



## 美元震荡不改强势 油价或将二次探底

——2015年2月国际金融市场走势述评

城市金融研究所所长：周月秋

国际宏观经济研究团队：

樊志刚 马素红 程实 宋玮  
王婕 罗宁 郭可为 吕振艳

执笔：马素红 吕振艳

suhong.ma@icbc.com.cn

相关研究：

2015/1/30 《全球经济延续分化  
美元走强重配资金——2014年国  
际形势回顾及2015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。

### 要 点

- 年初以来至2月末，国际金融市场整体延续了强美元、低油价主导的波动局面。
- 全球汇市在美国经济增长和加息预期下，继续呈现美元单边升值走势，同时各主要货币汇率波动性明显增加，汇市波动的扰动项和风险都呈现增加态势。
- 国际油价自1月底以来有所反弹，但布伦特原油和纽约原油价差进一步扩大。在高库存、不减产和强美元重压下，预计油价还有二次探底的可能性。
- 全球股市普遍上扬，其中欧洲股市在欧版量化宽松政策的推动下表现尤为强劲，德、法两大股指涨幅均逾15%。
- 发达经济体国债市场窄幅震荡，但希腊债务核销和援助资金等方面的不确定性引发市场忧虑重现，导致其国债收益率大幅飙升。

## 目 录

一、美指震荡调整不改升势，汇市风险多发难平 .....	3
二、国际油价反弹乏力，或将二次探底 .....	6

## 图目录

图 1 主要货币汇率走势图 .....	5
图 2 国际油价走势图 .....	8
图 3 全球股市走势图 .....	8
图 4 部分国家 10 年期国债收益率走势图 .....	9



年初以来至2月末，国际金融市场整体延续了强美元、低油价主导的波动局面。全球汇市在美国经济增长和加息预期下，继续呈现美元单边升值走势，同时各主要货币汇率波动性明显增加，汇市波动的扰动项和风险都呈现增加态势。国际油价自1月底以来有所反弹，但布伦特原油和纽约原油价差进一步扩大。在高库存、不减产和强美元重压下，预计油价还有二次探底的可能性。全球股市普遍上扬，其中欧洲股市在欧版量化宽松政策的推动下表现尤为强劲，德、法两大股指涨幅均逾15%。发达经济体国债市场窄幅震荡，但希腊债务核销和援助资金等方面的不确定性引发市场忧虑重现，导致其国债收益率大幅飙升。

### 一、美指震荡调整不改升势，汇市风险多发难平

从汇市走势来看，1月份整体延续2014年底以来的走势，2月份开始出现走势逆转或波动。首先，美指上升通道中不断小幅盘整震荡。继2014年美国创下2005年以来最高年度涨幅之后，2015年1月份美元指数刷新2005年高点92点，1月23日直逼2003年95点的高位，但1月26日至2月25日美元指数一直在94点偏右徘徊，直到2月最后两个交易日重回95点位之上，截至2月27日，美元指数收于95.47，较年初上涨5.48%。其次，欧元对美元贬值幅度不断扩大。继1月底跌至9年底位后，2月末再次跌向2003年底点，截至2月27日，欧元对美元收于1.1240点，较年初下跌6.67%。英镑对美元收于1.1547，较年初小幅升值0.4%，较1月当月贬值2.4%有所回调。第三，日元继续小幅贬值，截至2月27日，日元兑美元收于119.26点，贬值0.9%，较1月当月贬值1.7%略有回升。第四，新兴市场货币多重分化加剧。截至2月27日，土耳其里拉和巴西雷亚尔兑美元分别贬值6.52%和6.12%，俄罗斯卢布则实现升值2.4%。值得注意的是，尽管土耳其里拉一路下滑之势不改，但是巴西雷亚尔和俄罗斯卢布则分别出现走势逆转：巴西雷亚尔1月份还小幅升值0.46%，2月份则不断刷新10年来低点；俄罗斯逆转1月份11%的跌势，2月单月升值11.98%。

从汇市波动因素来看，美元整体升值的支撑因素和走势仍将延续，但美指回调和非美货币波动的因素和风险也将走高。首先，经济增长和货币政策分化之间

的纠缠将继续对全球汇市形成根本性、持续性冲击。1月份以瑞银意外降息为前奏，欧版 QE 为高潮，多地区多国降息等宽松政策的推出，与美元加息形成鲜明对比，是1月份欧元跌至11年来新低、美元刷新新高的重要推手。同时，美联储加息温和预期也导致美指2月份的震荡盘整。而尽管2015年以来美国经济增长、失业率和就业数据参差，但是1月份 IMF 调低除美国之外全球经济体的增长预期之后，美国自身以及全球对美国经济增长稳定因素的预期不改，是支撑美元指数持续升值的根本。值得注意的是，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。一旦加息时点进一步后移，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杀出回马枪，将为美元腾出一定程度的回调空间。而如果美国加息成行，则必然意味着美国通胀预期实现，控制经济过热重回货币政策重心，必然意味着大宗商品市场的再度回热。因此6月前后美元、黄金和大宗之间的纠葛可能愈演愈烈。

其次，货币政策走向、希腊危机的解决、以及德国等欧元区经济数据向好，加上英国经济和加息的推进，将对欧元货币回弹形成短期支撑。但是欧元区在新一轮超预期规模的宽松政策下，如果能够实现整体经济复苏企稳，将不仅可以结束1月23日欧版 QE 将欧元拖至11年低点的跌势，甚至可能推动美元升值周期的逆转。当然，从实施效果和传导效应来看，美元对欧元走势的逆转，即使在2015年欧元区实现企稳也难以出现。

第三，日元尽管在美国经济复苏带动下可能出现出口回升，但在经济整体复苏乏力和通缩压力下，延续跌势将是大概率事件。尽管随着美国加息市场预期的波动和欧洲与新兴市场地区波动推升避险需求，可能短暂带动日元回弹，但是日元继2011年以来年均10%以上的贬值幅度来看，2015年日元贬值可能创下1971年金本位制解体以来最长连跌纪录，拖累日本经济复苏和汇市企稳。

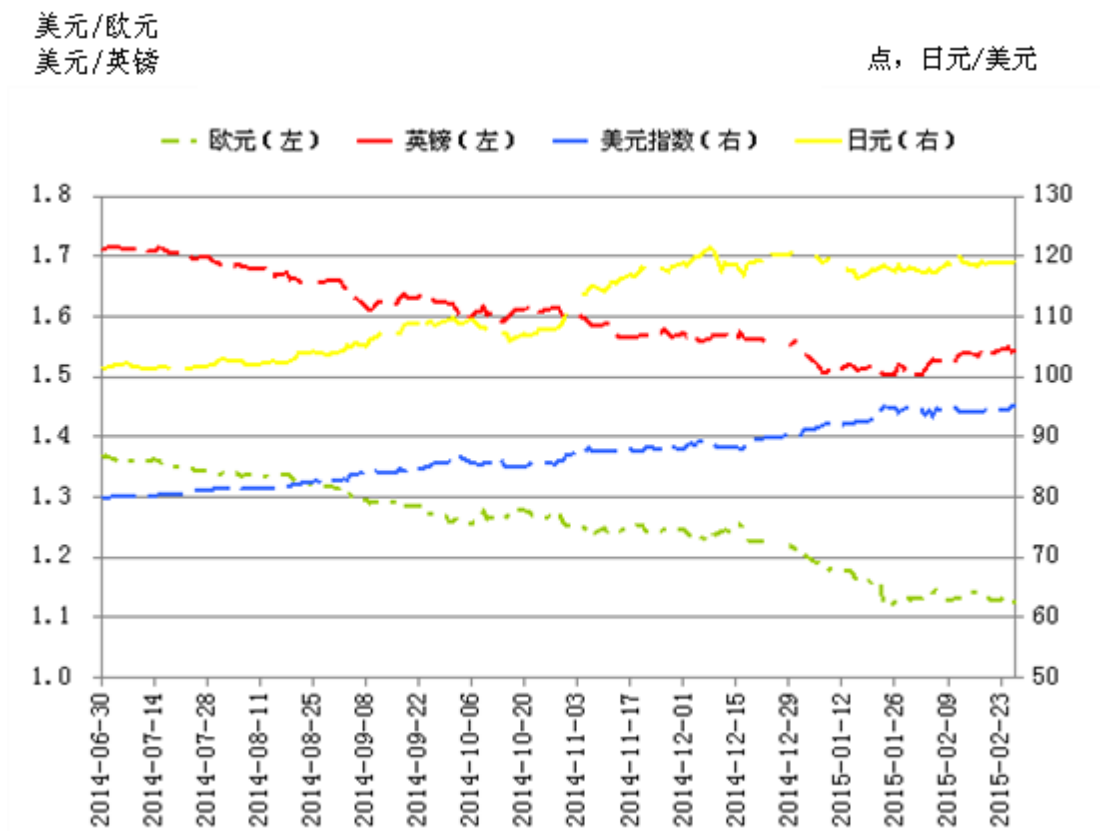


图1 主要货币汇率走势图

资料来源: Bloomberg, Wind, 中国工商银行城市金融研究所, 下同。

第四, 新兴市场货币受油价下跌、经济增长动力不足、资金外流、通胀和地区风险五重因素影响下, 竞争性贬值风潮进一步拖累其纷纷陷入下行漩涡, 同时新兴市场的债务风险可能出现尾部扩围。根据国际金融协会测算, 2014-2018年, 所有新兴国家需要展期的企业债务将达到1.68万亿美元, 其中约30%以美元计价。如果美元进入升值通道, 新兴经济体债券展期成本将显著上升, 债务风险将随之升温。杠杆率偏高、双赤字和资源类国家的风险将更加明显和突出。从2月份出现的巴西和俄罗斯货币走势的变化来看, 一方面乌克兰地区形势的缓解是俄罗斯货币走势舒缓的原因, 但可持续较差; 另一方面, 巴西经济增长预期的变化是巴西货币出现走势逆转的主要内因, 而此类因素和俄罗斯主权评级的下调等因素, 很有可能在新兴市场蔓延和持续, 对新兴市场货币波动和贬值产生持续性影响。

## 二、国际油价反弹乏力，或将二次探底

在连续七个月下跌并于1月末跌破45美元之后，国际油价自2月初开始出现一波反弹。截至2月末，布伦特原油期货价格收于62.58美元/桶，较1月份创下的低点反弹逾30%，其2月涨幅逾14%，为近六年来最大单月涨幅。纽约WTI油价最高较1月低点反弹20%，至2月17日的54美元/桶，但随后受北美原油库存持续增加的影响回吐涨幅，尽管其2月涨幅收窄至1%，但仍为去年6月以来首次月度上涨。值得注意的是，在油价反弹的过程中，作为国际油价基准的北海布伦特油价和作为美国油价基准的纽约WTI油价出现分化，二者价差从1月份接近于零的水平，一路扩大至2月末12美元的水平，为2014年1月以来的最大价差。布伦特油价走强主要受到2月份伊拉克和利比亚发生供应中断以及亚洲石油需求回升的支撑，而纽约油价延续疲态则主要由于美国页岩油不减产导致美国原油库存处于历史高位对油价构成沉重抛压。

就下一阶段走势看，主导本轮油价下跌的多种力量，如原油供需格局、新旧能源供应势力的博弈及美元走强等，不仅无望缓解，甚至在未来几个月作用力更甚。因此，我们判断，国际油价在中期内将保持低位震荡局面，且“二次探底”的可能性较大。

首先，原油供过于求基本面仍将持续。尽管过去4个月美国油井数量已经萎缩了超过三分之一，但美国实际原油产量并未下降，油价前期反弹只是投机者对“油井数量下降”的过度反应。近几个月来，美国原油库存维持高速增长，目前已超过4.34亿桶，达到近80年来的最高库存水平。据美国能源信息署(EIA)预计，2015年美国原油日产量将攀升至930万桶的1972年来高位。在需求缺失的同时，产量及库存增加进一步加剧供应过剩忧虑，使油价承压并存在急剧下跌的可能。

其次，欧佩克寡头垄断力量合谋操纵油价让位于由市场力量来决定最终石油供应者的存续，低油价只有维持相当一段时间才能达到市场尽量出清的目的。作为原油产量调节者的欧佩克，以往面临油价大跌情况一般会“限产保价”来确保石油输出国的利益。然而，在近年美国页岩油兴起使中东原油供应国市场份额萎



缩的大背景下，欧佩克这一次选择了坐视油价下跌，甚至还顺势而为地通过喊话、增产等各种方式打压油价，意在通过逼迫美国页岩油减产清理市场冗余供给，以达到自身“保份额”的目的。这实质上是其牺牲短期利益、换取长期利益的一个博弈策略。目前看，欧佩克的策略已经初见成效，在低油价的挤压下，全球大型石油企业已宣布一系列削减投资举措，美国部分高成本的页岩油开采活动也有所减少，而伊拉克、沙特等国则通过增产和打折卖油借机扩大自身的市场份额。由于油价若在中短期内大幅反弹可能使上述成效功亏一篑，预计欧佩克为达目的还将至少在中期内坚持让市场自行调节的举动。受此影响，美国页岩油尽管不太可能完全被挤出市场，但此前高速发展下的供应盛宴可能暂告段落。

其三，美元走强将令油价承压。美元指数继2014年大幅上涨12.5%后，2015年初以来的两个月再度攀升5.5%，美元强势使得以美元定价的原油期货合约价格在遭遇原油供应新高之际进一步遇挫。例如，2月26日，纽约原油期货价格在美元汇率大涨的打压下，暴跌5.53%。根据我们的研究，美元汇率还有10%—15%左右的增值空间，且美元指数在美联储加息预期的驱动下2015年破百的概率很大。预计美元走强对油价的打压效应将在年内持续。

从上述分析可以看出，供应过剩、卖方垄断力量的放任策略以及美元走强决定了油价中期内难以摆脱低迷态势，前期的油价反弹更多是油价连续下跌7个月之后的技术性反弹，是投机者对于“油井数量减少”、“油企削减投资”等消息的过度反应，并不具备可持续的内在动能。若原油基本面维持现状，则油价在大幅波动中“二次探底”的可能性上升。当然，以下情景也可能触发国际油价再次反弹：一是爆发大型地缘政治风险事件影响到原油的供应，目前伊朗核计划的不确定性、利比亚运油港罢工与暴力冲突的演化，均是潜在影响因素；二是全球经济复苏步伐加快带动原油需求显著回升，近期沙特调升了美国和亚洲的石油需求量。但我们判断，在高库存的重压下，国际油价即便受上述因素驱动出现短期反弹，也不太可能出现趋势性反转。预计7月之前油价整体仍处于震荡寻底的过程中，纽约油价存在跌破40美元的可能性。

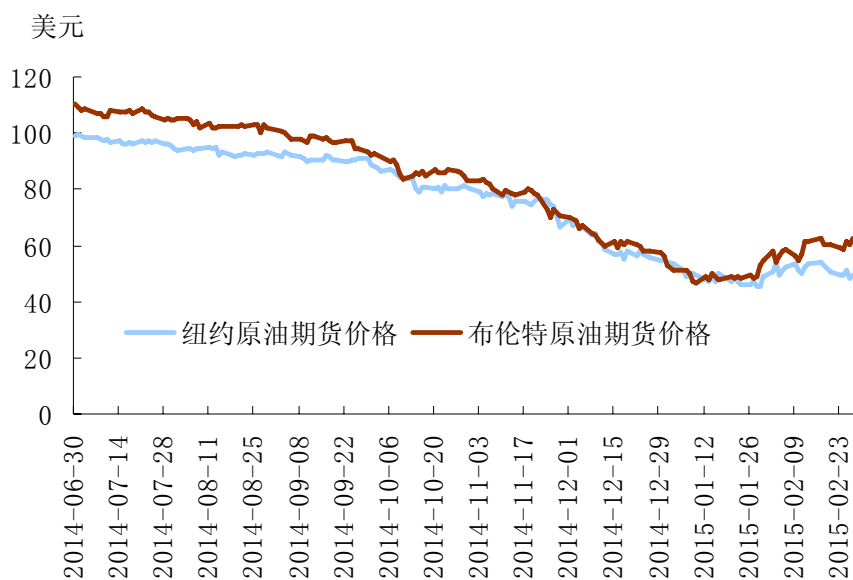


图2 国际油价走势图

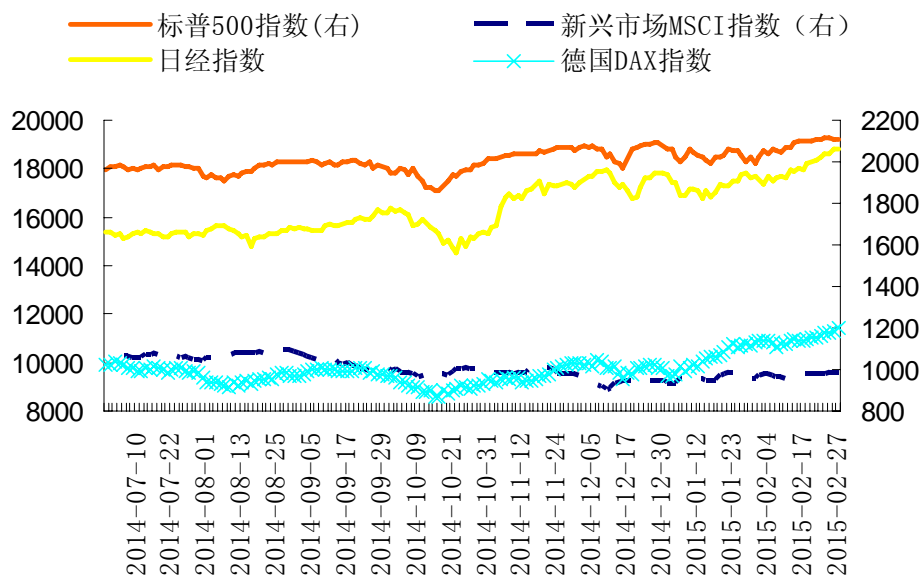


图3 全球股市走势图



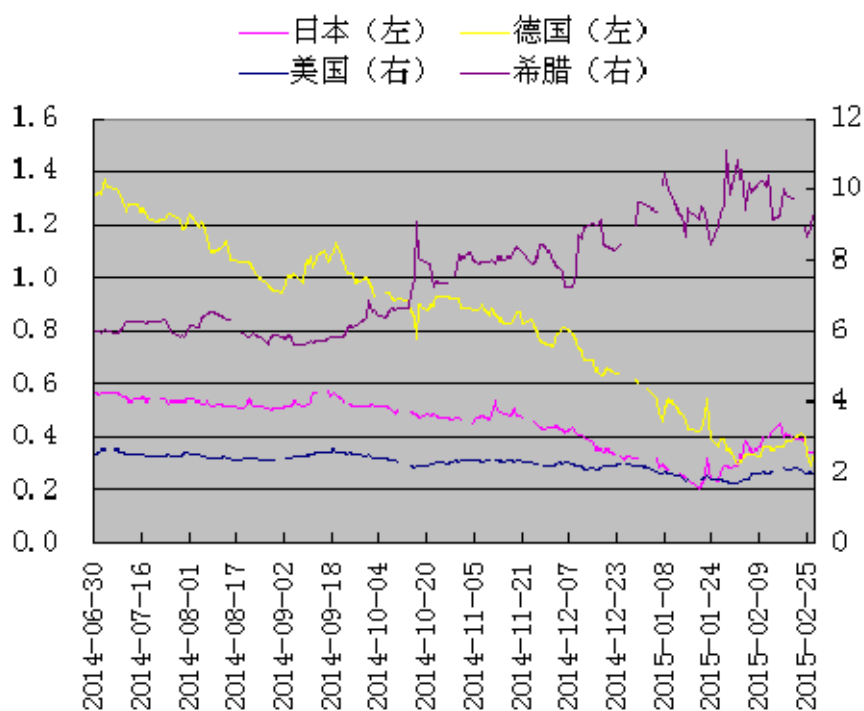


图4 部分国家10年期国债收益率走势图