

国信期货专题报告

贵金属

负利率呼声背后 黄金配置价值凸显

2020 年 06 月 08 日

● 主要结论

2020 新冠病毒大流行构成全球性灾难，世界经济体系面临巨大威胁，多个权威国际组织预计 2020 年世界经济衰退程度超过 2008 年金融危机时期。在此背景下，以美联储为代表的全球主要央行开启“宽松放水”大潮，并配合财政政策加大经济刺激力度，伴随负利率呼声和市场预期不断，在此探讨负利率政策本身的影响和各国负利率实施可行性。

以负政策名义利率概念来界定，目前瑞士、丹麦、欧洲央行、日本和匈牙利，出于刺激经济和通胀，或稳定汇率目的，正在实施负利率政策。从市场利率角度看，目前全球负利率债券规模已扩大至近 12 万亿美元，占总债券规模的比例超过 20%。从各国央行官员表态来看，下一个负利率实施国预计将在英国和新西兰中诞生，而挪威、澳大利亚和美国等国目前利率已处于极低水平，但仍对实施负利率后的效果有所顾虑。

从各国实施负利率政策效果来看：负利率将会削弱商业银行信贷投放能力，导致当地国债和货币市场基金资本外流，系统性风险加剧，并可能激化更多社会问题。另外从欧洲日本经验来看，负利率刺激实体经济增长和通胀效果并不显著。对美国来说，美元和美联储在全球的特殊地位会导致负利率副作用外溢至全球，并损害美元货币信用。美联储现阶段对负利率持审慎态度，但不排除在今年美国大选大背景下，由政客主导削弱美联储独立性情形下，或在疫情持续蔓延情况下，其他工具用尽效果均不佳，而实施负利率的可能性。对英国来说，QE 仍是首选，但央行官员并未表示排斥负利率，最早可能于今年 11 月采取负利率。

当前在疫情持续冲击全球实体经济，美联储采取大量宽松政策后，短期内消费受挫、储蓄飙升、短期内步入通缩已是既定事实。中长期来看，若情况乐观，美国或将实现通胀抬升，利好黄金。若情况悲观，或将重演日本情景，陷入高储蓄低通胀甚至通缩困境，使黄金涨幅受限。但即使负利率政策未被采取，目前全球整体的货币超发和宽松程度远超过往，名义利率低迷，中长期来看通胀预期势必抬头，实际利率处于低位，黄金仍有长期上涨的潜力。另外，负利率若被更多其他国家采取，全球负利率债券规模继续扩大，将进一步凸显黄金配置价值，将为黄金价格打开上升空间。

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1. 全球负利率俱乐部现状

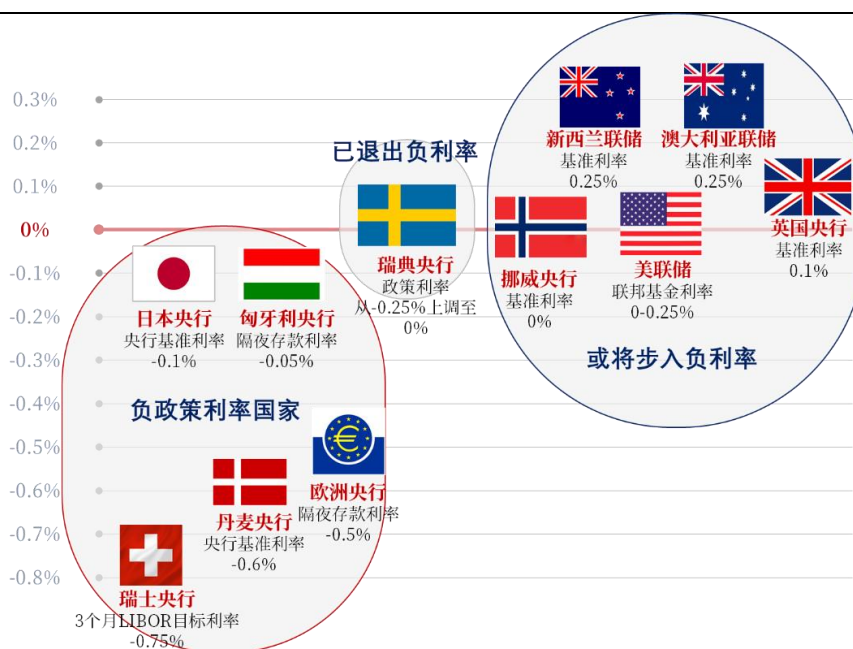
2020 新冠病毒大流行构成全球性灾难，世界经济体系面临巨大威胁，多个权威国际组织预计 2020 年世界经济衰退程度超过 2008 年金融危机时期。在此背景下，以美联储为代表的全球主要央行开启“宽松放水”大潮，并配合财政政策加大经济刺激力度，伴随负利率呼声和市场预期不断，在此探讨负利率政策本身的影响和各国负利率实施可行性。

从定义上来说，负利率可根据是否考虑通胀，分为实际负利率和名义负利率。名义负利率又可根据利率类型做分，包括政策利率和国债利率、存贷款利率等市场利率。一般来说，政策利率转正为负是各类市场利率相继转负的起点，所以本文讨论的负利率概念，以名义利率中，央行基准利率这类政策利率为主。

1.1 当前：负利率俱乐部五名成员——瑞士、丹麦、欧盟、日本和匈牙利

从政策利率来看，央行实施负利率的形式一般为直接下调央行基准利率，或者对隔夜存款、超额准备金设定负利率。日本、欧洲央行和瑞士、丹麦、匈牙利等欧洲国家已经实施负利率，但实施目的不尽相同。

图 1：全球负利率国家概览



数据来源：WIND 金十数据 国信期货

2014 年 6 月，欧洲央行将隔夜存款利率下调至 -0.10%，正式进入负利率时代，目前已进一步下调至 -0.50%。2016 年 3 月，日本央行将政策目标利率下调至 -0.10%，同期匈牙利成为首个实施负利率的新兴市场国家，将隔夜存款利率下调为负。日本、欧元区及匈牙利采取负利率，主要是希望借此扩大信贷规模，起到刺激经济、提振通胀的作用，以应对人口老龄化，及全球长期处在的低增长低通胀状态等难题。

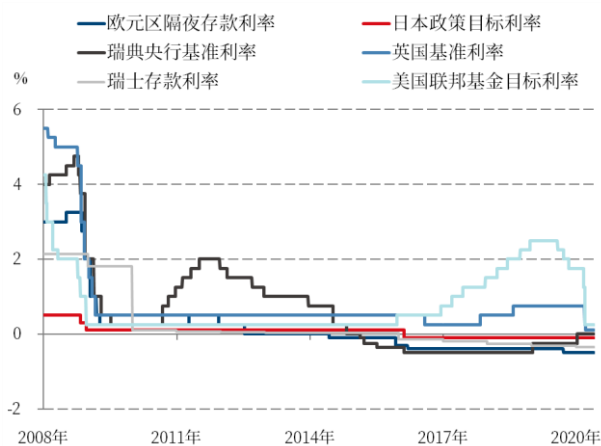
2014 年末瑞士首次将 3 个月 LIBOR 目标利率下降至零以下 -0.25%，并于 2015 年初再次下调至 -0.75%。2015 年初，丹麦将政策利率首次降至零以下，目前为 -0.60%。瑞士、丹麦两国采取负利率的动机与日本和欧元区追求刺激经济不同，是为了管控外来资本流入，减轻丹麦克朗和瑞士法郎避险货币的升值压力，保持本币汇率稳定。

从债券利率来看，自 2013 年以来，各国国债利率呈现出集体下行的趋势，其中日本的 10 年国债收益率已在零附近，德国国债利率已全线为负。目前全球负利率债券规模扩大至近 12 万亿美元，占总债券规模的比例超过 20%。

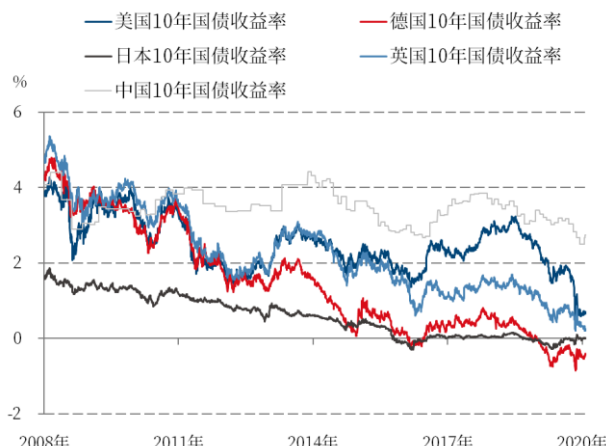
从存贷款利率来看，目前已有一例利率低至-0.50%的按揭贷款，由丹麦日德兰银行((Jyske Bank)在 2019 年 9 月推出。瑞士银行对于大额存款客户收取 0.60%-0.75%的费用，相当于负利率存款。

图 2：6 个主要国家政策利率

图 3：各国 10 年国债收益率



数据来源：WIND 国信期货



数据来源：WIND 国信期货

1.2 过去：瑞士曾负利率近 5 年，后成为首个退出的成员

瑞典央行是世界上最早实施负利率的央行，2009 年 7 月隔夜存款利率一度下降至-0.25%，但一年后迅速恢复到 0。2014 年 10 月，瑞典再次步入负利率阵营，政策利率降至-0.75%，后调整至-0.25%。瑞典在降息至负利率后尺度把控得当，并在负利率期间实现了设定的通胀目标。但考虑到负利率对银行利润的消极影响，于 2019 年 12 月升息至 0，成为全球第一家取消负利率的央行。在三月以来全球进入危机模式的情况下，瑞典央行官员认为当下再降低利率没有效果，待复苏阶段再降息更佳，选择维持利率长期不变。

1.3 未来：下一个负利率俱乐部成员是英国或者新西兰

今年 5 月，英国发行了首笔负利率 3 年期国债，使市场对英国央行降息至负的预期抬升。英国央行行长贝利表示，在危机期间央行会积极评估利率下限，不排除采取负利率的可能性。市场预期英国央行将在今年 11 月的利率决议上降息至负利率。相比本次负利率国债发行前，市场预期英国央行的降息时点提前近一年。

新西兰联储官员在今年 5 月下旬时已表示已经准备好实施负利率但时间会稍晚一些，不会早于今年底，目前以扩大政府债券计划规模为主，并要求银行为负利率做好准备。西太平洋银行预计，新西兰央行降息为负的时间将为 2021 年 4 月。

而对于挪威、澳大利亚和美国来说，虽然目前政策利率已经处于接近零的较低水平，但中短期内实施负利率的概率较小。挪威于今年 5 月初将央行基准利率首次下降至零，挪威央行官员表示设定负利率是可能的，但负利率的有效性存在巨大的不确定性。负利率有助于抑制经济下滑，但并不能对挪威经济产生实

质性的影响，目前来看挪威央行实施负利率概率不大。澳大利亚联储于今年 6 月初宣布维持基准利率在 0.25% 不变，并继续实施收益率曲线控制，将短期国债收益率维持在 0.25%。澳联储主席称不太可能实施负利率，进一步降息至负不会起到作用。美国方面，美联储主席鲍威尔近期多次表态对负利率持审慎态度，或将以前瞻性指引和 QE 工具为主。

表：鲍威尔和特朗普关于负利率表态

5 月 13 日	鲍威尔发表讲话	对负利率的看法没有改变，负利率不是我们所关注的。现阶段的 QE 和前瞻性指引措施正在发挥作用，打算继续使用已经尝试过的工具。在此之前，美国联邦基金利率期货出现年底将降至负利率的市场预期。
5 月 13 日	特朗普发表言论	自己是一个负利率的信奉者，鲍威尔在过去数月表现良好，与自己存在一项分歧，那就是负利率问题。
5 月 18 日	鲍威尔接受 CBS 《60 分钟》访谈	负利率对美国来说可能不是一个合适或有用的政策，美联储的弹药尚未耗尽，如有需要可采取更多措施，并可能根据需要增加资产购买规模。
5 月 19 日	鲍威尔在国会参议院听证会上发言	美联储准备使用其全部工具，并将基准贷款利率保持在接近零的水平，直到美国经济回到正轨。
5 月 30 日	鲍威尔参与普林斯顿大学线上讨论	负利率有帮助的证据相当模糊，对美国而言这不是一个合适的工具，或者说在现有的制度下行不通，它可能会干扰信用中介，且数万亿的货币市场基金并不与之相容。
6 月 9 日-6 月 10 日	FOMC 委员会政策会议	在此之前美联储官员进入缄默期，不再表态

数据来源：公开资料，国信期货整理，

2. 英美实施负利率可能性探讨

2.1 负利率政策影响争议较大，各国央行暂难全面铺开

从发生的概率上来看，美联储采取负利率的可能性极低，英国采取负利率的概率相对较高一些，但在短期内难以发生，主要原因是实行负利率会带来巨大的副作用，总体来看弊大于利。

首先，负利率实施后会挤压银行的存贷利差，对银行业的盈利能力造成负面影响，并进而削弱商业银行的信贷投放能力，对金融市场融资能力造成损害。其次，负利率政策将影响国际资本的流动方向，或将导致当地国债市场和货币市场基金市场资金流出，削弱政府融资能力，冲击当地货币流动性。另外，从日本和欧元区采取负利率政策的经验来看，负利率对于刺激实体经济增长和提升通胀水平效果并不显著。而从更长期的角度来看，负利率政策将使整体市场利率水平低下，引发高杠杆和资产泡沫，使金融体系趋于脆弱，系统性风险加大。负利率还将推高房地产和权益资产价格，造成贫富分化加剧，进而助涨民粹主义抬头，在人口老龄化问题已成全球性难题的当下，激化更多社会问题。

2.2 美联储“全球央行”定位将极大限制负利率政策实施

考虑到美元是全球外汇储备货币，美联储更是被视作“全球央行”，若实施负利率政策，或将会导致全

球央行跟风降息，造成全球货币的普遍贬值，并致使大量流动性进入新兴市场国家，加大新兴市场国家的债务压力。在此影响下美元货币体系将受到严重损害，对美国来说得不偿失，因此实施的可能性较小。鲍威尔已多次在讲话中表达对现阶段负利率的否定，称将继续使用前瞻性指引和 QE 工具，并将这两项措施纳入常规工具范畴，配合财政工具以应对危机。市场普遍预期，美国将在 6 月利率决议上继续按兵不动，逐步转向实施收益率曲线控制。然而值得一提的是，美联储并没有对负利率坚决表示否定，不排除在今年美国大选的大背景下，由政客主导削弱美联储决策独立性而采取负利率，或是在疫情难以得控，持续冲击实体经济的情况下，美联储工具用尽而不见效，迫于压力实施负利率。

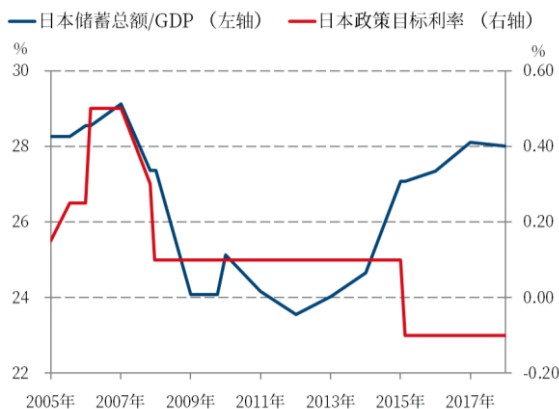
2.3 英国央行或首选 QE，对负利率仍在观望状态

对于英国来说，负利率政策的影响范围虽较美国要小得多，但考虑到对英国金融机构可能造成的伤害，短期内 QE 是英国的优先选项，负利率政策是英国央行政策工具箱的最后选择。近期英国央行行长的表态仅仅表示负利率在被纳入央行研究评估范畴，并不意味着实施在即，且负利率这一巨大转变需要足够的时间与沟通来保证顺利实施。但也不排除在英国脱欧后面临贸易困境，在加大 QE 力度、控制收益率曲线等政策工具效果均不佳后，万不得已选择负利率的情况。Morgan Stanley 在近期的研报中表示，英国央行可能会先通过零利率测试市场反应，真正实施负利率的时间不会早于今年 11 月。

3. 负利率等超宽松政策影响，刺激通胀效果存争议

从出发点来看，负利率政策的初衷是通过降息刺激消费者减少储蓄，刺激消费甚至增加杠杆，实现刺激通胀的目标。然而日本和欧洲的历史表现却不尽如人意，美国在紧急降息并直接向个人和家庭发放现金后，私人部门的反应也与之背道而驰。超宽松政策能否有效刺激通胀，帮助美国走出低迷有待时间的检验。

图 4：日本储蓄情况与政策利率



数据来源：WORLD BANK 国信期货

图 5：日本通胀率与政策利率



数据来源：WIND 国信期货

3.1 日本实行负利率政策后，仍陷入高储蓄低通胀困境

自 2016 年 3 月日本降息至负利率后，日本通胀率转正为负陷入通缩，直到 2016 年 10 月方触底回升，但仍长期在 2% 以下徘徊，通胀水平不容乐观，全社会进入低欲望状态。降息刺激的货币政策在短期内产生了相反的效果，类似的现象也出现在了丹麦，瑞典等欧洲国家，这很大一部分原因是消费者在负利率下对退休收入感到担忧，进而增加储蓄以应对未来不确定性，消费意愿减弱。而该问题没有在 2008 年日本、美

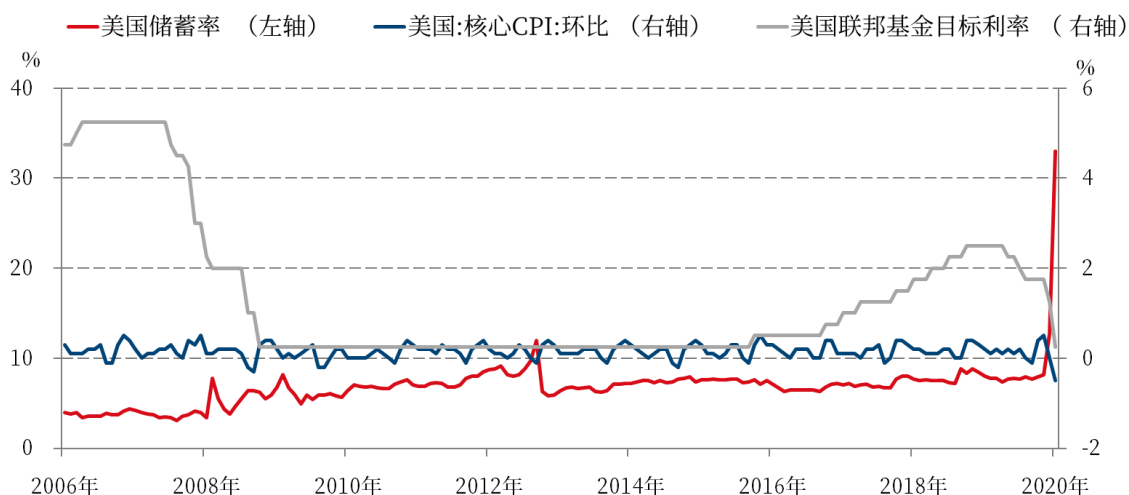
国等国降息以应对金融危机时爆发，是因为当时的政策利率还处在 0.5% 左右距离负利率尚远。美国银行的一份研究报告指出，虽然较低的利率确实会刺激支出并导致储蓄减少，但这种效应在 10 年期国债利率为 4% 时最大，此后降息将迫使居民开始增加储蓄，减少消费。另外从日本资本市场表现来看，负利率背景下大量资金外流，国内资金从银行流入基金股票，日经 225 指数在 4 年间涨幅接近 40%。

3.2 假设美联储采取负利率政策，影响将两极分化

美国在疫情爆发后，短期内陷入通缩已是既定事实，若采取负利率等超宽松政策，中长期的通胀情况有待进一步讨论，或将取决于疫情得控和经济复苏的速度。4 月美国 CPI 环比下降 0.8%，创 2008 年 12 月以来最大跌幅，剔除 4 月因石油价格战而价格暴跌的能源价格及波动较大的食品价格，核心 CPI 下降近 0.4%，创 1957 年以来最大跌幅。受到对未来忧虑情绪影响，民众消费意愿减弱，4 月美国储蓄率飙升至 33% 的历史高位，此前储蓄率长期在 10% 以下。

若疫情形势和经济复苏情况良好，消费者乐观情绪恢复，美国消费回升储蓄暂缓，CPI 或将在近期触底回升，刺激通胀预期抬头。若经济复苏乏力，疫情二次爆发，美国或将重演日本情景，陷入高储蓄、低增长甚至持续通缩的困境。

图 6：美国储蓄率、通胀情况与政策利率



数据来源：FRED WIND 国信期货

4. 负利率政策对黄金的影响

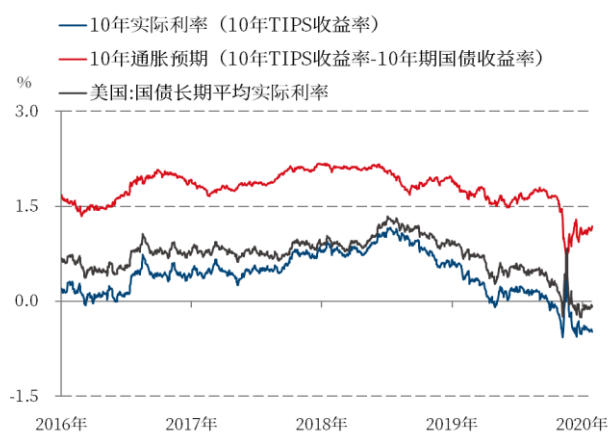
负利率意味着名义利率和无风险资产收益率为负，资金的时间价值转正为负。回顾过去，自 2016 年日本和欧元区进入负利率时代后，全球负利率债券规模与黄金价格呈现出整体正相关关系。在全球普遍低利率的宏观大环境下，若负利率政策的范围扩大，相比债券和其他另类资产，黄金持有的机会成本将更低，投资吸引力也将进一步上升，从长期来看将有力提振金价。

如前文所述，若美国实施负利率或其他超宽松政策，在乐观情形下随着疫情形势逐渐得控，企业复工复产后经济复苏情况良好，消费者乐观情绪恢复，消费回升储蓄暂缓，叠加原油价格回升带动工业品走强，CPI 将在近期触底回升，通胀预期抬头将利好黄金。在悲观情形下，若疫情在复工复产过程中，或在近期的美国示威活动中出现二次传播，甚至引起南北半球共振反复，经济复苏忧虑加重将促使消费者储蓄意愿

加强，市场消费总需求减少，或将引起美国重演日本低增长、低通胀、高储蓄的情形。若实施负利率，则将使问题进一步加重，宽松货币政策下创造的资金流通速度放缓，并大量流入以美股为代表的金融资产，引起结构性分化。参考日本的历史经验，在2-3年内储蓄率或将持续处于高位，通缩预期进一步加强，实际利率难以进一步下行，使黄金涨幅受限。

但即使负利率政策未被采取，就目前的利率水平而言，美联储名义利率水平接近0，叠加目前全球整体的货币超发和宽松程度远超过往，各国央行资产负债表持续扩张，中长期来看势必会引起通胀预期抬头。且实际利率持续保持在零以下，并将长期保持在较低水平，英国也是相似的情形。各国央行难以在中短期内收回已投放的流动性，黄金作为抗通胀资产的典型代表，仍具有长期上涨的潜力。

图7：美国实际利率与通胀预期



数据来源：WIND 国信期货

图8：全球负利率债券规模与金价



数据来源：BLOOMBERG 国信期货

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，仅为投资者教育用途而准备，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。