



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号: S0120121110003

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《怎样看中美利差收窄下的汇率贬值压力?——大类资产比价关系研究之一》

《本轮人民币贬值的合理位置在哪里?——大类资产比价关系研究之二》

人民币隐含波动率高企意味着什么? (上) ——大类资产比价关系研究之三

投资要点:

- **人民币汇率隐含波动率居高不下。**隐含波动率上升则指向风险补偿上升、市场风险偏好回落。当风险补偿提高时,隐含波动率和实际波动率之间的差值就会扩张,也就意味着“风险溢价”正在上行,这种对汇率波动率的不确定性预期以及风险补偿,就包含了期权市场多空双方对未来影响汇率市场的“增量信息”的定价。最近 1 个月平价期权隐含波动率维持在高位、风险溢价升高和期限溢价倒挂显示,人民币汇率贬值或并未完全结束,隐含波动率预期兑现的过程或带来人民币汇率的尾部调整。
- **汇率基本面出现了哪些变化?**
 - **中美实际利差回升。**尽管 5 月份美国通胀率继续走高,抵消了市场在 3 月份升温的“美国通胀拐点论”,但是同期中国通胀率也温和回升至 2.10%,以 CPI 度量的中美通胀率之差从一季度最高 7.0% 的水平回落至 6.50%,带动中美实际利差从一季度最高 7.95% 坠落至 6.04%。从疫情以来阶段性为人民币汇率定价的实际利差来看,支撑人民币汇率回到 6.40 区间的通胀基本面环境已经发生了变化。
 - **7 月份中美政策利差面临“倒挂”风险。**以 DR007 作为“中国版联邦基金利率”,和美国联邦基金利率的差值可视中美货币政策的差异对比,在 5 月份和 6 月份美联储合计加息 125 个 BP 之后,截止 6 月 20 日中美政策利差只剩下 50 多个 BP 的空间,而在 **7 月份美联储加息 50-75 个 BP 的风险下,7 月份中美政策利差就面临“倒挂”风险。当政策利差变薄甚至“倒挂”之际,防护冲击的作用衰减,国内资金市场直面外部冲击。海外货币政策变动对汇率的冲击效应或在 7 月份边际增强。**
- **人民币或短线高估。**从我们的基本假设出发,经济体的增长溢价和通胀溢价均能被该经济体的无风险利率期限利差所反映,那么中债收益率曲线利差和美债收益率曲线利差的差值,即“中美利差之差”应能即时反映中美两个经济体基本面的市场预期相对变化,“利差之差”和美元兑人民币汇率拟合度高于中美名义利差。**截止 6 月 20 日,中美利差之差抬升至 0.3897 个百分点,指向人民币汇率中枢应适度上升以反映两个经济体的相对变化,过去一周美元兑人民币汇率的合理估值水平或在 6.83 左右,基于当前 6.70 的市场水平,人民币汇率或小幅高估 1.94%。**
- **风险提示:** (1) 中美央行货币政策变动超预期; (2) 疫情对经济增长的冲击存在不确定性; (3) 中国经济“稳增长”政策效应滞后。

内容目录

1. 隐含波动率高企：低风险偏好、高风险补偿	3
2. 汇率基本面变化：政策利差收窄、实际利差下行	6
2.1. 汇率基本面出现哪些变化？	6
2.2. 隐含波动率上行的可能因素？	8
3. 人民币或短线高估	10
4. 风险提示	11

图表目录

图 1：2022 年 5 月至 6 月人民币汇率隐含波动率居高不下	3
图 2：USDCNH 隐含波动率拉升汇率期权风险溢价	4
图 3：USDCNY 隐含波动率同样驱动风险溢价走高	5
图 4：USDCNH“期限溢价”持续为负	5
图 5：USDCNY“期限溢价”接近历史极低值	5
图 6：USDCNH 期权市场多空势力均衡	6
图 7：USDCNY 期权市场多空结构平衡	6
图 8：4 月份以来中美实际利差收窄	7
图 9：中美名义利差倒挂 V.S. 通胀差触底回升	7
图 10：中美政策利差 7 月份或面临“倒挂”	7
图 11：债券市场：2 月至 5 月外资连续减持	9
图 12：股票市场：美元指数回落、陆股通资金净流入	9
图 13：跨境涉外收付：证券投资项目 5 月份延续逆差	9
图 14：跨境结售汇：证券投资项目 4 月至 5 月微弱波动	9
图 15：中美利差之差延续扩张指向人民币汇率波动中枢上行	10
图 16：基于“中美利差之差”估测，美元兑人民币汇率或应适当上升至 6.83 区间	10

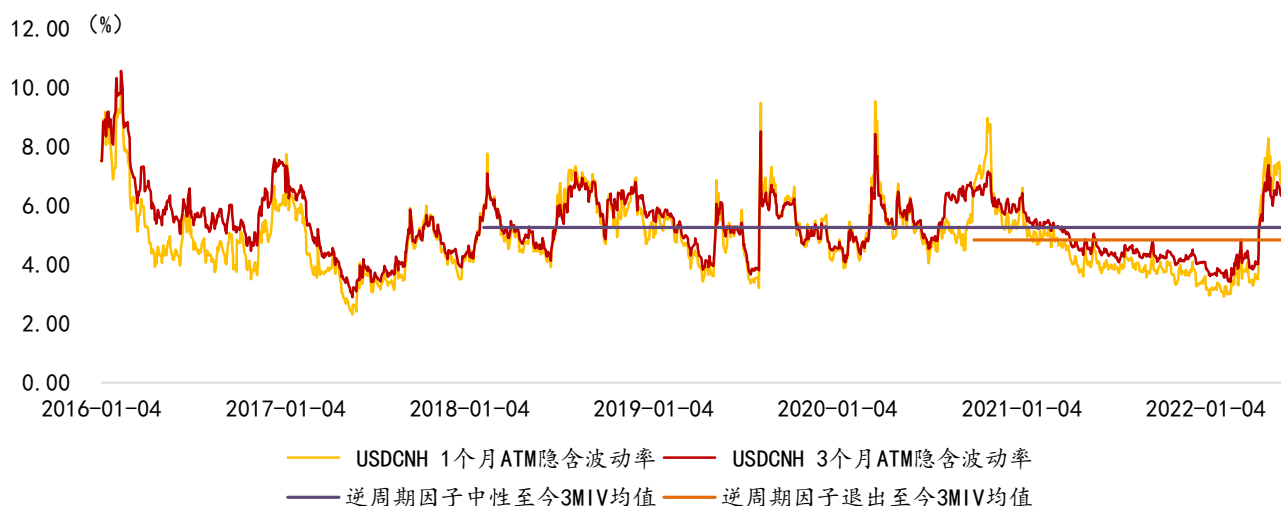
2022年4月19日至2022年5月13日，离岸市场主导人民币汇率经过一波高斜率的贬值，美元兑人民币汇率中间价在此期间累计贬值6.56%，离岸美元兑人民币汇率最高触及6.83。5月下旬至6月，随着上海和北京等地疫情缓解，生产和供应链恢复，人民币汇率也在6.70附近企稳，截止6月21日报价，人民币中间价反而升值1.54%。我们总会从人民币汇率期权市场捕捉一些风险信号，作为即期汇率走势的参考，在过去1个月内，尽管人民币汇率绝对水平没有发生剧烈波动，但是汇率期权隐含波动率却出现了“异常”，隐含波动率快速上升带动风险溢价走高，这与同期处于震荡区间的汇率走势并不相符，我们认为在4月份以后人民币汇率基本面发生变化的条件下，应适当关注汇率期权市场释放的风险信号。

1. 隐含波动率高企：低风险偏好、高风险补偿

在1月17日发布的研究报告《怎样看中美元差收窄下的汇率贬值压力？——大类资产比价关系研究之一》中，我们判定在2021年11月之后，人民币汇率已经高估，存在向均衡水平收敛的风险，当时我们估算，1-3个月内人民币汇率的合理均衡水平位于6.40-6.50区间，到4月中旬人民币开始贬值之时恰好在此区间上限。

在4月25日发布的研究报告《本轮人民币贬值的合理位置在哪里？——大类资产比价关系研究之二》中，我们判定在人民币汇率开启从高估状态向合理均衡水平收敛的趋势后，未来1-3个月有95%的概率认为美元兑人民币汇率的合理水平为6.75，如果考虑中美货币政策极限背离，美元兑人民币汇率的极限点位或位于6.96，中枢值为6.85。我们当时强调疫情对经济基本面的扰动是短期主要矛盾，如果复工复产加快推进，出口基本面快速修复，人民币汇率或止跌反弹。从汇率波动节奏来看，基本符合疫情扰动的规律。

图1：2022年5月至6月人民币汇率隐含波动率居高不下



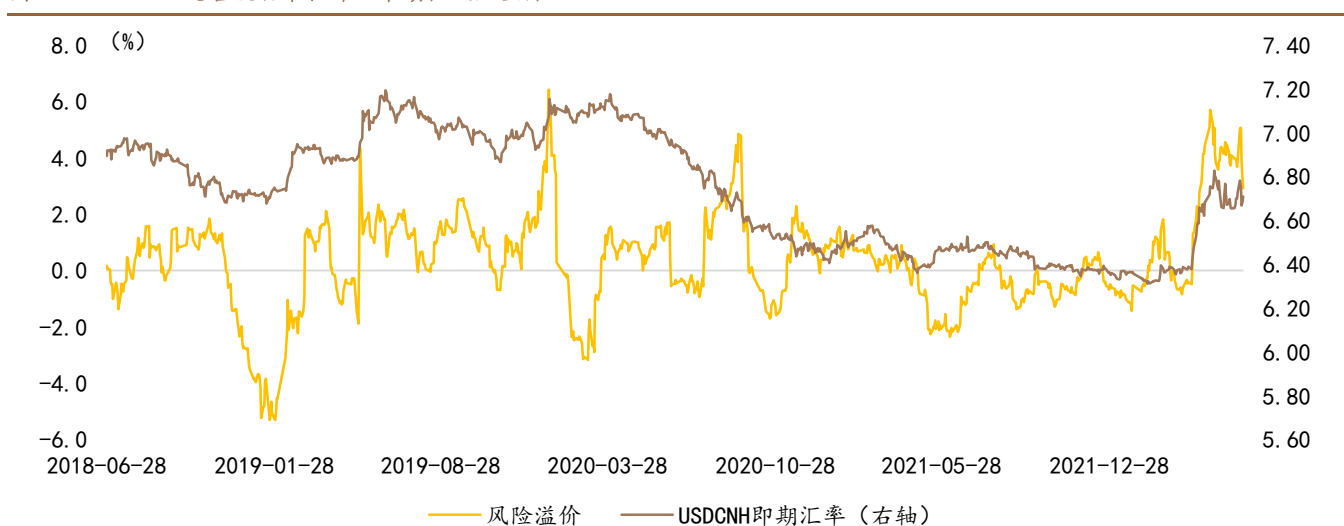
资料来源：Wind，德邦研究所

过去 1 个月内人民币汇率维持震荡，但是隐含波动率却居高不下。2015 年“8.11”汇率形成机制改革以后，外汇期权市场隐含波动率就在市场供需和政策干预两种力量的作用下波动，2018 年 1 月份逆周期因子恢复中性，2020 年 10 月逆周期因子淡出汇率形成机制，此后人民币汇率以及期权隐含波动率的变动主要反映市场供需力量的变化。因此在看待隐含波动率时，选择从 2018 年 1 月份以后的隐含波动率作为样本。

2018 年 1 月至 2022 年 6 月，1 个月人民币汇率平价期权隐含波动率平均值为 5.0521%，3 个月人民币汇率平价期权隐含波动率平均值为 5.2482%。2021 年 3 月份人民币汇率在经过一季度的贬值调整之后，从 6.60 的位置进入长达一年稳定升值的过程，在此期间人民币汇率隐波也稳定下行。直至 4 月中旬人民币汇率开始贬值调整，带动隐含波动率上行。5 月中旬至今，1 个月和 3 个月期人民币汇率期权隐含波动率持续位于历史均值上方。2020 年 10 月至 2022 年 6 月，1 个月人民币汇率平价期权隐含波动率平均值为 4.4895%，3 个月人民币汇率平价期权隐含波动率平均值为 4.8272%。在逆周期因子恢复中性到淡出的中间时间段，政策干预处于静默但不放弃的程度，也因此导致隐含波动率均值更高，2018 年 1 月至今的样本均值与 2020 年 10 月至今的样本均值的差值，可视为期权市场为政策干预风险赋予的波动率溢价。

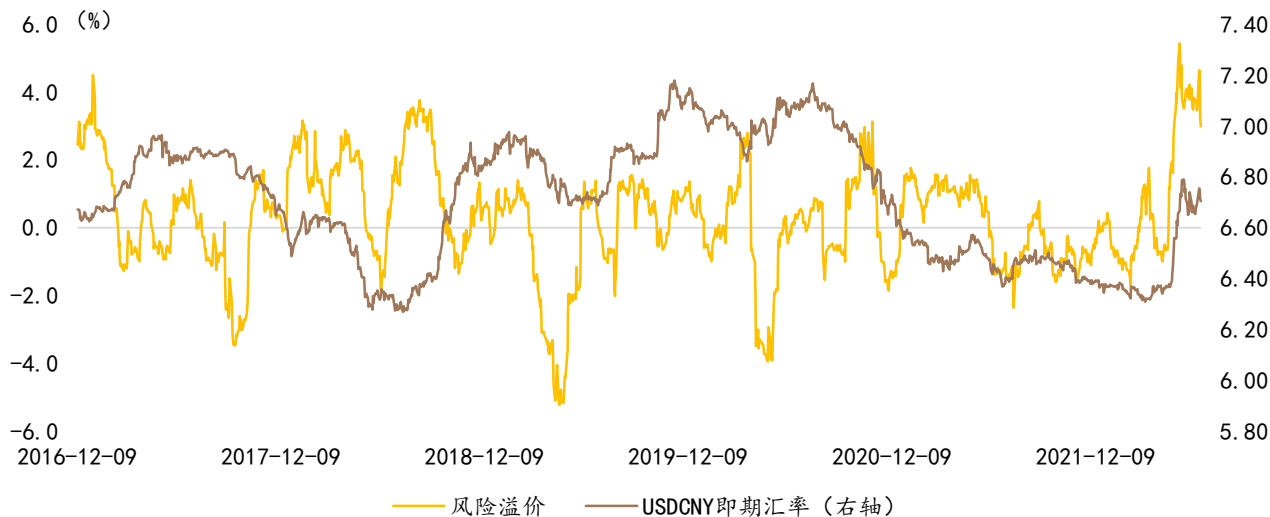
从 5 月 13 日离岸美元兑人民币汇率触及 6.83 高点回落开始，平价期权市场隐含波动率就始终维持在较高水平，在此期间，1 个月平价期权隐波均值为 7.1061%，3 个月平价期权隐波均值为 6.4631%，而同期实际波动率均值仅为 3.0654%，导致以隐含波动率减实际波动率度量的“风险溢价”处于高位。

图 2：USDCNH 隐含波动率拉升汇率期权风险溢价



资料来源：Wind，德邦研究所

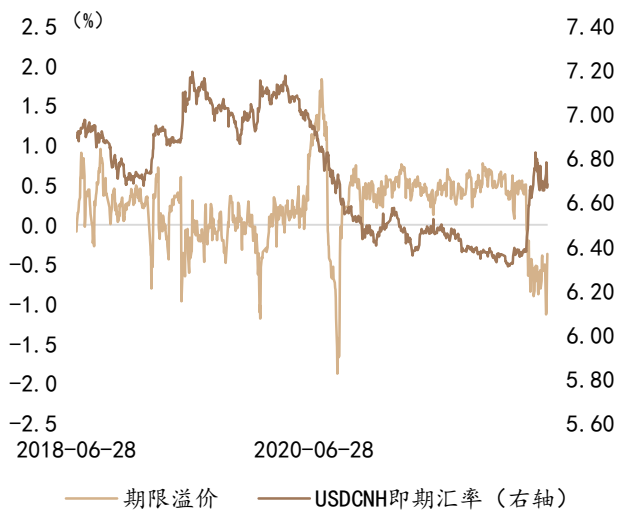
图 3: USDCNY 隐含波动率同样驱动风险溢价走高



资料来源: Wind, 德邦研究所

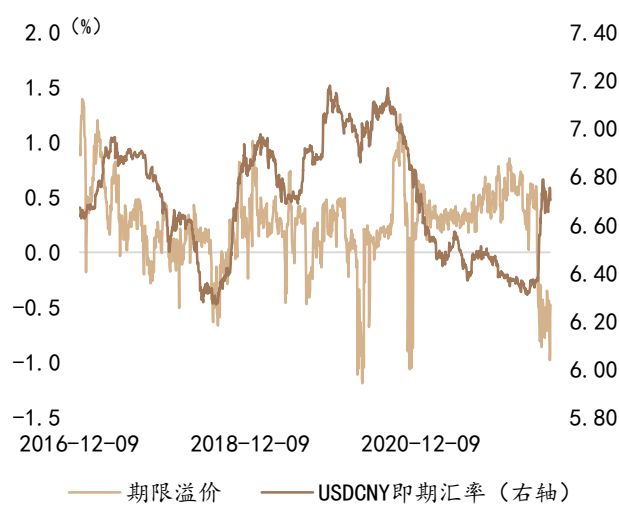
一般而言,平价期权(ATM)指向风险中性,其隐含波动率包含两方面信息:一是实际风险偏好情形下,市场预期未来汇率的实际波动率会向隐含波动率收敛;二是市场基于对未来波动率不确定性的预期,在期权市场上要求有更高的风险补偿。因此平价期权隐含波动率下降指向市场要求的风险补偿回落、风险偏好上升。而隐含波动率上升则指向风险补偿上升、市场风险偏好回落。当风险补偿提高时,隐含波动率和实际波动率之间的差值就会扩张,也就意味着“风险溢价”正在上行,这种对汇率波动率的不确定性预期以及风险补偿,就包含了期权市场多空双方对未来影响汇率市场的“增量信息”的定价。也就意味着或者隐含波动率兑现预期,人民币汇率实际波动率上升,“增量信息”完成定价;或者当扰动期权市场的波动率不确定性消散,隐含波动率回落。

图 4: USDCNH “期限溢价”持续为负



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 5: USDCNY “期限溢价”接近历史极低值

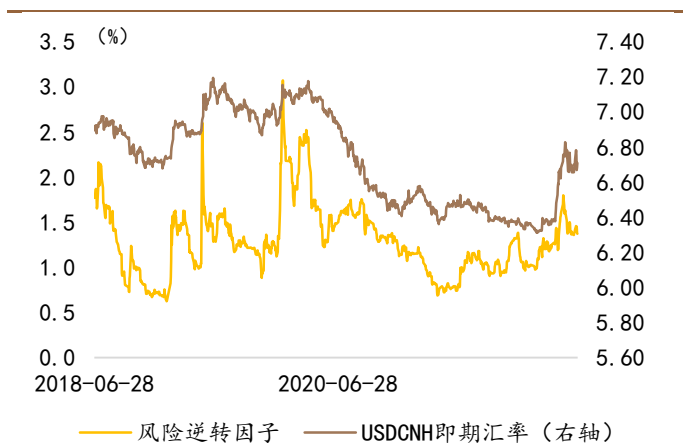


资料来源: Wind, 德邦研究所

在 4 月中旬人民币汇率开始贬值之时,隐含波动率的期限结构就是倒挂的状态,而在 5 月中旬人民币汇率结束贬值进入震荡状态后,隐含波动率 3 个月和 1

个月期的“期限溢价”没有回正，而是继续走低并接近历史极低值，指向当前汇率市场尚无新增的额外信息为即期汇率进行定价，但是从历史上看，每一次隐含波动率的风险溢价由负转正，人民币汇率均释放阶段性的贬值压力。

图 6: USDCNH 期权市场多空势力均衡



资料来源：Wind，德邦研究所

图 7: USDCNY 期权市场多空结构平衡



资料来源：Wind，德邦研究所

我们经常选取 Delta 为 25 的看涨期权隐波和看跌期权隐波的差值，作为风险逆转因子，风险逆转因子越高意味着做多美元兑人民币（本币贬值）的势力更强、因子越低意味着做空美元兑人民币（本币升值）的势力越强，但是由于期权市场交易并不能直接反馈到即期汇率变化上，风险逆转因子只是从“多空市场势力”方面刻画当前的多空情绪。如果从风险逆转因子来看，人民币汇率期权市场多空势力均衡，与当前人民币汇率偏向震荡的市场状态一致。

人民币汇率期权市场上，最近 1 个月平价期权隐含波动率维持在高位、风险溢价升高和期限溢价倒挂显示，人民币汇率贬值或并未完全结束，隐含波动率预期兑现的过程或带来人民币汇率的尾部调整。

2. 汇率基本面变化：政策利差收窄、实际利差下行

2.1. 汇率基本面出现哪些变化？

2020 年疫情爆发以来，人民币汇率就处于持续升值的过程，如同我们在 4 月份时强调美元指数上涨、美联储持续加息、中美名义利差倒挂不是人民币汇率贬值的直接原因一样，人民币汇率从疫情以来升值的基础、5 月中下旬疫情缓解后止跌反弹的基本逻辑是类似的，汇率定价的基础来自生产和供应链的出口比较优势。2020 年 5 月至 2021 年在产业链健全且安全的比较优势加持下，中国出口增速维持高位，带来经常账户巨额顺差和海外资本流入，出口增速和出口份额双双支撑人民币汇率升值，并且当 4 月至 5 月国内疫情扰动，加重市场对产业链安全性担忧的时候，人民币汇率贬值。并且在此期间，由于“中国温和通胀、海外全面通胀”的差异，与海外不断抬高的生产成本相比，煤炭为主的能源结构赋予中国制造业低成本优势，这种优势展现出高韧性的出口比较优势，也因此，一方面当 2020 年 11 月中美利差触及拐点之后回落、2022 年 2 月外资初显外流的压力之时，人

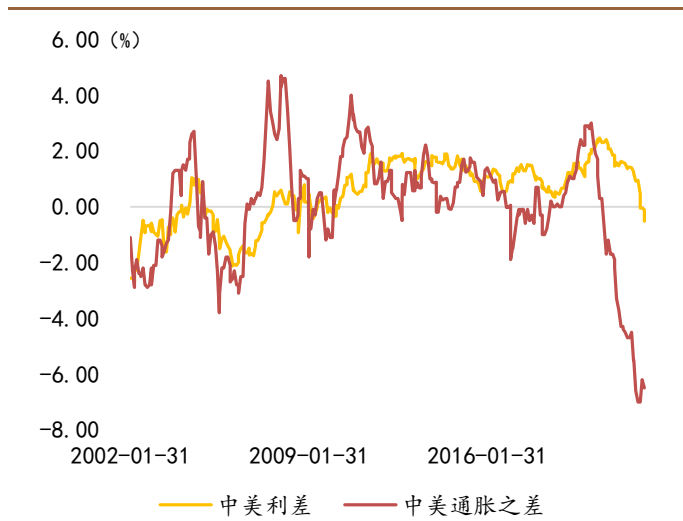
人民币汇率还相对美元保持较强的态势；另一方面人民币汇率就在疫情以来与反映中美通胀率差异的“实际利差”形成正相关关系。

图 8：4 月份以来中美实际利差收窄



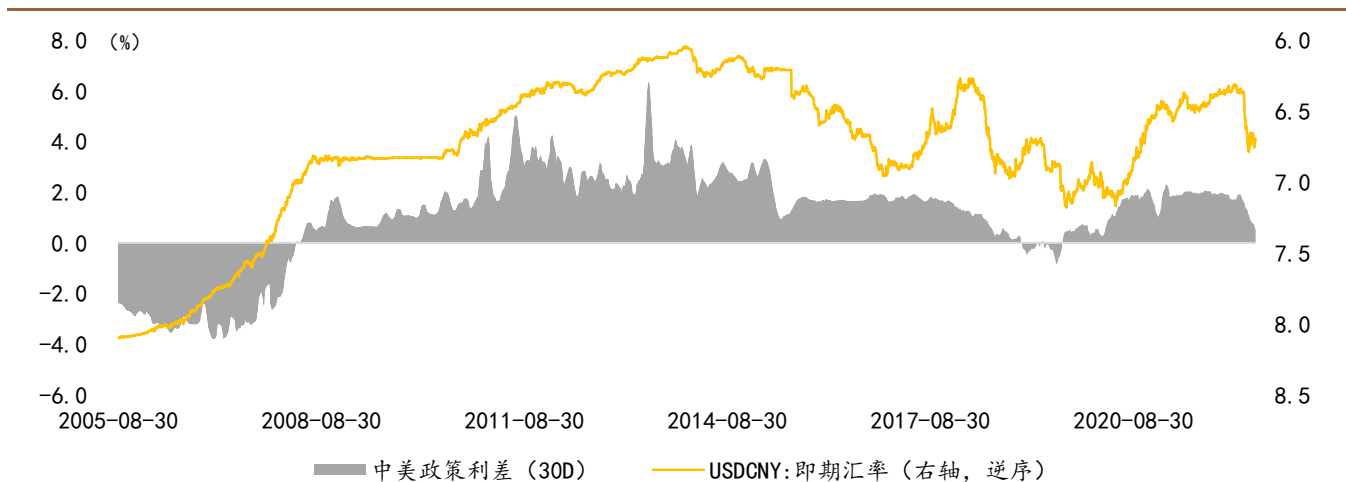
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 9：中美名义利差倒挂 V.S.通胀差触底回升



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 10：中美政策利差 7 月份或面临“倒挂”



资料来源: Wind, 德邦研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43146

