



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

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

suhong.ma@icbc.com.cn

相关研究：

2013/4/1《欧债风险再抬头 美元资产受追捧——2013 年 3 月国际金融市场走势述评》

2012/2/25《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》

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。

本报告不代表研究人员所在单位的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。

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，仅供内部参阅，未经作者书面许可，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 年第一季度，全球经济延续了整体复苏的态势，但复苏力度弱于预期，主要经济体的复苏态势趋于分化。上述背景下，国际金融市场波动性明显加大，美元汇率先抑后扬，全球股市和国债市场走势分化，国际大宗商品价格大幅下挫，特别是国际金价 4 月份现历史性暴跌。
- 展望未来，全球经济复苏的不确定性依旧广泛存在，欧债危机还存在恶化可能。美国经济复苏大势不变，但经济增速可能下降；欧元区下半年复苏预期恐落空；日本则有望延续渐进复苏；新兴市场则可能在年中实现触底反弹。受此影响，美元可能继续震荡升值，美日股市或将延续强势，大宗商品市场将震荡下行，国债市场将加剧分化。

The Trend of Gradual Recovery of Global Economy Unchanged, Which Leads The Inevitable Turmoil of International Markets

——Analysis and outlook for international economic and financial trend in Q1
2013

Executive Summary

In the first quarter of 2013, the global economy continued the trend of the overall recovery, but recovery is weaker than expected, and the major economies are recovering differentially. Against this background, the volatility of international financial markets increased obviously, and the US dollar appreciated after depreciation, and the global stock markets and bond markets went adversely, and the international commodity prices fell sharply, especially the international gold price plunging historically in April.

Looking forward, the uncertainty of the global economic recovery remains widespread, and the European debt crisis is likely to worsen. The momentum of US economic recovery is constant, but economic growth is likely to fall; the euro zone's recovery in the second half year is difficult to realize; Japan is expected to continue a gradual recovery; Emerging markets may realize rebound in 2013. Affected by this, the US dollar could continue to appreciate vibrantly, and the stock markets of Japan and US may continue to be strong, and commodity markets will be volatile downward, and the differentiation of Treasury bond markets will intensify.



目 录

一、全球经济走势回顾与展望.....	5
（一）美国经济复苏大势不变，复苏势头将有所放缓.....	5
（二）欧元区经济衰退加深，下半年复苏预期恐落空.....	6
（三）安倍经济学初见成效，日本经济复苏有望延续.....	7
（四）新兴市场经济增速可能在年中实现触底反弹.....	8
二、国际金融市场走势回顾与展望.....	9
（一）美元汇率先抑后扬，未来可能继续震荡升值.....	9
（二）全球股市走势分化，美日股市或将延续强势.....	11
（三）国际金价“高台跳水”，国际油价震荡下挫.....	12
（四）国债市场出现分化迹象，塞浦路斯危机影响有限.....	15

图目录

图 1 美元汇率走势图（2012. 03. 30 - 2013. 04. 17）.....	10
图 2 全球主要股指走势图（2012. 4 - 2013. 4）.....	12
图 3 国际原油及黄金价格走势图（2012. 04 - 2013. 04）.....	15
图 4 部分发达国家 10 年期国债收益率走势图（2012. 04 - 2013. 04）.....	17

表目录

表 1 全球主要经济体经济增速及预测.....	5
-------------------------	---

2013年第一季度，全球经济延续了整体复苏的态势，但复苏进程的缓慢性、渐进性和曲折性进一步显现。一方面，全球经济复苏的势头有所放缓，复苏力度弱于预期，IMF在4月17日公布的《世界经济展望》中，将2013年全球经济增长预期下调0.2个百分点至3.3%，将2013年发达市场经济增长预期下调0.1个百分点至1.2%，将2013年新兴市场经济增长预期下调0.2个百分点至5.3%。另一方面，全球经济复苏出现分化态势，美国经济复苏的稳固性依旧强于其他发达国家；欧元区受到欧债危机的滞后影响，经济衰退加深；日本经济受益于超出预期的宽松货币政策，出现阶段性反弹；新兴市场经济增速放缓的势头并未明显缓解。在全球经济复苏力度不足、分化加剧的背景下，国际金融市场波动性明显加大，美元汇率先抑后扬，全球股市和国债市场走势分化，国际大宗商品价格连续下挫，特别是金价出现历史性暴跌。

展望未来，全球经济复苏的不确定性依旧广泛存在，特别是将面临以下四大风险：一是受塞浦路斯危机和意大利政局混乱等因素的影响，欧债危机还存在恶化可能；二是尽管发达经济体赤字削减取得进展使短期财政风险消退，但公共债务水平持续高企仍对未来经济前景构成威胁；三是在发达经济体央行前期的宽松货币政策导致流动性泛滥和资产价格抬升的背景下，未来全球宽松货币政策若“无序”退出可能对金融体系稳定带来巨大风险；四是在全球需求不足及欧债危机演化的背景下，贸易保护主义持续升温将对全球贸易增长构成进一步拖累，世贸组织近期已将2013年全球贸易增长预估从此前的4.5%调降至3.3%。

在上述复杂背景下，全球经济复苏步伐将依旧缓慢，分化态势将进一步加剧，美国经济复苏大势不变，但经济增速可能下降；欧元区下半年复苏预期恐落空；日本则有望延续渐进复苏；新兴市场则可能在年中实现触底反弹。受此影响，美元可能继续震荡升值，美日股市或将延续强势，大宗商品市场将震荡下行，国债市场将加剧分化，整个国际金融市场的波动性将明显上升。

	2012			2013		
	第三季度	第四季度	全年	第一季度	第二季度	全年



美国	3.1	0.4	2.2	2.8	1.6	1.9
欧元区	-0.7	-0.9	-0.6	-0.9	-0.7	-0.4
英国	0.4	0.2	0.2	0.4	1.0	0.7
日本	-3.7	0.2	2.0	2.2	2.5	1.6
印度	5.3	4.5	4.0	5.0	5.5	5.7
发达经济体	—	—	1.2	—	—	1.2
新兴市场	—	—	5.1	—	—	5.3
全球	—	—	3.2	—	—	3.3

单位：%

注：表中阴影部分为预测数据。

表 1 全球主要经济体经济增速及预测

资料来源：Bloomberg，IMF，中国工商银行城市金融研究所，除特别注明外，下同。

一、全球经济走势回顾与展望

（一）美国经济复苏大势不变，复苏势头将有所放缓

2013 年第一季度，受益于房市回暖、消费增长、就业改善、资本回流和金融体系能力恢复，美国经济继续呈现出渐进复苏的态势。彭博系统显示，国际机构对第一季度美国实际 GDP 季环比增长年率的预期中值为 2.8%，大幅高于 2012 年四季度 0.4% 的增速。我们认为，尽管增长数据明显走强，一季度美国实体经济状况并未明显改善：一方面，前期数据意外下滑属于短期现象，剔除掉库存变化和政府支出对经济增长的波动性影响，2012 年第四季度美国内生经济增长动力为 3.3%；另一方面，2013 年 3 月以来，新近公布的美国经济短频数据连续“弱于预期”，表明美国经济复苏依旧是一个渐进、曲折和不稳定的过程。

展望二季度，受一系列短期因素的拖累，美国经济复苏势头可能将有所放缓：其一，信心下降将拖累美国经济增长，尽管美国股指接连创下历史新高，但美国家庭的信心不仅未见增强，反而明显下降，2013 年 3 月美国大企业联合会消费者信心指数从前期的 68 点大幅降至 59.7 点；其二，就业市场反复将拖累美国经济增长，尽管 2013 年 3 月美国失业率从 1 月的 7.9% 小幅降至 7.6%，但就业市场仍面临着较大的压力，3 月非农就业人数仅增长 8.8 万人，不仅远低于预期的 19 万人，还创下了近 9 个月新低；其三，消费增长趋缓将拖累美国经济增长，2012

年四季度，美国劳动者报酬环比仅增长 0.2%，增速创近 3 年新低，2013 年前两个月，美国个人消费增长率已连续两个月下降；其四，订单增长放缓将拖累美国经济增长，2013 年 2 月，美国制造业订单同比增速从 1 月的 1.38% 降至 0.09%，耐用品订单同比增速则从 1 月的 5.89% 降至 3.82%；其四，美元升值引致的出口压力将拖累美国经济增长，2013 年前两个月，美国出口增速从 2012 年底的 5% 降至 3.2%，2 月以来美元汇率的升值将进一步给美国出口带来抑制性影响。

我们认为，虽然二季度美国经济复苏势头可能将放缓，但复苏大势不会逆转。原因在于：一是家庭资产负债表的修复和消费模式的回归将给美国消费增长奠定坚实基础。2012 年四季度，美国家庭负债率已从危机前的 14.09% 降至 10.38%；2013 年 2 月，美国个人储蓄占可支配收入的比率则从危机期间最高的 8.3% 降至 2.6%，接近危机前水平。二是美国房市的风险趋降和市场回暖将给美国投资增长提供持久动力。2012 年第四季度，美国房屋空置率从 2008 年最高的 2.9% 降至 1.9%；截至 2013 年 2 月，美国丧失住房赎回权案例连续 30 个月实现同比下降，美国 20 大城市房价则连续 8 个月实现同比增长；受益于房市回暖，截至 2013 年 4 月，美国投资信心指数已连续 10 个月提升。三是金融体系的能力恢复将为美国经济复苏创造良好条件。2012 年四季度，美国银行业全部贷款和租赁的拖欠率从危机期间最高的 7.5% 降至 4.72%；消费贷款拖欠率从危机期间最高的 4.85% 降至 2.62%；截至 2013 年 2 月，美国消费信贷则已连续 27 个月实现同比增长。

在复苏大势未变，但复苏不确定性犹存、且短期复苏势头放缓的背景下，美联储将继续维持宽松货币政策基调，为美国经济复苏的顺畅推进创造较好的货币环境。鉴于美国通胀压力不大，2013 年 2 月 CPI 同比增速仅为 2%，3 月 PPI 同比增速和进口价格同比增速则为 1.1% 和 -2.7%，因此美联储在二季度收缩量化宽松货币政策规模的可能性较小，年内彻底结束量化宽松的可能性也不大。

综合以上判断，我们预计，第二季度美国经济增速可能将降至 1.6%，但随后有望回升，全年美国经济走势将呈现出“V”字型的时序特征。

（二）欧元区经济衰退加深，下半年复苏预期恐落空

尽管从欧洲边缘国家主权债的收益率和信用违约掉期（CDS）息差等指标来



看，欧债危机导致的市场动荡已经渐趋平复，但“欧元区危机结束”的论断仍言之尚早。近期意大利政治僵局及塞浦路斯问题再次引发对欧洲局势和银行业的忧虑，尽管塞浦路斯最终获救避免了危机扩散，但也说明欧债危机面临的不确定性仍随时可能发酵。此外，欧元区基本面仍面临着诸多问题：一是经济衰退不断深化，继上年第四季度衰退 0.9% 之后，第一季度区内工业生产、零售销售等经济指标同比继续萎缩，消费者信心指数持续低迷，第一季度 GDP 增速预估值为 -0.9%。二是高失业率长期化，2 月份欧元区失业率已经攀升至 12%，失业总人数超过 1900 万人，双双创下历史新高，西班牙、意大利和希腊的最新失业率分别高达 26.0%、11.6% 和 27.0%。三是公共债务继续攀升，在财政赤字大幅削减的同时，欧元区的债务负担却愈发沉重，葡萄牙、意大利、爱尔兰和希腊的债务占 GDP 比重均大幅超过 100%，西班牙也接近 90%。实证研究表明，当公共债务占 GDP 比重超过 90% 之后，该比重每增加 10 个百分点，将会使年度经济增速下降 0.15%-0.2%。四是信贷紧缩问题突出，对经济前景缺乏信心导致企业缺少借贷的动力，而信用风险上升也驱使银行更加谨慎放贷，欧元区 2 月份对非金融企业的新增贷款同比下降了 2.6%，而西班牙同期新增贷款下降了 18.5%，南欧国家银行惜贷加剧了中小企业融资困难，进一步限制了经济活跃度。

因几乎不存在财政刺激空间，欧元区惟有依赖货币政策。在整体通胀率仅为 1.7%、经济停滞不前的情况下，通过降低利率来刺激经济增长本无可争议。但欧洲央行当前需要解决的首要问题是货币传导机制失灵。预计欧洲央行上半年降息概率较大，并可能推出定向宽松政策，以引导金融体系流动性更多进入实体经济。展望二季度及全年，由于欧债危机以及包括财政整顿在内的各种应对措施的影响，除德国经济一枝独秀之外，欧元区其他国家的经济疲弱态势难有根本改观，年内实现复苏的希望十分渺茫。预计欧元区 2013 年第二季度 GDP 增速为 -0.7%，全年 GDP 增速为 -0.6%。

（三）安倍经济学初见成效，日本经济复苏有望延续

2013 年第一季度，由于安倍晋三政府连续推出三个旨在加大财政政策刺激力度的预算案，以及日本央行强力推行货币宽松政策，日本经济出现多个亮点。

首先，日本工业生产稳步回升。核心机械订单在截至 2013 年 2 月的 5 个月份中有 4 个月份实现正增长，预示日本工业生产回升态势逐渐稳固。其次，私人消费支出稳定增长。1、2 月份的日本家庭消费支出分别同比增长 2.4% 和 0.8%。而 3 月份家庭消费者信心指数升至 44.8，创下 2007 年 5 月以来新高。其三，日本就业市场稳中有升。自 2012 年 12 月以来，日本就业人口总数连续 3 月增加。其四，日本房地产业景气有所恢复。自 2012 年 9 月以来，日本新屋开工总数同比连续上涨 6 个月。但日本外贸和通缩状况令人担忧，不但连续九个月出现贸易逆差，CPI 也连续 9 个月同比负增长，均对日本经济复苏构成拖累，预计日本 2013 年第一季度经济增长率为 2.2%。

展望第二季度，日本经济有望实现较快增长：首先，安倍政府推出一系列财政刺激政策将起到拉动投资和生产的作用，从而促进日本经济复苏。其次，日本央行提前启动开放式量化宽松的货币政策将继续对日元汇率形成打压，有助于日本制造业竞争力的恢复。其三，国际油价目前处于震荡下行的通道中，将缓解日本电力供应不足，有助于增加工业产出。但未来日本经济仍面临欧债危机持续蔓延、中日关系恶化等多重风险。此外，深层次结构性问题仍将长期困扰日本经济，如日本财政和债务水平不断攀升将会对经济发展产生严重后果；“老龄化”与“产业空心化”问题导致日本潜在经济增长力下滑等。我们预计日本 2013 年第二季度 GDP 增长率可达 2.5%，全年 GDP 增长率为 1.6%。从政策方向看，日本政府仍将倚重财政与货币政策双宽松的方式以达到刺激经济增长、抑制通货紧缩的效果。

（四）新兴市场经济增速可能在年中实现触底反弹

受欧债危机冲击，2012 年全球新兴市场经济增速由 2011 年的 6.4% 大幅下滑至 5.1%。2013 年第一季度，新兴市场经济形势未有根本性好转，体现在三大方面：首先，受全球经济增长乏力导致外需不足以及内需疲软影响，新兴经济体 GDP 增速继续放缓。2012 年第四季度巴西、印度、俄罗斯、印尼和韩国实际 GDP 增速分别为 1.38%、4.5%、2.1%、6.1% 和 1.5%，触及近两年低位，2013 年第一季度中国、新加坡和越南 GDP 同比增速分别放缓至 7.7%、-0.6% 和 4.9%，经济增



势仍显疲态。第二，虽然经济放缓和部分大宗商品价格下跌一度使新兴市场整体通胀压力在 2012 年有所缓解，但农产品和能源价格居高不下致使新兴市场通胀水平在 2013 年开始高位反弹。巴西、俄罗斯、印度和印尼的 CPI 分别由 2012 年 12 月的 5.8%、6.6%、11.1% 和 4.3% 反弹至 2013 年 3 月的 6.6%、7.0%、12.1% 和 5.9%。第三，自 2013 年初至 4 月中下旬，为刺激经济增长，部分新兴市场经济体继续降息，印度、哥伦比亚和蒙古不同程度地下调了基准利率，而大部分新兴市场经济体仍维持较低利率水平。

展望 2013 年内，在欧债危机阶段性缓解、发达经济体内需有所修复的背景下，随着扩张性财政政策和降息效应的不断显现，新兴市场经济增速将可能在第二或第三季度出现不同程度的回升，但通胀压力或仍将居高不下，致使其货币政策宽松步伐有所放缓。据 IMF 的最新预测，2013 年新兴市场经济增速将可能小幅反弹至 5.3%，通胀率将可能与 2012 年的 5.9% 持平。

二、国际金融市场走势回顾与展望

（一）美元汇率先抑后扬，未来可能继续震荡升值

2013 年第一季度，美元总体强势与其他货币全面弱势形成鲜明对比，成为全球外汇市场最显著的特征：一是美元汇率先弱势震荡后强势反弹，整体呈小幅升值趋势。受 2 月中下旬意大利政治僵局引发市场避险情绪上升影响，再加上美国近期数据向好趋势明显，美联储退出超宽松货币政策的预期有所增强，美元指数摆脱 1 月份的弱势震荡格局，从 2 月初的 78.92 点一路上行并于 3 月中旬突破 83 点关口，阶段最高涨幅超过 5%，并在 3 月底至 4 月中旬在 82 点附近震荡。截至 4 月 16 日，美元指数收于 81.749，较 2012 年末升值 2.48%。二是欧元对美元汇率先扬后抑，整体呈小幅贬值趋势。1 月份欧债危机有所缓和推动欧元对美元小幅升值，但随后两个月意大利大选陷入僵局以及塞浦路斯开征存款税事件在一定程度上增大了欧债短期风险，推动欧元对美元汇率持续贬值，再加上欧元区 2 月通胀率创下两年来新低加大了欧洲央行降息概率，致使欧元对美元汇率从 2 月初的 1.364 美元/欧元一路下挫至 3 月 27 日的 1.278 美元/欧元。截至 4 月 16 日，

欧元对美元汇率再次反弹至 1.3177 美元/欧元，较 2012 年末贬值 0.13%。三是日元持续大幅震荡贬值。日本央行 1 月底宣布上调通胀目标至 2%，并同时承诺在年初启动开放式购债行动，再加上日本央行新任行长可能继续推动日元贬值，日元在 2 月至 4 月中上旬继续震荡贬值，截至 4 月 16 日，日元对美元汇率收于 97.54，较 2012 年末贬值 12.44%。四是美元相对强势以及日元、欧元等货币竞相贬值致使新兴市场货币汇率走势出现分化。截至 4 月 16 日，印度卢比和巴西雷亚尔对美元汇率较 2012 年末分别升值 1.55% 和 2.95%，俄罗斯卢布对美元汇率则贬值 2.56%。

展望后市，鉴于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，美元具备中期走强的动力，考虑到欧洲政治风险间歇性扰动对美元汇率产生的波动影响，美元汇率年内可能呈现波浪式上涨。在此背景下，欧元汇率将可能在低位宽幅震荡；日元或将在持续大幅贬值后出现回调，但整体仍保持贬值趋势；新兴市场经济体货币汇率可能随着经济的不断复苏开始触底弱势反弹。

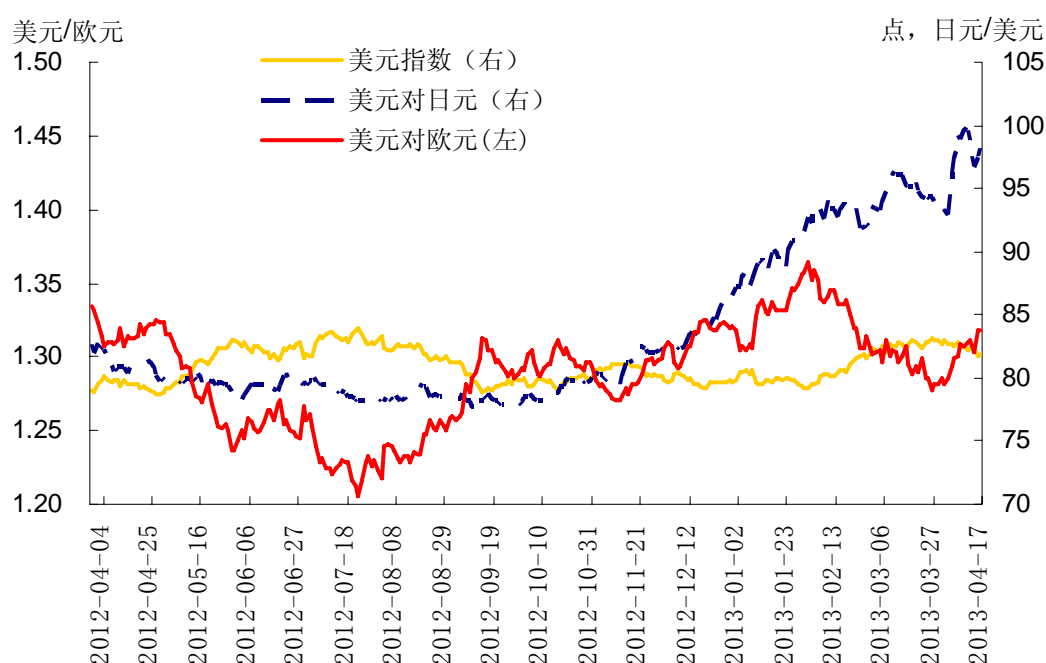


图 1 美元汇率走势图 (2012. 03. 30—2013. 04. 17)



（二）全球股市走势分化，美日股市或将延续强势

2013 年以来，全球股市走势出现分化。一方面，由于美国经济复苏势头逐渐明确，日本“安倍经济学”效力开始释放，美国和日本股市涨势喜人。另一方面，欧债危机局势出现反复，而新兴经济体经济缺少亮点，欧洲和新兴市场主要股指全面走弱。

美股表现抢眼，连创新高。一季度以来，道琼斯指数与标普 500 指数多次刷新收盘价以及盘中价的历史最高纪录。截至 4 月 17 日，美国三大股指道琼斯工业指数、标普 500 指数和纳斯达克指数较 2012 年末分别上涨 11.56%、8.82% 和 6.13%。展望未来，支持美国股市强势的因素主要有：首先，经济复苏的势头基本确立。一是房地产市场继续保持强劲势头。2 月新房开工量与营建许可量均创下 2008 年 6 月以来最高水平；二是就业形势总体向好。虽然 3 月份新增非农就业人数降至 8.8 万远低于预期，但 1、2 月份均大幅增加；三是消费对 GDP 的拉动作用比较稳固。虽然 3 月份零售额同比有所放缓，但仍然维持较快增长。其次，美联储短期内不会退出量化宽松政策，一是尽管 3 月份失业率降至 7.6%，但距 6.5% 的目标仍较遥远，二是美国 3 月 CPI 同比上涨仅 1.5%，显示通胀环境温和，三是美国 3 月工业产出仅增长 0.4%，同月制造业产出下滑 0.1% 等多项重要数据疲软。第三，一季度美国企业特别是科技股盈利预期较好或将推动美股上行。但美股未来下行风险依然不容忽视：其一，美联储的宽松货币政策一旦出现实质性松动，美股或面临方向性选择。其二，美国民主、共和两党关于财政减赤和债务上限的博弈若旷日持久恐会打压股市。因此，美国股市在屡创新高后上行速度或将趋缓，维持强势震荡的可能性较大。

欧洲股市受经济数据疲弱以及欧债危机出现反复的影响走势艰难。截至 4 月 17 日，德国 DAX30 指数和法国 CAC40 指数较 2012 年末分别下跌 1.44% 和 1.15%。展望后市，欧股弱势震荡的概率较大，原因有三：首先，欧洲经济前景黯淡，失业率居高不下。欧元区自 2012 年二季度以来连续三个季度萎缩，四季度欧盟三大经济体德国、法国和英国经济增长分别下跌 0.6%、0.3% 和 0.3%。而欧元区和德国近期 ZEW 经济景气指数均远差于预期。同时，希腊、西班牙等国近期失业率

都超过了 25%。其次，意大利政治前景不确定性加大，对意大利能否坚持紧缩措施将产生较大影响。第三，在西班牙和希腊债务形势未见根本好转的情况下，斯洛文尼亚、塞浦路斯等国的经济增长前景和金融系统稳定都令人担忧。

日本股市在安倍经济学的推动下涨势强劲。截至 4 月 17 日，日经 225 指数较 2012 年末上涨 28.74%。展望未来，在安倍晋三连续推出财政刺激方案以及日本央行行长黑田东彦坚决执行超宽松货币政策的情况下，日本股市继续上涨的动力依然充足，但需注意股指冲高回落的可能性也在增加。

新兴经济体主要股指全面下挫，截至 4 月 17 日，巴西 BOVESPA 指数、俄罗斯 Micex 指数和印度孟买 30 指数较 2012 年末分别下跌 13.24%、9.61%和 3.58%。展望未来，新兴经济体经济有望摆脱低迷，股市触底反弹的概率增大，但需重点警惕国际游资频繁流动造成的股市剧烈波动风险。

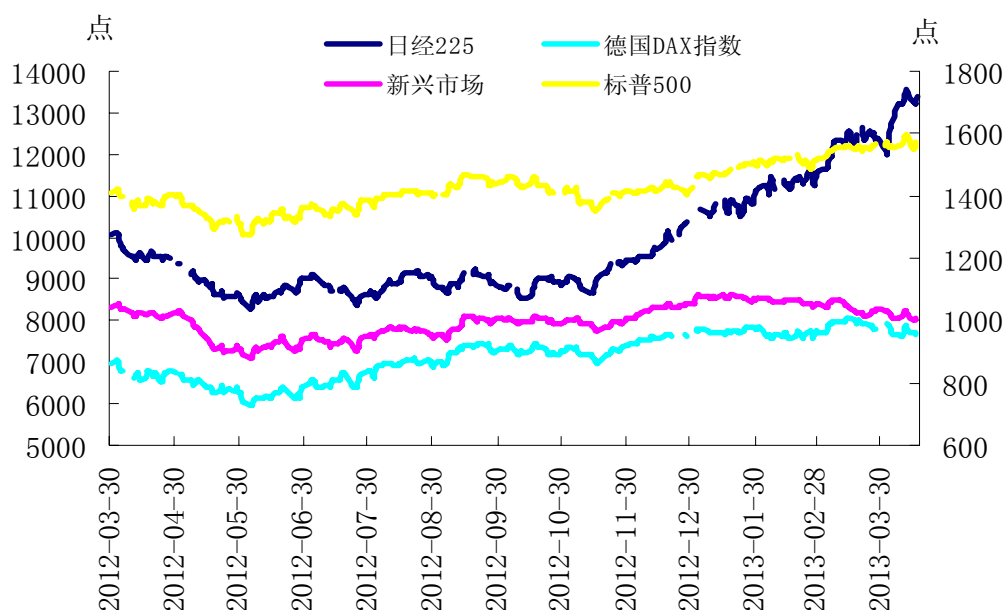


图 2 全球主要股指走势图 (2012. 4-2013. 4)

（三）国际金价“高台跳水”，国际油价震荡下挫

国际金价自 2012 年 10 月创下阶段性高点后开始震荡回调。2013 年第一季度，金价仍然延续了下调势头，但总体走势较为平稳。进入 4 月份以后，国际黄



金市场风云突变，金价先是加速震荡下跌，后又惊现“断崖式跳水”，纽约黄金现货价格 4 月 12 日及 15 日分别下跌了 5.04% 和 9.07%，分别收于 1482.75 和 1348.21 美元/盎司，连续跌破 1500、1400 两个大关，创下 30 年来现货黄金两天内的最大跌幅。

关于本次国际金价暴跌的原因，市场众说纷纭。我们认为，应分几个层面看：首先，从触发因素来看，塞浦路斯及其他欧洲国家可能抛售黄金储备的传言是本次金价下跌的直接导火索。其次，高盛、瑞银、大摩等国际机构和投资者集体唱空黄金市场，在国际黄金市场具有标杆性地位的多家大型黄金 ETF 基金自年初开始大幅减持黄金仓位，市场上逐渐形成对黄金的看空论调。其三，从基本面来看，随着美国经济复苏数据改善，美联储可能逐步缩小量化宽松规模乃至提前退出非常规货币政策，这在很大程度上动摇了黄金的投资基础：一是全球未来出现大通胀的概率在降低，这使得黄金作为对抗通胀最佳资产的投资价值大大降低；二是美国经济复苏态势较为明朗及美联储超宽松货币政策可能提前退出的预期利好美元，而美元与金价往往呈反向变化；三是随着投资者风险偏好提升，更多国际资本从避险的黄金市场流向股市等高风险市场，进一步对金价形成釜底抽薪的效应。其四，从技术面来看，国际金价近 12 年来累计涨幅达到 500%，存在高位回调的需要，近期各类影响因素叠加导致的金价重挫使其泡沫挤出过程来得更加迅猛。需要指出的是，以上因素虽然可以作为解释国际金价下挫的一般性因素，但却难以解释为何金价在短时间内出现历史性暴跌。我们认为，随着黄金的货币属性日趋减弱，金价的涨跌实际上是跟金融机构的操作策略密切相关。本次金价暴跌的主要原因应是机构的蓄意卖空，即控制国际黄金主体仓位的金融大鳄通过对黄金市场集中做空来打压金价。而机构蓄意做空的背后或另有深意——美联储可能出于维护美元霸权的目的，成为组织本轮黄金市场大跌的幕后推手。美国前财政部部长助理罗伯茨于 4 月 4 日曾撰文指出，大规模量化宽松导致美元兑金银快速贬值，进而导致其他国家投资者弃用美元。“美联储及依附于它的金融机构正合力通过打压金银价格，吓阻人们远离金银”，以期在量化宽松下保护美元价值。虽然难以寻找铁证支持上述“阴谋论”，但历史上有过美联储操纵金价的先例，

且本次国际黄金被抛售的规模十分巨大，因此不能排除人为操纵的嫌疑。

那么，经历重创后国际金价下一步走向如何？首先，从短期来看，国际金价未来一段时间难改弱势格局。截至4月16日，纽约黄金现货价格收于1367.32美元/盎司，较此前暴跌日出现了一定的企稳反弹迹象。尽管美国债务上限谈判存在不确定性、全球主要央行仍持续增加黄金储备对金价走势构成支撑，但暴跌后对黄金市场的信心重建仍需时间，且综合美国经济复苏、塞浦路斯央行释放抛金信号、印度上调黄金进口关税等因素，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。其次，从中长期来看，持续12年的黄金牛市或已终结。近期金价较前期高点跌幅已经超过20%，符合技术上对熊市的判断。根据Bespoke投资集团1975年以来的历史数据，黄金在进入熊市后还会平均再下跌14%左右，这意味着金价将跌破1300美元/盎司。但综合考虑黄金的生产成本，金价未来跌破1000美元/盎司的概率很小。

自年初以来，国际油价走势呈现两个特点：一是国际油价在一季度延续了去年底的弱势震荡态势，进入4月后，在需求疲软、供应增加以及黄金暴跌等因素迭加影响下呈现加速下跌，截至4月16日，美国WTI原油期货跌破90美元/桶，收于88.72美元/桶，较上年末下跌4.06%，北海布伦特原油期货跌破100美元/桶，收于99.97美元/桶，较上年末下跌7.44%，并创下9个月来新低；二是作为国际原油两大风向标的英国北海布伦特原油期货美国WTI原油期货和的价差显著缩小，由年初的15美元收窄至近期的11美元。

推动国际油价下跌的主要原因如下：一是大宗商品的整体格局发生改变，特别是金价暴跌对包括原油在内的其他大宗商品构成多米诺骨牌效应；二是原油的供需基本面有所变化，IMF下调2013年全球经济增速以及中国2013年第一季度经济增长不及预期，预示着全球原油需求将持续疲软，但近来美国原油库存却创下了23年来的新高，在需求尚未启动的情况下供给大幅增加，导致油价下行压力加大；三是美国积极推行“能源独立”战略，大规模开采利用页岩气等非常规能源，从而影响了世界能源结构，特别是降低了对原油的需求。四是美元近期走强进一步打压以美元计价的原油价格。



基于上述因素，我们预计国际油价中期将延续跌势，在夏季消费高峰到来之前，WTI 原油可能下探 80 美元/桶。



图 3 国际原油及黄金价格走势图（2012. 04-2013. 04）

（四）国债市场出现分化迹象，塞浦路斯危机影响有限

2013 年第一季度，国债市场出现分化迹象：大部分发达国家国债收益率延续了下降态势，个别发达国家国债收益率则小幅回升。截至 2013 年 3 月 29 日，英国、德国、日本、葡萄牙和西班牙的 10 年期国债收益率分别为 1.77%、1.29%、0.54%、6.24%和 5.04%，较 2012 年末分别下降 0.058、0.025、0.24、0.52 和 0.16 个百分点；法国、希腊、意大利和美国的 10 年期国债收益率则分别为 2.02%、12.09%、4.75%和 1.85%，较 2012 年末分别上升 0.038、0.633、0.268 和 0.091 个百分点。从更长时间的比较看，发达国家都处于融资成本下降的通道之中，截至 2013 年 3 月 29 日，英国、法国、德国、希腊、意大利、日本、葡萄牙、西班牙和美国的 10 年期国债收益率分别较 2012 年 3 月末下降了 0.43、0.85、0.5、7.93、0.34、0.44、4.74、0.27 和 0.36 个百分点。国债收益率长期下降、短期分化的特征表明：发达国家的融资困难已经明显缓解，但欧债危机并未彻底终结，部分欧洲国家近来又开始出现局势恶化的迹象，而日本超出预期的宽松货币政策

已经取得压低长期收益率的一定成效，美联储一季度流露出的退出宽松政策论调则已引致美国国债收益率的短期上行。

此外，值得注意的是，2013 年 3 月爆发的塞浦路斯危机虽然引起了国际媒体的广泛关注，但其对国际金融市场的直接冲击较小¹，其他欧洲国家的主权违约风险并未明显上升。截至 2013 年 3 月 29 日，塞浦路斯五年期主权 CDS 息差较 2012 年末上升了 308.8 个基点，同期，同为欧洲重债国的意大利和西班牙五年期主权 CDS 息差仅小幅上升了 17 和 2.3 个基点，葡萄牙五年期主权 CDS 息差则下降了 25.3 个基点，欧洲核心国家德国和法国的五年期主权 CDS 息差也分别下降了 4.5 和 9.6 个基点。

展望第二季度，国债市场的分化态势可能加剧：由于欧债危机尚未结束，且呈现出向复合型危机演化的趋势，因此，欧洲重债国的国债收益率恐将延续震荡态势，如若发生意料之外的突然事件，引发市场恐慌，不排除其国债收益率阶段性上升的可能；欧洲核心国家的国债收益率则可能继续在低位小幅震荡；在黑田东彦超出预期的量化宽松货币政策的影响下，日本国债收益率有望继续维持在当前的绝对低位；而受美联储在维持宽松货币基调的前提下，可能于年内适时缩小资产购买规模的影响，位于低位的美国国债收益率面临一定的上行压力，但考虑到黄金避险功能受损将导致美国国债市场进一步受到资金追捧，避险需求有望对冲这种上行压力，因此，美国国债收益率可能将在两种力量的拉锯下呈现出低位震荡的态势。

¹ 对塞浦路斯危机的具体分析，详见本所 2013 年 4 月 2 日发布的区域风险研究报告《警惕塞浦路斯危机暴露的区域风险》。

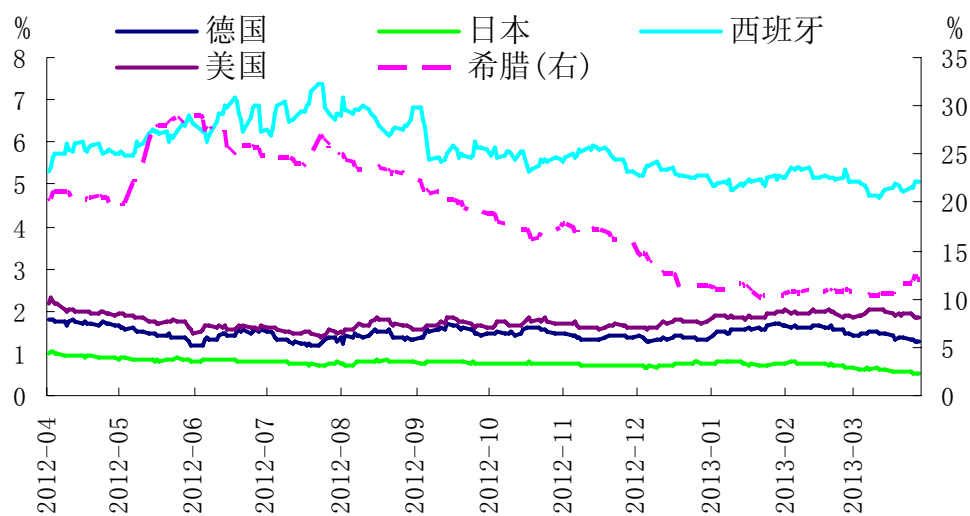


图 4 部分发达国家 10 年期国债收益率走势图 (2012. 04-2013. 04)