

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

一 宏观经济回顾与展望——悲喜交加，但终究还是悲剧

2012年仅仅才过去半个月，但市场已经从欧洲体会到了悲喜交加的戏剧张力，不过，这出戏看起来似乎还是要以悲剧落幕。

上周，意大利和西班牙国债拍卖形势良好，不仅市场认购踊跃，超出市场预期，而且得标利率也较前次拍卖大幅降低，意大利国债的中标利率几近腰斩。

此举无疑给市场以极大信心，似乎表明在饱经债务危机的摧残后，欧洲大地上又隐隐出现了一丝曙光，如果两国国债顺利发行的势头能够持续下去，那么市场对两国申请援助的担忧必将大大消退。

然而事与愿违的是，正当市场充满期待之际，噩耗接踵而至，首先是标普下调了九国评级，其中意大利被下调两个评级，法国和奥地利失去了AAA评级。此前市场一直担忧的法国失去AAA评级，没想到这么短的时间内就被应验，可谓给市场当头一棒。

法国是欧元区内仅次于德国的第二大经济体，也是公认的欧元区核心国家和支柱国家，在欧债危机爆发以来的两年间，对欧猪五国的援助正是在德法的支持下进行的，两国的态度对于欧债危机的走向，有重大影响。

如今，法国失去AAA评级，虽然还谈不上一大支柱轰然倒塌，但其对市场心理的冲击无疑是重大的，这意味着法国国债的信用等级大不如前，而德国将独力支撑欧债危机。

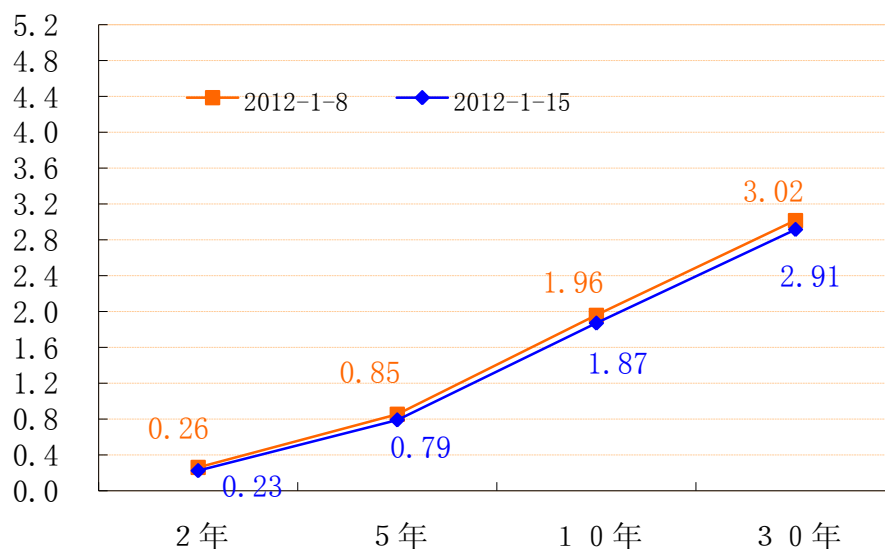
更重要的是，法国不仅持有大量欧猪五国的风险敞口，其他发达经济体在法国也有大规模敞口，一旦市场对法国的信心出现动摇，由此所引发的连锁反应将会波及全球。

就在市场惊愕之际，另一个噩耗传来，希腊与债权人的减记债务谈判宣告破裂，虽然这并不代表谈判已经结束（新一轮谈判将在18日举行），但希腊很可能等不及新一轮谈判达成结果就宣布债务违约，而这种未经谈判的单方面违约必然是无序违约，由此给市场造成的冲击可想而知。

在此情景下，美元经历剧烈动荡，终于成功巩固住了涨势，并创出近期新高，而国际市场的风险偏好抬头也被迅速压制，避险情绪依然主导着各个市场的运行。

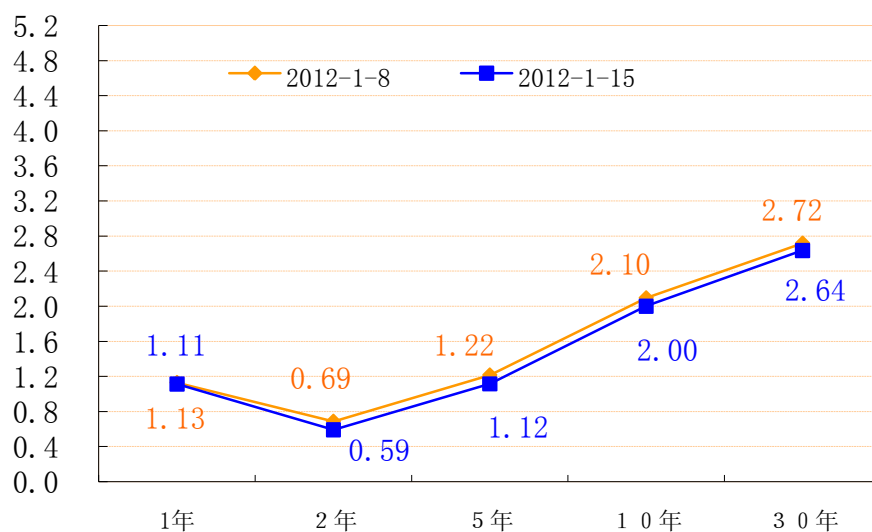
二 美国债券市场

图1: 国债收益率曲线两周变动



美国债市方面，收益率曲线小幅显著下移，其中10年期国债收益率下跌9个基点，收于1.87%；2年期国债收益率下跌3个基点，收于0.23%。互换利率曲线也呈相应变动，其中10年期互换利率下跌10个基点，收于2.00%；2年期互换利率下跌10个基点，收于0.59%。

图2: 标准互换收益率曲线两周变动



10年期美债收益率继续围绕1.9%为中轴的区间运行箱体整理，

但在欧债危机恶化的压力下，上周出现显著下行。虽然从技术上看，该收益率尚无打破 1.8-2.05% 振荡的区间的迹象，但考虑到欧债危机本周可能进一步恶化，特别是在希腊面临无序违约风险的压力下，该收益率可能会跌破 1.8%，从而跌向 1.7% 的历史低点。

图3：10年期美债收益率日K线（截至北京时间2012年1月16日）



三 国际汇市

1) 美元指数巩固涨势

图4：美指日K线图（截至北京时间2012年1月16日）



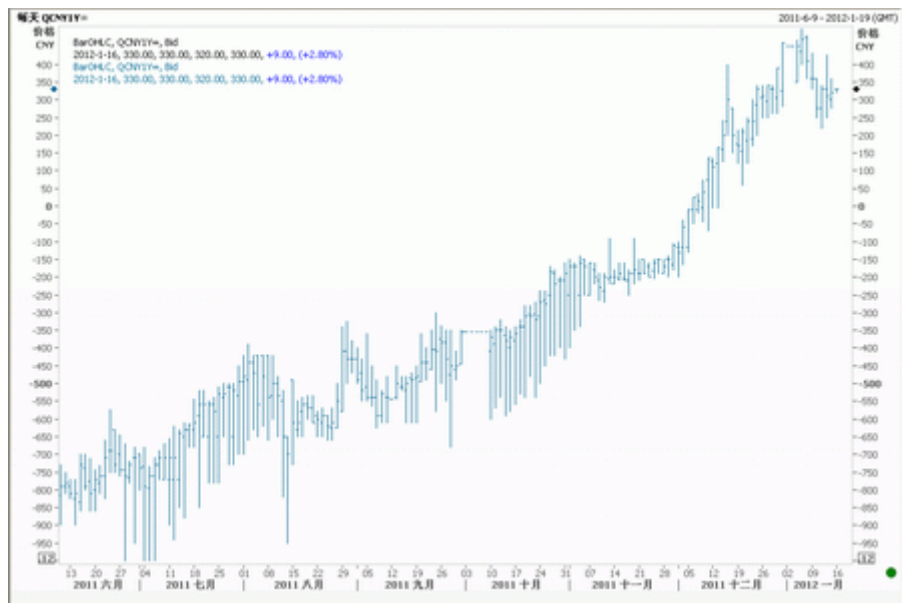
美元指数上周出现剧烈振荡，但最终以一根长阳线巩固住了涨势，并确立了继续向上的趋势。从技术形态上看，始于去年11月的这一轮涨势保持良好，未有见顶迹象，美指有望持续攀升，在中国农历春节前有望冲击82关口。

支撑位：80.50、80.00、79.50

阻力位：82.20、82.50、83.00

2) 人民币国际化将倒逼汇率改革

图5：人民币1年掉期点



近日，央行行长周小川关于人民币将扩大波幅的言论引发关注，由央行行长亲自出面表达对汇率形成机制改革的具体看法，并不多见，这或许是人民币放宽波幅已经提上具体议事日程的标志。同时，结合此前日本有意购买中国国债的消息，我们推测人民币国际化正在提速，而这将加速人民币汇率形成机制更快的向市场化转变。

日本有意购买中国国债，如果成行，可以看作是人民币国际化道路上的一次阶段性突破，虽然购买的数量并不大，但信号意义远大于实际意义。迄今为止，世界上充当储备货币的主要是美元、欧元、英镑、日元等少数货币，相当于组建了一个“主流货币俱乐部”，中国虽然此前与许多国家的央行签订了货币互换协议，但并未上升到储备货币的层面，日本此举标志着首次有发达国家承认了人民币

做为储备货币的价值和地位。

可以预见，随着中国经济实力的不断增强，将会有越来越多的国家效仿日本提出类似的需求，未来对中国国债的需求可能不是以百亿美元，而是以千亿美元来计。一旦出现这种局面，将会对人民币的内外市场均带来重大影响。

对内而言，在国债市场上将出现新的力量——外国央行。尽管对日本央行持有的中国国债将来如何退出，尚未见到明确安排，但外国央行对中国国债的买入、卖出行为，必然影响到国内市场利率的走势（特别是在利率完全市场化以后），甚至会影响到中国央行货币政策、货币投放的效果。这种局面有点类似于美国所面对的形式，一旦外国央行集中抛售美国国债，可能抬升美国市场利率，令联储压低利率的举措受挫，未来中国如何面对此种情景，保证金融安全，将是一大挑战。

对外而言，可能会对人民币汇率形成机制改革起到倒逼作用。目前人民币汇率更多的是在央行的管理下形成的，而非由市场力量决定，这种局面与人民币国际化的需求已经形成了脱节，特别是在海外央行将人民币视为储备货币后，脱节情况就更为严重。

无论是国际化，还是做为储备货币，都要求人民币实现自由浮动，只有这样，才能合理的确定人民币资产在境内外的价格，避免套利资金对金融市场秩序的扰乱，并满足海外持有人对人民币流动性的要求，同时，这也可以使得人民币资产的安全性更为透明。

自由浮动必然要求汇率形成机制的市场化，即由市场的参与者，而非市场的管理者来制定价格，这就使得目前人民币汇率形成机制改革有必要加速推进。

3) 欧元跌势将继续

欧元上周如期出现了我们期待中的超跌反弹，高点一度短暂突破回抽阻力位 1.2860，但随后在基本面恶化的配合下，收出一根长阴线，并跌至近期新低，使得自 11 月以来的下跌通道保持良好，从而进一步确立了继续下行的趋势。

考虑到欧债危机仍呈现恶化局面，特别是近期希腊面临无序违

约风险，预计欧元仍将以下行为主，反弹可能会被限制在 1.29 以下，而低点短期可看 1.2400。

图6: 欧元日K线图 (截至北京时间2012年1月16日)

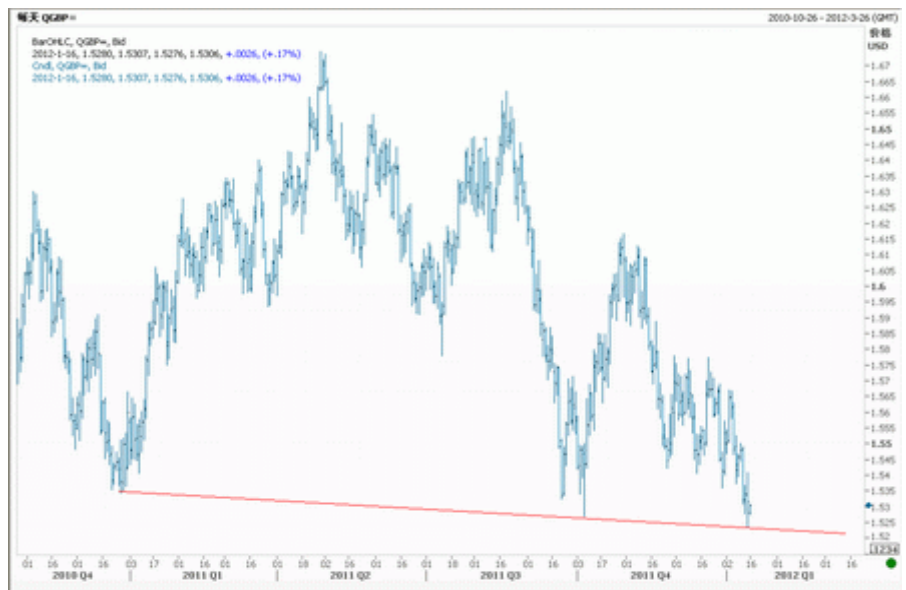


支撑位: 1.2570、1.2470、1.2400

阻力位: 1.2800、1.2880、1.2950

4) 英镑测试关键支撑

图7: 英镑日K线图 (截至北京时间2012年1月16日)



英镑上周跌破了此前我们提及的振荡区间的下轨，从而引发一波跌势，最低跌至 1.5233，这里是自 2010 年 12 月以来长期关键支撑所在，一旦跌破，则技术上将形成严重破位，恐将引发英镑大幅下跌。

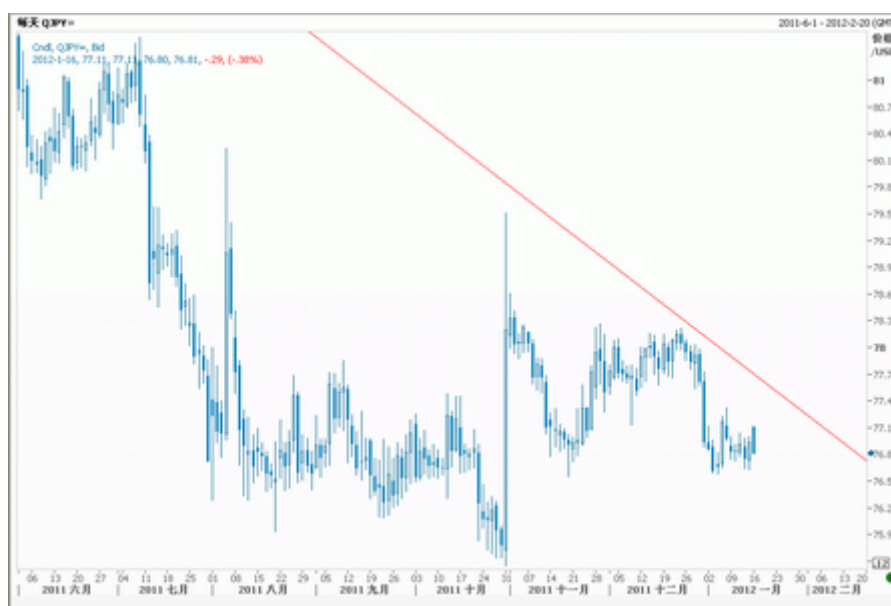
考虑到法国已失去 AAA 评级，欧债危机正在加速蔓延，虽然并不属于欧元区，但市场对英国受到波及的担忧也将与日上升，这可能最终促发英镑破位的出现。

支撑位：1.5120、1.5050、1.4940

阻力位：1.5420、1.5500、1.5670

5) 日元陷入小幅振荡

图8：美元/日元日K线图（截至北京时间2012年1月16日）



美元/日元上周陷入小幅区间振荡，再次凸显出日元“静若处子，动如脱兔”的特点，预计小幅振荡走势将会持续。而自 07 年以来的长期下降压力线继续横亘在汇价上方，目前位于 77.50 附近，这里将对汇价构成有力压制。在有效突破该阻力前，我们预期美元/日元将会保持振荡向下的趋势。

支撑位：76.60、76.00、75.50

阻力位: 77.50、78.20、78.60

6) 澳元构建新三角形

澳元上周陷入振荡, 未能产生方向性的走势突破, 同时在技术图形上构建了一个新的整理三角形, 下轨始于去年 11 月, 上轨始于去年 12 月。

澳元在此区间内波动, 且波幅收窄, 无论澳元未来对任何一方的突破, 都将引发一波行情。

图9: 澳元日K线图 (截至北京时间2012年1月16日)



支撑位: 1.0160、1.0040、0.9930

阻力位: 1.0380、1.0500、1.0570

金融市场数据简报

(2012年1月16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	0.1460	4.6363	0.2864	0.5750	0.1071	4.4080	1.0180	0.1507
1周	0.2015	4.8383	0.4114	0.6269	0.1164	4.4280	1.0765	0.3036
1个月	0.2851	6.1918	0.7771	0.7779	0.1443	4.5160	1.1805	0.3600
3个月	0.5670	5.4570	1.1703	1.0896	0.1957	4.6640	1.3585	0.4007
6个月	0.7943	5.4202	1.4611	1.3884	0.3357	4.7300	1.4945	0.5714
9个月	0.9481	5.2425	1.6449	1.6494	0.4743	4.8080	1.5905	0.6036
1年	1.1140	5.2380	1.8094	1.8846	0.5543	4.8980	1.8205	0.8914

二、基准掉期利率 (ISDAFIX)

	美元	欧元	日元	英镑	港元
2年	0.5910	1.1770	0.9040	1.1870	4.7600
5年	1.1160	1.5710	1.1490	1.4850	4.9580
10年	2.0020	2.2240	1.6240	2.2530	5.0680
30年	2.6370	2.3750	2.4012		
5-2年	0.5250	0.3940	0.2450	0.2980	0.1980
10-2年	1.4110	1.0470	0.7200	1.0660	0.3080
30-2年	2.0460	1.1980	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	0.2253		0.1710	0.1320	0.3970	0.9320	0.3480
5年	0.7912	3.0880	0.7830	0.3380	0.9940	1.2560	0.8850
10年	1.8705	3.4770	1.8540	0.9550	1.9880	1.9380	1.5410
30年	2.9146		2.4420	1.9560	3.0040	2.5210	
5-2年	0.5659		0.6120	0.2060	0.5970	0.3240	0.5370
10-5年	1.0793	0.3890	1.0710	0.6170	0.9940	0.6820	0.6560
30-5年	2.1234		1.6590	1.6180	2.0100	1.2650	

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	0.885	1.831	2.045	2.471	0.660	1.606	1.820	2.246
5年	1.482	2.485	3.104	3.818	0.691	1.694	2.313	3.027
10年	2.948	4.193	4.131	4.954	1.078	2.323	2.261	3.084
5-2年	0.597	0.654	1.059	1.347	0.031	0.088	0.493	0.781
10-5年	1.466	1.708	1.027	1.136	0.387	0.629	-0.052	0.057
10-2年	2.063	2.362	2.086	2.483	0.418	0.717	0.441	0.838

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	1.2642	1.4940	2011-5-4	1.2624	2012-1-13	1.2680	1.2961	1.2961	-2.461
日元	76.86	85.53	2011-4-6	75.57	2011-10-31	76.97	76.90	76.90	0.052
人民币	6.3170	6.6115	2011-1-31	6.2920	2012-1-4	6.3065	6.2949	6.2949	-0.350
英镑	1.5306	1.6747	2011-4-28	1.5235	2012-1-13	1.5317	1.5543	1.5543	-1.525
澳元	1.0270	1.1081	2011-7-27	0.9388	2011-10-4	1.0322	1.0209	1.0209	0.598
加元	1.0237	1.0658	2011-10-4	0.9407	2011-7-26	1.0232	1.0213	1.0213	-0.234
港币	7.7688	7.8113	2011-8-9	7.7625	2011-10-28	7.7655	7.7673	7.7673	-0.019
新加坡元	1.2941	1.3199	2011-10-4	1.1992	2011-7-27	1.2928	1.2966	1.2966	0.193
台币	30.008	30.7150	2011-10-4	28.480	2011-5-11	29.974	30.279	30.279	0.903
韩元	1153.60	1208.25	2011-10-4	1048.30	2011-7-27	1148.40	1152.45	1152.45	-0.100
卢布	31.853	32.8935	2011-10-4	27.154	2011-5-4	31.980	32.137	32.137	0.893
美元	81.601	81.7840	2012-1-13	72.696	2011-5-4	81.515	80.178	80.178	1.775

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	1.2642	1.2643	1.2644	1.2649	1.2660	1.2675	1.2691	1.2744	1.2786	1.2793	1.2823
日元	76.86	76.86	76.83	76.77	76.66	76.53	76.35	75.45	74.28	72.45	70.52
人民币	6.3170	6.3254	6.3185	6.3150	6.3145	6.3150	6.3175	6.3669	6.4152	6.4635	6.5120
英镑	1.5306	1.5305	1.5301	1.5292	1.5277	1.5262	1.5249	1.5193	1.5170	1.5186	1.5241
澳元	1.0270	1.0262	1.0230	1.0168	1.0079	0.9998	0.9918	0.9584	0.9261	0.8936	0.8709
加元	1.0237	1.0238	1.0243	1.0257	1.0278	1.0296	1.0312	1.0371	1.0423	1.0455	1.0446
港币	7.7688	7.7687	7.7685	7.7679	7.7671	7.7663	7.7671	7.7734	7.7963	7.7969	7.7920
新加坡元	1.2941	1.2941	1.2941	1.2938	1.2922	1.2902	1.2888	1.2834			
台币	30.008	29.983	29.948	29.869	29.751	29.651	29.543	29.243			
韩元	1153.60	1154.21	1156.28	1160.30	1164.38	1166.13	1167.75	1170.60	1173.60	1173.01	1159.90
卢布	31.853	31.881	31.989	32.268	32.702	33.145	33.592	35.514	37.458	39.054	41.130

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2012年1月16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	6.3170			0.070%		4.630%
7 天	6.3254	-0.133%	-6.934%	0.202%	7.135%	4.810%
1 个月	6.3185	-0.024%	-0.285%	0.285%	0.570%	4.050%
3 个月	6.3150	0.032%	0.127%	0.567%	0.440%	3.650%
6 个月	6.3145	0.040%	0.079%	0.794%	0.715%	3.360%
9 个月	6.3150	0.032%	0.042%	0.948%	0.906%	3.175%
1 年期	6.3170	0.000%	0.000%	1.114%	1.114%	3.078%
2 年期	6.3668	-0.788%	-0.395%	0.553%	0.948%	2.923%
3 年期	6.4157	-1.562%	-0.524%	0.671%	1.194%	2.968%
4 年期	6.4365	-1.892%	-0.476%	0.873%	1.349%	3.018%
5 年期	6.5120	-3.087%	-0.625%	1.115%	1.740%	3.063%

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

(2012年1月16日)



	2011-12-30	2012-1-9	2012-1-10	2012-1-11	2012-1-12	2012-1-13
招银人民币贸易加权汇率指数	124.9631	125.0160	124.8399	124.9508	124.7005	124.9944

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。