

分析师:

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

一 宏观经济回顾与展望——放宽人民币波幅暗示升值基本到位

中国央行周六宣布人民币日内波幅从1%放宽到2%，这符合我们在3月中旬所做出的判断，即在中间价波幅拉宽后，央行会择机推出新的有关人民币汇率形成机制的新政策或新规。

实际上，自3月初以来，人民币中间价的波动性已经显著上升，波幅最高一度超过200点，我们当时即提出，此举表明央行很可能在以中间价波幅的扩大来检测市场对波动性的承受能力，在经过1个多月的运行后，银行间结售汇市场和企业均无不良反馈，表明市场的承受力良好，此时扩大日内波幅，实为顺理成章之举。（我们在3月12日的《国际市场评论》中提出“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”）

此时放宽人民币日内波幅，恰好处于上周中国公布经济数据之后，我们认为这并非时机上的巧合，此举很可能是中国货币当局对经济放缓的一种回应，暗示央行已经无意继续推动人民币大幅升值，并表明央行已经认可人民币升值基本到位的市场观点。否则，在升值压力较大的情况下放宽波幅，将不可避免的加速升值。

对于接下来人民币汇率市场的运行，我们认为以下两点值得特别关注：

1) 中间价与美元指数的相关性。

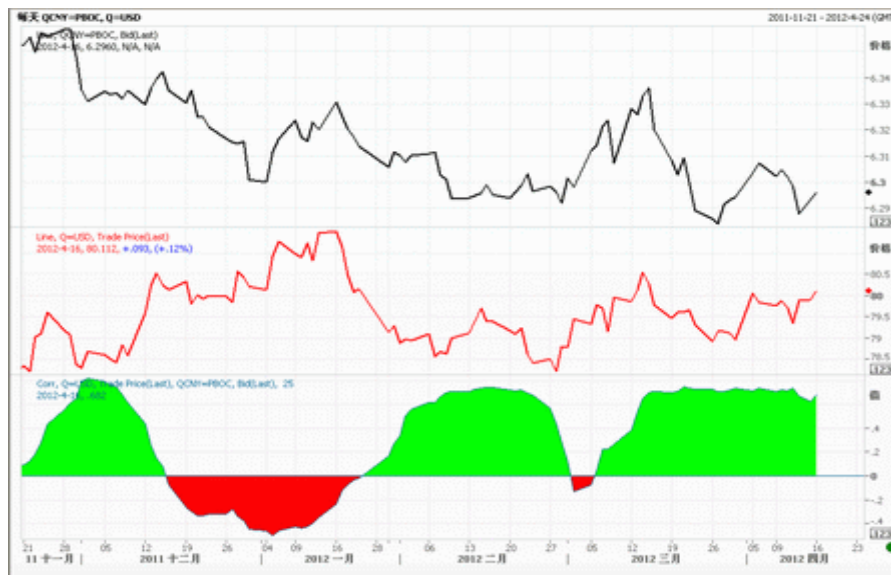
以往，人民币中间价与美元指数的相关性并不明显，相关系数在正负0.7间浮动，但进入3月份以来，美元指数与美元/人民币中间价的相关系数长时间稳定在0.75左右（相当于美指与人民币中间价相关系数稳定在-0.75），这在汇改以来都是比较少见的，表明中间价已进入追随美元指数的模式。

从国际市场来看，多数非美货币与美指都呈高度负相关关系，即美元走强，非美货币走软，美元走弱，非美货币走强，例如欧元的这一系数稳定在-0.9左右。

如果人民币与美指的相关性得以继续保持，那么意味着今后美元指数的强弱会成为判断人民币中短期走势的重要依据，这对市场

今后把握人民币汇率的波动提供了新的线索。

图1: 美元指数与美元/人民币中间价的相关性



2) 央行是否会减少对即期汇率的干预。

在以往的日内交易中，当人民币触及或接近触及波动区间的上下限时，央行往往会对价格进行干预以稳定市场。而波动区间的扩大，很可能代表着央行对日内波动的容忍度有了显著提高，干预行为将逐渐减少。

为了验证这一点，可关注近期人民币日内波幅在突破1%，逼近2%的情况下，央行会有何反应。

而日内波幅的扩大，可能会对市场带来以下几点显著影响。

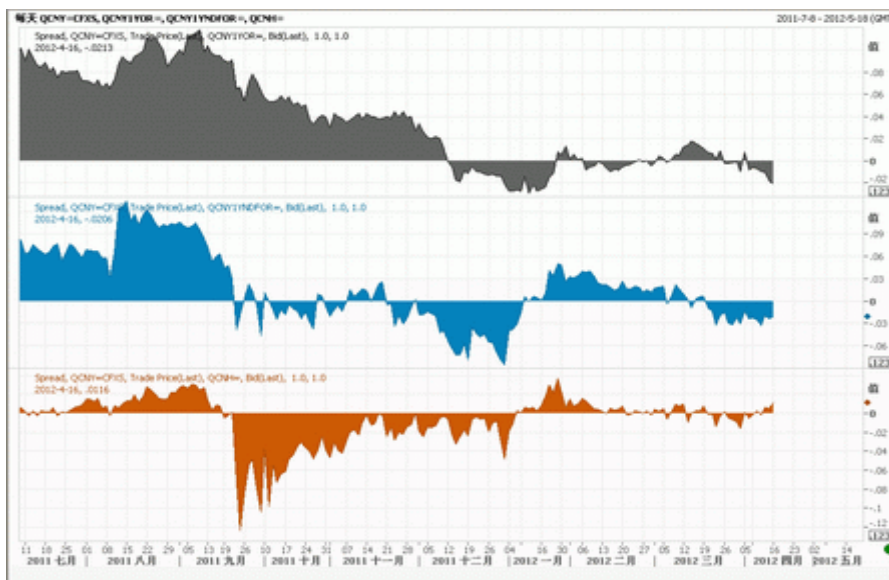
1) 人民币的阶段性贬值忧虑可能重现。

正如我们前面提到的，市场有可能将此时放宽波幅理解为升值到位的一种暗示，而中国货币当局近期一再强调要加强人民币的双边波动，显示并不排除阶段性贬值的选项。在此情景下，有关人民币将出现阶段性贬值的忧虑可能重现，并影响到境内远期、CNH 和 NDF 市场。

从这三个市场来看，今年以来，均缺乏单边市场预期，升贬值预期呈犬牙交错的形态，而境内 DF 与境外 NDF 市场则在3月份以来维持贬值预期，或许在一定阶段内，放宽波幅会让三个市场的贬值预期发酵，压制升值预期。

与此相对应的，人民币掉期点可能会大幅攀升，从近期+50 - +200点的区间，攀升到+300 - +600点的区间，甚至更高，从而影响到企业的定价成本。

图2: DF、NDF与CNH市场的升贬值预期



2) 可能会激发购汇客盘。

一旦阶段性贬值预期发酵，可能会促使客户更愿意买入美元，并延后结汇操作，出现类似于去年年底的市场环境，银行间结售汇市场逆差亦可能重现。

这种局面难免引发恐慌心理和盲从心理，但需要指出的是，我们不认为在放宽人民币日内波幅后，央行会放弃中间价的主导权，中间价将会继续成为人民币汇率波动的“定海神针”，从而有效将贬值预期控制在一定幅度内。

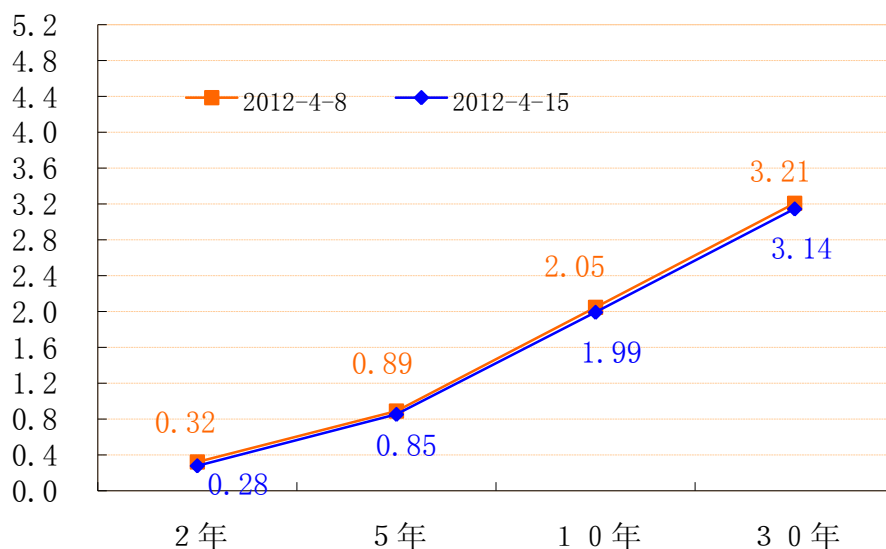
3) 将加大企业对汇率的敏感度和关注度。

随着人民币波动性的不断上升，以及市场对人民币国际化与迈向更加市场化的预期，企业所面临的汇率风险将进一步上升，特别是在阶段性贬值的过程中。

可以预期的是，企业在汇率压力下，对汇率的敏感度和关注度将会持续上升，对汇率避险类的产品需求将会增大，一方面这会激活诸如期权等冷门产品市场，另一方面也会激励银行和监管部门推出更多汇率类产品，以满足企业需求。

二 美国债券市场

图3: 国债收益率曲线两周变动



美国债市方面，收益率曲线小幅下移，其中10年期国债收益率下跌6个基点，收于1.99%；2年期国债收益率下跌4个基点，收于0.28%。互换利率曲线也呈相应变动，其中10年期互换利率下降4个基点，收于2.11%；2年期互换利率下跌4个基点，收于0.57%。

图4: 标准互换收益率曲线两周变动

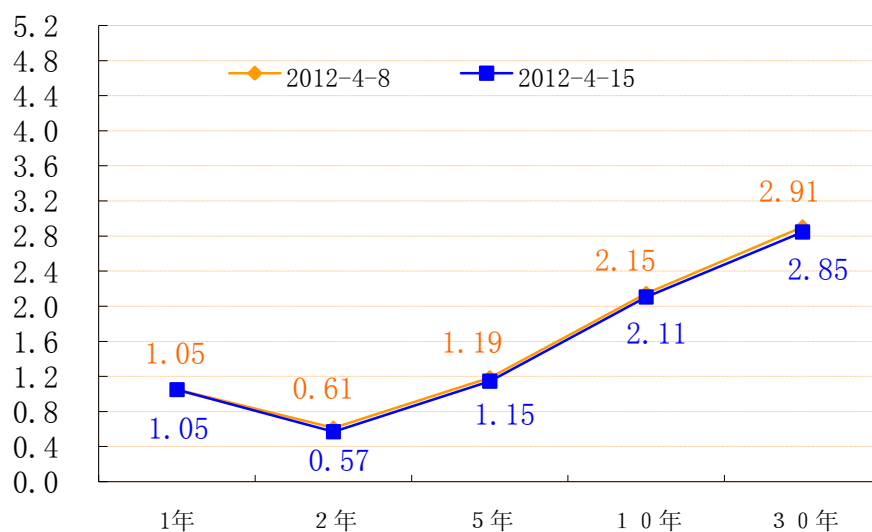


图5: 10年期美债收益率日K线 (截至北京时间2012年4月16日)



10年期美债收益率上周低位振荡,反复测试2%。由于前期2.1%的区间上轨平台被跌破,该收益率短期走势负面,如果西班牙债务形势进一步恶化,不排除该收益率会测试去年9月以来的上升趋势线所在1.87%。

三 黄金市场

图6: 黄金日K线图 (截至北京时间2012年4月16日)



金价近期冲高回落，虽然联储官员有关 QE3 的讲话激励金价上行，但随后西班牙形势恶化，以及中国公布的不佳的经济数据，都激发了市场的避险情绪，在美元走强的背景下，黄金料难以取得进一步突破，近期或向下降通道的下轨支撑回落。

四 国际汇市

1) 美指料突破三角形上行

美元指数近期保持强势，正在测试 1 月份以来整理三角形的上轨压力，考虑到三角形通常为中继形态，且西班牙形势将进一步激发对美元的需求，预计美元指数有较大可能会取得向上突破，并进一步挑战前期高点。

图7: 美指日K线图 (截至北京时间2012年4月16日)



2) 人民币日内波幅放宽

详见本文第一部分。

3) 欧元下行压力较大

欧元上周冲高回落，反弹夭折，短期走势负面，正在测试 2 月

份以来的波动区间下限 1.30, 考虑到近期美元强势, 欧元跌破 1.30 的概率较大, 则届时技术上将会形成一个较大的中期头部, 从而推动欧元进一步走低。

图8: 欧元日K线图 (截至北京时间2012年4月16日)



4) 英镑有下行压力

图9: 英镑日K线图 (截至北京时间2012年4月16日)



英镑上周追随欧元走势，冲高回落，当前正在测试1月份以来的上升趋势线。考虑到市场对英国央行新一轮的QE预期浓厚，英镑后市继续下行的压力较大，有可能跌向1.56一线。

5) 美元/日元跌势未尽

图10: 美元/日元日K线图 (截至北京时间2012年4月16日)



美元/日元上周大部分时间做小幅区间振荡，技术上已经构筑了一个小型的楔形形态，由于楔形通常为中继形态，所以我们倾向于认为美元/日元的跌势未尽，后市有进一步跌向80关口甚至更低价位的风险。

金融市场数据简报

(2012年4月16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	0.1500	3.4958	0.2586	0.5531	0.1059	4.4060	0.9920	0.0986
1周	0.1887	3.7942	0.2784	0.5800	0.1164	4.4160	1.0430	0.1100
1个月	0.2398	4.0129	0.3562	0.6891	0.1443	4.5100	1.1470	0.3021
3个月	0.4662	4.8368	0.6584	1.0188	0.1957	4.6860	1.3500	0.4021
6个月	0.7319	5.0709	0.9866	1.3306	0.3359	4.7920	1.5560	0.5514
9个月	0.8868	5.1175	1.1697	1.6020	0.4744	4.8960	1.6980	0.5979
1年	1.0487	5.1378	1.3456	1.8565	0.5523	4.9980	1.9260	0.8493

二、基准掉期利率 (ISDAFIX)

	美元	欧元	日元	英镑	港元
2年	0.5690	1.0190	0.3460	1.2370	0.5050
5年	1.1470	1.4880	0.4460	1.5500	1.0400
10年	2.1050	2.2170	0.9580	2.3450	1.8100
30年	2.8460	2.5070	1.8200		
5-2年	0.5780	0.4690	0.1000	0.3130	0.5350
10-2年	1.5360	1.1980	0.6120	1.1080	1.3050
30-2年	2.2770	1.4880	1.4740		

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	0.2780		0.1560	0.1210	0.4050	1.2590	0.2660
5年	0.8516	3.1590	0.7200	0.3010	0.9280	1.6380	0.5920
10年	1.9893	3.5480	1.7350	0.9510	2.0370	2.1280	1.2830
30年	3.1443		2.4340	1.9560	3.2470	2.6780	
5-2年	0.5736		0.5640	0.1800	0.5230	0.3790	0.3260
10-5年	1.1377	0.3890	1.0150	0.6500	1.1090	0.4900	0.6910
30-5年	2.2927		1.7140	1.6550	2.3190	1.0400	

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	0.696	1.494	1.749	2.309	0.418	1.216	1.471	2.031
5年	1.406	2.186	2.912	3.439	0.554	1.334	2.060	2.587
10年	3.168	3.851	3.952	4.778	1.179	1.862	1.963	2.789
5-2年	0.710	0.692	1.163	1.130	0.136	0.118	0.589	0.556
10-5年	1.762	1.665	1.040	1.339	0.624	0.527	-0.098	0.201
10-2年	2.472	2.357	2.203	2.469	0.761	0.646	0.492	0.758

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	1.3022	1.4940	2011-5-4	1.2624	2012-1-13	1.3078	1.3343	1.2961	0.471
日元	80.95	84.18	2012-3-15	75.35	2011-10-31	80.93	82.87	76.91	-4.991
人民币	6.3028	6.5391	2011-4-25	6.2846	2012-4-3	6.3058	6.2985	6.2950	-0.124
英镑	1.5828	1.6747	2011-4-28	1.5235	2012-1-13	1.5847	1.6008	1.5543	1.834
澳元	1.0323	1.1081	2011-7-27	0.9388	2011-10-4	1.0370	1.0346	1.0209	1.117
加元	0.9998	1.0658	2011-10-4	0.9407	2011-7-26	0.9997	0.9987	1.0213	2.150
港币	7.7571	7.8113	2011-8-9	7.7529	2012-2-14	7.7594	7.7661	7.7674	0.133
新加坡元	1.2515	1.3199	2011-10-4	1.1992	2011-7-27	1.2482	1.2577	1.2966	3.604
台币	29.516	30.7150	2011-10-4	28.480	2011-5-11	29.517	29.505	30.279	2.585
韩元	1137.45	1208.25	2011-10-4	1048.30	2011-7-27	1135.00	1133.10	1152.45	1.319
卢布	29.603	32.8935	2011-10-4	27.154	2011-5-4	29.559	29.347	32.137	8.560
美元	80.123	81.7840	2012-1-13	72.696	2011-5-4	79.888	79.004	80.178	-0.069

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	1.3022	1.3022	1.3023	1.3029	1.3042	1.3057	1.3070	1.3114	1.3147	1.3178	1.3207
日元	80.95	80.94	80.92	80.86	80.74	80.59	80.42	79.61	78.33	76.65	74.73
人民币	6.3028	6.2999	6.3035	6.3160	6.3238	6.3283	6.3315	6.3627	6.3958	6.4286	6.4615
英镑	1.5828	1.5828	1.5826	1.5819	1.5810	1.5800	1.5788	1.5736	1.5684	1.5667	1.5679
澳元	1.0323	1.0314	1.0288	1.0222	1.0130	1.0045	0.9963	0.9628	0.9324	0.9023	0.8815
加元	0.9998	1.0000	1.0005	1.0018	1.0040	1.0061	1.0083	1.0185	1.0289	1.0368	1.0410
港币	7.7571	7.7569	7.7560	7.7540	7.7506	7.7484	7.7461	7.7459	7.7486	7.7456	7.7351
新加坡元	1.2515	1.2515	1.2515	1.2512	1.2501	1.2489	1.2476	1.2445			
台币	29.516	29.514	29.493	29.429	29.329	29.236	29.157	28.837			
韩元	1137.45	1138.02	1139.93	1144.68	1151.15	1154.80	1158.40	1163.35	1160.95	1170.50	1167.50
卢布	29.603	29.635	29.739	29.993	30.383	30.766	31.158	32.797	34.497	36.239	37.901

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2012年4月16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	6.3028			0.130%		3.496%
7 天	6.2998	0.048%	2.482%	0.189%	-2.293%	3.830%
1 个月	6.3035	-0.011%	-0.133%	0.240%	0.373%	3.700%
3 个月	6.3160	-0.209%	-0.838%	0.466%	1.304%	3.310%
6 个月	6.3238	-0.333%	-0.666%	0.732%	1.398%	3.375%
9 个月	6.3283	-0.405%	-0.539%	0.887%	1.426%	3.285%
1 年期	6.3315	-0.455%	-0.455%	1.049%	1.504%	3.225%
2 年期	6.3627	-0.950%	-0.476%	0.573%	1.049%	3.195%
3 年期	6.4005	-1.550%	-0.519%	0.692%	1.211%	3.280%
4 年期	6.4332	-2.069%	-0.521%	0.901%	1.422%	3.380%
5 年期	6.4615	-2.518%	-0.509%	1.135%	1.644%	3.423%

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16日)



	2011-12-30	2012-4-9	2012-4-10	2012-4-11	2012-4-12	2012-4-13
招银人民币贸易加权汇率指数	124.9631	124.6686	124.5829	124.6082	124.4133	124.6216

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。