



“宽货币”支撑全球经济温和增长

——2014 年上半年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

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

suhong.ma@icbc.com.cn

相关研究：

2014/7/1 《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》

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》

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。

- 2014 年上半年，全球经济维持温和复苏性增长态势。具体来看呈现以下特征：一是全球经济增长格局“西升东降”。二是全球货币政策“双重分化”。三是国际金融市场“罕见繁荣”。四是跨境资本流动“频繁无序”。展望下半年，全球经济走势在总体向好的同时仍存隐忧，需要警惕以下风险：一是发达经济体的政策风险。二是主要经济体的结构性改革及转型风险。三是金融市场低波动性引致的风险。四是地缘政治风险。
- 分区域来看，极寒天气拖累美国经济，快速反弹依然可期；欧洲经济温和复苏，下半年或推欧版QE；日本经济大起大落，未来仍有下行压力；政治经济风险双升，资金回流难解新兴市场困境。分市场来看，美元震荡且稳且上行，欧元或进一步走弱；乐观情绪持续升温，全球股市普遍向好；地缘风险推升金价油价，短期仍将维持高位；美债价格上行动能衰竭，欧债有望继续走强。

Loose Monetary Policy to Promote the Global Economy Moderate Growth ——Analysis of global economy and financial markets in the 1st half of 2014 and outlook for the 2nd half

Executive Summary

In the first half of 2014, The global economy maintained a moderate recovery growth. The following are the main features: Firstly, the global economic growth pattern is that economic growth of developed countries has accelerated and that of emerging countries has decelerated. Secondly, global monetary policies have become more diversified. Thirdly, international financial markets see historically rare prosperity. Fourthly, cross-border capital flows have become more frequently and disorderly.

Looking forward to the second half of 2014, The overall trend of global economy is for the better, at the same time there are also some worries: first of all, developed economies will face policy risk. Second, major economies will face the risk of structural reforms and transformation. Third, Low volatility in financial markets may lead to risks. Fourth, the global economy will still face some geopolitical risks. Regionally speaking, although the U. S. economy was hit by the extreme cold weather in the first quarter of this year, it' s expected to rebound rapidly in the future. The European economy has achieved a modest recovery, and European Central Bank may implement the European version of QE in the second half of 2014. The fluctuation of Japan' s economic growth rate is very large in the first half of 2014, and downward pressure will be greater in the future. Although capital is flowing back to emerging economies, emerging economies will still face rising political and economic risks. From the perspective of different markets, the dollar may rise in the fluctuation, and the euro is likely to weaken further. With the rising optimism, the global stock market is expected to be higher. Geopolitical risks will put the prices of gold and oil in an upward spiral, they will remain high in the short time. The prices of U. S. treasury may not continue to rise, but the prices of Europe' s government bonds are expected to continue to rise.



目 录

一、全球经济走势回顾与展望	1
(一) 极寒天气拖累美国经济, 快速反弹依然可期	2
(二) 欧洲经济温和复苏, 下半年或推欧版QE	4
(三) 日本经济大起大落, 未来仍有下行压力	5
(四) 政治经济风险双升, 资金回流难解新兴市场困境	5
二、国际金融市场走势回顾与展望	6
(一) 美元震荡且稳且上行, 欧系货币分化加剧	7
(二) 乐观情绪持续升温, 全球股市普遍向好	8
(三) 地缘风险推升金价油价, 短期仍将维持高位	10
(四) 美债价格上行动能衰竭, 欧债有望继续走强	12

图目录

图 1 全球主要货币汇率	8
图 2 全球主要股指走势图	9
图 3 国际金价油价走势图	11
图 4 部分发达国家 10 年期国债收益率走势图	13

表目录

表 1 全球主要经济体经济增速及预测	2
--------------------------	---



2014 年上半年，全球经济维持温和复苏性增长态势。具体来看呈现以下特征：**一是全球经济增长格局“西升东降”**。发达经济体复苏步伐有所加快，新兴经济体经济增长持续放缓。2014 年发达经济体对世界经济增长的贡献率有望升至 54%，自金融危机以来世界经济增长来自发达国家的贡献首次过半。**二是全球货币政策“双重分化”**。整体来看，发达经济体偏松，新兴经济体偏紧。就发达经济体内部而言也出现分化现象，美英已将货币政策正常化提上议程，而欧洲大陆和日本为了提振经济或将进一步加大货币宽松力度。**三是国际金融市场“罕见繁荣”**。受益于全球主要央行宽松货币政策及金融市场低波动性的影响，包括股市、债市、大宗商品在内的全球主要资产价格上半年出现 20 年来少有的齐涨现象。**四是跨境资本流动“频繁无序”**。一季度新兴市场遭遇近年来最大规模资金外流的重创，二季度全球资本再度回流推动新兴市场资产价格出现超跌反弹。展望下半年，全球经济走势在总体向好的同时仍存隐忧，需要警惕以下风险：**一是发达经济体的政策风险**。发达经济体货币政策取向的分化，将会增加全球经济金融的不确定性，其中关键又看美联储的加息时点是否超出市场预期，及其货币政策正常化进程能否在抑制通胀风险及稳固经济复苏之间取得有效平衡。**二是主要经济体的结构性改革及转型风险**。发达经济体仍面临严重的政府债务和高失业问题，新兴经济体则亟待推进经济增长方式的实质性转型，主要经济体均须把握时间窗口大力推进结构性改革，否则将导致发展后劲不足。**三是金融市场低波动性引致的风险**。当前过低的市場波动性会令投资者扩大杠杆追逐高风险产品，从而导致资产错配及金融市场与实体经济脱钩，历史上过低的波动性时常成为重大危机爆发的前奏。**四是地缘政治风险**。乌克兰战火再起、伊拉克内乱升级、多个新兴市场国家政局不稳，地缘政治动荡趋于频繁化和长期化，将对全球经济复苏和国际金融市场运行构成持续冲击。

一、全球经济走势回顾与展望

2014 年上半年，尽管受北美极寒天气、乌克兰危机及部分新兴市场政治动荡等不利因素影响，全球经济仍然延续了温和复苏性增长态势。美国经济的内生

增长基础逐渐稳固，欧元区经济回升但通缩风险仍存，日本经济受上调消费税影响大起大落，新兴市场受制于结构性问题经济增速持续放缓。展望全年，全球经济增长率有望达到 3.6%，较 2013 年的 3.0%明显改善，发达国家和新兴市场分别有望增长 2.2%和 4.9%，二者增速差距进一步缩小。

表 1 全球主要经济体经济增速及预测

单位：%

	2013	2014				
	全年	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	全年
美国	1.9	-2.9	3.8	3.2	3.4	1.9
欧元区	-0.5	0.9	0.9	1.1	1.3	1.2
德国	0.5	2.3	1.8	2.0	2.1	2.0
英国	1.8	3.0	3.1	2.9	2.8	2.9
日本	1.5	6.7	-4.4	2.2	1.8	1.5
印度	4.4	6.1	5.0	5.2	5.4	5.4
巴西	2.5	1.9	0.4	1.1	1.2	1.3
俄罗斯	1.3	0.9	0.3	0.3	0.5	0.5
发达经济体	1.3	—	—	—	—	2.2
新兴市场	4.7	—	—	—	—	4.9
全球	3.0	—	—	—	—	3.6

注：表中阴影部分为预测数据。

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）极寒天气拖累美国经济，快速反弹依然可期

2014 年上半年，美国经济先抑后扬。由于遭遇 20 年不遇的极寒天气，一季度个人消费增速锐减，私人投资和出口大幅下滑，当季 GDP 大幅萎缩 2.9%。但



极端天气作为暂时性因素并未对美国经济整体向好的大趋势造成实质性冲击。二季度以来，多项数据显示美国经济的反弹动能正在强化。首先，就业市场稳步增长。美国 2 月以来各月新增非农就业人数持续保持在 20 万人以上，同时失业率从 2013 年末的 6.7% 稳步下降至 6 月的 6.1%。其次，居民消费有所改善。得益于汽车销售的快速增长，3 月以来，实际居民耐用品消费支出已连续 3 个月同比增长 5% 以上。第三，制造业景气度回升明显。制造业 PMI 指数连续增长，并已连续两个月位于 55 以上，其中自有库存指数已从年初的 44 连续增长至 53，预示严重拖累一季度经济的私人存货投资正在快速改善。第四，房地产市场在历经半年多的停滞于 5 月再现启动迹象。受房屋库存增长和贷款利率回落带动，新屋销售和成屋销售终于由跌转升，并于 5 月环比大增 18.59% 和 4.94%；同时 NAHB/富国银行住房市场指数也于 6 月跳升至 49，显示建筑商对未来房地产走势的信心正在恢复。预计美国经济增长将在二季度快速反弹至 3.8% 的年内高点。

展望下半年，美国经济的以下几方面尤为值得关注：首先，居民消费走势仍将是经济增长的关键。由于非耐用品和服务消费增长较为缓慢，上半年美国个人消费支出增长并不令人满意。在个人可支配收入连续增长和家庭“去杠杆”基本结束等因素支撑下，预计下半年个人消费支出的增长情况将好于上半年。其次，通胀走势和美联储货币政策将是全球市场焦点。受能源、食品、服务等价格走高影响，美国通胀率快速回升。5 月 CPI 和核心 CPI 分别同比增长 2.1% 和 1.9%。由于美国的产出缺口持续收窄，住宅、医疗保健支出主导的服务价格已实质性跃升，而食品价格亦将维持高位，通胀压力将日趋显现，预计 2014 年末 CPI 和核心 CPI 同比增速将在 1.9% 左右。美联储下一步货币政策安排将与通胀走势息息相关。初步判断美联储将在 10 月前后彻底终止资产购买，此后将把重点转向实现货币政策正常化。虽然美联储主席耶伦将 5 月通胀数据称为“噪音”，并强调超低利率会延续相当长一段时间，但由于美国通胀压力已在多个子行业显现，应高度关注美联储提前加息的可能。同时，这一“加息”不会是单纯地提高联邦基金目标利率，美联储将会借助“政策工具组合”来实现短期利率“可控的”提高。第三，中期选举将在 11 月初举行，亦可能给美国经济带来短期波动。1990 年以

来的 6 次中期选举年中有 5 次都出现了选举前（三季度）经济增速下滑，特别是私人投资和政府支出对经济的拉动作用明显减弱。总体来看，三季度和四季度经济增速仍将保持在 3% 以上，年末失业率有望降至 6.0%。预计美国 2014 年全年经济增长 1.9%。

（二）欧洲经济温和复苏，下半年或推欧版 QE

2014 年初至今，欧洲经济延续去年下半年以来的温和复苏势头，前两个季度经济同比增速实际值和预估值均为 0.9%，其中核心国德国经济增速较快，法国微幅增长，意大利、西班牙、希腊等部分重债国也开始逐步走出衰退。但不断强化的通缩风险与维持高位的失业率却是欧元区复苏道路上的绊脚石。欧元区 CPI 同比增幅连续 9 个月低于 1%，今年 6 月份增幅仅 0.5%，PPI 更是连续 9 个月负增长，目前欧元区失业率仍然维持在 11% 以上高位水平。相对而言，英国经济复苏的步伐明显加快，前两个季度经济同比增速实际值和预估值分别为 3% 和 3.1%。

2014 年上半年欧洲政策方面主要有两大看点，一是欧洲央行再度放松货币政策，颁布了包括降息、新一轮长期再融资操作等一系列政策措施；二是欧洲议会在换届选举前通过了欧洲银行业联盟单一监管、单一清算、存款担保的相关法案。欧洲央行实施低利率乃至负利率政策有利于改变欧元区银行资产配置状况，激活市场流动性，推动消费及投资增长，对于应对通缩风险等问题具有重要的积极意义，以“融资换贷款”为特点的定向长期再融资操作（TLTROs）有利于进一步缓解欧元区金融市场流动性问题。但值得注意的是，存款负利率政策在实施过程中可能面临较大考验，甚至可能影响金融系统的稳定运行，在一定程度上加大经济增长压力及欧元区通缩风险。银行业联盟三大支柱基本内容最终确立，有利于重塑欧洲银行业的信心，增强欧洲应对银行业危机的能力，使欧洲金融监管体系及对问题银行的处置机制得到较明显的改善。但与最初设计方案相比，目前的法案仍有一定差距，在防范银行业风险、应对危机等方面有待进一步加强。

展望下半年，欧洲央行可能推出包括直接购买资产支持证券（ABS）在内的一系列欧版量化宽松（QE）措施，以支持经济复苏，摆脱通缩风险，缓解欧洲金



融市场尤其是银行业面临的困境。欧元区经济在宽松货币政策支持下，将逐步加快复苏步伐，预计 2014 年全年欧元区经济增速为 1.2%。英国经济复苏前景较佳，全年经济增速预计将达到 2.9%。由于房价飙升加大了市场对其国内资产泡沫风险的担忧，英国央行近期释放了可能提前收紧货币政策的信号，年底前加息的概率加大。

（三）日本经济大起大落，未来仍有下行压力

2014 年上半年，日本经济受上调消费税等因素影响经历“过山车”走势。一季度日本 GDP 环比折年率猛增 6.7%，关键原因是消费者赶在上调消费税之前突击消费，因此占日本 GDP 比重 60%的消费环比增长 2.3%，创下 1990 年二季度以来的新高。同时，私人企业设备投资与出口表现良好，共同推动日本一季度 GDP 飙升。在 4 月上调消费税后，日本零售额连续两月负增长，4 月私人机械订单环比出现负增长，5 月日本出口又出现 15 个月以来的首次负增长，因此日本二季度 GDP 出现负增长几成定局，预估值为-4.4%。

展望未来，当前日本通缩状况与就业形势持续改善在一定程度上预示着上调消费税对日本经济的冲击或低于预期，预计日本经济在三季度将开始反弹。不过未来日本经济仍面临多重下行压力：首先，安倍内阁新近推出下调日本企业税率、鼓励女性就业等措施的新经济增长战略，但此战略仅为纲领性文件，具体措施尚在研究制订中，而且对债务高企、“老龄化”等痼疾不可能立竿见影。其次，虽然 CPI 持续攀升，但日本家庭收入水平不增反降。截至 5 月，日本家庭月实际收入已经连续 10 个月同比负增长，且未来大幅涨薪的可能性较小，这势必制约未来日本私人消费的增长。第三，当前全球经济复苏并不强劲，而安倍的右倾政策又令日本与其重要贸易伙伴中国及韩国的关系持续紧张，这给日本的出口蒙上阴影。我们预计日本三、四季度 GDP 增长率为 2.2%和 1.8%，全年增长率为 1.5%。从政策方向看，日本政府受制于居高不下的政府债务水平，不可能再推出大规模财政刺激方案。如果日本经济下半年重陷低迷，日本央行加大货币宽松力度将是大概率事件。

（四）政治经济风险双升，资金回流难解新兴市场困境

2014 年第一季度，新兴市场对地缘政治风险大增，GDP 增速继续放缓，跨境资金继续大量流出，货币大幅贬值。第二季度，新兴市场经济增长形势仍不容乐观：一方面，新兴市场对地缘政治风险进一步加大制约其经济增长稳定性。第二季度，印度和埃及大选、越南国内反华暴行、泰国军事政变、伊拉克乱局升级恶化等事件导致新兴市场政治风险继续上升，对新兴市场经济的稳定增长造成较大负面影响。另一方面，受政局动荡、内需疲软及外需不景气影响，新兴经济体经济增长仍旧疲弱。第二季度，包括印度、韩国、印尼、南非、巴西等经济体的制造业 PMI 继续出现不同程度下滑，通胀率仍居高不下，被下调评级的企业数量增多，经济增长仍处于持续放缓阶段。值得关注的是，受美联储继续维持温和宽松立场且调低长期经济增速和长期利率预期影响，加上新兴市场经济体采取加息、增税等应对措施，跨境资本从 2014 年第二季度起开始迅速回流新兴市场，在一定程度上缓解了新兴市场经济增长放缓的压力。据国际金融协会最新数据，5 月新兴经济体股票和债券市场净流入资金共 450 亿美元，创 2012 年 9 月以来新高，明显高于 3 月的 270 亿美元和 4 月的 280 亿美元。

展望 2014 年下半年，虽然新兴市场国家已采取加息等短期措施缓解资本外流，但上述举措可能制约其投资和消费的增长，而跨境资本过度流动或将造成其金融秩序紊乱，进一步加大“稳增长”的压力。虽然下半年发达经济体内需持续增长或将拉动新兴市场经济开始缓慢反弹，但受制于新兴市场内部结构性问题，反弹幅度或将较为有限。预计 2014 年新兴市场经济增速可能从 2013 年的 4.7% 小幅走高至 4.9%。其中，印度 2014 年经济增速有望提升至 5.4%，但预计同期巴西和俄罗斯仅增长 1.3% 和 0.5%。

二、国际金融市场走势回顾与展望

2014 年上半年，主要发达国家宽松的货币政策及全球金融市场低波动性，导致国际金融市场包括股市、债市、大宗商品在内的主要资产价格出现同步上涨现象。国际资本流动愈加频繁无序，一季度国际资金大幅外流使新兴市场遭遇剧烈动荡，但二季度资本回流又推动新兴市场资产价格出现超跌反弹。



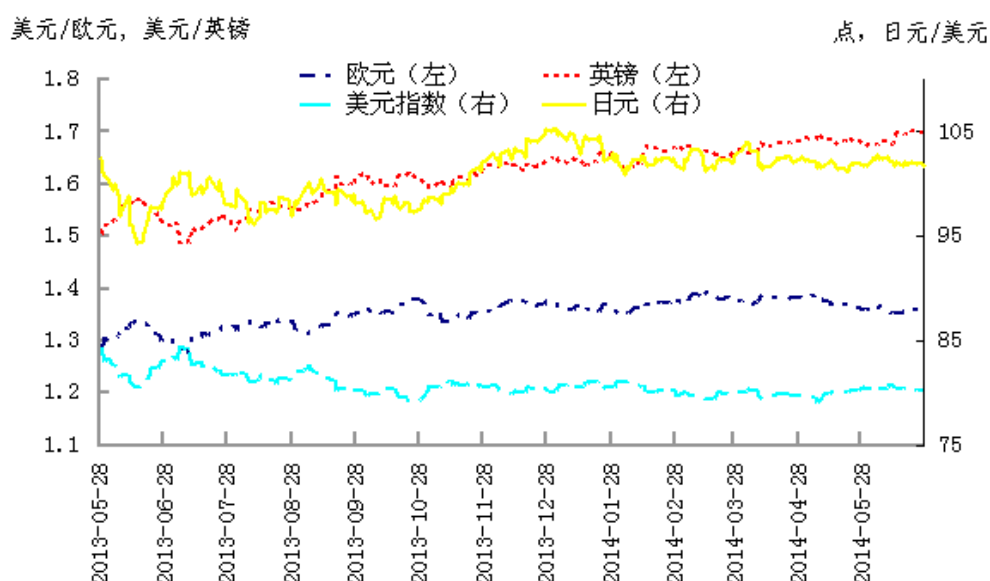
（一）美元震荡且稳且上行，欧系货币分化加剧

2014 年上半年，全球汇市波澜趋缓，单边行情此起彼伏；进入 6 月后欧系货币分化加剧，增加下半年美元上行阻力，全球主要货币变动特征有四。首先，美元在震荡盘整的同时，波动率收窄，“V”型走势打开后市上行通道。年初美元强势上行开盘，之后在疲弱经济数据影响下，2 月和 4 月出现两轮下行波动；但是 5 月后美元震荡上行动力逐渐增强，一方面有 PPI、就业和零售等利好数据和市场对 FED 提前加息预期的支持；另一方面，欧元数据不利和欧央行量宽政策预期与美国加息的货币政策预期形成对比更凸现美国经济复苏信心，加之地缘政治冲突增加避险需求，构成美元被动上升动能。虽然美国仍间有疲弱数据公布，但在就业、零售和房市数据向好的支撑下，美元上行的总体趋势不改。截至 6 月 30 日，美元指数收于 79.79，较年初下跌 0.54%，但较半年低点（5 月 6 日收于 79.15）反弹 0.81%。其次，欧系货币分化加剧。欧元区经济复苏依然疲弱以及欧洲央行 6 月初开启新一轮一揽子宽松货币政策，成为欧元下行的现实推手；而英国经济增长强劲及英国央行不断释放加息信号，则支持英镑持续对美元和欧元升值。截至 6 月 30 日，欧元兑美元较 2014 年初贬值 0.49%，英镑兑美元则较年初升值 4.19%。再次，日元延续低位震荡。由于地缘政治加重避险需求，同时美国经济数据不稳，对日元形成一定支撑。截至 6 月 30 日，日元对美元收于 101.33 日元/美元，较年初升值 3.72%。最后，新兴市场货币经历年初冲击后，在地区政治风险冲击下进一步加剧分化走势。截至 6 月 30 日，巴西雷亚尔、印尼盾、印度卢比、土耳其里拉和泰国泰铢分别对美元较 2014 年初分别升值 7.27%、2.34%、2.78%、1.39%和 0.86%。俄罗斯卢布和南非兰特对美元汇率则贬值 3.43%、1.26%，阿根廷比索和乌克兰赫夫米分别对美元汇率大幅贬值 24.26%和 42.60%。

展望后市，欧美英货币政策差异和经济数据差距将成为其汇率后期走势的指引，而就业和通胀指标的公布和表现都或引发市场新的波动。6 月底美国已经公布的数据对美国后期 GDP 增长形成支撑，如果 FED 缩债规模延续并且加息与市场预期不出现大的背离，美元下半年走强仍是大概率事件，三季度有望突破 81 点位。欧盟峰会结果虽对欧央行政策产生一定变数，但是如果下半年继续出台更多

宽松措施，欧元区实际经济增长有限的话可能进一步拉低欧元；而英国经济数据持续向好可能使其加息进程提前启动，支撑英镑继续走强。日元走势在受美债利率和地缘风险影响的同时，更多取决于日本经济能否稳定增长以及日央行货币政策走向。新兴市场货币在地缘政治风险、内部经济不平衡加剧和外部欧美经济复苏的三重压力下，仍面临下行冲击。

图 1 全球主要货币汇率



（二）乐观情绪持续升温，全球股市普遍向好

2014 年上半年，在美国经济复苏势头良好、美联储维持“鸽派”立场、欧洲央行再推宽松政策以及乌克兰局势阶段性缓和等因素的推动下，市场乐观情绪逐渐升温，全球主要股指走高。

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 6 月份多次跌破 11 点，远低于 20 点的长期平均水平，反映出市场乐观情绪占据主导。美股在多项有利因素支撑下屡创新高：一是虽然一季度美国经济因极端天气陷入衰退，但多项主要经济指标均预示美国经济内生复苏动能强劲；二是美联储关于未来政策取向不断“吹风”，使市场对提前加息的担忧逐渐降低；三是欧央行推出



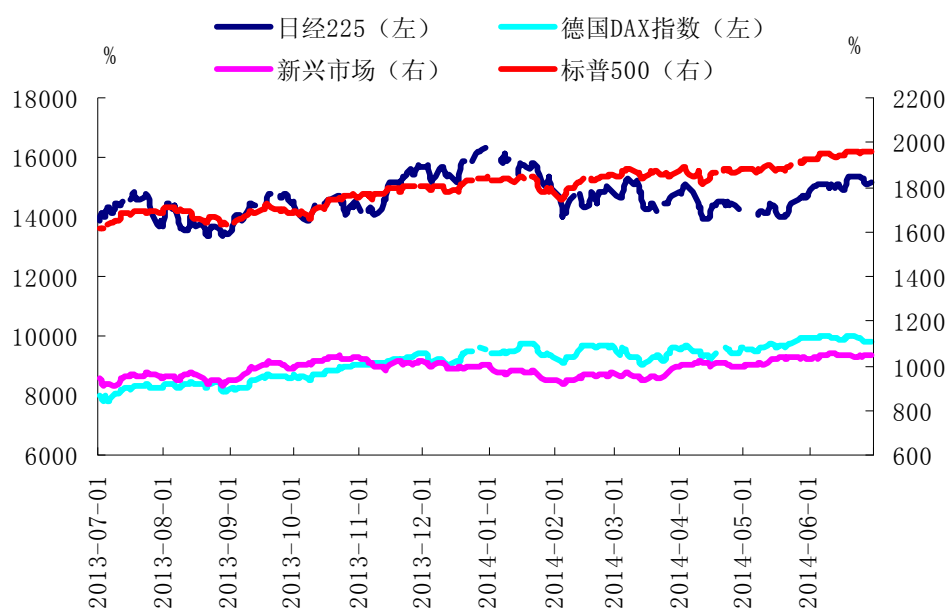
一揽子货币宽松政策进一步推升了市场风险偏好。截至 6 月 30 日，标普 500 指数、道琼斯指数和纳斯达克指数较年初分别上涨 6.05%、1.51% 和 5.54%。展望下一阶段，美股连创新高引发市场对美股基本面能否支撑目前的较高市盈率进行重新评估，预计其短期内的回调将不可避免。但在美国经济基本面向好支撑下，我们认为下半年美股仍存一定上行空间。

欧股稳步上涨。由于欧债危机渐趋平静、欧洲央行推出新一轮宽松货币政策、美联储强调维持“鸽派”立场以及乌克兰局势阶段性缓和等利好因素，欧洲股市整体上涨。截至 6 月 30 日，欧元区 STOXX50 指数、德国 DAX30 指数与法国 CAC40 指数分别较年初上涨 3.84%、2.94% 和 2.95%，同期英国富时 100 指数仅微跌 0.08%。展望未来，尽管欧元区复苏步伐快慢不一，通缩压力持续存在，欧央行新一轮宽松政策效果尚难判定，但是欧债危机渐趋平息、欧洲经济整体向好，企业盈利状况持续改善等因素或将推动欧股继续震荡上扬。

日股先抑后扬。由于市场对安倍经济改革信心不足，以及消费税上调后日企盈利前景隐忧，日经指数今年以来至 5 月中旬震荡下行，此后受安倍内阁推出新一轮新经济增长战略、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，不过仍未收复前期失地，截至 6 月 30 日，日经 225 指数较年初下跌 6.93%。展望未来，由于市场对安倍的新一轮改革措施、上调消费税的冲击以及日本经济能否终结通缩持谨慎态度，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 30 日，新兴市场 MSCI 指数较年初上涨 4.80%。印度孟买 30 指数、巴西圣保罗 BOVESPA 指数与阿根廷 Merval 指数同期分别上涨了 20.04%、3.22% 和 46.30%。目前乌克兰局势已有所缓解虽然令俄罗斯股市从暴跌中企稳，但 RTS 指数仍较年初下跌了 5.28%。展望未来，地缘风险反复发酵、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) 地缘风险推升金价油价，短期仍将维持高位

今年上半年，地缘政治风险和美欧货币政策成为主导国际金价的关键。年初乌克兰危机推升黄金避险需求，黄金现货价格一路上扬至年内高点 1383 美元/盎司。此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，国际金价受到打压，转为震荡下跌。进入 6 月后，以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，国际金价再度快速走高。截至 6 月 30 日，纽约黄金现货价格报收于 1327.33 美元/盎司，较年初上涨 8.4%。

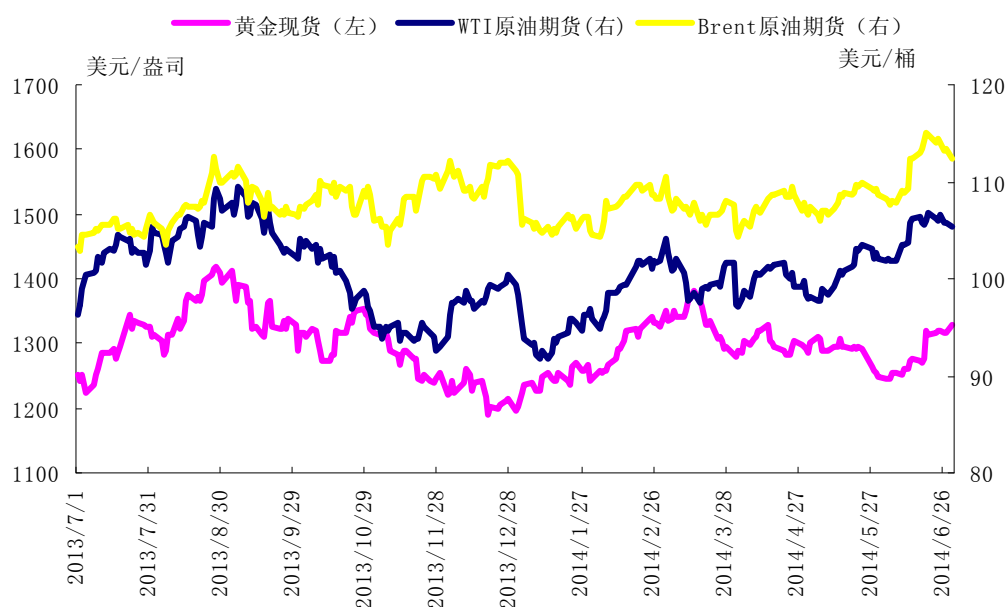
同期国际原油价格在接连不断的地缘政治风险推动下持续震荡走高，尤其是反映美国油价的纽约 WTI 原油期货价格涨势更为明显。年初极寒天气加大能源需求且美国国内原油库存下跌共同推升 WTI 原油期货价格，而后乌克兰危机和伊拉克内乱交错升级引发市场对原油供给的忧虑，WTI 和北海布伦特原油期货价格随之共同走高。截至 6 月 30 日，WTI 原油期货价格和北海布伦特原油期货价格分别报收于 105.37 美元/桶和 112.36 美元/桶，分别较年初上涨 10.7% 和 6.4%，二者价差从年初的 10.44 美元/桶收窄至 6.99 美元/桶。

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



克和乌克兰地缘冲突仍将支持避险需求，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，预计金价在下半年将呈现先升后跌走势，高限至 1340 美元/盎司，下限至 1150 美元/盎司。原油方面，从基本面看，全球经济弱增长态势决定原油需求较为平稳，而国际供给则相对充足，特别是美国原油产量的持续提升和对石油出口禁令的适度放宽亦将增加供给。在这种供需平衡局面下，伊拉克内战走势将成为决定下半年国际油价的关键。预计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。此后，若伊拉克局势缓解，国际油价有望震荡下行。下半年 WTI 和北海布伦特原油期货价格波动区间预计分别为 95-115 美元/桶和 105-125 美元/桶，同时二者价差趋向再度拉大。需要注意的是，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将可能动用战略原油储备。

图 3 国际金价油价走势图



（四）美债价格上行动能衰竭，欧债有望继续走强

2014 年上半年，在美联储正式启动缩减量宽购债规模背景下，美债收益率不升反降，与市场预期截然相反。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，6 月上旬短暂反弹之后再次下跌，截至 6 月 30 日收于 2.53%。收益率下降意味着国债价格的上涨。上半年支撑美国国债超买的因素主要包括全球经济复苏形势仍不明朗、地缘政治风险频现、美联储加息预期后延等，但从下一步走势看，美国国债价格继续走高的动能或已耗竭，2.4% 将是美国 10 年期国债收益率的短线底部区间，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。

欧债危机企稳、经济复苏启动为欧洲国债市场回暖创造了较为良好的环境，在欧洲央行宽松预期、德国通胀走低及乌克兰危机事件驱动下，欧元区多国国债收益率均创下历史低点。截至 6 月 30 日，德国 10 年期国债收益率收于 1.25%，较年初下降 69.6 个基点，希腊、葡萄牙、西班牙、意大利等重债国同期国债收益率也分别下降了 227.9、218.8、131 和 112.4 个基点至 5.96%、3.65%、2.66%



和 2.85%。考虑到欧洲央行可能在较长时间内维持目前的低利率，且下半年可能进一步推出欧版 QE，预计欧债收益率仍有下行空间。

日本央行超宽松货币政策推动国债收益率持续走低。今年 3 月末日本央行首次成为日本国债最大持有者，占比达 20.1%，其对 10 年期国债购买量加码，推动 30 年期和 10 年期国债利差创下 15 个月新高，进一步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 30 日，日本 10 年期国债收益率收于 0.57%，较年初下降 16.1 个基点。新兴市场债市在经受了地缘政治动荡、大选风波等因素冲击之后渐趋平稳，俄罗斯、印度、印度尼西亚 10 年期国债收益率较年初分别下降 13.7、10 和 20 个基点至 4.44%、8.75%、8.21%。预计日本及新兴市场国债收益率短期内持续窄幅波动的可能性较大。

图 4 部分发达国家 10 年期国债收益率走势图

