张明；陈骁；魏伟；薛威

首席宏评（第75期）

为何全球负利率重现?

■ 核心摘要

1）2019 年第三季度以来，由于日本、德国、法国这三个发达经济体 10 年期国债收益率集体持续为负，全球负利率问题再次引发市场热议。

2）与 2016 年二、三季度相比，本次出现负利率的发达国家数量更多、出现负利率的幅度更深、负利率持续的时间更长。

3）导致 2019 年下半年全球负利率重现的主要原因，一是部分发达国家经济增速与经济增长预期显著放缓；二是全球经济增速再度下行、长期性停滞格局延续；三是全球范围内不确定性加剧导致投资者避险情绪增强。考虑到当前全球政治经济格局的变化，上述三个因素将会持续存在、甚至进一步加强，而很多国家最近重启的降息与量宽周期，可能导致更多国家出现负利率。

4）负利率固然可以降低居民、企业与政府的融资成本，缓解实体经济下行压力；但负利率也会给金融稳定造成负面影响，如长期国债市场收益率下降、商业银行盈利空间被压缩等。针对负利率可能造成的潜在负面影响，投资者与监管机构应该未雨绸缪做好准备。

2019 年第三季度以来，由于日本、德国、法国这三个发达经济体 10 年期国债收益率集体持续为负（日本从 2019 年 3 月起转负、德国从 2019 年 5 月起转负、法国从 2019 年 7 月起转负），全球负利率问题再次引发市场热议。事实上，如图 1 所示，在 2016 年二、三季度期间，部分发达国家 10 年期国债收益率也曾出现过负利率。那么，本次与上次相比，负利率的现象有何不同呢?

第一，本次出现负利率的发达国家数量更多。在 2016 年二、三季度，仅有日本、德国两国出现过长期国债负利率。而在本次，出现负利率的国家由日本、德国扩展至法国；**第二，本次出现负利率的幅度更深。**在 2016 年二、三季度，日本 10 年期国债收益率最低跌至−0.3%，德国最低跌至−0.2%。而在本次，日本与德国 10 年期国债收益率最低分别跌至−0.3%与−0.7%，法国最低跌至−0.4%；**第三，本次负利率持续的时间更长。**在 2016 年二、三季度，德国 10 年期国债收益率持续为负最多曾持续了 16 个交易日，而本次该指标持续为负已经持续了 90 个交易日左右。日本 10 年期国债收益率在这两个时期持续为负的时期都为 80 多个交易日，但当前持续的时间可能会继续延长。

为何在时隔三年之后，全球范围内再度出现负利率呢？我们将从国别增长现状与趋势、全球增长趋势、全球不确定性等角度尝试着进行解释。

首先，从各国经济增长来看，当前出现负利率的国家，经济增速现状与经济增长预期大体上都出现了显著下滑。例如，德国 2019 年一、二季度 GDP 同比增速分别为 0.8%与 0.0%，显著低于 2018 年同期的 1.6%与 2.5%；法国 2019 年一、二季度 GDP 同比增速分别为 1.0%与 1.4%，显著低于 2018 年同期的 2.2%与 1.8%；日本 2019 年一、二季度 GDP 同比增速均为 1.0%，显著低于 2018 年同期的 1.3%与 1.5%。值得一提的是，2016 年二、三季度德国 GDP 同比增速高达 3.7%与 1.9%。这说明 2016 年与当前德国 10 年期国债收益率出现负利率的原因可能不太相同。如果说 2016 年德国国债负利率可能主要源自金融市场投资者旺盛的避险需求的话，那么当前德国国债负利率的一大原因则是德国经济增速显著走弱了。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表1　代表性发达国家 10 年期国债收益率（%）

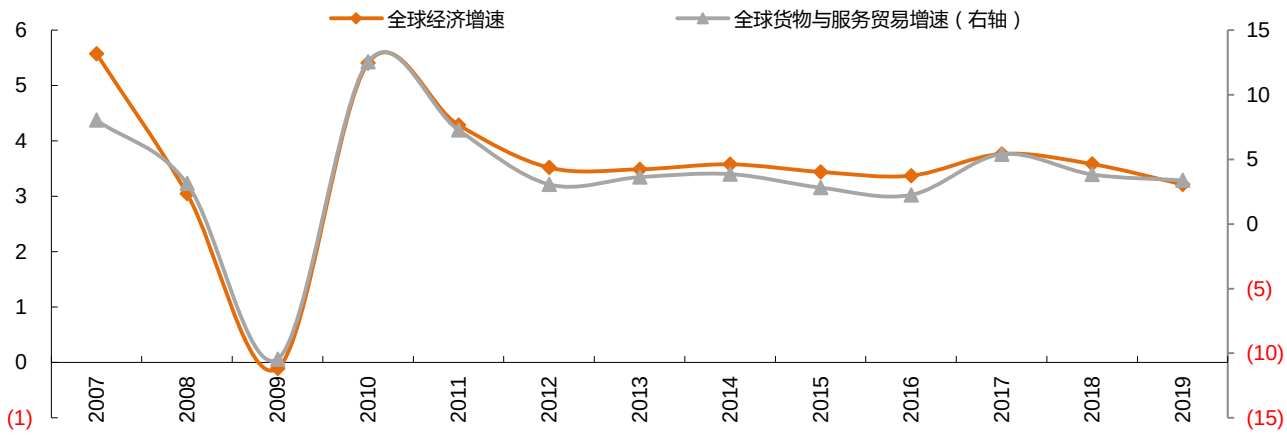
资料来源：CEIC，平安证券研究所

又如，从制造业 PMI 指数来看，截至 2019 年 8 月，德国 PMI 指数已经连续 8 个月低于荣枯线，日本这一指标连续 4 个月低于荣枯线，而法国的该指标 2019 年以来一直在荣枯线上下不断交替。相比之下，在 2016 年二、三季度，这三个经济体的 PMI 指数均在荣枯线以上。这说明，从短期增长预期来看，当前德、日、法的增长预期要弱于上次出现负利率的时期。

不过，从通胀率走势来看，当前德、法、日通胀率 2019 年以来并未显著下降，且均显著高于 2016 年二、三季度。例如，2019 年 7 月，德、法、日的 CPI 同比增速分别为 1.7%、1.1%与 0.6%，2019 年上半年这三个国家 CPI 同比增速月度均值分别为 1.5%、1.2%与 0.5%。而 2016 年二、三季度这三个国家 CPI 同比增速月度均值分别为 0.3%、0.1%与-0.4%。换言之，当前的通货膨胀走势并不是德国、法国、日本出现负利率的原因。

其次，从全球经济增长来看，当前的增长状况要比 2016 年更为黯淡。根据 IMF 的数据，2016 年全球经济增速为 3.4%，且在 2017 年进一步上升至 3.8%。而根据 IMF 的最新预测，2019 年全球经济增速将下行至 3.2%，这是自 2009 年以来的全球经济最低增速（图 2）。而导致全球经济增速放缓的核心原因之一，则是以中美经贸摩擦为代表的全球经贸摩擦导致全球贸易增速放缓。例如，如图 2 所示，根据 IMF 的数据，受最近两年全球经贸摩擦上升影响，全球货物与服务贸易同比增速已经由 2017 年的 5.4%下降至 2018 年的 3.8%，并将在 2019 年进一步下降至 3.4%。全球经济增长在 2017 年出现难得的反弹之后再度沉寂，意味着“长期性停滞”的魔咒仍未被打破，这也是上述发达国家长期国债收益率走低的深层次原因之一。

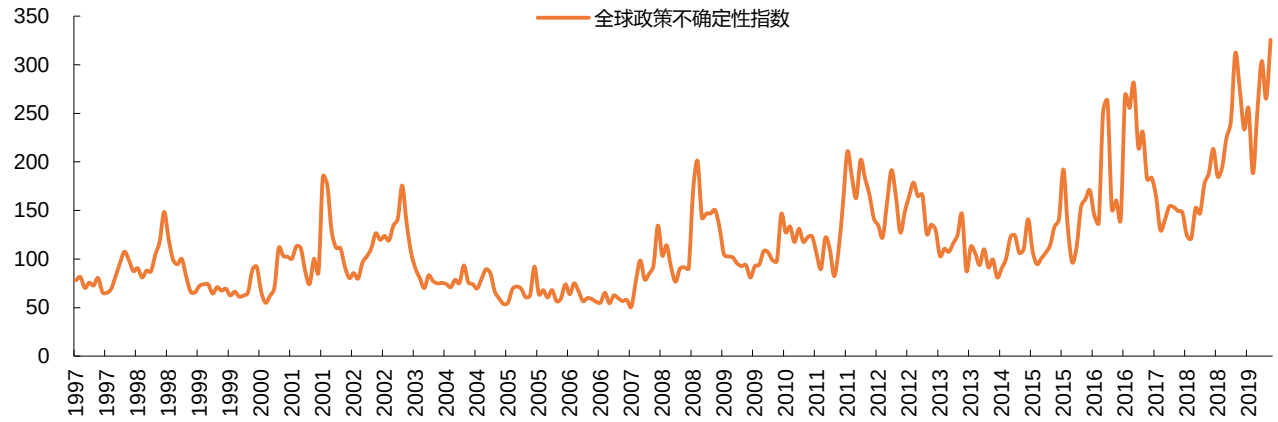
图表2　全球经济增速与全球货物与服务贸易增速（%）



资料来源：CEIC，平安证券研究所

再次，考虑到主要发达国家长期国债属于避险资产，因此通常当金融市场投资者避险情绪较高时，发达国家国债将会受到追捧，从而导致国债市场价格上升、国债收益率下降。因此，**全球不确定性上升也可能是导致全球负利率重现的重要原因。**如图 3 所示，全球政策不确定性指数在 2019 年 6 月与 8 月两次突破 300 整数关口，并创下过去 22 年以来的历史峰值。当前，全球范围内正处于发达国家国内政治风险、中东地缘政治冲突风险、中美经贸摩擦风险三者相互上升相互加强时期，这种不确定性的强化的确也是导致德、日、法等国家长期国债收益率由正转负的重要原因。

图表3　全球政策不确定性指数走势



资料来源：policyuncertainty.com，平安证券研究所

综上所述，导致 2019 年下半年全球负利率重现的主要原因，一是部分发达国家经济增速与经济增长预期显著放缓；二是全球经济增速再度下行、长期性停滞格局延续；三是全球范围内不确定性加剧导致投资者避险情绪增强。考虑到当前全球政治经济格局的变化，上述三个因素将会持续存在、甚至进一步加强，而很多国家最近重启的降息与量宽周期，可能导致更多国家出现负利率。

负利率固然可以降低居民、企业与政府的融资成本，缓解实体经济下行压力。但负利率也会给金融稳定造成负面影响，例如，长期国债利率持续为负，将使得保险公司、养老基金等长期国债市场重要投资者面临投资收益率显著下降的窘境；又如，对商业银行而言，通常情况下存款收益率的变动滞后于贷款收益率，负利率现象加剧将会压缩商业银行盈利空间。针对负利率可能造成的潜在负面影响，投资者与监管机构应该未雨绸缪做好准备。

报告作者：

首席经济学家：张明 中国社科院世界经济与政治研究所国际投资研究室主任，国际金融研究中心副主任，研究员、博士生导师
证券分析师：陈骁 投资咨询资格编号：S1060516070001 电话（010-56800138）邮箱（CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN）
证券分析师：魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001 电话（021-38634015）邮箱（WEIWEI170@PINGAN.COM.CN）
研究助理 ：薛威 一般从业资格编号：S1060117080079 电话（021-20667920）邮箱（XUEWEI092@PINGAN.COM.CN）

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

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_10007