

负利率时代来临：负利率债券的形成以及负利率政策对金融市场的影响



2019 年 12 月 10 日

联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

邮箱：lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228

PICC 大厦 17 层

网 址：www.lhratings.com

负利率时代来临：负利率债券的形成以及负利率政策对金融市场的影响

联合资信评估有限公司 主权部

摘要

2008 年全球金融危机以来，发达经济体经济增长乏力，为刺激经济增长，全球范围内主要发达国家不断下调基准利率，欧洲许多国家进入实施负利率时代。随着负利率政策的实施和推进，负利率逐渐传导到债券市场，带动全球负利率债券规模迅速增长。截至 2019 年 10 月底，全球负利率债券规模已超 20 万亿美元，占全球债市规模的 30% 以上，创历史新高。从地区分布看，目前，日本和包括德国、法国、比利时等在内的欧洲国家的长期国债收益率均为负，收益率为负的政府债券规模占总规模的 90% 以上。预计中期内负利率现象将进一步扩散，负利率债券规模或继续上升。

在债券到期收益率持续下降至负值时，债券可获得的未来现金流的总和已经低于现在的买入价格，但基于赚取资本利得、对冲风险、解决巨额资金存放问题、满足政策和监管要求等需求，目前市场上仍有大量投资者选择购买负利率债券。此外，近年来日本央行、欧洲央行持续开启量化宽松，也购买了大量负利率债券。

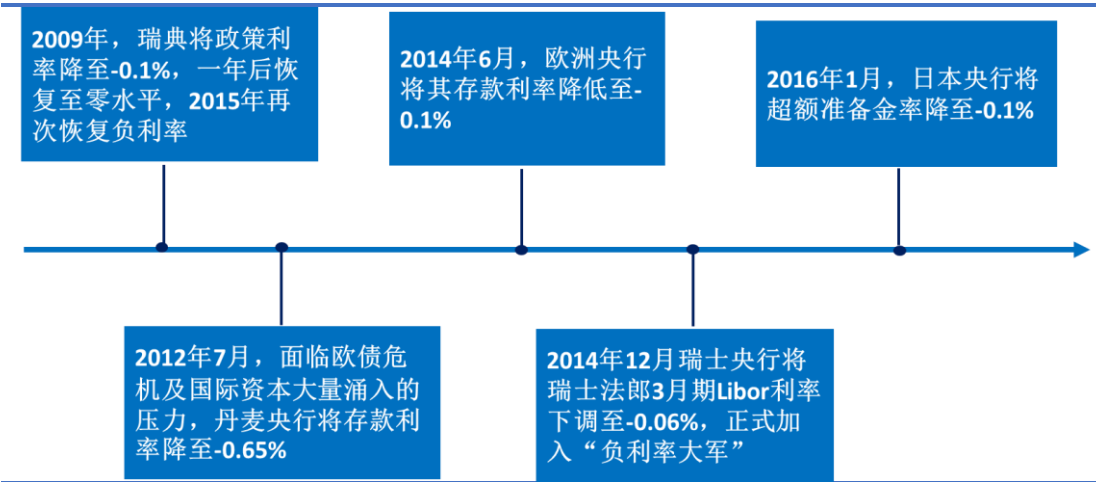
从负利率对金融和债券市场的影响来看，由于负利率的传导机制，商业银行存款利率和贷款利率均有所下降，受此影响，商业银行存款减少、贷款增加，这将对商业银行的资金量及资金流动性均造成一定影响，在极端情况下或将出现流动性危机，影响银行业整体稳定性。同时，投资者的投资行为及投资偏好也在发生变化，机构投资者减持利率债、增配信用债及海外债券，最终央行成为负利率政府债的主要购买方。

今年以来，全球多个央行相继开启量化宽松，欧洲央行则进一步调降负利率水平，这在一定程度上可刺激经济增长，但也存在着一定的风险。若过度量化宽松或降息幅度过大，或将引发投资人及市场对于未来经济增长前景的担忧，从而进一步减少投资、转为持有现金或黄金等避险资产，同时也会使投资者资金从发达国家股市、债市流出，流入新兴市场国家，并不能很好达到降息以刺激本国经济增长的效果。另一方面，持续降息会使得货币政策下行空间不足，对未来政策的实施及有效性造成一定影响。

一、为刺激经济增长，全球范围内主要发达国家不断下调基准利率，欧洲国家开始实施负利率，带动利率水平不断走低

2008 年全球金融危机以来，发达经济体经济增长乏力，伴随着传统货币工具宽松空间用尽，部分央行将基准利率调至负区间以期刺激经济增长，带动全球利率总体呈现下行趋势。2009 年，瑞典央行率先将存款利率下调至负区间，之后丹麦、欧洲、瑞士和日本央行相继宣布实施负利率政策（图 1）。

图 1 全球范围内实施负利率的国家

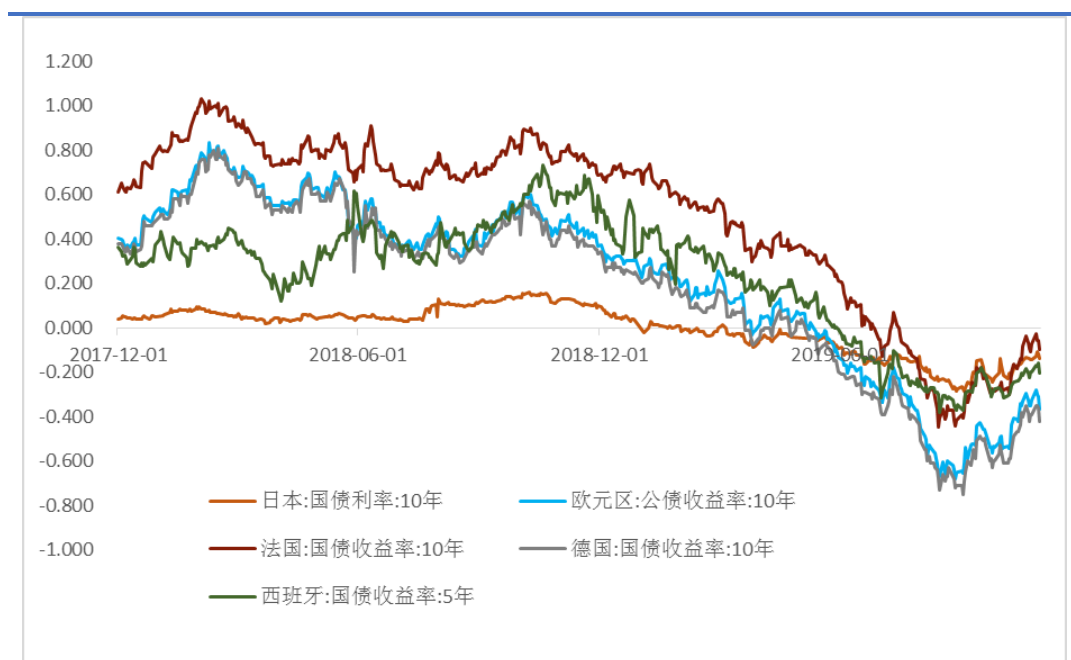


数据来源：联合资信整理

今年以来，受贸易局势紧张、地缘政治不确定性增加等因素影响，全球经济正面临金融危机以来的最慢增速。2019 年 10 月，IMF 将 2019 年全球经济增速进一步下调了 0.2 个百分点至 3.0%，这也是 IMF 在今年内第四次下调全球经济增速，目前该预期值已下降至金融危机爆发以来最低水平。全球经济增长疲软主要由制造业活动放缓及全球贸易急剧恶化造成，关税的提高和持续的贸易政策不确定性损害了投资和消费需求。地缘政治紧张局势的加剧，包括与英国脱欧有关的风险也加剧了经济下行压力。

为刺激经济增长，2019 年以来美国等全球 20 多个国家相继降息，其中欧洲央行进一步下调负利率，并重启债券购买计划。

图 2 全球主要负利率国家和地区（%）



数据来源：Wind，联合资信整理

2018 年下半年开始，欧元区经济已连续 4 个季度下行，核心国家德国表现尤其低迷。自进入 2019 年以来，欧洲经济“火车头”德国的制造业 PMI 持续低于荣枯线及欧元区平均水平，其中 9 月份制造业 PMI 为 41.7，创下 2009 年金融危机以来最差表现。在制造业陷入萧条的影响下，一贯繁荣的对外贸易也在失速，2019 年上半年，德国出口零增长，与 2018 年同期（增长 4%）相比下滑明显，贸易顺差减少 130 亿欧元。德国联邦统计局公布的数据显示，今年一季度德国经济仅同比增长了 0.9%（季调值），而二季度则由于出口下滑，经季调后的实际 GDP 增速仅同比增长了 0.4%，环比则萎缩了 0.1%。与此同时，欧元区另一大经济体法国经济表现不佳。根据最新数据，10 月份法国工业景气指数从 9 月份的 102 下滑至 99，为 2015 年 3 月以来的最低值。2019 年法国经济增速预期为 1.2%，低于去年的 1.7%。此外，欧元区第三大经济体意大利的经济也不见起色，2019 年一季度和二季度的实际 GDP 均增速均为 -0.1%（季调值），第三季度同比实际增速上升到了 0.3%，成为最近几个季度的增速最高值。2019 年全年意大利经济增速很可能为零，且在 2020 年依然有很大可能陷入停滞。从通胀表现来看，2019 年以来，欧元区及欧洲主要国家的通胀率水平持续低于 2.0% 的目标水平。受经济增速下行与通胀低迷影响，欧洲央行不得不重新降息与重启量化宽松政策。2019 年 9 月 12 日，欧洲央行宣布将基准利率下调 10 个基点至 -0.5%，创历史新低，并从 11 月起重启量化宽松政策（以每月 200 亿欧元的规模开始购买债券）。

图 3 欧元区主要国家实际 GDP 同比增速（季调值，%）

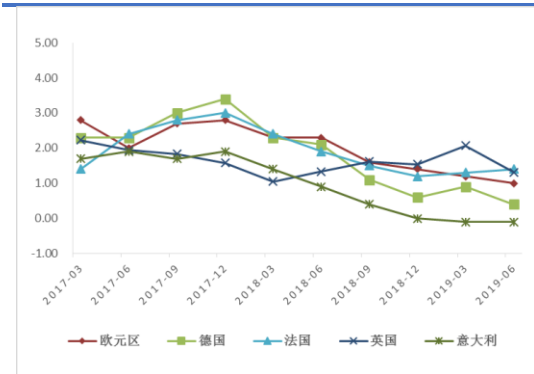
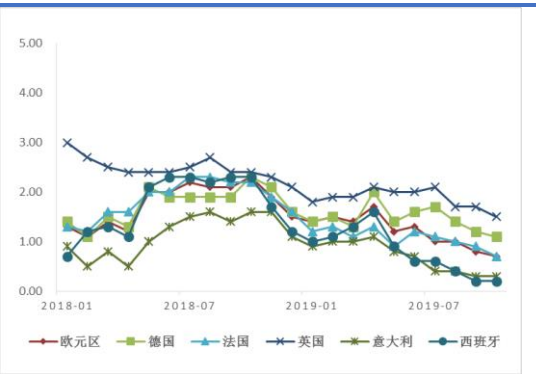


图 4 欧元区主要国家 CPI 增幅（%）



数据来源：Wind，联合资信整理

二、随着负利率政策的实施和推进，负利率逐渐传导到债券市场，带动全球负利率债券规模迅速增长

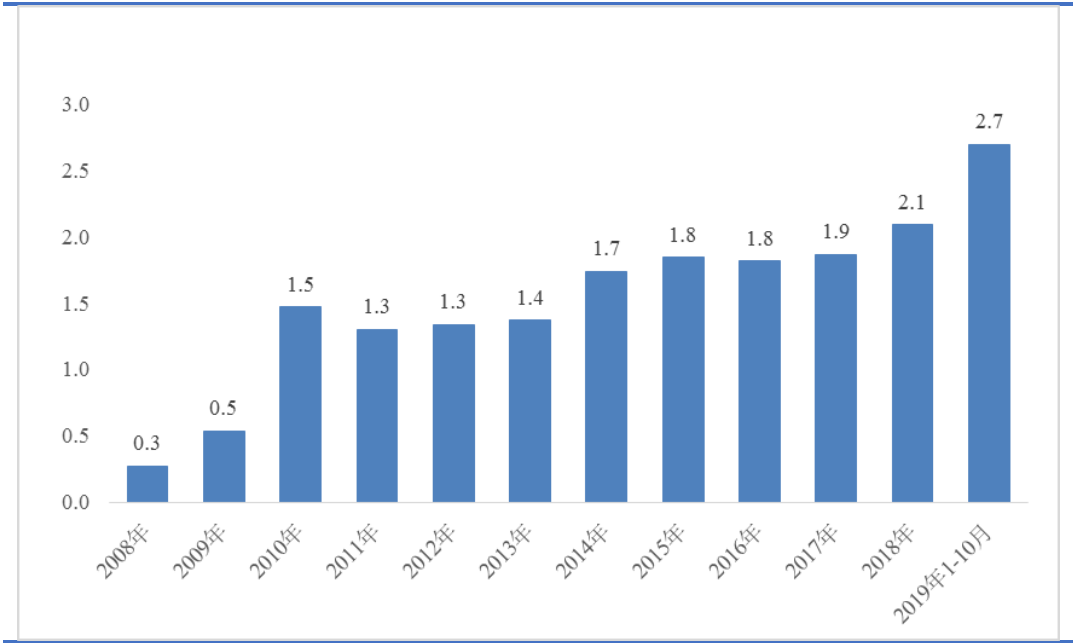
除经济潜在增速下行带动全球利率水平不断走低之外，全球范围内金融监管加强、金融机构对国债的需求上升也压低了长端利率。全球金融危机以后，全球主要经济体都加强了对本国金融系统的监管。2010 年通过的《巴塞尔协议 III》对银行的资本金、流动性、杠杆率都做了更加严格的要求，银行对流动性高、风险低的国债资产的需求上升。此外，一些国家政府还积极出台政策为国债创造买家，如英国服务局要求英国的商业银行、投资银行、外国机构子公司持有更多更高质量的政府债券，并减少对短期负债的依赖；法国政府要求 Fonds de Reserve Pour Les Retraites（资产总额约为 370 亿欧元的养老基金）每年向政府机构提供 21 亿欧元资金支持，并要求其购买法国国债。

随着负利率政策的实施和推进，负利率逐渐传导到债券市场。由于央行的负利率经常作为政府债券的基准利率，当负利率出现时，会间接推低债券市场利率。从规模总量看，2014 年以来，伴随欧元区与日本相继进入负利率时代，全球负利率债券规模开始迅速增长。截至 2019 年 10 月底，全球负利率债券规模已超 20 万亿美元，占全球债市规模的 30% 以上，创历史新高。从地区分布看，目前，日本和包括德国、法国、比利时等在内的欧洲国家的长期国债收益率均为负，西方社会已全面进入负利率时代。从债券种类来看，由于全球经济不确定性加剧了投资者对未来的担忧，目前全球收益率为负的政府债券规模已飙升至创纪录新高，占负利率债券总规模的 90% 以上。此外，全球目前已有超过 1 万亿美元的公司债券交易收益率为负。

在经济活动减弱、通胀普遍低迷和金融市场动荡的背景下，市场对未来将持续宽松、债券收益率进一步下行的预期不断升温。此外，当前全球范围内正处于发达国家国内政治风险（如英国脱欧、特朗普遭弹劾等）、中东地缘政治冲突风险、全球经贸摩擦风险上升

的时期，避险情绪的升温会增加市场对长期国债等避险资产的配置，进而推动国债收益率继续下行。预计中期内负利率现象将进一步扩散，负利率债券规模或继续上升，并可能向公司债券进一步蔓延。

图 5 全球负利率债券年度发行规模（万亿美元）



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

三、受多方因素影响，在债券到期收益率为负的情况下，仍有大量投资者选择购买负利率债券

在债券到期收益率持续下降至负值时，债券可获得的未来现金流的总和已经低于现在的买入价格，为何仍有大量投资者选择购买负利率债券呢？我们认为存在以下几种原因：

赚取资本利得。虽然债券的到期收益率为负，但由于债券投资赚取收益的方式分为持有到期收益与在二级市场出售获取资本利得两种，即使债券到期收益率为负，投资者仍然可以通过二级市场出售债券赚取资本利得从而获得收益。目前市面上的负利率债券有很大一部分为信用等级较高的国债、政府债券。由于信用等级高、违约风险极低使得这类债券在二级市场的流动性较好，在全球贸易情绪紧张、经济下行压力加大的情况下，未来各大央行持续降息、债券收益率持续下行或将成为大概率事件，在其他条件不变的情况下，债券价格与收益率呈反比，收益率下降意味着债券价格升高；若投资者预期未来收益率还会继续下降，债券价格则将继续上涨，此时购买债券则未来可在二级市场将持有债券在到期前以较高于买入价格卖出，就能获得资本利得，而与债券收益率是否为负无关。

另一方面，部分负利率债券的购买者为境外投资者，虽然债券收益率为负，但考虑到汇率波动，投资人仍然可以赚取汇率收益。

对冲风险。大量投资者在购买股票的同时还会选择购买部分债券以达到分散、对冲风险的目的。在央行降息的情况下，购买债券还可对冲股市风险。若央行持续降息，在一定程度上将会打压股市，使得部分资金流出股市、流入风险相对更低的债市，债券收益率也会随之下降，从而抬高债券价格，利好债市。部分投资者选择购买股票的同时购买部分债券，以对冲股市风险。

解决巨额资金存放问题。对于养老基金、社会保障基金等持有大量资金、账户管理规模巨大的投资人来说，现金的管理和存储成本很高，但如何存放保管大笔资金的选择又十分有限。在央行降息或开启量化宽松的背景下，银行存款利率与债券收益率均有所下行。很多国家的大型银行都是上市公司，并非由政府控股，理论上来说，如果银行发生运营风险，政府并不一定会救助，若将资金存入银行，投资人将承担商业银行的信用风险；而国债、地方政府债券有政府信用背书，相比之下风险低于商业银行。所以，对于养老基金、社会保障基金等账户管理规模巨大的投资者而言，在到期收益率均为负值的情况下，选择购买负利率国债或政府债所承担的风险更小。

受政策及监管要求，需大量配置国债等政府债券。受《巴塞尔协议 III》要求及欧洲日本等央行实行的量化宽松政策要求，金融机构投资者必须持有一定比例国债。《巴塞尔协议 III》中对于流动性覆盖率(LCR)有一定要求，协议规定，最晚至 2015 年银行 LCR 必须至少达到 100%，以确保在发生短期危机时银行有足够资金渡过难关。而提高高质量流动性资产(HQLA)的持有规模对流动性覆盖率的高低起到决定性影响。

$$LCR = \frac{HQLA}{\text{未来 30 天现金净流出量}} \times 100\%$$

从高质量流动性资产的计算方法来看，对于欧元区的银行来说，除现金、超额准备金及欧洲央行债务凭证等优质流动性资产可全部认定为 HQLA 外，其余不同资产对应着不同的折算率。国债、地方政府债、受国家支持或担保的机构债和主权债等的折算率为 1，也可全部认定为 HQLA，而信用债、企业债等产品的持有规模则会根据具体情况不同，在计算 HQLA 时受到一定影响。

另一方面，近年来日本央行、欧洲央行持续开启量化宽松，通过购买国债等中长期债券以增加货币供给是实施量化宽松的重要手段。如此看来，对于欧洲、日本央行及商业银行来说，为了实施量化宽松政策以及满足监管要求，即使国债、地方政府债等收益率为负，也需要购买一定量的负收益率国债。

四、除债券市场外，负利率政策也对金融机构及宏观经济产生较大影响

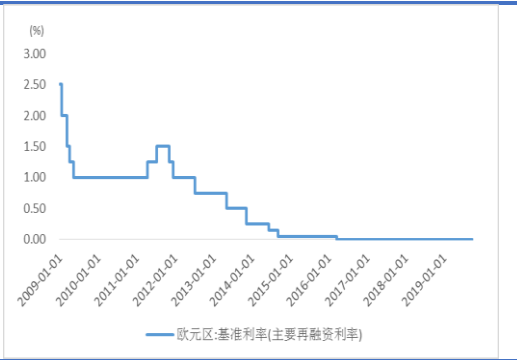
对商业银行而言，受央行降息的规模传导效应影响，存款利率及贷款利率均会出现不同程度的下滑。**从存款利率端来看**，2012 年 12 月 4 日，瑞士信贷集团宣布将从 2012 年 12 月 10 日起对其他银行在该行的瑞士法郎存款收取利息；2019 年 8 月 6 日，瑞士银行宣布将对 50 万欧元以上的存款自 2019 年 11 月开始征收 0.6% 的年费；对 200 万瑞士法郎以上的存款征收 0.75% 的年费。存款利率的持续下行甚至是负利率存款的出现使部分投资人选择购买国债等其他低风险产品以寻求资金保值，从而导致商业银行存款减少。**从贷款利率端来看**，2019 年 8 月 5 日，丹麦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。贷款利率的持续下降使借款人的借贷成本持续走低，从而推升银行信贷规模持续走高。

在各国央行持续降息的影响下，商业银行贷款规模增加、存款规模或将下降的情况将会对商业银行的资金量及资金流动性均造成一定影响，在极端情况下或将出现流动性危机，影响银行业整体稳定性。

图 6 欧元区银行业信贷规模



图 7 欧元区基准利率

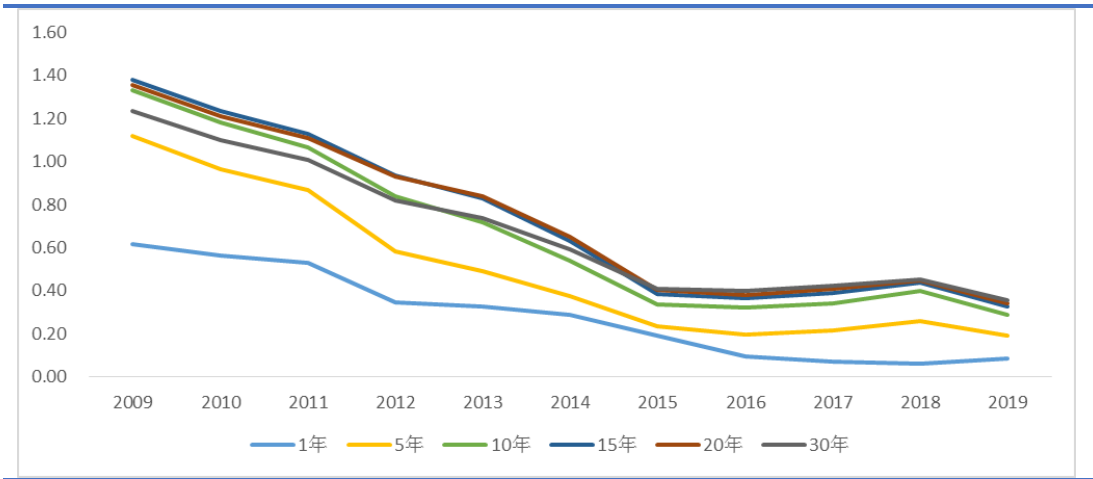


数据来源：Wind，联合资信整理

央行的持续降息除了对商业银行造成了一定影响以外，也在一定程度上改变了投资者的投资行为，其中日本及欧元区机构投资者尤为明显。由于欧洲及日本多个央行的基准利率趋近于零或已为零，利率债收益持续下降，该区域机构投资者、商业银行以及基金等近年来对利率债均有所减持，转为增配信用债以及海外债券。具体来看，日本的保险及养老基金通过增配海外债券以保证收益率，而对于欧元区的机构投资者而言，则会通过增加权益配置来提高收益。

由于机构投资者的投资行为及投资偏好发生了变化，机构投资者减持利率债、增配信用债及海外债券，央行成为负利率政府债的主要购买方；同时伴随着中短期国债收益率波动下降，资金更加倾向于购买长久期资产，使得债券的资本利得更加受到投资者的重视。由于长久期资产更加受投资者青睐，为降低风险，相应金融衍生品市场也得到了快速发展。具体来看，近年来欧元区利率互换市场规模已经超过美国。

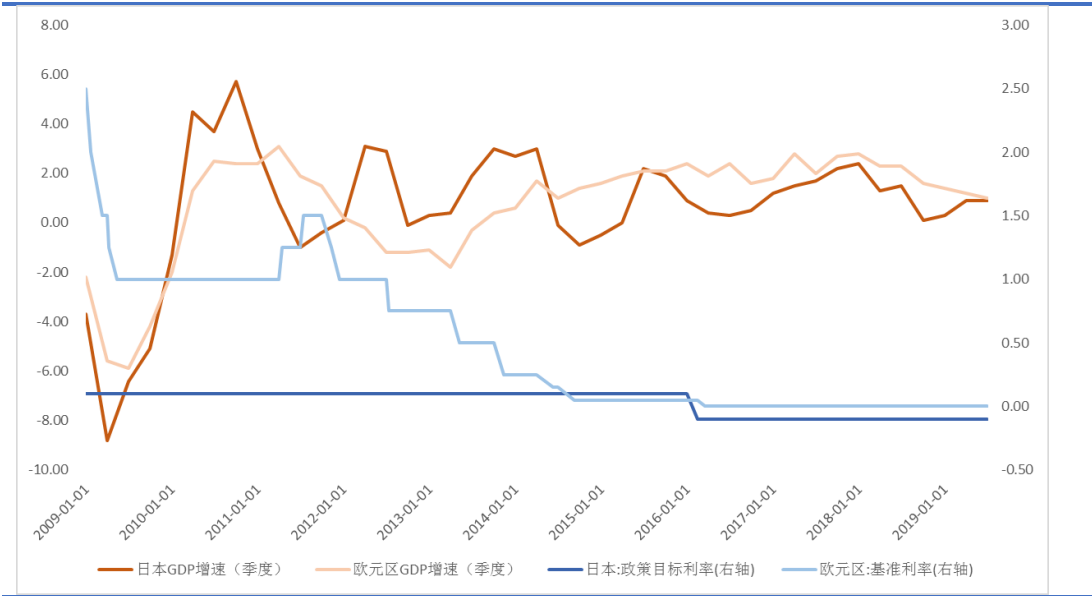
图 8 欧元区公债收益率波动率（%）



数据来源：Wind，联合资信整理

今年以来，全球多个央行相继开启量化宽松，欧洲央行则进一步调降负利率水平，这在一定程度上可刺激经济增长，但也存在着一定的风险。受政策传导性影响，若过度量化宽松或降息幅度过大，或将引发投资人及市场对于未来经济增长前景的担忧，从而进一步减少投资、转为持有现金或黄金等避险资产，同时也会使投资者资金从发达国家股市、债市流出，并不能很好达到降息以刺激本国经济增长的效果。从图 9 可以看出，在日本和欧元区将基础利率降至零及其以下区间后，季度经济同比增速并未出现明显增加。另一方面，持续降息会使得货币政策下行空间不足，对未来政策的实施及有效性造成一定影响。在欧元区、日本等基础利率已接近零甚至是降至零以下的区域，若持续通过降息这一手段增加市场流动性，会使市场认为经济下行压力过大，从而更愿意持有资金而非消费，从而削弱甚至逆转货币政策有效性。因此，负利率这一货币政策对于宏观经济来说，在一定程度内可刺激经济发展，提振经济增速。但若持续过度降息而不配合其他政策工具，或将适得其反。

图 9 日本及欧元区基准利率与经济增速 (%)



数据来源：Wind，联合资信整理