

# 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

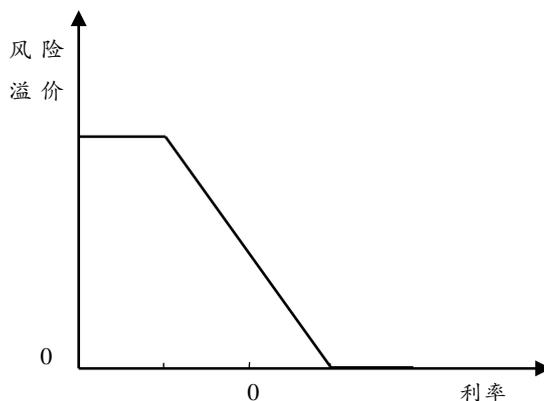
上周三9月23日，美联储主席鲍威尔一句“我们已经尽力了”，引发美股剧烈波动。这反映出美联储面临着一个困境。货币政策面临零利率下限（ZLB）约束，即使实施负利率，负利率的空间也是有限的，一般在-1%至-2%之间，更何况还存在有效下限（ELB）的约束。美国长端利率已经很低，量化宽松（QE）、收益率曲线控制（YCC）等非常规货币政策，和次贷危机时相比也没那么有效。平均通胀目标制（AIT）等前瞻指引货币政策更是小打小闹，效果几乎可以忽略。上周美股波动，固然还有欧洲疫情第二波、美国疫情第三波冲击等其他原因影响，但是ZLB约束无疑加剧了这种担忧。

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。

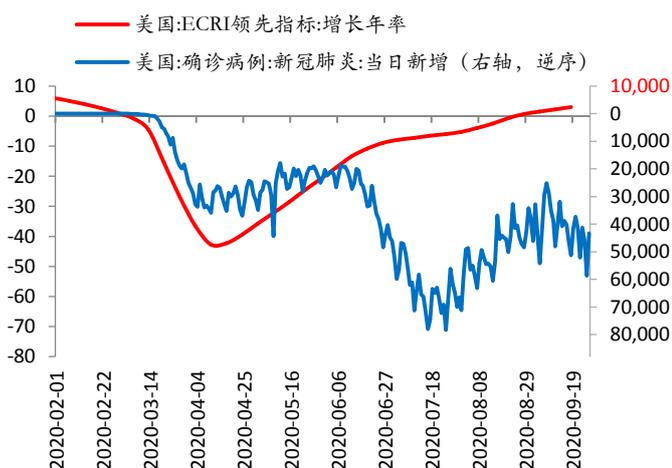
**图1： 随货币政策空间变化的股票风险溢价**

资料来源：新时代证券研究所

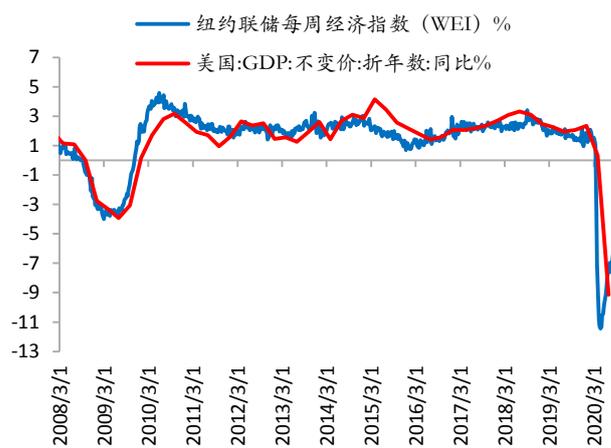
## 2、 海外经济与市场流动性观察

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%。

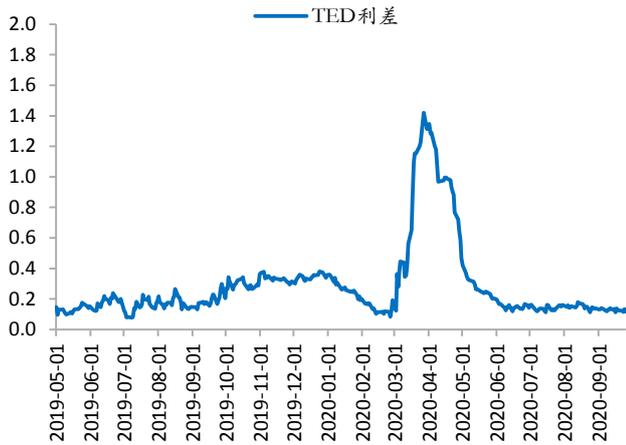
**图2： 美国 ECRI 领先指标增长年率继续回升**

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



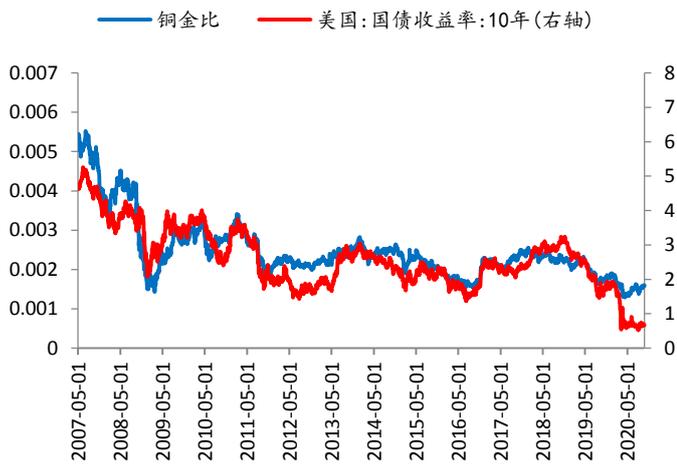
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图5: VIX上升



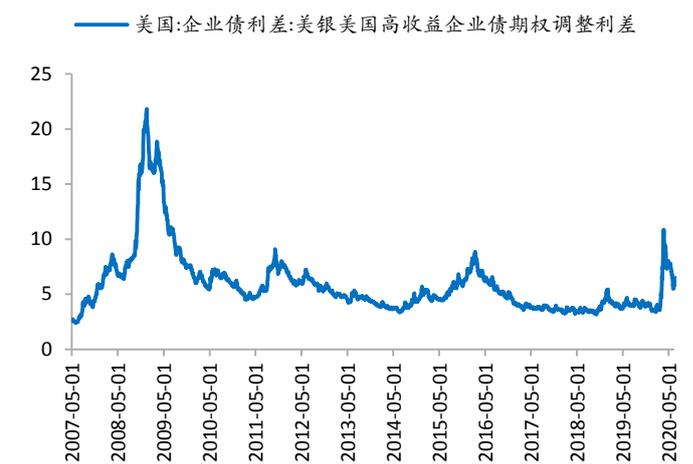
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

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

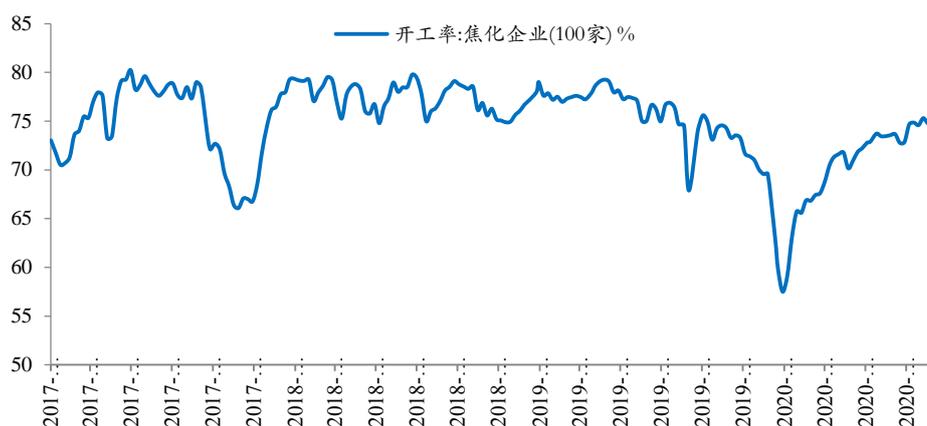


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

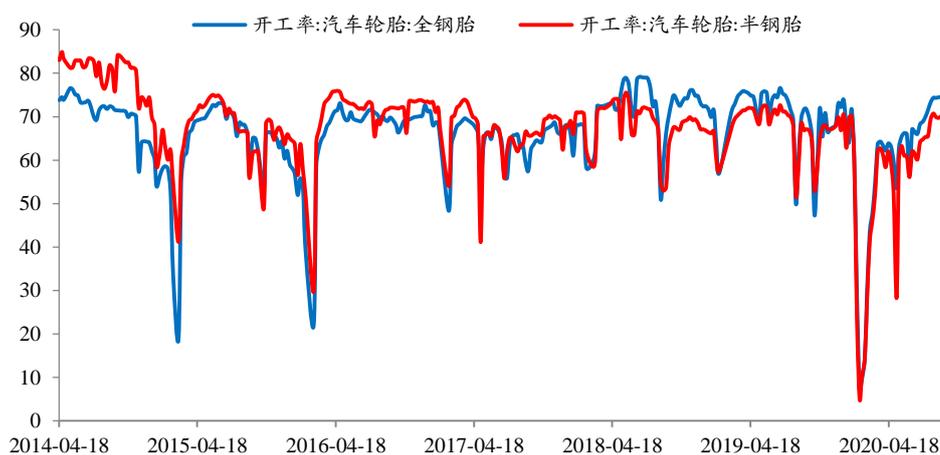
### 3、国内高频数据观察

#### 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**

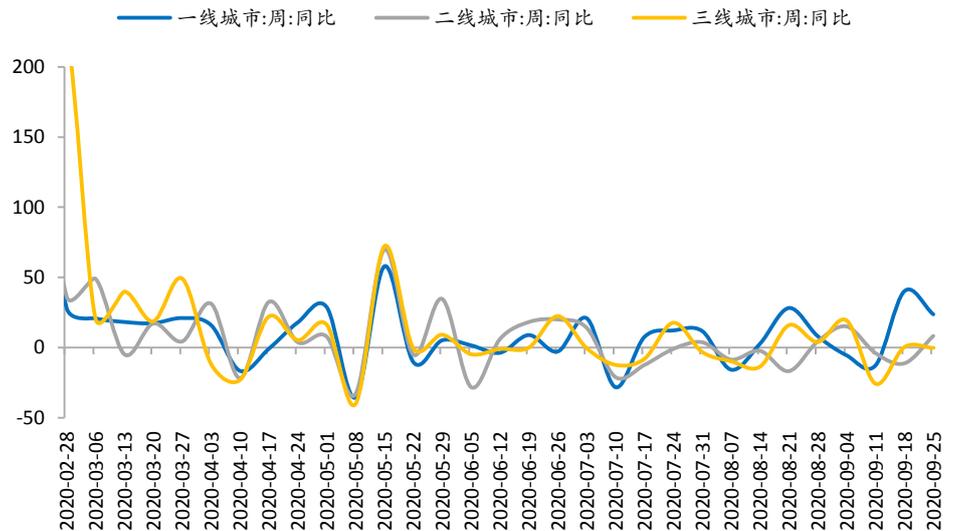
资料来源：Wind，新时代证券研究所

**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增长回落，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

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\\_2349](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2349)

