

头脑风暴：对目前市场的一些思考

8/9/2020

从七月初以来由于个人工作原因更新变慢了很多，这一周我就看到的市场变化和几点思考进行总结和归纳。

零利率全球化-美元的达摩克利斯剑

首先看下表全球主要经济体的十年期国债利率汇总表如下：对比日期为 2020 年初到现在。

| 10Y yield | US | GE | UK | JP | AU | CH | IN |
|-----------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|--------|
| 2020/1/1 | 1.83% | -0.21% | 0.78% | 0% | 1.26% | 2.70% | 6.59% |
| 2020/8/7 | 0.56% | -0.51% | 0.14% | 0% | 0.85% | 3.00% | 5.83% |
| Delta | -1.27% | -0.30% | -0.64% | 0.00% | -0.41% | 0.30% | -0.76% |

表一、全球主要经济体 10 债利率变化

从上表可以看到，由于联储在疫情开始前进行了连续的预防性加息导致整个 2019 年美国利率走势比较平稳甚至小幅上行在 2020 年初时候还在 1.8%附近，但是在疫情爆发之后联储将短期利率一口气降到零，长期利率跟随快速下降，目前的市场 10 年期利率大概维持在 0.6%附近，这基本上就是零利率了。那么联储为什么要进行这样大刀阔斧的降息操作呢。主要原因还是需要危机来临时候给与市场充足的流动性，但是只是依靠降息显然很难达到目的。我在之前的文章中分析过联储流动性释放的传导路径，特别是在金融危机带来的流动性危机时候降息基本上起不到很好的作用。因为市场会在短期内出现流动性陷阱，联储通过压力贴现率释放的资金会大量拥堵在银行的资产负债表上不会释放到实体经济。所以这一次联储配合降息还有很多的公开市场操作，包括直接收购政府债务和提供无息贷款给困难企业的方案来环境实体部门的流动性危机。下表总结了联储的声明和实际操作：

| Date | Proposed Ops Date | Program | Funded? |
|-----------|-------------------|------------------------|---------|
| 2020/3/15 | 2020/3/15 | Cut DC rate to 0 | |
| 2020/3/17 | 2020/4/14 | Com Paper Funding | NO |
| | 2020/3/20 | P-Dealer Credit | NO |
| 2020/3/18 | 2020/3/23 | Money Market Liquidity | NO |
| 2020/3/23 | 2020/6/29 | P-Market Corp Credit | \$50 B |
| | 2020/5/12 | S-Market Corp Credit | \$25 B |
| | 2020/6/17 | Term ABS loan | \$10 B |
| 2020/4/9 | 2020/4/16 | Paycheck liquidity | NO |
| | 2020/6/15 | Main Street lending | \$75 B |
| | 2020/5/26 | Municipal liquidity | \$35 B |

表二、联储的主要市场操作

从上表中看到尽管联储声明了无限量 QE 同时为所有债务兜底，但是实际上口头的鼓舞气势用意大于实际的购买量，而且大部分的项目并没有政府的 CAREs 刺激法案进行注资，所以联储的实际实行能力和口头的表态还是相差比较远的。美国政府从疫情以来的 2 万亿美元刺激方案在我看来像极了中国当时 08 年的 4 万亿救市。之后的带来的经济影响我觉得也会是雷同的。那么可以预期的美国金融资产大幅通胀时代恐怕近在眼前。

我们再回到表一，主要国家的十年期债券利率变化只有中国走的很另类，从年初到现在经历了疫情的影响之后不降反升。一方面说明了中国的由于是疫情的发源地所以最先开始经济反弹，债券市场同时配合开始出现风险偏好的修正。另一方面由于这种利息差的变化是全球货币流动的起始点，导致短期内人民币价值走势偏强。可以这么想，如果美国最终沦为负利率或者长期零利率国家，那么套息资本就可以选在进行美元和人民币甚至美元和印度卢比的套系操作。而以往的美元和日元的套息交易由于美国利率的大幅坍塌将不复存在。我们往往可以看到市场上在流动性危机时候会出现日元升值的情况，这背后的原因就是日元作为主要的套息交易卖出货币在流动性危机时候市场大量的退出套息头寸推高了对日元的买入短期内使得日元暴涨。所以日元成了全球公认的避险货币。这种利息差导致的货币价值差从而带来的避险属性未来很有可能在美元身上应验。以后美国长期维持低利率，美元就是很好的套息交易卖出货币，最终美元加入全球避险货币的大家庭。如果是这样的话美元未来的走势并不乐观，卖出压力进行套息交易的压力就像一把“达摩克利斯剑”。不得不说这一番操作下来几乎就是短期内放弃了美元的价值，希望迎来经济和通胀的回升，避免经济崩溃。

那么美元的走弱会有什么影响？我认为美元的走弱是短期提振美国经济的好办法，虽然长期来看必将损伤美元信用，美国作为全球最大的债务国主动贬值和无限量刺激确实深深伤害了所有债权国的心。短期来看竞争性的贬值势必带来出口的增长和产业的回流。配合政府出台的对应扶持政策可以很好的提振美国的制造业和出口产业，从而拉动美国经济。同时短期来看美元由于绑定了石油交易和国际电汇系统，所以对于美元的需求短期不会有很大变动，国际贸易依然依靠美元结算所以美国短期内并不担心债权国会放弃美元，在目前的国际金融系统范围内他们也确实做不到。所以联储敢于大刀阔斧的进行刺激，同时希望因此拉动经济抬升通胀。在未来期望着有一天在逐步退出现在刺激方案。

商品市场大幅反弹-对通胀的担忧

从疫情得到控制以后，商品市场的表现十分抢眼。其中黄金走出了纪录新高，铜完全收复失地年内价格正收益。见下图：



图一、黄金期货周线图



图二、铜期货周线图

从上图可以看到从疫情以来黄金走势节节攀高，目前已经是记录高点。这背后的原因来自以下两个因素：

1. 美元的大幅走弱引发对货币系统的担忧，引发避险需求进而推高金价。
2. 全球大量刺激政策，主要以美国的两万亿为主引起市场对未来美国通胀的担忧，加上现在全球的零利率环境基本上宣告了全球政府债券实际收益率是负数，进而推高了抗通胀的贵金属。

同时结合以铜为代表的有色金属走势就能看出，目前的货币信用崩溃的因素不是主要因素，而通胀率抬升同时国债收益率下行引发的实际收益率为负数，从而让投资者开始拥抱抗通胀的有色金属才是目前盘面的主要逻辑。

这么想的话就要回答一个问题，预期的通胀开始进行市场价格吸收，但是通胀会来吗？如果我们简单地把美国两万亿类比做中国四万亿的话那么答案是肯定的，美国会迎来通胀，同时这种通胀会主要表现在金融资产端。并且考虑到现在的股票市场已经略显疲态，有极大可能性通胀导致的资产金融化会开始外溢到地产行业，叠加政府鼓励制造业回流推高地产需求，从而引起美国的新一轮炒房热。从目前的市场反应来看股票市场是美国的金融资产主要蓄水池，在联储的刺激方案出台以后已经长出了新高，所以金融资产的通胀是已经得到了盘面验证的信息。如果股市的蓄水池能力开始触及极限，通胀就会开始外溢，把更多的实际资产金融化，叠加目前的美元加速贬值引起出口增多和制造业回流，引起新一轮的通胀就是大概率事件。当然我们还是以最后盘面表现为主进行预期修正，主要参考指标是**黄金价格，铜价格，棉花和白糖价格还有平均房租**。

美元崩盘创下季度贬值之最

美版四万亿出台之后，市场上对于美元的信用担忧喧嚣尘上。先上图感受一下美元的自由落体：



图三、美元指数周线图

三个月内美元指数疯狂贬值 10%，从疫情期间的美元风暴的高点 103 左右一路跌到目前的 93 附近。美元的大幅贬值我们之前讨论了，短期内确实是利好美国经济的，同时由于美元绑架的全球支付系统和石油交易，所以美国其实并不担心全球其他国家开始放弃美元。至少短期内不可能实现。所以目前出现了全球的困境，大家需要依赖于美元进行国际贸易，而美国就可以利用这一点无限量的发行美元对全球征税。所以每一次金融危机联储都能够帮助美国很好的过度，因为背后的货币信用体系注定了会让全球一起为美国的危机买

单。现在的美版四万亿更是很好地诠释了这种全球货币体系下的美元霸权。目前来看有一些国家开始尝试会比美元进行国际贸易，但是效果并不明显。我们就是论事，很直接的结论就是：美国经济在目前的货币体系下面是不可能崩溃的。因为美国的后面是全球债权人的眼泪。历史以来美国基本上都能够保持比较克制的经济政策从而稳定美元的信用，但是最近二十年来这种克制开始失控，引起了全球的担忧，但也仅仅是担忧而已想要摆脱对美元的依赖基本上不可能实现。从盘面上看的美元疯狂贬值有可能会引起通胀的外溢，导致更多的实体资产开始金融化。而美元的贬值也不会一直持续下去，因为国际结算和原油交易的需求势必给与美元下方有一个强力的支撑。

中国股市开始走强

中国股市的强势其实开始于 2019 年初，出现尖底之后其实 A 股的表现还是比较友好的。之后整个 2019 年的都处在箱体震荡，直到 2020 年 6 月再次爆发行情。这次行情的起爆点时间上刚好卡在了国安法宣布。不得不说这次的行情有很浓重的政治味道。但是我们全面的看一下盘面发现，这次的行情确实引起了市场整体的一致预期，主要变现为人民币开始强势和内盘债券崩溃。

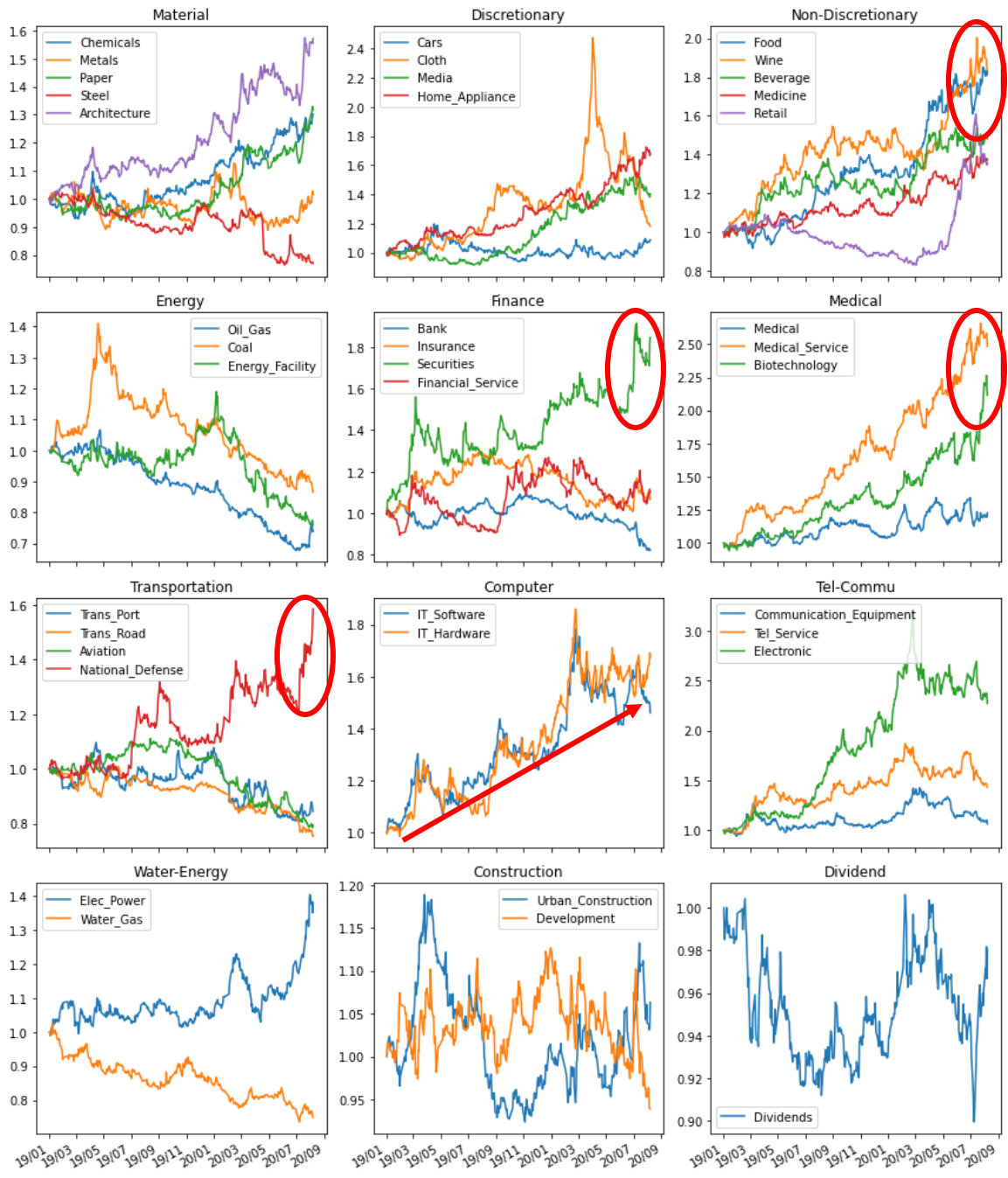


图四、IF 指数周线图

我们再回到表一的数据，可以看到中国是唯一一个从年初开始到现在利率位置稳定同时小幅上升的国家。对于国际套息资本来说，这是十分诱人的，如果对于美元未来几年内有走弱预期，那么利用美元或者日元对应人民币进行套息交易是不错的选择。那么短期内确实会有部分的外资流入炒作给与内盘市场一定的增量，同时债券同一时间遭到抛售说明市场选择了其他的投资方式，股票市场在这个时候就成了不错的选择。这也是目前市场反映出来的一致预期。但是本次的上涨确实没有基本面支持，未来预期受到国际孤立的影响十分悲观。同时人民币有很强烈的贬值需求和基础，未来等待市场预期回摆之后恐怕会出现人民币再次贬值伴随债券再次受到追捧，进而股票行情结束。

从行情维度来看，其实强势的起点开始于 2019 年已经持续了一年左右，现在的暴力放量上拉更多的有点类似行情白热化阶段，开始顶部筑顶。大幅放量之后按照以往的经验来看，外部环境会开始首先改变，比如恒指和国企指首先破位，然后内盘股指高位放量破位下行宣告行情彻底结束，开始回归基本面。

而本次内盘行情分板块来看有如下图所示的趋势：



图五、股市板块指数追踪（2019---）

从上图可以看出本次股市爆发的板块中主要是券商板块，医疗板块，白酒和食品还有国防板块。这些板块中，券商是每次行情爆发时候的领头羊因为券商经济业务大幅来源于股市的交易量和开户活跃度，白酒和食品一直是比较强势的消费类板块，属于人民消费刚需不具备行情爆发的参考。医疗板块是疫情开始以来就不断的走强属于目前的时事热点板块。但是这个国防板块的大幅突进显得和行情爆发格格不入。大多数时候国防板块的走势都是和黄金正相关的，这一次也不例外。黄金大幅突进创新高，同时国防板块长出新高。但是这两者都是具有明显的风险回避属性的板块，和大盘的上涨其实背道而驰。

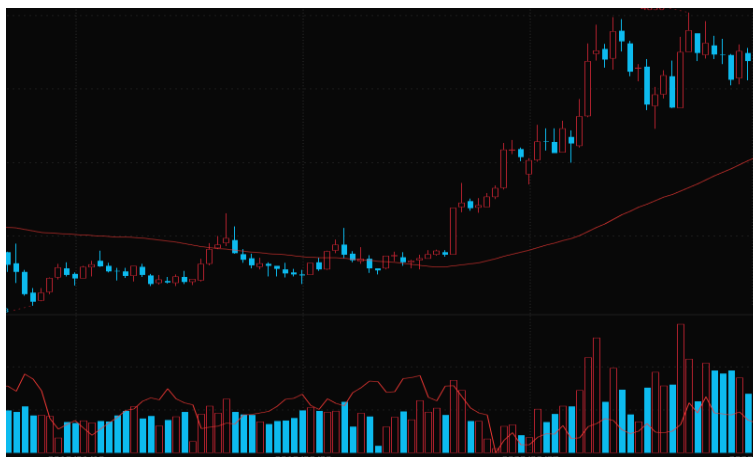
债券市场和商品市场的相关性崩溃

这一部分是我自己一直追踪的一个相关性指标，简单来说就是通过计算黄金对比铜和白银的相对强弱走势在对比国债期货走势来估计市场对于通胀的定价和预期。一般的，黄金减去铜的相对强弱走势反映了商品市场对于通胀的预期，这个关系越强表示市场觉得工业需求越弱，同时越弱就代表着工业需求越强。历史以来中国的国债期货都是反映着工业需求为主的通胀预期。一般来说，国债期货大幅下跌都是盘面对于工业品通胀的反应。但是这一次这两个指标背道而驰。详见下图：



图六、黄金铜价差和十债期货走势对比

这两个指标的剪刀差说明现在的市场对于十年期债券定价的逻辑开始改变，AU-CU 目前来看一路走强，黄金的暴涨，铜跟随上行，但是相对的涨幅力度铜远远不及黄金。目前来看市场更多的在对于贬值和通胀的定价并不来自工业需求的上涨，这和现在的大环境也符合。那么怎么解释现在的债券暴跌呢？首先债券的暴跌一定含有大量的对于未来通胀的担忧，但是这种担忧不来自工业品端，那么一定来自食品端。再看看目前的股票指数，食品和白酒股票指数确实节节攀高。同时中国的食用油期货大幅暴涨，玉米和淀粉的价格更是走出阶段新高。见下面组图（食品端的主要商品价格）：



大豆商品价格



菜籽油商品价格



玉米商品价格

我们看到盘面已经反映的十分明显了，对于依赖进口的农产品中国面临大量断供风险，三个商品集体走出新高，这一点已经证实了我们之前看到的债券价格崩盘对应的通胀担忧，这一次不是来自以往的工业品端了，而是来自于农产品端。往后的民生类产品价格还会继

续上涨，同时工业品由于需求持续下行会大概率开始走弱。以后的剪刀差还会继续一定时间。

现在市场环境下的展望和策略

资产配置方面：

股票市场---现在的内盘股市已经走强了一整年时间伴随暴力拉升之后军工板块和黄金狂飙突进。同时看到港股已经走弱，并不觉得后期继续配置股票资产是个好的决定。看空的板块主要集中在工业品行业，同时以食品为主的消费品行业会有进一步的涨价行情。那么食品行业和工业品行业的相对价差会进一步走阔。可以考虑做多食品同时做空工业品行业。

商品市场---同样的价差逻辑在商品市场也适用，由于退全球化影响导致严重依赖进口的部分农产品行业会开始暴涨。同时十债价格定价逻辑似乎已经转变到了锚定农产品端的通胀，配合着股票端早就已经疲软了的工业品需求，后市依然可以考虑做空工业品同时做多农产品。

债券市场---短期内央行的强刺激方案还会对债券市场有一定的冲击，大量的新发政府债务积压了原本的企业债市场导致短期内债券还是供过于求的格局不变。后期来看，退全球化导致的农产品涨价引起的通胀恐怕难以短期内消除，所以未来长期看债券的定价逻辑会开始下跌为主。但是不断地会有避险情绪推高的中短期快涨快跌行情出现。

目前我们持有的头寸：

做多橡胶

做空煤炭