财富方案部全球首席投资官办公室
2025年4月21日

市场焦点

降低外汇风险正当时

概要

事件：外汇“套利交易”，即借入低息货币（瑞郎、日元）兑换成更高收益的资产，是一种普遍操作。但是，近期发生的事件表明，外汇套利交易易受下列因素冲击（1）避险需求导致的市场波动，（2）美元一旦走弱，可能引发的反向交易。

市场反应：4月2日以来，瑞郎已经兑美元升值逾7%，同期日元兑美元升值4.5%。美元指数正在试探2022年后期至今的区间底部。

投资策略：当前的市场环境充满不确定性，对外汇套利交易而言，风险管理可能对其前景尤为重要。有两种可行的策略：（1）融资货币多元化，（2）限制各货币对的汇率风险。

如何理解外汇“套利交易”

什么是外汇市场的套利交易？

所谓外汇“套利交易”，就是投资者借入低息货币，并将资金投入另一种对应利率水平更高的货币。

这种策略可以带来双重收益：（1）利差收益，（2）挂钩货币对的价差。

举例而言，本世纪初盛行的一种套利交易，是借入日元（融资成本近乎于0），投入澳元（澳元资金成本高）。在2008年全球金融危机爆发之前的七年间，上述套利交易一直可以带来收益，但全球金融危机爆发期间，澳元/日元汇率暴跌，导致情况发生逆转。

历史经验来看，外汇套利交易是否有规律可循？

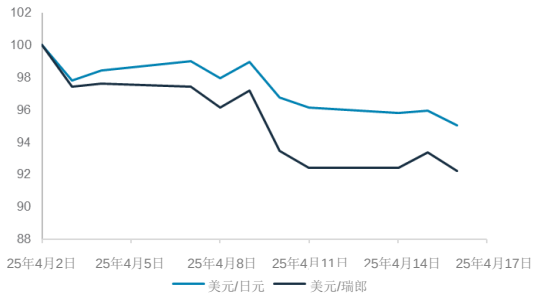
关于这个问题的研究发现，交叉货币的套利交易往往遵循一个普遍规律—在很长一段时间内，这样的交易会带来小幅但持续的回报，但之后会以大额亏损告终。澳元/日元套利交易是历史上更富戏剧性的例子之一。受利差和澳元/日元升值支撑，该货币对在2001年9月至2008年7月间一直保持升势。但到了2008年7月-10月间，受全球金融危机冲击，该货币对突然回吐了此前几乎所有的涨幅。

外汇套利交易并非专属于高流动性货币市场上的机构投资者。2000年中，波兰有许多住房按揭贷款由波兰兹罗提转换为瑞郎，此举是为了从瑞郎较低廉的融资成本中获益。但是，此后瑞郎兑波兰兹罗提升值，最终导致债务人遭遇大幅亏损，且亏损幅度超过节省下的利息。

虽然许多其他的外汇套利交易没有那么戏剧性的故事，且交易全程常常能带来盈利，但历史经验昭示，一笔套利交易持续时间越长，汇率走势发生逆转并导致亏损的风险就越高。

瑞郎和日元因低息而成为颇受欢迎的融资货币，两者在4月份皆大幅升值

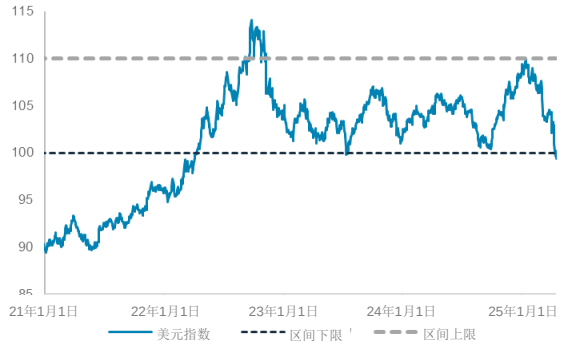
2025年4月2日以来，美元/瑞郎和美元/日的汇率变动



资料来源：彭博终端、渣打银行

美元跌破2022年以来运行空间的底部，因投资者害怕贸易战会导致资金外流

美元指数（DXY）



资料来源：渣打银行

澳元/日元戏剧性地展示了套利交易的风险；2008年曾一举抹平过去7年的涨幅

澳元/日元

资料来源：彭博终端、渣打银行

本文件并非研究报告，亦非由研究部门编制。重要披露请见文末。

对投资者的影响

近年来，哪些货币是具有吸引力的融资货币？

近年来，日元和瑞郎是外汇套利交易中颇具吸引力的融资货币。目前仍是这样，因为这两种货币的利率水平都很低，甚至接近于0。由于美联储加息，参与套利交易的投资者得以在低利率水平下借入瑞郎和日元，兑换成美元套取更高的收益率。

可能会出现什么问题？

外汇套利交易的主要风险在于第二重收益来源—汇率变动。经济或市场情况若发生变化，可能会导致汇率走势急转直下（这种逆转要么是暂时的，要么伴随长期趋势的改变），汇率损失往往超过利差收益。2008年澳元/日元汇率走势逆转，就昭示了上述风险。

套利交易可能会放大汇率波动的不利影响，因为投资者可能不得不通过卖出挂钩资产用于平仓，从而加剧市场下跌期间的亏损。举例而言，在借入日元或者瑞郎，兑换成美元并投资于较高收益美元债的套利交易中，投资者可能同时遭受汇兑损失（日元或瑞郎兑美元升值所致）和债券部分损失（债券价格下跌所致）。

投资者可采取何种策略降低风险？

第一个选项是多元化融资货币。该策略可以帮助投资者在短暂的波动中降低遭遇坏结局的概率。将日元（低息高波动）和新加坡元（利率水平略高，但波动率较低）作为融资货币，就是个例子。

2012年以来，仅仅将日元作为融资货币的套利交易，可带来风险调整后的正回报，但须承受高波动（波动增加了坏结局的概率）。然而，若混合使用日元和新加坡元作为融资货币，则其风险调整后的回报率与上例类似，但波动率更低（因此发生坏结局的概率也更低）—尽管同期新加坡元的利率水平高于日元。

第二种策略是限制各货币对的整体汇率风险。若套利交易涉及的货币对汇率出现长期趋势性变化，则该策略有助于降低风险。举例而言，在美元走弱的情况下，任何套利交易策略都可能因为汇率变动而遭遇亏损，不论利差收益几何。

如何看待瑞郎和日元后市？

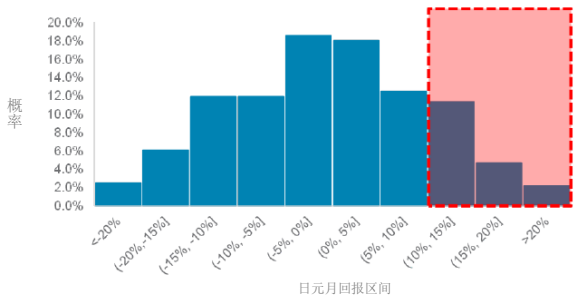
在我们的基础情形中，美元/瑞郎和美元/日元短期内都可能朝着此前的阻力位反弹（各自阻力位分别为0.862和148），因为4月份瑞郎和日元升幅显著，导致美元遭遇超卖。

然而，上述观点的一个关键前提是，美元指数（DXY）不会破位下行陷入长期跌势。美元指数最近跌破了2022年以来运行区间，即100-110的下限。若果断破位并持续低于该区间，则可能导致日元和瑞郎走强，如此一来，原本依靠美元资产获利的套利交易，就会变得无利可图。

有观点认为，近期美国的政策决议导致当前的市场不确定性高于往常。这意味着，参与外汇套利交易的投资者需要考虑更多可能的外汇市场情形，而不将视野囿于基线预测。风险管理可能对外汇套利交易策略的前景产生重要影响。

一个月内日元上涨10%以上并不罕见

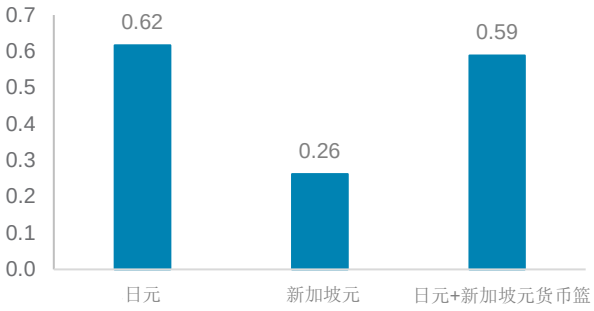
1994年以来，日元1个月汇率变化分布图



资料来源：彭博终端、渣打银行

用包含日元（低息高波动）和新加坡元（融资成本适中、低波动）的一篮子货币作为融资货币的套利交易，和仅用低息货币做套利交易相比，两者风险调整后的回报近似

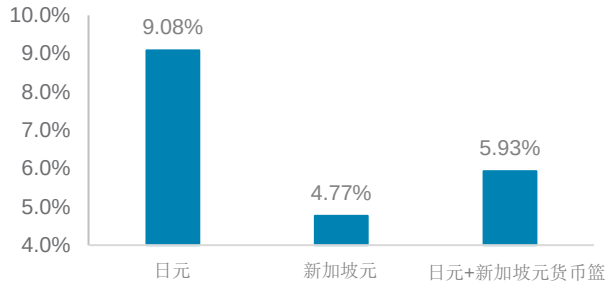
风险调整后的日回报（年化）(2012-2025)



资料来源：彭博终端、渣打银行

用多元化融资货币进行套利交易的好处是，其波动率要小于用单一融资货币进行套利交易的波动率，尽管两者风险调整后的回报近似

年化日波动率(2012-2025)



资料来源：彭博终端、渣打银行

披露

本文件内容保密，也仅限指定人士阅览。如果阁下并非本文件的指定收件人，请销毁全部副本并立即通知发件人。本文件仅供一般参考，受渣打网站的监管披露下相关免责声明所约束。本文件并非且不构成针对任何证券或其他金融工具订立任何交易或采纳任何对冲、交易或投资策略的研究材料、独立研究、要约、推荐或招揽行为。本文件仅用作一般评估，并未考虑任何特定人士或特定类别人士的具体投资目标、财务状况或特定需求等，亦非专为任何特定人士或特定类别人士拟备。阁下不应依赖本文件的任何内容作出任何投资决定。在作出任何投资之前，阁下应该仔细阅读相关发行文件并征询独立的法律、税收及监管意见，特别是我们建议阁下务须在承诺购买投资产品之前，考虑本身的具体投资目标、财务状况或特定需求，就投资产品的适合性征询意见。意见、预测和估计仅为渣打发表本文件时的意见、预测和估计，渣打可修改而毋须另行通知。过往表现并非未来绩效的指标，渣打银行并无对未来表现作出任何陈述或保证。投资价值及其收益可升可跌，阁下可能无法收回原始投资的金额。阁下不一定能赚取利润，可能会蒙受损失。本文件对利率、汇率或价格的未来可能变动或者未来可能发生的事件的任何预测仅为参考意见，并不代表利率、汇率或价格的未来实际变动或未来实际发生的事件（视属何情况而定）的指标。未经渣打集团（定义如下）明确的书面同意，本文件不得转发或以其他方式提供予任何其他人士。渣打银行根据《1853年皇家特许令》（参考编号ZC18）在英格兰以有限责任形式注册成立，主要办事处位于英格兰，地址为1 Basinghall Avenue, London, EC2V 5DD。渣打银行获审慎监管局（Prudential Regulation Authority）认可，并受金融市场行为监管局（Financial Conduct Authority）和审慎监管局监管。渣打银行的最终母公司渣打集团有限公司（Standard Chartered PLC）连同其附属公司及关联公司（包括每间分行或代表办事处）组成渣打集团。渣打私人银行乃渣打辖下私人银行部门。渣打集团内各法律实体及关联公司（各为“渣打集团实体”）可根据当地监管要求在全球开展各种私人银行业务。并非全部产品及服务都由渣打集团内的所有分行、附属公司及关联公司提供。部分渣打集团实体仅担任渣打私人银行的代表，不可提供产品和服务或向客户给予意见。

版权所有©2025，Accounting Research & Analytics，LLC d/b/a CFRA（及其附属公司，如适用）。除非事先得到CFRA的书面许可，否则不得以任何形式复制CFRA提供的内容。CFRA的内容不是投资建议，引用或观察CFRA SERVICES提供的证券或投资并不构成购买、出售或持有此等投资或证券或作出任何其他投资决定的建议。CFRA的内容包含CFRA根据其相信可靠的公开信息提出的意见，此意见可随时更改，不另行通知。此分析内容尚未提交给美国证券交易委员会或任何其他监管机构，也未获得其批准。**虽然CFRA在编制此分析内容时以应有的谨慎行事，但CFRA、其第三方供应商及所有相关实体明确拒绝并否认所有明示或暗示的保证，包括但不限于**在法律允许的范围内，**对适销性或适用于特定目的或使用的保证**，对此信息的准确性、完整性或有用性的保证，并对依赖此信息进行投资或其他目的的后果不承担责任。未经CFRA事先书面许可，CFRA提供的任何内容（包括评级、与信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用程序或其输出）或其任何部分均不得以任何形式、以任何方式进行修改、反向设计、复制或分发，或储存在数据库或检索系统内，不得将此等内容用于任何非法或未经授权的目的。CFRA和任何第三方供应商及其董事、高级职员、股东、雇员或代理人均不保证此等内容的准确性、完整性、及时性或可用性。在任何情况下，CFRA、其关联公司或其第三方供应商均不对订阅者、订阅者的客户或其他人因使用CFRA内容所产生的任何直接、间接、特殊或相应损害、成本、费用、法律费用或损失（包括收益损失或利润损失和机会成本）承担责任。

市场滥用法规声明

渣打集团内各分行、附属公司及关联公司可根据当地监管要求在全球开展银行业务。意见可能包含直接“买入”、“卖出”、“持有”或其他意见。上述意见的投资期取决于当前市况，而且没有限定更新意见的次数。本意见并非独立于渣打集团本身的交易策略或部署。渣打集团及／或其关联公司或其各自人员、董事、员工福利计划或员工，包括参与拟备或发行本文件的人士，可于任何时候，在适用法律及／或法规许可的范围内，买卖本文件提述的任何证券或金融工具，或在任何该等证券或相关投资中有重大利益。因此，渣打集团可能且阁下应假设渣打银行在本文件所提述的一项或多项金融工具中有重大利益。请参阅渣打网站的监管披露部分，以了解更详细的披露，包括过去12个月的意见／建议、利益冲突及免责声明。相关策略师可能拥有本公司／发行人的债务或股票证券的财务权益。所有相关策略师均获新加坡金融管理局或香港金融管理局发牌提供投资建议。未经渣打集团明确的书面同意，本文件不得转发或以其他方式提供予任何其他人士。

可持续投资

任何使用或提及的ESG数据均由晨星、Sustainalytics、明晟或彭博提供。详情请参阅：1）晨星网站的可持续投资部分；2）Sustainalytics网站的ESG风险评级部分；3）明晟网站的ESG业务参与筛选研究（ESG Business Involvement Screening Research）部分，以及4）彭博的绿色、社会及可持续债券指南。ESG数据以发表当日所提供的数据为基础，仅供参考，并不保证其完整、及时、准确或适合特定目的，并且可能会有更改。可持续投资：这是指晨星归类为“可持续投资”的基金。可持续投资基金在其发售章程和监管存盘中已明确表示，它们或将ESG因素纳入投资流程，或以环境、性别多元化、低碳、可再生能源、水务或社区发展为主题重点。就股票而言，它是指由Sustainalytics ESG风险评级为低／可忽略的公司所发行的股份／股额。就债券而言，它是指由Sustainalytics ESG风险评级为低／可忽略的发行人所发行的债务工具，以及／或那些经彭博核证的绿色、社会、可持续债券。就结构性产品而言，它是指具有可持续金融框架（符合渣打绿色与可持续产品框架）的发行人所发行的产品，其相关资产属于可持续投资领域的一部分或由渣打可持续金融管治委员会（Sustainable Finance Governance Committee）另行批准。Sustainalytics所显示的ESG风险评级是真实的，并不是该产品在任何特定分类系统或框架下被分类或销售为“绿色”、“可持续”或类似产品的指针。

国家／市场独有的披露

中国内地：本文件由渣打银行（中国）有限公司在中国分发，并归属该单位。该公司主要受国家金融监督管理总局、国家外汇管理局和中国人民银行监管。