

【V+专栏第一篇】四十一年经验的重新审视：美债利差



付鹏的财经世界

原创

02-15 21:04

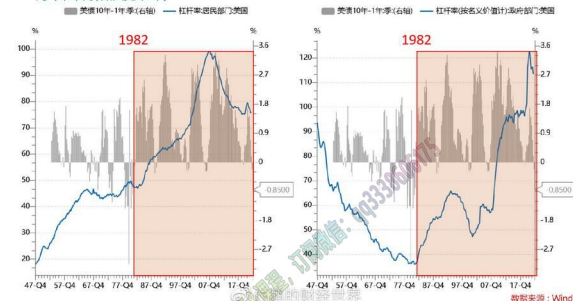
投诉

以往传统经济周期中以债券长短利差为锚交易央行货币政策转向的逻辑在本轮加息周期中应重新考量。

以往传统经济周期中以债券长短利差为锚交易央行货币政策转向的逻辑在本轮加息周期中应重新考量。长短利差对经济衰退具有重要的指示意义，以往通胀不构成掣肘央行的主要指标，在经济增长下降、衰退风险增加时，利差倒挂伴随着央行降息，因此以利差交易降息是可行的。但本轮加息周期中，通胀风险的优先级高于经济增长，因此在利差深度倒挂情况下，同以往一般过于乐观地交易宽松转向将不得不面临资产价格回调的风险。

以下内容仅V+会员可见

利率曲线和债务杠杆

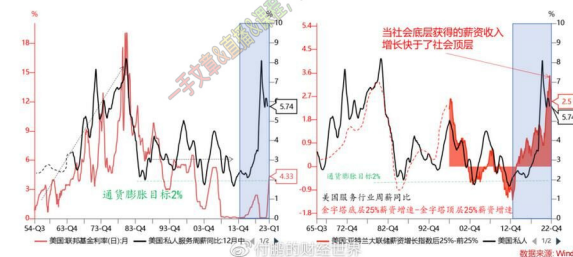


在过去的40年中，长端利率基本永远高于短端，长短利差倒挂基本在50BP以内。短端利率隐含资金成本，长端利率隐含经济增长与长期回报，**在过去40年中的基本交易逻辑就是“借短买长”，只要能加杠杆就能获取收益。而每一次危机都以压低利率为代价，交易路径则是在通过低利率加更大的杠杆。**对于权益市场也是如此，**估值的扩张本质就是杠杆，股票是通过未来现金流的折现，隐含了长端利率水平，同样是“借短买长”的理念；房地产更是如此。**

而“借短买长”在过去40年能有效的基础之一是全球化和并不高的通胀。央行双目标制中关心就业更多，通胀不会偏离目标区间很远，央行能通过长短利差指示的效果来判断就业和经济状况。但全球化的另一个结果就是产业结构的转移和经济体内部的贫富分化，居民部门的收入的低增长会带来社会问题，但**80年代后薪资增速放缓却带来了购买力的增强，索罗斯在《炼金术》中描述里根经济大循环中提到的美国建立起以经常项目逆差循环的核心体系，利用全球化降低了商品成本，薪资增速在降低，实际购买力却在提高；同时经常项目逆差让非美国国家，特别是新兴市场积累了过大的美元债券，让美国能通过债务提高基本社会保障福利，进一步保障了底层生活水平。**



但自16-17年开始，底层25薪资增速与顶层25薪资增速差距缩小，穷人通胀、富人通缩的情况出现，而疫情加剧了这一进程，起因就是逆全球化的出现。特别是疫后供给端通胀问题突出，央行不得不降低就业和经济增长在政策模型中的权重。



而近期制约通胀回落的重要因素是薪资增速放缓速度慢，支撑起了服务性通胀，或许也将迫使央行维持长时间的限制性利率水平。在5-5.25的利率水平之下，经济和就业不至于一次性陷入深度衰退，但会极大地抑制杠杆的增加。保罗沃克的高息时代消失的是估值，但彼时美股表现尚可的原因是，市场以盈利和价值投资为主，限制了风格的转换。利差倒挂持续时间越久，风投和一级市场率先遭受更大损伤，传导至二级市场估值也将受到影响。

债券利差就是交易中的安全边际，加杠杆的临界风险就是利差倒挂幅度的维持或扩大，对应的收益是宽松后的利率下行导致的长短利差收缩乃至转正。传统倒挂中是50BP风险换取300BP收益盈亏比1:6，而最近异常的利差则意味着3.5%继续押注的长端美债收益率继续下行，也即押注资产继续上涨，对手方是央行5-5.25的限制性利率水平目标，以150BP的利差博弈300BP收益，盈亏比只有1:2，这是非常不划算的，交易策略上都不管FED如何，盈亏比异常都不应押注3.5美债的继续下行。

进一步思考与设想，如果逆全球化进程加剧，G2脱钩，东西方将出现一定程度的再通缩与再通胀，同时逆全球化也减小了底层薪资与顶层的差距，央行或许不得不在以年维度的更长时间内保持限制性利率水平，在这种情况下，长短利差的倒挂将持续存在，采取利差对经济衰退的指导作用进行交易会存在越来越大的误差。逆全球化在长期趋势中对交易策略和过往经验的影响值得我们重新思考。

发布于 北京



付鹏的财经世界

东北证券首席经济学家 全球FICC投资 商务邮箱: fupeng715@163.com

已关注