

分析师:

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

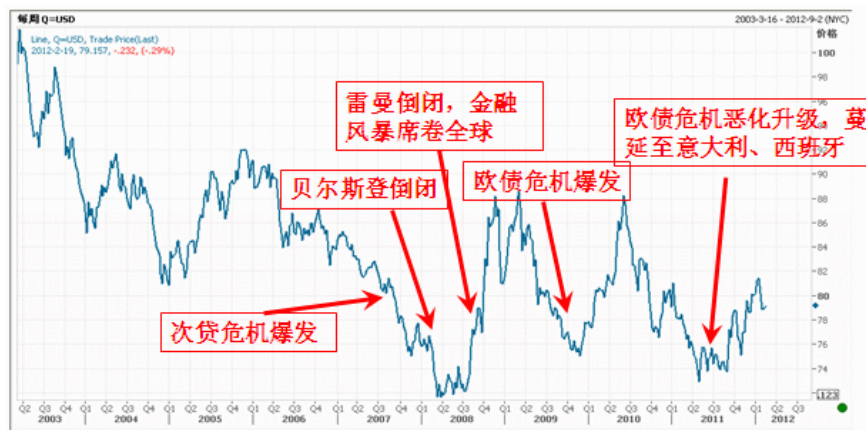
一 宏观经济回顾与展望——避险与风险偏好主导下的市场

过去一周，金融市场的风险偏好明显提升，欧元出现强劲涨势，过去两年间的避险货币日元大幅回落，而商品市场与股市均保持上扬势头。

很明显的，此轮市场风险偏好持续的力度和强度都好过我们此前的预期，随着希腊获得1300亿欧元的第二轮援助资金，市场并没有出现利好出尽的局面，反而进入了一种“没有坏消息就是好消息”的模式。

在过去几年间，我们一直认为，避险与风险偏好主导了金融市场的波动，而避险在多数时间里拥有主导权，当避险占优势时，风险资产普遍走低，美元和美国国债走强，当风险偏好占优时，美元和美国国债走弱，风险资产上扬。实际上，从2008年开始，基于全球性的经济危机，我们便开始看好美元资产的表现，这使得我们得以避免追随主流的看空美元的观点所带来的操作风险。

图1: 美元指数自2007年以来与危机之间的关系 (招行、路透)



相应的，避险与风险偏好，成为我们在全球性危机期间分析市场问题的框架，迄今为止，这一框架表现良好，对于我们判断诸市场助益良多。

但目前的问题在于，市场是否已经或即将摆脱危机模式，进入到“正常模式”？要做出这种判断十分困难，因为在历次风险偏好抬头阶段，看起来都像是市场即将摆脱危机模式的样子，本轮也不例外——希腊获得援助，市场皆大欢喜，但谁也说不清是否还有新的危机来袭。

就我们的观点而言，我们认为欧债危机依然——至少在今年上半年——处在高危期，这主要是基于重债国的债务期限结构得出的几轮。在2、3、4月的还债高峰期过后，形势可能会变得稍微乐观一些，因为还债高峰期如果能平安度过，那么意味着欧债危机演变为全球系统性崩溃的风险将会逐渐降低。但这并不表示危机已经结束，欧洲要消化沉重的债务负担，需要多年的努力，期间可能时不时会伴随着阶段性危机的反扑。

图2: VIX指数与道琼斯指数 (招行、路透)



因此至少在上半年，我们认为避险仍有较大可能占据主导地位，而风险偏好可能只是阶段性的。

不过也需要注意的是，“市场总是走在消息前面”，风险偏好可能会提前对前景做出反应，因此存在这样一种风险，即市场较我们预期的以更快的速度反应出危机缓解的趋势，届时我们可能会犯下过于保守的错误，而在市场趋势转折阶段，这种错误比较常见。

但无论如何，除非有更明显的迹象能够证明危机已经得到趋势性的扭转，否则我们不打算改变“避险与风险偏好”这一市场分析框架。

二 美国债券市场

美国债市方面，收益率曲线微幅变动，其中10年期国债收益率下跌2个基点，收于1.98%；2年期国债收益率上涨2个基点，收于0.31%。互换利率曲线也呈相应变动，其中10年期互换利率下跌2个基点，收于2.09%；2年期互换利率上涨1个基点，收于0.61%。

图3: 国债收益率曲线两周变动

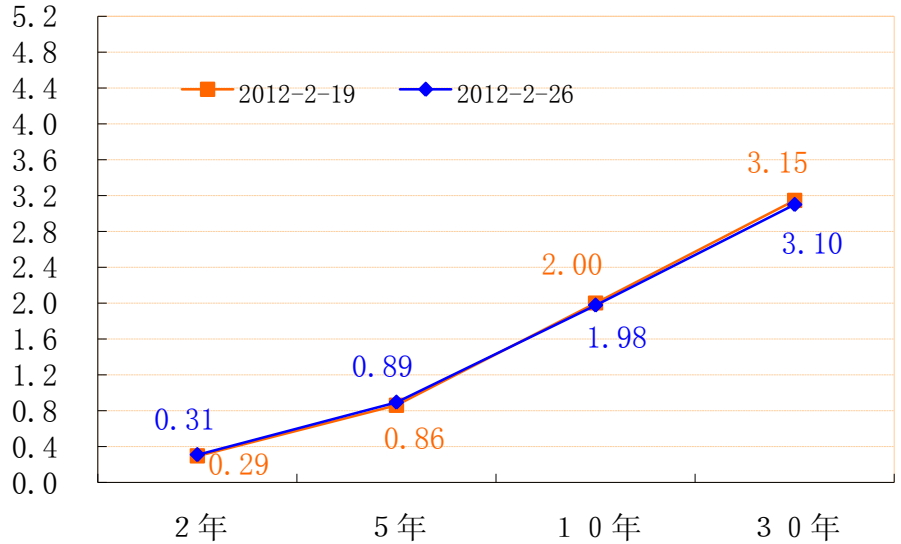
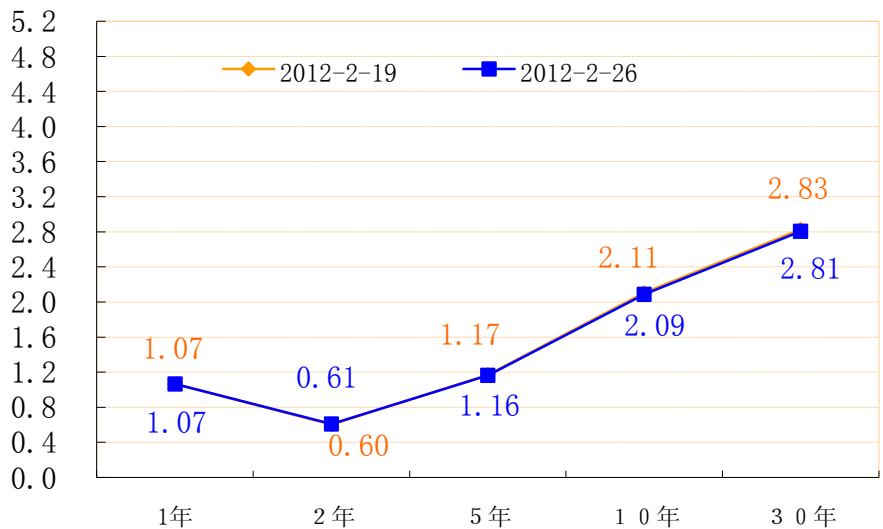


图4: 标准互换收益率曲线两周变动



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，上周冲高回落，重新向1.9%的中轴靠拢。虽然市场的风险偏好整体明显抬升，但似乎并没有对美债市场带来冲击，市场买气依然较旺。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5: 10年期美债收益率日K线（截至北京时间2012年2月27日）



三 黄金市场

图6: 黄金日K线图 (截至北京时间2012年2月27日)



金价上周强劲上扬，升至4个月新高，一方面受益于市场风险偏好改善，流动性注入贵金属市场，另一方面因伊朗与西方国家关系持续紧张，油价飙升，激发了黄金的商品属性，出现追涨。

技术上，目前金价正处于上下两条趋势线的夹击之中，如果没有意外因素，预计近期金价可能会在这两条趋势线内振荡攀升。

但我们预期风险偏好只是阶段性改善，还不能定性为趋势性逆转，因此一旦未来风险偏好掉头向下，那么黄金将出现回落，同时也存在机构卖出黄金以缓解流动性压力的风险。我们坚持认为，黄金并不是理想的避险资产，其商品属性早已超过了货币属性，且近年在流动性泛滥之下，黄金已沦为投机品。

四 国际汇市

1) 美元处于守势

图7：美指日K线图（截至北京时间2012年2月27日）



美元指数上周跌势凌厉，再次跌至 50% 的菲波纳契回调位，短线应有一定支撑，但如果该支撑失守，则美指将进一步跌向 0.618 的回调位 77.40。近期而言，美元正处于守势中。

支撑位：77.40、77.00、76.50

阻力位：78.80、79.40、80.10

2) 人民币掉期点缓慢回落

上周，人民币掉期点缓慢回落，幅度相当有限，由于降准资金直到周五才释放，因此对上周资金面缓解作用不大，资金面维持紧张状态，限制了掉期点的下行。

本周降准资金已经释放，预期资金面应当继续向宽松的方向发展，但是考虑到月末的银行揽存行为，资金面或许仍将维持偏紧局面，宽松程度不应做过高期望，本周人民币掉期点可能还是会维持缓慢回落的态势。

图8: 人民币1年掉期点



3) 欧元即将测试通道上轨压力

图9: 欧元日K线图（截至北京时间2012年2月27日）



欧元上周涨势强劲，持续冲高，已经接近去年8月以来的下行下降通道的上轨压力，在这里欧元有较大可能遭遇阻力，一旦突破，意味着欧元中期下行压力将得到极大缓解。不过，我们倾向于认为这是小概率事件，因KD指标已经呈现顶背离，显示欧元上行动能并不充足。

支撑位: 1.3320、1.3230、1.3030

阻力位: 1.3600、1.3710、1.3860

4) 英镑构建平台型整理

图10: 英镑日K线图 (截至北京时间2012年2月27日)



英镑近期陷入区间波动，在日线图上构筑了一个平台型整理形态，短期而言，英镑上下行的风险相当，若向上突破，则平台将演变为中继形态，若向下突破，则将演变为三重顶形态，策略上我们推荐突破后追入。

支撑位: 1.5730、1.5640、1.5560

阻力位: 1.5930、1.6000、1.6130

5) 日元升值趋势正经受考验

图11: 美元/日元日K线图 (截至北京时间2012年2月27日)



日元近期持续的大幅下跌超出了市场预期,从走势上看,似乎是资金正出脱日元,这与近期全球风险偏好升高有关,或许资金已不再将日元当作避险资产,但同期美国国债并未出现明显变化,因此日元下跌的原因可能仍需探讨。我们仍坚持认为,这只是市场资金以日本央行扩大QE规模为借口进行的正常调整。

不过,从技术图形观察,美元/日元已经成功构筑了一个大型双底形态,此前的跌势已经得到有效遏制,对于日元而言,其持续数年的长期升值趋势是否正在反转,是一个值得讨论的话题。

支撑位: 80.40、79.90、79.50

阻力位: 82.20、82.80、83.50

6) 澳元运行楔形整理

澳元近期走势振荡,日线图观察,自2月以来,澳元已构筑了一个楔形整理形态,目前已运行至楔形的尾声阶段,预计不久后澳元应有机会再次冲高。

图12: 澳元日K线图 (截至北京时间2012年2月27日)



支撑位: 1.0570、1.0460、1.0380

阻力位: 1.0780、1.0850、1.1000

金融市场数据简报

(2012年2月27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	0.1385	4.6433	0.2793	0.5588	0.1059	4.4000	1.0200	0.0986
1周	0.1897	4.4817	0.3104	0.6014	0.1164	4.4120	1.0875	0.1357
1个月	0.2440	5.2525	0.5129	0.7463	0.1443	4.5260	1.1945	0.3407
3个月	0.4906	5.3043	0.9246	1.0649	0.1957	4.6900	1.3865	0.4021
6个月	0.7531	5.3035	1.2614	1.3821	0.3359	4.7720	1.5520	0.5618
9个月	0.9017	5.2245	1.4507	1.6488	0.4744	4.8660	1.6620	0.5932
1年	1.0661	5.2286	1.6193	1.8858	0.5537	4.9660	1.8900	0.8518

二、 基准掉期利率 (ISDAFIX)

	美元	欧元	日元	英镑	港元
2年	0.6090	1.1680	0.3440	1.2580	0.4800
5年	1.1640	1.5950	0.4640	1.5780	1.0630
10年	2.0870	2.3060	1.0020	2.3930	1.8490
30年	2.8070	2.5580	1.8700		
5-2年	0.5550	0.4270	0.1200	0.3200	0.5830
10-2年	1.4780	1.1380	0.6580	1.1350	1.3690
30-2年	2.1980	1.3900	1.5260		

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	0.3088		0.2500	0.1160	0.3870	1.1020	0.3070
5年	0.8942	3.1707	0.9140	0.3100	0.9660	1.4750	0.6740
10年	1.9774	3.5470	1.9290	0.9790	2.0750	2.0590	1.3930
30年	3.1000		2.5180	1.9560	3.2470	2.6400	
5-2年	0.5854		0.6640	0.1940	0.5790	0.3730	0.3670
10-5年	1.0832	0.3763	1.0150	0.6690	1.1090	0.5840	0.7190
30-5年	2.2058		1.6040	1.6460	2.2810	1.1650	

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	0.789	1.536	1.784	2.374	0.480	1.227	1.475	2.065
5年	1.472	2.162	2.949	3.762	0.578	1.268	2.055	2.868
10年	3.154	4.057	3.961	4.806	1.177	2.080	1.984	2.829
5-2年	0.683	0.626	1.165	1.388	0.098	0.041	0.580	0.803
10-5年	1.682	1.895	1.012	1.044	0.599	0.812	-0.071	-0.039
10-2年	2.365	2.521	2.177	2.432	0.696	0.852	0.508	0.763

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	1.3458	1.4940	2011-5-4	1.2624	2012-1-13	1.3448	1.3084	1.2961	3.835
日元	81.12	85.53	2011-4-6	75.35	2011-10-31	81.20	76.27	76.91	-5.190
人民币	6.3014	6.5774	2011-3-17	6.2892	2012-2-10	6.2976	6.3082	6.2950	-0.102
英镑	1.5869	1.6747	2011-4-28	1.5235	2012-1-13	1.5875	1.5760	1.5543	2.097
澳元	1.0677	1.1081	2011-7-27	0.9388	2011-10-4	1.0694	1.0621	1.0209	4.584
加元	1.0008	1.0658	2011-10-4	0.9407	2011-7-26	0.9993	1.0026	1.0213	2.048
港币	7.7550	7.8113	2011-8-9	7.7529	2012-2-14	7.7544	7.7551	7.7674	0.160
新加坡元	1.2580	1.3199	2011-10-4	1.1992	2011-7-27	1.2557	1.2583	1.2966	3.068
台币	29.590	30.7150	2011-10-4	28.480	2011-5-11	29.577	29.573	30.279	2.329
韩元	1128.50	1208.25	2011-10-4	1048.30	2011-7-27	1125.80	1123.26	1152.45	2.122
卢布	29.170	32.8935	2011-10-4	27.154	2011-5-4	29.938	30.343	32.137	10.173
美元	78.387	81.7840	2012-1-13	72.696	2011-5-4	78.352	79.288	80.178	-2.234

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	1.3458	1.3458	1.3459	1.3464	1.3473	1.3485	1.3500	1.3546	1.3573	1.3586	1.3595
日元	81.12	81.12	81.11	81.05	80.94	80.79	80.60	79.69	78.39	76.80	74.91
人民币	6.3014	6.2986	6.2990	6.2950	6.2895	6.2845	6.2845	6.3110	6.3733	6.4361	6.4985
英镑	1.5869	1.5869	1.5866	1.5859	1.5847	1.5835	1.5823	1.5772	1.5719	1.5703	1.5711
澳元	1.0677	1.0668	1.0640	1.0566	1.0460	1.0361	1.0265	0.9886	0.9516	0.9161	0.8870
加元	1.0008	1.0009	1.0014	1.0028	1.0048	1.0067	1.0086	1.0151	1.0224	1.0266	1.0280
港币	7.7550	7.7549	7.7544	7.7531	7.7515	7.7510	7.7496	7.7530	7.7705	7.7719	7.7690
新加坡元	1.2580	1.2580	1.2580	1.2578	1.2567	1.2555	1.2540	1.2493			
台币	29.590	29.600	29.600	29.533	29.430	29.335	29.237	28.672			
韩元	1128.50	1129.10	1130.98	1135.16	1140.30	1143.35	1146.33	1151.38	1149.84	1148.52	1144.82
卢布	29.170	29.195	29.276	29.525	29.885	30.255	30.627	32.135	34.065	35.515	36.850

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2012年2月27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	6.3014			0.080%		4.651%
7 天	6.2986	0.044%	2.317%	0.190%	-2.127%	4.500%
1 个月	6.3010	0.006%	0.076%	0.244%	0.168%	4.000%
3 个月	6.2950	0.102%	0.406%	0.491%	0.084%	3.595%
6 个月	6.2895	0.189%	0.378%	0.753%	0.375%	3.455%
9 个月	6.2845	0.268%	0.358%	0.902%	0.544%	3.345%
1 年期	6.2845	0.268%	0.268%	1.066%	0.798%	3.318%
2 年期	6.3110	-0.152%	-0.076%	0.622%	0.698%	3.238%
3 年期	6.3750	-1.168%	-0.391%	0.744%	1.134%	3.260%
4 年期	6.4225	-1.922%	-0.484%	0.946%	1.429%	3.330%
5 年期	6.4985	-3.128%	-0.634%	1.174%	1.808%	3.410%

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27日)



	2011-12-30	2012-2-20	2012-2-21	2012-2-22	2012-2-23	2012-2-24
招银人民币贸易 加权汇率指数	124.9631	124.0134	124.1554	124.2786	123.9807	124.0803

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。