

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

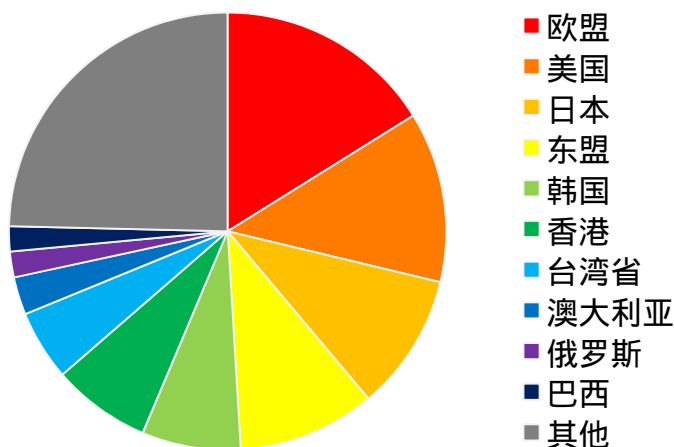
一 宏观经济回顾与展望——寻找人民币的篮子

中国上周宣布重启汇改，对全球金融市场投下一颗重磅炸弹，大宗商品、商品货币以及高风险资产一度上扬，因市场认为人民币升值有利于中国进口更多大宗商品。

不过，中国央行随后开出的中间价，则打乱了市场的步调，周一中间价与上周五相同，设定于 6.8275，令预期人民币迅速升值的力量大失所望，纷纷解除风险资产头寸，但在盘中，人民币大幅走高，一度接近波动区间上限，我们认为，周一人民币大幅上涨的原因，除了人民币升值预期积蓄能量的爆发外，很可能是机构投资者在试探央行对日内波幅容忍的底线。周二人民币中间价设定于周一收盘价，鼓舞机构继续做多，但盘中出现大量买盘，人民币收跌，随后陷入宽幅震荡，但周四、周五，中间价均维持走高势头。

上周人民币的剧烈变动，已经非常充分的反映出双向波动的特点，符合中国央行关于加大人民币汇率弹性的相关表述，因此预计今后人民币的日内波幅将会维持较宽水平，一日三价将成为常态。同时，我们也看到，尽管人民币周一大涨，但上周整体涨幅仍受到控制，表明中国央行不希望人民币快速升值。

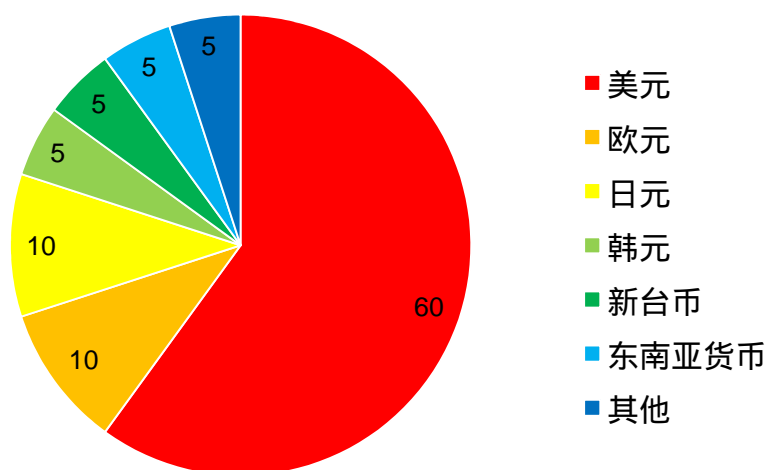
图1：中国主要贸易伙伴



若想准确判断人民币的变动趋势，除了要关注中国宏观经济形势的变化外，根据中国央行的表述，一个很重要的因素便是篮子货币，人民币的篮子到底存在不存在，存在的话里面都有哪些货币，各自的权重是多少？基于贸易角度的推测，我们认为篮子中将会包含主要贸易伙伴的货币，必然入选的货币有美元、欧元、日元，可

能入选的有韩元、新台币、东南亚货币等，而且美元在篮子中的比重，至少会达到 50% 以上。当然，此类推测的结果可能会非常不准确，而且即使推测出来，央行也可以随时对篮子货币及权重进行调整。

图2：人民币货币篮子推测（可能很不准确）



目前实行类似汇率机制的典范当属新加坡元，历史数据显示。新加坡元在实行该机制后，走势与美指高度相关，即美元走强时，坡元通常走弱，反之则走强。

图3：美元/新加坡元（黑）与美元指数（红）的关系



如果人民币的篮子是真实存在的，那么人民币今后的走势可能会与坡元类似，即与美元走势呈反向关系。这也意味着，今后内地

不论是金融机构，还是涉汇企业，对国际经济及金融市场研究的需求会大幅上升，只有把握好美元的走势，才能较好的判断人民币的变动方向。当然，从中长期而言，除了美元因素之外，中国宏观经济的变化，是人民币汇率走势的根本推动力。

我们预计，此次汇改重启后的中短期内，为释放升值压力，篮子因素可能作用较小，中国货币当局将会容忍人民币取得一定的升幅，比如半年内升值不超过 3%，而随着时间的推移，篮子因素可能会逐渐发挥越来越大的作用。

在国际金融市场方面，欧洲债务危机近期略显平静，没有特别值得关注的利好或利空消息，欧元、英镑等欧洲货币，也出现持续反弹。而美联储上周会议下调对经济前景的评估，则值得投资者注意，在此前两次会议基调开始显现乐观之际，美国近期经济数据表现不佳，多个指标出现回落，迫使联储重回审慎基调。需

要担心的是，美国近期指标疲软的时期，与欧洲债务危机爆发的时间高度一致，尽管在实体经济及金融市场层面，危机尚未波及美国，但消费者与企业主的信心可能会受到严重影响，在对未来经济形势不确定的情况下，他们可能会缩减支出及招聘规模，因此我们看到新房销售、零售等数据出现掉头向下的趋势，而本周即将公布的非农就业数据，则值得投资者高度关注。一旦美国经济出现二次探底，势必会拖累全球经济的复苏前景。

对于欧洲货币的走势，我们认为反弹只是阶段性的，因债务危机尚未从根本上得以解除，欧洲货币目前还不具备大幅上扬的基础。同时，从 G20 峰会来看，欧美分歧严重，欧洲主张削减公共开支以避免债务压力，而美国则主张慎重退出。欧洲的立场虽然有利于缓解债务危机的压力，但势必损害经济增长动能，因而未来几年欧洲经济可能都会出于相对弱势的地位，不利于欧洲货币的长期走势。。

二 美国债券市场

美国债市方面，收益率曲线较前一周明显下移，其中 10 年期国债收益率下跌 11 个基点，收于 3.12%；2 年期国债收益率下跌 6 个基点，收于 0.66%。互换利率曲线也呈相应变动，其中 10 年期互换利率下跌 12 个基点，收于 3.16%；2 年期互换利率下跌 5 个基点，收于 1.02%。

图4：国债收益率曲线两周变动

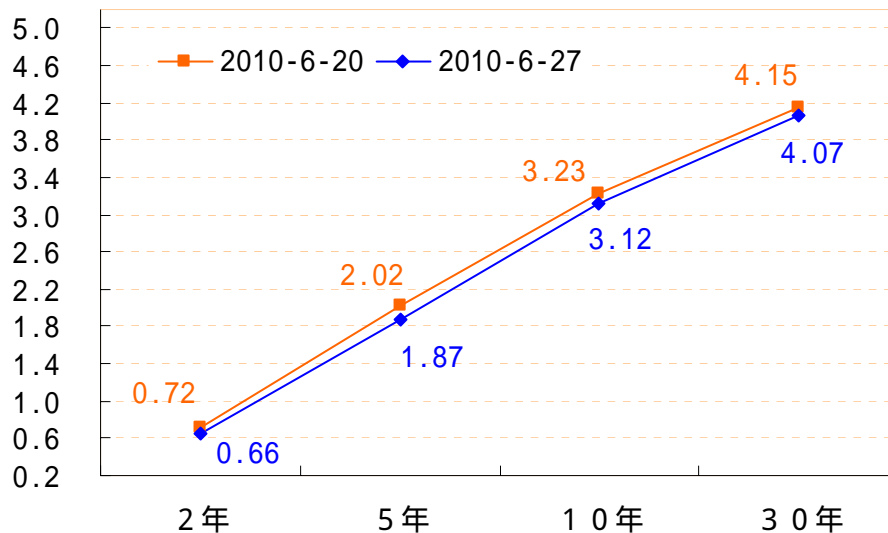
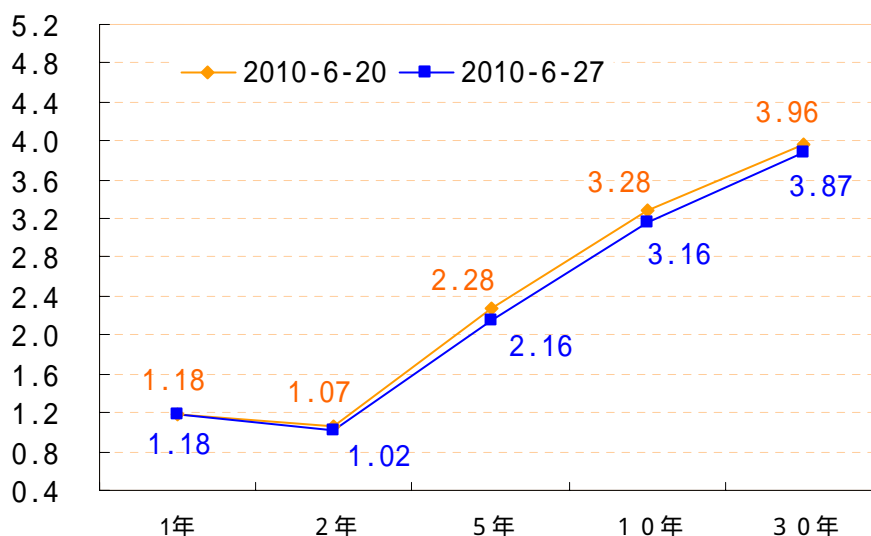


图5：标准互换收益率曲线两周变动



近期，10年期美债强劲上扬，收益率一度跌至5月份低点3.0640%附近。近期美债与美元走势相反，主因外汇市场避险需求有所下降，而美股下跌导致资金流入美债，同时美联储议息会议下调对经济前景的评估，显示美元年内升息无望，加息时间点将推迟到明显，在这些因素的刺激下，美债收益率不断走跌。

由于已经非常接近前期低点，一旦10年期美债收益率跌破3.0%，可能会引发技术性买盘，促使收益率跌向2.9%甚至2.8%，而上方自4月份以来的下降压力线依然构成压制，当前位于3.3%，

在突破这里前，该收益率很难扭转弱势。

图6：10年期美债收益率日K线（截至北京时间10年6月28日）



三 国际汇市

1) 美指阶段性回落，整体涨势不改

图7：美指日K线图（截至北京时间10年6月28日）



美元指数近期持续振荡回落，已经跌回此前连续5个月的上升通道内，5、6月该通道上轨曾被突破。从技术角度来看，美指仍有继续回落的空间，通道下轨支撑位于83.50-84，在跌破这里前，长

期上涨趋势不会结束。同时，基本面也不支持美元反转，因此，我们认为至少到目前为止，美指回落仍然是阶段性的技术修正，后市依然会维持涨势。

支撑位：84.60、84.00、83.50

阻力位：85.85、86.40、87.00

2) 欧元仍有反弹空间，但不改中线下跌趋势

图8：欧元日K线图（截至北京时间10年6月28日）



欧元近期持续振荡反弹，短期反弹趋势已经确立，从技术图形观察，日图 KD 指标大幅拉升，支持汇价走高，周图 KD 指标也出现金叉迹象。

预计欧元上方阻力在 1.25-1.2550 区间，这里是布林带上轨压力所在，若突破，则有望升向 1.2680，更高的价位暂时难以估计。但与美指相对，我们也认为欧元的反弹只是阶段性的技术修正，中线下跌趋势并未改变。

支撑位：1.2200、1.2140、1.1880

阻力位：1.2450、1.2660、1.2780

3) 利好事件激励英镑上行

图9：英镑日K线图（截至北京时间10年6月28日）



英国上周公布了紧急预算案，未来两年会冻结公务员工资，缩减政府开支，此举有利于英国避免出现希腊式的债务危机，受到市场欢迎，英镑也强劲反弹。

上周，英国央行举行议息会议，有一名货币政策委员会成员投票要求升息，令市场大感意外，虽然此举没有任何现实意义，但英镑仍受到激励。

从技术上来看，英镑已经突破了1月份以来的长期下降压力线，发出了企稳反弹的初步信号，同时6月份以来也构筑了一条短期上升趋势线，短期反弹势头有望持续。但英镑涨势过于僵硬，缺乏弹性，我们怀疑英镑此次突破的有效性，并对反弹幅度持谨慎态度。后市英镑冲高回落的可能性较大。

支撑位：1.4860、1.4680、1.4520

阻力位：1.5180、1.5370、1.5520

4) 美债与人民币刺激日元走强

美元/日元近期持续振荡下滑，走势疲软。日元一方面继续与

美债走势趋同，美债的强劲上扬激发了日元的上涨动能，另一方面也受到人民币重启汇改的推动，通常而言，日元以及亚洲货币通常被当作看涨人民币的替代品。

短期来看，日元涨势强劲，美元/日元尚无见底迹象，但从中期来看，美元/日元可能仍会在 88-95 区间内做宽幅区间振荡。

图10：美元/日元日K线图（截至北京时间10年6月28日）



支撑位：88.90、88.00、87.30

阻力位：90.00、91.10、91.70

5) 澳元构筑双底有望继续反弹

澳元近期涨势强劲，并于天图上成功构筑双底形态，上周冲高回落后恰好对颈线位置进行了回抽，KD 指标大幅拉升，支持汇价进一步走高。

按照双底目标位测算，澳元短期目标可能位于 0.90 附近，更高价位暂时难以见到。

人民币汇改对澳元也会起到一定支撑作用，因中国是澳洲最大的商品出口目的地之一，而人民币升值有利于增强中国的购买力，这一因素可能会在中期内对澳元带来支撑。

图11：澳元日K线图（截至北京时间10年6月28日）



支撑位：0.8590、0.8550、0.8360

阻力位：0.8860、0.9000、0.9030

金融市场数据简报

(2010年6月28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	0.2956	0.5488	0.2738	0.1225	4.5175	0.6017	0.0500	2.2933
1周	0.3288	0.5506	0.3388	0.1338	4.6550	0.6267	0.1000	3.1458
1个月	0.3472	0.5688	0.4200	0.1606	4.7500	0.6917	0.3150	4.0525
3个月	0.5347	0.7303	0.6738	0.2456	4.9000	0.8267	0.3982	2.6259
6个月	0.7532	1.0177	0.9750	0.4438	5.0963	1.0817	0.5579	2.4444
9个月	0.9609	1.2470	1.1338	0.5938	5.3163	1.3767	0.7200	2.4839
1年	1.1831	1.4570	1.2700	0.6738	5.6000	1.7650	0.9157	2.5676

二、基准掉期利率 (ISDAFIX)

	美元	日元	欧元	英镑	瑞士法郎	港元
2年	1.0240	0.9040	1.3290	1.4440	0.6050	4.7600
5年	2.1610	1.1490	2.0800	2.4870	1.2830	4.9580
10年	3.1550	1.6240	2.9080	3.4310	1.9520	5.0680
30年	3.8730	2.4012	3.2500			
5 - 2年	1.1370	0.2450	0.7510	1.0430	0.6780	0.1980
10 - 2年	2.1310	0.7200	1.5790	1.9870	1.3470	0.3080
30 - 2年	2.8490	1.4972	1.9210			

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	0.6526	0.7160	0.5560	0.1650	1.5470	4.5350	0.8120	
5年	1.8997	2.0940	1.4960	0.3900	2.4760	4.8450	1.7210	2.7755
10年	3.1005	3.3730	2.6170	1.1630	3.1910	5.2530	2.5190	3.3991
30年	4.0573	4.2330	3.3560	1.9550	3.6840			
5 - 2年	1.2471	1.3780	0.9400	0.2250	0.9290	0.3100	0.9090	
10 - 5年	1.2008	1.2790	1.1210	0.7730	0.7150	0.4080	0.7980	0.6236
30 - 5年	2.1576	2.1390	1.8600	1.5650	1.2080			

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	1.291	1.647	2.426	2.623	0.638	0.994	1.773	1.970
5年	2.558	3.375	3.958	5.010	0.658	1.475	2.058	3.110
10年	3.984	4.763	4.148	5.417	0.884	1.663	1.048	2.317
5-2年	1.267	1.728	1.532	2.387	0.020	0.481	0.285	1.140
10-5年	1.426	1.388	0.190	0.407	0.225	0.187	-1.011	-0.794
10-2年	2.693	3.116	1.722	2.794	0.245	0.668	-0.726	0.346

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	1.2380	1.5144	2009-11-25	1.1877	2010-6-7	1.2369	1.2306	1.4321	-13.554
日元	89.35	97.79	2009-8-7	84.83	2009-11-27	89.24	91.27	93.01	4.096
人民币	6.7936	6.8365	2009-8-12	6.7860	2010-6-25	6.7921	6.8278	6.8270	0.492
英镑	1.5063	1.7043	2009-8-5	1.4231	2010-5-20	1.5063	1.4538	1.6170	-6.846
澳元	0.8759	0.9406	2009-11-16	0.7704	2009-7-13	0.8741	0.8459	0.8977	-2.428
加元	1.0345	1.1725	2009-7-8	0.9931	2010-4-21	1.0355	1.0445	1.0532	1.808
港币	7.7820	7.8070	2010-5-21	7.7496	2009-7-8	7.7775	7.7865	7.7543	-0.356
新加坡元	1.3845	1.4687	2009-7-13	1.3649	2010-4-30	1.3868	1.3997	1.4049	1.474
台币	32.032	33.1950	2009-7-13	31.269	2010-4-27	32.039	31.970	31.985	-0.147
韩元	1201.20	1316.50	2009-7-13	1102.85	2010-4-26	1215.19	1202.24	1164.00	-3.097
卢布	31.031	33.1258	2009-7-13	28.627	2009-11-11	30.996	30.903	30.035	-3.208
美元	85.302	88.7080	2010-6-7	74.170	2009-11-26	85.313	86.480	77.860	9.558

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	1.2380	1.2380	1.2382	1.2386	1.2394	1.2402	1.2410	1.2468	1.2561	1.2686	1.2795
日元	89.35	89.35	89.32	89.22	89.05	88.86	88.65	87.44	85.60	83.03	80.30
人民币	6.7936	6.7937	6.7938	6.7775	6.7480	6.7105	6.6725	6.5150	6.4049	6.2940	6.1836
英镑	1.5063	1.5062	1.5062	1.5062	1.5062	1.5062	1.5062	1.5065	1.5081	1.4603	1.4402
澳元	0.8759	0.8752	0.8728	0.8665	0.8572	0.8483	0.8394	0.8054	0.7791	0.7559	0.7378
加元	1.0345	1.0345	1.0347	1.0352	1.0363	1.0380	1.0401	1.0498	1.0587	1.0640	1.0633
港币	7.7820	7.7815	7.7810	7.7779	7.7715	7.7657	7.7606	7.7327	7.7080	7.6713	7.6320
新加坡元	1.3845	1.3844	1.3843	1.3839	1.3835	1.3827	1.3820	-	-	-	-
台币	32.032	32.004	31.947	31.767	31.542	31.334	31.137	30.482	-	-	-
韩元	1201.20	1201.45	1202.30	1204.60	1204.80	1204.95	1205.20	1213.20	1228.20	1241.20	1250.20
卢布	31.031	30.980	31.066	31.247	31.487	31.750	32.152	33.555	35.000	36.570	38.150

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2010年6月28日)

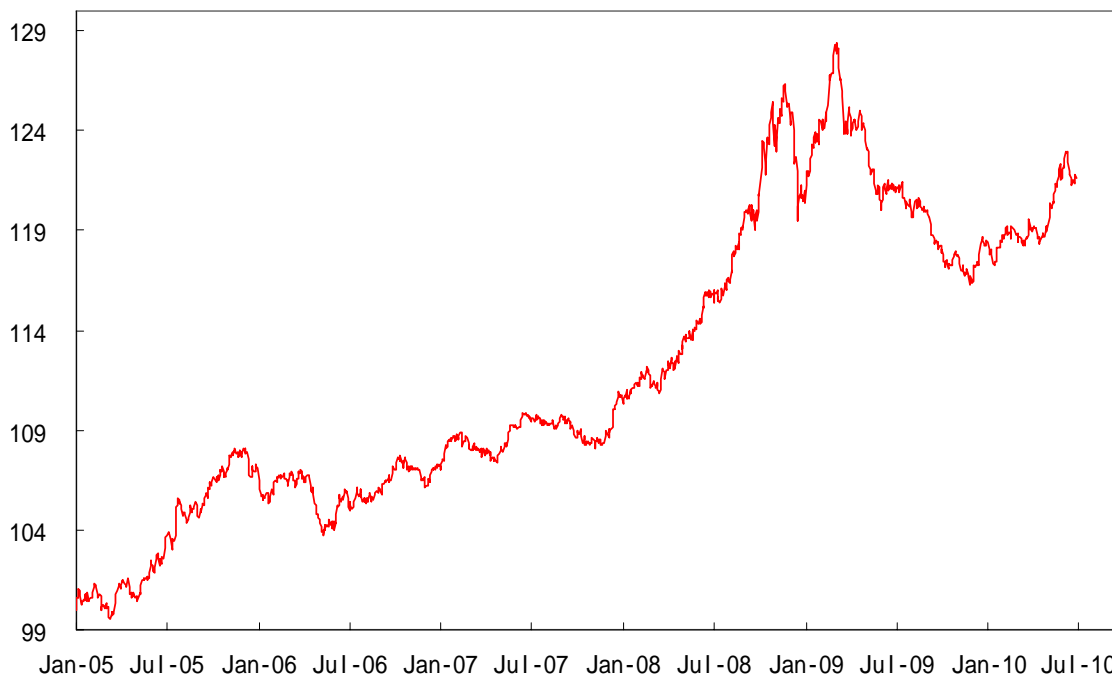
期限	人民币 NDF 最近价	人民币升值幅度	人民币升值幅度折年率	美元掉期利率	人民币货币互换回报率	人民币掉期利率
现价	6.7936			0.230%		2.292%
7 天	6.7921	0.022%	1.151%	0.329%	-0.823%	3.155%
1 个月	6.7939	-0.004%	-0.053%	0.347%	0.400%	2.500%
3 个月	6.7775	0.237%	0.948%	0.535%	-0.413%	2.150%
6 个月	6.7480	0.671%	1.342%	0.753%	-0.589%	2.170%
9 个月	6.7105	1.223%	1.631%	0.961%	-0.670%	2.210%
1 年期	6.6725	1.783%	1.783%	1.183%	-0.599%	2.325%
2 年期	6.5150	4.101%	2.030%	1.017%	-1.013%	2.600%
3 年期	6.2500	8.002%	2.599%	1.399%	-1.201%	2.780%
4 年期	6.2200	8.443%	2.047%	1.805%	-0.242%	2.938%
5 年期	6.1837	8.978%	1.734%	2.173%	0.438%	3.140%

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6月28日)



	2009-12-31	2010-6-21	2010-6-22	2010-6-23	2010-6-24	2010-6-25
招银人民币贸易 加权汇率指数	118.4159	121.5524	121.4651	121.4027	121.6605	121.8385

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。