

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

一 宏观经济回顾与展望——避险标的暴跌，市场或许正摆脱危机模式

自从2008年金融危机爆发以来，金融市场已在动荡中走过了3年半的时间，几年来，投资人的避险情绪与风险偏好成为决定市场走向的两大根本因素，在避险情绪的刺激下，国际市场整体经历了三波避险高潮，分别是全球金融海啸、第一波欧债危机和第二波欧债危机（向意大利、西班牙的蔓延），期间亦有两波风险偏好的明显回暖。

美国国债、美元和日元成为过去几年来最炙手可热的避险资产，而非美货币和部分欧洲国家国债则遭到抛售。不过，看起来形势似乎正在经历出人意料的变化，有迹象显示，避险与风险偏好的平衡关系正在被打破，市场的风险偏好正在迅速上升，而且与以往不同。

在以往的两波风险偏好回升中，美国国债和日元一直受到强劲买盘的支撑，这一点从两者坚挺的价格表现就能一目了然，但是，日元在几周前突然出现大幅下挫，而10年期美国国债收益率在上周向上突破了持续近半年的历史低谷，大幅飙升。两大避险资产在近期的表现说明，避险资金正在撤离，以寻求更高回报的市场。

这一点尤为重要，如果上述猜测成立的话，那么意味着金融市场正在从危机模式向后危机模式，也就是正常模式转变。在后危机模式下，市场的焦点将集中于不同经济体间的经济增长与利率前景，并由此带来资本在国际市场间流向的变化，以及对不同资产配置需求的区别。

我们还无法确认市场是否正在经历着上述变化，但市场至少是有理由的，欧债危机在经历了无数轮有惊无险的考验后，形势似乎出现了转机，希腊的违约行为被市场所接受，新一轮援助资金滚滚而来，意大利、西班牙的情况至少暂时看起来还不太坏；美国的形势就更好了，经济持续扩张，与欧洲相比足以堪称“强劲”，我们对QE3的判断也在一步步验证，在上周的美联储政策声明中，没有出现任何关于QE3的伏笔，甚至联储对美国经济的判断也在向乐观转变。

因此，我们有理由认为，市场的整体气氛正在出现改观，尽管欧债危机仍有很多潜在的风险点尚未爆发，美国的房地产市场也尚未回暖，但对市场而言，目前恐怕是自雷曼倒闭以来所经历的最好

的日子了。

二 美国债券市场

图1: 国债收益率曲线两周变动

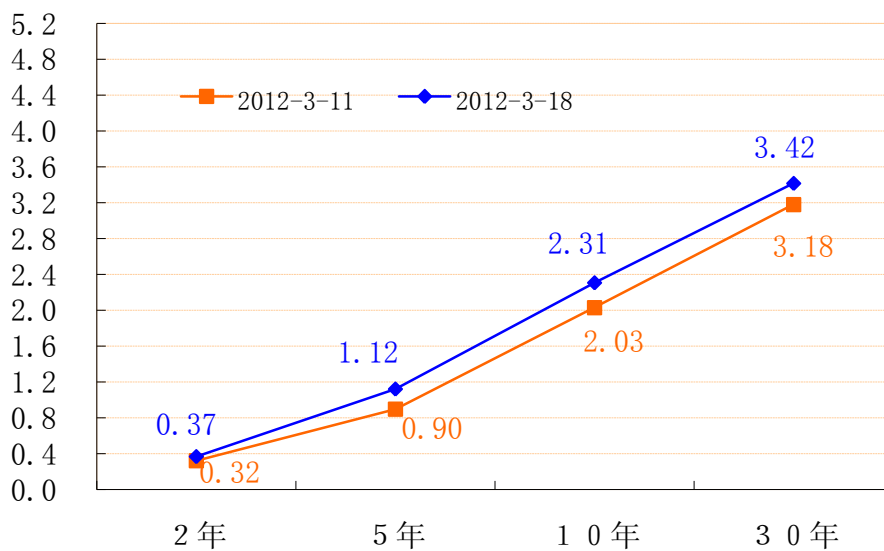
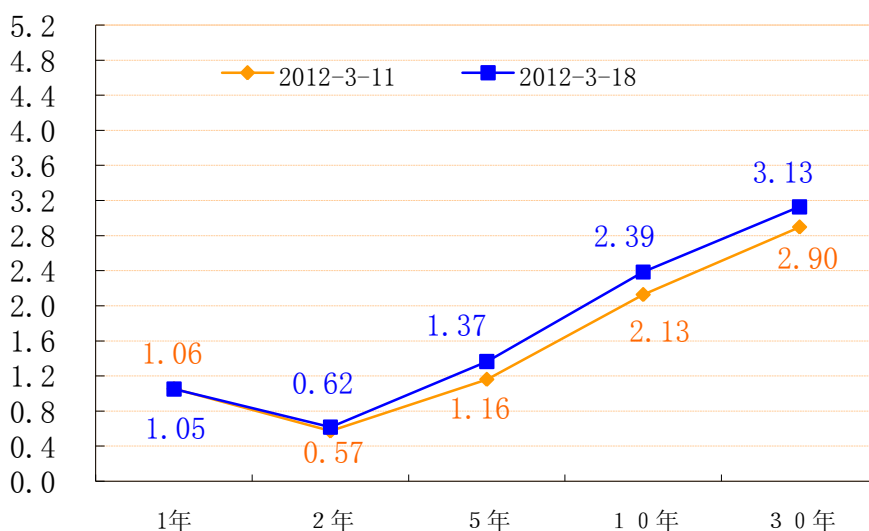


图2: 标准互换收益率曲线两周变动



美国债市方面, 收益率曲线大幅抬升, 并呈陡峭化变动, 其中10年期国债收益率上涨28个基点, 收于2.31%; 2年期国债收益率上涨5个基点, 收于0.37%。互换利率曲线也呈相应变动, 其中10年期互换利率上涨26个基点, 收于2.39%; 2年期互换利率上涨5个基点, 收于0.62%。

10年期美债收益率上周向上突破了持续5个月的箱体整理区间上轨，随后强劲拉升，相信是大量止损盘及技术性买盘的推动。短期来看，该收益率可能会测试上方2.45%的阻力，这里是去年10月份高点所在，若突破不过，则该收益率应会出现获利回吐导致的调整，有跌回2.10%寻求支撑的可能。

图3：10年期美债收益率日K线（截至北京时间2012年3月19日）



三 黄金市场

图4：黄金日K线图（截至北京时间2012年3月19日）



金价上周如期冲高回落，并跌破 1650。欧洲债务危机形势的缓和，美联储 QE3 前景的弱化，使得避险以及流动性形势对黄金不利，同时，印度上周意外上调黄金关税，可能会在一定程度上削弱印度这个世界第一大黄金消费国的需求，也打击了黄金人气。

就技术面而言，金价短期暂未见到企稳迹象，天图 KD 指标正在快速下行中，显示金价的下行压力依然较大，预计金价跌势将持续，很可能跌向长期上升趋势线所在 1590 寻求支撑。

四 国际汇市

1) 美元升势料持续

图5：美指日K线图（截至北京时间2012年3月19日）



美元指数上周冲高回落，围绕 80 关口振荡，由于美联储 QE3 前景暗淡，而欧洲央行有可能继续降息，利率前景有助于强势美元，我们维持美元将走强的判断。

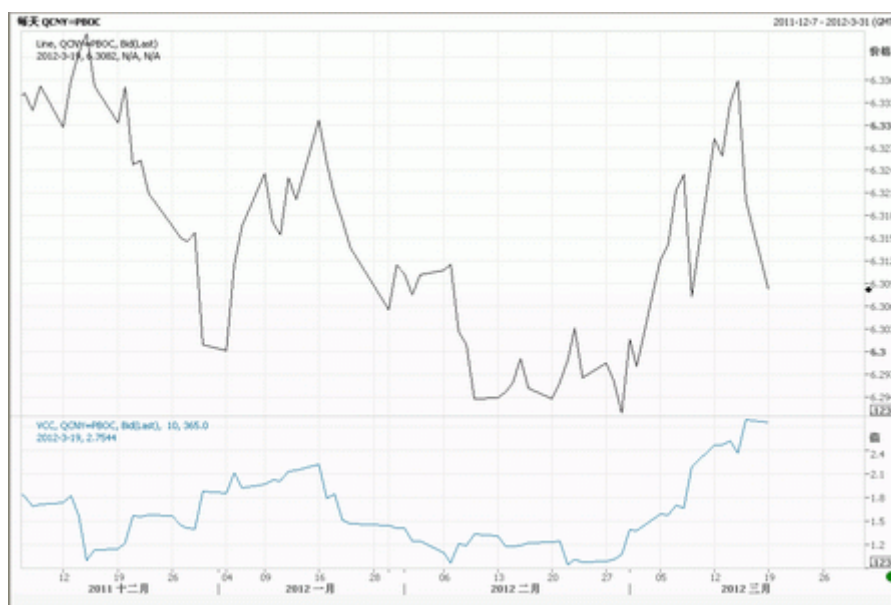
技术面而言，始于去年的大型上升通道保持良好，下方支撑在 78.50，只要美指不跌破该支撑，中期升势有望持续，天图 KD 指标亦支持美指走高。

支撑位：79.00、78.50、78.00

阻力位：80.70、81.00、81.50

2) 人民币迎来涨跌互现时代

图6: 人民币中间价与波动率



人民币中间价上周延续了对国际市场美元波动敏感的特征，继续维持大起大落的走势，连续两周中间价波幅都明显放大，使我们有理由初步验证上周得出的结论，即人民币可能会以中间价波幅的扩大来实现双向波动，且会有后续动作推出。

这很可能意味着人民币持续7年的单边升值势头已经结束，迎来崭新的涨跌互现时代。随着人民币双边波动的加剧，以及对国际市场美元的敏感度上升，今后人民币的走势可能会更加贴近国际市场，即美元走强时人民币走贬，反之走升，从而加入到非美货币大军中，一方面这有利于我们判断人民币的变动方向，但另一方面可能对国内企业不利，因国内企业多年了已经习惯了稳定的汇率或单边市场，双向波动或在一定阶段内带来困惑。

3) 欧元后市看跌

欧元上周触底反弹，希腊形势的缓和在一定程度上缓解了欧元的抛压。不过，考虑到我们前面提到的市场正从危机模式向正常模式转变的可能性，那么欧元反弹的空间将是十分有限的，而欧美央行在流动性问题上的立场，也将不利于欧元。

技术面而言，欧元走势与美元形成映射，欧元正处于去年开始

的一条大型下降通道中，当前通道上轨位于 1.3350 附近，天图 KD 指标快速下行，显示欧元下行压力依然较大，后市料振荡走跌。

图7：欧元日K线图（截至北京时间2012年3月19日）



支撑位：1.3000、1.2860、1.2750

阻力位：1.3290、1.3360、1.3490

4) 英镑走势料振荡

图8：英镑日K线图（截至北京时间2012年3月19日）



英镑上周一度出现较大幅度下跌，并击穿下方支撑构成双顶形态，但汇价迅速反弹收复跌幅，表明上周的下破为假突破，双顶暂不能成立。

虽然天图 KD 指标高位回落，支持英镑走软，但英镑走势受制于上下两条趋势线的夹击，近期可能在 1.57-1.5950 之间振荡。

支撑位：1.5750、1.5600、1.5500

阻力位：1.5930、1.5990、1.6090

5) 美元/日元技术性回调一触即发

图9：美元/日元日K线图（截至北京时间2012年3月19日）



美元/日元近期的涨势持久而强劲，上周已经触及我们预判的目标位 83.50，但暂时还未有明显的见顶迹象，似乎有继续上攻的意图。

不过天图 KD 指标已经高位钝化，显示美元/日元已经严重超买，技术性回调压力一触即发，一旦出现回调，汇价将可能大幅跌回 80 水位。

支撑位：81.90、80.60、80.30

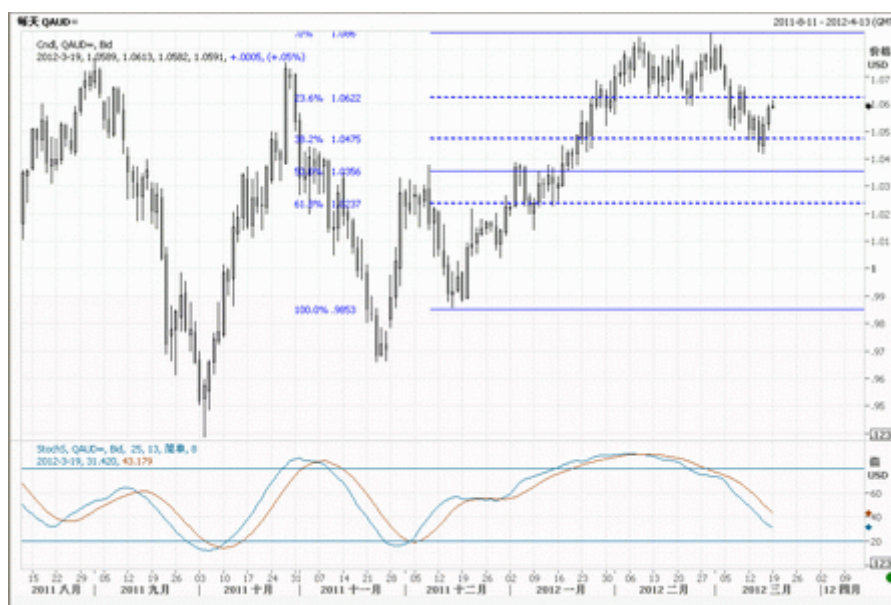
阻力位：84.20、84.50、85.60

6) 澳元仍有下行压力

澳元上周振荡下行，一度击穿了 0.382 的回调位，随后寻获支撑反弹，距离我们设定的双项目标位仍有一定距离。

考虑到技术指标显示澳元下行压力依然较大，预计澳元短线可能冲高回落，再次向下寻找支撑。

图10: 澳元日K线图 (截至北京时间2012年3月19日)



支撑位: 1.0420、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19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	0.1485	2.3783	0.2636	0.5550	0.1059	4.4200	1.0060	0.0986
1 周	0.1882	2.8975	0.2787	0.5853	0.1164	4.4280	1.0620	0.1121
1 个月	0.2418	4.1200	0.3893	0.7091	0.1443	4.5200	1.1680	0.3021
3 个月	0.4737	4.9999	0.7529	1.0362	0.1957	4.6880	1.3660	0.4014
6 个月	0.7409	5.1872	1.1100	1.3547	0.3359	4.8020	1.5620	0.5418
9 个月	0.8892	5.1803	1.2989	1.6264	0.4744	4.9140	1.6820	0.5725
1 年	1.0531	5.1965	1.4721	1.8684	0.5537	5.0200	1.9100	0.8325

二、 基准掉期利率 (ISDAFIX)

	美元	欧元	日元	英镑	港元
2 年	0.6180	1.1610	0.3550	1.3130	0.5500
5 年	1.3660	1.6950	0.5220	1.7480	1.2100
1 0 年	2.3870	2.4100	1.0930	2.6120	2.0000
3 0 年	3.1300	2.6770	1.9570		
5 - 2 年	0.7480	0.5340	0.1670	0.4350	0.6600
1 0 - 2 年	1.7690	1.2490	0.7380	1.2990	1.4500
3 0 - 2 年	2.5120	1.5160	1.6020		

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	0.3668		0.1650	0.1210	0.4930	1.1760	0.3030
5 年	1.1207		0.7830	0.3670	1.2350	1.4960	0.7040
1 0 年	2.3066		1.7960	1.0600	2.4460	2.0090	1.4790
3 0 年	3.4157		2.4510	1.9560	3.4870	2.5930	
5 - 2 年	0.7539		0.6180	0.2460	0.7420	0.3200	0.4010
1 0 - 5 年	1.1859		1.0130	0.6930	1.2110	0.5130	0.7750
3 0 - 5 年	2.2950		1.6680	1.5890	2.2520	1.0970	

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	0.794	1.504	1.841	2.438	0.427	1.137	1.474	2.071
5 年	1.662	2.268	2.960	3.567	0.541	1.147	1.839	2.446
10 年	3.363	4.041	4.140	5.046	1.056	1.734	1.833	2.739
5-2 年	0.868	0.764	1.119	1.129	0.114	0.010	0.365	0.375
10-5 年	1.701	1.773	1.180	1.479	0.515	0.587	-0.006	0.293
10-2 年	2.569	2.537	2.299	2.608	0.629	0.597	0.359	0.668

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	1.3173	1.4940	2011-5-4	1.2624	2012-1-13	1.3175	1.3325	1.2961	1.636
日元	83.47	85.53	2011-4-6	75.35	2011-10-31	83.43	81.15	76.91	-7.859
人民币	6.3131	6.5689	2011-3-21	6.2892	2012-2-10	6.3229	6.2938	6.2950	-0.287
英镑	1.5835	1.6747	2011-4-28	1.5235	2012-1-13	1.5844	1.5917	1.5543	1.879
澳元	1.0597	1.1081	2011-7-27	0.9388	2011-10-4	1.0590	1.0732	1.0209	3.801
加元	0.9911	1.0658	2011-10-4	0.9407	2011-7-26	0.9917	0.9899	1.0213	3.047
港币	7.7622	7.8113	2011-8-9	7.7529	2012-2-14	7.7629	7.7564	7.7674	0.067
新加坡元	1.2569	1.3199	2011-10-4	1.1992	2011-7-27	1.2575	1.2518	1.2966	3.159
台币	29.503	30.7150	2011-10-4	28.480	2011-5-11	29.545	29.388	30.279	2.630
韩元	1122.85	1208.25	2011-10-4	1048.30	2011-7-27	1125.78	1118.96	1152.45	2.636
卢布	29.250	32.8935	2011-10-4	27.154	2011-5-4	29.422	29.174	32.137	9.872
美元	79.810	81.7840	2012-1-13	72.696	2011-5-4	79.786	78.737	80.178	-0.459

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	1.3173	1.3174	1.3176	1.3180	1.3189	1.3197	1.3206	1.3229	1.3258	1.3286	1.3340
日元	83.47	83.46	83.44	83.39	83.30	83.18	83.02	82.11	80.72	78.86	76.72
人民币	6.3131	6.3124	6.3158	6.3160	6.3160	6.3145	6.3150	6.3375	6.3534	6.3692	6.3850
英镑	1.5835	1.5834	1.5832	1.5825	1.5814	1.5802	1.5789	1.5731	1.5688	1.5664	1.5680
澳元	1.0597	1.0588	1.0556	1.0487	1.0382	1.0281	1.0182	0.9795	0.9457	0.9148	0.8910
加元	0.9911	0.9912	0.9917	0.9931	0.9952	0.9976	1.0001	1.0101	1.0198	1.0263	1.0284
港币	7.7622	7.7620	7.7612	7.7590	7.7563	7.7545	7.7540	7.7538	7.7602	7.7600	7.7444
新加坡元	1.2569	1.2569	1.2569	1.2567	1.2558	1.2548	1.2536	1.2517			
台币	29.503	29.500	29.494	29.437	29.353	29.262	29.179	28.670			
韩元	1122.85	1123.47	1125.53	1129.93	1135.78	1139.65	1143.03	1148.50	1145.85	1149.63	1148.88
卢布	29.250	29.277	29.379	29.618	29.993	30.375	30.745	32.345	34.017	35.652	37.270

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2012年3月19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	6.3128			0.120%		2.400%
7 天	6.3140	-0.019%	-0.991%	0.188%	1.179%	2.910%
1 个月	6.3158	-0.048%	-0.570%	0.242%	0.812%	3.200%
3 个月	6.3160	-0.051%	-0.203%	0.474%	0.676%	3.255%
6 个月	6.3160	-0.051%	-0.101%	0.741%	0.842%	3.225%
9 个月	6.3145	-0.027%	-0.036%	0.889%	0.925%	3.170%
1 年期	6.3150	-0.035%	-0.035%	1.053%	1.088%	3.145%
2 年期	6.3375	-0.391%	-0.196%	0.616%	0.811%	3.158%
3 年期	6.3750	-0.985%	-0.330%	0.811%	1.140%	3.238%
4 年期	6.4290	-1.841%	-0.463%	1.074%	1.537%	3.340%
5 年期	6.3850	-1.144%	-0.230%	1.354%	1.584%	3.380%

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19日)



	2011-12-30	2012-3-12	2012-3-13	2012-3-14	2012-3-15	2012-3-16
招银人民币贸易加权汇率指数	124.9631	124.1396	124.3127	124.5454	124.4794	124.3900

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。