

李超 执业证书编号：S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

程强 执业证书编号：S0570519040001
研究员 010-56793961
chengqiang@htsc.com

朱洵 执业证书编号：S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

张浩 +86 10 56793946
联系人 zhang-hao@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：负利率政策是如何从央行开始传导的》2019.09
- 2《宏观：长期负利率源自生产要素困局》2019.09
- 3《宏观：降成本的实质推进从减税降费到降息》2019.09

负利率对资产价格的影响

——渐行渐近的负利率时代（四）

核心观点

从大类资产配置视角看，负利率对各类资产价格的影响不一。负利率政策实施后，欧洲及日本权益市场受益于风险偏好提升和流动性宽松，未出现大跌反表现为高位企稳，但负利率加大了股市定价难度，导致短期波动加剧；债市表现出一定“博傻”行情，本质是赌其他投资者能接受更低的负利率水平；负利率政策一定程度上会冲击货币市场基金；大宗商品方面，负利率带动实际利率下行，短期利好包括黄金、白银等在内大宗商品，但长周期大宗商品还是取决于基本面需求的强弱，黄金、白银等贵金属的长期走势则取决于美元周期。

负利率对股票市场的影响短期偏正向

欧洲、日本等地区的政策实践表明，与货币市场和债券市场不同，负利率政策对股票市场的影响短期偏正向。负利率造成的低利率环境使得投资者风险偏好提高，股票市场企业受益于流动性宽松，相应股票指数并未出现大幅下跌情况，甚至表现为高位企稳。但负利率导致无风险利率为负后，股票市场定价难度加大，短期内股价波动也有所加剧。

负利率导致债券市场进入“博傻”阶段

日本、欧元区及其成员国的负利率实践表明，没有结构性改革而单纯使用负利率政策，无法实现经济和通胀的可持续修复，叠加流动性宽松和悲观预期，债券市场出现“博傻”行情。即便进入负利率时代，由于通缩预期和负利率加剧预期，债券市场的“博傻”行情仍能延续，本质上是赌别人能接受更低的负利率水平。同时，票面利率为负与到期收益率为负不代表投资受损，投资者决策关注实际收益率而非这两者。此外，负利率政策的实施对收益率曲线的倒挂和信用利差无直接线性递推关系，而是政策实施的效果，决定了是否会出现收益率曲线倒挂以及信用利差的收缩与扩张。

负利率冲击货币市场基金

货币市场基金近年来快速发展，具有安全性高、流动性高、收益稳定等特点，主要投资范围是国债、银行定期存单、银行承兑汇票、商业票据等。从欧日经验来看，负利率会冲击货币市场基金。考虑负利率对广谱利率有重要影响，负利率实施后导致货币市场利率、债券市场利率及贷款利率下行，货币市场基金资产端收益率下降，并向负债端传导，收益率下降导致货币市场基金对投资者的吸引力降低。同时，比较货币市场基金与存款利率的竞争性，银行兑付能力更强，一旦出现流动性危机银行尚有存款保险制度保障；而负利率导致货币市场基金无法保障收益稳健，处于竞争劣势。

负利率短期利好大宗商品，但并无长逻辑

大宗商品持有期间收益取决于价格浮动，其价格与名义利率呈负相关关系，而与通胀率呈正相关。综合来看，大宗商品价格与实际利率呈一定的负相关关系，负利率环境短期利好大宗商品。但长周期大宗商品的主要决定因素还是基本面需求的强弱，体现出较强的顺周期性。对特殊的贵金属黄金，以美国10年期通胀指数国债TIPS收益率代表实际利率，金价与实际利率的负相关性体现的较为明显。但我们认为黄金的长线投资机会，仍需等待美元强势周期正式结束。

风险提示：负利率政策冲击银行经营，效果不及预期，中长期反而引发信用收缩和经济低迷；全球经济持续趋弱。

正文目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 负利率对股票市场的影响短期偏正向 | 4 |
| 欧洲：负利率实施后，股市短暂震荡后逐步企稳，未出现大跌 | 4 |
| 日本：负利率实施后，股市震荡，后逐步企稳进入上行区间 | 5 |
| 无风险收益率为负之后的股票难以定价 | 6 |
| 负利率导致债券市场进入博傻阶段 | 8 |
| 负利率政策在欧元区“大行其道”，债券市场进入博傻阶段 | 8 |
| 日本负利率政策实施后，债券市场出现博傻行情 | 9 |
| 债券市场“博傻”行情是赌别人接受比自己更低的负收益率 | 10 |
| 票面负利率与到期负收益率的差异 | 11 |
| 负利率是否意味着收益率曲线倒挂？ | 11 |
| 负利率政策影响基本面，基本面的变化影响信用利差 | 12 |
| 负利率政策冲击货币市场基金 | 13 |
| 负利率短期利好大宗，但并无长逻辑 | 15 |
| 短期利率下行利好大宗，但大宗最终还是取决于基本面 | 15 |
| 黄金受益于利率下行，但长期趋势还是看美元 | 16 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1: 全球金融危机及欧债危机冲击全球各国, 日本、欧元区及其多个成员国实施负利率政策..... | 4 |
| 图表 2: 负利率政策出台后, 欧洲股票市场总体平稳..... | 5 |
| 图表 3: 2016 年 2 月, 日本央行开始采取负利率政策..... | 6 |
| 图表 4: 负利率政策出台后, 日本股市先大幅震荡随后逐渐企稳..... | 6 |
| 图表 5: 负利率政策出台后, 欧洲股市波动率有所走高..... | 7 |
| 图表 6: 负利率政策出台后, 日本股价短期波动明显..... | 7 |
| 图表 7: 全球金融危机及欧债危机冲击全球各国, 日本、欧元区及其多个成员国实施负利率政策..... | 8 |
| 图表 8: 负利率实施后, 各国 10 年期国债收益率小幅总体回升..... | 8 |
| 图表 9: 负利率实施后, 各国 10 年期国债收益率小幅总体回升..... | 9 |
| 图表 10: 负利率实施后, 日本国债收益率显著下行..... | 10 |
| 图表 11: 日本实施负利率政策应对通缩预期, 恢复通胀水平..... | 10 |
| 图表 12: 负利率实施后, 日本高等级企业债利率下行..... | 10 |
| 图表 13: 负利率实施后, 日本长短期国债收益率经历 U 型走势..... | 10 |
| 图表 14: 2016 年 3 月起至今, 日本 AAA 企业债利率始终位于负区间..... | 11 |
| 图表 15: 2016 年 1 月至今, 日本中长期国债收益率始终为负..... | 11 |
| 图表 16: 负利率与收益率曲线倒挂无直接关系, 负利率政策的成效对收益率曲线是否倒挂有影响 (横轴为负利率实施后至今的时间)..... | 12 |
| 图表 17: 负利率政策实施后, 日本经济增长和通胀呈现出修复行情..... | 12 |
| 图表 18: 日本负利率政策实施后的信用利差走势..... | 12 |
| 图表 19: 欧央行政策利率向货币市场和债券市场利率的传导效果较好..... | 13 |
| 图表 20: 日本负利率政策向货币市场和债券市场传导效果较好..... | 13 |
| 图表 21: 丹麦 2012 年负利率实施后, 3 个月 CIBOR (银行同业拆借利率) 与存款利率相应下行..... | 13 |
| 图表 22: 负利率政策实施后, 瑞士货币市场利率跌入负利率区间..... | 13 |
| 图表 23: 央行实施负利率政策后, 对货币市场基金的冲击..... | 14 |
| 图表 24: 欧元区、美国、日本制造业 PMI 自 2017 年以来持续下行..... | 15 |
| 图表 25: 黄金在 2019 年表现较好, 主要因素之一就是实际利率的下行..... | 16 |
| 图表 26: 未来黄金的长线投资机会, 仍需等待美元强势周期正式结束..... | 16 |

负利率对股票市场的影响短期偏正向

根据货币政策的传导机制和欧洲、日本等地区负利率政策的实践经验，我们认为，负利率政策出台对股票市场的影响在短期表现为偏正向。负利率政策直接反映了市场对未来经济增长的悲观预期，会直接作用于货币市场和债券市场。但对于股票市场而言，负利率造成的低利率环境使得投资者风险偏好提高，股票市场企业受益于流动性宽松，相应股票指数并未出现大幅下跌情况，甚至表现为高位企稳。但负利率导致无风险利率为负后，股票市场定价问题开始显现，股价波动也有所加剧。

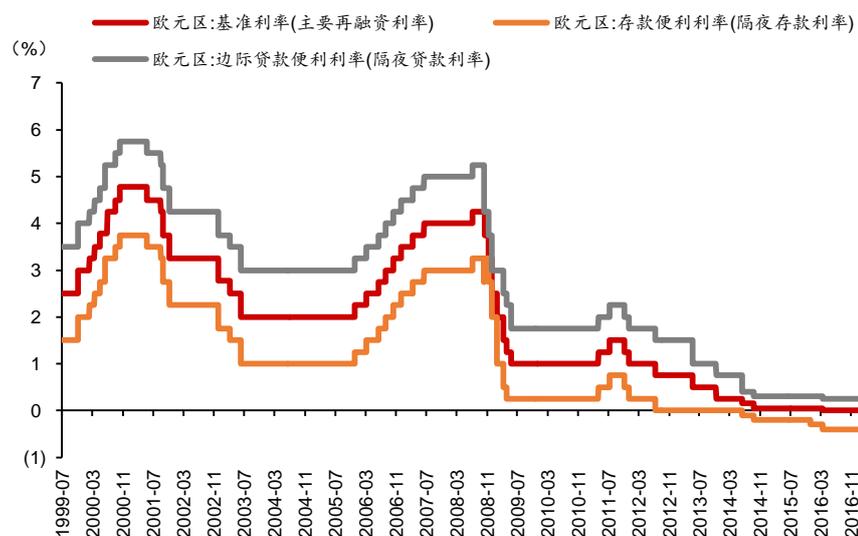
欧洲：负利率实施后，股市短暂震荡后逐步企稳，未出现大跌

2014年欧洲央行负利率政策出台后，股票市场短期出现震荡，随后逐步企稳，整体影响短期偏正向，没有出现股市大幅下跌的情况。

欧洲央行于2014年6月开始实施负利率政策。欧央行负利率政策主要目的是实现通胀目标，2014年6月5日，欧央行宣布了一揽子宽松政策，包括实行负利率、引入定向长期再融资操作（TLTRO）、筹备资产抵押证券（ABS）购买计划、延长固定利率全额配给主要再融资操作（MRO）至2016年底、暂停证券市场计划（SMP）购债冲销操作等措施。此次负利率政策指的是欧央行将存款便利利率由零下调10个基点至-0.1%，并适用于超额准备金利率，这意味着欧央行对银行的存款和超额准备金收费。与此同时，主要再融资利率、贷款便利利率分别下调10个基点和35个基点至0.15%和0.40%。利率走廊非对称下调，宽度由75个基点收窄至50个基点。欧央行强调，负利率针对的是银行，居民储蓄不会受到直接影响。此后欧央行继续数次下调利率，截至2019年9月3日，存款便利利率为-0.4%，贷款便利利率为0.25%，主要再融资利率为0%，欧债危机后，欧央行始终未能进入到加息通道。

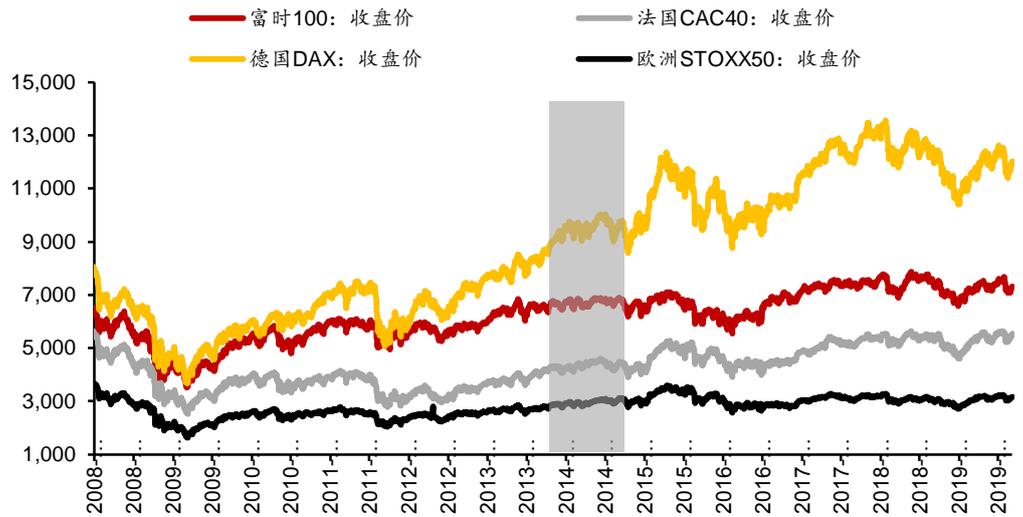
欧元区的负利率政策出台后，股票市场呈现初期震荡、随后企稳的特征。14年6月份负利率实施后，富时100、法国CAC40、德国DAX和欧洲STOXX50四大股指当月涨跌幅分别为-1.7%、-2.1%、-1.2%、-0.8%，股市小幅走低。但8月份以后欧洲股市有所企稳，负利率体现的经济增长悲观预期效应减弱，流动性宽松红利逐渐释放。

图表1：全球金融危机及欧债危机冲击全球各国，日本、欧元区及其多个成员国实施负利率政策



资料来源：wind，华泰证券研究所

图表2： 负利率政策出台后，欧洲股票市场总体平稳



资料来源：Wind，华泰证券研究所

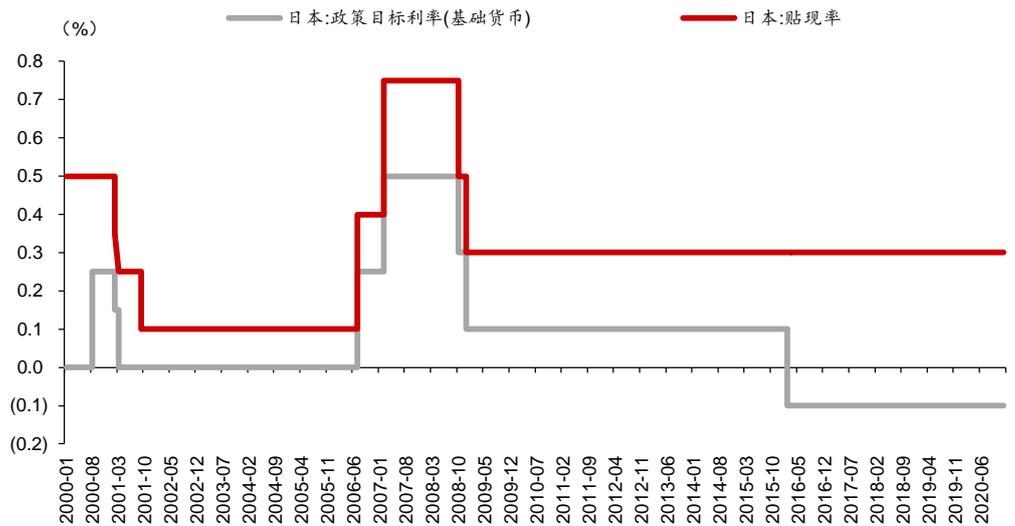
日本：负利率实施后，股市震荡，后逐步企稳进入上行区间

2016年初日本央行实施负利率政策后，日本股市短期出现大幅震荡，但随着流动性红利的逐渐释放，股市逐渐企稳，并在下半年进入上行区间。

2016年2月，日央行开始实施负利率政策，对商业银行在日央行经常账户的部分存款执行负利率。具体而言，日央行对商业银行经常账户存款分为三个层级，分别实行三级利率体系：①基础余额：+0.1%利率，由过去十二个月平均超额准备金组成，可以理解为超额准备金过去的存量。②宏观加算余额（Macro Add-On Balance Rate）：0%利率，由法定准备金、贷款援助基金、对地震受灾地区金融机构支持金构成；③政策利率余额：-0.1%利率，由其余新增的超额准备金组成。2016年2月，日央行将金融机构存放在央行的增量超额准备金利率从之前的0.1%降至-0.1%，以鼓励金融机构借出更多资金，如果银行不将资金贷款给企业、居民等主体而是以超额准备金形式放在央行，那么就将向日央行付利息。日本央行实行负利率政策的目标是实现每年2%左右的通货膨胀。

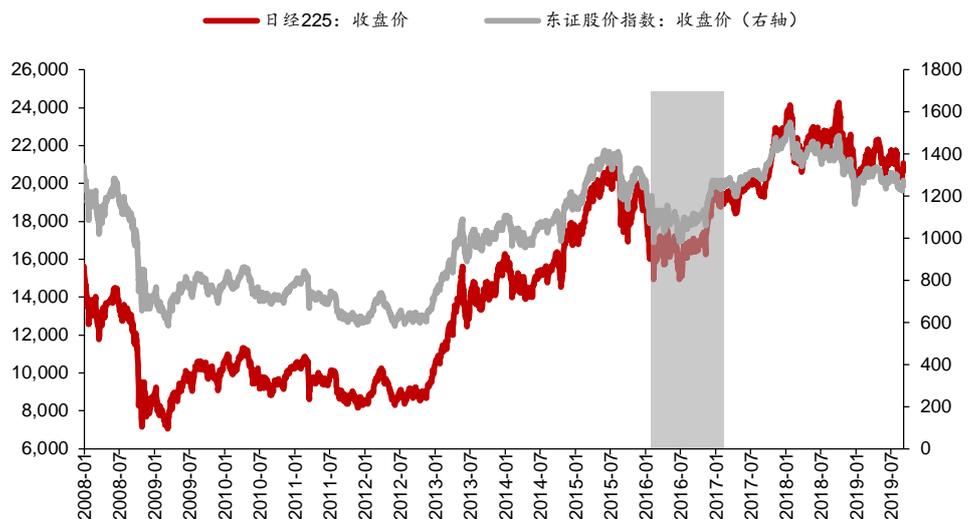
日本负利率政策对股市影响表现出类似特征，但初期股市震荡幅度较大。16年2月份负利率政策出台后，股市震荡幅度提升，当月日经225和东证股价指数跌幅分别为10.3%和11.6%。但随着负利率带来的流动性宽松红利逐渐体现，股市开始企稳，3-6月两大股指涨跌幅分别为-3%和4.8%，16年下半年后股市进入上行区间。

图表3： 2016年2月，日本央行开始采取负利率政策



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： 负利率政策出台后，日本股市先大幅震荡随后逐渐企稳

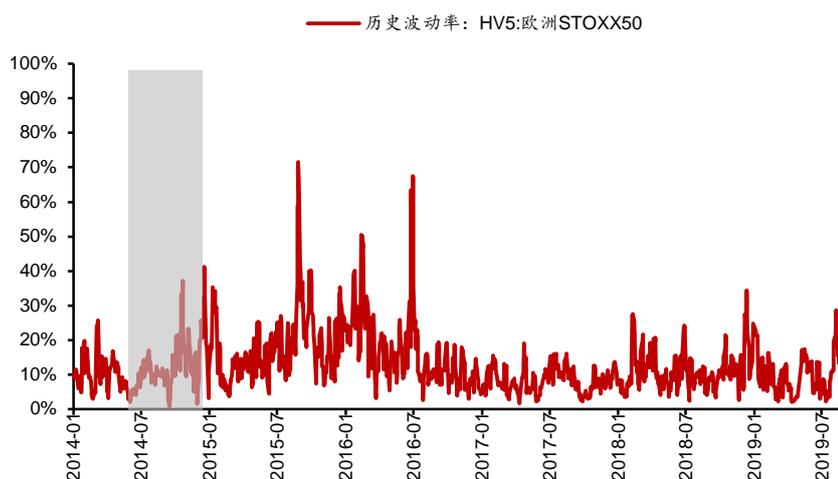


资料来源：Wind，华泰证券研究所

无风险收益率为负之后的股票难以定价

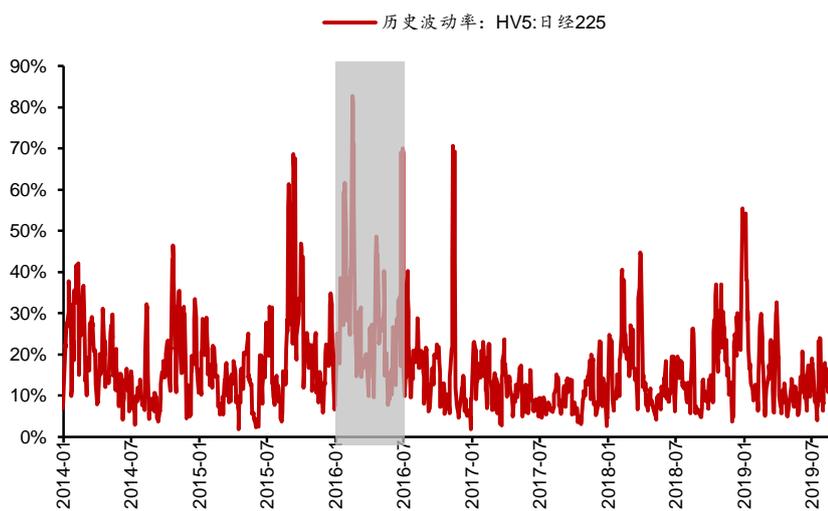
但也要看到，负利率政策出台也会诱发股票估值定价难度提升。根据股票估值的现金流贴现定价公式（DCF模型）， $PV = \sum [CF_t \cdot (1-r) / (1+i)^t]$ 。其中PV=未来现金流量现值， CF_t =第t年的现金流量，r=现金流量的风险调整系数，i=无风险利率。公司股价受到风险偏好、未来盈利和无风险利率三大因素影响，其中风险偏好一般可根据市场波动率进行预测，未来盈利也即未来现金流量根据长期经济增长预测，而无风险利率主要参考10年期国债到期收益率。但负利率政策出台后，无风险收益率表现为负，会直接导致相关股票难以定价。此外也要注意，负利率使得金融投资加杠杆成本下降，投资者风险偏好提升，股价短期波动加剧，受利率直接影响的银行股波动尤为明显。

图表5: 负利率政策出台后, 欧洲股市波动率有所走高



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 负利率政策出台后, 日本股价短期波动明显



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

负利率导致债券市场进入博傻阶段

负利率政策在欧元区“大行其道”，债券市场进入博傻阶段

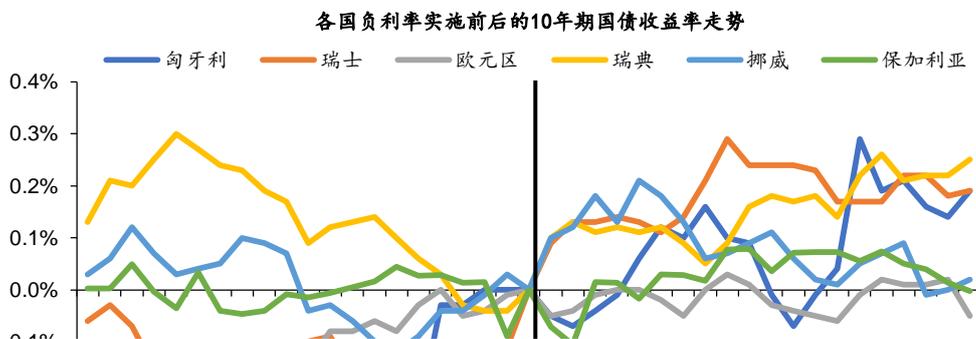
后危机时代，负利率作为重要政策工具被欧洲经济体积极应用。2012年前后，全球经济危机余波未平，欧债危机再次冲击欧洲经济体。传统的货币政策工具失效，导致部分国家出现诸多问题，进入流动性陷阱、难以对冲经济下行压力、出现通胀问题和汇率隐患，负利率政策“应运而生”并在日本、欧洲诸国开展实施。由于各国的货币政策最终目标不同，各国使用负利率政策的目的也不同，日本央行和欧央行相继使用了负利率政策，目的是抵抗通缩，个别经济体如丹麦则采用负利率政策来避免汇率升值。在应用负利率政策时，各国采取的调控模式也有差异，欧元区采用利率走廊的政策调控模式，日本采用征收超额准备金利率模式，对超额准备金的增量实施负利率政策。

图表7：全球金融危机及欧债危机冲击全球各国，日本、欧元区及其多个成员国实施负利率政策

| 国家地区 | 负利率政策的实施时间 | 实施目标 |
|------|--------------------------|--------------------|
| 丹麦 | 2012-07—2014-04; 2014-09 | 防止资本流入和汇率压力 |
| 匈牙利 | 2014/3/23 | 稳定物价，对抗汇率压力 |
| 欧元区 | 2014/6/11 | 稳定价格，稳定通胀预期 |
| 瑞士 | 2015/1/15 | 降低升值和通缩压力 |
| 瑞典 | 2015/2/12 | 稳定价格，稳定通胀预期 |
| 挪威 | 2015/9/24 | 稳定物价 |
| 保加利亚 | 2016/1/4 | 传导欧元区货币政策，防止央行遭受损失 |
| 日本 | 2016/2/16 | 稳定价格，稳定通胀预期 |
| 波黑 | 2016/7/1 | 传导欧元区货币政策，防止央行遭受损失 |

资料来源：各国央行，华泰证券研究所

图表8：负利率实施后，各国10年期国债收益率小幅总体回升



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_10111

