

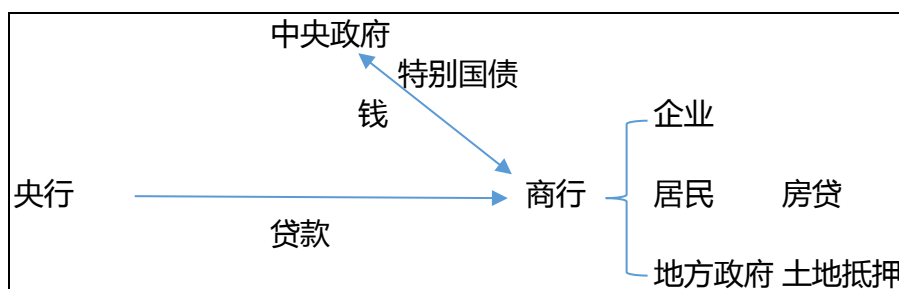
头脑风暴

---2020-06-16

本周市场出现了明显的不规则波动，债券市场以十年期为主的债券期货价格大幅跳水，承接之前的走弱趋势，现在已经明确进入空头区间。在本周三 16 号交易中更是一天之内跌幅高达 0.74%，对于每日波动都在 0.4% 以内的标的来说完全超越了正常的变动区间值得注意。先上图感受一下这个暴跌：



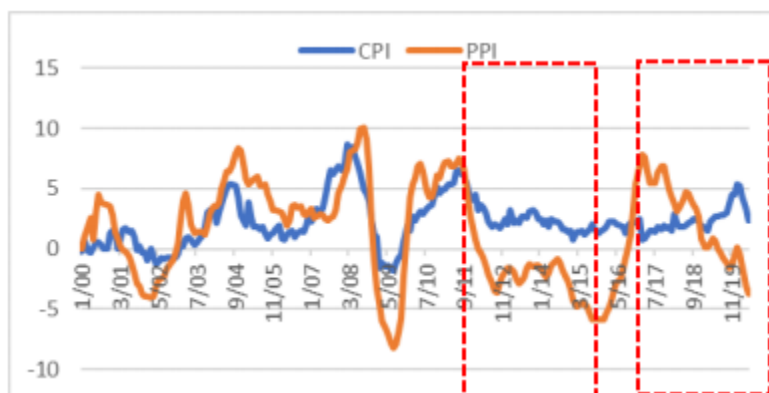
从六月初以来债券市场开始持续走弱，一般来说债券市场的长端价格下行对应了隐含收益率上行，也就是长端利率上行，那么预示着市场认为通胀会上升，同时大概率让整个利率曲线变陡峭预示着经济好转。但是目前的市场环境很难做出这种推断，我认为这次的十年期债券暴跌主要原因是由于政府将要发行的特别国债给与供给端过大压力的原因。特别国债的发行主要是用于支撑政府开销的，很明显今年的政府税收大量减少，同时由于疫情导致了卖地收入和价格也在减少，特别是地方政府开始感到压力倍增。这次超额发行特别国债就是为了缓解财政压力而来的。特别国债的发行和普通国债的渠道是基本一样的，见下图：



政府只能通过商业银行购买政府债券的方式进行融资，商业银行在决定购买贷款时候有多种选择，政府债务的风险肯定是最底的，但是同时回报率也是最底的。如果商业银行一起放弃购买政府债务的话那么政府的债券就要打折出售，这时候就会引起债券市场的短期下跌。这一次的债券大跌基本上就是这个逻辑，短期内中央政府发出了过量的特别国债，导致这些高信用基本无风险的债券占用了商业银行的购买力。是的短期内国债市场供过于求，债券开始下跌。那么问题来

了？为什么商业银行不开足马力全部吃下这些特别国债呢？他们都是无风险稳赚不赔的买卖。同时可以明确相信中央对这些商业银行下达了确定的购买指标的。因为所有的大型商业银行（四大行）都是国企，在购买政府债务这件事情上其实没有什么自主权。市场会有这种暴跌的反应恐怕还是因为现在商业银行的流动性不足，市场担心商业银行很难一次性吃下特别国债的原因。这就要看上面那个图中央行的行为了。央行在最近一次的流动性释放中并没有降息，市场预计未来的利率发布也不会选择降息，这直接导致了商业银行的购买力担忧，如果市场上商业银行购买力不足，那么中央政府的特别国债可能就要折价出售导致整个债券市场恐慌。

但是我们从另一个方面来看，长期来讲，长端利率的决定因素还是以经济通胀前景为出发点的。如果未来通胀起不来，或者有通缩的可能那么远期利率势必继续下行。全世界范围来看利率下行甚至跌破零利率是“新常态”。这背后的原因牵扯到货币流动和消费观念还有人口年龄分布等等，比较复杂不在周总结中详细讨论了。结论就是，目前中国经济大体上是过度放水本币购买力严重贬值，总需求走弱导致实体产业通缩，原材料端连续下跌，金融资产（房地产）泡沫严重的情况。所以未来假定总需求没有改善的话，实体产业的通缩格局基本上会持续下去，再次放上我上周使用的图（CPI 和 PPI 对比图）感受一下：

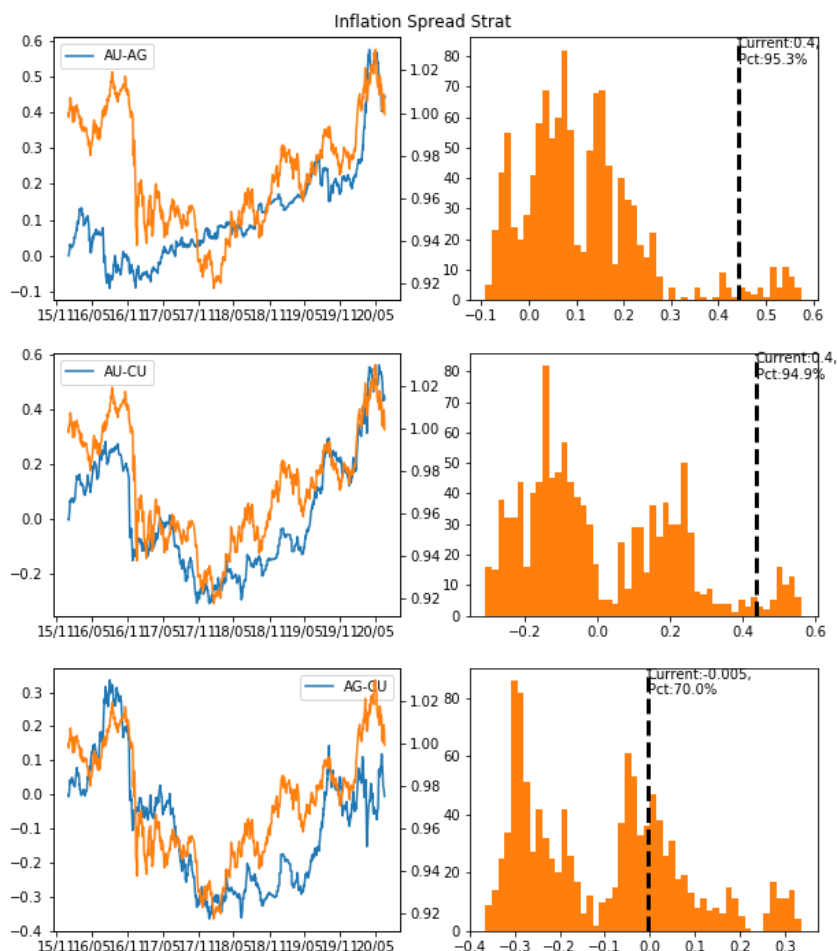


PPI 的暴跌说明了原材料端生产资料价格崩塌，这种崩塌基本上都是由于总需求不行引起的。同时一旦 PPI 下跌形成趋势往往会连续一段时间的弱势走势不变。所以可以预计未来至少两年内原材料端都是通缩的。同时居民消费品价格 CPI 也开始了下行，说明工业生产和居民消费同时下降，这都是通缩的具体信号。那么通缩的大环境确定了之后，对于十债利率有什么影响呢？答案基本上肯定的十债利率会下行同时价格上涨。道理很简单，现在的十债利率如果高于通胀指标很多，那么投资债券就是稳赚不赔的，若果预期以后通缩会到来，那么债券的固定收益特点会带来额外的真实收益上涨，就更划算了。所以投资者有理由买债券。通缩了之后企业盈利会变得困难，因为入手的原材料经过加工之后生产品反而会因为通缩而逐渐贬值，这就造成了企业利润率会持续下降，反映在股票的基本面导致价格下跌。再看消费者端，如果有了通缩预期那么会开始延迟消费，因为等一年之后会降价，这就导致了企业的产出品更难以高价卖出，雪上加霜。这种环境下在投资实体产业股票就是违背经济规律了。那么资金不流向股市，势必就要流向楼市和债券市场，跷跷板效应下会继续推高楼市和债券市场的价格。这就是为什么长期来看债券还是要涨的根本原因。

所以，目前的特别国债导致盘面短期过度供给价格下跌是无法避免的市场行为，因为商业银行需要筹措资金吃下特别国债导致购买力不足但是市场国债供给过大。价格短期内被扭曲，长期来看

债券因为经济下行和总需求疲软，通缩阴影加深导致债券成了避险好品种，同时对抗通缩的利器，必然被再次追捧。这其中有明显的交易机会，等待债券期货企稳之后买入长期持有是个不错的选择。

我们顺着这个思路再看商品市场还有什么机会，短期内的债券暴跌目前被盘面如果消化的，我们使用通胀预期拆分对比方法（黄金-白银，黄金-铜，白银-铜）：



从上图我们看到目前来看最贴近国债变化情况的解释因素是 AU-CU，也就是黄金和铜的相对变化差距。这个指标代表了纯粹的金融价值（黄金）和工业价值（铜）的相对差距，大幅下行说明市场预期工业需求开始快速升温，铜的相对走势开始远远强于黄金走势。短期来看受到疫情复工影响确实合理，市场目前的行为还是偏向短期为主的。那么中长期来看黄金和铜的相对变化应该还是向上运行为主导的，这就是我们之前说的债券价格未来还是看涨的。我们可以使用这个作为观察的指标，预期债券价格触底开始走强的时间和黄金与铜的相对差距开始重新走强的时间差不多。所以等到那个时候最好的是做空铜做多黄金的操作，同时配合做多国债期货，属于顺应疫情后需求疲软的做空经济策略。

撤点儿题外话：关于中国免去亚非拉穷兄弟外债，同时对内实行国币管制的新闻热度很高。

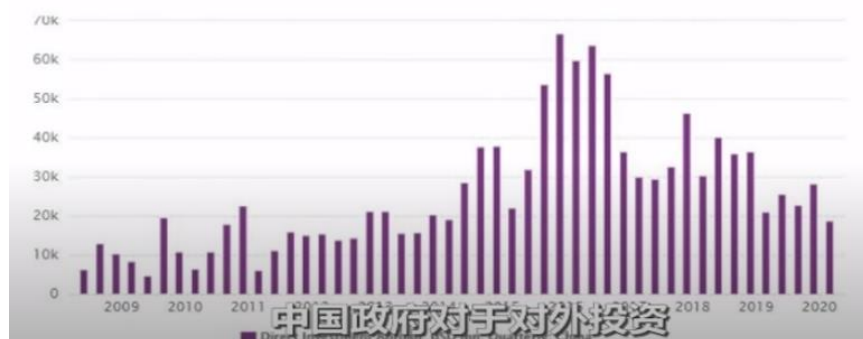
这个问题主要的来源根基还是从一带一路这个根本就是乱扔钱的项目说起：

中國的新絲綢之路



沿途的投资国家的信用综合评级非常差，中国从 08 年之后开始对外投资，而这种投资大多是以对外贷款，兴建基础设施然后等待外国慢慢偿还的模式，现在遇到疫情之后外国直接不想还钱了，中国政府决定免去外债偿还。

China Direct Investment Abroad



这种操作其实就是当时乱投资的后果，那些贫穷的地方其实根本没有可以承担大量债务的偿还能力。举个简单的例子：你借钱给了一个山区贫困人口，你说我帮你们村建一条铁路，你们欠我 1 万亿，之后你们慢慢还。而这些贫困人口基本没有人用铁路也没有足够的收入来偿还你的 1 万亿。结果就是你把钱花了，他们赖账不还了。但是问题来了，你已经把钱花了怎么办？你的家庭需要用钱，比如你的小孩要上学你把钱借给了穷人，他没办法上学了怎么办？政府给出的答案是：上什么学！哪儿凉快哪儿呆着去！这个例子很好理解。为了完成这种压榨他就必须采取一些措施，包括：数字货币替代纸钞，大额现金管制，要求淘宝卖家补偿最近三年的税款等等。没有一项不是对内剥削的政策。这就是中国如何应对疫情的措施。最终会导致居民储蓄被进一步的掠夺，现在还能支持这种政策的人往往就是因为还没有剥削到他的头上而已。我们不讨论政策是不是正确，单从投资的角度来讲，任何一个家庭成员如果用全家人吃穿用度的钱来投资了非洲难民，然后导致家庭小孩连学都上不了了的情况，那么这个人非傻即坏！

我们总是听到说美国对抗疫情不够有效率，导致美国感染人数全球第一。这个结果是实在的，美国确实感染人数和死亡人数很高，远远高于中国。我们来对比一下中美两国采取的对抗疫情措施：其实两个国家都是采取封城隔离的举措，本质上没有任何区别，只是中国可以使用暴力让人们都不出门，但是美国只能建议人们不要出门。结果就是大量的向往自由的人出门了然后感染了，然后感染人数全球最高。这并不是一种应对失败，而是一种地区文化和制度带来的不可避免的缺点。所以在这个事情上政府其实并没有做错很多。那么财政方面呢？美国向每个低收入者都发放了 1200 美金的救助款，中国则发了一大堆电子消费券。这种消费券根本帮不到低收入者，因为他们压根儿连用这个券的钱都没有。往往想到这里我就很难过，有钱免除外债，没钱给老百姓发钱就是一个国家的家长应有的作为吗？之后的事情就更是奇葩了：美国开始了企业救助计划，提供免息贷款，甚至直接提供不用偿还的现金救助。这段时间看到甚至有人开始注册空壳公司来骗取政府的救助，因为美国政府确实在实打实的给企业现金。中国呢？开始推行一种全世界都不会接收的电子货币让老百姓的纸币被废除，以后一辈子都出不了国门。同时开始反向征收淘宝卖家三年前欠下的营业税，然后呢老百姓使用现金也要大额管制了。我实在没法再想下去了？稍微有正常思维能力的人都不会认为这是有力的管制了疫情吧？可以这么说如果政府能够稍微对人民好哪怕那么一点点，以中国几年前的经济实力完全可以实现让我姐姐（一个住在山区的残障人士）都能有个好的生活，而不是现在我们天天担心她是不是会有生活问题，同时我们还要为此付出沉重的经济负担。政府的职责是保障社会的良好运行和人民安居乐业，对于真的需要帮助的人不能当做弃子丢掉，别看有的人因为现在的政策得到了一定的利益就很开心，拥护这种根本就是没有道理的制度，总有一天会轮到他被当做弃子丢掉的。到那个时候他才会幡然醒悟，然后开始新一轮无意义的仇恨。这才是一个中国人应该思考的社会现状。