

2018 年 08 月 10 日

星期五

宽松不宜入市



电子邮箱 jytzzx@jyqh.com.cn

电话 021-68555105

市场回顾

- 上证指数收盘再创两年新低
- 人民币贬值幅度和速度二十四年最大
- 美欧签订零关税贸易协定
- 美元人民币掉期转贴水，2014 年来首次
- 深圳新房三年限售
- 中国国债期货刷新一年新高
- 中国央行开展 5020 亿 MLF 操作，指导增配低评级信用债

评述：美欧日贸易协定的推进，美俄的谅解，给中国带来史无前例的外部压力，外部空间的消弭反映在政策的迅速收敛上。央行和财政部的争执，宽松和紧缩的反复，同时保存汇率和资产价格的妄想不断涌现。股市和汇市的下跌，楼市蔓延开的冻结，实则反映了领导层犹豫的选择：究竟让所有人共同分担风险，还是找最富有的人下刀？兜底和冻结楼市属于前者，资产税属于后者。但无论如何选择，国际收支恶化已近在眼前，利率上升或随之而来。

目录

市场回顾	1
市场前瞻	3
宽松不宜入市.....	3
美元/人民币掉期转贴水的初步后果.....	5
海外经济	6
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

宽松不宜入市

王尔德是这样说的：“每次人们赞同我的时候，我都觉得自己一定错了”

近来 P2P 的集体暴雷，固然有底层资产与收益率和刚兑不匹配的必然因素。而发生在同一时间，实则体现了金融市场的另一个特点——正反馈循环。或者说，结果会不断的加强原因。

譬如，一家 P2P 公司出现资金问题而倒闭，会引发部分投资者对行业内其他公司的担忧，从而撤资。而撤资的行为又加剧了其他公司的资金问题，于是更多的 P2P 公司倒闭。循环的过程不断加速，直到资产价格足够便宜，引来足够多的“价值投资者”。

2015 年时股灾的逻辑更为直接。部分信息指出，当时的配资比例达到 GDP 的 5%，为人类历史之最。在临界点的下跌引发十倍杠杆者的强行平仓，而强行平仓的行为让股市下跌，继续引发八倍杠杆者的强行平仓，甚至到最后一个平时“安全”的杠杆比例也不得不强平。这层正反馈循环正是为何股指一度达到跌停的直接原因。

现在的股指虽然估值已经不高，但在股指下跌的初始环境中，上万亿的大股东股权质押毫无疑问会再次触发同样的正反馈循环：股指下跌，强行平仓，继续下跌，更多强行平仓。甚至禁止强行平仓也无济于事。只要初始条件存在，风险依然不变，最多是暂缓而已。在利率分化的背景下，这种暂缓意味着更多资金的流出，持有成本必然会重重击溃部分持有者，将加剧初始条件的恶劣程度，加快正反馈的过程。

人群的线性思维总是那么直接，认为杀虫剂用多了害虫就会减少，放水了股市就上涨。殊不知，过量使用杀虫剂时，鸟类的死亡和害虫耐药性的提升，反而增加了害虫的数量。金融系统同样是复杂系统，复杂系统让线性思维失效。此刻宽松政策对股市的影响也是这样。

在宽松政策没有大幅影响经济实体下，股市实则就是分配问题。而宽松政策无疑

是给股市再增收一道通胀税。或者说，扣除通胀影响的股市，很难带来额外的增长。除非宽松政策能够大幅影响经济实体。

凯恩斯在《通论》一书中论述的极其充分。即在充分就业之前，货币政策都有很大的效用潜能，过犹不及。现在中国的经济环境远非大萧条的情况，故而宽松政策无非依然是再分配问题。

结论很反大众的“常识”：扣除通胀的影响，此刻宽松反而会令股市表现不佳。毕竟，估值低并不一定上涨，否则投资也太过容易了。

美元/人民币掉期转贴水的初步后果

时隔四年又五个月，境内美元/人民币掉期再次由升水转为贴水。可谓如今纷扰的市场上，最为重大却静悄悄发生的事件。

掉期点，即未计交易成本下，远期汇率减去即期汇率的点差。掉期的定价理论来源于利率平价理论，即汇率的远期变动等于两国货币利率之差。当然考虑到流动性因素和预期的影响，实际价格和理论价格必然存在偏差。但偏差足够高时，潜在的利润带来的套利动力会跃过这些交易成本。

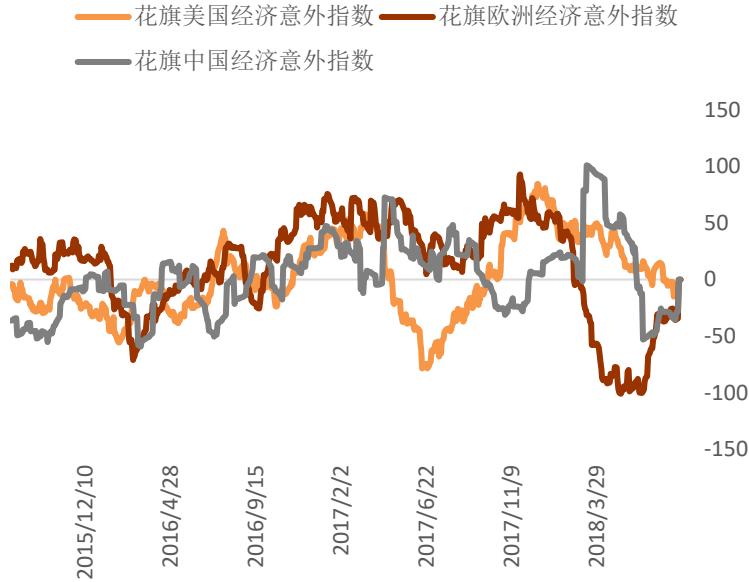
掉期点的下行是央行的行为“外溢”的结果。一方面，美联储加息掀起全球利率上升浪潮，而央行坚守利率的结果自然导致中美利差缩窄。另一方面，人民币即期汇率在五月后的三个月内，发生近 10% 幅度的贬值，幅度和速度为二十四年之最。银行不得不从掉期市场获得美元，卖方的压力也加剧了掉期点的贴水趋势。

更深层次看，中国的宽松政策也在数以倍记的拉低长端掉期点。一般说来，当短端下行一个点，一年长端掉期点会下降 360 点左右。另一方面，随着人民币下行，大行和客盘都会在掉期市场卖出长端，为即期市场筹集美元。而这增加了人民币当前的流动性，却以正反馈的形势加剧了人民币贬值压力。

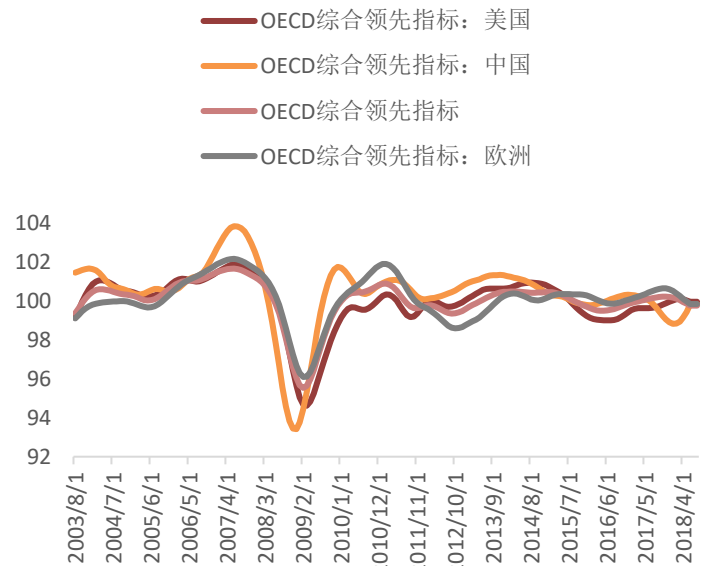
人民币利率高于美元，而美元掉期反而贴水的情况下，美元融资变得更加划算。掉期操作后转换为人民币锁定了汇率风险反而能够获得套利收益。对于有能力操作的企业而言真是千载难逢的好事。但另一方面，市场本身是零和博弈，被套利者的资源会迅速收敛，即央行和人民币的未来选择的空間不多了。

海外经济

图表 1 花旗经济意外指数回落

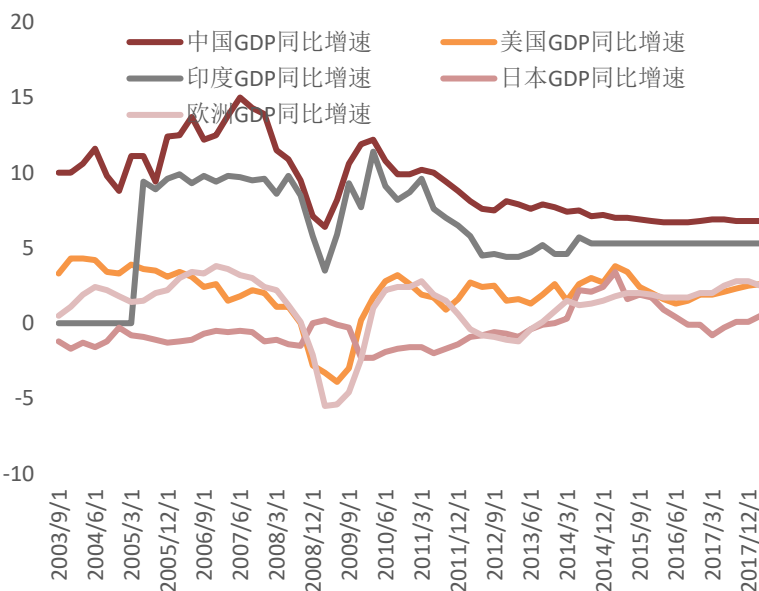


图表 2 OECD 综合领先指标趋稳

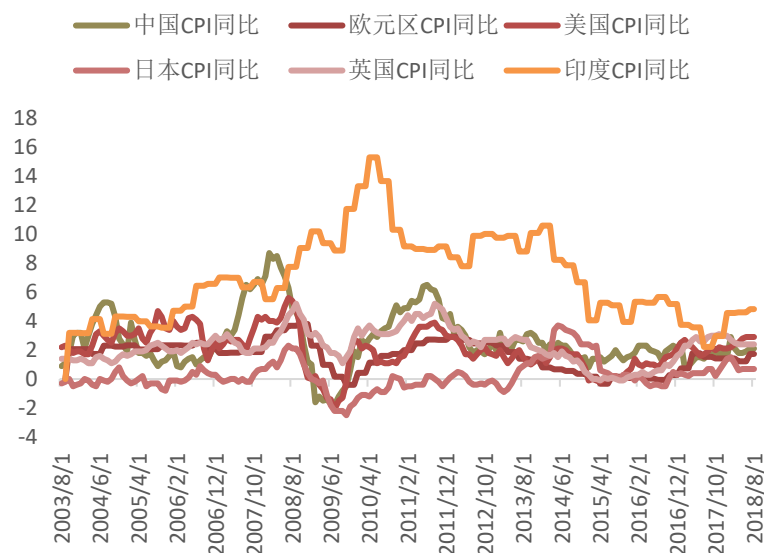


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表 3 主要经济体 GDP 增速趋稳

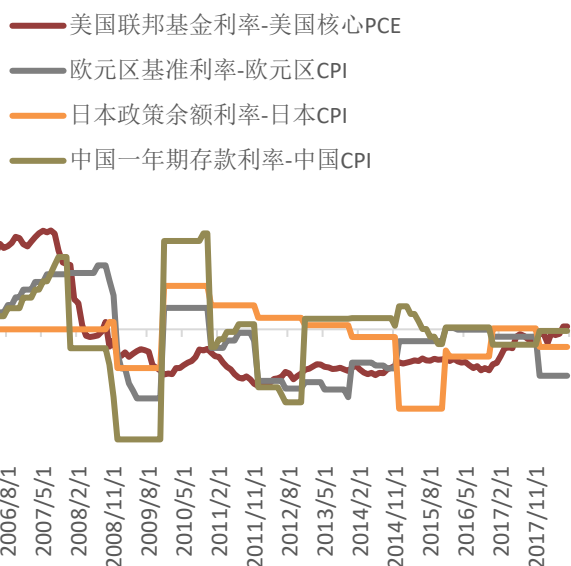


图表 4 主要经济体 CPI 同比小幅上升

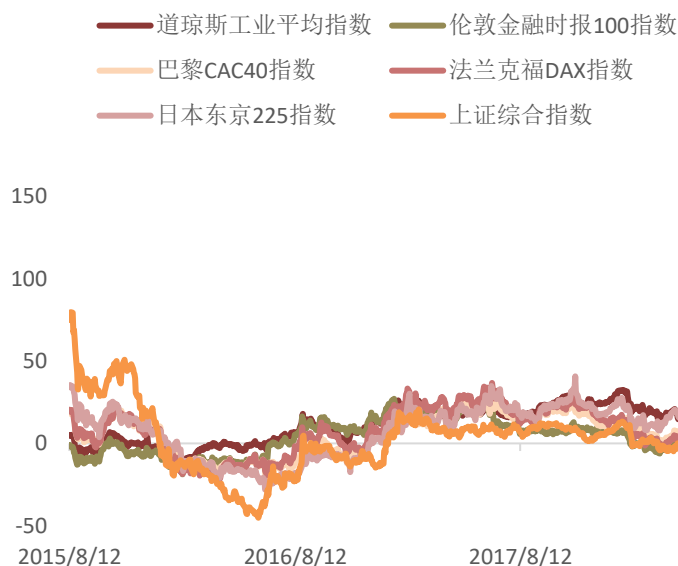


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表5 主要经济体实际利率低位

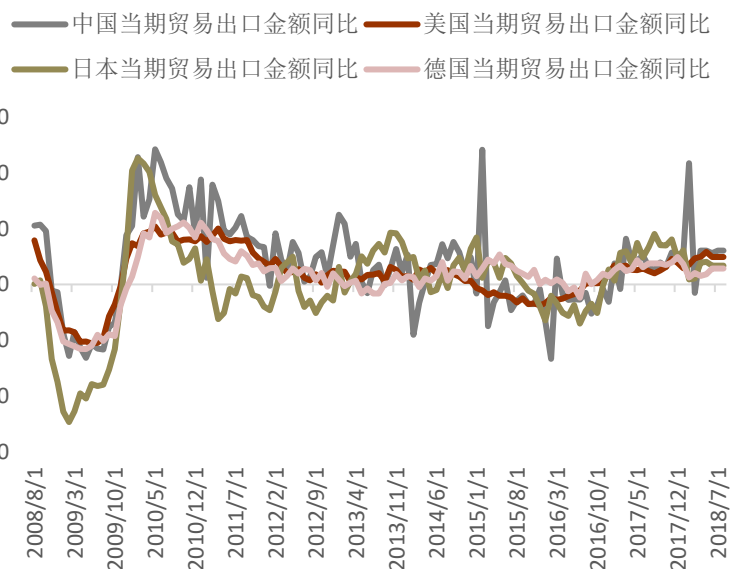


图表6 全球主要股市同比表现

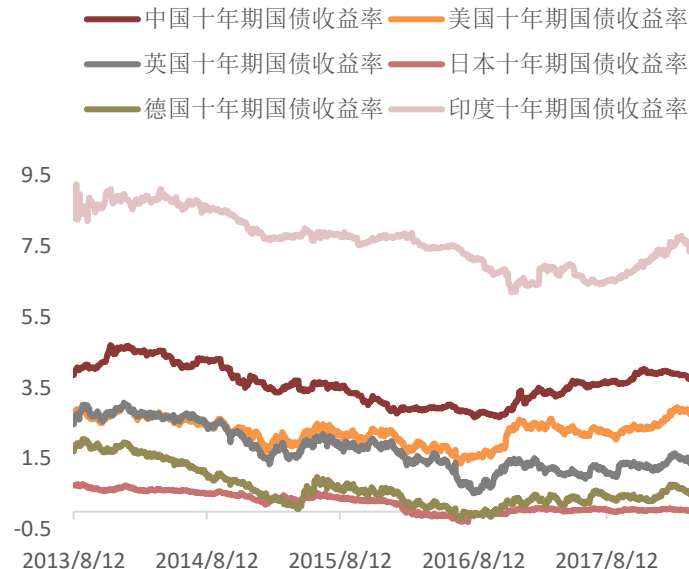


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表7 国际贸易尚可

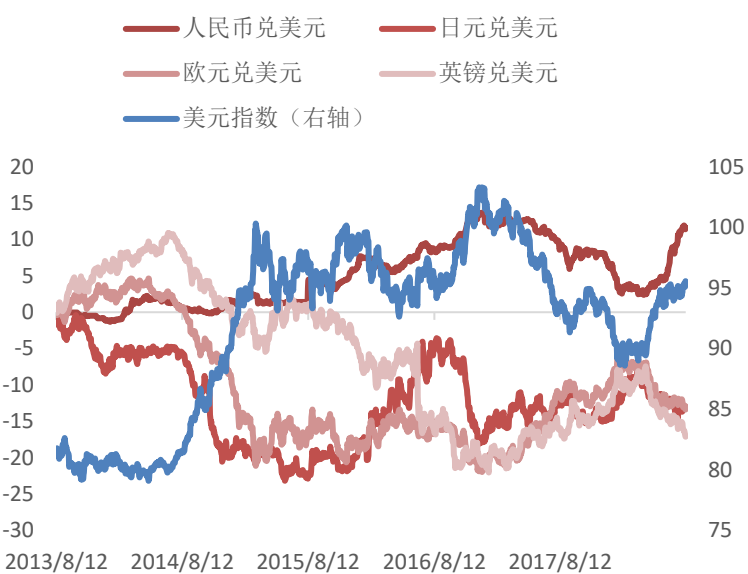


图表8 十年期国债收益率均小幅下行

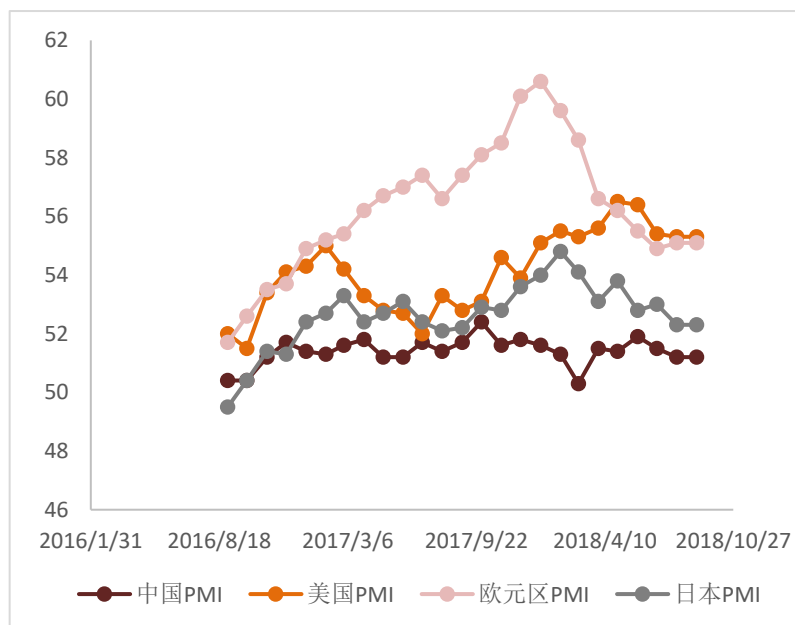


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 9 非美货币贬值加剧



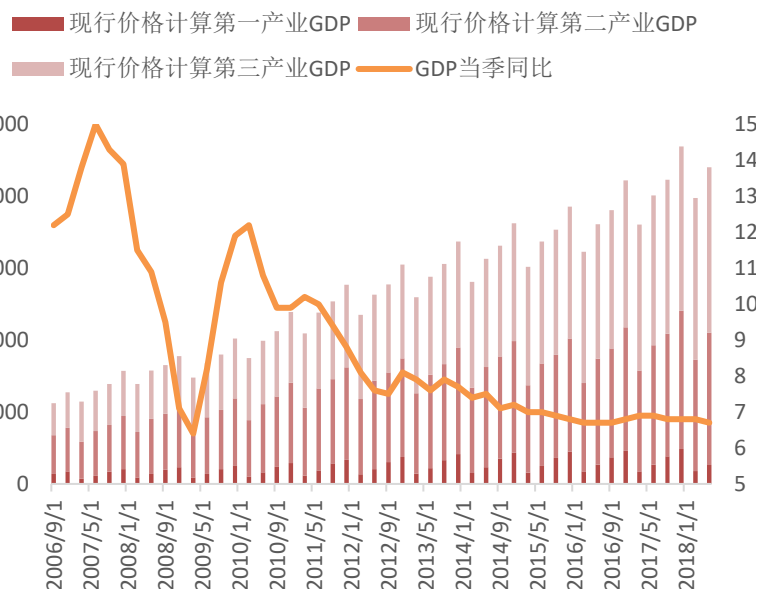
图表 10 各国 PMI 指数回落



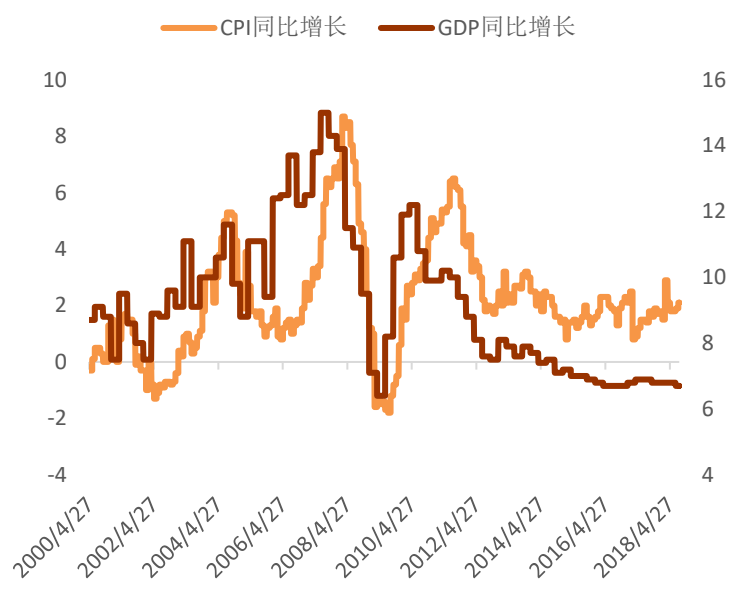
资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

国内经济

图表 11 中国 GDP 增速放缓

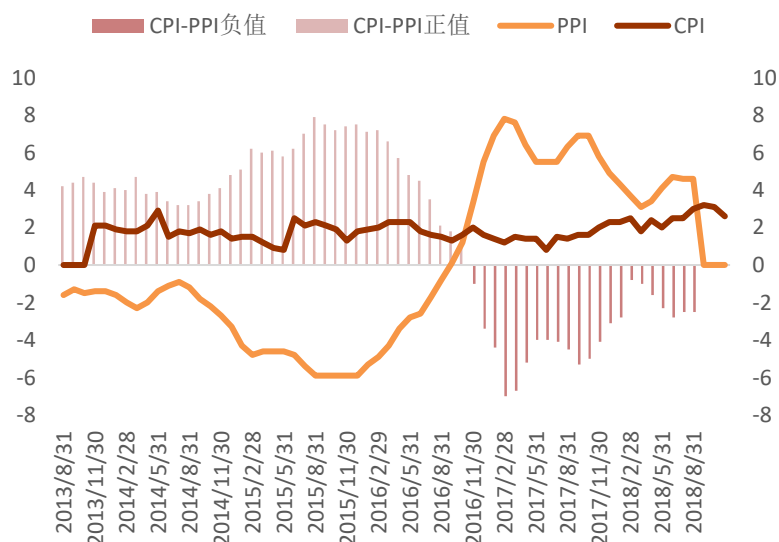


图表 12 中国 CPI 与 GDP 同比增速开始背离



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

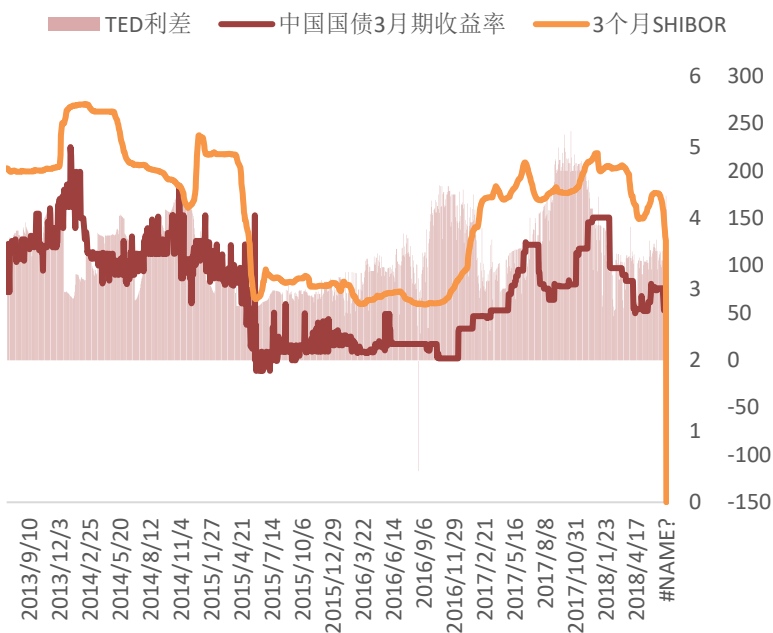


图表 14 中国实际利率依然为负值

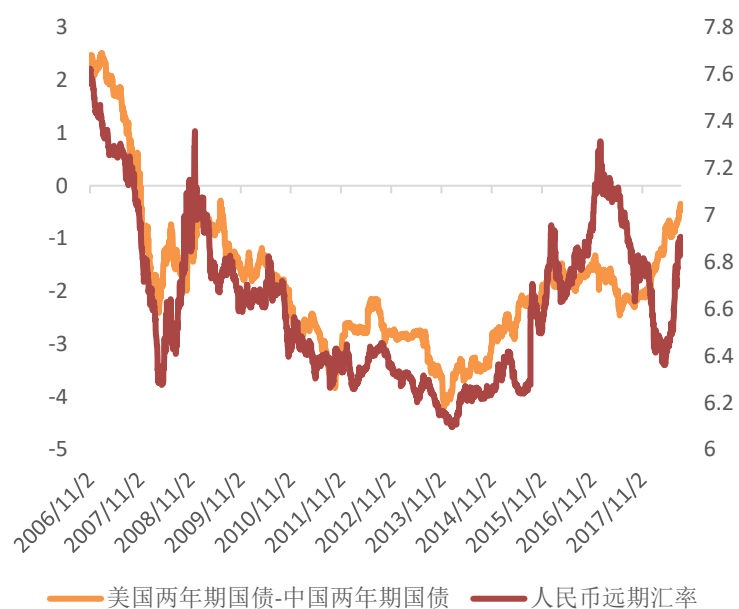


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 15 中国 TED 利差暗示银行融资偏难

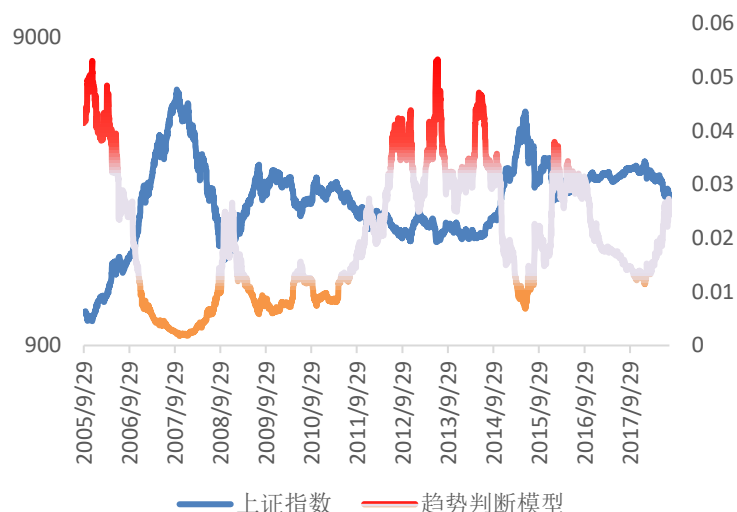


图表 16 利率平价暗示人民币还会贬值

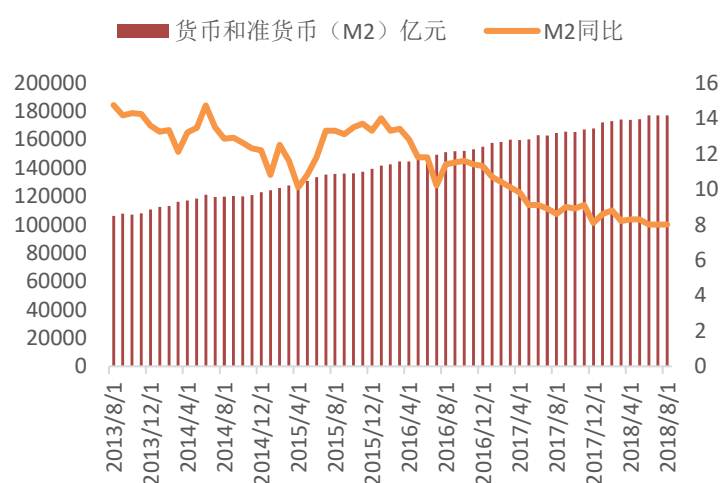


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 17 股市模型不认为价值投资可行

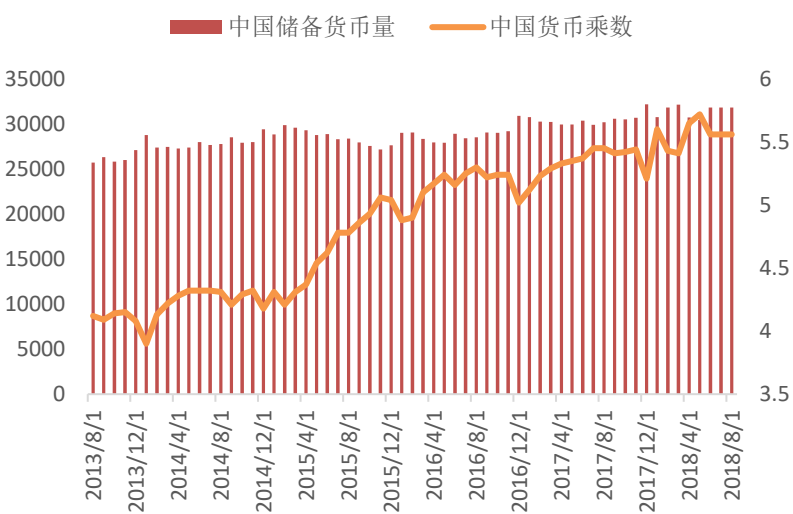


图表 18 M2 货币供应继续萎缩

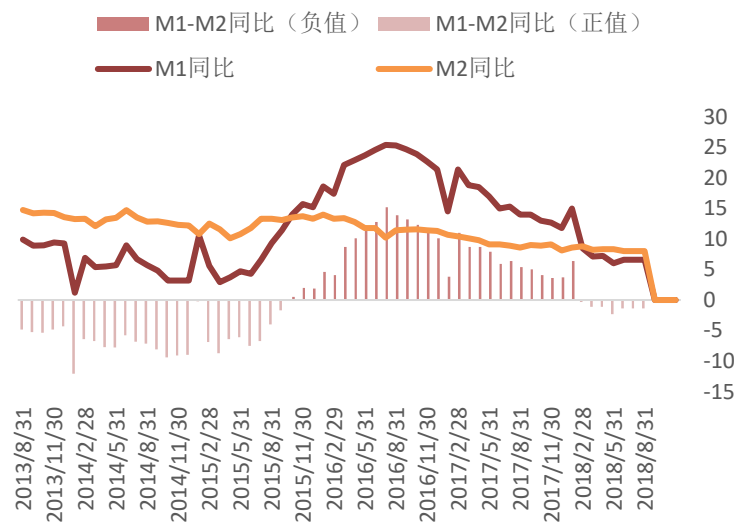


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

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
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 129 号
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。