



美元强劲股市震荡 国际金价“二次探底”

——2013 年 5 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：马素红 程实

suhong.ma@icbc.com.cn

相关研究：

2013/4/22 《渐进复苏方向不改 国际市场难免震荡——2013 年第一季度国际经济金融走势分析及未来展望》

2013/2/25 《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》

- 二季度以来至 5 月中下旬，美国经济复苏形势稳固及市场对美联储逐步退出 QE3 的预期增强推动美元大涨，日元受安倍政府推出极度量化宽松政策影响持续大幅贬值。全球股市整体上行，但受政策不确定性影响，股市震荡也有所加剧，日本股市出现单日大跌现象。国际金价遭遇历史性暴跌后再现“二次探底”，国际油价震荡走高。欧洲重债国国债收益率持续下行，美日国债收益率有所上扬。
- 展望后市，美元中期内仍将维持强势，日元继续贬值的空间不大，全球股市或将联动，国际金价有望弱势调整，国际油价可能强势震荡，欧洲国家融资成本继续缓慢下降的概率较大。

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。

目 录

一、美元强势震荡，日元澳元大跌.....	1
二、全球股市整体上行，未来或将出现全球联动.....	2
三、黄金二次探底，原油震荡走高.....	3
四、欧债收益率继续下行，未来演化喜忧参半.....	5

图目录

图 1 美元汇率走势图	2
图 2 全球主要股指走势图	2
图 3 国际金价油价走势图	4
图 4 部分国家 10 年期国债收益率走势图	5



进入二季度以来,在主要经济体经济复苏差异性加大、美国等发达经济体量化宽松政策可能面临调整、投资者风险偏好及预期变化等因素影响下,国际金融市场动荡不定。美元大涨和全球股市整体上行成为金融市场两大亮点,日元澳元双双加速贬值,国际金价二次探底,原油价格强势震荡,欧洲局势趋向稳定使重债国国债收益率持续下行,而美日国债收益率有所上扬。

一、美元强势震荡,日元澳元大跌

4月初以来至5月中下旬,外汇市场在延续大幅震荡格局的同时呈现以下几个突出特点:

一是美元强势如虹。受近期美国多项利好经济数据的提振,以及投资者对于美联储可能提前退出量化宽松的预期逐步增强,美元对主要非美货币表现强劲,追踪美元对六种主要货币表现的美元指数经历4月份的高位震荡整理后,5月份开始加速上涨,5月17日最高涨至84.37,刷新了近三年来的高点。截至5月20日,美元指数收于83.736,虽然略有回调,仍较一季度末上涨了0.92%。

二是日元澳元跌跌不休。自去年第四季度以来,在安倍政府推出极度量宽松政策的刺激下,日元开始步入持续贬值通道。二季度以来特别是5月份受美元走强的影响,日元贬值速度进一步加快,继5月9日突破100大关之后,后于5月17日再度突破103关口并刷新了4年半来的新高。截至5月20日,日元汇率收于102.27日元/美元,较一季度末贬值8.54%,较上年末贬值近18%。无独有偶,澳元成为近来迅速走软的另一货币。由于全球需求疲弱特别是中国一季度经济数据不佳对以出口大宗生产资料为主的澳洲经济形成拖累,而澳大利亚通胀水平下滑及失业率上升、澳洲联储降息等消息也对澳元构成利空,澳元由4月11日的阶段性高点1.0545澳元/美元一路下跌至5月20日的0.9808澳元/美元,期间跌幅达7%。

三是欧元汇率先扬后抑。尽管4月份欧元对美元出现一波反弹行情,但由于欧元区GDP连续六个季度衰退、5月初欧洲央行降息并透露“负利率”可能性、美元走强对欧元形成打压等因素影响,欧元自5月以来连连下跌,截至5月20日,欧元汇率收于1.2882美元/欧元,较4月末下跌2.17%。

下一阶段外汇市场主要看点如下:

一是美元短期内可能因美国经济数据不及预期或技术面原因出现回调,但由于美国经济复苏势头明朗使得美联储逐步退出量化宽松已是大势所趋,致使美元中期内的强势动能十分明确。

二是日元汇率已得到修正,继续贬值的空间不大。日元大幅贬值显著刺激了日本出口,并带动日本一季度GDP反弹。但汇率贬值对于贸易而言向来是个双刃剑,对于日本这个资源、能源进口依赖度较高的国家而言,日元过度贬值将伤及进口企业,同时也会面临更大的国际压力。因此,日本国内倾向于将日元汇率稳定在100左右的理想水平。尽管日元在套利资金的带动下将继续贬值的动力,但未来突破110的可能性不大。

三是澳元恐将进一步下跌。由于中国经济增长放缓导致对资源类大宗商品的

需求下降，对以中国为主要出口市场的澳洲矿产业构成打击，从而将导致作为商品货币的澳元在大宗商品价格下跌的影响下继续走软。

四是欧元短期内下行风险较大。欧元区经济前景惨淡及欧元“负利率”预期导致做空欧元成为市场普遍情绪，预计欧元近期可能下探 1.25 美元/欧元。但由于欧债形势趋于稳定，中长期欧元仍有走高的动力。

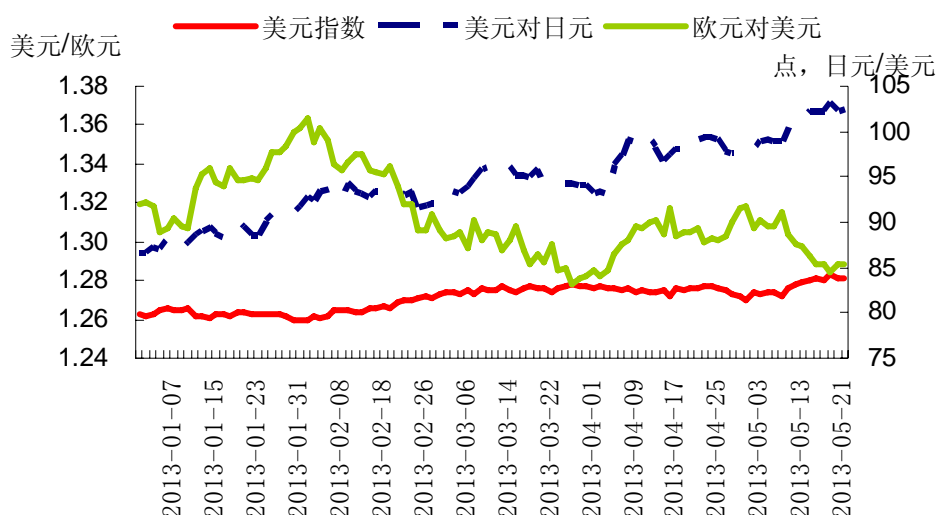


图 1 美元汇率走势图

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，未来或将出现全球联动

4 月以来，受益于全球经济复苏稳步推进、欧洲局势进一步趋向稳定、风险偏好持续增强和全球新一轮降息热潮，全球股市整体呈上行态势，但新兴市场股市表现明显逊于发达经济体。IMF 在 4 月最新公布的《全球经济展望》中，正式确认全球经济复苏从“双速时代”进入“三速时代”，除危机以来一直表现抢眼的新兴市场和发展中经济体外，美国再度成为全球经济增长的核心引擎之一。近期公布的一系列经济数据也显示，美国经济复苏基础稳固、势头良好，受此影响，美国股市继续震荡上行。截至 5 月 20 日，道琼斯工业指数、标普 500 指数和纳斯达克指数较 4 月初分别上涨 5.19%、6.19% 和 7.01%。展望未来，在强势美元激励国际资本回流美国、美国企业资产负债表和盈利状况明显改善以及市场信心持续提振的背景下，美国股市有望继续保持强势。但由于连续刷新历史记录后，美国股指的绝对水平已经较高，技术上存在一定的调整压力，且第二季度可能出现经济增速短暂性回调的现象，因此，不排除美国股市出现阶段性回落的可能。整体而言，美国股市可能将高位震荡，继续保持强势特征。

受益于欧洲局势进一步趋向稳定，欧洲股市普遍上涨。截至 5 月 20 日，德



国 DAX30 指数、法国 CAC40 指数和英国 FTSE100 指数较 4 月初分别上涨 8.47%、7.81% 和 5.36%。展望后市，由于截至 2013 年第一季度，欧元区已连续六个季度经济负增长，因此欧洲股市上行的基本面支撑不及美国股市那般牢固，但在国际大宗商品市场、特别是贵金属市场持续萎靡的背景下，欧洲股市有望受到全球股市趋热的联动影响。此外，由于复苏过程中，欧洲内部核心国家和边缘国家的两极分化进一步加剧，因此未来欧洲股市的国别差距可能将进一步加大。

4 月以来，日本央行在黑田东彦带领下公布了超出预期的宽松货币政策，并不断加强通胀预期引导，日元汇率也持续走弱。受此激励，日本股市上升势头格外强劲。截至 5 月 20 日，日经 225 指数较 4 月初上涨 23.9%。但 5 月 23 日，由于前期涨幅过大、日本国债收益率飙升和黑田东彦关于货币政策的表态令市场失望，日经 225 指数单日大跌 7.32%。展望未来，由于即将到来的参议院选举具有较大的不确定性，日本货币政策能否实现政策目标尚存较大变数，且单日大跌极大地损害了市场信心，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 5 月 20 日，巴西 BOVESPA 指数和俄罗斯 Micex 指数较 4 月初分别下跌 1.16% 和 2.2%，印度孟买 30 指数则较 4 月初上涨 7.37%。展望未来，受益于经济复苏逐步走出增速放缓的阶段性低谷、低估值比较优势进一步凸显，新兴市场股市有望同全球股市发生联动，呈现出整体走强的态势，但波动性可能也将明显加大。

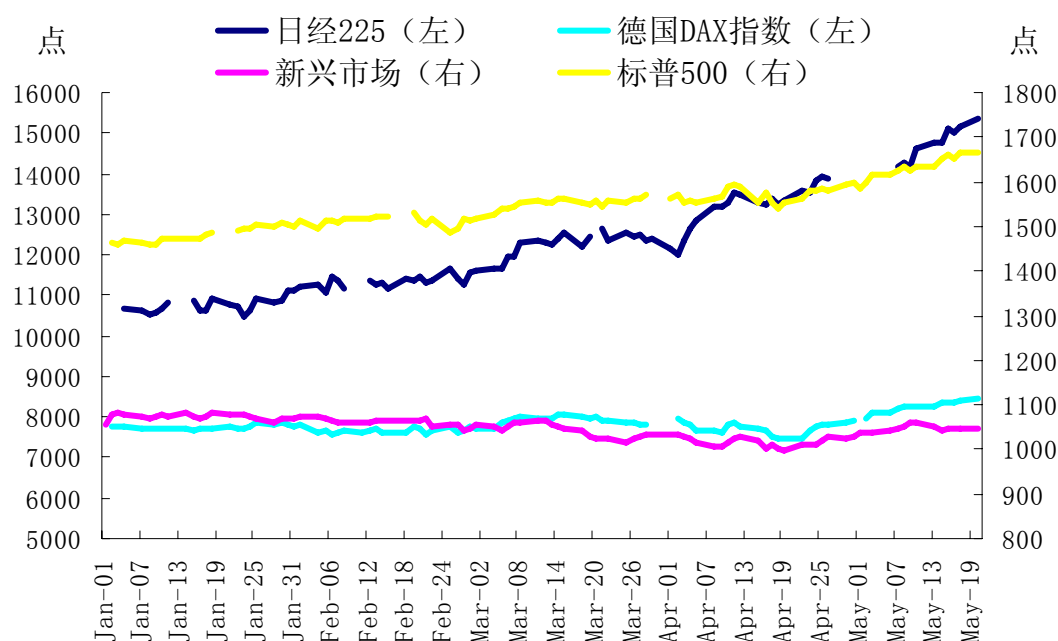


图 2 全球主要股指走势图

三、黄金二次探底，原油震荡走高

塞浦路斯央行释放抛金信号、美国经济复苏改善、华尔街大鳄唱空黄金等多项因素触发了国际金价4月中旬的历史性暴跌。继4月15日大跌9.07%之后，国际金价开始震荡反弹，特别是以“中国大妈”为代表的散户投资者纷纷出手抢购实物黄金，推动着国际金价5月上旬一度突破1470美元/盎司。但正如我们在4月份的“金融市场述评”中所预测的，“短期内金价出现大幅反弹的概率不大，更可能持续弱势调整”。经历短暂反弹的金价在5月中旬再次连续下跌，5月17日创下1359.5美元/盎司的阶段性低点，呈现出“二次探底”态势。这也使得一度“完胜华尔街金融大鳄”的“中国大妈”遭遇“深度套牢”。截至5月20日，纽约黄金现货价格收于1393.85美元/盎司，较一季度末下跌12.75%。

展望下一阶段，金价连续下跌导致投资者信心遭受重挫，市场已陷入越跌越看空的恶性循环。从技术面来看，黄金前期积累的投机泡沫已经破灭并开始进入熊市，产生逆转的可能性不大。从资金面来看，近期股市和美元的强劲，使资金加快从贵金属市场撤离，对国际金价形成釜底抽薪的效应。从基本面来看，美国经济复苏态势日渐明确、全球未来出现大通胀的概率降低等因素，使黄金作为保值避险工具的吸引力大大降低。鉴此，我们仍维持4月份的预测，即黄金在近期震荡调整中可能跌破每盎司1300美元，长期而言受生产成本制约跌破1000美元的可能性不大。

国际油价4月中旬在黄金暴跌的拖累下一度跌破每桶87美元，之后国际油价并未顺势下行，而是震荡反弹至90美元上方。这一点与我们4月份的预测有所不同。截至5月20日，纽约WTI原油期货价格收于96.71美元/桶，较4月末上涨3.48%，较4月17日的前期低点上涨11.2%。展望后市，夏季汽油消费旺季的到来以及需求攀升将对油价形成强劲的推动力，但由于美国页岩油产量大增使北美市场的原油供应不再紧缺，以及作为大宗商品计价货币的美元近来十分强劲，预计近期国际油价大幅度上涨的概率不大，更可能在每桶95美元上下维持强势震荡格局。

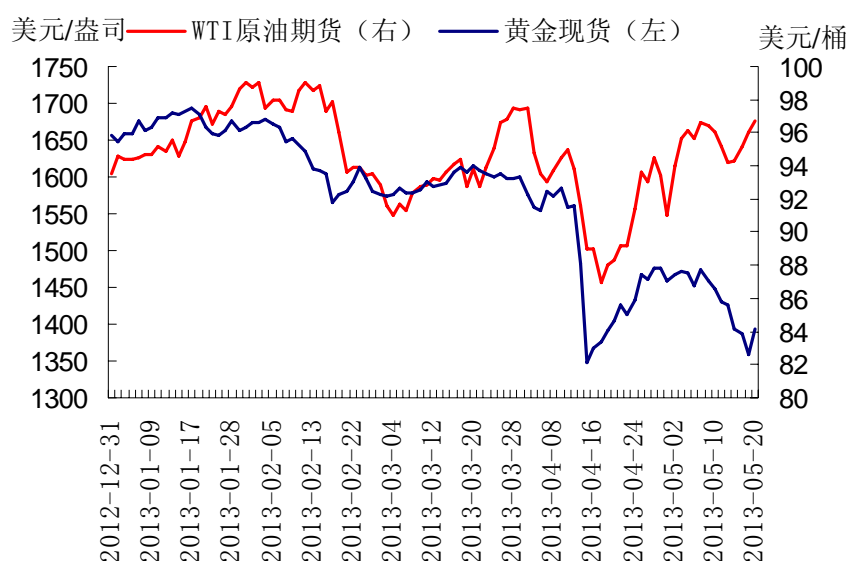




图 3 国际金价油价走势图

四、欧债收益率继续下行，未来演化喜忧参半

2013 年 4 月以来，在欧盟、欧洲央行和 IMF 的共同努力下，塞浦路斯获得及时救助，岛国危机并未引发全局性震荡，欧洲局势进一步趋向稳定，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 5 月 20 日，希腊、爱尔兰、意大利、葡萄牙和西班牙 10 年期国债收益率分别为 7.92%、3.41%、3.89%、5.16% 和 4.18%，分别较 2013 年 4 月初下降 4.17、0.75、0.86、1.07 和 0.86 个百分点。欧洲核心国家的国债收益率则低位震荡，涨跌互现，截至 2013 年 5 月 20 日，德国和英国 10 年期国债收益率分别为 1.37% 和 1.91%，较 4 月初分别小幅上升 0.09 和 0.15 个百分点，法国 10 年期国债收益率为 1.87%，较 4 月初下降 0.14 个百分点。

展望未来，欧洲国债市场喜忧参半。一方面，部分欧洲重债国的经济和财政状况有望进一步改善，5 月中旬，国际评级机构惠誉就将希腊长期信用评级由 CCC 级上调至 B- 级，评级展望为稳定。另一方面，部分欧洲小国可能会像前期塞浦路斯一样，突然爆发债务危机，5 月中旬，惠誉就将斯洛文尼亚的长期评级由 A- 降至 BBB+，评级展望为负面；此外，欧元区整体已经陷入统一货币区成立以来持续时间最长的经济衰退，经济困境导致全局性的违约风险和流动性风险悄然上升。综合两方面信息，欧洲国家融资成本缓慢下降依旧是大概率情形，但不排除部分时段、部分国家发生突发性融资困难的可能。

此外，美国和日本国债收益率均有所上升，但上升的原因有所不同。截至 5 月 20 日，美国和日本 10 年期国债收益率分别为 1.96% 和 0.84%，分别较 4 月初上升 0.13 和 0.28 个百分点。美国国债收益率上升的原因主要是美联储开始讨论宽松货币政策的退出问题，并可能于年内开始逐步缩小 QE 政策的购债规模；日本国债收益率上升的原因则主要是日本央行公布超预期的 QE 政策后，通胀预期有所上升，且日本国债投资者开始调整投资结构，大量私营部门的资金从债市撤出流向股市，进而导致日本国债收益率在极低的绝对水平出现明显的短期反弹。展望未来，由于美国和日本的宽松货币政策基调均不会在短期内迅速逆转，因此美日国债收益率都将维持在较低的绝对水平。在低位震荡过程中，美国债务上限问题和日本政策不确定性都将给两国国债收益率带来一定的上行压力。

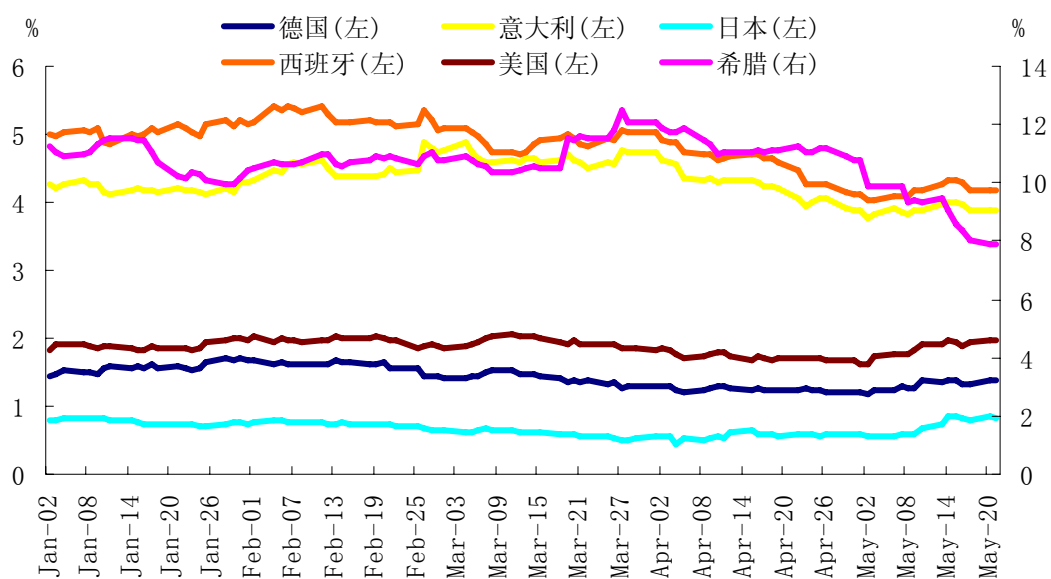


图 4 部分国家 10 年期国债收益率走势图