

## 本期摘要

回顾利率发展历史，实体经济和利率不完全是反向关系，当市场还在押负利率扩大化，央行态度却发生了转变。耶伦发表讲话冲击市场预期，在低通胀的大背景下，央行反倒持鹰派立场，带给靠低利率支撑的金融资产的冲击不容小觑。当市场预期和政策偏离，我们要观察一个关键数据，在站队的问题上可不能和政策制定者唱反调！

## 音频梗概

00:15

负利率就像“嗑药”，越嗑瘾越大

那么就来说说各大银行的态度吧。本周全球各大央行密集地都做了一些表态，比市场的预期要强硬非常的多。

这让我想起了2016年年中的情况，因为16年年中的时候我们也在密集地调研。2016年7月份的时候，各大央行的G20财长峰会在成都召开，当时我写过一篇日记，我说各大央行的货币政策态度在发生变化，当时市场还在继续地押注负利率的扩大化，我们从G20财长峰会后的声明做了一个

解读：

「货币政策实际上是有一个负面效应的，第一个是过度的负利率不一定会产生正面的作用，反倒会产生大量的套利的挤压，让货币政策进一步地失效，这就有点像嗑药，越嗑越上瘾，到最后已经不能自拔。」

本身市场是贪婪的，所以就导致在金融资产过度膨胀的过程中，每个人都很嗨，都不想停药，大家对于货币政策的刺激已经形成了常态化，所以各种原因都指向低利率是正常的，高利率反倒是不可行的。

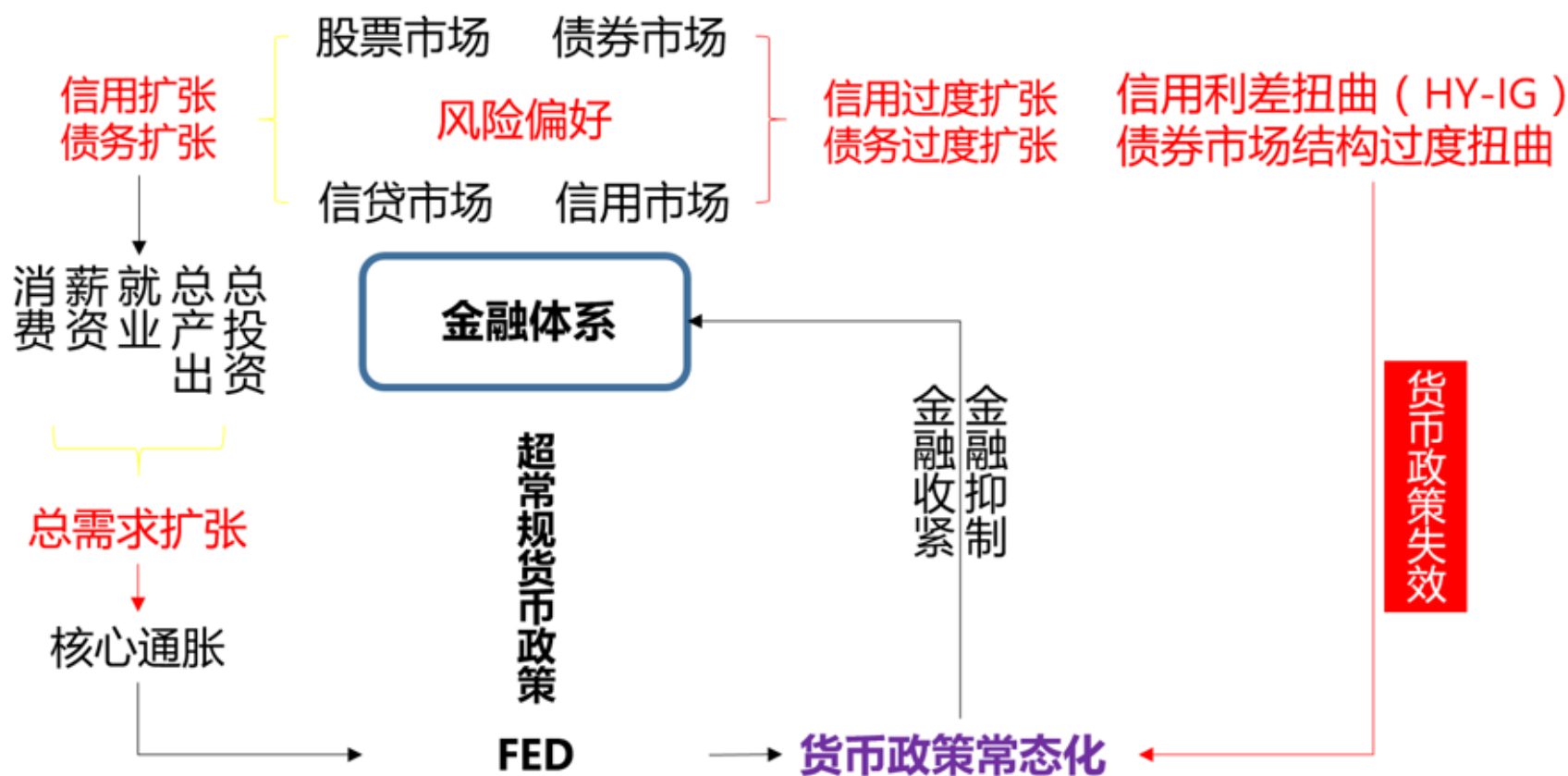
02:10

利率和经济之间并不完全是反向关系

如果从利率的发展史上来看，大部分的时间，反倒是实体经济走强的过程中，利率政策对经济的挤压反倒是不明显的，换句话说实体经济越强，利率水平越高，并不完全会出现利率水平走高对

实体经济造成挤压，利率跟经济之间实际上应该说不完全是一个反向作用，有的时候是一个正向促进作用，这取决于利率政策和货币政策是前瞻的还是滞后的。

我们看到金融创新，过度的膨胀以后，拖实入虚，实体经济发展的困境越来越明显，就注意到我们的利率水平是一直往下走的。尤其是利率之矛，看美国基本上是吻合这个节奏的。



03:17

来回摇摆修复的市场预期：央行要转为鸽派？

现在的问题就在于从去年开始，实际上利率水平的下限应该说是封死了，那么市场就产生了一种预期，并且是来回摇摆地修复：从当初的不接受或者不相信负利率会结束、利率政策是有底线的，到逐步开始接受、利率水平开始向正常态回归，到美联储加息的预期极强，再到今年上半年大家后瞻性地根据数据来推断央行可能又不能动了，简单说就是通胀预期不强的情况下，经济活跃度在放缓，又在推断央行可能不会发生变化，上半年大家可能又转变成押住央行可能又会转成鸽派。

04:19

各大央行态度震惊市场

但实际上从本周透露出来的信息来看，无论是从美联储的态度，尤其是耶伦的讲话，我觉得应该说给了市场一个非常大的冲击，之前的市场预期应该说是完全没有对其做好准备。

另外一方面，隔夜之后我们看到英格兰央行的态度也是比较震惊市场的，基本上5:3的投票结果虽然是保持利率不变，但是差一点就可以加息了，这个背景也是在经济增长数据总体疲软的情况下，英格兰央行投票的结果也是超出了市场的意料，现在英格兰央行的关注点也是跟美联储一样，在前瞻性地关注高通胀可能带来的风险。

另外一个加拿大的权力结构其实发生变化以后也在告诉你，比市场的预期更加的接近升息。

今天日本央行的态度，我估计会处于一个略微一点点鹰派的态度，可能要比其他央行要弱一些，但是仍然会表现出这样的倾向。

06:04

低通胀下央行反倒鹰派立场——冲击金融资产

所以这就变成了很多低利率下央行支撑的资产价格，从去年开始很多风向在变。



意味着很多资产价格的波动率会大幅上升，市场的情绪变化速度应该会比较加快，我觉得市场的预期应该会做一个快速的修复，这样也就是说全球的央行实际上在低通胀下反倒采取的是鹰派的立场，这实际上是实际利率水平上升的一个正常反映，所以说这个应该会对很多的投资结构有一个非常大的冲击，会给传统中靠低利率支撑的金融资产带来比较大的风险，并且会进行重估。

07:26

市场预期偏离央行政策？——看这个数据！

市场的预期和央行的政策之间是有很大的差异性的，所以说我们经常会用一些数据去观察。

我比较喜欢用的是隔夜指数掉期的期限结构，实际上是一个很好衡量利率预期和央行利率之间变动的一个数字，它的期限结构很像一个远期曲线的概念，曲线的陡峭可以反映市场预期的大和小，所以我们经常用曲线上的期限的spread衡量。

08:25

美联储预期管理强硬，策略就是站好队

从16年上半年也是这样，大家对于央行加息的预期随着欧洲的逐步负利率化逐渐打消，转成OIS隔夜指数掉期甚至倒挂，市场预期央行的货币政策会重回到降息到负利率的过程。很快美联储预期管理就把这个打消了。即便在去年经济数据保持一般的情况下，依然透露出强硬的预期管理态度（参见前期节目：[【007】美联储的预期管理，你必须重视](#)）。

今年应该说是可以在数据非常一般的情况下，给出了各种理由，表现出更强的预期管理的态度，我们从这个上面可以寻找到比较好的策略，就是站队的问题。

09:30

可不能和央行站反队

充分反映price in 不是靠我们讲讲的，对于央行政策是否充分的price in，我更多会用OIS的期限结构去看：

- 如果说结构充分反映了加息预期的时候，那我们要对这个因素的市场冲击做一个权重上的下降。
- 但市场预期偏离非常大的时候，我更多愿意听政策制定者的态度。

因为预期管理实际上是主导者整个当下全球货币政策很关键的一环，因为央行们考虑政策的角度跟各大基金经理们考虑的思路 and 态度是不一样的。

当然大家是希望央行能够陷入到一个困局，但是这种困局下，货币政策一旦无效，市场预期管理无效的话，反倒金融市场会混乱，所以站队的时候还是那句话，不能轻易地跟这世界上几个主要的央行政策制定者站反方向的。

-end-