

## | 本期摘要

前几期我们讲过美债的期限结构，主要讨论了长短端利率需求和供给端的各种影响因素，以及短端利率下降至极点会出现的问题，那这次我们想更多地看看美债长短端利率倒挂的情况，详解“繁荣-危机”周期与利率节奏的关系，并且去思考一个很重要的问题：全球货币政策的空间还有多大？

本期也是一次新的尝试，在交易桌前录一个小的“内训”视频给大家，把原来提到的内容再完整梳理一遍。

## | 音频梗概

00:15

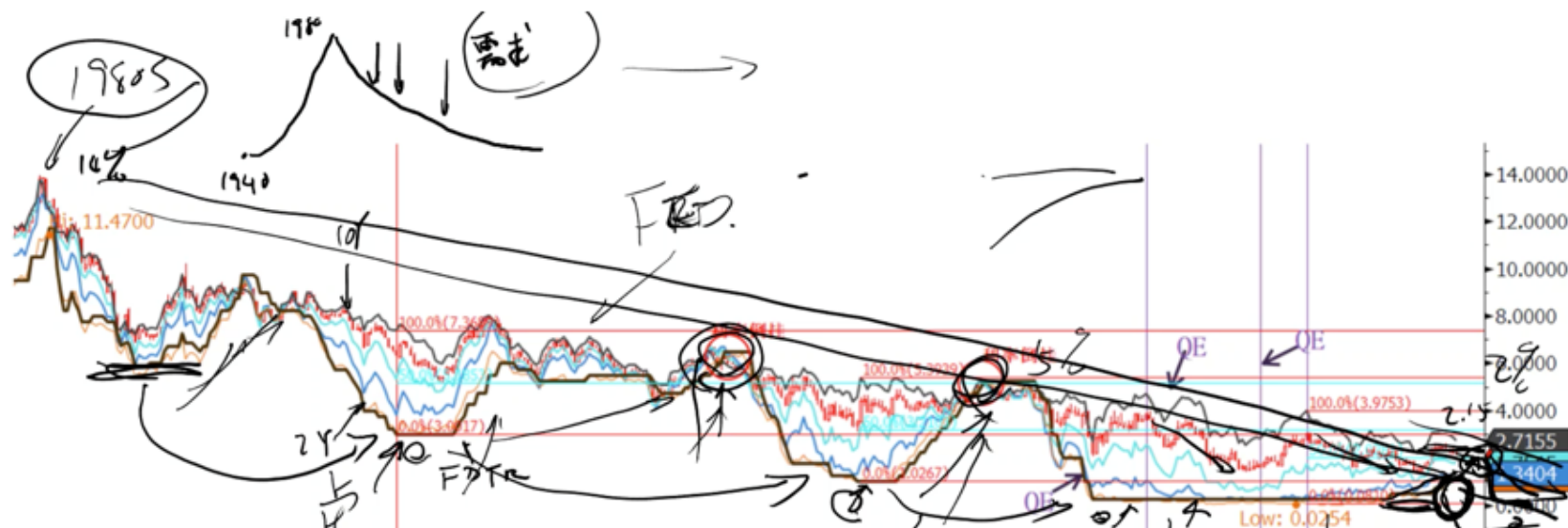
理解美债长端利率问题还是要看图说话

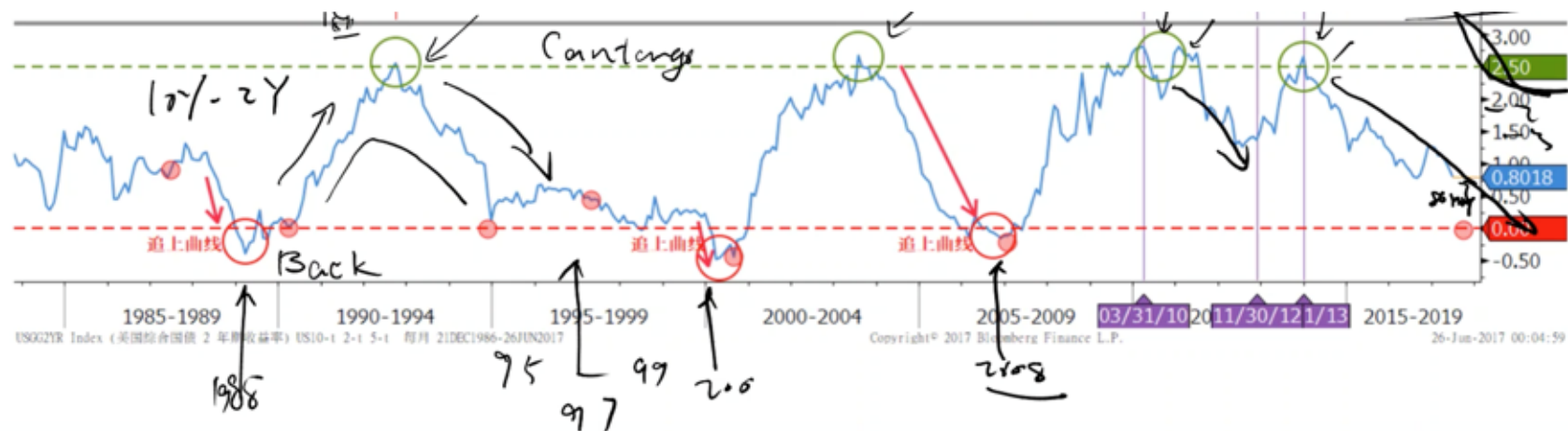
我前面写了几篇日记，就是关于美国长债利率水平的问题，很多朋友给我留言，问我说“付总，能不能简单地解释一下关于美国长债的问题？”

那么我想了想，我其实放的这个图就是美国的长端债券的期限结构。

其中下面的绿线就是大家能够看得到的这个地方，实际上是它的长短债的利差，我们一般用的是十年期减去两年期的利差，所以你这个图里面大概能够看到这个利差是存在着一定的倒挂的情况。长短债利差的上限基本上也在2.5%左右。

这个实际上就是上面的期限结构，红线表示的是十年期的情况，和短端的利率水平之间的关系；黑线是美国的基准利率水平。





01:15

## 美债长端利率经历过两阶段

准确说1980年之后是美国长端债券收益率持续性下行的一个关键性的结点。

之前，在二次世界大战过后1940年到1980年的过程中，美国长端债券正好呈现的是一个相反的过程，整体趋势是一个上行，所以大概在1940年二次世界大战以后，美国的长端债券一直到1980年左右达到了14%。

现在长端的利率水平实际上是一直在往下走，所以美债实际上经历过这两波。

01:50

### 对长端利率水平的研究集中于需求端

大家对于长端债券波动的研究，前面我已经解释过了（参见《剖析美债期限结构（[上](#)、[下](#)）》），从各种理由上，比如说：

- 第一大家对通胀的问题，经济增长的问题，生产效率的问题，通胀预期的问题，这是从宏观上的；
- 从微观上，包括经营资本配置的问题，全球外汇储备的问题，石油美元的问题，套利资本配置的问题，养老金储蓄的问题，大类资产配置的问题等等。

整个分析导致的结果就是对于长端的更多的分析结果就集中在长端的需求上面，简单来讲大家对于这个理解在1980年后整个这种因素造成的需求推动了长端的收益率更多地受到了买盘的抑制。对各类需求的分析在上面两期已经说的很清楚了，在这里我就不多说。

02:53

### 每一次倒挂都是一次危机

那在这里我就更多地解释一下关于我比较担心的长端债券和短端债券收益率倒挂的问题。因为你如果从历史上去看的话，实际上每一次长短端利率倒挂其实都是一次危机。

大家可以看，这是2008年的金融危机，这是2000年，这是从95年到99年这个过程中97年亚洲金融危机，前面我们可以看到1988、1989年的情况，所以你会发现每一次结点非常有意思，就是泡沫或者说是繁荣，你可以把它看成繁荣、危机、繁荣、危机……

那下面会是什么，为什么会出现这种情况？

03:46

## 长端配置型、而短端对泡沫更敏感

其实大家比较好理解了，如果我们放到长端债券的80年以后的结构上来看，其实说到底就是一个金融大于实体的过程。

这个过程就是**长端利率体现的是一个配置性的功能，而短端利率对于危机、泡沫是更加地敏感**，换句话说美联储只要短端利率水平一加，你可以看到风险就来了；。

而由于长端是我们讲的需求的配置，**整个美联储的货币政策其实对于长端债券的影响并不明显**，所以说美联储的所有货币政策对于短端的利率影响非常明显。

而长端由于需求的因素包括更长周期的大家对于通胀类的、生产效率等各种因素的担忧，使得长端利率变动实际上一直是不明显，那这个过程中引发的就是利差结构的问题也就是远期曲线结构的问题，下面就是我写的一个backwardation的问题，上面就是一个contango的问题。



## “危机-繁荣周期”与短端利率节奏密切相关

你还会发现另外哟中情况，每一次在1980年以后的危机，我之前也讲过，真正想摆脱危机的方法非常简单，就是让我们真正的经济有创新。

但实际上研究1980以后长端债券收益率的影响因素中，大家除了对通胀，对经济增长，对生产效率的担忧以外，这些东西其实是影响了整个经济发展的结构性的深层矛盾，其实一直没有得到妥善的解决；

**而短端利率的波动对于经济来讲，对于金融来讲，更多地会引发金融和资产类的繁荣，而这个过程中这种繁荣对短端利率水平的敏感度就非常地高，所以你会发现每一次迫于contango下短端利率下行过快的引发的虚的这部分，扩张速度过快。**

美联储的货币政策不得不处于一个综合性的考虑，它要考虑潜在通胀的问题，它要考虑资产价格的问题等等，所以它不得不进行短端利率的调整，它每一次进行短端利率调整的时候由于长端利率水平上行的因素真正意义上无法推动起来，导致会快速地出现从contango转成backwardation的情况，而长短端利率水平接近的情况下实际上对于前期contango下引发的资产泡沫的情况影响

就比较大了，所以危机、繁荣、危机的这个周期，就跟美联储的长短端利率的节奏尤其是短端利率的节奏有密切的关系。

07:03

用更深的contango应对危机，结果出现大问题

但是整体的台阶是一直往下的，因为它的长端是一个受限的情况下，每一次的短端利率靠拢之后，货币政策就使得不得不使用更低的利率应对危机，所以就是用更深的contango去应对每一次倒挂后出现的风险，所以可以看到美联储的短端利率水平一直在降。

但是到了08年一个大问题就出来了，短端利率已经降到了零，而在零下面出现了contango的情况，会发现每轮的QE就是尽量通过美联储的资产负债表压低长端债券的收益率，这原本是比前面的08年金融危机后美联储的手段更为激进的，QE以后很多资产价格的空间要比我们想象的要大得多的多。

这个过程中一个大问题就出来了，压低长端的目的实际上是短端已经没空间了，我尽量压低长端，出现了contango一点点向曲线收平一些，这种方式是通过美联储的资产负债表购债去把长端



收益率压低。

现在的一个问题就是如果说长端的收益率继续往下行，会发现这个曲线的烫平将会发生在一个长短端利差都处于极低水平的收敛。你会发现之前所有的所谓的追上曲线，把曲线拉平都是在利率高位，由短端的大幅度加息导致的，而现在就面临着如果这样的做法一旦出现这样的情况，货币政策的空间将完全无效，因为你不能以更深的contango去应对下一次危机，底端利率已经到零了，更深的contango就得是-2、-3的利率水平，已经是无法想象。

09:40

全球的货币的政策已经走到死结？！

而现在的情况是短端在尽量地往上抬，但是你会发现大家对长端的预期一直停留在2.15%左右。

那我们就假设未来的条件：短端利率水平靠近到2或者2.15左右，长端再稍微下来一点，那下一次仅次于08年的利率倒挂还有80个bp，出现利率倒挂大概会在2这个水平，上次的利率倒挂是在5左右。

那么美联储的危机再来的话，它的空间是多少？也就是2到0左右，长端利率水平再进一步地压，其实这个过程中会发现一个问题，从80年到现在为止，我认为全球的货币政策已经真正意义上走到了一个死结上，也就是换句话说**我们单纯地用货币政策去刺激经济增长的这套模式是不是已经完结了**，这实际上是要大家思考的地方。

-end-