

# 从海外负利率看中国负利率的可能性 ——专题报告

报告发布日期：2022-10-18

证券分析师：张河生

电话：021-58502206

E-MAIL: zhanghs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518030001

# CONTENTS 目录

01

从利率走廊理解负利率

02

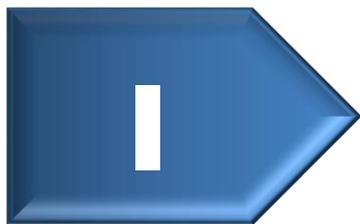
欧洲与日本推出负利率的背景与政策效果

03

中国不会出现负利率的逻辑

04

风险提示



## 从利率走廊理解负利率



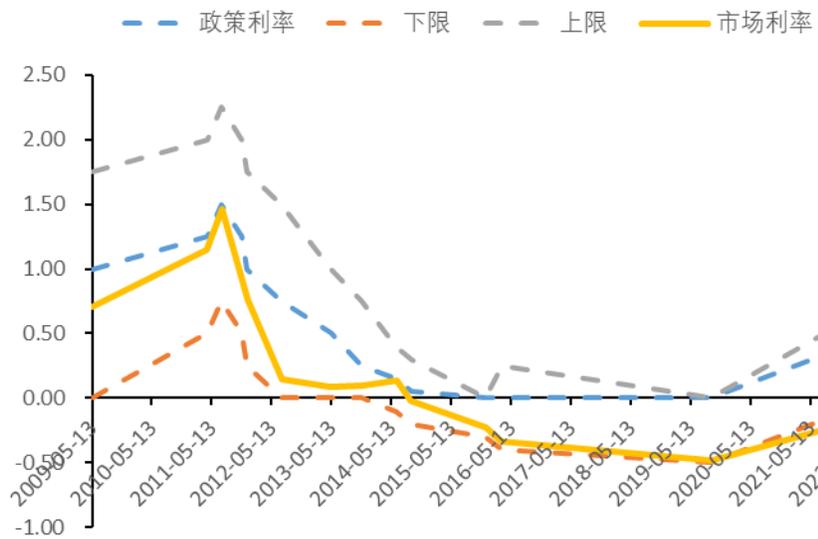
# 1.1 从利率走廊解释负利率



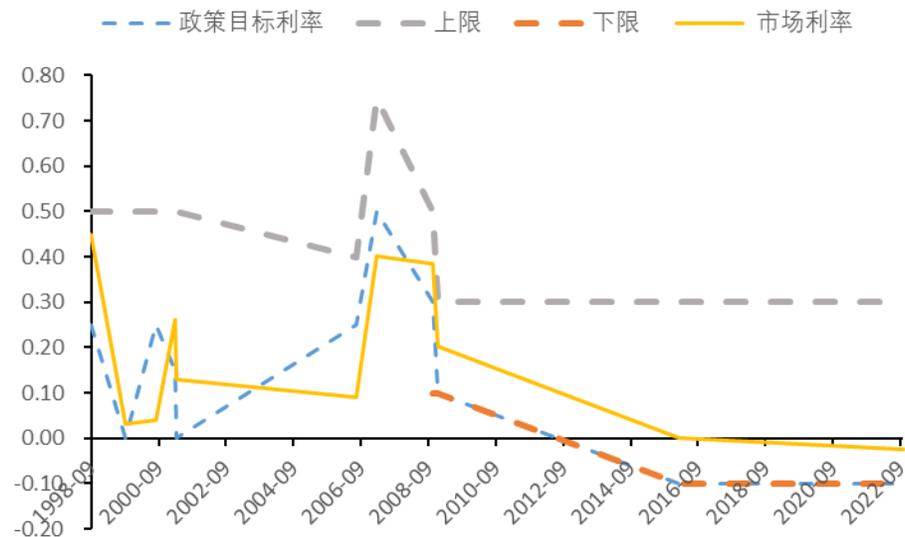
## 利率走廊

- 上限，央行借给存款性金融机构的利率，SLF、贷款便利利率、贴现利率等
- 中枢，存款性金融机构之间的拆借利率，包括政策基准利率以及货币市场利率
- 下限，存款性金融机构在央行的存款利率，存款便利利率、准备金利率、超额准备金的利率等

### 欧元区利率走廊



### 日本利率走廊





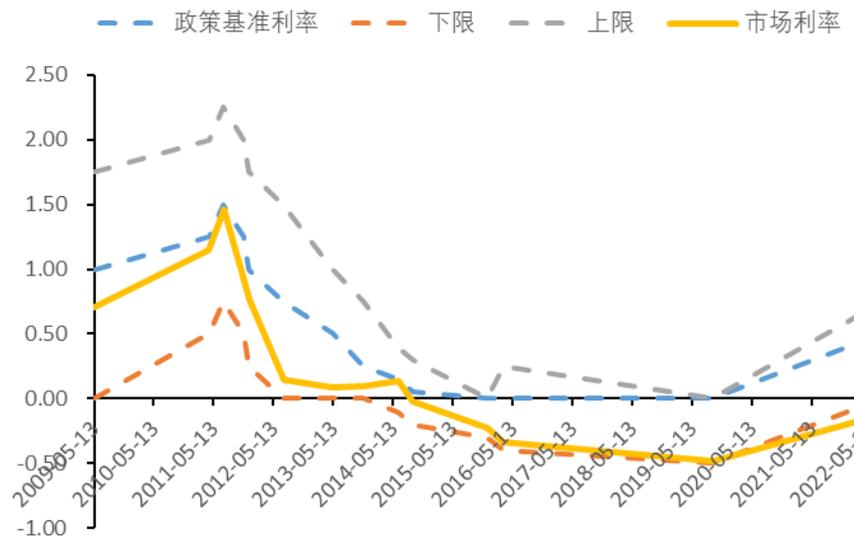
# 1.1 从利率走廊解释负利率



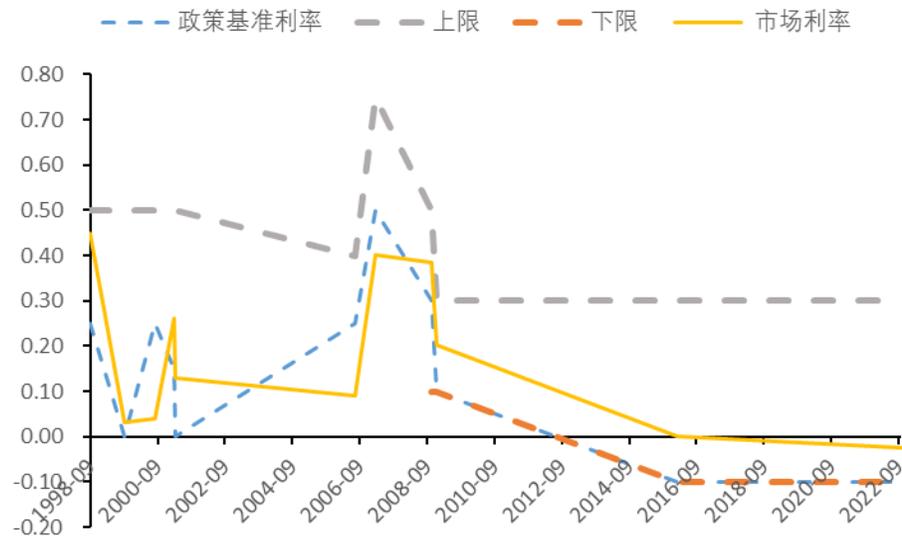
## ■ 负利率

- 把下限设定为负值或者政策目标利率与下限合并设定为负值
- 货币市场利率有可能跌为负利率
- 资产端的国债利率也可能跌至负

### 欧元区利率走廊



### 日本利率走廊





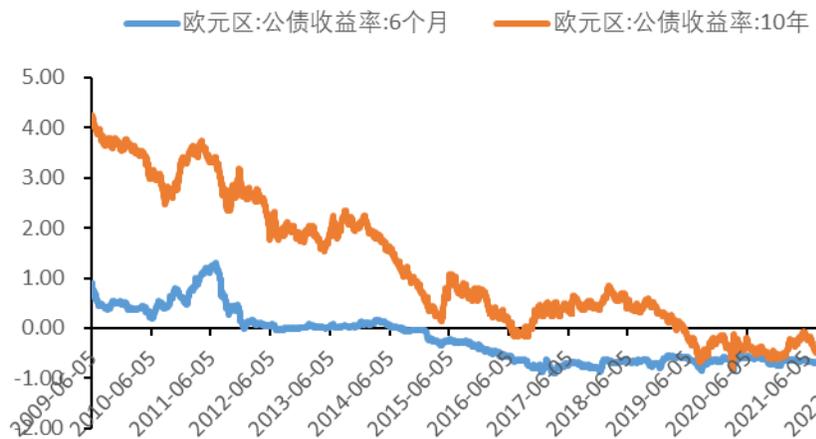
# 1.1 从利率走廊解释负利率



## ■ 负利率

- 把下限设定为负值或者政策目标利率与下限合并设定为负值
- 货币市场利率有可能跌为负利率
- 资产端的国债利率也可能跌至负

### 欧元区公债收益率



### 日本国债收益率





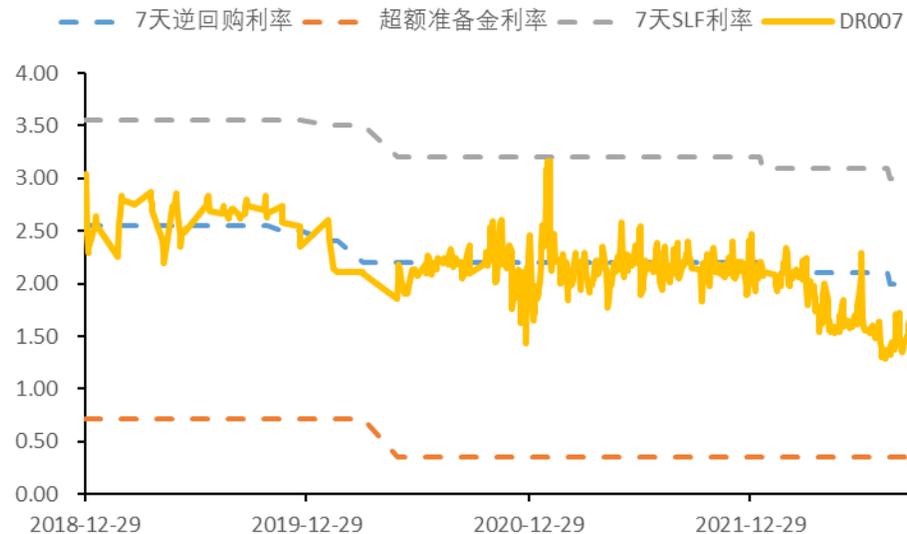
## 1.2 中国未来会出现负利率吗？



### ■ 中国利率走廊

- 下限为0.35%，已经接近零利率
- 中枢政策利率与货币市场利率还远高于零，资产端的利率也远高于零
- 未来是否可能出现负利率？

### 中国利率走廊



**2**

## **欧洲与日本推出负利率的背景 与政策效果**



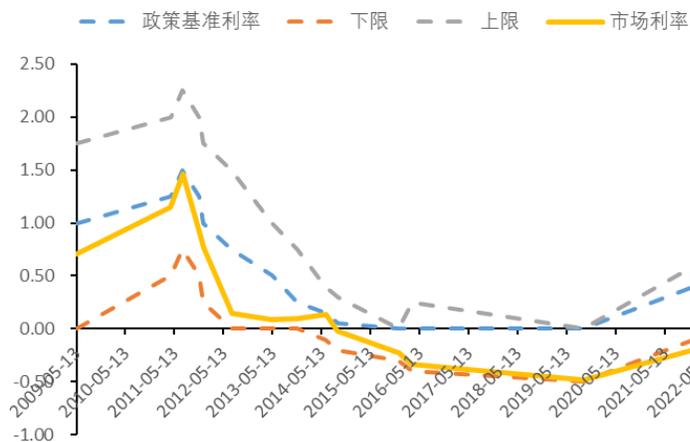
## 2.1 欧洲-欧元区推出负利率的背景



### ■ 时间线

- 利率走廊：欧元无担保加权平均隔夜利率EONIA（市场利率）、主要再融资利率MRO（政策基准利率）、边际贷款便利、边际存款便利利率；
- 2014年6月，首次将边际存款便利利率调负值；
- 2016年3月，欧洲央行将MRO设定为0；
- 2022年7月，欧洲央行宣布加息，三大关键利率上调50bp，结束边际存款便利利率的负利率时代和MRO的零利率时代。

### 欧元区利率走廊





## 2.1 欧洲-欧元区推出负利率的背景



### ■ 原因

#### ■ 2014年实施

- 通胀2012年底以来长期低于2%的目标，且趋势向下，“对低通胀持续时间过长的风险作出反应”

- 经济增长缓慢，实体信贷需求弱，利率工具无空间，被迫QE，但扩表资金未进入实体，重回到央行账户，沉淀为超额准备金

- 2016-2018，经济、通胀有所反弹但仍未达到目标，“直到管理委员会看到通胀路径的持续调整与其通胀目标相一致”，保持负利率

- 2022年，出现恶性通胀，退出负利率

### 欧元区通胀水平



### 欧元区经济增速





## 2.1 欧洲-欧元区推出负利率的背景



### ■ 深层次原因

#### ■ 人口老龄化

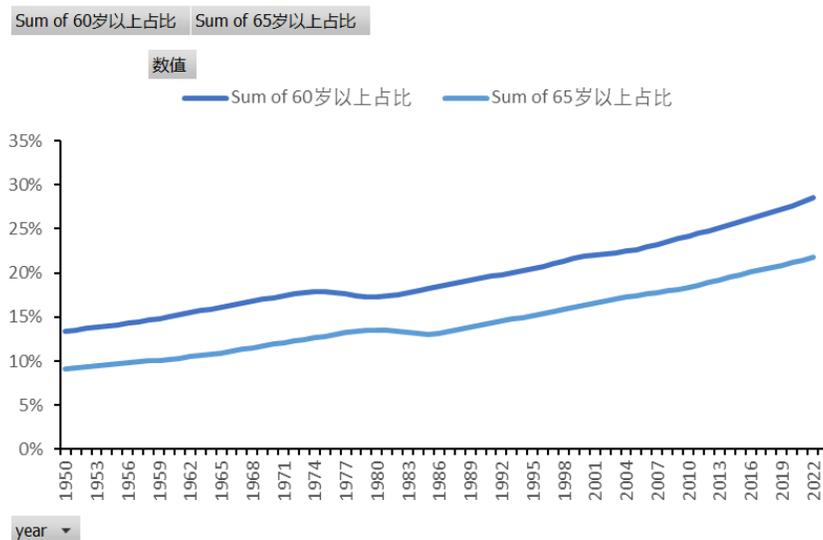
■ 2022年，65岁以上人口占比例为22%，60岁以上占比29%。

#### ■ 高税收高福利政策

■ 使得企业经营成本居高不下，抑制企业投资需求；

■ 产业外移又减少当地税收，政府债务累计多。

### 欧元区老龄人口占比



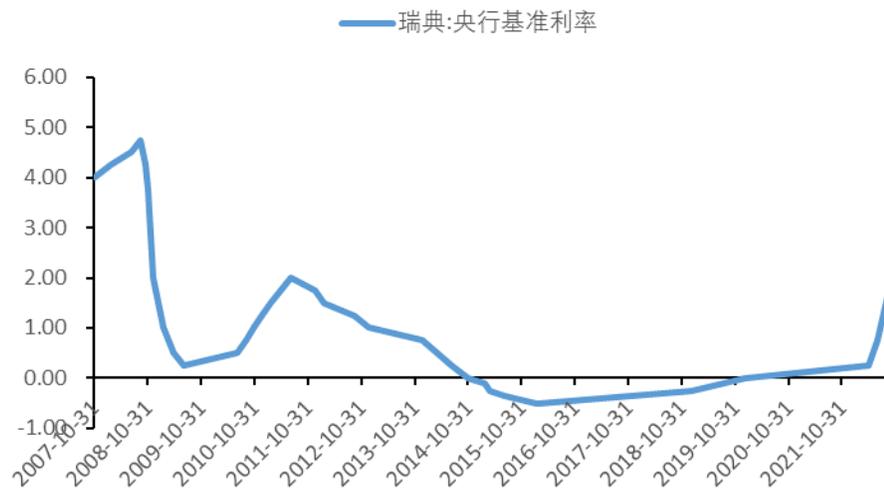
## 2.2 欧洲-非欧元区：瑞典、丹麦、瑞士



### ■ 瑞典

- 2009年7月-2010年7月；央行为了对冲不断下行的经济和通胀，将隔夜存款利率下调到-0.25%，历史第一个；
- 2015年2月-2019年12月，再次实行负利率；
- 2019年12月19日宣布将利率从原先的-0.25%上调到了0%，真正结束了实行5年的负利率实验。

### 瑞典负利率历史



## 2.2 欧洲-非欧元区：瑞典、丹麦、瑞士



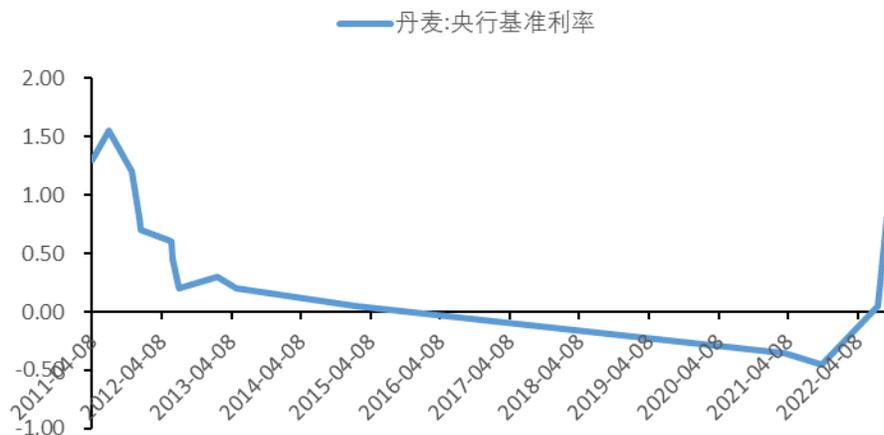
### ■ 丹麦

- 2014年9月进入负利率；
- 丹麦货币挂钩欧元，为了缓解丹麦克朗的升值压力，丹麦央行决定实施“负利率”政策；

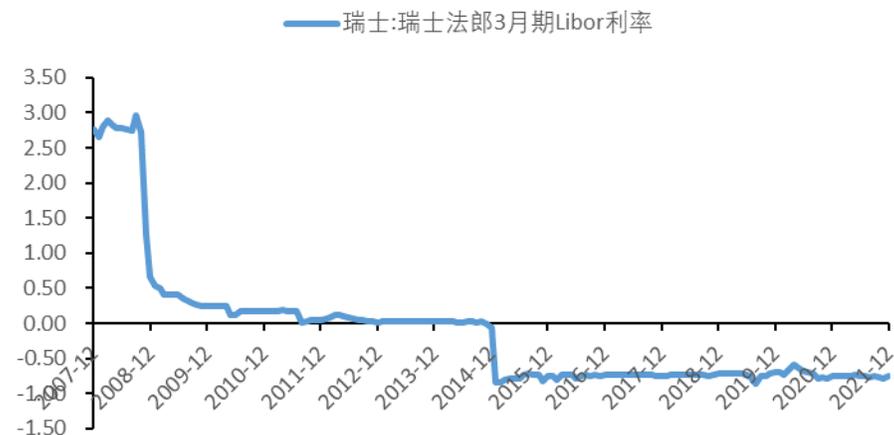
### ■ 瑞士

- 2014年12月进入负利率；
- 瑞士采用盯住欧元制度，为了应对瑞士法郎升值压力，瑞士央行决定引入负利率政策。

### 丹麦负利率历史



### 瑞士负利率历史





## 2.2 欧洲-负利率的政策效果



### 政策效果

#### 通胀

- 欧元区CPI 2014年6月后仍然长期低于2%，直至新冠疫情与俄乌战争发生恶性通胀；
- 瑞典同意没有改变CPI下跌趋势。

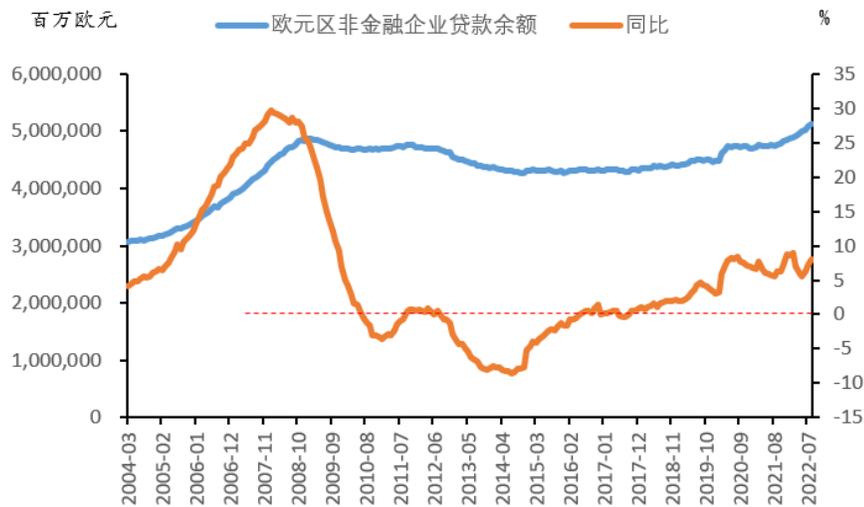
■ 信贷，负利率政策并没有大幅的提升欧元区信贷数量，未达预期；

■ 汇率，丹麦与瑞士的负利率达到了预期效果，本币兑欧元汇率没有明显升值。

### 欧元区通胀水平



### 欧元区信贷表现



## 2.3 日本推出负利率的背景与政策效果



### ■ 时间线

- 利率走廊：无担保隔夜拆借利率（市场利率）、政策目标利率、互补性贷款便利利率（上限）、互补性存款便利利率（下限）；
- 1999年3月，日本央行将政策目标利率下调至0.03%；
- 2001年3月，维持零利率的同时，日本央行开始推出QE，并在2010、2013、2016年多次加码QE；
- 2016年1月29日，引入“负利率”政策，创造三级利率体系，对金融机构在央行经常账户中持有的政策利率余额实行负0.1%的利率；



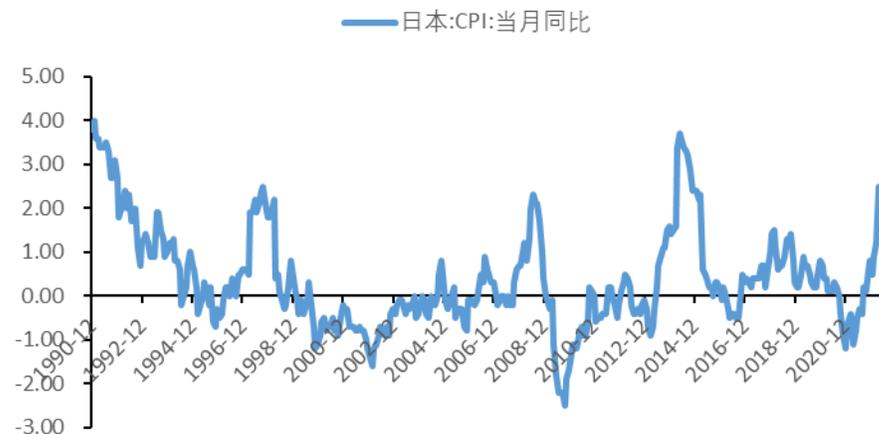
## 2.3 日本推出负利率的背景与政策效果



### ■ 原因

- 1999年便实施零利率，价格工具已无空间；
- 应对互联网泡沫破灭、金融海啸、欧债危机等只能使用数量工具，QE；
- 2012年底的推出的“安倍经济学”在2015年“失效”；
- 2009、2015年瑞典的负利率尝试起到榜样作用。

### 日本通胀



## 2.3 日本推出负利率的背景与政策效果



### ■ 深层次原因

#### ■ 人口老龄化

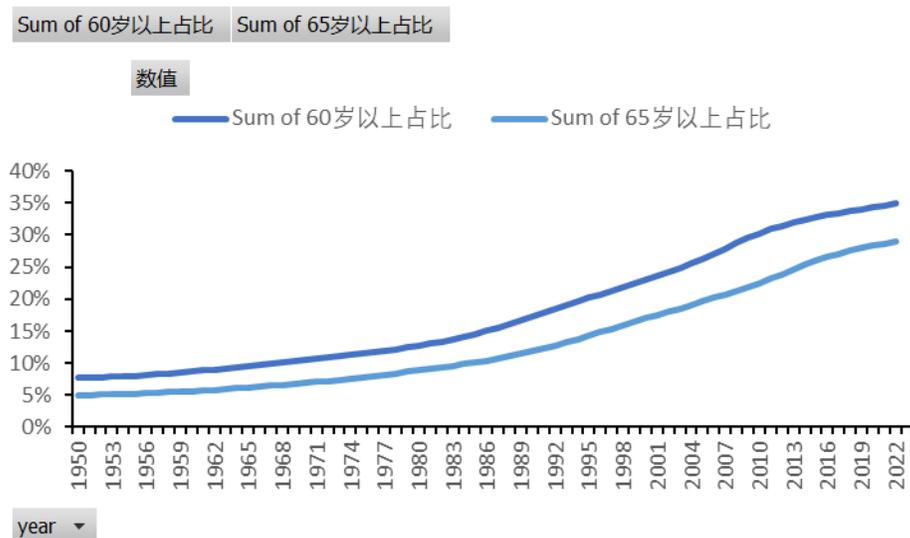
■ 2022年，65岁以上人口占比例为29%，60岁以上占比35%。

#### ■ 政府高额的公共债务率需要低利率配合。

■ 2021年包括地方政府债务在内的日本公共债务余额占国内生产总值（GDP）比例达256.9%。

■ 至2022财年（2022年4月至2023年3月）底，日本国债总余额预计将达1026万亿日元。如果央行加息1个百分点，政府每年要多支付约10万亿日元的利息。

### 日本老龄人口占比



## 2.3 日本推出负利率的背景与政策效果



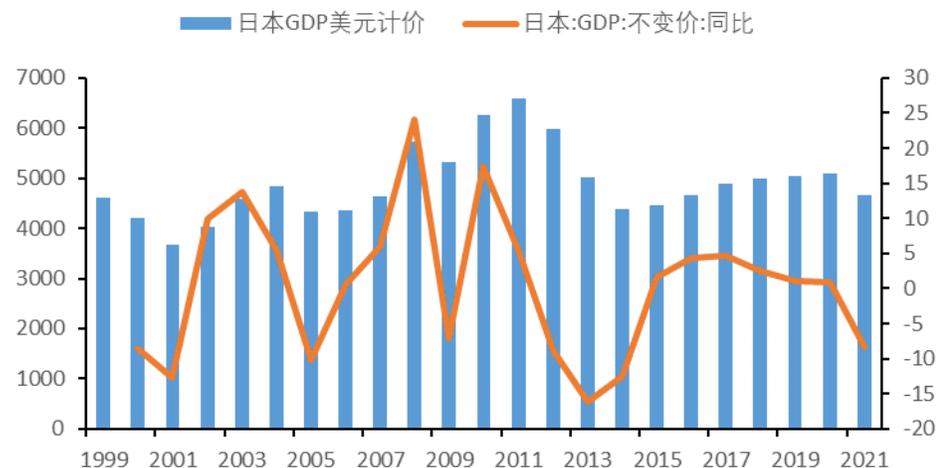
### 政策意图

- 试图将政策利率余额账户的支付利率调至-0.1%，引导资金流出央行活期存款账户，使新增基础货币投放能够实现提振经济、拉升通胀水平的目的。

### 政策效果

- 通胀，2016年1月后仍然长期低于2%，直至最近高于2%
- 经济增长，2021年GDP美元计价与1999年相同
- 信贷，存款利率受0利率制约，国债收益率与贷款利率降幅比存款利率更大，商业银行盈利能力减弱，信贷意愿低迷
- 汇率，日元避险属性，日本出口强势，贬值不明显

### 日本经济停滞



3

**中国不会出现负利率的逻辑**

## 3.1 通胀与经济增速暂时不支持负利率



- 没有持续通缩，CPI长期2%以上，而且我国央行也没有明确规定盯住2%的目标
- 经济增速尚可，4-5%的中枢
- 汇率，暂无单边升值压力，双向波动

### 我国CPI同比增速



### 我国GDP同比增速



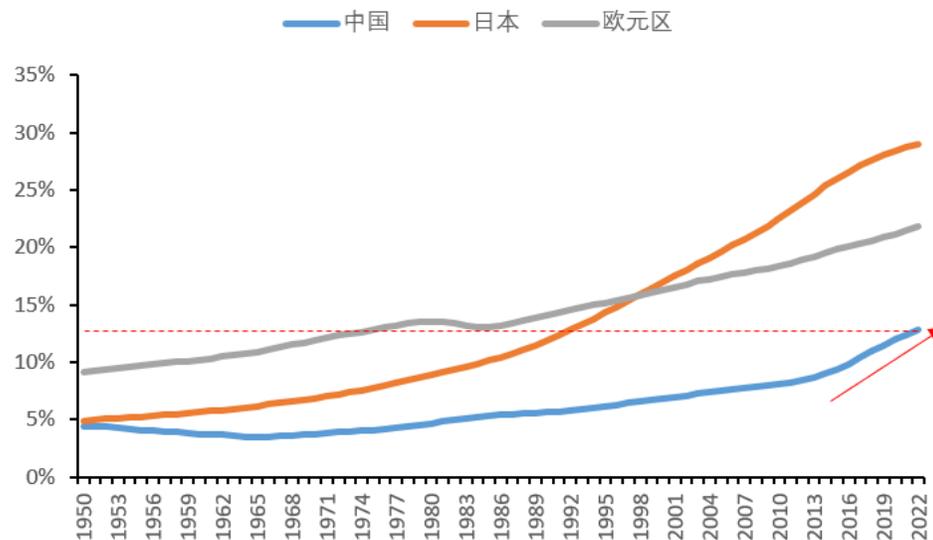


## 3.2 老龄化程度目前还不足以进入负利率



- 老龄化，程度尚浅，但近年在加速
  - 2022年中国65岁及以上人口占比达13%，60岁及以上人口占比达18%；
  - 相当于欧元区上世纪七八十年代，日本九十年代初；
  - 2014年后老龄化进程明显加速，官方预计2033年左右65岁及以上人口占比占比超过20%。
- 多胎政策对老龄化进程的影响存在变数

### 65岁以上人口占比

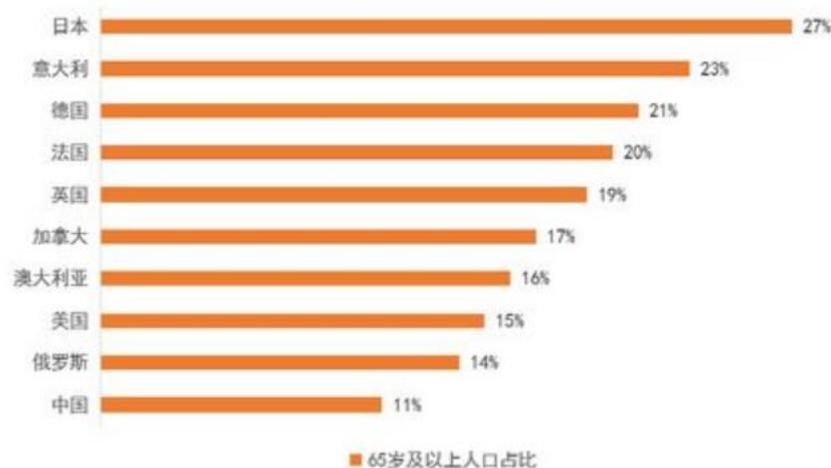


## 3.2 老龄化程度目前还不足以进入负利率



- 老龄化会导致低利率但不一定负利率
  - 社会低欲望与偏保守，降低整体需求，经济增速下滑，均衡利率下滑；
  - 税收减少，养老相关支出大，财政压力增加，需要低利率配合，负利率更佳；
  - 负利率解决不了老龄化带来的问题，欧元区与日本政策效果不佳就是证明。

### 全球各国老龄化程度排名

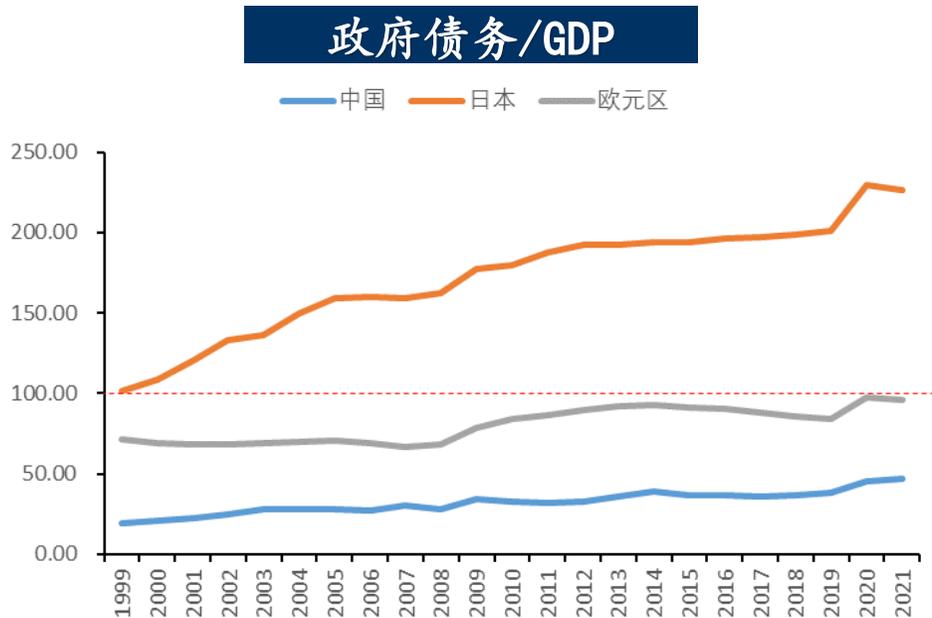




### 3.3 负利率有助于缓解政府债务压力但不是央行政策目标



- 我国政府债务压力远小于日本，考虑隐性债务与欧元区相当
  - 中央+地方债务余额53.7万亿，债务/GDP仅为49.5%，远小于日本、欧元区；
  - 考虑隐性债务可能在100%附近，与欧元区相当；
- 负利率有利于缓解政府偿债压力，但不是央行的政策目标
  - 欧洲债务压力大，央行仍然在加息，并不是主要逻辑；





## 风险提示



## 4.1 风险提示



- ◆ 疫情防控对经济的冲击；
- ◆ 逆全球化趋势对国内经济影响较大；
- ◆ 地方政府债务尤其是隐性债务压力较大
- ◆ 人口出生率低或加速我国老龄化进程。

## 投资评级说明

### ■ 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### ■ 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com

# 太平洋证券研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610) 88321761/88321717

传真：(8610) 88321566



## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明