

记录思考：对利率债定价思考的阶段性总结

这是一篇有关利率债定价与投资的阶段性总结与记录。

中国的利率债主要是国债、地方政府债和政策性金融债。接触利率债是从 2012 年杨博士给公司内部员工培训国债期货开始的。接触利率债投资是从 2016 年开始的；2016 年 10 月利率债大熊市震撼心灵，毕竟当时很多投资者看负利率时代刚刚开始。系统思考利率债定价与投资是从 2019 年研究利率债与铜、沪深 300 指数之间的逻辑关系开始的。

2019 年 10 月，在前辈研究的基础上，实证研究发现中国社融增速减去 M2 增速和中国银行间市场短端利率能够较好解释中国十年期国债收益率的波动。前者指向信用，后者指向中国央行货币政策。之后的研究，沿着这两个方向进行，一是什么决定了信用的波动，另一是什么决定了央行的货币政策。

同时，在研究美国十年期国债收益率波动历史，实证研究发现美国十年期国债收益率与全球制造业 PMI 指数有着较高的相关性，中国、美国、欧元区、日本四个经济体的制造业 PMI 指数有着较高的中期一致性，这让我想到了读书时学过的产品内分工理论。（还引致了一些相关思考，包括储备货币美元在全球贸易与分工中的作用、美元信用扩张收缩与全球经济扩张收缩之间的关系、美国国债利率在全球资产定价中的作用及其内部联系机制，等等。）借鉴对中国十年期国债收益率的思考，尝试寻找美国十年期国债收益率与美国居民部门信用周期、美联储货币政策之间的关系，实证研究发现美国十年期国债收益率与美元信用周期、美联储货币政策也有较高的逻辑关联。

在研究大宗商品定价时，2013 年至 2015 年主要研究了奥地利经济学派的理论，并且借鉴桥水公司的分析框架，把大宗商品定价的核心因素划分为（1）供应；（2）收入；（3）信用，其中农产品定价主要考虑供应，工业品定价主要考虑信用。在研究过程中，发现信用与全球制造业 PMI 指数具有较强的关系，与铜价波动就有显著稳定的关系。

反复对比对大宗商品和利率债定价的思考，逐渐认识到利率债定价与大宗商品定价很可能是一个硬币的两个方面。大宗商品价格与利率债收益率都是供应、收入和信用的函数。

最近几周，在集中学习学术界有关名义利率的研究论文，2003 年以来学者开始重新威克塞尔提出的自然利率，AER 的一篇论文研究了名义利率、自然利率、通货膨胀之间的关系，有学者给出了一个公式：名义利率 = 自然利率 + 通胀预期 + 风险溢价补偿。我的理解是，这等同于，把自然利率划到供应的范畴，把通胀预期划到信用的范畴。

至此，我的直觉感知与学者的研究架起了桥梁，也就能融合成一个体系。

近几年的学术研究表明，自然利率是与潜在增速相关的变量，是中央银行政策利率锚定的目标，属于实际经济增长 / 供应领域的变量，是中央银行政策框架最为核心的变量之一。按照奥地利学派、明斯基的金融不稳定理论和通胀理解框架、桥水公司的分析框架，通胀与信用变动密切相关。这表明我们可以从理论上解释社融增速减去 M2 增速、短端利率与十年期国债收益率之间的实证研究结论。这就完成了概念界定——理论研究——实证研究完整的逻辑验证过程，也完成了经济增长 + 通货膨胀的分析框架与供应、收入、信用框架的沟通。或者说，（1）利率债是供应、收入、信用的函数；（2）名义利率 = 自然利率 + 通货膨胀 + 风险溢价补偿；（3）利率债可以用经济增长 + 通货膨胀的框架来分析，三者底层逻辑上相通的。

有些投资者擅长于使用经济增长 + 通货膨胀的框架来做利率债的分析与投资，我还是喜欢使用供应、收入与信用的框架，主要是因为过去十多年我的分析框架与体系是围绕供应与信用展开的。最近两年开始研究政治哲学问题，我开始能够把收入这个变量内生，收入结构变动对于名义利率的波动具有中期决定性的影响。关于这点，半年之后，待我把买的几本政治哲学领域的书读过之后，再另行撰文展开论述。其传递机制是收入结构大幅变动往往有赖于政府信用的变动，或者说引致政府信用的变动。最近一年里，实证研究发现政府信用变动是影响长期国债收益率的重要变量之一。

思考的主线回到（1）什么决定了供应的变动；（2）什么决定了信用的变动。

有关供应：1) 改造自然界依赖于科学技术，需要回答知识的来源；2) 改造自然界有赖于批量的劳动力组织在一起，需要回答共同价值观与目标的来源；3) 改造自然界的新方式需要得到权力的认可与保护，需要回答新势力与旧势力的动态博弈均衡与演变。

有关信用：1) 居民信用的波动有赖于资产负债表现状与未来预期，前者属于历史规律研究，后者属于人类社会心理研究；2) 企业信用的波动，可以借鉴熊彼特、德鲁克的思考，以及明斯基的思考；3) 政府信用的波动，可以借鉴明斯基的思考，也可以借鉴马克思的思考，从货币资本到生产过程，再到产品，最后到产品的价值实现，当这个过程受阻，就需要政府信用的介入。最近看的大卫·哈维的马克思与《资本论》，是挺好一本专著，收获很大。

简要的总结

利率债定价，一是看经济主体能够提供多少供应 / 产出，二是看包括政府在内的经济主体愿意用多少信用 / 债务来追逐经济主体提供的产出。前者对应的是供应、经济增长、自然利率、总供给、现实约束，是做蛋糕问题，偏向于客观世界，以及人与自然的关系；后者对应的是信用、通货膨胀、通胀预期、总需求、人类欲望，是分蛋糕问题，偏向于主观世界，以及人与人之间的关系。利率债在哲学层面是人们主观世界与客观世界矛盾的集中反映，是历史哲学、自然科学哲学与政治哲学的交叉点。

2022 年 10 月 4 日

全文完

本文由 简悦 SimpRead 转码，用以提升阅读体验，原文地址