

The Foreign Exchange Matrix

東航金融·衍生译丛
KUH KES FINANCE

外汇市场规模巨大、令人神往，但被外汇市场参与者和非参与者广泛误解。这就是许许多多有关外汇市场的问题没有得到解答的原因所在。例如，每天 40 000 亿美元的外汇交易量有什么用途？外汇市场的趋势由哪些因素决定？谁是外汇市场的玩家？是外汇市场驱动其他金融市场，还是相反，外汇市场是所有其他市场的被动产物？外汇市场没有明确的供给和需求决定因素，外汇交易者是如何确定市场情绪和价格走向的？

投资之道 理财必备

外汇交易矩阵

理解汇率波动的新框架

芭芭拉·洛克菲勒 (Barbara Rockefeller)

著

维基·施麦尔泽尔 (Vicki Schmelzer)

沈国华 译

上海财经大学出版社



東航金融 · 衍生译丛
KIHK CES FINANCE

外汇市场规模巨大、令人神往，但被外汇市场参与者和非参与者广泛误解。这就是许许多多有关外汇市场的问题没有得到解答的原因所在。例如，每天 40 000 亿美元的外汇交易量有什么用途？外汇市场的趋势由哪些因素决定？谁是外汇市场的玩家？是外汇市场驱动其他金融市场，还是相反，外汇市场是所有其他市场的被动产物？外汇市场没有明确的供给和需求决定因素，外汇交易者是如何确定市场情绪和价格走向的？

投资之道 理财必备

外汇交易矩阵

理解汇率波动的新框架

芭芭拉·洛克菲勒 (Barbara Rockefeller) 著
维基·施麦尔泽尔 (Vicki Schmelzer)
沈国华 译

上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

外汇交易矩阵:理解汇率波动的新框架/洛克菲勒(Rockefeller, B.), (美)施麦尔泽尔(Schmelzer, V.)著, 沈国华译. —上海:上海财经大学出版社, 2015. 3

(东航金融·衍生译丛)

书名原文: The Foreign Exchange Matrix

ISBN 978-7-5642-1988-8/F·1988

I. ①外… II. ①洛… ②施… ③沈… III. ①外汇交易-研究
IV. ①F830.92

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 183349 号

- ☐ 责任编辑 李成军
- ☐ 封面设计 张克瑶
- ☐ 责任校对 胡 芸 卓 妍

WAIHUI JIAOYI JUZHEN

外 汇 交 易 矩 阵

——理解汇率波动的新框架

芭芭拉·洛克菲勒

(Barbara Rockefeller) 著

维基·施麦尔泽尔

(Vicki Schmelzer)

沈国华 译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海华业装璜印刷厂印刷

上海景条印刷有限公司装订

2015 年 3 月第 1 版 2015 年 3 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 15 印张(插页:3) 261 千字

印数:0 001—4 000 定价:45.00 元

图字:09-2014-220 号

***The Foreign Exchange Matrix: A New Framework for
Understanding Currency Movements***

Barbara Rockefeller, Vicki Schmelzer

Copyright © 2013 Barbara Rockefeller and Vicki Schmelzer.

Originally published in the UK by Harriman House Ltd in 2013, www.harriman-house.com.

All Rights Reserved. No part of this Publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, or otherwise without the prior written permission of the publisher.

CHINESE SIMPLIFIED language edition published by SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS PRESS, copyright © 2014.

2014 年中文版专有出版权属上海财经大学出版社

版权所有 翻版必究

芭芭拉·洛克菲勒怀着感激之情把此书献给：
杰出的英语老师伊文捷琳·豪格(Evangeline Hogue)

维基·施麦尔泽尔把此书献给：

我的弟弟鲍勃(Bob)，没有你的支持，我永远也到不了纽约，也不会从事外汇交易

总 序

20 世纪 70 年代,随着布雷顿森林体系瓦解,美元与黄金挂钩的固定汇率制度遭到颠覆,金融市场出现了前所未有的大动荡。风险的巨大变化,带来了巨大的避险需求。以此为契机,金融衍生品逐渐从幕后走到前台,成为风险管理的重要工具。金融期货是金融衍生品最重要的组成部分。1972 年,以外汇期货在芝加哥商品交易所的正式交易为标志,金融期货在美国诞生。金融期货的本质,是把金融风险从金融产品中剥离出来,变为可度量、可交易、可转移的工具,被誉为人类风险管理的一次伟大革命。经过 30 年的发展,金融期货市场已经成为整个金融市场中不可或缺的组成部分,在价格发现、保值避险等方面发挥着不可替代的作用。

我国金融期货市场是在金融改革的大潮下诞生的。2006 年 9 月 8 日,经国务院同意、中国证券监督管理委员会批准,中国金融期货交易所上海挂牌成立。历经多年的扎实筹备,我国第一个金融期货产品——沪深 300 股指期货——于 2010 年 4 月 16 日顺利上市。正如王岐山同志在贺词中所说的:股指期货正式启动,标志着我国资本市场改革发展又迈出了一大步,这对于发育和完善我国资本市场体系具有重要而深远的意义。

股指期货到目前已经成功运行了一段时间,实现了平稳起步和安全运行的预期目标,成功嵌入资本市场运行和发展之中。股指期货的推出,对我国股票市场运行带来了一些积极的影响和变化:一是抑制单边市,完善股票市场内在稳定机制。股指期货为市场提供了做空手段和双向交易机制,增加了市场平衡制约力量,有助于降低市场波动幅度。机构投资者运用股指期货,可以替代在现货市场的频繁操作,增强持股信心。同时,股指期货具有一定的远期价格发现功能,可在一定程度上引导现货交易,稳定市场预期,减少股市波动频率。二是提供避险工具,培育市场避险文化。股指期货市场是一个专业化、高效的风险管理市场。股指期货不消除股市风险,但它使得股市风险变得可表征、可分割、可交易、

外汇交易矩阵

可转移,起到优化市场风险结构、促进股市平稳运行的作用。三是完善金融产品体系,增加市场的广度和深度,改善股市生态。发展股指期货等简单的基础性风险管理工具,不仅能够完善金融产品体系,增加市场创新功能,提高市场运行质量,同时也有助于保障金融资源配置的主动权,实现国家金融安全战略的重要选择。

股指期货的成功上市,打开了我国金融期货市场蓬勃发展的的大门。中国是一个经济大国,一些重要资源、重要基础商品、金融资产的定价权,必须通过稳健发展金融衍生品市场来实现和完成。“十二五”规划提出,要加快经济发展方式转变,实现经济结构调整。这需要我们不断扩大直接融资比例,积极稳妥地发展期货市场,同时也对我国金融期货市场的发展提出了更高的要求,给予了更加广阔的空间。下一步,在坚持国民经济发展需要、市场条件具备、交易所准备充分的品种上市原则的基础上,中国金融期货交易所将进一步加强新产品的研究与开发,在风险可测、可控、可承受的条件下,适时推出国债期货、外汇期货等其他金融期货品种,为资本市场持续健康发展,为加快推进上海国际金融中心建设,做出应有的积极贡献。

金融期货在我国才刚刚起步,还是一个新的事物,各方对它的认识和了解还需要一个过程。因此,加强对金融期货等金融衍生品的功能作用宣传、理论探索和实践策略的分析介绍,深化投资者教育工作,事关市场的功能发挥和长远发展。

东航金戎作为东航集团实施多元化拓展战略的重要金融平台,始终对境内外金融衍生品市场的现状和演变趋势保持着密切关注,在金融衍生品市场风险研究与资产管理实践等领域,努力进行着有益尝试。这套由东航金戎携手上海财经大学出版社共同推出的“东航金融·衍生译丛”,包含了《顶级对冲基金投资者》、《债券与债券衍生产品》、《奇异期权交易》、《外汇交易矩阵》、《期货交易者资金管理策略》五本著作。它们独辟蹊径,深入浅出地向读者展示了国际金融衍生品市场的奥秘与风景。相信此套丛书一定能够有助于广大投资者更加深入地了解金融衍生品市场,熟悉投资策略,树立正确的市场参与理念和风险防范意识,为中国金融衍生品市场的发展贡献力量。

朱玉辰

原中国金融期货交易所总经理

2014年10月

序

正如读者阅读本书的前言就能明白的那样,外汇交易是一个复杂的问题。说它复杂,是因为影响货币价值评估的因素为数众多,又因为这些影响因素的相对权重各不相同,还因为它们产生作用的时间彼此有别。芭芭拉·洛克菲勒和维基·施麦尔泽尔完成了一项大师级的研究,清晰明了地解释了一个被某些精英人士认为即使并非完全无法理解至少也是高深莫测的市场。这方面的疑惑很多源自本书作者所说的市场违逆——货币价格不按基本面分析做出回应的习性,更多是由明显缺乏解释货币价值评估的金融市场理论所致,还有一些则是由于许多市场职业人士管理外汇风险的平庸业绩记录——有些已经到了声名狼藉的地步——造成的。相关的默认观点是外汇市场变化无常,我们应该规避任何基础货币的风险,并且专注于手头业务——无论是全球股票投资或固定收益投资还是管理盈利颇丰的跨国公司。

货币对冲在全球市场上十分常见,但绝非无处不在。相关的经验法则是,全球债券投资者平均对冲 80% 的外汇风险,而全球股票投资者则平均只对冲 20% 的外汇风险。其中的主要原因还在于股票市场绩效与本地货币升值之间的正相关性。普遍认可的解释是,股票市场在伴随着通货膨胀和利率上涨的经济相对强势时期恢复了元气。这些因素的结合把外国投资吸引到了本币升值的国家。此外,货币对冲在发达市场要比在新兴市场更加常见,原因就在于,许多需要对冲交易的发展中国家缺乏有组织的期货市场。虽然有些市场玩家通过代理对冲来解决这个问题,但他们的业绩记录并不非常令人鼓舞。而且,代理对冲特别是长期业务,费用要比许多人认为的高。通货膨胀或者利率差异等经济和政策变量的下滑,导致没有一种货币能够作为另一种货币完美无缺的代理货币。在过去的 30 年里,外汇风险随着资产管理全球化而不断加剧,因此,越来越有必要理解外汇市场。虽然有些资产组合管理经理试图通过开创外汇风险主动管理业务来战胜基准,但是,越来越多的资产组合管理经理还是把外汇作为一种资产来交易。

缺乏被广泛接受的外汇价值评估经济学模型,并不会导致外汇比股票或固定收益证券更加变化无常。就像其他类别资产的价格一样,外汇价格是由供给和需求决定的。所以,我们应该回到决定贸易和投资净流出或净流入的国际收支差额。理想地说,净贸易投资流(或者经济学家所说的广义经常项目收支差额)应该可以用来解释实际有效汇率,但无法解释即期汇率。这又是为什么呢?一种货币的价值不只是其对美元或者欧元的相对价值,而是一种给定国家货币对其贸易和投资伙伴国货币的贸易和投资加权平均值。此外,不可能有两个国家在不确定将来的每一年都出现完全相同的通货膨胀水平,我们应该与实际汇率而不是名义汇率打交道。原因在于,就像单一价格法则和购买力平价理论所证明的那样,通货膨胀会侵蚀货币价值。虽然这种观点相对而言无可争议,但不足以完全解释货币价格变动。货币并不完全浮动(由市场供求决定),常常受到干预甚或被积极管理,而干预或积极管理的目的就是要限制货币随时间波动。

有多少国家,就有多少外汇制度,但真正实行完全浮动汇率制度的国家只是少数。虽然像日元和瑞士法郎那样的主要货币最近才受到干预和价格管理,但欧元和美元已经历了10年的市场干预。原因有两个:一是中央银行贪求有序的市场条件;二是政府更喜欢稳定的货币,以避免经济增长受货币大幅波动的威胁。由于这两个原因,因此很难运用基本面分析来预测外汇价格。只有当由基本面驱动的坚挺货币走势继续走强时,货币当局才可能介入加以阻止。几年前,瑞士国民银行为了阻止瑞士法郎对欧元升值而实施的市场干预,就是一个很好的例子。与其说那次市场干预像瑞士国民银行官员所说的那样是由投机者驱动的,还不如说很大程度上是由瑞士在危机重重的欧洲的“安全港”地位造成的。即使你控制了所有这些变量,仍必须关注银行同业市场的规模以及投机交易所转移的巨额现金。外汇市场上旨在赚取短期利润的交易,导致基本面分析只对较长期的交易才有用。正如本书的作者所指出的那样,技术分析是外汇交易者不可缺少的工具。

《外汇交易矩阵》能够满足今天市场上对于外汇价值评估和交易的重要需要。本书的作者洛克菲勒和施麦尔泽尔凭借两人50多年的外汇交易经验,大胆触碰了一些几乎没人敢问津的问题。虽然她们俩坦率地承认缺少一种简明的货币价值评估理论,但仍深入、全面地考察了影响外汇市场的各种因素。通过阅读本书,读者不但能够更好地理解导致汇价波动的原因,而且还能更好地了解全球市场以及我们生活的这个世界的相互关联性。虽然本书的作者毫不费力甚至驾

轻就熟地——讲述了亚洲金融危机、美国长期资本管理公司危机和雷曼兄弟公司危机，但书中的一些历史旧闻值得我们为阅读本书做一点努力。虽然读者不会决定辞掉自己的日常工作，每天去外汇现货、期货和期权市场买卖外汇，但能够更好地了解哪些因素会影响外汇价格，并且能够比较熟练地管理外汇风险——无论是违约风险还是产品设计风险。

迈克尔·J.伍尔福克(Michael J.Woolfolk)博士

纽约梅隆银行常务董事、货币政策分析师

纽约州纽约市

2012年12月

作者简介

芭芭拉·洛克菲勒

芭芭拉·洛克菲勒是一名专门从事外汇研究的国际经济学家和预测分析师。她是技术分析以及技术与基本面分析相结合的倡导者。她负责出版两份技术分析每日报告(www.rts-fonex.com)供中央银行、职业基金经理、企业套期保值业务经理和个人交易者阅读。《交易建议通讯》(The Trading Advice Newsletter)自1994年创刊以来获得了50%以上的平均假设年度回报率,并且从未有过年度亏损记录。她是三本关于外汇交易专著的作者,其中包括《技术分析概述》(*Technical Analysis for Dummies*);并且负责《外汇交易者》(*Currency Trader*)杂志中的一个定期栏目。她接受过里德学院经济学学士(其中一年在英国斯塔福德郡基尔大学度过)以及哥伦比亚大学国际事务专业硕士教育。

维基·施麦尔泽尔

维基·施麦尔泽尔已经从事外汇交易职业25年,现在是国际市场新闻社主打外汇的金融记者。她是《外汇现货》(*The FXSpot*)这本具有日报性质并从外汇角度关注金融市场时事的刊物(内容包括固定收益品种、市场间关系分析和新兴市场等)的创办人和撰稿人。在当记者之前,施麦尔泽尔女士曾作为资深外汇交易员供职于多家美国和国际大银行,包括德累斯顿银行、花旗银行、曼彻斯特汉诺威化学银行和西德意志银行。她曾上过外汇电视节目,并在阿伦·拉斯法尔格(Alun Lasfargue)的纪录片《不平常的美元史》(*The Marvelous History of the Dollar*)中露过镜。她在宾州克拉里恩大学受过德语学士(并副修数学)教育,并曾赴德国斯陶芬歌德学院留学。



第一辑



《看不见的手——
记录之外的对冲基金》
定价：58.00元



《对冲基金型基金——
投资者手册》
定价：49.00元



《常青藤投资组合——
如何像顶级捐赠基金那样投资
并规避熊市？》
定价：44.00元



《对冲基金大师——
顶级交易员如何制定目标、
克服困难并收获成功》
定价：53.00元



《对冲基金表现评价》
定价：53.00元

第二辑



《解读石油价格——
驱动当今石油市场价格波动因素分析》
定价：29.00元



《硬通货——黄金
投资秘诀》
定价：38.00元



《捕捉外汇趋势——
如何在外汇市场大波段上
进行趋势预测及交易》
定价：45.00元



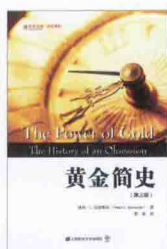
《对冲基金全球市场盈利模式——
当下全球资本市场条件下
独具慧眼的投资策略》
定价：49.00元



《使用铁秃鹰期权进行投机获利——
双边证券市场的交易策略》
定价：28.00元



第三辑



《黄金简史》
定价：50.00元



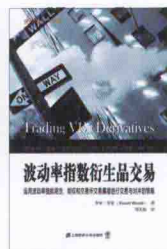
《交易周期——
交易流程幕后的秘密》
定价：49.00元



《利率互换及其衍
生产品——从业者
指南》
定价：39.00元



《期权价差交易——
战略和策略综合指
南》
定价：43.00元



《波动率指数衍生
品交易——运用波
动率指数期货、期
权和交易所交易票
据进行交易与对冲
的策略》
定价：42.00元

第四辑



《揭秘外汇市场——
技巧、估值与策略》
定价：48.00元



《奇异期权与混合
产品——构造、定
价与交易的指南》
定价：55.00元



《掉期交易与其他
衍生品》
定价：50.00元



《外汇期权定价——
实际操作指南》
定价：48.00元



《震荡市场中的期
权交易——通过积
极波动率管理把握
不确定性》
定价：44.00元

目 录

总序/1	
序/1	
绪言/1	
第一章 矩阵概念/11	
第二章 风险回顾/25	
第三章 全球风险态度/43	
第四章 利率与利率差/59	
第五章 汇率预测/77	
第六章 头寸与流量/102	
第七章 市场间关系分析/119	
第八章 外汇交易技术分析/134	
第九章 外汇交易档案/160	

外汇交易矩阵

第十章 外汇储备多样化与美元的未来/169

第十一章 欧元与“新金本位制”/196

第十二章 中央银行的工具箱及其影响外汇交易的方式/211

绪 言

“人类思想中没有比讨论货币和汇兑问题更容易表现聪明才智的领域。”

——摘自温斯顿·丘吉尔(Winston Churchill)1949年9月29日在英国下议院的发言

对于大多数人来说,包括某些外汇市场参与者,外汇市场是一种神秘的东西。其他金融市场的权威人士和大多数国家的立法机构都没有完全理解外汇市场,大家都在感叹外汇市场好大啊——比全球所有其他市场合在一起每天40 000亿美元的交易量还大,但就是没有人回答这么大的交易量有什么用途这个问题。关于外汇市场,还有一些问题没有得到回答。

我们还想知道,外汇市场是否暗中驱动着所有其他市场?或者,它是不是所有其他市场的被动产物?无论有关这两个问题的论断有多么精辟,但要知道二者都无助于我们理解外汇市场的确切地位。此外,汇率波动为什么总是超越任何合理的价值估计,如比较购买力?这是否就意味着,正如金融家乔治·索罗所说的那样,外汇市场具有内在不稳定性?

外汇首先是一种货币,而货币具有许多不同的职能。货币不仅仅是用来支付电费的手段(交换媒介)、计量经济可持续性的手段(计价单位)和储存财富的手段(价值储藏手段),而且还是一个国家的象征。

举例来说,法国人非常留恋现在已经退出流通的法郎,以至于1999年欧洲统一使用欧元时,他们继续储藏了相当于10亿欧元或者法国3%货币流通量的法郎。2012年2月,法郎最终退出流通那天,法国政府大约获得了5亿欧元的意外利得。德国继续允许德国马克作为法定货币流通。据德国联邦银行估计,截至2012年6月底,德国公民持有多达132亿德国马克。再想想美元的所有昵称,如“greenback”和“buck”,而最有意思的是一些食品名称,包括“bread”、“clams”和“cabbage”。

那么,货币的非职能、声誉特性是如何影响外汇交易的呢?当我们在考虑这个问题时,能否证明美元看似陷入了永久性危机?

其实,我们可以对这些问题做出简明的回答。

简明的回答

外汇交易量有什么用途?

外汇市场之所以规模如此之大,是因为会计惯例允许隐匿大部分外汇交易。在银行和企业的资产负债表中,外汇是一种或有资产或者或有负债,并且只记入财务报表的脚注。即使那样,外汇也是一并作为“其他证券”入账。

此外,外汇市场之所以规模如此庞大,还因为外汇市场几乎完全被私人投机者控制,包括完全凭私人信用进行交易的银行和对冲基金。外汇头寸和支撑外汇交易的信用额度都不用入账。因此,你无法找到反映一家银行授予另一家银行用于外汇交易的巨额信用额度的数据。

外汇交易结果虽然要记入损益表,但不必与其他证券交易分立。你绝不可能发现花旗银行、德意志银行或者高盛投资公司上个季度通过外汇交易赚了多少利润。而且,还由于外汇交易员不像股票或债券交易员那样,要承担完成基准收益率的责任,因此,竞争对手之间的相对业绩不受公众关注。外汇交易员只有现金利润指标,有时还有要求完成证明席位、报价终端和电话等费用合理的绝对最低指标。

最后,尽管个人外汇交易受到政府控制,但机构从事外汇交易并不受政府直接管制。外汇交易躲过了新的管制努力,如美国 2010 年和 2011 年期间外汇衍生品免税,因为自律实际发生了作用,而且效率惊人。

是外汇市场驱动其他市场,还是外汇市场仅仅是一种被动结果? 外汇市场为什么会超调?

外汇市场主要通过一个单一因素集合——通货膨胀和通货膨胀预期以及通货膨胀预期在金融市场上的体现(利率)——而成为经济状况的驱动因素,并且又是经济状况的最终结果。与通货膨胀关系最大的政府实体是中央银行及其利率政策。外汇交易者总是毫不懈怠甚至着迷似地注视着通货膨胀和它不幸的“孪生兄弟”(通货紧缩),即使在两者速度缓慢、走势平坦时。