

## 4.2 利差与利差预期【投资大学·大师课第十二讲】

更新于：2019-07-11 11:18



添加大师课助教微信<jwzhujiao8>

加入课程训练营，一起搭建大类资产投资框架

### 4.2 利差与利差预期

视频时长11分44秒，请在wifi环境下收看

#### 本期提要

- 双利差下的欧洲
- 利差对于汇率的影响是美元吗？

#### 本期内容

关于欧洲的情况，我以前讲过一期，叫做欧洲双利差。其实我对欧洲的情况看的不是特好，2012年之前大家对欧洲还有点希望，2012年之后大家对欧洲基本上没有希望了。但是切记一点，不要因为我这句话，大家就得出结论说付总认为欧元会一直跌，这就犯了那个错误了，刚讲完宏观就直接得出结果。

我们现在讲的是欧洲的结构性问题，落到中观就是欧洲的利差预期的问题，然后分析过往的历史，关注现在的利差预期，最终形成交易结果。2012年之后，原则上讲有一次机会，我个人认为是最佳的一次交易机会，叫**德拉吉期权**。当时我在公众号和日记中分享过，我说1.4就是德拉吉期权，可以交易了。在下面这张图中，德拉吉期权大概在2014年对应的黑色线位置。

### 双利差下的欧洲-欧洲内部失衡依然是牵制

#### 德国的离心机效应对欧洲的影响



我这里划分了一下，其实欧洲的情况稍微复杂一点，因为它还有一个对内利差问题，也就是欧债危机，欧洲的结构性问题，会导致它存在对内利差。不像其他的国家，我们直接看对美国利差就可以，对于欧洲，我们要看两个利差，第一，对内利差的变动；第二，对外利差的变动，这是它的两个风险点。

一般来讲，主要是下面几种情况：如果对内利差不错，我们就看对美国的利差；如果对内利差和对外利差都不好，那就是欧元最差的时候；还有可能是对内利差坏，对外利差好。这几种组合下，欧元的表现是不一样的。金融危机以后，基本上走的就是这个路径。

所以大家可以看到，2011—2013年，其实大家真正交易的并不是对外利差，而是对内利差，也就是欧债危机的问题。之后，也就是在2014—2016年的过程中，因为欧洲央行的干预，大家真正交易的是德拉吉期权，就是欧洲央行的宽松导致对外利差的走扩，对内问题平息。所以当时利差的变化才是真正主要的交易方式。

2017年欧元的反弹，就是因为当时大家的初步判断是全球经济还会继续的一体化，所以当时市场押注欧元反弹。但是欧元的反弹，真正在利率上解释，就是大家押注欧洲央行会退出。但是大概到2017年年中，虽然当时不是欧元汇率的高点，但是我记得我在日记里跟大家说，债权交易者跟汇率交易者开始出现分歧，就是大家会发现这个阈值不是说马上就on的，当时的阈值只有1.4，但最高的时候达到过1.7。

债券交易者在2017年8月就意识到欧洲央行没法退出，但是汇率交易者仍然继续押注欧洲央行会退出。到了2017年四季度的时候，汇率交易者才开始意识到，原来数据开始转差了，于是整个押注就结束了，汇率和利差就开始回归了。其实这样的机会不多，但是只要出现就是挺好的交易机会，因为分歧点是非常明确的。

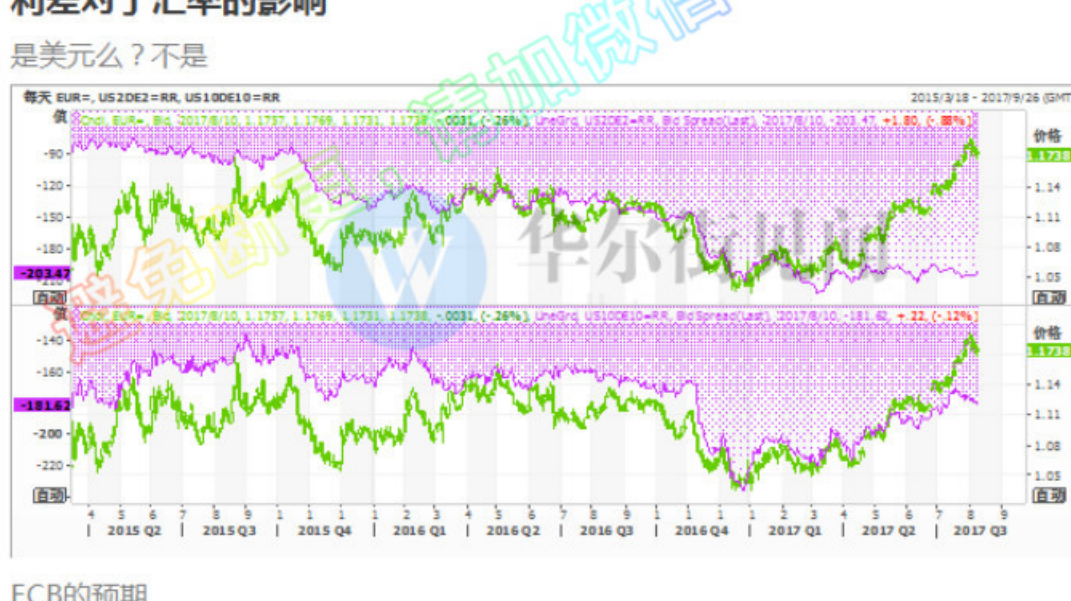
大家要分析的是欧洲到底是不是结构性的问题，能不能走出来。其实我们都是在押注某一个变量，无非是你非要非常清楚自己在押注什么。随着经济数据的变动，你会发现利率反应更快、更早，那么机会就来了，偏差也就来了。

当然很有可能很多交易者1.4的时候就入场了，后来就一直扛着，其实无非就是左侧交易和右侧交易，关键是当变量发生的时候，该认错的认错，该转成右侧加仓的加仓。但是你一定要知道是什么点，这个点就是随后的经济数据能否证明欧洲央行有底气退出。当然了到后面，连欧洲央行自己都说有可能滞后，大家就不要再怀疑对错了，那个时候就可以进入到攻击阶段。这是对欧洲的一个理解。

### 驱动今年美元核心的因素其实不完全是美国

#### 利差对于汇率的影响

是美元么？不是



ECB的预期

由于欧洲和日本在一篮子货币中的占比比较大，所以说我们看到的所谓的美元指数，准确的说，分解一下就是欧洲和日本的政策变动。所以说像其他的汇率，加元、澳元、纽元，其实不用过多的关注美元指数，很简单，美国处在一个什么样的状态下，直接关注澳洲和新西兰就可以了，它们之间是一个比例的关系。其他的手段就比较多了，这里列举了一些。

既然我们要观察中间的利率变动，当时我就说很简单，央行会议公告一个月一次，太低频了，有没有一些高频数据，可以支撑我们去观察利率呢？很简单，我们可以去看利率市场，利率市场、债券市场这帮交易者观察的指标是高频的，而央行公布的经济数据是低频的，所以说这个时候你要观察的更多的是这些利率高频数据在反映的东西，后面无论是央行的决策也好，央行的公开声明也好，是用来证伪的。

很多交易者总想着央行的声明去做交易决策，那就晚了。这几年我用的很多数据，比如隔夜指数掉期、利率、Basis Swap（基差互换），其实全是债券市场交易员在看的指标。我通过他们的高频交易，筛选对于货币政策展望的预期，用这个去做修正会更好用一些。

### 驱动今年美元核心的因素其实不完全是美国

#### 利差对于汇率的影响

是美元么？不是



ECB的预期

我比较常用的是OIS，隔夜指数掉期的期限结构，我就看短端隔夜指数掉期和长端隔夜指数掉期之间的差值。如果我发现一个经济数据出来，隔夜指数掉期的这个差值扩得很大，那就说明市场已经把将来的降息预期反映出来了，我根本不需要等到央行发表声明，这就是一种简单的方法。

2012年的时候，我在澳元上就用过这种方法。当时澳元在零点八几横盘了差不多两个月还是三个月，隔夜指数掉期也是在横盘，就是和美国的差值也在横盘。但是突然间，澳洲的一个经济数据出来以后，隔夜指数掉期率先打破这个区间。

当时我就写了一篇微博日记，我说这两年最好的机会出来了，有可能是大规模的做空澳币。这并不是猜测，因为利率交易者通过隔夜指数掉期已经在记录澳大利亚远端的长期降息的趋势，汇率还在上面横着，这就是最佳的机会。

如果回顾自己的成功案例的话，基本上都是这种漫长的、三五个月的等待，然后出手。其实我还是挺喜欢这种交易方式的，但是这种交易方式不适合基金管理，基金管理要的是风控，要的是回撤，要的是一点一点赚钱，它不要你今天不赚，明天突然间赚一笔。

所以之前我说我们在讨论所有的交易方法和策略的时候，一定要先告知彼此讨论的前提，做多大的资金、想怎么做、资金属性是什么、特点是什么、年龄是什么、风格是什么，不评估这些东西就完全没法去对评估投资回报。

其实汇率方面，这样的机会每隔两三年会出现一次。

我人生中的第一桶金，就来自2008年捕捉英镑。当时美国已经开始大规模降息了，也就是次贷危机已经爆发，只是英国人和欧洲人认为次贷危机不会向全球蔓延，但是实质上北岩银行的信贷已经开始出问题了，所以当时就出现了一个巨大无比的利差，但是在这个巨大无比的利差下，英镑汇率在高位，2.0左右，横盘了7个月，什么概念？就是1号开盘是啥价，30号收盘就是啥价，连续7个月。当时汇率投资者都在想到底会朝哪个方向发展。简单讲，如果危机蔓延到英国，英格兰央行选择大幅度一次性降息，汇率投资者直接起盘；如果没有蔓延到英国，那么汇率投资人的坚持就对了。

当时在做的交易，原则上来讲很简单，就是看金融危机到底会不会向欧洲和英国蔓延，英格兰央行是否会认错，或者说它本来就是对的。后来英格兰央行坚持了几个月以后，发现情况不对，一次性降息到位把利差补上，然后大家就看到了，跟索罗斯先生1982年狙击英镑产生了一样的效果，一次性的利差调整带来了巨额的汇率波动。

那可说是英镑历史上，30年、40年唯一一次最大的交易机会，但是那样的机会，说实话你也得等上10—15年。这样的历史性机会确实不多，但是随后2012年澳大利亚也产生了类似的情况，澳洲央行跟经济数据之间出现了滞后。所以在方法论上，大家去研究利差就可以了。

以上就是课程的所有内容，非常感谢大家，谢谢。

- END -

戳此学习付鹏的<大类资产框架手册>

30节课搭建你的大类资产投资框架

