

## “負利率”政策下的投資策略

負利率，已經成為德國、日本、瑞士、瑞典等經濟體貨幣政策操作的新常態，更有向其他經濟體蔓延的趨勢。目前全球交易的負收益率國債和公司債規模已超過 17 萬億美元，相當於全球 GDP 的約 20%。標榜“負利率”的房貸也於今年首現於丹麥。負利率出現的範圍之廣、影響之大是 2008 年金融危機前所難以想像的。負利率時代已然漸行漸近。負利率背後的經濟邏輯、運作機制和利弊影響還需要進一步厘清，這有助於我們在負利率浪潮席捲而至的今天，理解貨幣政策的真實影響，制定新環境下的投資策略。

- **“負利率”打破“零下限制約束”共識。** 負利率直觀上挑戰傳統金融借貸邏輯，理論界一度認為政策利率的下限不應小於零，但是“零下限制約束”理論逐漸受到越來越多的質疑，主要因為其核心假設是持有現金無成本。現實中，當政策利率適度低於零時，現金的需求不會趨於無窮大，經濟也不一定會進入“流動性陷阱”。在這樣的理解下，貨幣政策的“負利率”進入部分國家央行宏觀政策的工具箱。從政策效果來看“負利率”刺激經濟、提升通脹的效果十分有限。
- **“負利率”政策向銀行信貸環節的傳導。** 作為宏觀貨幣政策的“負利率”安排，在傳導機制上大體與正利率相似。央行將存款便利利率（即“利率走廊”下限利率）作為負利率操作的主要工具。央行和銀行間的負利率會進一步影響貨幣市場的其他利率，銀行間同業拆借市場率先反應，隔夜拆息通常會隨即落入負區間，加上期限溢價後進一步壓低中長期政府債券收益率，再加上風險溢價後影響商業銀行貸款利率。現實中商業銀行的存貸利率無法大範圍地進入負區間。
- **“負利率”政策對銀行金融機構的盈利影響顯著。** 負利率對銀行的資產負債表兩端會施加不對稱的影響。在資產端銀行金融機構面臨負收益率的壓力，而在負債端却難以對零售儲戶轉嫁這種壓力；造成銀行利差收窄，從而影響銀行的盈利能力。從資本市場看，負利率對商業銀行的估值形成壓力。另一個可能的前景是，銀行在負利率下不得不放緩借貸，並提升高風險借貸和高風險投資的比重，提升了整個金融體系的系統風險。
- **重新審視負利率下的投資策略。** 首先，負利率債券在一定的操作下也可獲得正的投資收益。只要收益率曲線傾斜向上，即使是在債券收益率為負的情況下，依然可以通過更高頻的管理操作獲得收益。其二，除債券外，負利率環境也與股票和其他資產投資密切相關。“負國債利率”意味著無風險資產收益率為負，使得一部分活躍的投資資金更傾向於進入風險資產。負利率下市場寬信用，流動性上升，短期內利好權益類資產表現；但難以長久支撐股市。黃金價格獲得支撐，保值和分散風險的特性得以凸顯。負利率環境下個人投資者也會更加傾向於投資和消費在不動產上，推升房地產價格。
- **負利率對全球資本流動的影響深遠。** 由於目前負利率現象主要出現在歐洲和日本，美國還沒有進入負利率區間，而中國離負利率還有相當的距離，這種利率落差新格局就意味著資金跨境流動的深刻變化。對中國而言，在加大金融對外開放的背景下，在追求收益率的驅動下，海外投資者會進一步加大中國債券市場的配置，這也可以很好地解釋過去幾年外資投資中國債市的背後動因，並且很可能是一個長期趨勢。

丁安華，首席經濟學家

(852) 3761 8901

dinganhua@cmbi.com.hk

負利率，已經成為德國、日本、瑞士、瑞典等經濟體貨幣政策操作的新常態，更有向其他經濟體蔓延的趨勢。根據國際清算銀行的最新估算，目前全球交易的負收益率國債和公司債規模已超過 17 萬億美元，相當於全球 GDP 的約 20%。標榜“負利率”的房貸也於今年首現於丹麥。負利率出現的範圍之廣、影響之大是 2008 年金融危機前所難以想像的。負利率時代已然漸行漸近。最近，美國總統特朗普不斷對美聯儲施加壓力，敦促美聯儲效仿日本和歐洲，將政策利率下調至零甚至零以下，以保證“美國永遠比別國少付利息”。

負利率，直觀上挑戰傳統金融借貸邏輯，尚未被投資者充分理解，過度簡化的表述也常常造成誤解。其背後的經濟邏輯、運作機制和利弊影響還需要進一步厘清，這有助於我們在負利率浪潮席捲而至的今天，理解貨幣政策的真實影響，制定新環境下的投資策略。

## 一、“負利率”：打破“零下限約束”共識

儘管負利率在近年來受到廣泛關注，但它本身並非新事物。歷史上的高通脹時期，實際利率<sup>1</sup>為負的情況多到數不勝數。同理，持續通縮的情況下也會出現負的名義收益率轉化為正的實際收益率的可能，例如日本。

不過，生活中的一個基本的常識是，名義利率不可能低於零。雖然低利率有利於刺激經濟，理論界一度認為政策利率的下限不應小於零，否則會使得經濟主體選擇持有更多現金，造成“流動性陷阱<sup>2</sup>”而無法刺激經濟。

但是，“零下限約束”理論逐漸受到越來越多的質疑，主要因為其核心假設是持有現金無成本，而現實中持有大量現金需要考慮儲存、運輸、安全、支付等額外成本，有研究估算大額現金的持有成本大致在 2% 左右<sup>3</sup>。因此，當政策利率適度低於零時，現金的需求不會趨於無窮大，經濟也不一定進入“流動性陷阱”，負利率的貨幣政策依然有效。

---

<sup>1</sup> 實際利率 Effective interest rate/real interest rate 與名義利率之間的關係： $1 + \text{名義利率} = (1 + \text{實際利率}) * (1 + \text{通脹率})$ ，可簡化為實際利率 = 名義利率 - 通貨膨脹率。當通脹率高於名義利率的時候，實際利率為負。

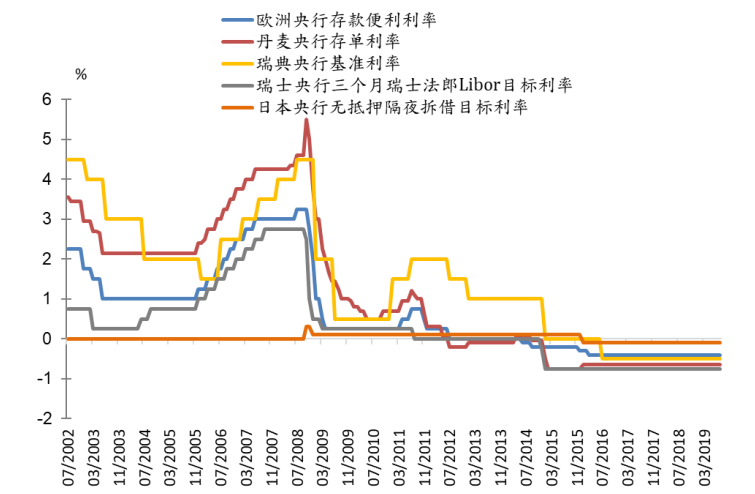
<sup>2</sup> 流動性陷阱的概念由凱恩斯提出，指名義利率在接近零水平時，中央銀行擴大貨幣供應量只能提升人們持有現金或儲蓄現金的意願，無法使利率下降，貨幣政策趨於無效。

<sup>3</sup> 熊啓躍, 曾智, & 王書滕. (2017). “負利率”政策的理論基礎, 傳導機制和宏觀經濟效果. 金融監管研究. 2017 年 10 期。

正是在這種理解之下，貨幣政策的“負利率”進入部分國家央行宏觀政策的工具箱。爲了在金融危機之後提振經濟，2009年瑞典央行成爲全球首個實行負利率的央行，將隔夜存款利率降至-0.25%，2012-2014年間的丹麥亦出現了負的央行存款準備金利率。而在2011-2014年的瑞士和2012-2014年的丹麥，銀行間同業拆借也出現了負利率情況。從2014年6月開始歐洲央行將存款便利利率從0%下調至-0.1%，也正式進入負政策利率階段，此後又多次下調至當前的-0.5%。從這些經濟體的實踐來看，的確可以適當突破政策利率“零下限”至負區間。由此“負利率”打破了長期以來關於名義利率“零下限約束”（Zero Lower Bound）的共識。

“負利率”含義甚廣，政策利率、債券利率、存貸利率等一旦降至零以下，都可貼上負利率的標籤。而我們要著重討論的，是2012年以來越來越多的央行推行的“負利率”貨幣政策（negative interest rate policy, NIRP），目前採取嚴格意義上的負利率政策的經濟體有歐元區、日本、瑞典、丹麥和瑞士。另外還有4個經濟體出現了負的政策利率，但還沒有推行嚴格意義上的“負利率政策”，其中匈牙利和挪威央行曾將存款準備金利率降至零以下，以影響跨境資本流動，但同業拆借利率仍維持正值；保加利亞和波黑對超額準備金實行負利率主要是爲了應對歐洲央行的貨幣政策調整，將本幣匯率與歐元掛鈎。

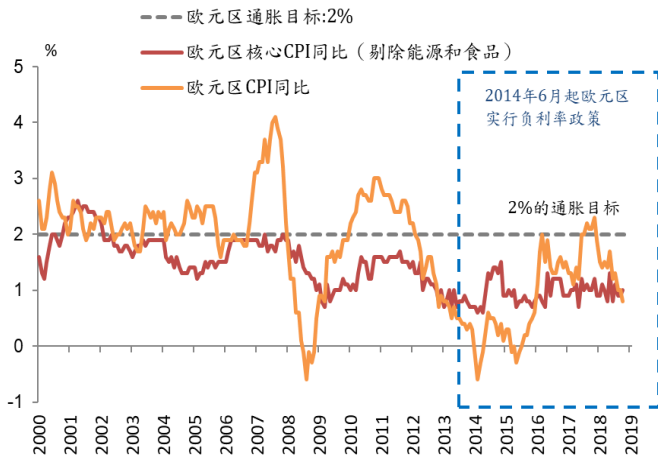
圖 1：已有 5 個經濟體推行負利率政策



資料來源：彭博、招銀國際證券

從政策效果來看，迄今為止，“負利率”刺激經濟、提升通脹的效果十分有限。歐洲央行執行負利率政策以來，並未有效刺激經濟和提升通脹率，當前距離2%的目標通脹水平仍有相當距離。如今歐元區國家再次出現衰退風險，但貨幣政策工具箱裏的“彈藥”無幾，只能不斷調低負利率，並早早重啓量化寬鬆。日本的情況更令人憂心，下調利率已難以刺激銀行放貸和經濟增長，貨幣政策幾乎失靈，一系列試圖擺脫“流動性陷阱”的措施難以奏效。

圖 2：負利率政策並未顯著提升歐元區通脹率



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 3：日本已出現“流動性陷阱”特徵



資料來源：彭博、招銀國際證券

## 二、“負利率”政策向銀行信貸環節的傳導

作為宏觀貨幣政策的“負利率”安排，在傳導機制上大體與正利率相似。央行將存款便利利率（即“利率走廊”下限利率）作為負利率操作的主要工具，意味著商業銀行在央行存入的資金（包括超額存款準備金、隔夜存款等）不僅不會獲得正利息，反而需要向央行支付費用。其主要目的有二：一是鼓勵銀行積極放貸，從而刺激投資和經濟增長；二是壓低本幣匯率，避免貨幣升值，保護本國的出口。

央行和銀行間的負利率會進一步影響貨幣市場的其他利率水平。在央行對商業銀行部分準備金實行負利率的情況下，銀行間同業拆借市場率先反應，隔夜拆息通常會隨即落入負區間，加上期限溢價之後進一步壓低中長期政府債券收益率，再加上風險溢價之後影響商業銀行貸款利率。央行在執行負利率政策時，通常會採取“分層”準備金的安排，僅對部分準備金實施負利率，保持政策邊際調控能力的同時，儘量降低對銀行盈利造成的不良影響。

現實中，商業銀行的存貸利率無法大範圍地進入負區間。在 5 個實行負利率政策的經濟體當中，銀行對零售儲戶的存款利率依然是正的，瑞士和丹麥的銀行僅對存款數額巨大的部分企業和機構客戶採取負存款利率<sup>4</sup>。銀行之所以在淨息差不斷收窄的情況下仍未直接轉嫁成本給零售儲戶，主要是因為零售儲戶對存款利率下行更為敏感，持有現金的成本較低，可以隨時提現、選擇持有現金，增加了擠兌風險，銀行因此仍然維持正利率以留住零售客戶存款。

今年 8 月，丹麥出現了首例負利率按揭房貸，十年按揭貸款利率為-0.5%。但需要澄清的是，這裏有取巧的成分。所謂負按揭利率，並不意味著在按揭買房的同時還能從銀行獲取額外收益，原因在於按揭借款人需要向銀行支付手續費，最後的結果仍是銀行獲得收益。

儘管如此，“負利率”政策通過向借貸環節的傳導，對銀行金融機構的盈利影響還是很明顯的。負利率對銀行的資產負債表兩端會施加不對稱的影響。在資產端銀行金融機構面臨負收益率的壓力，而在負債端却難以對零售儲戶轉嫁這種壓力；造成銀行利差收窄，從而影響銀行的盈利能力。從資本市場看，負利率對商業銀行的估值形成壓力。另一個可能的前景是，銀行在負利率下不得不放緩借貸，並提升高風險借貸和高風險投資的比重，提升了整個金融體系的系統風險。

圖 4：歐美和日本銀行股指數相對於大盤的表現



資料來源：彭博、招銀國際證券

<sup>4</sup> 2019年8月6日，瑞士第一大銀行瑞士銀行（UBS）宣布將對50萬歐元以上的存款自2019年11月開始徵收0.6%的年費；對於200萬瑞士法郎以上的存款，將徵收0.75%的年費。

### 三、重新審視負利率下的投資策略

隨著日本、歐元區等地區相繼推出超寬鬆貨幣政策，債券收益率大幅下行，截至9月中全球已有超過17萬億的債券已進入負收益率交易階段，規模是2018年下半年低位的近三倍。負收益債券主要是歐元和日元計價（分別占五成和四成），以政府債券為主。在德國，整個國債收益率曲線都完全已經進入負區間；日本的中短期國債收益率也為負。

負利率環境顯然對傳統投資策略產生衝擊，我想著重分析三個問題：

一是對債券投資本身的影響，負利率情況下如果實現收益？

二是對其它風險資產以及黃金有何影響？

三是如何影響國際資本流動，進而對中國債市產生何種影響？

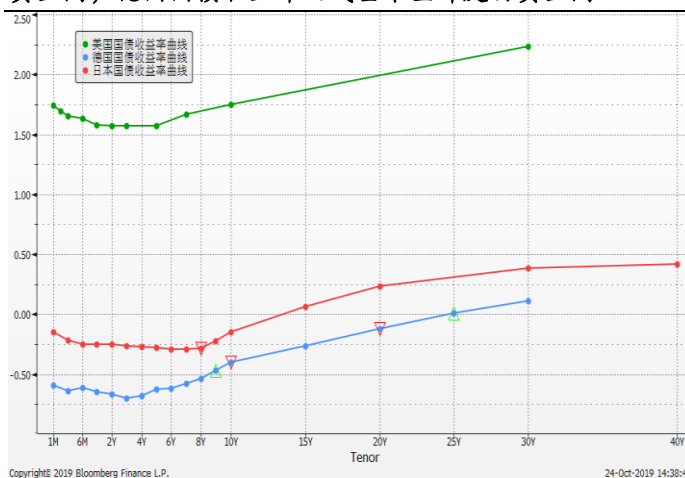
圖5：負利率債券已占全球債券市場的三成



資料來源：彭博、招銀國際證券

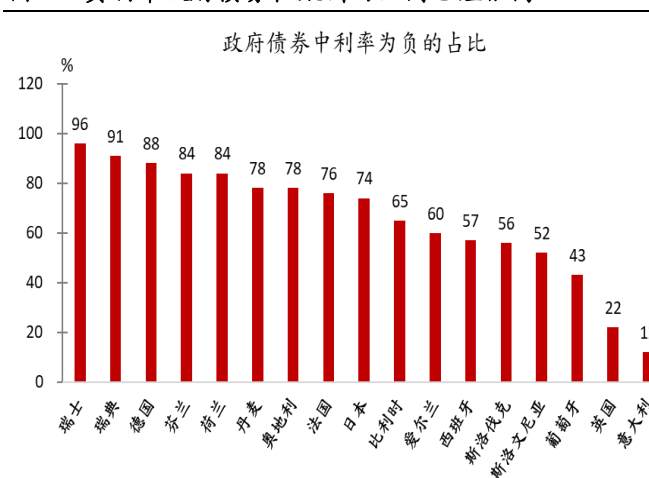
首先，負利率債券在一定的操作下也可獲得正的投資收益。理論上，發行債券代表承諾按一定利率定期支付利息並到期償還本金。負收益率債券却意味著債券的市場價格超過了持有到期所能獲得的本金和利息總和。那為何仍有人購買負利率債券呢？這與債券投資策略相關，只要收益率曲線傾斜向上，即使是在債券收益率為負的情況下，依然可以通過更高頻的管理操作獲得收益。具體而言，就是採用“騎乘收益率曲線”策略（Roll-down the yield curve/riding the yield curve），買入和持有債券一段時間，期望利率繼續下降，待債券價格上漲後，在到期前出售實現收益。

**圖 6：美國國債收益率曲線處於正值區間，日本部分處於負區間，德國國債收益率曲線基本全部處於負區間**



資料來源：彭博、招銀國際證券

**圖 7：負利率政府債券在歐洲的比例已經很高**



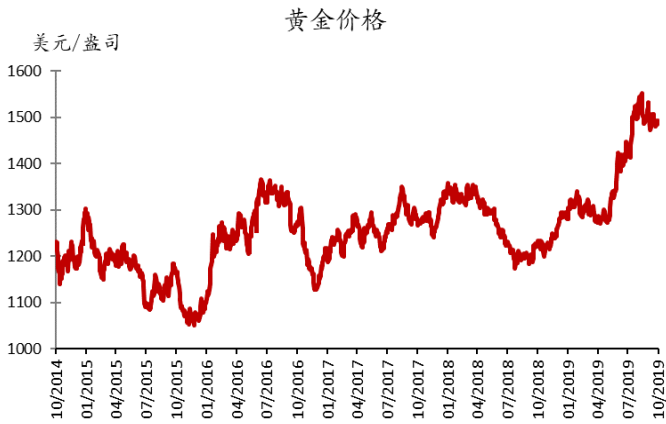
資料來源：彭博、招銀國際證券

其二，除債券外，負利率環境也與股票和其他資產投資密切相關。“負國債利率”意味著無風險資產收益率為負，使得一部分活躍的投資資金更傾向於進入風險資產。負利率下市場寬信用，流動性上升，短期內利好權益類資產表現；但投資者很快也會轉而擔心負利率背後反映出的經濟下行和盈利放緩預期，難以長久支撐股市。負利率下央行對貨幣政策有效性的控制力大大降低，也會增加經濟環境的不確定性，加大權益市場波動性和潛在風險。

與此同時，黃金價格獲得支撐。當存款利率極低時，貨幣儲蓄收益在考慮通脹後往往為負，相較之下黃金的保值和分散風險的特性得以凸顯，恰是因為黃金不僅是投資商品，也是交易媒介和儲值工具。由於黃金與其他資產類別相關性較低，在經濟下行風險加大、資本市場波動時期，其在投資組合當中的重要性進一步上升。

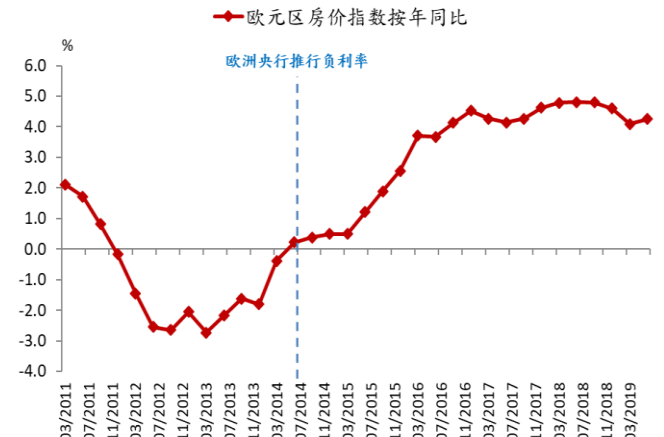
負利率環境下個人投資者也會更加傾向於投資和消費在不動產上，推升房地產價格。歐元區實行負利率政策五年多以來，銀行提供了大量極為廉價的房屋按揭貸款，是房價上升的重要推動因素。

圖 8：黃金價格走勢



資料來源：彭博、招銀國際證券

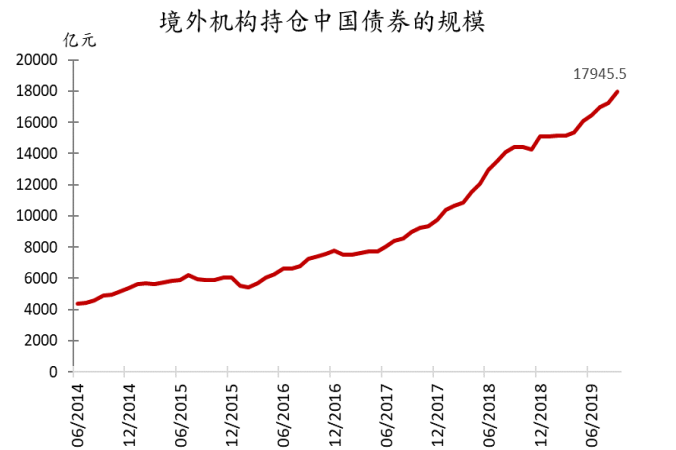
圖 9：負利率推升歐元區房價



資料來源：CEIC、招銀國際證券

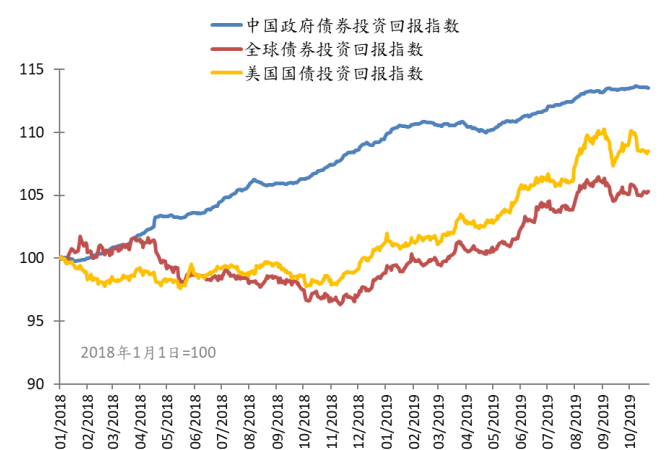
最重要的一個方面，在我看來，是負利率對全球資本流動的影響。由於目前負利率現象主要出現在歐洲和日本，美國還沒有進入負利率區間，而中國離負利率還有相當的距離，這種利率落差新格局就意味著資金跨境流動的深刻變化。對中國而言，在加大金融對外開放的背景下，海外投資者特別是養老金、保險公司、信托公司等機構投資者，在追求收益率的驅動下，會進一步加大中國債券市場的配置，這也可以很好地解釋過去幾年外資投資中國債市的背後動因，並且很可能是一個長期趨勢。

圖 10：境外機構加快進入中國債券市場



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 11：中國債市的收益率具有很高吸引力



資料來源：彭博、招銀國際證券



當然，也要對於負利率的負面影響保持高度警惕。負利率政策是在日本、歐洲等經濟體增長動能減弱、通縮風險增大、常規調控工具用盡的情況下，不得不採用的非常規貨幣政策，其刺激效果正在逐步減退，留給進一步寬鬆的空間已經非常有限，而且還會產生政府和企業過度舉債的風險。例如，政府通過再融資用於償付到期債務以及為當年的財政赤字融資，負利率使得政府再融資過於容易，會使政府在債務累計方面失去必要的警覺性，一旦利率波動將可能遭遇債務鏈斷裂壓力，成為爆發債務危機和經濟危機的導火索。

在全球經濟下行的時期，負利率是一種全新的政策試驗，其長期影響仍未知，預計今後負利率現象會更加普遍。在此背景下，厘清當中的邏輯是我們應對政策變化、調整投資策略的基礎。從資產配置角度來講，需要重新審視長期投資目標，評估風險承受能力，並加強投資類型多元化。

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

### 招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

### 招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表现亦不代表未來的表现，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。