



中國人民大學
RENMIN UNIVERSITY OF CHINA

《世界经济學》

課程論文

題 目： 淺析日本負利率政策

指導老師： 關雪凌 教授 博士生導師

學院年級專業： 經濟學院2014 級國際經濟與貿易

姓 名： 李 慧

學 號： 2014200705

電子信箱： lihuiruc@163.com

浅析日本负利率政策

中国人民大学经济学院 李慧

【摘要】为了刺激消费和投资，振兴日本经济，日本央行于 2016 年 1 月 29 日出台了负利率政策。负利率政策实施近 4 个月以来，日本的经济状况不但没有明显改善，还给金融市场带来了更多的不稳定性。在浮动汇率制下，日本负利率政策只能起到暂时的刺激作用，并不能持续地刺激经济发展。由于中国目前实行的是固定汇率制度，中国采取负利率政策对经济的刺激作用会比日本更小。因此，中国必须谨慎对待负利率政策。中日要想振兴经济，不能寄希望于负利率政策，而是要加快推进供给侧改革和提高全要素生产率。

【关键词】日本负利率；汇率；经济发展；日元贬值

一、引言

2016 年 1 月 29 日，日本央行正式宣布：2016 年 2 月 16 日起日本央行对超额准备金账户采取 -0.1% 的利率，日本成为了亚洲第一个实行负利率政策的国家。日本实行的负利率政策指的是什么？日本为什么要打破了利率下限实施负利率政策？实施负利率政策会给日本自身、亚洲乃至全球经济带来怎样的影响？日本的负利率政策能持续多长时间？日本的负利率政策对我国又有怎样的启示？这些都是值得我们思考的问题，下面我将对以上问题做出一些较为粗浅的解释。

二、何为负利率？

根据利率与通货膨胀的关系，利率有名义利率和实际利率之分。费雪方程式指出，实际利率=名义利率-通货膨胀率。若名义利率为正值，当通货膨胀率高于名义利率时，实际利率则为负值。若名义利率为负值，而当通货膨胀率负值即发生通货紧缩时，且在名义利率的绝对值小于通货膨胀的绝对值时，实际利率则可为正值。因此，实行负利率政策并不意味着实际利率为负值，实际利率的正负与经济的通货膨胀率有关。一般来说，零利率是名义利率的下限。实行正的名义利率，居民才有可能将钱存到银行，银行才能发展借贷业务，通过利差获取利润。当一国经济发生较严重的通货膨胀时，该国央行会采取提高利率的措施，抑制该国货币在市场中的流通量；当一国发生较为严重的通货紧缩时，该国央行就会降低利率甚至实行负利率，从而刺激投资和消费，改善当前的经济状况。

实行负利率政策，是不是意味着居民若将钱存在银行里数量会不增反减呢？实际上不是这样的。根据利率的标的对象，利率又分为法定准备金利率、超额准备金利率、存款基准利率、银行无担保隔夜拆借利率等。一般而言，负利率政策指的是名义利率为负而不是实际利率为负。日本本次实行的负利率政策标的的只是商业银行存在央行的超额准备金利率，并不包括普通的存贷款利率。日本央行将商业银行在央行的超额准备金账户中的利率设为 -0.1% ，而日本银行间无担保同业拆借利率受其影响降为 -0.01% ，比超额准备金利率要高，但居民存贷款基准利率虽接近零但仍为正值。因此，居民担心把钱存在银行里数量会减少是多余的，即使是早已实行负利率政策欧洲国家的存款利率也始终维持在零以上。如果银行存

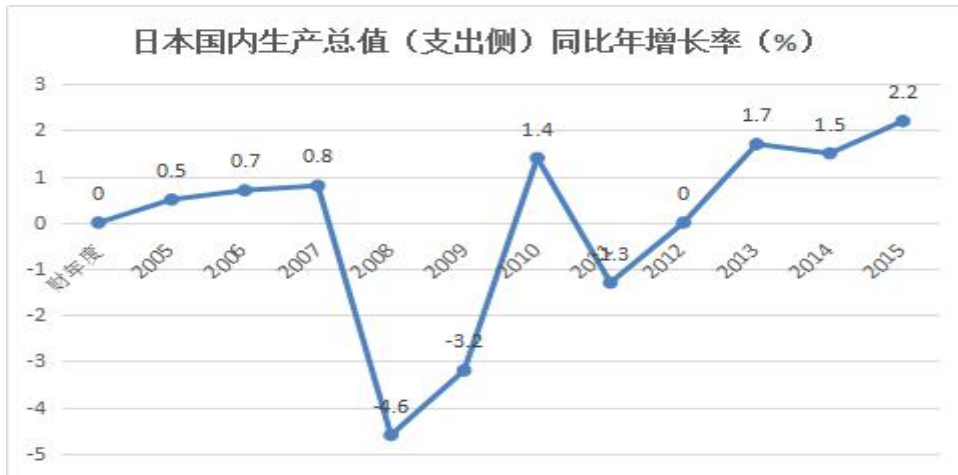
款利率突破零下限，那么银行存在的基础就会崩塌，最终的结果必然是银行体系乃至整个国民经济的崩溃。

三、日本实行负利率的原因

(一) 日本经济状况不容乐观

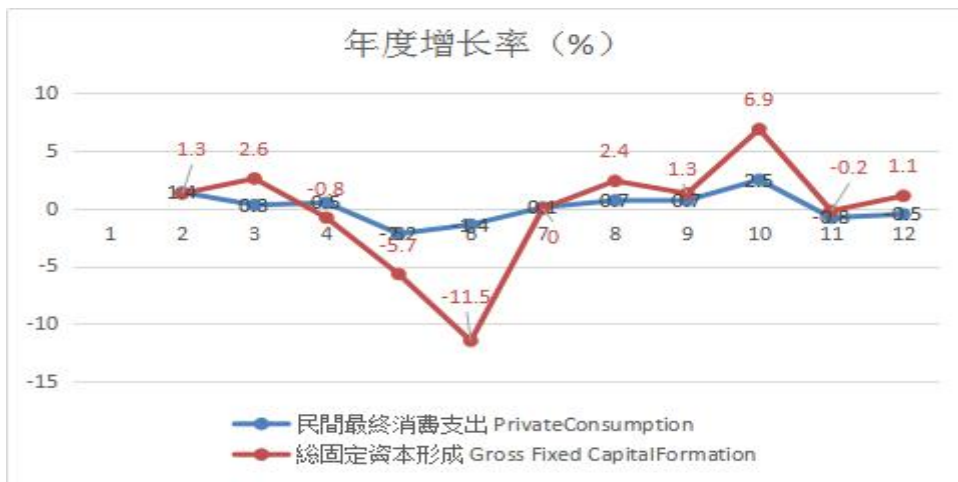
近年来，日本经济一直处于低迷状态。日本自 2005 至 2015 财年（日本财年：自 4 月 1 日至次年 3 月 31 日）的 GDP 增长率年度数据表明（见表 1），日本 GDP 增长率已连续多年为 2% 以下，且增长率变动幅度较大，经济波动明显。具体来看（见表 2），日本民间的消费支出增长率大多在零左右徘徊，有较大变化幅度的也只是增长率下降的幅度，尤其是近两年来，民间消费支出增长率一直维持在零以下的低位，消费支出下降趋势明显。日本近两年总固定资本形成的年增长率也不高，投资明显不足。这也表明了日本经济的低迷状态很可能持续一段较长时间。

表 1



数据来源：日本内阁府经济社会综合研究所

表 2



数据来源：日本内阁府经济社会综合研究所

除此之外，根据日本总务省统计局的最新数据（见表 3），日本平成 27 年（2015 年）7~9 月 CPI 季度平均指数同比增长率为 0，2015 年 10~12 月和 2016 年 1~3 月连续两

季度的CPI 季度平均指数同比增长率都在 0 以下，分别为 -0.2% 和 -0.5%。日本物价存在下跌现象，且下跌幅度有扩大趋势，存在轻度通货紧缩。

表 3



数据来源：日本总务省统计局

日本本次实行负利率政策的出发点就是为了改善国内经济低迷的状况，以达到通胀率为 2% 的货币政策目标。日本央行将金融机构在央行的超额准备金账户的利率设为负利率，意在提高金融机构持有货币的成本，从而刺激金融机构降低贷款利率，积极放贷，吸引更多投资者借贷并对实体经济进行投资，达到刺激需求、振兴经济的目的。

（二）日本实行量化宽松政策效果不佳

美国通过实行量化宽松的货币政策走出 2008 年次贷危机的阴影，日本也效而仿之，推出并维持了两年多的量化宽松的货币政策，以期能够达到振兴经济的目标。但从日本近年的经济形势看，日本 CPI 的平均指数多在 1% 以下（见表 3），离通胀率为 2% 的目标还有一段较长的距离。由此可以看出，日本实行量化宽松的货币政策的效果并不明显。欧洲部分国家如瑞典、瑞士、丹麦实行负利率为日本提供了借鉴的经验，加上日本历史上也曾经实行过负利率政策，在经济持续低迷，货币政策效果不明显的背景下，日本最终决定铤而走险再次实行负利率政策。日本本次实行负利率政策，意在希望能够通过日元贬值，刺激人们进行消费和投资，同时拉动出口，改善当前经济状况。

总而言之，日本低迷的经济状况是日本实行负利率的主要原因，但负利率政策能否沿着日本央行所期待的轨迹发挥作用呢？

四、日本负利率政策产生的影响及其原因

日本实行负利率政策已有三个多月，但负利率政策对日本经济的拉动作用并不显著，反而给经济带来了更多的不稳定性。

（一）日本经济形势没有明显改善

2016 年 1~3 月日本平均 CPI 指数情况表明（见表 4），日本 2016 年第一季度平均 CPI 指数同比下降 0.5%，环比上升 0.1%，该季度平均 CPI 指数的下降幅度大于 2015 年

10~12 月的下降幅度。具体来看，该季度食品的平均 CPI 指数同比上升 1.2%，环比上升 2.4%，一定程度上反映了负利率政策的确对家庭消费支出具有一定的刺激作用。而该季度的工业制成品的平均 CPI 指数同比下降了 1.7%，环比上升了 0.2%，一定程度上体现了负利率政策对投资的刺激作用不够明显，甚至与央行的初衷背道而驰。

表 4

2016 年 1~3 月平均 CPI 指数情况 (2005 年=100)

项目	综合	食品	工业制成品
CPI 指数	(103.6)	(106.8)	(102.2)
	103.2	108.1	100.5
同比	(-0.2%)	(-0.2%)	(0.2%)
	-0.5%	1.2%	-1.7%
环比	(0.3%)	(2.9%)	(0.1)
	0.1%	2.4%	0.2%

注：(*) 表示 2015 年 10~12 月相对应的指标。**

数据来源：日本总务省统计局

另外，根据日本内阁府公布的国民经济计算（GDP 统计）2016 年 1—3 月期 1 次速报值的数据（见表 5），2016 年第一季度日本国内生产总值（支出侧）增长率由负转正，增长率为 0.5%。其中，最终消费支出的增长率虽仍为负值，但较上一季度，消费支出的情况有了较大改善。而固定资本形成的增长情况不容乐观，增长率为负且有恶化趋势。在进出口方面，出口形势稍有改善，但进口项增长率明显下降，进口明显减少，这暗示了自负利率政策出台以来，日元明显贬值，但日元贬值对出口的拉动作用不大，主要影响的是进口方，这与日本出口商的投资情况和国内的供给侧结构密切相关。

为什么负利率政策的出台会使日本经济发生这样的变化呢？

首先，负利率政策一出台，一定程度上引起了日本民众的恐慌，食品物价短时间内有明显上升。但随着日本央行对负利率政策的详细解读和一定时间的适应，日本民众对食品等必须品的需求和食品物价也会稳定下来。因此，食品物价的上升只是暂时现象，不会长时间持续。

其次，负利率政策的理论传导机制是由于金融机构在央行的超额准备金利率和银行间无担保同业拆借利率为负利率，提高了融机构持有货币的成本，金融机构被迫降低贷款利率，刺激投资，进而拉动经济增长。在这个理论传导机制中，负利率政策无法直接刺激居民的需求和消费支出。而根据需求创造供给理论，一国的需求决定一国的供给，生产者不会供给消费者不需要的商品。因此，即使负利率有利于生产者，即使日元贬值有利于出口，由于国内外需求短期具有刚性，负利率政策对投资的刺激作用有限。而低贷款利率降低了生产者的生产成本，在需求不变的情况下，生产者可能会选择降低制成品的价格以吸引更多的消费者，从这个逻辑而言，负利率政策就有可能和央行的初衷背道而驰。

最后，负利率政策只能暂时地刺激经济，无法长期发挥作用。在日本 2016 年第一季度 GDP 的增长中，日本进口量明显减少，贸易余额增多，这是 GDP 增长的最主要原因。在日本实行浮动汇率制的背景下，随着 GDP 有所增长，国内利率上升，短期内会有资本流入从而将国内利率降至世界市场的利率水平，日元就会升值。日元升值又会导致出口减少，进口增减，贸易余额减少，在其他项目不变的情况下，日本的 GDP 就会下降，刺激经济的目标就无法实现。即使日本 2016 年第二季度的 GDP 统计尚未公布，我们也可以大胆地认为日本第二季度的 GDP 增长率会小于 0.5%，甚至有可能为负值。如果再继续降低利率也只能实现暂时的经济刺激，想要真正实现经济振兴，日本利率必然要回升。

表 5
2016年1~3月国民经济统计表

国内総生産（支出側、名目）

項 目	対前期増加率(%)	
	2015年	2016年
	10~12月	1~3月
1. 民間最終消費支出	-0.8	-0.1
(1) 家計最終消費支出	-0.9	-0.1
a. 国内家計最終消費支出		
b. 居住者家計の海外での直接購入		
c. (控除) 非居住者家計の国内での直接購入		
(再掲) 家計最終消費支出 (除く持ち家の帰属家賃)	-1.0	-0.2
持ち家の帰属家賃		
(2) 対家計民間非営利団体最終消費支出		
2. 政府最終消費支出	0.7	0.5
(再掲)		
家計現実最終消費		
政府現実最終消費		
3. 総資本形成		
(1) 総固定資本形成	-0.2	-1.6
a. 民間		
(a) 住宅	-0.9	-1.5
(b) 企業設備	1.0	-2.2
b. 公的	-3.4	0.0
(a) 住宅		
(b) 企業設備		
(c) 一般政府		
(2) 在庫品増加		
a. 民間企業		
(a) 製品在庫		
(b) 仕掛品在庫		
(c) 原材料在庫		
(d) 流通在庫		
b. 公的		
(a) 公的企業		
(b) 一般政府		
4. 財貨・サービスの純輸出		
(1) 財貨・サービスの輸出	-3.4	-3.2
a. 財貨の輸出		
b. サービスの輸出 (含む非居住者家計の国内での直接購入)		
(2) (控除) 財貨・サービスの輸入	-4.9	-7.2
a. 財貨の輸入		
b. サービスの輸入 (含む居住者家計の海外での直接購入)		
5. 国内総生産 (支出側)	-0.2	0.5
(参考) 海外からの所得の純受取		
海外からの所得	4.1	-9.9
(控除) 海外に対する所得	0.7	-1.4
国民総所得	0.1	-0.2
(参考) 国内需要	-0.5	-0.2
民間需要	-0.6	-0.5
公的需要	0.0	0.4
(参考) 国内総生産 (支出側) (除くFISIM)	-0.2	0.5
家計最終消費支出 (除くFISIM)	-0.9	-0.1
財貨・サービスの輸出 (除くFISIM)	-3.4	-3.2
(控除) 財貨・サービスの輸入 (除くFISIM)	-4.9	-7.2
(注) 1. 民間需要=民間最終消費支出+民間住宅+民間企業設備+民間在庫品増加		
公的需要=政府最終消費支出+公的固定資本形成+公的在庫品増加		
2. 国内需要=民間需要+公的需要		
3. 国民総所得=国内総生産+海外からの所得の純受取		

数据来源：由作者根据日本内阁府经济社会研究所提供的国内总生产（支出側）及其各需要项目增加率—四半期名目季节调整系列表格整理得出。

(二) 日本金融市场的动荡

随着日本负利率政策的出台及日本存贷款利率的持续走低，在债券市场上，银行存款对居民的吸引力大大下降，居民对国债的需求猛增。日本国债收益率统计数据表明（见表6），在日本负利率政策出台之前，日本一年期和两年期国债收益率分别为 -0.068% 和 -0.083% 。但日本负利率政策一出台，2016年2月1日一年期和两年期国债收益率分别降为 -0.141% 和 -0.16% 。且自2016年2月24日起，日本10年期及以下的国债收益率降为零以下。虽然2016年以来，日本一年和两年期国债收益率均为负值，但不可否认，日本负利率政策的出台使得日本国债收益率明显下降并具有明显下降趋势，极大地影响了国债收益率的稳定性。在外汇市场上，从日元对美元的实际有效汇率（剔除价格因素）可以看出（见表7），美联储加息和日本负利率政策加速日元贬值，日元币值波动较大。

表6



数据来源：日本财务省

表7



数据来源：日本央行

除了上述可以观测到的事实证明了日本实行负利率政策会加剧日本金融市场的不稳定性之外，从理论逻辑上，我们也可以理解负利率政策对金融市场的影响路径。日本央行实行负利率政策，提高了商业银行持有货币的成本，因此商业银行不得不降低贷款利率来吸引投资者借贷。这样一来，商业银行的存贷利息差减小，盈利空间受到挤压，不利于商业银行等金融机构的长远发展。为了能够尽可能地把钱贷出去，商业银行可能会产生道德风险行为，对贷款人的要求降低，不良贷款率有可能上升，埋下金融危机的隐患。另外，由于贷款成本低，投机者也更愿意贷款进行金融市场的投机套利活动，低利率释放的资金并没有流向实体经济，金融市场会出现虚假繁荣。例如，在负利率带来的日元贬值的预期下，投机者将大量贷来的日元购买美元，未来再把美元兑换成更加便宜的日元来偿还债务，即产生投机性攻击行为，日元进一步贬值。当隐藏的问题一旦被触发，危机就可以通过金融链条传导至整个实体经济，影响经济的稳定。

（三）其他影响

首先，日本作为亚洲第一个实行负利率的国家，必然会对其他亚洲国家的货币政策产生一定的“示范作用”，提高了其他国家降息降准的可能。其次，日本实行负利率影响了全球经济的基本面。日本负利率推动日元贬值，进而推动美元升值，美元升值又会使人民币贬值，影响了中美两国的货币政策。例如，美联储为减小美元升值对经济的影响，不得不放缓加息的频率。中国降息降准的货币政策也会受其影响，为减小人民币币值的变动幅度，也要减缓降息降准的频率。另外，与日本经贸往来密切的国家进出口情况也会受日元币值变动的影响，贸易余额发生变动，进而影响 GDP 的增长。

五、日本负利率政策对中国的启示

从日本实行负利率后的经济状况来看，负利率政策的效果不佳，还增加了金融市场的不稳定性，这就警示中国必须十分谨慎对待负利率政策。不仅是因为负利率只是暂时刺激经济，无法真正实现经济振兴，中国还必须看到，中国实行负利率政策对经济暂时的刺激作用会比日本还小。与日本的浮动汇率制不同，中国实行的是固定汇率制，实行负利率政策会加大市场中的货币供应量，利率进一步降低。随着资本不断外流，利率会上升，人民币贬值。为维持固定汇率，央行需要回笼市场中流通的货币。最终的结果是利率降低了但汇率不变，收入不变，经济状况并没有改善。

日本想要走出经济低迷的状态，中国想要在经济新常态中仍保持较高的经济增长率，不能寄希望于负利率政策。因为负利率政策对经济刺激作用的大小是由本国的经济结构所决定的，如果一国经济发展不平衡，生产过剩，技术落后，居民收入停滞不前，即使投资成本低，生产者也没有投资意愿。要想让负利率发挥作用，就必须加快推进本国供给侧的改革并提高全要素生产率，让资金流入实体经济，为负利率政策的作用发挥提供基础，为持续的经济繁荣推波助力。

【参考文献】

- [1] 汪川. 负利率的理论分析与政策实践[J]. 银行家, 2016, 04: 46-49.
- [2] 朱宝玲. 日本银行负利率政策之市场观察[J]. 法制与社会, 2016, 09: 83+93.
- [3] 孙立坚, 林木彬. 从“零利率”政策到“负利率”结果——透析日本金融体系的微观传导机制[J]. 国际金融研究, 2003, 09: 36-43.
- [4] 乐绍延. 日本金融市场为什么出现负利率[J]. 金融信息参考, 2003, 08: 57.
- [5] 本报记者 陶冶. 日本央行意外宣布负利率政策[N]. 金融时报, 2016-01-30008.
- [6] 记者 王宙洁. 突然下猛药 日本央行开启负利率[N]. 上海证券报, 2016-01-30001.
- [7] 北京金融从业者 郭可为. 日本“负利率”引发三大蝴蝶效应[N]. 上海证券报, 2016-02-03007.
- [8] 证券时报记者 李东亮. 日本央行超储执行负利率 人民币汇率走势增变数[N]. 证券时报, 2016-02-01A06.
- [9] 证券时报记者 吴家明. 日本央行负利率生效: 理财产品陷窘境[N]. 证券时报, 2016-02-17A02.
- [10] 证券时报记者 吴家明. 看看日本民众如何对抗负利率[N]. 证券时报, 2016-02-22A02.
- [11] 本报记者 陈光. 日本负利率对中国影响有多大? [N]. 国际商报, 2016-02-01A03.
- [12] 本报记者 刘旭颖. “意外”负利率 日本想干啥? [N]. 国际商报, 2016-02-01A04.
- [13] 察哈尔学会研究员 张敬伟. 日本负利率搅动全球市场基本面[N]. 每日经济新闻, 2016-02-01002.
- [14] 郑步春. 日本推负利率 冲击暂有限[N]. 每日经济新闻, 2016-02-02010.
- [15] 本报记者 刘旭颖. 日本负利率在起何作用? [N]. 国际商报, 2016-02-22A02.
- [16] 本报记者 暨佩娟 田泓 吴刚 王如君 俞懿春 采访整理. 负利率, 何以治标不治本[N]. 人民日报, 2016-04-14023.
- [17] 记者 周艾琳. 日本同业市场面临崩溃 “负利率”是救兵还是毒药? [N]. 第一财经日报, 2016-03-01A05.
- [18] 记者 周艾琳. 日本负利率损及银行利润究竟亏了多少? [N]. 第一财经日报, 2016-03-04A05.
- [19] 本报记者 陶冶. 日本负利率政策首遭“滑铁卢” [N]. 金融时报, 2016-03-26008.
- [20] 许缘. 负利率难解日本经济难题[N]. 中国信息报, 2016-02-03007.
- [21] 苏安. 日本负利率卷土重来[N]. 21世纪经济报道, 2014-11-27004.
- [22] 乐绍延. 日本金融市场出现负利率[N]. 中国证券报, 2003-07-01004.
- [23] 郑景昕. 负面影响有多大 负利率时代[J]. 英才, 2010, 05: 108-109.