

1.

# Focused On Foreign Exchange Market

## “汇”眼识金

文\_黄莹、玉峰 责任编辑\_张丽

受美国资金回流削减,汽车业危机仍没有良好的解决方案,美国经济状况的不确定性以及非美国国家央行可能暂缓降息的支撑,风险偏好情绪又有所抬头,套利交易轻微回暖。在外汇市场飘摇不定的波动下,理性的投资者需用超前的智慧与稳定的心态,捕捉潜在的可操作空间。

# 欧元： 十年磨一剑

## FOCUSED ON FOREIGN Exch

2009年元旦，欧元迎来十岁生日，欧元区同时迎来第16个成员——斯洛伐克。在金融危机和经济衰退的阴影下，欧元区16国仅发行了一枚2欧元硬币作为纪念，并无盛大庆典。欧元既没有像诺贝尔奖得主米尔顿·弗里德曼所预测的那样进入灾难性毁灭，也未能像很多人所希望的成为替代美元的新“世界货币”。然而，欧元作为一个十岁的货币，无可厚非地见证了一个货币时代。

作为欧洲一体化标志，从诞生的那一刻开始，欧元注定是不平凡的。从1991年12月，欧洲共同体各国领导人签署《马斯特里赫特条约》，确定欧洲统一货币时间表，到1998年6月，欧洲中央银行在德国法兰克福正式成立，再到1999年1月1日，欧元正式发行并进入国际金融市场，欧元的问世可谓曲折不断。而在诞生之后，其命运更是遭到了很多人怀疑，就连美联储前主席格林斯潘当时都曾预言：“欧元存在的时间不会太久。”

显然，格林斯潘当时的判断有所偏颇，欧元并未倒下，并在一定程度上完成了欧洲最初设定的四大目标，包括降低通胀率及借贷成本、促进欧元区内贸易、促进经济增长及就业和强化欧洲社会。

首先，作为欧洲经济货币联盟的标志，

十年来欧元取得了巨大成功。在欧元区内，年均经济增长率达到2.1%、投资率为2.2%，创造了1600万个就业岗位。成员国1/3的外贸活动在欧元区内进行，十年前仅为1/4；1/3的投资在区内实现，而十年前则为1/5。在消除汇兑风险的同时，银行长期利率下降4%，仅相当于20世纪90年代的一半，大大减少了企业融资成本，并终结了令欧洲困扰的经常性货币贬值现象。随着斯洛伐克的加入，欧元区近3.3亿人拥有16.5%的世界财富，可以说欧元达到了促进一体化进程的目的。

其次，欧元的国际地位不断上升。欧元不仅成为15个欧元区国家3.2亿人使用的货币，更重要的是欧元一直以来都在不断挑战美元“世界货币”的地位。在这十年里，全球各国外汇储备中欧元占的比例由18%升至27%，同期美元比例则由71.2%跌至62.5%，而单论市场流通纸币的发行量，欧元在2006年也已超越了美元。同时，欧元兑美元总体走强也反映出市场对于欧元“情有独钟”。2002年，欧元兑美元比价一度不到1:0.9。目前，欧元兑美元的比价已达到1:1.4左右，升值近60%。欧元已成为世界第二大货币，虽然目前尚难撼动美元的地位，但欧元必将成为推进世界货币多元化进程的重要力量。

再次，欧元成为有效抗击金融危机的

“盾牌”。事实证明，如果没有欧元，欧洲将不能有效抵御当下的金融危机。德国央行前行长蒂特迈尔日前表示，如果不实行欧元，欧洲的汇兑危机会接二连三。与美元和英镑相比，欧元自金融危机以来的出色表现表明，欧元堪当“庇护货币”。甚至那些对欧元持怀疑立场的国家，如丹麦、瑞典等国在经受金融危机重创之下，也开始考虑是否加入欧元区。据悉，在金融危机中面临“国家破产”的冰岛也有意加入欧盟和欧元区。

尽管如此，欧元仍然面临不少质疑。一些欧洲人坚持认为欧元是物价高涨的“罪魁祸首”：实行欧元后，一些法国人与意大利人感到收支难以平衡，不得不打两份工；由于巴黎与罗马房租高涨，一些人只好搬离首都；少数意大利高官甚至扬言要放弃欧元，恢复意大利里拉。

即使欧元受到一些质疑，但一种产物的诞生必然会受到不同角度的评判。不可否认，欧元是成功的，其成功得益于过去十年有利的国际环境，得益于世界经济的持续繁荣。目前，欧元正面临着前所未有的挑战，如西班牙房地产泡沫的破裂，意大利企业竞争力下降等等。一旦内外经济环境进一步恶化，欧元如何渡过十年来最为艰难的一关，值得关注。■

## EXCHANGE MARKET



## 是什么波动外汇

**1. 股市。**股票市场仍是汇市走势的重要推动因素,即便当下许多股票的估值水平已经下降,但股票的期望性走势仍然会影响汇市。假如股市在2009年初上涨,传统意义上这预示着全年可能会有一个良好走势,但并不代表市况已经明朗。投资者可能小幅建仓买进股票,但在选择上会挑三拣四,这意味着2009年资金不会重新涌向亚洲货币。

**2. 公司业绩。**股市前景很大程度上将取决于公司业绩,企业已经开始处理存货、减产减薪、停发奖金。在2008年年底时,一些大型企业甚至停产一个月,但这并不意味着业绩前景会有太大改善。上述措施可能会减少损失或者会保护毛利率,而更需要关注的是市场需求面的状况,由于供应商按照供货条款往往在120天之后才会收到货款,而客户掏钱时又十分不情愿,所以企业应收账款将进一步膨胀。由此可见,企业的资金将被挤压,而公司业绩的真正冲击还没有出现。

**3. 信贷市场。**即便银行间拆借利率降低,银行也不会积极地相互借贷或者贷款给公司,美元流动性的持续性短缺意味着现货市场仍存在美元需求,并会对美元汇率构成支撑。

**4. 实体经济。**全球经济数据低于预期无可避免,进出口下滑、国内需求疲弱、消费者和企业信心不足。即便汽车行业免于破产,美国的就业状况依旧惨淡,美国经济不会迅速摆脱衰退,这表明美元在2009年下半年将承受压力。相反,如果美国消费者更加捂紧钱包,美国进口需求则会相对减少,美元将受到支撑。

**5. 储蓄率。**众所周知,由于美国庞大的消费需求,全球许多国家的经济推动力都来自美国。多年以来,经济学家和政客们一直在呼吁美国人增加储蓄率,现在美国人终于注意到这种呼吁。但如果美国人的储蓄速度过快,将对经济和金融市场产生负面影响。因此,投资者需要密切关注美国和其他国家的储蓄率。

**6. 央行政策。**许多国家的利率水平已经下调到低点,各国央行的常规政策空间将非常有限,这预示着将出现更多向市场灌注流动性的举措以及日本式的量化宽松货币政策,各国政府的财政刺激方案也将更受重视。在奥巴马政府上台后,美国有可能在2009年初推出财政刺激举措,不过刺激方案仍主要侧重修建基础设施等旧经济举措,这类举措不会立刻产生经济效果,但这种支出可能会对未来产生更大的冲击。政府支出加上宽松的货币政策和巨额的流动性注入,这可能意味着一到两年内美国将出现疯狂式增长和高度繁荣,而这也正是孕育了此次危机的首要原因。此外,流动性走势将对通货膨胀产生压力,并将进一步加剧政府制定政策的难度,可能会迫使央行进入加息周期,并允许货币以超过预期的速度快速升值。

**7. 新兴市场的崛起。**一些人已经谈论美国经济模式失败的问题,以及美国将如何失去全球领导者地位从而走向黯淡。但这种情况不会发生,即便大量的预算赤字限制了美国在领土以外的作为,但对许多国家而言,美国仍是它们商品和服务最大的消费国。与此同时,虽然中国的经济增长放缓,但它的影响力必将加强,并且中国是全球最大的美国国债持有国。

2009年上半年,外汇市场的许多状况都将会延续,比如市场的大幅波动,冒险情绪和避险情绪的此消彼长,对于新兴市场和高收益率货币的警惕,以及对于美元的青睐。■

# 套利交易风光不再

## FOCUSED ON FOR *Exch*

外 汇市场中的套利交易，通常是指投资者利用不同国家短期利率的差异，将资金从利率较低的国家或地区转移到利率较高的国家或地区进行投资，以获取利差的外汇交易活动。在实际操作中，市场人士从银行等机构借入低利率货币，然后在外汇市场中卖掉，再买入高利率货币并持有。由于持有高息货币所收入的利息收益远高于借入低息货币所付出的利息成本，同时也能弥补由于汇率波动可能发生的损失，因此，套利交易被认为是无风险的获利模式。自2000年年底以来，套利交易一直盛行于外汇市场，并且成为支撑高息货币强势的重要因素，其存在的前提：一是两种货币间有明显的利差缺口；二是高息货币的走势具备明显优势，汇率波动比较平稳。

从2001年以来，日本为了重新刺激经济复苏，实施了长达五年的零利率时代。因此，日元也成为市场中投资者最热衷的拆借币种。在融资成本几乎为零的利益驱使下，日元被大型对冲基金与金融机构大量借入，转而卖出并买入欧元、英镑、澳元等高息币种，凭借期间明显的利差优势，获得丰厚收益。配

合美国遭遇恐怖袭击与双赤字的困扰，以及能源商品价格的飙升，欧洲货币与商品货币也是一路看涨，在利率与汇率双重利多因素的支撑下，套利交易盛极一时，一时间各路交易人士争相效仿，并将其在外汇市场中所产生的影响不断放大，最终成为高息货币走势的风向标。除了日元之外，瑞郎的低利率水平也成为套利交易打压的对象。

由于美国次贷危机引发全球金融市场恶化，套利交易走向幕后。去杠杆化交易以及对风险的厌恶情绪充斥于整个市场，在股市跳水、商品价格暴跌、各国实体经济受到严重冲击的背景下，金融市场的无序动荡与资产的大幅缩水，以及由美联储拉开的新一轮减息大潮，使得各国之间的利差缺口不断缩窄，最终使套利交易失去了存在的支撑前提，人们纷纷将手中资产变现，通过借入日元、瑞郎等低息货币进行高风险投资，套利交易开启平仓大潮，避险情绪主导整个外汇市场，前期受压迫的低息货币获得重生。

预计2009年世界范围内的金融危机恶化程度将进一步加深，套利交易恐怕难有可操作空间。由诸多不确定性因素造成的投资

者心理极易受到打击，加大了汇率的波动幅度，这可能使得利差收益并不能弥补汇率损失所造成的缺口，提升了套利交易的风险。同时，2009年欧洲等国的经济状况将再次堪忧，信贷紧缩和资产价格大幅缩水，经济负增长与失业率大幅攀升，导致全球经济面临的下行风险还将持续，并可能演变至通货紧缩，这提升了各国央行必须以降息来刺激经济的迫切需求。实体经济的滞后效应将全面爆发，一系列的疲弱数据可能会接踵而来，全球经济的传导机制将此次危机成倍数扩散，在已经对疲弱不堪的美国数据免疫后，市场的焦点将再次回归避险情绪，去杠杆化的交易将持续进行，而这是对套利交易致命的打击。

尽管2008年年底，受美国资金回流削减，汽车业危机仍没有良好的解决方案，美国经济状况的不确定性以及非美国国家央行可能暂缓降息的支撑，风险偏好情绪又有所抬头，套利交易轻微回暖，但这最多只是一种技术上的反弹，是对前期跌势的一个短暂修正，长期走势仍具有不确定性。因此，在操作方面要尤为谨慎。■

# FOREIGN EXCHANGE MARKET 在波动中识金

## angle

**做**任何一项投资，投资者的目标都会包含盈利，但套利交易并不等于投机活动。本文以套利交易较为青睐的几个交叉盘为例，通过对外汇市场中有代表性的套利交易进行简单分析，从而寻找可操作空间。

### 欧元/日元

欧盟委员会负责经济和货币事务的委员阿尔穆尼亚表示，受金融危机影响，欧元区经济2009年可能出现负增长，央行把欧元区2009年的经济预期下调至0.5%的负增长。同时，经合组织预计至2010年上半年前，其大部分成员国经济都将出现衰退，为20世纪80年代以来发达国家出现的最为严重的经济衰退，其中意大利经济将萎缩1.0%，西班牙和法国的降幅分别为0.9%和0.4%。此外，欧元区的就业状况也令人担忧，2010年欧元区的失业率将大幅升至9%，届时西班牙将以14.8%的失业率在发达国家中“高居榜首”。由于大量企业破产，欧元区将经历比美国更为严重的经济放缓，使得央行可能将利率水平降至2%，利差优势正在被不断缩窄。同时，从技术面看，欧元兑美元仍没有完全摆脱自1.6000以来的下跌趋势，而美元/日元却整体处于一个震荡下行的区间，再加上对2009年欧元区经济数据可能大幅疲弱的担忧，以及避险情绪可能重新主导市场趋势的预期，欧元/日元跌势不会改变。技术上的反弹修正，只会进一步吸引逢高卖盘，相比欧元持有日元更是市场认同的操作。短期来看，欧元/日元在169.96/88.87的61.8%回档处暂时寻获支撑，并会展开短期反弹修正，上方最初阻力在129.20，其上在139.00一线，后一水平将是沉重阻力，限制期间的冲高，待修正后欧元/日元将重新恢复下跌趋势，首要目标在107/106区域，随后是2000年10月的低点89/88区域。2009年一季度前，本轮反弹将结束，手中持有欧元的投资者可考虑在135/137区间开始逐步兑换成日元，以规避贬值风险。

### 英镑/日元

在持续大幅下调利率后，英国经济的恶化程度远快于市场预期，工业产出直线下降，零售水平出现自1995年以来首次连续2个月下滑，房产市场活动几近冰封，出口减缓，GDP水平不断下行。2009年英国经济的衰退程度将不逊于20世纪70年代中期、80年代早期以及90年代早期的三次大型衰退，分析人士普遍预期，英国经济正面临在发达国家中垫底的威胁。不仅如此，随着英国通胀数据下滑速度更加迅速，这为央行进一步大幅降息铺平了道路，自2008年10月以来，英国央行已经累计降息300个基点，并且降息的进程仍没有结束的迹象，预计英国央行于2009年将利率降至1%以下的投资者人数将越来越多，在利率与汇率双双不占优势的状况下，英镑的交叉盘将遭遇大规模抛售行为，英镑/日元的表现将更差于欧元/日元的表现。从技术面看，英镑/日元反弹空间将受到严格限制，指标显示上行的动力明显不足，预计在160区域可守住上冲空间，2009年第一季度将形成阶段性高点，之后再重新恢复下行趋势。因此，手中持有英镑的投资者应借助近一段时间的冲高，将仓位逐步调整为日元，或利用冲高获利平仓，以免遭遇2009年英镑的大幅贬值。

### 欧元/瑞郎

因瑞士投资者青睐美国金融业以外的海外直接投资，躲避了此次危机崩盘的灾祸以及去杠杆化的冲击。由于瑞郎流回资本的速度相比日元流回资本的速度要慢，因此，经济衰退对瑞郎汇价的支撑相比之前的经济周期要来得更晚。过去三个月的数据显示，净流入瑞士的并购资金流超过100亿美元，列居十大工业国集团第二，且贸易加权指数仍持稳，暗示瑞郎后市的坚挺。由于瑞郎在实体经济遭遇冲击时，更凸现抵抗风险的能力，再加上受到经常账盈余的推动。因此，瑞郎是2009年值得关注的币种，其在直盘以及交叉盘的表现可能更优于欧元的表现。从技术面看，欧元/瑞郎本轮的上冲可能在1.6200区域，下方受阻回落，之后将再次调头走低，指标上行动力明显减弱，并且均线在其上方形成压制空间。因此，利用修正性反弹是建仓瑞郎的机会，下行的首要目标是1.5350，其后在1.4500。■

# Promote Your Investment Tactics

## 投资兵法，你升级了吗？

## 2.

在投资上，近年来发展出以科技为辅的量化投资管理，该管理透过电脑搜集包括企业盈利、估值、成长性以及其他市场因子的大量信息整理分析，并将其作为筛选投资标的的依据，以此判断买卖时机，降低人为疏漏，从而获得不错的投资业绩。

1997年5月11日，全球上亿人通过电视、广播、互联网关注一场在纽约进行的世纪棋王大战。在这场较量中，一方是拥有史上最伟大棋手美誉的卡斯帕罗夫，另一方则是IBM的超级计算机“深蓝”(Deep Blue)。经过近1小时的对决，每秒可分析2亿步棋的“深蓝”打败了当代的人类棋王，获得最终胜利。有人说这是一场机器打败了人类的战役，但严格说来，这应是“深蓝”背后的一群工程师善用了电脑的科技、整合了历史的智慧、摒除了人类的情绪、突破了人脑的极限所获得的胜利。

在投资上，近年也发展出以科技为辅的量化投资管理，透过电脑搜集包括企业盈利、估值、成长性以及其他市场因子的大量信息整理分析，并将其作为筛选投资标的的依据，以此判断买卖时机，降低人为疏漏，从而获得不错的投资业绩。

### 整合历史智慧

“深蓝”的幕后工程师在1989年研制出每秒钟能分析200万个棋位的“深思”(Deep Thought)时，初次与卡斯帕罗夫对战就招架不住“天下第一棋手”的高招而败下阵来，工程师们继而在1996年推出了性能更强的“深蓝”，并再度和卡斯帕罗夫交手，结局是1胜2平3负，不过这一次棋王赢得并不轻松。此后，工程师们不断改进“深蓝”的运算功能，让它速度更快、棋力更高、性能更强，除了分析卡斯帕罗夫过去所有的棋步外，更邀请了数位国际棋艺大师作为“深蓝”的陪练，不断修改完善“深蓝”的棋路缺陷，最后终于一举得胜。

在量化投资管理中，同样也是通过搜集大量市场基本面、资金面、技术面的数据信息，进行分析、归纳、整理，并拟定量化的决策模型，再不断通过市场实证，进行改进、完善以实现最优化的投资组合。

### 摒除人为干扰

在1997年世纪大战开始约30分钟时，“深蓝”走出了一招妙棋，卡斯帕罗夫流露出难以掩饰的震撼之色，随即他把头深深地埋入双臂之中。在“深蓝”高超智慧的强大压力下，卡斯帕罗夫越来越烦躁，在与“深蓝”博弈的过程中不断摇头。最终，他犯下了一个致命的错误，导致一子落错、满盘皆输。

在投资的世界中，基金经理可能由于个人的主观判断，或受到一时情绪干扰而作出错误的决策。而量化投资管理则是客观地依据量化后的指标及策略来执行投资指令，不含个人好恶，并通过纪律性管理，将人为影响的干扰降到最低。

### 突破人类极限

卡斯帕罗夫智慧深邃、思维敏捷，素有“最像机器的人脑”美誉，但他也是人，也有极限。当“深蓝”的棋力在每秒运算1亿步棋时，人类棋王还可以勉强求胜，但是当“深蓝”进化到每秒运算达2亿步棋，并充分解析历史的所有战术时，卡斯帕罗夫也只能认输投降。

在投资上来说，传统的质化投资管理把研究员对宏观、行业及企业的研究报告作为投资决策的依据，因此需要大量的人力、时间和精力，研究的深度和广度都会有一定极限；而量化投资管理则可以广泛地扩大标的，不论行业和企业之多寡，只要能搜集到相关信息，就可以进行分析和操作，制订各种投资策略，并能快速复制，大大突破传统投资管理的极限，降低标的太过集中的风险，同时提高了投资获胜的几率。• 本文由嘉实基金管理有限公司提供