

研究
信息

2015年第94期

2015.08.28

执笔：王婕 罗宁

jie.wangcsjr@icbc.com.cn

新兴市场再遇挑战
避险情绪快速升温

——2015年8月国际金融市场走势述评

要点

- 过去一个月，全球风险资产市场遭遇全线下挫。全球避险情绪快速抬升。全球外汇市场整体呈现巨幅震荡格局，美元指数在两次冲高之后大幅下跌。新兴市场货币对美元汇率再现贬值趋势，跨境资本流出问题正在凸显。未来，美联储货币政策仍是全球外汇市场的关键影响因素，一旦美国在今年加息成行，美元指数或将再创新高。在内外双重压力下，跨境资本恐继续流出新兴市场，新兴市场货币仍将面临较大下行压力。
- 国际大宗商品市场遭遇惨痛盛夏，几乎全线大跌。原油于二季度达到阶段性高点后在日趋严重的供给过剩问题下快速下跌，预计原油价格将在9月迎来短暂技术性回涨，但下半年仍将维持低位震荡。全球市场震荡下黄金成为最大赢家，避险情绪已上升为与美联储货币政策并驾齐驱的影响金价走势的关键因素。金价在短期内仍将保持强势，但进入四季度后，随着中国经济趋于企稳以及再度临近美联储加息时点，金价或将高位回落。

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。

新兴市场再遇挑战 避险情绪快速升温

——2015年8月国际金融市场走势述评

过去一个月，全球风险资产市场遭遇全线下挫。受美联储加息预期变化、中国经济增速放缓、商品供给过剩等一系列因素影响，大宗商品价格、全球主要股指均大幅下挫。8月19日以来更是连续跳空下跌，仅四个交易日国际原油期货价格、标普500指数和MSCI新兴市场指数累计跌幅分别达到12%、10%和9%，8月24日纽约证券交易所甚至启动熔断机制，以遏制标普、纳斯达克和道琼斯三大股指期货的恐慌式抛售。值得关注的是，新兴市场再度成为暴跌中的重灾区，跨境资本持续流出引发新兴市场货币竞相贬值，MSCI新兴市场指数已触及六年新低。全球避险情绪快速抬升，美债、黄金作为避险资产再次成为市场的宠儿。

一、美元指数震荡下行，新兴市场货币再现贬值

7月中旬至8月20日，全球外汇市场整体呈现巨幅震荡格局，美元指数在两次冲高之后大幅下跌，欧元、日元对美元汇率迎来一波短暂的上行走势。在美元指数大幅回调的同时，新兴市场货币对美元汇率却未能改变颓势，再次出现贬值趋势，这表明跨境资本流出新兴市场的问题正在进一步凸显，未来走势值得关注。

首先，美元指数两次冲高之后迅速回落。7月份美国制造业PMI较6月份下跌了0.8点至52.7，密歇根大学消费者信心指数也较6月份下降了3点至93.1。市场预计，美联储官员可能在9月的政策会议上，因为经济增长预测的下调而下调联邦基金利率的增长路径。在此背景下，美元指数在7月20日和8月7日两度冲高至98点之后迅速回落。截至8月20日，美元指数收于95.8点，降幅达2.2%。随着投资者对美联储9月加息推延猜测升温，押注美元的多头纷纷出逃，21日美元指数再次出现近1个百分点的跌幅。在此背景下，欧元、日元迎



来一波短暂的上行走势。截至8月20日，欧元对美元汇率收于1.12美元/欧元，不仅收复此前一个月的跌幅，而且短期内继续上行势头较强。日元对美元汇率收于123.4日元/美元，与7月中旬基本持平。但8月21日，日元对美元汇率大幅升值1.1个百分点至122日元/美元。

其次，从新兴市场货币汇率走势来看，虽然美元指数冲高回落，但多数新兴市场货币对美元汇率却进一步下跌。截至8月20日，俄罗斯卢布对美元汇率较7月15日大幅下跌了16.3%，巴西雷亚尔、印度卢比、南非兰特对美元汇率分别下跌了4.2%、3.2%和4.2%。其他许多新兴市场货币对美元汇率也呈现类似走势，马来西亚林吉特对美元汇率同期下跌了7.8%，泰铢下跌了3.9%。人民币汇率也曾一度出现大幅下跌。8月11日-13日人民币兑美元汇率下跌幅度约达4.6%，但从8月14日开始，人民币对美元汇率连续小幅回升。截至8月20日，银行间外汇市场人民币汇率中间价为1美元对人民币6.3962元，较8月10日仍下跌了4.5%。

值得注意的是，新兴市场货币汇率再现贬值与新一轮资金外逃密切相关。据IMF2015年7月《世界经济展望》更新报告预测，2015年新兴市场经济体经济增速将较2014年下降0.4个百分点至4.2%，增速放缓趋势进一步延续。面临着全球经济再平衡、大宗商品价格大幅下跌、外部金融条件有所收紧、新兴市场自身结构性改革出现瓶颈等诸多问题，投资者忧虑情绪明显抬升，并直接反映在资本市场上。截至2015年8月20日，MSCI新兴市场指数收于830.28点，与7月15日相比下降幅度达11.5%。其中，巴西圣保罗IBOVESPA指数下降了11.8%，印度孟买SENSEX指数也下降了2.1%。对金融市场信心的弱化以及对新兴市场经济基本面的担忧不断加强，导致资金流出新兴市场趋势明显。

展望未来，美联储货币政策仍是全球外汇市场的关键影响因素。就美国而言，虽然市场预期9月份加息概率明显下降，但今年内加息的可能性仍然较大。从已公布的数据看，2014年美国实际GDP同比增长2.4%，在全球金融危机爆发后连续五年稳定复苏，失业率从危机期间的10%高位下降至5.3%。随着经济复苏尤其是就业状况的不断改善，美联储改变金融危机以来的0-0.25%极低利率水

平，走向货币政策“正常化”已几乎是不可逆转的趋势。就此而言，美元指数虽然在近期出现迅速回落，但美元的强势逻辑并没有改变。一旦美国在今年加息成行，美元将吸引更多资金关注，美元指数或将再创新高。反观欧元区和日本，未来希腊问题仍然是欧洲金融市场上的一个不稳定因素，欧债危机的根源性问题始终未能得到解决，日本未来可能再次跌入通缩困境的风险，使欧元、日元对美元汇率难以持续走强，随着美元回落调整结束，欧元、日元汇率将重新走软。

新兴市场方面，跨境资本大幅外流的问题未来可能将成为一个重大风险。从新兴市场内部看，经济结构调整步伐缓慢、经济增速持续放缓，对金融市场和投资者信心的负面影响不容忽视。加之新兴市场金融体系发展相对不够成熟，往往难以承受较大的冲击。基于这些考虑，国际货币基金组织在2015年4月份发布的《全球金融稳定报告》中指出，新兴市场的金融风险正在逐步加大。从新兴市场面临的外部环境看，当前国际贸易环境的变化，以及贸易保护主义在部分发达经济体逐步抬头，加之地缘政治风险抬升对经济产生的负面影响，新兴市场出口增长难以明显改善。受国际油价大幅下降、全球外汇市场巨幅波动以及未来美联储加息等因素影响，新兴市场面临着外汇收入明显减少与跨境资本大量流出的双重压力。在美元指数回落之际，新兴市场货币汇率都未能扭转跌势，未来一旦美联储正式加息，新兴市场面临的冲击更加令人忧虑。

二、大宗商品遭遇惨痛盛夏，黄金深V反转一枝独秀

这个夏天对于国际大宗商品市场而言，只能用“惨痛”来形容，原油、铁矿石、基础金属、主要农产品几乎全线大跌，只有黄金在凌厉下跌后受避险情绪推动而快速反转。CRB大宗商品指数在7月大跌10.8%后，8月又继续下挫3.9%，截至8月20日，CRB大宗商品指数报收于194.6576点，已跌至2003年以来最低，甚至跌破2008年金融危机后的最低点，凸显当前国际市场对全球经济增长乏力，美联储加息在即，中国经济增速放缓及商品供给过剩等多因素交织的忧虑。



原油方面，正如我们此前所预测，国际原油价格在二季度达到全年高点，后市下行压力巨大。截至8月20日，WTI和北海布伦特原油期货价格分别报收于41.32美元/桶和46.62美元/桶，分别较6月末下跌30.5%和24.8%，已创过去6年新低。导致国际原油价格持续大跌的核心原因在于日益明显的全球供给过剩。供给来看，一是7月14日达成的伊朗核协议使市场预期伊朗将全面恢复石油供给，其石油日出口量有望在6个月内增长100万桶，国际石油供给更趋充裕；二是美国原油库存依然超预期充沛。虽然EIA估计美国7月原油产量较6月减少10万桶/日，但美国商业原油库存依然在增加，8月12日当周增加261万桶，商业原油库存总已量达4.56亿桶，为过去80年来每年8月的最高水平。需求方面，对于中国经济增长持续放缓的担忧使得国际市场对未来大宗商品需求日趋悲观。过去一个月，中国的多项制造业数据表现疲软，同时中国推进人民币汇率中间价改革引致人民币对美元汇率短期急贬，二者交织进一步加剧国际市场对中国这一大宗商品最大买家需求趋弱的预期。总之，当前供需失衡明显的局面加剧了市场对原油的看空情绪，大量投机商的做空行为也进一步助推了油价下跌，从而引发7月以来国际油价的极端反应。

展望后市，经过前期急速下跌后，短期内国际原油价格存在较大技术性回涨可能，但持续低迷的大方向不会改变。一方面，供给过剩局面至少将延续到2016年中期，毕竟美国的液态能源（原油和凝析油）产量仍在继续增长，OPEC成员国们也骑虎难下，日益加大的财政压力和成员国之间的利益冲突决定了不可能集体减产。另一方面，美国加息依然箭在弦上，美元资产仍受追捧，美元升值难以避免。尽管8月以来美元指数连续回调，尤其是美联储7月议息会议纪要显示多数与会成员认为“加息条件正在接近但仍未完全达到”，使得市场对美联储9月启动加息的预期大幅降低，从而压制美元走势，但美联储于今年启动加息依然是大概率事件，最可能的时点为12月。加之当前跨境资本避险情绪浓厚，持续流出新兴市场而流入美债市场，美元随时可能再度走高。有鉴于此，预计原油价格将在9月迎来短暂回涨，但下半年仍将维持低位震荡。目前的低价将打压高成本石油供给并加大做空风险，油价继续下跌的空间已经不大，预

计下半年 WTI 和北海布伦特原油期货价格的波动区间分别为 35 美元/桶-57 美元/桶和 37 美元/桶-60 美元/桶。

避险情绪快速回升的市场上，黄金成为最大赢家，在 6 月末急跌后于 8 月初实现深 V 反转，在哀鸿遍野的大宗商品市场上一枝独秀。截至 8 月 20 日，纽约黄金现货价格报收于 1152.2 美元/盎司，较 6 月末下跌 1.4%，较 7 月末上涨 7.8%。受金价上涨带动，其他贵金属也纷纷攀升，8 月以来，现货白银价格、现货铂金价格涨幅均超过 7%。促成金价快速回升的原因有三：一是全球金融市场动荡极大刺激了投资者的避险情绪，截至 8 月 21 日，反映市场恐慌情绪的 VIX 指数已飙升至 28.03，一周上涨 118%，达到 2011 年末以来的最高水平；二是虽然美国经济数据不断走强，但持续低迷的通胀及全球经济疲软成为美联储加息的最大顾虑，尤其是 7 月议息会纪要透露的信息显著弱化 9 月加息可能，从而抑制美元走势，推升金价；三是 8 月中旬朝鲜半岛局势突然紧张，朝鲜宣布朝韩边境地区进入准战争状态，受此拖累，韩国、日本股市大跌，避险资金流向金市。展望后市，避险情绪已上升为与美联储货币政策并驾齐驱的影响金价走势的关键因素。尤其是在美联储加息预期延后的情况下，金价在短期内仍将保持强势，如果新兴市场抛售潮仍延续，金价有望在较短时间内冲破 1250 美元/盎司。但进入四季度后，随着中国经济趋于企稳以及再度临近美联储加息时点，金价或将高位回落。同时还应注意，在油价下跌、货币贬值的双重压力下，委内瑞拉等部分深陷财政困境的资源国家已举步维艰，一旦被迫抛售黄金储备将给金价带来短期冲击。预计年底前纽约现货黄金价格将在 1080 美元/盎司-1260 美元/盎司之间波动。

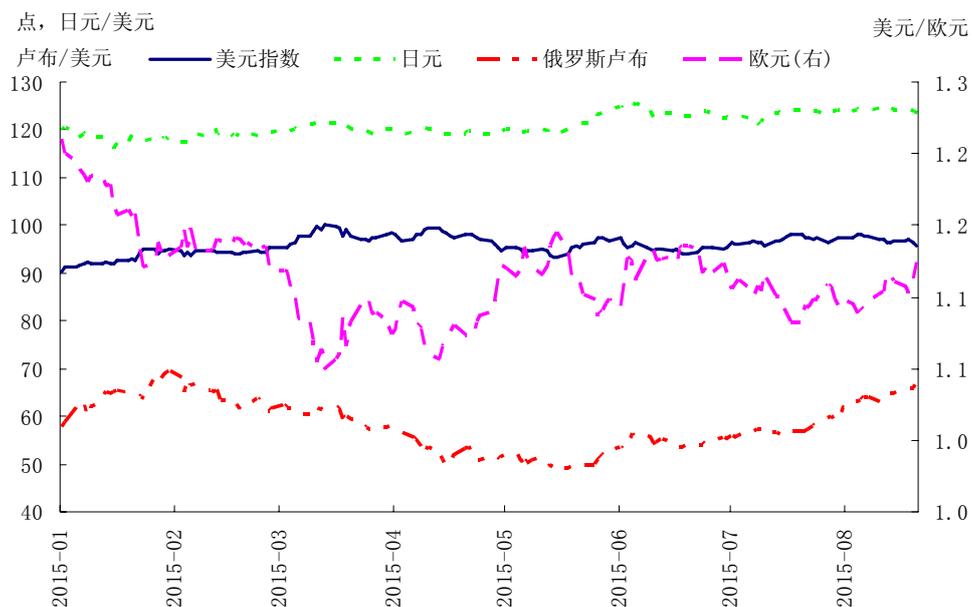


图1 主要货币汇率走势图

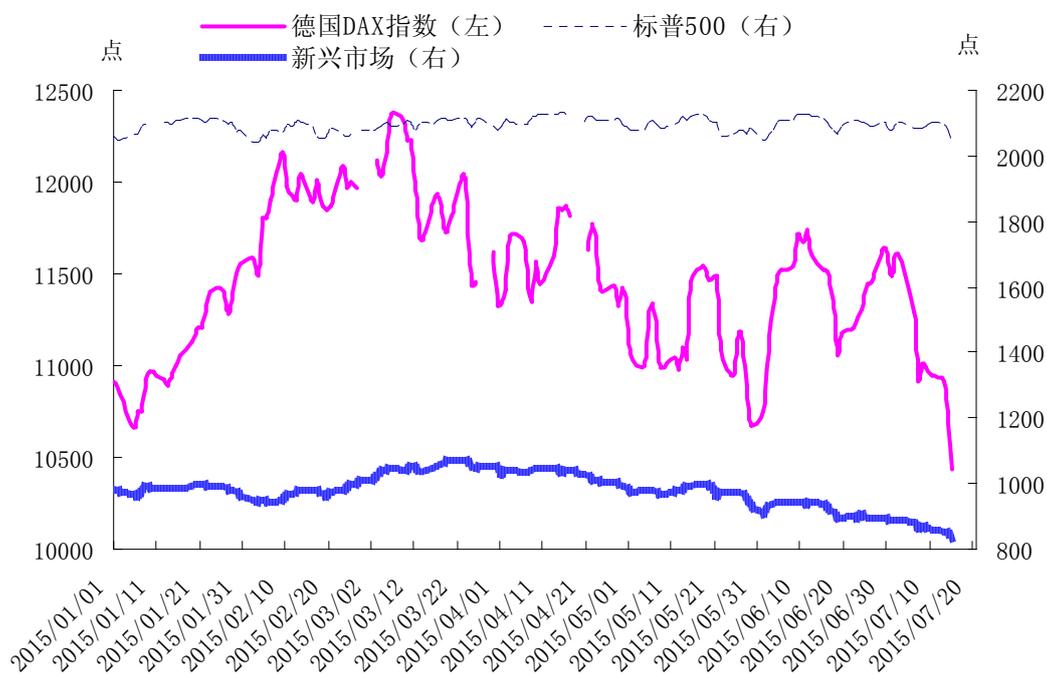


图2 全球主要股指走势图

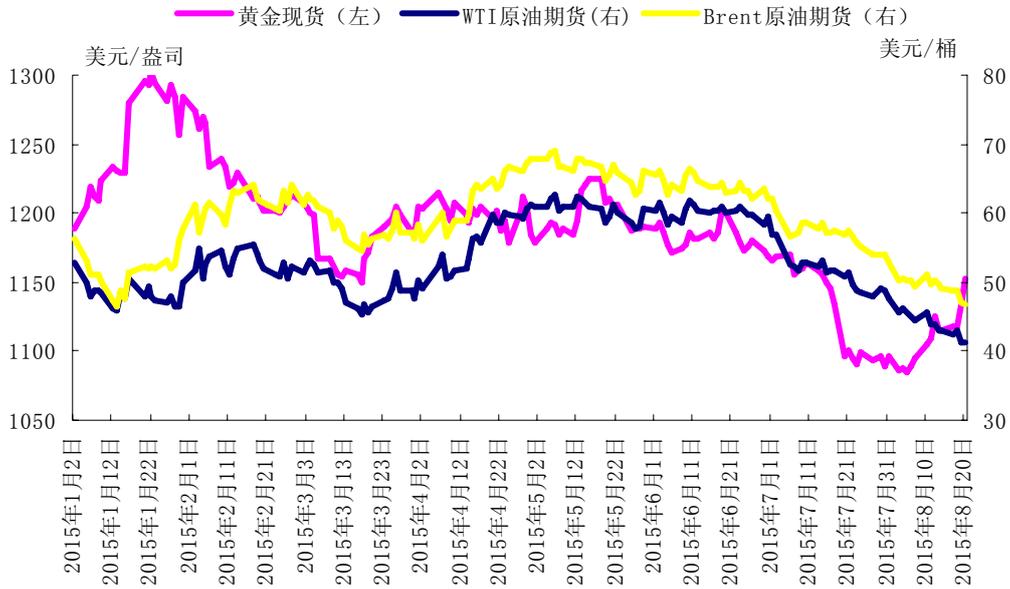


图3 国际金价油价走势图

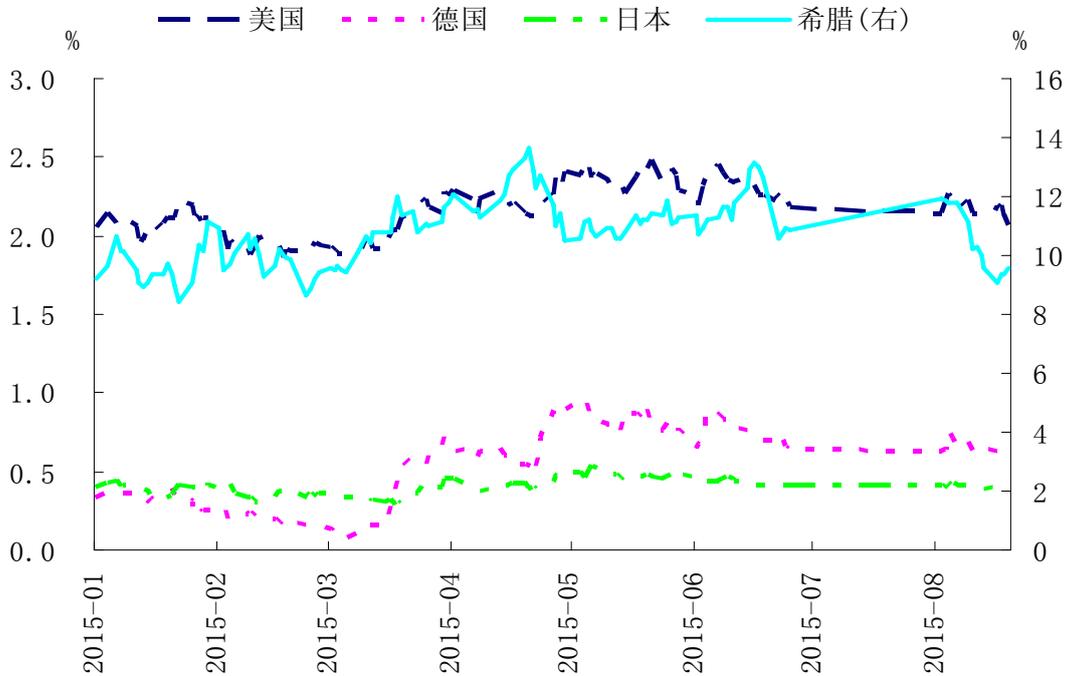


图4 部分发达经济体10年期国债收益率走势图