



美国加息预期趋强 金融市场普遍承压

——2014年9月国际金融市场走势述评

要 点

金融研究总监：詹向阳

城市金融研究所所长：周月秋

全球区域风险研究团队：

樊志刚 马素红 程实 宋玮

王婕 罗宁 郭可为 吕振艳

执笔：程实 宋玮

chengshi_csjr@icbc.com.cn

相关研究：

2014/9/3 《警惕ISIS恐怖主义引发区域风险》

2014/9/1 《涉美资产一枝独秀 市场震荡趋向放大——2014年8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（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。

- 2014年8月至9月下旬，受美联储加息预期日趋明朗及地缘政治风险导致的避险需求增加等因素影响，美元资产继续受到追捧，致使国际金融市场出现联动式大幅波动：美元、美股屡创阶段新高，而欧元、日元和大部分新兴市场货币汇率持续走弱，欧股、日股和新兴市场股市整体表现乏力；国际油价和金价双双大幅下滑，发达国家国债收益率普遍上行，大多数新兴经济体国债收益率有所下降。
- 展望后市，主要央行的货币政策及地缘政治局势仍是影响国际金融市场的主线，金融市场或将普遍承压。预计：美元将继续保持强势，欧元和日元将震荡贬值，新兴市场货币兑美元汇率将整体走弱；美股继续大幅上冲的动力有所不足，欧股、日股回调压力增大，新兴市场股市也面临着一定的下行压力，内部分化可能将进一步加剧；国际金价和油价在年底前或将持续震荡下行；全球国债收益率面临全局性的上行压力。

目 录

一、美元快速升值，未来或将维持强势.....	3
二、全球股市涨跌互现，未来调整压力加大.....	5
三、国际油价和金价双双大幅下滑，未来仍将低位震荡.....	8
四、美债收益率震荡上行，未来全球债市将普遍承压.....	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	8
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	11



2014 年 8 月至 9 月下旬,市场对美联储更快进入加息周期的预期日趋增强,美元升值成为国际金融市场的主旋律。在此背景下,欧元和日元尽显颓势,新兴市场货币普遍走软,美股屡创新高,欧股、日股、新兴市场股市整体表现乏力,国际油价和金价双双大幅下滑,发达国家国债收益率普遍上行,大多数新兴经济体国债收益率有所下降。展望后市,受地缘政治冲突加剧、全球经济复苏动力趋弱以及美联储即将进入加息周期等因素的综合影响,国际金融市场普遍承压。

一、美元快速升值,未来或将维持强势

2014 年以来,全球汇市主要呈现出以下特点:一是美元单边强势升值。推动美元大幅升值的原因有三:其一,相对于其他经济体而言,美国经济复苏步伐稳健;其二,9 月 18 日美联储议息决议出炉,提振了市场对美联储可能更快进入加息周期的预期;其三,乌克兰危机、苏格兰公投等全球地缘政治风险事件进一步推升了对美元资产的避险需求。截至 9 月 18 日,美元指数报收于 84.27,较 8 月初上涨 3.64%,升至 2010 年 7 月以来的最高水平。

二是欧元继续大幅走软。在疲弱的经济数据、9 月 4 日欧洲央行意外降息、苏格兰公投事件以及俄乌冲突升级等多重因素影响下,欧元汇率继续大幅贬值。截至 9 月 18 日,欧元兑美元汇率收于 1.2916,较 8 月初贬值 3.83%。

三是日元大幅贬值至近 6 年新低水平。美元的强势升值以及欧洲风险事件迭出激发对日元的避险需求,推动日元在 8 月下旬至 9 月下旬兑美元持续大幅贬值。截至 9 月 18 日,日元兑美元汇率收于 108.76,较 8 月初贬值 6.03%。

四是新兴经济体货币呈现不同程度的贬值。乌克兰危机急剧恶化和欧美日等发达国家对俄采取的经济制裁致使俄罗斯经济形势急剧恶化，卢布大幅贬值，阿根廷债务违约事件推动阿根廷比索继续大幅贬值，巴西央行的宽松货币政策继续加剧雷亚尔的贬值趋势。截至 9 月 18 日，俄罗斯卢布、阿根廷比索和巴西雷亚尔兑美元分别较 8 月初大幅贬值 7.5%、2.2% 和 4.7%。印度卢比兑美元则出现小幅反弹，同期升值 0.6%。

展望后市，由于美国经济复苏表现相对稳健，市场对于美联储在 2015 年上半年加息的预期进一步增强，再加上美国政局较欧洲和英国更为稳定，预计美元在年底之前仍将维持震荡升值趋势。欧洲央行 9 月初已经将利率调降到近零水平，并准备进一步动用非常规举措来刺激经济增长，因此欧元未来继续贬值的可能性较大。由于安倍政府针对第二轮上调消费税的计划有所放缓，因此市场对日本央行新一轮 QE 的预期也趋于温和，但美日相对利率预期变动或将继续推动日元小幅贬值。受地缘政治风险居高不下、经济增长下行压力增加及美联储加息态势日趋明朗的影响，新兴市场货币继续呈现弱势的概率相对较大。

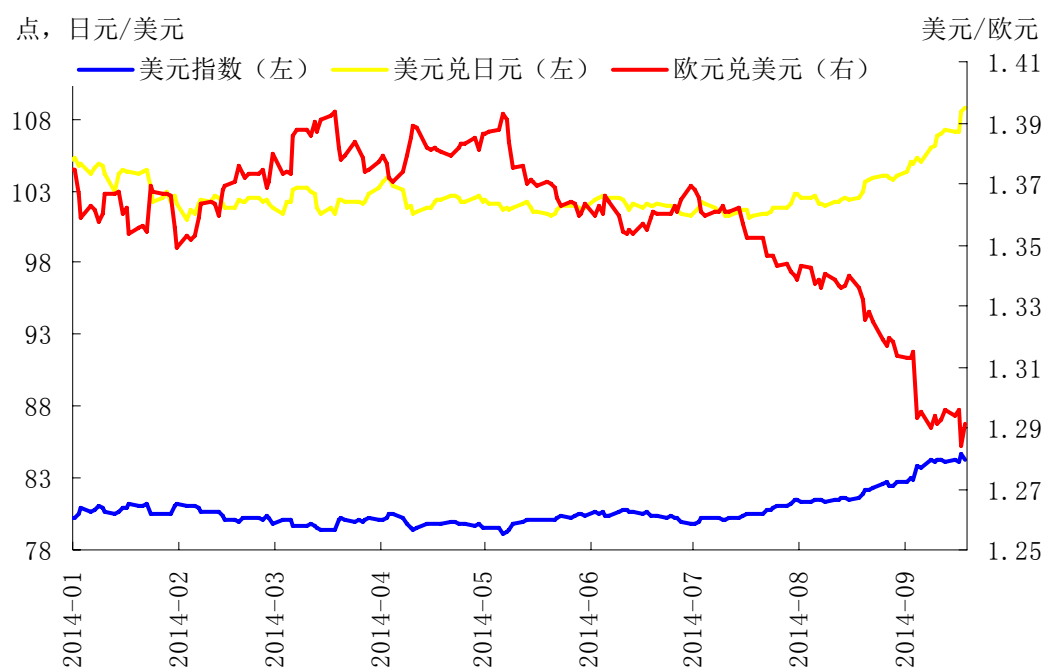


图 1 美元汇率走势图

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

二、全球股市涨跌互现, 未来调整压力加大

2014年8月以来, 全球股市在剧烈震荡中小幅下行, 截至2014年9月18日, MSCI世界指数较9月初下跌了0.63%。受地缘政治动荡和复苏分化的影响, 发达国家和新兴市场股市表现存在较大差异。发达国家股市在前期调整之后普遍出现了反弹态势, 而新兴市场股市整体表现不佳, 内部分化明显加剧, 不同经济体股市涨跌互现。

受美国经济复苏态势延续、美国企业基本面持续好转、加息预期引致国际资本回流美国市场以及地缘政治动荡推升美元资产避险需求等因素的影响, 美国股市继续震荡上行, 连续刷新历史记录, 令市场颇为震惊。截至9月18日,

道琼斯工业指数、标普 500 指数和纳斯达克指数较 8 月初分别上涨 4.18%、4.24% 和 5.12%。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。而且，近来美国经济数据开始出现走弱迹象，劳动力市场改善有限，居民收入增长放缓，消费和投资信心上升乏力，再加上奥巴马政府在乌克兰危机和针对 ISIS（“叙利亚大伊斯兰国”）的反恐行动中较为被动的表现挫伤了市场情绪，耶伦模棱两可的政策摇摆又增加了市场的不确定性。因此，美国股市继续大幅上冲的动力有所不足，在高位盘整过程中将面临着一定的下行压力。

2014 年 9 月，欧洲股市走出一波超跌反弹走势，初步结束了 6 月以来的急跌。截至 9 月 18 日，法国 CAC40 指数和德国 DAX30 指数分别较 8 月初上涨了 5.15% 和 4.15%。而受到苏格兰公投引致一定程度社会混乱的影响，英国股市表现相对逊色，截至 9 月 18 日，FTSE100 指数较 8 月初仅上涨 1.33%。展望后市，欧洲股市前景堪忧。经济方面，第二季度欧洲经济全面走弱、甚至面临衰退压力，核心国德国经济自危机以来首次面临停滞危险，欧洲边缘国家则出现了再次爆发经济金融危机的迹象；政治方面，虽然英国最终没有走向分裂，但苏格兰公投已经潜在削弱了欧洲一体化的信心。鉴于经济和政治两方面均存在令人担忧的风险，欧洲股市这一波超跌反弹可能将难以为继，未来整体下行压力较大。

2014 年初以来，消费税调升不仅导致日本经济出现较大波动，也让日本股市震荡加剧。5 月下旬之前，日本股市始终在消化消费税调升的利空影响，呈现出持续下行的态势；5 月下旬之后，日本股市在短期风险出清的背景下逐步



触底反弹。以5月下旬为分界点，日本股市自年初以来走出先跌后涨的“V字型”走势。8月以来，这波触底反弹趋势得以延续，截至9月18日，日经225指数较8月初上涨2.86%。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，且日本经济第二季度的大幅负增长态势令人担忧，股指持续上涨缺乏足够的基本面支撑，因此未来日本股市的反弹高度可能将较为有限，回调压力日渐加大。

受经济表现不佳和政治风险加大的影响，新兴市场股市整体表现乏力，截至9月18日，MSCI新兴市场指数较8月初下跌0.88%，较9月初下跌2.9%。而受经济发展态势剧烈分化和地缘政治动荡的影响，新兴经济体股市涨跌互现：截至9月18日，阿根廷Micex指数较8月初大幅上涨40.89%；印度孟买30指数、巴西BOVESPA指数和印尼雅加达综合指数较8月初分别上涨4.7%、4.56%和2.35%；而俄罗斯RTSI指数和韩国KOSPI指数则较8月初分别下跌2.63%和1.37%。展望未来，受地缘政治动荡频繁、恐怖主义威胁加剧、金融风险加大、经济下行压力尚存、货币汇率不稳和国际资本大幅流出等因素的综合影响，新兴市场股市面临着一定的下行压力，内部分化可能将进一步加剧。

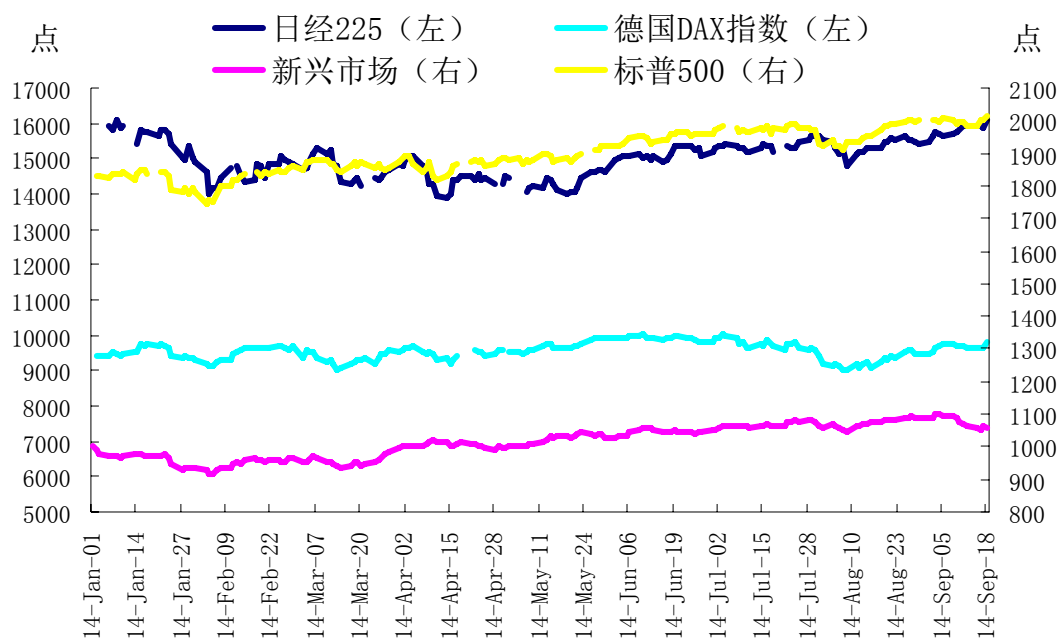


图 2 全球主要股指走势图

三、国际油价和金价双双大幅下滑，未来仍将低位震荡

2014年8月以来，国际油价持续震荡下滑，截至9月18日，WTI原油期货价格和北海布伦特原油期货价格分别报收于91.96美元/桶和97.62美元/桶，分别较8月初大跌6.1%和6.8%，均已降至2013年4月以来的最低水平。国际油价大幅下滑的原因有：一方面，近期美元震荡升值，推动以美元标价的国际油价持续下降；另一方面，全球经济整体增长较为疲软，再加上原油供给相对充裕，加剧了国际油价的下行。同时，美元大幅升值主导了黄金的过去一个月走势，推动国际金价一路震荡走低，截至9月18日，纽约黄金现货价格报收于1225.27美元/盎司，较8月初下跌5.3%。

展望未来，鉴于美元或将继续走强，短期内国际金价仍可能继续维持弱势，但不排除乌克兰危机等地缘政治风险加剧以及欧洲央行采取超常规宽松货币政策



策引发金价出现短期反弹的可能，预计国际金价在年底前或将继续震荡下行。

原油方面，2014年内国际油价继续走低的可能性较大：一方面，开采技术的进步令美国页岩油气产业繁荣，极大地增加了美国原油产量和美国商业原油库存，原油供给增加推动了国际油价下滑。美国能源信息局9月17日公布的报告显示，9月8日-14日一周美国商业原油库存增加370万桶至3.623亿桶，同时美国的原油产量日均上升24.8万桶至883.8万桶每日，日均产量达到1986年以来的最高水平。另一方面，强势美元也将继续打压国际油价。总之，尽管地缘政治风险以及OPEC可能采取限产保价措施或将阻碍油价下跌，但油价低位震荡的概率依旧较大。

图3 国际金价油价走势图



图3 国际原油及黄金价格走势

四、美债收益率震荡上行，未来全球债市将普遍承压

2014 年 8 月以来，全球债市呈现“两极分化”态势：发达国家国债收益率普遍上行，大多数新兴市场经济体国债收益率有所下降。在 2014 年 9 月的议息会议上，美联储进一步削减了 QE 购债规模，并就 2015 年加息进行了深入讨论。尽管市场对美联储具体加息时点还有较大争议，美联储内部的“鹰鸽之争”也未见高下，但美国基准利率逐渐上行的大趋势已经不可逆转。截至 9 月 18 日，美国 10 年期国债收益率为 2.61%，较 8 月初上升 0.12 个百分点。展望未来，美国国债收益率将延续震荡上行的态势，原因有三：一是在即将彻底完成 QE 退出的背景下，美联储资产购买对国债收益率的压降作用将逐渐消失；二是美联储 2015 年上半年加息概率较大；三是美国通胀呈现出上行态势。

2014 年 8 月以来，除去深陷地缘政治动荡的英国、乌克兰和俄罗斯，欧洲债务违约风险进一步趋向下降，截至 9 月 18 日，法国、德国、意大利、西班牙、葡萄牙、瑞典和荷兰五年期主权 CDS 息差分别较 8 月初下降了 3.5、4.33、18.35、3.48、57.28、1.17 和 10 个基点。但受到美国加息预期增强和美债收益率上行的影响，欧洲国家国债收益率自 8 月末起普遍上行，截至 9 月 18 日，英国、法国、德国、希腊、意大利和西班牙 10 年期国债收益率分别为 2.57%、1.44%、1.08%、5.71%、2.44% 和 2.27%，分别较 9 月初上升 0.19、0.19、0.2、0.07、0.02 和 0.02 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，欧洲央行推出欧版 QE 政策的可能性不断加大，这将给国债收益率带来下行拉力；另一方面，美国基准利率上行渐成共识，美债收益率上升将给欧洲债券市场带来全局性的压力，而乌克兰危机和苏格兰公投也可能会继续造成不利于



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。

受日本通胀率渐次上行的影响，日本国债收益率小幅上行，截至9月18日，日本10年期国债收益率为0.56%，较8月初上升0.03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，且日本通胀能否持续上行还存在较大变数，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，大部分新兴市场经济体国债收益率明显下降，截至9月18日，巴西、俄罗斯、中国、印度和南非10年期国债收益率分别为11.58%、9.48%、4.16%、8.45%和8.2%，分别较9月初下降0.57、0.03、0.04、0.07和0.12个百分点。展望未来，在美联储加息预期渐强、地缘政治动荡不安、金融市场波动加剧、资本外流趋势难以快速扭转的背景下，新兴市场国债收益率将承受一定的上行压力。

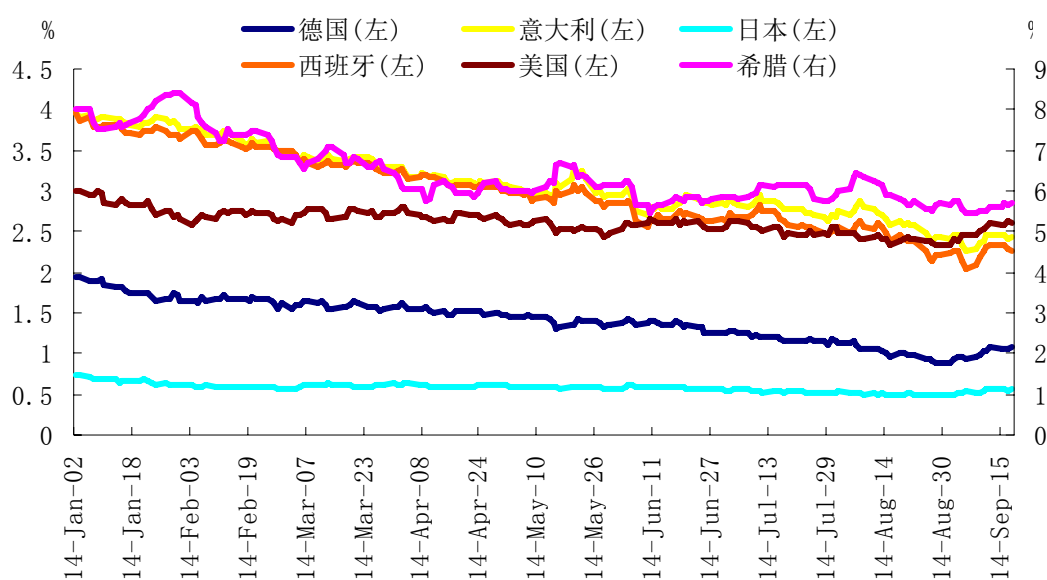


图4 部分发达国家10年期国债收益率走势图