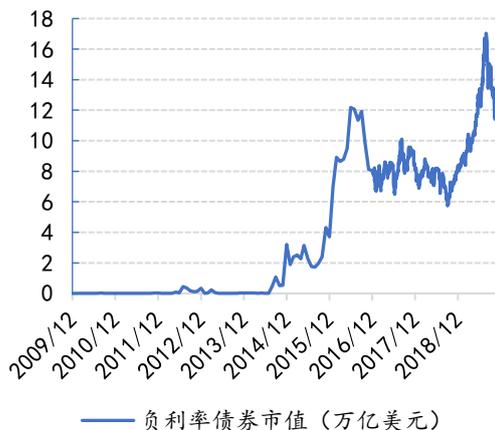


# 全球负利率深化，宽松预期利于资产价格

董忠云

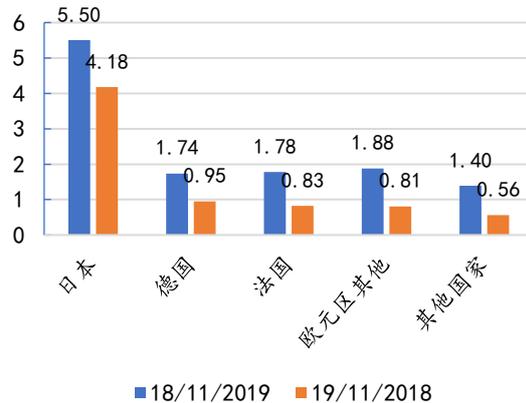
在经济增长压力加剧、国际经贸格局不确定性较大的背景下，市场对基本面的担忧导致了避险情绪发酵，宽松预期再起驱动利率下行、资产价格上行。2019年8月末，负利率债券市值规模超17万亿美元，创历史新高。随着美日欧等全球主要央行货币政策明确宽松，量化宽松等措施向市场注入流动性，资金面利好支持资本市场，市场风险偏好提升，股市反弹而债市回落，负利率债券规模有所下降。截至11月18日，全球负利率债券市值合计12.3万亿美元，较1年前上升了68%。2019年全球各地区负利率程度进一步加深，负收益率债券逐渐从国债向公司债等信用债领域扩张，日本、法国、德国负利率债券市值占比份额位列前三，依次为44.7%、14.5%、14.1%。

图 1: 全球负利率债券市值规模 2019 年中创出历史新高 (万亿美元)



资料来源: bloomberg, 中航证券金融研究所

图 2: 2019 年全球各地区负利率债券市值规模, 欧元区大幅增加 (万亿美元)



资料来源: bloomberg, 中航证券金融研究所

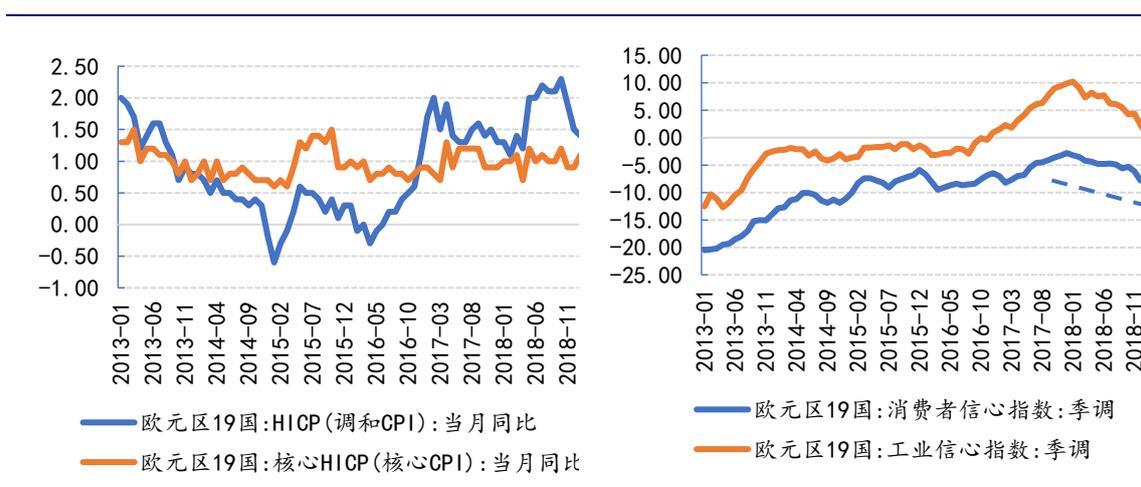
金融危机以来，传统的货币宽松工具如降低短期政策利率无法突

破零这一下限，负利率政策等非常规宽松政策工具已经逐步成为新常态。欧元区、瑞典、瑞士、丹麦与日本合计占全球 GDP 比例近四分之一的经济体实施负利率政策，央行对商业银行存放的超额准备金支付负利率，实际上是激励商业银行释放超额准备金扩大信贷投放，引导资金流向实体经济。**实施负利率政策主要出于两个目的：**一是为了通过利率传导机制压低实际利率，提振实体经济，提升通胀水平；二是为了防止本币升值。前者以欧央行和瑞典央行为代表，后者以瑞士央行和丹麦央行为代表，而日本央行则两者兼而有之。

欧元区于 2014 年 6 月实施负利率，下调其存款便利利率至 -0.1%，利率走廊下限进入负值区间。欧央行只对超额准备金征收负利率，对法定存款准备金适用主要再融资操作利率，这是其在欧债危机以来实施证券市场计划（SMP）、长期再融资操作（LTRO）、降息等货币宽松政策中的后续工具。欧央行实施负利率的本意在于，将流动性由银行内部转移到实体经济，期望超低利率能解决银行惜贷问题，挤出超额准备金增加信贷规模，资金通过信贷渠道进入实体部门，企业和家庭信贷的增加利于扩大消费和投资，从而达到刺激经济恢复、提升市场信心、稳定通胀的最终目的。欧央行的长期通胀目标为 2.0%，目前欧元区 19 国核心 CPI 仍在 1% 左右震荡，调和 CPI 由于受能源价格上涨推动一度反弹至 2% 以上，但迅速回落。在全球经济低迷的大背景下，目前来看，货币宽松在实际传导过程中与理想预期存在明显的差距，欧央行实施负利率的效果不够理想。货币宽松和负利率对欧元区整体信贷投放有一定刺激作用，且明显推高了股市和房地产价格。

但欧元区人口老龄化，割裂的政治格局和银行体系困境等因素依然制约着欧元区经济，经济的复苏力度较弱，通胀预期处于低位。欧元区负利率政策使得银行息差水平明显压缩，加上银行体系不良率较高，导致银行业绩下滑幅度较大。

图 3：2015 年以来欧元区核心 CPI 低位波动 图 4：欧元区工业与消费信心指数大幅回落  
(单位：%)



资料来源：wind，中航证券金融研究所

资料来源：wind，中航证券金融研究所

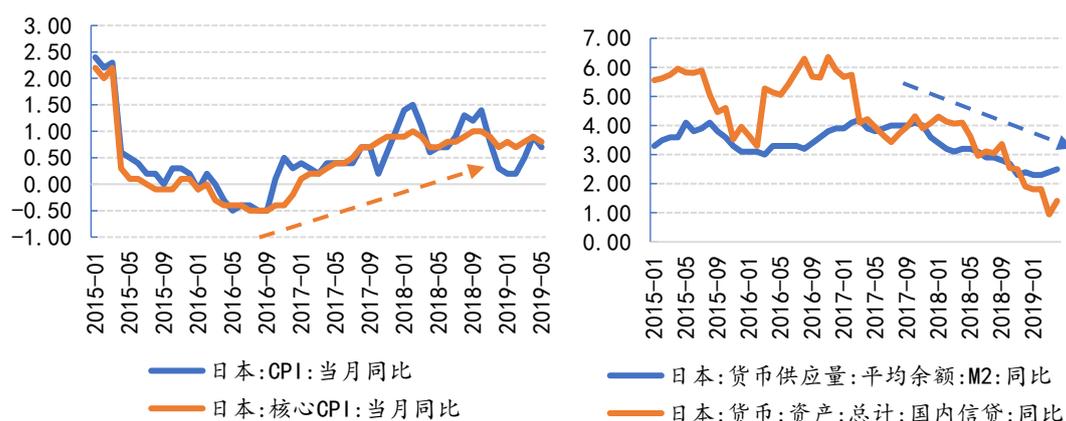
长期以来，日本央行都在通过量化宽松政策推动经济复苏，通胀水平是其参考的主要目标，压低汇率促进出口也是日本央行货币宽松的目标之一。日本实施 QQE 政策后，大量资金以超储形式淤积在央行，国内经济和通胀未能得到提振。日央行于 2016 年 1 月将政策利率降为-0.1%。对于商业银行存放在央行的准备金，日本银行将其分为三个等级，对不同等级的存款准备金支付不同的利率，试图通过“QQE+负利率”的超宽松政策组合刺激经济。日本负利率政策刺激经济的效力难以持续，负利率对激励金融机构放贷效果有限，也未能明显刺激居民消费和企业投资。2016 年负利率政策推出之后，货币

增速与金融机构贷款投放同比增速上升，但在 2017 年拐头向下。从企业投资意愿以及居民消费信心来看，负利率的刺激并未使其有明显好转，在实体经济融资需求走弱的情况下，流动性脱实向虚，金融机构纷纷将资金注入房地产与资本市场。日本实际房价指数持续走高，住宅价格指数增速大幅反弹，日本股市在负利率实施后也出现触底反弹。但是日本制造业与对外出口景气度持续下滑，经济前景堪忧。直至今日，日本通胀也仅接近 1% 的水平，远低于其 2% 的目标。总体来看，负利率对于刺激通胀和稳定经济的作用不及预期。

图 6：日本 M2 增速与信贷增速 2016 年短期

图 5：2016 年以来日本核心通胀温和回升

回升之后拐头向下



资料来源：wind，中航证券金融研究所

资料来源：wind，中航证券金融研究所

丹麦和瑞士两国实施负利率货币政策是为了抑制资本过度流入对本国货币汇率造成冲击。金融危机爆发之后，随着欧元区开始实施量化宽松货币政策，丹麦克朗和瑞士法郎面临着升值压力，促使两国央行选择负利率政策。丹麦央行采用锚定欧元的汇率制度，将丹麦克朗汇率设定在 7.46 上下 2.25% 的窄幅波动。为避免境外资本投机本国

货币，丹麦央行在 2012 年 7 月开始实施负利率政策，将金融机构在丹麦央行的存单利率下调至-0.2%。2015 年初丹麦央行进一步下调存单利率至-0.75%，丹麦克朗迅速贬值。丹麦克朗汇率贬值达到预期后，丹麦央行依然保持耐心并未加息，近期丹麦经济出现放缓，央行重申宽松立场。瑞士央行于 2015 年 1 月放弃盯住欧元的固定汇率制，并开始实施负利率政策，采用的利率走廊全部位于负值区间。瑞士央行实施的负利率货币政策，通过降低瑞士法郎的边际收益率降低其在国际资本市场的吸引力和进一步的升值压力。瑞士与丹麦央行的负利率政策采取了类似的二级利率体系，央行为每一个金融机构设置了不同的免征负利率上限。只有当金融机构在瑞士央行的货币存款账户余额超过其各自的门槛，超出的部分才被征收负利率，而对于门槛内的活期存款依然是零利率。这不仅可以控制金融机构因负利率而承担的成本，而且可以控制投机资本的流入，减轻维持币值稳定的压力。

**负利率政策是一把双刃剑，积极作用在于推动宏观经济短期复苏，负面效果在于提升金融体系系统性风险。**长期实行负利率政策的效果是边际递减的，可能会扭曲银行放贷行为，金融机构追求更高风险投资。若长期实行负利率政策效果不及预期，可能损害央行货币政策可信度，央行难以主导市场预期，市场或押注利率进一步降低，政策进一步宽松，资金流入负利率的金融资产，当市场利率降至不能再低时，经济可能落入流动性陷阱，经济悲观预期降低金融机构信贷投放的意愿，通缩预期也使得居民减少当期消费，经济脱实向虚导致货币政策失效。负利率政策对存款利率和贷款利率的传导是不对称的，伴随基

准利率降低，银行贷款利率的降幅会逐渐大于存款利率的降幅，从而挤压了银行的利润空间，而负利率导致的息差缩窄会使得银行传统业务生态恶化，银行可能将更多资源配置在中间业务等其他非核心业务上。央行实行负利率政策之后，个人和金融机构的许多资产的收益率可能都会进入负区间，加之货币市场流动性充足，可能会导致个人和金融机构为了追求正的收益率，提高其风险偏好，投资风格会更加激进，过度加杠杆也可能发生。从而负利率政策可能导致投资者风险偏好变异，致使整个金融系统的信用风险和市场风险增加。在利率维持低水平的情况下，单靠货币政策刺激经济的难度在增加，市场对于财政加码的声音愈发明显。如果财政政策不发挥主导作用，私营部门不会产生新的需求，经济仍难以摆脱困境。在利率水平降至一定水平，经济陷入流动性陷阱，单独实施货币政策无效，需要财政政策提振总需求。

传统货币政策制定往往是根据经济指标事后调整，随着转向预测目标制度更加适应内外部的环境的变化，央行过渡到了进行预防性的货币政策调整。美联储年内的三次降息、欧央行重启量化宽松，是针对短期不确定风险采取的“预防性”措施，也是应对经济周期走弱的逆周期调整措施。美联储 12 月或暂停降息，但中期来看，**美国乃至全球经济的放缓并未结束，今年以来全球 30 多个国家和地区央行纷纷降息，全球流动性宽松的趋势还将延续。**短期流动性宽松会促进全球资本市场阶段性反弹，但通胀尚未显著升温，未来基本面压力将使得债券市场负利率持续，欧元与日元债券仍具有配置价值。由于利差交

易不断推动资金流入正收益率的债券市场，我国债券市场开放程度不断加大，稳增长政策有效化解宏观经济不确定性，人民币汇率维持稳健，更多的增量资金流入利好我国债券市场长期发展。