



NI=FD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

金融专报

2020 年第 50 期 总第 88 期

广州金羊金融研究院

国家金融与发展实验室广州基地 编

2020 年 12 月 18

超低利率的国际实践与对策建议

张明 李曦晨 仇力

- 2020 年新冠肺炎疫情冲击后，在货币政策空间极为有限的情况下，美、欧、日等国家和地区进一步调低政策利率水平，超低利率甚至负利率屡见不鲜。
- 尽管从短期看，负利率政策在一定程度上起到了提振经济的效果，但是其在资产价格泡沫、金融市场稳定、资源错置、商业银行、收入分配失衡等方面的潜在风险，以及对新兴市场国家的负面外溢效应仍然值得关注，需要进行妥善处理。
- 在当前国内经济形势逐渐向好的背景下，中国应珍惜难得

的正常货币政策空间，谨慎考虑将利率压至较低水平，并对主要发达经济体非常规货币政策带来的负面外溢效应进行防范。

一、主要国家和地区的超低利率政策实践

2020 年新冠肺炎疫情冲击后，在货币政策空间极为有限的情况下，美、欧、日等国家和地区进一步调低政策利率水平，超低利率甚至负利率屡见不鲜。

（一）美国零利率政策

金融危机后，美联储自 2007 年 8 月起先后 11 次大规模降息，利率从 5.25% 降至 0~0.25% 的目标区；12 次降低贴现利率，累计调低 525 个基点至 0.5%，美国进入“零利率”时代。直到 2015 年 12 月后，联邦基金目标利率逐渐恢复至 2.25%~2.5%。2019 年 7 月，受特朗普政治压力等影响，美联储开启了新一轮降息周期，到新冠肺炎疫情爆发前基准利率已下降至 1.50%~1.75%，而疫情爆发后，美联储在半个月连续降息 150 个基点至 0~0.25%。

（二）日本负利率政策

1999 年 2 月，为应对亚洲金融危机，日本央行将同业隔夜拆借利率调整为 0.15%，后又降至 0.1%。随后，日本利率曾小幅回升。全球金融危机后，日本央行两次降息将无抵押隔夜拆借利率下调至 0.1%。2016 年 1 月起，日本对于既

有的超额准备金余额按照 0.1% 利率付息，对于宏观加算余额（法定准备金）实行 0 利率，对于除上述两项之外的超额准备金余额按照 -0.1% 的超额准备金利率，成为亚洲第一个实施负利率的国家。

（三）“利率走廊”下的负利率实践

欧洲国家的央行多采用“利率走廊”方式实现对利率的调控，央行融资利率是上限，超额存款准备金利率是下限。欧元区、丹麦、匈牙利实行的是中度负利率政策（超额存款准备金全部实施负利率、央行融资不实施负利率）。2014 年 6 月，欧央行将作为利率走廊下限的隔夜存款便利利率由零下调至 -0.1%，后又 4 次降息至 2019 年 9 月的 -0.5%；作为向市场提供大规模流动性的主要再融资利率实行零利率，而作为利率上限的隔夜贷款便利利率仍为正。丹麦为稳定汇率，在 2012 年欧洲央行降息后便将央行存单利率降至 -0.2%。限额内准备金为零利率，超限额准备金（即央行存单利率）为负；商业银行从央行贷款的央行融资利率和再贴现利率为极低的正利率和零利率。2014 年 4 月，丹麦短暂地结束了负利率政策，但在几个月后又很快恢复，央行存单利率连续 5 次降至 2015 年 2 月的 -0.75%，一直保持至今。匈牙利央行则受国内通胀不及预期和欧元区降息影响，于 2016 年 3 月将政策基准利率由 1.35% 下调至 1.2%，同时将隔夜存款利率下限由 0.1% 下调至 -0.05%。2017 年 9 月，随着政策基准利

率下调至 0.9%，隔夜存款利率的下限进一步下调至-0.15%，并对法定准备金的透支部分课以同等利率水平的罚息。

瑞典实行的是深度负利率政策（超额存款准备金全部实施负利率、央行融资部分实施负利率）。瑞典央行于 2009 年 7 月将 7 天回购利率下调至-0.25%；2010 年 9 月，暂时退出了负利率政策；2014 年 7 月，央行回购利率降至 0.25%，隔夜存款便利利率相应降至-0.5%；2015 年 2 月，央行回购利率下调至-0.1%，后又下调至-0.5%，存款利率降至-1.25%。

瑞士实行的是全面负利率政策（超额存款准备金全部实施负利率、央行融资全部实施负利率）。为应对瑞士法郎升值压力，瑞士利率在 2011 年后长期维持在零水平附近；2014 年 12 月，瑞士央行将超额存款准备金利率降至-0.25%，同时将政策利率目标区设为-0.75%至 0.25%；2015 年 1 月，超额存款准备金利率下调至-0.75%，利率目标区下调至-1.25%至-0.25%。

（四）债券负利率

负利率会间接推低债券市场利率。2015 年，瑞士成为首个以负收益率销售 10 年期国债的国家，随后日本也发行了负收益基准债券，2016 年 7 月德国以-0.05%的收益率售出 10 年期国债。

2015 年后，德国、日本、法国、瑞士等国家的政府债券收益率长期处于负利率状态。发达国家长期国债属于避险资

产，全球经济增长乏力、不确定不稳定性因素增加，造成发达国家国债受到追捧，而出现了大量负收益率债券。

二、负利率的主要风险

从各国央行负利率实践来看，负利率政策的直接目的—是为了应对通货紧缩风险，二是为了应对汇率升值和资本流入的压力。相对于其他国家而言，采用了负利率政策的国家和地区的通通货膨胀水平确实在负利率政策普遍实施后得到显著提升，本币名义汇率也在负利率公告宣布后随即发生贬值。尽管从短期看，负利率政策在一定程度上起到了提振经济的效果，但是许多经济学家都对其潜在的风险表示担忧。在负利率政策所蕴藏的风险爆发之前，找出其在金融系统中所处的位置并进行妥善处理，对于负利率国家乃至全球而言都是一项艰难而重要的挑战。

（一）资产价格泡沫风险

在全球经济增长结构性问题得不到有效解决的背景下，负利率政策所引发的风险资产价格的持续推高可能会导致资产泡沫的累积。货币政策对于化解因生产能力过剩、人口老龄化等结构性问题导致的通货紧缩帮助较小。因此，若无法解决引发通货紧缩的结构性问题，而仅通过负利率等非常规货币政策来改善通货紧缩问题，将会产生资产价格泡沫风险。

（二）金融市场稳定风险

一方面，资产价格泡沫累积到一定程度后，将对金融脆

弱性较高的国家带来巨大的金融稳定性风险。此外，出于盈利压力，商业银行和长期机构投资者不得不将部分资产投资于更高风险的产品，进而引发新一轮风险追逐行为。另一方面，负利率会导致资产负债结构的失衡，引发债务风险，威胁金融市场的稳定性。

（三）资源错置风险

低利率环境使得僵尸企业能够继续存活，这会影响其他企业的资源可得性，损害资源配置效率。负利率的资源错置风险会进一步造成三个不利影响：第一，降低了企业提高效率的积极性，不利于劳动生产率的长期增长；第二，减少企业破产的概率，反而会对通胀造成向下压力；第三，可能会引发不良贷款和债务积压问题。

（四）商业银行风险

负利率政策压缩了商业银行的盈利能力。由于存款利率黏性的存在，负利率政策将降低银行的存贷款利差，从而影响银行利润。自 2014 年以来，发达经济体的商业银行股权回报率逐渐下降，而股权市场成本则波动上升，尤其以负利率经济体最为显著。进一步地，银行的盈利压力将会影响货币政策传导效率，并提高银行的风险承担水平。此外，为应对盈利收窄带来的不利影响，银行可能会选择持有更多的风险资产以谋求更高的收益。

（五）收入分配失衡风险

负利率可能加剧收入财产分配失衡。具体而言，负利率政策使资产价格上涨而利率下行，其中资产价格的上涨使家庭财产性收入迅速扩张，从而增加高收入高资产家庭的财富占比，而储蓄性存款是低收入者主要甚至唯一的金融资产，存款利率的下行进一步损害了低收入家庭的财产收益，因此收入财产分配的失衡进一步扩大。

（六）对新兴市场国家的负面外溢效应

从中长期来看，负利率政策可能给新兴经济体带来资本流动逆转风险、资产价格风险和货币错配引发的债务风险。

一是资本流动及其逆转风险。负利率会促使短期跨境资本持续流向利率更高的新兴市场国家，一旦全球金融环境突然收紧，资本流动方向将迅速逆转，对新兴经济体的经济和金融稳定带来较大挑战。

二是资产泡沫风险。负利率和低利率环境促使资本流向新兴经济体并提升了资产价格。这将放大股票市场等金融市场的风险，使资金从低风险资产流入风险更高的资产。如前所述，国际环境的突然变化本身即会导致风险资产价格迅速下降，与之相伴的新兴经济体资本流入突然逆转则会进一步造成新兴经济体资产价格泡沫的迅速崩塌。

三是债务风险。从融资方式上来看，负利率政策会降低负利率国家债务工具的借贷成本，刺激新兴市场和发展中国

家在负利率地区融资，而更高的外债水平使新兴经济体和发展中国家面临更高的债务风险，尤其是当汇率出现剧烈波动时，这些发展中国家和新兴经济体出现货币错配的风险将会急剧加大，进而引发债务危机。

此外，部分发达国家采取负利率政策可能会增加美元的升值压力，这将使那些拥有大规模美元债务的新兴市场和发展中国家面临更大的偿还压力。

三、中国的应对建议

考虑到负利率政策的形成背景和潜在风险，在当前国内经济形势逐渐向好的背景下，中国应珍惜难得的正常货币政策空间，谨慎考虑将利率压至较低水平，并对主要发达经济体非常规货币政策带来的负面外溢效应进行防范。

第一，根据国内经济形势的变化制定宏观政策，珍惜难得的正常货币政策空间。当前，中国经济的复苏已经步入正轨，但未来国际环境仍具有较大的不确定性。不过，疫情应对期间的金融支持政策是阶段性的，中国十分珍惜常规状态的货币财政政策，不会“大水漫灌”，更不会进行赤字货币化和负利率操作。

第二，强化宏观审慎监管框架，避免国内出现资产价格泡沫。构建宏观审慎监管体系，加强对系统重要性金融机构的监管，防范由金融体系过度顺周期性引发的资产价格波动和金融稳定风险是大势所趋。面对大规模量化宽松政策的再度重启和负利率的加剧，中国应进一步强化宏观审慎管理框

架，以避免国内出现资产价格泡沫。

第三，人民币汇率机制进一步市场化，避免形成持续的单边升值或贬值预期。负利率等政策加深或退出会对人民币造成升值或贬值的压力，如果央行试图维持人民币汇率的稳定，便将面对资本管制、使用外汇储备干预市场或是部分放弃国内宏观政策的独立性的抉择，并形成持续的单边升值和贬值预期。因此，中国应当继续深化人民币汇率市场化改革，加强人民币汇率弹性，为货币政策的主动性提供空间。

第四，保持对跨境资本流动的管理，防范未来短期跨境资本的大规模流入。在主要发达经济体新一轮量化宽松和超低利率的政策背景下，中国应保持对跨境资本流动的管理，尤其是预防未来短期跨境资本的大规模流入及其带来的资产价格上涨和人民币汇率升值风险。在非必要时更多地选择使用透明、非歧视、市场化的资本流动管理措施以及价格型管理工具，如引入托宾税等更加市场化的管理措施。

第五，呼吁全球主要大国之间加强货币政策协调，降低其对新兴市场国家的外溢效应。量化宽松和负利率等非常规宽松货币政策的实施，都会加剧短期跨境资本的频繁流动和汇率波动，对新兴经济体金融稳定造成冲击。在以美元为主导的国际货币体系中，美联储在一定程度上扮演了世界央行角色，其货币政策的变化对新兴市场国家的影响很大。因此，应呼吁全球主要大国加强货币政策的协调，积极利用 G20 等国际组织平台进行政策沟通与协调，降低其货币政策对新兴

市场国家的外溢效应。

第六，强化东亚国家之间的货币金融合作，降低负利率加深或反转的不利影响。本次新冠肺炎疫情爆发后，新兴经济体经历了 2008 年以来最严重的非居民证券投资的逆转，其中，除中国外的亚洲新兴市场国家受影响最为严重，这与上一轮全球宽松货币政策下，资本大量流入新兴经济体具有密切联系。因此，面对未来负利率政策加深和反转对新兴经济体可能带来的负面外溢效应，通过东亚国家之间的货币金融合作共同抵御外部风险是一条可行之道，未来应进一步完善区域安全网络，共同应对主要发达经济体货币政策的变化可能对东亚国家金融稳定造成的不利影响。

主编：李 扬

编委会（按姓氏笔画排序）：

王广谦	王 君	王国刚	王增武	左学金	朱 玲
汤世生	杨 涛	连 平	吴晓灵	何海峰	何德旭
余永定	张 平	张晓山	张晓晶	张跃文	陈双莲
范丽君	金 碚	周振华	胡志浩	胡岚曦	胡 滨
段雅丽	骆立云	徐义国	殷剑峰	黄国平	曹远征
阎建军	程 炼	彭兴韵	董 昀	曾 刚	谢 芳
蔡 真					

编辑（按姓名笔划排序）：

陈双莲 梁永臻

联 系 人：陈双莲

电子邮箱：chensl@gzhu.edu.cn

联系电话：020-83342383

传 真：020-83343700

地 址：广州市荔湾区沙面四街 1 号

国家金融与发展实验室学术成果系列

正式出版物

- 中国金融发展报告（年度旗舰报告）
- 专项报告
- 会议实录
- 专著
- 译著

非正式出版物

- 智库专报
- 宏观·金融报告（季报）
- NIFD 金融指数（季报）
- 信息通报（每月 4 期）
- 金融专报（每月 4 期）
- 金融决策参考（月刊）
- 全球智库半月谈
- 资产管理月报
- 金融监管论坛（月报）
- 财富管理论坛（月报）
- 国内经济形势分析报告（季报）
- 国际经济形势分析报告（季报）
- 上海市金融运行基本情况报告（季报）