

# 研究信息

2016年第91期

2016.9.30

执笔：罗宁 赵艳洁

luoning.cs@icbc.com.cn

## 在守候加息“靴子”中震荡前行

——2016年9月国际金融市场走势述评

### 要点

- 随着英国脱欧的市场热度逐渐消解，意大利“修宪”仍在酝酿，美国货币政策走向仍是决定国际金融市场走势的核心因素。
- 9月加息“靴子”落空，一定程度上加大了市场对美联储在12月份加息的预期。但投资者对美国及美联储的疑虑愈来愈深，却是不争的事实。
- 行胜于言，无论耶伦的言论是偏“鹰”还是偏“鸽”，市场最终看的是议息决策。当然，复杂的政策博弈会让这个等待过程更加曲折，市场或正酝酿新一轮的震荡格局。

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机构的观点和意见，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。

随着英国脱欧的市场热度逐渐消解，意大利“修宪”仍在酝酿，美国货币政策走向仍是决定国际金融市场走势的核心因素。9月加息“靴子”落空，一定程度上加大了市场对美联储在12月份加息的预期。但投资者对美国及美联储的疑虑愈来愈深，却是不争的事实。行胜于言，无论耶伦的言论是偏“鹰”还是偏“鸽”，市场最终看的是议息决策。当然，复杂的政策博弈会让这个等待过程更加曲折，市场或正酝酿新一轮的震荡格局。

## 一、美联储加息博弈之下，市场酝酿更大波动

### （一）议息会议前，市场对加息的预期一波三折

鉴于美联储主席耶伦8月26日在怀俄明州杰克逊霍尔举行的全球央行官员年会上关于“近几个月上调联邦基金利率的可能性已经增强”的发言，市场对美联储9月加息预期大幅上升。8月26日至30日，美元指数连续上涨1.4%，并于31日一度冲高至阶段峰值96.3点。与此同时，欧元对美元汇率、英镑对美元汇率均下降1.4%，分别收于1.1143美元/欧元、1.3264美元/英镑。日元对美元汇率触顶顺势大幅下调，8月26日至9月2日，下调幅度达3.9%至103.9日元/美元。

然而，9月初美国劳工部公布的新增非农就业数据，让市场出现了新的分歧。根据美国劳工部统计数据，8月份新增非农就业15.1万人，不仅明显低于市场预期的18万人，也较7月份数据（27.5万人）锐减12.4万人。数据公布后，美元指数迅速跳水，9月5日、6日连续下降了1.1%至94.9点。欧元、英镑、日元对美元汇率分别上涨0.9%、1%、1.8%，达到1.125欧元/美元、1.3427英镑/美元、102.06日元/美元。

考虑到今年5月份美国新增非农就业数据在大幅下降之后迅速回升，8月份的数据虽然曾一度冲击市场，但投资者很快消化了这一利空信号的影响，美元指数止住回落趋势，逐步上行。截至9月20日，美元指数收于96点，较月内低谷上涨1.6%。欧元、英镑对美元汇率分别下降1%、3.3%。日元对美元汇率也



曾一度小幅回落，但随着日本央行货币政策调整，货币政策框架改为以公债收益率为目标，大规模印钞措施退居其次，引发日元汇率短暂走强。

## **(二) 加息靴子再次落空，市场短暂看空美元**

9月21日，美联储决议宣布维持0.25%至0.50%区间不变之后，市场再次出现较大幅度调整，短暂看空美元的投资者增多，美元指数明显回落。9月21日、22日，美元指数震幅达1.3%，曾一度跌至95点。日元、欧元顺势对美元汇率迅速上行。21日，日元对美元升值1.3%，至100.43日元/美元。截至9月23日，欧元对美元汇率较21日低谷上涨1%，至1.1226欧元/美元。英镑因“脱欧”继续发酵，对美元汇率出现小幅下调。

从市场在美联储9月份议息会议之前一波三折的预期走势看，与年初大多数投资者笃信美联储会继续加息的情景不同，越来越多的投资者对美联储开始持有更强的疑虑情绪。2016年前两个季度，美国实际GDP环比折年率分别为0.8%和1.1%。这样的经济增速，不仅与上年相比已经明显弱化，而且与其他发达经济体相比，经济复苏的优势也在减弱。根据Wind资讯统计数据，2016年前两个季度，德国实际GDP同比分别增长1.8%、1.7%，法国经济增速维持在1.4%，英国实际GDP增速环比折年率分别为1.8%、2.4%，西班牙经济增速环比折年率分别达3.1%、3.3%。

虽然目前美联储仍然维持年内加息一次的预期，但市场的疑虑却愈来愈深。事实上，在全球经济复苏疲弱、外部风险多发的大环境下，美国经济增长面临的挑战不容忽视。一方面是其他经济体对美国的“回溢效应”，海外需求疲软对正处在再工业化转型的美国而言，显然不利于其制造业和出口增长；另一方面英国脱欧及其政经格局动荡，加大了美国金融市场风险以及贸易增长的不确定性。目前已有不少国际投行已下调美联储加息预期，有“债券大王”之称的罗格斯（Bill Gross）表示已经放弃预测美联储的行动时机。

## **(三) 加息博弈仍在进行时，市场或酝酿更大波动**

此外，市场曾预期9月份是美联储加息的一个重要窗口。许多美联储的官员、经济学家均呼吁美联储9月份加息，其中包括美联储前主席、现任副主席

以及几位有投票权的美联储官员。在9月份的议息会议上，有三名美联储委员明确表示支持加息。在会议后的新闻发布会上，耶伦表示，“本周不加息是因为考虑到就业市场闲置以及通胀增速低迷，决定不加息并不代表对经济缺乏信心”，“如果没有新的风险出现，预计今年将加息一次”。

由此可见，围绕美联储加息的博弈似乎仍在进行之中。从美联储长期关注的失业率和通胀数据看，美国总体失业率已经连续4个月维持在5%以下，核心CPI则连续10个月维持在2%以上。尽管经济增速与预期存在差距，但在宽松货币政策的流动性助推下，美国资产泡沫问题日渐突出。截至8月末，美国标准普尔/CS20个大中城市房价指数已接近190点，超过2007年末水平，并且连续11个月维持5%以上增幅。为防止资产泡沫膨胀引发新的危机，美联储可能会通过加息的方式来遏制风险上行。

值得关注的是，政治方面的因素对美联储产生的影响也不应忽视。一方面是日益临近的美国大选。美国民主党的总统候选人特朗普最近指责美联储不加息是听从奥巴马的指示，美联储维持低利率制造“虚假的股市”。耶伦在新闻发布会上，也被反复问到这一问题。另一方面是欧洲局势带来的不确定性。除英国脱欧之外，意大利近期也宣布将进行“修宪”公投。若修宪公投失败，民粹倾向的五星运动党上台或会触发脱欧公投，政治不确定性提升欧洲风险，可能会带来多米诺骨牌效应，美联储的加息时点或将再次推后。

在上述因素影响下，国际金融市场或将迎来新一轮宽幅震荡格局，尤其是主要货币汇率波动可能加大。在美联储偏鹰派论调引导下，美元汇率可能再度走强，加之英国脱欧、意大利公投等风险事件，或催生美元指数短暂大幅上涨。但考虑到美国政策层对美元走势的分歧，预计届时会出现鸽派言论引导，加剧美元指数波动，预计年内维持在92-100区域震荡。英国脱欧公投至今，欧元、英镑受到的负面冲击有所缓和，但随着未来脱欧进程的推动以及意大利公投的不确定性，可能还将面临严峻考验。日本央行货币政策框架的调整，可能短期继续推动日元升值，但实质上其宽松基调未变，只是侧重点有所调整，日元汇率未来可能长期走弱。



## 二、国际金价小幅攀升，原油价格震荡上行

### （一）金价巩固上涨行情尚须肃清利空因素

美联储9月按兵不动，使得黄金录得近两月最好周涨幅约1.75%。展望未来，预计临近12月会议时，市场会重新炒作美联储加息预期，或将成为影响12月金价的重要因素。另一项值得关注的影响因素是美国大选。

从历史数据来看，美国总统大选对黄金的影响是短期的，而当届两位候选人均争议较大，预计11月总统大选将给市场带来更多不确定因素。多数分析师认为，希拉里胜选更有利于股市，基于其政策更具连续性，股市可能会维持现状；而特朗普则会带来更多不确定性，或将引发市场避险操作进而提振金价。据彭博最新民调显示，两位候选人支持率均为46%；而计入第三方候选人，希拉里支持率为41%，特朗普支持率为43%。

此外，10月意大利修宪公投可能成为继英脱欧后又一市场引爆点。宪法改革议案由意大利总理伦齐和其所在民主党于2014年4月提出，由于未能以三分之二的投票通过，根据意大利宪法需要举行公投。如果公投否定议案，则意味着伦齐政府下台，意大利将重返前总理贝卢斯科尼下台后的政治乱局。目前反对声正在壮大，五星运动党已取代伦齐所在民主党成为最受欢迎党派，而该党上台将对意大利脱欧进行公投。截至9月20日，COMEX黄金投机净多头头寸当周减少29724手，至219134手，为6月初以来最低水平。连续两周净多持仓减少，反映出市场的担忧情绪，而黄金非商业类仓位均呈现净多头，表明机构仍持乐观情绪。

从技术角度分析，目前黄金价格仍欠回调以支撑后续走势，1250美元/盎司或将在未来几个季度被测试，当主导金价低迷的因素被市场肃清后，金价将重拾上涨动力。

### （二）国际原油价格维持区间小幅震荡

9月27日至28日，OPEC组织及俄罗斯就协调原油产量在阿尔及利亚举行非正式会谈，这次会议上关于冻结原油产量以使油价恢复平衡是全球市场关注的焦点。今年4月份，OPEC和俄罗斯曾在多哈召开冻产会议，但当时伊朗以还未完全恢复市场份额为由拒绝冻产，而沙特也明确表示，除非伊朗加入，否则沙特也不会冻产，最终导致多哈会议以失败告终。

受阿尔及利亚会议、OPEC产油国不断吹风，以及空头大规模平仓等因素影响，加之美国石油学会（API）及美国能源信息署（EIA）数据的利多影响，原油价格一度多头稳步反弹，虽然上涨幅度不大，但走势相对较稳。9月19日周一美盘时段，国际油价涨逾3%，但随后23日周五受冻产协议预期影响油价再次下跌。关注中期的投机者仍在不断减少原油的多头持仓，表明投资者对OPEC能够达成限产协议并不抱太大的希望。预计短期原油走势处于40-50美元区间波动，幅度略大于国际金价。

图1 主要货币汇率走势图

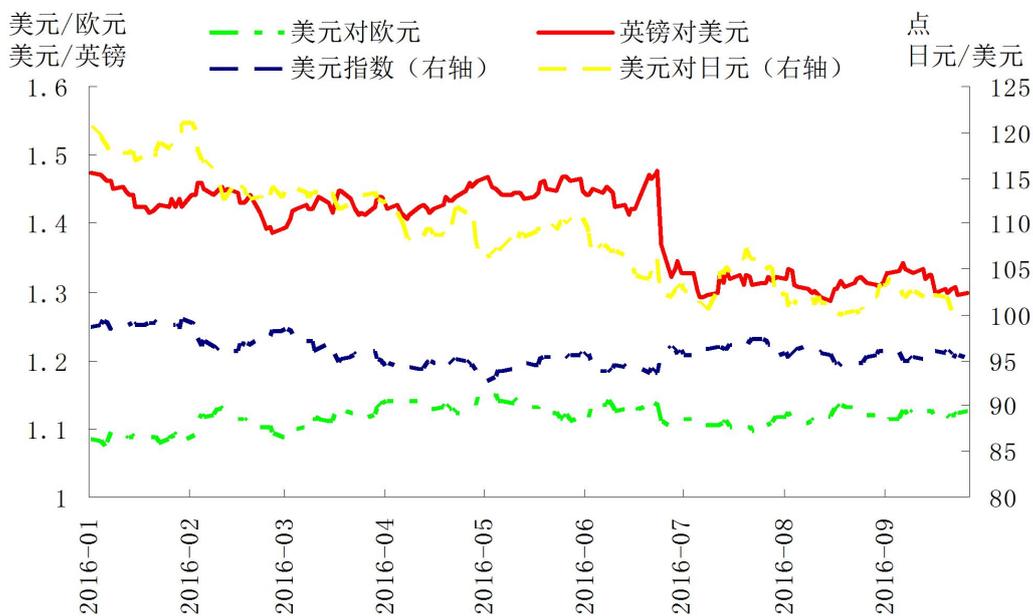




图2 全球主要股指走势图

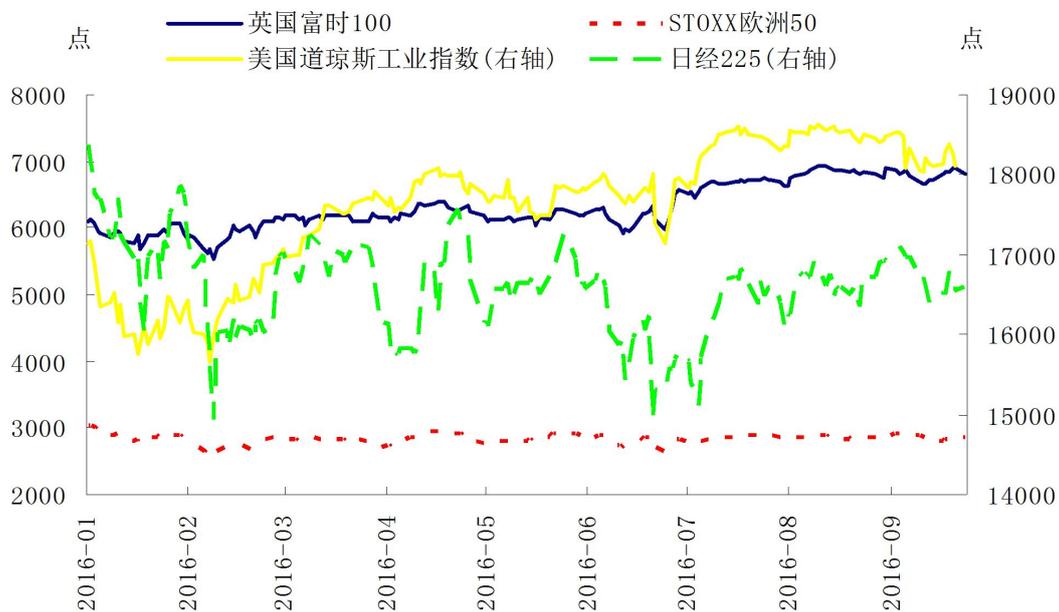


图3 全球主要大宗商品走势图

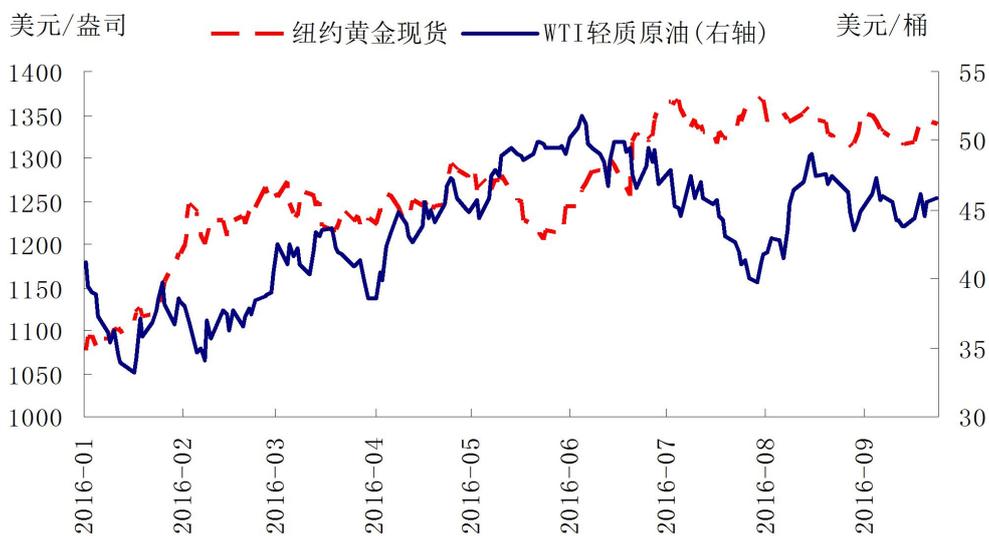


图4 部分国家国债收益率走势图

