

研究
信息

2015 年第 41 期

2015.03.30

城市金融研究所所长：

周月秋

国际宏观研究团队：

樊志刚 马素红 程实 宋玮 王婕

罗宁 郭可为 吕振艳

执笔：程实 罗宁

luoning.cs@icbc.com.cn

美元指数冲高回落 全球股市后市可期
——2015 年 3 月国际金融市场走势述评

要点

- 受美联储加息预期降温影响，美元指数冲高回落，此前对美元大幅贬值的欧元、日元迅速止跌反弹，新兴市场货币走势继续分化，国际金价与油价也迎来短暂反弹。在全球货币宽松浪潮的再度来临、全球流动性的相对充裕、国际资本的大量流入和市场风险偏好的普遍提升等因素推动下，全球股市经历普涨。
- 展望未来，美国加息是货币政策正常化的必然趋势，美元整体升值的支撑因素和走势仍将延续，欧元、日元对美元汇率未来维持疲态将是较大概率事件。而受制于全球经济复苏的相对乏力，股市普涨的物质基础并不牢固，未来将出现趋势分化。

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。

美元指数冲高回落 全球股市后市可期

——2015年3月国际金融市场走势述评

在经历了年初至2月份美元单边升值主导的格局之后，3月份国际金融市场进入宽幅震荡区间。受美联储加息预期降温影响，美元指数冲高回落，此前对美元大幅贬值的欧元、日元迅速止跌反弹，新兴市场货币走势继续分化，国际金价与油价也迎来短暂反弹。在全球货币宽松浪潮的再度来临、全球流动性的相对充裕、国际资本的大量流入和市场风险偏好的普遍提升等因素推动下，全球股市经历普涨。展望未来，美国加息是货币政策正常化的必然趋势，美元整体升值的支撑因素和走势仍将延续，欧元、日元对美元汇率未来维持疲态将是较大概率事件。而受制于全球经济复苏的相对乏力，股市普涨的物质基础并不牢固，未来将出现趋势分化。

一、美元指数冲高回落，欧日汇率止跌反弹

2月下旬至3月20日，全球外汇市场整体呈现巨幅震荡格局，美元冲高至100点关口上方后迅速回落，欧元、日元对美元汇率创下全球金融危机以来新低后开始反弹，新兴市场货币汇率走势继续分化，其中人民币汇率在3月下旬一举收复年初以来跌势，未来走势值得关注。

首先，美元指数冲高回落。3月份美联储公开市场委员会（FOMC）是美元指数走势转向的关键时点。2月下旬以来，受美国经济持续稳健复苏、就业市场不断改善等因素影响，市场对美联储可能提前加息的预期日渐强烈，推动美元指数指数上行。到3月13日，美元指数收于100.15点，创下近十年内的新高。3月



18日美联储议息会议后发布的声明，正式删除了利率前瞻指引中的“保持耐心”一词，但同时美联储主席耶伦强调“这绝不意味着我们就失去了耐心”，并用今年4月份不会加息的明确信息打消投资者的疑虑。受此影响，美元指数急速回落，盘中曾一度跌至96.38点，跌幅近3%。截至3月20日，美元指数收于97.86点。

其次，欧元、日元止跌反弹。2015年初以来希腊大选中左翼激进联盟党 Syriza 获胜以及欧洲央行规模达1.1万亿欧元的“欧版 QE”的出台，使欧元汇率持续走软。截至3月13日，欧元对美元汇率收于1.05美元/欧元，较年初下跌了13.2%。美联储主席耶伦的“鸽派”言论有效降低了市场对美国加息的预期，也让欧元迎来止跌反弹之机。3月18日欧元对美元汇率盘中涨幅曾一度达到4%。从日本来看，极不稳定的经济复苏以及未来可能再次跌入通缩困境的风险，使日元汇率持续走软。截至3月13日，日元对美元汇率收于121.33日元/美元，较1月中旬下跌了4.2%。同样受美联储加息预期降温影响，日元对美元汇率在3月18日盘中一度冲高至119.37日元/美元，涨幅达1.6%。但总体上看，欧元与日元均未真正摆脱疲态，截至3月20日，欧元、日元对美元汇率分别收于1.07美元/欧元和121.04日元/美元。

从新兴市场货币汇率走势来看，总体维持分化格局。俄罗斯卢布经历了前期大幅贬值之后逐步修复跌势，截至3月20日，俄罗斯卢布对美元汇率较1月末上涨17.2%至59.29卢比/美元，已接近2014年末水平。巴西雷亚尔、印度卢比、南非兰特对美元汇率总体维持下行走势，截至3月20日，分别较1月末下跌了20.2%、1.7%、3.1%至3.23雷亚尔/美元、62.47卢比/美元、12.02兰特/美元。今年初以来，人民币对美元汇率持续下跌，但受美联储加息预期降温影响，3月18日至19日，人民币对美元汇率迅速收复跌势，截至3月20日，NDF 市场人民币对美元汇率较1月末上升0.7%，与年初值持平。

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，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5.5%。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”已是不可逆转的趋势。正因为如此，美联储在前瞻引导上开始做出调整，将去年12月及今年1月议息会议声明中加入的“保持耐心”一词删去，为未来将实施的加息措施进行铺垫。

当然，市场决策与政策指引之间的博弈是永恒的话题。此前即便是在美联储“耐心指引”下，市场对其加息措施一直保持着较强的预期就是最好的证明。随着今年6月份第一个市场对美国加息预期时点的临近，美元和全球汇率波动可能更加敏感。倘若加息时点明确后移，将加重市场对美联储在更长时期内重新放宽货币政策的预期，美元或将赢得一定程度的回调空间。一旦美国加息成行，美元将吸引更多资金关注，美元指数或将再创新高。总体上看，美元整体升值的支撑因素和走势仍将延续，欧元、日元对美元汇率未来维持疲态将是较大概率事件。

对于新兴市场而言，耶伦的“鸽派”言论、加之本月正式“放水”的欧版QE，让经历了大规模资金流出的部分新兴经济体迎来了喘息之机，但新兴市场资金外流的风险并未真正过去，巴西、南非等部分新兴市场货币汇率走势还将进一步承压。从美国来看，加息是货币政策正常化的必然趋势，新兴市场始终要面对资金成本走高的严峻考验，从欧元区来看，虽然欧版QE在未来一段时间的确能向市场持续注入流动性，但其所能给新兴市场带来的改善效果并不容乐观。目前，新兴市场仍未走出经济增速下滑的困境，今年1月IMF发布的《世界经济展望》更新报告，将2015年新兴市场经济增速下调0.1个百分点至4.3%。一旦以美国为首的发达经济体正式调整货币政策，新兴市场可能出现资金外流与增速下滑的恶性循环，未来或将面临更大的考验。

值得关注的是，近期人民币对美元汇率明显上行，再次点燃了市场对人民币持续升值的预期。事实上，在多轮汇改之后人民币汇率已趋于均衡合理水平，未来持续的大幅升值或者大幅贬值都很难再出现。美国利率前瞻指引措辞调整引发的跨境资金流动，助推了本次人民币对美元汇率的升值，但未来不可避免的加息又将给人民币汇率形成一定的压力。可以预见，人民币汇率总体上将以较宽的区间呈现频繁波动态势，对于这样的“新常态”不必过度解读。



二、全球股市经历普涨，中美股市后市可期

2015年以来，尽管全球经济进入弱复苏的新常态，经济增长速度既低于趋势水平，又弱于预期水平，但金融市场表现亢奋，特别是股票市场，经历了全球性普涨。截至2015年3月23日，美国标普500指数、纳斯达克指数和道琼斯工业指数分别较年初上涨2.39%、6.13%和1.71%；STOXX 欧洲50指数、德国 DAX 指数、法国 CAC40指数、英国富时100指数、意大利股票指数、葡萄牙 PSI 指数、爱尔兰综合指数、荷兰 AEX 指数、丹麦 OMX20指数和俄罗斯 RTS 指数分别较年初上涨16.68%、21.62%、18.55%、6.77%、22.58%、16.13%、18.36%、17.24%、22.66%和9.03%；日经225指数、韩国综合指数、印度孟买 SENSEX30指数、澳洲标普200指数和印尼雅加达综合指数分别较年初上涨13.2%、6.32%、2.55%、10.07%和4.14%；中国上证综指、深证成指、沪深300指数和创业板指数分别较年初上涨14.01%、16.03%、12.4%和55.84%。

本轮全球股市的普遍上涨，从全局的角度看，主要归因于全球货币宽松浪潮的再度来临、全球流动性的相对充裕、国际资本的大量流入和市场风险偏好的普遍提升等。而不同国家也有相对独立的股市上涨原因，例如，美国股市受益于美国经济复苏的相对强势，中国股市受益于宏观经济政策的相对刺激，日本股市受益于安倍经济学的逐步加码等。

展望未来，我们认为，受制于全球经济复苏的相对乏力，股市普涨的物质基础并不牢固，未来将出现趋势分化。为了进一步预判这种分化的可能结构，我们测算了主要国家股市的宏观市盈率。测算方法是：首先，测算分母，即将该国当年经济增长力度用一个可以跨国比较的数字来表征。由于各国经济增长的趋势水平是不一样的，所以，重要的是该国经济增长相对于其自身趋势水平的力度，得到这个相对值后再把它无量纲化为一个1到100之间的数字。随后，测算分子，即将当年该国股市涨跌幅度无量纲化为1-100之间的数字。最后，将

分子比上分母，就能得到一个倍数，即为粗略的宏观市盈率，它的含义是当年该国股市涨跌相对于实体经济表现有多强劲（或羸弱）。实际上，对于单个国家而言，这个测算得出的结果可能并没有太大意义，但是，由于使用思想一致的方法，且数据都经过无量纲处理，所以最后得出的宏观市盈率可以用来做国别比较，从而得知哪国股市相对于宏观基本面表现有些透支了，哪些有所不足，进而可以预判未来涨跌空间。

测算结果显示：2014年，中国宏观市盈率为2.65倍，美国、英国、法国、德国、日本、巴西和印度则分别为1.82、0.73、5.22、1.4、3.06、9.33和2.17倍，可见，就2014年而言，相对于经济基本面，中国股市和美国股市的大幅上涨还是相对有基础的，巴西、日本和法国股市基础最薄弱。再看复苏启动以来的时间序列维度，2010-2013年，美国、英国、法国、德国、日本、巴西和印度的平均宏观市盈率分别为1.79、3.94、4.86、2.66、6.69、1.16和1.27倍，而中国是0.8倍。由此可见，在发达国家里，美国尽管股指连破记录，但股市上涨的物质基础最为牢固；而在新兴市场国家里，中国股市的表现相对于经济增长最为羸弱，危机后中国经济的稳健增长并没能在股市中得到有效体现。

根据对2014年和2010-2013两个时段宏观市盈率的国别比较，我们认为，中国和美国股市最具有走强的物质基础，所以，尽管2015年以来，中美股市都已经伴随全球股市普涨而经历了一轮上升，但其后市依旧可期，而其他经济体股市的上涨空间相对较小，未来震荡或下行的可能性相对较大。从国别结构看，中美股市的相对强势可能会在未来走势中进一步得以显现。

此外，特别值得指出的是，中国股市虽然自2015年以来涨幅较大，但我们认为这是对中国经济进入“降速增质”新阶段的客观反映。长周期的国际分析表明，增长质量的提高，国际地位的提升和适宜的货币环境是资本市场长周期繁荣的三大基石，也是股市作为经济晴雨表的联系纽带。从这个角度看，我们以为，中国股市的未来发展依旧值得保有信心：中国经济增速虽在放缓，但正在进入一个增质提升的新常态，经济结构调整正不断深入、内生增长动力不断增强，次贷危机和主权债务危机加速了国际货币体系多元化的进程，中国经济



的全球占比和市场地位不断提升，而伴随着降息、降准的轮番出台，货币环境也正趋于适宜，民间金融市场也正赶上政策规范并激励的大好时期。在经历了喧闹、纷争、调整、停滞和滞后急涨之后，伴随着制度改进和发展转型，中国资本市场可能正在悄悄迎来长周期繁荣的拐点。

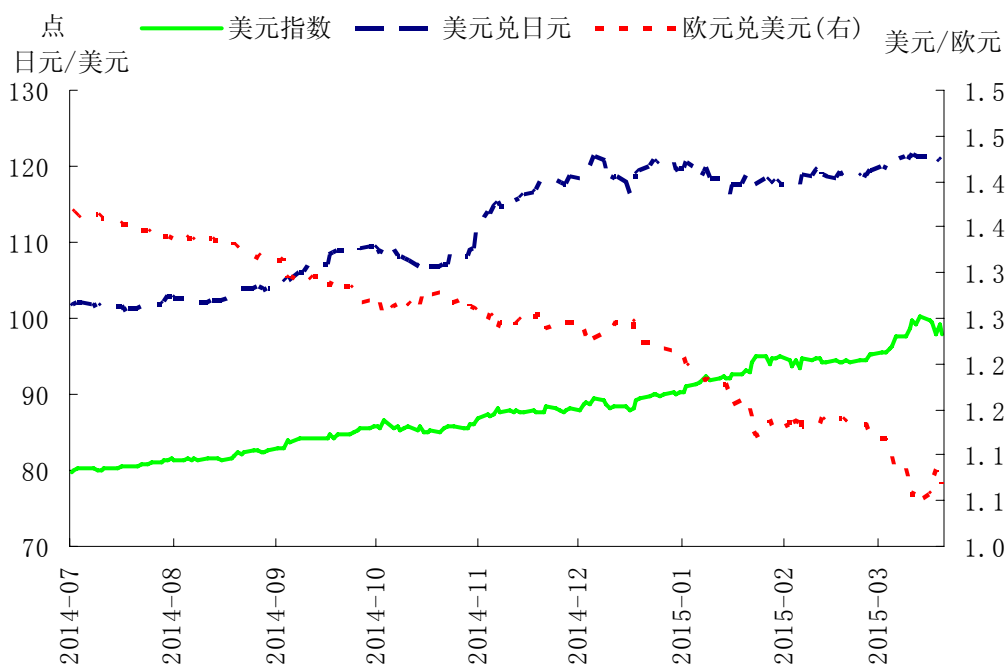


图1 主要货币汇率走势图

资料来源: Bloomberg, 工商银行城市金融研究所, 下同

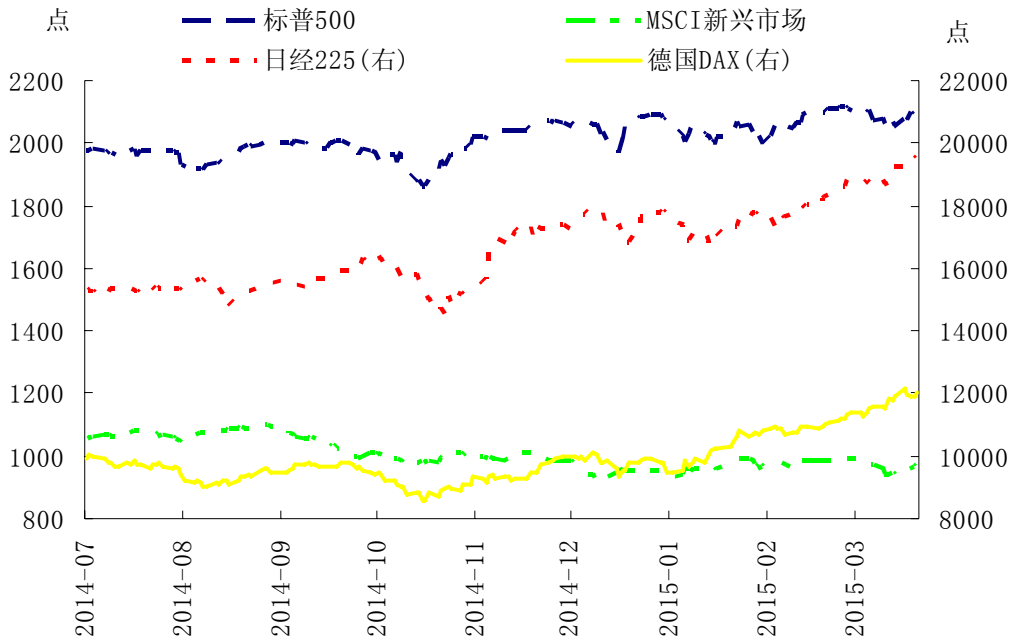


图2 全球股市走势图

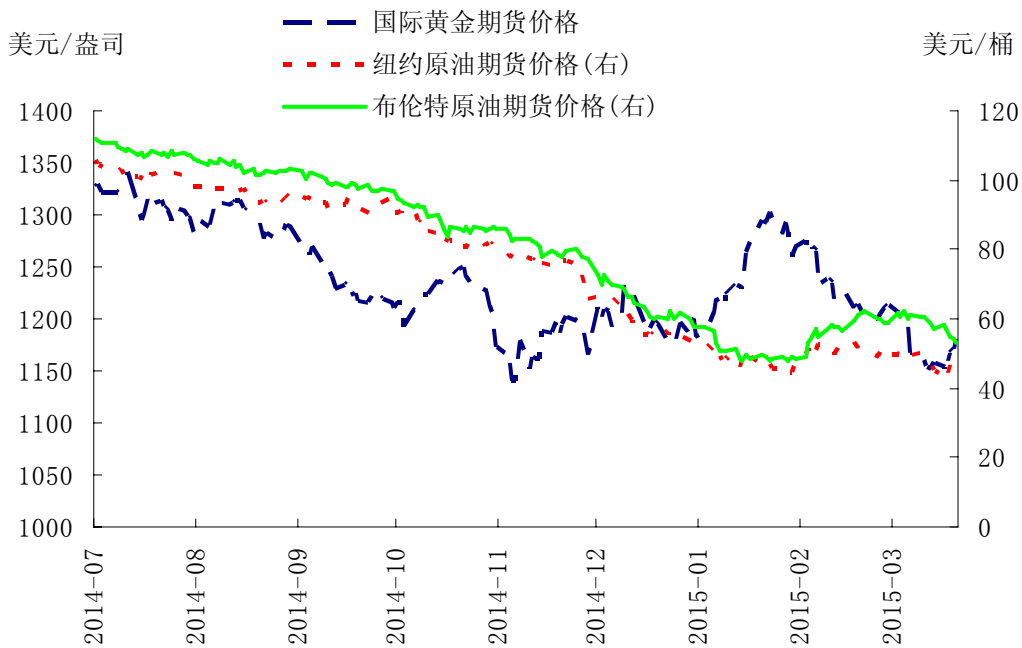


图3 国际金价油价走势图

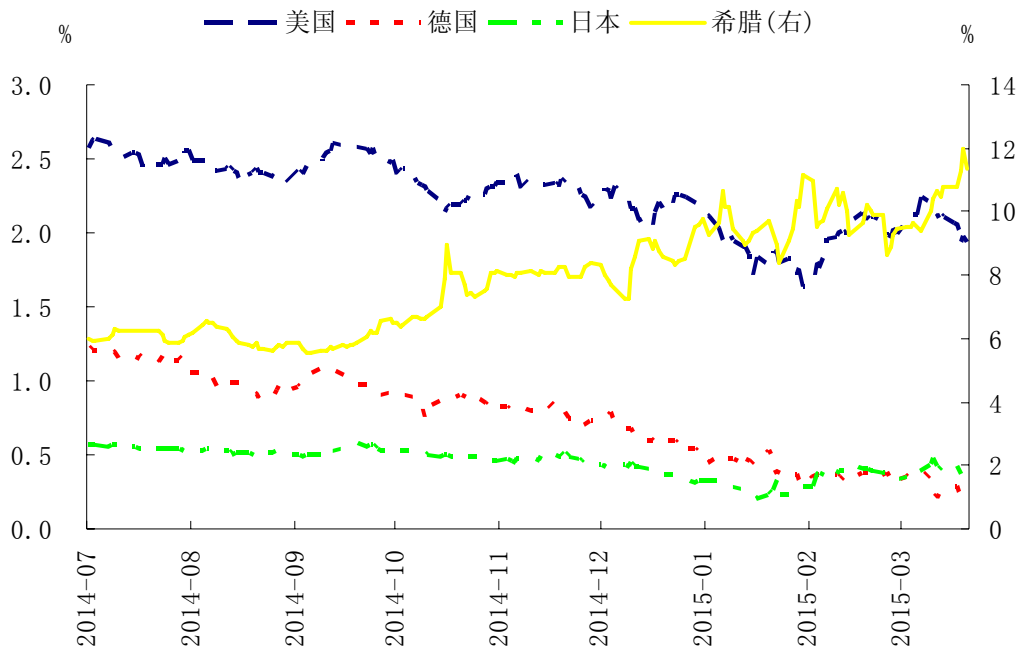


图 4 部分国家 10 年期国债收益率走势图