

Mikko的笔记 (20201222)

监管对市场有利，也对市场有害

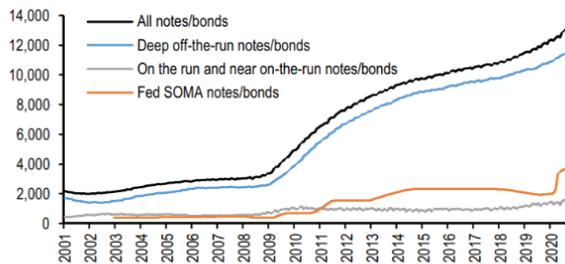
危机后的监管在帮助市场的同时也损害了市场。在本次疫情危机时，银行的资产负债表要比上一轮危机时强健得多，资本更多，流动资产更多，短期批发融资更少。这就是监管加强带来的好处。因此当危机时企业无法在资本市场融到钱的时候，银行可以很快通过信贷能力来承接他们的流动性需求。

但是，当市场突然对国债的变现需求增强，这将严重限制交易商在固定收益市场其他领域进行中介交易的能力。危机以来美债的规模增长了4倍！市场的流动性变差了，而且都是旧债。但与此同时，国债规模的增加并未伴随一级交易商的扩张，而且存量的交易商的资产负债表也受到了监管的约束。这也就导致了2019年底的回购动荡。3月时的流动性危机也是如此。因此在流动性出现缺口时只能依赖FED。

但是FED入场又导致银行的资产负债表疯狂扩张（准备金增加），这进一步影响了交易商的做市能力，因为这会影响到SLR监管指标，因为SLR是根据其规模计算杠杆资本的。也就促使FED不得不将准备金和国债排除出SLR的计算。

Exhibit 1: The size of the Treasury coupon market has grown 4x since the GFC, most of which is less liquid and deep off-the-run

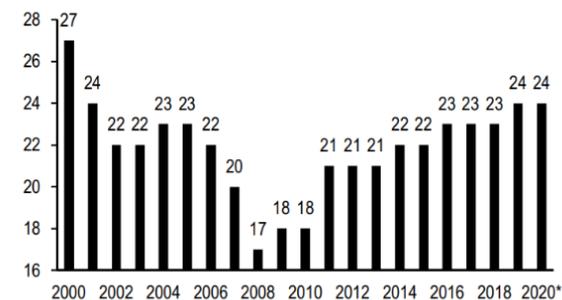
Nominal Treasury notes and bonds, on-the-run and near on-the-run, deep off-the-run, total, and Fed SOMA holdings (\$bn)



Source: US Treasury, J.P. Morgan, Bloomberg Finance L.P. Note: On-the-run and near on-the-run is an estimate of total current, old, double old, and triple old nominal Treasury notes and bonds; deep off-the-run is all other nominal Treasury notes and bonds

Exhibit 2: Dealer capacity hasn't kept pace with market growth given regulatory constraints even as the numbers of dealers have grown

Number of primary dealers at year-end*



Source: Federal Reserve Bank of New York
* As of 8/12/20

今年投资行业发生了哪些微观变化？

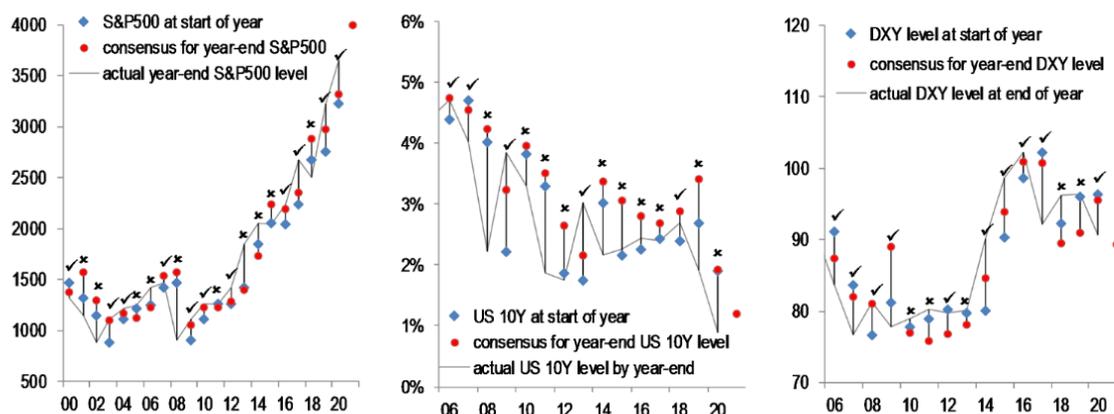
- 就百分比结构而言，股票的扩张幅度一直小于债券或现金
- 私人资产类别滞后于公共资产类别的增长
- 就本轮疫情而言，黄金、比特币等替代“货币”是主要受益者
- 在股票市场中，亚洲新兴市场增长最多，而拉美则收缩了
- 信贷类别中，份额最强的增长一直在欧元区的垃圾债
- 在投资者类型中，共同基金、ETF和主权财富基金等今年的资产管理规模似乎出现了两位数增长，从而提高了它们在整个投资者群体中的份额。对冲基金以及养老基金和保险公司则仅有个位数增长
- 我们发现，目前很难不把比特币定性为超买
- 与此同时，我们也承认流入灰色的资金——每月10亿美元的规模太大，这么大的买入规模不足以让动量交易员平仓以造成类似于去年下半年出现的那种持续的价格负面冲击
- 但一旦灰色的资金流入出现停滞，那么就可能出现2019年下半年的情况

华尔街错得很离谱吗？

从JPM的报告来看，每年的年度报告预测并没有那么糟糕。

Chart 3: Consensus forecasts are more often wrong about Treasury yields and Equities than about the US dollar

For each calendar year, chart shows market level on Jan 1 and Dec 31 versus the year-ahead consensus in January. Checks (x's) indicate that the consensus forecast for the year ahead proved correct (wrong) 12 months later.



Source: J.P. Morgan

日本投资者的动向

- 相对于历史水平，海外杠杆投资者的日元头寸看起来较高，但**日经指数的头寸则低于平均水平**。
- 这也符合我们为日本国内保证金交易者设定的日本股票仓位指标，以历史标准衡量，该指标看起来相当低。
- 我们此前所估计的GPIF当前季度再平衡资金已经落位（抛售价值250亿美元的股票）
- 这减少了年底全球股市的一个潜在负流动，并消除了日元的一个潜在正流动。
- 我们认为日本投资者美债的对冲比率有可能上升，这可能对日元兑美元有利。与此同时，我们预计他们对欧元区债券的对冲比率有下降的风险，**这可能是日元兑欧元的不利因素**。
- MassMutual对比特币的收购表明，**机构投资者对比特币的广泛接受，正从家族理财机构/高净值人士向保险公司和养老基金等更传统的真实货币投资者扩散**。

高盛谈联储加息

虽然高盛预计明年美国的经济增长将远高于普遍预期，失业率也将进一步大幅下降，但Jan Hatzius预计在2025年初之前美联储还是不会加息。**主要原因是美联储的新框架大幅提高了加息的门槛**，特别是更加强调实现通胀，以证明加息是合理的。

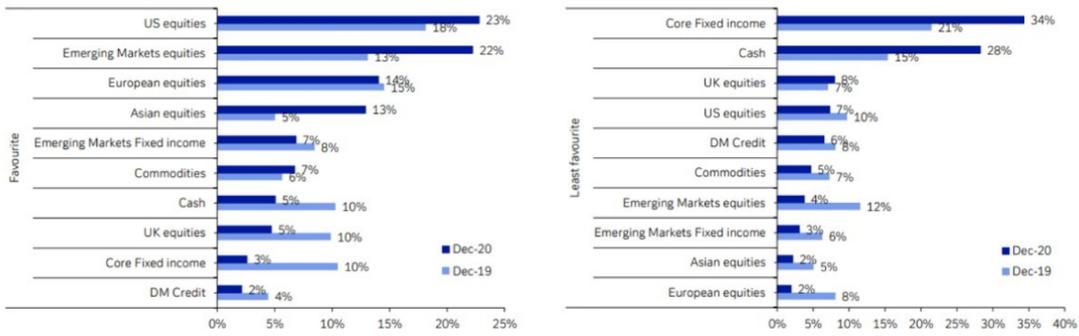
预计核心PCE通胀率在明年春季由于临时因素短暂升至2%以上，但由于医疗保健和住房方面的近期通货膨胀减缓，以及劳动力市场的长期疲软，**核心PCE通胀率将会受到抑制，直到2024年才会逐渐回升至美联储的目标水平**。尽管预测通胀率将在2024年下半年超过2%，但高盛预计要到2025年初，市场才可能看到通胀超过2%的目标并激发持续超过2%的信心，随后触发联储加息。

市场对加息的预期高度不确定，期权价格目前显示，**2023年第二季度首次加息的可能性为30%**，2027年政策利率在当前水平（25个基点以内）的可能性也为30%。

这说明联储新框架所面向的已实现的通胀水平在时间维度上非常难以判断。

德银的调查显示，目前市场有着惊人的共识——做多股票，别碰债券也別留现金。

Figure 1: From the list provided below, please select your favourite (left) and least favourite (right) asset class for 2021



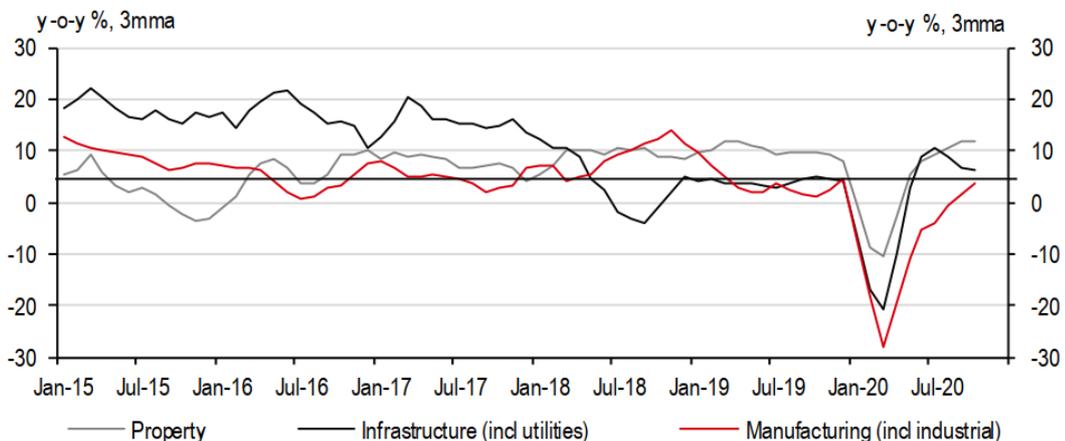
Source: dbDIG Survey, Deutsche Bank Research

中国经济明年五大主题

中国在2021年的五大经济主题（屈宏斌），由于中国显示出坚实的复苏迹象，我们将2021年的增长预期上调至8.5%（原先为7.5%）。

- 私人消费正逐步赶上，由于遭到收入下降和对新冠肺炎疫情变得更加谨慎的双重打击，今年中国家庭部门的支出放缓。预防性储蓄保持高位。不过，随着经济复苏的加快，就业和收入增长应该会逐步改善。我们预计，这将提振消费，尤其是服务业和非必需品消费。2021年，**零售额可能达到大约两位数的增长。**
- 出口保持强劲，疫苗的推出可能会减少全球对与疫情相关的出口产品的需求，但我们也预计这将导致全球消费支出的反弹，从而起到对出口的支撑作用。与此同时，尽管中美双方可能不会明显改变原先的立场，但中美关系应该不会再像之前那么动荡，而人民币升值对企业来说仍是可控的。2021年出口将同比增长7.9%。
- 投资转变，基础设施和房地产投资引领了今年的经济复苏。随着政府债券发行量减少和房地产开发商融资规则的收紧，**这两个增长引擎在2021年可能会放缓。**但在需求走强、产能利用率上升和数字化程度提高的背景下，**制造业投资应该会反弹。**
- 通货紧缩的风险仍然大于通货膨胀，Headline CPI和PPI目前双双陷入通缩。我们预计，随着猪肉供应恢复，2021年CPI将保持低位，同比增幅平均为1.0%。尽管GDP增长强劲，但需求拉动型通胀的风险很小。**明年通货紧缩仍是一个更大的风险。**
- 政策退出还早，财政扩张的支持水平可能会降低，广义上的财政刺激将从今年占GDP的8.4%降至2021年的5.7%。然而，从经济基本面来看，中国央行没有必要匆忙收紧货币政策。在政府借款减少的情况下，社会融资总量的增长可能会放缓，LPR预计到2021年仍将保持在3.85%。

Chart 8: The recovery in manufacturing investment has lagged behind property and infrastructure investment



Source: CEIC, HSBC

澳洲对中国的出口有多大？

澳大利亚的经济从结构上受益于对中国出口的长期繁荣（反映在较高的出口价格和出口数量上）。出口总额从2000-2001年度的80亿美元飙升至2019-2020年度的1670亿美元的创纪录水平。

在近20年的时间里，这一数字的年平均增长率为17%。尽管疫情对这一年的部分时间段产生了负面影响，但在2019-2020年度，出口仍同比增长14%。

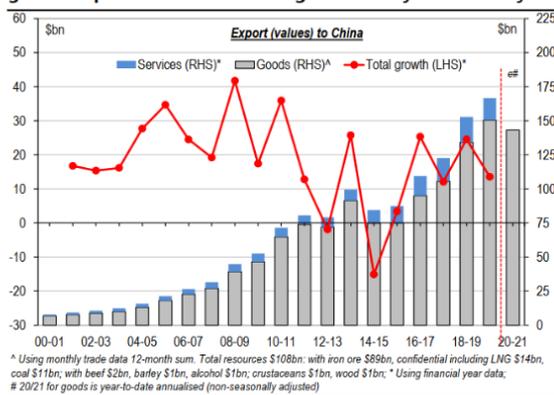
出口占澳大利亚GDP的比重从2000-2001年度的1%跃升至8.5%。

到目前为止，澳洲出口到中国的比例是最大的，在2019-2020年度占35%。从商品出口的份额数据来看，最近几个月对中国的增长幅度更大，超过了40%，是所有国家中最高的。这是澳洲贸易顺差持续接近创纪录水平的主要原因，也是自20世纪70年代以来经常账户首次出现顺差。这也是澳元升值的主要驱动因素。

在2019-2020年度澳洲对中国出口的1670亿美元总额中，迄今最大的出口类别是商品（1500亿美元）；远远超过服务业（160亿美元），其中大部分是教育（100亿美元）。

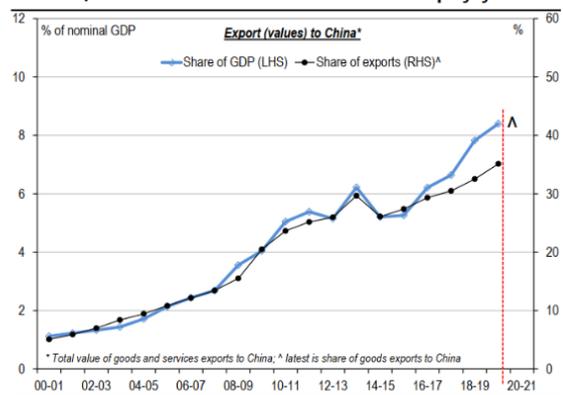
在商品领域，主要出口的是资源品（1080亿美元）——最大占比是铁矿石（840亿美元，实际上在截至10月20日的12个月内增至890亿美元），远远领先于其他项目，包括液化天然气（200亿美元）和煤炭（140亿美元，在截至10月20日的12个月内已回落至110亿美元）。

Figure 1: Exports to China boomed from \$8bn in 00/01 to \$167bn in 19/20, averaging growth of ~17% y/y; with goods exports in 20/21 tracking down only moderately



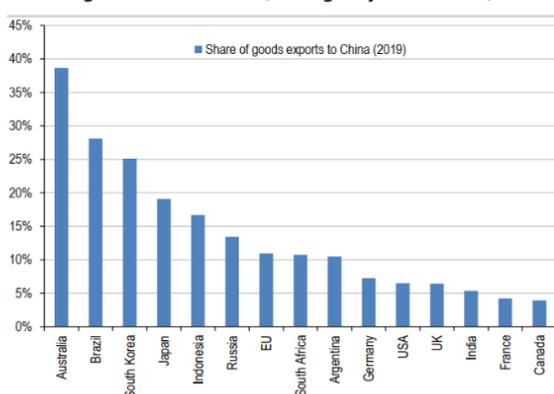
Source: ABS, UBS

Figure 2: Exports to China surged to a 35% share in 19/20 (& >40% of goods in 20/21 so far); lifting from 1% of GDP to 8½%, a 'direct' contribution of almost ½pt y/y



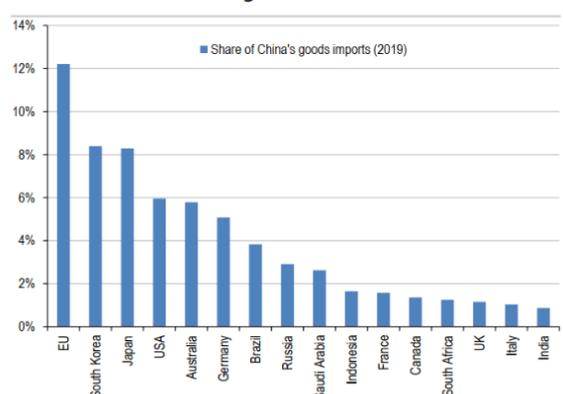
Source: ABS, UBS

Figure 3: The share of Australia's goods exports to China is the highest in the world (among major countries)



Source: Factset, UBS

Figure 4: The share of China's goods imports from Australia is one of the highest countries shares at 6%

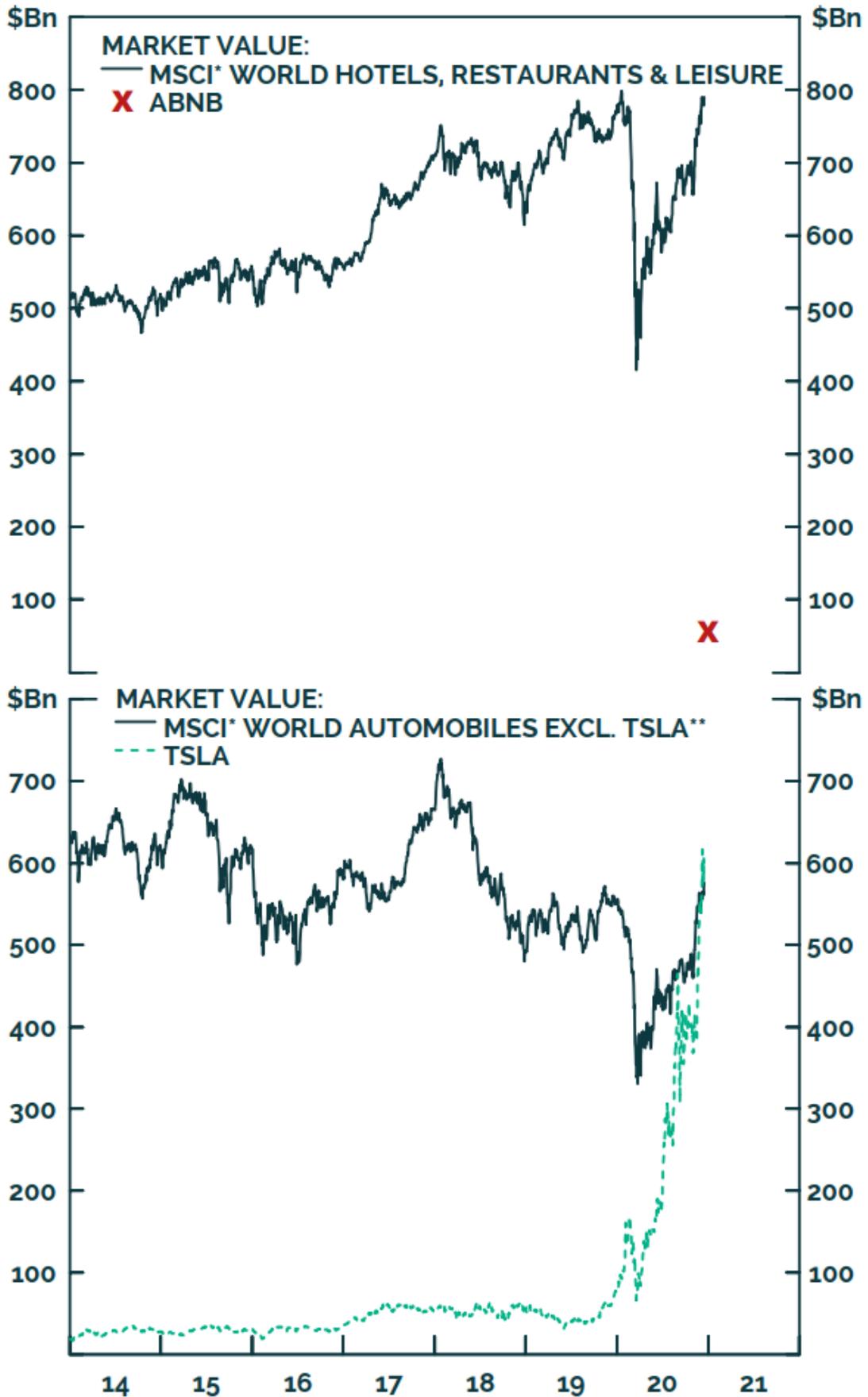


Source: Factset, UBS

干FABNB卖TSLA

BCA在其报告中指出，他们看好共享经济对千禧一代的重要性。因此在本月在自己的千禧年组合中已经把Facebook换成了Uber，现在是拿掉特斯拉换成Airbnb的好时机，主要原因是特斯拉已经大的跟其他大车企加起来差不多了，而Airbnb相对于行业来看还有很大的上升空间。

CHART 1



*IN US\$ TERMS, SOURCE: MSCI INC. (SEE COPYRIGHT DECLARATION)
**USING 742,686,067 SHARES FOR FLOAT CALCULATION

价值股的行情就那么几天

如果你看好价值轮动，千万不能进进出出做短线。从数据上看，年初到疫情爆发时成长跑赢价值8.2%，疫情期市场暴跌成长跑赢价值6.8%，此后的见底反弹行情又跑赢了32.5%。

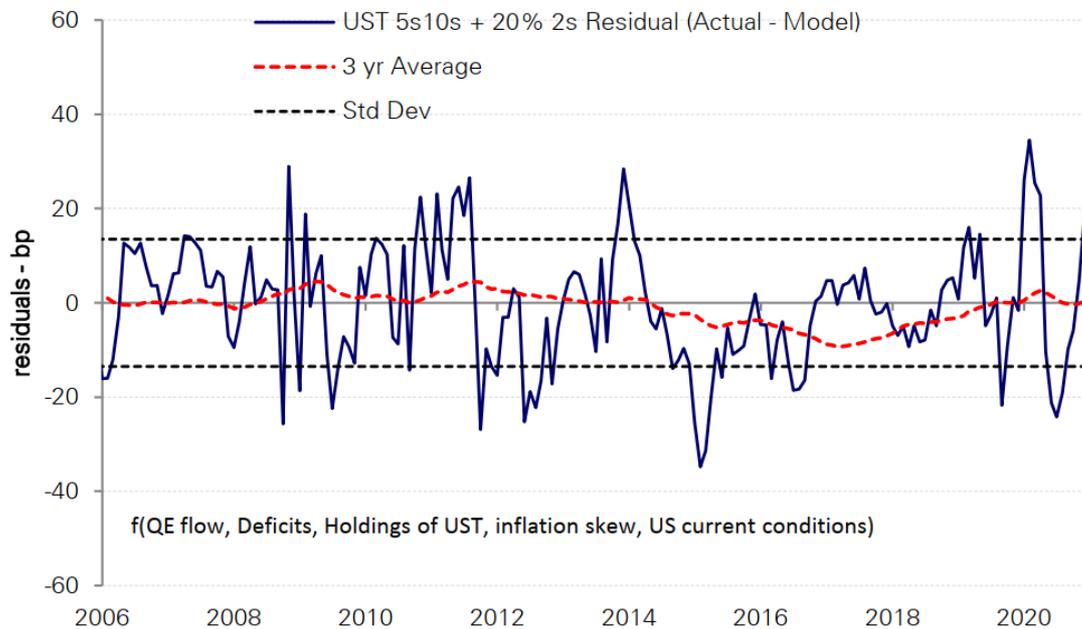
而价值的几波良好表现聚集在那几天的疫苗新闻以及耶伦被提名财政部长当天。自耶伦的消息以来，70%的交易日中价值都是跑输成长的。

期限溢价过高=长期美债收益率下来？

过去几年，期限溢价的走向脱离了美联储的政策周期，一直在往下降。最近，市场的一致看法是期限溢价应该进一步走阔，因为预计长期利率会进一步上行。

德意志银行的量化团队认为这种看法不对。他们基于量化宽松的资金流、美国的赤字水平、美债的持仓以及的现状构建了模型，认为目前市场所定价的期限溢价过高。

Figure 4: Term premium model residuals



Source :Deutsche Bank, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics