

## 2009 年第二季度外汇市场展望

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

内容摘要：

经济危机在 09 年 1 季度继续向深入发展，虽然金融机构的减记高峰告一段落，金融市场正在逐渐趋于稳定，但这并不表明动荡不复存在，全球避险情绪仍然高涨。

经济危机的影响正从金融市场转向实体经济，全球制造业和贸易均遭受空前打击，其中新兴市场面临的局面格外严峻。G20 峰会达成了加强对市场监管的协议，这进一步印证了自由资本主义模式日渐式微，同时贸易保护主义正在抬头。

未来面对的问题依然严峻，美国的信用卡和汽车业、东欧的银行业、西欧的楼市调整压力，随时都可能引发避险潮，而避险将继续贯穿危机，支持美元有不错的表现。

不过，接下来的外汇市场将不再是单边升值和贬值，动荡将会加剧，投资者操作的难度将会大幅上升。

除了继续看空欧洲货币外，我们也认为日元将会继续受到美债收益率的影响，可能出现振荡偏弱的局面，商品货币中我们看好澳元的反弹潜力，但全球需求萎缩将导致商品货币难以出现实质性反转。

人民币汇率预计将在短期内继续维持稳定，年内不大可能重启升值势头。

## 一 经济危机从金融市场转向实体经济

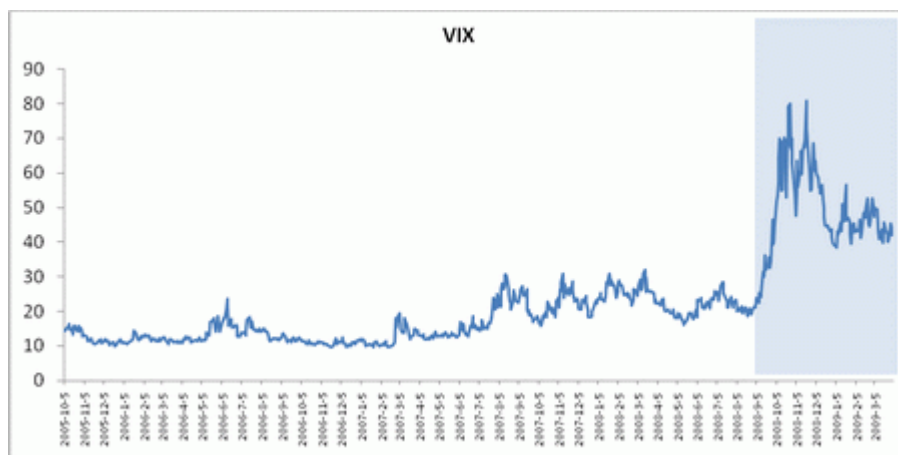
如果从次贷危机算起,本轮经济危机至少已经持续了4个季度。截至到2009年1季度末,全球金融机构的计提损失已高达12873亿美元,其中重灾区美洲计提高达8693亿美元,形势最好的亚洲只有358亿美元。

表1: 全球金融机构计提损失(亿美元) 来源: 彭博

	总计	1009	4008	3008	2008
全球	12873	22	3576	2578	1695
美洲	8693	22	2423	2035	1113
欧洲	3822	0	1103	500	545
亚洲	358	0	51	42	38
其中:					
银行/银行	9128	22	2515	1740	1261
保险公司	2216	0	670	448	150
其他机构	1529	0	392	390	284

如果从时间分布上看,2009年1季度全球计提的损失只有22亿美元,最高峰在2008年4季度,高达3576亿美元,显示计提损失的高潮已经告一段落。虽然今后并不排除仍会有金融机构陷入困境,比如受到东欧拖累的欧洲银行,但相信全球金融业最差的时期已经结束。这可能导致全球避险情绪整体趋于缓和,对美债和美元资产的需求将带来负面影响。

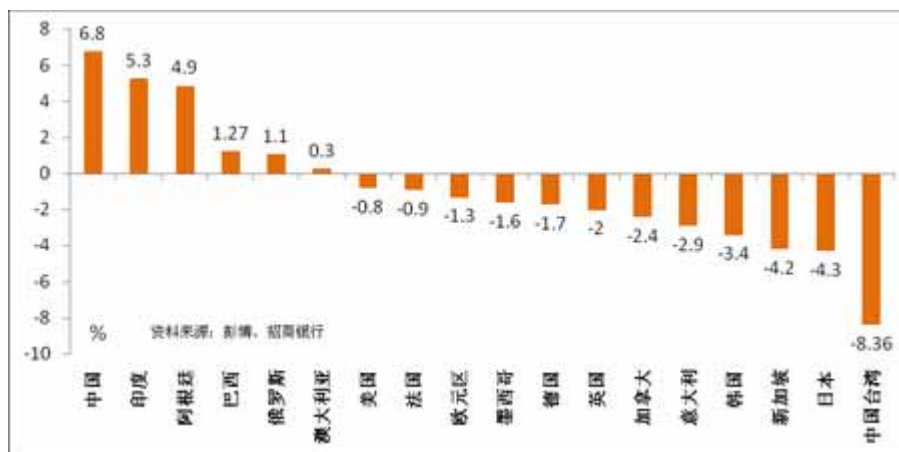
图1: VIX指数 (来源: CBOT、彭博)



不过,从芝加哥期货交易所的VIX指数来看,市场的恐慌情绪虽较08年4季度有所改善,但仍大幅高于次贷危机爆发初期,更高于正常水平。这表明市场仍相当敏感,一旦有风险事件爆发,

很可能出现阶段性的避险潮。对于外汇市场而言，我们认为这会加大市场的波动幅度，如出现短期的暴涨暴跌，增加不可预测风险，操作难度会加大。

图2：部分经济体GDP增速（截至08年Q4）



对于经济危机接下来的走向，我们认为将会从金融市场转向全球实体经济。伴随着信贷紧缩和消费崩塌，全球实体经济都面临着融资困难、需求不足和去负债化的压力。如图2所示，衰退将是2009年全球面临的重大问题，发达经济体悉数陷入衰退，新兴市场的增速也大幅回落。

图3：全球工业生产和零售（截至09年2月）

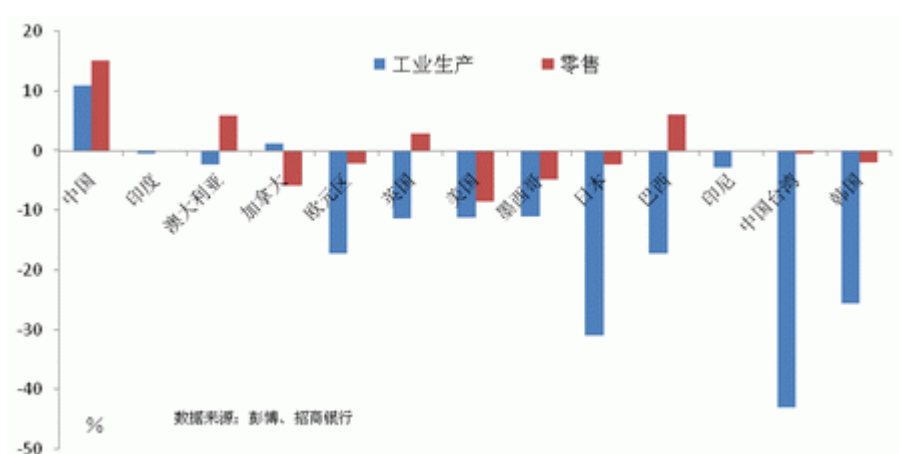
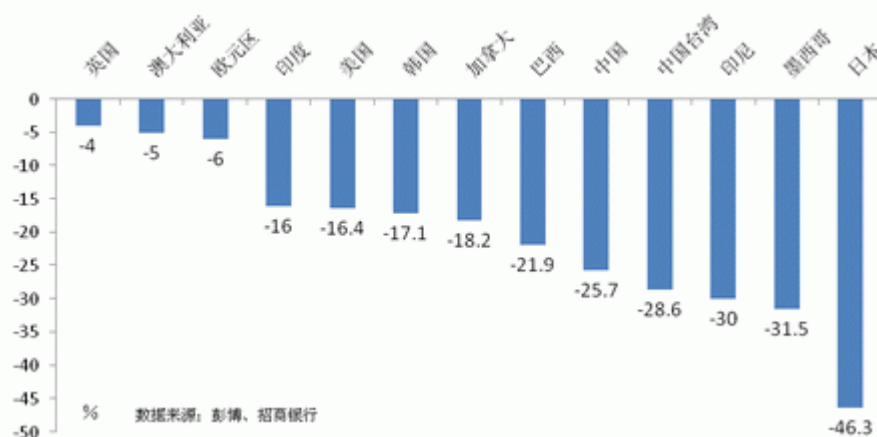


图3更为直观的展示了实体经济遭受的磨难，部分经济体的工业生产出现了难以置信的下跌。实际上，在此轮危机中，新兴市场由于内需不足，实体经济遭受的打击要比发达国家更为严重，以美

国为代表的发达国家，过去数十年来遵循的高负债消费模式，支持了新兴市场的蓬勃发展，如今这一消费模式不再，而且似乎很难再恢复到过去的水平，新兴市场必须在压缩产能与扩大内需间做出抉择。但扩大内需难以在短期内完成，因此痛苦的产能压缩不可避免，伴随而来的是失业高企和社会压力。

图4：主要经济体出口大幅萎缩（截至09年2月）



此轮危机严重打击了全球贸易，新兴市场出现了罕见的双位数出口下跌。贸易的大幅滑坡，实际上是全球消费需求崩塌及失衡调整的反映，这一过程可能贯穿全年，那些在以往过度依赖出口的国家，日子会很难过。

随着实体经济和贸易的萎缩，新兴市场风险违约事件可能激增，这里面既包含主权违约，也包含大量的企业级信用违约，可能会对短期债市形成压力。

## 二 世界向何处去？G20 峰会或可一窥端倪

对于经济危机的前景，市场分歧非常大，最乐观的人士认为，危机已经见底，接下来会趋于好转，最悲观的人士认为，几年内世界经济都会维持萧条。

我们偏向于谨慎和保守的一方，虽然尚没有证据显示，目前的危机堪比 1929 年（那一次萧条持续了 10 年），但金融市场、消费、实体经济同时大幅收缩，还是很罕见的。

在此前的年度展望及周评中，我们提出目前的经济危机不是一次单纯的危机，而是世界经济从失衡向再平衡的一次调整，造成目前失衡的一个重要原因，就是上个世纪 80 年代以美国为代表的自由资本主义模式的勃兴，以此轮危机为契机，世界将从“向右转”开始“向左转”进程。

奥巴马当选，实际上是这次“向左转”的重要例证，而 4 月初召开的 G20 峰会所达成的结果，则进一步印证了我们的判断。G20 最终结果的一个重要精神，即加强对市场的监管和调节，意味着国家权力重新开始积极干预经济，金融创新将受到限制，不受监管的各类衍生和场外市场将遭到削弱。

同时，“向左转”还意味着保护主义将大行其道，虽然尚不至于令全球自由贸易进程开倒车，但进度和程度料都会受到影响。对于新兴市场而言，今后继续依靠出口来拉动经济的难度和成本都会上升。

而自由资本模式的终结，以及对金融监管的加强，还意味着消费者获得资金的门槛和成本提高，依靠举债来消费的模式将难以为继，美国等国目前正在进行大规模的去杠杆化和去负债化，这将深刻改变未来全球经济的走向，但具体影响如何，恐怕目前很难得出结论。

### 三 还会有哪些随时爆发的危机？

图5：美国信用卡违约率飙升



在过去一年多经历了信贷危机、金融危机、汽车业危机后，美国经济看起来依然问题很多。随着失业率的大幅攀升和举债消费模式的收缩，下一轮爆发信用卡危机的风险在加大，从统计数据来看，信用卡 30 天和 90 天的违约率显著上升，其中 90 天违约率飙升超过一倍。

信用卡违约率的上升，可能为美国银行业制造出新的超过上千亿美元的坏帐，并直接影响到规模更大的，以信用卡做为支持的债券信用，这一模式似乎与去年的房地产次贷危机颇为相似。

图6：欧元区出口与美国私人支出



不过，与美国比较起来，我们认为欧洲的风险更大，特别是在欧洲央行异常固执不肯大幅降息的情况下。

欧洲最大的问题来自于机制，目前欧元区的货币政策集中在欧洲央行，而财政政策则分散于各成员国，这就造成了货币政策和财政政策难以协调统一。同时，欧盟规定成员国财政赤字不能超过 GDP 的 3%，这等于束缚了欧洲的手脚，在经济危机期间，恰恰需要加大财政的投入力度来刺激经济。如果受制于 3% 的标准，则政府投入的资源会不足，如果超过 3%，则会破坏规则，引发内部矛盾并加大对欧元汇率的压力，这与欧央行和欧盟支持强势欧元的立场对立。

实际上，欧洲国家更倾向于通过加强监管和完善制度的手段来对抗危机，从已经披露的各国刺激计划来看，欧洲国家普遍力度不够，美国、英国、中国等主要经济体的刺激规模总额平均占 GDP 的 3.4%，但大多数欧洲国家低于这一水平。

由于欧洲出口的多为高附加值产品和奢侈品，主要面向发达国家市场，因此美国个人消费支出与欧元区出口具有高度相关性，美国的个人消费支出每变动一个百分点，对欧元区出口的影响在 7-8 个百分点之间，且欧元区出口滞后后美国个人消费的变动，因此，鉴于美国民众增加储蓄的趋势，未来的个人消费支出仍会下滑，这将导致欧元区出口继续受到压力。

除已经暴露出的经济问题外，欧元区仍面临两大压力，即东欧银行业危机和楼市调整。

图7：欧洲楼市调整并不到位

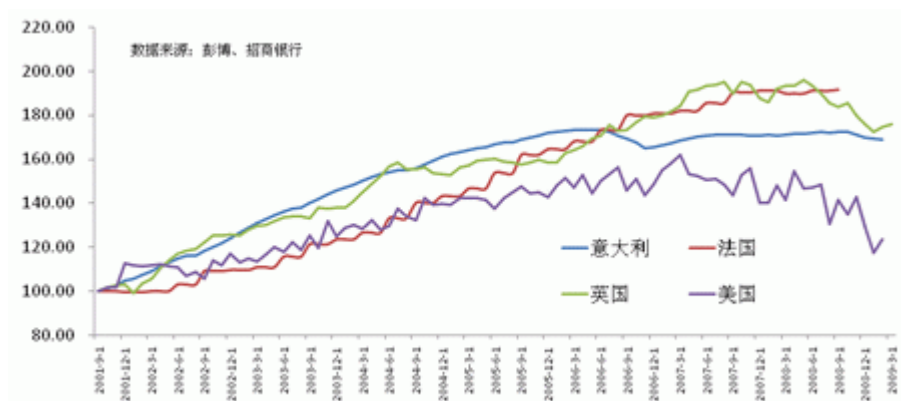
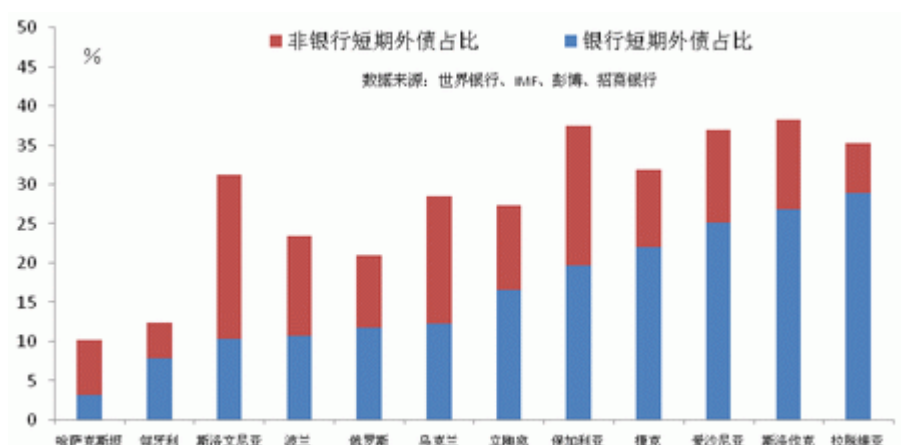


图8：东欧国家短期外债占总外债比例（截至08年Q3）



尽管自次贷危机爆发以来，欧洲楼市也出现调整或见顶，但调整幅度非常有限，法国楼市甚至没有出现明显的调整。在美国网络泡沫破灭以后开始的本轮全球地产牛市中，欧洲楼市涨幅也远高于美国。考虑到周期的滞后性，欧元区楼市未来进一步调整的压力仍

未释放，这很可能导致欧元区经济复苏较美国为慢。

东欧银行业危机目前引而不发，虽然尚未强烈冲击市场，但通过数据统计可以发现，目前这一危机似乎无解，且会较 97 年的东南亚金融危机更为猛烈。

在过去十几年中，东欧成为重要的新兴市场，西欧国家在东欧大量投资，其中对银行业的投资高度集中，这就导致了西欧银行在东欧占据主导地位，并导致东欧银行部门的短期外债成为一大问题。由图 9 可见，波罗的海三国银行部门的短期外债，甚至超过了外汇储备。

图9：东欧国家银行部门短期外债（截至08年Q3）

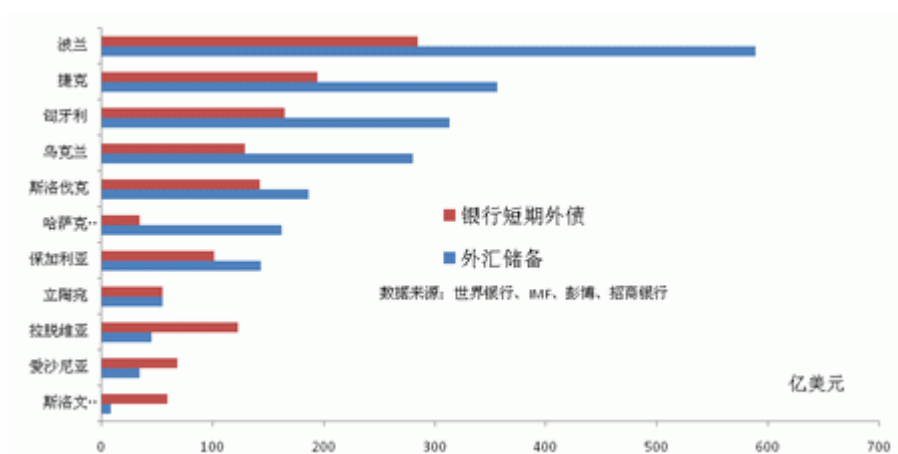
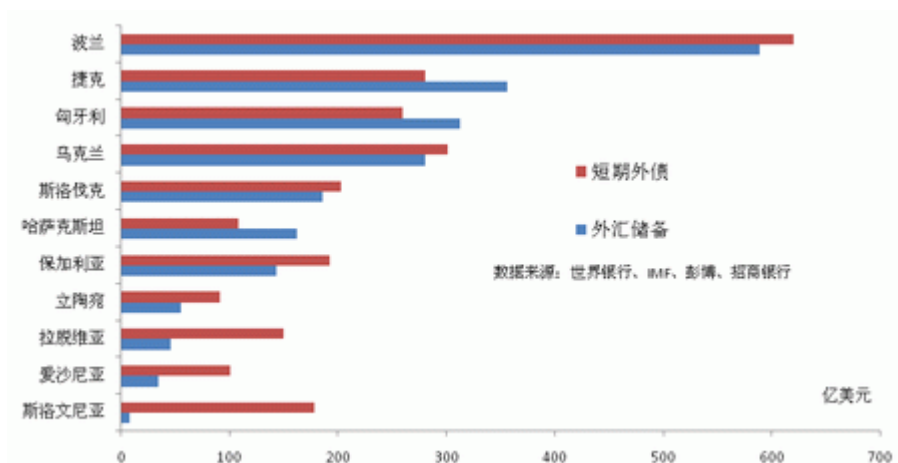


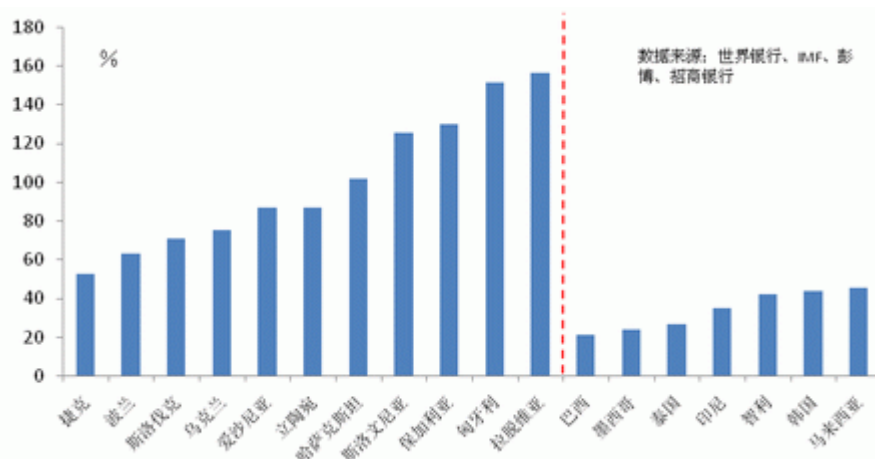
图10：东欧国家短期外债（截至08年Q3）



如果将全部短期外债加总，则多数东欧国家的外汇储备无法满

足偿付需要，如果没有足够的外部援助，则理论上东欧国家破产的风险会非常大。不过，G20 峰会将 IMF 的规模扩大到 7500 亿美元，并增发 2500 亿特别提款权，这使得我们看到了解决东欧危机的一线曙光，但尚不清楚会有多少资金用于援助东欧。

图11：新兴市场外债占GDP比例（截至08年Q3）



即使在外援下逃过了短期外债的冲击，东欧仍面临外债过高的压力，通过数据对比发现，那些曾经遭受过金融危机冲击的国家，目前其外债/GDP 的比例很好的控制在 50% 以内，而东欧国家则动辄超过 100%，这将对东欧未来的经济复苏带来沉重压力。

## 四 主要币种展望

### 1 美元

目前市场对美元的分歧非常大，其中看空美元一方的一个重要理由是美国大发国债，以及美联储购买国债导致的美元流动性泛滥。

不过我们并不认为这两点因素会打压美元汇率，从历史数据来看，自上个世纪 70 年代以来，美国未偿还国债余额占 GDP 的比重一直在稳步攀升，从 10% 升至超过 90%，但期间美元指数表现整体稳定，经历了两轮升值和贬值周期。如果横向比较，日本和部分西欧国家的这一比例，毫不亚于美国，甚至部分国家超过了美国，因此，以美国大量发行国债为借口看空美元，有些牵强。

如果换种角度，美国采取积极的救市措施，会令美国经济更快摆脱衰退，那些财政政策不够积极的国家，则可能陷入深度衰退。

图12：美国未偿还国债/GDP与美元指数



至于滥发美元导致的流动性过剩，其实也不是美国的专利，在对抗危机中，几乎任何一个央行都在通过降息、注资、定量宽松等手段大发货币，全球的流动性都呈泛滥之势，只不过暂时隐藏在金融体系中。

鉴于经济危机导致的避险情绪随时会高涨，因此我们继续看好美元的整体表现，不过，未来美元不大可能重回强劲的单边升值趋势，而更有可能充满了振荡反复，预计近期美指在 80-90 区间内强势整理的概率较大，未来有进一步向 90 以上运行的机会。

## 2 欧元

我们对欧洲央行的强硬态度感到吃惊，在经济已经如此疲软的形势下，依然维持相对较高的利益，这将损害欧元区经济的复苏，并在中长期内损害欧元走势。

同时，欧洲央行愈是在利率问题上强硬，其推出非常规货币政策的压力就愈紧迫，而欧洲各国财政部存款并不在欧洲央行的负债表上，因此欧洲央行实行量化宽松政策的话，印钞压力将较美联储大的多。

有鉴于此，我们对欧元未来的走势持保留意见，中期内出现冲高回落的风险很大，对于跌破 1.23-24 支撑区间的可能性，投资者

应保持高度警惕。

### 3 英镑

英国楼市经过疾风骤雨似的调整，近期出现企稳迹象，但如果从房价收入比测算的话，英国楼市泡沫仍高于美国，且英国楼市调整幅度较小，因此未来英国楼市蕴含的风险依然较高。

英国央行也推出了定量宽松的货币政策，且在救市路线上更倾向美国模式，即国家积极干预，不排除未来会推出更大规模的刺激计划。

英镑自1月后陷入1.35-49的低位宽幅振荡，短期趋势不明，演化为下跌中继和底部的风险相当，而从周线和月线看，英镑始终未能出现大级别反弹，未来可以1.56为上界，突破则预示底部出现，有望展开强劲反弹，以1.35为下界，跌破则表明将经历新一轮暴跌。

### 4 日元

日元走势始终是个迷，自次贷危机以来，其与美债收益率之间的关系剪不断理还乱，这一关系时强时弱，我们认为在可预见的阶段内，日元走势仍将受到美债收益率的影响。

图13：美元/日元（灰）与10年期美债收益率（红）



由于美国通胀看起来仍是一个遥远的未来，因此美债收益率近

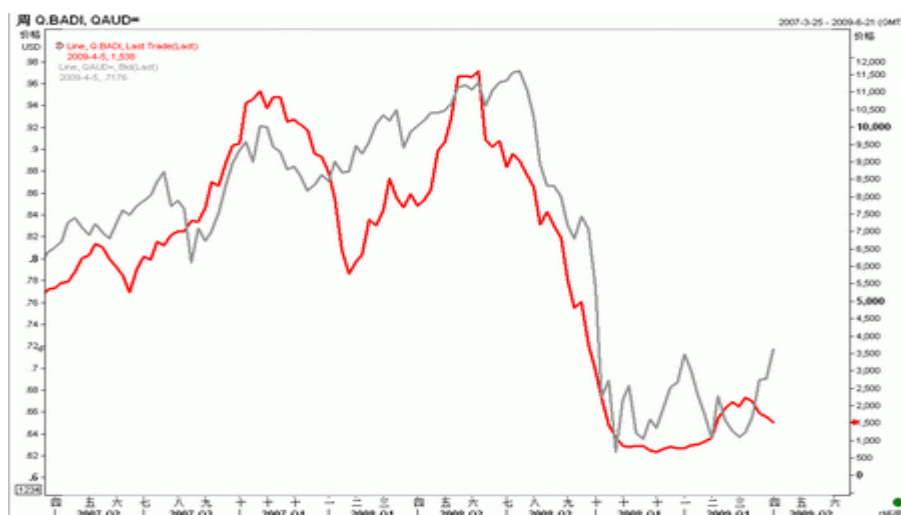
期的反弹，已经较为充分的消化了通胀预期，未来进一步上扬的空间有限，而美联储购买国债的举动，也可能会压低长债收益率，这样，美债就对美元/日元的走势形成了拖累作用，而在日本自身基本面不断滑坡的局面下，日元又有走低的要求。

我们预计，如果朝鲜半岛局势不出现意外恶化，那么美元/日元将会在 95-103 间维持宽幅区间振荡，并略微偏于上行风险。

## 5 商品货币

近期，商品市场的企稳反弹，令商品货币走势十分稳健，市场对此寄予厚望。

图14：澳元（灰）与波罗的海航运指数



但我们观察波罗的海航运指数，发现该指数1季度的反弹已经告一段落，在测试 2300 后再次大幅下跌，这表明全球对商品的需求仍十分疲软，除了中国经济在政府投资刺激下，可能会短暂增加对商品的需求外，我们看不到其他对商品的大规模新增需求。

因此商品货币近期维持低位大幅振荡的概率更高一些，其中澳元走势将好于加元走势。由于澳元目前利率仍较高，即使未来继续减息，亦将享有利率优势，因此或有向 0.77 一线反弹的机会。美元/加元则受制于技术压力，未来站上 1.30 的风险仍很大。

## 6 人民币

自去年 12 月初短暂的波动后，人民币已连续保持了数月的稳定，目前没有迹象显示人民币很快会突破 6.81-85 的波动区间。

由于外部需求锐减对中国出口的伤害已经成为既定事实，且在美元单边贬值阶段，新兴市场货币已经经历了大幅调整，因此人民币未来即使出现贬值，也不大可能会对中国经济带来实质性的帮助，且会遭遇极大的国际压力。实际上，去年金融风暴爆发之初，人民币可以适当贬值来挽救出口，虽然不能从根本上改变需求，但应可减缓出口的跌幅。

预计中国进出口疲软的局面将贯穿今年全年，因此中国的贸易顺差料大幅缩减，而结合外汇占款测算，实际上中国目前面临资金流出的局面，这会给人民币造成一定的贬值压力。

为避免进一步打击经济，人民币在今年应该不存在继续升值的空间，只有在平稳和贬值间进行取舍，预计短期内仍会以维持稳定为方向，而中长期的走势则有一定的不确定性，要看世界和中国经济的运行而定。

# 招银专题分析报告

2009年4月3日  
总第41期

## 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 2008 版权所有。保留一切权利。**