

分析师:

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

一 宏观经济回顾与展望——流动性天平向欧洲倾斜

自从金融危机自 2008 年爆发以来，美元的流动性泛滥一直成为国际社会口诛笔伐的对象，在将利率降至零后，美联储又通过两轮量化宽松，释放了约 1.4 万亿美元的流动性。

虽然巨额流动性的释放并没有使“世界末日即将来临”的观点得到验证，但流动性的松紧一直是金融市场津津乐道，乃至炒作的热门话题。

但是，如今流动性的天平看起来正在向大西洋的另一端——欧洲大陆倾斜。

上周，欧洲央行进行了第二次长期再融资操作（LTRO），认购规模略超出市场预期，与第一次 LTRO 合并计算的话，欧洲央行近期累计释放了约 1 万亿欧元的流动性，以汇率折算，这与美联储两轮 QE1.4 万亿美元的规模相当。而且，美联储是在两年内完成 QE 的，欧洲央行则只有几个月的时间。

本来市场对于欧洲央行的 LTRO 也并没有太多意见，但美联储主席伯南克在国会的证词讲话则拨动了市场敏感的神经。伯南克重申了美国经济面临下行风险，失业率仍处在不可接受的高位这些既有观点以外，还委婉的表达了就业市场近期较预期良好的看法，而市场期盼的有关 QE3 的言论则踪迹全无。

消息一出，市场哗然，这很可能意味着美联储暂时不会推出 QE3，而那些原本预计 QE3 会在上半年出台的机构，将不得被迫调整操作思路与资金配置。

一边是 QE3 前景逐渐暗淡，一边是短期内开闸放水，欧洲流动性的充沛度一目了然，而且，美元是世界货币，QE 所释放的流动性可以流向全球，但欧元的地位显然无法与美元相匹敌，欧元的流动性很难在海外市场得到消化。

如果读者一直关注我们的评论的话，应该不会对伯南克的言论感到吃惊。因为自今年 QE3 预期升温的那一刻起，我们就立场鲜明的指出，QE3 是小概率事件，美国经济不会羸弱到需要美联储出手相助的程度。（参见 1 月 30 日《美元是回调还是转势？》，2 月 6 日《强劲非农吹皱一池春水》）

我们很高兴看到形势正在向我们预期的方向发展，这也意味着

我们不需要对长期以来我们所坚持使用的市场分析框架和思路进行大的修改，从而保证我们能够一以贯之的来对待市场的波动。

欧美流动性的差异，无疑正在进一步助长强势美元的动力，而欧元一方面正在遭遇流动性泛滥的冲击，一方面重债国的危机仍未结束，前景不妙，

值得注意的是，在经过第一轮 LTRO 之后，欧洲银行业的流动性和重债国国债市场都获得了显著改善，导致风险偏好一度升温，这让欧洲央行尝到了甜头，很可能会迷恋上 LTRO 操作。因此，不排除欧洲央行未来会有更多的提供流动性的可能，而且我们认为欧央行进一步降息也是大概率事件。

在强势美元的背景下，除了非美货币下行压力将加大外，诸如商品、黄金等风险资产可能都会面临冲击，而欧洲的股市或许将存在机会，在美国的两轮 QE 后，美国股市出现了两波强劲升势。

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 年期国债收益率持平于 1.98%；2 年期国债收益率下跌 3 个基点，收于 0.28%。互换利率曲线也呈相应变动，其中 10 年期互换利率下跌 2 个基点，收于 2.07%；2 年期互换利率下跌 8 个基点，收于 0.53%。

图1: 国债收益率曲线两周变动

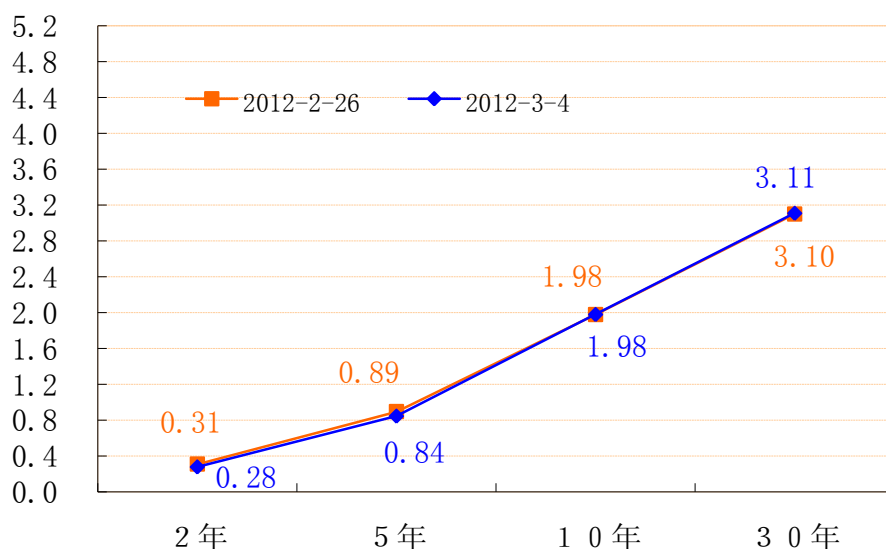
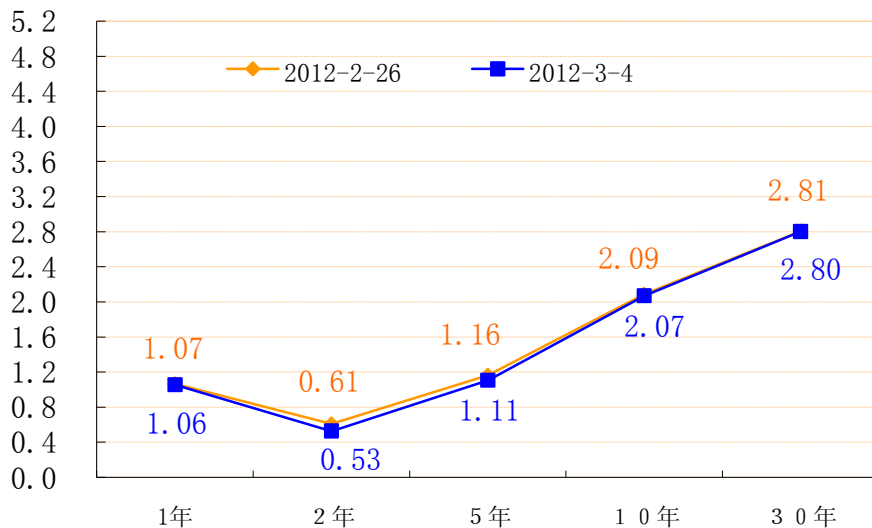


图2: 标准互换收益率曲线两周变动



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, 目前偏向于箱体的上半部区间。在QE3预期降温后, 该收益率一度出现反弹, 但测试箱体上轨压力失败。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3: 10年期美债收益率日K线 (截至北京时间2012年3月5日)



三 黄金市场

黄金的暴跌走势, 非常符合我们在上周周评中指出的“近年在流动性泛滥之下, 黄金已沦为投机品”。

美联储 QE3 前景的骤然收紧，使得美元流动性源源注入黄金市场的模式难以为继，在强势美元的大背景下，黄金及商品市场均面临压力。

从技术上看，黄金已经跌破了自年初以来的上升趋势线，目前已跌至 0.382 的回调位，但短线走势显示金价尚未企稳，KD 指标高位死叉向下，支持金价进一步下行，预计黄金有可能跌向 0.5-0.618 的回调位，也即 1620-1650 或许是黄金本轮调整的目标。

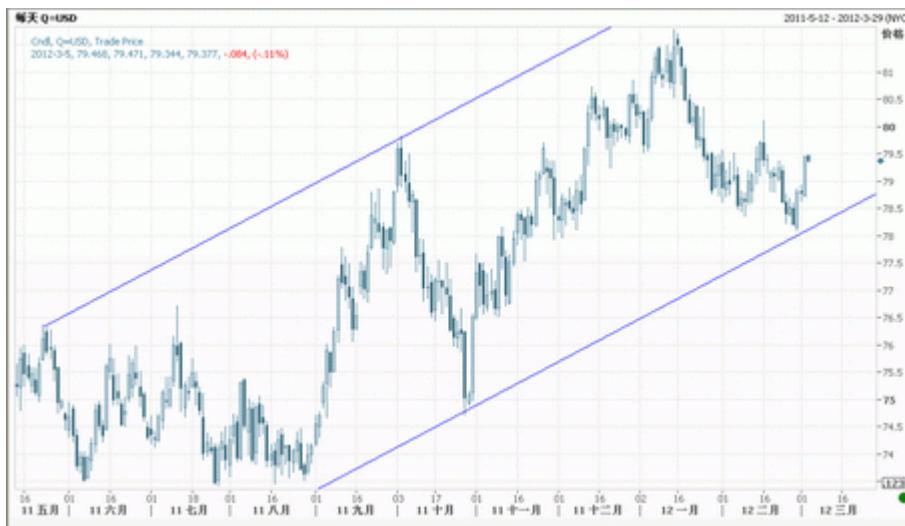
图4：黄金日K线图（截至北京时间2012年3月5日）



四 国际汇市

1) 美元触底反弹

图5：美指日K线图（截至北京时间2012年3月5日）



美元指数在跌至去年5月以来的大型上升通道下轨处寻获支撑，出现反弹，使得中期上涨趋势仍在。短期而言，在欧美流动性前景发生变化的差异下，美指有望进一步反弹，本周可能会测试 80 关口。

支撑位：78.90、78.10、77.60

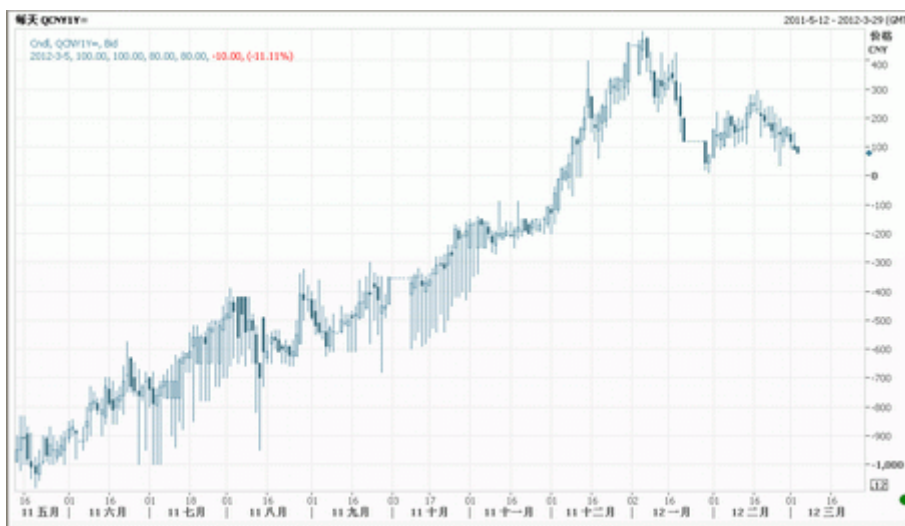
阻力位：80.10、80.70、81.00

2) 人民币掉期点缓慢回落

上周，在调降存准资金释放后，银行间市场资金面得到一定程度的缓解，使得人民币掉期点得以继续缓慢回落，预计这一趋势在近期将持续，本周掉期点将逐步向零靠拢。

有关在深圳允许试点人民币跨境汇款的传闻引发关注，虽然尚未得到官方确认，但假如传闻属实，则意味着中国资本账户开放正迈开谨慎的一步。不过，在利率市场化尚未完成，特别是存贷款利率尚未放开的情况下，预计资本账户开放的步伐不会太快，否则将引发境内外资金的大规模套利行为。

图6: 人民币1年掉期点



3) 欧元下行压力较大

欧元上周冲高回落，并未突破上升通道的上轨压力，符合我们

的预期。短期来看，欧元正在测试通道的下轨支撑，而 KD 指标呈高位死叉之势，显示欧元的下行压力正在加大，预计欧元跌破通道下轨的风险较大，一旦跌破，可考虑追空。

图7：欧元日K线图（截至北京时间2012年3月5日）

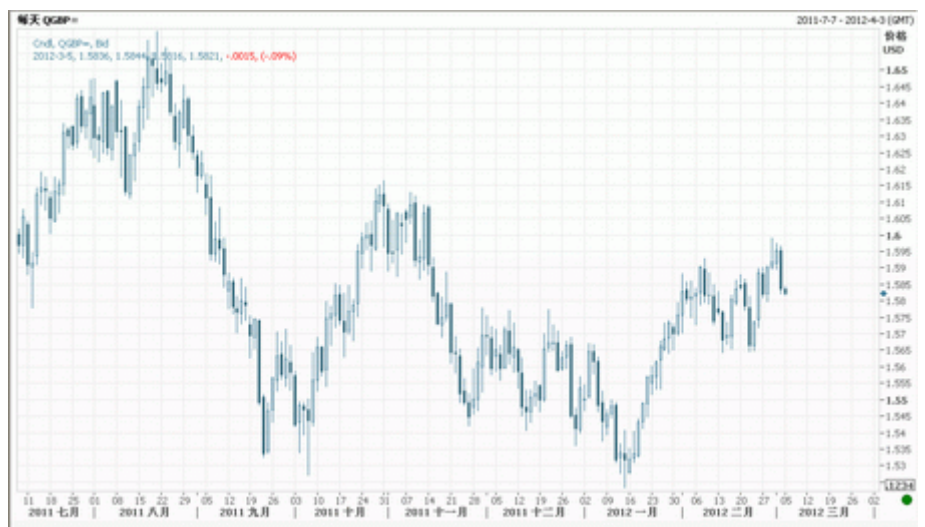


支撑位：1.3050、1.2980、1.2860

阻力位：1.3490、1.3600、1.3710

4) 英镑假突破后回落

图8：英镑日K线图（截至北京时间2012年3月5日）



英镑上周一度突破2月份的高点，技术上形成突破势头，但在欧元下跌带动下，英镑冲高回落，从而使本次突破成为假突破。短期而言，预计英镑仍将受到欧元的影响，因此后市倾向于继续下行，或跌向1.56-57区间寻求支撑。

支撑位: 1.5770、1.5650、1.5500

阻力位: 1.5990、1.6090、1.6170

5) 美/日大型底部正发挥威力

图9: 美元/日元周K线图 (截至北京时间2012年3月5日)



美元/日元的持续大幅下跌引发了市场的高度关注，目前还不能完全确认美日近年来的跌势宣告结束，未来仍需观察，日本央行量化宽松政策不过是对日元贬值起些推波助澜的作用。

从技术上看，美元/日元的大型底部正在发挥威力，以双底形态的目标位测算，本轮美/日的上涨目标可以看到83.50，之后是否能进一步攀升，将视未来中期趋势而定。

支撑位: 80.30、79.90、79.50

阻力位: 82.20、82.80、83.50

6) 澳元可能陷入振荡

在楔形形态尚未运行完毕的情形下，澳元上周出现上行，尽管幅度不大，但打破了楔形形态使得后市走势出现不确定性。技术上来讲，尽管上升趋势线尚未跌破，但KD指标自超买区下行，显示下行压力有所加大，预计近期澳元可能会陷入振荡。

图10: 澳元日K线图 (截至北京时间2012年3月5日)



支撑位: 1.0590、1.0460、1.0380

阻力位: 1.0850、1.1000、1.1080

金融市场数据简报

(2012年3月5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	0.1395	2.5292	0.2657	0.5569	0.1059	4.3880	1.0140	0.0986
1周	0.1886	3.2683	0.2861	0.5905	0.1164	4.4000	1.0755	0.1214
1个月	0.2428	4.4635	0.4646	0.7276	0.1443	4.5200	1.1840	0.3021
3个月	0.4758	5.2506	0.8611	1.0474	0.1957	4.6960	1.3780	0.4014
6个月	0.7453	5.2786	1.2154	1.3722	0.3359	4.7800	1.5520	0.5518
9个月	0.8903	5.2161	1.4064	1.6426	0.4744	4.8700	1.6700	0.5832
1年	1.0552	5.2203	1.5714	1.8796	0.5537	4.9700	1.8980	0.8439

二、基准掉期利率 (ISDAFIX)

	美元	欧元	日元	英镑	港元
2年	0.5270	1.0720	0.3440	1.2260	0.4600
5年	1.1070	1.5440	0.4660	1.5830	1.0580
10年	2.0710	2.2610	1.0140	2.4220	1.8490
30年	2.8040	2.5210	1.8910		
5-2年	0.5800	0.4720	0.1220	0.3570	0.5980
10-2年	1.5440	1.1890	0.6700	1.1960	1.3890
30-2年	2.2770	1.4490	1.5470		

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	0.2776		0.2400	0.1150	0.4110	1.0740	0.2610
5年	0.8445	3.1618	0.8590	0.3050	0.9700	1.4310	0.5880
10年	1.9791	3.5340	1.8850	0.9950	2.1400	2.0230	1.3710
30年	3.1088		2.4760	1.9560	3.2190	2.6350	
5-2年	0.5669		0.6190	0.1900	0.5590	0.3570	0.3270
10-5年	1.1346	0.3722	1.0260	0.6900	1.1700	0.5920	0.7830
30-5年	2.2643		1.6170	1.6510	2.2490	1.2040	

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	0.730	1.449	1.636	2.240	0.452	1.171	1.358	1.962
5年	1.416	2.070	2.806	3.666	0.572	1.226	1.962	2.822
10年	3.013	3.962	3.866	4.723	1.034	1.983	1.887	2.744
5-2年	0.686	0.621	1.170	1.426	0.119	0.054	0.603	0.859
10-5年	1.597	1.892	1.060	1.057	0.462	0.757	-0.075	-0.078
10-2年	2.283	2.513	2.230	2.483	0.582	0.812	0.529	0.782

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	1.3203	1.4940	2011-5-4	1.2624	2012-1-13	1.3198	1.3325	1.2961	1.867
日元	81.72	85.53	2011-4-6	75.35	2011-10-31	81.81	81.15	76.91	-5.886
人民币	6.3066	6.5774	2011-3-17	6.2892	2012-2-10	6.2984	6.2938	6.2950	-0.184
英镑	1.5819	1.6747	2011-4-28	1.5235	2012-1-13	1.5835	1.5917	1.5543	1.776
澳元	1.0719	1.1081	2011-7-27	0.9388	2011-10-4	1.0733	1.0732	1.0209	4.996
加元	0.9898	1.0658	2011-10-4	0.9407	2011-7-26	0.9893	0.9899	1.0213	3.183
港币	7.7606	7.8113	2011-8-9	7.7529	2012-2-14	7.7588	7.7564	7.7674	0.088
新加坡元	1.2552	1.3199	2011-10-4	1.1992	2011-7-27	1.2522	1.2518	1.2966	3.298
台币	29.477	30.7150	2011-10-4	28.480	2011-5-11	29.436	29.388	30.279	2.721
韩元	1118.36	1208.25	2011-10-4	1048.30	2011-7-27	1115.61	1118.96	1152.45	3.048
卢布	29.310	32.8935	2011-10-4	27.154	2011-5-4	29.170	29.174	32.137	9.646
美元	79.365	81.7840	2012-1-13	72.696	2011-5-4	79.403	78.737	80.178	-1.014

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	1.3203	1.3204	1.3207	1.3212	1.3222	1.3233	1.3246	1.3294	1.3316	1.3328	1.3342
日元	81.72	81.72	81.70	81.65	81.56	81.44	81.28	80.46	79.22	77.60	75.66
人民币	6.3066	6.3022	6.3070	6.3003	6.2950	6.2925	6.2890	6.3161	6.3843	6.4521	6.5200
英镑	1.5819	1.5818	1.5816	1.5809	1.5800	1.5789	1.5778	1.5736	1.5688	1.5682	1.5666
澳元	1.0719	1.0710	1.0677	1.0607	1.0498	1.0394	1.0295	0.9893	0.9551	0.9189	0.8891
加元	0.9898	0.9900	0.9905	0.9918	0.9941	0.9963	0.9985	1.0067	1.0154	1.0208	1.0237
港币	7.7606	7.7605	7.7600	7.7592	7.7579	7.7566	7.7561	7.7561	7.7741	7.7786	7.7721
新加坡元	1.2552	1.2552	1.2553	1.2551	1.2541	1.2529	1.2517	1.2478			
台币	29.477	29.487	29.476	29.425	29.332	29.234	29.132	28.657			
韩元	1118.36	1118.94	1121.12	1125.34	1130.82	1134.41	1137.62	1142.75	1141.41	1148.91	1146.38
卢布	29.310	29.335	29.426	29.666	30.025	30.407	30.762	32.330	34.146	35.910	37.244

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2012年3月5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	6.3065			0.080%		2.560%
7 天	6.3022	0.068%	3.555%	0.189%	-3.367%	3.285%
1 个月	6.3065	0.000%	0.000%	0.243%	0.243%	3.480%
3 个月	6.3003	0.098%	0.393%	0.476%	0.083%	3.430%
6 个月	6.2945	0.190%	0.381%	0.745%	0.365%	3.400%
9 个月	6.2895	0.270%	0.359%	0.890%	0.531%	3.370%
1 年期	6.2890	0.277%	0.277%	1.055%	0.778%	3.340%
2 年期	6.3180	-0.182%	-0.091%	0.528%	0.619%	3.310%
3 年期	6.3652	-0.931%	-0.311%	0.656%	0.967%	3.335%
4 年期	6.4015	-1.506%	-0.379%	0.865%	1.244%	3.393%
5 年期	6.5200	-3.385%	-0.686%	1.108%	1.794%	3.458%

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3月5日)



	2011-12-30	2012-2-27	2012-2-28	2012-2-29	2012-3-1	2012-3-2
招银人民币贸易加权汇率指数	124.9631	124.0339	123.8707	124.1643	124.0295	124.3578

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。