



瑞士央行“黑天鹅”事件引发的思考

城市金融研究所所长：周月秋

国际宏观经济研究团队：

樊志刚 马素红 程实 宋玮
王婕 罗宁 郭可为 吕振艳

执笔：罗宁

luoning.cs@icbc.com.cn

相关研究：

2014/12/26 《美元资产全线走强
卢布油价跌跌不休——2014年12
月国际金融市场走势述评》

2014/11/2 《地缘动荡加剧全球
经济下行风险 美元走强引发国
际金融资产重估——2014年第三
季度国际经济金融走势分析及未
来展望》

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供我行内部参阅，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

要 点

- 2015年1月15日，瑞士央行突然宣布取消瑞士法郎对欧元汇率上限，成为全球金融市场的“黑天鹅”，引发瑞郎汇率暴涨、欧元汇率创新低、美股迅速下行。此外，瑞士法郎“脱欧”对瑞士本国以及欧元区的长期影响更值得关注，瑞士出口贸易及经济增长将受拖累，欧元区未来可能遭遇资金加速流出的困境，欧元地位也面临严峻考验。
- 瑞士央行“黑天鹅”事件再次给市场敲响了警钟，在形势错综复杂的后危机时代，各经济体政策调整是全球金融市场面临的一项重大风险。值得注意的是，政策风险并非无迹可寻，在政策调整之前往往会出现一些预警信号，及时发现这些信号，有利于防范政策风险的冲击。
- 近年来全球“黑天鹅”事件频繁出现，国际金融市场剧烈震荡，多家金融机构遭受严重损失。尤其是过去一年的经验与教训表明，即便是在相对稳定的市场环境下，也应采取适当的防范措施。对于金融机构而言，更应建立常态化的风险对冲体系与防范机制，避免在“黑天鹅”事件中遭受过大损失。
- 瑞士法郎“脱欧”透露出的“去欧元化”风潮值得警惕。希腊大选之后可能退出欧元区以及民粹、极左与极右派势力在欧渐趋活跃，使欧洲一体化进程可能面临更大考验。中国企业在继续密切关注欧洲这块投资热土的同时，也要合理甄别投资对象，防范在欧资产质量面临的潜在风险。

目 录

一、瑞郎汇率突然“脱欧”，瑞士央行意在“减压”	3
二、瑞士央行“黑天鹅”对全球金融市场造成巨大冲击.....	3
三、瑞士央行“黑天鹅”的反思与启示.....	5
（一）政策风险并非无迹可寻，应多关注预警信号.....	5
（二）在“黑天鹅”频繁出现的时代应加强风险防范.....	6
（三）当前“去欧元化”风潮值得警惕.....	6

图目录

图 1 瑞士法郎兑欧元汇率及瑞士股市 SMI 指数走势图	4
------------------------------------	---



2015 年刚刚来临，全球金融市场就遭遇了一场“黑天鹅”事件，本已维持了三年之久的瑞士法郎对欧元汇率上限被瑞士央行突然宣布取消。也许本意在于减小维持汇率压力的瑞士央行也没想到，瑞郎汇率突然“脱欧”给瑞士本国、欧元区及全球金融市场会带来如此大的冲击。瑞士央行“黑天鹅”事件再次给市场敲响了警钟，中国企业尤其是中资银行应从中汲取经验教训，建立完善常态化的风险对冲体系与防范机制，避免在“黑天鹅”事件中遭受过大损失。

一、瑞郎汇率突然“脱欧”，瑞士央行意在“减压”

2015 年 1 月 15 日，瑞士央行突然宣布取消瑞士法郎对欧元汇率的 1.20:1 的上限，同时将活期存款利率从-0.5%降至-0.75%，将 3 个月 Libor 目标范围降为-1.25%至-0.25%。

该项汇率上限始于三年前欧债危机全面爆发之际，为抑制瑞士法郎对欧元急剧升值对瑞士出口增长以及金融市场稳定的不利影响，瑞士央行决定实施瑞士法郎对欧元的上限，以此来抑制瑞士法郎的升值幅度。但随着欧洲央行近年来货币政策持续宽松，欧元汇率下行导致瑞士央行维持汇率上限的压力不断加大，目前瑞士央行持有的外汇储备币种结构中欧元占比已达到 45%，较美元高出 16 个百分点。

近一段时期，市场对欧洲央行可能推出购买主权债券的预期迅速增强，欧洲法院针对直接货币交易计划（OMT）的措辞也加大主权债 QE 实施的可能性。为避免欧洲央行可能出台的大规模 QE 对瑞士央行维持汇率带来的巨大压力，瑞士央行最终在“情理之中”、却又“意料之外”地决定取消瑞士法郎对欧元汇率的上限。

二、瑞士央行“黑天鹅”对全球金融市场造成巨大冲击

瑞士央行取消瑞士法郎对欧元汇率的上限，不仅给本国金融市场带来了巨大的冲击，引发瑞士法郎汇率暴涨、股市暴跌，同时也波及其他经济体，导致欧元

汇率创下新低、美股迅速下行。在市场超预期的剧烈波动下，德意志银行、花旗银行等全球多家大银行蒙受数亿美元的损失，部分外汇交易经纪商陷入“倒闭”困境，瑞士央行成为了全球金融市场的“黑天鹅”。

据 Wind 资讯统计，1 月 15 日瑞士法郎兑欧元汇率急剧飙升，曾在几分钟内跳涨近 30%，当日收盘涨幅达 23.1%。本币汇率暴涨之下引发市场对以出口为主要动力的瑞士经济的担忧，引发资金大幅流出瑞士股市。瑞士股市 SMI 指数当日盘中曾一度下跌了 13%，15-16 日连续两个交易日累计跌幅达 14.1%。与此同时，瑞士央行取消瑞士法郎对欧元汇率的上限，进一步坚定了投资者对欧洲央行将推出主权债 QE 的预期，欧元汇率大幅下降，欧元对美元汇率一度探底至 1.1459 美元/欧元，创近 10 年内的新低。“黑天鹅”搅动之下，市场避险情绪抬升，美国纳斯达克指数、道琼斯工业指数、标普 500 指数 1 月 15 日分别下跌 1.5%、0.6%、0.9%。

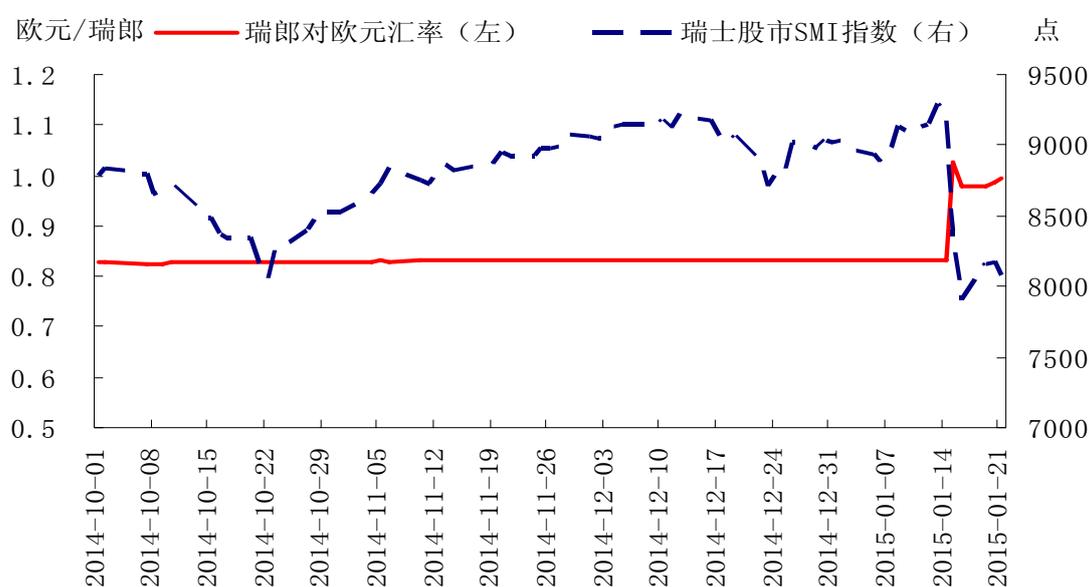


图 1 瑞士法郎兑欧元汇率及瑞士股市 SMI 指数走势图

资料来源： Wind，中国工商银行城市金融研究所。

瑞士央行取消瑞士法郎对欧元汇率的上限，对瑞士本国以及欧元区的长期影



响更为值得关注。从瑞士本国来看，“脱欧”之后的瑞士法郎汇率暴涨，将给出口占 GDP 比重达 72.2%（2013 年数据）的瑞士经济带来明显冲击，据瑞银（UBS）预计，瑞士出口商品将因此造成约 50 亿瑞郎的直接损失，2015、2016 年经济增速将分别下降 1.3 和 0.6 个百分点至 0.5% 和 1.1%。瑞士银行业盈利状况也将出现恶化，据花旗预计，瑞士私人银行巨头宝盛集团的利润将因此缩水 30%。从欧元区来看，其所面临的形势更加严峻。一方面，在经济增长乏力、通缩风险攀升的背景下，资金流出欧元区迹象已开始显露，瑞士法郎“脱欧”进一步加快资金流出欧元区的步伐，导致欧元区流动性更趋紧张，复苏前景更加艰难。另一方面，瑞士央行可能在欧盟范围产生示范效应，冲击欧元体系。丹麦央行虽未宣布克朗“脱欧”，但也紧缩瑞士央行步伐迅速降息以应对欧洲央行可能的 QE 政策，而欧盟其他央行如何行动尚是未知数。截至 2014 年三季度末，欧元在全球储备货币币种结构中占比已经从 28% 降至 22.6%。倘若瑞士央行引发“多米诺骨牌效应”，欧元的前景令人忧虑。

三、瑞士央行“黑天鹅”的反思与启示

（一）政策风险并非无迹可寻，应多关注预警信号

瑞士央行“黑天鹅”事件再次给市场敲响了警钟，在形势错综复杂的后危机时代，各经济体政策调整是全球金融市场面临的一大风险。然而，政策风险并非无迹可寻，政策调整之前往往会出现一些预警信号。以瑞士为例。在宣布取消瑞士法郎对欧元汇率上限之前，瑞士曾于 2014 年 11 月 30 日举行公民投票，试图将瑞士央行此前维护瑞士法郎对欧元汇率而买入欧元换为黄金，增加瑞士央行黄金持有量，降低欧元在外汇储备中的占比。这次黄金公投的失败事实上为瑞士央行取消瑞士法郎对欧元汇率上限埋下了伏笔。据官方统计，2014 年 12 月在欧元迅猛的跌势之下，瑞士外汇储备环比增加了 7% 至 4951 亿瑞士法郎，其中很大一部分正是为维持本币汇率而买入的欧元。瑞士央行在当时几乎成了市场上唯一的欧元“多头”，其随后宣布取消瑞士法郎对欧元汇率上限似乎也在情理之中。

（二）在“黑天鹅”频繁出现的时代应加强风险防范

近年来全球经济“黑天鹅”事件频繁出现，乌克兰危机、ISIS 恐怖主义、埃博拉疫情、卢布危机、国际油价暴跌等等。几乎每一起“黑天鹅”事件都会导致全球金融市场剧烈震荡，多家金融机构遭受严重损失。虽说“黑天鹅”事件能够防范就不会称之为“黑天鹅”，但在“黑天鹅”如此频繁出现的时代，加强风险防范却是应有之举。2014年上半年全球市场总体维持低波动率状态，到7月3日标普500波动率指数（VIX）跌至10.32点，创下2007年2月至今纪录低点。波动率走低反映出市场乐观情绪占据主导，在此环境下投资者对风险防范意识明显减弱，许多金融机构的风险对冲产品销售疲软。然而，过于乐观的态度最终让投资者付出了代价，在俄乌局势动荡、ISIS 恐怖主义和埃博拉疫情蔓延等“黑天鹅”事件下，遭受严重亏损。2014年9月至10月中旬，美国标普500指数跌幅达16%，曾一度跌至年初水平。因此，即便是在相对稳定的市场环境下，也应采取适当的防范措施。尤其对于金融机构而言，更应建立常态化的风险对冲体系与防范机制，避免在“黑天鹅”事件中遭受过大损失。

（三）当前“去欧元化”风潮值得警惕

瑞士央行取消瑞士法郎对欧元汇率的上限只是当前“去欧元化”风潮中的一个情景。事实上，自欧债危机爆发以来，“去欧元化”风潮就在悄然抬头。2012年的希腊大选就曾引发了市场对希腊退出欧元区的担忧。随后，其他重债国可能退出欧元区的言论开始在市场上流传。英国内部甚至发出了退出欧盟的声音。2015年1月25日，希腊又将迎来新一轮大选。最新民调显示，希腊左翼联盟党 Syriza 目前处于领先地位，并很可能在大选中胜出，成为新一任的执政党。若 Syriza 上台后坚持此前的立场，废除与“三驾马车”签署的备忘录，未来退出欧元区也并非杞人忧天。经济复苏疲态之下，民粹、极左与极右派势力在欧渐趋活跃，欧洲一体化进程可能面临更大的考验。近年来，中国对欧投资持续加大，截至2014年三季度末中国企业对欧投资存量较2010年末翻了两番多，达490.1亿美元。中国企业在继续密切关注欧洲这块投资热土的同时，也要警惕“去欧元化”风潮，合理甄别投资对象，防范在欧资产质量面临的潜在风险。