

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

一 宏观经济回顾与展望

上周，投资者的风险偏好情绪在不同市场表现的截然不同，在外汇市场，风险偏好急速上升，美元一路下跌，显示对美元的避险需求日渐削弱，而在股市和债券市场，后半周风险偏好似乎在急剧下降，股市大跌，债市大涨。

如此混乱的信号，使得我们探讨市场前景的努力变得日益困难。欧洲债务危机近期迷雾重重，不论是惠誉调降葡萄牙评级，还是标普威胁调降英国评级，都只在市场上引发了短线波动，投资者对此充耳不闻，而希腊、葡萄牙、西班牙三国顺利发行新债，则激励风险偏好上升，欧洲货币强劲上扬，美元多头被迫退却。

但就此认为危机已经好转仍为时尚早，正如惠誉指出的，葡萄牙政府的财政前景仍在恶化中，其他几个危机国也大体如此，此时大举买入欧洲货币可能只是冲动之举。而且即使危机不再恶化，经济和利率前景显然也不利于欧洲货币——在欧洲国家大举紧缩财政的情况下，社会的“去福利化”势必拖累消费和需求，进而引发经济增长动能不足，这会使欧洲经济在未来与美国的竞争中处于下风。

当然，美国方面最近的情况也不乐观，上周美国公布的数据，仍在显示出强烈的经济放缓迹象，零售、CPI、PPI 均出现连续2个月以上的环比负增长，不仅经济复苏受到挑战，连预期中的通胀也不见踪影，而且最新公布的一些大公司的季报也令人失望。因此，美国国债上周后半段出现强劲上扬，股市也大幅下跌。

按常理来推论，美国经济数据不佳，会进一步增强有关全球经济放缓的担忧，而这种担忧会推高国债和美元，但我们目前只看到了节节上涨的国债，美元却冲高回落，颇为令人费解。

一个可能的原因是，此前在欧洲债务危机最恐慌的阶段，投资者建立了过多的避险头寸，随着债务危机不再恶化，一部分避险头寸陆续被解除，而全球经济放缓的压力，尚未大到使投资者重新建立新避险头寸的局面。

而美国国债的上扬，目前可能更主要的受制于利率和通胀前景，而非避险情绪，在美联储调降了对经济前景的评估后，加息显然已经是奢谈，而美国CPI、PPI 涨幅的连续下滑，表明温和的通缩压力似乎更占上风。

我们估计，在经过一段时间的解除避险头寸的操作后，市场的焦点会重新回到经济和利率前景上面来，因此从中长期来看，我们仍维持看好美元的观点。

图1：美国PPI

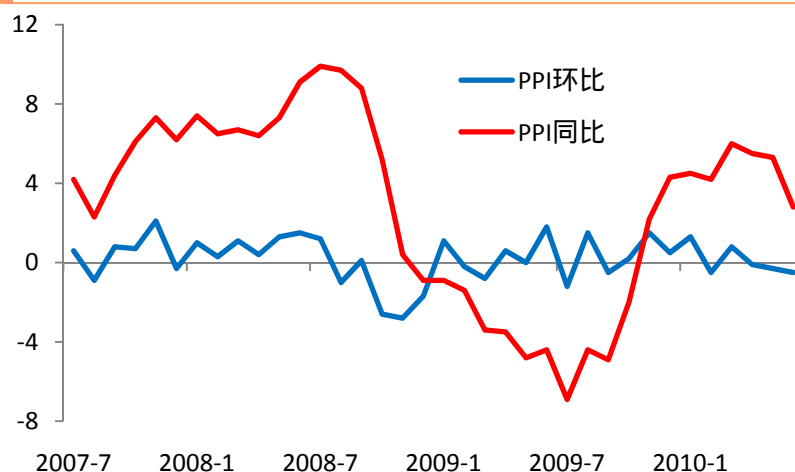
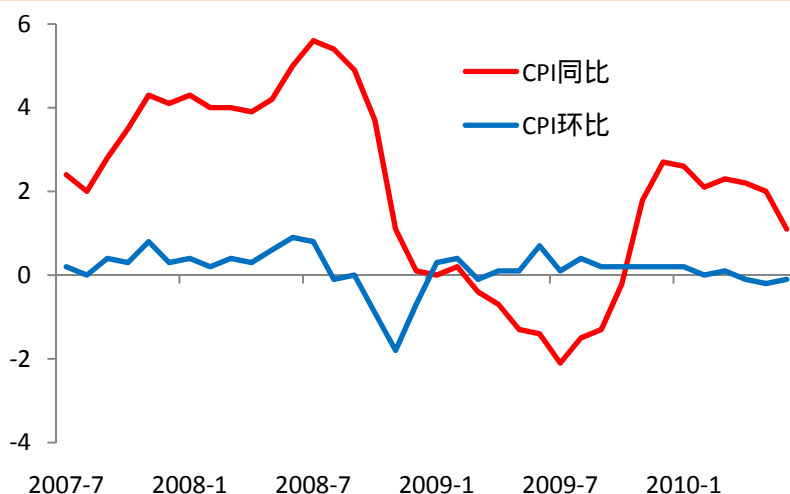
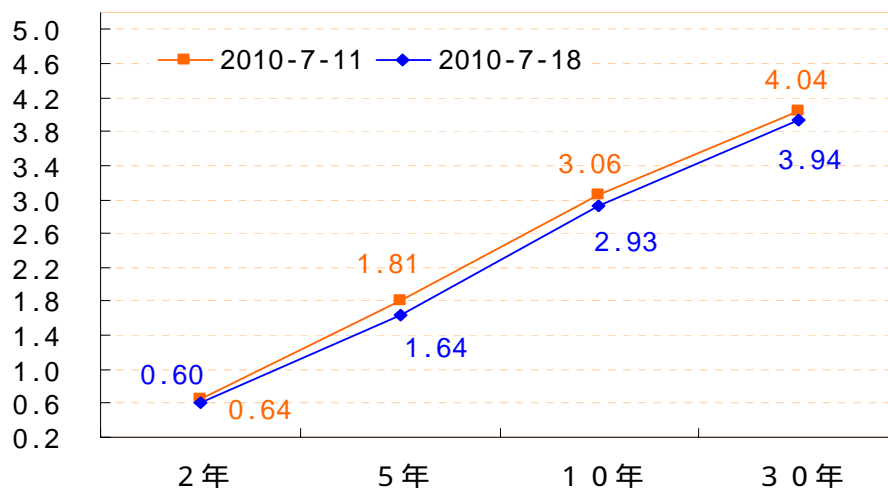


图2：美国CPI



二 美国债券市场

图3：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明显上移，其中10年期国债收益率下跌13个基点，收于2.93%；2年期国债收益率下跌4个基点，收于0.60%。互换利率曲线也呈相应变动，其中10年期互换利率下跌16个基点，收于2.94%；2年期互换利率下跌12个基点，收于0.83%。

图4：标准互换收益率曲线两周变动

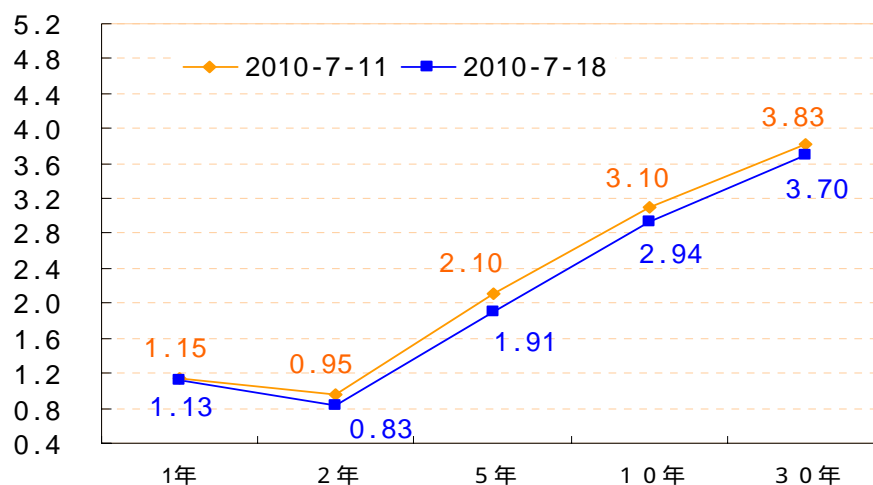


图5：10年期美债收益率日K线（截至北京时间10年7月19日）



上周，10年期美债收益率冲高回落，在短暂突破4月份开始的下降压力线后，连续3天大幅下滑，重回压力线之下，表明对该压力线的突破为假突破。因此，从技术上看，该收益率的格局未能出现变化，继续振荡下行的风险依然很大。而上周美国公布的CPI、

PPI 涨幅回落明显,也支持国债收益率下行,我们仍维持此前观点,即 10 年期美债收益率波动区间将下移至 2.5-3.5%。

三 国际汇市

1) 美指跌破长期上升趋势线

图6：美指日K线图（截至北京时间10年7月19日）



美元指数上周大幅回落，跌破了从去年 12 月开始的长期上升趋势线，发出了继续下行的技术信号，预计美指在该趋势线回抽后，有进一步走低的风险，届时可能会跌向菲波纳奇 0.5 及 0.618 的回调位，分别位于 81.40 和 79.70。只有重返 84 上方，美指才有机会摆脱下行压力。

支撑位：81.40、80.00、79.70

阻力位：83.15、84.00、85.00

2) 人民币或进入振荡期

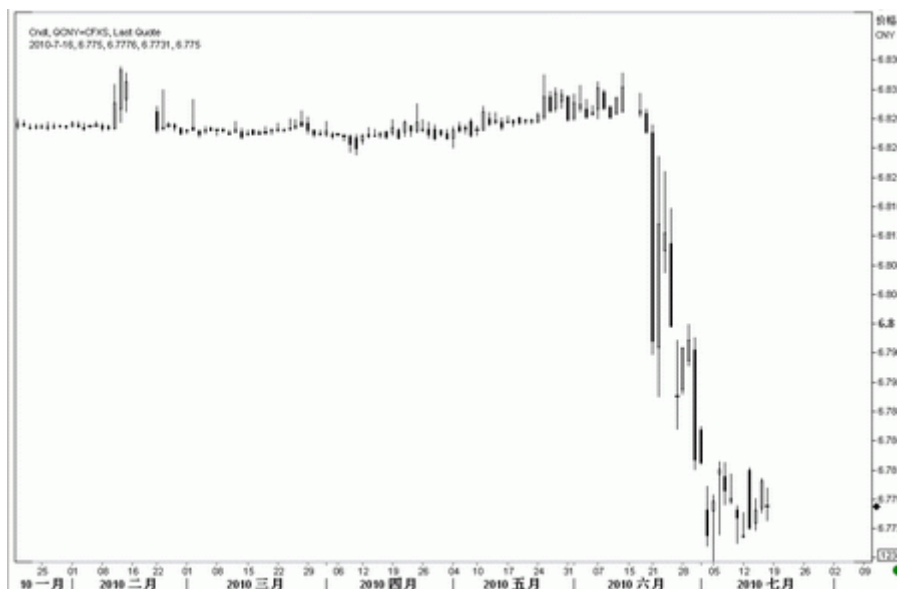
人民币上周兑美元整体陷于小幅振荡，并略有贬值，完全失去了此前大幅上涨的势头，值得注意的是，上周美元指数出现较大跌幅，而人民币兑美元没有再创出新高，或许是货币当局有意释放的某种信号。

上周中国公布了大量最新的宏观数据，数据表明，中国经济增长放缓的迹象日益明显，通胀压力也并未加大，此时的国内外经济环境，并不适于人民币单边升值。

国务院总理温家宝上周在陕西考察时指出，扩大内需与稳定外需不可偏废，市场对此或理解为要保证出口增长稳定在一定幅度上，这会要求人民币避免过快升值。

因此，我们估计人民币近期可能不会进一步上扬，前期高点 6.7676 或提供较强阻力，即期汇率可能在 6.77-6.80 区间内波动一段时间。

图7：人民币即期汇率



3) 欧元升破关键阻力

欧元上周强劲上扬，一举突破了去年 12 月以来的长期下降压力线，和 6 月份以来上升通道的双重阻力，从而发出了涨势将持续的强烈技术信号。

从天图来看，KD 指标虽已进入超买区，但开口向上，未见死叉迹象，支持汇价进一步上扬，判断欧元有较大可能继续振荡上行，或于近期测试 0.382 的阻力位 1.3100 及前期低点 1.3250，若无法突破这两个阻力，可能会出现技术性回调，若成功突破，则欧元涨势有望延续。

图8：欧元日K线图（截至北京时间10年7月19日）



支撑位：1.2820、1.2520、1.2470
阻力位：1.3100、1.3250、1.3340

4) 英镑在上升通道内运行

图9：英镑日K线图（截至北京时间10年7月19日）



英镑上周在通道下轨附近寻获支撑后涨势强劲，一举升至通道

上轨阻力处，天图 KD 指标进入超买区，并走平出现钝化迹象，失去参照意义。

短期来看，英镑仍会继续在上升通道内运行，该通道始于今年5月底6月初，同时，英镑已经非常接近4月份的阶段高点1.55附近，若能成功突破，则技术上将完成构筑中期底部，并打开新的上行空间，若突破失败，则将有阶段性回落，但在跌破通道前，不宜做空。

支撑位：1.5230、1.5050、1.4850

阻力位：1.5510、1.5750、1.5830

5) 日元追随美债创出8个月新高

图10：美元/日元日K线图（截至北京时间10年7月19日）



日元继续紧密追随美债波动，随着上周后半段美债大涨，美元/日元也相应出现大跌，且跌至8个月新低86.24，目前，日元的很多中短期技术指标已经出现超买，预示着技术性回调随时都会出现，但鉴于美国国债收益率仍会维持在较低水平，因此我们对美元/日元很快将触底反弹的思路持保留态度，我们认为美元/日元更有可能陷入低位振荡整理。

支撑位：86.20、85.60、84.75

阻力位：87.30、88.00、88.60

6) 澳元冲高不过 0.8850 为短期分水岭

图11：澳元日K线图（截至北京时间10年7月19日）



澳元上周冲高回落，测试前期高点 0.8850 不过后出现回落。从技术指标来看，澳元上行动能仍在，短期仍有再次上试 0.8850 的可能，可以该阻力为短期分水岭，破将打开新的上升空间，有机会上试 0.90 关口，不破则可能在 0.85-0.8850 之间陷入振荡。

支撑位：0.8630、0.8500、0.8310

阻力位：0.8850、0.9000、0.9070

金融市场数据简报

(2010年7月19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 | 0.2688 | 0.5500 | 0.4338 | 0.1125 | 4.6225 | 0.5717 | 0.0579 | 1.4433 |
| 1周 | 0.3138 | 0.5514 | 0.4950 | 0.1263 | 4.6675 | 0.6517 | 0.0986 | 1.8600 |
| 1个月 | 0.3381 | 0.5713 | 0.5500 | 0.1556 | 4.7475 | 0.7350 | 0.3921 | 2.3750 |
| 3个月 | 0.5213 | 0.7348 | 0.7938 | 0.2444 | 4.9400 | 0.8808 | 0.4511 | 2.5814 |
| 6个月 | 0.7266 | 1.0209 | 1.0850 | 0.4425 | 5.1188 | 1.1383 | 0.5707 | 2.5113 |
| 9个月 | 0.9152 | 1.2506 | 1.2300 | 0.5919 | 5.3438 | 1.4392 | 0.7407 | 2.5475 |
| 1年 | 1.1269 | 1.4606 | 1.3600 | 0.6713 | 5.6150 | 1.8267 | 0.9207 | 2.6158 |

二、基准掉期利率 (ISDAFIX)

| | 美元 | 日元 | 欧元 | 英镑 | 瑞士法郎 | 港元 |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2年 | 0.8320 | 0.9040 | 1.4280 | 1.3910 | 0.6250 | 4.7600 |
| 5年 | 1.9100 | 1.1490 | 2.1030 | 2.4280 | 1.2380 | 4.9580 |
| 10年 | 2.9440 | 1.6240 | 2.8970 | 3.3730 | 1.9280 | 5.0680 |
| 30年 | 3.7010 | 2.4012 | 3.2730 | | | |
| 5 - 2年 | 1.0780 | 0.2450 | 0.6750 | 1.0370 | 0.6130 | 0.1980 |
| 10 - 2年 | 2.1120 | 0.7200 | 1.4690 | 1.9820 | 1.3030 | 0.3080 |
| 30 - 2年 | 2.8690 | 1.4972 | 1.8450 | | | |

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 | 0.5967 | | 0.7740 | 0.1490 | 1.5600 | 4.4920 | 0.5490 | |
| 5年 | 1.6931 | | 1.6000 | 0.3550 | 2.3990 | 4.7150 | 1.4330 | 2.5618 |
| 10年 | 2.9412 | | 2.6460 | 1.0960 | 3.1540 | 5.0770 | 2.3410 | 3.2064 |
| 30年 | 3.9499 | | 3.3120 | 1.8790 | 3.7240 | | | |
| 5 - 2年 | 1.0964 | | 0.8260 | 0.2060 | 0.8390 | 0.2230 | 0.8840 | |
| 10 - 5年 | 1.2481 | | 1.0460 | 0.7410 | 0.7550 | 0.3620 | 0.9080 | 0.6446 |
| 30 - 5年 | 2.2568 | | 1.7120 | 1.5240 | 1.3250 | | | |

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 | 1.137 | 1.523 | 2.355 | 2.669 | 0.540 | 0.926 | 1.758 | 2.072 |
| 5年 | 2.268 | 3.069 | 3.915 | 4.548 | 0.575 | 1.376 | 2.222 | 2.855 |
| 10年 | 3.751 | 4.257 | 5.198 | 5.423 | 0.810 | 1.316 | 2.257 | 2.482 |
| 5-2年 | 1.131 | 1.546 | 1.560 | 1.879 | 0.035 | 0.450 | 0.464 | 0.783 |
| 10-5年 | 1.483 | 1.188 | 1.283 | 0.875 | 0.235 | -0.060 | 0.035 | -0.373 |
| 10-2年 | 2.614 | 2.734 | 2.843 | 2.754 | 0.270 | 0.390 | 0.499 | 0.410 |

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 | 1.2907 | 1.5144 | 2009-11-25 | 1.1877 | 2010-6-7 | 1.2930 | 1.2238 | 1.4321 | -9.874 |
| 日元 | 86.59 | 97.79 | 2009-8-7 | 84.83 | 2009-11-27 | 86.54 | 88.44 | 93.01 | 7.414 |
| 人民币 | 6.7789 | 6.8365 | 2009-8-12 | 6.7677 | 2010-7-5 | 6.7747 | 6.7818 | 6.8270 | 0.710 |
| 英镑 | 1.5306 | 1.7043 | 2009-8-5 | 1.4231 | 2010-5-20 | 1.5301 | 1.4945 | 1.6170 | -5.343 |
| 澳元 | 0.8658 | 0.9406 | 2009-11-16 | 0.7989 | 2009-7-20 | 0.8689 | 0.8408 | 0.8977 | -3.554 |
| 加元 | 1.0568 | 1.1170 | 2009-7-20 | 0.9931 | 2010-4-21 | 1.0582 | 1.0639 | 1.0532 | -0.341 |
| 港币 | 7.7760 | 7.8070 | 2010-5-21 | 7.7497 | 2009-10-23 | 7.7753 | 7.7885 | 7.7543 | -0.279 |
| 新加坡元 | 1.3823 | 1.4533 | 2009-8-19 | 1.3649 | 2010-4-30 | 1.3765 | 1.3994 | 1.4049 | 1.635 |
| 台币 | 32.160 | 33.0160 | 2009-8-20 | 31.269 | 2010-4-27 | 32.109 | 32.133 | 31.985 | -0.544 |
| 韩元 | 1215.80 | 1277.85 | 2010-5-25 | 1102.85 | 2010-4-26 | 1203.39 | 1221.80 | 1164.00 | -4.261 |
| 卢布 | 30.532 | 32.9051 | 2009-8-12 | 28.627 | 2009-11-11 | 30.843 | 31.210 | 30.035 | -1.629 |
| 美元 | 82.642 | 88.7080 | 2010-6-7 | 74.170 | 2009-11-26 | 82.486 | 86.019 | 77.860 | 6.142 |

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 | 1.2907 | 1.2906 | 1.2905 | 1.2904 | 1.2899 | 1.2893 | 1.2889 | 1.2889 | 1.2928 | 1.3025 | 1.3102 |
| 日元 | 86.59 | 86.58 | 86.56 | 86.48 | 86.35 | 86.22 | 86.04 | 85.01 | 83.40 | 81.17 | 78.63 |
| 人民币 | 6.7789 | 6.7790 | 6.7795 | 6.7685 | 6.7475 | 6.7085 | 6.6675 | 6.5075 | 6.4284 | 6.3493 | 6.2700 |
| 英镑 | 1.5306 | 1.5305 | 1.5303 | 1.5300 | 1.5293 | 1.5286 | 1.5278 | 1.5248 | 1.5194 | 1.5182 | 1.5194 |
| 澳元 | 0.8658 | 0.8651 | 0.8625 | 0.8564 | 0.8470 | 0.8379 | 0.8288 | 0.7953 | 0.7679 | 0.7424 | 0.7249 |
| 加元 | 1.0568 | 1.0569 | 1.0571 | 1.0580 | 1.0596 | 1.0617 | 1.0641 | 1.0749 | 1.0844 | 1.0916 | 1.0934 |
| 港币 | 7.7760 | 7.7756 | 7.7741 | 7.7698 | 7.7635 | 7.7576 | 7.7511 | 7.7265 | 7.6950 | 7.6725 | 7.5870 |
| 新加坡元 | 1.3823 | 1.3823 | 1.3823 | 1.3820 | 1.3815 | 1.3810 | 1.3804 | 1.3838 | | | |
| 台币 | 32.160 | 32.170 | 32.140 | 32.038 | 31.884 | 31.742 | 31.598 | 31.310 | | | |
| 韩元 | 1215.80 | 1216.20 | 1217.20 | 1219.28 | 1222.93 | 1224.51 | 1226.14 | 1235.40 | 1246.60 | 1265.40 | 1274.40 |
| 卢布 | 30.532 | 30.521 | 30.586 | 30.719 | 30.979 | 31.260 | 31.611 | 33.031 | 34.516 | 36.107 | 37.771 |

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2010年7月19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 | 6.7789 | | | 0.240% | | 1.449% |
| 7 天 | 6.7740 | 0.072% | 3.769% | 0.314% | -3.455% | 1.866% |
| 1 个月 | 6.7795 | -0.009% | -0.106% | 0.338% | 0.444% | 1.800% |
| 3 个月 | 6.7685 | 0.153% | 0.614% | 0.521% | -0.092% | 1.985% |
| 6 个月 | 6.7475 | 0.463% | 0.926% | 0.727% | -0.200% | 2.025% |
| 9 个月 | 6.7085 | 1.039% | 1.385% | 0.915% | -0.470% | 2.060% |
| 1 年期 | 6.6675 | 1.643% | 1.643% | 1.127% | -0.516% | 2.123% |
| 2 年期 | 6.5075 | 4.004% | 1.982% | 0.831% | -1.152% | 2.325% |
| 3 年期 | 6.3400 | 6.475% | 2.113% | 1.181% | -0.932% | 2.538% |
| 4 年期 | 6.3200 | 6.770% | 1.651% | 1.546% | -0.105% | 2.728% |
| 5 年期 | 6.2700 | 7.507% | 1.458% | 1.900% | 0.442% | 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7月19日)



| | 2009-12-31 | 2010-7-12 | 2010-7-13 | 2010-7-14 | 2010-7-15 | 2010-7-16 |
|-------------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 招银人民币贸易 加权汇率指数 | 118.4159 | 121.6073 | 121.4136 | 121.1717 | 120.6448 | 120.7280 |

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。