

# 【研究】各国央行如何实行负利率政策？

2016-03-13 大金所

大金所 — 微信号：[djs\\_public](#)

大金所致力于利用互联网和云服务通过丰富交易主体多样性和拓宽产品的种类及层次为金融机构在债券、同业、信托及基金等大固收产品交易中解决信息不对称、不及时以及交易门槛和成本高等问题，同时提供金融精品资讯、高端人才供需、专业实训等服务。目标是成为中国最专业、最领先互联网大固收金融资产服务平台。（官网：[www.djs18.com](#)）

大金所是专注金融投融资服务而非新闻资讯类平台，仅转载最经典的金融、最重要法规类资讯。本文已对来源作了标注，如有异议，您可直接通过公众号联系我们处理。欢迎投稿，稿件发送至『[service@djs18.com](mailto:service@djs18.com)』。关注“大金所” - “金融服务” - “我的账户” 进行注册自动成为中国最大金融社交平台“大金融圈”成员，或者加微信『[Djs88Services](#)』由其邀请进入“中国大金融圈微信群”（需名片认证）。

来源：财智研究

原文：Morten Bech and Aytek Malkhozov

摘译：何帆、邹静娴

导读：自2014年中旬起，已有四家欧洲央行先后推行负利率政策。相关政策的出台背景如何？技术上是如何实现的？对于货币市场有何影响？传导机制究竟怎样？这些都是本文试图回答的问题。作者Morten Bech和Aytek Malkhozov均就职于国际清算银行。该研究政策意义强，在此推荐给大家，旨在为当前热议的负利率政策提供借鉴。

## 负利率政策的动机、内容及成效

金融危机之后，许多国家的政策利率都已逼近零附近。在此基础上，一些央行陆续推出了负利率政策，其中典型例子包括四家位于欧洲的央行：丹麦国家银行（Danmarks Nationalbank）、欧洲中央银行（the European Central Bank）、瑞典央行（Sveriges Riksbank），以及瑞士国家银行（the Swiss National Bank）。

从政策出台动机来看，可大致分为两类：一是支撑通胀预期，以欧洲央行和瑞典央行为代表。两者分别于2014年中旬和2015年Q1开始推行负利率政策，目的都是为了巩固通胀预期，以作为价格及工资制定的名义锚（图一，左栏）；另一类则是基于缓解本币升值压力的考虑，以丹麦和瑞士央行为代表。在欧元区货币政策持续宽松的背景下，丹麦和瑞士都面临本币升值的压力（图一，右栏）。为减缓资本内流，同时保持币值相对稳定，两国分别于2014年底和2015年初推行负利率政策。



图1 负利率政策出台背景

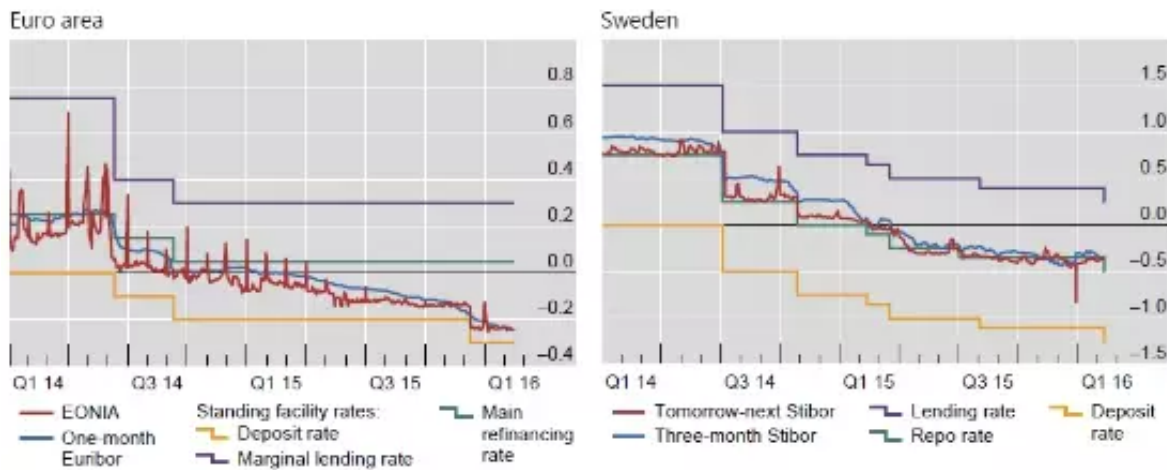
从具体操作上看，负利率政策大体上都是在既有框架内推动。值得一提的是，零售存款利率（retail deposit rates）一般都被隔离在负利率政策之外，而真正受影响的主要是隔夜存款利率（overnight deposit rates）。各国央行先设定一个免征门槛（exemption threshold），然后对此阈值上、下区间分别制定利率。在这里，我们可以区分两个指标：边际报酬率（marginal remuneration rate）和平均报酬率（average remuneration rate），前者对应于超出免征门槛部分，银行每增加一单位储备时面临的利率水平。由表1可见，就平均利率而言，四大央行中丹麦和瑞典最低——50bp左右。相比之下，瑞士和欧洲央行的平均利率则维持在-25bp附近；从“边际-平均利率”来看，丹麦央行变动幅度最大（-11~-47bp），这主要是因为免征门槛在此期间被频繁调整。相比之下，其余三家央行在这一指标上基本保持稳定，瑞士、瑞典、欧洲央行分别对应于-48、-8和-5bp。

	European Central Bank	Sveriges Riksbank	Swiss National Bank	Danmarks Nationalbank
<b>Exemption threshold</b>	Minimum reserve requirement	.	Individual exemption	Current account limit
<b>Aggregate amounts</b>	Local currency, in billions			
Overnight deposits (reserves)				
Below threshold	113	-50 <sup>1</sup>	303	29
Above threshold	650		170	<sup>3</sup>
Term (one-week)	.	187	.	119
<b>Policy rates</b>	Basis points			
Overnight deposits (reserves)				
Below threshold	5	-60 <sup>2</sup>	0	0
Above threshold	-30		-75	<sup>3</sup>
Term (one-week)	.	-50	.	-65
<b>Weighted average rate</b>	-25	-52	-27	-52
<b>Marginal minus average rate<sup>4</sup></b>	-5	-8	-48	-13

<sup>1</sup> Amount of fine-tuning operations. In addition, overnight deposits with central bank represent SEK 0.01 billion. <sup>2</sup> Rate applied to fine-tuning operations. Overnight deposits with central bank earn -125 basis points. <sup>3</sup> Amounts above the aggregate current account limit are converted into one-week certificates of deposit (Box 2). <sup>4</sup> Marginal rate is the rate on overnight deposits with central bank above exemption threshold.

表1 央行利率

从效果上来看，政策利率对隔夜利率的影响最为明显——四个地区的隔夜利率都已降至零以下（图2）。此外，负利率政策对其余货币市场的传导作用也在逐渐显现。而对于丹麦、瑞士，在两国最希望的“防止本币快速升值”和“遏制大量资本流入”这两点上，负利率政策的效果不尽相同：对于瑞士，本币升值压力并未缓解，同时外汇储备持续增长；而丹麦却成效显著：负利率政策始于2015年年初，2月份资本内流之势就已基本得到遏制，此后币值稳定、资本流动情况总体可控。最新的情况是2016年1月，丹麦央行已经将基准政策利率由-0.75%上调至-0.65%。



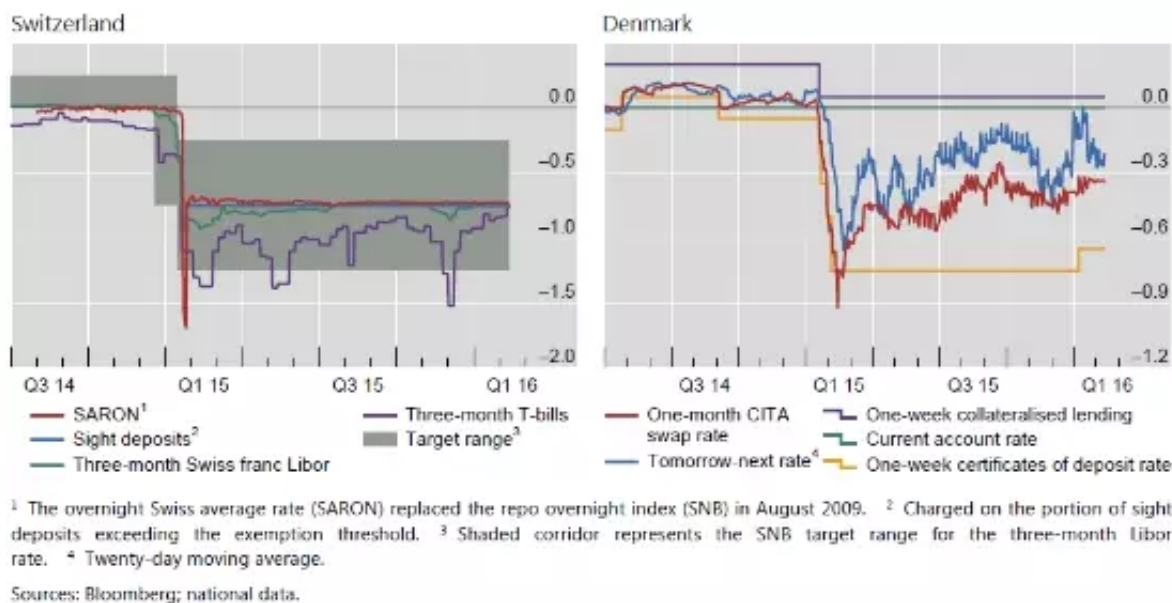


图2 基准政策利率及货币市场利率（%）

## 对货币市场影响

总体而言，温和的负利率政策并没有给货币市场造成很大扰动，这主要源于两方面因素：

1) 利率水平方面，零售存款利率大多被隔离于负利率政策体系外；2) 从交易量上看，由于前期利率普遍很低，交易量本来就不大，因此负利率政策带来的影响十分有限。除此之外，从传导渠道上看，负利率政策的作用机制也与正利率类似。不过，货币市场的短期利率仍会受到较大影响。下面展开进行讨论。

就货币市场利率走势而言，欧元区和瑞士的市场利率紧随央行存款利率变动；瑞典银行利率则与再回购利率（repo rates）联系更为紧密；而丹麦的银行利率与各类政策利率间的联动性较弱。

就交易量而言，结果也是各异：欧元区的交易量在欧洲央行推行负利率政策后几乎保持稳定，但各类期限票据的交易量却有所下降。一个可能的解释是银行为避开负利率政策，选择将票据延期，或是借给高风险主体；在丹麦，（无担保）货币市场的交易量在负利率政策实施后经历了萎缩；而瑞士的情况却是小幅上升，这背后对应于银行间存款的重新分配——存款在免征门槛以下的银行向阈值之上银行借款。

## 是否存在有效利率下界？

如果我们以实物货币形式储值，那么对应的名义利率即为0，这也就是教科书上所说的“零利率下界”的基础。但事实上，自负利率政策实行以来，四大央行均为发生现金需求飙升的现象（图3），主要原因有二：一是大部分的零售存款利率不在负利率政策框架内；其次，考虑到现金储藏的交通、保险等相关成本，持有现金的有效名义利率本来就在零以下。



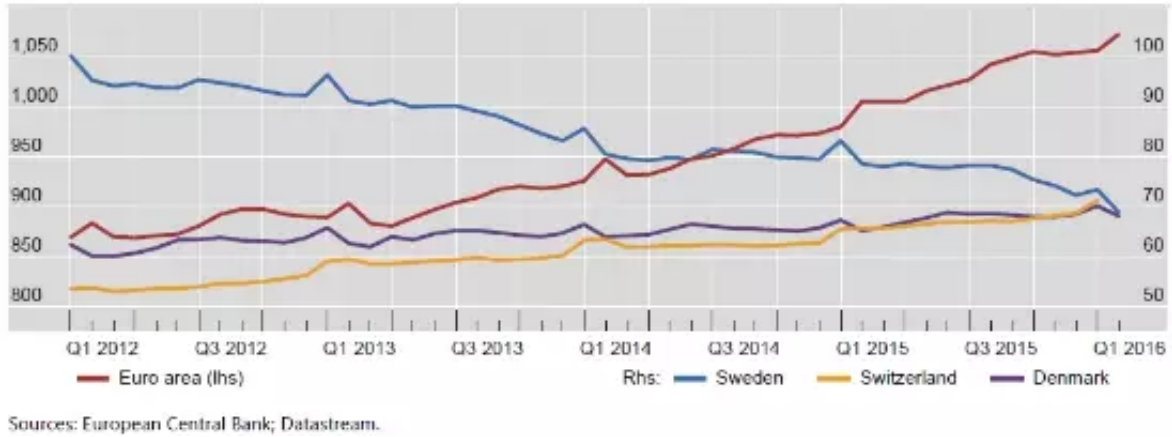


图3 流通中钞票及硬币（10亿，本币计）

那么有效利率下界主要取决于哪些因素呢？首先，最关键的是央行在多大程度上能控制负利率对各类货币市场利率的传递率（pass-through rate）。其次，诸如可调利率抵押贷款（adjustable rate mortgages），或者更一般的，浮动利率债券，这些品种会扩大负利率敞口，进而影响到负利率区间大小。

## 结论

通过梳理欧洲四大央行的负利率政策，我们发现相关政策的推动基本是在原有框架下进行，而零售存款利率一般被隔离于负利率政策体系外。从传导渠道上看，温和的负利率对货币市场的影响机制与正利率差异不大。就影响而言，主要体现在票据期限的延长和风险利率的提高。

目前看来，零利率并非央行政策利率的下界，但这也并不意味着央行可以随意设定负利率。随着负利率不断降低，个人和机构的行为不确定性将上升，这也意味着目前观察到的传导机制可能在某个时点后不再适用。此外，由于这些经验仅限于欧元区及邻近经济体，所以这些总结对于其他国家的可借鉴性还需谨慎对待。

### 如何关注

- ① 添加朋友-公众号搜索"大金所"，选择关注。
- ② 长按二维码，选择识别图中二维码，关注。



---

📄 更多金融资讯干货请点击下面『[阅读原文](#)』看大金所【**金融观察**】。

[阅读原文](#)

---



微信扫一扫  
关注该公众号