

第七章 国际金融

实行对外开放、融入全球分工体系是中国经济近三十年快速增长的重要推动力。中国的进出口总额从 78 年的 206.4 亿美元，扩大到 07 年的 21738 亿美元。中国在全球贸易中比重，从 78 年的 2.9%，提高到 06 年的 7.2%，排名从第 32 位，上升到第 3 位。中国已经是一个兼具世界工厂和世界市场双重特征的重要开放经济体。因此，我们所面对的经济和市场必然受全球化主导，特别是以美国为主制定规则和以美元为主进行国际资本流动的体系所主导。这个体系变化所带来的冲击，以及美元汇率变化对国际贸易、大宗商品、流动性和资产价格等的巨大影响，都使得投资者在做国内股票市场趋势判断的时候，不能不了解国际金融，以及预判美元汇率的长期走势。

第一节 全球宏观体系

研究国际金融，首先需要的出发点在于大局观，也就是必须思考现有世界的全球宏观经济体系是如何运转的。

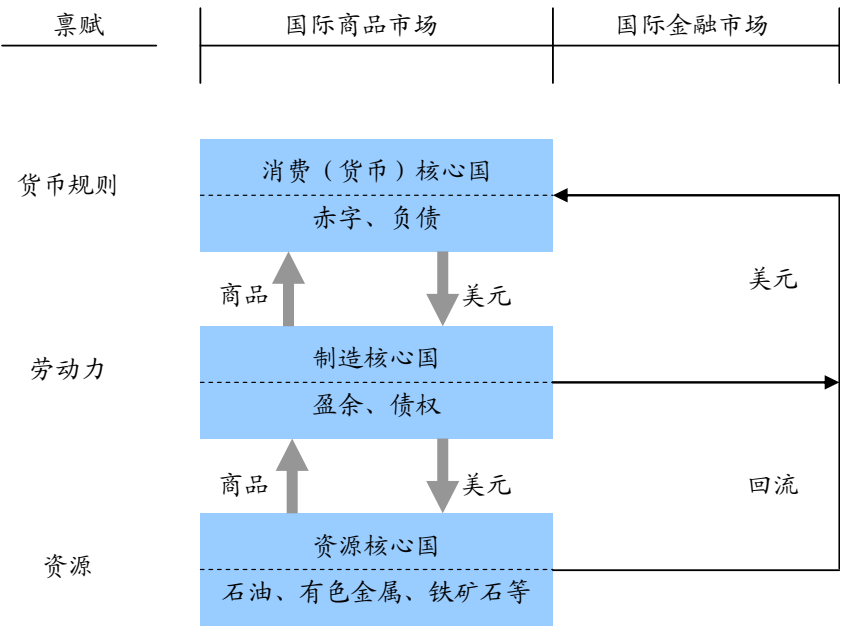
按照国家间禀赋优势不同，在目前的国际分工体系中，形成了以资源国、制造国、消费（货币）国（也可以称之为核心国）相互依赖，国际商品市场和国际金融市场循环运转的国际宏观经济体系。其中，以欧佩克、巴西、澳大利亚为代表的拥有矿产资源能源优势，是资源核心国，资源主要出口供给制造国和消费国，资源价格是影响它们经济增长的关键因素。

中国、印度和东南亚等国拥有劳动力资源优势，是制造核心国。制造国产出需求相当比例来自于外部，外需成为其经济增长的关键因素。

而美国、欧元区、日本等国是消费核心国，拥有最先进的技术，产出小于消费，但占据国际经济金融体系的主导地位，行使“规则”的制定权，币值的变动是其调节经济的关键。

除非全球宏观经济体系的游戏规则出现根本变化，比如新列强的兴起确立了新的国际规则，否则任何国家的发展只有通过融入目前的体系来获得。

图 7.1：国际宏观经济体系



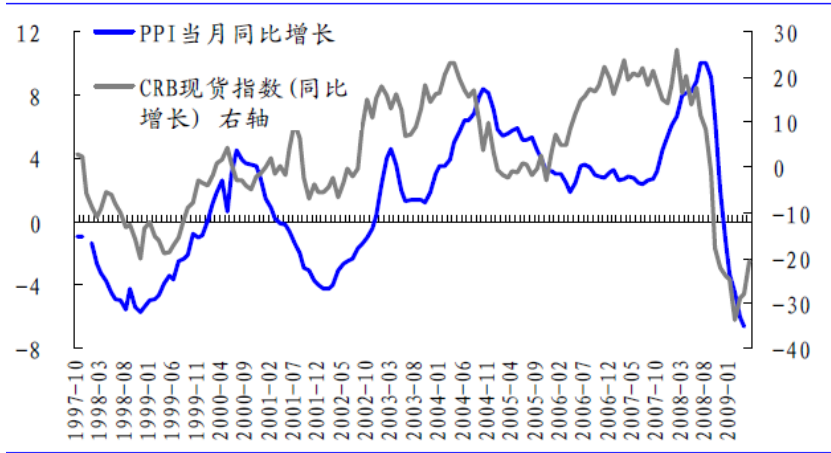
正常情况下，这个体系的国际商品市场有效运转，因此我们不用去刻意关注。不过每个

部分都可能出现问题，这些问题带来投资的机会和风险。由于我们的视角是中国，因此，从制造核心国的位置来看，可能遭遇到的冲击主要有四种，其中前三种来自国际商品市场，后一种来自国际金融市场：

(1) 资源端出现问题

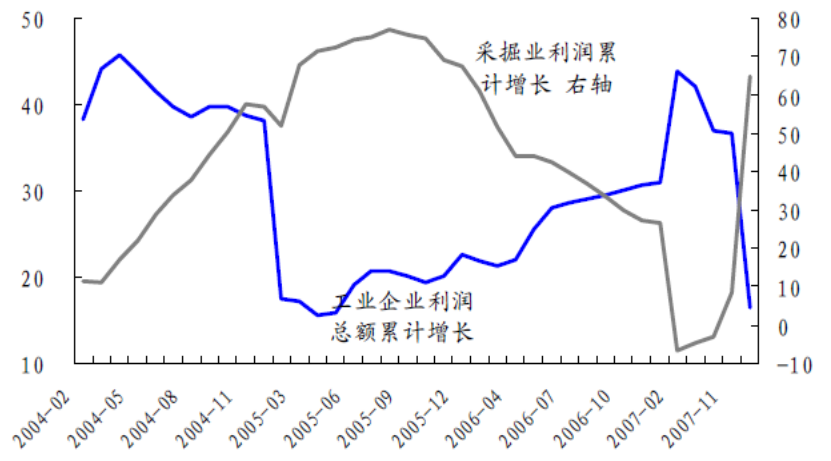
资源端出现问题主要是指上游资源价格上涨带来的成本上升冲击(这种上涨可能来自需求，也可能来自上游资源国的垄断溢价权，如“石油危机”，“铁矿石谈判”等)。资源品的可贸易性质，使国际资源价格的上涨很容易传导到国内，形成成本推动型的通胀压力。07年-08年，中国经济就遭遇过这样的成本上升冲击。

图 7.2: 中国 PPI 与 CRB 现货指数走势保持略微滞后的相关性 (%)



另外，大宗商品与流动性，企业业绩变化也息息相关，因此，需要密切关注大宗商品价格的走势。

图 7.3: 工业企业整体利润增速和采掘业利润增速呈反向关系



(2) 制造核心国之间的相互竞争（供给端挤压冲击）

劳动力禀赋相对矿产资源和规则禀赋，门槛较低。当“出口导向”发展战略为很多国家所选择时，制造国间会相互挤压。这种挤压体现在出口导向战略国家产业结构比较雷同（在

2003 年，中国与整个东盟的产业结构相似度高达 0.995)，竞争激烈，出口型企业盈利能力下降。如果不能实现产品的升级进步，反而过度利用外部资金来刺激经济，就容易形成经济金融危机。这就是 97-98 年亚洲金融危机的深层次背景。

表 7.1：中国与东盟各国产业结构相似度（2003 年）

ASEAN	印尼	文莱	泰国	越南	马来西亚	菲律宾	柬埔寨	新加坡	老挝
0.995	0.98	0.98	0.97	0.97	0.94	0.92	0.89	0.81	0.74

注：根据 www.aseansec.org 数据计算。

亚洲金融危机并没有直接波及中国，美国、欧盟等消费国正处于新经济繁荣期，国际分工中的需求端并没有出现调整。但在其他货币纷纷对美元贬值情况下，中国坚持人民币不贬值，因此，97-98 年人民币实际有效汇率上升了 14%，与当前一年期升值水平基本相当。中国出口增速大约滞后半年反映人民币币值变动压力。所以 98 年下半年开始，单月出口增速大幅回落，出现负增长。

图 7.4：97-98 年，消费国经济正处于新经济繁荣期，需求端并没有问题

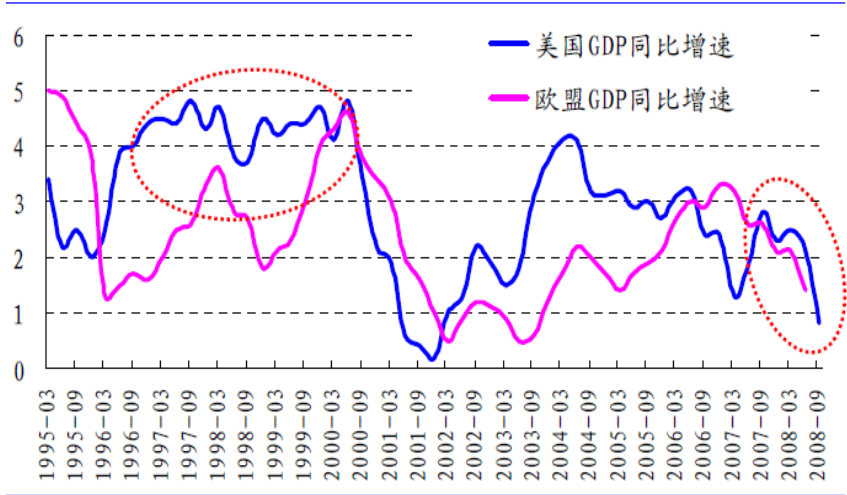
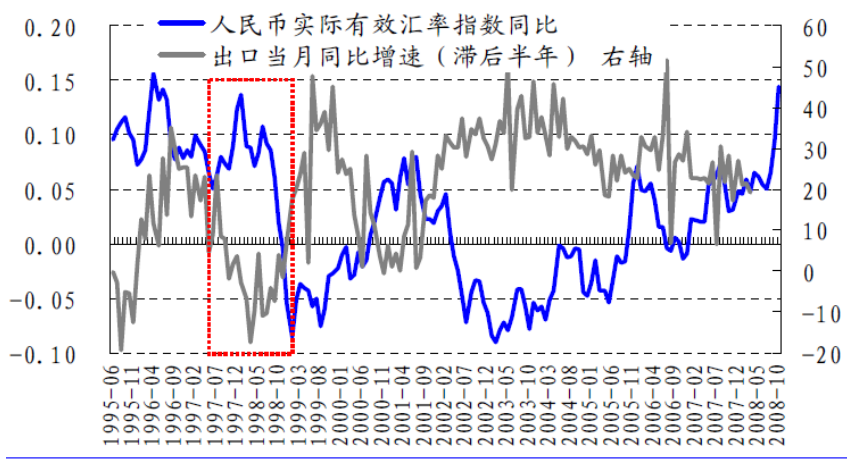


图 7.5：97-98 年，人民币实际有效汇率上升 14%；出口增速滞后半年反映



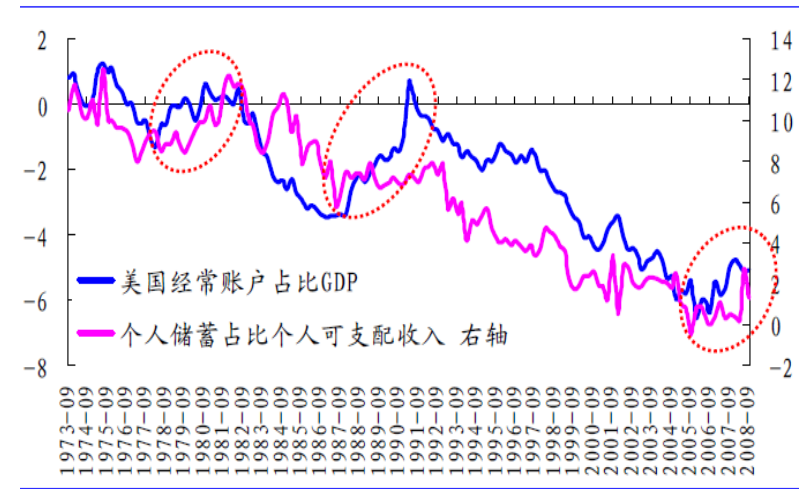
由于缺少追踪和深度研究其他制造国的详细数据，观察制造国之间的相对竞争力一般来看是否存在大的该国结构性变化（制度，生产力等），以及通过直接观察不同制造国货币与美元的相对汇率变化（如韩元兑美元）来进行分析。

（3）消费核心国需求端调整带来的“再平衡”冲击

美国和其他发达国家（如欧洲和日本）是全球最终产品的主要消费地，其中，国际经济货币体系的实际美元本位制很容易诱导美国出现过度消费。过度消费带来的需求过度扩张以及其后的消费收缩带来了全球的经济周期波动。

观察美国经常账户占其 GDP 的比重，可以发现，布雷顿森林体系崩溃后，美国人的“过度消费”已经经历过两次大的“再平衡”调整：1978 年-1980 年，1987 年-1991 年。2007 年，在全球通胀压力和美元的大幅贬值下，美国经常账户占比 GDP 出现回升；同时个人储蓄率也出现回升。第三轮需求端“再平衡”调整出现。我认为，次贷危机只是这种不平衡下信用泛滥破灭的附带产物或者导火索。

图 7.6：美国的“过度消费”正经历新一轮“再平衡”调整



“再平衡”调整严重影响核心制造国的经济周期和资产价格。上世纪 80 年代末，日本是美国“再平衡”调整的主要对象。从 1985 年 2 月到 1988 年 11 月日元升值了 113%，再加上国内政策应对失当，日本经济泡沫破灭，陷入“失去的十年”困境。

中国是当前最大的外汇储备国，最大的贸易顺差国，是美国过度需求的最大受益者，自然面临承担新一轮“再平衡”调整的主要压力。也就是说，2008 年中国面临消费核心国发生调整带来的需求端“再平衡”冲击。而 97-98 年亚洲金融危机背景下，中国遭遇的是制造核心国相互间的供给端挤压冲击。这是外部冲击视角下，两个阶段的根本不同。在当时情况下，由于消费国需求没有降低，因此，通过国内的货币和财政刺激可以挺过难关，而如果本次消费国美国长期需求没有恢复，则短期可以通过国内的货币和财政刺激带动经济反弹，但是二次探底一定会来（此观点为作者大的逻辑判断）。

图 7.7：美元贬值推动“再平衡”调整

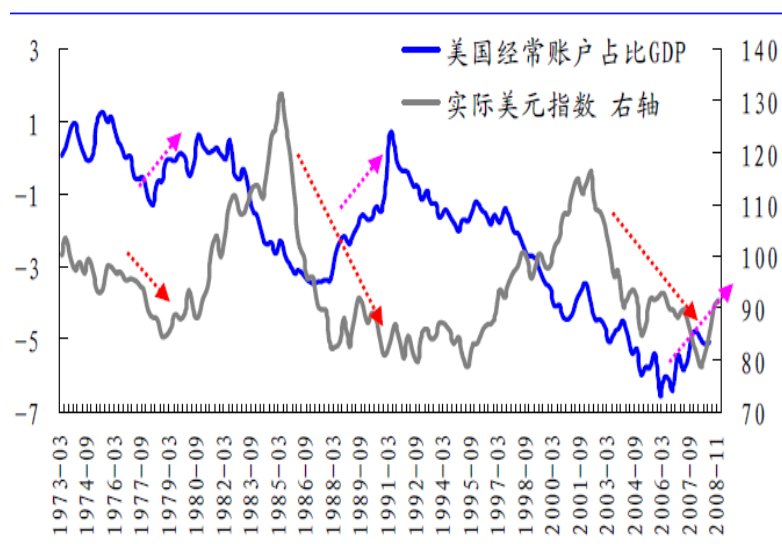
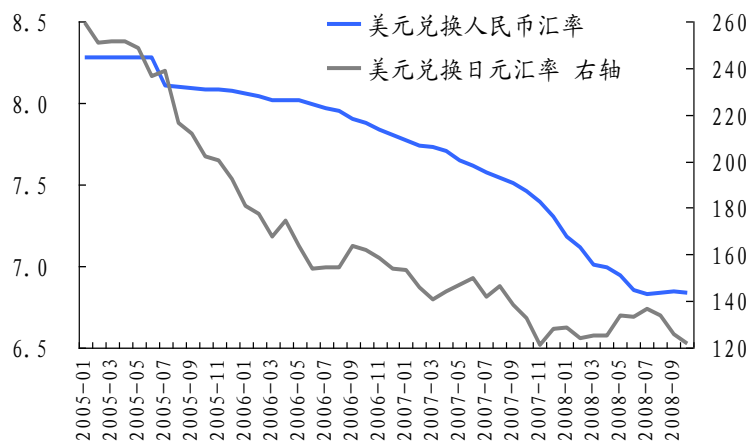


图 7.8: 美国 “再平衡” 过程中，日元或人民币的升值



注：图中日元升值是从 1985 年 2 月到 1988 年 11 月数据，期间日元升值幅度为 113%；人民币从 05 年 5 月开始兑美元升值，到目前升值幅度约为 21%

观察消费国（核心是美国）的主要数据在于消费。因此以下数据值得关注：

表 7.2: 关注就业、收入，消费和领先指标等数据

指标	彭博代码	描述	频率
美国工厂订单及耐用消费品	FODG	制造业订货量和销售量综合指标	月度
美国实际个人消费支出	PCE CHNC	实际个人消费支出环比，季调	月度
美国个人收入	PITL YOY	个人收入同比，季调	月度
美国零售	RSTAXMOM	零售销售月增幅，汽车除外季调	月度
美国新房销售额	NHSLTOT	新建住房销售，季调年率	月度
美国抵押贷款申请	NBAVBASC	周度抵押贷款申请	周度
美国首次失业救济申请	INJCJC	首次失业救济申请，季调	周度
美国非农就业人口总数	NFP T	非农就业人口总数，季调	月度
美国失业率	USURTOT	失业率，季调	月度
OECD 美国领先指标 12 个月变化率	OLE3US	OECD 美国领先指标 12 个月变化率	月度

ECRI 美国领先指标变化率	ECRDUSWL	ECRI 美国领先指标变化率	周度
OECD G7 领先指标 12 个月变化率	OLE3G7	OECD G7 领先指标 12 个月变化率	月度

（4）汇率变动与国际资本流动造成的巨大冲击

汇率是最重要的全球宏观变量，其变化一方面是全球实体经济的结果，但另一方面也是全球金融市场和实体经济的关键推动力，比如，每次美元汇率的剧烈波动都会导致全球金融市场的剧烈波动。如拉美货币危机、东南亚金融危机、日本的衰退背后都有美元大幅波动的推动。

汇率的波动会导致进出口和资本流入发生变化，进而影响一国经济和资本市场。在浮动汇率制下，汇率的正常波动会起到稳定器的作用，能使一国经济重回平衡状态。但随着金融市场的发展，汇率的波动放大，而且有时走势会偏离基本面，这使汇率成为影响经济、大宗商品、房地产以及股票市场的重要因素。

要了解汇率变动的冲击，首先要了解国际货币体系，国际货币体系的建立与变更是一个世界经济政治格局变动的问题。国际货币体系经历了金本位制、金汇兑本位制、布雷顿森林体系和牙买加体系等历史发展阶段。

二战后到 1971 年之间，各国采用布雷顿森林体系作为全球汇率体系，该体系是一种国际金汇兑本位制，又称美元—黄金本位制。布雷顿森林体系要求各国实行可调节的钉住汇率制，而美国保证 35 美元可兑换 1 盎司金。在该汇率体系下，美元是全球货币的中心，各国实行有调节的固定汇率制，美元汇率比较稳定。但随着美国经济实力的相对下降和逆差导致的美元大量外流，1971 年 8 月 15 日尼克松宣布美元贬值和美元停兑黄金美元停止兑换黄金，布雷顿森林体系瓦解。

图 7.9：1971 年之前美元汇率比较稳定



1973 年 3 月美元危机以后，牙买加体系取代了布雷顿森林体系，以美元为中心的固定汇率制度被浮动汇率制度所代替。但值得注意的是，实行浮动汇率制度的国家大都是世界主要工业国，如美国、英国、德国、日本等，其他大多数国家和地区仍然实行钉住的汇率制度，其货币大都钉住美元、日元、法国法郎等。牙买加体系有以下五个特点：

解决了储备货币不足的问题，尽管美元仍然是重要的国际储备资产，但地位有所下降，欧元日元地位上升。而黄金作为储备资产的作用大大削减，各国货币价值也基本上与黄金脱钩。

多样化的汇率安排适应了多样化的、不同发展水平的各国经济，为各国维持经济发展与稳定提供了灵活性与独立性，同时有助于保持国内经济政策的连续性与稳定性。

汇率波动急剧扩大，多次发生货币危机和金融危机。这种现象产生的重要背景是，在多元化国际储备格局下，储备货币发行国仍享有“铸币税”等多种好处，而在多元化国际储备下缺乏统一的稳定的货币标准，这可能造成储备货币发行国滥发货币，进而导致国际金融的不稳定。

浮动汇率可以帮助各国平衡国际收支，但事实上全球性的国际收支失衡问题很难解决，其和经济结构与国际分工更相关；

各国央行仍对汇率实行或多或少的干预，但控制力下降。

但无论体系如何变化，美元仍然是这个体系的核心，并且在可预见的未来，其地位仍然不可动摇。要知道，一国货币国际地位的确立通常包含三个方面：国际化的贸易货币、国际化的金融交易货币和国际化的储备货币。

从当今的国际货币体系格局来看，在国际贸易结算当中，美元所占比重超过 60%，而日欧元都低于 10%，在国际储备货币中，美元所占比重超过 40%，而日欧元加总仍然低于 20%，在外汇交易货币中，美元占比超过 40%，而日欧元加总不过 30%，整体看来，美元仍然是最为国际化的货币。

另外，一国的金融市场规模及成熟度，任何其他国家之所以愿意持有该国货币，一个主要的理由就是这种持有可以使得储备保值增值，因此具备良好且足够庞大的能提供投资机会的国内金融市场至关重要，相比之下，日本的股市、债市规模远小于美国，欧盟的金融市场虽然也较为庞大，但却是各国相互割裂且各国风险溢价也不同，削弱了欧元作为储备货币的吸引力。

第二节 全球最重要的变量——美元汇率的作用

从逻辑上来讲，美国是经济系统的中心，而新兴市场是系统的外围。美元汇率是全球最重要的宏观变量。其对外围国家（这里主要是指新兴市场，不是发达国家，也不指美国）的对外贸易、货币供应和资产价格、通货膨胀、全球大宗商品价格都有主要影响。因此，我们首先要知道，如果美元汇率变化，对其他宏观变量有哪些重大影响，然后第三节，我们再探讨美元汇率如何变化。

外围央行的一个特点是喜欢干预外汇市场使得外围货币与美元同步。毫无疑问，如果美元下跌，资金流入外围，为了保持同步，外围央行需要向本国注入流动性，同时会通过对冲操作来降低通胀，但其实外围央行的货币政策独立性是非常有限的。即使外围央行采取完全对冲外汇占款，这也只是限制了银行的二次信用扩张，不能阻止外汇结汇后，非银行部门将这部分资金进行的直接投资和消费。也就是说印钞票是在所难免的，所以，这就会带来外围市场的牛市。

美元的这些作用是相互影响的，弱势美元导致外围经济体信用宽松，同时也伴随着贸易条件的改善，资金从中心流向外围倾向于放大这样的作用。反之，美元升值，停留在外围市场的资金流回，推动整个循环发生逆转。

图 7.10: 新兴市场的外部环境受到美国利率和美元的重要影响



图 7.11: 美元指数与 MSCI 亚洲除日本指数

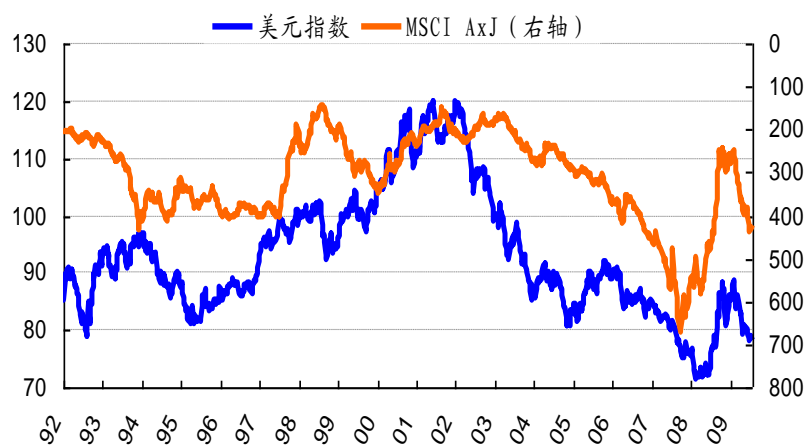
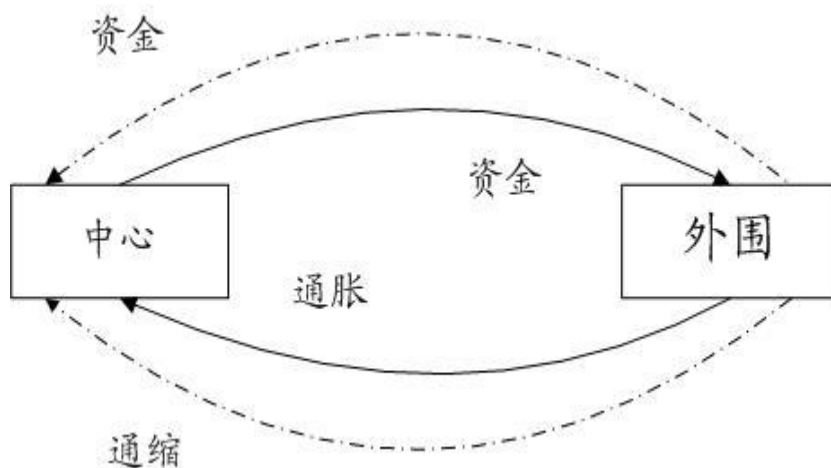


图 7.12: 整个体系的资金与通胀运作



1、美元汇率变动对外围国家流动性和资产价格的影响

从外围各国经验来看，货币升值往往能带来外汇储备和流动性的增长，进而推动资产价格的上升。如果相反，则可能带来资产价格的下降。

美元汇率的长期变动对亚洲经济体流动性和资产价格的具体影响可以建立起三周期分析框架：早周期、中周期和后周期，后周期泡沫破灭后是市场熊市。然后经过经济的调整和市场下跌，一轮新的周期开始。

由于美联储（全球的中央银行）要解决美国的通货紧缩和经济衰退问题，采用货币政策扩张同时导致的美元贬值将总需求曲线向上推，这对外围国家企业来说是利好（美元贬值扩大其流动性和出口竞争力），体现在曲线上是价格上涨，需求增加。企业产能使用率提高，利润大幅度增加。这导致了亚洲市场的繁荣和大宗原材料的繁荣。这个时期，最好的企业是周期敏感的企业，比如钢铁。这就是早周期。

而在早周期结束后，现在中央银行面对一个两难，因为通货膨胀出现，中央银行必须进行货币紧缩，但是如果紧缩过慢，则担心出现不可控制的通货膨胀，但是如果紧缩过快则会带来经济萧条。紧缩导致企业利润开始下滑，当过量的产能开始释放时候，企业利润下降将更快。因此无论紧缩力度如何，外围股票市场在这种情况下出现中周期调整。

图 7.13：第一阶段刺激有效

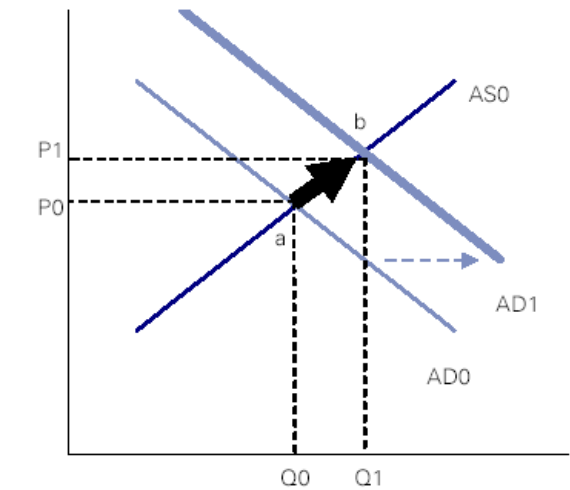
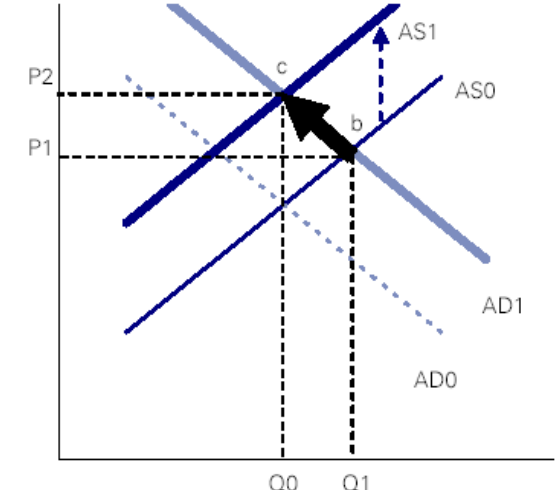


图 7.14：第二阶段出现通胀



市场调整导致外围国家担心通货紧缩，外围国家为了保持持续稳定的经济增长和经济结构的改革与调整，重新开始释放信用和货币，然后造就新的行情。但是这很难持续，一旦美元进入长期升值通道，最终都或多或少地引起外围某些国家的经济和金融危机，而在这个“危机”后，外围证券市场的泡沫结束，证券市场以大幅度下跌来等待新的周期开始。

图 7.15：美元造成外围股市的三阶段周期

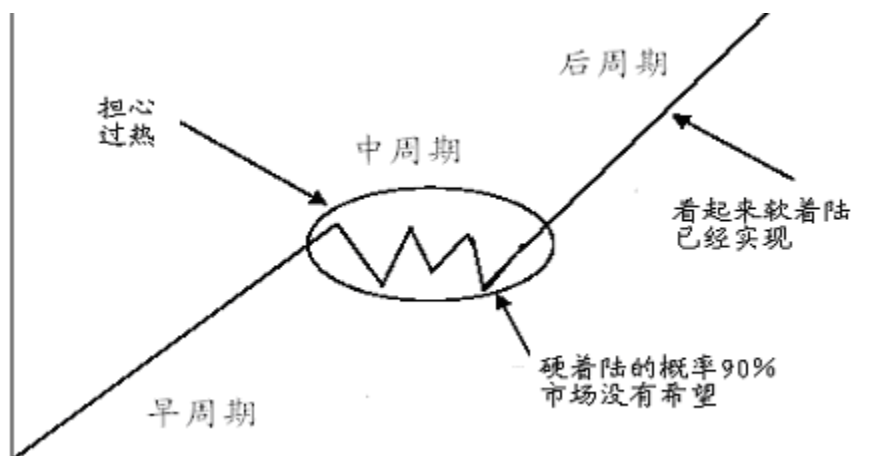
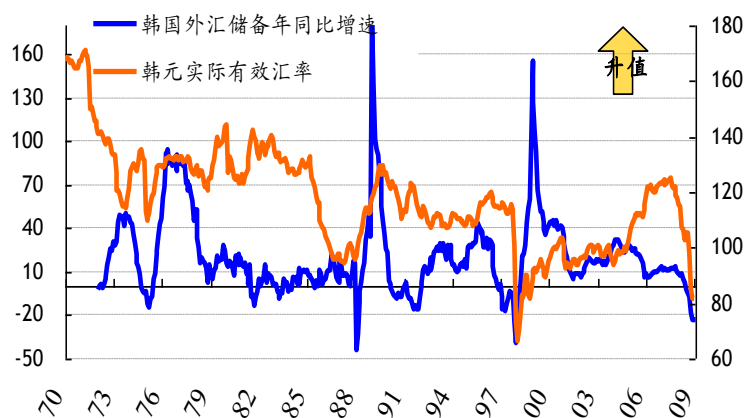


表 7.3: 三个周期所对应的不同投资机会的一个列表

早周期	中周期	后周期
现金流弱的公司	现金流强的公司	解除管制类公司
质差公司	质优公司	概念型公司
周期类公司	防御类公司	高成长公司
商品消费类公司	商品生产类公司	商品消费类公司
有剩余产能的公司	大权重类公司	新业务类公司
专业化公司	垂直整合类公司	并购类公司
财务杠杆大的公司	服务类公司	创新与产业升级类公司

韩国的例子能非常好的反映韩元走势和外汇储备之间的关系，每当韩元大幅贬值时，外汇储备都会出现较大下降；而当韩元进入升值趋势时，外汇储备则会增长。显示了升值及升值预期对韩国流动性有很好的刺激作用。

图 7.16: 韩币和外汇储备同方向波动



而韩国的 M2 与有效汇率也高度正相关，韩国开放程度高，当韩币升值时，外储大幅增加，对 M2 有很强的推动作用。

图 7.17: 韩币和外汇储备同方向波动

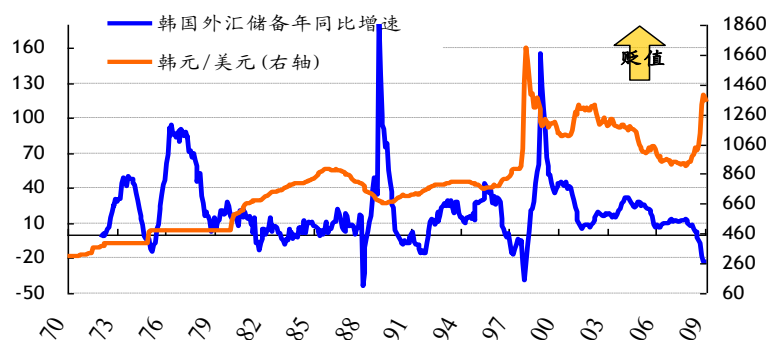
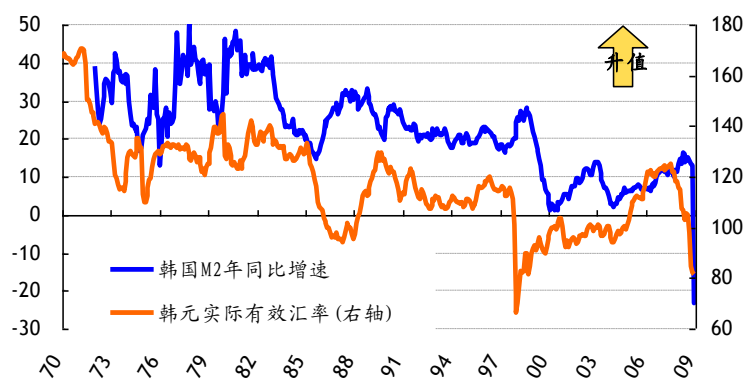


图 7.18: 韩币和 M2 同方向波动



具体分析流动性的构成，我们发现韩国的流动性受贷款影响较低，受币值和外汇储备影响更高。尤其是受金融和资本账户收支的影响，每当韩币大幅贬值都会出现资本外逃，进而严重打击资产价格和经济。

图 7.19: 韩国贷款和 M2 增速相关度较低

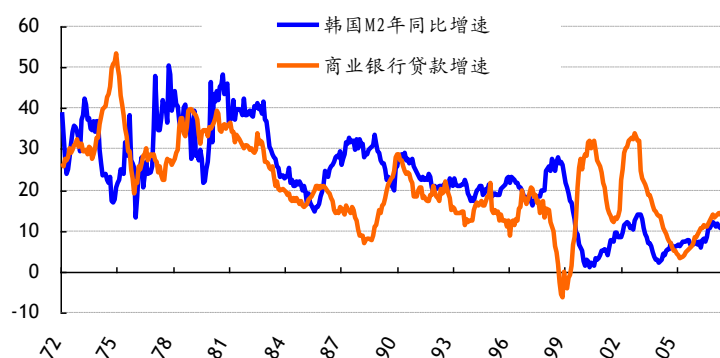
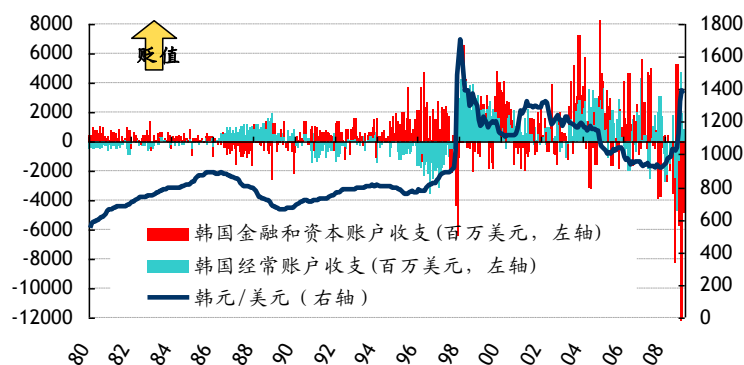
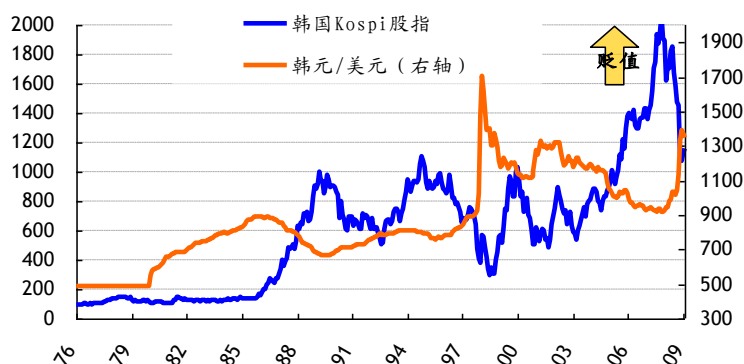


图 7.20: 韩币贬值，金融和资本账户收支会出现外逃



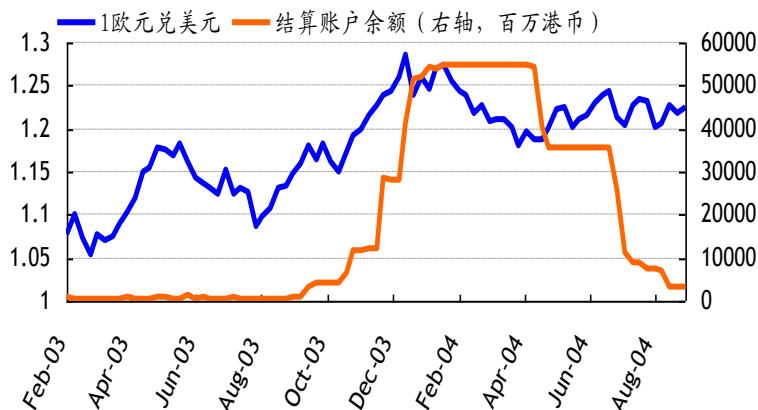
也因此，韩国股指和汇率有非常好的正相关关系。当韩币贬值时，市场往往下跌，当韩币升值时，市场上涨。

图 7.21：韩币和股市正相关



实行货币局制度的资金自由港香港的资金流动对美元的敏感性更为明显，我们不妨再看 03-04 年的历史，美元从 03 年 8 月开始了一轮贬值，热钱流入从 03 年 10 月开始，到 04 年 1 月美元中期贬值趋势结束，随后在 2 月热钱流入也告终止。而同时港股先是大涨，其后随着热钱流入减慢而调整。

图 7.22：美元对香港资金流动的明显作用



中国 2005 年以后的升值导致贸易顺差（可能混杂热钱）大量增加，由于采取结汇制，央行买入大量外汇，向经济体注入大量一次流动性，而通过发行央票对冲，仅是阻止银行的二次注入流动性，因此，升值对国内流动性有非常正面的意义，这部分导致了 2006 年股票市场的牛市。

2、对进出口的影响

一般来说，当一国货币相对另外一个货币升值，其对该国出口将下降，从该国进口上升，顺差将缩小。但是在产业升级顺利和外需旺盛的环境下，也会发生货币升值伴随顺差上升的现象。比如，日本有多个阶段出现升值的同时顺差增长。并且尽管汇率经历长期升值，但一直保持顺差。这一方面和日本有意识的压低汇率保持经济发展有关，另一方面和国际分工的定位相关。

图 7.23: 日本汇率与顺差

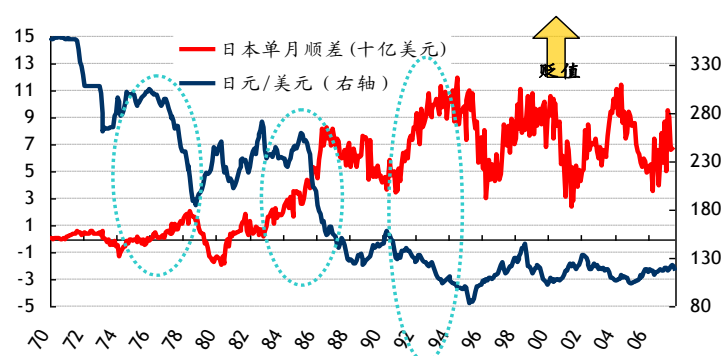
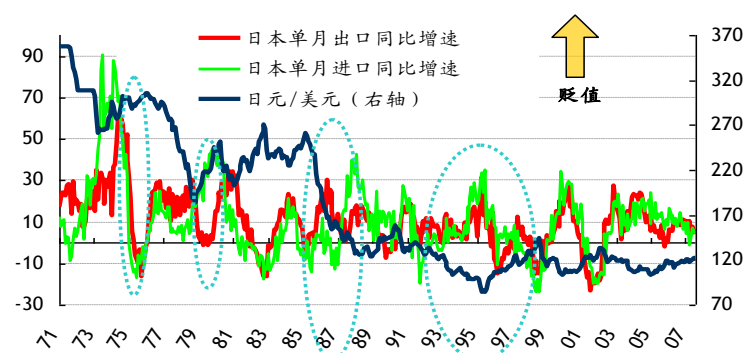


图 7.24: 日本汇率与进出口



中国顺差的高增长长期是在 2004-2008 年，这期间人民币保持了较低的汇率水平，也就是除对美元外，相对多数国家汇率仍然是贬值的，主要原因是美元相对其他货币贬值，而人民币与美元挂钩，所以人民币相对其他货币贬值，这有利于对其他国家的出口，并且即使后来人民币相对美元升值，但是由于美元相对他国货币贬值速度快于人民币相对美元升值速度，所以人民币实际有效汇率仍然贬值，这仍然有利于中国的出口。

可以预计的是一旦美元相对他国货币进入长期升值通道，人民币由于与美元挂钩，人民币的实际有效汇率将上升，中国相对他国的出口将大幅度下滑，并且如果在美元升值的过程中，人民币还在政治压力下相对美元升值，那么中国的出口将面临重大问题。

比如，97 年后，亚洲货币相对美元贬值，但是人民币对美元汇率不变，人民币实际有效汇率大幅升值，中国出口遇到严峻问题。

图 7.25: 中国顺差与汇率

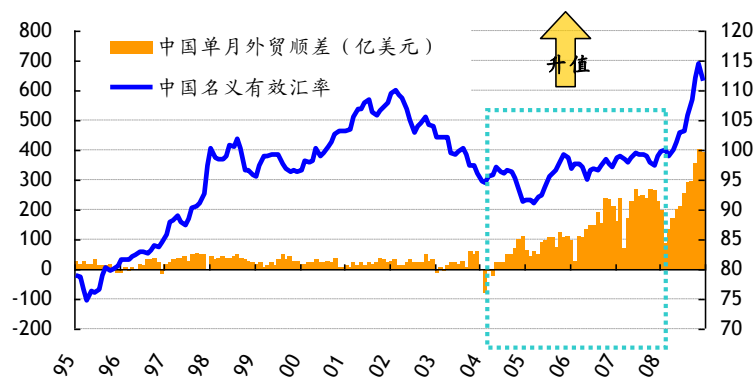
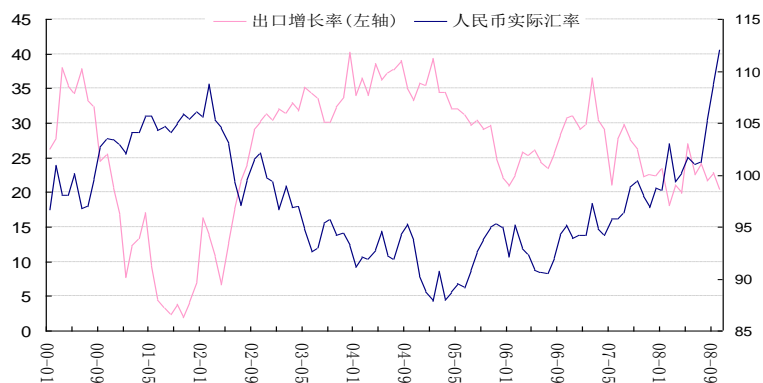


图 7.26: 中国出口增长率和汇率相关性很高



3、对通货膨胀的影响

实际有效汇率（这里主要讲升值场景，贬值反之）对物价有三方面的影响：1、升值本身是一种货币紧缩，导致资金外流，流动性下降；2、升值导致出口下降，实体经济需求也下降；3、升值通过进口商品价格下降来抑制物价。因此开放度较高的经济体的物价走势和汇率往往相关度很高。

从日本和韩国的例子都可以看到，汇率和 CPI 相关度很高，当汇率大幅升值时，CPI 下行。

图 7.27: 日本的汇率、物价水平与 M2 增速

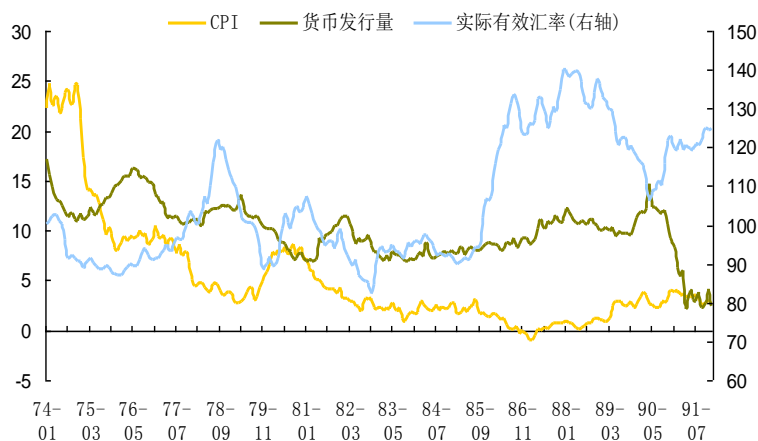
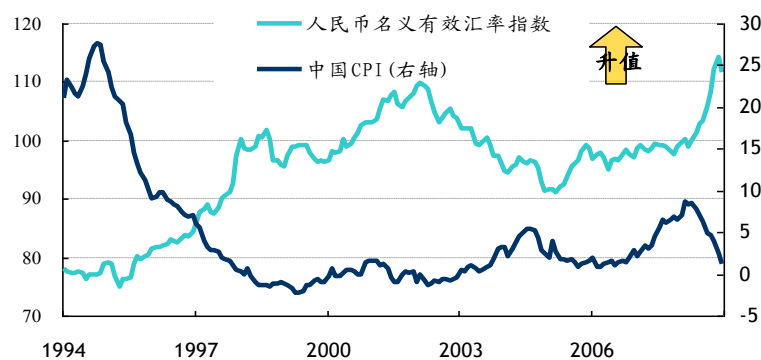


图 7.28: 韩国 CPI 和汇率比较正相关



中国的物价和实际有效汇率负相关性较高。当人民币实际有效汇率大幅度升值的时候，中国的 CPI 都迅速下行，在 1998 年甚至出现通货紧缩。

图 7.29: 中国 CPI 和名义有效汇率高度相关

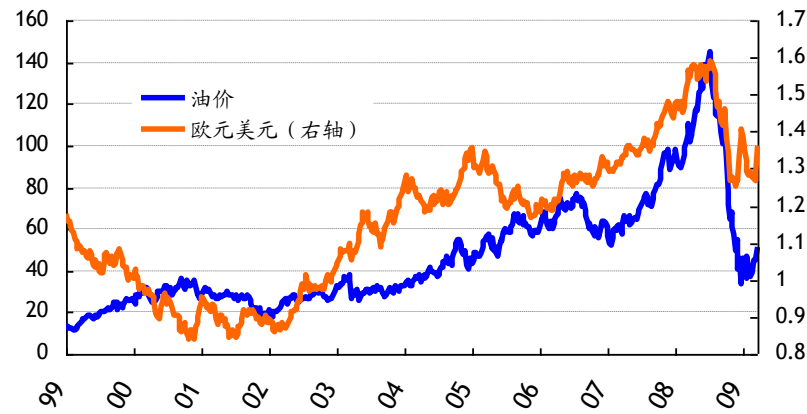


4、对大宗商品价格的影响

大宗商品主要包括黄金、能源（如石油），和资源（如有色金属）和农产品。

从短期走势来看，油价与美元汇率相关性明显。根据 2007 年 6 月以来和 2008 年 9 月以来 WTI 期货价格和欧元美元汇率数据进行的回归分析，可以发现美元欧元走势对油价的解释力度很高，有 88% 左右。

图 7.30: 油价与欧元美元汇率趋势相关



从 1970-2000 年，金属商品出现了 4 次牛市，分别在 1973-1974、1977-1981、1986-1989、1993-1995 年，平均持续时间为 33 个月（以价格底部上升开始，至顶部出现转折结束）。本轮商品牛市从 2003 年开始，持续时间近 4 年。分别考察 5 次金属商品牛市运行的时期，美元指数（汇率）均经历着 2-5 年的持续下行周期。

图 7.31: 工业金属与美元指数相关

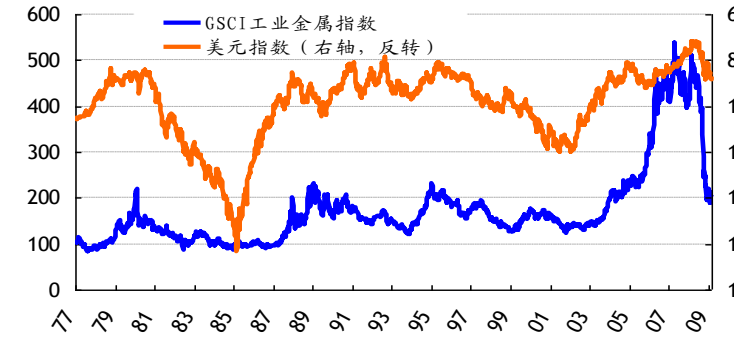
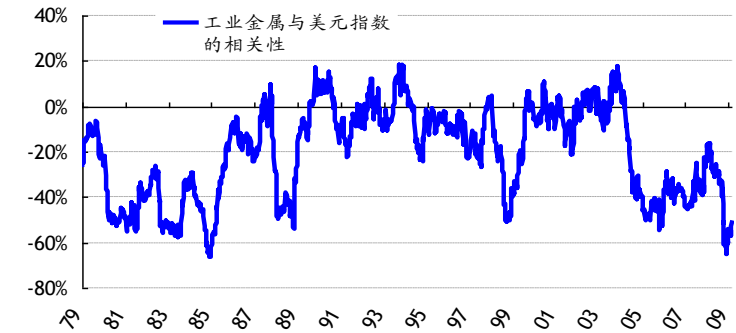
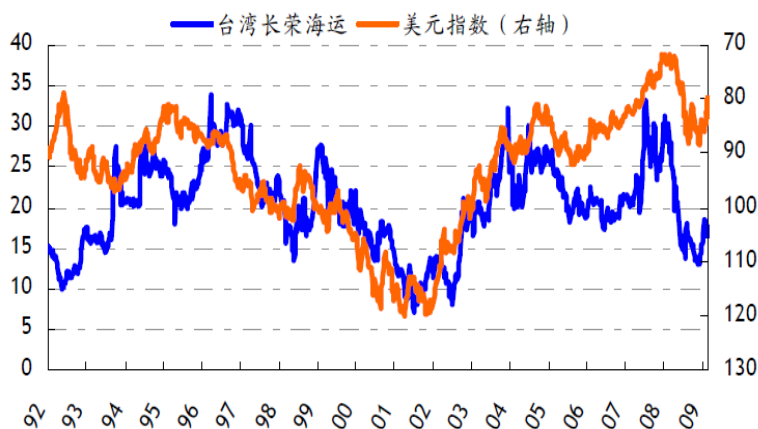


图 7.32: 相关性有减弱的趋势



从微观的层面，美元影响商品价格，商品价格又会左右输运价格，再传导到航运股票。

图 7.33: 美元对股票价格的影响



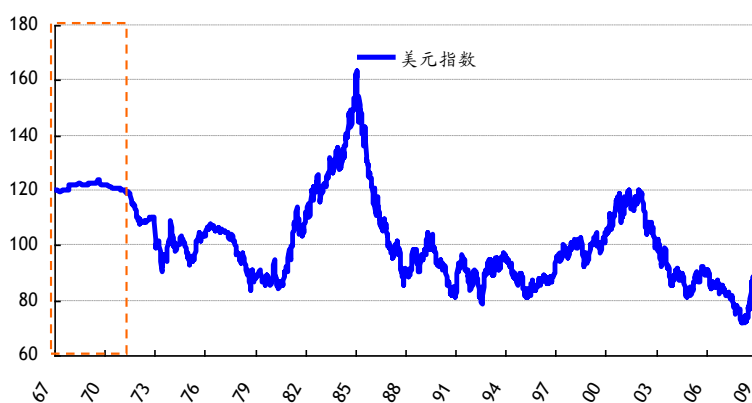
第三节 美元汇率走势的因素分析

美元是世界货币，因此美元是全球信用而其他货币的信用基本上都是在国内部的，这意味着美国信用扩张可以扰乱其他国家的生产结构，而美国可以避免自己受到最终的伤害。因为生产资本化主要发生在其他国家，这些国家自身信用和美国信用也是共振的，因此生产结构会更为畸形，在信用宽松的时候，资本品扩张的最厉害，因此这些国家就更繁荣，而在信用收缩的时候，资本品收缩得最厉害，这些国家经济波动也就更大。

考虑到美元汇率变化对其他经济体以及各资产类型的重要影响，投资者必须判断美元汇率的中长期走势。

首先要声明的是汇率具有周期性，也就是均值回复性，当汇率走向任何极端的时候都有向正常回归的必然性，因此当美元贬值到一定程度，主流媒体一致继续看空的时候，投资者就要当心。

图 134: 尽管美元指数长期走弱，但是周期性波动特征明显



在以美元为中心的汇率体系中，核心汇率是各国货币与美元的汇率。影响汇率的因素非常多，无法一一穷尽，我们认为影响汇率的最重要的因素包括：经济增长、贸易顺（逆）差、资本流动与风险偏好、各国央行行为与汇率政策、利率变化（利差）、物价水平、外汇储备、财政赤字和政治（极端情况下战争）等。目前国际汇率决定理论有十几种之多，从各方面研

究了汇率走势的影响和决定因素。某种因素对不同国家的汇率影响的角度是不同的，而且时间段的不同，效果的力度也不一样，在某个特定阶段 1-2 个因素主导汇率的走势。因此，汇率走势难以有效预测。不过，对于不同的国家，汇率决定因素的重要性是不同的：在消费核心国内部，各国汇率主要是由资本流动决定的；而制造核心国与资源核心国的汇率更主要是由贸易，即经常项目决定的。

值得注意的是美元汇率本身不仅是经济金融问题，也是政治问题，别忘了尼克松的财长 John Connolly 在 71 年的经典名句：The dollar is our currency but your problem.，并且可以认为，华盛顿可以部分的控制美元汇率的中期走势，其方向依赖于当时的美国国家利益，其手段则可能通过政治方式，战争方式，国际金融代理人或者其他方式来完成其意图。因此，无论阴谋论成立与否，站在美国政府角度（或者美国利益或者其核心利益集团利益）思考是不可避免的，尽管分析起来非常困难。对于经济金融因素来说，把握起来相对较为容易。

经济增长，一般来说一国经济的高增长都伴随着该国货币的升值。对核心消费国如美国和欧洲来说，经济的快速增长更多意味着股市上涨和利率的提升，实体经济的投资机会也更多。其他国家对该国货币的投资需求上升，包括 FDI 和证券投资，进而导致升值。因此，一般来说美元在美国经济强劲增长时表现较好，如 90 年代美元和美国经济同步上涨，00 年网络泡沫破灭后美元一蹶不振。

这种统计关系长期来看比较显著，但短期容易受其他因素的影响。如 00-01 年美元走势和 GDP 走势背离，当时美国经济增长低于全球平均水平但美元反而上涨并在高位徘徊（这主要是因为当时美国实体经济增长放缓，但是互联网投机潮湿的各国资本滞后性涌入导致美元仍然强势）。

图 7.35: 美元在美国经济好时表现较好

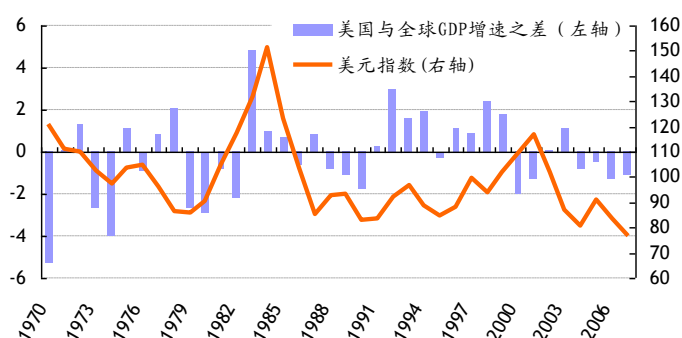
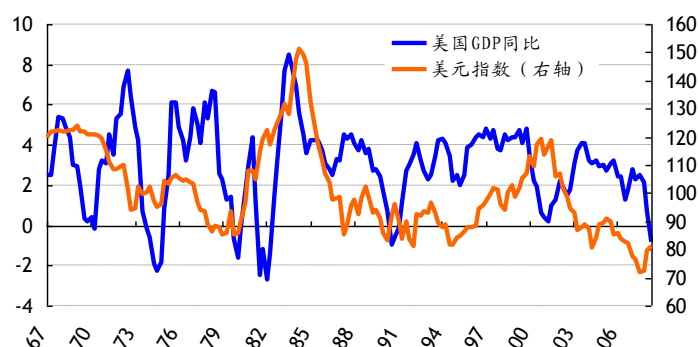


图 7.36: 99-03 年，美元走势与 GDP 负相关



美元指数的这种变化还可从欧元/美元汇率窥见一斑（美元指数中 57.6% 为欧元），98-03

年欧洲和美国之间的经济增长与欧元/美元汇率负相关。

图 7.37: 欧元和经济的联系 03 年后才开始正相关

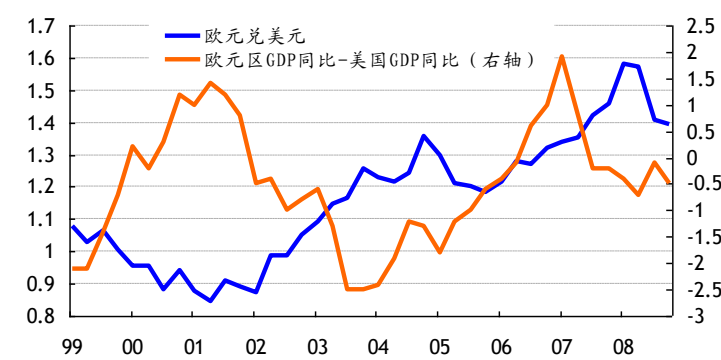
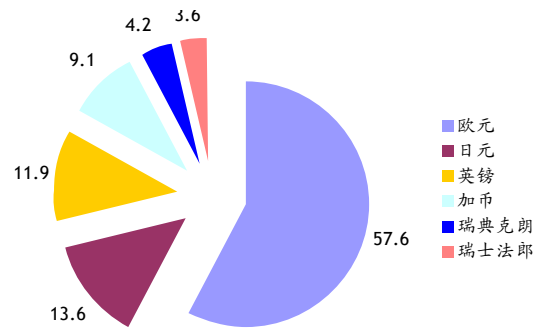


图 7.38: 美元指数构成



使用经物价调整的美元指数也可以对美元走势进行很好的预判，从购买力角度出发 08 年中期的美元过于便宜。另外，美国核心消费国的地位决定了其汇率与贸易顺差正相关。

图 7.39: 购买力平价调整的美元指数

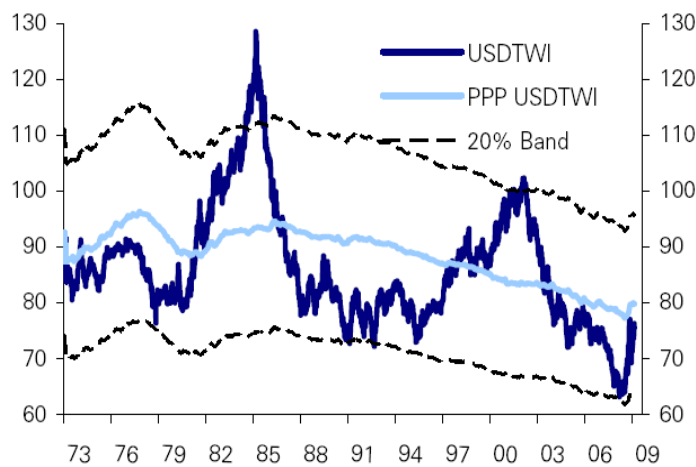
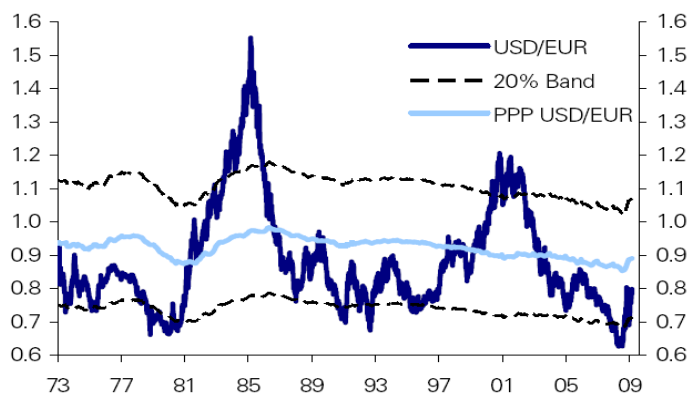


图 7.40: 购买力平价角度看欧元略显昂贵



经济并不能完全决定汇率，金融市场相对变化（特别是利差）对中期汇率走势起到很大的作用。美联储基金利率对于美元指数就具有一定的领先正相关性。英国利率和英镑走势也高度相关。

图 7.41：美国利率和美元指数有一定领先正相关性

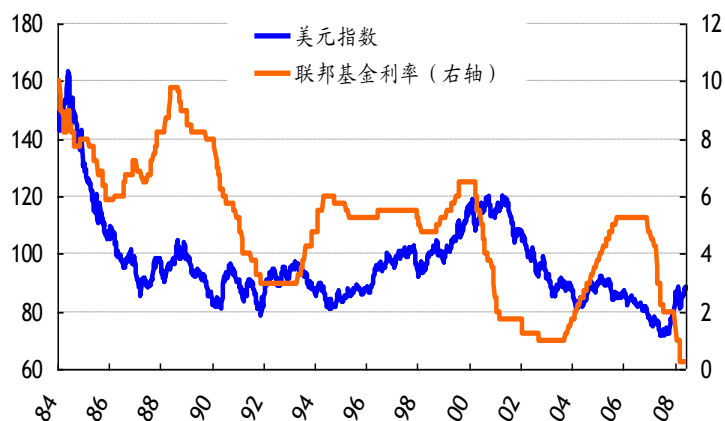
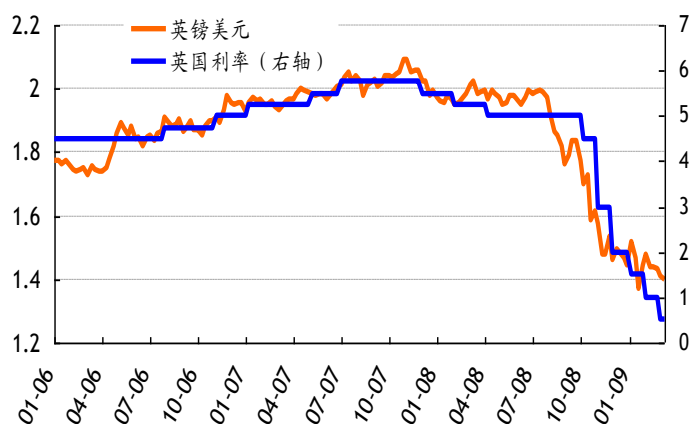


图 7.42：英国利率和英镑走势相关



汇率走势也受到两国相对短期和长期利差的影响。美元兑欧元的汇率与利差之间有着非常紧密的联系。00-01 年期间尽管美国大幅降息，但欧洲利率仍低于美国（因为之前美国经

济远好于欧洲)，直至欧洲 3 月 LIBOR 利率大幅高于美国 LIBOR 利率并维持一段时间，资金才开始从美国流往欧洲。

图 7.43：欧美短期利差和美元/欧元的正相关性

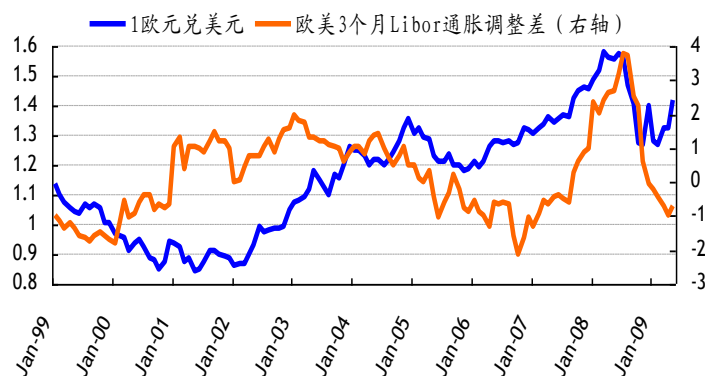
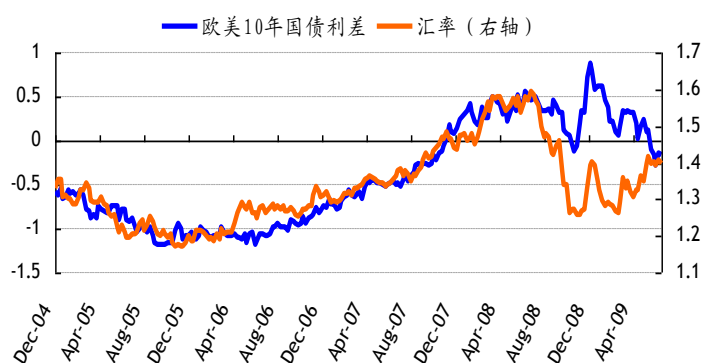


图 7.44：欧美长期利差与汇率的正相关性



利差和汇率走势相关相当一部分原因是机构投资者息差交易造成，因此，如果投资资产风险上升或是拆入货币的融资成本上升都会导致息差交易的解体，而带来外汇波动性的大幅上升，反之又带来息差交易的继续解体。比如，98 年和 08 年日元息差交易的解体对全球金融市场有急速的重大影响，同时导致日元急速升值。

图 7.45：日元波动对应着利率上升和股市波动加大

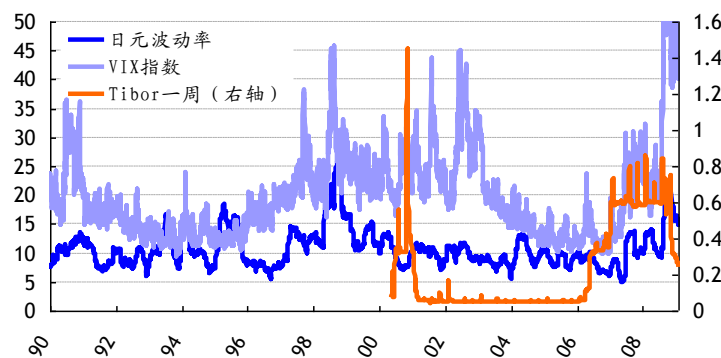
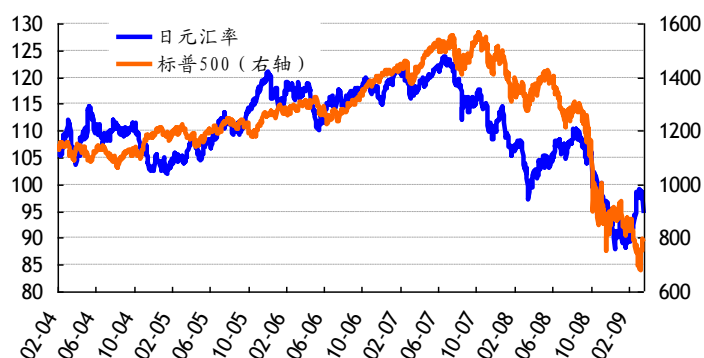
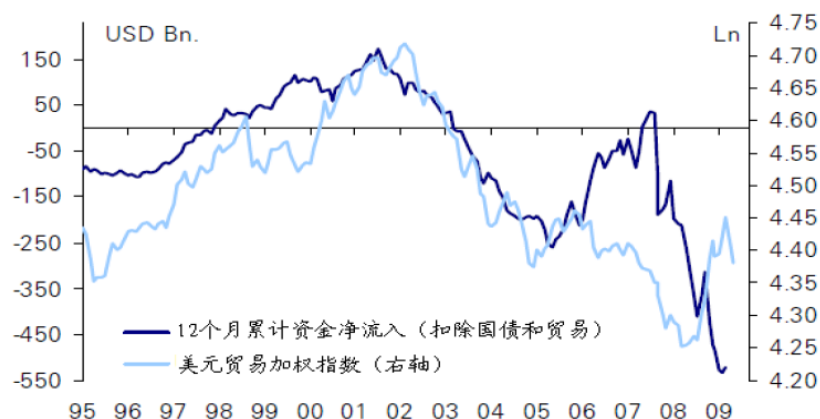


图 7.46: 美元/日元与 SP500



发达国家经济体货币占美元指数主要权重，因此资本流动对美元走势至为重要，资本流动分为央行资本流动和私营资本流动，研究表明，各国央行购买美国国债与美元之间并没有正相关的关系，在 07 年前，央行没有跳出来指责美国，而是埋头买国债，美元从 02 年一直贬值到 07 年。影响美元走势的并不是其他各国央行的购买行为（是汇率政策）。相对之下，私营资本对于美元资产兴趣的变化才与美元互为相关。比如，网络泡沫时期，即 98-03 年，股票投资资金流和美元指数相关性非常明显，而且资金流是滞后股市下降而下降的。

7.47 私营资本流动与美元互为相关



私营资本流动受制于风险溢价的变化。风险偏好程度是一个难以量化的概念，自从代表着股票市场波动性的 VIX 指数在 90 年问世以后，VIX 成为了风险偏好的候选指标之一。从 90 年至今，VIX 和美元指数基本保持着很好的相关性，背后的逻辑还是资金的流动。

图 7.48: VIX 指数与美元指数

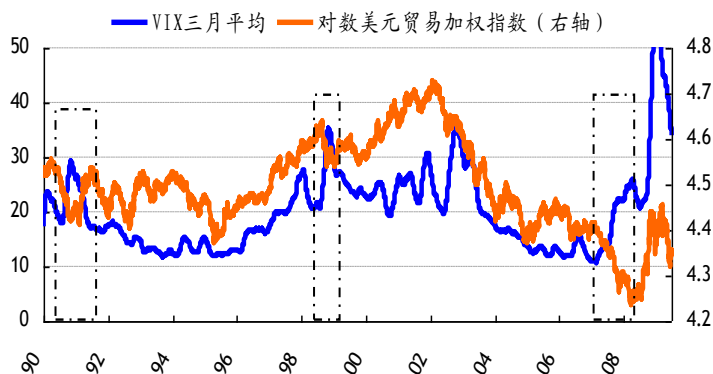
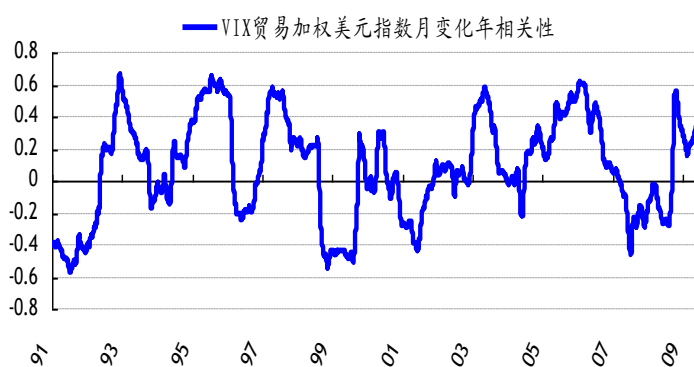


图 7.49: VIX 与美元的相关性



风险偏好与美元表现之间的正相关性在 07 年 2 月到 08 年 4 月间出现背离, 这样的背离也曾经在 90-91 年和 98 年出现过。从 90 年至 07 年, 美元与 VIX 三个月移动平均相关系数达到 71%, 随后在 07 年 2 月至 08 年 4 月, 相关系数变为了 -97%, 之后, 相关性又恢复到 82%。历史上的几次背离说明了风险偏好对美元作用的复杂性。

风险偏好会影响到美国投资者在国外投资的热情, 也会影响到国外投资者在美国的投资热情。从美国投资者出发, 风险的上升往往伴随着资金回流本土, 在亚洲金融危机和现在的信用危机中, 可以目睹美国投资者将在其他国家的投资回流美国。但这并不完全因为美国市场的安全性, 还和美国投资者的本土偏好有关。

图 7.50: VIX 与购买外国股票

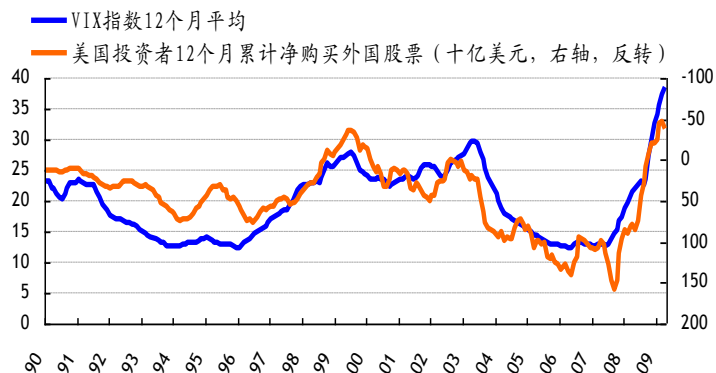
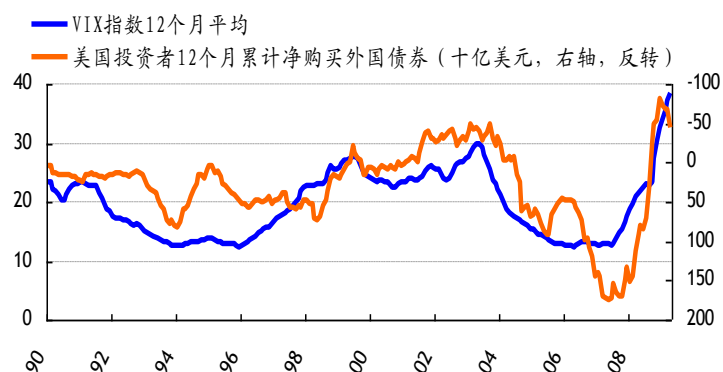


图 7.51: VIX 与购买外国债券



从其他国家投资者的角度出发，美国市场风险上升（这一般都伴随着全球风险的上升）并没有带来投资者将资金从其他市场流入美国市场，反而是在亚洲金融危机以及 01 年衰退和现在的信用危机时，当风险上升后，各国投资者对美国风险资产的投资兴趣是减弱的，而在危机之后风险下降的途中，投资者加大购买美国风险资产的速度。

图 7.52: VIX 与外国购买美国资产

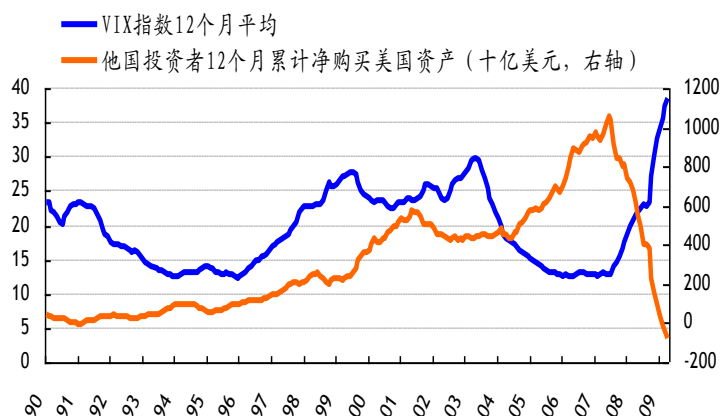
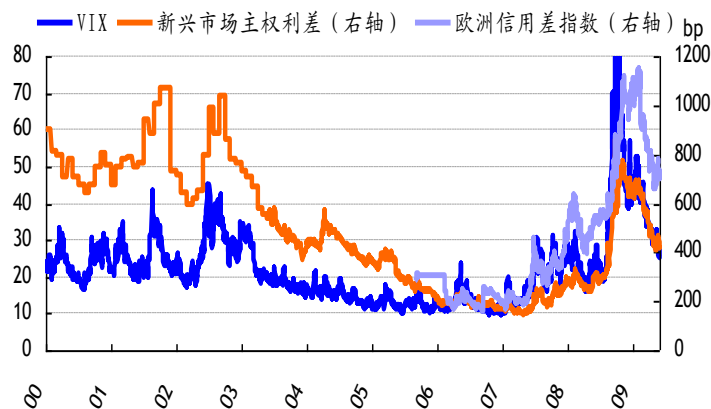
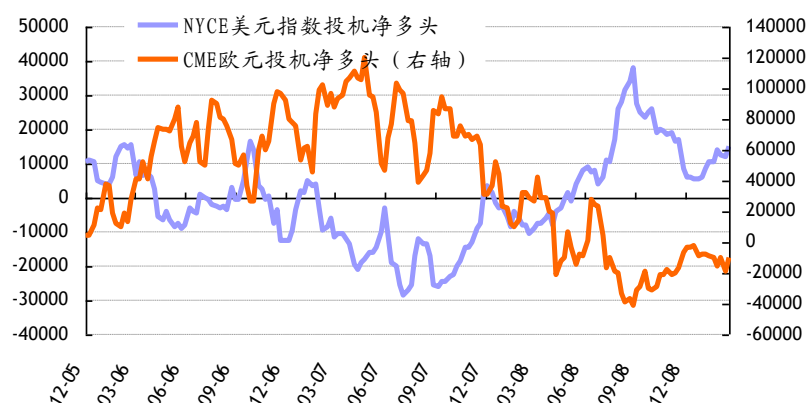


图 7.53: VIX 与新兴市场利差和欧洲利差



另外，汇率变化还受市场参与者的影响。因此，另外需要观察的变量是 CFTC 公布的美元指数投机净头寸。

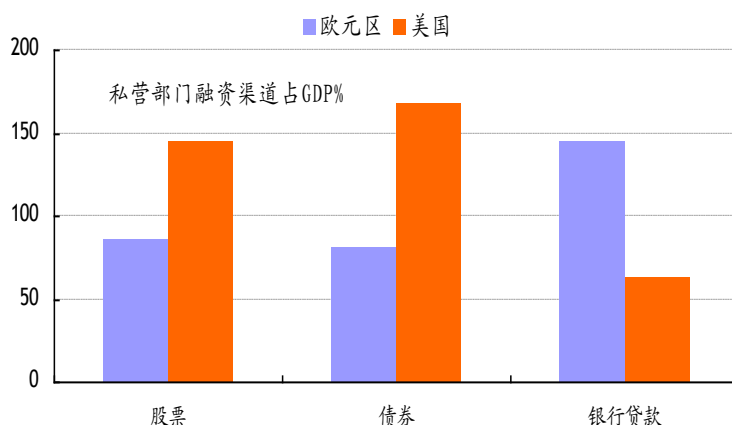
图 7.54：美元指数和欧元投机净多头（合约数）



很多投资者认为美联储投放货币会导致美元贬值。但是这需要相对来看，比如 09 年上半年投资者都预期人民币要升值，可是在 2008 年中国的 M2 增加远比美国快，并且按照当前汇率的中国 M2 总量要比美国的还多。

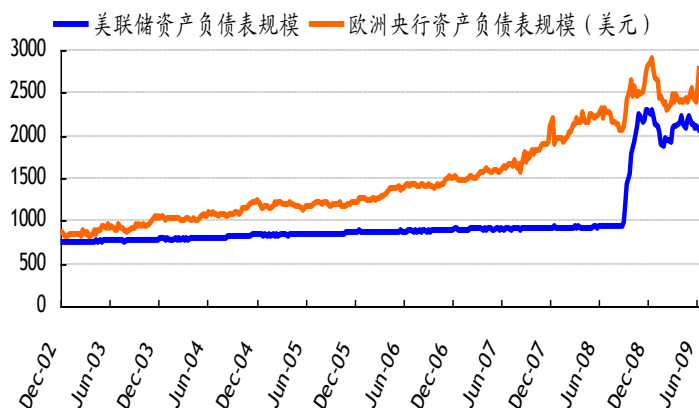
美国是资本市场主导的信用通道，欧洲（还有日本，中国等）是银行体系主导的信用通道。所以，货币政策和效果都是有差异的。美联储的货币政策是干预资本市场，例如货币市场工具（AMLF）和资产证券化市场工具（TALF），因为这些是美国企业和消费者融资的主要渠道。而欧洲央行主要则是向银行体系注入资金，例如向欧洲银行体系投入 4420 亿欧元的 12 个月资金。

图 7.55：欧美信用体系比较



从流动性角度，很难去对比美国和欧洲的多寡。所以，投资者会把关注的焦点聚集在狭义的流动性上，也就是央行资产负债表的规模，虽然美联储的资产负债表在扩张了 130%，而相应地欧洲央行的资产负债表的扩张幅度为 30%，但是从绝对量上，美联储的资产负债表规模依然是小于欧洲央行的规模。而且，从 02 年到 08 年 9 月前的 6 年时间里，欧洲央行资产负债表的扩张幅度（160%）要远高于美联储的 30%，这是在美元单位下，即使是在欧元单位下，也是要快于美联储，而同一时间段里，美元相对于欧元是贬值了 50%。

图 7.56: 欧美央行资产负债表比较



再看基础货币，从 99 年欧元诞生之后，基础货币就没有成为汇率变动的驱动力。美联储在 01 年释放流动性，美元并没有下跌，而在 02 年开始回收时，美元却开始下跌。在 03 年之后，美联储基础货币的增速大部分时间是低于欧洲的，但美元是渐渐贬值的。

图 7.57: 欧美货币供给差与汇率



从 08 年 9 月后，美国基础货币增速开始远远高于欧洲同行，但美元是经历了一段时间的升值，到了 09 年 3 月出现了复苏萌芽后，投资者才开始担忧起了货币过多。

扩展学习与阅读

本章认为，对一国资本市场的了解必须考虑全球宏观经济体系及其变化，以及美元汇率变化对其他国家和其他资产类型的重要影响。美元汇率分析起来非常复杂，但是注意的是在极端情况下不要人云亦云。

作者这里需要强调的是，如果 2009 年开始美元持续升值两年，由于人民币对美元挂钩甚至可能还要升值，则中国很有可能贸易顺差大幅度下降或者转为逆差，前几年因为顺差而投放的流动性扩张变为收缩，这对国内经济和资产类型有着破坏作用，这是超预期因素。

本章对于国际宏观体系和美元的研究仍然不足以满足读者需求，因此，建议对国际金融继续感兴趣的读者，可以参考如下资料。

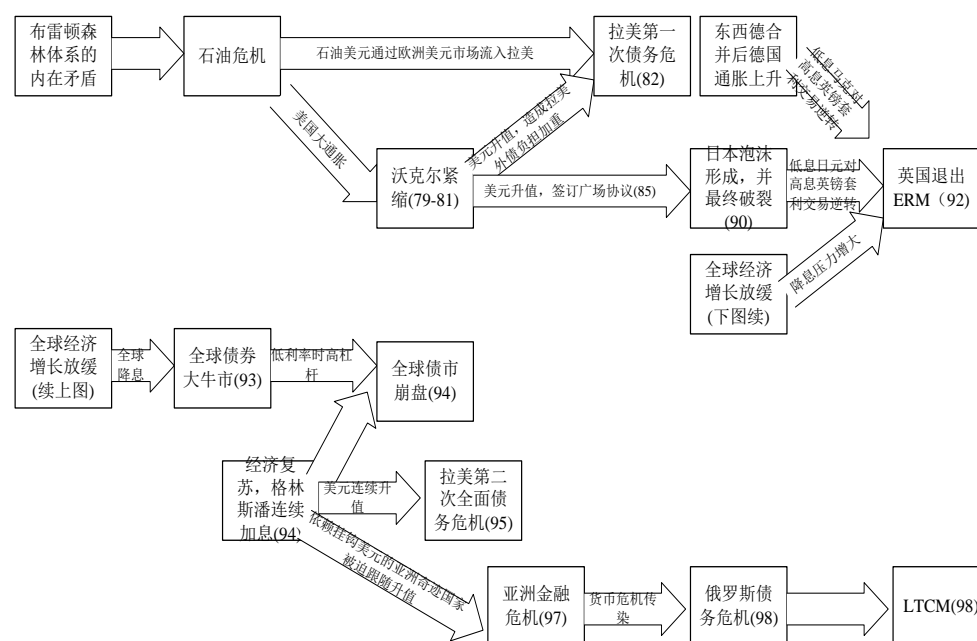
《金融炼金术》、《[金融帝国-美国金融霸权的来源和基础](#)》、《石油大博弈》、《一个经济杀手的自白》、《十年轮回——从亚洲到全球的金融危机》、《美元刀：美元全球经济殖民战略解析》、《石油石油》、《华盛顿的全球赌博》、《黄金屋：对冲基金顶尖交易者如何从全球市场获利》、《国际政治经济学：解读全球经济秩序》、《全球性转变：重塑 21 世纪的全球经济地图》、《设计新欧洲》、《战后欧洲史》、《被绑架的中国经济：多角世界的金融战》。另外《大国的兴衰》也值得阅读，这是一部广泛论述国际政治、经济、军事外交和历史的巨著。作者反思五百年来世界各大国兴亡盛衰、成败得失的经验教训，强调经济和科技的发展是社会发展的基础，经济力量是军事实力的后盾。大国兴起，起于经济和科技发达，以及随之而来的军事强盛和对外征战扩张，大国之衰，衰于国际生产力重心转移，过度侵略扩张并造成经济和科技相对衰退落后。

关于国际贸易、经济和金融的基础知识可以参阅克鲁格曼的《国际经济学》

附录阅读：全球对冲基金和全球金融市场

布雷顿森林体系瓦解后，汇率和商品的波动性大幅增加，全球重大金融市场的动荡存在内部关联。而在每一个环节上，全球对冲基金都是市场的主要参与者，同时也是历史的创造者。每一个事件孤立地来看都是黑天鹅事件，但事实上都是由所有的市场参与者共同造成的。

图 7.58: 布雷顿森林体系瓦解后，国际金融市场上的主力是对冲基金



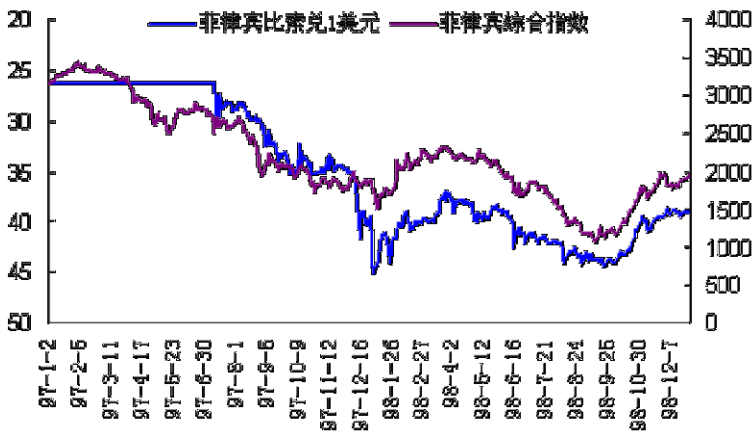
对冲基金在 90 年代开始登上皇冠的顶端，索罗斯在英镑危机的黑色星期三之后仿佛成为了摇滚明星。英国在 1990 年才加入了建立与 1979 年的欧洲汇率机制，汇率中间价锁定在 1 英镑兑 2.95 马克，适逢德国统一，德国为控制通胀而采取高利率政策，衰退中的英国雪上加霜，到 92 年 9 月，英镑接近波动幅度下限时，为了应对日益增加的抛压，英格兰银行入市干预，无限制购入英镑，并将英镑利率从 10% 提高到 12%，事与愿违，9 月 16 日英镑被迫退出欧洲汇率制，索罗斯的基金通过卖空英镑赚得 10-20 亿美元的利润，“全球宏观”也首次进入了公众的视野。在 97 年，索罗斯卷土重来，攻击了脆弱的东南亚盯住美元的固定汇率机制，不单是索罗斯，罗布森的老虎基金在亚洲危机中获利 70 亿美元。

图 7.59: 索罗斯对英镑的攻击



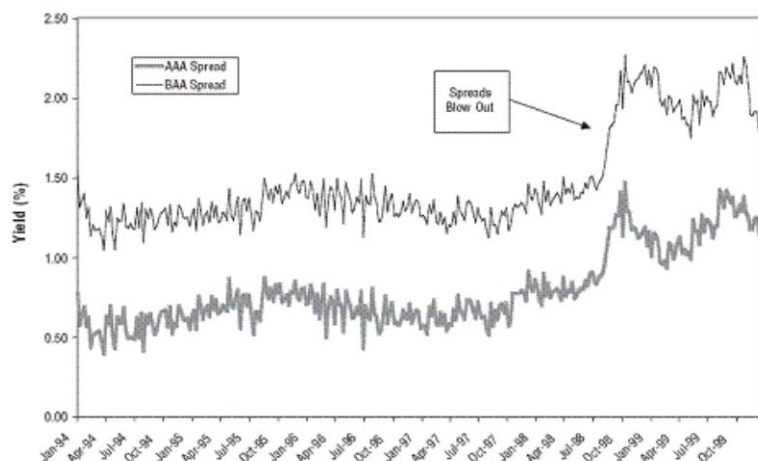
还有一个简单的操作案例就是在东亚危机期间抛空股票，同时卖出抛空股票获得的本土，从而放大了单边赌本土贬值的收益。尽管这种以宏观方向判断为基础的投机方式在七十年代初就开始发展，但是一直到 90 年代全球货币体系再一次大动荡的时候才达到了声望的巅峰。

图 7.60: 97 年 7 月 1 日以后菲律宾的汇率和股票指数走势高度相关



98 年 8 月当俄罗斯发生了主权违约之后，投资者开始了一轮猛烈的 flight-to-safety，风险溢价彪升，最终造成了数学模型压注在风险溢价会回归平均，并高度杠杆化的长期资本管理公司(LTCM)暴仓。顺便说一句，在 LTCM 的模型里利差会继续扩大的概率是 60 亿分之一。换句话说，自从有地球以来，这种事情就不应该发生。

图 7.61: 信用差突然扩大导致 LTCM 破产



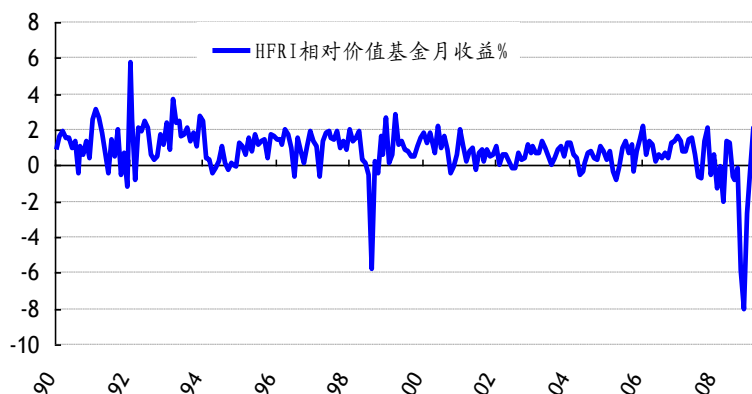
在 90 年代的对冲基金黄金时期，依然有着众多的失败者，94 年美联储的意外加息逆转了利率下降的趋势，在此基础上建立的杠杆头寸，尤其是在新兴市场建立的衍生品头寸，在墨西哥债务危机下崩溃，包括加州的奥兰治县都因此破产，《诚信的背后》是对此最为生动的描述。除了面对拥挤的行业挤压的利润，98 年的俄罗斯债务危机带来了不可一世的长期资本管理公司（LTCM）的崩溃，《营救华尔街》可以让我们窥到此时固定收益交易模式已经与 94 年之前产生了巨大区别。在此之后网络股泡沫将老虎基金送入历史，索罗斯说道：“我们最佳下注的好日子，已经一去不复返。”

好日子真的过去了吗？电影“Wallstreet”，麦克道格拉斯饰演的 Gordon Gekko 可能是历史最有名的华尔街套利人，他的格言是“Greed is Good”，这同时也是一整代华尔街人的座右铭(似乎现在还是)。这使得对冲基金都被看做是罪恶的化身，但是只要贪婪仍然是人性的一个最重要部分，那么对冲基金就必定会昌盛下去，尽管它可能是以不同于现在的一种面目存在。

所以真正的问题应该是：对冲基金的未来策略会发生什么样的演化？关于对冲基金未来可能发生什么样的变化，其实是一个非常个人化的问题，就好比问一个人：“如果你是对冲基金经理，你现在会去做什么”。而这又取决于每个回答的人对于所处的世界正在如何演化的思考。

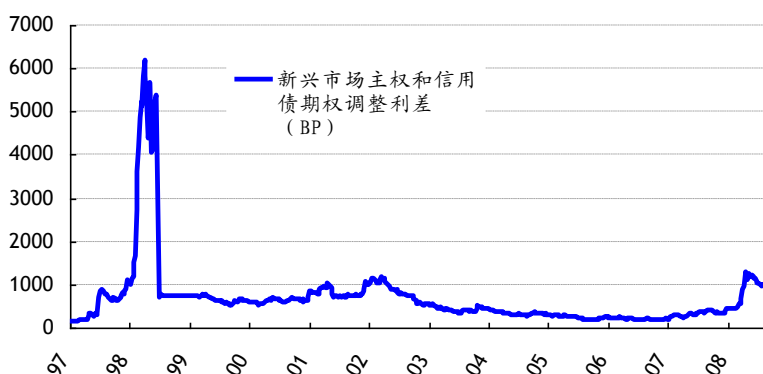
全球对冲基金分为模型对冲和宏观对冲。汇率以及风险溢价波动的突然加大会使对冲基金行业面临萎缩，尤其是模型对冲基金——市场的波动越来越大，意味着价格的扭曲会持续存在，因此依赖于历史数据对金融产品建立模型进行套利的“相对价值型”对冲基金可能会遇上大麻烦。这类基金赌的就是模型的有效性，利差的偏离会及时回复到模型范围，但是过度偏离间歇性存在，比如俄罗斯的债务危机导致的偏离就将 LTCM 打倒，而 08 年次贷危机将更多模型对冲基金被打倒。

图 7.62: 相对价值基金在市场大波动时收益总会很差



另一方面，低息货币的大幅升值切波幅上升将给参与套息交易的对冲基金以打击，日元套息交易的流向主要是加勒比海地区，这个离岸金融中心就是对冲基金的据点，所以，一方面对冲基金面临着收益的风险增大，一方面面临着融资成本的上升。

图 7.63: 新兴市场货币贬值和信用差的扩大将加剧模型驱动基金的风险



但是“相对价值型”的模型对冲基金并不会就此退出历史舞台，就像 LTCM 并没有造成该类基金灭绝一样。只是在一段时间里，他们的影响力会变得更小，而对应的，就是因为这些提供流动性并不断消灭 mis-pricing 的基金的暂时的衰败，更会加剧资产价格扭曲的持续性。

图 7.64: 对冲基金指数与标普相关密切

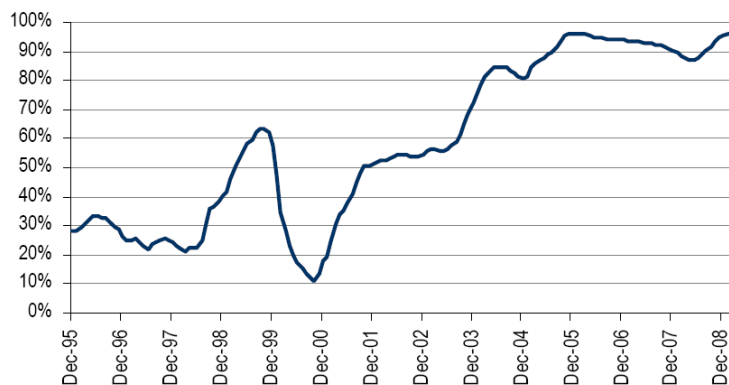
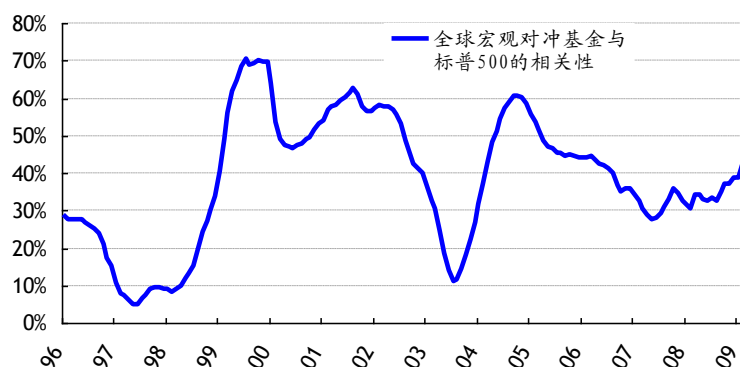


图 7.65: 全球宏观对冲基金相关性弱些



另一方面，波动为全球宏观对冲基金提供发展机会，就好像布雷顿森林体系垮台后带来了外汇市场的剧烈波动，这使得 71 年之前只专注股票市场的对冲基金开始投身与全球货币和债券市场，掀起了全球宏观对冲基金发展的热潮。次贷危机后不单是外汇市场的大波动，也是股票、债券、商品等等市场的大波动，还是新金融范式建立的时机，在模型对冲基金暂时衰败的基础上，宏观对冲基金热潮可能再临——外汇市场仍然是最精彩的金融舞台。

另外，方向性对冲基金会成为主流，因为混乱的另一个产物就是恐惧，因此资产的波动率会上升，某些资产可能会出现持续的价格扭曲，因此敢于在扭曲的价格上逆市场下大注的方向性对冲基金也会越来越主流（尽管这不等于他们每一个都能赚钱）。

对冲基金的核心策略发生的演化，首先肯定是顺应了时代变化的产物，但是反过来，由于对冲基金只是人类表达贪婪的一种手段，而贪婪是无所不在的。因此无论对冲基金如何行动，最终还是会反映到时代的变化上。如果未来国际金融市场继续出现大的混乱，这个混乱可能是由某种主要货币的崩溃，或是某些主要的主权国家大规模破产所造成的。而在这种局面形成的过程中，对冲基金必然会扮演着至关重要的角色。