

2019年03月12日

星期二

交易波动率



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

市场回顾

- 纳指连涨十周
- 美元指数创一年半新高
- 美债收益率下探 2.64%
- 人民币升值破 6.7
- 标普 500 涨破 2700 点，上证指数突破 3000 点

评述：全球市场的重要指标，无一例外的延续一月份的走势。这种“趋势行情”实则意味着市场在自我强化。也就是主流偏见开始形成。上涨引起上涨。这个时候往往是泡沫形成的时候，但这并不妨碍我们参与投入到早期的泡沫中去。唯一要注意的是，需要有合适的指标以衡量市场风云突变的关键点。衡量的前提，是理解全球汇率，股票和债券市场紧密的联系。

目录

市场回顾	1
市场策略	3
交易波动率.....	3
海外经济	5
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

市场前瞻

交易波动率

伏尔泰的名言于此刻尤为适用，“未来的伏笔在当下。”

市场当前的“矛盾”之一是，无论中美，均出现汇率与股市同时上升的情况。这意味着股市价值上涨的同时，衡量股市的货币价值也双重上涨。这意味着如今股市的高度已经超越了去年十月后危机的高点。

市场当前的“矛盾”之二是，两国的股市相似程度极高。不仅市场年初以来股市上涨，均以周度连涨收尾，并且三月初同时在周度出现较大程度下跌。

图 1，美国十年期国债收益率（白线），中国十年期国债收益率（黄线）



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图 2，美国十年期国债收益率（白线），中国十年期国债收益率（黄线），中美国债收益率相关系数(下图)



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

市场当前的“矛盾”之三是，两国的债券市场相似程度极高（见图1），不仅同时在年末出现极大幅度的利率下行，同时在去年十月后呈现极高的相关性（见图2）。

人类大脑往往倾向于寻找各种理由以解释发生的现象（叙事情节）。而这样的行为如果不能以较少的假设阐述尽量多的事实时，就会陷入“确认偏见”。即只愿意看到自己想看到的，从而牵强附会。近来对沪指上涨的市场解读大多如此。没有宏大的视角，往往被过多的细节所迷惑。

中美两国难得一见的汇率，股市，债券市场的相似性，即是我们解开市场谜团的钥匙。

汇率升值，股市上涨，国债收益率走低。实则是股债汇三种大类资产都出现上涨。在房地产市场并没有多大显而易见的变化下，资产的同时上涨不再是所谓的资产轮动，而只能是两种可能。一种是外部资金的流入，另一种是反身性（自我强化）。而在过去数月欧央行暂时未开启量化宽松的前提下，前者的可能性甚低。

换言之，这更可能是一种股债汇三者自我强化的循环。其中的微妙颇似当年中国盛行的“铜融资套利”。而这种循环极有可能被其中之一的无法延续而打破。这种循环的特征之一即，脱离“基本面”而运行。

图3，中美两年期国债收益率差（蓝线），人民币远期汇率（白线）



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图4，股市趋势判断模型（白线），上证指数（黄线）



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图5，银行资产增速-影子银行社会融资增速（黄线），中国十年期国债收益率（蓝线）



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图3，图4和图5分别是对汇率，股市，债市的估值模型。模型在历史上均有极度良好的表现。逻辑上也是。三大模型一起显示，如今的股债汇一起脱离“基本面”运行。当然，这种“脱离”的本身也是市场的一方面。这是一种正反馈的自我强化过程。

此刻依然是所谓“泡沫”的早中期，无论中美原先的趋势都难以见到短期停止的迹象。但参与的风险也在不断累积。最稳妥的交易方向实则是两国的波动率。在美国对应的是VIX波动率期货，在中国对应的是上证50的虚值期权。

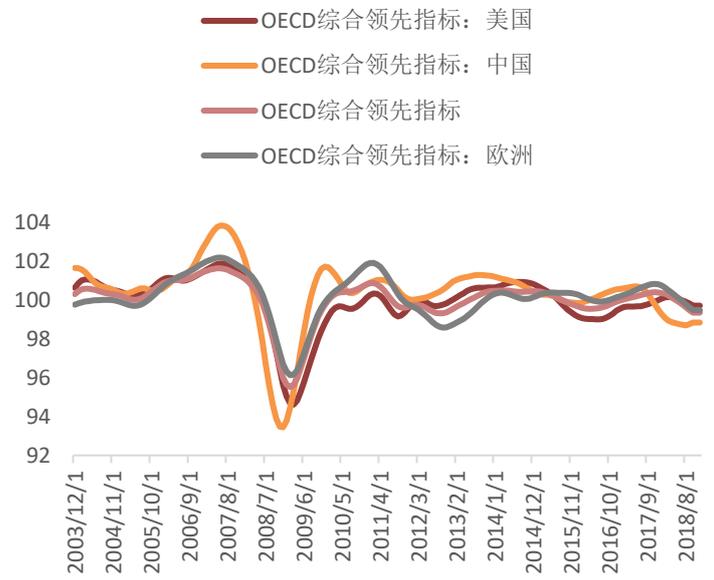
不应该去接下落的刀子。

海外经济

图表1 花旗经济意外指数回落

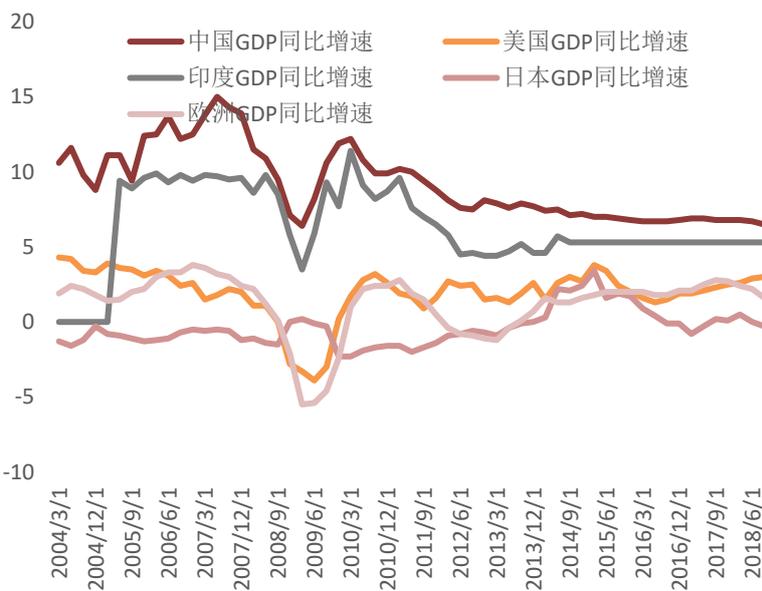


图表2 OECD综合领先指标趋稳

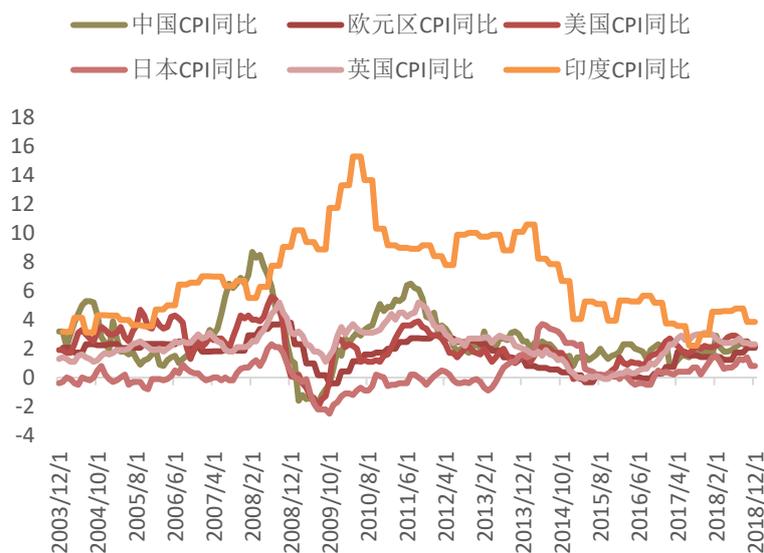


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表3 主要经济体 GDP 增速趋稳

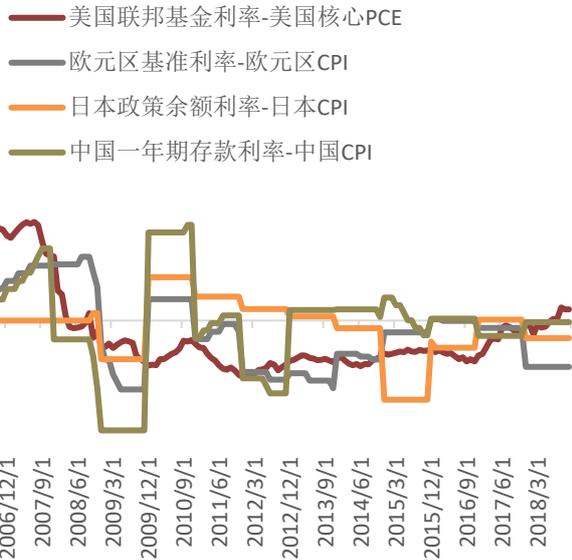


图表4 主要经济体 CPI 同比小幅上升

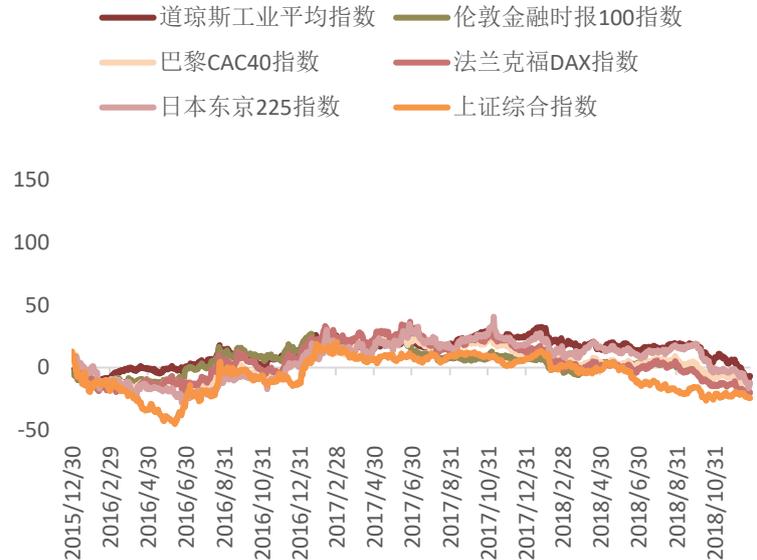


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表5 主要经济体实际利率低位

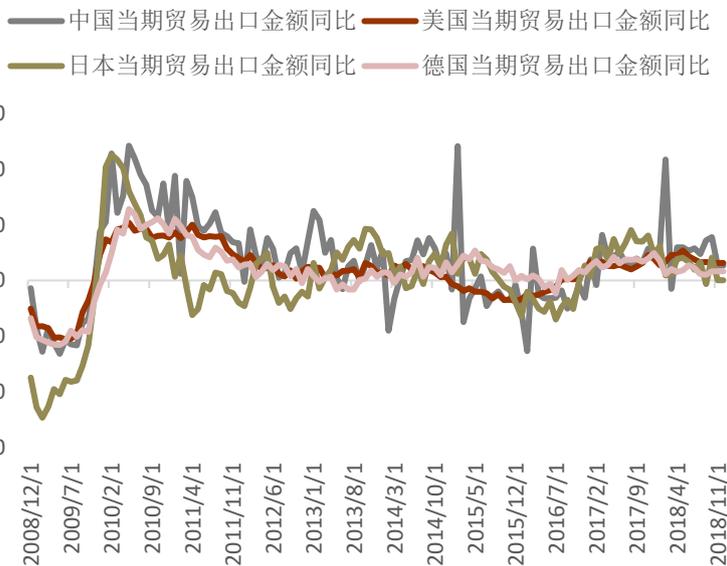


图表6 全球主要股市同比表现

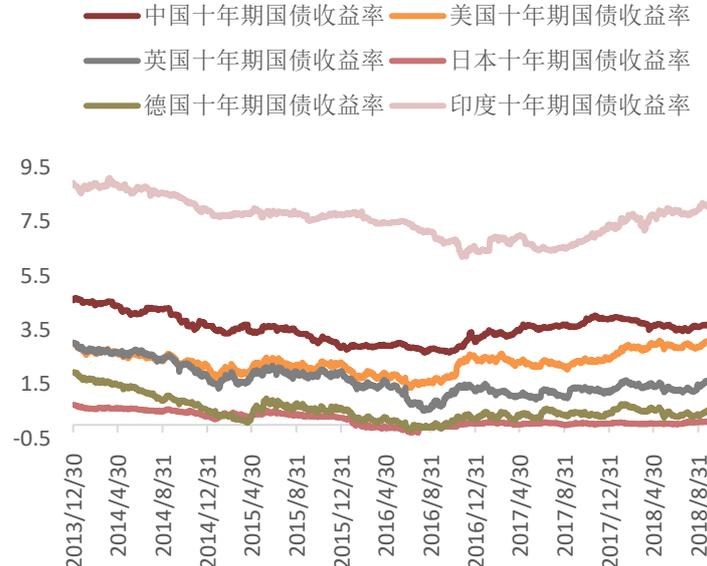


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表7 国际贸易尚可

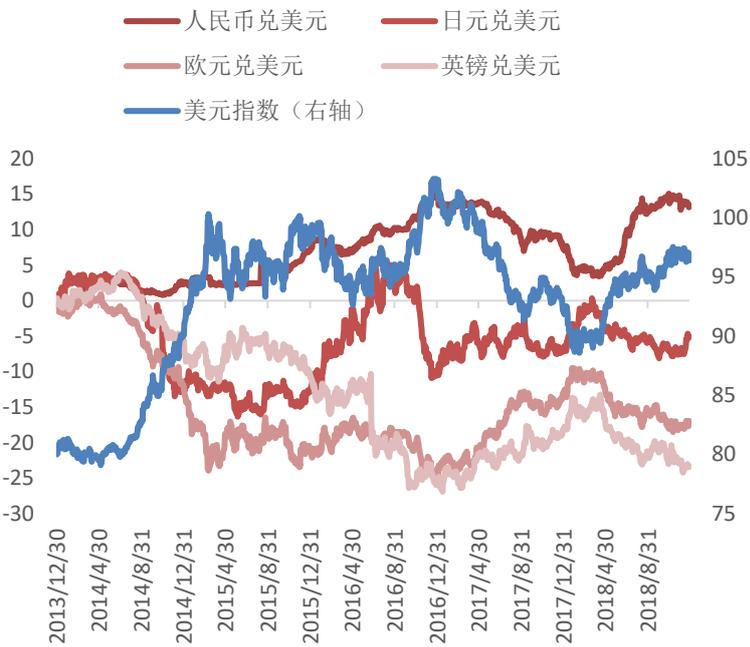


图表8 十年期国债收益率均小幅下行

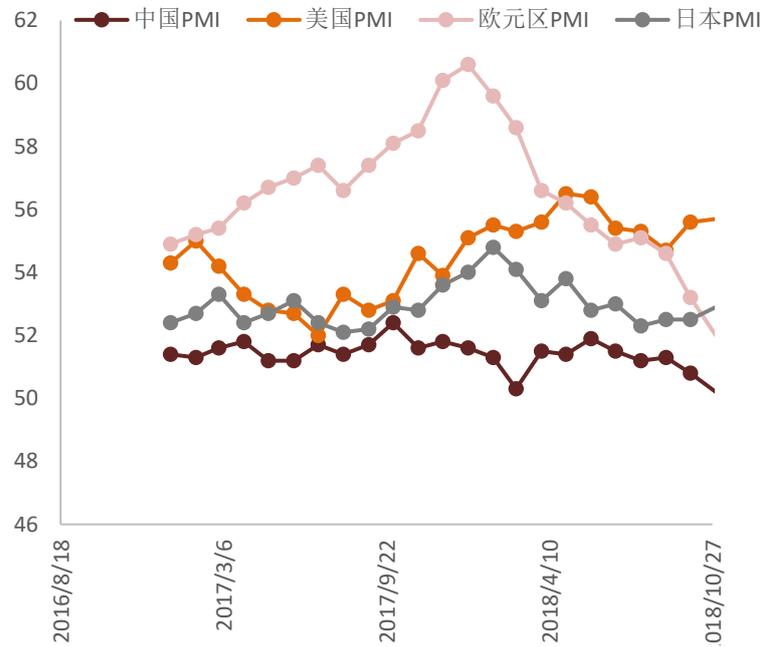


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表9 非美货币贬值加剧



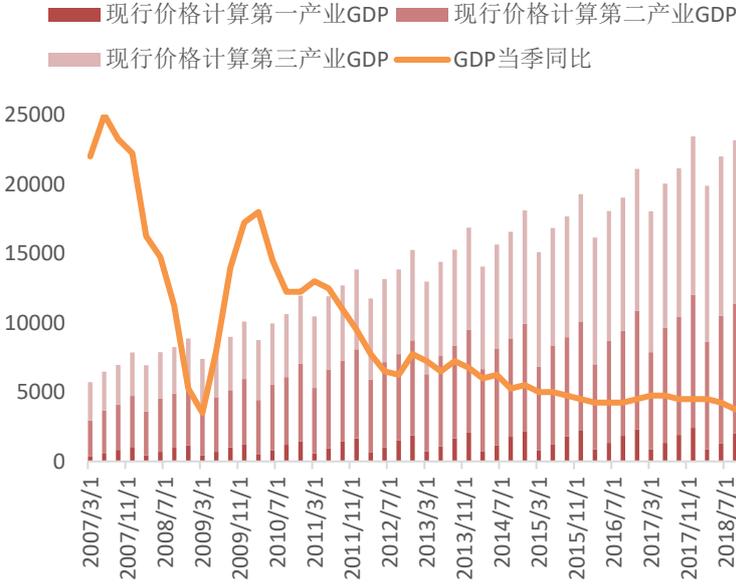
图表10 各国 PMI 指数回落



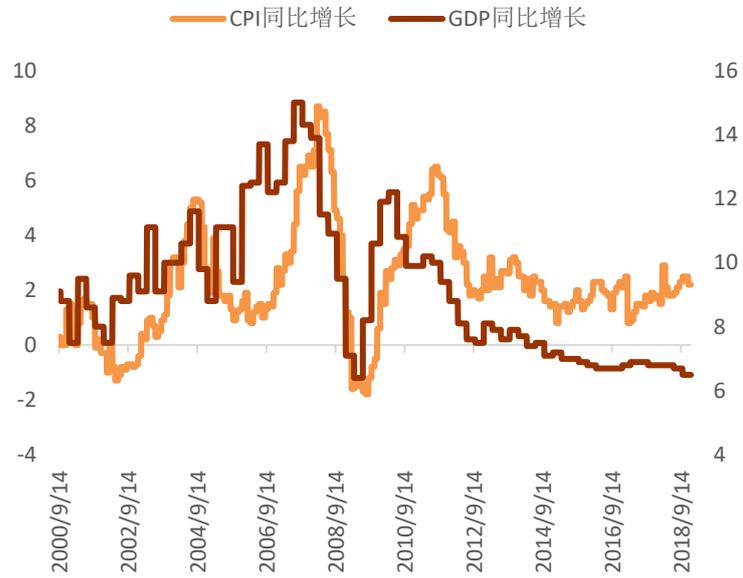
资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

国内经济

图表 11 中国 GDP 增速放缓

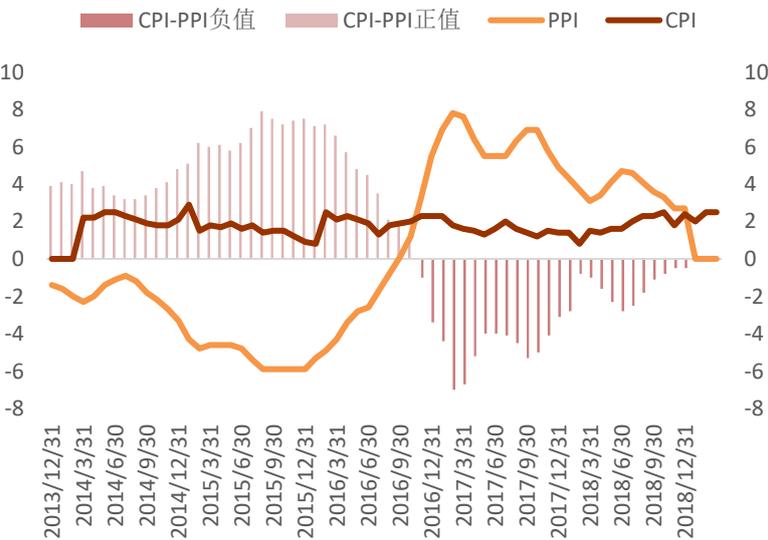


图表 12 中国 CPI 与 GDP 同比增速开始背离



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

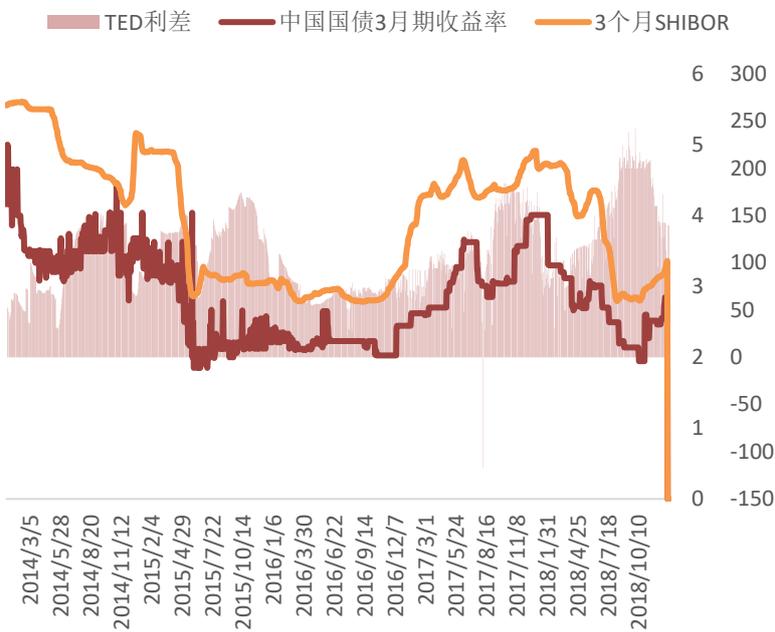


图表 14 中国实际利率依然为负值

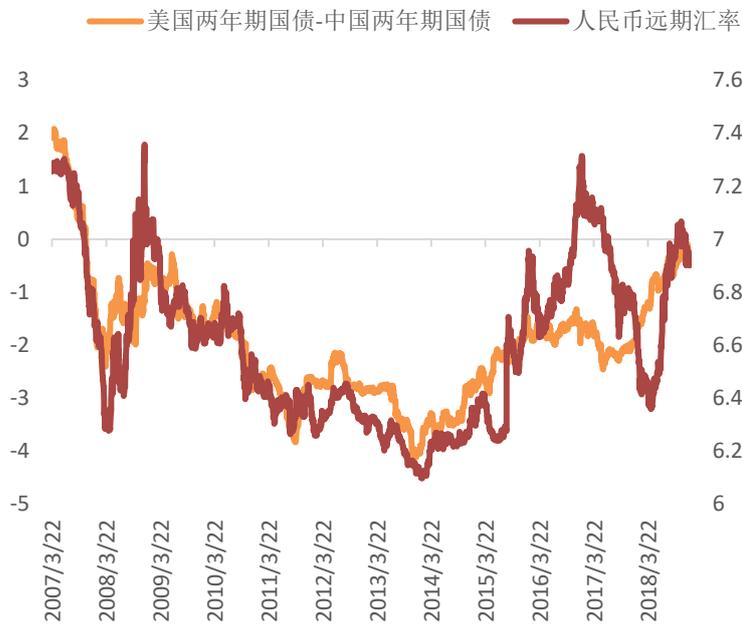


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 15 中国 TED 利差暗示银行融资偏难

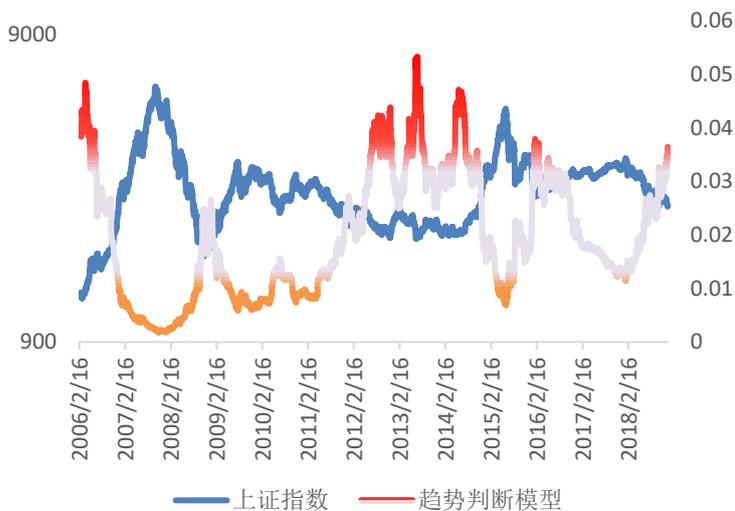


图表 16 利率平价暗示人民币还会贬值

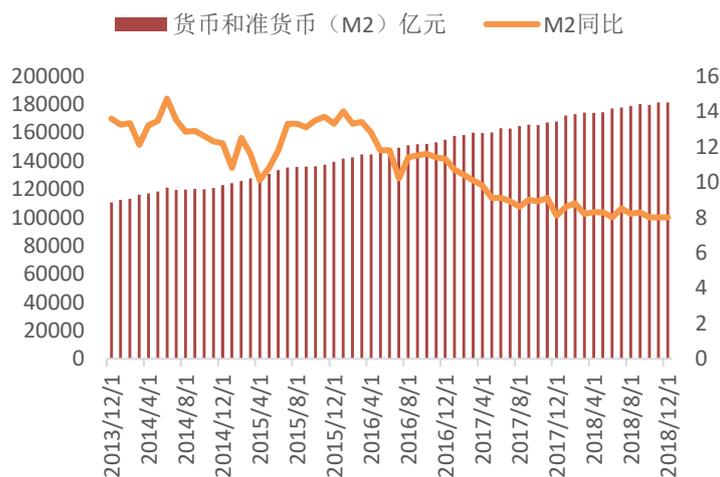


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 17 股市模型认为价值投资可行

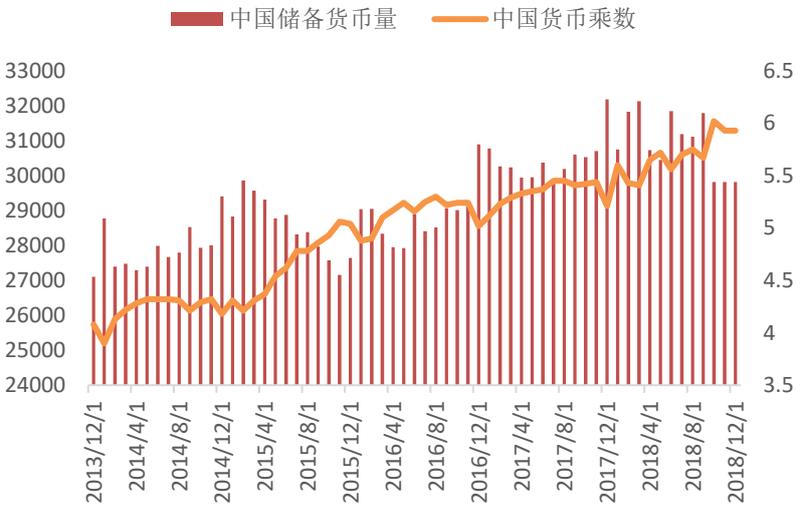


图表 18 M2 货币供应继续萎缩

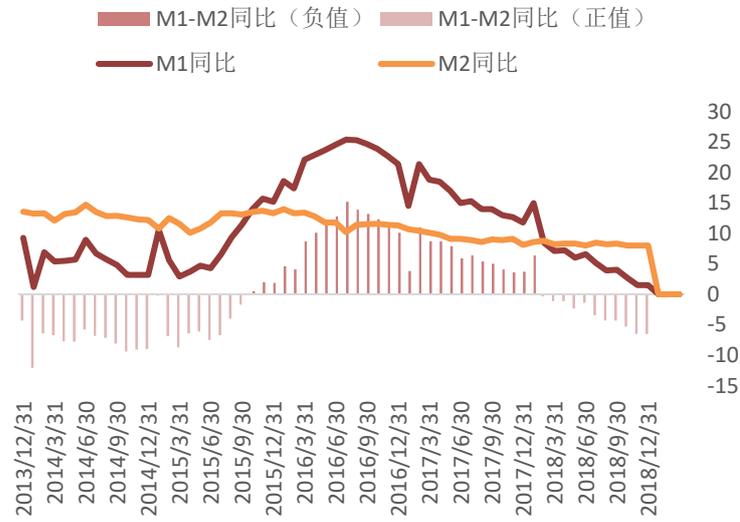


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

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

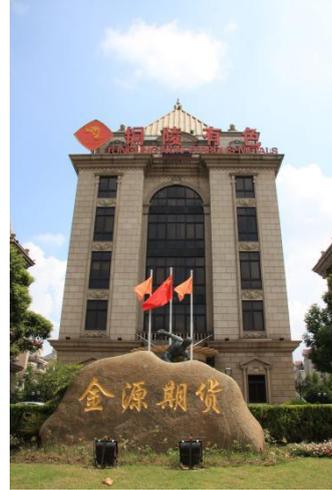
上海市浦东新区松林路 300 号
1803、2104B 室
电话：021-68400688

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。