

2019年02月15日

星期五

市场过度乐观



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

市场回顾

- 道指与纳指连涨七周
- 美元指数创一个月新高
- 美债收益率下探 2.63%
- 离岸人民币升值破 6.75
- 标普 500 与上证指数涨破 2700 点

评述：市场以史无前例的速度回暖。波动率指数重新跌破 16 一线。然而市场结构与之前却大相径庭。虽然股票点位类似，但美元指数与人民币的位置更高了。换言之，其实现在的市场位置已经远高于去年十月暴跌之前了。

目录

市场回顾	1
市场策略	3
市场过度乐观.....	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

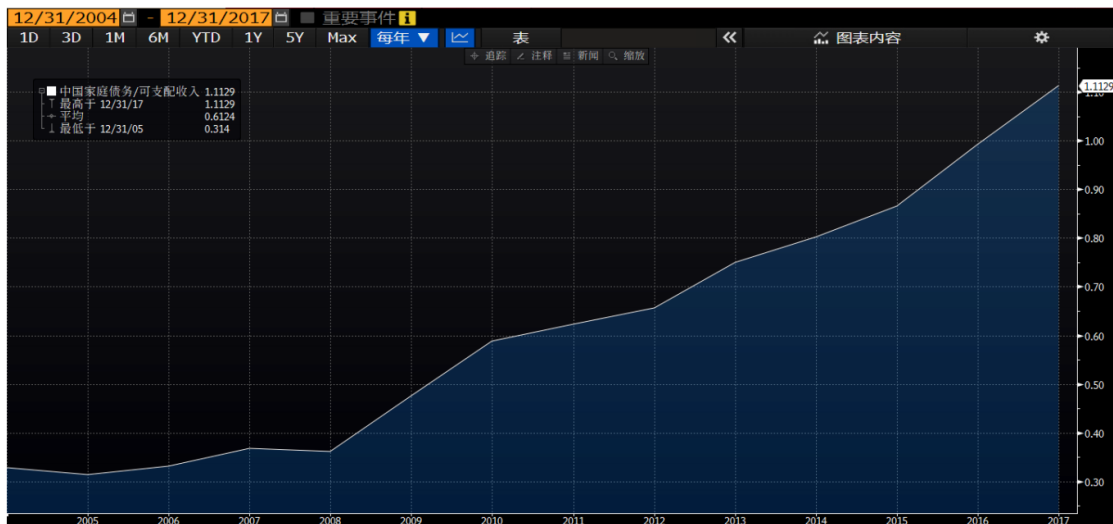
市场前景

市场过度乐观

大方向看，我们现在正处在三个下行周期的尾端。

信贷周期的尾端。信贷周期的开始是因为资本边际回报高于利率，这时候加杠杆可以获得丰厚的收益。而随着杠杆的累积，资本边际回报的增长是线性的，杠杆要求的回报却是指数级的。这就是泡沫后期往往呈现指数增长，也必然破灭的原因。需要注意的是，信贷周期就此走完了全程。

图1，中国家庭债务/可支配收入



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

从中国家庭债务/可支配收入看，信贷周期几乎到了拐点。

技术周期的尾端。技术周期比信贷周期更长，比如2015年股灾并不会对宏观经济产生太大的影响。从中国居民极高的杠杆率观察，信贷周期已接近尾声。最近的两轮技术周期非常鲜明。90年代末，百度阿里腾讯创立，美国科网股泡沫。之后互联网革命迅速演进，在财富五百强的榜单上把原先的大公司纷纷拉下马。尘埃落定后，伴随着2007年iphone的发布，移动互联网的技术周期再次开启，又是一个十年左右的升腾时代。而随着充分的竞争，技术周期的红利逐渐消耗殆尽，下一个周期还没开启，技术周期也走到了尽头。

长期债务周期表现在全球央行累加的资产负债表上。可以轻易的观察到两

点。一方面是全球央行的资产负债之比已经达到了上世纪大萧条后的极端水平。另一方面，全球央行都处在一个缩表的进程中。长期债务周期的尽头已经开启。

图2，四大央行资产负债表



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

这还不够，市场还同时从另外两个方面警示风险。一个是市场的短期结构，一个是市场的长期结构。

从短期结构看，今年以来，沪指从四年低点大幅反弹，美股以圣诞后单日5%的暴涨开端，涨幅竟达13%。不仅如此，美元指数触及三个月低位；美债收益率大幅走高；美元计价的巴西，阿根廷等国股市反弹超过20%；原油从低点反弹进入技术牛市。这种全球性风险偏好共振的盛况，过去三十年只看到明显的三次，分别是2018年1月，2018年9月和现在。前两次这样的市场结构都面临着市场暴跌。

从长期结构看，全市场在做空波动率。这是一个巨大的流动性风险。要知道，流动性的本质是【在不造成重大损失的前提下出售资产的能力】。即把对未来现金流的追索权转换成现金。也就是说，单个交易是可以流动的，单个金融机构也可以为部分资产找到流动性。但整个市场不可能在同一天从银行取出存款，更不可能在同一时间卖出所有的债券和股票。所有人急于抽身时，门会变小。

现在的市场正面临这样的情况。集体用同样的策略做空波动率。做空波动率的交易是极其广义的。包括600亿美元通过卖出期权而直接做空，也包括

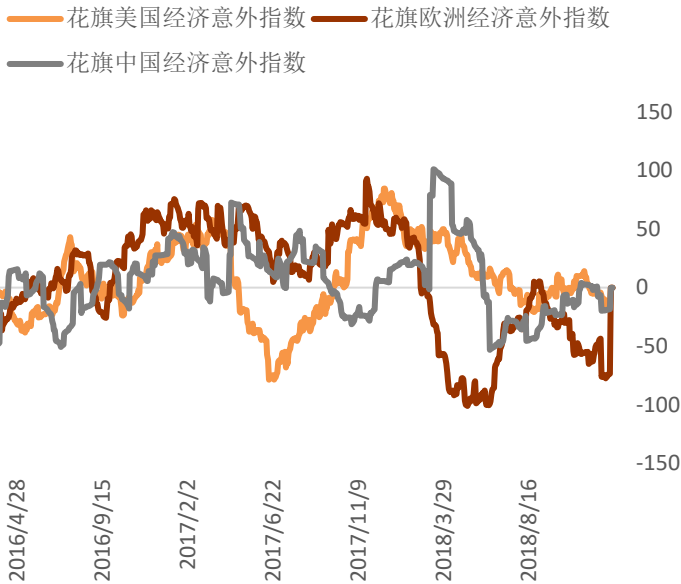
1.42万亿美元复制类似风险敞口而间接做空波动率。做空波动率有其历史基础。2009年以来，美国企业回购股票的金额接近4万亿美元。这本质上就是一个天然而庞大的杠杆做空波动率的头寸。大量企业通过低利率发行债券回购流通股以抬升股价。都在集体的增加系统性风险—波动率风险。据测算，如果没有这些股票回购，标普500目前的市盈率将达到27倍。低波动率会导致更低的波动率。就好比一群人追逐上涨的股票，股票上涨会导致更多人买入，从而继续上涨。而一旦波动率反转，却类似于交易者对冲高Gamma风险的期权。交易者必须以非线性（更快）的速度卖出更多的资产以对冲。而卖出的行为会导致价格更迅速的变化。

追寻理由，或许是因为算法交易的普及。历史上90%的数据几乎都是过去两年生成的。在过去20年甚至10年时间内，很难找到高质量的数据。不可避免的，算法将有意无意的优化在这个短期中起作用的策略，即大规模杠杆做空波动率。

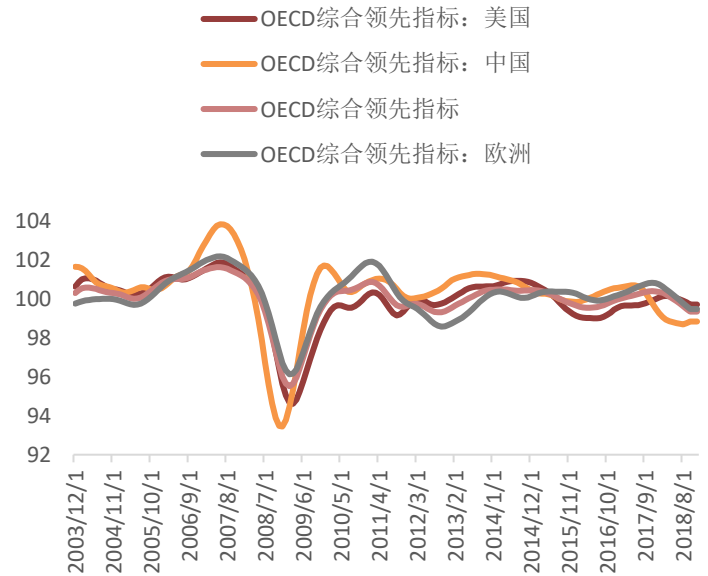
我认为，在三个周期的末端，短期和长期市场的不稳定结构下，最近市场的表现过于乐观了。

海外经济

图表1 花旗经济意外指数回落

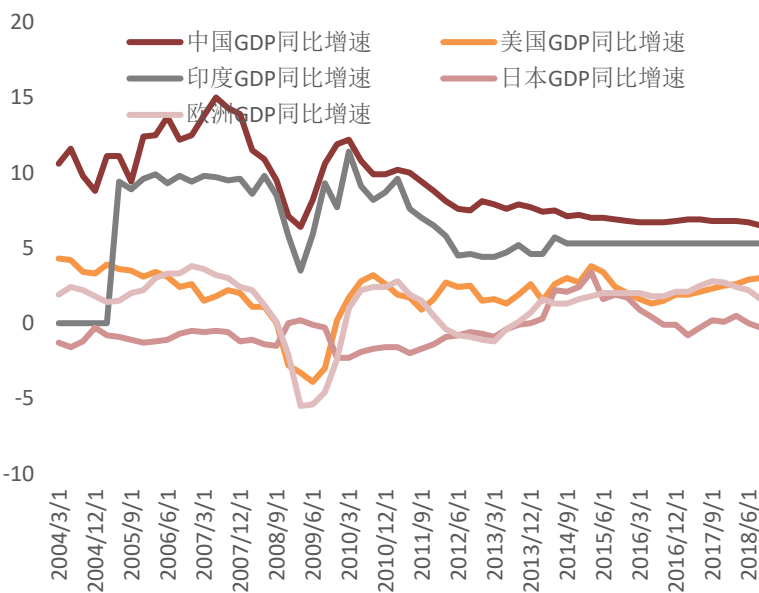


图表2 OECD综合领先指标趋稳

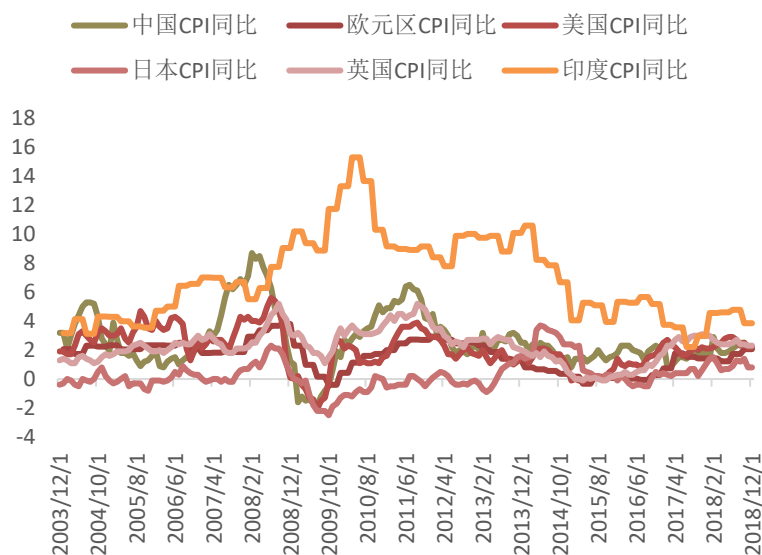


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表3 主要经济体 GDP 增速趋稳

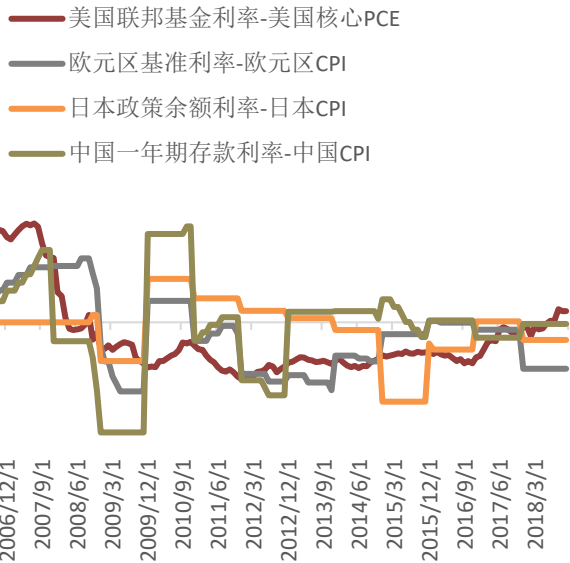


图表4 主要经济体 CPI 同比小幅上升

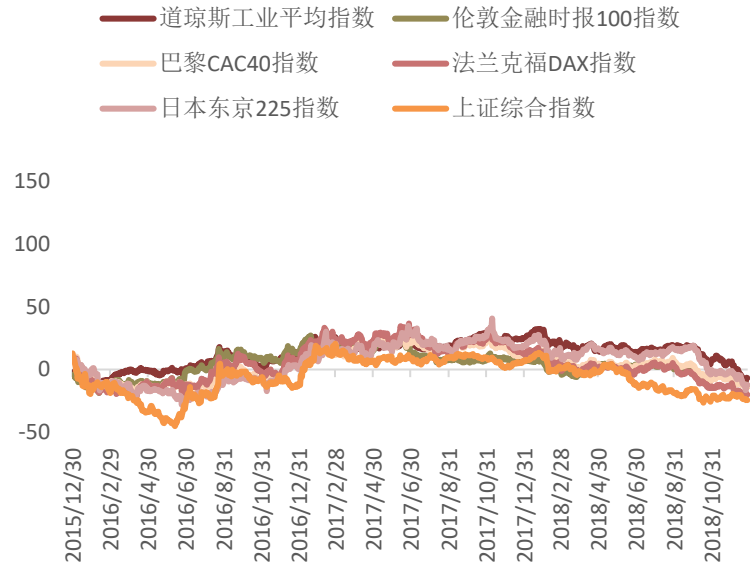


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表5 主要经济体实际利率低位

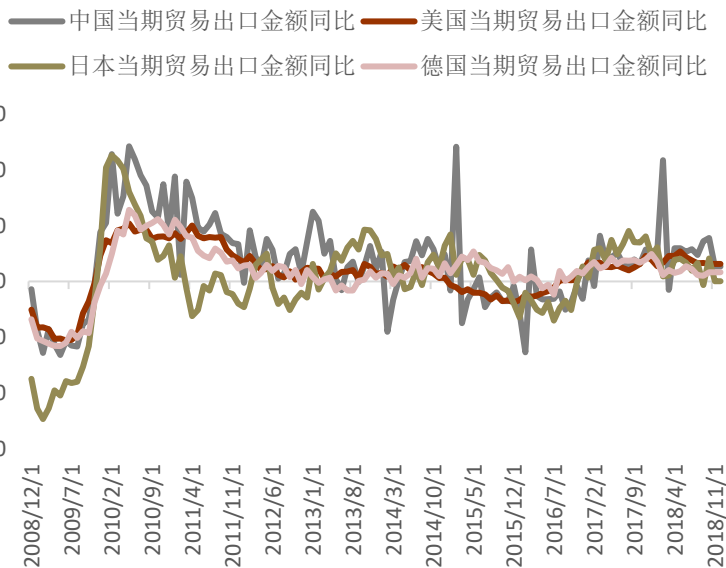


图表6 全球主要股市同比表现

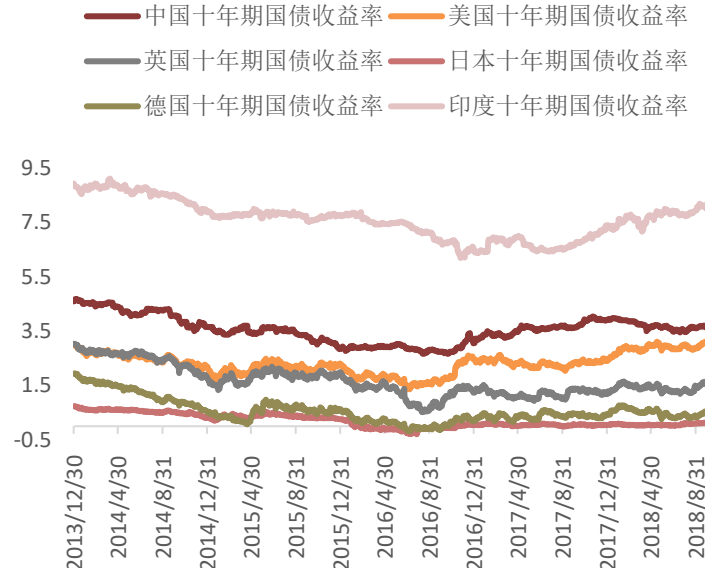


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表7 国际贸易尚可

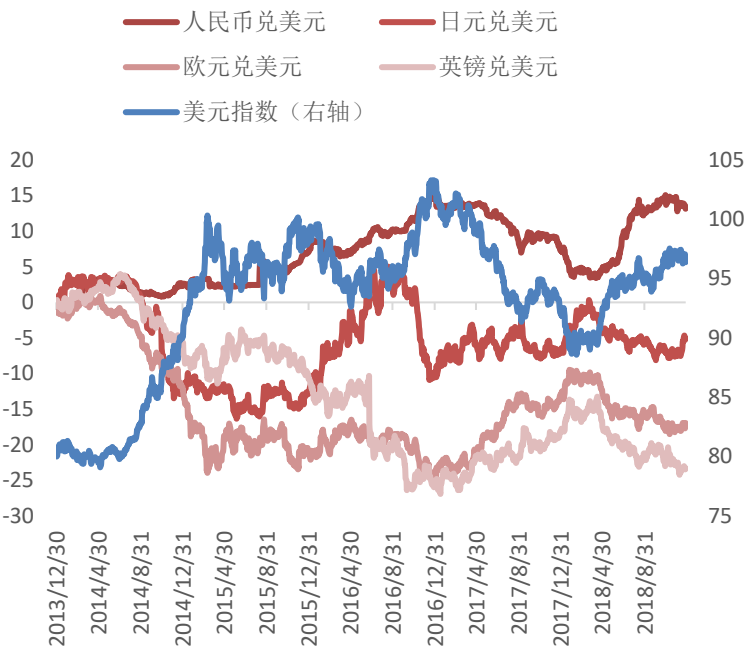


图表8 十年期国债收益率均小幅下行

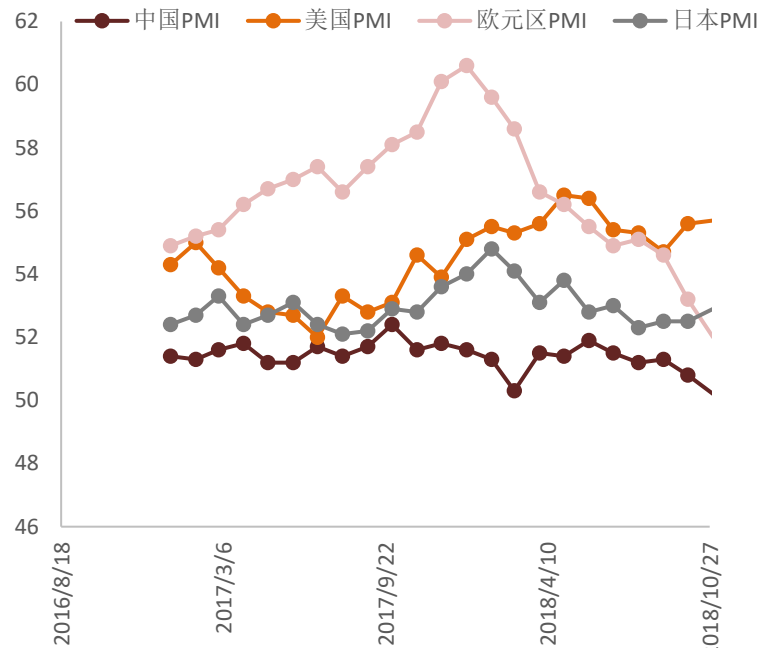


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表9 非美货币贬值加剧



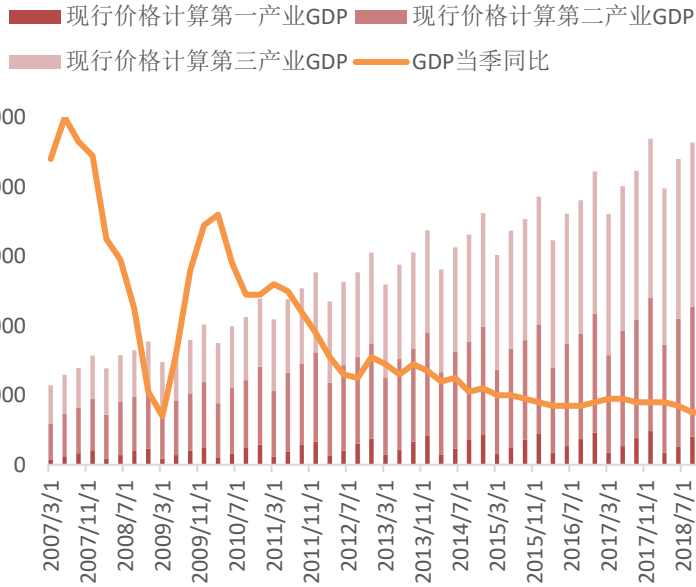
图表10 各国 PMI 指数回落



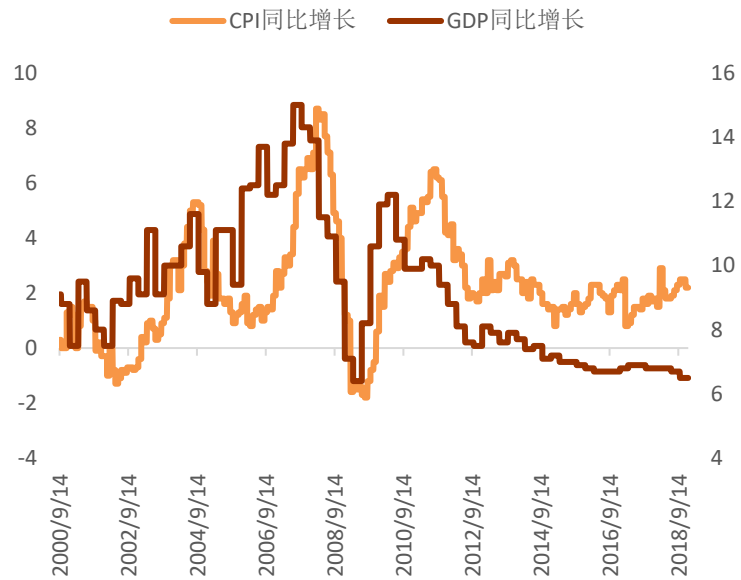
资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

国内经济

图表 11 中国 GDP 增速放缓

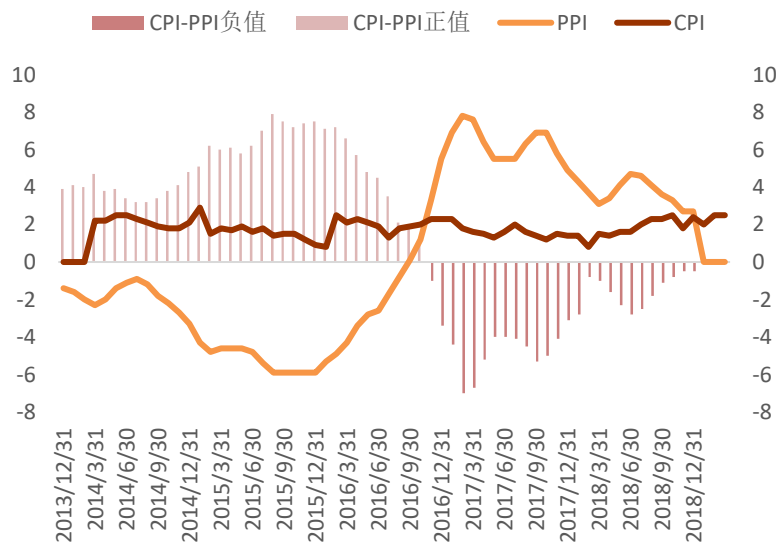


图表 12 中国 CPI 与 GDP 同比增速开始背离

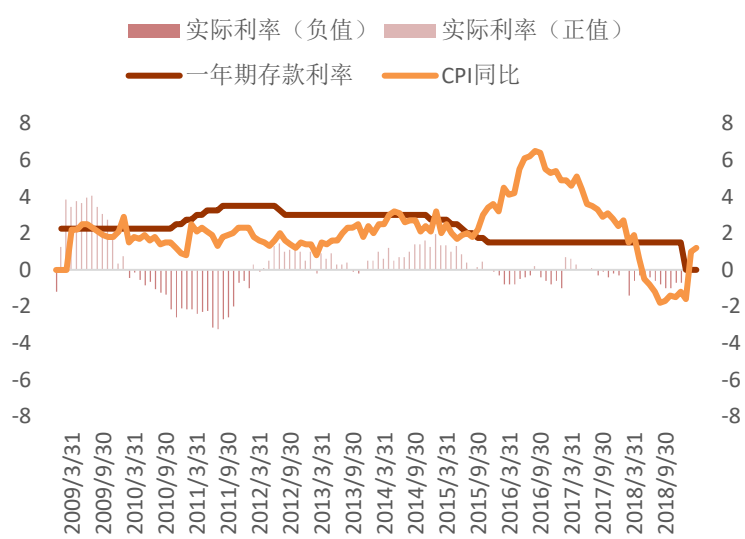


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 13 中国 CPI 与 PPI 同比增速趋同

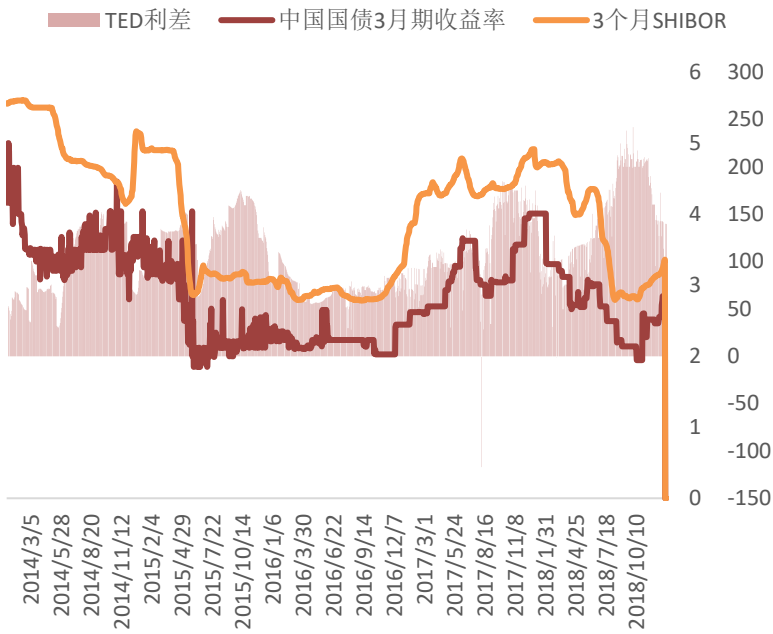


图表 14 中国实际利率依然为负值

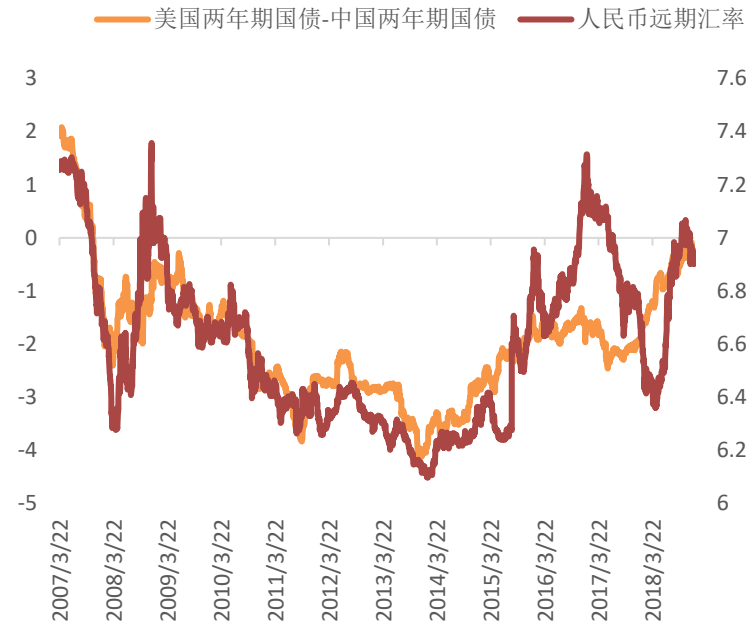


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 15 中国 TED 利差暗示银行融资偏难

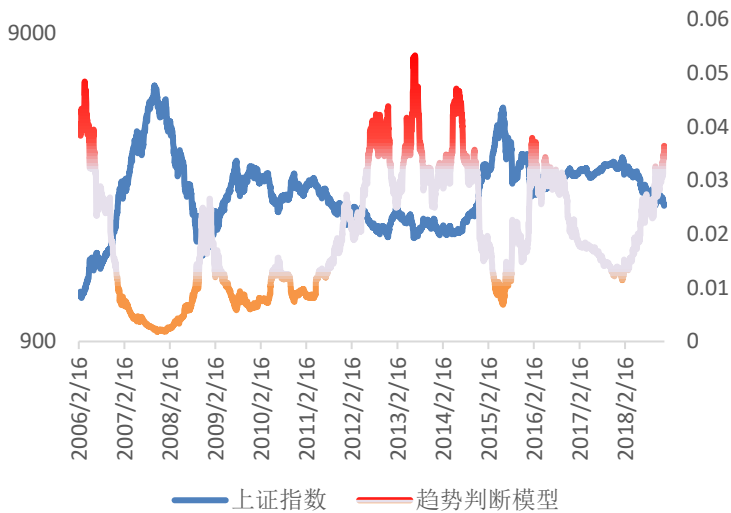


图表 16 利率平价暗示人民币还会贬值

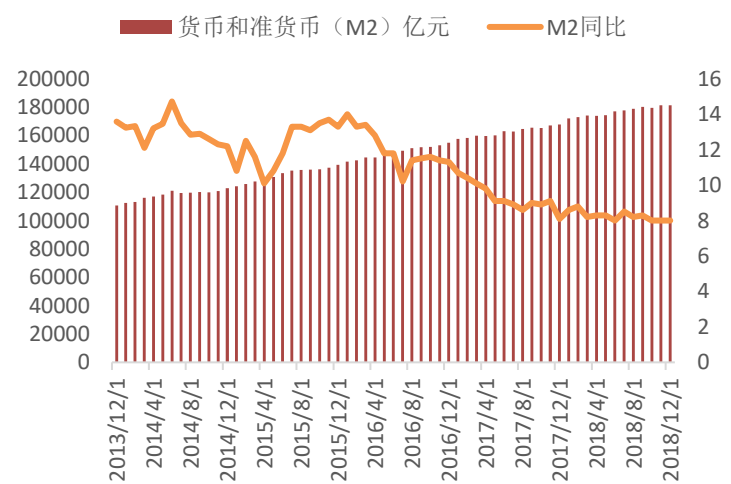


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 17 股市模型认为价值投资可行

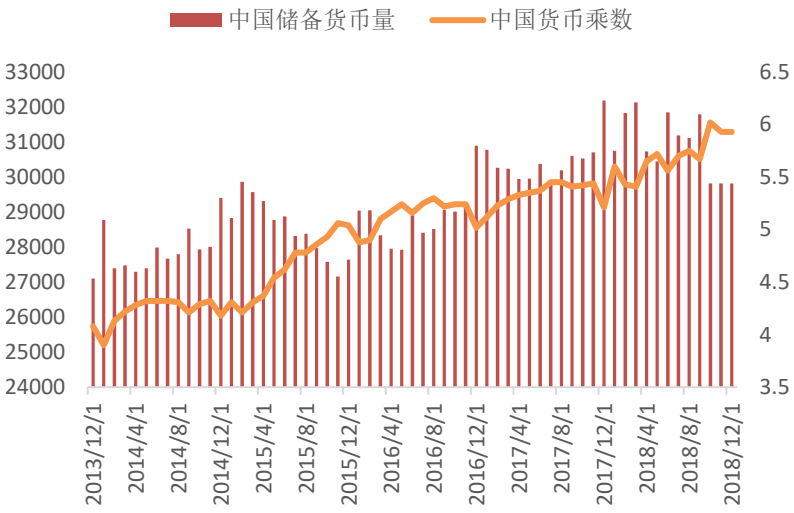


图表 18 M2 货币供应继续萎缩

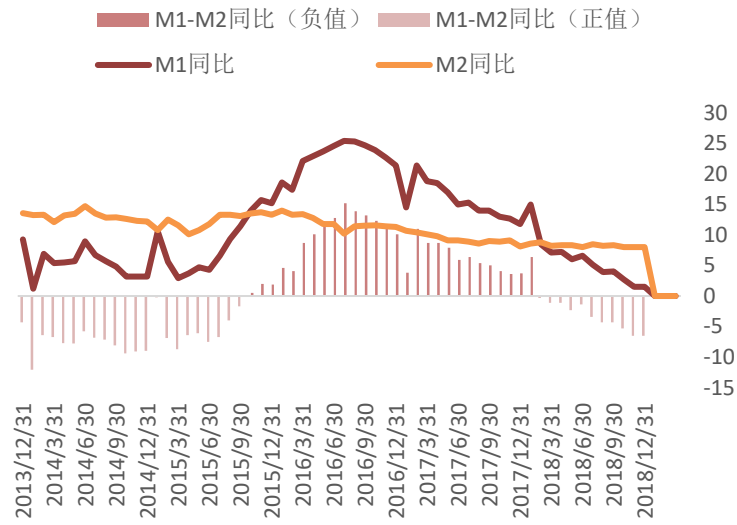


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

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
1803、2104B 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。