

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系、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。



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

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

chengshi_csjr@icbc.com.cn

相关研究：

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

2013/6/25 《资金撤离新兴市场
美元后市强势可期——2013 年6
月国际金融市场述评》

- 2013 年 7 月以来至 8 月中下旬，受全球经济结构变化和美联储 QE 退出计划的影响，国际金融市场震荡加剧。美元指数高位下行，并呈现出对发达国家货币整体贬值、对新兴市场经济体货币整体升值的结构特征；全球股市剧烈分化，以印度和印尼为代表的少数新兴市场股市短期内大幅下跌；国际油价和金价震荡走高；美债收益率明显上行，并给国际债券市场带来全局性压力。
- 展望后市，美元可能中期内仍将维持强势，全球股市下行压力加大，短期内国际金价仍可能呈现弱势反弹，但长期下行趋势还没有结束，国际油价可能强势震荡，全球债市则将继续承受收益率上行的全局性压力。

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、美元高位下行，欧元和日元小幅升值.....	3
二、全球股市剧烈分化，未来下行压力加大.....	4
三、国际油价和金价震荡走高.....	6
四、美债收益率明显上行，未来全球债市将继续承压.....	7

图目录

图 1 美元汇率走势图.....	4
图 2 全球主要股指走势图.....	6
图 3 国际原油及黄金价格走势图.....	7
图 4 部分发达国家 10 年期国债收益率走势图.....	9



2013 年 7 月以来, 美国经济复苏持续推进, 欧元区经济触底反弹, 新兴市场经济依旧面临着较大的经济增速下滑压力, 加之市场对美联储 QE 政策退出的预期不断趋强, 且国际资本呈现出从新兴市场流向发达经济体的短期趋势, 国际金融市场由此发生剧烈震荡, 市场波动性明显加大, 市场趋势则发生了一些有别于上半年的重大变化。

一、美元高位下行, 欧元和日元小幅升值

7 月初至 8 月中下旬, 全球外汇市场主要呈现出以下四大趋势: 一是美元汇率开始从高位持续贬值。6 月份市场对削减 QE 规模预期日趋强烈推动美元指数收盘价在 7 月 9 日冲高至 84.6 的 2010 年 7 月以来峰值, 但随后受伯南克讲话缓释市场紧张情绪影响, 美元指数急剧下挫, 再加上 8 月份以来欧元区公布的一系列经济数据均显示欧洲经济企稳复苏的信号较为明确, 而同期公布的美国经济数据相对改善幅度没有欧元区大, 进而推动美元汇率震荡下行。截至 8 月 20 日, 美元指数收于 80.94, 较 7 月初下挫 2.55%。二是欧元对美元持续震荡升值。随着欧债危机持续缓解, 再加上欧元区二季度 GDP 环比增长 0.3%, 自 2011 年四季度以来首度实现正增长, 吸引外部资金回流至欧洲, 推动欧元对美元汇率持续升值。截至 8 月 20 日, 欧元对美元汇率收于 1.3417, 较 7 月初升值 2.7%。三是日元对美元汇率结束低位运行开始小幅升值。7 月下旬安倍政府参议院中期选举大获成功, 推动日元对美元汇率跌破 100 大关。截至 8 月 20 日, 日元对美元汇率收于 97.33, 较 7 月初升值 2.34%。四是受美国 QE 退出预期影响, 资金快速流出新兴市场, 致使其货币汇率呈现大幅贬值趋势。截至 8 月 20 日, 印尼盾、印度卢比和巴西雷亚尔对美元汇率较 7 月初分别贬值 8.01%、5.03% 和 7.38%。

展望后市, 根据美联储联邦公开市场委员会货币政策 7 月会议纪要判断, 美联储在今年晚些时候缩减量化宽松货币政策规模并在 2014 年年中结束第三轮量化宽松货币政策的概率较大, 再加上美国经济和房地产市场复苏势头良好, 因此预计美元将从 80 点位开始震荡升值。在此背景下, 虽然美元震荡走强, 但欧元区经济向好以及欧债危机缓解仍将可能推动欧元汇率在高位宽幅震荡; 日元或将

在短期调整后继续保持整体贬值趋势；新兴市场经济体货币仍将承受较大的贬值压力。

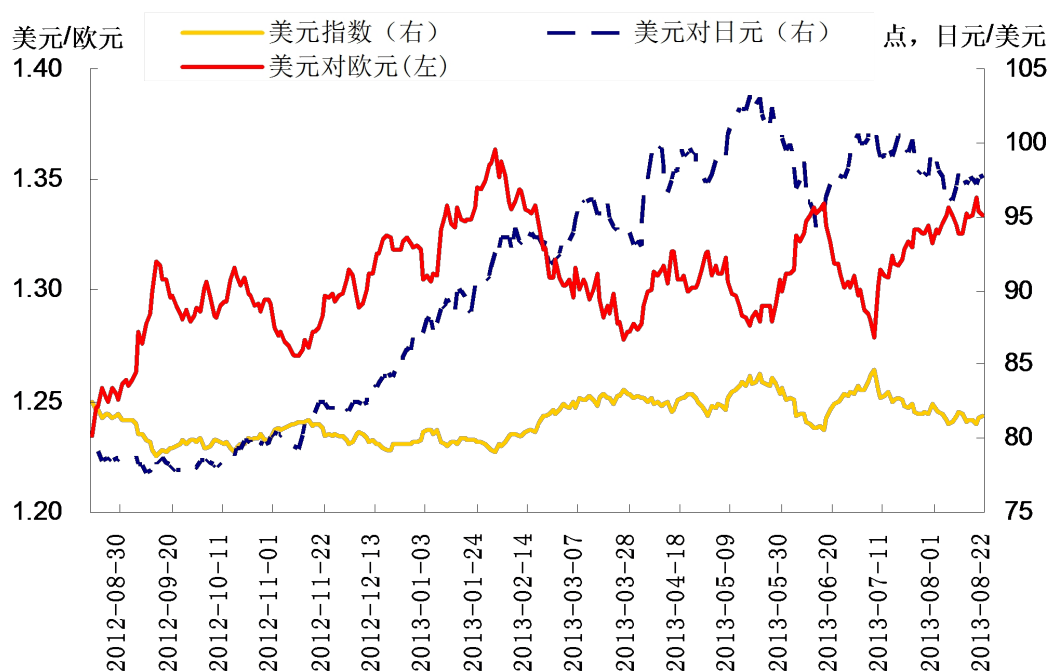


图 1 美元汇率走势图

二、全球股市剧烈分化，未来下行压力加大

2013 年 7 月以来，全球股市剧烈震荡，阶段走势呈现出三种结构分化特征：一是发达国家和新兴市场的分化，发达国家股市整体表现明显强于新兴市场；二是发达国家内部的分化，美欧股市表现明显强于日本；三是新兴市场国家内部的分化，中国、巴西和俄罗斯股市表现要明显强于印度和印度尼西亚等新兴市场经济体。2013 年 7 月 31 日，美国首次公布了使用新统计方法后的经济数据，在把知识经济纳入 GDP 统计范围后，1929-2012 年美国名义 GDP 和实际 GDP 规模分别年均上修了 3.1% 和 10.91%，修正后的 1947 年第一季度至 2013 年第一季度美国经济季均增长率为 3.28%，较数据修正前提升了 0.055 个百分点。2013 年第二季度，美国实际经济增长率为 1.7%，高于预期水平。受数据提振的影响，美国股



市整体震荡上行。截至 8 月 20 日，道琼斯工业指数、标普 500 指数和纳斯达克指数较 7 月初分别上涨 0.63%、2.87% 和 6.18%。但值得注意的是，8 月以来，受 QE 政策退出预期引致美国国债收益率上行的影响，美国三大股指均有所下跌。展望未来，美国股指的绝对水平已经较高，技术上存在一定的调整需要，且第三季度实体经济增长可能受到长期利率上升、国债发行触及上限等不确定因素的冲击，因此，美国股市可能在高位盘整过程中面临着一定的下行压力。

2013 年 8 月 14 日公布的数据显示，第二季度欧元区实际 GDP 季环比增长 0.3%，结束了此前连续六个季度负增长的衰退态势，受此影响，欧洲股市普遍上涨。截至 8 月 20 日，德国 DAX30 指数、法国 CAC40 指数和英国 FTSE100 指数较 7 月初分别上涨 4.28%、7.76% 和 3.83%。值得注意的是，8 月以来欧洲股市也普遍出现了小幅回调的态势。展望后市，第三季度欧元区经济继续实现正增长的难度较大，德国大选和希腊第三轮救助则具有一定的不确定性，因此，欧洲股市也面临着一定的下行压力。

2013 年 8 月公布的最新数据显示，第二季度日本经济季环比年率增长 2.6%，弱于市场预期的 3.6%，第一季度增长率则从 4.1% 下修至 3.8%。受此影响，日本股市震荡下行，截至 8 月 20 日，日经 225 指数较 7 月初下跌 2.05%。展望未来，由于安倍经济学能否将日本带出长期通缩还存在较大变数，且日本股市在 2013 年上半年积累了较大的涨幅，因此未来日本股市可能将继续震荡并向下调整。

受经济发展态势剧烈分化的影响，新兴经济体股市涨跌互现，截至 8 月 20 日，巴西 BOVESPA 指数和俄罗斯 Micex 指数较 7 月初分别上涨 6.43% 和 3.52%，印度孟买 30 指数和印尼雅加达综合指数则较 7 月初下跌 5.93% 和 13.36%。特别值得注意的是，受经济局势恶化的影响，印度和印尼股市在截至 8 月 20 日的三个交易日内快速下跌 5.79% 和 10.89%，并导致 MSCI 新兴市场指数同期下跌 2.96%。展望未来，受金融风险加大、经济信心趋弱、货币汇率不稳和国际资本大幅流出的影响，新兴市场股市面临着较大的下行压力；而不同新兴市场经济体的股市表现将更具有差异性，不排除部分“边缘”经济体，例如印尼和泰国，发生股市连续暴跌的可能性。

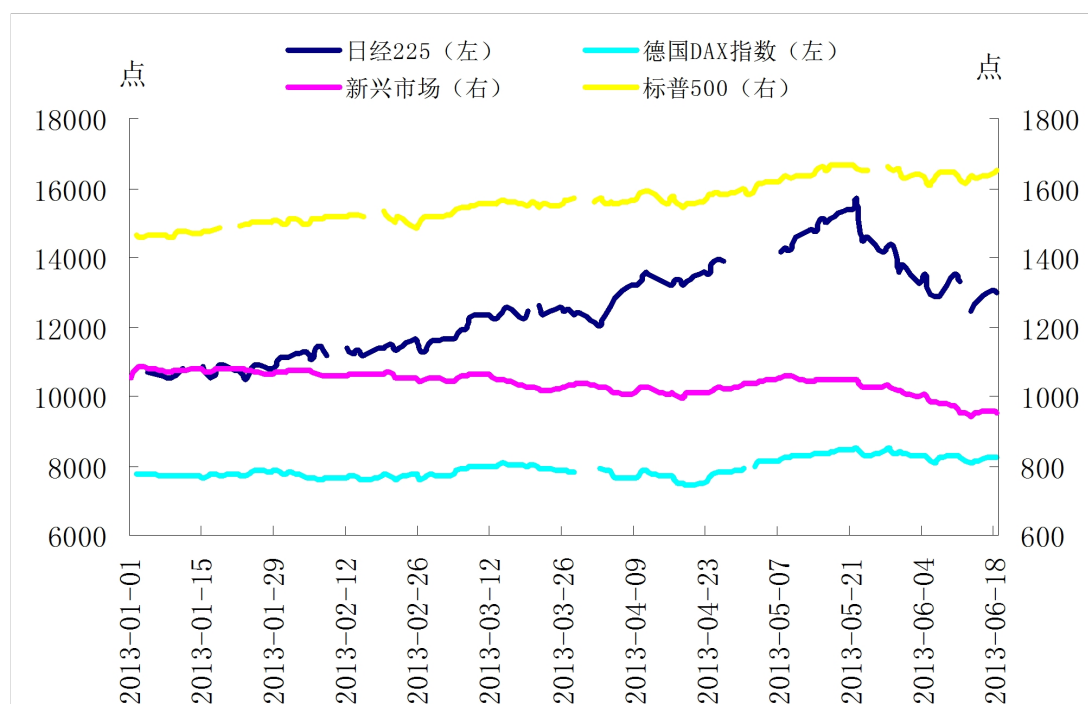


图2 全球主要股指走势图

三、国际油价和金价震荡走高

2013年7月以来，国际油价震荡走高，WTI原油期货价格于7月19日创下108.93美元/桶的2012年2月以来新高。国际油价大幅走高的原因有三：一是近期美元震荡贬值，推动以美元标价的国际油价持续攀高；二是欧美经济复苏势头明显推动国际原油需求有所增加，刺激国际油价走高；三是埃及政治动荡加剧市场对原油供给和运输的担忧，致使国际油价继续冲高。同时，受美元贬值且市场对黄金的悲观预期有所改善的影响，国际金价也从1200美元/盎司的低位开始一路触底反弹，截至8月20日，纽约黄金现货价格和WTI原油期货价格分别报收于1371.17美元/盎司和103.84美元/桶，分别较7月初上涨9.47%和5.89%。

展望未来，短期内国际金价仍可能呈现弱势反弹，但长期下行趋势还没有结束：美元暂时性的弱势将可能推动金价在短期内继续反弹，但随着美国经济逐步复苏以及美联储逐步削减资产购买，美元汇率和美债收益率可能再度走高，将可



能使黄金价格进一步整体承压。预计国际金价在 1300-1400 美元/盎司区间内震荡下行。2013 年最后四个月国际油价可能出现高位震荡下行格局：一方面，美国制造业复苏加速对北美地区原油价格形成支持，但全球主要工业国家尚处于去产能状态，对原油需求仍将保持平稳；另一方面，美联储可能于 9 月削减资产购买规模，或对原油价格形成下行压力，国际油价可能出现高位回落。同时，不排除包括埃及政治动荡以及伊朗核危机在内的地缘政治风险对整体趋于下行的油价产生一定的支撑作用。预计 2013 年内国际油价波动区间为 95-110 美元/桶。

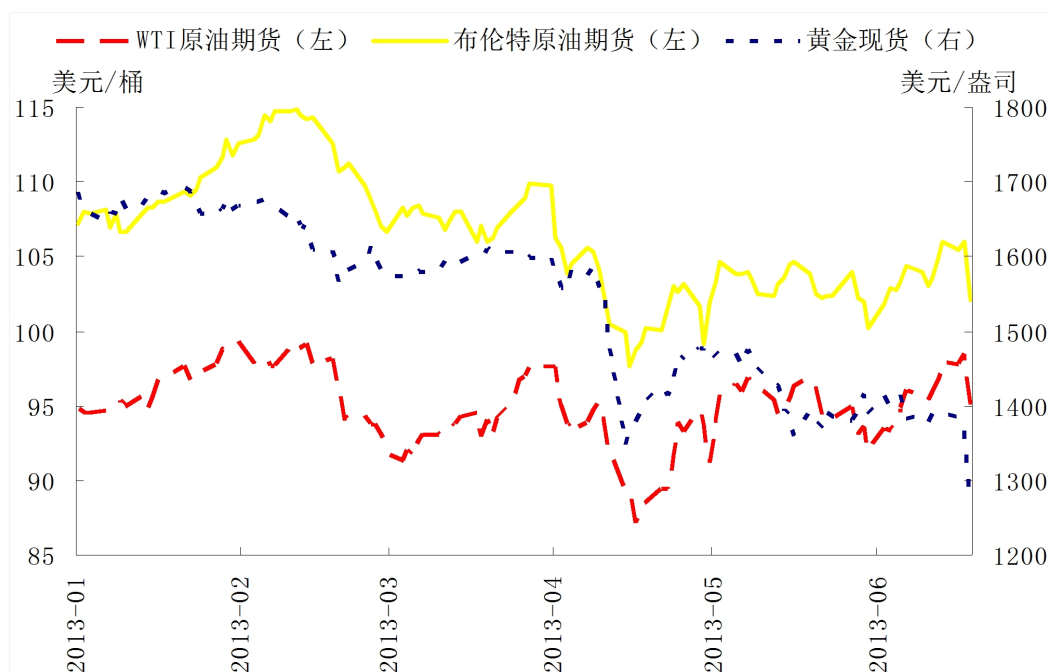


图3 国际原油及黄金价格走势

四、美债收益率明显上行，未来全球债市将继续承压

2013 年 7 月以来，全球国债市场发生剧烈震荡，核心事件是 QE 退出预期导致美国国债收益率大幅上升，并给全球债券市场带来全局性压力。2013 年 8 月 21 日公布的美联储货币政策委员会 7 月会议纪要显示，伯南克缩减 QE 规模的时间表获得了广泛支持。根据伯南克提出的“因经济前景而变的”政策调整规则，

市场普遍预期，美联储有超过 50% 的几率在 9 月 17-18 日议息会议后宣布削减每月债券购买规模，如果出现突发经济事件，经济运行轨迹骤然下降，进而导致 9 月未能启动 QE 退出计划，美联储则可能将 QE 退出的启动时点推迟到 10 月或 12 月。尽管 QE 退出计划的具体时机尚存变数，但今年年内启动 QE 退出已成定局，如此背景下，市场迅速做出了反应，美国国债的抛售压力加大，收益率则明显上升。截至 8 月 20 日，美国 10 年期国债收益率为 2.81%，较 7 月初上升 0.33 个百分点，8 月 19 日，美国 10 年期国债收益率为 2.88%，创下两年多新高。展望未来，在美国经济稳健复苏的背景下，美联储国债购买规模将逐渐下降，美国长期通胀预期则将不断上升，受此影响，美国国债收益率将延续震荡上行的态势，10 年期国债收益率超过 3% 可能只是时间问题。

2013 年 7 月以来，欧洲局势进一步趋向稳定。重债国债务违约风险和融资成本均有所下降。截至 8 月 20 日，意大利、西班牙、爱尔兰和塞浦路斯五年期主权 CDS 息差分别为 239、231、144 和 1049 个基点，分别较 7 月初下降了 43、52、20 和 109 个基点；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 9.75%、3.9%、4.3%、6.24% 和 4.45%，分别较 7 月初下降 0.86、0.14、0.24、0.07 和 0.3 个百分点。受美债收益率上升的影响，欧洲核心国家的国债收益率全面微涨，截至 8 月 20 日，德国、法国和英国 10 年期国债收益率分别为 1.84%、2.39% 和 2.67%，较 7 月初分别上升 0.11、0.06 和 0.23 个百分点。展望未来，欧洲国债市场的不确定性有所上升，一方面，欧洲重债国的经济和财政状况有望进一步改善，并给国债收益率带来下行拉力；另一方面，美债收益率上升将继续给欧洲债券市场带来全局性的压力，而德国大选和希腊第三轮救助问题如若出现意外情况，也可能会造成不利于形势稳定的负面影响。从整体看，欧洲国债收益率存在普遍上升的压力；从结构看，核心国家国债收益率上升的压力要略大于边缘国家。

受日本央行量化宽松货币政策的影响，日本国债收益率持续下降，截至 8 月 20 日，日本 10 年期国债收益率为 0.73%，较 7 月初下降 0.11 个百分点。由于日本的量化宽松货币政策不会在短期内迅速逆转，因此未来日本国债收益率有望维



持在较低的绝对水平。此外，受美国国债市场变化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 8 月 20 日，巴西、中国、印度、南非、韩国和印度尼西亚 10 年期国债收益率分别为 4.57%、3.95%、8.91%、8.21%、3.66% 和 8.37%，分别较 7 月初上升 0.23、0.48、1.45、0.67、0.27 和 1.37 个百分点。在金融市场动荡、资本外流趋势难以快速扭转的背景下，未来新兴市场国债收益率将继续承受较大的上行压力。

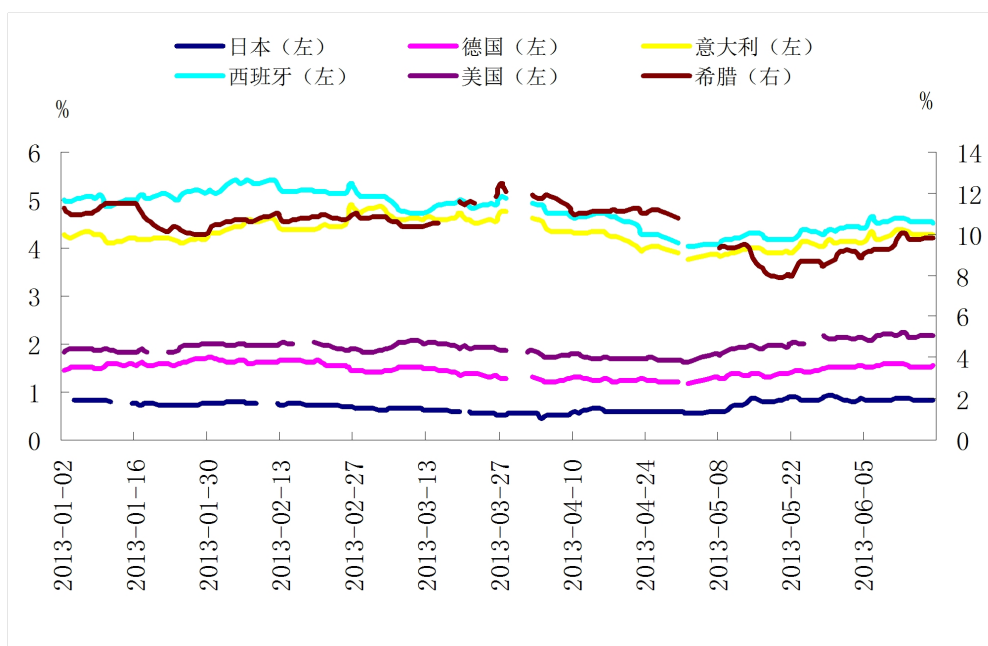


图4 部分发达国家 10 年期国债收益率走势图