

这个负利率究竟是怎么回事？*

2014年6月，一个阳光明媚的下午，我和同事正在讨论欧元区经济走势，突然收到朋友发来的一条微信“这个负利率究竟是什么鬼？”。我顿时有些哑然。谁知道这个负利率是怎么回事呢，学校里面没学过，历史上也没经验。看到负利率的第一反应是，居民应该把钱都藏到床垫下，有钱人应该都把纸币换成黄金。仔细想想似乎又没那么简单。一晃小两年过去，今年1月，日本央行也跟着宣布实施负利率政策。看起来，负利率政策已经是相对成熟的试验品。对于这个新鲜事物，我们应该引起足够重视，至少需要了解这些国家为什么要实施负利率政策，有那些具体效果？

负利率缘起：小国稳定汇率，大国刺激信贷

小型经济体实施负利率的政策目标是稳定汇率。欧央行并不是负利率始作俑者，打响第一枪的是丹麦央行。2012年，欧元区在债务危机泥潭越陷越深，资本大量外流至丹麦等外围小型经济体，丹麦克朗面临对欧元的升值压力。根据欧洲汇率机制（ERM2），丹麦克朗对欧元保持在7.46上下2.25%的波动区间内。丹麦央行的首要任务是维持汇率稳定，利率完全是为汇率服务。2012年7月，丹麦央行宣布将金融机构

*本文已发表于《瞭望智库》。

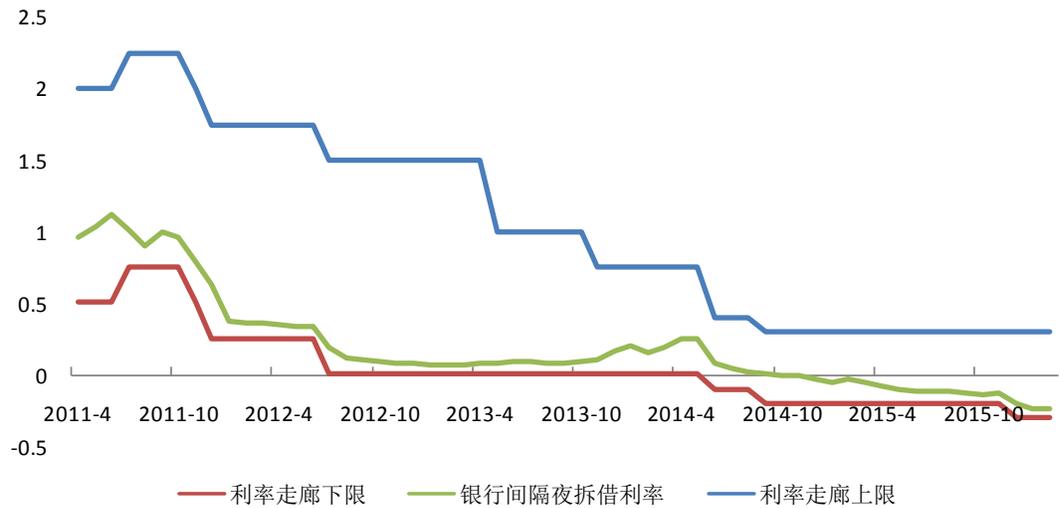
在丹麦央行的定期存款利率（期限一周）下调至-0.2%。除了丹麦，瑞士为了遏制海外热钱融入，在2014年12月也曾经宣布实施负利率政策。总体来看，负利率政策稳定汇率的效果较好。

欧央行和日本央行实施负利率则是为了刺激银行积极放贷，缓解国内的通缩压力。在2014年，欧元区经济面临最大的挑战并不是债务危机，而是通缩压力和银行惜贷。当时，西班牙和葡萄牙等南欧国家已经陷入通货紧缩，德国和法国的通货膨胀率也低于1.0%。通缩原因之一正是坚挺的欧元降低了进口价格，2014年3月欧元对美元汇率曾经达到1.38的高点。银行惜贷是因为南欧国家的银行出于降低风险的考虑，将大量资金作为超额准备金存放在欧央行，最高达到4300亿欧元。2014年6月，欧央行正式实施负利率，希望可以压低欧元汇率，刺激金融机构发放信贷。与欧元区类似，日本也同时面临通胀不振和银行惜贷问题。2016年1月，日本央行也实施了负利率政策。

负利率政策没有直接波及普通储蓄者

对负利率的理解首先需要澄清一个事实。所谓负利率政策是指央行对银行存放在央行的准备金存款征收负利率，并不是说银行对普通储户会收取利息费用。欧央行通过利率走廊来影响市场利率。利率走廊是指中央银行通过向商业银行提供一个贷款便利工具和存款便利工具，将货币市场的利率控制在目标利率附近。以央行目标利率为中心，在两个短期融资工具即央行贷款利率与存款利率之间就形成了一条“走廊”。通俗的说，利率走廊是央行和银行之间借贷利率的上下限。当银行把钱存在央行时，利率是存款便利工具利率（走廊下限）；当银行向央行借钱时，利率是贷款便利工具利率（走廊上限）。负利率政策调整的是利率走廊的下限——超额准备金利率，直接拉低了银行间同业拆借市场的利率。下图表明，从2014年6月开始，欧元区的银行间隔夜拆借利率跟随利率走廊转为负数。

图 1 欧元区利率走廊

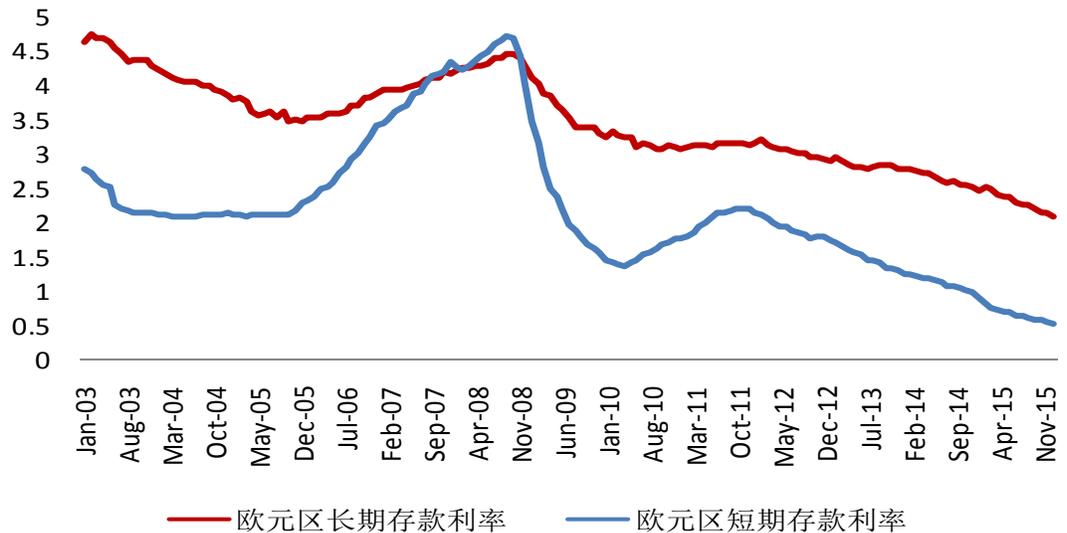


数据来源：CEIC，下同。

在负利率环境中，银行间同业拆借市场交易量迅速下降。表面上，银行间借贷利率为负，资金需求方的银行可以大肆借贷。实际上，负利率反而会让银行间同业拆借市场迅速陷入低迷。因为同业拆借资金都是短期头寸调剂，拆进来的钱还是会存放在央行账户上。而同业借入资金的收益会低于存放在央行账户的成本，此时不管是拆出还是借入都不是合适的买卖。所以，银行间的短期拆借需求量反而会迅速萎缩。日本央行宣布负利率之后，日本银行间市场同业拆借业务最高下降了 79%。

尽管如此，银行给普通储蓄者提供的存款利率并没有太多变化。例如下图中，欧元区短期存款利率基本保持在 0.52%，长期利率保持在 2.07%的水平。普通储蓄者在银行存钱并不需要额外支付费用。负利率的作用主要在于逼迫银行调整自身的资产负债表，减少短期储蓄，增加长期投资。

图 2 欧元区存款利率水平



负利率疗效：银行增加中长期信贷，难以改变通缩困境

负利率的效果主要看通胀和银行信贷情况。负利率政策与传统的利率政策传导渠道其实很相似。利率渠道：下调利率可以刺激投资和耐用消费品，增加信贷需求；作为追求利润最大化的银行而言，也会放松信贷约束，增加信贷供给。信贷渠道：利率下调也会导致抵押资产的价值上涨，此时企业也更容易获得信贷，产生金融加速器的效果，增加信贷需求和供给。

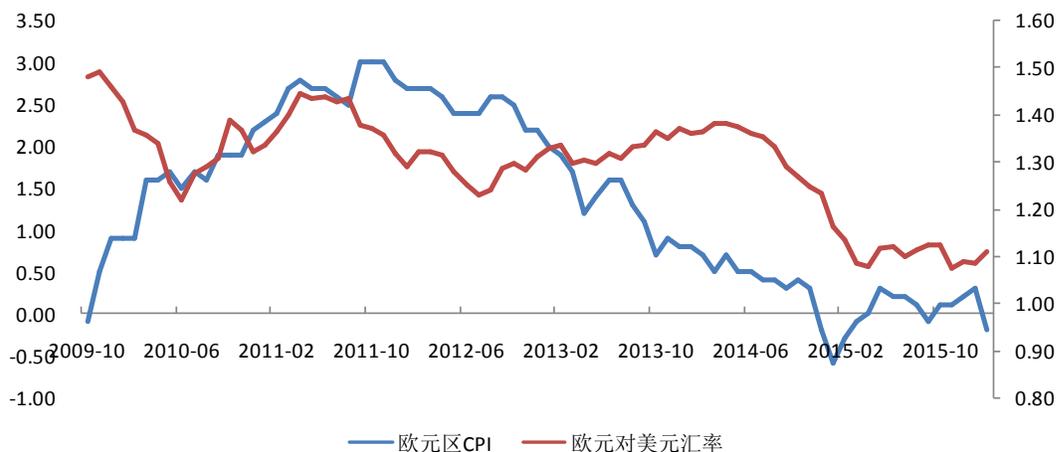
从银行信贷的角度来看，欧元区的负利率政策取得了不错的效果。下图表明，自 2014 年 6 月 2016 年 1 月，欧元区信贷增速从-2.32%上升到 0.43%。一方面反映欧元区经济逐步复苏，另一方面表明负利率政策的确有效刺激银行发放贷款。因为，从贷款期限来看，实施负利率政策之前，短期信贷增速要高于中长期信贷增速。实施负利率政策之后，短期信贷增速逐步下滑至-3.12%，而 1-5 年期的中长期信贷增速却升至 4.56%。负利率政策让短期贷款利率迅速下降，侵蚀了银行利润，导致银行不得不配置收益率较高的中长期信贷资产。

图 3 欧元区银行信贷结构



负利率政策对汇率的作用效果较好，对通胀的作用却并不显著。实施负利率政策后，丹麦克朗对欧元汇率大致稳定在 7.46 左右，瑞士法郎稳定在 1.1 左右。欧元对美元汇率从 1.36 贬值至 1.1。日元对美元汇率的意外升值是缘于市场动荡引发投资者避险情绪上升，增持日本国债资产，引发日元暂时性升值。总体来看，实施负利率的国家可以减缓资本流入，引发本币贬值。但是负利率对通胀刺激作用非常有限，传导渠道并不通畅。下图表明，欧央行实施负利率政策后，欧元对美元迅速贬值，但是通胀率依然没有起色，近期有再度陷入通缩之虞。

图 4 欧元区 CPI 和欧元对美元汇率



目前各国央行实施的所谓负利率政策，实际上是在向商业银行的短期资产征税。商业银行无法把这些成本直接转嫁给储蓄者，只能通过调整自身的资产负债表，消化负利率成本。这是一个非常危险的游戏，商业银行作为市场主体，本身会对市场项目做风险收益评估。银行家不愿意贷款是因为信贷风险太高。如果经济基本面没有改善，只采取负利率这种惩罚措施，强迫商业银行向市场发放风险较高的中长期贷款，反而会损害金融体系的稳健性。

总体来看，当央行所有传统货币政策工具已经基本失效时，实施负利率政策的确可以改变金融资产的定价，但效果也仅限于金融市场。未来还需要有一系列促进经济增长的政策措施相互配合，央行实施的负利率政策才能真正发挥效果，否则会严重影响银行业的稳定。

（笔者为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融室副主任）

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。