

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

一 美指有机会继续走高，谨防假期市场风险

由于欧元上周冲高后大幅回落，以及美国政府推出拯救三大汽车的紧急贷款方案，市场对美元的信心重获提振，美元在上周后半段寻获支撑后大幅反弹。我们仍然坚持看涨美元的观点，即近期美元的大幅回落仅是强势中的一次大幅修正，尽管目前尚不能肯定修正是否已经结束，但看空美元仍缺乏足够的基本面支持。

上周美联储宣布将利率从1%下调至0-0.25%区间内，创历史最低，联储还表示，鉴于物价压力正在迅速消退，未来一段时间将把利率维持在异常低的水平，市场预期接下来联储会仿效日本实施“量化宽松”的货币政策。

目前美联储实际上已经在执行零利率政策，这虽然会损害美元资产的投资收益，但未必会给美元带来压力，因市场下一阶段的焦点将会转向其他非美货币的降息举措，如欧元、英镑等，利率前景的预期将会打压非美货币，同时，由于外汇市场尚未稳定下来，目前以美元做为融资货币进行利差交易，存在较大风险，预计暂时还看不到美元会像日元那样成为利差交易的被抛售货币。

上周美国公布的经济数据依然惨淡，凸显出美国经济的萧条形势。11月新屋开工环比下降18.9%，同比下降47%，降至62.5万套，创25年以来的最大月降幅，并降至历史最差，显示美国的房地产市场进一步恶化，预计这将进一步拖累上下游产业，并进而损害就业和消费。

美国11月CPI环比下降1.7%，同比上升1.1%，出现连续第二个月创纪录的降幅，为61年来的最大单月降幅，且为43年以来的最低年率涨幅，从通胀角度印证了美国经济的急剧萎缩；11月工业产值环比下降0.6%，同比下降5.5%；12月纽约联储制造业指数降至-25.76，为历史最低。

值得关注的是，美国财政部公布的报告显示，10月份有2863亿美元的海外资本净流入美国，大大高于9月份的1426亿美元，创历史新高，这与雷曼破产引发的金融海啸在时间表上高度一致。

净资本流入数据表明，美国通过资本账户吸收的资金，不仅完全能够弥补贸易赤字，而且凸显出美元资产的避险地位，预计这一趋势不会很快结束，美元也将继续受到资金流上的支持。

图1：美元指数与美国净资本流入

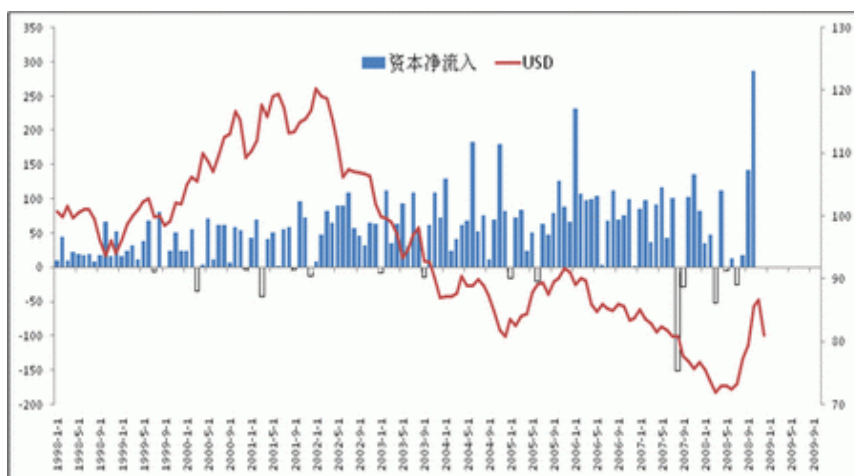


图2：美元指数日K线图（截至北京时间08年12月22日）



美元指数上周前半段大幅下挫，盘中一度急挫至 80 下方，但后半段强劲反弹，重新站上 80 关口。从技术图表观察，美指上周收出长下影线的阴线，表明下档支撑枪击，若无意外事件冲击，料不会继续大幅下挫，本周有进一步向 82.50 一线反弹的可能，这里是此前已被跌破的上升趋势线压力所在，美指在此位将面临不确定风险。

由于本周面临圣诞节和新年，市场成交料将清淡，可能会出现极端化行情，或小幅横盘整理，或走势被夸大，提醒投资者注意市场风险。

支撑位：80.10、78.50、77.60

阻力位：82.50、83.20、83.90

二 2009 年人民币贬值压力不减

上周，人民币兑美元冲高回落，周四、周五出现明显走低，上周人民币中间价开于 6.8442，询价系统收于 6.8451，下跌 9 点。

中国公布的经济数据依然呈现下行基调，显示近期经济的急剧收缩仍没有结束的迹象。中国 11 月工业增加值同比增长 5.4%，大幅低于 10 月的 8.2%；中 11 月 M2 供应量同比增长 14.8%，较 10 月的 15.02% 放缓，显示在央行减息及放松信贷控制的条件下，货币供应并未相应增长；11 月份固定资产投资同比增长 23.8%，考虑到 PPI 降温的话，投资相对仍保持稳定。

预计进入 2009 年后，世界经济危机对中国经济的影响将会进一步显现，特别是通过贸易链条，中国的进出口贸易料会进一步下滑，其中出口降幅可能超过进口降幅，贸易顺差将出现拐点。

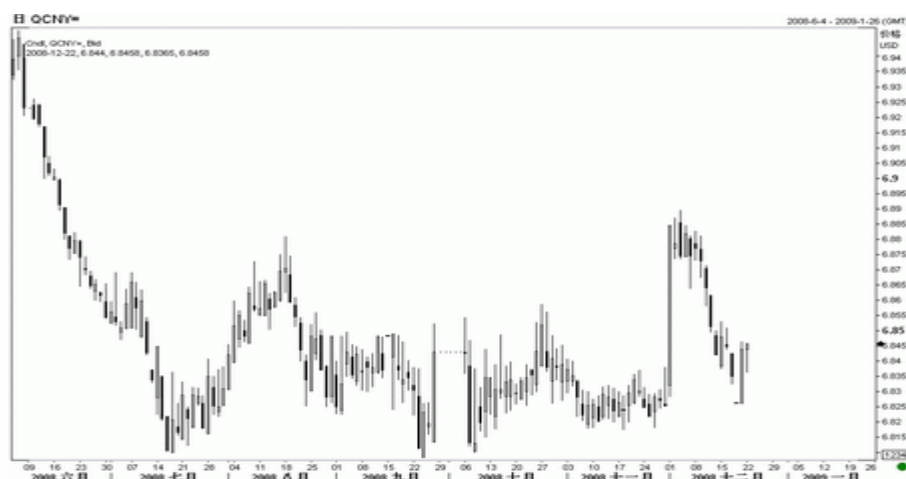
由于中央与地方的刺激经济措施将需要一段时间才能显现出来，因此 2009 年上半年对于中国经济来说将异常艰难，由于失业上升以及收入前景的不确定性，预计持续高涨的消费将会出现降温，而房地产和重化工业的疲软，将直接拖累投资的增长。预计 2009 年上半年中国 GDP 的增速会低于 8%，甚至降温幅度会超出市场的预期，下半年后，在各项措施的刺激下，中国经济至少在数据层面，可能会出现回暖的现象。

我们不认为中国经济会领先于其他发达经济体率先复苏，这与此前盛行的“脱钩”理论一样，只是一厢情愿的假设。假如以美国为首的外部经济不能出现实质性复苏，鉴于中国如此之高的贸易依存度，则中国经济的回暖可能就只是暂时现象，一旦推出的各项措施效果用尽，而无后续措施跟进的话，中国经济可能会再次出现降温。只有以美国为首的西方发达经济体出现复苏，中国经济才有机会实质性好转。

在人民币汇率方面，尽管汇率贬值等于将压力转嫁给贸易伙伴国，但贬值很可能是最后不得不用手段。经济低迷期间，失业和社会稳定会成为最重大的问题，由于货币政策和财政政策对出口企业基本不会产生作用，政府又很难通过行政手段限制出口企业的裁员和倒闭，在贸易要素方面，外需和成本是高度市场化的，无法施加影响力，只能通过降低出口产品的价格——唯一可以主动调控的

要素——来进行调节。虽然人民币贬值并不会改变出口萎缩的大趋势，但至少可以将失业压力进行时间上的分摊和递延，避免失业压力过于集中释放，造成对社会经济的冲击。

图3：人民币即期汇率（截至北京时间08年12月22日）



三 欧元尚不具备大幅上扬的基础

面对节节上涨的欧元，欧洲央行上周终于按耐不住，出手干预，一是宣布从明年1月21日起将隔夜转存利率从目前的2%下调至1.5%，二是特里谢等人出面表示“汇率的过度波动是不适宜的”。

图4：欧元周K线图（截至北京时间08年12月22日）



在这两点因素的作用下，欧元上周出现冲高后大幅回落。实际上，从基本面来看的话，欧元目前也缺乏大幅上涨的理由，德国12月IFO商业景气指数跌至82.6，创有统计以来最差记录；欧元区

12月制造业 PMI 指数跌至 34.5 的历史新低，服务业 PMI 指数跌至 42.0 的十年新低；德国 11 月 PPI 环比下降 1.5%，创 1949 年数据开始以来的最大跌幅；法国 12 月商业信心指数降至历史低点 73；意大利 10 月工业订单同比下降 12.2%，创 7 年新低。

从技术图表观察，欧元上周收出了长上影线的周 K 线，显示上档压力沉重，继续大幅飙升的可能性不大，本周有下行压力，日线图 KD 指标接近超买区，若汇价继续下行，将出现高位死叉。预计欧元短期走势以振荡走低为主。

支撑位：1.3810、1.3540、1.3290

阻力位：1.4180、1.4430、1.4710

上周英国基本面消息相对清淡，其中英国 11 月零售销售环比上升 0.3%，同比上升 1.5%，意外好于预期，但该数据对英镑的提振作用比较有限。

英国央行公布的 12 月 3-4 日会议记录显示，央行货币政策委员会甚至曾考虑过高于 100 个 BP 的幅度降息，如此看来，英镑仍有较大的降息空间，未来很可能降至 1% 甚至更低水平。

图5：英镑周K线图（截至北京08年12月22日）



英镑上周在欧元带动下出现反弹，但幅度比较有限，并同样出现冲高回落，周 K 线收出长上影线的流星线，显示上档压力较大，周图 KD 指标在超卖区仍持续向下延伸，英镑近期有进一步走低的风险，甚至存在跌破 1.4466 前期低点的可能。

支撑位：1.4670、1.4460、1.4200

阻力位：1.5220、1.5520、1.5710

四 美债收益率为日元走势新参照系

日本央行上周宣布将政策利率目标从 0.3% 下调至 0.1%，并公布了旨在刺激经济和改善企业融资环境的其他几项措施。实际上对日元来说，利率调整已并无实际意义。

图6：美元/日元与美国2年期国债收益率

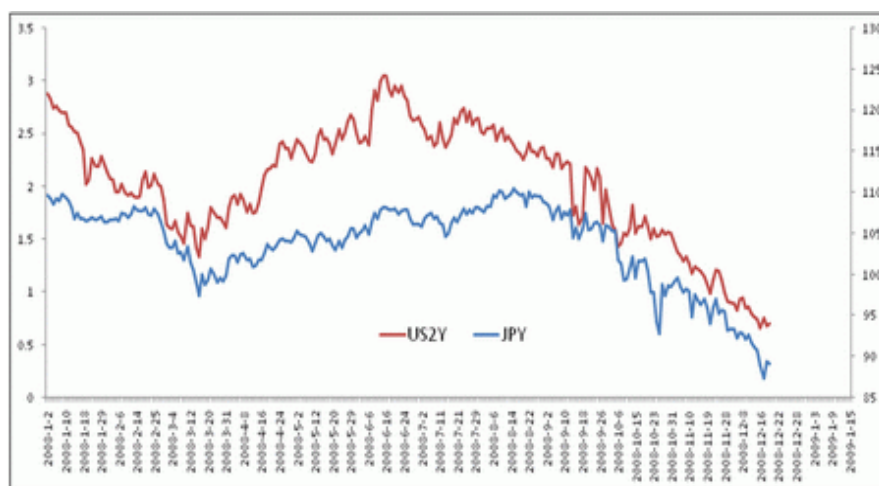


图7：美元/日元日K线图（截至北京08年12月22日）



自次贷危机爆发以来，日元走势一直特立独行，美元上涨时日元上涨，美元下跌时日元亦上涨，令投资人举步无措。此前一段时间，日元与美股走势高度关联，但近期这种关系明显脱钩。市场上所谓的利差交易平仓导致日元上涨的说法，我们一直不太赞同，为

寻找新参照系，我们经过对比，发现日元走势自年初来与美国国债收益率高度相关，特别是在9月金融危机严重恶化以后。

从这点而言，表明日元目前的上涨主要仍是受到避险资金的推动，由于短期美国国债收益率已基本降到零，但中长期国债收益率仍有下降空间，因此未来可更多参考5年期和10年期美国国债的走势。

同时也需要警惕的是，美国国债目前受到避险资金的高度追捧，存在高估嫌疑，一旦避险情绪消退，资金自美国国债市场流出，可能引发日元的大幅回落。

支撑位：88.40、87.10、86.00

阻力位：90.80、91.50、93.10

五 商品货币短期走势不明朗

图8：澳元日K线图（截至北京08年12月22日）



澳元上周维持反弹势头，突破了7月份以来的下降压力线，发出了短期进一步走强的信号，但从技术图表观察，目前澳元仍缺乏底部形态，自10月以来的振荡走势，演化为底部和下跌中继的概率相当，后市仍面临较大的不确定性。

支撑位：0.6620、0.6470、0.6280

阻力位：0.7000、0.7140、0.7350

美元/加元上周触底反弹，从而形成了一条新的上升趋势线，但从技术图表观察，这条趋势线较为脆弱，未必能够止住12月以来的调整走势。短期预计美元/加元走势较为振荡，若跌破该趋势线，则有进一步下试1.1460的可能，若守住不破，则有向1.25一线上扬的机会。

图9：美元/加元日K线图（截至美东08年12月22日）



支撑位：1.1980、1.1810、1.1650

阻力位：1.2380、1.2500、1.2690

金融市场数据简报

(2008年12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	1.4088	1.6038	2008-7-15	1.2330	2008-10-28	1.3913	1.2691	1.4589	-3.439
日元	89.70	114.66	2007-12-27	87.15	2008-12-17	89.31	95.53	111.72	24.543
人民币	6.8518	7.3650	2007-12-24	6.8061	2008-9-23	6.8458	6.8347	7.3037	6.595
英镑	1.4868	2.0398	2008-3-14	1.4471	2008-12-4	1.4920	1.5377	1.9851	-25.103
澳元	0.6862	0.9850	2008-7-15	0.6009	2008-10-27	0.6802	0.6553	0.8751	-21.584
加元	1.2129	1.3018	2008-10-28	0.9712	2008-2-28	1.2153	1.2399	0.9984	-17.688
港币	7.7502	7.8176	2008-6-12	7.7478	2008-10-31	7.7506	7.7503	7.8001	0.644
新加坡元	1.4475	1.5349	2008-11-21	1.3451	2008-7-15	1.4571	1.5132	1.4401	-0.504
台币	32.963	33.6340	2008-10-28	29.955	2008-3-26	32.526	33.289	32.432	-1.611
韩元	1309.00	1524.58	2008-11-21	931.90	2008-1-2	1289.35	1468.75	935.37	-28.543
卢布	28.261	28.3557	2008-12-22	23.058	2008-7-15	28.173	27.923	24.601	-12.953
美元	80.570	88.4630	2008-11-21	70.698	2008-3-17	81.298	86.517	76.695	5.052

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	1.4088	1.4083	1.4073	1.4053	1.4031	1.4018	1.4007	1.3924	1.3813	1.3705	1.3566
日元	89.70	89.67	89.65	89.53	89.31	89.06	88.80	87.72	86.52	84.94	83.70
人民币	6.8518	6.8607	6.8900	6.9673	6.9873	7.0148	7.0238	7.2298	7.2279	7.2261	7.2243
英镑	1.4868	1.4864	1.4855	1.4845	1.4845	1.4844	1.4839	1.4758	1.4608	1.4498	1.4370
澳元	0.6862	0.6856	0.6836	0.6811	0.6782	0.6752	0.6725	0.6582	0.6430	0.6258	0.6129
加元	1.2129	1.2133	1.2140	1.2134	1.2121	1.2106	1.2089	1.2043	1.2000	1.1939	1.1871
港币	7.7502	7.7496	7.7476	7.7443	7.7428	7.7417	7.7398	7.7436	7.7210	7.7087	7.6230
新加坡元	1.4475	1.4476	1.4481	1.4487	1.4479	1.4410	1.4365	-	-	-	-
台币	32.963	32.946	32.923	32.881	32.693	32.582	32.483	-	-	-	-
韩元	1309.00	1308.63	1301.20	1300.00	1294.00	1291.50	1289.00	1293.35	1302.79	1328.90	1360.80
卢布	28.261	28.445	29.488	31.100	32.923	34.525	35.508	43.525	53.827	65.605	77.022

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2008年12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	6.8518			0.125%		0.922%
7 天	6.8580	-0.090%	-4.718%	0.260%	4.978%	1.384%
1 个月	6.8900	-0.558%	-6.690%	0.474%	7.164%	1.500%
3 个月	6.9675	-1.689%	-6.754%	1.498%	8.252%	1.060%
6 个月	6.9875	-1.981%	-3.961%	1.845%	5.806%	0.930%
1 年期	7.0150	-2.382%	-3.176%	1.989%	5.165%	0.862%
2 年期	7.0238	-2.510%	-2.510%	2.093%	4.603%	0.860%
3 年期	7.2300	-5.520%	-2.799%	1.527%	4.326%	0.950%
4 年期	7.4000	-8.001%	-2.741%	1.785%	4.526%	1.070%
5 年期	7.7500	-13.109%	-3.452%	1.964%	5.415%	1.315%

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22日)



	2007-12-31	2008-12-15	121.9453	2008-12-15	121.9453	2008-12-15
招银人民币贸易 加权汇率指数	110.7196	2008-12-16	120.6065	2008-12-16	120.6065	2008-12-16

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 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。