

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

一 美国新政府大发国债未必会削弱美元

上一周美元指数继续维持强势，期间创出了3年新高89.62。避险早已成为外汇市场的主流趋势，尽管这半年多来，投资者逐渐对避险感到厌倦，但市场却表现出对避险惊人的需求，金融去杠杆化、去负债化持续进行，美国通用汽车、信用卡、东欧银行业危机等“不定时炸弹”随时可能爆炸，令美元获得源源不断的支撑。

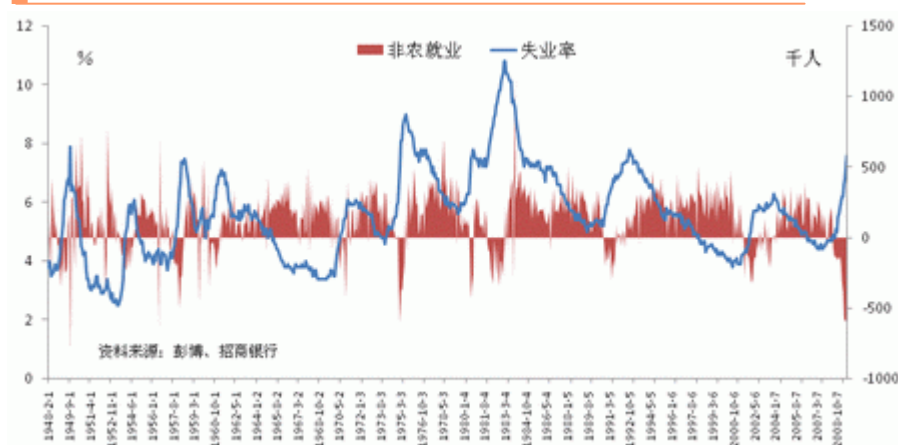
从中长期来讲，尽管奥巴马政府大力发债从理论上会削弱美元走势，但事实未必真的会如此。我们通过历史数据的研究发现，美国未偿还国债总额占实际GDP比重这一指标，从70年代末的15%左右，持续攀升至2008年的93%，但期间美元指数经历了两轮大幅升值和贬值周期，整体呈现宽幅区间波动，而同期日本的这一指标却高达122%，也未见日元崩溃。因此我们认为，未来即使美国发行天量国债，也不大可能会令美元衰落。而目前向金融市场大量注入流动性的，不止美国一家，欧洲、日本乃至中国等新兴市场，都在大量向金融市场释放流动性（包括大幅增发国债），这将会在很大程度上抵消美国单方面“注水”的效果。预计未来半年到一年，美元指数突破90升向100的可能性非常大。

图1：美国未偿还国债/GDP与美元指数



从近期公布的数据来看，美国的经济还在持续恶化，就业继续萎缩，需求继续下滑。美国2月非农就业人数下降65.1万人，符合市场预期，但前两个月的非农人数大幅下修，这样，美国就业数字已创下1949年以来最差水平，过去3个月已有200万人失业，失业率从7.6%大幅跳升至8.1%，创1983年12月以来的最高水平。

图2：美国失业率与非农就业



与此相对应的，美国人对储蓄的兴趣不减，1月个人消费虽然上升0.6%，但个人储蓄占个人可支配收入的比例为5.0%，创1995年3月以来的最高水平，这意味着美国人继续勒紧裤腰带，新兴市场的出口形势将会持续恶化。

其他数据方面，美国2月ISM制造业景气指数为35.8，略有好转；2月ISM非制造业景气指数为41.6，低于1月份的42.9；1月成屋签约销售指数环比下降7.7%，同比下降6.4%，为历史最低水平；1月工厂订单下降1.9%，为连续第六个月下滑，创下历史连续下降维持时间最长纪录。

图3：美元指数日线图（截至北京时间09年3月9日）



从技术图表观察，美元指数上周整体维持涨势，周二创出3年新高89.62后冲高回落。在日线图上，自去年12月开始的上升趋势

势线依然保持完好，当前位于 87.60，在此价格之上，美元指数可持续看涨，预计会进一步测试 90 关口，突破后中期目标甚至可上看 100。但若跌破该支撑，则美指可能展开阶段技术性修正。

支撑位：87.60、86.60、85.70

阻力位：89.00、90.00、90.60

二 央行并未关闭调整汇率政策的大门

上周，人民币兑美元基本保持稳定，人民币中间价开于 6.8389，询价系统收于 6.8398，下跌 9 点。

备受关注的两会终于隆重开幕，但投资者并未从会议上得到更多线索，温家宝总理在政府工作报告中，一如既往的重申了对人民币汇率政策的表述，并无新鲜提法。

不过，央行行长周小川答记者问的内容还是耐人寻味，他并未明确承诺人民币不贬值，只表示政府工作报告已经有了“明确说法”，“不需要再有一个什么新的提法”，不过他又表示，已经准备了很多预案，将会根据形势的不同而采取不同的预案。

我们认为，人民币汇率短期内维持稳定是央行的既定政策之一，但央行并未排除考虑调整政策，调整也是预案之一。实际上，近期亚洲许多货币均出现大幅贬值，使得中国出口在遭受海外市场需求萎缩打击的同时，又不得不面对竞争对手价格上的压力。

图4：中国PMI指数



上周公布的中国 2 月采购经理人指数继续改善，从 1 月的 45.3

升至 49.0，但仍低于荣枯分水岭 50，这表明制造业仍处于萎缩状态，而非复苏。

三 欧央行降息聊胜于无，英央行迈向定量宽松

欧洲央行上周宣布下调利率 50 个 BP 至 1.5%，为欧洲央行设立以来的最低水平，正如我们此前预期的那样，迫于经济滑坡的压力，特里谢不得不放弃看起来不合时宜的强硬立场。虽然欧央行已经降息，但未必会形成真正的利好，因为降息节奏太慢，已远远落后于其他央行，只能说是聊胜于无。

特里谢还表示，欧洲央行官员大幅下调 2009 和 2010 年 CPI 和 GDP 预期，预计 09 年 GDP 增长率为 -3.2% 至 -2.2%，2010 年 GDP 增长率为 -0.7% 至 +0.7%。而特里谢还暗示会进一步减息，目前来看，未来欧元利率可能会降至 1% 甚至更低。

在基本面方面，欧元区继续下滑，意大利 08 年 GDP 收缩 1%，为 1975 年以来最严重的衰退；法国政府称该国 09 年公共赤字占 GDP 比重将升至 5.6%，而该国 08 年 4 季度失业率激增，由 7.6% 跳升至 8.2%。

图5：欧元日K线图（截至北京时间09年3月9日）



从技术图表观察，欧元上周走势振荡，略有反弹，整体仍延续下行趋势，但值得注意的是，上周五欧元突破了去年 12 月以来的天图下降压力线，日图 KD 指标低位出现金叉迹象，现实似乎有进一步反弹的需求。

不过目前无法确认欧元对该压力线突破的有效性，若回踩 1.2560 后继续上扬，则有机会展开技术性反弹，目标可看 1.29 附近，若回踩后继续下跌，则可下看 1.23-24 区间。

支撑位：1.2560、1.2400、1.2300

阻力位：1.2800、1.2970、1.3090

这是一个值得纪念的时刻，英国央行在将利率下调至 0.5% 后，还表示将在未来三个月购买至多 750 亿英镑的英国国债，英国财政部也已经批准英国央行购买高达 1500 亿英镑的资产以增加货币供应量，因此，英国成为第一个实施定量宽松货币政策的国家。

英国央行的风格颇为类似于美联储，大步快跑，降息干脆彻底，这与欧洲央行慢吞吞的样子形成鲜明对比。这样一来，已经有美联储、日本央行、英国央行三家大型央行开始实施定量宽松的货币政策，在这类榜样的示范之下，预计会有更多的央行考虑超宽松的政策。

大干快上固然好，但我们对危机结束后的世界充满了担忧，由于货币乘数下降的关系，目前各央行向市场注入的天量流动性，都隐藏在流动性紧缩的假象之下，一旦市场回暖，流动性将会汹涌而出，未来全球的通胀压力将会超出预期。

图6：英镑日K线图（截至北京09年3月9日）



从技术图表观察，英镑上周走势疲软，反弹受制于去年 12 月开始的下降压力线，日图 KD 指标死叉扩大并向下延伸，不支持英

镑反弹。预计英镑近期仍会维持下行压力，若跌破 1.4，则有跌向 1.35 前期低点的风险。

支撑位：1.3930、1.3830、1.3480

阻力位：1.4280、1.4650、1.4990

四 美元/日元止步 100 关口

上周日元基本面重要消息不多，其中日本 08 年 4 季度资本支出年比下降 18.1%，为连续第 7 个季度下降，表明企业投资意愿低迷，未来经济下滑的局面仍将继续。

图7：美元/日元与2年期美债收益率（截至北京09年3月9日）



美元/日元上周涨势止步于 100 关口，这与美债收益率未能进一步上行有关，从两者走势观察，日元与美债收益率的关系依然存在，但较前期有所弱化。

目前美元/日元日图 KD 指标出现高位死叉迹象，不支持汇价继续上行，若本周美债收益率走低，则料将引发美元/日元向下修正，有跌至 94.60 一线寻求支撑的可能，但若美债收益率进一步上扬，则美元/日元有望击破 100 关口。

支撑位：96.50、95.50、94.60

阻力位：99.70、100.00、101.20

五 美元/加元回踩后继续上扬

澳元上周小幅振荡，整体仍延续下行趋势，去年12月开始的下降压力线依然有效，预计澳元很快会测试0.6240，破将进一步下探0.60关口。日图KD指标于中轨附近死叉并持续向下，支持汇价继续走低，只有突破0.6520，澳元才有反弹机会出现。

支撑位：0.6240、0.6070、0.6000

阻力位：0.6520、0.6850、0.7000

图9：澳元日K线图（截至北京09年3月9日）



图10：美元/加元日K线图（截至美东09年3月9日）



美元/加元在向上突破前期大型整理三角形后，上周出现回踩动作，下探1.27支撑后再度走高，仿佛教科书般的经典走势，当前美元/加元上行趋势良好，日图KD指标持续拉升，支持汇价进一

步上行，预计很快将考验 1.30 关口的阻力，一旦突破，将打开广阔的上行空间，中期目标甚至可看 1.40，若突破失败，预计将引发高位振荡。

支撑位：1.2710、1.2470、1.2270

阻力位：1.3000、1.3220、1.3370

金融市场数据简报

(2009年3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	1.2641	1.6038	2008-7-15	1.2330	2008-10-28	1.2653	1.2669	1.3972	-9.521
日元	98.57	110.66	2008-8-15	87.13	2009-1-21	98.26	97.58	90.64	-8.040
人民币	6.8408	7.1129	2008-3-10	6.8061	2008-9-23	6.8398	6.8400	6.8277	-0.191
英镑	1.4014	2.0398	2008-3-14	1.3503	2009-1-23	1.4094	1.4318	1.4593	-3.972
澳元	0.6383	0.9850	2008-7-15	0.6009	2008-10-27	0.6405	0.6390	0.7027	-9.158
加元	1.2898	1.3018	2008-10-28	0.9798	2008-3-13	1.2872	1.2763	1.2188	-5.507
港币	7.7558	7.8176	2008-6-12	7.7478	2008-10-31	7.7555	7.7553	7.7503	-0.071
新加坡元	1.5465	1.5582	2009-3-3	1.3451	2008-7-15	1.5455	1.5469	1.4301	-7.524
台币	34.801	35.2530	2009-3-3	29.955	2008-3-26	34.757	34.933	32.793	-5.772
韩元	1548.75	1597.45	2009-3-6	955.98	2008-3-10	1550.45	1534.35	1259.55	-18.673
卢布	35.784	36.5584	2009-2-18	23.058	2008-7-15	35.768	35.914	29.403	-17.832
美元	88.770	89.6240	2009-3-4	70.698	2008-3-17	88.512	88.008	81.308	9.177

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	1.2641	1.2641	1.2640	1.2642	1.2655	1.2669	1.2684	1.2767	1.2848	1.2931	1.3006
日元	98.57	98.56	98.52	98.37	98.04	97.68	97.29	95.38	92.88	90.20	87.46
人民币	6.8408	6.8432	6.8522	6.8667	6.8885	6.9205	6.9555	7.1255	7.3180	7.5090	7.7005
英镑	1.4014	1.4012	1.4012	1.4012	1.4022	1.4032	1.4042	1.4097	1.4177	1.4230	1.4348
澳元	0.6383	0.6380	0.6368	0.6351	0.6331	0.6315	0.6299	0.6208	0.6115	0.6034	0.5896
加元	1.2898	1.2898	1.2896	1.2880	1.2849	1.2818	1.2786	1.2696	1.2583	1.2495	1.2378
港币	7.7558	7.7554	7.7543	7.7511	7.7487	7.7463	7.7449	7.7224	7.6813	7.7143	7.6286
新加坡元	1.5465	1.5465	1.5467	1.5466	1.5459	1.5452	1.5447	-	-	-	-
台币	34.801	34.799	34.796	34.789	34.726	34.625	34.526	-	-	-	-
韩元	1548.75	1547.73	1541.80	1540.80	1531.30	1523.80	1514.80	1468.50	1452.80	1443.80	1438.80
卢布	35.784	35.879	36.305	37.658	39.519	41.596	43.585	52.406	62.606	73.281	86.796

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2009年3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	6.8408			0.300%		0.819%
7 天	6.8427	-0.028%	-1.479%	0.395%	1.874%	0.975%
1 个月	6.8495	-0.128%	-1.535%	0.546%	2.081%	1.010%
3 个月	6.8670	-0.384%	-1.535%	1.293%	2.827%	1.050%
6 个月	6.8895	-0.713%	-1.425%	1.854%	3.279%	1.075%
1 年期	6.9195	-1.151%	-1.535%	2.003%	3.537%	1.055%
2 年期	6.9545	-1.663%	-1.663%	2.154%	3.817%	1.050%
3 年期	7.0800	-3.497%	-1.764%	1.750%	3.514%	1.350%
4 年期	7.2788	-6.403%	-2.182%	2.077%	4.259%	1.655%
5 年期	7.4531	-8.951%	-2.317%	2.363%	4.680%	1.950%

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3月9日)



	2008-12-31	2009-3-2	2009-3-3	2009-3-4	2009-3-5	2009-3-6
招银人民币贸易加权汇率指数	120.6866	128.3192	128.3022	127.9758	128.4952	127.9147

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。