



美联储 QE 方向仍将主导全球金融市场走势

——2013 年 9 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

王婕 罗宁 郭可为 吕振艳

执笔：马素红 郭可为

suhong.ma@icbc.com.cn

相关研究：

2013/8/30《美联储QE退出计划冲击
国际金融市场——2013 年8 月国
际金融市场述评》

202013/7/18《美联储欲退QE 激起
市场巨浪全球经济复苏进程变数增
加——2013 年上半年国际经济金
融走势分析及展望》

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 8 月以来，受美联储缩减 QE 计划以及
下一届主席人选尚无定论、美国经济数据好坏
不一、中东局势紧张等因素影响，国际金融市
场波动性加剧。外汇市场，美元触及阶段性高
点后震荡回落；欧元和英镑显著升值；日元走
势较为平稳；新兴市场货币出现反弹。全球股
市普遍震荡上行，直接推动力是全球风险偏好
增强，资金流入全球各大股市。国际油价因叙
利亚问题不断发酵而震荡上涨，在叙利亚局势
缓解后，油价又大幅下跌。国际金价受到叙利
亚局势和美联储退出 QE 预期的影响先扬后
抑。美债收益率震荡上行，欧债局势大体稳定，
重债国国债收益率有所下降，日债收益率也持
续下降，新兴经济体国债收益率大多上涨。
- 展望未来，美元短期内反弹的阻力较大，中
长期有望重回强势，新兴货币有继续下跌的可
能。日元大幅浮动的可能性不大，而欧元上行
压力较大。发达经济体股市可能会震荡下行，
新兴经济体股市或将宽幅震荡。国际油价和金
价未来可能震荡下跌。美国和新兴市场国债收
益率上涨可能性较大，欧债日债有望保持窄幅
震荡。

目 录

一、美元震荡回落，新兴货币反弹.....	1
二、全球股市震荡上行，未来下行压力增大.....	2
三、油价金价普遍回调，未来仍有下跌空间.....	4
四、美债收益率震荡上扬，欧债局势总体趋稳.....	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.....	3
图 3 国际金价油价走势图.....	5
图 4 部分国家 10 年期国债收益率走势图.....	6



2013 年 8 月以来,美联储有关 QE 退出的决策及叙利亚地缘局势变化是主导国际金融市场走向的两大核心因素。因美国经济数据喜忧参半导致投资者调整预期,且美联储 9 月份宣布暂不缩减 QE 规模,美元震荡回落,新兴货币反弹,全球股市在波动中上行,美债收益率上扬。叙利亚地缘局势从紧张升级到妥协缓解,使得原油、黄金等大宗商品价格经历了先扬后抑的转折。展望未来,由于美联储年内仍有望启动 QE 退出计划,美元短期承压但中长期将重回强势,美债收益率或继续上涨并带动全球资金价格上扬,全球股市震荡调整概率较大,国际油价和金价仍有继续下跌的空间。

一、美元震荡回落,新兴货币反弹

外汇市场 8 月份总体延续了此前走势,但 9 月初以来主要货币走向较此前出现明显变化。美联储缩减 QE 的时点、缩减的规模和范围及其对美国的评价决定美元走势的关键因素,也是外汇市场整体行情的主要推手。

首先,美元触及阶段性高点后震荡回落。美元指数在 81 点上方波动近一个月后,由于 8 月下旬公布的美国就业数据良好、美国二季度 GDP 增长数据上修均使市场增强了对于美联储将在年内开始缩减 QE 规模的预期,同时叙利亚问题引发市场避险需求,美元 8 月末开始明显走强并在 9 月 5 日创下六周内的高点 82.633。但由于美国此后公布的包括消费支出、消费者信心、就业等一系列经济数据相对黯淡,另外此前被视为紧缩货币政策拥趸的萨默斯退出美联储主席角逐,均使得投资者对于美联储何时、以何种幅度缩减 QE 规模产生了疑问,从而推动美元连续走低。而 9 月 18 日美联储宣布暂不缩减 QE 规模,推动美元指数创下 80.2377 的七个月来低点。至 9 月 20 日,美元指数小幅反弹至 80.431,仍较 8 月末下跌 2.02%。

其次,欧系货币显著走强。在弱势美元的助推下,欧元和英镑两大货币的升值趋势十分显著。欧元 8 月份大都在 1.33 附近上下波动,进入 9 月份后虽有短暂下跌,但受欧元区特别是德国 9 月 ZEW 经济景气指数继续攀升、以及默克尔成功连任将使德国经济政策延续等利好因素影响,欧元再度发力上攻,9 月 20 日收于 1.3524 美元/欧元,较 8 月末升值 2.28%。与此同时,由于英国经济二季度增幅达到超预期的 0.7%,加大了市场对英国经济可能持续复苏的希望,英国就业数据改善也强化了投资者对于英国央行最快明年年底加息的预期,英镑兑美元在 7 月初跌至三年来的低点后大幅反弹,截至 9 月 18 日收于 1.6146 美元/英镑,两月来累计涨幅逾 8%。

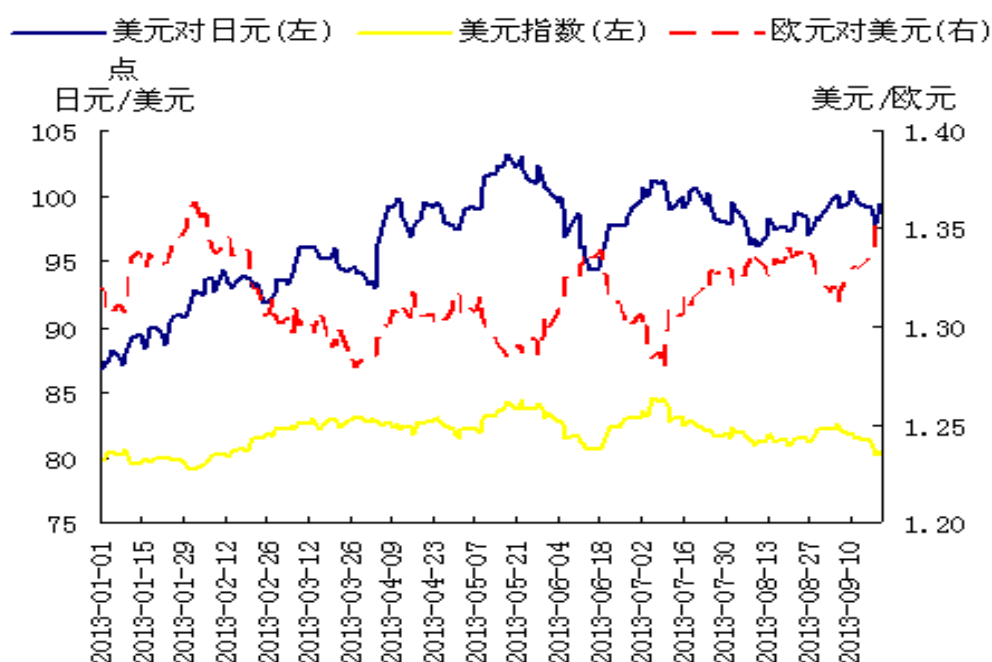
其三,日元小幅贬值。日元 8 月以来走势较为平稳,日本经济出现积极效应从基本上对日元构成支撑,但日本央行强调将继续实施量化和质化货币宽松政策,直到通胀率稳定在 2% 的目标水平,这对日元构成长期利空。截至 9 月 20 日,日元汇率收于 99.36 日元/美元,日元较 8 月末贬值 1.21%。美国商品期货交易委员会(CFTC)9 月中旬日元净空头头寸 112 亿美元,较前期减少 8%,显示投机者对于日元持续看空的意愿有所减弱。

其四,新兴市场货币企稳反弹。自 5 月份美联储释放年内可能缩减 QE 规模的信号以来,国际资本大幅流出新兴市场导致新兴货币在这场令投资者错愕的市

场震荡中大幅溃败，其中印度卢比、印尼盾、巴西雷亚尔、土耳其里拉自 5 月初以来最大跌幅分别达到 27.9%、19.8%、22.8%、15.38%，巴西雷亚尔及印尼盾跌至四年来的低点，而印度卢比和土耳其里拉则一度创下历史新低。自 8 月底 9 月初以来，由于资本重现流入、新兴市场经济体采取加息及向市场注入美元等手段稳定汇率，以及美元的震荡回落，新兴市场货币开始企稳并收复部分失地。截至 9 月 20 日，印度卢比、印尼盾、巴西雷亚尔及土耳其里拉分别较前期低点反弹了 9.51%、5.22%、9.93%、3.8%。

展望下一阶段，美联储退出 QE 的时点及规模仍是决定美元走势的关键因素，而美元走势将确立整个外汇市场的基调。由于近期美国经济数据并没有强劲到足够支撑美联储 10 月份启动 QE 退出计划，而下一个退出时点很可能是 12 月份，因此，美元短期内反弹的阻力较大，更可能维持偏下震荡态势。从中长期走势来看，在美国经济稳健增长的大背景下，美联储只是推迟缩减 QE 的时间，并非取消退出行动，因此美元仍有重回强势的可能。相对而言，新兴货币的反弹基础并不牢固，仍有再次下跌的可能。日元受多空力量交织影响大幅浮动的可能性不大，而区内经济状况不稳将对欧元涨势起到抑制作用。

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，除特别注明外，下同。

二、全球股市震荡上行，未来下行压力增大

8 月以来，全球股市普遍震荡上行。主要原因是美欧日等发达经济体经济数



据总体向好，美联储暂不缩减 QE 规模等，直接推动力是全球风险偏好增强，资金流入全球各大股市。截至 9 月 20 日，全球股市市值为 58.88 万亿美元，较 8 月初大幅增加 2.55 万亿美元。

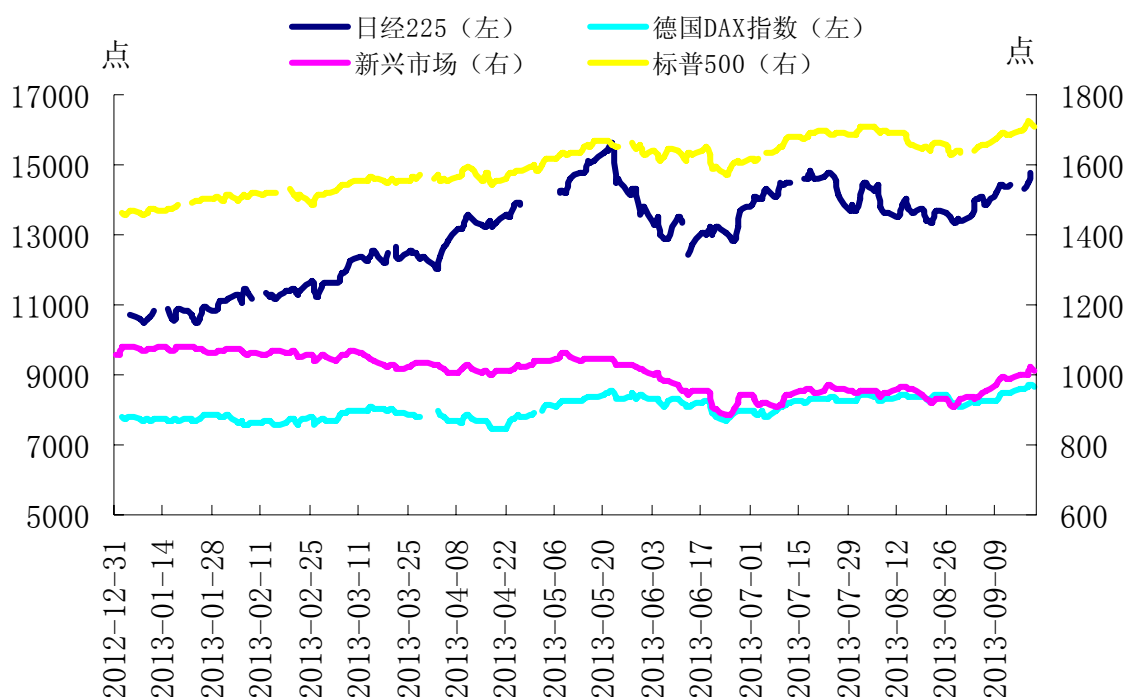
美国股市整体向好，但波动较大。主要原因：一是美国经济数据不断改善。美国二季度 GDP 环比折年率为 2.5%，其中出口飙升 8.6%，私人投资猛增 9.9%，消费增长 1.8%。二是美联储何时开始缩减 QE 规模是市场重要风向标。美国经济数据向好则市场预计美联储开始缩减 QE 的概率增大，对股市构成利空，数据不及预期反而利好股市。三是美联储下一届主席人选问题左右市场动向。“鹰派”货币政策理念的萨默斯退出前，消极情绪主导市场；萨默斯退出后，“鸽派”的耶伦胜算大增，美股重新恢复活力。截至 9 月 20 日，道琼斯工业指数、标普 500 指数和纳斯达克指数较 8 月初的涨幅分别为 -0.31%、1.43% 和 4.09%。展望未来，美股或将面临以下风险：一是美国民主、共和两党就政府债务上限问题必将进行艰难的博弈；二是美联储下届人选以及何时开始缩减 QE 均悬而未决牵动市场神经。总体而言，美国股市震荡调整的概率较大。

欧洲股市涨势稳健。欧元区二季度实际 GDP 季环比增长 0.3%，德法等核心国家增幅较大，而重债国基本风平浪静，因此股市稳步走高。截至 9 月 20 日，欧洲 STOXX50 指数、德国 DAX30 指数和法国 CAC40 指数较 8 月初分别上涨 4.10%、4.83% 和 5.28%。展望未来，欧股喜忧参半：一方面，默克尔顺利赢得德国大选，消除了市场对欧盟未来经济和政治一体化改革方向以及欧债危机走势的部分疑虑。另一方面，欧元区经济增长动力依然不足、失业率仍居高不下，“三驾马车”对于希腊和葡萄牙的新一轮救助尚无定论。总体来看，欧洲股市也面临着一定的下行压力。

日本股市强劲增长。主要原因有三方面：首先，安倍经济学对经济的提振作用初显。日本 2013 年前两季度 GDP 季环比年率分别增长 4.1% 和 3.8%。7 月 CPI 同比则升至 0.7%。二是东京申办 2020 年奥运会成功后带动建筑、房地产等行业股票大幅上扬，提振日本股市全面走强。三是松下、丰田等日本大型企业在日元贬值的助力下经营业绩大幅改善。截至 9 月 20 日，日经 225 指数较 8 月初上涨 8.03%。展望未来，由于日本经济走强使如期上调消费税的可能性增大，从而给日本经济前景增加了不确定性，不断攀升的日本股市也面临技术性回调的压力，因此未来日本股市向下调整的概率较大。

新兴市场股市先抑后扬。新兴股市前期受 Fed 退出 QE 预期渐浓以及国内金融局势动荡的影响，表现低迷；9 月以来随着国内金融局势暂趋稳定、美联储宣布维持 QE 规模等利好因素出现反弹。截至 9 月 20 日，巴西 BOVESPA 指数、俄罗斯 Micex 指数与印度孟买 30 指数较 8 月初分别上涨 12.18%、7.34% 和 4.75%。展望未来，受自身经济增长乏力、金融环境脆弱多变和国际资本大幅流动等因素影响，新兴市场股市或将宽幅震荡。

图 2 全球主要股指走势图



三、油价金价普遍回调，未来仍有下跌空间

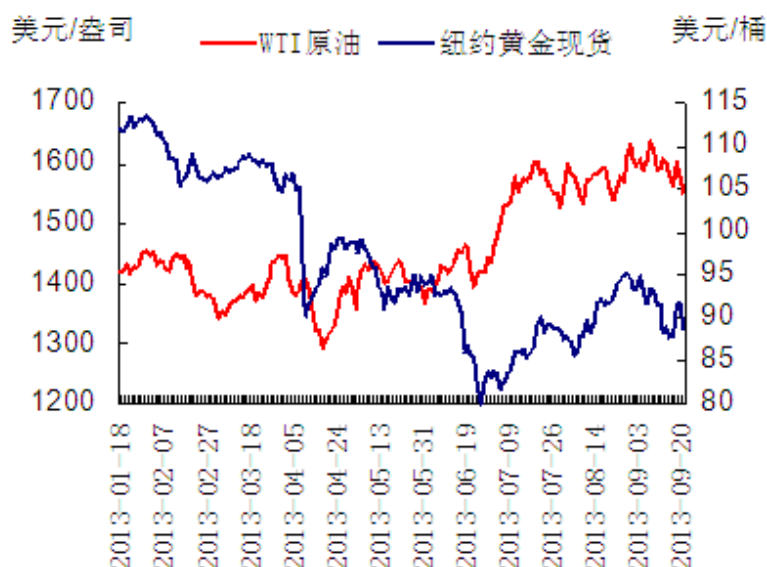
自8月以来至9月初，国际油价因叙利亚问题不断发酵而呈震荡上涨势头。由于美俄两国在叙利亚问题上陷入僵局令市场担忧中东再次爆发冲突而影响石油产量，纽约WTI原油期货价格9月6日一度攀升至110.53美元，创下2011年5月来的新高，北海布伦特原油也突破116美元，创下7个月来的高点。但9月中旬，美俄之间达成妥协使美国对叙利亚发动军事打击的可能性明显下降，原油价格开始出现大幅下跌。截至9月20日，WTI原油期货价格收于104.67美元/桶，较前期高点回落了5.3%；北海布伦特原油期货价格收于109.22美元/桶，较前期高点回落了4.5%。展望下一阶段，因汽油消费高峰的夏季已经过去、美国炼油厂需求下降，且叙利亚局势缓解使原油供应担忧消退，国际油价仍有望持续震荡下跌。

国际金价近期走势主要受到叙利亚局势和美联储退出QE的预期两大因素影响。8月份，受叙利亚地缘政治紧张局势升级的影响，投资者开始将资金转向黄金等传统保值资产，从而推动金价持续上涨。8月28日纽约黄金现货价格一度升至1425.46美元/盎司的三个半月高点，较6月末的前期低点反弹了近20%。但进入9月以来叙利亚局势缓解使金价失去短期支撑并震荡下跌。尽管美联储9月18日宣布维持购债规模不变使纽约金价当日大幅上涨4%，但在此后美联储部分官员发表退出购债言论之后，金价再次承压走低，至9月20日，纽约黄金现货价格已回落至1325.85美元/盎司。从未来走势看，因叙利亚问题升级为全面地区性战争的可能性不大，因此金价的走势前景将在更大程度上取决于美联储缩



减 QE 的速度。由于经济大背景持续改善，美联储退出 QE 是迟早的事情，金价中短期走势将承压，一旦美联储启动退出 QE，金价还有进一步下跌的空间。

图 3 国际金价油价走势图



四、美债收益率震荡上扬，欧债局势总体趋稳

8 月以来，美国国债收益率震荡上行。美联储将于何时开始缩减 QE 规模以及美联储下一届主席人选是市场的核心关注点。前期市场普遍预计美联储将在 9 月宣布缩减 QE 规模，以及萨默斯成为下一届主席的可能性更大导致美国国债率不断上行。9 月中旬以来，随着萨默斯退出美联储主席的竞争以及美联储宣布维持 QE 购买规模，美国国债收益率转而下行。截至 9 月 20 日，美国 10 年期国债收益率为 2.7337%，较 8 月初上升 0.1575 个百分点。展望未来，不仅美联储退出 QE 的乌云将继续笼罩市场，而且美国债务上限问题又浮出水面，总体来看，美债收益率震荡上行的概率较大。

欧债局势大体稳定，主要重债国经济和财政状况没有出现明显恶化迹象，因此国债收益率有所下降。截至 9 月 20 日，爱尔兰、意大利、西班牙和希腊 10 年期国债收益率分别为 3.885%、4.287%、4.301% 和 9.849%，较 8 月初分别下降 0.001、0.076、0.322 和 0.098 个百分点。受德国大选、美联储退出 QE 预期等因素影响，欧洲核心国家国债收益率有所上升。截至 9 月 20 日，德国、法国和英国 10 年期国债收益率分别为 1.943%、2.453% 和 2.921%，较 8 月初分别上升 0.276、0.23 和 0.52 个百分点。展望未来，默克尔成功连任后尽管面临组阁问题，但其主导下的德国对外政策框架不会发生大的变化，这将有利于欧洲经济的复苏以及欧债危机的治理。不过，欧洲国债市场仍然危机四伏：意大利脆弱的联合政府就上调增值销售税等问题有可能分裂；葡萄牙希望调高 2014 年财政赤字占 GDP 的比重

令市场担忧；希腊需要第三轮救助使市场再度紧张。综合考虑，欧债危机短期内出现急剧恶化的概率较小，国债收益率有望保持窄幅震荡。

在安倍经济学的作用下，日本经济复苏势头良好，如期上调消费税的概率不断增大，日本国债收益率持续下降，截至 9 月 20 日，10 年期国债收益率为 0.695%，较 8 月初下降 0.107 个百分点。展望未来，安倍经济学目前看来正面作用较为显著，短期内有助于日本国债收益率维持在较低水平。

受美欧国债收益率上扬和国际资本流出的影响，新兴市场国债收益率普遍上升。截至 9 月 20 日，巴西、印度、印尼和泰国 10 年期国债收益率分别为 11.389%、8.55%、7.743%和 3.95%，较 8 月初分别上升 0.332、0.479、0.25 和 0.004 个百分点。在国内脆弱的金融环境中、加上资本外流的趋势难以扭转，未来新兴市场国债收益率上行可能性较大。

图 4 部分国家 10 年期国债收益率走势图

