

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

一 宏观经济回顾与展望——欧债危机烧向核心国家

欧洲债务危机似乎已经是个老生常谈的问题了，即使我们隔一段时间回头再看，会发现形势依然在持续恶化，市场已经习惯了这一点，并不指望会有什么实质性的好转出现。

但是，老生常谈的问题也会不断有新内容，欧债危机也是如此，我们指的新内容，并不是好转，而是进一步的蔓延，凸出的体现为欧元区优质核心国家开始明显感受到危机国家的拖累。

在过往两年的危机演变中，一直是危机国如希腊、西班牙、意大利等受到危机的困扰，而德国、法国等优质核心国家，则一直以稳定基石的角色出现，市场似乎已经习惯于将德法视为欧元区得以存在的象征。

不过，这一象征正日益受到挑战，首先是法国国债收益率的大幅飙升，一度接近4%，与德债利差迅速拉大，评级公司甚至也威胁会下调法国的评级，原因在于法国在危机国拥有大量的风险敞口，仅在意大利的风险敞口就超过4000亿美元，一旦危机国出现大面积违约，无疑会重创法国的金融业。我们认为，只要危机国的局势无法出现转机，市场转而攻击法国的金融市场将只是时间问题。

而勤劳严谨的德国人与懒散的南欧国家民众形成鲜明对比，这成为德国能够置身度外的重要原因之一，但危机似乎并不会特别眷顾德国，一向被等同视为欧元区债券的德国国债，上周发行意外遇冷，其认购倍数仅为1.1倍，似乎表明市场资金连德国国债也不再视为安全资产。

形势的发展表明，欧债危机已经逼近危急时刻，优质国家正逐渐被危机国拖入漩涡，以法德为代表的优质国家，要么必须拿出壮士段腕的气魄，与危机国划清界限，要么必须拿出足以令市场信服的实质性改革措施，以缓解局势，才有可能保全自身，否则，优柔寡断，久拖不决，核心国恐怕会遭遇更大的危机，届时，欧债危机将会演变成一场不折不扣的全球性危机。

但遗憾的是，迄今为止欧元区并没有拿出有力措施。最新的消息是，IMF可能会向意大利提供6000亿欧元的资金援助，这看起来是利好，但实际上只是在进一步加大债务杠杆，以更多的未来到期债务来稀释即期债务，这样做只能拖延危机的爆发，并不能从根本上扭转危机。

在此局势下，美元做为避险资产的地位得到进一步巩固，美元和美国国债持续受到市场的追捧，就连传统避险货币瑞郎和新晋避险货币日元，近期都显示出颓势。

二 美国债券市场

美国债市方面，收益率曲线微幅变动，其中10年期国债收益率下跌4个基点，收于1.97%；2年期国债收益率持平于0.28%。互换利率曲线也呈相应变化，其中10年期互换利率下跌5个基点，收于2.15%；2年期互换利率上涨4个基点，收于0.82%。

图1: 国债收益率曲线两周变动

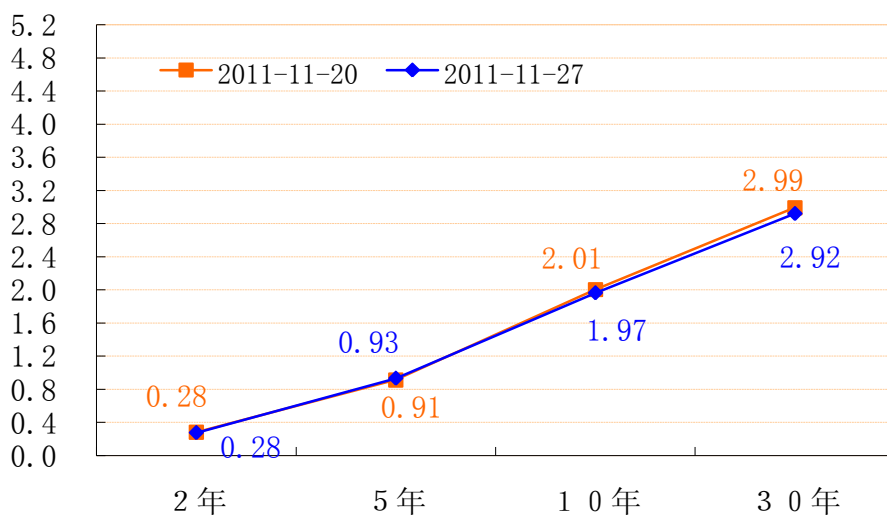
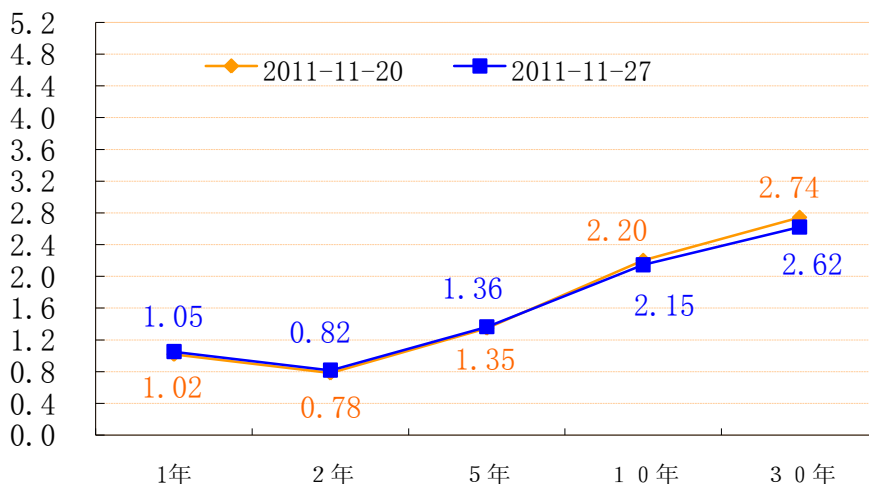


图2: 标准互换收益率曲线两周变动



10年期美债收益率上周小幅振荡下跌,但跌幅有限,整体来看,自9月末的大幅下跌后,美债收益率陷入振荡,短期方向不明,但来自欧债危机的压力正促使收益率缓慢下行。

由于暂时看不到欧债危机明显好转的迹象,预计美债收益率近期仍会维持低位振荡整理,甚至不排除间或下行的可能。10年期美债收益率必须升至2.3%以上,才能扭转长期下行压力。也即无论从基本面还是技术面而言,美债收益率近期大幅反弹的几率很小。

图3: 10年期美债收益率日K线(截至北京时间2011年11月28日)



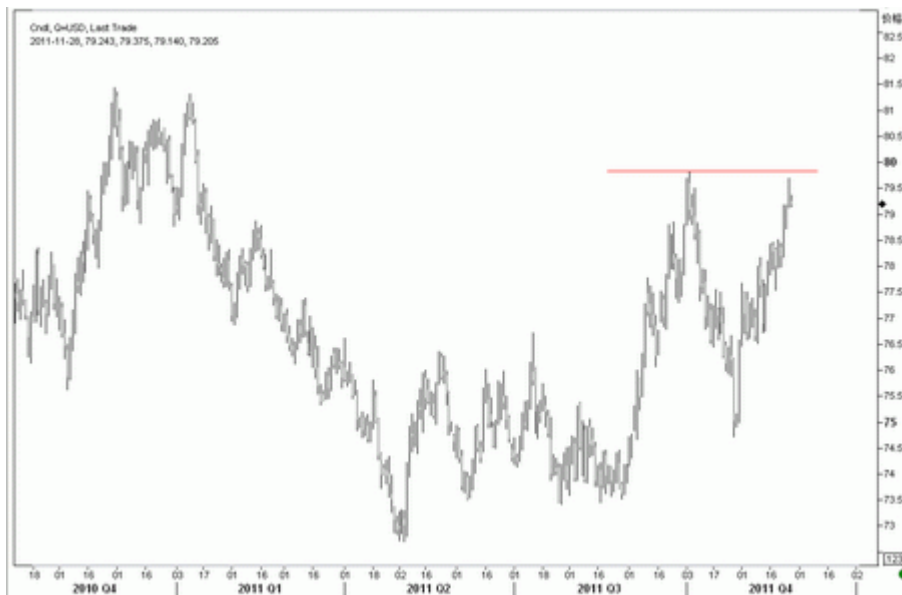
三 国际汇市

1) 美指挑战 80 关口

美元指数近期大幅上涨,几乎收复了9月份的跌幅,从而使得美指自今年2季度以来的涨势得以延续。

如果基本面近期不出现大的改变,预计美指很快将测试80关口,这里是9月份的高点所在,一旦突破,则美指将得以扭转今年以来的下行压力,并打开新的上升空间,进而测试81.50的阶段性顶部甚至更高价位。

图4: 美指日K线图(截至北京时间2011年11月28日)



支撑位: 78.90、78.50、77.80

阻力位: 79.80、80.40、80.80

2) 人民币中间价企稳

图5: 人民币中间价(红)、1年NDF(蓝)、1年DF(黑)



人民币中间价近期企稳，兑美元波动有限，似乎体现出“汇率维稳”的意图，但国际市场上美元同期出现大幅上涨，而人民币保持稳定，我们认为这实质上体现出决策层希望人民币继续保持升值的倾向，预计一旦国际市场美元出现回落，则人民币将迅速重回升

值通道。

而境外人民币的贬值预期在短暂消散后，上周卷土重来，1年NDF与即期人民币汇率重现200点左右的贴水空间。

外汇交易中心近期新增澳元与加元交易，我们认为此举是人民币外汇市场的进一步完善，澳元、加元都是国际市场上的主流币种，同时两国都是中国的重要贸易伙伴，增加其交易有利于中国与澳、加两国的贸易发展。

3) 欧元大幅下跌

欧元近期大幅下跌，并已跌至1.31上方，这里是10月份低点所在，亦是重要支撑，考虑到欧债危机持续恶化的局面短期内不大可能扭转，因此预计欧元很快将测试1.31，一旦跌破，很可能引发大规模止损抛盘，届时汇价有跌向1.28甚至更低价位的可能。

图6: 欧元日K线图 (截至北京时间2011年11月28日)



支撑位: 1.3140、1.3040、1.2890

阻力位: 1.3420、1.3600、1.3690

4) 英镑有构筑大型头部的风险

英镑近期同样大幅下挫，一方面是受到欧债危机的拖累，英国在法国拥有最大的海外风险敞口，另一方面是因为英国央行成员表示，不排除进一步加大QE的规模。

预计英镑很快将会测试1.53的重要支撑，这里不但是9月初的低点所在，而且是去年3季度、4季度的两个重要支撑，一旦跌破，英镑将会形成一个超大型头部，且呈头肩顶特征，届时英镑恐面临暴跌风险。

图7：英镑日K线图（截至北京时间2011年11月28日）



支撑位：1.5300、1.5130、1.5000

阻力位：1.5570、1.5700、1.5850

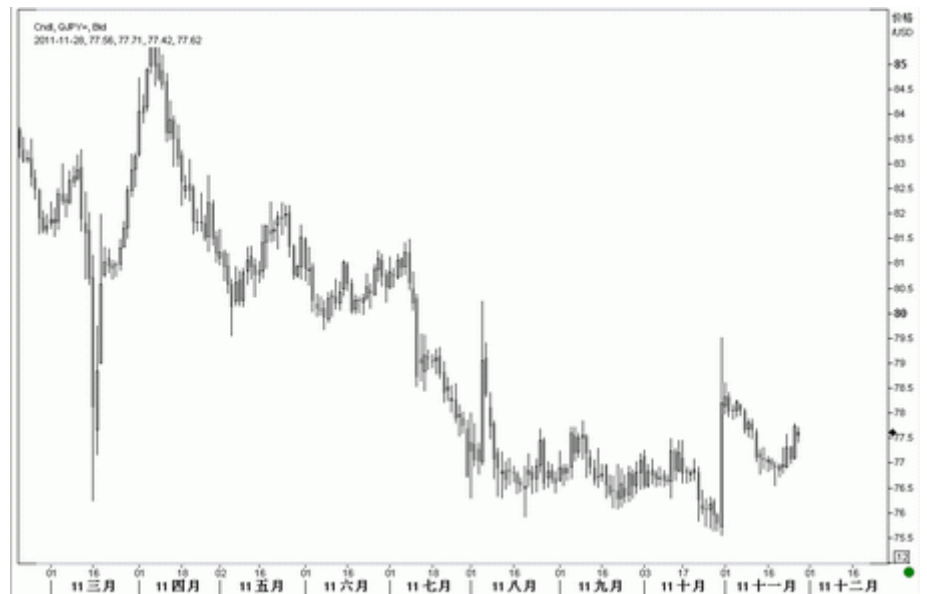
5) 日元避险魅力不再

美元/日元在升至76区间后踟躇不前，并出现小幅回落，与美元的大幅走强形成对比，显示做为新晋避险货币的日元，似乎近期并没有受到避险资金的青睐。

我们认为，由于日本官方的频繁干预，导致汇价在进入76区间后即进入敏感时刻，市场资金不愿过分推高日元，以避免潜在干预带来的损失。但考虑到欧债危机的恶劣形势，预计日元也不会出现大幅下跌。

有鉴于此，我们认为日元近期很可能会围绕 77 一线做区间波动，暂时缺乏良好的操作机会。

图8：美元/日元日K线图（截至北京时间2011年11月28日）



支撑位：77.00、76.50、76.10
阻力位：78.00、78.40、79.00

6) 澳元大幅下跌

图9：澳元日K线图（截至北京时间2011年11月28日）



澳元近期同样出现大幅下跌，除受到欧债危机的严重拖累外，上周公布的汇丰中国 PMI 指数大跌至 32 个月低点，也打击了澳元人气，由于中国是全球最大的商品进口国之一，而汇丰 PMI 跌破 50 表明中国的制造业已经陷入萎缩，这预示中国未来对大宗商品的进口可能会出现降温。

预计澳元近期将会延续下行走势，有进一步跌向 0.94-95 区间寻求支撑的可能。

支撑位：0.9660、0.9490、0.9400

阻力位：0.9980、1.0040、1.0170

金融市场数据简报

(2011年11月28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	0.1439	4.0192	0.6244	0.5825	0.1100	4.6213	1.0267	0.0500
1周	0.1956	4.0358	0.8316	0.6288	0.1181	4.6338	1.0808	0.1000
1个月	0.2594	5.3208	1.1331	0.7398	0.1438	4.6550	1.1521	0.2200
3个月	0.5181	5.6673	1.4163	1.0326	0.1975	4.6975	1.2921	0.2907
6个月	0.7342	5.5108	1.6588	1.3303	0.3363	4.7225	1.3850	0.4664
9个月	0.8906	5.2479	1.8400	1.5913	0.4750	4.7825	1.4817	0.5386
1年	1.0516	5.2485	2.0188	1.8213	0.5556	4.8650	1.7096	0.8250

二、 基准掉期利率 (ISDAFIX)

	美元	欧元	日元	英镑	港元
2年	0.8170	1.5670	0.9040	1.4840	4.7600
5年	1.3640	2.0780	1.1490	1.7550	4.9580
10年	2.1470	2.6760	1.6240	2.4720	5.0680
30年	2.6230	2.7960	2.4012		
5-2年	0.5470	0.5110	0.2450	0.2710	0.1980
10-2年	1.3300	1.1090	0.7200	0.9880	0.3080
30-2年	1.8060	1.2290	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	0.2774		0.4630	0.1460	0.5110	0.9560	0.3630
5年	0.9584	3.3578	1.2180	0.3770	1.1860	1.4350	0.8140
10年	2.0156	3.6414	2.2400	1.0590	2.3560	2.1470	1.3490
30年	2.9684		2.8230	1.9940	3.1380	2.6660	
5-2年	0.6810		0.7550	0.2310	0.6750	0.4790	0.4510
10-5年	1.0572	0.2836	1.0220	0.6820	1.1700	0.7120	0.5350
30-5年	2.0100		1.6050	1.6170	1.9520	1.2310	

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	0.980	2.010	1.845	2.662	0.703	1.733	1.568	2.385
5年	1.666	2.689	3.018	3.772	0.708	1.731	2.060	2.814
10年	3.130	4.197	3.826	4.824	1.114	2.181	1.810	2.808
5-2年	0.686	0.679	1.173	1.110	0.005	-0.002	0.492	0.429
10-5年	1.464	1.508	0.808	1.052	0.407	0.451	-0.249	-0.005
10-2年	2.150	2.187	1.981	2.162	0.412	0.449	0.243	0.424

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	1.3319	1.4940	2011-5-4	1.2867	2011-1-10	1.3239	1.3858	1.3384	-0.486
日元	77.62	85.53	2011-4-6	75.57	2011-10-31	77.74	78.17	81.16	4.561
人民币	6.3764	6.6816	2010-12-20	6.3360	2011-11-14	6.3789	6.3548	6.6070	3.617
英镑	1.5508	1.6747	2011-4-28	1.5272	2011-10-6	1.5439	1.6087	1.5612	-0.666
澳元	0.9853	1.1081	2011-7-27	0.9388	2011-10-4	0.9711	1.0530	1.0233	-3.714
加元	1.0406	1.0658	2011-10-4	0.9407	2011-7-26	1.0468	1.0008	0.9980	-4.094
港币	7.7938	7.8113	2011-8-9	7.7603	2010-12-6	7.7962	7.7680	7.7731	-0.266
新加坡元	1.3043	1.3255	2010-11-30	1.1992	2011-7-27	1.3133	1.2545	1.2834	-1.602
台币	30.405	30.7150	2011-10-4	28.480	2011-5-11	30.432	29.918	29.299	-3.638
韩元	1152.95	1208.25	2011-10-4	1048.30	2011-7-27	1164.20	1110.21	1126.00	-2.338
卢布	31.521	32.8935	2011-10-4	27.154	2011-5-4	30.858	30.242	30.537	-3.123
美元	79.205	81.4440	2010-11-30	72.696	2011-5-4	79.686	76.166	79.028	0.224

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	1.3319	1.3319	1.3320	1.3336	1.3352	1.3366	1.3380	1.3409	1.3394	1.3359	1.3369
日元	77.62	77.62	77.58	77.43	77.20	76.94	76.68	75.47	74.01	72.32	70.31
人民币	6.3764	6.3668	6.3835	6.3940	6.3995	6.4013	6.4040	6.4198	6.3933	6.3666	6.3400
英镑	1.5508	1.5507	1.5504	1.5495	1.5482	1.5470	1.5459	1.5400	1.5398	1.5431	1.5569
澳元	0.9853	0.9844	0.9818	0.9753	0.9680	0.9619	0.9560	0.9289	0.8999	0.8707	0.8486
加元	1.0406	1.0408	1.0414	1.0427	1.0438	1.0445	1.0452	1.0477	1.0520	1.0533	1.0529
港币	7.7938	7.7935	7.7926	7.7892	7.7841	7.7793	7.7751	7.7693	7.7288	7.6978	7.6668
新加坡元	1.3043	1.3043	1.3043	1.3038	1.3018	1.2991	1.2968	1.2892			
台币	30.405	30.395	30.394	30.370	30.285	30.190	30.083	29.789			
韩元	1152.95	1153.62	1155.25	1158.95	1161.35	1161.95	1162.75	1166.50	1165.91	1162.63	1163.72
卢布	31.521	31.555	31.671	31.993	32.441	32.905	33.396	35.326	37.519	39.506	41.406

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2011年11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	6.3763			0.070%		4.031%
7 天	6.3668	0.149%	7.769%	0.196%	-7.573%	4.023%
1 个月	6.3835	-0.113%	-1.355%	0.259%	1.614%	3.800%
3 个月	6.3940	-0.278%	-1.110%	0.518%	1.628%	3.540%
6 个月	6.3995	-0.364%	-0.728%	0.734%	1.462%	3.210%
9 个月	6.4012	-0.391%	-0.521%	0.891%	1.411%	3.070%
1 年期	6.4040	-0.434%	-0.434%	1.052%	1.486%	2.978%
2 年期	6.4198	-0.682%	-0.342%	0.797%	1.138%	2.883%
3 年期	6.4239	-0.747%	-0.249%	0.910%	1.159%	2.890%
4 年期	6.4043	-0.439%	-0.110%	1.114%	1.224%	2.968%
5 年期	6.3400	0.569%	0.114%	1.377%	1.263%	2.998%

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11月28日)



	2010-12-31	2011-11-21	2011-11-22	2011-11-23	2011-11-24	2011-11-25
招银人民币贸易加权汇率指数	119.9192	122.9766	123.0023	123.5435	123.4653	123.5831

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。