华泰证券 HUATAI SECURITIES

宏观研究/专题研究

2019 年 09 月 11 日

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

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

孙欧 研究员
执业证书编号：S0570519080007
010-56793954
sunou@htsc.com

相关研究

1《宏观：财政困难系数代表“财政困难”吗？》2019.04
2《宏观：增值税率下调对 PPI 影响几何？》2019.03
3《宏观：14 日中美经贸谈判重启，海外风险事件频发》2019.02

负利率金融产品呈现扩散化

渐行渐近的负利率时代系列报告三

核心观点

由于全球经济疲软，生产要素困局显现，各国央行相继推出负利率政策。首先，欧元区、欧洲相关经济体及日央行对商业银行实施负超额存款准备金利率即对商业银行超额存款征收费用。随后，负利率风潮逐步向其他领域过渡。目前，全球负利率国债规模、企业债规模屡创新高；并且在货币市场工具领域也出现负利率现象，比如日本银行间隔夜拆借利率、东京回购利率、伦敦欧元同业拆借利率等跌至负区间。我们认为，在全球负利率时代背景下，负利率金融产品呈现扩散化。

负利率存款

近年来，商业银行对储户的存款负利率相继出现。银行对储户的负存款利率第一例出现在瑞士，2012 年 12 月，瑞士信贷集团宣布对其他银行在该行的瑞士法郎存款收取利息，虽然这次征收存款负利率没有面向个人账户，但也开辟了非中央银行征收的负存款利率先河。2019 年 8 月，瑞士银行宣布对普通存款收取年费，分别对 50、200 万欧元以上的存款自今年 11 月起征收 0.6%、0.75%的年费，一般情况下，存款负利率的下限是资金的持有成本，银行降低存款利率会较为谨慎，但若随着贷款利率降低，银行盈利空间受到侵蚀，从经营角度看，银行逐渐出现对存款实施负利率的动机。

负利率贷款

世界首例商业银行对居民或企业的负利率贷款出现在丹麦，2019 年 8 月，丹麦第三大银行日德兰银行推出了世界首例负利率房地产按揭贷款，利率为-0.5%，最长期限为 10 年，此举意味着贷款人每个月还款额小于贷款余额的减少额，但日德兰银行会对此贷款收取一定手续费，最终贷款方合计支付的手续费金额约为贷款金额的 7.65%，且银行也能够从央行以负利率借到钱，因此发放负利率贷款也有正的利差空间。

宽松货币政策与经济下行促使全球负利率债券规模快速增长

截至 9 月 7 日，全球到期收益率为负的国债规模达到 16.89 万亿美元。全球央行开启新一轮降息潮，这是本轮负利率债券规模快速增长的最直接原因。从全球国债收益率矩阵来看，欧元区多数国家短端国债收益率均达到负值，并屡创新低；而荷兰、德国、瑞士 30 年期以下的国债收益率全部降至负值。自 2016 年之后，全球部分国债收益率再次进入负利率区间。综合来看，我们认为宽松货币政策与经济下行是催生大量负利率国债出现的表面原因，而根本原因在于生产要素困局。

全球到期收益率为负的企业债规模达到 4.70 万亿美元

截至 9 月 7 日，全球到期收益率为负的企业债规模达到 4.70 万亿美元，其中共有 156 只企业债券到期收益率在-1%以下，主要是公用事业企业以及银行业企业的债券，多数负利率债券发行企业评级较高，违约风险低。从负利率企业债发行来看，除超国家实体以外，德国为发行负利率企业债最多的国家，并且包括 AAA 级的负利率企业债。我们认为，负利率企业债发行成功的主要原因在于负利率企业债的发行利率一般高于当期国债利率或银行存款。

欧元区、日本同业拆借利率、回购利率跌至负区间

在欧央行、日央行负利率政策实施背景下，欧元区、日本同业拆借、回购利率出现下行趋势，日本银行间隔夜拆借利率、东京回购利率、伦敦欧元同业拆借利率、瑞士隔夜回购利率等纷纷跌破零点。

风险提示：全球经济可能复苏；海外数据引用不一定全面；负利率产品梳理可能存在疏漏。

正文目录

负利率存款和贷款 3
负利率存款 3
负利率贷款 4
宽松货币政策与经济下行促使全球负利率债券规模快速增长 5
德国发行全球首个负利率 30 年期国债 6
法国十年期国债跌入负利率区间 7
日本负利率国债规模全球最高 8
全球到期收益率为负的企业债规模达到 4.70 万亿美元 10
欧元区、日本同业拆借利率、回购利率跌至负区间 12
风险提示 13

图表目录

图表 1： 瑞士储蓄率较低 4
图表 2： 全球国债收益率矩阵（2019 年 9 月 2 日），单位：% 5
图表 3： 主要国家 10 年期国债收益率趋势 5
图表 4： 负利率国债规模排名（2019 年 9 月 7 日） 6
图表 5： 发行负利率国债最多的 10 个国家 6
图表 6： 德国国债收益率趋势 7
图表 7： 德国国债处于净回笼趋势 7
图表 8： 法国国债收益率趋势 8
图表 9： 日本国债收益率趋势 9
图表 10： 负利率企业债规模排名 10
图表 11： 负利率企业债发行情况 11
图表 12： 日本拆借利率 12
图表 13： 东京回购利率 12
图表 14： 伦敦欧元同业拆借利率 12
图表 15： 瑞士隔夜回购率 13

负利率存款和贷款

负利率存款

在经济下行、通缩及汇率升值压力加大，政策利率已经降至 0 附近时，负利率成为了多个经济体中央银行的选项。在货币政策传导机制通畅的情况下，中央银行理论上可以通过将对商业银行的存款利率降至 0 以下，以刺激商业银行信贷投放，而商业银行也可以将存款利率降至 0 以下，以刺激存款方取钱进行消费。但是长期以来，负利率都是一个理论上的情形，核心在于，存款利率突破 0 下限时，储户在银行存钱需要付出成本，那么储户的储蓄动机将下降，在没有交易成本和市场摩擦的情况下，负利率会使得银行失去金融中介的激励。

然而，负利率政策在 2008 年金融危机之后作为非常规货币政策被广泛应用，并从最初的政策利率扩展至存、贷款利率。金融危机与欧债危机的相继爆发，使得全球多个经济体经济受到严重冲击。出于抵抗经济下行、通缩或汇率升值等不同目的，欧元区、欧洲相关经济体及日本央行相继对商业银行采取了负利率政策，近年来，商业银行对储户和企业的存款负利率也相继出现，在全球经济下行压力加大的环境下，全球正在进入“负利率时代”。

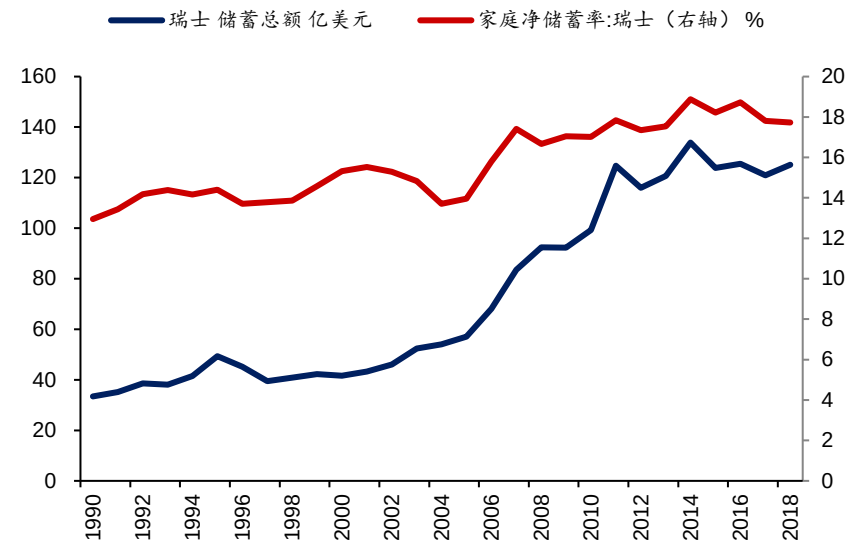
一般而言，相对于央行对商业银行实行存款负利率，商业银行对储户和企业收取存款负利率面临着更大的阻碍，这是因为储户和企业很可能因为存款负利率而放弃储蓄转而选择持有现金，这样银行的负债端就会严重受损。然而孙国峰、何晓贝（2017，《存款利率零下限与负利率传导机制》，经济研究）提出，现代信用货币体系中银行并不依赖存款释放贷款，而是主要靠央行释放流动性，银行通过对外贷款创造存款，因此存款利率低于零并不会导致银行失去存款，存款利率的隐性“零下限”反而会压缩银行的获利空间，使得阻碍货币政策传导机制，抑制信贷扩张。

世界第一例由商业银行征收的对储户或企业存款的负利率出现在瑞士。2012 年 12 月 4 日，瑞士第二大银行瑞士信贷集团发表声明，将从 2012 年 12 月 10 日起对其他银行在该行的瑞士法郎存款收取利息，以适应市场对瑞士法郎需求的激增，平抑因为欧债危机导致的瑞士法郎快速升值。虽然这次征收存款负利率仅面向存入瑞士法郎的银行，而并没有面向个人账户，但它也开辟了非中央银行征收的负存款利率的先河。

世界第一例对普通存款的负利率也出现在瑞士。2019 年 8 月 6 日，瑞士第一大银行瑞士银行（UBS）宣布将对 50 万欧元以上的存款自 2019 年 11 月开始征收 0.6%的年费；对于 200 万瑞士法郎以上的存款，将征收 0.75%的年费。如果存款利率为负，储户把钱存到银行需要支付费用，因此负利率的下限是资金的持有成本，比如金库建造成本、保险箱成本、运输成本。如果利率低于这个下限，人们会选择持有现金而非把钱存在银行，因此银行对于降低存款利率一般会较为谨慎，但若随着贷款利率的降低，银行的盈利空间受到侵蚀，从经营的角度看，目前银行逐渐出现对存款实施负利率的动机 。

对于拥有不同存款额的储户，接受负存款利率的程度也存在差异。本次瑞士银行仅对 50 万及 200 万欧元以上的存款征收年费，储蓄金额在 50 万欧元以下的储户并未受到影响。小额储蓄管理成本相对更低，对利率敏感性更高，一旦存款存放在银行需要支付费用，储户倾向于选择将存款从银行取出直接持有现金；与之相反，若储蓄金额较大，储户管理费用较高，即使银行征收一定的费用，存在银行仍是最优选项，因此大额储户更容易接受负利率。另外，欧洲各国老龄化程度较为严重，整体储蓄率不高，也决定了负存款利率影响有限。

图表1：瑞士储蓄率较低



资料来源：Wind，华泰证券研究所

负利率贷款

与存款利率一样，对居民 、企业从商业银行的贷款实施负利率，在理论上也容易使银行丧失贷款能力。**但是在央行对商业银行提供负利率资金、银行肩负政策任务、存在交易成本（管理或手续费）等情形下，贷款利率为负的情况也成为可能。**

全世界首例商业银行对居民或企业的负利率贷款出现在丹麦。2019 年 8 月 5 日，丹麦第三大银行日德兰银行推出了世界首例负利率房地产按揭贷款，利率为-0.5%，最长期限为 10 年。北欧银行也将在丹麦推出年利率为 0%的 20 年期按揭贷款和年利率为 0.5%的 30 年期按揭贷款。

日德兰银行的负利率贷款意味着贷款人每个月的还款额小于贷款余额的减少额，但这并不意味着日德兰银行无法从此获益。根据日德兰银行官网的解释，银行会对此贷款收取一定的手续费，最终贷款方合计支付的手续费金额大概是贷款金额的 7.65%。另外，银行也能够从中央银行以负利率借到钱，因此发放负利率贷款也有正的利差空间。此 10 年期的负利率贷款其实并不适用于购房（期限较短），银行推出此贷款的本意是用于房屋的维修，或者置换以前借的高利率贷款。

宽松货币政策与经济下行促使全球负利率债券规模快速增长

我们基于彭博估值的到期收益率，并加入到期日超过 90 天、到期一次偿还本金的条件进行筛选（筛选负利率企业债的方法相同）发现，截至 9 月 7 日，全球到期收益率为负的国债规模达到 16.89 万亿美元。我们认为，全球央行开启新一轮降息潮，这是本轮负利率债券规模快速增长的最直接原因。7 月 FOMC 会议，美联储决定降息 25BP；此外，澳大利亚、新西兰、韩国、印度、马来西亚、菲律宾、俄罗斯、南非、乌克兰、土耳其等也进入降息周期。债券市场对此反应灵敏，债券收益率均出现趋势性下行。

此外，由于今年全球经济下行，加之英国最终可能出现“硬脱欧”、贸易与地缘政治摩擦不断，不确定性明显上升，使得市场情绪不佳，投资者涌入避险资产。而主要发达经济体的国债则成为资金避险的主要配置，吸引大量避险资金流入，国债价格不断走高，收益率则持续下降。

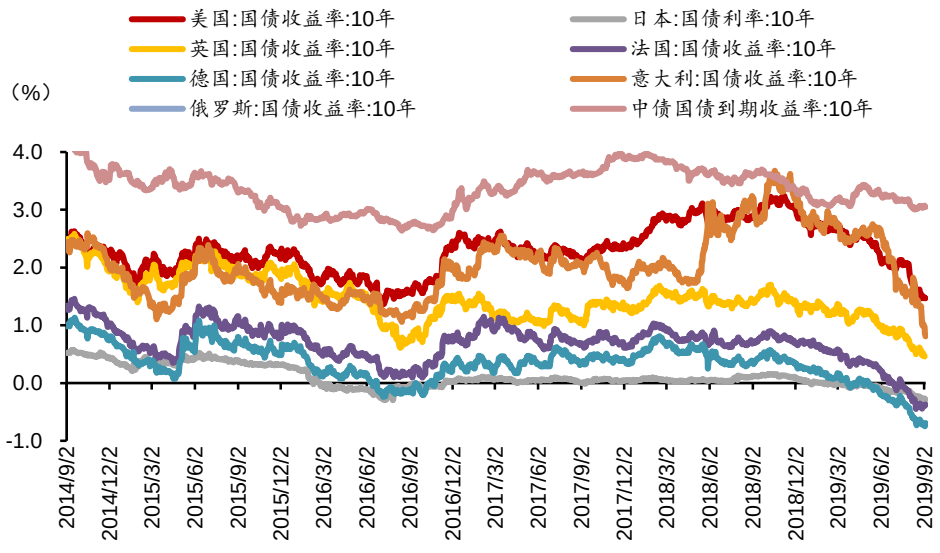
从全球国债收益率矩阵来看，欧元区多数国家短端国债收益率均达到负值，并屡创新低；而荷兰、德国、瑞士 30 年期以下的国债收益率全部降至负值。自 2016 年之后，全球部分国债收益率再次进入负利率区间。

图表2：全球国债收益率矩阵（2019 年 9 月 2 日），单位：%

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y	15Y	20Y	30Y
意大利	-0.256	-0.247	0.009	0.149	0.371	0.400	0.658	0.730	0.763	0.964	1.487	1.652	2.004
葡萄牙	-0.531	-0.664	-0.506	-0.390	-0.357	-0.183	-0.124	-0.051	0.061	0.128	0.525	0.702	1.054
西班牙	-0.523	-0.571	-0.559	-0.427	-0.358	-0.226	-0.142	-0.059	0.019	0.123	0.549	0.554	1.023
爱尔兰	-0.587		-0.662	-0.630	-0.548	-0.440	-0.354		-0.166	-0.073	0.233	0.424	0.777
日本	-0.260	-0.302	-0.312	-0.342	-0.352	-0.368	-0.380	-0.376	-0.330	-0.272	-0.082	0.057	0.145
瑞典		-0.663		-0.754	-0.728	-0.654		-0.562	-0.467	-0.353	-0.183	0.069	
比利时	-0.766	-0.829	-0.834	-0.763	-0.675	-0.632	-0.560	-0.492	-0.416	-0.342	-0.049	0.168	0.542
法国	-0.751	-0.832	-0.868	-0.846	-0.773	-0.703	-0.631	-0.556	-0.483	-0.401	-0.083	0.019	0.454
芬兰	-0.786	-0.847	-0.821	-0.796	-0.796	-0.685	-0.643	-0.548	-0.498	-0.421	-0.243		0.045
奥地利	-0.746	-0.830	-0.823	-0.808	-0.745	-0.701	-0.612	-0.589	-0.534	-0.449	-0.200	-0.089	0.164
荷兰		-0.901	-0.930	-0.895	-0.840	-0.770	-0.732	-0.664	-0.617	-0.556	-0.422	-0.213	-0.175
丹麦		-0.939		-0.930	-0.881			-0.794		-0.672		-0.440	
德国	-0.860	-0.934	-0.964	-0.971	-0.935	-0.925	-0.886	-0.832	-0.766	-0.704	-0.548	-0.400	-0.164
瑞士	-1.161	-1.149	-1.176	-1.157	-1.124	-1.089	-1.064	-1.057	-1.067	-1.022	-0.815	-0.733	-0.579

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

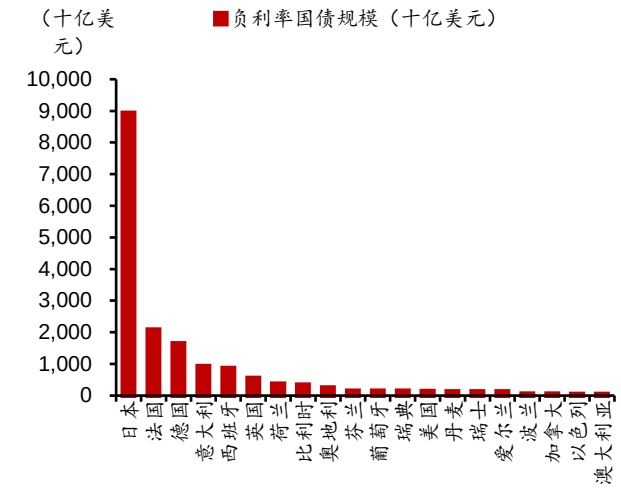
图表3：主要国家 10 年期国债收益率趋势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

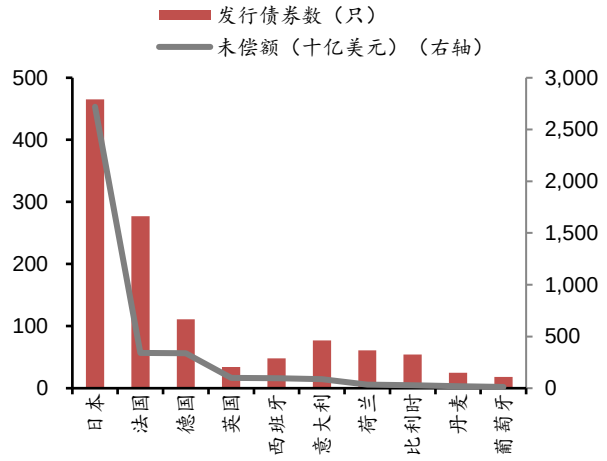
从各国到期收益率为负的未偿还国债规模来看，欧日依然是负利率债券的主要来源国。截至 9 月 7 日，日本负利率国债规模达到 8.91 万亿美元，占全球总负利率国债规模的 52.77%；法国、德国负利率国债规模排名二三位，分别占 12.21%（2.06 万亿美元）、9.61%（1.62 万亿美元），其余负利率国债规模超过 0.2 万亿美元（市场份额超过 1%）的国家包括意大利（0.91 万亿美元）、西班牙（0.85 万亿美元）、荷兰（0.35 万亿美元）、比利时（0.32 万亿美元）、与奥地利（0.23 万亿美元）。其中，英国各期限国债虽然平均收益率为正，但仍存在个别到期收益率为负的债券。

图表4：负利率国债规模排名（2019 年 9 月 7 日）



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表5：发行负利率国债最多的 10 个国家



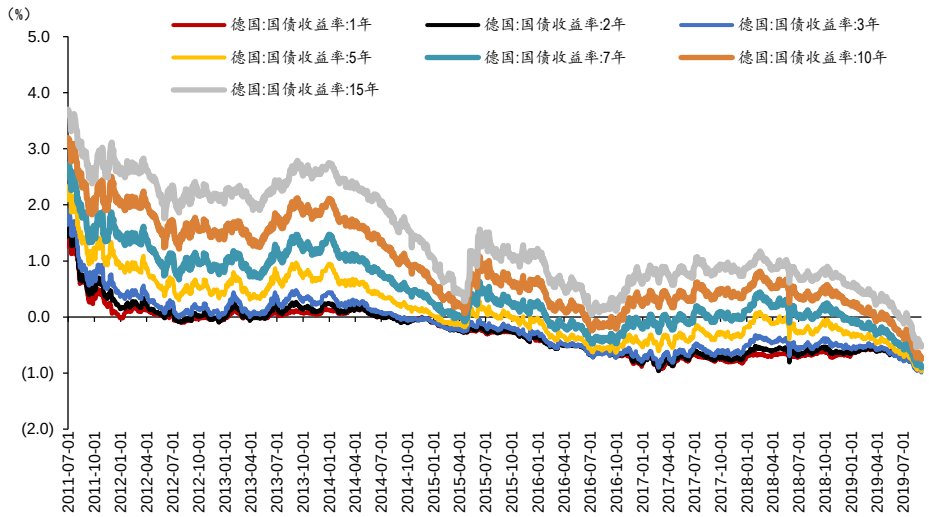
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

此外，从负利率国债发行规模来看，日本也是发行负利率国债最多的国家。截至 2019 年 9 月 7 日，日本共发行 465 只负利率国债，总发行规模达 15.14 万亿美元，未偿额达 2.72 万亿美元。

德国发行全球首个负利率 30 年期国债

2012 年 1 月，在欧债危机爆发背景下，德国标售 39 亿欧元的 6 个月期国库券，平均收益率为-0.0122%，这是债券市场上首次出现负收益率。2014 年 6 月，为刺激经济，欧洲央行宣布实施“负利率”政策，将隔夜贷款利率下调至-0.1%，同时将主要再融资利率也下调至 0。在欧洲央行实行负利率后，德国各期限债券收益率持续下滑，德国 1 年期、2 年期国债收益率均在 8 月跌至负值，3 年期国债收益率也在 9 月转负。2016 年 6 月，受脱欧公投结果影响，市场避险情绪高涨，德国 10 年期国债收益率则在此背景下首次跌至负区间。2019 年，在全球经济下行叠加全球央行开启新一轮降息潮背景下，德国国债作为欧元区安全资产受到避险投资者青睐，德国 30 年期国债收益率在 8 月首次跌破 0。2019 年 8 月 21 日，德国溢价发行零息 30 年期国债，收益率为-0.11%，成为史上第一个发行超长负利率国债的主要国家。

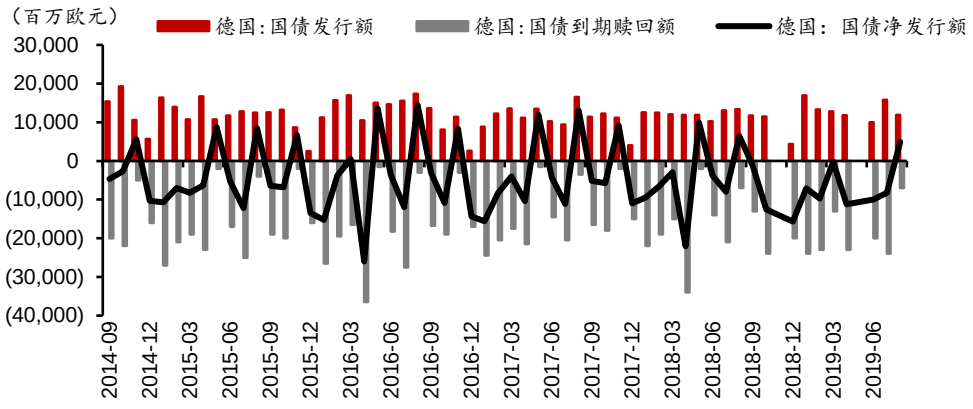
图表6：德国国债收益率趋势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

除避险情绪以及流动性宽松背景推动避险资产高涨，导致德国国债收益率跌至负区间以外，欧央行为扩充资产负债表、推行量化宽松政策而购买德国国债也是推动德国国债利率下行的重要动力。为刺激欧元区经济复苏抑制通缩，欧央行自 2015 年 3 月起开始实施 ASP（资产购入计划），每月购买 600 亿欧元政府和企业债券，直至 2018 年 12 月底欧央行才宣布结束债券购买计划。在此过程中，欧央行主要通过 PSPP（公共资产购买计划），即购买欧元区政府债券，来执行 ASP 计划。而欧央行资产购买规则规定内部国债购买比例取决于该国在欧央行的出资比例，其中德国作为欧盟最大的经济体和人口最大的国家，其出资比例达到 18%（2019 年 1 月 1 日起出资比例上升为 18.37%）。因此，欧央行对德国国债有大量的购买需求。另一方面，德国国债在 2015 年之后多处于净回笼状态，市场上德国国债供给量不断降低。因此，在德国国债供不应求的情况下，国债收益率进一步下行。

图表7：德国国债处于净回笼趋势



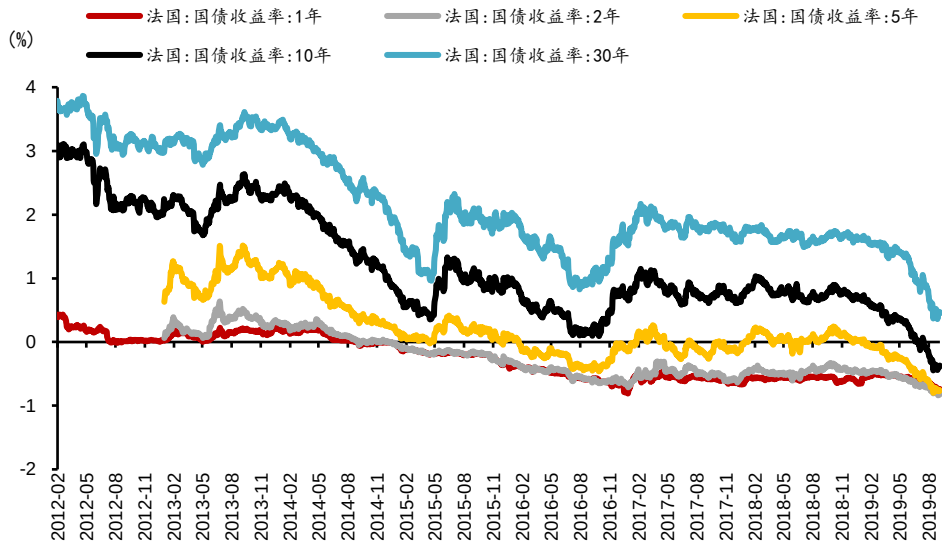
资料来源：Wind，华泰证券研究所

法国十年期国债跌入负利率区间

与同属欧盟的德国国债收益率变动趋势类似，国际金融危机后，在欧元区经济低增长、低通胀的背景下，加之欧债危机持续发酵，市场避险情绪上升，法国作为高信用评级国家，其国债吸收了大量避险资金，收益率迅速降低，法国 1 年期国债收益率在 2012 年 7 月短暂突破零值。2012 年 7 月，继丹麦、德国、荷兰后，法国首次以-0.005%的平均收益率发行 39.17 亿欧元的短期国债。随着欧央行持续宽松的货币政策、公共资产购买计划的实施（法国在欧央行出资比例为 14.18%，2019 年 1 月 1 日后为 14.21%），法国 1 年期、2 年

期国债收益率分别在 2014 年 9 月、12 月跌入负利率区间。2019 年 6 月，欧央行行长德拉吉表示若欧元区未来还不能实现略低于 2%的通胀目标，那么欧央行将再次放松货币政策，并且有“很大空间”扩大资产购买。随后，法国 10 年期国债收益率对此迅速反应，首次跌破零值。

图表8：法国国债收益率趋势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

日本负利率国债规模全球最高

泡沫经济崩溃后，日本长期陷入经济低迷、物价通缩的困境。日本央行也将治理通缩作为主要政策目标。虽然 2013 年 4 月日本央行开始实施“量化、质化宽松货币政策”（Quantitative and Qualitative Monetary Easing，QQE），并在之后多次扩大量化、质化宽松规模，但日本通胀水平在短期好转后又于 2015 年重回负值区间。为此，日本央行于 2016 年 1 月 29 日宣布实施“负利率下量化、质化宽松货币政策”（QQE with a Negative Interest Rate，QQEN），将政策利率下调至-0.1%。而为实现量化宽松，日本央行大量购买长期国债，持有长期国债规模每年增加 80 万亿日元，长期国债平均剩余期限延长至 7-12 年，日本国债收益率大幅下降，自 2 月末起日本 10 年期国债收益率下跌至负区间。2016 年 9 月，日本央行宣布实施以长、短期利率为操作目标的量化、质化宽松政策，将货币政策中介目标调整为长期利率，即令十年期国债利率重新回到 0 水平左右，从而使得长端国债收益率有所回升。

2019 年 1 月以来，全球贸易摩擦和保护主义冲击全球增长前景，日本经济接连叠加日

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_10169