

2.3 全球大类资产的核心——美债（1）【投资大学·大师课第十二讲】

更新于：2019-06-24 11:19



添加大师课助教微信<jwzhujiao8>

加入课程训练营，一起搭建大类资产投研框架

2.3 全球大类资产的核心——美债（1）

视频时长12分02秒，请在wifi环境下收看

本期提要

- 货币政策的传导路径

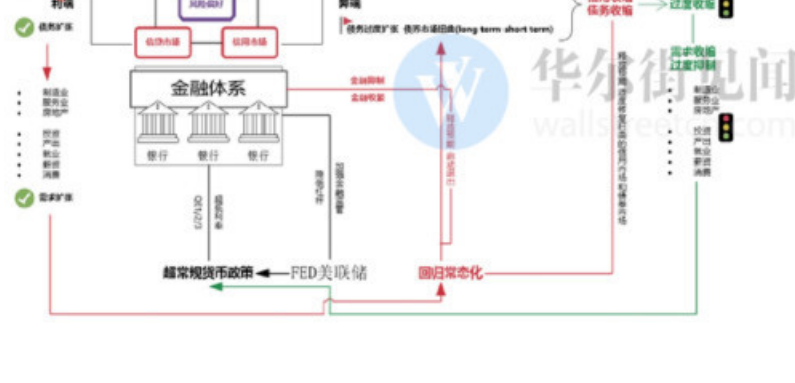
本期内容

大类资产投资框架中的大头是债券，也就是货币政策，徐小庆老师也在之前详细讲过，这个我就不多讲了。但是，对于目前来讲，我觉得更重要的一个问题是货币政策的有效性正在大幅减弱，这实际上是需要很多人注意的，2008年金融危机以后，这个问题就变得越来越严重。

第二是全球的结构性问题拖累了债券市场，目前已经接近边际值了，什么意思呢？各国的债券收益率都在往1%、0这个方向走，从中微观来看的话，目前债券市场向我们传递了一个非常不好的信息：从1980年到现在，债务周期的末端、货币政策的末端，在当下这种债券结构上，都已经接近边际值了。这一轮长期债券收益率的一路下行，包括中间经历的几次结构扩张，本质上来讲就是这一轮全球经济一体化和信息技术革命，也就是美国里根政府改革带来的这一轮长周期的结果。但是现在突出的结构性问题已经导致货币政策走向极值了，如果没有特别好的解决这个问题的方法，我们必然会面临我提出的这个问题——货币政策的有效性正在大幅减弱。

研究货币，对央行的理解

单一的货币政策面对结构性矛盾的时候，就显得非常单薄了，一旦失效后怎么办



我在日记中给大家解释过，全球化下的债券市场其实就是一个carry trading（套息交易），也就是套息的问题。从最初的套息日元开始，计算公式日记里都有写，我在这里就不多聊了，大家可以关注一下。

日本投资者套利美国国债的收益率受到影响



日本投资者对冲汇率风险后购买美国国债的收益率

关于SEC政策的新规

Basis Swap和Libor走高对于套利者的影响很大

下面这张图反映的是2015年、2016年的问题。中国供给侧改革到了2017年的时候，全球其实又一次思考，我们是不是走出来了。如果走出来的话，当时的交易逻辑就非常简单的了，美债的上行、收益率的上行，将带来全世界的收益率上行，所以说接下来就应该压住欧洲、日本，都应该逐步退出。但事实上，到了2017年的四季度，大家会发现结构性问题一直拖累着欧洲，当时我就说欧洲日本化，永远无法退出，得出这个结论就是因为货币政策失效的情况下，结构性问题深化，不解决它一切政策都是无效的。

现在全球的状况就是这样。下一个会是谁，澳大利亚吗？大家有没有想过，澳大利亚把利率拖到1%以下以后，也有可能发现货币政策是无效的。在政策空间越来越小的情况下，这种小的国家就会陷入这样的泥潭。如果所有国家，包括中国全都陷入进去，会是什么结果？那个时候就不是经济问题了，结构性问题就会导致全球性的冲突。实际上现在已经快到边际值了，但是很多人还没有考虑这个问题，大家对于很多问题的看法仍然是不行就放水，不行就调整货币政策，但是现在已经不是以前了。所以我认为包括中国在内，所有国家的货币政策的空间都会受限，只能依靠行政性手段或者改革结构，所有国家最后都会走上这条路。这实际上是从债券引申出来的一个宏观含义。

全球债券市场航行在茫茫的大海上

未知的世界探索最终的结果是什么？

里根税改（1981-1988年）助经济摆脱滞胀



货币政策原本的有效路径可以参考下面这张图，但是当大家都不愿意去理顺债务和收入之间的这种牵制关系、分配关系，货币政策就无法带来债务和信用的扩张，因为在债务不解决的情况下，货币政策在这就被阻断了。中国其实也一样，货币政策放水的目的就是推动信用的扩张，但是如果债务不出清的话，信用是扩不出来的，换句话说，干放水，信用就是不扩张。信用不扩张，往下的传递就都无效，其实都是卡在债务上，所以单一的货币政策一定是非常局限的。我从来都不认为大放水可以解决一切问题，不可能。图中其他部分的传导应该是正常的，我就不解释了。

全球最大的风险：货币政策一旦失效后怎么办？

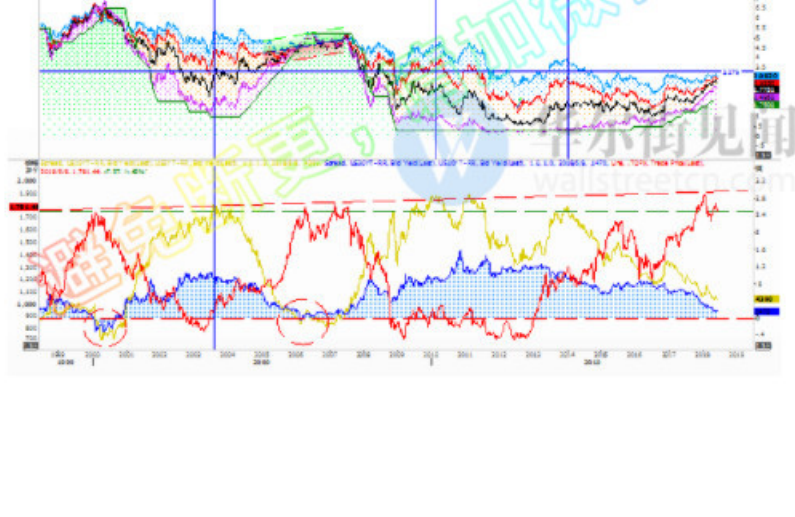
单一的货币政策面对结构性矛盾的时候，就显得非常单薄了，一旦失效后怎么办



下图反映了偏微观的美债的长短端结构。研究市场结构很关键，无论债券市场、商品市场，不光是一个看涨看跌的问题，结构会带来很多的挑战。当然这里就生成了一个对冲的策略，什么策略？之前我们讲到美股，大家很想拆分长期斜率和波动，我们想对冲的其实是波动的风险。我左手拿着一堆ETF，只要它的周期不结束，原则上我不需要变，但我很想对冲这个周期风险，用什么东西呢？我用的最好的东西，其实是日本的东证和日经指数。

长短利差的震荡下行：金融市场动荡逐步传导远期预期

长端债券收益率上行压力越来越大（隐含远期通胀和增长的压力）金融市场动荡传导到实体经济的预期只是个时间问题



大家看看整个一季度的情况就会发现，美股快回去了，日经还没回去，东证回不去。很简单，这些指数代表的就是斜率的比重，从斜率比重很高，到最后斜率完全不占比重，也就是投机性的资本波动，对标物就是日本股市。1990年日本大萧条以后，日元和日本的股市就论为了全球资本流动的对标物。很多人会问我，付总，是不是就像网上写的一样，美债长短端倒挂了，美股就有风险了？我说，他写的是没错的，但是如果你说成美债长短端倒挂了，是不是美股就跌了，这就是理解偏差了。最佳的对标物是图中的红线，也就是日本东证，大家可以看得很清楚，1990年日本大萧条以后，东证的波动几乎没有斜率，它的高点永远是1800，而且它的波动完全随着美债长短端利率的扁平趋势上涨，然后倒挂、滞涨、扩张或者临近扩张、下跌，完全随着美债的长短端利率在走。实际上很简单，东证加上美国股市的长期投资回报率，得到的就是美股。这样的话我们的策略不就出来了吗？当你发现长短端利率倒挂的时候，真正要对冲的是什么？美股风险，没错，美股的什么风险？投机性波动的风险。

当我从你的财务报表中看到你的盈利到头了，利润增速开始下降了，长期增长的风险就出现了，否则的话原则上来讲，更多需要对冲的是利率对投机性波动的传导。所以我的最佳策略就是左手该拿ETF的拿ETF，右手该加上东证的空单的就加上东证的空单。这个组合到底是看多美股还是看空美股呢？答案就是，在没有改变的情况下，我仍然看好长期回报，就是长期斜率的分红、股息这些东西，但我要防范的是利率对投机性波动的冲击，这就是这个组合的意义。大家会发现，如果看多标普看空日本东证，投资回报永远是涨的，介于标普和东证之间，那就是你的长期投资回报。为什么长短端利率倒挂意味着经济存在较大风险？网上有很多解释这个问题的文章，这里我就不聊了。

长期债券隐含的信息比较多，大家仔细看就会发现，所有的货币政策并不作用在长端，都是作用在短端。简单讲，你改变了短期的融资成本或者短期的负债成本，但是长期来看可以增加收入和投资回报率，如果它不增加，负债和回报率趋近的时候，投资行为会停滞，投资行为停滞之后就会影响经济的状况。这就是美联储加息、降息的原理，准确说它通过影响长短端利率的曲线影响所有投资行为，这也是从债券到经济的微观的一个过程。但是它不能直接跟权益挂钩，因为长期增长的那部分来自效率，那是不一样的。

以上就是课程的所有内容，非常感谢大家，谢谢。

- E N D -

戳此学习付鹏的<大类资产框架手册>

30节课搭建你的大类资产投研框架

