

2019 年 04 月 11 日

星期四



风险资产还能涨多久？

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

市场回顾

- 沪指一年新高
- 标普 500 指数半年新高
- 美债收益率十五个月来新低
- 欧元创 20 个月新低
- 3 个月和 10 个月期美债收益率倒挂

评述：全球市场的重要指标，无一例外的延续一月份的走势。这种“趋势行情”实则意味着市场在自我强化。也就是主流偏见开始形成。上涨引起上涨。这个时候往往是泡沫形成的时候，但这并不妨碍我们参与投入到早期的泡沫中去。唯一要注意的是，需要有合适的指标以衡量市场风云突变的关键点。衡量的前提，是理解全球汇率，股票和债券市场紧密的联系。

目录

市场回顾	1
市场策略	3
交易波动率.....	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

风险资产还能涨多久？

当前的全球市场出现了惊人的一致性。沪指乃至美股的涨幅都是史无前例的。甚至，上个月美股波动率暴涨30%时，对应的沪指单日暴跌4.4%，也暗示了市场背后逻辑的相关性。

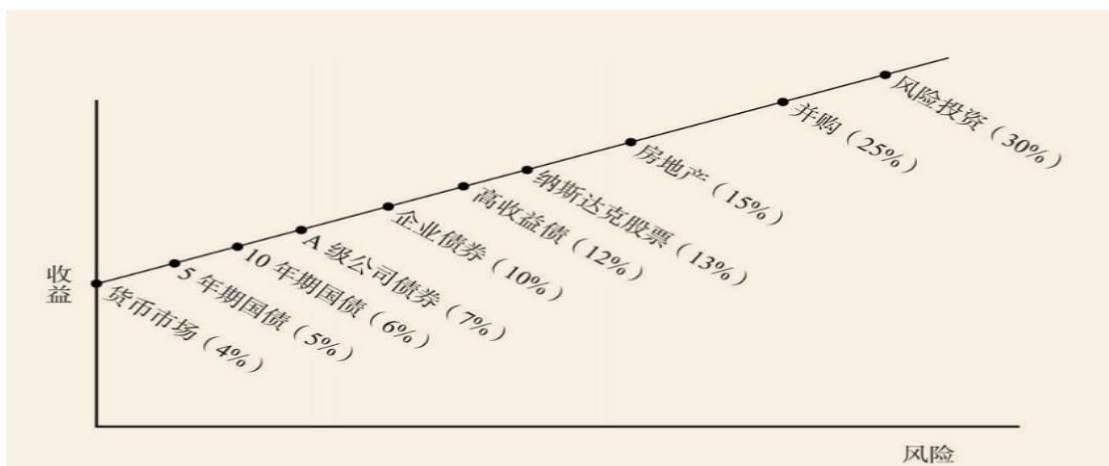
汇率升值，股市上涨，国债收益率走低。实则是股债汇三种大类资产都出现上涨。在房地产市场并没有多大显而易见的变化下，资产的同时上涨不再是所谓的资产轮动，更多时风险偏好，或者说市场情绪的回暖而引起的。

从这个角度看，美国市场的情绪可以给中国市场带来极大程度的参考。那么怎么观察市场情绪呢？

英国著名数学物理学家、热力学家开尔文勋爵说过一段话：“当你可以度量你所说的内容，并且用数字表达出来时，你就能真正地理解它；如果你不能衡量它，不能用数字表达，则说明你在这方面的知识是不足的，对它的了解就是模糊的；如果它是模糊的，就不能清晰的讨论它。无论你说的和什么相关。”

换言之，当我们无法量化情绪而仅仅用自己的主观感受评判市场情绪时，我们必然陷入一种偏见之中。这时候的思考，也不过是在整理自己的偏见。

图1，风险-收益关系与资本市场线



资料来源：《周期》、铜冠金源期货

量化情绪模型的基础逻辑依据是资本市场线。之所以资本市场线显示的收益随风险递增，是因为在同样预期收益情况下，市场会倾向于风险更小的资产，而同样风险情况下，市场倾向于预期收益更高的资产。（对“风险”和“预期收益”的定义，可查阅《周期》一书）

那么，当市场情绪高涨时，会更愿意为一单位的预期收益承担更多的风险，或者说是“低估了风险”。大量资金从安全资产转移到风险资产，从而拉低了风险资产的预期收益率。也就是说，资本市场线的斜率变小了。反之，市场转向悲观时资本市场线的斜率变大。

图2，美国标普500指数（黄线），美国市场情绪指数（白线）



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

市场的变化在量化的情绪指标中一目了然。从图中可以轻易看到两点。

第一，当市场情绪指标处于高位时，市场往往见顶。现在的美国金融市场正是这样的状况。

第二，情绪指标还揭露了一个不同寻常的位置。在2018年美股市场剧烈的下跌中，情绪依然处于高位。这种史无前例的分歧或许是支撑全球市场回暖的关键因素。（见最右侧，黄线下行，而白线依然高位）

霍华德在《周期》一书中暗示，情绪的乐观往往体现在风险资产的涨幅

上，尤其是小盘股相对于大盘股的涨幅。或者说，体现为全市场的流动性溢价。

如今的中国股市是否到了这个境地了呢？

市场流传的段子鲜明的表现了“流动性溢价”：这几天，好几个上市公司的高管跟我说，“我也是看了研究员的报告，才知道我们公司这么牛！”

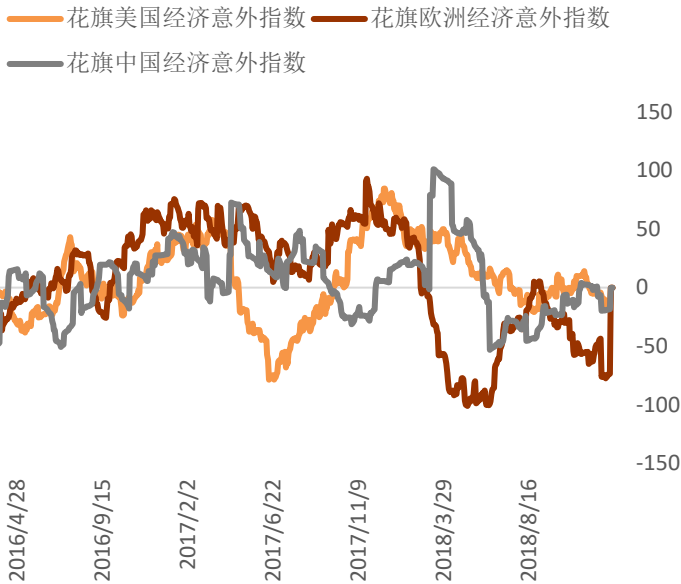
从数据上看也是一样，A股市值在30亿以上的公司占比近80%，而净利润超过1亿的公司不到60%。换言之，纯粹依靠净利润（以及30倍市盈率），是无法支撑起众多公司的高市值的。

概而言之，无论中美股市都体现出较高的乐观情绪，进而反映在风险资产的定价上。而这种乐观情绪一来到达了历史极高水平，上探有限；二来极容易受到偶然事件的冲击。

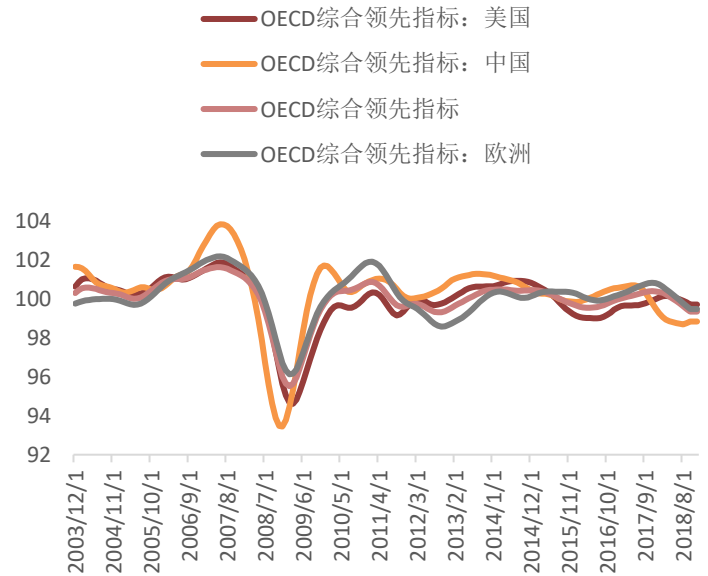
应谨慎持有风险资产（小盘股等）。

海外经济

图表1 花旗经济意外指数回落

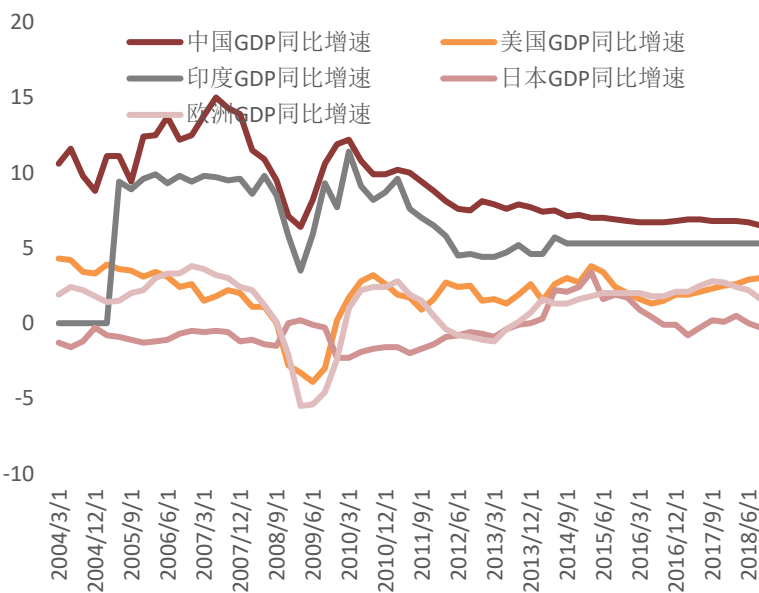


图表2 OECD综合领先指标趋稳

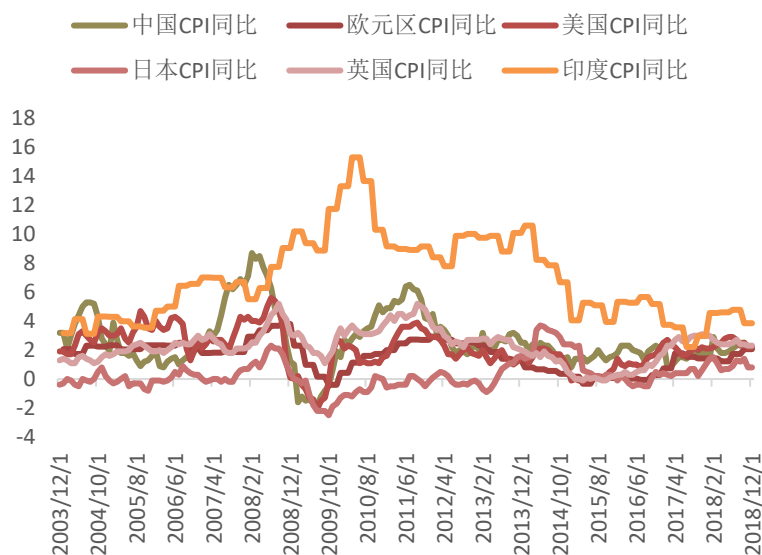


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表3 主要经济体 GDP 增速趋稳

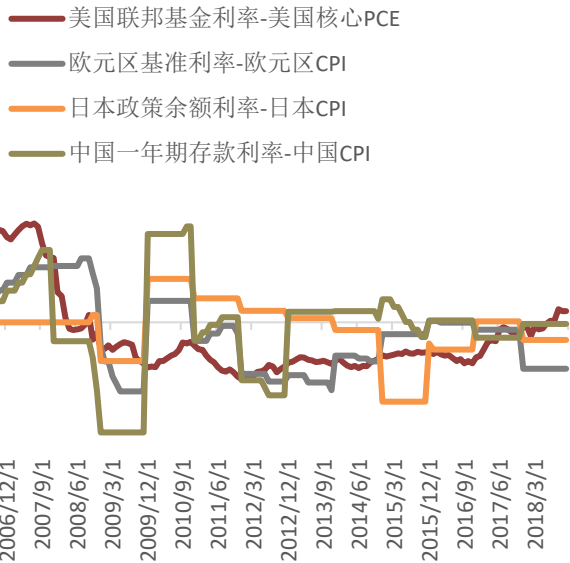


图表4 主要经济体 CPI 同比小幅上升

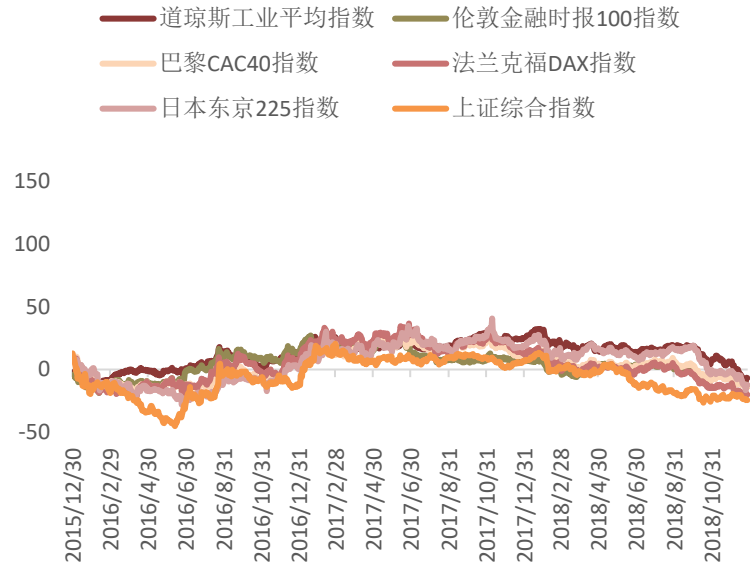


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表5 主要经济体实际利率低位

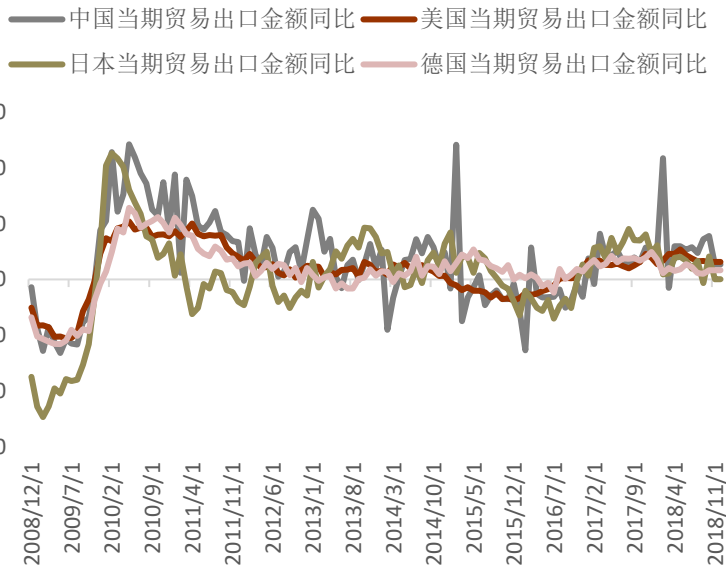


图表6 全球主要股市同比表现

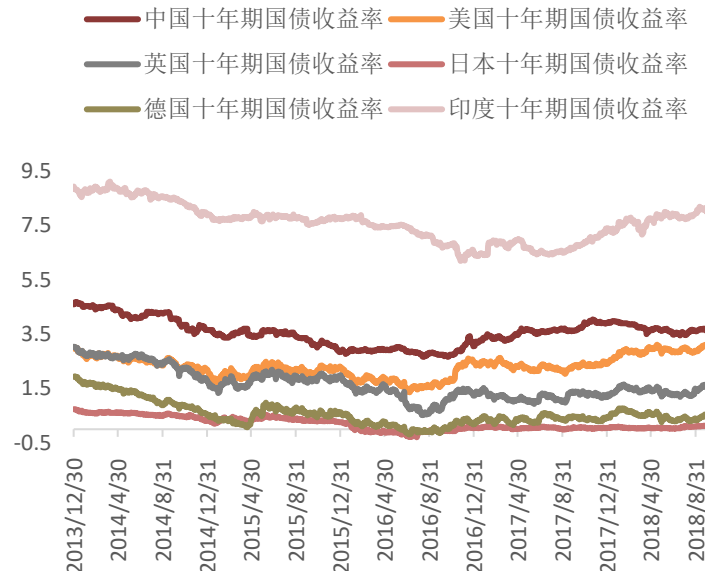


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表7 国际贸易尚可

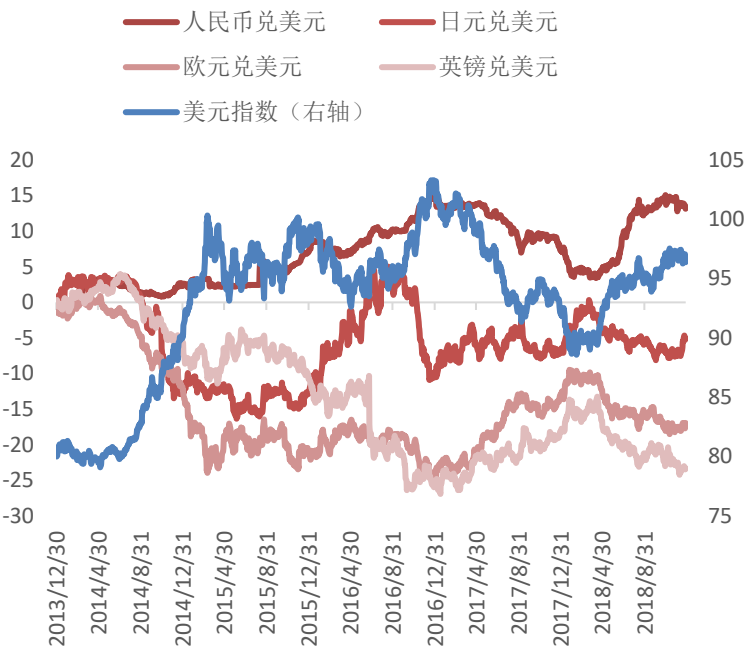


图表8 十年期国债收益率均小幅下行

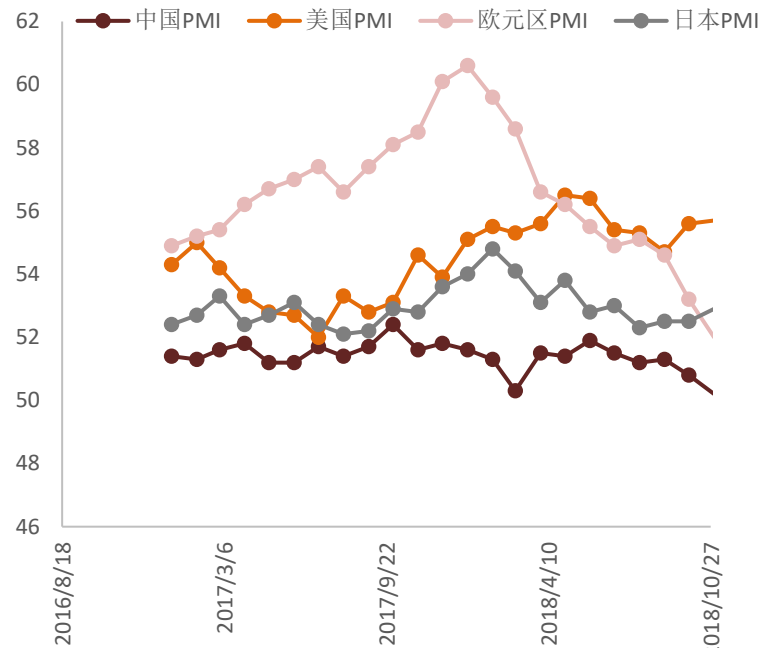


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表9 非美货币贬值加剧



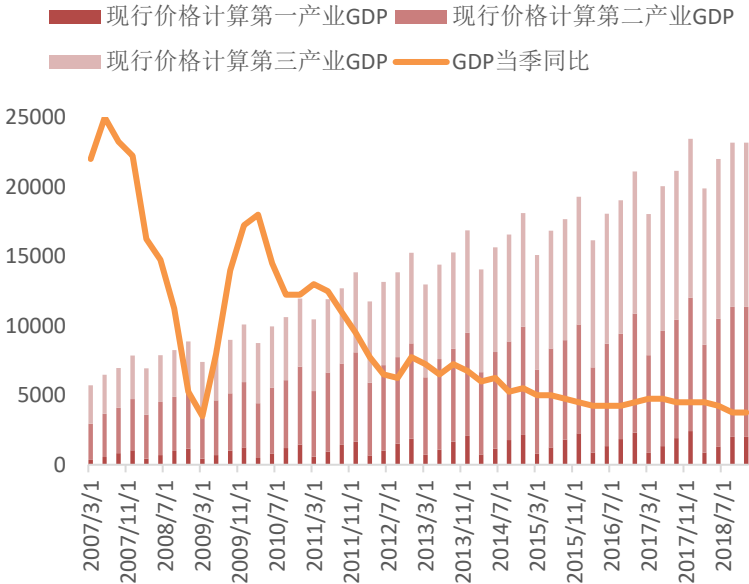
图表10 各国 PMI 指数回落



资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

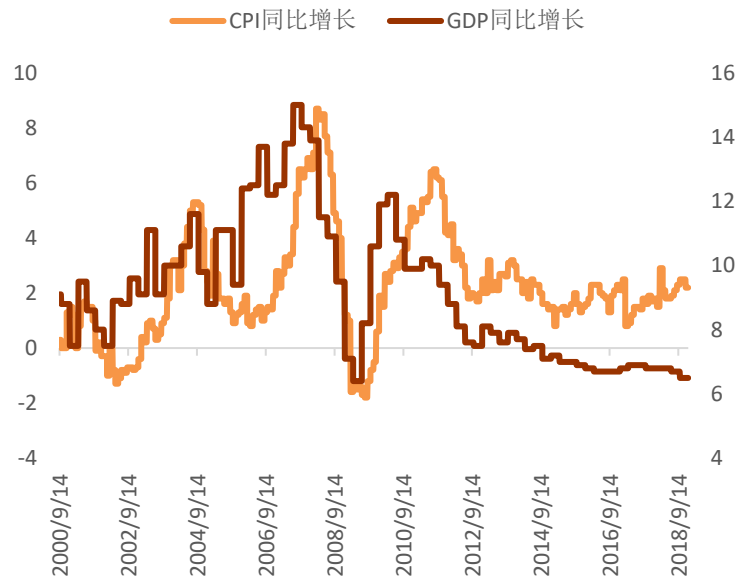
国内经济

图表 11 中国 GDP 增速放缓

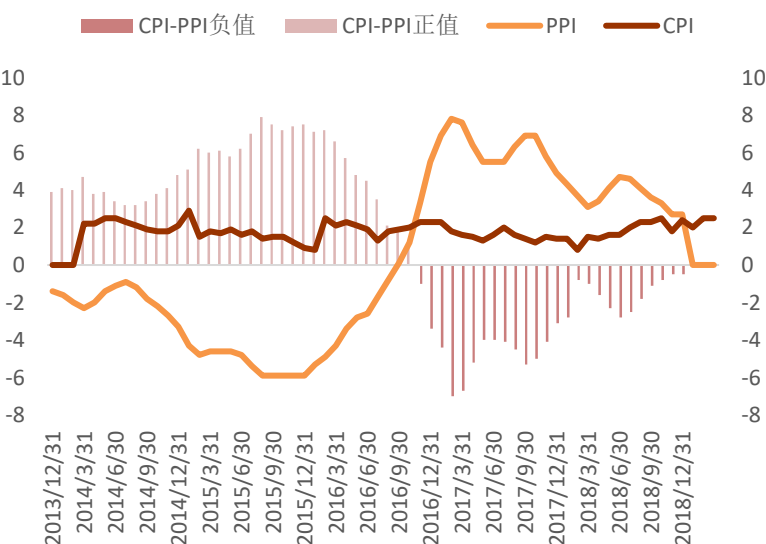


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 12 中国 CPI 与 GDP 同比增速开始背离

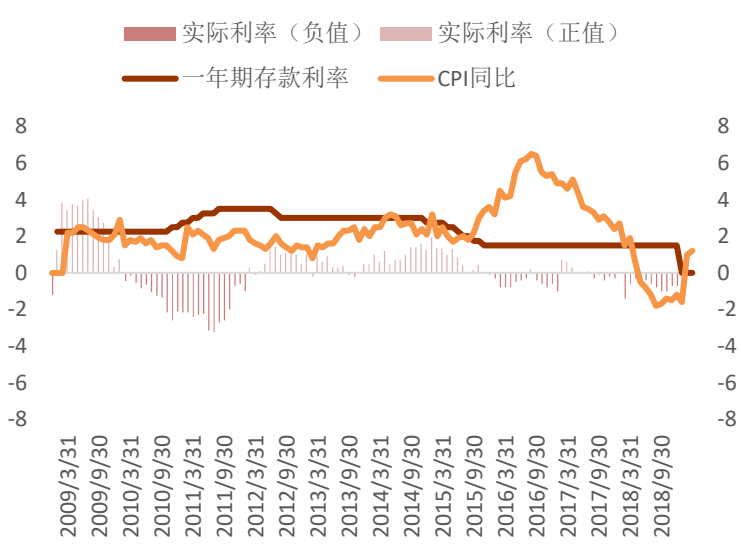


图表 13 中国 CPI 与 PPI 同比增速趋同

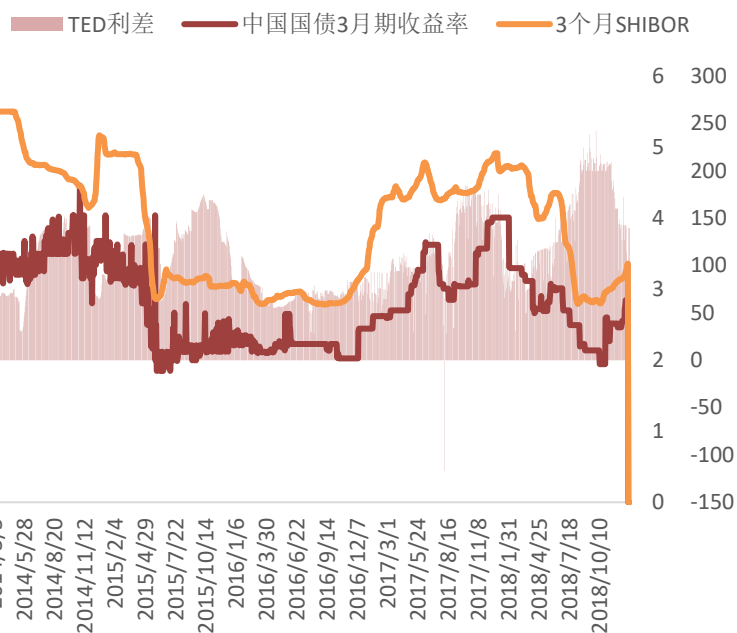


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

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

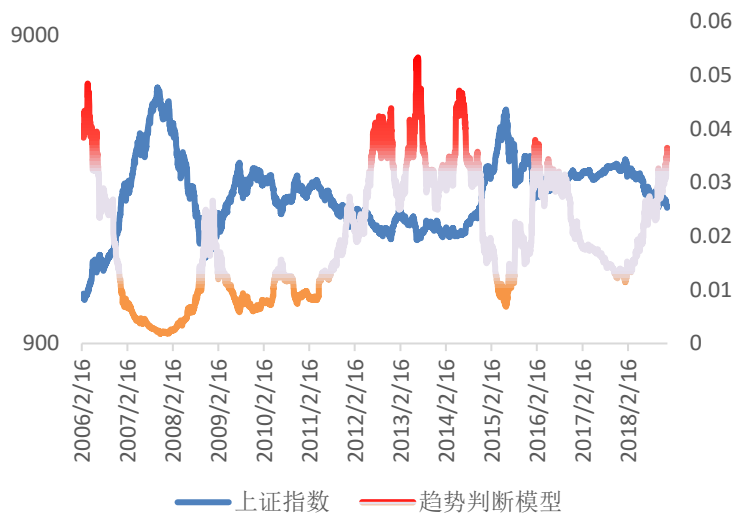


图表 16 利率平价暗示人民币还会贬值

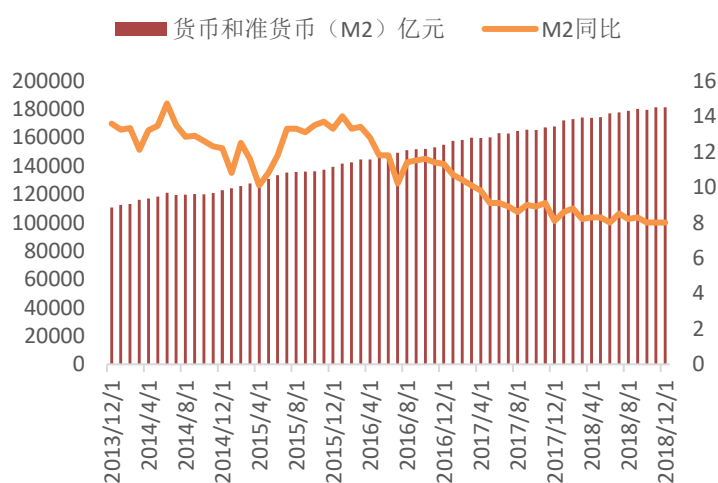


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表 17 股市模型认为价值投资可行

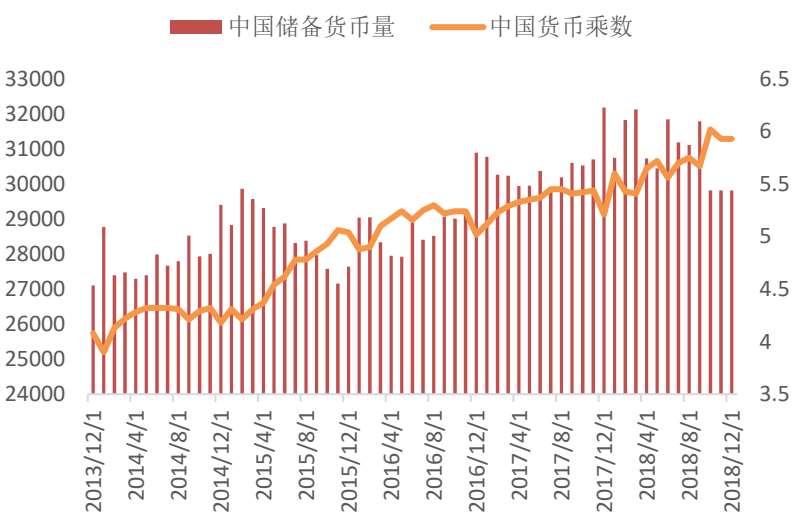


图表 18 M2 货币供应继续萎缩

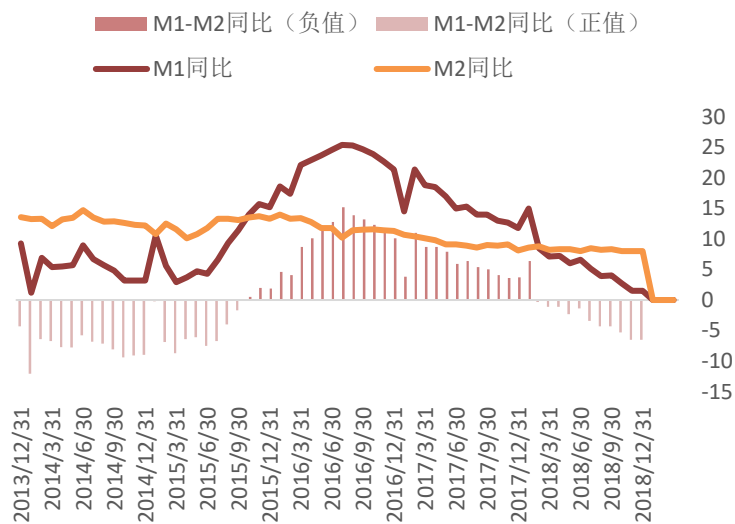


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

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
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。