

2018年11月12日

星期一

美股见顶，此时此刻



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

市场回顾

- 美债收益率涨至 3.23%，创七年新高
- 上证指数再现千股跌停，破 2500
- 美股暴跌，波动率指数上涨过 100%
- 人民币创 08 年来新低
- 刘鹤同一行两会领导发表讲话，主席召开民企座谈会

评述：看似中美两国股市在十月份都出现动荡，但背后的逻辑却大不相同。市场价格往往来源于两个因子，盈利和估值。中国股市的盈利并未显著变化，市场的下行主要受到估值的影响。而美股市场的估值水平并未随着上涨而巨幅变化，推动力主要来自于盈利的推动。而细究之下，两者的推动力在叶落知秋的十月都发生了转变。中国市场推动企业回购，民企座谈，银行贷款的“一二五”目标，乃至财政部也发出企业减税的通知。另一边的美国，盈利同比增速在历史最高位，低成本的债券融资利率也在迅速上行而吞噬盈利。换言之，此刻或许是上证指数和标普 500 在未来较长的时间内点位最为接近的时刻。

目录

市场回顾	1
市场策略	3
美股见顶，此时此刻.....	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

美股见顶，此时此刻

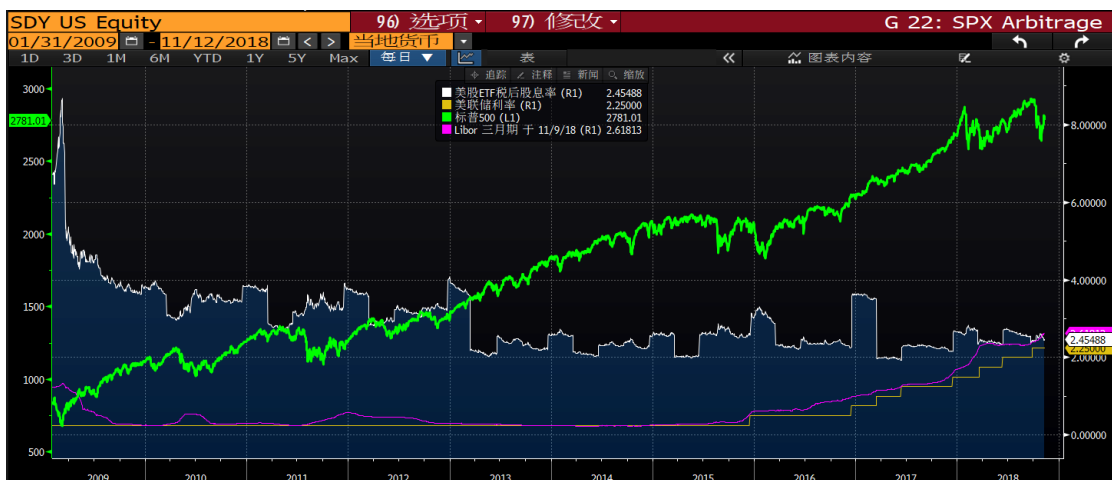
凯恩斯曾无不讥诮的讽刺那些观点一成不变的人，“长远来看，我们都死了”。那些不判断环境而持续看空或看多市场的人，总会有撞大运正确的时候，却无法真正从中得到收益。试想，十年前开始看空美股，错过了多大的机会？

投资中对市场方向和节奏的判断，缺一不可。八个字的标题清晰的表述了方向和节奏。

但是，“见顶”的充分必要含义指的是“不上涨”。下一步的演变依然存在着至少三种可能性，从而对应着至少三种的交易策略。这三种可能性分别是，“区间震荡”，“缓慢下跌”，和“暴跌”。

优秀的交易者不会带入自己的倾向思考，不会去选取一种可能性后佐列其证据。正确的思考方式是，列举所有可能性，尽所能排除掉不可能发生的——正如我在九月份报告中排除彼时“美股阴跌”的可能一样，故而成就了极佳的波动率交易。

图1，标普500指数，三个月 Libor，美联储利率，美股ETF 税后股息率



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图一很清晰的表明了美股见顶。此前美股最重要的推动力在于，企业的市场价值低于企业的重置成本，即托宾Q值小于1。由此产生至少两个套利行为推动市场上涨。一是企业以极低的发债成本回购较高股利的股票，二是以极低的融资

利率套取较高的股息率。而十年来第一次发生的现象宣告了美股动力的衰竭：Libor 利率高于股息率。

但是，现在并不代表将来，我们仍然需要思考两者（融资利率和股息率）在未来的变化。

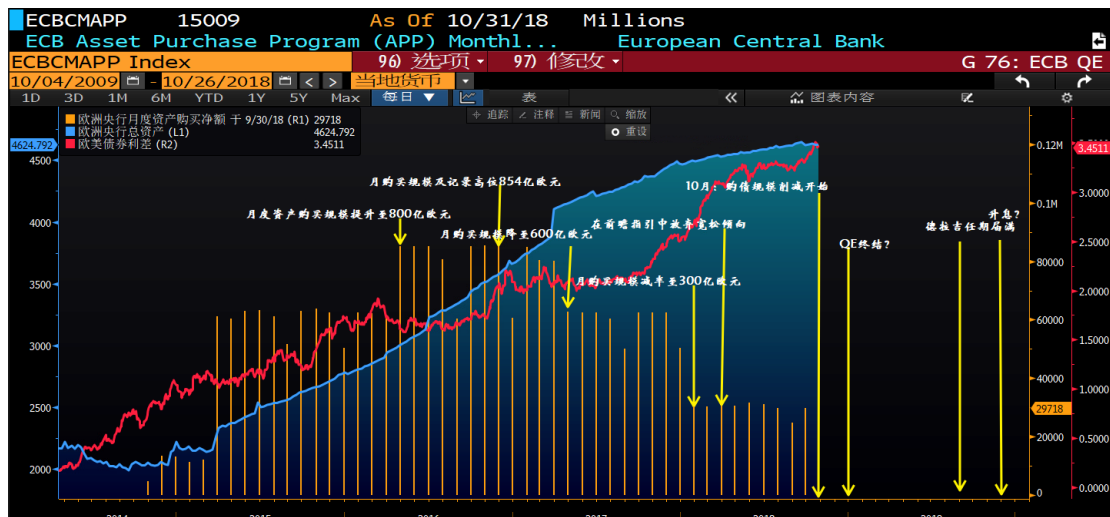
图2，欧洲与美国债券利差（白线）与美国十年期国债收益率（黄线）的相关性分析



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图二展现的是欧美债券利差（欧洲债券收益率-美国债券收益率）的相关性分析。可以清晰的见到，利差的走势在2015年以后迈入了较强相关性的区间(大于0.6)，直到现在。但这层分析是不够的，未必是两者其一是变化的原因，更可能是第三变量同时推动了两者的变化。

图3，欧央行总资产，月度资产购买净额与欧美债券利差

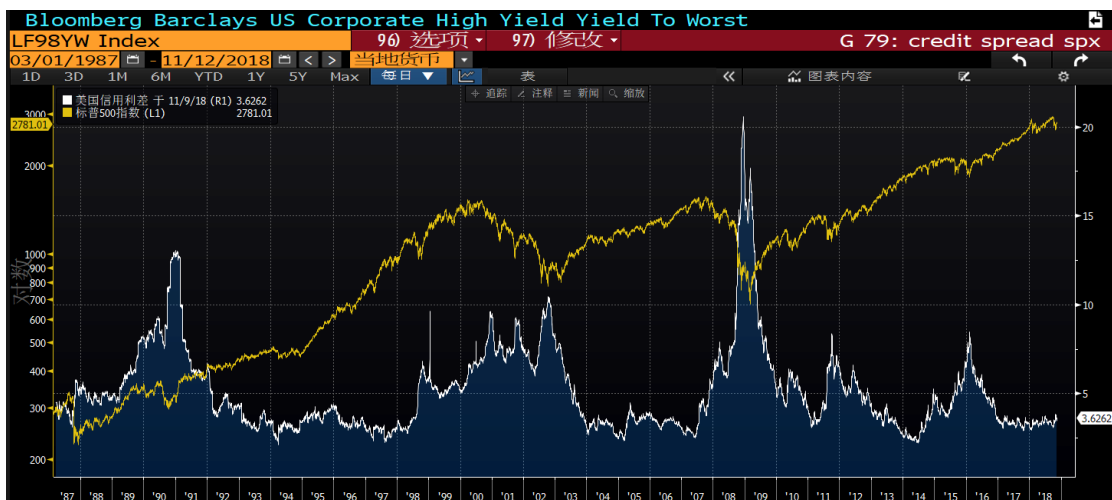


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图三略显复杂，但重点却愈加清晰。红线是欧美债券利差，结合图二可以发现，欧央行的扩张资产负债表行为大幅拉低了欧洲的借债成本，也间接拉低了美元的借债成本。在欧央行缩减资产购买计划的同时，美国企业的借债成本率先被影响，美国的国债收益率也随之迅速上行。

什么意思呢？2018 年底欧央行退出资产购买计划，等价于宣布了美股彻底见顶的时间范围。

图 4，标普 500 指数，美国信用利差



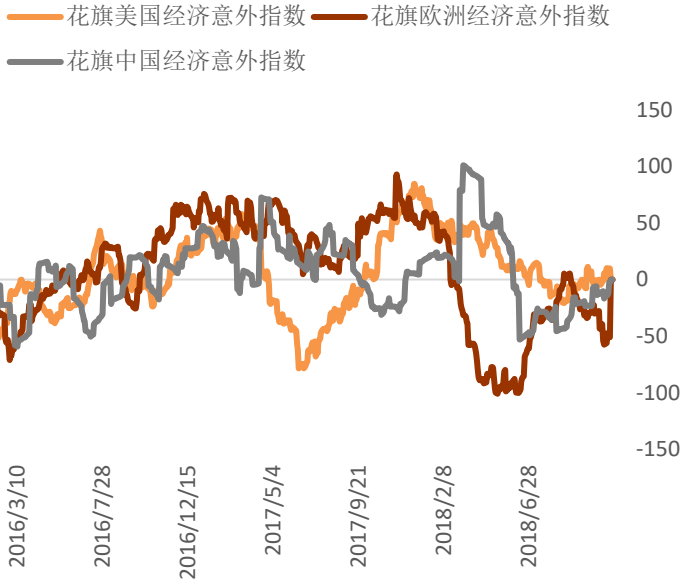
资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图四的标普 500 指数的坐标轴以对数衡量，从而更清晰的关注涨跌幅度而非点数。信用利差用的是低评级企业债收益率于美国国债收益率之差。可以见到，每一次信用利差大幅攀升时，美股都大幅度下滑（2015 年下滑不大，彼时依然有回购推动力存在）

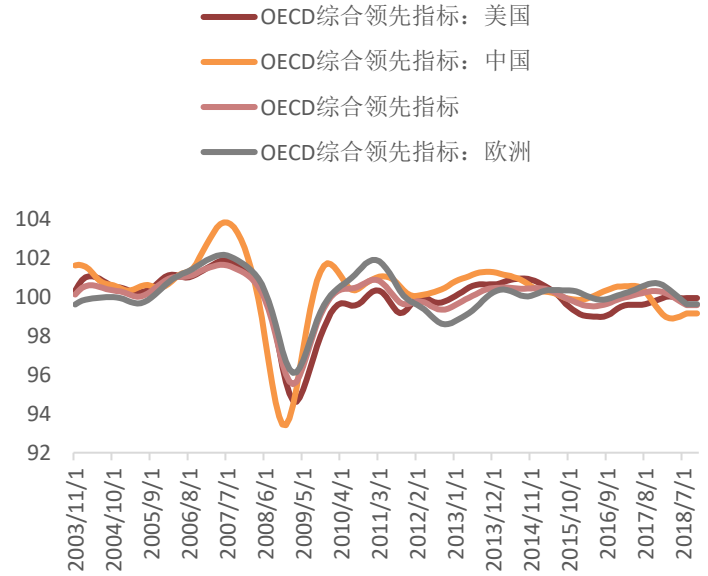
未来的演变实则非常清晰，欧央行退出宽松政策，同时美联储不进入宽松或依然保持紧缩，美国企业债的收益率将大幅上行，直接摧毁美股回购的动力。换言之，此刻是一个绝少的做空美股的良机。有条件的投资者可以使用三倍做空美股的 ETF 参与这个游戏，无论美股之后是三种可能之一（震荡，阴跌，暴跌），都难以蒙受损失并能带来极佳的收益。

海外经济

图表1 花旗经济意外指数回落

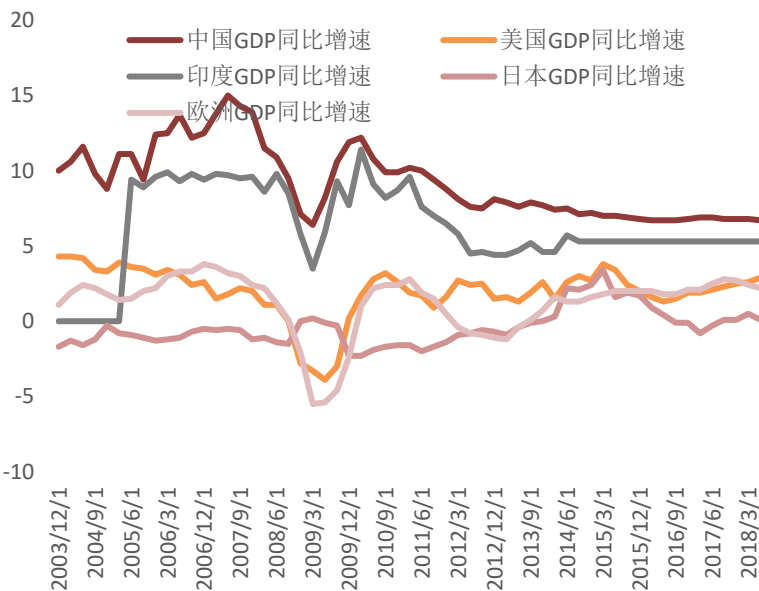


图表2 OECD综合领先指标趋稳

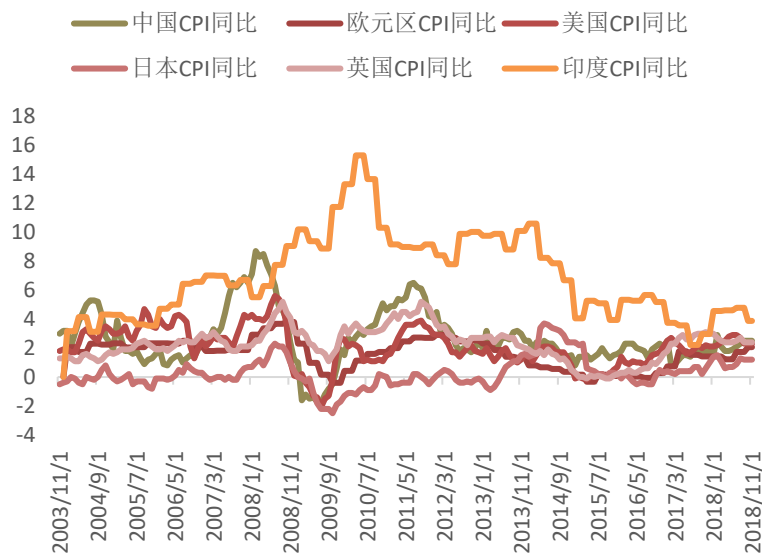


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表3 主要经济体 GDP 增速趋稳

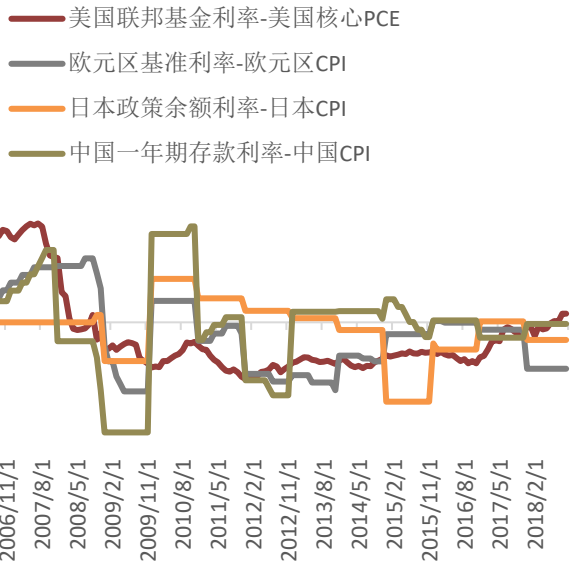


图表4 主要经济体 CPI 同比小幅上升

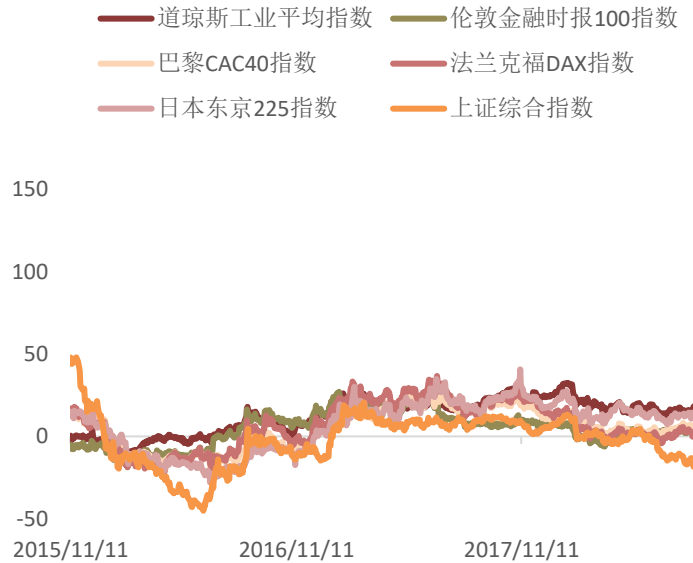


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表5 主要经济体实际利率低位

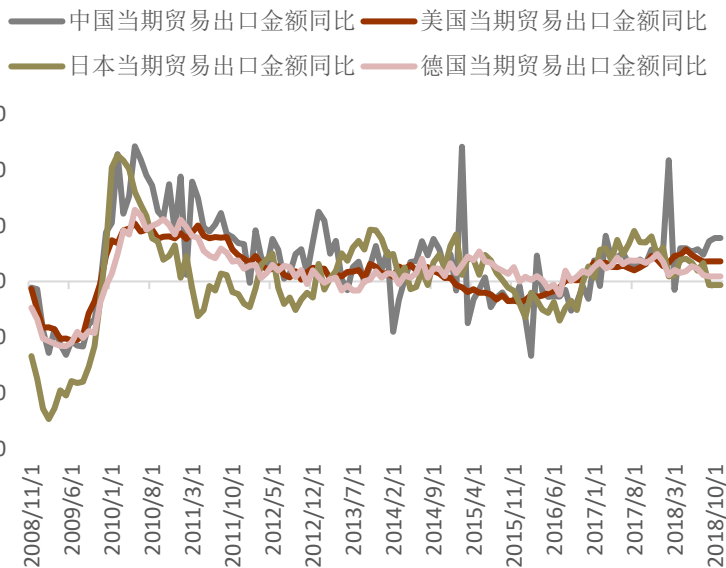


图表6 全球主要股市同比表现

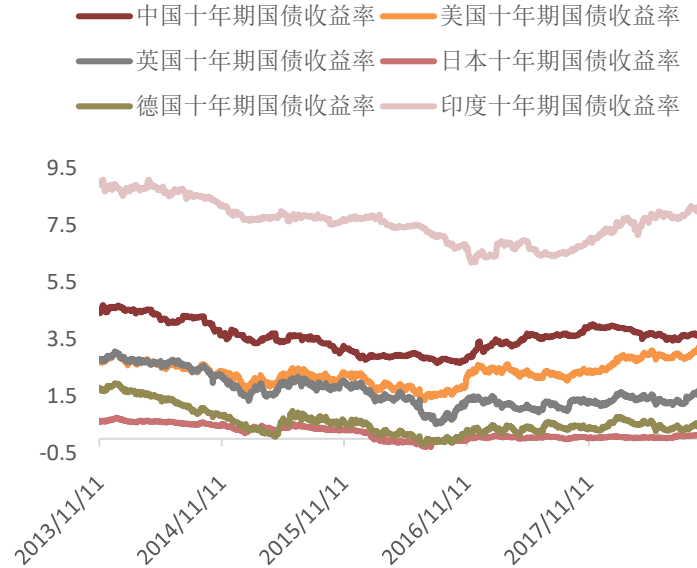


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表7 国际贸易尚可

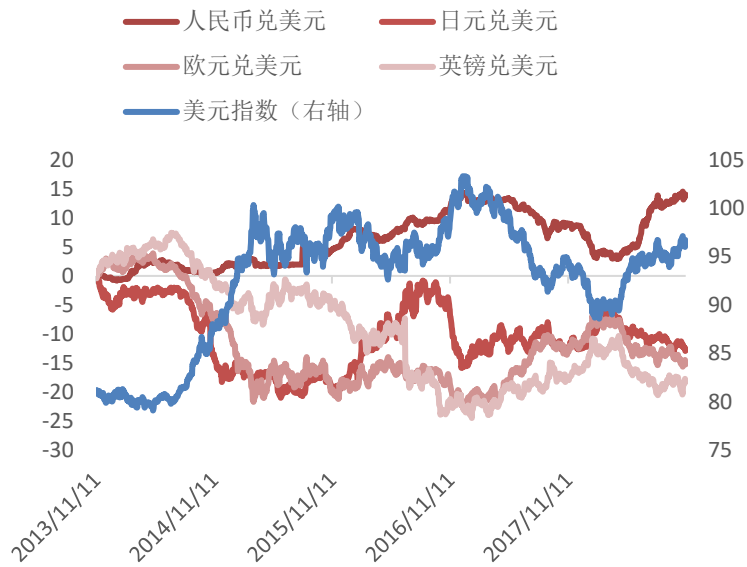


图表8 十年期国债收益率均小幅下行

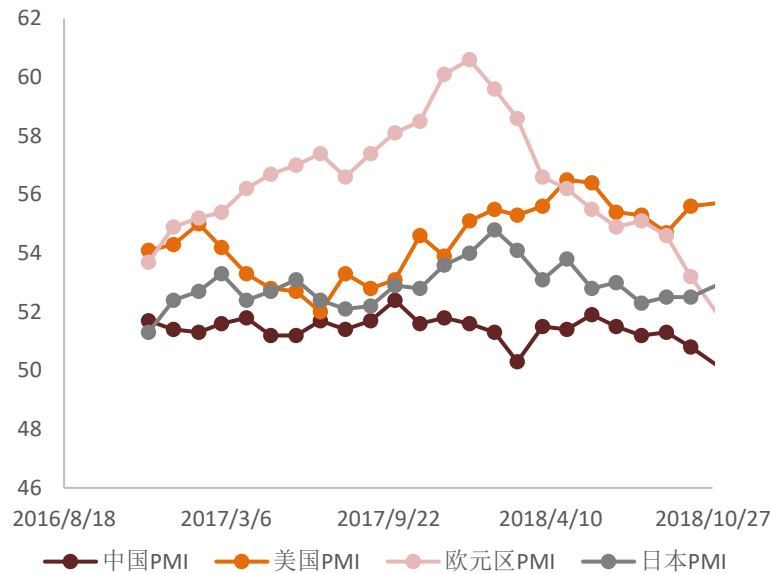


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表9 非美货币贬值加剧



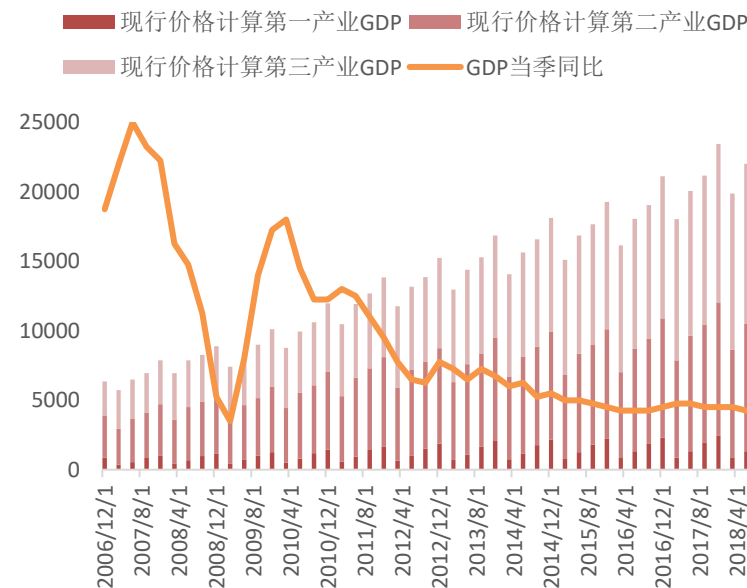
图表10 各国 PMI 指数回落



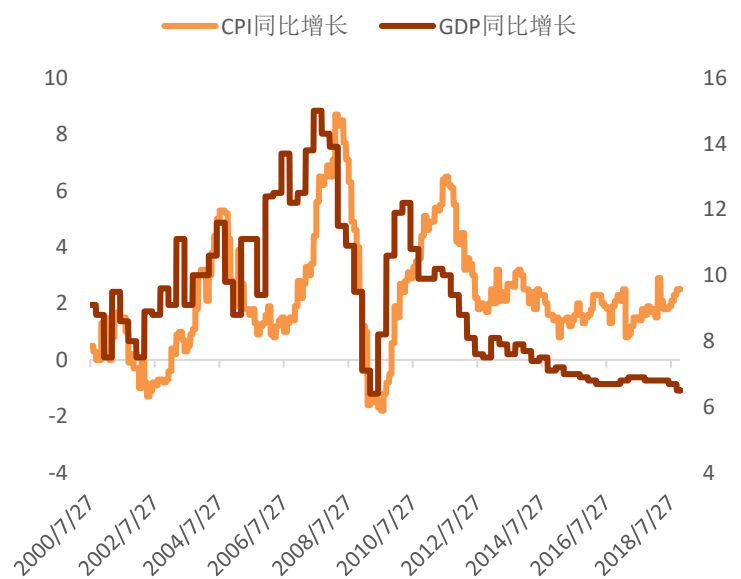
资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

国内经济

图表11 中国 GDP 增速放缓

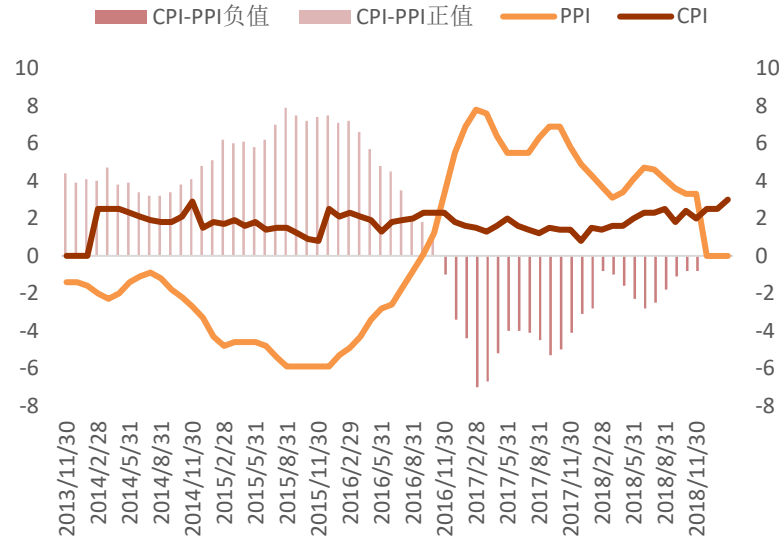


图表12 中国 CPI 与 GDP 同比增速开始背离

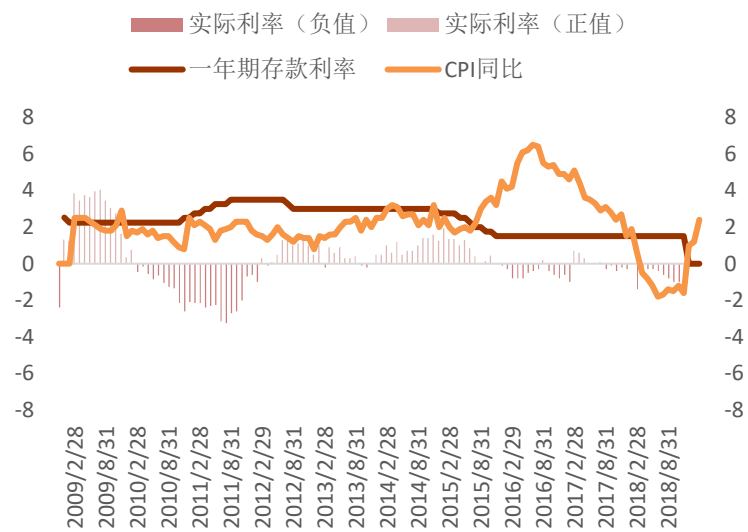


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表 13 中国 CPI 与 PPI 同比增速趋同

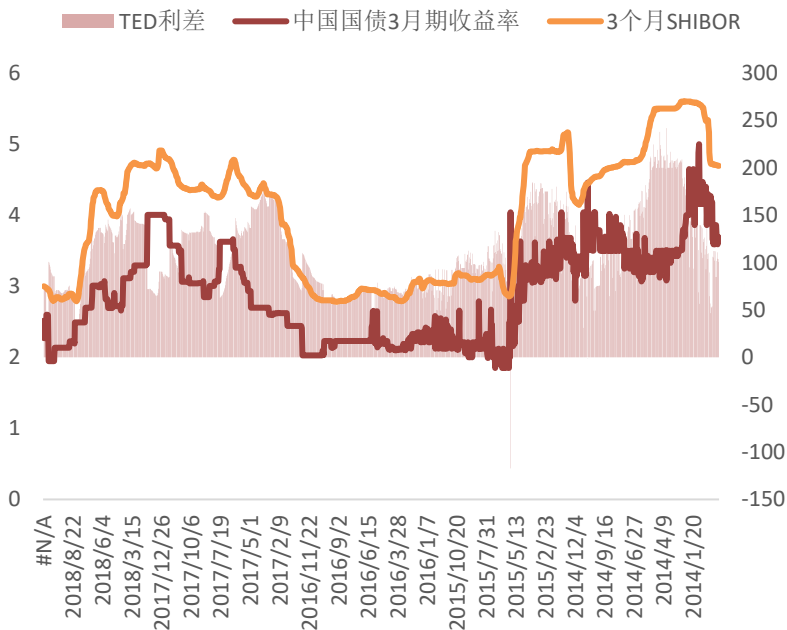


图表 14 中国实际利率依然为负值

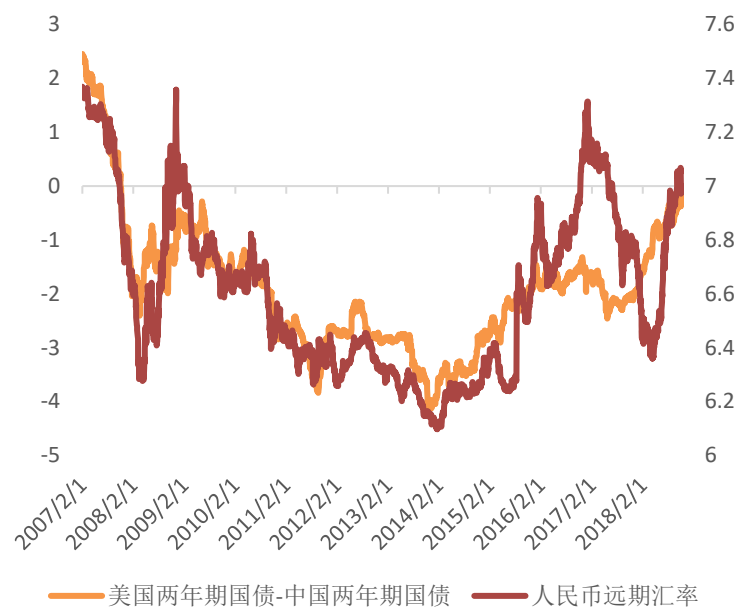


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表 15 中国 TED 利差暗示银行融资偏难

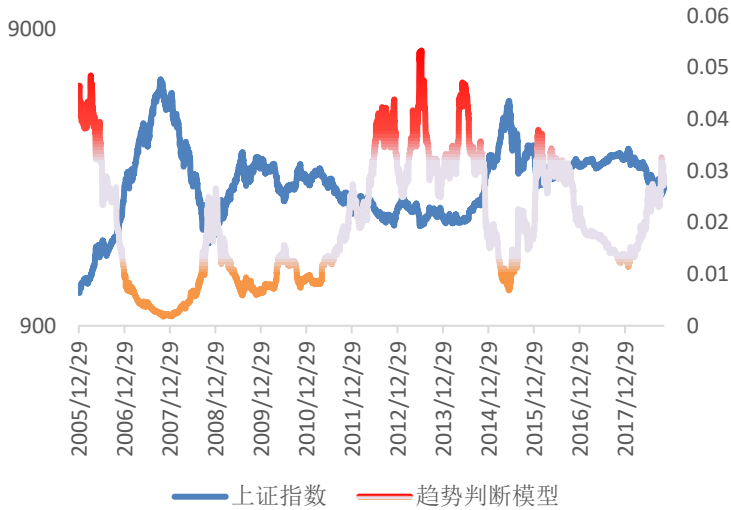


图表 16 利率平价暗示人民币还会贬值



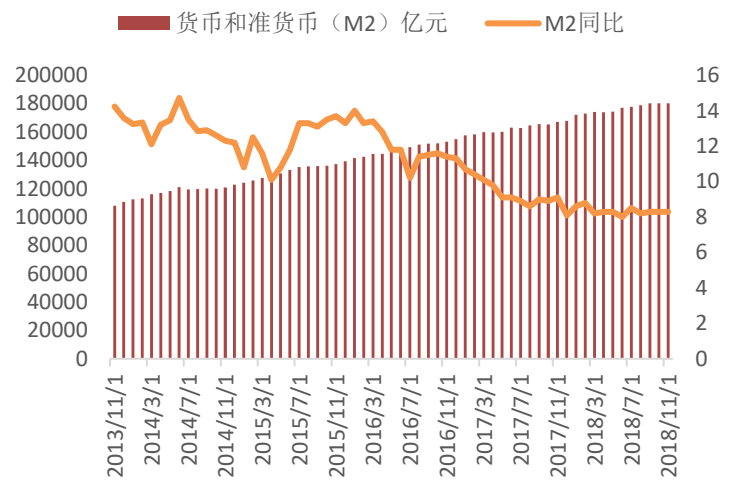
资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表 17 股市模型认为价值投资可行

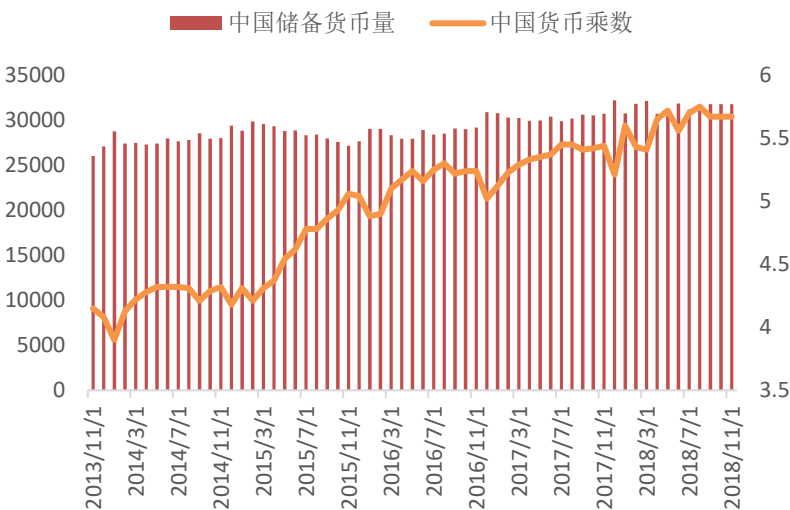


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 18 M2 货币供应继续萎缩

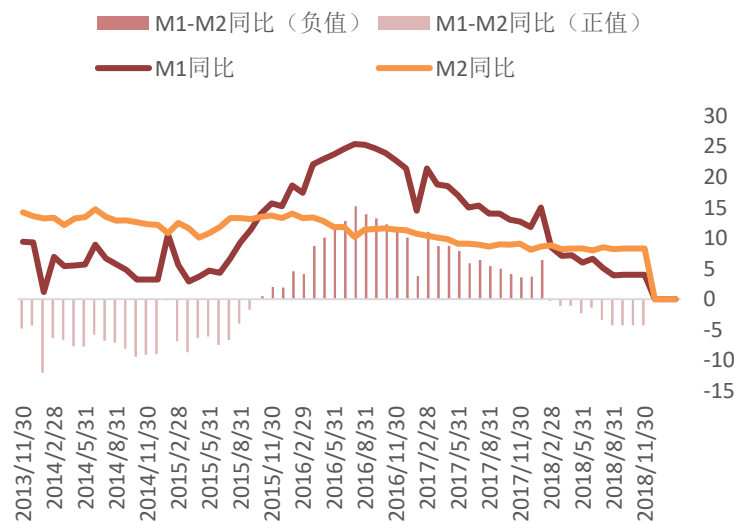


图表 19 货币乘数居高不下



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 20 M1-M2 差值仍为负



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。