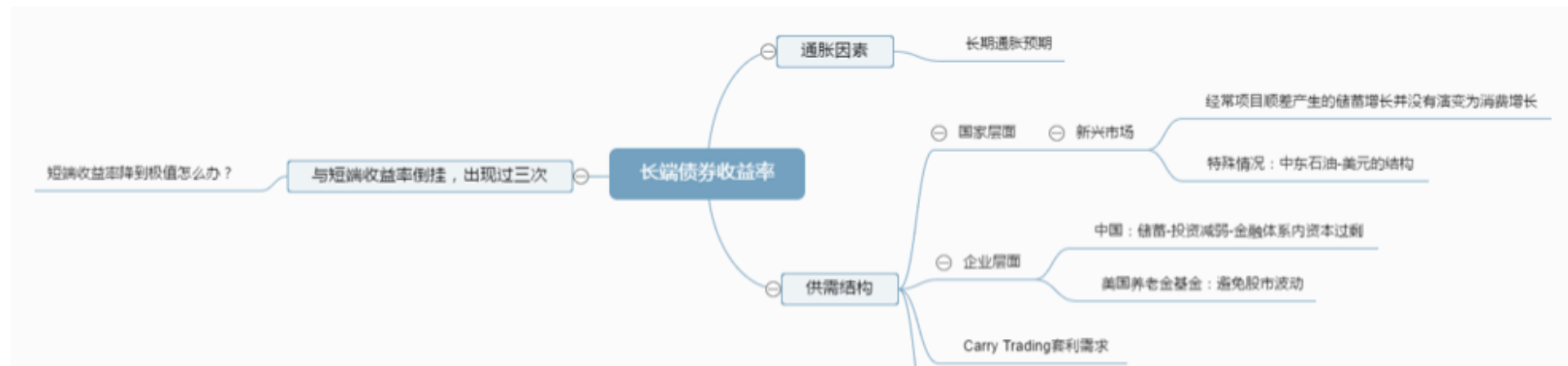


| 本期摘要

上一期讲到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。

同时从需求端分析了长端对美债的追逐，这一期会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？

| 音频梗概



00:15

美国的养老金是长端美债端重要买家

由于这以上几部分的资金，它们对收益率的追求不像管理型的基金那么地执着，所以它们会更多地进入到长端的市场上，进而去形成长端债券的需求方，形成所谓的抑制。

比如说像美国跟企业相关的庞大的养老金、退休金，它们实际上都是在长期美债端是最重要的买家，因为股票市场不断地上涨以后，就会导致稳定型的资金为了避免股市的波动，可能造成对资金的影响会加大，或者说调配里面的资产和负债的配置，更多地会把短端的资产端加大到长端上，来稳定潜在的波动的缺口，所以最终会导致类似的这样的基金会加大长端美债的配置。

01:53

隐含风险下，从短端到长端的调配

这种情况实际上在过去的几次历史中间都发现地比较明显。

比如说在05、06年的时候，美股的不断上涨以后，实际上它隐含的风险在越来越大，其实当时很多的美国的养老社保，养老金和退休金都作出了一个资产负债端的调配，实际上就把资产端的短端从股市中倒腾到了长端的资产端去，最终导致的是美联储的不断加息的过程中，长端的买盘一直很稳定，对长端债券的收益率的抑制也保持地很强，当时也出现过这种情况，现在也不排除这样的情况的存在。

而中国实际上可以看到，我们的金融机构经历的其实美国当时的情况有比较大的类似性。

03:13

还要把carry trading的需求考虑进来

另外08年的金融危机以后，欧洲央行和日本央行的极端的量化宽松，等于说对方和美债之间还出现了倒挂，所以这个时候更多地还有一些carry trading的套利需求。

因为全球化下，跨国资本的流动是越来越便捷和迅速，所以说我们除了上面分析的传统基金和企业的行为以外，实际上我们不得不把现在的资本快速变动带来的carry trading来考虑进去。

所以说欧洲央行和日本央行量化宽松导致的对于美债的长端的需求也在导致carry trading的错配，但是也在影响着美债长端的这种需求方。

04:23

供给端：如果美联储不缩表，长端债券供给是紧缩的

而作为长端债务的供给端来讲，你可以看到供给端应该说实际上是在金融危机以后也受到很明显的**影响，现在其实长端债券最大的持有者实际上是在美联储的资产负债表里**，它如果不作出缩表的动作，实际上长端债券的在市场上的供给是紧缩的，而美国的债务如果不持续地增加来形成债务美元的话，也会导致所谓的长端债券的供应是趋紧的。

这两者因素综合在一起就看到，实际上在历史上看到的长短端债券收益的倒挂往往会发生在持续性的短端利率水平抬升之后这种错配，引发的倒挂导致的情况。

05:34

美联储掌握主动权

但是从金融危机以后，很大的主动权会掌握在美联储的手上，现在的情况实际上长端的利率水平如果在之前的情况下，由于这种需求的因素不能够降下来的话，你会发现在应对极端危机的情况下，短端利率水平的底线就会被不停地拉低。这就是所谓的得用更深的contango去刺激每面临一种危机后的经济的增长。

06:13

短端到底，长端不高

但是08年面对的问题是短端利率水平降到了极值，所以这个时候必须把极值的假象拉进来，短端利率水平以及到底的情况下，如果长端还是因为这样的因素而无法降低的话，实际上对于经济复苏的支撑力度会非常非常的弱。

其实就是说当长短端的contango拉到足够大的时候，**比如说两年、十年期之差如果拉到2.5%的时候，其实这基本上都是历史上contango的极值，你会发现经济在短端利率的刺激作用还不能够产生的话，我们将面临非常大的一个麻烦。**

07:08

现在的逻辑：推低长端收益率

所以美联储在10年到13年的过程中三次的量化宽松，我觉得第一轮是真正意义上的量化宽松，而后两次QE1，做的都是微调。实际上是把长端的债券的收益率通过人为改变行为，使它的长端收益率不断下行，使contango的平滑靠的不是短端利率水平的抬升，而靠的是长端利率水平的下降。

这种下降其实上从另外一个角度隐含了长期通胀的一个预期，但实际上也是因为美联储的Q1导致这种供应的紧张，进而加大了长端债务配置上的需求难度，使得长端债券的收益率推低很多，就是大家不停地买买买，这样达到了长端融资水平下降以后，对经济的刺激和复苏作用。

现在实际上正在形成的就是这样一个退出的逻辑线。

-end-