

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

一 美元短暂回落，若展开修正将不会很快结束

市场的基本面与技术面往往配合的恰到好处、天衣无缝，上周，美国陆续公布了一些疲软的数据，恰好配合了美元连续大涨后喘息调整的需要，而有关美联储是否会很快加息的预期则在摇摆不定，但总体来看，美联储年内加息的几率在继续下降。

上周公布的美国地产数据继续走跌，其中7月新屋开工月比下滑11%，年比大幅下滑29.6%，为1991年3月以来的最低水平，凸显出美国房地产市场仍处于衰退中的窘境；7月营建许可也大幅下滑17.7%。

7月领先指数下降0.7%至101.2，坏于预期，周初次申请失业金人数为43.2万人，继续维持高位，这些数据表明，美国经济仍处在相当低迷的阶段。

不过，美国7月PPI月比上升1.2%，年比上升9.8%，创1981年6月以来的最高增速，显示美国通胀压力继续攀升，对此，市场加息预期一度升温，但在数位联储成员自相矛盾的讲话后，加息预期逐渐降温。联储理事拉克尔表示，可能需要在经济实现反弹以及金融市场完全回到正轨之前加息，但周末前伯南克则称，欢迎大宗商品价格回落，预计通胀压力将回落。

目前来看，美国经济仍有二次探底的下行风险，而联储对通胀形势的预计比较乐观，认为年内或明年初有望出现拐点，并不急于加息，因此我们预计，在美国经济出现明确的见底复苏信号前，美联储很有可能一直维持利率不变。

虽然在利率问题上各执一词，但联储成员在美元汇率问题上却有惊人的一致，达拉斯联储主席费舍尔称，看到美元在汇市逆转走势并不感到意外，而伯南克则表示，美元走稳令人振奋，毫无疑问，联储希望美元能够继续走强，至少不要再下跌。

美元上周如期冲高77.40后回落，但周五寻获支撑，再度强劲上扬。从周K线图观察，美指上周收出长下影线的上吊线，显示有一定的触顶迹象，但不能排除本周再创新高的可能，目前无法判断美指对前期上涨的修正是否已经展开，但倾向于认为，鉴于此前涨幅可观，因此美指的修正过程不会很短暂，以深幅调整或以横盘整理来进行修正的可能性相当。

不过整体而言，美元的中期涨势已经确立，只要美指不跌破0.618的回调位73.6，则后市上涨大方向无忧。

图1：美元指数周K线图(截至美东时间08年8月22日)



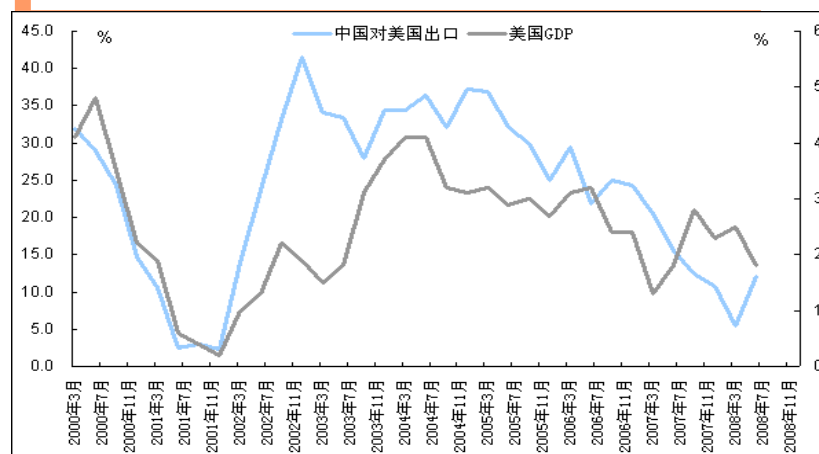
下方支撑：76.00、75.50、74.85

上方阻力：77.40、77.80、78.35

二 人民币大涨并非重启单边升势，中国出口形势将日益严峻

由于美元冲高回落，陷入整理，人民币上周兑美元强劲反弹，一扫近期颓势，全周开于6.8665，收于6.8339，上涨326点。

图2：中国对美国出口 数据来源：彭博

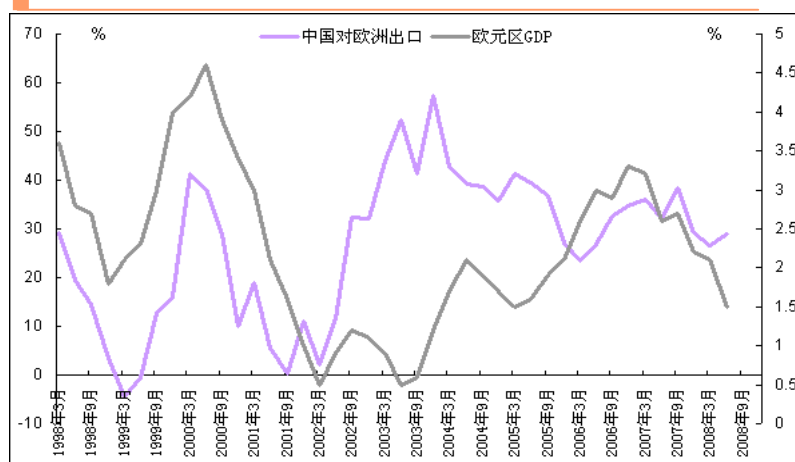


上周人民币的强劲上扬，主要原因在于美元的涨势放缓，而非人民币重启单边升势，鉴于全球经济低迷日益明显，以及美元确立中期反弹趋势，我们认为人民币汇率在中期内将维持稳定，年内在6.7-7.0区间范围内波动的可能性较大。

此前市场广泛讨论的世界经济与美元脱钩的问题，已经被证明

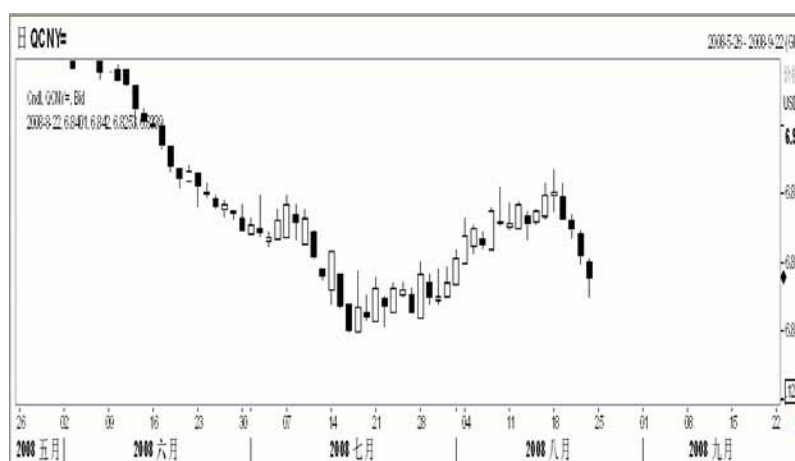
不可能，随着美国经济在去年4季度出现负增长，欧元区、日本经济在今年2季度亦出现负增长，英国经济接近停滞，预计这种局面将给包括中国在内的新兴市场国家带来压力，因目前新兴市场国家过于依赖出口。随着海外环境转冷，我们预计中国的出口将会继续放缓，最严峻的局面将出现在岁末年初或明年上半年。事实上，从历史以往表现来看，中国的出口和宏观经济，与G7国家的宏观经济具有惊人一致的周期性，但这种周期性存在时间差，即G7国家经济转冷传递到中国需要1-3个季度不等。

图3：中国对欧洲出口 数据来源：彭博



在这种形势下，人民币若继续大幅升值，将会对出口企业造成严重挤压，进而加速中国经济的下行风险。

图4：美元/人民币日K线图（截至北京08年8月22日）



上周，发改委再次上调了火电企业上网电价，但没有调整销售价格，预计这将对通胀构成明显影响。但我们认为，在下半年，当CPI与PPI出现降温迹象时，国内会陆续进行资源类商品的价格改革，以理顺价格形成机制，改善市场供需失衡的局面，因此这将会给通胀带来持续压力，总体通胀形势较高的局面，将维持到09年。

同时，粮价具有较大的不确定风险，目前的粮食收购与价格形成机制，将会持续挤压农民的粮食生产动力，其改革的迫切程度，甚至高于资源类商品。

三 欧洲经济继续滑坡，欧洲货币下行压力不减

在美元升势放缓的空档，欧洲货币获得了喘息的机会，欧元和英镑对美元均出现反弹，但反弹走势相当脆弱。

欧元区的基本面仍维持近期一直持续的悲观气氛，多项数据显示其 3 季度经济有进一步下滑的风险。

德国上周公布的 7 月份 PPI 月比上升 2.0% ,创 1974 年 2 月以来最高增速，年比上升 8.9% ，创 1981 年 10 月以来最高增速。尽管通胀压力强劲，但在 2 季度德国 GDP 负增长的事实面前，市场对通胀数据已全然失去兴趣，因此时欧洲央行已无升息的可能。

德国 8 月 ZEW 经济景气指数由 -63.9 改善至 -55.5 ,好于预期的 -62 ，成为欧元区数据中为数不多的亮点，但更多的经济数据则指向下行。

图5：欧元周K线图（截至美东08年8月22日）



欧元区 8 月服务业 PMI 指数降至 2003 年 6 月以来的最低点 48.2，而欧元区服务业就业指数降至 49.2，这是自 2004 年以来的最低点，预示着欧元区失业率将会继续上升；法国 8 月制造业 PMI 指数创 6 年来的最大降幅，从 47.1 降至 2001 年 12 月以来的最低点 45.1；法国 8 月服务业 PMI 小幅升至 48.5，但连续第二次处于 50 以下，表明法国的服务业在收缩；德国 8 月制造业 PMI 指数跌至 49.9，是自 2005 年 8 月以来第一次低于 50，表明德国强劲的制造

业开始收缩，这将有可能影响到德国的出口。

欧元区 6 月工业订单月比下降 0.3%，年比大幅下滑 7.4%，同样相当糟糕。

上周欧元在跌至 1.4628 后寻获支撑，振荡反弹，但未能突破 1.49，周末前再度大幅下滑。从技术图表观察，欧元上周的反弹呈现楔形整理形态，后市蕴含较大的回落风险。

从日线图观察，欧元 KD 指标低位金叉，显示欧元上行动能有所增强，考虑到欧元此前的巨大跌幅，因此认为即使欧元反弹到 1.5，其修正幅度与跌幅仍不成比例，因此预计欧元近期走势将较为复杂，充满振荡。

支撑位：1.4740、1.4620、1.4530

阻力位：1.4900、1.4990、1.5160

英国经济同样愁云惨淡，上周公布的英国 2 季度 GDP 修正值，使英国经济向衰退又迈进了一步，数据显示，英国 2 季度 GDP 季比从增长 0.2% 下调为零增长，这是自 1992 年 2 季度以来表现最差的一次，年比从增长 1.6% 下调为 1.4%，创 1992 年 4 季度以来的最低增速。

图6：英镑周K线图（截至美东08年8月22日）



其他方面，7 月零售销售月比增长 0.8%，年增长 2.1%，创 2006 年 2 月以来的最低年增幅；8 月 CBI 工业产出指数由 7 月的 -8 降至 -13，创 01 年 12 月以来的最低水平；8 月 Rightmove 房价月比下降 2.3%，年比下降 4.8%，创 02 年 8 月以来最高年比降幅。

面对惨淡形势，英国央行继续向减息靠拢，上周公布的央行 8 月会议纪要显示，货币政策委员在决定维持基准利率不变的同时，普遍认可利率降低将“有据可依”，会议纪要还暗示，经济放缓将有助于降低通胀预期，并使中期通胀回到略低于 2% 的目标水平，这一会议纪要严重打击了英镑的人气。

英镑上周企稳后小幅反弹，但反弹走势相当脆弱，周五再度大幅下挫。从技术图表观察，当前英镑走势坏于欧元，跌势未见底部迹象，若本周初 1.8480 失守，则有进一步跌向 1.80 一线的风险，周图 KD 指标死叉，支持汇价继续下行，但日图技术指标进入超卖区，可能限制跌幅。

支撑位：1.8480、1.8320、1.8170

阻力位：1.8670、1.8790、1.8970

四 日央行十年来首现“疲软”判断

外部环境继续对日本经济施加压力，上周公布的日本 7 月贸易盈余较去年同期下降 86.6%，仅为 8.3 亿美元，对于出口大国日本来说，这一记录应该是相当糟糕。其中，日本对美国出口年率大幅下滑 11.5%，对中国的出口自二战结束以来首次超过对美国的出口。预计随着全球经济继续转冷，日本可能会出现贸易赤字。

图7：美元/日元日K线图(截至美东08年8月22日)



日本央行 20 日发布了月度经济评估报告，再次下调对经济的评估，将其对目前日本经济形势的判断，从“进一步放缓”调整为“疲软”，值得注意的是，这是日本央行自 1998 年以来首次对经济形势作出“疲软”的判断。

美元/日元上周振荡下挫，但周五受美元反弹影响大幅收高。从技术图表观察，美元/日元近期所处形势变化不大，整体仍维持上涨势头，有望挑战 112 一线的阻力关口。但日图 KD 指标出现高位死叉，显示下行动能开始上升，周图连续两周收出长下影线的上吊线，表明上方压力强劲。

支撑位：108.25、107.70、106.30

阻力位：110.60、111.50、112.00

五 商品货币空头基调并未扭转

澳洲联储上周公布的 8 月会议纪要显示，澳洲联储认为，即使通胀仍居高不下，也应该早日降息以阻止经济深度放缓。由此看来，澳洲联储对经济的评估更为谨慎，应是吸取了欧洲央行的教训，澳元降息或已箭在弦上。

图8：澳元周K线图（截至美东08年8月22日）



澳元上周一度寻获支撑，陷入低位整理并有小幅反弹，但周五商品市场暴跌拖累澳元再次大幅下滑。从技术图表观察，日图 KD 指标出现低位死叉，支持汇价走稳，但周五澳元跌势凌厉，不排除本周再创新低的风险，周 K 线图上周收出十字星线，有一定的触底迹象，但在澳元大幅暴跌的前提下，不宜猜底。

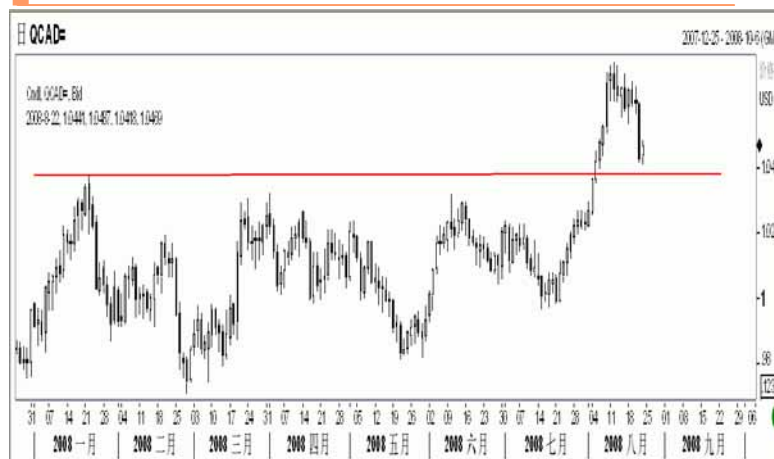
支撑位：0.8590、0.8510、0.8430

阻力位：0.8810、0.8940、0.9030

加元上周继续脱离其他非美货币走势，美元/加元大幅下挫，

收盘跌破 1.05，已跌至此前长期下降压力线的下方，日图 KD 指标高位死叉，支持汇价进一步走低，有跌向 1.0370 的风险，这里是前期大型振荡区间的上轨所在，预计将有较强支撑，之后美元/加元再度上扬的可能性较大。

图9：美元/加元日K线图（截至美东08年8月22日）



支撑位：1.0420、1.0370、1.0320

阻力位：1.0540、1.0650、1.0730

金融市场数据简报

(2008年8月22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	1.4793	1.6038	2008-7-15	1.3552	2007-9-4	1.4793	1.5603	1.4589	1.397
日元	110.08	117.95	2007-10-15	95.78	2008-3-17	110.08	107.91	111.72	1.485
人民币	6.8340	7.5670	2007-8-27	6.8110	2008-7-16	6.8340	6.8319	7.3037	6.873
英镑	1.8527	2.1161	2007-11-9	1.8506	2008-8-22	1.8527	1.9841	1.9851	-6.669
澳元	0.8665	0.9850	2008-7-15	0.8052	2007-8-29	0.8665	0.9423	0.8751	-0.986
加元	1.0470	1.0729	2008-8-12	0.9058	2007-11-7	1.0470	1.0246	0.9984	-4.645
港币	7.8057	7.8176	2008-6-12	7.7500	2007-10-31	7.8057	7.8017	7.8001	-0.072
新加坡元	1.4124	1.5304	2007-8-29	1.3451	2008-7-15	1.4124	1.3674	1.4401	1.967
台币	31.369	33.1300	2007-9-19	29.955	2008-3-26	31.369	30.629	32.432	3.390
韩元	1062.55	1063.35	2008-8-22	899.69	2007-10-31	1062.55	1012.15	935.37	-11.969
卢布	24.384	25.7809	2007-8-29	23.058	2008-7-15	24.384	23.432	24.601	0.888
美元	1.4793	1.6038	2008-7-15	1.3552	2007-9-4	1.4793	1.5603	1.4589	1.397

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	1.4793	1.4788	1.4769	1.4721	1.4655	1.4599	1.4552	1.4474	1.4469	1.4495	1.4668
日元	110.08	110.04	109.89	109.49	108.80	108.19	107.51	104.49	101.20	97.94	95.16
人民币	6.8340	6.8335	6.8320	6.7920	6.7300	6.6785	6.6313	6.4850	6.4321	6.3796	6.3270
英镑	1.8527	1.8517	1.8482	1.8403	1.8295	1.8206	1.8129	1.7913	1.7748	1.7674	1.7640
澳元	0.8665	0.8657	0.8630	0.8569	0.8490	0.8415	0.8343	0.8123	0.7958	0.7779	0.7667
加元	1.0470	1.0472	1.0476	1.0482	1.0484	1.0484	1.0485	1.0461	1.0445	1.0405	1.0369
港币	7.8057	7.8046	7.8009	7.7919	7.7806	7.7729	7.7677	7.7307	7.6890	-	-
新加坡元	1.4124	1.4120	1.4105	1.4066	1.4015	1.3974	1.3922	-	-	-	-
台币	31.369	31.356	31.359	31.259	31.124	31.002	30.874	-	-	-	-
韩元	1062.55	1064.40	1064.88	1066.25	1067.15	1069.55	1069.30	1063.10	1056.70	1052.70	1049.70
卢布	24.384	24.401	24.473	24.580	24.760	24.924	25.127	26.020	27.170	28.995	31.240

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2008年8月22日)

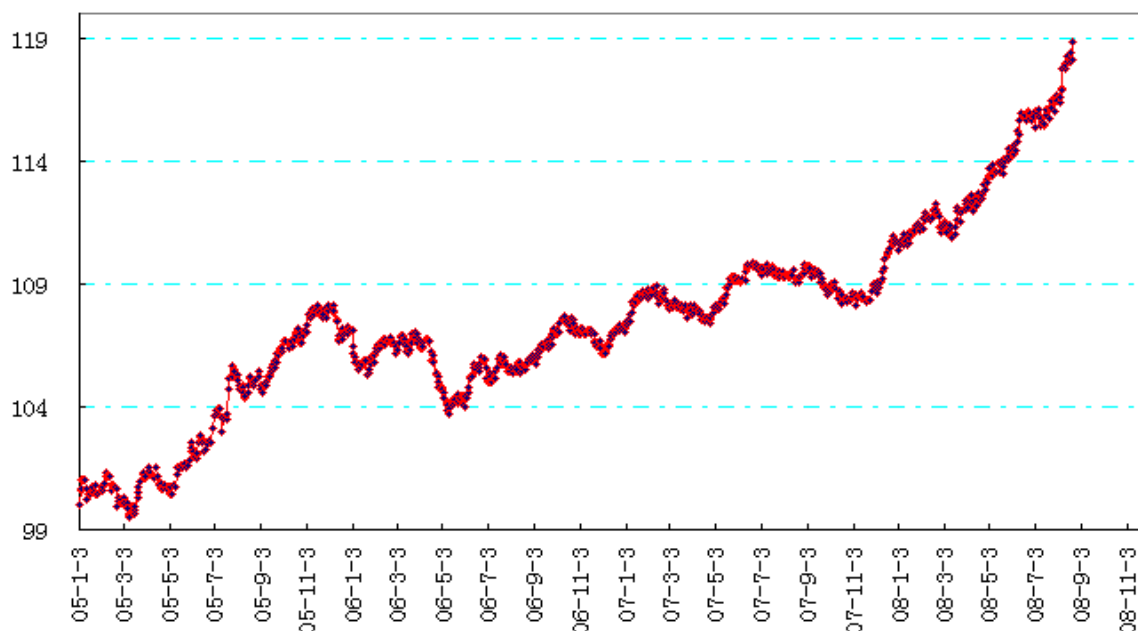
期限	人民币 NDF 最近价	人民币升值幅度	人民币升值幅度折年率	美元掉期利率	人民币货币互换回报率	人民币掉期利率
现价	6.8340			2.063%		2.570%
7 天	6.8310	0.044%	2.289%	2.418%	0.129%	3.081%
1 个月	6.8320	0.029%	0.351%	2.472%	2.121%	-
3 个月	6.7920	0.615%	2.458%	2.810%	0.352%	3.101%
6 个月	6.7300	1.522%	3.044%	3.114%	0.070%	3.139%
1 年期	6.6785	2.275%	3.034%	3.153%	0.119%	3.174%
2 年期	6.6313	2.966%	2.966%	3.213%	0.246%	3.217%
3 年期	6.4850	5.107%	2.522%	3.411%	0.889%	3.340%
4 年期	6.3300	7.375%	2.400%	3.743%	1.342%	3.435%
5 年期	6.2995	7.821%	1.900%	3.969%	2.068%	3.517%

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22日)



日期	2007-12-31	08-8-18	08-8-19	08-8-20	08-8-21	08-8-22
招银人民币贸易加权汇率指数	110.7196	118.0762	118.1789	118.4024	118.1067	118.8492

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。