

| 本期摘要

把债券看成商品来理解债券的期限结构，传统逻辑下整个收益率曲线的curve应该是一个典型的contango，当然有时候也会从contango变成backwardation，就称之为收益率倒挂。我们实际上还是要从供需的角度来考虑倒挂的因素。这一期会讲到需求端几个新兴市场和企业对长期债券的追逐，在下期我们将会讲到美国养老金需求端的影响以及对供给端的分析。

| 音频梗概

00:15

理解债券期限结构：把债券看成商品

今天简单地聊聊关于美债的期限结构的问题，因为债券本身存在着一个价格，也存在着一个期限结构，那这一点实际上跟商品是一样的，把债券看成一种商品，那所谓的期限结构就比较好理解了。

更多的传统的逻辑是考虑到随着时间期限的拉长，债券本身的价值，考虑到通胀因素以后，时间越长，债券本身的价值被通胀因素侵蚀的就会越多，所以正常的债券远期期限结构应该就是一个短端收益率低，长端收益率高的一个过程，整个收益率曲线的curve应该是一个典型的contango，就是一个近低远高的过程。

但是我们观察的话会发现，它跟商品一样，由于长端的变动的影响因素比较的特殊，导致长短端在货币政策执行的过程中往往会出现长短端利率差，也就是整个收益率曲线的变动，并不是一个整体的，更多地也会从contango变成backwardation，也就是近高远低。那放在债券里面，我们就称之为收益率倒挂，就是短端收益率高于长端收益率。

01:16

收益率倒挂常伴随着大的危机

这种情况在过去三十年出现过三次，而且每一次当长短端倒挂的时候往往都经历了比较大的危机。

比如88年、89年的崩盘，99年、00年的互联网泡沫崩盘，06、07年房地产的崩盘，其实你会发现利率倒挂的时候往往出现在很危险的阶段。并且在93、94年的时候利率水平整体地处于一个高位，大概平均下来也有5.5%以上，所以在那持续的五年中，全球利率水平在5.5左右还出现了长短端倒挂的情况，导致了94年、97年、99年、00年的过程中新兴市场，甚至包括美国本身都频繁地出现危机。



用供需的结构去考虑：过剩资本的追逐！

那我们简单地聊聊倒挂的因素。其实最重要的在于长端利率的变动为什么不那么的敏感。应该说长端的利率不完全是通胀的因素产生的，但是它确实隐含了一定的通胀预期在里面，更多的其实我觉得我们通过长短端，尤其是长端进行分析的时候，还是按照供需的结构去考虑，就是**谁在追逐这种长端的债券**。

因为长端债券的收益率变动比较平坦，说明卖盘的压力不是特别强，大量的卖端会集中在短端，而在长端更多的会出现比较稳定的持续性的买盘。如果是从供需角度来分析的话，实际上根本原因就是供应不足，需求比较好，大家在追逐长端债券，所以说就是导致长端债券收益率的变动就不是特别的敏感一些。

那如果是讨论长端的需求的话，其实我们观察了本质上的因素都是因为一个原因：

就是某种因素导致了大量资本的过剩，这种资本的过剩最终在金融体系内演变成了一个长期资本的逻辑，追逐一个长期的稳定的收益，所以大量地就在追逐长端的债券，最终导致整个长端的收

益率在整个变动的过程中是被压住的，那这个需求的本质上是来源于这部分过量的资本。

05:35

过剩资本变成储蓄，受制于需求

那整个资本的反馈逻辑就是不断庞大增长的债务在之前是推动经济增长的主要动力，但是它也带来了金融体系的资本和杠杆，过松的金融监管造成了资本的进一步的反馈，然后这些过剩的资本并不去投资于生产效率，更多是变成了一种储蓄。

无论是一种国家的储蓄，金融机构的储蓄，企业的储蓄等等，这种所谓的储蓄就演变成了过剩的资本追逐长期的债券的配置，实际上更多地就导致了长端债券在利率传导的过程中受制于需求，形成了一种阻塞。

06:33

从国家层面看：新兴市场两个结构

那我们把这种累积下来的储蓄从宏观到微观分开看看。第一呢，我们看看国家级别的储蓄，比如新兴市场的储蓄的来源，这一点实际上在原来我们讲[三极化架构](#)的时候其实已经提到过，一体化和分工形成的全球三极化架构。

实际上新兴市场大部分的国家的储蓄，比如外汇储备等等，居民的储蓄，企业的储蓄，实际上更多都是来源于前期的经常项目下的顺差，而持续的长期的经常项目下的顺差就演变成了新兴市场的储蓄的增长，这种储蓄最终并无法转化成本身的消费、投资，这让储蓄的过剩在大的宏观层面，最终会演变成对长期美债的需求的配置，它们应该是长端美债的最主要的买家。

而另外一个比较特殊的新兴市场是中东，形成一个[石油-美元的逻辑](#)。石油形成经常性项目的顺差，转化成美元，美元形成国家储备，国家储备转化成美债的需求。

以上实际上基本上形成两个最主要的新兴市场的结构。

企业层面看：加大了对长端债券的需求

那看企业端部分，实际上大量的储蓄是通过本身的金融体系加大了对债券的需求，很多新型市场的金融机构，现在的情况，比如像中国就面临着大量的居民储蓄和企业储蓄形成了金融体系内的严重的资本过剩，这部分资本过剩，如果我们的金融体系是放开的，资本流动是开放的，那这些资本必将会转化成对海外资产的需求，无论是股票还是债券，很多的稳定型的资本更多地就会去追求长端的美债的变量。

而很多新兴市场的企业大量地发债融资，换取资本以后实际上由于生产效率和技术的提升，没有产生质变，使投资的需求减弱，又通过华尔街的金融机构再次转化成对债券的需求的配置。

| 下期

【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）

「下期将继续讲到长期债券需求端，包括美国养老基金、及carry trading的套利影响，而在供应端则是以最大持有者美联储为主导……那么短端收益率降到极值又会是一个怎样的情况？」

-end-