

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

一 宏观经济回顾与展望——人民币不会贬值

近期人民币连续触及交易区间下限，引发市场面的高度关注，对人民币将出现贬值的忧虑不断上升，对此，我们认为人民币中短期内出现贬值的几率极低。

首先要指出的是，我们并不同意人民币已经进入贬值通道，或即将进入贬值通道的看法。综合海外 NDF、CNH 和境内远期的表现来看，人民币汇率确实存在贬值预期，特别是境内远期罕见的出现了从升水到贴水的转变，而国内外的经济形势也一路向下，央行意外下调存准也从侧面印证了这一点，应该说人民币的贬值压力是确实存在的。

但是，在探讨人民币升贬值的问题时，一定不能忽视中间价机制。由于央行牢牢掌握了人民币中间价的主动权，而中间价则锁定了日内交易区间，因此，中间价的升贬，百分之百的决定了境内即期汇率的升贬，完全可以说，中间价就是人民币汇率波动的“牛鼻子”，只要中间价不贬值，则人民币最多只是触及交易区间下限，完全没有必要担心人民币汇率贬值的问题。其实从12月以来，尽管即期价格连续跌停，但中间价始终企稳在6.33附近，负责任的说，人民币并没有贬值。

而对于中间价的升贬，需要考虑国际国内两方面的因素，国际对人民币升值的政治压力始终存在，特别是2012年是美国的大选年，可以预见来自美国的压力将有增无减，而国内在面临经济降温，房地产、城投债风险上升，投资信心出现松动之际，为了扶持国内金融市场和实体经济的信心，以及避免激化资金外流（我们相信已经出现了这一局面，但并不严重），中国官方不会轻易做出让人民币贬值的决定。此时，中间价的企稳，已经成为人民币汇率波动的“定海神针”。

实际上，我们恰恰认为，人民币的升值进程并没有结束，升值趋势至少会持续到明年上半年，之后则有可能到达均衡价值区间，进入宽幅双向波动，而即使这样，人民币也不太可能出现贬值。人民币贬值的可能条件是，欧债危机超预期恶化，出现欧元区分崩离析的情况，或者国内经济硬着陆，但这两个条件在可预见的阶段内显然并不存在。

上周另一件事情也很吸引注意力，本年度最后一次欧盟峰会于

上周举行，市场本以为可以从中发现一些跨年度的热点，但欧盟看起来已力不从心，无法推出更多解决债务危机的举措，有关共同债券的问题甚至被拖延至明年6月才能见到官方报告。

欧洲央行亦如是，在降息25个BP后，欧洲央行似乎已经做不了什么了，新任行长德拉吉没有许诺会购买更多的危机国债务。

市场的失望之情溢于言表，评级公司也在上周继续火力全开，包括德国、法国在内的15个国家被置于负面观察名单，甚至连欧盟和新成立不久的欧洲稳定基金EFSF也被置于负面名单内，这实在是一个莫大的讽刺，如果未来欧盟或EFSF失去AAA评级，就意味着一个不是AAA评级的组织在实施信用救援。

那么，欧洲国家是否有足够的手段来刺激经济强劲复苏呢？手段是充足的，但要实施起来却困难重重。

1) 宽松的财政政策，其实紧缩财政属于逆周期的策略，不利于经济的恢复与增长，宽松的财政会增加政府的支出，创造就业岗位，但很显然，都在整顿财政的欧洲各国目前难以接受这一政策。

2) 仿效美国超宽松的货币政策，引发通胀来稀释债务，此举是最为可行的，只要欧洲央行加大货币投放就可以，但问题是这样做会严重危害到核心国家的利益，比如经济相对良好的德国和法国，他们并不需要一场有可能危害经济和社会稳定的通胀，欧洲央行要实施的话难度很大。

3) 欧元大幅贬值，虽然欧元已经出现了贬值，但要挽救危机国，贬值的幅度显然还远远不够。因此，主张将某些危机国踢出欧元区的呼声日渐高涨，比如一旦希腊重新发行本国货币，那就意味着本币的大幅贬值，届时将会刺激出口和吸引外国游客。不过，允许某国脱离欧元区，将构成政治上的道德风险，甚至标志着欧元试验的失败，目前还没有哪个领导人敢冒这样的风险。

4) 充足的资金支持，将EFSF扩大到一万亿欧元很好，但问题是目前规定只是对债权人进行有限度的担保，这意味着债权人只有20-30%的债务能够避免损失。这种杠杆化扩大EFSF的做法，要么表明欧洲国家资金已经紧张，要么表明其他国家已经不愿对危机国施以援手，但不管怎样，杠杆化EFSF不利于重建市场信心。

5) 开源节流，摒弃高福利社会模式。欧洲国家“从摇篮到坟

墓”的高福利模式曾让很多国家羡慕不已，但如今这种模式遭遇了重大挑战，大幅削减社会福利，显然是可以短期见效的办法，但问题是，任何一个敢于提出这一纲领的政党，恐怕都无法赢得选民的选票，因此，我们预期欧洲国家对社会福利的削减将是温和的，有限度的。

由上可见，任何一项对策实施起来都面临非常大的困难，因此我们再次武断的认为，欧债危机将会持续较预期更长的时间，而欧元区乃至全球经济，也将持续受到负面压力

二 美国债券市场

图1: 国债收益率曲线两周变动

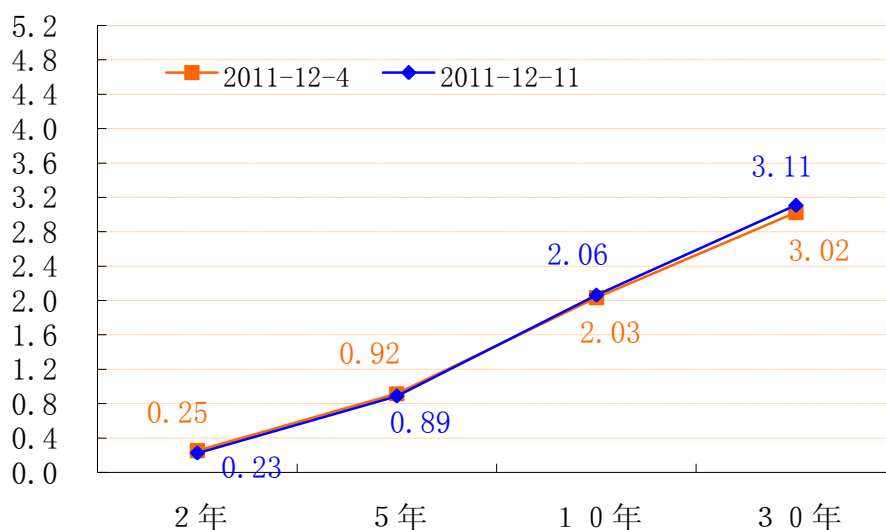
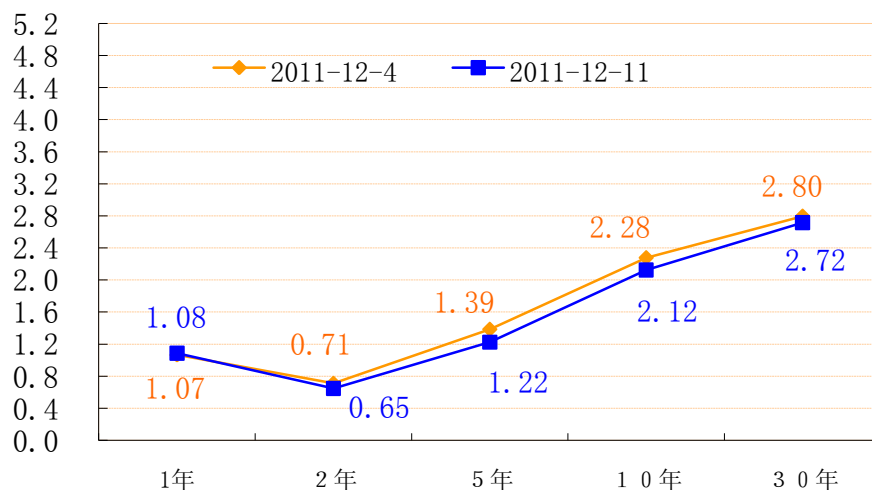


图2: 标准互换收益率曲线两周变动



美国债市方面，收益率曲线略微陡峭化变动，其中10年期国债收益率上涨3个基点，收于2.06%；2年期国债收益率下降2个基点，收于0.23%。互换利率曲线大幅下移，其中10年期互换利率下跌16个基点，收于2.12%；2年期互换利率下降6个基点，收于0.65%。

10年期美债收益率上周小幅振荡下行，已经非常接近7月份以来的下降压力线，目前几乎是在沿着压力线缓缓下行，在突破该压力线之前，预计美债收益率难有反弹。

图3：10年期美债收益率日K线（截至北京时间2011年12月12日）



三 国际汇市

1) 美指沿上升通道振荡上行

图4：美指日K线图（截至北京时间2011年12月12日）



美元指数近期回落后企稳，并振荡反弹，从技术上看，美指目前正沿着 11 月以来形成的上升通道下轨前进，近期可能会维持振荡上扬，我们认为美指将测试 80 关口的目标不变，一旦突破，必将打开新的上行空间。

支撑位：78.30、77.90、77.50

阻力位：79.40、79.80、80.50

2) 人民币升值预期消失

图5：人民币1年远期（红）、即期汇率（黑）



继 NDF、CNH 后，人民币境内 1 年远期在上周由升水转变为贴水，这标志着市场上针对人民币的升值预期已经全部消失，面对市场对人民币将出现贬值的忧虑情绪，我们认为大可不必，人民币并不会贬值，具体分析请参见本报告宏观分析部分。

3) 欧元将寻求方向突破

欧元近期陷入区间振荡，上周波幅甚小。从技术上来看，欧元下方正面临 1 季度以来趋势线的支撑，而上方则面临 11 月以来下降通道上轨的压制，波幅正逐渐收窄，后市将寻求方向性突破，且突破后可能会激发一波行情。

英镑近期陷入振荡，反弹势头戛然而止，短期来看英镑前景不明，上下行风险相当，可能会继续维持振荡走势。

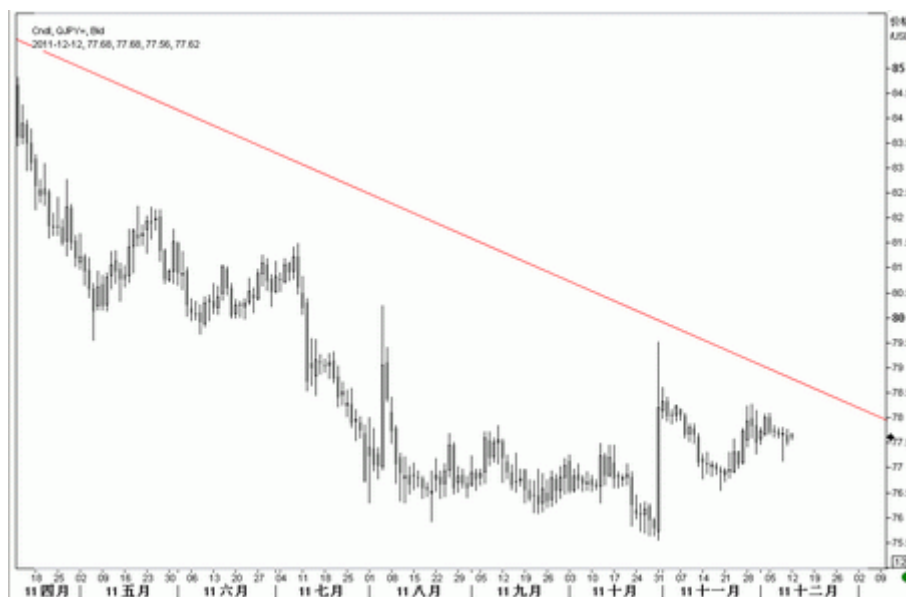
不过，考虑到欧洲危机尚未有缓和信号，预计英镑有机会测试 1.53 的重要支撑，这里不但是 9 月初的低点所在，而且是去年 3 季度、4 季度的两个重要支撑，一旦跌破，英镑将会形成一个超大型头部，且呈头肩顶特征，届时英镑恐面临暴跌风险。

支撑位：1.5420、1.5300、1.5130

阻力位：1.5760、1.5850、1.6030

5) 日元接近长期趋势线

图8：美元/日元日K线图（截至北京时间2011年12月12日）



美元/日元近期持续小幅整理，缺乏明确方向，基本面近期相对平稳，没有能够进一步激发日元避险功能的事件。

不过，随着时间的推移，美元/日元正接近 2007 年以来的一条长期下降压力线，在该压力线前，汇价走势徘徊，预计 78-78.50 区间将引发汇价的剧烈波动，对该压力线的争夺将在一定程度上决定日元的中期走势。

支撑位：77.00、76.50、76.10

阻力位: 78.00、78.50、79.00

6) 澳元陷入振荡

图9: 澳元日K线图 (截至北京时间2011年12月12日)



澳洲联储上周降息 25 个 BP，并暗示仍有继续降息的空间，澳元反弹势头遭遇挫折，陷入振荡。

短期来看，由于缺少支持澳元及大宗商品价格上涨的利好因素，澳元后市难以延续 11 月底开始的反弹势头，近期可能会陷入振荡甚至回落，但考虑到澳元的利率优势仍很明显，因此一旦有机会，澳元反弹的幅度也会较大。

支撑位: 1.0000、0.9920、0.9800

阻力位: 1.0270、1.0380、1.0500

金融市场数据简报

(2011年12月12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	0.1500	2.8900	0.6064	0.5800	0.1071	4.3940	1.0330	0.0500
1周	0.2002	3.5308	0.7614	0.6288	0.1164	4.4340	1.0890	0.1007
1个月	0.2766	4.5743	1.0800	0.7519	0.1429	4.5140	1.1720	0.2407
3个月	0.5418	5.4682	1.3650	1.0520	0.1957	4.6340	1.3370	0.3100
6个月	0.7620	5.4358	1.6186	1.3426	0.3357	4.6680	1.4470	0.4607
9个月	0.9175	5.2374	1.8050	1.6024	0.4743	4.7460	1.5570	0.5064
1年	1.0849	5.2371	1.9779	1.8344	0.5543	4.8360	1.7790	0.7929

二、 基准掉期利率 (ISDAFIX)

	美元	欧元	日元	英镑	港元
2年	0.6460	1.4190	0.9040	1.3070	4.7600
5年	1.2240	1.9450	1.1490	1.6030	4.9580
10年	2.1240	2.6160	1.6240	2.4470	5.0680
30年	2.7160	2.6910	2.4012		
5-2年	0.5780	0.5260	0.2450	0.2960	0.1980
10-2年	1.4780	1.1970	0.7200	1.1400	0.3080
30-2年	2.0700	1.2720	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	0.2221		0.0240	0.1420	0.4250	0.9670	
5年	0.8830	3.1610	1.0170	0.3510		1.3510	0.8900
10年	2.0559	3.5080	2.1010	1.0220	2.1880	2.0920	1.4720
30年	3.1032		2.6500	1.9380		2.6610	
5-2年	0.6609		0.9930	0.2090		0.3840	
10-5年	1.1729	0.3470	1.0840	0.6710		0.7410	0.5820
30-5年	2.2202		1.6330	1.5870		1.3100	

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	0.914	2.037	1.952	2.366	0.692	1.815	1.730	2.144
5年	1.621	2.139	3.106	3.898	0.738	1.256	2.223	3.015
10年	2.880	4.350	4.112	5.064	0.824	2.294	2.056	3.008
5-2年	0.707	0.102	1.154	1.532	0.046	-0.559	0.493	0.871
10-5年	1.259	2.211	1.006	1.166	0.086	1.038	-0.167	-0.007
10-2年	1.966	2.313	2.160	2.698	0.132	0.479	0.326	0.864

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	1.3351	1.4940	2011-5-4	1.2867	2011-1-10	1.3386	1.3446	1.3384	-0.247
日元	77.64	85.53	2011-4-6	75.35	2011-10-31	77.65	77.62	81.12	4.482
人民币	6.3603	6.6816	2010-12-20	6.3360	2011-11-14	6.3644	6.3793	6.6070	3.879
英镑	1.5639	1.6747	2011-4-28	1.5272	2011-10-6	1.5671	1.5704	1.5612	0.173
澳元	1.0173	1.1081	2011-7-27	0.9388	2011-10-4	1.0216	1.0283	1.0233	-0.586
加元	1.0202	1.0658	2011-10-4	0.9407	2011-7-26	1.0169	1.0174	0.9980	-2.176
港币	7.7813	7.8113	2011-8-9	7.7625	2011-10-28	7.7825	7.7676	7.7731	-0.105
新加坡元	1.2962	1.3228	2010-12-20	1.1992	2011-7-27	1.2929	1.2816	1.2834	-0.988
台币	30.206	30.7150	2011-10-4	28.480	2011-5-11	30.210	30.333	29.299	-3.003
韩元	1144.60	1208.25	2011-10-4	1048.30	2011-7-27	1146.82	1142.57	1126.00	-1.625
卢布	31.491	32.8935	2011-10-4	27.154	2011-5-4	30.947	30.700	30.537	-3.029
美元	78.749	81.3130	2011-1-10	72.696	2011-5-4	78.632	78.384	79.028	-0.353

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	1.3351	1.3351	1.3356	1.3361	1.3369	1.3376	1.3383	1.3409	1.3405	1.3389	1.3406
日元	77.64	77.64	77.57	77.48	77.31	77.13	76.94	75.93	74.48	72.82	70.85
人民币	6.3603	6.3350	6.3545	6.3770	6.3885	6.3955	6.4035	6.4571	6.4531	6.4491	6.4450
英镑	1.5639	1.5638	1.5635	1.5626	1.5611	1.5596	1.5583	1.5530	1.5524	1.5557	1.5653
澳元	1.0173	1.0164	1.0133	1.0071	0.9990	0.9919	0.9850	0.9545	0.9224	0.8926	0.8682
加元	1.0202	1.0204	1.0210	1.0223	1.0240	1.0253	1.0264	1.0309	1.0362	1.0374	1.0368
港币	7.7813	7.7812	7.7806	7.7781	7.7736	7.7703	7.7691	7.7648	7.7163	7.6853	7.6543
新加坡元	1.2962	1.2962	1.2962	1.2960	1.2950	1.2932	1.2914	1.2876			
台币	30.206	30.224	30.231	30.207	30.099	29.996	29.901	29.593			
韩元	1144.60	1145.24	1147.25	1151.14	1154.60	1156.36	1154.53	1162.10	1160.18	1166.70	1160.62
卢布	31.491	31.525	31.650	31.944	32.395	32.837	33.291	35.235	37.212	38.679	40.860

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2011年12月12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	6.3603			0.070%		2.897%
7 天	6.3350	0.398%	20.741%	0.200%	-20.541%	3.541%
1 个月	6.3545	0.091%	1.094%	0.277%	-0.818%	3.030%
3 个月	6.3770	-0.263%	-1.050%	0.542%	1.592%	3.125%
6 个月	6.3885	-0.443%	-0.887%	0.762%	1.649%	3.000%
9 个月	6.3955	-0.553%	-0.738%	0.918%	1.655%	2.860%
1 年期	6.4035	-0.679%	-0.679%	1.085%	1.764%	2.813%
2 年期	6.4571	-1.522%	-0.764%	0.651%	1.414%	2.725%
3 年期	6.4600	-1.568%	-0.525%	0.760%	1.285%	2.803%
4 年期	6.4650	-1.646%	-0.414%	0.987%	1.401%	2.883%
5 年期	6.4450	-1.332%	-0.268%	1.253%	1.521%	2.940%

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12月12日)



	2010-12-31	2011-12-5	2011-12-6	2011-12-7	2011-12-8	2011-12-9
招银人民币贸易 加权汇率指数	119.9192	122.9852	123.0132	122.6661	123.0716	123.2428

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。