

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

一 宏观经济回顾与展望——欧洲债务危机向银行业蔓延

这注定是一个多事之秋，欧美债务问题导致的金融市场振荡余波未平，美国民众“占领华尔街”的运动又已如火如荼，给饱受债务危机摧残的世界经济带来了一抹革命浪漫主义色彩。

然而，在如何拯救债务危机这一现实而残酷的问题上，浪漫主义帮不上什么忙。过去两周，欧债危机继续向恶化的方向发展，意大利、西班牙以及数家欧洲银行的评级被下调，希腊则宣布未能完成此前制定的赤字控制目标，这意味着理论上希腊有可能在10月份就正式爆发主权违约。

更糟糕的是，危机已开始越过政府的边界，向银行业蔓延，法国、比利时被迫对德克夏银行提供担保并进行分拆，这也是欧债危机以来第一家倒下的欧洲大银行。一旦希腊正式爆发违约，那么受到冲击的银行将会更多，并将引发一场大规模的银行业危机。

欧洲当然会全力救助希腊，但希腊愈来愈像一个填不满的窟窿，这种无休无止的救助必然会有一个终点，德国等国的纳税人可能会在选票上表达不满。

欧洲救助希腊的问题还在于，虽然设定了一个严格的紧缩开支目标，但只是强制执行而已，所谓“牛不喝水强按头”，并没有找到让希腊起死回生的药方。希腊经济在过去两年均维持负增长，在财政开支大规模压缩的情况下，今年以及明年可能仍会维持负增长，这意味着税源减少，政府一味削减开支及加税无异于涸泽而渔。

美国的情况比欧洲理想一些，特别是最近一段时间，不少经济指标纷纷从前期低谷开始反弹或回升，特别是消费部门的数据仍保持强劲，美国的汽车销量几乎已经接近于2008年金融危机之前的水平，就业市场也比预期的更强劲，似乎美国经济已经挺过了近期动荡市况的冲击。

不过，现在就乐观的认为美国经济已经摆脱衰退风险还太早，最新公布的消费者信贷没有延续此前大幅增长的趋势，反而大幅萎缩，其单月萎缩规模几乎追平2009年的最差记录，这显示在危机持续冲击下，美国的消费者有意为应付未来可能出现的困难日子缩减借贷，不啻是对消费部门乃至美国经济敲响的警钟，如果这种局面持续下去，美国经济复苏料将更为低迷。

在此情景下，也不应对美联储寄予太高期望。伯南克在最新的国会讲话中，许诺会对经济予以更多支持，但没有提出具体的方案，鉴于高通胀以及两轮量化宽松并未明显提振美国经济，联储没有推出QE3，而是推出扭曲操作，已经表明货币政策在某种程度上处于“弹尽粮绝”的地步，伯南克可打的牌并不多。

二 美国债券市场

美国债市方面，收益率曲线出现上移，其中10年期国债收益率上涨16个基点，收于2.08%；2年期国债收益率上涨5个基点，收于0.30%。互换利率曲线也呈相应变化，其中10年期互换利率上涨18个基点，收于2.29%；2年期互换利率上涨8个基点，收于0.65%。

图1: 国债收益率曲线两周变动

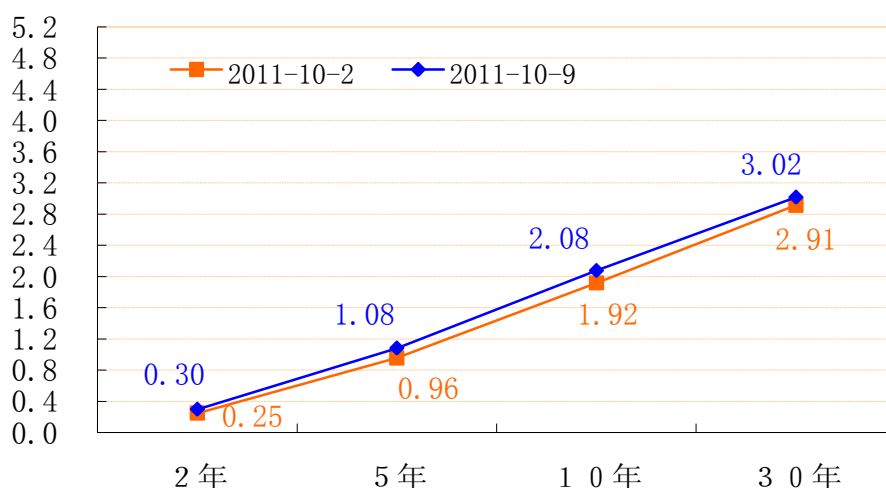
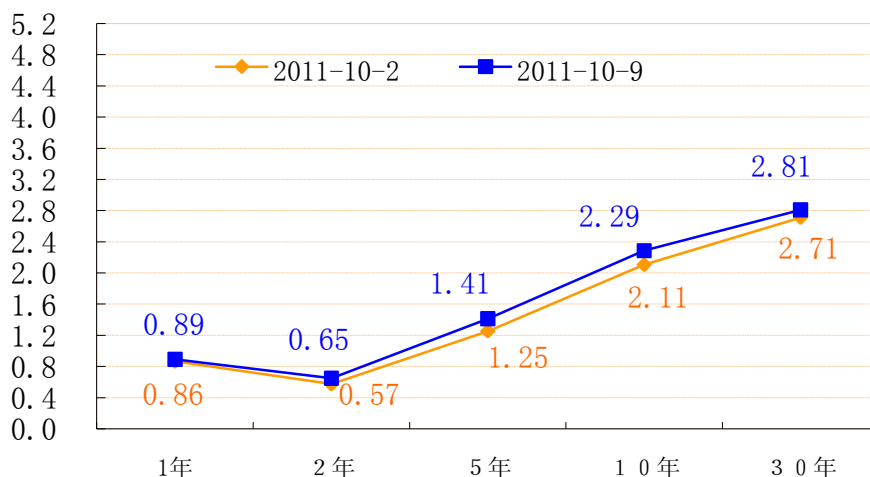


图2: 标准互换收益率曲线两周变动



10年期美债收益率过去两周于低位宽幅振荡，此前持续数月的跌势似乎有所缓解，但短期也难以走出新的方向。从技术上来看如果有效突破 2.1%，将构筑双底形态，届时收益率有望向 2.4%一线反弹。

不过考虑到近期市场对欧洲债务危机及美国经济前景的看法反复摇摆，避险情绪与风险偏好纠缠不清，该收益率更有可能保持低位宽幅振荡的走势。

图3：10年期美债收益率日K线（截至北京时间2011年10月9日）



三 国际汇市

1) 美指延续中期涨势

美元指数近期维持振荡上行，已经初步完成了对我们此前设定的目标位 80 关口的测试，对欧债危机的担忧整体来看对美指具有推动作用。

自 9 月份以来，美指已经形成一条上升通道，目前通道保持稳定，美指有望继续在通道内上行，甚至不排除向上突破。不过近期美指涨幅已经较为可观，需警惕技术性回调带来的风险。整体而言，美指中期涨势良好，可持续看涨，不宜看空。

支撑位：78.00、77.30、76.80

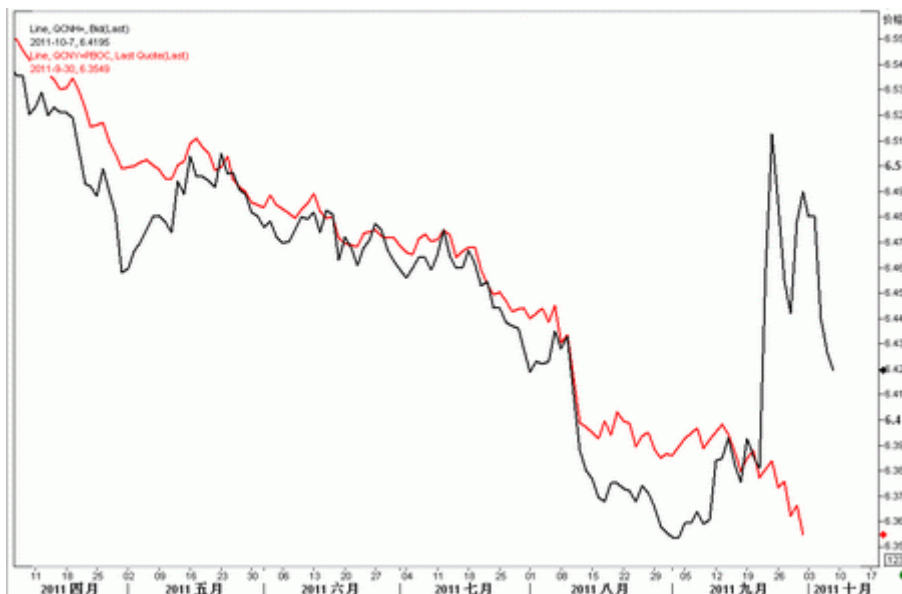
阻力位：79.50、80.00、80.80

图4: 美指日K线图 (截至北京时间2011年10月9日)



2) 离岸人民币仍维持贬值态势

图5: 人民币中间价 (红)、CNH (黑)



在国庆前一周, 境内外人民币汇率仍呈背离走势, 境内人民币中间价连日大幅高开, 而香港 CNH 汇率尽管跌幅收窄, 但与境内比较, 仍有可观的价差, 维持贬值态势。

值得注意的是, 由于中间价大幅高开与市场预期美元走强形成背离, 导致客户套利及购买美元数量上升, 带来银行购入美元的动

力，在国庆前一周，人民币兑美元数度触及跌停价位，甚至一度导致市场流动性缺失。

由于美国制裁人民币汇率的法案推后表决，基于政治层面的考虑，我们认为人民币近期仍将维持升值势头，境外 CNH 与境内的价差仍将维持一段时间，除非美元在国际市场上出现大跌。

3) 欧元将维持跌势

过去两周，欧元维持振荡下跌，并已形成一条下降通道，目前欧元仍在通道内运行，暂未出现见底迹象，预计欧元将有较大机会延续跌势，继续跌向 1.30 甚至更低价位。

由于此轮欧元跌幅较大，技术上已经累积了一定的回调压力，因此也存在反弹的可能，但鉴于基本面大势对欧元并不支持，估计即使出现反弹，其高度也会被限制在 1.38 以下。

图6: 欧元日K线图 (截至北京时间2011年10月9日)



支撑位: 1.3240、1.3140、1.3000

阻力位: 1.3680、1.3800、1.3930

4) 英镑宽幅振荡

英镑近期围绕 1.55 一线出现剧烈波动，短期方向不明，但自 1.66 开始的这一轮跌势仍在继续，不过，由于近期的剧烈波动，英镑初步展现出底部迹象，跌势或有机会放缓。

在英镑重返 1.58 之前，我们认为其反弹不会威胁到此轮中期跌势，但如果重上 1.58，则走势将有反转机会。

图7：英镑日K线图（截至北京时间2011年10月9日）



支撑位：1.5420、1.5270、1.5100

阻力位：1.5720、1.5800、1.5910

5) 美元/日元倾向后市下破

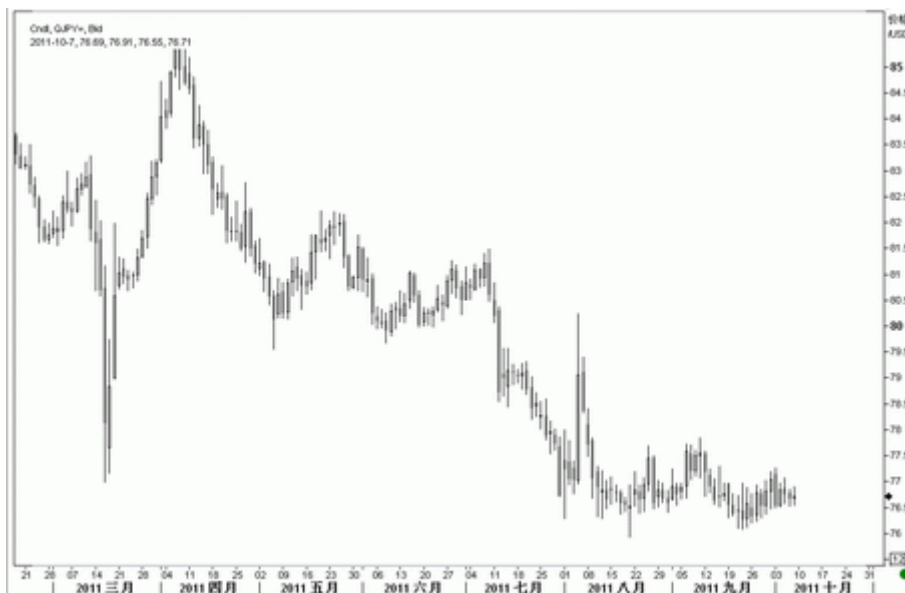
近 3 个月来，美元/日元一直保持低位小幅振荡走势，缺乏明晰方向。由于其过去两年来确立的避险货币地位，在欧债危机恶化的局面下，日元已基本没有贬值的空间，而日本官方威胁干预又使得日元多头不敢贸然推高汇率，多空双方坚持不下。

不过，从技术图形观察，自 4 月份以来，美元/日元一直在运行一波跌势，且高点不断降低，波幅日益收窄，显示美元/日元下行压力不减，后市向下突破的几率很高。

虽然这可能引发日本官方的干预，但从历史角度观察，官方干

预多数情况下会以失败告终。

图8: 美元/日元日K线图 (截至北京时间2011年10月9日)



支撑位: 75.90、75.00、74.70

阻力位: 77.80、78.40、79.60

6) 澳元追随大宗商品价格

图9: 澳元日K线图 (截至北京时间2011年10月9日)



近期澳元明显受到大宗商品价格波动的影响，走势反复，10月份后出现强劲反弹，不过从技术角度而言，这一反弹属于大幅下跌后的正常回调，并不足以扭转此前跌势。

澳元若想反转目前跌势，需期待反弹至 1.01 上方，即前期上升趋势线以上才有可能。

支撑位：0.9620、0.9380、0.9250

阻力位：0.9980、1.0100、1.0170

金融市场数据简报

(2011年10月9日)

一、货币市场利率

	美元 LIBOR	人民币 SHIBOR	欧元 LIBOR	英镑 LIBOR	日元 LIBOR	澳元 LIBOR	加元 LIBOR	港币 HIBOR
隔夜	0.1394	4.8604	0.8488	0.5850	0.1119	4.8593	1.0800	0.0500
1周	0.1913	4.9667	1.0991	0.6191	0.1179	4.8400	1.0942	0.0600
1个月	0.2429	5.4838	1.3013	0.6920	0.1431	4.8338	1.1317	0.2100
3个月	0.3911	5.6421	1.5038	0.9588	0.1941	4.8413	1.2050	0.2807
6个月	0.5806	5.3023	1.7133	1.2385	0.3331	4.8575	1.2758	0.3800
9个月	0.7318	5.2236	1.8748	1.4947	0.4731	4.9100	1.4125	0.4500
1年	0.8927	5.2531	2.0550	1.7250	0.5525	5.0050	1.6608	0.6693

二、基准掉期利率 (ISDAFIX)

	美元	欧元	日元	英镑	港元
2年	0.6490	1.5540	0.9040	1.3800	4.7600
5年	1.4140	2.0160	1.1490	1.8430	4.9580
10年	2.2870	2.5940	1.6240	2.6440	5.0680
30年	2.8110	2.7960	2.4012		
5-2年	0.7650	0.4620	0.2450	0.4630	0.1980
10-2年	1.6380	1.0400	0.7200	1.2640	0.3080
30-2年	2.1620	1.2420	1.4972		

三、国债基准利率

	美国	人民币	德国	日本	英国	加拿大	香港
2年	0.2962		0.5520	0.1410	0.5940	0.8870	0.3090
5年	1.0809	3.8206	1.1900	0.3480	1.3390	1.3960	0.8470
10年	2.0755	3.9619	1.9000	0.9880	2.4380	2.1540	1.3580
30年	3.0174		2.6600	1.9070	3.3580	2.7790	
5-2年	0.7847		0.6380	0.2070	0.7450	0.5090	0.5380
10-5年	0.9946	0.1413	0.7100	0.6400	1.0990	0.7580	0.5110
30-5年	1.9365		1.4700	1.5590	2.0190	1.3830	

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	0.741	2.057	1.987	2.402	0.445	1.761	1.691	2.106
5年	1.593	2.908	3.335	4.009	0.512	1.827	2.254	2.928
10年	3.023	4.377	4.295	4.877	0.948	2.302	2.220	2.802
5-2年	0.852	0.851	1.348	1.607	0.067	0.066	0.563	0.822
10-5年	1.430	1.469	0.960	0.868	0.435	0.474	-0.035	-0.127
10-2年	2.282	2.320	2.308	2.475	0.503	0.541	0.529	0.696

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	1.3378	1.4940	2011-5-4	1.2867	2011-1-10	1.3387	1.3387	1.3384	-0.045
日元	76.73	85.53	2011-4-6	75.95	2011-8-19	77.06	77.06	81.12	5.721
人民币	6.3600	6.6964	2010-11-2	6.3550	2011-10-7	6.3812	6.3812	6.6070	3.884
英镑	1.5562	1.6747	2011-4-28	1.5272	2011-10-6	1.5584	1.5584	1.5612	-0.320
澳元	0.9768	1.1081	2011-7-27	0.9388	2011-10-4	0.9662	0.9662	1.0233	-4.544
加元	1.0395	1.0658	2011-10-4	0.9407	2011-7-26	1.0503	1.0503	0.9980	-3.992
港币	7.7820	7.8113	2011-8-9	7.7502	2010-11-4	7.7856	7.7856	7.7731	-0.114
新加坡元	1.2974	1.3255	2010-11-30	1.1992	2011-7-27	1.3073	1.3073	1.2834	-1.079
台币	30.486	31.0220	2010-10-12	28.480	2011-5-11	30.485	30.485	29.299	-3.894
韩元	1178.40	1208.25	2011-10-4	1048.30	2011-7-27	1178.10	1178.10	1126.00	-4.447
卢布	32.344	32.8935	2011-10-4	27.154	2011-5-4	32.184	32.184	30.537	-5.588
美元	78.753	81.4440	2010-11-30	72.696	2011-5-4	78.553	78.553	79.028	-0.348

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	1.3378	1.3377	1.3373	1.3371	1.3373	1.3374	1.3376	1.3381	1.3369	1.3380	1.3386
日元	76.73	76.73	76.70	76.61	76.46	76.30	76.12	75.19	73.89	72.12	70.13
人民币	6.3600	6.3635	6.3665	6.3670	6.3690	6.3720	6.3740	6.3581	6.3247	6.2914	6.2580
英镑	1.5562	1.5561	1.5557	1.5549	1.5539	1.5529	1.5519	1.5469	1.5454	1.5497	1.5562
澳元	0.9768	0.9759	0.9726	0.9661	0.9577	0.9502	0.9429	0.9128	0.8834	0.8600	0.8364
加元	1.0395	1.0397	1.0404	1.0415	1.0426	1.0434	1.0439	1.0471	1.0521	1.0537	1.0530
港币	7.7820	7.7815	7.7796	7.7746	7.7669	7.7587	7.7514	7.7370	7.7280	7.7170	7.7020
新加坡元	1.2974	1.2974	1.2974	1.2967	1.2942	1.2918	1.2904	1.2860			
台币	30.486	30.462	30.327	30.232	30.097	29.965	29.832	29.587			
韩元	1178.40	1177.60	1180.75	1183.95	1185.30	1183.78	1184.30	1173.80	1164.09	1153.40	1139.40
卢布	32.344	32.372	32.500	32.797	33.262	33.732	34.212	36.252	38.225	40.172	41.909

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2011年10月9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	6.3600			0.080%		4.870%
7 天	6.3605	-0.008%	-0.410%	0.191%	0.601%	5.010%
1 个月	6.3635	-0.055%	-0.660%	0.243%	0.903%	4.380%
3 个月	6.3640	-0.063%	-0.252%	0.391%	0.643%	4.010%
6 个月	6.3660	-0.094%	-0.189%	0.581%	0.769%	3.920%
9 个月	6.3690	-0.142%	-0.189%	0.732%	0.920%	3.830%
1 年期	6.3710	-0.173%	-0.173%	0.893%	1.066%	3.725%
2 年期	6.3551	0.077%	0.039%	0.652%	0.613%	3.595%
3 年期	6.3660	-0.094%	-0.031%	0.829%	0.860%	3.580%
4 年期	6.3050	0.865%	0.215%	1.089%	0.873%	3.570%
5 年期	6.2550	1.651%	0.328%	1.361%	1.033%	3.580%

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

(2011年10月9日)



	2010-12-31	2011-10-3	2011-10-4	2011-10-5	2011-10-6	2011-10-7
招银人民币贸易加权汇率指数	119.9192	124.0645	123.7323	123.6228	123.4868	123.3611

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。