

2018 年 12 月 28 日

星期五

经济将持续下滑，交易机会涌现



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

要点

1、展望 2019 年，全球乃至国内经济滑坡的持续时间和程度将远远超出大众的想象，资产价格也将出现趋势性行情。

2、受到各大央行缩减资产负债表，并叠加经济减速后对需求的影响，至少在上半年，股票和大宗商品市场仍然会保持低迷

3、由于需求减少，社会融资增速将缓于银行资产增速，银行体系的资金将流向债券市场，债券会延续牛市

操作建议：空股票，空大宗商品，多债券

风险点：美元指数大幅走强，而美元人民币却相对稳定。会对债券市场产生冲击

目录

要点	1
宏观行情及报告回顾	3
2018 人民币汇率回顾	3
2018 A 股回顾	4
2018 美股回顾	5
2019 宏观行情展望	8
2019 中国经济下行	8
2019 四大央行缩表	11
海外经济	13
花旗经济意外指数	13
OECD 综合领先指标	13
主要经济体 GDP 增速	13
主要经济体 CPI 同比	13
主要经济体实际利率	14
发达与新兴市场股市表现	14
全球主要股市表现	14
国际贸易	14
十年期国债收益率比较	15
非美货币升贬值	15
国内经济	16
中国 GDP	16
中国 GDP 与 CPI	16
中国 CPI 与 PPI 同比增速	16
人民币远期汇率与中美利差	16
中国 CPI-PPI 同比剪刀差	17
中国实际利率	17
中国 TED 利差	17
M2 货币供应	17
基础货币与货币乘数	18
M1、M2 增速与剪刀差	18

一、宏观行情及报告回顾

1、2018 年人民币汇率回顾

图 1，2018 年关于人民币汇率的报告



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

2018 年年初，人民币汇率出现大幅度升值，从 6.5 在一个月升值到 6.3 附近。1 月 8 号的宏观周报对此有清晰准确的预判，文中写道，“人民币还能继续升值，但必然迎来一次性的汇率贬值”。理由是中国国债在 2017 年暴跌后，融资成本抬升。而借美元债的成本达到数年来最低值。大批银行和房企融入美元后，必然兑换成人民币流入境内。这推高了人民币的需求，从而导致人民币的升值。

2018 年 4 月底后，人民币出现 24 年来速度和幅度最大的一次贬值，短短三个多月，从 6.3 贬值到 6.95 附近，幅度超过 10%。4 月 24 号的宏观周报对此有无限接近拐点的判断，文中写道，“无论央行是否扩表，以何种方式扩表，人民币的大幅向下调整都是不可逆的。”。理由不仅延续了 1 月周报的思考，进一步认为贸易战会直接引发人民币贬值。认为在中国既往二十年，央行资产负债表和人民币汇率的同比变化一致，背后的逻辑是贸易顺差增大了人民币需求，从而推动人民币升值。贸易战将大幅缩减贸易顺差，人民币长期动力骤然消失的同时，利差也处在高位，无论国内采取什么政策，人民币都会迅速贬值。

2018 年 7 月后，人民币延续贬值行情。我在此刻从利率平价考虑，认为接下来的发展有两种可能，一种是继续贬值人民币，另一种是国债利率上升。实际上第二种可能没有发生，事后回看，可以从银行间资产变动排除掉第二种可能，进而得出人民币继续贬值的结论。

2018 年 8 月后，人民币企稳，从 6.93 小幅升值到 6.80，之后进一步贬值到 6.97。我在 8 月 6 日的宏观周报中写道，“人民币利率高于美元，而美元掉期反而贴水的情况下，美元融资变得更加划算。”。认为人民币美元掉期转贴水，引发更多公司借贷美元债。这会在短期利好人民币同时在长期加剧贬值压力。

2、2018 年 A 股回顾

图 2，2018 年关于上证指数的报告



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

2018 年一月，A 股市场出现罕见的连阳。我在 1 月 15 日的周报中认为当下的市场本质在交易通货膨胀。文中写道，“由于非必需品和必需品给人们带来使用效用的不一致。故而在剧烈的通货膨胀下，大众的购买力缩水，通胀对价格的影响也是分化的”。这句话贯穿了今年 A 股板块的基调。之后网络流传的“消费降级”广为人知，以周黑鸭为代表的非必需品的股票暴跌，而以榨菜为代表的必需品股票持续上涨。

2018 年二月，A 股尤其是以上证 50 为代表的大盘股跟随美股暴跌，股指从 3500 点在短短数日跌破 3200 点。事后回看也是今年的最高点。受到一些争议的影响，我写于 2 月 5 号的周报晚发了一周。文中写道，“从流动性“溢价”到折价，指日可待。市场共识的反转，往往在朝夕之间。”。理由是市场没有清晰理解流动性和成交量的区别，错误的认为大盘股具有流动性溢价。实际上流动性是合理价格的变现能力。危机到来是，大盘股甚至优先被抛售以换取现金，从而会被折价更多。

2018 年三月，经历美股风波后沪指于 3300 点企稳。事后看这是 A 股估值的顶峰。我在

3 月 5 号发表的周报中详细阐述了我构建的 A 股估值模型，并写道，“模型显示暴跌之后中国股市估值仍然不低，值得注意”。模型将百年经济学的成就集于一身，甚至尝试着计算了人类的情感，并且能避开幸存者偏差和黑天鹅冲击。模型精准的判断了 A 股估值的高位，此后 A 股从 3300 点一泻而下，跌破 2500 点。

2018 年 7 月，央行推出宽松政策，市场短期上探 2900 点后一路下滑。我在 7 月 16 号发表的周报和 8 月 10 号发表的月报中分别指出，估值低未必上涨，并且央行推出宽松政策后市场反而会下行。文中写道，“扣除通胀的影响，此刻宽松反而会令股市表现不佳。毕竟，估值低并不一定上涨，否则投资也太过容易了”。理由是货币政策只在不充分就业（萧条）的时候才能增加资产实际价值，而在充分就业的时候，宽松政策本质是多收了一层通货膨胀税，增税不利于大多数企业，故而股市会表现不佳。

2018 年 10 月底，上证指数创 2449 新低后，刘鹤带领一行两会领导发表讲话，市场后续上涨至 2600 点。我于 10 月 22 号的报告中写道，“乐观情绪能得到支撑，但我仍没看到牛市的强烈信号。”理由是政策不再持续利空股市，但是也没看到外界能量输入股市，并指出房产税政策能够大幅利好股市。

2018 年 11 月初，上证指数逼近 2700 点，此后受到美股暴跌的影响，往下跌破 2500 点。我在 11 月 5 号的报告中写道，“高波动率下美股的更高波动，还会给 A 股带来短期的冲击”。像素级的预演。理由是此刻的美股，虽然价格下跌不少，但结构仍然处在一个历史上最不稳定 的时刻。每股盈利增速达到十余年最高水平，同时发债成本接近最低水平。企业债收益即将产生的变化将冲击美股，进而引起 A 股的动荡。

2018 年 12 月 17 号，我继续写道“央行缩表将抑制沪指反弹”。这将在明年得到验证。理由是，欧央行年底结束量化宽松，美联储持续缩表，日本央行并无大幅扩张计划，中国央行受到贸易顺差影响也在被动缩表。换言之，四大央行的总资产还能一路往下，在边际需求降低的情况下，市场仍然在较长的时间内保持低迷。

3、2018 年美股回顾

图 3，2018 年关于美股的报告



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

2018 年一月底，美股暴跌 10%，波动率飙升，全球资产受到波及。我在 2017 年 12 月 18 号的周报（未发表）中写道，“美联储此次加息，一旦遇上分红在一季度季节性回调，套利机会迅速缩窄乃至消失，进而引发市场动荡”。理由是大量资金在此前拆借杠杆买入美股 ETF 赚取分红。而此次美联储加息后拆借利率可能高于分红收益，市场的借贷规模达到了科网股泡沫的两倍，拥挤的交易同时退出，市场必然巨幅动荡。

2018 年 2 月，美股暴跌至 2600 点，之后持续上涨至最高 2900 点。我在 2 月 12 日的周报中写道，“美股仍然是被低估的。只要美股 ETF 税后股息率远高于美联储利率，套利行为会自然而然的推高美股”。理由是下跌的幅度过大，又重新让股息率上升，从而再次让套利行为可持续，套利行为会导致套利空间缩窄，也就是美股会继续上涨。

2018 年 6 月，美联储加息后美股出现短暂下跌。我在 6 月 19 号的周报中写道，“这次的加息，再次逼近了美股套利的临界点”。依然是套利逻辑的思考。但这一点没考虑到二季度股息率上调的因素，因此美股的变化幅度并不大。

2018 年 8 月，距离美股在 9 月 21 号创下的最高点还有一个月。我在 8 月 27 号的周报中写道，“分红向上的调整足以抵消九月美联储加息的影响。也就是说，美股的牛市至少能够持续到年末”。也同时提示了风险点在于“股息率的超预期下滑”。实际上，9 月 21 号美股 ETF 的股息出现大幅下滑，以上逻辑并没有被违背。

2018 年 9 月，我连续发表三篇周报和月报，分别讨论了美股内在结构，波动率交易的

优越，以及警示交易机会已经到来。十月初，美股开始年内第二轮暴跌，波动率再次飙升。我在 9 月 3 日的报告中写道，“需要观察债券市场的非线性变化的冲击”，之后在 10 月 3 号，美过十年期国债收益率创七年新高，10 月 4 号美股开始暴跌。

我在 9 月 11 号的报告中写道，“下跌时，此前分析，必然是正反馈的暴跌，波动率的收益将远远超越美股头寸的损失。”此后波动率 ETF 在短短几个交易日内盈利超过 100%。

我在 9 月 25 号的周报中写道，“全球市场再现今年一月盛况，好比在森林里看到了两棵枝杈几乎一样的树”。一月后就是美股年内第一轮暴跌。之后的十月正是美股第二轮暴跌。

2018 年 10 月 4 号后美股开始下跌，10 月 8 号后波动率开始飙升。我在 10 月 8 号的报告中写道，“波动率交易或成为本月最好的交易”。

2018 年 11 月，美股暴跌后企稳，在接下来的十二月里从最高点下行 20%，正式迈入熊市。我在 11 月 12 号的周报和月报中写道，“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”“美股不存在大幅上涨的可能，使用 ETF 做空美股指数，或许是今年第二好的交易机会”。理由是欧央行的缩表以及美联储不宽松的政策，将彻底断送美股上涨的动力，美国企业债利率将狂飙，进而引发美股暴跌。

二、2019 宏观行情展望

1、2019 年中国经济下行

图 4，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		浏览		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

图四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 5，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）

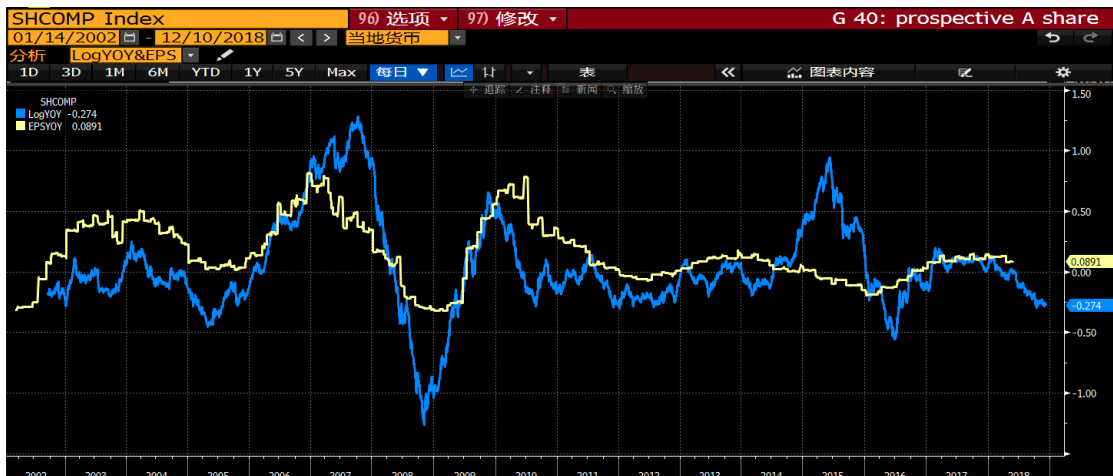


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

在图五中可以清晰的见到，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 6，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 6 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。

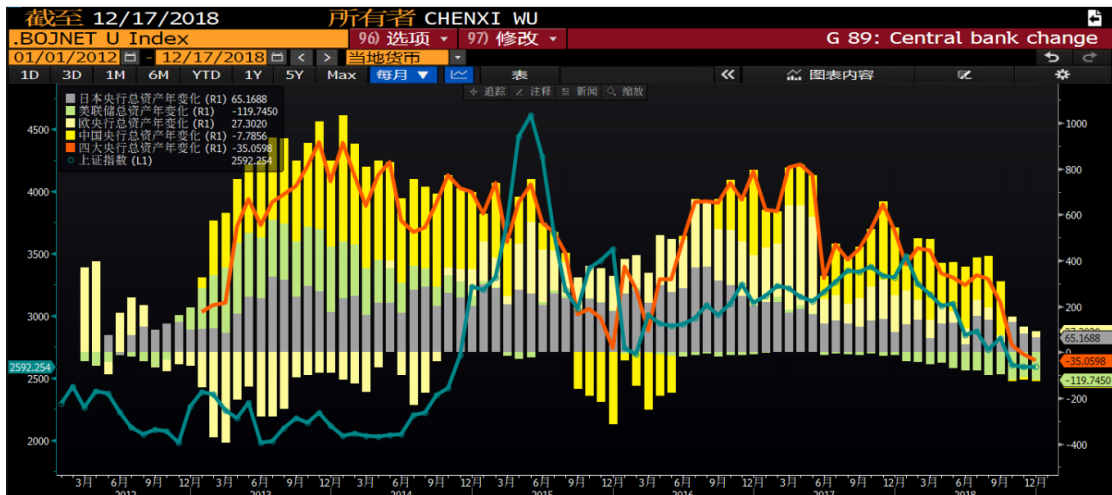
2016 年来，蓝线从较高水平下行，实则时从国债收益率高，股票收益率低（市盈率高）往国债收益率低，股票收益率高（市盈率低）的跨越，也就是意味着经济过热到滞涨到衰退的过程。并且国债收益率处在低位，并没有抬升，也就意味着没有到国债收益率高，股票收益率高的复苏阶段。从这个角度，“市场共识”认为经济正在迈入衰退区间。从历史上看，图 2 蓝线往往领先统计局的触底拐点一个季度。换言之，中国经济至少在明年一季度前不会触底，还会继续下行。

2、2019 年四大央行缩表

央行在经济体中扮演的是「最终贷款人」的角色，相当于市场的边际需求。总供给短期难以变化，边际需求对价格产生决定性的影响。

例如 2013-2015，原油的价格下跌近 2/3，供需仅相对变化 2%。萨缪尔森对此曾有精彩绝伦的比喻，“这是狗尾巴在摇动狗身子”。

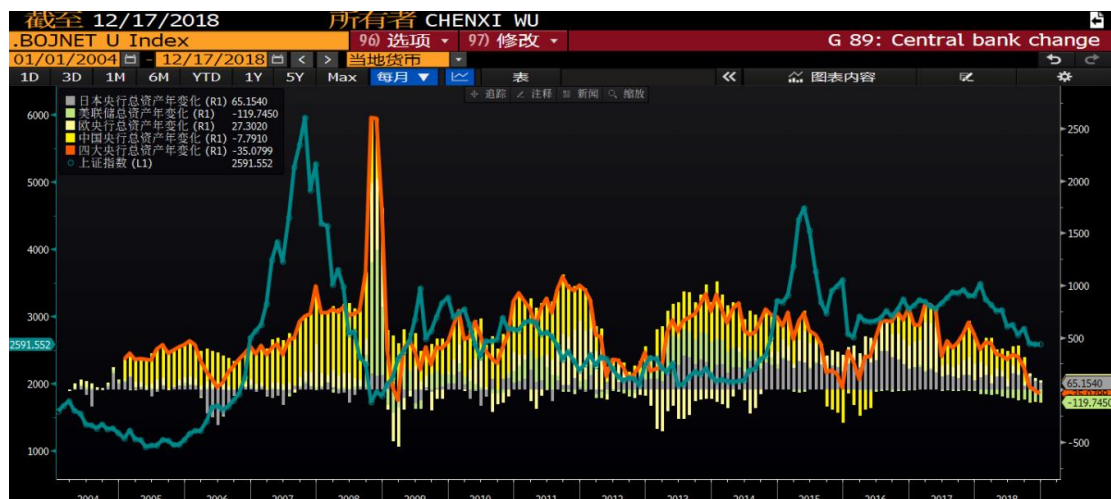
图 7，四大央行总资产年变化（黄线）；上证指数（蓝线）



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图 7 清晰的展现了央行对上证指数的影响力。在节奏的同步上，精准无比。可以见到在 2015 年 6 月，全球央行收缩流动性，伴随着 A 股牛市的终结，2016 年一季度后扩张资产负债表，带动 A 股复苏，2018 年再次转向缩表，A 股历经今年的漫漫熊途。

图 8，四大央行总资产年变化（黄线）；上证指数（蓝线）



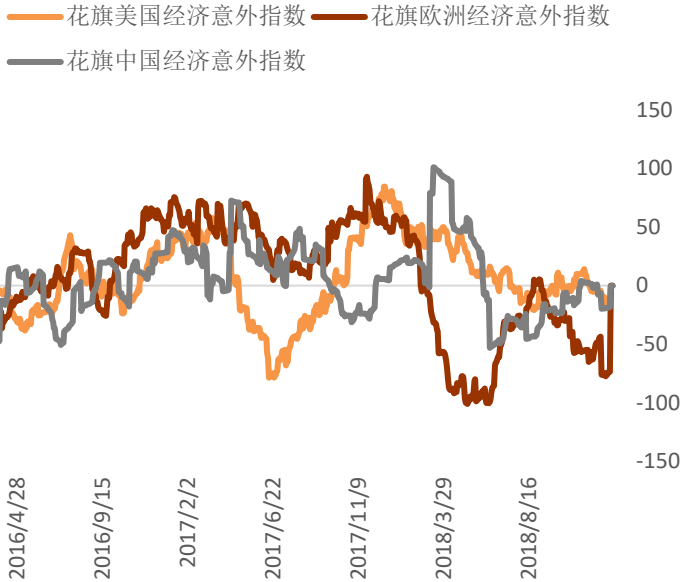
资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

会否仅仅时巧合？图 8 展现了更长时间轴的全貌。2007 年，央行，尤其是中国央行扩张资产负债表的规模较之前峰值翻倍，也带动了 A 股历史点位最高的牛市。2008 年末美联储的

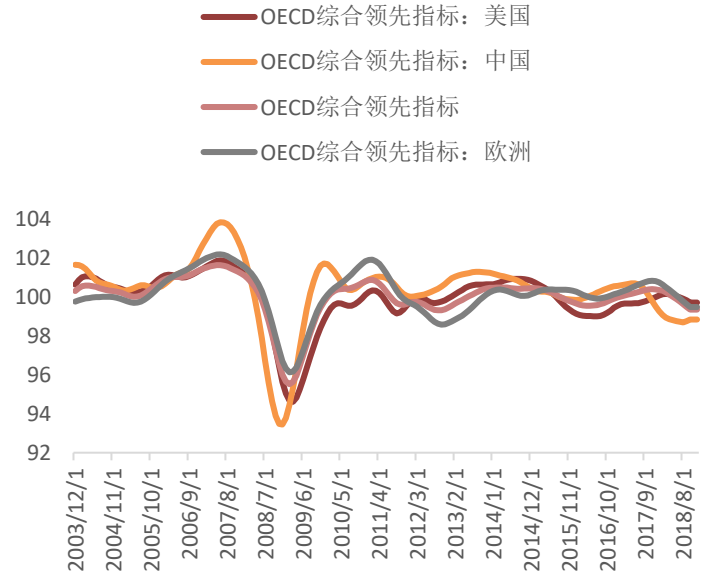
扩表，再次推动 A 股涨幅超过 100%的反弹。未必一一契合，但这给我们提供了更清晰的视角。毕竟某种程度上，央行的行为最不受到市场制约，所以对市场的影响也最重要。这就如同投票选举，两边得到的票数相同，最后一票拥有决定性的力量。以此视角望向未来的市场，欧央行年底结束量化宽松，美联储持续缩表，日本央行并无大幅扩张计划，中国央行受到贸易顺差影响也在被动缩表。换言之，四大央行的总资产还能一路往下。

海外经济

图表 1 花旗经济意外指数回落

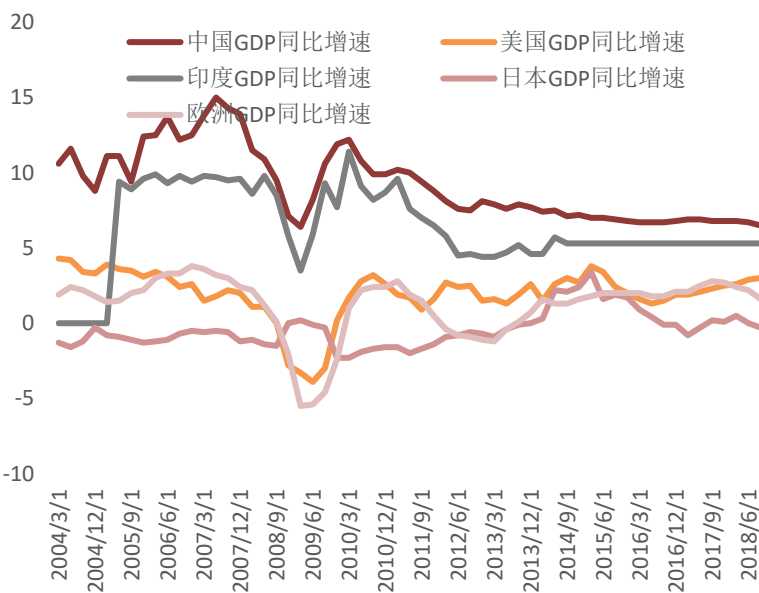


图表 2 OECD 综合领先指标趋稳

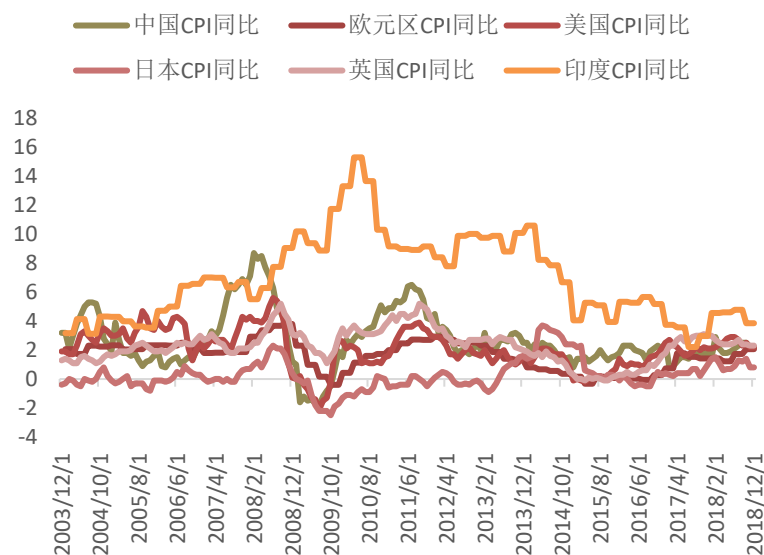


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表 3 主要经济体 GDP 增速趋稳

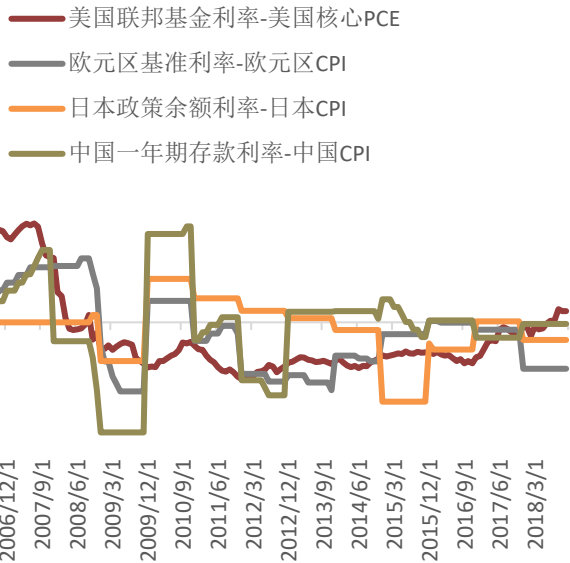


图表 4 主要经济体 CPI 同比小幅上升

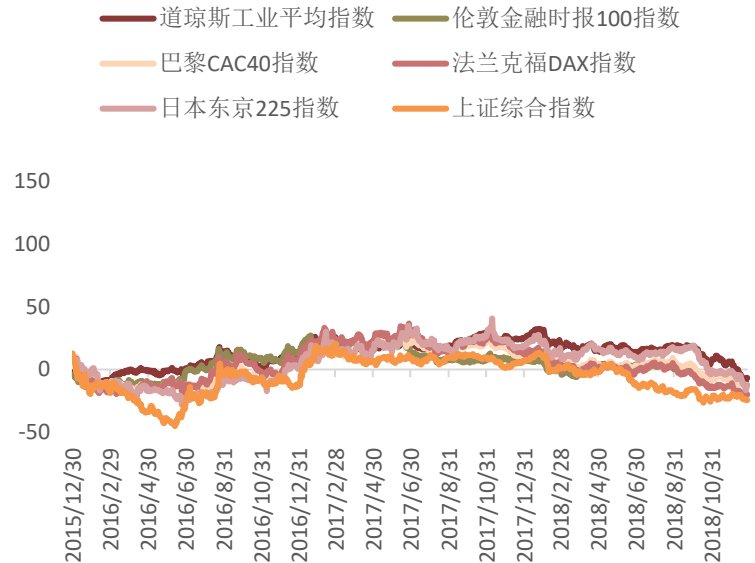


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表 5 主要经济体实际利率低位

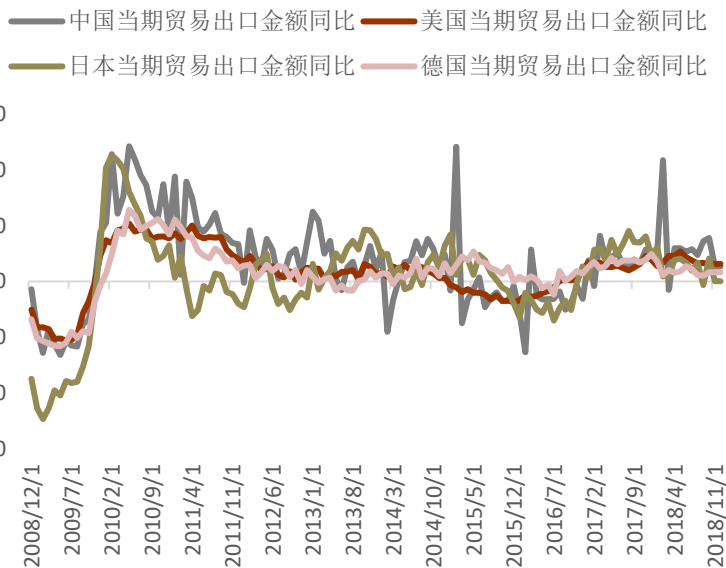


图表 6 全球主要股市同比表现

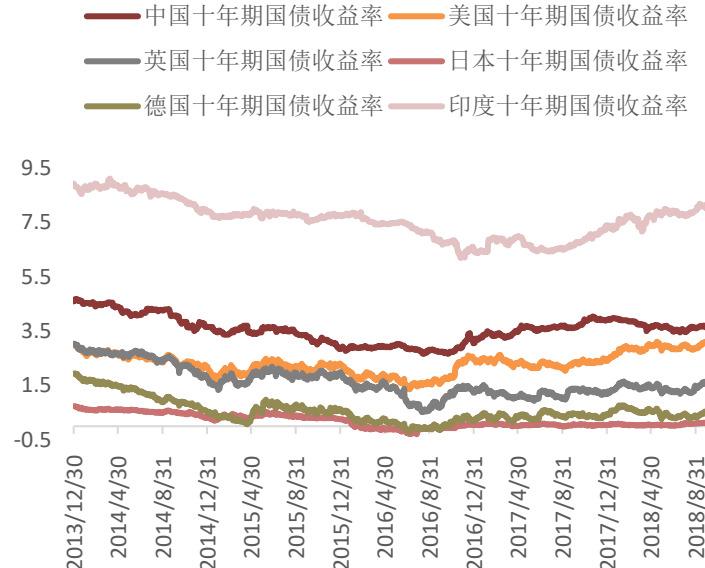


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 7 国际贸易尚可

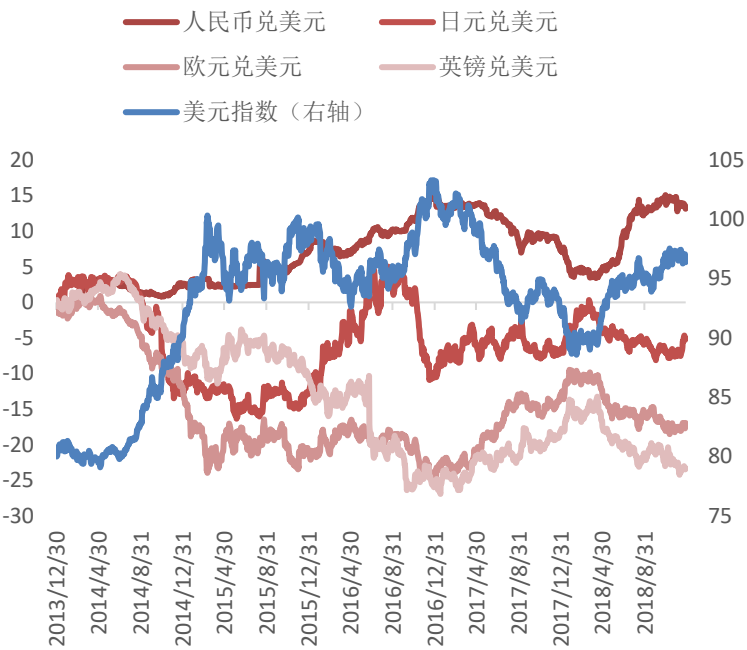


图表 8 十年期国债收益率均小幅下行

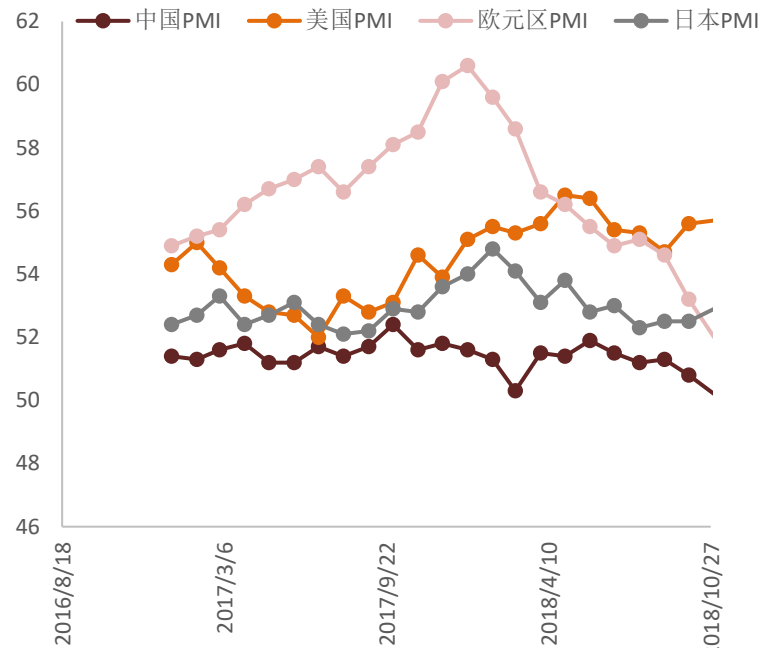


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 9 非美货币贬值加剧



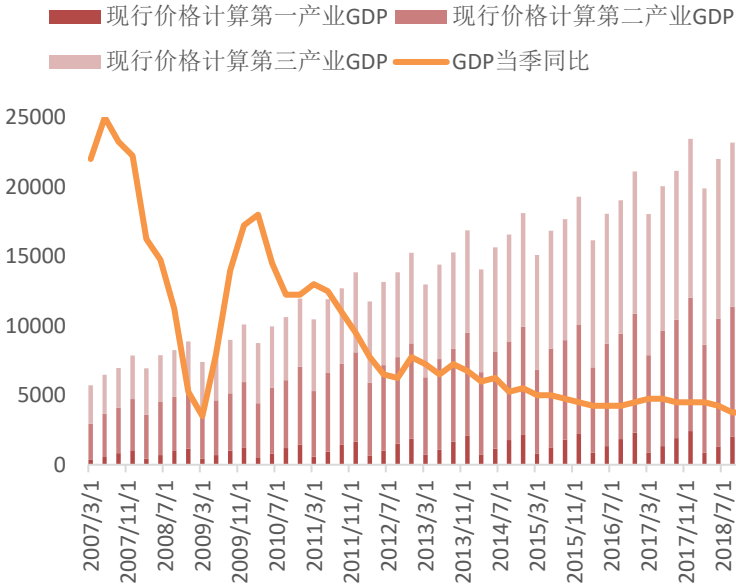
图表 10 各国 PMI 指数回落



资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

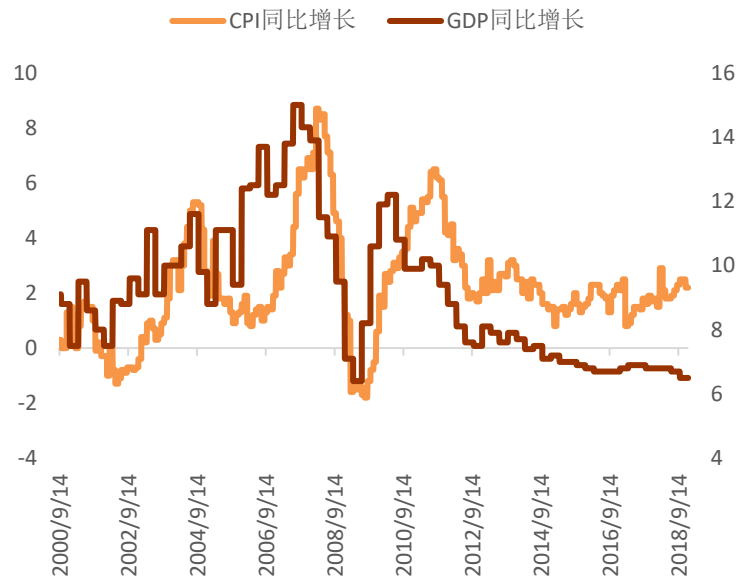
国内经济

图表 11 中国 GDP 增速放缓

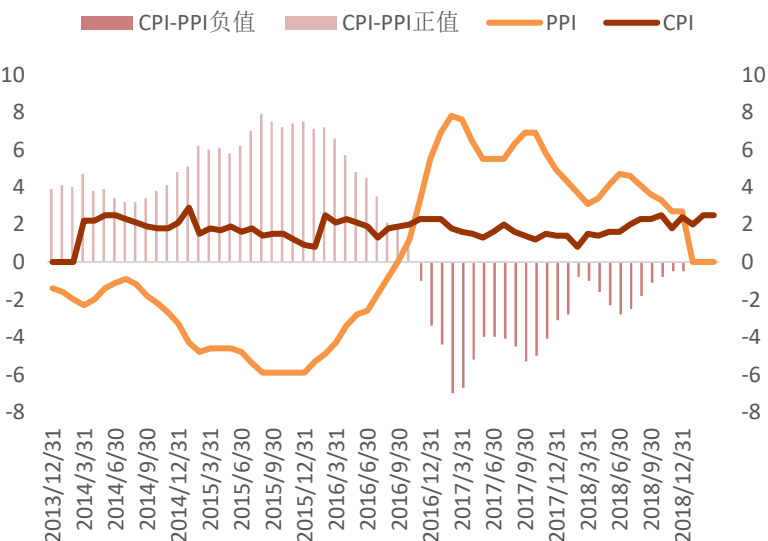


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表 12 中国 CPI 与 GDP 同比增速开始背离

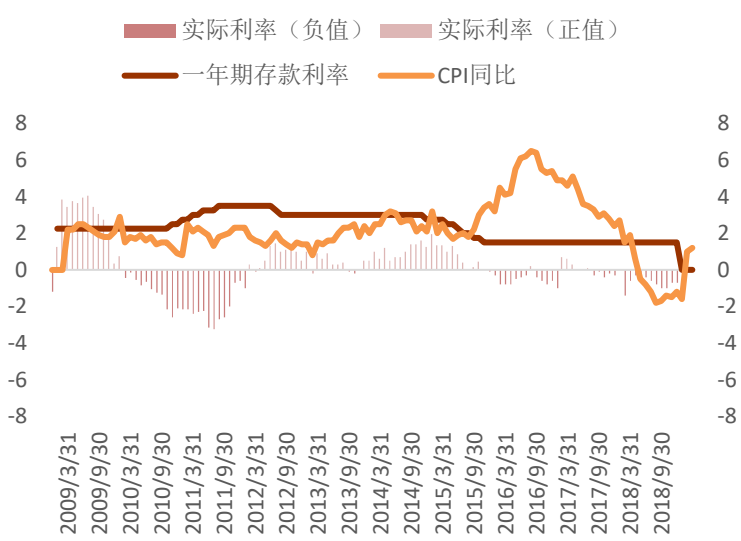


图表 13 中国 CPI 与 PPI 同比增速趋同

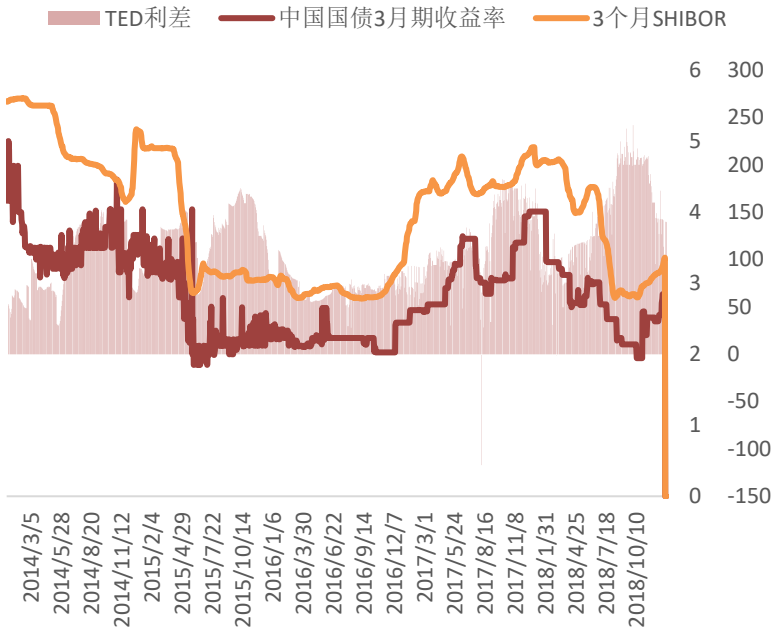


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

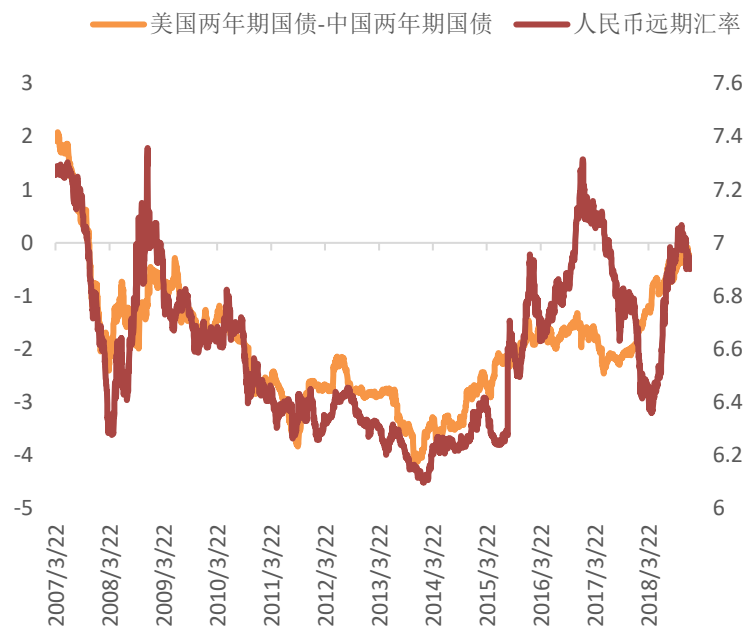
图表 14 中国实际利率依然为负值



图表 15 中国 TED 利差暗示银行融资偏难

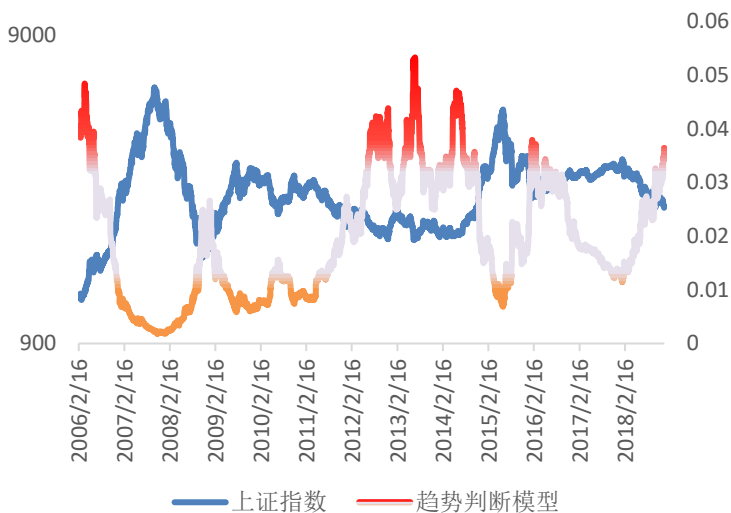


图表 16 利率平价暗示人民币还会贬值

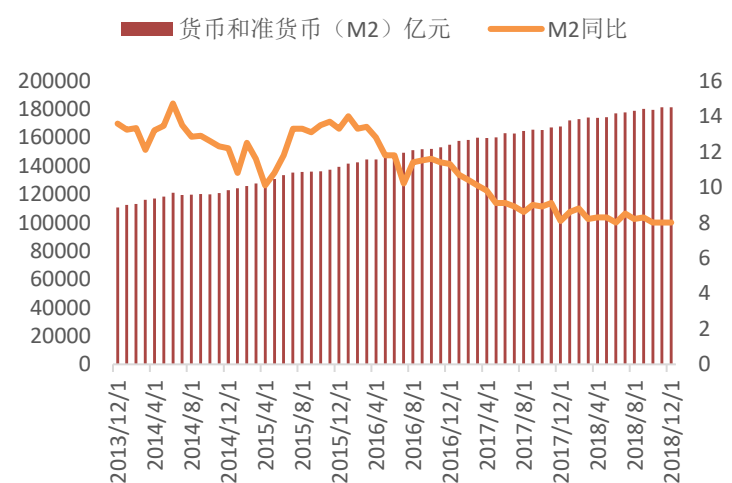


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表 17 股市模型认为价值投资可行

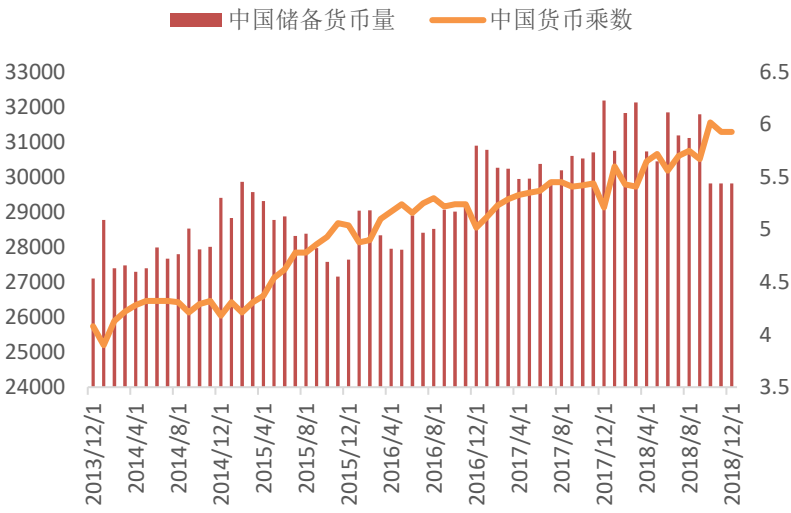


图表 18 M2 货币供应继续萎缩

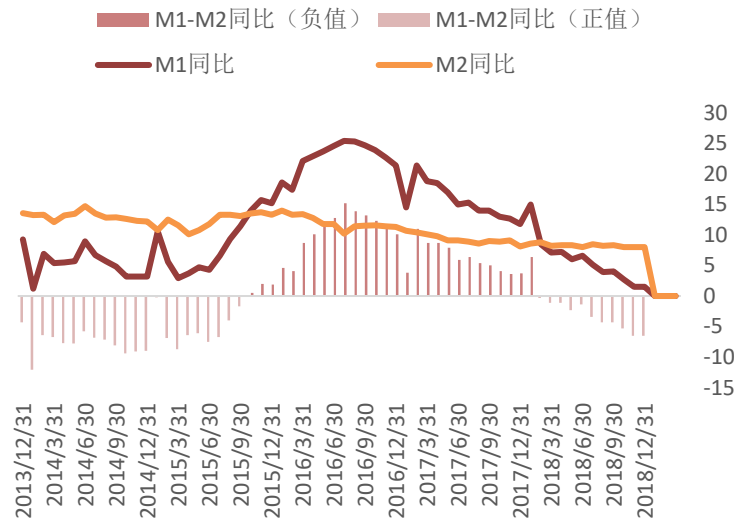


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

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。