

# 中银分析（周报）

中国银行金融市场信息服务

11月14日 2011年第32期 总第87期

分析师：徐凡 李晶 周尧 侯丽萍 丁孟

Tel: (8610) 66591563

Email: zj\_xufan@bank-of-china.com

责任人：王蕾

Tel: (8610) 66591595

Email: wanglei@bank-of-china.com

## 中银金融市场定期报告系列

- 中银分析（周报）
- 中银分析（月报）

## 中银金融市场不定期报告系列

## 中银市场资讯系列

### 声明：

本研究报告由中国银行股份有限公司撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本报告中包含的观点或估计仅代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为中国银行股份有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中国银行股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 内容提要

• **国际宏观经济及金融市场** 美联储公布的10月份高级信贷官调查显示工商业贷款和消费贷款略乐观，信贷标准有所放松且信贷需求在近期增长，这有利于货币刺激产生效果；抵押贷款标准仍偏紧，需求也没有明显回升的趋势，由于利率已在很低水平，进一步的货币刺激效果存疑。美国商业银行信贷余额中，工商业贷款和消费贷款在回升，而房地产市场相关贷款仍在下降，这也显示了货币政策刺激在前两者上更为有效。**意大利**在近期成为市场的焦点，收益率大幅上升。但除此之外，没有明确的短期危险，我们认为这又是一场自我实现的信心危机。意大利政治稳定和推出可信的改革计划是缓解市场紧张情绪的先决条件，明年仍有显著执行风险。希腊和意大利近期的危机显示了欧洲的无序化征兆，不利于危机的有序解决。

受欧洲债务危机影响，外汇市场剧烈波动，但周末基本回到周初水平，**美元、欧元和英镑**全周小幅涨跌。**日元**在干预后恢复性上涨，**澳元**受风险偏好支撑上行。**美国国债收益率**日间波动较大，但全周来看变动有限。**原油**价格受库存下降和伊朗地缘政治紧张影响上涨。**黄金**连续第三周上涨，即将测试1800美元阻力位。

• **国内宏观经济及债券市场** 10月**固定资产投资**同比与9月持平，在收紧的政策调控下此增速堪称稳健。房地产投资继续下滑，年底一般是建筑活动的淡季，全国保障房开工率已经达到100%，预计房地产投资下滑势头还将持续。**工业增速**呈现上、中、下游依次减弱的特征，即资源行业好于原料行业，原料行业好于终端制造业。在10月最后一周政策信号带动的信贷放松下，新增**人民币信贷**迅猛回升。年内到明年一季度信贷放松的格局基本确定。预计将在未来2-3个月迎来M1、M2剪刀差触顶回落的转折，标志着实体经济活性回升，步入流动性宽松的经济上升期。进口回升与消费增速的平稳反映出内需稳健，但下游景气弱于上游则显示反弹还须时日。

1年期**央票**发行利率微降，进一步释放政策微调的信号，但并非降息的前奏。受资金充裕，经济增速放缓且通胀回落，以及政策微调预期推动，**国债收益率**曲线陡峭下行。在美元指数上涨的带动下，美元兑人民币中间价在前期主动升值后进行盘整，以消化前期加速升值累计的压力。

## 报告正文

### 第一部分 全球宏观经济及金融市场

分析师：徐凡 CFA、周尧、丁孟

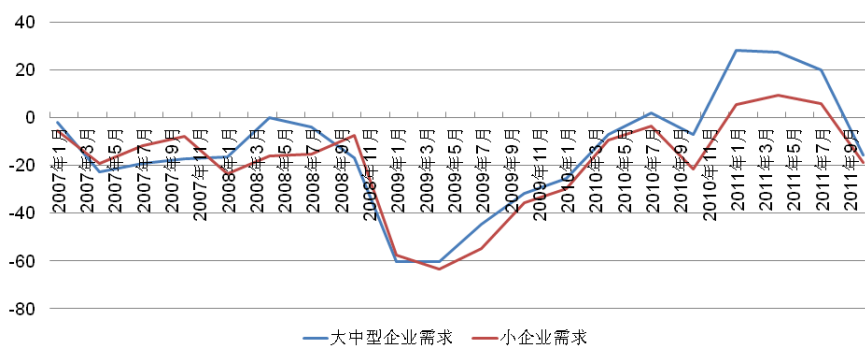
#### 一、美国：从信贷看货币宽松选择

工商业贷款标准连续小幅放松，需求回升，但最近出现明显下降。

美联储公布了10月份的高级信贷官调查。在全球经济减速的大环境下，银行信贷也处于一种微妙的局面中，发展的方向还不确定，对美联储的货币政策刺激而言，仍然面临很大的挑战。

工商业贷款稍微乐观。过去几个季度银行的信贷标准小幅放松。这主要反映为贷款成本的下降，虽然宽松的主要原因更多是来自于竞争，但仍显示银行开始再评估风险溢价，或者银行认为市场的信贷风险开始下降。这也有利于美联储执行的宽松货币政策真正向实体经济传导。然而在经济前景下档风险上升的情况下，信贷标准的放松能否继续维持存在疑问。在连续三个季度工商业信贷需求有所回升之后，最近的季度出现了明显的下降，表现为投资和并购活动资金需求减少，显示企业信心下降，经济活动的扩张也可能因此放缓。对工商业贷款的这种情况货币政策刺激可能产生更好的效果。

图1：美国工商业贷款需求

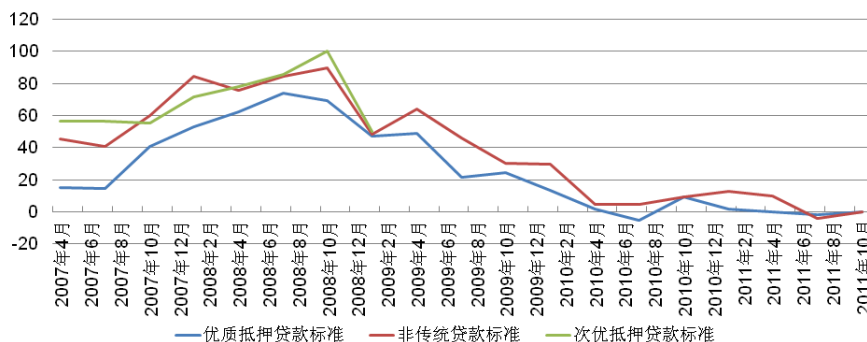


资料来源：美联储，中国银行

抵押贷款标准仍然偏紧，需求也没有明显回升，购买更多机构MBS的刺激方式效果存疑。

住房抵押贷款信贷标准仍处于偏紧的状态，虽然最近几个季度没有再次收紧，但也没有放松，这与房屋市场底部运行的状态相一致。即使美联储已经重启机构MBS的再投资，也很难真正向市场传导。抵押贷款信贷需求最近有所回升，但没有明显的趋势，长期抵押贷款利率已经降至4%的低位，但MBA的抵押贷款申请购买指数仍在很低的水平，说明信贷需求可能更多来自再融资活动而非新购房屋。由于房屋价格仍然低迷，房屋权益贷款信贷额度的需求近期下滑并不令人意外。由于仍有大量受困房屋重新流入市场需要消化，我们认为仅仅依靠货币刺激来支撑房屋市场不会有明显的效果。我们相信美联储将会看到这一点，对于市场预期的以扩大购买机构MBS的方式进行QE3，我们认为概率不是很高。

图 2：住房抵押贷款信贷标准



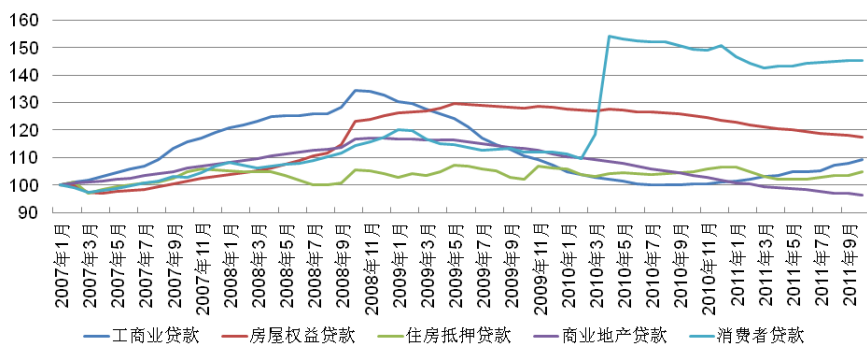
资料来源：美联储，中国银行

银行发放消费者贷款的意愿增强，信用标准有所放松，表现在信用卡贷款的额度和利差，以及汽车贷款的期限、利差和信用评分上。信贷需求也表现出回升，但更加混合，更多的银行分别表示需求增强和减弱。

信贷余额上，工商业贷款和消费贷款增长，房屋市场相关贷款余额下降。

美国银行业的信贷发放表现差异。工商业贷款自去年下半年开始触底回升，消费者贷款大约在今年二季度开始回升，而房屋市场相关贷款仍然低迷。信贷周期一般滞后于经济周期，因而信贷增长仅仅确认了之前的复苏，还未对当前的减速作出反应。信贷的局面也许在今年下半年还可有利于经济增长，但明年以后仍存在停滞的风险。从货币政策的传递效果而言，对工商业贷款和消费贷款给予更多刺激可能是更好的选择，购买更多机构 MBS 在 2009 年没有有效刺激房屋需求，在 2012 年成功的概率同样不大。

图 3：美国银行业信贷余额变化（以 2007 年 1 月为 100）



资料来源：CEIC，中国银行

## 二、欧洲：无序化的征兆

自希腊的公投戏剧以总理下台收场之后，市场的焦点转向意大利。周中，意大利的国债收益率一度超过 7%，这被认为是一个不可承受的成本。如果这一收益率水平持续，意大利将不得不向欧盟申请援助，从而引发更大的危机。

然而，意大利的基本面近期的恶化，包括 PMI 和工业产出的下滑，看起来不应引起如此巨大的动荡。根据彭博的调查显示，市场预计意大利明年的赤字 /GDP 比

意大利基本面近期恶化不足以引发如此剧烈动荡，是一场自我实现的信心危机。

欧洲当局四处救火的狼狈局面显示其无序化征兆，不利于危机有序解决。

率将下降至 2.4%；事实上与其欧洲伙伴相比，意大利过去 10 年的赤字水平还算差强人意，并不十分难看。其最大的问题在于经济增长缓慢，明年的预期只有 0.15%，近乎停滞的增长无法有效降低其超过 GDP 水平 120% 的债务，这是一项长期风险，仍不足以说明短期的收益率变化。除了收益率升至 7% 之上，我们没有找到明确的短期危险，因而这又是一场自我实现的信心危机。

意大利的危机是政治风险的积累。贝卢斯科尼政府 7 月初提出 470 亿欧元减赤计划，但期中 400 亿欧元发生在 2013-2014 年，是在本届政府的任期之外，这被市场认为其缺乏诚意。8 月初贝卢斯科尼提出 455 亿欧元的减赤方案，200 亿在 2012 年，2013 年削减 255 亿并实现预算平衡，但由于受到民众反对月底又被撤回。10 月 26 日欧盟峰会时，贝氏提交了一份更全面的改革计划，一度受到好评，但他后来一系列出尔反尔的表态令其在国会失去了多数支持，市场不再对他抱有信心。

临近周末，在意大利国会通过 2012 年预算和新紧缩计划，以及市场普遍预期贝卢斯科尼将会辞职由一个技术官僚政府代替执政，以及欧洲央行不间断的干预之下，意大利 10 年期国债收益率降至 7% 之下。如果政府更替顺利，我们预计国债收益率还会进一步下降，意大利政治稳定和推出可信的改革计划是缓解市场紧张情绪的先决条件。但希腊和意大利近来的动荡已经造成欧洲四处救火的狼狈局面，而当前最重要的充分执行 10 月 26 日峰会协议，只能再次延后，这进一步增加了执行风险。有报道称许多欧洲的银行开始卖出资产以满足资本要求，而欧洲当局看起来还无法顾及。欧洲各国复杂的利益纠缠使其到现在仍无法真正团结，欧洲开始出现无序化的征兆，这令债务危机的有序解决面临更大的挑战。

意大利的紧缩计划在明年面临较大的执行风险，尤其是经济低迷可能给减赤目标带来更大的完成难度。欧洲的不确定性仍然很大。由于意大利明年有 3000 亿欧元国债到期，未来三年合计约 5700 亿欧元；一旦意大利发生危机将无人能救，除非欧洲央行无限制的买入；而这将会进一步动摇欧元区的基础，是不应使用的方式。

### 三、金融市场

上一周市场继续受欧洲债务危机局势主导。周初希腊公投事件尘埃落定之后，市场随即将几乎全部注意力都投入到意大利债务状况上。周三，意大利长期国债收益率突破 7% 的经验临界点，引发市场大幅波动。但随后两天中，危机又取得政治进展，市场随之稳定下来。因此从结果来看，风险偏好略有上涨，汇率市场一周波动不大。欧元对美元微跌 0.32% 至 1.3752；英镑则小涨 0.24%，站到 1.60 以上。日元在央行干预之后探索上行，一周上涨 1.43%，到 77.12。加元对美元升值 0.64%，到 1.0124 加元/美元，澳元、新元各自上涨 1% 左右。

美债市场呼应全球风险情绪变化。一周经过大起大落之后，总体波动不大。10 年期和 2 年期国债收益率变动都不超过 2 个 bp，分别收在 0.234% 和 2.0573%，价差与上周相比也保持稳定。

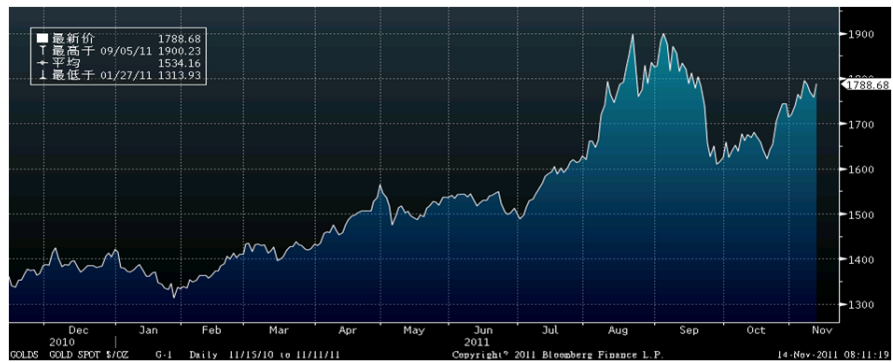
原油市场受欧债危机进展和美国部分信心数据的推动，除周三外都保持上涨。纽约商品期货交易所 (NYMEX) -12 月原油期货涨幅达到 5.02%，至 98.99 美元；

伦敦 12 月布伦特原油期货合约价格涨幅继续大幅低于 NYMEX 期货，为 1.96%，至 114.16 美元。两市价差继续收窄。综合来看，全球主要金融市场的走势近期还将继续受到欧洲债务危机的影响。

黄金价格在上周一度冲高至 1795.1 美元后下跌，并在周中取得一个月来持续最长的跌势。但周五黄金价格扳回之前大部分跌势，现货金价格周五收报 1788.68 美元。

从上周黄金价格走势看，意大利政治经济改革进程的疑虑以及随之带来的意大利公债收益率升至不可持续水平大幅打压风险货币，提升美元指数，黄金价格受此影响出现了一定程度的下跌；同时，技术面上，之前一周黄金价格的持续快速上涨也为其带来了一定的回调压力。但另一方面投资者的避险倾向对黄金价格提供了有力的支撑；同时随着意大利通过了欧盟要求的撙节措施，而且希腊成立了新政府，缓解了对欧洲银行业信贷紧缩以及市场流动性收紧的忧虑。上述因素导致一旦市场上的极端紧张情绪缓解，黄金价格仍重新回到上升的轨道。

图 4：现货黄金价格走势：



资料来源：彭博

对于近期黄金的走势，我们认为：

投资者信心已从九月份黄金价格的暴跌中恢复，上周意大利债务危机的演化虽对风险货币形成较大打压，提升美元指数，但对黄金价格影响有限。在上周金价下跌过程中，全球最大的黄金上市交易基金 (ETF)--SPDR Gold Trust 上周持仓量仍增加 418,325.70 盎司，至 40,788,870.5 盎司，反映出机构投资者对黄金后市的信心。

SPDR Gold Trust 上周黄金持仓量变动情况：

名称	持仓量 (盎司)	日期	变动 (盎司)	增减 %
SPDR	40,788,870.5	11月10日	418,325.70	1.03%
	40,370,544.8	11月7日		

投资者的避险倾向对黄金价格的推动逐渐显现，在瑞士和日本央行相继干预汇市阻升本币后，黄金成为投资者继美元外又一重要避险选择。因此在欧债危机演化过程中市场的避险情绪日益成为支撑黄金价格的重要因素。从周度数据上看金价连续第三周上涨，创下8月以来最长连升。

从技术面上看，黄金价格在站稳1700整数位（今年初以来看跌双顶形态的颈线）后存在进一步上涨的动能。

综合上述原因，我们认为，黄金价格在本周可能在上周小幅回调后继续上行，将再次测试1800美元的重要关口。

## 第二部分 中国宏观经济及债券市场

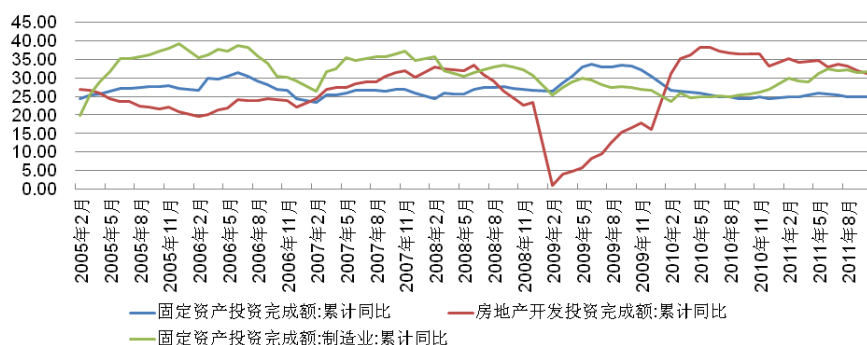
分析师：李晶 FRM、侯丽萍

### 一、10月经济数据简评

房地产投资继续下滑，整体投资依然稳健。

10月固定资产投资同比与9月持平在24.9%，虽然从前期25%以上的平均水平滑落，但在收紧的政策调控下此增速堪称稳健。由于10月通胀同比数字回落幅度较大，因此实际投资增速比9月还略有上升。季调后的环比增速从9月的0.19%大幅回升至1.34%。房地产投资同比增速继续处于下降趋势，年底一般是建筑活动的淡季，目前房地产调控没有松动迹象，全国保障房开工率已经达到100%，预计房地产投资下滑势头还将持续。房屋新开工面积同比下滑至今年新低的同时，房屋竣工面积同比升至年内新高，将增大房地产企业的库存压力。制造业投资同比小幅回升至31.6%，是投资增速维稳的关键。从企业类型上看，仅内资非国有及国有控股企业投资增速上升，国有和外资企业投资增速均下滑。中央项目投资增速继续下滑，地方项目投资略有上升，我们预计财政政策定向宽松的力度正在加大，因此中央项目投资增速可能已经处于底部。新开工项目计划总投资额从年初的低位向历史平均水平不断回升，预示明年投资下滑的幅度并不会很大。

图1：固定资产投资、房地产投资、制造业投资累计同比（%）

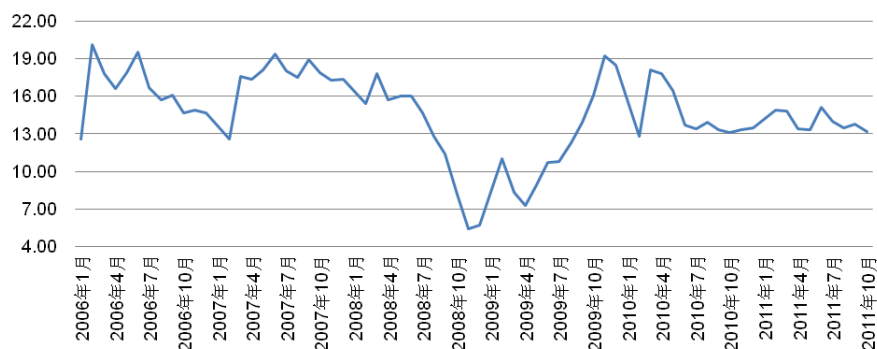


资料来源：Wind、中国银行金融市场总部

工业增速呈现上、中、下游依次减弱的特征。

工业增加值同比从9月的13.8%下滑至13.2%，季调环比也下降0.26个百分点至0.9%的较低水平。轻、重工业增速之差些微扩大0.1个百分点。工业增速呈现上、中、下游依次减弱的特征，即资源行业好于原料行业，原料行业好于终端制造业。这种局面应当是由于下游去库存压力大于上游造成的，而从制造业PMI指数去看去库存还没有结束，因此工业增速的缓慢下滑可能还将持续到年底。

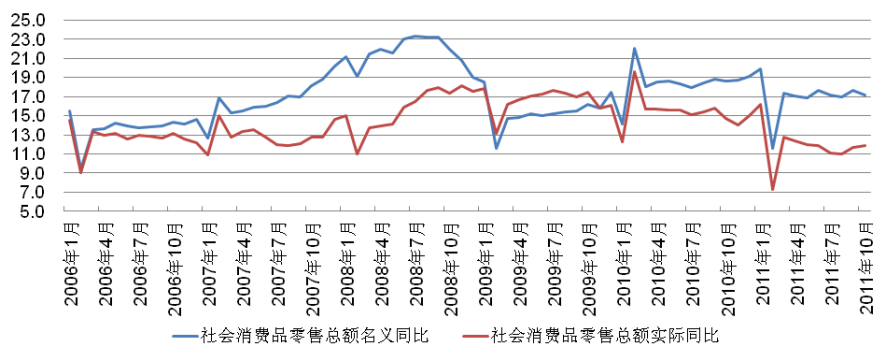
图2：工业增加值同比走势（%）



资料来源：Wind、中国银行金融市场总部

社会消费品零售总额名义同比下降 0.5 个百分点至 17.2%，实际同比上升 0.2 个百分点。汽车消费增速大幅下降，文化办公和体育、娱乐用品增速则显著上升，我们猜测后两者消费增速的加快可能与政府积极的采购活动有关。

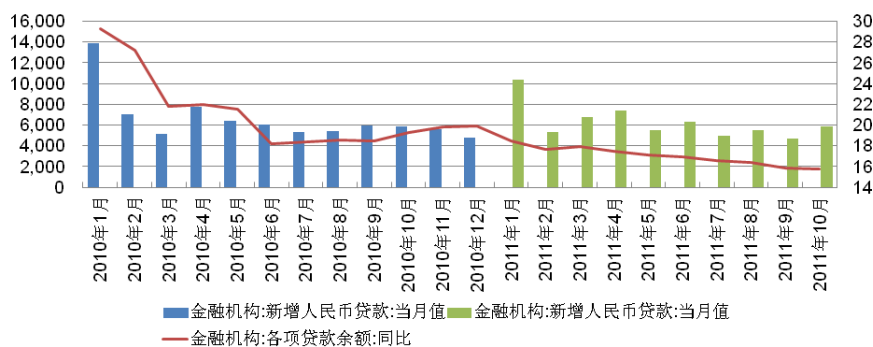
图 3：社会消费品零售总额名义、实际同比（%）



资料来源：Wind、中国银行金融市场总部

在 10 月最后一周政策信号带动的信贷放松下，新增人民币信贷从 9 月的年内低点 4700 亿迅猛回升到 5868 亿。中长期贷款是信贷增长的主要来源，较上月大幅增长 1718 亿，占比由 25% 迅速回升至 52%，而短期贷款和票据融资逆向减少 562 亿。一方面显示出银行放贷积极性正在提高：之前出于对信贷规模的灵活控制而压低中长期贷款比例，10 月这一趋势明显改观；另一方面显示投资增速仍具相当韧性：私人部门的较强扩张动力引致对中长期贷款的强劲需求。目前来看，年内到明年一季度信贷放松的格局已定，按照全年 7.5 万亿信贷额度计算，11、12 月信贷发放将继续每月 6000 亿左右的规模。虽然信贷放松以定向为主，但由于资金流向难以控制，仍应关注房地产业资金来源和结构，以及房价环比的变化。

图 4：每月人民币新增贷款（亿元）和人民币贷款余额同比（%）



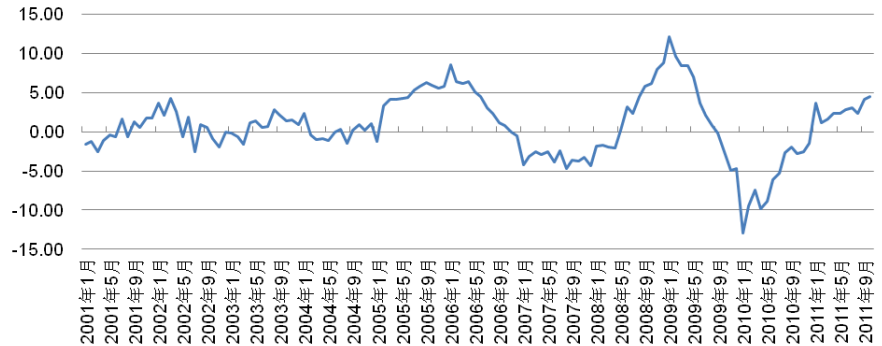
资料来源：Wind、中国银行金融市场总部

观察 M2 与 M1 同比增速之差，2005-2006 年和 2008-2009 年剪刀差都曾冲上 5% 并在上方停留 10-12 个月，目前剪刀差刚升至 4.5% 的水平，下一步是否会升至 5% 上方并停留较长时间呢？如果是这样，那么就意味着企业活性还将继续降



低。我们认为这种情形发生的概率并不大。由于居民存款的流失, M2 漏出现象明显, 导致剪刀差上升斜率在今年 2 月开始变平。剪刀差的趋势高点已经下降, 5% 不再是衡量企业活性的临界点。从剪刀差的周期长度来看, 完整周期大概持续 17-24 个月, 上升期与下降期长度大抵相当。从这一经验来看, 本轮剪刀差从谷底上升到现在已经达到 12 个月, 距离顶峰应当为时不远。预计将在未来 2-3 个月迎来剪刀差触顶回落的转折, 这标志着实体经济活性回升, 步入流动性宽松的经济上升期。

图 5：M1、M2 同比剪刀差 (%)



资料来源：Wind、中国银行金融市场总部

出口增速从 9 月的 17.1% 继续下滑至 15.9%，而进口增速强劲上升 8 个百分点至 28.7%，贸易顺差虽然较上月上升，但较去年同期明显缩窄。对第一大出口目的地欧盟的出口为此低迷，同比增速从 9.76% 降至 7.54%。对东盟和台湾的出口增速也有较大下滑。进口的强劲主要来自于对澳大利亚、巴西、俄罗斯、南非等资源大国的进口额大幅上升。

进口回升与消费增速的平稳反映出内需稳健，但下游景气弱于上游则显示春江水暖鸭先知的时刻尚未到来，反弹还须时日。

图 6：前十大出口目的地 / 进口来源地名义同比

表：前十大出口目的地名义同比

国家/地区	10月	9月	变动
欧洲联盟	7.54%	9.76%	-2.22%
美国	13.87%	11.63%	2.25%
香港	12.94%	6.98%	5.96%
东南亚国家联盟	14.35%	27.32%	-12.97%
日本	19.61%	21.63%	-2.02%
韩国	9.72%	34.20%	-24.48%
印度	34.30%	23.76%	10.54%
俄罗斯联邦	23.05%	14.86%	8.19%
澳大利亚	16.10%	21.45%	-5.35%
台湾	8.79%	19.80%	-11.01%
出口总额	15.90%	17.10%	-1.20%

表：前十大进口来源地名义同比

国家/地区	10月	9月	变动
欧洲联盟	28.24%	25.71%	2.52%
东南亚国家联盟	23.97%	23.33%	0.64%
日本	8.69%	9.28%	-0.60%
韩国	20.95%	16.15%	4.80%
台湾	8.47%	7.22%	1.25%
美国	20.53%	12.88%	7.66%
澳大利亚	36.73%	33.41%	3.32%
巴西	47.97%	27.50%	20.46%
俄罗斯联邦	73.53%	95.38%	-21.84%
南非	125.25%	151.14%	-25.89%
进口总额	28.70%	20.90%	7.80%

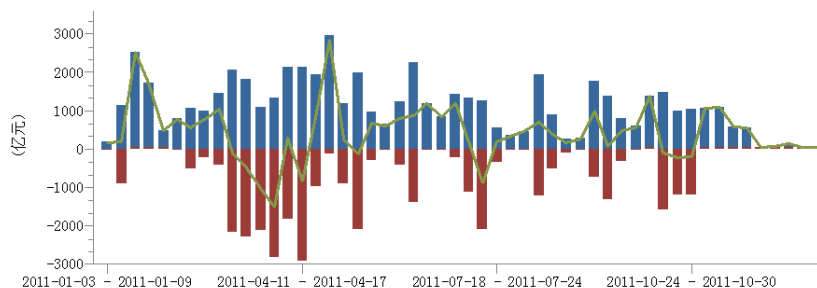
资料来源：Wind、中国银行金融市场总部

## 二、政策微调进一步确认，收益率曲线陡峭下行

政策微调信号进一步释放。

公开市场操作方面，上周央票到期 390 亿元，正回购到期 700 亿元，央票发行 120 亿元，正回购操作 300 亿元，实现资金净投放 670 亿元。上周新发行 100 亿元 1 年期央票，发行利率小幅下行 1.07bp。1 年期央票发行利率一般被视作利率风向标，但我们解读此次发行利率下行是进一步释放政策微调的信号，而并非降息的前奏。由于经济基本面温和放缓但仍取得较高增速，未来通胀即使持续下降中枢亦高于历史水平，实际负利率继续存在，因此当前调控料以数量型工具为主。从实际情况来看，此次央票发行利率微降一方面是由于近期资金面较为充裕，1 年央票—二级市场利差倒挂消失，显示出较好的配置价值；另一方面央行为维持资金面的稳定，不愿过多回笼流动性，发行量继续持平。11 月 11 日 7 天回购加权平均利率报 3.5049%，较 11 月 4 日小幅上涨 0.46bp。全周来看，整体资金面较上周继续缓和，7 天回购加权平均利率一周均值较前一周大幅下行 46.48bp。本周央票到期 170 亿元，正回购到期 390 亿元，总到期资金 560 亿元。

图 7：公开市场资金投放情况



数据来源:Wind资讯

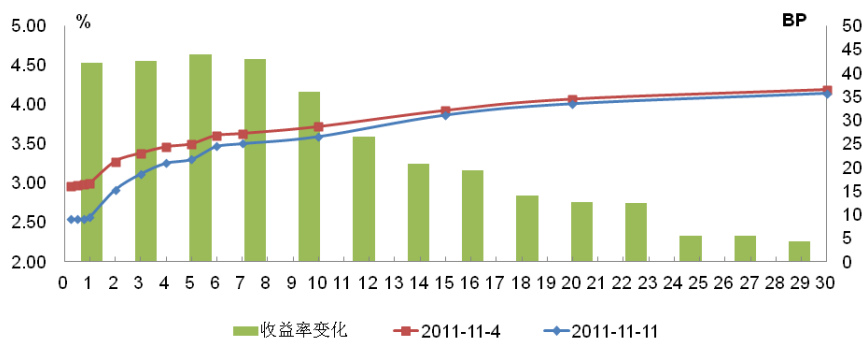
资料来源：Wind、中国银行金融市场总部

收益率曲线陡峭下行。

国债方面，受资金充裕，经济增速放缓且通胀回落，以及政策微调预期推动，收益率曲线陡峭下行。短端受资金面以及 1 年央票发行利率下行而大幅走低，1 年及以下期限均下行 40bp 以上，3 年期下行 27bp；中长端下行幅度随期限增长而逐渐递减，关键期限 5 年、7 年、10 年分别下行 19bp、13bp 和 12bp。10 年期与 1 年期利差由 72bp 扩大至 102bp。金融债方面，各期限收益率均下行，受新招标发行 3 年农发固息债中标利率大幅走低带动，中短端下行幅度较大，长端相对较少。关键的 1 年、3 年、5 年、7 年和 10 年期分别下行 24bp、36bp、24bp、21bp 和 10bp。金融债与国债利差方面，各期限出现分化，除 2-7 年期限继续扩大外，其余期限均缩窄，且 1 年以下期限大幅缩小 17-34bp。央票方面，1 年期央票发行利率时隔 28 个月首次下行，在资金面的带动下收益率全面下行，3 月、1 年和 3 年央票收益率分别下行 9bp、13bp 和 27bp。一二级市场利差方面，自 5 月中旬出现的全面利差倒挂现象消失，3 月、1 年和 3 年央票收益率利差分别扩大至 2bp、16bp 和 46bp。10 年国债与 1 年央票利差小幅缩窄 0.5bp。从近期走势来看，当前收益率的下跌一部分原因是由于四季度供给减少，而资金面较为充裕，旺盛的需求拉动一级市场收益率下

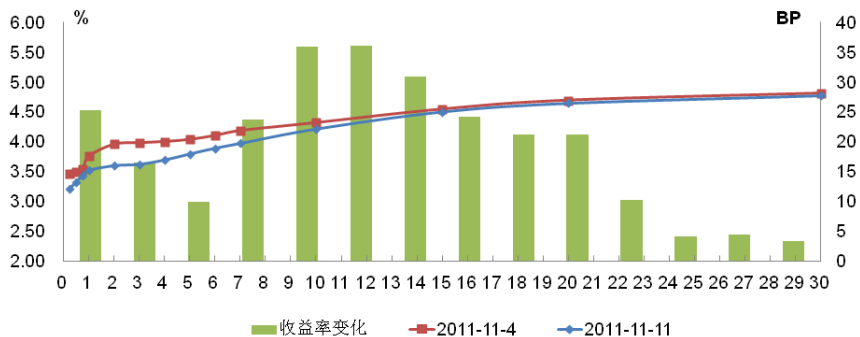
滑从而带动二级市场回落的现象较为显著。从基本面来看，当前我国宏观经济增速放缓很大程度上是主动调控造成的，一旦政策放松，未来经济企稳甚至回温都是大概率事件。10月份信贷数据显示政府在信贷方面已有放松迹象，一方面信贷投放增长会分流部分银行投资资金；另一方面政策放松将支持经济增长（一般在1-2个季度后显现出来），同时亦会对通胀造成压力，这都将加大债券市场调整的压力。

图8：银行间固定利率国债收益率曲线变化



资料来源：中国债券信息网、中国银行金融市场总部

图9：银行间固定利率金融债收益率曲线变化



资料来源：中国债券信息网、中国银行金融市场总部

人民币汇率方面，随着G20峰会结束，美元兑人民币中间价在前期主动升值后进行盘整，以消化前期加速升值累计的压力。上周意大利债务问题成为新的焦点，在美元指数上涨的带动下，美元兑人民币中间价较前一周回调152bp，周五报6.3317。美元对人民币市场即期汇率相对较为平稳，日内波幅回落至2‰，日间波幅一周均值亦在0.7‰以内，周五收报6.3424。月初结束的G20戛纳峰会公报表示，“我们将致力于更快速行动，构筑一个更由市场来决定的汇率系统，提升汇率的灵活度以体现经济的基本面状况，避免汇率长时间失准，限制通过低估币值来进行竞争”。在《增长与就业执行计划》中则进一步指出“我们欢迎中国提高汇率弹性以符合市场基本面状况的决心”，这也是该计划中首次明确提及具体国家的承诺。上周举行的APEC会议中，美方亦就人民币升值问题向中国施压。由此来看，人民币汇率外部升值压力可

谓不轻。胡锦涛主席在 APEC 会议上指出 " 即使人民币大幅升值, 也无法解决美国面临的问题 ", 同时重申中国将会继续稳步推进人民币汇率形成机制改革。领导人讲话进一步显示人民币汇率不会因国际压力单边大幅升值, 考虑到当前的增长形势, 人民币升值的经济动力业已减弱, 未来可能偏向于双边波动中缓步升值的步调。

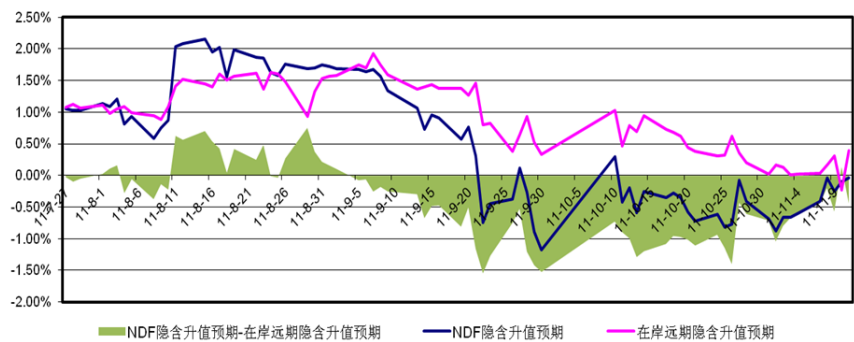
远期市场上, 1 年期 NDF 和境内隐含升值预期一周均值分别为 -0.11% 和 0.16%, 较前一周有所改善。与 CNH 定盘价相比, 1 年期 NDF 隐含升值预期一周均值回升至 0.57%。CNH 人民币即期定盘价与境内中间价的价差均值进一步缩窄至 402bp, 前一周高达 711bp。自 9 月下旬以来, CNH 定盘价较境内中间价有一定折让, 且在人民币主动升值倾向明显时价差扩大; 反之, 价差逐渐缩小。

图 10: 美元对人民币中间价和即期汇率



资料来源: Bloomberg

图 11: 一年期 NDF 和在岸远期隐含升值预期



资料来源: 中国银行金融市场总部