

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

一 宏观经济回顾与展望

——退潮后裸泳的人都有谁？

整个2月份，外汇市场美元继续独占鳌头，而欧元则在主权债危机的打击下溃不成军，自去年12月本轮跌势启动以来，欧元已贬值了10%。

欧元区主权债危机的影响力，已经大大超出了投资者最初的预期，债务危机已从希腊蔓延至PIIGS，即“猪仔五国”，虽然其他四国的形势尚不如希腊危急，但也是摇摇欲坠。经过近期走马灯似的一系列救援会议和运作后，债务危机的形势似乎有些混乱，在此简单为投资者梳理一下。

此次主权债危机，实际上是欧元区自酿的苦果。根据规定，加入欧元区后，成员国将丧失独立的货币政策决定权，统一由欧洲央行来执行，而成员国间经济发展的不平衡，以及经济周期的差异，导致统一的货币政策无法达到普适效果，统一的欧元又无法使经济较差的成员国通过贬值本币来缓解危机，迫使他们不得不加大对财政政策的运用，便出现财政赤字激增，大大超出欧盟规定的3%的上限。此轮经济危机，使得这些国家经济雪上加霜，债务清偿力下降，退潮后裸泳的人出现了。

IMF已经表达了救助希腊的愿望，但欧元区不愿借助IMF等外力，因为这会导致对欧元区制度的质疑，但在欧元区内部，目前分歧非常大。根据规定，欧洲央行不可以进行救助，那么希腊的救助资金最有可能来自于其他国家的财政能力，这显然会削弱他国刺激经济的空间，因此，以德国为代表的富国目前对救助并不积极，希腊也只能坚称自己挺得过去。实际上到目前为止，希腊债务危机仍处于自生自灭的阶段，并没有获得任何可行的救助措施。

希腊的债务在4、5月间会出现一波集中到期，如果到时不能筹措到足够资金，才是危机真正爆发的时候，欧元将会受到更为猛烈的冲击。但即使希腊能够挺过这场危机，也不代表欧元可以转危为安，余下的几国皆有可能爆发危机，特别是陷入严重经济衰退的西班牙，失业率高达19%，其需要的救助资金将会数倍于希腊，欧元区届时可能无法自己消化这笔庞大的费用，不得不求助于外部力量。一旦出现这种局面，才是欧元面对的真正考验。

而在近期，主权债危机似乎有蔓延到欧洲大陆以外的迹象，英

国的公共债务飙升已经引起了市场的担忧，据称索罗斯再次大举做空英镑，英镑危机难道会再次重演吗？

与欧洲相比，美国的形势就乐观的多了，上周公布的去年4季度GDP修正值，自5.7%上修至5.9%。在这种情况下，虽然联储官员频繁出面平息加息预期，但似乎市场并不买账，在如此良好的数据面前，投资者越来越倾向于美联储会提前加息。

二 美国债券市场

图3：国债收益率曲线两周变动

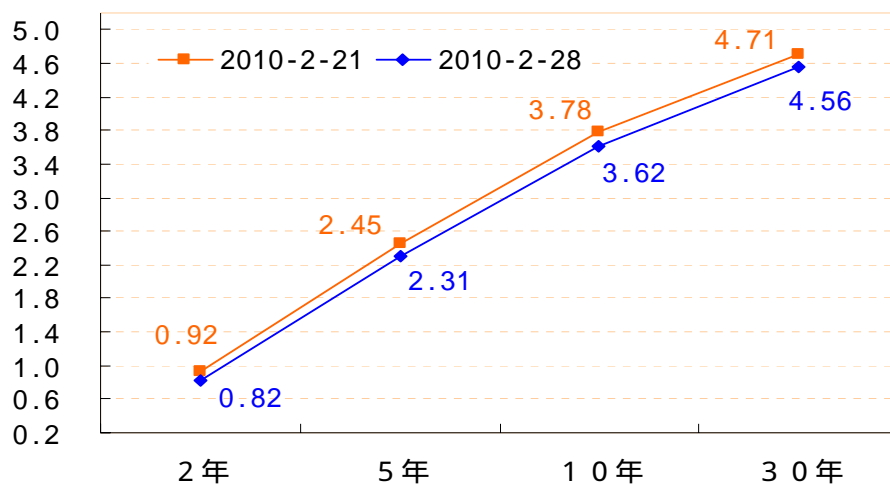
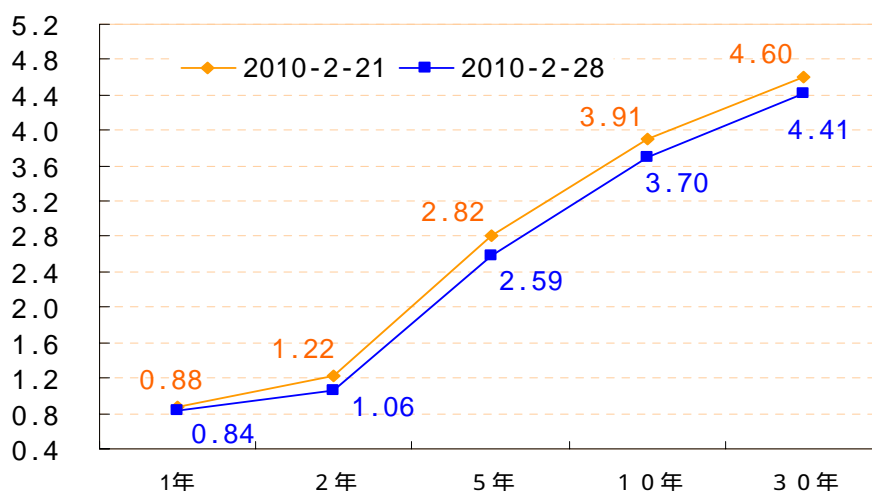


图4：标准互换收益率曲线两周变动



美国债市方面，收益率整体下移，并有轻微平坦化趋向，其中10年期国债收益率下跌16个基点，收于3.62%；2年期国债收益

率下跌 10 个基点，收于 0.82%。互换利率曲线整体下移，其中 10 年期互换利率下降 21 个基点，收于 3.70%；2 年期互换利率下降 16 个基点，收于 1.06%。

10 年期美债收益率上周大幅回落，已经跌破了去年 4 季度开始的上升趋势线，短期有向下的压力。但是由于市场比较认可美联储会提前加息，因此估计向下的空间有限，近期该收益率料以区间振荡为主，振荡区间在 3.45-3.90%，对任何方向的突破意味着进一步运行的空间被打开，但在美国经济强劲复苏的形势下，未来该收益率将偏于上行。

图5：10年期美债收益率日K线（截至北京时间10年3月1日）



三 国际汇市

1) 美指可能继续整理，但涨势不变

美元指数上周陷入高位横盘整理，短期方向不明。从技术上来看，我们预期中的调整应该已经展开，美指似有时间换空间的倾向，用横盘的方式来进行调整。

短期来看，美指仍有横盘或振荡回落的风险，有可能会跌向去年年底开始的上升趋势线寻求支撑，当前该趋势线位于 79.50，破可视为见顶信号。

只要美指不跌破这里，则涨势料将维持不变，有继续向上的空

间，因此仍可采取逢低买进美元的思路。

图6：美指日K线图（截至北京时间10年3月1日）



支撑位：79.50、79.30、78.40

阻力位：81.40、81.80、82.50

2) 人民币一次性升值传闻不可信

图7：人民币即期汇率（黑）与1年期NDF汇率（红）



近期，市场有传言称人民币会进行一次性升值，我们对此表示

强烈怀疑。

首先，这不符合中国领导人以往做出的不再进行行政性调整表态；其次，一旦出现一次性升值，将会有一批劳动密集型企业集中破产，经济运行将难以承受其冲击；第三，一次性升值无法迫使热钱流出，因热钱会期待下一次升值，且一旦热钱认为升值到位，可能出现集中流出，将对金融体系的稳定构成威胁；第四，目前中国并未见到高通胀，以及高通胀的前景，依靠升值来抵消输入型通胀时机未到；最后，中国目前已经建立起了中间价浮动制度，完全可以依靠中间价的调整来达到升值的目的，一次性升值是完全没有必要的举动。

由于两会召开在即，我们认为人民币汇率近期会继续维持稳定，不存在一次性升值或渐进升值的可能性。

3) 欧元有反弹机会，但下行风险不变

图8：欧元日K线图（截至北京时间10年3月1日）



短期来看，欧元已触及我们在2月初设定的1.34的目标位，且跌幅巨大，超卖严重，短线或有机会寻获支撑，但只要不升破1.3850，欧元的跌势就无法得到扭转，后市继续跌向1.30甚至更低价位的风险就一直存在。在债务危机得不到有效化解前，我们维持看淡欧元的大方向不变。

建议投资者不要贸然做多，仍可坚持逢高沽空的思路。

支撑位：1.3440、1.3330、1.3200

阻力位：1.3740、1.3850、1.4000

4) 英镑下行趋势不改

图9：英镑日K线图（截至北京时间10年3月1日）



英镑走势也较为疲软，维持大M顶形态成立后大幅下挫的趋势，目前看尚未见到底部迹象，周图指标均指向继续走软。有关英国债务飙升，可能步希腊等国后尘的担忧日渐升温，预计这将不断损害英镑前景。

短期来看，英镑仍将振荡下行，1.50失守后可能跌向M顶目标位1.46，建议继续逢高做空。

支撑位：1.5000、1.4810、1.4630

阻力位：1.5300、1.5430、1.5520

5) 美元/日元测试关键阻力失败

美元/日元测试3年来的长期下降压力线失败，短线大幅下挫，

显示目前多头力量不足。短期来看，美元/日元可能会再次陷入88-92的振荡区间，短期趋势不甚明朗，建议观望。

图10：美元/日元日K线图（截至北京时间10年3月1日）

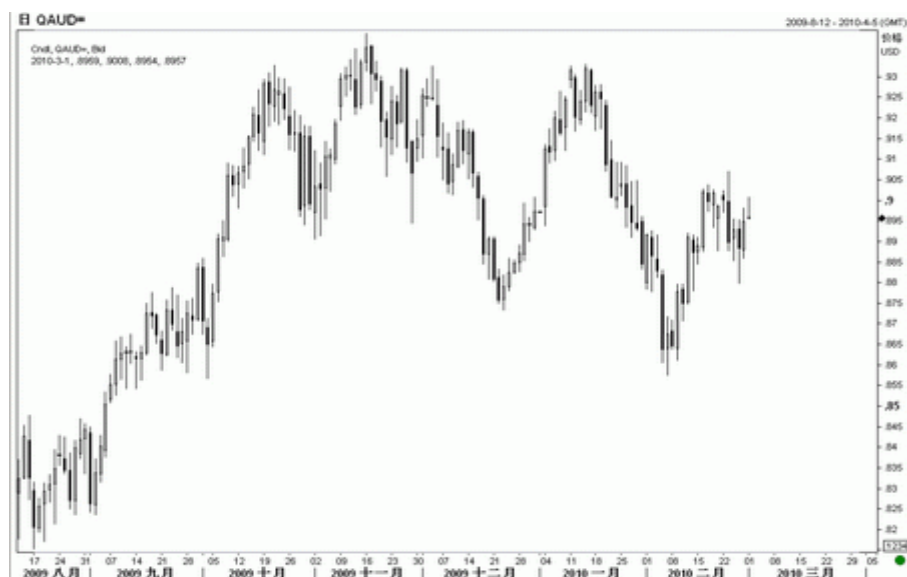


支撑位：88.50、88.00、87.30

阻力位：90.40、92.10、93.70

6) 澳元料继续区间振荡

图11：澳元日K线图（截至北京时间10年3月1日）



商品市场坚挺继续带动澳元坚挺，澳元上周陷入振荡整理，短线方向不明，天图 KD 指标低位金叉，支持汇价走高，但上方面临多个阻力位的压制，近期可能仍会维持区间振荡，建议观望。

支撑位：0.8800、0.8730、0.8580

阻力位：0.9070、0.9190、0.9330

金融市场数据简报

(2010年3月1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	0.1738	0.5300	0.2825	0.1163	3.8300	0.2600	0.0300	1.4315
1周	0.2069	0.5281	0.3075	0.1288	3.9000	0.2833	0.0476	1.6642
1个月	0.2288	0.5388	0.3825	0.1569	3.9900	0.3067	0.0693	1.8561
3个月	0.2517	0.6425	0.6013	0.2531	4.1475	0.4000	0.1300	1.9443
6个月	0.3869	0.8681	0.9125	0.4531	4.4225	0.6983	0.2500	2.0153
9个月	0.6038	1.0981	1.0688	0.6013	4.7800	0.9983	0.4000	2.1531
1年	0.8394	1.2956	1.1963	0.6806	5.0525	1.2500	0.5686	2.3501

二、基准掉期利率 (ISDAFIX)

	美元	日元	欧元	英镑	瑞士法郎	港元
2年	1.0600	0.9040	1.4460	1.5420	0.6830	4.7600
5年	2.5900	1.1490	2.4560	2.9240	1.5130	4.9580
10年	3.6950	1.6240	3.3590	3.9100	2.3250	5.0680
30年	4.4120	2.4012	3.7420			
5 - 2年	1.5300	0.2450	1.0100	1.3820	0.8300	0.1980
10 - 2年	2.6350	0.7200	1.9130	2.3680	1.6420	0.3080
30 - 2年	3.3520	1.4972	2.2960			

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	0.8236		0.8590	0.1650	1.2860	4.5800	0.6470	
5年	2.3134	2.7350	2.1290	0.5080	2.4920	5.1400	1.7090	2.9364
10年	3.6211	4.0310	3.1090	1.3140	3.3950	5.4950	2.7670	3.4845
30年	4.5614	4.5740	3.8570	2.3150	4.0220			
5 - 2年	1.4898	#VALUE!	1.2700	0.3430	1.2060	0.5600	1.0620	
10 - 5年	1.3077	1.2960	0.9800	0.8060	0.9030	0.3550	1.0580	0.5481
30 - 5年	2.2480	1.8390	1.7280	1.8070	1.5300			

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	1.151	1.617	1.956	2.137	0.327	0.793	1.132	1.313
5年	2.863	3.460	3.984	4.762	0.550	1.147	1.671	2.449
10年	4.223	4.960	5.431	6.272	0.602	1.339	1.810	2.651
5-2年	1.712	1.843	2.028	2.625	0.222	0.353	0.538	1.135
10-5年	1.360	1.500	1.447	1.510	0.052	0.192	0.139	0.202
10-2年	3.072	3.343	3.475	4.135	0.275	0.546	0.678	1.338

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	1.3593	1.5144	2009-11-25	1.2457	2009-3-4	1.3631	1.3863	1.4321	-5.083
日元	89.19	101.44	2009-4-6	84.83	2009-11-27	88.97	90.27	93.02	4.294
人民币	6.8263	6.8472	2009-3-3	6.8108	2009-5-5	6.8260	6.8268	6.8270	0.010
英镑	1.5158	1.7043	2009-8-5	1.3657	2009-3-11	1.5238	1.5986	1.6170	-6.259
澳元	0.8962	0.9406	2009-11-16	0.6287	2009-3-4	0.8954	0.8838	0.8977	-0.167
加元	1.0529	1.3065	2009-3-9	1.0207	2009-10-15	1.0517	1.0704	1.0532	0.029
港币	7.7625	7.7768	2010-1-27	7.7486	2009-3-25	7.7626	7.7645	7.7543	-0.106
新加坡元	1.4055	1.5581	2009-3-3	1.3780	2009-11-25	1.4064	1.4073	1.4049	-0.043
台币	32.034	35.2530	2009-3-3	31.695	2010-1-15	32.072	31.941	31.985	-0.153
韩元	1154.00	1597.45	2009-3-6	1117.40	2010-1-11	1159.85	1161.65	1164.00	0.867
卢布	29.949	36.3781	2009-3-4	28.627	2009-11-11	30.013	30.348	30.035	0.289
美元	80.548	89.6240	2009-3-4	74.170	2009-11-26	80.362	79.462	77.860	3.452

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	1.3593	1.3593	1.3592	1.3591	1.3586	1.3582	1.3580	1.3617	1.3697	1.3805	1.3926
日元	89.19	89.19	89.18	89.15	89.09	88.99	88.83	87.89	85.09	82.24	79.26
人民币	6.8263	6.8226	6.8084	6.7689	6.7234	6.6856	6.6449	6.4224	6.3082	6.1940	6.0794
英镑	1.5158	1.5157	1.5154	1.5149	1.5140	1.5132	1.5125	1.5108	1.5108	1.5135	1.5172
澳元	0.8962	0.8956	0.8931	0.8875	0.8783	0.8690	0.8596	0.8261	0.8007	0.7780	0.7597
加元	1.0529	1.0529	1.0529	1.0530	1.0533	1.0540	1.0550	1.0596	1.0626	1.0644	1.0593
港币	7.7625	7.7621	7.7606	7.7577	7.7529	7.7485	7.7440	7.7180	7.6973	7.6200	7.5335
新加坡元	1.4055	1.4056	1.4058	1.4062	1.4073	1.4071	1.4073	-	-	-	-
台币	32.034	32.011	31.944	31.759	31.521	31.329	31.126	-	-	-	-
韩元	1154.00	1160.50	1155.10	1160.00	1162.40	1164.11	1172.00	1179.15	1196.15	1215.00	1214.15
卢布	29.949	30.048	30.063	30.245	30.609	31.015	31.414	32.960	34.425	36.000	37.530

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2010年3月1日)

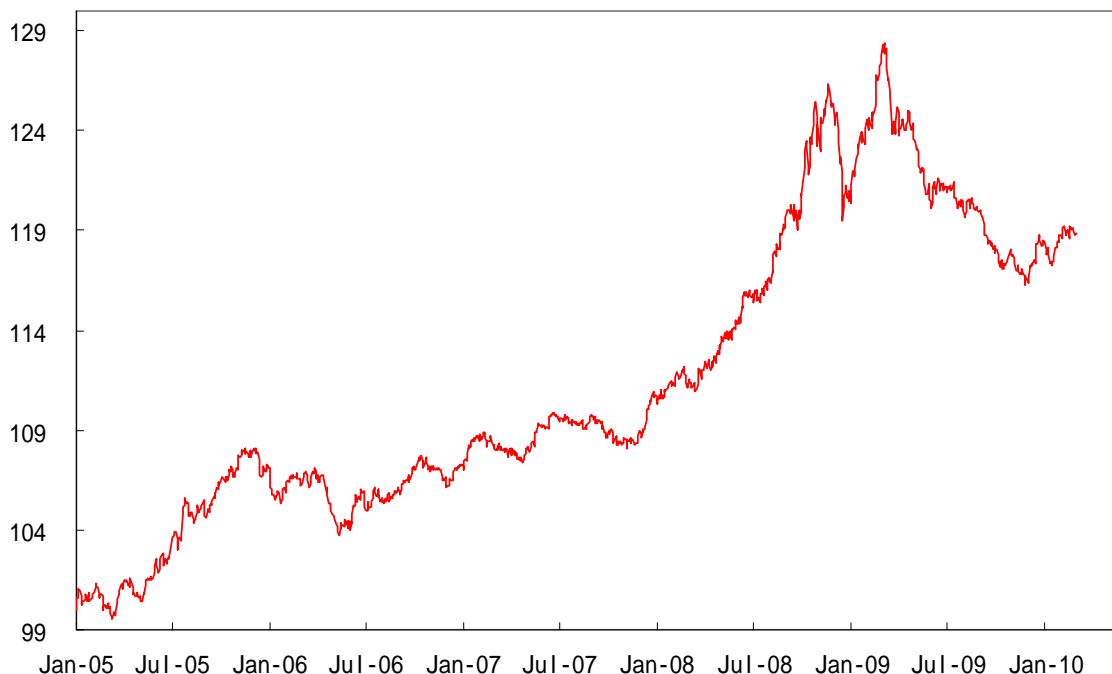
期限	人民币 NDF 最近价	人民币升值幅度	人民币升值幅度折年率	美元掉期利率	人民币货币互换回报率	人民币掉期利率
现价	6.8263			0.150%		1.439%
7 天	6.8230	0.048%	2.521%	0.207%	-2.314%	1.670%
1 个月	6.8085	0.261%	3.129%	0.229%	-2.900%	1.700%
3 个月	6.7690	0.839%	3.358%	0.252%	-3.106%	1.825%
6 个月	6.7235	1.506%	3.012%	0.387%	-2.625%	1.940%
1 年期	6.6857	2.060%	2.746%	0.604%	-2.142%	2.125%
2 年期	6.6450	2.656%	2.656%	0.839%	-1.817%	2.283%
3 年期	6.4225	5.915%	2.915%	1.065%	-1.850%	2.840%
4 年期	6.1350	10.127%	3.268%	1.675%	-1.593%	3.238%
5 年期	6.2000	9.175%	2.219%	2.193%	-0.026%	3.523%

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3月1日)



	2009-12-31	2010-2-22	2010-2-23	2010-2-24	2010-2-25	2010-2-26
招银人民币贸易 加权汇率指数	118.4159	119.0441	119.1037	119.0902	119.0317	118.8182

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。