

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

一 美元强势有望维持到下一轮加息周期见顶

上周，在市场乐观情绪的带动下，避险情绪有所降温，美元指数出现下滑，非美货币涨势强劲。虽然 G7 会议认为全球经济出现复苏的初步迹象，但我们认为这一判断过于乐观，全球经济仍将低迷很长时间。

目前市场对美元后市前景分歧较大，较多观点认为美元强势难以持续，后市美元将大幅走软，且此次经济危机将严重动摇美元在国际货币体系中的地位。但我们对美元仍维持乐观的看法，美元强势在短期内不会结束，并有望持续到下一轮加息周期见顶为止。

决定汇率波动的因素非常复杂，其中最关键的因素是，投机资本在不同货币间的流动，而推动投机资本流动的直接诱因是获利空间，或资金的使用价格。不同金融市场为资金提供的价格各不相同，短期价格可考虑 LIBOR 利率，但我们考察的是中长期资金运动，并且应剔除掉风险溢价等不可控因素，因此我们选择国债市场收益率这一金融市场无风险基准利率做为主要指针。

图1：美元国债利差指数（黑）与美元指数（灰）



按照美元指数的构成币种，我们选择相关国家的 10 年期国债收益率，与美国 10 年期国债收益率的利差，构建出一条国债利差指数曲线（欧元区诞生前以德国国债做为替代），可以发现，在过去的近 20 年间，这一曲线与美元指数之间呈现出高度的正相关，意味着当美元利差优势扩大或者利差劣势缩小时，美元上涨，反之则美元下跌。当然，随着新兴市场经济份额的扩大，这一曲线存在一定程度的失真，但考虑到新兴市场与发达市场开放度及评级的不同，对全球资金流动的影响有限，对我们考察问题应不会带来明显

影响。

目前来看，美元利率已经见底，在非美货币中，英镑、日元、加元、瑞郎利率已见底，而欧元、澳元仍有降息空间，一些主要的新兴市场，如中国、印度、墨西哥等国继续降息的概率较大，因此对美元而言，未来利差劣势将进一步收窄，美国国债收益率的利差也将收窄，这将支持美元维持强势。

在美联储宣布购买巨额国债后，美国中长债收益率出现压低势头，反弹暂停，维持横盘振荡，这在一定程度上，确实会影响美债利差形势的变化，但这只是单向考虑问题，如果考察全球债市，目前英国、日本都在直接购买国债，对国债收益率也起到了明显压低的作用，欧洲央行预期也将采取非常规货币政策，因此可以认为，央行对债市干预的效果，在较大程度上被互相抵消，同时，国债市场的容量非常大，预计央行只能在短期内起到压低收益率的作用，中长期而言，不太可能干扰市场的运行趋势。

由于主要央行都向市场注入了大量流动性，因此在本次经济危机见底后，通胀压力将伴随经济复苏预期快速抬头，这一时间目前尚难以估计，但 2009 年全球经济应不会出现实质性复苏，因此最快可能出现在 2010 年。在可预见的经济复苏前景中，由于美国经济调整的幅度力度较大，美国官方行动迅速，出台了一系列救市方案，因此美国最有可能在发达经济体中率先复苏，这样，美元最有可能领先于其他货币加息，美债收益率也极有可能进一步扩大其利差优势，进而令美元维持强势，甚至推动美元继续上涨。

因此我们预计，在美元利差曲线出现拐点前，美元强势料不会结束，本轮美元强势有望持续到下一轮美元加息周期结束为止。

上周美国公布了一些经济数据，不过没有对市场带来明显影响。3 月领先指标下降 0.3%，连续 9 个月下滑；3 月现房销量环比下降 3.0%，同比下降 7.1%；3 月新房销售环比下滑 0.6%；3 月耐用品订单环比下降 0.8%，好于预期。

从技术图表观察，美元指数上周出现大幅下滑，但整体仍维持上行趋势，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 83.0，美指才有机会进一步展开回落。

图2：美元指数日K线图（截至北京时间09年4月27日）

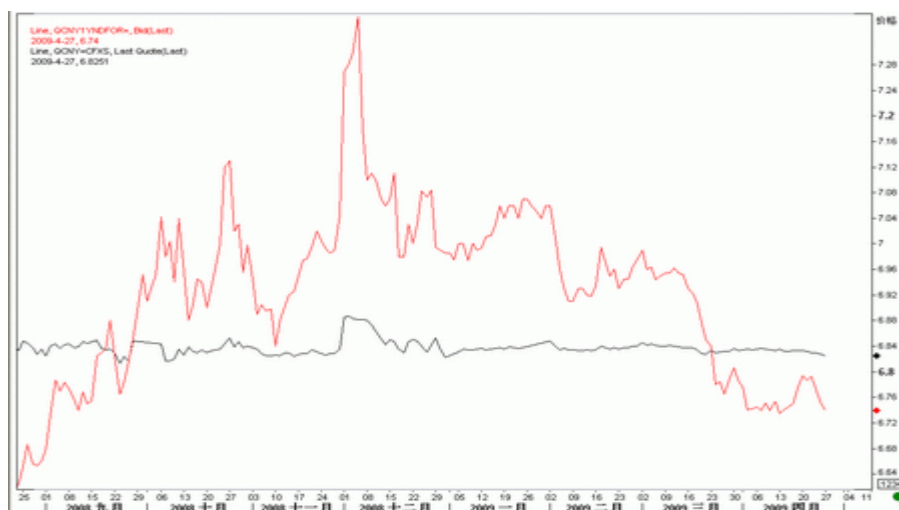


支撑位：84.40、83.70、83.00

阻力位：86.10、86.90、87.85

二 中国出口年内复苏机会渺茫

图3：人民币即期汇率（黑）与1年期NDF（红）



上周中国公布的经济数据有限，人民币继续维持横盘整理，看不出近期将选择方向的迹象。

春季广交会上周如期举行，到会客商数和成交额均出现下降，其中出口成交总额大幅下滑两成。广交会对中国出口通常具有领先指标的作用，在08年秋季广交会上，成交额即出现负增长，不久

后中国出口亦转为负增长，此次广交会表明，中国出口在近几个月内仍将维持负增长。考虑到全球经济危机尚未见底，发达经济体消费缺口无法弥补，则中国 09 年全年的出口形势都将异常严峻，可能对全年 GDP 的增长贡献为负，这样，中国经济要实现保八目标的话，可能不得不更加依赖投资。

三 欧洲货币仍面临下行压力

德国上周公布的 IFO 和 ZEW 经济景气指数均好于预期，其中 ZEW 指数大幅上扬，符合近期出现的有关“经济出现复苏迹象”的苗头，在这一乐观情绪推动下，欧元上周大涨，并带动其他非美货币走强。

图4：德国IFO指数与德国GDP



不过目前认为德国经济好转为时尚早，通过数据对比我们发现，ZEW 指数波动过于频繁，敏感度太高，而 IFO 指数则较好的反应了经济运行形势的变化。目前 IFO 指数出现了初步企稳的迹象，但只能认为是止跌，其水平远低于平均值，甚至低于 90 - 92 年全球经济危机期间的低点。

实际上，德国官方也准备下调对 09 年 GDP 的预期，可能会从原来预测的 -2% 下调至 -4% 以下，部分市场观点甚至认为会低至 -6%。

从技术图表观察，欧元上周强劲反弹，但未能摆脱自 3 月份开始的下降通道，长期下降压力线依然有效，目前位于 1.3560，显示跌势并未改变。日图 KD 指标持续开口向下，支持汇价走低，预计近期欧元走势仍以下行压力为主，并伴有大幅振荡。

图5：欧元日K线图（截至北京时间09年4月27日）



支撑位：1.3000、1.2860、1.2670

阻力位：1.3310、1.3560、1.3740

图6：英镑日K线图（截至北京09年4月27日）



英国上周公布的1季度GDP数据异常糟糕，环比下降1.9%，同比大跌4.1%，创1980年以来最大的同比跌幅，也创下了1948年以来首次连续三个季度的负增长。

GDP数据公布后英镑大幅下挫，但在欧元带动下很快企稳，并出现反弹。不过从技术图表观察，英镑上周一跌穿了3月中旬以来的上升趋势线，此后的反弹未能超越回抽的范畴，同时日图KD指标高位死叉向下，显示汇价有反转向下的压力，预计英镑近期下行

风险依然较大，存在跌向 1.4 关口的风险。

支撑位：1.4360、1.4000、1.3630

阻力位：1.4760、1.5060、1.5290

四 美元/日元破位，下行压力较大

图7：美元/日元日K线图（截至北京09年4月27日）



美元/日元上周走势脱离了美国国债收益率的羁绊，盘中跌破今年 1 月份以来的上升趋势线，日图 KD 指标高位死叉向下，显示下行压力沉重，预计短线美元/日元回落风险较大，有进一步跌向 94.50 甚至更低价位的可能。

支撑位：95.50、94.50、93.40

阻力位：97.50、98.30、99.60

五 商品货币短期趋势不明

澳元上周一大幅下挫，跌破了 3 月上旬以来的上升趋势线，发出了短线破位信号，但随后澳元强劲反弹，几乎收复了全部跌幅，周 K 线收出了一根倒立的墓碑十字线，显示下方支撑强劲，但前一周周 K 线亦收出十字线，表明多空力量胶着。短线来看澳元形势不明，可能维持振荡，但日图 KD 指标高位死叉向下，显示下行风险相对更大。

支撑位：0.6930、0.6850、0.6750

阻力位：0.7330、0.7470、0.7580

图8：澳元日K线图（截至北京09年4月27日）



美元/加元上周冲高 1.25 后大幅回落，目前中期走势胶着，方向不明，自 3 月起形成一条下降通道，同时下方亦存在一条中期趋势线，两者本周将交汇，汇价面临抉择。

支撑位：1.2000、1.1760、1.1470

阻力位：1.2310、1.2500、1.2710

图9：美元/加元日K线图（截至美东09年4月27日）



金融市场数据简报

(2009年4月27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	1.3139	1.6038	2008-7-15	1.2330	2008-10-28	1.3242	1.3250	1.3972	-5.962
日元	96.62	110.67	2008-8-15	87.12	2009-1-21	97.17	98.98	90.68	-6.144
人民币	6.8272	7.0134	2008-4-28	6.8061	2008-9-23	6.8272	6.8339	6.8277	0.007
英镑	1.4560	2.0157	2008-7-15	1.3503	2009-1-23	1.4678	1.4324	1.4593	-0.231
澳元	0.7146	0.9850	2008-7-15	0.6009	2008-10-27	0.7232	0.6913	0.7027	1.694
加元	1.2175	1.3065	2009-3-9	0.9820	2008-5-21	1.2097	1.2602	1.2188	0.107
港币	7.7501	7.8176	2008-6-12	7.7478	2008-10-31	7.7501	7.7504	7.7503	0.003
新加坡元	1.4959	1.5582	2009-3-3	1.3451	2008-7-15	1.4903	1.5229	1.4301	-4.396
台币	33.723	35.2530	2009-3-3	30.175	2008-6-3	33.696	33.912	32.793	-2.759
韩元	1343.30	1597.45	2009-3-6	991.98	2008-4-29	1343.05	1383.10	1259.55	-6.235
卢布	33.430	36.5584	2009-2-18	23.058	2008-7-15	33.189	33.954	29.403	-12.047
美元	85.303	89.6240	2009-3-4	71.314	2008-7-15	84.714	85.430	81.308	4.913

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	1.3139	1.3138	1.3136	1.3132	1.3128	1.3130	1.3134	1.3160	1.3184	1.3204	1.3228
日元	96.62	96.61	96.59	96.49	96.30	96.05	95.78	94.24	92.18	89.78	87.36
人民币	6.8272	6.8263	6.8235	6.8120	6.7750	6.7740	6.7765	6.7595	6.7898	6.8198	6.8500
英镑	1.4560	1.4559	1.4559	1.4560	1.4562	1.4564	1.4563	1.4533	1.4479	1.4428	1.4408
澳元	0.7146	0.7142	0.7130	0.7104	0.7072	0.7043	0.7012	0.6861	0.6706	0.6546	0.6405
加元	1.2175	1.2174	1.2174	1.2167	1.2153	1.2134	1.2114	1.2042	1.2002	1.1890	1.1301
港币	7.7501	7.7496	7.7485	7.7456	7.7424	7.7393	7.7372	7.7240	7.7010	7.6075	7.5210
新加坡元	1.4959	1.4959	1.4962	1.4959	1.4953	1.4966	1.4950	-	-	-	-
台币	33.723	33.693	33.661	33.528	33.376	33.288	33.156	-	-	-	-
韩元	1343.30	1343.08	1341.50	1339.00	1335.00	1329.90	1325.50	1296.40	1265.40	1246.60	1232.40
卢布	33.430	33.480	33.727	34.311	35.403	36.510	37.633	42.235	47.515	53.835	60.155

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2009年4月27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	6.8272			0.200%		0.823%
7 天	6.8250	0.032%	1.680%	0.321%	-1.359%	0.960%
1 个月	6.8235	0.054%	0.650%	0.435%	-0.215%	1.050%
3 个月	6.8120	0.223%	0.891%	1.073%	0.182%	1.029%
6 个月	6.7750	0.765%	1.529%	1.621%	0.092%	1.133%
1 年期	6.7850	0.618%	0.824%	1.786%	0.962%	1.248%
2 年期	6.7765	0.743%	0.743%	1.931%	1.188%	1.350%
3 年期	6.7595	0.992%	0.495%	1.534%	1.039%	1.650%
4 年期	6.7435	1.226%	0.407%	1.932%	1.524%	1.939%
5 年期	6.8030	0.354%	0.088%	2.251%	2.162%	2.278%

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27日)



	2008-12-31	2009-4-20	2009-4-21	2009-4-22	2009-4-23	2009-4-24
招银人民币贸易加权汇率指数	120.6866	124.9713	124.9586	124.7857	124.4106	124.0183

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。