

研究 信息

2016年第14期

2016.2.2

执笔：郭可为

guokewei@icbc.com.cn

日本央行“负利率”政策的蝴蝶效应

要点

- 日本央行此次实施“负利率”实际上是引进“三级利率体系”，其实并未真正使基准利率为负值。
- 日本央行推行“负利率”政策的原因主要有三方面：一是刺激日本经济的急切要求。二是解决通缩问题的压力所迫。三是现有政策失效的无奈之举。
- 日本“负利率”政策的蝴蝶效应之一，日本货币政策的传导机制可能会出现新的特征。一是通过“负利率”来鼓励金融机构向企业提供成本更低的资金需要一个更为漫长的传导过程。二是“负利率”对应的资金尽管可能会脱离央行账户，但仍有可能继续留在金融体系中而非进入实体企业。
- 日本“负利率”政策的蝴蝶效应之二，日本央行或持续释放宽松“核弹”冲击国际金融市场。这次巨震极有可能仅仅是日本央行新一轮史无前例货币宽松政策的开始，对国际金融市场的影响恐将长期持续。
- 日本“负利率”政策的蝴蝶效应之三，全球货币政策格局可能发生变化：一方面，更多经济体货币当局可能会加入货币宽松的阵营中。另一方面，美联储货币政策正常化进程可能会放缓。
- 针对日本央行“负利率”政策下的日元贬值冲击波，人民币汇率应保持相对稳定、顺势微调。中国央行暂时按兵不动或许是明智的选择。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

2016年1月29日，日本央行货币政策委员会宣布在继续维持现有质化及量化宽松（QQE）措施的基础上，从2月16日起对金融机构存放于央行的部分超额准备金实施-0.1%利率。日本央行刚开始扇动“负利率”的翅膀，瞬间就在国际金融市场形成了一股冲击波，日元对美元汇率、日本债券收益率暴跌、日经225指数迅速飙升，蝴蝶效应初步显现。本文将从日本央行推行“负利率”政策的内涵与原因入手，重点探究日本央行“负利率”政策在不同领域可能会掀起的蝴蝶效应，最后对中国提出相关对策建议。

一、日本央行“负利率”政策的内涵是什么？

日本央行此次实施“负利率”实际上是引进“三级利率体系”（即分别实施正、零、负利率）。所谓“三级利率体系”是：第一级是现有金融机构存放在日本央行的超额准备金（去年12个月均值之下的部分），适用+0.1%的利率。第二级是金融机构存放在日本央行的法定准备金，以及金融机构受到央行支持进行的一些救助贷款项目带来的增量准备金，适用于0%的利率；第三级是不包含在上两点范围内的存款准备金将适用于-0.1%的利率。从上述内容不难看出，日本央行实际上并未真正实施“负利率”，日本的基准利率仍为正0.1%。推行所谓“负利率”目的旨在对银行过多的超额存款准备金收取“罚金”。

二、日本央行为什么要推行“负利率”政策？

第一，刺激日本经济的急切要求。安倍晋三2013年再度执政以来，大力推动所谓“安倍经济学”，力图重振经历“失去二十年”的日本经济，但成效有限。2013至2015年日本实际GDP增长率表现惨淡，分别为1.4%、0与0.6%（2015年为IMF估计值）。当前日本经济最大的问题在于经济增长缺乏稳定的、强有力的引擎拉动。消费平淡与投资不振早已成为日本经济的痼疾，长期以来安身立



命之本的出口由于企业核心竞争力的相对丧失、中韩企业的日益崛起而备受打击。日本经济越来越缺乏增长的内生动力。经济复兴依赖企业不断创新进取而不是固步自封，持盈守成，因此需要更多的刺激来使其经营理念向积极甚至激进的方向转变，而超级廉价的资金是最好的手段，所以日本央行对躺在账簿上的资金收以利息是非做不可的必要措施。

第二，解决通缩问题的压力所迫。自20世纪90年代初以来，日本被通缩问题长期困扰，即使黑田东彦上台以来实施了前有未有的质化及量化宽松措施也收效甚微。2015年日本核心消费者价格指数仅增长0.5%，较2014年2.6%的增幅大为收窄。因此日本央行不得不第三次推迟实现2%的通胀目标时间至2017财年上半年，并预计2016财年的通胀水平仅为0.8%，远低于通胀目标。通缩压力对经济的危害有目共睹，欧洲目前也深受低通胀所困扰。而日本央行紧随欧洲央行之“负利率”步伐，也充分体现了货币当局在缺乏其他有效措施的形势下，采取“负利率”政策以抬高公众对货币贬值的预期是迫不得已的选择。

第三，现有政策失效的无奈之举。安倍经济学实施3年来先后推出了所谓的“三支箭”与“新三支箭”，尽管取得了一些进展，但整体来看作用日趋式微。在“三支箭”中，大规模财政刺激政策囿于日本庞大的政府债务规模而力度始终有限。推行结构性改革的阻力重重，进展甚小。而优先发展经济、支援育儿、完善社会保障的“新三支箭”更类似中远期愿景，缺乏立竿见影的具体政策措施可以执行。因此，六支箭去其五，只剩下宽松货币政策这一支箭成本最低，且最有可能在短时间内看到成效，于是“负利率”政策成为姑且可以一试的举措。

三、日本央行“负利率”政策的蝴蝶效应

日本“负利率”政策的蝴蝶效应之一，日本货币政策的传导机制可能会出现新的特征。

一是通过“负利率”来鼓励金融机构向企业提供成本更低的资金需要一个

更为漫长的传导过程。根据“三级利率体系”的规定，仅高于去年12个月超额存准均值的部分需要交“负利率”，但这部分资金目前来看非常有限甚至为零。这就意味着日本央行对金融机构曾经把资金长期存放在央行账户上的做法进行了“豁免”，但会对未来实施QQE时的增量资金施以“负利率”。这显然首先需要央行扩大QQE规模，然后金融机构在“负利率”的压力下为增量资金寻找合适的投资渠道，企业因此获得廉价资金，选择扩大生产与提高工资，从而刺激投资与消费增长，以上过程的实现无疑需要一个漫长的过程。二是“负利率”对应的资金尽管可能会脱离央行账户，但仍有可能继续留在金融体系中而非进入实体企业。自泡沫经济破灭后，日本的融资成本长期处于极低的水平，无奈货币政策已陷入“流动性陷阱”中，因此“负利率”政策对金融机构的影响可能十分微弱。如果没有经济向好、企业预期盈利增加的明确信号，金融机构即使把“负利率”部分的资金从央行抽出，也可能更愿意让货币继续留在非央行账户的金融体系内。因此“负利率”的刺激信贷的目的能否最终传导至企业，并推动经济复苏变得难以预料。

日本“负利率”政策的蝴蝶效应之二，日本央行或持续释放宽松“核弹”冲击国际金融市场。

虽然此前市场纷纷猜测日本央行或许会在近期采取货币政策行动，但是以这样毫无征兆、出乎意料的方式采取负利率措施，令全球投资者震惊，并引发市场巨震。日本央行宣布采取“负利率”后，日元应声急贬2%，连破119、120和121三个整数关口，随后才有所企稳。东京股市日经股指当天一度大涨500点，收盘涨幅为2.80%。日本债券收益率则是出现暴跌，10年期国债跌至历史新低的0.09%。

而这次巨震极有可能仅仅是日本央行新一轮史无前例货币宽松政策的开始。根据国际经验，欧洲央行首次实施“负利率”后随之又跟进了一系列量化宽松政策。日本央行也明确宣称如果有必要，未来有可能进一步调低负利率，负利率政策将与质化及量化宽松举措同步实施。这表明，未来日本央行加大货币宽松政策，尝试多种政策手段的组合几乎是板上钉钉的事件。这也意味着未



来国际金融市场的日本震源才刚刚开始形成，日本央行的货币宽松政策对国际金融市场的影响恐怕将会长期持续。

日本“负利率”政策的蝴蝶效应之三，全球货币政策格局由当前紧缩与宽松力量较为均衡，转变为宽松力量步步紧逼，紧缩力量无奈退守的格局。

当前全球主要货币当局的货币政策分化较为明显：美国已经进入加息通道，而欧洲央行和日本央行等则坚持推行货币宽松政策。日本央行启动“负利率”将对未来全球央行的政策走向产生不可低估的影响。一方面，日本央行采取“负利率”政策或将推动更多经济体货币当局加入货币宽松的阵营中。欧洲央行等本就倾向于继续加码宽松政策的货币当局受日本央行举动的激励，有可能出台更加大胆和激进的货币政策。而韩国央行等当前政策取向不太明确的货币当局可能会受日本央行的影响，开始评估外部宽松的货币政策环境对自身的影响，并采取措施以适应形势的变化，减少对本国的冲击，货币竞争性贬值或将成为一种选择。另一方面，日本央行采取“负利率”政策可能会对美联储货币政策正常化进程产生阻碍效应。在当期全球经济复苏依旧乏力、国际金融市场动荡加剧的大背景下，美联储如果执意加息，则与其他主要经济体货币政策的差异更加明显。当前美元“一枝独强”的局面已经对美国的出口竞争力造成冲击，加上全球经济缺乏亮点，海外业务占比较高的美国企业盈利前景不容乐观，美国经济复苏将受到一定拖累，因此美联储计划中的加息进程将会被迫延后或暂时停止。综上，未来可能会形成一个美联储放慢加息步伐，其他央行适当放宽货币政策的局面。

四、中国如何应对日本央行的“负利率”政策

“负利率”下的日元贬值预期增强将会冲击周边部分外向型经济体，首当其冲的会是中国、韩国等邻国。面对这种不利形势，中国央行似乎处于两难抉择。如果采取宽松货币政策以缓冲日元贬值的冲击，但人民币贬值，央行将承

受巨大的资本外流与民间换汇压力；如果采取各种措施以稳定汇率，但汇率维稳成本巨大，最直接成本就是外汇储备损失，此外还会鼓励针对人民币的套利活动。

我们认为，当前中国经济正处于“稳增长、调结构”的关键时期，人民币汇率应保持相对稳定、顺势微调。一方面，人民币贬值绝非解决中国经济问题的灵丹妙药。人民币贬值在理论上会促进出口，但大幅贬值很容易激起相关国家的强烈反应，导致竞争性贬值和惩罚性关税，因此这反而会恶化中国经济本已不很理想的外部环境。另一方面，日本的“负利率”政策效果尚需观察，无需过早作出反应。因此，对于中国而言，暂时按兵不动或许是明智的选择。