

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

## 一 宏观经济回顾与展望——二次金融风暴来袭？

第二次金融风暴来袭了吗？这想必是所有投资者上周都在追问的，没错，金融市场的混乱表现，和雷曼倒闭之后确实极其相似，美元和美国国债出现令人瞠目结舌的上涨，美元 LIBOR 大幅上扬，表明银行间流动性开始趋于紧张，而所有的高风险资产都在大幅下跌，道琼斯指数甚至一夜间下跌千点，尽管有传闻这是交易员的错误交易所引发的，但我们对此表示强烈怀疑，一个交易员足以撬动整个市场，这是不可能的，也是不合逻辑的。

更合理的解释是，恐慌情绪在股市上占了压倒性优势，大家都在寻找抛售的机会，当一张大额卖单出现后，便引发了其他大量卖单争先恐后的跟风。

历史上这类例子举不胜举，而率先采取这种行动的人往往被冠以“投机者”的恶名，比如 1992 年狙击英镑的索罗斯。在欧元和希腊公债被疯狂抛售后，欧盟领导人扬言要严惩投机者，但实际上，这种虚张声势的恫吓毫无作用，也非常可笑，欧元之所以被投机，是因为欧元有机可乘，因为欧元区制度上的缺陷所带来的重大市场获利机会，投机者比政策制定者更灵敏的发现了这些隐患，并从实际行动中获利。如果欧元区领导人不能修正欧元区本身的缺陷，那么投机仍会卷土重来。

从道理上来说，政策制定者应该感谢投机者的贡献才对，是他们让决策者看到了问题所在。欧元上周经历的暴跌，应该让欧元区领导人警醒了，1100 亿欧元的援助资金并不足以解救希腊。

1100 亿欧元并不是天上掉下来的馅饼，这只不过是通过额外增加一笔债务来避免希腊过早遭遇国家破产，这笔债务最终需要连本带利还清，前提是希腊要大幅压缩财政开支。

这显然是一个悖论，你要破产了，我决定借给你更多的钱，但前提是你牺牲赚钱的能力，我只能通过借给你更多的钱来保证你不破产，但你未来能否偿还这些债务，我们谁都不知道。

这就是当下的欧元区和希腊，即使希腊能够达到 3 年后将财政赤字压缩到占 GDP3%，但届时每年偿还的利息就足以占到 GDP 的 6-8%，而且从希腊民众激烈反对的表现来看，能否顺利压缩开支也是一个重大问题。

因此市场相信，希腊违约或债务重组只是时间问题，不如现在就抛掉所有相关的风险资产。

就算希腊、葡萄牙、西班牙等国成功压缩了开支，避免了债务违约，但这必然会拖慢欧元区整体经济发展。历史上的拉美债务危机就是最好的例子，为了偿还债务，拉美国家大幅压缩财政开支，结果导致经济长期低迷，国民福利大幅倒退，比如墨西哥的人均教育经费在5年间下降了40%之多，严重损害了拉美经济持续增长的能力，加剧了贫困化和两极分化。

如果是这样，那欧元区解体的可能性就不只是一个笑话了。南欧国家要求宽松的财政政策和货币政策，要求汇率贬值以挽救经济和财政，并日益贫困化，但情况良好的北欧和西欧国家则要求控制通胀，为了照顾南欧的兄弟，他们在掏出一大笔钱后，还要面对通胀上升的事实和民众反对。与其这样纠缠在一起，还不如分开，大家各得其所，当然这会严重损害欧洲的名声。

欧洲的领导人现在可能还没有时间去处理这些长期的、制度上的问题，举起消防水龙头灭火是现在唯一的选择。

从今天凌晨开始，欧美实施了一系列救助措施：

1 欧盟宣布成立一个7500亿欧元规模的稳定基金，类似于一个欧洲版的IMF；

2 欧洲央行将开始购买欧元区的公债和机构债，这虽然可以稳定债券市场，但实际上是倒退回雷曼倒闭之后了，而且是反退出的举措；

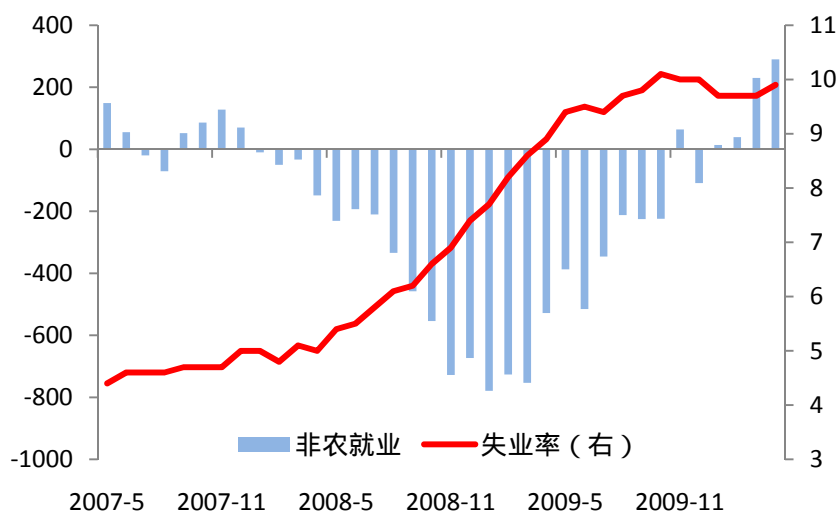
3 美联储与数家央行重启货币互换协议，开始向欧洲市场注入美元，以缓解银行间流动性日益紧张的局面，如果此时有金融机构因流动性出现问题，那就是雪上加霜了。

现在大家会问，这些措施会有效吗？从今天的金融市场表现来看，稳定了很多，证明短期效果是有的，但是明天呢？下周呢？下个月呢？如果造成问题的机制还存在，危机恐怕并不会真正结束，充其量只是向后递延。

美国在雷曼倒闭之后，也采取了紧急救助行动，随后美国经济又经历了艰难的调整，银行业也拨离了大量有毒资产，这些痛苦的过程，恰好是美国经济得以重生的必经之路。欧元区若想真正避免

危机，就必须在金融市场稳定后，开始大刀阔斧的进行改革，尽快修补欧元区制度上的缺陷。

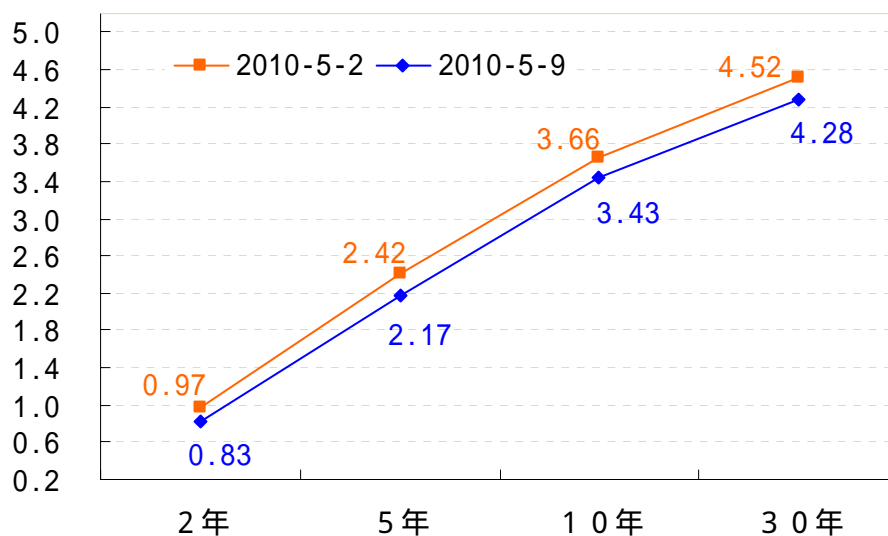
图1：美国非农就业与失业率



与动荡的欧洲不同，美国经济充满了勃勃生机，上周美国公布的4月非农就业大涨29万人，一举创下4年最好记录，应该说，我们一直期待的美国就业拐点已经出现了。虽然同期失业率上升至9.9%，但这主要是在经济回暖后，更多人决定重回就业市场，重新登记所导致的。

## 二 美国债券市场

图2：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，并呈平坦化变动，其中10年期国债收益率下跌23个基点，收于3.43%；2年期国债收益率下跌14个基点，收于0.83%。互换利率曲线也呈相应变动，其中10年期互换利率下跌27个基点，收于3.41%；2年期互换利率下跌1个基点，收于1.18%。

图3：标准互换收益率曲线两周变动

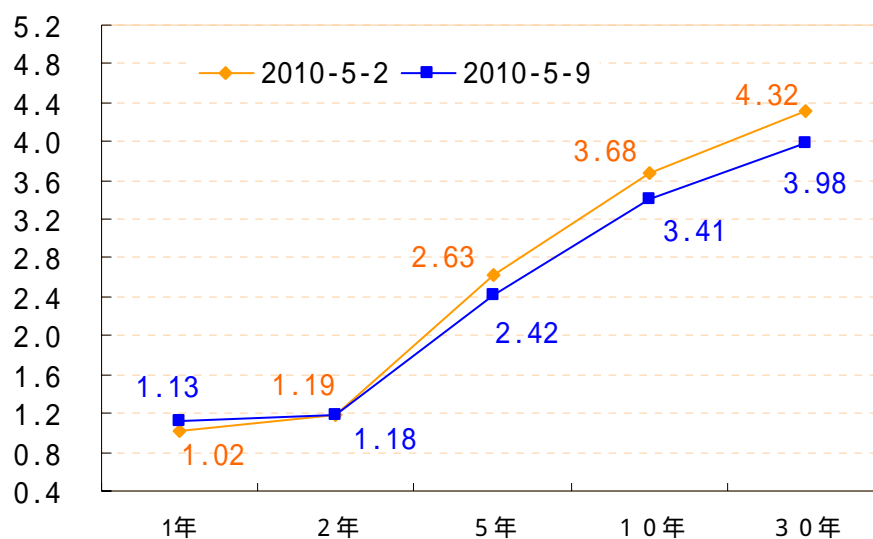


图4：10年期美债收益率日K线（截至北京时间10年5月10日）



上周，在避险因素的刺激下，10年期美债收益率大幅下跌，最低跌至3.266%，虽然我们预计到了美国国债会走强，但10年期收益率跌到如此低的位置，还是非常出乎我们的预料。从技术图形来

看，该收益率已经走坏，失去方向，而从基本面来看，美国经济的现状并不足以支持如此低的收益率，但如果欧洲债务危机得不到明显缓解，避险情绪仍将左右美债走势，预计近期美债收益率料继续出现大幅波动。

## 三 国际汇市

### 1) 美指可能陷入宽幅无序振荡

图5：美指日K线图（截至北京时间10年5月10日）



美元指数上周大幅上扬，一举突破多个阻力位，并一度突破上升通道的上轨压力，虽然今晨出现跳空下跌，但并未影响涨势。短期来看，美指可能陷入宽幅无序振荡，以建立新的技术节奏。

支撑位：82.70、82.20、81.30

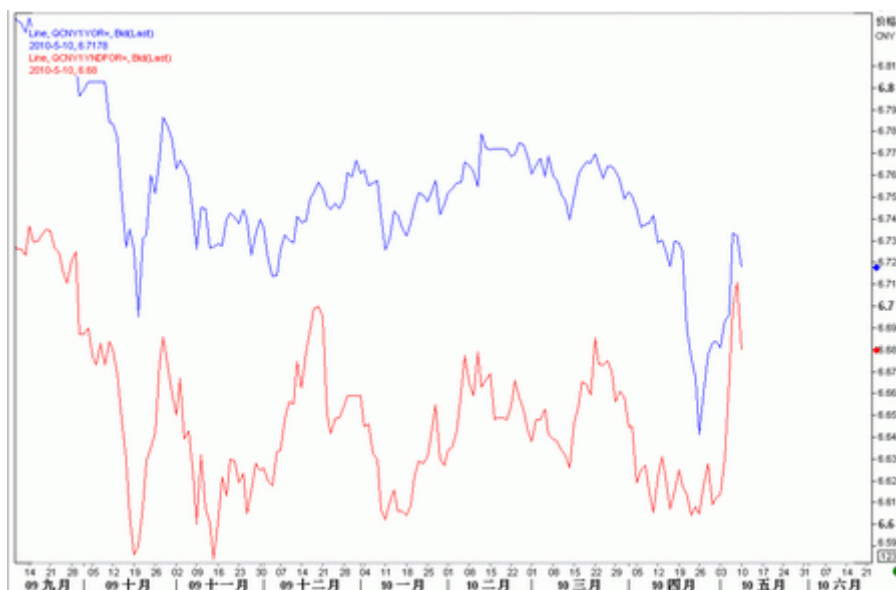
阻力位：83.90、84.30、85.30

### 2) 人民币远期与 NDF 剧烈波动

人民币远期和 NDF 汇率上周大幅下挫，市场波动剧烈，除了此前中国央行调升存款准备金率，降低了近期加息及调整人民币汇率的预期外，国际市场上美元的大幅走强可能也是市场波动加剧的重要原因。

由于国际市场美元仍处在无序波动状态，预计人民币远期与NDF 近期仍会维持大幅波动，但由于升值大方向没有变化，远期与NDF 企稳后仍会趋于升水。

图6：人民币1年远期（蓝）、1年NDF（红）



### 3) 欧元可能剧烈振荡，操作风险较大

图7：欧元日K线图（截至北京时间10年5月10日）



欧元上周剧烈下跌，一度跌至 14 个月新低。从技术上来看，

欧元经过暴跌后，存在反弹要求，但目前投机情绪已经左右市场，原有的技术节奏已被打破，欧元近期可能呈现暴涨暴跌的非理性走势，此时无论抢反弹或做空均风险很大，建议投资者谨慎为上，不要冲动进场。

支撑位：1.2790、1.2510、1.2400

阻力位：1.3110、1.3250、1.3340

## 4) 英镑有反弹机会

图8：英镑日K线图（截至北京时间10年5月10日）



英镑也未能避免暴跌的厄运，特别是英国大选如期产生了一个缺少多数席位的国会，政治前景的不确定性一度促使英镑跌至一年来的新低。

不过从技术角度来看，英镑周五收出了长下影线的流星线，显示下方支撑较强，本周应该存在一定的反弹空间，但要扭转跌势还为时尚早。

支撑位：1.4780、1.4470、1.4100

阻力位：1.5050、1.5180、1.5390

## 5) 美元/日元创12年最大单日波幅

图9：美元/日元日K线图（截至北京时间10年5月10日）



美元/日元上周波幅之大令人吃惊，在避险情绪的刺激下，日元急剧上涨，随后出现暴跌，周四波幅高达 600 点，创 12 年历史记录。

在当前形势下，美元/日元的多个技术位已被击破，技术节奏也被打乱，近期可能也会呈现一种剧烈波动的无序状态，建议投资者以观望为主。

支撑位：91.60、90.00、87.90

阻力位：93.80、94.30、95.00

## 6) 澳元料陷入宽幅振荡

受高风险资产大幅下跌的带动，澳元上周也出现暴跌，虽然今天已经出现明显反弹，但主要原因可能是大幅下跌后的技术性反弹。

天图 KD 指标高位死叉后持续开口向下延伸，显示汇价上行的动力并不足，预计澳元有较大可能陷入高位宽幅振荡，波动区间在 0.86-0.94。

若欧洲债务危机再度恶化，高风险资产续跌，则澳元可能偏向于波动区间的下轨，并且不排除跌破 0.86。

图10：澳元周K线图（截至北京时间10年5月10日）



支撑位：0.8920、0.8800、0.8710

阻力位：0.9130、0.9250、0.9320

## 金融市场数据简报

(2010年5月10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	0.3213	0.5513	0.2775	0.1238	4.4100	0.2600	0.0475	1.4088
1周	0.3231	0.5519	0.3300	0.1363	4.4675	0.2983	0.0643	1.7033
1个月	0.3488	0.5678	0.3938	0.1606	4.5575	0.3467	0.0811	1.7783
3个月	0.4281	0.6966	0.6338	0.2444	4.6775	0.4950	0.1300	1.9479
6个月	0.6369	0.9619	0.9450	0.4494	4.8825	0.7925	0.2500	2.0439
9个月	0.8800	1.1956	1.1056	0.5944	5.1888	1.1742	0.4000	2.1633
1年	1.1300	1.4031	1.2369	0.6744	5.4625	1.5358	0.5700	2.3677

### 二、基准掉期利率 (ISDAFIX)

	美元	日元	欧元	英镑	瑞士法郎	港元
2年	1.1810	0.9040	1.2800	1.6130	0.5650	4.7600
5年	2.4240	1.1490	2.1770	2.8760	1.3380	4.9580
10年	3.4090	1.6240	3.0770	3.7920	2.0900	5.0680
30年	3.9770	2.4012	3.2880			
5 - 2年	1.2430	0.2450	0.8970	1.2630	0.7730	0.1980
10 - 2年	2.2280	0.7200	1.7970	2.1790	1.5250	0.3080
30 - 2年	2.7960	1.4972	2.0080			

### 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	0.9319	1.0390	0.5080	0.1780	1.8130	4.8380	0.6310	
5年	2.3010		1.6370	0.4920	2.8170	5.3600	1.8810	2.6755
10年	3.5388	3.8200	2.7670	1.3110	3.5000	5.5870	2.8160	3.3773
30年	4.3791		3.4960	2.1580	3.8890			
5 - 2年	1.3691		1.1290	0.3140	1.0040	0.5220	1.2500	
10 - 5年	1.2378		1.1300	0.8190	0.6830	0.2270	0.9350	0.7018
30 - 5年	2.0781		1.8590	1.6660	1.0720			

### 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	1.271	1.772	2.168	2.313	0.339	0.840	1.236	1.381
5年	2.787	3.450	4.079	4.935	0.486	1.149	1.778	2.634
10年	4.284	4.829	5.264	6.131	0.745	1.290	1.725	2.592
5-2年	1.516	1.678	1.911	2.622	0.147	0.309	0.542	1.253
10-5年	1.497	1.379	1.185	1.196	0.259	0.141	-0.053	-0.042
10-2年	3.013	3.057	3.096	3.818	0.406	0.450	0.489	1.211

## 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	1.2864	1.5144	2009-11-25	1.2529	2010-5-6	1.2755	1.3294	1.4321	-10.174
日元	92.76	98.90	2009-6-5	84.83	2009-11-27	91.58	93.85	93.01	0.270
人民币	6.8263	6.8401	2009-6-17	6.8125	2009-5-11	6.8258	6.8253	6.8270	0.010
英镑	1.4838	1.7043	2009-8-5	1.4477	2010-5-7	1.4804	1.5274	1.6170	-8.238
澳元	0.9003	0.9406	2009-11-16	0.7451	2009-5-18	0.8880	0.9243	0.8977	0.290
加元	1.0318	1.1815	2009-5-18	0.9931	2010-4-21	1.0439	1.0179	1.0532	2.074
港币	7.7774	7.7830	2010-5-7	7.7496	2009-7-8	7.7827	7.7641	7.7543	-0.297
新加坡元	1.3818	1.4748	2009-5-18	1.3649	2010-4-30	1.3959	1.3707	1.4049	1.672
台币	31.679	33.1950	2009-7-13	31.269	2010-4-27	31.709	31.339	31.985	0.966
韩元	1135.75	1316.50	2009-7-13	1102.85	2010-4-26	1155.45	1108.30	1164.00	2.487
卢布	30.615	33.1258	2009-7-13	28.627	2009-11-11	29.254	29.254	30.035	-1.895
美元	83.933	85.2680	2010-5-6	74.170	2009-11-26	84.450	81.866	77.860	7.800

## 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	1.2864	1.2864	1.2865	1.2869	1.2880	1.2893	1.2909	1.3031	1.3208	1.3581	1.3501
日元	92.76	92.75	92.73	92.66	92.53	92.32	92.08	90.43	88.00	85.63	82.33
人民币	6.8263	6.8214	6.8015	6.7700	6.7365	6.7053	6.6755	6.5425	6.4920	6.4415	6.3908
英镑	1.4838	1.4837	1.4836	1.4835	1.4834	1.4832	1.4832	1.4841	1.4865	1.4747	1.4974
澳元	0.9003	0.8996	0.8969	0.8908	0.8813	0.8718	0.8633	0.8298	0.8040	0.7825	0.7645
加元	1.0318	1.0317	1.0317	1.0317	1.0323	1.0337	1.0357	1.0435	1.0551	1.0603	1.0609
港币	7.7774	7.7761	7.7731	7.7683	7.7613	7.7544	7.7445	7.7089	7.6664	7.6004	7.5884
新加坡元	1.3818	1.3818	1.3820	1.3821	1.3821	1.3813	1.3806				
台币	31.679	31.649	31.552	31.354	31.134	30.939	30.749	30.329			
韩元	1135.75	1136.00	1136.80	1138.20	1139.75	1140.70	1141.55	1155.70	1170.70	1174.20	1177.70
卢布	30.615	30.668	30.705	30.892	31.180	31.505	31.840	33.350	34.790	36.160	37.788

## 招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2010年5月10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			0.250%		1.421%
7 天	6.8220	0.063%	3.285%	0.323%	-2.961%	1.711%
1 个月	6.8015	0.363%	4.360%	0.349%	-4.011%	-
3 个月	6.7700	0.825%	3.299%	0.428%	-2.871%	1.835%
6 个月	6.7365	1.316%	2.631%	0.637%	-1.994%	1.950%
1 年期	6.7053	1.773%	2.363%	0.880%	-1.483%	2.015%
2 年期	6.6755	2.209%	2.209%	1.130%	-1.079%	2.120%
3 年期	6.5425	4.157%	2.058%	1.218%	-0.840%	2.470%
4 年期	6.3100	7.563%	2.460%	1.707%	-0.754%	2.700%
5 年期	6.2500	8.442%	2.047%	2.161%	0.114%	2.950%

### 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10日)



	2009-12-31	2010-5-3	2010-5-4	2010-5-5	2010-5-6	2010-5-7
招银人民币贸易 加权汇率指数	118.4159	119.2873	119.7013	120.1764	120.3520	120.3567

### 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。**