

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

2008年下半年外汇市场及人民币汇率分析

内容摘要：

进入2008年后,世界经济已经进入高通胀阶段,主要经济体通胀持续攀升,其中新兴经济体通胀较发达经济体更高。鉴于商品价格尚未出现回落迹象,未来通胀继续上涨的可能性仍较大。同时,世界经济放缓已经成为事实,美国经济可能正处于谷底阶段,其他经济体可能会继续降温,虽然目前暂时还看不到世界性衰退的可能,但次贷危机带给世界的冲击仍在持续发酵,要特别对新兴市场国家的经济风险予以高度警惕。

预计在增长与通胀之间,世界主要央行将逐渐转向强硬立场,主要经济体转向升息或维持利率不变的可能性较大,继续减息的概率较小。

随着利空逐渐出尽,预计美元将见底企稳,并有望出现一波较大级别的反弹走势,欧元料将冲高回落,虽然不排除突破1.60的可能,但可能难以长期站在1.60上方,年终前有望向1.5回落,日元走势料继续受制于国际金融市场及利差交易,商品货币走势料将受益于商品大牛市,将表现出较好的抗跌性,但新兴市场的潜在风险对商品市场和商品货币构成威胁,新兴市场货币亦面临贬值风险。

人民币兑美元整体将继续维持升势,但下半年升值速度料放缓,美元反弹将减缓人民币升值的压力,而政策面亦可能出现调整,预计年终时人民币兑美元有望升至6.6附近,随后人民币进入双向波动的可能性较大,届时热钱撤离中国的风险亦将上升。

一 上半年汇市回顾

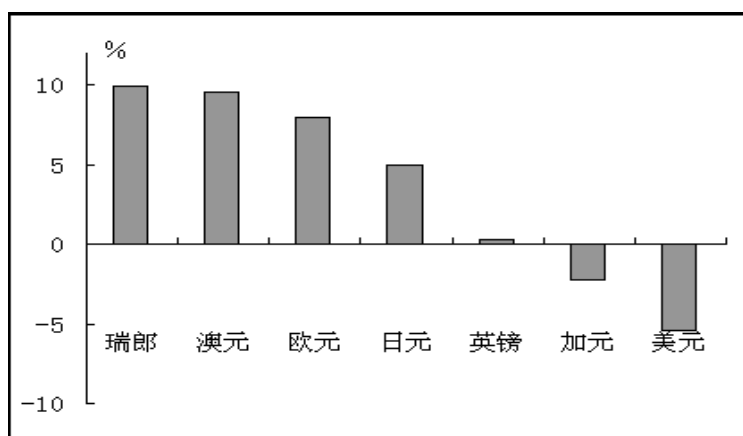
今年上半年,在次贷危机的冲击下,国际金融市场大幅振荡,对外汇市场带来了深刻影响。美联储将联邦基准利率降至2%,英国央行、加拿大央行等纷纷跟进减息,欧洲央行、中国央行等则停止加息,在通胀日益走高的形势下,负利率催生出大量投机资本,涌向国债和商品市场。

在G7货币中,美元在1季度遭到抛售,一度跌至历史新低,但2季度出现强劲反弹,以欧元为代表的非美货币纷纷创出新高,利差交易解体则导致日元大涨。

表 1：国际汇市近 6 个月涨跌情况（数据来源：路透）

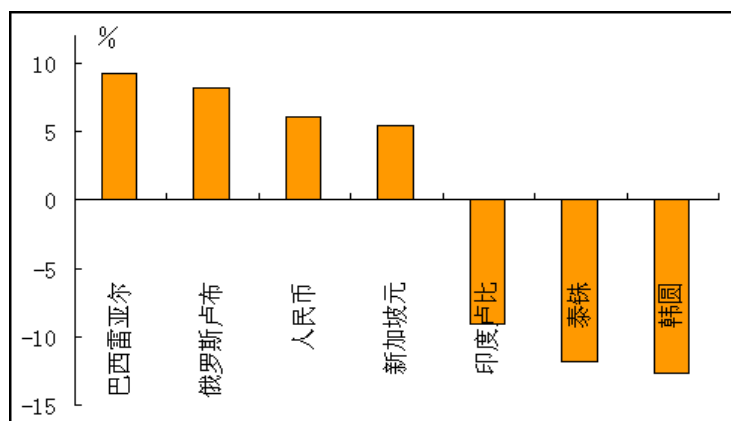
G7 货币		新兴市场货币	
货币	涨跌幅 (%)	货币	涨跌幅 (%)
瑞郎	9.96	巴西雷亚尔	9.28
澳元	9.55	俄罗斯卢布	8.23
欧元	8.02	人民币	6.05
日元	5.01	新加坡元	5.43
英镑	0.29	印度卢比	-9.05
加元	-2.25	泰铢	-11.83
美元	-5.45	韩圆	-12.69

图 1：G7 货币近 6 个月涨跌幅



新兴市场经济体整体上仍保持了强劲增长势头，但经济形势出现微妙变化，部分货币出现贬值趋势，有些货币贬值幅度较大，其中蕴含的金融市场风险值得重视。

图 2：主要新兴市场货币近 6 个月涨跌幅



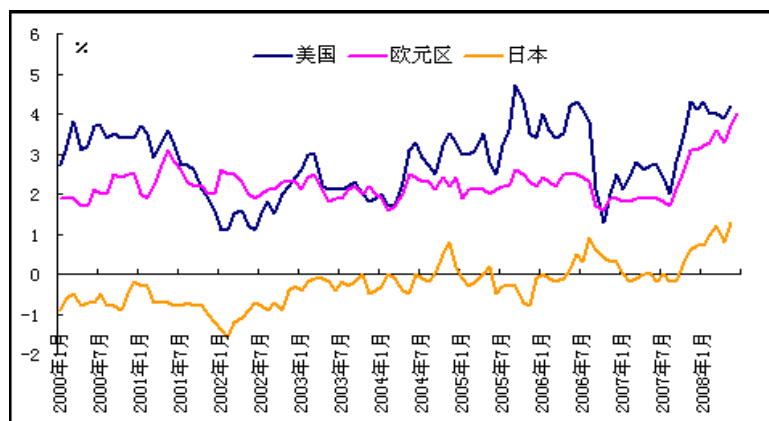
二 全球经济在通胀与增长间煎熬

当前，全球经济面临着几乎是滞胀时期以来最严重的通胀阶

段，发达经济体与新兴市场经济体的通胀全面攀升，多数都超过了各央行制定的目标，而新兴市场的通胀水平明显高于发达国家，其中部分新兴市场的通胀有失控的危险。

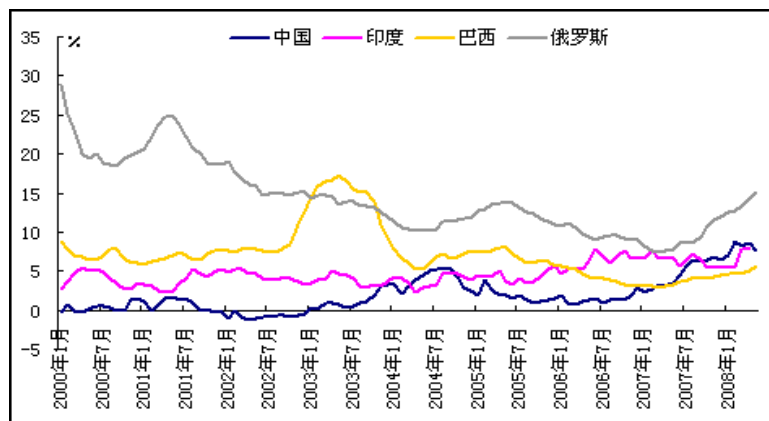
造成通胀形势恶化的根本原因，是世界各国的低利率政策及美元泛滥。这一问题最初始于美国滥发货币，进入上个世纪90年代，特别是科技泡沫破灭后，各国央行竞相将利率调降至数年低点，美国利率一度低至1%，经过短暂加息周期后，随着次贷危机的爆发，美联储再次将利率降至2%，这种备受争议的做法，虽然在短期内可以起到稳定金融市场的作用，但长期来看，必然埋下更多的隐患。

图3：主要发达经济体通胀（数据来源：彭博）



当前多数主要经济体正经历着负利率局面，这意味着各国都在向外输出流动性，负利率催生的投机泡沫，则通过金融衍生品市场被无节制的放大。

图4：“金砖四国”通胀形势（数据来源：彭博）



金融市场分析报告

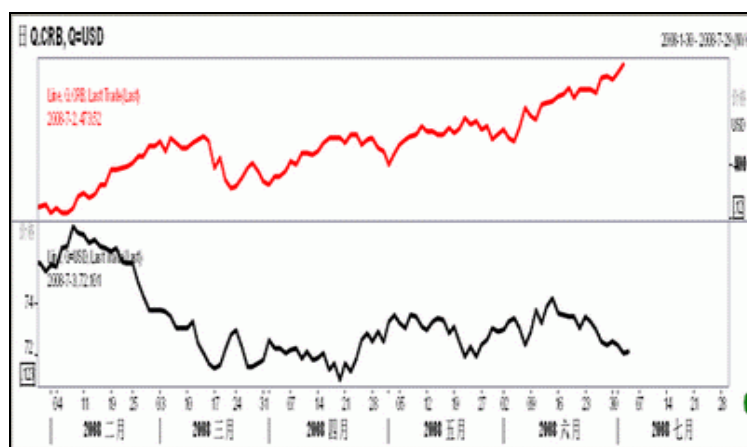
2008年7月4日

表 2：主要经济体通胀与负利率情况（数据来源：彭博）

经济体	CPI (%)	通胀目标 (%)	3M 实际利率 (%)
美国	4.2	-	-1.41
欧元区	3.7	2.0	1.26
日本	1.5	-	-0.57
加拿大	2.2	2.0	1.10
澳大利亚	4.2	2.0-3.0	3.59
英国	3.3	2.0	2.63
中国	7.7	4.8	-4.04
印度	7.6	5.5	1.71
俄罗斯	15.1	10	-9.16
巴西	5.58	4.5	6.99
韩国	5.5	2.5-3.5	-0.13
中国香港	5.7	-	-3.38
中国台湾	3.71	2.0	-1.45

本轮通胀形成的直接原因，是商品价格的持续飙升，随着能源、农产品价格不断攀上新高，有关商品市场存在泡沫的忧虑日益升温。商品价格的大涨，当然不能排除投机资本的作用，但我们认为，商品市场走牛的根本原因是供需矛盾，即现阶段产能的增长无法满足全球经济新增的需求，投机资本只是起到推波助澜的作用。今年 2 季度当美元出现反弹时，商品价格并未像以往那样反向运行，或许可以从侧面证明这一点。

图 5：CRB 指数（红）与美元指数（黑）（来源：路透）



伴随着通胀而来的，是世界经济的日益转冷，主要经济体的增长预期不断被向下修正，全球经济将进入相对低谷，已经是一个不争的事实。

金融市场分析报告

2008年7月4日

表 3：世界经济面临下行风险（Q2 后为预测值）（来源：招商银行）

	Q207	Q307	Q407	Q108	Q208	Q308	Q408	Q109	Q209	Q309
美国	3.8	4.9	0.6	1.0	0	1.7	1.5	2.0	2.2	2.9
欧洲	2.5	2.7	2.2	2.2	1.85	1.4	1.4	1.3	1.4	1.9
日本	-2.5	1.1	2.6	3.3	1.05	1.25	1.65	1.65	1.65	1.8
英国	3.2	3.1	2.8	2.3	1.9	1.4	1.1	1.1	2.4	2.65
澳大利亚	3.9	4.3	3.9	-	3.0	2.6	2.7	3.0	3.0	-
加拿大	2.6	2.8	2.7	0.65	0.6	1.6	2.1	2.0	-	-

经济转冷需要央行降息，但降息会再次推高通胀，通胀高企需要央行升息，但升息则会打击经济增长。增长与通胀，成为全球央行面临的一个棘手问题，我们认为，在目前复杂的局面下，单纯依靠货币政策恐怕难以在增长与通胀间取得平衡，可能需要财政政策与货币政策的密切配合，才能避免陷入“滞胀”局面。目前世界经济有陷入“滞胀”的风险和信号，但是否会真的陷入滞胀，亦或只是短期现象，目前尚无法下结论，需要继续观察，而更有可能的情况是，我们正处于经济长周期的一次阶段调整中。

表 4：世界主要央行政策立场预测（来源：招商银行）

央行	现利率（%）	原政策立场	未来政策立场
美国	2.00	减息	加息
欧元区	4.00	维持不变	加息
日本	0.50	维持不变	维持不变
英国	5.00	减息	维持不变
加拿大	2.00	减息	加息
澳大利亚	7.25	加息	加息
中国	4.14	维持不变	加息
中国台湾	3.50	加息	加息
印度	8.50	减息	加息
俄罗斯	4.00	加息	加息
巴西	12.25	减息	加息
韩国	5.00	维持不变	维持不变
泰国	3.25	维持不变	加息
土耳其	15.75	减息	加息

在次贷危机爆发后，多数央行或选择宽松的货币政策，或停止收紧银根，而进入 08 年 2 季度后，面对日益严峻的通胀形势，很多央行重新倾向于强硬的货币政策。我们认为，收紧银根有利于控制通胀，但单独依靠几家银行恐怕难以实现此目标，只有全球央行普调利率，才有可能遏制流动性进一步泛滥，而这其中，美联储负有

最重要的责任，其“准世界央行”的地位，决定了美联储必须承担更多义务，而不能仅仅为了本国金融市场的稳定采取单边行动。

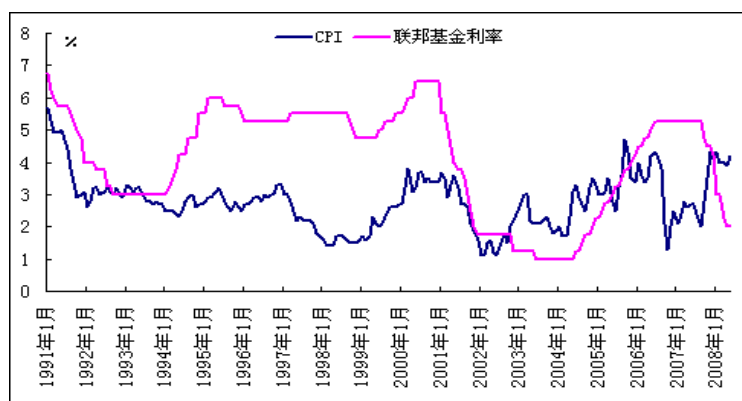
三 G7 货币将面临大级别修正

两大风险因素可能刺激美元反弹

在今后一段时间，美联储政策趋于强硬以及新兴市场的不稳定，是最有可能激发汇市资金流向变化的两大风险因素，而美元有可能成为最终的受益者

进入 08 年夏季后，美联储已停止减息，日益严重的通胀压力将迫使联储转向相对强硬的货币政策，尽管何时开始加息目前尚无定论，但我们认为今年夏季加息的可能性很小，因为刚刚结束了减息周期，联储不大可能立即转入加息周期，而疲软的地产市场，以及抵押信贷领域存在的风险，将迫使联储谨慎行事，避免货币政策调整过于剧烈给市场带来冲击。因此，联储最快有可能在年底开始升息，甚至不排除年内维持利率不变的可能性。

图 6：美国 CPI 与联邦基金利率（数据来源：彭博）



利率前景由宽松转为紧缩，将有利于美元走势，而其他经济体增长前景出现下行风险，也有利于美元止跌。而经过数年连续下挫，市场亦认为如果逢低买入美元，或许有利可图，目前市场对美元反弹的预期正在不断升温，这有可能导致投机资本流向美元资产，以追求未来的利率收益及升值收益。

当然，美元不大可能结束其长期下跌趋势，而更有可能出现一次大级别的阶段调整。新兴市场国家的金融风险不断上升，越南和印度已经发出了预警信号，不排除新兴经济体出现危机，导致对国

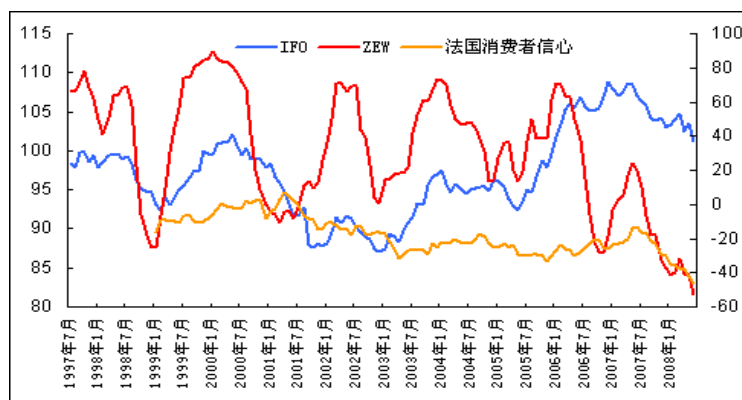
际金融市场的巨大冲击，届时热钱可能蜂拥而出，并引发其他金融市场资金回流美元，以寻求避险。

欧洲货币将见阶段顶部，走势可能继续分化

目前欧洲货币走势已经出现了分化，瑞郎最强，英镑最弱，欧元居中，预计随着美元逐渐止跌企稳，欧洲货币整体将冲高回落，趋于转弱，有望出现一次大级别修正，同时分化局面将会继续。

自次贷危机爆发后，欧洲央行始终坚持其强硬立场，尽管7月初欧洲央行升息，但这并不表示将会开启新一轮加息周期，实际上，目前欧元区的经济已经开始出现降温，尤其是经济领先指标大幅下滑，比如德国的 ZEW、IFO 等景气指标纷纷跌至十几年来的低点，预示着经济成长前景暗淡，而部分地区的房地产市场出现大幅滑坡，如果欧洲央行加息，可能会对经济增长及地产市场构成打击。同时，欧元区内部国家经济分化较为严重，信用市场变得敏感而脆弱，大幅加息将加大这一裂痕。

图 7：欧元区景气指数持续下滑（数据来源：彭博）

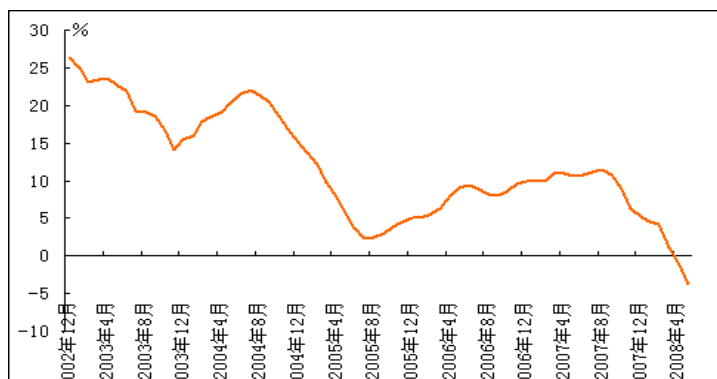


因此，预计欧洲央行只会有一到两次的加息举动，当未来通胀开始回落时甚至不能排除减息的可能，这将难以对欧元构成实质性的支撑，而欧元的投资价值可能已经在此前的大幅上涨中较为充分的体现出来，继续上行的空间有限，年内可能出现冲高回落走势，或许能够突破 1.60 关口，但不大可能长期站在 1.60 上方，后市将逐渐转弱，年底前有向 1.50 关口回落的风险。

英镑走势半年来一直疲软不振，鉴于英国楼市仍在持续萎缩，经济运行轨迹与美国相似，因此不能排除英国央行未来再次减息的风险，这将对英镑走势构成下行压力，英镑甚至有跌破 1.90 的可能。而瑞士法郎走势将继续追随欧元，但相对较弱，唯一的市场风险是，

伊朗核问题在下半年或明年初存在激化的可能，届时地缘政治风险将推高油价和市场的避险情绪，并进而推高瑞郎。

图 8：英国哈利法克斯房价指数波动情况（数据来源：彭博）



日元取决于国际金融市场形势

日元走势与日本国内经济及基本面形势关系不大，始终令人捉摸不定，次贷危机后受利差交易平仓出现大幅升值，一度升破 100 关口，但 2 季度后，日元又开始连续贬值。鉴于西方金融市场的紧张情绪较年初缓和，因此不排除利差交易回潮的可能性，这样的话，预计日元将会继续维持其特殊规律，其本身走势与美元的相关性较低，而受国际金融市场形势影响较大。

图 9：道琼斯指数（红）与日元（黑）走势（来源：路透）



如果海外金融市场继续趋于回暖，或者形势不再继续恶化，那么利差交易可能会导致日元维持缓慢下跌的态势，但如果次贷危机出现新一轮恶化，或新兴市场国家出现动荡，则可能引发日元走强。预计未来 6 个月，日元将在 103-112 区间内波动。

就日元本身而言，日本央行年内不大可能调升利率，0.5%的

利率使日元仍然是理想的利差交易品种，而海外经济转冷将使日本的出口及经济复苏面临考验。

商品货币将受益于大宗商品牛市

通常美元与商品市场反向运行，但考虑到目前商品市场存在真实的供需矛盾，因此即使未来美元反弹，商品市场的修正幅度可能会小于汇市，08年2季度美元反弹与商品市场大涨同时出现，就是一个例证。因此，预计商品货币也会表现出较强的抗跌性，其跌幅可能会小于其他非美货币。

图 10：CRB 指数（红）与澳元（黑）走势（来源：路透）



目前对商品价格高涨是否由投机资本导致的争论十分激烈，我们认为当然不能排除投机资本的作用，但正所谓无风不起浪，商品价格的高涨主要还是由供需矛盾引发，随着全球经济对资源类产品的需求日益扩大，既有产能的供给能力已无法满足需求增长，投机资本也是寻找有机可乘的投资品种。

预计 08 年全球能源、粮食价格将会继续上扬，金属及矿石也将维持高位，而且，随着全球通胀形势的恶化，可能会有更多被负利率挤压出的资金涌向商品市场，倘若热钱从新兴市场国家出逃，大宗商品将和美元一样受到青睐。因此，那些拥有丰富天然资源的国家将从中受益，澳大利亚和加拿大的经济将获得支持，澳大利亚甚至可能会与经济过热进行斗争。

不过，这一前提是建立在商品市场牛市持续的预测基础上的，倘若商品市场牛市反转，则另当别论。

四 新兴市场国家风险加大，货币贬值风险上升

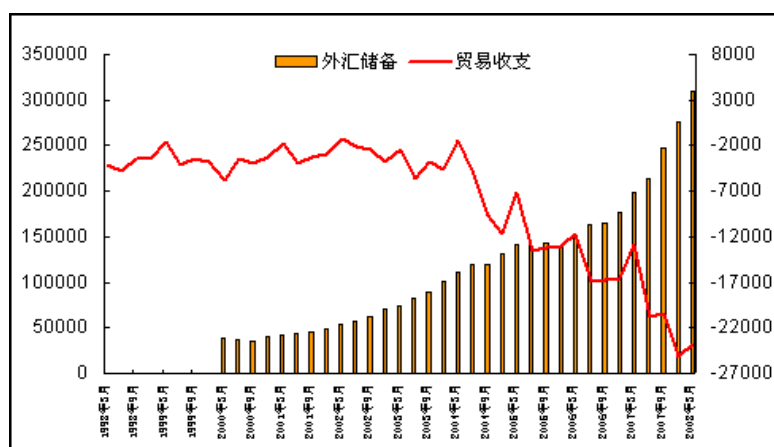
新兴市场货币一度被市场广为看好，但 08 年后，形势出现了变化，与过去相比，新兴市场货币的贬值风险正在日益上升。热钱在新兴市场国家扮演了重要的角色，推动这些国家的股市、楼市在前两年经历了前所未有的繁荣阶段，但如果形势出现变化，热钱也会给新兴市场国家构成严重打击，近期越南的准经济危机，令市场嗅到了危险的信号。

图 11：“金砖四国”汇率表现，印度卢比出现大幅贬值（来源：路透）

印度卢比（红）俄罗斯卢布（黑）巴西雷亚尔（绿）人民币（蓝）



图 12：印度贸易收支（右轴）与外汇储备（左轴）（百万美元）（来源：彭博）



目前，市场正在关注那些与越南经济类似的国家，即存在贸易逆差、通货膨胀、资本市场泡沫的经济体，尤其是亚洲的泰国、韩国、印度等国。市场最为担心的，是印度可能会成为下一个爆发危机的国家，从经济层面来看，确实存在这种风险。印度 07 年的贸易赤字接近 1000 亿美元，目前通胀已逼近 13 年高点，股市经历了大幅飙升后出现暴跌，值得警惕的是，尽管印度贸易赤字高涨，但外汇储备却快速攀升至 3000 多亿美元，很可能是大量热钱涌入印度，投资于资本市场而非实体经济。这样的话，一旦热钱撤离，可能会迅速消耗掉印度的汇储备，使国际收支进一步恶化；同时印度亦存在着大量的财政赤字。

08 年以来，印度卢比已经贬值接近 10%， “金砖四国” 概念正在经受考验。假如印度国内通胀形势继续恶化，央行继续加息，资本市场继续下滑，那么热钱大规模撤离印度的可能性就非常大，届时不能说没有爆发金融危机的可能。一旦美联储加息，或美国经济出现复苏，投机资本回流美元的风险就更高。而印度一旦倒下，考虑到印度经济庞大的规模及地区影响力，投机资本会按照 “自我强化” 模式，认为 “金砖四国” 及其他新兴市场国家均可能爆发危机，引发投机资本出逃，届时，新兴市场国家货币可能出现大幅贬值。

可以这样认为，次贷危机引发的第一波效应是使美国经济陷入低谷，第二波效应是使其他发达经济体增长减速，而第三波效应则是对新兴市场国家的冲击，一旦第三波效应出现，则商品市场的需求增长会大幅放缓，甚至短期内有下降的可能，届时可能引发商品价格大幅修正，会对俄罗斯、巴西这样的以资源为主的新兴市场构成严重威胁。现在的俄罗斯比以往任何时候都更依赖石油和天然气，两者在俄罗斯 GDP 中所占的份额超过了 30%，占俄罗斯财政预算的 50%，出口的 65%。如果全球经济陷于停滞，俄罗斯经济可能会陷于艰难困境。

五 下半年人民币升值速度料放缓，或临近双边波动，需警惕热钱流出

人民币兑美元的升值速度，除了在 4 月份短暂放缓之外，基本上延续了 07 年下半年的加速升值态势，为了落实 “千方百计控制通胀” 的政策，预计人民币仍会保持升值基调，在 08 年年底有望升至

6.6 附近。但是，在中国经济内外环境面临诸多变数的情况下，人民币快速升值的态势可能难以持续。

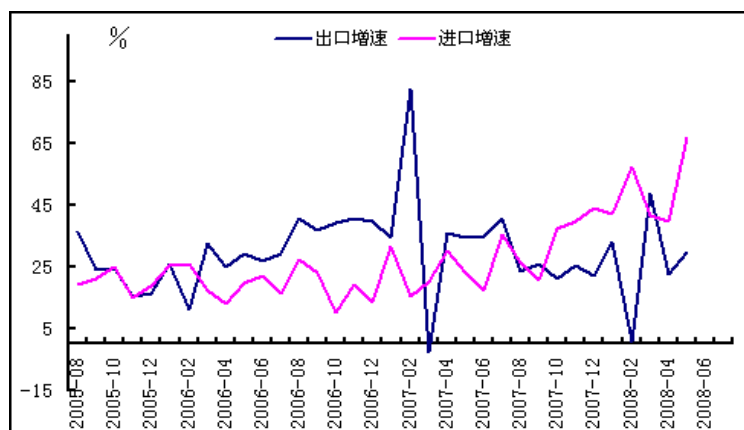
尽管通过本币升值，可以在一定程度上缓解输入型通胀的压力，不过在中国目前的通胀因素中，输入型压力究竟占到多大比例，是一个值得探讨的问题，但有一点显而易见，即人民币升值的速度远远赶不上国际大宗商品价格的上涨速度，依靠人民币升值来缓解输入型通胀的作用可能相当有限。

表 5：国际大宗商品价格涨幅与人民币升值幅度（数据来源：路透）

	08 年以来涨幅 (%)	07 年以来涨幅 (%)
人民币	6.5	14
原油	45.8	129.5
铜	27	35.8
铝	29.5	11.2
小麦	53.6	69.7
大豆	34.5	126
玉米	66.9	96

实际上，通过本币升值来缓解通胀压力，可能更适合香港这类高度开放的小型经济体，对中国这种参与全球经济循环，对世界价格具有重要影响力的经济体，更多的还是应从供给与需求，及货币供应的角度下手。根据有关数据计算，在过去几年间，国际上铜和铝的 5 成、石油的 3 成、铁矿石的 8 成新增需求来自中国，这意味着中国不仅是价格的接受者，也是价格的制定者，不能忽视中国需求增长对进口产品价格的拉升作用。

图 13：近 12 个月来进口增速明显快于出口增速（数据来源：WIND 资讯）



人民币在大幅升值的同时，引起的负面作用必须得到应有的重视。在海外需求放缓、人民币升值、国内资金面收紧、成本上升等

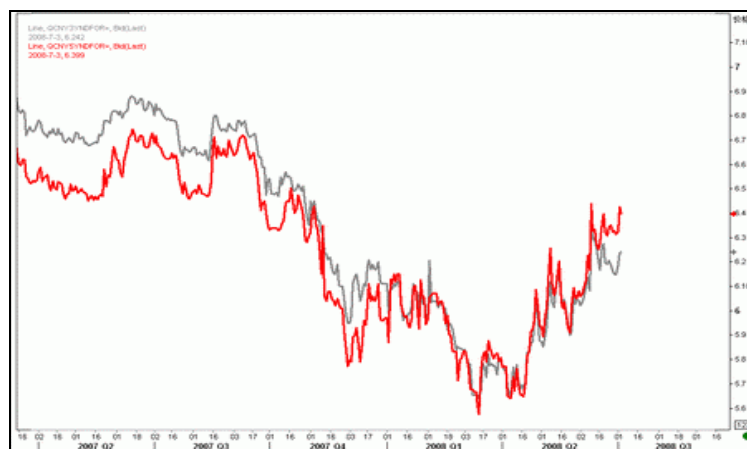
一系列因素的作用下，中国出口企业的经营环境正在恶化，08年上半年贸易顺差和工业企业利润增长均出现回落。如果考虑到未来可能的加息风险，则利率汇率双升的局面，将进一步挤压出口企业的经营环境。对人民币升值最为敏感的，当数劳动密集型、低附加值的中小型出口企业，这类企业本身利润较薄，在国际市场上缺乏定价权与话语权，同时又吸纳了大量劳动力，一旦这类企业经营陷入困境，不但会使中国经济增长的三架马车之一的出口部门降温，而且会释放失业压力，带来巨大的社会成本。

因此，有必要放缓人民币的升值速度，以使出口企业获得足够的适应和转型空间。

另一方面，由于人民币单边升值，投资人民币资产属于无风险套利，即使仅以存款的形式，仍可获得年10%以上的稳定收益，结果必然会刺激国际热钱大规模流入中国，由于监管热钱的难度很大，因此各方对热钱规模的估计出入较大，从3000亿美元到1.7万亿美元不等，但其规模十分庞大是可以肯定的，而且从07年下半年开始有加速流入的迹象。

热钱流入，除了严重削弱对货币供应量的控制，为通胀火上浇油外，更重要的是为金融市场埋下了隐患，一旦人民币升值预期消退，热钱大规模流出，必将给我国经济带来巨大冲击，尽管有巨额外汇储备作为后盾，但代价必然是巨大的。

图 14：人民币 NDF3 年期（黑）与 5 年期（红）（来源：路透）



实际上，虽然市场仍然继续看涨人民币，且对均衡汇率缺乏统一共识，但透过人民币远期和 NDF 市场，可以明显看出市场的升值预期已经开始明显放缓，远期价格走势触底反弹，回升至 6.0 上方，

即使 5 年远期价格也没有低于 6.0，5 年远期甚至较 3、4 年远期出现贬值，这表明市场对人民币汇率未来的走势预期已经出现阶段性的顶点，或许人民币已经开始接近其“均衡汇率”。

预计在升破 6.6 后，即今年年底或明年年初，人民币有可能结束单边升值，进入双边波动阶段，汇率将进入相对稳定期。届时，人民币将进入敏感区间，如果配合美元反弹，或者美国经济见底，海外市场吸引力上升，热钱随时会有撤离的可能。如果国内通胀形势继续恶化，引发宏观经济趋冷，或者类似于印度这样的新兴市场经济体出现金融危机，则有可能刺激热钱提前离场。因此，对于热钱撤离的风险，有必要提高警惕，加强对资本进出的监管，从渠道上堵截热钱的流动。

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 2008 版权所有。保留一切权利。