

2009 年第四季度国际市场展望

分析师：

刘东亮

0755-83195919
liudongliang@cmbchina.com

内容摘要：

在 3 季度，全球金融市场对经济前景都展现出更为乐观的看法，股市大幅上涨，避险情绪的消退促使美元 LIBOR 跌至历史低位，资金自美元资产流出，美元汇率下跌，风险偏好抬高。

不过，美国债市和美国股市同向运动的现象，值得投资者在 4 季度予以关注，我们预期两者之一存在泡沫，而考虑到现实情况，美股在 4 季度出现修正的几率较大，届时将打压风险偏好情绪。

全球经济在 3 季度表现出更多企稳回暖的迹象，美国的表现相对更为强劲，我们继续看好美国经济复苏的表现，尤其是从房地产和汽车消费中，我们认为美国经济的底部已经出现，但至少在明年夏季前，美联储不大可能会提升基准利率。

日本新政府上台后，在汇率政策上表现出摇摆不定的迹象，似乎要修正既往数十年来干预日元的做法，这直接推动日元在 3 季度末出现大涨，不过我们对此表示怀疑，汇率政策不应当在一夕间转变。

非美货币 3 季度延续了此前的涨势，至此，从技术角度而言，我们认为连续 3 个季度的涨势使非美货币存在较大的调整压力，而市场也可能会回归到聚焦经济基本面这一模式上来，因此非美货币在 4 季度出现阶段性调整的风险相当大。

我们认为人民币汇率会继续维持稳定，并将稳定基调带入 2010 年。

一 美债与美股同涨局面或难持续

在7月初我们曾探讨过经济复苏是否在向市场招手，尽管近一段时期的经济数据依然扑朔迷离，各家机构也众说纷纭，但至少金融市场已经选择了用脚投票——相信复苏即将来临。

全球主要货币的LIBOR利率持续走低，纷纷创下数年来的低点，这当然反映出银行间资金解冻的情况，但由于LIBOR已经低到如此低的地步，这也可能在很大程度上反映了流动性充裕的局面，在危机最严重时，全球主要央行联手向市场注入了数以百亿的短期流动资金，一旦避险情绪下降，流动性就会充斥在银行间市场，但在9月末，美联储、欧洲央行、英国央行、瑞士央行已宣布收紧向金融市场注入流动性的规模，除了缩减总量外，资金期限也严格限定在短期，并且在明年年初，各大央行将陆续停止这种注资行动。

我们预计这将对主要货币的LIBOR带来正面作用，利率继续下行的空间已经有限，主要LIBOR即将触及长期底部，此时是进行利率掉期以锁定外部融资成本的好机会。当然，由于主要央行仍没有表现出升息倾向，LIBOR可能会在低点徘徊较长一段时间，至于何时开始攀升，尚无法确定。

图1：美元、欧元、日元3个月期LIBOR



美元LIBOR的大幅走低格外引人注目，在4月份时，其尚高于日元LIBOR大约70个BP，但8月份后，两者出现倒挂，出现历史上美元LIBOR首次低于日元的情况。尽管其利差很有限，但这亦有可能刺激投机者拆入美元去投资其他收益相对较高的资产，比如美国国债。

美债自7月份以来的走势相当有趣，以10年期美债收益率为例，呈现出一种振荡偏弱的局面，显示债市受到投资者的热捧，这从财政部新债拍卖的良好形势上也可以得到佐证。值得注意的是，美国股市同时也受到投资者追捧，道琼斯指数与美债价格出现同步上扬，前述的利差交易可能是一个原因，但也很难进行全面解释。

图2：美国债市与美国股市



如图2所示，美债在去年12月见顶，美股于今年2月底见底，随后两者步调一致，显示随着避险情绪的消退，资金自债市流入股市，金融市场似乎正恢复正常，但今年7月份后，两者再次出现脱节。

投资者同时买入股票和债券的情况并不多见，这似乎表明投资者出现了分化，对经济前景感到乐观的人投资于股市，而对经济有不同看法的另一群人则投资于债市。当然这可能只是一个答案，还有一个选项是，两个市场中有一个出现了泡沫，如果两者继续同步运行，未来某一方的泡沫将会被修正。

考虑到美股自3月份的低点已经大幅上涨了51%，接近本轮跌幅50%的回调位，而实体经济仍在谷底挣扎，因此似乎美股在未来1~2个季度出现修正的概率颇高，而考虑到美国的通胀和加息预期尚未强烈，美债收益率的涨幅足以体现出对未来通胀的预期，因此我们倾向于认为美债较美股的表现更为合理。

一旦美股如预期中向下修正，则可能再度刺激避险情绪抬头，这将有助于美元出现阶段性反弹。

二 美国经济显露回暖信号，但半年内无升息风险

我们一直坚持在主要的经济体中美国将率先复苏的观点，近期全球经济的表现似乎正在支持这一看法，美国经济表现出更多更为强劲的复苏信号，当然这些信号仍不够稳定，但较欧洲和日本的数据更为理想。

图3：美国现房销售、可售现房与现房均价

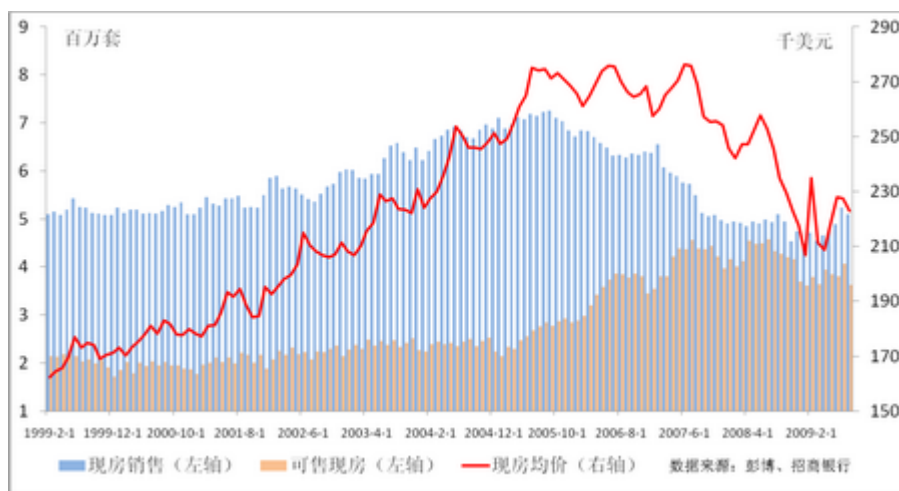


图4：美国新房销售与新房均价

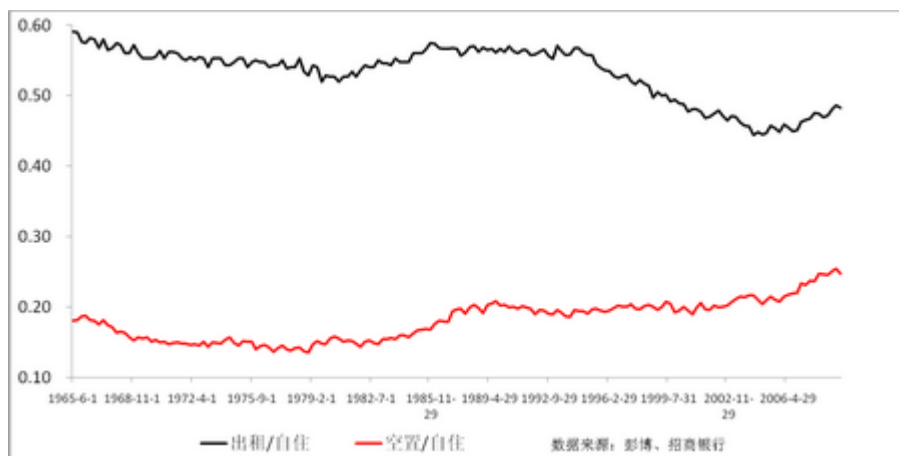


我们在周评中提出美国房地产市场即将触底并迎来复苏，近期的数据也确实出现了较大改观。美国现房销售已脱离低点，在7月份创下了10年来最大的环比涨幅，并伴随着成交均价的上扬，这种量价齐升的局面非常类似于中国楼市春节后的表现，因此我们预计美国现房销量今后向下的空间很小，未来将以逐步回暖为主。同时，可售现房也大幅下滑，较08年年中的高点已经下滑了三成，

这也显然有利于楼市的复苏。

美国新房销售也出现触底信号，同样存在量价齐升的局面，且销量连续4个月回升，为2006年楼市见顶以来所首见。

图5：美国住房出租/自住比和空置/自住比



当然，也有一些因素在阻碍楼市的复苏，从图5可以看到，美国住房的出租/自住比率，呈现逐渐降低的水平，表明越来越多的美国居民拥有了自有住房，也反应出人口结构趋向老龄化的特征，但控制/自住比率则逐年上升，特别是楼市自2006年见顶后，这一比率上升较快，这将对未来的楼市复苏投下阴影。

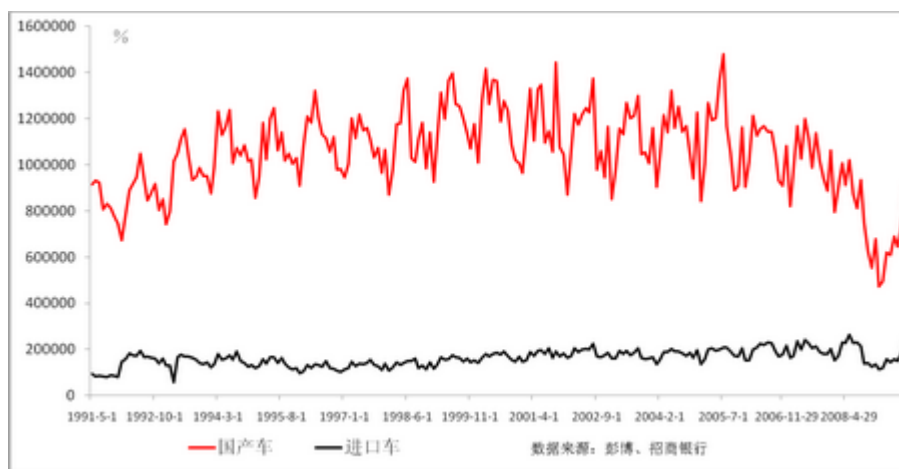
图6：美国住房不良贷款率



美国住房的不良贷款率也在持续攀升，目前已接近10%，为数十年来的最高水平，考虑到失业率未来仍会上升，因此不良贷款率相应也会处在高位。

尽管有以上不利因素的存在，但我们仍维持美国楼市将逐渐转暖的判断，由于楼市已经转暖，近几年积存的需求将会逐渐释放，而随着楼价回升，抵押融资贷款活动已经再度活跃，实际上，抵押贷款活动进入活跃期后，往往伴随着楼市成交量的放大。美国楼市的回暖和价格的回升，有利于平衡美国居民的资产负债表，改善财富负效应的拖累作用，进而提振消费需求支出。

图7：美国月度汽车销量



而另一项能提前反应经济回暖的数据——汽车销售也出现了大幅改善，美国最新一期的汽车销量，已经基本接近于正常水平，即使剔除掉奥巴马政府的优惠购车方案，这也大体反应出了市场趋势，即消费者再度愿意支付耐用消费品。

美国国产汽车的销售已经回升至本世纪头几年的下限水平，很快将触及中位数，而进口汽车的销售格外强劲，其月度销量已经超越了2007年，逼近2008年的历史峰值，这反映出两点问题：一是通用的重组直接影响了国内汽车厂商的销售；二是经济省油的海外车型受到越来越多美国消费者的欢迎，对于日本、德国这样的汽车出口大国而言，这显然是个好消息，这也是我们一直谈论的美国需求拉动全球经济的例证。

尽管美国经济表现出很多复苏的迹象，针对美元的加息预期也数次出现，但暂时还看不到美联储调整利率的可能性，实际上，不仅是美联储，其他主要央行也倾向于按兵不动，这在9月末举行的G20峰会上得到印证，与会领袖承诺会继续维持现有的经济刺激计划。

我们认为，由于全球的产能过剩并未缓解，因此通胀压力在今

年不会突出表现出来，但到了今年年底或明年年初，或者由于流动性的泛滥，或者由于大宗商品价格的回升，通胀压力将进入投资者和政策制定者的视野，届时讨论通胀与加息问题将会更为有的放矢。

我们预计包括美联储在内的主要央行，在 2010 年夏季前会继续维持目前的超低利率，但像澳洲这样的大量出口大宗商品的国家，则具有较大的不确定风险。

三 日本新政府与日元

在 3 季度行将结束时，日元新政府将日元推上了风口浪尖。民主党在大选中获胜，实现了日本政党数十年来的首次轮替，而新政府的财经官员，也屡屡发表令市场感到惊讶的言论。

首先是日本新任央行行长，表示不接受弱势日元，紧随其后，新任财务大臣表示，反对人为操纵日元汇率。可以说，这些言论与历任官员相比，几乎是一百八十度的大转弯，直接刺激日元升破 90 关口。一直以来，日本官方希望日元走软以刺激出口，因此强烈反对日元升值，并曾数次直接干预日元汇率。

目前无法确定，上述言论究竟是这些官员的个人言论，还是日本官方政策的变化。如果是个人言论，那么对市场的影响力将是短期的，逢低介入美元/日元将会有利可图，而如果是官方政策的变化，则可能对日元中长线带来重大影响。

日本既往的汇率政策，是基于日本现实经济形势所采取的必然选择，虽然民主党新政府主张改革多年来的过时政策，但是否会推翻汇率政策，我们仍表示怀疑，毕竟在日本在上个世纪 90 年代陷入经济停滞，由于内需和投资不振，出口成为拉动日本经济的最主要动力，此时我们看不到有改变汇率政策的必要和可能性。

我们倾向于认为上述言论只是新任官员的即兴之作，并不代表官方政策的变化，政策即使要调整，也需要一个过程，而上述官员随后都对自己的言论做出了澄清，在一定程度上撇清了不干预市场的立场。因此，4 季度美元/日元继续下行的空间可能较为有限，在 84-94 之间做宽幅振荡的几率更大，可能会重复今年 1~2 季度时的表现。

四 非美货币阶段性调整风险在上升，人民币将继续持稳

从3月份以来，非美货币，尤其是欧洲货币和商品货币，出现了一波极为强劲的涨势，到3季度末，几乎未出现明显调整。

避险情绪消退所带来的风险偏好的提升，无疑是这波涨势的最大推动力，不过我们预期，避险情绪消退所带来的动能，正在逐渐耗尽，而市场也将逐渐向正常模式回归，即重新关注经济基本面，因此，在经济复苏中领先的美国，有可能再次吸引注意，这很可能促使非美货币多头获利回吐，并重新买入美元。

图8：欧元日K线图（截至北京时间09年9月27日）



图9：英镑日K线图（截至北京时间09年9月27日）



即使抛开基本面不谈，单纯从技术角度而言，在经历了如此大幅且长期的上涨后，出现技术性修正的风险也是相当大的，因此我

们倾向于认为非美货币在 4 季度将出现一波阶段性修正。但何时开始修正，修正幅度如何，目前依然难下定论，似乎非美货币走势分化较大，欧洲货币中英镑较为疲软，且技术面出现头肩顶形态，中期目标可下看 1.5，而欧元只有跌破 1.43，才能认为将展开修正，届时将有跌向 1.39 甚至 1.36 的风险，在 1.43 之上，中线多头可继续持仓，破则应考虑止损离场。

澳元走势异常强劲，且 3 季度与 CRB 指数脱钩，尽管澳元存在加息预期，但我们认为澳元的表现已经充分反映了大宗商品价格回升和加息预期，近期汇价也许还有继续上行的空间，但周图 KD 指标已连续数周位于超卖区间，且出现钝化，类似于 2007 年 7 月和 2008 年 7 月见顶前的特征。需要提醒投资者的是，澳元以往的调整猛烈而短暂，多头应注意控制风险。

人民币即期汇率在 3 季度继续维持稳定，虽然从 NDF 来看，市场存在阶段性的升值预期，但考虑到中国出口依然维持两位数的跌幅，因此我们仍维持此前的判断，即年内人民币不存在升值空间，即使进入 2010 年上半年，很可能仍以稳定为主，6.80 将成为 4 季度美元/人民币即期汇率的底部。

招银专题分析报告

2009年9月29日
总第49期

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本公司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表招商银行，或任何其附属或联营公司的立场。本公司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

招商银行 2009 版权所有。保留一切权利。