

| 本期摘要

之前我们提到过，关于大家对于货币政策的预期在利率曲线上的反馈。其中最主要的是大家对欧洲央行的预期是反应在欧洲长端利率上，而对于美联储的加息和行动普遍反应是短端快于长端。

但7月份以后，似乎和上面的逻辑上有了一个很大背离。债券市场定价错了？还是欧元的反应错了？——其实是在告诉我们一件很重要的事。

| 音频梗概

00:05

欧美短端利差不断扩大、长端利差快速缩小

今天还是先回顾一下前期的一个内容：什么时候看短端利差（2年期），什么时候看长端利差（10年期）。其中这一部分的内容我们做了详细的解释，关于大家对于货币政策的预期在利率曲线上的反馈。其中最主要的是大家对**欧洲央行的预期是反应在欧洲长端利率上，而对于美联储的**

加息和行动普遍反应是短端快于长端。在两个货币政策的预估在利率远期曲线上的差异，导致我们看到**欧洲和美国的短端利差在不断进一步扩大，长端利差在快速缩小。**

所以我们看到欧元在进入到2015年以后基本上更多在跟着长端利差在走。短端利率对它的扰动和影响上，除了2016年Q4（两个货币政策相反的情况下）对汇率是有扰动的，之后大部分时间都出现了背离的情况。

这块的内容希望大家还是尽量先回顾一下前期的《付鹏说》节目。对于你理解不同的货币政策和预估、在利率曲线上的反应，还是很有作用。

建议回顾内容：

【095】利率曲线—什么时间看2年期利差，什么时间看10年期利差（视频）

02:00

7月份之后，有了一个变化！

今天之所以聊一下呢，是因为进入7月份以后，事情有了一些变化。

之前是跟着美国 and 欧洲十年期利差走的汇率，在7月份以后似乎和上面的逻辑上有了一个很大背离：欧元进一步从1.6升值到1.8上方，而长端利差反而是扩开的。我们也观察了短端：短端似乎也没什么变化，而最近一段时间甚至发现短端利差出现了进一步扩大的情况（见视频）。



债券市场定价错了？还是欧元的反应错了？

之前说过大家对欧洲央行ECB的预估更多反应在远端上，这样导致当美联储利率水平处在一个比较高的水平，ECB的预估推动长端债券收益率上行之后，两者之间利差快速缩小，利差逐步缩小反应到汇率上就是欧元升值。

但为什么7月份之后分叉了呢？并且这个分叉在预估着什么样的结果？

- 第一、要么就是债券市场的定价错了
- 第二、或者是欧元的反应可能错了，如果是这样的话，那么欧元会有一个回到1.6下方的回归过程。尤其是我们看到短端利率也在不断下行

04:35

长短端同时在告诉我们的事：对欧洲的预估在消退？

这两个数据在近一个月的反应其实是在告诉我们一个事情。

先看长端利率，长端利率水平开始了再次扩大这一过程中我们看美债的长端曲线非常稳定的，那么最大的变化就是欧洲长端利率水平推升了——之前市场对欧洲央行“是不是要退”“政策是不是可能持续”产生的“过度反应”。而这一阶段，大概7月份以后市场相对比较冷静了，大家在考虑是否过份反应了预期。尤其在欧央行讲话比较温和的情况下，也可以看到在债券市场上对欧洲的预估在消退，这也是为什么十年期利差进一步出现扩大的情况，而不是跟汇率应征那样进一步收窄。

第二是关于欧洲央行的短端进一步下行。因为美国的加息行动导致的是美国的短端利率是非常稳定的，这个阶段如果美国和欧洲短端利差进一步扩大，那么只能说明欧洲的短端利率反而出现了下行。换句话就是说，之前大家预期的是欧洲会退出，而在**最近半个月时间内我们发现短端反应出来的是“ECB是不是能退出”、“之前的经济走强是不是阶段性的”的问号**，而这个问号的出现，导致我们看到欧洲短端利率似水平不但没有抬升反而出现了进一步下移的状况，甚至似乎还要创出新低的节奏。

如果，整个欧洲曲线整体向下移动的话.....

实际上整个利率曲线目前来说是发生了一个变化，之前的预估是反应在长端、短端没有什么明显变化。

如果现在短端进一步下行的话，只能说大家对ECB的预估悄然趋向了不太好的方向：可能大家在怀疑前面的预估是过了，如果长端和短端都进一步下行，整个欧洲曲线整体向下移动，这时候美债保持稳定的情况下，这两者之间在整个曲线上都会产生扩大——这也许是我们之后会看到的情况。

08:10

策略设计上的两个假设条件

这个对于目前极速上涨过快反应，甚至是集中性持仓的欧元来说就不是什么太好的事情了。所以**这一阶段对欧元看多头寸需要有所警惕，这是第一点。**

从风险和投资回报比来看，这个区间作为风控条件的话，看未来欧洲的数据如果有一点点不及预

期的话，一旦债券收益率对数据做出反应往整体向下平移的话，欧元可能会出现会出现比较大下跌的情况，一旦这个假设逾期出现的话，从目前的策略设计上来说，止损和收益空间还是比较划算的。

大概最近一个月时间里，市场的反应所沿着的轨迹可能要发生修正了，出现类似这样的情况的话，欧元可能会重新回到1.2左右的水平，对未来的预期做一个稳定性的评估。这是第一种假设条件

第二个是杞人担忧，欧洲数据出现超预期，整个曲线回复平稳，短端平稳下来，长端进一步抬升。这样的话欧元进行震荡。

10:19

这其实是一个“细化版”的跑马游戏

这其实也是一个跑马游戏，只是比之前的跑马游戏解释的更细。从整个欧洲ECB、从美联储利率曲线、债券收益率曲线的每一个段落的利差上做了一个更简单的解释。

前期相关内容时间线：

【072】谁在大量追逐长端债券？ | 剖析美债的期限结构（上）

【073】一张图告诉你，美债长短端收益率的逻辑 | 剖析美债期限结构（下）

【077】（视频）全世界还剩76个BP，是时候提个醒了！

【080】（视频）债券收益上行，按田忌赛马的逻辑看全球市场

【095】利率曲线—什么时间看2年期利差，什么时间看10年期利差（视频）

-end-