

研究报告



城市金融研究所



国际市场与问题研究处

国际市场与问题研究处主要从事工商银行国际经营环境的分析与研判，主要研究领域包括：世界经济、国际金融、国际贸易、跨国投资、全球金融监管政策法规、工商银行国际化经营策略以及海外目标市场的国别风险问题等。研究成果包括：一是定期的国际经济金融走势分析报告（包括季度、半年度与年度分析报告）；二是追踪国际重大热点、焦点问题并及时发布分析报告；三是就国际经济金融领域的长期性、全局性、趋势性问题进行持续跟踪和深度研究，形成年度重点课题成果；四是全球区域风险研究系列成果，包括“全球重点区域风险研究”、“国家风险综合评估”、“重大突发风险信息提示”等。研究成果在对工商银行国际化经营管理发挥决策支持作用的同时，还报送给各省委、省政府及上千家大企业客户，为提高本行的金融服务附加值发挥了积极作用。此外，该处还代表工商银行就重大国际问题为监管部门提供策略建议，积极开展与国际同业及研究机构的学术交流与合作，在权威媒体上发表对国际经济金融相关问题的观点，有效发挥对外学术窗口职能。

国内市场与法规研究处

国内市场与法规研究处主要从事工商银行国内经营环境的分析与研判，主要研究领域包括：国内经济发展趋势、国内金融市场走势、宏观经济政策分析展望、经济与金融法规问题、国内资本市场与货币市场问题、对工商银行有重大影响的问题以及国内经济金融领域的热点、焦点问题等，承担总行级、所级重点课题研究，为行领导提供国内领域问题的研究支持。除定期发布国内经济金融走势分析报告之外，还以不定期形式发布国内重大热点焦点问题研究报告。在行内承担所内研究成果的发布工作，在行外定期向省委、省政府报送所内研究报告，定期为工商银行近千家重点大客户提供研究产品，提高工商银行服务附加值。代表工商银行参加国际、国内学术交流与合作，接待来访的海外代理行客户，介绍中国宏观经济金融态势，在权威媒体上发表对国内经济金融相关问题的观点，发挥学术窗口职能。

同业竞争与问题研究处

同业竞争与问题研究处主要负责国内外银行业市场研究、国内银行同业动态与问题研究、工商银行竞争对手研究、工商银行竞争战略与策略研究、工商银行同业目标市场研究、工商银行金融业合作研究、经营发展过程中重点问题的调查研究以及同业之间的学术交流与合作等。围绕上述职能该处形成以下主要研究产品线：一是国内银行同业经营分析（包括季度、半年度与年度分析）；二是国际银行同业经营分析，包括发达经济体银行和新兴市场经济体银行半年度与年度分析；三是银行业发展与创新研究，反映银行业的市场动态、热点与焦点问题；四是针对竞争对手的重大战略举措等撰写深度分析报告；五是工商银行目标市场研究。此外，还参与各项行级、所级重点课题研究，为工商银行重大改革提供决策支持，并根据人民银行、银监会、银行业协会等部门的要求，参与事关银行业发展的重大课题研究。牵头举办本行“创新沙龙”活动，该活动已成为具有一定影响力的创新和营销平台。

规划与战略研究处

规划与战略研究处主要负责组织编制和推动实施集团的中长期发展战略规划，对集团中长期发展战略规划的落实与执行情况进行检查、评估和报告；负责研究、论证、规划和评估集团经营管理体系建设，推进集团经营管理体制、机制、流程的改革与创新研究；对与集团战略规划与经营管理相关的其他重大问题进行调查研究和组织协调；开展集团中长期经营背景研究，与行内外同业就规划与战略相关议题进行交流与合作。几年来，参与中国工商银行 2006~2008 年、2009~2011 年和 2012~2014 年发展战略规划的编制、任务分解、执行情况跟踪检查和汇报工作；开展工商银行重大战略课题研究，已经完成的工商银行省区分行营业部体制改革研究、县支行竞争力提升研究、盈利梯队构建研究、集团管理体系建设研究等课题成果对工商银行业务发展和经营体制机制改革起到了切实的推动作用；参与国家金融体制改革重大课题研究，参与完成的综合化经营问题研究、国际银行业比较研究等课题成果引起了国务院领导及相关部委的高度重视。

博士后工作管理处

博士后工作站管理处是工商银行博士后科研工作站管理办公室的办事机构，负责工作站的日常管理、学术管理和科研项目的组织落实。工商银行博士后科研工作站是经国家人事部批准于 2002 年 10 月成立的科研机构，致力于商业银行应用理论研究以及培养、吸引和使用高层次优秀人才。建站以来，博士后工作站为工商银行多个重点项目建设提供了有力的理论和人才支持。博士后工作管理处的主要职责：负责博士后科研项目从立项到评审等环节的组织工作；负责博士后人员从进站到出站整个流程的管理；负责协助建设“站所联合”的学术管理机制，定期组织“博士后论坛”并与其他博士后站开展学术交流互访；负责工作站的制度建设，促进工作站的制度化、规范化管理。



货币政策“三重分化” 美元重回强势通道

——2013 年 11 月国际金融市场述评

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

suhong.ma@icbc.com.cn

相关研究：

2013/10/30 《美国政策变数扰动场 全球复苏之路依然崎岖——13年三季度国际经济金融走势分析及未来展望》

2013/9/29 《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 10 月下旬以来，在美日欧经济增速有所加快，新兴经济体增长放缓，美联储可能在未来几个月开始缩减资产购买规模，欧洲、日本央行持续放松货币政策，跨境资本流动更加频繁等多重因素影响下，全球市场波动有所加剧。外汇市场走势较前期出现反转，美元重回强势通道，欧系货币阶段性走软；发达经济体股市普遍上涨，而新兴经济体股市大幅震荡；WTI 和 Brent 原油期货价差持续扩大，国际金价则在强势美元的打压下连续下跌；美债收益率先抑后扬，新兴经济体国债收益率普遍上升。
- 展望后市，美元在保持强势的同时震荡将有所放大，欧元、日元趋于走软，英镑继续走强，新兴市场货币分化依旧；受多重不确定性影响，全球股市震荡将会加剧；油价有望企稳回升，且两市价差将有所收窄；国际金价依然疲弱，但存在阶段性小幅反弹的机会；全球债市仍将黯淡。

目 录

一、美元重回上升通道，欧元短期难改疲弱	3
二、全球股市东西分化，未来维持宽幅震荡	5
三、油价有望企稳，金价依旧疲弱	7
四、美债收益率先抑后扬，欧债局势总体趋稳	9

图目录

图 1 美元汇率走势图	5
图 2 全球主要股指走势图	7
图 3 国际原油及黄金价格走势图	9
图 4 部分发达国家 10 年期国债收益率走势图	10



10月以来，全球“双差异化”趋势更为明显。一方面，美日欧等发达经济体复苏步伐进一步加快，而新兴经济体增速下滑趋势也得到了更多确认；另一方面，主要经济体货币政策呈现“三重分化”走势，美联储主动收紧的市场预期，欧洲央行、日本央行主动放松的政策，部分新兴经济体被动收紧的行动令全球政策博弈更加扑朔迷离。在上述背景下，美元重回上升通道，非美货币普遍走软，全球股市东西分化明显，国际原油价格呈现企稳迹象而国际金价连续下挫，美债收益率先抑后扬，新兴经济体国债收益率普遍上升。展望未来，全球主要央行的货币政策仍是决定中短期国际市场行情的核心因素。特别是美联储在未来几个月启动QE退出将是大概率事件，美元仍将继续保持强势，新兴市场货币走势更趋分化，全球股市震荡将会加剧，原油价格有望小幅回升，国际金价疲弱态势难改，全球债市仍不乐观。

一、美元重回上升通道，欧元短期难改疲弱

10月下旬以来全球外汇市场走势较9月出现显著反转，核心原因在于美国较好的经济数据激发了市场对美联储可能启动QE退出的预期，从而带动美元触底反弹，导致美元对世界主要货币出现大范围升值。世界主要经济体差异化的货币政策，特别是美联储启动QE退出计划的市场预期将继续主导外汇市场波动方向。

首先，美元结束了连续两月的回落态势，筑底后再入上升通道。10月24日美元指数收于79.19，几乎为今年以来的最低点。11月初发布的美国三季度经济数据和10月非农就业数据都远好于市场预期，激发美元指数触底反弹。11月14日，美联储主席继任人选耶伦在参议院金融委员会听证会上的“鸽派”言论促使美元指数小幅下跌。此后因美联储议息会会议纪要发布在即，市场避险情绪又启，促使美元指数再度走高。截至2013年11月21日，美元指数收至81.07，较10月24日低点上涨2.4%。

其次，欧系货币阶段性走软。受欧洲央行11月7日意外降息等事件影响，11月上旬，欧元持续下挫，仅降息当天欧元对美元即一度暴跌1.6%。此后，在

欧元区三季度 GDP 环比正增长和德国 11 月 ZEW 经济景气指数创 4 年新高的好消息带动下，欧元小幅回升。截至 11 月 21 日，欧元对美元收于 1.3482 美元/欧元，较 10 月 21 日贬值 1.5%。与此同时，受美元触底反弹影响，10 月下旬，英镑对美元快速贬值 1.4%，而在 11 月保持相对稳定。一方面，英国经济三季度继续加快增长，且英国央行将失业率降至 7% 的时点从 2016 年夏季提前到了 2015 年三季度，导致英镑面临一定上行压力。但另一方面，英国央行行长关于不排除将失业率门槛降至 6.5% 的公开表态又在一定程度上平抑了市场对英国央行可能提前加息的担心，从而对冲了英镑上行压力。截至 11 月 21 日，英镑对美元收于 1.6199 美元/英镑，较 10 月 21 日升值 0.3%。

第三，日元持续贬值。美元的全面反弹决定了日元的疲弱走势，尽管日本经济在三季度实现了超预期增长，亦未能扭转日元相对美元的跌势，并于 11 月 14 日刺穿 100 日元/美元这一关键点位。截至 11 月 21 日，日元汇率收于 101.16 日元/美元，较 10 月 21 日贬值 3%。

第四，新兴市场货币跌势再次放大。10 月初以来，在资本重新流入、新兴经济体货币当局连续加息和为市场注入流动性等因素带动下，新兴市场货币陆续企稳并收回部分失地。然而进入 11 月，随着美元的走强，部分新兴市场货币贬值幅度再次加大。10 月 21 日-11 月 21 日，印尼盾、南非兰特、土耳其里拉和印度卢比兑美元分别贬值 8%、4.4%、1.8% 和 1.6%。仅在 11 月 21 日美联储发布议息会纪要的当天，马来西亚林吉特、印度卢比和印尼盾的跌幅就曾一度达到 0.6%、0.5% 和 0.3%。值得关注的是，新兴市场货币走势分化日益明显，凸显经济基本面对本国币值的基础性作用。下半年以来，波兰兹罗提和韩元较美元分别累计升值 5.9% 和 6%，在过去一个月美元走强区间，二者也基本保持稳定。形成鲜明对比的是，印尼盾、印尼卢比和土耳其里拉同期分别贬值 18.1%、5.1% 和 4.8%。

展望未来，美联储和欧洲央行的货币政策将决定全球外汇市场的走势。一方面，最新发布的美联储议息会纪要显示多数委员预计未来美国经济数据将与委员会的经济展望保持一致，从而促使美联储可能在未来几个月内开始缩减资产购买规模。这意味着今年 12 月和明年 3 月将是非常关键的 QE 退出启动时点，因此短



期内美元仍将保持强势，且震荡会有所放大。另一方面，为了对抗通缩和支持欧元区对外出口，重启长期再融资计划、美式量化宽松和负存款准备金率都可能成为欧洲央行下一步货币政策的选项，尽管上述政策会受到德国的反对，但市场对欧洲央行再宽松的预期依然强烈，这决定了欧元将继续走软。在上述主基调下，英镑趋于继续走强；新兴市场货币分化走势仍会继续，且震荡将会加剧；日元在贸易赤字下空头压力仍然存在，但大幅波动的可能性不大。

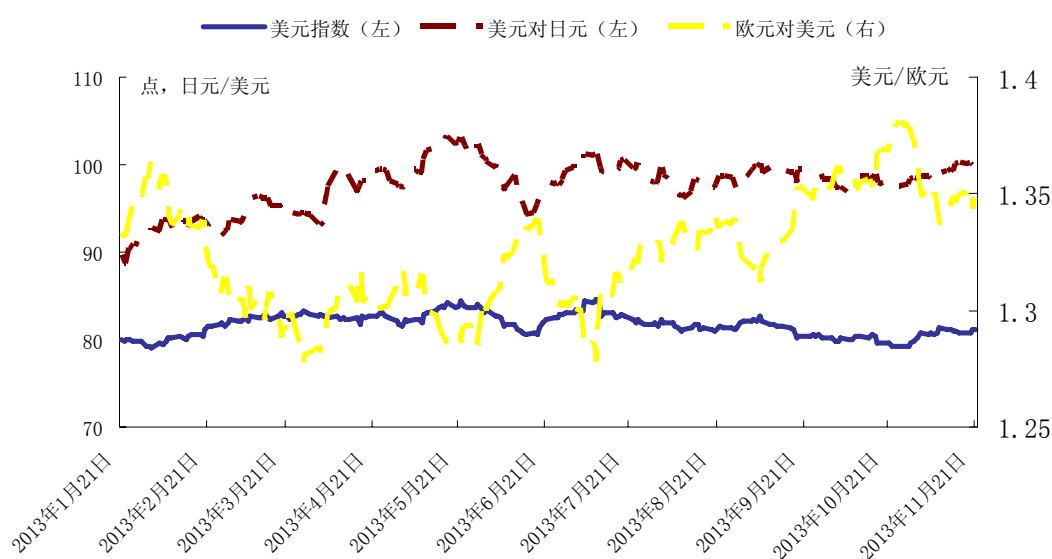


图1 美元汇率走势图

二、全球股市东西分化，未来维持宽幅震荡

10月以来，全球股市呈现明显分化格局，美欧日经济数据总体向好推动发达市场股市普遍强势上行，新兴市场经济增速下滑、通胀风险攀升、跨境资本异动引发股市大幅震荡。截至11月20日，全球股市市值为60.27万亿美元，较10月初上涨了1.8万亿美元。

美国股市大幅上涨，一方面得益于经济数据持续改善，美国三季度GDP环比折年率为2.8%，表现好于前两个季度且强于市场预期。另一方面美联储主席继任人选耶伦在11月参议院金融委员会听证会上的“鸽派”论述激发了市场热情。

截至 11 月 20 日，道琼斯工业指数、标普 500 指数和纳斯达克指数较 10 月初分别上涨 4.7%、5.1%和 2.7%。展望未来，美股或将面临以下风险：一是美国总统奥巴马与国会虽在“最后时刻”达成协议，暂时避免债务违约，但债务上限额度仅够未来三个多月使用，届时美国债务上限纷争可能再次续演；二是受政策不确定性影响，美国经济在保持继续增长的同时亦呈现一定疲态和隐忧，就业形势依然不容乐观，复苏动力仍显不足，未来美股走势波动将进一步加大。

欧洲股市涨势总体稳健。欧元区三季度实际 GDP 季环比增长 0.1%，增长后劲略显不足，但复苏趋势未改。在 17 个成员国中，有 8 个已经连续 2 个季度环比正增长。虽然核心国德国增幅不及预期，法国出现环比 0.1%的萎缩，但欧洲央行降息至历史低位 0.25%，推行新一轮长期再融资操作（LTRO）概率加大，对市场形成较强的推动力。截至 11 月 20 日，欧洲 STOXX50 指数、德国 DAX30 指数和法国 CAC40 指数较 10 月初分别上涨 3.8%、5.9%和 1.7%，希腊雅典指数受财政缺口问题影响呈先扬后抑走势，10 月上中旬涨幅达 17.7%，10 月下旬至今下跌了 5.5%。展望未来，欧股走势可能出现分化：一方面，德法等核心国家以及正在走出危机的边缘国家股市可能受基本面影响继续上扬，另一方面，希腊等仍处债务危机泥潭的成员股市可能随着危机的下一步演化出现较大波动，尚不排除因危机再现恶化迹象而大幅下跌的可能。

日本股市震荡上行。主要原因有三方面：一是安倍经济学对经济的提振作用进一步显现，虽然三季度日本 GDP 季环比年率较前两个季度略有下降，复苏形势仍较良好，第一季度 GDP 上修至 4.3%也对股市形成利好。二是 10 月初安倍晋三宣布明年上调消费税对股市形成一定冲击，全球经济复苏疲弱带来的下行风险也加大日本股市波动。三是最新公布的 9 月 CPI 数据同比升至 1.1%，是 2008 年末以来首次超过 1%，日本走出通缩迹象显现，对股市形成明显提振效应。截至 11 月 20 日，日经 225 指数较 10 月初上涨 4.1%。未来日本经济仍面临全球经济复苏不稳定带来的下行风险，以及消费税上调对日本经济的不确定性，股市走势波动性趋强，技术性回调出现的概率加大。

新兴市场股市呈现宽幅震荡格局。美联储延迟退出 QE 使资金流出新兴市场



趋势放缓，曾一度推动多数新兴经济体股市反弹，但经济增速放缓、通胀风险持续攀升、跨境资本继续外流等问题仍较凸出，主要股指上升动力不足。截至 11 月 20 日，俄罗斯 Micex 指数与印度孟买 30 指数较 10 月初分别上涨 2.5% 和 4.75%，巴西 BOVESPA 指数同期下跌-0.2%。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，新兴市场股市或将继续维持宽幅震荡。

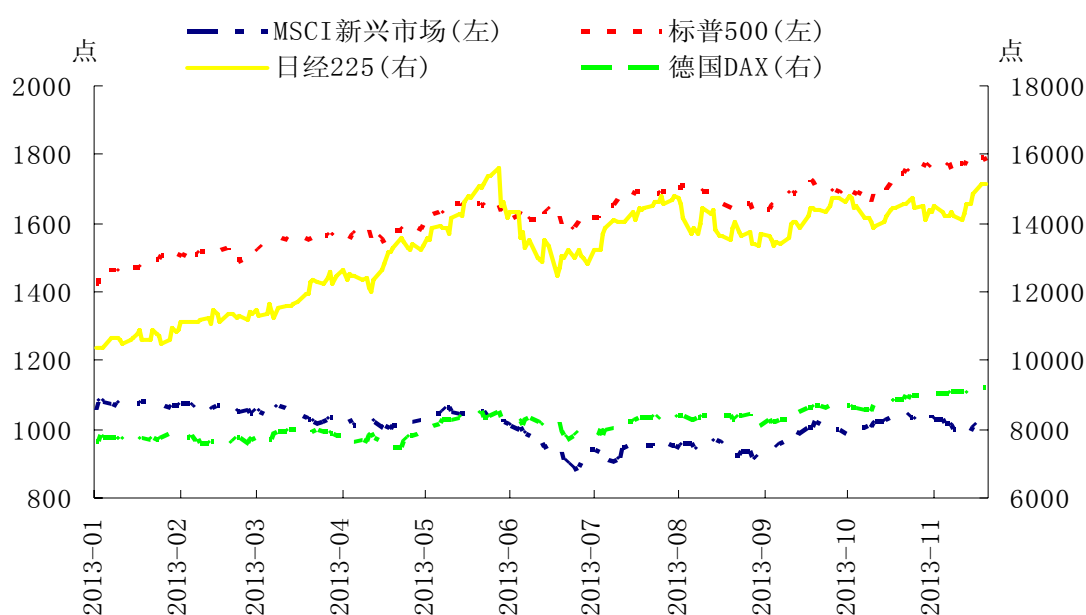


图 2 全球主要股指走势图

三、油价有望企稳，金价依旧疲弱

全球两大原油市场走势分化格局仍在继续，导致 WTI 和 Brent 原油期货价差持续扩大。截至 11 月 21 日，WTI 和 Brent 原油期货价格分别报收于 95.44 和 110.08 美元/桶，分别较 10 月 21 日下跌 4.5% 和 0.9%，两者价差也从 10 月 21 日的 9.2 美元/桶扩大至 14.6 美元/桶。造成两大原油市场走势分化的主要原因在于：一方面，WTI 原油价格主要反映美国市场供求，过去三周中，全美原油库存分别增加 160、260 和 40 万桶，持续增长的库存和美元再度走强共同打压了

WTI 原油价格；另一方面，Brent 原油价格主要反映除美国以外的全球市场供求，特别受欧佩克国家原油供应的影响。由于 11 月初伊朗核谈判未能达成任何进展性协议，加之利比亚严重的暴力冲突加剧了石油供应紧张，地缘政治局势有效支撑了 Brent 原油价格，并在很大程度上对冲了美元走强给油价带来的下行压力。

10 月下旬以来，国际金价持续下挫。美国三季度经济数据超市场预期，美元强势回升，欧美股市持续走高，持仓量已处于 57 个月低点的黄金 ETF SPDR 仍未停止减持步伐，印度严格限制黄金进口的措施导致国内黄金消费不振等多重因素共同打击了国际金价。截至 11 月 21 日，国际黄金现货价格报收于 1242.91 美元/盎司，较 10 月 21 日下跌 5.5%。

展望下一阶段，冬季采暖需求高峰即将到来，美国的汽油和精炼油库存正在持续减少，与此同时，伊朗核谈判局势仍不明朗，利比亚冲突尚未得到有效解决，而且伊拉克的原油供应难以在短期有效上升，预计这个冬季全球原油供需将处于紧平衡状态，WTI 原油价格有望企稳，并小幅回升，而 Brent 原油价格则对欧佩克国家的原油供应情况更为敏感，继续维持震荡走势，两市价差有望收窄。与此同时，国际金价疲弱态势难以出现实质性改观，美联储在未来几个月启动 QE 退出计划是大概率事件，美元再次回到上升通道，这是短期金价走势的决定性因素，而中国、印度实物黄金消费对金价的反弹支撑作用在持续降低。应注意的是，美国国会为财政部提供的预算资金只够运营到明年 1 月 15 日，年底市场不安情绪或将再起，不排除避险需求会阶段性支撑金价有所反弹。综合上述情况，我们将未来三个月国际金价的波动区间下调至 1180-1280 美元/盎司。

图 3 国际黄金石油价格走势

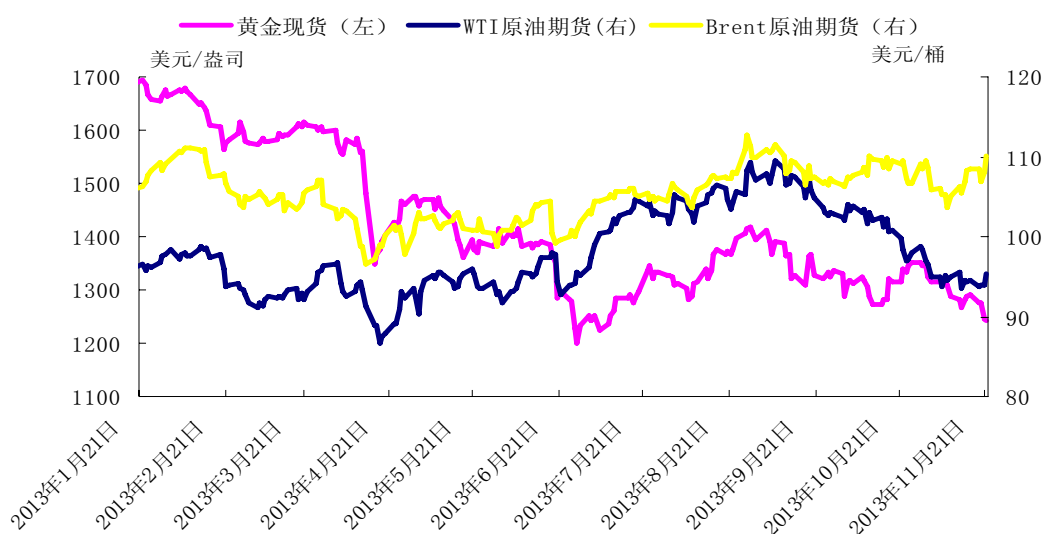


图 3 国际原油及黄金价格走势

四、美债收益率先抑后扬，欧债局势总体趋稳

10 月以来，美债收益率呈现先抑后扬的 V 型走势。随着美债上限协议的达成，市场逐步消化联邦政府停摆的负面冲击，美联储延迟退出 QE 也利好美债市场，截至 10 月 29 日，美国 10 年期国债收益率较政府停摆期间峰值下跌 22.42 个基点至 2.5034%。11 月以来，随着美国三季度经济数据披露，市场对未来复苏前景进一步看好，风险偏好有所提升，开始从低风险债市转向股市等高风险市场，截至 11 月 20 日，美国 10 年期国债收益率上涨 29.53 个基点至 2.7987%。展望未来，美联储退出 QE 仍是大趋势，而且美国债务上限的乌云还将再次笼罩市场，预计美债收益率将维持缓慢震荡上行。

欧债市场总体格局继续趋稳，主要重债国经济和财政状况没有出现明显恶化迹象，其中爱尔兰宣布将于 12 月退出救援计划更是为欧洲危机企稳发出积极的信号。截至 11 月 20 日，希腊、意大利、爱尔兰 10 年期国债收益率分别较 10 月初下降 61.5、33.3 和 30.3 个基点至 8.557%、4.084% 和 3.526%，与德国同期限国债收益率差进一步收窄。展望未来，欧洲国债市场仍面临多重风险：希腊需要第三轮救助仍面临较大不确定性，意大利政治风险可能大幅攀升，欧元区成员国

之间的利益博弈可能进一步深化，火车头德国面临来自欧盟委员会在巨额贸易盈余方面的调查，默克尔新组建的政府对欧政策亦可能出现微妙变化。虽然欧债危机短期内出现急剧恶化的概率较小，但未来可能的突发性事件将对国债市场造成较大冲击。

日本国债收益率在经济复苏势头良好、量化宽松政策持续推行的背景下总体维持下行走势，截至 11 月 20 日，日本 10 年期国债收益率较 10 月初下降 5.2 个基点至 0.615%。根据最新公布数据，今年 9 月末日本主权债务已达到 1011.1 万亿日元，为 GDP 总量的两倍以上，主权债务风险继续攀升，加之 CPI 同比增幅明显提升，股市震荡上行，资金撤离债市寻求更高收益意愿增强，预计未来日本国债收益率将出现阶段性上行。

受经济增速放缓、资金外流以及货币贬值等因素影响，新兴市场国债收益率普遍上升。截至 11 月 20 日，巴西 5 年期国债以及印度、印尼、泰国 10 年期国债收益率分别较 10 月初上升 48.7、31、33.5 和 21.4 个基点至 12.101%、9.046%、8.507%和 4.117%。虽然美联储维持 QE 对新兴市场国债是利好，但国内脆弱的金融环境、加之资本外流的趋势难以扭转，未来新兴市场国债收益率继续上行可能性仍然较大。

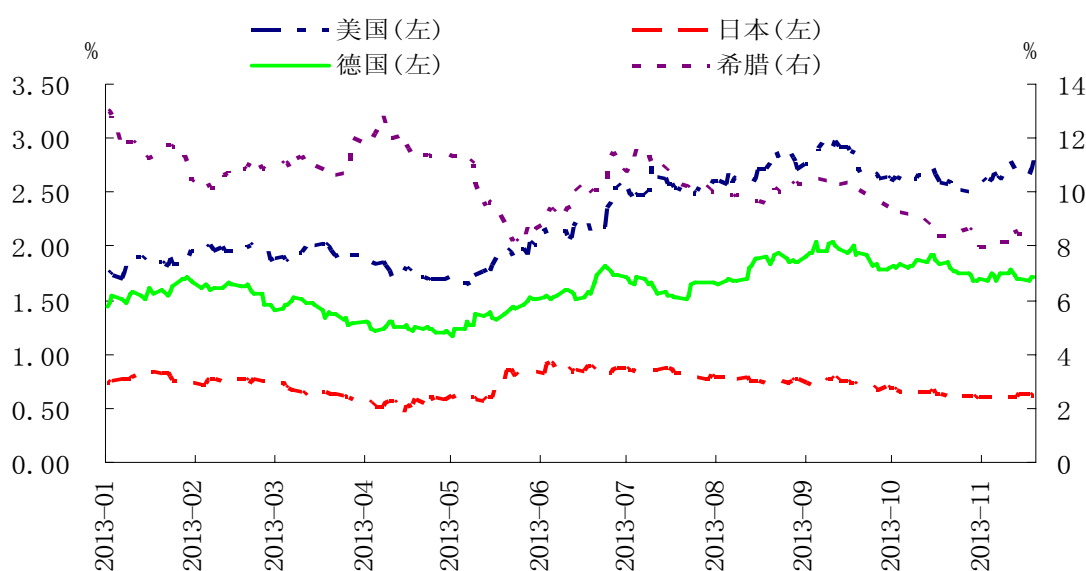


图 4 部分发达国家 10 年期国债收益率走势图