

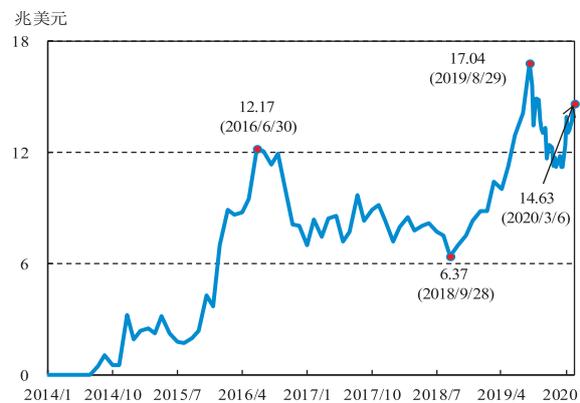
專欄1：負殖利率債券現象之探討

負殖利率債券係指投資人在債券到期收回的名日本金加利息，小於期初支付金額。本專欄探討近年造成全球負殖利率現象的原因，以及該現象若持續擴增對經濟金融的可能影響。

一、負利率政策引發負殖利率債券現象

2008年全球金融危機後，歐洲央行(ECB)與日本央行(BOJ)等大型經濟體央行陸續採行負利率政策，希望透過壓低實質利率、推升通膨預期，達到提振經濟之目的。瑞典¹、瑞士及丹麥等歐元區鄰近國家為抵銷ECB政策的外溢效果，避免熱錢湧入推升本國貨幣，亦跟進採行。2019年8月底全球負殖利率債券曾創17.04兆美元之歷史新高(圖A1-1)。歐元及日圓負殖利率債券仍為大宗，分別占54.9%及41.63%²。

圖A1-1 近年全球負殖利率債券規模



資料來源：Bloomberg。

二、全球債市負殖利率現象擴大之原因

債券殖利率降至負值之原因，大致可歸納為景氣循環因素與長期趨勢因素。

(一) 景氣循環因素

1. 經濟成長放緩與通膨下滑，壓抑當地公債殖利率

一國公債殖利率大致反映市場對該國未來經濟成長與通膨之預期。歐、日等地區或國家經濟成長放緩且通膨下滑，導致當地公債殖利率易跌難漲。

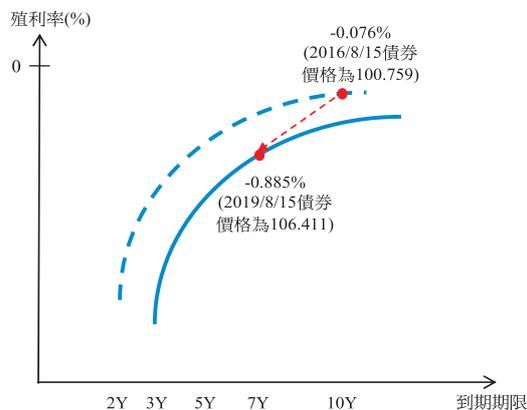
2. 負利率政策觸發負殖利率債券現象

先進經濟體透過非傳統性寬鬆貨幣政策壓低長短期利率，ECB及BOJ為強化政策力道，更進一步採行負利率政策，觸發負殖利率債券現象。

3. 投資負殖利率債券仍有獲利機會

大多數情況下債券殖利率曲線之斜率為正值，若市場預期該曲線下移機率將因央行維持寬鬆貨幣政策而攀升，投資人可透過滾動向下(roll down)策略賺取資本利得(圖A1-2)，亦可透過利差交易策略(carry trade)賺取長短期利差(圖A1-3)。

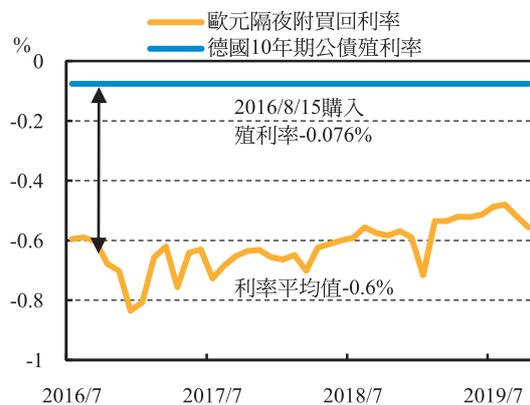
圖A1-2 滾動向下策略



註：本圖假設若2016年購入10年期德國公債，3年後(成為7年期公債)受益於殖利率曲線維持正斜率且下移，市價仍上漲(亦即殖利率下跌)。

資料來源：Bloomberg。

圖A1-3 利差交易策略



註：本圖假設若2016年購入殖利率-0.076%之10年期德國公債，並以其為擔保品承作附買回交易(利率平均值為-0.6%)，仍可獲得約0.5%之利差收益。

資料來源：Bloomberg。

(二) 長期趨勢因素

1. 潛在經濟成長率下降，帶動實質中性利率走低

人口老化與少子化導致勞動人口減少³，又全球資本財累積不足與技術進步放緩致潛在經濟成長率下降，帶動實質中性利率⁴走低，形成債券殖利率下行壓力。

2. 結構性因素拉低均衡通膨率，間接壓縮債券通膨貼水而壓抑殖利率

全球供應鏈興起及線上銷售模式盛行，持續提供物美價廉產品⁵，以及人口高齡化等結構性因素造成通膨預期下滑，甚至壓低均衡通膨率⁶。

3. 安全性資產需求增加且供給相對受限，使高信評債券殖利率易跌難漲

安全性資產多以先進經濟體公債為主，惟近年多數先進經濟體財政紀律趨嚴致公債發行量增速趨緩，但金融危機後銀行業法規趨嚴而對安全性資產⁷之需求增加，又央行現恐難以縮減資產負債表規模，加劇該等國家公債稀缺性問題，導致公債價格偏高(殖利率偏低)。

三、負殖利率債券規模增加對經濟金融之影響

(一) 傳統的儲蓄與投資行為改變，恐不利有效需求增加

研究指出⁸，日本較長天期利率降至極低水準或負值時，家計單位未雨綢繆致消費未受激勵反而儲蓄增加(2014年調升消費稅除外)，另利率偏低亦衝擊仰賴固定收益的民眾，這現象也發生在歐元區(圖A1-4)。

(二) 低生產力企業獲得利息補貼而不易被市場淘汰，不利潛在經濟成長率

過度壓低利率很可能讓經營不善之企業取得極低利率融資，而不易被市場淘汰，並提高新創企業進入市場門檻及降低市場活力，不利生產力提升。目前美、德兩國之企業新設與解散比率雙雙出現下滑。

(三) 貨幣政策易面臨有效利率下限困境

BIS等研究⁹指出，主要經濟體觸及有效利率下限之機率偏高，若無其他政策搭配，單靠貨幣政策難以提振景氣。

(四) 變相鼓勵非銀行部門從事高風險投資，易形成資產泡沫

家計部門為追求比存款利率更高的報酬，將更多資金轉移至高風險資產如不動產¹⁰等，而保險業等機構投資人為履行給付義務，增加買入私募股權等其他替代投資(圖A1-5)，除大幅推升部分資產價格外，亦讓自身更易受到金融市場波動之衝擊。

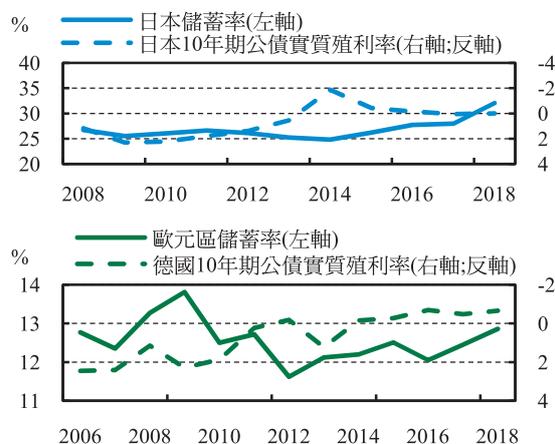
(五) 公債及貨幣市場流動性降低，可能損及金融市場運作機制

負殖利率公債規模伴隨QE及負利率政策的推出而增加，降低長期投資者交易該等債券意願，因而衝擊其流動性。例如日本公債次級市場交易量相對其在外流通餘額比率，由2011年第2季之7.68%大幅降至2019年第4季之1.45%。

四、結語

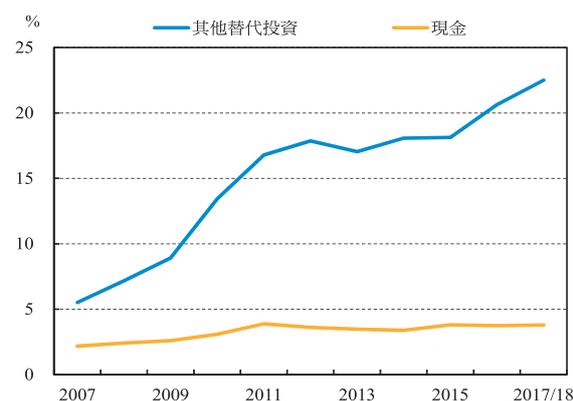
近年全球債市負殖利率現象益加普遍，除以歐元及日圓等幣別之債券為主外，同時蔓延至更長天期債券。若負殖利率債券現象延續過久，恐不利於經濟金融穩定，應密切注意其後續發展。

圖A1-4 日本與歐元區公債殖利率與儲蓄率變化



資料來源：Bloomberg。

圖A1-5 大型退休基金之另類投資比重



註：1. 統計樣本為全球700家大型退休基金，資產總規模約13兆美元。

2. 其他替代投資包括私募股權及房地產等。

資料來源：IMF (2019), *Global Financial Stability Report*, October。

- 註：1. 瑞典央行於2019年12月19日宣布調升附買回利率1碼，從-0.25%調升至零，終止其長達5年的負值。瑞典是危機後全球第一個採用負利率政策的國家，曾於2009年7月~2010年9月將存款利率調降至-0.25%，並在2015年2月跟進ECB調降附買回利率，由零降至-0.10%。
2. 依全球負殖利率債券規模指數Bloomberg Barclays Global Agg Negative Yielding Debt Index進行幣別拆解，2020年3月6日，歐元與日圓所占比重分別為54.9%及41.63%。
3. IMF估計，歐洲55-64歲的高齡工作人口占比每上升1個百分點，總要素生產力會下降0.8個百分點，其進而預測未來20年當地總要素生產力每年將下降0.2個百分點。參見Aiyar, Shekhar et al. (2019), “The Impact of Workforce Aging on European Productivity,” *IMF Working Paper*, December。
4. 實質中性利率(real neutral rate)係指在通膨與通膨預期穩定於目標值、產出缺口為零且中期亦將維持於零的情況下之利率水準。參見Archibald, Joanne and Hunter, Leni (2001), “What Is the Neutral Real Interest Rate, and How Can We Use It?” *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, Vol. 64, September。
5. Byrne, David M. and Carol A. Corrado (2017), “The Increasing Deflationary Influence of Consumer Digital Access Services,” *Federal Reserve, Finance and Economics Discussion Series*, 2020-21, January.
6. 均衡通膨率(equilibrium inflation rate)係指可避免通縮風險且不會產生惡性通膨之物價成長率。參見Jacques de Larosière (2019), “Tackling ‘Dead-end’ Monetary Policy,” *Central Banking*, October。
7. Stubbington, Tommy (2019), “Why the Global Shortage of Safe Assets Is Getting Worse,” *Financial Times*, November.
8. Miwa, Takashi et al. (2019), “Deeper Minus Rates, Household Concerns,” *Japan Economic Weekly, Nomura Research*, October.
9. Brunnermeier, Markus and Yann Koby (2017), “The Reversal Interest Rate: An Effective Lower Bound on Monetary Policy,” *Working Paper*, May; Franta, Michal (2018), “The Likelihood of Effective Lower Bound Events,” *BIS Working Papers*, No.731, June.
10. 近期丹麥銀行業甚至推出負利率房貸業務，吸引民眾貸款購屋，無形中助漲當地房價。