



破解迷局：全球利率上升之忧



2022 年，全球利率注定会暴涨吗？西方许多经济体通胀加剧，欧洲央行、美联储和其他央行似乎准备“收紧”货币政策。由此看来，近期上涨的远期利率似乎将会飙升。许多观察家、学者、经济学家和投资者担忧，倘若西方央行加息，全球经济和市场将受到重创。若真是如此，中国出口需求将损失惨重。但别担心，随着短期价格压力减弱，远期利率会令人意外。无论各大央行紧缩与否，2022 年底的利率水平将同年初时相近；即便收益率上升，影响也不及市场担忧的那么深远。

尽管头条新闻大肆宣扬远期通胀，但依旧温和的远期利率表明，短期行为才是驱动价格上扬的主导力量。倘若不是短期行为，反映通胀预期的远期利率肯定早就飙升了。没错，除了中国的利率持平，大多数主要国家的利率已经反弹上升。同时也要考虑市场波动。在美国市场，十年期国债利率从年末的 1.51% 上涨至如今的 1.75%，依旧微不足道。德国利率呢？从 -0.18% 升至 -0.03%，许多人担忧利率“快要从负转正”了。法国国债收益率从仅 0.20% 升至 0.30%。日本国债收益率增长了一倍多！但从 0.07% 升至 0.15%，可谓微乎其微。

收益率为何没有暴涨？市场看到了新闻报道所忽略的一个因素：远期通胀影响广泛。正如诺贝尔经济学奖得主米尔顿·弗里德曼 (Milton Friedman) 教导的那样，通胀是一种货币现象：钱太多，商品太少。近期，全球大部分国家的通胀情况不尽相同。除了能源短缺，还牵涉到供应链问题，这是全球旨在遏制疫情扩散而间歇性封锁和重新开放的结

果。尽管近期西安等地暂时重新封锁，这些问题已经得到缓解。集装箱运输价格已从 2021 年的高位显著下落。尽管欧元区消费价格指数同比攀升了 5.0%，但剔除食品和燃料的核心消费价格指数上升了 2.6%，涨幅要低得多。美国核心消费价格指数同比上涨了 5.5%，亦不及新闻头条所报道的 7.0%。况且，服务价格的上涨更为缓慢，因为其受供应链压力的影响较小。2022 年 1 月份采购经理人指数显示，随着库存恢复，欧美采购价格增长势头广泛趋缓。

欧洲央行和美联储在量化宽松政策下缩减长期债券的购买规模（“QE 缩表”）亦不会助推远期利率上升。现在，量化宽松的确降低了远期利率，债券价格与收益率成反比。央行的大量购买推高了债券价格，同时压低远期收益率。但谨记：市场对所有已知信息进行预先定价，而 QE 行将结束已成旧闻。几个月来，央行一直在发出削减 QE 的信号。因此，在美联储 2021 年 11 月缩表至年底期间，美国十年期国债收益率下降了 0.04%，尽管决策者于 12 月加速了缩表。德国十年期国债收益率在欧洲央行 9 月份削减 QE 后随即下跌，法国十年期国债收益率亦是如此。市场在很久之前就对 QE 缩表预先定价，之后继续前行。如果之前削减的 QE 并未提振收益率，现在有什么不同吗？

不过，许多人对此不以为然，认为美联储、欧洲央行和英国央行 2022 年的短期加息迫在眉睫，会推高远期利率。并非如此，不妨参考美国的历史数据。自 1933 年起，在美联储首次加息的 6、12 和 18 个月之后，十

年期国债收益率涨幅中位数分别为 0.14%、0.25%和 0.18%，微乎其微！十年期国债收益率在美联储加息的历史上约有三分之一的时间均下跌。而如今，鲜有人注意到这一点，所以这有望带来惊喜。

为何远期利率无法反映短期收益率的变化？道理很简单。远期利率是由市场决定的，并根据通胀预期而变化。央行控制短期加息，旨在缓解通胀。市场对央行决策等广受关注的因素形成预期并预先定价，这一点始终未变。

中国之外，全球收益率趋于步调一致。过去 15 年，中美两国间十年期国债收益率的关联系数仅为 0.15，不太显著。1.00 表示完全相同，-1.00 则完全相反。这可能是因为中国资本流动开放刚开始不久，相对较新。而英国国债与美国国债收益率的关联系数为 0.73。德国和法国国债与美国国债收益率的关联系数分别为 0.66 和 0.62。甚至，日本国债与美国国债收益率的关联系数也有 0.51。如果你认为 2022 年美国国债收益率将不升反降，那么全球大部分市场亦会如此。

如果我判断错了，美国 and 全球国债收益率攀升呢？也不用恐慌。利率上升对美国、世界或中国经济不造成威胁。自 2001 年中国加入世贸组织以来，美国远期利率已经出现了几次持续攀升。例如：从 2003 年 5 月到 2006 年 6 月，美国十年期国债收益率从 3.37%升至 5.14%（源于美联储将短期利率从 1.00%提高到 5.25%，进一步证明远期收益率与短期收益率没有可比性）。在此期间，美国季度 GDP 平均年增长率为 3.6%，美国从中

国进口量年均同比增长 23.6%。而中国经济，如你所知，这段时间内有了突飞猛进的增长。

从 2012 年 7 月到 2013 年 12 月，美国十年期国债收益率再次上涨，从 1.47% 升至 2.97%，增加了一倍多。在此期间，美国 GDP 每个季度都在增长，尽管平均增长率为史上最慢的 1.9%，但仍为中国商品创造了旺盛需求。在这六个季度里，中国 GDP 平均同比增长 7.7%，美国从中国进口量年均同比增长 4.1%，这与美国经济增长整体疲软和中国经济从出口导向型增长转向内需拉动型的情况一致。

至于股票，西方许多人一直声称利率上升对市场是毒药。常言道“不要与美联储对抗”，提醒投资者不要在利率上升时购买股票。但事实并非如此。在美国，标准普尔 500 指数与十年期国债收益率的关联系数为 0.33。德国十年期国债收益率及德国 DAX 指数呢？亦为 0.33。在法国，CAC40 指数与十年期国债收益率的关联系数为 0.15；而中国股市与国债收益率的关联系数仅为 0.16。微弱的正相关表明远期利率与股票之间无固定关系，无法影响投资组合决策。自然，此派观点并不支持利率上升扼杀股票的理

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36525

