

全球负利率的前世今生

负利率和大类资产价格系列之一

● 核心结论

自2019年以来，全球经济不断下行，使得各国央行相继开启宽松模式。随着各国货币政策不断宽松，全球负利率状况愈发严重，甚至开始出现负利率的房屋贷款。我们应当如何理解负利率？现状如何？为什么投资者愿意持有负利率债券？本文将剖析这三个问题。

首先，负利率可以从三个维度来观察：一是货币当局的政策利率为负；二是债券收益率为负，其中也包括公司债；三是商业银行存贷款利率为负。

2008年金融危机之后，有六个经济体央行的主要利率突破了零利率下线，将政策利率降至负区间。分别是瑞典、丹麦、欧元区、瑞士、日本和匈牙利。政策利率为负主要有两种表现形式：利率走廊和超额准备金利率。如欧央行金融危机以来8次下调了货币政策三大利率（隔夜贷款利率、主要再融资利率、隔夜存款利率，对应利率走廊的上限、基准、下限），今年9月又将隔夜存款利率下调10个基点至-0.5%；日本央行则将金融机构在央行的活期存款账户定为三层利率支付体系，第三级为其他准备金，利率为-0.1%。目前已经迈入负利率的国家还没有一个成功走出负利率的。

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%。从发行国家来看，目前负利率国债主要分布在日本与欧洲。从发行币种来看，负利率国债也主要以欧元和日元计价。从涉及期限来看，负利率已蔓延至长端国债。巴克莱全球负利率债券指数的久期已升至5.4，位于九年高位附近。

此外，负利率已经开始冲击信贷市场。丹麦第三大银行日德兰银行已于8月推出了全球首例的负利率存款利率与按揭贷款利率。

为什么市场投资者愿意购买负收益率的债券？一是预期获得资本利得收入。二是养老金、保险等机构投资者存在刚性配债需求。三是投资者分散其持有的股票及相关衍生品的风险。四是追踪债券指数的被动投资机构自动持有负利率国债。

综上，金融危机以来，政策利率为负的现象开始呈现，今年以来负利率债券规模快速上升，尤其是在欧洲与日本广泛发行。此外，丹麦日德兰银行更是推出了全球首例的负利率存款利率与按揭贷款利率。伴随未来全球经济下行趋势延续，货币政策开启新一轮宽松，负利率或将成为一种“新常态”，负利率的时代已经来临。

风险提示：贸易摩擦恶化，英国无协议脱欧等黑天鹅事件

分析师



熊雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人



张育浩



021-38584233



zhangyuhao@research.xbmail.com.cn



赵梓彤



zhaozitong@research.xbmail.com.cn

相关研究

负利率和大类资产价格系列之一

自2019年以来，全球经济不断下行，使得各国央行相继开启宽松模式。随着各国货币政策不断宽松，全球负利率状况愈发严重，甚至开始出现负利率的房屋贷款。我们应当如何理解负利率？现状如何？为什么投资者愿意持有负利率债券？本文将剖析这三个问题。

一、负利率的三层结构

负利率可以从以下三个维度理解：

一是货币当局的政策利率为负。通常指央行对商业银行的超额准备金或者隔夜存款征收负利率，从而刺激商业银行将更多流动性用于放贷或投资。如日本央行于2016年起对部分超额准备金征收-0.1%的利率，欧央行今年9月起对商业银行的隔夜存款征收-0.5%的利率。

二是债券收益率为负。通常指债券的到期收益率为负。政策利率下调将导致银行间流动性充裕，进而压低债券收益率，债券市场负利率现象相应产生。2015年，通过市场交易产生的负利率已经突破了2万亿美元。目前全球负利率的债券市场规模高达13.4万亿美元。值得一提的是，不光市场交易产生了负利率的国债，在2019年8月21日，德国还以-0.11%的收益率拍卖发行30年期国债，成为世界上首个以负利率发行30年国债的国家。负利率债券中不单有国债，据CNBC，公司债的规模目前也已超过1万亿美元。

三是商业银行存贷款利率为负。伴随银行流动性增加，在资产端，对于贷款等优质资产的竞争增加，带动贷款利率下行。在负债端，银行揽储意愿降低，导致存款利率下行，但负利率通常针对公司存款或高净值客户存款，因为这类资金规模较大，对银行的清算、支付服务依赖度较高；而个人储蓄较少实行负利率，以避免引发挤兑风险。2019年8月5日，丹麦第三大银行——日德兰银行推出了全球首例负利率按揭贷款，房贷利率仅为-0.5%。随后8月20日，日德兰银行宣布对110万美元以上的存款征收-0.6%的利率。

二、现状分布

1. 六家央行政策利率为负

2008年金融危机之后，有六个经济体央行的主要利率突破了零利率下线，将政策利率降至负区间。分别是：瑞典、丹麦、欧元区、瑞士、日本和匈牙利。在2009年7月，瑞典就将隔夜存款利率设为-0.25%。2012年7月，丹麦开始将金融机构在央行的7天存单利率下调至-0.2%。2014年6月，欧洲央行将隔夜存款利率降至-0.1%。2014年12月，瑞士央行宣布将超额活期准备金利率设为-0.75%，2015年1月22日开始实行。2016年1月，日本央行将部分超额存款准备金利率降至-0.1%。2016年3月，匈牙利央行宣布下调隔夜存款利率至-0.05%。现在看来，目前已经迈入负利率的国家还没有一个成功走出负利率的。

在具体形式上，政策利率为负主要有两种表现形式：**利率走廊和超额准备金利率**。负利率政策一般有两种形式。一种是将利率走廊下限定为负值，欧元区和瑞典是直接将政策利率下调至负数，如欧央行金融危机以来8次下调了货币政策三大利率（隔夜贷款利率、主要再融资利率、隔夜存款利率，对应利率走廊的上限、基准、下限），但注意今年9月欧央行仅将利率走廊的下限——隔夜存款利率下调10个基点至-0.5%，其他两大政策利率未变；另一种是对商业银行的超额准备金收取利息，如瑞士、丹麦、日本等。以日本为例，日本央行将金融机构在央行的活期存款账户定为三层利率支付体系，第一级为基本余额，即超额准备金低于去年12个月均

值的部分，适用 0.1% 的利率；第二级为宏观附加余额，即法定存款准备金以及一些救助项目为金融机构提供的准备金，适用零利率；新增第三级为政策利率余额，即其他准备金，利率设为-0.1%。

2. 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%。历史上看，负收益率的债券规模从 2014 年的几乎为零增至 2016 年中的 12 万亿美元，主要由于 2015-2016 年中全球经济形势快速恶化，但伴随财政与货币政策发力，全球经济下行压力缓和，负收益率债券又规模缓慢下降至 6 万亿美元的水平。但 2018 年下半年再度迅速增长，在今年 8 月底达到 16.8 万亿美元的历史新高。

从发行国家来看，负利率国债主要分布在日本与欧洲。根据彭博数据，目前负利率国债的发行国包括日本、法国、德国、瑞士、比利时、荷兰、奥地利、意大利、西班牙、瑞典、芬兰等诸多国家，其中，日本发行的负利率债券规模最大，占全球负利率国债总额的 52.6%，其次是法国，占比 12.7%，第三是德国，占比 9.7%。

从发行币种来看，负利率国债主要以欧元和日元计价。根据彭博数据，目前全球负利率国债总额中，有 52.6% 是以日元计价，41.0% 以欧元计价。此外，还有少量债券以英镑、瑞士法郎、瑞典克朗、丹麦克朗等计价，而美元计价比例仅为 0.01%。相比之下，超过 40% 的正收益债券以美元计价。

从涉及期限来看，负利率已蔓延至长端国债。截至 2019 年 10 月 16 日，瑞士收益率曲线已全部跌至负区间，奥地利、比利时、卢森堡、德国、荷兰、瑞典、法国、日本除 30 年期国债收益率仍为正外，其余全部期限也掉至负区间，而政局动荡、经济疲弱的意大利也有部分期限的国债出现负利率。目前，在表 2 中列出的部分发达国家经济体中，只有美国和英国的国债收益率曲线整体处于零以上，但 10 年期美债与英债收益率自年初以来已分别大幅下降 92、67 个基点。此外，巴克莱全球负利率债券指数也显示，全球负利率债的久期已升至 5.4，处于九年高位附近。

3. 负利率已经开始冲击信贷市场

丹麦第三大银行日德兰银行 8 月 5 日宣布开始向贷款人提供年利率为-0.5% 的十年期购房贷款，成为全球首个负利率房贷业务。具体操作上，贷款人每月仍需正常还贷，但贷款余额的缩减幅度将大于当月的还款额。不过，丹麦银行每发放一笔房贷，都会在市场发行对应的资产担保债券，相当于把负利率成本转嫁给债券投资者，同时银行会收取交易服务费，意味着贷款人最后实际支付的总金额还是会略高于贷款合同金额。

8 月 20 日，日德兰银行又宣布对 110 万美元以上的存款征收-0.6% 的利率。这意味着如果账户余额达到 110 万美元，每年将减少 6600 美元。该行 CEO 表示负利率的环境可能还将持续很多年。此外，据路透报道，瑞银将自 11 月 1 日起也将对 202 万美元以上的存款征收-0.75% 的利率。

三、为什么投资者愿意购买负收益率的债券呢？

预期获得资本利得收入。如果投资者将负利率债券持有到期，将需要倒贴票息收入。但如果市场上对经济持续下行、全球货币政策进一步宽松的预期强烈，债券收益率将持续下行，投资者

可以在未到期时卖出债券，进而获得资本利得收入，补偿票息损失。

养老金、保险等机构投资者存在刚性配债需求。一是债券可以定期提供现金流，匹配定期的资金流出需要。二是养老基金与险资需要维持流动性以满足监管要求，国债及部分高等级信用债较容易变现。三是债券资产相对较为安全，有利于分散投资组合的风险。因此，债券成为养老金基金与保险基金等机构投资者投资组合中的必备标的。

分散投资组合风险。高等级利率债，尤其是国债，被市场视为安全性较高的资产，投资者为对冲其持有的股票及相关衍生品的风险，存在配债需要。

追踪债券指数的被动投资机构自动持有负利率国债。即便多国国债跌至负利率区间，但仍被囊括在全球诸多债券指数中，因此，追踪指数或以指数为基准的债券投资者也将配置负利率债券。

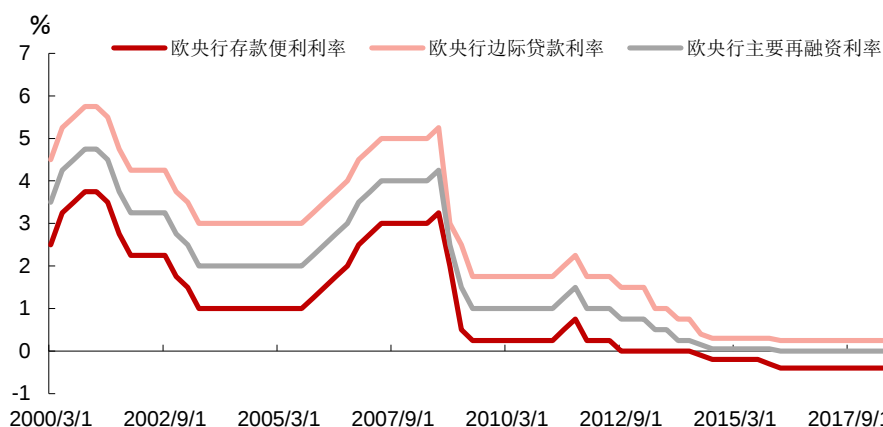
综上，金融危机以来，政策利率为负的现象开始呈现，2018年下半年以来负利率债券规模快速上升，尤其是在欧洲与日本广泛发行。此外，丹麦日德兰银行更是推出了全球首例的负利率存款利率与按揭贷款利率。伴随未来全球经济下行趋势延续，货币政策开启新一轮宽松，负利率或将成为一种“新常态”，负利率的时代已经来临。

表 1：全球负利率重要时点

时间	事件
2009年7月2日	瑞典央行将隔夜存款利率设为-0.25%，成为第一家将政策利率降至负区间的央行。
2012年7月6日	丹麦将金融机构在央行的7天存单利率下调至-0.2%。
2014年6月30日	欧洲央行将隔夜存款利率降至-0.1%。
2014年12月18日	瑞士央行宣布将超额活期准备金利率设为-0.75%，2015年1月22日开始实行。
2016年1月29日	日本央行将部分超额存款准备金利率降至-0.1%。
2016年3月22日	匈牙利央行宣布下调隔夜存款利率至-0.05%。
2019年8月21日	德国以-0.11%的拍卖收益率发行30年期国债，成为世界上首个以负利率发行30年期国债的国家。
2019年8月5日	丹麦日德兰银行推出了世界首例负利率按揭贷款，10年期房贷利率为-0.5%。
2019年8月20日	丹麦日德兰银行宣布对110万美元以上的存款征收-0.6%的利率，成为全球首个对存款征收负利率的银行。

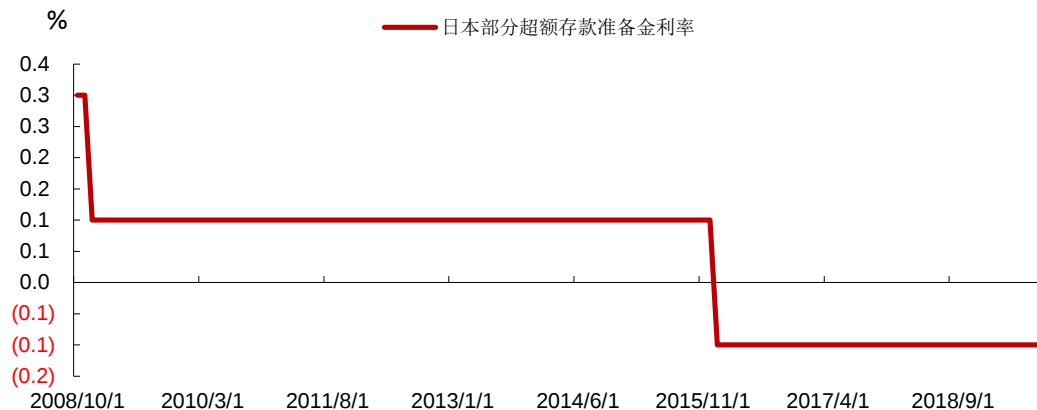
资料来源：各国央行网站，西部证券研发中心整理

图 1：欧央行不断下调利率走廊



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 2：日本部分超额存款准备金利率为负



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

表 2：全球债券收益率（2019 年 10 月 16 日）

%	3 个月	1 年	3 年	5 年	10 年	30 年
瑞士	-0.78	-0.925	-0.873	-0.809	-0.654	-0.236
奥地利	-0.61	-0.616	-0.591	-0.492	-0.139	0.501
比利时	-0.583	-0.62	-0.587	-0.478	-0.117	0.681
卢森堡	-0.615	-0.635	-0.655	-0.545	-0.133	0.414
德国	-0.642	-0.628	-0.733	-0.663	-0.43	0.095
荷兰	-0.627	-0.65	-0.668	-0.587	-0.283	0.118
瑞典	-0.54	-0.545	-0.569	-0.489	-0.16	0.364
日本	-0.281	-0.27	-0.275	-0.289	-0.165	0.385
法国	-0.595	-0.588	-0.63	-0.465	-0.139	0.664
西班牙	-0.563	-0.479	-0.44	-0.222	0.225	1.105
意大利	-0.349	-0.242	-0.064	0.254	0.894	2.013
英国	0.727	0.62	0.429	0.43	0.637	1.116
美国	1.645	1.637	1.551	1.545	1.725	2.205
中国	2.297	2.55	2.789	3.052	3.167	3.796

资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 3：2019 年负利率债券规模快速攀升（巴克莱债券指数）



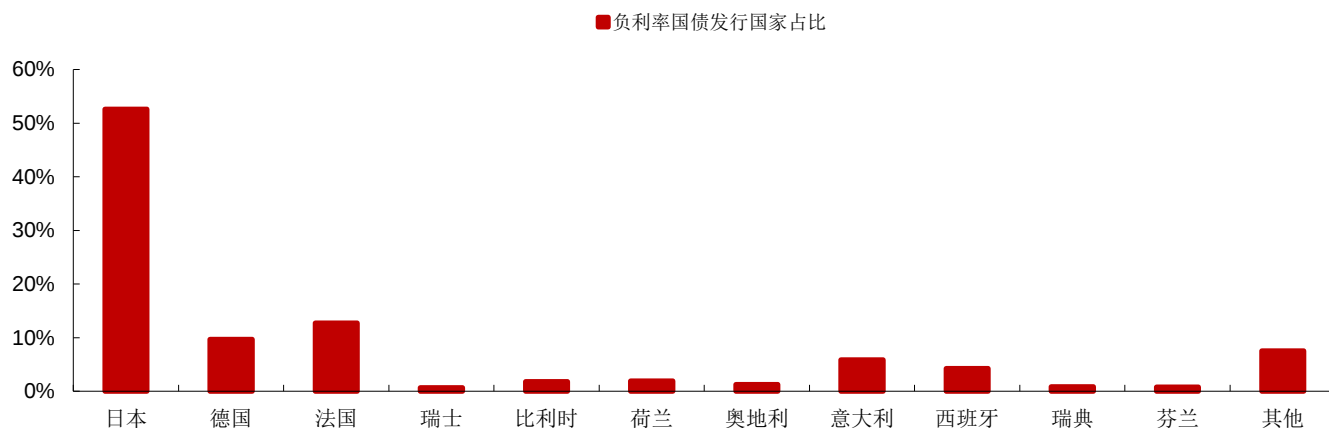
资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 4：负利率债券期限延长（巴克莱债券指数）



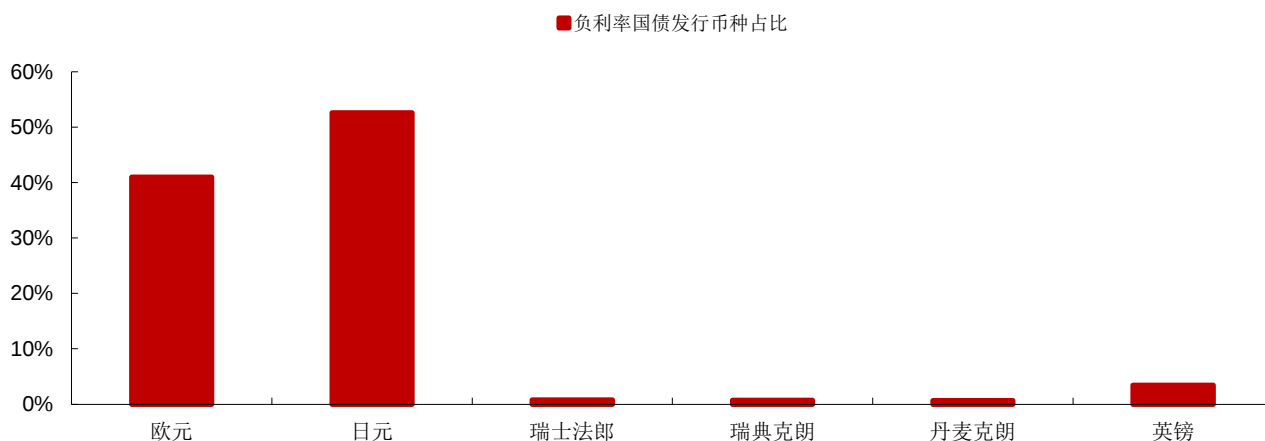
资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 5：日法德成为负利率国债前三大发行国



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 6：全球负利率国债主要以欧元和日元计价



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

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_9551