

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

一 宏观经济回顾与展望——警惕风险偏好告一段落

上周国际市场整体较为平静，各个市场没有出现剧烈波动，但在这相对平静之下，欧洲却是暗流涌动。

旷日持久的希腊新减赤方案上周终于尘埃落定，在周日，希腊各方终于达成了新的财政紧缩协议，这为希腊后续获得1300亿欧元的第二轮援助资金铺平了道路，也降低了希腊无序违约的风险。

看起来一切正回到轨道上来，但事实可能没有这么简单。

希腊政府正处在内外交困之中，对内而言，新达成的紧缩协议简直就是“卖国条约”，被形容成希腊“被踩在德国的靴子下”，雅典再次爆发骚乱，反对党也乘机发难，希腊现任政府能否强力推动这一协议的实施，以及实施后的效果，都令人捏了一把汗，甚至于，现任政府会不会再度倒台，都是一个可能的选项。

对外而言，希腊政府仍处在费力不讨好的局面，尽管已经得罪了几乎国内所有的民众，但欧盟及IMF等援助方仍不满意，认为需要更多的紧缩条款和保证，才能实施新一轮援助。

内外夹击之下的希腊政府已濒临走投无路的困境，但这绝不仅仅是希腊政府的困境，而是全体欧元区乃至欧盟的困境，那就是，在劳动力生产力停滞不前的局面下，仍企图维持一个高福利社会是多么的虚妄。

高福利社会不是错，但一定要有所支持，比如较高的劳动力生产力增长率，可以源源不断的创造出新的财富以供分配，这一点欧洲不如美国，美国无论在近两年的经济复苏，还是对经济制高点的占领上，都远好于欧洲；再比如较高的储蓄率，可以减轻政府的压力，这一点欧洲又不如日本。

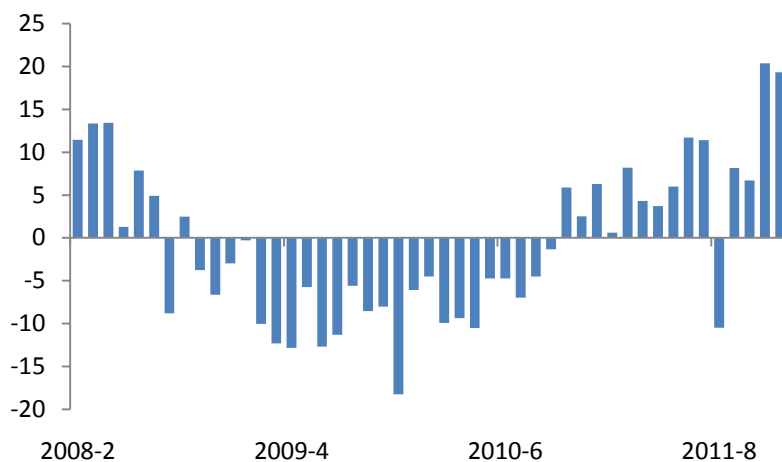
因此，原本令人羡慕的欧洲高福利体系，已经成为欧洲各个政府的沉重负担，在民意的激烈反对下，政府不可能大幅削减福利，而要维持福利体系的运转，必须保证较高的经济增长和税收增长，但在财政紧缩的压力下，政府对经济的支持力度可谓杯水车薪。

在这样一种恶性循环之下，希腊可能并不会是第一个处在尴尬境地的政府，葡萄牙已经被押注为下一个希腊，其今年经济可能倒退2%，寻求第二轮援助的压力正与日俱增。

市场似乎也并不看好希腊的前景，就在新协议达成后，欧元并没有出现强劲上扬，市场平静待之，一方面或许是利好已经被先期消化，另一方面也可以看作是市场用沉默来表态。

我们怀疑，如果不能出现更多的意外利好因素，那么持续了近一个月的风险偏好抬头的趋势将会结束，之后市场会再次将风险置于首位，全球股市、非美货币等的反弹势头可能将告一段落。

图1: 美国消费者信贷



美国上周公布的数据不多，但是形势依然喜人，比如12月消费者信贷净增量，为金融危机以来第二高水平，仅次于11月的表现，而且甚至好于2008年初雷曼倒闭之前的水平。

消费者信贷的持续放量增加，与近期美国就业市场的强劲复苏相一致，因此我们可以初步判断，这不大可能是因为美国消费者资金周转不灵而被迫借贷，更有可能的是因为找到工作的人加大了对消费的投入。

近期数据显示，美国的汽车市场已经出现了持续而强劲的增长，这表明美国消费者开始增加对耐用消费品的购买，对后续美国经济的复苏意义重大。

二 美国债券市场

美国债市方面，收益率曲线整体上移，其中10年期国债收益率上涨8个基点，收于2.00%；2年期国债收益率上涨4个基点，收于0.28%。互换利率曲线也呈相应变动，其中10年期互换利率

上涨 2 个基点，收于 2.06%；2 年期互换利率上涨 4 个基点，收于 0.55%。

图2: 国债收益率曲线两周变动

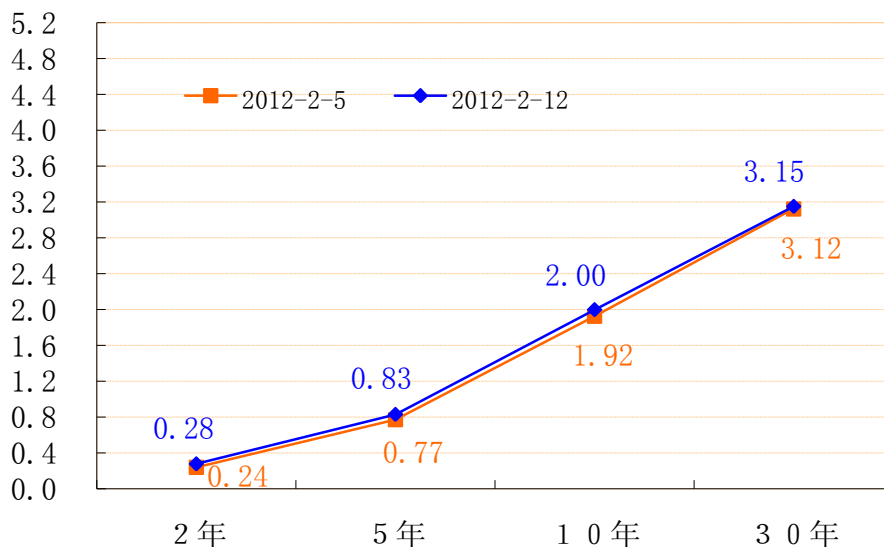
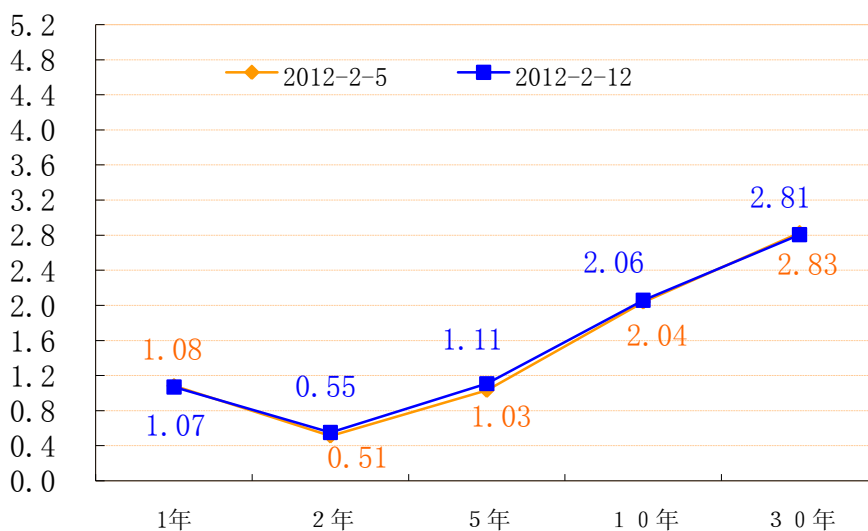


图3: 标准互换收益率曲线两周变动



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，上周强劲反弹，并一度接近前期高点 2.10%。随着希腊新协议利好出尽的影响，该收益率有可能再度回落。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13日)



三 国际汇市

1) 美元指数寻获支撑

图5: 美指日K线图 (截至北京时间2012年2月13日)



美元指数上周振荡下行，如期在跌至 50% 的斐波纳契回调位附近寻获支撑，目前尚不能肯定该支撑的有效性，短期内美指可能陷入区间振荡，但如果跌破 50% 的回调位，那么下一个支撑将在 61.8% 的回调位 77.40。

支撑位: 78.30、77.90、77.40

阻力位: 79.60、80.00、80.40

2) 人民币创汇改以来新高

上周, 伴随美元在国际市场走弱, 人民币中间价与即期价格均创出汇改以来新高, 中间价并突破 6.30 大关。

内地资金面依然维持紧平衡的模式, 未见大幅放松, 掉期变化不大, 但我们预计资金面趋于宽松将是大方向, 因此掉期未来仍将下行, 这有助于激发人民币的升值预期, 但资金面何时宽松, 以及宽松到什么程度仍有较大不确定性。习近平副主席本周访问美国, 以国际关系的角度而言, 即使人民币不升值, 也不会存在贬值空间。

图6: 人民币即期汇率与1年远期、1年NDF及CNH



3) 欧元上行动力不足

欧元上周再度冲高, 但上行力度明显不足, 涨幅有限。今晨开盘后, 未见希腊新紧缩协议对市场带来的提振作用, 估计对这一消息已经在此前的交易中得到消化。

如果没有更进一步的利好消息出台, 我们倾向于认为欧元后市走势将偏弱, 下行压力将大于上行动力, 即使出现冲高, 1.34 或 50%的回调位也将显著压制欧元。

图7: 欧元日K线图 (截至北京时间2012年2月13日)



支撑位: 1.3150、1.3000、1.2900

阻力位: 1.3320、1.3430、1.3550

4) 英镑跌破上升通道

图8: 英镑日K线图 (截至北京时间2012年2月13日)



正如我们上周分析的, 英镑的上升通道过于脆弱, 这一通道在上周失守, 技术上英镑出现了调整压力。

英国央行上周扩大了 500 亿英镑的 QE 规模，但央行对英国经济前景评价十分悲观，市场预期未来仍将有新的 QE 扩容，这将损害英镑的走势。

支撑位: 1.5720、1.5670、1.5530

阻力位: 1.5930、1.6000、1.6130

5) 日元陷入宽幅振荡

图9: 美元/日元日K线图 (截至北京时间2012年2月13日)



美元/日元上周强劲反弹，基本收复了此前的跌幅。由于 2007 年以来的长期下降压力线已经被反复突破，失去参照意义，因此我们更多的从中短期图表来考察日元。从技术图形而言，美元/日元暂时似乎并没有打破 76-78.30 波动区间的可能，并且从去年 8 月以来，出现了一条新的下降压力线，预计日元近期仍将维持宽幅区间振荡的格局。

支撑位: 77.30、76.60、76.00

阻力位: 78.30、78.60、79.50

6) 澳元在上升通道内运行

澳洲联储上周意外宣布维持利率不变，但对澳元影响有限，澳元短线虽有振荡，但仍维持在去年12月以来的上升通道内运行，未见有破败迹象。只要该通道不破，澳元仍有机会再次上冲。

图10: 澳元日K线图 (截至北京时间2012年2月13日)



支撑位: 1.0630、1.0520、1.0460

阻力位: 1.0850、1.1000、1.1100

金融市场数据简报

(2012年2月13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	2.6867	0.2814	0.5625	0.1071	4.4180	1.0220	0.0993
1周	0.1912	3.6408	0.3213	0.6116	0.1179	4.4300	1.0805	0.1600
1个月	0.2505	4.5147	0.5750	0.7613	0.1443	4.5240	1.1920	0.3600
3个月	0.5060	5.3142	0.9916	1.0771	0.1957	4.6760	1.3880	0.4021
6个月	0.7581	5.3628	1.3179	1.3915	0.3357	4.7540	1.5440	0.5614
9个月	0.9034	5.2379	1.5029	1.6554	0.4743	4.8480	1.6480	0.5875
1年	1.0698	5.2316	1.6714	1.8924	0.5543	4.9460	1.8740	0.8525

二、基准掉期利率 (ISDAFIX)

	美元	欧元	日元	英镑	港元
2年	0.5520	1.1740	0.9040	1.2430	4.7600
5年	1.1090	1.6350	1.1490	1.5960	4.9580
10年	2.0590	2.3810	1.6240	2.4650	5.0680
30年	2.8070	2.6280	2.4012		
5-2年	0.5570	0.4610	0.2450	0.3530	0.1980
10-2年	1.5070	1.2070	0.7200	1.2220	0.3080
30-2年	2.2550	1.4540	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	0.2779		0.2140	0.1320	0.3900	1.0410	0.3010
5年	0.8299	3.0850	0.8820	0.3440	0.9990	1.3580	0.6640
10年	1.9983	3.4582	1.9380	0.9870	2.1280	2.0130	1.4260
30年	3.1509		2.5530	1.9560	3.3250	2.6100	
5-2年	0.5520		0.6680	0.2120	0.6090	0.3170	0.3630
10-5年	1.1684	0.3732	1.0560	0.6430	1.1290	0.6550	0.7620
30-5年	2.3210		1.6710	1.6120	2.3260	1.2520	

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	0.773	1.591	1.736	2.365	0.495	1.313	1.458	2.087
5年	1.436	2.221	2.930	3.609	0.606	1.391	2.100	2.779
10年	3.094	4.203	3.992	4.901	1.096	2.205	1.994	2.903
5-2年	0.663	0.630	1.194	1.244	0.111	0.078	0.642	0.692
10-5年	1.658	1.982	1.062	1.292	0.490	0.814	-0.106	0.124
10-2年	2.321	2.612	2.256	2.536	0.601	0.892	0.536	0.816

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	1.3232	1.4940	2011-5-4	1.2624	2012-1-13	1.3197	1.3084	1.2961	2.091
日元	77.63	85.53	2011-4-6	75.57	2011-10-31	77.61	76.27	76.90	-0.940
人民币	6.2998	6.5980	2011-2-14	6.2892	2012-2-10	6.2998	6.3082	6.2950	-0.076
英镑	1.5778	1.6747	2011-4-28	1.5235	2012-1-13	1.5755	1.5760	1.5543	1.512
澳元	1.0715	1.1081	2011-7-27	0.9388	2011-10-4	1.0673	1.0621	1.0209	4.956
加元	1.0001	1.0658	2011-10-4	0.9407	2011-7-26	1.0014	1.0026	1.0213	2.120
港币	7.7558	7.8113	2011-8-9	7.7530	2012-2-7	7.7553	7.7551	7.7674	0.150
新加坡元	1.2560	1.3199	2011-10-4	1.1992	2011-7-27	1.2615	1.2583	1.2966	3.233
台币	29.536	30.7150	2011-10-4	28.480	2011-5-11	29.523	29.573	30.279	2.516
韩元	1123.45	1208.25	2011-10-4	1048.30	2011-7-27	1123.73	1123.26	1152.45	2.581
卢布	30.043	32.8935	2011-10-4	27.154	2011-5-4	30.192	30.343	32.137	6.970
美元	78.865	81.7840	2012-1-13	72.696	2011-5-4	79.114	79.288	80.178	-1.638

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	1.3232	1.3232	1.3233	1.3236	1.3244	1.3250	1.3258	1.3283	1.3287	1.3284	1.3291
日元	77.63	77.63	77.62	77.56	77.47	77.34	77.18	76.38	75.28	73.76	71.87
人民币	6.2998	6.2924	6.2910	6.2880	6.2840	6.2790	6.2745	6.3155	6.3420	6.3684	6.3950
英镑	1.5778	1.5777	1.5775	1.5767	1.5752	1.5738	1.5722	1.5663	1.5612	1.5571	1.5567
澳元	1.0715	1.0707	1.0680	1.0609	1.0507	1.0409	1.0316	0.9944	0.9608	0.9304	0.8966
加元	1.0001	1.0002	1.0007	1.0021	1.0043	1.0064	1.0087	1.0163	1.0243	1.0289	1.0307
港币	7.7558	7.7558	7.7555	7.7544	7.7528	7.7516	7.7508	7.7503	7.7531	7.7514	7.7383
新加坡元	1.2560	1.2560	1.2560	1.2557	1.2544	1.2533	1.2516	1.2454			
台币	29.536	29.556	29.546	29.486	29.357	29.260	29.161	28.636			
韩元	1123.45	1124.06	1125.83	1130.04	1134.59	1137.63	1140.60	1146.85	1142.73	1146.53	1145.50
卢布	30.043	30.071	30.154	30.414	30.797	31.161	31.523	33.233	34.928	36.565	38.143

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2012年2月13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	6.2996			0.100%		2.720%
7 天	6.2924	0.114%	5.960%	0.191%	-5.768%	3.630%
1 个月	6.2910	0.137%	1.638%	0.251%	-1.388%	3.590%
3 个月	6.2880	0.184%	0.737%	0.506%	-0.231%	3.520%
6 个月	6.2840	0.248%	0.495%	0.758%	0.263%	3.350%
9 个月	6.2790	0.327%	0.436%	0.903%	0.467%	3.270%
1 年期	6.2745	0.398%	0.398%	1.070%	0.671%	3.240%
2 年期	6.3155	-0.252%	-0.126%	0.544%	0.670%	3.215%
3 年期	6.3525	-0.840%	-0.281%	0.653%	0.934%	3.243%
4 年期	6.4101	-1.754%	-0.441%	0.868%	1.309%	3.318%
5 年期	6.3950	-1.514%	-0.305%	1.112%	1.417%	3.363%

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13日)



	2011-12-30	2012-2-6	2012-2-7	2012-2-8	2012-2-9	2012-2-10
招银人民币贸易加权汇率指数	124.9631	123.4506	123.3224	123.5368	123.5882	123.9026

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。