

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

一 美国人开始缩减消费，经济危机仍不见底

上周外汇市场陷入了振荡整理，美元未能延续攻城拔寨的气势，非美货币除日元外出现不同程度的反弹。在经历了一系列令市场避险情绪升高的事件后，目前似乎进入了短暂的平静期，奥巴马的新救市方案仍待批准，市场得以喘息。

不过，美国公布的数据显示，美国经济仍在持续下滑，预计这将带动全球经济继续趋于萧条，因此全球经济危机距离结束尚早，大环境将会继续有利于美元的整体表现。

美国上周公布的12月个人消费环比下降1%，个人收入环比下降0.2%，而从同比来看，个人收入仍保持增长，但增幅已降至2%，个人实际支出则跌至接近-2%。

这些数据清楚的表明，美国人正在缩减开支，以往那种寅吃卯粮的消费模式正面临难以为继的巨大压力。形成鲜明对比的是，2001年美国网络泡沫崩溃，美国个人收入增幅大跌至与目前相当的水平，但民众支出放缓的比较有限，仍维持在1个百分点的增幅，而目前则是收入和支出双双大幅下滑。

图1：美国个人收入与个人支出（同比数据）



另一项数据储蓄率来则更为清楚的显示，美国过去30年来忽视储蓄的做法已经走到了尽头。图2表明，在80年代之前，美国的储蓄率实际上仍保持上升势头，这与当时偏左的社会思潮和国家资本主义的特征相吻合，而80年代里根执政后，社会思潮全面右转，政治经济转向自由资本主义，目前备受诟病的——过度消费的模式空前发展，美国的储蓄率节节下跌，历次经济危机都未能扭转

这一趋势，在小布什执政期间，储蓄率甚至出现为负的情况。

但随着本次金融危机的爆发，储蓄率出现了不可思议的跳升，而奥巴马当选，则标志着美国开始了一次不同寻常的左转。我们预计，美国的储蓄率今后会再次趋于上升，自由资本主义模式下过度消费的模式将得到遏制。

这将为世界经济带来深刻的影响，美国很可能已经开始调整自身失衡的模式，美国增加储蓄意味着新兴市场出口增速很难再恢复到过去 30 年的状态，新兴市场今后必须压缩产能或是扩大内需。

图2：美国储蓄率出现跳升(1959-2008)



而从周五公布的就业数字来看，美国人缩减消费的行动近期可能会加速，因美国就业形势已创下 30 年来最差。

周五公布的美国 1 月非农就业大幅减少了 59.8 万人，创 30 年来最大降幅，失业率也攀升至 7.6%，两项数字均坏于预期。同时，经过修正的 2008 年全年就业人口减少了 300 万人，创下了 1939 年开始编制该数据以来的最大年降幅。

其他数据方面，1 月 ISM 制造业景气指数小幅升至 35.6，服务业景气指数小幅升至 42.9，虽然均较前值改善，但仍远低于 50 的分水岭，这表明经济并未触底，而是在持续收缩。

从技术图表观察，美元指数仍在去年 12 月份开始的上升通道内运行，通道保持稳固，预计短期内仍会向上运行，同时自 1 月份开始，美指构筑了一个整理三角形形态，此形态为上升中继，后市美指有望上破。因此总体上仍维持看涨美元的思路，而奥巴马新救市方案一旦通过，可能会对美元带来提振作用。

图3：美元指数日K线图（截至北京时间09年2月9日）



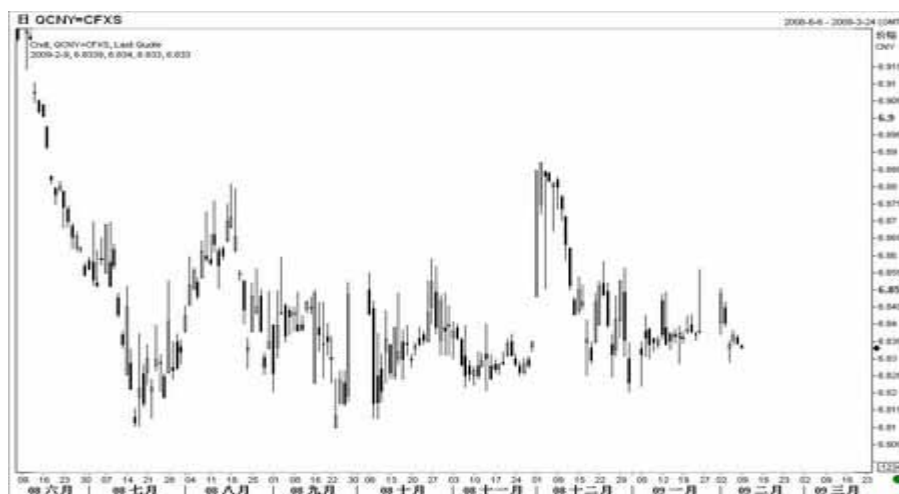
支撑位：84.00、83.50、82.80

阻力位：86.80、87.35、87.90

二 人民币维持波动等待两会召开

春节后中国宏观经济数据寥寥，不过市场上开始弥漫一种乐观情绪，认为1月份信贷大幅增长是经济即将复苏的信号。

图4：人民币日K线图（截至北京时间09年2月9日）



我们认为这一观点过于乐观，根据历史经验，金融机构往往在1月份突击放贷，并不代表这一趋势会持续下去，而且从了解到的情况看，信贷大幅增长中的相当大一部分是票据融资，这部分资金

只是企业的短期资金融通，并非转化成新增投资。

同时，正如前面分析到的，美国人已经开始大幅减少消费，此轮经济危机的发源地尚且如此，其他地区的经济若想走出独立趋势，可能性很小。因此，对于中国经济的前景，仍应做好最差局面尚未来临的心理准备。

由于两会召开在即，各项政策在短期内做大幅调整的可能性不大，因此预计在两会召开前，人民币仍会维持区间波动。

三 欧洲货币仍处下行趋势中

欧洲央行上周宣布维持利率 2% 不变，欧洲央行行长特里谢随后表示，经济增长明显面临下行风险，2% 的利率水平并不是最低水平，但利率降至零也是不适宜的。

对于欧洲央行的态度，我们只能用优柔寡断来形容，事实已经证明，欧洲央行在去年夏天误判了形势，目前可能再次误判形势，当各大央行已瞄准零利率的时候，欧洲央行仍抱着通胀目标不放，这一做法将会损害欧洲经济的复苏。

图5：欧元日K线图（截至北京时间09年2月9日）



实际上，在 IMF 最新做出的全球经济增长预测中，危机发源地美国的衰退幅度只有 1.6%，而欧洲和日本的衰退幅度都超过了 2%。欧洲央行必须采取果断措施，大刀阔斧的阻止经济衰退，否则，不论欧元区经济还是欧元汇率，都将面临一个暗淡的前景。

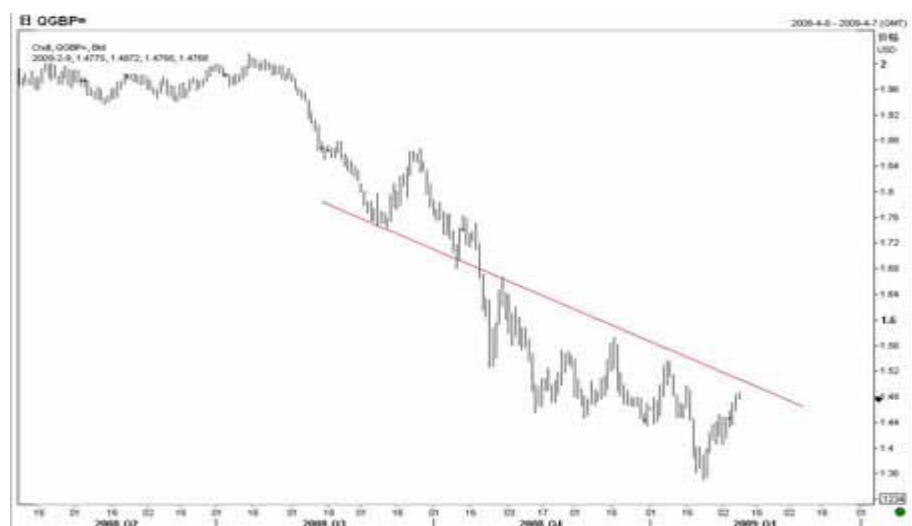
从技术图表观察，欧元上周走势振荡，围绕 1.29 反复波动，去年 12 月以来的下降通道仍保持完好，预计欧元仍将在这一通道内运行，有跌破 1.27，跌向 1.23-24 一线的风险。

支撑位：1.2700、1.2550、1.2420

阻力位：1.3070、1.3180、1.3330

英国央行上周决定减息 50 个 BP 至 1%，从而英镑利率创下了历史新低。目前来看，不排除英国央行继续减息的可能性，但下降空间已经不大，英国央行距离量化宽松的货币政策只有一步之遥。

图6：英镑日K线图（截至北京09年2月9日）



英国 1 月制造业 PMI 指数升至 35.8，服务业 PMI 指数升至 42.5，均高于预期，而 1 月房价指数环比意外上升 1.9%，这些数据的意外好转，似乎表明在英国央行大幅降息的刺激下，经济已经出现了企稳特征。不过，按照经济周期的规律来看，目前认为英国经济开始好转还为时尚早，要做好最坏阶段尚未来临的准备。

在英国央行降息后，英镑不跌反涨，表现出利空出尽的特征，技术上也突破了此前的一条压力线，似有进一步上扬的势头。

不过从趋势角度观察，英镑尚未见到底部特征，中长期下跌趋势仍在持续，且自 08 年 3 季度以来的一条下降压力线仍位于上方，英镑若要继续上行，必须突破此压力所在 1.4900，否则后市仍然看跌。突破后则有望进一步向 1.56-1.57 一线反弹。

支撑位：1.4530、1.4340、1.4060

阻力位：1.4900、1.5250、1.5380

四 美元/日元将追随美债低位整理

美元/日元近期出现了一定程度的反弹，这符合我们关于日元与美国国债收益率走势相关的判断。

图7：美元/日元日K线图（截至北京09年2月9日）



美国长债收益率上扬的效果逐渐在短债收益率上表现出来，近期，短债收益率也出现了明显上扬，这对日元短期走势带来了一定压力。由于市场预期美国国债将大量增发，同时风险规避情绪有所缓解，因此长债收益率可能难以再回到此前的低位，但短债收益率仍存在下探前期低点的可能，因此预计美元/日元近期走势可能将以低位振荡整理为主。

支撑位：90.70、88.60、87.00

阻力位：92.80、94.60、95.70

五 澳元反弹空间有限，加元继续运行三角形形态

澳元上周出现强劲反弹，突破了1月初以来的下降压力线，发出了短线触底反弹的信号，预计在回抽该压力线后，有望继续走高，但上方0.72一线存在较强阻力，澳元若突破该阻力，则技术上将构筑双底形态，发出进一步走强的信号，若无法突破，则将维持看

跌趋势。

支撑位：0.6540、0.6380、0.6240

阻力位：0.6850、0.7020、0.7140

图8：澳元日K线图（截至北京09年2月9日）



美元/加元上周走势振荡，短线反复，缺乏清晰的方向，但从中期技术图表来看，自2008年10月份开始，美元/加元似在构筑一个大型整理三角形，目前汇价接近三角形下轨，后市测试上轨阻力的概率较大。

支撑位：1.2130、1.1950、1.1760

阻力位：1.2370、1.2550、1.2660

图9：美元/加元日K线图（截至美东09年2月9日）



金融市场数据简报

(2009年2月9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	1.2946	1.6038	2008-7-15	1.2330	2008-10-28	1.2940	1.2813	1.3972	-7.340
日元	91.50	110.66	2008-8-15	87.13	2009-1-21	91.90	89.92	90.64	-0.932
人民币	6.8339	7.2271	2008-2-13	6.8061	2008-9-23	6.8348	6.8519	6.8277	-0.090
英镑	1.4854	2.0398	2008-3-14	1.3503	2009-1-23	1.4788	1.4541	1.4593	1.785
澳元	0.6728	0.9850	2008-7-15	0.6009	2008-10-27	0.6753	0.6375	0.7027	-4.255
加元	1.2271	1.3018	2008-10-28	0.9712	2008-2-28	1.2193	1.2296	1.2188	-0.676
港币	7.7536	7.8176	2008-6-12	7.7478	2008-10-31	7.7531	7.7546	7.7503	-0.044
新加坡元	1.4956	1.5349	2008-11-21	1.3451	2008-7-15	1.4948	1.5099	1.4301	-4.381
台币	33.656	33.8155	2009-2-2	29.955	2008-3-26	33.706	33.685	32.793	-2.567
韩元	1381.00	1524.58	2008-11-21	935.50	2008-2-29	1383.55	1379.60	1259.55	-8.794
卢布	36.093	36.4545	2009-2-5	23.058	2008-7-15	36.165	35.736	29.403	-18.537
美元	85.240	88.4630	2008-11-21	70.698	2008-3-17	85.346	85.999	81.308	4.836

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	1.2946	1.2944	1.2940	1.2934	1.2933	1.2936	1.2940	1.2969	1.2990	1.3016	1.3056
日元	91.50	91.49	91.45	91.31	91.06	90.82	90.50	88.88	86.82	84.41	81.96
人民币	6.8339	6.8358	6.8415	6.8575	6.8765	6.9015	6.9265	7.0302	7.2197	7.4076	7.5960
英镑	1.4854	1.4852	1.4848	1.4840	1.4835	1.4834	1.4837	1.4853	1.4874	1.4873	1.4859
澳元	0.6728	0.6724	0.6712	0.6688	0.6656	0.6626	0.6599	0.6461	0.6359	0.6257	0.6153
加元	1.2271	1.2272	1.2274	1.2272	1.2258	1.2245	1.2232	1.2180	1.2117	1.1992	1.1870
港币	7.7536	7.7532	7.7518	7.7488	7.7461	7.7441	7.7424	7.7130	7.6721	7.7121	7.6264
新加坡元	1.4956	1.4957	1.4959	1.4953	1.4946	1.4937	1.4932	-	-	-	-
台币	33.656	33.782	33.762	33.677	33.592	33.422	33.417	-	-	-	-
韩元	1381.00	1372.45	1367.45	1367.45	1362.45	1356.70	1347.95	1323.75	1303.81	1288.55	1273.55
卢布	36.093	36.196	36.656	38.473	40.508	42.383	43.763	51.703	61.478	72.617	82.093

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2009年2月9日)

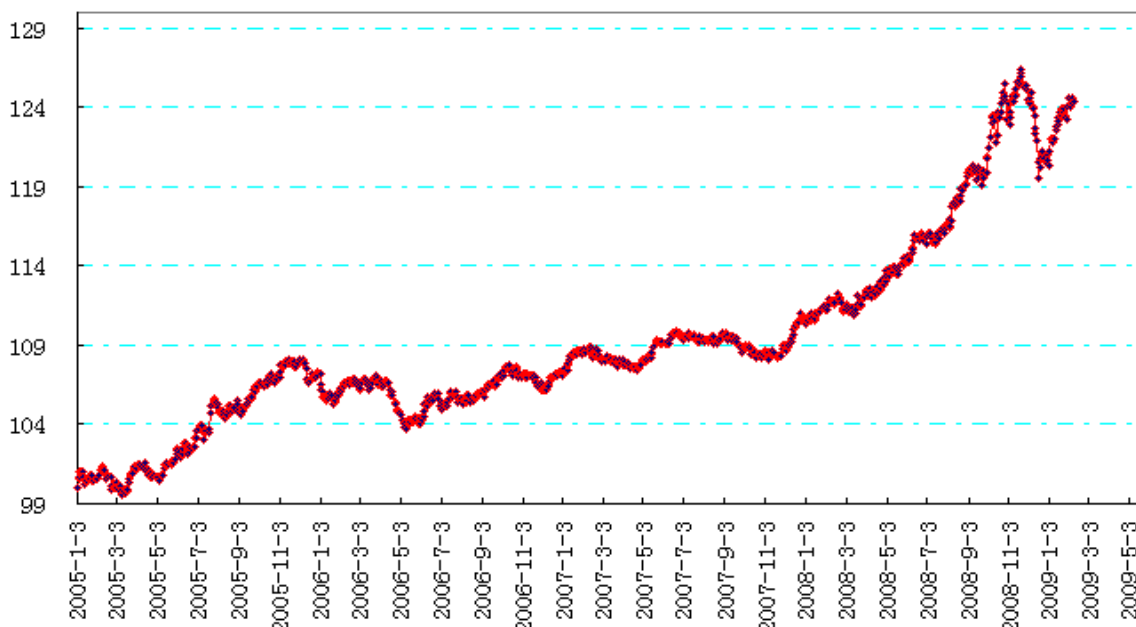
期限	人民币 NDF 最近价	人民币升值幅度	人民币升值幅度折年率	美元掉期利率	人民币货币互换回报率	人民币掉期利率
现价	6.8339			0.313%		0.841%
7 天	6.8350	-0.016%	-0.858%	0.361%	1.220%	0.944%
1 个月	6.8455	-0.170%	-2.041%	0.449%	2.490%	0.890%
3 个月	6.8620	-0.412%	-1.646%	1.241%	2.887%	1.050%
6 个月	6.8825	-0.712%	-1.423%	1.748%	3.171%	1.060%
1 年期	6.9000	-0.968%	-1.290%	1.888%	3.178%	1.040%
2 年期	6.9275	-1.370%	-1.370%	2.036%	3.406%	1.050%
3 年期	7.0250	-2.797%	-1.408%	1.621%	3.029%	1.480%
4 年期	7.0780	-3.572%	-1.205%	2.021%	3.226%	1.600%
5 年期	7.1642	-4.834%	-1.231%	2.343%	3.574%	2.100%

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2月9日)



	2008-12-31	09-2-2	09-2-3	09-2-4	09-2-5	09-2-6
招银人民币贸易加权汇率指数	120.6866	124.5225	124.0443	124.4459	124.6121	124.2649

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。

招商银行版权所有。保留一切权利。