

李超 执业证书编号：S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

孙欧 执业证书编号：S0570519080007
研究员 sunou@htsc.com

刘天天 执业证书编号：S0570518050003
研究员 010-56793946
liutiantian@htsc.com

张浩 +86 10 56793946
联系人 zhang-hao@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：长期负利率源自生产要素困局》
2019.09
- 2 《宏观：降成本的实质推进从减税降费到降息》
2019.09
- 3 《宏观：美债收益率倒挂冲击力有多大？》
2019.08

负利率政策是如何从央行开始传导的 渐行渐近的负利率时代系列报告二

核心观点

2008年金融危机后，多个经济体中央银行通过负利率政策刺激经济。负利率从央行传导机制是通过影响货币市场、债券市场及信贷市场利率进而影响实体经济。从各经济体经验来看，目前负利率政策在货币和债券市场的传导较为顺畅，但对零售端和实体经济的影响还比较有限，单纯的负利率刺激仍较难实现经济复苏和持续增长。

欧央行的负利率走廊是如何传导的？

欧央行使用负利率政策目的是抵抗通缩。欧央行实行利率走廊机制，利率走廊的下限为存款便利利率，上限是边际贷款便利利率，基准利率为主要再融资利率。2014年6月5日，欧央行宣布将存款便利利率由零下调10个基点至-0.1%，正式开启负利率，并同时非对称下调主要再融资利率和边际贷款便利利率，使得利率走廊整体下移，且宽度有所收窄。负利率政策效果取决于其是否有效传导至广谱利率，从实施效果看，欧央行负利率政策在货币和债券市场的传导较为顺畅，但对零售端的影响还比较有限。

日央行的负利率政策是如何传导的？

2016年2月，日央行将金融机构存放在日本央行的超额准备金利率从之前的0.1%降至-0.1%，开启负利率，目的也为实现通胀目标。日本负利率向货币市场和债券市场传导效果较好，但向实体的传导并不顺畅，LIBOR日元隔夜利率在负利率政策后显著下降进入负值，10年期国债收益率也在利率传导、过度充裕的资金量及对经济的悲观预期共同作用下持续在0利率上下波动。反观零售端，虽然日本长期贷款利率受负利率影响有所降低，但一年后再次抬升，银行信贷增速回升也并未持续，增速持续处于低位。

其他欧洲央行的负利率走廊是如何传导的？——丹麦、瑞士和瑞典经验

欧元区是实践负利率的先行者，丹麦、瑞士和瑞典分别在2012、2014和2009年起实施负利率，瑞典在2010年退出后于2015年再次实施。从传导机制上看，负利率实施后，增加了银行资金成本，鼓励银行向央行借钱并提升信贷投放积极性，通过广谱利率下行、影响跨期替代和财富作用，带动投资和消费去实现经济和通胀的修复。丹麦侧重稳汇率，瑞士、瑞典重在应对通缩，负利率对广谱利率、经济等有积极作用，上述三国易受外部冲击，负利率政策对冲作用有限，我们认为，单纯的负利率刺激难以实现经济复苏和持续增长，需要结构性改革培育新动能加以推进。

负利率对欧洲经济的影响有限

负利率政策的用意可归结为三个方面：其一，助推汇率贬值，带动出口从而提振经济；其二，引导流动性投向实体经济，拉动投资和消费；第三、通过对总需求的拉动，进而达到刺激通胀预期的目的。但从最终效果来看，负利率对于宏观经济的影响有限。欧元区经济复苏较为缓慢，欧元区调和CPI同比较长时间在低通胀区间徘徊。欧元汇率下跌明显，一定程度上支撑出口。欧洲银行信贷增长后劲不足。从信贷流转方向来看，虽然负利率政策在刺激家庭消费有一定作用，但对于企业部门的影响仍是相对有限。

负利率对于日本经济的影响不显著

负利率政策对日本经济的影响同样较为有限：1、虽然负利率实施后，日本新增贷款和贴现平均利率明显下降，但贷款增速未见明显改善，负利率政策并未实现激励流动性流向实体部门的目的；2、通缩压力也没有因为负利率而得到缓解。3、由于日元的避险属性，日元在负利率政策后不贬反升，虽然出口在2016年下半年全球经济复苏背景下有所增长，但出口增长与汇率升值之间出现背离，与负利率政策压低本币汇率拉动出口的初衷不符。

风险提示：负利率政策冲击银行经营，效果不及预期；全球经济持续趋弱。

正文目录

欧央行的负利率走廊是如何传导的?	5
欧央行负利率走廊目前处于何水平?	5
政策利率向货币和债券市场的传导较为顺畅	6
利率传导在零售端的影响相对较弱	7
日央行的负利率政策是如何传导的?	8
日本负利率现状	8
负利率向货币市场、债券市场利率传导效果较好	8
利率传导在零售端效果较弱	9
其他欧洲央行的负利率走廊是如何传导的?	10
丹麦: 负利率政策的核心在于稳汇率	10
瑞典: 最早实施负利率政策的经济体	13
瑞士: 负利率政策对化解通缩风险有积极作用	15
负利率对宏观经济的影响有限	18
负利率后的欧洲经济	18
负利率后的日本经济	21
风险提示	23

图表目录

图表 1: 欧央行利率走廊 (%)	5
图表 2: 欧央行政策利率向货币市场和债券市场利率的传导效果较好	6
图表 3: 负利率及资产购买计划叠加, 银行准备金存款大幅上涨, 带动银行信贷投放, 但信贷增速明显更低	7
图表 4: 2016 年 2 月, 日央行开始采取负利率政策	8
图表 5: 日本负利率政策向货币市场和债券市场传导效果较好	9
图表 6: 日本长期贷款利率短期下降, 但并不持续	9
图表 7: 负利率后, 日央行对银行资金拆借及银行贷款增速短期下降后迅速抬升, 但后续并不持续	9
图表 8: 瑞典、丹麦和瑞士央行先后实施负利率政策	10
图表 9: 丹麦实施固定汇率制度	10
图表 10: 拆分丹麦经济增长的拉动作用, 净出口波动较大	10
图表 11: 实施负利率前, 丹麦经济增速下滑、通胀明显下行	11
图表 12: 为对冲升值压力、稳定汇率, 2012 年年中丹麦实施负利率	11
图表 13: 丹麦在 2012 年年中调低存款利率至-0.2%, 进入负利率区间	11
图表 14: 丹麦 3 个月及 10 年期国债收益率走势	12
图表 15: 2012 年负利率实施后, 3 个月 CIBOR (银行同业拆借利率) 与存款利率相应下行	12
图表 16: 丹麦未偿还商业贷款利率持续下行	12
图表 17: 丹麦中长期住房贷款利率下行, 短期贷款利率总体趋平	12
图表 18: 丹麦长期消费贷款利率下降幅度更大	13
图表 19: 丹麦负利率政策对信贷提振作用有限	13
图表 20: 欧债危机后, 瑞典经济增长面临挑战	13
图表 21: 经济下行及通缩冲击瑞典就业状况, 导致失业率相应走高	13
图表 22: 瑞典是最早使用负利率政策的国家	14
图表 23: 负利率政策实施后, 消费与投资对瑞典经济的拉动作用提升	15
图表 24: 负利率政策实施后, 一定程度上带动了信贷增速修复	15
图表 25: 瑞典 3 个月及 10 年期国债收益率走势	15
图表 26: 瑞典抵押贷款利率从 2012 年起持续下行, 逼近 0% 下限	15
图表 27: 瑞士央行的利率走廊	16
图表 28: 瑞士央行通过负利率政策解决通缩问题	16
图表 29: 净出口对瑞士经济增长的影响较大 (%)	16
图表 30: 2014 年下半年, 资本持续流入导致瑞士汇率升值压力较大	16
图表 31: 2014 年底负利率实施后带动了抵押贷款利率下行	17
图表 32: 负利率政策实施后, 瑞士货币市场利率跌入负利率区间	17
图表 33: 瑞士 2 年期国债收益率及 10 年期国债收益率	17
图表 34: 瑞士非金融部门、家庭及非金融公司信贷规模增速	17
图表 35: 欧洲各国负利率政策时间表	18
图表 36: 欧洲银行信贷回升主要动力为一般政府信贷, 但 2016 年 7 月后增长动力不足	

.....	19
图表 37: 消费贷款在负利率政策刺激下逐步复苏, 企业贷款起先也是一同修复, 但在由负转正后停滞不前.....	19
图表 38: 汇率下跌幅度明显, 实现贬值目标.....	20
图表 39: 负利率政策作用下, 欧元区经济缓慢复苏, 2015 年欧元区 GDP 小幅改善但 2016 年再度放缓, 2017 年经济才实现稳步增长.....	20
图表 40: 欧元区调和 CPI 同比较长时间在低通胀区间徘徊, 直至 2016 年 6 月开始一路走高, 2017 年 2 月达成 2% 的通胀目标.....	21
图表 41: 2016 年 1 月 29 日日央行意外宣布负利率政策, 引发市场短期波动。当日东京日经 225 指数较 1 月 28 日上涨 767.85 点至 17518.3; 美元兑日元汇率日内跌至 121 高点, 后有所回落, 2 月 1 日收至 121.35.....	21
图表 42: 2016 年 1 月 29 日, 日本 10 年期国债收益率下跌 12.5BP 至 0.104%.....	21
图表 43: 负利率政策未能推动日元贬值, 2016 年日元前期呈现升值趋势, 随着 2016 年后期国际经济复苏, 日元有所贬值, 出口增速回升.....	22
图表 44: 2016 年下半年, 全球经济逐步复苏, 主要经济体前瞻性指标制造业 PMI 触底回升.....	22
图表 45: 负利率政策推行后, 新增贷款和贴现平均利率显著下行, 但并未有效激励银行贷款.....	22
图表 46: 负利率政策未能扭转通缩压力, 2016 年 4 月-9 月 CPI 同比持续为负.....	22
图表 47: 从负利率政策实施后的日本经济分项来看, 2016 年上半年的投资和消费意愿并没有明显改善.....	23

欧央行的负利率走廊是如何传导的？

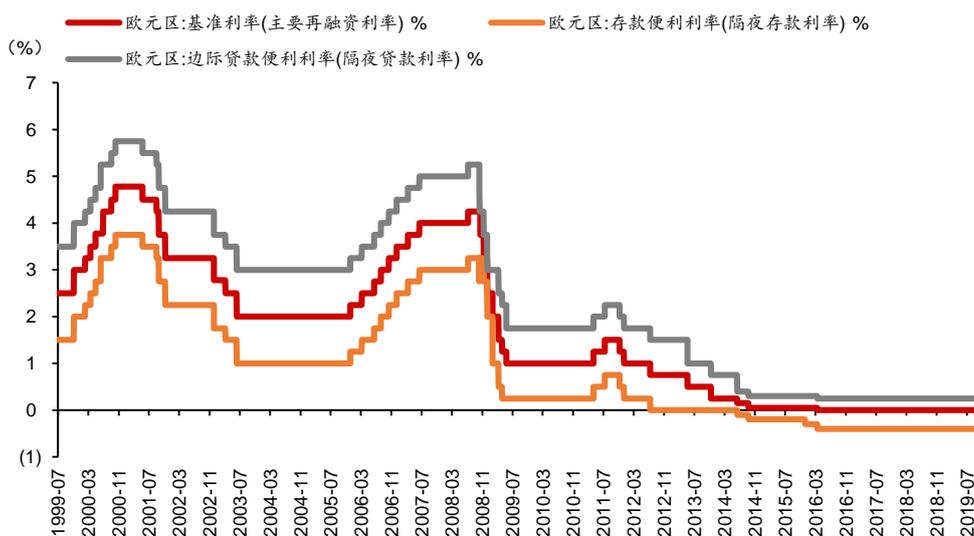
金融危机后，多个经济体中央银行通过量化宽松政策投放大量流动性，同时央行希望通过对商业银行部分流动性实施负利率促使商业银行加大对实体经济的信贷投放，并降低商业银行对客户信贷等金融产品的利率，最终促进消费和投资。各经济体负利率政策的目的不同，如日本央行和欧央行相继使用了负利率政策，目的是抵抗通缩，个别经济体如丹麦则采用负利率政策来避免汇率升值。同时，各央行负利率调控模式也有差异，欧元区采用利率走廊的政策调控模式，日本采用征收超额准备金利率模式，对超额准备金的增量实施负利率政策。

欧央行负利率走廊目前处于何水平？

欧央行通过利率走廊机制调控短期市场利率和银行体系流动性。利率走廊的下限为存款便利利率（隔夜存款利率），即欧央行主动吸纳银行隔夜存款的利率；利率走廊上限是边际贷款便利利率（隔夜贷款利率），即欧央行向金融机构提供有抵押隔夜流动性支持的利率；基准利率为主要再融资利率。

欧央行于2014年6月开始实施负利率政策。欧央行负利率政策主要目的是实现通胀目标，2014年6月5日，欧央行宣布了一揽子宽松政策，包括实行负利率、引入定向长期再融资操作（TLTRO）、筹备资产抵押证券（ABS）购买计划、延长固定利率全额配给主要再融资操作（MRO）至2016年底、暂停证券市场计划（SMP）购债冲销操作等措施。此次负利率政策指的是欧央行将存款便利利率由零下调10个基点至-0.1%，并适用于超额准备金利率，这意味着欧央行对银行的存款和超额准备金收费。与此同时，主要再融资利率、边际贷款便利利率分别下调10个基点和35个基点至0.15%和0.40%。利率走廊非对称下调，宽度由75个基点收窄至50个基点。欧央行强调，负利率针对的是银行，居民储蓄不会受到直接影响。此后欧央行继续数次下调利率，截至2019年9月3日，存款便利利率为-0.4%，贷款便利利率为0.25%，基准利率（主要再融资利率）为0%，欧债危机后，欧央行始终未能进入到加息通道。

图表1：欧央行利率走廊（%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

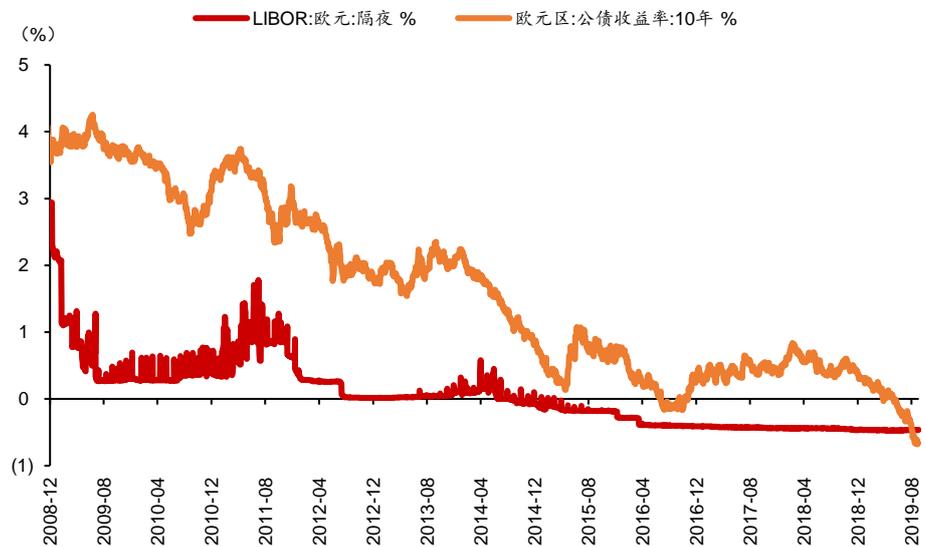
政策利率向货币和债券市场的传导较为顺畅

理论上讲，货币政策传导渠道分为传统的货币渠道和 Bernanke, Gertler 在 1995 年提出的信贷渠道。前者又分为利率渠道和资产价格渠道，其中，利率渠道是指央行通过调控利率，或调控货币供应量对利率产生影响，进而影响投资、消费及经济产出；资产价格渠道是通过影响除利率以外的其他资产的价格对实体经济造成影响，包括货币价格（汇率）、房地产价格及金融资产价格等。一般情况下，利率渠道的传导效率取决于政策利率是否能够有效传导至货币市场利率、债券市场利率，以及实体经济信贷市场利率。

在欧央行实施负利率的情形中，一般情况下，负利率政策首先影响市场利率，利率走廊有向中间值收敛的趋势，进而拉动市场利率下行。欧央行在下调存款便利利率为负的同时也降低了其他两个基准利率，通过利率走廊降低同业拆借利率的变动区间。在金融市场上，一方面低利率会导致本币贬值，另一方面可能会引发商业银行行为改变。对于实体经济来说，资产价格上升会产生新的财富效应改善非金融部门的资产负债情况，本币贬值也可以推动出口增加，进一步推动总需求和通货膨胀。

从效果来看，欧央行负利率政策在货币和债券市场的传导较为顺畅，但对零售端的影响还比较有限。负利率从政策利率传导至银行间市场拆借利率，各期限国债收益率均有所下降。2014年6月5日欧央行实施负利率后，6月19日，欧元区隔夜 LIBOR 转负，此后继续波动下行，目前仍维持负值区间，截至 2019年9月2日，数据录得-0.46%。负利率和量化宽松政策对经济复苏的刺激效果有限，欧元区 10 年期国债收益率在利率传导机制及经济悲观预期的共同影响下，同样波动下行，2016年6月转负，截至 2019年9月2日，录得-0.65%，欧元区国债利率期限结构逐渐中枢下移，同时趋于扁平化。

图表2：欧央行政策利率向货币市场和债券市场利率的传导效果较好



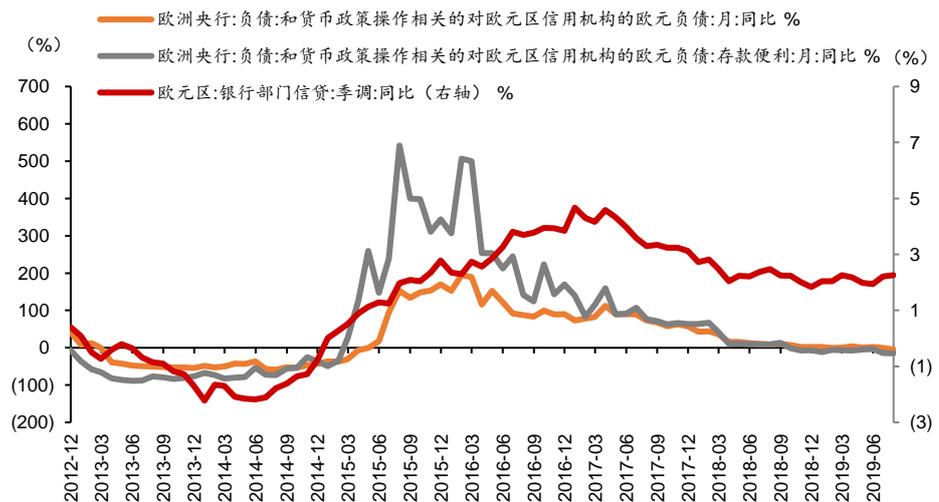
资料来源：Wind，华泰证券研究所

利率传导在零售端的影响相对较弱

负利率政策对零售端利率的影响仍比较有限。虽然目前大多数欧元区银行已开始对部分机构客户实施负利率，但对零售客户实施负利率仅有个例，大规模实施难度仍然较大，核心原因在于存款利率粘性的存在。负利率政策主要针对银行资产端，银行收入减少的同时，存款利率粘性导致银行成本固定或下行幅度弱于银行收入，由此冲击银行净息差，利润下行进而带来银行净资本和信贷供给的下行，导致利率下行在银行与实体的零售端传导受阻，信用难以有效释放，实体融资成本无法大幅降低。若出现银行以提高贷款利率的方式转嫁负利率成本，会进一步抑制贷款需求。据国际清算银行（BIS）研究，负利率在货币市场的传导较为顺畅，但如果负利率持续时间较长或者利率水平进一步下降，个人和金融机构的行为将存在很大的不确定性。

Wind 数据显示，2014 年包括负利率及资产购买计划等一揽子宽松政策实施后，欧央行对银行释放大量流动性，“欧央行对信用机构负债”项目增速大幅提高，并带动银行信贷投放。但值得注意的是，准备金结构中，存款便利增速相比经常账户（最低准备金）明显更高，2015 年 7 月的存款便利增速高位达到了整体准备金增速的两倍，即央行吸纳银行隔夜存款金额快速增长，央行资金向银行对实体信贷传导的效率大打折扣，实际上，信贷增速 2016 年 12 月达到刺激政策后的峰值也仅为 4.67%，同期准备金增速为 73%。

图表3：负利率及资产购买计划叠加，银行准备金存款大幅上涨，带动银行信贷投放，但信贷增速明显更低



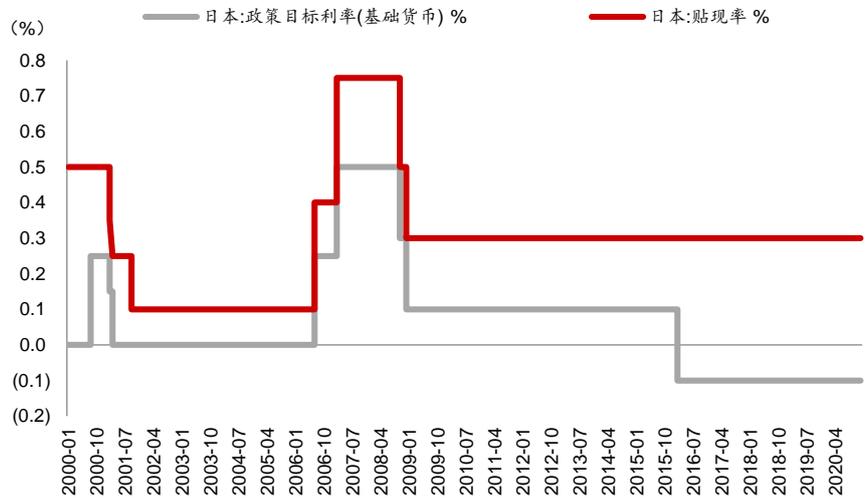
资料来源：Wind，华泰证券研究所

日央行的负利率政策是如何传导的？

日本负利率现状

2016年2月，日央行开始实施负利率政策，对商业银行在日央行经常账户的部分存款执行负利率。具体而言，日央行对商业银行经常账户存款分为三个层级，分别实行三级利率体系：①基础余额：+0.1%利率，由过去十二个月平均超额准备金组成，可以理解为超额准备金过去的存量。②宏观加算余额：0%利率，由法定准备金、贷款援助基金、对地震受灾地区金融机构支持金构成；③政策利率余额：-0.1%利率，由其余新增的超额准备金组成。2016年2月，日央行将金融机构存放在央行的增量超额准备金利率从之前的0.1%降至-0.1%，以鼓励金融机构借出更多资金，如果银行不将资金贷款给企业、居民等主体而是以超额准备金形式放在央行，那么就将向日央行付利息。日本央行实行负利率政策的目标是实现每年2%左右的通货膨胀。

图表4：2016年2月，日央行开始采取负利率政策



资料来源：Wind，华泰证券研究所

负利率向货币市场、债券市场利率传导效果较好

负利率向货币市场和债券市场传导效果较好。其中，货币市场方面，LIBOR 日元隔夜利率和平均隔夜无担保拆借利率在日本实行负利率政策之后显著下降进入负值。资本市场方面，

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10319



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>