



## 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

#### 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：王婕 罗宁

jie.wangcsjr@icbc.com.cn

相关研究：

2014/7/16 《“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》

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》

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7月至8月下旬，国际金融市场波动性较前期有所放大，涉美资产分外抢眼。受美国经济加快好转，美联储加息预期提前，以及地缘政治风险导致的避险需求增加等因素影响，美元、美股、美债齐齐走高。
- 反观其他市场，欧元、欧股大幅下挫，英镑、日元先升后贬，新兴经济体货币整体偏软，日股冲高回落，金价油价双双跳水，欧债、日债收益率集体下行，新兴经济体国债收益率走势分化。
- 展望后市，美国经济走势、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，市场震荡趋向放大。预计美元、英镑将保持强势，欧元汇率继续承压，新兴市场货币仍有下行压力。美股或将继续上行，但高位风险显著；欧股、日股下行压力增大；新兴市场股市恐将大幅波动，资金外流仍是最大风险。国际金价下行压力加大，国际油价趋向震荡。美债、日债收益率或将上行，欧债收益率仍有下行空间，新兴经济体国债市场可能维持震荡格局。

7月以来，全球市场大事不断。一方面，主要经济体相继发布二季度关键经济数据，美、欧、日等主要发达经济体央行轮番召开货币政策会议；另一方面，各类风险事件波涛汹涌，马航客机被击落直线升级俄罗斯与西方紧张关系，葡萄牙再爆银行业危机，美国对伊拉克实施空中打击，加沙冲突不断，阿根廷技术性违约。上述事件共同左右着全球金融市场走势，市场波动快速放大。素有恐慌指数之称的芝加哥期权交易所VIX指数从7月初的10.3快速飙升至8月初的17.03，进而跌落回8月20日的11.78。分市场看，美元强势走高，欧元尽显颓势，英镑和日元先升后贬，新兴市场货币普遍走软。美股先跌后涨，欧股大幅下挫。金价油价双双跳水。发达经济体国债收益率集体下行，新兴经济体国债收益率走势分化。展望下一阶段，全球市场波动趋向放大，美元、英镑将保持强势，欧元和新兴市场货币仍存下行压力。股市下行风险明显加大，金价油价走势更趋复杂，美债、日债收益率或将反转上行。

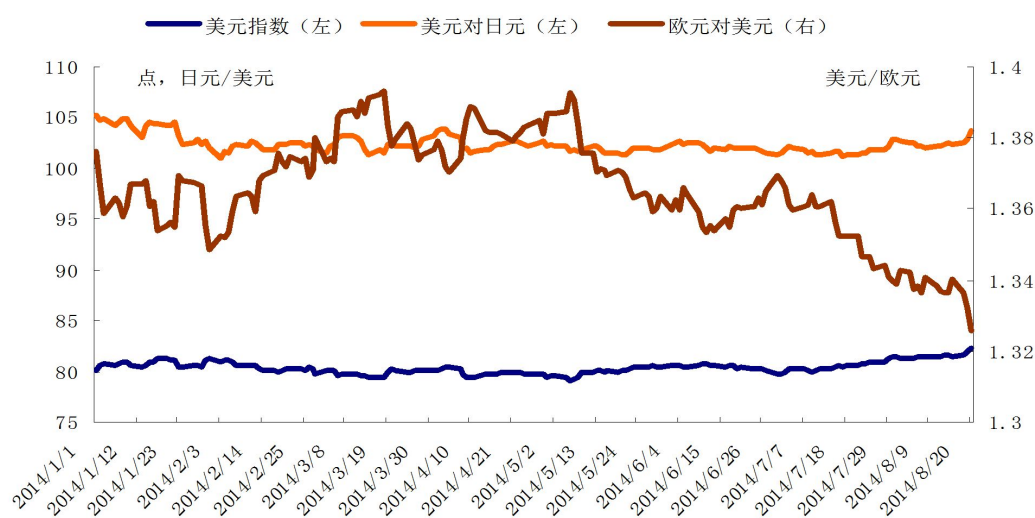
### 一、美元持续走强，汇市波动放大

7月初至8月下旬，全球汇市总的特点是美元风景独好，汇率波动放大。受美国经济数据表现强劲，7月议息会透露提前加息可能以及全球地缘政治风险此起彼伏激发避险需求等多重因素刺激，**美元强势走高**。截至8月20日，美元报收于82.226，较7月初上涨3.0%，蹿升至去年9月以来的最高水平。同时，美元波动率显著放大，美元指数标准差从6月的0.199大幅扩大至7月以来的0.558。反观其他经济体，**首先是欧系货币纷纷走软**。在疲弱的经济数据、欧洲央行于6月推出的一揽子宽松政策、葡萄牙银行业阴云以及俄乌冲突升级等多重因素影响下，欧元尽显颓势。同样，俄罗斯与欧盟的相互制裁以及薪资增长迟滞共同打压了英镑走势，英镑在7月中旬涨至近六年高点后，亦掉头向下。截至8月20日，欧元、英镑对美元汇率分别报收于1.3259和1.6595，分别较7月初贬值3.1%和3.2%。**其次，日元维持窄幅震荡**。欧洲风险事件迭出激发对日元的避险需求，促使日元在7月对美元小幅升值，但8月后受日本二季度经济大幅萎缩及日本投资者加快买入美元资产影响，日元再度相对美元贬值。截至8月20日，美元对日元汇率收于103.76，日元对美元较7月初贬值2.2%。**第三，新兴**



经济体货币整体偏软，跌幅各有不同。俄乌冲突升级和发达国家的联合制裁导致俄罗斯卢布大幅贬值，7月末的“技术性违约”促使阿根廷比索进一步快速下挫；为挽救陷入“滞胀”的经济，巴西央行向银行系统注水200亿美元加剧了雷亚尔币的跌势，截至8月20日，俄罗斯卢布、阿根廷比索和巴西雷亚尔分别较7月初对美元大幅贬值5.7%、2.3%和2.8%。印度卢比和南非兰特则相对平稳，同期较美元小幅贬值0.9%和0.7%。

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，市场对两国的加息预期日渐升温，预计美元和英镑在未来数月中将维持整体强势，而俄乌冲突带来的地缘风险将在一定程度上加大英镑波动。在欧元区经济增长停滞和俄乌冲突的双重压力下，欧元前景仍不乐观，一旦欧洲央行推出欧洲版QE来提升通胀率，欧元对美元恐将快速跌破1.30的整数关口。虽然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且地缘风险抬升日元的避险需求，日元将继续窄幅震荡。而新兴市场货币在地缘政治风险、内部经济不平衡加剧和美联储货币政策转向三重压力下，仍将面临较大下行压力。



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、全球股市宽幅振荡，美欧股指走势分化

自7月初至8月中下旬，全球股市受葡萄牙银行业危机、阿根廷债务违约、乌克兰危机的持续演化以及美联储对加息政策的讨论等因素影响，呈现巨幅振荡格局，截至2014年8月20日，全球股市市值与7月初基本持平，收于65.6万亿美元。

**美股急挫之后收复跌势，保持上行趋势概率较大。**2014年7月中旬，受马航空难事件、乌克兰危机影响，美国与俄罗斯外交关系恶化，给美国股市带来较大负面影响。7月末阿根廷债务违约冲击全球股市，美股急速下探。7月31日美国道琼斯工业平均指数、纳斯达克指数、标普500指数跌幅分别达1.9%、2.1%、2%。美联储关于加息的讨论进一步加剧美股下行走势。但进入8月中旬以来，市场紧张情绪逐步缓解，美股开始收复跌势。贸易赤字收窄及房地产数据向好，推动股指持续走高。截至8月20日，纳斯达克指数较8月初上涨4%至4526.5点，再创历史新高。展望未来，随着美国量化宽松购债计划逐步走向尾声，市场流动性“超宽裕”状况将逐步转变，可能对股市形成不利影响，但经济稳步复苏，跨境资本涌入美国市场可能提速，将对股市形成有力支持。总体上看，美国股市将继续保持上行趋势，但高位风险亦值得关注。

**欧股跌破今年初值，未来前景不容乐观。**欧洲央行最为市场所期待的资产支持证券（ABS）购买计划迟迟未能公布，7月初以来欧洲股市呈现震荡下行态势，葡萄牙银行业危机及乌克兰危机加剧欧股下行压力。8月8日，斯托克欧元区50指数跌破今年初值，至2898.5点。此后虽有小幅回升，但截至8月20日仍较7月初下降2.2%至2977.5点。同期，德国DAX30指数、法国CAC40指数分别下跌6%和5%，英国富时100指数也出现了0.7%的跌幅。展望未来，欧洲经济面临着过低通胀率、过高失业率等多重风险，德国经济失速令欧元区复苏前景不容乐观，受此影响欧洲股市难以摆脱颓势，在欧洲央行推出ABS购买计划之前，主要股指预计难以回到6月份的水平。

**日股宽幅波动，下行压力加大。**7月初以来，日本股市在冲高之后迅速回落，8月8日日经225指数收于14778.37点，较7月初下跌3.6%。随着日元走软以



及国际地缘政治动荡有所缓解等利好因素影响，日本股市再次收复跌势。但随着上调消费税负面影响的逐步显现，日本经济增长势头受阻，第二季度实际 GDP 季环比年率为-6.8%，创近三年来最大跌幅。展望未来，受经济基本面不利因素影响，日本股市下行压力明显增大，若日本政府最终没有推出更大规模的刺激政策，股市指数难以再现前一阶段持续上涨的趋势。

**新兴市场股市震荡走高，资金外流仍是最大风险。**随着资金持续回流新兴市场，截至 8 月 20 日，MSCI 新兴市场指数较 7 月初上涨 3.2%，即便是发生了债务违约的阿根廷，在股市短暂下跌之后继续维持上行趋势，8 月 20 日 Merval 指数收于 8929.6 点，较 7 月初上涨 10.8%。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，加之美国货币政策正常化趋势未改，资金外流仍是新兴市场股市的最大风险，未来一个时期主要股指或呈大幅波动格局。

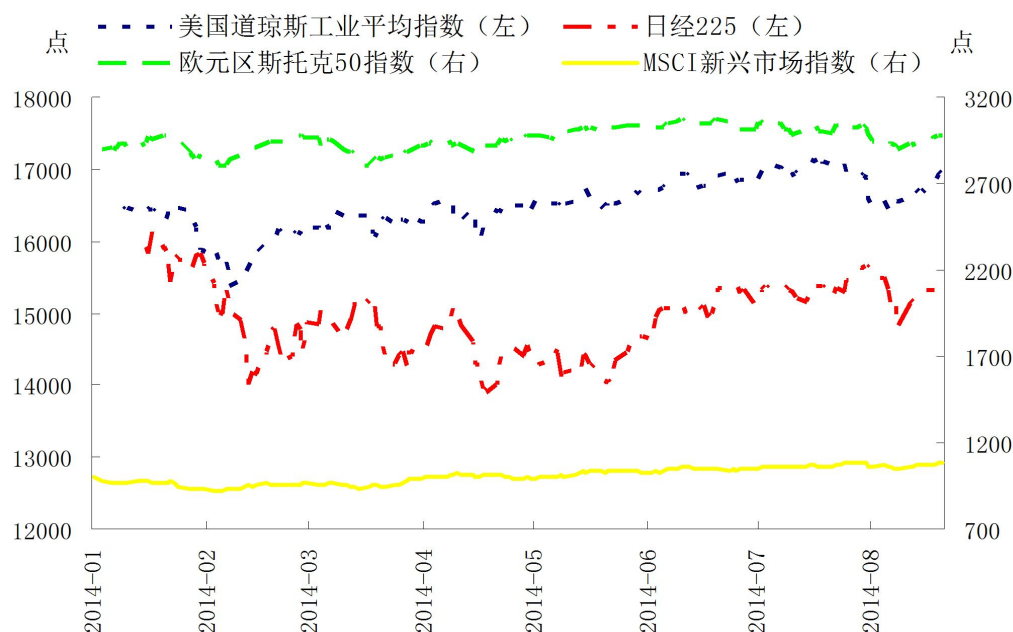


图2 全球主要股指走势图

### 三、金价油价双双跳水，未来走势更趋复杂

过去一个多月，全球地缘政治风险迭起的利多因素最终未能战胜美联储加息预期提前、美元持续走强的利空因素，国际金价在7月中旬触及四个月的高点1338.7美元/盎司后，转为震荡下行，截至8月20日，纽约黄金现货价格报收于



1291.43美元/盎司，分别较7月初和7月中高点下跌2.6%和3.5%。同期，国际油价更是大幅跳水，截至8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93.45美元/桶和102.28美元/桶，分别较7月初大跌10%和8.5%，已分别降至2014年1月和2013年6月以来的最低水平。导致油价大跌的原因主要有三：一是美元持续走强显著打压了以美元标价的原油价格；二是利比亚石油出口增长和伊拉克紧张局势缓和提升了市场对未来石油供给的乐观情绪；三是美国原油产量持续走高有效对冲了美国国内原油需求的增长。根据美国能源信息署的数据，美国7月的日均原油总产量达到850万桶，为1987年4月以来的最高月度产量。

展望后市，受美联储加息预期提前和美元继续走强影响，金价上行动能已大幅减弱。但俄乌危机、巴以冲突等地缘政治危机存在随时恶化可能，而且欧洲央行亦将再推宽松政策都将阶段性支撑金价。预计未来几个月金价走势将更趋复杂，下行压力加大，且震荡加剧，震荡区间为1150美元/盎司-1320美元/盎司。原油方面，美国原油产量增长和美元继续走强仍将是抑制油价的关键因素。根据EIA的预测，2014年美国原油日均总产量将达到850万桶，较2013年高出100万桶。原油产量持续走高极大增强了美国影响国际油价的能力，这也是今年以来尽管中东和俄罗斯风波不断，油价却未出现极端上涨的重要原因之一。但另一方面，未来油价的下行空间也相对有限，一是地缘冲突仍可能随时恶化，二是一旦布伦特油价跌破100美元/桶，沙特等中东产油大国很可能采取限产保价的措施来维护自身利益。预计未来几个月国际油价将加大震荡，WTI和北海布伦特原油期货价格波动区间分别为88-115美元/桶和95-120美元/桶。

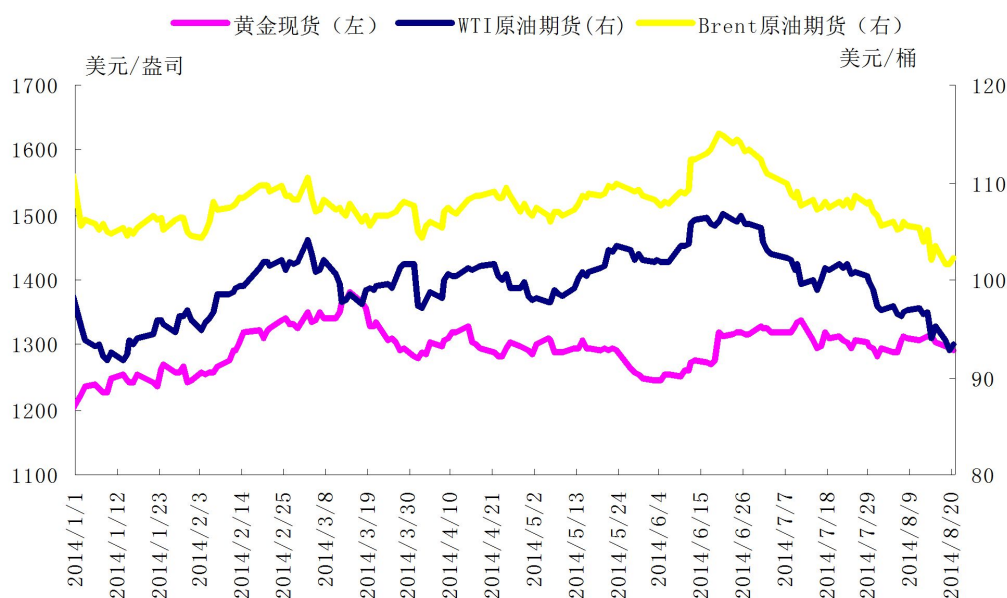


图3 国际金价油价走势图

#### 四、美欧国债持续向好，日债收益率有望反弹

美国国债超买现象严重，价格走高动能或已耗竭。7月份以来，美联储继续保持缩减量宽购债规模的步伐，但地缘政治动荡及葡萄牙银行业危机、阿根廷债务违约等事件带来的市场风险推动美国国债价格不断走高、收益率持续下降。截至8月20日，美国10年期国债收益率收于2.43%，较7月初下降13.8个基点。但综合近几个月美国国债的走势，目前美国国债超买现象严重，且美国经济数据表现强劲，美国国债价格进一步走高的动能或已耗竭。展望下一阶段，我们仍然维持“2.4%将是美国10年期国债收益率的短线底部区间”的判断，随着美联储逐步结束量宽购债行动，未来几个月10年期国债收益率或将触及2.80%的高位。

欧债收益率继续走低，未来仍有下行空间。虽然德国经济“失速”、欧洲复苏出现反复，但在欧洲央行宽松预期、市场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继续下行。截至8月20日，德国10年期国债收益率较7月初下跌25.7个基点至0.99%，希腊、爱尔兰、葡萄牙、西班牙、意大利同期限国债分别下降了16.5、46、28.6、23.6、23.1个基点至5.78%、1.9%、3.31%、

2.4%、2.6%。考虑到欧洲央行可能在较长时间内维持目前的低利率，且在经济复苏阻力加大的背景下包括 ABS 购买计划在内的欧版 QE 推出概率增大，预计欧债收益率仍有下行空间。

**日债市场续享政策利好，通胀走高或触发收益率反弹。**据高盛研究报告，2013 年安倍“第一支箭”——量化宽松实施以来，日本央行买入了约 70% 新发行的日本政府债券。日本央行超宽松货币政策推动国债收益率持续走低，截至 8 月 20 日，日本 10 年期国债收益率较 7 月初下降 3.9 个基点至 0.52%。但值得注意的是，日本物价指数近几个月来连续飙升，4-6 月份 CPI 分别同比上涨 3.4%、3.7% 和 3.6%。通胀走高虽有利用日本走出长期通缩的困境，但投资者抗通胀收益率的预期也随之提升，据日本媒体报道，日本政府养老金投资基金（GPIF）计划将大幅减持日本国债、增持日本股票。日本央行此前也表示，如果通胀持续上行将调整购债规模。展望未来，通胀走高可能成为触发日本国债收益率反弹的重要因素，0.5%或是日本 10 年期国债收益率的支撑线。

**新兴市场国债收益率走势分化，未来或维持震荡格局。**跨境资金重返新兴市场对多数新兴经济体国债市场带来利好，截至 8 月 20 日，巴西、印度、南非 10 年期国债收益率分别较 7 月初下降 29.9、25.3、8.8 个基点至 11.69%、8.48%、8.25%。但乌克兰危机的持续演化、美欧加大对俄罗斯制裁力度，令俄罗斯国债市场遭受冲击。今年第二季度印度尼西亚经济增速下滑至近年来新低，也推高国债收益率。截至 8 月 2 日，俄罗斯、印尼 10 年期国债收益率分别较 7 月初上升 38.6、17.7 个基点至 4.86%、8.33%。考虑到地缘政治动荡以及美联储货币政策调整的冲击，新兴经济体国债市场未来可能维持震荡格局。



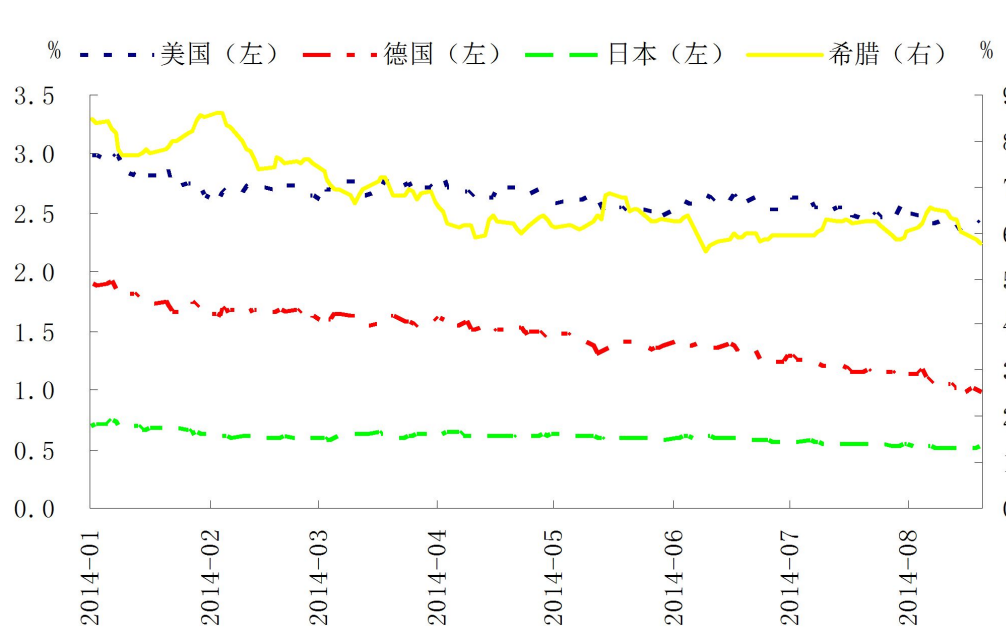


图4 部分国家10年期国债收益率走势图