

徐奇渊
xuqiy@163.com

欢迎来到负利率时代¹

负利率：见证历史

在任何一本经典教科书当中，我们都难以找到关于货币政策负利率的描述。这不是经济学家有意的忽略，而是因为这超出了他们的想象力（当然，也可能是压根就觉得不重要）！

即使在《经济政策：理论与实践》这本堪称最接地气、最理论结合实际的教科书当中，四位具有深度参与政策背景的法国经济学家，也只是用了非常有限的篇幅，在某页的脚注对负利率给出了这样的说明：“短期利率为负，意味着银行向储户按存款比例索取部分费用。实际上，这种情况只有极为罕见的几个例子——例如，20世纪90年代的日本，21世纪初的瑞典——但是，这些负利率的影响也是微不足道的，因为存钱的人也可以选择将现金放在自己手里。”

2016年以来，日本央行在1月末意外宣布负利率政策，欧洲央行也在量宽一年之际如市场所期待的再度升华了负利率政策。除此之外，瑞典、瑞士、丹麦也早已沦陷为负利率国家。负利率国家的版图不断扩大，负利率程度逐步升级，负利率也从商业银行在央行的存款进一步蔓延到银行间市场和国债市场，更多的国家在酝酿减息、或者是研究负利率。我们能见证这样一个奇

¹ 本文已于2016年3月14日发表于《澎湃》

葩的时代真是有幸，但同时也不幸，要面对更多的不确定性。

没有现成的教科书、没有现成的理论框架，有人说黑田东彦是冒险。但是，他不冒险还能做什么？孤注一掷倒真的可能带来转机。但是这样做有什么后果？经济学家的心里并没有底。在安倍晋三放出“三支箭”、推出超级量宽之后，曾任奥巴马经济顾问委会主席的 Christina Romer（没错，她的丈夫就是美国加州大学的 David Romer）就坦言：“我并不清楚日本的实验会否凑效，但是从他们大胆尝试中，我们将会学到很多东西”。现在黑田在超级量宽的基础上又祭出了负利率，那这就是一个更为大胆的实验和尝试。

为什么要搞负利率？

虽然经济学家都没想明白，但是决策者都没什么耐心，而民众看起来更没什么耐心。不过，经济学家还是有贡献的，他们虽然还没搞清楚负利率，但是大部分人都认为通货紧缩是坏的一一尽管并不是所有经济学家都认同这种观点，例如，有的人认为首先应当区分通货紧缩的原因，是由于需求萎缩带来的，还是由于供给成本减少带来的，后者就是好的通货紧缩。

觉得通货紧缩有害的理论观点认为：其一，在劳动力市场上，降工资总是困难的，工资向下调整的阻力很大，劳动合同也很少考虑工资向下调整的情况。这时候，温和的通胀就有助于调整实际工资。

其二，在商品市场上，如果企业发现自己的产品价格一直在下跌，那么企业首先会对自己的产品销路产生担忧，并影响企业进一步扩大生产规模。对于高负债的企业来说麻烦就更大，通货紧缩意味着实际利率的上升，企业偿付债务的负担将会上升。

其三，对于银行而言，假定零利率是下限，那么伴随通货紧缩出现的将是超低利率，在整体利率水平就很低的情况下，存贷款利差更小，这时候银行的贷款热情也会减少。与此同时，在通货紧缩以及伴随低利率的背景下，因为金融资产（比如债券）的收益无法覆盖其风险，这时候，投资者将选择更多的持有货币一一这就是流动性陷阱，货币政策将面临失效的可能性。

既然负利率的病理和副作用还不清楚，而通货紧缩的副作用又如此明确，那决策者就要坚决打掉通货紧缩的恶性循环。对于欧洲央行和日本央行

而言，他们就是要搞负利率，就是要把通胀率做上去。为此，这些央行尝试了各种名目的数量宽松。克鲁格曼曾经犀利的指出：“日本央行要做的，就是要让大家相信，他是不负责任的！”直升机上洒钱都不能让大家相信他的不负责任，那就对存款征收罚款（当然，目前日本的情况只是对商业银行在央行的一部分存款征收利息，而不是对居民）。

同时，日本央行的负利率政策还另有苦衷。2012年末安倍上台以来，持续的超级量宽目的无非就是为了压低利率，从而提高市场的预期通胀率。为此，日本央行已经大举购买政府国债，央行资产负债表已经从2012年末的160万亿日元，扩张到了现今的380万亿日元。资产负债表的扩张，基本都是通过日本央行印钱购买国债来实现的，目前国债余额已经占到央行资产负债表的85%。

另一方面，日本央行购买的国债已经占到整体国债余额的三分之一左右，按照目前的购债速度，预计2016年底即可超过40%。而日本央行购买的国债，主要来自于商业银行的减持部分，那么购买国债的计划能否继续延续下去，很大程度上也取决于商业银行是否配合。一方面是央行资产负债表的扩张严重依赖于国债，国债价格被央行强行抬升，那么央行退出这种干预的风险越来越大，只能一路走到黑；另一方面是商业银行资产配置当中，除了国债也没啥更好的选择——日本央行越来越接近无债可买的境地。在这种情况下，日本央行的目的很明确，超级量宽不就是为了压低利率、推升通胀预期吗？数量宽松的软干预不行，那就来硬的，直接负利率！

欢迎来到负利率时代的普通青年、文艺青年和其他青年——无处安放青春，是转瞬即逝的美好，**负利率的后果，则是无处安放的货币，一个让人心慌的问题**。近两年以来欧元区的负利率试验，以及三年多以来日本超级量宽的试验，都为我们提供了一些初步的观察，敬请期待下期的《三个学术民工》。

提到的书：

《经济政策：理论与实践》，作者是：阿格尼丝·贝纳西-奎里，贝努瓦·科尔，皮埃尔·雅克，让·皮萨尼-费里。该书由布兰查德（Olivier Blanchard）为其撰写的前言，他评价道：“我也很想写一本理论与实际政

策能够紧密结合的教材，我觉得和 Stan Fischer 一起编写的研究生教材，可能向读者传递了一种错误的信息：理论在很大程度上是脱离实际的。而《经济政策》的四位作者，他们已经抢先完成，并且他们的这本书，已经超出了我想写的那本”。该书由徐建炜、杨盼盼、徐奇渊良心翻译，已经于 2015 年末由人民大学出版社发行。

免责声明：

本报告为非成熟稿件，仅供内部讨论。版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所经济发展研究中心、国际经济与战略研究中心所有，未经本中心许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，我们保留法律追责权利。

联系邮箱：haobo.jin@hotmail.com