

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

## 一 宏观经济回顾与展望——给欧债危机定性

两周前，我们仍在观望，此轮欧债危机是否会引爆新一轮金融危机，从金融市场上周的剧烈动荡来看，必须承认，新一波金融危机已经到来了。衡量市场恐慌情绪的 VIX 指数持续大幅飙升，在上周五，该指数已经逼平了 1997 年亚洲金融风暴、1998 年俄罗斯国债危机和美国网络股泡沫破灭时的峰值，是 2008 年全球金融危机水平的一半，和雷曼倒闭时的表现差不多。

图1：VIX指数飙升



注：90年代以来VIX指数的历次波动

1 东南亚金融风暴；

2 俄罗斯国债危机；

3 美国网络泡沫破灭、“9.11”事件、阿根廷债务危机；

4 2008年全球金融危机；

5 2010年欧洲主权债务危机；

现在不能确定的是，本轮危机会是昙花一现，到此为止呢，还是会继续恶化，从而媲美雷曼倒闭引发的金融海啸？德国议会在周末通过了7500亿欧元的救助方案，令市场略感安心，而从周三开始，关于欧洲央行将入场干预的传闻不断，部分欧元空头平仓离场，欧元出现强劲反弹。

单独从欧元来看，危机似乎得到了缓和，但假如放眼全球，可以发现，除了美元、日元和国债之外，几乎所有的金融市场都在大幅下跌，上周商品货币的跌幅，更是达到了雷曼倒闭时的幅度。

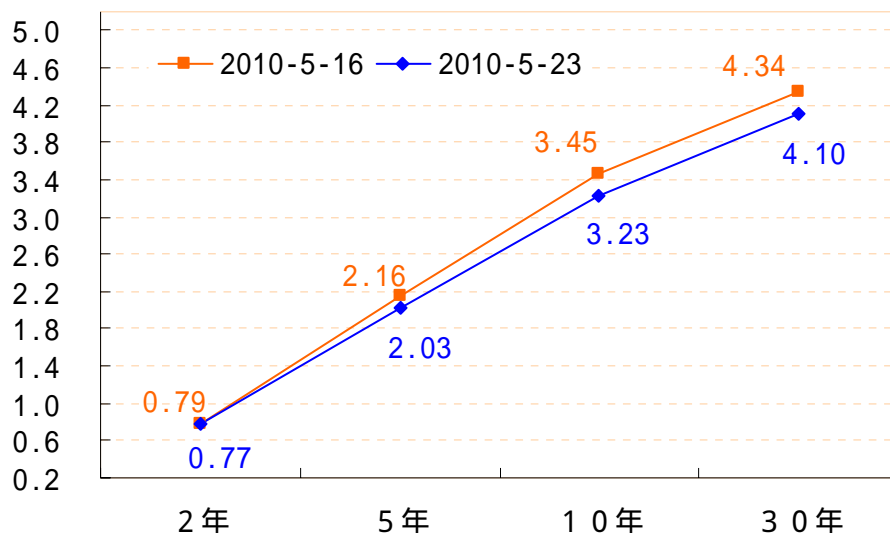
此次危机的起因和爆发，投资者想必已经非常清楚了，而上周德国政府限制国债和 CDS 裸卖空这一鲁莽而愚蠢的举动，是危机进一步恶化的导火线，令市场感到震惊。显然，德国找错了敌人，继续将矛头对准了市场，历史已经无数次证明，与市场对抗的人终究会失败，这次也不会例外。

德国的举动给了我们两个深刻的教训，一是如果让外行的政治官僚插手市场，将是多么糟糕的一件事，市场自有市场的运行规律，外力的介入无济于事；二是欧元区国家之间的裂痕愈来愈明显，德国甩开其他成员国独自行动，不会给自己增添砝码，只能增加障碍，已经有多个国家表示，不会效仿德国的举动，而且法国财长拉加德公开反对默克尔的讲话，称“不认为欧元处于险境”，默克尔在前一天曾说“欧元处于险境，有崩盘的危险”。

危机对全球投资者的信心已经造成了重大打击，欧洲迟迟无法拿出一个标本兼治的方案，经济前景注定是暗淡的，倘若欧洲陷入二次衰退，全球经济肯定也会受到重大影响。而中国近期对房地产市场采取严厉打击的态度，股市也持续暴跌，进一步挫伤了投资者对大宗商品的信心。

## 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，收益率曲线较前一周大幅下移，并呈平坦化变动，其中 10 年期国债收益率下跌 22 个基点，收于 3.23%；2 年期国债收益率下跌 2 个基点，收于 0.77%。互换利率曲线也呈相应变动，其中 10 年期互换利率下跌 29 个基点，收于 3.20%；2 年期互换利率上涨 4 个基点，收于 1.16%。

图3：标准互换收益率曲线两周变动

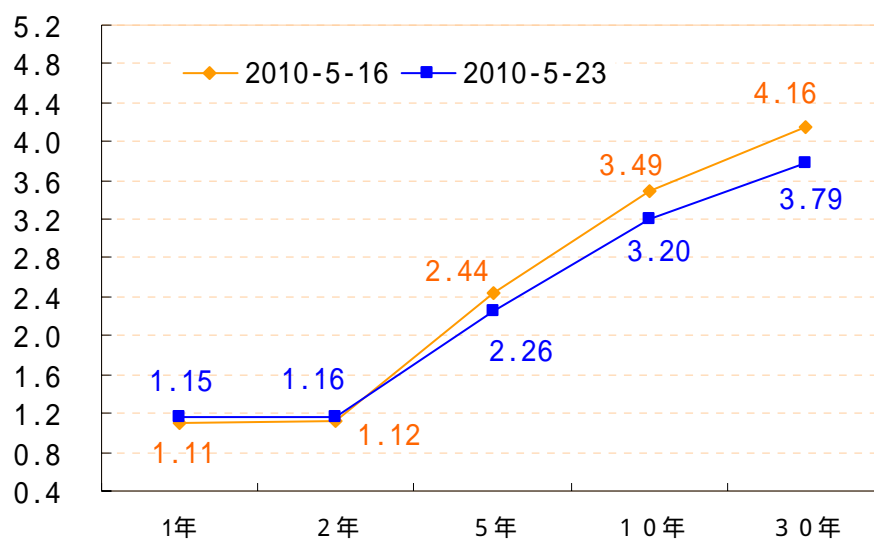


图4：10年期美债收益率日K线（截至北京时间10年5月24日）



上周，10 年期美债继续大幅下滑，并创出 3 个季度新低 3.1039%，这一水平令人惊讶。从技术上来看，上周五该收益率收出长下影线的星线，预示下方支撑较强，存在反弹空间，从基本面

来看，美国经济的现状也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) 美指冲高回落

图5：美指日K线图（截至北京时间10年5月24日）



美元指数上周冲高回落，短线陷入修整，但仍位于4月份以来的上升通道内，目前正在测试通道下轨支撑。美指短期走势可以此通道为分水岭，若跌破此通道，调整幅度可能扩大，有进一步向83-84区间回落的风险。

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：85.10、84.20、82.90

阻力位：86.50、87.10、87.70

### 2) 中美战略对话料不会实质性涉及人民币汇率

上周，人民币远期和NDF均出现回落，市场传闻中美双方在今日开幕的新一轮战略对话上，不会重点谈及人民币汇率问题，导致

押注人民币升值的热情有所降温。

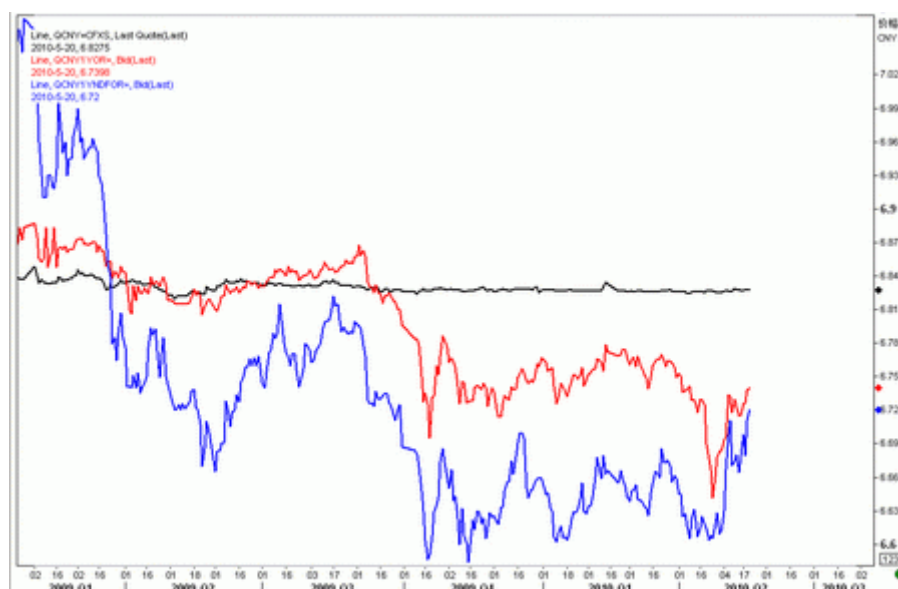
这一传闻与我们的预期一致，即在面对重多突发事件的情况下，人民币汇率在中美两国议题间的重要性已经有所下降。

欧洲债务危机前景依然不明，这不但可能拖慢人民币升值的进度，也有可能对全球经济造成重大影响，在此背景下，不论是潜在的干预欧元汇率，或是对欧洲提供资金援助的问题上，美国都需要中国的协作。而同时，近期朝鲜半岛紧张局势升温，地缘政治紧绷，此问题也会成为中美重点处理的棘手问题，若需中国的配合，美国也有必要放松对人民币施加的压力。

中国国家主席胡锦涛在今日战略对话开幕式上致辞，称“中国将继续按照主动性、可控性、渐进性原则，稳步推进人民币汇率形成机制改革”，这一表态与以往立场一致，并未释放新的信号。

因此，倘若欧债危机及朝鲜半岛局势无法得到明显缓解，那么人民币在一两个月内升值的可能性会非常小。

图6：人民币即期（黑）、1年远期（蓝）、1年NDF（红）



### 3) 欧元强劲反弹但并未摆脱跌势

欧元上周在创出4年新低后强劲反弹，这是由市场关于央行干

预传闻引发的平仓盘所引发的，而非其基本面好转。

欧元当前正在测试 4 月份以来的下降压力线，该压力线为欧元短期走势分水岭，若无法突破，则欧元有望再度转跌，建议投资者届时可继续逢高沽空；若向上突破，则欧元将有机会确认企稳局面，并可能会陷入低位大幅振荡。

天图 KD 指标出现低位死叉迹象，或在暴跌之后的信号有效性值得观察。

图7：欧元日K线图（截至北京时间10年5月24日）



支撑位：1.2390、1.2140、1.2000

阻力位：1.2660、1.2850、1.3000

#### 4) 英镑仍处下跌趋势中

英镑跌势上周有所企稳，但反弹幅度非常有限，整体上并未扭转跌势。

自 4 月份以来的下降压力线仍对汇价构成压制，当前该压力线位于 1.4630，在突破这里前，英镑宜维持看跌，反弹可视为做空机会。天图 KD 指标仍在开口向下延伸，当前并不支持英镑上涨。若突破 1.4630，则英镑有可能陷入低位振荡整理。

图8：英镑日K线图（截至北京时间10年5月24日）



支撑位：1.4210、1.4100、1.3840

阻力位：1.4630、1.4780、1.5050

## 5) 美元/日元再次大幅下跌

图9：美元/日元日K线图（截至北京时间10年5月24日）



在经历了短暂平静后，日元上周再掀惊涛骇浪，在避险情绪的

刺激下，美元/日元上周再度大幅下跌，其中周四单日跌幅超过 250 点。

当前天图 KD 指标开口向下延伸，支持汇价进一步走低，但经过剧烈波动后，美元/日元当前已无技术形态可言，但走势应会继续受制于欧债危机的影响。

支撑位：88.90、87.90、87.30

阻力位：90.90、91.50、92.90、

## 6) 澳元暴跌幅度媲美次贷风暴

图10：澳元日K线图（截至北京时间10年5月24日）



澳元上周出现惊心动魄的暴跌，其单周跌幅达 550 点，足以媲美次贷风暴期间的跌幅，令投资者始料未及。

澳元的暴跌，一方面可能与避险情绪导致的大宗商品价格大幅下跌有关，另一方面可能与此前我们屡次提及的喇叭口形态有关。

在此前一个季度中，我们根据澳元的喇叭口形态，屡次看空澳元，但澳元在 4 月份向上突破了喇叭口形态的上轨压力，迫使我们放弃了看空思路。目前来看，澳元 4 月份的上扬很可能属于假突破，随后一泻千里的走势，非常符合喇叭口形态对后市的预测。

# 国际市场评论

2010年5月24日  
总第223期

在经过大幅暴跌后，澳元短线做空动能释放充分，或出现振荡走势，整体方向维持看空，后市仍有下行空间。

支撑位：0.8070、0.8000、0.7830

阻力位：0.8470、0.8570、0.8730

## 金融市场数据简报

(2010年5月24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	0.2963	0.5475	0.2775	0.1225	4.6700	0.3517	0.0500	1.6588
1周	0.3221	0.5506	0.3213	0.1388	4.6425	0.3783	0.0600	1.8058
1个月	0.3428	0.5650	0.3931	0.1625	4.6725	0.4183	0.1407	1.8715
3个月	0.4969	0.7000	0.6363	0.2450	4.7375	0.5717	0.2011	1.9542
6个月	0.6956	0.9650	0.9375	0.4525	4.9275	0.8575	0.3193	2.0455
9个月	0.9288	1.1925	1.1038	0.5956	5.1888	1.2367	0.4800	2.1669
1年	1.1544	1.4025	1.2413	0.6731	5.4400	1.6242	0.6593	2.3679

### 二、基准掉期利率 (ISDAFIX)

	美元	日元	欧元	英镑	瑞士法郎	港元
2年	1.1620	0.9040	1.2560	1.4040	0.5440	4.7600
5年	2.2570	1.1490	2.0850	2.4620	1.2520	4.9580
10年	3.2000	1.6240	2.9720	3.4270	1.9950	5.0680
30年	3.7860	2.4012	3.2270			
5 - 2年	1.0950	0.2450	0.8290	1.0580	0.7080	0.1980
10 - 2年	2.0380	0.7200	1.7160	2.0230	1.4510	0.3080
30 - 2年	2.6240	1.4972	1.9710			

### 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	0.7554		0.4420	0.1700	1.6920	4.4200	0.6700	
5年	2.0070	2.2150	1.5180	0.4290	2.6290	5.0100	1.6050	2.5273
10年	3.2106	3.5510	2.6690	1.2500	3.3650	5.3670	2.5640	3.2384
30年	4.0737	4.1850	3.4030	2.0990	3.7690			
5 - 2年	1.2516		1.0760	0.2590	0.9370	0.5900	0.9350	
10 - 5年	1.2036	1.3360	1.1510	0.8210	0.7360	0.3570	0.9590	0.7111
30 - 5年	2.0667	1.9700	1.8850	1.6700	1.1400			

### 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	1.267	1.780	2.190	2.307	0.512	1.025	1.435	1.552
5年	2.622	3.391	4.043	4.841	0.615	1.384	2.036	2.834
10年	4.082	4.681	5.116	6.192	0.871	1.470	1.905	2.981
5-2年	1.355	1.611	1.853	2.534	0.103	0.359	0.601	1.282
10-5年	1.460	1.290	1.073	1.351	0.256	0.086	-0.131	0.147
10-2年	2.815	2.901	2.926	3.885	0.360	0.446	0.471	1.430

## 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	1.2506	1.5144	2009-11-25	1.2144	2010-5-19	1.2570	1.3294	1.4321	-12.674
日元	90.14	98.90	2009-6-5	84.83	2009-11-27	90.01	93.85	93.01	3.184
人民币	6.8276	6.8401	2009-6-17	6.8228	2009-5-25	6.8278	6.8253	6.8270	-0.009
英镑	1.4464	1.7043	2009-8-5	1.4231	2010-5-20	1.4460	1.5274	1.6170	-10.550
澳元	0.8252	0.9406	2009-11-16	0.7704	2009-7-13	0.8318	0.9243	0.8977	-8.076
加元	1.0626	1.1725	2009-7-8	0.9931	2010-4-21	1.0595	1.0179	1.0532	-0.885
港币	7.8035	7.8070	2010-5-21	7.7496	2009-7-8	7.8028	7.7641	7.7543	-0.631
新加坡元	1.4082	1.4687	2009-7-13	1.3649	2010-4-30	1.4057	1.3707	1.4049	-0.234
台币	32.096	33.1950	2009-7-13	31.269	2010-4-27	32.128	31.339	31.985	-0.346
韩元	1205.90	1316.50	2009-7-13	1102.85	2010-4-26	1228.50	1108.30	1164.00	-3.475
卢布	31.078	33.1258	2009-7-13	28.627	2009-11-11	30.505	29.254	30.035	-3.355
美元	85.809	87.4580	2010-5-19	74.170	2009-11-26	85.371	81.866	77.860	10.209

## 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	1.2506	1.2507	1.2509	1.2516	1.2530	1.2544	1.2560	1.2644	1.2750	1.2865	1.2970
日元	90.14	90.13	90.09	89.99	89.80	89.55	89.34	88.02	86.03	83.62	80.76
人民币	6.8276	6.8248	6.8145	6.7945	6.7700	6.7495	6.7275	6.6600	6.6121	6.5642	6.5163
英镑	1.4464	1.4464	1.4464	1.4466	1.4469	1.4473	1.4477	1.4499	1.4554	1.4605	1.4674
澳元	0.8252	0.8244	0.8219	0.8162	0.8081	0.8003	0.7930	0.7641	0.7384	0.7185	0.7012
加元	1.0626	1.0626	1.0626	1.0628	1.0633	1.0644	1.0660	1.0767	1.0870	1.0932	1.0943
港币	7.8035	7.8027	7.7992	7.7918	7.7825	7.7733	7.7650	7.7275	7.6935	7.6365	7.5875
新加坡元	1.4082	1.4082	1.4082	1.4082	1.4081	1.4075	1.4067				
台币	32.096	32.086	32.036	31.821	31.581	31.376	31.191	30.546			
韩元	1205.90	1206.09	1206.33	1206.80	1207.30	1207.65	1208.00	1213.75	1236.80	1252.30	1260.80
卢布	31.078	31.440	31.170	31.351	31.788	32.155	32.486	34.001	35.513	37.280	38.698

## 招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2010年5月24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	6.8276			0.250%		1.669%
7 天	6.8246	0.044%	2.291%	0.322%	-1.969%	1.808%
1 个月	6.8145	0.192%	2.302%	0.343%	-1.960%	1.750%
3 个月	6.7945	0.485%	1.939%	0.497%	-1.442%	1.870%
6 个月	6.7700	0.844%	1.687%	0.696%	-0.992%	1.965%
1 年期	6.7495	1.144%	1.525%	0.929%	-0.596%	2.035%
2 年期	6.7275	1.466%	1.466%	1.154%	-0.312%	2.143%
3 年期	6.6600	2.455%	1.220%	1.168%	-0.052%	2.453%
4 年期	6.5200	4.505%	1.480%	1.554%	0.074%	2.675%
5 年期	6.7200	1.576%	0.392%	1.944%	1.552%	2.873%

### 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24日)



	2009-12-31	10-5-17	10-5-18	10-5-19	10-5-20	10-5-21
招银人民币贸易 加权汇率指数	118.4159	121.0577	121.3550	121.2048	121.3210	121.4565

### 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。**