

2019年05月09日

星期四

A股投资窗口开启



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

市场回顾

- 美股创历史新高
- 美元创两年新高
- 美债收益率十五个月来新低
- 沪指创一年新高后大幅回调

评述：市场最乐观指标最好的时刻，本质是风险被错误定价被扭曲到最极致的时刻。沪指的风险开始释放，美股的波动率仍然是市场的达摩克利斯之剑。

目录

市场回顾	1
市场策略	3
A 股的投资窗口开启	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

A股投资窗口开启

三月份月报《交易波动率》指出看涨波动率是最稳妥的交易方向。两个月来 VIX 期货上涨超过 50%。

四月份月报《风险资产还能涨多久》建议需要谨慎持有风险资产尤其是小盘股。一个月来上证 50 为代表的大盘股指数下跌 9%，而中证 1000 为代表的小盘股指数下跌 20%。

巴菲特所说的“别人贪婪时我恐慌，别人恐慌时我贪婪”往往被滥用。人们往往是自己贪婪时误认为别人胆子不够大，而自己胆怯时却觉得别人过于激进。所以，有穿透力的反共识的判断，必须要自己先没有执念。金刚经里说，“应无所住，而生其心”。

五一节假日后的市场大幅动荡，直接原因看似由美国总统关于贸易战的推特触发，实际上市场本身孕育的流动性溢价就已经极高，没有这个因素也会被其他因素影响。黑天鹅的背后，其实是一个系统，而人类大脑的认知倾向往往简化背后复杂的认知，偏好用最容易解释的外部理由为市场变化开拖。

图 1，趋势判断模型（黑线），上证指数（黄线）



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

趋势判断模型的基础逻辑依据是估值。清晰的为过去十余年的市场变化指明了方向。经过几日的市场下行，沪指现在估值处在了模型的合理区间（此前偏高）。

进一步看，可以把股票价格拆分为盈利和市盈率分析。

图2，A股市盈率同比，滞后半年（黄线），上证指数对数同比（蓝线）



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

盈利对A股的影响可谓一目了然。过去17年的数据揭示出，上证指数的长期变化往往领先盈利的变化半年，因此滞后半年的盈利数据和上证指数有着极强的相关性。换言之，这个结论帮助我们简化了分析。即在中国股票市场，股票价格的变化依赖市盈率的变化，而与短期的盈利变化几乎无关。

那么，需要考虑三个步骤。第一步分析是，美国的贸易政策如何影响中国股市的市盈率。第二步分析是，中国政府的应对策略如何影响中国股市的市盈率。第三步分析是，那些影响已经被市场反映，哪些还没被反映？

有效市场理论的一个推论即是，即使发生坏消息，市场价格如果已经合理充分的消化了坏消息，那么这时候的价格已经是合理价格，并不会过高或者过低，故而与坏消息无关。好消息也是一样。按照这个逻辑，美国加税的影响几乎被各大机构迅速计算并传播，以及被交易者用资金投票。所以美国的贸易政策不再直接影响中国股票价格（只会通过影响人心而影响股价）。

那么只需要看中国的变化对股市市盈率的影响。

供给侧改革以来，中国股票市场的市盈率其实形成了一种恶性循环。国企依靠上游的优势获取下游的利润，由此造成国企和民企利润的迅速分化，表现在股市上则是大盘股走势远远好于小盘股。而从整个系统观察，这个利润的转移本质是一种逆向淘汰，逆向淘汰的过程降低了整个系统的盈利能力（整体股市的市盈率），而整体的经济崩坏又驱动供给侧企业不得不继续依赖这种利润转移。表现在市场上则是，企业盈利几乎不下降，而市盈率在去年成为主导市场下跌的重要因素。

物极必反。一旦这种模式到底，就会发展出另一个方向的循环。对此的政策有两种方向。一种是封闭式的，继续放水稳增长，这会延续此前的逻辑，伤害整体的市盈率。即使这样，短期内市场对此的误读也会导致市场暂时的交易机会。

另外一种方向，是开放式的，加税后加大对外的开放，被迫推进实质性的改革。中国推出科创板，实施减税，已经反映出这种倾向。这部分的动作和倾向还没有被市场完全定价，包括税务信息统一后的成本的降低，包括数字化政府的推进，包括中小企业的贷款支持手段都会随着外部压力和科技条件已经成熟而迅速推进。

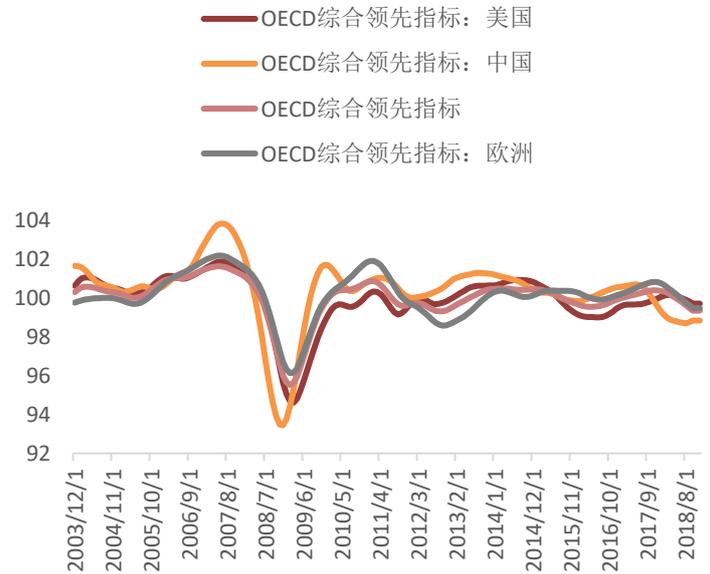
无论哪种政策，都指向同样的交易方向。

海外经济

图表1 花旗经济意外指数回落

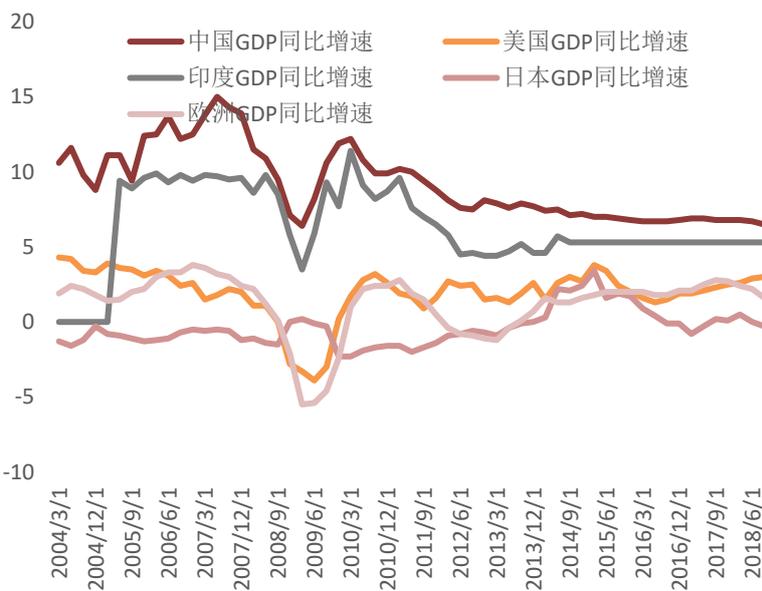


图表2 OECD综合领先指标趋稳

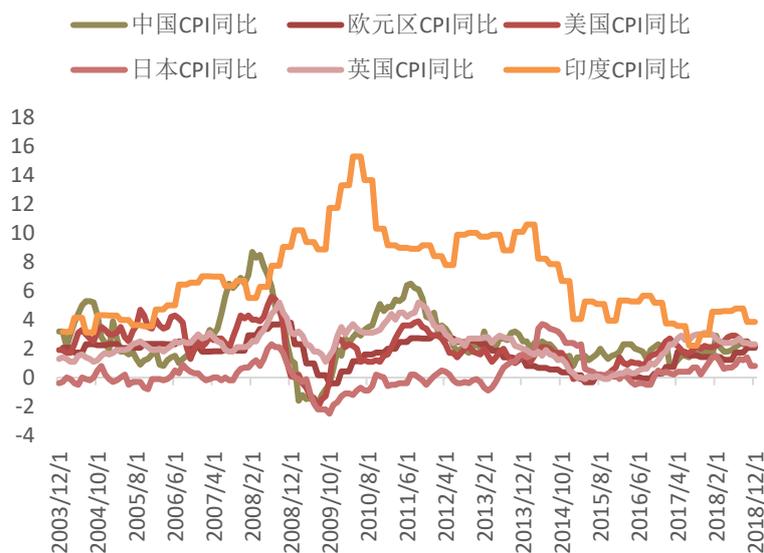


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表3 主要经济体 GDP 增速趋稳

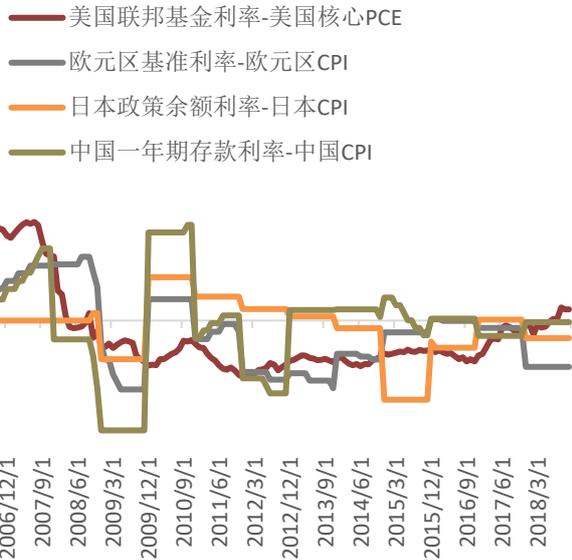


图表4 主要经济体 CPI 同比小幅上升

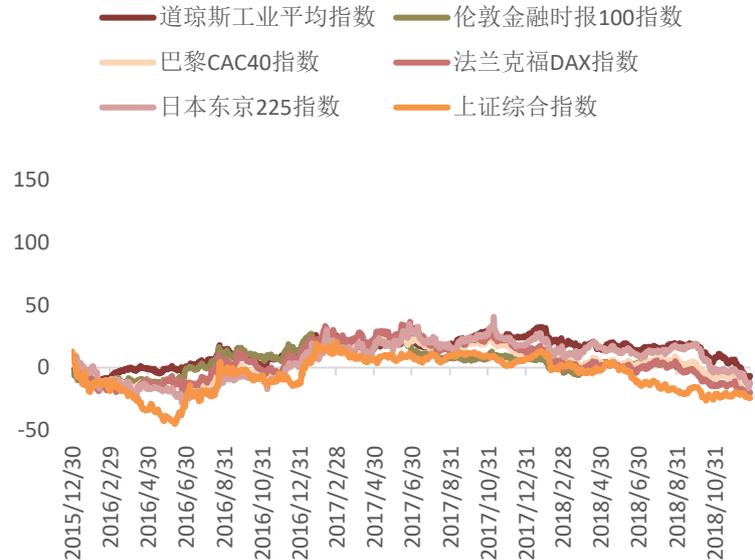


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表5 主要经济体实际利率低位

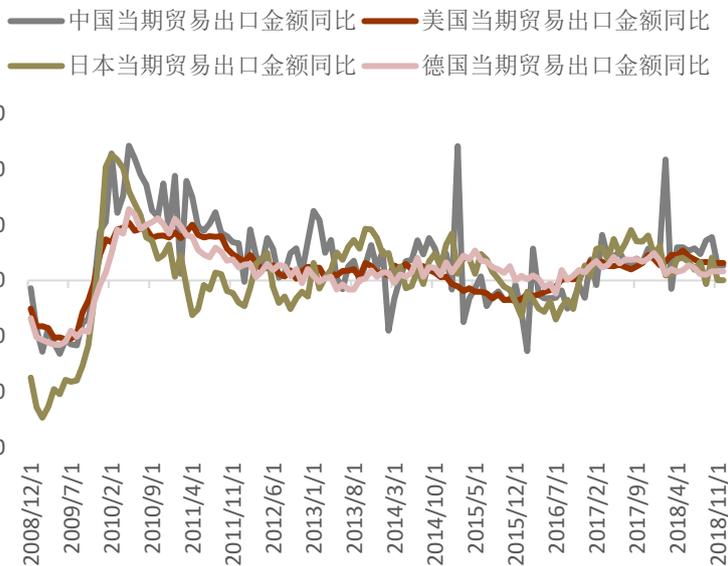


图表6 全球主要股市同比表现

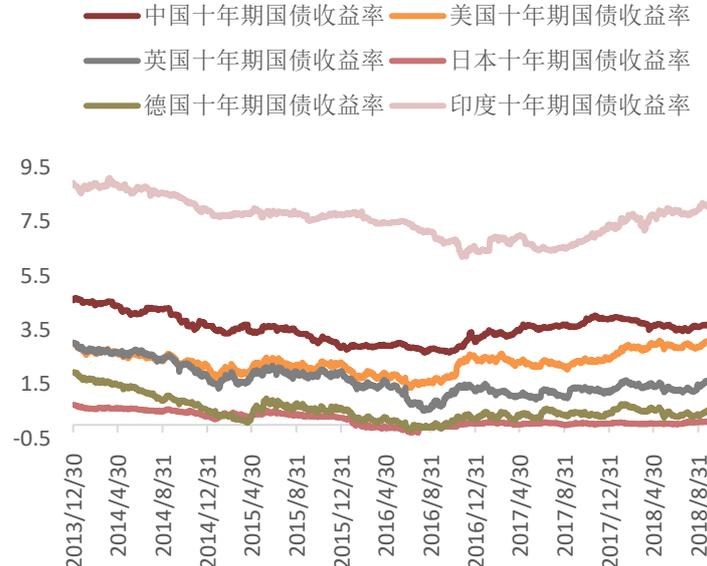


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表7 国际贸易尚可

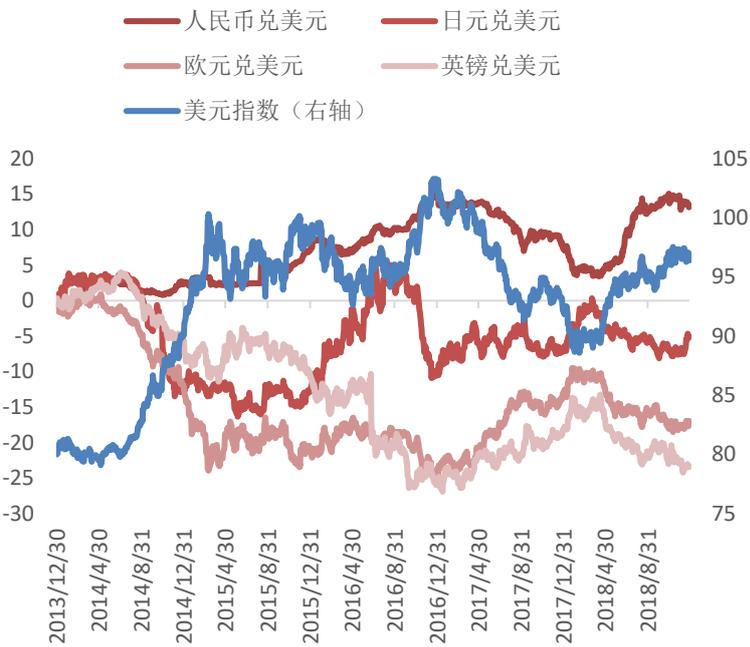


图表8 十年期国债收益率均小幅下行

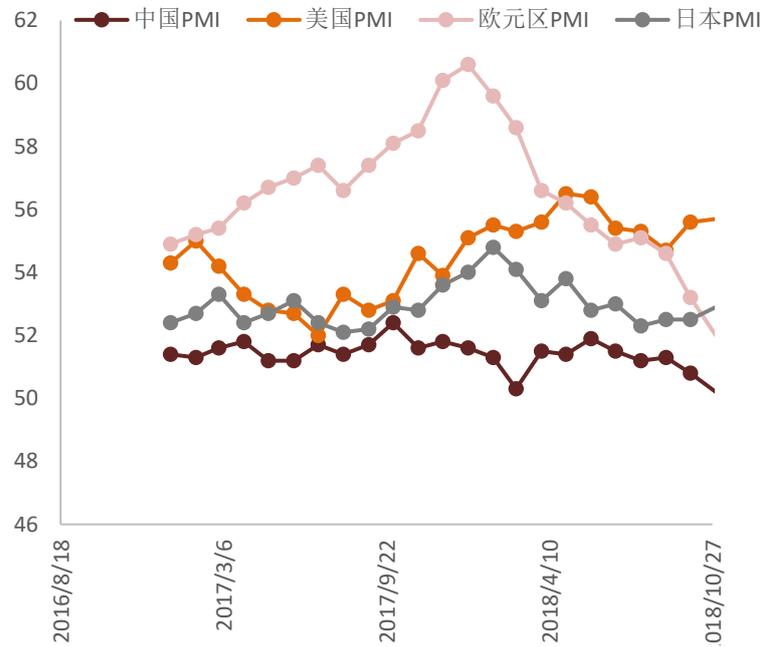


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表9 非美货币贬值加剧



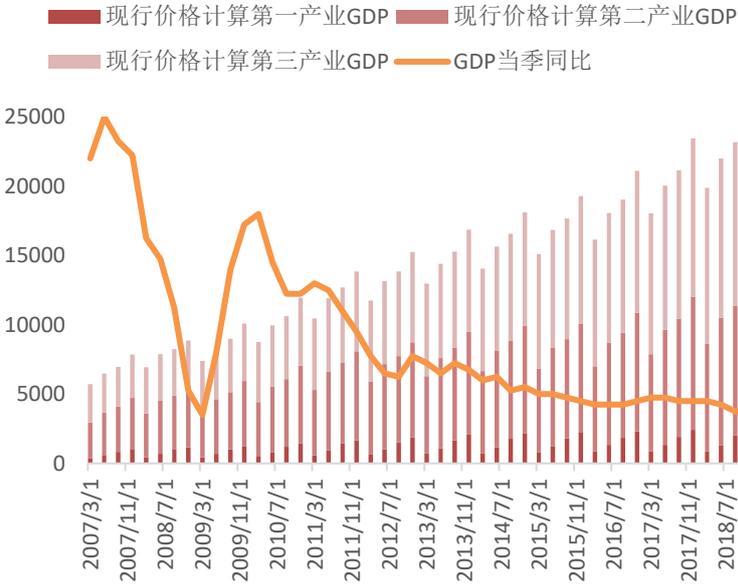
图表10 各国 PMI 指数回落



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

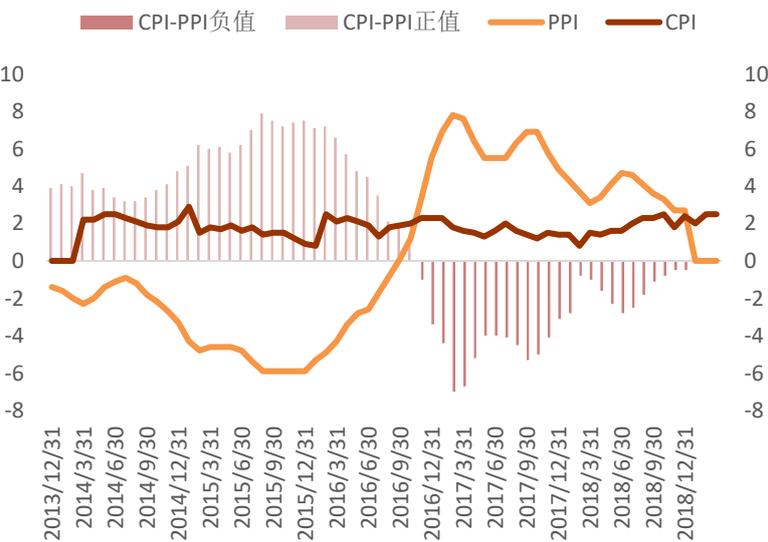


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 12 中国 CPI 与 GDP 同比增速开始背离



图表 13 中国 CPI 与 PPI 同比增速趋同

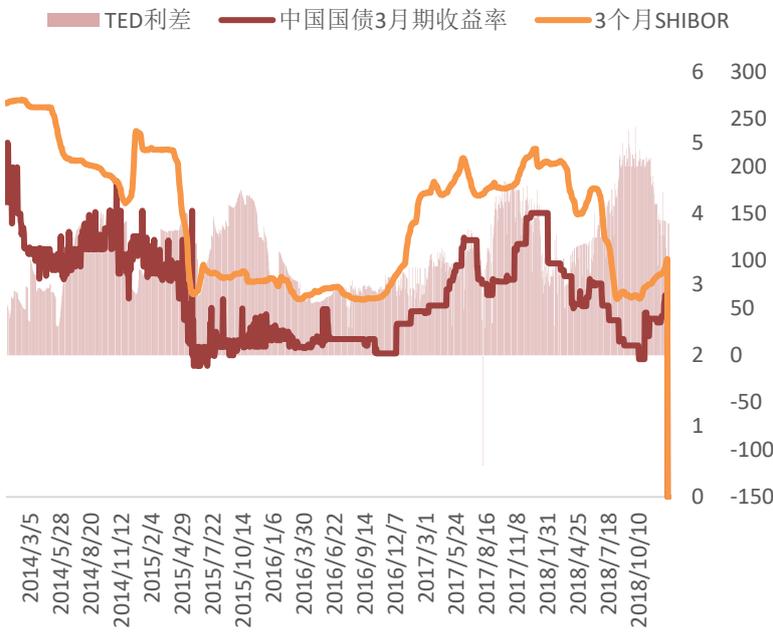


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

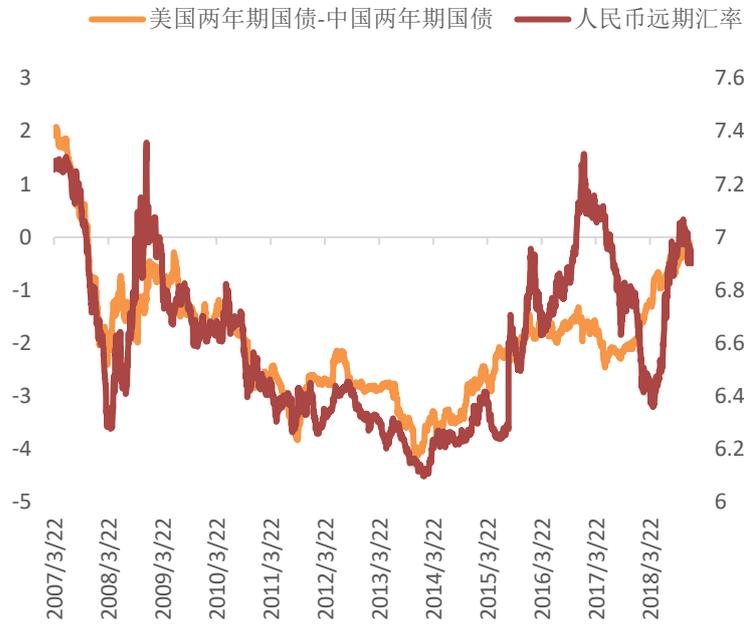
图表 14 中国实际利率依然为负值



图表 15 中国 TED 利差暗示银行融资偏难

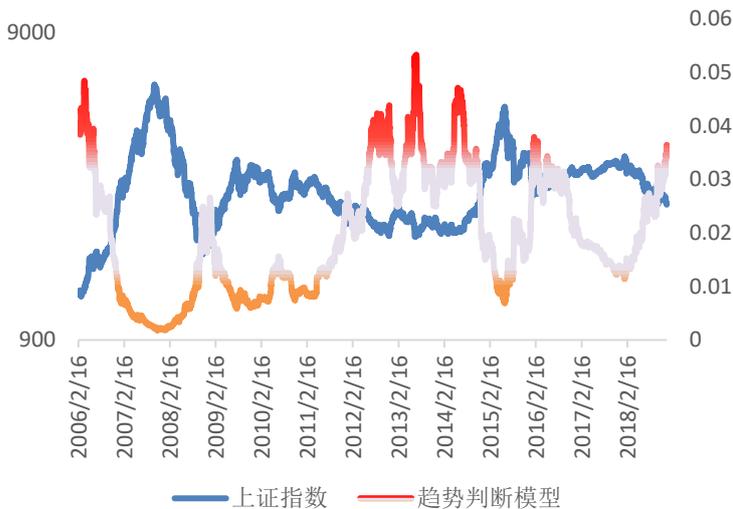


图表 16 利率平价暗示人民币还会贬值

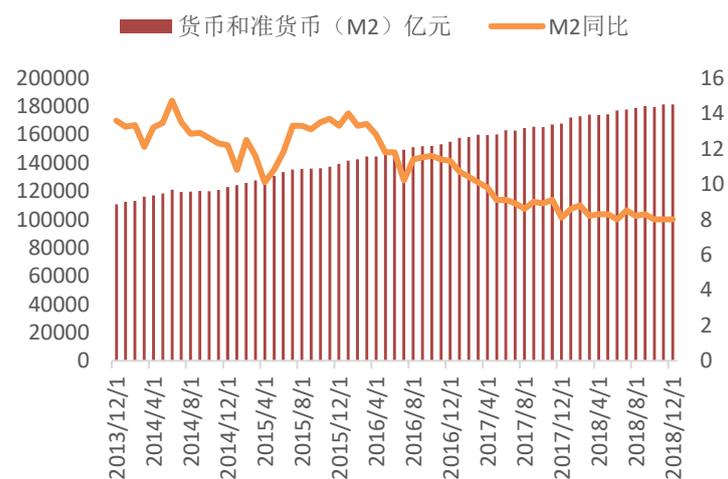


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 17 股市模型认为价值投资可行

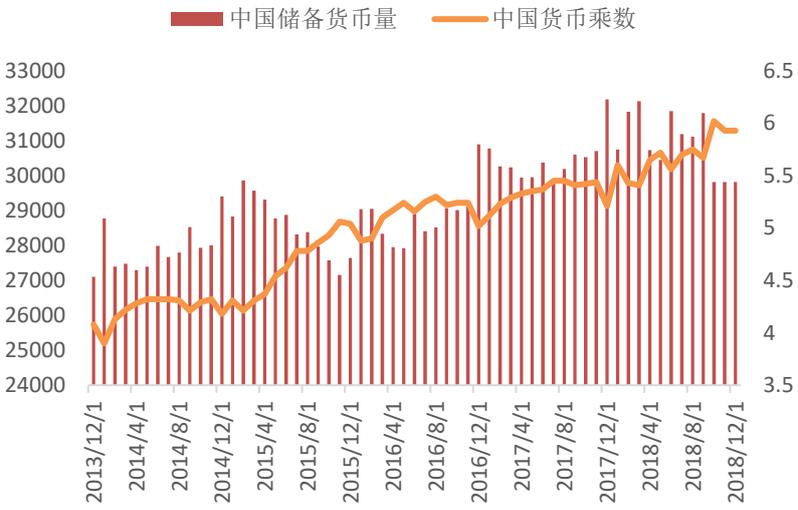


图表 18 M2 货币供应继续萎缩

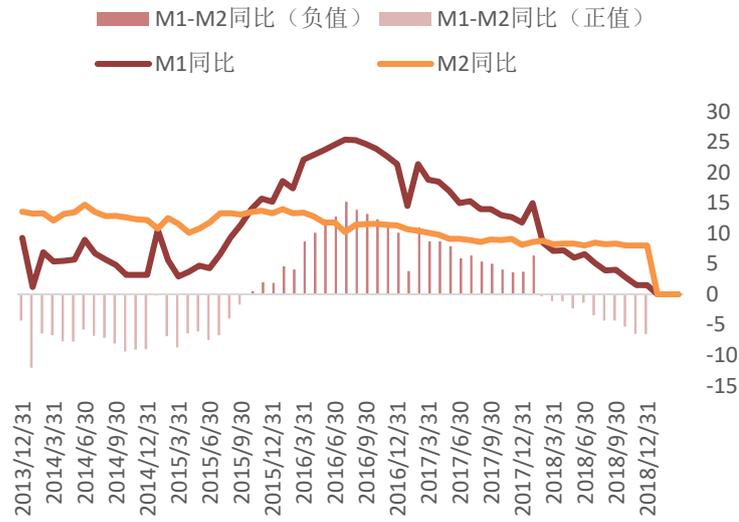


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

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

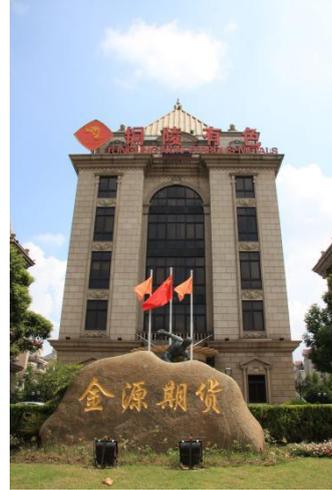
上海市浦东新区松林路 300 号
1803、2104B 室
电话：021-68400688

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。