

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

一 美元指数短期倾向上行

上一周适逢新年假期，外汇市场照例成交清淡，但波幅较圣诞节期间有所放大。

中东局势风云突变，以色列对哈马斯的战争已经打响，不过，我们认为这暂时不会对汇市带来明显的影响。由于以巴实力悬殊，这其实是一场没有悬念的战争，只要周边的阿拉伯国家不直接卷入以巴冲突，则避险情绪料不会升温，该事件对外汇市场的影响就可以暂时忽略不计。

新年前夕美国公布的经济数据比较有限，整体仍表明经济维持下行趋势，衰退尚未见到任何触底的迹象。美国 12 月 ISM 制造业景气指数从 11 月的 36.2 降至 32.4，创 1980 年 6 月以来的最低；12 月芝加哥 PMI 指数由 11 月的 33.8 升至 34.1，是 08 年 8 月以来首次上升，且好于预期的 33，但这并不能表明此前的下行趋势已经结束；12 月消费者信心指数降至 38，创历史新低，表明未来美国的消费部门可能会继续降温，从而拖累经济，使得经济继续陷入衰退。

图1：美元指数日K线图（截至北京时间09年1月5日）



美元指数近期维持振荡并略有上扬，日线图上似形成一小型三角形，后市上攻的可能性较大，但 83 一线存在较强阻力，为此前已经跌破的上升趋势线，在这里走势遇挫的可能性较大，后市倾向冲高回落。

支撑位：80.90、80.30、79.60

阻力位：82.40、83.00、83.60

二 2009年人民币贬值风险继续加大

上周,人民币兑美元维持区间振荡,人民币中间价开于6.8357,询价系统收于6.8244,上涨113点。

由于过去数十年来跨国投资和国际贸易的大发展,发达经济体制造业的很大一部分已经转移至新兴市场,预计2009年经济危机对全球实体经济的打击,将主要发生在新兴市场,特别是全球经济需要再平衡的这一特殊时期,新兴市场的出口和制造业将出现大幅萎缩。

在2008年年底,新兴市场出口疲软已经显露出苗头,中国11月出口负增长2.2%,可以视为标志性事件,这标志着过去十年来,全球经济增长的第二大贡献者的动力已被严重削弱。实际上,包括金砖四国在内的多数新兴市场,出口已经转为负增长,尤其是韩国和中国台湾,下降幅度达到惊人的两位数。

中国的贸易依存度逐年上升,截至2007年,这一指标高达69.7%,在主要经济体中仅次于韩国的76.3%和德国的74.6%,预计2008年甚至有望超过德国。这一水平不仅远高于美国、日本等发达经济体,甚至高于许多新兴市场。

高贸易依存度意味着,本国经济更容易受到外部环境的影响,而非内部调控的引导。实际上,中国经济过去连续5年以两位数的速度增长,恰恰发生在全球经济向好,需求旺盛的时期,这也可以解释为什么自2007年开始旨在给经济降温的宏观调控迟迟见不到效果,为什么次贷危机扩散后中国经济迅速冷却。

从出口目的地来看,中国51%的出口贸易针对欧美日三大发达经济体,考虑到香港转口贸易中很大一部分也是出口到欧美,因此发达经济体在中国出口目的地份额中几乎占到60%,一旦这些经济体出现衰退,中国出口将几乎不可避免的会出现负增长。

实际上,自金融危机爆发以来,除了人民币和港币外,多数新兴市场货币已经出现了不同程度的贬值,有些货币的贬值幅度还比较大,如韩圆。

我们认为，人民币应当贬值来缓解出口部门的失业压力。对于中国而言，由于社会保障体系仍不健全，因此在经济危机期间，就业将是头等重任，保证就业才能保证社会稳定，社会稳定才能有条件实施各项刺激经济的措施。出口部门中存在大量的劳动密集型企业，这些企业无法通过行政手段来避免裁员和倒闭，订单、原材料、劳动力等生产要素已经市场化，国家无法实施直接干预，出口退税的空间有限，财政政策和货币政策对这些企业基本不会产生作用，只有价格杠杆可以做为主动调节的工具，因此汇率手段不应被排除在外。

在外需急剧萎缩的形势下，人民币贬值并不一定会让出口企业起死回生，但至少可以增加中国出口产品在价格上的竞争力，特别是在其他新兴市场货币大幅贬值的形势下，人民币汇率维持稳定等于削弱了中国产品的竞争力。通过人民币贬值，可以将失业压力向后递延及进行分摊，避免失业压力集中爆发，影响社会稳定。依目前形势来看，中国出口企业在 2009 年上半年有可能会出现破产倒闭的高峰。

目前有观点认为，可以借出口不振的机会，淘汰落后产能，引导产业升级，这实际上是一种拔苗助长的方法，我们并不赞同。产业升级有自身经济发展水平和经济周期的规律，并非“腾笼换鸟”的主观愿望就能实现的。而且劳动密集型企业的工人失业后，缺乏必要的技能与素质，无法满足产业升级的需求，将引发严重的失业问题。在全球经济危机期间，国际间的投资与产业转移冷却，并不是中国进行产业升级的最佳时期，相反，此时应当采取各种手段保护本国的劳动密集型企业。

对于热钱流出及资本外流问题，其实这是不可避免的，与汇率无关。此前我们已经指出，根据残差法加上汇率调整后计算得出的结果，10 月份中国已经出现了约 170-180 亿美元的热钱流出，这与近期外管局有关人士透露的中国外汇储备下降的报道不谋而合，而在 10 月份期间人民币汇率仍是保持稳定的。

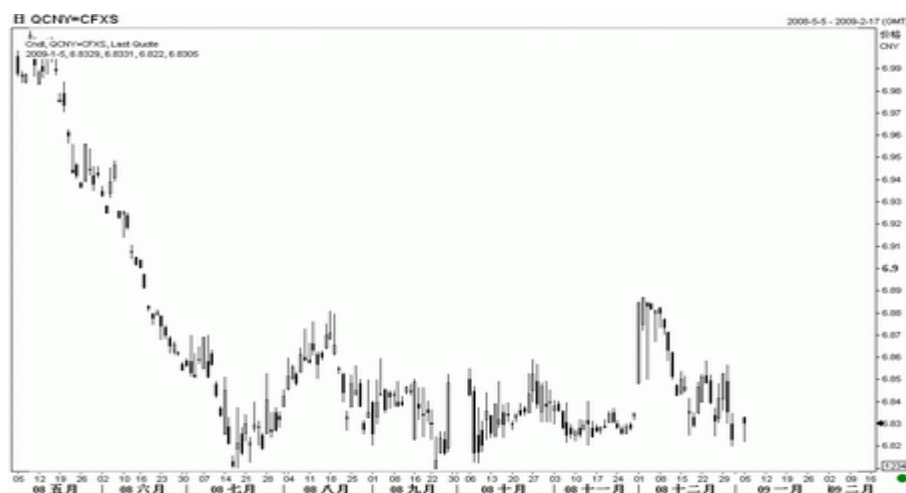
由此可见，即使人民币汇率维持不变，中国对于热钱的吸引力也会下降，人民币利率不断降低，套利空间不再，内地股市、楼市低迷，投资人民币资产机会成本加大，中国经济增幅迅速回落，投资信心受到动摇，都是促使热钱流出的因素。同时，在国际资本寻求美国国债等做为避险手段的时期，热钱及内地资本自身就有流出

的动机。与其坐等热钱流出，不如主动调整汇率来缓解出口和失业压力。

预计人民币的贬值压力仍会持续，且有加大的可能。2009年当人民币利率见底，货币政策用尽后，调整汇率政策的可能性非常大，届时人民币将有贬值风险，初期或测试7.0关口，破7的风险不能排除。

但也需要指出的是，中国可能已经错过了人民币贬值的最佳时期，在金融风暴爆发初期，美元大幅上扬之时，是人民币贬值的良好机会，进入2009年后，虽然美元整体上仍会维持强势，但不大可能重现2008年疾风骤雨般的涨势，人民币若贬值将面临较大的外部政治压力。。

图2：人民币即期汇率（截至北京时间09年1月5日）



三 欧洲货币并未见底

新年期间欧元区消息面清淡，法国3季度GDP季增0.1%，与初值相符，这样，从技术上，法国已经避免了出现衰退，因连续两个季度负增长即可定义为衰退，但从经济大环境来看，法国在08年4季度和09年1季度出现负增长的可能性非常大，衰退的风险仍然很高。

德国12月CPI环比增长0.3%，同比增长1.1%，创26个月来的最低同比增速，表明德国经济持续降温，同时也为欧洲央行进一步降息提供了空间。

图3：欧元周K线图（截至北京时间09年1月5日）



从技术图表观察，欧元出现冲高回落走势，冲高 1.4350 后大幅下挫，周线收出长上影线的阴线，显示上方压力强劲，下行压力较大。日线图上，欧元 KD 指标出现高位死叉，也支持欧元下行，预计欧元有进一步跌向 1.36 一线的风险，若破位则可能进一步跌向 1.3300。

支撑位：1.3750、1.3600、1.3450

阻力位：1.4060、1.4350、1.4520

图4：英镑周K线图（截至北京09年1月5日）



英国房地产行业继续下滑，12月 Hometrack 房价指数环比下降 0.9%，同比下降 8.7%，不仅为连续第 15 个月下滑，而且同比降

幅创 2000 年以来的最高纪录；12 月哈利法克斯房价指数环比下降 2.2%，同比下降 16.2%，创 1983 年以来最大同比降幅。

其他经济数据也不乐观，英国 12 月制造业 PMI 增至 34.9，虽然出现小幅上升，但仍徘徊在历史低点附近，而且距离 50 的荣枯分水岭相去甚远。

元旦期间英镑走势偏弱，并创出金融危机以来新低 1.4386，与欧元逼近平价，日图 KD 指标于中轨附近出现死叉，支持英镑继续下行，日线图未见底部特征，去年 11-12 月的振荡区间似有转变成下跌中继的迹象，因此后市继续看空英镑，有测试 1.4 一线的风险。

支撑位：1.4340、1.4000、1.3800

阻力位：1.4770、1.5230、1.5540

四 美元/日元短期走势异动值得关注

图5：美元/日元日K线图（截至北京09年1月5日）



新年期间日本基本面异常清淡，日元走势除上周五外，整体也相当平淡。

美元/日元大部分时间位于 90.50 一线波动，周五突然发力上攻，突破了去年 9 月份以来的中期下降压力线，从技术上发出了走势触底的初步信号，后市有望逐步摆脱弱势企稳。

不过，日元走势仍在很大程度上受制于避险情绪，因此美债收益率的波动会带来日元的不确定性。

支撑位：91.30、89.70、88.40

阻力位：92.40、93.40、95.80

五 商品货币短期走势不明朗

图6：澳元日K线图（截至北京09年1月5日）



澳元上周大部时间继续维持横盘整理，尾盘出现上扬。从盘面观察，澳元在突破7月份以来的下降压力线后相对持稳，短期进一步走强的信号得以延续，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：0.6960、0.6750、0.6620

阻力位：0.7340、0.7490、0.7680

图7：美元/加元日K线图（截至美东09年1月5日）



美元/加元上周维持横盘整理，短期方向不甚明朗，日图 KD 指标大幅向下延伸，显示汇价有下行压力，不排除后市有进一步走低的风险。

支撑位：1.1930、1.1810、1.1650

阻力位：1.2380、1.2500、1.2690

金融市场数据简报

(2009年1月5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	1.3687	1.6038	2008-7-15	1.2330	2008-10-28	1.3921	1.3972	1.3972	-2.035
日元	92.90	110.67	2008-8-15	87.15	2008-12-17	91.83	90.68	90.68	-2.390
人民币	6.8319	7.2789	2008-1-8	6.8061	2008-9-23	6.8300	6.8277	6.8277	-0.062
英镑	1.4463	2.0398	2008-3-14	1.4354	2008-12-31	1.4548	1.4593	1.4593	-0.893
澳元	0.7094	0.9850	2008-7-15	0.6009	2008-10-27	0.7112	0.7027	0.7027	0.954
加元	1.2196	1.3018	2008-10-28	0.9712	2008-2-28	1.2050	1.2188	1.2188	-0.066
港币	7.7529	7.8176	2008-6-12	7.7478	2008-10-31	7.7510	7.7503	7.7503	-0.034
新加坡元	1.4694	1.5349	2008-11-21	1.3451	2008-7-15	1.4577	1.4301	1.4301	-2.676
台币	33.003	33.6340	2008-10-28	29.955	2008-3-26	32.818	32.793	32.793	-0.636
韩元	1313.48	1524.58	2008-11-21	933.75	2008-1-11	1322.10	1259.55	1259.55	-4.106
卢布	29.142	30.5350	2009-1-1	23.058	2008-7-15	29.405	29.403	29.403	0.897
美元	82.533	88.4630	2008-11-21	70.698	2008-3-17	81.839	81.308	81.308	1.507

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	1.3687	1.3682	1.3667	1.3648	1.3624	1.3616	1.3608	1.3566	1.3513	1.3439	1.3368
日元	92.90	92.89	92.87	92.74	92.55	92.34	92.03	90.75	89.12	87.27	85.57
人民币	6.8319	6.8402	6.8710	6.9085	6.9613	6.9800	7.0018	7.1700	7.4647	7.7569	8.0500
英镑	1.4463	1.4459	1.4451	1.4442	1.4445	1.4451	1.4458	1.4432	1.4357	1.4319	1.4254
澳元	0.7094	0.7088	0.7070	0.7040	0.7009	0.6980	0.6953	0.6823	0.6652	0.6484	0.6381
加元	1.2196	1.2198	1.2203	1.2198	1.2179	1.2163	1.2132	1.2051	1.1979	1.1855	1.1766
港币	7.7529	7.7525	7.7513	7.7487	7.7474	7.7471	7.7473	7.7433	7.7195	7.7113	7.6256
新加坡元	1.4694	1.4695	1.4698	1.4704	1.4703	1.4624	1.4724	-	-	-	-
台币	33.003	32.979	32.933	32.855	32.673	32.540	32.408	-	-	-	-
韩元	1313.48	1315.35	1316.95	1317.70	1316.20	1312.80	1313.45	1314.61	1318.50	1340.15	1372.55
卢布	29.142	29.303	30.573	32.212	33.562	34.500	36.112	42.190	50.419	60.074	71.395

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2009年1月5日)

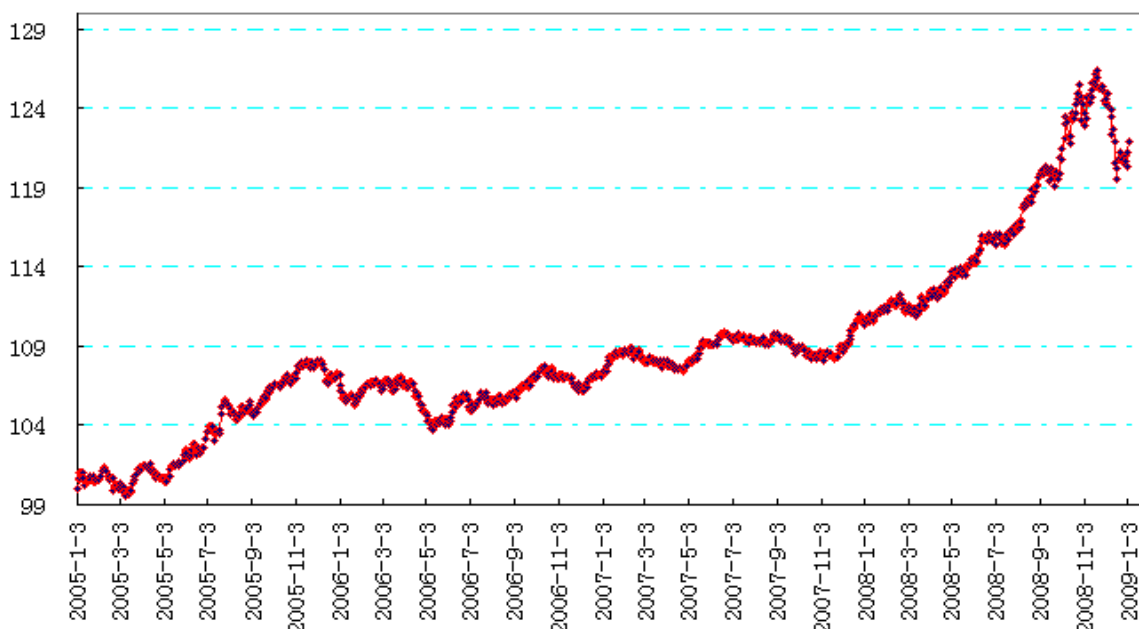
期限	人民币 NDF 最近价	人民币升值幅度	人民币升值幅度折年率	美元掉期利率	人民币货币互换回报率	人民币掉期利率
现价	6.8319			0.100%		0.917%
7 天	6.8391	-0.105%	-5.495%	0.314%	5.809%	1.009%
1 个月	6.8710	-0.572%	-6.868%	0.430%	7.298%	#VALUE!
3 个月	6.9085	-1.121%	-4.485%	1.413%	5.897%	0.930%
6 个月	6.9613	-1.894%	-3.788%	1.753%	5.541%	0.890%
1 年期	6.9800	-2.168%	-2.890%	1.906%	4.797%	0.840%
2 年期	7.0018	-2.487%	-2.487%	2.024%	4.511%	0.860%
3 年期	7.1700	-4.949%	-2.506%	1.627%	4.132%	1.015%
4 年期	7.3500	-7.584%	-2.595%	1.937%	4.531%	1.080%
5 年期	7.4915	-9.655%	-2.506%	2.160%	4.666%	1.360%

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

(2009年1月5日)



	2008-12-31	2008-12-29	2008-12-30	2008-12-31	2009-1-1	2009-1-2
招银人民币贸易 加权汇率指数	120.6866	120.5039	121.0243	120.6866	120.3722	121.2922

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。

招商银行版权所有。保留一切权利。