

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

## 一 宏观经济回顾与展望

### ——人民币中间价异动是升值信号吗？

上周市场暂时性的缺少主导因素，欧洲主权债危机的紧急程度有所下降，继希腊成功发行国债之后，葡萄牙也于上周成功发行债券，在市场看来，暂时还看不到黑云压城的局面。

本周欧盟将举行会议，具体讨论是否对希腊进行援助，目前市场比较看好，因希腊自身已做出了很多让步，使其达到接受援助的标准，不过，欧洲第一大经济体德国至今仍未表态，这为援助希腊的前景蒙上了一层阴影。

美联储也将在本周举行议息会议，看点是联储对会后的政策声明做出多大程度的调整，市场对美元加息的预期已处于敏感期，任何细枝末节的措辞调整都可能引发剧烈波动。

上周美国公布的1月贸易赤字小幅收窄至373亿美元，原因是石油进口创下新低，不过，美国对中国仍维持可观的逆差，几乎占到全部贸易赤字的一半。对此，奥巴马罕见的直接对汇率进行评论，要求人民币进一步升值。

几天之后，中国总理温家宝在记者会上明确做出了回应，“人民币币值没有被低估”，并强调用强迫手段压迫人民币升值是不对的。显然，认为人民币会大幅升值或一次性升值的人再次押错了筹码。

如果从经济层面观察的话，人民币确实不存在升值的可能：

1) 中国出口仍处在恢复阶段，“新植之木不可摇其根”，尽管近几个月出口同比大幅增长，但这主要是基于去年的低基数效应，而非扩张性增长，同时也应注意到出口连续两个月环比下滑的现象；

2) 外需的前景仍不明朗，目前除美国外，主要发达经济体的复苏都不是很理想，而最大的出口目的地欧盟还面临主权债危机的考验；

3) 中国的贸易顺差在持续收窄，2009年顺差较2008年下降了30%，而今年2月的顺差则是3年来最低（剔除经济危机对2009年的影响），中国的贸易失衡正在不断改善当中；

4) 尽管中国2月CPI涨幅加快，但我们判断年内通胀水平不

会超过 4%，而全球的产能过剩，也将限制大宗商品价格的上涨空间，因此通过人民币升值来对冲输入型通胀的压力不大；

5) 美元近期的大幅走强，在一定程度上缓解了人民币升值的压力。

但是，值得关注的是，人民币中间价自 2 月 25 日以来，出现连续高开，自 6.8271 升至 6.8261，虽然幅度不大，但却是 2009 年 5 月以来的新高。同时，中间价的变化表现出不同于以往的一些特点，比如，在此前近一年的时间里，人民币中间价更为市场化，与美元指数具有一定相关性，即会在一定程度上反映美元在国际市场的强弱，但近期则出现明显不相关，2 月底以来，美元指数维持整理，但人民币中间价连续高开，这是否是重启升值的信号？

图1：人民币即期汇率（黑）与1年期NDF汇率（红）



单纯从经济层面而言，我们认为人民币在 1-2 个季度内不存在升值的空间，6.80 为波动极限，并倾向于认为近期中间价变动仅是央行对市场反应的试探。考虑到出口占中国 GDP 的 24%（2007、2008 年这一比例占到 30%），而很多投资又是围绕着出口进行的，出口对中国经济的重要程度不言而喻，人民币升值对中国经济将起到牵一发而动全身的作用，应当慎之又慎，人民币汇率保持稳定，就是对目前经济基本面的最佳反馈。

但是，假如将政治因素考虑进去，则形势将变得极其复杂，其中会涉及国际压力、大国博弈、利益交换等问题，我们难以将这些

因素纳入模型去进行分析，同时升值前景的不确定因素就会大幅上升，这对外贸企业规避汇率风险，做出合理的外汇资金安排将提出极大挑战。

## 二 美国债券市场

图2：国债收益率曲线两周变动

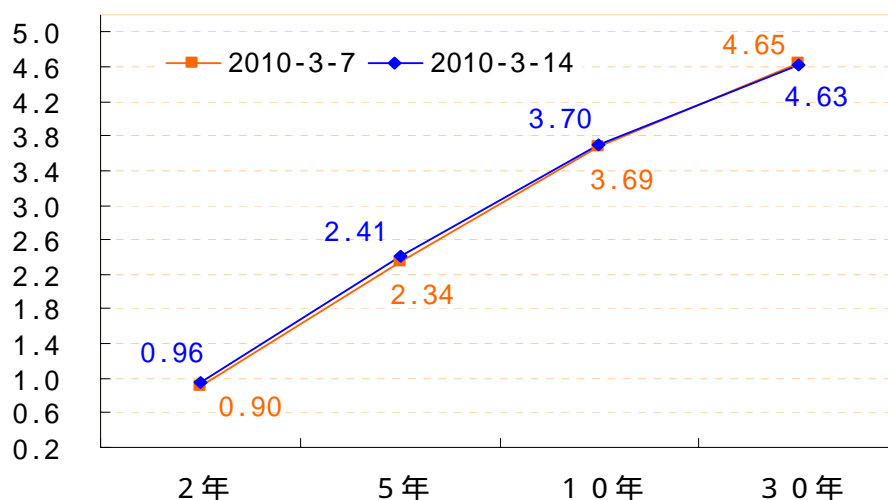
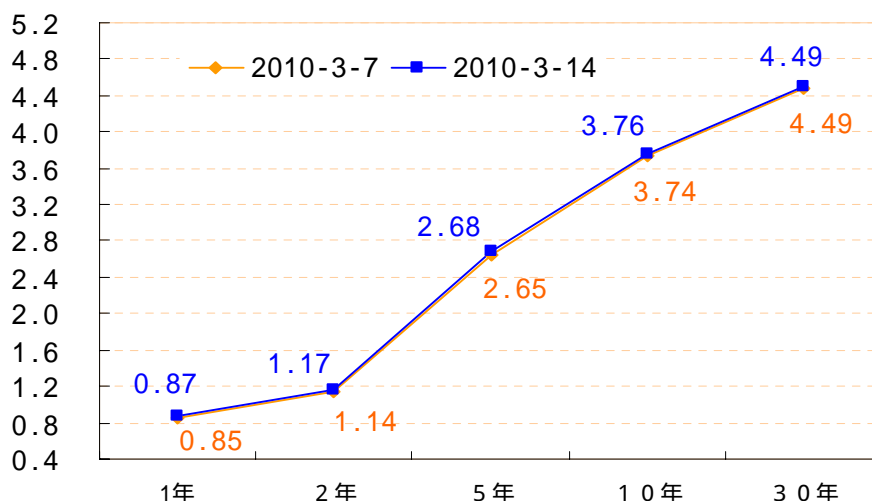


图3：标准互换收益率曲线两周变动



美国债市方面，收益率曲线几乎保持不变，其中10年期国债收益率上涨1个基点，收于3.70%；2年期国债收益率上涨6个基点，收于0.96%。互换利率曲线几乎保持不变，其中10年期互换利率上涨2个基点，收于3.76%；2年期互换利率上涨3个基点，

收于 1.17%。

10年期美债收益率上周冲高回落,在我们判断的三角形形态中继续运行,当前上方阻力位于 3.80%。通常而言,三角形属于持续形态,后市该收益率上行的几率较大,这也符合当前美债基本面形势。预计该收益率近期仍会维持区间振荡,但波幅料进一步收窄,下方支撑在 3.6-3.65%,后市振荡重心将逐渐上移。

图4：10年期美债收益率日K线（截至北京时间10年3月15日）



### 三 国际汇市

#### 1) 美指跌破上升趋势线，暂停建立多头

图5：美指日K线图（截至北京时间10年3月15日）



美元指数上周整体维持振荡整理，但周末收盘前跌破了3个月来的上升趋势线，发出了触顶的初步信号，目前应关注美指对趋势线跌破的有效性，若确认跌破有效，则应停止建立美元多头。

支撑位：79.50、78.80、78.40

阻力位：80.20、81.40、81.80

## 2) 欧元升破下降压力线

欧元上周表现强劲，持续振荡反弹，并于周五升破了去年12月以来的下降压力线，发出了触底的初步信号。目前应暂停建立欧元空头，担是否建立多头仍有待观察。

天图KD指标金叉向上，支持欧元走高，需关注欧元突破的有效性，只有确认有效才能考虑做多，否则仍有掉头向下的风险。

图6：欧元日K线图（截至北京时间10年3月15日）



支撑位：1.3590、1.3430、1.3330

阻力位：1.3840、1.4000、1.4190

## 3) 英镑仍未摆脱下行压力

图7：英镑日K线图（截至北京时间10年3月15日）



英镑上周大幅波动，周末收盘前强劲反弹，但未能突破1月份以来的下降压力线，技术上仍受到强大压制，未能扭转下行趋势。

尽管英镑趋势未变，但考虑到天图 KD 指标金叉向上，且美元调整风险增大，此时做空英镑应以短线为主，谨防突破压力线后的强劲反弹。

支撑位：1.4990、1.4780、1.4580

阻力位：1.5300、1.5430、1.5520

#### 4) 日元干预风险上升

美元/日元上周小幅振荡上行，已接近1月份以来的下降压力线，短线显得有些犹豫不决。

目前日元基本面情况不佳，上周日本首相态度鲜明的表示，应采取必要的强硬措施来遏制日元升值，并呼吁采取国际联合行动，日本财相也表达了类似的想法。

虽然联合干预日元看起来可能性并不大，但这至少表明了日本官方的态度，市场若继续做多日元，则可能遭遇干预风险。此前数年，日本官方一直积极的干预日元汇率。

因此，这可能限制美元/日元近期的下行空间，但若要上行，也面临较强的技术阻力位，除 91 为弱阻力外，92.20 为强阻力，突破这里的难度较大。

图8：美元/日元日K线图（截至北京时间10年3月15日）



支撑位：89.50、88.00、87.30

阻力位：91.70、92.20、93.80

## 5) 澳元继续运行喇叭口，略显疲态

图9：澳元日K线图（截至北京时间10年3月15日）



澳元上周继续振荡上行，目前已接近喇叭口形态的上轨压力0.9230，短线涨势略显疲态，若喇叭口形态的判断正确，则澳元将面临冲高回落的风险，后市下行空间巨大，若判断错误，则澳元有机会上试0.93甚至0.94。。

支撑位：0.8980、0.8800、0.8720

阻力位：0.9230、0.9320、0.9400

## 金融市场数据简报

(2010年3月15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	0.1866	0.5350	0.2788	0.1163	3.9725	0.2500	0.0300	1.3446
1周	0.2100	0.5319	0.3063	0.1300	4.0225	0.2683	0.0486	1.6608
1个月	0.2300	0.5425	0.3763	0.1563	4.0950	0.3000	0.0793	1.8189
3个月	0.2572	0.6444	0.5944	0.2481	4.2975	0.3983	0.1300	1.9416
6个月	0.3978	0.8694	0.9069	0.4500	4.6075	0.7000	0.2300	2.0174
9个月	0.6203	1.1056	1.0675	0.5994	4.9738	1.0100	0.3579	2.1581
1年	0.8684	1.3094	1.2013	0.6775	5.2850	1.2617	0.5164	2.3524

### 二、基准掉期利率 (ISDAFIX)

	美元	日元	欧元	英镑	瑞士法郎	港元
2年	1.1680	0.9040	1.5790	1.6290	0.8440	4.7600
5年	2.6780	1.1490	2.5120	2.9550	1.6260	4.9580
10年	3.7620	1.6240	3.3840	3.9290	2.4010	5.0680
30年	4.4920	2.4012	3.7990			
5 - 2年	1.5100	0.2450	0.9330	1.3260	0.7820	0.1980
10 - 2年	2.5940	0.7200	1.8050	2.3000	1.5570	0.3080
30 - 2年	3.3240	1.4972	2.2200			

### 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	0.9516		0.9420	0.1500	1.6040	4.8850	0.6690	
5年	2.4085	2.8090	2.2030	0.5200	2.8410	5.4030	1.7870	2.7573
10年	3.7063	4.0940	3.1750	1.3550	3.5380	5.6550	2.8160	3.4145
30年	4.6325	4.6480	3.9470	2.2890	4.0930			
5 - 2年	1.4569		1.2610	0.3700	1.2370	0.5180	1.1180	
10 - 5年	1.2978	1.2850	0.9720	0.8350	0.6970	0.2520	1.0290	0.6572
30 - 5年	2.2240	1.8390	1.7440	1.7690	1.2520			

### 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	1.166	1.636	2.092	2.357	0.259	0.729	1.185	1.450
5年	2.906	3.482	3.908	4.582	0.551	1.127	1.553	2.227
10年	4.306	4.863	5.423	6.022	0.609	1.166	1.726	2.325
5-2年	1.740	1.846	1.816	2.225	0.292	0.398	0.368	0.777
10-5年	1.400	1.381	1.515	1.440	0.058	0.039	0.173	0.098
10-2年	3.140	3.227	3.331	3.665	0.350	0.437	0.541	0.875

## 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	1.3741	1.5144	2009-11-25	1.2834	2009-3-16	1.3769	1.3631	1.4321	-4.050
日元	90.67	101.45	2009-4-6	84.83	2009-11-27	90.56	88.93	93.01	2.581
人民币	6.8264	6.8401	2009-6-17	6.8108	2009-5-5	6.8256	6.8260	6.8270	0.009
英镑	1.5163	1.7043	2009-8-5	1.3845	2009-3-18	1.5204	1.5238	1.6170	-6.228
澳元	0.9140	0.9406	2009-11-16	0.6529	2009-3-16	0.9152	0.8954	0.8977	1.816
加元	1.0175	1.2790	2009-3-16	1.0156	2010-3-12	1.0193	1.0517	1.0532	3.509
港币	7.7579	7.7768	2010-1-27	7.7486	2009-3-25	7.7572	7.7626	7.7543	-0.046
新加坡元	1.3969	1.5442	2009-3-16	1.3780	2009-11-25	1.3942	1.4064	1.4049	0.573
台币	31.799	34.4970	2009-3-16	31.695	2010-1-15	31.747	32.072	31.985	0.585
韩元	1135.32	1489.50	2009-3-16	1117.40	2010-1-11	1128.20	1159.85	1164.00	2.526
卢布	29.298	34.9231	2009-3-16	28.627	2009-11-11	29.792	29.949	30.035	2.517
美元	79.910	87.7660	2009-3-16	74.170	2009-11-26	79.833	80.362	77.860	2.633

## 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	1.3741	1.3741	1.3741	1.3740	1.3737	1.3732	1.3730	1.3759	1.3855	1.3984	1.4129
日元	90.67	90.66	90.65	90.62	90.54	90.42	90.23	88.66	86.23	83.29	80.18
人民币	6.8264	6.8224	6.8075	6.7710	6.7243	6.6825	6.6380	6.4050	6.2810	6.1569	6.0325
英镑	1.5163	1.5162	1.5160	1.5154	1.5146	1.5141	1.5135	1.5117	1.5114	1.5139	1.5206
澳元	0.9140	0.9134	0.9109	0.9048	0.8949	0.8849	0.8751	0.8399	0.8136	0.7896	0.7710
加元	1.0175	1.0175	1.0175	1.0176	1.0180	1.0192	1.0208	1.0285	1.0327	1.0356	1.0320
港币	7.7579	7.7576	7.7562	7.7531	7.7483	7.7438	7.7388	7.7125	7.6418	7.6048	7.5776
新加坡元	1.3969	1.3969	1.3971	1.3974	1.3981	1.3982	1.3982	-	-	-	-
台币	31.799	31.766	31.669	31.461	31.174	30.952	30.741	-	-	-	-
韩元	1135.32	1135.67	1136.65	1138.75	1141.83	1145.60	1149.12	1165.88	1179.97	1192.40	1195.40
卢布	29.298	29.309	29.364	29.534	29.825	30.131	30.449	31.736	32.972	34.240	35.587

## 招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2010年3月15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	6.8264			0.170%		1.355%
7 天	6.8232	0.047%	2.444%	0.210%	-2.234%	1.670%
1 个月	6.8075	0.277%	3.322%	0.230%	-3.092%	1.710%
3 个月	6.7710	0.812%	3.246%	0.257%	-2.989%	1.840%
6 个月	6.7230	1.515%	3.029%	0.398%	-2.632%	1.960%
1 年期	6.6825	2.108%	2.811%	0.620%	-2.190%	2.125%
2 年期	6.6380	2.760%	2.760%	0.868%	-1.891%	2.298%
3 年期	6.4050	6.173%	3.040%	1.163%	-1.877%	2.863%
4 年期	6.1600	9.762%	3.154%	1.758%	-1.396%	3.275%
5 年期	6.1000	10.641%	2.560%	2.256%	-0.305%	3.555%

### 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15日)



	2009-12-31	2010-3-8	2010-3-9	2010-3-10	2010-3-11	2010-3-12
招银人民币贸易 加权汇率指数	118.4159	118.5771	118.5803	118.4957	118.4734	118.2747

### 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。**