

分析师:

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

一 宏观经济回顾与展望——希腊退出欧元区的风险上升

有关希腊将退出欧元区的观点，在过去两年间看起来有点超现实主义，但是，现在似乎正在变得具有可行性。

希腊的三大政党近期组阁均告失败，这意味着希腊有很大可能在6月进行第二轮选举，而反对财政紧缩的政党很可能在未来获得组阁权，也就是说，希腊可能在不久后出现一个逆援助方案的政府。

新政府可能会采取两种可能的路线：一、要求重新就援助条款进行谈判，拒绝接受目前希腊民众认为的“苛刻的方案”；二、彻底推翻现行援助方案，与欧盟、欧央行、IMF、德国等闹翻，并择机退出欧元区。

无论哪种方案，对市场而言都是坏消息，无论是讨价还价，还是退出欧元区，都意味着希腊无法获得新的援助资金，同时表明现有救助机制失效，希腊将陷入无序违约。更糟的是，葡萄牙等其他国家也可能仿效。

在以往，欧洲官员对希腊退出欧元区的问题嗤之以鼻，但现在似乎开始对市场进行“心理辅导”，已经有不止一国高官表态，对希腊退出机制持开放态度。

对这一问题，我们有以下观点：

1) 希腊退出欧元区当然会导致风险资产的大幅下跌，这不仅会体现在欧元身上，也会体现在诸如全球股市、大宗商品等，且欧洲银行间流动性将会抽紧，欧元、美元的LIBOR会止跌返升；

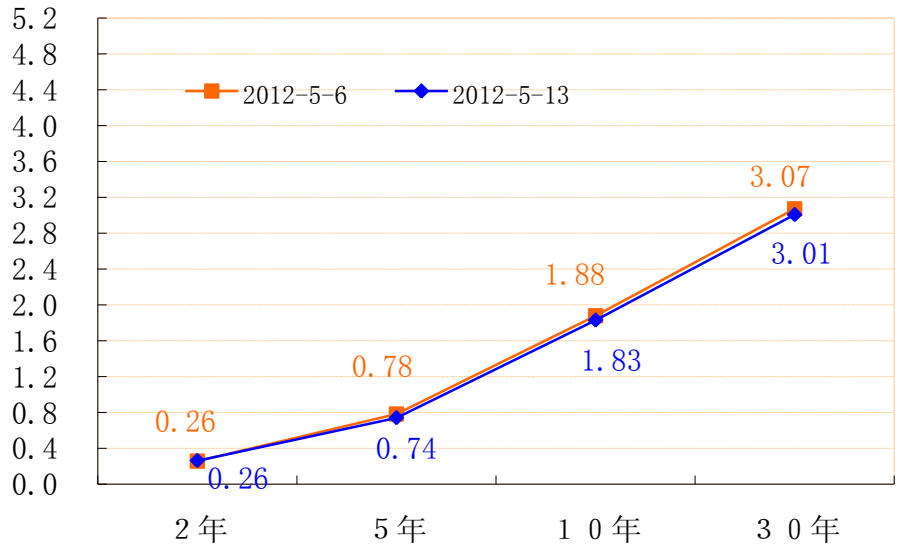
2) 但是，风险资产的下跌会发生在希腊退出之前的酝酿阶段，即“传闻中买入”的阶段，一旦事实发生，如果没有引发葡萄牙等国的效仿，那么意味着风险资产的一个阶段性底部来临，因此，希腊退出欧元区或许是介入欧元乃至风险资产的机会，即“事实后卖出”；

3) 在糟糕的市况下，欧洲央行必然会祭出第三轮LTRM，美联储等多国央行可能会再次联合释放短期流动性；

4) 就长远观点而言，希腊退出欧元区有利于欧元资产价值的重估，相当于剥离不良资产；

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，其中 10 年期国债收益率下跌 5 个基点，收于 1.83%；2 年期国债收益率上涨 1 个基点，收于 0.26%。互换利率曲线也呈相应变动，其中 10 年期互换利率下降 3 个基点，收于 1.99%；2 年期互换利率上涨 6 个基点，收于 0.60%。

图2: 标准互换收益率曲线两周变动

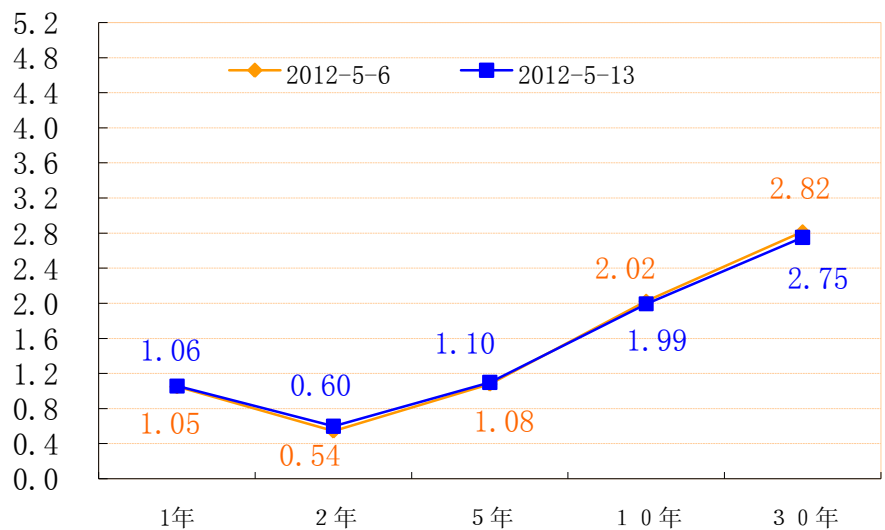
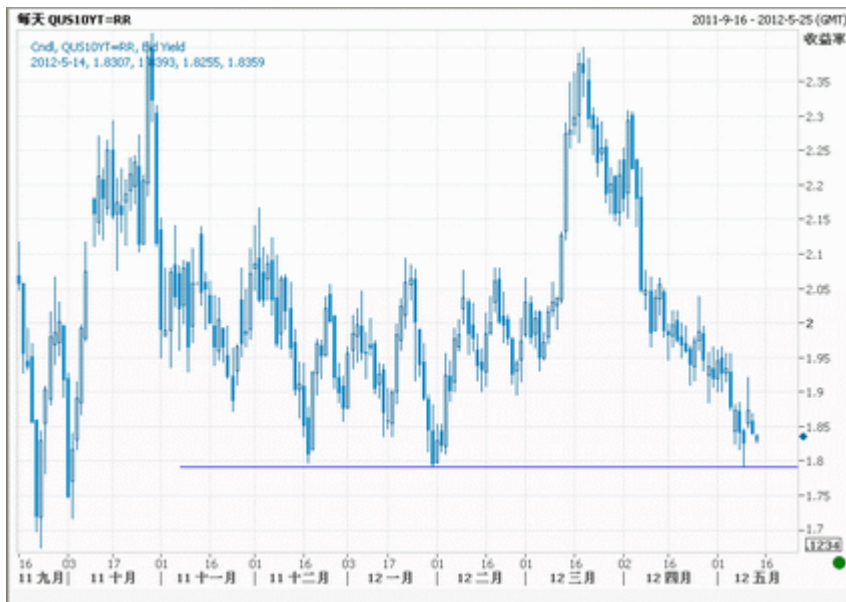


图3: 10年期美债收益率日K线(截至北京时间2012年5月14日)



10年期美债收益率上周走势反复,触及1.79%的低点后强劲反弹,但很快再次回落,整体来看,仍在延续下行趋势。1.80%附近为去年12月和今年1月低点,支撑强劲,且具有分水岭意义,一旦失守,10年美债收益率可能会跌向历史低点1.70%下方。

三 黄金市场

注:《贵金属市场评论》即将推出,敬请关注

金价上周大幅下挫,一举击穿了2008年以来的上升趋势线,该关键支撑的失守,发出了涨势终结的恶劣信号,使得黄金的技术面前景迅速转坏,短期内金价有跌向1530的巨大风险。

金价的迅速下滑,一个很重要的原因是,欧洲政局变化打压风险资产下跌,促使机构抛售黄金弥补流动性,这再次凸显了黄金无法避险的本质。

同时,JP摩根近期爆出20亿美元的衍生品交易亏损,而JP摩根是重要的黄金交易商之一,市场揣测其可能会抛售黄金以弥补现金,也在一定程度上损害了黄金人气。

COMEX非商业净持仓在5月11日当周大幅减少17000张合约,多头持仓创下3年新低,表明机构投资者正在削减黄金的多头头寸,

美元指数在突破三角形上轨压力后，持续向上走高，天图 KD 指标于中轨处向上伸展，显示上涨动能充沛。短期来看，美指没有见顶迹象，有望保持涨势，预计很快将测试 81 关口。

2) 人民币中间价跌回 6.30

图6: 人民币中间价



进入 5 月份后，人民币中间价持续回落，今日已跌回 6.30 下方。中间价的持续回落，一方面受到国际市场美元走高的影响，两者目标继续保持较好的相关性；另一方面，5 月份以来，中国公布的宏观数据普遍低于预期，无论是外贸数据，还是宏观数据，亦或是银行信贷数据，都指向需求不振。

在内外市场均低迷之际，人民币不可能维持单边升值势头，甚至存在一定的贬值压力。我们仍坚持此前的观点不变，即年内人民币的波幅为-3% - +2%。如果美元近期延续走强局面，人民币中间价甚至可能会跌向 6.32 或 6.33。

周末央行调降存准，预计不会对人民币汇率市场带来直接的影响，但人民币双向波动势头的加剧，将降低对海外资金的吸引力，实际上对央行进一步放松货币政策，会起到推动作用。

3) 欧元跌破重要支撑

英镑上周小幅振荡回落，虽然整体跌幅有限，但延续了下行趋势。日图 KD 指标高位死叉后掉头向下，支持英镑进一步走低。下方 1.5980 附近存在中期上升趋势线，若该支撑失守，则英镑始于 1 月的本轮涨势将告一段落。

5) 日元小幅振荡，技术指标已超买

美元/日元上周振荡整理，波幅有限，整体仍在 3 月份以来的下降通道中运行，当前偏于上轨位置。技术上的跌势仍在延续，考虑到日元的避险地位，欧洲局势的再度恶化，将促使日元进一步跌向 79 甚至更低价位。

不过，日图 KD 指标已经位于超卖区，这可能限制美元/日元的进一步下跌，但也要关注指标低位钝化的可能性。

图9：美元/日元日K线图（截至北京时间2012年5月14日）



6) 澳元连破两重要支撑

在欧洲局势以及中国公布的较差的经济数据的双重打击下，大宗商品受到冲击，导致澳元近期也出现较大跌幅，近期接连跌破了整理区间的平台下轨和一条长期上升趋势线，技术上发出了进一步

下行的信号。

目前澳元正在测试 1.0 的平价关口，这里也是另一条长期上升趋势线所在，一旦跌破，澳元的技术形态将迅速转坏，值得高度关注。

图10：澳元日K线图（截至北京时间2012年5月14日）



金融市场数据简报

(2012年5月14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	0.1490	2.2750	0.2536	0.5519	0.1087	3.8980	0.9830	0.1450
1周	0.1896	3.1867	0.2760	0.5781	0.1179	3.9600	1.0310	0.1493
1个月	0.2388	3.6550	0.3425	0.6819	0.1443	4.0200	1.1360	0.3036
3个月	0.4669	4.6178	0.6161	1.0088	0.1957	4.1840	1.3480	0.4032
6个月	0.7299	4.9666	0.9321	1.3291	0.3359	4.4320	1.5960	0.5625
9个月	0.8961	5.0626	1.0965	1.6064	0.4744	4.5880	1.8100	0.6132
1年	1.0557	5.0966	1.2625	1.8590	0.5523	4.7180	2.0440	0.8625

二、基准掉期利率 (ISDAFIX)

	美元	欧元	日元	英镑	港元
2年	0.5970	0.9630	0.3500	1.3520	0.5270
5年	1.0970	1.3630	0.4280	1.5970	0.9700
10年	1.9940	2.0360	0.8910	2.3300	1.6900
30年	2.7520	2.3030	1.7470		
5-2年	0.5000	0.4000	0.0780	0.2450	0.4430
10-2年	1.3970	1.0730	0.5410	0.9780	1.1630
30-2年	2.1550	1.3400	1.3970		

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	0.2620		0.0930	0.1140	0.4120	1.2520	0.2890
5年	0.7400	3.1590	0.5550	0.2490	0.9750	1.5090	0.4770
10年	1.8290	3.5520	1.5850	0.8530	1.9640	2.0250	1.1440
30年	3.0056		2.3090	1.9560	3.2580	2.5470	
5-2年	0.4780		0.4620	0.1350	0.5630	0.2570	0.1880
10-5年	1.0890	0.3930	1.0300	0.6040	0.9890	0.5160	0.6670
30-5年	2.2656		1.7540	1.7070	2.2830	1.0380	

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	0.706	1.409	1.765	2.310	0.444	1.147	1.503	2.048
5年	1.417	1.993	2.869	3.397	0.677	1.253	2.129	2.657
10年	2.969	3.637	3.789	4.686	1.140	1.808	1.960	2.857
5-2年	0.711	0.584	1.104	1.087	0.233	0.106	0.626	0.609
10-5年	1.552	1.644	0.920	1.289	0.463	0.555	-0.169	0.200
10-2年	2.263	2.228	2.024	2.376	0.696	0.661	0.457	0.809

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	1.2891	1.4697	2011-6-7	1.2624	2012-1-13	1.2917	1.3239	1.2961	-0.540
日元	80.08	84.18	2012-3-15	75.35	2011-10-31	79.93	79.82	76.91	-3.959
人民币	6.3103	6.5098	2011-5-16	6.2769	2012-5-1	6.3061	6.2795	6.2950	-0.243
英镑	1.6070	1.6618	2011-8-19	1.5235	2012-1-13	1.6069	1.6234	1.5543	3.391
澳元	1.0020	1.1081	2011-7-27	0.9388	2011-10-4	1.0020	1.0429	1.0209	-1.851
加元	0.9999	1.0658	2011-10-4	0.9407	2011-7-26	1.0005	0.9872	1.0213	2.140
港币	7.7655	7.8113	2011-8-9	7.7529	2012-2-14	7.7650	7.7585	7.7674	0.025
新加坡元	1.2524	1.3199	2011-10-4	1.1992	2011-7-27	1.2529	1.2372	1.2966	3.529
台币	29.414	30.7150	2011-10-4	28.562	2011-6-1	29.399	29.169	30.279	2.941
韩元	1148.70	1208.25	2011-10-4	1048.30	2011-7-27	1146.55	1130.13	1152.45	0.327
卢布	30.143	32.8935	2011-10-4	27.400	2011-7-27	29.786	29.382	32.137	6.614
美元	80.428	81.7840	2012-1-13	73.421	2011-7-27	80.264	78.776	80.178	0.312

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	1.2891	1.2892	1.2893	1.2899	1.2913	1.2932	1.2950	1.3018	1.3059	1.3121	1.3175
日元	80.08	80.08	80.07	80.01	79.90	79.73	79.55	78.70	77.44	75.82	73.89
人民币	6.3103	6.3062	6.3180	6.3385	6.3495	6.3570	6.3640	6.3951	6.4135	6.4317	6.4500
英镑	1.6070	1.6069	1.6066	1.6061	1.6051	1.6039	1.6028	1.5964	1.5894	1.5868	1.5898
澳元	1.0020	1.0013	0.9987	0.9932	0.9857	0.9787	0.9723	0.9453	0.9166	0.8918	0.8695
加元	0.9999	1.0001	1.0006	1.0020	1.0043	1.0068	1.0093	1.0204	1.0313	1.0389	1.0421
港币	7.7655	7.7654	7.7649	7.7637	7.7618	7.7611	7.7589	7.7634	7.7755	7.7796	7.7781
新加坡元	1.2524	1.2524	1.2524	1.2521	1.2514	1.2500	1.2488	1.2435			
台币	29.414	29.412	29.372	29.305	29.203	29.116	29.026	28.544			
韩元	1148.70	1149.25	1151.23	1155.28	1160.93	1164.70	1168.18	1176.18	1179.41	1186.61	1185.70
卢布	30.143	30.178	30.294	30.577	31.001	31.416	31.823	33.603	35.453	37.340	39.293

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2012年5月14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	6.3103			0.150%		2.300%
7 天	6.3062	0.065%	3.388%	0.190%	-3.198%	3.220%
1 个月	6.3180	-0.122%	-1.464%	0.239%	1.703%	3.300%
3 个月	6.3385	-0.447%	-1.788%	0.467%	2.254%	3.105%
6 个月	6.3495	-0.621%	-1.242%	0.730%	1.972%	3.160%
9 个月	6.3570	-0.740%	-0.987%	0.896%	1.883%	3.010%
1 年期	6.3640	-0.851%	-0.851%	1.056%	1.907%	2.948%
2 年期	6.3951	-1.344%	-0.674%	0.610%	1.284%	2.940%
3 年期	6.4365	-2.000%	-0.671%	0.705%	1.376%	2.930%
4 年期	6.4830	-2.737%	-0.691%	0.881%	1.572%	3.060%
5 年期	6.4500	-2.214%	-0.447%	1.094%	1.540%	3.158%

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14日)



	2011-12-30	2012-5-7	2012-5-8	2012-5-9	2012-5-10	2012-5-11
招银人民币贸易加权汇率指数	124.9631	124.4269	124.4153	124.5723	124.5317	124.7162

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。