

# 对负利率问题的若干思考

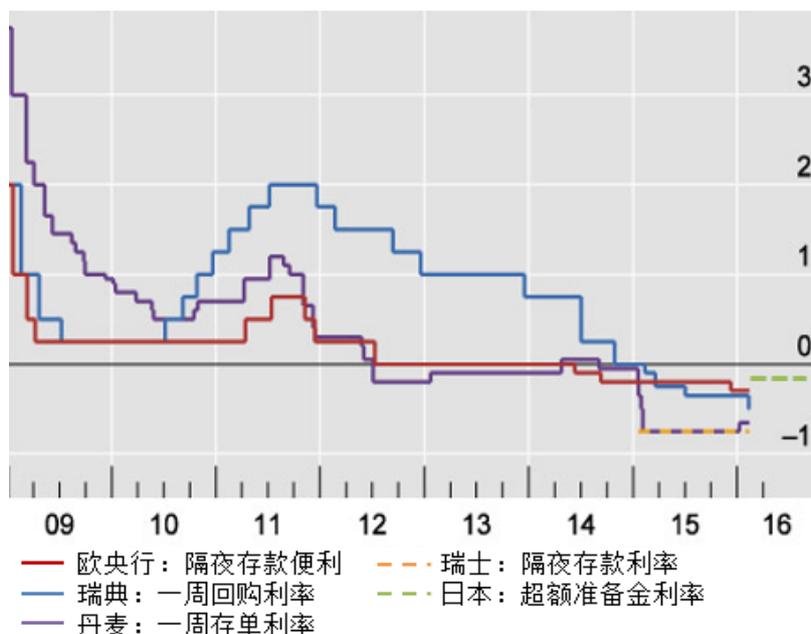
吴晓灵

清华大学五道口金融学院院长

(2016年5月)

当前全球已有瑞典、丹麦、瑞士、欧元区和日本等五家央行实施了负利率政策，引起了各界广泛关注（图1）。作为一个相对较新的概念，负利率在以前的经济理论和政策实践中都较少提及。今天我先抛砖引玉，谈谈自己的一点看法。

图1 目前已实施负利率政策的央行



数据来源：BIS。

## 一、负利率政策推出的背景

负利率政策的一个大的时代背景是2008年国际金融危机。虽然本轮金融危机爆发到现在已经将近8年，但全球经济仍处于缓慢复苏中。这次的金融危机爆发的原因有很多，其中，国际货币体系的不完善是其中一个非常重要的因素。从1971年，美元和黄金脱钩之后，全球进入到了完全的信用货币时代，流动性快速增长。随着金融一体化进程的推进，跨境资本流动日益频繁，波动十分剧烈。事实上，与日俱增的全球流动性对金融稳定以及宏观经济的持续发展带来了巨大挑战。在不完善的国际货币体系作用下，货币因素与非货币因素相互交织，全球性失衡不断累积，最终导致国际金融危机的爆发。

危机爆发后，各国纷纷紧急出台应对措施。由于财政政策会受到政府既有债务水平及赤字率的“刚性”约束，在一些国家已经没有进一步发挥的空间；而结构性政策往往中长期才见效，且过程比较痛苦；相比而言，灵活性较强、政治阻力较小、见效较快的货币政策自然地成为各国应对危机的首选。尽管各国央行在危机爆发后迅速做出了很多及时适当的反应，有效缓解了危

机，但在后危机时代，一些国家却出现了过度依赖货币政策的倾向。宽松的货币政策层层加码，从降息、央行资产购买计划到货币贬值、负利率政策等，而其它政策却没有及时跟上。

过去为经济繁荣所创造的那些货币，不仅没有伴随着危机的到来而被消除掉，危机后的极度宽松的货币政策反而又飞速创造出了更多的全球流动性。本来，金融危机中银行的倒闭是一种消除多余货币的调整途径，也就是说以实现货币出清的方式来促进实体经济的出清。但是危机后过于宽松的货币政策不仅没有让货币出清，反而大幅增加了全球流动性。事实上，过多的流动性很容易造成资产价格膨胀，加剧跨境资金的波动，甚至引起过多恐慌，影响全球金融稳定和实体经济复苏。

## 二、负利率政策的机理

现阶段，已经实施的负利率政策主要针对央行与商业银行之间的利率，例如商业银行在央行的一部分存款利率、超额准备金利率等（Bech 和 Malkhozov, 2016）<sup>1</sup>。负利率政策的初衷是，

---

<sup>1</sup> Bech 和 Malkhozov (2016) 对丹麦、瑞典、瑞士和欧央行实施的负

在一个顺畅的利率传导机制中，首先，央行与商业银行之间的负利率能够传导至银行间市场隔夜利率；接下来，银行间市场隔夜拆借利率加上期限溢价后传导到中长期国债利率；最后，中长期国债利率加上风险溢价后传导到中长期贷款利率，最终作用在实体经济上（Illes 和 Lombardi, 2013）<sup>2</sup>。长期以来，货币政策一直受到“零利率下限”约束，而负利率则突破了该边界，相当于把利率传导机制起始端的政策利率调到了负的、更低的水平，从而试图压低整个收益率曲线。

理论上，负利率政策可以通过五个具体渠道影响经济活动（Hannoun, 2015）<sup>3</sup>：一是信用渠道。对商业银行在央行的存款实施负利率相当于对商业银行在央行的存款实施一个“惩罚”，鼓励商业银行更多地将资金借贷出去。二是资产价格渠道。负利率可以通过降低贴现率来提升资产

---

利率政策细节进行了梳理。日本央行在 2016 年初宣布自 2016 年 2 月 16 日起对商业银行存放在央行的一部分超额准备金账户实施负利率，详见 [http://www.boj.or.jp/en/announcements/release\\_2016/k160129a.pdf](http://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2016/k160129a.pdf)

<sup>2</sup> Illes 和 Lombardi（2013）将政策利率向中长期信贷利率传导的过程分为三个阶段。具体地，第一阶段是政策利率向银行间市场隔夜利率传导，其差值反映货币市场流动性状况；第二阶段是银行间市场隔夜利率向中长期国债利率传导，其差值为期限溢价；第三阶段是中长期国债利率向中长期贷款利率传导，其差值是信用风险溢价。

<sup>3</sup> Hannoun（2015）列举了负利率政策的五个传导渠道。

价格，并通过财富效应来刺激消费需求或托宾 Q 效应来促进投资需求。**三是**资产组合渠道。负利率会提升风险偏好，鼓励公众在金融市场或实体经济配置更多风险资产。**四是**再通胀渠道。负利率政策可以制造通胀预期，抵抗通缩风险。**五是**汇率渠道。通过降低本币收益率来引导货币贬值来促进出口。

### 三、负利率政策的负面作用

我个人以为，负利率政策并非如支持者们设想的那么美好，有着明显的负面作用。

**一是对**货币拥有者的剥夺。央行对商业银行的存款准备金实施负利率后，商业银行有可能向存款人转嫁成本，对存款人收取负利率。事实上已经有一些商业银行对部分机构客户实施了负利率（图 2）<sup>4</sup>。这直接侵蚀了存款人财富，伤害了依靠利息收入群体的利益。财富的缩减有可能导致居民消费需求下降，反而会抵消负利率政策扩大总需求的初衷（Stiglitz, 2016）<sup>5</sup>。实际上已

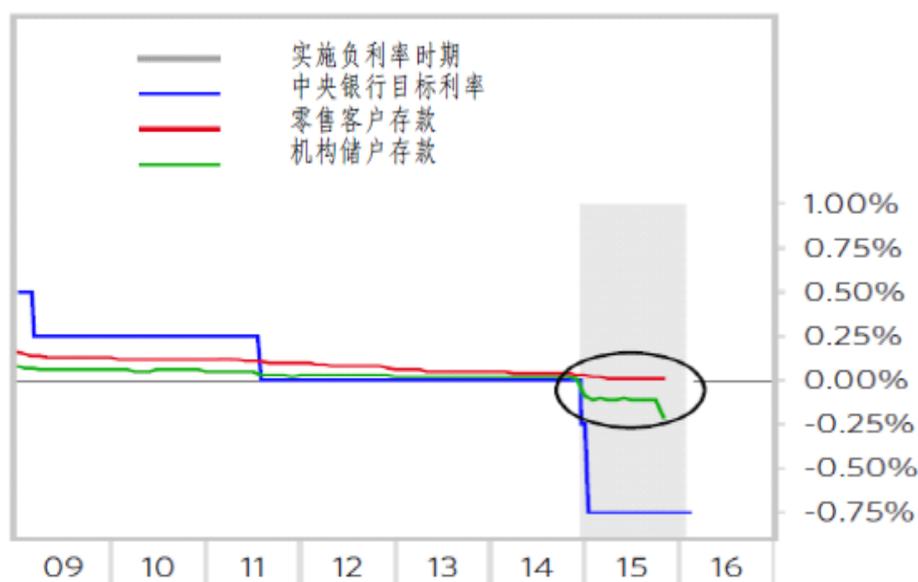
---

<sup>4</sup> McAndrews (2015) 指出由于个人存款者的现金持有成本低于机构存款者，所以商业银行现在还没有将负利率成本转嫁给零售客户，只是部分转嫁给机构客户。

<sup>5</sup> Stiglitz (2016) 批评负利率政策伤害了依靠利息收入生活的人们，特别是老龄人口，从而造成他们消费需求下降。

有学者指出 QE 或 QQE 扩大了收入差距 (Stiglitz, 2015; Roubini, 2015; Montecino & Epstein, 2015)<sup>6</sup>, 因为持续宽松的货币政策促进风险类金融资产价格上涨, 使得持有股票、共同基金的富人从中获益, 而穷人只能得到极少的利息收入, 从而加剧了收入不平等<sup>7</sup>。

图 2 瑞士商业银行对机构客户征收负利率



数据来源：桥水公司报告。

<sup>6</sup> Stiglitz (2015)、Roubini (2015) 等学者认为, 因为资本利得者 (Capitalist) 与普通储蓄者 (Life cycle saver) 从资产价格上涨中获益不均, 所以 QE 加剧了收入不平等。Montecino & Epstein (2015) 将 QE 对收入分配的影响渠道分为金融资产渠道、就业渠道和减轻债务人负担渠道, 实证研究发现, QE 通过金融资产渠道加剧了收入不平等, 其程度超过了就业、减轻债务人负担等渠道。

<sup>7</sup> 值得一提的是, 也有观点对“QE 加剧收入不平等”的观点予以反驳, 他们认为宽松货币政策通过促进就业、减轻债务人负担等渠道缓解了收入分配不均 (Yellen, 2015; Bernanke, 2016)。

二是伤害商业银行的资产负债表（Stiglitz, 2016; Hannoun, 2015）<sup>8</sup>。如果商业银行选择将负利率转嫁给存款人，那么会面临损失存款客户的风险。现实中已经有一些商业银行因为要缴纳负的存款准备金利率，拒绝了部分机构存款者的存款请求<sup>9</sup>。如果商业银行无法将负利率转嫁给存款人，那么就需要通过调整资产的结构和期限来消化。因为要覆盖掉向央行支付的利息，商业银行可能提高贷款利率来转嫁成本，也有可能去配置高风险资产来弥补被侵蚀的利润，增加投资资本的套利行为，而这对金融稳定不利。即使真如央行所希望的，受负利率“逼迫”后，商业银行将原先留存在央行的资金放贷出去，这部分新增贷款可能会以更高的贷款利率放贷给原先商业银行没有给予信用的企业，导致贷款利率不降反升。金融危机后经济前景低迷，资本回报率很低，

---

<sup>8</sup> Stiglitz (2016) 认为负利率上伤害了商业银行资产负债表，对商业银行的财富效应超过了一点点的借贷激励。除非政策制定者万分小心，否则负利率可能会造成贷款利率上升，信贷可得性下降。Hannoun (2015) 也对负利率政策可能造成的商业银行运作混乱、打击危机后脆弱的商业银行体系表示了同样的担忧。

<sup>9</sup> 因为一些商业银行难以找到符合收益率要求的安全资产进行投资，不能覆盖服务储户的成本，所以拒绝了一些大型机构客户的存款要求（Hannoun, 2015）。

企业信贷需求不强烈，商业银行的借贷意愿和能力都较弱，被迫从央行账户上腾挪出来的资金能对扩大信贷规模有多大贡献还不好说。<sup>10</sup>

**三是不利于存款创造和实体经济融资。**如果对居民存款也实施负利率的话，居民会大量持有现金，导致货币乘数下降，理论上可能降为零。危机前金融机构是存款创造或信用创造的主体，实行 QE 或 QQE 后，央行直接取代商业银行创造货币，替代商业银行做本来应该是商业银行做的事，而负利率的出现会进一步削弱商业银行的存款创造功能。

**四是负利率不是没有边界。**负利率并不是可以无限制为负，因为公众可以选择持有现金来抵制负利率，而持有现金的存储、交易、保险等成本就是负利率政策的下限。经测算，负利率下限大概在-0.5%至-2%之间（图 3）<sup>11</sup>。即使用足负利率的下降空间，以 BP 为单位的这种利率的波动，对实体经济的作用并不会特别大（Stiglitz, 2016）

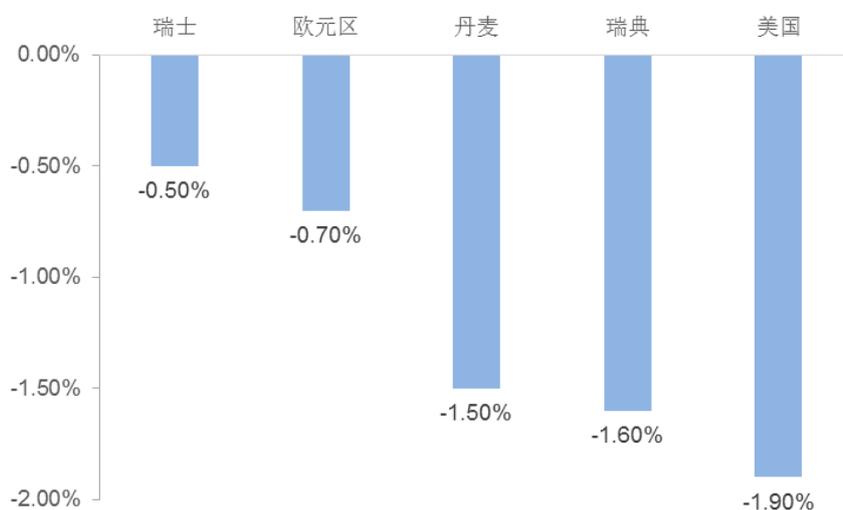
---

<sup>10</sup> 近期日本央行考虑通过信贷工具向商业银行提供负利率贷款，即央行“补贴”商业银行来鼓励放贷，可能是对商业银行被征收存款准备金“罚息”的一种补偿。这种组合式的负利率政策对实体经济效果多大还取决于信贷需求。

<sup>11</sup> 随着现金存储技术的提高、数字货币的发展，负利率下限也会相应变化。

<sup>12</sup>。相反会鼓励逐利的投机资本在国际上进行套利交易。

图 3 有效负利率下限



数据来源：桥水公司报告。

五是切换了交易规则和估值体系，可能造成金融交易的额外成本（Financial Times，2015）。负利率切换了金融交易的“坐标体系”。金融机构需要改变交易习惯，重新构建对应负利率的模型，调整金融产品估值体系<sup>13</sup>。在操作层面上，原来的一部分交易系统只设置了零利率下限，因为负利率的出现需要重新设置参数、修改交易编

<sup>12</sup> Stiglitz (2016) 指出资本回报率下降可能是未来十年或二十年的常态，企业本来就不愿意投资，而是选择坐拥现金资产，那么利率的一点点下降根本难以撬动企业的投资需求。

<sup>13</sup> 格罗斯 (2016) 认为负利率从根本上颠覆了全球资本市场的游戏规则，使得市场难以找到一个适当的方向。

码等，给金融交易额外增加了成本（Bernanke, 2016; Fischer, 2016）<sup>14</sup>。在法律层面上，负利率使得债券作为抵押品的质量下降，容易引发违约风险，产生法律摩擦（Zaman et al, 2015）。

#### 四、基本结论与政策建议

本轮金融危机后，宽松货币政策层层加码，但其对经济复苏的边际效应在减弱。尽管如此，一些央行开始尝试负利率政策。实际上，我们对负利率的效果不宜抱太高期望，负利率甚至还会有诸多负面作用。在这种情况下，我个人认为，可以从以下方面做出一些努力：

一是减少对货币政策的过度依赖，货币政策实际上也不足以完全依赖。后危机时代，宽松的货币政策对经济复苏的边际效应在减弱，潜在的副作用还不清楚。固然宽松的货币政策可以为结构性改革赢取时间，但不能以它为主、过度依赖，饮鸩止渴，反倒容易忽略了其它改革的必要性和紧迫性。如果不在改革方面下大功夫，而是大家成天盯着中央银行，看各国央行出什么政策，那

---

<sup>14</sup> 例如，负利率的出现可能会使得交易系统出现类似千禧年之前遇到的一些问题，导致编码不正确而无法处理基于负利率的交易。

世界经济是没有希望的。

**二是**切实推进深层次的结构性改革。各国财政政策可用的空间不同，更要加大供给侧结构性改革的力度，解决实体经济的供需平衡问题。结构性僵化和市场的不完善会降低需求端政策的有效性以及资源配置的效率，推行可靠的结构性改革能在短期内建立信心并在长期内改善经济韧性。

**三是**不断完善国际货币体系。此次危机是过去几十年来全球性失衡不断积累的总爆发，而现行国际货币体系存在的诸多不足则可能是促成全球性失衡的根源之一。遗憾的是，这种全球性失衡问题至今仍未得到根本性解决，各主要国家缺乏改革现状的勇气和动力，理论界也远未就未来国际货币体系安排达成明确的共识。但可以肯定的是，未来的国际货币体系安排必须基于全球整体利益考虑，在制度架构上督促某些储备货币履行好全球储备货币的职能。全球货币发行失去实物黄金的制约，是危机后全球流动性泛滥的制度原因之一。在未来的国际货币体系设计中需要一个国际的“货币锚”。这是对国际金融理论和实践的挑战。只有这样做才能约束信用的无限放

大，对解决全球性失衡、维持金融市场稳定、提高金融监管效率也都是有好处的。

### 主要参考文献

格罗斯，2016，《负利率效果正消退，玩火恐导致资本崩溃》，搜狐财经。

吴晓灵，2011，第三届中美经济学家颐和园对话会。

吴晓灵，2014，《“新怀特计划”还是“新凯恩斯计划”？——对构建稳定与有效的国际货币体系的思考》，在上海国际货币体系再思考会议上的讲话。

吴晓灵，2016，《负利率无助于实体经济》，财新网。

赵岳，2016，《负利率是拯救经济的“灵丹妙药”吗》，中国人民银行《国际金融调研》第7期。

Bech, M., Malkhozov, A., 2016, “How have central banks implemented negative policy rates?”, *BIS Quarterly Review*.

Bernanke, B., 2015, “Monetary Policy and Inequality”, *Blog at the Brookings Institution*.

Bernanke, B., 2016, “What Tools Does the Fed

Have Left? Part 1: Negative Interest Rates”, *Blog at the Brookings Institution*.

Financial Times, 2015, “Negative Rates to Shake Up Financial System, Say Experts”, February 15.

Fischer, S., 2016, “Monetary Policy, Financial Stability, and the Zero Lower Bound”, speech at the Annual Meeting of the American Economic Association, San Francisco, California.

Hannoun, H., 2015, “Ultra-low or negative interest rates: what they mean for financial stability and growth”, BIS, speech at the Eurofi High-Level Seminar, Riga.

Illes, A., Lombardi, M., 2013, “Interest Rate Pass-Through since the Financial Crisis”, BIS Quarterly Review.

McAndrews, J., 2015, “Negative nominal central bank policy rates - where is the lower bound?”, Federal Reserve Bank of New York, speech at the University of Wisconsin, Madison.

Montecino, J., Epstein, G., 2015, “Did Quantitative Easing Increase Income Inequality?”, University of Massachusetts Amherst.

Stiglitz, J., 2015, “Fed’s Zero-Rate Policy Boosts

Inequality”, Wall Street Journal.

Stiglitz, J., 2016, “What’s Wrong With Negative Rates?”, Project Syndicate.

Zaman, P., Brown, C., Gilani, S., 2015, “A Guide to the Impact of Negative Interest Rates on Commodity Derivatives and Collateral Transactions”, Reed Smith Client Alerts.