

2018年09月10日

星期一

## 美股牛市未终结

电子邮箱 jytzzx@jyqh.com.cn

电话 021-68555105



### 市场回顾

- 标普 500 创收盘新高，美股创历史最长牛市
- 上证指数创两年半新低
- 美元人民币掉期转为贴水，2014 年来首次
- 外资入股中资行股比限制正式取消
- Hibor 利率全线走高，香港金管局八月八次入市维稳

评述：中国的财政空间依然在迅速的收敛。资产越来越难通过香港流出，香港的利率也不得不全线走高。为了获取资源，对外资的政策依次放开，甚至从掉期市场大量拆借美元。社保等新政也在努力从企业获取资源，上证指数由此压力重重。而美股却面临的最好的交易机会。

## 目录

市场回顾 .....	1
市场策略 .....	3
美股当前状态下最佳交易策略.....	3
海外经济 .....	5
花旗经济意外指数.....	5
OECD 综合领先指标 .....	5
主要经济体 GDP 增速.....	5
主要经济体 CPI 同比.....	5
主要经济体实际利率.....	6
发达与新兴市场股市表现.....	6
全球主要股市表现.....	6
国际贸易.....	6
十年期国债收益率比较.....	7
非美货币升贬值.....	7
国内经济 .....	8
中国 GDP .....	8
中国 GDP 与 CPI .....	8
中国 CPI 与 PPI 同比增速.....	8
人民币远期汇率与中美利差.....	8
中国 CPI-PPI 同比剪刀差.....	9
中国实际利率 .....	9
中国 TED 利差.....	9
M2 货币供应 .....	9
基础货币与货币乘数.....	10
M1、M2 增速与剪刀差 .....	10

## 市场前景

### 美股当前状态下最佳交易策略

从表象来看，市场价格会有两种变化，对应了两种技术策略，即趋势跟随，和反转交易。绝大多数投资者只能通过历史的极高点 and 极低点，再加上几根自己也不明白意义的线段，来预测趋势和反转，进而指导交易。所以绝大多数投资者都在随机漫步的亏损。随机漫步的是他们在运气下的盈利。可叹他们无法分辨运气和事实，从而长期来看，运气的盈利反而增加了他们的自信，带来更多的亏损。

几根高低点连成的直线就是趋势了？趋势是带有时滞的正反馈。或者可以理解为，处在过程中的良性循环或恶性循环。

试举个例子，众人记忆犹新的 2015 股灾，在高杠杆的前提下，临界点之后（后文会讨论临界点），价格下跌→杠杆交易强行平仓→价格进一步下跌→较低杠杆者也强行平仓→价格进一步下跌。

这种价格变化，阴跌是不可能的。只要没有庞大的系统之外的能量进入，恶性循环是不会停止的。在那个交易时点，离场是显而易见的行为，反手做空更是顺理成章。股指跌到合理的估值都无法吸引资金进场，只有跌到合理估值之下时，恶性循环才被抄底的力量拉停。

顺带一提的是，房价也不可能发生长期的缓慢下跌，因为必然触发类似的正反馈。房价下跌→首付贷等极高杠杆者强行平仓→房价进一步下跌→银行面临风险要求部分房贷者追保或收回房产→房屋出售量上升→房价进一步下跌→房屋价值缩水，银行收回并出售部分房产→房价进一步下跌。

理论上，如果市场能够合理预期到正反馈，价格应该迅速达到顶部或底部。但由于大部分投资者的误判和其他力量的干扰（如政府救市或影响银行房贷的政策），令这些正反馈有时间上的延长。从而给真正理解内涵的投资者以机会——正反馈的结束只会被系统外（而非系统内）的力量终结，这种力量又来源于正反馈带来极度高估或极度低估的结果（不存在跌到或涨到“合理”水平）。

牛市和熊市即两个著名的正反馈，走势与基本面无关但触发条件或许与基本面

有关。两个正反馈的切换时间是难以判断的，但是切换的条件却容易判断得多。

2015年的中国股市中，牛市末端正反馈显然是，价格上涨→诱惑更多人加杠杆→价格上涨。熊市的正反馈是价格下跌→杠杆交易者平仓→价格下跌。这两个反馈的切换显然来自于杠杆的维系程度，也就是杠杆的极限。换言之，牛市末端，杠杆的融资成本上升，股指上涨；熊市开始，杠杆融资成本下降，股指暴跌。而融资成本上升带来的利润较小，暴跌带来的利润极大。这种不对称带来极好的交易策略：同时看涨融资成本和极度看跌股指。

在彼时，交易者为了获得杠杆而买入股指期货，从而让股指期货相对现货产生极高的升水。故而同时买入现货并卖空股指期货，等价于为杠杆者提供融资成本。月度收益近10%。这还不够。用看多融资成本带来的收益买入海外A50的虚值看跌期权。（股灾后某些虚值看跌期权上涨超过1000000%）

由于这是针对牛市和熊市的正反馈效应构建的策略，所以根本不受行情转变的影响，也就不必判断牛熊的切换时间。可以料想到，牛市时的损益几乎不变，但在熊市时，收益会瞬间爆炸。

回顾市场不过一场幻梦，更重要的是应用于未来。前两篇周报中详细阐述了美股牛市和熊市的正反馈逻辑。牛市时，EPS上升→公司回购股票→流通股减少→股价上升→EPS上升。熊市时，股价下跌→公司出售股票→股票流通量增加→分红减少→套利者平仓→股价下跌。这两者的关键在于套利的持续性，套利的低利率让我们无法复制之前的做多融资成本策略。但是，我们可以发现，套利交易让大量投资者增加了大量的杠杆，美股背后杠杆率超过次贷危机的三倍，并且大量资金投入到了指数基金中，几乎超过总市值的一半。这些交易让美股呈现出极低的波动率。换言之，在牛市末端，美股波动率下降，股价上涨；熊市开始，波动率飙升，股价暴跌。

一个新的不对称交易再次到来：相对飙升的波动率，波动率下降和股价暴跌的损失百分比极小。（今年二月，美股暴跌10%，波动率上升100%）。这种不对称带来极好的交易：同时看涨美股ETF以及看多波动率ETF。

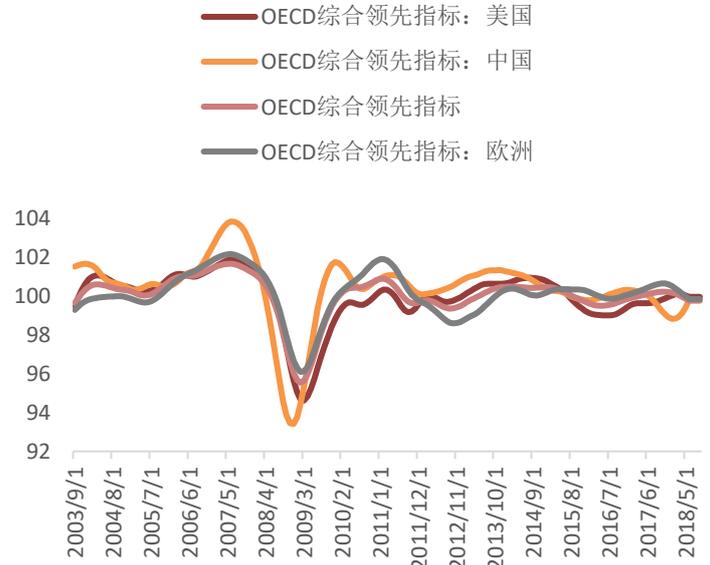
对冲后的交易中，上涨时美股的收益能大致覆盖波动率走低的损失，如果暴涨时还能带来额外收益。下跌时，此前分析，必然是正反馈的暴跌，波动率的收益将远远超越美股头寸的损失。利乐有缘吧。

海外经济

图表1 花旗经济意外指数回落

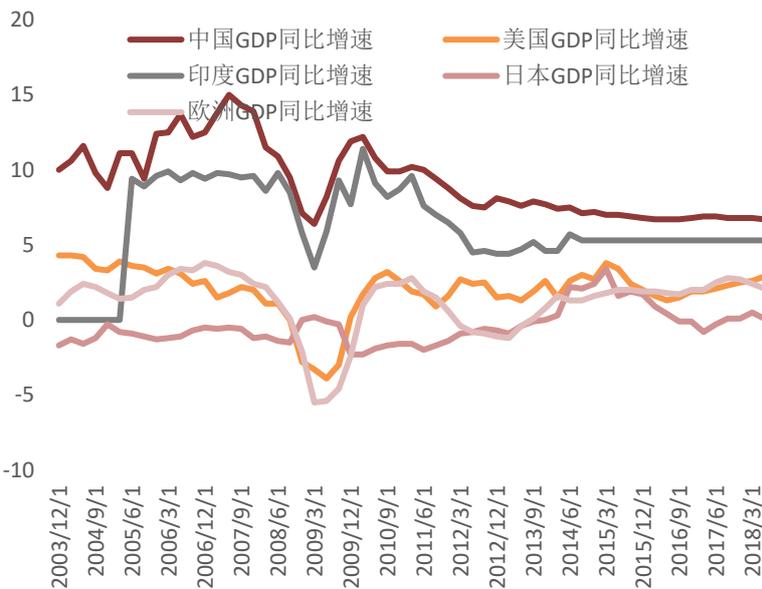


图表2 OECD综合领先指标趋稳

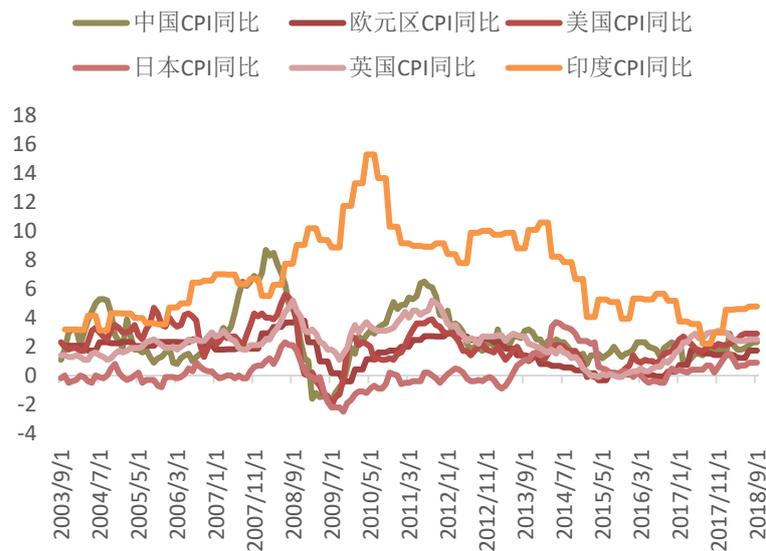


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表3 主要经济体 GDP 增速趋稳

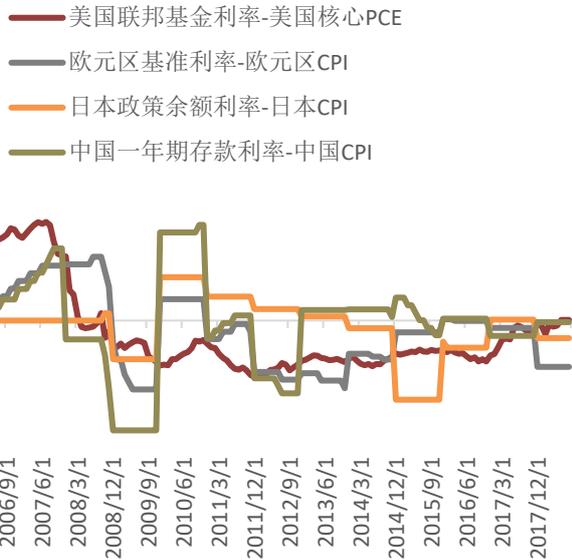


图表4 主要经济体 CPI 同比小幅上升

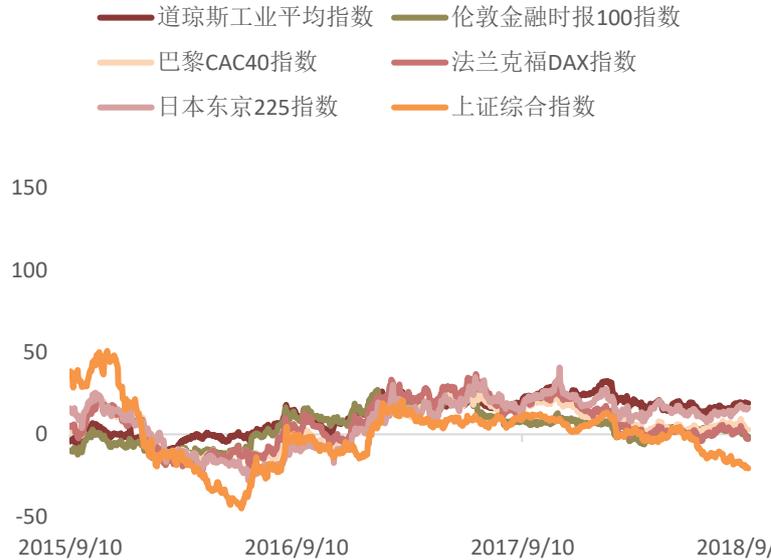


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表5 主要经济体实际利率低位

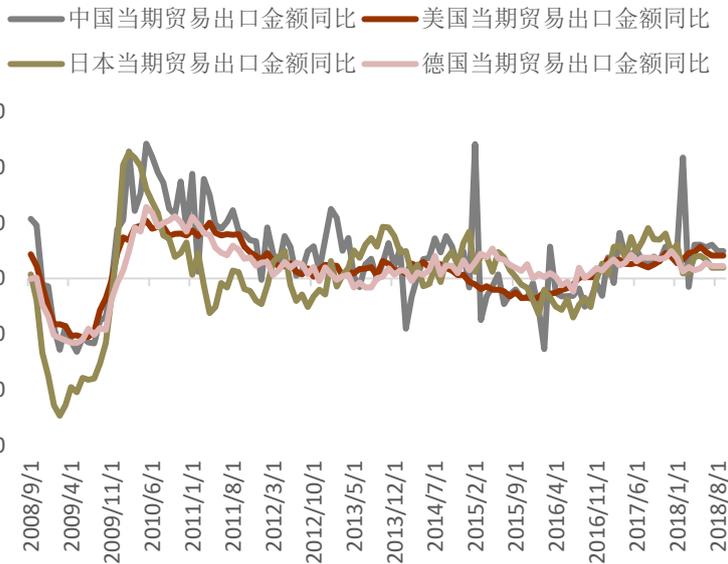


图表6 全球主要股市同比表现



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表7 国际贸易尚可

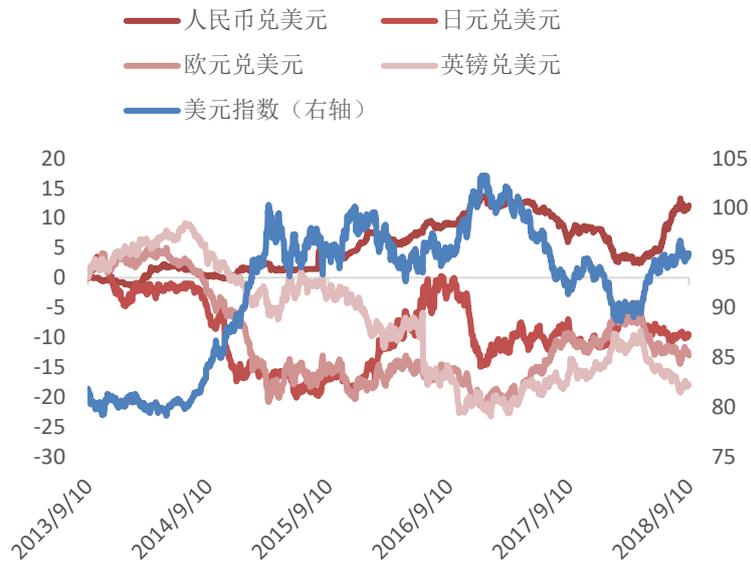


图表8 十年期国债收益率均小幅下行

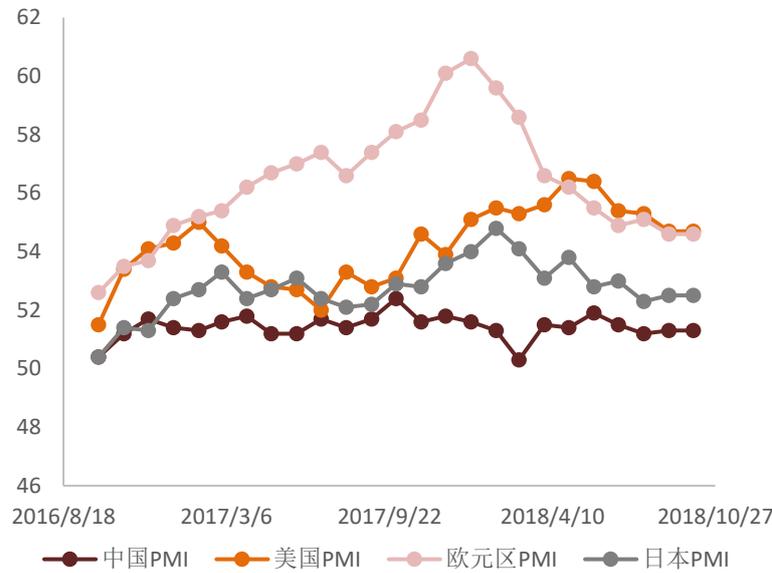


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表9 非美货币贬值加剧



图表10 各国 PMI 指数回落

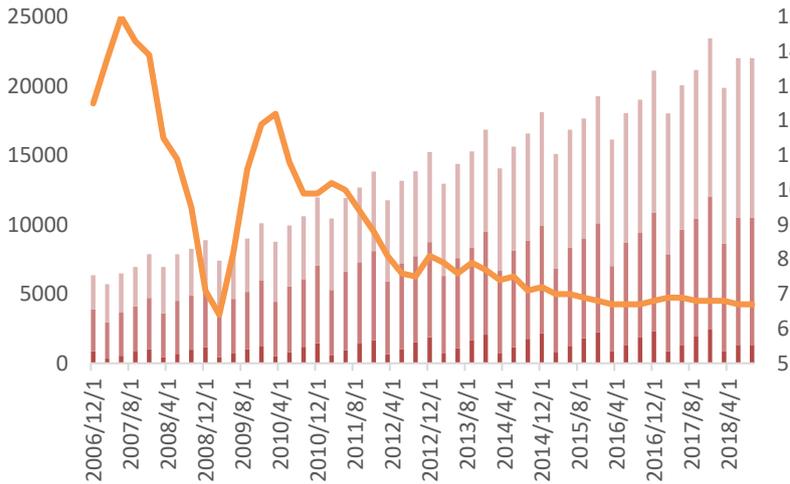


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

国内经济

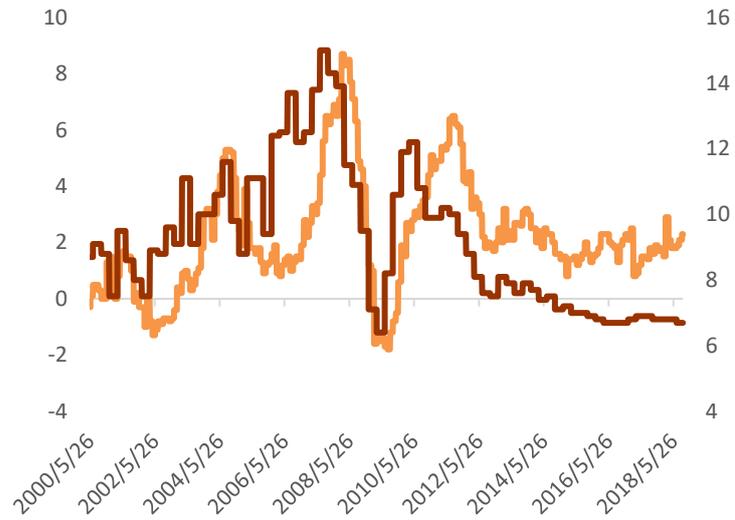
图表 11 中国 GDP 增速放缓

■ 现行价格计算第一产业GDP ■ 现行价格计算第二产业GDP  
■ 现行价格计算第三产业GDP ■ GDP当季同比



图表 12 中国 CPI 与 GDP 同比增速开始背离

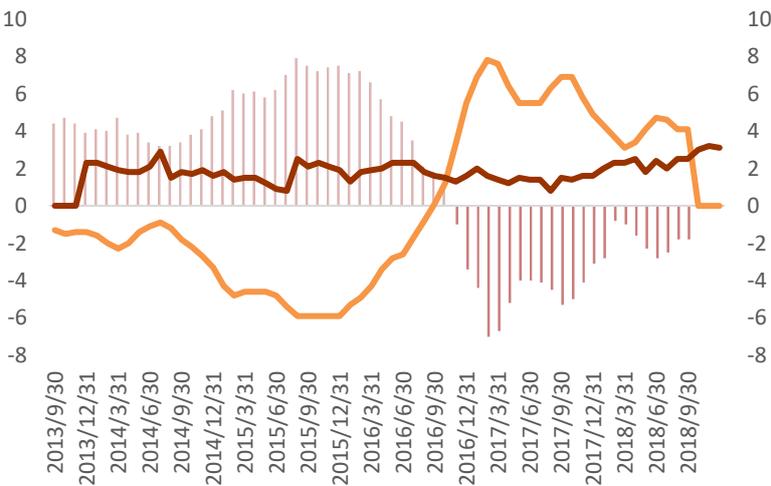
— CPI同比增长 — GDP同比增长



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

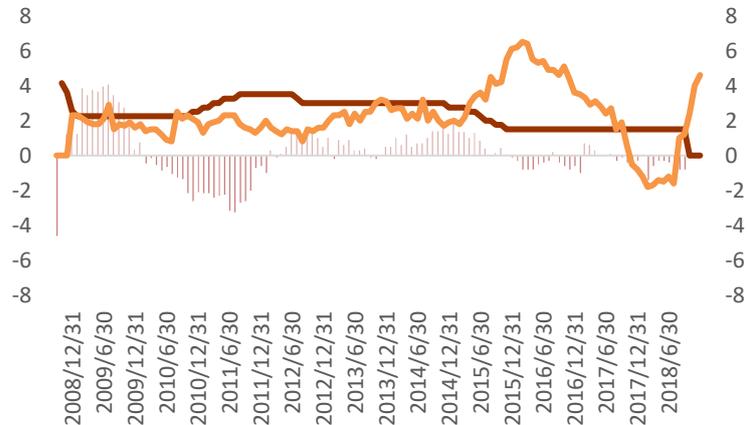
图表 13 中国 CPI 与 PPI 同比增速趋同

■ CPI-PPI负值 ■ CPI-PPI正值 — PPI — CPI



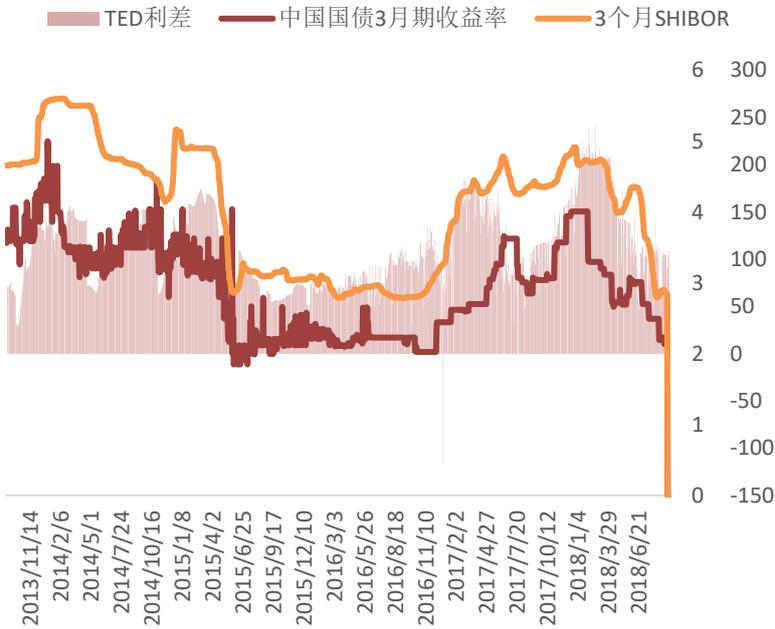
图表 14 中国实际利率依然为负值

■ 实际利率（负值） ■ 实际利率（正值）  
— 一年期存款利率 — CPI同比

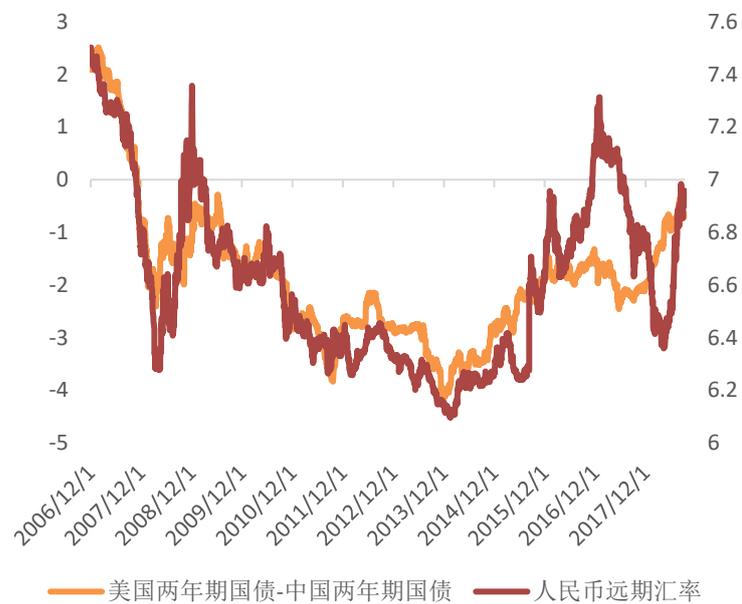


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 15 中国 TED 利差暗示银行融资偏难

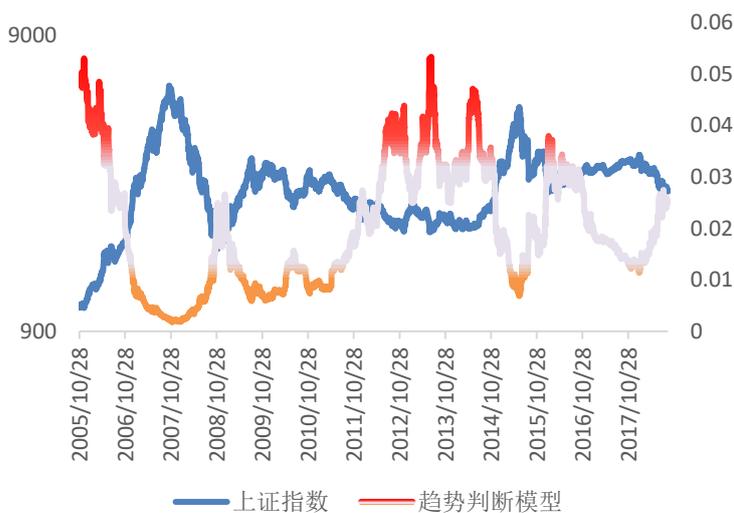


图表 16 利率平价暗示人民币还会贬值

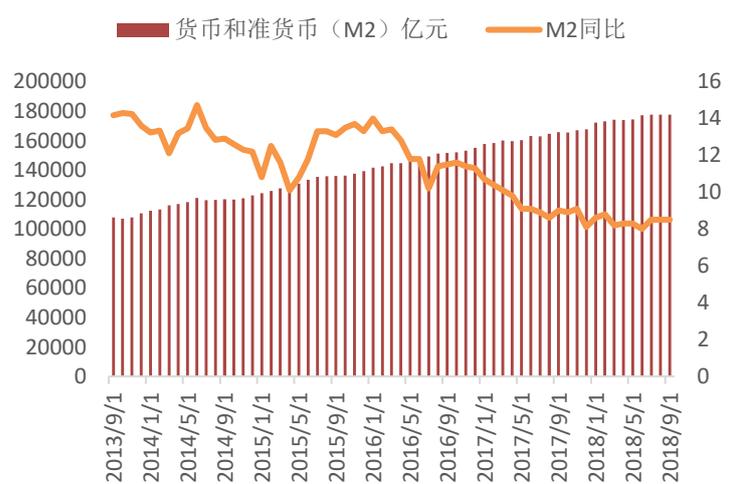


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 17 股市模型不认为价值投资可行

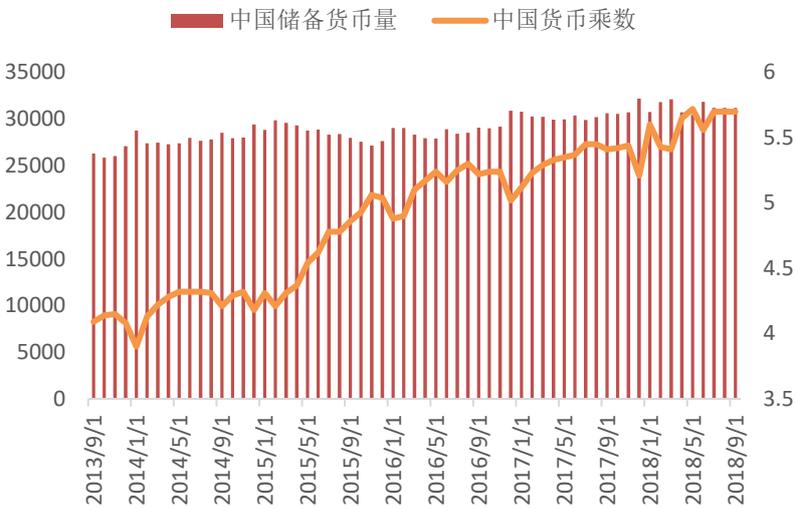


图表 18 M2 货币供应继续萎缩

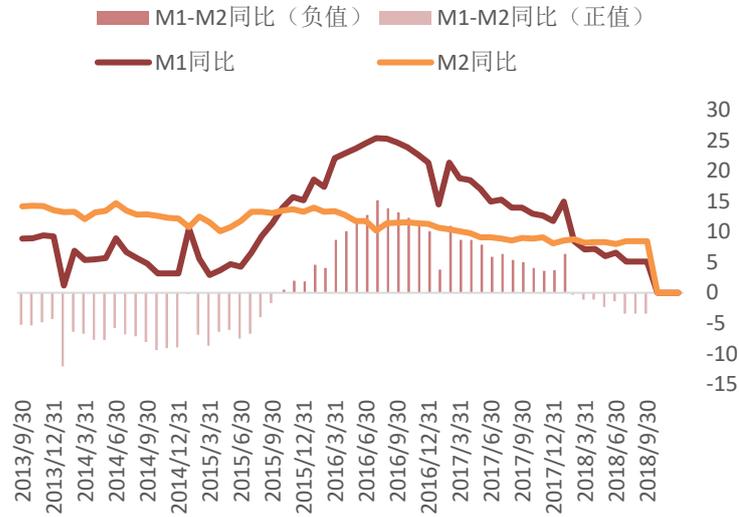


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

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。