被忽视的通胀风险溢价

——宏观经济周度观察

投资周报

名义债券收益率=预期平均实际短期利率+实际期限溢价+通胀预期+通胀风险溢价，人们往往比较关注通胀预期，而忽视了通胀风险溢价等其他因素对债券收益率的影响。

通胀风险溢价取决于债券避险属性的强度，而这又和货币政策空间有关。疫情爆发后，美联储迅速把货币政策利率降至接近 0，货币政策利率面临着零利率下限（zero lower bound）约束，需求冲击对美国经济的影响增强。需求冲击下，通胀是顺周期的，债券是避险产品，公众愿意为持有债券付出负的通胀风险溢价。疫情冲击下，消费、投资减弱，自然利率、实际债券收益率下降，通胀预期下滑，与此同时，通胀风险溢价转负，名义债券收益率加快下滑。

当经济活动逐渐恢复，再加上财政刺激，需求回暖，自然利率及实际债券收益率上升。此时不仅通胀预期可能上升，由于 ZLB 对货币政策的约束减弱，需求冲击的影响减弱，通胀风险溢价增加，并可能转为正值，名义债券收益率加快上升。可见，通胀风险溢价在债券收益率决定中起到一个加速作用，可以加速债券收益率下降，也可以加速债券收益率上升。这里从通胀和风险资产收益率（或经济增长率、消费增长率）的相关性来探讨通胀风险溢价方向及大小的变化，除此外，通胀波动率也会影响通胀风险溢价。

10 月以来，美债收益率出现了较大幅度的上升，普遍认为是“拜登交易”、疫苗行情的结果，也就是经济预期改善、通胀预期上升导致的。实际情况如何呢？通胀预期有多个衡量指标，基于通胀保值债券（TIPS）计算的盈亏平衡通胀率（breakeven inflation rate）无法剔除流动性溢价、通胀风险溢价。通胀互换流动性风险相对较小，基于通胀互换（inflation swap）计算的通胀预期，可以剔除流动性风险溢价的影响，但同样受到通胀风险溢价的干扰。10 月以来盈亏平衡通胀率、通胀互换率上升并不能一定意味着通胀预期上涨，至少可能还有通胀风险溢价的缘故。

为了克服流动性风险溢价、通胀风险溢价对通胀预期的干扰，美联储的经济学家基于 DKW 无套利期限结构模型，对 10 年期债券收益率进行了分解。在 10 月美债收益率上升的 20 个基点中，通胀预期只占了 6 个基点，贡献率只有 30%。如果考虑到 11 月美国大选没有出现“蓝波”，通胀预期应该较 10 月末有所下降。贡献最大的是实际期限溢价，上升了近 9 个基点，这是投资者对未来不确定要求的风险补偿，可以看到美国大选前的 10 月 VIX 大幅上升。另外，通胀风险溢价上升了将近 4 个基点，幅度还是比较大的，主要因为美国经济最差时期已经过去，自然利率及美债收益率上行，货币政策 ZLB 约束大大缓解，与此同时，或许因为平均通胀目标制（AIT）的实施使通胀波动率增加，也需要一定的风险补偿。

模型不同结论也可能不同，为了保证结论的可靠性，我们还参考了其他专业机构的成果，比如克利夫兰联储，基本上可以认定 10 月以来美债收益率的上升，通胀预期的贡献并不大。这也符合油价走势。原油期货价格是一个衡量通胀预期的简单指标，10 月以来油价波动较大，但整体上围绕着 40 美元/桶波动，没有出现较大幅度上涨。

中国和美国不同的是，中国货币政策空间比较大，其他工具也比较齐全，中国的通胀风险溢价不会像美国一样大幅波动。当发生经济风险时，中国债券收益率不会像美债那样快速下降，当经济向上时，中国债券收益率也不会像美债那样快速上升，这是中国债券收益率波动弱于美债的原因之一。当然，中国利率尚未完全市场化、频繁使用逆周期工具也是重要原因。

● 风险提示：海外疫情长期化

刘娟秀（分析师）
liujuanxiu@xsdzq.cn
证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）
xingshuguang@xsdzq.cn
证书编号：S0280520050003

相关报告

投资周报：出口屡超预期
2020-11-8

投资周报：经济仍在爬坡
2020-11-1

投资周报：2021 年经济增速怎么看
2020-10-25

投资周报：2021 年通胀怎么看
2020-10-18

投资周报：美国财政刺激才是关键，市场逐渐计价拜登当选
2020-10-11

投资周报：ZLB 约束下的美股风险溢价
2020-9-27

投资周报：如何正确地理解盈亏平衡通胀率
2020-9-20

投资周报：下半年 CPI 增速下滑对企业利润冲击不大
2020-9-13

投资周报：人民币汇率怎么看
2020-9-6

目 录

1、 被忽视的通胀风险溢价.....3
2、 国内高频数据观察.....4
2.1、 生产指标分化.....4
2.2、 商品房销量下滑.....5
2.3、 猪肉价格止跌.....6
2.4、 货币市场利率大幅上行.....7
2.5、 人民币兑美元升值.....7

图表目录

图 1: 10 年期美债收益率变动分解.....4
图 2: 高炉开工率上升.....4
图 3: 全国焦化企业开工率下降.....5
图 4: 汽车全钢胎、半钢胎开工率小幅下降.....5
图 5: 商品房周销量同比回落.....6
图 6: 猪肉价格止跌.....6
图 7: 原油价格上升.....7
图 8: 货币市场利率上升.....7
图 9: 美元指数上升.....8

1、 被忽视的通胀风险溢价

名义债券收益率=预期平均实际短期利率+实际期限溢价+通胀预期+通胀风险溢价，人们往往比较关注通胀预期，而忽视了通胀风险溢价等其他因素对债券收益率的影响。

通胀风险溢价取决于债券避险属性的强度，而这又和货币政策空间有关。疫情爆发后，美联储迅速把货币政策利率降至接近 0，货币政策利率面临着零利率下限（zero lower bound）约束，需求冲击对美国经济的影响增强。需求冲击下，通胀是顺周期的，债券是避险产品，公众愿意为持有债券付出负的通胀风险溢价。疫情冲击下，消费、投资减弱，自然利率、实际债券收益率下降，通胀预期下滑，与此同时，通胀风险溢价转负，名义债券收益率加快下滑。

当经济活动逐渐恢复，再加上财政刺激，需求回暖，自然利率及实际债券收益率上升。此时不仅通胀预期可能上升，由于 ZLB 对货币政策的约束减弱，需求冲击的影响减弱，通胀风险溢价增加，并可能转为正值，名义债券收益率加快上升。可见，**通胀风险溢价在债券收益率决定中起到一个加速作用，可以加速债券收益率下降，也可以加速债券收益率上升。**这里从通胀和风险资产收益率（或经济增长率、消费增长率）的相关性来探讨通胀风险溢价方向及大小的变化，除此外，通胀波动率也会影响通胀风险溢价。

10 月以来，美债收益率出现了较大幅度的上升，普遍认为是“拜登交易”、疫苗行情的结果，也就是经济预期改善、通胀预期上升导致的。实际情况如何呢？通胀预期有多个衡量指标，基于通胀保值债券（TIPS）计算的盈亏平衡通胀率（breakeven inflation rate）无法剔除流动性溢价、通胀风险溢价。通胀互换流动性风险相对较小，基于通胀互换（inflation swap）计算的通胀预期，可以剔除流动性风险溢价的影响，但同样受到通胀风险溢价的干扰。**10 月以来盈亏平衡通胀率、通胀互换率上升并不能一定意味着通胀预期上涨，至少可能还有通胀风险溢价的缘故。**

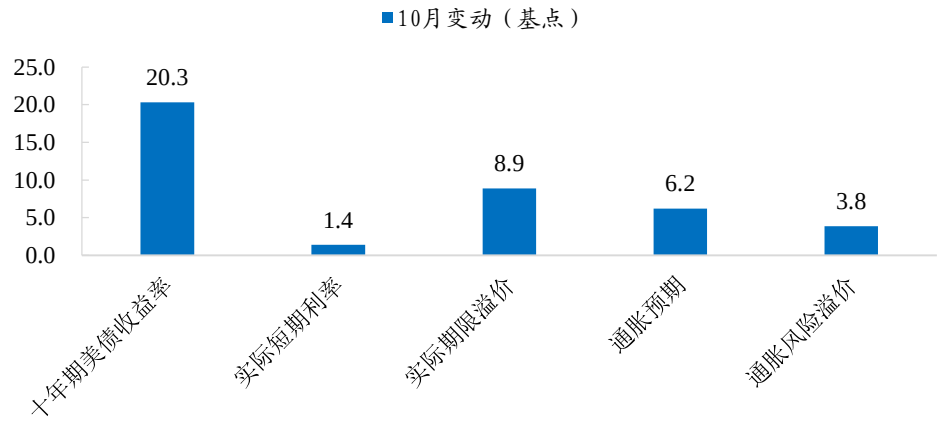
为了克服流动性风险溢价、通胀风险溢价对通胀预期的干扰，美联储的经济学家基于 DKW 无套利期限结构模型，对 10 年期债券收益率进行了分解。10 月美债收益率上升的 20 个基点中，通胀预期只占了 6 个基点，贡献率只有 30%。如果考虑到 11 月美国大选没有出现“蓝波”，通胀预期应该较 10 月末有所下降。**贡献最大的是实际期限溢价，上升了近 9 个基点，这是投资者对未来不确定要求的风险补偿，可以看到美国大选前的 10 月 VIX 大幅上升**。另外，通胀风险溢价上升了将近 4 个基点，幅度还是比较大的，主要因为美国经济最差时期已经过去，自然利率及美债收益率上行，货币政策 ZLB 约束大大缓解，与此同时，或许因为平均通胀目标制（AIT）的实施使通胀波动率增加，也需要一定的风险补偿。

模型不同结论也可能不同，为了保证结论的可靠性，我们还参考了其他专业机构的成果，比如克利夫兰联储，基本上可以认定 10 月以来美债收益率的上升，通胀预期的贡献并不大。这也符合油价走势。原油期货价格是一个衡量通胀预期的简单指标，10 月以来油价波动较大，但整体上围绕着 40 美元/桶波动，没有出现较大幅度上涨。

中国和美国不同的是，中国货币政策空间比较大，其他工具也比较齐全，中国的通胀风险溢价不会像美国一样大幅波动。当发生经济风险时，中国债券收益率不会像美债那样快速下降，当经济向上时，中国债券收益率也不会像美债那样快速上升，这是中国债券收益率波动弱于美债的原因之一。当然，中国利率尚未完全市场

化、频繁使用逆周期工具也是重要原因。

图1： 10 年期美债收益率变动分解



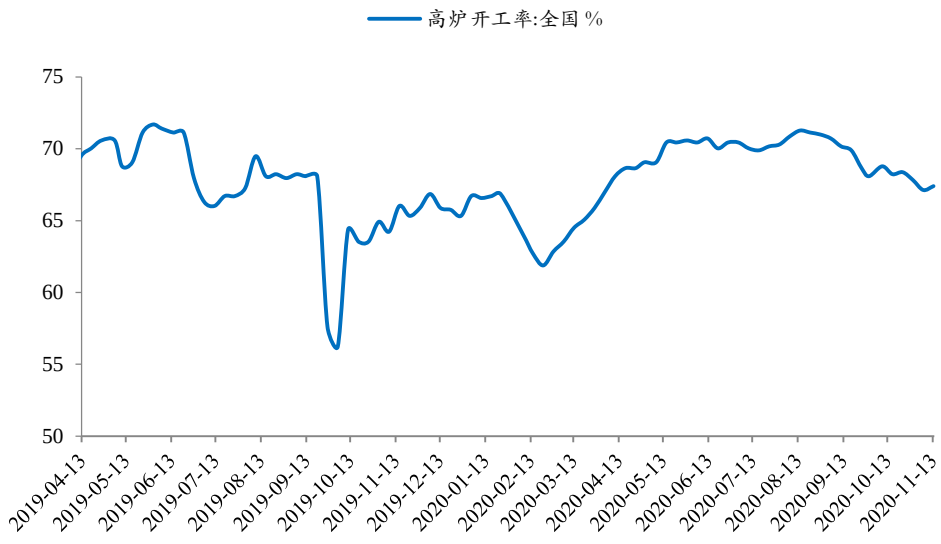
资料来源：Fed，新时代证券研究所

2、 国内高频数据观察

2.1、 生产指标分化

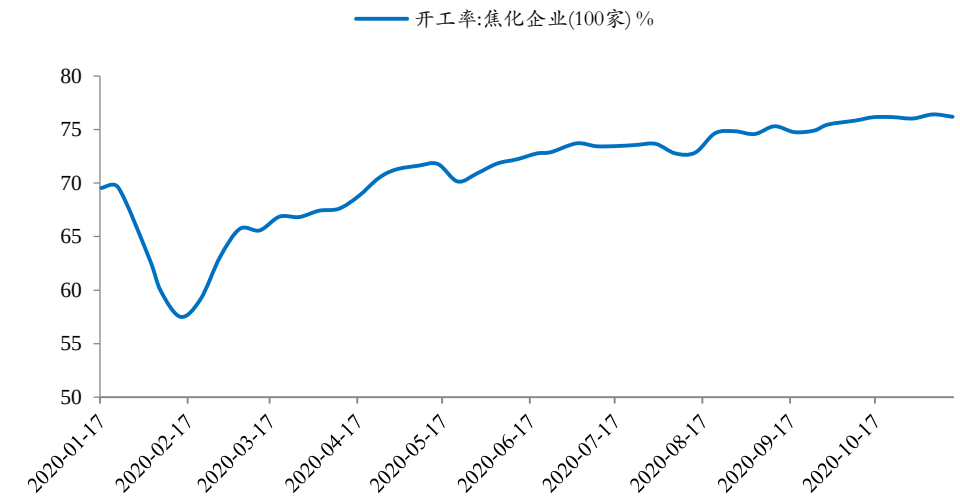
上周，生产指标分化。高炉开工率上升 0.4%至 67.4%，但是全国 100 家焦化企业开工率下降 0.29%至 76.2%，汽车全钢胎与半钢胎开工率分别下降 0.2%、0.3%。

图2： 高炉开工率上升



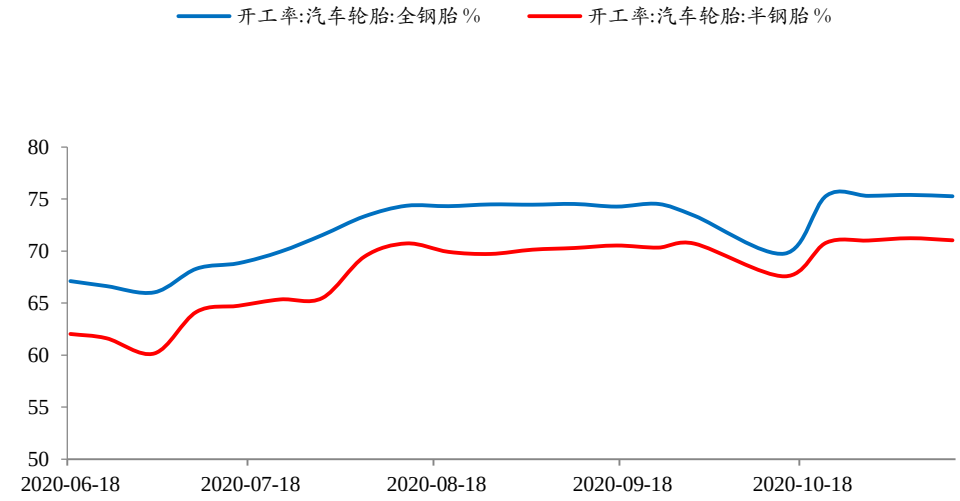
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 全国焦化企业开工率下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 汽车全钢胎、半钢胎开工率小幅下降

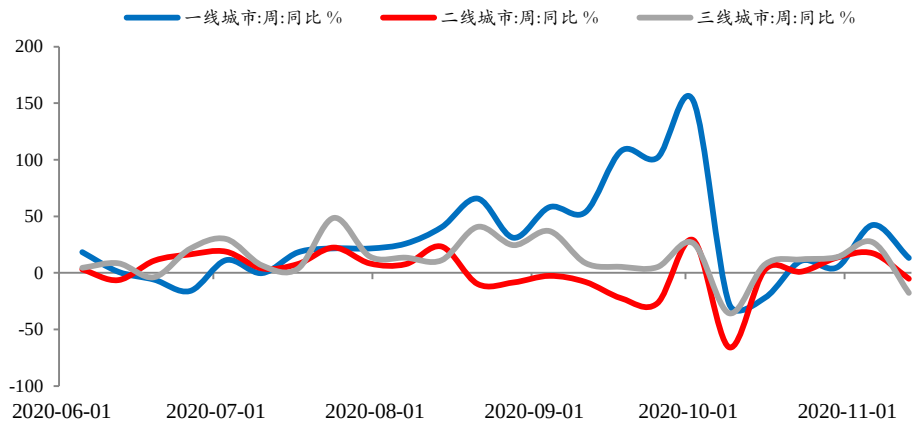


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、 商品房销量下滑

上周，30 大中城市商品房日均成交面积为 48.46 万平方米（前一周六至周五为计算周期），较前一周 54.88 万平方米下降。30 大中城市商品房成交面积同比下降 22.53%，其中，一二三线城市商品房销售面积同比增速分别回落至 13.22%、-5.16%、-17.66%。

图5： 商品房周销量同比回落

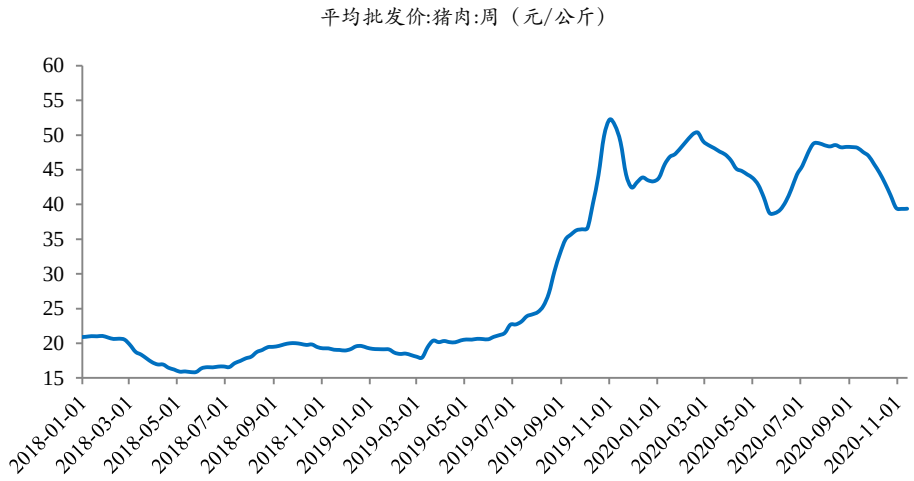


资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：前一周六至当周五为周计算周期

2.3、 猪肉价格止跌

上周，28 种重点监测蔬菜价格环比下降 0.76%，7 种重点监测水果价格环比上升 2.13%，猪肉批发价环比略升 0.06%，基本保持平稳。原油价格上升，WTI 原油价格环比上涨 8.05%，布油价格环比上涨 8.44%。

图6： 猪肉价格止跌



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 原油价格上升

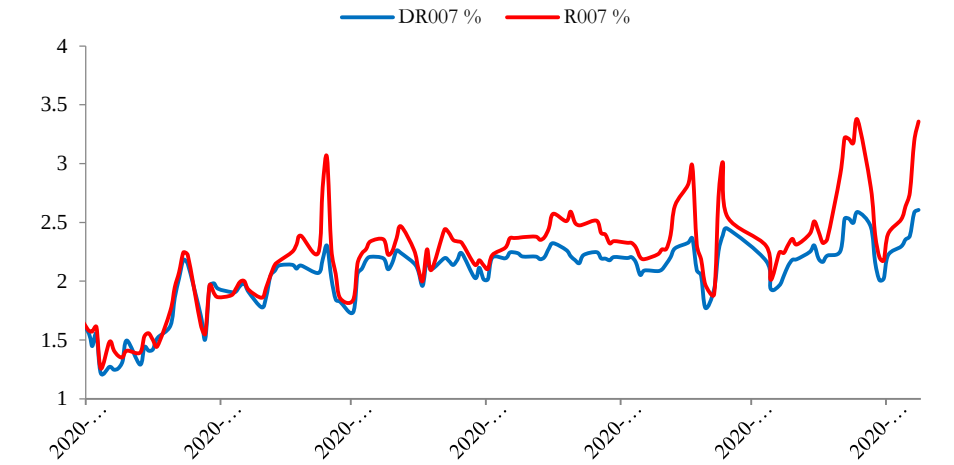


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.4、 货币市场利率大幅上行

上周，虽然央行回购市场净投放资金 2300 亿元，但是受债券市场信用风险影响，货币市场利率大幅上行，DR007 一周上升 38BP，R007 一周上升 96BP。

图8： 货币市场利率上升

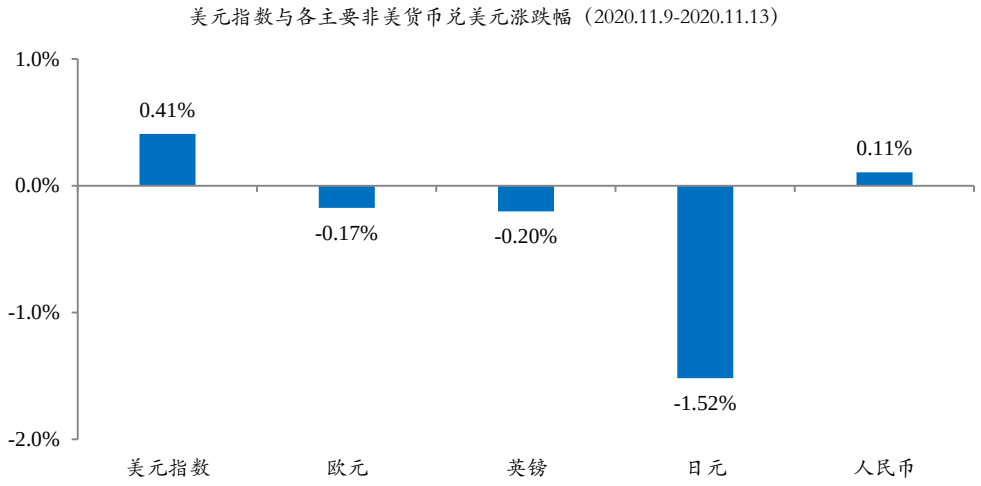


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.5、 人民币兑美元升值

上周，美元指数上升 0.41%至 92.97，欧元、英镑、日元分别贬值 0.17%、0.2%、1.52%，但人民币兑美元升值 0.11%。

图9： 美元指数上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

刘娟秀，宏观团队负责人，首席宏观分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，多年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

邢曙光，资深宏观分析师，厦门大学经济学博士，北京大学经济学博士后，丹麦哥本哈根大学访问学者，曾任北京大学经济研究所助理研究员，2018 年加入新时代证券研究所。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖 销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕荻琪 销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓 销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室 邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/