

从削减恐慌到德债疯狂

作者：[Yingyuan Chen](#)、[David Jones](#) 和 [Sanjay Hazarika](#)

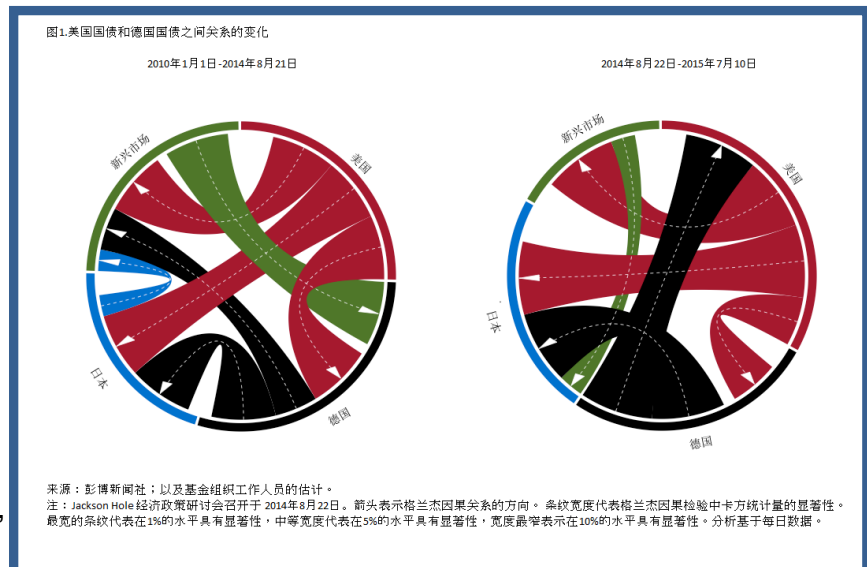
2015 年 7 月 14 日

传统上，全球金融市场会从美国得到暗示。过去美联储意外加息导致了全球市场的动荡。当 2013 年 5 月时任美联储主席本·伯南克仅仅暗示可能会很快结束购债和其他政策时，全球金融体系整体出现大恐慌。然而在过去一年里，全球市场的发展似乎出现逆转。推动全球债券市场价格变化的似乎是叫做“Bunds”的德国国债，而非叫做“Treasuries”的美国国债。随着投资者针对美联储预计在 2015 年早些时候开始加息做准备，这种角色的逆转可能会给投资者的计算带来新的复杂性。此外，由于希腊局势发展导致德国和美国国债的收益率起伏不定，这也是一个值得关注的趋势。

我们最新的《全球金融稳定报告》强调，欧元区的货币政策变化对美国的长期利率产生了极大影响。在 2014 年 8 月召开的 Jackson Hole 央行官员会议上，欧洲中央银行行长马里奥·德拉吉（Mario Draghi）表示将考虑采取额外的非常规货币政策，以快速助推乏力的欧元区经济。Jackson Hole 会议后不久，欧洲中央银行跟着推进，引入了负存款利率并通过大规模购买资产实施了量化宽松。这结果成为德国国债与美国国债二者关系的转折点。

通过使用被称为格兰杰因果分析的统计方法，我们发现，2014 年 8 月之前，美国 10

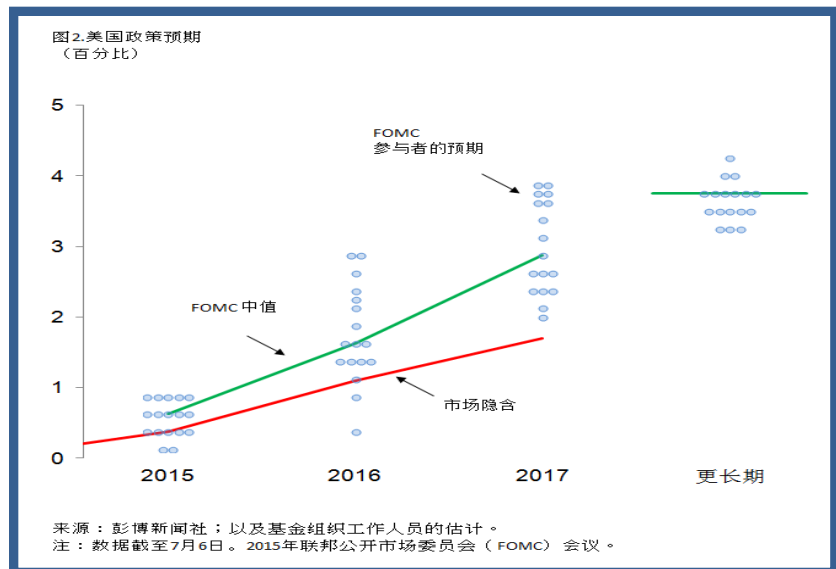
年期国债的利率变化更可能先于（格兰杰原因）德国 10 年期国债的利率变化。之后，情况相反，即德国国债收益率的变化更可能先于（格兰杰原因）美国国债的收益率变化。可以



充分肯定的是，随着德国 10 年期国债的收益率到 2014 年末下降 50 个基点，美国 10 年期国债的收益率也出现类似降幅（图 1）。

2015 年 5 月 7 日出现了更多证据。当日德国 10 年期国债的收益率由 0.59% 升至 0.78%（五个月以来的最高点），随后在当天交易结束时基本未发生变化。德国国债收益率的变动导致美国国债出现同等反应。投资者迅速将其与 10 月 15 日美国国债的“闪电崩盘”比较起来，当日市场经历了类似的急跌，随后又出现上升。6 月的前几天，德国 10 年期国债的收益率再次由 50 个基点飙升至 1%，其导致美国国债的收益率随后由 2.12% 几乎升至 2.50%。随着希腊局势的变化导致德国和美国国债的收益率跌宕起伏，近几周德国和美国的长期利率继续联动。

我们 10 月的分析表明，市场关于加息时机和节奏的预期与美联储自身的预测存在一些不一致。市场预期加息节奏会相对温和且终端联邦基金利率将处在较低水平（图 2）。甚至在 4 月至 6 月期间“德债疯狂”将美国 10 年期国债的收益率推高逾 60 个基点以后，情况大体也未发生变化。因此，美国国债市场也许正准备应对波



动期，届时美联储打算提高短期利率的这个确凿事实会不可避免地遇到欧洲给美国长期利率造成的压力。尽管存在第一季度增长缓慢、美元升值和希腊产生的不确定性等逆风，美联储的对外沟通已明确，美国经济继续向符合加息的条件迈进。



Yingyuan Chen 是基金组织货币和资本市场部全球市场分析处的研究员，负责为《全球金融稳定报告》中与主权风险、金融稳定和资本市场相关的内容撰稿。



David Jones 是货币和资本市场集团高级金融组专家和驻纽约代表。目前由纽约联邦储备银行临时调派至基金组织工作。他在纽联储供职于市场组。其最近一次被分配到参与美国的国别工作，负责为美国的第四条磋商分析外资银行组织。David 获得了哥伦比亚大学国际事务硕士学位和芝加哥大学的经济学学士学位。



Sanjay Hazarika 是基金组织货币和资本市场部高级金融部门专家。他参与撰写《全球金融稳定报告》（第一章）的内容并且是基金组织市场监督小组成员。他的工作重点是全球固定收益和衍生品市场。加入基金组织之前，曾在金融市场从业近 20 年，担任投资组合经理、固定收益交易员和银行财务主管。他获得了麻省理工学院斯隆管理学院的硕士学位。