在自己任期内发生就算成功。

→希腊国债私人投资者则希望欧盟和IMF救助希腊，从而逐步降低对希腊风险敞口。私人投资者强烈反对强制债务展期，但又害怕无序违约给其带来巨大损失，因此最终可能同意债务展期。

[接受新一轮救助需要5个条件]

→希腊政府赢得国会不信任投票（6月21日，已经通过）。

→EU/IMF接受希腊780亿欧元的新一轮紧缩计划（6月23/24日欧盟峰会表达支持）。

→希腊国会通过新一轮紧缩计划投票（6月29日）。

→私人投资者（至少是一部分）“自愿”债务展期，参与新一轮救助（部分国家银行和保险机构，正在就债务展期进行研究）。

→EU就救助方案达成一致，EU立法机构通过。"

20110704 全球经济周报20110704 "[希腊通过财政紧缩议案，避免短期内出现违约]

希腊议会成功通过财政紧缩及私有化方案。6月29-30日，希腊议会分别以155票赞成138票反对，155票赞成136票反对的投票结果通过284亿欧元的5年期财政紧缩方案、500亿欧元私有化方案，及其执行方案。希腊新一轮财政紧缩方案的目标是到2015年将财政赤字占GDP的比重从2010年的10.5%降至1.1%。新法案仍以增税、减薪、裁员为主要内容，尽管获得通过，但遭到希腊民众和反对党的激烈反对，未来面临很高的执行风险。

欧元区成员国财长7月2日称，鉴于希腊议会通过了最新财政紧缩计划及其执行细节，欧盟决定向希腊发放下一批总额为120亿欧元的援助贷款，其中欧盟承担87亿欧元，IMF33亿欧元。

欧元区财长7月2日表示，第二轮援助规模以及私营部门债权人参与援助的规模和具体形式将在未来几周内决定，欧元区财长决定在9月中旬以前敲定对希腊的新一轮救助方案。

德国主要银行同意参与新一轮希腊援助计划。" "[美国数据喜忧参半]

上周经济数据表现喜忧参半。5月份个人消费支出数据显示，二季度消费增速可能降至2010年以来的最低水平。消费者信心指数下降至7个月来的最低点。受存货增加的提振，制造业增速小幅回升，同时成本上涨压力进一步缓解。得益于季节性因素影响，4月份房价月比跌幅收窄。"

20110705 BCA ems 市场对于QE2的共识是推高了EM的资产价格，至少推高了EM货币。（难怪市场认为马上开始的QE3也会起到同样作用）。Chart 3 和chart4 （可以更新）给了lumber to base metals， lumber更受美国英雄，base metals 更受中国影响。CAD更受美国、AUD更受中国影响。2009年和2010年的五六月份都有下跌，下半年市场均有显著反弹，这是否说明今年会重复呢？（sell in May…）作者认为中国的landing不会那么soft。（下半年的冲击似乎是欧洲，大家都没看到）

20110706 安信证券 高善文 由于通货膨胀将出现趋势性的转折和下降，本轮政策紧缩周期可能进入尾声，随后政策取向应该会转入观察期

20110711 BCA ems 我们看多美元并不是因为美国基本面有多好，而是中国、欧洲遇到更多问题。就EM的长周期而言，其实买入EM最好的时期是1997年，那个时候资本在大量外流。现在正好反过来。市场对EM的共识是很强的，认为EM的基本面明显好于美国，债务少等等。我们并不是call em已经到达peak，看起来em还有空间，但是我们没有共识那么乐观，因为中国会不及预期。

20110711 Soros Europe Needs a Plan B "（Soros果然是最牛逼的PS撰稿人。精炼，深刻，有预见性）

在欧元最初设立的时候，创造者们是知道它的固有缺点的——有统一央行，没有统一财政部。但没有提前看到的是，人们错以为financial markets can correct their own excesses, so the rules were designed to rein in only public-sector excesses. And, even there, they relied too heavily on self-policing by sovereign states.

But the excesses were mainly in the private sector. （边缘国家的国债收益率一度跟core一样低）。而随着德国统一的结束，支持欧洲一体化的主要力量也在消失。

雷曼倒闭以后，默克尔坚持不能有EU层面的统一担保，这是当今欧债危机的根源。各国政府分别各自担保各自的银行，进一步导致政府债券的危机。边缘国家利差越来越大，欧洲也愈发分为两部分。德国甚至受益于欧元的贬值。

但是，当前的欧洲政府仍在声称没有其他的办法。但我认为希腊和欧洲都需要一个Plan B. 希腊违约可能是难以避免的，但这不需要成为disorderly。也许问题还会蔓延到葡萄牙和爱尔兰，但其他的欧洲地区需要被紧密保护。这需要Eurobonds、欧洲层面的存款保险等。"

20110718 全球经济周报20110718 " 7月15日，欧洲银行管理局（EBA）公布的银行压力测试结果显示，90家欧洲银行中共有8家未能通过测试。本轮压力测试的主要价值在于其增加了银行系统透明度。但本轮银行业压力测试总体仍然偏宽松

[危机正加速向西班牙和意大利蔓延]

7月4日以来，意大利和西班牙国债收益率飙升，欧债危机呈加速蔓延态势。欧洲当局坚持要求私人投资者展期希腊债务，成为危机加速蔓延的导火索。

投资者担心其他边缘国家效仿希腊，通过债务展期等形式，要求私人投资者分担损失，通过抛售边缘国家债券降低风险敞口。意大利政府内斗是上周危机恶化的又一原因。总理贝卢斯科尼和财政部长朱利奥•特雷蒙蒂不和，且特雷蒙蒂受到助手丑闻影响，恶化了投资者信心。

7月1日以来，以意大利和西班牙为首的欧洲股市大幅下跌。

意大利“火速”通过财政紧缩议案，以应对债务融资成本上升压力。7月15日，意大利众议院通过了总规模超过700亿欧元的财政紧缩方案。财政紧缩措施包括：降低对地方政府的转移支付；削减公务员薪酬及严格控制公务支出；降低医疗支出（征收专科门诊费、救护站挂号费等）；2013年开始逐步提高退休年龄；上调证券储蓄帐户的印花税；对金融机构额外征税；减少税收减免和优惠等。财政紧缩方案的迅速通过是意大利政府为应对市场压力所作出的积极反应。因此，意大利政府加快了紧缩方案的批准进度，按照正常进程，意大利需要2个月才能通过这一方案。

评级机构对私人投资者参与希腊救助的态度，是欧债危机会否蔓延的另一重要威胁。此前，信用评级机构曾威胁，私人投资者如果“自愿”展期希腊债券，则将会将希腊评级降至“违约”。一旦评级机构将希腊降至“违约”评级，则将会对市场形成巨大冲击，意大利免受传染的可能性很小。

根据希腊、葡萄牙和爱尔兰主权债务危机的经验，一旦国债收益率突破7%，可能会进入一个危机自我实现的过程，届时即使出台新的救助措施，也很难将债券收益率降至可持续的水平。" 伯南克国会政策显示，表明了一个平衡的政策取向，对转向收紧和进一步宽松这两个方向的情形没有偏重。但是此番援引了最新公布的6月份就业报告来说明劳动力市场持续疲弱，并且再度提到进一步宽松的可选措施，在态度上略显dovish。 "[美国经济数据偏悲观]

上周经济数据表现偏悲观。6月份零售销售月比增速转正，但数据显示二季度消费增速可能仅为0.8%左右，增速较一季度继续走弱。7月份密歇根大学消费者信心指数和6月份NFIB小企业信心指数继续下降。5月份贸易逆差受石油进口价格攀升的推动，大幅放宽至2008年底以来的高位。6月份工业产出数据也不及预期。

如果欧盟当局和意大利当局不能在未来一两个月内出台强有力的措施，那么意大利国债收益率在短期内突破7%的可能性较高。

[欧盟可能采取的新的措施]

→允许EFSF从二级市场回购边缘国家国债（已在欧盟财长会上讨论）。

→扩大EFSF规模（比如1.5-2万亿欧元）（市场有呼声，但短期内难度较大）。

→私人投资者不用参与希腊等国债务重组（欧盟内部阻力较大）。

→ECB大规模购买边缘国家国债（暂无讨论，但如果危机失控，不排除）。"

20110720 BAML Global Fund Manager Survey News The global economic outlook remains positive in spite of a sharp deterioration in investor sentiment towards and within Europe, according to the BofA Merrill Lynch Survey of Fund Managers for July

20110726 GS US Daily\_ Fiscal Retrenchment\_ A Significant Drag on Growth in H1 A review of the spending and tax data at the federal, state, and local level suggests that a significant part of the weakness in economic activity in 2011 so far is due to fiscal retrenchment.

20110726\_Global Outlook 全球经济月报20110726 "[增长放缓，通胀高位，货币趋紧]

受到美国制造业PMI回升的带动，G7国家的PMI基本与上月持平，而新兴市场则继续全面下滑。6月份，全球CPI 年比继续上升，G7国家和新兴市场均出现了明显的上升，显示全球仍然面临着较大的通胀压力。7月份，全球货币政策继续收紧，7月份，欧元区、中国、巴西、泰国继续加息，分别加息25bp,全球货币政策继续呈现缓慢收紧的态势。

[美国债务上限问题最新进展及影响]

由于共和党主张完全通过削减支出实现减赤，坚决反对任何增税，民主党则主张削减支出与增税并举。目前虽然民主党作出让步，但共和党保守派人士不愿退让，导致问题迟迟不能解决，而美财政部所提的8月2日最后期限近在咫尺。

最优可能情形是：8月2日提高债务上限，通过小额减赤方案（几千亿至1.2万亿美元），大额减赤方案留待今年晚些时候或明年继续讨论。

美国房地产喜忧参半，6月份新屋开工数增长优于预期，建筑商信心回升，但二手房销售继续下滑。" "[欧盟峰会就新一轮债务危机解决方案达成共识]

新一轮救助方案将覆盖希腊2011-2014年中的融资需求，总规模接近1590亿欧元。其中欧盟和IMF的官方借贷规模为1090亿欧元，私人投资者净贡献（扣除欧盟担保成本）500亿欧元。

欧盟贷款将通过金融稳定基金（EFSF）发放，贷款期限将从目前的7.5年延长至15-30年；贷款利率将从目前的4.5％降低至3.5％左右。希腊现有贷款的期限也将被大幅延长。

私人部门将在自愿的基础上参与希腊救助，参与方式包括债券置换/展期和债券回购。如果是债券置换/展期，置换/展期后的债券期限将延长至15-30年，但债券本金会得到AAA级的信用担保。按照9％贴现率估算，置换/展期后债券净现值将降低21％。根据国际金融协会估计，若私人投资者参与率达到90％，到2014年中，私人投资者参与规模将达到540亿欧元，到2020年，将达到1350亿欧元。

欧盟将对希腊银行业的抵押品进行信用担保，以确保在希腊国债出现“选择性违约”时，希腊银行业仍可从欧央行获得流动性资金。

新一轮救助方案总体好于市场预期，表明了欧盟解决债务危机的政治意愿.但新方案诸多细节仍有待进一步明确，短期内市场观望情绪仍然浓厚.新方案中私人部门的参与方式，特别是债券回购的执行方式仍有待明确，私人部门的参与率是否真的能达到官方预期的90％仍然未知。"

20110801 bca.bca\_mp\_2011\_08\_01 "[债务上限闹剧仍在继续]

在过去50年历史上，债务上限被提高过70次。也就是说，这个工具需要提的时候就提，根本没用。而且不管如何，这个提高债务上限的过程中，是无法解决长期债务问题的。这意味着美债降级愈发可能。但历史经验显示，国债降级影响有限。日本在2002年4月从AAA降级到AA-，但收益率到现在更低了。

[美国增长喜忧参半，水平仍低]

过去一周美国增长有所恢复，房地产新开工变好，首申转好。坏消息是银行贷款不佳，消费者信心弱，耐用品订单不好。总体来看，增长在Q3应该能回到3%左右，这比H1要好但仍然不高。

希腊债务问题中，私人部门承担的损失并不算大。虽然希腊偿付性问题远未解决，这也意味着以后每次私人部门因为担心大幅haircut而抛售的时候，都是入场的好时机（大错特错）

[意大利债务危机面临多重均衡]

试问自己，你到底希望拿10%收益率的意大利债，还是4%？答案很可能是4%。因为10%的收益率是不可持续的，10%意味着意大利财政不可持续而最终换不了钱。本月意大利国债走势显示这种多重均衡的特征，所谓trigger有好多种，但我们理解这就是多重均衡情况下，收益率往上和往下都是有可能的，且自我强化。"

20110802 全球经济周报20110802 "[美国经济数据喜忧参半]

二季度GDP增速弱于市场预期，7月份制造业PMI降至临近50分水岭，6月份核心资本品订单下滑。但首次申请失业金人数降至40万人以下,Conference Board消费者信心略有改善，房价基本止跌。

[债限之争基本上尘埃落定]

先将债限提高4000亿美元，并减赤9170亿美元

奥巴马表示，新框架协议不是其偏好的解决方案。但对两党达成协议表示欣慰，认为这将避免美国债务违约。共和党人总体上满意，因为能实现2万亿以上的减赤而不包括加税，对他们来说是一个小的胜利。部分共和党仍表示不满，认为减支不够。包括众议院民主党领袖佩洛西在内的很多民主党议员对协议不满，因为协议未包含加税条款、未平衡富人阶层和工薪阶层的利益、有可能削减医保开支"

20110803 FOMC Tealbook "过去六周经济数据明显不及预期。特别是实际GDP在上半年仅为1%，比之前预计的2%要弱不少。其中消费尤其弱，而且消费者和企业信心都明显走弱。就业市场也比年初要差，5-6月的NFP明显不好，失业率也有微弱回升。

引发经济走弱的原因还不清楚。"

20110809 全球经济周报20110808 "[欧债危机-美债党争-标普降级三大因素叠加，摧毁市场信心]

近期市场下跌主要有3个因素

经济增速大幅弱于预期。

美国经济数据疲弱。二季度GDP增速显著低于预期，一季度GDP增速大幅下修。7月份制造业和服务业PMI双双下降，差于预期。股市对经济基本面的反应出现滞后。

欧债危机反复中出现恶化。7月以来，希腊、葡萄牙、爱尔兰均被大幅降级，西班牙，意大利国债与德债利差分别放宽140和172个基点。

7月21日的希腊救助方案，规模虽大，但有两个致命缺点，

 一是加入了私人投资者分担损失这个条款。尽管欧盟当局一再宣誓，投资者分担损失仅限于希腊，但形势比人强，投资者存有疑虑。投资者希望在被迫承担损失之前，卖掉爱尔兰、葡萄牙、意大

利和西班牙的债券。

 二是救助只专注于希腊，规模虽大，但并未包含最极端情景下意大利和西班牙出问题的情况下的救助措施。这反映了一直以来的一个基本事实，即欧盟当局只是被动应付市场，而非有远见地走

在市场前面，其结果就是意大利和西班牙国债收益率继续上升，直至欧盟出台大规模的救助措施。

7月21日以来，风险事件不断，推动市场走向极端。希腊被穆迪、标普相继降级，离违约级只差一级。7月29日，西班牙被穆迪加入负面展望。 塞浦路斯被穆迪、标普相继降级，有可能接受救助。

欧央行上周被迫出面干预市场，并开始购买西班牙和意大利国债。有分析师估计，截至目前，欧央行可能已购买了近100亿欧元的西班牙和意大利国债。ECB购买国债只是为欧洲当局购买时间。

美国历史上第一次失去3A主权信用评级，成为压垮市场最后一根稻草

给投资者信心造成打击。其它美国政府信用担保债券也面临降级风险，可能引发连锁反应。

8月5日美国休市后，标普将美国长期国债评级从AAA下调至AA＋，评级展望为负面，这是美国有评级以来，近百年历史上的首次降级。美国短期评级仍为最高的级别A-1＋" " 欧央行进一步推出银行业流动性支持举措，并重启债券购买计划。

8月4日，欧央行货币政策会议维持基准利率在1.50%不变，同时为稳定金融系统，欧央行进一步推出银行业流动性支持举措——6个月期再融资操作，该操作将以基准利率向欧元区银行业供应无限量的资金，相关资金于8月10日发放，于2012年3月1日到期。欧央行同时还决定将现有的主导再融资操作（MRO）和三个月期再融资操作（LTRO）至少延长至2012年初" "降级从多方面损害了市场信心，市场对政府治理能力提出质疑。

降级强调了政治上的不和谐：美国政治两极化已到了历史高点，严重损害美国的决策力和决策速度；欧洲缺乏统一决策，动作迟缓。

政府将更加缺乏扶助经济或市场的手段：降级后美国政府刺激或救助经济的空间将更小。如果此时再发生一场危机，后果将难以想象。

降级对经济有直接的负面影响：根据JP Morgan的估计，美国的融资成本将因此提高1000亿美元。这将在一定程度上拖累美国经济增长

七国集团财长和央行行长8月8日发表联合声明称：

考虑到金融市场再度面临压力考验，七国集团财长和央行行长承诺将密切合作，采取一切必要措施来确保金融稳定和经济增长。

七国集团将正视财政赤字、政府债务和经济增长面临的压力，并对美国和欧洲采取的果断行动表示欢迎。在必要时七国集团将联合行动，保障市场流动性，确保金融市场有效运行。

[美国就业不错，PMI下滑]

7月份非农就业增长较前两个月显著改善，优于市场预期。

全球制造业PMI继续下滑。全球PMI继续下滑，新兴市场和G7国家均有所下滑。"

20110811 bca.bcasr\_sr\_2011\_08\_11 "当前的大背景是markets are rioting against public secotor excesses. 这种背景下，很难想象财政可以发力，但货币政策空间却也不足。

2011Q2的实际GDP增速仅为1.6%，而BCA自己过去的研究发现，每当跌破2%以后都有衰退。另一方面失业率已经从3月到6月上升0.4pp，这也对应着衰退特征。但基准情况下，bca不认为有衰退（bca.mp有更详细解释），但复苏也会持续疲弱，这意味着对于负面冲击非常脆弱。

欧洲危机已经持续了很长时间，而政策制定者似乎持续低估了问题的严重性。即使ECB也仅是reactive而不是proactive。The current EFSF bailout fund is an early template for a common euro area bond, given that these bonds are guaranteed by all euro area nations. However, the EFSF is not yet a credible issuer of common euro area debt. 因为 It’s too small，第2个原因没看懂，3. The EFSF’s powers need to be ratified by each euro area nation."

20110811 bca.eis\_wr\_2011\_08\_11 "最近各国央行重新有意重启QE：

The ECB on August 7:

“The ECB will actively implement its Securities Markets Program. This program has been designed to help

restore a better transmission of our monetary policy decisions – taking account of dysfunctional market

segments – and therefore to ensure price stability in the euro area”.

The Federal Reserve on August 9:

“The Federal Open Market Committee will regularly review the size and composition of its securities holdings

and is prepared to adjust those holdings as appropriate”.

The BoE (Mervyn King) on August 10:

“We’re not out of tools; if we need to we can carry out more asset purchases”."

20110811 GS US Daily\_ The Speed Limit of Fiscal Consolidation (Stehn) "（感觉财政紧缩是大方向，GS这里仔细讨论财政紧缩的速度问题）

我们使用IMF的方法研究发现，美国在未来几年必须进行财政整顿。但是这会对增长产生显著拖累，因为美国是封闭经济体，而且已经触及ZLB（即外需无法支持，货币也无法支持）。因此财政整顿的节奏需要控制。

（什么时候，市场参与者和政治家们不再考虑财政整顿的？思维界是如何转变的？）"

20110815 全球经济周报20110815 "7月份实际零售销售数据显示消费增速有所回升，但整体依然较为疲弱，密歇根大学消费者信心指数遭遇重挫。

[民调显示多数德国民众不满政府的“欧元区路线”]

根据德国民意调查机构FORSA公布的一项最新民调结果，在接受调查的578名基民盟和基督教社会联盟（基社盟）党员中，约52%的成员明确表示反对目前欧元区救助计划，仅42%的问卷调查者赞同对希腊、爱尔兰和葡萄牙的救助方案。这一民调结果反映了德国执政联盟内部对默克尔“欧元区路线”的反对态度。

默克尔面临的政治困局是限制其推出大规模危机应对措施的主要原因。德国政府8月10日重申目前无需提高EFSF规模，这使得市场对于欧债危机的疑虑短期内难以消除" 由于金融市场的动荡和对经济增长的担忧，市场已经大幅调低了EM加息预期，甚至巴西和印度等国的市场以及开始预计降息 比利时、法国等国推行新的卖空禁令, 韩国将暂时禁止所有上市股票的卖空操作。

20110816 BAML Global Fund Manager Survey News BofA Merrill Lynch Fund Manager Survey Forecasts Global Economic Slowdown But Investors Say Recession Will Be Avoided

20110816 Gundlach 'The Cusp of a Global Banking Panic' "Investors are actually fearful of a global banking crisis… explains why firms such as Societe Generale have experienced sharp declines in their stock prices. The “really bad news,” Gundlach said, is that Societe Generale is “going in front of the microphone denying rumors.” This is reminiscent of Citigroup in 2008.

Gundlach said QE3 was unlikely because QE2 didn’t work – it only caused a “weird allocation of capital” and “euphoria in certain assets.” A more appropriate action, he said, would be a “direct stimulus” in the form of an increased spending program. But the economy is threatened instead by a $350 billion fiscal drag –representing approximately 2% of GDP – from the sun setting of the Bush tax cuts and payroll tax cuts."

20110819 bca.bcasr\_sr\_2011\_08\_19 （这篇文章介绍了美国财政的过去，分析了为什么财政状况在2001-2010年恶化了这么多，分析的范式很好，是一个很好的facts介绍和分解）

20110822 安信证券 高善文 最近半个多月以来，美欧金融市场的动荡、主权债务危机的恶化和发达经济体增长前景的骤然转暗给中国经济和市场的下一步走向蒙上了很深的阴影。从信贷市场的利率水平看，目前正在进行的宏观调控带来的资金紧张，其程度应该高于2004 年的水平，也许低于2008 年的水平。2004 年和2008 年的前两次宏观调控大约持续了4-5 个季度，这期间由于资金紧张的压力以及其他一些相关的原因，经济活动很快开始减速。从现在的数据看，在调控期间2004 年的工业增速下降了3 个百分点，2008 年的工业增速下降超过10 个百分点。调控会导致经济减速，这是很自然和正常的事情。

20110822 全球经济周报20110822 "德法峰会无新意，希腊救助方案执行风险高

美国经济数据喜忧参半。二季度美联储高级信贷官调查显示，整体信贷环境继续改善。7月份工业产出数据向好，以及新屋开工降幅优于预期，部分缓解了市场对美国经济再现衰退的担忧。但首次申请失业金人数小幅回升至40万人以上，费城地区和纽约州制造业指数差于预期，继续打压市场信心。" "美国7月份总体通胀维持高位，核心通胀继续上行。

预计CPI年比在2011年三季度见顶，核心CPI年比在2012年一季度见顶。"

20110823 BCA ces copper大跌，gold大涨，商品市场implied的是“all liquidity and no growth". 尽管QE3预期升温，但市场并不认为QE3等货币宽松效果会快速传导到growth上面。美国QE3的门槛更高，预期效果也更小。中国方面，下行幅度似乎正是政府所期待的那样。欧洲方面，问题已经比历史任何时期都严重，市场看到的是雷曼似危机。现在全球PMI都在下行，下行明显。

20110823 BCA ems 现在全球下行压力明显，Chart 1（可以更新）Dram prices早就在下行，这与当前的金融风波可没关系。美国和中国均有下行压力。美国方面，2010年的反弹是危机以后的均值回归，现在这种回归力量已经减弱。QE3力量将下降，美国似乎处于流动性陷阱中。中国方面，房地产过热将导致投资有下行风险。Chart 6（可以更新）EM估值方面，最好的指标是price to book ratio，现在并不便宜。

20110824 GS US Daily\_ How much growth boost to expect from QE3\_ (Stehn) QE1和QE2是有用的，，大约1万亿的QE对GDP增长的支持在第一年是0.8pp，第二年是0.2pp。但是，下一轮QE3，或者是改变资产负债表duration，效果都不及QE1和QE2。因为：1) less pronounced market dislocations than in 2008/2009; (2) "clogged" housing and mortgage refinancing transmission channels; and (3) the potential for renewed increases in energy prices.

20110827 GS UEA Bernanke Moves No Mountains 与预期不同的是，伯南克在Jackson Hole的讲话没有涉及短期经济和货币政策问题，而主要是长期问题，包括财政。（就是啥都没讲的意思）

20110830 瑞银证券 汪涛 过去几周，全球经济增长前景显著恶化。金融市场动荡不安，而欧美决策者努力寻求各种措施以应对停滞不前的经济和巨额的政府债务。由于经济增长前景疲弱，G3国家将在更长时间里维持极低的利率水平，而许多人期待着QE3出台。许多市场人士曾认为（现在依然如此）中国的货币政策将迅速转向并放松，并且/或者出台新一轮的经济刺激方案——就如中国在2008年所做的那样。然而事实上，中国却让人民币（小幅）加快升值步伐、要求更多城市施行房地产限购令，并且在近期要求银行保证金存款支付准备金、从而更好地控制银行的表外信贷活动。目前中国的确面临着不同的问题。我们认为目前的经济运行状况和面临的挑战并不足以令货币政策转向或是出台新一轮的经济刺激政策：国内经济的表现依然强劲。尽管我们预计出口增速将放缓，国内需求在强劲的资本支出和房地产建设活动的支撑下依然表现良好。政府还担心大宗商品价格可能将受到全球宽松货币政策的影响而停留在高位，甚至被进一步推高。

20110830\_Global Outlook 全球经济月报20110830 "[伯南克讲话未暗示进一步宽松政策]

8月26日，美联储主席伯南克在杰克逊霍尔全球央行年会上发表了题为“美国经济近期和长期前景”的讲话。

同时伯南克的表态暗示，9月份FOMC会议，以及此前的经济数据和联储官员表态将非常关键。市场转而关注9月5日奥巴马关于未来刺激政策的讲话，对9月份FOMC会议上推出进一步小型宽松政策的预期也有所增强。由于在8月份FOMC会议上，有三位理事对明确超低利率的时间框架投反对票，延长会期也将有利于联储内部统一意见。

7月中旬，伯南克在向国会作半年度货币政策报告时，首次明确进一步宽松的两个标准：1）近期经济疲弱比预期更持久；2）通缩风险再次显现。目前，经济增长已经显现疲态，但通胀压力依然存在，第二个前提条件仍然不成立。因此，我们认为美联储直接推出QE3的概率依然很小，但进行小型宽松（拉长持有债券期限，承诺在较长时间内保持联储资产负债表规模，取消对超额准备金付息）的概率升高，采取这些措施后，再审视QE3的必要性。"

20110901 bca.bca\_mp\_2011\_09\_01 " 当前最大的问题是，美国是否将再度进入衰退？我们认为不会。当前股市相比峰值下跌11%，如果衰退意味着下跌30%的话，那么股市大约price in了30%的概率会进入衰退。

不会衰退的理由是：

1.经济存在较大的周期回升空间。例如房地产不再高估，有pent-up demand。

2.金融体系的资本充足率更高。

3.上半年增长受到暂时抑制。内在增速在2%左右，虽然实际增长只有0.7%。这是因为受到高油价、日本地震的扰动。

但是，由于我们看不到降息、财政刺激，因此后续的增长可能仅仅是温和的。如果财政紧缩强于预期，那么还有下行风险。

（给出的不衰退理由大体正确。研究组也做了研究，理由可以说是有些薄弱，完全是通过hard data来推算的，而hard data，正如bca所说，是滞后的）" "9月份的FOMC可能不及预期。

当前联储高度分裂，共和党和民主党对联储的很有意见。"

20110901 GS Daily The Hard\_Soft Data Divide (Pandl) "当前美国经济数据的hard data / soft data出现分化走势。应当重视soft data

On the one hand, many “hard” economic indicators—such as industrial production, durable goods orders, and retail sales—have recently surprised to the upside. On the other hand, many survey-based measures have deteriorated sharply.

We see three possible reasons for the divergence between the hard and soft data. First, they cover different time periods: most recent surveys are for August, and most hard indicators are for July. The distinction is crucial, because many signs point to an adverse confidence and financial shock in late July and early-August. Second, the current hard data could still be revised. Third, during the recession and early recovery period, the soft data may have been affected by diffusion index bias. In general we believe it is correct to put a high weight on soft indicators, because they are timely, unrevised, and tend to be reasonably forward-looking."

20110903 GS UEA In Search of Labor Day, Fed to Ease Further NFP数据很差，但不至于是衰退情形。失业率数据尚可。 "2011年增长迄今为止很失望，更何况当前失业率这么高。因此联储会进一步行动。

我们预计OT的效果跟QE2是差不多的。"

20110905 GS US Views\_ More Easing Needed 进一步的货币政策刺激难以把美国经济明显拉起来，财政政策更有效。当前美国政府面临的real rate是负值。

20110905 全球经济周报20110905 "巴西意外减息50bp。巴西自2010年4月开始本轮加息周期，加息8次375bp，2011年7月加息25bp，紧接着就在在2011年8月减息50bp。连续加息后立即减息十分罕见

[美国数据不佳]

8月份美国就业零增长，可能加速美联储推出进一步宽松政策。8月份非农就业增长陷入停滞，弱于7月底就业市场几个领先指标的表现和我们的预测，显示8月份消费者和企业信心严重下滑已经对经济和雇佣造成了冲击，另外也有Verizon劳资纠纷导致大规模罢工这一临时性因素的影响。

非农就业调查时点为每月第二周。8月12日当周，正值债限党争和美国信用评级下调对市场情绪冲击最严重的时期，日度消指数显示8月12日当周消费者信心跌至谷底，之后出现回升。

此次家庭调查结果相对企业调查更为乐观，失业率与7月份持稳于9.1%，符合预期。首次申请失业金人数在一定程度上反映企业裁员情况，近期该数据保持稳定，反映就业市场并未出现急剧恶化。但工作时长和小时工资双双下降，预示低增长将抑制企业增聘。

制造业PMI指数继续小幅下滑，同店、连锁店零售销售增速持续放缓，6月份标普-希勒房价指数继续微跌。

姜骥做了一个美国房价的简单模型。" "[欧元区经济下半年衰退的可能性上升]

近期Survey Data显示欧元区经济下半年出现衰退的可能性增大,欧元区Hard Data也未出现改善迹象.

内部财政紧缩压力增大,除意大利外，欧元区边缘国家2011-2013年财政紧缩计划约一半集中在2011年实行，同时上半年部分国家财政紧缩计划落后于目标，需要在下半年加大财政紧缩力度，预计下半年财政紧缩对欧元区经济的拖累将较上半年更为明显。

德国主要经济数据尚未指向衰退，但近期下滑幅度明显。法国尚好。意大利、西班牙经济显示衰退迹象。

[意大利紧缩方案遇到新的阻力]

贝卢斯科尼政党内部部分成员，要求重新审查8月12日宣布的紧缩方案。8月19日以来，意大利10年期国债收益率从4.93%连续10天上升至5.28%。我们认为，一系列利空因素将推动意大利国债收益率重返不可承受水平"

20110908 GS US Daily\_ Doing the Twist (Pandl) 最近的联储沟通愈发指向了operational twist。

20110909 Gavekal qs 2011.7月意大利债券市场崩盘以后，欧债危机已经与过去不同了。市场开始认真考虑欧元的解体问题，虽然我们认为这并不是最可能发生的情况。（60页ppt全部讨论欧洲，可见这一期间的问题全来自欧洲）

20110912 bca.usis\_wr\_2011\_09\_12 奥巴马推出的财政刺激方案，估计可以把2012年的财政拖累从1.7pp变为正向的0.5pp支持。但是，这个法案很快遭到共和党众议员的泼冷水。

20110913 BAML Fund Manager Survey Global "BofA Merrill Lynch Fund Manager Survey Shows Increasing Number of Investors Anticipating Recession in Europe.

Banking crisis but no economic crisis. The September Fund Manager Survey indicates investors are pricing in a banking crisis focused on Europe, but not a global economic crisis; risk appetite seems to be at rock-bottom and our cash rule gives a ""buy"" signal. Markets would rally on better-than-expected policy initiatives but investors are struggling to see what these could comprise such are the problems facing Europe at this point. If the economic backdrop were to deteriorate further, EM stocks and the commodities complex look the most vulnerable.

Global growth down but not out."

20110913 BCA ems 中国进口会拖累全球。Chart 2 m1 vs. oil import在下降。

20110913 全球经济周报20110913 "[欧债危机加速恶化]

受希腊减“赤”目标再次落空等因素影响，希腊2年期国债收益率达到突破64%，10年期国债收益率突破22%，均大幅超出之前危机最高水平。

如果希腊减赤目标无法实现，将会对最新一批资金到位和新一轮救助计划顺利实施有重要影响。

有传言称，德国考虑准备放弃希腊，并对如何支持本国银行进行讨论。

9月9日周五，欧央行执委会德国人Stark宣布将辞去执委会委员职务，引发市场对ECB内部分裂的担忧。Stark是ECB内部有名的鹰派，曾持续反对ECB购买边缘国家国债。是继韦伯辞职后，今年第2个因意见分歧而辞职的德国鹰派。Stark辞职，反映了其对当前ECB违背“原则”的不满。

市场担心德国人在救助问题反对立场进一步反弹。

9月7日，德国联邦宪法法院驳回多名经济学家和一名议员的上诉，批准德国参与希腊救助和欧元拯救伞计划。宪法法院判决，既对德国参与的救助事实进行承认，同时又对以后救助权力进行限制，对欧债危机的解决算不上实质性利好。

[奥巴马呼吁国会通过4470亿美元的增支减税方案]

名为《美国就业法案》（American Jobs Act），这可能是2012年大选进入白热化阶段之前，白宫改变其政治际遇的最后机会。" "[上周美国经济数据整体优于预期]

8月份服务业NMI小幅回升，显示国内服务消费需求基本稳定。但褐皮书确认8月份美国经济整体延续缓慢复苏势头，部分地区出现增长减速迹象。

[瑞士央行加大汇率干预力度]

9月6日，瑞士央行称决定把欧元对瑞士法郎下限设定在1.2欧元/瑞士法郎。准备无限量地购买外币。瑞士央行还警告称，如果瑞士法郎升势对瑞士经济构成冲击，今后还会采取进一步的行动。

干预原因：瑞士法郎目前被大幅高估，对瑞士经济构成严重威胁，并带来了通货紧缩风险。

短期内，瑞士央行捍卫1.20的下限并非脱离实际。政治压力下，瑞士央行此次干预的决心很大。

瑞士央行曾在1970年代末的干预行动中取得成功，但当时干预的奏效一定程度上也归功于全球滞胀压力开始消退。1970年代末，央行为德国马克对瑞士法郎汇率设定了下限，成功阻止瑞士法郎上涨，但瑞士也为此付出了一定的代价，即通货膨胀迅速加剧。"

20110915 Soros Thinking Smaller in Europe "（这篇短文指出，欧债问题的核心矛盾在于德国公众的看法）

To resolve a crisis in which the impossible has become possible, it is necessary to think the unthinkable. 当前需要准备希腊、葡萄牙甚至爱尔兰的违约。但为了避免欧洲整体受到冲击，需要做下面几件事情：1.担保所有银行的存款。即便是希腊银行的欧元存款，也要被保护，否则意大利银行的欧元存款会被挤兑。2.欧洲银行要注资。3.除了希腊以外的其他欧元区国家的国债要被担保。

但是，这些都需要钱。当前没有钱可以找到。

这需要人们改变观念，特别是德国民众。德国民众仍然认为对于是否保护欧元是一个需要思考的问题，但实际上这不是问题——欧元必须被保护，否则对德国、对全球冲击都会很大。

即使欧债问题得到解决，其最终解决方案一定是德国主导的，这意味着会有紧缩，经济会放缓。等到经济放缓以后，德国民众会改变其看法，届时欧洲经济会好起来。"

20110917 GS UEA Will the European Storm Cross the Atlantic "当前欧债危机升级到新阶段，欧洲银行再度出现了funding stress。Despite the severity of many European

banking and sovereign stress indicators, broad measures of financial conditions and credit availability have shown only modest deterioration in Europe and very little in the United States thus far. "

20110919 全球经济周报20110919 "[美国数据好坏参半]

8月份实际零售销售走弱，印证消费者信心下滑对消费的抑制。高频信心指数震荡，显示消费者信心整体仍然较为脆弱。小企业信心自2月份以来持续下滑，显示商业信心受到抑制。

就业：首次申请失业金人数四周移动平均上扬至6月份以来的最高点，可能成为就业市场进一步走弱的信号

[预计美联储本周将推出“Operation Twist”操作]

市场普遍预期联储将在本周二至周三召开的FOMC会议上推出拉长其持有国债期限的新方案，以压低长期利率及term premium，刺激经济增长。

预计新方案可能不仅包括到期资金再投资时偏重购买长期国债（消极twist），而且包括卖出现有短期国债、买入长期国债（积极twist）的操作。预计购买重点在7—10年段，10年以上也将在增加购买的范围之列。新方案的细节尤为重要。由于该方案属于创新之举，细节上的不确定性较大。目前市场预期将在6个月内置换（短→长）3500—4000亿美元

市场同时猜测美联储可能同时降低对准备金的付息（25bps→0）。我们认为不排除这种可能。同时，联储还将对其他政策选项（通胀目标制，将某些经济指标设定为政策利率变动的先决条件等）进行广泛讨论。

降低长期利率将对经济产生正面影响，这在我们之前的分析中都已经提到过。但值得注意的是，term premium的降低将对银行的利润产生一定的消极影响。但是，不管是美联储还是学界、市场，普遍的观点仍是整体上看，term premium的降低将促进经济增长。

2011年9月15日，ECB联合Fed、BoJ、BoE和SNB重启货币互换，向金融机构提供美元流动性。我们认为，欧央行重启“货币互换”，较大幅度地缓解了金融机构“流动性”问题，但并未触及“偿付性”问题。（这一期间欧洲银行有大幅流动性问题）" "[欧盟财长会议缺乏实质性成果]

美财长呼吁欧洲向银行注资遭拒。上周末，欧盟财长月度会议在波兰举行。美国财长盖特纳首次参加会议。盖特纳主张，欧元区可对当前规模为4400亿欧元的欧洲金融稳定基金(EFSF)进行杠杆操作，以扩大EFSF规模，释放更多援助资金，缓解欧债危机。但欧盟财长拒绝就此同盖特纳进行讨论。

本次欧盟财长会议公告中没有任何应对欧债危机的具体成果，欧元集团主席容克16日透露，有关抵押问题的谈判“取得了一些进展”，但迄今未能达成任何协议；同时，关于希腊新一轮救助的具体执行方案，由于欧元区内部分歧严重，会议未能形成积极成果。

德国柏林邦18日举行议会与市长选举，总理默克尔率领的联合政府再次受挫，在今年德国的地方选举中遭遇六连败。民众对德国伸援手救欧债已感厌烦，尽管支持欧盟的德国民众仍高达76%，但对欧元区支持率降至48%。（#思考：2012年力挽狂澜时，民意如何？）"

20110921 FOMC Transcript "（如期推出OT。MBS再投资略超预期）（伯南克对欧洲的僵局很悲观）

伯南克：当前的金融不稳定问题再度恶化，虽然恶化程度不如2008年，但是恶性循环的机制已经与2008年相似。我认为德国是有动力最终保护欧元的，因为保护欧元的收益大于成本，即便是对德国来说。但是，我上周参加了两个会，I have become more concerned about the ability of Europeans to manage this. Their political and coordination problems are extraordinarily difficult. I think there is some lack of imagination in the policymaking that is going on now. There seems to be a very myopic focus now on getting the July 21 agreements ratified, which is in itself a difficult political task, but I think everybody recognizes that the July 21 agreements, particularly the size of the EFSF, will not be sufficient. Meanwhile, time is growing short. The Greek situation is becoming worse.

不仅金融条件恶化，欧洲经济实际上也在放缓。然而欧洲执政者却also very much in the mode of monetary and fiscal tightness，这对于短期增长肯定不利。Trichet把当前的欧洲情况类比为当时TARP被否定的情形。Where we are is reminiscent of Henry Kissinger’s comment that there is nobody to call in Europe. Trichet在10月末就要退休了，Draghi的影响力和政策空间恐怕并不比Trichet好（Draghi并不被伯南克看好）。

美国增长正在接近stall speed，我是相信所谓two-state modeals，而且这种弱增长对于进一步的冲击会很脆弱。" 最近铜价下降很多，坊间传闻公司对铜的交付放缓因为担心需求。全球的这些情况都会影响美国的通胀。 "（对美国的弱增长感到很不舒服，但对于财政又没有期待）

伯南克：I wouldn’t expect any help from fiscal policy; fiscal drag will be increasing. And in terms of pessimism, uncertainty, et cetera, the fact that we have a presidential election year is not likely to create a lot of calm and agreement in Washington. The point is that it is difficult to see where the strength is going to come from.

三票反对。"

20110921 GS US Daily\_ Fed Does the Twist, Though Not Everyone Dances This afternoon the Federal Open Market Committee (FOMC) announced plans to sell shortterm securities on its balance sheet and buy longer-term securities, "doing the twist" in market parlance. We estimate that implementation--to be completed by mid-2012--will increase the total duration of securities on the Fed's balance sheet by nearly $400 billion ten-year equivalents. The Fed also indicated it will shift the reinvestment of maturing and prepaid agency debt and agency mortgage backed securities from Treasuries into agency MBS, providing incrementally more support for the housing sector. Overall, the easing action was more aggressive than our expectations or the market's.

20110924 宋国青 宋国青 有利的变化正在发生。首先过去半年里面紧缩幅度是非常厉害，M2度量同比增长率度量，差不多接近过去30年最低水平，前面80年代90年代初没有货币统计指标，这个是根据另外一些指标推算的，可能有些不准，至少有货币统计以来接近最低水平，可能在11月份会达到破了最低水平，M1增长速度也是比较低。这几天期货市场商品价格跌幅情况看，有利变化在很快形成。好的情况看到外面情况，并没有立即要大跌情况，如果是慢慢跌对中国是很好的事情，中国可以从容不会像09年急剧刺激内需扩张，这样情况是最有利的情况，国际上如果暴跌短期不利，长期还是很有利，如果美国欧洲没有什么问题，对中国是最不利的消息，商品价格上去通货膨胀接着来，还要控制通货膨胀，最好就是阴跌，但是不要太厉害，现在看来可能是这样一个情况谢谢。

20110926 bca.usis\_wr\_2011\_09\_26 当前唯一的解决欧债危机的方案，是希腊债券的有序违约，然后扩张EFSF来担保西班牙和意大利，确保希腊以外不会有违约了。

20110926\_Global Outlook 全球经济月报20110926 "[欧债危机最新进展与前景展望]

在财政危机、银行业危机、经济增长危机相互交织的背景下，欧债危机进一步恶化:

意大利、西班牙收益率再度放宽，接近ECB购买前水平

银行业股价进一步下跌，CDS利差攀升

以希腊、意大利为代表，边缘国家主权债务违约风险进一步上升：

希腊减赤遭遇阻力，能否顺利获得下一笔援助资金再度成为市场关注.作为获得下一笔援助资金的条件，希腊内阁9月21日出台新的财政紧缩议案.

意大利政府缺乏改革意愿，新的财政紧缩计划面临考验. 意大利新的财政紧缩方案总规模接近600亿欧元，占GDP3.4％，加上原有方案，意大利2011-2014年财政紧缩总规模达到GDP的5.0％，这一规模理论上有望使意大利到2013年实现财政收支平衡，但实际上面临一系列风险.对经济前景判断过于乐观. 未来财政紧缩近2/3集中于增税，但实际增税的空间有限. 未包含足够的结构性改革措施

欧元区银行业面临融资困境，未来将有更多银行面临资本金不足等问题：

银行业融资状况进一步恶化，现有的Asset Buffer可能不足以抵御潜在的资金缺口

欧洲银行业对边缘国家的信用敞口可能使其面临4000亿欧元左右的资本缺口

欧元区近期经济数据明显走弱，衰退风险上升：

除内外部需求下滑之外，银行信贷收紧也已经开始影响欧元区实体经济. 最近一期银行业信贷数据显示，欧元区银行业对非金融企业和家庭部门的贷款增量均出现大幅下滑。

欧元区三季度经济数据明显走弱，接近衰退边缘.欧元区9月份PMI数据进一步下滑，综合PMI从50.7降至49.2，进入萎缩区间，差于市场预期." "[美联储卖短买长操作符合我们预期，但再投资政策意外]

新方案计划在2011年6月前卖出现有3年以下的短期国债、买入6—30年的长期国债，金额为4000亿美元。

Dallas Fed行长Richard Fisher、Minneapolis Fed行长Narayana Kocherlakota和Philadelphia Fed行长Charles Plosser对上述决定持异议。他们在8月9日FOMC会议上也对有条件承诺将接近于零的利率水平维持至2013年年中的决定表示反对。

同时，美联储还改变了再投资政策。原来机构债和机构MBS的到期资金均再投资于美国国债，此次会议上联储决定所有到期资金均再投资于机构MBS，以支持美国房地产市场

评论：但是，我们认为目前美国房地产市场最大的问题并不在于住房贷款利率，而在于大量房贷位于水下，根本不符合Refi条件。通过支持MBS、降低抵押贷款利率很难达到提振房地产市场的目的。只能说help at the margin.

市场反应：美联储操作公布后，早有预期的市场不仅没有买帐上涨，而且因为联储声明中对经济的悲观评价而大跌，当日标普500指数下挫接近3％"

20110927 GS Daily Comparing Current Financial Stress to the Past 当前美国经济的前景格外的受到外围影响，即欧洲。我们估计9月初的金融条件如果继续保持，这对于2012年的拖来达到1pp。

20110927 宋国青 宋国青 今年上半年中国高层政府的态度就是坚决控制通货膨胀，我觉得这是一个很好的态度。不能说是控制CPI会引起其他的一些东西，比如说经济增长速度下降，而把这个目标就放弃了，这个会经常造成一些半途而废，到今年6月份为止，宏观调控政策方向上完全对，幅度力度也基本是挺好的。政策从紧缩转向适度宽松的条件已具备。绝对不是说放弃控制通货膨胀目标，而是说目前对控制CPI目标会出现一些有利的变化。比如，近日国际市场上农产品价格的大幅大跌对于国内抑制以食品价格上升为主的通货膨胀来讲最有利。同时，今年秋粮的产量预测也将比较好，这亦有利于国内控制通胀；再有，美国、欧元区经济前景黯淡、内需疲软的情况，对于中国控制通胀来说也是利好消息。

20110928 bca.bca\_sr\_2011\_09\_28 （市场在广泛的讨论，除了QE、OT以外，还能有什么其他政策。被广泛提及的有：提高通胀目标，买入股票、企业债等）

20110930 BCA fes copper大跌。BCA的us team估计2012年美国财政将拖累GDP1pp，而当前联储却不愿意开启QE3.

20111001 bca.bca\_mp\_2011\_10\_01 " 当前DM的增长进入了长期弱增长的阶段，虽然私人部门去杠杆进程放缓了，但政府却愈发紧缩。

在2010年初以后，财政就变为拖累了。在复苏最初阶段，就有一种思潮，所谓expansionary austerity，认为财政紧缩以后可以提振私人部门信心，以至于推升需求。

爱尔兰和冰岛的鲜明对比显示，上述理论不靠谱。爱尔兰进行了财政紧缩，陷入衰退；冰岛采取货币贬值、资本账户控制等等，而现在已经有所恢复，失业率开始下降。

当前美国面临的财政拖累不至于太强。如果payroll tax cut得以国会延续，那么2012年财政拖累是1pp，跟2011年一样，即财政不会产生额外的拖累。

在短期利率为0时，operation twist跟qe没有本质区别。联储自己QE估计的是QE2的效果是压低了0.5pp的失业率，而bca自己的估计是压低了0.2-0.3pp。我们估计当前的OT跟QE2的效果应该差不多。" " 在长期弱增长背景下，最佳资产是corporate bonds。因为不至于衰退，但增长也不至于太强以至于加息。在1992-1994年，标普回报是6.3%，而HY是11%。

在理想情况下，如果美国在今年进行了合适的财政整顿，削减长期福利项目，增加短期财政刺激，会好的多。如果ECB保住了西班牙和意大利的利率不高于4%，这也是好政策。但这些政策都没有推出来。"

20111003 GS US Daily\_ European Crisis Pushes US Economy to Edge of Recession GS的欧洲团队预测欧元区将在2011Q4进入衰退，其负面拖累让美国在2012年初处于衰退边缘，我们当前的预测是2012Q1的增长仅为0.5%。

20111004 BCA ceemea 我们的全球团队下修了2012年全球预测。上次下修主要是源于美国，下修幅度较小。这次下修是源于欧洲，下修幅度较大。实际上，欧洲当前的增长数据还不错，但问题是过去几个月的金融震荡、信心下降，我们预期今年往后欧洲会陷入衰退。

20111004 Gundlach Preparing for the Coming Crisis "“One of my highest themes in investing,” Gundlach said, “is that bull markets are about cooperation;

bear markets are about divisiveness.” For instance, the euro “came into existence as the most heroic

experiment in cooperation” at the global peak of high-risk asset valuation. Within the first year, all

countries began violating the constructs of membership; thus, “it is not surprising that the euro is teetering and will fail.”"

20111007 bca.usis\_wr\_2011\_10\_07 近期股市反弹，支持因素包括NFP较好，ISM不错，以及欧洲讨论要注资银行。然而，欧洲银行是问题的结果而非原因，我们计算了，德法可以救自己的银行，但救不了意大利和西班牙的银行。

20111009 GS US Views\_ OK for Now, But Slowdown Ahead (Hatzius) " 在2011年初增长大幅下滑以后，当前增长大体在趋势附近，NFP在100k左右，失业率大体走平。最近的增长比预期要好，不过预期本来就很差。

我们预期40%的衰退概率，增长将在未来两个季度放缓至1-1.5%。这主要源于我们调低了欧洲增长预期。当前欧洲执政者仍然动作缓慢。欧洲通过出口、金融条件和更紧的信贷拖累美国增长，三者分别拖累0.1-0.2/0.5/0/5pp，合计拖累美国1-1.5pp。

此外，美国仍在面临财政偏紧。" 即使没有衰退，我们也预期在OT以外，进一步推出QE。但QE的效果已经边际递减了。或许需要其他政策配合，例如货币政策框架的调整。

20111010 全球经济周报20111010 "[欧债危机向纵深发展]

Dexia成为欧债危机中倒下的第一家金融机构。比利时首相伊夫·莱特姆4日晚宣布拆分法国和比利时合资银行Dexia银行集团，Dexia成为在欧洲债务危机中倒下的第一家银行。我们认为，Dexia分拆是危机向核心国家及其银行系统蔓延的重要标志。如果欧洲当局不能出台大规模的注资措施，不排除有新的银行倒下的可能。

意大利和西班牙相继被穆迪、惠誉降级。10月4日，穆迪将意大利主权信用评级从Aa2下调至A2，同时对其保持“负面观察”。

欧盟正在讨论注资银行方案，投资者被要求在希腊救助中承担更大损失。10月5日，德国总理默克尔称，EFSF救助银行只能成为“最后手段”。10月9日，德法两国领导人开会，主张在新的危机应对方案中加入银行注资内容。希腊第二轮救助条款将很可能被修正。投资者承担更大损失正获得越来越多的共识。希腊恶性违约或债务重组的可能性上升。萨克奇不再强调“希腊不能违约”的立场。

[ECB和BoE均出台新的宽松措施，应对危机]

ECB决定新购买400亿欧元Covered Bond。ECB同时决定，补充2次长期再融资操作。截至2011年9月底,ECB通过SMP购买边缘国家国债1605亿欧元。其中 8月份重启购买以来，累计购买865亿欧元。 ECB购买仍坚持“冲销”原则。ECB通过吸收定期存款，来回收因买国债而释放的流动性。预计未来数月，ECB资产负债表将持续扩大。

BoE决定增加750亿英镑国债购买。" "[美国经济增速小幅回升]

近两周公布的二季度GDP增速终值、制造业和服务业PMI、非农就业、申请失业金人数、消费者信心、耐用品订单、建筑支出、新房销售以及贸易余额数据均好于市场预期. （这种广泛的数据回升，应该确实是利好的。后面bca解释为汽车消费反弹等个别因素，我觉得有点牵强）

失业率连续第三个月维持在9.1%,申请失业金人数持稳. 9月份ISM制造业PMI月比上升1.0至51.6，好于市场预期的50.3。个人收入下滑，消费增长乏力.汽车销售再度转强. 耐用消费品需求回落，但整体依然强劲. 消费者信心止跌回升. 住房投资仍然疲弱，企业基建投资较强.

欧元区经济数据进一步走弱，衰退风险上升。欧元区9月份PMI继续下滑。PMI数据显示德法经济接近停滞，意大利西班牙将陷入衰退。

[占领华尔街运动蔓延全美]

9月17日“占领华尔街”活动在纽约爆发，随后，类似的抗议扩散到美国其他地区，“占领芝加哥”、“占领洛杉矶”等示威活动陆续展开，并蔓延到旧金山、华盛顿、波士顿、丹佛等美国50多个大城市。目前来看抗议者还比较和平，没有引发暴力活动。

各方态度：共和党普遍反对该运动，资深众议院共和党议员Cantor甚至斥责示威者为暴徒。民主党中的一部分对运动持同情态度，一部分则慎于表明立场。"

20111010 瑞银证券 汪涛 随着出口和工业生产增速放缓，我们认为政府将会放松宏观政策。然而，目前还不是时候。经济增速只是小幅放缓，且通胀维持在超过6%的高位，而政府依然在处理一些上一轮经济刺激遗留下来的负面因素。

20111012 Soros A Path through Europe’s Minefield "当前欧洲执政者终于意识到，银行是个大问题。银行和欧债问题是互相加强的，欧债下跌让银行资本金不足，给银行注资又让政府更加困难。

我认为应该优先给银行担保，而不是注资。第一，当前注资要花太多钱，政府本来就捉襟见肘。第二，等到危机过去以后，边缘国债利差回到正常水平，届时注资成本也会下降。"

20111017 全球经济周报20111017 "[欧债危机系统性解决方案有望近期出台]

斯洛伐克议会上周四在第二次投票中通过了EFSF的改革方案，成为最后一个通过该方案的欧元区国家，至此，EFSF基金的相关改革（扩容至4400亿欧元，注资银行业、购买国债等）正式进入可操作阶段。

欧盟委员会提出银行业支持方案，提议加快推出永久性救助基金.

10月23日欧盟领导人峰会能否出台全面危机解决方案是目前市场关注的焦点，欧盟官员近期提及多项应对方案，除银行业支持计划外，其它可能的措施包括：

希腊减债方案：可能要求私人部门对希腊债务进行更大幅度的减记（50%左右），从而使希腊债务回归可持续水平。我们认为这一方案的推行难度较大。即使私人部门haircut达到50%，希腊债务占GDP比重仍将超过100%，对希腊减债的贡献仍然有限；而如果要求所有部门参与，那么希腊将立即出现违约，市场波动性将随之增大，可能危及葡萄牙、爱尔兰的救助方案的顺利实施。

EFSF杠杆化：目前有两类方案，一是让EFSF利用抵押品从ECB融资，二是EFSF对边缘国家发行的债务进行担保。目前ECB官员明确反对让ECB为EFSF提供资金，使得第二种方案成行的可能性更大。在第二种方案下，EFSF可以对PIIGS国家发行的国债进行部分担保（担保前20-30%的损失），从而将EFSF的可担保规模扩大为其实际规模的4-5倍，接近2万亿欧元（实际规模可能小于2万亿，具体计算附后），这将可以覆盖PIIGS国家2014年底之前的所有债券发行。

经济改革与竞争力提升：可能包括欧盟一体化及劳动力市场改革等措施

加强经济治理：将涉及修改欧盟条约，加强《稳定与增长公约》下的惩罚机制，可能对以后寻求救助的国家进行更大范围的财政干预。

根据WSJ消息，德法领导人上周末已经对欧洲银行业支持方案和EFSF杠杆化方案达成初步协议，但在如何解决希腊债务危机的问题上分歧仍存。" "[美国数据不错, 三季度增速提升得以确认]

上周公布的9月份零售销售、贸易余额、商业库存、中小企业信心指数、以及申请失业金人数均好于市场预期。

小企业信心仅略微回升，显著弱于行业整体状况. 10月份密歇根大学消费者信心小幅回落，9月份消费高增速可能难以延续。

[欧元区经济数据总体好于预期]

欧元区8月份工业产出意外增长，边缘国家增长强劲。

但是，欧元区PMI新订单指数及订单存货比数据同样表明工业产出将走弱。

[中国温州资金量断裂，民企跑路]

截止今年9月末，浙江温州等地已有多家民企出现资金链断裂、主要责任人出逃情况，中小企业经营面临较大困难。"

20111018 BCA ems chart 2 每十年全球有一个资产泡沫，这次的是copper。中国信贷增速too far too fast.

20111019 BAML Global Fund Manager Survey News "BofA Merrill Lynch Fund Manager Survey Finds Sovereign Debt Fears Easing as Investors Anticipate Greek Default.

More than nine out of 10 (92 percent) of the 199 respondents to October’s global survey believe that Greece cannot avoid default. Seven out of 10 respondents predict a default by April 2012. Despite this overwhelming consensus, investors are less worried about sovereign risk than a month ago and less pessimistic about global growth"

20111020 bca.bcasr\_sr\_2011\_10\_20 "我们的内部research advisory board内部开会，整体企稳是比较悲观的。

美国应该可以避免衰退，但也就是这样了。当前的所谓super committee要在11月23日之前搞出来一个减赤1万亿的方案，否则一些automatic spending cuts会大幅拖累美股增长。

当前欧债危机有几个解决方案，但都需要德国民众，但德国人似乎还没有下决心。"

20111024 全球经济周报20111024 "[欧盟延迟出台危机解决方案]

由于德法领导人在EFSF扩容和希腊减债等方面仍未达成共识，10月23日的欧盟峰会并未就危机解决方案作出实质性决定，欧盟领导人承诺最晚在10月26日举行第二次峰会，并出台全面解决方案。

ECB国债购买量减少，意大利/西班牙收益率重新上升。" 美国9月份通胀继续走高。Core CPI 9月份月比上涨0.1%，年比上涨2.0%。 "[美国上周经济数据喜忧参半]

除9月份住房开工数据好于市场预期以外，CPI、工业产出、二手房销售数据均符合预期、申请失业金人数差于预期。

褐皮书措辞谨慎，美国经济弱势复苏。9月下旬至10月中旬美国经济温和增长，但各界对经济复苏强度的怀疑情绪有所增强；在汽车销售和旅游业的助力下，美国制造业和交通业有所增长，个人消费者支出和商业投资“稍有走高”；但劳动力市场“几乎没有改变”，部分地区新增雇佣需求仅针对部分行业的熟练工；部分地区建筑和房地产活动略微改善，整体依然疲弱。

德国IFO商业景气指数降至16个月低点

"

20111025 bca.bcasr\_sr\_2011\_10\_25 （BCA的Abramson发表了一个对于大宗商品5-10年的乐观观点。我记得姜骥也做过一个类似的乐观看法。由此可见，在2011年商品大顶的时候，分析师普遍还是线性外推这个高估的商品资产。我记得桥水在2010年的商品报告，也是力推商品的分散通胀的作用。要判断商品的大势实在是太难了）

20111026 FOMC Tealbook The data on spending that have become available during the intermeeting period have been somewhat stronger than we expected. In particular, recent readings on retail sales, capital goods orders and shipments, and nonresidential construction have all surprised us to the upside. However, important indicators of near-term economic activity remain downbeat: Measures of consumer sentiment are exceedingly low, business surveys point to continued caution, conditions in the labor market have not brightened, and gains in industrial production outside of the motor vehicle supply chain have been sluggish. Consequently, while the recent spending data led us to raise our projection about ¼ percentage point for real GDP growth in the second half of this year, to an annual rate of about 2½ percent, we have not carried forward that positive revision into next year.

20111031 bca.bcasr\_sr\_2011\_10\_31 No Apocalypse Now "投资者似乎已经熟悉了欧债危机的节奏——先出问题，政府出台对冲政策，这些政策既不能完全解决问题，也不至于导致灾难后果。欧洲以外的市场应该未来主要根据自己的基本面来定价了，因为欧洲的外溢最终是有界限的。

（bca把当时的欧债危机分为三个阶段，分别是2010年中，2010年11-12月，以及2011年7-9月。很好，在ppt中已经有记录）"

20111031\_Global Outlook 全球经济月报20111031 "[分析本轮美国经济扩张特征]

本轮扩张的结构性特征：家庭消费弱，政府成拖累。本轮周期企业投资的贡献大于最近三次周期。房地产和就业疲弱具有长期性。当前至2012年，两大结构性因素仍将存在。此外，经济还会受到财政紧缩和外部主要经济体增长放缓的影响。因此，我们初步判断未来几个季度美国经济的平均增速在1.5-2.0%之间。

[选前政治生态与政策不确定性]

目前共和党候选人的整体支持率暂时高于奥巴马。分析人士认为，这是一场关于美国经济的竞争。经济复苏乏力，收入增长停滞和高失业率问题能否改观，将是奥巴马能否连任的关键。因此，奥巴马近期政策主打政府救助和经济刺激牌。但这与共和党限制政府干预与开支的主张明显对立。因此，两党分歧将以财政政策为触点，愈演愈烈。

11月份可能难以达成大规模减赤协议，年内难以出台新财政刺激政策，可能达成的妥协是部分延长失业救济金和工资税减免。奥巴马和国会共和党近日提出的就业促进提案存在显著差异，强调不同群体利益，几乎没有交集。奥巴马强调对失业者的直接援助，对企业增加雇佣的补贴，以及通过对富人增税支付项目成本。而共和党坚持减少政府干预，对高收入者和公司减税，保护企业利润。

欧元区10月份综合PMI（初值）连续第6个月下滑。

欧洲随着银行业去杠杆化加速，欧元区信贷紧缩局面仍将持续。2011年8月，欧元区银行业对非金融企业的贷款净减少121亿欧元，对家庭部门贷款净减少60亿欧元，这一降幅接近2009年经济衰退初期的水平 。" "[希腊债务重组取得重大进展，与私人投资者达成50％Haircut]

 关于希腊新一轮救助方案，欧盟峰会公告声明，

 在新一轮希腊救助方案中，私人部门将被要求在自愿基础上通过债券置换方式将希腊债券本金减记50％，从而使希腊债务占GDP比例2020年降至120％。

PSI会否引发投资者对边缘国家国债的风险厌恶情绪？可能性较高。

如此大幅度的减记，使欧元区国家债务不会重组的预期彻底被打破

预计即使私人部门自愿参与，评级公司也会先后将希腊主权债务降至“违约”或“选择性违约”

欧盟峰会就提高银行资本充足率达成协议。但当前银行资产减记和资本补充规模可能不足以消除市场疑虑。

欧盟考虑通过担保发债对EFSF杠杆化4-5倍。EFSF杠杆化，反映了欧盟当局不愿增加救助资金的现实。

[意大利财政紧缩成为危机能否缓解的关键]

在此次欧盟峰会中，德法两国领导人一致向意大利施压，要求其负起财政责任，采取新的措施刺激经济增长。"

20111101 bca.bca\_mp\_2011\_11\_01 "[10月股市是反弹不可持续]

10月份的风险资产大幅回升是不可持续的，因为美国内在增长比headline要弱，而2012年初的财政紧缩也给前景带来阴影。

由于最新美国数据不错，减轻了美国经济很弱的担心，风险资产大幅回升。近期美国经济的回升，源于H1的抑制性因素的反弹，例如上半年汽车行业受抑制，近期汽车行业回升的很好，在Q3贡献了GDP增速有1pp之多。（这让我想起来，GS强调soft data比hard data重要，但结果是hard data后面确实一直不错）

但是，经济内在动能在减弱。剔除汽车消费以后，商品PCE的增速在近几个月是走弱的。如果剔除我们说的商品价格因素、日本地震扰动，近几个月的内在增速应该是1.5%左右，比上半年要弱。

美国经济在2012年初面临fiscal cliff。如果Emergency unemployment benefits和payroll tax cut过期的化，这将导致居民收入少了GDP的1%。当前，我们猜测pay tax cut会被延期，而失业保险被延期的可能性是50%。

当前欧洲执政者的comprehensive plan是有可能成为转折点的，但我们依然怀疑。G20会议将最终在11月3日举行。"

20111101 瑞银证券 汪涛 实体经济活动在依然坚挺的国内需求的基础上保持稳健。这主要是由于重工业去库存结束、房地产建设活动保持强劲以及汽车销售的复苏。不过，9月份出口增速明显放缓，房地产销售和新开工面积也进一步减速。在更为疲弱的出口和建设活动的带动下（虽然保障房建设可能会抵消部分疲弱），我们预计四季度GDP同比增速将进一步放缓至8.4%。就2012全年来说，随着外需进一步趋弱，我们预计2012年GDP同比增速将放缓至8.3%，而这个预测已经包含了小规模的刺激政策。（实际上高估了2012年）

20111102 FOMC Transcript "（没啥内容）

伯南克：

最近数据确实不错，比预想要好一点。消费、商业地产投资都不错。有趣的是，信心还是不行，包括business roundtable CEO survey，data与survey之间的差距很大。"

20111105 GS UEA Tracking a Multi-Speed Recovery 2011年的美国企业投资挺强的，这跟今年经济放缓并不一致（实际上，中国的投资也很强，跟企业盈利好应该是一致的，企业投资都是滞后项）（我的理解确实没有错误。bca2011.11.7就写到了当前的sp500盈利很好，在2009年初以后，SP500的operation earnings一直处于上升阶段，margins在2011Q3再度上升。）

20111108 全球经济周报20111107 "[欧央行降息]

11月4日，德拉吉欧央行货币政策会议宣布将基准利率从1.5％降至1.25%. 此次ECB降息超出市场预期。ECB降息措施表明，经济下滑风险短期内将取代通胀成为ECB货币政策的主要考虑因素。市场预期未来1年ECB将降息40bp。

[希腊将组建联合政府]

希腊连日来的政治动荡以帕潘德里欧下台换取反对党支持暂时告一段落。随着联合政府组建完成，希腊将顺利获得国际援助资金，从而避免违约。但组建联合政府只是希腊目前的过渡方案，仍将进行提前大选，大选初步定于明年2月19日，希腊政治中期内仍面临较大不确定性。

[G20戛纳峰会:总体积极但未取得实质性成果]

欧盟原本希望能在G20会议上获得其他国家的支持，但没有一个G20成员国承诺帮助为EFSF提供资金。这些国家决定，只继续讨论通过国际货币基金组织(IMF)提供额外的支援。

中国近期不太可能向EFSF提供资金支持。胡锦涛强调，中国不是欧盟的救星，解决欧洲债务问题主要还是要靠欧洲，中国相信欧洲完全有能力解决债务问题。中国财政部副部长朱光耀表示，EFSF的两套杠杆化方案（即主权债务保险机制以及设立可以吸纳中国等国资金的特殊用途工具）都不是非常成熟的构想。

日本政府年内第三次外汇市场干预。日本政府干预外汇市场行为短期是unsterilized，中长期是sterilized。" 美联储11月FOMC维持政策不变，下调经济增长预期。9:1投票通过，芝加哥联储Evans反对，认为当前应进一步宽松。 "[Possible Outcomes for Super Committee]

背景：由两党共同成立的12人委员会必须在11月23日前拿出一个一致的减赤版本。国会须在12月23日前对此方案投票。若最终通过的减赤金额不足1.2万亿美元，剩余部分将由自动减赤机制（一半为国防，一半为国内开支）补足。剔除利息支出，实质性削减的赤字金额约为9500亿美元。

10月26日和27日，民主党和共和党分别提出了近3万亿的减赤方案，但这两个方案的共同点很少，两党争议很大。

减赤委员会达成一致的实际deadline可能在11月16日左右，因为还要预留约一周时间写成法律文书形式并供CBO估算法案的影响。

[美国数据喜忧参半]

上周公布的非农就业、制造业和服务业PMI、建筑支出等数据差于市场预期。但失业率、失业金申请人数、劳动生产率等数据优于预期。

10月份非农就业增长8万人，差于市场预期的+9.5万人,但前两个月数据显著上修. 家庭调查改善，失业率下降0.1个百分点至9.0%. 工作时间和单位工资继续增长，收入增速有望提升. 美国汽车销售小幅增长，连锁店销售下滑.

欧元区经济数据明显走弱。欧元区10月份PMI全面下滑，经济下行态势更趋明显。"

20111109 GS US Daily\_ Q&A on the Super Committee (Phillips) "Q:So why is it important for the super committee to reach agreement?

A: It will decide how the deficit is reduced, it might extend expiring stimulus, and it signals whether the political process is functioning.

Q: What is the consensus expectation?

A: Market participants seem pessimistic."

20111110 GS US Daily\_ A Model-Based Look at Consumer Spending (Pandl) " 今年的消费增长数据比较mixed，这里用模型来研究一下其解释因素。

First, the level of consumer spending looks roughly in line with fundamentals—we do not see evidence of either “pent-up demand” or “over consumption” at present.

Second, strong consumption growth in Q3 could have partly been a payback after a weak Q2, which was below the model’s estimate.

Third, improving credit conditions could partly explain the gap between consumer confidence and spending.

Fourth, the drop in the savings rate during the third quarter was probably just noise. For the time being, income growth will likely be the major driver of consumer spending. At this year’s pace of labor-market recovery, our consumption model would imply real consumption growth of 1.5-2.0%."

20111110 GS US Views\_ Still Sluggish 美国经济仍然疲弱，但尚且平稳。就业报告比想象的好，我们根据各类实时数据将Q4的GDP增长从1%上调至2%。但是，由于财政紧缩影响，以及欧债危机，我们继续预期2012年初美国经济将放缓。 通胀意外弱于预期，这是2010年底以来的第一次。 伯南克对于其他的非常规手段（例如price level targeting之类的）并不热衷，并且表示当前暂时不会推出新的政策。

20111110 安信证券 高善文 总的看来，经济增长出现了减速，通货膨胀则大体确立了加速下行的趋势，看起来中国经济正在“软着陆”。对于未来一两个季度的投资增速，我们预期的基准情景是地产投资延续既有的下降态势，基建投资的增速逐渐稳定下来；制造业投资如果出现下降，其幅度可能相对温和。进一步考虑到投资价格指数的回落，整体投资可能会经历一个温和减速的过程。未来一段时间中国经济可能会经历温和的减速，同比增速的低点可能会出现在明年1季度左右，底部可能在8.0％－8.5％附近。在这一过程中，对出口的下降风险要有清醒的认识，对消费的走势要有一定预期。

20111114 全球经济周报20111114 "[三季度美联储高级信贷官调查显示信贷环境趋紧]

银行持续放松信贷标准的步伐在三季度明显放缓，需求状况也在转弱。其中供给方面的问题更为突出，经济前景不佳和市场流动性降低使银行放贷意愿下降。

工商业信贷标准收紧幅度的季度变动领先经济增速1-3个季度。

美国小企业信心连续第2个月小幅回升

欧元区hard data明显走弱

[意大利组建新政府，意大利国债收益率一度升破7%大关]

根据我们的测算，意大利维持债务负担不上升的收益率水平在5％左右，如果持续超过5％，即使考虑当前紧缩措施，债务负担还会持续上升。

迫于各方压力，贝卢斯科尼宣布将在欧盟要求的金融稳定方案获得议会通过后辞职。为敦促贝卢斯科尼尽快下台，该方案已分别提前至11月11日、12日获得意大利参众两院通过。内容包括9月份提出的中期财政紧缩方案，以及欧盟峰会中追加的部分经济改革方案。11月12日，贝卢斯科尼正式辞职。11月13日，前欧洲委员会官员、资深经济学家马里奥·蒙蒂为总理，负责组建过渡政府，以尽早着手解决意大利债务问题。

11月9日，伦敦清算所（LCH）将意大利国债交易的初始保证金率按照期限不同分别上调3.5至5.0个百分点，显示意大利主权信用风险显著上升。LCH.Clearnet此前曾对葡萄牙国债和爱尔兰国债采取过类似的行动，当时这两个国家国债的收益率正在大幅上升，而该机构的举措导致葡萄牙国债和爱尔兰国债面临卖压，最终这两个国家都被迫寻求了国际援助。

迄今为止，意大利紧缩力度不够，无法取信市场。

债务危机上周加速恶化，法国与德国国债利差飙升。我们认为，意大利国债收益率持续上升突破7%，则危机将会进入新的阶段，法国被卷入危机的可能性非常高。我们认为，尽管ECB仍有能力避免危机，但由于各部门在救助上的不协调，出现危机失控的尾部风险上升。" "[ECB对大规模购买意大利国债，仍有所顾忌]

ECB没有像Fed和BoE一样宣布大规模的购买意大利等边缘国家国债措施，主要有以下顾虑：

ECB是欧元区各成员国的央行，法律禁止ECB为个别国家政府债务融资。

Fed和BoE实行购买国债政策的主要依据是“压低收益率，刺激经济增长”，其前提是美债和英债不存在偿付性问题和流动性问题。

与美债、英债不同，意大利国债当前既面临流动性问题，也面临偿付性问题（债务负担不可持续），直接购买意大利国债，货币化债务的动机太明显。

同时，ECB不想因大规模购买国债，而削弱边缘国家减债和改革的动力。

ECB只会解决主权债务危机中的流动性问题，而偿付性问题则需要政府改革和减债得以解决。因此，德拉吉在11月4日记者会上表示，ECB买债只是暂时性的、规模有限的。

预计ECB近期内仍将维持当前国债购买政策，不会走在曲线之前

11月14日，默克尔称，要加紧促进欧元区财政一体化和政治一体化联盟。

11月9日彭博报导，默克尔所在政党基民盟（CDU）将在11月14-15日就一项动议进行辩论表决，设立欧元区成员国退出机制。"

20111115 BAML Global Fund Manager Survey News "BofA Merrill Lynch Fund Manager Survey Finds Investors Turning to U.S. and Emerging Markets Amid Eurozone Fears. “Investors are showing belief in emerging market growth and U.S. resilience,

which is key to retaining positive global sentiment,” “European growth concerns are more intense but sentiment looks to be close to rock bottom – unless Europe’s problems spread to the rest of the world.”"

20111115 GS US Daily\_ Does Impact Uncertainty Explain Fed Reluc 我们认为联储之所以不情愿推出QE，是因为对QE的作用效果不确定。

20111116 GS US Daily\_ Signs of Disinflation (Hatzius) 2011年的通胀有上行惊喜，但这种上行超预期即将结束了。

20111121 全球经济周报20111121 "[美国数据向好]

上周公布的零售销售、工业产值、新屋开工与新建许可、失业金申请人数等经济数据均优于市场预期。（但2011H2的预期本身并不算高，所以优于预期并不算难）

[欧债危机接近临界点]

欧债危机已经到了退无可退的摊牌时刻。国债收益率进一步上升，将会使银行损失减记进一步增加。一旦法国AAA评级被降，则EFSF AAA评级不保，此前联合救助机制将遭受毁灭性打击。

ECB成为能够稳定市场的唯一力量，但德、法等仍无法就ECB干预达成共识。ECB11日当周国债购买规模较小，市场对ECB稳定市场预期落空。德国极力避免ECB参与救助，根本一点是，借危机压边缘国家让渡部分主权，加速欧元区财政一体化，从而加强德国对欧元区的控制力。在达到目的之前，德国不会全力投入救助。

德国执政党CDU投票，倡导建立欧元区成员退出机制. 该投票使部分成员国离开欧元区可能性被讨论,使投资者对欧元区前景的信心遭到破坏，加剧了债务危机的蔓延。

希腊和意大利技术内阁获得国会支持，但其能力仍需检验。当前意大利内阁是一个“纯技术”内阁，各党均未有代表参与，因此可能缺乏政治基础。各政党刻意与蒙蒂内阁保持一定距离。一旦蒙蒂内阁改革不力或遇到阻力，则其就成为各政党攻击的对象。" "[美国跨党委员会减赤谈判接近破裂]

两党最大分歧在于：共和党反对增税，民主党反对削减医保等必需性开支，两党都希望对方做出大的让步才愿意妥协。如果两党委员会失败，将启动于2013年开始的自动减支机制，其中国防开支和国内支出各削减约5000亿，必需性支出将获得豁免。预计明年、特别是11月大选结束后两党将继续寻求替代方案，改变自动减支的结构以避免对国防开支的大幅削减。

市场影响可控：

市场对委员会failure已有充分预期；

失败本身也不会导致评级机构下调评级；

自动减赤机制2013年才开始，委员会减赤失败对2012年财政和经济的影响不大。

目前美国政治两极化已到达前所未有的程度，两党为了吸引自身的选民，均坚持其党派立场、极难妥协，这使得美国的问题更难解决。目前只能寄望于2012年大选后美国的政治环境有所好转。"

20111122 瑞银证券 汪涛 由于中国的出口和经济只是在逐渐放缓，并且政府仍在处理上一轮刺激政策遗留的一些负面效应，我们认为政府将保持谨慎，避免政策放松得过快过猛。此外在中国，政策放松通常比政策收紧要容易得多（到今天，现在情况已经发生了变化），因为放松政策时，中央政府、地方政府和银行的利益很容易达成一致。由于地方政府目前正在换届，而新一届领导班子在上任第一年（2012年）往往更具投资倾向，要求中央政府放松政策的压力已然上升。在这一背景下，未来数月中央政府可能会尤为小心，避免释放过于强烈的放松信号。（但年底开始降准，2012年中开始降息）

20111128 瑞银证券 汪涛 随着欧元区债务危机和外部经济前景持续恶化，我们认为内需、尤其是房地产建设活动是中国维持明年经济平稳增长的关键。由于限购限贷政策导致商品房销售和建设活动走弱，保障房建设的规模和推进速度对整体建设活动、以及大宗商品和重工业产品需求而言至关重要。我们预计明年政府将继续推进保障房建设，尽管这无法防止整体建设活动和经济增长在明年明显放缓，但它将帮助中国经济避免出现硬着陆。政府实施房地产调控政策一年半以来，随着调控力度逐步加大，国内商品房市场开始全面走弱。10月份房地产销售面积同比下跌10%（见图1）——自政府于2010年4月份开始实施房地产调控政策以来，房屋销售面积共出现过两次下跌，但这是首次销售面积在没有新规出台的情况下出现下跌。决定我们对商品房市场前景判断的最重要因素是政策。政府决心为楼市降温，并且已经通过持续限购和限贷初步实现了这一目标。人们普遍认为，住房需求依然旺盛，一旦调控政策放松，销量和价格可能会迅速反弹。因此，我们预计政府将继续实施限购限贷政策、不会很快放松政策，这将限制今后几个月的房地产建设活动。2010年保障房成为房地产政策的核心部分。此前，随着信贷大规模扩张和房地产政策放松，房价急剧上涨，大城市中低收入群体由于买不起房而怨声载道。政府决定将保障房建设提升到一个新的高度。首先，政府宣布2010年将开工建设580万套保障房，其中280万套为棚户区改造。随后，政府在2010年底出台了2011-2015年建设3,600万套保障房的计划，并且把建设重点放在前半阶段。2011年将开工1,000万套，2012年再开工1,000万套。到2015年，这项计划将覆盖20%的城镇居民，远高于2010年的7%左右（参见我们2011年3月10日发布的报告《中国热点问题：保障性住房面面观》）。新规划中公租房和廉租房的比重上升，目的是解决农民工和大学毕业生的住房问题（见表2）。与住房建设总规模相比，1,000万套保障房的面积约为5亿平方米，约占前者的三分之一。据报道今年保障房新开工的宏大目标已然实现。最初，几乎所有人都认为今年新开工1,000万套的目标过高，且缺乏资金，地方政府动力也不足。官方数据显然高估了实际建设活动。大宗商品需求并不像新开工数据显示得那么强劲，这让我们对保障房新开工的实际水平抱有怀疑（参见我们于2011年9月12日的报告《当前实体经济活动保持强劲》及图5）。11月初，住建部也证实三分之一的“新开工”实际上并未真正开始建设，而只是“挖坑待建”。关于保障房竣工的信息十分有限。

20111129\_Global Outlook 全球经济月报20111129 财政紧缩是目前边缘国家经济下滑的主要原因. 除财政紧缩外，信贷紧缩正在影响消费和投资

20111201 bca.bca\_mp\_2011\_12\_01 "[欧债危机严重恶化，欧元区解体已经成为可能]

欧债危机当前严重恶化，我们认为欧元区解体已经是有可能的事情，大约1/4的可能性吧。如果欧元区解体，那么欧洲银行体系将会崩溃，并导致非常严重的衰退。我们在年初曾经以为欧洲决策者不会放任欧债危机深化，现在看起来我们是太乐观了。

当前最大的问题是，德国债券收益率都在上升，而与此同时，美债收益率实际上是下降的。这意味着投资者已经开始质疑德国了。德国银行对边缘国家敞口很大，德国政府也不见得就得过来。

在当前阶段，唯一可靠的办法是让ECB给各国债券给出一个cap，然后ECB不遗余力来捍卫这个cap。实际上，瑞士央行SNB最近的例子说明，当给出明确的cap以后，反而SNB的实际扩表反而变少了。

当前一直在使用的办法是，德国一直要求边缘国家采取财政紧缩，并让ECB保持德国通胀较低，这个办法已经愈发行不通了。

[美国经济前景不佳]

尽管欧债危机升级，但美国经济仍然很有韧性。然而，欧洲银行在美国也是重要银行，而且如果欧债危机扩大，美国经济最终也难以独善其身。

当前的super committee无法达成协议，这进一步导致未来两年可能的财政紧缩的可能性。" "过去几年投资变得很难，因为politics has such an overwhelming impact on markets.

For investors, this means a cautious stance is warranted. In particular, investors that have a strong need to preserve capital should underweight equities, corporate bonds and commodities. Even gold is vulnerable, as we saw during the financial crisis when bullion plunged by 30% as investors began to liquidate all their winners."

20111201 安信证券 高善文 11月30日晚，央行决定自12月5日起下调存款类金融机构存款准备金率0.5个百分点。这是存准率在本轮宏观调控以来的首次下调，是近期一系列政策微调的高潮，是政策正式转向的标志，具有很强的信号意义。从国际情况来看，欧洲债务问题的恶化程度与速度均超出预期，使得出口和国内实体部门的信心面临着严重的下行风险；从国内情况来看，内需下降较快，一些领先指标可能指示了较为不利的经济增长前景；此外前期资本的明显流出可能也对这一政策变化有一定影响。

20111201 瑞银证券 汪涛 2012年展望：出口与建设活动走弱带动经济增速放缓。我们预计2012年出口将实现零增长，净出口对GDP增速的拖累达到1.4个百分点，并且出口相关投资和就业也将走弱。此外，尽管保障房建设活动有所增长，但持续的限购限贷已经造成房地产销售面积和新开工面积下跌。目前宏观政策的收紧力度已有所减轻，并且下调存款准备金也意味着中国开始全面放松货币政策。 我们预计更为明显的财政和信贷政策放松将发生在2012年一季度，因为到那时出口和建设活动将更显著放缓。在政府将实施一个约占GDP2-3%的小规模刺激计划的前提假设下，我们预计2012年GDP将增长8%。保障房：持续限购限贷政策已经令房地产销售面积和新开工面积走弱，我们认为这个势头将延续下去。保障房开工量一直表现得非常强劲，但我们认为官方数据夸大了实际建设进度。我们相信，明年中央政府将把保障房建设作为首要任务，确保保障房建设获得充足的资金来源并得到实际推进。我们认为，保障房建设的推进将帮助中国经济避免硬着陆。我们认为最大风险在于政府是否能够筹集足够资金、以及地方政府是否有足够动力来推进保障房的实际建设。

20111201 瑞银证券 汪涛 人民银行下调准备金率标志着中国正式进入了货币政策放松周期。人民银行于11月30日宣布从2011年12月5日起下调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。我们认为欧债危机加剧、通胀快速回落是存款准备金率下调早于预期的两个关键原因。

20111202 GS UEA House Price Bottom in Sight 通过对基本面的建模分析，我们预计美国房价在2012年中有望触底回升。

20111205 GS US Daily\_ Our Data Tracking Tools (Pandl) "US macroeconomic data is extremely rich in detail, which means that it can be challenging to concisely summarize information about the economy. Over time we have developed a set of quantitative tools that help us see the forest through the trees.

The most conventional of these tools is a tracking estimate of GDP growth in the current quarter. The first estimate of real GDP from the Bureau of Economic Analysis (BEA) is released about one month after the end of each quarter, but much of the source data used to construct GDP is published earlier. We add up these data points as they are released to produce a realtime estimate of current-quarter growth.

Earlier this year we also developed the Current Activity Indicator (CAI), an alternative summary measure of US growth. In statistical jargon, the CAI is defined as the “first principal component” of 25 real activity indicators, expressed in GDP-equivalent terms. The CAI puts a higher weight on “soft” or survey-based indicators compared to GDP.

To measure the evolution of economic news we use the US-MAP. The MAP is a measure of economic data “surprises,"" scaled by their relative importance to markets."

20111205 GS US Views\_ Still Beating Low Expectations (Hatzius) " 当前我们预期欧元区未来几个季度将陷入严重衰退，欧洲的恶性循环机制有些类似于美国2007-2009年的情况。The US problem back then was the feedback between a weaker housing market, more mortgage defaults, a weaker banking system and tighter financial conditions, and a weaker economy. Similarly, the European problem now is the feedback between higher sovereign bond yields in the periphery, a weaker banking system and tighter financial conditions, a weaker economy, and disappointments on tax receipts and budget outcomes.

美国对欧洲的关键教训是，要逆转上述恶性循环，需要协调一致的政策，例如维护市场流动性、注资银行、刺激经济等。当前ECB部分完成上述任务，但还不够。

美国经济增长比预期要好，但预期是比较低的。我们继续预期2012H1的增长将从当前的2.25%降至1%。美国经济的最大不确定性来自欧债危机（这个也是伯南克在FOMC内部反复说的）"

20111205 全球经济周报20111205 "[德法敦促加快欧元区财政一体化，各方酝酿新的救助方案]

11月30日，美联储、加拿大央行、英国央行、日本央行、欧洲央行及瑞士央行同意将现有的临时美元流动性互换安排的利率下调50个基点。

11月29日，欧元区财长会议同意EFSF杠杆化，以扩大EFSF动用资金规模。EFSF杠杆化2大方案和市场此前预期基本一致，但本次峰会EFSF杠杆化无法达到此前1万亿欧元目标，市场估计杠杆化后规模在5000-7500亿欧元之间，无法满足未来3年边缘国家政府1.25万亿欧元资金需求。目前EFSF可用资金为2500亿欧元。

[中国人民银行下调存款准备金率]

11月30日，央行宣布下调金融机构存款准备金率50bp。原因一：经济下行担忧加剧。11月份官方公布的制造业PMI降至49，为今年来首次下降至50的分界线以下。原因二：通胀持续下行。

[美国财政拖累2012年增长]

美国目前仍在实行的主要财政刺激政策包括布什减税、ARRA和2010年减税法案。

2009年以来财政刺激力度逐年减弱，对2009年、2010年和2011年经济增长的贡献分别为3.3、0.2和-0.5个百分点。2012年财政刺激力度将进一步下降，原因是继续执行的政策支出金额大幅减少，以及部分财政刺激政策将于2011年底到期。

2011年底到期的财政刺激规模为3500-4000亿美元。综合考虑政策延长的不同情景及其可能性，我们预计财政刺激政策将拖累2012年经济增长1.1个百分点。

减赤“超级委员会”未能就减赤方案达成协议。受自动减赤机制影响，美国在2013年将被迫进行较大的支出削减，大幅拖累美国经济。我们认为，自动减赤机制被推翻的可能性不大。" "[美国经济增速11月份以来略有放缓]

之前两周公布的失业率、制造业PMI、消费者信心等经济数据优于市场预期，但核心资本品订单、耐用商品订单数据、新房销售、房价等数据差于市场预期。

美国11月份非农就业增长12万人，符合市场预期。11月份失业率从9.0%大幅下降0.4个百分点至8.6%，优于预期。其中一半的贡献来自于就业增加，一半来自劳动力人口下降。

汽车销售保持较快增长，连锁店销售略低于10月份水平。

"

20111206 BCA ems EM的问题不只是源于欧洲。事实上，在2008年，是中国房地产先放缓、大宗商品下跌，然后才是雷曼冲击。这次类似，中国早已放缓，而欧洲则是加重问题。如果冲击仅仅来自欧洲，那么EM应该outperform才对（像是2010H1，DXY上升但EM并没有underperform，ems这里讲得挺好），但事实上EM早就underperform。

20111207 FOMC Tealbook The near-term indicators of real GDP that we have received since the October Tealbook have been, on balance, in line with our expectations. Retail sales were stronger than expected in October, motor vehicles sold at a faster pace in November, and reports suggest that the holiday shopping season got off to a generally better-than-expected start. In addition, news from the labor market has been a bit better than anticipated. In contrast, inventory accumulation fell sharply in the third quarter, federal spending appears likely to post a sizable decline this quarter, and households remain downbeat. All told, we project real GDP to increase at an annual rate of 2½ percent over the second half of this year, the same pace as in the October Tealbook.

20111212 bca.usis\_wr\_2011\_12\_12 ECB始终处于被动状态，边缘国家利差和ECB扩表是亦步亦趋的，显示ECB始终没有追赶到curve前面。最新的峰会结果显示，ECB对当前的这种被动状态继续满意。

20111212 全球经济周报20111212 "[欧盟峰会有突破，但离市场预期仍有差距]

市场预期与结果：

ECB大规模购买国债，ECB经IMF干预市场→ECB强烈反对任何形式的货币化，预期基本破灭。

ESM/EFSF并行将规模扩展至1万亿欧元→德国反对，延至2012年初决定

向ESM/EFSF发放银行牌照→德国反对，不了了之。

ESM里私人投资者分担损失条款→没有取消，只是强调希腊情况下不为例。

欧盟向IMF出资，发挥IMF更大作用→欧盟各国向IMF出资2000亿欧元

欧盟财政一体化→英国反对，未升至欧盟层面，但23国同意实施。

不足一：新财政条约未上升至欧盟条约，仍无法彻底根除危机根源。不足二：增强危机应对基金火力，仍有巨大不确定性。

[欧央行成为银行“最后贷款人”]

欧央行下调基准利率25bp，进一步推出银行流动性支持举措。欧央行将面向欧元区银行举行两次36个月期的无限量资金招标。（应该就是3 year LTROs）将扩大资金招标的合格抵押品范围。由于欧央行拒做政府的“最后贷款人”，欧元区银行业压力仍存。" "[美国近期经济数据整体向好]

上周公布的贸易逆差、首次申请失业金人数、密歇根大学消费者信心、消费者信贷、批发库存等均优于市场预期。服务业NMI差于预期。消费者信心回升至债限党争之前的水平.

美国经济增速回升至历史平均水平左右

库存增长加速预示库存回补将为四季度经济增长助力"

20111213 BAML Global Fund Manager Survey News "Investors Braced for Below Trend Growth and Low Inflation in 2012.

“With improving growth prospects, U.S. equities are seen as a popular destination and a refuge from turmoil,”“Investors are slightly more optimistic about equities but retain a defensive approach, so that means reduced European exposure and a preference for counter-cyclical stocks,”"

20111214 瑞银证券 汪涛 期待已久的中央经济工作会议于12月14日闭幕，但市场或将对会议制定的明年经济政策走向略感失望。虽然政府明确将政策重心由通胀转向经济增长，但是没有证据证明政策会超出逐渐放松的范畴。

20111216 BCA gis 2011Q4的情况是全球同步放缓。未来一年的全球四大主题是1.renewed monetary reflation. 2.banking sector deleveraging. 3.competitive currency devaluation 4. fiscal austerity in DM. 随着refaltion，明年risky应该比safety表现的好。EM普遍结束了紧缩周期，对EM neutral（2012年的情况是，EM在2012H1是先升后降，这一段如何解释？在2012Q3触底，2012Q4回升，但仅仅到2013年初再次转弱，如何解释？），认为中国在上半年开始刺激，下半年会见效。

20111219 全球经济周报20111219 "[欧洲峰会难有实质性帮助，欧元区风险仍在]

主权信用评级下调是欧元区短期内面临的主要风险之一。未来几周，欧元区各国主权信用评级进一步被下调的风险很高：标普12月6日将欧元区15国列入负面观察名单，未来几周将决定是否下调评级。欧盟峰会并未改变各评级机构的总体判断，标普、惠誉、穆迪先后对峰会内容表示失望。

美国11月份零售销售增速放缓，实际零售增速也有放缓。

欧元区核心国家PMI小幅反弹，边缘国家经济不容乐观

" "美联储12月份FOMC维持政策不变，符合预期。

预计“加强沟通策略”将成为近期货币政策首选项。两个比较可能接受选项：公布FOMC参会者对联邦基金利率的预测，或将联邦基金利率水平与失业和通胀条件绑定。预计美联储最早于2012年1月份的FOMC会议上推出沟通策略调整。" 美国11月份零售销售增速放缓，实际零售增速也有放缓。

20111220 GS US Daily\_ Breakeven Jobless Claims (Pandl) （做的挺好的。估计了首申要低于多少，才对应着就业净增长。这个breakeven level跟quit rate等有关。）

20111221 GS US Daily\_ A Retrospective on \_10 Questions for 2011\_ (Hatzius) "（很好的回顾文章）(2011年增长弱于预期，通胀强于预期，房地产如期不佳，失业率意外下降）

Question 1: Will we finally see a ""real"" economic recovery?

Our answer: Yes.

Verdict: Incorrect. Ultimately, 2011 felt much like 2010. A strong performance in the winter was followed by a sharp slowdown in the spring, renewed recession worries in the summer, and some signs of reacceleration in the fall. From the perspective of our forecasts, the main difference was that we predicted the slowdown of 2010 but failed to predict the slowdown of 2011. In fact, we thought that growth would accelerate to a 3.5%-4% annualized pace in the course of 2011. What explains this miss? We see three factors:

1. 油价，Adverse supply shocks account for a 3/4-point miss.

2. Fiscal retrenchment accounts for a 1/2-point miss. 2010年低，国会延期的2001-03年减税至2012年底，并且通过了临时性财政措施，特别是pay roll tax cut，我们当时认为2011年财政不会净拖累。但是现在看起来，财政还是净拖累（由此可见，财政力度很难提前分析清楚）

3.其他因素。有人认为是欧债危机，但我们认为这解释力有限。我们认为是危机以后私人内需的恢复就是偏慢。（我也没看到这个解释啥意思）

Question 2: Will the housing market recover meaningfully?

Our answer: No.

Verdict: Correct. Although housing starts and home sales did rise slightly through 2011, the increase has fallen short of what we would call ""meaningful."" Moreover, house prices have fallen on net, and some measures show a reacceleration in the pace of decline in recent months. We expect a somewhat better performance in 2012, with starts and sales growing more noticeably and home prices stabilizing late in the year.

Question 4: Will the unemployment rate fall?

Our answer: Yes.

Verdict: Correct (but partly for the wrong reasons). The unemployment rate fell from 9.8% in November 2010 to 8.6% in November 2011, which is actually somewhat below the 9% we expected a year ago. The larger-than-expected decline occurred despite weaker-than-expected GDP growth, as the labor force participation rate fell by another 1/2 percentage point to 64.0%, the lowest since 1983. Going forward, we expect the unemployment rate to move sideways to higher as growth stays sluggish and participation stabilizes." "Question 5: Will inflation move back toward 2%?

Our answer: No.

Verdict: Incorrect. Both core and headline PCE inflation rose significantly in 2011 and now stand at 1.7% and 2.7%, respectively. Part of our error was due to the bigger-than-expected increase in the prices of oil and other commodities, as well as the surge in automobile prices following the Japan earthquake. But we also underestimated the upward pressure on rents in an environment of still high but gradually declining excess supply of housing; in particular, our expectation that excess supply in the owner-occupied sector would also hold down rents in the renter-occupied sector (via an arbitrage relationship between the two sectors) proved incorrect. More broadly, we probably overestimated the disinflationary effects of a large output gap at a time when inflation is already very low and inflation expectations are well-anchored. All that said, inflation now does seem to be slowing again, and we see the core PCE deflator back at 1.3% by the end of 2012.

Question 10: Will the state and local budget crisis derail the recovery?

Our answer: No.

Verdict: Correct. The widespread fears about state and local finances at the end of 2010 did not materialize. Municipal governments have not defaulted in large numbers, and municipal bonds outperformed most other sectors of the fixed income market in 2011. While continued fiscal tightening was responsible for much of the improvement, the negative impact on GDP growth from state and local spending has actually diminished a bit in the last few quarters and should continue to do so in 2012."

20111223 瑞银证券 汪涛 据官方媒体报道，，2012年我国计划新开工建设保障性住房和棚户区改造住房700万套以上。我们认为政府下调2012年保障房新开工目标的决策是合理、审慎的。我们认为明年保障房的施工在建活动和投资仍能实现强劲增长——对此，官方估计2012年保障房约有1800万套的庞大在建规模给出了有力的印证。

20111227\_Global Outlook 全球经济年报20111227 "2011年美股在企业盈利上升了18％的情况下未出现上涨。我们预计2012年美国经济增速将高于市场预期的1.0％，因此股指可能有所表现

[2012年美国经济将缓慢增长]

全年GDP增速在1.8%左右，其中上半年下行风险较大。企业投资转为温和，外部经济走弱，政府削减支出，经济增长将主要依赖个人消费。工资增长持续疲弱、政府转移支付减少将继续抑制个人可支配收入增长。房市和股市低迷、信用条件收紧、消费者信心徘徊在历史低位，储蓄率将停止下降。由于收入近期持续下降，消费在2012年一、二季度面临较大下行风险。

经济增长缓慢不足以显著降低失业率，欧债危机构成下行风险，通胀下行为货币政策宽松提供空间。

与希腊相比，意大利经济尚未出现明显衰退，财政赤字较小，债务可持续性明显好于希腊。

但随着财政紧缩计划的推行，意大利经济也面临衰退风险，财政紧缩目标也可能因此难以达成。欧盟对于意大利债务到2014年降至113％的目标过于乐观。意大利收益率大幅上行尚未触及德国底线。目前欧盟的救助举措旨在防止意大利陷入融资困境，而非降低意大利国债收益率，同时借收益率高企逼迫意大利执行财政紧缩和改革举措。" 美国整体通胀将逐步下行，核心通胀在2012年初见顶回落。通胀预期基本稳定，产出缺口缓慢收窄，大宗商品价格表现温和。 美国货币政策在2012年趋于宽松。 "[2012年欧元区经济增速预计将在0至-1.0％之间]

2012年欧元区经济缺乏增长点，受财政和信贷紧缩影响，经济增速将在0至-1.0％之间。2012年欧元区财政紧缩占GDP比重达到1.4％，将拖累GDP约0.7个百分点；欧元区信贷紧缩将抑制投资和消费增长，投资和消费均将出现下滑；欧元贬值有利于出口增长，但由于全球经济，特别是新兴市场国家经济增速普遍放缓，欧元区出口增速有限。2012欧元区经济会否出现类似于2009年的大幅度衰退，关键视是否欧债危机恶化而定。"

20111230 GS UEA 5 Questions for 2012 "（20121211 GS US Daily\_ A Retrospective on \_5 Questions for 2012 进行了复盘）

First, will US growth pick up to an abovetrend pace? We think not. Underlying growth is probably considerably weaker than implied by our 3.3% tracking estimate for Q4 GDP growth; tight oil supplies act as a “speed limit” for global growth; fiscal policy remains a drag on growth; and the spillovers from the European recession are likely to increase.（结果正确。结果是大约拖累了0.75pp）

Second, how much will the European crisis— the biggest downside risk—subtract from US growth? Our baseline estimate is 1 percentage point, but the uncertainty is large. On the one hand, we have not seen much impact yet. On the other hand, a failure of peripheral European economies to stabilize due to a “paradox of thrift” situation in both the public and private sectors poses a downside risk for Europe and ultimately also the United States.

Third, will the US housing market bottom in 2012? We think yes. With excess supply diminishing gradually and valuations back to “equilibrium,” we expect the house price decline to end in 2012H2, although therecovery is likely to look very U-shaped." " Fourth, will inflation be too high or too low by late 2012, relative to the Fed’s target? Too low, in our view. The commodity price impulse is waning and there is still plenty of excess capacity. We expect core inflation to fall back to 1¼% by yearend, clearly below the Fed’s implicit target.

Fifth, will Fed officials ease further? We think yes, probably via purchases of agency MBS (and perhaps Treasuries) announced in the first half of the year. We also expect Fed officials to provide a forecast path for the funds rate and adopt an official inflation target at the January 24-25 FOMC meeting.

（整体来说，GS是预期更弱的增长，更弱的通胀，进一步宽松政策。跟市场定价是一致的）"

20120101 bca.bca\_mp outlook 2012 Monetary Reflation Vs. Austerity Another Volatile Year Ahead (这是第一篇我没有动力记录的一篇outlook。因为facts已经很清楚，对于欧债危机的逻辑也无新意。美国经济不温不火，没什么新闻，不是关注焦点。股票市场也是不温不火，既没有大幅的下跌所带来的机会，也没有高估）

20120101 PIMCO Towards the Paranormal \_ PIMCO 当前的关键特征是ZLB，这种情况下，既可能陷入通缩螺旋，也意味着有再通胀的尾部可能。此时的投资建议是：1.尽可能long duration。因为央行将尽可能的保持长期低利率。2.尽可能买入5-9年的债券，这部分的carry roll down最高，这一个期限的相对也不是最怕通胀风险。3.对于long term bonds，买tips，来避免通胀风险。（总结一下，就是买入5-9年债券） （但是我并不是很同意Gross的这个看法。特别是到2-3月份欧债危机从定价上来看，是趋于缓解的，那个时候经济尚可，股市也有转牛市的倾向，这种情况下美债收益率小幅上升过一波。但之所以没升上去，跟欧债危机再度深化有关。因此，对2012年的判断，核心还是在欧债危机是否再度深化的这个核心判断上面。我很好奇，在2012年7月份whatever it takes以后，主要机构是否结构性的判断欧债危机结束了？）（是的，许多机构在看到ECB all in以后，认为尾部风险已经消除）

20120103 bwam Update on the Seismic Shift "（本质上，桥水在说，欧洲已经进入接近雷曼时刻的状态，或者转好，或者会进入无底深渊）

（从桥水的分析来看，欧洲在2012年或者印钱并进行债务重组，或者就会进入通缩螺旋）

（桥水的观点是，当前的情况可能是两种极端结果，不确定性极大，欧洲的问题将不仅仅是欧洲的问题，而是会由于无序去杠杆，带来极大的冲击，这也是为什么，桥水用了Seismic shift地震冲击来作为题目——欧洲无序去杠杆带来全球的通缩。即桥水强调，如果是坏结果，那么结果会而非常坏）

（PIMCO和桥水的分析还是有观点的，就是指出2012年已经很难muddle through，PIMCO强调2012年面临着两个完全相反的尾部风险，而桥水则是强调差的尾部风险将会非常非常差）

Debtor、但可以印钱的DM国家，如美国和英国，spread out their deleveragings so that they have slow, fragile growth. 当前这种solow orderly的去杠杆，已经是最好的情况了。

Debtor、但是不可以印钱的DM国家，欧洲边缘国家 entering deflationary depressions. 我们说过，去杠杆需要转移财富、债务重组和印钱。印钱需要达到抵消信贷紧缩的影响，让名义利率低于名义GDP增长。同时，央行印钱将支持金融市场，但不能让僵尸企业起死回生，这意味着重组也是重要的事情。

执政者对待这个去杠杆过程并不熟练，都是边干边学。例如最近欧洲才看到财政紧缩对于解决债务危机是多么的无效。

当前ECB正在显著印钱，一个重要的观察角度不仅仅是ECB的资产负债表扩大，而是其持有的duration在快速上升。ECB当前拿到的抵押品实际上未来要承担很大损失，但我们支持ECB这么做。

Creditor且不能停止印钱的EM国家，正在看到它们的debt bubbles crracks并且增长在放缓。

全球整体而言，正在滑向通缩螺旋，而央行正在reflating。

" "当前的情况是，The forces of deflationary contraction and the forces of reflation are both gaining momentum and are coming together like two big waves that are about to collide. This increase the likelihood of a violent blow-off in the markets.

特别是对于欧洲，包括全球，我们不知道哪种力量将会取胜，但我们很自信，当前情况已经抵达临界点。当前，无序去杠杆的可能性已经是实实在在的可能性。当前西班牙既8-9%的赤字，又是私人部门信贷紧缩，这条路是走不通的"

20120103 全球经济周报20120103 "[意大利短期国债收益率回落]

部分欧元区银行从欧央行LTRO借入3年期贷款买入意大利短期国债获得利差，但长期压力仍然巨大。西班牙2011年财政赤字超标，新政府上台公布首批财政紧缩方案

[美增长动能稳定]

美国12月份消费者信心继续回升，得益于就业市场改善提振。新屋销售创七个月新高，房价继续下跌

法国失业人数创12年来新高，萨科齐连任前景不明。目前，法国经济面临衰退风险，失业率居高不下，在距离总统选举不到4个月的时间节点上，萨科齐处境艰难。法国CSA民调机构日前进行的一项民调结果显示，萨科齐的民意支持率仅为38%，而希拉克、密特朗和德斯坦等前任在距离大选还有4个月的时候民意支持率都超过50%。" "[欧元区2012年展望]

2012年上半年，欧元区情况仍将继续恶化

欧元区短期解决方案不足。12月欧盟峰会之后，欧元区并没有出台实质性短期解决方案。目前，欧元区没有足够的资金应对整体去杠杆化。

􀂾→EFSF规模太小，不足以应对西班牙和意大利的问题。

􀂾→ECB不愿进行QE，在干预规模上也相当谨慎。

􀂾→德国不愿扩大ESM的规模。

􀂾→向IMF提供的融资受阻。

􀂇欧元区长期解决方案困难重重，财政改革阻力较大。

􀂾→德国认为由欧元区问题国家自我约束根本不可靠，只有将财政监督权交给类似欧盟委员会这样的超越国家的实体，才能确保各国遵守纪律。德国的这一观点显然需要进行主权权力部分让渡。

􀂾→其他国家能否接受这一要求不确定性很大。"

20120104 BlackRock BII 2012 Outlook The Year of Living Divergently "We see Divergence as our main, most probable scenario. A true decoupling: Emerging economies

keep outperforming, while the United States and Japan muddle through. Europe has a shallow recession and a recovery at snail’s pace. China’s economy reaccelerates. Elections in key countries are major risks.

2011H2是stagnation，而2012年是Divergence，再以后是Global Growth. The second half of 2011 was dominated by the “risk-on/risk-off” theme, whereby assets would move in lockstep on the latest headlines of the European debt crisis. Most likely, we will move to a period whereby emerging economies start diverging from the developed world. We give this “Divergence” scenario a 40%-50% probability of happening.

关键逻辑是，第一是EM有更多的政策空间，第二是EM/DM估值已经回到历史中性位置（what？？）

" "（关键逻辑是EM有更多的政策空间，而且中国已经在开始政策刺激。相应地，BlackRock看好大宗商品，股票内部相对看好EM）（黑市对EM的这个判断是错的）

（我明白为什么BlackRock认为EM估值已经ok了，我画了EM/DM equity的图，这个图在2001-2011年EM持续比DM要好，2011年的下跌还没有破坏趋势。再考虑EM没有去杠杆的倾向，空间自然显得更多。我估计BlackRock是把EM的这个趋势线性外推了）"

20120109 GS US Views\_ Stronger, But for How Long\_ (Hatzius) 国会延期了the payroll tax cut and the emergency unemployment benefits，虽然只有两个月。

20120109 全球经济周报(全球.经济.周报.研究处.2012-01-09) " 希腊有望于1月底与银行达成PSI协议，但债务负担仍无法降至可持续水平。（The broad outlines of the Greek private sector involvement (PSI) were agreed to in October 2011）

危机以来，核心国家央行以隐性的方式持续对边缘国家提供支持。目前TARGET 2中各央行间的头寸显示核心国家央行对边缘国家央行的债权正在持续上升。（危机以前是各国商业银行之间直接存在资金流动，而近期以来，是央行作为中间的“过桥”，Target 2系统用来追踪各国央行之间的债务、债权，当前是核心国家央行对边缘国家央行的债权在上升）为避免银行流动性危机，边缘国家央行通过ECB再融资操作为国内银行提供大量流动性支持。在这一过程中，边缘国家央行从本国银行吸收抵押品，并发放贷款，而这部分贷款主要被用于偿还对核心国家的债务，由于所有的交易均通过央行进行，这些交易最终在TARGET2系统中体现为边缘国家央行与核心国家央行之间的债务与债权。这意味者，危机以来，随着私人融资渠道关闭，核心国家央行最终代替其私人部门为边缘国家贸易及资本逆差提供资金支持。

随着德国央行对边缘国家敞口扩大，欧元区解体对德国政府的成本上升。截至2011年11月份，这一规模已经升至5260亿欧元，与此同时，边缘国家央行在TARGET2中则累积了大规模的债务。" "美联储将开始公布政策利率预期，是“加强沟通策略”的新进展。

美联储公布了12月13日的会议纪要，纪要显示，美联储在其每季度一次的经济预测(SEP, Summary of Economic Projections)中公布其对联邦基金利率以及首次加息时间的预测。本月24-25日的下次政策会议后联储就将公布其第一次的预测

当前市场预期已经是到2014年年中才会加息，两年期收益率只有0.25%。" "[美国经济增速接近历史平均水平]

ISM制造业和服务业指数双双上升，汽车销售小幅下滑。上周公布的非农就业、失业率、首次申请失业金人数、制造业PMI、建筑开支等经济数据均优于市场预期。服务业NMI略差于预期。

欧元区经济数据进一步走弱，衰退担忧加剧.欧元区失业人数创历史新高，加剧衰退忧虑（欧元区失业率在2011年上半年以来持续上升）"

20120110 Gundlach on the Key Risk for Bond Investors " 美国的2012年经济和市场估计跟2010-11差不多。

看好美元。欧债危机还没有被完全price in。意大利未来面临大量融资压力。这对于美元有利，DoubleLine全是美元计价。

股市难有大幅上涨，估值有支持，但盈利有压力。

国债机会不多。短债收益率低，10年期除非收益率回到2.5%，否则没有兴趣。

看好投资级公司债。Gundlach recommended buying bonds of “good-quality” companies, and avoiding banks. Such bonds, he said, offer reasonable risk-adjusted yield and protection against a recessionary scenario.

不看好HY债券。High-yield bonds – The fundamentals of junk bonds are likely to erode in the coming year, Gundlach said, and investors will suffer defaults on the “bad issuance” of those bonds in 2009 and 2001. Junk bonds are now one-standard-deviation underpriced, but Gundlach said their prices need to be two standard deviations below fair value – what he called “old-school cheap” – for investors to purchase them

"

20120112 Soros Europe’s Year of Indecision "过去一段时间的经济走势，并不完全来自经济内在力量，而是政策决定者的选择的结果。

ECB很好的缓解了银行的流动性问题，但没有减少边缘国家国债的large risk premium。而这些国债最终还会影响银行的资本充足率，因此当前ECB的half a solution is not good enough. Unless soverign debt of the rest of the eurozone is successviely ring-fenced, a Greek default could cause a meltdown of the global financial system. "

20120113 BCA fes 今年开年以来，有risk on情绪。1990s后半期美元与美股正相关，原因1是美股是科技股，所以risk on意味着买美股，原因2是资金流入美国的主要是流向私人部门股债，现在主要流向美国政府债。

20120113 GS US Daily\_ The Fiscal Timeline for 2012\_ Uncertainty until Year's End (Phillips) 由于今年美国是大选年，所以关于财政方面的大动作，估计要等到年底了。

20120116 全球经济周报(全球.经济.周报.研究处.2012-01-16) "[希腊重组仍存变数，标普降级如期而至]

本周市场指标全面改善，意大利/西班牙国债拍卖好于预期，收益率全面回落，银行股触底反弹，CDS下降，3个月Libor-OIS利差收窄。

本周基本面总体恶化，德国施压PSI更大幅度减记及表示不会对EFSF提供进一步支持，法国被降级使联合救助面临打击，希腊重组因分歧暂停。冲击一、EFSF AAA评级被调降可能性较高.冲击二：部分欧洲银行信用评级也将被调降" "[美国经济增速略走低]

上周公布的零售销售、贸易逆差、商业库存、财政预算、首次申请失业金人数等经济数据均差于市场预期。消费者信心、小企业信心、消费信贷优于预期。

美国零售销售增速继续放缓，消费者信心上升至八个月来的高点。

褐皮书显示2011年12月份美国经济以“温和至稳健”的步伐增长，评价略好于11月份褐皮书。"

20120117 BAML Global Fund Manager Survey News "BofA Merrill Lynch Fund Manager Survey Finds Gloom Lifting Over Global Growth Prospects. Global investors have started 2012 with a reawakened sense of optimism towards the global economy and greater appetite for risk.

“Investors are tip-toeing rather than hurtling toward higher risk exposure; the U.S. market and high quality cyclical sectors, such as energy and tech, have been the main beneficiaries of lower cash holdings,”“Despite improvement in global and European growth expectations asset allocators remain deeply skeptical towards European equities, especially banks,”"

20120117 瑞银证券 汪涛 2011年中国经济成功实现了软着陆。回顾过去一年，我们认为政府的宏观政策基调大体上是适度的。政府并未过度收紧政策，经济也并未大幅放缓，房地产行业没有崩溃、地方政府债务相关的债务危机并未爆发，通货膨胀也未失控。2011年的大部分时间里，人们最大的担忧包括经济放缓、流动性收紧以及政策不确定性，这些忧虑使得中国的股票市场成为全世界表现最糟的市场之一。年内，受益于美国消费者需求复苏以及欧元区核心经济体表现坚挺，出口逐步且小幅放缓。最令人惊讶的可能是，2011年房地产投资和建设活动在大部分时间里保持强劲——比我们预期的更久，主要受益于二三线城市的房地产建设活动以及保障房建设。我们想指出今年与2011年相比最大的两个不同。首先，我们认为出口和房地产放缓趋势将比2011年更加明显。关于房地产，我们认为持续的商品房紧缩政策将导致2012年房屋销售和新开工面积下跌，房地产行业将全面走弱。虽然我们认为保障房将有助于支撑整体房地产投资（即便政府下调了今年的保障房新开工目标），但我们预计整体房地产建设活动和投资增速将仅能达到2011年的一半左右。第二，政策已经明显转向保增长。随着通胀下行、增长放缓，政府已经温和但清晰地将宏观政策取向从收紧转变为某种程度的保增长。

20120118 FOMC Tealbook A number of the indicators that we track in gauging the current and near-future pace of economic activity have improved since the December Tealbook. Payroll employment increased a little more in December than in the average of the preceding several months and the unemployment rate continued to decline, manufacturing production rebounded from a dip in November, and even residential construction has shown a bit more vigor recently. In addition, measures of consumer and business sentiment have moved up. However, these developments have not materially exceeded our expectations; rather, for the most part, they have only been sufficient to validate our forecast in previous Tealbooks of a gradually improving pace of real activity. Moreover, despite the bounceback in consumer sentiment from recent lows, consumer spending appears to be on a somewhat shallower trajectory than we had previously expected, and federal outlays for defense have been significantly lower than anticipated. All told, we now estimate that real GDP increased at an annual rate of 3 percent in the fourth quarter of 2011 and will rise ½ percent in the current quarter, ¼ percentage point and ½ percentage point less, respectively, than in the December Tealbook.

20120119 bwam In the end, they print money "Given its recent announcements, the ECB seems to have largely taken care of any need for liquidity in Europe. 在第一轮3年auction了497bn以后，ECB准备在2.29日进行第二轮auction。当前边缘国家银行可以用于抵押的Collateral很充裕，而这一次是最后一次auction，因此我们预计第二轮auction投标将会超过1万亿。

对于ECB如何处理它的可能账面亏损，目前尚有疑问。当前ECB是对希腊的最大单一债权人，如果所谓的私人部门自愿重组没有发生而导致希腊的全面违约的话，那么ECB会有很大损失。我们猜测ECB将会改变会计处理方式，把这个亏损分摊到未来几年。"

20120119 安信证券 高善文 2011年4季度地产投资下行带动经济减速，但地产投资和净出口以外，消费领域、制造业投资和其他投资领域的加速形成了一定的支撑，使得总体经济增速明显好于市场预期。预计2012 年上半年地产投资延续下行趋势，其他领域的支撑力量短期内似乎不会消失，同时存货调整可能比较温和，因此我们倾向于认为经济经历圆弧形探底调整的可能性更大一些，并且底部不会太深，季度增速破八的可能性不大。们仍然倾向于认为2011 年前三个季度消费的减速在很大程度上受到了2009年和2010 年刺激性消费政策的影响。随着消费透支效应逐步显现，消费出现了自然的回落。然而结合就业市场情况以及居民可支配收入的增长来看，我们相信并没有基本的趋势性力量使得消费始终处于下降过程之中。4 季度消费的回升，有可能反映了透支效应释放以后消费增速的趋势回归。投资减速是毫无疑问的。然而从细项数据看，4 季度房地产开发投资增速较3季度回落12 个百分点，考虑到其在固定资产投资中的比例，这一下降对整体投资造成的压力也许在3 个百分点左右，而实际上 4 季度整体固投增速可能只回落了大约2.5 个百分点。目前没有证据表明基建投资在4 季度出现加速迹象，这意味着如果我们相信固定资产投资数据的话，制造业投资以及其他投资领域实际上出现了一定程度的加速。由于固定资产投资及细项数据不很可靠，这样的分析只作为参考。2011 年4 季度增长数据明显好于市场预期，可能使得此前犹犹豫豫不太情愿的政策放松来得更慢。

20120123 bca.usis\_wr\_2012\_01\_23 "近期市场走势显示LTRO起作用了，我们认为与QE有一定相似性。

这里给出Checklist For Ending The Euro Crisis: (我的问题是，2012H2的时候，这些问题解决了吗？）

1.GROWTH - Evidence that growth can co-exist with austerity. （错误，后来政策反思不再紧缩了）

2.STRUCTURAL REFORM - Decisive action by Italian, Spanish and French policymakers to reduce debt while implementing structural reform and pro-growth policies.（错误，这种结构性问题短期根本看不到）

3.DEBT RESTRUCTURING - Prevent contagion from Greece.（这个可以看）

4.BANKING SECTOR - Reduce exposure to risky debt; recapitalize; reduce funding gaps.（可以看）

5.POLITICS - A decrease in core country voter resistance to bearing the bail-out burden.（可以看）

6.ECB ACTION - Credible lender of last resort.（这个事后被认为是关键，但被排在后面）

7.EFSF/ESM - Size, structure, and implementation.（这个事后被认为是关键，但被排在后面）

8.EXTERNAL SUPPORT - IMF/G20 Involvement."

20120124 BCA ems 2010年QE2开始以来，EM实际上是underperform的。这不全是因为inflation。如果是因为inflation，那么EM的长债应该curve陡峭，但实际上长债收益率走低。这说明是EM增长上出了问题。EM对中国的出口占比在2006年已经超过对美出口，中国现在更加重要。2009年全球经济反弹的原因是美国财政刺激和中国信贷刺激，QE1不是最重要原因。QE2的作用更加下降，股票的multiple实际上是下降了。

20120125 FOMC Transcript "伯南克：

我担心我们在就业和通胀两个方面都达不到目标。我们不应该忽视股市的上涨，股价这对于经济本身是有信息意义的。但2011Q4的较好的增长难以延续，加库存和汽车销售均难以保持强劲，而且2011Q4的财政支持力度很弱。

对于储蓄率的下降，这个问题我们其实知之甚少。仔细分解居民收入的下降以后并不好理解。总之，我们并不知道为什么储蓄率会下降，或者是否真的下降了。

当前，欧洲仍然处于extend-and-pretend的那种气氛中，令人担心。欧洲执政者寄希望于ECB的流动性支持是有用的，但其实答案远非这么简单。"

20120125 Soros New Year, Same Crisis "LTRO allows Italian and Spanish banks to engage in a very profitable and practically riskless arbitrage, but has kept govenmetn bonds hovering on the edge of a precipice.

当前是德国扮演者IMF的角色，acting as the taskmaster imposing tough fiscal discipline on 边缘国家。This will generate economic and political tensions that could destroy the EU.

我推荐ECB和EFSF结合起来，让EFSF提供信用担保，ECB提供流动性。

（Soros、BCA都不看好LTRO，认为没有彻底解决问题。不过，意大利和西班牙的问题，本来就是流动性问题呀。只要银行愿意持续这样arbitrage下去，那么欧债危机可能就是会趋势性好转。所以，LTRO的关键，是意大利本国银行承担信用风险，ECB承担流动性风险，给意大利国债提供者资金支持。

但LTRO的问题在于要过一遍银行的手。如果银行资本金不足，那么LTRO也会面临转不下去，最终还是要垮。那么，Q2的再度恶化，是否是跟欧洲银行有关？我的猜测

这也是为什么Soros强调要EFSF一起来才行。

Whatever it takes本质上是ECB宣布亲自下场，承担信用风险。所以whatever it takes绝不是一句空谈）" （！！！给自己点赞。看来Soros的文章确实很有启发性。问题就是处在欧洲银行自己。4月份欧债危机再度爆发，原因就在于边缘国家银行买入本国国债，导致风险堆积在商业银行。流动性风险解决了，但信用风险反而更大了。）（看起来我还是有一定悟性的）（4月份的爆发跟长期问题什么的没关系，而是短期政策还是没有解决问题）

20120126 GS US Daily\_ A More Transparently Dovish FOMC (Tilton) "FOMC对市场影响最大的是conditional commitment维持低利率进一步延期到2014年底。

联储看起来比较鸽派，根据我们的预测，联储有可能在年中推出新一轮QE"

20120126 GS US Daily\_ How Much Upside for Home Sales\_ (Shan\_Stehn) "尽管名义房贷利率很低，但是居民对于房价的预期增速很弱，这意味着真实的房贷利率仍然很高。如果2012年底房价能够企稳，这对于房地产销售将是一个利好。

当前对于房贷的信贷供给仍紧，暂时没有宽松迹象。"

20120130 bca.usis\_wr\_2012\_01\_30 "（BCA有一个图: SP500/HY total return vs. Corporate Health Monitor）

（在股市见顶以后，股市是跑输HY的，因为这个时候企业通常要尽可能的改善资产负债表，减少支出；当开始可持续复苏以后，股市开始跑赢HY，因为这个时候企业终于开始扩大开支，这个时候利好股权持有者，不利于债券持有者，以上的大体逻辑）（因此，我们会看到在1994年初、2002年底、2010年初，股市开始跑赢HY，这些时点并不准确对应股市的底部，应该是对应着可持续复苏的那个时间点）（但这个逻辑仅仅是大体成立，不是特别稳定）"

20120131 瑞银证券 汪涛 市场上几乎所有人（包括瑞银中国宏观团队）都预计2012年一季度由于出口增速大幅下滑、房地产建设活动放缓，中国的GDP增速将显著回落。而造成出口增速下滑的主要原因是预计来自欧洲的需求将下跌。多数人接着预测随着财政和信贷政策的放松，中国经济增速将从二季度或三季度开始反弹。但要说明的是，我们并不预计政府会进行重大的结构性改革，如利率市场化、在全国范围内推广房产税、大幅提高国有企业分红或其他重要的金融市场改革。在外部环境面临风险和换届之时，我们预计政府将保持整体宏观政策的稳定性和连续性。

20120131\_Global Outlook 全球经济月报(全球.经济.月报.研究处.2012-01-31) "[美联储1月份FOMC推出三大举措]

 举措一：宣布“将联邦基金利率目标区间维持在0-0.25%，同时联储目前预期的经济状况ffr至少到2014年末期”，较此前提出的“2013年中期”推迟约18个月。

 举措二：在每年四次的经济预测(SEP)中首次公布了其对联邦基金利率以及首次加息时间的预测。17位委员中有11位委员预计联储将在2014年或之后加息。

 举措三：首次正式明确通胀目标水平，即个人消费支出平减指数（Headline PCE Index）年比2%。在经济预测（SEP）中公布委员认为合宜的长期失业率水平，目前为5.2%-6%。

[ECB的无限量LTRO间接支持边缘国家国债]

2009年6月，ECB首次推出1年期LTRO，需求量达到4422亿欧元.

2011年12月8日ECB首次推出3年期LTRO，其中12月21日的第一轮3年期LTRO规模达到4892亿欧元，其中约33％流向意大利银行，17％流向西班牙银行，25％流向葡萄牙和爱尔兰，占流动性供给总规模的75％。

边缘国家银行通过LTRO从ECB获取了大量流动性。但是，系统重要性银行借用LTRO资金大规模增持边缘国家国债可能性较小，银行获得大量LTRO主要用于债务到期偿付和债券回购，减持边缘国家国债仍然是趋势。

但危机的根源尚未消除，单靠ECB LTRO很难扭转危机形势：1.意大利、西班牙减少赤字的压力仍然很大。2.银行仍面临资本金不足，通过Carry Trade弥补资本金缺口的空间有限。银行信贷紧缩持续。

美国走出危机泥潭也并非仅靠QE，是多项措施合力的结果。欧元区目前除ECB大力支持银行业之外，政府方面目前用于危机救助的资源十分有限。（分析的不对。关键在于没有人承担信用风险，只有ECB彻底下场承担信用风险，才是彻底解决流动性风险）" 美国总体通胀大幅回落，核心通胀yoy仍温和上行 "[美国经济2011Q4增长稳定，但终端需求不佳]

四季度美国经济增速整体稳健, 2011年四季度美国经济季比折年增长2.8%，基本符合市场预期.但从构成看，终端需求增长依然疲弱。库存回补是分项中贡献最大的项目.2011年四季度消费季比折年增长2%，与此前一年的平均增速基本持平，为经济增长贡献1.5个百分点，略弱于我们和市场的预期,四季度消费主要受汽车销售向好的提振. 企业非住房固定投资增速对经济增长的贡献有所下降。

首次申请失业金人数继续保持下降趋势，住房新建活动回暖。

1月份建筑商信心指数（HMI）从前月的21大幅上升至25。该指数衡量建筑商对单户住房当前和未来半年销售状况、以及潜在购房者数量的评估，历史上对新屋开工（特别是单户住房开工）具有较强的领先性。该指数自2011年10月份开始已连续4个月上升。同时，2011年12月份单户住房建筑许可月比增长1.1%，延续了前2个月连续增长的势头。意味着单户新屋开工近期趋于活跃。"

20120201 bca.bca\_mp\_2012\_02\_01 "[LTRO救得了一时，救不了一世]

2012 will be a make-or-break year for the euro. 当前，舆论已经从如何救欧元，变为了是否值得救欧元。

LTRO是ECB是一大步。第一，LTRO移除了欧洲银行遭受挤兑的风险，这类似于美国的FDIC。第二，边缘国家通过LTRO融资，来给本国的经常账户赤字融资，避免的信贷紧缩的恶性循环。

但是，欧洲的结构性深层次问题依然没有解决。最近葡萄牙的长期借贷利率上升就是明证。我们估计边缘国家需要20%的贬值才能恢复竞争力。

[美国强劲增长不可持续]

美国应该可以避免衰退，但2011Q4的强劲增长不可持续，Q4的增长受到库存支持，终端需求并不强，仅在趋势附近。房地产确实在触底回升。就业也在改善。但是，财政前景依然不佳，最重要的是，居民储蓄率在2010年中的6%已经下降到3.5%，这个是不可持续的。2011年比较好的消费几乎完全由于储蓄率的下降来支持。看起来，美国增长在2012年大约是2.5%。" 当前的term premium是负值，这是历史极低水平，显示债券极度高估。

20120205 GS US Views\_ Making Progress (Hatzius) 周五的就业报告是very good news. 虽然1月NFP总是有噪音和年度调整，但这个数据毫无疑问是好消息。三个月NFP平均也不错。这意味着，失业率下降到8.3%是就业市场内在好转的迹象，不全是参与率下降的结果。

20120206 bca.usis\_wr\_2012\_02\_06 BCA估计的美国财政对经济的拖累，在2012年预计是0.8%左右，但在2013年会大幅上升到2.5-3%，这是历史上衰退以后的非常大幅度的财政紧缩。

20120206 bwam What the Ideal deleveraging looks like fiscal austerity is not the cure "（没有太多的新意，近期的桥水文章就是讲解如何从大框架角度理解当前的欧债危机。但是，这个去杠杆框架，实在是难以解释中国的问题，中国的杠杆就没有去掉过，房地产的杠杆很高，后来的去库存实际上加了杠杆，把杠杆从企业转移到居民。2008-2012年的桥水文章可能是其大框架的巅峰时期）

在加杠杆阶段，credit上升来finance spending；在去杠杆阶段，私人部门credit收缩。去杠杆之所以发生，恰恰是因为credit的增长达到了极限，debtor已经没有足够的现金流来支付利息（这现在才理解这句话）。在这种情况下，当政府还不上钱的时候，本能的反应是进行财政紧缩。但是越是紧缩，反而越是还不上钱。才外还有是三条路：财富转移，债务重组，印钱。

美国的去杠杆进行的非常好，going very well。这得益于联储印钱。凡是不印钱的财政紧缩，都导致经济更加困难，并且是更多的财政赤字，这正是希腊、爱尔兰和葡萄牙的现状。2010年初，希腊、爱尔兰 和葡萄牙开始进行财政紧缩，结果是赤字比预想更大。

我们研究了过去三四十年的20余个去杠杆案例（这里有一个表的总结），结论是real fx要贬值30%。"

20120206 全球经济周报(全球.经济.周报.研究处.2012-02-06) "[希腊谈判陷入僵局，无序违约风险升高]

ECB 3年期LTRO等因素使欧元区金融体系因流动性问题而出现“雷曼时刻”的可能性大幅降低。但是欧债相关基本面方面仍无实质性改善。择机减持有偿付能力风险的边缘国债（这个说的挺好。那么看看研究组到2012年夏天怎么说，如果到那个时候仍强调偿付性风险，那就还是没有真正看懂欧债危机）（确实仍一度强调偿付性风险，说明没有搞明白危机的根源逻辑。只是后来边缘国债持续上涨，研究组没有持续强调自己的悲观预期）

希腊重组（这是第二轮救助）一再推迟，希腊财政出现150亿欧元新缺口，“三驾马车”要求大幅紧缩。欧盟和IMF在希腊的督察员发现，希腊财政出现150亿欧元的新缺口，使第二轮救助规模有可能进一步上升。2月3日上周五，欧盟委员会、欧洲央行和IMF“三驾马车”要求，在同意拨发新一轮1300亿欧元援助以前，希腊政府要进一步裁员。大幅削减希腊国民工资，将全国健康保险负责支付的药品支出削减约6.5亿欧元，并削减国防支出4亿欧元。该严厉紧缩措施遭到希腊三大联合执政党集体反对，他们不愿支持政府裁员。如执政各党对新措施不能达成一致，总理帕帕季莫斯就考虑辞职。

IMF指出，要使希腊债务负担可持续，欧洲官方债权人必须参与。随着希腊财政缺口进一步扩大，IMF坚定认为，仅凭私人债权人2000亿欧元债务的重组，不足以实现到2020年将希腊政府债占GDP的比重降至120%的官方目标。但德国坚持认为官方债权人不应参与希腊的债务重组。" 尽管就业增长强劲，但单位工资增长仍然受限，名义工资总额增长较为温和 "[美国经济动能有所增强]

2012年1月份就业报告无论从总体增速，增长构成，数据修正情况，以及企业与家庭调查的结果看，都非常强劲。美国非农就业增长24.3万人。失业率下降至8.3%，但放弃寻找工作的失业者人数持续高于再就业人数失业。

上周公布的非农就业、失业率、首次申请失业金人数、个人收入、ISM制造业PMI和服务业NMI、汽车销售等经济数据均优于市场预期。但个人消费、conference board消费者信心弱于市场预期。

2011年四季度美联储高级信贷官调查：信贷标准持续趋紧，需求略有增强。

新兴市场制造业PMI继续反弹。新兴市场制造业PMI连续两个月出现小幅反弹，2012年1月份反弹至50.1，制造业显示出企稳回升的迹象。"

20120207 BCA ces 2012年初的商品牛市原因：1.中国硬着陆风险下降，但仍然存在。2.欧元区tail risk ease。3.Fed继续宽松。

20120207 BCA ems Chart 4（可以更新）EM股票上涨通常伴随着Fed和China的紧缩（这个insight非常好。因为政策都是内生的。如果看2016-17年，Fed在加息，中国在2016H2也逐步开始紧缩，这都对应着EM在2017年的大牛市）。Drive Em资产的是全球增长，不是QE。年初以来，中国PMI有反弹，但水平上并不高（实际上2012年初，全球主要经济体的PMI都在回升）。Chart 9（可以更新）M2指示的未来6个月进口会继续下降。

20120209 GS US Daily\_ How Much Mo\_ (Pandl) 经济上的好消息已经持续了快6个月了。

20120213 bca.usis\_wr\_2012\_02\_13 "（由于隐形失业，联储对于失业率的下降将更为紧缩和偏鸽派）

there is reason to believe that the Fed will react more cautiously to the decline in unemployment than in the past. The traditional measure of the unemployment rate, referred to as U-3 by the Bureau of Labor Statistics, underestimates the amount of slack in the economy relative to historical experience.

The current unemployment rate jumps from 8.3% to 15% if we include those people that are marginally attached to the labor force and those that are working part-time because they cannot get full-time employment (called U-6 in the BLS data; Chart 5). This is the highest U-6 rate in the history of the series dating back to 1984. No doubt, some of the 2.8 million people who are marginally attached to the labor force will never actually go back to work. Nonetheless, there are 8.2 million who are working part-time but would prefer to be full time, representing 5.3% of the workforce. While these part-time workers are classified as “employed” in the Household Survey, they are clearly underemployed and thus represent a significant amount of slack that is not reflected in the traditional U-3 measure of the unemployment rate." Fed will react more cautiously to the decline in unemployment than in the past. The traditional measure of the unemployment rate, referred to as U-3 by the Bureau of Labor Statistics, underestimates the amount of slack in the economy relative to historical experience. Chairman Bernanke made a similar point in last week’s testimony, noting that the average duration of unemployment has risen to about 40 weeks.

20120213 全球经济周报(全球.经济.周报.研究处.2012-02-13) "[希腊谈判接近尾声] （希腊为了要资金，进一步接受紧缩）

希腊政党领袖就新经济改革方案达成一致，各政党领导人已同意接受相关谈判的结果。新协议将要求政府今年削减33亿欧元的支出，进一步削减退休人员的退休金福利，同时还要求将最低工资水平下调22%。草案还显示，希腊还必须取消国有企业中的永久性岗位，并在2015年之前削减15万个公职。2月11日，希腊内阁通过EU/IMF救助方案。2月11日，希腊财长告诉社会党议会成员，三驾马车提议将援助金额提高至1450亿欧元，因为新的资金缺口。

希腊6部长辞职反对紧缩，但希腊国会最终通过紧缩方案。希腊总理帕帕季莫斯称，反对该议案的阁员将被驱逐。2月10日，希腊举行约1万人的大罢工，抗议活动是希腊公务员工会和私营部门职工工会组织。据当地媒体报道，在宪法广场的示威活动中有一名示威者受伤，三人被拘捕。罢工还使希腊全国的公共服务陷于瘫痪，雅典出现了全市范围的交通拥堵。

在希腊问题上，德拉吉表示欧央行不会对成员国政府提供金融援助，而让欧央行在希腊国债上蒙受损失就相当于为希腊提供金融援助，此番表态暗示欧央行不会大幅减记希腊债务，但对以买入价格回售希腊债券持开放态度。" "[欧元区部分成员国央行放宽抵押品标准，不及预期]

继12月8日欧央行表示成员国央行可以放宽再融资操作的抵押品标准之后，2月9日，包括爱尔兰，西班牙，法国，意大利，塞浦路斯，奥地利和葡萄牙在内共七家央行向欧央行申请使用新抵押品标准，并获得欧央行批准。

欧央行称，新的抵押品标准由各央行自行决定，相关风险也由各央行自行承担。由于目前只有有限的央行放宽抵押品标准，且各央行标准不一，新抵押品标准启用后，合格抵押品规模扩大幅度有限，显著低于市场预期。

德国经济动能增强，法国维持疲弱"

20120214 BAML Global Fund Manager Survey News "BofA Merrill Lynch Fund Manager Survey Finds Renewed Confidence in Global Equities

“Improved liquidity has aided this rally, but it’s important to emphasize that it also reflects improving economic sentiment. Hard economic data has to continue improving to sustain a recovery,”“The strongest indication of risk appetite is investors’ definitive move into cyclicals from defensive stocks and the closing of underweight positions in banks, especially in Europe,”"

20120220 全球经济周报(全球.经济.周报.研究处.2012-02-20) "[希腊债务重组接近尾声]

希腊危机救助出现改善迹象。ECB愿意把SMP下希腊国债返还成员国政府，并考虑传统投资组合参与PSI;德国软化对希腊强硬立场，EFSF部分风险保护机制启动，希腊债务重组预期乐观。

德国、荷兰和芬兰等AAA国家担心希腊4月份选举后不遵守已承诺的援助的条款。德国财长朔伊布勒接受采访时称，看到希腊的内部政治讨论和投票时，你必须问，选举后谁来真正保证希腊会坚持我们现在与希腊达成一致的东西。他还说，可能推迟希腊大选，让希腊成立一个不包括Samaras等人在内的技术官僚型政府，类似于目前的意大利蒙蒂内阁。德国财长的言论激起了希腊的激烈反应。2月15日，希腊总统称，我们都必须做出努力渡过危机，可我们不能接受朔伊布勒的侮辱。朔伊布勒是谁，凭什么侮辱希腊？荷兰人、芬兰人凭什么？我们不仅捍卫自己的国家，也在捍卫欧洲的自由.

德国财长和总理被传在希腊救助上存在分歧，最终财长让步。朔伊布勒主张希腊是一个无底洞，应让希腊违约，退出欧元区；默克尔坚决反对，因担心希腊违约蔓延至其他国家，朔伊布勒认为可以通过建立防火墙来避免。

欧债危机能否扭转，关键看在经济持续衰退的背景下，意大利和西班牙能否达到减赤目标，这也是我们未来持续研究的重点。（根本就达不到的）

[美国数据喜忧参半]

上周公布的1月份零售销售、工业产出、小企业信心差于市场预期，但住房开工、费城联储商业展望指数、首次申请失业金人数优于市场预期。" "美国总体通胀走平，核心通胀继续上行。

Core CPI 1月份月比上涨0.2%，年比涨幅较前月扩大0.1个百分点至2.3%，维持2010年10月以来的逐月上行趋势。" "[联储释放QE3倾向]

美联储FOMC会议纪要确认QE3倾向，其中，部分投票委员（“a few”，在联储表述惯例中通常指2人或3人）认为目前和预期的经济状况，可能支持在不久以后推出QE3。另有多数投票委员（“other members”, 通常指至少4到5人）对QE3持开放态度，但认为应当在经济动能走低或通胀持续低于2%目标时使用。

近期经济继续向好暂不支持联储有足够理由在3月份会议上推出QE3。如果QE3最终推出，4月或6月份会议可能是较为合宜的时间。4月（24日至25日）和6月（19日至20日）的会议上都会有经济预测SEP和伯南克会后新闻发布会。

MBS被认为是QE3最有可能的购买对象。原因是，近期联储官员多次强调美国经济难以在房地产疲弱下获得高于趋势增长。随着2011年12月份以来QE3预期升温，MBS与国债的spread明显收窄.

日本央行扩大QE规模，中国央行下调存款准备金率.

国会投票通过了将工资税减税延长至年底的议案（大体符合预期），同时还将延长失业救济金计划，但最长发放期限将从99周逐步缩减至73周。根据最新情况，2012年财政对经济的拖累在0.7个百分点左右，略低于我们的基本情景下1.0个百分点的拖累。

奥巴马公布2013年政府预算案，由于当前国会两党的对峙，该预算案肯定无法通过，但对奥巴马的竞选纲领以及他（如果连任）第二个任期的政策有预示作用。"

20120221 GS US Daily\_ Is Political Gridlock Behind Surprise Drops in Federal Spending\_ (Phillips) "（2011Q4的放缓很重要的来源是财政紧缩）

A notable aspect of the Q4 2011 GDP report was the negative contribution from federal spending, which subtracted 0.62pp from real growth in the quarter. This was the second time this year that an unexpected sharp drop in federal spending weighed on growth, after federal spending reduced growth by 0.82pp in Q1 2011.

An important factor behind the surprising weakness in Q4 appears to be the use of short-term ""continuing resolutions"" (CRs) to fund federal activities, rather than full-year appropriations. We find that if short-term CRs are used to fund federal activity for an entire quarter, there is an associated reduction in the federal contribution to real GDP growth of roughly 0.5pp compared with quarters funded through full-year spending bills.

Our forecast assumes that the most recent drop will partly reverse in Q1, with federal spending increasing by 1% and thus adding modestly to overall growth. With funding in place through September, there is little risk of a surprise drop in federal spending in Q2 or Q3, though we do expect spending to contract modestly. However, the possibility of another funding dispute when the next fiscal year starts in October implies some risk of another negative surprise in Q4."

20120222 GS US Daily\_ Taking Stock of Housing Inventory (Pandl) 对于房地产的剩余供给的衡量指标，可以观察库存/销售比，但更好的指标是excess vacancies: the number of homes currently sitting empty above and beyond the normal frictional or seasonal level of vacancies. Here we see some improvement, but progress looks much more gradual. （但后来GS好像反思说自己也没有预计到房价可以这么好的恢复）

20120223 GS US Daily\_ The Top-Down Logic for Our Inflation Forecast (Stehn) "我们自上而下的通胀模型没有捕捉到2011年的向上的超预期，自下而上的复盘表明，模型没有捕捉到油价的超预期的传导，以及汽车价格上涨。

我们自上而下的通胀模型的解释因子是slack、滞后通胀和通胀预期，预测是2012年通胀会下降，尽管暂时看通胀尚未下降。"

20120224 bwam A beautiful deleveraging "（这篇文章写的非常非常好，简洁，让我明白了一些道理，我把最重要的几段话抄在下面）

…各次去杠杆案例的不同，源于四个事情的amount and paces的不同：1.debt reduction. 2.Austerity. 3.财富转移。4.印钱。 其中，债务缩减（或者是defaults或者是restructurings）和austerity是通缩性、紧缩性的，而印钱是通胀性的、扩张性的。漂亮的去杠杆就是要保持平衡，the key is in getting the mix right. 财富转移从历史上看一般不会用太大贡献，除非发生革命。

一般而言，去杠杆沿着下面四个步骤发生：

1. At first, problems servicing debt and the associated fall off in debt growth cause an economic contraction in which the debt/income ratios rise at the same time as ecnomic activity and financial asset prices fall. We will call this phase an ""ugly deflationary deleverating"". Debt reduction and austerity without material debt monetization characterize this phase. The financial bubble bursts when there is not enough money to service the debt and debt defaults hit peopel and esp. leveraged lenders (banks), like an avalanche that causes fears.然后是liquidity crisis. defaults对leveraged lender打击更大，因为会大比例的让这些lender资产负债表承压。这个阶段，政府本能是austerity，因为that's the obvious thing to do. 直到执政者发现代价太大。

2.In the second phases of typical deleveraging the debt/income ratios decline at the same time as economic activity and financial asset prices improve. This happens because there is enough ""printing of money/debt monetization"" to bring the nominal growth rate above the nominal interest rate and a currency devaluation of offset the deflationary forces. This creates a ""beautiful deleveraging"". 这个过程中，央行需要对广泛的collateral进行借款，并且让名义增长率高于名义利率从而让去杠杆过程得以spread out.

3.然而，如果印钱过多导致大幅通胀，也是一种""ugly inflationary deleveragings"". 这通常是由于不是储备货币，有大量外币借款。

（然后这篇文章介绍了几个历史案例）"

20120224 瑞银证券 汪涛 各种消息表明，目前经济活动十分疲弱，而房地产业的持续下滑拉低了对大宗商品和工程机械的需求。政策和流动性层面没有明显放松可能也降低了企业支出和投资的意愿。不过这并不意外——我们（以及几乎其他所有人）在几个月前就已经预测2012年经济增长将会放缓，其中一季度可能表现最差。我们预计从二季度起，基建投资和保障房将支撑全年GDP增长达到8.5%左右。

20120226 BCA cis 近期中国经济放缓，是因为基建突然收缩。

20120227 bca.usis\_wr\_2012\_02\_27 "（附件给了fed rate cycle的四个阶段的股市回报，我觉得这个就是BCA的终极股票+框架）（这个框架的逻辑是很好的，可以学到很多。虽然不能简单地刻舟求剑，但是逻辑是有深度的，非常好）

（这次的附件，包含了多种资产的四个阶段表现）" # BCA的fed rate cycle四阶段的资产表现。

20120227 GS US Daily\_ Consumer Sentiment an 我们研究发现，汽油价格的整数位对于消费者信心是有影响的。

20120227\_Global Outlook 全球经济月报(全球.经济.月报.研究处.2012-02-27) "[希腊债务重组方案出台，竞争力恢复前景不容乐观]

要点一：加大对希腊紧缩改革的施压和监督力度。设立一个永久性机构（Task Force in Greece），直接为希腊改革和紧缩提供意见和建议。设立一个援助支付帐户，对希腊债务偿付密切监控。援助资金应先用于债务偿还。债权人要求希腊本月底前完成38项税收、支出和工资政策改革。包括削减11亿欧元政府药物支出；完成75项全面审计；以及对大型纳税人225项增值税审计。

分析：从声明来看，欧元区第二轮援助主要是为了避免系统性风险，而非相信希腊能走出危机；欧元区对希腊遵守承诺非常不信任，因此希望控制援助的全过程。

要点二：EFSF承担援助的主要任务。迫于成员国的压力，IMF开始控制对欧元区国家的援助敞口。据称，IMF将在第二轮救助中贡献130亿欧元，对希腊救助总金额控制在300亿欧元。第二轮救助1300亿欧元救助中，EFSF初步计划出资约940亿欧元。

要点三：希腊本周发出PSI要约声明，声明称，参与PSI的债券总额为2060亿欧元，不含T-bills。

大幅紧缩使希腊陷入大萧条，影响减赤目标。根据桥水估计，大幅紧缩将使希腊GDP降幅超过30%，破坏程度超过美国大萧条和阿根廷20世纪90年代后期的危机。

欧盟扩大ESM/EFSF上限内部分歧严重，IMF推迟援欧决定。由于德国的强烈反对，ESM/EFSF上限提高预计不会在3月初欧盟峰会上通过。2月24日，德财长朔伊布勒在参加G20财长会议期间称，反对增加防火墙火力，反对印钱减债，反对发行欧洲联合债券。由于欧洲提高防火墙火力是IMF援欧的先决条件,因此我们预计,德国最终会软化立场,同意提高ESM/EFSF上限至7500亿欧元.

如果欧元区ESM/EFSF上限最终提高至7500亿欧元，且IMF顺利增资5000-6000亿美元，则欧债危机防火墙将有实质性提高，欧债危机将暂时进入一个平静期。" "[全球边际向好]

G7国家（除法国）1月制造业PMI均上升。新兴市场经济体1月制造业PMI整体呈现上升趋势.

年初以来美国经济增长动能较2011年四季度末略有回落，但仍然超出我们的预期，主要原因是近期就业增长强劲和工资收入扩张，为消费和经济增长提供了支撑。近期住房新建活动出现了明显的回暖，2月份建筑商信心指数（HMI）从前月的25大幅上升至29，同时，2012年1月份单户住房建筑许可月比增长0.9%，季同比增长16.2％，延续了前3个月连续增长的势头。意味着单户新屋开工近期趋于活跃。"

20120229 宋国青 宋国青 我的基本感觉，现在货币政策需要稍微再松一点。总的来说要把货币环比增长速度调整在13%左右，央行也这么说的。1月份基本上是零增长；2月份要是按照目前一些估计推算的话，也是相当低的；如果继续保持紧缩， 3月份会有一点麻烦：因为在比较低的情况下启动放松，麻烦事情比较大，所以，现在需要进一步放一放”。“1月份去掉春节因素，我自己算的结果发电量是相当强劲地增长，但是1月份，各种指标里面最强的是出口。”但宋国青同时表示经济增长比较脆弱，中国货币政策有点紧，应该放松点，信贷目前较紧主要还是因为银行头寸紧，后面形势看CPI，通胀下落，货币才会真松。

20120301 bca.bca\_mp\_2012\_03\_01 "[欧债危机并未从根本上解决]

当前的希腊财政紧缩方案是过度乐观的。方案假设是，希腊primary budget balance从2011年的GDP的2.4%到2014年变为4.5%的surplus，但是增长从-6.1%回升到2.3%。

当前的紧缩方案已经引发希腊内部的政治纷争，执政党支持下降，far left和far right都在崛起。

欧洲的结构性问题仍然存在，这意味着几个月以后会重新出问题。LTRO没有解决结构性问题。

希腊在未来两年有可能离开欧元区，这会进一步导致其他国家面临退出欧元区的压力。在亚洲金融危机的深刻教训是，Thailand are special。但是，当一个国家贬值的时候，其他国家有很大的竞争性贬值压力。

如果要一劳永逸的解决欧债危机，德国最终必须接受更高的通胀。（我感觉BCA也没有搞明白欧债危机的根源，总是从基本面角度思考。当然了，结构性问题肯定不可能在1年内就得以解决）

[美国复苏面临挑战]

美国房地产看起来触底了，就业市场也在改善。但是，如果油价走高，或者经济在2013年开始财政紧缩，那么复苏压力仍大。" " 我们继续推荐高配股票和债券。

股票的估值的绝对水平偏高，但是相比债券而言却相对便宜。我们预计未来几年股市real turn在4%，这高于债券，债券的真实回报现在是负值。

当前金融市场和经济都很脆弱。如果欧债危机深化或者美国经济走弱，我们会重新回到中性配置（这tm不是顺周期持仓么…)（就是顺周期持仓。后来欧债危机再度深化以后，就持续中性持仓，典型的顺周期持仓）

当前EM的估值相对美国偏便宜。（这个长期估值有问题，跟BlackRock的结论和错误是一样的）"

20120301 bwam How the economic machine works "（这篇文章我原来读过，但重读一下，还是引发了很多思考）（后续的这些文字，本质上是在解释信贷周期的内在道德风险问题）

（1.交易是动态的。Dalio首先提到了从transaction层面思考经济运行机制。我很同意。这进一步让我想起高微的关于交换经济的一般均衡。真实的世界并不是简单的交换经济，交换绝对不是静态的。关键是，交易者的需求很多是基于预期的。一个买家愿意出多少钱，不仅仅源于自己的需求，而且源于对未来的预期，而他对未来的预期又基于社会信息、情绪和市场价格本身。）

（2.Money & credit的关键区别是，money是央行的负债，这个负债是无法拒绝的。money是央行的负债，是通用的支付手段；credit是非央行的负债，也可以用来进行交易。credit把支付留在未来，所以最终需要money来honor交易，特定类型的credit的需求是有限的，受到市场所认为的debtor能够honor其支付的能力的预期。所以，央行的QE是把特定credit直接置换为money，这直接改变debtor的credit的供需。央行买入政府债券，本质上跟直接买入政府发债，没有任何不同，只是会计把戏而已。特定debtor所能创造的credit是有限的，所以除了央行以外，其他机构，包括政府机构，都不能无限赊账来推升总需求。）

（3.Money的关键特点是无法拒绝。什么时候央行的负债开始被拒绝？那就是恶性通货膨胀和货币贬值）

（4.money的“无法拒绝”的特点，也意味着其liquidity是无限的。liquidity，就是供需决定的。有时候市场对于credit突然系统性、或者某种debtor的credit结构性的不想要，但是这个debtor的偿付能力并没有问题，这个时候就liquidity问题，此时央行可以发行money来置换这些credit。央行就是应对流动性问题的，因为它的负债具有无限的流动性）" "（9.资本主义的金融体系，对于“还不上钱”的应对能力是有限的。资产价格上涨的时候，一切都好；资产价格下跌的时候，就发现金融系统的关键链条上，缺乏足够的资本吸收损失。如果迟迟不处理这些损失，金融体系就停摆；如果处理，由于本来资本就不足，这就有道德风险。金融危机最后都是银行业危机。）

（10.资本主义的命脉在于难以有效应对资产价格下跌的冲击，这里有不对称性。）

（11.资本主义天然的有道德风险问题）（就好像，计划经济，天然的缺乏激励和有效性）" （8.“还不上钱”，这个是债务周期结束的最本质特点，桥水倒是把这一点说的很明确。由此，也自然导出了后续解决办法必然只有：既然还不上钱，那么或者违约/重组，或者央行买入，缓解这类credit的供给压力和需求不足。这一部分分析是桥水的贡献。违约是通缩性的，而且由于损害leveraged lender的资产负债表，还有放大效应；央行印钱存在道德风险和不公平性，即把特定损失分摊给所有人，本质上是一种非革命化的财富转移。） "（5.私人部门的流动性是建立在偿付性之上的。前面说到了，为什么突然有些私人部门的credit不被大家需求了？因为大家突然意识到这个credit可能有偿付性问题，信息愈发不透明，大家都不想要）（央行的流动性是建立在保值性、低通胀上面的，这也是为什么央行印钱要把握一个度）

（6.我对于所谓长期债务周期的理解是，之所以debt/gdp趋势性上升，一般是有一定长期结构性因素，例如资本深化，资产产出比的趋势上升，这些并无太大意义。但有一类关键的“非理性”偏离，是某些市场主体的偿还能力被系统性的高估，导致这部分主体的借贷能力系统性的过高，虽然整个经济的生产能力即基本面没有太大变化，GDP增长不大，但是这部分主体不断的更多借贷。当全体市场参与者发现这部分市场主体实际上无法honor其debt的时候，就进入去杠杆。这是boom bust cycle，本质上就是泡沫周期。桥水的所谓长期债务周期，本质上就是大的泡沫周期。我觉得无甚新意。）

（7.债务大周期，一定是资产价格大周期。房地产所引发的债务周期，就是房价上涨、居民自以为偿付能力上升所导致的债务上升。股票价格上升，也会导致企业部门过度自信、过度借债和过度开支。）"

20120301 GS US Daily\_ Growth Impact of a Mild Winter (Pandl) 1-2月天气格外温暖，这小幅支持了增长。

20120301 PIMCO Defense \_ PIMCO "（这篇短文写了PIMCO的长期策略，指出了ZLB所带来的长期结构性转变）

PIMCO Offensive Strategy 1981-2011: Recognize downward trend in interest rates and scale duartion accordingly.

1) Emphasize income and capital gains. PIMCO Total Return Strategy.

2)Utilize prudent derivative structures that benefit from systemic leveraging - financial futures, swaps (but no subprimes!).

3) Combine A and B along with careful bottom-up security selection to seek consistent alpha.

PIMCO Defensive Strategy 2012-?: Recognize zero bound limits and systemic debt risk in global financial markets. Accept financial repression but avoid its impact when and where possible.

1) Emphasize income we believe to be relatively reliable/safe.

2) De-emphasize derivative structures that are fully valued and potentially volatile.

3) Combine A and B along with security selection to seek consistent alpha with admittedly lower nominal returns thatn histrocial industry examples."

20120301 瑞银证券 汪涛 房地产政策放松了吗？正当市场逐渐相信中央政府开始容忍地方各种放松房地产政策的手段，上海房地产政策的取消再次打消了这一念头。我们重申房地产调控政策预计短期内不会明显放松。

20120302 GS UEA Despite Shale, We Worry about Oil 最近油价高涨再度可能对增长产生抑制。（这一段时间关于页岩油的讨论较多，姜骥还做了一个对页岩油的介绍）

20120305 全球经济周报(全球.经济.周报.研究处.2012-03-05) "[第二轮LTRO进展]

ECB第二轮3年期LTRO竞标银行达到800家，借款总额为5295.3亿欧元。小幅超市场预期。

据路透披露，意大利银行业在第二轮3年期LTRO中共借走1390亿欧元贷款。12月份第一轮LTRO中，意大利和西班牙分别借走1610亿欧元和850亿欧元，占总额的33%和17%。边缘国家一共借走了总额的75%。

市场反应：对欧元影响不大，意大利和西班牙国债显著回落，葡萄牙国债收益率上升。

LTRO在推动实体经济信贷方面效果不佳。

危机形势能否扭转，关键看边缘国家减赤和改革实际效果。

短期内，第二轮LTRO推动边缘国家国债仍可能进一步上涨，但效果将不及第一轮，建议在风险情绪逆转之前，降低相关风险头寸。

3年期LTRO和3月份可能的EFSF/ESM上限提升至7500亿欧元，形成两道防火墙，将为欧元区战胜危机赢得时间。未来一段时间，要彻底扭转形势，欧元区需要：使意大利和西班牙完成减赤改革目标；银行业在6月底之前完成资本补充；

德拒绝欧盟峰会讨论救助基金规模，但最终可能妥协。德国财长朔伊布勒2月29日坚称，“整个3月都会考虑”欧元区永久性救助基金ESM，打消外界对3月1日欧盟峰会决定ESM规模的预期。2月22日，德国总理默克尔发言人表示，德国觉得没有必要加强计划中的5000亿ESM。德国南德意志报的德国官方消息源29日称，德国总理默克尔正在考虑放弃反对立场，支持增加欧元区防火墙的规模。

欧洲当局施压私人投资者积极参与PSI。对于那些不愿接受75%债券损失、而是希望起诉希腊的对冲基金，希腊债务管理机构的负责人Petros Christodoulou警告，诉诸法律手段以前要三思，拒不接受债务互换会一分钱都拿不到" 伯南克半年度国会证词：对经济的温和看法及未暗示进一步宽松令市场失望. "[全球PMI走势mixed]

美国2月份制造业扩张速度减慢，新订单需求回落。欧元区制造业PMI继续反弹，西班牙回落，希腊降至历史低点。新兴市场制造业PMI连续三个月出现回升。中国2月份制造业PMI小幅上升

西班牙难以实现2012年减赤目标，欲提高赤字上限。西班牙2011年预算赤字与GDP之比为8.51%，高于此前预期的8.2%，也远高于欧盟委员会预测的6.5%。西班牙官员透露，2011年过度开支主要源于该国17个自治地区未能削减赤字。西班牙新政府最近宣布对今后不能让赤字达标的地区施加制裁。

意大利2011年财政紧缩基本达标，但2012年将面临严峻挑战。意大利财政部公布数据显示，意大利2011年财政赤字占GDP比重从4.6％降至3.9％，好于市场预期的4.0％，但差于政府目标3.8％。其中基础财政盈余占GDP比重达到1.0％，好于政府目标0.9％。2012年由于减赤幅度增大，且经济面临大幅衰退风险（市场预期下滑1.4％），预计意大利减赤压力将明显大于2011年。

希腊政府税收大幅下滑，财政紧缩差于预期，国内存款加速外流。希腊可能需要第3轮救助。明镜得到一份三驾马车的报告初稿，其中提到，因为可能无法如期返回市场，希腊可能2015-2020年面临高达500亿欧元的外部金融需求。"

20120306 bwam European Gaps have been filled but not closed "LTRO虽然缓解了流动性，但有下述问题：（桥水为下面每个点都准备了图）

1.边缘国家的BOP问题并未解决（这个是研究组、BCA也看到的），边缘国家仍然持续需要融资。

2.边缘国家仍然无法吸引私人资金来接盘，当前愈发依靠ECB的支持。（桥水的洞见）

3.边缘国家的国债转移到其本国商业银行资产负债表上，这让边缘国家商业银行实际上更为危险（这是也一个洞见）（这个洞见最值钱，4月份就爆发问题了）"

20120307 FOMC Tealbook The data we have received since the January Tealbook have, on balance, come in slightly stronger than we expected. On the one hand, indicators of final demand have been mixed: Data on consumer spending have been disappointing, while data for residential and business investment have been a little above our expectations. On the other hand, several key production and hiring measures have surprised us to the upside. In particular, factory output rose faster than expected in December and January, private payroll job gains since November have averaged 60,000 per month above our previous forecast, and the unemployment rate unexpectedly declined further in January. Taking all of this information into account, we have pushed up our near-term forecast for real GDP growth to an annual rate of 2 percent over the first half of this year, ¼ percentage point higher than in the January projection.

20120311 GS US Views\_ More Progress (Hatzius) "就业数据确实继续很好，3mma也很好。从结构上看，所谓的""sand states"",如加州、佛罗里达等房地产之前较热的地区，这些地区的原来的就业复苏最慢，而当前却领先。这是很好的消息。（这同时伴随着全国层面的房地产转好）

不过，Q1的终端需求大体平稳，在2%附近，不算特别强。" 通胀并没有如期的明显走弱。 "伯南克鸽派倾向边际下降。预计本次FOMC将是uneventful。

我们预计下一次QE可能是冲销式的。其实是否冲销对于政策效果影响不大，但有助于减轻公众压力。"

20120311 安信证券 高善文 考虑到房地产市场的政策基调和调整趋势，尽管受到保障房投资的支撑，我们认为房地产投资总体上将继续维持低位。

20120312 全球经济周报(全球.经济.周报.研究处.2012-03-12) "[希腊启动集体行动条款，触发CDS]

北京时间3月9日下午2点，希腊政府宣布了PSI最终参与结果。约1720亿欧元，即83.5%的国债投资者参与PSI。希腊政府宣布启动集体行动条款，使参与率升至95.6%PSI后，私人部门持有比例从62%降至27%，其中非希腊投资者持有比例从32%降至14%。官方持有头寸从38%升至73%。随着救助规模的上升，EFSF持有比例还将进一步上升。未来即使出现第2次违约，其系统性风险大幅下降。

3月9日周五ISDA宣布，3月9日，欧洲、中东与非洲地区（EMEA）信用决策委员会全体成员一致认为，希腊已经发生债务重组所致的信用事件。" 中国2月份CPI增速下降超预期 《华尔街日报》记者Jon Hilsenrath 3月8日撰文（“Fed Weighs Sterilized Bond Buying If It Acts”）指出，美联储将考虑Sterilized QE，以缓解人们对QE推升通胀的担忧。具体方式是美联储买入长期MBS或长期国债，同时以短期逆回购（Reserve Repos）或定期存款（Term Deposit Facility）的形式回笼和冻结部分资金。综合收益、成本比较和可操作性分析，如果美联储推出第三轮宽松，Sterilized QE相对UnsterilizedQE可能更具吸引力，而延长扭转操作的可能性较小。 "[美国就业连续第三个月保持强劲]

2月份就业报告的总体增速，增长构成，数据修正，以及企业与家庭调查的对照结果，均延续了此前两个月的强劲势头。失业率维持在8.3%"

20120313 FOMC Transcript "(nonevent)

伯南克: 我对于近期情况感到高兴. 我确实很在意市场价格, 显示ECB的行动是有效的. VIX已经回落至20以内. 联储里面没有人讨论所谓的sterilized QE. "

20120315 GS US Daily\_ Rental Yields\_ Back to Normal Rental Yields\_ Back to Normal. Rents have been increasing in the past year while house prices have continued to slide. This development makes it potentially profitable for investors to buy vacant or distressed properties and rent them out, which would also benefit the housing recovery because it alleviates the downward pressure from distressed sales on home prices.

20120316 瑞银证券 汪涛 温家宝总理在两会记者会上针对房地产市场的讲话令市场感到意外。他提到“房价还远远没有回到合理价位”，这市场普遍担忧房地产调控政策也许会比预期的持续时间更长、甚至进一步加码。房地产调控政策还会更紧吗？调控政策究竟会持续多久？我们预计政府不会进一步收紧调控政策。我们认为这一说法更多地表明了政府坚持当前做法的必要性，而不是要推出额外的调控措施。

20120319 bca.usis\_wr\_2012\_03\_19 traders play the Treasury selloff as the market tests the Fed’s reaction to firm economic data.

20120319 全球经济周报(全球.经济.周报.研究处.2012-03-19) "[美国：近期就业-收入-消费良性互动明显]

2月份零售销售创五个月来最高增速,高频数据显示3月份以来汽车以外消费增速整体稳定.首次申请失业金人数继续保持下降趋势,但油价持续上行导致消费者信心小幅回落." 美联储会议评估经济改善。市场反应乐观，QE3预期降低，加息时点预期提前。FOMC会后声明对经济表现的判断较以前略微乐观，较好的零售数据及银行压力测试结果共同推动股指和债券收益率上扬。

20120320 BAML Global Fund Manager Survey News "BofA Merrill Lynch Fund Manager Survey Finds Investors Displaying Growing Conviction in Growth

“The prospect of higher inflation reflects a victory of central banks in the war against deflation. Risk appetite is rising with hedge funds more active, but cash is still on the sidelines to put to work,” “We are witnessing a rehabilitation of European growth prospects, boosted by a sharp fall in EU sovereign concerns,”"

20120323 瑞银证券 汪涛 在过去的一周里，投资者对中国经济的担忧再度提升。尽管没有多少人还在担忧“硬着陆”，但大家仍然担心经济增长可能会弱于预期、消费者和企业家信心进一步下滑、以及政府在促进经济增长上做得太少太迟。

20120329\_Global Outlook 全球经济月报(全球.经济.月报.研究处.2012-03-29) "[财政紧缩是主流]

2012年除日本外的其他主要发达国家均采取紧缩的财政政策。

2012年财政赤字下降幅度较大的国家依次为：意大利、法国、美国。

震后重建使日本成为主要发达国家中唯一一个放松财政政策的国家。

欧央行宽松货币政策尚未能使银行放松信贷标准。 欧央行2012年1月信贷调查结果显示，2011年4季度欧元区银行对企业贷款和家庭住房贷款的信贷标准均进一步收紧。

(这里给了一个简单的预测新屋开工的框架，挺好）"

20120401 bca.bca\_mp\_2012\_04\_01 "（继续强调美国的终端需求没有明显好转，过去一段时间的终端需求始终保持平稳。所以，2011H2的时候没必要过度看淡美国增长，而此时又不宜过度乐观）

（这段话对于LTRO的分析，很有趣，回头看看bca说的对不对）

欧洲边缘国家的短端国债收益率下降的，但长端下降有限。（我觉得下面这段话说的不对。根本上银行还是觉得有利可图才这么干的）While many market participants have interpreted the steep decline in shortterm yields as a vote of confidence in governments, the reality is that the plunge in yields was driven by the need of European banks to buy government paper which they could then use as collateral for ECB loans. A vote of confidence? More like a cry for help.

To gauge solvency risks, one has to look at long-term rates. These have come down by much less, and in the case of Portugal and Spain, yields currently are no lower than during last summer’s.

向前看，有四件事情可能让欧债危机重新恶化：1.希腊改革不利，德国拒绝进一步援助。2.葡萄牙出问题。3.德国通胀上升，ECB难以继续大幅宽松。4.法国大选，萨科齐虽然支持率边际回升，但仍面临变数。" (能够感受到的一点是，3月份的时候，大家普遍认为LTRO在短期是有效的，但没有解决长期问题。但是，并没有意识到Q2就会立马大幅恶化。Q2是为什么恶化呢？）

20120402 bca.usis\_wr\_2012\_04\_02 近一个月全球商品价格回落，但美股仍在上涨，这个与全球经济走势分化是一直的。美国经济尚好，但中国经济在减速。

20120402 全球经济周报(全球.经济.周报.研究处.2012-04-02) "[欧元区扩大防火墙，西班牙近期风险上升]

欧元区防火墙东拼西凑至8000亿欧元，严重缺乏诚意。我们认为，防火墙扩大缺乏诚意，8000亿欧元中，3000亿欧元已经支出，纯粹是为了凑数。只有5000亿欧元应对未来冲击，无法应对极端情景。这次防火墙扩大是各种方案中最保守的一个。之前讨论的EFSF/ESM合并至9400亿欧元方案被否决. 法国要求将防火墙提高至1万亿欧元方案也未通过。

2014年之前，意大利和西班牙本息到期约1.1万亿欧元。在最极端情景下，一旦两国受到冲击，5000亿规模的防火墙将远无法应对冲击。

西班牙上周推出273亿欧元紧缩方案，以2012年赤字占比降至5.3%。我们认为，西班牙减赤前景不容乐观，风险上升。随着西班牙国债收益率持续上升，则风险情绪逆转可能性近期显著增加。LTRO后，国内银行业持有政府头寸迅速上升，积聚新风险，而外国投资者则加速减持西班牙国债。PIMCO、Frankfurt Trust Investment2月份减持意大利、西班牙国债，BlockRock和Fidelity均对边缘国家国债保持距离。" "伯南克偏dovish的讲话使市场对QE3的预期有所增强。

我们维持此前对QE3可能性的判断：美联储仍将视经济前景决定是否推出QE3，且门槛相对较低。只要经济出现明显下行趋势，美联储就将推出进一步宽松政策刺激经济。今年二、三季度出台QE3的概率在60%左右。"

20120404 GS US Daily\_ The Election and the \_Fiscal Cliff\_(Phillips) Market participants have begun to focus more on the fiscal "cliff" approaching at year end, when policies set to expire or take effect could impose roughly $600 billion (around 4% of GDP) in fiscal restraint absent congressional action, though we assume the actual amount of restraint will be much lower.

20120405 瑞银证券 汪涛 人民币结束稳步升值时代。我们想指出的是，目前中国经常项目顺差已然跌至GDP的3%以下，并且可能会保持在低位，按上述公认的方法要继续声称人民币仍然被大幅低估已经很难。更重要的是，中国高层决策者理解这一点，市场也对此越来越认同。2011年四季度人民币无本金交割远期市场呈现的人民币兑美元贬值预期可能反映了市场预计中国会令货币贬值以挽救出口，但现在我们认为市场已越来越广泛地接受了人民币本质上已不再是大幅低估的观点。

20120406 GS US Views\_ Payback (Hatzius) " 3月份的就业数据不好。即使进行一些天气等噪音调整以后，内在趋势也不算强。虽然失业率下降，但这个参与率有关。

最近联储的沟通让人不好理解。伯南克在1月25日提到""very strong case"" for ""additional tools""，但近期却淡化QE3预期。4月FOMC难有大动作。但我们认为OT到期以后很有可能要有新的宽松，因为：

1.就业缺口仍大、通胀压力也相应不大。

2.未来增长有压力，2012年底面临fiscal cliff.

3.市场仍在discount一些宽松，如果没有宽松将让市场失望。

4.我们研究发现，OT不仅是存量效应，流量效应也很重要。"

20120409 全球经济周报(全球.经济.周报.研究处.2012-04-09) "[美国3月份就业增幅降至5个月来的低点]

3月份就业报告从就业增速、数据修正、增长构成以及家庭和企业调查的对照结果看，较此前3个月均有显著退步。3月份非农就业增长12万人，仅为此前三个月平均增幅（24.6万人）的一半，也低于2010年3月份就业正增长以来的月均增幅（14.3万人）。

欧元区制造业PMI下降，核心国家降幅显著

意大利银行从ECB借款大幅上升，但放贷仍很谨慎" 3月份FOMC会议纪要：经济前景预期改善，Dovish倾向有所缓和。支持进一步宽松的委员人数有所下降。支持在“经济动能走低或通胀持续低于2%目标时”推出进一步宽松政策的委员人数由“a few”减少至“a couple”。 "[意大利银行从ECB借款大幅上升，但放贷仍很谨慎]

"

20120411 bwam Balkanization of ECB 当前欧元区各国央行的政策分化，正在让欧元区解体压力更大。举个具体例子：当前德国央行允许的抵押品和西班牙央行的不一样，对于持有西班牙资产的德国商业银行，如果它的负债端是来自德国储户的话，那么它有动力把负债转变为来自西班牙地区的存款，而这最终导致了Target2系统德国央行对西班牙央行的债权的上升。（换句话说，越是让欧元区各国的货币、信贷政策出现分化，越是加重了target2系统的压力）

20120413 瑞银证券 汪涛 一季度GDP同比增速放缓至8.1%，我们估算环比增速仅为6%左右。对部分行业来说，放缓的程度可能感觉像是硬着陆一般。但这已不是什么新闻了——我们大家都参加了实地调研、阅读了大量报告、已经知道一季度经济十分疲弱——今天的数据证实了这一点。朝前看，经济已经释放出企稳和改善的信号——实际出口量和房屋销售环比增长势头企稳，PMI国内订单上升而原材料库存下降，企业家信心以及更重要的银行贷款都在改善。部分建材产量和价格的反弹也显示实际需求正在复苏。我们从3月份数据中得到的最重要的信息是：政策已经在放松、3月银行贷款数据已经反映了这一点。别再等待其他催化剂或进一步的政策放松，我们认为信贷增长将会推动投资和GDP环比增速在二季度反弹，当然，企业盈利水平也将随之回升。

20120416 bca.usis\_wr\_2012\_04\_16 (这个图确实挺神奇的，有趣）The high correlation between the S&P 500 index and unemployment claims since 2007 underscores that the U.S. domestic backdrop has been the main driver of the underlying trend in equity markets

20120416 安信证券 高善文 对短期经济，我们认为经济下降最快的时候已经过去，二季度经济在环比的意义上会出现阶段性的反弹，政策继续放松。一季度实体经济显著恶化，经济增速和企业盈利情况普遍低于市场预期。经济恶化和放松迟缓构成了相当不利的基本面，但与此同时股票市场的表现是不差的。我们倾向性的看法是，去年下半年以来中国民间融资体系的抽紧和瓦解，是中国经济和市场的变化的重要原因。去年下半年的短端利率飙升、信用利差扩大和期限利差收窄的程度都是罕见的，而这种下降更明显地发生在受民间融资渠道崩溃影响最大的中小企业部门。从较长时间的跨度来看（未来三到四个季度），经济仍处在一个继续减速的趋势之中。原因可能包括经济潜在增长率的趋势下降，房地产存货调整短期难以结束，就业市场的变化带动消费系统性下降和出口市场的恢复有变数等等。另外，现在票贴利率仍处在历史上较高水平，在企业盈利大幅下降的背景下，这对经济活动在总体上可能是抑制的。考虑到中国经济政策的取向大多基于过去的数据，一季度经济超预期的下降应该会继续二季度政策的放松。

20120416 全球经济周报(全球.经济.周报.研究处.2012-04-16) "[欧债危机形势大幅恶化]

西班牙国债收益率继续大幅上升，超过LTRO前的水平；欧元区股市大幅下跌，西班牙股市创危机以来新低；

3月份边缘国家银行从ECB融资规模大幅上升。3月份，西班牙银行业从ECB融资月比暴增86%至3163亿欧元，意大利则暴增82.6%至2700亿欧元。西班牙和意大利银行从ECB融资大规模购买本国国债，因近期国债收益率大幅上升而开始承受损失，银行风险形势比2011年更加恶化。

2012年危机蔓延至西班牙，进一步向危机核心蔓延。西班牙规模大于接受救助的PIG 3国规模之和。当前，西班牙已无法靠自身紧缩和改革阻止危机恶化，需欧盟当局出台新的措施安抚市场。西班牙银行因大幅增加本国国债头寸，主权危机对银行危机破坏进一步增加。

政策空间受限。ECB干预内部分歧严重，新一轮LTRO短期难见。ECB在干预市场方面内部存在严重分歧，短期内不可能推出新一轮LTRO，只能靠购买边缘国家国债，而这被证明效果不佳。由于欧元区防火墙刚刚扩大，再次扩大的可能性微乎其微。IMF将缩小融资目标，募资规模不及之前目标。

意大利工会本周举行罢工，抗议政府养老金改革。

希腊总理辞职，为大选铺路。" 美国总体通胀下行，核心通胀反弹。能源价格再度成为推动总体通胀的主要力量 "美联储官员讲话显示对QE3的主流立场趋谨慎。Bernanke最新两次讲话未作任何暗示。Yellen和Dudley这两位美联储FOMC重要成员的最新言论反映出，美联储官员的主流立场可能发生微妙转变：不再像1月份FOMC会议所体现得那么dovish，而是再度考虑QE的成本和收益问题。

（油价真是有点束缚美联储货币政策的意思）"

20120417 BAML Global Fund Manager Survey News "BofA Merrill Lynch Fund Manager Survey Finds Fresh EU Concerns Prompt Move to ‘Risk Off’

“Investors have moved to a more neutral position after positive shifts in sentiment and risk taking in the first quarter. We believe investors will retain a sense of caution throughout the second quarter,” “The survey highlights that while investors’ primary concern in the EU is Spain’s economy, the outcome of and uncertainty around France’s elections is also figuring high in their decision making,”"

20120418 FOMC Tealbook The data we have received since the March Tealbook suggest a slightly stronger pace of economic activity, on average, during the first half of this year than we had previously projected. Most importantly, the unemployment rate is a little lower, the level of overall payroll employment a little higher, and consumer spending noticeably stronger than we had expected. That said, personal income appears to be on a weaker trajectory than we had projected in the March Tealbook, the trade data for January and February were slightly disappointing on net, and the bump to defense spending early this year seems likely to be unwound over the next few quarters. Moreover, we are mindful of the possibility that the recent spending and production data have been boosted by unseasonably warm weather and seasonal adjustment problems—a consideration that dissuaded us from marking up the near-term projection more noticeably. After taking all of this information into account, we now estimate that real GDP will increase at an annual rate of 2¼ percent in the first half of this year, ¼ percentage point more than in the March Tealbook.

20120419 bwam Asset class returns in deleveragings "（这篇文章真牛逼）（我觉得桥水对去杠杆的研究，确实比Gross要强的多）

Bob Prince:

在去杠杆期间，债券收益率的绝对水平很低，但是其回报其实可以很高。

在第1阶段的ugly deflationary deleveraging阶段，股票下跌，债券上涨。

在第2阶段的beautiful deleveraging阶段，股票和债券都能提供较大回报。原因是，债券可以leverage up，借入短端，买入长短。由于经济的去杠杆压力，联储将被迫维持0利率很久，这让债券投资回报很高。

在第3阶段的ugly deflationary deleveraging阶段，股票和债券都下跌，只有黄金上涨，原油也下跌。

（下面这段话好好体会，我还没有完全读懂）

This perpetually steep yield curve reflects a continuous discounting of a rise in short-term and long-term interest rates, but interest rates do not rise as they were discounted to because the monetary policy necessary to produced the controlled dcline in debt-to-income ratios keeps interest rates low. This continued steepness in the yield curve with sustained low interst rates produces high bond returns depite low absolute yields, because when interest rates rise les than discounted, yields ""roll down the curve"" and produce capital gains which are magnified through a moderate degree of leverage." "（我明白了所谓beautiful和ugly的区别：区别在于央行的负债是否很好的替代了私人部门credit的紧缩。在ugly deflationary当中，央行压根不去替代；在ugly inflationary当中，央行的负债也失去公信力，导致信贷无法被替代，整个金融体系都崩溃）

（我来翻译一下那段红字：所有的这些分析，都源于一个关键背景——去杠杆。在去杠杆期间，持续存在liquidity trap，极低的利率，也无法让利率敏感部门回升，不能刺激信贷需求，这意味着经济长期持续疲弱。这种情况下，短端将长期为0，长端也难以上涨，这个时候是roll yield curve的好时候）

（一个问题，为什么长端利率不会一降到零？答案是，联储和投资者都不知道去杠杆会持续多久，这个curve是对去杠杆时间不确定性的回报）（所以，只要更为精准的判断去杠杆持续时间，就可以拿到这个回报）

（再一个问题：当前应当说不存在liquidity trap，为什么长端利率还是一降到0.8了？答案应该是疫情，担心疫情的长期化导致经济疲弱的长期化）（当前需要更为精准的判断疫情持续时间，这实在太难了）"

20120423 全球经济周报(全球.经济.周报.研究处.2012-04-23) "[新一轮LTRO可能性不大]

欧债危机本周恶化速度趋缓。政策方面，本周魏德曼和德拉吉先后反对ECB对危机救助有进一步动作。西班牙推出新的减赤方案。

我们认为，即使危机进一步恶化，ECB近期内推新一轮LTRO的可能性不大。因为：LTRO降低流动性风险的首要目的已达到，欧元区3M Libor-OIS利差明显下降，由于流动性风险大幅降低，ECB再次推出LTRO的理由不充分。银行LTRO资金仍有较大剩余。银行利用LTRO资金套利，使银行应对主权危机能力进一步下滑，偿付性风险加剧。随着主权债务危机再度恶化，银行CDS重新出现上升趋势。

ECB进一步扩张资产负债表空间有限，面临反弹上升。以德国为首的紧缩派近期向ECB施压，回收过剩流动性。德国和奥地利已开始拒绝被救助3国银行债券作为抵押品。德央行行长魏德曼表示，国债收益率应该上升是对该国根除债务问题的鞭策，不要指望ECB购买某个国家的债券救市，目前没有讨论LTRO3.0的任何理由。

当前欧元区内部通胀分化严重，大幅度宽松受到限制

法国大选上周末第一轮投票，奥朗德有望最终胜出。

荷兰紧缩谈判崩溃，惠誉警告荷兰AAA评级。" "[美国经济偏弱]

3月份零售销售维持温和增长，但收入和财富状况欠佳，难以对二季度消费增长形成有力支撑。工业产值连续第2个月增长停滞，主要地区制造业指数走弱。房地产整体表现较前期有所降温。

德国IFO调查指数均超预期，其中商业环境指数连续6个月上升。西班牙房屋价格加速下跌，不良贷款持续攀升。"

20120424 bwam The Debt Cycle in EM "（DM的去杠杆和中国的去杠杆不一样）

（去杠杆的实质都是一样的，都是debtor还不起钱，但具体机制还是不一样）

（中国的加杠杆主要是房地产和地方政府基建。房地产加杠杆和房价持续上涨有关，只要房价稳住，那么房地产的加杠杆和去杠杆都不会很剧烈。地方政府加杠杆比较tricky，如果地方债对应的资产都是无效投资，那么地方政府最后肯定还不起钱，或者要加税，或者人民银行最终买入这些债券，导致通胀，通胀也是一种税，让财富重新转移。如果不用全国的通胀来消化地方债，则需要加税来还债，这持续给经济带来扭曲，也不行。桥水的研究显示，肯定不能通过简单破产了之的方式来解决。）

（从不要无序破产来去杠杆的角度来说，中国的去杠杆也算是beautiful去杠杆。毕竟是我们主动在去杠杆，过程更加可控，没有发生资产价格的无序下降）（所谓去杠杆，最终都是控制总杠杆）"

20120424 Gundlach - Two Dangers for Equity Markets “It is all about buying in at opportunity points,” he said. “We are not terribly fond of the opportunity point.” Indeed, Gundlach’s criterion for putting “big money” into US equities is that P/E ratios must be in single digits on major indices. That last happened in March of 2009, when Gundlach was a strong advocate for equities.

20120430\_Global Outlook 全球经济月报(全球.经济.月报.研究处.2012-04-30) "[4月份FOMC：美联储Dovish倾向显著降低]

联储上调2012年经济增长和通胀预期，预期的适宜加息时点提前。

但伯南克反驳了克鲁格曼关于“推高通胀以压低失业率”的提议，认为这是不计后果的行为。伯南克指出，目前的美国与15年前的日本存在显著区别，即当前的通缩风险较小。联储在某些阶段难以保持通胀和就业目标同时实现，但是联储不会倾向于容忍通胀在较长时间大幅高于目标，以促进增长和失业率下降，因为这将有损美联储的可信度。

萨科齐是新欧洲财政协定的积极推动者,积极推动，甚至不惜公投。萨科齐/德拉吉/默克尔等主张，采取德国式的结构性改革，恢复竞争力，实现增长,强调自由化和私有化。

奥朗德主张在欧洲新财政协定里增加促增长条款，淡化其“紧缩”色彩。奥朗德主张通过增税、扩大投资等方式促进增长。他主张发行欧元债券/增加金融交易税，为投资筹集资金。在ECB角色问题上：奥朗德主张ECB降息或直接向政府借贷

" "[美国财政：前世、今生与未来]

2013年美国可能面临巨大的“财政悬崖”，数项财政刺激将在2012年年底到期，自动减支机制也将在13年kick in。我们的基本情景是工资税、失业金两项刺激将到期，布什减税将被延长，自动减支会延迟到2014年以后再执行，财政拖累约1.3个百分点。

目前两党都同意不再延长工资税和失业金两项，都同意延长对中低收入阶层的布什减税，但在对高收入的布什减税上意见不一，此外在自动减支是否执行、如何执行上分歧也较大

目前的债务上限估计可能在2012年11月或12月再次触及，财政部挪挪凑凑可以再撑两个月左右，因此2013年1月或2月美国将再次面临提升上限问题。如果届时党争依然非常严重，不免又是一番苦斗。预计今年下半年特别是临近年底时，市场的注意力可能又转移到这一问题上，市场中相关的risk premium可能会上升。"

"20120501 bca.bca\_mp\_2012\_05\_01

(2020/4/19)" "[欧债危机蔓延至西班牙]

尽管LTRO给欧洲银行注入流动性，但这实际上让边缘国家商业银行更为困难，因为他们买入的国债价格下降。

其实在四月初的时候，大家本来也都没有觉得欧债危机就彻底结束了，当时的共识是，虽然LTRO没有从根本上解决欧债危机，但LTRO可以缓解流动性问题，给欧债危机的解决提供时间。结果市场高度具有前瞻性，既然大家都觉得最终早晚会出问题，结果竟然很快就出问题了（我认为，之所以很快就出问题，根源还是在与商业银行持有大量本国国债导致的恶性循环机制）。

现在西班牙10年期收益率破6%，这是一个关键心理位。LTRO某种意义上恶化了西班牙的处境，因为LTRO鼓励西班牙银行从ECB借钱买入西班牙国债。当前西班牙国债的40%在本国银行手里，而2011年初是25%。银行买入的短期国债在2-3月份是3%的收益率，现在是4%，这意味着大幅亏损。LTRO与QE的关键区别是，LTRO是让商业银行动手的，这意味着商业银行和国家更紧密的绑定在一起。

ECB购买边缘国家国债并不解决问题，甚至还会恶化问题。原因在于，ECB购买的国债是被认为比私人部门持有的国债更为senior的，这意味着，ECB只能解决流动性问题，不能解决偿付性问题，甚至说，ECB买的越多，私人部门面临的亏损风险反而将越大，那么最终国债收益率反而会更高。

当前EFSF可以勉强为西班牙银行注资，但解决不了意大利的问题。意大利其实基本面比西班牙要好，其primary budget是surplus，但意大利也顶不住投机冲击。

过去两年的情况清楚的说明，紧缩性财政只能带来衰退，这是无比清楚的事实，但欧洲执政者到现在也没有承认这个现实。" 未来近期通胀会放缓，因为工资增速不高、商品价格下跌。但是，2015-2020年通胀可能上升到4%，这种可能性有1/3吧。 "[美国增长可能在Q2放缓]

近期增长受到库存、温暖天气和汽车的支持，不能永远持续下去。特别是考虑到未来的潜在财政紧缩，以及紧缩对财政的信心抑制。

市场对美国增长前景的预期在过去2年反复摆动，但美国增长其实大体平稳。"

20120501 GS US Daily\_ Q&A on the April ISM Report ISM意外回升，尽管大部分联储survey都走弱。

20120507 全球经济周报(全球.经济.周报.研究处.2012-05-07) "[奥朗德如预期赢得大选]

萨科齐是1981年以来首位没有连任的法国总统。欧债危机以来，几乎没有一个欧洲国家领导人在选举中连任。萨科齐是危机以来，第11个被赶下台的欧洲领导人。

法国也在17年之后迎来首位左翼总统。奥朗德的财政政策是增支、对富人加税、促增长。对于欧债务危机问题，弱化财政协定的“紧缩”规定，增加“增长”内容。呼吁ECB降息，直接借钱给政府。法德关系，双方分歧较萨科齐时代大。

[希腊反紧缩政党领先]

希腊大选中，反对救助的极端势力过半数，希腊风险大幅上升。希腊股市开盘大幅下跌，幅度超过8%，显示市场对此极度恐慌。

希腊选举结果显示，理性的新民主党和泛希社会党合计未获半数。激进左派Syriza获得17%的支持率和51个议会席位，极端势力合计过半数。新民主党主张希腊留在欧元区，但反对紧缩，但这已经是最温和主张。其他极端势力要么反对留在欧元区，要么反对接受救助。

[全球增长延续疲弱走势]

美国4月份就业增长继续3月份的温和降温趋势。4月份非农就业增长11.5万人，差于市场预期，也低于此轮就业复苏以来的平均增幅。暖冬天气的贡献反转。

4月份全球PMI显著下滑，欧元区全面萎缩。但美国制造业PMI继续上行。

[ECB没有给出宽松政策]

随着经济数据显著恶化，市场原本预期欧央行行长德拉吉会在当天的新闻发布会上暗示进一步宽松，包括进一步降息或推出其它非常规措施。但德拉吉会后表示，欧央行目前的政策措施是高度宽松的，此次会议没有讨论降息，LTRO的效果仍有待观察，短期不会有新的刺激。此言论令市场失望。" "[多重问题困扰，西班牙基本面前景悲观]

房价仍有巨大回落压力。1995年以来，西班牙房价升幅远超美国,西班牙平均不到1.8人一套房，人均住房拥有率远超美国,供给严重过剩。房地产相关贷款占西班牙总贷款的近60%，银行坏账压力巨大。

西/意银行LTRO资金消耗迅速，大规模国债购买不可持续。按3月份购买速度，西班牙银行最晚在6月份耗尽LTRO资金。此外，之前投资开始出现亏损，银行购买积极性不足。

ECB年内将难以推出新一轮LTRO。ECB推出LTRO的首要目的是降低银行流动性风险，目的已达到。尽管近期欧债危机出现再次恶化迹象，欧元区3m Libor-OIS持续回落，显示LTRO效果明显。此外，LTRO将使银行面临新的损失，ECB再次推出LTRO将有所顾忌。

EFSF/ESM有可能出手干预市场，但防火墙规模不足.EFSF可能启动债券担保项目，为新发债的30%本金提供担保。EFSF/ESM可在二级市场直接购买西班牙国债。但是，EFSF/ESM现有火力不足以满足西班牙和意大利未来三年的融资需求。西班牙和意大利未来3年融资规模高达1.5万亿欧元，EFSF/ESM净放贷需求只有5000亿欧元。IMF虽然扩大了救助能力，但接受IMF救助负面冲击较大，对改善危机形势作用有限。

CDS市场自由化程度最高，没有国债市场的干扰（银行购买国债），西班牙5年期CDS已上涨至500bps左右，达到去年危机时最高位，price in 进入危机"

20120508 BCA ems 这句话不错：Triggers behind selloffs are not always the true reasons behind them. For example, the major market crash that occurred last August was triggered by the U.S. debt ceiling debate. Chart 8 亚洲对美国出口在回升，亚洲对中国出口在下降，Divergence in exports to U.S. and China. Chart 11也不错，作者认为NBS的PMI的Vol太大，如果看HSBC的PMI new orders已经在50以下。

20120508 GS US Daily\_ Financial Conditions and Monetary Policy (Hatzius\_Stehn) "（GS把credit spreads和房价也加入了金融条件指数）

Last Friday, we launched our new Goldman Sachs Financial Conditions Index (see ""Peering through the Fed's Lens,"" Global Economics Paper No. 213, May 4, 2012). The main differences from the previous version are that it includes not only interest rates, equity prices, and the tradeweighted dollar, but also credit spreads and house prices."

20120508 GS US Views\_ Still Dreary (Hatzius) " 美国经济增长回落到不温不火的水平，虽然走弱但大体稳定，这也是复苏以来的大多数时期的情况。最受关注的放缓指标是NFP。虽然ISM有回升但回升很弱。增长放缓的原因，大概率是前期暂时性支持因素消除，例如库存、温暖天气等。不过房地产仍然不错。

对于最近一期的就业报告，广受关注的是为什么参与率下降这么多。最可能的解释是，在失业时间过程的情况下，就业者失去就业能力。这也意味着货币要额外宽松一些。" " 我们依然认为6月份会推出新的宽松措施。尽管近期联储官员不是显得那么鸽派。

在2010-2011，联储两次都没有在上一轮宽松结束时连续推出宽松措施，结果是经济后续再度走弱。"

20120511 BCA fes 希腊退欧风险再次急剧上升至40%的水平，比2012年初还要高。

20120511 GS UEA US Economics Analyst\_ 12\_19 - Talking Down the Term Premium "（思考：QE的stock flow effect。桥水更强调flow effect，GS强调stock effect，两个effect的关键假设是对于财政反应函数的假设）

（1.毫无疑问，QE的直接效应是stock effect，这个确实更为直观，通过portfolio rebalance，联储购买债券压低了长端国债利率，然后推升股票，这有一定财富效应，有利于去杠杆。但是，更低的利率并不能有效刺激利率敏感行业回升，这是源于去杠杆压力。财富效应会比较有限，这种stock effect的效果并不算理想。

2.所谓flow effect，本质上是，如果财政赤字才快速扩大，而QE恰恰对冲了这个flow，这意味着QE本质上对应着fiscal spending financed by printing money，这没有改变市场里面的国债供给，但是给市场注入了净现金流，这个效果最牛逼，因为财政开支一般直接推动支出，如果是减税，也可以直接等比例的提高居民财富，直接去杠杆。这个财政开支一方面推升总需求，另一方面直接去杠杆，这个是最为通胀性的去杠杆政策。桥水认为这个财政扩张是合理的，QE的这个flow effect很重要）" （3.当然，还有一种思考方式，那就是，即使主要是stock effect，但stock effect的刺激作用是一次性的，这恰恰是因为liquidity trap情况下，利率水平对于经济的刺激作用下降，需要不断的利率水平的下降才能刺激财富上升和总需求，这个就非常被动，这种反复出台的QE，确实是在耗尽政策空间）（如果是这个意义上，QE被迫反复出台来压低远端利率，那么这个flow effect其实非常不理想，是再消耗政策空间）

20120513 安信证券 高善文 地产投资与消费的较快滑落，使得规模以上工业同比增速超预期下滑，2 季度经济环比难以改善。未来2-3 个季度投资需求的相对疲弱仍将延续，经济增长趋势下滑恐难避免。政策宽松半推半就，银行惜贷若隐若现。令人担忧的问题来自于商业银行的信贷投放。在经济趋势下滑的背景下，投资需求的较快滑落应当带来中长期贷款利率的下降。而实际上，在短端利率缓解的背景下，中长期贷款利率维持了相当高的水平甚至略有上升。这意味着，商业银行的信贷投放行为，或者说“惜贷”倾向阻碍了中长期贷款的供应。

20120514 全球经济周报(全球.经济.周报.研究处.2012-05-14) "[欧洲政局大幅动荡，危机料将大幅恶化]

希腊政府难产。希腊3大政党组阁失败，重新选举可能性极高，退出欧元区风险大幅上升。上周，三大政党先后宣布组阁失败，希腊极有可能在6月份面临重新选举。新民主党周一宣布组阁失败。其在组阁中有两个主张，留在欧元区和对紧缩方案进行修改。周三Syriza宣布组阁失败。Syriza要求停止偿付希腊债务、不再实施已设想好的紧缩措施、撤回已实施的劳动市场改革以及国有化银行。周五泛希社会党宣布组阁失败，将组阁权交给总统。希腊总统将召集各党领导人进行最后一次组阁尝试；若最后尝试失败，将再次举行议会选举。

若再次选举，极端左派Syriza将成为第一大党，希腊政局不确定性将大幅增加。自周日选举以来，Syriza的支持率上涨7%至27.7%，增加50个议会席位，可能具备只需要和另一个党派合作就顺利组阁的能力。若Syriza主张实施，则Troika将会停止援助，希腊恶性违约乃至退出欧元区将成为大概率事件。

在今年5月15日之前，希腊政府官员还必须就是否将偿还一项规模达4.36亿欧元（约5.55亿美元）的票据做出最后的决定。这一票据是在十年前发行的，利率采取浮动利率的形式。这些债券由外国法律管辖而不是希腊法律，债券持有人拒绝参与PSI，寻求获得全额偿付。如果全数向债券持有人进行偿还势必会引发希腊民众的不满，甚至是愤怒之情。这一行为也会使得那些对私有部门参与的项目保持合作态度的投资者感到生气。但如果希腊不对此债务进行偿付，将导致希腊面临无序违约，那么势必会使得欧洲地区的主权债务危机更加恶化。

欧元区官员极力淡化希腊退出影响，希腊退出可能性大幅上升。德国财长朔伊布勒本周称，不能强迫希腊留在欧元区。欧洲央行委员、爱尔兰央行行长Patrick Honohan周六说，希腊退出欧元将破坏对欧元区的信心，但不一定是“致命的”。希腊无序违约甚至退出欧元区路径逐渐清晰，环环相扣。" " 默克尔选举失利，德国执政党在最大的州地方选举中惨败。执政党地方选举持续惨败，显示默克尔危机救助政策在德国不得人心，很可能在明年大选中因债务危机下台，已取得的联合救助成果有可能被逆转。

意大利地方选举中右政党受挫，令意大利改革前景蒙上阴影。近期因明确反对主流政治而表现出异军突起的“五星运动”党则在选举中获得较大选票份额，在个别城市首轮获胜，且在多个城市进入第二轮选举。"

20120515 BAML Global Fund Manager Survey News "BofA Merrill Lynch Fund Manager Survey Finds Rising Investor Demand for Growth Stimulus

“Investors have eradicated hopes of growth and inflation that had built up in the early months of the year – and they are looking to policy makers for stimulus,” “The risk to global growth comes from a change of view on China. Our April and May surveys show investors are increasingly bullish on China’s growth prospects,”"

20120516 BCA cis 中国对欧洲出口突然断崖式下跌。有一些好信号，包括汽车销量微弱回升，银行贷款利率下降（但我感觉这基本反映的是市场需求下降，而非政策放松。政策利率没动）。

20120517 bca.bcasr\_sr\_2012\_05\_17 "（这个报告把各方的动机和约束写的不错）

SYRIZA上台确实带来希腊退欧的风险。由于希腊退出欧元区对欧元区也不好，所以希腊有一定leverage跟欧洲政府谈判。但是，SYRIZA也太极端了，它push的太远，它低估了德国等欧洲政要在希腊身上已经花费的政治资本。如果希腊在谈判桌上再度耍赖，那么默克尔就没法跟德国选民交代了。然而，如果SYRIZA真的掌权，它必然要履行自己的竞选诺言来推动退出欧元区、违约等等，届时即使SYRIZA自己不动手，欧洲政府也会把事态推向希腊退欧，这样也是给其他边缘国家一个教训。

希腊的新选举是6月17日，这一期间不确定性还非常大。"

20120518 BCA fes 当前市场的状态有点像雷曼的2008年，全球risk off，等待政策对冲。（这个fes总是在期待政策刺激，But these rescues never came. 即使QE3终于来了，美元也没有fes所期待的那样走弱）

20120520 bwam Peripheral Europle Through the long-term debt cycle Europe has not yet managed to get past its ugly deleverging phase (nor does it seem to us that it is particularly close to doing so).

20120521 全球经济周报(全球.经济.周报.研究处.2012-05-21) "[希腊退出担忧加剧，欧债危机雷曼时刻迫近]

希腊是否退出以及何时退出欧元区受制于希腊、欧元区和金融市场多方博弈，不确定性很高。

希腊民众的态度： 2/3的民众反对紧缩， 2/3的民众支持留在欧元区。最新民调显示：反对紧缩政策的极左翼联盟Syriza目前赢得22%的支持率，比5月6日的调查结果增加了5%。但随着希腊退出担忧上升，传统党派的支持率也有所回升，其中新民主党的支持率由18.85%略升至19.5%，Pasok党由13.2%略升至14%。

由于希腊民众对退出的担忧加剧，希腊银行存款外流加剧。5月6日大选以后，希腊累计存款取出30亿欧元，占总存款的1.8%。仅5月14日一天存款取出7亿欧元，约为此前存款流失速度的10倍。截至2012年3月，希腊银行存款较危机高点下降30.5%，至1653亿欧元。

市场的反应：意、西国债收益率进一步上升，股市大幅下跌。5月6日希腊大选后，意大利、西班牙10年期国债收益率分别进一步攀升41和51个基点。欧洲股市大幅下跌，法国银行股跌幅显著。

近期在金融市场剧烈动荡的背景下，德法领导人口气已有所软化，但各方仍不愿对原先达成的希腊救助条款作过多让步。EFSF原计划向希腊银行注资180亿欧元，但自5月6日选举以来，希腊政局动荡，这笔资金一直未发放。

ISI (5月16日)对1581名投资者的调查显示，希腊退出欧元区的概率平均为54%，概率众数为70％。卖方机构普遍认为希腊退出欧元区概率为50%左右。

若希腊近期退出，一定是无序退出，欧元区成员国并无退出机制，短期混乱不可避免；希腊无序退出对希腊自身和欧盟而言均弊大于利。

西班牙再次上调2011年赤字，政府面临信任危机" "美国总体通胀继续下行，核心通胀持稳。

核心CPI月比上涨0.2%，年比涨幅维持在2.3%，与3月份持平，符合市场预期。" "[美国经济增长趋稳，投资者情绪极度悲观]

信贷标准整体趋于放松。

地产不错。4月份建筑许可下降，但仍然维持在高位，同时新屋开工上升，房地产市场新建活动仍较为活跃。5月份建筑商信心指数（HMI）从上月的24回升至29，高于市场预期的26。

美银的卖方分析师反向指标显示卖方分析师非常悲观。AAII美国投资者看多情绪指标，下降至1994年二季度以来的低点。美国个人投资者协会(American Association of Individual Investors)制作的美国投资者看多情绪指标(US Investor Sentiment Bullish Readings )反映投资者对未来6个月股市表现的预期。该指数在过去两次下降至阶段性底部时，均对应投资者预期极度悲观，股市表现触底的阶段。"

20120522 BCA ems Chart1 对商品价格200年的考察，当前可能是一个顶部，商品超级周期。（已经咨询作者进行更新）

20120524 瑞银证券 汪涛 鉴于疲弱的4月数据以及外围经济下行风险加剧，中国政府已经决定“把稳增长放在更重要的位置，有针对性地加强和改善宏观调控”。政府将采取哪些措施？这些措施将如何稳定经济增长？到目前为止，已经宣布的政策措施包括下调存款准备金率0.5个百分点、节能补贴政策、加快铁路等大型基础设施项目建设、放松部分信贷限制，鼓励民营经济发展的新36条也将在近期发布细则。房地产调控政策迄今基本没有变化。我们预计贷款和基础设施投资将在未来几个月回升。不过除非下个月的数据能有实质性的进展，市场可能仍持怀疑态度。

20120525 GS UEA US Economics Analyst\_ 12\_21 - When the Long Term Becomes Forever 尽管经济增长仅有2.5%，但失业率还在下降，换句话说，Okun's law失效了，这是因为劳动参与率在下降。一般认为这是长期失业导致的所谓hysteresis effect。我们用分州的数据发现确实有这个现象。

20120528\_Global Outlook 全球经济月报(全球.经济.月报.研究处.2012-05-28) " G7国家制造业PMI总体小幅回落，其中美国连续第二个月上升，德国继续显著下降，法国基本持平，日、英、意、加略有下降。

BRICS国家制造业PMI总体小幅上行，其中中国、印度、俄罗斯均有所反弹，巴西则继续下行"

20120530 BCA cis 对基建的观察，2011年基建仍在降温，今年开始回升。Chart 4显示2011年地方政府没有额外负债，totally dried up. （2011年北京已经对地方政府紧缩过一次）

20120530 GS US Daily\_ Gauging the Risk around the Debt Limit and \_Fiscal Cliff\_ (Phillips) 过去两个月，对于2012年底的fiscal cliff的讨论越来越多。（我个人认为2011年8月美股大跌是因为伴随着欧债危机深化，不能完全说是cliff的结果。）（那么这次cliff是如何解决的？是否有market impact？）（是有的，2012.11-12是市场主导因素）

"20120601 bca.bca\_mp\_2012\_06\_01

(20120524)" "[希腊将会退出欧元区]

未来12个月希腊可能将会退出欧元区，这将引起大幅的金融市场混乱，这种混乱将是的西班牙、意大利等债券收益率大增，最后迫使ECB出手cap这些边缘国家债券收益率，而这又足以解决问题。

欧债危机的溢出效应现在还没有那么明显，但是一旦严重深化，其影响还是会不小，毕竟宏观经济存在非线性。欧洲银行是贸易信贷的重要提供方，EM对全球贸易依赖度高。

德国所推动的财政紧缩已经在欧洲越来越不受欢迎。法国奥朗德的大选胜利就是最好的说明。实际上，即使是德国，执政党地方选举势力也说明默克尔政策不受欢迎。IMF的最近研究表示，财政紧缩有较大拖累作用（IMF具有严重的滞后性。当IMF已经亮明观点的时候，说明思想界已经进入了后期，即共识期）

美国银行信贷条件在放宽，虽然美国金融股票承压，但欧债危机还没有显著在美股普遍定价。美国房地产确实在回升了。" 投资者应担比较谨慎，我们在本月初推荐把股票从高配转为中性。就近期而言，欧债危机可能继续深化，股票仍有调整压力。

20120604 GS US Daily\_ Diving into (the Question of) \_Underwater\_ Mortgages (Shan) "大量underwater的居民，意味着房地产复苏压力仍大。

Recent housing data have been generally been encouraging. However, the large number of residential properties that are ""underwater""—meaning the borrower owes more on the mortgage than the property is worth—casts a long shadow on the sustainability of the housing recovery.

Our estimate suggests that approximately 10 million properties are currently underwater. Although this number has not changed much during the past three years, there is much divergence across the nation: California, Michigan, and Arizona, for example, experienced significant improvement, while Georgia, Utah, and Missouri saw many more properties falling underwater during this period.

The relationship between negative equity and mortgage default has shifted over the last four years. The sensitivity of mortgage defaults to negative equity declined significantly from 2008 to 2012, which suggests that underwater borrowers have become less prone to default than the case earlier in the housing downturn."

20120604 全球经济周报(全球.经济.周报.研究处.2012-06-04) "[希腊短期退欧风险犹在，西班牙局势迅速恶化]

希腊民调交替领先，退欧风险仍不可忽视。

但西班牙问题近期继续恶化。Bankia申请救助规模大幅超预期，银行注资将加剧主权债务危机；若由政府发债注资银行，将使西班牙政府债务负担将大幅上升。按IIF估计，可增加政府债务占GDP比例24.1个百分点。此前西政府计划直接向Bankia注资国债，Bankia用该国债向ECB抵押融资，遭ECB拒绝，西班牙央行行长被迫提前下台。

地方政府融资困难，需要中央政府支持；西班牙融资成本近期大幅飙升；当局仍可能采取措施避免危机失控，但仍难实质性缓解市场担忧。

德拉吉称货币政策已用至极限，并批评西班牙纾困银行方式。

ECB会继续向有偿付能力的银行贷款，坚决保证这类银行不会因资金短缺而倒闭。

ECB支持欧元区银行系统的能力已经接近极限，现在需要立法者们做更多工作。

呼吁欧盟建立存款保障基金，确保欧洲银行的存款安全。

德拉吉对西班牙处理Bankia的方式予以严厉抨击，西班牙一再低估、隐瞒纾困成本。导致大家虽最终都做了正确的事，但付出了最高的代价。

ECB仍可能重启SMP或LTRO；

有提议ESM绕过被救助国政府，直接向银行注资。该方案可切断主权危机和银行危机的恶性循环。但涉及到修改ESM条约，德国目前仍持反对态度。

6月28-29日欧盟领导人峰会，预计将进一步讨论增长、财政协定以及欧元债券问题，增长法案峰会讨论核心。

" "[全球动能走弱]

5月份全球制造业PMI下滑，中国制造业PMI下降显著.美国5月份制造业PMI回落至54.8, 出口导向型经济体韩国和台湾的制造业结束了反弹的趋势，本月双双下降，制造业受到外部需求拖累。

5月份非农就业增长6.9万人，不及市场预期（15万人）的一半，也大幅低于此轮就业复苏以来的平均增幅（14万人）。扣除天气因素及季调因子的扭曲影响后，内在的非农就业增长趋势并未反映出大幅恶化.一般就业增长滞后于经济增长一个季度，对就业恢复形成阻力。

"

20120606 GS US Daily\_ Running to Stand Still (Pandl) "联储什么都不做的时候，其实会发生被动的紧缩。

We see three main reasons why Fed inaction could constitute a passive tightening of policy: (1) because markets are forward-looking, the effects of QE are likely temporary; (2) the Fed’s balance sheet is constantly aging, such that it will hold less duration risk over time; and (3) the benefit of “forward guidance” diminishes as rate hikes get closer.

Together these effects are quantitatively important: we calculate they would be worth about 30 basis points (bp) on 10-year rates, or 90-120bp in funds rate-equivalent terms, by the end of 2013. This passive tightening of policy may be another argument for easing at the June 19-20 FOMC meeting."

20120608 BCA fes 中国PBC终于降息了，但仍然behind the curve.

20120609 GS UEA US Economics Analyst\_ 12\_23 - The Likelihood of Fed Easing in June "联储的反映函数在ZLB以后发生变化。预计2012年6月FOMC还会推出新的宽松措施。

In an attempt to quantify how likely additional easing is in June, we construct a model that explains the historical meeting-by-meeting probability of conventional and unconventional policy moves. We find that past FOMC decisions are reasonably well explained with three factors: (1) information provided at the previous meeting (including the policy decision, any policy bias and whether there were dovish dissents); (2) the latest economic dataflow (measured by the threemonth moving average of private payrolls and the manufacturing ISM); and (3) the change in financial conditions over the previous three months.

Although we have few observations to go on, our estimates suggest that the FOMC’s “reaction function” has changed significantly with the zero bound: we find that since December 2008 Fed officials have (1) displayed less persistence in their policy decisions than usual; and (2) paid particularly close attention to tightening financial conditions."

20120611 bca.usis\_wr\_2012\_06\_11 "The key international event over the past week was the announcement of a €100 billion bailout package for Spanish banks. The good news is that European policymakers tried to exceed expectations this time, offering far more than the minimum that the IMF believes is necessary. This should be enough to convince markets that the Spanish banks will have access to sufficient capital, even if bad debts surpass the IMF’s adverse scenario.

The bad news is that Spain’s sovereign debt load will expand by the amount of the loans, which could be 10% or more of GDP. This means Spain’s debt load could soon exceed 100% of GDP, intensifying the link between bank debt and sovereign debt. A low borrowing rate and long repayment schedule will be key to easing the fiscal pressure on Spain.

Moreover, it is unclear to what extent private bondholders will be subordinated under the bailout plan. If the funds come from the ESM, which seems likely, the new debt would be senior to existing private bondholders and could trigger Spanish sovereign CDS. There would be no priority, however, if European leaders manage to push it through the EFSF.

The other bad news is the negative effect on Italy. That country will have to bear a significant share of the bailout cost, while at the same time having less emergency funding available should Italy eventually need help."

20120611 GS US Daily\_ The Empirical Interaction of QE and Rate Expectations (Stehn) 由于联储在沟通中把加息与资产负债表正常化联系在一起，因此当联储表示将延缓加息时，这不仅影响了收益率曲线当中的无风险部分，也影响了市场对于QE的预期，从而影响曲线的premium部分。这个效应在统计上是显著的。

20120611 安信证券 高善文 4 月份经济骤然失速，一些讨论认为数据的变化有扰动成分，并由此推断5月份经济数据会出现不小的反弹。然而5 月份主要增长数据与4 月基本落在同一区间，这实际上确认了2 季度以来经济的大幅下滑。

20120611 全球经济周报(全球.经济.周报.研究处.2012-06-11) "[ECB维持利率不变]

6月6日，欧央行货币政策会议维持主导再融资操作利率在1.0％不变，同时宣布将无限量的主导再融资操作（MRO）以及3个月期再融资操作（LTRO）至少延迟至12月底，此举符合市场预期。

关于新一轮3年期LTRO，德拉吉表示，目前两轮LTRO未完全发挥效果，欧央行怀疑更多的LTRO是否有效，欧元区目前的问题是部分地区流动性过多，部分地区流动性匮乏，当中的问题涉及金融体系内在缺陷，非货币政策所能解决。

[欧元区决定向西班牙提供救助，危机形势本周有所改善]

危机应对方面，欧元区决定援助西班牙银行至多1000亿欧元，德国软化此前强硬立场。总体判断，本次危机救助对于缓解当前危机形势具有明显的短期效果，债务危机的长期前景仍不容乐观。

本次援助是双方妥协的结果，救助条款仍较苛刻.

与GIP三国救助条款相比，西班牙获得两大让步。西班牙将不必做出额外的紧缩承诺，且不必接受”三驾马车”的监督。援助着眼于银行重组，而非全面救助。EFSF/ESM将向FROB提供贷款，而非直接向银行注入资本，西班牙在关键问题上并未获得让步。

此前西班牙政府希望ESM直接注资本国金融业，避免因举债注资银行业而政府破产。但最终情况是，FROB作为政府银行重组机构，其债务将作为西班牙政府债务，西班牙政府负全责。

有消息称，欧洲正制定“欧元债券”方案。德国政府目前对欧元债券仍持反对态度，认为这是个5-10年后欧盟财政一体化有实质性进展时才应考虑的问题，未来仍有较大不确定性。" 人民银行降息25bp 6月1日公布的Nonfarm payroll数据不佳，当天，股市出现了大幅下挫，反映了市场担心美国未来增长。

20120612 BAML Global Fund Manager Survey News "Investors at Most Pessimistic Since Summer 2011 Sovereign Crisis.

“Investors have taken extreme ‘risk off’ positions and equities are oversold, but we have yet to see full capitulation. Low allocations in Europe are in line with perceptions of growing risk levels in the eurozone,” s “Hopes expressed last month of a policy response have now become expectations. Markets are keenly anticipating decisive action from key policy meetings in June,” "

20120613 FOMC Tealbook " We have downgraded our assessment of the pace of real GDP growth since the April Tealbook. With regard to the first half of this year, this revision in view reflects weaker-than-expected incoming indicators of government purchases (both federal and state and local) and net exports. Our revised estimate of real GDP growth in the first half of this year—at 1¾ percent at an annual rate—is ½ percentage point below our previous forecast.

With regard to the second half of this year and beyond, the most important development has been the darkening in the global outlook and the greater restraint on the domestic economy that it portends. we now assume that the situation in Europe will deteriorate significantly until late this year and that it will begin to improve thereafter."

20120618 bca.bcasr\_sr\_2012\_06\_18 "（这篇Barnes的文章值得反思。Barnes基于合理的长期预测，发现DM股票的5年预期回报仅6-7%左右，而且也建议关注欧洲股票因为欧债危机的原因所有比较低估）

（Barnes的分析大体没有问题，我本人也赞同这个分析方法。但这个方法有一个错误，和一个意外）

（一个错误是，欧洲面临的低增长的问题。就真实GDP增速而言，欧洲真实增长长期慢于美国大约1个百分点，即使欧洲危机过去以后也大体如此。长期投资当中，carry和估值同等重要。确实，如果是2012年6月欧债危机最为严重的时期来买入德国股市，那么以本币计价，未来五年的DAX指数增幅与标普指数一致。但是，也仅仅是这个五年时期。再往后，其他时期DAX都跑输美股。原因在于美股对于全球的exposure，美股的科技股的成长性很强。简单考虑估值，并不是合适的长期投资方式）

（一个意外是，美股估值在2012年以后仍在继续长期上升。如果用shiller pe来看，每年贡献3pp的市值上升。这个幅度很大。这也解释了，虽然标普盈利支持的增长是7pp左右，但美股在2012年以后的趋势上升速度是10%）"

20120618 全球经济周报(全球.经济.周报.研究处.2012-06-18) "[希腊大选新民主党胜出，希腊短期退欧风险下降]

 支持紧缩的新民主党和泛希社会党（PASOK）共获得162个席位，超过国会半数，；但获得支持率41.8%，未过半数。 根据希腊选举法，支持率最高的政党可获得额外50个席位，以利于组阁。 由于支持率未过半数，即使能组成联合政府，预计不会持久和强势。

 据金融时报，欧当局开始考虑给希腊一些额外的“激励”。

选前各个经济体严阵以待，积极防范希腊退欧可能。6月14日，G20国家官员表示，一旦希腊选举结果导致交易混乱，主要国家央行准备联手注入流动性稳定金融市场。

西班牙形势上周继续恶化。银行救助效果不佳，西班牙国债收益率上周大幅上升。

法国社会党赢得议会绝对多数，奥朗德施政获得进一步支持。奥朗德14日向欧盟理事会提交了一份名为《欧洲增长契约》的文件，方案总额约1200亿欧元，占欧盟GDP比例不到1％。德国总理默克尔对奥朗德的一揽子建议仍持保留意见。。" "[美国消费走弱，预计美联储本月可能延长扭转操作]

二季度前两个月，实际零售销售季比折年仅增长0.1%，为2011年三季度以来最低增速. 消费者和小企业信心均小幅下降."

20120620 FOMC Transcript "伯南克：

美国增长受到了一些持续性逆风的影响，例如房地产、财富损失、去杠杆、财政政策、欧债危机，近期全球还在放缓。这一次衰退斌股不是由于加息引起，所以降息的效力有限。总之，过去一段时间的复苏是令人失望的。

欧债危机可以从银行爆发。当前希腊银行实际上是持续以来欧央行的输血，还不好说欧盟愿意这么干多久。我希望G20可以推动一个banking union、欧洲范围的存款保险。" "伯南克：

对于通胀，应当看到通胀现在已经是一个全球性现象。我多次引用了CRB指数等。" "伯南克：

当前增长放缓，就业没有改善，通胀风险在下降，所以如果ffr在3%的话，我们当然应当降息。但当前ffr是0%，所以如何跟public解释我们的not doing more. 继续沟通的效果有限了。对于QE，主要问题不是账面损失，而是financial stability问题。

10年期term premium似乎在2011年夏天就下滑了，我也不确定这个跟QE有什么关系。即使QE不能进一步推动tp下行，但也可以通过portfolio balance渠道来起作用。

不过我认为我们还是有一定空间的。"

20120620 GS US Daily\_ Twist 2 and Beyond (Hatzius\_Stehn) "The FOMC announced today (June 20) that it will continue its Maturity Extension Program (better known as Operation Twist) through the end of the year, selling most of its inventory of Treasury securities maturing until January 2016 and buying 6-30 year Treasuries with a face value of $267 billion (bn) while removing duration risk worth $300bn of 10-year equivalents.

The FOMC's communication was dovish. First, changes to the committee's economic outlook were larger than expected, with significant downgrades to real GDP growth and employment. Second, the FOMC put in place a more explicit easing bias in the statement, saying that it ""is prepared to take further action"" should the recovery--and the job market in particular--continue to disappoint."

20120621 GS US Daily\_ “Market Movers” – Policy News at "（欧债危机新闻和联储政策drive市场，经济数据的影响有限）

In our semiannual review of the largest single-day moves in the equity, fixed-income, and foreign exchange markets, our analysis shows that news regarding the European debt crisis and Fed policy drove the majority of the largest market moves, while economic data releases had a relatively smaller impact."

20120624 安信证券 高善文 当前从房地产政策层面看，毫无疑问，调控最紧的时候已经过去；年初以来，在宏观层面，流动性极度紧张的状况出现逐步缓解，这可能同地产销售自春节以来的持续改善有一些联系；但我们认为地产行业的存货仍然处在累积过程中，并对总需求构成一些压力。

20120625 bwam Capital flight within and out of Euroland "欧洲执政者仍然没有理顺清楚到底要承担欧债危机当中的损失，这导致持续的资本外流，既从边缘国家到core，也从欧元区外流。

从欧元区资本外流的程度已经开始有严重的苗头，不至于太强，但已经开始让我们开始真正担心了。外流的目的地非常明显的流向瑞士。这让SNB不断积累外汇储备，如果欧元区解体，那么SNB将面临较大损失。当前瑞士法郎的交易价格已经逼近1.2的peg水平，按照历史规律，这通常对应着peg机制的即将破裂，但实际上并非如此，因为SNB本来印瑞士法郎的能力就是无穷的，当前瑞士法郎无限逼近1.2只是体现了资本流入瑞士的动力有多么的强。

（实质上，私人投资者把债权还成对SNB，而SNB被动对ECB持有债权。欧元区解体的风险，即欧元大幅贬值的风险，SNB提供了免费的put，而私人投资者自然选择做SNB的对手盘。欧元区的资本外流，极其明显的体现在ECB内部各央行的资产负债表，以及SNB的资产负债表上面。很有意思。）"

20120625 全球经济周报(全球.经济.周报.研究处.2012-06-25) " 希腊新民主党成功组阁，计划与国际贷款方重新协商救助条款。

LCH相继上调西班牙、意大利国债保证金比率。

欧央行放宽抵押品规定，为银行融资提供便利。西班牙银行持有大量商业及居民抵押贷款相关证券，抵押品标准的放宽将使西班牙银行主要受益。

美国住房新建活动继续向好，成为近期经济一大亮点。

德国6月份综合PMI初值从5月份的49.3进一步降至48.5，其中制造业PMI从45.2进一步降至44.7，为2009年6月来最低水平。

" "[美联储如期延长“扭转操作”]

美联储决定延长“扭转操作”至2012年底，以压低长端利率，保持金融市场宽松度。在未来6个月，联储将买入剩余期限为6至30年的2670亿中长期国债，同时卖出相同数量剩余期限为3年及以下1的短期国债。月均操作速度及购买债券的期限构成与此前的“扭转操作”一致。购入的中长期债券仅为国债，不包括MBS。"

20120625 瑞银证券 汪涛 一些人认为放松房地产政策才是保增长的关键，并且已经有一些群体开始呼吁放松房地产调控。不过，我们认为除非出口增速明显下滑或者国内投资大幅放缓，短期内中央政府仍不会明显放松房地产调控。

20120626 GS US Daily\_ Can House Prices Increase in the Presence of Excess Supply\_ Revisiting 美国房地产整体空置率尚高，但房价已经企稳回升。这是因为一部分地区供给过剩，但一部分地区供给已经出清，出清趋于的房价开始触底回升，拉动全国价格回升。

20120627 GS US Daily\_ What Happened to Capex\_ (Pandl) 过去7一个的capax很疲弱，向前看也强不起来。疲弱的原因包括持续的弱增长，金融条件收紧等

20120628\_Global Outlook 全球经济月报(全球.经济.月报.研究处.2012-06-28) "[美国经济展望]

从多个角度分析，预计美国经济在二季度走弱至1.7%左右，三、四季度小幅回升至1.9-2.0%，全年GDP增速在1.9%左右。

从消费投资角度看，居民收入缺乏就业大幅改善和政府部门的支撑，前期支持储蓄率持续下降的因素还将继续对储蓄率产生下行压力，但预计储蓄率下降速度将变缓。未来几个季度，消费维持疲弱。

经济前景不佳打击企业信心，制约企业投资意愿。企业投资近期增速走低，预计下半年略有恢复。"

"20120701 bca.bca\_mp\_2012\_07\_01

（20120621）" "[欧元区处于崩溃边缘]

当前bank run已经开始在边缘国家加速。这种存款流失，导致德国央行对边缘国家央行的target 2余额越来越高。

这意味着“得过且过”的方案已经不可能维持下去。然而ECB并没有出手。ECB没有降息，这是错失了一个宝贵机会。德拉吉看起来跟2011年这个时候的Trichet是一样的，2011年这个时候ECB还不必要的进行过加息。不是说降息就一定有用，但这个是一个ECB的沟通机会，展示其立场。ECB当前的立场是continuing to sit on its hands.

下一步欧元区的命运不是取决于希腊国内政治，而是德国的国内政治。过去一个月希腊地区政局其实什么也改变不了。问题的根源本来就不是希腊。如果看希腊的competitiveness，其实希腊人的productivity growth还是可以的，因为本来就是人均收入偏低的地区，但希腊的工资增速在过去偏高，这降低了希腊的竞争力。所以，竞争力问题不是一个real问题，而是一个nominal问题。这需要德国人接受国内的更高通胀，这样可以降低德国的竞争力，把区内竞争力拉平。

当前有初步推动要把ESM bailout fund转变为一个fund，甚至发行eurobills，这是好的方向，但是进展及其缓慢。

对于美国经济，fiscal cliff依然是重要担忧，但房地产在近期转好。建筑商信心显著好转，危机以来地产非常不好的迈阿密、凤凰城等都在转好。不过房地产的复苏将是L型复苏。因为还有28 million的家庭在过去12个月没有付过房贷了。" 联储延期OT，这为年内进一步QE铺平道路。 "近期的风险资产仍有可能下跌。我们猜测，还需要更多的市场动荡，才能让欧洲决策者最终出手来一劳永逸的解决问题。

QE的作用不容易下定论。毕竟过去只有三次量宽开始和两次量宽结束。尽管量宽开始时都对应风险资产大涨，结束时相反。但过去的两次QE都与欧债危机发展高度同步，这里有一个相关性问题。

但QE的边际效益在递减。三番Fed研究发现，QE1让10年期下跌1pp，QE2让十年期仅仅下降14bp，而OT则仅仅让十年期下降8bps. 对于BBB、30年MBS收益率的影响也类似。

QE1的作用很大，是因为当时市场高度dysfunctional. 但随着market spread和market liquidty好转，QE作用下降。QE的信号意义还是很重要的，显示央行愿意使用一切可以使用的工具。

(这几段说的挺好。从后面看，QE3并没有引发收益率回升，关键可能还是欧债危机极度深化以后，欧洲进入衰退，收益率也起不来了）"

20120702 GS US Daily\_ House Prices Finding a Bottom (Hatzius\_Shan\_Young) " (GS有一个对于美国房价均衡值的估计图，很有趣。这个图显示当前房价已经达到均衡值，因为均衡值趋于上升，当前房价走平意味着未来会逐步追上，所以GS也提出美国房价已经触及拐点）

（美国房价找到底部，美国去杠杆也随之结束了）

（在2012以后的最开始几个季度，房价有一定微弱的补涨反弹，所以yoy反弹力度较高，但很快回落到名义GDP的趋势增速即4%左右。2015-2019年，美国房地产没有过热迹象，房价几乎就是沿着均衡值附近增长）"

20120702 全球经济周报(全球.经济.周报.研究处.2012-07-02) "[6月底欧盟峰会：突破与不足] (Soros认为这个峰会没干成啥事）（但实际上，这个summit事后被认为是分水岭一般的事件）

本次峰会对市场主要关切进行了回应，取得了超预期突破：超预期ESM直接注资银行放行，有助于打破银行与主权间的恶性循环；超预期允许ESM在一级/二级市场购买边缘国家国债。

　但峰会成果仍不彻底：ESM举债救银行，这部分债务实质上属于政府债务。区别由之前的被救助成员国承担变为欧元区17国承担。

　ESM或难承担起银行注资重任。ESM难以将西、意国债收益率压至可持续水平。在实现基本预算平衡的情况下，使本国债务水平下降，西班牙国债收益率不能超过3%，意大利不能超过1.5%。 ESM规模有限，不足以震慑投机力量。5000亿欧元资金，扣除银行注资后，无法满足意、西未来3年过万亿欧元的融资需求。意、西两国当前信用风险不支持如此低的利率。在BBB主权信用评级的国家中，两国10年期国债收益率处于较低水平。

　西班牙1000亿欧元银行救助资金算直接注资，还是贷款？这个问题没有回答。

前景判断：短期内，欧盟峰会取得突破，本月ECB可能出台宽松措施，风险资产或有反弹。但长期来看，偿付性问题仍未解决，危机形势料难扭转，对前景仍偏谨慎。（看看研究组8-9月份怎么说。如果按照基本面来说，那肯定是恶性循环、永远无法解决的。但事实上，确实接近解决了。咋解决的？）（实际上，边缘国家政府债/GDP后来基本没有下降，甚至希腊还趋于上升，但当前希腊spread很小很小。研究组的逻辑有问题。大部分评论者的逻辑都有问题）

　峰会上德国作出一定让步，欧盟峰会在安抚市场方面有了较大突破，本周欧债危机形势改善。" "[美国经济指标出现企稳迹象]

消费增长疲弱，储蓄率回升，投资力度减弱.

但房地产数据向好。空置房出清速度较快,新房销售高于预期, 目前家庭形成速度已经超过新房完成的速度,几个不同的房价指数都出现了翘头趋势。与09—10年的上涨不同，本次上涨并没有得到政策的特别支持，当年有购房税优惠。

新屋开工出现大幅度跳升是房价开始回升的前兆。今年新屋开工年比增速最高触及38.6%(2月份），随后年比有所下降但仍然维持在高位。这一最高增速已接近上次房价回升前的门槛值，未来房价止跌回升 的可能性进一步加大。

（房地产数据向好，已经有了去杠杆结束的迹象了）"

20120703 bca.usis\_wr\_2012\_07\_03 过去一周当中，市场因为EU summit的积极进展而risk on. 但过去有很多次这种risk on, 6月初Spain's out持续了半天， 3年期LTRO持续了3个月。本次也可能持续不了很久。

20120705 瑞银证券 汪涛 上次降息之后，在如此短的时间内央行再次降息或表明政府正越来越担心经济增长和信贷需求的疲弱。我们怀疑6月份经济活动持续疲弱。其次，尽管再次降息有助于刺激包括房贷在内的信贷需求，但我们仍然认为其对于刺激经济增长的效果有限。面对需求疲弱和产能过剩，企业部门对于借贷和投资更多的产能仍会保持谨慎。我们认为真正有效的措施是增加政府部门支出，包括基建投资。如果政府希望再一次通过银行贷款来为这些投资融资，那么它就需要放松对地方融资平台和基建项目（包括铁路）的放贷限制。尽管要求政府放松房地产政策的呼声越来越高，但近期一些城市房地产销售和价格的反弹可能会制约政府在短期内放松政策的意愿。在政府增加支出、银行贷款提供更多支持、房地产活动边际上回暖的帮助下，仍然预计2012年下半年经济增长会温和复苏。我们认为此次非对称降息会进一步挤压银行的盈利空间。一方面企业部门已陷入困境，此次非对称降息似乎表明政府已下决心在一定程度上牺牲银行的利益来支持企业部门。

20120706 GS US Views\_ Yet Again (Hatzius) "NFP再度疲弱，只有80k。这次就怪不了天气了。说明确实不太好。

这说明美国经济确实面临着太多的逆风，以至于难以达到一个可持续的复苏。财政政策在过去两年也是拖累，最初是地方政府，现在联邦政府也要愈发拖累。"

20120708 bwam More rolling over "[当前增长疲弱是去杠杆的典型特征]

当前增长疲弱不是源于政策收紧或者政策退出。一个健康的经济本来就不应该需要持续的大剂量政策刺激。政策刺激在2008-09年最初是有效的，因为那个时候有严重流动性问题，流动性的注入效果明显。但现在有较多的credit problems, 简单的流动性注入也无助于解决它们的融资成本高企。此外，财政刺激的意愿也在下降。

[欧债危机前景很不乐观]

There are reasons to believe that the European deleveraging is at or past the point of spinning out of control and that ""in the end"" Germany and the ECB will not adequately support the euro. This is a depressing mix of pressures.

当前欧债危机的死结是，当前的救助已经使得德国的国家对边缘国家的债权越来越多，以至于欧元解体的成本越来越高。但是，当前的措施却无助于解决问题。政策要有足够的弹药来解决未来的unknown future liabilities.

（桥水仔细研究了各国边缘国家的Funding Needs，桥水很在意这种现金流问题，毕竟flow影响价格）西班牙、意大利上半年国债发行以来LTRO支持下的银行，但国内银行已经不买债了，国外持有者也是净卖方。EU虽然表示EFSF/ESM可以购债，但这是浪费子弹，入股殴斗用来购债，那么很快前就用光了。当前西班牙地方政府也已经在债券市场融不到资金了。" "（下面这段话说的特别好）

To be clear, we do not have any views about what policy makers should do. We find our job of trying to be one step ahead of others in accurately anticipating what will occur challenging enough. To be effectiv in their jobs, policy makers have to do that, they have to come up with solutions to problems to make them go away, and they have to get these policies through the policitycal process to get them implemented. That seems virtually impossible. As a result, we have more questions than we have answers."

20120709 GS US Daily\_ The Fiscal Cliff\_ Where Things Stand (Phillips) 增长走弱、公众对于fiscal cliff的持续关注，给国会带来压力。但目前仍无解决的迹象。

20120709 全球经济周报(全球.经济.周报.研究处.2012-07-09) " 美国私人部门就业增长乏力。6月份私人部门非农就业增长8.4万人，二季度月均增长9.1万人。失业率维持在8.2%。伯南克较为关注的就业人口比维持在58.6%。就业人口比由2007年12月份的62.7%下降至30年来的低位58.2%以来，一直未有明显改善。工作时长和单位工资改善成亮点。

6月份全球PMI继续下滑，6月全球主要经济体PMI低于50。美国6月份PMI由上月的53.5跳降至49.7。

[—峰会成果面临反弹，危机本周再次恶化]

峰会行情无疾而终，西班牙和意大利国债收益率再次大幅上升。

因峰会妥协，默克尔面临国内外巨大反弹。

ESM生效仍需宪法法院审核。财政条约和ESM的反对者本周向宪法法院发出了临时禁令请求，阻止其生效，法院将于7月10日就此进行听证。德国国会已批准ESM和欧盟财政公约，但其通过还需宪法法院审核和总统签署。

执政联盟内部现裂痕，基督社会联盟（CSU）认为默克尔让步太多，将威胁退出联盟。

德国智库IFO的150名经济学家联合投书媒体，反对债务共担和银行联盟。

小国反对。芬兰财长称，芬兰宁可离开欧元区也不愿为边缘国家还债。7月2日，欧盟委员会称，ESM直接注资银行需要成员国一致同意." "7月5日，欧央行将基准利率（主导再融资利率）下调25个基点至0.75%，基本符合市场预期。

欧央行不对未来决定作事先承诺；没有讨论任何非标准化措施；没有讨论负存款利率。由于市场此前期望欧央行继欧盟峰会后采取或暗示更多实质的行动，上述表态并未满足市场关切。" "中国人民银行进行非对称降息

自2012年7月6日起，一年期存款基准利率下调0.25个百分点至3%，一年期贷款基准利率下调0.31个百分点至6%。

此为央行连续第二个月降息，本轮降息力度超我们此前预期。"

20120710 瑞银证券 汪涛 在实际GDP增速温和放缓的情况下，企业盈利的恶化引发了又一轮对中国经济增长数据准确性的质疑。本文并不想尝试给出一个不同于官方GDP的衡量方法。尽管官方数据可能存在缺陷，但我们并没有更好的估算，我们也并不认为有人可以拿出一个更好的估算。事实上，我们认为股票投资者并不在意、也不应该太在意实际GDP增速。如果说中国的股市与基本面因素有什么相关的话，那应该是企业盈利水平，而非GDP增速。那么影响企业盈利增长的主要因素是什么？我们认为有三：（1）盈利是一个名义变量，其增长与名义GDP以及名义工业增加值增速相关；（2）投入产出的相对价格变化十分重要，它决定了利润率的扩张或收窄；（3）不同的行业有其自身周期，并不一定与整体经济周期同步。

20120713 BlackRock BII 2012 Midyear Outlook Standing Still but Still Standing 对于ECB的QE工具，认为这个工具的推出是Unlikely. Probably would require a Treaty change and trigger a German constitutional court challenge. Needs steps toward a fiscal union to assuage fears of subsidizing spendthrifts. "（大宗商品价格长期由需求决定。BlackRock在2012年对商品非常乐观，这是一个错误）

Natural Resources and Alternatives:

Taking the Long View

We are bullish on most metals and energy-related commodities, particularly copper and oil. Both should be good long-term bets because of looming supply gaps. These gaps are widening as resource companies are cutting investment into new mines and projects because of spiraling costs, falling commodities prices and investor pressure to pay out more dividends. The world is facing a supply gap of almost 20 million barrels of oil a day by 2030 if global growth ticks along at a 3% clip, according to research firm Wood Mackenzie. Deepwater and shale exploration is taking off, but not fast enough to offset depleting conventional fields."

20120715 bwam the emerging plan b "欧元区的Plan A已经失败了（就是所谓财政紧缩自动让债务问题减弱、银行stress test是准确的），所以需要plan b。桥水总结了两种plan b。Plan B-1是类似于IMF的项目，进行managed debt restructurings and strict fiscal adjustments that are tied to getting attractively priced loans. Plan B-2是不断的用资金填窟窿但without restructurings，填两年窟窿以后问题只会更大。

现在看起来，由于core对边缘国家的fiscal transfer不会很多，ECB也不会货币化债务，因此主要还是边缘国家进行债务重组，然后ECB提供流动性。尽管ESM/ECB是由投票决定的，而边缘国家票更多，但是核心国家不会允许这种情况发生，因为核心国家甚至可以一走了之。由于fiscal和债务货币化都有限，因此there will be more restructurings and austerity. A Plan B is emerging.

（然后桥水详细讨论了，当时的西班牙银行重组规则，如何巧妙的符合了ECB等抵押品规定等。最后桥水仍然仔细讨论了各类投资者——银行、私人机构、政府——对边缘国家、银行的债权变动，分析对应的资金缺口）"

20120716 全球经济周报(全球.经济.周报.研究处.2012-07-16) "[西班牙推出新减赤措施，危机形势较上周缓和]

欧当局将主导西班牙银行重组，次级债权人将实质性承担损失。根据欧盟财长会决定： 先由EFSF向西班牙提供银行救助，7月底前发放300亿欧元。等银行统一监管建立后，再从政府帐本上拿掉。 欧当局主导西班牙银行重组，欲强制银行次级债权人实质性损失承担损失(Bail-in) 。 目前西班牙银行有670亿次级债，部分作为储蓄产品卖给散户。其承担损失或将进一步银行融资环境。" "[美国数据喜忧参半]

前景预期悲观，拖累消费者和小企业信心双双走低"

20120716 瑞银证券 汪涛 "6 月份和二季度数据有多糟糕？今年二季度，工业企业继续去库存且企业投资放缓，在出口和内需增长乏力的情况下这种现象并不令人意外。但一季度GDP季度环比增速估计仅略高于6%，而二季度环比增速已回升至7%，因此我们认为技术上来讲经济已经在2012年一季度触底。持续实施的限购和限贷措施令房地产销售和投资保持低迷。看到经济增长放缓后，中国政府自年初以来的确改变了信贷紧缩并放松宏观政策，但其力度有限。所以，基设施投资的小幅反弹还不足以抵消制造业和房地产投资的放缓。过去两个月，情况发生了变化——糟糕的4月份数据出炉后，政府加大了政策支持力度，尤其是在推进更多政府和基础设施投资及放松信贷限制方面。目前这些努力已经开始见效——二季度基础设施投资增长持续反弹，6月份同比增长18.5%。我们认为政府今年不会放松房地产限购令。在实际GDP增速回升的过程中，企业盈利会继续受到名义收入增速持续下滑和利润率收窄的拖累，但我们预计盈利应该会在今年四季度有所改善。虽然实际社会消费品零售总额同比增速较1-5月出现较明显的反弹，从10-10.3%反弹至接近12%，但考虑到这类数据通常存在的质量问题以及工资增长出现的放缓迹象，我们尚不确信消费已经见底。

下半年经济增长有望反弹，为什么？我们的答案很简单：由信贷扩张提供融资的政策支持。我们在以前的报告中反复提到，目前对中国而言最有效的刺激政策是增加政府投资和基础设施投资，但由于政府不愿直接增加财政支出，最重要的监测指标就是银行信贷扩张。因此，我们和所有市场人士都一直紧盯着每月银行信贷数据。不管怎样，银行贷款和社会融资规模的增长既反映了政府的意图，也反映了其政策效果，包括流动性注入（如下调存款准备金率）、放松信贷限制（地方政府融资平台和房地产行业）、降息以及加快启动基础设施项目等措施。展望未来，随着更多基础设施项目获批并启动、地方政府融资平台借贷限制放松以及人民银行可能再降息25个基点，我们预计信贷需求将继续复苏。"

20120717 BAML Global Fund Manager Survey News "BofA Merrill Lynch Fund Manager Survey Finds Investors Warning of a Dip in Global Corporate Profits

“July’s survey highlights that corporate profit expectations have to catch up with the downgrade in the economic outlook we have seen the past two months,” “Rising equity prices have failed to lift investor gloom and we still see a quarter of investors expecting a global recession while hopes for further policy easing have been delayed"

20120717 Gundlach Avoid Riskier Assets "（Gundlach在2012年持续不看好风险资产，认为欧债危机、fiscal cliff风险远未结束）

欧洲和美国执政者还将犯错误，这在未来12个月将提供绝佳入场机会。边缘国家国债，如西班牙、意大利债券收益率将会再创新高。“I think you are out of your mind if you owned Spanish bonds,” he said, “and maybe Portugal’s as well.” 。

当前美债收益率低，不仅仅是联储的功劳，flight-to-quality也有深远影响。美债被视作安全资产。

联储将会开始意识到QE3不会太有用，然后也不会推出QE3." "Gundlach has said in the past that it is neither fear nor greed that causes investors to lose money; the need for return does that. “Need-based investing is the most deadly,” he said, “because all types of shaky valuations and shaky investments get justified with the fact that at least they have a chance to provide some sort of return.”

Gundlach said that typically expects to make 80% of his money over 20% of the time. This year has not been one that fell into that 20% category. He acknowledged that the returns for the multi-asset growth fund have been modest (it is down 0.14% year-to-date), reflecting the conservative positioning of the portfolio. But, he said, “I think that is appropriate.”"

20120717 安信证券 高善文 2012 年2 季度宏观经济数据显示，终端需求趋于稳定的迹象隐约可见，我们可能十分接近经济下行过程的底部。由于中上游工业企业的库存调整正在展开，短期经济增长仍然面临下行压力，经济着陆正在进行中。经济疲弱背景下，通货膨胀总体上处于受抑制状态，并为货币政策进一步放松提供了空间。2010 年年底开始的私人部门投资的自主扩张在2011 年4 季度以后转入下降，与预期之内的房地产投资收缩以及出口下滑共同构成了过去3 个季度经济急剧和超预期减速的原因。在资金宽松环境的支持下，年初以来的商品房销售持续回暖，未来这一过程有望持续，并支持地产企业存货的去化和预期的改善。短期地产投资仍然在下行，但其底部应该已经不算遥远。一些积极的看法甚至认为地产投资的底部可能出现在今年4 季度。

20120718 GS US Daily\_ The Fiscal Cliff\_ Finding Mid 当前两党解决fiscal cliff的难度比2010、2011年更高，因为简单的财政解决措施已经被用过了。有一些议员表达了对2010/11方案的不满。我们预计在大选以后还是会达成方案，延长各类财政措施。

20120720 GS UEA US Economics Analyst\_ 12\_29 - The Low Point for US Growth\_ "虽然Q2增长不佳，但我们预计2012H2的增长应该还是可以保持2%附近。原因有：1.Q2增长弱有暖冬因素消退的暂时因素。2.房地产在恢复。3.真实可支配收入回升了。4.FCI放松了。

（最近一段时间，市场广泛关注房地产的恢复和fiscal cliff）"

20120723 全球经济周报(全球.经济.周报.研究处.2012-07-23) "[西班牙地方政府求援，危机形势大幅恶化]

西班牙地方政府融资遇到困难，申请中央政府为其发债；西班牙政府下调2013年增长预期至衰退区间；ECB暂停接受希腊银行抵押融资。德国和芬兰相继通过西班牙银行救助法案。

危机周五大幅恶化，是多因素叠加的结果。1.欧盟峰会成果与市场预期仍有较大差距。2.欧当局接管西班牙银行注资主导权，次级债权人实质性分担损失。3.西班牙经济衰退比预期更严重。4.拉霍伊政府缺乏经验，直接或间接地对危机推波助澜。5.工人罢工，威胁社会稳定。6.地方政府发债困难

西班牙国债收益率创15年来新高，股市暴跌，银行股跌幅居前。

[欧财长会批准对西班牙银行救助，ECB暂停接受希腊银行抵押品]

7月20日，欧元集团财长会议批准对西班牙银行最高1000亿欧元救助，基本符合预期。Troika本周抵达雅典对希腊遵守援助条款的情况进行评估，ECB将以此决定是否继续给予其抵押品资格。由于希腊几乎不可能达标，Troika对其耐心逐渐耗尽，其去留再次成为危机焦点。

[与2008年危机相比，欧债危机更具挑战性，解决难度较高]

危机更严重.欧债危机是三大危机主权、银行和增长危机缠绕，应对难度极高。 2008年金融危机则是地产泡沫破灭下的银行危机，相对单纯。

应对更无力.欧当局政治决策机制陷入瘫痪，始终落后于形势发展。2008年危机应对中，美国决策效率更高，且美债成本下降。

两大发动机“熄火”，外围环境更恶劣.当前美国面临“财政悬崖”，已无大规模政策刺激空间。中国已不可能像2008年一样推出新的4万亿元刺激方案。QE对实体经济刺激作用有限，且边际效应递减。" 美国通胀短期趋平缓 "总体而言，伯南克半年度证词显示联储尚不急于行动。

伯南克在半年度国会货币政策听证会中，基本重复了6月份FOMC和会后新闻发布会的表述，称如有必要，美联储准备采取进一步行动，但未暗示QE3" "[美国增长喜忧参半]

从6月份数据的数据看，零售销售持续4月份以来的下滑趋势，各分项普遍走弱，消费增长比之前预计的更加疲弱。

房地产：美国建筑商信心上升至5年来的高点"

20120724 bwam Markets are discount a difficult but reasonably well managed deleveraging Long-term valuations are now significantly positive for equities, with short-term tail risk. Bodns are now pricing in a prolonged period of weakness and easy monetary policy, which seems sensible to us. Credit spreads are still too low in Europe in relation to the imbalances that we see. （无论是Gundlach，桥水，对于欧债危机的解决均无信心）

20120725 bca.bcasr\_sr\_2012\_07\_25 （BCA欧洲团队整体认为，未来12个月欧债危机会进一步加重，然后否极泰来。BCA认为最优方案是让ESM变成银行，直接从ECB拿钱，来注资银行和买入边缘国债。这类似于财政部担保下的QE。BCA认为距离这个最终解决还有距离）（那么问题来了，看起来这个2012.7正好是危机的最低点。欧债危机到底是如何解决的？）

20120725 FOMC Tealbook The information we have received since the June Tealbook suggests that the recovery is proceeding at a more sluggish pace than we thought six weeks ago. Incoming news on consumer spending, government purchases, private-sector employment, and industrial production have all been softer than expected, and we have marked down our estimate of real GDP growth in the first half of this year from 1¾ percent to 1½ percent. The recent data, combined with the disappointing tone of some more-forward-looking indicators, have led us to trim a similar amount from our projection for real GDP growth in the second half of this year, which now also stands at an annual rate of about 1½ percent.

20120726 GS US Daily\_ A Tale of Seven House Price Indices (Young\_Shan) （介绍了各种美国房价指标，挺好）

20120730 bca.usis\_wr\_2012\_07\_30 "（典型的软着陆定价）

最近增长不佳，公司盈利走弱且低于预期。但是股市震荡回升。这是市场在discount政策支持。"

20120730\_Global Outlook 全球经济月报(全球.经济.月报.研究处.2012-07-30) "基础情景下，中长期内西班牙政府债务负担不可持续，存在偿付性问题。

随着西班牙国债收益率进入“干预区间”，ECB如预期干预市场。我们预计，ECB干预还是维持以前的Buy time策略，主要工具是SMP/LTRO等。"

20120731 瑞银证券 汪涛 中国政府什么时候会再出一轮刺激措施呢？地方政府是不是已经出台大规模刺激政策了？如果政府不马上采取刺激措施，经济增长会不会明显低于政府设定的目标？在没有新刺激措施的情况下，中国经济、各行业、各企业能摆脱困境吗？这是近期越来越被频繁问到的问题。的确，一些市场参与者似乎殷切期盼着中国再次出台一轮刺激措施，而政府至今没有公布重大刺激政策的事实似乎令市场愈加消沉。虽然中国政府一直非常关注经济放缓并且已经采取了一些“保增长”措施，但我们并不预期政府将出台新的大规模刺激计划。2008-09年的刺激政策的确显著推高了经济增长，但信贷的过度扩张也加剧了经济失衡，上一轮刺激计划遗留下的严重负面影响至今尚未完全消除。中国政府显然已经意识到了这一点，并且极力避免重蹈覆辙。当然，和2008-09年相比，目前出口放缓和整体经济下滑的幅度要小得多。更重要的是，迄今为止尚没有出现就业方面的显著压力，因此推出大规模刺激措施也显得不那么迫切。但这并不是说政府在促进经济增长方面没有作为。实际上，自今年初以来宏观政策基调已经转向为“保增长”，并且政策支持力度自5月中旬以来不断加强。目前已经出台的政策包含财政（小微企业减税、节能家电补贴、上调养老金、增加保障房投入）、货币（通过下调存款准备金率和逆回购操作增加基础货币供应、增加银行放贷额度、两次降息）以及信贷与准财政（放松房地产行业、地方政府融资平台和其他一些行业的贷款限制、审批并启动更多政府投资项目）方面。在这些措施中，我们仍然认为增加公共投资（主要由银行贷款提供资金支持）是短期内最有效的措施。此外，中央政府坚持拒绝放松房地产政策，这也限制了地方政府通过土地和房地产为其投资计划筹集资金的能力。

"20120801 bca.bca\_mp\_2012\_08\_01

（20120731）" "[欧债危机还将继续恶化]

尽管德拉吉释放了一些reassuring words, 欧盟峰会也趋于debt mutualization, 但欧债危机还将继续恶化。

After a brutal selloff in mid-July, peripheral bonds have rallied on reassuring words from Mario Draghi that he will do “whatever it takes” to save the euro zone (7月27日发言). Such sweet-talk from European policymakers is nothing new, but investors were heartened by President Draghi’s admission that high bond yields were hampering the “functioning of monetary policy transmission channels”. 此外，我们预计峰会以后西班牙会求助EFSF，而ECB会开始重启债券购买。

但是，我们认为这无助于解决问题。关键是EFSF的规模还是太小。ECB倒是弹药无限，但是ECB购债节奏太小，而且ECB的购债是有优先级的，则会甚至会恶化市场情况。当前ECB仍在一种疲于应对的状态。促使德拉吉发表whatever it takes是触发点是西班牙短债收益率飙升，要知道西班牙是靠短期债券融资的，而且西班牙房贷主要盯住短端利率。而当前西班牙的经济差的无以复加，预计2013年西班牙GDP负增长。

希腊救助再度出现问题。IMF拒绝进一步给钱，除非看到希腊方面的积极进展。IMF的这种“印度尼西亚式的救助项目”，有大量的微观目标，这种项目注定失败。更麻烦的是，ECB取消了希腊国债抵押品资格，这意味着希腊银行需要向ECB的ELA项目借钱，利率更高。希腊一旦退后，unknown unknowns无穷无尽，非常危险。

只有下述三个办法可以解决问题：

1.德国同意发行eurobonds。但是默克尔说其毕生之年是不会有Eurobond的

2.ESM被赋予银行执照和无限资本资助。这样ESM可以从ECB借钱来买入边缘国债。

3.ECB cap yields. 当可能还需要形势进一步恶化，ECB才会最终出手。如果ECB出售，原则上德国也管不住，毕竟德国在ECB里面只有两票。" "投资者应当继续对风险资产保持谨慎。股票可能再度下挫，随着欧债危机的重新深化。

美国增长已经放缓至stall speed. 尽管有一些短期因素，但放缓可能延续到下半年。

当前国内的最大风险是fiscal cliff.

[欧洲股票很便宜] (VALUE TRAP!!!)

（让我很感叹的是，Chart I-9显示，1975-2012年，欧洲股票对美股的相对表现是区间震荡的，而2012年正好是一个低点。这样看起来，欧洲股票确实看起来便宜。但问题是，如果继续画这个图，会看到欧洲股票仅在2013年微弱反弹，然后就重新相对走弱，完全突破了过去三十年的震荡下限）

（为什么？）"

20120801 FOMC Transcript "伯南克：

大家的看法是，美国增长过去几个月放缓，增长偏弱。不过，Ironically, with weakness spreading in the global economy, including China as well as Europe, the U.S. economy looks relatively attractive.

为什么本轮复苏偏弱？本轮复苏一直是2%左右，这不足以让失业率显著下降，而且对于负面冲击也很脆弱。三个原因。第一，房地产偏弱，即使是服务消费当中，也主要是房地产相关消费偏弱。第二，财政偏弱，我简单计算是拖累了0.5pp。第三，欧洲危机，大约拖累1pp。三个因素合在一起算，大约1.5pp，还是不小的。其实本轮复苏当中，非房地产消费、企业投资与以往复苏的情况是差不多的。" "伯南克：

我们不仅要考虑行动的成本，也要考虑不行动的成本。如果你认为8%的失业率距离NAIRU还远，当前通胀与目标一致，那么失业率上升的风险远高于通胀上升的风险。"

20120803 BCA fes ECB和Fed只是给出空头承诺，没有实质行动。（2012年7月26日，Draghi给出了著名的whatever it takes speech. FES竟然没有提这件事情，看来当时这件事情在第一时间并不是决定性力量。同期的GS FX monthly也说，新的SMP计划有望在中期利好欧元区，但缺乏具体细节。同期的fes也表示德拉吉的计划还得付诸实施才行，对ECB的新方案保持怀疑的态度，因为仅仅是hope是不够的，还要有可操作性。可见，仅仅一个whatever it takes is far from enough）

20120805 GS US Views\_ A Bit Better (Hatzius) "美国经济略有转好，但绝对水平逢低。转好并没有超出我们预期，例如Q2有短期因素，真实收入在好转。最近偏好的数据是就业、首申方面数据，未来我们期待制造业、零售数据也跟着好转。

当前的增长水平仍然很低，这意味着就业市场难以持续改善" 经济增长水平弱，通胀也相应的有下行风险。Core PCEmom略有回升，但看trimmed mean通胀不强。

20120806 全球经济周报(全球.经济.周报.研究处.2012-08-06) "[全球经济有企稳迹象，欧洲继续走弱]

JPMorgan Global PMI 7月份小幅反弹，由50.3升至51.7，近六个月来的首次上升。ISM为49.8变动不大. 欧元区7月份制造业PMI 从45.1进一步降至44.0.

7月份美国非农就业恢复温和增长, 138k，但失业率上升0.1个百分点至8.3%。

[QE3门槛仍然较高]

门槛一：经济复苏失去动能. 近期趋势尚可。

门槛二：美联储经济预测面临的下行风险足够显著。近期美股持续上涨。

门槛三：通胀可能持续低于联储目标。近期趋势是5y5y be从2.6回升至2.8。

[德拉吉救市行动不及预期，西班牙政府暗示申请救助]

意、西国债十年期收益率较上周略有上升，但两年期国债收益率大幅回落。银行CDS连续两周回落。

ECB称干预市场方案正在制定，但需要意、西向EFSF/ESM申请救助为前提。但德国仍反对ECB大规模干预。面对记者提问，数次强调其在伦敦声明得到行长会议支持，强调市场误解了其讲话意思。从会后声明看，其在伦敦讲话事前确实没有与行长会议沟通，内部存在分歧，德拉吉努力自圆其说，其信用受到一定程度的损害。

总体判断：危机形势本周有所好转。但由于ECB干预仍维持购买时间策略，因此危机形势仍看不到有实质性逆转。" "美联储按兵不动，措辞暗示宽松倾向。本次会议声明使用了“will closely monitor incoming information…and will provide additional accommodation as needed…”的措辞，与过去美联储采取行动之前的措辞非常接近，反映出美联储对经济增长和就业状况非常担忧，实施进一步宽松的意愿加强。

（研究组一直认为联储不会急于推出QE3）" "[联储行动前的措辞]

2008-10-19: The Committee will monitor economic and financial developments carefully and will act as needed to promote sustainable economic growth and price stability.

2008-11-25: 宣布购买机构债和机构MBS（QE1）

2010-9-21：The Committee will continue to monitor the economic outlook and financial developments and is prepared to provide additional accommodation if needed to support the economic recovery and to return inflation, over time, to levels consistent with its mandate.

2010-11-3：宣布购买6000亿美元国债（QE2）

2012-8-1：The Committee will closely monitor incoming information on economic and financial developments and will provide additional accommodation as needed to promote a stronger economic recovery and sustained improvement in labor market conditions in a context of price stability.

2012-9-13：QE3?"

20120807 GS US Daily\_ How to Make QE More Effective (Stehn\_Hatzius) We forecast a return to QE by late 2012/early 2013 and think it may well be open-ended. At this point, however, we do not expect either of the more aggressive forms of open-ended QE, despite their obvious attractions.

20120808 GS US Daily\_ Mortgage Lending Standards\_ A National Tale (Shan\_Young) Following a big tightening during the housing bust, mortgage lending standards have failed to ease significantly in the recovery so far. We use metro-level data to examine the link between improvements in local labor and housing markets and changes in mortgage lending standards. We find little evidence for such a link and conclude that the continued tight standards reflect national rather than regional factors.

20120812 GS US Daily\_ Why the Markets Have Taken Poor US Data in Stride 尽管月初NFP尚可，但当前的增长数据在过去几个月普遍疲弱，与2011年中类似。但是，当前股市上涨，人们并不担心衰退；在2011年中，人们却担心衰退。关键的区别是1.当前政策比2011年松。2.当前油价不构成问题。3.房地产在复苏。

20120813 bca.usis\_sr\_2012\_08\_13\_002 （讨论了美国页岩油革命，认为有益，但美国2020年也难以实现原油自给）

20120813 全球经济周报(全球.经济.周报.研究处.2012-08-13) "[中国企稳回升态势基本确立]

[ECB干预行情“Believe Me” 效应本周有减弱迹象，西班牙上调中央政府赤字目标]

意、西国债收益率停止下降，出现反弹趋势；但银行股价继续上涨。

ECB称，出手干预需附带一定条件。ECB执委Luc Coene 8月11日称：ECB购债无法解决意、西根本性问题，只能短期缓解形势。政府应继续紧缩。干预必须满足特定条件。一旦ESM基金开始决定购买长期国债，欧洲央行就会考虑介入市场购买短期国债，以稳定市场。

西班牙资本外逃持续，ECB购买的时间，很“昂贵”。若当前危机形势每延长一年，ECB对西班牙风险敞口将增近4000亿欧元。

研究组观点：在当前水平，看空欧债危机相关风险资产，看多德债、英债等安全资产。"

20120813 全球经济周报(全球.经济.周报.研究处.2012-08-13) "[Bridgewater在2011-12年的股市阶段性低点，都有悲观情绪]

下图展现了2011年以来，历次美股显著下跌至阶段低点期间，Bridgewater报告对经济形势和前景的主要判断。我们用红圈的大小代表Bridgewater报告悲观程度：红圈越大代表越悲观。

2011.3.14“Our assessment is that the order of magnitude of euros needed to end the debt crisis will prove to be much larger than what is on the table. A significant restructuring will likely be seen as necessary and as a result market pressure on European credits will intensify again.”

2011.3.15 “As you know, we believe that this hump in growth will probably carry through most of this year and fade going into year-end and 2012.”

2011.3.16“We suspect growth in the US will likely be reasonably strong until later in 2011 and the inflation stats will continue to gradually rise.”

2011.6.10“Households are less likely to be able to offset reduced income growth with more borrowing, so the reduced fiscal supports to household income growth as well as other shifts in fiscal policy will weigh on the economy and raise the odds of a continued slowdown.”

2011.6.14“Looking ahead, we expect growth to slow further over the next six to nine monthsand to be weaker than currently discounted.”

2011.6.15“Unless the ultimate sources of capital and liquidity for the peripheral financial system are put in place soon (and policy makers don’t seem close), the risks of a disorderly default are high.”

2011.6.17 “With the deleveraging process still underway and the removal of fiscal stimulus continuing to weigh on household incomes, economic responsiveness and demand growth are likely to remain constrained for years to come.”

2011.9.30 “Looking ahead, we expect income growth rates to remain very weak, and we expect spending growth rates to more closely resemble income growth rates than they have in recent months. As a result we expect household spending growth to at least stagnate along with incomes and very possibly contract in real terms.”" "

2012.5.31“The simultaneous weakening in conditions throughout most of the world compounds the risk relative to other periods…” “We have entered a period of pause.”

2012.6.1“The global economy is rolling overas a result of most countries having slowing or negative credit growth and inadequate money growth to compensate for it.”" "2011.10.4“At this time, there is a more than immaterial risk that we could have another financial crisis and economic downturn that's broadly similar to what occurred in 2008. Now it seems doubtful that a downturn of this sort (which we would view as the second leg of the deleveraging) would produce a similar response. That is what is most scary to us and presumably others.”

2011.11.10“…we believe that there will be sizable funding gaps that will lead to a ""seismic shift""--i.e., a big adjustment in market pricesand a deleveraging. We believe that this adjustment will either come in a managed or an unmanaged way, and given the way the political decision-making process is working, it is more likely that it will come in an unmanaged way.”

2011.11.23“…the boost from business fixed investment is now likely over. While household spending has not slowed, even the current mediocre spending growth rates may not be sustainable. Income growth rateshave been and are likely to remain weakand current spending growth rates rely on continued declines in savings rates. At a time when asset prices are weak, credit conditions are tightening, and consumer confidence remains near secular lows, we would not expect savings rates to continue to fall.”

2012.5.29“While the aggregate numbers don’t point to a rapid slowdown, the clearer slowdowns in some of the largest global economies (Euroland, China, India) could add further downward pressure on global growth rates.”

2012.5.30 “Because of the nature of the decision-making system in Europe and because of the lack of adequate understanding of what proper amounts are, there is a significant risk that this degenerative process will not be well managed via a good plan.”"

20120816 安信证券 高善文 投资方面，政府相关投资增速的上升可以持续并可能在下半年回到历史平均水平以上的位置。房地产投资短期仍将下行，但距离底部应该不太遥远。政府投资的上升在未来一两个季度能有效对冲房地产投资继续下行的风险，并且在年底可能形成向上的合力。制造业投资存在一定的变数。二季度企业盈利恶化，政府挽救经济的力度明显低于预期，经济中长期增长的悲观情绪在蔓延。经济处于接近底部的弱平衡状态，一些积极或负面的因素可能带动经济出现暂时的上行和下降，但短期经济很难出现趋势性的变化。

20120820 bca.usis\_wr\_2012\_08\_20 "Investors don’t want to be short heading into what could be a major policy catalyst in Europe. At the same time, it is also risky to be aggressively long given that European policymakers have disappointed so many times. Continued hope on the European front and a rising U.S. economic ‘surprise’ index may be enough to keep the S&P 500’s rally window open into the fall. It is helpful that the first of three U.S. fiscal pressure points has been removed, now that Congress has agreed to avoid a government shutdown on October 1.

VIX Falls To Fair Value."

20120820 全球经济周报(全球.经济.周报.研究处.2012-08-20) "[美国经济回暖]

经济同步指标指示三季度以来美国经济增长动能转强。受到零售销售、NAHB Traffic、ECRI领先指标的提振。消费者信心超预期回升

意大利财政紧缩主要集中在2012年，在2012年四季度达到最大。欧元区经济二季度再度陷入萎缩，德法好于预期。" 美国总体通胀和核心通胀年比均趋于下行

20120823 瑞银证券 汪涛 我们一直认为今年下半年中国经济增长复苏取决于政府增加投资、银行信贷相应地提供资金支持。不过，这一观点背后的关键假设是今年剩余时间内房地产行业保持平稳。从这方面看，近期房地产销售的反弹、房价和投资的企稳都基本符合我们的预期，并且我们认为政府不会进一步收紧房地产调控政策。

20120824 BAML Global Fund Manager Survey News "BofA Merrill Lynch Fund Manager Survey Finds Resurgence in Investor Sentiment

“August’s surge in confidence seems to be more a triumph of policy projection and potential than positive economic data. As indicated by the survey, the risk is now that inaction by policy makers would lead to a negative reaction in global markets"" “Investor positioning does not indicate a major inflection point in the investment cycle. Bond allocations remain high and investors are shunning the most cyclical equity sectors,” "

20120827 bca.usis\_wr\_2012\_08\_27 " 这次ECB是来真格的了

Investors were disappointed last week when it emerged that the details of President Draghi’s support plan will be delayed until after Germany’s constitutional court ruling in mid-September. European authorities have a habit delaying the tough decisions and under-whelming investors. Nonetheless, we have been impressed by the shift in attitude over the summer. It appears that the important players are falling into line to provide a meaningful backstop for peripheral sovereign bonds.

The key difference is that the ECB has, for the first time, offered to willingly and aggressively use

its balance sheet to relieve government and private sector stress. Historically, ECB support has been

with reluctance and in the minimum possible size. But things have changed. President Draghi’s proposal represents a clear break from the Trichet-led ECB.

Moreover, Angela Merkel is on side. Since she has little ‘political capital’ left to pursue fiscal solutions to the crisis, it is effectively impossible to reverse her position on Eurobonds or to grant a banking license to the ESM. With Germany’s September 2013 general elections now just 13 months away, Merkel will rely on the ECB to hold the line. Only after the German elections can Berlin contemplate further institutional and fiscal solutions. we do not believe that the German central bank or Merkel’s coalition partners will be able to block the plan.

Last week Chancellor Merkel signaled that she will not sacrifice Greece. The change of heart seems to have occurred following Treasury Secretary Geithner’s visit with Finance Minister Schäuble in July. Washington presumably does not want to risk another wave of global financial turmoil ahead of the November elections."

20120828 GS US Daily\_ Is the Fiscal Cliff Already Weighing on the Economy\_ (Stehn) 有人认为，可能的fiscal cliff的不确定性已经影响了经济。但是，我们研究了那些格外受到政府支出影响的行业，其招聘并未明显受到额外影响。

20120829 bwam The impact of CB seeking safe havens 欧债危机以来，全球外汇储备中的Euro占比在持续下降。其他能够承接的货币池子不大，所以80%的流入了美元。欧元占比的下降绝对复苏还不算大，历史上这种降幅可能持续很多年。

20120831 GS UEA Action Jackson Bernanke Makes Case for More Easing In the most striking line of the speech, Bernanke professed “grave concern” about the weak labor market and the potential human and economic cost of persistently high unemployment. Although consistent with prior comments about long-term unemployment and the risk of hysteresis, these are very strong words from a Fed chairman. When one has a “grave concern”, action—quite possibly aggressive action─is appropriate.

"20120901 bca.bca\_mp\_2012\_09\_01

(2012/8/30)" "[Draghi迈出正确一步]

The ""Draghi Plan""是清晰的、正确的一步。就在几个月以前，都很难想象ECB会迈出如此重要的一大步。Draghi的伦敦演讲和许多新闻报道显示，ECB正在考虑cap yields。当前ECB仅愿意买入短期国债，这对于ECB而言less risky，毕竟连希腊都没有对短期国债违约。当年Trichet仅愿意让ECB购买不超过200亿欧元的边缘国债，这很不够，而当前德拉基则表示愿意买入足够多的的边缘国债直到收益率下来。

不过，having a plan and acting on it are two different things. 当前仍然不清楚ECB是否愿意承担effective lender of last resort的指责。当前德国央行仍然坚决反对Draghi Plan, 但默克尔则是表面上宣称支持德拉吉。

当前的方案，本质上德国最终要花钱填窟窿。德国的backstop类似于TARP，当年TARP也是让美国纳税人付钱。Geithner没能顺利的推动TARP。

当前西班牙已经从流动性问题变为了偿付性问题。西班牙全面进入衰退，失业率达到25%。即使ECB把边缘国家利率降下来，边缘国家仍然难以推升出口，除非德国容忍更高的通胀。

[美国财政悬崖问题仍有很大不确定性]

当前美国经济处于偏弱水平。近期数据有好有坏。好的是房地产，零售。不好的是capital goods orders大幅下降，投资在下降（还好吧，这个是滞后变量）。当前的共识是，2013年的增长水平要比2012年略低。

尽管共识是12月会对财政悬崖达成协议，但大选以后gridlock可能会加剧。" "6月份以来，市场对于股市的乐观看法在极度升温。但是随着margins触顶，股市可能有很大震荡，对股市应当保持谨慎态度。

...we continue to believe that over a long-term horizon of five to ten years, European equities will be the standout winners."

20120903 全球经济周报(全球.经济.周报.研究处.2012-09-03) "[伯南克Jackson Hole讲话强化宽松预期]

伯南克认为经济增长“远非让人满意”。7月以来经济数据走好，市场对8月31日的Jackson Hole的一个重要关注点是伯南克对经济的判断是否随之发生了改变。伯南克的讲话表明这个问题的答案是毫无疑问的“No”。伯南克在讲话中大篇幅地强调了劳动力市场的疲弱。

[西班牙形势继续恶化，欧债危机近期或临挑战]

市场方面:银行股价、Libor-OIS指标继续改善，但意、西长端国债收益率较上周上升。

政策基本面方面：西班牙地方政府密集求援，，资金规模达102亿欧元，超出救助基金180

亿欧元总规模的一半。加泰罗尼亚评级被调至垃圾级，基本面继续恶化。综合判断：近几周，在基本面持续恶化的情况下，市场因预期ECB出手干预而持续改善。我们认为，除非ECB 9月会议干预力度超出市场预期（预期已很高），否则这种背离将无法持续，危机近期存在恶化的风险。

当前希腊问题焦点：要不要延长希腊紧缩期限，要不要第3轮援助？希腊提出将实现紧缩计划的期限由2年延长至4年，其估计资金缺口少于180亿欧元，计划通过发Bill解决。我们认为：短期妥协，希腊发Bill弥补缺口，长期随着经济衰退持续，将进行第二轮债务重组，官方投资者分担损失。

多项指标显示，近期西班牙资本加速外逃。私人部门流出均由央行弥补。

德拉吉需在市场和德央行间寻求平衡，难度极高。为安抚市场，必须在9月初会议上拿出细节，且力度不够大将使危机大幅升级。为获得德央行支持，ECB需在救助条件方面设更高门槛（比如引入IMF监督等）。" "[中国制造业PMI下滑]

 中国8月份官方制造业PMI指数由上月的50.1下降至49.2，为今年以来

最低值。但从分项来看，多个分项已出现企稳上升迹象。

 原材料库存指数下滑较明显，显示企业去库存进程持续。

（给了一个图，很有趣，“中国股市与基本面密切相关”，其中上证综合指数 vs. HSBC Markit PMI New orders - Inventory，两条线高度同步）"

20120905 FOMC Tealbook The information we have received since the July Tealbook suggests that economic activity is increasing at nearly its trend pace, similar to our view a month ago. To be sure, there were some upside surprises among the incoming data—most notably, retail sales and payroll employment. However, several indicators of the near-term pace of economic activity, including capital goods orders, private construction spending, and surveys of consumer and business sentiment, have been disappointing. As a result, we have upgraded only slightly our assessment of the pace of activity in the nonfarm economy over the second half of this year. Taking on board the effects of the drought, which now look likely to have a larger effect on farm output than we previously estimated, our forecast for the growth of real GDP over the second half of the year is about unchanged at an average annual rate of 1½ percent.

20120906 bca.bcasr\_sr\_2012\_09\_06 "（BCA的supercycle理论中，最终政府赤子是不能无限扩大的。但当前的显示是美国赤字确实在无限扩大。那么问题出在哪里？2015年BCA为什么最终放弃了自己的这个super cycle理论？）

The solution to U.S. fiscal trends is fairly straightforward in theory: entitlement programs and the tax system need drastic reforms. Social Security and Medicare should be means tested and the tax base needs to be broadened with the many loopholes being closed. In practice, carrying out these reforms will be very difficult politically, because they will be unpopular with voters and fiercely resisted by special interest groups. Thus, it probably will require intense market pressures to force change, as currently is the case in the euro area.

The U.S. Debt Supercycle truly will be at an end when the markets force a major retrenchment in U.S. fiscal policy. That likely will occur within the next several years. If the next Administration has not at least begun a serious debate about major fiscal reform by the midpoint of its term of office, then the markets are likely"

20120907 瑞银证券 汪涛 近几个月，由于出口增长放缓、稳增长政策无论是执行力度还是推进速度都不如预期、工业企业继续去库存，实体经济活动保持疲弱。我们将三季度和四季度GDP同比增长预测分别从8%和8.1%下调至7.3%和7%。

20120909 GS US Views\_ Belt and Suspenders "高频数据显示美国增长边际上有轻微放缓，可能只是噪音。不过我们继续认为2012H2增长会略有回升。

联储在9.12-13 FOMC几乎绝对会有所行动。既然伯南克都表达了“grave concern"",那总会做点什么。具体做什么还不清楚。我们倾向于同意Woodford的看法，即Nominal GDP targeting将更为有效，但联储对此还没有表达清晰的兴趣。我们猜测可能继续QE。很可能是购买MBS，这样显得是帮助美国居民购房而不是帮助政府融资。至于是否是Open-ended，我们倾向于认为是Open-ended, 因为这样更灵活。

当前我们偏谨慎，主要是对财政前景担忧。我们基准预期是，在lame-duck session期间，达成的协议仍然给2013年带来1.2pp GDP的拖累。如果没有达成财政协议，则是3.5-4%的拖累，届时及时货币大幅宽松，也无法避免衰退。"

20120910 bca.usis\_wr\_2012\_09\_10 当前BCA的作者都同意，德拉基当前的计划非常重要，消除了欧债危机的尾部风险。第一，ECB在all in，第二，同时附加了条件可以推进结构性改革，第三，这实际上是让欧洲各国风险共担。只有让各国风险共同承担，才有望成功。 Rally Window: Liquidity injection from both the ECB and the Fed would perpetuate the party in risk assets, with the S&P 500 possibly reaching 1,500. However, the rally is precarious because it is based solely on multiple expansion.

20120910 全球经济周报(全球.经济.周报.研究处.2012-09-10) "[全球增长普遍不佳]

8月份全球PMI继续下滑，由51.7下降至51.1。，8月全球主要经济体的制造业PMI均位于50的荣枯分水岭以下。美国8月份制造业PMI下降0.2个百分点至49.6，为2009年7月份以来新低.

7月份非农就业曾经出现大幅跳升，回升至此轮复苏平均增速以上。因此8月份就业能否保持温和增长趋势，成为市场判断增长动能改善程度以及9月份FOMC政策动向的关键。而8月份的非农就业增幅（9.6万）大幅弱于市场预期（13.8万）。尽管今年以来经济增速高于去年同期，但就业增速较去年放缓。历史上8月份非农就业往往差于预期，随后被上修，一个可能的原因是暑期季节性雇佣扰乱了数据统计。

[欧央行公布构债细节，边缘国债收益率大幅回落]

市场指标全面改善。

ECB OMT购债方案，与SMP相比，两大突破：一是购买无上限。二是放弃优先地位。但保留SMP下已经购买债券优先地位。但一点不足是其购买期限聚焦于短端，对于压低长端收益率作用有限。此外透明性也增加，每周公布干预情况。

四点不足：购债集中于短端；冲销。尽管对冲略微令市场失望，但由于欧央行体系内流动性充足，冲销不会产生负面效应。无Yield Cap;条件严于预期。

ECB OMT购债方案是向系统性解决方案迈进的重大突破。尽管与终极方案相比尚有距离，但ECB OMT（这个OMT就是德拉吉推出的措施，Outright Monetary Transactions)有望将国债收益率压至一定水平。由于在提升竞争力和促增长等方面仍未有突破，危机短期内彻底结束的可能性较小。可充分利用危机形势近期好转，逢高降低欧债危机相关风险头寸（方向性错误，确实是没有看到拐点。）" "[A股情绪：接近冰点]

活跃账户占比大幅回落。"

20120911 GS US Daily\_ The Shape of the Housing Starts Recovery (Shan) "（这个报告很好。简洁明了）

历史上美国复苏时期的房地产新开工都是v形的，但本次是L形。这是因为本次是房地产泡沫，而非货币收紧。因此，本次全国层面的房地产新开工的未来走势，可能会沿着历史上的地区性的房地产泡沫破裂以后的走势来，也就是从现在起仍将缓慢上升。"

20120913 FOMC Transcript "伯南克：

（提及了Michael Woodford，最近市场也常常提及MW以及他提出的名义GDP盯住）

我们在一年前非常仔细的讨论过nominal GDP targets，但当时我们并不认可这个政策选项。因为这个政策意味着未来有一段时间通知会偏高，这可能导致通胀预期失控，这要求联储对于非常长远的事情要作出承诺commitment，我觉得这个并不如现在买债来的具体，现在买债更是一种commitment。

我们现在处于一种debating mode，因为没有人真正知道到底是什么让复苏迟缓，如何才是正确的应对。有很多人提到RR的研究，提到当前的弱增长是典型的银行、金融危机以后的情况，但是RR的研究是非结构化的，是没有因果联系的，很难说历史案例中，是否存在政策失误问题。" "（很有趣的一段话）

伯南克：

有人提到说“Tight monetary policy is not causing the problem; therefore, easing monetary policy won’t help.” That’s a non sequitur（不合逻辑的）. If, say, tight fiscal policy is the problem, if that’s the reason the economy is growing slowly, it doesn’t mean that monetary policy can’t mitigate that. So I think that kind of argument needs to be looked at very carefully. We are doing a lot. We are absolutely doing a lot."

20120914 GS UEAThe Fiscal Cliff Moves to Center Stage 随着QE3推出，市场焦点转向财政方面，以及大选。实际上，如果在大选之后再谈，可能更难谈，我们预期届时是一个6个月的延长现状的暂时方案。

20120917 全球经济周报(全球.经济.周报.研究处.2012-09-17) "[美联储推出无限量QE ——QE3]

没有数额上限，没有时间期限对重塑市场信心极为有利。超出市场预期。

美联储9月12-13日召开货币政策会议，作出四项主要决定：新推出每月购买400亿美元的机构类房贷抵押债券（Agency MBS），即QE3;维持0-0.25%的利率目标，并将预计维持时间从原来的2014年末延长至2015年中期；继续完成“扭转操作”至今年年底，卖出短端国债，买入长期国债；将持有机构债和机构类MBS的到期本金，继续投资于机构类MBS

美联储重点关注就业是QE3推出的关键原因。近期伯南克对就业的关注度非常高；当前经济状况并未触及传统的QE门槛；市场对QE预期很高，但QE需要指数不高；QE3偏离Taylor Rule指示，为经济注入额外宽松；

决策重点偏向就业意味着QE3可能持续较长时间，QE3对经济的影响复杂，整体偏正面，压低长期利率，刺激房地产贷款，推升股市，推升商品价格和通胀预期，打压美元汇率；在某种程度上，QE3是美联储为家庭发放房地产贷款；

QE3将对金融市场产生正面冲击，QE3力度超预期，宣布当日金融市场反应积极；QE预期形成以来，黄金上涨最多；QE3减低了金融市场的不确定性；每年4800亿的购买量，大致占美国金融市场债券发行量的8-10%" "消费：实际零售销售增速放缓，汽车消费需求强劲。消费者信心和小企业信心均升至5月以来高点。

"

20120918 BAML Global Fund Manager Survey News "BofA Merrill Lynch Fund Manager Survey Finds Comeback in Sentiment Towards Europe

“We have seen a 25 percent rally in European stocks from the June low, but sentiment on Europe has only just turned positive. Any extension of the rally is likely to be led by sector rotation and buying of unloved, domestically exposed stocks,” "

20120918 bca.bcasr\_sr\_2012\_09\_18 （里面有一个survey，让我挺感慨的。大部分受访者认为，2014-2017年，市场压力riot将迫使美国政府采取结构性改革来减轻财政赤字。这也大体是BCA的view，但这个是错的）

20120921 BCA fes ECB新的OMT项目出炉，Fed推出了aggressive unlimited QE3，但中国缺席了这一轮刺激。中国政府似乎对于刺激仍然很谨慎，中国股票在6月份以来继续走低到了09年很低的水平，而其他国家股票则在6月份以来快速上涨。

20120922 宋国青 宋国青 在调整中积蓄积极因素。我们现在感觉上经济增长比较低的情况，可能还会持续一段时间，不会很快就结束，很快的反弹，特别是比较强劲的反弹，现在还没有看到明显的迹象。PPI下降3.5%，一年同比下降5个点。特别是过去三个月掉的比较大，煤炭、钢材的一些价格也在跌，幅度比较大。当然，从这个角度来讲有一些情况，7月份的同比跌了5个多百分点，这样投资报酬率就同比下降20%，这是相当大的幅度。当然，平均的绝对水平还是比较高，在这样一个下降以后，利润的投资报酬率的绝对值平均水平还可以，但是差别非常大，有一些行业，有一些企业感觉到日子非常困难，这是从企业角度来讲，特别希望很快的，比较大幅度的放松政策，宏观政策放松，这个也是也一定的道理。从CPI的角度看，现在放松可能很多方面还是有一些担心。特别是在一个月以前，这一段时间7月底，8月初这一段时间里面很多分析在预测CPI会反弹，会上升，实际上我刚才看到我们这个预测里面对CPI的预测还是比较高。如果是这样一种情况，从CPI的角度来看，放松还是有一定的压力，因为过去几年平均的CPI的角度很高，我们从04年算到去年，年度的CPI平均每年上升3.7%，这个应该说显著偏高，已经引起了社会各分析的矛盾，这个趋势继续下去，还是会有各方面的一些问题。我觉得在政策上，他们会考虑这些方面的情况。短期内财政政策扩张的可能性很小（这个是否是会议纪要的记录错误？全文并未提到财政政策）

20120924 全球经济周报(全球.经济.周报.研究处.2012-09-24) "[危机形势小幅改善，紧缩拖累西班牙经济增长]

2012年以来，西班牙陆续推出规模空前的紧缩措施，紧缩措施对西班牙和意大利的GDP拖累均在2012年4季度达到顶点。西班牙紧缩方案集中在2012年上半年推出，其对GDP （季比折年）拖累将在2012年4季度达到6.3%的峰值，紧缩将对2013年经济增长构成显著拖累。意大利紧缩方案主要集中在2012年，其对GDP （季比折年）的拖累将在2012年4季度达到1.4%，紧缩将对2013年经济增长也将构成显著拖累。



美国房地产数据持续向好，建筑商信心和二手房销售均大幅增长。

[预计QE3贯穿2013年全年]

美联储可能预计在失业率降至自然失业率附近前，通胀不会大幅上行。这一判断可能支持美联储将QE3贯穿2013年全年。失业率降至自然失业率附近，仍需要几年时间。美联储、白宫预算办公室和专业机构调查估计当前自然失业率为5.5-6.0%，较危机前（5%）上升，但上升幅度不明显。美联储预计实际失业率在2015年仅降至6.0-6.8%，仍然高于NAIRU水平。从就业增长角度评估，即使乐观估计，非农就业回到危机前，最早也要到2013年底。" 美联储核心成员、副主席杜德利，以及另一位鹰派成员、芝加哥联储主席埃文斯上周发表讲话，强调就业实质和大幅改善，是削减月度购债规模的前提。埃文斯表示支持维持政策宽松较长时间，称只要失业率维持在7%以上，而中期通胀预期低于3%，就应继续提供宽松。

20120925 GS US Daily\_ House Prices\_ Separating the Near-Term from the Long-Run (Shan\_Young) The continuous and widespread house price improvement in 2012 has surprised many, including us, who expected house prices to stay more or less flat in 2012, given the magnitude of the housing cycle and the generally sluggish overall economy. We discuss three particulardrivers behind the stronger than expected house price growth: limited visible housing supply, declining share of distressed sales, and the potential return of the "pent-up" demand.

20120926 bca.bcasr\_sr\_2012\_09\_26 "Barnes:

（Barnes认为QE3的效果不会很好，而且执行条件比较模糊）

We share the widespread view that the latest round if QE will do very little to stimulate the economy. Moreover, while the Fed has been working hard to improve its transparency and communications with the markets, the open-ended nature of QE3 and the lack of any formal guidelines and targets for when policy might change, has created a lot of confusion.

The Fed is in a tough spot. The economy is weak and fiscal stimulus is out of the question, so monetary policy is the only game in town."

"20121001 bca.bca\_mp\_2012\_10\_01

（2012/9/26）" "[全球央行都在积极行动 Central Banks Go On The Offensive]

联储推出无限量QE3，并且明显偏离了Taylor Rule，这意味着联储为了让失业率下降而容忍更大的通胀上升，联储对待通胀与失业之间的tradeoff发生了显著改变。本次QE与以往不同的是，当前通知预期并没有下降。这意味着联储愿意忍受通知的overshoot来换取失业率的下降。

德拉吉表态无限量购买边缘国债。BOJ也加入宽松，增加10万亿资产购买。

[美国增长疲弱, 欧洲衰退加深]

由于投资疲弱, 出口放缓, 去库存, 美国增速放缓到stall speed. 只要避免fiscal cliff，2013年中会复苏。

欧洲衰退加深，核心国家在明显放缓。边缘国家的竞争力有所恢复，因为unit labor cost在下降。" 联储的当前行为，意味着2010s中期将面临着通胀超预期上升的问题。 "[欧洲危机继续缓解，但前景依然不明]

最近欧洲有诸多积极进展：1.德国宪法法院的判决利好ESM。2.荷兰选举结果亲欧。3.ECB这一次没有让市场失望。

但前景依然不明。1.西班牙和意大利不愿意交出主权、签订EFSF的谅解备忘录以此换得ECB指出。2.希腊和三驾马车之间的谈判又遇到困难。3.欧洲领导人们继续为一个欧元区银行联盟而吵架。4.更长期看，西班牙Debt/GDP未来可能仍然上升。（此时太多的人关注Debt/GDP，这是错误逻辑）

德拉吉的confidence trick看起来奏效了，尽管ECB一分钱没有买，边缘国家收益率已经下降了。

德拉吉表态无限量购买边缘国债，这把他自己逼到角落。ECB表示如果财政目标不能达到则会反手卖出这些债券，但所有人——包括边缘国家——都不相信这一点。"

20121001 bca.usis\_wr\_2012\_10\_01 "本次QE3推出以后的美债收益率走势跟QE1和QE2都不一样，本次QE3推出以后，收益率先上升，这是市场本能以为会跟过去一样的，但后来还是下降了。毕竟增长不算强。

当前联储的货币政策反应函数发生变化，这意味着长债收益率将长期保持低位，最早也是2014-2015年才有明显回升了。（但实际上2013年就taper tantrum，就是因为经济太强了）"

20121001 GS US Daily\_ A Closer Look at Business Surveys (1)\_ Getting Real ISM实际上也受到名义价格的影响，因为企业接到的订单是名义计价的。其中只有就业分项并不受到名义值影响。（GS构建了real ISM，但我觉得意义不大。ISM主要还是real的，反而我记得Paul McCulley还专门用ISM+ISM price来构建名义ISM）

20121003 GS US Daily\_ The Risks to Our View (Hatzius) 我们认为增长风险偏下行，主要是来自财政悬崖问题。当前两党都没有退让的迹象，而且在ZLB时期实际上财政乘数比平时更大。

20121008 GS US Daily\_ The Fiscal Cliff\_ Q&A on the Year-End Process (Phillips) "（Fiscal Cliff问题在11月要进入实质性讨论环节了）

Congress will begin to tackle the fiscal cliff November 12, but we do not expect real progress to be made until mid-December, at earliest. In the early stages of debate, public proposals outlining a ""grand bargain"" may become a focus. While a long-term fiscal plan would be a positive development, we continue to remain skeptical that Congress will be able to agree on a broad reform package this year, and expect the fiscal cliff to be resolved either through a shortterm extension (our base case) or a temporary lapse and retroactive extension in early 2013."

20121008 GS US Views\_ Over to the Fiscal Side (Hatzius) 9月的各类增长数据还不错。ISM很好。9月就业数据中，NFP和失业率走势不同。我们认为失业率下降是好消息，但也有噪音因素。

20121008 全球经济周报(全球.经济.周报.研究处.2012-10-08) "[全球增长较好]

9月份非农就业增长11.4万人，温和增长，符合市场预期。此前两个月的数据合计上修8.6万人。美国失业率9月份大幅下降0.3个百分点至7.8%，是2009年1月奥巴马就任总统以来，首次降至8%以下。 但广义失业率U6仍然维持在14.7%的高位，没有下降。此次失业率下降完全来自就业增长的提振。

美国9月份消费者信心、汽车销售、制造业PMI、服务业NMI及失业率月比变动均好于过去3个月（6至8月份）月比平均变动。投资很弱，8月份耐用品订单月比大幅下降13.2%，弱于市场预期，主要受飞机订单迅速减少的拖累，核心资本品订单则小幅回升。8月份经PPI调整后的实际核心资本品订单月比下降0.5%，季比折年大幅下降35.7%。

9月份全球PMI显著反弹，由50.9上升至52.5。美国9月份PMI上升1.9个百分点至51.5，优于预期" "[西班牙压力测试和紧缩方案出台，希腊报告再推迟]

市场方面：国债收益率和银行股价保持稳定，银行CDS和Libor-OIS利差小幅改善。政策基本面：西班牙上修了赤字债务目标，希腊报告再次推迟。综合判断：过去两周，危机处于相对平静阶段。

德、荷、芬三国财长对ESM直接注资西班牙银行持异议，大意是ESM对西班牙银行的注资将会成为西班牙政府债务。三国声明是对6月底峰会重大否定。ESM直接注资银行，将主权风险和银行风险隔离，是6月底峰会最大突破。我们认为，该声明不代表欧盟最终立场，各方仍将就ESM直接注资条件和细节进行激烈博弈，并于近期明确标准。

默克尔本周首次访问希腊，预示着希腊问题将会取得突破。基本情景是，希腊推出大力度紧缩措施，EU弥补新资金缺口或者继续拖延至2013年再决定是否给予希腊第三轮援助。Buy Time或继续拖延是各方都能接受的方案，但从中长期来看，第二轮债务重组可能性仍非常高。

"

20121015 全球经济周报(全球.经济.周报.研究处.2012-10-15) " ESM本周正式运行，欧洲救助机制更加完善。总资本7000亿欧元，其中认缴股本800亿欧元，待缴股本6200亿欧元。

IMF WEO报告对过度紧缩进行了反思。IMF称在估算财政紧缩对经济增长的影响时，财政乘数被系统性低估。

美国消费者信心和小企业信心表现分化。密歇根大学消费者信心指数10月份初值持续上升4.8至83.1，大幅优于预期。9月份小企业信心指数下降0.1至92.8。" "中国对外贸易：出口增速反弹超预期。近期整体需求有所走强。

"

20121016 BAML Global Fund Manager Survey News "BofA Merrill Lynch Fund Manager Survey Finds U.S. Fiscal Cliff Dampens Rising Economic Optimism

“While the U.S. fiscal cliff is a hurdle, growing belief in the global economy could spur a more ‘risk on’ stance from investors,” “The outlook for European equities is improving, eurozone fears are receding and appear largely priced into equity risk premia; core government bonds offer negative real yields so the impetus to rotate into stocks in Europe, as the outlook stabilizes, is profound,” "

20121017 FOMC Tealbook The information we have received since the September Tealbook has mostly surprised us to the upside. Consumer spending appears to be on a faster trajectory entering the fourth quarter, reflecting the surprising strength last month in retail sales and motor vehicle purchases as well as noteworthy improvements in consumer sentiment. In addition, single-family housing starts and permits both jumped in September. And in the labor market, the unemployment rate is reported to have declined a cumulative ½ percentage point from July to September. In contrast, some of the recent news from the business sector has been worrisome. Orders of capital goods remained well below shipments in August, factory output and business sentiment have remained soft, and the latest indicators of nonresidential construction suggest some greater-than-expected pullback in this sector as well. All told, our forecast for the increase in real GDP over the second half of this year has been revised up to an annual rate of 2 percent from 1½ percent in the September Tealbook. And, even after discounting some of the decline in the unemployment rate, we have lowered our current-quarter unemployment projection by ¼ percentage point to 8 percent.