

2019年06月13日

星期四

人民币波动率的传导逻辑



联系人 吴晨曦
电子邮箱 wu.cx@jyqh.com.cn
电话 021-68556039

市场回顾

- 包商银行因严重信用风险被接管一年
- 美国十年期国债收益率跌至2016年10月以来最低
- 中国银行香港人民币汇率卖出价破7
- 金价续创逾三个月新高
- 日债，德债再创新低

评述：全球债市的收益率均创新低。金价走高是再自然不过的反映。而更值得注意的是，包商银行的信用风险只是国内金融系统的冰山一角。过去数年，城商行和农商行的资产膨胀到GDP的80%，而恶性竞争下的融资成本却在不断攀升，并且贷款收益不断下降。不断收敛的利润对应着不断扩大的资产负债表。这很有可能意味着旁氏结构——以现金流入覆盖成本而非以利润覆盖成本。

目录

市场回顾	1
市场前瞻	3
人民币波动率的传导逻辑	3
海外经济	5
花旗经济意外指数	6
OECD 综合领先指标	6
主要经济体 GDP 增速	6
主要经济体 CPI 同比	6
主要经济体实际利率	7
发达与新兴市场股市表现	7
全球主要股市表现	7
国际贸易	7
十年期国债收益率比较	8
非美货币升贬值	8
国内经济	9
中国 GDP	9
中国 GDP 与 CPI	9
中国 CPI 与 PPI 同比增速	9
人民币远期汇率与中美利差	9
中国 CPI-PPI 同比剪刀差	10
中国实际利率	10
中国 TED 利差	10
M2 货币供应	10
基础货币与货币乘数	11
M1、M2 增速与剪刀差	11

市场前瞻

人民币波动率的传导逻辑

全球资产价格联系得如此复杂和紧密，以致于意料之外的冲击越来越多。

图1，离岸人民币30天隐含波动率（白线），VIX指数（黄线）



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

人民币的波动率和美股呈现越来越高的相关性。究竟是美股在驱动人民币，还是人民币在驱动美股，又或同时被第三者力量主导，抑或仅仅是巧合？

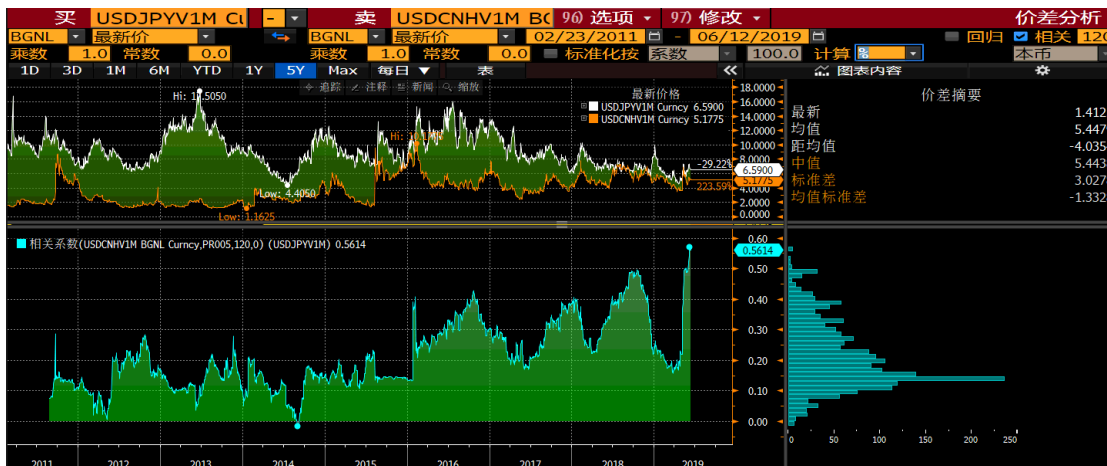
图2，VIX指数（白线），离岸人民币30天隐含波动率（黄线），两者相关系数(下图)



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

人民币在2015年811汇改后，才呈现出与美股极强的相关性。这是我们理解全球资产价格联动的钥匙。

图3，日元美元30天隐含波动率（白线），离岸人民币30天隐含波动率（黄线），两者相关系数(下图)



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

可以清晰的看到，2011年-2015年，人民币和日元的相关性与2015-2019年的相关性截然不同。在人民币汇改后，两者的相关性均值骤然上了一个台阶。更深的逻辑或许是，人民币的波动率外溢到外汇市场。作为主要的贸易伙伴的日本的货币，（日本，韩国，台湾地区和中國大陸，处在一个深度集成的产业带中，并且彼此都是最大的贸易伙伴之一，日韩的出口指标往往被视作中国经济的领先指数），跨国企业必然在市场上对冲主要货币，日元难免受到冲击。而由于过去数十年的低息环境，日元还是世界上最重要的套息货币，大量日元留存在在美股美债市场中。与此同时，中国作为世界主要的制造中心，人民币波动率的上升意味着跨国企业的成本和需求受到冲击，甚至盈利的不稳定性也在上升，进而影响到美股市场。

这就揭示了图1背后的逻辑——人民币和美股波动率指数呈现出极强的相关性。甚至在近期主导了美股的回调。

那么，如果这一逻辑成立，美股的回调很有可能是暂时的。美股的下跌还需要等待更新的逻辑。而再进一步分析，还能发现另一层逻辑，即美债为何走低。

图4, VIX 指数 (白线), 美国十年期国债收益率 (黄线)



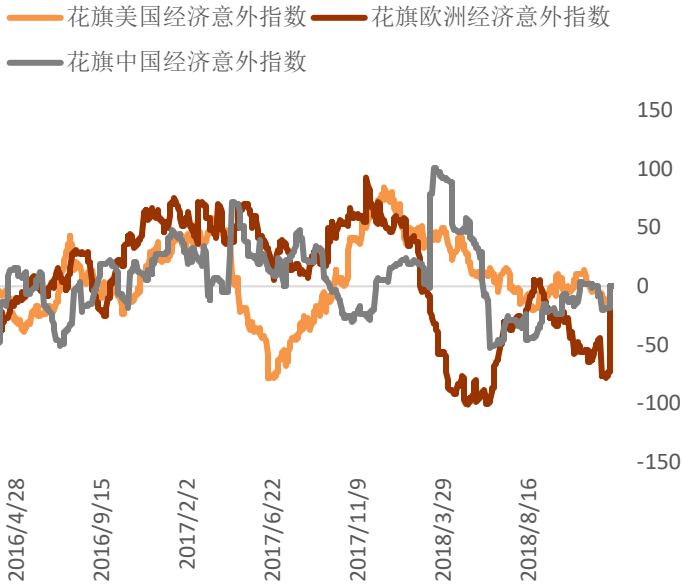
资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

在图4中可以见到, 美债收益率的下行开始于美股波动率的飙升。随着波动率的起伏 (而非一直保持低位) 而持续下行。背后的可能性也许很直接。投资者在外汇市场, 以及美股的不确定可能性增加的情况下, 不断的抛售股票买入债券。美债收益率因此创下新低。

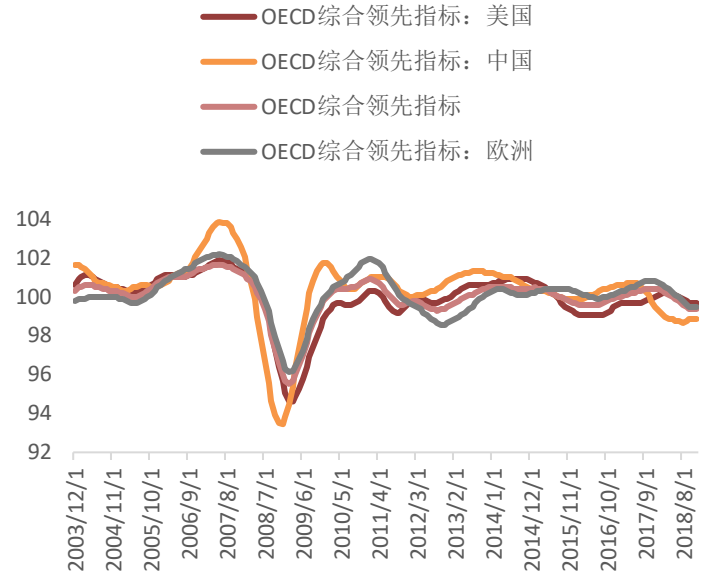
人民币的波动率, 沿着这条可能的路径, 就这样深刻的传导到美债, 而作为全球资产定价之锚的美债, 无疑又放大了人民币波动率对其他资产的影响。

海外经济

图表 1 花旗经济意外指数回落

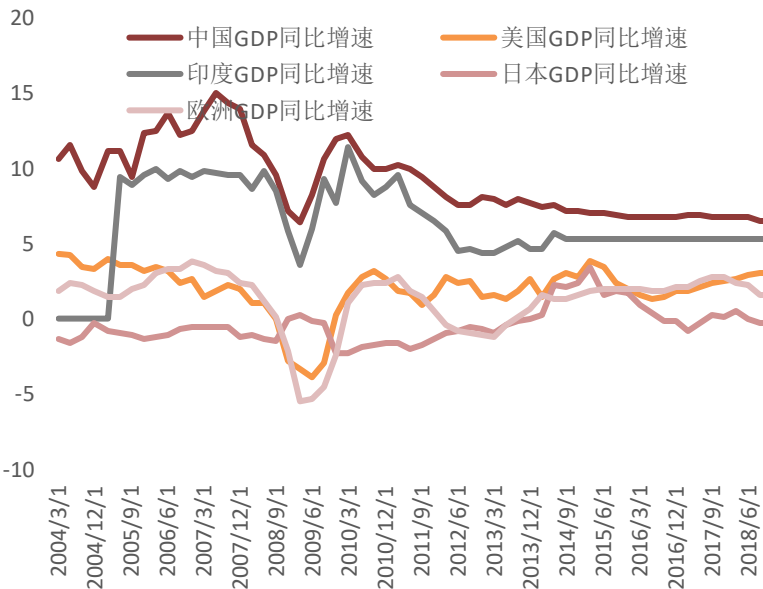


图表 2 OECD 综合领先指标趋稳

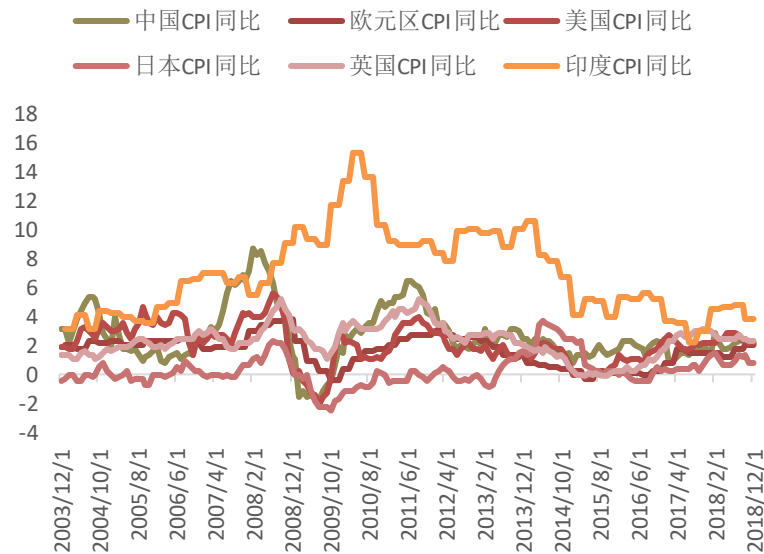


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 3 主要经济体 GDP 增速趋稳

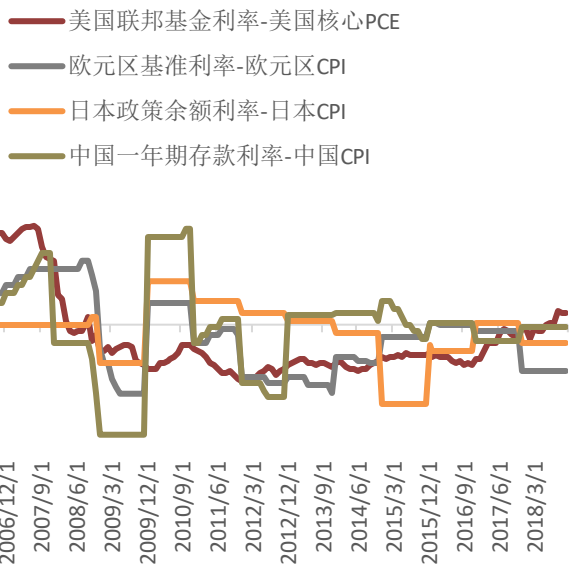


图表 4 主要经济体 CPI 同比小幅上升

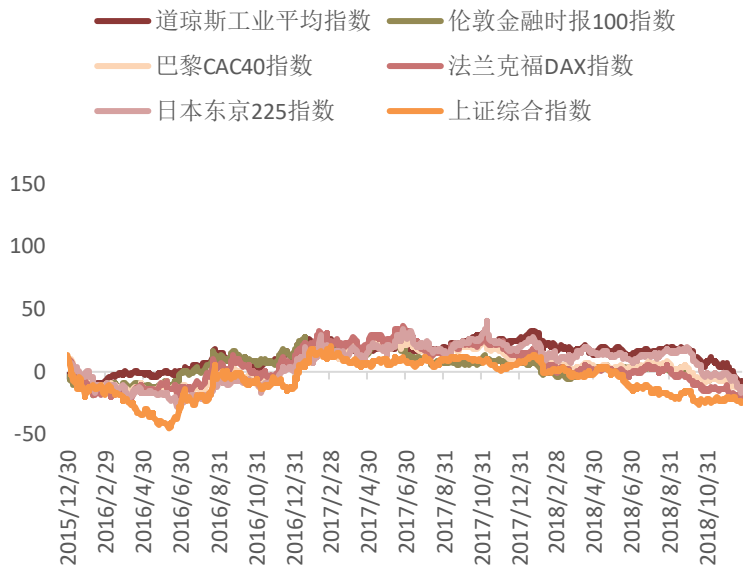


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表5 主要经济体实际利率低位

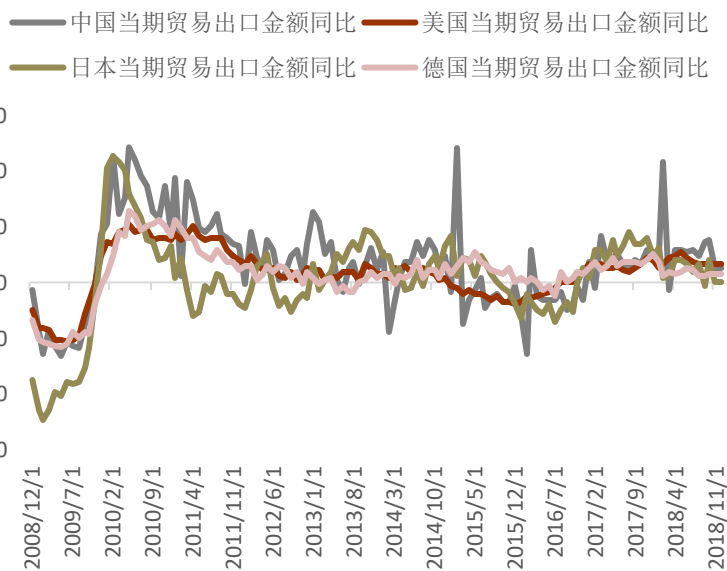


图表6 全球主要股市同比表现

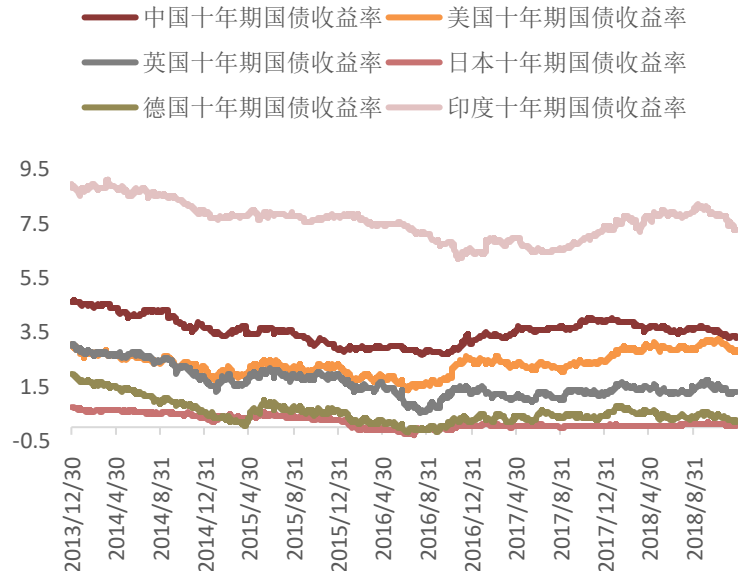


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表7 国际贸易尚可

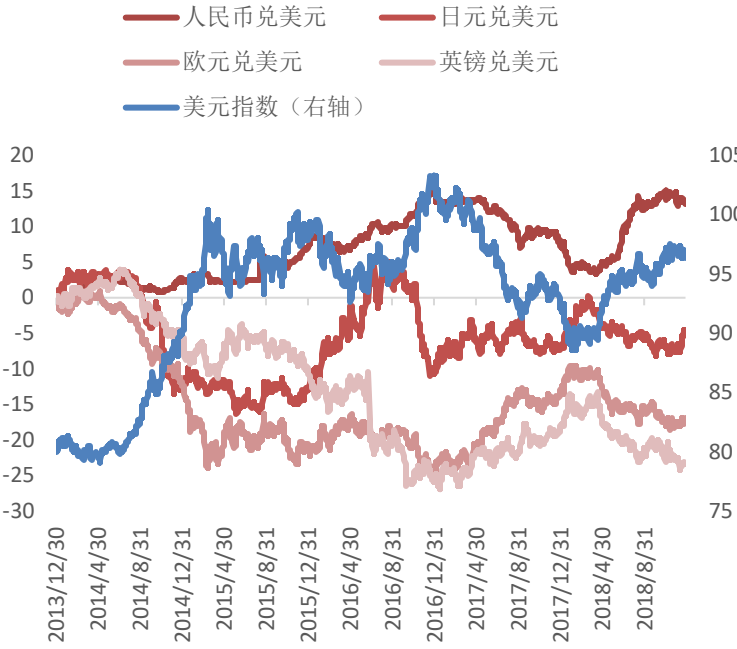


图表8 十年期国债收益率均小幅下行

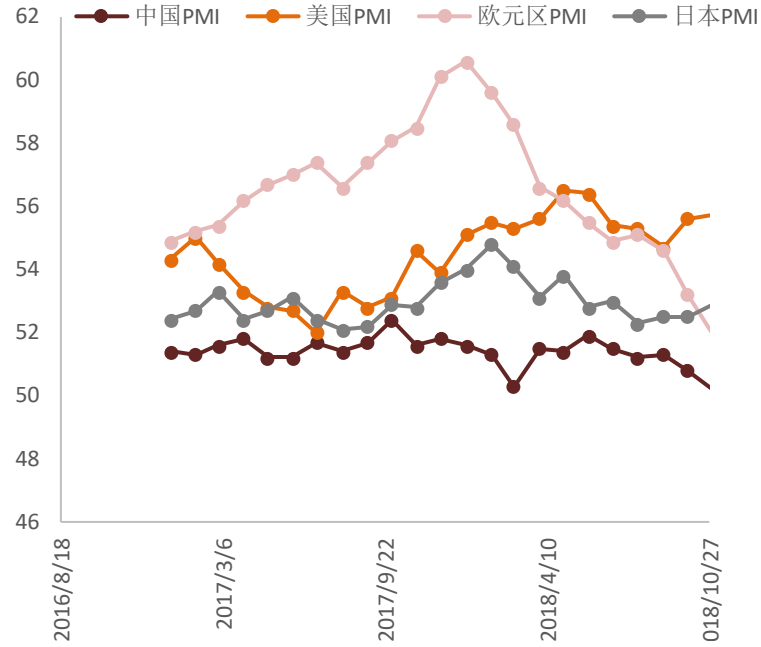


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表 9 非美货币贬值加剧



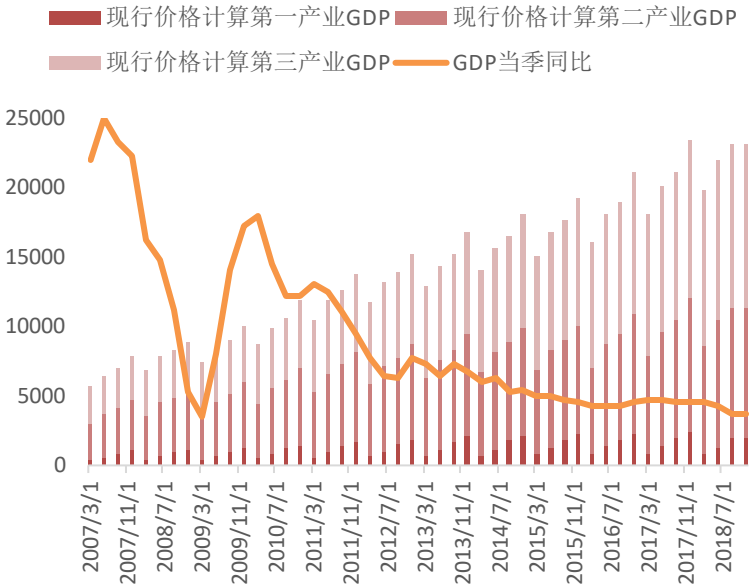
图表 10 各国 PMI 指数回落



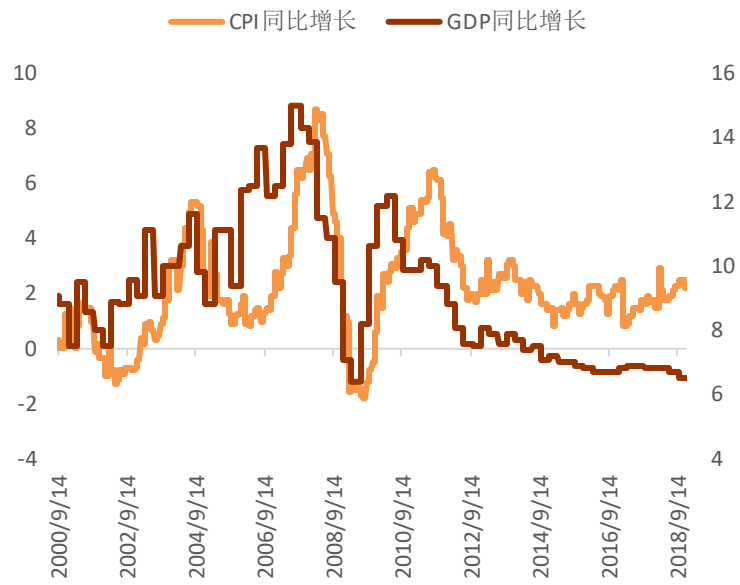
资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

国内经济

图表 11 中国 GDP 增速放缓

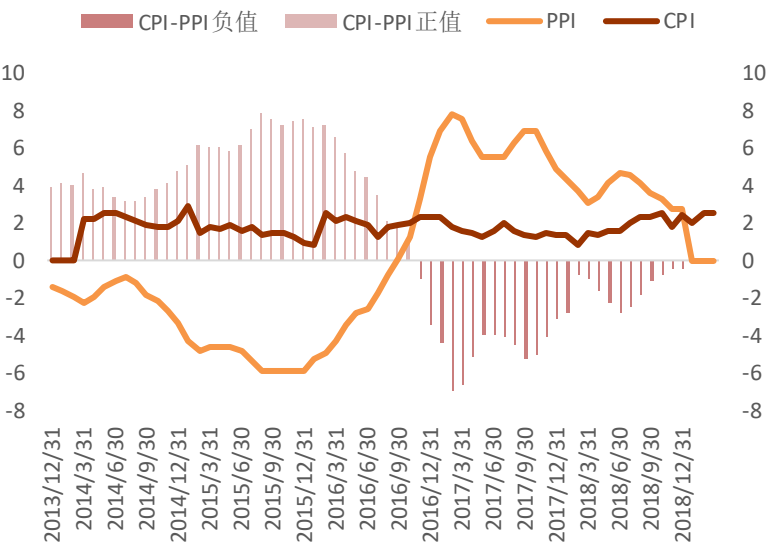


图表 12 中国 CPI 与 GDP 同比增速开始背离

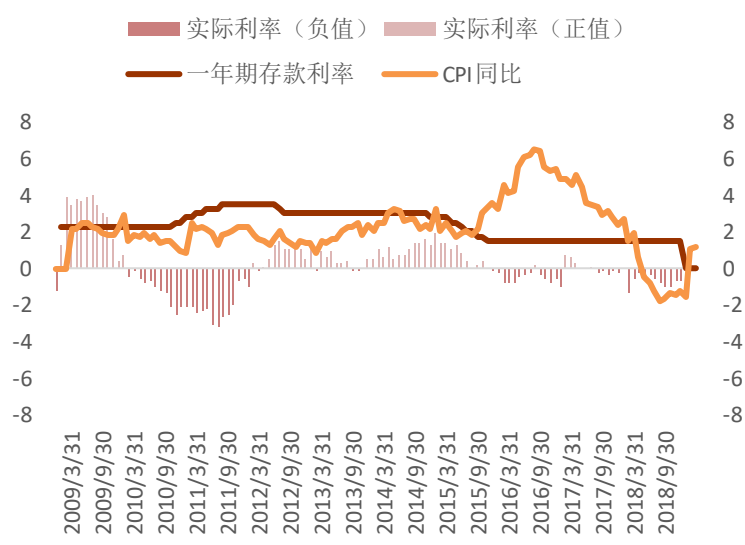


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表 13 中国 CPI 与 PPI 同比增速趋同

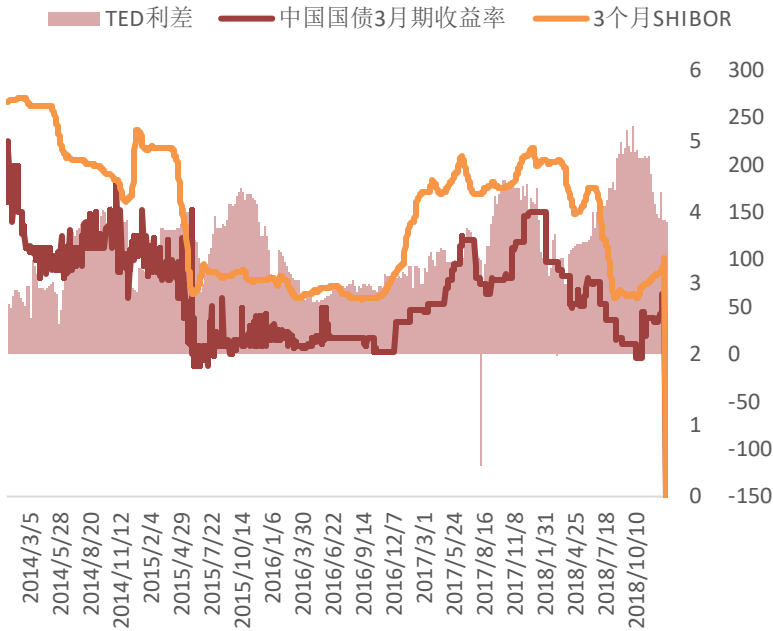


图表 14 中国实际利率依然为负值

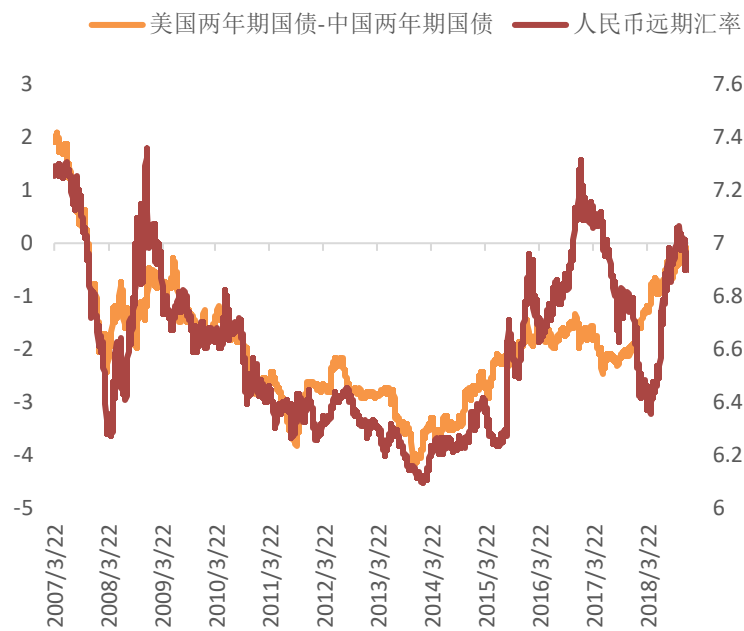


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表 15 中国 TED 利差暗示银行融资偏难

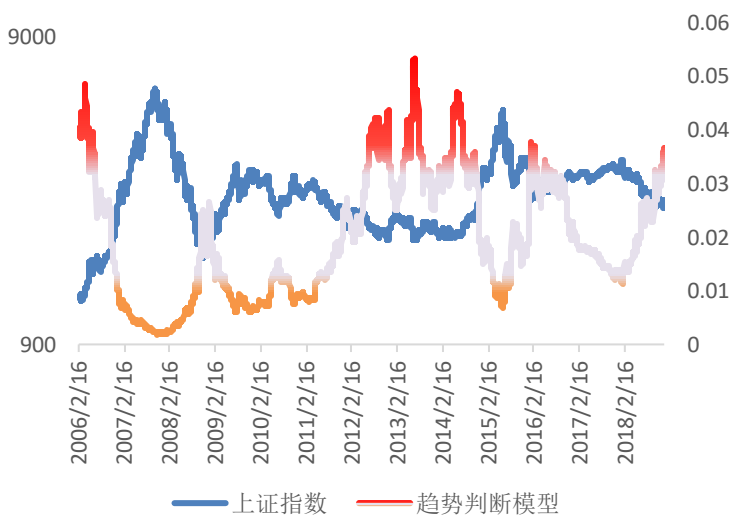


图表 16 利率平价暗示人民币还会贬值

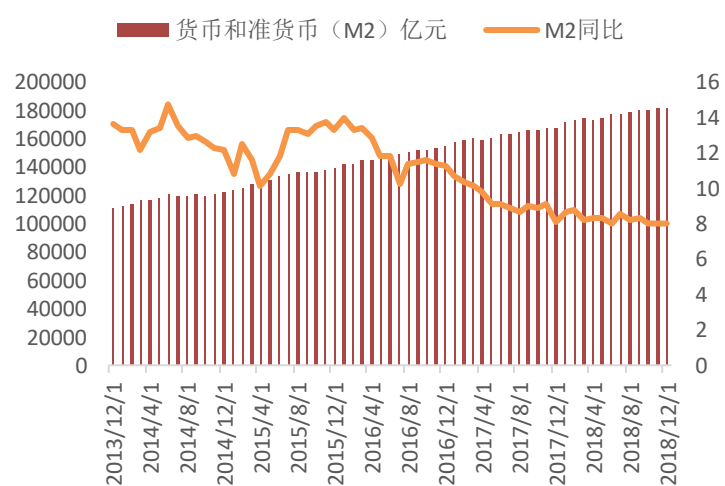


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表 17 股市模型认为价值投资可行

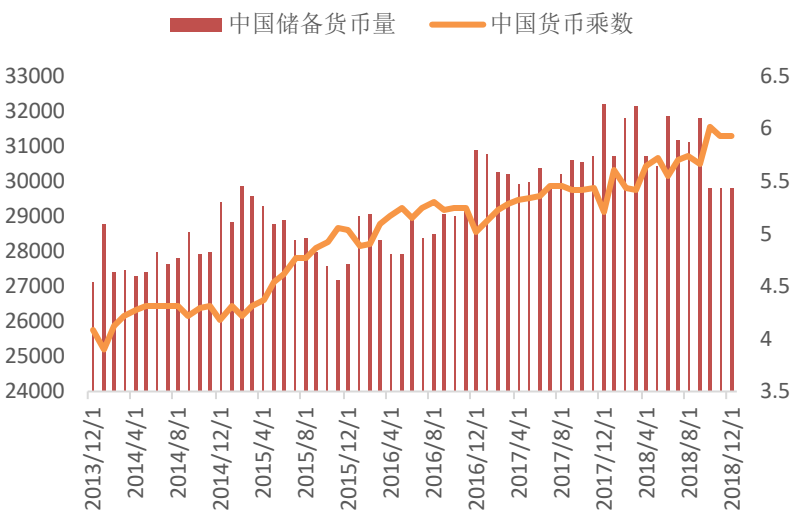


图表 18 M2 货币供应继续萎缩

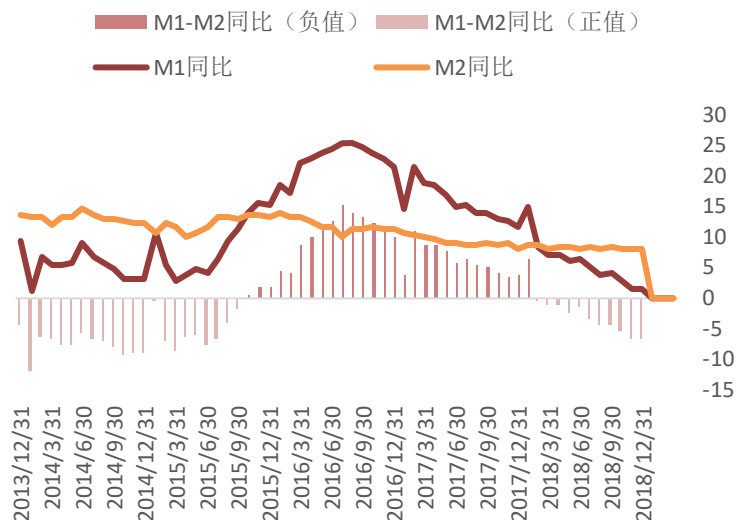


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表 19 货币乘数居高不下



图表 20 M1-M2 差值仍为负



资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海期货大厦营业部

上海市浦东新区松林路 300 号
1803、2104B 室
电话：021-68400688

深圳营业部

深圳市福田区彩田路 3069 号星河
世纪大厦 A 栋 2908 室
电话：0755-82874655

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号期货
大厦 2506B
电话：0411-84803386



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。