

| 本期摘要

欧美的2年期利率差出现了大的分叉，欧元是不是错了？但看10年期又发现基本是吻合的。到底利差和汇率之间的关系看什么？

| 音频梗概

00:05

欧美2年期利差有大分叉，是不是欧元错了？

今天聊一聊一个朋友在微信里问我的一个问题，他问说：“付总，你看这个（来自彭博上的图）欧元的2年利差和欧元之间的大幅度背离，就是在右上角的这个图，大家可以看到欧元的大幅度升值，但是欧美的两年期的短端利差出现了比较大的分叉，这个分叉，作者可能没有讲得很清楚甚至我觉得他导致了一个误区，你可以看到两年期的利差跟欧元的汇率一直是紧密关联的，但是为什么在17年4月份以后开始出现非常大的劈叉，然后可能就觉得这样劈叉是不是就是欧元错了？”

那我随后又发给他另外一个图，发的是10年期的利差，你会发现欧元实际上是跟着10年期的利差水平相对来讲比较吻合，只有在最近的两三天之内才出现了一点点的背离。随后很多人就问我，

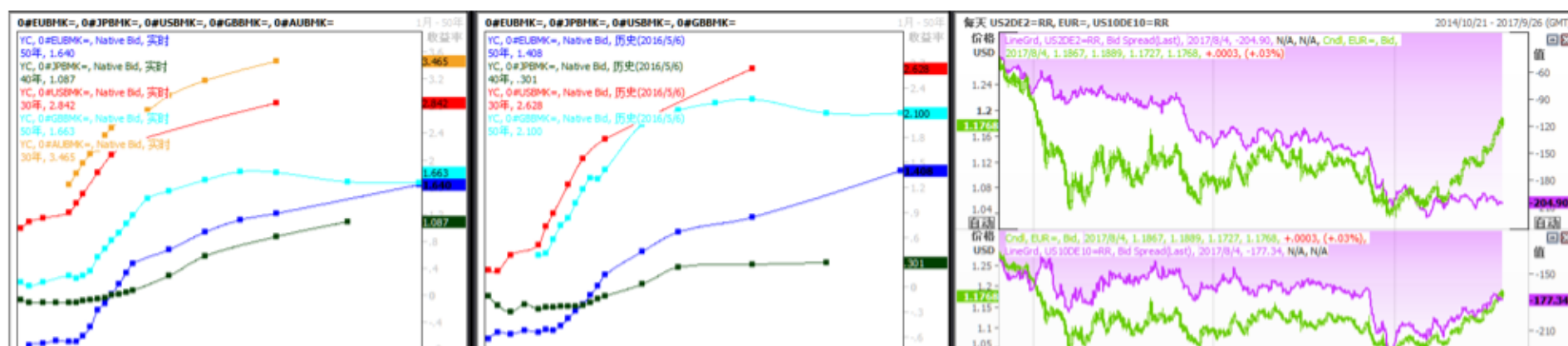
这个利差和汇率之间的关系到底看什么，是看2年期呢还是看10年期呢？

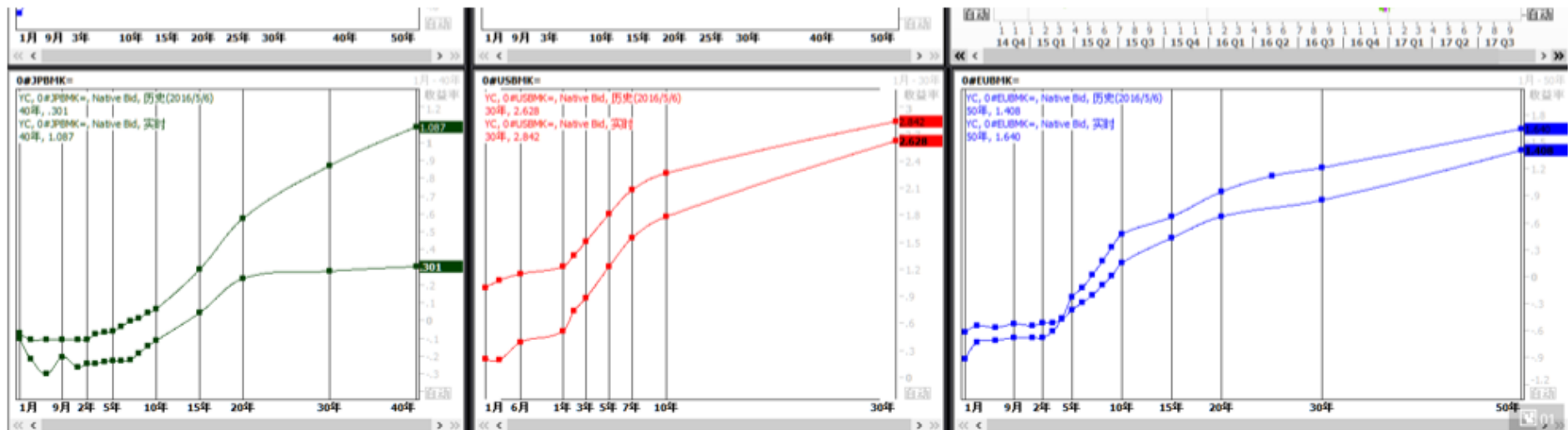
01:53

看央行货币政策的影响关注的是利率曲线

我跟他讲，首先第一点，你得明白利率曲线结构。我们说中央银行的货币政策对这个利率会造成影响，但是这种影响并不是你简单理解的加息或者降息。我实际上一直在强调的是curve的问题，就是利率曲线的问题，利率曲线实际上是有一个时间的问题。

我放了几个当下的全球几个主要央行的利率曲线，推到5月6号左右全球几个主要央行的curve，我做了几个对比，这个是日本央行当时的curve，这个是美国当时美联储的curve，这个是ECB当时的curve。





03:13

对美国来说现在是长短端利差缩小

我为什么要这么做呢，比如对美国来讲，大概从它加息开始，它的curve一直是从contango开始转比较平的flatten，我们传统中叫做利差缩小，就是它的短端利率比如说1年期的利率上行速度更快一些，而长端的利率，之前我们以及解释过了有各种原因导致长端利率上行的速度是慢的（参见[谁在追逐美债长端](#)），所以说看到的是就是所谓的长短端利差的缩小，实际上本质上来讲就是curve的平坦度。

所以也可以看到就仅仅是5月6号和现在，美国的一些curve的前端短端抬升的速度是非常快的，

但是往远端去，10年期甚至更远端抬升的幅度其实curve是contango的结构开始转平，一定出现的是长短端利差的缩小。

04:29

而日本的长端利率已明显扩开

但是你注意看日本，非常有意思，不同的央行的政策预期引导出来的结果是不一样的。日本就非常有意思，这是日本5月6号和现在的情况，你发现当然1月特别短端的扰动比较明显，因为日本央行是锚定零的，所以说这个轴上看，前端基本上是保持flat的，更多是因为政策锚定10年期的结果，所以你看长端整体的变动是比较吻合的，但是从10年期以后就开始出现一个比较明显的扩大化。这个是当时的5月6号，这个是现在。

仔细看还可以发现日本在利率水平在未来的预期实际上以及扩开了，从大家都认为日本不可能产生通胀或者说日本的政策效果不明显，所以长短端利差既然锚定10年期了的话，就会出现这样的一个结构。但是现在其实长端已经明显扩开了，这说明大家对日本的政策在发生变化。这个时候日本的长短端利差变化就不一样了，所以说日本和美国之间的短端利差与远远长端的利差，目前的变化肯定是不一样的。

06:29

两年半的时间点前后长短端走势发生改变

而欧洲基本上也一样，欧洲央行的预期不是特别明显，自打变化了以后，大家对于欧洲的行动主要是在预期上面，美债的10年期和欧洲的变化更多的是欧洲的整体curve是往上抬的，欧洲的曲线整体发生平移。大概在两年半的时间点，欧洲的利率水平前端甚至是下移的，但是两年半以后的长端实际上是上来的，从欧洲央行的政策上面导致市场在利率期限结构上的反应，大家对于未来的两年半以后欧洲央行的行动是有所反应的，但是在前端大家仍然不相信欧洲央行会有任何行动，但是大家非常犹豫，这个利差扩得不是特别明显。

09:05

欧洲短端不动，美国长端上行，于是出现10年期上行

短端是下行的，美债的短端是大幅度上行的，这两个curve组合在一起，就出现了上面这幅图，就是欧洲央行的欧美短端利率水平锚定不动，甚至还小幅度走弱了一些，美债的长端也是上行的，但是从美债和德债之间的长短端利差来看，上行的幅度明显小一些，所以说大家对于欧洲央行远端上行幅度的预期预估得更高一些，那这个时候出现了10年期长端的上行。

09:56

央行的curve一般有三种变化

所以说这些微观的结构组合在一起，也是我一直强调说的欧元今年就是跑马的游戏（参加[田忌赛马的逻辑](#)）。目前来讲大家对于短端的预估是顶多不动，就是我一直强调中央银行从curve上讲有三个变化，第一叫我退，第二个是我不动，第三个是进。

这个curve的反映是在告诉你我是一个怎样的前进节奏，我是大踏步前进，那么所有的曲线是平滑式的往上走，但是像这种就说明大家对美联储的预估，短端的加息但是长期的通胀因素又看到，所以长短端利差会收缩。而且之前我也解释过央行的货币政策更多是在扰动短端，长端是有市场买盘的因素，所以说基本上都是加息周期都是以短端大幅度上行，长端收平最后变flatten的

结构来出现，有的时候会转成小幅度是backwardation，那个时候就可能出风险了。

11:30

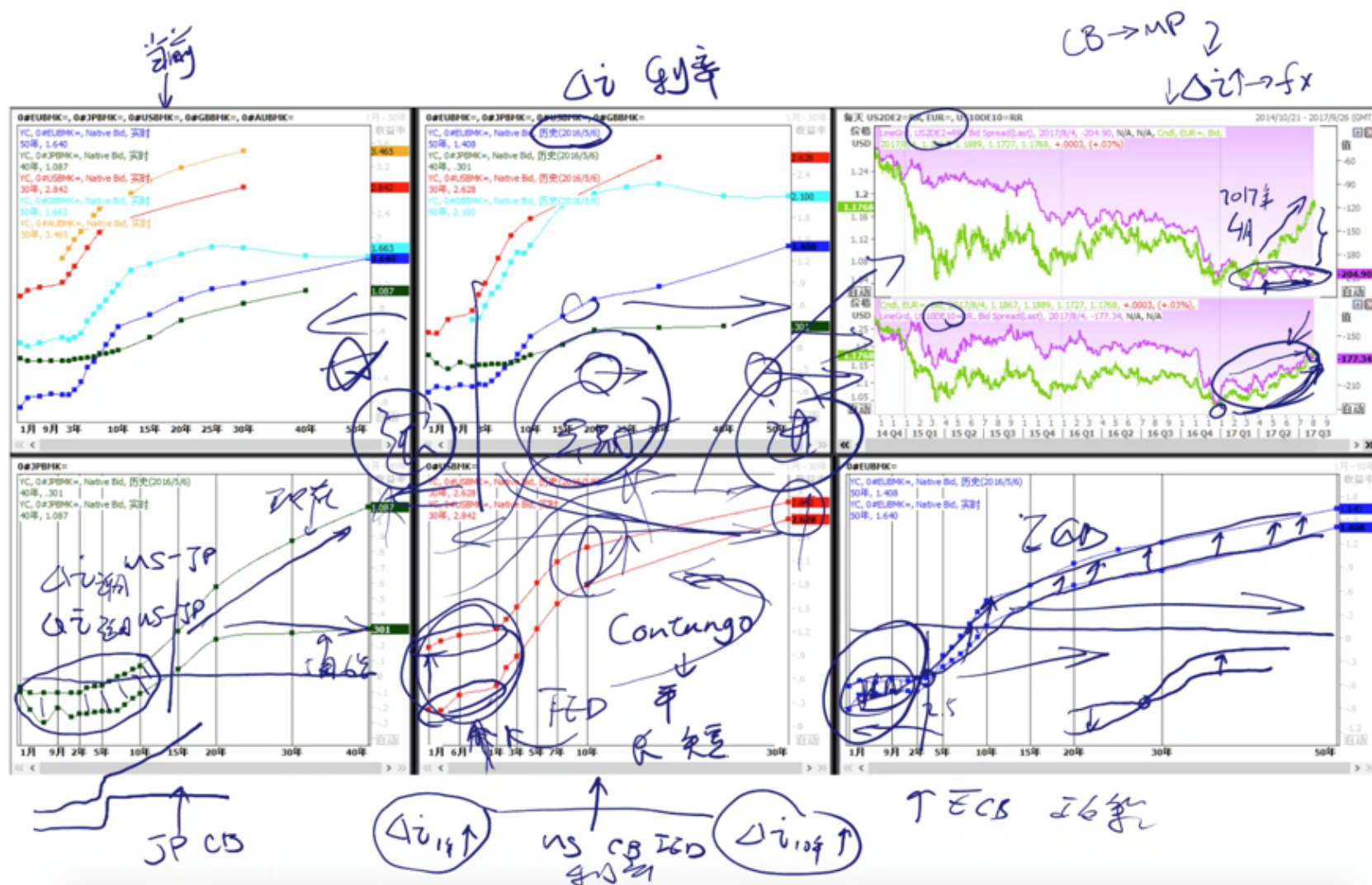
市场预期欧洲前进，进而组合后出现利率的差异

现在欧洲央行这个图实际上在告诉你，第一我不想退了，第二我现在大部分时间是想不动，然后未来看表现，更长的时间轴里我可能会前进。但是市场的投资者选择只有两个，你要么就是退要么就是进，你一旦退的预期打消掉了，大家的预期并不是不动，而是基于你的不动去预估你前进。

这个过程中央行还是有不动的因素存在，所以你短端和长端并没有共振，也就出现了长短端这种两个央行利率政策的节奏导致的。美联储的政策是百分之百不会退，这个大概在2015、16年就已经告诉你了，然后你甚至相信我不动，那我告诉你我就是要前进，所以美联储给的短端的预期非常强，所以这两种组合出来的就是利率的差异。

在什么时间看什么样的反应，可千万不要认为2年期的分叉就意味着欧元一定是高了，不一定，我认为现在最重要的是这个，并不是一直重要的是这个，有的时候看短端，有的时候看长端，完

全取决于政策之间的组合。



制作人按：为了大家能更全面学习到付总在投资上更为系统的逻辑，今后每一次更新都会整理一份相关的时间轴供大家参考

丨《付鹏说》相关时间轴

【088】澳洲央行也陷入“狗扯绳子，人拉狗”的囧局（2017-07-21）：德贝尔的讲话道尽了如今澳洲陷入的窘境，做到市场和央行之间的跷跷板平衡是太难了，美联储不断加强预期管理，日本央行干脆两边都堵死，澳洲也要早点想到办法。

【087】德拉吉的预期管理很失败，狗绳拖着ECB的预期前行（2017-07-21）：德拉吉的讲话大部分中规中矩，被市场抓住“一句话”往鹰派上拉，欧洲央行不愿意看到金融市场不必要的收紧，但是在对市场预期的管理上却豪不强硬，被市场这根狗绳在牵着前行。

【086】全球汇率跑马游戏，玩到现在谁是下一匹马？——OIS告诉我们答案（2017-07-13）：加拿大加息了，扣掉美元、日元和欧元，要看看到底谁是第二匹马？有一个比利率预期更前瞻更准确的数据……

【080】债券收益上行，按田忌赛马的逻辑看全球市场（2017-07-03）：一等马已经跑在前面了，市场在看的就是二等马和三等马……

【078】全球央行纷纷喊话，与市场的博弈好比狗和绳子（2017-06-29）：葡萄牙小镇辛特拉召开欧洲央行论坛，各大央行基本都陷入和市场博弈的状态，就好比是狗和绳子的关系。

【077】全世界还剩76个BP，是时候提个醒了！（2017-06-28）：美债的长短端利差只有76个BP了，风险逐步加大，市场的动荡也开始加大，大家需要密切注意这个关键的时间窗口。

【076】全球的货币政策走到死结？（2017-6-26）：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，并去思考全球货币政策还有多大的空间？

【073】一张图告诉你，美债长短端收益率的逻辑（2017-06-20）：长期债券需求端包括美国养老金基金、以及carry trading的套利影响，供应端则是有美联储主导。

【072】谁在大量追逐长端债券？（2017-06-19）：从供需的角度考虑倒挂的因素，需求端有新兴市场和企业对美国长期债券追逐。

-end-