

## | 本期摘要

前两天我们一直重点讨论的是美债的长短期利差的这80个BP，现在大概只有76个了。风险在逐步地加大，市场的动荡实际上也开始越来越大，在这个关键的时间窗口，大家要密切地注意了。

## | 音频梗概

00:05

美债的利率差不断缩小，全球市场异动

前两天我们一直重点讨论的是美债的长短期利差的这80个BP，现在大概只有76个了。隔夜市场的波动开始越来越大，很多人觉得从逻辑上面似乎看得不是特别清了。

因为**一边欧元的大幅度上涨**，另外一方面**美债大幅度上行**，**美债收益率也上升到2.2了**，还有**德债的大幅度上行**。

我们看到**一边是市场的预期**，**美联储的表态**，**耶伦的表态已经为缩表在做前期准备**。

美国纳斯达克，尤其是科技类的股票正在构筑高点；我们也看到了香港市场上的不稳定，比如说恒生地产，大家注意看HSP Index月线收了一个非常大的十字星，应该说这个高位的十字星非常的明显。

中国的信息技术、互联网的发展从09年我们接触的VC、PRE-IPO到现在，不知道大家是什么感觉，只能说作为一个投资人来看，中国的跟互联网相关的这些东西跟美国的99年、00年的互联网泡沫，其实也不能叫互联网泡沫吧，毕竟这个泡沫破裂以后，美国的互联网信息技术确实也得到了更长久更持续性的发展，这个过程中确实存在着非常大的估值性的问题。

01:44

风暴即将来临，只有两种办法

所以说从全球的角度来讲，我觉得这个风暴其实已经越来越近了，而这个风暴的核心其实在于前面我解释的当我们的长短端利差逐步缩小的情况下，我们将何去何从？两种办法：

- 一种办法是美联储的加息、缩表停止，就像市场预期的一样，你还得重回去，把利率水平重新打到人类历史上的底线，重新尝试负利率，重新尝试央行资产负债表无极限，那这种情况下我们全球将陷入到一种什么样的情况？资产价格会出现一个史无前例的泡沫。那么现在的情况其实大家多多少少都对这个有一定的意识，制度性的管制对于泡沫的形成在加强，无论是股票市场上对于金融体系，对于房地产市场，各国其实都在行动。
- 那么另外一种方式就是很多人对于长端债券收益率上行的预估还是源于传统的思维，劳动生产率啊、长期通胀预期啊，这些东西如果都没有的话，大家觉得长端很难上行，但是这一点我仍然持保留的态度。

03:05

市场会去隐藏问题还是解决问题

还是担心现在只剩下76个BP的利差，美债的交易员生涯开始进入到倒挂的阶段以后，市场会以一种什么样的形式出现，是继续以短端利率无极限往下下行，到0到负利率去拉开contango去解决问题，或者说是隐藏问题；还是说刺破它，回去解决问题。我想其实这个问题或多或少的来了。

03:30

### 美股市场尤其中概股受到冲击

美国股票市场上现在来看，之前回购的逻辑也会随着这样的利率水平，长端债券不断地上行：2.2、2.3，短端也在上行，利差在不断收缩，首先第一大冲击的就是纳斯达克，相对来讲纳斯达克里面包括中概股在内，包括互联网信息技术在内等等，目前都会受影响的幅度会偏大一些。

04:08

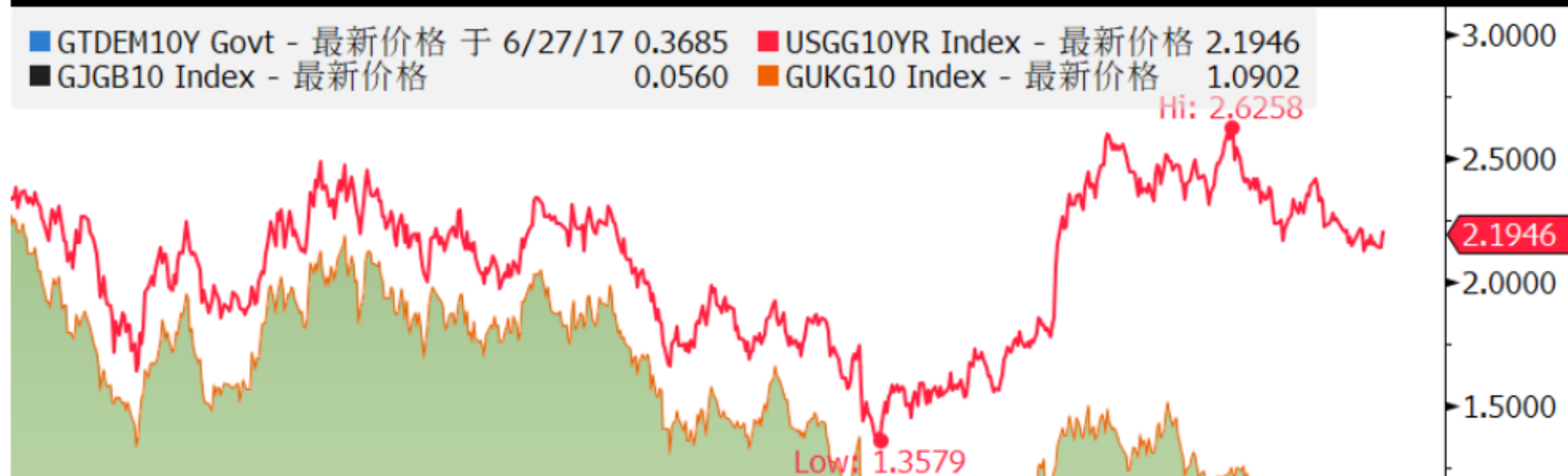
### 日元和欧元的波动也和美债密切相关

而且汇率市场上其实会出现比较大的偏差，所以这里面很多人一定要密切地留意。比如说像昨天晚上的情况，你可以看到日元的贬值应该说是非常明确跟着美债在走，这个跟日本央行的态度是

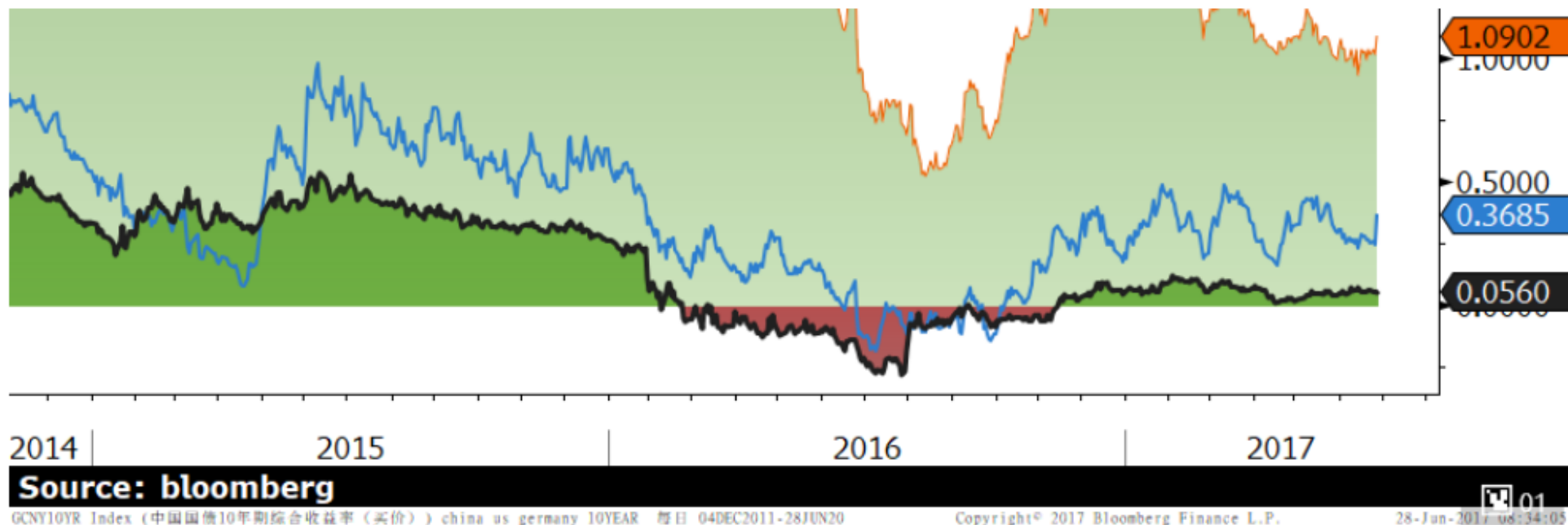
有密切的关系，所以说你就会发现这个过程中美债，包括美元扣除欧元的部分，实际上是新兴经济体加日元这部分实际上是随着美元走强的，但是你所谓的美元指数是走弱的。

其中最关键的是欧元的变动，因为欧洲央行似乎已经被市场在压住，因为欧洲央行的下一步行动基本上已经变成市场的一个普遍预估，所有央行中间下一个很可能行动的就是英格兰央行或者欧洲央行，所以说你可以发现德债收益率大幅度上行的过程中，欧美的利差的变动是有利于欧元的。虽然说美债的收益率也在大幅度上行，十年期上行到了2.2，但是这个利差的驱动使得欧元的变动因素更多的来自于市场挤压欧洲央行。所以说你看到一个比较奇怪的现象，这个市场的波动也是因为这样一个因素大幅度的引开。

## 日本 德国 美国 英国 10年期国债收益率曲线 G20成都后的共识







(文末附有详细视频解释债券利率和汇率的差异性)

05:40

关键的时间窗口需要密切留意

平时我们很少聊市场的因素，但是从现在来讲，前面写了几篇，包括也聊了很多关于美债的（参见[美债（上）](#)，[美债（下）](#)），从时间上吗我觉得已经到了一个美债的非常警戒的时间点，那这个结局会是什么样。实际上应该说市场或者大部分的人持有这样一个风险性的资产，很多人士就跟市场一样不愿意相信另外一种结局，大家普遍相信的是最终市场战胜所有的政策，也就是胁迫

所有政策朝着无底线继续行动，但是都忽略了那么一个潜在性的可能，所以这也恰恰是一个最重要的风险点。

所以说这个世界原来说还剩80 个BP，现在说是这个世界还剩76个BP，应该说风险在逐步地加大，市场的动荡实际上也开始越来越大，很多都到了一个关键的时间窗口。我觉得大部分的在金融市场上的人，我反正也是提个醒，要密切地注意了。

The media could not be loaded, either because the server or network failed or because the format is not supported.

X

## 视频梗概

实际上这就是最主要的两幅图，说明现在的汇率市场波动的情况。在2016年的年中，在中国的成都G20的财长峰会召开，在成都的财政峰会之后，全球形成了一个分水岭。

实际上在2016年的过程中，全球对于所谓的负利率的一种尝试，在这个尝试中，包括日本引发的问题，全球套利资本引发的问题比较严重。在G20 财长峰会以后，市场普遍预期开始发生转变，大家对于利率水平的回归已经形成一种常态，在这种常态下，汇率的波动实际上跟利差就有密切的关系了。

你可以看到上面这种美德债券的利差和欧元之间的关系实际上是高度紧密的。在这个过程中可以看到在2016年的年末，实际上是由于利差的大幅度扩大，本质原因是美债长端利率由1.5左右上升到了2.5左右，而德国由于欧洲央行的态度，德债上行的幅度非常地平稳，所以说先出现了一段利差大幅度地扩大。现在出现的情况，第一随着美债的长端平稳下来以后，我们看到美债更多发生的是结构性的变化，从深度的contango正在往backwardation转，加息的预期在影响它的短端，大于长端的变化。

而德债的收益率一直维持在大概0.25到0.5左右，德债一旦面临压迫以后，收益率上行幅度和空



间可能要比美债快一些，所以长短债之间的利差在驱动欧元的变化。

大家注意看这个黑线，日本昨天晚上的表现很有意思，日元对美元实际上一一直在贬值，欧元丢美元是一直在大幅度升值的。而市场上大部分的风险性资产，比如说Gold这些东西实际上更多的它的定价更多是跟着美国的十年期的债券收益率在动，而不是像欧元一样跟着长短端的利率差的变动在动，而变动利差中间影响比较大的实际上是德国的利率水平，隔夜是由于日本央行BOJ的政策是市场上普遍预期之后的，所以呢日元相对来讲对美元的弱势跟所谓的美元指数USD Index实际上有一个非常大的差异，这本质上就是源于日本央行的差异性。

包括英格兰央行一样，英镑相对来讲看起来没有欧元强，除了一方面我们看到的脱欧的问题以外，实际上就是在于利差的变动，其实英国的利率水平更紧密地随着美国，我们说也有很大的一个偏离了，这个偏离跟以前来讲是非常大了，这个偏离也是源于脱欧的影响。所以英镑经历大幅度贬值以后，现在利差相对稳定以后，它的汇率就开始平稳下来。

所以根据这样一个组合，你会发现现在大家对于美元涨和跌的概念其实已经完全分化了，首先第一点呢，你在FX的汇率市场上就得分化了，我们来看利差的spread的速度，这个过程中一些最佳的组合，比如说欧元对日元都是拿变动速度来比对，英镑对日元。

而真正要看美元的变化，美联储的问题等等，这并不是你看到的美元，也不是你看到的Index问题，更多的实际上是这个时候的美元，我们讨论更多的是美债的变动，美债的变动并不一定是汇

率，所以你会看到在整个这一篮子加权里边，可以看到欧元啊、日元啊等等其他的货币，这里边因为欧元的比重较大，所以你看到的更多的是Index随其变化；但是日元的变化、黄金的变化更多的反映的就是美债了。所以这两者之间就有一个很明显的差异性。

后期在全球利率水平的预估和变动的过程中，仍然是同样的市场预期，实际上普遍的预期就是欧洲央行可能会是下一个行动者，紧接着就是英格兰央行，大家对于日本央行的力估可能是平的，那么这样实际上就形成了一个汇率上的组合，更多的是源于这个。之前我也写过一些日记，讲的是所谓的田忌赛马，赛的就是利率水平。

-end-