

2018 年 10 月 10 日

星期三

## 彭斯讲话或确认明年 A 股牛市



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

### 市场回顾

- 标普 500 创收盘新高，美股创历史最长牛市
- 上证指数触及两年半新低
- 美债收益率涨至 3.23，创七年新高
- 央行定向降准释放 7500 亿资金
- 美联储加息 25 基点

评述：太平洋两岸冰火两重天。美国股市连创新高，中国股市再创新低。美国加息缩表不断紧缩，中国从 MLF 到降准不断宽松。中国的货币政策实则必然是美国的镜像。中国的货币主要以美元为依托发行，在美元紧缩之时不得不释放流动性——就如同美国量化宽松时中国不得不收紧流动性一样。而两国股市之间的悬河，实则是同一道鸿沟——中国楼市。量化宽松托举美股的资金由中国楼市承接，可见于同时期中国央行资产负债表的飙升。美国公司融资成本的降低也顺理成章的由中国公司土地劳务税负成本的骤升为代价。换言之，两国股市的相对变化，也将会同时反映在中国楼市的走向上。

## 目录

市场回顾 .....	1
市场策略 .....	3
彭斯讲话确认明年 A 股牛市.....	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

## 市场前景

### 彭斯讲话或确认明年 A 股牛市

2018 年国庆期间，美国副总统彭斯发表了关于中国问题的演讲，将贸易战提升到新冷战的层级。国庆开盘后，上证指数暴跌 3.72%，人民币进一步贬值，市场对和平解决贸易战或已不抱幻想。

市场是有效的，并不是说市场是正确的。有效性指的是市场能够迅速的反映所有消息。而正确性是能够评估出消息的长远后果。

至少我可以大言不惭的说，我比“有效的市场”正确得多。毕竟仅仅在今年，我就在报告中多次驳斥市场共识，展现了“反共识的正确”。见图一。

图 1，上证指数，宏观周报标题及发表日期



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

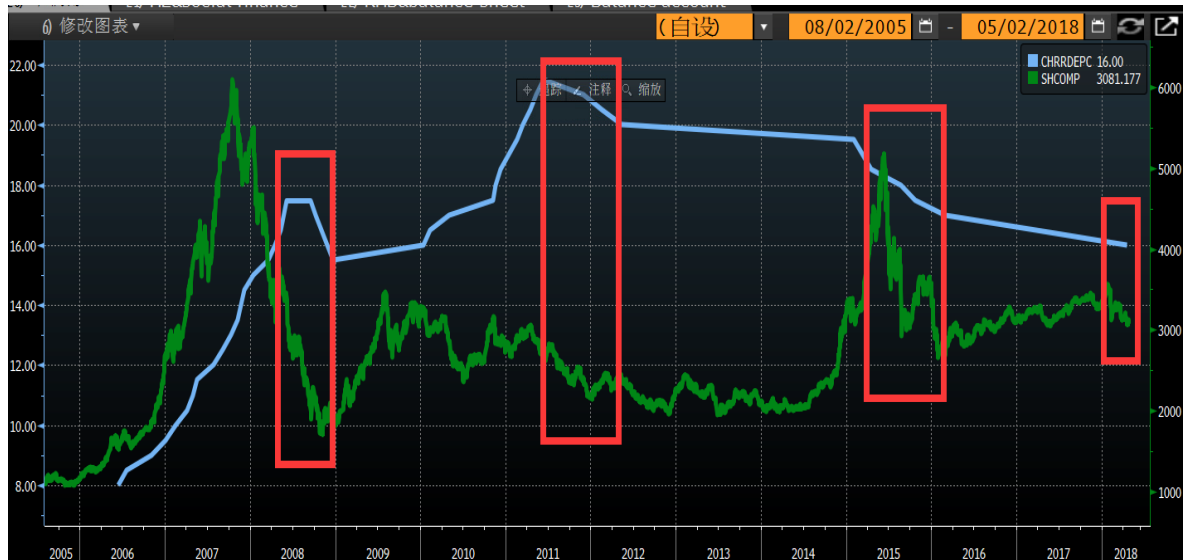
之所以回顾既往，是因为这次的结论或让市场参与者更加难以接受，而市场最终的演变并不会因为参与者此刻的不理解而不发生。

人们在直觉上往往有一个误区，认为经济的增长会导致股票市场的牛市。因为回顾数十年的历史时，人们会发现股市在上涨，经济在增长。而在衰退的经济周期里，市场往往一蹶不振。于是顺理成章的推论：贸易战会大幅影响中国经济，

由此中国股市必然不会好。

这和宽松政策就会让股市上涨的惯性思维一样不经实证。从图二中可以轻易看到，四次降准周期，都是股市较大幅度下跌之时。当然，我并不是认为降准导致股市下跌，我只是让参与者明白，降准等宽松政策远远不意味着股市上涨。

图2，中国存款准备金率，上证指数



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

索罗斯在其成名作《金融炼金术》中也无情的嘲笑了这个“常识”。索罗斯认为，在一些条件下，经济和股票市场的变化是互为因果的。比如这个良性循环，股票上涨→企业以更低的融资成本增发股票→企业盈利增加→经济向好→股票继续上涨。

熊市前后一样会有类似的恶性循环，股票下跌→人们消费缩水→企业盈利减少→股票进一步下跌。

长期来看，两者当然相近。凯恩斯公爵这样评论“长期来看，我们都死了”。不能把握住牛熊，而在被套牢的时候才想价值投资，想着长期经济增长，难说能获得较好的收益。

良性循环和恶性循环的自我加强过程，即大家常说的“趋势”。判断趋势，实则在判断系统的负反馈结构。负反馈，即自我抑制过程，如“吃太饱了，所以少吃点”，“价格太高了，所以卖出点”。股票极高或极低的估值，系统的负反馈过

程将生效，阻碍价格更高或价格更低。但对牛市而言，单方向的负反馈过程时不够的。牛市还需要一个正反馈，也就是良性循环的启动。

良性循环即，价格上涨的结果能带来价格上涨的原因。一般而言，牛市的良性循环类似于股票盈利上升→价格上涨→企业（高价格增发股票）融资成本下降→股票盈利上升。良性循环的关键点在于其逻辑链条转换的有效性和稳定性。近期的宏观政策大幅度降低了其稳定性，宽松政策给企业套上通胀税，社保政策也加重企业的负担。从而让这个良性循环无法持续，

但目光放远，彭斯讲话后，现在的政策空间会更加迅速收敛，从光伏补贴机场补贴新能源补贴到棚改，财政政策的空间在迅速收紧。从MLF投放货币到社保政策，货币政策获取资源的阻力越来越大。政府在穷尽其余举措后，最后或许不得不采取曾经阻力最大的直接税策略，即对资产增税。此前论述过，此举会扭转资本利和工业利润的跷跷板，从而挤压资本流入工业。资本流入工业的一阶效应并不明显（降低融资成本），但是，由此带来的两个小良性循环会引爆牛市的大良性循环。小良性循环即：资本涌入工业→融资成本下降，规模效应导致边际成本下降→盈利上升→更多资本涌入。以及：工业产出增加（规模效应带来价格下降）→消费增加→企业和员工收入增加→消费增加→工业产出增加。

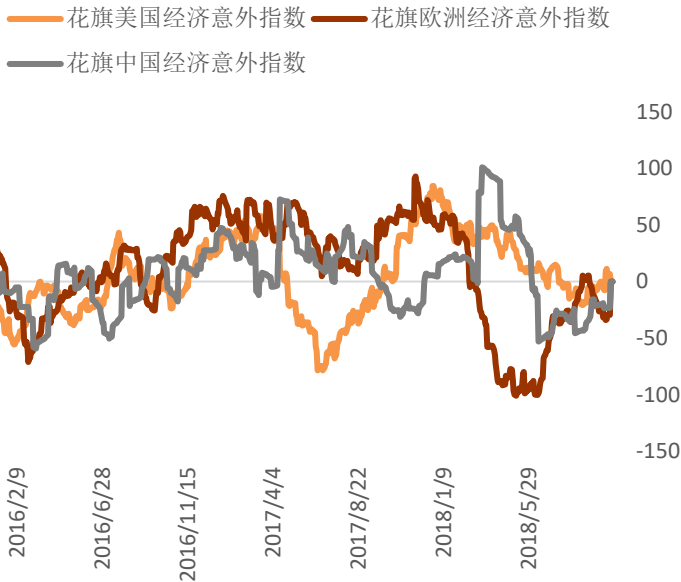
诚然，现实发生的良性循环未必等同如上。但判断的关键点不在预测良性循环自身，而在于判断正反馈初始的外界能量扰动。如果能量一直在往外耗散（通胀税，间接税），那么良性循环无法产生。如果能量往内输入（直接税），那么正反馈将迅速的自我加强。

依然是上月一样的话作为结语，牛市虽不近，也不会太远。利乐有缘而已。

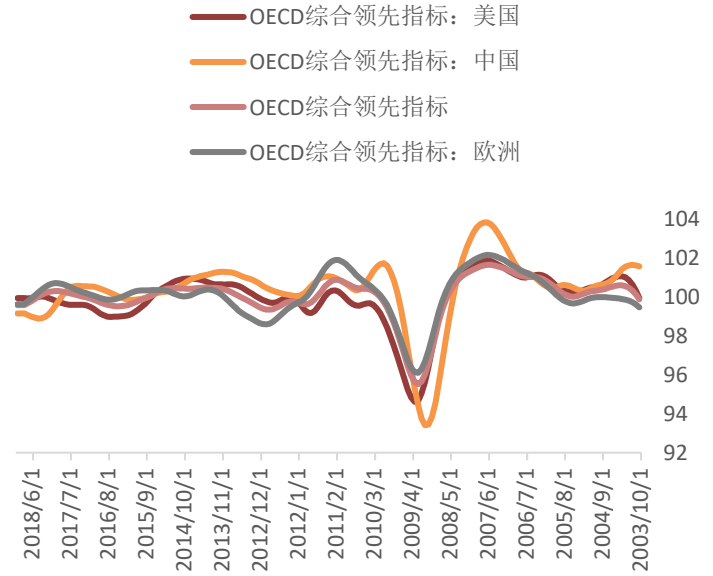
顺带一提的是，上月提及的同时看涨美股和波动率的交易中，美股从最高点下跌2%，波动率上涨60%。

海外经济

图表1 花旗经济意外指数回落

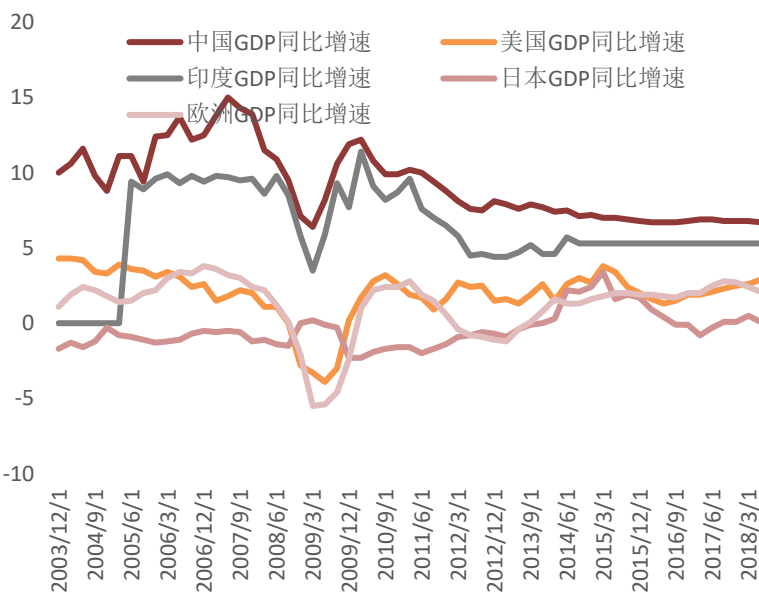


图表2 OECD综合领先指标趋稳

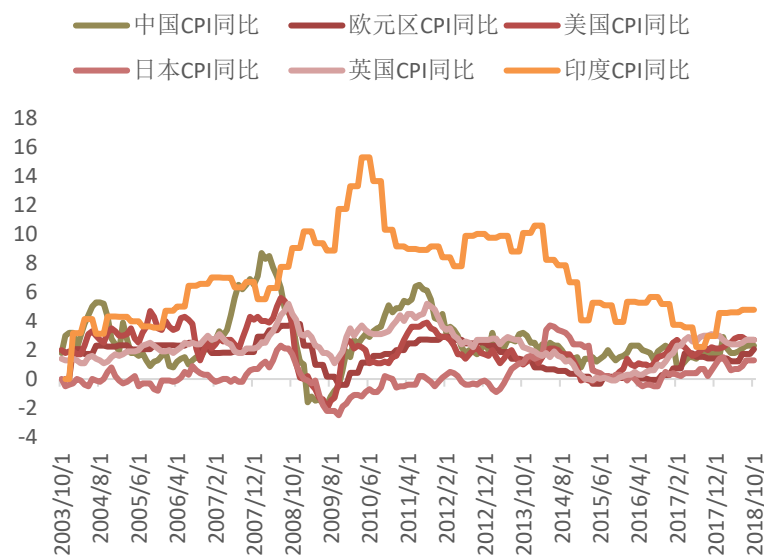


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表3 主要经济体 GDP 增速趋稳

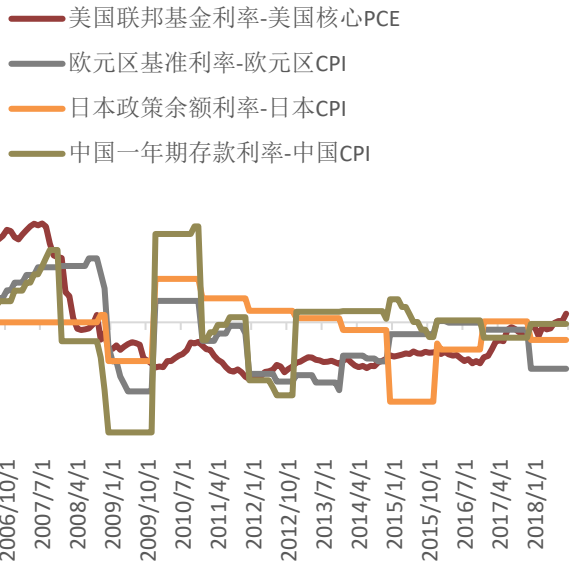


图表4 主要经济体 CPI 同比小幅上升

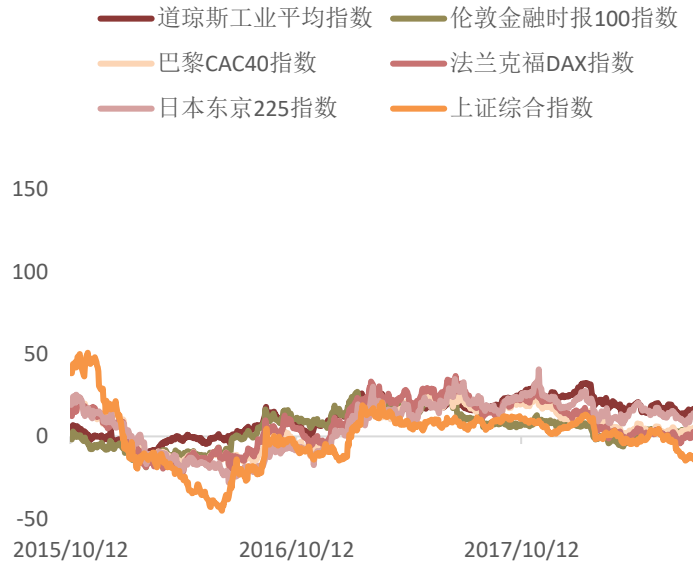


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表5 主要经济体实际利率低位

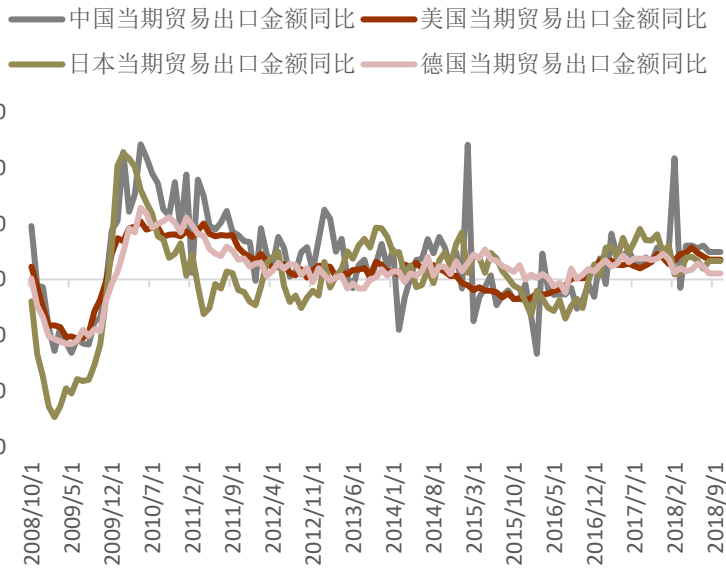


图表6 全球主要股市同比表现

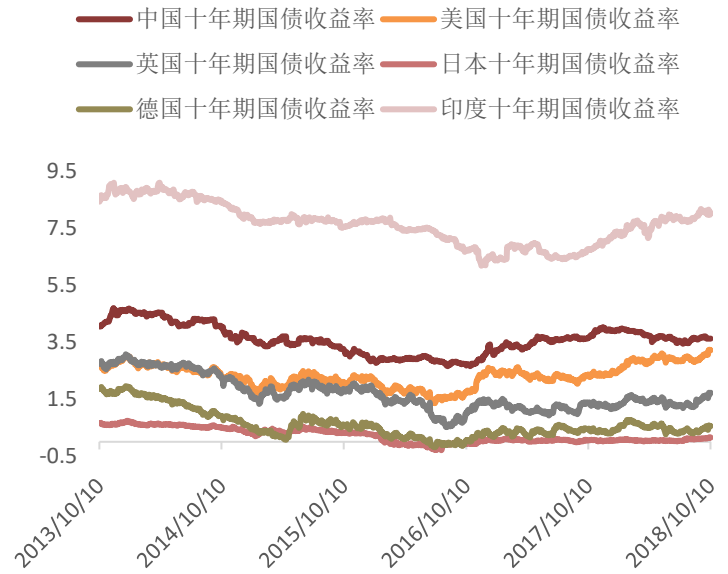


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表7 国际贸易尚可

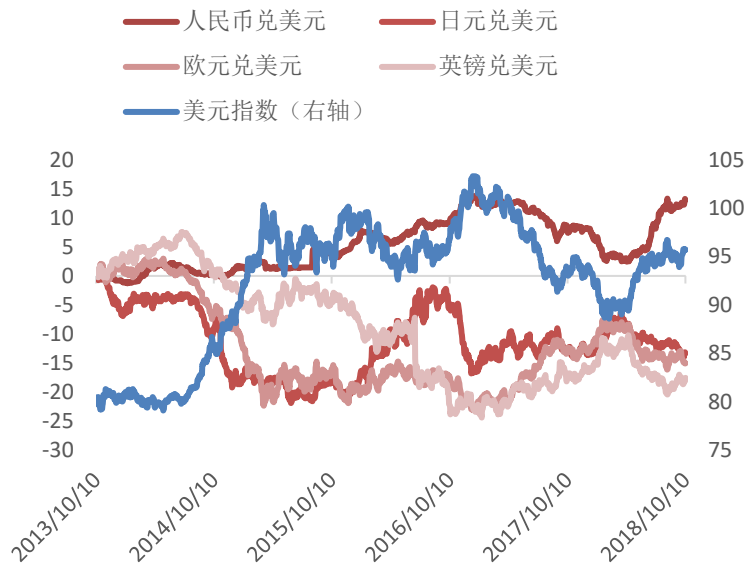


图表8 十年期国债收益率均小幅下行

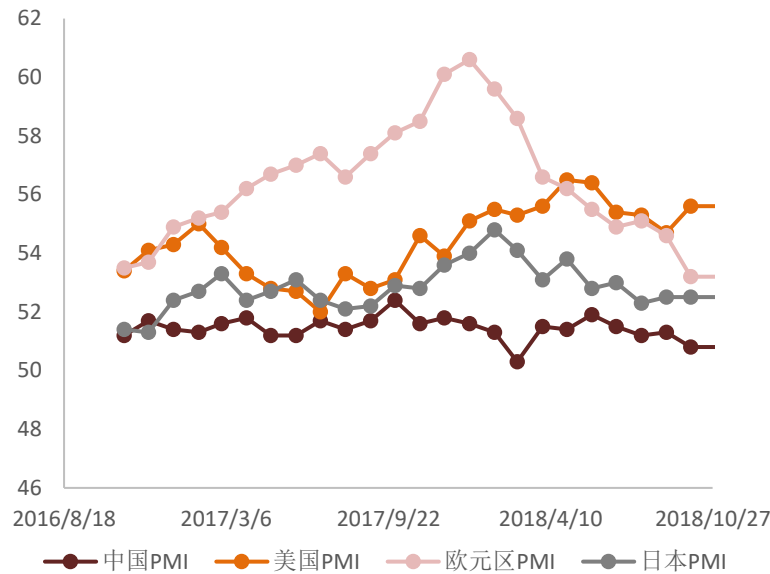


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表9 非美货币贬值加剧



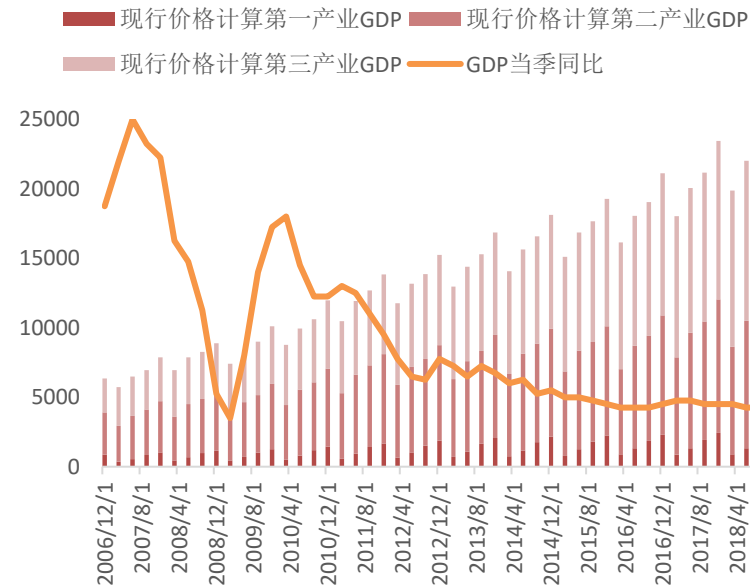
图表10 各国 PMI 指数回落



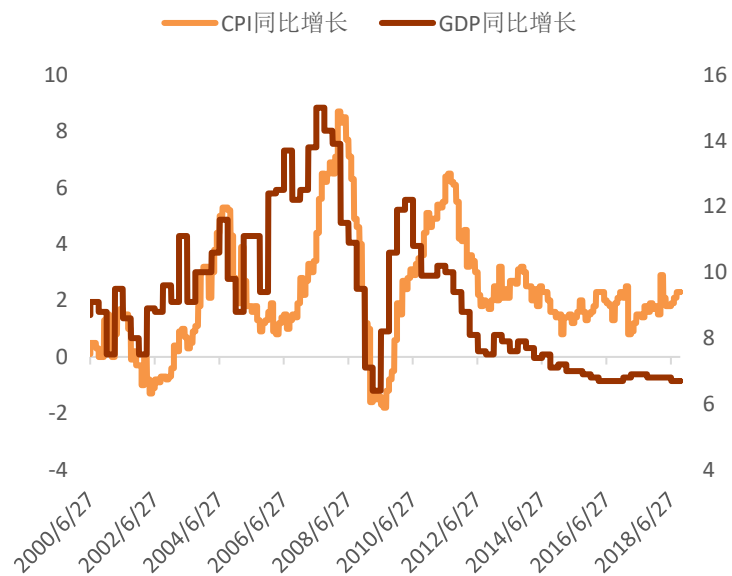
资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

## 国内经济

图表11 中国 GDP 增速放缓



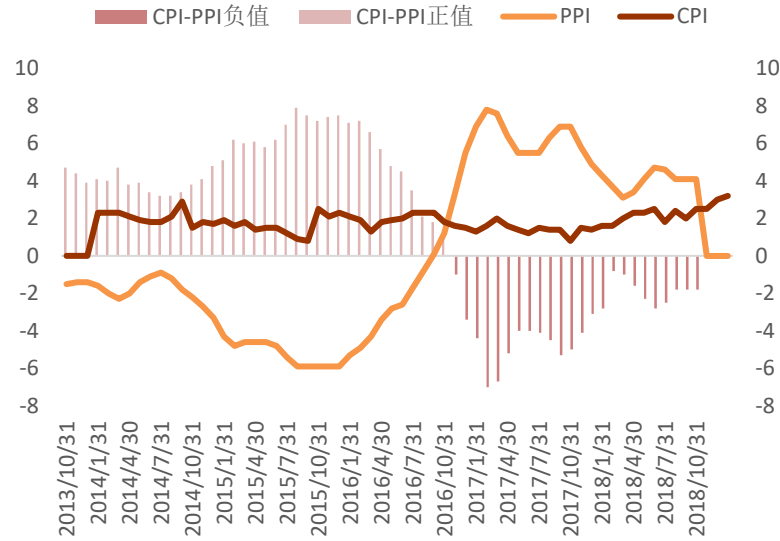
图表12 中国 CPI 与 GDP 同比增速开始背离



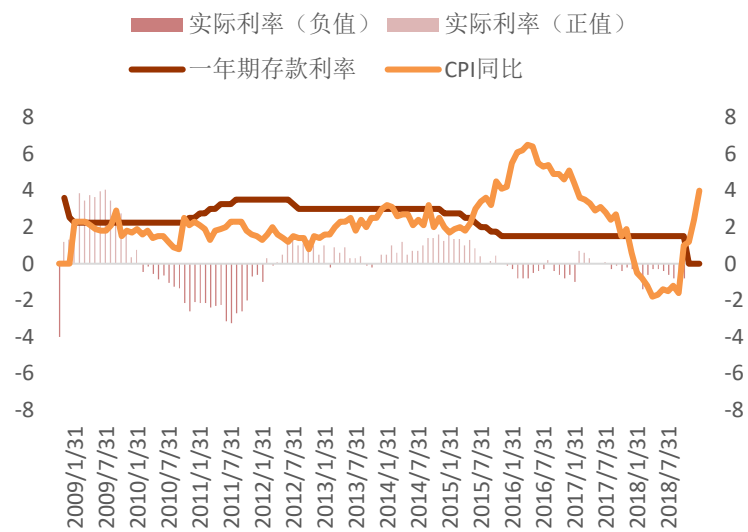
资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货



图表 13 中国 CPI 与 PPI 同比增速趋同

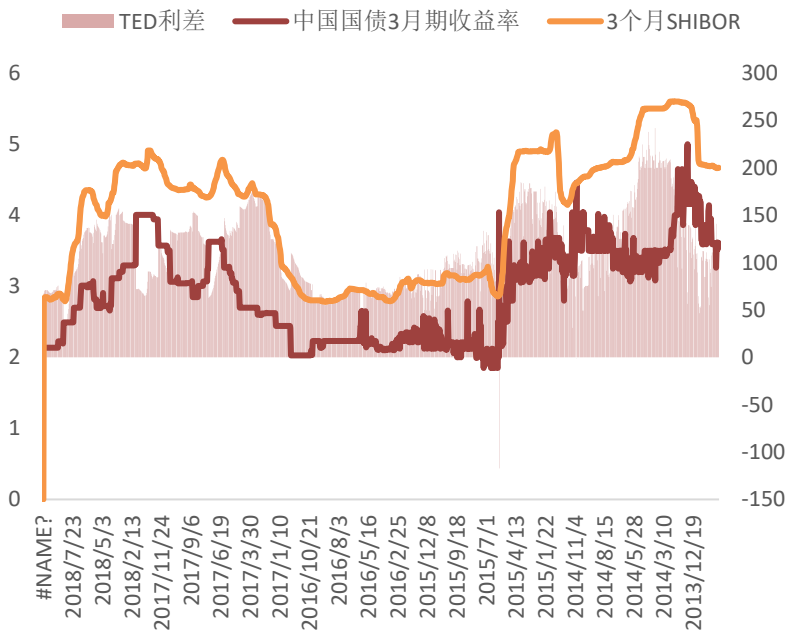


图表 14 中国实际利率依然为负值

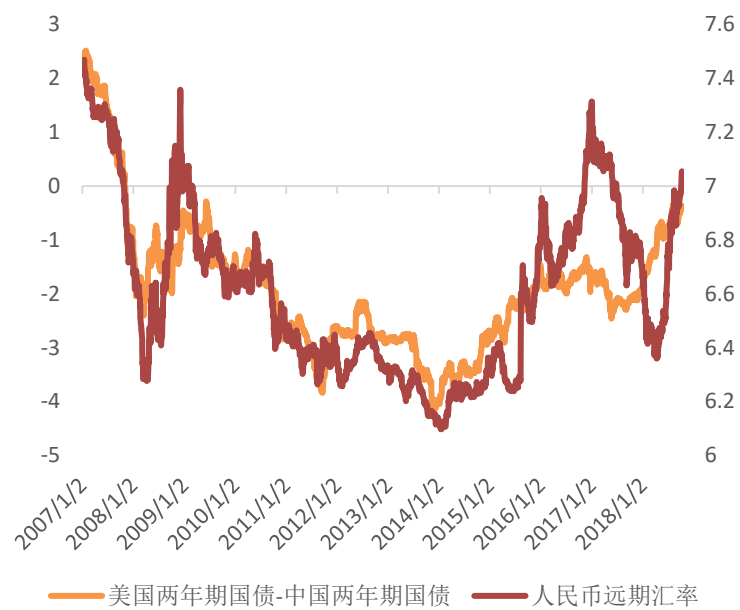


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 15 中国 TED 利差暗示银行融资偏难

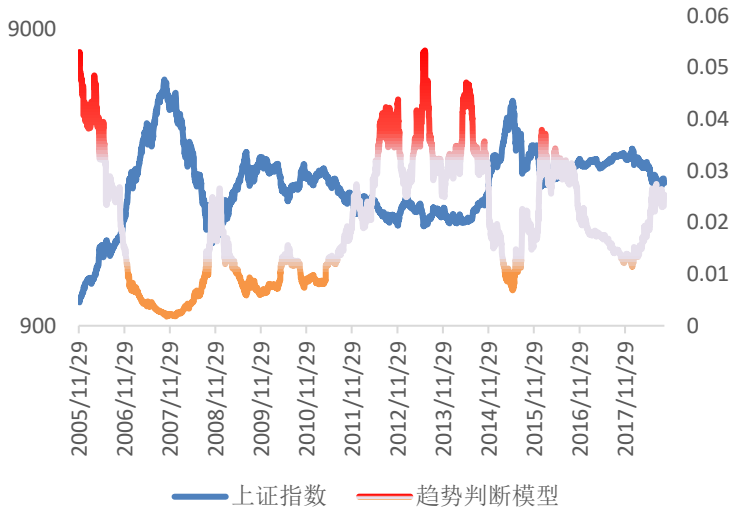


图表 16 利率平价暗示人民币还会贬值

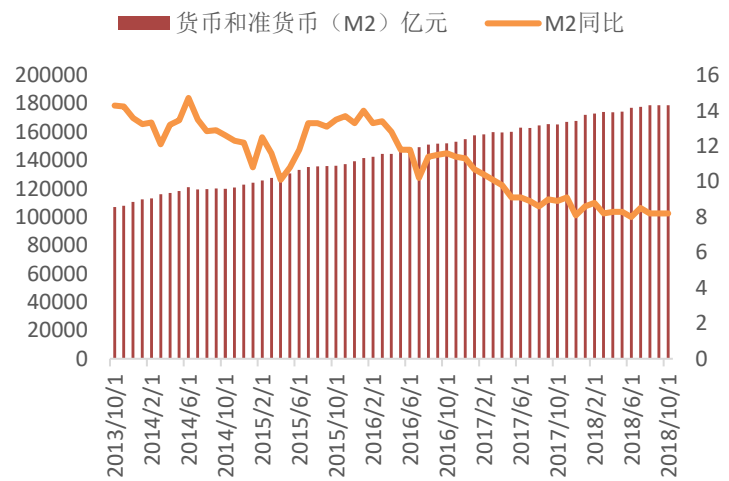


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 17 股市模型不认为价值投资可行

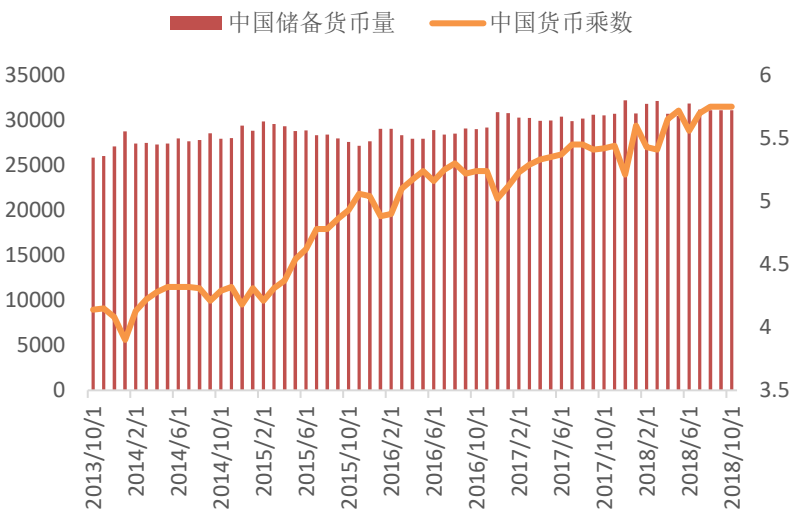


图表 18 M2 货币供应继续萎缩

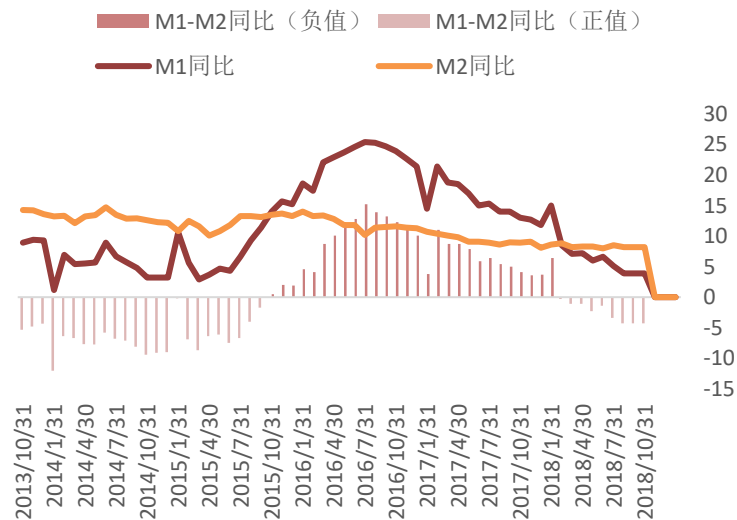


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

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  
2603、2904 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。