

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

一 市况回顾

美联储降息和美元暴跌成为上一周的核心焦点，在联储利率决定公布前，美指小幅反弹，回抽 80 关口失败，降息后展开暴跌，于周四跌破 79 关口，周五低见 78.40，不但刷新 15 年低点，而且创出了 10 个月来的最大单周跌幅。

非美货币全线走强，但走势依然分化，欧洲货币中欧元因利率前景看好而保持最强势头，瑞士法郎次之，英镑借助美元弱势，自银行危机中脱身反弹；借助能源和商品市场大涨行情，商品货币涨势异常强劲，澳元已经接近前期高点附近，加元则连续创出 31 年来的新高；日元走势较前一周有所改善，但仍限于区间振荡，较其他非美货币依然疲弱。

在交叉盘方面，欧元兑英镑继续维持强劲涨势，而日元则兑欧元、澳元、加元、纽元保持全线下滑态势，只有兑英镑陷入区间振荡。

二 美联储有可能重蹈 LTCM 事件覆辙

美联储上周降息 50 个基点，多少令市场感到有些意外，因为市场预期降息 25 个基点的可能性更大，降息 50 个基点只是争论中的一个可能性而已。

联储降息 50 个基点引发市场激烈的讨论，核心问题是美联储到底有没有必要这么做。从历史上来看，美联储曾有过数次大幅降息 50 点的情况，其中最近的一次，发生在 2001 年科技泡沫破灭之时，当时美联储连续 5 次降息 50 点。不过，目前的情况与当时不同，当时是美国经济出现了整体的系统性风险，科技泡沫破灭的同时，经济增长缓慢，接近衰退，失业情况恶化；而目前美国经济并未出现如此恶劣的局面，经济仍呈现温和增长，除信贷市场外，其他经济部门仍难以断定陷入困境。

与当前情况类似的，可能是 1998 年的长期资本管理公司危机，当时美联储连续三次降息，以挽救金融市场，但事后被证明，联储做的有些过火，降息导致投机盛行，带来信贷市场的混乱，并迫使美联储在不久后又开始采取升息政策。

我们认为,美联储大幅降息后,与98年面临的处境颇为相似。若美联储先知先觉,抢在经济全面恶化前大幅降息,从而提振投资和消费,则届时伯南克也可借此在历史上大书一笔。不过,从近期公布的经济数据来看,还不能确认美国经济已经出现拐点,尚不能得出美国经济陷入系统性风险的结论,美联储此举将面临极大的政策和道德风险,若判断失误,可能会助长市场的投机情绪,并迫使美联储于2008年走上加息之路。

同时,美联储以超出市场预计的力度降息,似乎在向市场暗示,危机已经到了不可收拾的程度,必须以大幅降息来应对,这无疑会加大市场的恐慌情绪,此时可能会激发投资人关于美国经济将进一步恶化的认知,这样的话将无助于提振经济,而只能刺激投资人出脱手中的风险资产。

另外,联储的态度转变过于激烈,在8月份仍表示对经济增长乐观,以抑制通胀为首要任务的联储,何以在1个多月的时间内就如此大幅度的转向呢?这将使联储面临未能尽职的指责,以及背负应对危机处理不善和丧失公信力的包袱。

与此类似,英国央行也面临这样的指责,在次贷危机之初,英国央行是唯一没有向市场注资的主要央行,但目前英国深陷危机的程度却仅次于美国。

就美元利率前景而言,相信此次降息50点将只是一个开始,纵观美联储降息历史,凡降息50点者,接下来仍会有至少几次的降息行动,因而美元利率有望在未来半年向4%这一目标迈进。

但是,这并不表示美元已经进入降息周期,我们更倾向于认为这是联储为了因应危机而采取的短期政策。只有经济数据所透露出来的信号表明,美国经济已经全面恶化时,才能确认美元进入降息周期。

而从中长期来看,我们认为美元的利率前景仍有望转升,不排除美联储重蹈1998年LTCM事件覆辙的可能,其中的原因包括美联储减息过渡助长投机风气,美元泛滥导致的全球流动性过剩,能源价格上涨,以及美元贬值给美国国内带来通胀压力等,格林斯潘在其最新推出的自传中也谈及这一点,“如果美联储希望在未来几年让通胀维持在1-2%之间,可能需要进一步上调利率,长期来看,

为了控制通胀，利率可能需要升至双位数水准。”

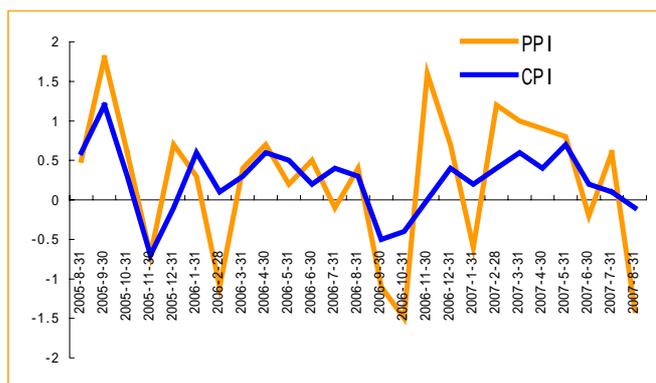
二 币种分析及预测

1 美元：美指倾向测试历史低点

美联储降息后，市场的焦点开始转向美国经济基本面，通过经济数据来判断美国经济究竟如何，因目前联储的做法是否属于激进，市场存在较大争议。

观察经济指标，可以重点考察通胀和就业两类指标，前者可评估联储调整利率政策的空间有多大，后者可以确认美国经济是否陷入衰退。

图1：美国通胀指数



美国上周公布的8月生产者物价指数月比下降1.4%，核心生产者物价指数月比增长0.2%，8月消费者物价指数月比下滑0.1%，核心消费者物价指数月比增长0.2%。总体来看，自2007年2季度以来，美国的通胀指标增速呈放缓之势，8月两指标均为负增长，而消费者物价指数还创出了一年来的新低。

可见，美国经济的通胀压力短期内确实在放缓，这为美联储进一步实施降息提供了政策空间，近期美元利率将继续下调。但正如前面所述，目前我们并不认为美元就此进入减息周期，中长期利率前景依然会因通胀压力而看涨。

美元指数上周加速下跌，已经击穿了8月中旬以来下降通道的下轨支撑，当前美指下方除78.21的历史低点外，已经无险可守。从日K线图观察，美指周五收出十字星线，显示短线有止跌迹象，预计本周初美指将有小幅反弹，目标将是79一线，暂时不做更大反弹幅度的预计，反弹结束后美指倾向继续下行，测试历史低点78.21，破将加速跌向78甚至更低价位。

图2：美指日K线图（截至美东07年9月21日）



上方阻力：78.80、79.00、79.30

下方支撑：78.40、78.20、78.00

本周关注重点：

9月25日	22:00	9月消费者信心指数
	22:00	8月成屋销售
9月26日	20:30	8月耐用消费品订单
9月27日	20:30	2季度GDP终值
	22:00	8月新屋销售
9月28日	20:30	8月PCE物价指数
	21:45	9月芝加哥采购经理人指数
	22:00	9月密歇根大学消费者信心终值

2 欧元：进入“博傻”行情，出现见顶信号前继续看涨

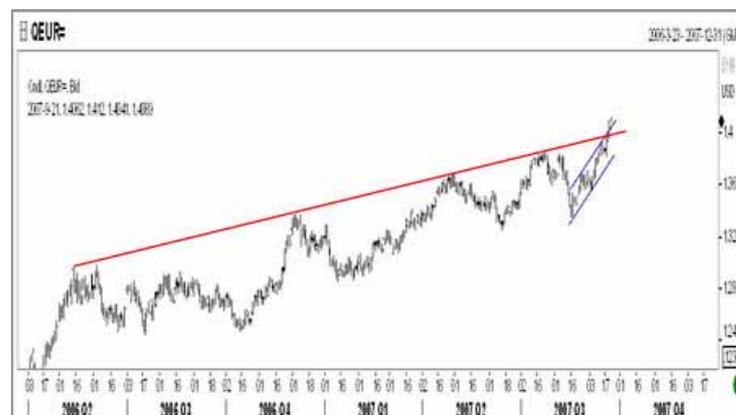
欧元上周异常强劲的涨势令投资人印象深刻，但这并非欧元区基本面有什么特别之处，实际上，只要目前欧洲央行什么也不做，就足以推升欧元汇率了。

欧元目前的强势，与其说是基本面太好，不如说是其他货币的基本面太坏，美元刚刚降息，而欧洲央行官员上周发表的讲话依然维持强硬立场，暗示升息依然是第一选择，因此欧元与美元的利差，在事实上和预期中都在收窄；英镑本来也是很强势的，但次贷危机对英国金融业的冲击令投资人始料未及，英国央行也非常委婉的表达了未来不排除降息的选项，目前投资人不愿过多持有英镑；日本央行则维持利率不变，且中期内也见不到升息的前景。

因此，大量投资人在抛售美元的同时，不愿过多持有英镑和日元，则在剩下的货币中，欧元无疑具有最大的吸引力。

短期内分析欧元区的基本面没有太大意义，欧元走势已经被狂热的投机情绪所掌控，只要这种情绪不退烧，相信欧元有望维持高位或持续拉升。不过一旦这种情绪退烧，则也会带来极大的破坏力，就如英镑自 2.06 开始的大幅下挫一样。

图3：欧元日K线图（截至美东07年9月21日）



欧元上周涨势异常强劲，不但突破了 8 月中旬以来上升通道上轨压力，而且突破了 2006 年 5 月以来大型上轨的压制，理论上为欧元打开了巨大的上升空间。

由于欧元涨势太过强劲，单纯技术分析的意义已经减弱，目前欧元进入了一个上涨 - 回调 - 上涨的强劲单边市，逢回调买入成为简单易行的策略，实际上已经进入了所谓的“博傻”行情，即新买入的投资人总是假定会有后来者接棒，这种行情虽然客观体现了欧元的强劲势头，但也在涨势中蕴含风险，因这种“博傻”行情会助长过分投机情绪，事实上是不利于后市的持续发展的，一旦有风险因素出现，可能会触发大规模的获利回吐并演变为暴跌走势。

不过，从交易的角度讲，还是应遵循市场发出的信号，持续逢低做多，在欧元发出明确见顶或调整信号前，我们倾向一直看涨欧元。

支撑位：1.3990、1.3930、1.3850

阻力位：1.4120、1.4200、1.4300

本周关注重点：

9月25日 16:00 德国9月IFO景气指数

9月26日 14:00 德国10月GFK消费者信心指数

9月27日 16:00 德国9月失业率

9月28日 17:00 欧元区9月消费者信心指数

3 日元：美元/日元中线走势由看空转为看平

日元上周的焦点集中于日本央行的利率决定和未来新首相施政纲领的问题。

日本央行上周宣布维持利率0.5%不变，符合我们的预期。日本央行行长福井俊彦在记者会上表示，日本经济成长强健，目前的利率水准仍非常低，没有必要大幅改变央行月度展望报告的基调，并希望观察短观报告来研判资本支出的力道。目前看来，日本央行并未因美联储政策立场的大幅转变而对自身做出修正，这与英国央行基调的微调有所不同，从侧面表明日本经济并未受到次贷危机的明显冲击。

日本上周公布的重要经济数据不多，难以从中窥视日本经济的最新动态，不过我们仍维持原来的观点不变，即日本经济尚未实现全面复苏，日元升息空间暂不看好。

福田康夫在周末以较大优势赢得自民党总裁选举，预计将在25日出任日本首相，这样来看的话，人选的不确定性风险将会暂时消退，市场的焦点将转向福田康夫的施政纲领，尤其是他如何促进日本经济增长，以及继续推进改革的问题。

图4：美元/日元日K线图（截至美东07年9月21日）



美元/日元上周初小幅上扬，从而确认了对7月上旬以来下降压力线的有效突破，周四回抽该压力线，周五反弹，再次进行确认，这样，美元/日元中期走势已经由看空转为看平，并且具备了进一

步走高的机会。

短期来看，美元/日元于上周陷入区间振荡，同时自8月中旬以来，亦展开一个大型振荡区间，日图KD指标位于中性区域，显示突破方向尚不明确。整体来看，不排除美元/日元自8月中旬开始运行一个大型整理三角形的可能，在突破上下轨前，暂预计美元/日元将维持区间振荡。

支撑位：114.00、113.10、112.50

阻力位：116.20、117.10、117.90

本周关注重点：

9月24日 秋分节 金融市场休市

9月25日 07:50 日本央行公布8月22-23日会议记录

9月27日 07:30 8月失业率

9月27日 07:30 8月消费者物价指数

9月27日 07:50 8月零售销售

9月27日 07:50 8月工业生产

4 英镑：倾向运行大型整理三角形

英国版的次贷危机继续上演，除了北岩银行继续遭到挤兑外，英国主管部门也参与进来，并向市场发出不同于以往的信号。

英国财政大臣达林称，为解决抵押贷款机构的危机，当局将考虑所有选择方案，不过他重申英国经济依然强劲，首相布朗也表示，在银行危机后，政府正在采取一切措施，维持英国经济的稳定。这似乎是在向市场暗示，如果有必要，可能采取降息行动。

周三，英国央行出人意料的宣布，将通过标售3个月货币市场工具向市场注入100亿英镑资金，旨在压低3个月期利率，此举令市场愈发认为，英国央行下一步行动可能是降息。

同时，英国上周公布的通胀指标意外下滑至一年最低，低于英国央行制定的目标水准，其中8月CPI月比增长0.4%，年比增长1.8%。

市场担心，英国央行可能会步美联储的后尘，走上降息之路。不过，借助美元大幅下挫之机，上周英镑兑美元的劣势相对并不明显，英镑还取得了比较可观的反弹幅度。不过从交叉盘来看，英镑

的形势就没那么乐观了，英镑兑欧元上周继续保持大幅下挫的态势。

英镑兑美元上周振荡反弹，初步缓解了9月12日以来的下行压力，但只有突破7月24日以来的下降压力线所在2.0300，方能确认英镑已经摆脱下行压力，恢复涨势，在此之前英镑倾向运行大型整理三角形。同时，来自交叉盘的压力，也有可能对英镑构成拖累。

图5：英镑日K线（截至美东2007年9月21日）



支撑位：2.0000、1.9930、1.9660

阻力位：2.0300、2.0370、2.0465

本周关注重点：

9月26日 16:30 2季度GDP终值

9月28日 17:30 9月GFK消费者信心指数

5 澳元：本周存在冲击18年高点的机会

澳元基本面上周消息有限，其中澳洲联储主席在讲话中表示，目前澳大利亚经济至少如8月加息时一样强劲，信贷市场紧缩对经济的影响尚不明朗。市场对这番表态感到欣慰。

得益于黄金、石油等商品市场价格上扬，澳元上周保持强劲升势，在短暂跌破上升趋势线后，以令人吃惊的力度快速拉升，不但成功化解了楔形整理的风险，而且上升到接近18年高点的位置。

从日K线图来看，澳元短期涨势良好，连续突破数个重要阻力位，尚未出现见顶迹象，日图KD指标持续拉升，支持汇价继续走高。预计澳元将在本周继续保持强势，若黄金、石油价格继续上扬，

不排除澳元本周上试 18 年高点 0.8870 一线的可能。

图6：澳元/美元日图（截至美东07年9月21日）



支撑位：0.8550、0.8460、0.8370

阻力位：0.8700、0.8780、0.8870

本周关注重点：

9月28日 08:30 9月通胀指数

6 加元：短中长期继续看涨

上周加元的基本面好坏参半，最新公布的消费者物价指数疲软，以及周末公布的7月份零售销售意外下滑，均促使加元两度小幅回软，但加元强劲的上扬势头保持始终，并连续刷新31年来的新高。实际上，在当前美元疲软，以及石油价格暴涨的形势下，加元走势已经更多的取决于外部环境而非内部环境，更何况加拿大本身的经济仍然健康，目前并未受到次贷问题的严重冲击。

因此，尽管加元币值已经超越了美元，但我们依然有理由继续看涨加元。

在日K线图上，美元/加元上周加速下跌，跌破了8月中旬以来下降通道的下轨支撑，并于周四跌破了平价水位，周五低见0.9935。

短期来看，美元/加元跌势良好，没有见底迹象，短中长线均维持看跌观点，不过日K线上周五收出十字星，存在轻微触底迹象，预计本周初美元/加元可能会有反弹出现，初步反弹幅度可能在1.0120附近，若突破则有机会回抽1.0325的阻力，更大幅度的

反弹暂不预计。反弹结束后，美元/加元倾向继续下跌，目标将是1976年低点0.9630。

图7：美元/加元日线图（截至美东07年9月21日）



支撑位：0.9930、0.9850、0.9800

阻力位：1.0120、1.0325、1.0450

本周关注重点：

9月25日 20:10 加拿大央行行长道奇发表讲话

9月28日 20:30 8月生产者物价指数

金融市场数据简报

(2007年9月21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	1.4091	1.4120	2007-9-21	1.2484	2006-10-13	1.4091	1.3630	1.3199	6.758
日元	115.49	124.14	2007-6-22	111.62	2007-8-17	115.49	115.78	119.07	3.100
人民币	7.5036	7.9212	2006-9-26	7.5025	2007-9-21	7.5036	7.5465	7.8051	4.018
英镑	2.0204	2.0654	2007-7-24	1.8519	2006-10-11	2.0204	2.0172	1.9589	3.140
澳元	0.8668	0.8872	2007-7-25	0.7416	2006-10-6	0.8668	0.8179	0.7886	9.923
加元	1.0008	1.1876	2007-2-8	0.9938	2007-9-21	1.0008	1.0557	1.1659	16.497
港币	7.7839	7.8306	2007-8-1	7.7656	2006-12-7	7.7839	7.7957	7.7778	-0.078
新加坡元	1.5054	1.5921	2006-10-10	1.5006	2007-9-20	1.5054	1.5256	1.5343	1.923
台币	32.953	33.4550	2007-5-23	32.232	2006-12-6	32.953	33.000	32.591	-1.100
韩元	920.95	966.70	2006-10-9	911.95	2007-7-24	920.95	939.00	930.00	0.983
卢布	25.047	27.0066	2006-10-13	25.032	2007-9-21	25.047	25.655	26.326	5.107
美元	78.597	87.3000	2006-10-13	78.398	2007-9-21	78.597	80.791	83.650	-6.041

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	1.4091	1.4093	1.4101	1.4113	1.4122	1.4129	1.4134	1.4161	1.4227	1.4301	1.4411
日元	115.49	115.39	115.07	114.26	113.19	112.20	111.24	107.62	103.92	100.62	97.21
人民币	7.5036	7.4976	7.4811	7.4124	7.3129	7.2073	7.1119	6.8281	6.7256	6.6806	6.6906
英镑	2.0204	2.0201	2.0189	2.0155	2.0095	2.0033	1.9973	1.9758	1.9597	1.9525	1.9494
澳元	0.8668	0.8666	0.8657	0.8634	0.8591	0.8538	0.8485	0.8278	0.8103	0.7959	0.7854
加元	1.0008	1.0008	1.0005	1.0001	0.9998	0.9999	1.0002	1.0008	1.0025	0.9987	0.9943
港币	7.7839	7.7855	7.7835	7.7732	7.7644	7.7575	7.7548	7.7505	7.7379	7.7259	7.7119
新加坡元	1.5054	1.5046	1.5023	1.4958	1.4877	1.4815	1.4747	1.4520	1.4273	1.3956	#N/A N.A.
台币	32.953	32.918	32.831	32.673	32.488	32.318	32.158	31.603	30.321	29.475	28.650
韩元	920.95	920.95	920.15	918.65	916.15	914.96	914.15	912.80	912.30	913.50	914.40
卢布	25.047	25.058	25.105	25.165	25.228	25.313	25.403	25.958	26.567	27.232	27.901

招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2007年9月21日)

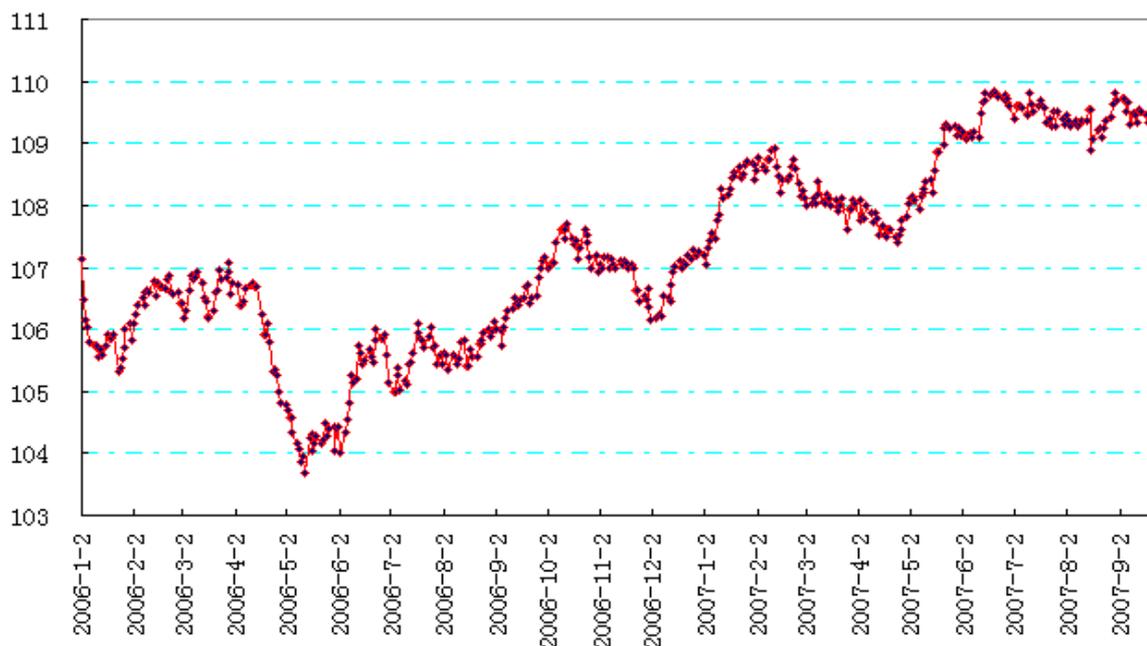
期限	人民币 NDF 最近价	人民币升值幅度	人民币升值幅度折年率	美元掉期利率	人民币货币互换回报率	人民币掉期利率
现价	7.5036			4.880%		4.200%
7 天	7.4985	0.068%	3.544%	5.038%	1.493%	6.951%
1 个月	7.4795	0.321%	3.854%	5.131%	1.277%	5.000%
3 个月	7.4085	1.267%	5.070%	5.203%	0.133%	4.200%
6 个月	7.3105	2.573%	5.147%	5.095%	-0.052%	3.850%
1 年期	7.1105	5.239%	5.239%	4.904%	-0.335%	3.640%
2 年期	6.8275	9.010%	4.408%	4.667%	0.258%	3.760%
3 年期	6.7250	10.376%	3.346%	4.743%	1.397%	3.875%
4 年期	6.6800	10.976%	2.638%	4.839%	2.201%	4.100%
5 年期	6.6900	10.843%	2.080%	4.933%	2.852%	4.275%

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

(2007年9月21日)



日期	2006-12-29	2007-9-17	2007-9-18	2007-9-19	2007-9-20	2007-9-21
招银人民币贸易加权汇率指数	107.2492	109.4621	109.3457	109.4190	109.0603	109.2232

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。