



浅谈负利率政策

作者：[Giovanni Dell’Ariccia](#)、[Vikram Haksar](#) 和 [Tommaso Mancini-Griffoli](#)



基金组织的一篇近期报告借鉴欧元区、丹麦、日本、瑞典、瑞士的初步经验，研究了负利率政策的有效性。（图片：Tuckraider/iStock by Getty Images）

2017年8月3日

在远古的东西方世界，“零”这个数字都被人们逐渐接纳。在“零”的上下，事物会发生变化，于是“零”便成为了终极的参考点。对于古埃及人来说，零代表着金字塔的根基。在科学领域，零是冰点。在地理上，零是海平面高度。在历史上，零则是历法的起点。

在货币政策领域，“零”通常被视为利率的下限。2008年危机后，在经济缓慢复苏的背景下，近年来这种认识已发生了变化。一些央行将利率降至零并开始试验负利率政策。

它们这么做大多是为了应对极低的通货膨胀，但也有部分央行是出于对货币币值过强的担忧。

金融稳定

那么问题来了。我们是否应该担心负利率的有效性及其潜在副作用？这些政策能否支撑需求？它们会破坏金融稳定吗？在零利率以下降息，会与在零利率以上降息产生不同的影响吗？在[近期的一份报告](#)中，我们借鉴了欧元区、丹麦、日本、瑞典和瑞士的初步经验，给出了一些答案。

我们的报告证实并发展了“基金组织博客”中基金组织货币和资本市场部前主任 José Viñals 及一些同事们的[初步讨论](#)。我们的部分结论包括：在零利率之上及之下，货币政策对经济产生影响的机制类似；且到目前为止，对银行利润与信贷的整体影响较小。但负利率政策也存在局限性。

在各方开始关注利率回归正常的当下，为什么要讨论负利率的影响？这有两个原因。首先，我们已经积累了足够的经验，能更明确地衡量负利率的影响——在大多数案例中，有关国家已实施负利率两年之久，而其他一些国家的经验则更长。其次，预计新常态下的利率会普遍走低，若要再度放宽货币政策，则降息至零以下的可能性会变得更大。

为何担心？

担心之处在于负利率可能会挤压银行利润。银行通过向借款人收取高于支付给存款人的利息，进而从中获利。如果存款利率下降的速度慢于贷款利率下降速度，或最终在零利率处停止下降，则会挤压银行的利润空间。在这种情况下，金融稳定将面临风险，因为低利润会使银行抵御冲击的能力下降。这也会损害货币政策对信贷、经济增长及价格稳定的影响。

银行并不情愿对存款人实施负利率，因为存款人可以选择将存款提走并锁入保险柜。存放、转移和保护现金的成本较高，而如果利率下降并远低于零，那么比起付钱给银行保存来说，更经济的做法是自己持有现金。那么临界点在什么地方？没人知道明确的答案。具有较多现金余额和较高流动性需求的存款人（如公司）在转为持有现金之前，对负利率的容忍程度较高。银行于是便可将负利率转导至部分存款人——它们已经这么做了。

银行也可使其贷款利率的降幅低于政策利率降幅，从而为其利润空间提供缓冲。当银行的资产组合主要包含长期固定利率贷款及其他资产时，这将自动发生（与此同时，这种更有限的传导效应将削弱政策利率下调所带来的影响）。那些更多依赖大额存款和批发融资的银行会比那些依赖零售存款的银行更具优势。

此外，即便是利润空间有所下降，利润却不一定会下降。银行可通过各种手段支撑利润，包括收取费用和佣金、降低提取的准备金（因为借款人变得更为安全）、转向使用更便宜的批发资金、削减成本、在降息中实现资本利得等。此外，低利率将刺激经济增长，这将使对银行服务的需求上升，从而将缓解利润压力。

早先的情况

我们评估了先前一些国家在零利率下小幅降息的经验，它们支持了这种更为良性的观点。

总体而言，负利率政策似乎效果不错：在我们所研究的每个国家，货币市场利率和债券收益率都下降了。货币也有所贬值，至少暂时如此。除大型企业外，存款利率大都保持在零以上。贷款利率则有所下降，但降幅低于政策利率。银行从较低的批发融资成本中受益，一些银行还提高了收费。银行利润总体上较为稳健。贷款规模也未下降。

但部分银行遭受了损失。正如预期那样，那些存款资金、小型零售客户、短期贷款和与政策利率挂钩贷款（如欧元区南部的一些成员国）比重较大的银行，它们的利润受到了负利率的不利影响。那些面临低成本贷款机构和资本市场更激烈竞争的银行也受到了冲击。

并非全部答案

目前来看，一切还好。负利率政策对国内的货币环境似乎起到了一定程度的帮助，对银行利润、支付系统和市场运行则并未造成重大的负面影响。

但如果政策利率长期为负，或是考虑在零利率之下再大幅降息，那么政策的有效性和金融体系的稳定就将面临风险。此外，存款人提取并持有现金的能力也限制了降息的空间。其他的货币政策支持，再加上财政政策与结构性改革，依然对支持复苏至关重要。



Giovanni Dell'Ariccia 是国际货币基金组织研究部的助理主任，负责协调宏观金融联系工作组的业务。他曾在基金组织亚太部工作，研究领域包括：银行业、信贷的宏观经济学、货币政策、国际金融、国际贷款和援助项目的条件等。他曾在主要金融和经济期刊上发表文章，拥有麻省理工学院的博士学位，并任经济政策研究中心（CEPR）研究员。



Vikram Haksar 是国际货币基金组织战略、政策与检查部发达经济体与多边监督问题处处长。他曾任基金组织赴巴西和墨西哥代表团负责人，曾在 2009 年带领团队达成了基金组织与墨西哥的 700 亿美元灵活信贷额度协议。此前，他曾就亚洲和东欧的新兴经济体开展工作，并担任基金组织驻菲律宾代表。他拥有康奈尔大学的博士学位。



Tommaso Mancini-Griffoli 是国际货币基金组织货币与资本市场部的副处长，负责货币政策方面的工作。他针对非常规货币政策、货币政策溢出效应、汇率制度和货币政策框架演变的相关问题向各国当局提供建议，并广泛发表文章。在加入基金组织之前，Mancini-Griffoli 先生是瑞士国家银行研究和货币政策处的高级经济学家，负责向理事会提供关于季度货币政策决定的建议。Mancini-Griffoli 先生早些年在私人部门工作，曾经就职于高盛投资公司、波士顿咨询公司以及硅谷的技术创业公司。Mancini-Griffoli 先生拥有日内瓦国际研究所的博士学位。