

英國退歐：對非理性事件的理性思考



此報告中所有示例均為對各種情況的虛擬解釋，僅作說明之用。此報告中的觀點僅反映作者的看法，未必是芝商所或其關聯機構的看法。此報告及其中所載資訊不應視為投資建議或實際市場經驗的結果。

正如我們在先前一篇關於期權價格以及“英國退歐”投票的文章中所指出的，英鎊交易者比歐元交易者對英國可能退出歐盟的擔憂要嚴重得多。英鎊的隱含波動率通常低於歐元，但6月23日投票前的最近幾周，這一關係突然發生了逆轉（圖1）。

圖1：英鎊兌美元平價期權的隱含波動率遠高於歐元兌美元平價期權。



期權處於價外狀態反映了投資者與英國脫歐公投的看法和擔憂有關的大量額外訊息。總之，不同行權價格的英鎊和歐元期權的概率分佈顯示，提供英鎊下跌保護的期權成本異常昂貴，幾乎沒有人考慮英鎊兌美元的上漲風險（圖2和圖3）。

圖2：英鎊期權價格反映匯率到7月31日下跌10%的概率為10.8%，上漲10%的概率為3.6%。



圖3：歐元期權價格反映匯率到7月31日下跌10%的概率為3%，上漲10%的概率為2.3%。



英鎊期權價格預示英鎊兌美元匯率從當前水準（撰寫本文時為1.44）下跌10%至1.295的概率為10.8%，而上漲10%至1.585的概率僅為3.6%。也就是說，下跌10%的概率為上漲10%的3倍。

相較之下，歐元期權反映的匯率預期要均衡得多。截至5月6日星期五，根據歐元期權價格，歐元兌美元下跌10%的概率為3%，上漲10%的概率為2.3%。

雖然英鎊最有可能對“英國退歐”的投票結果作出消極反應，但我們不認為歐元和英鎊期權的價格應該出現如此大的差異。正如我們在《英國退歐：歐盟比英國更痛？》一文中所指出的，“英國退歐”的風險並不局限於英國。英國退歐對歐元區的其他國家來說也很重要。英國退出歐盟可能會向其他國家，尤其是希臘發出一個信號，那就是這些國家也可以考慮退出歐盟，從而為可能出現的債務違約和其他經濟動盪打開方便之門。

而且，對“英國退歐”的擔憂似乎已經讓市場對許多實際經濟狀況視而不見。不管英國是否退出歐盟，其經濟狀況都要比歐元區健康得多。英國的失業率相對要低得多（圖4），且其核心通脹率僅比歐元區高0.5個百分點（圖5）。這意味著，英國央行上調利率的可能性比歐洲央行要大得多。歐洲央行目前仍在考慮加碼寬鬆政策，將量化寬鬆維持到2017年。

圖4：英國的失業率為歐元區的一半。

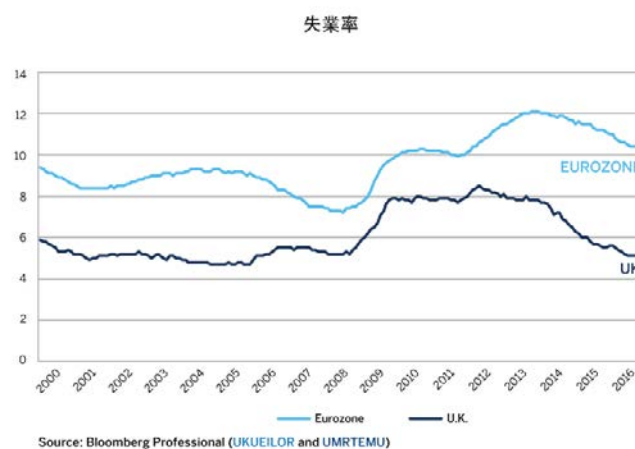


圖5：英國的核心通脹率是歐元區的1.5倍。



事實上，幾乎沒有人預計（或者擔憂）英鎊兌歐元會出現上漲，而這一市場情緒實際上增加了英鎊兌美元匯率出現大幅上漲的概率。此外，英國與歐元區之間的經濟狀況差異也對英鎊更有利。

如果投票的結果是英國退出歐盟的話——根據博彩公司立博公司（Ladbrokes）、帕迪鮑爾公司（Paddy Power）和Predictit.org公司，退歐的概率約為25%—30%——不排除會出現拋售英鎊的情況。實際上，民意調查顯示，“英國退歐”的陣營占上風。

然而，目前英鎊的市場情緒非常消極，以至於我們應該考慮，如果投票的結果是英國繼續留在歐盟的話，英鎊可能會出現大幅上漲；如果投票的結果是英國退出歐盟的話，英鎊可能只會溫和下跌。英鎊兌美元和歐元兌美元的走勢通常基本一致（圖6），但“英國退歐”的投票結果毫無疑問地會讓兩者一直以來的相關性模式受到嚴峻的考驗。

對歐元兌英鎊以及歐元兌美元提供支撐的一個因素是，市場對於負存款利率的意外反應。歐洲央行宣佈將存款利率降為-0.4%之後，歐元反彈。原因可能是，負存款利率相當於歐洲央行向銀行系統徵稅和緊縮貨幣政策。如果歐洲央行將貸款利率也降為負值的話（在不久的將來有這種可能）可能會造成相反的影響：歐元供應增多，導致歐元兌美元以及歐元兌英鎊雙雙下跌。

圖6：2015年底至2016年初，“英國退歐”重壓英鎊。退歐風險完全反映在英鎊匯率中了嗎？



期貨與掉期交易具有虧損的風險，因此並不適於所有投資者。期貨和掉期均為槓桿投資，由於只需要具備某合約市值壹定百分比的資金就可進行交易，所以損失可能會超出最初為某壹期貨和掉期頭寸而存入的金額。因此，交易者只能使用其有能力承受損失風險但又不影響其生活方式的資金來進行該等投資。由於無法保證這些資金在每筆交易中都能獲利，所以該等資金中僅有壹部分可投入某筆交易。

本資料中所含信息與任何資料不得被視作在任何司法管轄區買入或賣出金融工具、提供金融建議、創建交易平臺、促進或吸收存款、或提供任何其它金融產品或任何類型金融服務的約或邀請。本資料中所含信息僅供參考，並非為了提供建議，且不應被解釋為建議。本資料並未考慮到您的目標、財務狀況或需要。您根據本資料採取行動前，應當獲得適當的專業建議。

本資料中所含信息均如實提供，不含任何類型的擔保，無論是明示或暗示。芝商所對任何錯誤或遺漏概不承擔責任。

本資料也可能會包含或涉及到未經芝商所或其管理人員、員工或代理設計、驗證或測試的信息。芝商所不對該等信息承擔任何責任，也不認可其信息的準確性或完整性。芝商所對該等信息或向您提供的超級鏈接並不擔保不會侵犯到第三方權利。如果本[資料類型]含有外部網站的鏈接，芝商所並不對任何第三方或其提供的服務及/或產品予以認可、推薦、同意、保證或推介。

CME Group和“芝商所”是CME Group Inc.的註冊商標。地球標誌、E-mini、E-micro、Globex、CME和Chicago Mercantile Exchange是Chicago Mercantile Exchange Inc. (“CME”)的註冊商標。CBOT是Board of Trade of the City of Chicago, Inc. (“CBOT”)的註冊商標。ClearPort和NYMEX是New York Mercantile Exchange, Inc. (“NYMEX”)的註冊商標。此商標未經所有者書面批准不得修改、複製、儲存在可檢索系統里、傳遞、複印、發佈或以其它方式使用。

Dow Jones是道瓊斯公司的註冊商標。所有其它註冊商標為其各自所有者的產權。

所有關於規則與細節之事項均遵循正式的CME、CBOT和NYMEX規則，並可被其替代。在所有涉及合約規格的情況裏，均應參考當前的規則。

CME、CBOT及NYMEX均分別在新加坡註冊為註冊的認可Recognized Market Operator(市場運營商)以及在香港特區註冊為認可的Automated Trading Services(自動化交易服務)提供者。除上述內容之外，本資料所含信息並不構成提供任何境外金融工具市場的直接渠道，或日本《金融工具與交易法》（1948年第25條法律，修訂案）界定之境外金融工具市場交易的清算服務。CME Europe Limited并未在亞洲任何國家或管轄區內註冊或被授權提供任何形式的金融服務。芝商所實體在中華人民共和國或台灣概無註冊、獲得許可或聲稱提供任何類型的金融服務。本資料在韓國及澳大利亞境內根據《金融投資服務與資本市場法》第9條第5款及相關規則、《2001年企業法》（澳洲聯邦）及相關規則的規定，將發佈受單僅限於“職業投資者”；其發行應受到相應限制。

©2016年CME Group和芝商所版權所有，保留所有權利。