

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

一 利差交易有机会死灰复燃

外汇市场持续一个季度的悬念终于在上周水落石出，美指以跌破历史低点的方式，宣告新一轮跌势的启动。

美元破位下行，直接带动非美货币全线大涨，其中欧元、瑞士法郎连创历史新高，澳元创出 24 年高点，加元再度升至平价水位以上，而美股上周后半段再度下跌，则推动日元大涨，逼近 3 年高点。整体来看，美元的破位走势，令混沌多时的外汇市场云开雾散。

在商品市场方面，油价和金价继续全线大涨，纽约原油主力合约全周成交在每桶 100 美元以上，油价似乎已站稳百元时代；而金价则涨至创记录的每盎司 976 美元，每盎司 1000 美元已经指日可待。

在美国次贷危机发生后，外汇市场上的利差交易出现解体，其后尽管投资人努力重建利差交易头寸，但市场的大幅波动令避险情绪占据上风，且最佳套利货币日元的大幅上扬，使得利差交易面临巨大的汇率风险，美指自 07 年 11 月陷入振荡后，市场走势分化混乱，利差交易更是无人提及。

不过，美指破新低则令利差交易有死灰复燃的机会，假如美联储不顾通胀风险执意继续减息，投资人可能会思考，为什么不拿美元做为套利货币呢？目前，美元与澳元、纽元之间已经存在 4 个百分点的巨大利差，再考虑到商品货币的强劲走势，利差交易似乎是颇为有利可图的。

当然，利用美元来进行套利交易，也面临巨大的风险，似乎难以建立长期头寸，因为美国的通胀水平实际上已经令人生畏，一旦有迹象显示美国经济触底反弹，美联储很可能对宽松的货币政策急刹车，并转而迅速加息，届时美元很可能出现大幅反弹。

二 美联储壮士断臂，美元技术破位难获支撑

在美指破位的情况下，目前过多分析美国的经济形势，似乎意义不大，美联储也借伯南克之口摆明了态度，那就是不会存在“观察减息效果”的阶段，而是会一口气将联邦基金利率降至美联储认为合适的地方。

美联储主席伯南克上周在国会听证会上，着重强调了经济下行

所带来的风险，被市场解读为宁可冒通胀恶化的风险也要减息，而且伯南克还提及了美元汇率问题，尽管对美元贬值表示关注，但他认为美元贬值可以有利于美国的出口，促进美国经济增长，对美元贬值可能恶化通胀的前景只字未提。

从伯南克的讲话可以看出，尽管美联储已经意识到单纯的减息对经济的刺激作用似乎不大，但联储手中实在没有什么可以打的牌，而财政政策并不归美联储负责，因此与其观察减息的效果，倒不如一降到底，并且将汇率问题拿出来搅局，免得落一个提振经济不力的指责，反正当美国经济复苏时，肯定是货币政策、财政政策、汇率政策多管齐下的结果，届时谁又能分的清是哪个政策发挥了最大的作用呢。

上周美国的经济数据，除了1月PPI超出预期之外，余下的诸如消费者信心、房屋数据、耐用品订单、GDP等数据大部分令人失望，这与伯南克的证词讲话几乎配合的天衣无缝。而PPI超出预期表明美联储腹背受敌的形势日益严峻，现在联储已经选择了壮士断臂，有所为有所不为，但我们认为这将给金融市场埋下新的隐患。

图1：美指日K线图（截至美东08年2月29日）



美指上周大幅下挫，连破数个重要支撑，叠创历史新低，盘中一度低见73.62。美指的破位走势，使得自去年11月开始的振荡区间演化为下跌中继，破新低为美指进一步下挫打开了新的空间。

从日K线图观察，美指上周跌势猛烈，无见底迹象，但周五收出小流星线，显示本周初或有超跌反弹机会，有可能向74.50或74.90反弹进行回抽，亦有可能以横盘整理的形式进行时间空间置换，但反弹或整理结束后，美指继续下行的风险仍很大。

下方支撑：73.60、73.00、72.50

上方阻力：74.00、74.50、74.90

三 欧元创 7 年最大单周涨幅，但周图显隐忧

欧元上周大幅上扬，突破 1.5 关口后继续高歌猛进，创下了 2001 年以来的最大单周涨幅，在技术图形上仿佛甩出了一个巨大的惊叹号。

欧元大幅上扬始于周二，从表象来看是对优于预期的德国 2 月 IFO 景气指数的反应，但实际上，主要还是市场对伯南克证词讲话的提前消化。欧元区上周公布的数据好坏参半，与之前相比并没有什么根本性的变化，市场预期及技术力量占据了上风。

德国 2 月 IFO 景气指数升至 104.1，显示德国经济保持景气状态，但这似乎和另一项数据自相矛盾，德国 4 季度 GDP 增速，不论季比还是年比，均较 3 季度大幅萎缩，显示欧元区经济确实处在放缓之中，令人担心欧洲经济能否避免美国经济放缓的拖累。

而欧元区 2 月经济景气指数连续第八个月下滑，法国 1 月消费者信心指数更是跌至 20 年来的历史最低。

实际上，欧元区经济并非一切良好，在经济全球化的今天，谁都不可能避免受到美国经济放缓的拖累，但欧洲央行与美联储的取向似乎背道而驰，美联储是宁可放弃通胀也要减息刺激经济，而欧洲央行则是宁可忽视增长也要维持通胀稳定。我们仍倾向于认为，欧洲央行的强硬立场将会削弱欧洲经济增长动能，欧洲受到美国拖累只是时间问题。

图2：欧元日K线图（截至美东08年2月29日）



欧元上周大幅上扬，屡创历史新高，最高报 1.5236。从日 K 线图观察，自 07 年 11 月开始的长达 3 个月的大型振荡区间，已演化为上涨中继，欧元突破 1.5 打开了进一步上行的空间，不过欧元短线上涨过于猛烈，动能耗费较大，周五收出小流星线，本周初或有回落或横盘整理可能，有可能跌向 1.5 进行回抽，但之后继续上行的可能性较大。

不过从周 K 线图看，则欧元浮现令人担忧的信号，欧元创新高使得周图 KD 指标出现明显的顶背离，在 2004 年底欧元见中期顶部前，周图 KD 亦出现明显顶背离，当时欧元自 1.35 附近大幅下跌近 2000 点。

支撑位：1.5070、1.5000、1.4920

阻力位：1.5235、1.5300、1.5400

四 美元/日元将测试 8 年大支撑

日元上周再度大放异彩，在结束了连续五周的盘整后，兑美元再度大幅上扬，美元/日元跌破 104，几乎是以 3 年来的最低价格报收。

日元走势继续与基本面脱钩，上周日元的基本面并无特别利好信息，最新公布的日本 1 月全国 CPI 再次出现负增长，显示并无通胀压力，这也使得央行成员水野温氏做的有关利率正常化的表态显得苍白无力，而地产业则继续维持萎缩基调。

央行方面，福井俊彦即将卸任，市场猜测武藤敏郎可能会出任行长职位，在新行长人选确定及履职前，日本央行不太可能在政策方面做出大的调整。

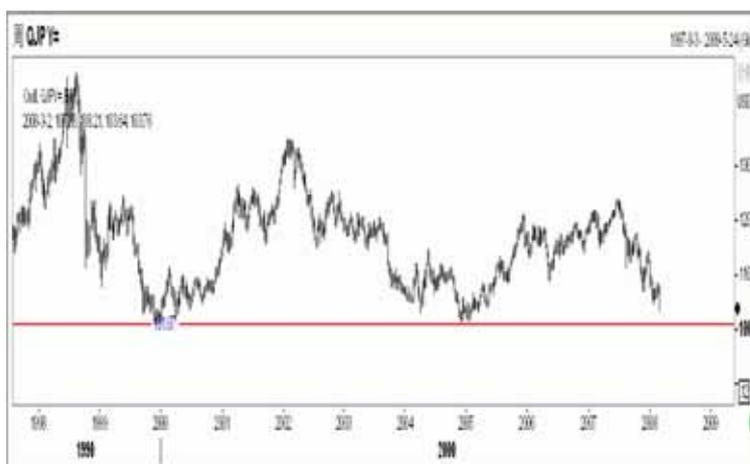
日元上周的强劲上扬仍然得益于美国股市的大幅下挫，虽然美国的货币政策、财政政策连续出台，但美股反弹疲软，似乎尚未见底，这样的话，未来日元似乎继续走强的概率较大。

不过从技术图形来看，美元/日元已经接近 101 水位，这一水位是 2000 年以来重要支撑所在，若该支撑失守，则美元/日元有跌破 100 大关的风险，日元多头力量在 100 关口前是否会止步不前，

值得关注。

短期来看，美元/日元自次贷危机以来的下行趋势得以延续，未有见底迹象，本周测试 100-101 强支撑的可能性很大。

图3：美元/日元周K线图（截至美东08年2月29日）



支撑位：103.50、101.60、101.00

阻力位：104.90、105.70、107.10

五 突破 2.0 将标志英镑中期底部成立

在美指创新低的情况下，英镑同样出现强劲上扬走势，但与同为欧洲货币的欧元、瑞郎相比，英镑涨势要逊色不少，主要是受到基本面的拖累。

上周公布的英国 4 季度 GDP 增速为 0.6%，较 3 季度出现放缓，增速降至 2006 年 3 季度以来的最低水平，而 4 季度的消费者支出增速从 3 季度的 0.9% 大幅放缓至 0.2%。

更令人担忧的是，英国商品库存猛增至 1988 年以来的最高，而库存增量则创 35 年来的最大。同时，英国 2 月 GFK 消费者信心指数也跌至 -17，这些数据均显示英国经济放缓程度加深。

上述利空消息限制了英镑的涨势，英镑在上周初回抽前期下降压力线后大幅上扬，但走势受制于 1 月份的阶段高点 1.9970，随后陷入振荡，不过，英镑的短线形态似为三角形，显示后市仍有继续冲高的动能，日图 KD 指标向上运行，亦支持汇价走高。

预计英镑本周仍有冲高动能，突破 2.0 关口将标志英镑中期底部的成立，届时英镑将有机会向 2.03 运行，但鉴于英镑疲弱的基

本面及减息前景，更高价位暂时无法预计，且倾向于认为英镑自去年 11 月开始的长期跌势并未结束，目前经历的只是一轮大级别反弹。

图4：英镑日K线图（截至美东08年2月29日）



支撑位：1.9790、1.9730、1.9560

阻力位：1.9970、2.0100、2.0180

六 澳元冲高后遭斩首，但后市仍可看好

澳元上周走势动荡，在加息预期和商品市场走牛的推动下，澳元一度升至 0.9496 的 24 年新高，但在周五股市大跌刺激下，风险规避情绪对澳元构成打击，澳元大幅下挫，收盘跌至 0.93 附近。

上一周澳元基本面有价值的信息不多，但市场看涨澳元的情绪接近狂热，主要得益于商品市场的大幅走牛，澳元几乎毫不费力就冲上了 0.94 的 24 年新高。

近期来看，商品市场的牛市预计将得以持续，随着美元贬值以及供需矛盾的激化，原油价格站上每桶 100 美元；而避险情绪则推动黄金价格彪升，目前金价已逼近每盎司 1000 美元，但市场的预期目标已上调至每盎司 1200 美元；基本金属价格居高不下，虽然全球经济放缓将会降低对基本金属的需求，但在商品市场走牛的大前提下，基本金属的价格已经超越了预期。

受股市下跌的拖累，澳元上周冲高后大幅回落，周五收出光头光脚大阴线，吞没了前两个交易日的阳线，并且跌回 0.94 之下，构成强烈的看跌信号，本周澳元短线仍有下行风险。

不过从技术图表来看，澳元周五的暴跌尚未影响到上行趋势，自今年1月开始的上升趋势线当前位于0.9230，只要澳元不跌破该水位，则上行趋势不会改变。考虑到商品市场的牛市格局，我们依然看好澳元的后市表现，预计短期调整结束后有望继续上扬。

图5：澳元日K线图（截至美东08年2月29日）



支撑位：0.9230、0.9160、0.9100

阻力位：0.9400、0.9500、0.9550

七 美元/加元回抽后可能继续下行

受美元疲软带动，加元兑美元上周出现一波涨势，美元/加元一度跌至08年以来的新低。

加拿大最新公布的1月PPI年比涨幅高达17.3%，可能会限制加央行的减息空间，同时原油价格大涨，这些因素均推动加元大幅上扬。

但是，加拿大4季度经常帐罕见的出现5亿加元的赤字，为8年来首次出现贸易赤字，令市场担心出口无法提振加国经济，同时加国经济受美国影响甚大，在美国经济放缓的前提下，加国经济难有亮丽表现，这些因素限制了加元的进一步上扬，与同为商品货币的澳元、纽元相比，加元走势仍相对疲软。

美元/加元上周连破两个重要支撑，一度跌至0.97关口，从技术图形来看，此前的振荡区间已被跌破，同时KD指标死叉向下，支持汇价进一步走低，预计本周美元/加元可能会先行对0.99一线进行回抽，自后再度下行的风险较大。

自去年11月美元/加元结束下跌进入反弹以来,走势十分振荡,从长期技术图表来看,美元/加元的长期跌势并未结束,但考虑到长期图表诸多技术指标出现底背离,以及加元进入减息周期的因素,美元/加元开始构筑中长期底部的风险较以往历次调整均要高很多,宜做好仓位控制管理。

图6：美元/加元日线K线图（截至美东08年2月29日）



支撑位：0.9700、0.9625、0.9520

阻力位：0.9900、1.0000、1.0070

金融市场数据简报

(2008年2月29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	1.5180	1.5239	2008-2-29	1.3073	2007-3-5	1.5180	1.5180	1.4590	4.037
日元	103.75	124.14	2007-6-22	103.70	2008-2-29	103.75	103.75	111.72	7.682
人民币	7.1115	7.7567	2007-3-6	7.1038	2008-2-29	7.1115	7.1115	7.2971	2.610
英镑	1.9891	2.1162	2007-11-9	1.9186	2007-3-5	1.9891	1.9891	1.9849	0.209
澳元	0.9308	0.9498	2008-2-28	0.7676	2007-8-17	0.9308	0.9308	0.8752	6.359
加元	0.9879	1.1823	2007-3-5	0.9059	2007-11-7	0.9879	0.9879	0.9984	1.058
港币	7.7815	7.8306	2007-8-1	7.7499	2007-10-31	7.7815	7.7815	7.7994	0.231
新加坡元	1.3954	1.5458	2007-6-11	1.3915	2008-2-29	1.3954	1.3954	1.4400	3.196
台币	30.925	33.4550	2007-5-23	30.678	2008-2-29	30.925	30.925	32.428	4.860
韩元	942.30	955.75	2008-1-22	899.70	2007-10-31	942.30	942.30	936.05	-0.663
卢布	24.014	26.2857	2007-3-5	23.970	2008-2-28	24.014	24.014	24.635	2.583
美元	73.714	84.3800	2007-3-9	73.560	2008-2-29	73.714	75.178	76.695	-3.887

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	1.5180	1.5177	1.5166	1.5130	1.5067	1.5012	1.4965	1.4842	1.4792	1.4840	1.4898
日元	103.75	103.69	103.54	103.21	102.81	102.44	102.06	100.31	97.90	95.52	92.80
人民币	7.1115	7.1010	7.0515	6.9275	6.7570	6.6128	6.4690	6.0488	5.8413	5.7513	5.7913
英镑	1.9891	1.9883	1.9851	1.9760	1.9618	1.9485	1.9370	1.9008	1.8795	1.8648	1.8568
澳元	0.9308	0.9301	0.9273	0.9194	0.9070	0.8945	0.8825	0.8378	0.8058	0.7787	0.7573
加元	0.9879	0.9880	0.9885	0.9898	0.9922	0.9945	0.9967	1.0068	1.0133	1.0145	1.0143
港币	7.7815	7.7815	7.7786	7.7685	7.7558	7.7445	7.7334	7.6795	7.6427	7.5540	7.4865
新加坡元	1.3954	1.3949	1.3934	1.3904	1.3864	1.3837	1.3802	1.3659	1.3368	1.3314	1.3145
台币	30.925	30.865	30.665	30.360	30.070	29.865	29.660	29.035	28.303	27.457	26.632
韩元	942.30	942.30	942.60	943.00	943.70	944.31	945.65	948.50	944.03	934.90	931.10
卢布	24.014	24.022	24.075	24.204	24.419	24.645	24.874	25.998	27.152	28.331	29.514

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2008年2月29日)

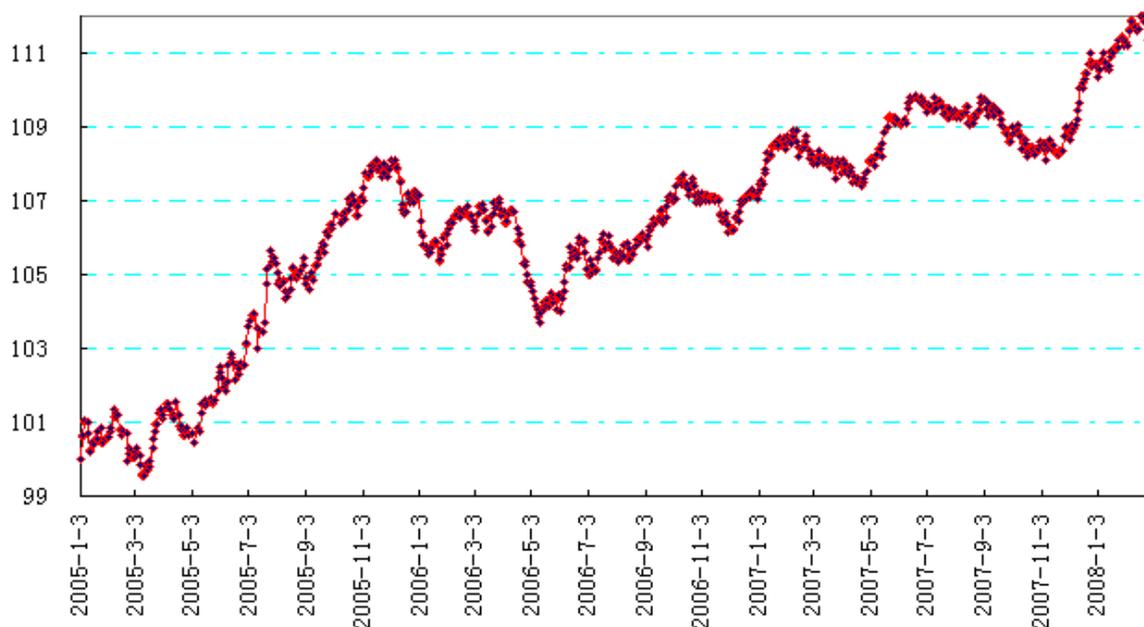
期限	人民币 NDF 最近价	人民币升值幅度	人民币升值幅度折年率	美元掉期利率	人民币货币互换回报率	人民币掉期利率
现价	7.1115			3.188%		2.494%
7 天	7.0990	0.176%	9.165%	3.138%	-6.028%	2.837%
1 个月	7.0440	0.949%	11.390%	3.111%	-8.279%	2.855%
3 个月	6.9250	2.623%	10.490%	3.058%	-7.433%	3.070%
6 个月	6.7510	5.069%	10.139%	2.931%	-7.207%	3.093%
1 年期	6.6075	7.087%	9.449%	2.779%	-6.670%	3.128%
2 年期	6.4650	9.091%	9.091%	2.709%	-6.382%	3.310%
3 年期	6.0550	14.856%	7.171%	2.510%	-4.661%	3.430%
4 年期	5.9000	17.036%	5.384%	2.783%	-2.601%	3.560%
5 年期	5.7425	19.251%	4.500%	3.080%	-1.420%	3.440%

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29日)



日期	2007-12-31	2008-2-25	2008-2-26	2008-2-27	2008-2-28	2008-2-29
招银人民币贸易加权汇率指数	110.7196	111.7392	111.3377	111.1005	111.2750	111.1972

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。