

分析师：

刘东亮

0755-83195919

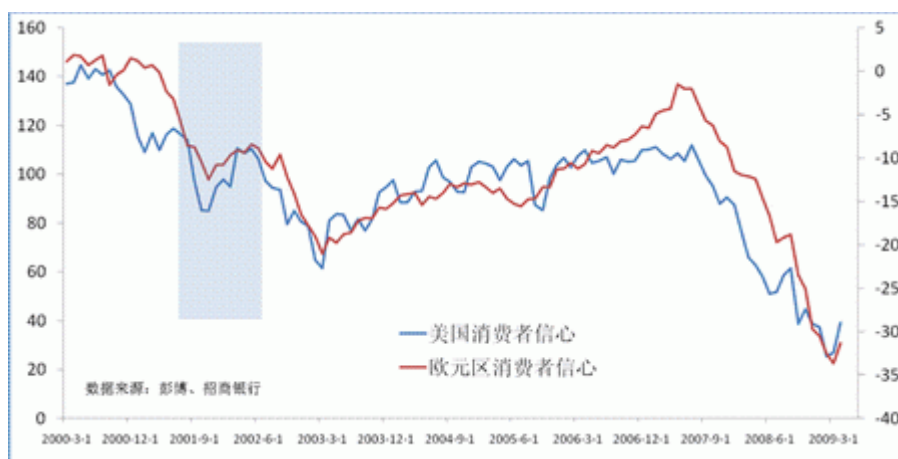
liudongliang@cmbchina.com

一 现在看到的是经济复苏的一线曙光吗？

自从次贷危机爆发以来，全球市场的情绪从没有像最近两周这么好过，各地股市一直在顽强的上扬，LIBOR 利率跌破了 1%，意味着金融机构获得资金的成本降低了，当然这不代表企业会更容易获得贷款。

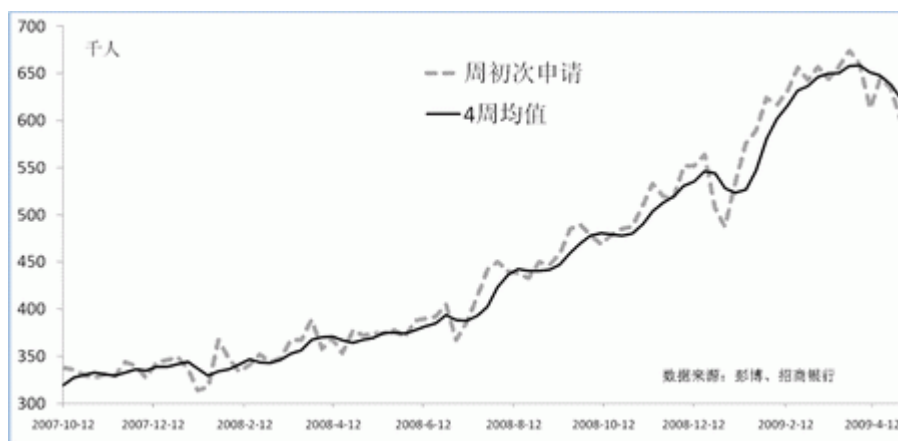
宏观经济数据也开始转暖，如美国的房地产、就业，以及欧美两地的消费者信心，均脱离低点。似乎有理由相信，市场的乐观情绪是合情合理的。

图1：美国与欧元区消费者信心



欧美两地的消费者信心指数，都出现了强劲反弹，不过在 2001 年时，消费者信心也在下跌途中出现过反弹，但随后又跌至新低，鉴于各国失业率仍在攀升，预计该指数只会出现温和反弹。

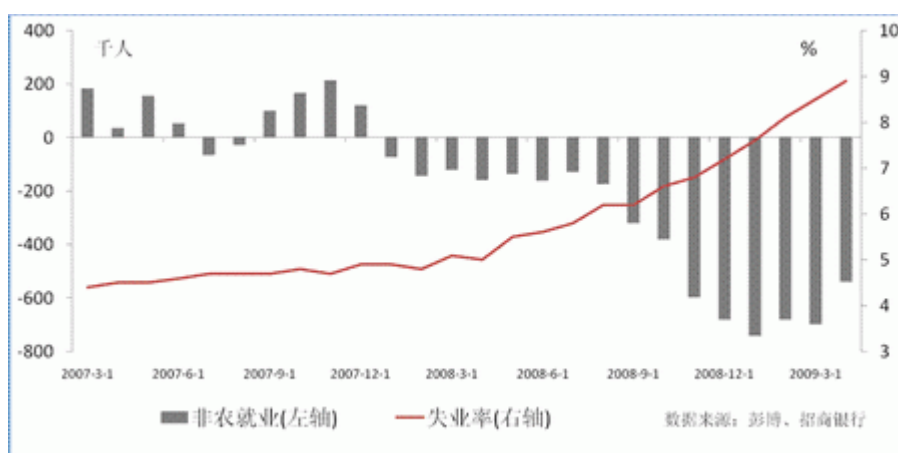
图2：美国周初次申请失业金人数



美国的就业数字也出现了积极变化，周初次申请失业金人数连

续数周减少，非农就业也连续 3 个月脱离本轮危机以来的低点，上周公布的 4 月非农更是远好于预期。

图3：美国非农就业与失业率



那么，我们看到是经济复苏的一线曙光吗？还是一次中场休息？应该说两者都有可能，但市场显然选择了前者。

正如我们之前指出的那样，我们认为这次危机不是一次单纯的经济危机，而是一次全球经济再平衡的启动，期间将伴随着去杠杆化和去负债化，不仅会调整金融市场，也会调整实体经济。因此，此次危机不会像以往那样，轻而易举的就宣告结束。

如果单纯从数据来看，我们也无法理解市场的乐观情绪为何如此强烈，各种数据依然纠缠不清，失业人口仍在急速扩大，目前只能认为，经济危机疾风骤雨的阶段已经结束，或者说恶化的程度有所减轻，但要谈经济复苏，恐怕还为时尚早。

对美元而言，美国经济数据的好转，反而成为打压美元的理由，避险情绪的消退令市场对美元的需求减少，但如果某天市场意识到危机并未远去时，美元将重整旗鼓。

二 庞大的欧元区是否需要一个更为合适的刺激计划？

上周另一件引人瞩目的事件，是欧洲央行终于宣布了酝酿已久的非常规货币政策，市场如释重负，原来不过如此，区区 600 亿欧

元而已，大约 800 亿美元多一点，还不到美国刺激计划的零头。

这意味着欧洲央行不会像美联储那样大量发行流动性，欧元因滥发货币而贬值的风险大大降低，欧元应声上扬。

但我们想问的是，如此袖珍的刺激规模，对经济规模如此庞大的欧元区而言，是不是杯水车薪？欧元区 GDP 相当于美国 GDP 的 90%，但非常规政策规模仅为美国的 7%，仅占自身 GDP 的 0.66%，不仅远远小于美国的 8.36%，也远远小于其他推出非常规货币手段的经济体。

图4：主要经济体非常规货币政策规模及占比

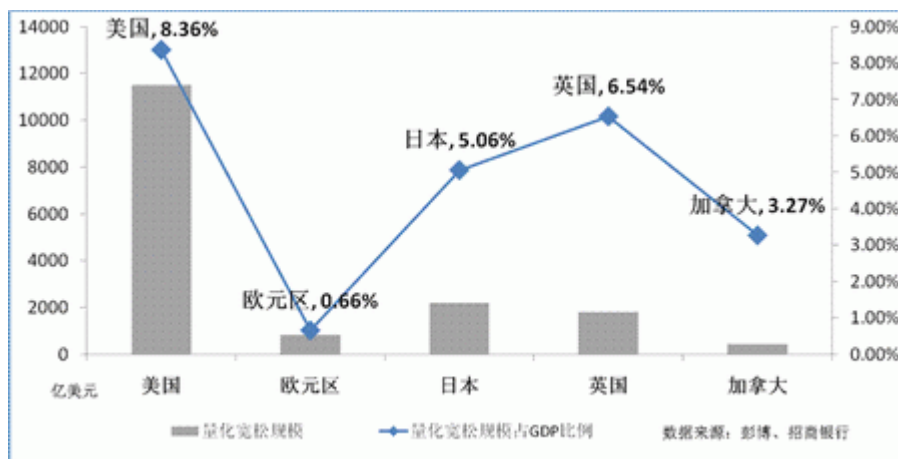
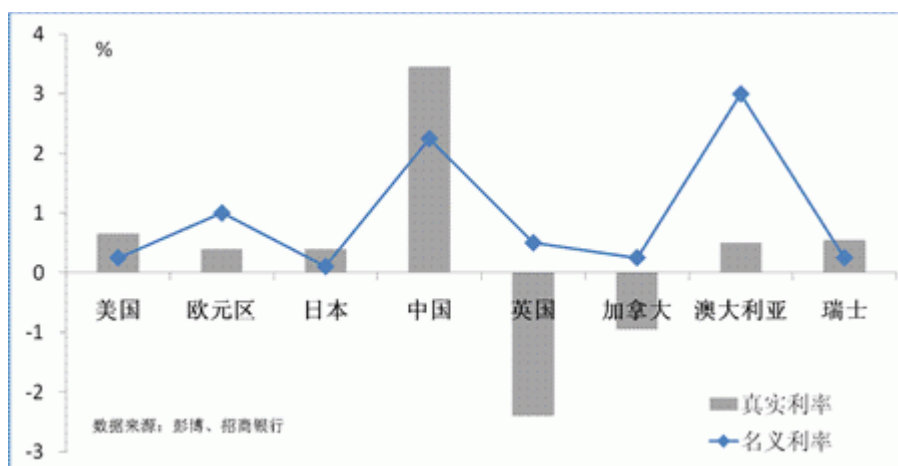


图5：主要经济体真实利率

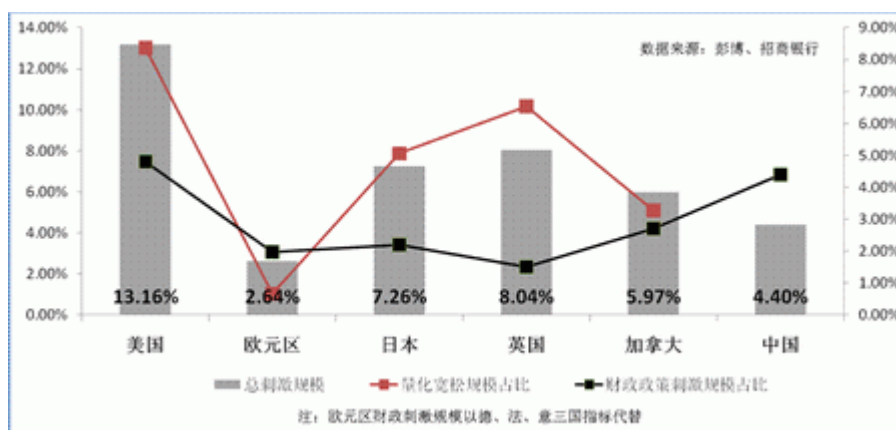


当然，欧洲央行有理由这么做，从真实利率的角度来看，欧元区甚至和日本相当，远低于美国，因此可以理解为何欧洲央行在降

息和非常规货币政策采取如此谨慎的态度。

不过，如果我们把货币政策和已知的财政政策通盘来考虑的话，欧元区又处于下风，其总刺激规模仅占 GDP 的 2.64%，不仅远低于美国的 13.16%，甚至低于未推出非常规货币手段的中国。

图6：主要经济体的总刺激规模



表：主要经济体经济增速 (%)

| | 欧元区 | 美国 | 日本 | 英国 | 加拿大 |
|--------|------|------|------|------|------|
| 2008Q1 | 2.2 | 2.5 | 1.5 | 2.6 | 0.8 |
| 2008Q2 | 1.5 | 2.1 | 0.7 | 1.8 | 0.3 |
| 2008Q3 | 0.6 | 0.7 | -0.2 | 0.4 | 0 |
| 2008Q4 | -1.4 | -0.8 | -4.3 | -2 | 0.5 |
| 2009Q1 | | -2.6 | | -4.1 | -2.3 |

尽管欧元区今年 1 季度 GDP 尚未公布，但从去年 4 季度的数字来看，欧元区经济并不理想，恶化的速度和幅度都超过美国。假设今年 1 季度欧元区 GDP 好于美国，但看起来似乎也不足以和如此袖珍的刺激规模相匹配。

实际上，我们认为，由于欧元区缺乏统一的财政部，以及各国在货币政策上各持己见，此次危机已经暴露出了欧元区在政策协调上的软肋。刺激规模偏小，短期来看确实有助欧元走强，但中

长期来看，这将导致欧元区经济复苏遇到阻力，延后复苏进程，进而导致欧元在下一轮加息周期中落后于美元。一旦市场乐观情绪消退，意识到这一点，欧元很可能重蹈跌势。

图7：欧元日K线图（截至北京时间09年5月11日）



从技术图表观察，欧元上周强劲上扬，成功突破了从去年3季度以来的长期下降压力线，这是一个技术上的强烈信号，意味着欧元止跌迹象明显，短期内有望进一步上扬。

目前日图 KD 指标金叉向上，支持汇价走高，预计欧元短线在回抽 1.35 附近的支撑后，有机会进一步测试 1.4 甚至更高价位。

支撑位：1.3500、1.3380、1.3240

阻力位：1.3740、1.3800、1.3910

三 美元指数修正幅度将加大

美元指数上周大幅下挫，于最后一个交易日跌破了去年3季度以来的上升趋势线，技术上发出了重要的修正信号，预计美指修正幅度将进一步加深，在回抽前期阻力后，有可能跌向整数关口 80 一线。

对于美元的观点，我们认为短期可以看跌，中期不确定因素较多，走平的概率较大，对于中长线，我们由看涨转为不看好。

图8：美元指数日K线图（截至北京时间09年5月11日）



支撑位：81.60、81.20、80.45

阻力位：83.40、83.70、84.45

四 人民币维持稳定

图9：人民币NDF（红）与即期汇率（黑）



人民币即期汇率上周整体保持稳定，在近期高点附近徘徊，NDF汇率同样维持高位振荡。

人民币近期出现了上扬势头，兑美元不断走高，接近此前创下的汇改以来高点，不过，在目前经济形势下，我们认为人民币创新高或重启升值趋势的概率不大。

五 英镑未受到量化宽松规模意外扩大的影响

图10：英镑日K线图（截至北京09年5月11日）



英国央行上周意外宣布将购买国债的规模从 750 亿英镑扩大到 1250 亿英镑，但在欧元强势带动下，英镑并未受到明显影响，整体仍保持升势。

英镑上周振荡上行，创出 5 个月来的新高，日图 KD 指标在高位出现金叉，支持汇价继续走高。英镑自 3 月以来已经形成了一条上升通道，预计近期将继续在该通道内运行，有机会上试 1.55 甚至更高价位。

支撑位：1.4920、1.4760、1.4400

阻力位：1.5360、1.5630、1.5700

六 美元/日元可能维持大幅区间波动

美元/日元上周围绕 98.70 一线反复波动，短期缺乏清晰方向，日图 KD 指标向下延伸，显示汇价有走低需求，但日图上下各有一条强劲的趋势线，在突破这两条趋势线前，美元/日元很可能维持大幅区间振荡的格局。

支撑位：96.60、95.50、93.40

阻力位：99.70、101.40、102.20

图11：美元/日元日K线图（截至北京09年5月11日）



七 商品货币强劲上扬

图12：澳元日K线图（截至北京09年5月11日）



在全球经济即将复苏及大宗商品价格上涨带动下，澳元上周大幅走高，并成功突破了去年10月底以来大型上升通道的上轨压力，打开了进一步上行的空间。

目前日图KD指标高位出现金叉，支持汇价走高，但由于澳元利率创新高，已经形成顶背离，预计澳元短期有进一步冲高的潜力，但需谨防冲高回落风险。

支撑位：0.7530、0.7340、0.7260

阻力位：0.7700、0.7800、0.7940

美元/加元上周大幅下挫，跌破了日图下降通道的下轨支撑，正在测试半年来的低点支撑，日图 KD 指标低位再度死叉向下，预计美元/加元继续向下的概率很大，若跌破 1.1460，有可能跌向 1.09 一线寻求支撑。

支撑位：1.1300、1.1260、1.1120

阻力位：1.1610、1.1750、1.1960

图13：美元/加元日K线图（截至美东09年5月11日）



金融市场数据简报

(2009年5月11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 | 1.3586 | 1.6038 | 2008-7-15 | 1.2330 | 2008-10-28 | 1.3635 | 1.3230 | 1.3972 | -2.757 |
| 日元 | 97.72 | 110.66 | 2008-8-15 | 87.13 | 2009-1-21 | 98.47 | 98.63 | 90.64 | -7.247 |
| 人民币 | 6.8237 | 7.0028 | 2008-5-14 | 6.8061 | 2008-9-23 | 6.8217 | 6.8210 | 6.8277 | 0.059 |
| 英镑 | 1.5114 | 2.0157 | 2008-7-15 | 1.3503 | 2009-1-23 | 1.5234 | 1.4790 | 1.4593 | 3.568 |
| 澳元 | 0.7626 | 0.9850 | 2008-7-15 | 0.6009 | 2008-10-27 | 0.7686 | 0.7256 | 0.7027 | 8.532 |
| 加元 | 1.1528 | 1.3065 | 2009-3-9 | 0.9820 | 2008-5-21 | 1.1494 | 1.1925 | 1.2188 | 5.728 |
| 港币 | 7.7500 | 7.8176 | 2008-6-12 | 7.7478 | 2008-10-31 | 7.7501 | 7.7501 | 7.7503 | 0.003 |
| 新加坡元 | 1.4596 | 1.5582 | 2009-3-3 | 1.3451 | 2008-7-15 | 1.4593 | 1.4812 | 1.4301 | -2.021 |
| 台币 | 32.875 | 35.2530 | 2009-3-3 | 30.175 | 2008-6-3 | 33.016 | 33.077 | 32.793 | -0.249 |
| 韩元 | 1237.80 | 1597.45 | 2009-3-6 | 995.85 | 2008-7-10 | 1246.90 | 1282.95 | 1259.55 | 1.757 |
| 卢布 | 32.291 | 36.5584 | 2009-2-18 | 23.058 | 2008-7-15 | 32.345 | 33.100 | 29.403 | -8.944 |
| 美元 | 82.653 | 89.6240 | 2009-3-4 | 71.314 | 2008-7-15 | 82.529 | 84.614 | 81.308 | 1.654 |

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 | 1.3586 | 1.3586 | 1.3583 | 1.3579 | 1.3574 | 1.3574 | 1.3575 | 1.3605 | 1.3637 | 1.3681 | 1.3728 |
| 日元 | 97.72 | 97.72 | 97.69 | 97.62 | 97.49 | 97.28 | 97.06 | 95.55 | 93.24 | 90.54 | 87.94 |
| 人民币 | 6.8237 | 6.8196 | 6.8045 | 6.7810 | 6.7485 | 6.7465 | 6.7170 | 6.6830 | 6.7533 | 6.8231 | 6.8930 |
| 英镑 | 1.5114 | 1.5114 | 1.5113 | 1.5111 | 1.5109 | 1.5106 | 1.5100 | 1.5062 | 1.5002 | 1.4979 | 1.4969 |
| 澳元 | 0.7626 | 0.7622 | 0.7608 | 0.7578 | 0.7534 | 0.7492 | 0.7452 | 0.7254 | 0.7078 | 0.6907 | 0.6758 |
| 加元 | 1.1528 | 1.1527 | 1.1525 | 1.1520 | 1.1510 | 1.1500 | 1.1491 | 1.1472 | 1.1431 | 1.1342 | 1.1274 |
| 港币 | 7.7500 | 7.7496 | 7.7480 | 7.7450 | 7.7419 | 7.7400 | 7.7380 | 7.7284 | 7.6986 | 7.6075 | 7.5210 |
| 新加坡元 | 1.4596 | 1.4597 | 1.4599 | 1.4598 | 1.4597 | 1.4604 | 1.4588 | - | - | - | - |
| 台币 | 32.875 | 32.805 | 32.675 | 32.420 | 32.160 | 32.014 | 31.917 | - | - | - | - |
| 韩元 | 1237.80 | 1241.58 | 1221.90 | 1219.90 | 1216.40 | 1226.55 | 1210.40 | 1194.00 | 1178.00 | 1176.00 | 1175.00 |
| 卢布 | 32.291 | 32.245 | 32.440 | 32.883 | 33.596 | 34.535 | 35.373 | 39.120 | 44.280 | 49.625 | 55.580 |

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2009年5月11日)

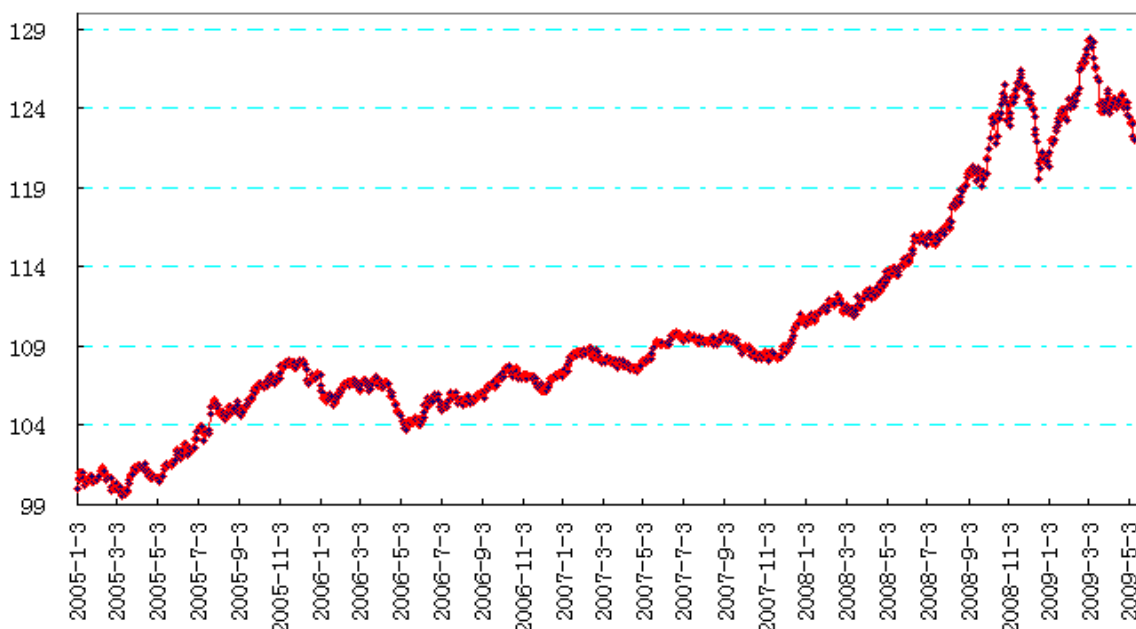
| 期限 | 人民币 NDF 最近价 | 人民币升值幅度 | 人民币升值幅度折年率 | 美元掉期利率 | 人民币货币互换回报率 | 人民币掉期利率 |
|------|-------------|---------|------------|--------|------------|---------|
| 现价 | 6.8237 | | | 0.230% | | 0.823% |
| 7 天 | 6.8215 | 0.033% | 1.719% | 0.308% | -1.411% | 0.935% |
| 1 个月 | 6.8140 | 0.142% | 1.706% | 0.368% | -1.338% | 1.050% |
| 3 个月 | 6.7925 | 0.457% | 1.829% | 0.938% | -0.891% | 1.022% |
| 6 个月 | 6.7645 | 0.868% | 1.735% | 1.463% | -0.273% | 1.118% |
| 1 年期 | 6.7390 | 1.241% | 1.655% | 1.625% | -0.030% | 1.201% |
| 2 年期 | 6.7318 | 1.347% | 1.347% | 1.781% | 0.434% | 1.280% |
| 3 年期 | 6.6766 | 2.156% | 1.072% | 1.376% | 0.304% | 1.600% |
| 4 年期 | 6.7034 | 1.764% | 0.584% | 1.881% | 1.297% | 1.904% |
| 5 年期 | 6.7059 | 1.727% | 0.429% | 2.276% | 1.847% | 2.220% |

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5月11日)



| | 2008-12-31 | 2009-5-4 | 2009-5-5 | 2009-5-6 | 2009-5-7 | 2009-5-8 |
|---------------|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 招银人民币贸易加权汇率指数 | 120.6866 | 123.0439 | 123.1763 | 123.1350 | 122.9908 | 122.2187 |

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。