



美元止跌反弹 债市“三速分化”

——2014年3月国际金融市场走势述评

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

执笔：罗宁 程实

chengshi_csjr@icbc.com.cn

相关研究：

2014/2/27 《新兴市场大幅动荡国际金价强劲反弹——2014年2月国际金融市场走势述评》

2014/1/21 《全球经济缓慢复苏中格局转变美国量宽退出下金融资产重估——2013年国际经济金融走势分析及2014年展望》

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。

- 2月初至3月中下旬，受乌克兰危机和复苏分化的影响，国际金融市场走势呈现明显分化迹象，尤其是3月份美联储议息会议后释放可能提前加息的计划，给全球市场造成较大冲击。
- 此前一路下行的美元指数止跌反弹，欧系货币涨势受阻，发达市场和新兴市场股市的内部差异均显著加大，国际金价冲高回落，油价维持高位震荡，全球债市呈现“三速分化”态势，部分新兴市场国债收益率大幅上行，美国国债收益率小幅上升，其他大多数经济体国债收益率温和下降。
- 展望下一阶段，美元走强是大概率事件，全球股市调整压力加大，国际金价可能继续回落，国际油价高位上涨态势难以持续，全球债市未来将继续承压。

目 录

一、美元汇率止跌反弹，欧系货币涨势受阻.....	1
二、全球股市震荡上行，未来调整压力加大.....	2
三、国际金价冲高回落，油价维持高位震荡.....	4
四、美债收益率震荡上行，未来全球债市将继续承压.....	6

图目录

图 1 全球主要汇率走势图	2
图 2 全球主要股指走势图	4
图 3 国际金价油价走势图	6
图 4 部分国家 10 年期国债收益率走势图	8



2014年2月初至3月中下旬，受乌克兰危机和复苏分化的影响，国际金融市场走势呈现明显分化迹象，尤其是3月份美联储议息会议后，本是“鸽派”风格的新任主席珍妮特·耶伦释放可能提前加息的计划，给全球市场造成较大冲击。此前一路下行的美元指数止跌反弹，欧系货币涨势受阻，发达市场和新兴市场股市的内部差异均显著加大，国际金价冲高回落，油价维持高位震荡，全球债市呈现“三速分化”态势，部分新兴市场国债收益率大幅上行，美国国债收益率小幅上升，其他大多数经济体国债收益率温和下降。展望下一阶段，美元走强是大概率事件，全球股市调整压力加大，国际金价可能继续回落，国际油价高位上涨态势难以持续，全球债市未来将继续承压。

一、美元汇率止跌反弹，欧系货币涨势受阻

今年2月初至3月中旬，全球外汇市场走向出现逆转，持续下行的美元指数止跌反弹，欧系货币汇率涨势受阻，新兴市场货币走势分化。受年初美国经济数据总体疲软以及耶伦正式接任美联储主席时释放“鸽派”风格将延续的信号等因素影响，美元指数一路下跌。截至3月13日，美元指数盘中跌至79.27点，为近5个月低谷。但3月份美联储议息会议宣布，在继续减持100亿美元购债额度的同时，去掉失业率6.5%的短期利率前瞻指引参考值，美联储最早可能在2015年春季加息。受此影响，美元指数迅速升破80点关口，截至3月21日，收于80.13点，上涨了1.1%。欧元、英镑等欧系货币对美元汇率在持续走强之后，受美联储货币政策影响，涨势受阻。2月初至3月18日，欧元、英镑对美元汇率分别上涨3.3%和1.7%至1.3933美元/欧元和1.6591美元/英镑，但在随后三日内分别下跌了1%和0.7%。日元对美元汇率则继续维持弱势震荡，截至3月21日收于102.27日元/美元，较2月初贬值了1.3%。新兴市场在遭遇了资金大量外逃之后出现小幅回流，截至3月10日，印度卢比、泰国泰铢、巴西雷亚尔、阿根廷比索对美元汇率较2月初分别升值了2.8%、1.7%、3.8%、1.9%，但俄罗斯卢布对美元汇率受乌克兰危机影响贬值2.5%。美联储发出提前紧缩信号对多数新兴市场货币汇率尚未形成进一步的显著影响。截至3月21日印度卢比、泰国泰铢、俄罗斯卢布对美元汇率较10日仅贬值不足0.3%，巴西雷亚尔对美元汇率

升值 1.1%，仅阿根廷比索对美元汇率贬值 1.4%。

展望后市，若美联储保持目前减持购债额度的节奏不变，量化宽松货币政策（QE）在今年秋季可能结束，耶伦把加息时间表提前，向市场表明美国宽松货币政策持续的时间可能短于市场预期，在此背景下美元汇率走强将是大概率事件，当然美国经济复苏的进展以及通胀指数变化将是重要的影响因素。欧洲经济刚刚摆脱衰退泥潭，需要持续的宽松措施刺激经济复苏，因此在美欧货币政策走势分化的情况下，欧元难以保持此前的上行趋势，可能出现阶段性走弱。日本经济复苏还面临多重考验，消费税上调可能影响经济增速，宽松货币政策预计还将延续，日元汇率将继续维持弱势。虽然此前新兴市场纷纷采取加息及干预措施以应对资金外流和货币贬值，但美联储提前紧缩将使新兴市场货币可能遭受新一轮冲击，各国经济基本面及金融稳定性面临考验，新兴市场货币汇率未来走势偏弱概率较大。

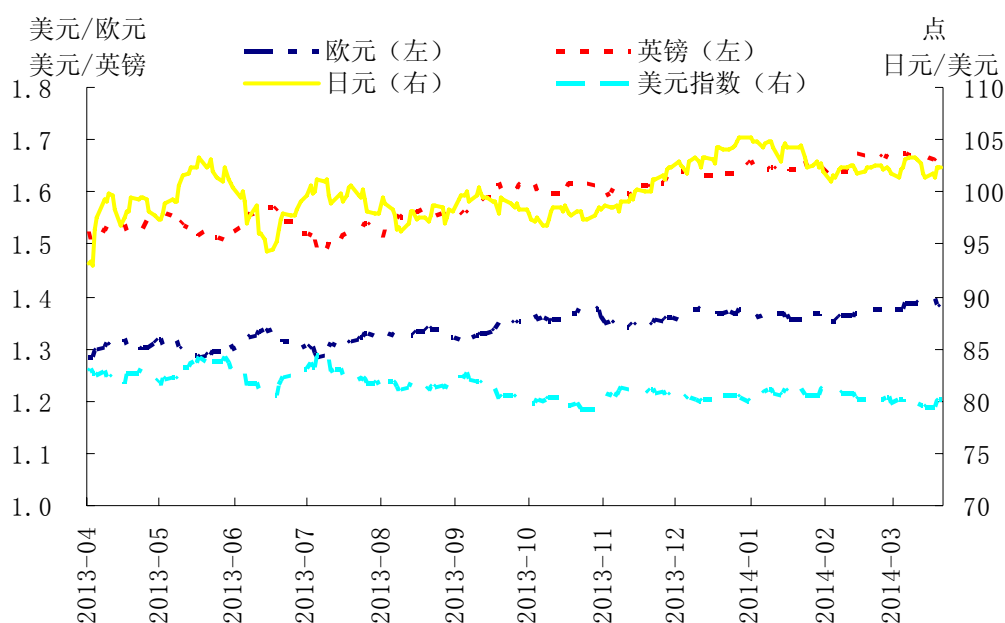


图1 全球主要汇率走势图

资料来源：Bloomberg，中国工商银行城市金融研究所，下同

二、全球股市震荡上行，未来调整压力加大



2014年2月以来，全球股市在剧烈震荡中小幅上行，截至2014年3月21日，MSCI世界指数较2月初上涨了2.66%。受乌克兰危机和复苏分化的影响，发达国家和新兴市场股市的内部差异均显著加大。在发达国家里，美国股市上涨较快，欧洲股市涨跌互现，日本股市大幅下跌；在新兴市场国家里，印度和印尼等国家股市由于金融震荡缓和而强劲反弹，中国和巴西等国家股市变化不大，俄罗斯股市则由于深陷乌克兰危机而大幅下跌。

受美国经济复苏态势延续、美国企业基本面持续好转、国际资本回流美国市场以及美国工业产出恢复超预期等因素的影响，美国股市结束了1月份的短期调整，自2月开始整体震荡上行，年初以来走出一波“V”型走势。截至3月21日，道琼斯工业指数、标普500指数和纳斯达克指数较2月初分别上涨2.87%、4.03%和3.73%。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，成屋销售持续萎缩，就业市场改善乏力，收入增长明显放缓，消费信心有所下降，再加上奥巴马政府在乌克兰危机中较为被动的表现挫伤了市场情绪，耶伦出人意料的加息提速计划又增加了市场的担忧。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。

在整体复苏的大背景下，欧洲各国经济前景的变化大有不同。2014年2月，法国制造业PMI指数为49.7，连续两个月回升，较2013年底上升了5.74%，经济前景明显提振，受此影响，截至3月21日，法国CAC40指数较2月初上涨了3.71%；2014年2月，德国制造业PMI指数较1月下跌了3.01%，英国制造业PMI指数则较2013年底下跌了0.52%，经济前景未见改善，受此影响，截至3月21日，英国FTSE100指数较2月初仅微涨0.29%，德国DAX30指数则下跌了0.33%。值得注意的是，3月以来，受乌克兰危机的冲击，欧洲股市全面下挫。展望后市，2014年第二季度欧元区经济继续承压，乌克兰危机的负面影响可能还将继续释放，欧洲股市也面临着一定的下行压力。

2014年初以来日本经济数据连续低于预期，市场对安倍经济学的质疑不断加大。受此影响，日本股市震荡下行。截至3月21日，日经225指数较2月初下跌5.22%。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，且即将启动的消费税上调可能将给日本经济增长带来压力，因此未来日本股市可能将低位震荡，即便有技术反弹也难以重拾中长期升势。

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 3 月 21 日，印度孟买 30 指数和印尼雅加达综合指数较 2 月初上涨了 6.12% 和 6.37%，巴西 BOVESPA 指数和 MSCI 新兴市场指数较 2 月初分别微涨 0.29% 和 0.92%。特别值得注意的是，受经济局势恶化和深度涉入乌克兰危机的影响，截至 3 月 21 日，俄罗斯 Micex 指数较 2 月初大幅下跌 10.65%。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一定的下行压力；而不同新兴市场经济体的股市表现将更具有差异性，不排除部分深陷地缘政治动荡的经济体，例如泰国和俄罗斯，发生股市突然暴跌的可能性。

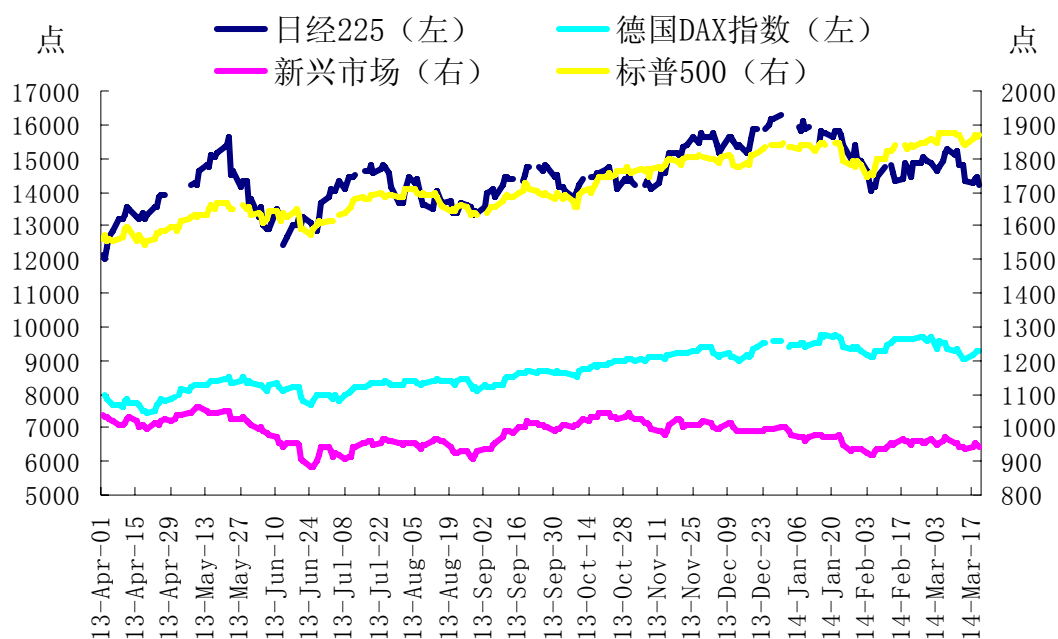


图2 全球主要股指走势图

三、国际金价冲高回落，油价维持高位震荡

2014 年 2 月初至 3 月中旬，国际金价延续年初以来上涨势头。在中国农历春节对黄金的强劲需求以及国际机构纷纷做多等因素推动下，国际金价在 2 月份



前两周涨幅达 4.9%。随着乌克兰地缘政治危机升级，市场避险情绪迅速抬升，资金持续转向保值避险的黄金市场。截至 3 月 17 日，纽约黄金现货价格冲高至 1392.6 美元/盎司，较 2 月初上涨了 10.7%。但随着美联储议息会议决议的宣布以及美元汇率走强，国际金价冲高回落。美国总统奥巴马 19 日首次明确表态，称美国不会对乌克兰局势进行军事干预，将寄望于通过外交途径与普京对话解决克里米亚问题。这令市场的避险情绪进一步降温。截至 3 月 21 日纽约黄金现货价格在五日内下跌了 3.5%，创六个月最大单周跌幅。虽然国际金价目前仍然维持相对高位，但我们依然维持此前判断：金价年初以来的上行走势只是一次阶段性的反弹，并不意味着黄金有机会从熊市逆袭。全球最大的黄金 ETF——SPDR Gold Trust 在近期频繁加仓后出现减仓迹象，显示其对处于高位的金价持谨慎乐观态度。随着美联储按期推进缩减量宽规模，加息预期逐步增强，美元持续升值，金价下行概率仍然较大，中期支撑位在 1290 美元/盎司附近，波动下限维持在 1000 美元/盎司。不排除未来突发性风险事件导致避险需求再次冲高引发国际金价阶段性走强的可能，但突破前期高点 1418.3 美元/盎司概率较小。

2 月初至 3 月中旬，国际原油价格继续维持高位震荡格局。2 月初以来，受乌克兰地缘政治危机持续升级影响，市场对全球原油供应可能被扰乱的忧虑抬升，推动国际原油价格持续上涨。截至 3 月 3 日，北海布伦特原油和纽约 WTI 原油期货价格较 2 月初上涨 5% 和 7.2% 至 111.25 美元/桶和 104.75 美元/桶。随着乌克兰危机进一步的起伏以及大国之间的博弈，国际油价维持宽幅震荡。3 月份美联储议息会议决议的宣布以及国际原油主要标价货币美元汇率的走强，对国际油价造成了一定程度的冲击。截至 3 月 21 日北海布伦特原油和纽约 WTI 原油期货价格分别下跌了 3.5% 和 4.6%。展望未来，国际油价走势受多重因素影响，从基本面来看发达经济体复苏加快带动全球经济增长将对原油需求形成有力的提振效应，此起彼伏的地缘政治动荡也将给国际油价上行带来阶段性的驱动力，但随着严寒天气过去、气候转暖，取暖油需求将逐步下降，加之目前国际油价仍处高位，在缺乏更多利好支撑的背景下，未来继续大幅上涨的空间有限。预计北海布伦特原油和纽约 WTI 原油期货价格将分别维持在 100-110 美元/桶和 90-100 美

元/桶附近区间震荡。

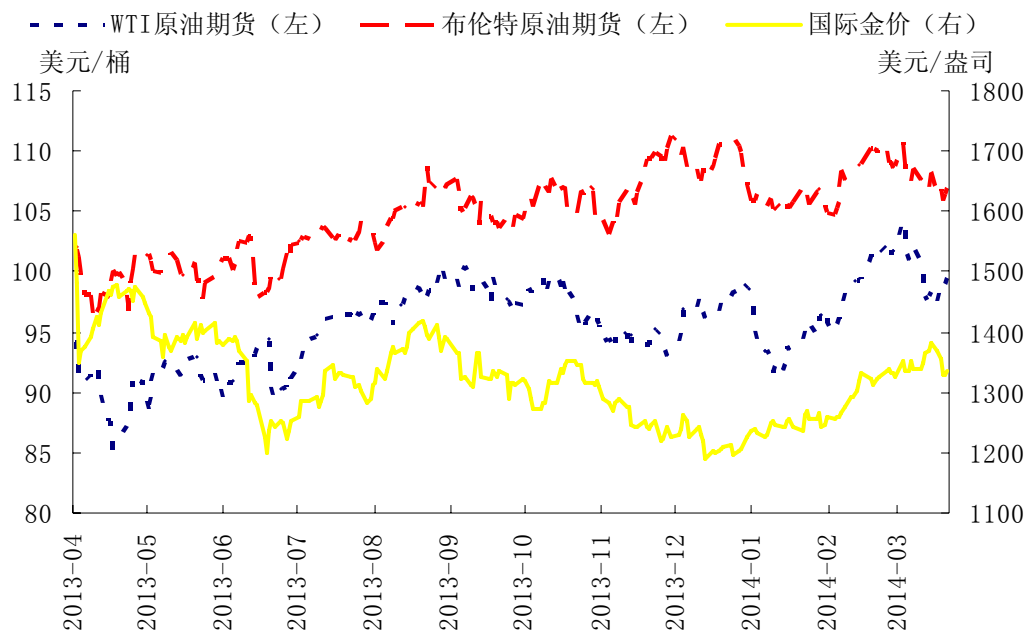


图3 国际金价油价走势图

四、美债收益率震荡上行，未来全球债市将继续承压

2014年2月以来，全球债市呈现“三速分化”态势：以巴西和俄罗斯为代表的少数新兴市场经济体国债收益率大幅上行，美国国债收益率小幅上升，其他大多数经济体国债收益率温和下降。自2014年2月初起，美国国债收益率结束了此前持续下降的态势，不断回升，2014年以来走出一波“V”型走势，截至3月21日，美国10年期国债收益率为2.74%，较2月初上升0.17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，原因有三：一是在美联储预计将于今年秋季完成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退；二是美联储加息日程可能将提前至明年春季；三是伴随着复苏推进，美国长期通胀预期有所上升。

2014年2月以来，除去乌克兰和俄罗斯，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2014年3月21日，英国、法国、德国、意大利、西班牙和葡萄牙五年期主权CDS息差分别较2月初下降了2.33、



2.94、0.45、36.72、27.15 和 78.45 个基点；法国、德国、希腊、爱尔兰、意大利和西班牙 10 年期国债收益率分别为 2.16%、1.63%、6.77%、3.05%、3.41% 和 3.35%，分别较 2 月初下降 0.06、0.01、1.4、0.24、0.36 和 0.39 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，美国加速 QE 退出和加息计划之后，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。

受日本央行量化宽松货币政策的影响，日本国债收益率继续在低位震荡，截至 3 月 21 日，日本 10 年期国债收益率为 0.59%，较 2 月初下降 0.02 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，新兴市场国债市场出现分化。受地缘政治动荡和金融体系不稳定的影响，部分新兴市场经济体国债收益率明显上升，截至 3 月 21 日，俄罗斯、巴西和印度 10 年期国债收益率分别为 9.36%、13.19% 和 8.79%，分别较 2 月初上升 1.15、2.37 和 0.07 个百分点。同期，中国、南非和印度尼西亚 10 年期国债收益率则分别微降了 0.01、0.31 和 0.96 个百分点。在地缘政治动荡不安、金融市场波动加剧、资本外流趋势难以快速扭转的背景下，未来新兴市场国债收益率将继续承受一定的上行压力。

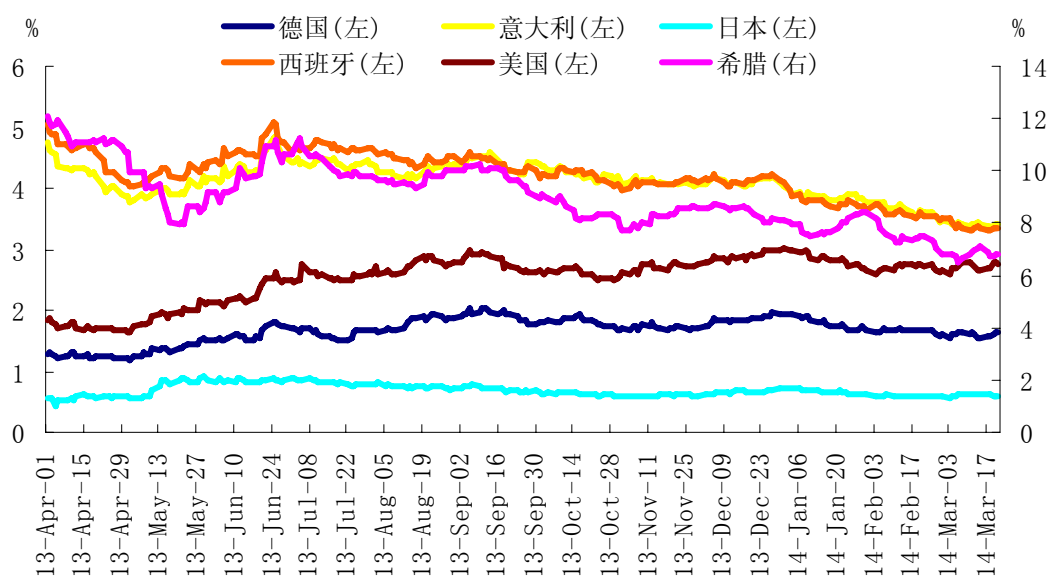


图 4 部分国家 10 年期国债收益率走势图