

分析师:

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

## 一 宏观经济回顾与展望——人民币放宽波幅后市场心态谨慎

上周，在避险与风险偏好交替的挤压下，多数金融市场失去方向，陷入区间振荡，这使得我们此前提出的国际市场正从危机模式向后危机模式转变的观点得以持续验证。

西班牙无疑是近期欧债危机的风暴中心，自希腊有序违约后，西班牙是否会申请援助乃至违约，直接牵动了避险情绪的高低起伏。由于西班牙是欧元区第四大经济体，市场普遍认为一旦西班牙出事，将是“大到救不起”的典型，并可能彻底引爆欧债危机。

前一周西班牙的国债拍卖表现不佳，导致西班牙10年期国债利率和主权CDS大幅飙升，颇有失去市场融资能力的征兆，不过，在各方努力下，西班牙上周的两轮国债拍卖顺利进行，且表现好于预期，初步显现了债务风险企稳的迹象。这一转变使得市场避险情绪得到缓解，而风险偏好出现抬升，但两者均无法在市场上居于主导地位。

另一重大变化也使得市场感到安心，就是IMF确认将从G20国家得到新的巨额增资，将使得IMF的放贷能力翻番，增长至超过1万亿美元，这无疑使得IMF对欧债危机的援助能力大幅提高，也降低了诸如西班牙等国在近期陷入融资困境的可能，使得做空重债国国债市场的行为变得面临风险。

虽然西班牙近期形势的变化显示欧债危机并未远去，但市场对危机已经不像此前希腊违约那样惊慌失措，而国际社会和组织在处理危机时也越来越富有经验。因此，我们倾向于认为，欧债危机的高潮阶段正接近尾声，随后将进入漫长的“治疗期”，期间危机仍会反复和倒退，但将越来越难以成为驱动市场运行的主导动力。

在这一理念下，我们认为风险资产的前景将逐步好转，市场的投机性将逐渐上升。当然，做出这一判断也将面临风险，一旦形势发展的不如我们预期，即欧债危机再度以排山倒海之势席卷金融市场的话，则我们可能会面临风险资产价格暴跌的压力。但在有更多证据证明欧债危机将会进一步恶化之前，我们将在中期内坚持上述观点。

本周美联储将举行议息会议，近期美国的诸多经济数据失去了1季度大幅改善的势头，转为稳中有降或表现温和，因此，伯南克以及联储成员对经济前景、通胀以及QE3的态度将是市场关注的焦

点。预计联储将对经济保持谨慎乐观，但保留进一步刺激经济的可能性，同时对通胀保持关注，简而言之，联储的态度不会较此前出现明显变化，QE3 预期不会明显抬头。

## 二 美国债券市场

图1: 国债收益率曲线两周变动

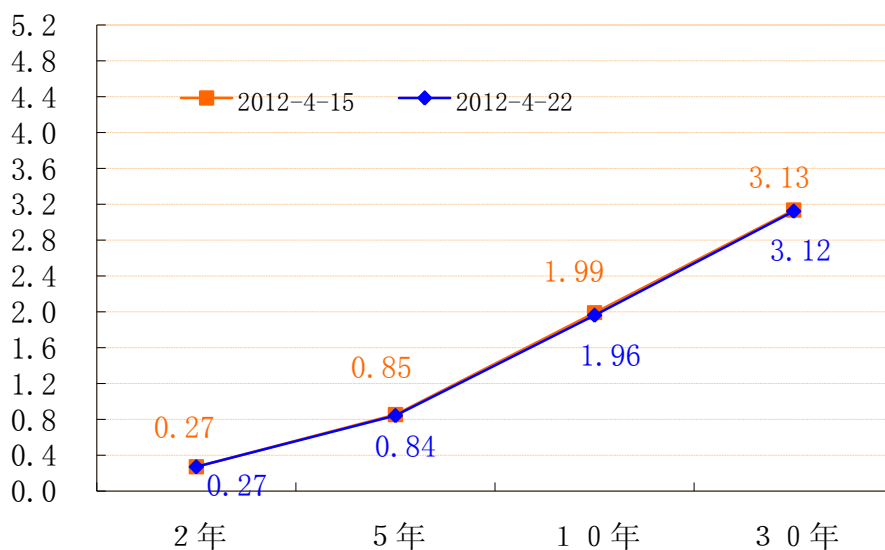
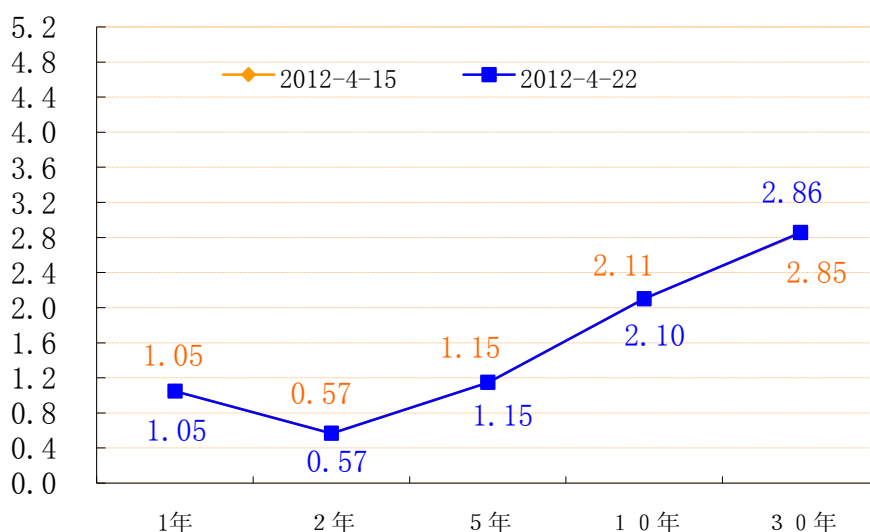


图2: 标准互换收益率曲线两周变动



美国债市方面，收益率曲线微幅变动，其中 10 年期国债收益率下跌 3 个基点，收于 1.96%；2 年期国债收益率持平于 0.27%。互换利率曲线也呈相应变动，其中 10 年期互换利率下降 1 个基点，

收于 2.10%；2 年期互换利率持平于 0.57%。

图3：10年期美债收益率日K线（截至北京时间2012年4月23日）



10 年期美债收益率上周继续低位振荡，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，存在下行压力，有测试下方 1.85% 的可能，这里是 7 个月来的长期上升趋势支撑所在，一旦跌破，可能引发一轮技术性下跌。该收益率若要摆脱下行压力，需首先升破 2.1% 的强阻力，目前看可能性较小，因此近期或以区间振荡为主。

### 三 黄金市场

金价上周陷入窄幅振荡整理，表现为今年以来最平淡。短期来看，西班牙形势的缓解，IMF 资金规模的扩大，使得市场对黄金的需求不振，令金价失去上行动力，但传言 COMEX 期金在 1650 美元的执行价有大量期权即将于 5 月到期，这可能吸引部分投机资金推高金价，从而限制金价的跌幅。

因此，金价近期或许将在 1610-1680 之间陷入振荡，除非出现有力事件打破均衡，但就整体观点来说，我们对金价的中期走势偏于负面。

图4: 黄金日K线图 (截至北京时间2012年4月23日)



## 四 国际汇市

### 1) 美指运行至三角形尾声

图5: 美指日K线图 (截至北京时间2012年4月23日)

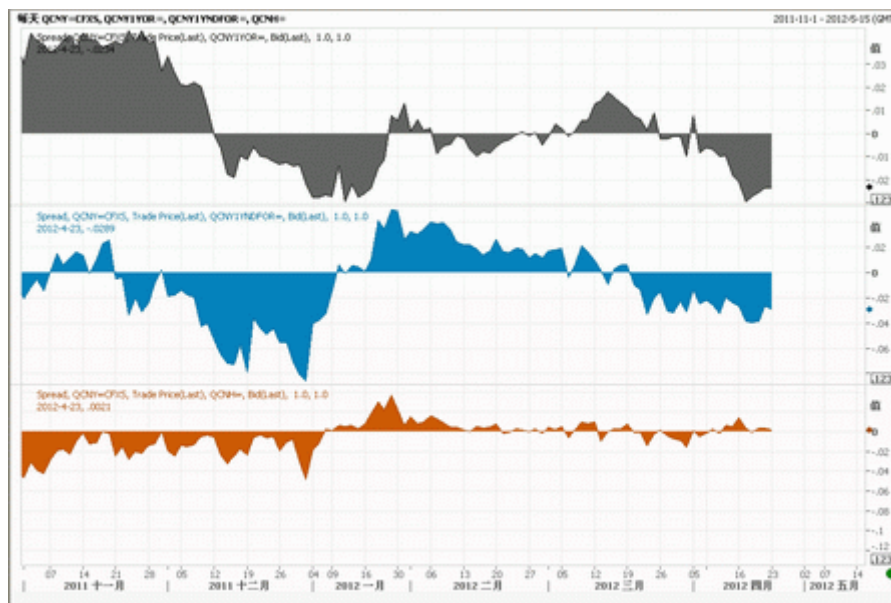


美元指数上周冲高回落, 未能突破三角形上轨, 目前再度跌至下轨支撑附近。从中期图表来看, 美元指数已经运行至三角形型态的尾声, 波幅收窄, 显示突破在即, 虽然短线美指偏弱, 但理论上美指后市向上突破的概率较大, 一旦突破上轨压力即 80 关口, 美

指有望展开一波升势。

## 2) 人民币放宽波幅对企业与银行的潜在影响

图6: 人民币DF、NDF与CNH



上周是人民币放宽波幅后的第一个交易周,从银行间市场来看,日内波幅不仅没有放宽,反而较此前有所收窄。

究其原因,主要是在放宽波幅后,做为市场参与主体的银行心态偏于谨慎,在新交易规则尚未建立和风险不明的情况下,倾向观望市场走势,主动缩减了自营头寸,导致市场流动性下降,波幅收敛。

而从境内外远期市场观察,在周初,贬值预期一度有所加大,但很快企稳,并未见到贬值预期的明显变化。而客户层面虽有焦虑心态显现,但购汇客盘并未见到明显增长。应该说,无论是市场层面还是客户层面,都较好的适应了此次放宽波幅的变化,这为中国货币当局进一步推进汇率形成机制的改革打下了基础。

但是,新交易区间改革的推出,也将不可避免的带来影响:

一是会加大企业与银行的涉汇风险,在将波幅放宽至2%后,理论上每日的报价差异可达1200点以上,意味着客户在不同时点询价会得到大相径庭的报价,如果日内报价波动剧烈,客户的操作风险将上升。同时,做为市场参与主体的银行,也将面临结售汇业务

风险上升的问题，特别是在有关部门发文允许银行持有隔夜美元空头头寸之后，人民币外汇市场的投机性将会逐步上升，在一定程度上加大了银行的涉汇风险。

二是在风险加大的基础上，可能出现不利于客户的局面。银行为了规避潜在风险，在一定阶段内对客户的报价可能会变差，点差拉宽，或提高远期结售汇的保证金要求，这将不利于客户资金成本的确定。

三是在风险加大与投机性增加的条件之下，预计银行将会积极适应新环境，加速推出新的汇率类衍生产品，以满足不同企业的需求，而衍生类产品的完善丰富，一方面将加大监管部门的监管难度，另一方面可能会进一步助长市场的投机性与波动性。虽然投机并不总是受到欢迎，但没有投机机会的市场是最不受欢迎的，且会造成缺少对冲机会与流动性空间。今后人民币汇率市场投机类产品的丰富与投机行为的增加，将成为人民币外汇市场逐步成熟的重要标志。

### 3) 欧元陷入区间振荡

图7：欧元日K线图（截至北京时间2012年4月23日）



欧元上周大部分时段维持振荡整理，但周五出现冲高。不过总体来看，近期欧债形势的不断反复，使得欧元失去了短期方向，已陷入振荡走势。日图 KD 指标于中轨下方企稳，似有横盘倾向，也

显示市场方向迷茫。预计短期内欧元将在 1.30-1.33 区间内振荡。

## 4) 英镑强劲上扬

图8：英镑日K线图（截至北京时间2012年4月23日）



由于有迹象显示英国央行可能并不会如预期那样扩大QE规模，英镑受到激励，上周强劲上扬，并一举突破了2月份以来的上轨压力。目前英镑已经十分接近前期重要高点1.6160，如果不能突破，则英镑后市依然面临回落压力。

## 5) 美元/日元下行风险并未排除

美元/日元上周一度出现强劲反弹，颇有触底之意，一方面是在连续大幅回调后，美元/日元已经积累了一定的反弹能量，另一方面是市场普遍猜测本周日本央行将进一步扩大QE规模。

不过，美元/日元测试3月份以来的下降压力线尚未证明已经突破，也即跌势并未终结，因此，只要该压力线不破，则美元/日元仍有继续下行的风险，不排除重新跌向80关口的可能。

图9: 美元/日元日K线图 (截至北京时间2012年4月23日)



## 6) 澳元测试下降通道上轨压力

澳元上周围绕 1.0350 陷入窄幅整理, 持续测试下降通道的上轨压力, 只有突破该压力线, 澳元才能打开进一步向上反弹的空间, 否则下行压力将持续。

图10: 美元/日元日K线图 (截至北京时间2012年4月23日)



## 金融市场数据简报

(2012年4月23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	0.1480	3.4000	0.2579	0.5525	0.1059	4.3940	0.9860	0.0993
1周	0.1907	3.9525	0.2800	0.5788	0.1164	4.4000	1.0340	0.1100
1个月	0.2398	4.0875	0.3551	0.6875	0.1443	4.4980	1.1390	0.3025
3个月	0.4657	4.7658	0.6504	1.0131	0.1957	4.6780	1.3450	0.4025
6个月	0.7304	5.0441	0.9784	1.3334	0.3359	4.7860	1.5760	0.5618
9个月	0.8858	5.1046	1.1526	1.6064	0.4744	4.8880	1.7590	0.6093
1年	1.0477	5.1311	1.3303	1.8609	0.5523	4.9900	1.9970	0.8611

### 二、 基准掉期利率 (ISDAFIX)

	美元	欧元	日元	英镑	港元
2年	0.5670	1.0470	0.3450	1.3610	0.5000
5年	1.1490	1.5150	0.4430	1.7260	1.0000
10年	2.1030	2.2270	0.9590	2.4850	1.7700
30年	2.8590	2.4950	1.8380		
5-2年	0.5820	0.4680	0.0980	0.3650	0.5000
10-2年	1.5360	1.1800	0.6140	1.1240	1.2700
30-2年	2.2920	1.4480	1.4930		

### 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	0.2702		0.1260	0.1140	0.4640	1.1980	0.2720
5年	0.8413	3.1490	0.6670	0.2890	1.1300	1.5150	0.5710
10年	1.9612	3.5500	1.7290	0.9390	2.1740	1.9860	1.2300
30年	3.1216		2.3860	1.9560	3.3390	2.5490	
5-2年	0.5711		0.5410	0.1750	0.6660	0.3170	0.2990
10-5年	1.1199	0.4010	1.0620	0.6500	1.0440	0.4710	0.6590
30-5年	2.2803		1.7190	1.6670	2.2090	1.0340	

### 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	0.693	1.464	1.792	2.233	0.423	1.194	1.522	1.963
5年	1.420	2.132	2.898	3.447	0.579	1.291	2.057	2.606
10年	3.154	3.834	3.922	4.773	1.193	1.873	1.961	2.812
5-2年	0.727	0.668	1.106	1.214	0.156	0.097	0.535	0.643
10-5年	1.734	1.702	1.024	1.326	0.614	0.582	-0.096	0.206
10-2年	2.461	2.370	2.130	2.540	0.770	0.679	0.439	0.849

## 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	1.3190	1.4940	2011-5-4	1.2624	2012-1-13	1.3219	1.3343	1.2961	1.767
日元	81.34	84.18	2012-3-15	75.35	2011-10-31	81.52	82.87	76.91	-5.446
人民币	6.3058	6.5391	2011-4-25	6.2846	2012-4-3	6.3086	6.2985	6.2950	-0.171
英镑	1.6116	1.6747	2011-4-28	1.5235	2012-1-13	1.6122	1.6008	1.5543	3.687
澳元	1.0338	1.1081	2011-7-27	0.9388	2011-10-4	1.0380	1.0346	1.0209	1.264
加元	0.9945	1.0658	2011-10-4	0.9407	2011-7-26	0.9924	0.9987	1.0213	2.695
港币	7.7606	7.8113	2011-8-9	7.7529	2012-2-14	7.7606	7.7661	7.7674	0.088
新加坡元	1.2490	1.3199	2011-10-4	1.1992	2011-7-27	1.2484	1.2577	1.2966	3.811
台币	29.476	30.7150	2011-10-4	28.480	2011-5-11	29.501	29.505	30.279	2.724
韩元	1139.65	1208.25	2011-10-4	1048.30	2011-7-27	1139.55	1133.10	1152.45	1.123
卢布	29.441	32.8935	2011-10-4	27.154	2011-5-4	29.603	29.347	32.137	9.156
美元	79.260	81.7840	2012-1-13	72.696	2011-5-4	79.194	79.004	80.178	-1.145

## 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	1.3190	1.3191	1.3192	1.3197	1.3209	1.3222	1.3235	1.3273	1.3297	1.3325	1.3358
日元	81.34	81.33	81.32	81.26	81.15	80.99	80.83	80.01	78.70	77.01	75.03
人民币	6.3058	6.3023	6.3075	6.3175	6.3273	6.3325	6.3375	6.3669	6.3964	6.4257	6.4550
英镑	1.6116	1.6115	1.6112	1.6106	1.6095	1.6081	1.6065	1.5978	1.5883	1.5832	1.5833
澳元	1.0338	1.0329	1.0300	1.0238	1.0147	1.0060	0.9981	0.9647	0.9343	0.9063	0.8829
加元	0.9945	0.9946	0.9951	0.9965	0.9988	1.0014	1.0042	1.0159	1.0282	1.0370	1.0427
港币	7.7606	7.7605	7.7598	7.7578	7.7551	7.7531	7.7522	7.7525	7.7585	7.7576	7.7391
新加坡元	1.2490	1.2490	1.2490	1.2486	1.2475	1.2460	1.2446	1.2411			
台币	29.476	29.466	29.455	29.400	29.310	29.216	29.146	28.826			
韩元	1139.65	1140.18	1141.96	1146.57	1152.82	1156.45	1159.73	1163.48	1162.67	1164.49	1164.68
卢布	29.441	29.477	29.573	29.826	30.219	30.609	30.994	32.626	34.339	36.059	37.759

## 招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2012年4月23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	6.3060			0.100%		3.410%
7 天	6.3015	0.071%	3.721%	0.191%	-3.530%	3.970%
1 个月	6.3075	-0.024%	-0.285%	0.240%	0.525%	3.570%
3 个月	6.3175	-0.182%	-0.729%	0.466%	1.195%	3.405%
6 个月	6.3265	-0.325%	-0.650%	0.730%	1.381%	3.365%
9 个月	6.3325	-0.420%	-0.560%	0.886%	1.446%	3.255%
1 年期	6.3375	-0.500%	-0.500%	1.048%	1.547%	3.220%
2 年期	6.3669	-0.966%	-0.484%	0.568%	1.052%	3.198%
3 年期	6.4300	-1.966%	-0.660%	0.695%	1.355%	3.250%
4 年期	6.4600	-2.442%	-0.616%	0.903%	1.519%	3.328%
5 年期	6.4550	-2.363%	-0.477%	1.134%	1.611%	3.403%

### 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23日)



	2011-12-30	2012-4-16	2012-4-17	2012-4-18	2012-4-19	2012-4-20
招银人民币贸易加权汇率指数	124.9631	124.2639	124.5458	124.6166	124.6455	124.4275

### 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。**