

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

一 宏观经济回顾与展望——美元是回调还是转势？

过去的半个月里，中国人在忙着过年，欧洲人在忙着救火，不成想美国人突然横插一腿，一时间国际市场风起云涌，希腊减记谈判和美联储货币政策成为搅动局势的两大焦点。

希腊债务减记的第一轮谈判不欢而散，第二轮谈判从中国春节前启动至今，已经临近达成协议，期间不断有消息指，谈判较为顺利，希腊有望在偿债高峰前减记债务并获得新一轮资金援助。如果这一预期成行，无疑会极大缓和市场对欧债危机的恐慌情绪，并为解决其他国家的债务问题打开良好契机。

受到这一乐观气氛的推动，国际市场风险偏好明显抬头，避险资产美元则遭到抛售。

而就在上周，美联储在宣布维持利率不变后，意外宣布目前的超低利率将会维持到2014年底，较之前足足延长了一年，同时，伯南克还表示，如果经济数据不能进一步好转，那么联储将不排除推出进一步的经济刺激计划。

这一言论可谓一石激起千层浪，此前一度偃旗息鼓的QE3预期立即死灰复燃，毕竟，伯南克的这一言论保留了联储随时开启QE3的大门。

在去年3季度以前，由于欧债危机持续恶化，美国经济也遭遇阶段性低谷，市场一度对QE3充满预期，但最终联储以扭曲操作代替了QE3，而在3季度后，美国经济出现超预期复苏，与欧洲已经分道扬镳，继续推出量化宽松实际上并无必要，这也是我们此前一直对QE3持否定态度的原因。

目前美国经济依然维持景气复苏，最新公布的4季度GDP增速创下6个季度新高，但考虑到欧债危机对欧元区和世界经济的冲击，美国经济恐怕很难维持目前这种超预期复苏的局面，因此，联储此举可能有为未来经济再度下滑打下伏笔的意图。

前两轮QE对美元的打击仍历历在目，消息一出，美国即告大幅下跌，如果真的推出QE3，美元无疑会再一次受到冲击，且正式推出QE3之前的这种预期，就足以大幅打压美元，甚至于，QE3出台的可能性，也会改变我们分析市场的整体框架。

但是，我们更倾向于认为，目前美元只是出现了阶段性回调，

尚无法定性为反转走势，理由有三：

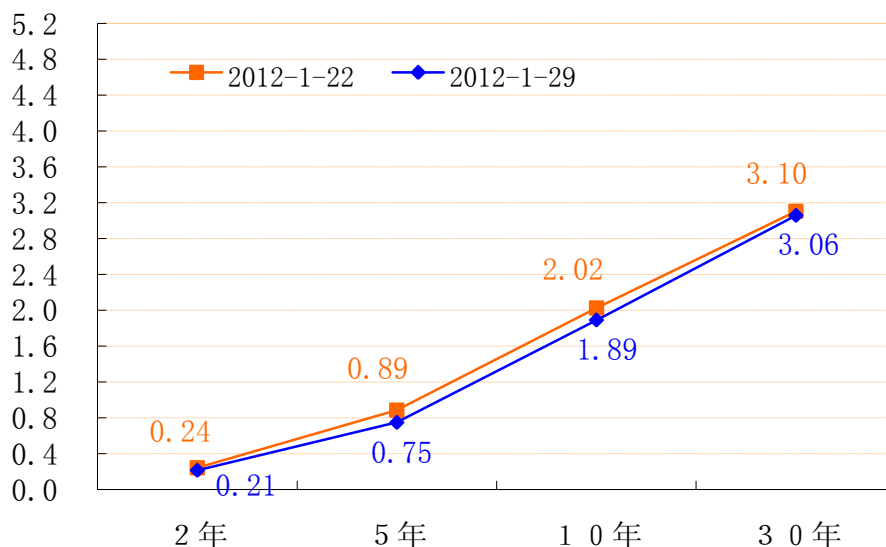
1) 欧债危机的实质性问题并没有得到解决，即使希腊减记谈判成功，并不代表欧债危机已经结束，且欧洲既有的结构性问题依然如故；

2) 美联储并未明确许诺会推出 QE3，目前 QE3 还只是停留在市场的想象中，想想去年一度热炒但并未兑现的 QE3 预期，或许会导致市场不久后做出自我修正；

3) 此前欧元等非美货币的技术指标已经处于严重超卖的局面，此次非美货币反弹可能在很大程度上也受到了技术性修正的推动。

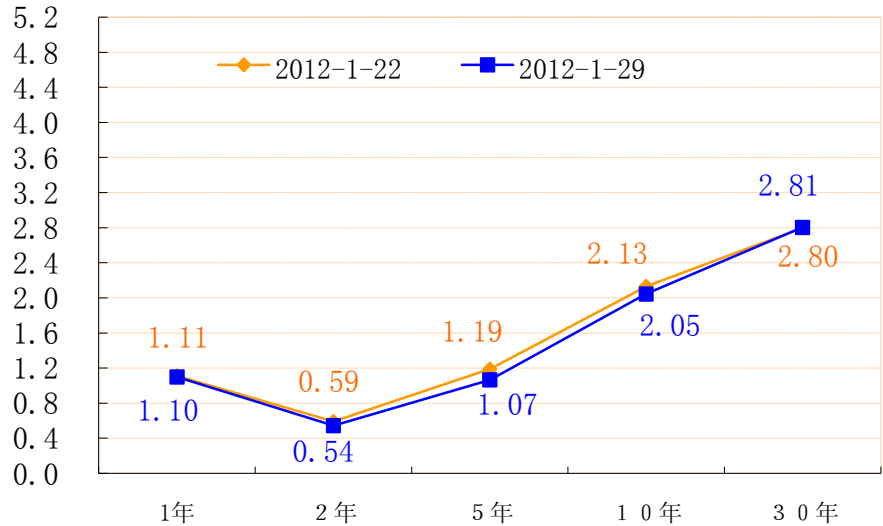
二 美国债券市场

图1: 国债收益率曲线两周变动



美国债市方面，收益率曲线显著下移，其中10年期国债收益率下跌13个基点，收于1.89%；2年期国债收益率下跌3个基点，收于0.21%。互换利率曲线也呈相应变动，其中10年期互换利率下跌8个基点，收于2.05%；2年期互换利率下跌5个基点，收于0.54%。

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，在联储宣布延长低利率时间，QE3 预期迅速升温后，市场预期联储未来将加大对10年期国债的购买力度，导致该收益率在上周后三个交易日出现显著下行，不过从技术上看，该收益率尚无打破1.8-2.1%振荡的区间的迹象，预计近期维持箱体整理的可能性较大。

图3: 10年期美债收益率日K线 (截至北京时间2012年1月29日)



三 国际汇市

1) 美元指数倾向于触底反弹

图4: 美指日K线图 (截至北京时间2012年1月29日)



美元指数出现大幅下挫，一扫此前的牛市行情，且技术上跌破去年 11 月以来的上升趋势线，短期来看下行压力较大，但正如我们前面分析的，我们认为美指目前更有可能是技术性回调，而非转势，因此，预计在 0.5 的回调位 78.30 附近，存在较强支撑，美指在这里有机会触底反弹，但若跌破，则可能进一步跌向 0.618 的回调位 77.40。

支撑位：78.30、78.00、77.60

阻力位：79.50、80.30、80.80

2) 人民币重现升值预期

人民币市场在春节期间持续休市，今晨开盘后，人民币中间价大幅高开，这主要是因应国际市场美元大幅走软的局面，并无特别之处。

不过，值得注意的是，人民币的贬值预期正在迅速消退，预计在本周内，人民币境内外市场将全面重现升值预期。在春节前，海外 NDF、CNH 市场已经表现出升值预期，春节期间预期迅速升温，目前 NDF 升值预期已达 500 点左右，受此带动，境内远期的贴水幅度也迅速收窄，今日开盘后已逼近升贴水反转。

对于这一现象，我们认为，主要还是受到央行对稳定人民币汇

率的坚定态度所推动，在去年年末人民币贬值预期阶段，央行通过高开中间价，清晰表达了人民币不会贬值的信号，此举逐步打消了境内外市场做空人民币的意图。

在人民币的升贬值预期上，基本呈现出境外市场带动境内市场，并最终受到央行态度决定的线条，即先由海外市场（NDF、CNH）产生方向预期，再逐渐传导到境内远期 DF 市场，最终传导至结售汇即期市场的模式，但即期市场在央行中间价的导向下，又会反过来影响海外市场。

春节境内即期市场开盘后，依然呈现出客户售汇的局面，相信是客户层面反应相对滞后一些，如果新一轮升值预期能够持续一段时间，相信客户层面将会在 2 月份出现变化，可能会扭转持续 2 个月的结售汇逆差的局面。

图5：人民币1年掉期点



3) 欧元可能冲高回落

欧元近期强劲反弹，一举突破了去年 11 月开始的下降通道，成功站上 1.30 关口，并构筑了一条短期上升通道。

技术上来看，欧元暂无见顶迹象，反弹有望进一步延续，但正如我们前面分析的，我们倾向于认为欧元只是一次技术性反弹，而非转势，因此，后市欧元冲高回落的可能性较大，上方 0.5 的回调

位 1.3430 附近将提供强阻力。

图6: 欧元日K线图 (截至北京时间2012年1月29日)



支撑位: 1.3240、1.3430、1.3550

阻力位: 1.3080、1.3000、1.2860

4) 英镑突破下降压力线

图7: 英镑日K线图 (截至北京时间2012年1月29日)



英镑在过去两周同样强劲上扬，并一举突破了自去年8月以来的下降压力线，有效缓解了中期下行压力，并在技术上打开了进一步上行的空间。如果英镑能有效站在该压力线以上，则预计将有机会测试1.60，但如果欧元冲高回落成行，那么英镑也将受到拖累。

支撑位: 1.5620、1.5530、1.5400

阻力位: 1.5780、1.5880、1.6000

5) 日元多头守住阵地

图8: 美元/日元日K线图 (截至北京时间2012年1月29日)



美元/日元上周一度急速冲高，并突破了2007年以来的长期下降压力线，但美元未能稳住阵脚，日元多头随后发动反攻，成功将美元打压至该压力线下方，守住了长期牛市阵地。

但经历过此次振荡后，该压力线相当于已经被突破，日元牛市格局将增添变数，近期美元/日元陷入区间振荡的可能性增大，而继续下行的空间虽然存在，但日元多头的动力可能会较以往不足。

支撑位: 76.10、75.60、75.00

阻力位: 77.30、78.30、79.50

6) 澳元强劲上扬

澳元春节期间保持强劲涨势，正逼近上方的强阻力位 1.0760，如果能够突破，则中期内技术上有望从看平转为看多，但如果突破失败，将引发阶段性调整。

近期金价强劲上涨，对澳元产生较大带动作用，金价从技术上出现突破，有望保持强势，这将对澳元带来正面影响。

图9：澳元日K线图（截至北京时间2012年1月29日）



支撑位：1.0460、1.0380、1.0240

阻力位：1.0760、1.0880、1.1000

金融市场数据简报

(2012年1月29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	0.1410	3.2992	0.2829	0.5747	0.1100	4.4100	1.0240	0.0993
1周	0.1975	4.2308	0.3590	0.6241	0.1179	4.4320	1.0825	0.1800
1个月	0.2700	5.4142	0.6679	0.7726	0.1443	4.5140	1.1900	0.3600
3个月	0.5511	5.4742	1.0706	1.0846	0.1957	4.6540	1.3820	0.4007
6个月	0.7853	5.4175	1.3873	1.3938	0.3357	4.7160	1.5350	0.5607
9个月	0.9328	5.2495	1.5779	1.6600	0.4743	4.7980	1.6415	0.5914
1年	1.0992	5.2386	1.7456	1.8936	0.5543	4.8900	1.8690	0.8607

二、基准掉期利率 (ISDAFIX)

	美元	欧元	日元	英镑	港元
2年	0.5440	1.1910	0.9040	1.2250	4.7600
5年	1.0660	1.6340	1.1490	1.5120	4.9580
10年	2.0450	2.3540	1.6240	2.3280	5.0680
30年	2.8050	2.5840	2.4012		
5-2年	0.5220	0.4430	0.2450	0.2870	0.1980
10-2年	1.5010	1.1630	0.7200	1.1030	0.3080
30-2年	2.2610	1.3930	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	0.2147		0.2130	0.1360	0.3890	1.0450	0.2780
5年	0.7490	3.0550	0.8770	0.3340	1.0510	1.3990	0.6140
10年	1.8910	3.4282	1.9080	0.9740	2.0720	2.0620	1.3590
30年	3.0574		2.5350	1.9200	3.1230	2.6280	
5-2年	0.5343		0.6640	0.1980	0.6620	0.3540	0.3360
10-5年	1.1420	0.3732	1.0310	0.6400	1.0210	0.6630	0.7450
30-5年	2.3084		1.6580	1.5860	2.0720	1.2290	

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	0.795	1.693	1.895	2.365	0.580	1.478	1.680	2.150
5年	1.450	2.296	2.975	3.696	0.701	1.547	2.226	2.947
10年	3.076	4.279	4.160	4.908	1.185	2.388	2.269	3.017
5-2年	0.655	0.603	1.080	1.331	0.121	0.069	0.546	0.797
10-5年	1.626	1.983	1.185	1.212	0.484	0.841	0.043	0.070
10-2年	2.281	2.586	2.265	2.543	0.605	0.910	0.589	0.867

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	1.3220	1.4940	2011-5-4	1.2624	2012-1-13	1.2931	1.2961	1.2961	1.998
日元	76.70	85.53	2011-4-6	75.35	2011-10-31	77.01	76.91	76.91	0.274
人民币	6.3085	6.6115	2011-1-31	6.2920	2012-1-4	6.3362	6.2950	6.2950	-0.214
英镑	1.5729	1.6747	2011-4-28	1.5235	2012-1-13	1.5576	1.5543	1.5543	1.197
澳元	1.0658	1.1081	2011-7-27	0.9388	2011-10-4	1.0484	1.0209	1.0209	4.398
加元	1.0018	1.0658	2011-10-4	0.9407	2011-7-26	1.0132	1.0213	1.0213	1.947
港币	7.7545	7.8113	2011-8-9	7.7541	2012-1-27	7.7618	7.7674	7.7674	0.166
新加坡元	1.2514	1.3199	2011-10-4	1.1992	2011-7-27	1.2719	1.2966	1.2966	3.612
台币	29.800	30.7150	2011-10-4	28.480	2011-5-11	29.955	30.279	30.279	1.607
韩元	1123.20	1208.25	2011-10-4	1048.30	2011-7-27	1134.21	1152.45	1152.45	2.604
卢布	30.120	32.8935	2011-10-4	27.154	2011-5-4	31.323	32.137	32.137	6.698
美元	78.836	81.7840	2012-1-13	72.696	2011-5-4	80.223	80.178	80.178	-1.674

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	1.3220	1.3221	1.3221	1.3225	1.3230	1.3238	1.3247	1.3281	1.3290	1.3286	1.3293
日元	76.70	76.69	76.68	76.62	76.52	76.40	76.24	75.49	74.33	72.93	71.13
人民币	6.3085	6.3045	6.2925	6.2775	6.2650	6.2620	6.2585	6.2740	6.3213	6.3685	6.4160
英镑	1.5729	1.5729	1.5726	1.5717	1.5702	1.5687	1.5672	1.5616	1.5557	1.5545	1.5567
澳元	1.0658	1.0649	1.0623	1.0554	1.0459	1.0370	1.0282	0.9931	0.9579	0.9248	0.8960
加元	1.0018	1.0020	1.0025	1.0039	1.0060	1.0080	1.0101	1.0172	1.0243	1.0286	1.0303
港币	7.7545	7.7544	7.7541	7.7529	7.7512	7.7495	7.7477	7.7479	7.7420	7.7479	7.7342
新加坡元	1.2514	1.2514	1.2513	1.2508	1.2491	1.2478	1.2462	1.2419			
台币	29.800	29.770	29.530	29.425	29.280	29.155	29.050	28.840			
韩元	1123.20	1121.36	1123.05	1127.22	1132.42	1135.81	1138.07	1141.75	1136.48	1151.00	1141.80
卢布	30.120	30.154	30.255	30.507	30.925	31.327	31.717	33.460	35.307	36.818	38.529

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2012年1月29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	6.3085			0.080%		3.460%
7 天	6.3045	0.063%	3.306%	0.198%	-3.109%	3.630%
1 个月	6.2925	0.254%	3.044%	0.270%	-2.774%	4.150%
3 个月	6.2775	0.491%	1.966%	0.551%	-1.415%	3.700%
6 个月	6.2650	0.690%	1.379%	0.785%	-0.594%	3.270%
9 个月	6.2620	0.737%	0.983%	0.933%	-0.050%	3.100%
1 年期	6.2585	0.793%	0.793%	1.099%	0.307%	3.040%
2 年期	6.2740	0.547%	0.273%	0.536%	0.262%	2.860%
3 年期	6.4380	-2.053%	-0.689%	0.624%	1.313%	2.893%
4 年期	6.3760	-1.070%	-0.269%	0.821%	1.089%	2.928%
5 年期	6.4160	-1.704%	-0.343%	1.072%	1.415%	2.973%

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29日)



	2011-12-30	2012-1-23	2012-1-24	2012-1-25	2012-1-26	2012-1-27
招银人民币贸易加权汇率指数	124.9631	123.7319	124.0738	123.9863	123.7614	123.4298

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。