

研究报告

2015年第97期

2015.09.29

执笔：吕振艳，张静文

lvzhenyan@icbc.com.cn

美联储加息延后 全球市场动荡暂缓 ——2015年9月国际金融市场走势述评

要点

- 9月以来，全球金融市场动荡延续，在美联储加息预期下，市场震荡频繁，股市动荡尤为显著。随着美联储推迟加息，全球金融市场动荡相对前期有所缓和，新兴市场股市、汇市波动分化加剧，大宗商品价格大幅上扬后再次震荡下行。相比之下，债市繁荣仍然继续，黄金避险功能虽然显现，但仍然受到美联储加息预期及美元走强的压制。总体而言，美联储推迟加息产生的短期市场正效应恐难持续。
- 新兴市场股价和汇率的整体震幅开始收窄，美联储推迟加息决议公布前后，新兴市场股价和汇率均出现小幅回升，跨境资本也开始重新回流新兴市场。预计新兴市场股市汇市短期内出现大幅波动的概率较低，但长期内仍将可能持续低迷。股市方面，俄罗斯和印度股市短期有望企稳回升，迎来小幅技术性反弹，巴西股市受到标普下调该国主权评级影响，持续下跌概率较大。汇市方面，各新兴市场货币汇率在9月普遍企稳，预计短期内将可能以小幅波动为主。但随着美联储加息步伐的日益临近，新兴市场货币仍将面临较大的贬值压力。

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。

美联储加息延后 全球市场动荡暂缓 ——2015年9月国际金融市场走势述评

9月以来，全球金融市场动荡延续，在美联储加息预期下，市场震荡频繁，股市动荡尤为显著。随着美联储推迟加息，全球金融市场动荡相对前期有所缓和，新兴市场股市、汇市分化加剧，大宗商品价格大幅上扬后再次震荡下行。相比之下，债市繁荣仍然继续，黄金避险功能虽然显现，但仍受到美联储加息预期及美元走强的压制。总体而言，美联储推迟加息产生的短期市场正效应恐难持续。

一、美联储加息慢刹车，全球汇市大分化

进入9月，市场进入年内首个美国加息高预期时点，在全球金融市场动荡、大宗商品价格下跌背景下，市场对全球经济复苏前景的忧虑不断升级，推动市场恐慌情绪走高，市场对美加息延后的预期逐渐形成并强化，导致全球汇市震荡格局加剧，全球汇市大分化格局更趋复杂。

一方面，发达国家市场波动频繁、波幅趋缓。美元指数在加息预期下有所走高。从数据来看，美国就业整体状况向好，美国8月失业率5.1%，创2008年4月以来最低水平。制造业虽然仍处于扩张区，但数据明显走弱，美国8月ISM制造业指数为51.1，创2013年5月份以来新低。与当前全球金融市场动荡和新兴市场增长趋缓相结合，市场对于美联储延迟加息的预期和呼声不断增长，在此背景下，美元指数开始一路走低，直到美国联邦公开市场委员会（FOMC）会议前小幅上扬。随着加息延后最终落实，市场恐慌情绪有所下降，推动FOMC会议之



后美元指数三连升再次站稳96点，截至2015年9月22日，美元指数收于96.33，较月初小幅上涨1.05%，接近当月高点96.4。

欧系货币受美元加息预期影响，普遍承压。其中，由于英国8月制造业 PMI 降至51.5，不及预期，英镑一度下挫至1.5174的5月以来新低。同时欧洲央行一改一贯的宽松口径，改持观望再定的货币政策基调，在全球动荡之中传递出强烈的欧洲经济企稳信号。从全球经济对比来看，欧元区和英国经济相对稳定，推动欧元和英镑震荡回调，截至9月22日，欧元对美元汇率收于1.12，较月初小幅下降0.72%，与8月20日持平；英镑兑美元收于1.55，较月初小幅升值1.04%。

日元弱势波动。在全球市场动荡导致的恐慌中，日本央行扩大宽松的政策，对日元汇率短期稳定产生一定影响，截至9月22日，美元对日元收于120.25，日元较月初微幅贬值0.15%。

另一方面，新兴市场分化加剧。一旦美国开启10年来首次加息，新兴市场面临的考验相对最大。与美联储货币正常化初期新兴市场大范围汇率贬值相比，近期新兴市场货币对美元整体贬值幅度有所缩小，但是劳动密集型国家和资源密集型国家的货币表现分化有所加剧。例如，印度（劳动密集型）卢比9月来逆转前期贬值趋势，升值0.96%。截至9月22日，而巴西（资源密集型）雷亚尔对美元收于4.04，贬值幅度进一步扩大至10%。

在全球经济新常态下复苏能否企稳，需要各国经济和货币政策的协调与配合。随着9月份美联储暂缓加息，美联储“宽松式加息”基调逐步显现。同时，美联储加息的参考因素正在扩围，新兴市场特别是中国的经济金融形势也被纳入其考虑因素中，这对于全球经济复苏及金融市场稳定而言无疑是增加了政策层面的有利因素。

展望外汇市场走势，需把脉美联储加息的市场预期变换和市场影响，回归经济数据和货币政策比较。从美国经济数据来看，经济连续三年多持续增长，在 IMF 下调全球经济增长预期背景下，美国经济复苏的强劲和可持续性仍有相当基础；就业数据整体向好，虽然近期与市场预期有少许差异，但向好走势不变，并基本达到加息要求；通胀目标是目前加息最大的羁绊，也是全球经济复

苏能否走稳的关键信号。从最新美国数据来看，美国8月季调后CPI月率-0.1%，当月未季调核心CPI月率0.1%，与2%的加息目标仍然差距巨大。考虑到全球经济走弱的迹象，以及美元升值产生的输入性通缩压力，美国短期内实现通胀目标的难度很大。尽管多数FOMC参会者仍然预期年内加息，但是根据联邦基金期货交易市场预测显示，FOMC在12月会议上加息的可能性为45%，而在1月加息的可能性为54%。不同机构预测差异巨大，甚至高盛预期或将延至2017年。

从货币政策对比来看，发达国家货币政策正常化的趋势有所增强，一方面美联储加息基调未变，另一方面英国央行加息很可能相伴而至，此外欧洲央行也在宽松政策之上加上了判断新兴市场放缓性质的约束。

综合判断，我们认为美联储年内加息的概率低于50%，全球经济复苏的步伐与格局、美国通胀率能否出现回升趋势，将成为影响加息节奏的重要指引。

短期而言，美联储加息预期变化可能导致新一轮市场波动。在此背景下，需关注新兴市场外汇储备的变化和经济金融稳定政策的调整，全球债券市场的波动，以及股市和大宗市场与汇市之间可能产生的连锁冲击，并对全球金融资产重估保持高度警惕，其中新兴市场资源类国家需密切关注。

二、新兴市场股市汇市企稳，短期内仍将持续低迷

9月以来，在经历了前期的剧烈波动后，新兴市场股价和汇率的整体震幅开始收窄，美联储推迟加息决议公布前后，新兴市场股价和汇率均出现小幅回升，跨境资本也开始重新回流新兴市场。在股票市场方面，截至9月22日，MSCI新兴市场指数收于808.2点，较月初上涨0.9%，且月内震幅较小。各新兴市场国家中，俄罗斯RTSI指数、印度孟买30指数和巴西BOVESPA指数较月初均有小幅上涨，涨幅分别为0.5%、2.2%和2.5%，各指数单月震幅较8月份均有大幅下降，整体波动趋于平缓，其他新兴市场国家股市也呈现出类似态势。在美联储宣布推迟加息前后，新兴市场各国股票市场均出现了月内单日较大涨幅，其中俄罗斯RTSI指数9月16日涨幅达到3.7%，印度孟买30指数当日涨幅达到2.5%，均为9月以来



的最高单日涨幅。

在汇率市场方面，9月各新兴市场货币兑美元汇率贬值趋势放缓，其中，俄罗斯卢布、印度卢比和波兰兹罗日汇率较9月初均有一定幅度的上涨，涨幅分别为0.9%、1.0%和0.2%；印尼盾、泰国泰铢、墨西哥比索、南非兰特、阿根廷比索、土耳其里拉和乌克兰赫夫米的汇率虽然较月初仍有小幅下跌，但同前期数据相比，降幅明显缩小；仅巴西雷亚尔汇率9月仍有10.1%的较大降幅。推迟加息消息公布前后，新兴市场汇率也出现了一定程度的反弹，其中俄罗斯卢布9月17日涨幅达到1.8%，土耳其里拉当日涨幅达到1.0%，南非兰特当日涨幅达到1.1%，即使是巴西雷亚尔，在公布消息后的当日跌幅也较前日减小了1.2个百分点。

由于预期本次美联储加息概率较低，新兴市场股价和汇率波澜不惊，并未出现剧烈变动，只有部分经济前景较为光明的国家出现了跨境资本回流的迹象，且回流规模亦较小。虽然加息预期带来的负面影响已经在前期基本被市场消化，但推迟加息仍在一定程度上提振了投资者信心，利多新兴股票市场。截至9月22日，CBOE波动率指数(恐慌指数)已经降至22.4点，比月初的31.4点降低了28.5%，月内呈现平稳下降态势，投资者信心有所回升。同时，美联储暂缓加息使美元升值压力有所减轻，也推助了新兴市场货币稳中有升，但美联储年内加息概率较大，新兴市场货币仍可能继续贬值。

总的来看，经济结构失衡、金融监管体系不健全和增长模式转型短期未见成效是导致本轮新兴市场经济衰退和金融市场动荡加剧的主要内因。在经济结构方面，新兴市场国家由于缺少技术和产品创新，长期处于产业链的下方，核心竞争力不足，增长过度依赖能源出口，经济结构较为脆弱。在金融监管方面，部分新兴经济体为加快金融自由化进程，在缺乏监管与控制的情况下，盲目开发资本账户，吸引国际热钱进入市场，导致国内严重的通货膨胀，同时僵化的货币政策也带来了贸易收支恶化等一系列问题。为了改善不良的经济表现，新兴市场各国纷纷提出要通过结构性改革增强经济活力，但大多数国家的改革多年来仅停留在战略层面，或者根本未曾启动，由于转型和改革的长期停滞使得

投资者信心逐步降低，不断看空新兴市场。各种长期积累的风险都在本轮大宗商品暴跌和美元持续走强的外部环境下逐渐浮出水面，新兴市场股价和汇率的持续迅速下跌就是这些内生问题的外部表现。此外由于经济下滑引发的地缘政治摩擦加剧也使得本不景气的新兴市场国家雪上加霜。若结构性和制度性问题无法得到解决，新兴市场将难以迅速扭转颓势，走出低谷。

展望后市，新兴市场的股市和汇市在经历了8月份的急剧下跌后，短期内出现大幅波动的概率较低，但长期内仍将可能持续低迷。股票市场方面，俄罗斯和印度股市短期有望企稳回升，迎来小幅技术性反弹，巴西股市受到标普下调该国主权评级影响，持续下跌概率较大。汇率市场方面，各新兴市场货币汇率在9月普遍企稳，预计短期内将可能以小幅波动为主，贬值压力有所缓解。但随着美联储加息步伐的日益临近，新兴市场货币仍将面临较大的贬值压力。

图1 主要货币汇率走势图

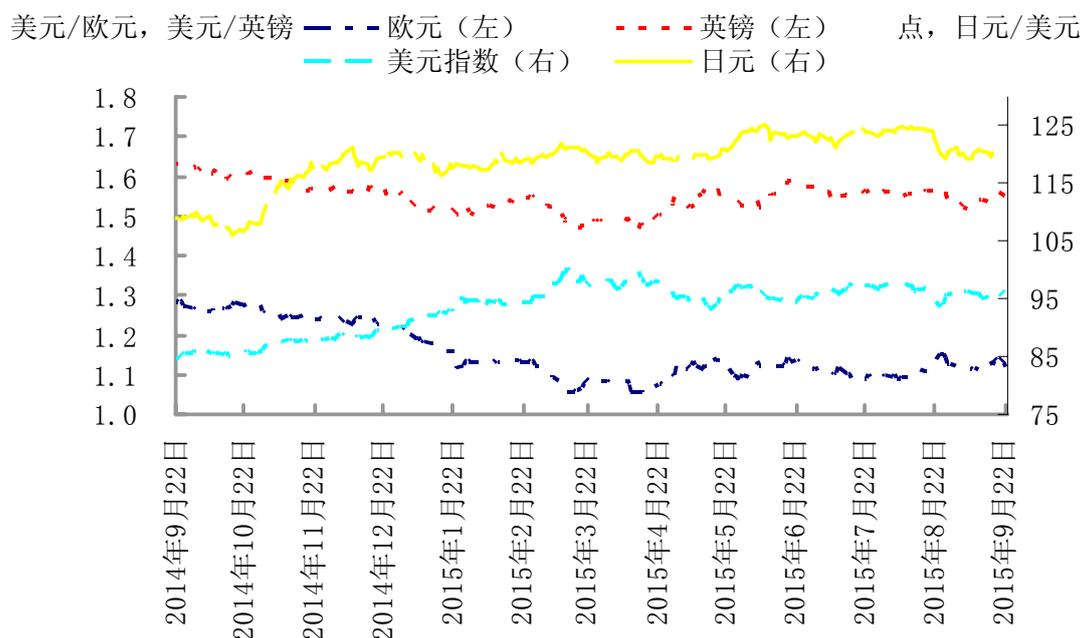


图2 全球主要股指走势图

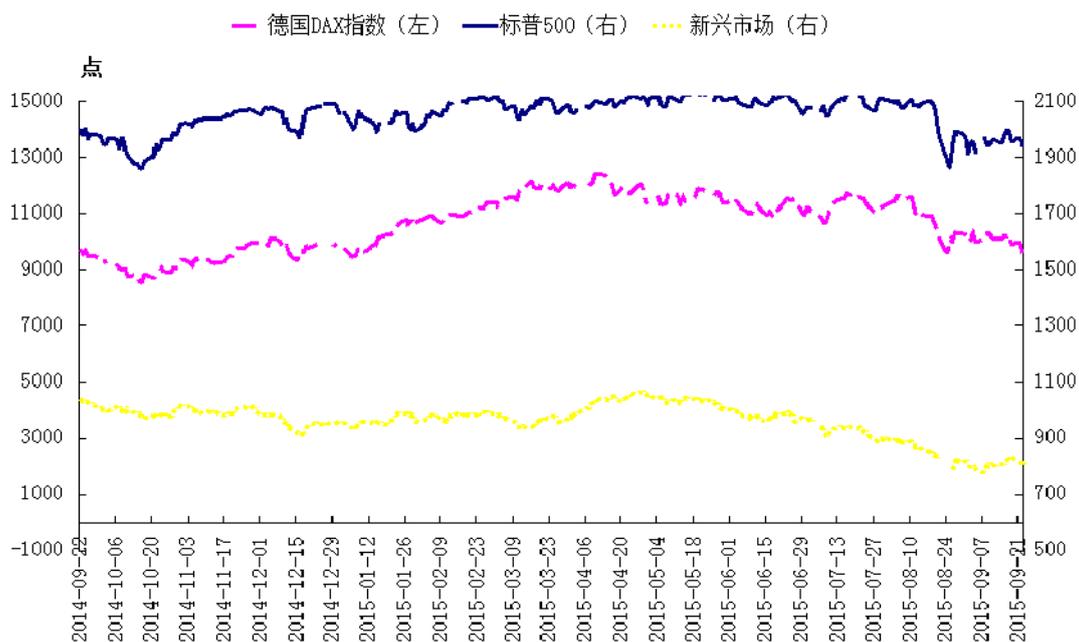


图3 国际金价油价走势图

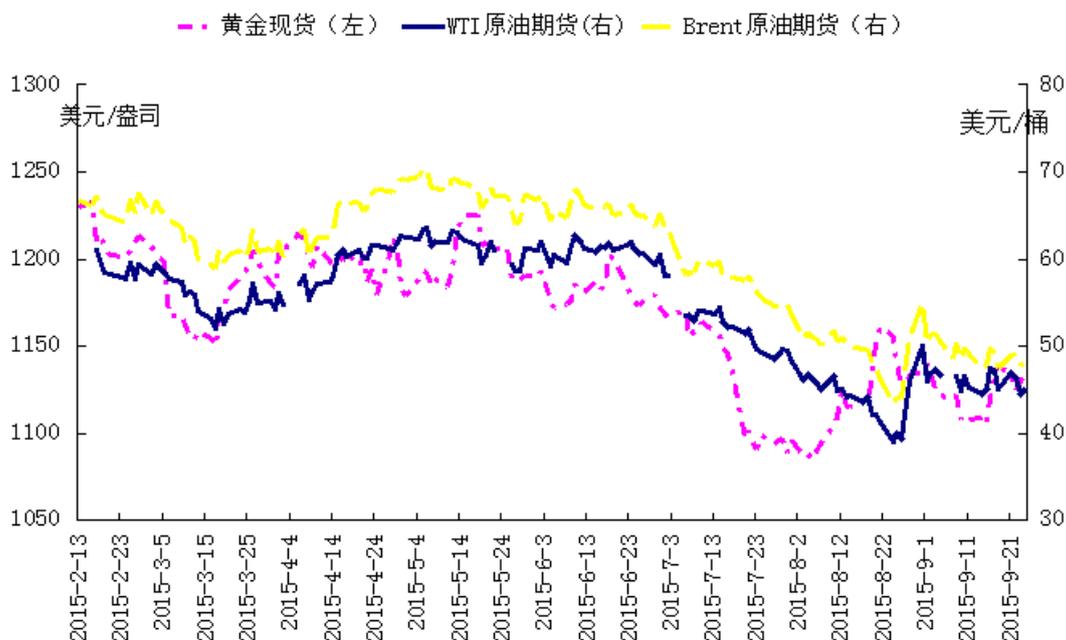


图4 部分国家10年期国债收益率走势图

