

2010年下半年国际市场展望

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

内容摘要：

- 全球经济二次探底风险明显上升，随着欧洲债务危机的爆发，以及美国近期宏观经济指标转为疲软，全球经济复苏进程遭遇挫折。
- 欧洲债务危机近期出现缓和迹象，但我们认为，危机的缓和只是阶段性的，继续恶化的风险依然很大，不能排除未来有国家出现债务重组或违约的可能，主观假设危机已经结束的想法并不可取，这会带来冒险的投资策略。
- 面对全球经济二次探底的风险，预计主要央行将在退出问题上采取观望策略，主要经济体加息的时间表将大幅向后推迟。而欧美间财政政策分歧加大，欧洲主张激进的压缩政府开支，势必导致未来经济增长动能不足。
- 人民币重启汇改，预计人民币兑美元年内升值幅度不超过 3%，而篮子货币中美元将占据绝对优势，而其他入选的货币可能包括欧元、日元、韩元、新台币、东南亚货币等。
- 如果人民币是真实盯住一篮子的，那么未来美元走势与中国宏观经济的变化将导致人民币出现双向波动，有升有贬将成为常态，这将对国内企业的汇率避险能力提出重大考验，同时也将激发相关需求。
- 随着美元加息预期的大幅回落，预计美国国债整体将保持强势，收益率区间将下移，10年期美债收益率波动区间将从 3.0-4.0% 下移至 2.5-3.5%。
- 欧洲债务危机阶段性的缓和，将导致全球避险头寸出现解除，美元在下半年可能会经历一次调整，相应的，欧元等非美货币也将经历一轮反弹，但幅度和规模仍难以确定，不过这不会影响美元的中期强势。
- 预计日元将继续追随美国国债波动，美元/日元的交投区间也将出现下移，而全球经济二次探底风险给澳元前景投下风险，但如果中国放松调控力度，对澳元应属于利好。

一 全球经济二次探底风险明显上升

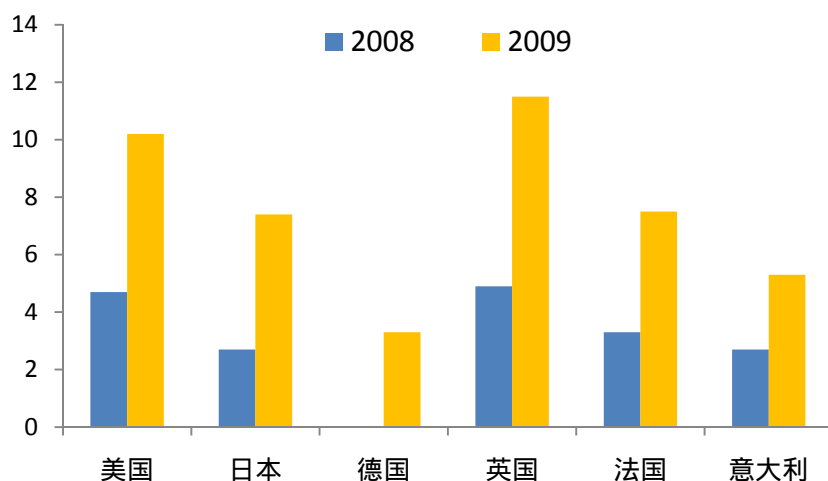
民间债务向官方债务转移

在1季度，市场的焦点是全球经济复苏，以及尚在萌芽中的欧洲债务危机，但是到了2季度，欧洲债务危机全面爆发，且愈演愈烈，市场焦点开始从讨论复苏转向讨论全球经济二次探底的可能性。

我们认为，当前的主权债务危机，很大程度上是此前金融海啸的并发症，假若处理不当，完全有可能演变为一场新的危机，并引发全球经济二次探底。

2008年金融海啸及随后的经济危机，很重要的一个原因是发达经济体不可持续的高负债率，这一现象遍及居民户和公司户，随着资本市场的崩溃，高负债率再也无法掩盖，被迫进入痛苦的去负债化进程。各国政府为了挽救经济，采取超宽松的货币政策和财政政策，最激烈的手段如直接注资及国有化，结果，居民和公司部门的情况得到改善，经济触底反弹，流动性开始恢复，但政府部门的债务开始高涨，这相当于民间的高负债被转移到了官方的资产负债表上，高负债并没有得到实质性缓解。

图1：主要经济体财政赤字占GDP比重 彭博、招商银行



假如政府的财务安排出现问题，或是市场失去对政府偿还债务的信心，主权债务危机便爆发了，这就是我们在欧洲看到的一幕。

实际上，随着大量民间债务转变为官方债务，各国政府刺激经济的能力注定会出现下降，因此即使没有欧洲债务危机，随着各国政府将危机期间的激进刺激措施陆续撤出（也可以看作是各国已无

力继续刺激经济)，全球经济复苏放缓也是大概率事件。

欧洲债务危机——尚未落下的靴子

欧洲债务危机，既可以看作是欧元区本身制度缺陷所造成的，也可以看作是金融海啸在欧洲的延伸。到目前为止，危机严重的国家大多是小型经济体，由于国内资金不足，他们往往借助国际渠道来获得资金，即主权债务有很大一部分由外国投资人持有，这使得他们在债务危机前变得脆弱，易受到冲击；而大型经济体，如西班牙，国内市场庞大，资金充沛，其对外债的依赖程度相对要轻，因而暂时抵御住了危机的冲击。

从欧洲债务危机对 VIX 指数造成的影响来看，此次危机已经成为一次典型的金融危机。

图2：VIX指数 路透、招商银行



注：90年代以来VIX指数的历次波动

- 1 东南亚金融风暴；
- 2 俄罗斯国债危机；
- 3 美国网络泡沫破灭、“9.11”事件、阿根廷债务危机；
- 4 2008年全球金融危机；
- 5 2010年欧洲主权债务危机；

截至2季度末，危机似乎进入了平台期，金融市场对负面消息

的抵抗力明显增强，但这并不代表投资者可以放松警惕了。

虽然现在看起来危机没有继续恶化，但我们认为，“危机已经到此为止”是一种危险的假设，这种假设会让我们的投资暴露在巨大的潜在风险之下。

欧盟已经大手笔的设立了 7500 亿欧元的稳定基金，但这看起来并不能化解潜在的违约风险。在欧盟严厉要求下，希腊制定了苛刻的财政紧缩计划，冻结工资、减少支出、增加税收，这些反经济周期的举措显然无助于经济复苏，在损害经济增长前景的基础上大量偿还债务，很容易带来希腊国内经济的大幅萎缩，或者债务违约，而这正是市场最担心的。

图3：希腊财政紧缩计划 彭博、招商银行

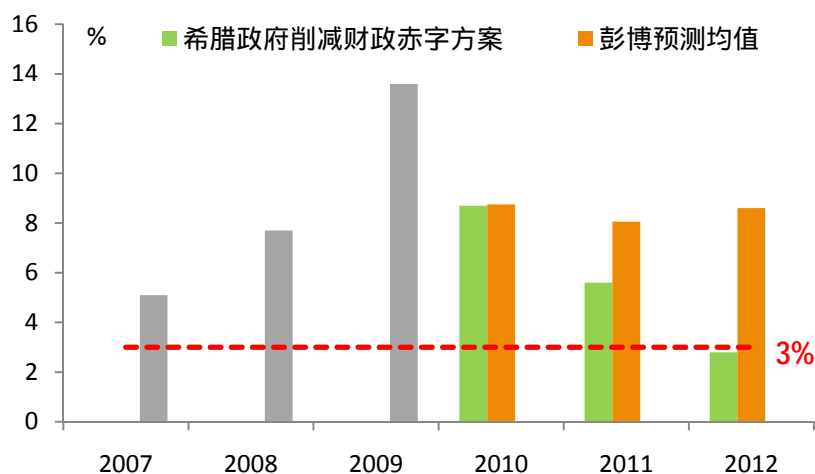
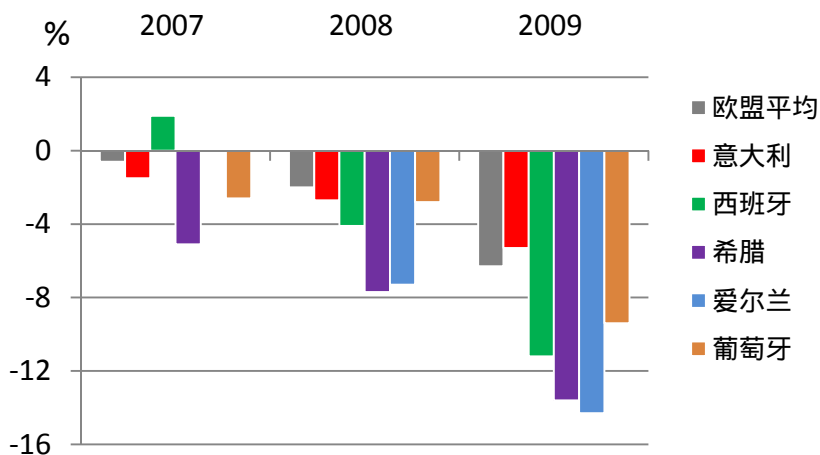


图4：主要危机国的财政状况 彭博、招商银行

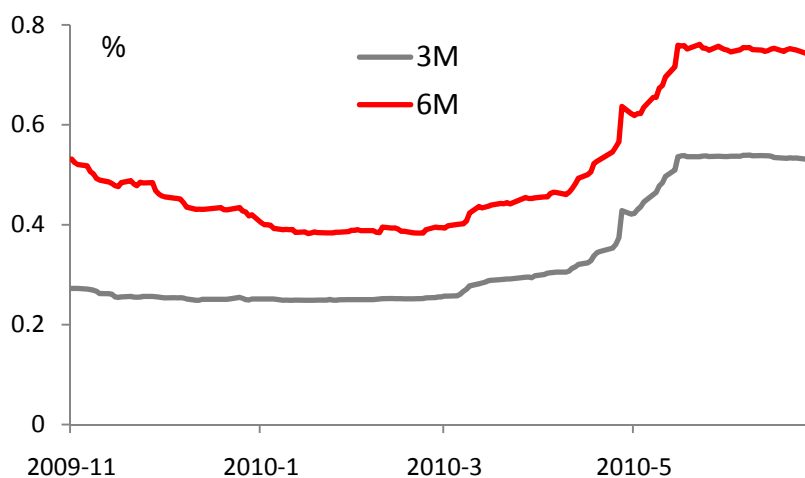


按照希腊最新推出的财政紧缩计划，2012年希腊将把财政赤字

压缩到 GDP 的 2.8%，即欧元区财政赤字上限以内，这意味着希腊 3 年后财政支出将较 2009 年大幅压缩 385 亿美元，并在这一基础上偿还 1100 亿欧元的本息。这一预期是建立在希腊经济不出现大幅萎缩的假设前提下的，但届时希腊能否有足够的税收来达到目标，是个很大的疑问，况且，希腊民众对于财政紧缩的忍耐度似乎已经到了极限，而社会动荡会进一步延缓经济复苏，加大紧缩难度。从参与彭博调查的机构来看，市场认为希腊远远无法实现财政紧缩的目标，其紧缩计划很可能只是在画饼充饥。

这一问题不仅困扰希腊，其他几个危机国皆有这种风险。一旦某国出现融资困难，或者希腊表现出债务重组的迹象，市场风险厌恶将会迅速卷土重来，投资者将会抢在真正违约之前抛掉持有的债券和相关资产，这将迫使预期中的违约成为现实。

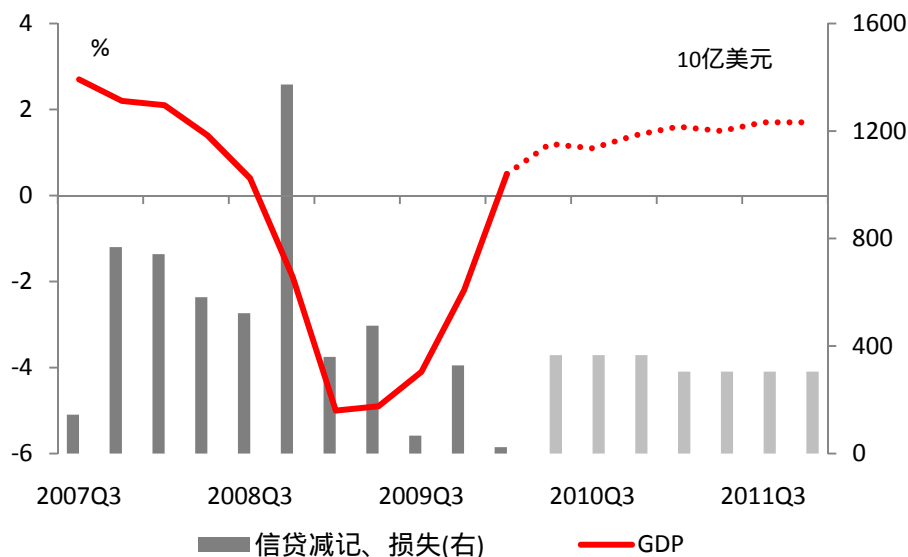
图5：美元LIBOR 彭博、招商银行



届时，欧洲银行业将不得不大量减记资产，从而重演雷曼倒闭后的一幕，由于不知道对手方的资产状况究竟如何，金融机构会互不信任，拆借利率飙升（现在已经出现了明显上升），对个人和企业惜贷，流动性会滞留在金融体系内，而非进入实体经济，从而中断经济复苏，甚至将其拖入二次衰退。

看起来欧洲央行已经为此做好了准备，称欧元区银行在今明两年将面临 1950 亿欧元的资产减记，约合 2400 亿美元，这一规模大约是 2007 年至 2010 年 1 季度欧元区因次贷危机而减记资产总合的 40%。

图6：欧元区银行业资产减记与经济增长预测 彭博、招行



倘若危机进一步恶化，减记的资产规模很可能会翻番。而在次贷危机后，欧洲银行业并未进行充分的压力测试，因此外界对于欧洲银行的风险承受能力，始终充满疑问。

2008年欧元区银行业猛烈的资产减记，将欧洲经济迅速拉入负增长，此次2400亿美元规模的减记，足以削弱欧洲经济的复苏力度，预计未来两年，欧元区GDP的增速很难超过1.5%，若危机扩大，减记规模翻倍，欧洲经济可能出现零增长甚至负增长。

对于欧洲银行业，假如部分银行陷入经营困境，我们有可能再次见到银行被国有化，这将同样引发金融市场上的猛烈抛售。

假设债务危机恶化后的传导链条及影响

债务危机将会以两条链条向外传导，即金融与贸易。对发达国家，主要通过金融链条传导，而对于中国这样的新兴市场，则主要通过贸易链条传导。

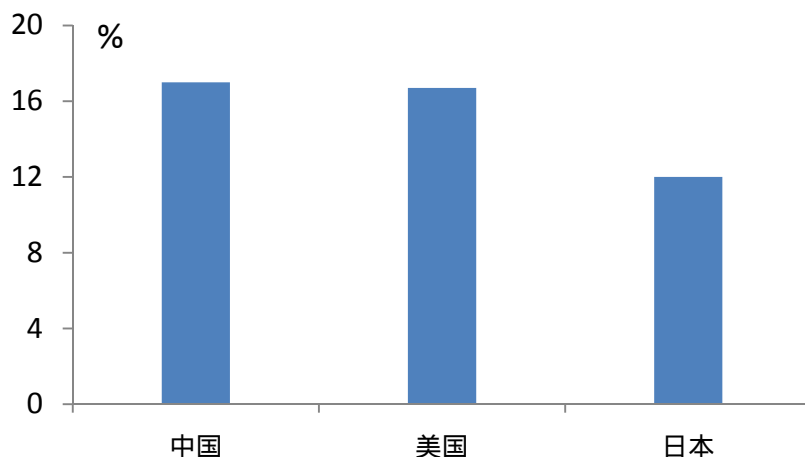
发达国家金融市场联系紧密，比如西欧及美国仅在希腊和葡萄牙就有5220亿美元的风险敞口，在其余危机国的敞口就更为惊人，一旦出现大规模资产减记，影响的广度和深度可能超出预期。

日本可能是个例外，出于保守的投资风格，日本乃至亚洲的金融业一直并不热衷于在海外进行高风险投资，这令其在次贷危机中得以安然度过，并使日元具备了与美债一样的避险地位，我们预计

日本金融业受到的冲击将会明显小于欧美，日元可能再次出现阶段性升值。

但日本和中国、韩国等亚洲新兴市场，可能会受到贸易链条的影响，亚洲的新兴市场过于依赖海外贸易，极易受到外部经济周期的影响。不过，欧盟（剔除英国）在日本出口份额中的比重，低于中国和美国，对日本出口的冲击会小于中美，但考虑到日本经济增长动力本来就不足，这一冲击足以严重削弱日本的复苏。

图7：欧盟在中美日出口中的比重（剔除英国） 彭博、招行



对于中国而言，欧盟是中国的第一大出口目的地，在总出口中的占比（剔除英国）达到 17%，因此债务危机将对中国出口构成挑战。实际上，近期已经出现了一些零星报告，称欧洲的进口商由于不确定未来的前景，或者由于当地银行暂停提供担保，已经取消了对中国的订单，虽然这尚未形成趋势，但我们相信，如果危机恶化，取消订单的比例将会出现显著上升。

对欧盟的出口只占中国 GDP 的 6% 左右，还不足以严重拖累中国经济，但是，美国对欧盟的出口比例亦较高，金融系统也易受到波及，而美国做为全球最大的消费者群体无人能够替代，因此我们需要考虑美国经济复苏放缓，对中国出口乃至全球经济带来的负面影响。

当然，据此认为中国经济会二次探底，尚嫌武断，因中国政府主导的投资热潮尚未消退，很多在 2009 年开工的项目仍需后续投资，房地产投资也保持在较高水平——尽管近期房地产调控政策趋于严厉，但我们预期中国的开发商年内不会大幅压缩新开工项目，

以确保楼市好转后有充足的供给——这将保证中国经济仍然会维持较高的增速，况且中国财政状况相对良好的多，政府仍有足够力量来支持经济发展。我们或许会见到中国经济增速出现温和回落，但暂时没有二次探底的风险。

美国经济放缓迹象明显

从2季度开始，美国经济表现出愈来愈多的疲软信号，复苏进程步履蹒跚。值得注意的是，美国经济的再度疲软，与欧洲债务危机爆发的时间高度一致，虽然金融系统尚未受到影响，但很可能消费者与企业主已经感受到了来自欧洲的寒意，从而缩减了开支与招聘规模。

图8：美国就业市场 彭博、招商银行

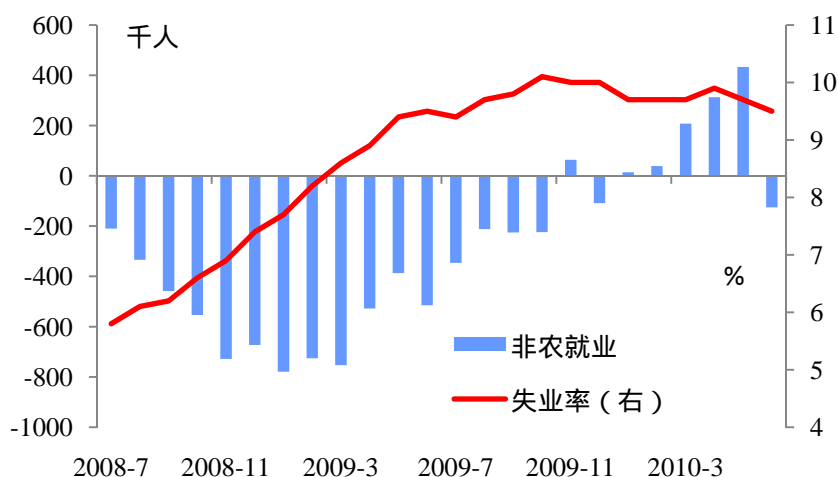
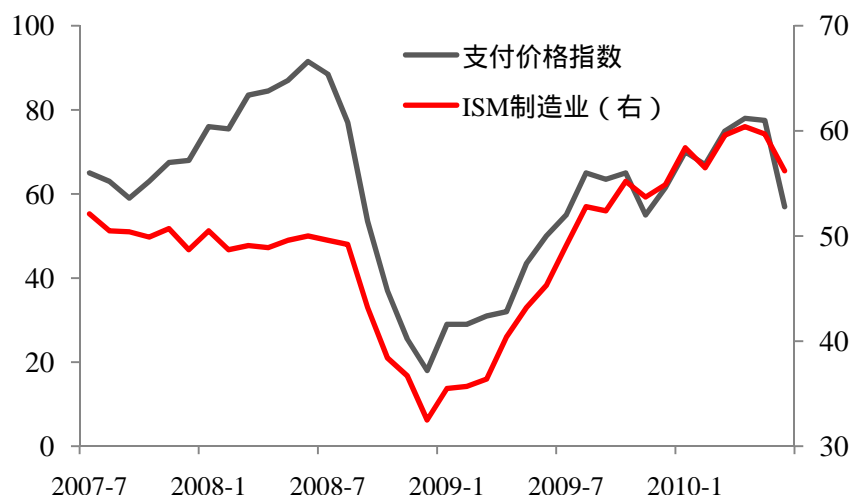


图9：美国ISM制造业景气指数 彭博、招商银行



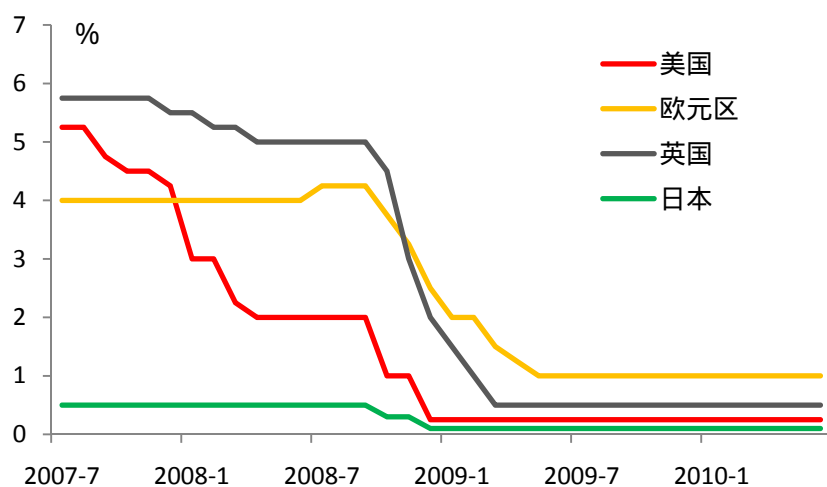
主要央行退出将放缓，欧美财政退出分歧加大

在债务危机爆发之前，一些经济体已经开始了其退出进程，以避免次贷危机期间的刺激措施引发严重的通货膨胀或资产泡沫，比如北欧部分国家和澳洲、印度央行开始加息，中国上调存款准备金率，以及美联储有意开始抽紧流动性等。

但是，随着债务危机的爆发，我们预期全球主要央行的退出步伐将明显放缓，即使危机只局限于目前程度，也足以促使主要央行在退出问题上采取观望态度。

不过，从2季度末举行的G20会议来看，欧美之间在财政政策上的分歧正日益扩大，美国主张暂缓退出，以更好的刺激经济复苏，但欧洲为了避免主权债务进一步恶化，主张激进的财政紧缩计划。

图10：主要经济体基准利率 彭博、招商银行



深陷危机中心的欧洲央行，正在大力购买欧元区公债，升息已经成为奢谈，预计欧洲央行在2011年上半年之前，都不会有升息，如果银行业资产减记超出预期，甚至不排除欧洲央行会再次降息。

美联储在今年1季度已经在思考退出的问题，随着美国经济逐渐复苏，超低利率的政策越来越具有风险性。我们原来预计联储在年底前有机会加息，但在债务危机爆发后，我们相信联储会采取观望态度，加息时间将被推迟，最早的加息时间有可能出现在明年上半年，如果危机恶化，联储维持低利率的时间可能比市场预期的会更长。

有关中国央行即将加息的传闻，至少从今年1季度开始就在市

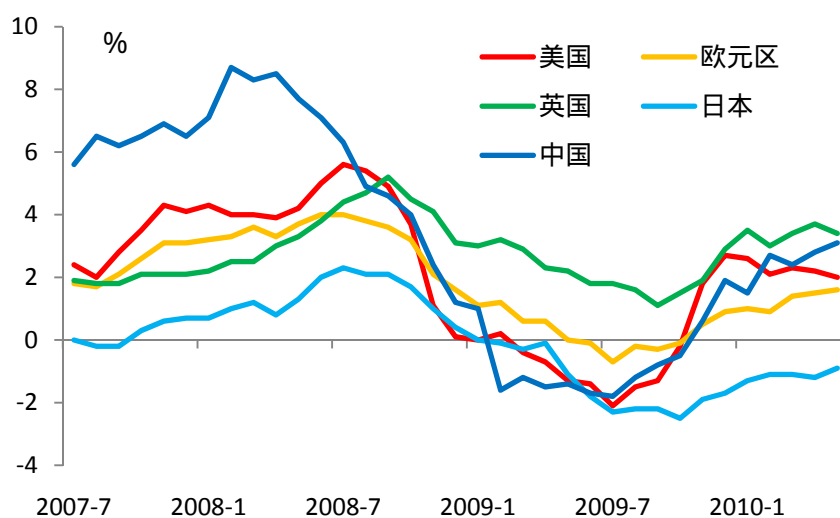
场间流传，但面对有关经济即将放缓的激烈争论，以及债务危机带来的高度不确定性，预计中国央行对加息会采取日益谨慎的态度，特别是在2季度末，中国重启汇改之后，加息已经变得越来越不那么紧迫了。

全球通货紧缩压力或抬头

本来人们很担心，在史无前例的刺激计划之后，各国会面临巨大的通胀压力。但事实却是，主要经济体的通胀水平都很温和，而且已经表现出通胀压力下行的迹象。

或许人们会问印出来的那些钞票都到哪里去了，但我们要说的是，在全球产能依然面临严重过剩、失业率居高不下的情况下，通胀大幅上升的概率确实不大。

图11：主要经济体CPI 彭博、招商银行



低通胀压力，使得主要央行有更多的腾挪空间来维持低利率，但欧元区或许会面临通缩压力。在债务危机面前，欧洲显然非常惊慌，一国融资链的断裂可不是闹着玩的，因此，欧洲领导人在G20峰会上表达了将会大幅紧缩开支的强烈意志。

问题是，在经济本就低迷的情况下大幅减少财政支出，很容易带来通缩压力，一旦欧洲国家付诸行动，我们或许会看到全球通胀迎来一段异常温和的时期，欧洲甚至存在通货紧缩的可能。

二 人民币重启汇改

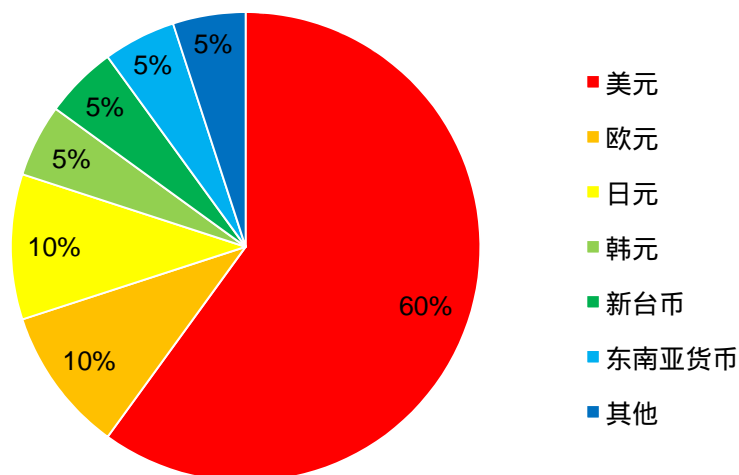
2 季度末，中国央行再次启动了人民币汇率改革，此次汇改重启的时间较我们此前预期的为早，因近两个月欧洲爆发主权债务危机，其对中国出口可能具有的负面影响尚未显现，且欧洲债务危机的前景也有很大的不确定性，我们原本预计央行将采取观望策略。债务危机爆发后，市场针对人民币升值的预期也已经减弱，此时重启汇改，意在出奇不意。

美元将在货币篮子中占据绝对比重

按照中国央行声明中对人民币挂钩一篮子货币的表述，我们预期人民币汇率的双向波动性将明显上升，今后人民币弱化盯住美元，更多考虑盯住篮子货币的趋势将得到显著加强。双向波动将令外贸企业的汇率风险明显加大，忽视汇兑风险的中小企业，较易遭受汇兑损失，同时企业界对汇率避险的需求将大幅上升。

此时，探讨篮子货币的构成及权重，就变成一项极有意义但却异常艰巨的任务，只有了解篮子货币的构成，才能对人民币汇率的变动方向得出一个大致的判断。不过，鉴于中国央行并未公布详情，我们只能对此进行粗略判断，这可能导致判断结果非常不准确，而且，即使判断出了篮子货币的构成，中国央行也可以采用动态调整的手段随时进行调节。

图12：人民币篮子货币推测（可能很不准确） 彭博、招行



但不论如何，鉴于美元在中国贸易结算中的地位，我们预计美元在篮子中将占据最主要的部分，比重至少将高达5成，甚至更高，

这就意味着，假如人民币真的实行了盯住篮子的运行机制，那么美元在国际市场上的表现，对今后人民币短期方向将具有决定性的影响。

同时，出于出口竞争的考虑，与中国存在出口竞争的贸易伙伴的货币，也将在篮子中占据重要地位，因此我们估计，欧元、日元、韩元、新台币、东南亚货币将是篮子中除美元以外的主体。

中期内不存在大幅升值的空间

从中期角度来看，尽管我们预期人民币汇率将出现双向波动，但人民币兑美元整体将保持升值势头。由于市场对人民币升值的预期积蓄已久，此次汇改重启，人民币多头力量将得到宣泄，市场力量将推动人民币兑美元在振荡中逐步升值。

不过，本着“以我为主”和“有序可控”的原则，避免对经济造成负面影响，中国货币当局将不会放任市场投机力量，如果人民币汇率短期内出现极端波动，我们预计央行入场干预的可能性会非常大，以保证人民币汇率的整体稳定。

而从中国国内经济形势来看，随着经济放缓风险的逐渐浮现，欧洲债务危机悬而未决，此时人民币大幅升值的条件显然并不成熟。同时，我们对国内通胀持温和看法，即年内不会发生严重通胀，以人民币升值来遏制通胀压力，目前来看也没有必要。

而且，在国际大宗商品价格飙升的阶段，依靠本币升值来遏制输入性通胀，往往也会事倍功半，因大宗商品价格的波动性远超一国经济所能接受的汇率波动幅度，比如，自2009年1季度至2010年2季度，全球油价上涨幅度高达155%，本币升值的办法显然是杯水车薪。

因此，我们预计人民币兑美元年内升值幅度将在2-3%左右，即不超过6.62，若突破这一幅度，对中国出口的负面影响可能会明显增大，并加大市场对中国经济下行风险的担忧。

人民币远景：升值并非唯一选择

就更长期而言，我们相信升值并非是人民币的唯一选择。汇率与利率一样，是调节一国经济的重要工具，同时也是本币价格的反映，倘若本国经济形势不佳，那么就需要本币贬值以提振经济。

因此，人民币中长期汇率的表现，将主要系于中国宏观经济的变化，如果中国经济能保持持续健康发展，并顺利实现经济结构调整、升级，由投资和出口主导向消费主导转变，那么我们相信人民币会保持长期的坚挺及升值趋势，若中国经济遭遇严重的下行周期，那么人民币贬值也将是非常现实的选择。

对政策和企业的挑战

面对人民币升值的大趋势，依赖海外原材料进口的行业将会显著受益，尽管人民币升值的幅度并不足以令这些行业产生巨额收益，但升值预期足以推动市场看好这些行业，相反，那些劳动密集型的行业，由于利润率相对较低，将会受到一定程度的影响，特别是在沿海地区出现加薪潮的叠加冲击下，不排除有部分企业经营出现困难。

在即期汇率波动加大的同时，人民币远期和 NDF 市场将会继续保持较高的升值预期，其报价可能会升向 6.5 甚至 6.4，不过 DF 与 NDF 的波动往往比较剧烈，在某些时点会远超真实的潜在升值空间，比如在 2008 年 1 季度，1 年远期报价甚至低于 6.40，因此需要提醒投资者的是，远期和 NDF 市场反映的人民币升值预期，只代表某个时点上市场依据当时形势得出的看法，并不代表未来一定会实现这一价格，企业在进行相关操作时，应对此进行甄别。

三 主要利率汇率展望

美国国债市场

图13：美国10年期国债收益率 路透、招商银行



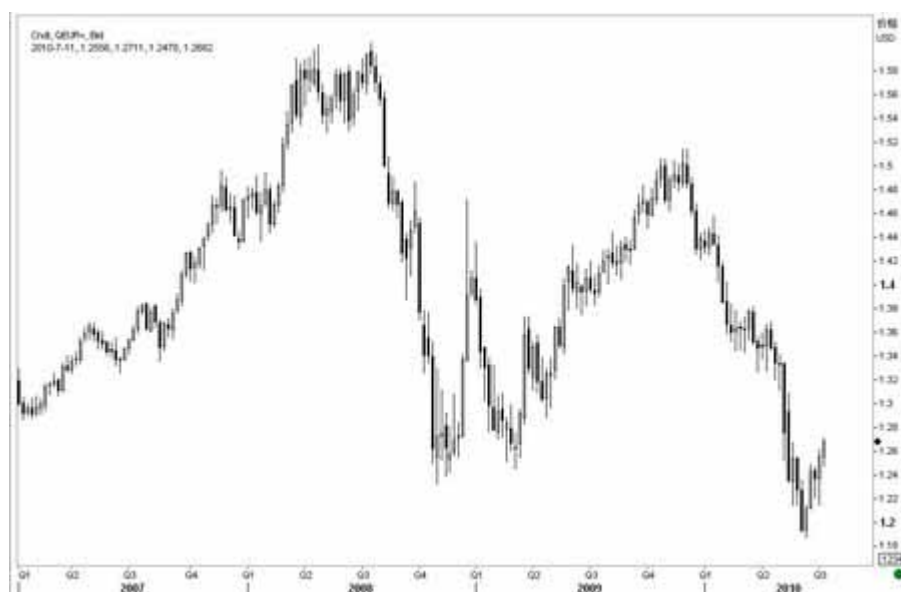
美国国债市场在 2 季度经历了令人惊讶的强劲涨势，本来我们预计，欧洲债务危机的爆发，将会促使债市出现一轮反弹，但债市的上涨幅度已经超出了我们的预期。

10 年期美债指标收益率在 2 季度末跌破 3%，为 1 年来首见。美债收益率的大幅下行，除了欧洲债务危机所引发的避险情绪外，对美元加息预期的迅速降温也是重要推动力。随着美联储调降对美国前景的评估，美元将在较长时期内维持低利率已经成为市场共识，同时美国通胀压力也在减轻，此时需要国债收益率下调以反应利率和通胀预期。

由于基本面的重大变化，预计美债收益率的波动重心将会出现整体下移，以 10 年期美债为例，其波动重心可能会从 3.0-4.0% 下移至 2.5-3.5%，且在未来较长一段时期维持相对较低的水平。

欧元将跌至新低，但或经历一轮反弹

图14：欧元/美元周K线图 路透、招商银行



在经历了一轮与次贷危机跌幅相媲美的暴跌后，欧元看起来已经开始企稳，自 6 月份以来已经反弹了 6.7%。

就像我们前面讲的，“危机已经到此为止”是一种危险的假设，目前认为欧元跌势已尽，也是一种冒险的投资策略。在债务危机前景尚未明朗的情况下，我们认为欧元中长期仍将维持跌势，逻辑是：

1) 如果危机继续，避险情绪随时会卷土重来，显然不利于欧

元走势；

2) 如果危机真的结束了，市场焦点会转向未来的经济前景，显然，主张强力紧缩财政的欧元区，经济增速会低于美国，欧洲央行也很有可能比美联储在更长时间内维持利率不变，基本面的差异也不利于欧元。

因此，中长期而言，我们认为欧元会再度跌破 6 月份创下的低点，并有跌向 1.10 甚至更低价位的风险。

但在中短期内，比如下半年，我们预期欧元会经历一轮反弹，原因在于债务危机暂时性的缓和，使得市场的避险资金自美元资产撤出，2008 年的 4 季度以及 2009 年的 2、3 季度，我们曾见识过这种模式所带来的欧元反弹。

不过，预期中这轮反弹的幅度和时间很难预测，主要还是视欧洲债务危机的具体演化而定，从技术角度而言，我们认为欧元反弹的目标有可能在 1.35 左右，上限在 1.38，至于更高的价位，除非基本面出现重大变化，否则不太可能实现。

英镑需突破阻力区间方有进一步上行空间

图15：英镑/美元周K线图 路透、招商银行



英国曾一度沦落至债务危机的边缘，其财政赤字和政府债务占 GDP 的比例，毫不逊色于债务危机国，不过，英国新政府上台后，立即推出了新预算案，计划未来 3 年削减 400 亿英镑的赤字，为历

来最大规模减赤计划。

英国政府显示出来的控制债务的决心，令市场受到鼓舞，英镑在6月份开始的反弹中，形势好于欧元，不过，如果欧洲债务危机不能根本好转，我们对英镑的反弹幅度也保持谨慎基调。

从技术图形来看，英镑已经突破了半年来的下降压力线，存在继续反弹的空间，但若想摆脱下行压力，则必须突破1.55-1.57的阻力区间，届时有测试1.70前期高点的机会，否则后市将面临冲高回落的考验，仍有下探1.40甚至更低价位的可能。

美元/日元下半年倾向在85-92区间内波动

图16：美元/日元日K线图 路透、招商银行



美元/日元在上半年经历了过山车般的走势，从日元如此低的利率角度考虑，3、4月份间日元的跌势比较符合常理，而之后的迅猛上涨则颇为费解。

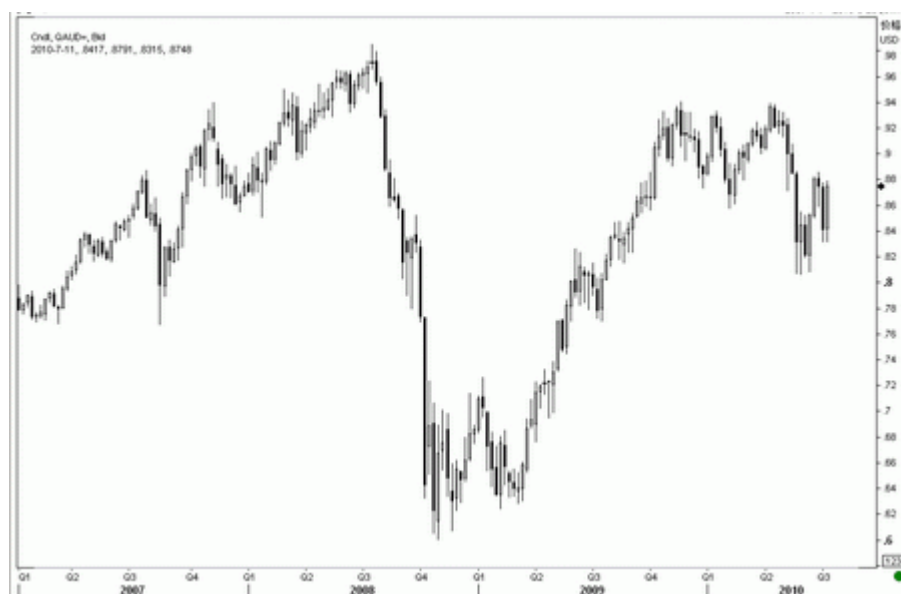
我们的看法是，美元/日元与美国国债收益率间的正相关性依然存在，且近期又有所加强。考虑到美国国债将保持强势，因此预计美元/日元的交投区间也会出现下移，即从上半年的88-95区间，下移到85-92区间，下半年的走势可能会和上半年一样充满宽幅振荡与迅速反转。

由于5月初美股剧烈波动导致日元的剧烈波动，美元/日元的技术图形已被打乱，但可适当关注6月份以来所形成的短期下降压

力线。

全球经济放缓为澳元投下阴影

图17：澳元周K线图 路透、招商银行



澳元在欧洲债务危机爆发后的大幅下跌，充分显示了商品货币与全球经济景气程度的密切相关性。

考虑到包括中国在内的全球经济二次探底的风险正在上升，国际大宗商品价格很难出现大幅上涨，甚至存在下行压力，因此澳元在下半年的走势中，下行压力可能会超过上行动能，我们预计澳元可能出现宽幅振荡下挫的局面。

不过，如果中国为保证经济增长而在年底前放松紧缩力度，特别是放松对房地产的调控的话，那么对澳元而言可能属于一大利好，投资者可对中国的宏观政策予以密切关注。

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 2010 版权所有。保留一切权利。