



美联储启动 QE 退出 全球资产价格面临重估

——2013 年 12 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：

2013/11/25 《货币政策“三重分” 美元重回强势通道——2013 年 11 月国际金融市场走势述评》

2013/10/30 《美国政策变数扰动市场 全球复苏之路依然崎岖——

2013 年三季度国际经济金融走势分析及未来展望》

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 11 月初以来至 12 月中下旬，受主要经济体增长数据持续改善、中东地缘政治局势出现缓和等因素影响，国际金融市场风险偏好明显升高，股市、原油等高风险资产相对于美元、美债、黄金等低风险资产的表现更为强劲。由于市场对美联储退出 QE 的预期已有所消化，因此，美联储宣布退出决定并未明显逆转市场前期走势。就外汇市场而言，美元低位震荡，欧元大幅升值，日元跌破新低。就全球股市而言，美国三大股指继续高歌猛进，欧洲股市涨跌互现，日本股市震荡上行，新兴股市宽幅波动。就大宗商品而言，国际油价震荡攀升，国际金价大幅下挫。就国债市场而言，美债收益率持续走高，欧债日债总体趋稳。
- 展望下一阶段，受美联储开始削减 QE 规模的影响，全球市场的美元流动性趋于收缩，从而带动美元实际利率提升、美元走强及跨境资金回流美国，并进一步引发以美元计价的金融资产价格的重估。非美货币或将整体走弱，黄金等贵金属价格仍有下行空间，原油等大宗商品价格受到压制。

目 录

一、美联储 QE 退出计划落地，美元开始震荡上行.....	3
二、全球股市西强东弱，未来或将弱势震荡.....	5
三、国际油价震荡走高，国际金价跌跌不休.....	7
四、美债收益率持续走高，欧债日债总体趋稳.....	8

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	8
图 4 部分发达国家 10 年期国债收益率走势图	10



2013年11月初以来至12月中下旬，受主要经济体增长数据持续改善、中东地 政治局势出现缓和等因素影响，美元、美债、黄金等低风险资产普遍弱势震荡，而以美国三大股指为代表的高风险资产价格涨势强劲。由于市场对美联储退出QE的预期已有所消化，因此，美联储宣布退出决定并未明显逆转市场前期走势。展望下一阶段，受美联储开始削减QE规模的影响，全球市场的美元流动性趋于收缩，将带动美元实际利率提升、美元走强及跨境资金回流美国，并进一步引发以美元计价的金融资产价格的重估。非美货币或将整体走弱，黄金等贵金属价格仍有下行空间，原油等大宗商品价格受到压制。

一、美联储QE退出计划落地，美元开始震荡上行

11月初至12月中下旬，全球外汇市场主要呈现出以下四大趋势：

一是美联储削减QE规模刺激美元突破低位震荡局面。经历了10月底的触底反弹后，受美国经济数据持续向好以及美联储延缓退出QE计划等因素交错影响，美元指数在11月围绕80点位低位震荡。12月以来，美国两党就一份两年期的临时预算协议达成一致且国会众议院12日通过了该方案力助美元小幅反弹。12月18日，美联储宣布从2014年1月开始削减QE购买量，这意味着美国历史上规模最为庞大的量化宽松政策正式启动退出。为了降低启动QE退出对市场的负面冲击，美联储同时进一步强化了长期保持超低利率的承诺，倾向于在失业率降至6.5%之后的相当长一段时间内维持0-0.25%的联邦基准利率。受此影响，美元指数在当天仅小幅反弹0.57%。截至2013年12月18日，美元指数收于80.51，较11月末下挫0.14%，较10月末升值0.35%。

二是欧元持续大幅升值。从11月中旬起，美联储延缓退出QE推动美元震荡贬值，从而致使欧元对美元汇率走高，同时欧元区经济温和复苏、经常账户收支不断改善以及欧债危机渐趋平稳增加了欧元区资产的市场吸引力，也为欧元走强提供了有力支撑。受美联储削减QE规模影响，欧元兑美元汇率在12月18日当天下挫0.57%。截至12月20日，欧元对美元汇率收于1.3687，较11月末和10月末分别升值0.71%和0.74%。

三是日元汇率创下近 5 年来新低。日本央行将货币政策目标从隔夜利率转变为控制基础货币，计划两年内将基础货币总量翻番，同时还提出在两年内实现 2% 的通胀目标，这对日元构成长期利空。此外，12 月初日本政府批准了一项 18.6 万亿日元（约合 1820 亿美元）的经济刺激计划，进一步推动了日元贬值，而美联储宣布削减 QE 规模助推日元对美元汇率在 12 月 18 日当天再次大幅贬值 1.37%。截至 12 月 18 日，日元对美元汇率收于 104.27，较 11 月末贬值 1.85%，较 10 月末贬值 6%。

四是新兴市场货币汇率震荡加剧，但对美元汇率基本保持平稳。11 月以来，美元的短期震荡走高以及美联储削减 QE 计划预期增强致使新兴市场货币跌幅有所增大，进入 12 月以后新兴市场货币在低位震荡盘整，12 月 18 日削减 QE 规模的尘埃落定推动大部分新兴市场货币当天出现不同程度的贬值，但与 11 月末变化不大。截至 12 月 18 日，俄罗斯卢布、印度卢比和巴西雷亚尔对美元汇率较 11 月末分别小幅升值 0.75%、0.54% 和 0.21%，印尼盾则较 11 月末和 10 月末分别贬值 1.69% 和 7.9%。

展望后市，此次美联储小幅削减资产购买规模拉开了全面启动 QE 退出计划的序幕，意味着未来全球金融市场美元流动性将从此前极度宽松转为慢慢收紧，将带动市场风险情绪上升，加速跨境资金回流美国的步伐，再加上美国经济增长向好趋势明显，从而可能带动美元在 2014 年整体呈震荡走强趋势。在美元震荡走强的主基调下，2014 年非美货币或将整体走弱：受私人需求和投资疲弱影响，OECD 将欧元区 2014 年经济增速预测值由此前的 1.1% 下调至 1.0%，增长前景不容乐观，这将可能继续加剧欧元汇率震荡贬值趋势；考虑到日本政府以推动日元贬值来刺激经济增长，日本政府可能继续扩大量化宽松的规模，从而加剧日元走低趋势，日元对美元汇率或再创新低；美元汇率走强以及部分新兴经济体自身结构性问题或将加速国际资本撤离新兴市场，新兴市场经济体货币或将出现大幅震荡，考虑到新兴经济体已经采取了一系列应对措施，预计新兴市场货币再次出现大幅贬值的概率较小。

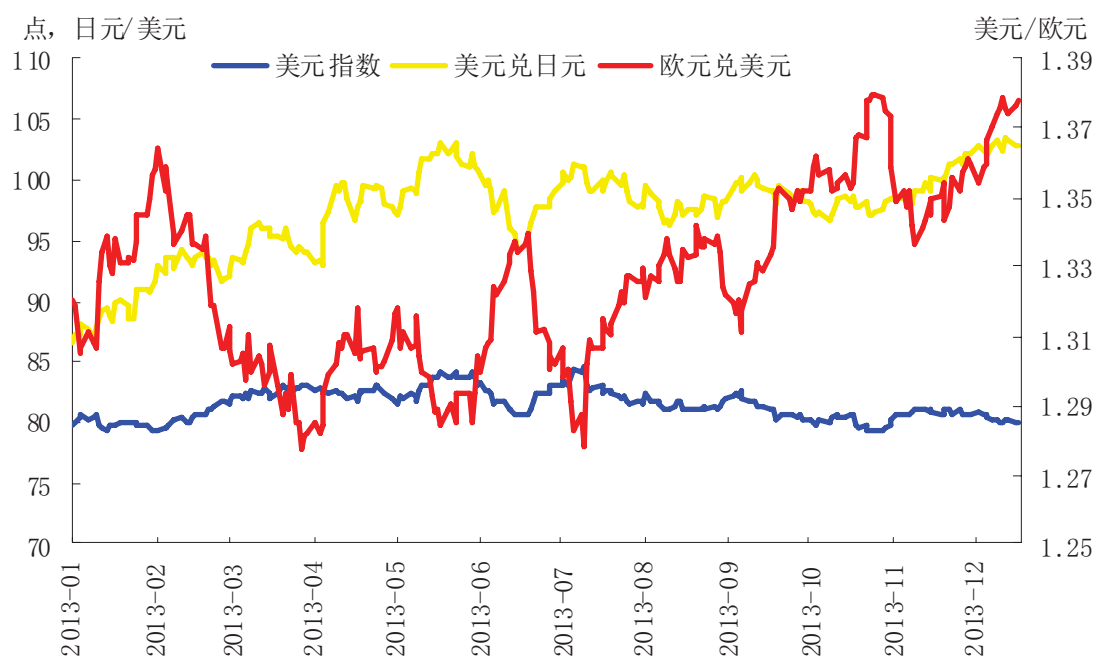


图1 美元汇率走势图

二、全球股市西强东弱，未来或将弱势震荡

11月以来，全球股市走势有所分化，美、日、德经济基本数据向好推动股市震荡上行，新兴市场限于各类风险积聚而股市疲软。截至12月19日，全球股市市值为60.67万亿美元，较11月初上涨了7354.48亿美元。

美国三大股指延续前期涨势。主要得益于三方面：一是经济数据持续改善，美国三季度GDP环比折年率在12月份两次上修，最终向上大幅修正至4.1%，创下近两年的新高，推动了市场风险偏好的升高。二是美国民主党和共和党达成未来两个财年联邦政府预算方案，并先后在众参两院获得通过，对市场情绪起到了助推作用。三是美联储缩减QE规模的靴子最终落下，让市场焦点重新回到经济基本面和企业业绩上。截至12月19日，标准普尔500、道琼斯指数、纳斯达克指数等美国三大股指分别较11月初上涨了2.7%、3.6%和3.5%。展望未来，12月是美国消费旺季，有助于经济数据走高以及相关企业的业绩提升，为美股提供上行动力。但也不能忽视以下风险：一是美国经济的不确定性依然存在，虽然失业率和非农就业数据逐渐好转，但劳动参与率依然处于历史低位，房地产对经济

的拉动作用尚不稳定；二是 2013 年以来美股指数屡创新高，市场对继续推高股市的凝聚力有所下降，美股进行技术性调整的概率大增。总体来看，未来美股继续走高的可能性不大。

欧洲股市涨跌互现。截至 12 月 19 日，欧元区 STOXX50 指数和法国 CAC40 指数较 11 月初分别下跌 0.69% 和 2.3%，重要的影响因素是法国奥朗德政府以增税换取经济增长的政策，客观上加重了法国经济复苏的包袱，也令整个欧元区的复苏形势蒙上阴影。但由于德国经济数据的改善以及默克尔成功组建“大联合政府”等因素，德国 DAX30 指数同期上涨 3.6%。展望未来，欧股走势可能出现分化：一方面，德国以及正在走出危机的边缘国家股市可能受经济基本面改善而保持涨势。另一方面，法国、意大利以及还在接受援助的重债国股市可能会因债务或银行业形势恶化而遭受打压，并制约整个欧洲股市的上行态势。总体来看，未来欧股震荡调整的可能性略大。

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，日本前三季度 GDP 实现较快增长，通缩状况明显缓解，截至 10 月 CPI 已连续上涨 5 个月。二是日本央行“量和质的货币宽松”逐渐发生效力，资金持续流入并推高日本股市。三是近期日元对美元汇率已突破 104 点关口，刷新 5 年高位至 104.36，大幅提振汽车及电机等出口关联类企业业绩。截至 12 月 19 日，日经 225 指数较 11 月初上涨 11.75%。未来日本股市在超宽松货币政策及日元汇率贬值的推动下有望继续走高，但需警惕消费税上调及外需不稳对日本经济造成的下行风险。总体来看，日股震荡上行的概率较大。

新兴市场股市呈现宽幅震荡格局。美联储启动 QE 退出使资金加速流出新兴市场的预期增强，与此同时，经济增长放缓、通胀风险居高不下等问题仍较突出，主要新兴股指震荡下挫。截至 12 月 19 日，印度孟买 30 指数、俄罗斯 Micex 指数和巴西 BOVESPA 指数较 11 月初分别下跌 2.3%、2.99% 和 4.41%。由于上述利空因素影响仍将持续，新兴股市维持弱势震荡的可能性较高。

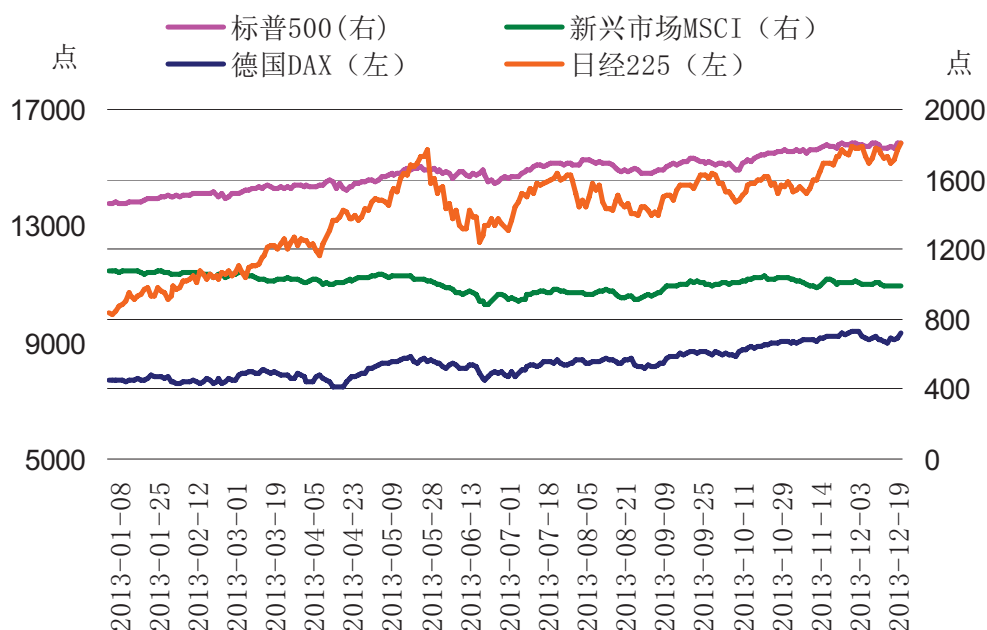


图2 全球主要股指走势图

三、国际油价震荡走高，国际金价跌跌不休

11月份，国际油价一路震荡走低并在11月27日触及近5个月来低点。进入12月，国际油价大幅走高并在高位维持震荡格局，原因有三：一是欧美经济复苏势头改善以及冬季取暖用油高峰到来，推动原油需求增加并刺激国际油价走高；二是重要产油国利比亚发生骚乱，导致该国石油日产量大幅降至约25万桶，致使国际油价继续冲高。截至12月18日，WTI原油期货价格报收于97.86美元/桶，较11月末上涨5.5%。

从金价走势来看，受全球经济复苏改善及中东地 形势缓和等因素影响，黄金的保值避险需求下降，而美国经济数据靓丽使美联储退出QE预期渐浓，黄金看空情绪进一步强化。美国期货和期权上建立的空头投机头寸接近七年半以来高点，最大黄金ETF基金SPDR持仓量则降至五年内低点，推动国际金价从11月初开始持续下跌，美联储宣布退出QE的次日（12月19日），纽约黄金现货价格跌破1200美元大关，收于1188.68美元/盎司。

展望2014年，国际油价或将出现一定程度的回调，原因有三：一是美联储

削减 QE 规模推动美元升值，或对原油价格形成下行压力，国际油价可能出现高位回落；二是据国际能源机构 (IEA) 预测，2014 年全球对欧佩克国家的石油需求量将下降至 2940 万桶/日，尽管欧佩克当前的原油产量已经有所下降，但仍超出需求量，或将助推国际油价弱势回调；三是从目前来看包括伊朗、叙利亚在内的地区政治风险在 2014 年有进一步缓和的趋势，或将加剧国际油价的下滑趋势。预计 2014 年 WTI 原油期货价格或将在 80-105 美元/桶区间震荡下行。2014 年，国际金价仍可能呈现下跌趋势且下行空间较大：一方面，美元震荡走高将可能推动金价继续弱势下行，另一方面，全球经济稳步复苏将进一步缓解市场避险情绪，进而加剧金价继续向下调整。预计国际金价在 1050-1300 美元/盎司区间内波动，不排除由于美元大幅升值而引发金价跌破 1000 美元大关的可能。



图 3 国际原油及黄金价格走势

四、美债收益率持续走高，欧债日债总体趋稳

11 月以来，美国国债收益率不断上行，对应着价格下跌，主要影响因素有两方面：一是随着美国经济数据基本向好，市场对未来复苏前景的乐观情绪占主



流，风险偏好有所提升，资金开始从低风险债市流向股市等高风险市场；二是美联储最终决定缩减 QE 规模，令市场对长期利率的预期进一步提升，从而推动美债收益率升高。截至 12 月 19 日，美国 10 年期国债收益率较 11 月初上涨 25.9 个基点至 2.881%。展望未来，随着美国经济增长基础逐渐稳固，美联储缩减 QE 的规模会不断增大，美债价格可能进一步下跌，美债收益率有望继续抬升。

欧债市场总体趋稳，主要重债国经济和财政状况没有出现明显恶化迹象，其中爱尔兰正式退出“三驾马车”的救援计划以及西班牙将于 2014 年初退出救援计划，为市场对未来欧洲经济顺利走出债务和银行业危机增添了信心。截至 12 月 19 日，意大利、葡萄牙、爱尔兰的 10 年期国债收益率分别较 11 月初下降 1.2、7.4 和 3.6 个基点至 4.059%、6.033%、3.458%。因与国际债权人关于救助的谈判进展缓慢，同期希腊 10 年期国债收益率较 11 月初上升 64.4 个基点至 8.565%。展望下一阶段，欧债市场喜忧参半：一方面，希腊近期获得第三轮救助的可能性较大，欧洲银行业联盟取得突破性进展有利于维持欧债市场平稳；但另一方面，欧洲经济复苏仍然脆弱，失业高企、政局动荡、社会矛盾突出等因素将制约欧债基本面。总体来看，欧债市场的系统性风险已经显著降低，各成员国通过市场融资的能力有望增强。

日本国债收益率在安倍经济学取得一定成效，经济复苏势头较好的背景下保持平稳。截至 12 月 19 日，日本 10 年期国债收益率较 11 月初上升 7.3 个基点至 0.664%。由于日本经济前景较为乐观，因此市场风险偏好明显增强，资金撤离债市寻求更高收益的意愿增强，预计未来日本国债收益率仍将缓慢上行。

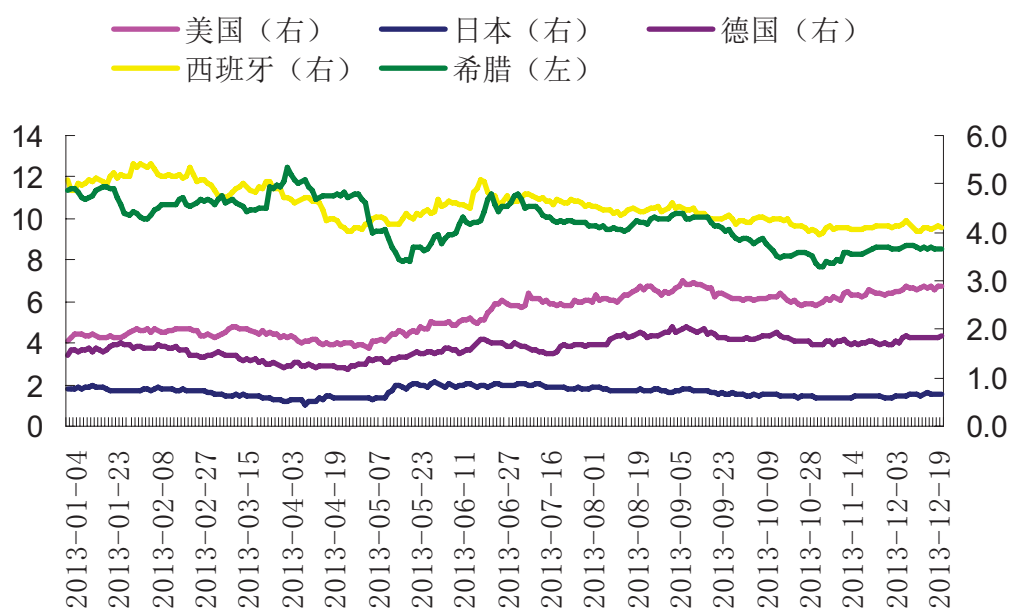


图 4 部分发达国家 10 年期国债收益率走势图