

# 全球市场正面临一次大级别调整

□ 主持人 邹民生 乐嘉春

前两天在北京参加了一次小型国际会议。参会的人虽然不多,但有包括诺贝尔奖得主宾塞在内的 20 多位世界顶级经济学家与会,对全球经济失衡以及中国面临的挑战深表关切。今天,我们将且不表学界看法,而是邀请两位在国际金融市场第一线的英国公司专家,以金融为切入点做一次对话。两位认为,全球经济失衡正引发各类市场面临一次大级别的调整,规避风险是非常重要的。他们的建议有没有道理,还请读者诸君自辨。

## 三大直接原因导致市场大幅波动

**主持人:**最近几个月,国际金融与投资市场可谓惊心动魄,大宗商品价格、主要股指大幅波动,美元对其他 G7 货币大幅贬值。您觉得,造成这种状况的主要原因有哪些?在 2006 年余下的时间里,美元对欧元、对澳元、对日元又将会呈现怎样的走势?而这些汇率变动又会怎样影响其他市场呢?

**赫特曼:**对投资界来说,最近几个月是大家神经绷得比较紧的一段日子。国际投资市场行情变化迅速,投资者对多个市场的交易动向越来越敏感。商品市场、股票市场、金融市场大幅波动。根据我们的分析,至少有以下三方面原因。

1. 流动性非常高。今年自年初以来,各主要经济体的中央银行非常慷慨,金融市场注入了大量的流动性,不管是股票、债券还是商品类市场。伴随着高流动性,市场的另一个特征是投资者的风险承受意愿大幅提高。直到这次市场全面调整来临,股市波动率一直处于较低的水平,投资级与垃圾类债券之间的息差也不断下降,这些都从侧面反映了投资者的冒险意愿增强。

大量资金流入加上投资者风险承受意愿增强,推动了各风险类资产价格上升,尤其是商品市场(我们会在后面着重阐述),但这种由流动性带来的繁荣是不能持久的,这就导致了近期市场的深幅调整。

2. 货币政策的转换。这可以说是这次调整的导火索,当宽松的货币政策进入末期,或者更确切地说,当投资者预期宽松的货币政策行将结束时,高流动性开始被挤压,资金开始抽离高风险市场,直接引发了这次市场调整。事实上,各大央行已开始着手调高利率,紧缩货币环境。

3. 商品市场的作用。大量的投资或者投机资金进入了工业原材料等大宗商品市场,形成了商品市场十余年来空前繁荣。油价、铜价高企,金价创 26 年新高,等等。商品价格不断攀升的背后当然有基本面支撑,但投机因素也不可忽视。

供需矛盾日益凸现,价格开始上升,刺激了供应意愿,原来不景气的矿源开始变得有利可图。但是供需矛盾并不是短期内可以解决的,你不可能如打开水龙头一般容易地来开采矿产,勘探、采掘都需要时间。长期形成的供需矛盾以及供需的时间差,是导致这次大宗商品价格大幅上升的深层次原因。

就在这个时候,大量的投机资金发现了投机机会,开始了推波助澜的作用。我们可以从多方面来观察投机资金的活动踪迹:1、期货的开仓合约激增。2、各类商品指数的开创,如高盛商品指数, AIG 指数等等,这些指数的开创给大众投资者,给养老基金等提供了新的投资渠道,也为更多的资金进入商品市场提供了路径。3、形形色色的商品类对冲基金,这些基金或

追求长期回报,或侧重短期操作,以期在大宗商品交易中获取丰厚回报。这些投机资金加上其他各类市场参与者的积极介入,推动了商品价格的进一步上涨。而与此同时,供给在短期内却被限制了。当价格涨至不可支撑的高位时,调整势在必行。

**魏敏华:**对现在的全球市场来说,由于网络与信息技术的广泛运用,已经很难把金融市场与商品市场以及其他投资市场截然分开了。资金在各市场间寻找套利机会已是司空见惯的事,而市场间的关联性又使上面讲到的那些因素互为作用。我们不妨看看一个典型的案例,今年 4 月底,5 月初美元对其他主要货币大幅走跌,使以美元为标价的金属商品价格进一步上涨,投机者不辞辛劳忙进忙出。但大宗商品价格的不断上涨带来了对于下游产品价格上涨的预期,引发了投资界对通货膨胀上升的隐忧。

我们再看看今年年初以来的情况,此前市场普遍认为美联储的这一轮升息周期将以今年三月的最后一次升息而告一段落。但由于年初以来商品市场出现了飙升行情,分析人士估计通货膨胀将上升,人们开始担忧美联储将继续加息,各大经济体的中央银行将紧缩货币政策,这些担忧很快反映到市场中,致使各大金属商品价格大幅下挫,如上周五(6 月 9 日)收盘的金价与五月份最高点(730 美元/盎司)相比下跌了超过 15%。与此同时,各大股指亦深幅回调,如 FTSE100、NIKKEI225 下跌了将近 10%,S&P500 亦下跌了 5%以上。

各类市场出现的宽幅震荡,使各市场的投资者风险承受意愿大大下降,投机资金纷纷离开风险较高的市场。从五月中旬开始,各大股市中的资金迅速转势下调。种种迹象表明,全球各类市场正面临一次比较大级别的调整,趋势如何,值得关注。

## 主要经济体基本面情况决定汇价走势

**主持人:**那么,在这样的投资环境中,汇价又会呈现怎样的走势呢?

**赫特曼:**首先让我们来比较一下外汇作为一类资产与其他资产诸如股票、债券的不同。不论是股票还是债券或商品投资,都属于绝对回报类投资。如果你投资世界上所有的股票或债券,它们有可能同时上升,也可能同时下跌。但外汇投资是相对回报类投资,如果你购买世上所有的货币,其中一半将上升,而同时另一半将下降。这就是所谓的“外汇汇率”——即不同货币市场的交换比率。

直到今年二、三月份,影响美元与欧元或日元的最主要驱动因素是利差。换言之,因为美元的短期国债回报比其他货币要高,大量的投资资金甚至各国的外汇储备资金被吸引进入美国,支撑了美元对欧元或日元的汇价。但是如果我们剔除利差因素,剩下的就是价值决定因素。

如果观察各经济体的基本面因



迈克尔·赫特曼

迈克尔·赫特曼生于瑞士,获日内瓦大学经济学硕士学位,并拥有伦敦商学院投资管理证书。他是美莱尼投资管理有限公司创始人、公司首席投资总监。美莱尼管理的资产超过 71 亿美元。服务对象遍及全球,涵盖多类投资产品。迈克尔·赫特曼有丰富的从业经验,曾就职于 JP 摩根,后加入高盛,还多次协助组织了瑞士达沃斯国际经济论坛。

Email: mhuttman@millenniumglobal.com



魏敏华

CFA 持证人,英国杜伦大学投资金融学硕士, CFA 协会英国分会会员、英国职业投资人协会会员。现任美莱尼公司计量分析师,负责对各外汇投资战略、外汇资产与其他市场关联性以及其他相关课题实施实证研究及相关分析。在赴英国之前,魏敏华曾在中国国内先后就职于上海浦东发展银行及某私人投资有限公司。

Email: mwei@millenniumglobal.com

素,显然从日本的情况看,日元是被低估了。相反,美元却存在着明显的结构性不平衡等矛盾,如财政赤字、贸易逆差等等。这些负面因素预示着美元——这个全球最大的储备货币,其价值需要被重估。美元及其他主要货币的调整只是时间问题——经济时间等待政治时间。我们继续坚持这个观点:美元汇价的下调将有利于美国缓解其结构性不平衡,尤其是贸易赤字。

## 中国面临与日俱增的外汇风险

**主持人:**近年来,中国经济的国际化步伐加快,但持续增长的外汇储备,蓬勃的国际贸易也使中国企业和投资者面临越来越大的国际压力,特别是 QDII 使(或将使)中国的银行、公司以及投资者更加直接地面临着各种各样的外汇风险,您认为他们应该怎样做才能更好地规避这些风险呢?国际大公司或机构又是如何来管理这些风险的?国际机构可以帮助他们做些什么?

**赫特曼:**中国现正以相对较快的步伐推进改革,把自己融入整个世界经济体。但伴随全球化的推进,中国面临着与日俱增的外汇风险。

对于外汇风险,首先我要强调的是风险并不总是坏事,风险可能是“损失”,但也可能是“机会”。比如银行在发放贷款的过程中,不断地在承受公司风险,但银行照样能赚钱。比如资本市场被认为是高风险的场所,但精明的玩家亦能获得丰厚的回报。

其次对于风险管理,我们需要工具,好比如果我们想要往墙上钉钉子,我们需要有锤子或其他工具,然后才能谈及方法。

这里您提及了三类对象将暴露于外汇风险:首当其冲的是政府的外汇储备。外汇储备是特殊的对象,并不总是以盈利为目标,更要服务于整个宏观经济的平稳运行。高速的经济增长使中国累积了大规模的外汇储备,前不久已超

越日本,成为世界第一外汇储备大国。这就可能给中国政府带来新的考验,在思量如何保持经济的稳步增长,优化经济结构,既保持出口贸易,又促进内需等问题的同时,如何管理好这笔巨大的外汇储备亦成为当务之急。

第二类是从事国际贸易的公司企业或者专业投资全球股市债市的投资公司,他们面临的外汇风险并不是他们想主动地承担这些风险以从中获利,他们账簿上存在的外汇风险是由国际贸易或者海外投资导致的。一般而言,国际大公司会采用套期保值来规避外汇风险,从而专注于主业。这就涉及到如何确定保值额、选择合适的保值合约、决定适当的保值比例等等。

第三类是投资于外汇资产的银行或投资公司。他们是积极承担外汇风险、寻求超额回报的一类。怎样在不增加资产整体风险(这里回报波动率衡量的前提下)增加回报,或保持回报的同时降低风险,其间各类资产回报的关联性起关键作用。

诺贝尔经济学奖获得者马克维兹早就证明了对现有的投资组合增加对负关联性或低关联性的资产,可以提高整体回报质量,这就是分散投资的益处。许多实证研究发现外汇作为一种投资资产,其回报与其他资产的关联性很低,可以为不管是股票类还是债券类投资组合提供分散投资的益处。

**魏敏华:**分散化投资的潜在好处,对于不同资产外汇风险(如专业投资全球股市或债市)的投资公司也有很重要的意义。而如何对于规避外汇风险,西方投资公司的经历可供中国投资者们借鉴。简单地讲,他们也经历了三个阶段:1、完全不规避;2、完全规避;3、部分规避。

第一种方式的弊端是显而易见的。专业基金经理人常常发现外汇的波动,抹杀了他们在股票或债券市场上获取的大部分甚至全部收益。这就促使他们开始关注外汇风险,并采取了 100% 的规避外汇风险策略。

历史数据表明外汇资产与其他资产的关联性非常低,在规避所有外汇

风险的同时,很容易抹掉分散投资带来的好处。这就促使很多国际基金经理人转而采取折衷的办法,即部分规避汇兑策略。常用的部分规避比例有 50% 最小后比率,73% 布莱克比率,还有动态保值比率等等,孰优孰劣,要看各个体不同情况而定。

## 人民币兑美元破 8 后的套利机会

**主持人:**前不久,人民币兑美元一度跌破了 8,很多人把破 8 看得很重。但事实是,在人民币兑美元略微升值的同时,人民币兑欧元、兑澳元实为贬值?您是否觉得,我们在关注人民币汇率走向时,是否不应该只盯住美元,还要看看人民币与其他主要货币的关系?这里,我觉得有一个非常有趣的问题是,是什么原因导致了人民币与美元和其他货币的不同走势关系?在这种情况下,是否存在套利的机会?

**赫特曼:**人民币现在实行的是对一揽子货币的有管理浮动汇率制度,相对于主要工业国家之间的外汇汇率,人民币的“浮动”还是处于很小幅度的阶段,人民币的波动更多的还是呈现了与美元之间的挂钩关系。但是因为中国与美国之间的经济关系并不像中国与其他国家之间的关系,这就产生了您所描述的有趣现象。

当美元对其他主要货币大幅贬值时,人民币也随着美元小幅贬值,尽管中国的高速经济增长以及稳健的外汇账户使人民币相对于大部分工业国货币的汇价将呈现出长期的上升趋势,这一轮美元下跌却导致了人民币对英镑、对欧元或对日元不跌反升。前一阵子中国对美元汇率跌破 8,但这只是一心理关口,并不会产生实质性的变化。

从我们的观察,中国逐步开放的汇率政策所导致的汇率波动率增加并未对中国造成不利影响。我们相信人民币从长期来看,会呈现强劲的走势。但另一方面,巨额的外汇储备却又给人民币的汇价带来负面影响。

**魏敏华:**中国现在面临的问题与以前许多新兴发展中国家曾经经历的“比索问题”正好相反,以前这些国家因为将本币挂钩于一强势货币,而导致了本币的不符合实际经济关系的升值,加上外汇储备的不足,导致了墨西哥金融危机,亚洲金融危机,南美金融危机等等。

而如今中国面临的问题正好相反,因本币挂钩于一弱势货币而引起的本币贬值,而外汇储备已位居世界第一,同时中国的经济总量又比那些国家要高得多,以致中国的一举一动足以对西方国家产生影响。这些因素加总,可能使中国的汇改任务更为艰巨,也使中国的汇改问题聚集为全世界的关注焦点。

**赫特曼:**我们还是认为中国应坚持逐步开放汇率的政策,最终允许人民币自由兑换,历史证明本币升值的环境下亦可以维持经济的强劲发展,比如美元在 1920 年代对英镑、德国马克在 1990 年代对美元都经历了长期的升值同时保持了经济的高速发展。当然日本在 1980 年代的教训也告诉我们这些不可以一蹴而就。

有了上面所说的这些长期因素,对于投资者而言,这的确提供了长期投资的机会,不仅是人民币对美元,而且是美元对欧元对英镑等等。

## 看点

●对投资界来说,最近几个月是大家神经绷得比较紧的一段日子。国际投资市场行情变化迅速,投资者对多个市场的交易动向越来越敏感。商品市场、股票市场、金融市场大幅波动。根据我们的分析,至少有三大原因。

各类市场出现的宽幅震荡,使投资者风险承受意愿大大下降,投机资金纷纷离开风险较高的市场。从五月中旬开始,各大股市中的资金迅速转势下调。种种迹象表明,全球各类市场正面临一次比较大级别的调整,趋势如何,值得关注。

●如果观察各经济体的基本面因素,显然从日本的情况看,日元是被低估了。相反,美元却存在着明显的结构性不平衡等矛盾,如财政赤字、贸易逆差等等。这些负面因素预示着美元——这个全球最大的储备货币,其价值需要被重估。美元及其他主要货币的调整只是时间问题——经济时间等待政治时间。我们继续坚持这个观点:美元汇价的下调将有利于美国缓解其结构性不平衡,尤其是贸易赤字。

●中国逐步开放的汇率政策所导致的汇率波动并未对中国造成不利影响。我们相信人民币从长期来看,会呈现强劲的走势。但另一方面,巨额的外汇储备却又给人民币的汇价带来负面影响。而中国的经济总量又比那些国家要高得多,以致中国的一举一动足以对西方国家产生影响。这些因素加总,可能使中国的汇改任务更为艰巨,也使中国的汇改问题聚集为全世界的关注焦点。

## 编余

这一阵子全球投资市场可谓行情跌宕,走势飘忽,让各类投资者手心出汗,惊诧不已。从各市场间的互动情况看,无论是股市、汇市,还是金市、油市,乃至大宗商品市场,无论是所谓欧美成熟市场,还是像中国、印度这样的发展中国家市场,行情突起低落、变化迅速,很难用常理来解释。

那么,是什么原因导致全球各类市场出现这种异乎寻常的震荡呢?这种震荡又将预示着什么呢?有分析人士认为,这是全球经济失衡的反映。这种失衡,不仅有市场在资源配置方面的原因,更有深层次的结构性原因,如全球产业结构、资源结构,以及不同地区经济发展差距加大等方面的原因。此外,经济霸权的危害也加剧了经济的矛盾与冲突。正所谓,地火运行,总是要爆发的。经济失衡最终将首先在市场上表现出来,其表现就是大级别的调整。是否如此,列位尽可拭目以待。

——亚夫

## 中国投资者要选择合适的外汇避险工具

□ 赫特曼 魏敏华

“携带交易”是近年来国际外汇大鳄经常采用的外汇交易策略。这类交易操作非常简单:买入高利率货币,卖出低利率货币。事实上我们对“携带交易”作了大量的实证调研。我们发现这一类交易的回报波动率非常高,导致其表现非常不稳定。我们认为,如果单纯使用这一交易策略是很幼稚的做法,因为它只注重利差一个因素而忽视了所有其他的因素。

事实上,除了利差,还有很多其他宏观经济变量会影响外汇汇率,比如购买力平价、相对劳动生产率等等,这是其一。其二,从投资者的角度来看,短期利率组成外汇投资的一部分收

益,但我们知道,短期利率的意义远不止于此,对于美联储、欧洲央行或其他很多央行而言,短期利率是调控经济、稳定物价的有力工具,这意味着对“携带交易”者们,其所关注的变量“利差”本身存在着很多不确定性,导致其投资回报的不稳定性。事实上,这一策略自 2006 年以来的业绩就差强人意。

支持“携带交易”的根据是“远期升/贴水偏见论”。大量的实证研究显示利率平价理论(高利率货币对于低利率货币的汇价应该贬值,其贬值额应相等与两者之间的利差)在短期内不能成立,换言之,远期汇率升/贴水不能很好的预测未来汇率走势,这

些学术界的发现导致了投资界“携带交易”的盛行,有趣的是,我们发现“携带交易”从另一方面,更加剧了“远期升/贴水”相对于未来汇率变化的偏差,从而引起更多的投资者跟随这一策略,导致更多的偏见。但这远远超出用基本面因素解释的范围了,更多的是由这些交易资金推动的。此外我们还用这一策略进行模拟长期投资,我们发现,如果以十年为投资期限,单纯使用这一策略只是在最近十年才产生长期正回报,之前二十年都为负回报。

我们认为,使用“携带交易”作为唯一的外汇投资策略对中国投资者

(或对任何其他投资者)并不合宜。

除了“携带交易”,还有其他多种外汇投资战略,比如宏观因素模型、购买力平价模型等等。而我们认为结合基本面因素与市场动因的决策模型可以产生更好的结果。

长期来看,外汇汇率走势是由宏观经济或基本面因素决定的,比如相对劳动生产率、相对经济增长率等等。但是通过分析这些因素,我们只能推断出汇率的长期走势,却无法判断这种趋势何时会开始。因此,我们亦关注市场动因,通过对市场动因的分析来判断进出市场的最佳时点。这些市场动因有市场一致观点指标、跨市场信

号、技术面指标等等。

举一简单例子,以黄金价格作为判断美元短期走势的跨市场信号,黄金的价格与美元的汇价走势呈反向关系,金价持续上涨常常预示着美元的疲软。

总而言之,在如今整个世界经济体系的融合度提高,各大市场之间的关联性加强的前提下,我们认为孤立地关注某一指标、或某一市场是远远不够的。相反,我们认为要从宏观经济因素中研究未来汇价走势,用微观市场动因,通过对市场动因的分析,同时关注各市场之间的互动性,以决胜汇市。