

2018 年 12 月 10 日 星期一

宏观周报



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

本周要闻

- 加拿大拘押在温哥华转机的华为负责人，中国提出抗议
点评： 市场担忧贸易战前景/
- 人民币单周涨幅达 1%创 44 周记录
点评： 新兴市场资金出现净流入，发达国家净流出。
- 道指一周重挫逾千点
点评： 对国债收益率倒挂的担忧。
- 既三年期，五年期国债收益率倒挂后，美国两年期，三年期国债倒挂。2008 年来首次。
点评： 意味着企业债风险临近。

美债倒挂暗示企业债风险临近

通常的逻辑考虑到时间价值和通胀因素，因此长期债券的收益率往往高于短期债券，以此形成一种风险补偿。而宏观环境也在另一个角度影响这个结构——在经济增长或者资金宽松的时期，采取拆借短期资金，套取长期债券收益率的策略不胜其数，这样的策略在市场上产生两点变化。第一自然是金融的通用法则，套利行为导致套利空间的缩小，故而长短期债券收益率接近。第二则是这种对冲后加杠杆的套利方式，也在推动着波动率的收敛，见图一。

图 1，美国两年、十年期国债利差（白线）；SPX 波动率指数（黄线）



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

当这个逻辑主导市场时，我们会发现经济增长往往伴随着加杠杆的过程，同时也观察到波动率的走低，而在经济衰退时，也看到国债期限利差的快速扩大，同时波动率飙升。需要注意的是，期限结构和波动率的关系是宏观上一个主要的推动因素，并不代表着这个逻辑每时每刻都主导着市场。例如今年就在一个较小的时间尺度上出现了分歧——波动率抬升，而期限利差反而收敛。

如果上述逻辑在更长期依然适用的话，那么波动率或期限利差至少有一个要回归。究竟是波动率走低，还是期限利差扩大？在思考未来之前，我们必须理解现状，波动率为何走高？期限利差为何收敛？

事前的逻辑往往优胜于事后的画蛇添足。波动率飙升之前，我已在九月份的月报中详尽解释过，这是由于利率上升导致套利资金的撤出导致。而期限利差的收敛，与近来全球宏观市场上的另一个反常情况大有关联——美国十年期国债利率大幅走低。

这里先排除两个市场的错误共识，部分人士认为期限利差的收敛意味着美联储加息可能性大幅降低，这层逻辑难经检验。因为市场同时在交易美联储加息概率，九月以来，加息概率一直保持高位，如今的概率为 67.4%。见图 2。

图 2，美联储加息概率（白线）



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

另一个思路是，由于油价的大幅下行，引起通胀预期的大幅下滑，从而拉低了美债的收益率。这点可以在美国通胀保值债券的走势中证伪。因为通胀保值债券是市场扣除通胀影响的债券，其收益率也随着十债收益率的收低而大幅走低。见图 3。

图 3，美国十年期通胀保值债券（白线）



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

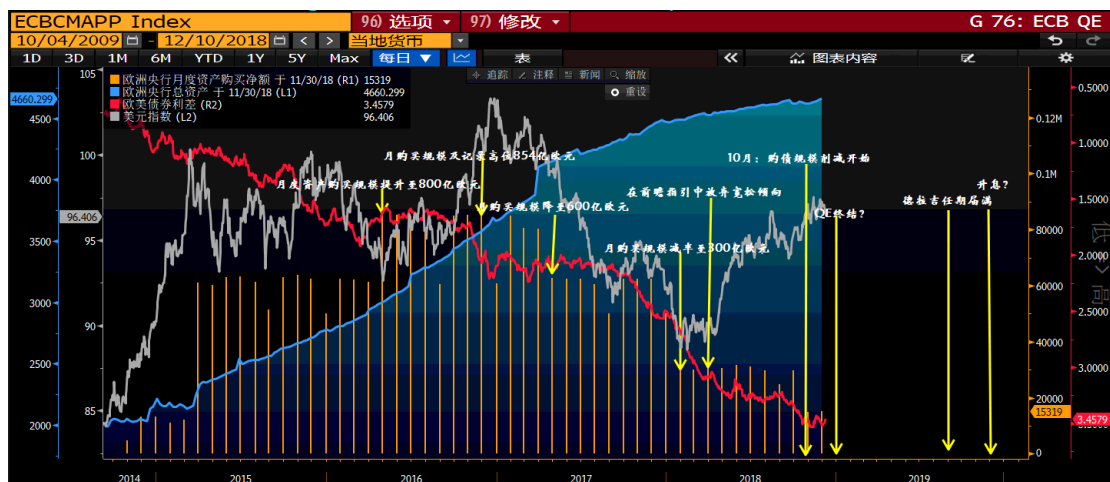
更好的解释或许是，投资美国企业债的资金，大幅流向较为安全的美国国债。而处于流动性因素的考虑，成交量更大的十年期国债获得了更多的资金流入，国企期限利差因此收敛并倒挂。

图 4，波动率指数（黄线）；美国十年期国债（白线）；美国低评级企业债收益率（蓝线）



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图 5，欧美债券利差（红线）；欧洲央行总资产（蓝线）；欧洲央行月度资产购买额（黄柱）



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

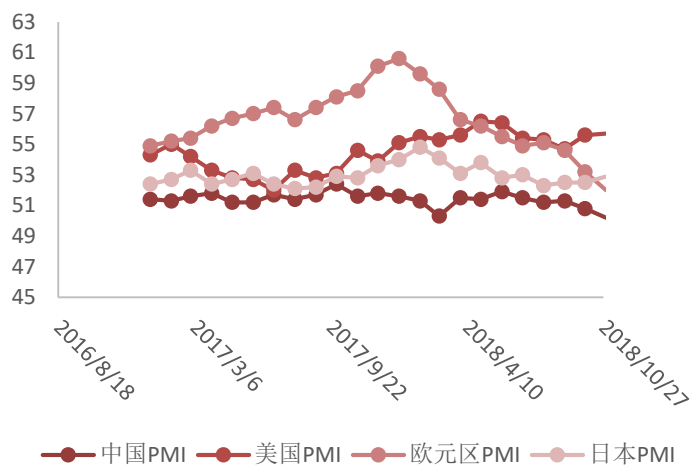
这与市场的变化实则环环相扣。此前大量企业发行债券回购股票，由此推动股价节节攀升。而十月的欧央行削减 QE，不免推高了美国企业债的利率（外溢效果），也简介导致了美股套利结构的崩解。波动率飙升的同时，美国企业债其实处在各项指标都在历史极端值的位置。欧央行作为最后承接人的退出，使得企业债市场回归“真正的市场定价”。由此资金撤出企业债而转向国债，进而产生了如今的期限结构倒挂的现象。如图 4 可见企业债利率随着波动率在而飙升，国债利率下降。

而企业债利率一旦上升到临界点，在现在的环境下势必引发“恶性循环”。即企业债利率上升，企业回购套利终止/亏损，企业盈利下行并伴随美股下跌，市场进而更担忧企业债情况，抛售行为导致企业债利率进一步上升。

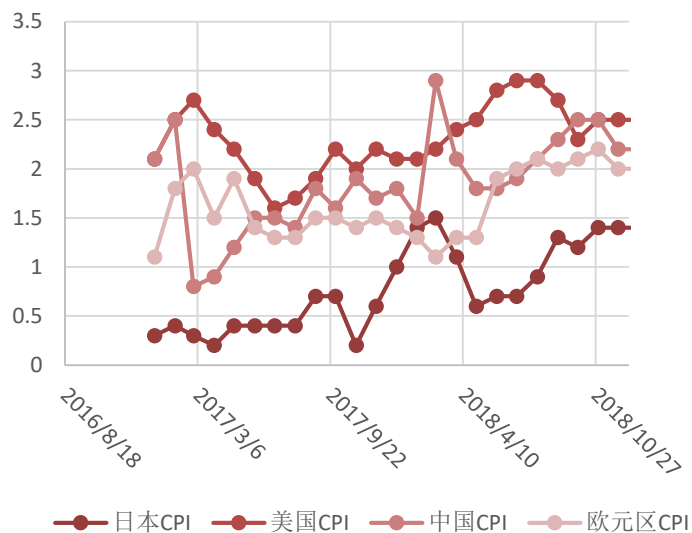
市场根据以往经验而揣测利差倒挂意味着经济衰退，或许这个简单的猜想是正确的。而详细的演变更会遵循上述逻辑。企业债与美股的大幅变化，或许会导致国内股市的短暂下行与全球大宗商品市场的蛰伏。

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

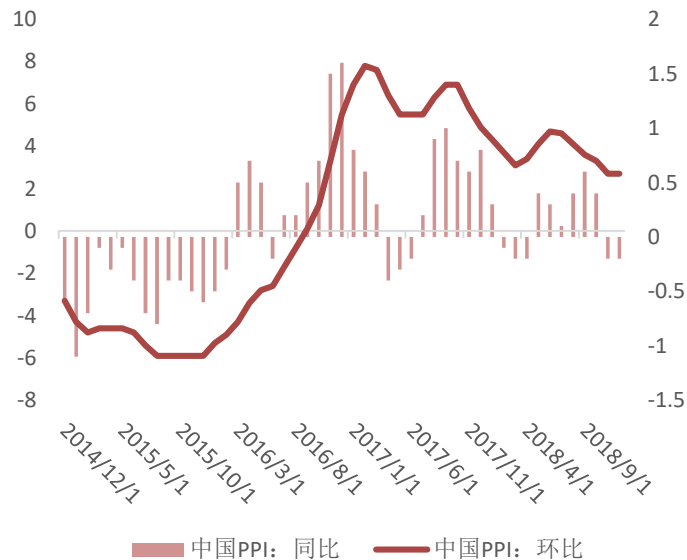


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表3 CPI 增速回落



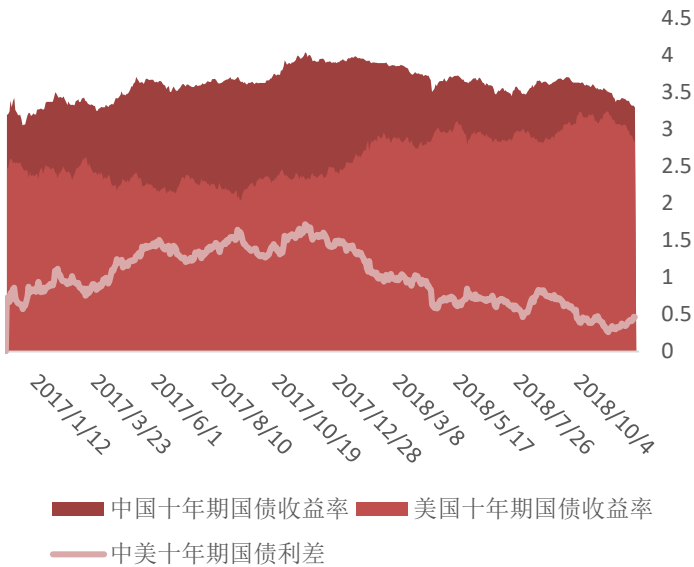
图表4 PPI 同比结束五个月下行态势



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

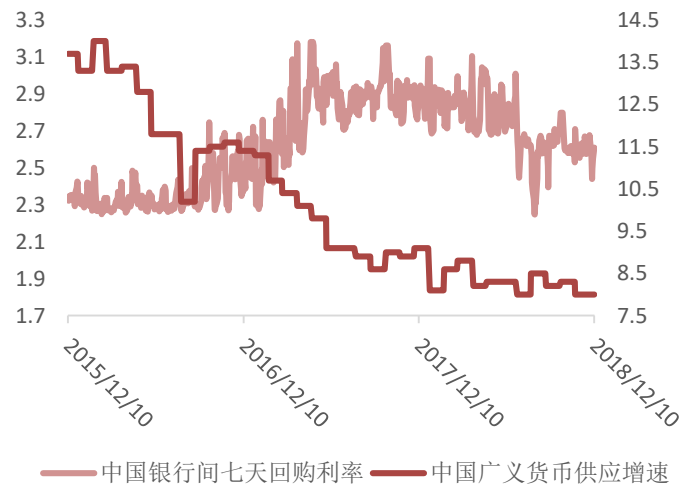


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表7 中国十年期与五年期国债价差收敛



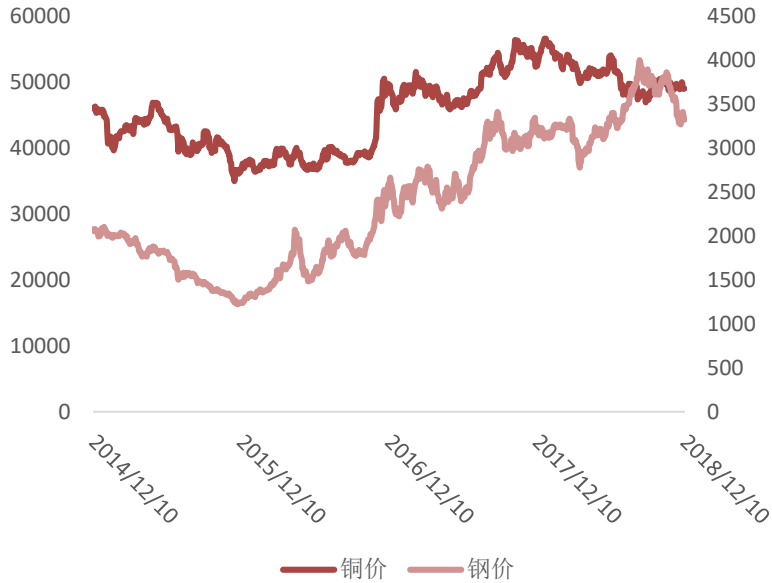
图表8 货币增速回落，利率高企



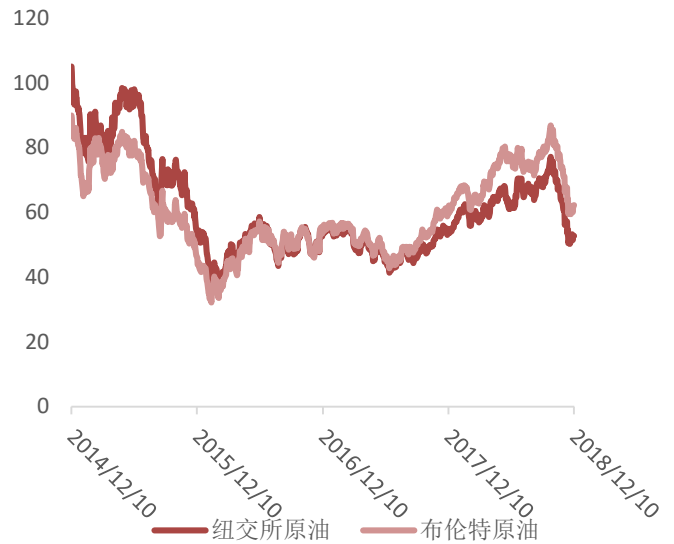
资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

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

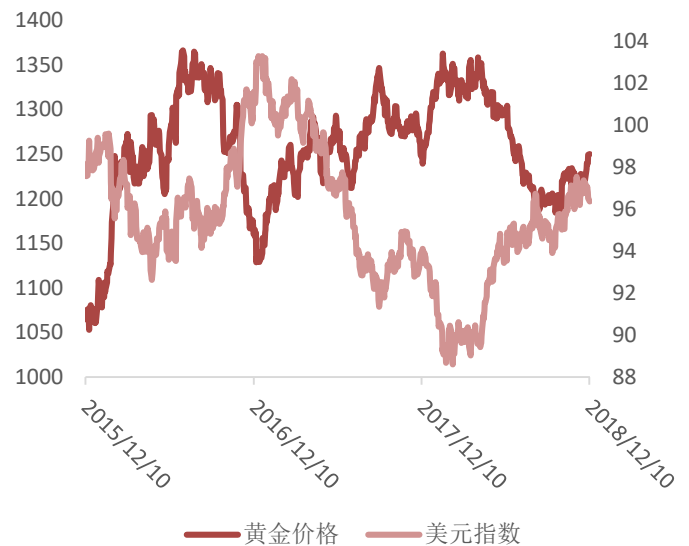


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

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。