

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。**

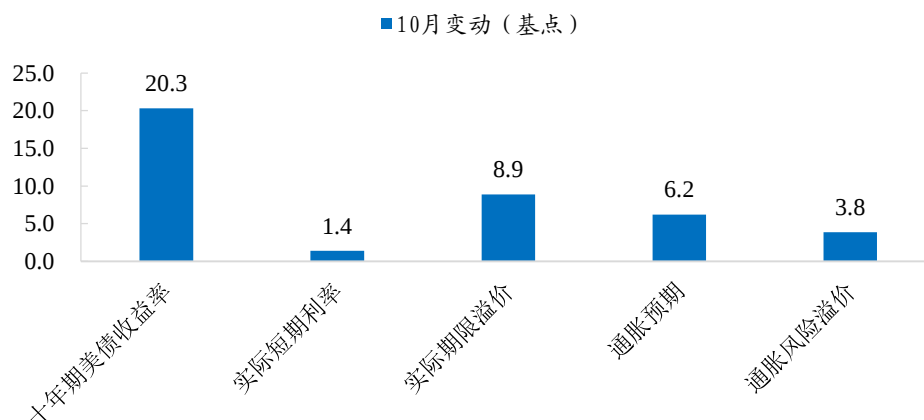
为了克服流动性风险溢价、通胀风险溢价对通胀预期的干扰，美联储的经济学家基于 DKW 无套利期限结构模型，对 10 年期债券收益率进行了分解。10 月美债收益率上升的 20 个基点中，通胀预期只占了 6 个基点，贡献率只有 30%。如果考虑到 11 月美国大选没有出现“蓝波”，通胀预期应该较 10 月末有所下降。**贡献最大的是实际期限溢价，上升了近 9 个基点，这是投资者对未来不确定要求的风险补偿，可以看到美国大选前的 10 月 VIX 大幅上升。**另外，通胀风险溢价上升了将近 4 个基点，幅度还是比较大的，主要因为美国经济最差时期已经过去，自然利率及美债收益率上行，货币政策 ZLB 约束大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

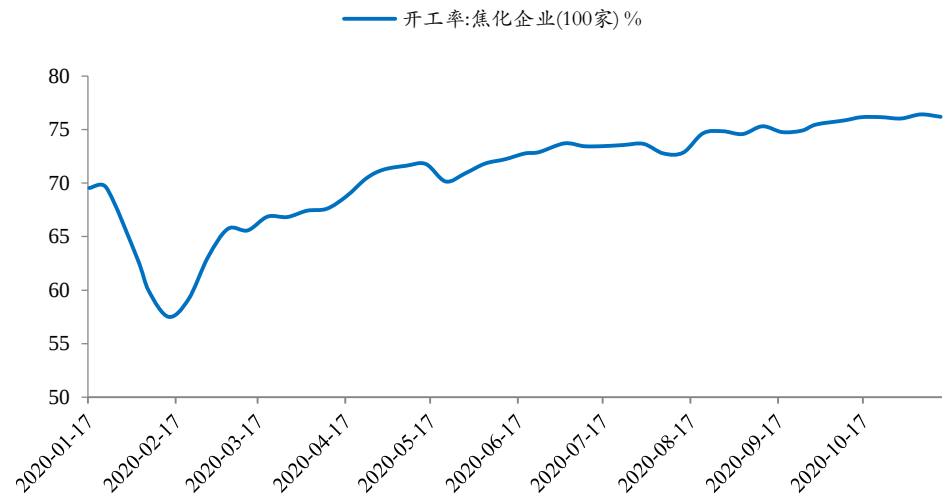
2.1、生产指标分化

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%。

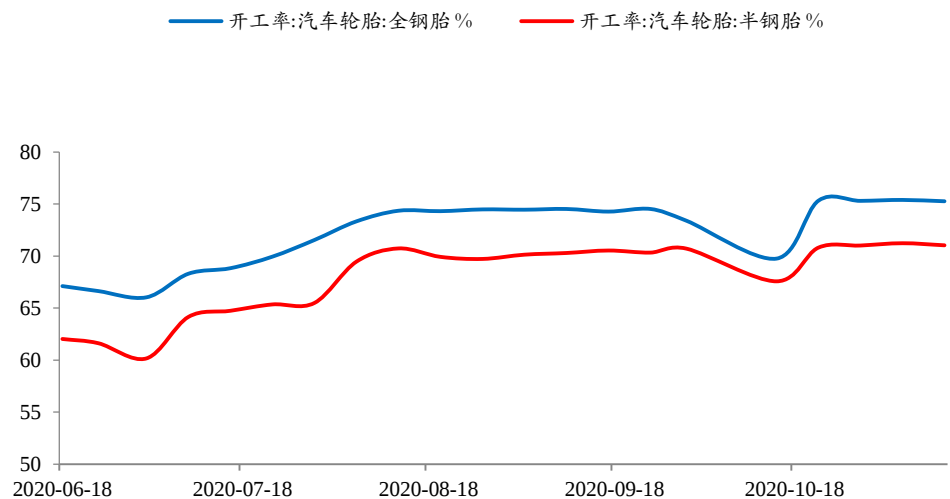
图2： 高炉开工率上升



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

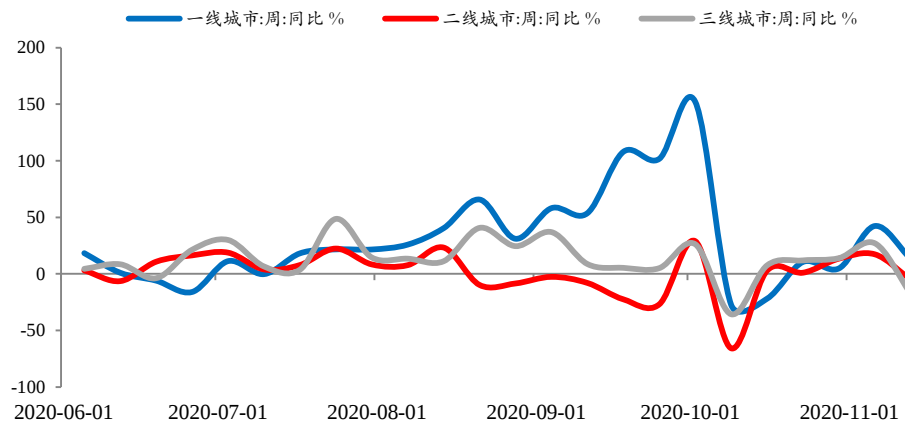
资料来源：Wind，新时代证券研究所

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

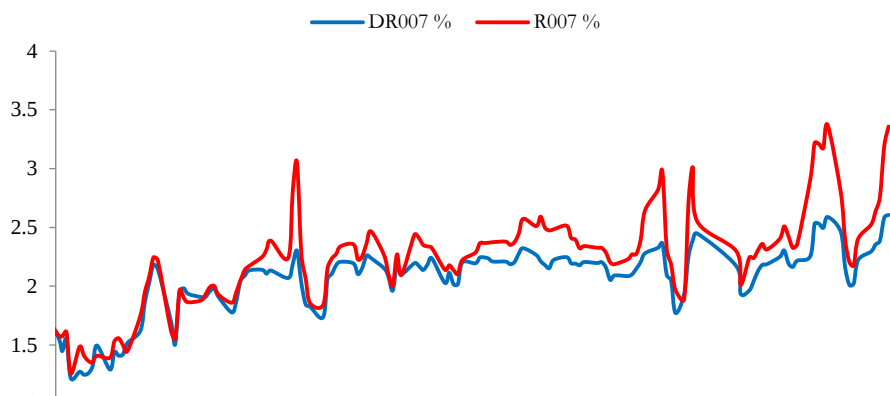
资料来源：Wind，新时代证券研究所

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

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_1428

