

分析师:

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

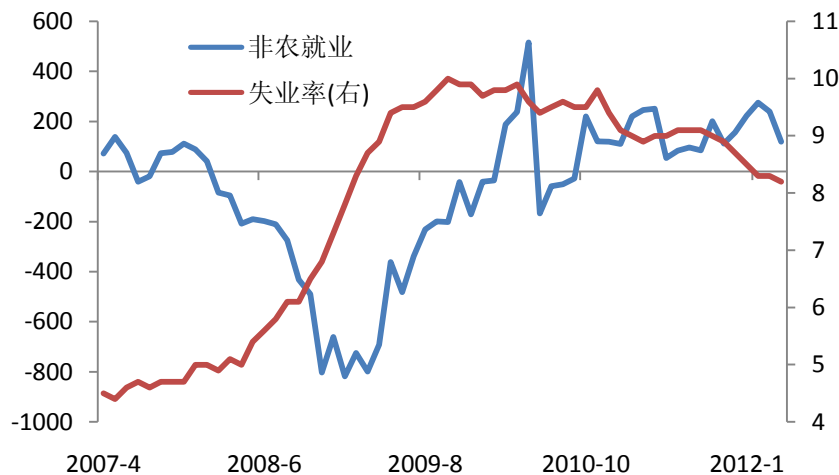
一 宏观经济回顾与展望——美国就业数据不足以推动 QE3

就在市场情绪一步步转暖，风险偏好逐渐抬头之际，上周国际市场突然又受到了来自欧美两方面的意外压力，一是美国就业数据大幅差于预期，二是西班牙国债拍卖结果不佳，引发欧债危机再起的担忧。

不过，在两方面的压力下，各个市场的走势却发出不同的信号，美国国债收益率大幅下跌，基本回吐了此前的涨幅，显示市场避险情绪浓重，但美元却出现了一定幅度的下跌，这有悖于避险模式，如果市场避险情绪真的大幅上升，不应该出现美国国债上涨而美元下跌的情形，两者同涨才是合理的。

而风险资产也并未见到明显跌势，如欧元、股市、黄金等，风险资产的淡定与避险资产的混乱走势说明，当前的避险情绪并未大幅逆转，据此认为市场将受到避险的冲击还为时过早，我们视目前的市场环境为从危机模式向后危机模式过渡阶段中的正常反复。

图1: 美国就业数据



美国3月非农就业仅增加12万人，不仅大幅低于预期，而且终结了此前连续数月维持在20万人以上的局面，这一较低的增量虽然并不能证明就业市场恶化，但表明美国就业市场复苏力度不足，经济增速无法创造足够多的就业岗位。

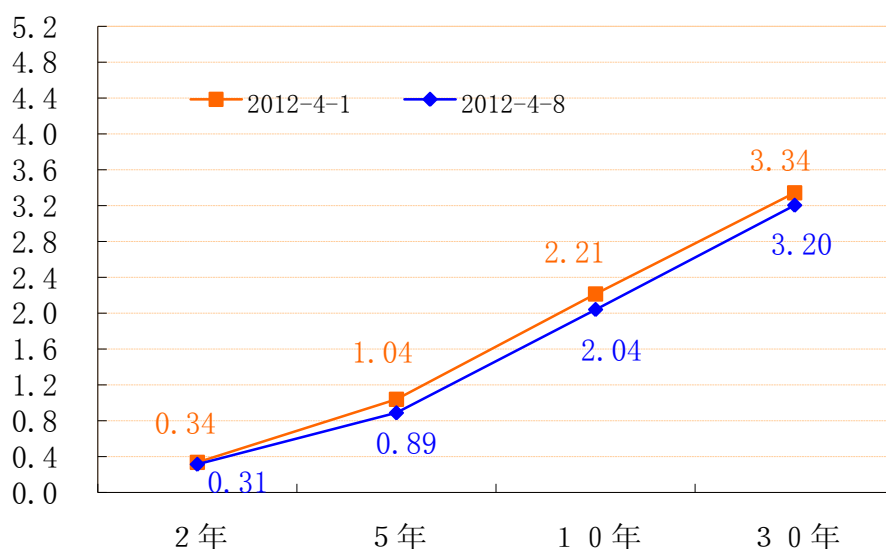
3月失业率从8.3%降至8.2%，为金融危机以来最低，但需要注意的是，失业率的改善是以就业参与率的下降为背景的，即许多劳动力退出就业市场，因此3月失业率的下降很可能是部分人群放弃找工作所带来的结果。

不过，单凭一次就业数据，不足以使我们改变对QE3的预期观点。一是单次数据的波动性较大，曾经多次出现过非农就业数据大幅修正的例子，单次就业数据的波动，并不能扭转美国经济整体复苏的基调；二是美国通胀压力依然较大，核心通胀水平高于美联储所设定的2%的目标，且民众对未来的通胀预期出现上升。上述情况使得联储不会轻易推出QE3，因此我们观点是，联储将会维持现有的宽松规模，而不会加大宽松规模，除非有更多恶化信号出现。

而对于西班牙形势的恶化，市场有理由感到担忧，西班牙的失业率已飙升至23%，衰退的经济使得西班牙很难完成既定的财政紧缩计划。考虑到希腊已经开了一个违约的先例，那么西班牙未来如果出现寻求援助或违约的情形，似乎也不是不可能的。不过，需要指出的是，以希腊为例，尽管希腊强迫债权人做出减记的决定，但欧元大多数时间依然位于1.30上方，这一走势不可谓不强劲，其原因在于希腊危机拖的时间足够长，市场已充分消化了其利空压力。因此，只要西班牙局势恶化的周期拖的足够长，市场能够有充分的时间进行消化，那么即使未来西班牙真的出现寻求援助或违约，预计也不会对市场造成过于猛烈的冲击。

二 美国债券市场

图2: 国债收益率曲线两周变动



美国债市方面，收益率曲线大幅下移，其中10年期国债收益率下跌17个基点，收于2.04%；2年期国债收益率下跌3个基点，

收于 0.31%。互换利率曲线也呈相应变动，其中 10 年期互换利率下降 8 个基点，收于 2.15%；2 年期互换利率上涨 3 个基点，收于 0.61%。

图3: 标准互换收益率曲线两周变动

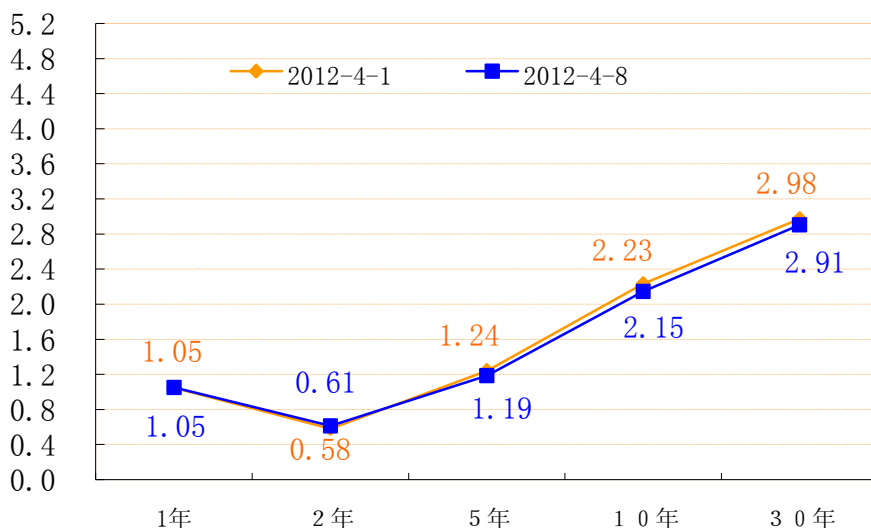
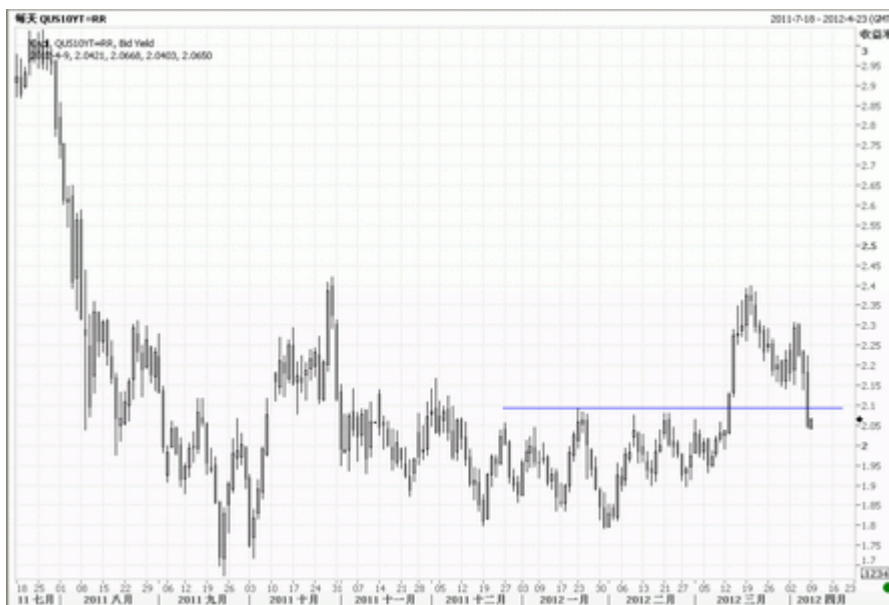


图4: 10年期美债收益率日K线 (截至北京时间2012年4月9日)



10 年期美债收益率上周大幅下跌，已经跌破了 2.10% 的重要支撑，这里是前期大型整理平台的上轨压力，如今已转变为支撑，2.10% 的失守，使得该收益率已经完全回吐了此前的涨幅，此轮反弹走势大有终结之势。对于后市展望，尽管就业数据尚不足以扭转美国经济复苏的基调，但近期美债收益率的大幅回撤，已经损害了继续上

行的动能，短期内或陷入振荡整理。但也不排除市场在过激反应后，经过短暂反思使走势逆转的可能。

三 黄金市场

图5：黄金日K线图（截至北京时间2012年4月9日）



黄金近期走势较为负面，上周出现暴跌，一度逼近我们所设定的1590的支撑位。

值得注意的是，即使美国糟糕的就业数据和欧债形势再度恶化，均没有显著推高金价，金价只出现了力度有限的小幅反弹，再次验证了黄金在危机面前的无力表现。

技术上来看，金价未现底部特征，上周后半段以来的反弹呈楔形整理形态，日图上的下降压力线依然有效，预计后市金价仍有下探空间，跌破1600的概率较大。日图KD指标低位钝化，已经市区参考意义，不过这也意味着更强劲的反弹随时有可能出现。

四 国际汇市

1) 就业数据并未改变美指涨势

美元指数上周强劲上扬，即使非农就业数据较差，美指亦只是做有限下跌，并未改变反弹势头，这使得我们得以继续看好美指的

后市走势。

从天图来看，美指受到上下两条趋势线的夹击，似有构筑三角形形态的特征，虽然还无法确认，但美指有可能在两条趋势线夹击下波动。考虑到非农就业并未显著打击美元，也即美元多头人气旺盛，美指近期向上突破趋势线的可能亦较大。

图6：美指日K线图（截至北京时间2012年4月9日）



支撑位：79.40、79.00、78.70

阻力位：80.20、80.70、81.00

2) 人民币追随美指而动

人民币中间价在3月底一度创下了6.2840的汇改以来新高，表明中国货币当局仍有意推动人民币以适度的力度升值，但在短暂创新高后，中间价旋即回落，显示官方无意推动人民币大幅升值。

自3月5日以来人民币中间价波动加剧的特征依然在继续，初步验证了我们对人民币已进入涨跌互现时代的判断。而且从具体波动特征上，3月份以来中间价与美元指数关系密切，美元走强时中间价下跌，美元走软时中间价走强，这一关系以往也曾经有所体现，但并不如现阶段明晰。

按照这一思路，如果我们对美元强势的判断是正确的，那么人

民币可能会随美元指数出现超预期阶段性下跌。

图7：人民币中间价（红）与美元指数（黑）



3) 欧元跌势未完

图8：欧元日K线图（截至北京时间2012年4月9日）



欧元上周大幅下跌，表明我们此前看空欧元的思路是正确的，

5) 美元/日元展开技术性回调

图10: 美元/日元日K线图 (截至北京时间2012年4月9日)



美元/日元已经如期展开了我们预期中的技术性回调，目前已经跌至 0.382 的回调位。技术面来看，天图 KD 指标持续向下延伸，支持汇价进一步走低，不排除美元/日元测试 80 关口的风险，但从美国非农就业数据公布后日元的表现来看，避险并非是日元当前的驱动因素，难以推动日元重回强势，预计调整结束后，美元/日元有望再度上扬。

支撑位：80.60、80.00、79.50

阻力位：81.90、82.60、83.30

6) 澳元跌穿上升趋势线

澳元近期持续振荡下行，并于上周跌穿了去年 10 月份以来的中期上升趋势线，天图 KD 指标跌至超卖区，均显示澳元人气较为负面，同时，自 3 月份以来，澳元已经形成了一条下降通道，预计澳元短期内仍以跌势为主。

技术指标跌至超卖区，意味着澳元技术性反弹力量逐渐累积，但澳元首先要突破下降通道的上轨压力，才有机会展开反弹。

图11: 澳元日K线图 (截至北京时间2012年4月9日)



支撑位: 1.0150、1.0040、0.9990

阻力位: 1.0370、1.0460、1.0560

金融市场数据简报

(2012年4月9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	0.1510	3.2288	0.2636	0.5531	0.1059	4.4200	1.0005	0.0986
1周	0.1902	4.2258	0.2823	0.5800	0.1164	4.4260	1.0510	0.1100
1个月	0.2413	4.0520	0.3604	0.6904	0.1443	4.5160	1.1540	0.3014
3个月	0.4692	4.8760	0.6711	1.0225	0.1957	4.6900	1.3560	0.4021
6个月	0.7334	5.0844	1.0026	1.3394	0.3359	4.8100	1.5660	0.5514
9个月	0.8878	5.1303	1.1872	1.6095	0.4744	4.9180	1.6940	0.5907
1年	1.0507	5.1463	1.3653	1.8590	0.5537	5.0200	1.9200	0.8439

二、基准掉期利率 (ISDAFIX)

	美元	欧元	日元	英镑	港元
2年	0.6120	1.0580	0.3490	1.2460	0.5300
5年	1.1850	1.5350	0.4760	1.5860	1.1700
10年	2.1460	2.2690	1.0300	2.3950	1.9800
30年	2.9050	2.5620	1.9140		
5-2年	0.5730	0.4770	0.1270	0.3400	0.6400
10-2年	1.5340	1.2110	0.6810	1.1490	1.4500
30-2年	2.2930	1.5040	1.5650		

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	0.3135		0.2090	0.1250	0.3870	1.1970	0.2930
5年	0.8874	3.1646	0.7980	0.3240	1.0400	1.5720	0.6640
10年	2.0403	3.5470	1.7970	0.9970	2.1620	2.1090	1.3730
30年	3.2033		2.4540	1.9560	3.3130	2.6550	
5-2年	0.5739		0.5890	0.1990	0.6530	0.3750	0.3710
10-5年	1.1529	0.3824	0.9990	0.6730	1.1220	0.5370	0.7090
30-5年	2.3159		1.6560	1.6320	2.2730	1.0830	

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	0.743	1.540	1.729	2.317	0.430	1.227	1.416	2.004
5年	1.507	2.256	2.976	3.578	0.620	1.369	2.089	2.691
10年	3.282	3.965	4.040	4.847	1.242	1.925	2.000	2.807
5-2年	0.764	0.716	1.247	1.261	0.190	0.142	0.673	0.687
10-5年	1.775	1.709	1.064	1.269	0.622	0.556	-0.089	0.116
10-2年	2.539	2.425	2.311	2.530	0.812	0.698	0.584	0.803

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	1.3057	1.4940	2011-5-4	1.2624	2012-1-13	1.3096	1.3343	1.2961	0.741
日元	81.51	85.16	2011-4-11	75.35	2011-10-31	81.64	82.87	76.91	-5.644
人民币	6.3072	6.5472	2011-4-12	6.2846	2012-4-3	6.3058	6.2985	6.2950	-0.193
英镑	1.5861	1.6747	2011-4-28	1.5235	2012-1-13	1.5871	1.6008	1.5543	2.046
澳元	1.0287	1.1081	2011-7-27	0.9388	2011-10-4	1.0307	1.0346	1.0209	0.764
加元	0.9966	1.0658	2011-10-4	0.9407	2011-7-26	0.9972	0.9987	1.0213	2.478
港币	7.7661	7.8113	2011-8-9	7.7529	2012-2-14	7.7644	7.7661	7.7674	0.017
新加坡元	1.2608	1.3199	2011-10-4	1.1992	2011-7-27	1.2607	1.2577	1.2966	2.840
台币	29.537	30.7150	2011-10-4	28.480	2011-5-11	29.531	29.505	30.279	2.512
韩元	1137.15	1208.25	2011-10-4	1048.30	2011-7-27	1131.80	1133.10	1152.45	1.346
卢布	29.559	32.8935	2011-10-4	27.154	2011-5-4	29.347	29.347	32.137	8.721
美元	79.989	81.7840	2012-1-13	72.696	2011-5-4	79.886	79.004	80.178	-0.236

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	1.3057	1.3058	1.3059	1.3066	1.3078	1.3092	1.3103	1.3142	1.3171	1.3233	1.3297
日元	81.51	81.50	81.48	81.42	81.30	81.15	80.97	80.08	78.86	77.04	75.04
人民币	6.3072	6.3070	6.3130	6.3215	6.3265	6.3295	6.3345	6.3580	6.3771	6.3960	6.4150
英镑	1.5861	1.5861	1.5859	1.5852	1.5844	1.5835	1.5825	1.5787	1.5722	1.5704	1.5786
澳元	1.0287	1.0278	1.0252	1.0185	1.0093	1.0006	0.9923	0.9588	0.9276	0.8988	0.8736
加元	0.9966	0.9967	0.9972	0.9985	1.0005	1.0028	1.0052	1.0151	1.0272	1.0356	1.0403
港币	7.7661	7.7658	7.7649	7.7624	7.7590	7.7566	7.7546	7.7536	7.7561	7.7581	7.7481
新加坡元	1.2608	1.2608	1.2608	1.2604	1.2595	1.2584	1.2575	1.2537			
台币	29.537	29.541	29.547	29.475	29.377	29.297	29.222	28.887			
韩元	1137.15	1137.77	1139.77	1144.54	1150.74	1154.60	1157.78	1166.00	1161.70	1173.20	1169.18
卢布	29.559	29.586	29.681	29.925	30.304	30.682	31.064	32.652	34.352	36.062	37.727

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2012年4月9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	6.3072			0.120%		3.260%
7 天	6.3070	0.003%	0.165%	0.190%	0.025%	4.250%
1 个月	6.3130	-0.092%	-1.104%	0.241%	1.345%	3.700%
3 个月	6.3215	-0.227%	-0.907%	0.469%	1.376%	3.365%
6 个月	6.3265	-0.306%	-0.612%	0.733%	1.345%	3.230%
9 个月	6.3295	-0.354%	-0.471%	0.888%	1.359%	3.210%
1 年期	6.3345	-0.433%	-0.433%	1.051%	1.484%	3.185%
2 年期	6.3580	-0.805%	-0.404%	0.620%	1.024%	3.133%
3 年期	6.3950	-1.392%	-0.466%	0.750%	1.216%	3.205%
4 年期	6.4525	-2.304%	-0.581%	0.957%	1.538%	3.290%
5 年期	6.4150	-1.709%	-0.344%	1.197%	1.541%	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4月9日)



	2011-12-30	2012-4-2	2012-4-3	2012-4-4	2012-4-5	2012-4-6
招银人民币贸易加权汇率指数	124.9631	124.5861	124.8156	124.8879	124.6625	124.6861

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。