

欧洲四央行负利率政策的效果评价

刘立金 | 姚远

当前，欧洲共有四家央行实行负利率政策，其目的略有差异。从政策效果看，各经济体信贷增长依旧缓慢，经济改善程度有限，而干预汇率的效果则相对较好。但是，负利率政策也导致银行等金融机构盈利能力受损、金融市场不稳定性加剧等负面效果。

负利率政策的目的和内容

(一) 负利率是经济长期停滞的结果，央行被动而为之。各国央行普遍通过调整短期基准利率以引导市场利率，使其接近均衡利率。如果中央银行引导市场利率保持在均衡利率以上过高水平，可能会抑制投资、消费，导致经济增长变慢。相反，经济增长可能超过潜在增速，导致需求过热而引起通胀加速。目前，欧洲经济既受人口老龄化、技术进步放缓等长期性因素影响，也受欧元区货币统一、财政不统一等制度性缺陷拖累，还受主权债务困境、资产负债表衰退等金融危机后遗症羁绊，潜在经济增长率趋于下降，均衡利率相应也在下降。欧洲央行深知货币政策无力解决此类结构性问题，也只能随均衡利率下降而调低政策利率，希望此举能够提振总需求。

(二) 四央行实行负利率政策的目的略有差异。欧洲、瑞典央行实施负利率旨在提振经济、刺激通胀，丹麦、瑞士央行则为应对避险资本流入、本币升值。欧洲央行是史上首家实施负利率的主要央行。鉴于欧元区通胀持续低迷，其他各项经济指标也表现不佳，欧央行2014年6月将隔夜存款利率从0%下调至-0.1%，2014年9月、2015年12月、2016年3月又进一步下调。瑞典央行面对“经济活动虽得到加强，但通胀率依旧过低”的情况，2015年2月决定采取更具扩张性的货币政策，以确保通胀率达到2%的目标水平，正式开始实施负利率。丹麦、瑞士货币均在一定程度上盯住欧元，在欧洲央行货币政策持续宽松的背景下，为维系本币兑欧元汇率的稳定，防止本币过度升值，出口受损，2012年7月，丹麦央行决定实施负利率，下调主要存款利率至-0.2%；2014年12月，瑞士央行将利率目标区间上限下调至-0.25%，下限下调至-0.75%。

(三) 各央行负利率政策的模式、标的及强度不同。从负利率的模式看，瑞士、丹麦央行采取分级利率模式，仅对金融机构的部分超额流动性征收负利率。此模式既有助于打击外汇投机，也

可以降低金融系统承担的成本。如丹麦央行将金融机构在央行的定期存款利率(期限7天)下调至-0.2%，并对隔夜存款账户设定上限，如果该账户余额未达到上限，则享受零利率；超出部分被当作定期存款(期限7天)征收-0.2%的负利率。从负利率标的看，欧洲央行对利率走廊下限(隔夜存款利率)实施负利率；瑞典央行直接将政策利率(7天回购利率)设定为负；瑞士央行针对超过上限的隔夜活期存款利率采取负利率政策。从负利率强度看，欧洲、瑞典、丹麦、瑞士负利率适用规模占央行资产负债表的比例分别为9.5%、9.3%、14.9%、63.4%，丹麦与瑞士两负利率政策的影响范围相对较大。

负利率政策的效果及影响评价

(一) 信贷增长仍然缓慢，经济改善程度有限。负利率确实能够传导到居民和非金融企业的存贷款利率上。丹麦、瑞典和欧元区的新增存款平均利率与其央行存款利率正相关，均显著下降。2015年初，将政策利率下调至-0.75%的丹麦经历了企业存款负利率，而瑞典和欧元区的企业存款利率也接近于0。瑞典和欧元区贷款利率也稳步下行，丹

麦、瑞士贷款利率则呈震荡下行趋势。欧元区、瑞典贷款利率下降幅度略高于存款利率。但欧元区、瑞典实行负利率以来,信贷增长仍然缓慢。贷款利率下降和经济前景不佳背景下,商业银行惜贷,企业、居民部门资金需求依然疲弱。从2014年6月到2017年1月,欧元区货币金融机构对非金融私人部门的总信贷额从10.61万亿欧元增长到10.77万亿欧元,增幅仅为1.5%。在信贷增长缓慢情况下,负利率政策解决经济低迷问题不是特别有效。2014年6月以来,欧元区核心通胀率始终在1%以下,调和通胀率也是受油价反弹推动才在2017年初开始上涨。欧元区GDP当季同比在实施负利率之后中枢有所抬升,经济复苏有所抬头。瑞典通胀率震荡并小幅走高。瑞典经济增速初期有所改善,但2016年后反而有下行趋势。且由于家庭和企业贷款并未明显改善,瑞典经济未来很难有大幅改善。

(二)对促使本币贬值、缓解升值压力有一定效果。丹麦央行2012年7月实施负利率,丹麦克朗兑欧元贬值约半年之久;2015年初在全球宽松的

环境下,丹麦央行一个月内四次降息,克朗兑欧元再次贬值。欧央行2014年6月实施负利率,欧元兑美元随即大幅贬值。但进入2015年之后,欧元汇率难再有下降态势。瑞典克朗受负利率政策的影响小,略微贬值后对欧元的汇率一直保持稳定。瑞士曾在2011年设置欧元兑瑞士法郎1:1.2的下限,阻止瑞郎升值。面临欧央行量化宽松政策带来的本币升值压力,瑞士央行在2014年12月、2015年1月连续两次降低活期存款利率至-0.75%。但2015年1月16日取消下限后,瑞郎仍立即对欧元升值20%,也反映出了负利率政策的局限性。

(三)加剧金融市场不稳定性,助推资产价格泡沫。负利率在货币市场中的传导机制与正利率一样,隔夜利率均跟随政策利率下降到负值,欧元隔夜拆借市场的交易量跌至历史最低。负利率进一步传导至国债市场,在实行负利率的欧洲地区,短端国债负收益率一度成为常态。投资者被迫拉长资产组合久期,压缩了期限利差、风险溢价,长端国债收益率也趋于下降。至2016年

底,欧元区5年、10年的国债收益率分别为-0.47%和0.25%。2015年6月,瑞士成为全球首个发行负利率10年期国债的国家。欧洲地区部分企业债也出现负利率。2016年3月,德国企业发行了首只负利率企业资产担保债券。在债券收益率极低的情况下,投资者更多博取资本利得,增加了金融市场的不稳定性。负利率政策最大的受益领域是股市和房地产市场。丹麦OMX20指数自2012年7月以来上涨103%,是斯托克欧洲50指数同期涨幅的3倍多。瑞士2015年初实行负利率后,独栋公寓、办公室、工业房价均出现上升。丹麦2012年、2015年初降息后房价出现上升;瑞典2015年初降息后房价反应不明显,2015年7月降息后房价出现上升;欧元区2014年下半年降息后房价也出现上升趋势。

(四)银行等金融机构盈利能力受损,商业模式受到冲击。各央行的负利率政策连同量化宽松政策,使得收益率曲线走低并且平坦化,贷款利率下降快于存款利率,商业银行面临净利息收入下降的局面。在2016年4月发布的银行业贷款调查报告中,141家受访银行超过81%表示在过去的6个月内收入都有所下降,而45%的欧元区银行在过去6个月内的贷款利率都有下调。虽然负利率政策及量化宽松政策带来的经济复苏或许可以改善银行资产质量,导致的资产价格上涨也能使银行获益,但仍不能弥补传统盈利模式受到的挑战。2014年6月实行负利率至2016年底,斯托克欧洲600指数整体上涨5%,而银行板块却下跌7%。另外,保险公司、养老金通常依赖于固定收益类产品,其商业模式也面临挑战。

(作者单位:中国社会科学院经济研究所博士后流动站、中国证监会博士科研工作站;中证金融研究院)

责任编辑 韩璐

