

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

一 宏观经济回顾与展望

欧盟推出 7500 亿欧元大规模救市措施已经过去一周了，我们没有看到市场企稳，相反，市场继续在动荡中大幅下跌，今天上午，欧元已经创出了 4 年新低。

很难界定现在是不是一场新的金融危机，不过在这一周里，投资者应该在思考，欧盟的这些措施是否可行，能否挽救危机，但最终投资者选择投否决票。

任何一种货币都是由国家信用来支持的，但欧元是个大胆的例外尝试。欧元区不是一个主权实体，很难讲欧元是由什么来支持的，实际上，欧元在设立之初，是由一系列严格的财政约束来支持的，最基本的两大原则是，成员国的财政赤字不能超过 GDP 的 3%，欧洲央行不能救助出问题的成员国，过去几年间，欧元兑美元大幅上扬，正是严格的财政纪律与长期财政赤字之间的对比。

但是如今，上述两条底线已经荡然无存，不要说希腊、葡萄牙这些病危的国家，就是德国、法国的财政赤字，也早超过了 GDP 的 3%，而欧洲央行上周宣布购入欧元区公债，则超出了最后的底线。可以说，欧元目前是一个没有任何东西来支撑的货币了。

为了还债以及满足财政纪律的约束，欧元区国家在今后几年不得不进行大规模的财政紧缩，这无疑会拖累欧元区经济复苏的前景，甚至有可能把欧洲拖入漫长的二次衰退当中；欧洲央行买入公债的举动，则会加大通货膨胀的压力，这无疑是挑战自己，因为欧洲央行一向以对通胀的敏感和低容忍度为荣，如今却要自己来制造通胀压力。

在过去的一周，欧洲领导人也在观望市场的反应，他们似乎并不准备进行制度上的改革，而且他们将愤怒的矛头指向了评级机构和对冲基金，指责他们放大了危机，并威胁要成立自己的评级机构，甚至处罚投机者。

这真是一个欧洲式的幽默，评级机构有其自身的评级标准和体系，而且一国的财政状况是该国主权评级的重要影响因素，如果不下调希腊的评级，欧盟会奖励评级公司吗？成立自己的评级机构就更让人难以捉摸了，该机构是听命于欧盟还是遵从市场规则？如果听命于欧盟，无异于掩耳盗铃，并且会引起金融市场混乱，如果遵从市场规则，该下调的评级还是会下调。

如果欧洲领导人继续推卸责任，无视问题，死抱着 7500 亿欧元不放，那就是在贻误战机，只会导致更大的危机。

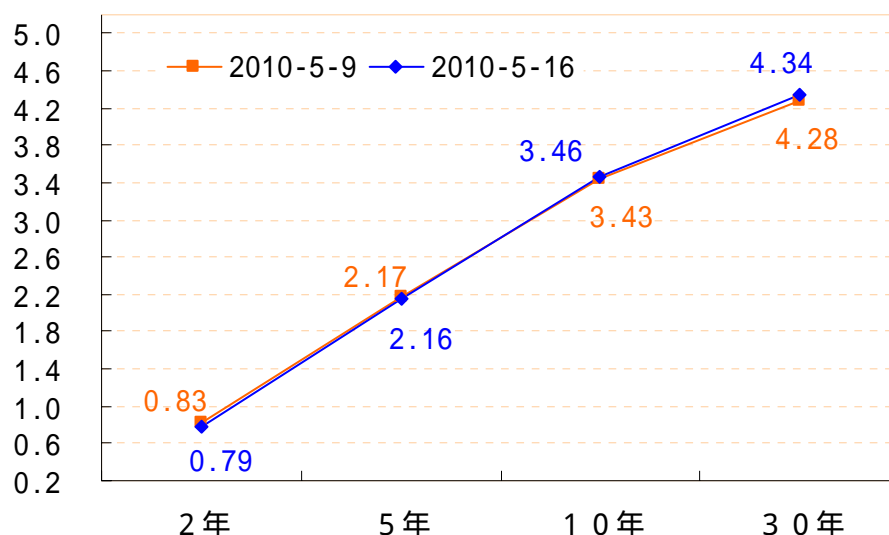
为了支持风雨飘摇的经济，欧洲央行在年内可能都会维持利率不变，考虑到其直接购买公债的激进举动，如果欧元继续降息，也不是完全没有可能。

与欧洲的水深火热不同，彼岸的美国经济则风平浪静，各项经济指标在持续回升，这像极了一战和二战初期的形势，但如果危机蔓延到欧洲以外，美国可能不得不再次参与挽救局面。但问题是，美国也深受财政赤字的困扰，恐怕无力再推出新版的“马歇尔计划”，届时或许需要中国等新兴大国的参与。

不过，尽管美国经济复苏顺利，但考虑到欧洲带来的不确定风险，美联储加息的时间表很可能会向后推迟，现阶段观望可能比行动更明智。

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，收益率曲线较前一周有小幅上扬，并略微陡峭化变动，其中 10 年期国债收益率上涨 3 个基点，收于 3.46%；2 年期国债收益率下跌 4 个基点，收于 0.79%。互换利率曲线也呈相应变动，其中 10 年期互换利率上涨 8 个基点，收于 3.49%；2 年期互换利率下跌 6 个基点，收于 1.12%。

图2：标准互换收益率曲线两周变动

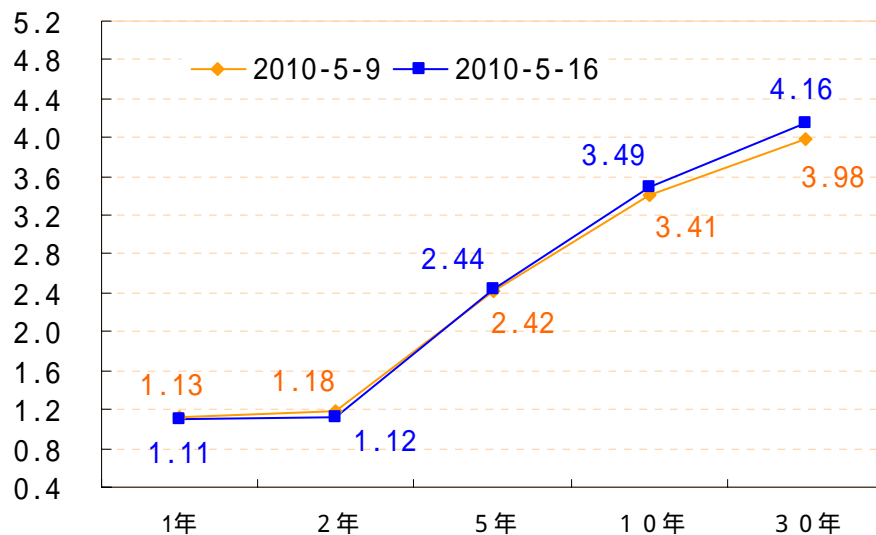


图3：10年期美债收益率日K线（截至北京时间10年5月17日）



上周，10年期美债收益率大幅振荡，期间反弹一度部分回吐跌幅，但最终仍维持走弱基调。目前该收益率仍处在无序大幅波动状态，短线方向不明朗。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整体仍将偏弱。

三 国际汇市

1) 美指强势上扬

图4：美指日K线图（截至北京时间10年5月17日）



美元指数上周初短暂回落后，继续狂飙猛进，盘中突破 86 关口。从技术形态来看，美指已形成了一条短期上升通道，但在危机刺激下形成的这条通道的有效性应值得考虑，且通道斜率过大，这类通道通常难以持续太久。

但不论如何，本着顺势而为的原则，建议继续看涨美元，若危机持续，美指近期有望挑战 90 大关。

支撑位：85.30、84.20、82.90

阻力位：87.10、87.70、88.50

2) 欧洲债务危机缓和人民币升值压力

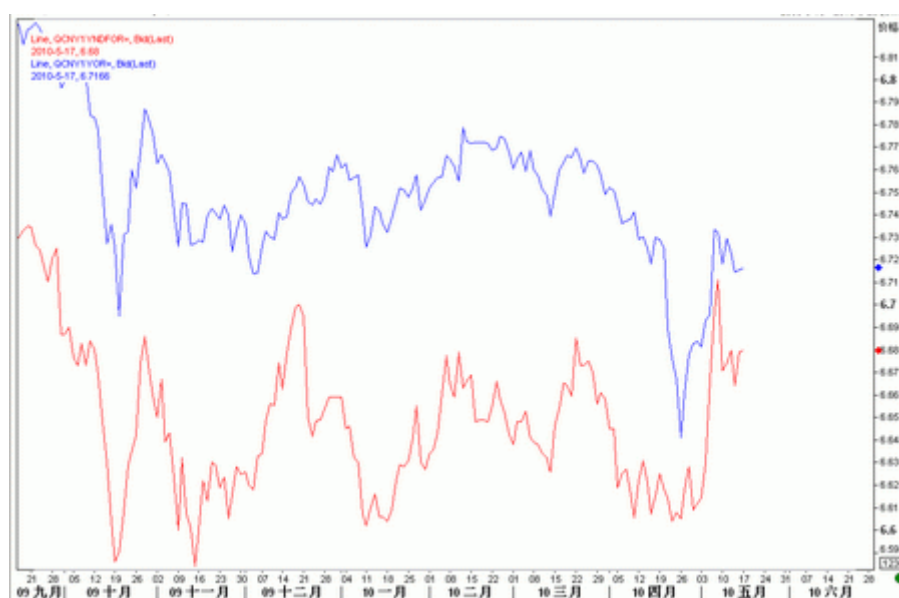
上周，人民币远期和 NDF 均出现企稳反弹，这符合我们的预期，即在危机最恐慌阶段过后，仍会出现升水。

中国上周公布了大量数据，整体较为符合预期，其中 4 月贸易顺差 16.8 亿美元，扭转了此前贸易逆差的局面。有投资者预期，随着中国贸易扭转逆差，人民币升值的时机逐渐成熟。

在欧洲债务危机爆发前，我们也同意这一观点，但欧洲债务危机的爆发，为全球经济前景增添了极大的不确定风险，因欧盟是中

国的第一大出口目的地，一旦欧洲经济陷入低迷甚至二次衰退，势必影响中国出口，若此时人民币重启升值，将冒较大风险。

图5：人民币1年远期（蓝）、1年NDF（红）



3) 欧元跌至4年新低

图6：欧元周K线图（截至北京时间10年5月17日）



欧元上周继续剧烈下跌，疲态超出我们的预期。今晨开盘后，欧元已跌破去年10月份低点，从而创出4年新低。

从技术形态看，由于欧元近两周的大幅暴跌，短期已无技术形态可言，天图与周图 KD 指标均已进入超卖区，显示欧元可能已被过度做空，但鉴于其屡创新低的走势，我们不建议客户抢反弹。

短线欧元有下试 1.20 的风险，若 1.20 失守，则有可能跌向 1.16，在重返 1.25 以前，欧元的任何反弹都是做空的机会。

支撑位：1.2000、1.1840、1.1620

阻力位：1.2450、1.2500、1.2790

4) 英镑跌至 14 个月新低

图7：英镑日K线图（截至北京时间10年5月17日）



英国组建联合政府，也未能阻挡英镑的跌势，尽管新政府许诺会努力削减赤字，但英国央行上周又适时给了英镑一击，默文·金表示，即使央行维持现行利率，英国未来两年也不会出现通胀威胁，而且为了支持经济，不排除扩大资产购买规模。

在此利空打压下，英镑今日一度跌至 1.4245，日图 KD 指标开口向下延伸，支持汇价进一步走低，有跌向 1.36-1.38 区间的风险。不过英镑汇价已位于布林通道下轨以外，这将限制英镑下跌的力度和幅度。

支撑位：1.4240、1.4100、1.3840

阻力位：1.4580、1.4780、1.5050

5) 美元/日元可能振荡偏弱

图8：美元/日元日K线图（截至北京时间10年5月17日）



在经历了前一周的巨幅波动后，美元/日元上周继续大幅振荡，短线缺乏明确方向。

预计美元/日元的振荡格局仍将继续，但鉴于避险情绪仍占上风，美国国债也维持强势，因此预计美元/日元可能呈现振荡偏弱的走势，若危机未能缓解，近期仍有再次测试 90 一线的可能。

支撑位：91.50、90.00、87.90

阻力位：93.60、94.30、95.00

6) 澳元走势偏弱

澳元上周短暂反弹后再次振荡下挫，天图 KD 指标持续向下延伸，显示上行动力不足。

由于避险情绪依然高涨，澳元等高风险资产近期吸引力下降，

因此不排除澳元跌破上周低点 0.87，测试 2 月份低点 0.8570，甚至更低价位的风险

图9：澳元日K线图（截至北京时间10年5月17日）



支撑位：0.8700、0.8570、0.8480

阻力位：0.8800、0.8880、0.9000

金融市场数据简报

(2010年5月17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	0.2925	0.5475	0.2775	0.1263	4.5550	0.3533	0.0500	1.5000
1周	0.3150	0.5503	0.3188	0.1400	4.5750	0.3567	0.0700	1.7470
1个月	0.3378	0.5644	0.3863	0.1644	4.6325	0.3725	0.1204	1.7954
3个月	0.4451	0.6975	0.6288	0.2456	4.7425	0.5367	0.1696	1.9464
6个月	0.6350	0.9569	0.9338	0.4513	5.0000	0.8500	0.3000	2.0451
9个月	0.8769	1.1856	1.0975	0.5944	5.2988	1.2333	0.4500	2.1677
1年	1.1056	1.3944	1.2288	0.6731	5.5675	1.6225	0.6279	2.3695

二、基准掉期利率 (ISDAFIX)

	美元	日元	欧元	英镑	瑞士法郎	港元
2年	1.1230	0.9040	1.2300	1.4720	0.5850	4.7600
5年	2.4360	1.1490	2.1710	2.6720	1.3610	4.9580
10年	3.4900	1.6240	3.1350	3.6560	2.1650	5.0680
30年	4.1550	2.4012	3.4980			
5 - 2年	1.3130	0.2450	0.9410	1.2000	0.7760	0.1980
10 - 2年	2.3670	0.7200	1.9050	2.1840	1.5800	0.3080
30 - 2年	3.0320	1.4972	2.2680			

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	0.7820	0.8970	0.4760	0.1700	1.8290	4.6730	0.6870	
5年	2.1473		1.6560	0.4510	2.7620	5.2150	1.7570	2.6755
10年	3.4441	3.7350	2.8620	1.2930	3.4380	5.4700	2.7320	3.3773
30年	4.3310		3.6470	2.1810	3.8190			
5 - 2年	1.3653		1.1800	0.2810	0.9330	0.5420	1.0700	
10 - 5年	1.2968		1.2060	0.8420	0.6760	0.2550	0.9750	0.7018
30 - 5年	2.1837		1.9910	1.7300	1.0570			

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	1.227	1.633	2.082	2.307	0.445	0.851	1.300	1.525
5年	2.730	3.391	3.959	4.841	0.583	1.244	1.812	2.694
10年	4.251	4.775	5.184	6.192	0.807	1.331	1.740	2.748
5-2年	1.503	1.758	1.877	2.534	0.138	0.393	0.512	1.169
10-5年	1.521	1.384	1.225	1.351	0.224	0.087	-0.072	0.054
10-2年	3.024	3.142	3.102	3.885	0.362	0.480	0.440	1.223

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	1.2237	1.5144	2009-11-25	1.2354	2010-5-14	1.2358	1.3294	1.4321	-14.552
日元	92.01	98.89	2009-6-5	84.83	2009-11-27	92.47	93.85	93.02	1.098
人民币	6.8282	6.8401	2009-6-17	6.8224	2009-5-20	6.8266	6.8253	6.8270	-0.018
英镑	1.4265	1.7043	2009-8-5	1.4477	2010-5-7	1.4536	1.5274	1.6170	-11.781
澳元	0.8734	0.9406	2009-11-16	0.7451	2009-5-18	0.8859	0.9243	0.8977	-2.707
加元	1.0438	1.1815	2009-5-18	0.9931	2010-4-21	1.0356	1.0179	1.0532	0.901
港币	7.8013	7.7884	2010-5-14	7.7496	2009-7-8	7.7858	7.7641	7.7543	-0.603
新加坡元	1.3972	1.4748	2009-5-18	1.3649	2010-4-30	1.3880	1.3707	1.4049	0.551
台币	31.812	33.1950	2009-7-13	31.269	2010-4-27	31.653	31.339	31.985	0.544
韩元	1154.95	1316.50	2009-7-13	1102.85	2010-4-26	1130.93	1108.30	1164.00	0.784
卢布	30.505	33.1258	2009-7-13	28.627	2009-11-11	30.615	29.254	30.035	-1.541
美元	86.964	86.2900	2010-5-14	74.170	2009-11-26	86.095	81.866	77.860	11.693

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	1.2237	1.2237	1.2239	1.2245	1.2255	1.2267	1.2281	1.2377	1.2486	1.2619	1.2737
日元	92.01	92.00	91.98	91.90	91.74	91.52	73.78	90.04	87.85	85.22	82.25
人民币	6.8282	6.8232	6.8050	6.7790	6.7535	6.7285	6.7035	6.5500	6.4851	6.4201	6.3550
英镑	1.4265	1.4265	1.4264	1.4263	1.4263	1.4264	1.4264	1.4286	1.4309	1.4457	1.4429
澳元	0.8734	0.8727	0.8701	0.8641	0.8551	0.8459	0.8376	0.8035	0.7777	0.7560	0.7381
加元	1.0438	1.0439	1.0439	1.0440	1.0449	1.0464	1.0486	1.0608	1.0687	1.0748	1.0764
港币	7.8013	7.8004	7.7972	7.7902	7.7821	7.7731	7.7648	7.7353	7.6913	7.6413	7.5933
新加坡元	1.3972	1.3972	1.3973	1.3973	1.3971	1.3964	1.3956				
台币	31.812	31.799	31.724	31.522	31.279	31.077	30.877	30.462			
韩元	1154.95	1155.17	1155.50	1156.63	1157.95	1158.73	1159.53	1167.00	1190.00	1191.98	1196.73
卢布	30.505	30.566	30.518	30.688	30.899	31.230	31.546	32.975	34.258	35.560	36.951

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2010年5月17日)

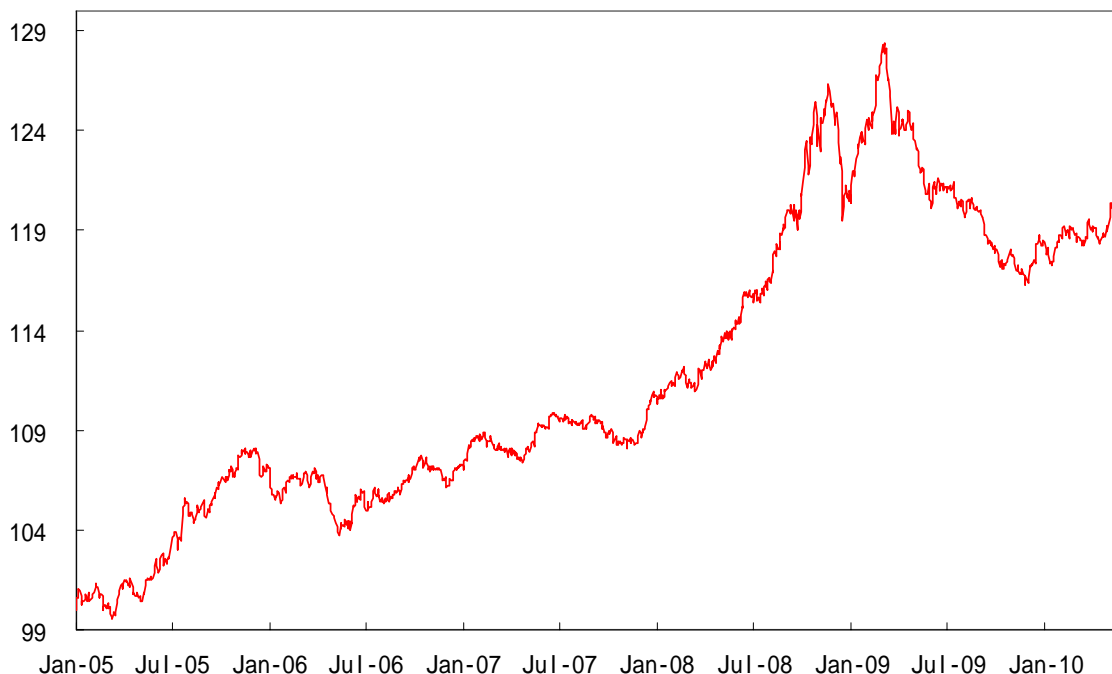
期限	人民币 NDF 最近价	人民币升值幅度	人民币升值幅度折年率	美元掉期利率	人民币货币互换回报率	人民币掉期利率
现价	6.8263			0.250%		1.421%
7 天	6.8220	0.063%	3.285%	0.323%	-2.961%	1.711%
1 个月	6.8015	0.363%	4.360%	0.349%	-4.011%	#VALUE!
3 个月	6.7700	0.825%	3.299%	0.428%	-2.871%	1.835%
6 个月	6.7365	1.316%	2.631%	0.637%	-1.994%	1.950%
1 年期	6.7053	1.773%	2.363%	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17日)



	2009-12-31	2010-5-10	2010-5-11	2010-5-12	2010-5-13	2010-5-14
招银人民币贸易 加权汇率指数	118.4159	120.1000	120.1929	120.4856	120.4141	120.8268

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。