

分析师:

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

一 宏观经济回顾与展望——欧洲政局变化打击风险资产

欧洲政局的最新变化，令金融市场措手不及，对于风险资产而言，几乎出现了最难以让人接受的局面，主张“开倒车”的政党纷纷在竞选中获胜，这意味着紧张形势可能再次爆发。

奥朗德在法国大选中获胜，欧元区双核心中的一核遭遇政坛地震。德国、法国一直是欧元区最强大的两个经济体，两国不但较为成功的抵御了经济衰退，而且在约束、援助重债国方面一直联手行动，且达成了所谓的“财政联盟”，其确立的方针是，包括德国、法国在内的欧元区国家，都必须严格财政纪律，以经济放缓换取财政稳定，同时受援国必须接受苛刻的财政紧缩条件。

但是奥朗德的政策更加注重经济增长而非财政紧缩，他甚至表示当选后会要求重新就财政纪律进行谈判。奥朗德的当选，或许意味着欧洲的“双核机制”将出现问题，从而动摇欧元区稳定的政治基础。同时，奥朗德可能会大张旗鼓的违反财政纪律，增加政府支出，从而损害法国的财政稳定，威胁到法国的评级（标普已在去年调降了法国的 AAA 评级）。

希腊的问题与法国很像，支持财政紧缩计划的政党失去议会多数席位，希腊民众用这一方式向现政府说不。需要担忧的是，希腊此前获得的两轮大规模援助，其政治基础就是许诺在国内进行大规模财政紧缩，一旦这一基础不在，希腊就将面临难以获得后续援助资金的问题，而有关希腊将退出欧元区的议题可能也会重启。

如果站在更宏观的角度观察法国、希腊政局的变化，这实际上代表了财政纪律与经济增长之间的较量。以前开出的药方是以经济低迷换取财政健康，这已经导致重债国陷入严重的经济危机和失业状态，并且导致法国这样的核心国家民众的严重不满（这一情绪在德国也广泛存在），政局的变化，表明民众宁可要增长，也不要财政，这是对现有危机解决机制的重大挑战。如何在解决危机与抚慰民众之间取得平衡，是欧盟、IMF 等机构需要认真思考的问题。

而对市场而言，风险资产短期内无疑遭到打击，外汇、股票等市场的下跌将会继续发酵，但我们认为这一冲击可能将是短期的和有限的。新政府上台之后，是继续坚持其在野时的强硬态度，还是转向务实，寻求合作与妥协，才是决定风险资产下一步方向的重大问题。

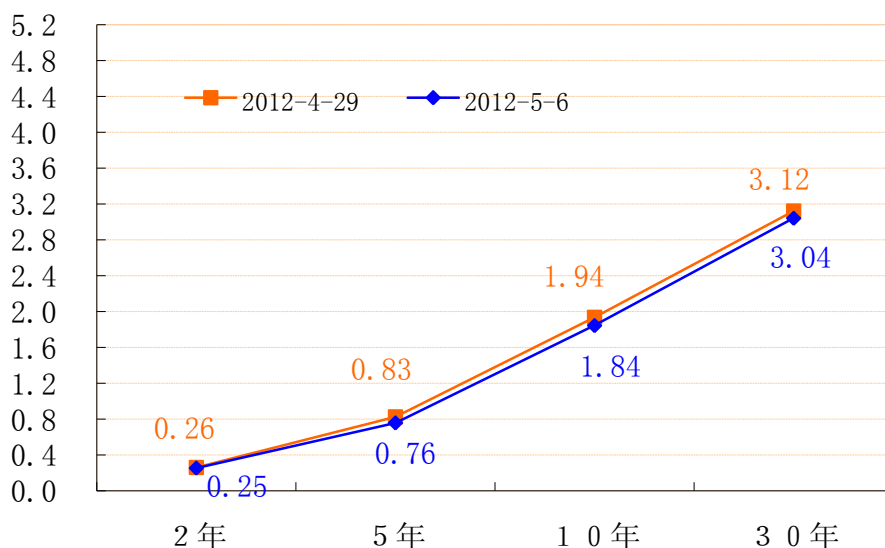
我们认为，新政府将会有有限的坚持强硬态度，但也不会鲁莽拒绝与外部的合作，因此，在市场情绪稳定之后，风险资产价格将出现反弹。

除了政局的变化，接下来需要关注的，还有西班牙、意大利的金融市场。在法、希政局变化后，市场力量将会认为西班牙、意大利要么会受到上述影响，要么会因此失去援助的有力后盾，而不管怎样，抛空两国的国债和买入两国的 CDS，是检验这一判断是否正确的试金石。我们预期，投机力量近期将会寻找机会做空上述两国。

而上周引起轩然大波的美国非农就业数据，对市场的影响力反倒退居其次了，不过，总体来看，非农就业表明美国经济在 2 季度表现相对较差，对市场仍然会带来激发避险情绪的作用，而美元在非农数据出台之后仅出现温和的下跌已经表明，目前不是抛弃美元的好时机。

二 美国债券市场

图1: 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，并呈陡峭化变动，其中 10 年期国债收益率下跌 10 个基点，收于 1.84%；2 年期国债收益率下滑 1 个基点，收于 0.25%。互换利率曲线也呈相应变动，其中 10 年期互换利率下降 7 个基点，收于 2.02%；2 年期互换利率下降 2 个基点，收于 0.57%。

图2: 标准互换收益率曲线两周变动

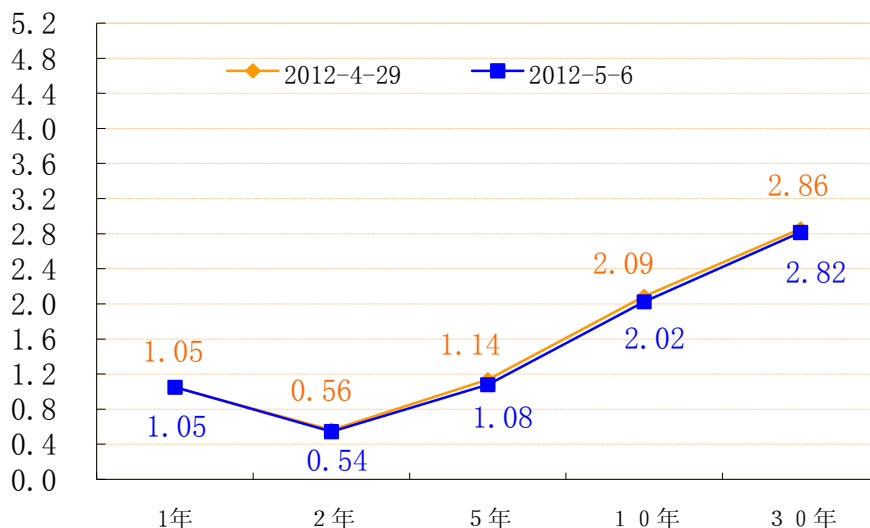
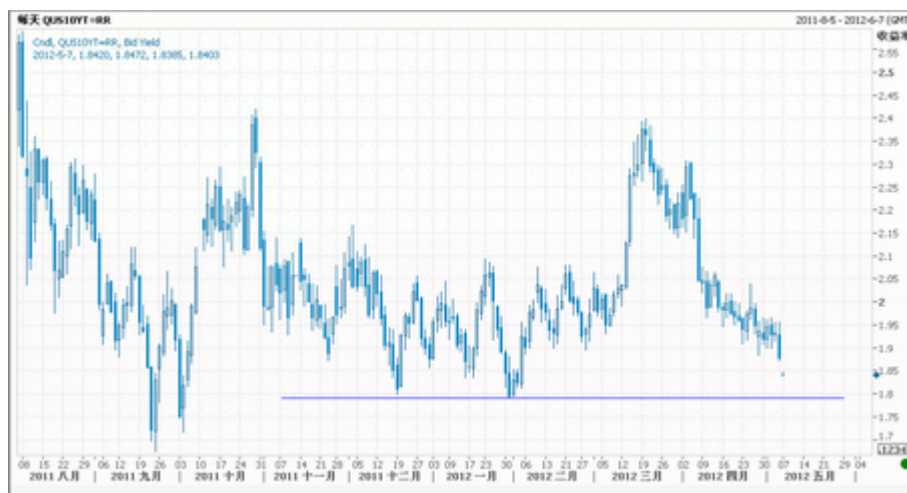


图3: 10年期美债收益率日K线 (截至北京时间2012年5月7日)



10年期美债收益率上周振荡走低, 今晨已跌至1.85%附近, 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, 考虑到欧洲政治局势的不确定性, 10年期美债收益率继续下行的风险不能排除。该收益率若要摆脱下行压力, 需首先冲破2.1%的强阻力, 目前看可能性较小。

三 黄金市场

上周美元指数反弹, 导致以美元计价的黄金价格下跌, 即使糟糕的美国非农数据, 也没能因QE3预期而推动金价上扬。

同时，欧洲的政治风险在上周引而不发，也对金价带来压力，这再次证明了黄金无法避险。

短期而言，金价仍在 1610-1680 间做区间振荡，短期似乎尚无打破这一区间的可能，但上方自 3 月份起存在一条下降压力线，而下方的一条长达数年的长期上升趋势线正不断抬升，两者将会上下夹击金价，预计金价波幅将逐渐收窄，并寻求突破，如果美元进一步走强，金价下破的风险将会逐渐上升。

图4：黄金日K线图（截至北京时间2012年5月7日）



四 国际汇市

1) 美指向上突破三角形

图5：美指日K线图（截至北京时间2012年5月7日）

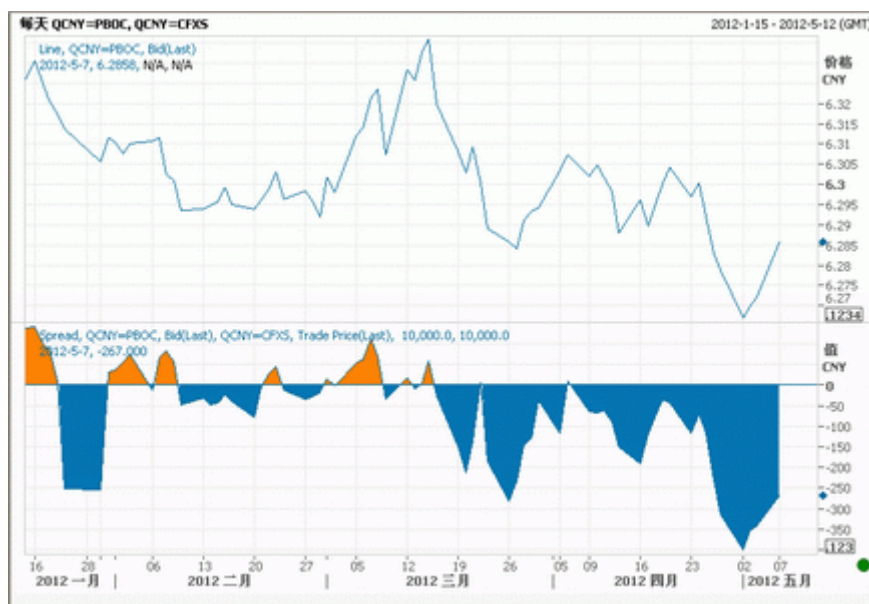


美元指数上周寻获支撑振荡反弹，重新构筑了三角形的下轨支撑，在周末欧洲政局变化的刺激下，美指今晨开盘向上跳空，走势强劲。

预计美指短线有回补缺口的压力，但之后倾向于继续上行，有测试 80.50 甚至 81 阻力位的可能。

2) 人民币市场三大焦点急需破题

图6: 人民币中间价与即期汇率价差



人民币波幅放宽、允许银行隔夜持有美元空头等新政推出至今，已过去 3 个交易日，从市场表现来看，波幅并没有出现预期中的放大，反而较新政出台前收窄，即期汇率的波动率已大幅下滑至接近历史最低水平。

两点原因导致了银行的谨慎心态，一是扩大波幅后，使得价格边界扩大，就好象在小岛上住惯了的人，突然来到广袤的大陆，四顾颇有茫然之感；二是允许银行隔夜持有美元空头后，市场的双向风险突然加大，机构间的博弈局面被放大，但却并无“趁手兵器”可用。在这些因素制约下，我们不仅没有看到市场的活跃，反而看到银行主动收缩了自营盘头寸。

对于接下来人民币外汇市场的运行，以下几点急需破题：

一是中间价的形成机制。中间价对人民币汇率一直起到“推波助澜”或是“定海神针”的作用，在过去几年间对于推动人民币升值，或在市场出现极端价格变化，稳定即期汇率方面，发挥了重要作用。

但是，此次放宽波幅后，我们看到中间价与即期价格的价差不断拉大，特别是4月底以后，中间价连续大幅高开，但即期汇率稳如泰山，5月2日这天中间价与收盘价的价差高达400点，相当于即期价格波动0.6%，但实际当天的即期价格波幅仅有0.15%。这种局面的出现，凸显出市场并不认可中间价的强烈信号。虽然央行可以依靠中间价来引导市场的波动，但长此以往，显然不利于市场因素在人民币汇率形成中发挥更大的作用。

因此，有必要改革中间价的形成机制，在不放弃央行主导权的前提下，可考虑加大市场力量，特别是做市商银行对于中间价意见的权重，使得中间价与市场价格能够大体一致运行，避免脱节走势。

二是活跃市场。目前即期汇率死水微澜的局面显然不能长期持续，但结售汇市场基本由国有大行和主要的做市商股份制银行所构成，交易思路和交易风格趋于一致，急需新的交易主体参与，市场参与的主体越多，越能全面反映市场的不同观点，活跃度也就会越高。

三是新产品的推出。双向波动与波幅放宽后，无论企业还是银行，面临的汇率风险都大幅上升，原有的远期等产品已经不能满足新形势的发展，而市场活跃度的提升也有赖于更多产品入市。因此，有必要加速期权、期货等衍生品的发展，期权虽然已经推出，但市场流动性极差，而双向波动则为期权的发展提供了天然土壤。

2008年金融危机后，国内有一种不正确的倾向，即谈衍生品色变，似乎衍生品就是洪水猛兽，但这种想法大可不必，随着金融市场的发展，衍生品将不可避免的被摆到台面上来，发达国家金融市场的发展历程已经充分证明了这一点。

衍生品虽然可能带来潜在损失，且可能加剧市场的投机性，但其在风险对冲、产品选择、活跃市场等方面的作用，是无可替代的。因此，如何在人民币外汇市场上创设、运用更多的衍生品（以远期、期权为基础）以及衍生品组合，将会成为未来几年间人民币市场的热门话题。

3) 欧元测试关键支撑

图7: 欧元日K线图 (截至北京时间2012年5月7日)



欧元上周冲高回落，政治风险以及不佳的美国非农数据所引发的避险情绪都打压欧元走势。今晨开盘后，欧元大幅跳空低开，一举跌破3个月来的重要关键支撑1.30一线。

目前欧元存在回补缺口的反弹动力，短线或有反弹，而回补缺口后理论上会再次下行，尚不能确认1.30的关键支撑已经有效跌破，一旦确认跌破的有效性，预计欧元会大幅下滑至1.2650甚至更低。

4) 英镑冲高回落

图8: 英镑日K线图 (截至北京时间2012年5月7日)



英镑上周冲高回落，全周陷于跌势，重新跌回前期重要高点1.6160的下方，日图KD指标也出现高位死叉征兆，显示英镑或有展开更大调整的风险。1.5980附近存在中期上升趋势线，若改支撑失守，则英镑始于1月的本轮涨势将告一段落。

5) 避险情绪推升日元

美元/日元上周振荡整理，波幅有限，但从中期角度而言，美元/日元仍位于3月中旬以来的下降通道中运行，虽然KD指标已经于低位钝化，但跌势尚未见到明显的缓解迹象。

由于欧洲政局的变化，市场避险情绪升温，日元做为避险货币受到青睐，如果欧洲局势急需动荡，则美元/日元可能进一步跌向78.50一线。

图9: 美元/日元日K线图 (截至北京时间2012年5月7日)



6) 澳元跌破重要支撑

澳洲联储上周意外大幅降息，打压澳元多头人气，同时大宗商品价格出现较大跌幅，损害了澳元上行基础，澳元大幅下挫，并于上周五跌破1.02一线的关键支撑，今晨开盘后跳空低开。

短期而言，日图KD指标于中轨处出现死叉迹象，支持汇价下

行，澳元在短线回抽 1.02 后有较大可能急需下行，测试 1.0 平价关口。

图10: 美元/日元日K线图 (截至北京时间2012年5月7日)



金融市场数据简报

(2012年5月7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	0.1470	2.9575	0.2550	0.5519	0.1087	3.9020	0.9850	0.0979
1周	0.1896	3.8292	0.2770	0.5769	0.1179	3.9620	1.0310	0.1100
1个月	0.2388	3.9321	0.3429	0.6838	0.1443	4.0240	1.1360	0.3030
3个月	0.4659	4.6844	0.6207	1.0106	0.1957	4.2160	1.3470	0.4032
6个月	0.7284	5.0025	0.9376	1.3328	0.3359	4.4480	1.5980	0.5625
9个月	0.8888	5.0854	1.1052	1.6083	0.4744	4.6100	1.8100	0.6132
1年	1.0492	5.1038	1.2782	1.8615	0.5523	4.7380	2.0440	0.8625

二、基准掉期利率 (ISDAFIX)

	美元	欧元	日元	英镑	港元
2年	0.5430	0.9110	0.3430	1.3300	0.5000
5年	1.0790	1.3560	0.4290	1.6540	0.9900
10年	2.0240	2.0970	0.9240	2.4020	1.7720
30年	2.8160	2.4310	1.7930		
5-2年	0.5360	0.4450	0.0860	0.3240	0.4900
10-2年	1.4810	1.1860	0.5810	1.0720	1.2720
30-2年	2.2730	1.5200	1.4500		

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	0.2540		0.1030	0.1090	0.4140	1.4290	0.2780
5年	0.7581	3.1580	0.6430	0.2690	1.0050	1.6790	0.5400
10年	1.8437	3.5520	1.7040	0.8940	1.9960	2.0920	1.2110
30年	3.0407		2.4110	1.9560	3.2700	2.6220	
5-2年	0.5041		0.5400	0.1600	0.5910	0.2500	0.2620
10-5年	1.0856	0.3940	1.0610	0.6250	0.9910	0.4130	0.6710
30-5年	2.2826		1.7680	1.6870	2.2650	0.9430	

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	0.690	1.387	1.741	2.284	0.436	1.133	1.487	2.030
5年	1.397	2.035	2.844	3.354	0.639	1.277	2.086	2.596
10年	3.085	3.665	3.831	4.643	1.241	1.821	1.987	2.799
5-2年	0.707	0.648	1.103	1.070	0.203	0.144	0.599	0.566
10-5年	1.688	1.630	0.987	1.289	0.602	0.544	-0.099	0.203
10-2年	2.395	2.278	2.090	2.359	0.805	0.688	0.500	0.769

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	1.2977	1.4697	2011-6-7	1.2624	2012-1-13	1.3084	1.3239	1.2961	0.123
日元	79.81	84.18	2012-3-15	75.35	2011-10-31	79.85	79.82	76.91	-3.634
人民币	6.3142	6.5098	2011-5-16	6.2769	2012-5-1	6.3061	6.2795	6.2950	-0.304
英镑	1.6128	1.6618	2011-8-19	1.5235	2012-1-13	1.6151	1.6234	1.5543	3.764
澳元	1.0129	1.1081	2011-7-27	0.9388	2011-10-4	1.0182	1.0429	1.0209	-0.784
加元	0.9981	1.0658	2011-10-4	0.9407	2011-7-26	0.9961	0.9872	1.0213	2.324
港币	7.7629	7.8113	2011-8-9	7.7529	2012-2-14	7.7608	7.7585	7.7674	0.058
新加坡元	1.2493	1.3199	2011-10-4	1.1992	2011-7-27	1.2447	1.2372	1.2966	3.786
台币	29.313	30.7150	2011-10-4	28.480	2011-5-11	29.235	29.169	30.279	3.296
韩元	1139.23	1208.25	2011-10-4	1048.30	2011-7-27	1131.50	1130.13	1152.45	1.160
卢布	29.786	32.8935	2011-10-4	27.400	2011-7-27	29.313	29.382	32.137	7.893
美元	79.956	81.7840	2012-1-13	72.696	2011-5-4	79.498	78.776	80.178	-0.277

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	1.2977	1.2978	1.2979	1.2985	1.2998	1.3016	1.3033	1.3093	1.3137	1.3196	1.3237
日元	79.81	79.80	79.78	79.73	79.61	79.46	79.30	78.51	77.32	75.74	73.86
人民币	6.3142	6.2975	6.3140	6.3320	6.3440	6.3535	6.3605	6.1884	6.2860	6.3829	6.4800
英镑	1.6128	1.6127	1.6125	1.6119	1.6109	1.6097	1.6085	1.6014	1.5931	1.5883	1.5880
澳元	1.0129	1.0121	1.0094	1.0039	0.9963	0.9891	0.9824	0.9539	0.9251	0.8995	0.8771
加元	0.9981	0.9982	0.9987	1.0001	1.0025	1.0051	1.0076	1.0182	1.0285	1.0362	1.0411
港币	7.7629	7.7629	7.7625	7.7610	7.7590	7.7577	7.7564	7.7602	7.7690	7.7745	7.7755
新加坡元	1.2493	1.2494	1.2494	1.2492	1.2484	1.2469	1.2460	1.2420			
台币	29.313	29.311	29.289	29.219	29.124	29.032	28.951	28.435			
韩元	1139.23	1139.71	1141.60	1145.85	1151.63	1155.63	1159.18	1168.23	1168.25	1178.15	1174.39
卢布	29.786	29.817	29.938	30.186	30.601	30.996	31.376	33.133	34.921	36.796	38.655

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2012年5月7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	6.3142			0.150%		2.970%
7 天	6.2975	0.264%	13.791%	0.190%	-13.601%	3.850%
1 个月	6.3140	0.003%	0.038%	0.239%	0.201%	3.680%
3 个月	6.3320	-0.282%	-1.128%	0.466%	1.593%	3.555%
6 个月	6.3440	-0.472%	-0.944%	0.728%	1.672%	3.480%
9 个月	6.3535	-0.622%	-0.830%	0.889%	1.719%	3.400%
1 年期	6.3605	-0.733%	-0.733%	1.049%	1.782%	3.358%
2 年期	6.1884	1.992%	0.991%	0.554%	-0.438%	3.310%
3 年期	6.4325	-1.874%	-0.628%	0.657%	1.285%	3.358%
4 年期	6.4450	-2.072%	-0.522%	0.844%	1.365%	3.400%
5 年期	6.4800	-2.626%	-0.531%	1.062%	1.593%	3.478%

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5月7日)



	2011-12-30	2012-4-30	2012-5-1	2012-5-2	2012-5-3	2012-5-4
招银人民币贸易 加权汇率指数	124.9631	124.3784	124.4757	124.2106	124.2515	124.3429

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。