



政策博弈渐趋复杂 市场走势料将分化

——2013 年 2 月国际金融市场走势述评

要 点

金融研究总监：詹向阳

国际宏观经济研究团队：

樊志刚 马素红 程实 宋玮

郭可为 王婕

执笔：程实 王婕

chengshi_csjr@icbc.com.cn

相关研究：2013/2/1《财政危机阴霾未散 全球经济艰难前行——2012年国际经济金融走势分析及2013年展望》

2012/12/26《欧债缓和改善风险偏好 财政悬崖考验后市走向——2012 年 12 月国际金融市场走势述评》

2012/12/3《风险偏好改善 市场窄幅震荡——2012 年 11 月国际金融市场走势述评》

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供我行内部参阅，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

- 2013 年初以来，欧债危机演化阶段性缓和，国际金融市场风险偏好趋强，美元升值，日元贬值，欧元上涨势头被扭转，全球股市整体上行，大宗商品市场牛市暂告段落，欧洲重债国国债收益率下行。
- 展望未来，货币战风险尚存，欧债危机不确定性广泛存在，全球各主要经济体经济运行差异和宏观政策冲突悄然加剧，国际金融市场走势料将进一步分化。
- 美元和新兴市场经济体货币汇率有望震荡升值，欧元汇率料将触顶回落，日元贬值之路也将持续，全球股市或将涨跌互现，美国和新兴市场股市有望维持强势，欧洲和日本股市下行压力加大，大宗商品市场则可能继续震荡盘整。

目 录

一、“货币战”风险仍在，日元继续贬值1

二、全球股市整体上行，未来或将出现分化2

三、大宗商品牛市暂告段落，黄金原油趋向震荡调整4

四、欧债积极迹象涌现，未来演化风险尚存6

图目录

图 1 全球主要汇率走势图 2

图 2 全球主要股指走势图 4

图 3 国际金价油价走势图 6

图 4 部分国家 10 年期国债收益率走势图 8



2013 年初以来，国际金融市场运行呈现出两方面特征：一方面，延续了风险偏好趋强的态势，欧债危机演化的阶段性缓和促使市场投资者降低了对美国国债和黄金的避险需求，全球股市则震荡上行；另一方面，全球政策协作氛围缺失对金融市场的影响不断深化，竞争性汇率贬值现象时有发生，国际金融市场走势分化的迹象初步显现。

一、“货币战”风险仍在，日元继续贬值

过去一个月的全球外汇市场只有一个主题词——货币战。2013 年初美国“财政悬崖”问题缓解后美元一直保持相对稳定，直到 1 月 22 日，日本央行宣布将无限量购买日本国债，并将目标通胀率从 1% 提高到 2%。这被市场解读为“打响了全球货币战”的第一枪，此后关于全球将再次陷入“货币战”的争论甚嚣尘上。受此影响，全球外汇市场一片动荡：首先，在日本央行持续加大量化宽松力度的推动下，日元贬值趋势进一步强化，截至 2 月 18 日，日元对美元汇率收于 93.96，较 1 月初贬值 8.4%。其次，欧元上涨势头被扭转。随着欧债危机缓和、欧洲经济下滑放缓及众多欧洲银行开始偿还 LTRO 贷款，今年初以来欧元持续走强。欧元的强势本已引起欧元区各国领导人对出口的担忧，而日本央行再度扩大量化宽松规模的行为直接刺激欧洲央行行长德拉吉公开表示今年欧元区不排除再次降息的可能。在此消息带动下，欧元走势出现反转，截至 2 月 18 日，欧元对美元汇率收于 1.3351，较 1 月初和 2 月初分别升值 1.1% 和贬值 2.1%。第三，美元汇率小幅升值，并对发达经济体和新兴经济体货币呈现差异化走势。截至 2 月 18 日，美元指数收于 80.627，较 1 月初小幅上涨 1.1%，但同期美元对俄罗斯卢布、印度卢比和巴西雷亚尔分别贬值 1.4%、0.8% 和 4.3%。这说明当前的汇率纷争不同于 2010 年时的全球货币战争，仍主要集中在几个发达国家对彼此竞相“印钞”的忧虑，新兴经济体尚未参与其中。

展望后市，市场紧张情绪短期有所缓和，但“货币战”爆发的中期风险依然存在。2 月举行的 G7 和 G20 财长和央行行长会议先后发布公告强调不以汇率作为政策目标，努力抑制竞争性货币贬值，从而暂时缓和了市场的紧张情绪。但上述公告也透露了一个重要信息，即为刺激本国经济而实施超宽松政策是可以理解

的。由此判断，未来日元贬值之路仍将继续，同时欧元区要走出衰退的泥潭也需要欧元保持相对弱势，因而欧元恐已阶段性见顶。而美国经济增长前景较欧元区、日本等发达国家更为光明，美联储今年基本不会再扩大量化宽松规模，下半年甚至有可能开始缩小资产购买规模，美元趋向震荡升值。此外，在市场风险偏好回归的带动下，国际资本有望加快流向新兴市场经济体，从而带动当地货币继续反弹。

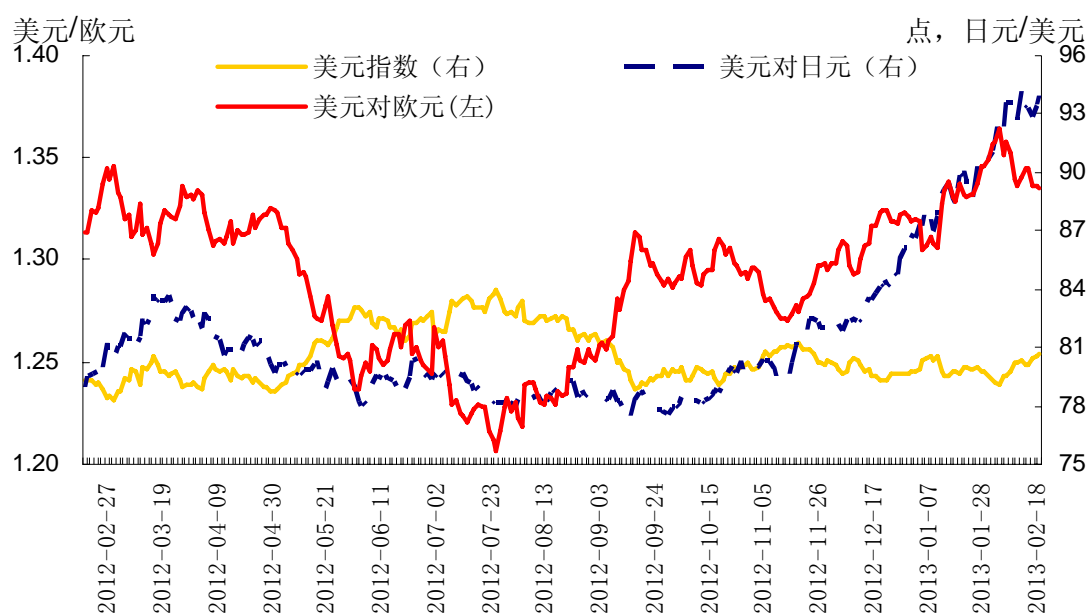


图 1 全球主要汇率走势图

资料来源：Bloomberg，中国工商银行城市金融研究所，下同

二、全球股市整体上行，未来或将出现分化

2013 年初以来，受益于欧债危机演化进一步缓和、风险偏好进一步回归、宽松货币基调进一步确认和国际资金净流入趋势进一步增强，全球股市整体呈上行态势。奥巴马第二个任期正式开启后，美国政策稳定性潜在增强，民主党和共和党在财政悬崖、债务上限和自动减支等一系列敏感问题上的妥协程度较此前有明显提升，受此影响，美国股市继续震荡上行。截至 2 月 19 日，道琼斯工业指数、标普 500 指数和纳斯达克指数较 1 月初分别上涨 7.11%、7.34%和 6.43%。展望未来，美国股市维持强势的经济基础依旧较强：尽管 2012 年第四季度实际 GDP



季环比年率呈负增长，但剔除短期库存波动、自然灾害损失和政府支出贡献突然下降的短期影响，美国经济内生增长动力尤强，而消费稳定趋强、房市持续回升、金融体系能力恢复和海外资本回流则有望继续为未来美国经济稳定复苏提供持久动力。但值得强调的是，受财政巩固和支出削减矛盾料将进一步激化、周期性失业和结构性失业并存料将拉升长期失业中枢等宏观风险的影响，美国股市在收复危机失地之后的上行速度或将趋缓，整体将在震荡中维持强势。

受益于欧债危机的阶段性缓和，欧洲股市有所上涨。截至 2 月 18 日，德国 DAX30 指数、法国 CAC40 指数和英国 FTSE100 指数较 1 月初分别上涨 0.21%、0.71% 和 7.13%。展望后市，欧股上行的空间十分有限，整体震荡趋弱的概率较大，原因有三：首先，欧洲实体经济萎靡不振，最新核心数据显示，截至 2012 年第四季度，欧元区连续三个季度经济负增长，已经满足了衰退的技术条件，法国、意大利、西班牙和希腊经济收缩，德国经济增长率大幅弱于市场预期，同时，英国经济也出现停滞，羸弱的经济料将制约股市表现；其次，鉴于波动率指数（VIX）、主权 CDS 息差等敏感指标业已降至接近危机前水平，市场风险偏好进一步提升的空间较小；最后，不确定因素依旧广泛存在，意大利大选、西班牙求助、英国退出欧盟威胁和希腊公共债券违约的危险都可能让股市再度承压。

安倍晋三第二次就任日本首相后，对日本央行强力施压，日本货币政策宽松基调进一步增强，日元汇率也持续走弱，受此激励，日本股市上升势头强劲。截至 2 月 18 日，日经 225 指数较 1 月初上涨 9.74%。展望未来，在日本央行高层即将调整和部分经济体强烈抗议日元汇率走弱的背景下，日本宽松政策搭配能否长期延续尚存较大疑问，日本股市的波动性料将大幅上升。

受复苏差异性的影响，新兴经济体股市涨跌互现，截至 2 月 18 日，巴西 BOVESPA 指数较 1 月初下跌 5.48%，俄罗斯 Micex 指数和印度孟买 30 指数则较 1 月初分别上涨 3.15% 和 0.38%。展望未来，在经济增长失速态势渐次得以缓解，低估值比较优势阶段性显现的背景下，新兴经济体股市有望整体走强。

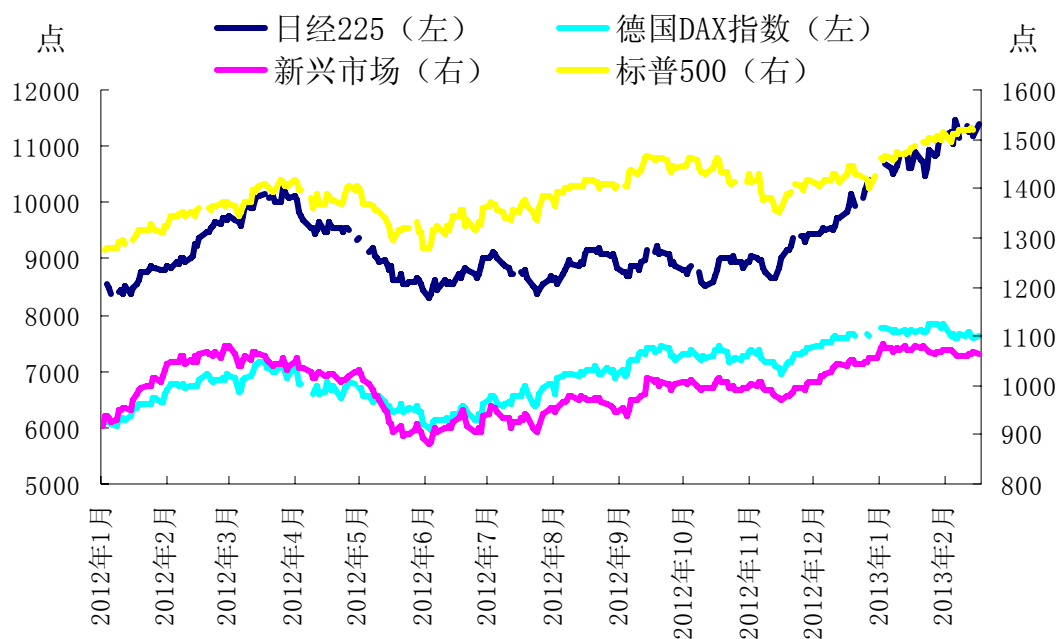


图2 全球主要股指走势图

三、大宗商品牛市暂告段落，黄金原油趋向震荡调整

2013年初以来，国际大宗商品市场呈现大幅震荡。年初在美国惊险刹车“财政悬崖”和新兴经济体增长趋向提速的影响下，CRB指数一路从年初的295点上升到2月1日的305点，月涨幅达9.8%，此后因全球“货币战”争论日趋激烈，美元走强，大宗商品价格普遍走软。截至2月19日，CRB指数报收于298.38点，当月下跌2.3%。具体到黄金和原油，自动支出削减机制和国债上限的先后延期有效抚平了市场对美国经济增长刹车的忧虑，加之2月美国经济数据表现良好、市场风险偏好上升和全球股市走势强健，国际金价受到打压。而在欧债危机高危险期已过、市场需求预期乐观及阿尔及利亚油田人质事件等刺激下，国际原油价格在1月小幅走高，此后承受住美元走强的压力在2月保持窄幅震荡。截至2月19日，纽约黄金现货价格和WTI原油期货价格分别报收于1605.15美元/盎司和96.66美元/桶，分别较2013年初下跌4.8%和上涨3.3%。

对2013年全球经济持续复苏的乐观预期令当前投资者情绪高涨，衡量市场恐慌情绪的VIX指数在美国财政悬崖问题缓解后直线下降，目前已回到2006年



时水平。风险偏好的强势回归将促使资金从黄金流向股市等风险资产，对未来金价走势形成显著抑制。全球最大的黄金 ETF——SPDR 的持仓量今年以来已大幅减少 27.84 吨即是证明。加之未来美元趋向继续走强，预计今年金价面临的下行压力将增大，短期内受美国两党财政减支和国债上限谈判进程影响或现阶段性反弹，但整体将震荡走低。但全球实际负利率和各国央行的超宽松货币政策仍将持续的大环境决定了金价深度下跌的可能性较小。预计在美国就自动支出削减和国债上限问题达成方向性一致之前，国际金价将在 1550-1700 美元/盎司的区间内震荡。

对于原油市场，年初以来油价的持续上涨很大程度上反映了市场对今年石油需求将随全球经济复苏而快速增长的预期，然而这种预期可能过于乐观。一方面，虽然全球石油需求在美国和中国需求回升的带动下将有所复苏，但未必如市场预期般强劲，国际能源署的最新预测将 2013 年石油日需求量小幅下调至 90.7 百万桶，并警告近期全球石油需求复苏迹象可能是一次性因素所致。另一方面，2013 年非 OPEC 国家原油产量较 2012 年将继续大幅提高，特别是美国非常规能源的快速发展将使其原油产量激增，根据美国能源信息署预测，2013 年美国的原油日产量将达到 725 万桶的历史新高。加之全球工业国家原油库存较为充足，2013 年国际原油市场整体仍将处于供应过剩状态。但应关注的是，OPEC 国家近期已开始采取限产保价措施，1 月产量已降至一年来的低点。同时，即将重启的伊朗核谈判和持续发酵的西北非动乱将再次增加地缘政治紧张氛围对油价的支撑作用。综合上述供需因素，预计上半年国际油价将维持震荡格局，价格波动区间为 80-100 美元/桶。

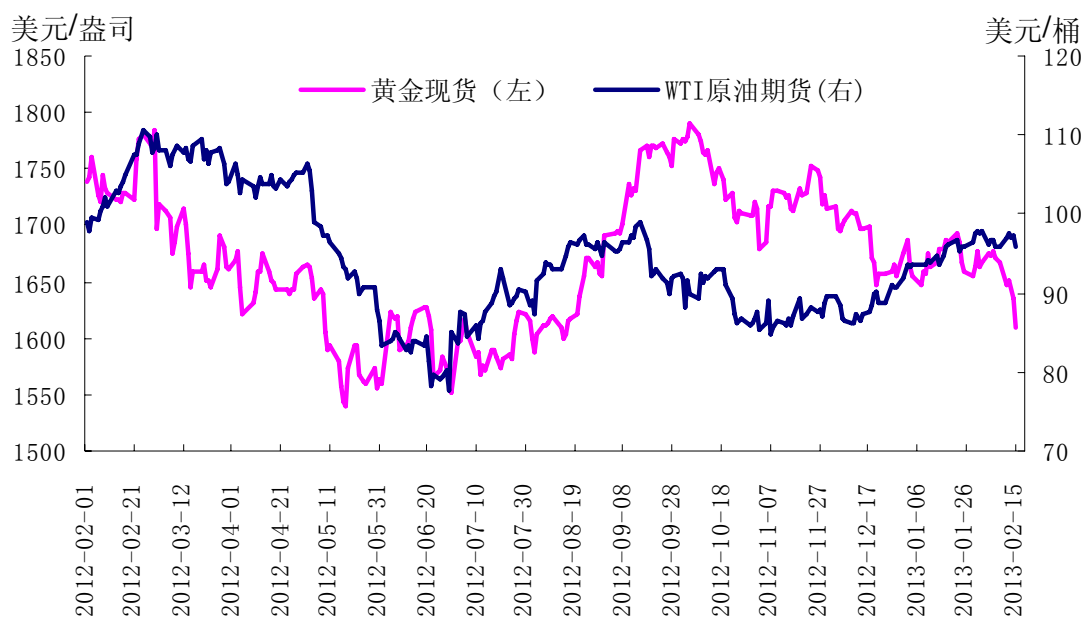


图 3 国际金价油价走势图

四、欧债积极迹象涌现，未来演化风险尚存

2013年初以来，欧债危机演化进一步趋向缓和，一系列积极迹象集中涌现，欧洲主要国家主权CDS息差大幅下降，市场恐慌情绪明显缓解，重债国国债收益率持续下行，截至2013年2月18日，希腊和葡萄牙10年期国债收益率分别为10.78%和6.1%，较2013年1月初下降0.49和0.26个百分点，较2012年初则下降17.61和6.1个百分点。基于这些积极变化，部分市场人士认为，欧洲最危险的时刻已经过去，金融市场已经给出了明确答案：“欧债危机已经结束”。

结合历史经验和危机演化，我们认为，判断复合型危机结束的标准有四：一是核心危机指标明显改善，二是危机源生风险有所缓解，三是金融市场信心增强，四是实体经济走出衰退。当前欧债危机演化满足了其中的两项结束条件，即核心危机指标改善（主权CDS息差大幅下降）和金融市场信心增强（股市走强）。但欧债危机的源生风险，即债务基本面风险并未明显缓解，根据IMF的预测，2013年，欧元区负债率将从2012年的93.62%升至94.92%，大幅高于2008-2011危机期间年均的80.91%和1980-2011年历史平均的70.93%；欧盟负债率将从2012年



的 87.22% 升至 88.76%，大幅高于危机期间年均的 74.96% 和历史平均的 60.53%。此外，欧洲经济走出衰退也尚需时日，根据 IMF2013 年 1 月最新预测，继 2012 年经济负增长后，2013 年欧元区经济将继续收缩 0.2%，而根据彭博系统的预测中值，2013 年第三季度，欧元区才有望结束 GDP 连续负增长的态势，实现 0.1% 的微弱复苏。

源生基本面风险尚未明显缓解且经济并未走出衰退这两点相结合，很容易导致危机的逆袭。在赤字率、负债率本身就居高不下，且经济十分羸弱的背景下，财政巩固很容易引发社会动荡，国债发行也很可能再遇障碍，进而导致危机核心指标再度恶化、金融市场恐慌再起。有鉴于此，我们认为，欧债危机只是阶段性缓解，并未完全终结。

展望未来，希腊和葡萄牙的偿债风险和流动性风险依旧值得关注；意大利和西班牙的形势演化值得警惕，截至 2 月 18 日，意大利和西班牙 10 年期国债收益率就较 1 月初分别上升了 0.13 和 0.22 个百分点；而危机风险从边缘国家向核心国家的扩散态势也值得注意，截至 2013 年 2 月 18 日，德国、法国和英国 10 年期国债收益率就较 1 月初分别上升了 0.19、0.19 和 0.21 个百分点。

此外，美国和日本国债收益率涨跌互现，截至 2 月 18 日，日本 10 年期国债收益率为 0.74%，较 1 月初下降 0.04 个百分点，表明安倍晋三的赤字融资政策并未对国债市场形成明显冲击；美国 10 年期国债收益率为 2%，较 1 月初上升 0.16 个百分点，表明宽松货币政策在压低长期利率的作用机制方面恐已进入瓶颈阶段。展望未来，尽管 2013 年美国和日本负债率预估值分别高达 112% 和 245%，但考虑到全球避险需求和投资需求对美国国债市场形成了有力支撑，居民高储蓄率对日本国债市场形成了有力保障，短期内美日国债收益率大幅上行、甚至爆发债务危机的可能性较小。

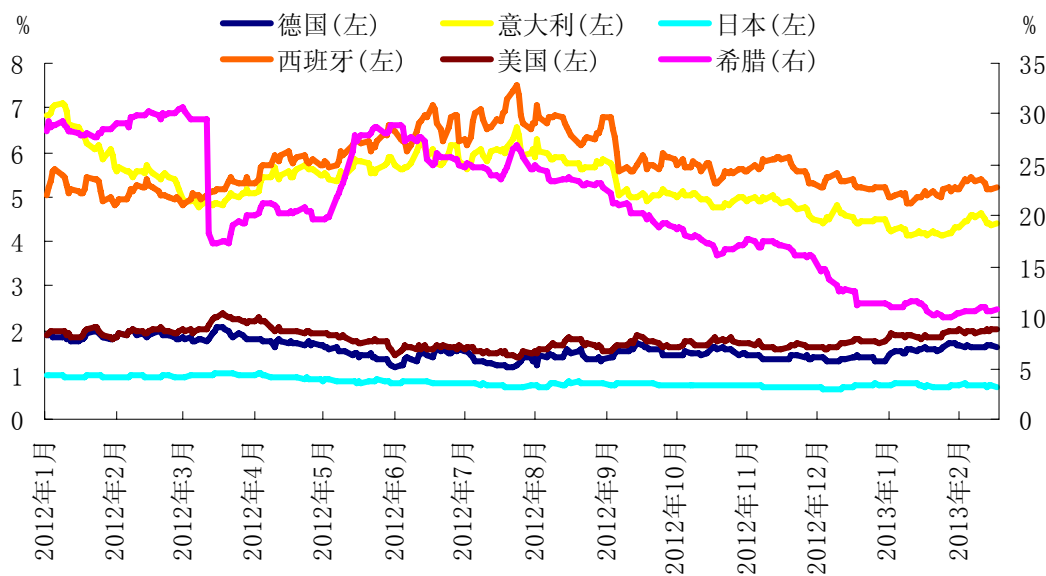


图4 部分国家10年期国债收益率走势图