

分析师:

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

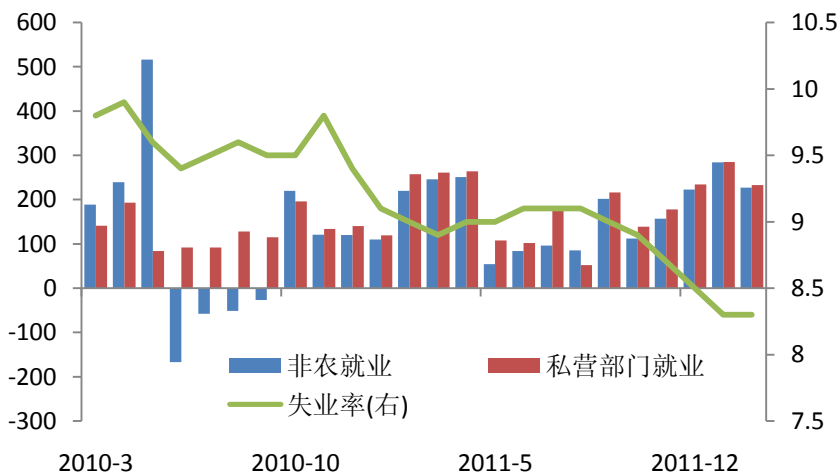
一 宏观经济回顾与展望——人民币出现扩大波幅信号

上周希腊启动了集体行动条款 CAC，这实际上意味着希腊政府强迫债权人接受损失，已经构成事实上的违约，因在 CAC 条款之下，将有约 10% 的债权人在未经达成协议的情况下被强制执行债务置换。

ISDA 宣布此举触发 CDS 互换，这与当年雷曼倒闭的效果相当，不过，市场对此倒是泰然处之，因关于希腊违约的种种设想已经被市场充分消化，只有无序违约和退出欧元区两种情景，可能才会触发市场避险情绪的激升。

在希腊危机告一段落的情况下，我们预期市场的焦点将会转向欧美经济对比及流动性前景。而上周美国公布的 2 月非农就业表现继续出色，而 1 月非农数据甚至被上修至 21 个月高点，表明美国经济特别是就业市场正经历强劲复苏。

图1: 美国就业数据



按照目前美国就业市场的强劲风头，虽然上周有传言指美联储可能推出冲销式 QE，但我们仍维持观点不变，即美联储并无推出新一轮 QE 的必要，QE3 为小概率事件。

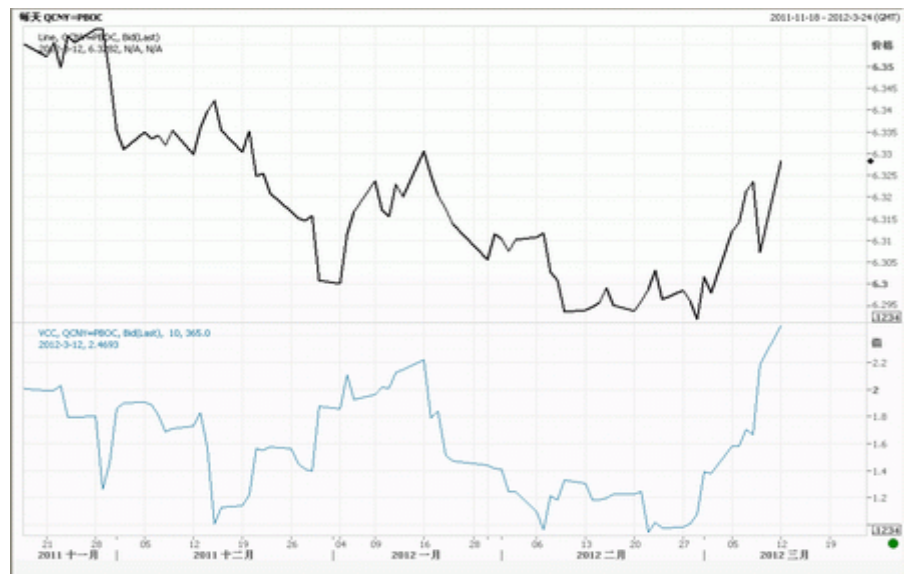
总体而言，我们认为市场形势继续有利于强势美元的出现，而欧元将因欧洲央行近期释放的巨额流动性，美国 QE3 预期的淡化，以及欧美经济增长的差异受到拖累，并波及到非美货币。

人民币汇率近期出现了一些新变化，这主要体现在每日早晨公布的中间价波幅显著扩大，从原来的 30-50 点波动，扩大到近期动辄百点以上的波动，特别是 3 月 12 日的中间价，较上周五下跌

了超过 200 点，自汇改以来，这种现象都是十分罕见的。

中间价波动的这种变化，很难用国际市场美元的涨跌来解释，我们认为更有可能是央行有意为之，即以中间价波幅的扩大来代替日间波动区间的扩大，从而起到增加人民币汇率波动性的作用，这与两会期间周小川行长关于扩大人民币波幅的言论相一致。

图2：人民币中间价与波动率



目前还很难界定，这种变化是央行在试探市场的反应，还是代表着一种趋势性的变化，如果考虑到人民币升值正在接近均衡点，中国 2 月贸易逆差超过 300 亿美元这些因素的话，我们倾向于认为这代表了一种趋势性的变化，甚至于今后的波动性会进一步上升。

考虑到国际汇市每日 1% 左右的波幅很正常，那么意味着今后人民币中间价的每日波动幅度可以达到 600 点，即使以 0.5% 来考虑，亦有 300 点的波幅。

而中间价波幅的扩大，无疑将带来人民币即期市场波动性的显著上升，打破此前常常出现的“死水微澜”的状态，而其影响也值得关注，一是可能会增加人民币即期市场的投机性，既会带来市场活跃度的上升，也会增加银行间市场交易的风险；二是可能会加大企业在进行涉汇业务时对汇率价格判断的难度，认准某一方向的模式或许不再行得通。

不论如何，我们将密切关注人民币中间价波幅扩大这一新变化，我们甚至猜测央行会在对市场进行测试后，择机推出有关汇率形成

机制的新政策或新规，以进一步加大市场对人民币汇率的决定作用以及扩大人民币的波动区间。

二 美国债券市场

图3: 国债收益率曲线两周变动

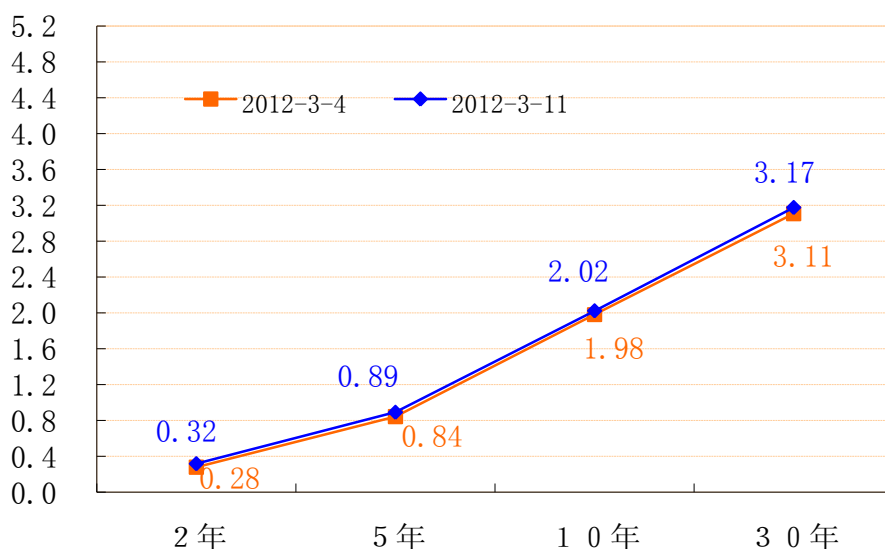
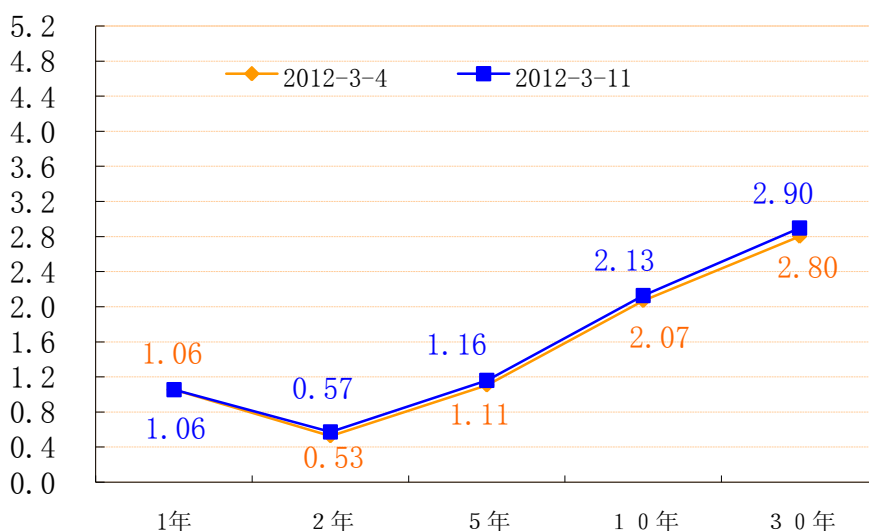


图4: 标准互换收益率曲线两周变动



美国债市方面，收益率曲线小幅抬升，其中10年期国债收益率持平于2.02%，上涨4个基点；2年期国债收益率上涨4个基点，收于0.32%。互换利率曲线也呈相应变动，其中10年期互换利率上涨6个基点，收于2.13%；2年期互换利率上涨4个基点，收于

0.57%。

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。无论近期希腊危机还是美国就业市场的出色表现，都未能令该收益率出现方向性选择。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3月12日）



三 黄金市场

图6：黄金日K线图（截至北京时间2012年3月12日）



金价上周在 50%的回调位寻获支撑出现反弹，但我们怀疑这一波反弹的持久度，后市金价或许将出现冲高回落。

在希腊构成事实违约后，市场的避险情绪未见上升，金价短期内难以获得避险带来的需求，而美国就业的良好表现，也使得黄金从未来 QE3 中所获得的流动性条件前景暗淡。同时，上周印度、巴西等新兴市场纷纷调降基准利率，显示新兴市场未来对大宗商品的需求可能冷却，这在一定程度上料会波及对黄金的需求。

从技术上看，金价的反弹未能扭转下行压力，日图 KD 指标持续向下，支持金价下跌，预计后市金价将冲高回落，坚持本轮调整目标 1620-1650 的目标不变。

四 国际汇市

1) 美元有望持续攀升

图7：美指日K线图（截至北京时间2012年3月12日）



美元指数上周振荡反弹，如期重返 80 关口，从技术上来看，自去年 3 季度开始的大型上升通道保持完好，可以支撑美指进一步走高，预计美元指数有望持续振荡攀升。

支撑位：79.00、78.30、78.00

阻力位：80.70、81.00、81.50

2) 人民币中间价波幅显著扩大

详见本文第一部分。

3) 欧元下行压力较大

欧元上周振荡下行，跌破了短期上升通道的下轨支撑，并进行短线回抽，天图 KD 指标自高位迅速回落，显示欧元下行压力较大，预计欧元将持续振荡下跌，本周料收阴线，支撑位或在 1.2750 一线。

图8：欧元日K线图（截至北京时间2012年3月12日）



支撑位：1.2980、1.2860、1.2750

阻力位：1.3290、1.3360、1.3490

4) 英镑有构筑头部风险

英镑上周如期下跌，并跌至 1.56-57 的支撑区间，明显受到欧元下行的带动。短期来看，英镑仍将受到欧元走势带动，下行压力较大，天图 KD 指标自高位快速回落，也支持英镑下行。一旦欧元跌破 1.5640 一线，则技术上将构筑双顶形态，后市将出现较大跌

幅，值得关注。

图9: 英镑日K线图 (截至北京时间2012年3月12日)



支撑位: 1.5570、1.5500、1.5400

阻力位: 1.5830、1.5920、1.5990

5) 美元/日元继续攀升

图10: 美元/日元日K线图 (截至北京时间2012年3月12日)



美元/日元维持振荡攀升的势头，继续向我们设定的 83.50 的目标位前进，短期来看，日元多头遭到重创，难以很快企稳，预计在触及 83.50 后，日元多头才有机会重整旗鼓，但其后日元是重回强势还是继续下跌，仍未可知。

支撑位: 81.90、80.60、80.30

阻力位: 82.60、83.50、84.00

6) 澳元构筑双顶

澳元上周振荡下行，跌破了 1.06 的重要支撑，从而构筑了一个短期双顶形态，这可能预示着澳元始于去年 12 月的一轮涨势告一段落。预计澳元将首先跌向 1.03 寻求支撑，若失守将进一步下跌，但通常澳元的抗跌性会优于其他非美货币。

图11: 澳元日K线图 (截至北京时间2012年3月12日)



支撑位: 1.0380、1.0300、1.0220

阻力位: 1.0670、1.0760、1.0850

金融市场数据简报

(2012年3月12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	0.1415	2.3088	0.2621	0.5566	0.1059	4.3980	1.0140	0.0993
1周	0.1886	2.9683	0.2810	0.5905	0.1164	4.4080	1.0680	0.1214
1个月	0.2418	4.0133	0.4171	0.7204	0.1443	4.5200	1.1780	0.3021
3个月	0.4736	5.1081	0.8033	1.0409	0.1957	4.6900	1.3760	0.4014
6个月	0.7442	5.2315	1.1607	1.3619	0.3359	4.7960	1.5530	0.5518
9个月	0.8905	5.1939	1.3539	1.6323	0.4744	4.9000	1.6770	0.5782
1年	1.0554	5.2044	1.5221	1.8706	0.5537	5.0100	1.9050	0.8354

二、基准掉期利率 (ISDAFIX)

	美元	欧元	日元	英镑	港元
2年	0.5730	1.0720	0.3420	1.2290	0.4600
5年	1.1620	1.5250	0.4640	1.5730	1.0140
10年	2.1290	2.2570	1.0150	2.3900	1.8080
30年	2.8990	2.5390	1.8950		
5-2年	0.5890	0.4530	0.1220	0.3440	0.5540
10-2年	1.5560	1.1850	0.6730	1.1610	1.3480
30-2年	2.3260	1.4670	1.5530		

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	0.3178		0.1660	0.1140	0.4520	1.1030	0.2350
5年	0.8911		0.7890	0.3050	1.0290	1.4160	0.5660
10年	2.0226		1.7990	0.9890	2.1530	1.9590	1.3380
30年	3.1745		2.4280	1.9560	3.2230	2.5790	
5-2年	0.5733		0.6230	0.1910	0.5770	0.3130	0.3310
10-5年	1.1315		1.0100	0.6840	1.1240	0.5430	0.7720
30-5年	2.2834		1.6390	1.6510	2.1940	1.1630	

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	1.490	1.741	2.446	0.455	1.172	1.423	2.128
5年	1.472	2.100	2.819	3.562	0.581	1.209	1.928	2.671
10年	3.081	4.066	3.880	4.852	1.058	2.043	1.857	2.829
5-2年	0.699	0.610	1.078	1.116	0.126	0.037	0.505	0.543
10-5年	1.609	1.966	1.061	1.290	0.478	0.835	-0.071	0.159
10-2年	2.308	2.576	2.139	2.406	0.603	0.871	0.434	0.701

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	1.3095	1.4940	2011-5-4	1.2624	2012-1-13	1.3123	1.3325	1.2961	1.034
日元	82.20	85.53	2011-4-6	75.57	2011-10-31	82.47	81.15	76.90	-6.448
人民币	6.3261	6.5774	2011-3-17	6.2892	2012-2-10	6.3113	6.2938	6.2950	-0.492
英镑	1.5669	1.6747	2011-4-28	1.5235	2012-1-13	1.5674	1.5917	1.5543	0.811
澳元	1.0542	1.1081	2011-7-27	0.9388	2011-10-4	1.0576	1.0732	1.0209	3.262
加元	0.9920	1.0658	2011-10-4	0.9407	2011-7-26	0.9905	0.9899	1.0213	2.954
港币	7.7590	7.8113	2011-8-9	7.7529	2012-2-14	7.7580	7.7564	7.7674	0.108
新加坡元	1.2598	1.3199	2011-10-4	1.1992	2011-7-27	1.2544	1.2518	1.2966	2.921
台币	29.509	30.7150	2011-10-4	28.480	2011-5-11	29.492	29.388	30.279	2.609
韩元	1121.05	1208.25	2011-10-4	1048.30	2011-7-27	1117.90	1118.96	1152.45	2.801
卢布	29.422	32.8935	2011-10-4	27.154	2011-5-4	29.310	29.174	32.137	9.227
美元	80.076	81.7840	2012-1-13	72.696	2011-5-4	80.041	78.737	80.178	-0.127

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	1.3095	1.3095	1.3097	1.3102	1.3111	1.3122	1.3133	1.3177	1.3207	1.3220	1.3243
日元	82.20	82.19	82.18	82.13	82.03	81.90	81.73	80.84	79.57	77.89	75.95
人民币	6.3261	6.3272	6.3255	6.3220	6.3175	6.3135	6.3135	6.3370	6.3530	6.3690	6.3850
英镑	1.5669	1.5668	1.5666	1.5659	1.5649	1.5638	1.5626	1.5575	1.5525	1.5503	1.5502
澳元	1.0542	1.0534	1.0502	1.0433	1.0330	1.0232	1.0139	0.9770	0.9429	0.9106	0.8826
加元	0.9920	0.9922	0.9927	0.9941	0.9962	0.9986	1.0010	1.0098	1.0193	1.0257	1.0292
港币	7.7590	7.7588	7.7582	7.7568	7.7547	7.7530	7.7523	7.7495	7.7505	7.7505	7.7450
新加坡元	1.2598	1.2598	1.2599	1.2597	1.2589	1.2576	1.2565	1.2514			
台币	29.509	29.508	29.494	29.442	29.347	29.258	29.167	28.649			
韩元	1121.05	1121.68	1123.77	1128.09	1133.47	1137.15	1140.23	1143.80	1144.05	1149.70	1149.08
卢布	29.422	29.449	29.542	29.776	30.139	30.506	30.875	32.450	34.078	35.950	37.276

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2012年3月12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	6.3261			0.100%		2.330%
7 天	6.3272	-0.017%	-0.907%	0.189%	1.095%	2.977%
1 个月	6.3255	0.009%	0.114%	0.242%	0.128%	3.150%
3 个月	6.3220	0.065%	0.259%	0.474%	0.214%	3.170%
6 个月	6.3175	0.136%	0.272%	0.744%	0.472%	3.245%
9 个月	6.3135	0.199%	0.266%	0.891%	0.625%	3.128%
1 年期	6.3135	0.199%	0.199%	1.055%	0.856%	3.178%
2 年期	6.3370	-0.172%	-0.086%	0.574%	0.660%	3.163%
3 年期	6.3827	-0.895%	-0.299%	0.707%	1.006%	3.208%
4 年期	6.3887	-0.990%	-0.248%	0.910%	1.158%	3.190%
5 年期	6.3850	-0.931%	-0.187%	1.143%	1.330%	3.340%

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12日)



	2011-12-30	2012-3-5	2012-3-6	2012-3-7	2012-3-8	2012-3-9
招银人民币贸易 加权汇率指数	124.9631	124.2302	124.3426	124.2651	123.8983	124.4295

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。