

# 美债收益率曲线的变化反映了什么预期？【付鹏说10】

付鹏 01-06 19:27

字数 1,886 阅读需 5分钟

“交易桌前看天下，付鹏说来评财经”

《付鹏说 第五季》重磅来袭！立即订阅

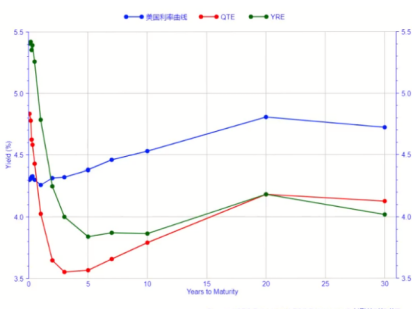


## 本期内容

>>本文仅限作者观点，点击上方视频收看！

交易桌前看天下，付鹏说来评财经。本期课程让我们回顾一下美国的利率曲线。

目前的利率曲线图显示，它基本上呈现出一种扁平的结构，图中的蓝色线路略微contango一些。与一个季度前以及一年前相比，利率曲线的前端是一个高Back的结构。



观察后端，我们会发现其结构与当前的利率曲线大致相同。简单来说，两者之间的主要区别在于：后端利率的重心实际上有所上升，大致在4%左右。目前，十年期利率大约在4.5%以上，整个利率中枢大约在4.6%左右——这意味着后端利率中枢相对较高，而短端或前端的中枢则已基本消失。

为什么我们要分析利率曲线呢？因为在美联储的政策中，首先使用了所谓的“约束型”利率政策。那么，约束型利率政策是针对什么的呢？它是为了应对拜登政府上台后，疫情、财政政策刺激以及俄乌危机等因素所导致的短期通胀压力。

当然，这些因素一方面造成了短期通胀压力，另一方面，从2018年和2019年开始，美国的长期综合要素，包括资本、劳动力、就业薪资和技术等已经得到了提升。

**因此，我们在分析利率曲线时，一定要区分短端和长端。因为当观察货币政策时，货币政策更多地作用于短端，但其对利率曲线的影响是不同的。**例如，有效的加息是约束型利率政策的一部分，同时还可以实施所谓的“防范型”政策，以防范经济出现问题，而不是仅仅应对经济衰退。

那么，如何区分这种情况？我们要关注利率曲线的变化。当短期通胀过高时，如果通过加息来应对，将会导致短端利率上升。然而，这种上升并不会对长端利率产生过大的抑制作用。相反，当降息时，长端利率不仅没有下降，反而可能上升。

美国在这方面是一个典型的例子：为了应对短期通胀，政府实施了过高的约束性利率政策，然后及时进行了防范性调整，从而避免了对长期要素和长期综合要素变化的影响。这种利率曲线的变化是一个非常典型的案例，值得大家记录下来，作为学习和参考的标准。

如果真正的快速降息已经对经济产生了压力，那么利率曲线可能会出现短端利率下降较快，而长端利率虽然下降较慢，但也会有所下降的情况。这时，我们需要考虑整个经济增长的逻辑是否已经受到破坏。在这种背景下，资产的反应可能会完全不同。

**资产回报率何时开始反映利率变化？何时又反映负债端的成本？资产回报率既代表着回报，也代表着成本；既与短端利率相关，也与长端利率相关。**

例如，当短期约束性利率上升时，企业的融资成本也会随之上升。美国企业的融资成本主要来自直接融资渠道，即证券市场。此外，即使直接融资的成本，其期限也相对较长。因此，这种利率曲线的变化更多是为了防止短期通胀过高而导致经济过热的一种防御措施。

**从隔夜指数掉期来看，市场对当前的利率曲线持中性态度，基本上不认为2025年美国会进行任何利率调整。**目前，隔夜指数掉期接近零轴。准确地说，从开始解除约束性利率政策时起，许多人就发现：在隔夜指数掉期中，当短期通胀压力开始下降时，市场对降息的预期很强。

但现在看来，这种降息预期实际上是市场对约束性利率解除的预估。恰恰在约束性利率开始解除时，长端利率的上升使得隔夜指数掉期隐含的预期实际上是下降的。也就是说，市场已经做出了预防性甚至软着陆的预估。

实际上，这种组合是标准的软着陆预期。例如在Contango结构中，如果开始大幅度降息，而降息的结果是长短端利率都下行，且下行得更快，这其实并不是什么好事。整个利率曲线的快速下移表明：降息和降准的货币政策对长端利率的影响并不显著。

**因此，我们需要考虑货币政策的有效性，长端利率可能更多地需要结构性的调整和改革，甚至可能需要财政政策等其他因素的配合。**

目前看来，2024年的经济着陆情况基本完成。利率曲线的平均水平大致在4.6%左右，这一点我之前也提到过。我们付鹏说的听众相对专业，不会简单地认为加息对经济有利，降息则意味着经济衰退。

对利率曲线的深刻理解至关重要。早在一两年前，我们就一直在强调美国的长期利率。以十年期为例，其未来平均水平可能在4.4%左右。两年前我也提到过，美国的历史平均利率水平大约在4.4%。2024年的年初时我也曾预测，年底时的利率可能仍在4.4%左右，只是会有一些波动。

那么，当我们谈论美国的长期通胀利率水平时，相对于以前的高点和低点，现在的高点大概是什么概念呢？我先给出答案，之后我们再详细分析。我认为2025年的利率可能仍然在4.4%左右，这个水平可能是一个重要的阈值。**如果整个利率曲线平滑地下移，经济放缓，低于4%时，对股市的冲击和影响就会很大，将从分子端产生冲击。**

特朗普上台后，他的政策与拜登的政策在通胀方面完全是两个概念。拜登上台后，长期要素的增长潜力其实已经存在，而特朗普上台后，他的政策更多地可能会加速长期要素的释放，使得整个利率中枢平行上移，而不是耐克型的上移。如果上移超过5%，我认为也不是什么好事，因为它会从分母端产生压力。

**因此，对于美国来说，2025年保持长期的韧性和温和的利率水平，维持在这个区间内是最舒适的。**如果偏离这个区间，可能会对市场产生较大的冲击和影响。

以上是从利率的角度进行的分析，下期课程我们将继续进行更深入的分析 and 回顾。