

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

一 美联储购买美债并不会逆转美元趋势

美联储上周突然宣布，将购买总计超过 1 万亿美元的长期国债和抵押贷款支持证券，消息一出，犹如一颗重磅炸弹，在国际金融市场掀起惊涛骇浪。

在外汇市场上，笼罩着世界末日般的悲观气氛，投资者不顾一切的做空美元，美元出现了 25 年来最大单周跌幅，看空美元的声音不绝于耳，后市何去何从令人关注。

我们认为，目前认定美元反转下跌为时尚早，在某些突发事件冲击下，市场往往会做出过激反应，即所谓的“膝跳反应”，但是当激情退去，投资者便会逐渐趋于冷静并开始反思，市场又重回既定趋势。这一模式在金融市场上屡试不爽，没有迹象显示这次属于例外。

美联储购买国债，如果是采取新发行货币的方式，则起到增发基础货币的作用，美元流动性有泛滥之嫌，理论上确实有理由让美元贬值。不过，在全球经济危机的形势下，滥发货币并非美联储一家，实际上，各国央行都在依靠降息、注资、定量宽松等手段增加市场流动性，比如英日两国央行都在执行定量宽松的货币政策，英国央行已经决定购买 700 亿英镑的资产，约占 GDP 的 3.6%，而日本央行购买国债已非一朝一夕，近期更将每月购买限额从 1.4 万亿日元提高到 1.8 万亿日元，年度购买额度约占 GDP 的 5%。可见，以美联储购买国债为理由做空美元是站不住脚的，应该只是市场的短期炒作行为。

另一个问题是，要看美联储是以什么形式来购买国债。美联储有两个选择，一是发行货币，二是选择是动用财政部的存款资金，如果选择发行货币的话，会增加美元的贬值压力，不利于奥巴马政府的发债计划，成本较大，而如果选择后者，则有较强的可操作性，成本亦较低。目前市场对美债出现追捧短债而减持长债的倾向，美联储购买长债，将可压低长债收益率，在收益率趋同的趋势下，短债依靠流动性将更受追捧，财政部较易获得资金，因此，以短债资金购买长债，即“借短买长”，未尝不是一个可取的办法，若如此，将大幅减少对货币发行的依赖，从而缓解美元贬值压力。

从利率角度来看，美元已率先降至零利率，英镑、日元、加元、瑞郎利率已经见底，而欧元、澳元仍有进一步降息的空间，美元的

利差劣势正在逐渐收窄。考虑到欧元区经济比美国更为疲软，甚至有很大可能性欧洲央行也会执行定量宽松的货币政策，这样的话，也会严重损害欧元走势，目前欧元的强势反弹可能只是下跌途中的一个插曲。

从根本来讲，由于经济危机并没有结束的迹象，外汇市场的基本面形势并未发生实质性变化，因此预计全球资金对美元的避险需求并不会结束，且会贯穿经济危机始终，因此预计美元在短期内存在进一步修正的可能，但中长期的表现仍可看好，而非美货币反弹结束后，仍有很大的下跌风险。

在数据方面，上周美国公布了较多指标，如工业产值、新屋开工，消费者物价指数等，但这些数据都无法取代美联储购买国债的影响力。

图1：美元指数日K线图（截至北京时间09年3月23日）



从技术图表观察，美元指数上周大幅下挫，延续了此前展开的短期修正趋势，目前来看似仍将惯性下跌。但自去年3季度以来的一条长期上升趋势线依然保持完好，当前位于81.50，在此支撑之上，美指的长期上升趋势不会受到动摇，若跌破此支撑，则美指展开进一步修正的风险将上升。

支撑位：82.60、81.50、81.00

阻力位：84.00、84.50、85.20

二 人民币 NDF 贬值预期大幅回落

上周，受国际市场美元下跌影响，人民币兑美元小幅上扬，人民币中间价开于 6.8349，询价系统收于 6.8277，上涨 72 点。

上周基本面相当清淡，公布的数据寥寥，由于两会结束后中国并未在汇率政策上做出任何调整，市场短期内的贬值预期降温，1 年期 NDF 大幅回落，已跌至 6.90 以内。不过 NDF 市场通常较为敏感，波动性较大。

图2：，人民币即期汇率（黑）与1年期NDF（红）



三 欧洲货币将测试长期下降压力线

欧洲央行在货币政策上的迟缓作风，虽然在前期备受批评，但却成就了欧元上周的强劲上扬，投资者明显对那些尚未执行量化宽松政策的货币充满兴趣。

不过这也许只是短期现象，欧洲央行不大可能靠维持 1.5% 的利率来对抗衰退，降息只是时间问题，看起来执行量化宽松政策也不是天方夜谭，而且并非没有信号，欧央行理事德拉吉上周就表示，可能需要采取非常规货币政策措施来应对当前的衰退。

实际上欧元区的问题非常严重，甚至比美国更甚，除了东欧银行业危机随时可能爆发外，欧元区的房地产市场也问题较多，至今尚未出现明显调整，其房价收入比比美国更高，潜伏的隐患不容忽视，比如西班牙 1 月房屋销售同比下降 39%，也许就是一个楔子。

其他数据方面，德国 3 月 ZEW 经济景气指数改善至-3.5；意大利 1 月工业产值同比大跌 16.7%。

图3：欧元日K线图（截至北京时间09年3月23日）



从技术图表观察，欧元上周大幅上扬，已经突破了此前设定的 1.35 的短期目标位，日图 KD 指标持续向上拉升，显示汇价有较强劲动能进一步攀升，预计很快将测试 1.3900，这里是去年 7 月份以来长期下降压力线所在，如果突破的话，则将大大扭转欧元走势，届时将有机会进一步上扬，突破失败，则有可能掉头向下，重归跌势。

支撑位：1.3540、1.3330、1.3090

阻力位：1.3900、1.4070、1.4370

图4：英镑日K线图（截至北京09年3月23日）



英国楼市继续其调整进程，但幅度有所放缓，3月 Rightmove 房价指数环比上升 0.9%，同比下降 9%，环比数据连续两个月上升，显示前一阶段疾风骤雨式的调整可能告一段落，不过英国的房价收入比在发达国家中居于首位，显示泡沫倾向仍很严重，预计距离见底尚远；英国 2 月失业申请人数增加 13.84 万人，失业率上升至 4.3%；3 月工业产出指数降至 -48，创 1980 年以来最低水平。

IMF 对英国 09 年的经济做出了最新预测，预计今年 GDP 收缩幅度将高达 3.8%，2010 年仍会收缩 0.2%，这意味着 IMF 预计英国会连续两年陷入衰退。

从技术图表观察，英镑上周反弹较欧元为弱，但还是取得了一定成绩，突破了去年 12 月以来的一条下降压力线，预计很快将测试去年 7 月以来的长期下降压力线，该压力目前位于 1.4710，突破后方能扭转疲弱走势。

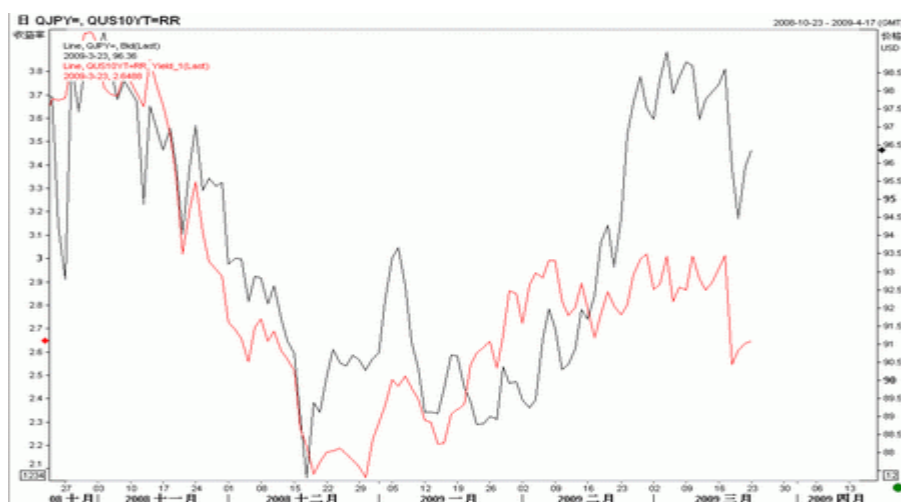
支撑位：1.4290、1.3840、1.3640

阻力位：1.4710、1.4980、1.5240

四 日元追随美债价格大涨

日本上周基本面数据清淡，对市场影响力不大，日元走势继续与美债关联，美债收益率的大跌，直接促使日元大涨。

图5 :美元/日元与10年期美债收益率(截至北京09年3月23日)



从技术图表观察，美元/日元上周跌破了 2 月上旬以来的上升趋势线，终结了 1 月初开始的反弹势头，日图 KD 指标高位死叉向

下，支持汇价下行。预计美元/日元短期有可能回抽 97.30 的前期支撑，回抽结束后料再度下行。不过美债收益率变动依然会对日元带来较大影响。

支撑位：94.60、93.50、92.40

阻力位：97.30、98.90、99.70

五 商品货币有机会进一步反弹

澳元上周追随欧洲货币和商品市场强劲反弹，突破了 0.6840 的近期阻力位，打开了进一步上行的空间，日图 KD 指标向上拉升，支持汇价上扬，预计澳元有机会测试 0.7260 的关键阻力位，一旦突破这里，澳元将有望构筑一个大型双底，从而打开上升空间，但若突破失败，则澳元有回落风险。

支撑位：0.6840、0.6720、0.6540

阻力位：0.7140、0.7260、0.7360

图6：澳元日K线图（截至北京09年3月23日）



美元/加元上周出现较大幅度回落，1.2540 的支撑失守，日图 KD 指标高位死叉向下，显示汇价下行压力较大，预计短期内将继续下行，很快将测试去年 11 月以来的上升趋势线，目前支撑位于 1.2110，若该支撑失守，将引发汇价更大幅度的修正。

支撑位：1.2110、1.2000、1.1820

阻力位：1.2500、1.2660、1.2760

图7：美元/加元日K线图（截至美东09年3月23日）



金融市场数据简报

(2009年3月23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 | 1.3646 | 1.6038 | 2008-7-15 | 1.2330 | 2008-10-28 | 1.3582 | 1.2669 | 1.3972 | -2.331 |
| 日元 | 96.66 | 110.67 | 2008-8-15 | 87.12 | 2009-1-21 | 95.95 | 97.62 | 90.68 | -6.191 |
| 人民币 | 6.8333 | 7.0563 | 2008-3-24 | 6.8061 | 2008-9-23 | 6.8278 | 6.8400 | 6.8277 | -0.081 |
| 英镑 | 1.4585 | 2.0192 | 2008-3-27 | 1.3503 | 2009-1-23 | 1.4465 | 1.4318 | 1.4593 | -0.057 |
| 澳元 | 0.6992 | 0.9850 | 2008-7-15 | 0.6009 | 2008-10-27 | 0.6869 | 0.6390 | 0.7027 | -0.496 |
| 加元 | 1.2320 | 1.3065 | 2009-3-9 | 0.9820 | 2008-5-21 | 1.2407 | 1.2763 | 1.2188 | -1.074 |
| 港币 | 7.7503 | 7.8176 | 2008-6-12 | 7.7478 | 2008-10-31 | 7.7505 | 7.7553 | 7.7503 | 0.000 |
| 新加坡元 | 1.5112 | 1.5582 | 2009-3-3 | 1.3451 | 2008-7-15 | 1.5162 | 1.5469 | 1.4301 | -5.367 |
| 台币 | 33.778 | 35.2530 | 2009-3-3 | 29.955 | 2008-3-26 | 33.782 | 34.933 | 32.793 | -2.916 |
| 韩元 | 1392.23 | 1597.45 | 2009-3-6 | 971.35 | 2008-4-4 | 1412.25 | 1534.35 | 1259.55 | -9.530 |
| 卢布 | 33.342 | 36.5584 | 2009-2-18 | 23.058 | 2008-7-15 | 33.506 | 35.914 | 29.403 | -11.815 |
| 美元 | 83.387 | 89.6240 | 2009-3-4 | 71.191 | 2008-4-22 | 83.841 | 88.008 | 81.308 | 2.557 |

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 | 1.3646 | 1.3645 | 1.3644 | 1.3645 | 1.3652 | 1.3660 | 1.3669 | 1.3705 | 1.3733 | 1.3746 | 1.3765 |
| 日元 | 96.66 | 96.66 | 96.64 | 96.54 | 96.34 | 96.11 | 95.86 | 94.32 | 92.23 | 89.84 | 87.27 |
| 人民币 | 6.8333 | 6.8328 | 6.8310 | 6.8335 | 6.8355 | 6.8425 | 6.8485 | 6.8750 | 7.0592 | 7.2418 | 7.4250 |
| 英镑 | 1.4585 | 1.4585 | 1.4585 | 1.4588 | 1.4600 | 1.4612 | 1.4622 | 1.4641 | 1.4645 | 1.4658 | 1.4659 |
| 澳元 | 0.6992 | 0.6988 | 0.6975 | 0.6955 | 0.6926 | 0.6898 | 0.6873 | 0.6736 | 0.6609 | 0.6478 | 0.6293 |
| 加元 | 1.2320 | 1.2320 | 1.2320 | 1.2309 | 1.2288 | 1.2270 | 1.2249 | 1.2206 | 1.2115 | 1.2026 | 1.1910 |
| 港币 | 7.7503 | 7.7499 | 7.7486 | 7.7452 | 7.7420 | 7.7391 | 7.7360 | 7.7159 | 7.6806 | 7.6078 | 7.5213 |
| 新加坡元 | 1.5112 | 1.5113 | 1.5117 | 1.5121 | 1.5123 | 1.5127 | 1.5125 | - | - | - | - |
| 台币 | 33.778 | 33.705 | 33.645 | 33.618 | 33.523 | 33.408 | 33.323 | - | - | - | - |
| 韩元 | 1392.23 | 1391.38 | 1384.48 | 1381.98 | 1375.98 | 1370.28 | 1359.48 | 1332.39 | 1301.54 | 1276.88 | 1265.18 |
| 卢布 | 33.342 | 33.396 | 33.673 | 34.339 | 35.409 | 36.616 | 38.277 | 43.889 | 50.684 | 57.519 | 69.487 |

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2009年3月23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 | 6.8333 | | | 0.250% | | 0.821% |
| 7 天 | 6.8310 | 0.033% | 1.717% | 0.399% | -1.318% | 0.975% |
| 1 个月 | 6.8310 | 0.033% | 0.395% | 0.522% | 0.127% | 1.010% |
| 3 个月 | 6.8335 | -0.004% | -0.015% | 1.223% | 1.237% | 1.065% |
| 6 个月 | 6.8355 | -0.033% | -0.066% | 1.751% | 1.817% | 1.090% |
| 1 年期 | 6.8425 | -0.135% | -0.180% | 1.861% | 2.042% | 1.110% |
| 2 年期 | 6.8485 | -0.223% | -0.223% | 2.014% | 2.237% | 1.135% |
| 3 年期 | 6.8750 | -0.611% | -0.306% | 1.508% | 1.814% | 1.395% |
| 4 年期 | 7.0302 | -2.882% | -0.970% | 1.834% | 2.804% | 1.685% |
| 5 年期 | 7.1856 | -5.157% | -1.315% | 2.124% | 3.439% | 1.985% |

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23日)



| | 2008-12-31 | 2009-3-16 | 2009-3-17 | 2009-3-18 | 2009-3-19 | 2009-3-20 |
|---------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 招银人民币贸易加权汇率指数 | 120.6866 | 125.9594 | 125.7386 | 124.2863 | 123.8093 | 124.3301 |

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。