新时代证券-研究所晨报（20200929）

● 总量研究

宏观研究：ZLB 约束下的美股风险溢价

上周三 9 月 23 日，美联储主席鲍威尔一句“我们已经尽力了”，引发美股剧烈波动。这反映出美联储面临着一个困境：货币政策面临零利率下限（ZLB）约束，即使实施负利率，负利率的空间也是有限的，一般在-1%至-2%之间，更何况还存在有效下限（ELB）的约束。美国长端利率已经很低，量化宽松（QE）、收益率曲线控制（YCC）等非常规货币政策，和次贷危机时相比也没那么有效。平均通胀目标制（AIT）等前瞻指引货币政策更是小打小闹，效果几乎可以忽略。上周美股波动，固然还有欧洲疫情第二波、美国疫情第三波冲击等其他原因影响，但是 ZLB 约束无疑加剧了这种担忧。

策略研究：没有趋势性利空

由于 8 月下旬以来旺季的经济并没有大幅超预期，导致最近股市表现低于我们的预期。不过我们认为最近经济的扰动只是暂时的，经济趋势依然是往上的，利率上行的时间和幅度还没达到可以改变经济趋势的程度。从融资余额和基金发行数据来看，2020 年居民资金进来的速度是远高于 2019 年的，即使这个速度打一个折扣，也是牛市的资金格局，这种情况下，除非有极大的确定性利空，否则是很难长期处于震荡市的。7 月中旬以来的震荡是牛市中的技术性调整，调整时间已经比较充分，市场随时可能会结束调整，进入新一轮中枢抬升的上涨。

风险提示：政策落实不及预期；海外疫情长期化。

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
lvzhuoyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120060010

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
休闲服务	1.54%	农林牧渔	-2.65%
采掘	1.12%	纺织服装	-2.34%
食品饮料	0.87%	医药生物	-1.86%
电气设备	0.71%	国防军工	-1.74%
房地产	0.7%	通信	-1.47%

相关报告

《ZLB 约束下的美股风险溢价》2020-09-27

《没有趋势性利空》2020-09-27

内容目录

1、 总量研究 3
1.1、 宏观研究：ZLB 约束下的美股风险溢价 3
1.2、 策略研究：没有趋势性利空 4

1、 总量研究

1.1、 宏观研究：ZLB 约束下的美股风险溢价

上周三 9 月 23 日，美联储主席鲍威尔一句“我们已经尽力了”，引发美股剧烈波动。这反映出美联储面临着一个困境。货币政策面临零利率下限（ZLB）约束，即使实施负利率，负利率的空间也是有限的，一般在-1%至-2%之间，更何况还存在有效下限（ELB）的约束。美国长端利率已经很低，量化宽松（QE）、收益率曲线控制（YCC）等非常规货币政策，和次贷危机时相比也没那么有效。平均通胀目标制（AIT）等前瞻指引货币政策更是小打小闹，效果几乎可以忽略。上周美股波动，固然还有欧洲疫情第二波、美国疫情第三波冲击等其他原因影响，但是 ZLB 约束无疑加剧了这种担忧。

如果货币政策空间很大，理论上可以完全平滑经济波动，股票收益率和经济波动不相关，风险溢价趋于 0。在降息的过程中，利率不断下降，但是由于越来越接近 ZLB，未来货币政策的空间会缩小，市场担心货币政策不能有效地应对未来冲击，这会降低风险偏好，同时，由于货币政策平滑经济波动的能力减弱，经济波动和股票收益率的相关性也会增强，这些将会导致风险溢价的上升。这不是近期才发生的事情。我们可以看到，次贷危机后美国货币政策 ZLB 约束增强，美股风险溢价就已经上升很多。同时，日本、欧洲货币政策空间更小，股市的风险溢价高于美股。当然，股票风险溢价的上升，还因为次贷危机本身以及金融监管加强降低了经济主体的风险偏好。

之所以次贷危机后，美股风险溢价的上升没有阻止美股的持续走强，有两方面原因。一方面，新经济的垄断利润保障了企业 ROE 的平稳。另一方面，无风险利率不断下滑，虽然风险溢价在上升，但贴现率仍是下降的，这导致了美股 PE 的上升。相较之下日股就弱了些，ZLB 约束下日本利率下降幅度有限，日股风险溢价的上升，导致了日股 PE 的下降。

疫情之后，美国货币政策 ZLB 约束再次加强，此外，还有三方面的变化使股市风险增加。首先，疫情之后的长端利率低于次贷危机之后，长端利率的下行空间有限，贴现率可能无法像次贷危机之后那样下滑。其次，长端利率较低，也使 QE 等非常规货币政策的效果受限，导致风险溢价更甚于次贷危机之后。最后，垄断租金的存在、货币政策的相对有效，使次贷危机后的企业 ROE 保持平稳，但疫情对美国经济的影响开始长期化，加上货币政策效果受限，企业 ROE 能否维持下去是个问题。

美国长端利率高于欧洲、日本，ZLB 约束导致的美股风险溢价也就弱于欧洲、日本股市。假如疫情对美国经济的影响钝化，美国经济逐渐修复，自然利率也将上升，ZLB 约束减弱，货币政策空间打开，风险溢价将会下降。假如美国经济再次恶化，美国长端利率下滑，ZLB 约束的概率加大，美股风险溢价将扩大，并向欧洲、日本股市风险溢价靠拢。理论上，仅考虑 ZLB 约束的影响，风险溢价不会一直上升，如果长端利率也面临 ZLB 约束，货币政策基本上已“无能为力”，股票收益率和经济增速（消费增速）的相关性趋于稳定，风险溢价也将达到最大值。那时，不仅美国经济向欧洲、日本模式过渡，美股也将像欧洲、日本股市一样面临更高的风险溢价。

风险提示：政策落实不及预期；海外疫情长期化。

1.2、 策略研究：没有趋势性利空

由于 8 月下旬以来旺季的经济并没有大幅超预期，导致最近股市表现低于我们的预期。不过我们认为最近经济的扰动只是暂时的，经济趋势依然是往上的，利率上行的时间和幅度还没达到可以改变经济趋势的程度。从融资余额和基金发行数据来看，2020 年居民资金进来的速度是远高于 2019 年的，即使这个速度打一个折扣，也是牛市的资金格局，这种情况下，除非有极大的确定性利空，否则是很难长期处于震荡市的。7 月中旬以来的震荡是牛市中的技术性调整，调整时间已经比较充分，市场随时可能会结束调整，进入新一轮中枢抬升的上涨。

（1）最近股市弱于预期的原因。A 股 8 月下旬以来有所调整，比我们之前预期的更弱。我们认为主要原因是，在 9 月经济旺季的当下，实体经济总需求并没有继续大幅超预期。背后的原因是什么？是短期扰动，还是有趋势性利空压制？第一个直观的解释是，最近欧洲疫情二次反复，是否会改变疫情后经济恢复的进程。我们认为，从商品价格的走势来看，这个问题还不是主要矛盾。如果是海外疫情恶化，我们应该会观察到铜比螺纹钢更大的调整（类似 2020 年 3 月），但最近调整较多的是螺纹钢，说明经济低预期的原因可能来自国内。

我们认为，背后的原因可能是近期快速上升的利率，对短期融资带来了一定的负面影响。而螺纹钢的库存最近一个季度远高于正常的库存，利率抬升会带来库存成本上升。不过，按照历史经验，这种影响不会是趋势性的，利率上行是经济上行初期或中期不可避免的现象，经济如果要出现实质性拐头，需要长时间的利率上行，目前上行的时间可能还不足以扭转经济。

主要原因在于，利率对经济的影响不只是看绝对利率水平，还要看利差，长短期利差或信用利差等。利差决定了借钱投资性价比是否合适，从现在的 1 年期和 10 年期国债利差来看，实体经济的融资大概率还会继续回升。

（2）7 月中以来调整的本质依然是技术性调整。我们把 7 月中旬以来的调整定性为技术性调整，而不是有趋势性利空的调整。主要的担心只是盈利或股市资金二阶导的变化，而不是趋势性的转变。近期股市出现了强势股的调整，这种调整往往意味着技术性休整的尾声。

（3）基金发行和融资余额的中枢已经系统性抬升了，短期降温不影响牛市格局。2020 年 A 股最大的主导力量是居民资金，从融资余额和基金发行数据来看，2020 年居民资金进来的速度是远高于 2019 年的，即使这个速度打一个很大的折扣，也是牛市的资金格局，这种情况下，除非有极大的确定性利空，否则是很难长期处于震荡市的。外资近期的卖出量相比单月的新增基金量是很小的，这个风险不会持续太久。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

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

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

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	**吕莜琪　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：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：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：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/