



為何負利率債券仍然投資者衆？

目前，實施負利率的央行包括歐洲央行、日本央行、以及瑞士、瑞典和丹麥央行，它們把其政策利率減至負的水平。在更廣義的層面，日本和歐洲多國國債市場也出現了大範圍的負利率情況。國債市場的負利率源自上述央行的負利率政策，但又進一步超越了有關政策，改寫了投資理論。問題是國債負利率意味著投資者如果現在以高價買入並持有至到期，即使他們會定期獲得派息，但債券到期贖回價會低於現價，投資者會損失離場。那麼問題是他們為何還要作此投資？

根據 Bloomberg 的數據，目前國債收益率為負利率的集中在亞洲的日本和歐洲的衆多市場。日本長至 10 年期國債的收益率為負利率。至於歐洲，國債負利率的既有歐元區國家，也有非歐元區的歐盟成員國，負利率最為嚴重的為瑞士和德國國債，其中瑞士國債一直到 30 年期均呈負利率，而德國負利率則長至 10 年期國債，至於 5 年期中期國債呈負利率的國家有 13 個，2 年期中短期國債呈負利率的則有 15 個國家，瑞士 2 年期國債負利率達到 -1.1%。日本和歐洲這兩大國債市場大面積負利率，令市場估計全球有近 7 萬億美元或三成的國債市場陷入了負利率的陷阱。

如此大比重的國債市場呈負利率，參與其中的投資者可以肯定並非小衆，那麼他們為何明知負利率還要進行投資呢？對此問題，可以綜合投資者及其投資目標兩個維度來考慮。

以歐洲央行和日本央行為代表，它們既是負利率（官方利率）政策的制定者，也是量化寬鬆的執行者，兩者間接或直接地造成其國債市場的負利率。歐洲央行量寬每月要購買 800 億歐元的資產，至少執行到 2017 年 3 月，其中絕大部份是歐元區國債。據其

戴道華
高級經濟研究員
Tel: 28266187
michaeldai@bochk.com

聲明：
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

統計，截至今年5月份，它已累計買入1.0萬億歐元的資產，其中國債和公營機構債券有8062億歐元，佔比逾八成，而近月的資產購買當中國債和公營機構債券的比例更逾九成。歐洲央行的指引是哪怕這些債券為負利率，但只要該利率高於其-0.4%的存款負利率便照買可也，其最短年期定為兩年。對比歐洲各國債收益率曲線，在目前市況下歐洲央行所購買的歐元區國債年期需要不斷拉長。至於買債當中各成員國國債各佔比多少，則跟隨它們各自對歐洲央行出資的比率來計算，歐元區中德國、法國和意大利的佔比最高（非歐元區以英國13.7%的比率為最高），分別為18.0%、14.2%和12.3%。在歐元區各國努力削赤以重整財政的情況下，國債的發行在遞減，那麼歐洲央行的定額購買本身就是負利率的一個直接源頭，更不用說它帶動的來自其他投資者的需求。

日本央行的量寬就更為直接，它購買日本國債的目標是每年持有的餘額增加80萬億日圓，而且購買是開放式的，沒有時間限制。根據日本財務省的2016年預算，普通國債的發行量為146萬億日圓，餘額可達838萬億日圓。同理，光是日本央行不論回報的購買就是一個重要的需求來源。在日本國債市場的投資者當中，外國投資者持有的比重最新為10.6%，亦即絕大部份為日本國內投資者，它們當中的機構投資者如保險公司、退休基金和銀行等，根據其投資守則，要麼一定要持有日本國債，要麼需要以相同年期的國債來配對其負債，要麼要以國債來管理其流動性並作為借貸的抵押品。據此，它們共持有了54.9%的日本國債，並不會因為負利率而卻步。

就全球範圍而言，負利率國債的投資者相信既有公營投資者如央行和主權財富基金，也有各類的私人投資者。對於前者，其投資決定中分散投資的重要性相信高於絕對回報。瑞士、德國和日本國債的負利率情況嚴重，但由於瑞士法郎、歐元和日圓是國際儲備貨幣之一，央行和主權財富基金在進行資產配置時不可能因為其國債負利率就不予投資。在2015年底，瑞士法郎、歐元和日圓在全球央行所持有的官方外匯儲備當中佔比分別為0.3%、19.9%和4.1%，年內比重各有升跌，但幅度甚小，而在過去半年，其國債負利率的程度擴大，顯示有更多的買盤而非賣盤。

至於負利率國債的私人投資者，其投機動機可能更複雜和多元化，保守或進取的投資取態都有可能在負利率國債身上找到答案。沒錯，持有負利率債券到期會損手離場，但如果投資者根本

沒有打算持有負利率債券至到期，而是相信在到期之前能以更高的價格把有關債券脫手，那麼其投資決定就不難理解了。過去半年，歐、日國債負利率情況惡化，顯示這種進取的投資策略迄今為止是可行的。

另一屬於進取的投資取態是以負利率的利率成本換取可觀的匯兌收益。例如 2015 年 1 月瑞士央行放棄了實行了 3 年的瑞郎與歐元以 1.20 掛鈎的匯率安排，瑞郎兌歐元匯率一度飆升三成，當時瑞士央行實施負利率有時，那麼投資瑞士國債哪怕是收益率負利率，但匯兌收益足可彌補有餘。再如今年以來美元整體偏弱，瑞郎、歐元和日圓兌美元分別升值 3.2%、4.6% 和 12.1%，那麼在去年底投資這 3 國的負利率國債整體仍有不俗的正回報。

保守的投資者也不乏投資負利率國債的理由。首先，由於全球國債市場有三成陷入負利率，不少機構投資者可能被動地就需要投資負利率國債，因為編制債券指數的 JP Morgan、Merrill Lynch 或 Barclays 等其債券指數不可能因為負利率就把有關國債排斥在指數之外，那麼追蹤指數或以指數為基準的債券投資者就必須投資有關負利率債券，微調的空間有限。其次，在經濟增長乏力的情況下，其他主要資產回報表現不佳，如今年至今歐、日股市全綫下挫，德國和日本股市跌幅達雙位數字，其他主要類別資產風險提升，回報更劣，負利率國債仍有安全性、流動性乃至相對回報的吸引力，可繼續吸引保守投資者。再有，歐、日國債市場雖然大面積呈負利率，惟其收益率曲綫仍是向上傾斜而非倒掛的，投資者借短買長，就仍可通過延長投資年期來獲取期限溢價。最後，投資者如果對全球經濟前景不具信心，擔心金融風險上升，或認為通縮依然不可幸免，那麼負利率國債也仍會是其首選投資。就這樣，負利率國債投資也成為了新常態之一。

近期報告

- | | | | |
|-----|------------------------------|--------|-------|
| 1. | 美國利率正常化舉步維艱實乃 QE 後遺症 | 卓亮 | 06.16 |
| 2. | A 股入摩受阻無礙中國內地金融市場開放進程 | 鄂志寰、蘇杰 | 06.15 |
| 3. | 增長走勢平穩，結構變動加快 | 王春新 | 06.14 |
| 4. | 生物認證技術有助金融業逐步實現全流程電子化服務 | 關振球 | 06.13 |
| 5. | 香港的供樓負擔究竟是重是輕？ | 戴道華 | 06.10 |
| 6. | 美國勞工市場轉弱顯著壓縮加息空間 | 鄂志寰、卓亮 | 06.08 |
| 7. | 近期人民幣匯率波動的新態勢 | 鄂志寰、柳洪 | 06.07 |
| 8. | 深港通前瞻：深圳市場聚焦中國新經濟 | 蘇杰 | 06.07 |
| 9. | 香港經濟有沒有高槓桿的隱憂？ | 戴道華 | 06.03 |
| 10. | 內地 A 股離 MSCI 指數還有多遠 | 蘇杰 | 06.01 |
| 11. | 熊貓債漸入發行旺季 對點心債挑戰加大 | 應堅 | 05.31 |
| 12. | 美元轉勢下的全球外匯市場走勢分析 | 張朝陽、柳洪 | 05.27 |
| 13. | 從人民幣資產持有量看人民幣國際化 | 戴道華 | 05.27 |
| 14. | 人民幣在國際貨幣支付中的排名波動不影響人民幣國際貨幣地位 | 孔玲 | 05.26 |
| 15. | 聯儲局“加息週期”或近尾聲 | 卓亮 | 05.26 |
| 16. | 中國的貨幣環境是鬆還是緊？ | 戴道華 | 05.19 |
| 17. | 一季度香港經濟增長遜預期 | 蔡永雄 | 05.13 |
| 18. | 美元匯率變動的影響 | 戴道華 | 05.10 |
| 19. | 東盟銀行一體化為區域發展帶來新轉變 | 譚愛瑋 | 05.06 |
| 20. | 香港樓市負資產攀升今非昔比 | 張文晶 | 05.05 |