

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

一 宏观经济回顾与展望

没有什么比违约更令金融市场感到恐惧了，而这种恐惧目前正在欧洲蔓延。我们在以前报告中屡次提及的最不愿看到的情况出现了，在希腊被调降为垃圾级和葡萄牙被降级后，标普上周调降了西班牙的主权评级，这有可能成为欧洲债务危机的一个潜在分水岭。

西班牙是欧元区第四大经济体，其债务总量超过了希、葡、爱三国的总和，如果市场拒绝向西班牙融资，欧盟和 IMF 恐怕都难以负担其融资规模。但值得警惕的是，市场似乎正在失去自我修复能力，日益滑向“自我预期实现”的恶化循环模式。

我们看到，随着评级机构不断下调“欧猪五国”的评级，这些国家的主权 CDS 都在大幅攀升，CDS 越高，意味着这些国家债务违约的风险越高，因此会不可避免的推高国债利率，从而也就推高了这些国家融资的成本，反过来国债利率飙升又推高了 CDS，国债利率和 CDS 成为一对互相推动的因素。

希腊似乎已经陷入了这样的循环困境，为了避免危机四处蔓延，欧盟和 IMF 拯救希腊的代价大幅上升，周末出台的援助方案，将救助资金提高到了 1100 亿欧元。

表：“欧猪五国”与美国、德国部分风险指标对比（截至 4 月 30 日）

国别	2009 年财政赤字占 GDP	2010 年财政赤字估计	1 年期主权 CDS	10 年期国债收益率	占欧盟 GDP 比重
希腊	-13.6%	-8.7%	1250	9.96%	2.6%
葡萄牙	-9.3%	-8.3%	344	5.75%	1.8%
爱尔兰	-12.5%	-10.1%	181	5.30%	2.1%
西班牙	-11.2%	-10.0%	155	4.17%	11.8%
意大利	-5.3%	-5.3%	135	4.15%	16.9%
德国			26	3.04%	
美国			25	3.75%	

资料来源：彭博、招商银行

我们希望这一救助方案能够平息市场的恐慌，使希腊的 CDS 和国债利率能趋于平稳，但假如这一方案不能斩断恶化循环模式，危机蔓延至希腊以外，那么救助西班牙的资金将会是数个 1100 亿欧元。

倘若危机真的在南欧遍地开花，后果会如何呢？首当其冲是避险情绪的急速上升，股市、大宗商品等高风险资产将遭到抛售，美

元将成为最大的赢家，美国国债收益率或许会再次下探，欧洲的危机或许会迫使美联储延后加息的时间表，从而令美债出现一轮反弹（我们仍倾向于这是小概率事件）。

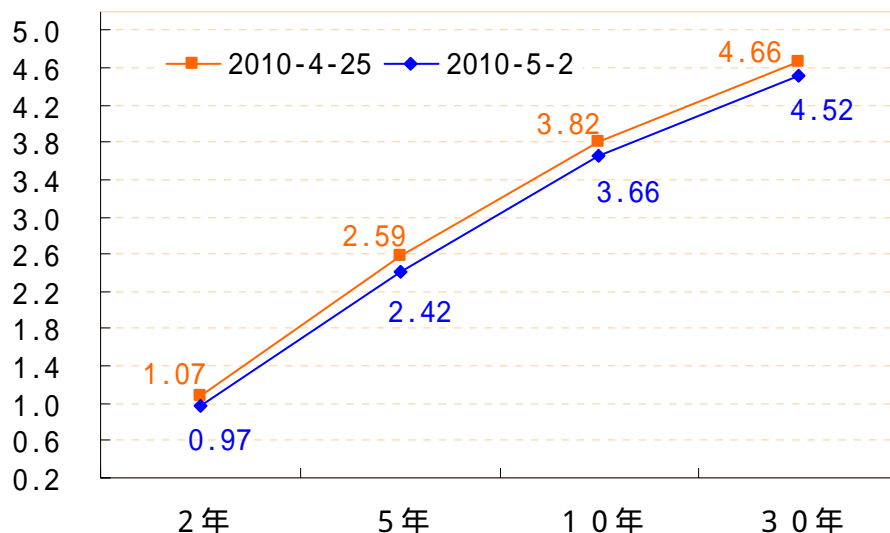
欧元将是最大的输家，尽管其已经从去年年底的高点下跌了12.6%，但倘若危机真的失控，欧元或许会跌破我们原来预计的中期目标位1.30，下探1.25，甚至去年的低点1.23附近。

接下来，投资者会梳理哪些机构在南欧国家拥有大量的敞口头寸。国际清算银行的数据显示，仅仅在希腊，法国银行业有接近800亿美元的敞口，德国有450亿美元的敞口，若扩大到西班牙等国，西欧银行业的敞口必将十分惊人。这意味着这些银行有遭受潜在重大损失的可能性，这些机构的CDS将会大幅上升，并波及股市等金融市场。值得庆幸的是，亚洲国家在南欧的风险敞口很低，但贸易可能会受到一定影响，2009年中国对“欧猪五国”的出口总额达414亿美元。

同时，市场也会以此类推，那些高负债高财政赤字国家的资产，可能都会受到冲击，比如部分东欧国家，甚至英国，而财政状况强健的国家则会受益，而至于美国，情况会比较微妙，尽管美国从评级的角度而言，也有降级的风险，但由于美元最终避险货币的特殊地位，实际上美国的融资是不会出现任何困难的，因此其财政赤字不会成为评级下调和市场抛售的导火线。

二 美国债券市场

图1：国债收益率曲线两周变动



美国债市方面，收益率曲线大幅下移，并略微呈平坦化变动，其中10年期国债收益率下跌16个基点，收于3.66%；2年期国债收益率下跌10个基点，收于0.97%。互换利率曲线也呈相应变动，其中10年期互换利率下跌14个基点，收于3.68%；2年期互换利率下跌6个基点，收于1.19%。

图2：标准互换收益率曲线两周变动

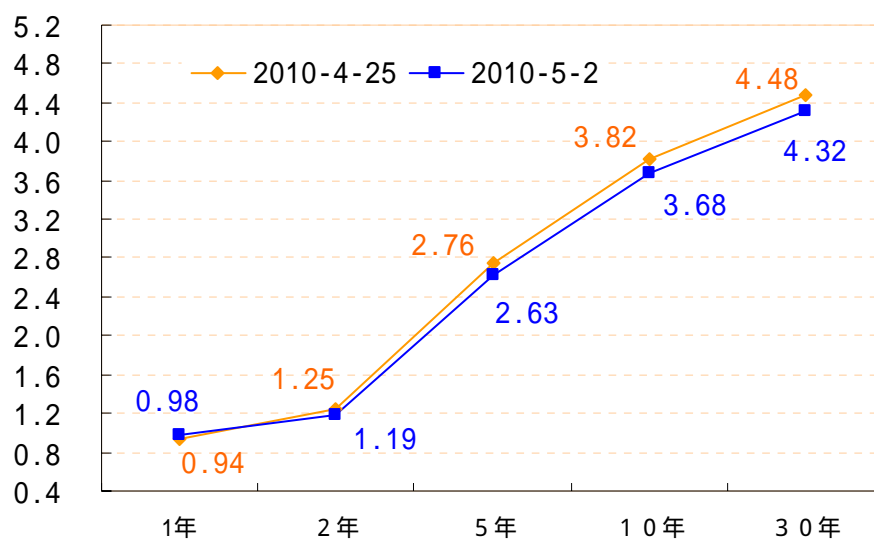


图3：10年期美债收益率周K线（截至北京时间10年5月4日）



上周，在希腊因素的刺激下，10年期美债收益率继续下探，最低跌至3.65% 略微跌穿了2009年1季度开始的长期上升趋势线，有些出乎我们的预料。目前这轮避险行情，能促使美债收益率下行

多少，是一个值得探讨的问题，不过我们仍坚持已有的观点，即美债收益率向下的空间非常有限，5月份将会再次测试4.0%，甚至有突破的可能，如果希腊债务危机得到缓解，则可能出现一波类似3月份那样的强劲涨势。预计美债收益率近期将会止跌企稳，并逐步反转向上的。

三 国际汇市

1) 美指有继续上行的空间

美元指数上周维持强势，继续振荡上行，创出近期新高。从技术图形来看，美指继续在去年12月份以来的上升通道内运行，技术形态保持良好，暂时找不到看空的理有。

考虑到债务危机在欧洲的蔓延，美元存在继续上行的空间，或于近期挑战83及83.50的阻力位。

图4：美指日K线图（截至北京时间10年5月4日）



支撑位：81.30、81.00、80.50

阻力位：83.00、83.50、84.00

2) 中国调升存款准备金率或削弱人民币升值预期

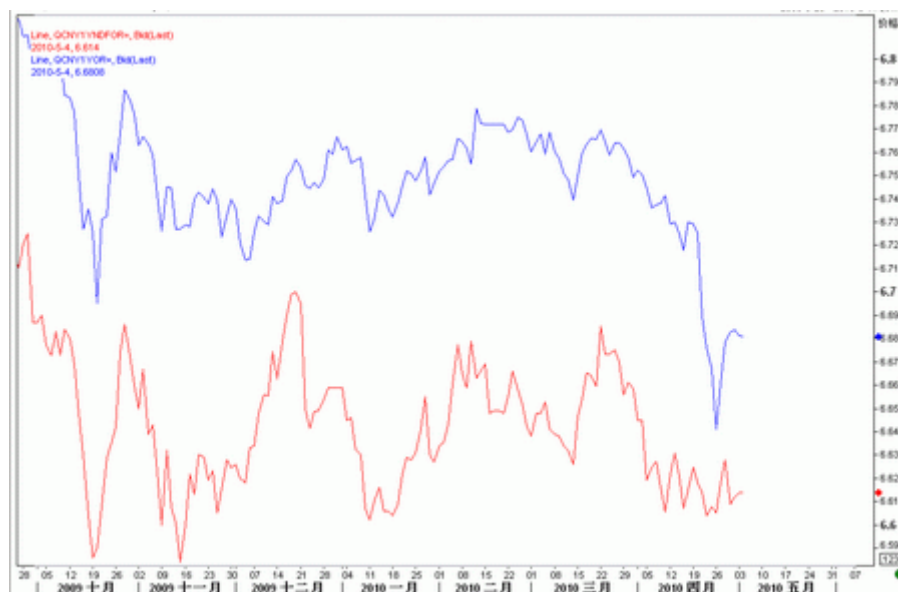
五一期间，中国央行调升大型金融机构存款准备金率0.5个百

分点，在收紧货币政策的道路上继续前进。

目前看来，央行正在采取除如存款准备金、发行央票等调整利率以外的其他工具回收流动性，避免过早升息的意图十分明显。此次上调存款准备金率，在一定程度上削弱了 2 季度内升息的预期，而近期出台的有关房贷利率差别化对待的政策，也在一定程度上起到了加息的政策效果，在这种情况下，是否还会密集出台针对汇率的新政策，我们持保留态度。

不过，这些举措可能仅在短期内对升值预期起到降温作用，要想明显扭转市场的升值预期不大现实。反映到人民币远期汇率上，上周 1 年远期有所回落，但波动性料继续加大，未来再创新高的可能性依然很大。

图5：人民币1年远期（蓝）、1年NDF（红）



3) 欧元有下行至新低的风险

欧元上周的反弹非常疲弱，显示市场人气仍偏于负面。而在最新的针对希腊 1100 亿欧元的救助方案出台后，欧元人气依然涣散，本周初继续下跌，显示市场对这一方案的效果存在较大质疑。目前来看，欧元止跌反弹的条件并不成熟，后市继续振荡下行的风险依然很大。

从技术图形来看，欧元位于3月份以来的下降通道内，天图KD指标于中轨死叉向下，同样支持欧元下行。预计欧元首先会测试1.30的整数关口，破将进一步测试1.28。

图6：欧元日K线图（截至北京时间10年5月4日）



支撑位：1.3100、1.3000、1.2800

阻力位：1.3330、1.3440、1.3590

4) 关注英国大选对英镑的影响

图7：英镑日K线图（截至北京时间10年5月4日）



英镑上周冲高失败，走势疲软，而本周又面临着英国大选所带来的不确定风险。根据民调显示，英国本周大选很可能会产生一个无多数席位的国会，这不但代表着工党几十年来首次下野，各项政策存在大幅调整的风险，同时还意味着松散的政治联盟所带来的政治不稳定风险。这一状况投资者可参考 1975 年英国大选的情况，当时亦产生了一个缺少多数席位的国会，结局是时任首相迅速下台，重新举行大选。

从技术图形看，英镑冲高回落后表现出一定的顶部迹象，而天图 KD 指标高位死叉向下，支持英镑走低。若 1.50 失守，英镑有跌向前期低点 1.4780 的风险。

支撑位：1.5110、1.5000、1.4780

阻力位：1.5390、1.5500、1.5700

5) 美元/日元可能维持振荡向上

图8：美元/日元周K线图（截至北京时间10年5月4日）



我们上周指出美元/日元发出了中期买入信号，但短线波动风险较大，目前来看，美元/日元正在按照买入信号的方向振荡攀升。

从技术形态来看，当前汇价非常接近今年 1 月初开始的一条中期压力线，美元/日元存在触及阻力回落的风险，但我们倾向于认

为汇价向上突破的概率占上风，周图 KD 指标持续向上拉升，也支持汇价走高。在突破 95 后，美元/日元有机会测试 97-98 的阻力区间。

支撑位：92.60、91.50、89.70

阻力位：95.00、95.70、97.60

6) 澳元料维持高位振荡

澳洲联储今日再次升息，但在货币政策声明中，联储表示，已将基准利率调升至趋势水平附近，此举无疑暗示联储将会暂停升息，消息公布后，澳元出现抛盘。

我们认为，虽然暂停加息会打击澳元走势，甚至可能引发一轮调整，但得益于与其他货币的高利差，澳元的下行空间可能有限，对下探幅度不宜做过高估计，整体继续维持高位振荡的可能性较大。

图9：澳元日K线图（截至北京时间10年5月4日）



支撑位：0.9130、0.9070、0.9000

阻力位：0.9270、0.9320、0.9380

金融市场数据简报

(2010年5月4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	0.2631	0.5469	0.2788		4.2775	0.2508	0.0475	
1周	0.2663	0.5469	0.3113		4.3175	0.2842	0.0643	
1个月	0.2800	0.5538	0.3781		4.4100	0.3417	0.0811	
3个月	0.3466	0.6772	0.6125		4.5450	0.5075	0.1300	
6个月	0.5306	0.9263	0.9169		4.8775	0.8375	0.2500	
9个月	0.7625	1.1625	1.0903		5.2213	1.2017	0.4000	
1年	1.0156	1.3706	1.2228		5.4950	1.5725	0.5700	

二、基准掉期利率 (ISDAFIX)

	美元	日元	欧元	英镑	瑞士法郎	港元
2年	1.2440	0.9040	1.4290			4.7600
5年	2.6650	1.1490	2.3270			4.9580
10年	3.6950	1.6240	3.1920			5.0680
30年	4.3290	2.4012	3.5540			
5 - 2年	1.4210	0.2450	0.8980			0.1980
10 - 2年	2.4510	0.7200	1.7630			0.3080
30 - 2年	3.0850	1.4972	2.1250			

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	1.0040	1.1180	0.7820		1.8960	5.0330	0.6990	
5年	2.4799	2.6450	1.9790		2.9990	5.6000	2.1400	2.7055
10年	3.6839	3.9050	2.9800		3.6490	5.7550	3.0160	3.4086
30年	4.5371	4.4750	3.7040		4.0050			
5 - 2年	1.4759	1.5270	1.1970		1.1030	0.5670	1.4410	
10 - 5年	1.2040	1.2600	1.0010		0.6500	0.1550	0.8760	0.7031
30 - 5年	2.0572	1.8300	1.7250		1.0060			

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	1.307	1.631	2.049	2.378	0.303	0.627	1.045	1.374
5年	2.936	3.444	3.957	4.823	0.456	0.964	1.477	2.343
10年	4.366	4.830	5.227	6.006	0.682	1.146	1.543	2.322
5-2年	1.629	1.813	1.908	2.445	0.153	0.337	0.432	0.969
10-5年	1.430	1.386	1.270	1.183	0.226	0.182	0.066	-0.021
10-2年	3.059	3.199	3.178	3.628	0.379	0.519	0.498	0.948

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	1.3210	1.5144	2009-11-25	1.3115	2010-4-28	1.3294	1.3294	1.4321	-7.758
日元	94.95	99.69	2009-5-7	84.83	2009-11-27	93.85	93.85	93.01	-2.043
人民币	6.8262	6.8401	2009-6-17	6.8108	2009-5-5	6.8253	6.8253	6.8270	0.012
英镑	1.5255	1.7043	2009-8-5	1.4784	2010-3-1	1.5274	1.5274	1.6170	-5.659
澳元	0.9254	0.9406	2009-11-16	0.7337	2009-5-6	0.9243	0.9243	0.8977	3.086
加元	1.0118	1.1825	2009-5-6	0.9931	2010-4-21	1.0179	1.0179	1.0532	4.092
港币	7.7628	7.7768	2010-1-27	7.7496	2009-7-8	7.7641	7.7641	7.7543	-0.110
新加坡元	1.3706	1.4803	2009-5-6	1.3649	2010-4-30	1.3707	1.3707	1.4049	2.503
台币	31.397	33.1950	2009-7-13	31.269	2010-4-27	31.339	31.339	31.985	1.873
韩元	1114.60	1316.50	2009-7-13	1102.85	2010-4-26	1108.30	1108.30	1164.00	4.432
卢布	29.355	33.1258	2009-7-13	28.627	2009-11-11	29.254	29.254	30.035	2.317
美元	82.327	84.8700	2009-5-4	74.170	2009-11-26	81.866	81.866	77.860	5.737

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	1.3210	1.3210	1.3211	1.3212	1.3213	1.3216	1.3223	1.3299	1.3423	1.3557	1.3701
日元	94.95	94.94	94.92	94.86	94.73	94.55	94.34	92.69	90.29	87.30	84.15
人民币	6.8262	6.8192	6.7940	6.7478	6.7045	6.6621	6.6195	6.4250	6.2836	6.1418	6.0000
英镑	1.5255	1.5255	1.5253	1.5249	1.5245	1.5241	1.5238	1.5222	1.5194	1.5180	1.5307
澳元	0.9254	0.9247	0.9220	0.9155	0.9051	0.8950	0.8855	0.8493	0.8223	0.7979	0.7792
加元	1.0118	1.0117	1.0117	1.0120	1.0134	1.0156	1.0181	1.0281	1.0347	1.0378	1.0379
港币	7.7628	7.7622	7.7602	7.7558	7.7490	7.7426	7.7360	7.7068	7.6718	7.6531	7.6248
新加坡元	1.3706	1.3706	1.3706	1.3706	1.3706	1.3698	1.3690	-	-	-	-
台币	31.397	31.367	31.283	31.080	30.862	30.650	30.460	30.047	-	-	-
韩元	1114.60	1114.80	1115.60	1117.25	1119.28	1121.41	1123.55	1135.55	1149.55	1152.05	1152.35
卢布	29.355	29.343	29.435	29.615	29.867	30.195	30.503	31.815	33.025	34.295	35.480

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2010年5月4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	6.8262			0.230%		1.408%
7 天	6.8195	0.098%	5.118%	0.266%	-4.852%	1.600%
1 个月	6.7940	0.472%	5.661%	0.280%	-5.381%	-
3 个月	6.7478	1.149%	4.594%	0.347%	-4.248%	1.825%
6 个月	6.7045	1.783%	3.566%	0.531%	-3.035%	1.915%
1 年期	6.6621	2.404%	3.205%	0.763%	-2.443%	2.015%
2 年期	6.6195	3.028%	3.028%	1.016%	-2.012%	2.143%
3 年期	6.4250	5.877%	2.897%	1.247%	-1.650%	2.553%
4 年期	6.1650	9.686%	3.130%	1.791%	-1.339%	2.930%
5 年期	6.0500	11.371%	2.729%	2.267%	-0.462%	3.228%

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5月4日)



	2009-12-31	2010-4-26	2010-4-27	2010-4-28	2010-4-29	2010-4-30
招银人民币贸易 加权汇率指数	118.4159	118.7066	119.1024	119.2177	119.1054	118.9467

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。