

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

一 美指破位，短期调整压力加大

上周前半段，在美国政府大力救助花旗，美联储再推 8000 亿美元救市措施，以及欧洲各国频出救市方案的刺激下，市场避险情绪受到压制，美元出现近期罕见的下跌走势，非美货币普遍出现反弹，其中欧洲货币反弹力度较大。

进入上周后半段时，由于欧洲各国在救市方案上的分歧越来越大，同时市场对本周欧元、英镑大幅降息预期强烈，美元出现短线反转，再度上扬。

我们认为，由于经济危机仍在持续加深，市场的避险情绪不可能很快消退，因此美元总体走势依然看涨，但经历了上周的短暂下跌后，美元指数在技术上已经出现了破位走势，后市面临的阶段调整压力正在上升。

美国房地产市场继续萎缩，显示此轮经济危机的爆发源仍没有好转的迹象。美国 10 月现房销售环比下降 3.1%，折合成成年率下降至 498 万套，更重要的是，10 月住房价格中值同比跌幅高达 11.3%，不仅跌至 2004 年 3 月以来的最低水平，而且也创出自 1968 年有记录以来的历史最大跌幅。美国地产市场的复苏看似仍遥遥无期，这将直接拖累美国乃至世界经济，我们原本预计，在最乐观的情况下，美国房地产市场会在 2009 年年中触底，但从目前迹象来看，这一可能性正在愈发渺茫。

美国 3 季度 GDP 修正值年比下降 0.5%，为 2001 年 3 季度以来最差，其中消费下滑 3.7%，对 GDP 的贡献率为 -2.69%，显示美国经济最大的动力引擎已经熄火，而贸易成为唯一可以依赖的部门，3 季度进口下降 3.2%，出口增长 3.4%，贸易对 GDP 的贡献率为 1.07%。

其他数据方面，美国 11 月消费者信心指数升至 44.9，但仍徘徊于谷底；10 月个人收入环比上升 0.3%，个人消费环比下降 1%；美国 10 月耐用品订单下降 6.2%，创两年来的最大降幅；11 月芝加哥 PMI 降至 33.8，为 1982 年以来的最低水平。

美元指数上周前半段大幅下挫，跌破了 9 月下旬以来的上升趋势线，从技术上发出了涨势受挫的信号。目前美指所处的位置十分尴尬，可上可下，不过总体而言，调整的压力正在加大，上周后半段的再度走强，有可能是去回抽前期的上升趋势线，则 87.80 附近

将提供强阻力，美指可能出现冲高回落。

若美指展开调整，在避险情绪不稳的形势下，要判断调整的幅度十分困难，但有一条原则可以适用，即只要美指不跌破7月中旬以来的上升趋势线，则中期涨势就不会结束，目前该趋势线支撑位于82附近。

图1：美元指数日K线图（截至北京时间08年12月1日）



支撑位：86.10、84.70、83.90

阻力位：87.80、88.40、89.00

二 人民币大幅下跌，或暗示汇率政策出现调整

上周，人民币兑美元维持横盘整理，开于6.8304，收于6.8344，下跌40点。本周一人民币中间价大幅低开，随后低开低走，并触及跌停下限，或可视为汇率政策出现变化的重要信号。

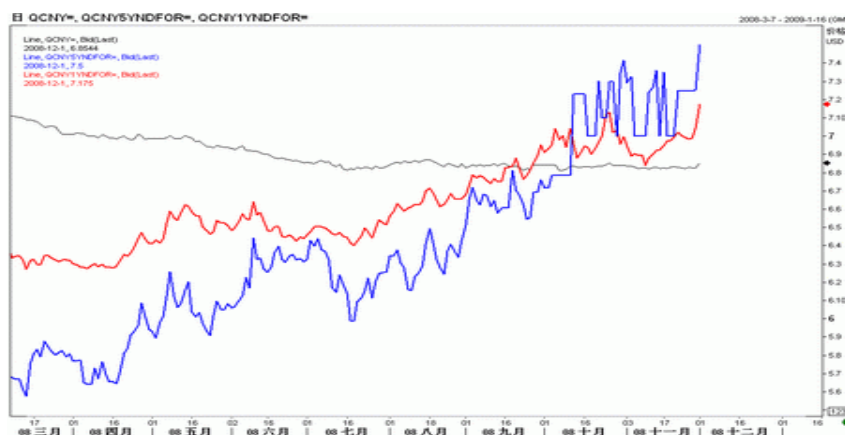
中国人民银行上周意外大幅减息，及调降国内准备金率，此举令市场大感意外，因为虽然降息已在市场预料之中，但如此创记录的降息幅度，还是令市场始料未及，这一降幅为1997年10月以来最大。

央行重拳降息，一方面说明在采取措施提振经济，另一方面也反映了决策层对中国经济的担忧，表明中国经济下行的速度已经超出了预期。

经过两个月来的连续四次降息，人民币1年期存款利率调降了

162个基点，与美元的利差优势从214个点降至152个点，缩小了62个基点，与欧元的利差劣势从11个点扩大至73个点，扩大了62个点。考虑到人民币利率未来仍有较大的下降空间，而美元利率接近底部，因此未来利差优势将会继续缩小，套利空间将被持续压缩，国际资本和热钱追逐人民币的动力会下降，这将对人民币即期和远期汇率带来压力。

图2：人民币即期汇率（黑）与1年期、5年期NDF（红、蓝）



面对经济下滑趋势，国家出台了大量措施予以应对，货币政策和财政政策进行了大幅调整，这些措施当然会对经济起到提振作用，减缓经济下滑的速度。但目前我们面临的是二战后全球最严重的经济危机，也是我国改革开放30年来首次遭遇全球经济危机，尽管1980-1982年和1990-1992年也发生了两次世界性的衰退，但那时中国融入世界经济的程度非常低，受到的影响几乎可以忽略；1997年的东南亚金融危机，只是一次区域性的危机，当时欧美经济仍保持健康，但对我国的影响就已经十分明显，97年我国的贸易依存度只有三成，如今这一比例已飙升至七成，影响不言而喻。因此，目前不论民间还是政府，面对的都是一个前所未有的形势，需要对可能的严峻形势，有充分的心理准备。此种形势下，如何应战，恐怕并不能拘泥于以往的思维，正所谓“非常时期”需要有“非常手段”。

本周一人民币中间价的大幅低开，或许可以视作“非常手段”的前奏，虽然目前官方并未明确表态，但可将本周一的中间价视为央行试探市场水温的举动，假如央行对做多美元/人民币持默许态度，或许美元/人民币会逐渐向7.0一线上扬。

三 欧洲货币短期走势不明，中期下行趋势不变

上周欧盟通过了一项总额达 2000 亿欧元的救市计划，原本应该对欧元带来提振作用，但从实际效果看并不明显，原因在于，出于各自的利益需求，欧盟各国矛盾和摩擦不断，市场认为该计划难以迅速起到提振经济的作用。

近期欧元区公布的数据依然让人泄气，德国 11 月 IFO 商业景气指数由 10 月的 90.2 降至 85.8，连续第 6 个月下降，并创下 1993 年以来的最低水平；欧元区 9 月工业新订单环比下降 3.9%，年比下降 1.1%；欧元区 11 月经济信心指数由 10 月的 80.0 降至 74.9，为 1993 年 8 月来最低水平。

图3：欧元日K线图（截至北京时间08年12月1日）



德国 11 月 CPI 初值月比下降 0.5%，年比上升 1.4%，低于预期，年比涨幅已经跌至 2 年来的最低水平，通胀的持续降温，为欧洲央行降息提供了更多余地，预计本周欧洲央行将会再次降息，关注其是否会以超出市场预期力度降息。

欧元上周冲高 1.3070 后大幅回落，短期走势不是很明朗，日图 KD 指标自低位向上拉升，显示欧元有上行企图，但上周 K 线收出长上影的锤子线，显示上方抛压沉重。目前欧元所处位置可上可下，比较尴尬，不论是筑底还是构筑下跌中继的可能性都有。

不过，鉴于欧元基本面并未发生明显变化，本着顺势而为的原则，仍维持看空欧元，只要不突破 4 个半月来的下跌压力线，则中期下行趋势不变。

支撑位：1.2550、1.2430、1.2320

阻力位：1.2830、1.3070、1.3250

英国经济同样糟糕，英国11月Nationwide房价值数月降0.4%年降13.9%，显示地产市场继续大幅萎缩，这将继续拖累英国经济；英国11月零售销售指数降至-46，为1983年开始调查以来的最低水平，表明消费极度低迷。

预计英国央行本周会再次大幅减息。

图4：英镑日K线图（截至北京08年12月1日）



英镑上周反弹后的回落幅度有限，整体强于欧元，已经升破了9月以来的下降压力线，发出了跌势短期触底的信号，理论上后市有进一步反弹的可能。但整体来看，目前英镑并不具备底部特征，这次反弹的幅度可能不会太大，下行趋势并未发生明显改观，大方向维持看跌。

支撑位：1.5010、1.4850、1.4530

阻力位：1.5550、1.5880、1.6100

四 美元/日元可能继续维持区间振荡

尽管上周美国股市大幅反弹，但日元跌幅却受到限制，美元/日元整体上仍维持区间振荡。

日本10月工业产值月比下降3.1%，10月零售销售年比下降0.6%，这些暗淡无光的数据表明，尽管日本在金融危机中受到的冲击有限，但其宏观经济正日益滑向衰退。有鉴于此，日本央行在

11 月月报中再次调降了经济评估，称经济增长力道将越来越弱，出口还会继续下降。

从技术角度分析，美元/日元近期走势不够明朗，天图上的下降压力线依然存在，对汇价构成压制，预计短期内美元/日元可能仍会维持大幅区间振荡走势。

图5：美元/日元日K线图（截至北京08年12月1日）



支撑位：93.50、92.10、90.90

阻力位：95.70、97.40、98.50

五 商品货币继续维持看空

图6：澳元日K线图（截至北京08年12月1日）



澳元上周振荡反弹，但反弹幅度相当有限，日图 KD 指标向上拉伸，似在支持澳元走强，不过目前澳元仍延续下行基调，未见底

部特征，后市继续下跌的风险依然很大，存在测试 0.6-0.6060 支撑区的可能，若跌破，可视为构筑了大型下跌中继，下行空间广阔，否则将有机会出现反弹。

支撑位：0.6300、0.6220、0.6060

阻力位：0.6620、0.6830、0.6980

美元/加元上周如期出现调整，大幅下挫后企稳反弹，不过整体来看美元/加元涨势依然良好，自今年 9 月开始的上涨趋势没有结束的迹象，因此维持看涨美元/加元不变，后市有突破 1.30 升向更高水位的可能。

图7：美元/加元日K线图（截至美东08年12月1日）



支撑位：1.2250、1.2110、1.1900

阻力位：1.2590、1.2730、1.3000

金融市场数据简报

(2008年12月1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	1.2668	1.6038	2008-7-15	1.2330	2008-10-28	1.2691	1.2691	1.4589	-13.169
日元	94.38	114.66	2007-12-27	90.93	2008-10-24	95.53	95.53	111.75	18.411
人民币	6.8820	7.4151	2007-12-6	6.8061	2008-9-23	6.8347	6.8347	7.3037	6.127
英镑	1.5182	2.0679	2007-12-3	1.4558	2008-11-13	1.5377	1.5377	1.9851	-23.521
澳元	0.6429	0.9850	2008-7-15	0.6009	2008-10-27	0.6553	0.6553	0.8751	-26.538
加元	1.2426	1.3018	2008-10-28	0.9712	2008-2-28	1.2399	1.2399	0.9984	-19.652
港币	7.7508	7.8176	2008-6-12	7.7478	2008-10-31	7.7503	7.7503	7.8001	0.635
新加坡元	1.5251	1.5349	2008-11-21	1.3451	2008-7-15	1.5132	1.5132	1.4401	-5.573
台币	33.348	33.6340	2008-10-28	29.955	2008-3-26	33.289	33.289	32.432	-2.745
韩元	1436.83	1524.58	2008-11-21	918.70	2007-12-7	1468.75	1468.75	935.37	-34.900
卢布	27.951	28.0032	2008-12-1	23.058	2008-7-15	27.923	27.923	24.601	-11.988
美元	86.647	88.4630	2008-11-21	70.698	2008-3-17	86.517	86.517	76.695	12.976

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	1.2668	1.2665	1.2663	1.2661	1.2662	1.2671	1.2679	1.2679	1.2674	1.2662	1.2657
日元	94.38	94.37	94.23	93.97	93.58	93.26	92.89	91.51	89.69	87.72	85.88
人民币	6.8820	6.8932	6.9350	7.0475	7.1189	7.1775	7.2130	7.4600	7.3560	7.2529	7.1495
英镑	1.5182	1.5180	1.5184	1.5190	1.5199	1.5213	1.5223	1.5195	1.5153	1.5091	1.5033
澳元	0.6429	0.6425	0.6419	0.6396	0.6377	0.6355	0.6332	0.6217	0.6052	0.5905	0.5798
加元	1.2426	1.2429	1.2425	1.2408	1.2369	1.2343	1.2312	1.2274	1.2148	1.2105	1.2016
港币	7.7508	7.7502	7.7478	7.7469	7.7511	7.7509	7.7516	7.7473	7.6605	7.7093	7.6236
新加坡元	1.5251	1.5250	1.5245	1.5222	1.5167	1.5127	1.5042	-	-	-	-
台币	33.348	33.378	33.390	33.373	33.260	33.161	33.040	-	-	-	-
韩元	1436.83	1432.10	1432.43	1427.43	1422.93	1414.48	1420.68	1397.36	1398.61	1408.98	1423.34
卢布	27.951	28.130	29.436	31.180	32.886	34.393	35.491	43.281	51.833	61.223	70.121

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2008年12月1日)

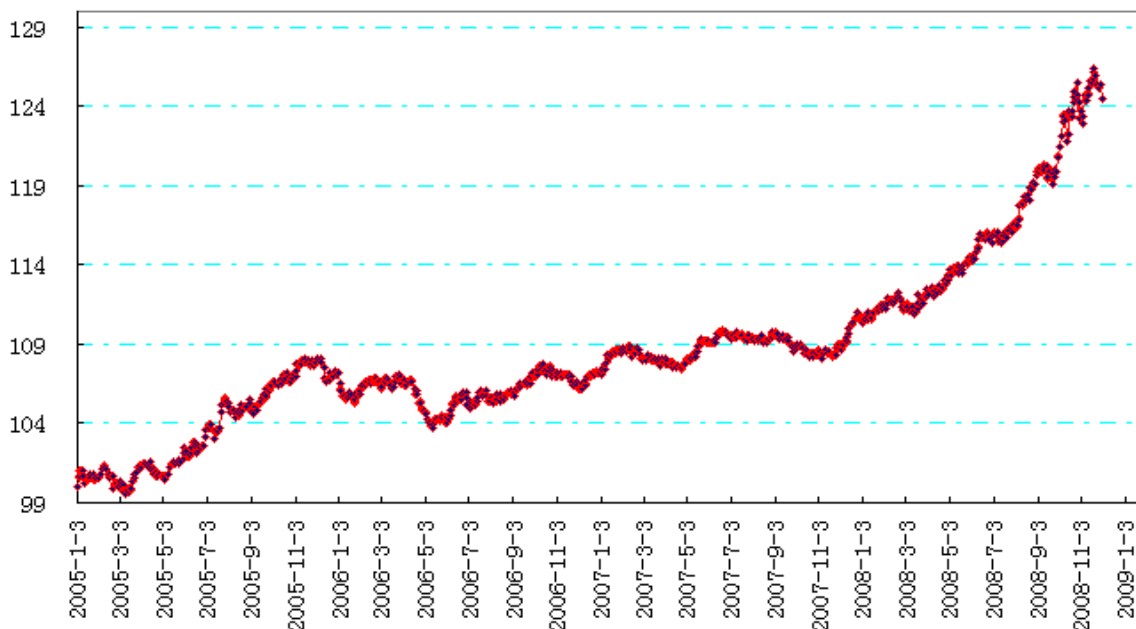
期限	人民币 NDF 最近价	人民币升值幅度	人民币升值幅度折年率	美元掉期利率	人民币货币互换回报率	人民币掉期利率
现价	6.8820			0.625%		1.500%
7 天	6.8809	0.016%	0.833%	1.211%	0.378%	1.984%
1 个月	6.9350	-0.770%	-9.241%	1.901%	11.143%	2.250%
3 个月	7.0475	-2.405%	-9.619%	2.217%	11.836%	1.815%
6 个月	7.1200	-3.458%	-6.917%	2.591%	9.508%	1.690%
1 年期	7.1775	-4.294%	-5.725%	2.680%	8.405%	1.550%
2 年期	7.2130	-4.810%	-4.810%	2.766%	7.576%	1.500%
3 年期	7.4600	-8.399%	-4.291%	2.078%	6.369%	1.450%
4 年期	7.6000	-10.433%	-3.606%	2.310%	5.916%	1.450%
5 年期	7.6000	-10.433%	-2.717%	2.546%	5.263%	1.680%

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12月1日)



	2007-12-31	2008-11-24	2008-11-25	2008-11-26	2008-11-27	2008-11-28
招银人民币贸易 加权汇率指数	110.7196	125.3165	125.3716	125.3024	125.2198	125.4074

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 CMCBCNYIG；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。