

2019 年 02 月 25 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

- 央行召开专家座谈会，货币政策不是“大水漫灌”
点评：暗示不会 QE
- 道指与纳指连涨九周
点评：风险偏好进一步提升
- 人民币一周涨逾 600 点
点评：或受到股市风险偏好提升影响
- 油价创三个月新高，金价创十个月新高
点评：同样的风险偏好提升，风险资产走高

市场的主流偏见

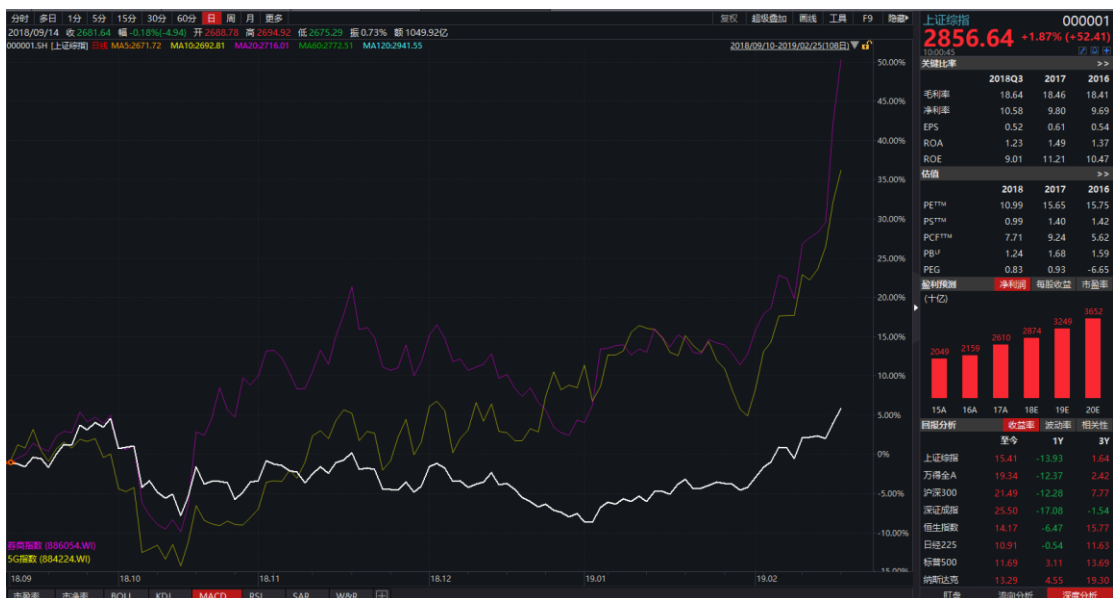
一段时间内资产的宏观因子处于均衡状态时，市场表现出震荡走势。如 16 年 7 月-11 月的美股，经济的惊艳数据和总统大选的不确定共同影响市场，没有一个宏观因子可以脱颖而出。而最终当一个宏观因子胜出时，也就是信奉这个因素的资金已经开始主导市场走势时，主流偏见开始形成。

类似于赫拉利提出的“想象现实”，这就是索罗斯说的“反身性”。即主观判断改变了市场价格，市场价格又反过来影响了主观认知。这往往形成正反馈，也就是所谓的趋势行情。

在如今的中美股票市场，正反馈的含义即股价的上涨“验证”了主流偏见，主流偏见进而进一步看涨股票。这时候哪怕上涨是“非理性”的，非理性的时间也会比人们预计的要长。

这段时间的主流偏见是什么？

图 1，上证指数（白线），券商指数（紫线），5G 指数（黄线）



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

引领市场疯狂上涨的，主要是券商和 5G 板块。

5G 是中美谈判的直接标的。换言之，可以看作是对谈判结果的情绪展现。而券商指数有两大特征。一方面券商指数可以看作牛市的看涨期权，即牛市来临时不仅估值能够随着大盘上升，盈利也能随着交易量的上升而上升，即“戴维斯

双击”。而另一方面，券商指数的上涨也反映了市场对“低波动率”的预期。

概而言之，驱动市场的主流偏见，是中美谈判情绪释放下的低波动率预期。

图 2，芝加哥期权交易所 SPX 波动率指数

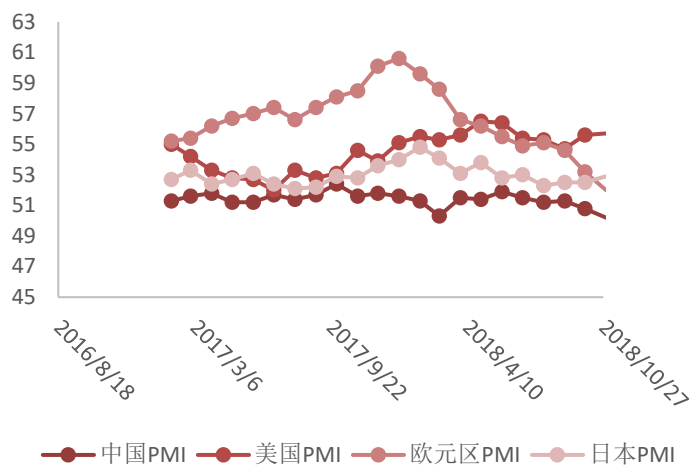


中美市场情绪的缓和的程度和节奏几乎一致。衡量美股市场波动率的 VIX 指数已经跌破 14，而过去一年的均值接近 17。这是一个极端危险的信号。因为如今的市场结构比一年前更糟——贸易纷争已起，央行资产负债表缩减得更低，而股市和汇率反而高于彼时。

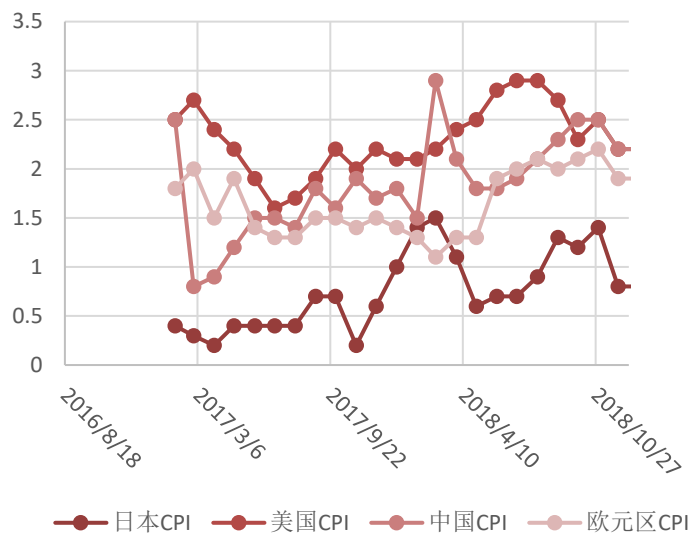
主流偏见的转换往往在旦夕之间。如同 2015 年 6 月市场的风云突变那样。在全球波动率远低于过去均值的情况下，波动率继续收敛带来的市场走高的空间极小，而波动率重新释放带来市场剧烈调整的空间极大。如今的股市又到了—个收益/风险极端不对称的关口。

经济活动指标

图表1 全球经济同步复苏

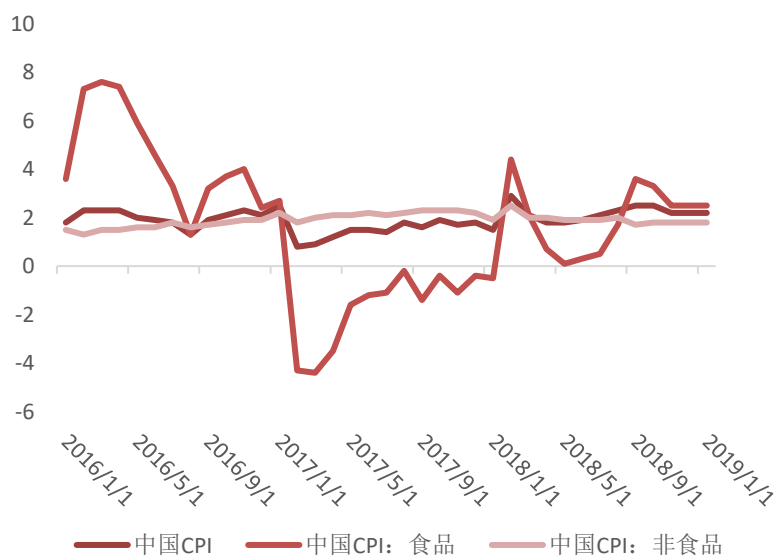


图表2 全球通胀预期升温

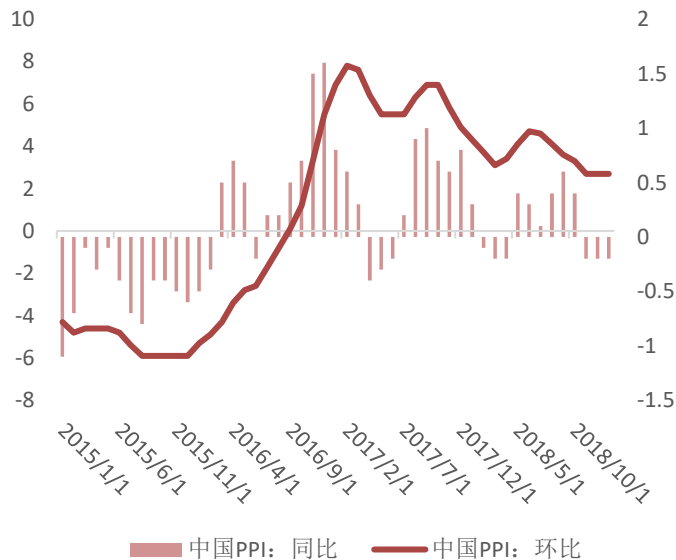


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表3 CPI 增速回落



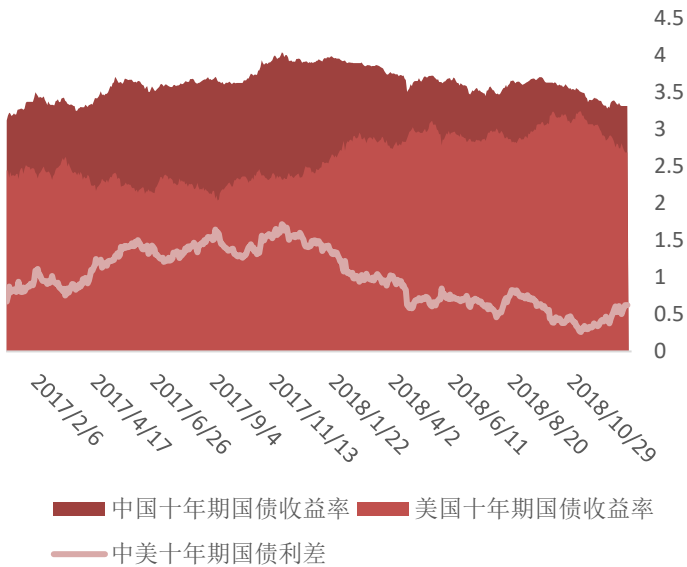
图表4 PPI 同比结束五个月下行态势



资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

金融市场动向

图表5 美国十年期国债走低，利差扩大



图表6 人民币兑美元贬值，兑一篮子升值

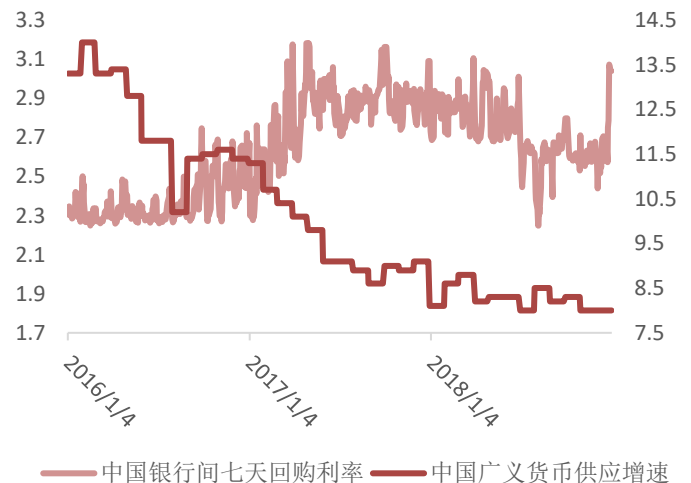


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表7 中国十年期与五年期国债价差走高



图表8 货币增速回落，利率高企



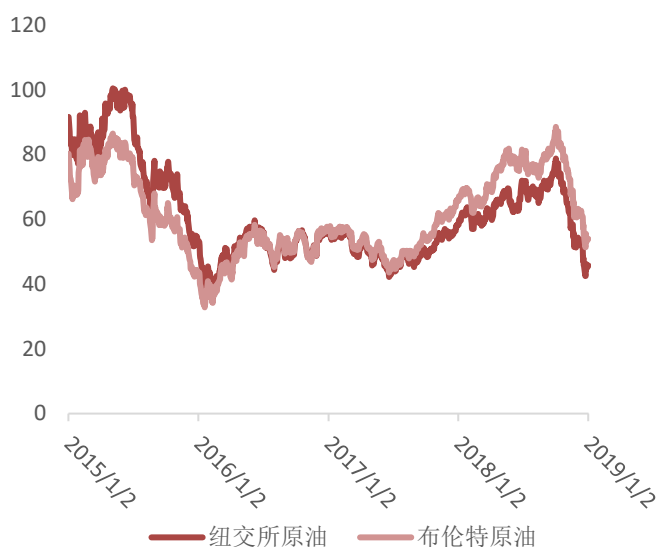
资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

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低

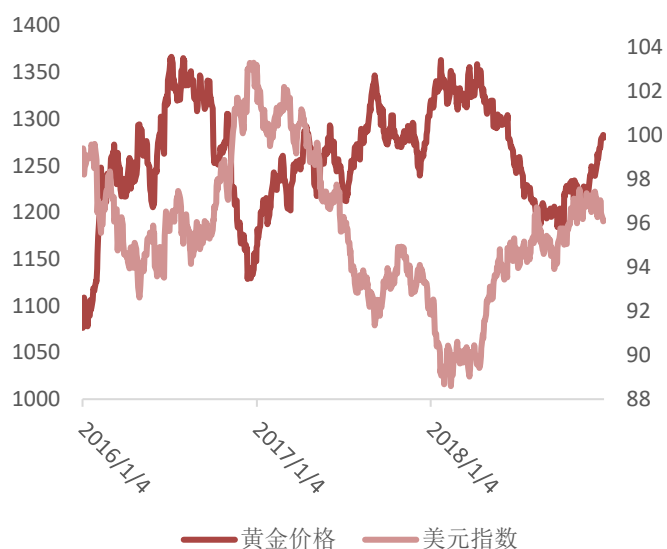


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 11 动力煤与焦煤价格震荡



图表 12 美元企稳，黄金上扬



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。