

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

## 一 宏观经济回顾与展望

### ——美联储提高贴现率，扔掉“拐杖”的时候到了

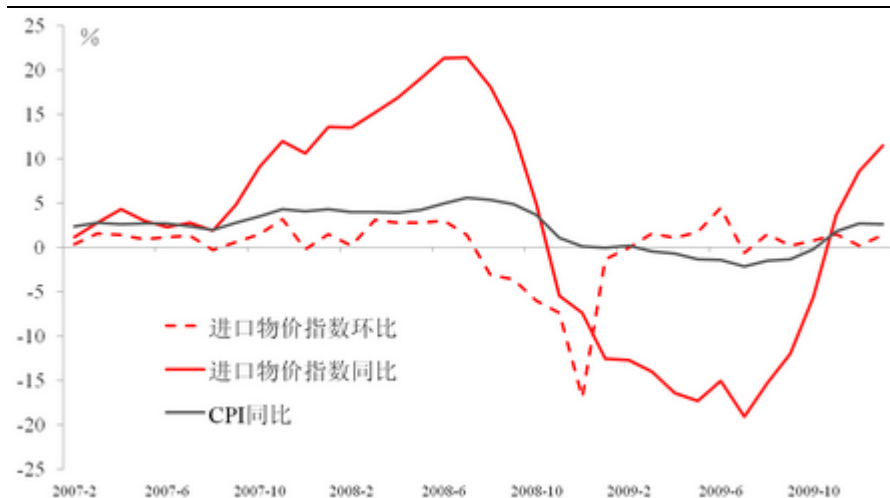
春节期间，国际经济继续在不平衡的轨道上前进。在发达经济体中，美国经济复苏情况最为良好，各项指标均指向美国经济持续回暖。而上周美联储意外上调贴现率，则使那些看空美国经济的投资者大跌眼镜。

联储官员强调，上调贴现率并不意味着货币政策的改变，但我们认为，这只是联储安抚市场的一种表态，因为会议声明显示，有多名成员要求尽早出售联储此前购进的资产。

这些举动表明，联储对经济前景的判断正在迅速转入正面，由已往小心谨慎的温和基调，大踏步的转入自信基调，在联储看来，美国经济已经开始具有自我前进的动能，而不再需要额外的“拐杖”，是时候逐渐扔掉这些“拐杖”了。因此，美联储实施退出措施的步伐，或许比多数投资者的预期都来得要快，美元在3季度加息的可能性上升了。

当然，美联储加息仍将取决于就业市场的好转和通胀压力的变化。我们对美国就业市场仍维持原有的判断，即1季度将出现拐点，而在通胀压力方面，形势似乎变得有些模糊。

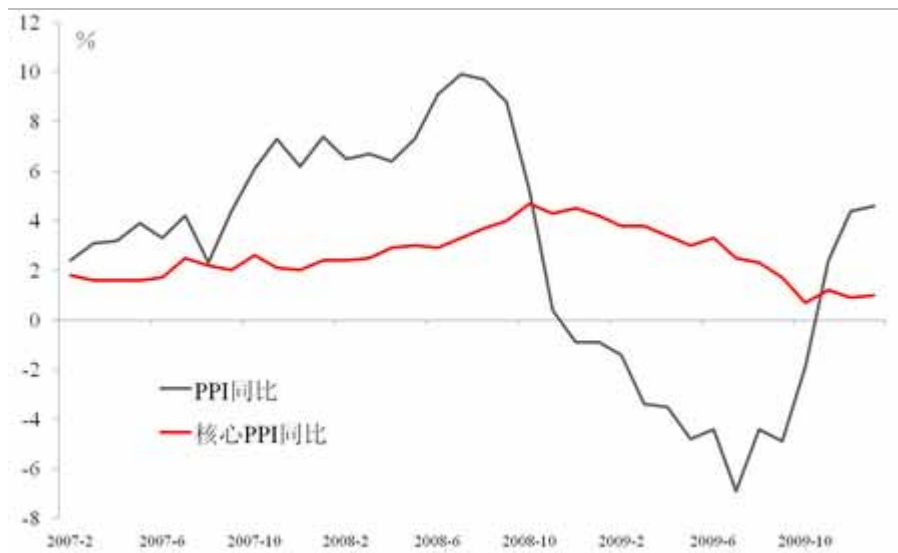
图1：美国进口物价指数与CPI



最新公布的美国1月CPI增速甚至出现了温和回落，这与强劲增长的预期大相径庭，而同期的进口物价指数则继续飙升，目前已追平07年的水平。显然，由于就业市场尚未全面好转，物价上行

的压力并没有在消费市场体现出来。

图2：美国PPI



不过，同期的 PPI 数据却强于预期。显然，美国厂商对经济前景的信心要好于消费者，他们抢在消费者大把花钱之前，购入原材料和上游产品，即购入库存，这也是去年 4 季度美国 GDP 大涨的重要推动力之一。

现在的问题是，如果 PPI 的增速继续快于 CPI，无疑将会挤压厂商的利润，并打击他们继续购入库存的热情。因此，现在所有的问题都回到了就业市场，如果就业市场好转，厂商可以将成本提高的压力——至少在一定程度上——传导给消费者，CPI 增速将会加快，联储将会找到足够支持其加息的理由；反之，CPI 将会继续保持温和增长，联储将会难以抉择，并选择按兵不动。

与美国形成对比的是，欧元区经济的复苏仍在笼罩在主权债的阴影之下，有关欧盟是否出手救助希腊的议题一直没有定论，而另外四国的主权债问题又浮出水面，即所谓的猪仔五国“PIIGS”。

不过，金融市场似乎对这一议题有些麻木，美国经济的良好前景，仍刺激投资者买入商品等高风险资产，并带动商品货币走强。

## 二 美国债券市场

美国债市方面，收益率整体上移，其中 10 年期国债收益率上涨 9 个基点，收于 3.78%；2 年期国债收益率上涨 9 个基点，收于

0.92%。互换利率曲线整体上移，其中 10 年期互换利率上涨 13 个基点，收于 3.91%；2 年期互换利率上涨 11 个基点，收于 1.22%。

图3：国债收益率曲线两周变动

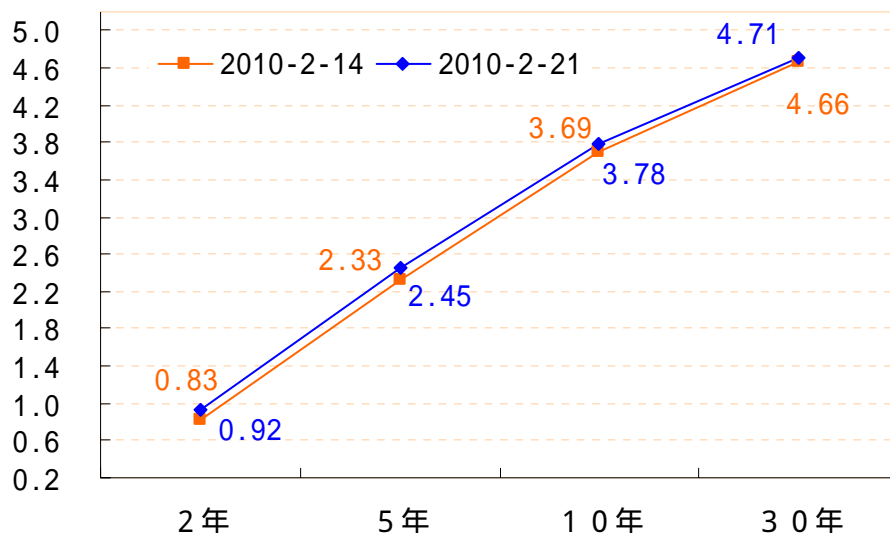
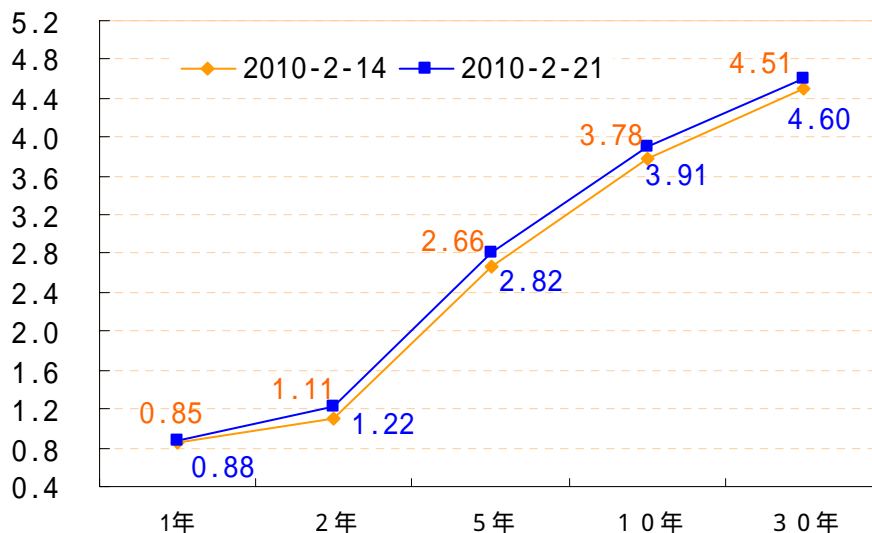


图4：标准互换收益率曲线两周变动



10 年期美债收益率近期强劲上行，已扭转此前跌势。由于联储上调贴现率，及市场对美国经济愈加看好，预计该收益率近期可能维持强势。

技术上，该收益率面临下方上升趋势线与上方压力线的夹击，可能在 3.7-3.9% 区间内波动，突破任何一方意味着更大幅度的波动。上破后测试 4% 的可能性更大。

图5：10年期美债收益率日K线（截至北京时间10年2月21日）



## 三 国际汇市

### 1) 美指多头遇阻，短期回落风险较大

图6：美指周K线图（截至北京时间10年2月21日）



美元指数突破 80 关口后继续上行，一度突破 81。从技术上看，美指自去年 12 月开始的上升趋势线保持良好，当前该趋势线位于 79.30，只要美指不跌破该支撑，可以认为升势不会结束。

不过，从周 K 线图观察，美指连续两周收出星线，其中上周收

出上下影线等长的小阳线，显示多头上攻遇到较强阻力，可视为短期触顶信号。因此，虽然美指涨势强劲，但我们预计其涨势可能告一段落，短期内回落风险较大，回落目标可参考前面提及的上升趋势线。

支撑位：80.00、79.30、78.40

阻力位：81.80、82.50、83.20

## 2) 中国抛售美债的可能性不大

图7：人民币即期汇率（黑）与1年期NDF汇率（红）



春节前一周，人民币即期汇率大幅波动，盘中一度升破 6.83，但这可能是节前市场清淡，部分大型公司购汇所导致的正常波动，而 NDF 市场则整体保持稳定。

有消息指中国在去年 12 月减持美债，持有美债规模由第一降至第二，并有投资者推测这与近期中美关系紧张有关。

我们不认为中美关系紧张是中国减持美债的主要原因，同时我们也不认为中国正在抛售美国国债。

从美国公布的海外资本流入数据看，中国大幅削减了短期美债的持有量，从 2009 年 5 月的峰值 2131 亿美元降至 12 月的 724 亿

美元，占比从 26.6% 降至 9.6%，从历史数据可以发现，与其说是中国减持短债，不如说是头寸的正常调整，因为在通常情况下，中国持有美债的比例不会高于 10%，甚至低于 8%，在 2008 年秋季金融危机爆发后，包括中国在内的全球资金短期内大量增持美国短债以进行避险，当时的新债拍卖甚至创出负收益率，去年春季后，金融危机逐渐趋于结束，于是中国放弃这一策略，短债到期后不再重新购入，故造成持有短债大幅下降的现象。

实际上，在过去 3 个季度，中国对美国长债的持有量从 5884 亿美元大幅增加到 6830 亿美元，考虑到中国持有美债的总量略有下降，则其增持长债的规模更为巨大，这表明，中国并未放弃投资美债的策略，而且随着美国经济率先复苏，中国更加看好美国的偿付能力，加大了对美国长债的投资。

从流动性和安全性的角度考虑，除了美国国债市场，几乎不存在能够容纳中国巨大外储资金的市场，因此，继续投资美债，是中国无法放弃的选择。

### 3) 欧元本周存在反弹机会

图8：欧元周K线图（截至北京时间10年2月21日）



欧元在春节期间继续下跌，最低跌至 1.3442，跌势凌厉，未见

到底部迹象，自去年 12 月初开始的下降压力线保持稳固，当前该压力线位于 1.40，只要欧元不升破该水位，则跌势将不会结束。

不过，从周 K 线图观察，欧元上周收出十字星线，显示空方进攻遇阻，预计本周欧元存在反弹机会，但反弹规模难下定论。

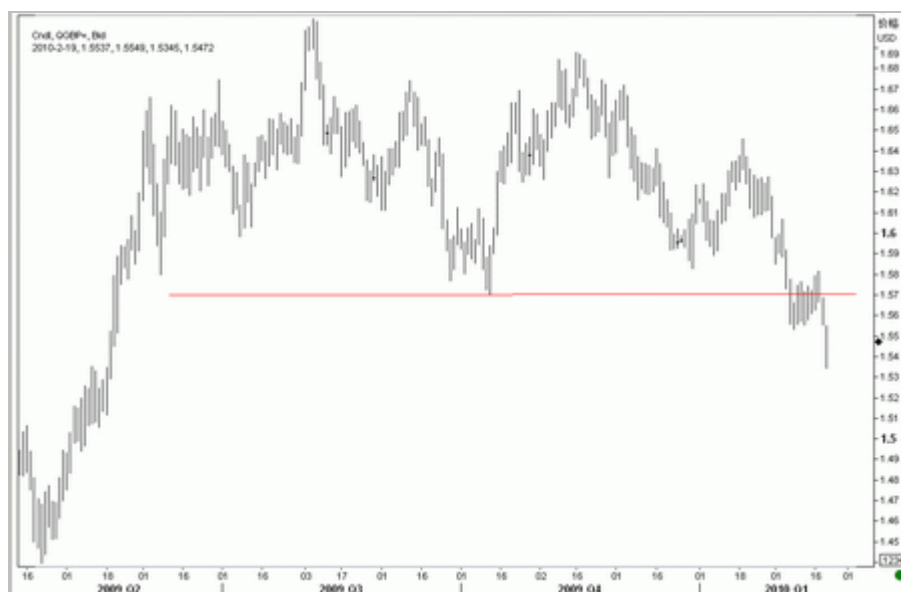
多头追反弹风险较大，在突破 1.40 前建议观望，空头应谨防欧元反弹侵蚀利润或触及止损，可候关键阻力入场做空。

支撑位：1.3530、1.3440、1.3330

阻力位：1.3790、1.4000、1.4200

## 4) 英国经济前景暗淡拖累英镑

图9：英镑日K线图（截至北京时间10年2月21日）



英国近期公布的零售数据意外疲软，跌幅坏于预期，市场因此对英国经济前景感到担忧，甚至担心 1 季度英国重陷衰退，英国央行亦有可能扩大资产购买规模。

在这一预期打压下，英镑在经历了小幅振荡反弹后再度大幅下挫，盘中一度跌至 1.5345。从技术上来看，英镑走势符合大 M 顶成立后的技术规范，目前仍维持看空，预计仍有测试 1.5 甚至更低价位的风险。

支撑位：1.5340、1.5070、1.4960

阻力位：1.5540、1.5700、1.5820

## 5) 美元/日元将测试关键阻力

美元/日元近期强劲上扬，可能受到美元走强与美债收益率上行的影响。从周线图来看，美元/日元很快将测试自2007年开始的长期下降压力线，该压力线较为关键，目前位于92.60，一旦有效突破，将打开上试100关口的空间，否则可能继续陷于区间波动。

图10：美元/日元周K线图（截至北京时间10年2月21日）



支撑位：90.60、89.10、88.50

阻力位：92.60、93.70、94.30

## 6) 商品走高带动澳元反弹

商品市场持续走高，带动澳元出现强劲反弹，一度重返0.9关口。从技术上来看，此前澳元构筑的大型双顶形态已经失效汇价已重新站上颈线位，中期走势不甚明朗，短期可能略为偏强，建议中线观望，待方向明确后再行入场，激进投资者可考虑逢低做多短线，但要注意设好止损。



## 金融市场数据简报

(2010年2月20日)

### 一、货币市场利率

	美元 LIBOR	英镑 LIBOR	欧元 LIBOR	日元 LIBOR	澳元 LIBOR	加元 LIBOR	港币 HIBOR	人民币 SHIBOR
隔夜	0.1725	0.5288	0.2831	0.1175	3.8300	0.2633	0.0300	
1周	0.2088	0.5263	0.3125	0.1313	3.8850	0.2700	0.0486	
1个月	0.2288	0.5375	0.3856	0.1556	3.9500	0.3000	0.0696	
3个月	0.2519	0.6444	0.6063	0.2538	4.1125	0.4108	0.1300	
6个月	0.3953	0.8688	0.9169	0.4544	4.3950	0.7017	0.2400	
9个月	0.6322	1.0969	1.0763	0.6025	4.7650	1.0000	0.3900	
1年	0.8775	1.2963	1.2119	0.6819	5.0125	1.2500	0.5500	

### 二、基准掉期利率 (ISDAFIX)

	美元	日元	欧元	英镑	瑞士法郎	港元
2年	1.2220	0.9040	1.5700	1.6250	0.7260	4.7600
5年	2.8200	1.1490	2.5800	3.0650	1.5680	4.9580
10年	3.9120	1.6240	3.4550	4.0090	2.3900	5.0680
30年	4.5990	2.4012	3.8330			
5 - 2年	1.5980	0.2450	1.0100	1.4400	0.8420	0.1980
10 - 2年	2.6900	0.7200	1.8850	2.3840	1.6640	0.3080
30 - 2年	3.3770	1.4972	2.2630			

### 三、国债基准利率

	美国	英国	德国	日本	加拿大	澳大利亚	香港	人民币
2年	0.9198	1.1450	0.9990	0.1690	1.3400	4.6600	0.8180	
5年	2.4525	2.9840	2.2310	0.5170	2.5200	5.2500	2.0510	2.9700
10年	3.7764	4.2730	3.1980	1.3400	3.4620	5.6250	3.1520	3.5091
30年	4.7051	4.6870	3.9210	2.3520	4.0660			
5 - 2年	1.5327	1.8390	1.2320	0.3480	1.1800	0.5900	1.2330	
10 - 5年	1.3239	1.2890	0.9670	0.8230	0.9420	0.3750	1.1010	0.5391
30 - 5年	2.2526	1.7030	1.6900	1.8350	1.5460			

### 四、美国信用市场收益率比较

	AAA	AA	A	BBB	AAA-国债	AA-国债	A-国债	BBB-国债
2年	1.279	1.747	2.073	2.152	0.359	0.827	1.153	1.232
5年	2.990	3.677	4.127	4.886	0.538	1.225	1.675	2.434
10年	4.440	5.272	5.510	6.414	0.664	1.496	1.734	2.638
5-2年	1.711	1.930	2.054	2.734	0.178	0.397	0.521	1.201
10-5年	1.450	1.595	1.383	1.528	0.126	0.271	0.059	0.204
10-2年	3.161	3.525	3.437	4.262	0.304	0.668	0.580	1.405

## 五、 每周汇市表现

即期汇率	最近价	52周最高价	最高价日期	52周最低价	最低价日期	上周收盘价	上月收盘价	上年收盘价	自年初升值幅度
欧元	1.3613	1.5144	2009-11-25	1.2457	2009-3-4	1.3632	1.3863	1.4321	-4.944
日元	91.52	101.45	2009-4-6	84.83	2009-11-27	89.97	90.27	93.01	1.628
人民币	6.8333	6.8472	2009-3-3	6.8108	2009-5-5	6.8333	6.8268	6.8270	-0.092
英镑	1.5473	1.7043	2009-8-5	1.3657	2009-3-11	1.5701	1.5986	1.6170	-4.310
澳元	0.8988	0.9406	2009-11-16	0.6287	2009-3-4	0.8878	0.8838	0.8977	0.123
加元	1.0391	1.3065	2009-3-9	1.0207	2009-10-15	1.0503	1.0704	1.0532	1.357
港币	7.7656	7.7768	2010-1-27	7.7486	2009-3-25	7.7703	7.7645	7.7543	-0.146
新加坡元	1.4118	1.5581	2009-3-3	1.3780	2009-11-25	1.4117	1.4073	1.4049	-0.489
台币	32.089	35.2530	2009-3-3	31.695	2010-1-15	32.063	31.941	31.985	-0.324
韩元	1160.50	1597.45	2009-3-6	1117.40	2010-1-11	1151.40	1161.65	1164.00	0.302
卢布	30.013	36.3781	2009-3-4	28.627	2009-11-11	30.203	30.348	30.035	0.075
美元	80.553	89.6240	2009-3-4	74.170	2009-11-26	80.218	79.462	77.860	3.459

## 六、 主要远期汇率

主要远期汇率	最近价	1周	1个月	3个月	6个月	9个月	1年	2年	3年	4年	5年
欧元	1.3613	1.3613	1.3612	1.3611	1.3606	1.3601	1.3600	1.3644	1.3745	1.3879	1.4022
日元	91.52	91.52	91.51	91.47	91.41	91.28	91.09	89.49	86.83	83.70	80.57
人民币	6.8333	6.8280	6.8120	6.7825	6.7410	6.6990	6.6476	6.4160	6.3134	6.2109	6.1080
英镑	1.5473	1.5472	1.5469	1.5463	1.5454	1.5448	1.5443	1.5439	1.5435	1.5452	1.5492
澳元	0.8988	0.8982	0.8963	0.8904	0.8813	0.8720	0.8628	0.8304	0.8063	0.7843	0.7665
加元	1.0391	1.0392	1.0392	1.0393	1.0394	1.0402	1.0412	1.0449	1.0463	1.0457	1.0436
港币	7.7656	7.7652	7.7641	7.7608	7.7563	7.7515	7.7471	7.7211	7.6923	-	-
新加坡元	1.4118	1.4118	1.4120	1.4126	1.4132	1.4135	1.4136	-	-	-	-
台币	32.089	32.024	31.944	31.764	31.509	31.334	31.154	-	-	-	-
韩元	1160.50	1157.19	1153.00	1155.00	1158.03	1165.80	1164.60	1183.50	1199.00	1207.50	1213.50
卢布	30.013	30.098	30.734	31.138	30.661	31.060	31.463	33.045	34.545	35.960	37.532

## 招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2010年2月20日)

期限	人民币 NDF 最近价	人民币升值幅度	人民币升值幅度折年率	美元掉期利率	人民币货币互换回报率	人民币掉期利率
现价	6.8333			0.150%		1.980%
7 天	6.8235	0.143%	7.478%	0.209%	-7.269%	2.090%
1 个月	6.8120	0.312%	3.741%	0.229%	-3.512%	2.100%
3 个月	6.7825	0.743%	2.974%	0.252%	-2.722%	1.900%
6 个月	6.7400	1.365%	2.731%	0.395%	-2.335%	1.980%
1 年期	6.7010	1.936%	2.581%	0.632%	-1.949%	2.140%
2 年期	6.6465	2.734%	2.734%	0.878%	-1.856%	2.310%
3 年期	6.4160	6.107%	3.008%	1.214%	-1.795%	2.930%
4 年期	6.2230	8.931%	2.893%	1.851%	-1.042%	3.350%
5 年期	6.1980	9.297%	2.247%	2.370%	0.123%	3.610%

### 编制说明：

- 1、为了及时评估与准确预测人民币市场利率和人民币汇率的走势，我行特编制人民币货币互换回报率监测表，并每周通过《招银汇市评论》予以公布。
- 2、假定人民币货币互换通过人民币 NDF（即境外非本金交割的远期结售汇）市场对冲人民币与美元的汇率风险，以美元 LIBOR 和 SWAP 利率作为美元收益率的基准，在此基础上计算人民币与美元互换的回报率。
- 3、通过比较人民币货币互换回报率和境内人民币掉期利率的高低，我们将能判断人民币升值压力的大小。如果人民币货币互换回报率高于境内人民币掉期利率，则应持有美元；如果人民币货币互换回报率低于境内人民币掉期利率，则应持有人民币。
- 4、值得注意的是，人民币实际升值幅度并不和人民币 NDF 市场保持一致。通过人民币 NDF 市场进行套期保值并非最佳做法。如果不通过人民币 NDF 市场套期保值，保留相应的风险敞口，你可能获得更高的人民币货币互换回报率，但要承担人民币过度升值的风险。
- 5、上述人民币货币互换回报率监测表仅供投资参考，在实际投资过程中，必须结合更多的市场信息，才能作出最佳的投资决策。

## 招商银行人民币贸易加权汇率指数

(2010年2月20日)



	2009-12-31	2010-2-15	2010-2-16	2010-2-17	2010-2-18	2010-2-19
招银人民币贸易 加权汇率指数	118.4159	119.0026	118.5876	118.9433	119.2299	119.1215

### 编制说明：

1、为了监测人民币兑国际主要货币的涨跌情况，反映我国进出口的汇率条件，我行特编制了招商银行人民币贸易加权汇率指数，并每周通过《招银汇市评论》予以公布。

2、招商银行人民币贸易加权汇率指数是对人民币兑中国十大贸易伙伴货币的汇率进行指数化并加权制作而成，加权的权重采用上年度的中国十大贸易伙伴的进出口额在中国进出口总额的比重，其中，美元的权重是中美进出口额在中国进出口总额的比重与非十大贸易伙伴的进出口在中国进出口总额的比重之和；东盟的货币以新加坡元作为代表。每当权重调整时，我们对人民币贸易加权汇率指数进行适当的平滑处理。

3、招商银行人民币贸易加权汇率指数的基期设定为2005年1月3日，即2005年1月3日的人民币贸易加权汇率指数为100。2006年12月29日，人民币贸易加权汇率指数指数值为107.2492点，则意味着人民币兑中国十大贸易伙伴货币相对于基期升值了7.2492%。

4、招商银行人民币贸易加权汇率指数通过路透信息网络(Reuters)、彭博信息网络(Bloomberg)、中国债券信息网(<http://www.chinabond.com.cn>)和招商银行一网通(<http://www.cmbchina.com>)等信息平台发布。其中，路透的报价代码为CMBCNYIG；彭博的报价窗口为CNMB。

## 重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我公司就不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本公司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表招商银行，或任何其附属或联营公司的立场。本公司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

**招商银行版权所有。保留一切权利。**