

日元套利交易：基于国际背景的宏观审视

文/董金移

伴随着美联储的可能继续减息，广布于全球的套利日元可能加速平仓的判断声不绝于耳，其对国际金融市场的冲击性影响也再次引起了国际舆论的广泛关注。

庞大的套利资金

日元套利交易是指投资者利用日元与其他高息货币间利率差来获得利润的交易方式，一般表现为从金融机构借入日元，并在外汇市场中卖出，同时买入高利率货币，从中赚取利率差。

日元套利交易的规模究竟有多大？日本官方的估计大约为200-400亿美元，但这一估值结果与国际金融组织和许多商业机构的估算大相径庭。

三菱东京日联银行认为，所有日元套利交易的价值大约在1700亿美元-2200亿美元之间，而其中与对冲基金相关的价值为850亿美元。

德意志银行集团通过分析日本商业银行对海外的短期贷款现状，得出日元套利交易余额约为1500亿美元-2000亿美元的估计。

高盛认为日元套利交易规模非常大，据该机构估计，日元套利交易规模约占日本GDP的5%，略低于2500亿美元。而花旗银行估计日元套利交易余额为20万亿日元，约合1695亿美元。

摩根大通银行则在估算时将日本共同基金用于投资外国债券的约2500亿美元资金纳入套利交易的规模，因此认为全部日元套利交易的总价值为3400亿美元。

较为权威的国际金融机构——国际货币基金组织估计，当前日元套利交易总规模约为1700亿美元，约占世界对冲基金资金总额的10%。同时，截至2006年底，日本个人金融资产中还有约4000亿美元也投入外国市场，两者合计近6000亿美元。

谁制造了日元套利交易？

从总体经济背景分析，尽管引致日元大规模套利交易的因素与全球流动性过剩相关，但主要原因还是来源于各国央行的货币政策操作工具及其运作方向。

首先，日本国内货币政策的调整是导致日元在国际市场中广泛套利交易的直接始作俑者。

为刺激经济复苏，日本央行于2001-2006年的5年时间中一直维持着“零利率”政策，即便日央行在过去一年中两次加息，但目前利率水平也仅为0.5%，并且处于7大工业国的最低水平。当然，日本政府对于日元套利交易也乐见其成。这是因为，通过日元套利交易输出过剩的流动性，有利于日本国投资立国战略实施，缓解储备增长压力。

其次，日元套利交易的盛行受助于国际范围内尤其美国与欧洲国家央行与日本完全相左的货币政策。

由于日元与欧元、英镑及美元等高息货币间的利率差较大，因此目前日元套利交易主要集中在日元与欧元、英镑及美元等高息货币之间。这种结果形成的基本条件有二：其一，出于对房地产市场过热和通胀的忧虑，美联储在2004-2006年三年的时间里连续17次升息，从而滋养和促成了日元套利交易的进一步膨胀。其二，欧洲央行在过去两年多的时间里频繁启动紧缩货币政策，并连续八次升息，目前基准利率已升至4%；英国央行则将利率水平维持在5.5%。特别值得指出的是，由于欧元兑美元汇率在最近一年中一直保持着稳定状态（在1.24-1.30的范围内小幅波动），这使因汇率剧烈波动而造成本金损失的可能性大大降低，一定程度上降低了日元套利交易的汇率风险，使日元与欧元之间的套利交易量激增。

最后，商品价格的走高以及各国央行监管不力也进一步营造了日元套利交易的空间。

自去年年中至今，国际市场中的商品价格尤其是黄金价格大幅上涨吸引了众多投机者的眼光，日元较低的融资成本为这些投资者参与商品市场，特别是黄金市场提供了资金，这也成为推动金价屡创新高的重要原因之一。与此同时，各国央行的忽视以及日本央行的纵容助长了日元套利交易量的攀升。

套利交易的发展趋势

由于对国内次级贷款恶化以及未来经济前景仍不明朗的担忧，美联储在前不久一下将基准利率下调了50个点。伴随着美元利率的下降，日元汇率必然出现相应的回升。这种情况引发了市场人士的广泛猜想——日元将会出现大范围的平仓，其套利交易因此可能终结。然而，结果果真如此吗？

一方面，就各国利率前景来看，日元与美元、欧元和英镑等货币的利率差在短期内将维持在先前状态，并且未来有进一步扩大的趋势。

美国方面，尽管美联储作出降息的决定并且不排除未来还可能降息一次，但这并不等于已经步入了降息的通道之中，相反，支持货币政策的最有力因素——宏观经济基本面没有发生反转。美国商务部公布的最终修订数据显示，2007年第二季度，美国经济按年率计算增长3.8%，为去年第一季度以来的最大单季增幅。这显示第二季度美国经济尽管受到住房市场降温的拖累，但仍保持了较好的增长势头。更加重要的是，提防通货膨胀仍然是美联储当前的首要目标。由于受到石油价格和食品价格的影响，美国消费者心中仍然弥漫着对通胀的强烈担忧，自然，针对这种情况的美联储货币政策在未来房地产市场出现好转的情况下还会有所收缩。

欧洲方面，尽管欧洲央行在今年的3月和6月已经连续两次升息，将基准利率提高至4.0%这一近6年来最高水平，但由于近期欧元区经济强劲增长预示着潜在通胀压力已经形成，预计欧洲央行会在2007年底会将利率提升至4.25%。至于英国中央银行，在如今国内经济增长强劲、通胀压力加大的背景下，也极有可能在2007年已经两次加息的基础上再次拿起升息的武器，到时英国官方利率将上升至5.75%。日元套利交易的空间由此可能会被不断撑大。

另一方面，日元套利交易的最基本前提没有改变，即日元汇率变动很小。

客观上分析，尽管目前日本央行存在着比较明显的加息冲动。但是，日本政府却是央行加息道路上的最大障碍。相对于其它国家而言，在日本，政府对央行具有更高的影响力。政府可以派出代表出席央行利率决策会议，并提出重要的参考性意见。日本政府最新公布的2007年前两个季度经济增长率仅为0.9%，远低于预想目标。为此，日本政府一直对日本央行施加压力，要求其维持利率水平不变。在这种情况下，日本央行很难加快升息步伐，短期内日元与其他货币之间的利率差仍较为显著。也正是如此，在2007年的几次货币政策会议上，日本金融当局作出了暂时维持目前官方利率不变的决定。

套利交易的市场风险

巨大的日元资金广泛散布于世界股市、汇市以及商品市场，成为左右世界市场行情的重要力量，其在全球市场的快速流动也使国际金融市场罩上许多不安的阴影。

首先，日元套利交易恶化了全球流动性过剩的生态。流动性过剩是当前世界经济的难题，也是全球范围内资产飙升的重要原因。日元套利交易对流动性的影响，不仅局限于直接注入的数千亿美元，间接影响可能更大。由于投资者可以很便宜地借到日元资金，日元套利交易使得其他国家的紧缩政策效果大打折扣，抑制了全球利率的上升，进而收窄了流动性回流的渠道。

其次，日元套利交易将加剧资产价格的全球化泡沫程度。由于全球金融市场过多的流动性，日元套利交易形成的套利基金大量流入国际市场，势必驱动全球资产价格的膨胀。纽约市场国际现货黄金价格在2007年10月初上升到了731美元/盎司，创出1980年1月以来的新高。与此同时，尽管全球股市一波三折，但其持续加速的迹象依然没有改变。仅从2006年底至今，摩根士丹利资本国际世界指数已经上涨了18%，而摩根士丹利资本国际新兴市场指数更是飙升了30%，其中亚太指数上升了17%。

第三，无论是日元套利交易或将继续还是因为日元利率的提高等因素导致日元套利的终结，日本经济都将难以独善其身。一方面，日元套利交易的蔓延将进一步推动日元下跌，由此必然引致日本资产吸引力的大幅下降，外国投资者逐渐淡出对日元资产的投资，同时日元的长期疲软也势必削减日本国民的消费热情和消费能力，从而使内需本已薄弱的日本经济遭遇尴尬。另一方面，如果日元套利交易被大规模的集中平仓，在全球资本市场受到冲击的前提下，日本金融市场也将会一同卷入到旋涡之中。因此，如何对日元汇率作出合理与科学的安排已经构成对日本政府未来管理能力的一大考验。??

日元套利交易下的亚太市场

日元套利交易已不仅是欧美等发达国家的专属，日元套利交易的资金当前已经部分进入亚太地区。因为亚太地区主要国家的官方利率都要比日元要高，故利差依然非常明显。如澳大利亚央行设定的基准利率达6.25%，新西兰则高达8%，这意味着投资者通过运用日元对这两种货币进行融资套利交易便可轻松获得6%—7%的收益。不仅如此，除日本外，亚洲许多国家最近一年的物价上涨速度加快，由此也驱动了这些国家央行的加息步伐。在亚洲国家普遍进入升息周期的背景下，日元寻找套利交易的机会进一步增大。

日元套利交易的直接后果是加剧亚洲尤其是东亚国家货币升值压力。由于美国庞大的双赤字，美元存在很大的贬值压力。套利交易使日元不升反贬，向其他国家特别是东亚转移了升值压力。套利资金的进入也助长了升值压力。这种来自市场交易因素的汇率走势，增加了东亚国家管理汇率的难度。

与欧美一样，亚太国家同样面临着日元为套利平仓的金融风险 and 灾难。2007年2月21日，日本中央银行宣布将基准利率从0.25%提高到0.5%，日元汇率迅速上升，随之引发日元套利交易的大规模迅速平仓，一周以后，中国A股市场沪深指数突然暴跌8.84%和9.29%，创下十年来最大的单日跌幅，同时也引起全球其他股市的联动反应，造成一天之内全球股票市场3万亿美元市值无情蒸发。据此，亚洲开发银行在最新的半年一度报告中表示，亚洲金融市场无疑会面临投资者突然将

日元套利交易平仓并撤出资金的风险。

显然，中国市场中日元套利交易的风险无处不在并随时可能爆发，为此，金融监管机构应当从制度层面与日常化的管理机制中构筑出严密的“防火墙”：（1）加大外汇现汇贷款的信用审批力度，特别是日元贷款的信用审批力度。（2）近期外汇交易中尽量减小日元头寸。（3）全面提高外汇风险管理水平（作者单位：广东技术师范学院管理学院） ??

相关链接

中海油竞购优尼克对中国石油企业海外并购的借鉴意义
人民币升值是否会重蹈日元覆辙及日本经验启示
从广告语言的词汇特征透视美国人的创新精神
新经济在美国的发展及前景
日本经济的二重构造与中小企业白皮书
日元套利交易：基于国际背景的宏观审视
论Gerisck经典模型对我国家族企业权杖交接的启迪

本网站为集团经济研究杂志社唯一网站，所刊登的集团经济研究各种新闻、信息和各种专题专栏资料，均为集团经济研究版权所有。

地址：北京市朝阳区关东店甲1号106室 邮编：100020 电话/传真：（010）65015547/ 65015546

制作单位：集团经济研究网络中心