

这是付鹏《大类资产框架手册》第四章节（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。