

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

一 美国贸易赤字大幅收窄，意义重大

由于复活节假期的影响，上周汇市略显平淡，但美元在平淡中逐级走高，维持了近期上扬势头。

美国上周公布的经济数据不多，从中难以抓到有关经济变化的全面取向，不过，2月批发库存总额环比下降1.5%，降幅创1922年以来的记录，这表明，美国企业迫于消费缩减的压力，正在进行激烈的去库存化，美国1季度经济表现依然会很难看。不过，当去库存化进行到一定程度后，企业会再度开工并购进原料，预计未来几个月——当然这一时间很难预测，美国经济从数字上将出现一定改善，同时对大宗商品的需求将会抬头，类似于中国经济去库存化后的表现。

另一项值得重点关注的数据是美国的2月贸易赤字，仅为260亿美元，不但好于前值，而且大幅优于预期，创下了9年来的最窄记录。

图1：美国贸易赤字与中国出口



通过这一数据，我们可以得出如下解读：

1 美国民众正在以史无前例的速度缩减消费，对海外商品的需求大幅下滑，这将直接打击那些过度依赖出口的经济体，减慢他们的经济复苏速度。

2 全球贸易再平衡进入加速过程，也许未来还会出现反复，但这一趋势已经非常清晰。

3 美国贸易赤字的大幅收窄，有利于抵消财政赤字大幅扩张的

负面因素，从而缓解市场对双赤字的担忧，为美元提供支撑。

4 美国贸易赤字与中国出口增速之间的关联性相当高，中国出口大幅下滑与美国贸易赤字迅速收窄几乎同步进行，考虑到中国3月出口仍维持大幅负增长，因此有理由预期美国3月的贸易赤字会进一步收窄。

5 从分项数据看，美国的出口依然出现增长，考虑到多数发达国家出口跌幅有限，表明此轮经济危机对新兴市场出口的打击，较发达国家严重的多。

6 美国贸易赤字的收窄，意味着他国贸易顺差的收窄，全球可供用于购买美国国债的资金可能出现不足，美国未来发行国债面临压力。目前来看，美国消费者储蓄率的快速上升，有可能弥补这一缺口，但假如缺口无法弥补，将加大美联储购买美债的压力。

图2：美元指数日K线图（截至北京时间09年4月13日）



从技术图表观察，美元指数上周强劲反弹，目前美指下方分别有长期和中期两条上升趋势线，对美指构成强劲支撑，目前不具备看跌的条件，技术上应继续看涨美指。只有跌破 82.60，美指才有机会进一步展开回落。

支撑位：84.90、83.70、82.60

阻力位：86.10、86.80、87.40

二 中国出口仍在恶化，经济言底尚早

人民币升值预期继续发酵，1年期 NDF 维持在 6.72-6.76 区间，显示在有关中国经济出现回暖迹象的刺激下，市场开始重新思考人民币升值的问题。

图3：，人民币即期汇率（黑）与1年期NDF（红）



不过我们认为，目前的条件并不支持人民币再度升值。

中国出口依然继续大幅恶化，尽管 3 月出口 17.1% 的跌幅较 2 月有所收敛，但同比数字双位数的跌幅，表明形势并不乐观，考虑到欧美国家消费萎缩的影响，未来出口仍将面临严峻考验，这一局面将持续到欧美国家经济触底复苏为止，如果人民币继续升值，对出口无疑是雪上加霜，转变经济增长模式应靠引导，而非外力压迫。

而进口继续以比出口更快的速度回落，表明内需依然不振，对海外商品买兴不足。

目前部分经济指标回暖，并不代表经济趋势已经逆转。在全球经济尚未触底，而中国贸易依存度非常高的形势下，中国经济率先复苏的可能性微乎其微。近期部分指标好转，或许是由于企业的去库存化告一段落，以及政府投资拉动的结果，言底为时尚早。如果内需未能同步跟进，大规模投资的后果可能导致进一步的产能过剩，届时可能会出现新一轮去库存化及压缩产能。

除非有进一步明确信号表明中国经济回暖，否则 NDF 升值预期可能止步 6.7 关口。

三 英强欧弱，但英镑走势有隐忧

欧元区公布的数据依然惨淡，我们从中看不出任何欧洲央行不大幅降息的理由。欧元区 4 季度 GDP 修正值环比下降 1.6%，同比下降 1.5%，差于预期；德国 2 月工业产值环比下降 2.9%，同比大幅下降 20.6%。

欧洲央行行长特里谢表示，有进一步下调利率的可能性。我们想知道的是，既然有进一步下调利率的空间，为什么不大刀阔斧的降息到位呢？市场已经广泛预计，欧洲央行会在 5 月的会议上讨论非常规货币政策的议题，估计很可能开展债券回购，届时欧洲央行也将加入量化宽松的阵营，市场也将有足够的理由打压欧元。

图4：欧元日K线图（截至北京时间09年4月13日）



从技术图表观察，欧元上周大幅下挫，周 K 线收大阴，显示上方压力沉重，日图 KD 指标死叉向下，支持欧元下行，除非能升破 1.3460，否则欧元短线将维持看跌，破 1.3080 则有大幅跌向 1.26 一线的风险。

支撑位：1.3080、1.2870、1.2670

阻力位：1.3460、1.3570、1.3680

英国公布的数据继续暗淡无光，3 月消费者信心指数降至 41，创下历史新低，2 月制造业产值环比下降 0.9%，同比下降 13.8%，工业产值环比下降 1%，同比大跌 12.5%，创下 1968 年以来的最

大降幅。

正如我们上周指出的，英镑出现了止跌信号，上周尽管欧元大幅下挫，但英镑跌幅有限，整体维持振荡，继续在近期的上升通道内运行。

从技术上看，英镑在跌破上升通道前，仍可维持看涨，但假如欧元难以取得重大突破的话，英镑大幅上扬的可能性也不大，因此未来仍面临不确定风险。而日图 KD 指标出现高位死叉迹象，可视后市的一个隐忧。

图5：英镑日K线图（截至北京09年4月13日）



支撑位：1.4560、1.4290、1.4070

阻力位：1.4950、1.5300、1.5510

四 日本可能再度陷入债务泥潭

日本上周公布的 08 年度破产导致的负债总额高达 14 万亿日元，规模居二战后第五高位，显示日本经济有可能再度重蹈债务泥潭。

在上个世纪 90 年代日本泡沫经济破灭后，由于资本市场大幅缩水，许多日本企业背上了沉重的债务负担，导致日本经济出现高负债化运行，这使得日本政府的经济刺激政策难以奏效，企业在盈利后首先考虑偿还债务，而不是加大投资，迫使日本政府维持高投入来拉动低迷的经济，但收效甚微。

假如日本再次陷入负债泥潭的话，则不但其经济前景会大幅恶化，且复苏将面临障碍，很可能出现欧美经济复苏而日本继续低迷的状态。

图6 :美元/日元与10年期美债收益率(截至北京09年4月13日)



从技术图表观察，美元/日元升势稳固，目前似已站稳 100 关口，短期及中期上升趋势线保持良好，汇价有望进一步上试 103 一线的强阻力，但日图 KD 指标仍维持顶背离，这有可能拖累美元/日元的后市走势，不排除出现冲高回落。

支撑位：99.40、98.40、95.80

阻力位：101.40、102.30、103.40

五 商品货币将测试关键阻力

在大宗商品价格企稳的带动下，澳元走势强劲，上周继续上扬，逼近 1 月初的阶段高点。预计本周澳元很快将测试 0.7270，一旦突破该阻力，则标志着澳元大型双底形态的成立，届时澳元将有机会上看 0.78 甚至更高价位，突破失败则可能冲高回落。

但也不排除澳元自去年 10 月以来运行了一个 ABC 形态的下跌中继，若如此，则澳元在 0.75 一线将遭遇强阻力。

支撑位：0.7090、0.6940、0.6750

阻力位：0.7270、0.7440、0.7600

图7：澳元日K线图（截至北京09年4月13日）



美元/加元继续在大型整理三角形内运行，但汇价连续测试三角形的下轨支撑，日图 KD 指标支持汇价下行，但周图 KD 指标高位钝化，失去参照意义，预计美元/加元可能会持续测试下轨支撑，一旦跌破 1.22 关口，将引发汇价大幅下行，否则将继续在大型三角形内运行。

支撑位：1.2140、1.2000、1.1750

阻力位：1.2350、1.2490、1.2710

图8：美元/加元日K线图（截至美东09年4月13日）



金融市场数据简报

(2009年4月13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	1.3217	1.6038	2008-7-15	1.2330	2008-10-28	1.3189	1.3250	1.3972	-5.404
日元	100.51	110.66	2008-8-15	87.13	2009-1-21	100.25	98.96	90.64	-9.815
人民币	6.8352	7.0134	2008-4-28	6.8061	2008-9-23	6.8337	6.8339	6.8277	-0.110
英镑	1.4726	2.0157	2008-7-15	1.3503	2009-1-23	1.4673	1.4324	1.4593	0.909
澳元	0.7244	0.9850	2008-7-15	0.6009	2008-10-27	0.7196	0.6913	0.7027	3.081
加元	1.2243	1.3065	2009-3-9	0.9820	2008-5-21	1.2257	1.2602	1.2188	-0.453
港币	7.7505	7.8176	2008-6-12	7.7478	2008-10-31	7.7504	7.7504	7.7503	-0.003
新加坡元	1.5166	1.5582	2009-3-3	1.3451	2008-7-15	1.5157	1.5229	1.4301	-5.707
台币	33.689	35.2530	2009-3-3	30.175	2008-6-3	33.783	33.912	32.793	-2.661
韩元	1329.50	1597.45	2009-3-6	977.20	2008-4-14	1332.70	1383.10	1259.55	-5.261
卢布	33.451	36.5584	2009-2-18	23.058	2008-7-15	33.509	33.954	29.403	-12.103
美元	85.477	89.6240	2009-3-4	71.191	2008-4-22	85.786	85.430	81.308	5.127

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	1.3217	1.3216	1.3213	1.3212	1.3212	1.3216	1.3218	1.3232	1.3230	1.3247	1.3251
日元	100.51	100.50	100.46	100.35	100.14	99.89	99.61	98.08	96.02	93.61	91.05
人民币	6.8352	6.8341	6.8304	6.8214	6.7844	6.7634	6.7369	6.7040	6.7863	6.8680	6.9499
英镑	1.4726	1.4723	1.4726	1.4728	1.4736	1.4745	1.4748	1.4725	1.4676	1.4337	1.4516
澳元	0.7244	0.7239	0.7228	0.7202	0.7171	0.7139	0.7105	0.6930	0.6760	0.6604	0.6440
加元	1.2243	1.2243	1.2241	1.2233	1.2212	1.2195	1.2191	1.2130	1.2076	1.1970	1.1859
港币	7.7505	7.7502	7.7491	7.7461	7.7428	7.7396	7.7375	7.7240	7.6864	7.6080	7.5215
新加坡元	1.5166	1.5168	1.5171	1.5170	1.5167	1.5174	1.5165	-	-	-	-
台币	33.689	33.629	33.540	33.374	33.199	33.091	32.989	-	-	-	-
韩元	1329.50	1328.75	1323.58	1326.60	1318.50	1317.00	1311.00	1286.58	1260.88	1248.38	1238.00
卢布	33.451	33.508	33.747	34.425	35.486	36.563	37.913	42.603	48.665	54.500	62.757

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2009年4月13日)

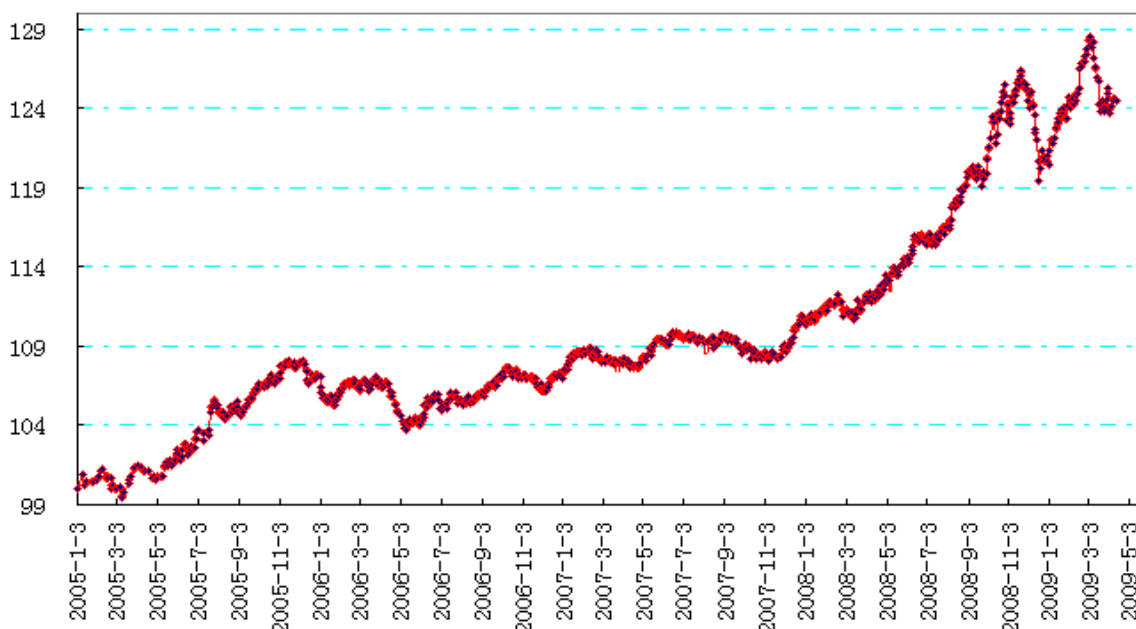
期限	人民币 NDF 最近价	人民币升值幅度	人民币升值幅度折年率	美元掉期利率	人民币货币互换回报率	人民币掉期利率
现价	6.8352			0.250%		0.811%
7 天	6.8323	0.042%	2.212%	0.369%	-1.843%	0.914%
1 个月	6.8305	0.069%	0.825%	0.451%	-0.374%	1.050%
3 个月	6.8215	0.200%	0.802%	1.131%	0.330%	1.200%
6 个月	6.7845	0.742%	1.483%	1.676%	0.193%	1.250%
1 年期	6.7635	1.049%	1.399%	1.813%	0.414%	1.300%
2 年期	6.7370	1.437%	1.437%	1.951%	0.515%	1.350%
3 年期	6.7040	1.919%	0.955%	1.501%	0.545%	1.750%
4 年期	6.7243	1.622%	0.538%	1.859%	1.321%	2.150%
5 年期	6.7770	0.851%	0.212%	2.187%	1.975%	2.450%

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4月13日)



	2008-12-31	2009-4-6	2009-4-7	2009-4-8	2009-4-9	2009-4-10
招银人民币贸易加权汇率指数	120.6866	124.1429	124.4652	124.5926	124.4661	124.5869

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。