

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

## 一 宏观经济回顾与展望

从上周国际金融市场的表现来看，债务危机似乎进入了平台期，市场对坏消息的消化能力越来越强，有了一种利空渐渐出尽的味道，但我们倾向于认为，在债务危机最终前景并不明朗的情况下，市场相对平稳的表现并非筑底，而是中途小憩。

坏消息继续层出不穷，西班牙接管小型储蓄银行，意大利央行推迟对商业银行披露欧洲债券损失曝光的时间表，都引发了市场阶段性恐慌。或许这些事件与债务危机并无直接关联，比如即使在经济繁荣阶段，也有银行可能会因为经营不善而陷入困境，但在此时的敏感时期，市场颇有风声鹤唳之势，任何可能引发联想的消息，都会让市场剧烈波动起来。

但我们也注意到一些不同的细微之处，比如惠誉在周末前调降了西班牙评级，按照以往的逻辑，欧元应当出现大幅暴跌才对，但实际上欧元只在周五收盘前出现下跌，今晨开盘后不跌反涨。

按照历史经验，市场往往在即将见底前，才会对坏消息视而不见。不过假如据此来调整观点的话，我们觉得还过于唐突，那些打压欧元下跌的因素并未消失。跌势的停顿可能只是市场需要修整，毕竟欧元在5月份的跌幅达到了惊人的1200点。

从基本面的角度，我们暂时还找不到大幅看多欧元的理由，从交易的角度，也找不到买入欧元的理由，这里涉及到交易中一个非常重要的法则——右手法则，即在市场走出可以确认的行情之后，才进行相关的操作，而不是浮想联翩的猜测走势。

任何底部在发迹之初，看起来都似乎是下跌中继，而任何下跌中继，最初看起来也都像是要筑底，两者之间总是模糊不清，只有运行一段时间之后，形势才豁然明朗。

右手法则实际上也是顺势而为的最好体现，就目前形势而言，我们建议投资者，最好还是继续逢高做空欧元，或者最起码不要贸然做多，这一建议可以推广到现阶段的任何市场，国债、股市、商品等等。

来自美国方面的消息与欧元区形成鲜明对比，多个数据继续表现良好，4月现房销量回升到2007年的水平，开始逼近2009年下半年政策市的销量，4月新房销量也回升到2年来的最好水平，而

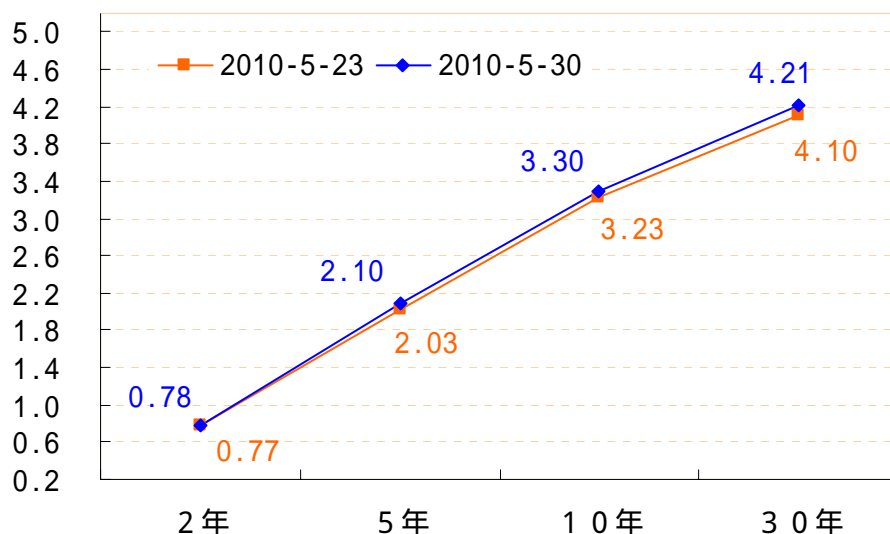
1 季度个人消费支出的增幅，则攀升到 2006 年经济繁荣期的水平。

看起来，欧洲债务危机尚未影响到美国，美国经济继续在大踏步的复苏，当然这里面有时间差的问题，随后一段时间内公布的 5、6 月份的经济指标，或许更能反映欧洲债务危机对美国的影响，不过我们倾向于这不会打断美国经济复苏的进程。

另外，朝鲜半岛地缘政治局势日趋紧绷，也对金融市场带来了压力，日本、韩国的金融市场可能会因此变得敏感而脆弱。我们认为目前朝鲜半岛爆发战争的可能性微乎其微，但擦枪走火的可能正在日益上升，一旦出现擦枪走火，日元、韩圆可能出现短暂的大幅下跌，因此近期操作日元风险较大。

## 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小幅上移，并呈陡峭化变动，其中 10 年期国债收益率上涨 7 个基点，收于 3.30%；2 年期国债收益率上涨 1 个基点，收于 0.78%。互换利率曲线也呈相应变动，其中 10 年期互换利率上涨 20 个基点，收于 3.40%；2 年期互换利率上涨 8 个基点，收于 1.24%。

图2：标准互换收益率曲线两周变动

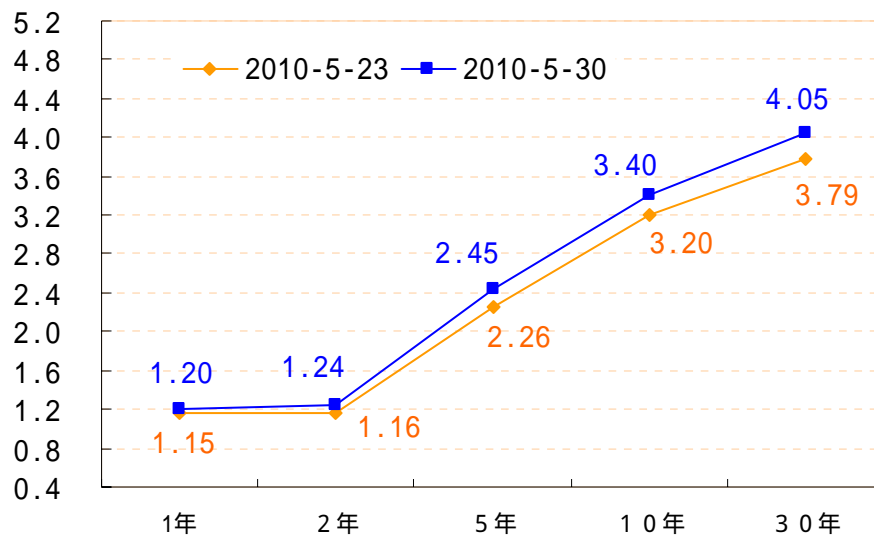


图3：10年期美债收益率日K线（截至北京时间10年5月31日）



上周，10年期美债出现强劲反弹，但仍位于4月份开始的下降压力线之下，并未扭转跌势，我们倾向于认为上周的反弹并不代表风险偏好情绪的改变，只是暴跌之后的正常技术反弹。短期来看，由于欧洲债务危机并未根本好转，避险情绪可能居高不下，此时美债价格出现大跌的可能性不大，10年期美债收益率更有可能维持低位宽幅振荡，有重试前期低点3.06%的风险，甚至不排除再创新低的可能。只有欧洲债务危机出现明显转机后，该收益率才有望打开大幅反弹的空间。

## 三 国际汇市

### 1) 美指高位振荡，涨势不变

图4：美指日K线图（截至北京时间10年5月31日）



美元指数上周高位振荡，自4月份以来的上升趋势线仍保持良好，上涨趋势不变。当前该趋势线位于86.10，在此位之上，可继续逢低做多美元，若跌破此位，美指有可能陷入技术性调整，届时有跌向84.50甚至更低价位的风险。

支撑位：86.10、85.30、84.50

阻力位：87.40、88.40、89.60

### 2) 人民币 DF 和 NDF 升值预期降温

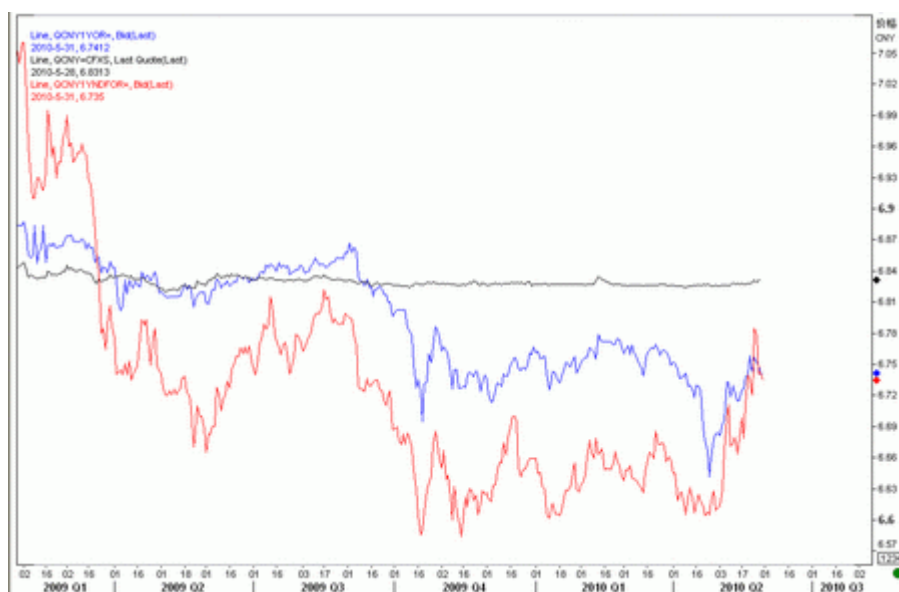
上周举行的中美战略对话，如外界预期的那样，没有将人民币汇率作为主要议题，而且美方表示“尊重中国的汇率自主权”。此举无疑显示，美方在人民币汇率问题上施加的政治压力已经有所减轻。

再结合国际市场美元走强，人民币 DF 和 NDF 的升值压力均明显缓和，两者继续走低。其中1年期 NDF 盘中一度逼平人民币即期汇率，为1年来首见，且1年期 NDF 与 DF 出现倒挂，也十分罕见。

不过就此认为人民币升值压力消失还为时尚早，不论是海外政

治压力，还是国际资本，都不会放弃押注人民币升值的既定政策。倘若国际市场上美元出现技术性修整，或是国内有任何政策性暗示，都可能导致 NDF 与 DF 短时间内大涨，从而重演 4 月份时的情况。

图5：人民币即期（黑）、1年远期（蓝）、1年NDF（红）



### 3) 欧元后市创新低可能依然很大

图6：欧元日K线图（截至北京时间10年5月31日）



欧元上周振荡向下，在前期低点处寻获支撑，短期出现振荡整理走势，跌势放缓。

从技术图形来看，天图上自4月份以来的下降压力线依然稳健，在1.2430处对欧元构成压制，在突破此价位前，欧元倾向继续下挫。而短期图形显示，欧元亦有较大可能构筑整理三角形或平台型整理形态，也支持后市看空。

欧元若再次下破1.2130，可能将会直奔1.20，倘若1.20失守，则有望测试1.16的低点支撑。

目前欧元反弹的条件并不充分，向上突破1.2430，可能会进一步上试1.2650，但更高的价位暂时难以看到。

支撑位：1.2130、1.2000、1.1810

阻力位：1.2430、1.2660、1.2850

## 4) 英镑弱势反弹跌势不改

图7：英镑日K线图（截至北京时间10年5月31日）



英镑上周振荡反弹，但走势脆弱，未能有效突破4月底开始的下降压力线，当前汇价仍在反复测试该压力线。天图KD指标已进入超卖区，但仍开口向下延伸，支持英镑进一步下行。

若英镑最终突破此压力线失败，可能很快再次测试前期低点1.4220，破将进一步下探1.36一线，否则有机会向1.48一线反弹。在当前形势下，我们倾向于认为英镑下行概率占上风。

支撑位：1.4220、1.4000、1.3840

阻力位：1.4600、1.4780、1.5050

## 5) 警惕地缘政治风险对日元带来的冲击

图8：美元/日元日K线图（截至北京时间10年5月31日）



尽管全球避险情绪依然高涨，但日元上周出现较大幅度下跌，丧失了其近期的避险货币地位。

来自朝鲜半岛的地缘政治压力，正在日益对日元构成挑战。虽然我们不认为朝鲜半岛会爆发战争，但由于日本与朝鲜关系一直不佳，且朝鲜一直将日本视作假想敌，因此一旦南北朝鲜之间出现擦枪走火的事件，可能会引发敏感的投资者大举抛售日元，造成日元短时间内大幅下跌。

在以往朝鲜试射导弹和宣称进行核试验时，日元都曾因地缘政治压力而走软，相信此次亦不会例外。

支撑位：90.60、89.00、87.90

阻力位：92.10、92.90、93.60

## 6) 澳元反弹虽劲但仍属技术性范畴

图9：澳元日K线图（截至北京时间10年5月31日）



澳元上周出现强劲反弹，涨势凌厉，但从技术角度而言，尚不能断定澳元已经见底，更有可能是此前大幅暴跌之后的技术性反弹，即暴跌之后必有暴涨。

从天图观察，澳元目前上方强阻力位于 0.8570 一线，在突破这一阻力前，澳元走势可继续维持看空，澳元的任何反弹都可以看作是逢高沽空的机会，若突破该阻力，澳元走势将有机会出现逆转。

支撑位：0.8350、0.8180、0.8060

阻力位：0.8570、0.8730、0.8800

## 金融市场数据简报

(2010年5月31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	0.2988	0.5500	0.2750	0.1175	4.6125	0.3917	0.0497	2.2100
1周	0.3313	0.5519	0.3181	0.1350	4.6500	0.4117	0.0693	2.3900
1个月	0.3513	0.5659	0.3944	0.1619	4.7025	0.4533	0.1571	2.3792
3个月	0.5363	0.7106	0.6344	0.2456	4.8275	0.5983	0.2182	2.0925
6个月	0.7519	0.9828	0.9394	0.4519	4.9975	0.8867	0.3500	2.1527
9个月	0.9801	1.2103	1.1000	0.5963	5.2188	1.2458	0.5164	2.2474
1年	1.2041	1.4222	1.2375	0.6725	5.4650	1.6308	0.6986	2.4140

### 二、基准掉期利率 (ISDAFIX)

	美元	日元	欧元	英镑	瑞士法郎	港元
2年	1.2380	0.9040	1.3230	1.4950	0.5440	4.7600
5年	2.4450	1.1490	2.1190	2.5830	1.3000	4.9580
10年	3.4040	1.6240	2.9600	3.5390	2.0310	5.0680
30年	4.0530	2.4012	3.2090			
5 - 2年	1.2070	0.2450	0.7960	1.0880	0.7560	0.1980
10 - 2年	2.1660	0.7200	1.6370	2.0440	1.4870	0.3080
30 - 2年	2.8150	1.4972	1.8860			

### 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	0.7737	0.8730	0.5200	0.1640	1.7200	4.4250	0.7930	
5年	2.0985		1.5730	0.4310	2.6460	5.0150	1.7040	2.5273
10年	3.3033	3.5710	2.6850	1.2510	3.3010	5.3780	2.6520	3.2384
30年	4.2170		3.3910	2.0720	3.7090			
5 - 2年	1.3248		1.0530	0.2670	0.9260	0.5900	0.9110	
10 - 5年	1.2048		1.1120	0.8200	0.6550	0.3630	0.9480	0.7111
30 - 5年	2.1185		1.8180	1.6410	1.0630			

### 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	1.423	1.936	2.354	2.796	0.649	1.162	1.580	2.022
5年	2.728	3.555	4.230	5.092	0.630	1.457	2.132	2.994
10年	4.171	4.905	5.213	5.506	0.868	1.602	1.910	2.203
5-2年	1.305	1.619	1.876	2.296	-0.020	0.294	0.551	0.971
10-5年	1.443	1.350	0.983	0.414	0.238	0.145	-0.222	-0.791
10-2年	2.748	2.969	2.859	2.710	0.218	0.439	0.329	0.180

## 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	1.2308	1.5144	2009-11-25	1.2144	2010-5-19	1.2273	1.3294	1.4321	-14.056
日元	91.40	98.90	2009-6-5	84.83	2009-11-27	91.06	93.85	93.01	1.762
人民币	6.8305	6.8401	2009-6-17	6.8230	2009-10-12	6.8315	6.8253	6.8270	-0.051
英镑	1.4476	1.7043	2009-8-5	1.4231	2010-5-20	1.4458	1.5274	1.6170	-10.476
澳元	0.8475	0.9406	2009-11-16	0.7704	2009-7-13	0.8474	0.9243	0.8977	-5.592
加元	1.0508	1.1725	2009-7-8	0.9931	2010-4-21	1.0546	1.0179	1.0532	0.228
港币	7.7904	7.8070	2010-5-21	7.7496	2009-7-8	7.7878	7.7641	7.7543	-0.463
新加坡元	1.4020	1.4687	2009-7-13	1.3649	2010-4-30	1.4051	1.3707	1.4049	0.207
台币	32.002	33.1950	2009-7-13	31.269	2010-4-27	31.960	31.339	31.985	-0.053
韩元	1199.80	1316.50	2009-7-13	1102.85	2010-4-26	1194.60	1108.30	1164.00	-2.984
卢布	30.658	33.1258	2009-7-13	28.627	2009-11-11	31.078	29.254	30.035	-2.031
美元	86.573	87.4580	2010-5-19	74.170	2009-11-26	86.480	81.866	77.860	11.191

## 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	1.2308	1.2309	1.2313	1.2322	1.2332	1.2344	1.2360	1.2446	1.2567	1.2715	1.2873
日元	91.40	91.39	91.36	91.25	91.06	90.83	90.56	89.09	86.91	84.33	81.11
人民币	6.8305	6.8291	6.8245	6.8093	6.7840	6.7600	6.7400	6.6100	6.5619	6.5136	6.4654
英镑	1.4476	1.4475	1.4476	1.4479	1.4483	1.4489	1.4497	1.4529	1.4600	1.4629	1.4759
澳元	0.8475	0.8468	0.8446	0.8386	0.8301	0.8220	0.8138	0.7853	0.7606	0.7421	0.7262
加元	1.0508	1.0509	1.0509	1.0512	1.0521	1.0534	1.0550	1.0630	1.0717	1.0764	1.0767
港币	7.7904	7.7895	7.7867	7.7804	7.7725	7.7640	7.7549	7.7149	7.6744	7.6284	7.5854
新加坡元	1.4020	1.4020	1.4020	1.4019	1.4019	1.4014	1.4002				
台币	32.002	31.980	31.923	31.728	31.477	31.282	31.077	30.452			
韩元	1199.80	1200.06	1200.65	1200.70	1199.98	1200.50	1200.25	1207.20	1221.70	1229.20	1232.20
卢布	30.658	30.751	30.795	30.938	31.243	31.597	31.917	33.280	34.685	35.990	37.445

## 招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2010年5月31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	6.8305			0.250%		2.153%
7 天	6.8277	0.041%	2.137%	0.331%	-1.806%	2.600%
1 个月	6.8245	0.088%	1.054%	0.351%	-0.703%	2.050%
3 个月	6.8092	0.312%	1.247%	0.536%	-0.711%	2.010%
6 个月	6.7840	0.681%	1.362%	0.752%	-0.610%	2.055%
1 年期	6.7600	1.032%	1.376%	0.980%	-0.396%	2.080%
2 年期	6.7400	1.325%	1.325%	1.204%	-0.121%	2.183%
3 年期	6.6100	3.228%	1.601%	1.236%	-0.366%	2.468%
4 年期	6.5050	4.765%	1.564%	1.662%	0.098%	2.690%
5 年期	6.6500	2.643%	0.654%	2.177%	1.522%	2.883%

### 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31日)



	2009-12-31	2010-5-24	2010-5-25	2010-5-26	2010-5-27	2010-5-28
招银人民币贸易 加权汇率指数	118.4159	121.6865	122.1025	122.3641	121.6533	121.5768

### 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。**