

负利率的运作机理

各国央行纷纷开始尝试推行负利率政策，以刺激本国经济

维克拉姆·哈卡萨、伊曼纽尔·科普



货币的存在已有一段历史。一直以来，使用他人的钱或存款都需要付费。这笔费用有多种叫法，古梵语里叫作“prayog”，现代英语里叫作“interest”。就法定利率而言，已知最早的官方叫法，来自公元前 2000 年左右的古巴比伦文献《埃什努纳法典》（Laws of Eshnunna）。

在人类历史上的大部分时间里，名义利率（即银行公布的贷款人支付的贷款利率）都是正值，也就是说大于零。但是，通货膨胀率超过存款或贷款的收益时则不然。当通货膨胀率为 3%、贷款利率为 2% 时，放款人的收益经过通货膨胀调整以后就成了负值。在这种情况下，我们就称

实际利率（名义利率减去通货膨胀率）是负值。

在现代，中央银行在借出短期资金以调节商业周期时，会以正名义利率收取费用。但近年来，越来越多的央行诉诸于低利率政策。欧洲央行以及丹麦、日本、瑞典和瑞士等国的央行已开始尝试推行负利率，基本上就是让民间银行为将多余的现金存放在中央银行进行付费，其目的是鼓励银行用这些资金放贷，以抵消 2008 年全球金融危机以来的持续性疲弱增长。很多人认为，世界已完全颠倒：储蓄者现在将亏损，而借贷者却能获得收益？然而事情并非这么简单。

简而言之，利息是指贷款或货币的使用费。它是借贷人同意向放款人支付的金额，是作为借贷人使用放款人的钱并承担相关风险的补偿。支撑利率的经济理论各不相同，有些指的是储蓄供给和投资需求之间的相互关系，有些则指的是货币供应和需求之间的平衡。根据这些理论，利率必须为正才能鼓励储蓄。而且，借贷期限越长，借款被占用时间延长带来的风险越大，放款人要求的利率就越高。因此，在正常情况下，利率是正值，且期限越长，利率必然越高。此外，要了解投资收益或贷款成本，就必须考虑通货膨胀因素，即货币贬值的速度。因此，通胀预期是长期利率的一大关键推动因素。

虽然金融市场上存在多种不同的利率，但一国央行设定的政策利率为该国经济的借贷成本提供了重要基准。央行根据经济周期的变化调整政

策利率，并通过调节多种不同（主要是短期的）利率来引导国民经济。较高的政策利率会刺激储蓄，而较低的政策利率则会刺激消费并降低商业投资成本。在制定政策利率的过程中，指导央行银行家的一个概念叫做中性利率，即与稳定通胀保持一致的长期利率。中性利率不会刺激或抑制经济增长。利率低于中性利率时，采用扩张性货币政策；利率高于中性利率时，采用紧缩性货币政策。

当前，人们普遍认为，许多国家的中性利率几十年来一直处于明显的下行趋势，而且很可能低于以前的设想。但下降背后的原因还没有得到很好的解释。有人认为，长期的人口趋势（尤其是发达经济体的老龄化社会）、生产率增长乏力、安全资产短缺等因素是主要原因。此外，发达经济体中持续的低通胀（多数时候远低于目标通胀率或长期平均水平）似乎降低了市场的长期通胀预期。种种因素相结合，为当前债券市场的异常提供了可能的解释：长期利率不仅已经下降，而且在许多国家都是负值。

再回到货币政策，在全球金融危机之后，各国央行大幅削减名义利率，许多国家甚至将名义利率削减至零或接近于零。我们称其为“零利率下限”。一些人认为这是利率的最低水平，不能再低。但不论利率正负，货币政策都会通过相同的机理影响一个经济体。其实，负利率还会刺激消费者和企业把钱用于消费或投资，而不是存在银行账户里，因为通胀会使存款缩水。总之，这些极低的利率可能在一定程度上帮助推行该政策的国家刺激经济活动，尽管其副作用和风险仍不明朗。

推行负利率的第一个担忧在于负利率可能会影响银行盈利能力。银行的一大关键职能是将储蓄用于高投资回报率的项目。银行从中赚取差价，即他们付给储户（存款人）的利息和他们收

取的贷款费之间的差额。当央行下调政策利率时，总贷款和长期利率往往会下降，息差总体来说也会缩小。当政策利率降至零以下时，银行可能不愿意通过对储户存款收费来将负利率转嫁给储户，因为它们担心储户会提走存款。如果银行不实行存款负利率政策，放贷收益将无法弥补持有存款的成本，从理论上来说，存贷息差可能成为负值，进而可能降低银行的盈利能力，破坏金融体系的稳定性。

推行存款负利率的第二个担忧在于负利率或将刺激储户将存款取出，转为现金持有。毕竟，现金的面值不可能降低（尽管有人提议把现金也一并取消，以便在必要时能深度推行负利率）。因此，人们一直担心负利率可能会达到一个拐点，一旦超过这个拐点，储户就会纷纷提取存款，并将现金存在银行体系以外。我们也不确定这种“有效利率下限”是多少。在某些情况下，低于这个下限可能会破坏金融体系的流动性和稳定性。

在实际操作中，银行可以收取其他费用来收回成本，而且利率尚未低到能让银行把负利率转嫁给小储户的程度（为了方便把钱存在银行，大储户能接受一定程度的负利率）。但是，只要有现金作为备选方案，人们对负利率政策下限的担忧就会持续存在。

总之，中性利率低意味着短期利率可能会更加频繁地突破零利率下限，并长期保持这种水平。届时，央行可能就更需要诉诸之前认为是非常规的政策，负利率政策便是其一。FD

维克拉姆·哈卡萨（Vikram Haksar）是IMF战略、政策和检查部助理主任，伊曼纽尔·科普（Emanuel Kopp）是该部的高级经济学家。