

负利率迷思

——全球负利率对大类资产配置的影响

宏观专题

潘向东（首席经济学家）

刘娟秀（分析师）

郑嘉伟（分析师）

证书编号：S0280517100001

liujuanxiu@xsdzq.cn

zhengjiawei@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

证书编号 S0280519040001

● **为什么各国央行要使用负利率及负利率的本质？** 各国实施负利率政策主要考虑到两个维度：一方面全球贸易摩擦升级，经济增速放缓，此刻通胀水平低于各国央行制定的目标水平，甚至部分地区出现通缩，为了刺激国内投资和消费，各国银行纷纷采取负利率，以促进国内经济复苏。另一方面，负利率有助于稳定汇率，降低本币升值压力，改善贸易平衡，短期有助于刺激出口，减缓海外经济对国内经济的冲击。负利率的理论基础最早可以追溯到 100 多年以前德国经济学家 Silvio Gesell，其认为在危机期间，人们由于规避风险，将会主动囤积现金，因此将会导致信用收缩，经济下行压力增加；后来凯恩斯发展了这一思想，认为人们一旦拥有太多现金而不愿意扩大消费，可能导致流动性陷阱；随着金融机构持有国债和超额准备金囤积现金，将会影响量化宽松效果，对经济改善产生极为不利影响，为了避免金融机构、居民企业大量持有现金，需要实施负利率对现金征税，刺激投资和消费。

● **负利率政策的实施效果。** 由于各国实施负利率政策的目的不同，因此分析实施效果不能一刀切。例如，瑞典央行主要是为了提升价格水平，效果较为显著；欧洲央行除了提升价格水平，还想刺激经济增长，政策效果表现一般；丹麦成功保持汇率稳定，瑞士表现一般；日本更是为了压低日元汇率，支持物价上涨，刺激经济，但是结果也是喜忧参半。

● **负利率迷思：** 负利率政策有效果吗？在负利率大时代下，欧洲和日本相继推出负利率政策，但是事与愿违，由于同业间竞争，负利率下银行为了不损害储户利率，并没有将负利率转嫁给储户，因此负利率下商业银行负债端资金成本并没有显著下降，相反负利率进一步压低了收益率曲线，导致商业银行资产端收益下降，甚至出现了“流动性陷阱”。同时，负利率导致过低利率和宽松的流动性，引发企业加杠杆，导致宏观杠杆高企，资产价格暴涨，为下一次危机埋下种子。负利率政策下国债还有市场需求吗？伴随着各国央行的新一轮量化宽松，将会持续推动国债收益率下行，未来负利率收益的债券数量将会显著增加，因此负利率的症结在于投资者风险偏好下降，信心不足，如果不能很好的解决投资者信心问题，负利率将会带来的是流动性陷阱，负利率国债依然存在旺盛的需要。负利率也会使金融市场和政府形成债务可持续的错觉，进而增加负利率政策的可持续时间；叠加数字货币的使用，持续的量化宽松将会推动负利率下限增加，增加负利率政策的施展空间。

● **负利率对大类资产配置的影响。** 对债券收益率的影响：负利率有利于压低短期国债收益率，并对长期收益率产生向下压力；对股市的影响：短期内能提振股市，长期对股市的刺激作用有限。负利率下黄金投资价值凸显。未来黄金投资价值依然取决于市场预期，如果全球负利率政策还将加深，那么将会支撑黄金价格继续上行，如果市场预期全球负利率政策出现反转，黄金将会出现交易拥挤，影响金价未来走势。总之，负利率从对经济基本面的正面影响还未显现，负利率政策本身是为改革赢得时间，并不能代替改革本身。

● **风险提示：** 政策转向；外部环境恶化

相关报告

下半年货币政策更加注重“适时适度”——宏观专题

2019-07-01

下半年积极财政仍将继续发力——宏观专题

2019-06-25

同业业务、流动性分层与央行风险管理——宏观专题

2019-06-18

信贷平稳，低基数助推社融增速回升——2019 年 5 月份金融数据点评

2019-06-12

专项债助力托基建、宽信用、稳增长——宏观点评

2019-06-11

未来货币政策留有充足空间——宏观专题

2019-06-10

黑天鹅事件频发下存在哪些风险点——宏观周度观察

2019-06-03

金融经济周期视角下行业轮动投资机会分析——宽信用系列专题研究之五

2019-05-19

利率并轨——临门一脚有多难？——宽信用系列专题研究之四

2019-04-24

宽信用仍在路上，通胀或难掣肘——2 月份金融数据点评

2019-03-10

金融供给侧结构性改革助力宽信用格局——宽信用系列专题研究之三

2019-03-03

央行创设 CBS 并非中国版 QE——宽信用系列专题研究之二

2019-01-27

穿越黎明前的黑暗：2019 年宽信用路在何方？——宽信用系列专题研究之一

2019-01-25

这次有何不一样？——两次债牛比较分析——宏观专题报告

2019-01-16

目 录

1、 为什么各国央行要使用负利率及负利率的本质？	3
2、 负利率政策的实施效果.....	4
3、 负利率迷思.....	5
4、 负利率对大类资产配置的影响.....	5
5、 大类资产观察（2019.09.16-2019.09.22）	6
5.1、 股票市场	6
5.2、 债券市场	7
5.3、 外汇市场	8
5.4、 房地产市场	8
5.5、 大宗商品市场	9

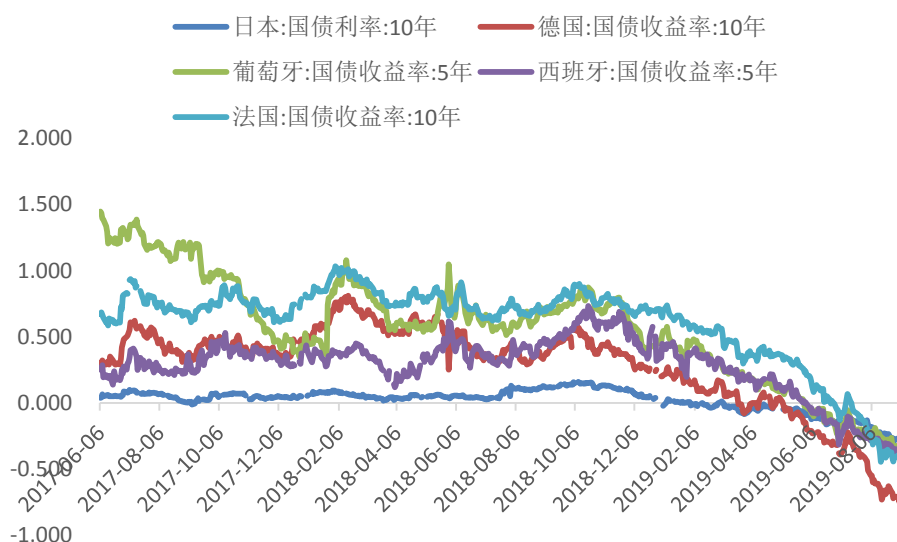
图表目录

图 1: 全球主要负利率的国家和地区（%）	3
图 2: 发达经济体主要资本市场表现	6
图 3: 新兴经济体主要资本市场表现	6
图 4: 中债国债到期收益率曲线	7
图 5: 美国国债到期收益率曲线	7
图 6: 美元指数与人民币汇率	8
图 7: 日元、欧元、英镑兑美元汇率	8
图 8: 30 大中城市商品房成交套数和成交面积	9
图 9: 一二三线城市商品房成交分化	9
图 10: 原油期货价格指数	9
图 11: 黄金价格指数	9
图 12: 南华商品涨跌幅度	9
图 13: 南华农产品涨跌幅度	9
图 14: 南华能化涨跌幅度	10
图 15: 南华工业涨跌幅度	10
图 16: 南华金属涨跌幅度	10
图 17: 南华贵金属涨跌幅度	10

1、为什么各国央行要使用负利率及负利率的本质？

全球进入降息快车道，负利率风潮再起。北京时间2019年9月19日凌晨，美联储公布9月FOMC会议声明，宣布降息25BP，下调联邦基金利率目标至1.75%-2.00%区间；同时为了应对临时流动性紧缺，纽约联储十年来首次开展隔夜回购操作，向市场投放流动性。随后，全球有11个国家和地区公布利率决议，其中7家央行提出降息举措。其实早在9月12日，欧洲央行便宣布下调存款便利利率10BP至-0.5%，此为欧央行2016年3月以来的首次下调，此外欧央行还改变利率政策指引，宣布重启新一轮QE，将从11月1日起每月购买200亿欧元债券，维持主要再融资利率在0.00%不变。其实在全球经济下行压力增加背景下，2019年印度央行打响“降息”第一枪后，各国央行掀起降息潮，美联储自8月1日结束的议息会议后，便决定将联邦基金利率目标区间下调25BP至2%-2.25%，这是2016年以来美联储首次采取降息举措。随后发达经济体和新兴市场等15个国家央行紧紧跟随美联储降息步伐，印度央行更是连续三次降息，基准利率创下2010年以来新低。越南央行下调基准利率25BP至6%；土耳其央行将基准利率下调325BP至16.50%，继续为信贷松绑以驱动经济走出低谷，目前全球超过30个主要国家和地区央行采取新一轮宽松，全球进入进入降息快车道，负利率风潮再起。

图1： 全球主要负利率的国家和地区（%）



资料来源：wind，新时代证券研究所

为何使用负利率？各国实施负利率政策主要考虑到两个维度：一方面全球贸易摩擦升级，经济增速放缓，此刻通胀水平低于各国央行制定的目标水平，甚至部分地区出现通缩，为了刺激国内投资和消费，各国银行纷纷采取负利率，以促进国内经济复苏。最早实施负利率的国家是瑞典，早在2009年7月，瑞典央行率先实行负利率以实现预期通胀目标，自此拉开了负利率政策的序幕；2012年7月，丹麦央行也将利率降为负值，下调七天存款利率到-0.2%；2012年7月，欧洲央行对隔夜存款利率实施零利率政策，2014年6月实施了负利率政策，并在三年之内连续下调三次，调整到-0.4%，直到今日仍保持在-0.5%的水平上。另一方面，负利率有助于稳定汇率，降低本币升值压力，改善贸易平衡，短期有助于刺激出口，减缓海外经济对国内经济的冲击，例如丹麦和瑞士。上述两个原因也是日本和欧洲积极采取负利率的主要原因。自2016年1月，日本央行宣布对超额准备金部分利率调到-0.1%，并一直维持此负利率水平；2016年3月，匈牙利宣布实施负利率政策，成为第一个实施负利率的新兴市场国家。2019年8月21日，德国以破纪录低位的-0.11%

票面利率发行 30 年期国债，此后连续发行多批负利率债券。

负利率的本质。负利率的理论基础最早可以追溯到 100 多年以前德国经济学家 Silvio Gesell，其认为在危机期间，人们由于规避风险，将会主动囤积货币，因此将会导致信用收缩，经济下行压力增加；后来凯恩斯发展了这一思想，认为人们一旦拥有太多货币而不愿意扩大消费，可能导致流动性陷阱；随着金融机构持有国债和超额准备金囤积货币，将会影响量化宽松效果，对经济改善产生极为不利影响，为了避免金融机构、居民企业大量持有货币，需要对货币征税刺激投资和消费，因此作为量化宽松货币政策的重要补充，负利率政策主要体现为两种，一种是是将名义目标利率被设定为负值；例如目前的欧洲和日本。另一种是比较隐蔽的负利率，也就是实际负利率。当名义利率低于通胀水平时，实际利率就会低于零，甚至为负；这样各国不一定将名义利率将为负值，只要保持名义利率低于通胀率，实际利率将下降为负值，例如目前的美国实际利率已经逐步下降为负值。

2、负利率政策的实施效果

由于各国实施负利率政策的目的不同，因此分析实施效果不能一刀切。例如，瑞典央行主要是为了提升价格水平，效果较为显著；欧洲央行除了提升价格水平，还想刺激经济增长，政策效果表现一般；丹麦成功保持汇率稳定，瑞士表现一般；日本更是为了压低日元汇率，支持物价上涨，刺激经济，但是结果也是喜忧参半。

提振物价水平方面瑞典表现较好，欧元区表现不佳。根据国家外汇管理局公布数据显示，瑞典是一个经济高度外向型国家，对外贸易依存度一度达到 80% 左右，在 2008 年危机之后，机械、卡车、纸制品和铁矿石等产品，强劲支撑瑞典出口经济快速复苏，2011 年将利率上调至 2% 以遏制人口稠密地区房屋租金上涨，但是随后爆发欧元主权债务危机，瑞典经济增长步伐开始放缓，出口难以维持。因此瑞典央行的加息行为被克鲁格曼批评为“日本式错误”。2015 年瑞典央行连续四次下调回购利率，2016 年更是将基准利率下调至 -0.5%，随后瑞典 CPI 增速呈现上升趋势，也引发房价过快上行，负利率政策令瑞典央行陷入两难。欧央行实施负利率一方面缓解主权债务危机带来的急性病，尤其是连续推出长期再融资计划（LTRO）和直接货币交易，另一方面也是为了治疗经济增长乏力的慢性病；但是欧元区面临最大的挑战是通缩和银行惜贷引发的信用收缩，2014 年 6 月，欧央行正式实施负利率，一方面降低欧元兑美元汇率，另一方面刺激金融机构发放信贷。但欧央行的负利率政策并没有推动资金流入实体经济，金融机构反而大规模持有政府债券，推动国债收益率大幅下行，甚至变成负收益率，而经济依然增长乏力。

汇率方面，丹麦表现较好，瑞士表现不佳。2012 年由于欧洲主权债务危机愈演愈烈，导致主权评级较高的丹麦货币升值压力较大。2012 年丹麦央行首推负利率后，丹麦克朗兑欧元出现小幅贬值；2014 年年中，欧洲央行实施负利率导致丹麦克朗持续走强，迫使丹麦央行在 2015 年初一个月内四次降息，再次使丹麦货币贬值，负利率政策实现了丹麦央行汇率目标。2014 年中，欧央行实施负利率政策后，瑞士法郎持续走强，瑞士央行不得不在 2014 年末和 2015 年连续两次降低存款利率，但效果一般，大量欧元涌入，迫使瑞士央行取消汇率管制，瑞士法郎一度对欧元大涨超过 20%。

日本负利率政策喜忧参半。日本在 20 世纪 90 年代开始一直被通缩困扰，实施了多轮量化宽松，2008 年危机之后日本的通胀和产出均出现大幅下行，为了刺激信贷，改变通胀预期，引导日元贬值促进出口，日本央行在量化宽松政策基础上加入负利率政策，由于日本商业银行更青睐无风险资产，因此日本国债收益率转为负

值，相关利率也处于历史低点，但经济增长及物价水平并未得到改善。

3、负利率迷思

负利率政策有效果吗？在负利率大时代下，欧洲和日本相继推出负利率政策，推动商业银行将资金投放到市场，拉低市场利率，创造有利于个人和企业获得贷款的外部环境，刺激居民和企业投资和消费，但是事与愿违，由于同业间竞争，负利率下银行为了不损害储户利率，并没有将负利率转嫁给储户，因此负利率下商业银行负债端资金成本并没有显著下降，相反负利率进一步压低了收益率曲线，导致商业银行资产端收益下降，甚至出现了“流动性陷阱”。因此，在全球经济下行背景下，实体企业违约数量增加，信用风险爆发，商业银行为了避免坏账减少放贷，仅仅通过负利率政策容易损害商业银行利润空间，货币政策陷入流动性陷阱中。例如日本负利率政策出台后，银行间同业拆借业务下降了79%。同时，负利率导致过低利率和宽松的流动性，引发企业加杠杆，导致宏观杠杆高企，资产价格暴涨，为下一次危机埋下种子。通过对上述5家央行负利率政策实施效果来看，负利率政策并没有影响到资本市场运行，银行盈利也未受到冲击，丹麦和瑞典在稳定汇率、提升物价水平方面取得一定效果，其他国家央行负利率政策效果有待进一步观察。

负利率政策下国债还有市场需求吗？面对经济下行，投资者风险偏好下降，各国央行采取的负利率，并没有推动商业银行积极放贷，而是用账面的钱大量购买国债，导致国债收益率下行，这也是目前全球负利率债券总额超过16万亿美元的主要原因；伴随着各国央行的新一轮量化宽松，将会持续推动国债收益率下行，未来负利率收益的债券数量将会显著增加，因此负利率的症结在于投资者风险偏好下降，信心不足，如果不能很好的解决投资者信心问题，负利率将会带来的是流动性陷阱，负利率国债依然存在旺盛的需要。

负利率政策的可持续性如何？目前负利率债券总额超过16万亿美元，未来随着新一轮央行量化宽松和各国进入降息快车道，未来收益率为负的债券数量和规模还是会持续增长，根据海外相关经验，德国和日本负利率国债与GDP的比率明显较高，而目前美国和中国还没有负利率的国债。未来随着全球经济低迷，各国央行大行负利率其道，通过负利率压低主权债券收益率从而降低债务利息，不仅为政府提供降低债务压力的动力，反而会刺激其发行更多负利率债券；负利率也会使金融市场和政府形成债务可持续的错觉，进而增加负利率政策的可持续时间；叠加数字货币的使用，持续的量化宽松将会推动负利率下限增加，增加负利率政策的施展空间。

4、负利率对大类资产配置的影响

对债券收益率的影响：负利率有利于压低短期国债收益率，并对长期收益率产生向下压力。从短端收益率来看，欧洲已经采取负利率的国家在实施负利率政策后，国债收益率纷纷下行，两年期内的国债收益率均跌至负值区间。长期收益率方面，早在2015年实施负利率政策后，瑞士10年期国债收益率转变为负值至今，目前德国、日本、法国、瑞典、丹麦、澳大利亚等10年期国债收益率也转为负值，在全球货币宽松政策刺激下，全球负利率债规模也增加至16万亿美元左右，未来还将持续增长。对于中国国债收益率来说，长期将会显著吸引海外资金投资国内债券市场，国内长期收益率依然存在下行空间。

对汇率的影响：负利率政策对汇率影响并不显著。理论上央行通过负利率会扩大国内外利差，有利于拉低本国货币汇率，但实际结果并非如此。负利率政策实现

了丹麦央行汇率目标，欧元在负利率政策后也出现了显著贬值，但是瑞士法郎和日元在实施负利率政策后，不但没有出现贬值，反而因为避险情绪出现显著升值。因此，汇率影响因素较多，负利率政策对汇率影响较为复杂。

对股市的影响：短期内能提振股市，持续性不强。目前实施负利率国家，还没有出现股票等风险资产价格暴涨，其中，丹麦是负利率政策之后，股市表现较为积极的国家；欧元区宣布实施负利率政策后，欧洲斯托克 50 指数出现 6% 上涨，但是随着经济下行压力增加，随后出现显著下行；日本在宣布实行负利率政策后，日经 225 指数上升了 2.8%；但是瑞士、瑞典等国在负利率政策后股价还是出现了下挫，因此负利率政策长期对股市的刺激作用有限。

负利率下黄金投资价值凸显。在负利率大时代下，黄金内在投资价值凸显，黄金成为市场上炙手可热的贵金属资产，尤其在股债汇波动增加时，黄金再现光芒。事实上，2019 年二季度以来黄金价格节节上升，势头锐不可挡，未来黄金的投资价值依然取决于市场预期，如果全球负利率政策还将加深，那么将会支撑黄金价格继续上行，如果市场预期全球负利率政策出现反转，黄金将会出现交易拥挤，影响金价未来走势。

总之，从目前实施负利率的国家来看，**负利率对经济基本面的正面影响还未显现**，实施负利率的这些国家均未出现经济增长和通胀的显著改善。因此，希望通过负利率提振经济可能会不尽人意，反而长时期负利率政策不但不能解决经济增长中存在的结构性问题，反而推动以加杠杆为主导的经济增长模式长期存在，使市场过度关注负利率政策本身带来的短期利好，而忽视以结构性改革推动经济潜在增长率上升，因此，**负利率政策本身是为改革赢得时间，并不能代替改革本身。**

5、 大类资产观察（2019.09.16-2019.09.22）

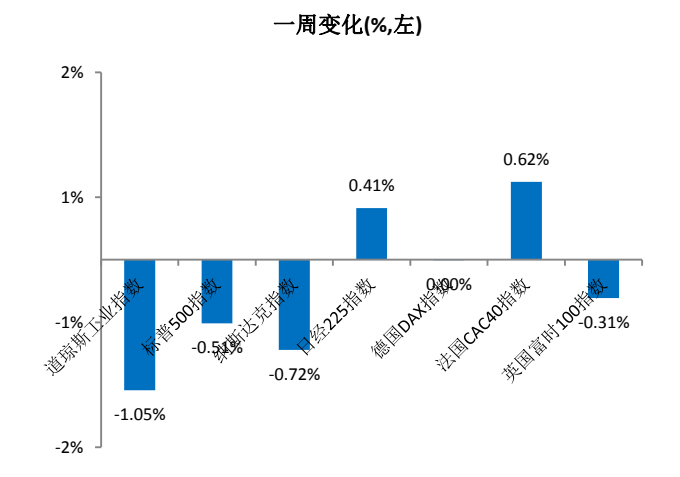
5.1、 股票市场

美联储鹰派降息，三大股指终结三周连涨走势。上周，美联储如期降息，但是分歧较大，圣路易斯联储行长认为美国制造业似乎已经陷入衰退，呼吁采取力度更大的降息 50 个基点的措施；波士顿联储行长则表示美国不需要额外的宽松，降息可能会增加金融领域风险。美国的货币政策已经处于宽松状态，由于联储降息已经在市场预期之内，美国三大股指终结三周连涨走势。其中，道指周跌 1.05%，收于 26935.07 点；标普 500 指数周跌 0.51%，收于 2992.07 点；纳指周跌 0.7%，收于 8117.67 点。

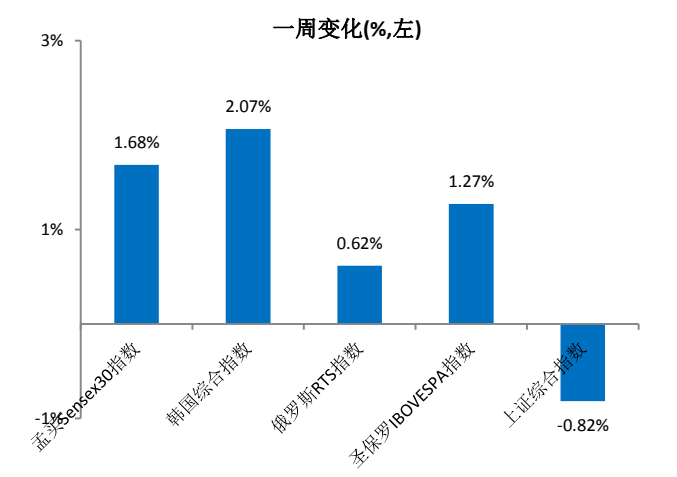
欧洲和亚太股市张得不一。上周，法国 CAC40 指数周涨 0.62%，收于 5690.78 点；德国 DAX 指数周线收平，收于 12468.01 点；英国富时 100 指数周跌 0.31%，收于 7344.92 点。**亚太方面**，韩国综指周涨 2.07%，收于 1377.38 点；日经 225 指数周涨 0.41%，收于 22079.09 点；上证指数周跌 0.82%，收于 3006.45 点。

图2： 发达经济体主要资本市场表现

图3： 新兴经济体主要资本市场表现



资料来源: wind, 新时代证券研究所



资料来源: wind, 新时代证券研究所

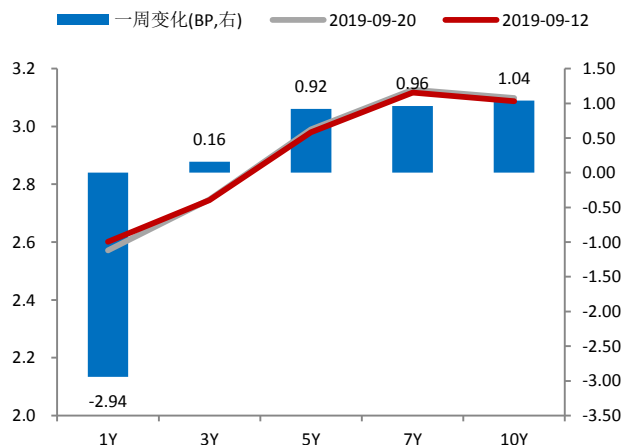
5.2、债券市场

美债收益率全线下行，收益率曲线再次倒挂。上周，美联储将基准利率下调25BP，为2019年以来第二次降息，但由于市场过度担心，即美联储可能不会在必要时大幅降息以遏制经济疲弱，美债收益率出现大幅下行。其中，1年期短端债券收益下行4BP至1.84%；3年期、5年期、7年期美债收益率分别下行13BP、14BP、15BP，报1.63%、1.61%、1.68%；10年期美债收益率下行16BP，报1.74%；30年期美国国债收益率下行20.7BP，收至2.166%。

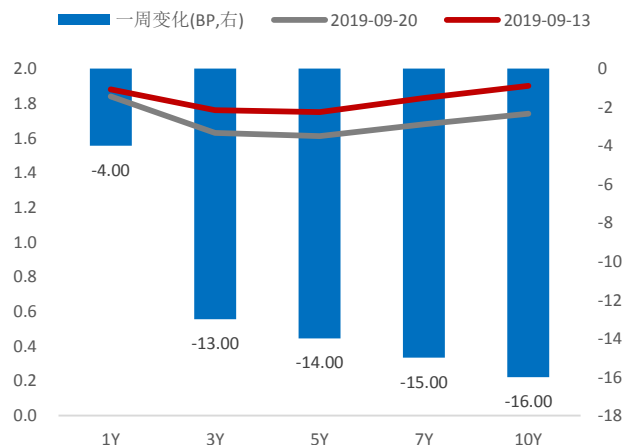
国内债券市场：LPR利率下调，资本面收紧，国债收益率多数上行。上周，央行重启14天逆回购，以对冲税期高峰、政府债券发行缴款、地方国库现金管理到期等因素的影响，维护跨季流动性需求，公开市场开展3200亿元逆回购操作和缩量续作2000亿元MLF，全口径下央行实现资金净投放（包含国库现金定存和央票）250亿元。本周公开市场有1900亿元逆回购到期，还有1000亿元国库现金定存到期。资金面方面，虽然央行加大投放量，但银行间市场流动性偏紧态势未见缓解，资金价格进一步走高，国债收益率多数上行，其中1年期国债收益率下行2.94BP至2.5718%。3年、5年、7年期国债收益率上行0.16BP、0.92BP、0.96BP，10年期国债收益率上行1.04BP，至3.098%。10Y-1Y期限利差走阔3.98BP至52.62BP。

图4：中债国债到期收益率曲线

图5：美国国债到期收益率曲线



资料来源：wind，新时代证券研究所



资料来源：wind，新时代证券研究所

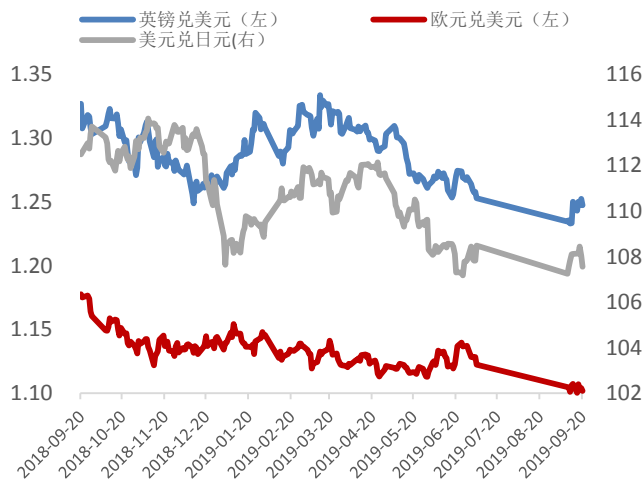
5.3、外汇市场

美元指数微涨，非美货币小幅下跌。上周，美联储降息 25BP，美元指数依然走势较强，欧元及英镑小幅下挫，美元指数周涨 0.27%，收于 98.4687。非美货币小幅收跌，其中，英镑兑美元周跌 0.24%，报 1.2471；欧元兑美元周跌 0.48%，报 1.1021；美元兑日元周跌 0.44%，报 107.56。美元兑人民币汇率中间价升值 116BP，收于 7.073。

图6： 美元指数与人民币汇率



图7： 日元、欧元、英镑兑美元汇率



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_9917

