



## 乐观情绪主导市场 地缘风险再成隐忧

### ——2014 年 6 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

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

执笔：马素红 王婕

jie.wangcsjr@icbc.com.cn

相关研究：

2014/5/23 《全球市场波动收窄 地缘风险阴云未散——2014 年 5 月国际金融市场走势述评》

2014/4/25 《全球经济温和回升 增长格局发生转变——2014 年第一季度国际经济金融走势回顾及未来展望》

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。

- 2014 年 5 月至 6 月下旬，国际金融市场波动性较前期再度收窄。全球主要金融市场乐观情绪浓厚，恐慌指数创 7 年新低。美元指数、美元对日元和欧元汇率波动持续收窄，美元、英镑走强，欧元承压，主要新兴货币进入震荡调整期。
- 全球股市普涨，美股连创新高，欧股稳步上行，日股和新兴市场股市全面反弹。受地缘政治风险影响，国际金价和油价先抑后扬。美债、欧债持续火爆，而日本国债相对疲弱。
- 展望后市，美国经济走势、主要央行的货币政策及伊拉克内乱局势将成为影响国际金融市场的主线。预计美元、英镑将保持强势，欧元汇率继续承压，新兴市场货币将以震荡调整为主。美股、欧股仍有上行空间，而日股和新兴市场股市或将反复震荡。短期内国际金价和油价仍将得到支撑，美债价格存在回调压力，欧债仍有上行空间，日债将维持窄幅震荡。

5月中旬以来，受美国经济数据强劲、美联储再次发出“鸽派”言论、欧洲央行再推宽松货币政策以及乌克兰局势有所缓和等因素带动，全球主要金融市场乐观情绪浓厚，恐慌指数创7年新低。美元指数波动持续收窄，美元、英镑走强，欧元承压，主要新兴货币进入震荡调整期。全球股市普涨，美股连创新高。美债、欧债持续火爆。愈演愈烈的伊拉克内乱尚未对全球金融市场造成普遍影响，但促使国际金价和油价大幅反弹。展望下一阶段，美元、英镑将保持强势，欧元汇率趋于下行，美股、欧股仍有上行空间，而日股和新兴市场股市则以震荡调整为主，短期内国际金价和油价将得到支撑，而全球国债市场走势将现分化。

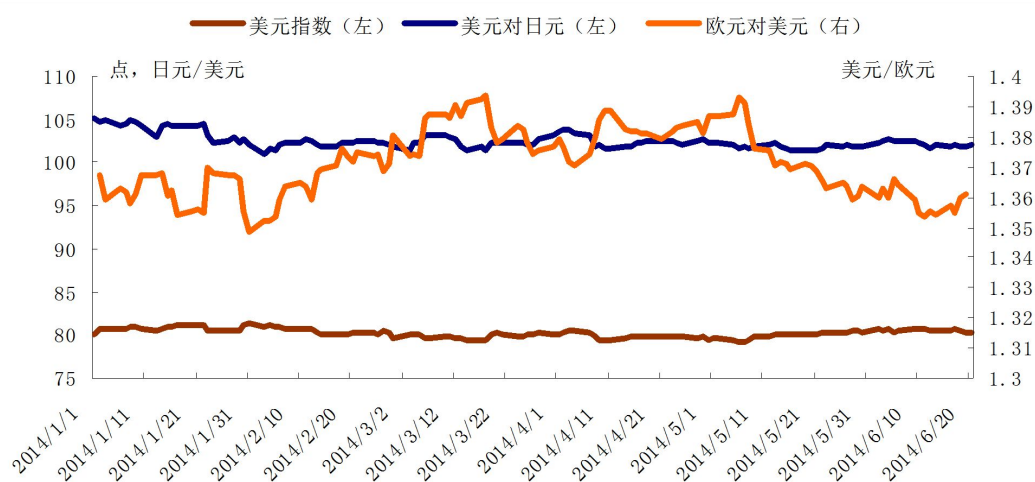
### 一、汇率波动再度收窄，美元英镑继续走强

5月以来，发达经济体汇率的波动率持续收窄成为全球汇市最显著的特点。5月初至6月20日，美元指数、日元对美元和美元对欧元汇率的标准差仅为0.36、0.27和0.008，而2013年同期分别为1.36、2.20和0.016，2014年1-4月分别为0.43、0.79和0.009。这在一定程度上反映了当前市场对风险资产，特别是美元资产的高度乐观情绪。分币种来看，首先，美国经济数据捷报频传促使美元指数持续走高，一度达到80.82的四个半月高点，此后因美联储议息会决议维持温和宽松立场，且调低了长期经济增速和长期利率预期，令美元小幅下挫。截至6月20日，美元指数收于80.37，较5月初上涨1.06%。其次，欧元持续疲弱。由于欧洲通缩风险日趋明显，5月以来，市场对欧洲央行再推宽松货币政策的预期不断强化，最终欧洲央行在6月5日议息会上颁布了包括质化和量化在内的一系列宽松货币政策，令热议已久的存款负利率最终变成现实。受此影响，欧元走势承压。截至6月20日，美元对欧元汇率收于1.36，较5月初贬值1.95%。其三，英镑维持强势。强劲的英国经济数据和英国央行6月会议纪要透露年内提前加息可能共同推升英镑，截至5月20日，美元对英镑汇率收于1.70，达到五年来高点，较5月初升值0.87%。其四，日元窄幅震荡。日本央行在5月中旬宣布维持货币政策不变，并表达出一年后实现通胀目标的信心，日元趁势攀升，日元对美元一度降至101.33的年内低点。此后因美国经济数据向好支撑美元走强，



同时数据显示中国经济于5月呈现企稳迹象,从而打压日元需求,日元又转为小幅贬值。截至6月20日,日元对美元汇率收于102.07,较5月初基本持平。其五,主要新兴市场货币在经历连续数月反弹后,升值动能渐趋疲弱,于5月普遍进入震荡调整期。截至6月20日,印度卢比和巴西雷亚尔对美元汇率较5月初基本持平,俄罗斯卢布对美元汇率升值3.28%,南非兰特对美元汇率小幅贬值1.63%。

展望后市,由于美国和英国经济增长形势明显好于其他发达经济体,两国货币政策也最早开始收紧,预计美元和英镑在下半年仍将维持整体强势。但由于英镑对美元已累计较多涨幅,短期内存在较大回调可能。美元将趋震荡升值,三季度美元指数有望突破81点位,年内可能震荡升破82点。而欧元区经济整体复苏相对较慢,欧洲央行下半年很可能再度放宽货币政策,美元对欧元汇率仍趋下行,年底前或将达到1.30这一关键价位。受消费税等改革影响,日本经济增长仍将面临较大考验,但由于日本央行短期内仍将保持政策稳定性,日元将继续窄幅震荡。新兴市场经济体货币总体仍可能延续宽幅震荡盘整态势,其中印度由于新总理莫迪上台给市场带来更多期待,印度卢比短期有望再拾升势。



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

图1 美元汇率走势图

## 二、乐观情绪持续升温，全球股市集体上涨

自5月初至6月中下旬，全球股市在乐观情绪的带动下出现集体上涨。美国经济数据强劲、美联储再次发出“鸽派”言论、欧洲央行再推宽松政策以及乌克兰局势有所缓和等因素，是带动近期主要股市走高的主要因素。

**美股连创新高。**素有恐慌指数之称的芝加哥期权交易所VIX指数在6月份跌至11点以下，创下7年来的新低，反映出市场充溢着浓厚的乐观情绪。美股在乐观情绪及多项有利因素支撑下屡创新高：一是美国经济数据向好，美国非农就业人数继4月大幅增长之后，5月仍较为强劲，且失业率维持在6.3%不变，这再度确认美国经济已从严寒天气中恢复，另据美国劳工部确认，美国经济已全数回补经济衰退期间丧失的就业岗位；二是美联储在6月18日议息会上再次强调其“鸽派”言论，即将在结束QE之后较长时间内维持低利率，从而使市场担忧的提前加息风险降低；三是6月5日欧央行推出一揽子货币宽松政策进一步推升了市场情绪。标普和道琼斯指数在6月份均连创新高。截至6月20日，标普500指数收于1962.87点，较5月初上涨4.2%；道琼斯指数收于16947点，同期上涨2.3%；纳斯达克指数同期也大涨5.8%。

展望下一阶段，美股连创历史新高之后，本身已经累积了较高的风险，市场开始就美股基本面能否支撑目前的较高市盈率进行重新评估，预计其短期内的回调将不可避免。但从中期来看，一季度天气因素带来的负面影响消退后，美国经济在二季度和下半年的复苏势头将更加稳健，个人消费强劲和企业投资回升都是拉动经济的重要引擎。基于这一判断，我们认为下半年美股指数较当前的水平仍有一定的上行空间。

**欧股稳步上涨。**受欧洲央行推出新一轮宽松货币政策、美联储强调将在较长时期维持低利率政策以及乌克兰局势出现缓和的提振，欧洲股市全面上涨。其中欧元区绩优股Euro STOXX 50指数在6月中旬创下5年半以来的新高。在强劲的经济基本面支撑下，德国股指领涨上涨势头明显，截至6月20日，德国DAX30指数收于9987.24点，较5月初上涨4.0%，法国CAC40指数与英国富时100指数同期分别上涨1.9%和0.2%。欧元区经济虽然整体复苏的大势不变，但通缩风



险仍然较大，经济复苏步伐仍将艰难，包括负利率在内的宽松政策效果有待时间验证。因此，预计欧股未来震荡上扬的可能性较大。

**日股强劲反弹。**由于市场对安倍经济改革缺乏信心，以及消费税上调后日企盈利前景堪忧，日经指数自4月以来连续下跌，并在5月21日触及14,000下方的低点。此后的一个月，受美联储鸽派立场以及中国PMI数据向好的提振，日股出现大幅反弹并创下5个月来的收盘高点。截至6月20日，日经225指数收于15349.42点，较5月初大幅上涨6.0%，较5月低点更是上涨近10%。下一步，市场将更多聚焦于安倍的成长策略，由于市场仍对安倍的改革议题及日本经济能否结束通缩持谨慎态度，预计日股持续反弹的可能性不大，或将在震荡盘整中再次回调。

**新兴市场股市回升。**受美联储退出QE的外溢影响更趋温和、自身经济表现优于预期等因素提振，新兴市场股市整体上扬。截至6月20日，新兴市场MSCI指数收于1049.94，较5月初上涨5.5%。巴西圣保罗BOVESPA指数与阿根廷Merval指数同期分别上涨了3.1%和6.7%。受乌克兰局势缓解的影响，资金开始重新流入俄罗斯股市，俄罗斯RTS指数较5月初强劲反弹了17.6%，已恢复至克里米亚危机之前的水平。但地缘风险反复发酵、国内经济放缓压力仍未根本缓解等因素，将使未来一个时期新兴市场股市的大幅波动成为常态。

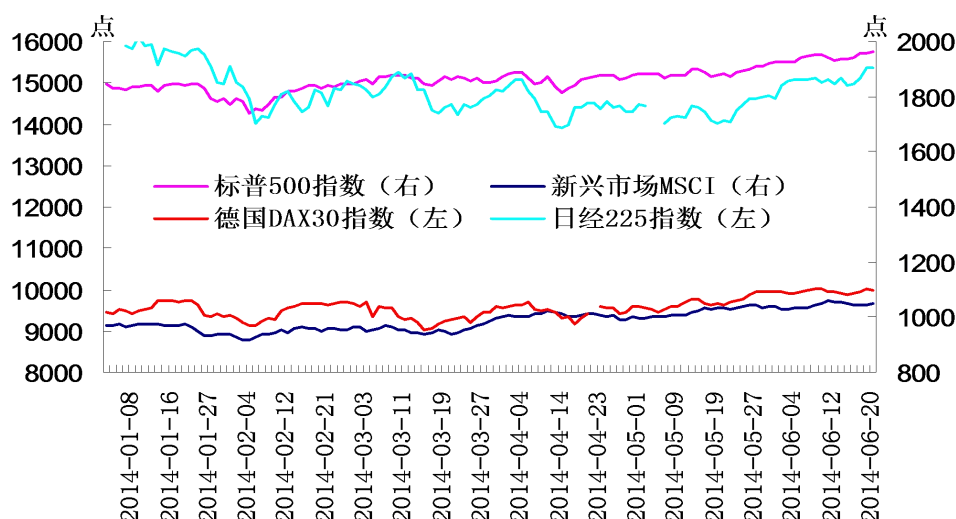


图2 全球主要股指走势图



### 三、金价油价先抑后扬，短期仍将维持高位

过去一个月，地缘政治风险和美联储货币政策成为主导国际黄金和原油价格的关键，二者均呈现先抑后扬走势。5月中旬以后，在美国主要经济数据持续向好带动下，市场对美联储加息预期升温，加之乌克兰局势逐步缓和，国际金价受到打压，跌至6月初的1244美元/盎司，为今年2月以来的最低价，此后以6月5日欧洲央行下调三大利率为第一炮，接着伊拉克内乱不断升级激发市场避险需求，美联储议息会又打消了市场对提前加息的疑虑，国际金价因此而快速走高。截至6月20日，纽约黄金现货价格报收于1315美元/盎司，较6月初上涨5.7%。同期国际原油价格亦呈现近似走势。乌克兰局势的日趋稳定促使国际油价在5月末小幅下行，而6月以来伊拉克内乱持续升级令市场对其原油供给能力高度忧虑，加之过去几周美国原油库存持续减少，国际油价快速走高。截至6月20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106.83美元/桶和114.81美元/桶，分别较5月20日上涨5.3%和5.4%。

展望后市，短期内国际金价和油价都将继续得到支撑。金价方面，一是伊拉克内乱仍将支持避险需求，7月行权价在1325美元/盎司和8月行权价在1300美元/盎司的Comex黄金期权价格近期均大幅上涨，预示黄金现货价格仍有上涨动力；另一方面，印度央行已放宽黄金进口管制，市场预期印度新总理莫迪或将释放更多有利黄金消费的政策，这一乐观预期也将支撑金价。但下半年最重要的市场转向节点仍在于美联储的货币政策。由于美联储很可能在10月前后完全终止资产购买活动，并可能对何时开始加息给出更明确的指引，加之整体向好的美国经济亦将限制金价涨幅，我们预计金价在下半年将呈现先升后跌走势，高限至1330美元/盎司，下限至1100美元/盎司。原油方面，由于夏季用油高峰已至，而伊拉克局势仍在恶化，三季度原油价格将维持在高位，并随伊拉克局势而加大震荡。WTI和北海布伦特原油期货价格波动区间预计分别为103-115美元/桶和110-125美元/桶。一旦战火蔓延至伊拉克南部的石油主产区，布伦特油价很可能快速突破120美元/桶，届时美国和国际能源署可能将动用战略原油储备。

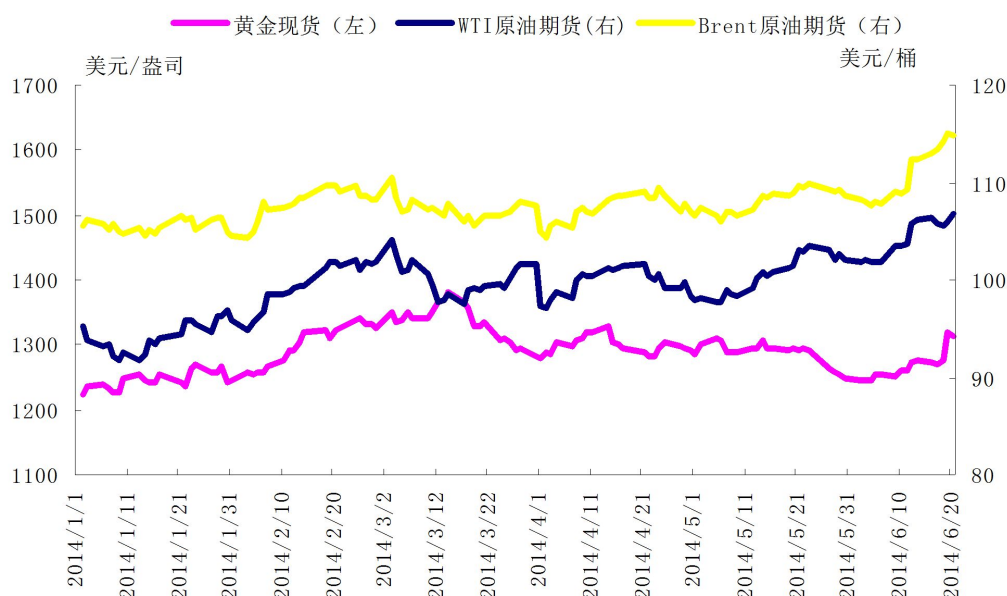


图3 国际金价油价走势图

#### 四、美债价格上涨动能衰竭，欧债有望继续向好

今年以来，国际资本市场上值得关注的一个现象是，与美股频创新高相反，美国国债收益率却意外走低。以美国10年期国债收益率为例，从年初的3%左右一路下降至5月末的2.4%上方，创下11个月低位，30年期国债收益率也逼近一年低位。收益率下降意味着国债价格的上涨。全球经济复苏形势仍不明朗、乌克兰事件引发的避险需求以及美联储主席耶伦两次暗示不急于加息，最终促成了美债逆势走高。从下一步走势看，由于目前美国国债超买现象严重，且美国经济数据表现渐趋好转，美国国债价格进一步走高的动能或已耗竭，2.4%将是美国基准10年期国债收益率的短线底部区间。截至6月20日，美国10年期国债收益率为2.61%，较5月末的低点上涨了17个基点。预计短期内美国国债价格存在快速回落的可能，10年期国债收益率在未来几个月或将触及2.80%的高位。

随着欧债风险的消减以及欧元区经济企稳回升，今年以来欧债市场持续火爆。近几个月来，受欧央行的宽松预期、德国通胀走低及乌克兰危机事件的驱动，欧元区多国的国债收益率均创下历史低点。截至6月20日，德国的10年期国债

收益率收于 1.34%，较 5 月初下降 11 个基点；欧元区二线国家，如西班牙和意大利的 10 年期国债收益率分别收于 2.72% 和 2.94%，同期下降 15 和 9 个基点；希腊 10 年期国债收益率收于 5.87%，同期下降 15 个基点。由于欧元区复苏依然乏力、不均衡且脆弱，欧洲央行可能在较长时间内维持目前的低利率，且存在推出欧版 QE 的可能，预计欧债还有进一步上升的空间。

日本国债走势总体疲弱的同时呈现新特点：一是日本央行首次成为日本国债最大持有者，占比 20.1%；二是受日本央行改变购债规则的影响，日本 30 年期和 10 年期国债利差创下 15 个月新高。这均体现了日本央行超宽松货币政策对其国债市场的影响。截至 6 月 20 日，日本 10 年期国债收益率收于 0.58%，较 5 月初微幅下降 4 个基点。预计日债短期内持续窄幅波动的可能性较大。

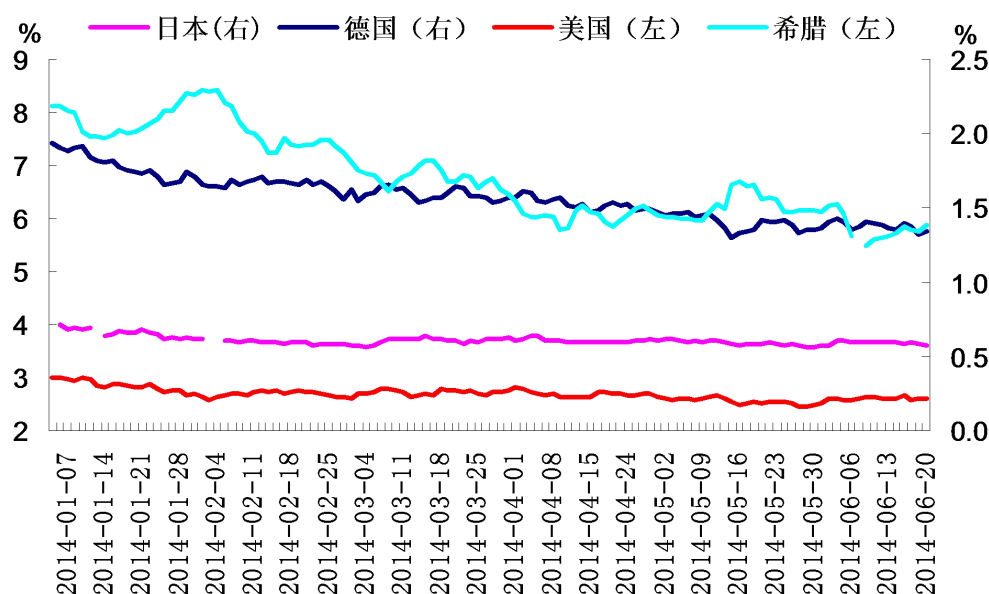


图 4 部分国家 10 年期国债收益率走势图