

负利率现象出现的原因剖析

负利率和大类资产价格系列之二

核心结论

今年以来，随着各国货币政策一再宽松，全球即将进入“负利率时代”。此前我们介绍了负利率的含义与现状，本文主要探讨负利率出现的原因。首先，负的政策利率是在传统货币工具无法继续宽松的背景下推出，也可以说是央行的无奈之举。其次，负的存贷款利率的产生主要是由于银行间流动性极为充裕，且实体经济投资消费意愿低迷。最后，2018年下半年以来负收益率债券规模快速增加，既受长期经济发展趋势影响，也与中期周期性因素有关。

长期来看，自1980年以来全球长期债券实际利率趋势性下行。目前已从1983年的3.5%左右下滑至2019年的-0.1%，考虑到发达经济体通胀低迷，债券名义利率降至负区间并不意外。长端债券的实际利率代表了长期真实的投资回报，与实际经济增速一致。趋势性下滑原因有三：一是全球人口增长缓慢，中、美、欧、日的人口增速从1980年的1.3%、1.0%、0.4%、0.7%分别下滑至2018年的0.5%、0.6%、0.0%和-0.2%，日本已出现人口负增长现象。二是老龄化问题加重，中、美、欧、日65岁及以上的人口占比分别从1980年的1.7%、11.6%、13.3%和8.9%上升至2018年的11.2%、15.8%、19.9%和27.5%，日本每四个人中就有一名老人。三是美欧日等主要经济体的劳动生产率自2005年以来趋势性下滑，2005-2018年劳动生产率同比增速均值仅为2.0%，较1995-2004年的3.8%大幅下滑。

中期来看，2018年下半年至今，负收益率债券规模增加、久期拉长，主要有四个原因。一是全球经济下行压力加大，预计美国今年的实际GDP增速仅为2.3%，低于去年2.9%的增速；中国经济增速也不断下行，预计今年全年增速为6.1%；日本今年的GDP增速预计仅为1%；德国更是濒临技术性衰退。二是货币政策开启新一轮宽松，今年以来全球范围内已经有超过30个经济体加入降息阵营，美联储已降息3次。根据彭博，投资者预计，到2020年下半年，欧元区再降息10-20个基点的概率超过50%，而日本2019年底前降息的概率也超过50%。三是避险情绪升温，全球政策不确定性指数目前突破300整数关口，创1997年以来的历史峰值；欧洲民粹主义政党支持率也升至1980年以来的最高点22%，增加对债券的买盘。四是期限利差保护不足，金融危机后美欧日等央行均采取了大规模资产购买的非常规货币政策，主要是购买长端国债。因此，2008年以来债券的期限溢价不断走低，长债利差保护不足，更容易降至负利率区间，相应负利率债券的久期也被不断拉长。

上述因素短期内均难以逆转，预计未来负利率现象将进一步扩散，负利率债券规模或继续上升。

风险提示：贸易摩擦恶化，全球经济进一步下行，央行加大宽松力度

分析师



雒雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人



张育浩



zhangyuhao@research.xbmail.com.cn



赵梓彤



zhaozitong@research.xbmail.com.cn

相关研究

宏观：《负利率和大类资产价格系列之一：全球负利率的前世今生》2019-10-20

今年以来，随着各国货币政策一再宽松，全球即将进入“负利率时代”。这引起市场的关注和担忧。此前我们介绍了负利率的含义与现状，本文主要探讨负利率出现的原因。

一、政策利率

2008年金融危机后，瑞典、丹麦、欧元区、瑞士、日本和匈牙利等6个经济体开始施行负的政策利率，尽管在政策目的存在一定差异，但都是在传统货币工具无法继续宽松的背景下推出，也可以说是央行的无奈之举。

欧元区、日本和瑞典央行推出负利率主要目的是刺激通胀，拉动经济增长。而丹麦、瑞士采取负利率主要为了稳定汇率。匈牙利综合两种因素。此外，今年欧央行进一步加深负利率程度，或是希望在美国央行竞相宽松的背景下，通过降息压低欧元汇率，进而提振经济。负政策利率在缓解本币升值压力方面取得一定效果，但在刺激经济增长、提振通胀方面的实际效果恐怕并不乐观，且代价巨大，目前欧元区的储蓄率为五年新高，更严重的负利率反而加深了居民对于宏观经济的担忧从而影响消费。

表 1：负政策利率推出的背景

时间	措施	目的	背景
2014年6月	欧央行将隔夜存款利率降至-0.1%。	刺激通胀，提振经济	欧央行2009年6月开始推出长期再融资操作，2012年9月将隔夜存款利率降至0，但效果有限。因此，欧央行于2014年6月开启负利率时代，同时推出定向长期再融资操作。
2016年1月	日本央行对商业银行的新增超额准备金征收-0.1%利率。	刺激通胀，提振经济	日本央行2013年推出QQE，国债购买规模快速上升，但通胀仍然没有达到2%的目标。截至2016年1月，日本央行持有的国债在全部国债余额中占比超过三分之一，继续量宽的空间不断压缩，且当时超额准备金利率也已低至0.1%。因此2016年1月29日引入负利率政策。
2012年7月	丹麦央行将金融机构在央行的7天存单利率下调至-0.2%	稳定汇率	欧债危机期间，国际资本涌入信用较好的北欧国家，导致丹麦克朗对欧元升值压力较大，为维持汇率稳定，丹麦央行实行负利率政策。
2014年12月	瑞士央行宣布将超额活期准备金利率设为-0.75%。	稳定汇率	欧央行实行负利率政策后，瑞士法郎对欧元的升值压力较大，且当时瑞士的政策利率已降至0，为稳定汇率推出负利率政策。
2016年3月	匈牙利央行宣布下调隔夜存款利率至-0.05%。	稳定汇率、提振通胀	大宗商品价格低迷，加之匈牙利货币福林走强，使得该国通胀水平持续低于3%的目标。

资料来源：各国央行网站，西部证券研发中心整理

二、存贷款利率

负的存贷款利率的产生主要是由于银行间流动性极为充裕，且实体经济投资消费意愿低迷。商业银行的存贷款利率降为负值意味着贷款业务对于银行而言需要支付利息，存款业务将为银行带来收入。

当央行实行负的政策利率时，意味着商业银行如果在央行有隔夜存款或者超额准备金，就要给央行交利息。但如果市场对于未来经济前景预期悲观，消费与投资意愿低迷，即便存贷款利率

为0，也无法有效刺激消费与贷款投资的需求。在这种情况下，为了减少给央行的利息，商业银行可能将存贷款利率调至负区间。负的存贷款利率的出现其实对于经济而言是个危险信号，意味着实体经济中贷款意愿低下，有效需求不足。

此外，伴随着科技进步与产业结构升级，许多发达经济体的新产业尤其是科技公司对技术等无形资产的依赖程度上升，对有形资本的依赖程度下降，也就是经济结构越来越转向“轻资本”类型。从这个角度来说，这些科技公司更多的是在前期大量投入人力资本和对应的商业模式创新，但是这就意味着对于长期贷款的需求相对下降，这将从趋势上压低贷款利率。

三、债券收益率

2018年下半年以来，负收益率债券规模快速增加。根据巴克莱全球债券指数，截至2019年10月15日，全球负利率债券规模高达13.4万亿美元，已占该指数下全球债券总规模的26%，并较2018年6月增长了79%。我们下面会从长期经济发展趋势与中期周期性因素的角度探讨负收益率债券规模快速增长的成因。

图1：自2018年下半年全球负利率债券规模上升



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

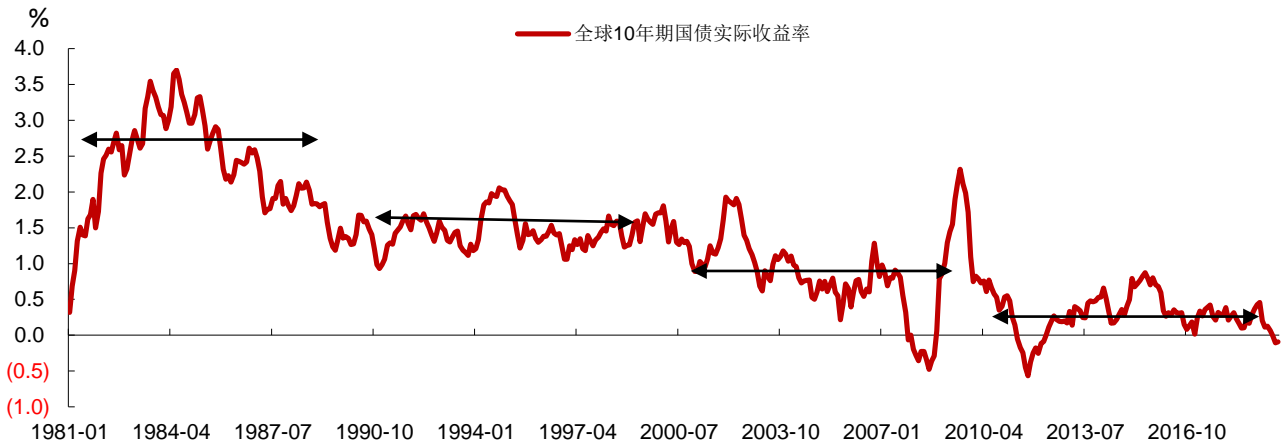
3.1 长期趋势

1980年以来，受人口增速放缓、老龄化与劳动生产率下降影响，全球10年期国债实际收益率持续呈现下降趋势，基本每10年实际利率水平下一个台阶，已从1983年3.5%左右的高位下滑至2019年的-0.1%，负利率债券的出现并不意外。

长端债券的实际利率代表了长期真实的投资回报，与实际经济增速一致。趋势性下滑表明全球经济增长动力放缓，这主要有三个因素。一是全球人口增长缓慢，中、美、欧、日的人口增速从1980年的1.3%、1.0%、0.4%、0.7%分别下滑至2018年的0.5%、0.6%、0.0%和-0.2%，日本已连续八年出现人口负增长现象。其次，人口结构方面，老龄化问题加重，中、美、欧、日65岁及以上的人口占比分别从1980年的1.7%、11.6%、13.3%和8.9%上升至2018年的11.2%、15.8%、19.9%和27.5%。根据国际标准，65岁以上人口占比达到7%就意味着进入老龄化社会，目前四个经济体均已陷入老龄化，且日本尤为严重，每四个人中就有一名老人。最后，1980年以来，美欧日等主要经济体的劳动生产率同比增速呈现阶段性变化，分别在1992-1994年的互联网技术革新与2002-2004年的计算机技术革新中有所提升，但随后趋势性下滑，剔除

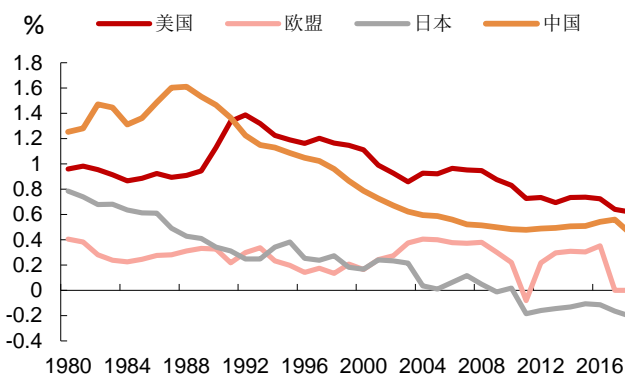
2009-2010年因金融危机扰动的同比增速异常数据，2005-2018年劳动生产率同比增速均值仅为2.0%，较1995-2004年的3.8%大幅下滑，下降幅度接近50%。劳动生产率的下降主要是由于技术进步速度放缓导致的创新放缓。科技进展到今天，科技树越爬越高越怕越难。美日德法等国的专利申请同比增速自2005年以来持续下滑，可以对此加以印证。考虑到人口增速放缓及其老龄化趋势难以逆转，下一次技术革命时点尚不明朗，预计劳动生产率增速难以有实质改善。

图 2：全球长期实际利率趋势下行



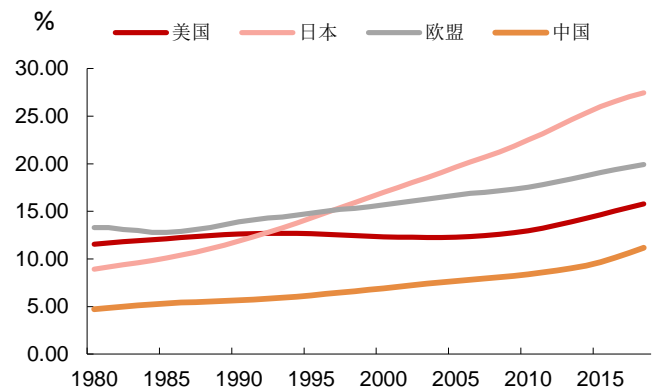
资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 3：人口增长率



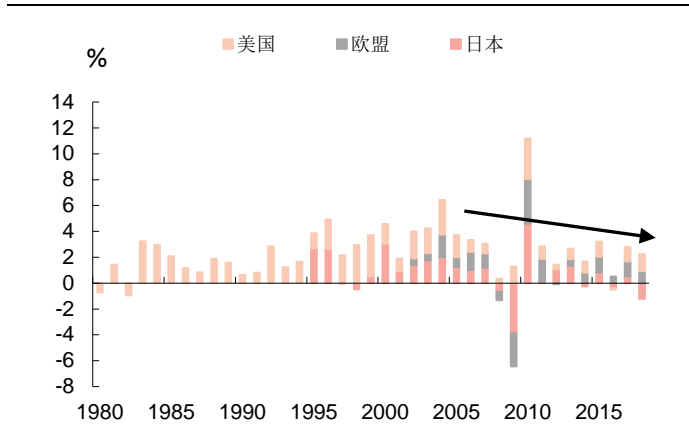
资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 4：65 岁及以上人口占比



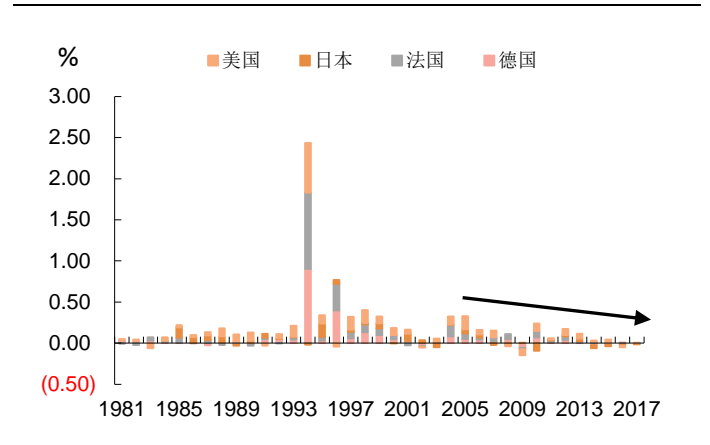
资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 5：劳动生产率同比增速



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 6：专利申请数量同比增速



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

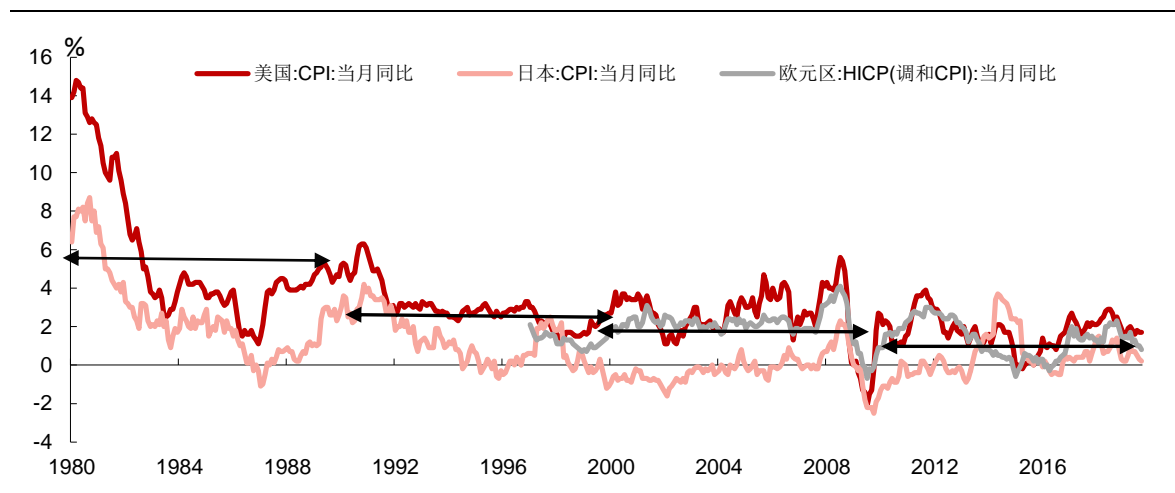
通胀方面，美欧日等主要经济体的通胀水平也不断下滑，80年代平均通胀水平为4.1%，但2010-2019年已降至1.2%。低通胀状态持续多年，加之伴随工业品的生产技术不断进步，未来商品的生产成本或将大幅降低，导致市场对于未来的通胀预期不断下降，甚至引发对通缩的担忧，相应也压低长期债券收益率。因此，预计未来债券名义收益率可能仍延续下行趋势，直至爆发新一轮技术革命，负收益率环境或将在一段时间内成为常态。

表 2：美欧日通胀水平下台阶

	2010-2019.9	2000-2009	1990-1999	1980-1989
美欧日平均通胀（%）	1.20	1.48	2.10	4.05

资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 7：美欧日 CPI



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

3.2 中期因素

2018年下半年至今，负收益率债券规模增加、久期拉长，有同期全球经济下行压力加大，货币政策开启新一轮宽松，避险情绪升温，期限利差保护不足等多重原因。

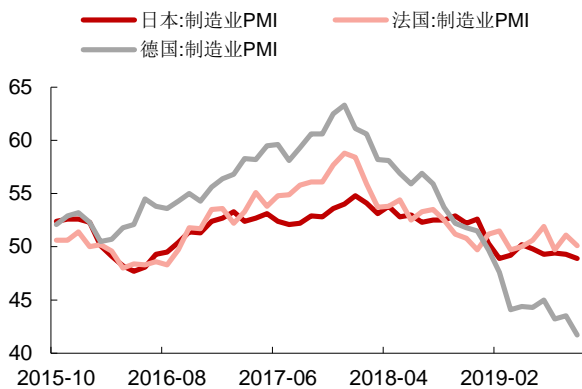
2018年下半年以来，受中国经济增速持续放缓、美国税改刺激效应衰退与全球贸易摩擦升温等因素影响，全球经济下行压力加大，推动债券收益率下行。我们预计美国今年的实际GDP增速为2.3%，低于去年2.9%的增速。同时中国经济增速也不断下行，预计今年全年增速为6.1%。日本今年的GDP增速预计仅为1%。目前出现负利率债券的主要国家是日本（占全球负利率债券总额的41.3%）、法国（占比12.3%）、德国（占比11.6%）。而这些国家自2018年下半年以来，经济增速与领先指标均出现了显著下滑，德国更是很可能出现技术性衰退。

表 3：主要负利率债券发行国经济恶化

实际 GDP 环比增速 (%)	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2018Q3	2018Q2	2018Q1	2017Q4	2017Q3
日本	0.30	0.50	0.40	-0.50	0.50	-0.10	0.30	0.70
法国	0.31	0.31	0.45.0.30	0.22	0.22	0.73	0.68	0.70
德国	-0.07	0.38	0.21	-0.10	0.39	0.13	0.73	0.86

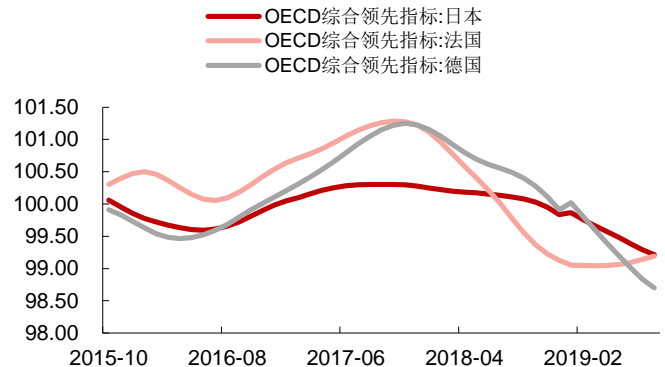
资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 8：日德法制造业 PMI



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 9：日德法 OECD 综合领先指标



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

2019 年以来，全球货币政策走向宽松，也打压债券收益率。在经济活动减弱、通胀普遍低迷和金融市场动荡的背景下，全球范围内的新一轮货币宽松不断发酵，带动银行流动性充裕，增加对债券等资产的投资，相应压低债券收益率。加之市场对未来将持续宽松、债券收益率进一步下行（价格上涨）的预期升温，对债券的购买需求也增加。此外，部分金融机构受监管要求，必须购买本国国债，也人为压低债券收益率。据不完全统计，今年以来全球范围内已经有超过 30 个经济体加入降息阵营，美联储分别于 7 月、9 月和 10 月下调联邦基金目标利率 25 个基点。9 月 12 日，欧央行也将存款便利利率下调 10 个基点至 -0.5%，并重启资产购买计划。此外，根据彭博数据显示，投资者预计，到 2020 年下半年，欧元区有超过 50% 的概率再降息 10-20 个基点，而日本 2019 年底前降息的概率也超过 50%。

避险情绪升温，增加对债券的需求。全球政策不确定性指数在 2019 年 6 月、8 月、9 月三次突破 300 整数关口，并创下 1997 年以来的历史峰值。欧洲民粹主义政党支持率也快速上升，2018 年已升至 1980 年以来的最高点 22%。当前，全球范围内正处于发达国家国内政治风险（英国脱欧、意大利财政风波、特朗普弹劾、美国 2020 大选）、中东地缘政治冲突风险、以中美为代表的全球经贸摩擦风险上升时期，市场避险情绪升温，相应增加对长期国债等避险资产的配置，这也是导致日、法、德等国家长期国债收益率由正转负的重要原因。黄金价格在今年年内突破了 6 年的阻力位上探 1550 美元/盎司也很好地反应了避险情绪的升温。

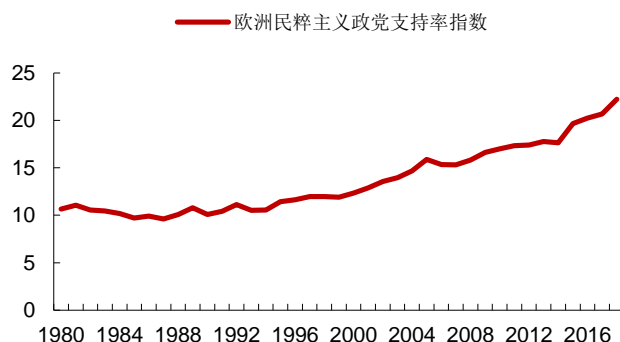
若未来黑天鹅事件爆发，预计将进一步利好债券、黄金等避险资产。

图 10: 全球政策不确定性指数



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

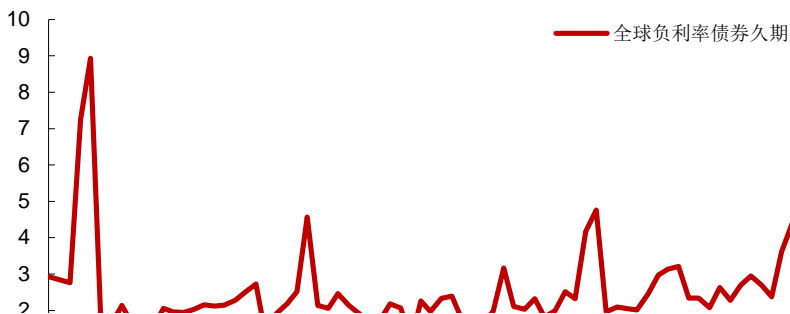
图 11: 欧洲民粹主义指数



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

期限溢价较低，长债收益率利差保护不足。2018 年下半年以来，全球负收益率债久期也不断拉长，10 月全球负利率债的久期已升至 5.4，处于 2010 年以来的高位（2010 年由于负利率债券规模比较小，久期数据波动较大）。可见，本轮长端债券的负利率情况较以往更加严重。这或与 2008 年金融危机后，美欧日等央行均采取了大规模资产购买的非常规货币政策工具有关。由于居民和企业的贷款利率与长债收益率走势一致，为了刺激消费与投资，央行资产购买的对象主要是长期国债。因此，2008 年以来，债券的期限溢价不断走低。当经济前景恶化、货币政策宽松时，由于长债缺乏足够的期限利差保护，也更容易降至负利率区间。

图 12: 全球负利率债券久期拉长



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_9209

