

2018年02月12日 星期一

宏观周报

电子邮箱 jytzzx@jyqh.com.cn

电话 021-68555105



本周要闻

- 美股遇两年来最大单周跌幅。
点评：拥挤的交易。
- 美元创三个月最大单日涨幅。
点评：趁势回流。
- 全球股指暴跌，沪指创两年最大跌幅。
点评：估值过高下的外部冲击。
- 美债刷新四年新高。
点评：缩表后的美元荒。

为何说美股是假摔？

当你的观点已成为共识，那便是反思的时刻。

——马克·吐温

“真摔”指的是估值过高的下跌；“假摔”说的是估值偏低的下跌。这些都与下跌幅度无关。

先说结论：现在并非崩盘的时点，美股的下跌不过是昙花一现。

人们往往是经验动物，喜欢用过去对比现在。于是把远远偏离历史高点的美股称之为“泡沫”。

康德之后，西方重新认识了哲学，凭借的正是这句：“因果律不来自于经验”。相关性不等于、更无法推出因果性。以各种历史指标比较乃至衡量美股的归纳法，是无法得到理性的结果的。

在现有的套利机制下，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。



对套利者而言，如今的美联储利率是 1.5%，税后股息率是 2.78%。以 100 万美元本金为例，买入持有一亿美元头寸并卖空美股，每年利息支出 200 万美元，股利收入 278 万美元，年化收益率 78%。

（由于不受到价格波动影响所以可借得极高杠杆；从券商获取的资金成本会比美联储更高；存在股利大幅波动的风险，但安全边际很高）

虽然远期卖出头寸，但可以轻易知晓套利行为本身会让套利空间缩小。股利难以直接受到影响，于是美股持续走高就是顺理成章的结果。

对美国企业自身而言，股利率同样远高于债务融资成本。增加长期债务募得资金用以回购乃至并购的套利手段同样推动美股的走高——这种套利的本质来源于公司的市场价值大于资产重置成本，或者说，高收益的产业资本与低成本的金融资本的不匹配。美联储虽已加息数次，但利率依然太低。

但为何这次下跌来的如此剧烈？



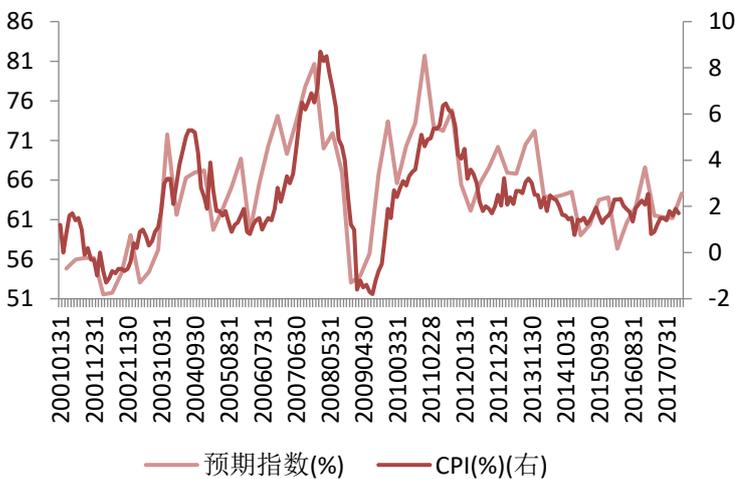
套利交易的长期存在让交易十分拥挤，杠杆程度甚至达到了科网股泡沫的两倍，次贷危机的三倍。同一个方向的巨额头寸会在市场出现变动时瞬时出现同向交易，引发巨震。



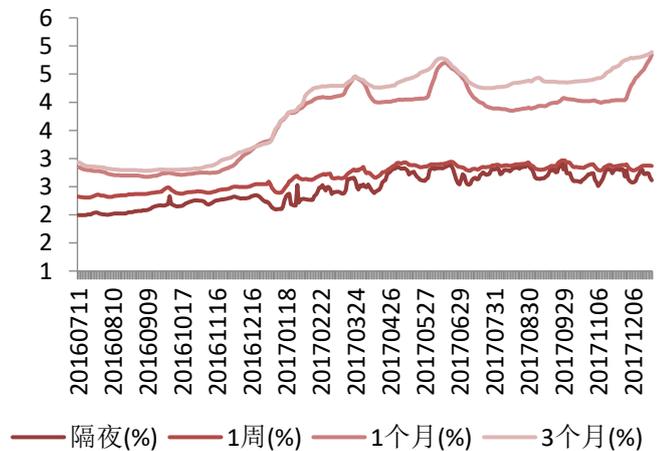
从美联储的缩表中便可见一斑。美联储的缩表直接带来美元流通的减少，于是“美元荒”直接反映在市场的波动上。

美股回调虽剧烈，但估值依然低。就像熊市的反弹虽然凶狠，但估值依旧过高。现在不是轻易押注美股泡沫破灭的时机。

图表1 市场交易中国再通胀

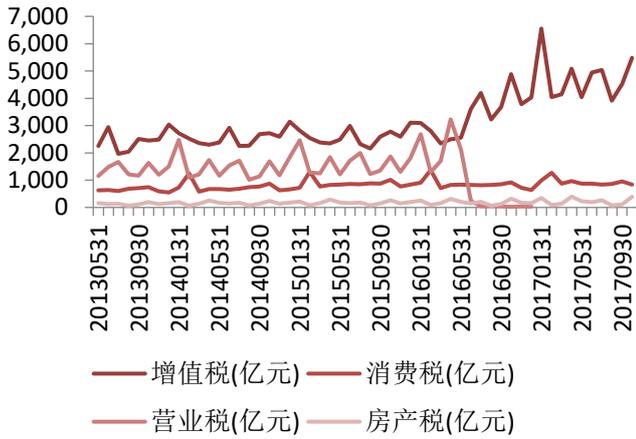


图表2 资金面趋紧

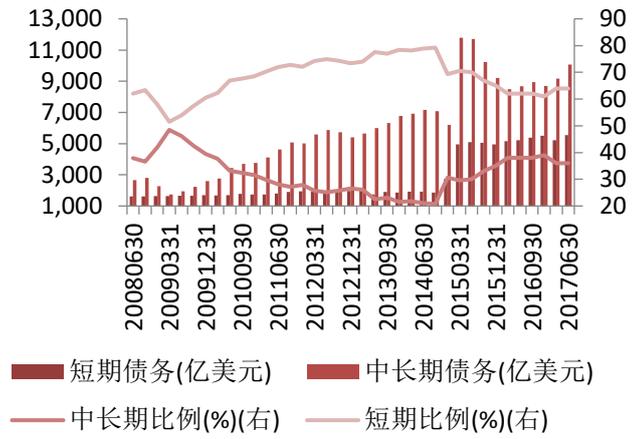


资料来源：Wind、铜冠金源期货

图表3 国内税收不减反增



图表4 债务水平居高不下

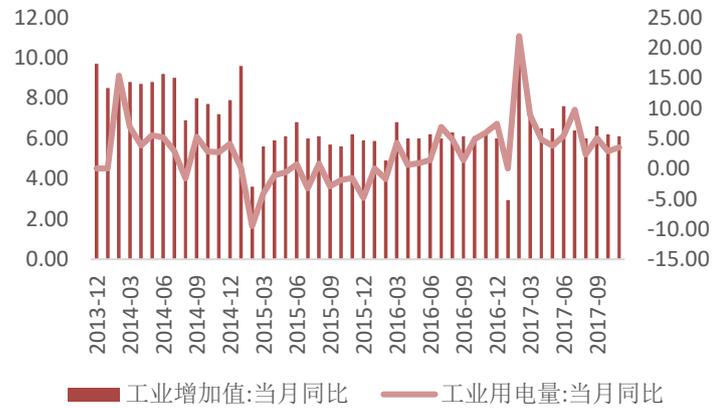


资料来源: Wind、铜冠金源期货

图表5 劳动生产率遇到瓶颈

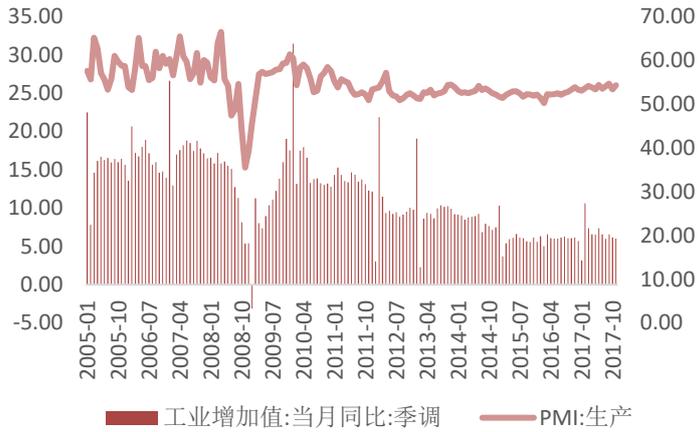


图表6 工业增速回落



资料来源: Wind、铜冠金源期货

图表 7 PMI 无法反映工业增加值

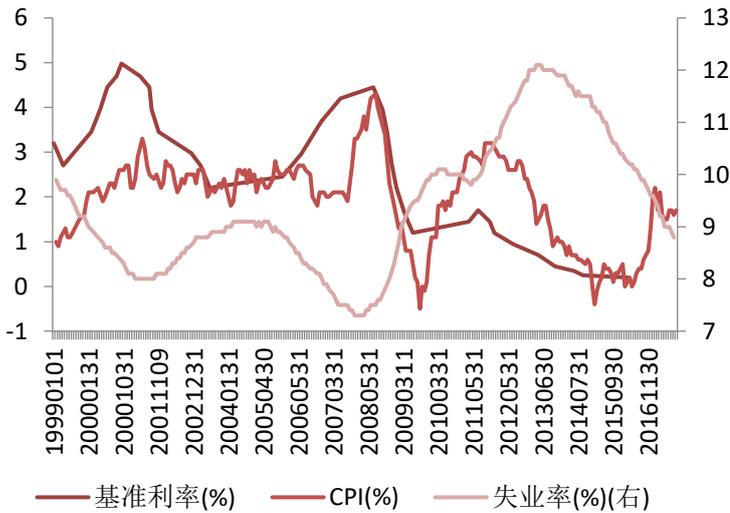


图表 8 新涨价因素占 CPI 重要部分

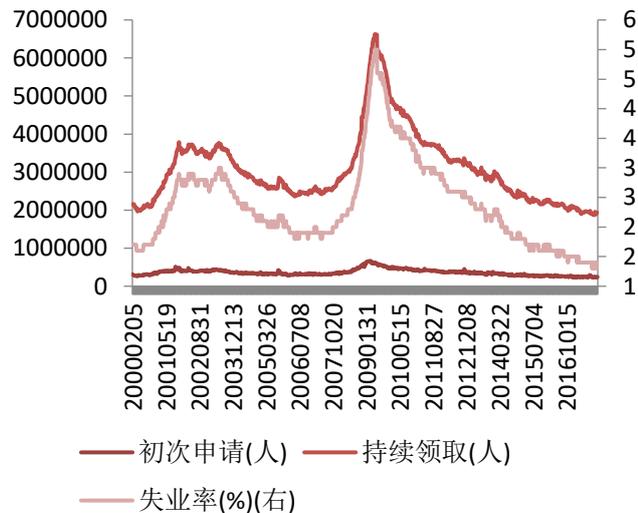


资料来源: Wind、铜冠金源期货

图表 9 欧元区经济持续回暖



图表 10 美国失业率显著下降



资料来源: Wind、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

深圳市福田区福华一路卓越大厦
1706A
电话：0755-82874655

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

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129
号大连期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

铜陵营业部

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。