

## 2008 年全球经济及汇市展望

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

### 一 2007 年汇市回顾

在展开对 08 年的探讨前，对 07 年进行一下简短的回顾，从中汲取一些经验和教训，相信对所有的投资者都会颇有裨益。

07 年的世界经济，呈现出动荡加剧、形势分化的特点，源于美国的次贷危机对全球金融市场都构成了严重冲击，流动性过剩的局面在短期内迅速转变为流动性枯竭，金融市场剧烈波动。值得庆幸的是，金融市场的动荡尚未波及到实体经济，世界经济整体上仍保持相当的活力，美国经济呈现出先弱后强的格局，令看空美国经济的预期至少在 07 年落空；欧洲虽然也受到次贷问题的冲击，但经济增长仍相对强劲。

美联储大刀阔斧的减息，令投资者感到欣慰，虽然减息不能从根本上消除次贷危机，但足以使金融市场迅速摆脱恐惧状态，但是，英国和加拿大央行随后迅速跟进减息，则出乎多数投资者的预料。

外汇市场 07 年最突出的事件包括：

- 1 美元指数创出历史新低 74.484
- 2 次贷危机导致利差交易模式解体，汇市剧烈波动
- 3 美联储开始减息，英国、加拿大跟进
- 4 日元大幅上扬
- 5 新兴市场货币大放异彩

图1：2007年主要汇率表现

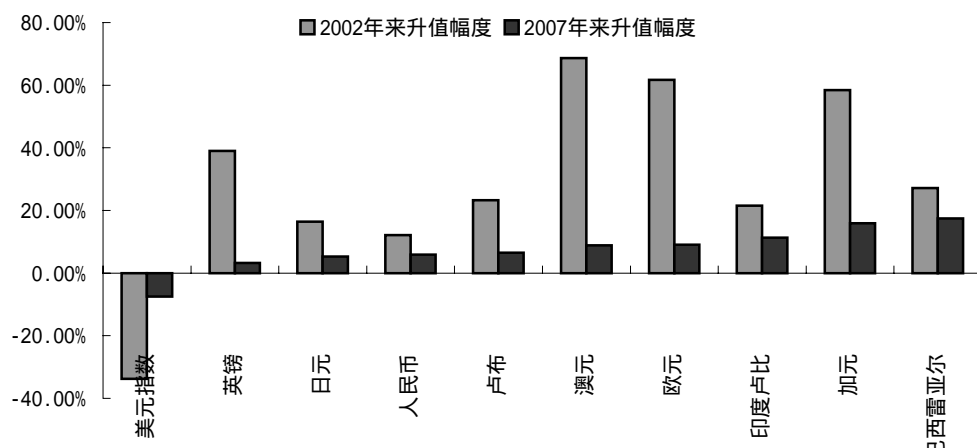


表1：主要币种兑美元升值幅度

币种	2002 年来升值幅度	2007 年来升值幅度
美元指数	-33.74%	-7.48%
英镑	39.03%	3.20%
日元	16.45%	5.29%
人民币	12.09%	5.86%
卢布	23.28%	6.50%
澳元	68.70%	8.84%
欧元	61.69%	9.10%
印度卢比	21.58%	11.34%
加元	58.41%	15.96%
巴西雷亚尔	27.12%	17.49%

次贷危机令外汇市场措手不及，汇率的剧烈波动导致利差交易者难以承受汇率变动的损失，利差交易经历了前所未有的平仓潮，最佳的成本货币日元，因此出现强劲上扬，而高息货币澳元、纽元、英镑等，则遭到了沉重打击。

不过，与 G7 货币的剧烈波动相比，新兴市场货币则表现抢眼，整体保持了较好的涨势，其中“金砖四国”中的巴西雷亚尔、印度卢比都取得了相当涨幅。

## 二 2008 年全球经济展望

### 展望一 全球经济增长可能放缓，但仍处于长周期的繁荣阶段

基于次贷危机对全球金融市场的剧烈冲击，危机可能继续发酵的风险，以及能源及大宗商品价格的高涨，世界主要机构纷纷下调了对 08 年全球经济增长的预期。

表2：IMF对主要经济体08年预测（%）

	全球	发达经济体	美国	欧元区	日本	中国	亚洲新兴经济体
2007	5.2	2.5	1.9	2.5	2.0	11.5	9.8
2008	4.8	2.2	1.9	2.1	1.7	10.0	8.8

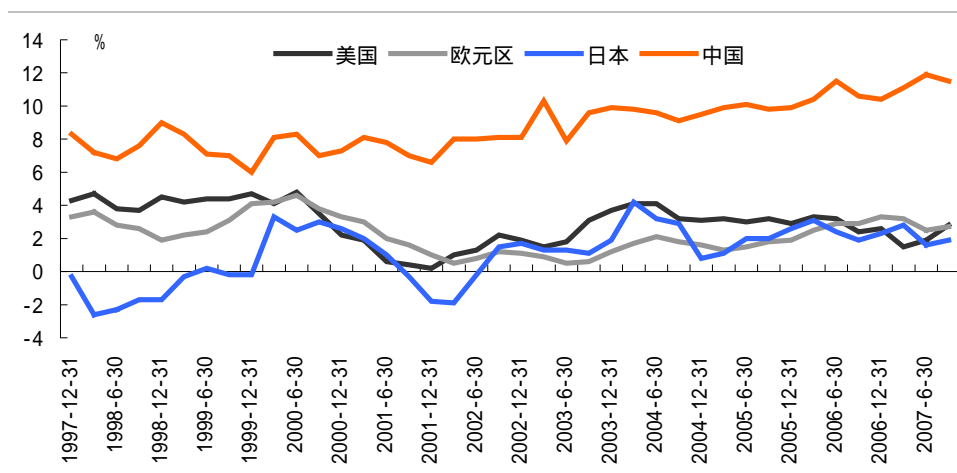
OECD 经合组织将 30 个成员国的 08 年增长预期，从 2.7%调降为 2.3%；美联储将美国 08 年增长预期从 2.5-2.75%调降至 1.8-2.5%；欧洲央行将欧元区 08 年增长预期从 2.3%调降至 2.0%；日本央行预计 08 年经济增长 2.0%，但将 07 年增长预期从 2.1%大幅调

低至 1.3%。

这其中也伴随着很多悲观的看法，有些机构认为美国经济会陷入衰退，或者世界经济会进入萧条。

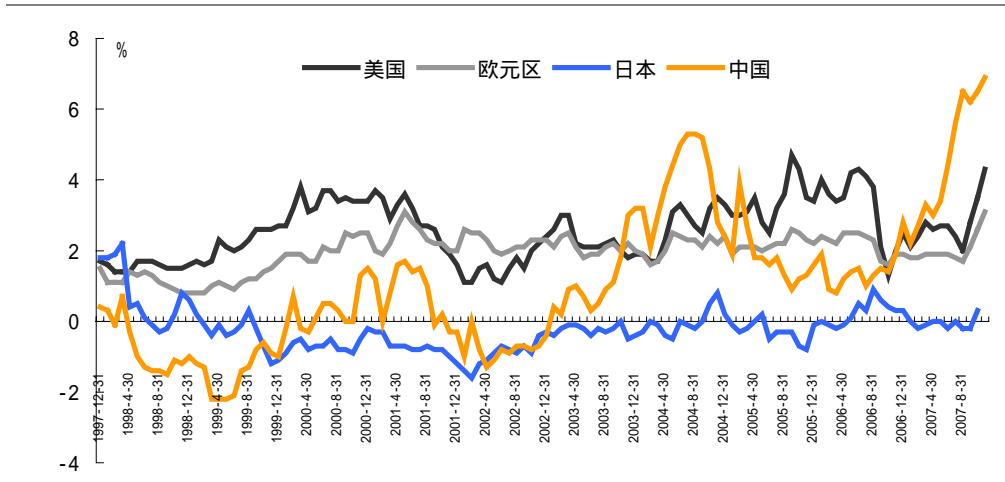
但我们并不赞同这种观点，世界经济在 08 年确实存在放缓的风险，但放缓的幅度将是有限的，不足以将世界拉入衰退或萧条。目前世界经济仍处于 2001 年以来的繁荣周期当中，很难看到阶段性的拐点出现，或许我们将经历的，只是繁荣周期中的一次阶段性调整。

图2：全球主要经济体GDP增长



## 展望二：全球通胀压力将居高不下

图3：全球主要经济体CPI增长



在过去的两年中，世界主要经济体的央行，都为对抗通胀进行了不懈的努力，不过似乎效果并不理想。正如图 3 所显示的，主要经济体的通胀都呈现上升势头，在 07 年下半年格外明显，我们预计

世界整体通胀水平在 08 年将超过 3% ,达到 10 年来的最高水平 ,新兴市场国家的通胀水平将更高。

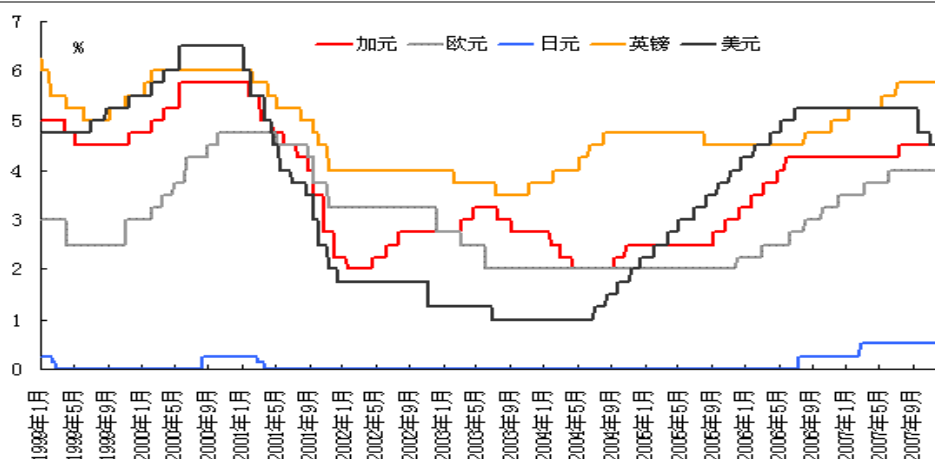
通胀形成的原因从经济学上有很多种解释 ,但在实际中 ,人们很难迅速参透通胀的成因。尽管各大央行此前一直在加息 ,但 2003 年前后 ,世界范围内的低利率政策 ,导致借贷成本过低 ,资金泛滥 ,形成全球的流动性过剩 ,其中美元在海外的沉淀 ,以及日元的零利率政策引发的利差交易 ,都是重要因素 ;而金融市场的发展速度远超过实体经济 ,结果表现为世界股市、楼市的上扬 ,这一点在新兴市场国家格外明显。

另外 ,能源、金属等商品价格的大幅上扬 ,也是形成全球通胀的重要原因 ,不过 ,如果考虑到美元贬值所带来的计价变化 ,则我们可能对商品价格的因素估计过高 ,实际上 ,随着经济结构及经济发展模式的变化 ,能源等基础价格对通胀的影响力在降低。

美联储在 07 年 9 月份开始减息 ,随后英国和加拿大跟进 ,这不利于全球央行控制通胀的努力 ,正如我们在之前周评中屡次提到的 ,美联储大幅减息带来的风险是巨大的。当前金融市场流动性紧张的局面只是暂时的 ,是一种假象 ,央行的进一步减息可能引发流动性的进一步泛滥。

### 展望三：主要央行将在经济增长与通胀间进行艰难抉择

图4：主要货币利率变动



正是鉴于经济增长放缓 ,而通胀压力上升的矛盾前景 ,主要央行在 08 年将面临困境。

是减息以应对趋缓的经济 ? 还是加息以遏制通胀 ? 烫手的山芋

目前还没人敢接，美联储减息后通胀水平迅速上升，似乎给各个央行敲响了警钟。通胀其实并非全是坏事，经济需要一定的通胀，但如果拿捏不好，就会满盘皆输。而且，央行需要衡量，在放手让通胀取得一定涨幅，与放任经济趋缓这两者之间，究竟哪种选择的成本最低，或收益最大。

加息预期货币：欧元、澳元、日元、人民币、韩圆

减息预期货币：美元、英镑、加元

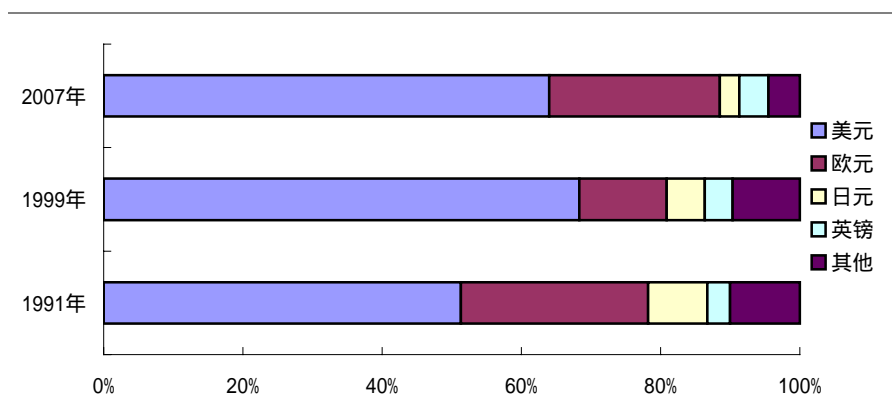
## 三 外汇市场展望

### 展望一：美元储备不会遭遇大规模抛售

面对美元的节节下跌，07年有关减持美元储备的讨论格外热烈，很多投资人担心，一旦大规模减持美元储备，将给金融市场带来不能承受之痛。

不过，我们对此并不感到特别担心。虽然世界各国都在积极考虑减持美元储备，但实际上，从冷战结束以来，美元储备的比例不仅没有降低，反而有整体上升的趋势。

图5：四大货币在世界储备中的比例（来源：IMF）



注：1991年欧元比例为欧洲货币估计比例

这首先可以用经济学中的“特里芬两难”来解释，即为了贸易结算的便利，以及为了压低本币汇率维持对美国出口的优势，各国尤其是新兴市场国家，往往会追逐并持有美元，现实的表现就是，很多国家都积累了大量美元储备。假使各国进行储备多样化，但因美元结算而来的贸易顺差，仍会导致美元储备不断增加。

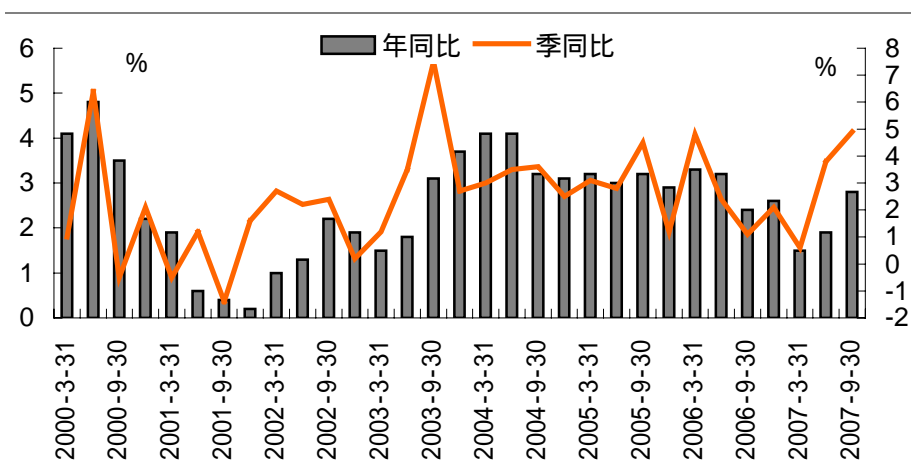
另外，假使真的大规模削减美元储备，又面临一个非常现实的问题，即这笔资金的去处。根据 IMF 的统计，目前世界外汇储备总额约为 5 万亿美元，其中美元储备占 65%，即约 3.25 万亿美元，假设减持 10%，即 3000 多亿美元，可以想象，在金融市场价格剧烈膨胀的今天，很难有足够的场所来容纳这笔资金，可能会带来金融市场的剧烈波动，如果投向商品市场，则可能引发全球通胀。

## 展望二：利空出尽是利好，美元在 2008 年倾向出现反弹

虽然美元已连续数年下跌，但这一局面可能在 08 年出现改观，我们预期美元将会出现久违的中期反弹，至于反弹幅度和力度能否和 05 年相媲美，则要视很多因素而定。

美国经济在次贷危机后仍保持强劲增长态势，出乎多数经济学家的预料，按照以往经验，楼市疲软会在一段时间后传递到消费者支出，并进而影响到实体经济，这在 70 年代末和 80 年代末的两次楼市衰退中都表现的非常明显。但是，此轮楼市调整已有 3 年，无论就业市场还是消费支出，均保持在异乎寻常的强劲水平，美国经济不仅没有出现预期中的萧条，反而加速前进，07 年下半年的整体经济形势好过上半年。

图6：美国GDP



我们预计，鉴于美国经济目前强劲的态势，即使经济出现降温，可能幅度也会比较有限，美国经济 08 年经济增长仍有望保持在 2% 以上。

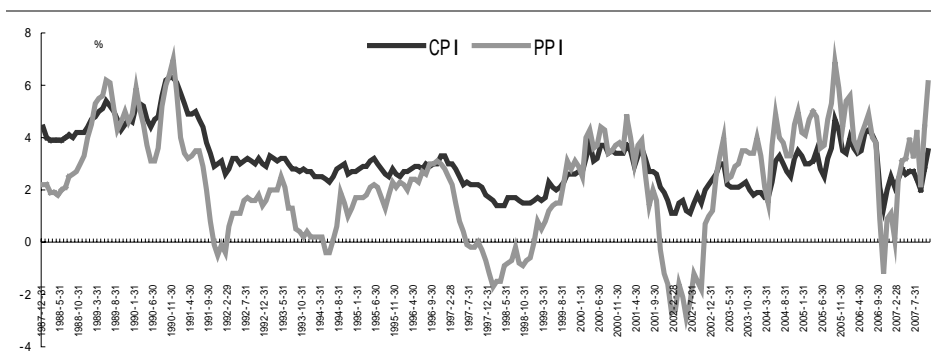
同时，美国的通胀形势不容乐观，岁末有加速抬头的迹象，相信与美联储减息不无关系。预计美国通胀仍有进一步上升的风险，

# 招银专题分析报告

2008年1月1日  
总第22期

这样的话，将有助于帮助美联储下定停止减息的决心，甚至不排除08年下半年重新开始升息。

图7：美国通胀形势



另外，可能是拜美元大幅下跌之赐，美国的贸易形势在07年出现前所未有的好转，而布什政府削减财政赤字的工作也取得成果，双赤字占GDP的比重出现戏剧性的好转。虽然尚不能认为这种趋势将会持续下去，但我们将饶有兴致的进行密切观察，相信美元走势也可从中得到一定提振。

图8：美国经常项目赤字与GDP

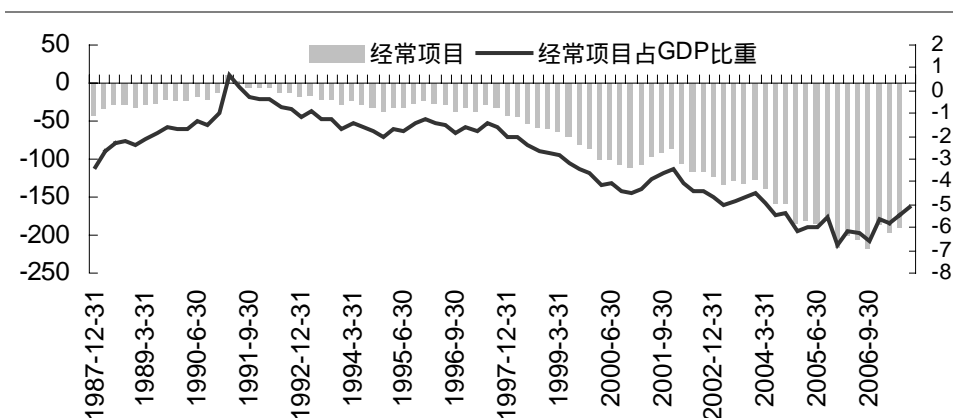
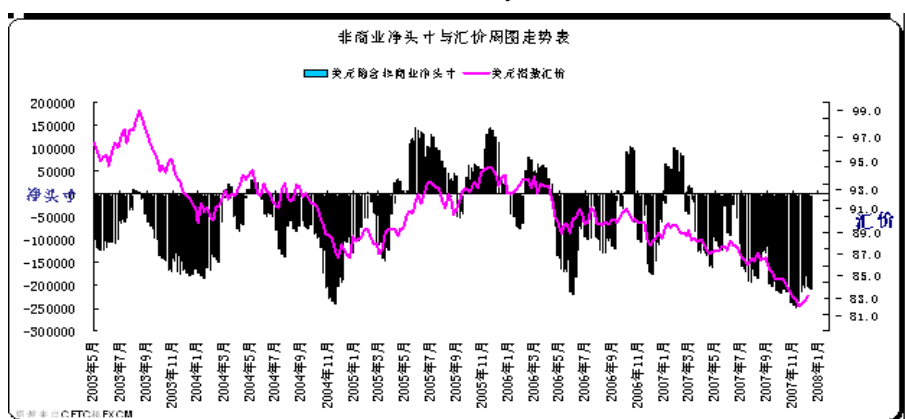


图8：美元净空头寸 (来源：Dailyfx)



从头寸角度来看，美元的净空头头寸正处于历史高位，按照以往经验，这种历史高位水平通常难以为继，随后往往伴随头寸的迅速削减以及美元指数的反弹。

综合以上因素，我们对 08 年的美元走势有一个大胆的预测，即在 08 年年初，美指可能会进入构筑底部的阶段，走势比较反复；1、2 季度，美元可能出现强劲的反弹走势，若能突破 80-80.20 区间，不排除反弹会延续到年底，目标可上看 84 甚至更高。

**投资建议：**若美指站上 80.20，可考虑在中期内持有更多美元头寸。

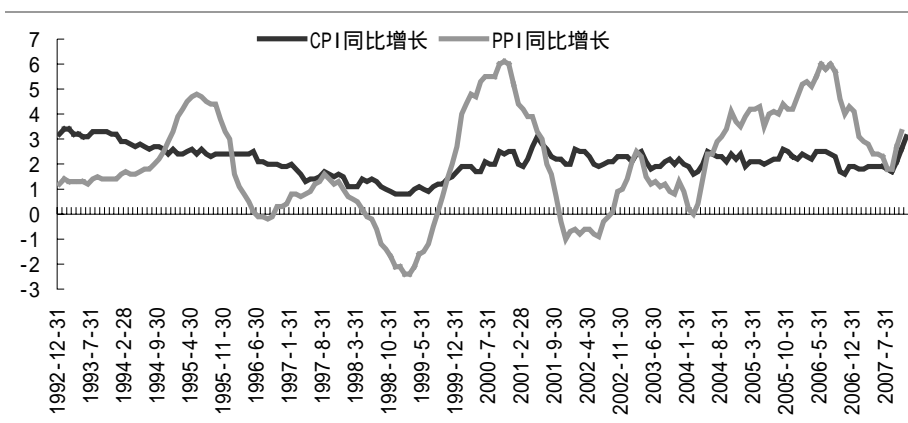
图9：美元指数



### 展望三：欧元将相对抗跌，英镑有跌破 1.90 的风险

在前面美元反弹的预期上，我们认为欧洲货币有展开中期调整的风险，不过具体走势将出现分化，其中欧元可能相对抗跌，而英镑有跌破 1.90 的风险。

图10：欧元区通胀



次贷危机打乱了欧洲央行原本的加息计划，改为观望，不过在





来的长期上升趋势线，发出了走势反转的初步信号。当然，我们现在还只能将其定性为调整，要判断为反转还需要更多技术信号的配合。

**投资建议：**08年年初欧元回升时，可考虑平仓离场，年中跌至重要支撑时可考虑介入，但依目前情况来看，建议规避英镑。

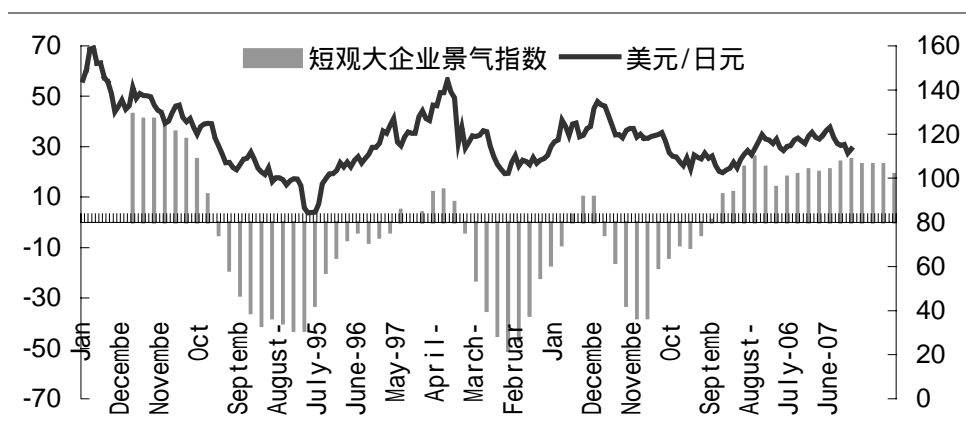
图13：英镑周线图



## 展望四：日元将维持宽幅振荡,并有缓慢贬值的可能

目前市场对日元未来走向的争议很大，主要争论的焦点在日元汇率是否被低估。如果单纯以日本自身的经济地位，或近年的经济表现来衡量，日元确实存在被低估的可能。但在投机市场上，存在即是合理，市场给定的价格即为真实价格，经济面因素并不是汇率涨跌的唯一因素。

图14：日本短观大企业指数与日元汇率（短观指数平移一年）



日本的经济一直是老生常谈，了无新意，即不会大幅衰退，也不会强劲增长，一直徘徊在复苏与低迷之间。因此，单纯考察日本的经济指标，很难发现有价值的线索。我们选择了短观报告中的大

企业景气指数，来预测日元汇率，通过比较我们发现，该指数与美元/日元走势呈现较高的关联度。最近两年，该指数基本围绕在 20 附近波动，而美元/日元也维持横向运动，因此我们预计，08 年美元/日元仍有较大可能延续 07 年宽幅振荡的特点。

在日元利率方面，虽然日本央行一直以来维持强硬立场，但日本经济基本面平平，特别是通缩尚未完全结束，以及美国经济放缓可能对日本经济构成拖累，这些因素都不支持日元升息。在 12 月利率决定后，日本央行表露出一定的悲观气氛，因此我们将日元 08 年上半年的加息预期调降至 1 次，即 08 年年中日元利率可能会升至 0.75%，且不排除延续到年底的可能性。

*投资建议：日元的基本面难以支持日元大幅上扬，美元/日元 08 年走势将延续 07 年宽幅振荡的特点，缺乏明确的方向，操作难度加大，美元/日元总体上行风险可能将超过下行风险，有望向 120 一线水位缓慢上升。*

## 展望五：商品货币整体维持强势但可能分化

澳元和加元在 07 年的走势呈现明显分化，澳元备受利差交易平仓的折磨，而加元则兑美元升越平价水位。

这种分化走势在 08 年有望持续，不过，澳元可能相对偏强，而加元可能相对偏弱，但整体上，二者都将维持相对强势。

澳元在 07 年年中的大幅下挫，并非受基本面因素拖累，而是由利差交易大规模平仓所致，鉴于利差交易暂时已经瓦解，预计澳元很难再受到类似的冲击。实际上，澳洲的基本面相当强劲，无论是 GDP 还是通胀指标，都处于数年来的高位，预计澳元在 08 年上半年仍有至少一次加息机会，这将对澳元走势带来支撑。

反观加元，加国央行的意外降息，令市场大感意外，预计接下来可能还会有减息动作，而加拿大央行对加元汇率过高的反对态度，可能也会给加元带来压力。虽然目前尚无迹象显示加元涨势已经结束，但预计加元难以重现 07 年的风采。

不过，鉴于商品市场仍处于大牛市之中，并且这种大牛市未有结束的迹象，预计这一因素将支撑商品货币处于相对强势中，走势可能好过欧洲货币。

*投资建议：*

因利率及经济面优势，澳元、纽元中期前景仍可期待，可能先于其他货币完成调整，澳元可于 0.8 附近，纽元可于 0.7 附近考虑介入。

加元涨势并未结束，兑美元仍有升至平价的机会，美元/加元升至 1.07 附近可考虑介入加元，但不宜长线持有，1.0 下方可考虑逐步离场。

## 展望六：新兴货币有望凸显投资价值

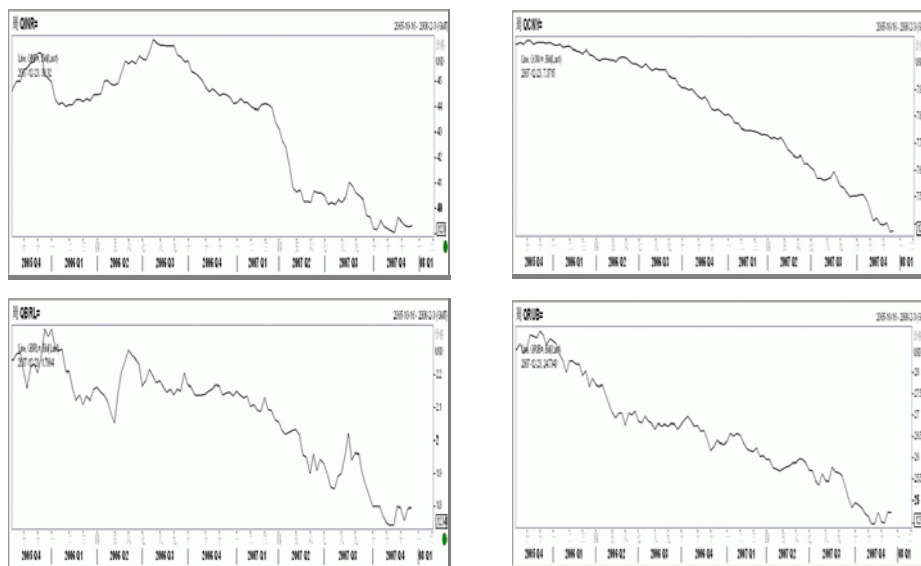
新兴市场国家的货币在 07 年取得了不错的表现，无论是升值幅度还是稳定性表现，都超越了 G7 货币。预计在 08 年美元反弹的大背景下，新兴货币的投资价值将被进一步凸显出来。

从统计图表可以看出，新兴市场国家普遍存在高顺差，CPI 涨幅在 3% 以上，加息预期强烈，本币利率与日元利差较大，且未来利差优势看好，08 年的利差交易有可能转向日元与新兴市场货币，这种局面非常有利于这些货币升值。

表3：新兴市场货币（来源：Bloomberg）

	新加坡	巴西	马来西亚	印度	俄国	捷克	墨西哥	韩国
利率	2.63%	11.18%	3.49%	6%	4.34%	3.5%	7.5%	5%
与日元利差	2.13%	10.68%	3%	5.5%	3.84%	3%	7%	4.5%
CPI	3.6%	4.19%	2.3%	5.51%	10.8%	5%	3.93%	3.5%
贸易	顺差	顺差	顺差	逆差	顺差	顺差	顺差	顺差

图15：“金砖四国”汇率表现



注：上述四图依次为美元兑印度卢比、人民币、巴西雷亚尔、俄罗斯卢布

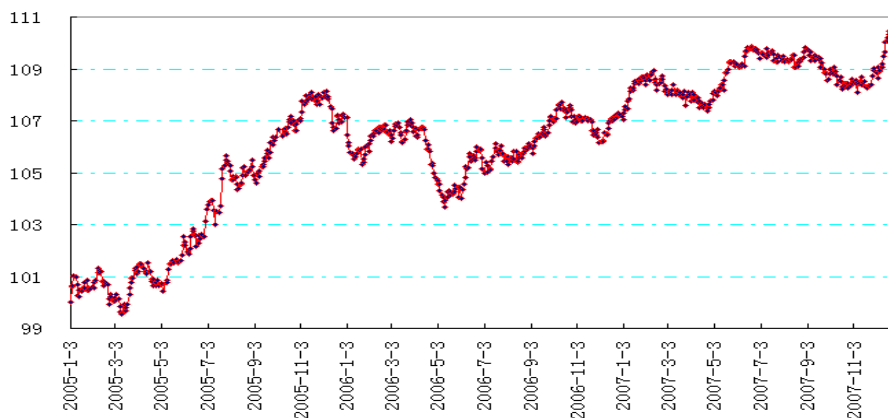
## 展望七：人民币 08 年年终有望升至 6.80 附近

07 年底人民币的迅猛升值令人侧目，预计 08 年人民币仍有望保持升势，且不排除以更快的速度升值。

目前促使人民币升值的基本因素，比如顺差、外部压力等并未出现明显变化，因此大势不变。不过，为了给国内的货币政策提供更大的灵活空间，更好的实施宏观调控政策，不排除中国允许人民币以更快的速度升值，在 08 年美元反弹的背景下，或许上半年人民币受到的外部压力会相对缓和，届时是一个不错的时点选择。

保守的估计，美元/人民币在 08 年 3 季度会跌破 7.0，在年终时会跌至 6.8 附近，升值幅度接近 8%，同时，由于美元反弹的原因，人民币兑欧元等非美货币也会展开升势，改变近两年人民币兑美元升值兑其他货币贬值的态势。

图16：招商银行人民币贸易加权指数



## 展望八：全球地缘政治风险可能上升

近两年，地缘政治风险对汇市的影响力明显下降，不过，08 年全球的地缘政治风险将呈上升势头，一些积累的矛盾有爆发的危险，诸如中东地区、海湾地区、巴基斯坦、台海地区等，都将是市场关注的热点，不排除会对汇市构成短期剧烈冲击的可能性。

# 招银专题分析报告

2008年1月1日  
总第22期

表 4：主要汇率趋势及年度预测

币种	2007 表现	长期趋势	2008 趋势	利率预期	End of 2008
美元	贬值	贬值	反弹	减息	76
欧元	升值	升值	调整	加息	1.4700
日元	升值	中性	中性	加息	117.80
英镑	升值	升值	调整	减息	2.0100
澳元	升值	升值	中性	加息	0.8850
加元	升值	升值	调整	减息	1.0800
纽元	升值	升值	中性	加息	0.7500
韩圆	升值	升值	中性	加息	900

## 重要免责声明

本报告中所引用信息和数据均通过公开渠道获得。招商银行力求报告内容、引用资料及有关数据的客观公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出任何承诺及保证。

本报告仅代表分析师个人观点，与所在机构无关，报告中的任何观点仅反映撰写报告时的分析和判断，阅读者根据本报告内容做出的任何判断、决策所引致的任何后果，概与招商银行及分析师无关。

本报告知识产权归招商银行所有，未经招商银行书面授权，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、篡改或引用。