

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

一 市场焦点转向欧洲

春节期间，国际外汇市场大幅振荡，美元强劲反弹令人侧目，但涨势未能持续，节后徐徐回落；欧元大幅下挫后顽强反弹；日元强劲涨势未能延续，兑美元小幅回软，澳元走势保持坚挺。尽管美国方面继续爆出利空，但美元看起来并不准备束手就擒，正如我们在此前周评中指出的，市场对这些利空消息已经进行了充分的消化，新的负面消息很难再强烈打压美元。相反，有一种论调近期明显抬头，那就是包括主权基金在内的机构投资者，如果逢低吸纳美元资产，或许是有利可图的买卖，这种想法如果被市场接受，将会有力提振美元走势。

实际上，目前市场的焦点已经转向了欧洲，特别是欧洲央行的利率决策，有迹象显示，欧洲央行的强硬政策开始出现松动，市场捕捉到一些模糊的负面信号，尽管这些负面信号还不够强硬，也不够清晰，但对欧元的抑制作用却是显而易见的。

同时，地缘政治风险突然来袭，科索沃单方面宣布独立将会激化地区矛盾，若科索沃地区再度出现紧张动荡局势，其效果可能类似于欧元诞生之初的科索沃战争。

近期市场另一个突出的特征就是混乱，不仅体现在非美货币各自为政，缺乏统一步调，也体现在主要央行对市场的各种暗示上。譬如美联储、欧洲央行的官员们，近期频频出现自相矛盾的言论，令市场无所适从，举棋不定，这也在一定程度上体现出央行政策制定者之间可能也存在严重的分歧。

春节期间的 G7 会议将重点放在了全球经济前景和金融市场稳定上，几乎忽略掉了外汇市场，因此，这次 G7 会议对汇市来说不过是一道开胃小菜。

二 财政政策出台，美指短期下行空间有限

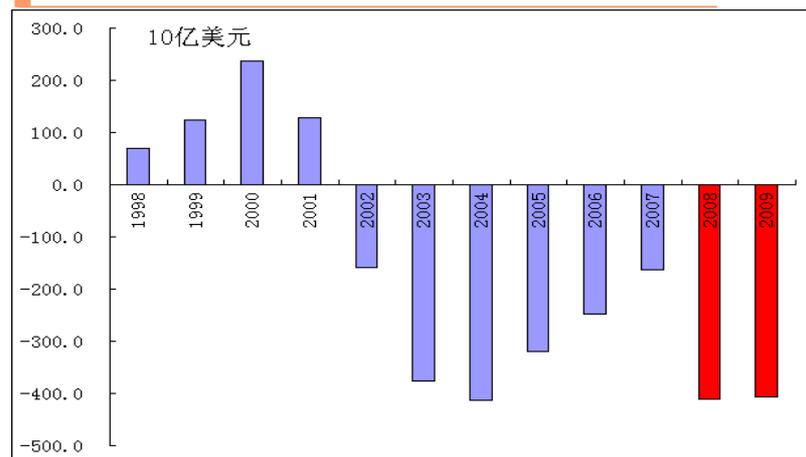
美国的国家机器继续全速运转来对抗衰退威胁，继美联储连续大幅减息和注资后，一项庞大的刺激经济方案终于得到布什的签署，这项方案总值高达 1520 亿美元，包括退税和鼓励商业投资。正如舆论指出的，货币政策在对抗次贷危机方面，可能已经没有什么发挥的余地了，该轮到财政政策和其他措施出台了。

我们认为这项方案能否起到明显作用还有待观察，但肯定将会在一定程度上缓解市场的焦虑情绪，市场可能会开始思考，如果继续有这样的措施出台，美联储减息压力将会减轻。

尽管不断有舆论认为美国经济已经陷入衰退，但布什政府仍在为市场打气，最新的预算计划预计，今明两年美国 GDP 的增长率可以分别达到 2.7% 和 3.0%，这不仅不是衰退，而且还是比较强劲的增长。

但是，凡事有利必有弊，在庞大的刺激经济方案出台的同时，财政赤字再度卷土重来。布什政府预计，今明两个财政年度，财政预算赤字分别高达 4100 亿和 4070 亿美元，远远高于 2007 财年的 1620 亿美元，几乎持平于历史最差记录，即 2004 年的 4130 亿美元。

图1：美国财政赤字（红色为预算赤字）



在过去的几年，双赤字问题曾是长期打压美元的因素，随着近年美国财政状况好转，特别是从 07 年开始美国的贸易形势也出现好转，市场对双赤字问题的忧虑逐渐释放，但此次财政赤字再度恶化，可能引发新的忧虑。

我们认为，就赤字问题，市场在未来可能需要在以下两点因素中进行取舍，即到底是更重视财政赤字本身，还是更重视由此对美国经济的刺激作用，如果选择前者，显然会打压美元，而选择后者则会支撑美元。比较可能的情况是，在今年内，市场更重视减税措施带来的刺激作用，而忽略赤字压力，但当美国经济实现复苏后，双赤字将会再次成为市场炒作的题材。

伯南克上周在国会发表演说，表示财政方案将在 3 季度前提振美国经济，但他认为不得不调降美国经济增长预测。这些言论并无新意，对市场影响不大。

在经济数据方面，也是好坏参半，其中，1月ISM非制造业指数从53.0大幅降至41.9，创出有史以来最大单月降幅，该数据公布后，引发震动，有关美国经济陷入衰退的言论喧嚣尘上；但是时隔不久的1月零售销售意外上升0.3%，好于预期，显示美国的消费者支出仍具有活力，令市场感到轻松不少。

实际上，近期美国的数据一直摇摆不定，看多与看空美国经济的人都可以找到支持自己的证据，这种局面可能会持续到1季度末才能逐渐明朗。

其他数据，12月工厂订单月比上升2.3%，创半年来最大增幅；12月现房销售月比下降1.5%至85.9，年比大幅下滑24%；续领失业金人数创2005年10月以来最高。

美指强劲冲高77后振荡回落，上周五一度跌破76关口，但收盘时出现反弹，收回日内跌幅，上周五日K线收出上吊线，本周初美指走强的概率较大。

短期来看，美指自2月8日以来的回落呈现楔形形态，短期下行空间可能有限，近期有重试上轨压力76.80的可能，并且有机会取得向上突破，若上破成功则有机会测试77.83。若上试76.80失败，则下行压力将加大，但自去年11月以来构筑的大型振荡区间74.49-77.83依然有效，短期内还看不到突破这一大型区间的可能性。

图2：美指日K线图（截至美东08年2月15日）



下方支撑：75.85、75.40、74.85

上方阻力：76.30、76.80、77.30

三 欧元区经济降温，欧元上行动力不足

尽管欧元在春节后出现连续反弹，但这并不能掩盖市场对于欧元前景信心动摇的问题，其原因在于欧洲央行可能难以继续坚持强硬立场。

欧元区经济陷入增长与通胀的两难境地，这一形势在 08 年初愈发明朗，春节期间一系列新的数据再次成为佐证。

欧元区 4 季度 GDP 季比增长 0.4%，仅为 3 季度的一半，年比增长 2.3%，较 3 季度的 2.7% 逊色不少；而欧元区第一大经济体德国的增速下滑更快，德国 4 季度 GDP 季比增长 0.3%，年比增长 1.8%，远低于 3 季度的 2.5%；此外，欧元区 12 月零售销售年比大幅下滑 2.0%，12 月工业产出连续第二个月下滑，采购经理人指数也不甚理想；而在通胀方面，欧元区 2 月通胀水平高达 3.2%，远高于央行制定的 2% 的目标。

欧洲央行行长特里谢首次公开承认，欧元区经济面临巨大的下行风险，尽管他继续强调通胀带来的威胁，但是这一立场鲜明的变化，还是引发了欧元的抛盘，市场开始猜测，特里谢此举意在暗示未来将会调降利率。

但是，市场所能捕捉到的信号是模糊的，包括特里谢本人在内的央行高官，似乎并未下定决心减息，近期的言论经常自相矛盾，时而强调通胀仍是首要威胁，时而强调经济的下行风险，在这种气氛中，尽管欧元上一周持续反弹，但走势较为脆弱。

我们预计，如果接下来有更多的信号表明欧元区经济明显放缓，欧洲央行可能会逐渐倾向于放弃强硬立场，转而支持宽松的货币政策，这将对欧元未来的走势产生不良影响；同时，欧元区并未出台相应的刺激经济方案，尽管一方面表明欧洲领导人的自信，但另一方面也会引发市场揣测，即决策层过于保守的态度可能会拖累欧元区的经济增长。

欧元大幅下挫后于 1.4440 寻获支撑，随后出现振荡反弹。从日 K 线图观察，自去年 11 月以来，欧元陷入大型区间振荡，连续 3 次在 1.5 遇阻回落，振荡区间的低点不断抬高，目前尚无法判断此结构为头部还是中继形态，但盘整时间过长将不利于欧元后市走势。

短期来看，欧元自2月8日开始的反弹似为楔形形态，显示持续冲高的能力可能有限，本周初将面临短线回调压力。若跌破1.4430，将标志欧元中期走势恶化风险大大上升。

图3：欧元日K线图（截至美东08年2月15日）



支撑位：1.4530、1.4430、1.4370

阻力位：1.4710、1.4780、1.4920

四 日本经济加速增长可能仅是昙花一现

日元走势变幻莫测，与美股的联动关系在春节期间再度宣告解体。尽管美股出现大幅波动，但日元却相对持稳，并未追随美股节奏。

日本方面的消息同样令人捉摸不定，07年4季度GDP季比增长0.9%，年比增长高达3.7%，如此强劲的增长不仅大大出乎市场预期，而且似乎不合情理，此前日本的经济数据显示，整体形势并不乐观。对于如此强劲的增长，日元并未获得明显激励，兑美元近期小幅回软。

尽管日本4季度GDP强劲增长，但我们并不认为这种局面能够持续下去，与欧洲相比，日本受到美国经济放缓影响的程度会更大，08年1季度的日本经济将经受考验。

春节期间日本公布的其他数据普遍不佳，也支持这一观点，12月核心机械订单月降3.2%，07年下降4.0%；1月共有1174家企业破产，年比增加7.6%，创4年来单月破产数新高；1月消费者

信心指数连续第四个月下滑,跌至 37.5,为 4 年半以来的最差水平。

日本央行也认为经济前景并不乐观,除了在上周维持利率 0.5 %不变外,日本央行行长福井俊彦还明确表示,日本经济的下行风险超出预期,日本经济并未与美国经济完全脱钩。不过,央行的 2 月经济报告仍维持不变。

美元/日元近期小幅振荡攀升,构筑短期底部的可能性较大。自 2 月 7 日来形成一条小型上升通道,短期内可能继续在此通道内振荡上行,有测试 109.50 甚至 110 关口的可能。

不过从周 K 线图来看,自 07 年夏季开始的大型下降压力线目前位于 111.40 附近,在此价位之下,美元/日元的中期下跌趋势将得以保持,唯有突破此压力,下行趋势才能缓解,目前暂时还看不到这种可能性。

图4 :美元/日元周K线图(截至美东08年2月15日)



支撑位：107.25、106.30、105.60

阻力位：108.60、109.10、109.50

五 英国央行减息力度可能有限

英国央行上周减息 25 点至 5.25%，符合市场预期，英镑对此反应有限，目前市场在猜测英国央行是否会进一步减息。不过从近期公布的数据来,以及央行的态度来看,似乎减息的压力并不急迫,未来英镑的减息幅度可能小于市场预期。

英国央行在上周公布的通胀报告中表示,若大幅减息,通胀将

高达 3.0%，而且即使减息也无法阻止经济显著放缓，08 年的 GDP 涨幅可能会从 07 年的 3.1% 降至 2% 以下。央行的这一表态无疑暗示，大幅减息可能无助于遏制经济放缓，反倒会激化通胀压力。我们认为，英国央行处理通胀与增长这一矛盾的手法，要比美联储来的更为稳健和明智。

近期英国数据普遍向好，1 月失业人数减少 1.08 万人，实现连续第六个月下降，降幅为预期值的近两倍，降至 33 年来的最低水平，1 月失业率也维持在 2.5% 的低位；1 月零售销售年增长 4.9%，为四个月来最强劲增长；1 月 CPI 年比涨幅创半年来之最，高达 2.2%。

英镑近期出现大幅振荡，走势反复，在完成了对前期下降压力线的回抽后再度上扬。不过从日 K 线图观察，英镑已经形成了一条新的下降压力线，且未见底部形态，因此预计英镑近期下行压力依然较大，若无法突破 1.9740，则有重试 1.9335 低点的风险，甚至不排除破位下行的可能性。

图5：英镑日K线图（截至美东08年2月15日）



支撑位：1.9485、1.9380、1.9340

阻力位：1.9740、1.9820、2.0000

六 加息预期继续支撑澳元

澳元近期可谓顺风顺水，加息预期推动澳元于高位持稳，且上行势头不减。

澳洲联储于 2 月初升息 25 点至 7.0%，但是从澳洲的基本面来看，澳洲联储的下次升息仍是指日可待。

澳洲近期公布的数据异常强劲，4 季度零售销售增长 1.6%，好于预期，1 月失业率从 4.3% 降至 4.1%，创 1974 年 11 月以来的最好水平，而 2 月通胀预期升至创记录的 4.5%。

澳洲联储于 2 月 11 日发表声明称，2009 年以前，核心通胀不会低于 3%，未来可能需要进一步升息。如此明确无误的信号，令市场预期，不久后澳元利率有望升至 7.25%。

澳元近期走势振荡，虽然始终未能突破 0.91 的压制，但低点不断抬高，上行势头不减。预计本周澳元上破 0.91 的可能性较大，突破后有望测试 23 年高点 0.9400。

图6：澳元日K线图（截至美东08年2月15日）



支撑位：0.8970、0.8870、0.8810

阻力位：0.9100、0.9185、0.9270

七 加央行暗示减息，加元走势压力大

春节期间，加拿大公布的经济数据较多，整体来看好坏参半，但对市场的影响力均有限。其中 1 月失业率降至 5.8%，平了 33 年新低，而 07 年全年贸易顺差则跌至 1999 年以来的最低水平，美国经济放缓及加元大幅升值可能令加国贸易承受压力。

加拿大央行新任行长卡尼在 G7 会议期间表示，尽管加国经济较美国更富有韧性，但可能有必要进一步减息，以提供货币政策方面的刺激。

这一表态令加元承压，结束了对美元此前的强劲反弹走势，限于区间振荡。

从日 K 线图观察，美元/加元上周五升破了短期下降压力线，显示出重新走强的迹象，短期内形势看好，有升向 1.0370 甚至更高价位的可能。

图7：美元/加元日K线图（截至美东08年2月15日）



支撑位：0.9940、0.9870、0.9760

阻力位：1.0125、1.0240、1.0370

金融市场数据简报

(2008年2月15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	1.4684	1.4967	2007-11-23	1.3073	2007-3-5	1.4684	1.4861	1.4591	0.641
日元	107.81	124.14	2007-6-22	104.98	2008-1-23	107.81	106.45	111.72	3.622
人民币	7.1825	7.7611	2007-2-27	7.1735	2008-2-15	7.1825	7.1818	7.2971	1.596
英镑	1.9613	2.1162	2007-11-9	1.9186	2007-3-5	1.9613	1.9873	1.9850	-1.192
澳元	0.9092	0.9400	2007-11-7	0.7676	2007-8-17	0.9092	0.8957	0.8752	3.891
加元	1.0069	1.1823	2007-3-5	0.9059	2007-11-7	1.0069	1.0029	0.9984	-0.844
港币	7.8005	7.8306	2007-8-1	7.7499	2007-10-31	7.8005	7.7967	7.7994	-0.014
新加坡元	1.4128	1.5458	2007-6-11	1.4110	2008-2-15	1.4128	1.4170	1.4400	1.929
台币	31.736	33.4550	2007-5-23	31.601	2008-2-14	31.736	32.154	32.428	2.182
韩元	944.20	955.75	2008-1-22	899.70	2007-10-31	944.20	942.60	936.05	-0.863
卢布	24.593	26.2857	2007-3-5	24.208	2007-11-23	24.593	24.435	24.635	0.169
美元	76.101	84.5300	2007-2-22	74.484	2007-11-23	76.101	75.178	76.695	-0.774

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	1.4684	1.4681	1.4672	1.4639	1.4587	1.4540	1.4500	1.4418	1.4407	1.4444	1.4524
日元	107.81	107.76	107.59	107.22	106.74	106.33	105.88	103.83	101.25	98.18	95.27
人民币	7.1825	7.1720	7.1290	7.0205	6.8710	6.7334	6.6040	6.2039	6.0364	5.9464	6.0064
英镑	1.9613	1.9605	1.9578	1.9493	1.9365	1.9243	1.9136	1.8827	1.8621	1.8441	1.8395
澳元	0.9092	0.9085	0.9062	0.8989	0.8872	0.8751	0.8634	0.8229	0.7894	0.7650	0.7458
加元	1.0069	1.0070	1.0074	1.0088	1.0109	1.0132	1.0154	1.0234	1.0289	1.0301	1.0255
港币	7.8005	7.7983	7.7940	7.7838	7.7728	7.7635	7.7560	7.7180	7.6848	7.5905	7.5145
新加坡元	1.4128	1.4122	1.4106	1.4070	1.4026	1.3986	1.3951	1.3818	1.3576	1.3743	1.3176
台币	31.736	31.643	31.486	31.246	30.946	30.801	30.636	30.161	29.511	28.886	28.186
韩元	944.20	944.40	945.10	946.10	947.10	948.71	949.95	950.40	953.20	936.20	932.70
卢布	24.593	24.593	24.624	24.745	24.951	25.177	25.357	26.482	27.614	28.790	29.970

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2008年2月15日)

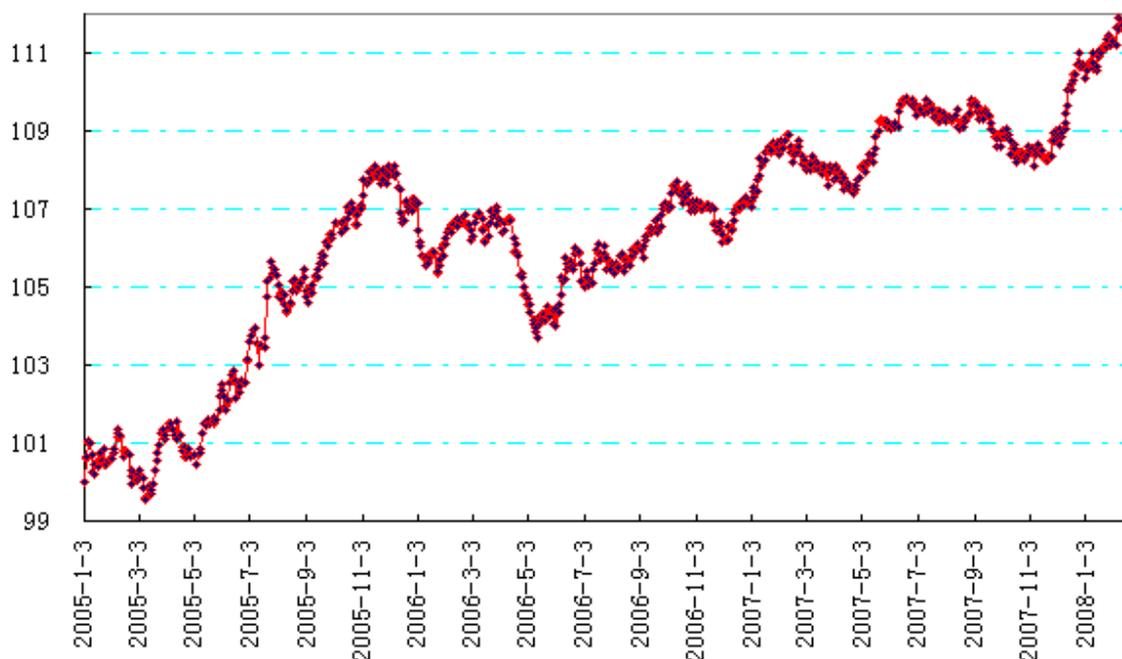
期限	人民币 NDF 最近价	人民币升值幅度	人民币升值幅度折年率	美元掉期利率	人民币货币互换回报率	人民币掉期利率
现价	7.1825			3.125%		2.200%
7 天	7.1690	0.189%	9.837%	3.136%	-6.701%	2.580%
1 个月	7.1170	0.912%	10.943%	3.119%	-7.825%	2.855%
3 个月	7.0115	2.381%	9.523%	3.070%	-6.453%	3.080%
6 个月	6.8615	4.469%	8.938%	2.969%	-5.969%	3.155%
1 年期	6.7300	6.300%	8.400%	2.821%	-5.579%	3.171%
2 年期	6.5950	8.180%	8.180%	2.744%	-5.435%	3.182%
3 年期	6.1950	13.749%	6.653%	2.742%	-3.911%	3.480%
4 年期	6.0300	16.046%	5.086%	3.062%	-2.024%	3.570%
5 年期	5.9700	16.881%	3.977%	3.381%	-0.596%	3.442%

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

(2008年2月15日)



日期	2007-12-31	2008-2-11	2008-2-12	2008-2-13	2008-2-14	2008-2-15
招银人民币贸易加权汇率指数	110.7196	111.7589	111.7020	111.5909	111.6049	111.6709

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。