

分析师:

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

宏观经济回顾与展望——如果美国发生债务违约

距离美国政府债务违约大限仅剩4天时间，美国国会两党谈判仍一波三折，期间传出的有关即将达成协议的消息最后都被证明不靠谱，看来投资者仍需耐心等待一段时间。

从金融市场的角度而言，多数人并没有将美国债务违约作为一个现实选项，除了美国主权CDS出现较明显的上升之外，其他金融市场的反应相当平静，比如美国道琼斯指数在上周后两个交易日已经出现大幅拉升，避险货币日元也已经转入跌势，就连美国国债本身也并未遭到抛售，数据甚至显示海外资金仍在流入美债市场。

投资者这么做是有理由的，因为从历史经验来看，无论是美国政府关门，还是债务上限谈判，每次都是有惊无险，投资者相信这次不会有例外。况且，美国政府拥有避免短期资金违约的技术性手段。

虽然我们认为美国政府违约的概率极低，但如果万一出现了黑天鹅事件，市场可能会如何反应呢？这一假设虽然不大可能出现，但却可以帮助我们更好的认识当前的各个市场。

首先，美国国债市场会出现分化。最有可能的情况是，短期国债遭到抛售，而中长期国债将大获青睐，美国国债收益率曲线将迅速平坦化。其逻辑在于，在违约已经发生的情况下，12个月以内的美债资产看起来不是太安全，或者是出于从众心理，投资者会抛售短债。而至于中长期国债，恐怕没有人会认为美国政府将就此倒下，也没有人会认为美债将沦为垃圾债，因此中长期美债依然是避险资金的最佳去处，投资者不会轻易将长债脱手，资金甚至是会蜂拥而入抢购中长期美债。

实际上我们在近期已经看到了这一变化趋势的端倪，美债短端收益率已经出现明显上行，比如4季度以来，1年期美债的收益率已经从0.09%攀升至0.14%，而10年期美债的收益率则变动不大。

如果届时需要安全资产，我们依然推荐中长期美国国债。

其次，外国央行不会大规模抛售美国国债。目前在16.8万亿美元未到期国债的存量中，约有30%即5万亿美元是由海外投资者（主要是央行）持有，其中中国和日本合计占到2.4万亿美元，如此巨额的资金一旦离开美债市场，将没有其他任何一个市场能够吸

纳，而且央行的集中抛售将带来美债下跌，并使央行遭受损失。

因此，对海外央行而言，持有并观望可能是最好的策略，这样可以使自身的潜在损失降至最低。同时我们也估计，海外央行更多的应该是持有中长期国债，短债的占比应当会非常低，海外央行甚至有可能从长债的上涨中获益。

再次，其他风险资产可能会出现波动。比如股市、商品、贵金属等，在恐慌气氛的冲击下，风险资产可能会出现短暂性的下跌，但应该属于市场的“膝跳反应”，不会持续太久，而我们将再一次验证黄金在风险来临时会下跌而非上涨。

最后，最终的大赢家将依然是美元。还记得2011年8月标普下调美国主权评级吗？当时标普将美国的主权评级从AAA下调至AA+，如果是其他货币，一定会出现大幅下跌，但是美元当时并没有下跌，反而在随后的一个月大幅上涨8%。

做为终极的避险货币，美元的地位无人可以替代，无论危机是发生在欧洲、亚洲，还是美国本土，美元都是避险的不二选择。我们相信如果真的出现美债违约，美元会再次大幅上涨。

二 国际汇市

1) 欧元面临 1.37 的压制

图1：欧元日K线图（截至北京时间2013年10月13日）



欧元近期表现强劲，突破 1.3450 使得其突破了 2、3 季度的两个高点，打开了进一步上行的空间，汇价在回踩 1.3450 后有较大可能继续上行，上方面临 1.37 的强劲阻力，该位置是今年 1 季度高点所在，若能突破，欧元有望上试 1.40 关口，不过 KD 指标于高位有死叉迹象，可能对欧元上行构成牵制。

2) 日元短期看跌，中期趋势不甚明朗

图2：美元/日元日K线图（截至北京时间2013年10月13日）



美元/日元近期大幅上下波动，突破了我们早先判断的三角形上下轨，早先的三角形已经失效，但汇价未能选择方向，似乎在振荡中又形成了新的三角形，不过现在很难证实这一猜想的正确性。短期美元/日元倾向上行，潜在上轨位于 99.70，更上方的阻力位于 100.70 和 101.70，汇价陷入 96-101.50 间的区间振荡也是一种可能性。

3) 澳元构筑双底短期看涨

澳元近期持续反弹，在突破了 0.93 的压制后，澳元事实上已经构筑了一个中期双底型态，当前澳元已经完成对颈线位的回踩，具备进一步走高的条件，按照双底翻倍原则，澳元上方目标在 0.97

附近，不过日图 KD 指标自超买区钝化后缓慢下行，汇价继续上涨将带来顶背离，值得关注。

图3：澳元日K线图（截至北京时间2013年10月13日）



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。

招商银行版权所有。保留一切权利。