

2018 年 09 月 10 日 星期一

宏观周报

电子邮箱 jytzzx@jyqh.com.cn

电话 021-68555105



本周要闻

- 央行全额续作 1765 元 MLF
点评：等价于通胀税，利空股市
- 财政部提高多产品出口退税率
点评：管理层逐渐放弃用外储保汇率，想尽办法增加外储
- 上半年新增信用卡数量近去年全年
点评：或部分体现信用卡套现程度及融资成本高企
- 2018 年 7 月，彩电，空调，冰箱等产品市场零售额跳水
点评：消费缩水

A 股牛市或在明年

人们在直觉上往往有一个误区，认为经济的增长会导致股票市场的牛市。因为回顾数十年的历史时，人们会发现股市在上涨，经济在增长。而在衰退的经济周期里，市场往往一蹶不振。

索罗斯在其成名作《金融炼金术》中无情的嘲笑了这个“常识”。索罗斯认为，在一些条件下，经济和股票市场的变化是互为因果的。比如这个良性循环，股票上涨→企业以更低的融资成本增发股票→企业盈利增加→经济向好→股票继续上涨。

熊市前后一样会有类似的恶性循环，股票下跌→人们消费缩水→企业盈利减少→股票进一步下跌。

长期来看，两者当然相近。凯恩斯公爵这样评论“长期来看，我们都死了”。不能把握住牛熊，而在被套牢的时候才想价值投资，想着长期经济增长，难说能获得较好的收益。

良性循环和恶性循环的自我加强过程，即大家常说的“趋势”。判断趋势，实则在判断系统的负反馈结构。负反馈，即自我抑制过程，如“吃太饱了，所以少吃点”，“价格太高了，所以卖出点”。股票极高或极低的估值，系统的负反馈过程将生效，阻碍价格更高或价格更低。但对牛市而言，单方向的负反馈过程是不够的。牛市还需要一个正反馈，也就是良性循环的启动。

良性循环即，价格上涨的结果能带来价格上涨的原因。一般而言，牛市的良性循环类似于股票盈利上升→价格上涨→企业（高价格增发股票）融资成本下降→股票盈利上升。良性循环的关键点在于其逻辑链条转换的有效性和稳定性。近期的宏观政策大幅度降低了其稳定性，宽松政策给企业套上通胀税，社保政策也加重企业的负担。从而让这个良性循环无法持续，

但目光放远，现在的政策空间在迅速收敛，从光伏补贴机场补贴新能源补贴到棚改，财政政策的空间在迅速收紧。从MLF投放货币到社保政策，货币政策获取资源的阻力越来越大。政府在穷尽其余举措后，最后或许不得不采取曾经阻力最大的直接税策略，即对资产增税。此前论述过，此举会扭转资本利的和工业利润的

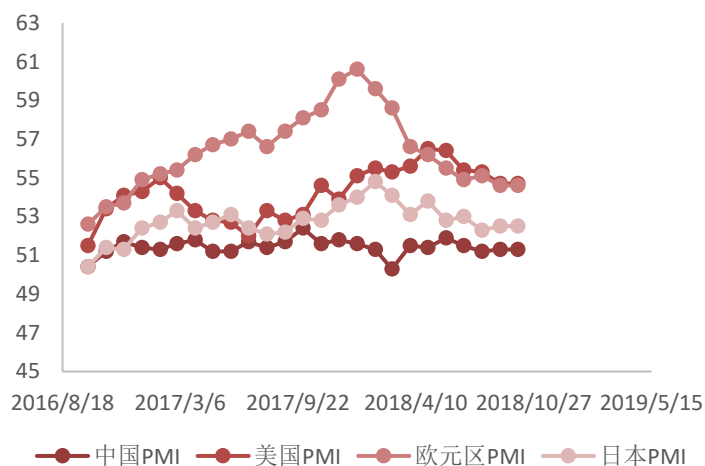
跷跷板，从而挤压资本流入工业。资本流入工业的一阶效应并不明显（降低融资成本），但是，由此带来的两个小良性循环会引爆牛市的大良性循环。小良性循环即：资本涌入工业→融资成本下降，规模效应导致边际成本下降→盈利上升→更多资本涌入。以及：工业产出增加（规模效应带来价格下降）→消费增加→企业和员工收入增加→消费增加→工业产出增加。

诚然，现实发生的良性循环未必等同如上。但判断的关键点不在预测良性循环自身，而在于判断正反馈初始的外界能量扰动。如果能量一直在往外耗散（通胀税，间接税），那么良性循环无法产生。如果能量往内输入（直接税），那么正反馈将迅速的自我加强。

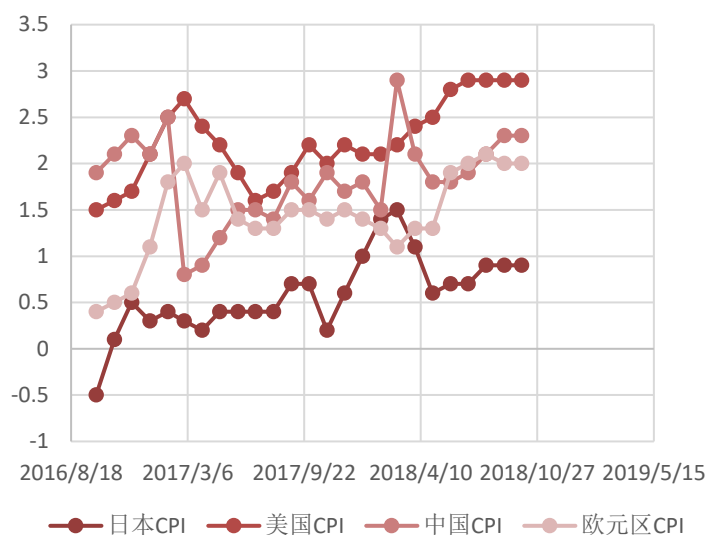
此前说过，房产税会导致上证牛市。如今不妨补充一句，牛市虽不近，也不会太远。

经济活动指标

图表1 全球经济同步复苏

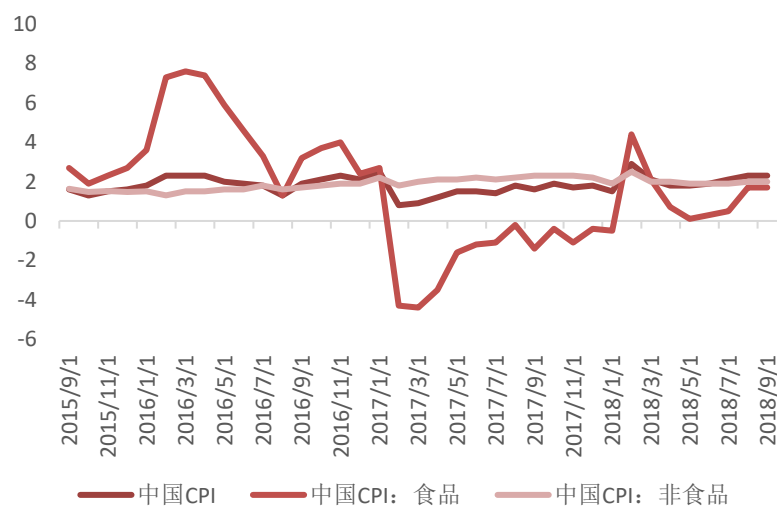


图表2 全球通胀预期升温

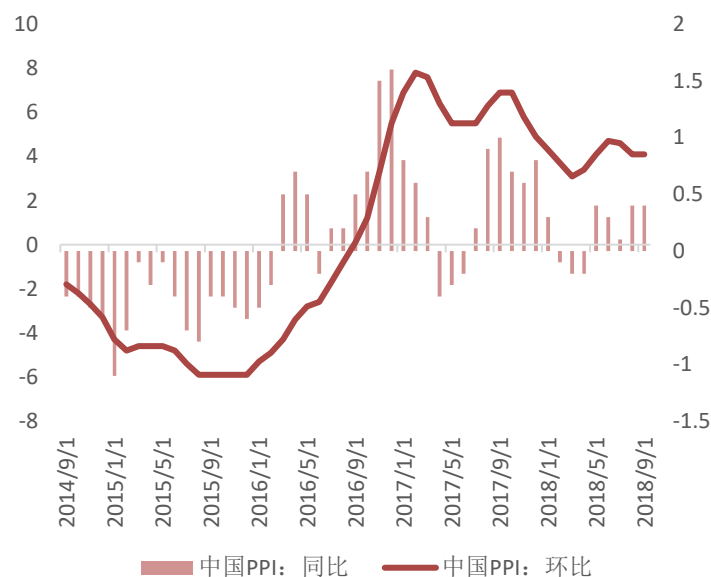


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表3 CPI 增速回落



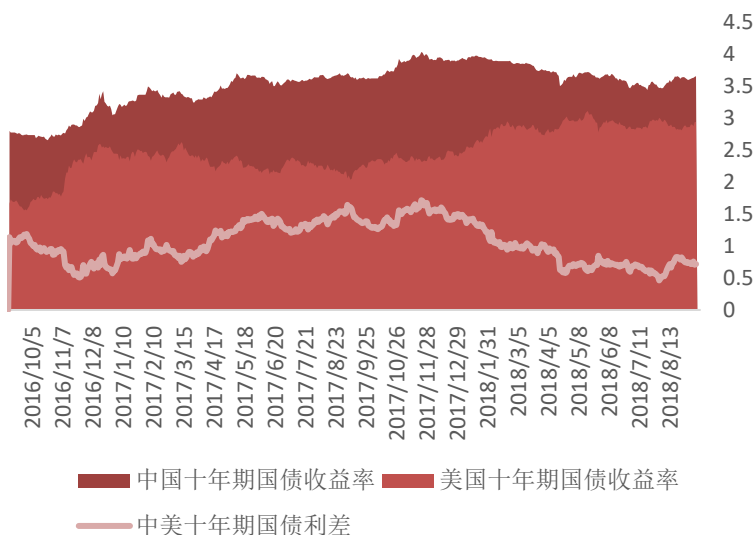
图表4 PPI 同比结束五个月下行态势



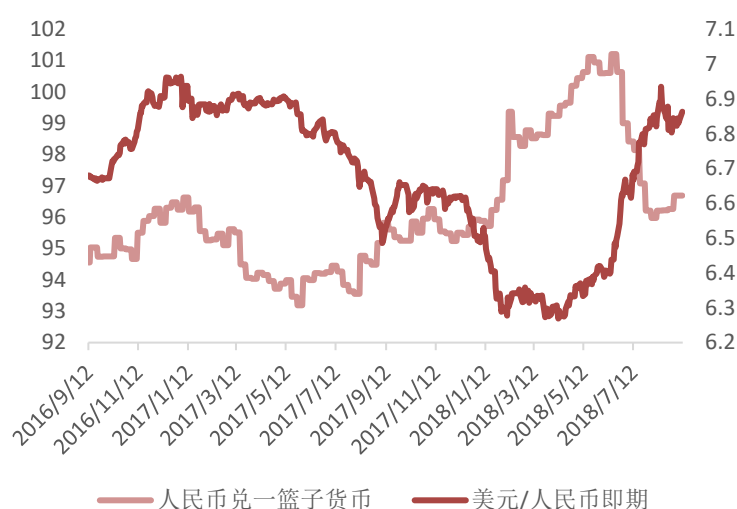
资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

金融市场动向

图表5 美国十年期国债破3%，利差缩小



图表6 人民币兑美元贬值，兑一篮子升值

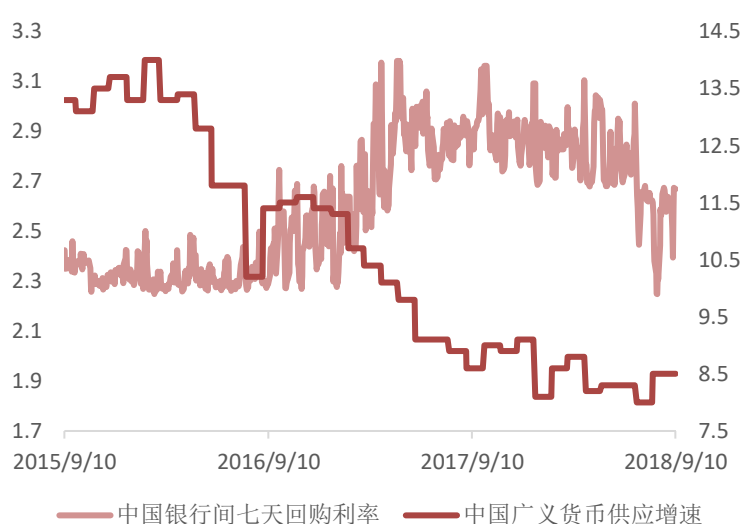


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表7 中国十年期与五年期国债价差扩大



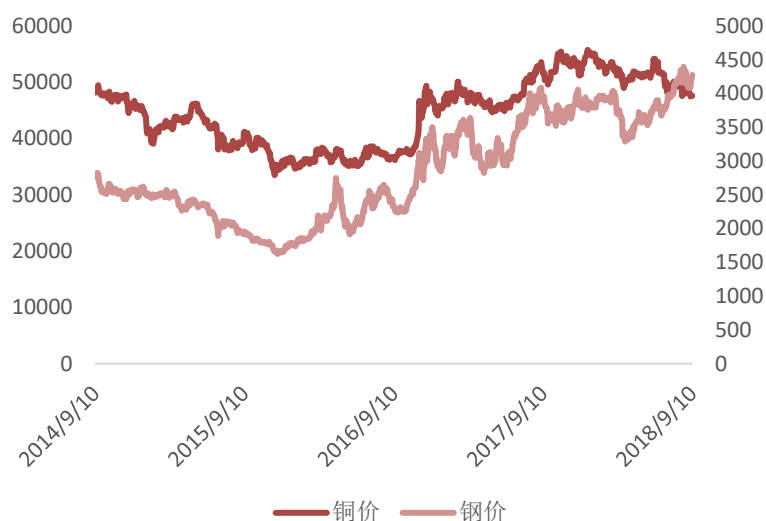
图表8 货币增速回落，利率高企



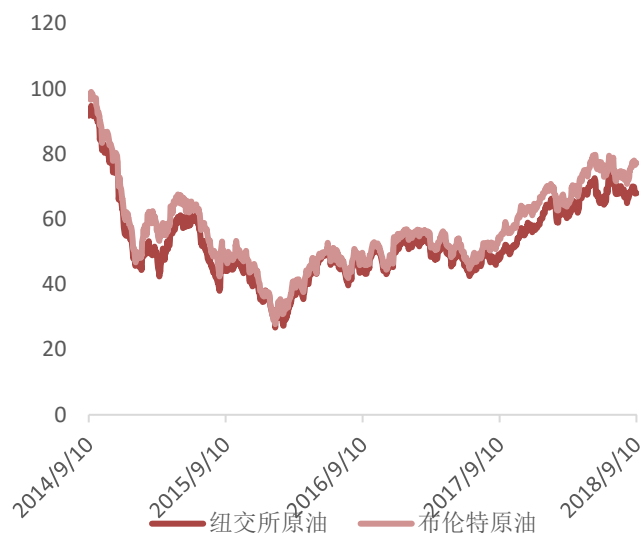
资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

工业品价格

图表 9 螺纹钢与铜价均居高位

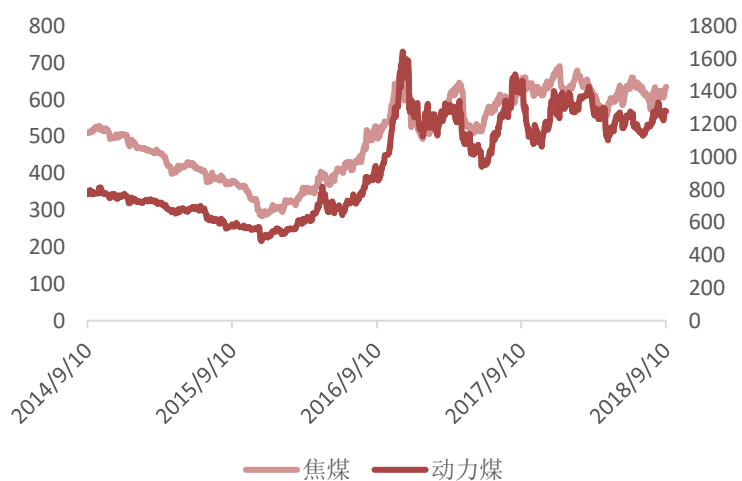


图表 10 国际原油价格再创新高

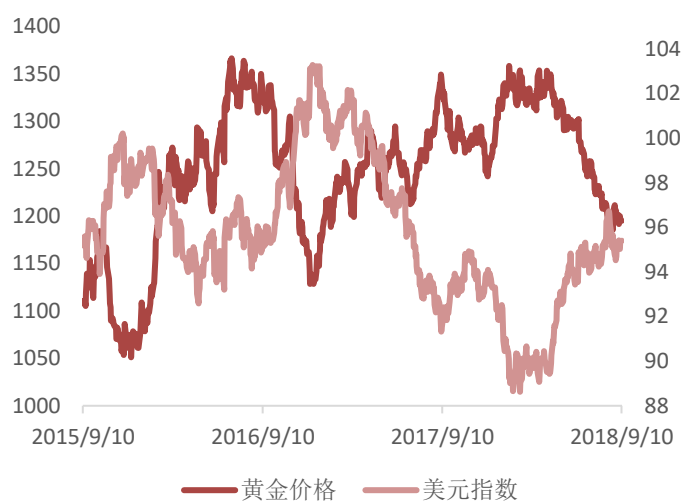


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 11 动力煤与焦煤价格震荡



图表 12 美元反弹，黄金回调



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

辽宁省大连市河口区会展路 67 号

百年汇 D 座 705 室

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。