ZLB 约束下的美股风险溢价

——宏观经济周度观察

投资周报

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**

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：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

投资周报：企业盈利扩散
2020-8-30

投资周报：股票市场如何影响贫富差距
2020-8-23

投资周报：经济或将加快修复
2020-8-16

投资周报：出口增速超预期，经济修复再添新动力
2020-8-9

投资周报：经济修复动力依然充足
2020-8-2

目 录

1、 ZLB 约束下的美股风险溢价 3
2、 海外经济与市场流动性观察 4
3、 国内高频数据观察 5
3.1、 生产指标缓慢修复 5
3.2、 商品房销量增速分化 6
3.3、 原油价格下降 7
3.4、 货币市场利率下降 8
3.5、 人民币兑美元贬值 9

图表目录

图 1: 随货币政策空间变化的股票风险溢价 4
图 2: 美国 ECRI 领先指标增长年率继续回升 4
图 3: 纽约联储每周经济指数有所修复 4
图 4: TED 利差小幅回落 5
图 5: VIX 上升 5
图 6: 铜金比小幅上升 5
图 7: 美国高收益债利差上升 5
图 8: 100 家焦化企业开工率小幅上升 6
图 9: 汽车全钢胎与半钢胎开工率变化不大 6
图 10: 一二三线城市商品房周销量同比增速分化 7
图 11: 猪肉价格下降 7
图 12: WTI 原油期货价格下降 8
图 13: 货币市场利率下降 9
图 14: 美元指数回落，英镑兑美元升值 9
图 15: 人民币汇率贬值 10

表 1: 央行公开市场操作（2020.9.21-2020.9.27） 8

1、 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。

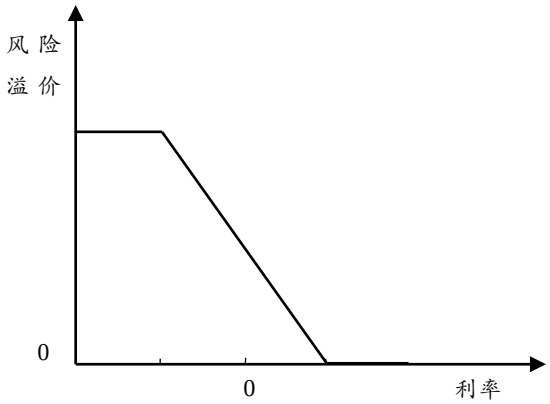
如果货币政策空间很大，理论上可以完全平滑经济波动，股票收益率和经济波动不相关，风险溢价趋于 0。在降息的过程中，利率不断下降，但是由于越来越接近 ZLB，未来货币政策的空间会缩小，市场担心货币政策不能有效地应对未来冲击，这会降低风险偏好，同时，由于货币政策平滑经济波动的能力减弱，经济波动和股票收益率的相关性也会增强，这些将会导致风险溢价的上升。这不是近期才发生的事情。我们可以看到，次贷危机后美国货币政策 ZLB 约束增强，美股风险溢价就已经上升很多。同时，日本、欧洲货币政策空间更小，股市的风险溢价高于美股。当然，股票风险溢价的上升，还因为次贷危机本身以及金融监管加强降低了经济主体的风险偏好。

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，和次贷危机之后的情景相比还有三方面的变化，从而使股市风险增加。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。

图1： 随货币政策空间变化的股票风险溢价



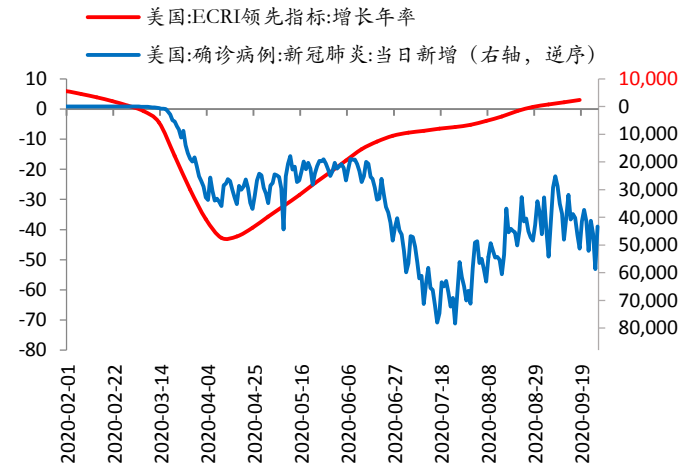
资料来源：新时代证券研究所

2、 海外经济与市场流动性观察

美国经济指标分化。9 月 18 日当周，美国 ECRI 领先指标增长年率为 3.0%，继续回升，前值为 2.2%，同时，纽约联储每周经济指数（WEI）为-4.5%，较前值有所修复，前值由-5.1%下修至-5.9%。美国 9 月 19 日当周初次申请失业金人数为 87 万人，高于预期的 84 万人，且较前值小幅上升。

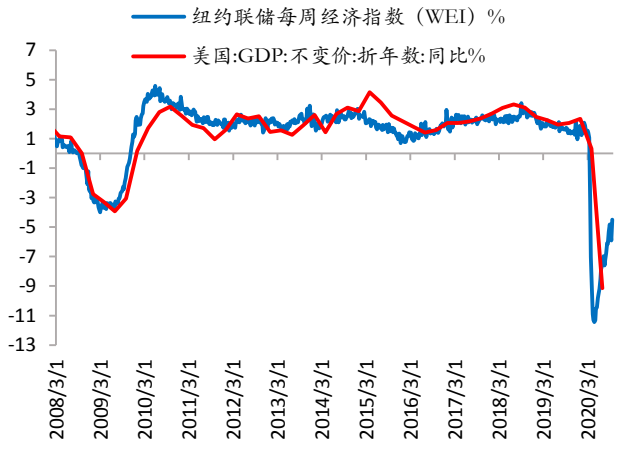
上周美国金融市场恐慌情绪加剧，VIX 上升至 26.4。流动性压力小幅缓解，Ted 利差小幅下降。美国信用风险上升，高收益企业债利差从 5.16%升至 5.64%。

图2： 美国 ECRI 领先指标增长年率继续回升



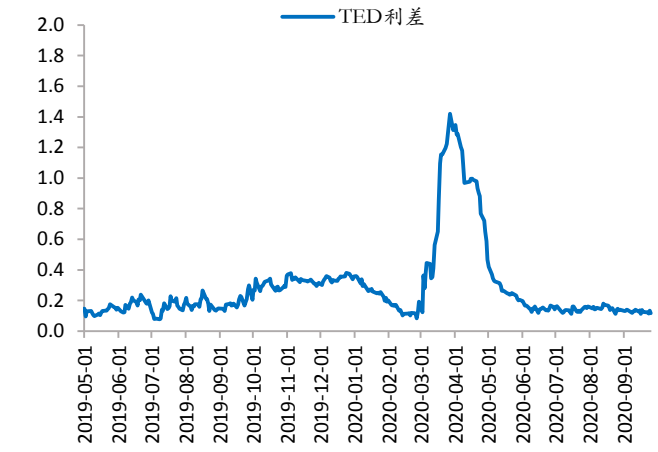
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 纽约联储每周经济指数有所修复



资料来源：Wind，纽约联储，新时代证券研究所

图4： TED 利差小幅回落



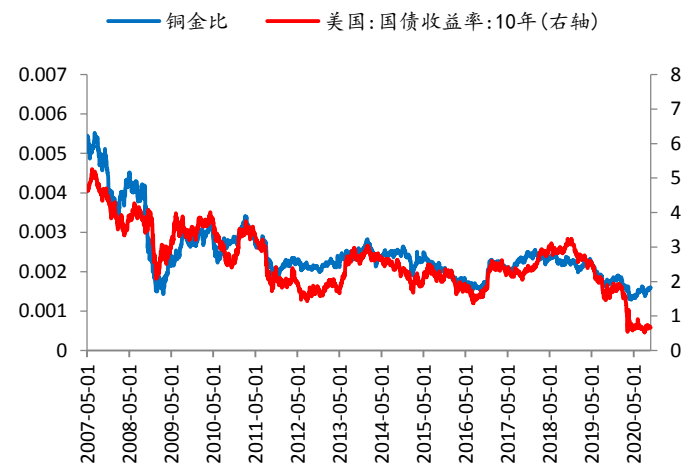
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： VIX 上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 铜金比小幅上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 美国高收益债利差上升



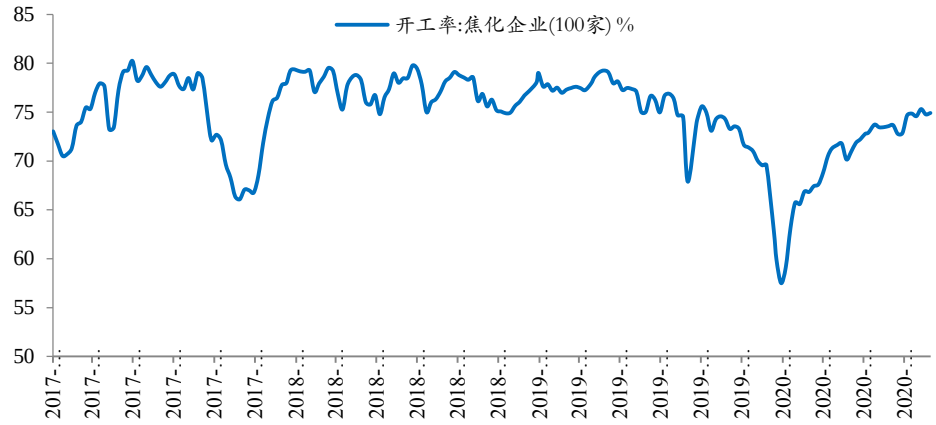
资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、 国内高频数据观察

3.1、 生产指标缓慢修复

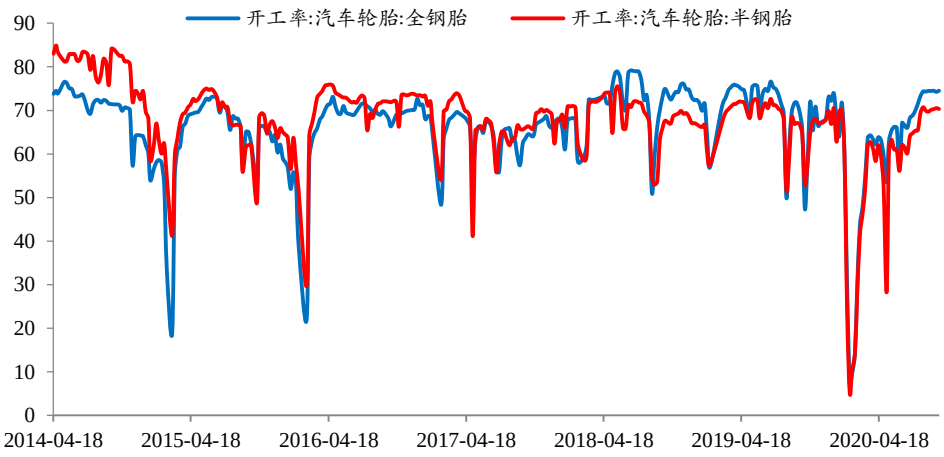
上周，生产指标整体缓慢修复。100 家焦化企业开工率为 74.9%，较前值小幅上升。汽车全钢胎与半钢胎开工率分别较前值小幅上升 0.3 和下降 0.2 个百分点，整体变化不大。

图8： 100 家焦化企业开工率小幅上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 汽车全钢胎与半钢胎开工率变化不大

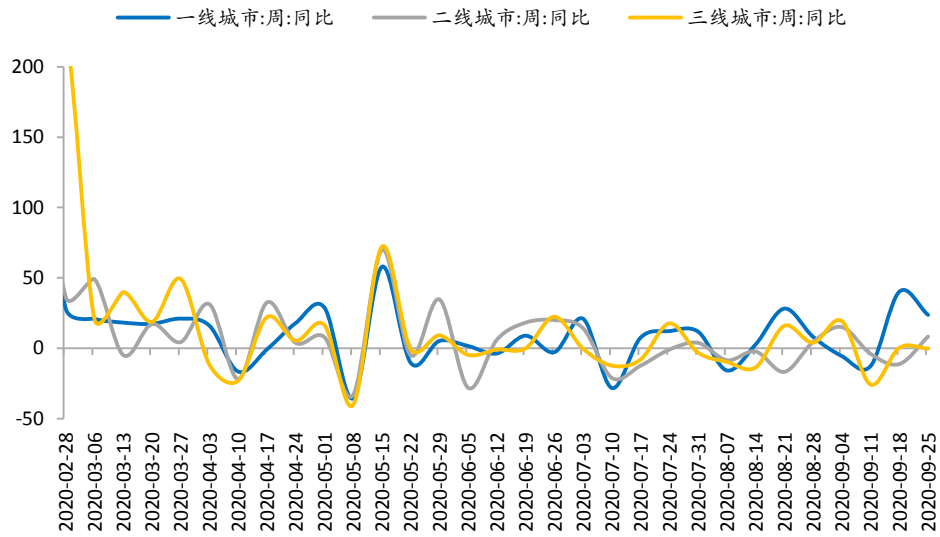


资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.2、 商品房销量增速分化

上周，30 大中城市商品房日均成交面积为 61.4 万平方米（前一周六至周五为计算周期），较前一周 55.5 万平方米回升。30 大中城市商品房成交面积周同比增速回升至 10.5%，其中，一线城市城市商品房销售面积周同比高速回落，增长 23.7%，二线城市周同比增速回升至增长 8.4%，三线城市同比下降 0.2%。

图10： 一二三线城市商品房周销量同比增速分化

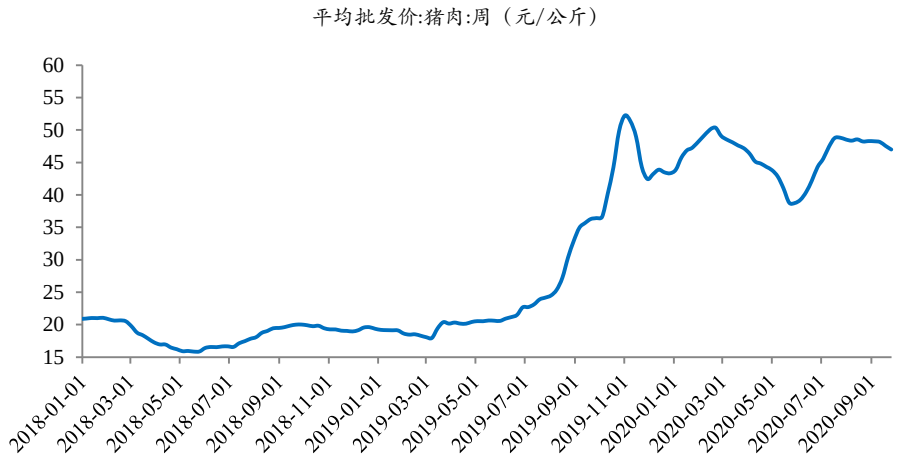


资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：前一周六至当周五为周计算周期

3.3、 原油价格下降

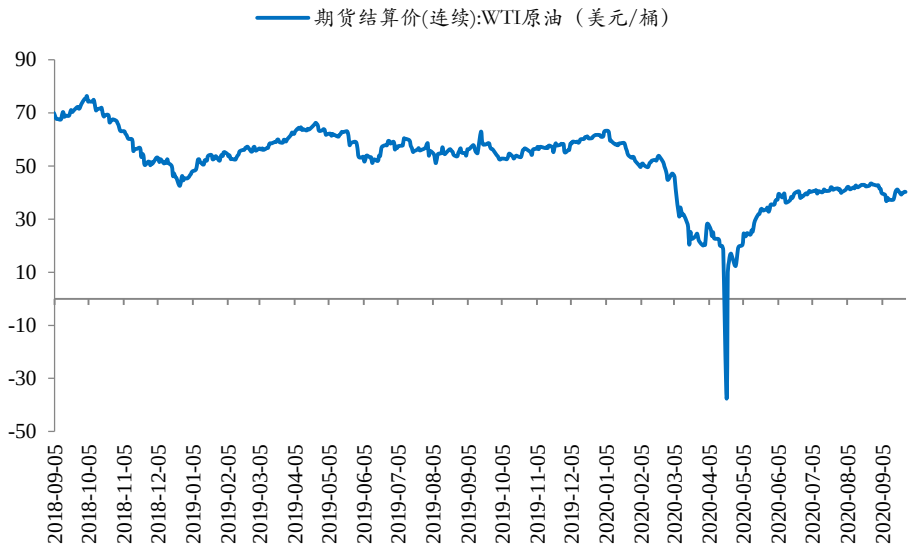
上周，物价分化，28 种重点监测蔬菜价格环比下降 0.3%，连续三周下降。7 种重点监测水果价格环比 1.5%。猪肉批发价环比下降 1.2%，增速前值为-1.3%。原油价格下降，其中，WTI 原油价格环比下降 2.1%，布油价格环比下降 2.9%，增速前值分别为 10.1%、8.3%。钢材库存小幅下降，钢价继续下降，螺纹钢期货价格下降 1.6%。

图11： 猪肉价格下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： WTI 原油期货价格下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.4、 货币市场利率下降

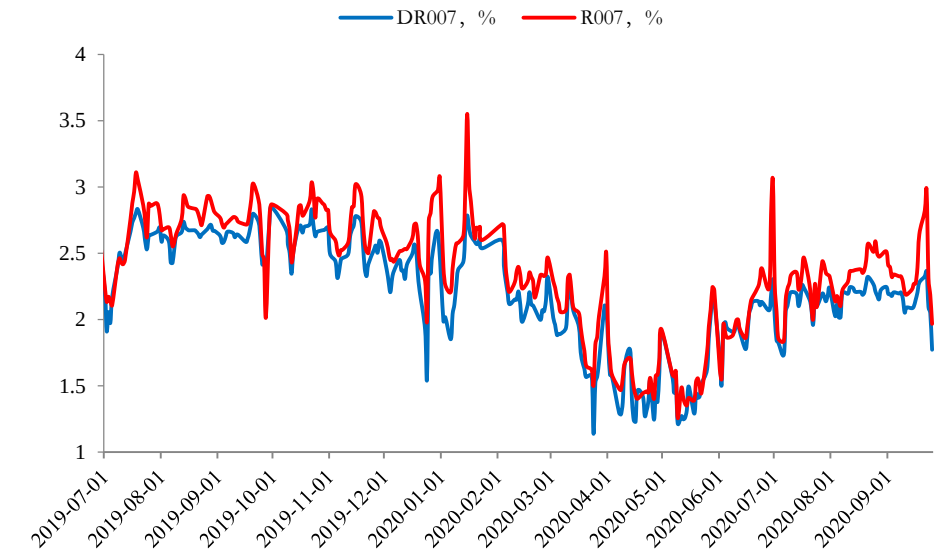
上周，央行进行了总计 8000 亿元逆回购操作，货币市场利率整体下降，DR007 一周下降 50BP，R007 一周下降 67BP。

表1： 央行公开市场操作（2020.9.21-2020.9.27）

日期	央行公告
2020 年 9 月 21 日	为对冲政府债券发行缴款等因素的影响,维护季末流动性平稳，2020 年 9 月 21 日,人民银行在开展中央国库现金管理商业银行定期存款操作 800 亿元的基础上,以利率招标方式开展了 1400 亿元逆回购操作。
2020 年 9 月 22 日	为维护季末流动性平稳，2020 年 9 月 22 日人民银行以利率招标方式开展了 3500 亿元逆回购操作。
2020 年 9 月 23 日	为维护季末流动性平稳，2020 年 9 月 23 日人民银行以利率招标方式开展了 2000 亿元逆回购操作。
2020 年 9 月 24 日	人民银行于本周四（9 月 24 日）通过香港金融管理局债务工具中央结算系统（CMU）债券投标平台，以利率招标方式发行了 2020 年第九期央行票据。
2020 年 9 月 25 日	为维护季末流动性平稳，2020 年 9 月 25 日人民银行以利率招标方式开展了 900 亿元逆回购操作。
2020 年 9 月 27 日	为维护季末流动性平稳，2020 年 9 月 27 日人民银行以利率招标方式开展了 200 亿元逆回购操作。

资料来源：中国人民银行，新时代证券研究所

图13： 货币市场利率下降

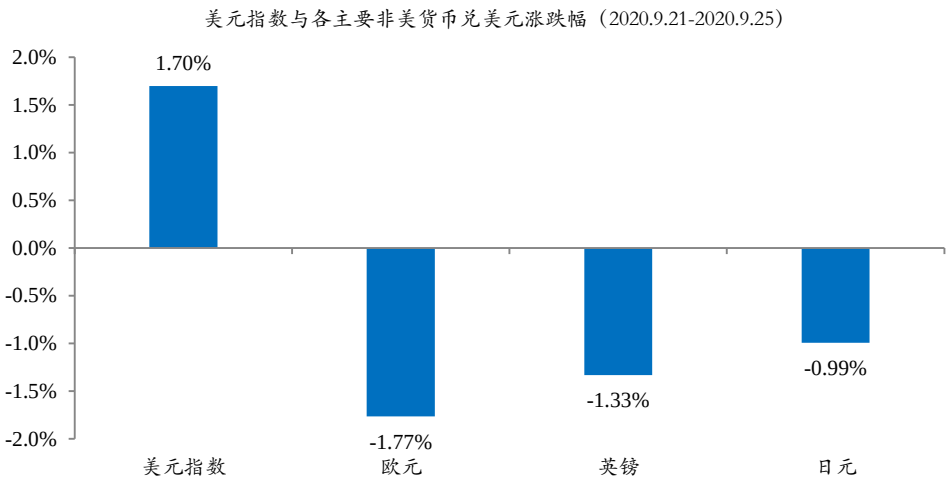


资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.5、 人民币兑美元贬值

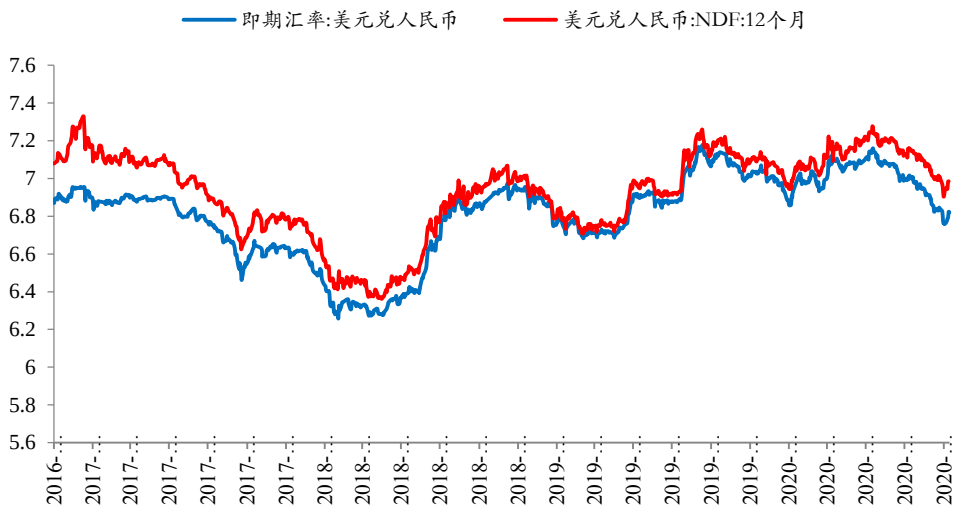
上周，美元指数上升 1.7%至 94.59。非美货币兑美元普遍贬值，欧元、英镑和日元兑美元分别贬值 1.8%、1.3%和 1.0%。人民币兑美元汇率大幅贬值 0.9%。

图14： 美元指数回落，英镑兑美元升值



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图15： 人民币汇率贬值



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/