

分析师:

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

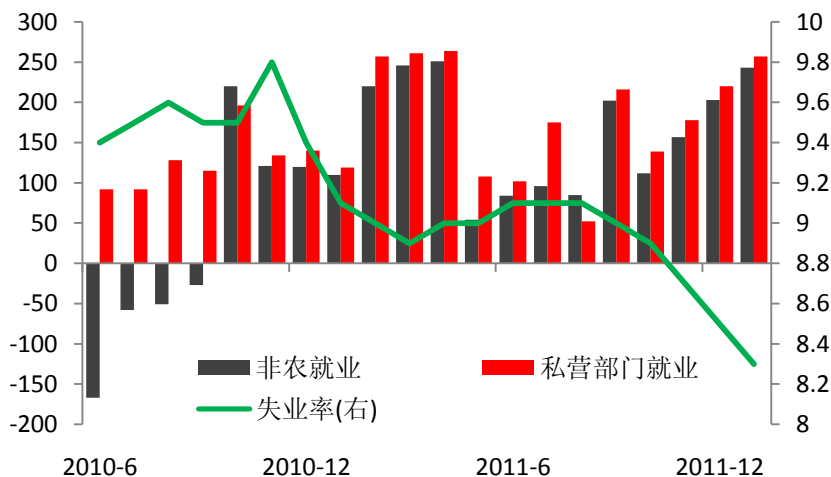
一 宏观经济回顾与展望——强劲非农吹皱一池春水

风乍起，吹皱一池春水。就在上周美联储暗示会保留推出进一步刺激经济措施的可能性，市场猜测QE3即将启动之后，美国最新的就业数据却并不支持美联储的看法，好似一阵微风吹皱了一池春水。

最新的1月美国就业数据只能用惊艳来形容，非农就业总体增长24.3万人，私营部门就业增长25.7万人，不仅好于前值和预期值，而且是连续第三个月上升，且创下9个月来的最好表现。失业率则降至8.3%，已跌回2009年2月份的水平，那时金融危机刚刚爆发不久，各个行业处于大裁员中，失业率直线飙升。

虽然8.3%的失业率仍然处于较高水平，但与本轮失业率高点9.8%相比，已经是旧貌换新颜，而且似乎与美联储所表述的“就业市场依然疲软”并不相符，自去年8月份以来就业市场的迅速好转，只能用“强劲复苏”来描述。就业市场的这种复苏力度，显然不需要推出更多刺激措施，只要假以时日，失业率似乎会一直回落至“可以接受”的水平。

图1: 美国非农就业与失业率



现在的关键问题是，美国的经济复苏究竟会持续多久，是否还需要美联储出手相助？

去年下半年以来，美国经济呈现出全面复苏的特征，不仅就业市场不断好转，而且消费、制造业等数据表现均较为出色。至少截止去年4季度，美国的经济复苏是令人满意的。

但问题在于，目前美国的经济复苏主要是靠投资推动的，而投资中最大的贡献来自于企业增加库存，虽然这可以推高当期 GDP 的表现，但如果后续消费不能启动，则不久后企业可能会进入一轮去库存周期，去库存阶段将明显削弱经济增长的动力。

因此，我们此前的观点一直是，美国的经济景气将会持续至今年 1 季度，2 季度后复苏动力将会逐渐削弱。同时，也必须考虑到欧洲债务危机对美国的影响，最新的贸易数据显示，美国对欧洲的出口已经出现了大幅下滑。

但是也必须承认，迄今为止，美国受到的来自欧洲方面的负面拖累相当温和，至少低于大多数人（也包括我们）的预期，欧债危机爆发已经 2 年，恶化已经超过半年，应当说传导的时间已经相当充分，而美国经济未受明显冲击，足以证明美国经济能够抵御危机。

当然，盲目乐观也是不对的，欧债危机仍有进一步恶化的空间，一旦出现无序违约或退出欧元区等极端情况，我们相信美国经济也不可能置身度外，同时，美国的消费部门依然不温不火，房地产部门也始终处于低谷徘徊，这些因素都会使得美国经济复苏的后劲不足，现在最好的消息应该是——随着失业率的下滑，美国人开始重新热衷于消费和购房。

总体而言，我们仍然维持对美国经济今年将呈现前高后低态势的判断，经济增长动能未来将逐渐弱化，但可能并不会赢弱到需要美联储出手相助的程度，美联储实施 QE3 的环境条件未必会出现。需要注意的是，目前的联储成员绝大部分为鸽派，因此在言论上可能会对放松政策留有较大余地。

而在欧洲方面，形势依然混乱，希腊债务减记谈判看起来要无休止的进行下去，市场的耐心正被一点一滴的耗尽，但时间已经进入 2 月份，2、3、4 月是欧猪五国债务到期的高峰，如果希腊不能迅速结束谈判并获得新一轮援助，那么无序违约将非常有可能，而且葡萄牙的形势正在迅速恶化，很有可能步希腊后尘。

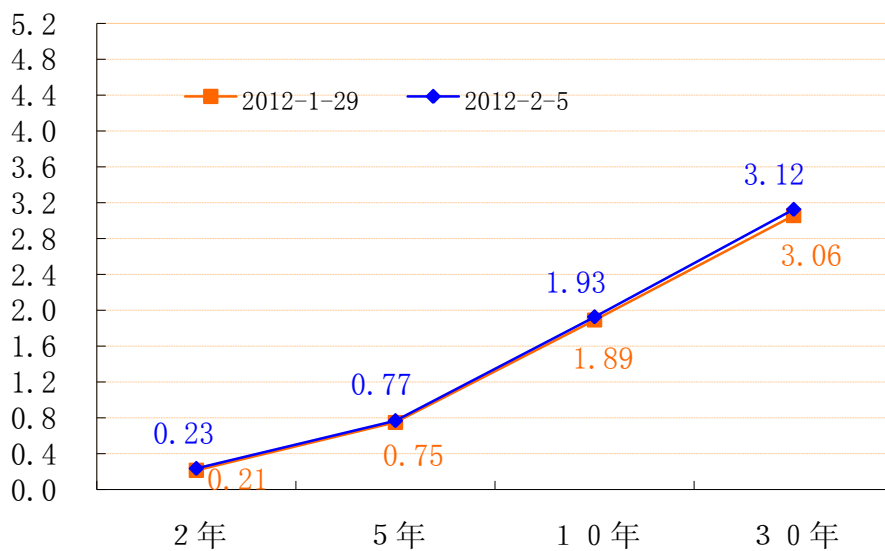
过去一段时间，欧元的反弹显然遇到阻力，在希腊减记谈判无果的压力下，欧元多头已经找不到继续发动攻势的理由，而 QE3 预期在给美元沉重一击后，非农数据只是起到了稳定局面的作用，估计暂时还不能支持美元多头发动反攻。

市场正处于僵持阶段，非农数据只是吹皱一池春水的微风，无

法起到搅局的作用，要想打破平静，仍有待更多因素的出现。

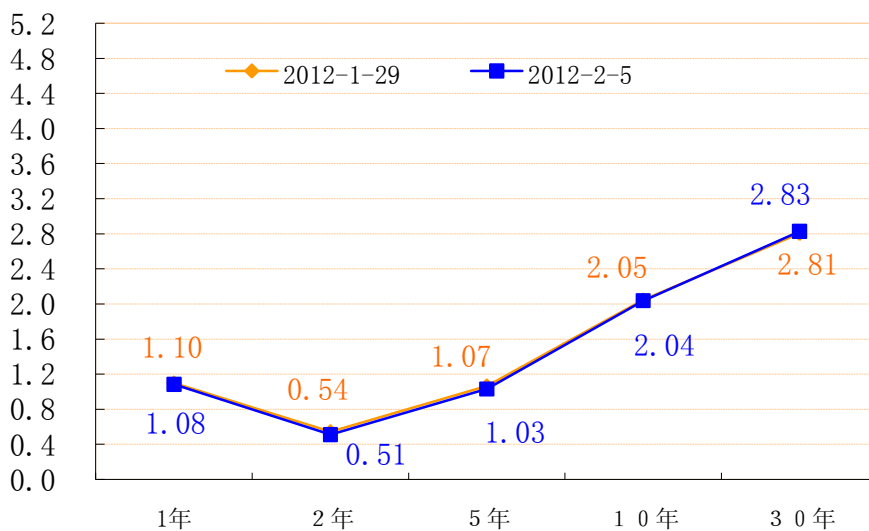
二 美国债券市场

图2: 国债收益率曲线两周变动



美国债市方面，收益率曲线微幅变动，其中10年期国债收益率上涨4个基点，收于1.93%；2年期国债收益率上涨2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1个基点，收于2.04%；2年期互换利率下跌3个基点，收于0.51%。

图3: 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，上周一度跌至1.8%的区间下轨支撑，随后反弹。短期而言，该收益率并无打破区间振荡的可能，料继续维持箱体整理。

图4：10年期美债收益率日K线（截至北京时间2012年2月6日）



三 国际汇市

1) 美元指数陷入胶着

图5：美指日K线图（截至北京时间2012年2月6日）



美元指数上周围绕 0.382 的回调位陷入区间振荡，走势胶着，短期方向不明，上下档风险相当，预计近期仍有较大可能维持振荡走势，下方 0.5 的回调位 78.30 附近应有较强支撑。

支撑位：78.60、77.90、77.60

阻力位：79.60、80.30、80.80

2) 人民币掉期点下行空间不及预期

我们之前预期随着节后资金重新回流银行体系，资金面紧张情况会有所缓解，从而使得人民币掉期点有下行空间，但从实际情况来看，掉期点的下行空间并不及预期理想。

图6：人民币1年掉期点



上周资金面大部分时间仍较为紧张，只有周五出现明显缓解，预计资金面转向宽松仍是主趋势，但在银行 1 季度集中放贷，外汇占款负增长可能还持续一段时间的压力下，在没有调降存准和降息等实质性利好推动下，资金面能宽松到什么程度，仍然存有较大疑问，特别是如果出现意外因素，如央行减弱逆回购力度，或出现巨额 IPO 等情况下，资金面的好转程度应当是有限的，这将在一定程度上限制掉期点的下行空间。

而来自外部的超预期冲击也是必须考虑的风险之一，比如欧债危机再次恶化引发避险情绪高涨，或者美国与伊朗关系紧张带来的

地缘政治风险，都可能改变全球的资金流向，使我们的上述判断失效。但总体而言，我们认为，人民币的贬值预期高潮阶段已经告一段落，今后可能会进入一个反复拉锯但又相对平衡的时期。

3) 欧元反弹遇阻

图7: 欧元日K线图 (截至北京时间2012年2月6日)



欧元涨势在 0.382 的回调位遇阻，陷入区间振荡，短期来看缺乏明确方向，建议观望。

由于欧洲债务危机形势陷入僵局，如无意外利好配合，欧元继续大幅上攻的空间有限，0.5 的回调位 1.3430 应有较强阻力。我们仍维持欧元后市将是冲高回落，甚至没有冲高的观点。

支撑位: 1.2950、1.2880、1.2630

阻力位: 1.3230、1.3430、1.3550

4) 英镑上升趋势或不保

英镑上周继续冲高，已涨至两个月新高，技术图形上形成一条狭窄而陡峭的上升通道，一般而言，这种通道通常难以持久，走势

较为脆弱,同时英国央行很可能在本周的会议上宣布扩大QE规模,这将削弱英镑的涨势,后市英镑回调压力正显著加大。

图8: 英镑日K线图 (截至北京时间2012年2月6日)



支撑位: 1.5670、1.5530、1.5400

阻力位: 1.5880、1.6000、1.6130

5) 日元接近敏感价位

图9: 美元/日元日K线图 (截至北京时间2012年2月6日)



日元多头上周发动攻势，一度逼近 76 关口，此后虽有回落，但攻势并未结束。由于 76 附近已经接近前期高点，日本官方干预的风险正在显著上升，多头攻势或因此受到掣肘，近期陷入振荡的可能较大。

支撑位: 76.00、75.60、75.00

阻力位: 77.30、78.30、79.50

6) 澳元测试强阻力区间

澳元继续在去年 12 月以来形成的上升通道内强劲上扬，目前正在测试 1.07-1.08 的强阻力区间，这里是此前两个阶段高点所在，该水位的争夺对后市有分水岭意义，值得关注。

图10: 澳元日K线图 (截至北京时间2012年2月6日)



支撑位: 1.0580、1.0460、1.0380

阻力位: 1.0880、1.1000、1.1100

金融市场数据简报

(2012年2月6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	0.1420	2.9242	0.2829	0.5713	0.1086	4.4180	1.0260	0.0979
1周	0.1955	3.3125	0.3387	0.6144	0.1179	4.4260	1.0825	0.1793
1个月	0.2605	4.9293	0.6236	0.7641	0.1443	4.5120	1.1920	0.3586
3个月	0.5270	5.4391	1.0317	1.0774	0.1957	4.6500	1.3880	0.4007
6个月	0.7685	5.4131	1.3514	1.3918	0.3357	4.7100	1.5420	0.5600
9个月	0.9168	5.2467	1.5407	1.6557	0.4743	4.7940	1.6460	0.5907
1年	1.0840	5.2366	1.7050	1.8927	0.5543	4.8860	1.8720	0.8607

二、 基准掉期利率 (ISDAFIX)

	美元	欧元	日元	英镑	港元
2年	0.5110	1.1470	0.9040	1.2500	4.7600
5年	1.0310	1.5530	1.1490	1.5810	4.9580
10年	2.0380	2.2780	1.6240	2.3880	5.0680
30年	2.8280	2.5310	2.4012		
5-2年	0.5200	0.4060	0.2450	0.3310	0.1980
10-2年	1.5270	1.1310	0.7200	1.1380	0.3080
30-2年	2.3170	1.3840	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	0.2342		0.2010	0.1320	0.4250	1.0000	0.2890
5年	0.7677	3.0550	0.8200	0.3260	1.1320	1.3150	0.5710
10年	1.9259	3.4282	1.8630	0.9570	2.1900	1.9910	1.2930
30年	3.1248		2.5430	1.9560	3.2400	2.5980	
5-2年	0.5335		0.6190	0.1940	0.7070	0.3150	0.2820
10-5年	1.1582	0.3732	1.0430	0.6310	1.0580	0.6760	0.7220
30-5年	2.3571		1.7230	1.6300	2.1080	1.2830	

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	0.779	1.629	1.798	2.373	0.545	1.395	1.564	2.139
5年	1.429	2.221	2.925	3.656	0.661	1.453	2.157	2.888
10年	3.100	4.156	4.027	4.901	1.174	2.230	2.101	2.975
5-2年	0.650	0.592	1.127	1.283	0.117	0.059	0.594	0.750
10-5年	1.671	1.935	1.102	1.245	0.513	0.777	-0.056	0.087
10-2年	2.321	2.527	2.229	2.528	0.629	0.835	0.537	0.836

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	1.3092	1.4940	2011-5-4	1.2624	2012-1-13	1.3158	1.3084	1.2961	1.011
日元	76.55	85.53	2011-4-6	75.35	2011-10-31	76.60	76.27	76.91	0.470
人民币	6.3080	6.5980	2011-2-14	6.2920	2012-1-4	6.3029	6.3082	6.2950	-0.206
英镑	1.5789	1.6747	2011-4-28	1.5235	2012-1-13	1.5815	1.5760	1.5543	1.583
澳元	1.0724	1.1081	2011-7-27	0.9388	2011-10-4	1.0771	1.0621	1.0209	5.045
加元	0.9954	1.0658	2011-10-4	0.9407	2011-7-26	0.9934	1.0026	1.0213	2.602
港币	7.7557	7.8113	2011-8-9	7.7537	2012-2-3	7.7539	7.7551	7.7674	0.151
新加坡元	1.2462	1.3199	2011-10-4	1.1992	2011-7-27	1.2418	1.2583	1.2966	4.044
台币	29.576	30.7150	2011-10-4	28.480	2011-5-11	29.530	29.573	30.279	2.377
韩元	1121.38	1208.25	2011-10-4	1048.30	2011-7-27	1118.07	1123.26	1152.45	2.771
卢布	30.192	32.8935	2011-10-4	27.154	2011-5-4	30.120	30.343	32.137	6.442
美元	79.131	81.7840	2012-1-13	72.696	2011-5-4	78.924	79.288	80.178	-1.306

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	1.3092	1.3092	1.3093	1.3096	1.3101	1.3109	1.3118	1.3137	1.3134	1.3124	1.3118
日元	76.55	76.54	76.53	76.47	76.38	76.26	76.11	75.30	74.28	72.80	71.00
人民币	6.3080	6.3045	6.2975	6.2895	6.2815	6.2773	6.2765	6.3090	6.3493	6.3895	6.4300
英镑	1.5789	1.5788	1.5786	1.5777	1.5763	1.5748	1.5732	1.5663	1.5581	1.5551	1.5541
澳元	1.0724	1.0715	1.0689	1.0620	1.0523	1.0431	1.0342	0.9985	0.9648	0.9311	0.9041
加元	0.9954	0.9955	0.9960	0.9974	0.9997	1.0020	1.0041	1.0124	1.0202	1.0247	1.0264
港币	7.7557	7.7558	7.7557	7.7550	7.7542	7.7540	7.7523	7.7562	7.7600	7.7604	7.7511
新加坡元	1.2462	1.2462	1.2463	1.2458	1.2443	1.2432	1.2415	1.2371			
台币	29.576	29.579	29.566	29.491	29.371	29.276	29.168	28.642			
韩元	1121.38	1122.04	1124.00	1128.60	1134.20	1138.16	1141.88	1151.90	1149.87	1153.70	1144.91
卢布	30.192	30.216	30.302	30.557	30.941	31.332	31.757	33.362	35.045	36.751	38.278

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2012年2月6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	6.3080			0.090%		2.956%
7 天	6.3045	0.055%	2.893%	0.196%	-2.698%	3.318%
1 个月	6.2975	0.166%	1.997%	0.261%	-1.737%	3.500%
3 个月	6.2895	0.293%	1.173%	0.527%	-0.646%	3.445%
6 个月	6.2815	0.420%	0.840%	0.769%	-0.072%	3.310%
9 个月	6.2773	0.487%	0.649%	0.917%	0.268%	3.230%
1 年期	6.2765	0.499%	0.499%	1.084%	0.585%	3.180%
2 年期	6.3090	-0.016%	-0.008%	0.514%	0.521%	3.083%
3 年期	6.3650	-0.904%	-0.302%	0.616%	0.918%	3.108%
4 年期	6.3862	-1.240%	-0.311%	0.801%	1.112%	3.153%
5 年期	6.4300	-1.934%	-0.390%	1.039%	1.428%	3.170%

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2月6日)



	2011-12-30	2012-1-30	2012-1-31	2012-2-1	2012-2-2	2012-2-3
招银人民币贸易加权汇率指数	124.9631	123.3179	123.6672	123.5428	123.4926	123.4539

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。