

## 本期内容

>>本文仅限作者观点，点击上方视频收看！

大家好，关于2019年的整个展望，我想第一个话题仍然还是从美债上去聊。2018年开始以后，我给大家做的路演中所有的内容都是基于债券来决定整个FICC，全球的大类资产在我的框架中就是从利率、利率期限结构开始展开的。

我们非常关注美债的长短端的情况。因为伴随着美国的加息，长端利率的水平直接关系到风险的时间点。在今年年初的路演中，我跟大家就强调过，美债长短端的逐步扁平化——就是说当它的长短端利率接近于10，两年期接近于30个BP以下，美债长端、十年期上到3的这样的一个条件出现以后，波动率是一定会来的。它只会迟到，但它绝对不会不到。至于说什么时候发生，在年初的时候我说，这个东西我们判断不了，因为我只知道温水煮青蛙，随时有可能把你煮掉。

但是我说过，整体来讲，18年是防御的一个阶段，随着之前的这样一个条件出现，对于全球的权益，整个2018年是0以下的收益。从目前已知的结果上来看，基本上已经是这样的一个结果了。并且2018年已经出现了2到3次“蛙跳”的情况。

当然了，最近进入到四季度以后，我们也看到更加明显的一个迹象，就是之前我们说的美

联储的态度。美联储的态度，这个前瞻性的信号其实已经有所转弱了。这一切在表达着什么呢，在债券市场上做出了表达。

最近这几天，大家可能都在关注中美之间的谈判，这个谈判我觉得可能也就只是在短期的情绪上得以要么宣泄一下，要么缓解一下。它并不是我们整个大类资产的微观的核心，它可能涉及到宏观，就是关于全球经济一体化是否要进行重塑，全球再平衡的一个开始。它离作用到微观资产，其实还有很长的路径。对于我来讲，我更关注的还是核心的核心——利益曲线。

美债的利率曲线是绝不可以忽视的。我们看到最近下行的速度已经非常快了，就像我们三季度做的路演一样，美国经济什么时候开始走弱我们不知道，我们只是说它可能很快就会到来。在债券市场上的反应就是对于长端利率来说，比如说30年期或10年期，我们一直判断的就是在3.3可能会完成倒挂，或者接近于倒挂。目前我们可以看到，不同的期限结构中这个倒挂已经开始出现，我们在短端的五二的价差中已经看到了倒挂的迹象。



付鹏的财经世界

- 利率曲线的扁平化-FICC的锚

- 我们用TOPIX来衡量全球资本流动



的看空，你提早去做这个事情，可能有点得不偿失。没错，话其实说得都很对，但是你会发现就类似于当年的大空头一样，他们做的更多的是一个左侧的，在2006的年终开始就认为次贷危机可能是无法避免的。

实际上我们说这只是交易的timing的问题，时间点的问题。你喜欢满仓交易、满仓梭哈，那你当然是要择机，否则你在左侧干得早了你就挂了。但是如果是一个策略型的交易，大的资金寻找的是布局从撤出到再次的进入，它需要很长的时间，他可能要考虑的就是在左侧就要开始规避风险，甚至开始逐步地选择其它衍生品工具去防御，这个我觉得没有什么谁对谁错的问题。

很多人很纠结这个东西的对错，但我觉得只是一个左侧和右侧的选择的问题。这个选择其实更多的并不在于人，而是在于你管理的规模、资金的情况、资金的属性等等。抛开这些东西去单纯的谈交易，我觉得没太大的意义。所以说从策略到交易还有很长的一段时间。

利率的倒挂给我们提了一个醒，否则如果你不知道这个事情究竟会怎样预演的话，搞不好你可能会在2006年到2007年过程中非常的兴奋，但是却无法准确地避开2007、08年的次贷危机，很有可能就会被埋里头。

所以我说这里面没有什么绝对正确的操作手法，操作手法绝对是因人而异的。但是逻辑上很清晰，倒挂意味着风险将到来，风暴将到来，温水煮青蛙将到来，甚至准确说不到倒挂

这个波动率就已经开始抬升了。那么你要做的可能更多的倾向于防御，而非倾向于主动地向上去进攻，甚至可以去布置左侧的头寸，这个完全取决于你个人。这个逻辑我就不陈述了，paper上都有。

但是我可以说一下为什么美债长短端扁平化会引发负债的问题。对于金融机构来讲，整个投资组合中间实际上是负债决定资产，所以说负债的成本、债务的久期决定了它对资产的偏好。这就是为什么我们的大类资产更多的是从利率端开始去讨论问题，对吧？利率的冲击实际上也代表着无风险的成本，还有在时间轴上，久期的变化对负债的影响。所以这个东西会透过结构对大型投资者和金融机构在资产端的偏好上影响其变化，进而影响到权益市场和各大类资产之间的轮动关系。

当然了你也可以理解成长端债券已经代表着某种预期了，市场上聪明的投资者其实已经在债券市场上做出了他的选择和反应。这种讲法其实没有任何的毛病，是完全一致的。所以说有的时候，反馈就是一个不断催化的过程。

我年初的时候写的日记跟大家讲说这叫“温水煮青蛙”，一切只是时间的问题。它其实就是一个过程，它并不是马上说今天怎么样了，明天就怎么怎么样了，对吧？这个有点太功利了。债券的周而复始的状态都非常得明显，然后呢这个

结构扁平化和低波动率最终导致的就是波动率会被放大，波动率放大了以后，被迫使得货



币政策进行调整，期限结构再拉开，然后市场再进入到一个由货币政策作用下产生的反馈效应，这是一个过程。你可以看到它是一个联动性、周期性的过程。

如果单纯的从债券的维度上来讲，我们大概在2014年前后其实就已经进入到短端收缩的一个状态。但是我们可以看到长期增长的预期一直维持在3.3，并不是特别强。现在我觉得已经到了临界值了，从2018年开始，其实这个临界值就已经在发生了。对于2019年，毫无疑问仍然会贯穿。

对于最重要的资产的影响，毫无疑问是关于权益类的。这个东西对权益的影响是非常大的。我之前讲过为什么我们不太愿意把这个东西跟跟美股比较，虽然说它对美股影响非常的大，但是我不直接用标普指数或者道指，我比较喜欢倾向的一直是用日本的Nikkei225或东证，我们一直用它的原因呢就是说我们对于权益还要理解它的结构，就是它的斜率的问题。企业给予的投资回报和投资价值实际上就是股市的长期斜率。所以说你会看到美国证券市场20年它一直是涨的，其实根本上它斜率很高。然后剩下的就是它的波动了，也就是投机部分的波动率。

类似于中国这样的证券市场，它的斜率很低，大概也就年化7%左右。斜率很低，它的整个波动使你看起来就是2000点，10年后才3000点，对吧？大概是这样的一个过程。这实际上跟价值部分是有关联的。

放到美股上面，如果跟债券的久期、债券的期限结构去对比的话，就两种对比方法，第一我们可以选择日本的Nikki225或东证，第二种就是选择VIX这种波动率去看，那就很明显。它相当于把斜率去掉了以后，单纯地来看投资波动跟债券之间的关系，就会对比得非常清晰。

在90年日本的泡沫被干掉以后，日本股市更多的就是体现着全球资本的流动、资本的变化。你会发现它非常标准，跟债券的长短端利差一直是高度关联的。可以这么说，利差进入倒挂的时候，基本上对应的都是日本股市的相对高点，而且奇妙的是这个高点从90年干掉以后，基本上过去的20多年的时间来看，技术上面的一条直线非常的清晰，每一次都是打到这个直线上完成了利率倒挂。

所以说大类资产之间奇妙的地方就在这。

你说我怎么去看更高的权益的表现呢？对于目前来讲，2019年跟2008年一样，而且我觉得2019年可能更加的清晰了，关于这个东西已经非常的明显，（应该）继续的是防御，而不是进攻。



4条评论



收藏



## 相关资讯

- 2019年展望第一部分：仍然是利率为锚（2）【238】

付鹏 | 2018.12.05

---

- 让一部分人先“负”起来

Hanson老师 | 2018.11.14

---

- 【财经M平方】长短天期国债利差减速快速，甚至5-3年期<0%

MacroMicro财经M平方 | 2018.12.05

---

- Mr. Lucky VS Mr. Market: 美股的危机才刚刚开始

王君 | 2018.11.08

---

- 投资者们已经在押注2020年美联储降息了

周明明 | 2018.12.05

## 4条评论







晓风梦谈百合

23小时前

没视频呀

👍 赞    ↩ 回复



sycses

1天前

付总大类资产相互影响说的逻辑清晰，很厉害👍很受益

👍 赞    ↩ 回复



冯十四

1天前

赞

👍 赞    ↩ 回复



王嘉楠

1天前

赞

👍 赞    ↩ 回复

## 联系我们

广告投放

意见反馈

信息安全举报

## 关注我们

微博@华尔街见闻

邮件订阅

RSS订阅

## 加入我们

招聘专页

## 评论自律



从其他方式使用本网站的内容。

评论前请阅读网站[“跟帖评论自律管理承诺书”](#) 举报电话: 021-65963809

儿童色情信息举报亦可联系: [contact@wallstreetcn.com](mailto:contact@wallstreetcn.com)

华尔街见闻不良信息举报电话: 18521730658

[违法和不良信息举报受理和处置管理办法](#)

界面新闻 | 证券之星 | 全景财经 | 观察者网 | 中国经济网 | 猎聘网 | 华夏时报 | 陆家嘴金融网 | 英为财经Investing.com | 黄金头条

信息科技有限公司 [wallstreetcn.com](http://wallstreetcn.com) 沪ICP备13019121号 增值电信业务经营许可证沪B2-20180399

---