

研究报告



城市金融研究所



国际市场与问题研究处

国际市场与问题研究处主要从事工商银行国际经营环境的分析与研判，主要研究领域包括：世界经济、国际金融、国际贸易、跨国投资、全球金融监管政策法规、工商银行国际化经营策略以及海外目标市场的国别风险问题等。研究成果包括：一是定期的国际经济金融走势分析报告（包括季度、半年度与年度分析报告）；二是追踪国际重大热点、焦点问题并及时发布分析报告；三是就国际经济金融领域的长期性、全局性、趋势性问题进行持续跟踪和深度研究，形成年度重点课题成果；四是全球区域风险研究系列成果，包括“全球重点区域风险研究”、“国家风险综合评估”、“重大突发风险信息提示”等。研究成果在对工商银行国际化经营管理发挥决策支持作用的同时，还报送给各省委、省政府及上千家大企业客户，为提高本行的金融服务附加值发挥了积极作用。此外，该处还代表工商银行就重大国际问题为监管部门提供策略建议，积极开展与国际同业及研究机构的学术交流与合作，在权威媒体上发表对国际经济金融相关问题的观点，有效发挥对外学术窗口职能。

国内市场与法规研究处

国内市场与法规研究处主要从事工商银行国内经营环境的分析与研判，主要研究领域包括：国内经济发展趋势、国内金融市场走势、宏观经济政策分析展望、经济与金融法规问题、国内资本市场与货币市场问题、对工商银行有重大影响的问题以及国内经济金融领域的热点、焦点问题等，承担总行级、所级重点课题研究，为行领导提供国内领域问题的研究支持。除定期发布国内经济金融走势分析报告之外，还以不定期形式发布国内重大热点焦点问题研究报告。在行内承担所内研究成果的发布工作，在行外定期向省委、省政府报送所内研究报告，定期为工商银行近千家重点大客户提供研究产品，提高工商银行服务附加值。代表工商银行参加国际、国内学术交流与合作，接待来访的海外代理行客户，介绍中国宏观经济金融态势，在权威媒体上发表对国内经济金融相关问题的观点，发挥学术窗口职能。

同业竞争与问题研究处

同业竞争与问题研究处主要负责国内外银行业市场研究、国内银行同业动态与问题研究、工商银行竞争对手研究、工商银行竞争战略与策略研究、工商银行同业目标市场研究、工商银行金融业合作研究、经营发展过程中重点问题的调查研究以及同业之间的学术交流与合作等。围绕上述职能该处形成以下主要研究产品线：一是国内银行同业经营分析（包括季度、半年度与年度分析）；二是国际银行同业经营分析，包括发达经济体银行和新兴市场经济体银行半年度与年度分析；三是银行业发展与创新研究，反映银行业的市场动态、热点与焦点问题；四是针对竞争对手的重大战略举措等撰写深度分析报告；五是工商银行目标市场研究。此外，还参与各项行级、所级重点课题研究，为工商银行重大改革提供决策支持，并根据人民银行、银监会、银行业协会等部门的要求，参与事关银行业发展的重大课题研究。牵头举办本行“创新沙龙”活动，该活动已成为具有一定影响力的创新和营销平台。

规划与战略研究处

规划与战略研究处主要负责组织编制和推动实施集团的中长期发展战略规划，对集团中长期发展战略规划的落实与执行情况进行检查、评估和报告；负责研究、论证、规划和评估集团经营管理体系建设，推进集团经营管理体制、机制、流程的改革与创新研究；对与集团战略规划与经营管理相关的其他重大问题进行调查研究和组织协调；开展集团中长期经营背景研究，与行内外同业就规划与战略相关议题进行交流与合作。几年来，参与中国工商银行 2006~2008 年、2009~2011 年和 2012~2014 年发展战略规划的编制、任务分解、执行情况跟踪检查和汇报工作；开展工商银行重大战略课题研究，已经完成的工商银行省区分行营业部体制改革研究、县支行竞争力提升研究、盈利梯队构建研究、集团管理体系建设研究等课题成果对工商银行业务发展和经营体制机制改革起到了切实的推动作用；参与国家金融体制改革重大课题研究，参与完成的综合化经营问题研究、国际银行业比较研究等课题成果引起了国务院领导及相关部委的高度重视。

博士后工作管理处

博士后工作站管理处是工商银行博士后科研工作站管理办公室的办事机构，负责工作站的日常管理、学术管理和科研项目的组织落实。工商银行博士后科研工作站是经国家人事部批准于 2002 年 10 月成立的科研机构，致力于商业银行应用理论研究以及培养、吸引和使用高层次优秀人才。建站以来，博士后工作站为工商银行多个重点项目建设提供了有力的理论和人才支持。博士后工作管理处的主要职责：负责博士后科研项目从立项到评审等环节的组织工作；负责博士后人员从进站到出站整个流程的管理；负责协助建设“站所联合”的学术管理机制，定期组织“博士后论坛”并与其他博士后站开展学术交流互访；负责工作站的制度建设，促进工作站的制度化、规范化管理。



欧债风险再抬头 美元资产受追捧

——2013 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 郭可为 王婕

执笔：宋玮 郭可为

wei.songcsjr@icbc.com.cn

相关研究：2012/2/25《政策博弈渐趋复杂 市场走势料将分化——2013 年 2 月国际金融市场走势述评》

2013/2/1《财政危机阴霾未散 全球经济艰难前行——2012 年国际经济金融走势分析及 2013 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。

- 2013 年 2 月以来，意大利政治僵局和塞浦路斯的“存款征税”等事件令欧债风险有所升温，国际金融市场避险需求有所上升，美元汇率持续升值，欧元、日元以及新兴市场货币汇率均出现不同程度的贬值；发达和新兴经济体主要股指出现分化；资金逃离大宗商品市场，金价油价颓势不改；部分欧洲国家国债收益率上扬，美债日债保持稳定。
- 展望未来，欧债危机仍面临经济增速低迷、内部意见分歧加深、政治困局难解等多重风险，欧债风险将可能进一步加大，美元汇率可能呈现波浪式上涨，欧元汇率可能低位宽幅震荡，日元整体仍保持贬值趋势；美国和日本股市可能维持强势，欧洲和新兴市场股市弱势震荡的概率较大；国际油价和金价可能继续维持弱势震荡格局；欧债收益率上扬概率较大。

目 录

一、美元继续强势，欧元和日元持续贬值	1
二、全球股市走势分化，美日股市或将延续强势	2
三、资金逃离大宗商品市场，金价油价颓势不改	4
四、欧债危机风波再起，美债日债保持稳定	5

图目录

图 1 美元汇率走势图	2
图 2 全球主要股指走势图	4
图 3 国际金价油价走势图	5
图 4 部分国家 10 年期国债收益率走势图	7



2013年2月至3月中旬，意大利政治僵局和塞浦路斯的“存款征税”等事件令欧债风险有所升温，致使国际金融市场的避险需求有所上升，一方面，致使美元和美债受到追捧，欧元、新兴货币汇率继续贬值，意大利等国国债收益率有所上升；另一方面，全球股市出现分化，美日股市继续保持强势，欧洲股市涨势趋缓，新兴市场股市出现下滑，而强势美元加剧了大宗商品市场价格的颓势。

一、美元继续强势，欧元和日元持续贬值

2月初至3月中下旬，全球外汇市场主要呈现出以下四大趋势：一是美元汇率结束拉锯震荡，开始持续升值。受2月中下旬意大利政治僵局引发市场避险情绪上升影响，再加上美国近期数据向好趋势明显，美联储退出超宽松货币政策的预期有所增强，美元指数从2月初的78.92点一路上行并一度于3月14日收复阔别7个多月的83点关口，最高上冲至83.17点，阶段最高涨幅超过5%。截至3月18日，美元指数收于82.694，较11月初升值4.51%。二是欧元对美元汇率持续震荡贬值。意大利大选陷入僵局以及塞浦路斯开征存款税事件在一定程度上增大了欧债短期风险，推动欧元对美元汇率持续贬值，再加上欧元区2月通胀率仅为1.8%，创下2011年1月以来的新低，加大了欧洲央行降息概率，致使欧元对美元汇率从2月初的1.364一路下挫，截至3月18日，欧元对美元汇率收于1.2957，较2月初贬值5.01%。三是日元持续贬值。日本央行1月底宣布上调通胀目标至2%，并同时承诺在年初启动开放式购债行动，再加上日本央行新任行长可能继续推动日元贬值，日元在2月和3月中上旬继续震荡贬值，截至3月18日，日元对美元汇率收于95.21，较2月初贬值2.63%。四是美元保持强势以及日元、欧元等货币竞相贬值在一定程度上推动了新兴市场货币汇率出现不同程度的贬值。截至3月18日，俄罗斯卢布、印度卢比和巴西雷亚尔对美元汇率较2月初分别贬值2.7%、1.5%和2.6%。

展望后市，鉴于美国经济增长前景较欧元区、日本等发达国家更为光明，美联储今年基本不会再扩大量化宽松规模，下半年甚至有可能开始缩小资产购买规模，美元具备中期走强的动力，考虑到欧洲政治风险间歇性扰动对美元汇率产生

的波动影响，美元汇率年内可能呈现波浪式上涨。在此背景下，欧元汇率将可能在低位宽幅震荡；日元或将在持续大幅贬值后出现回调，但整体仍保持贬值趋势；新兴市场经济体货币可能随着经济的不断复苏开始触底弱势反弹。

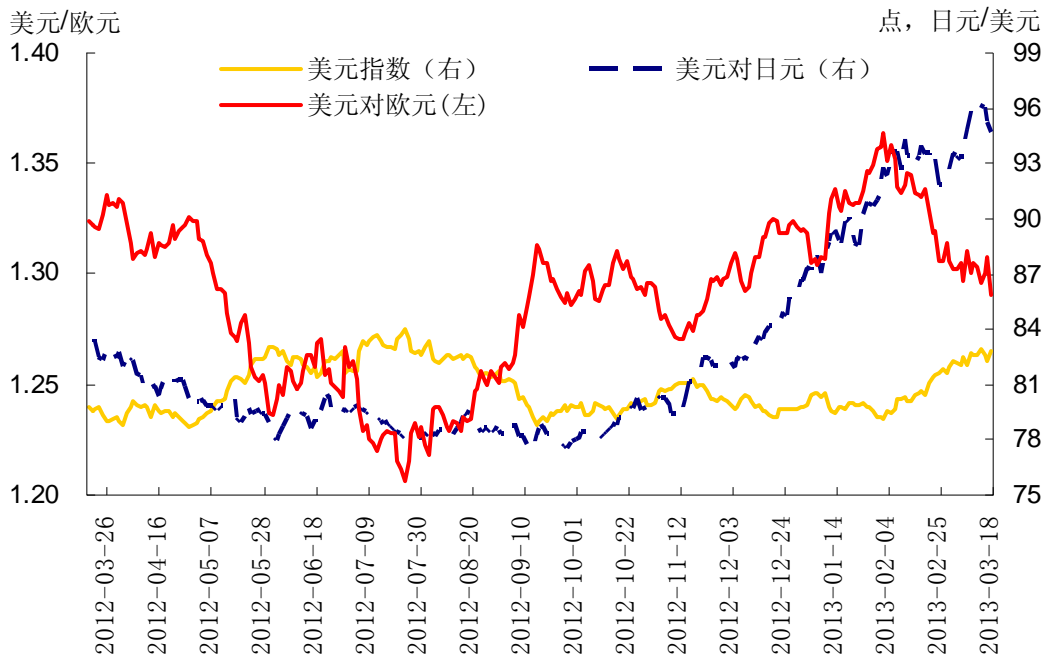


图 1 美元汇率走势图

资料来源：Bloomberg，中国工商银行城市金融研究所，下同

二、全球股市走势分化，美日股市或将延续强势

2013年2月以来，美国经济复苏势头正在加速，欧债危机局势整体趋于缓和，全球宽松货币基调保持稳固，导致市场风险偏好逐渐强烈以及资金在全球股市净流入进一步加大，发达经济体主要股指延续今年初以来的强劲走势。同时，由于经济基本面较发达经济体缺少亮点，新兴经济体股市不再成为资金的主要青睐对象，资金流入持续减少，主要股指全面回调。

美股表现抢眼，连创新高。2月28日至3月13日道琼斯指数连涨10个交易日，创下16年来的新高。标普500指数收盘至1563.23点，离2007年10月9日历史最高收盘价仅一步之遥。截至3月20日，美国三大股指道琼斯工业指数、标普500指数和纳斯达克指数较2月初分别上涨4.70%、4.05%和3.57%。展



望未来，美国股市维持强势的基础因素依旧存在：首先，经济复苏信号强烈。2月新房开工量与营建许可量均创下2008年6月以来最高水平，显示房地产市场继续保持强劲势头。同期非农就业数大幅上升，失业率下降至7.7%显示就业数据持续转好。此外，2月份零售额连续第四个月增长显示消费对GDP的拉动作用渐趋稳定。其次，美联储及时做出坚持宽松货币政策的表态，进一步坚定了投资者信心。第三，美国私营部门在持续去杠杆化后，资产负债表逐渐修复，大部分美企账面现金流出现显著增加并实现了较强的盈利增长。但美股的下行风险依然不容忽视：其一，美联储适时缩减购债规模并逐步结束量化宽松将是必然选择。一旦宽松货币的支撑力量不再，美股或面临方向性选择。其二，美国民主、共和两党关于财政减赤和债务上限的博弈恐怕旷日持久，美国信用评级仍有下调风险，这些都可能给市场带来下行压力。美国股市在收复危机失地之后的上行速度或将趋缓，整体将在震荡中维持强势。

欧洲股市上行势头有所减弱。截至3月20日，德国DAX30指数、法国CAC40指数和英国FTSE100指数较2月初分别上涨2.91%、2.60%和2.48%。展望后市，欧股上行的空间十分有限，弱势震荡的概率较大，原因有三：首先，欧洲实体经济尚未出现走出衰退的迹象，失业率仍居高不下。欧元区自2012年二季度以来连续三个季度萎缩，四季度欧盟三大经济体经济增长全面下滑，德国、法国和英国分别下滑0.6%、0.3%和0.3%。同时，失业状况持续恶化。希腊、西班牙等欧盟成员国，目前的总体失业率已经超过25%。其次，意大利新政府濒临难产。政治上的不稳定对意大利能否坚持紧缩措施将产生较大影响。第三，塞浦路斯冲击波来势汹汹。塞浦路斯议会否决欧盟的100亿欧元救助方案后，市场对塞浦路斯债务危机前途以及欧元区解体的担忧再度升温。此外，希腊等国民众反紧缩情绪一触即发、西班牙银行业危机日趋紧张等都可能让股市再度承压。

日本股市上升势头强劲。截至3月20日，日经225指数较2月初上涨11.94%。展望未来，在日本央行亲政府的新一届领导层上任之后，日本货币政策进一步宽松的可能性大增，推动日本股市继续上涨的动力依然充足。

新兴经济体主要股指全面下挫，截至3月20日，巴西BOVESPA指数、俄罗

斯 Micex 指数和印度孟买 30 指数较 2 月初下跌 6.24%、5.67%和 5.08%。展望未来，新兴经济体经济复苏步伐有所加快，股市有望触底反弹，但需重点警惕国际游资频繁流动造成的股市剧烈波动风险。

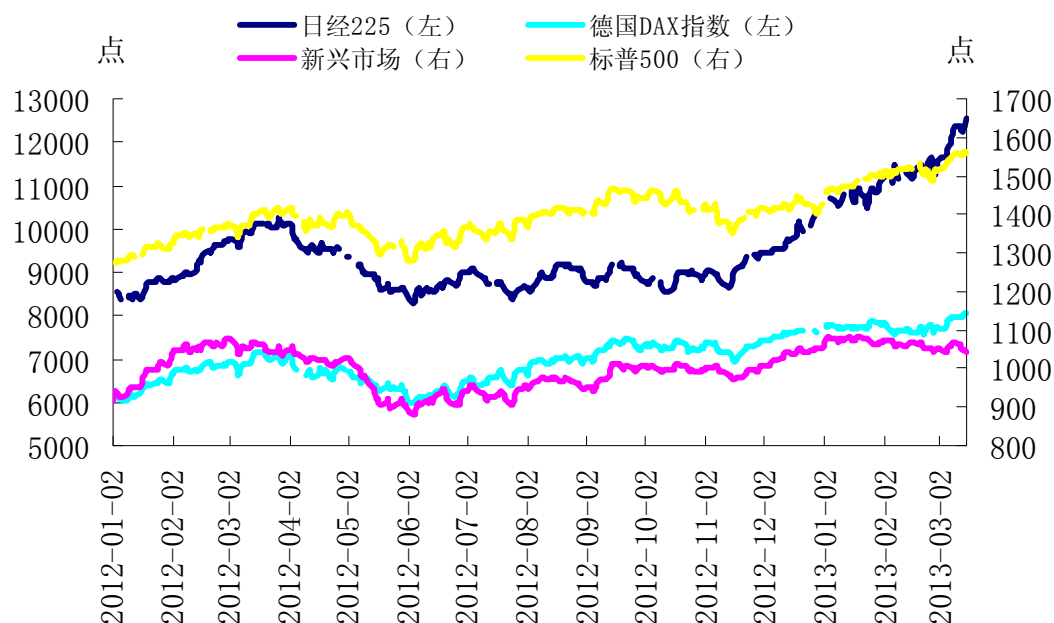


图 2 全球主要股指走势图

三、资金逃离大宗商品市场，金价油价颓势不改

2013 年 2 月以来，全球大宗商品市场全面回调，仅有农产品相关期货维持弱势震荡，而工业金属、贵金属、原油及石化产品等期货品种回调明显。其中，受美元升值、对冲基金大量建立黄金空头头寸、投资资金撤离黄金市场流向股市等因素影响，纽约黄金现货价格从 2 月初的 1667.45 美元/盎司一路下滑至 3 月 18 日的 1597.01 美元/盎司，跌幅高达 4.41%；受美国经济基本面向好、委内瑞拉总统查韦斯去世等支撑因素和美国商业原油库存增加、美元汇率走强以及意大利局势扑朔迷离等抑制因素的共同作用下，WTI 原油期货价格从 2 月初的 97.49 美元/桶震荡下跌至 3 月 18 日的 92.62 美元/桶，跌幅为 5.26%。

展望 2013 年，中短期内国际金价弱势不改，将可能继续保持震荡下行趋势：一方面，美元走强趋势将可能加大金价下行压力，而欧债风险大幅缓解和致使市



场避险情绪降低，致使对黄金的投资需求下降，亦抑制金价的走高；另一方面，发达经济体央行实施的超宽松货币政策仍将在 2013 年继续保持，流动性相对充裕将可能对金价形成一定程度的支撑，同时欧债风险的间歇性加剧仍可能推动金价出现阶段性走高。国际金价在 1525-1550 美元/盎司区间具有较强的支撑，短期亦难以突破 1650 美元/盎司。2013 年国际油价可能继续维持弱势震荡格局：一方面，全球经济复苏缓慢致使石油需求保持相对平稳，但美国页岩气革命极大地提升了页岩油的供给量，致使原油市场出现供大于求的局面，从而有助于推动油价下降，而年内美元趋于震荡走高的趋势亦将可能推动油价趋于下行；另一方面，包括伊朗核危机和委内瑞拉政局动荡在内的地缘政治风险将可能对整体趋于下行的油价产生一定的支撑作用。预计 2013 年国际油价将可能从 95-100 美元/桶的区间逐渐向 80-85 美元/桶的区间震荡下行。

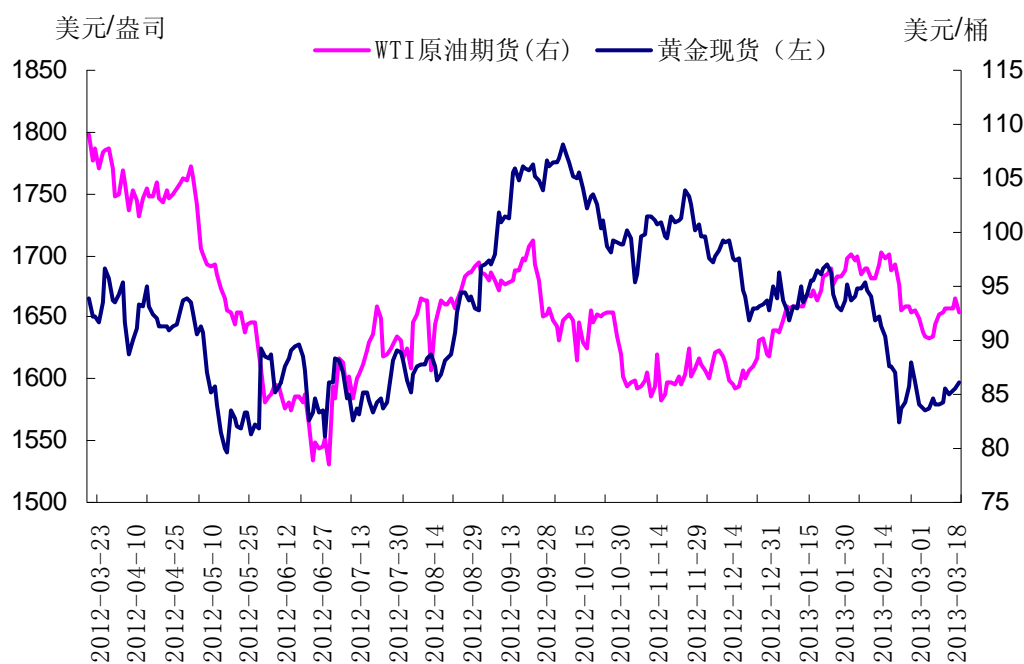


图3 国际金价油价走势图

四、欧债危机风波再起，美债日债保持稳定

2013 年 2 月以来，欧债危机形势大体稳定，但意大利政治僵局和塞浦路斯的“存款征税”等事件令欧债风险有所升温，相关国家国债收益率随之上扬。截

至 2013 年 3 月 20 日，德国、法国、英国、西班牙和葡萄牙的 10 年期国债收益率分别为 1.387%、2.034%、1.875%、4.975% 和 6.014%，较 2013 年 2 月初分别下降 0.285、0.216、0.222、0.233 和 0.168 个百分点。意大利和希腊的 10 年期国债收益率分别为 4.636% 和 11.785%，较 2013 年 2 月初分别上升 0.307 和 1.084 个百分点。

展望欧债未来走势，虽然欧盟加快了银行业监管统一化的步伐，令市场对银行业未来风险的担忧有所降低，但欧债危机仍面临多重风险：首先，欧元区宏观经济形势前景比较黯淡。经济增长是欧元区走出债务危机的根本途径，但由于欧洲经济结构性问题积重难返、财政紧缩负担沉重、各国失业率居高不下，德国作为欧元区经济火车头也陷入了“一损俱损”的艰难境地，预计欧洲经济最快于 2013 年下半年实现企稳，2014 年才有望明显回升。其次，欧洲各国对倚重何种手段摆脱危机的分歧不断加深。深陷经济衰退泥潭的边缘国家，主张以“促进经济增长”为重心，摆脱“财政紧缩”的束缚，提高政府投入以解决高企的失业率。而德国、芬兰、比利时等国家则希望欧盟继续贯彻财政紧缩的大方向，优化经济结构，缩减政府开支。第三，欧元区解体的阴影挥之不去。希腊退欧的闹剧尚未远去，塞浦路斯“存款征税”风波使该国银行系统面临极大的风险。第四，意大利组阁之路仍前途艰险。意大利大选结果显示蒙蒂政府实施的紧缩政策遭到选民普遍反对，同时也意味着欧元区其他领导人在推动建立更为持久的货币联盟方面缺少了一个可靠的伙伴。第五，各类不确定性仍在累积。希腊与国际贷款人就一系列结构性改革的分歧仍未解决，能否如期获得救助贷款尚存疑问；西班牙是否将效仿塞浦路斯征收存款税牵动市场神经。总体而言，虽然在欧洲各方的努力下，欧债危机正向好的方向缓步前进，但离彻底解决仍相当遥远，甚至恶化蔓延的可能性依然存在。短期来看，希腊、西班牙等欧元区重债国如能坚持财政紧缩措施，近期融资成本将可能保持平稳下行。

美国和日本国债市场保持稳定，国债收益率均小幅下跌，截至 3 月 20 日，美国、日本 10 年期国债收益率为 1.9581% 和 0.6%，较 2 月初分别下降 0.0568 和 0.189 个百分点，显示两国极力推行的宽松货币政策暂时未对该国长期国债收益



率形成明显冲击。展望未来，尽管美国国会关于财政减赤和债务上限的博弈短时间内难以形成妥协，但预计美国国债仍因具备避险和投资双重性质而受到市场的青睐，日本国债基本依赖国内市场的特性也对其形成了有力保障，短期内美日国债收益率大幅上行、甚至爆发债务危机的可能性较小。

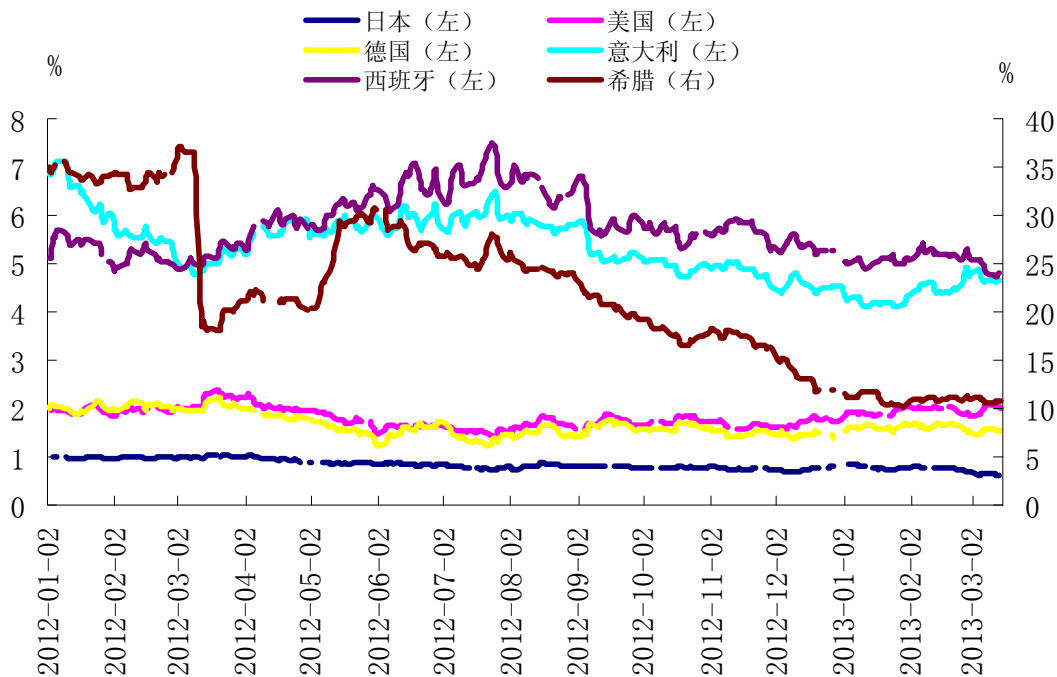


图 4 部分国家 10 年期国债收益率走势图