

这是付鹏《大类资产框架手册》第四章（大类资产的逻辑——汇率）的深度总结与逻辑梳理。

这一章的逻辑非常清晰：汇率不是玄学，而是宏观经济在国际收支上的投影，最终通过利率差异来实现定价。付鹏老师在本章中致敬了索罗斯的《金融炼金术》，并将宏观不仅停留在“看”，而是落实到了“算”和“比”上。

以下是详细的逻辑梳理：

一、汇率的底层逻辑：国际收支与三级架构

汇率分析的核心在于**“比”**——它是两个国家经济体质和政策周期的相对强弱。

1. 理论基石：国际收支平衡表 (BOP)

付鹏的汇率框架深受索罗斯影响，核心公式非常简单：

$$\text{国际收支 (BOP)} = \text{经常账户 (CA)} + \text{资本与金融账户 (K)}$$

- **经常账户 (Current Account, CA)：** 反映一个国家的“赚钱能力”（贸易顺差、服务贸易）。
 - **关键细节：** 很多投资者会搞错，**资本投资收益**（比如海外投资赚的利息分红）是记在经常项目下的，而不是资本项目。这一点在分析澳大利亚等资源国时至关重要（好的时候掩盖问题，坏的时候放大债务）。
- **资本账户 (Capital Account, K)：** 反映一个国家的“借钱/融资能力”和资本流动。
- **理想状态：** 双顺差（如中国入世后的高速增长期）。
- **反馈机制：** 顺差带来本币升值预期 → 吸引更多套利资本流入 → 进一步推升本币（正反馈）；反之则是负反馈。

2. 三级架构在汇率中的映射

汇率是全球三级分工（消费国、生产国、资源国）的结果：

- **消费国 (美欧)：** 往往通过资本项目顺差来平衡经常项目逆差。
- **生产国 (中日)：** 往往通过经常项目顺差积累外汇。
- **资源国 (澳加)：** 高度依赖大宗商品价格，经常项目波动剧烈。
- **结论：** 不要单一地看“美元指数”。美元指数是一篮子货币的加权，是个结果。要做交易，必须把美元拆开，看美/欧、美/日、美/澳的具体比值关系。

二、核心驱动力：利差与利差预期

如果说国际收支是宏观背景，那么**利差 (Interest Rate Differential)** 就是中观层面的直接驱动力。

1. 传导路径

宏观经济（两个账户） → 决定货币政策（央行决策） → 形成利率（利差） → 驱动资本流动 → 决定汇率。

2. 交易的是“预期差”

- **央行是滞后的：**央行的声明往往落后于市场。千万不要等央行宣布加息了再去交易。
- **看什么指标？**要看债券交易员在看的高频指标，它们是春江水暖的“鸭子”：
 - **OIS (Overnight Index Swaps)：**隔夜指数掉期。
 - **Basis Swaps：**基差互换。
 - **Yield Curves：**债券收益率曲线。
- **交易时机：**当高频利率指标（如OIS）已经反映了利差变化，而汇率（Spot）还在横盘或未反应时，就是最佳的“错配”入场点。
- **案例：**2012年做空澳元。当时澳元汇率横盘，但澳美的OIS利差已经开始崩塌，暗示澳洲即将降息，这是绝佳的做空机会。

三、欧洲的特殊性：双利差模型

欧元之所以难做，是因为它比普通国家多了一层逻辑：**内部失衡**。

1. 两个利差





- **对外利差：**欧元区 vs 美国（传统的欧美利差）。
- **对内利差：**核心国家（德国） vs 边缘国家（希腊/意大利等）。这反映了欧债危机和欧元区的解体风险。

2. 欧元的几种状态

- **最差时刻：**对内利差扩大（危机爆发） + 对外利差扩大（经济差导致降息）。
- **德拉吉期权 (Draghi Put)：**2014-2016年，欧洲央行通过宽松政策（QE），虽然导致对外利差走阔（欧元跌），但压低了对内利差（解决了欧债危机风险）。这是欧元交易的黄金窗口。
- **交易启示：**交易欧元必须同时盯着德债与美债的差（对外），以及德债与意债/希腊债的差（对内）。

四、交易哲学：低杠杆与长周期

付鹏在这一章特别强调了汇率交易的“道”。

- **汇率比股票好做：** 股票微观变量太多（财务造假、股东减持），而汇率纯粹是宏观逻辑的体现，甚至比大宗商品更纯粹。 
- **死于杠杆：** 很多人觉得汇率难做，是因为杠杆太高（100倍、200倍）。
 - **波动率逻辑：** G7货币（如英镑）日内波动80bp是正态分布。如果你上20倍杠杆，日内波动就能让你爆仓，你根本扛不到逻辑兑现的那一天。 
- **正确姿势：**
 - **低杠杆：** 控制回撤。
 - **长周期：** 汇率是基于国运和周期的，看周线和月线，持有周期往往在3-5年（如一个完整的加息/降息周期）。 
 - **不要预测点位：** 没人能预测汇率会跌到多少（比如油价跌到几块），只要逻辑（利差预期）没变，就持有；逻辑变了，就平仓。 

五、总结

付鹏的汇率分析框架可以浓缩为一句话：在国际收支的宏观背景下，利用高频利率市场（掉期/债券）的信号，捕捉央行货币政策转向前的“预期差”，并以低杠杆长周期的姿态参与全球资本流动。

这一章打通了FICC中的最后两个环节：**Rates（利率）**是因，**FX（汇率）**是果。至此，宏观（第一章）、FICC工具（第二章）、商品（第三章）、汇率（第四章）已经形成了一个完整的闭环。