

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环境下观看

本期提要

- 货币政策的传导路径

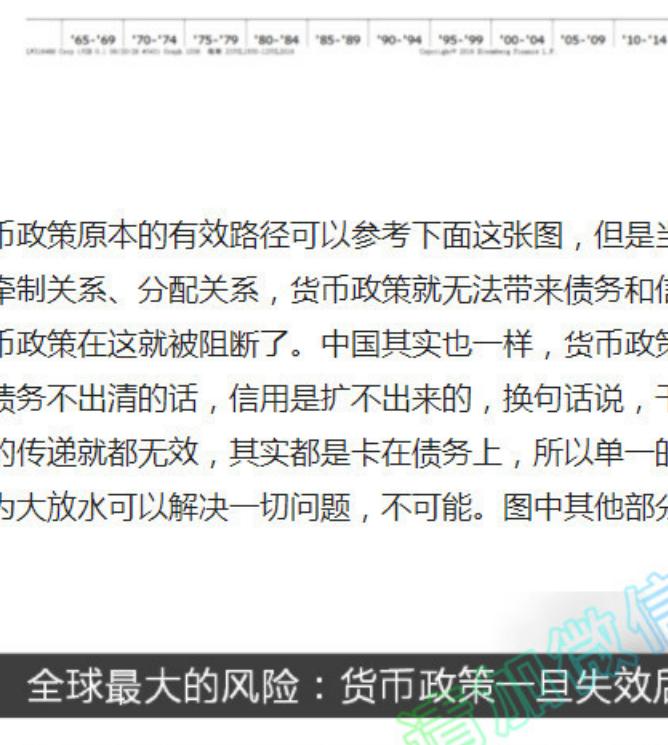
本期内容

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就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临近边际值了。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打开，本质上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，对央行的重要理解

单一的货币政策面对着结构性矛盾的时候，显得就非常单薄了，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



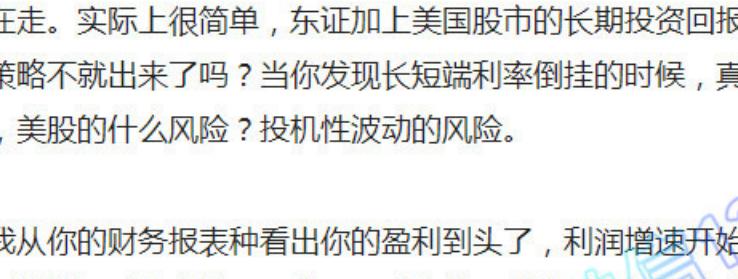
下面这张图反映的是2015年、2016年的问题。中国供给侧改革到了2017年的时候，全球其实又一次思考，我们是不是走出来了。如果走出来的话，当时的交易逻辑就非常简单了，美债的上行、收益率的上行，将带来全世界的收益率上行，所以说接下来就应该压住欧洲、日本，都应该逐步退出。但事实上，到了2017年的四季度，大家会发现结构性问题一直拖累着欧洲，当时我就说欧洲日本化，永远无法退出，得出这个结论就是因为货币政策失效的情况下，结构性问题深化，不解决它一切政策都是无效的。

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一个泥潭。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着结构性矛盾的时候，显得就非常单薄了，一旦失效后怎么办

股票市场、债券市场、信贷市场、信用市场

信用过度扩张、债务过度扩张、信用利差扭曲（HY-IG）、债券市场结构过度扭曲

金融体系、金融收紧和抑制、货币政策失

总需求扩张、核心通胀、FED、货币政策常态化

信用过度扩张、债务过度扩张、信用利差扭曲（HY-IG）、债券市场结构过度扭曲

金融体系、金融收紧和抑制、货币政策失