

2018年12月10日

星期一

中国经济展望



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

市场回顾

- 主席召开民企座谈会
- 中美达成共识，暂停增加新关税
- 美油创十年来最大月度跌幅
- 美十债跌破3%关口
- 美债收益率曲线倒挂，2008年来首次

评述：世界的风云骤变实则与美国中期选举这条暗线并行。高波动率下交易者从美股市场和企业债市场撤出，转身投向更为安全的美国国债，美十债利率跌破3%，由此亦推动了美债收益率的倒挂。与此同时，民主党重新夺得众议院后，特朗普执政受到掣肘，美股的下行也不免让民众有些许不满。为了下届总统任期，一反常态的打压油价（等价于对企业减税），并于中国就贸易战达成缓和。中国对外达成让步，对内也给民企留出空间。无论是主席的座谈会还是郭树清的“一二五”贷款倾向民企，在政策尤为影响估值的中国，意味深长。外资净流出发达市场，净流入新兴市场，也是在用金钱投着票。

目录

市场回顾	1
市场策略	3
中国经济的展望.....	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

中国经济的展望

大多经济学家对明年的经济分析都不得要领。如果感觉不景气，在一堆废话般的研究框架后表示“明年GDP持续走低，在二三季度企稳，预计全年在6.4%左右”。除非发生十年一遇的危机，否则能错到哪里去呢？

投资者需要的，是与市场不同，同时和事实贴近的结论。GDP与CPI数据同时不满足这两点。这些统计数据往往与市场预期相去不远——全市场都想到了，那么赚谁的钱呢？并且，GDP与CPI往往经过修饰甚至滞后，无法反映出真实的经济状况——CPI指数低，意味着国内通货膨胀程度低吗？

价格先于消息，这才是交易者而非经济学家式的分析方法。因为统计数据往往有偏，预测分析一个本就有偏且滞后的数据，谈何盈利？而价格具有两面性。如果价格有偏，那么意味着盈利机会，如果价格正确，那么以这个“正确的价格”为标尺，寻找其他错误的价格。是的，所有优秀的预测与交易，背后都是套利思维。

图1，彭博经济预测

96 图表		97 设为预设视图		经济预测						
国家/地区/全球		外来资讯 外来资讯提供者综合							年度 <input type="radio"/> 季度 <input checked="" type="radio"/>	
中国		实际/ 预测							衰退可能性 15.0%	
指标	Q4 17	Q1 18	Q2 18	Q3 18	Q4 18	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20
经济活动										
Real GDP (QoQ%)	1.5	1.5	1.7	1.6	1.5	1.4	1.6	1.5	1.5	1.4
实际GDP (同比%)	6.8	6.8	6.7	6.5	6.4	6.3	6.3	6.2	6.2	6.2
固定资产投资 (同比%)	7.2	7.5	6.0	5.4	6.1	6.6	6.1	6.5	6.0	6.2
工业产值 (同比%)	6.2	6.0	6.6	6.0	6.1	6.0	5.8	5.8	5.9	5.4
零售销售额 (同比%)			9.4	9.4	9.5	9.3	9.2	9.0	8.9	9.0
价格指数										
CPI (同比%)	1.8	2.2	1.8	2.3	2.5	2.5	2.5	2.4	2.3	2.4
生产者价格指数 (同比%)			3.8	3.8	2.6	2.2	2.0	2.0	1.7	-0.5
劳动力市场										
失业率 (%)	3.9	3.9	3.8	3.8	3.8	4.0	4.0	4.0	3.9	4.0
国际收支平衡										
经常账户 (占GDP%)	1.3	0.9	0.5	0.4						
出口贸易 (同比%)			11.5	9.0	7.5	5.5	5.0	4.5	5.0	4.9
进口贸易 (同比%)			20.0	17.6	13.0	8.0	7.1	7.0	7.1	5.0
财政收支平衡										
预算 (占GDP%)										

资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图一中展现的是彭博经济预测中，整合了尽可能多的研究者的判断，综合来看，“分析师的共识”认为，明年中国 GDP 会出现一个较为缓慢的滑坡过程，GDP 从一季度的 6.3 慢慢到四季度的 6.2，而 CPI 缓慢上升，逐渐达到 2.5 的水平。换言之，这是美林投资时钟里的“衰退象限”，GDP 往下，CPI 往上。

那么，“市场共识”认为的 GDP 增速是如何呢？是否与分析师的想法相悖？如果至少有一个存在错误，是否有交易机会？

我尝试绘制了市场共识对经济的看法。主要遵循了两个原则，一是用交易出的价格代替统计局的数据，二是涉及的交易规模尽可能的庞大。这样的话，就不易被统计误差以及其他次要矛盾影响。

图 2，中国 GDP 同比增速（黄线），A 股市盈率 X 十年期国债收益率（蓝线）



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

在图二中可以清晰的见到，这两个简单而通用的指标即 A 股市盈率和十年期国债收益率。这两个相乘的本质实则是国债收益率除以股票盈利收益率。（市盈率的公式是市价除以盈利，股票盈利收益率的公式为盈利除以市价，即 E/P。如市盈率是 20 的股票，意味着盈利比价格为 5%）可以在图中清晰的见到蓝线的四个特点。一，在较长的时间序列中与 GDP 走势吻合。二，经济下滑时拐点往往领先于 GDP 统计指标，如 2008 年，2010 年，2012 年。三，也体现了经济对股市的影响。如 2007 年与 2015 年，两轮牛市后股票市场往 GDP 回归。四，2016 年后展现了供给侧改革对资源再分配的影响。

诚然，这种过去的验证的相关性不足为凭，因果性才是应用该指标以判断未来的关键。这个指标实则展现了股债的轮动，以市场的有效性来预判经济。

图3，上证指数涨幅对数同比（蓝线），上证股票盈利同比（黄线，滞后半年）



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

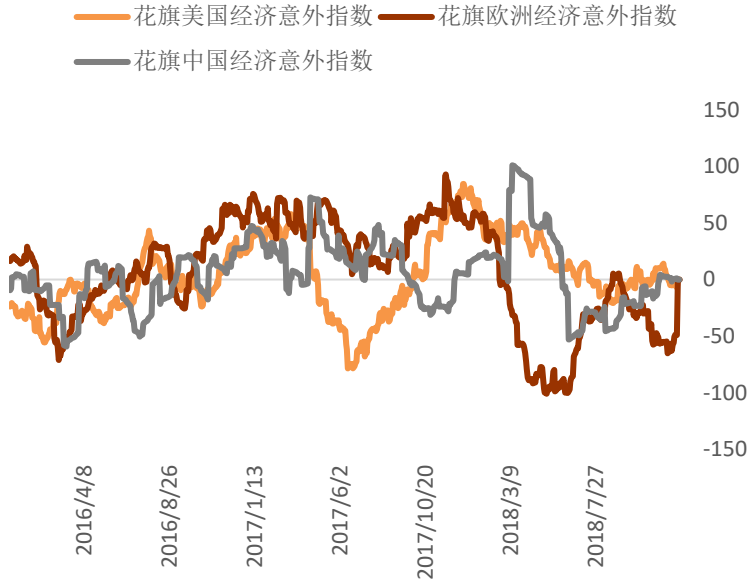
可以在图3中看到，上证指数的走势往往领先上市公司盈利半年左右。例如2007年，2010年都是股票价格大幅下跌后，实体经济的盈利才大幅下跌。而这张图也昭示了另一个事实，市场至少领先判断交易了未来的经济变化，如果不能比市场看得更远更正确，所谓的预测都是徒劳的。

再回归到图2展现的国债收益率除以股票盈利收益率。拆分为四个象限思考，当国债收益率高，股票收益率低（市盈率高），往往意味着经济过热，市场拆借资金进入股市推高市盈率；当国债收益率低，股票收益率高（市盈率低），往往意味着衰退阶段的融资需求下降，经济下行对股票估值产生不利影响；当国债收益率高，股票收益率高（市盈率低）时，往往意味着经济滞涨阶段，而国债收益率高，股票收益率高（市盈率低）时，则是经济复苏阶段。

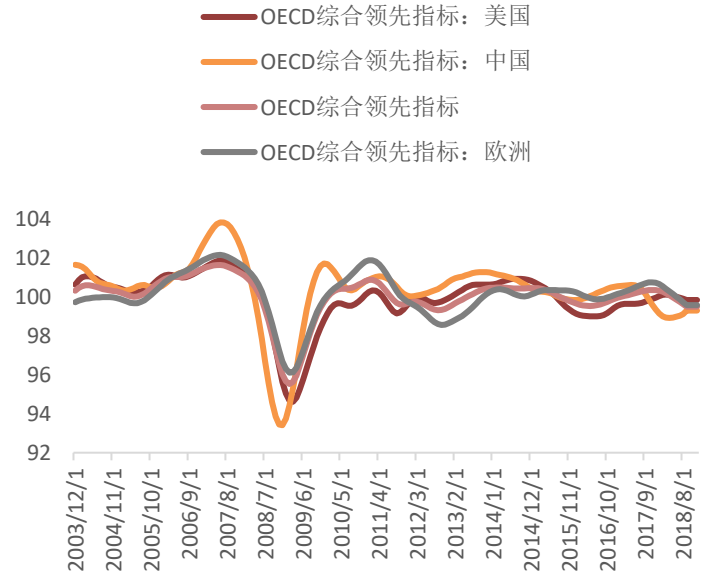
2016年来，蓝线从较高水平下行，实则时从国债收益率高，股票收益率低（市盈率高）往国债收益率低，股票收益率高（市盈率低）的跨越，也就是意味着经济过热到滞涨到衰退的过程。并且国债收益率处在低位，并没有抬升，也就意味着没有到国债收益率高，股票收益率高的复苏阶段。从这个角度，“市场共识”认为经济正在迈入衰退区间。从历史上看，图2蓝线往往领先统计局的触底拐点一个季度。换言之，中国经济至少在明年一季度前不会触底，还会继续下行。

海外经济

图表1 花旗经济意外指数回落

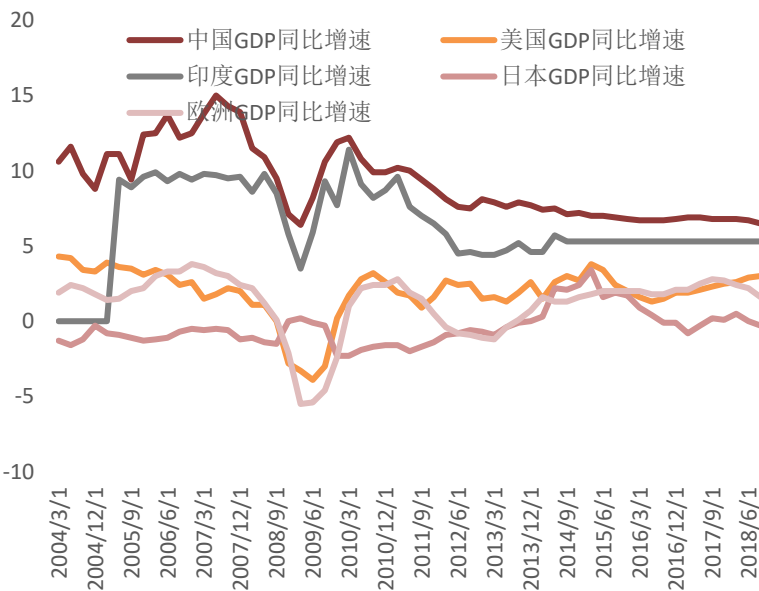


图表2 OECD综合领先指标趋稳

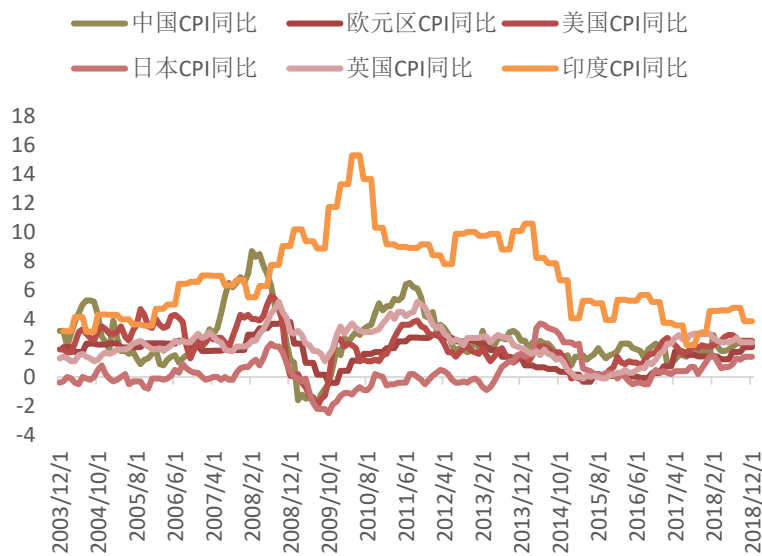


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表3 主要经济体 GDP 增速趋稳

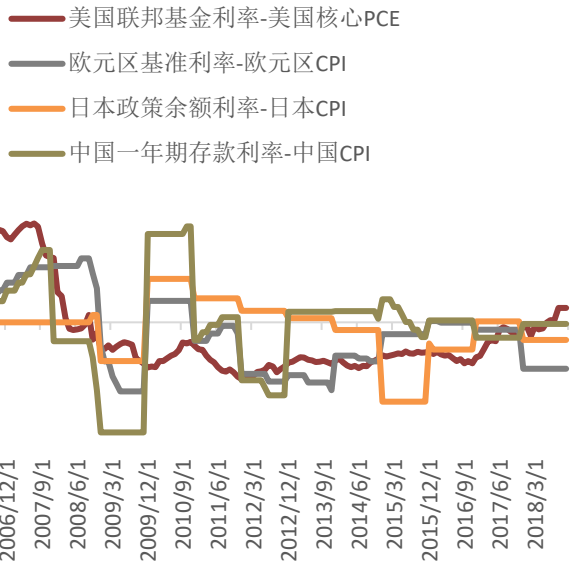


图表4 主要经济体 CPI 同比小幅上升

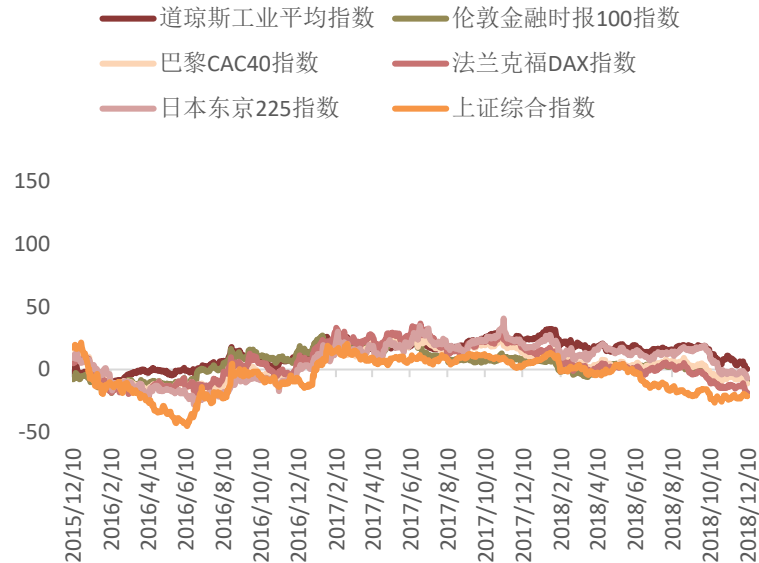


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表5 主要经济体实际利率低位

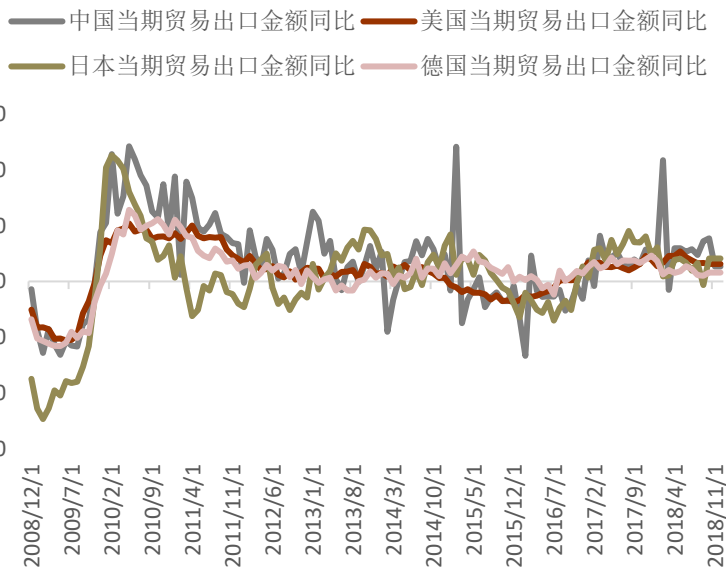


图表6 全球主要股市同比表现

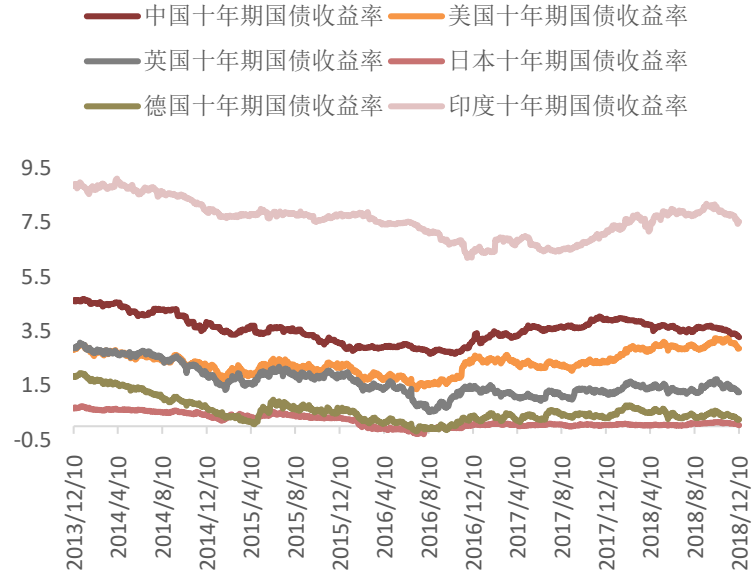


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表7 国际贸易尚可

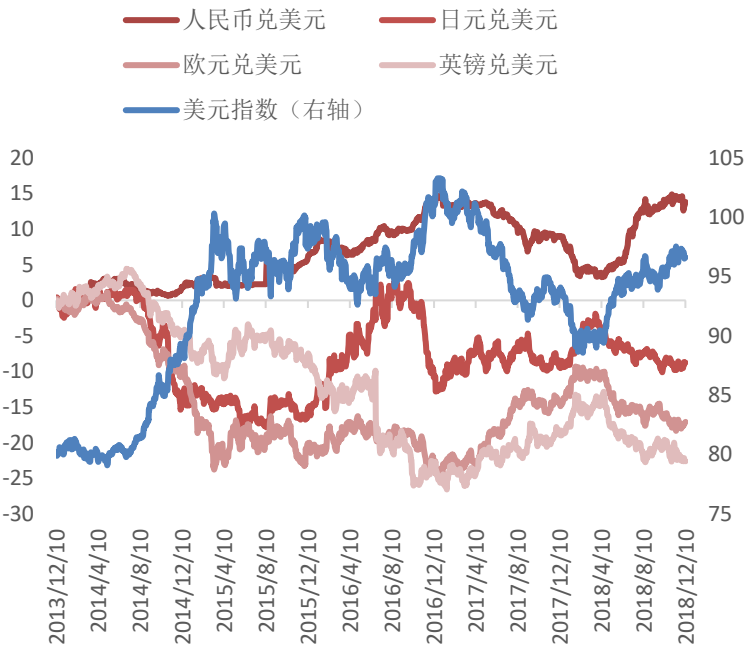


图表8 十年期国债收益率均小幅下行

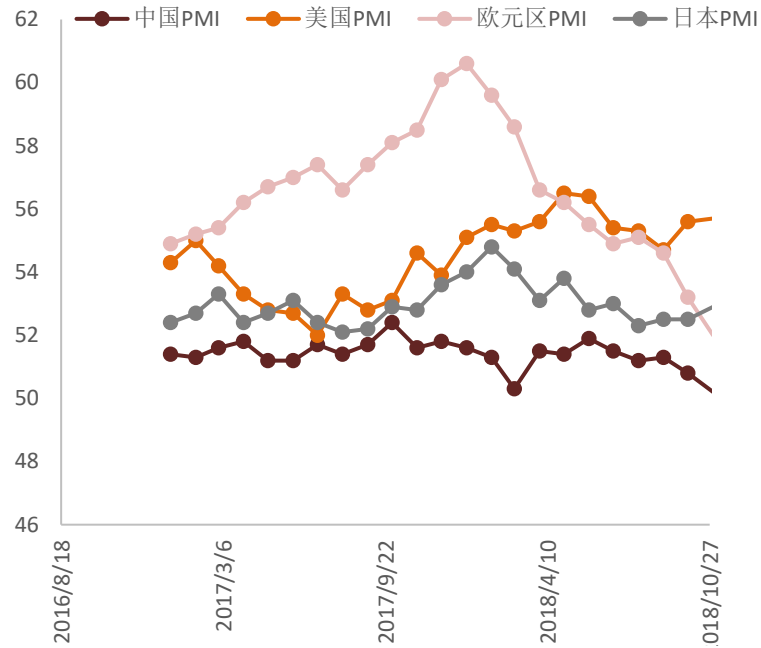


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表9 非美货币贬值加剧



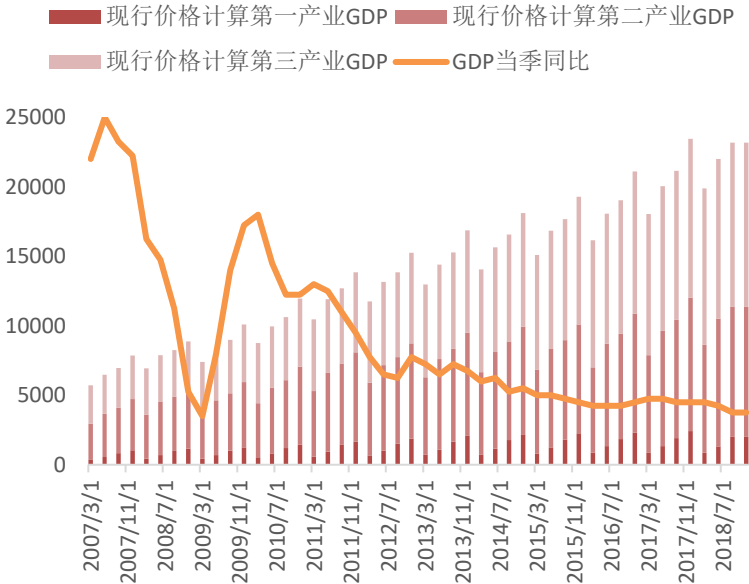
图表10 各国 PMI 指数回落



资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

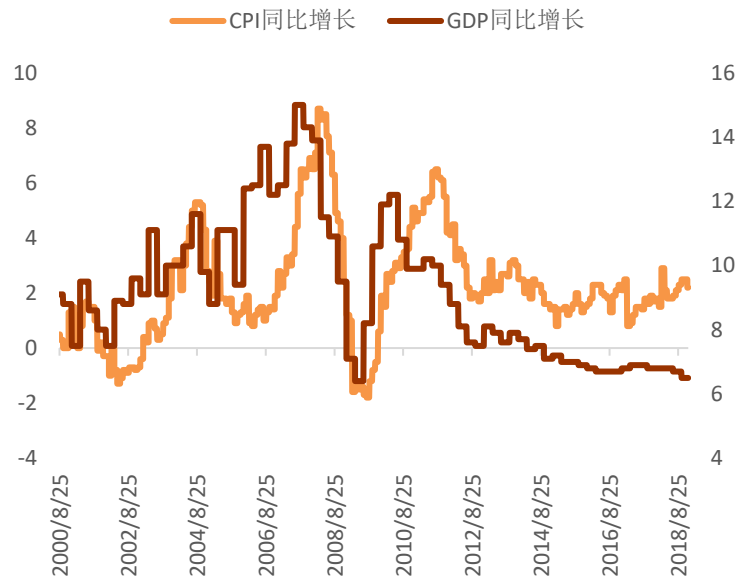
国内经济

图表 11 中国 GDP 增速放缓

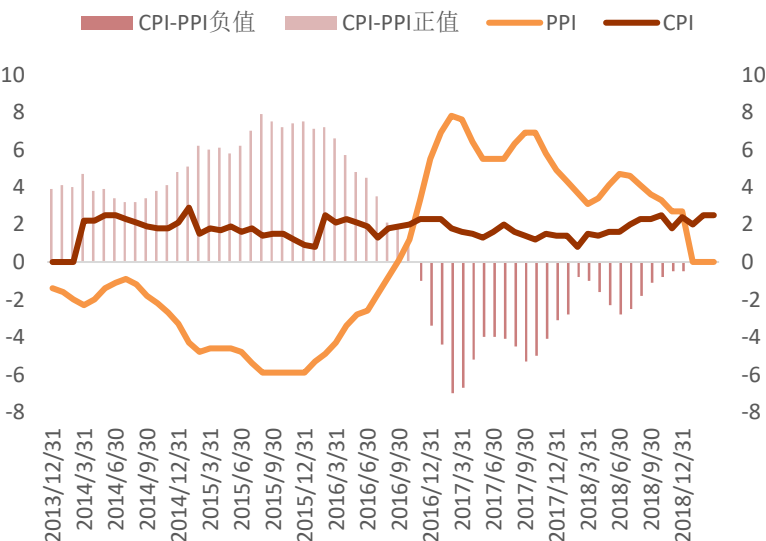


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表 12 中国 CPI 与 GDP 同比增速开始背离

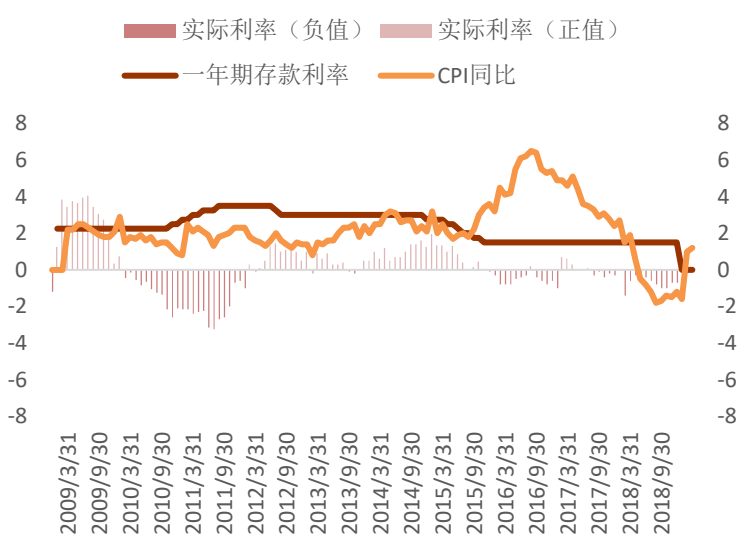


图表 13 中国 CPI 与 PPI 同比增速趋同

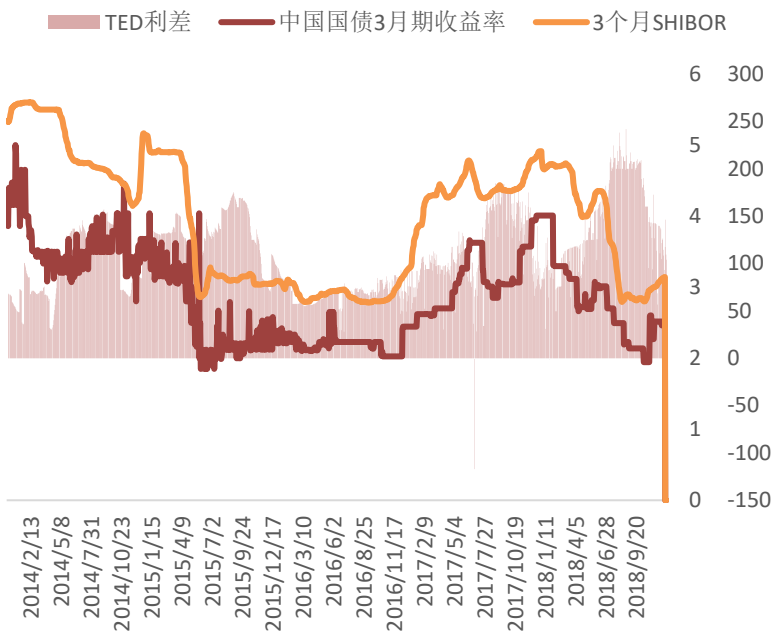


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表 14 中国实际利率依然为负值



图表 15 中国 TED 利差暗示银行融资偏难

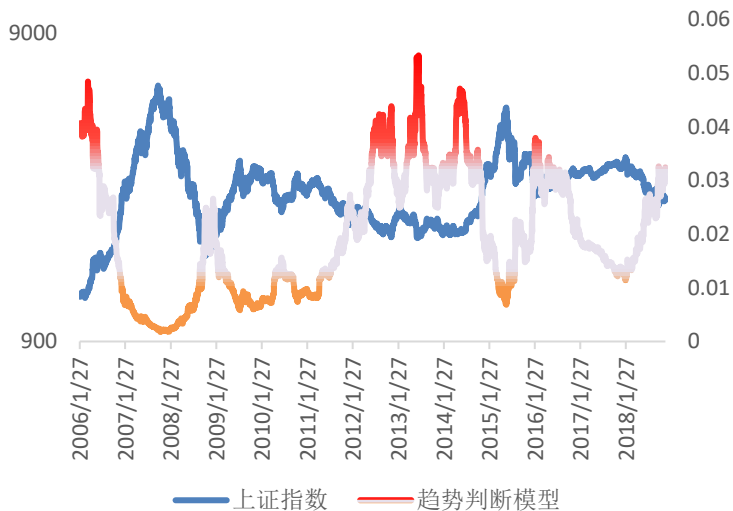


图表 16 利率平价暗示人民币还会贬值

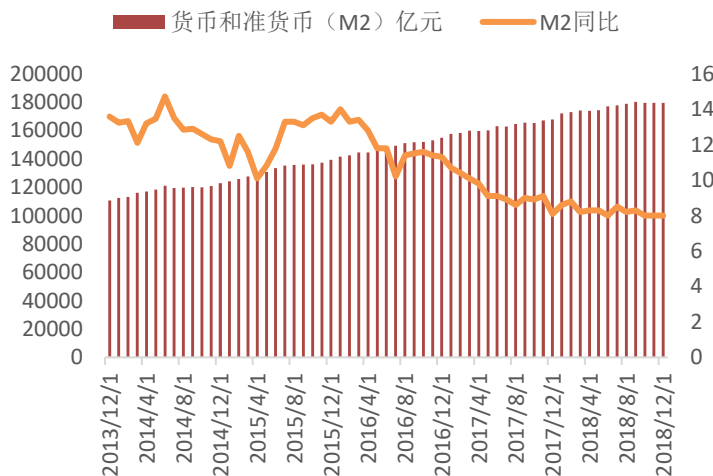


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 17 股市模型认为价值投资可行

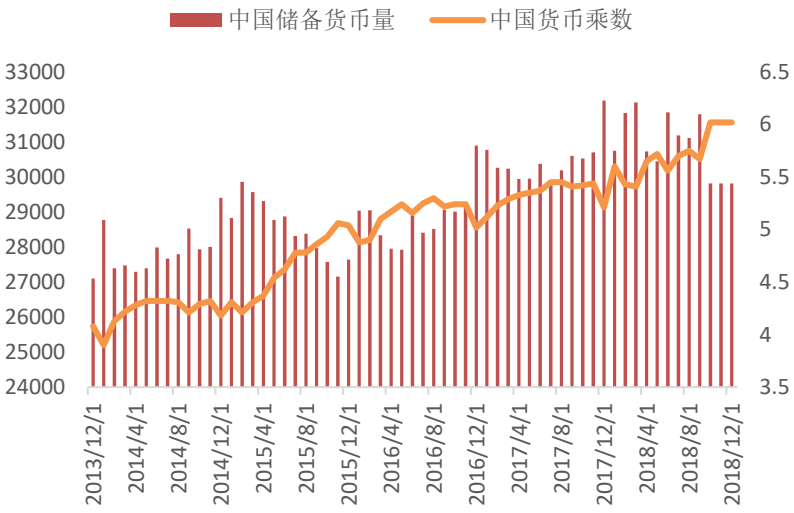


图表 18 M2 货币供应继续萎缩

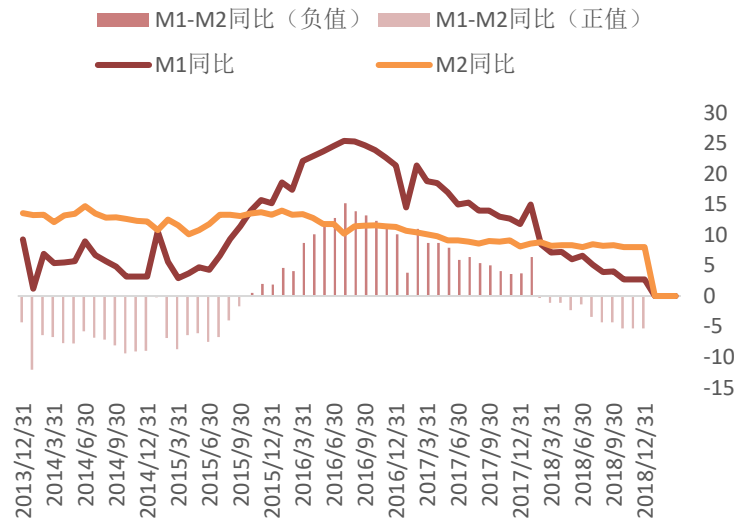


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

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
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。