

徐奇渊
xuqiy@163.com

负利率：在海边玩耍的那些央行¹

对于负利率政策（这里是指负的名义利率），纽约联储的副主席 James McAndrews 给出了一个形象的比喻：从海边的沙滩上，你一步步地走进水里，随着向深水迈进，你的每一步都会感受到越来越大的阻力。从正利率向负利率的深水区迈进，两者的差别，也正是这样一种情况。零利率的下限就是海平面，从踏入海平面开始，央行的利率政策就将注定——面临越来越高的成本和阻力！

现在，丹麦、欧元区、瑞士、瑞典、日本的央行，已经忍受不了沙滩上的煎熬、相继下水。

负利率的效果差强人意

欧央行在 2014 年 6 月启动负利率政策。其正面效果主要体现在：欧元显著贬值、贸易竞争力有所增强，显著减轻了欧元区各国政府的债务成本，消费者信贷以及消费需求也有所增强。

但是作为负利率最重要的两大目标，通胀率和固定资产投资，情况则不容乐观。首先，欧元区的通胀率水平仍远低于目标水平。2016 年 2 月，欧元

¹ 本文已于 2016 年 3 月 21 日发表于《澎湃》

区通胀率甚至进一步落入-0.2%。同时，市场对通胀的预期也进一步萎缩、恶化。另一方面，当期的投资将形成下一期的供给能力、提高未来的潜在增速，但是欧元区的投资信贷和投资规模只有微弱改善，且实际投资的规模仍然大幅度低于危机前的水平。2016年1至2月欧元区的投资规模，比2011年同期低7%左右，比2008年同期则下降超过15%。

日本的负利率政策效果如何？三菱东京日联银行的研究结果显示：受制于日本面临的一些结构性问题，即使日本的负利率政策能够使实际利率出现下降（实际上这也不是必然的），日本的投资、出口、消费也难以出现明显改善。

负利率有没有底？

传统意义上，零利率本身就是不可突破的下限。如果利率低于零，那么存款者就会取出钱，放到自己的保险箱里。不过保管大量现金会带来各种麻烦：太沉不好拿，太多不好数，还要防火防盗防什么的云云。所以，只要负利率带来的成本，能够低于这些保管现金的成本，那么零利率的下限就可以突破、负利率就可以实现。不过即便如此，负利率也仍然具有下限，不能超出现金保管的成本率（这个成本率其实也相当有限）。

但是一些经济学家也探讨了突破负利率下限的可能性，比如哈佛大学的Kenneth Rogoff、美联储经济学家Marvin Goodfriend（他曾经讲了一句名言，正是因为真实经济周期理论当中没有货币，我们才能看清楚货币的作用）等等。他们都曾研究过以各种形式取消、或者限制现金流通的可行性，实际上各国央行也都在研究电子货币。如果消费者无法持有现金，那么负利率的下限空间就会得到大幅拓展。不过目前来看流通中的现金还难以取消，所以这种情形还只是一种可能性。

负利率的不对称冲击

一个现实的问题是：对不同的人而言，现金保管成本并不一样。而且，这种成本具有显著的**规模不经济**特点——钱越多，保管起来越麻烦、成本越高。所以，尽管中央银行对商业银行的准备金（这些准备金必须存在央行账户上）可以征收负利率，但商业银行是否能对所有的储户征收负利率，这种

传递效应就要区别对待了。对于普通储户而言，现金的保存并不是太大的问题，同时他们可能更加看重负利率带来的成本，而较少考虑自己管理现金的潜在成本。因此，负利率难以传导到普通储户身上，从这个角度而言，负利率空间就非常有限。

但是对于大机构和各路土豪而言，他们保管现金的成本太高，所以相应地，对负利率的容忍度要大得多。作为一个心理的临界值，负利率的传递效应在零售市场和批发市场完全不同。对于这种不对称的传递效应，央行也是小心翼翼的进行试探。所以央行在对银行准备金征收负利率时，只是在边际上对银行准备金征收负利率，而不是针对全部存量。例如在日本央行初次宣布的负利率政策当中，适用于负利率（-0.1%）的超额准备金当时只有十多万亿日元，而其他绝大部分的经常准备金（约 212 万亿日元），则仍然维持正利率（+0.1%）。

现金保管的规模不经济，从根本上导致了负利率在批发市场和零售市场的传递效应不同。这也就是为什么直到目前为止，欧元区、日本的负利率仍然局限于银行间市场、国债市场等批发市场，而在零售市场上的存款利率仍然为正。

另外，市场是聪明的，金融家会发明各种节约成本的金融创新。例如，成立一家机构、冠以新的名字（比如贵宾保险箱），为大客户提供现金保管、支付等服务。而互联网金融则为我们创造了更为广阔的想象空间。在此背景下，**随着时间的推移，负利率效果也将出现递减性质。**在此情况下强推负利率，只能导致金融市场的加速脱媒。

另外一个相关的问题：负利率政策下，银行盈利情况会否恶化？这主要取决于银行将负利率传递给储蓄者和借款者的能力。在经济前景不明，贷款需求疲弱的背景下，银行只能将负利率的成本传递给储户，尤其是批发市场上的储蓄机构。但是后者的容忍度也是有限的。反过来作为一个中间变量，银行盈利情况的恶化，也会对负利率政策形成一个直接的下限约束。

负利率风险渐行渐近

负利率正在催生金融资产价格泡沫、尤其是高风险资产的价格泡沫。

2015 年末，总部在荷兰的 ING 集团曾经对 15 个国家的 13000 位储户进行调

查，他们发现：对于负利率政策的反应，只有约 12%的人表示会增加消费，45%的人表示会提取现金自己保管（这些储户通常是储蓄规模较小的），另有 43%的人表示将会增加其他金融投资（例如股票、债券等等）。这表明，一方面负利率政策带来的消费刺激效果比较有限，另一方面，更多的资金将会涌向风险资产，从而进一步推高风险资产的价格。对于机构投资者而言，显然后一种效果更将占据主导地位。

在欧盟对商业银行的审慎监管框架当中，所有以欧盟主权国家债券形式持有的银行资产，其风险权重一视同仁的被定为 0。也就是说，银行持有相同的国债资产，其中是德国债券多一些、还是意大利债券多一些，其风险评估并没有区别，反倒是持有意大利债券多一些还能带来更多的收益。在此背景下，负利率政策加速将市场资金推向了长期端、较高风险的债券。

2016 年 3 月 10 日欧洲央行宣布加码负利率政策之后的次日，法国、西班牙、意大利 10 年期国债，它们与德国 10 年期国债的利差，分别下降了 10、10 和 18 个基点。在 2014 年 6 月 6 日欧央行宣布启动负利率政策的前后，这些利差的降幅更大。目前，这些利差水平已经逼近 2008 年末、欧债危机全面爆发前夜的状态。而众所周知，欧元区国债市场的定价失灵、收益率趋同，是欧债危机爆发的直接原因之一。国际清算银行副总裁 Hervé Hannoun 在 2015 年 4 月就指出了负利率的这种潜在风险。

黑白之争

日本央行行长黑田东彦笃信货币的力量，而他的前任白川方明是一位学者型官员，20 世纪 70 年代在芝加哥大学有五年的求学经历，深受货币主义学派的浸染。不过安倍最终在黑、白当中选择了黑的。

白川卸任之后，有在一次美联储的会议中这样讲道：“通过降低利率，货币政策可以透支明天的需求。但是到了明天，就得再透支后天的需求。”也就是说，出来混，总是要还的。这话不仅是送给黑田，也是送给欧美各国央行的。或许有一天，当潮水退去时候，你会发现，一直在裸泳的不止有激进的投资者，还有那些在海边玩耍的央行！

主要参考文献：

1.Fadi Hassan," One year of quantitative easing", Economics Special, UniCredit Research, 8 March 2016

2.Hervé Hannoun, “ Ultra-low or negative interest rates: what they mean for financial stability and growth” , Bank for International Settlements, at the Eurofi High-Level Seminar, Riga, 22 April 2015

3.ING,Negative rates, negative reactions, ING Economic and Financial Analysis, Dec,2015.

4.McAndrews James, “ Negative nominal central bank policy rates – where is the lower bound?” , Federal Reserve Bank of New York, speech at the University of Wisconsin,8 May, 2015.

5.Morten Bech, Aytek Malkhozov, How have central banks implemented negative policy rates? BIS Quarterly Review, March 2016

6. 日本综合研究所宏观经济研究中心, 《日本经济观察》, 2016年3月。

7. 三菱东京日联银行, 《日本负利率政策的效果以及传导机制》, 日本经济观察, No. 47 2016年3月10日。

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