

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

一 美指展开短期修正，但中期趋势不改

上周的国际外汇市场终于摆脱了近期振荡整理的行情，在避险情绪有所消退的刺激下，美元出现了近期少见的大幅下挫，而在非美货币方面，欧元强劲反弹，日元继续一枝独秀，再创新高，其他非美货币则表现平平。

目前市场对于美元后市何去何从争论激烈，看空美元的气氛明显抬头，虽然诸如美国经济面恶化，新政府将大量发债增加财政支出等因素，确实对美元构成利空，但我们认为，在全球经济危机进一步蔓延和向深入发展的情况下，基本面形势在短期内很难出现大的改变，避险和去杠杆化仍将是市场的热点，因此目前看空美元缺乏足够的理由支持。我们仍认为，美元的中期趋势尚未发生反转，目前只是遭遇了技术性的阶段修正。

美国三大汽车制造商拯救方案在参议院被否决，令美国经济前景蒙上新的阴影，一旦三大汽车中的任何一家破产，都将重创美国经济，并引发失业率急剧上升。预计美国政府不会坐视三大汽车破产，本周或许会推出新的拯救方案。

美国公布的经济数据，整体依然低迷，如周初次申请失业金人数大幅增加至 57.3 万人，表明美国的 12 月就业形势可能进一步恶化；10 月贸易赤字也由 9 月的 565 亿美元小幅升至 571.9 亿美元；美国 11 月零售环比下降 1.8%，已连续 5 个月下降，在就业市场低迷的形势下，预计未来零售的数据会进一步恶化；10 月现房销售指数环比下降 0.7% 至 88.9；11 月 PPI 环比下降 2.2%，年比上升 0.4%。

唯一值得欣慰的是，12 月密歇根大学消费者信心指数为 59.1，较 11 月的 55.3 出现改善，显示在多项救市计划出台后，消费者信心有所提振，但考虑到疲弱的就业，预计该指数仍有下行空间。

美元指数上周大幅下挫，自 87 一线跌落至 83 上方，跌破了 9 月份以来的上升趋势线，发出了短期破位下行的技术信号，同时美指自 10 月份以来有三重顶嫌疑，预计美指短期内仍有下行压力，第一目标在 82 附近，这里是 7 月份以来的上升趋势线支撑所在，若失守，则美指将进一步跌向 80 附近，这里不但是 9 月份高点所在，也是此轮美元涨势 50% 的回调位，预计会提供较强支撑。

若 80 失守，则美指在技术上将面临较大压力，可能会展开更

大幅度的调整。

图1：美元指数日K线图（截至北京时间08年12月15日）



支撑位：82.00、80.40、80.00

阻力位：84.70、85.50、86.15

二 中国经济加速恶化，人民币贬值压力犹在

上周，在中间价的引导下，人民币兑美元止跌企稳后连续上扬，开于 6.8509，收于 6.8445，上涨 64 点，几乎收复了前一周的跌幅。

上周公布的经济数据显示，中国的宏观经济正在进一步恶化，且有加速恶化的趋势。

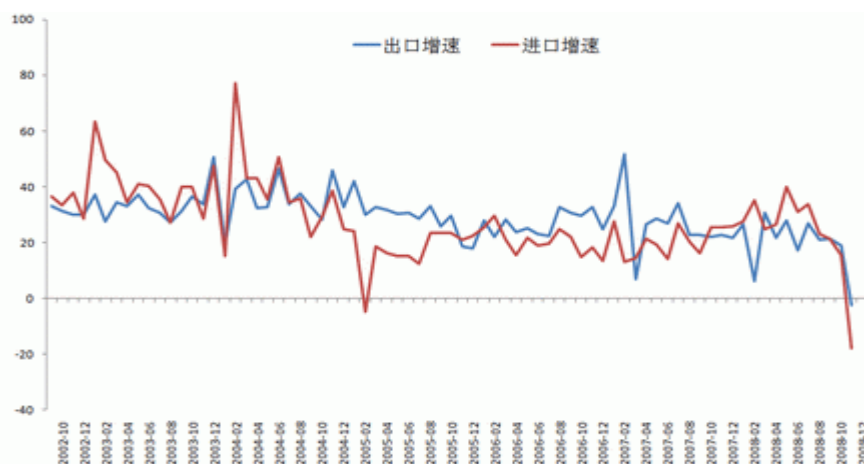
11 月进出口数据令市场大跌眼镜，出口同比下降 2.2%，为 2001 年 6 月来首次负增长，进口同比大幅下降 17.9%，为 2005 年 2 月以来首次负增长。由于进口大幅下滑，导致当月贸易顺差超过 400 亿美元，再创历史新高。

我们认为，由此导致的贸易顺差大幅增长，并不能成为唱多人民币的理由，相反，进口大幅下滑，凸显出中国内需的急剧萎缩和外部采购的减少，预计这将逐渐在今后的出口数据中得以进一步体现，中国未来的出口可能会出现更大幅度的下滑。

而 11 月 FDI 同比也大幅下降 36.5%，至 53.22 亿美元，显示外资流入中国出现降温。此外，我们以 10 月份新增外汇占款扣除贸易顺差和 FDI，以及进行汇率调整后，得出 10 月份热钱已开始流

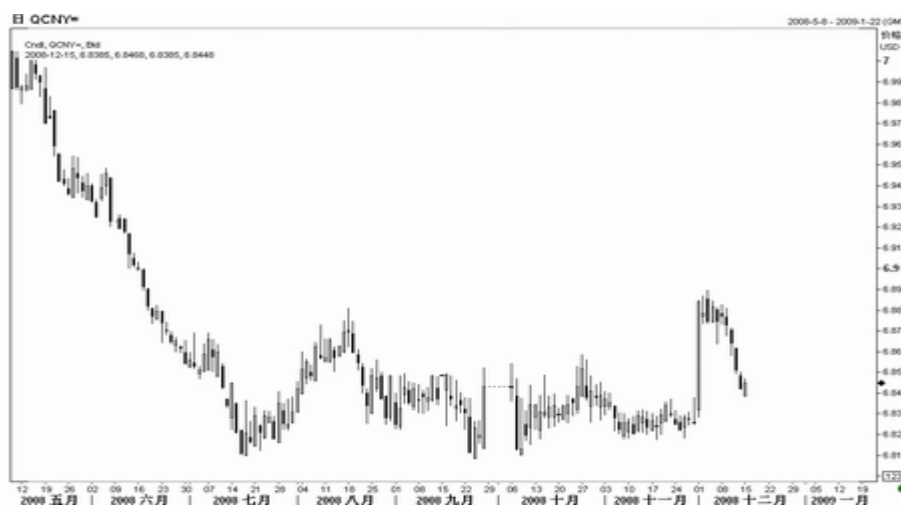
出的结论，当然，这一确切数字还有待进一步验证。不过由此可以看出，人民币汇率是否贬值，与热钱是否流出并无对应关系，在国际经济危机的背景下，人民币汇率维持稳定并不能阻止热钱流出。

图2：中国进出口数据



11月PPI同比增长2.0%，CPI同比上涨2.4%，两者均出现大幅回落，其中PPI回落的幅度更为猛烈，虽然PPI回落有利于企业降低生产成本，但PPI的过快回落不利于消化囤积在PPI高涨时购进的原材料，同时也表明了工业产品销售遭遇瓶颈，特别是基础原材料行业可能明显受到产能过剩的压力。同时，通胀压力的急速降温，表明通缩风险正在加大，预计中国经济最早在2009年初可能会出现通缩。

图3：人民币即期汇率（截至北京时间08年12月15日）



在人民币汇率政策方面，中央经济工作会议上周举行，会议重申要维持人民币汇率基本稳定，而周末出台的“国办金融30条”，

则提出“按照主动性、可控性和渐进性原则，进一步完善人民币汇率形成机制，增强汇率弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。”

在经历了前一周人民币的大幅波动后，上述政策表述无疑起到了稳定市场情绪的作用，NDF 市场的人民币贬值预期也出现明显降温，不过我们认为，人民币贬值的现实压力仍然存在，且有进一步发酵的可能，我们对未来人民币汇率的看法仍然是贬多升少。

三 欧元、英镑走势分化，短期或有进一步反弹的机会

拜美元疲软的机会，欧元上周出现强劲反弹，但从基本面来看，欧元的强势难以得到太多支撑，预计只是短期行为。

上周公布的欧元区 12 月投资者信心指数由-36.4 进一步下滑至-42.3，创下六年来的新低；德国 10 月工业产值环比下降 2.1%，同比下降 3.8%；德国 11 月批发物价指数环比下降 3.3%，同比下降 0.8%，降幅为 02 年 6 月以来最大；意大利 3 季度 GDP 环比下降 0.5%，同比下降 0.9%，表明意大利已经进入衰退。

德国智库 IFO 做出了悲观的预计，认为德国 2009 年 GDP 将大幅收缩 2.2%，2010 年会继续收缩 0.2%，直到 2011 年才能摆脱衰退，如果德国出现衰退的话，欧元区基本上也会陷入衰退。

欧元区数据中唯一的亮点是，德国 12 月 ZEW 经济景气指数由 -53.5 升至 -45.2，但在大势惨淡的形势下，单个数据独木难成林。

图4：欧元日K线图(截至北京时间08年12月15日)



欧元上周强劲反弹，成功升破了7月份以来的下跌趋势线压力所在，KD指标向上伸展，发出了短期反弹会持续的信号，预计欧元有机会继续上行，但目标暂时难以判断。

不过从月K线图来看，KD指标高位死叉向下，并不支持欧元上行，且2002年开始的一条上升趋势线，目前位于1.4上方，该趋势线此前已被跌破，转变为强大阻力，因此预计欧元升势见1.4后可能冲高回落。

支撑位：1.3290、1.3080、1.2840

阻力位：1.3650、1.3680、1.4000

英国经济毫无亮点可言，悲观气氛继续笼罩市场。英国11月PPI环比下降0.7%，同比上升5.1%，降幅大于预期，显示通胀压力正在急速降温，从而为英国央行继续减息打开了空间；12月工业产出指数持平于-42，28年来最低，出口订单降至-33，为5年来最低；10月制造业产值环比下降1.4%，同比下降4.9%，为连续第8个月下降，创造了30年来最长的一个收缩周期；11月零售销售下滑0.4%，为3年半来的最大降幅

图5：英镑日K线图（截至北京08年12月15日）



面对节节下跌的英镑汇率，英国财政大臣达林向国会表示，英镑贬值有利于英国的出口。此番言论打击了英镑人气，英镑未能追随欧元兑美元强劲反弹，反弹幅度相当有限。

从技术图表观察，英镑自9月份开始的下跌通道维持稳固，英

镑的反弹尚未突破此通道，因此从技术上英镑仍维持看跌，假如在欧元带动下，英镑突破了通道上轨，则有机会展开反弹，首先可能会测试 1.55-1.56 阻力区间。

支撑位：1.4760、1.4470、1.4000

阻力位：1.5300、1.5510、1.5890

四 日本官方干预日元效果可能有限

日元与基本面的脱钩行动达到高潮，上周美元/日元一度快速跌至令人叹为观止的 88.39，创下了 1995 年 8 月以来的新低。在美元出现技术性回软之际，日元涨势似乎仍没有结束的迹象。

上周日本公布的经济数据继续恶化，日本 3 季度 GDP 修正值自环比下降 0.1% 修正至环比下降 0.5%，表明日本经济衰退的程度可能比外界预期的更糟；11 月家庭消费者信心指数降至 28.4，创历史最低水平。

图6：美元/日元日K线图（截至北京08年12月15日）



为应对经济萧条，日本政府计划提出一项价值 4370 亿美元的振兴经济方案，不过短期来看，日元走势已经和日本基本面关系不大。

面对节节走高的日元，日本央行和财务省官员上周终于开始口头干预市场，称汇率过度波动并不适宜，做好了入市干预的准备。口头干预后日元涨势稍息，但在目前市况下，日元走势已完全受制于国际金融市场，因此即使日本官方干预，也只能对市场带来短期

影响。

从技术图表观察，美元/日元下行趋势维持良好，自8月开始的下降压力线依然有效，因此预计短期美元/日元仍有下行压力，不排除会跌至新低价位。

支撑位：88.40、87.90、86.00

阻力位：91.50、93.00、94.40

五 澳元测试压力，加元破位走高

图7：澳元日K线图（截至北京08年12月15日）



澳元上周小幅振荡反弹，幅度有限，在7月份开始的下降压力线面前，澳元走势犹豫，尚未形成突破，因此技术上澳元仍维持看跌，但假如澳元成功突破该压力线，则可视为将展开进一步反弹的信号，届时澳元有向0.7甚至更高水位反弹的可能。

支撑位：0.6470、0.6280、0.6070

阻力位：0.6830、0.6980、0.7240

加拿大央行上周大幅减息75个基点至1.50%，至半个多世纪以来的最低水平，加央行表示，全球经济衰退的深度与波及范围超出此前预期，全球经济疲软将导致加拿大经济步入衰退，进一步刺激经济的措施是必要的，这表明加央行可能会进一步减息。

美元/加元上周出现回落，跌破了自9月份以来的上升趋势线，

天图 KD 指标出现顶背离，显示美元/加元可能会展开技术性修正，存在向 1.2 甚至更低水位回落的风险。

图8：美元/加元日K线图（截至美东08年12月15日）



支撑位：1.2130、1.1970、1.1750

阻力位：1.2670、1.3000、1.3160

金融市场数据简报

(2008年12月15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	1.3466	1.6038	2008-7-15	1.2330	2008-10-28	1.3369	1.2691	1.4589	-7.699
日元	90.54	114.66	2007-12-27	88.53	2008-12-12	91.21	95.53	111.75	23.423
人民币	6.8500	7.3865	2007-12-18	6.8061	2008-9-23	6.8434	6.8347	7.3037	6.623
英镑	1.4980	2.0398	2008-3-14	1.4471	2008-12-4	1.4944	1.5377	1.9851	-24.535
澳元	0.6653	0.9850	2008-7-15	0.6009	2008-10-27	0.6644	0.6553	0.8751	-23.972
加元	1.2367	1.3018	2008-10-28	0.9712	2008-2-28	1.2479	1.2399	0.9984	-19.267
港币	7.7501	7.8176	2008-6-12	7.7478	2008-10-31	7.7501	7.7503	7.8001	0.645
新加坡元	1.4785	1.5349	2008-11-21	1.3451	2008-7-15	1.4903	1.5132	1.4401	-2.596
台币	33.195	33.6340	2008-10-28	29.955	2008-3-26	33.303	33.289	32.432	-2.297
韩元	1366.28	1524.58	2008-11-21	929.90	2007-12-17	1372.35	1468.75	935.37	-31.538
卢布	27.825	28.2766	2008-12-5	23.058	2008-7-15	27.686	27.923	24.601	-11.589
美元	83.074	88.4630	2008-11-21	70.698	2008-3-17	83.644	86.517	76.695	8.317

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	1.3466	1.3461	1.3450	1.3434	1.3412	1.3405	1.3396	1.3330	1.3277	1.3201	1.3108
日元	90.54	90.54	90.51	90.34	90.03	89.75	89.43	88.18	86.67	85.19	83.65
人民币	6.8500	6.8595	6.8960	6.9790	7.0325	7.0488	7.0901	7.2900	7.2681	7.2463	7.2245
英镑	1.4980	1.4976	1.4968	1.4955	1.4954	1.4957	1.4958	1.4917	1.4854	1.4728	1.4586
澳元	0.6653	0.6648	0.6633	0.6611	0.6588	0.6563	0.6536	0.6411	0.6246	0.6095	0.5978
加元	1.2367	1.2370	1.2372	1.2366	1.2345	1.2325	1.2304	1.2266	1.2240	1.2167	1.2101
港币	7.7501	7.7496	7.7478	7.7452	7.7492	7.7503	7.7533	7.7676	7.7177	7.7086	7.6229
新加坡元	1.4785	1.4786	1.4788	1.4775	1.4748	1.4720	1.4675	-	-	-	-
台币	33.195	33.107	33.095	33.095	32.885	32.815	32.660	-	-	-	-
韩元	1366.28	1367.50	1362.25	1361.50	1359.75	1359.30	1358.75	1345.85	1364.35	1397.45	1426.35
卢布	27.825	27.997	28.893	30.665	32.422	33.927	34.904	42.955	51.180	63.297	72.778

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2008年12月15日)

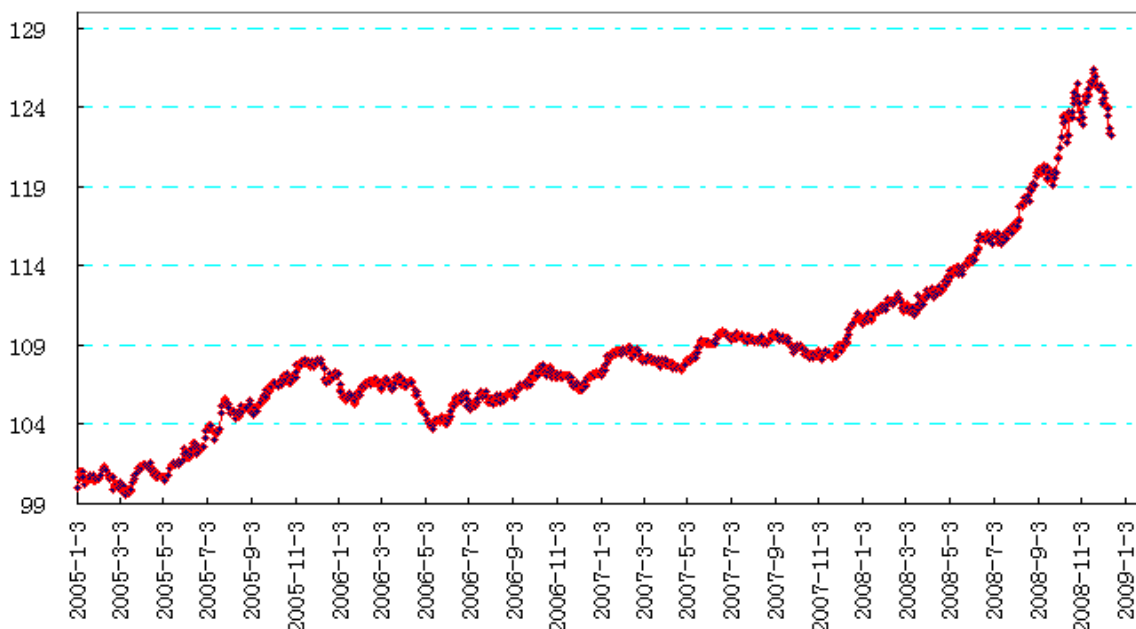
期限	人民币 NDF 最近价	人民币升值幅度	人民币升值幅度折年率	美元掉期利率	人民币货币互换回报率	人民币掉期利率
现价	6.8500			0.125%		1.105%
7 天	6.8703	-0.296%	-15.453%	0.363%	15.815%	1.533%
1 个月	6.8960	-0.672%	-8.058%	1.040%	9.098%	1.350%
3 个月	6.9790	-1.883%	-7.533%	1.921%	9.454%	1.250%
6 个月	7.0325	-2.664%	-5.328%	2.220%	7.548%	1.150%
1 年期	7.0550	-2.993%	-3.990%	2.326%	6.317%	1.130%
2 年期	7.0901	-3.505%	-3.505%	2.419%	5.924%	1.020%
3 年期	7.2900	-6.423%	-3.265%	1.800%	5.065%	1.010%
4 年期	7.4500	-8.759%	-3.009%	2.044%	5.053%	1.225%
5 年期	7.6000	-10.949%	-2.857%	2.235%	5.092%	1.380%

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15日)



	2007-12-31	2008-12-8	2008-12-9	2008-12-10	2008-12-11	2008-12-12
招银人民币贸易 加权汇率指数	110.7196	124.0112	123.9823	123.4523	122.3183	122.6841

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CMBBCNYIG；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。