

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

一 就业严重恶化，美国经济可能陷入深度衰退

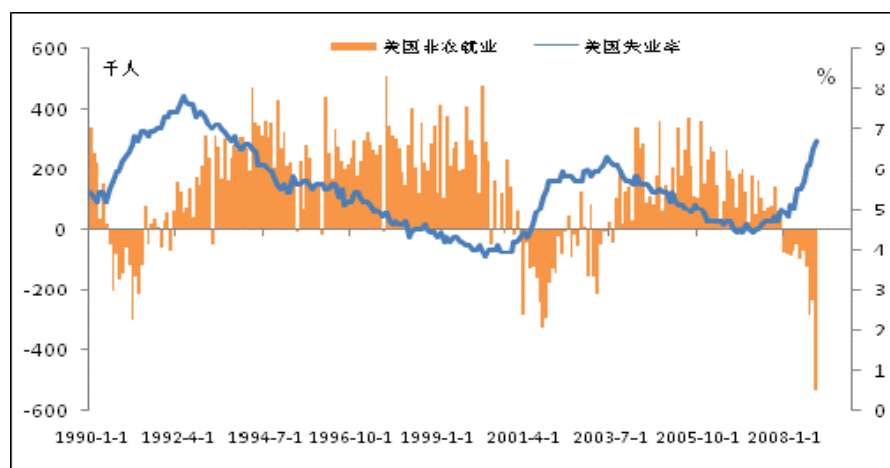
近期汇市陷入僵局，美元滞涨而欧元滞跌，其他货币涨跌互现，汇市格局日益不明朗，我们认为这主要是由于金融市场近期相对平静，避险情绪降温所致。但从趋势角度而言，目前看涨美元仍为最优策略，且金融市场的相对平静局面难以为继，本周美国国会将表决三大汽车拯救方案，不管通过与否，都有可能掀起一场新的波澜。

美国上周公布的 11 月非农就业人数大幅恶化，令人吃惊的减少了 53.3 万人，创 1974 年 12 月以来最高，11 月失业率飙升至 6.7%，为 1993 年 10 月以来最差。随后，美国总统布什在电视讲话中承认美国经济已经陷入了衰退。

如此恶劣的就业数据，表明美国此轮经济衰退会非常严重，很可能会超过 1980-1982 年和 1990-1992 年的两次衰退，美国经济很有可能在今年 4 季度和明年陷入深度衰退。

一旦美国陷入深度衰退，对新兴市场而言，不啻为一大噩耗，这意味着其出口市场和资金来源都将出现问题，而且衰退的越深，持续的时间越长，对全球经济的打击就越大。

图1：美国就业形势创34年最差



其他数据也表明美国深陷泥潭，11月ISM制造业景气指数为36.2，创1982年5月以来的最低水平，11月ISM服务业景气指数由10月的44.4降至37.3；10月营建支出减少1.2%，坏于预期；10月工厂订单环比下降5.1%，创八年来最大降幅；

美元指数上周维持高位振荡整理，短期趋势不明。但中期趋势依然稳固，后市仍有上涨空间，不过，假如美指短线跌破85.50，

将引发短期下行压力，届时将有跌向 83.10 的风险。只要不跌破 83.10，倾向于认为技术上就不会形成头部，跌破 83.10，则视为构筑头部，展开更大幅度的调整。

图2：美元指数日K线图（截至北京时间08年12月5日）



支撑位：85.50、84.70、83.90

阻力位：86.80、87.80、88.40

二 人民币大幅下跌，未来或贬多升少

上周，人民币兑美元出现大幅下跌，开于 6.8505，收于 6.8804，下跌 299 点，期间周一到周四均出现跌停，周三银行间市场基本瘫痪，为多年来所罕见。

对于央行放手让人民币跌停，且不出面干预，不排除是一种压力测试。此间或有三种含义，一是“投石问路”，试探市场对人民币贬值的反应，收集相关情况，以制定今后的汇率政策，目前来看，市场对这一变化相当敏感，反映出仍有相当大的贬值压力有待释放，如何处理这一压力，值得玩味；二是“打草惊蛇”，通过小幅贬值，诱发投机性热钱现身，观察资金外流的压力到底有多大，由于数据的关系，这一点尚不得而知；三是“易守为攻”，在新一轮中美经济战略对话即将举行，和美国新总统奥巴马上台之际，使人民币汇率从西方手中的一张牌，变为我们谈判的筹码。

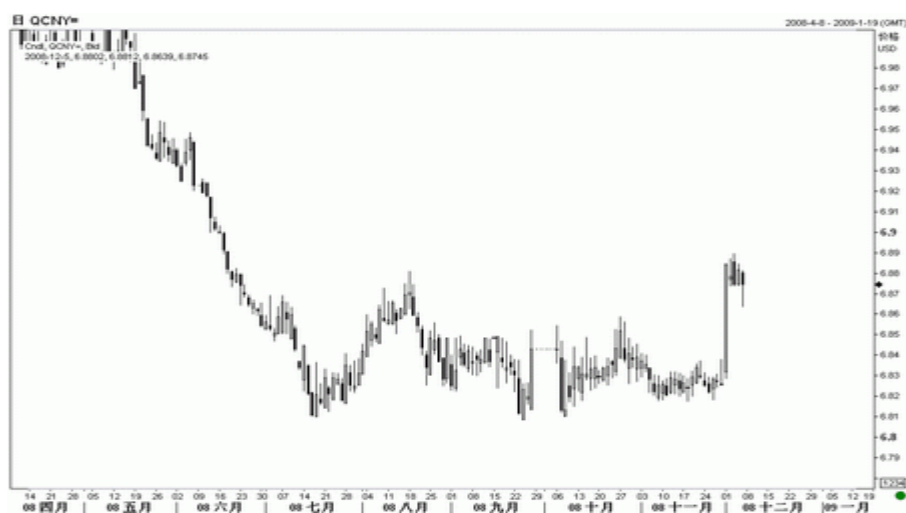
我们认为，由于央行并未对汇率政策变化做出公开阐释，且中间价连续数天基本开在同一水平，因此目前还没有充分证据表明，

人民币将转向大幅贬值。推测而言，或许央行是在引导市场的贬值预期，为今后汇率走跌进行热身，即使出现贬值，为了避免对经济活动造成过大冲击，也不太可能是一次性大幅贬值，更有可能是小步慢走的方式。

上周公布的 11 月 PMI 由 10 月的 44.6 大幅降至 38.8，其中多个分项数据均低于荣枯分水岭 50，出口订单指数降至 30 附近，为该指数创建以来的新低。该数据清楚的表明了制造业及出口迅速恶化的局面，如何挽救实体经济，将是一项棘手的问题。

中美经济战略对话如期举行，但双方并未过多谈及人民币汇率，美方似乎对人民币近期的贬值显出罕见的冷淡态度。

图3：人民币即期汇率（黑）与1年期、5年期NDF（红、蓝）



三 英国央行降息至 1939 年以来低点

欧洲央行上周宣布降息 75 个基点至 2.5%，已经逼近了上次降息周期的底部 2%，尽管欧洲央行并未明示利率政策的后市动向，但我们预计，在二战后最严重的经济危机冲击下，欧元利率仍有下降的空间。

上周欧元区公布的数据显示仍然继续下行，显示欧元区经济问题多多，其中欧元区 11 月制造业 PMI 由 10 月的 41.1 降至 35.6，创下 11 年以来最低水平；欧元区 11 月服务业 PMI 由 10 月的 45.8 降至 42.5，创 10 年来最差；欧元区 10 月 PPI 环比下降 0.8%，年比上升 6.3%，降幅大于预期，为欧元利率继续下行提供了空间；

欧元区 10 月零售数据月比下降 0.8% ,年比大跌 2.1% ,超出预期。

欧元区最大的经济体德国形势不容乐观，德国 10 月制造业订单环比下降 6.1% ，同比大跌 17.3%。与此对应的，德国央行将 09 年德国 GDP 增长预期，从原来的增长 1.3% 大幅下调至 -0.8%。

图4：欧元日K线图（截至北京时间08年12月5日）



欧元上周维持振荡走势，并略有上扬，短期方向似有反弹空间，但技术上欧元并未出现破位，10 下旬开始的整理三角形形态依然有效，仍视为下跌中继，后市继续维持看空。中期角度而言，只要欧元不升破 1.34，则中期均可维持看跌。

支撑位：1.2550、1.2430、1.2320

阻力位：1.3060、1.3260、1.3400

英国央行上周再次大手笔降息，将利率下调 100 个 BP 至 2.0%，该利率创下了 1939 年以来的最低水平，凸显出英国经济面临的严峻问题。

英国 11 月建筑业 PMI 指数由 10 月的 35.1 降至 31.8，连续第 9 个月处于萎缩状态，创下 1997 年以来的最低水平；11 月新车注册年比大幅下降 36.8%，创 28 年来最大降幅；哈利法克斯 11 月房价指数月比下降 2.6%，年比下降 14.9%，为 1983 年开始记录以来最大的降幅；11 月服务业 PMI 指数降至 40.1，为 12 年来的最低水平。

英镑上周振荡下挫，跌至金融危机以来的新低 1.4470。短期来

看，英镑自9月开始的下跌通道仍维持稳固，预计近期英镑仍将在
此区间内运行，只有突破该区间上轨压力 1.5300，才有进一步向上
反弹的机会，因此目前仍维持看空英镑不变。

图5：英镑日K线图（截至北京08年12月5日）



支撑位：1.4760、1.4470、1.4000

阻力位：1.5300、1.5510、1.5890

四 美元/日元短期维持下行压力

日本近期公布的数据依然糟糕，11月汽车销量同比大跌
27.3%，为连续第4个月下滑；三季度企业资本支出年比下降13%，
同期企业税前盈利年比下降22.5%，显示日本经济处于低迷中。

图6：美元/日元日K线图（截至北京08年12月5日）



日本央行行长白川方明上周表示，为确保短期货币市场的顺利运作，日本央行不会立即降低其政策利率，预计日元利率可能会在0.3%稳定一段时间。

美元/日元上周大幅下挫，短期下行压力较大，日图 KD 指标死叉后向下运行，显示仍有下行动能，预计短期美元/日元可能会继续维持振荡走跌势头，有重试 90.90 的风险，不过若美元/日元升破 94.90，则可能引发进一步反弹。

支撑位：91.60、90.90、90.00

阻力位：94.90、95.90、97.30

五 商品货币继续维持看空

图7：澳元日K线图（截至北京08年12月5日）



澳洲联储上周宣布，下调基准利率 100 个 BP，至 4.25%，降幅超出预期，澳元利率降至 6 年半以来的最低水平，从澳洲宏观经济来看，未来仍有进一步降息的空间。

澳洲 3 季度 GDP 环比因家庭支出停滞，仅增长 0.1%，并创下 8 年来的新低；同比也从增长 2.9% 跌至增长 1.9%，增速为 7 年来最慢，表明澳洲经济在快速降温。

澳元上周维持区间振荡走势，短期方向不是很明确，日图 KD 指标于中轨偏下出现横盘粘连，澳元或有进一步向 0.68 反弹的可能，但在突破 0.6830 前，暂不看好上行空间，因 0.6830 为 5 个月来的下降压力线所在，突破后方向继续上看，否则维持看空。

支撑位：0.6530、0.6280、0.6070

阻力位：0.6830、0.6980、0.7240

美元/加元上周振荡上扬，再次触及 1.3 关口不过后大幅回落，短期表现出一定的下行压力，但天图上依然呈现整理三角形的形态，预示后市仍有上冲潜力，且缺乏看空美元/加元的技术支持，因此仍维持看涨不变，但若再次跌回 1.21，则美元/加元上行动能可能会受损。

图8：美元/加元日K线图（截至美东08年12月5日）



支撑位：1.2370、1.2110、1.1900

阻力位：1.2670、1.3000、1.3160

金融市场数据简报

(2008年12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	1.2874	1.6038	2008-7-15	1.2330	2008-10-28	1.2718	1.2691	1.4589	-11.757
日元	93.28	114.66	2007-12-27	90.93	2008-10-24	92.84	95.53	111.75	19.801
人民币	6.8809	7.4007	2007-12-10	6.8061	2008-9-23	6.8812	6.8347	7.3037	6.145
英镑	1.4920	2.0578	2007-12-12	1.4471	2008-12-4	1.4685	1.5377	1.9851	-24.839
澳元	0.6640	0.9850	2008-7-15	0.6009	2008-10-27	0.6464	0.6553	0.8751	-24.121
加元	1.2481	1.3018	2008-10-28	0.9712	2008-2-28	1.2703	1.2399	0.9984	-20.010
港币	7.7512	7.8176	2008-6-12	7.7478	2008-10-31	7.7508	7.7503	7.8001	0.630
新加坡元	1.5098	1.5349	2008-11-21	1.3451	2008-7-15	1.5236	1.5132	1.4401	-4.613
台币	33.514	33.6340	2008-10-28	29.955	2008-3-26	33.553	33.289	32.432	-3.227
韩元	1448.15	1524.58	2008-11-21	919.05	2007-12-10	1475.60	1468.75	935.37	-35.409
卢布	27.988	28.2766	2008-12-5	23.058	2008-7-15	28.173	27.923	24.601	-12.102
美元	85.931	88.4630	2008-11-21	70.698	2008-3-17	87.121	86.517	76.695	12.043

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	1.2874	1.2869	1.2862	1.2851	1.2849	1.2854	1.2862	1.2867	1.2877	1.2851	1.2837
日元	93.28	93.28	93.21	93.03	92.65	92.27	91.86	90.23	88.41	86.44	84.68
人民币	6.8809	6.8891	6.9197	6.9947	7.1197	7.1647	7.2347	7.5257	7.7714	8.0152	8.2597
英镑	1.4920	1.4917	1.4910	1.4908	1.4926	1.4944	1.4960	1.4955	1.4897	1.4875	1.4778
澳元	0.6640	0.6635	0.6623	0.6599	0.6582	0.6562	0.6540	0.6399	0.6254	0.6108	0.5989
加元	1.2481	1.2485	1.2483	1.2474	1.2439	1.2401	1.2368	1.2292	1.2243	1.2124	1.2030
港币	7.7512	7.7503	7.7471	7.7442	7.7485	7.7507	7.7519	7.7592	7.7226	7.7097	7.6240
新加坡元	1.5098	1.5098	1.5098	1.5081	1.5038	1.5008	1.4963	-	-	-	-
台币	33.514	33.489	33.484	33.464	33.379	33.343	33.164	-	-	-	-
韩元	1448.15	1446.05	1434.05	1425.55	1423.55	1420.55	1424.05	1412.35	1426.95	1454.65	1488.95
卢布	27.988	28.135	29.232	31.054	32.989	34.620	35.686	42.685	52.260	62.105	72.165

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2008年12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	6.8809			0.125%		1.442%
7 天	6.8675	0.195%	10.154%	0.919%	-9.236%	1.853%
1 个月	6.9025	-0.314%	-3.767%	1.868%	5.634%	1.700%
3 个月	6.9525	-1.041%	-4.162%	2.186%	6.348%	1.508%
6 个月	7.0300	-2.167%	-4.334%	2.551%	6.885%	1.450%
1 年期	7.0650	-2.676%	-3.567%	2.619%	6.186%	1.370%
2 年期	7.1250	-3.548%	-3.548%	2.693%	6.240%	1.283%
3 年期	7.3250	-6.454%	-3.281%	2.233%	5.514%	1.595%
4 年期	7.8000	-13.357%	-4.667%	2.458%	7.125%	1.320%
5 年期	7.6000	-10.451%	-2.722%	2.652%	5.374%	1.499%

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8日)



	2007-12-31	2008-12-1	2008-12-2	2008-12-3	2008-12-4	2008-12-5
招银人民币贸易 加权汇率指数	110.7196	124.4728	124.0909	124.7864	124.9741	125.0580

编制说明：

- 1、为了监测人民币兑国际主要货币的升跌情况，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CMBONYIG；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映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。