

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

## 一 汇市中期格局发生质变

北京奥运会开幕式的焰火辉煌夺目，与此同时，美元也上演了一出灿烂的“开幕式”，在上周五，美元指数以6年来最大单日涨幅，以及一举击破6年半下降压力线的方式，正式拉开了自己中期反弹的大幕。

非美货币令人瞠目结舌雪崩式的暴跌，超乎多数投资人的预期。在我们此前的周评及专题报告中，我们一直坚定的认为美元将要出现反弹，非美货币将出现修正，只是在等待时机确认的问题，但没想到美元反弹的力度是如此强劲，几乎在一周之内，美元已经走出了几个数量级的行情。

尽管美国经济并未放晴，但美元一夕之间的表现，足以使汇市中期格局发生质变，美元很有可能摆脱持续数年的颓势，展开一波强劲的上扬走势。

## 二 美元确立中期底部，后市上行空间广阔

内外因素的双重利好，终于成就了美元指数上周的暴涨。从外部因素来说，主要央行开始明显将关注焦点转向经济增长，特别是欧洲央行态度出现明显变化，直接刺激了美元的上涨，这一点将在欧洲货币分析中予以阐述。

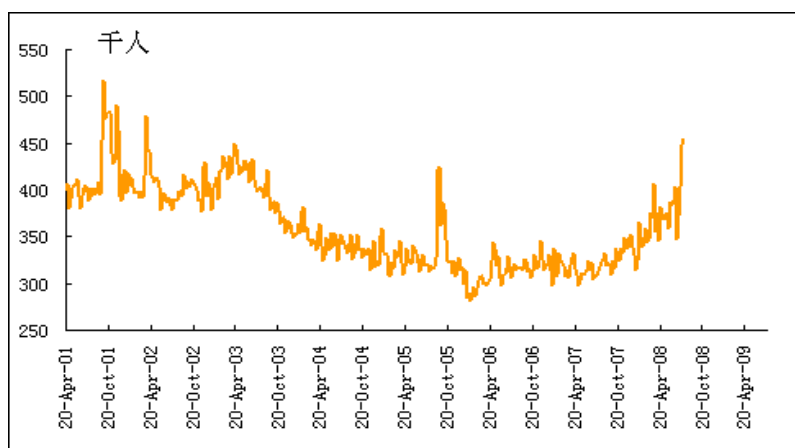
而在内部，美国经济近期表现出一定的触底迹象，这一点被市场理解为，既然美国经济并没有继续恶化，或许美联储加息的时间会提前，因此也激发了市场买入美元的热情。

在上周公布的数据中，不少指标表现优于预期，其中6月工厂订单月比增长1.7%，远好于前值及预期的增长0.7%；6月份现房销售指数较5月大幅上升5.3%至89.0，远好于预期的下降1%；7月非制造业ISM景气指数为49.5，虽然仍徘徊在50下方，但是要好于预期的48.8；6月批发销售创4年半来的最大升幅，批发库存/销售比降至相当低的水平，这预示着未来制造业生产可能会出现加速；而6月个人消费及个人收入也继续保持增长。

看起来似乎美国经济已经度过了最艰难的时刻，表现出触底企稳的迹象，不过，现在就乐观可能还为时尚早。上周公布的周初次申请失业金人数继续攀升至45.5万人，创六年来的最高水平，表明就业市场仍在持续疲软。

因此我们认为，在联储大幅减息和联邦政府减税措施的刺激下，美国经济近期的活力有所增强，但鉴于就业市场仍在恶化，未来消费领域将面临考验，美国经济在下半年或明年初不排除二次探底的可能，但整体而言，我们认为美国经济很可能已经摆脱了衰退风险，市场最恐慌的时期已接近尾声。

图1：美国周初次申请失业金人数



美联储上周宣布维持利率 2% 不变，符合市场预期。其政策声明整体基调变化不大，既关注经济的下行风险，也关注通胀的上行压力，但此次声明对经济下行风险的判断较上次略微悲观，我们相信美联储至少在 3 季度会维持利率不变，且年内加息的可能性也不大。

图2：美元指数月K线图（截至美东时间08年8月8日）



美元指数上周的走势令人瞠目结舌，红三兵已经得到完美验证，周五单日涨幅创 6 年最大，而单周涨幅则高达 3.38%，创 3 年半来的最大单周涨幅。

从技术图表观察，美元指数在上周突破了 6 月中旬的重要高点，

同时也突破了 07 年 11 月的重要低点，日线图上已经成功构筑了双底形态，更为重要的是，美指成功突破了 2002 年 1 月以来的长期下降压力线，发出了即将展开反弹的强烈信号。

图3：美元指数日K线图（截至美东时间08年8月8日）



我们认为，美元中期底部已经成型，接下来将要面对的问题是，美元后市的反弹，是对 05 年以来跌势的修正，还是对 02 年以来长期跌势的修正，若是前者，则可能反弹幅度会与 05 年相似，目标上看 80.50，若是后者，则上升空间将十分巨大，甚至可看高到 90 以上。

目前尚无法判断美元究竟将遵循哪条反弹路线，但从短期来看，在突破长期压力线及重要阻力后，美指面临回抽压力，上周涨幅过于巨大，短线也有修正压力，因此本周美指回调风险较大，可能会跌向 75.40 甚至 74.50。但从中期角度看，美指后市上行方向已经确立。

下方支撑：75.40、74.85、74.50

上方阻力：76.00、76.50、77.10

### 三 人民币兑美元年内波动区间为 6.7-7.0

人民币上周兑美元继续维持跌势，全周开于 6.8395，收于 6.8570，下跌 175 点。

上周，修订后的《中华人民共和国外汇管理条例》出台，值得关注的重点有三项，一是取消了企业经常项目外汇收入强制结汇和外汇收入强制调回境内的要求，二是强化了对跨境资金流动的监测，增加了对外汇资金非法流入、非法结汇等行为的处罚；三是建立国际收支应急保障制度。

我们认为，该条例的出台，将会在一定程度上减轻央行对冲流动性的压力，缓解货币投放过量，缓解外汇储备增长过快的压力，在美元反弹的大背景下，相信企业持汇意愿会增强，这将进一步削弱人民币升值的动力。

近期来看，政策层正在通过多种手段，力保经济不出现大的降温，避免出口减速对经济的冲击，因此，我们预计人民币汇率政策将在可预见的阶段内维持稳定，政策层将不希望看到人民币大幅升值或大幅贬值。

但是，考虑到美元中期反弹趋势已经确立，即使人民币兑美元维持稳定，因美元在一揽子货币中权重过大，人民币仍会兑其他非美货币上涨，这仍将对出口企业不利。可以采用降低美元在一揽子货币中的权重，或令人民币兑美元稳步回落的方式予以调节。

结合最新的外汇管理条例，以及国内国际宏观经济的变化，我们认为人民币升值的动能受到削弱，下行压力加大，尽管这尚不能扭转人民币兑美元升值的大方向，但人民币可能会提前进入双向波动，在下半年兑美元将会有涨有跌。我们认为有必要调整对人民币年终汇率目标的预测，从此前的 6.6 调整为 6.7，波动区间调整为 6.7-7.0。

图4：人民币日K线图（截至北京时间08年8月8日）



在当前国内股市、楼市不振，人民币升值预期明显放缓，以及海外美元大幅反弹的情况下，人民币资产对热钱的吸引力将明显下降，热钱流出的风险在上升，人民币汇率在未来将经受真正的市场风险考验。

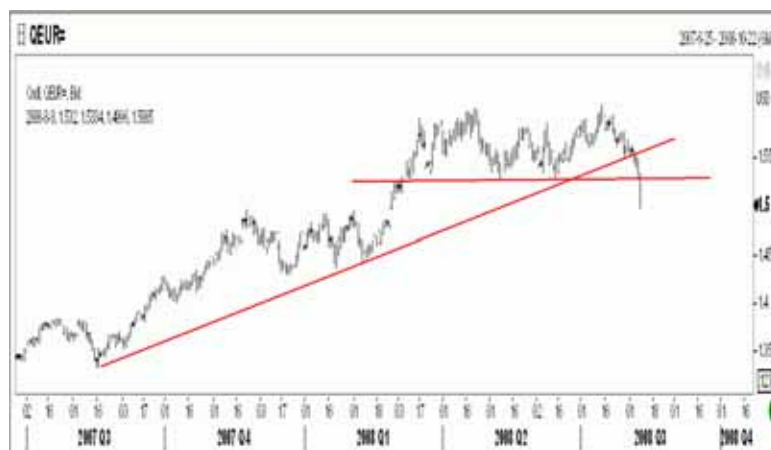
鉴于美元上周大幅上扬，预计本周人民币开盘将维持下行压力，有进一步小幅回落的风险。

## 四 欧元确立中期头部，调整目标可看 1.46

我们一直认为，欧元区经济的下行风险正在上升，这一点终于在上周被欧洲央行正视并承认，但也由此成为压垮欧元的最后一根稻草。欧元上周单周跌幅创历史记录，周五跌幅创诞生以来的最大记录。

上周欧洲央行宣布维持利率不变，符合市场预期，但欧洲央行行长特里谢在记者会上的态度出现逆转，焦点由通胀转向增长，特里谢承认欧元区经济面临疲软的风险，下行压力加大，尽管他依然强调对通胀的关注，但焦点转向的变化令市场大举抛售欧元。特里谢的言论表明，欧元利率毫无疑问已经见顶，未来如果通胀压力减轻，则欧洲央行减息的风险将非常大。

图5：欧元日K线图（截至美东08年8月8日）



从基本面情况来看，欧元区上周公布的数据仍然糟糕，也令欧元走势雪上加霜，其中8月 Sentix 投资者信心指数跌至2003年7月以来最低；欧元区6月零售销售年比下降3.1%，远坏于预期的下降1.2%；欧元区7月服务业PMI指数跌至48.3，创5年新低；意大利2季度GDP环比出现负增长。

欧元上周在技术上出现大破位，应验了三只乌鸦的判断。欧元目前不但跌破了07年8月以来的长期上升趋势线，而且跌破了1.53一线的关键支撑，技术图表上成功构筑大型双顶形态，中期头部已经确立，后市将继续下行，本轮目标可看到1.46一线。

短期来看，日图KD指标向下延伸，支持汇价继续走低，但面临1.50心里关口及1.4950前期重要高点的支撑，考虑到上周跌幅过大，短线超卖，因此不排除本周出现技术性反弹的可能，但预计反弹高度可能不会超过1.53，且任何一次反弹都可视为卖出的机

会。

支撑位：1.4950、1.4820、1.4750

阻力位：1.5100、1.5250、1.5300

英镑上周基本面相对并不热络，但公布的数据仍维持下行风险，7月服务业 PMI 指数从6月的47.1小幅上升至47.4，但仍远低于50的荣枯分水岭；7月消费者信心跌至51，为有记录以来最大跌幅及最差记录；7月哈利法克斯房价指数月比下降1.7%，年比下降8.8%，显示房地产市场继续衰退。

面对持续的经济衰退风险，英国财长达林上周承认，影响英国经济的问题比许多分析人士所预期的更严峻。英国央行上周也宣布维持利率不变，我们预计英国央行在接下来的一段时间可能会继续维持不变，但若经济继续恶化，则不排除减息风险上升。

图6：英镑周K线图（截至美东08年8月8日）



英镑上周同样大幅下挫，单周跌幅创1995年以来最大，并且击穿了1.9330一线的重要支撑，使得自今年1月以来的大型振荡区间演变为下跌中继，打开了新的下行空间。

英镑短期下跌幅度过大，有超卖迹象，本周开盘后存在回调机会，但1.9330将提供强大阻力，整体方向仍然看跌，下方强支撑在1.90，这里不但是千点关口，而且也是从2002年以来长期上升趋势线支撑所在，若该关口失守，则英镑前景将急剧恶化，中期将有跌向1.80关口的风险。

支撑位：1.9120、1.9000、1.8820

阻力位：1.9330、1.9440、1.9650

## 五 日本政府暗示经济进入衰退期，美元/日元倾向继续上涨

与欧系货币节奏不同的日元，上周也未能幸免下跌局面，美元反弹及日本经济基本面恶化，都令日元走软。

面对近期持续疲软的基本面指标，日本官方有了最新的正式回应，日本政府在 8 月报告中，在 4 年零 8 个月以来首次删除“复苏”一词，称经济正在走弱，并暗示经济已经进入衰退期（注：日本官方对衰退的定义与美国有所区别）。这一报告凸显出日本经济当前面临的困境。

而上周公布的日本 7 月企业破产数量年比增加 23.6%，创 03 年 7 月以来的最大增幅，而 7 月经济观察家现状指数也跌至 7 年低点 29.3。

图7：美元/日元日K线图（截至美东08年8月8日）



美元/日元上周突破 108.60 的强阻力后大幅上扬，收盘站上 110，为 7 个月来的新高。从技术图表观察，美元/日元当前未见顶迹象，倾向于维持上涨势头，上方强阻力在 111 一线，周图 KD 指标持续向上延伸，支持汇价进一步走高。

支撑位：108.50、107.70、107.30

阻力位：110.90、111.50、112.00

## 六 澳元继续暴跌，加元跌破关键支撑面临趋势反转

澳元上周维持暴跌走势，抛盘沉重，几无反弹，周五跌破 0.90 关口，单周跌幅再创次贷危机以来最大。

从技术图表观察，0.8860 一线为此前重要高点，澳元有机会在这里寻获支撑，但若失守，则可能跌向 06 年 3 月以来涨幅 38.2%

的回调位 0.8760。周图 KD 指标出现高位死叉，显示澳元后市不容乐观，若 0.8760 失守，则有进一步跌向 0.85 一线的风险。

图8：澳元周K线图（截至美东08年8月8日）



支撑位：0.8760、0.8660、0.8560

阻力位：0.8950、0.9030、0.9100

美元/加元上周如期突破大型振荡区间的上轨压力，随后出现强劲拉升走势，期间并未出现回抽，周末收盘直接逼近 1.07。日图 KD 指标向上伸展，显示上行动能充沛，预计美元/加元本周有望维持涨势，目标看 1.0920，这里是 06 年的重要低点。

同时，美元/加元的上周强劲涨势，已经击穿了 2002 年以来的长期下降压力线，发出了长期趋势结束的重要信号，若能有效突破 1.09，则美元/加元中期目标可上看 1.18 甚至更高。

图9：美元/加元月K线图（截至美东08年8月8日）



支撑位：1.0570、1.0390、1.0310

阻力位：1.0760、1.0860、1.0920

## 金融市场数据简报

(2008年8月8日)

### 一、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	1.5006	1.6038	2008-7-15	1.3361	2007-8-16	1.5006	1.5603	1.4589	2.853
日元	110.18	118.57	2007-8-13	95.78	2008-3-17	110.18	107.91	111.72	1.393
人民币	6.8582	7.6099	2007-8-17	6.8110	2008-7-16	6.8582	6.8319	7.3037	6.496
英镑	1.9212	2.1161	2007-11-9	1.9146	2008-8-8	1.9212	1.9841	1.9851	-3.217
澳元	0.8887	0.9850	2008-7-15	0.7675	2007-8-17	0.8887	0.9423	0.8751	1.557
加元	1.0667	1.0867	2007-8-16	0.9058	2007-11-7	1.0667	1.0246	0.9984	-6.403
港币	7.8113	7.8264	2007-8-15	7.7500	2007-10-31	7.8113	7.8017	7.8001	-0.143
新加坡元	1.4054	1.5436	2007-8-16	1.3451	2008-7-15	1.4054	1.3674	1.4401	2.471
台币	31.135	33.1610	2007-8-16	29.955	2008-3-26	31.135	30.629	32.432	4.166
韩元	1027.70	1057.30	2008-5-21	899.69	2007-10-31	1027.70	1012.15	935.37	-8.984
卢布	24.238	25.9087	2007-8-22	23.058	2008-7-15	24.238	23.432	24.601	1.496
美元	75.845	82.1320	2007-8-16	70.698	2008-3-17	75.845	73.227	76.695	-1.108

### 二、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	1.5006	1.5000	1.4981	1.4933	1.4867	1.4812	1.4768	1.4713	1.4746	1.4806	1.4882
日元	110.18	110.14	109.99	109.58	108.92	108.30	107.61	104.50	101.18	97.71	94.48
人民币	6.8582	6.8601	6.8675	6.8335	6.7555	6.6930	6.6175	6.3850	6.3863	6.3877	6.3890
英镑	1.9212	1.9202	1.9168	1.9083	1.8964	1.8863	1.8776	1.8553	1.8431	1.8335	1.8322
澳元	0.8887	0.8878	0.8851	0.8789	0.8704	0.8627	0.8553	0.8320	0.8156	0.7981	0.7868
加元	1.0667	1.0669	1.0672	1.0676	1.0675	1.0670	1.0663	1.0601	1.0573	1.0508	1.0480
港币	7.8113	7.8101	7.8059	7.7979	7.7870	7.7795	7.7738	7.7400	7.7067	7.7011	7.6522
新加坡元	1.4054	1.4051	1.4038	1.4000	1.3948	1.3902	1.3849	-	-	-	-
台币	31.135	31.370	31.380	31.330	31.130	30.981	30.900	-	-	-	-
韩元	1027.70	1028.20	1031.50	1033.75	1035.75	1037.30	1039.00	1040.90	1039.10	1036.60	1034.80
卢布	24.238	24.257	24.311	24.422	24.595	24.750	24.939	25.709	26.855	28.402	30.590

## 招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2008年8月8日)

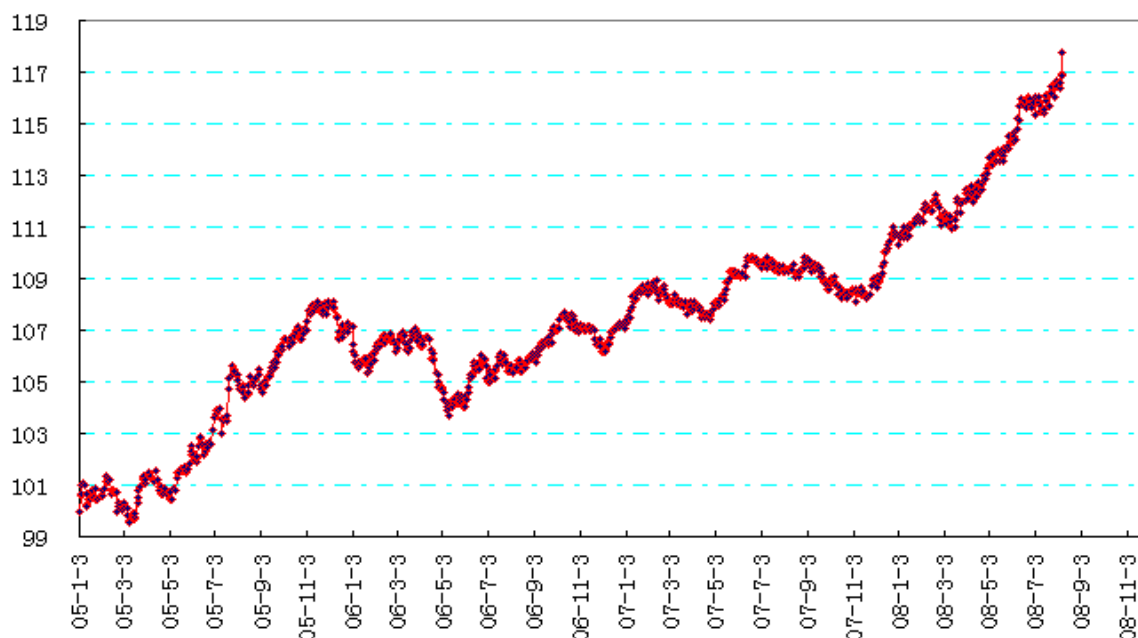
期限	人民币 NDF 最近价	人民币升值幅度	人民币升值幅度折年率	美元掉期利率	人民币货币互换回报率	人民币掉期利率
现价	6.8582			2.063%		2.794%
7 天	6.8705	-0.179%	-9.352%	2.409%	11.760%	3.170%
1 个月	6.8675	-0.136%	-1.627%	2.461%	4.088%	#VALUE!
3 个月	6.8335	0.360%	1.441%	2.804%	1.363%	3.300%
6 个月	6.7555	1.497%	2.995%	3.091%	0.096%	3.350%
1 年期	6.6930	2.409%	3.212%	3.153%	-0.059%	3.400%
2 年期	6.6175	3.510%	3.510%	3.231%	-0.279%	3.420%
3 年期	6.3850	6.900%	3.392%	3.443%	0.051%	3.528%
4 年期	6.2450	8.941%	2.896%	3.798%	0.902%	3.630%
5 年期	6.2815	8.409%	2.039%	4.025%	1.985%	3.725%

### 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

(2008年8月8日)



日期	2007-12-31	08-8-4	08-8-5	08-8-6	08-8-7	08-8-8
招银人民币贸易 加权汇率指数	110.7196	116.3717	116.5762	116.9596	116.8870	117.7855

### 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 2008 版权所有。保留一切权利。**