



主要國家央行採行負利率政策及啟示*

簡 劭 騏**

- | | |
|-----------|-----------|
| 壹、前言 | 肆、負利率的利與弊 |
| 貳、負利率實施現況 | 伍、結論與建議 |
| 參、負利率的成效 | |

摘 要

為因應全球景氣放緩、貨幣升值，以及通縮風險縈繞等壓力，許多國家央行在政策利率已極低的情況下，進一步將名目利率降至負值，即所謂「負利率」，打破以往理論認為零利率為政策利率下限之想法。

本研究分析負利率的文獻及數據，歸納出當前負利率之成效與利弊。負利率雖成功促使市場批發利率及零售存貸利率下降，並影響貨幣匯率走貶，惟囿於私部門憂心未來的心理因素，信貸並未同等擴張，對刺激股市及推升物價之效果亦不顯著，更可能產生金融機構利潤承壓、金融市場波動加劇、資產泡沫化，以及加深市場恐慌情緒等風險。爰此，建議我國應避免過度依賴貨幣政策，而應與生產力升級、勞動力提高之財政政策及結構性改革並行，方為根本改善經濟之良策。

* 本文參加國家發展委員會 105 年度研究發展作品評選，榮獲經濟及財金政策類甲等獎。

** 作者為經濟發展處科員。

Lessons from Main Central Banks' Negative Interest Rate Policy

Shao-Chi Chien

Officer

Economic Development Department, NDC

Abstract

In response to the global economic slowdown, currency appreciation, and deflation risks, many central banks further lower the nominal interest rate to a negative value in the situation of very low policy rates, breaking the zero interest rate limitation.

This study analyzes the negative interest rate data, summed up the strengths, weaknesses and effectiveness of the current negative interest rate policy. Negative interest rates have contributed to the decline in market wholesale and retail interest rates, and affect the currency depreciation; However, the private sector still worry about the future, which cause the investment, the stock, and the price level are still sluggish. Moreover, it may have the risk of financial institutions, financial market volatility, asset bubbles, and deepen the market panic. Therefore, it is recommended that we should be committed to improving the labor force and promoting the productivity upgrades, instead of relying on monetary policy, in order to boost the economy.



壹、前言

在歷經 2008 年金融海嘯後，傳統貨幣政策已無法有效解決複雜的經濟問題，許多主要國家的政策利率早已趨近於零，因此進一步推行非傳統的貨幣政策，實行量化寬鬆 (QE)，透過擴大央行的資產負債表，發行貨幣購買長期債券，提高長期債券價格並壓低利率，促使民眾增加消費及投資，以刺激通貨膨脹及經濟。

惟近期全球需求放緩、中國等新興市場經濟成長下滑，加上油價重挫導致原物料商品價格崩跌，引發市場再度質疑僅採量化寬鬆貨幣政策是否能有效提振經濟並推升通膨。爰此，在政策利率已極低的情況下，許多國家進一步將名目利率降至零以下，即所謂「負利率」，打破以往理論認為零利率為政策利率下限之想法。負利率政策徹底改變了各國金融市場生態，甚至將透過資本移動波及全球，以下本文將探討負利率政策的實施背景、運作模式、目前的實施成效，以及採行負利率政策的利與弊。

貳、負利率實施現況

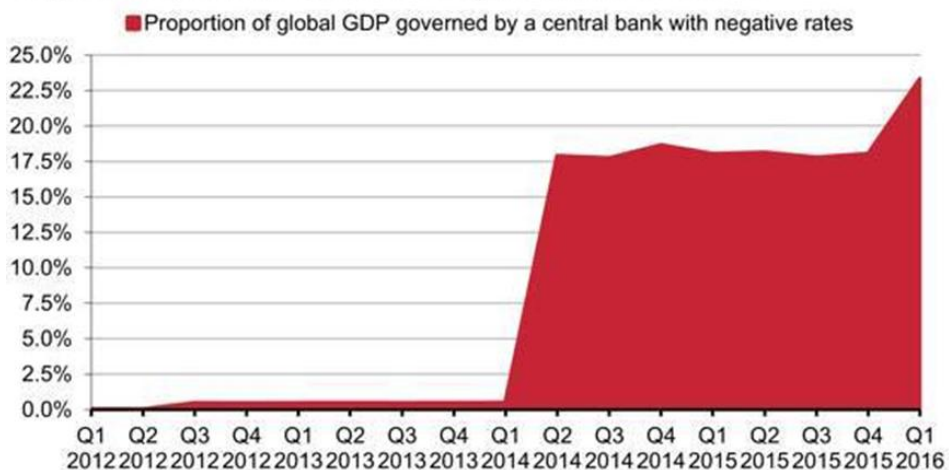
原被認為僅理論上可行的負利率政策，目前已有約占全球 GDP 四分之一的國家施行¹ (見圖 1)，包括歐元區、丹麥、瑞士、瑞典、日本及匈牙利等國家 (見表 1)；英國、挪威、加拿大、以色列、捷克等國央行亦不排除陸續跟進，此種非常規的貨幣政策已不再是特例。國際信評機構惠譽公司 (Fitch) 估算，截至今 (2016) 年 6 月，全球負殖利率公債總額已高達 11.7 兆美元²，其中，以義大利、日本、德國及法國的負殖利率公債增加最多。

¹ 節錄自 Investment 報導，「23% of global GDP is governed by central banks with negative policy rates」，2016 年 2 月 6 日

² 節錄自 CNBC 報導，「There are now \$11.7 trillion worth of bonds with negative yields」，2016 年 6 月 29 日

Taking the plunge

Negative rates are becoming the norm for a growing portion of the world



Source: FactSet, Oxford Economics, GDP share measured in nominal U.S. dollars | WSJ.com

資料來源：華爾街日報

圖 1 中央銀行實施負利率政策國家占全球 GDP 比例

表 1 實施負利率之各國央行

| Country | Date negative rate first introduced | Latest policy rates, basis points | | |
|-------------------------|---|-----------------------------------|------------------|--------------|
| | | (March 2016) | | |
| | | Lending rate | Main policy rate | Deposit rate |
| Danish National Bank | July 2012 to April 2014; September 2014 onwards | 5 | 0 | -65 |
| European Central Bank | June 2014 onwards | 25 | 0 | -40 |
| Swiss National Bank | December 2014 | 50 | - | -75 |
| Swedish Riksbank | February 2015 | 25 | -50 | -125 |
| Bank of Japan | January 2016 | 10 | 0 | -10 |
| Hungarian National Bank | March 2016 | 145 | 120 | -5 |

Source: Central banks.
 Note: Blue shaded figures refer to the rates most relevant to short term money market rates. For Denmark, the deposit rate is now considered the key policy rate.

資料來源：IMF



一、主要國家央行實施負利率背景

(一) 丹麥

丹麥克郎與歐元基本上為固定匯率制度，釘住 1 歐元兌 7.46 丹麥克郎，匯率僅可容許 2.25% 的波動區間。因此，在一般情況下，當歐洲央行升降息時，丹麥央行亦會同步採取措施，以維持匯率穩定；惟在歐債危機資金大舉流入丹麥時，丹麥央行（Danish National Bank）便於 2012 年 7 月率先實行負利率，對金融機構存放丹麥央行的定期存款（期限一週）利率降至 -0.2%，以避免資金不斷流入國內，直至 2014 年 4 月歐債危機解除後，才再次回復正常利率。

惟後歐洲央行於 2014 年 6 月實行負利率，丹麥央行為維持本幣與歐元匯率穩定，於 2014 年 9 月再次採行負利率政策，將存款證利率降至 -0.05%，至今更已降至 -0.65%。

(二) 歐元區

歐洲央行（European Central Bank）2014 年 6 月 5 日宣佈，由於歐元區物價水準過低，且出現通縮風險，將難以達成 2.0% 的通貨膨脹率目標，故下調隔夜存款利率 10 個基點至 -0.1%（也適用於超額準備金），並在 2014 年 9 月、2015 年 12 月及 2016 年 3 月分別減息三次至 -0.4%，並於 2016 年 3 月將購債規模從每月 600 億歐元擴大至 800 億歐元，購債範圍則納入由企業發行的投資級歐元債券。

由此可知，歐洲央行推行負利率和量化寬鬆的目標，主要為透過壓低歐元匯率，藉此引發輸入型通貨膨脹，盼早日達成 2% 通膨目標。

(三) 瑞士

瑞士央行曾於歐債危機時，將瑞士法郎與歐元釘於 1 歐元兌 1.2 瑞士法郎的水準，避免過多資金流入該國，直到歐債危機解除後，瑞士才放棄與歐元匯率掛鈎的政策。惟在歐洲央行採行負利率的壓力下，瑞士國家銀行（Swiss National Bank）隨後於 2014 年 12 月 18 日宣布，針對金融機構在瑞士央行活期存款實施負利率 -0.25%，至今則已降至 -0.75%。

(四) 瑞典

瑞典央行（Swedish Riksbank）雖未採行釘住歐元的匯率政策，惟瑞典通貨膨脹率持續低迷，距離通貨膨脹目標 2% 遙遠，加上歐洲央行採負利率政策，熱錢湧入致該國匯率劇升，瑞典央行遂於 2015 年 2 月毅然宣布實施負利率，將基準利率由零調降至 -0.1%（至今則為 -0.5%），成為全球第四個採行負利率的地區。

(五) 日本

繼歐洲央行實行負利率後，日本銀行（Bank of Japan）是第二家祭出負利率政策的主要央行。在日本首相安倍晉三上台後，日本的貨幣政策始終維持在寬鬆的水準，冀以日圓貶值提振出口，刺激通膨率上升，並增加銀行業放款意願，促進消費及投資。

在安倍經濟學推行初期，日本股匯市表現亮眼，成功帶動日本經濟復甦，惟至去（2015）年底，受全球經濟放緩、人民幣等新興市場貨幣匯率波動加劇影響，市場避險情緒急速升溫，導致熱錢不斷流入日本避險，造成日圓轉強，原看似好轉的日本經濟



再次跌落谷底。爰此，日本銀行 2016 年 1 月 29 日宣布實施負利率，將對金融機構存放在央行的超額準備收取利率為 -0.1% 的利息費用。

(六) 匈牙利

匈牙利 2016 年來由於外債劇減，加上經常帳鉅額順差，因此匈牙利福林匯率相對強勢。匈牙利央行（Hungarian National Bank）為因應福林升值壓力，於 2016 年 3 月 22 日宣布將隔夜存款利率由 0.1% 調降 15 個基點至 -0.05% ，成為全球第一個實施負利率的新興經濟體。

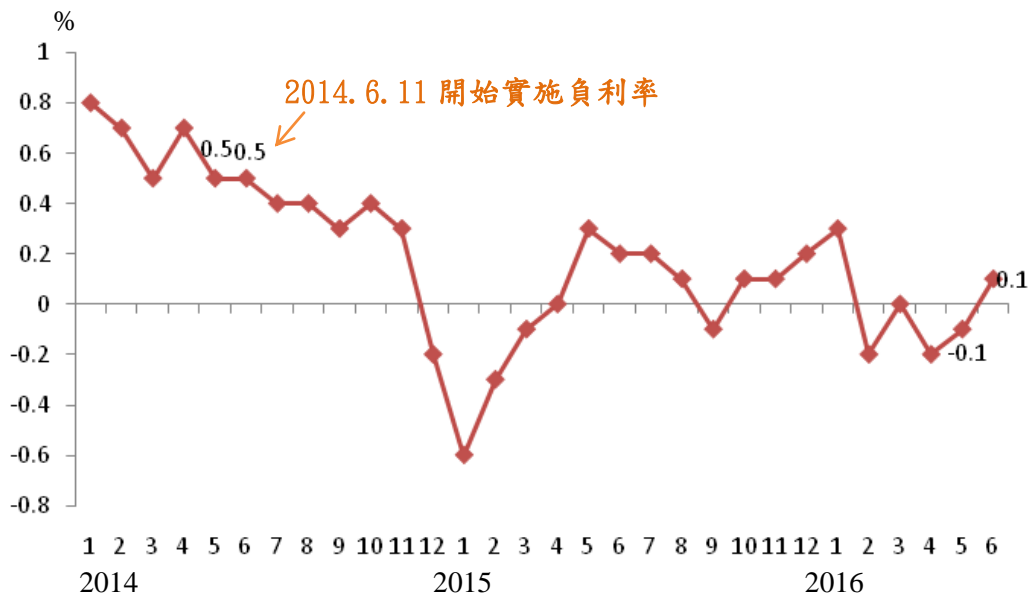
(七) 小結

當前主要國家實施負利率政策，原因大致可分為兩類：

1. 提振經濟、對抗通縮

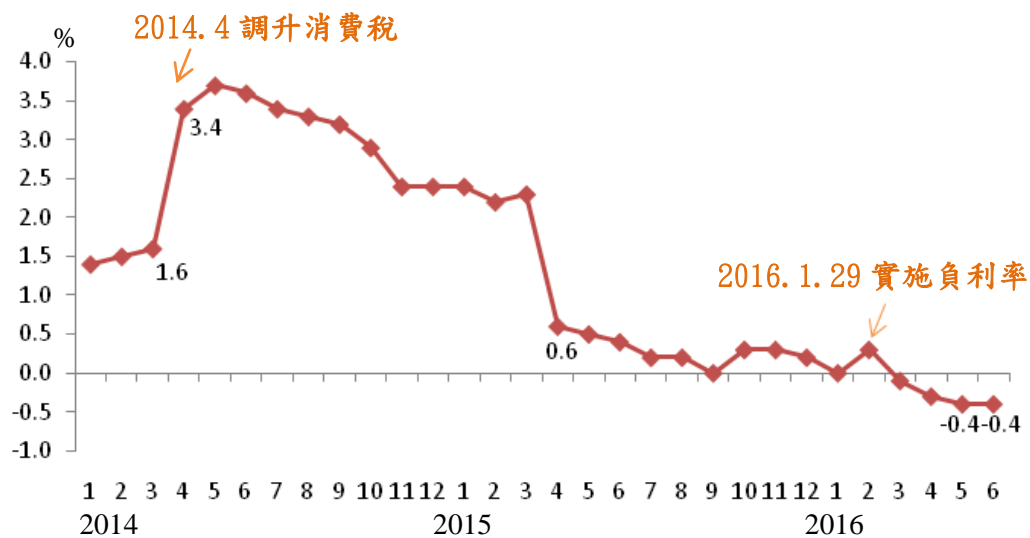
以歐元區為例，2010 年起，主權債務危機由少數歐洲國家蔓延至整個歐元區，為避免引發系統性連鎖反應，資金嚴重外流，恐致歐元區體系潰散，爰歐洲央行接連調降利率因應。然而，該危機使銀行風險意識升高，降低放款意願；非金融部門則因對未來景氣不樂觀，導致企業投資縮手、個人節制消費，削弱寬鬆貨幣政策效果，歐元區經濟續呈疲軟，消費者物價指數亦持續滑落（見圖 2）。為避免歐元區陷入通縮泥淖，並穩定市場信心，歐洲央行遂於 2014 年 6 月開始施行負利率。

在日本方面，安倍內閣 2014 年 4 月將消費稅率從 5% 調高為 8% ，由於消費稅是對所有消費商品的全面性加稅，消費支出的價格彈性低，導致消費者物價指數跳升，呈現一次永久性的價格上漲，各月的 CPI 年增率因而走升（見圖 3）。但在加稅滿 12



資料來源：CEIC 資料庫

圖 2 歐元區 CPI 年增率



資料來源：日本總務省

圖 3 日本 CPI 年增率



個月後，因比較基期受加稅影響而提高，因此原本因加稅而拉高的CPI年增率開始回降，加上全球經濟放緩，消費者憂心未來景氣，日圓升值進一步惡化國內通縮風險，日本央行遂於今（2016）年1月底，宣布實施負利率。

2. 抑制資金流入

由於歐洲的地緣關係，各國的人力、資本、商品及服務自由流動，區域內個別國家所採行的經濟政策，更迅速地通過各種管道影響到周邊鄰國，牽動著彼此的經濟情勢。特別是丹麥、瑞士及瑞典等小型經濟體因鄰近歐元區，當歐洲央行推行一系列的寬鬆貨幣政策，甚至加碼採行負利率的非傳統量化寬鬆時，國際熱錢因套利和避險需求，紛紛湧入該等國家，為避免資金大舉流入推升本幣價值，造成匯率升值將不利本國出口及通膨，該等國家央行被迫跟進採取負利率政策以降低資本吸引力。是以，丹麥、瑞士、瑞典央行分別於2014年9月、2014年12月及2015年2月宣布採行負利率政策。

二、負利率的運作

過去許多國家皆曾出現負利率的情況，所指為當通貨膨脹率大於名目利率時，實質利率成為負值；在此種情況下，將資金存放央行仍可取得利息，惟所收到的本息將受到物價上漲影響，購買力受到相應的折損，因此私部門將減少存款，增加投資及消費。

然而，當許多國家的通貨膨脹率過低，甚至已趨近於零時，央行為壓低實質利率以刺激經濟，則必須將名目利率進一步下調至負值，即本文所討論當前各國央行採行的「名目負利率」政策，金融機構將資金存放央行非但無利息收入，反而須為該等存款支付利息。

(一) 現階段負利率政策執行方式

目前各國央行實施負利率政策多是針對商業銀行存放於央行的資金，非但不支付利息，反而要收取保管費；惟各國央行對前述存款如何適用負利率之規定不盡相同，主要差異為是否允許特定金額之超額準備（存款）可不適用負利率，概分為單層、雙層或多層制（見表 2）。央行選擇多層次負利率機制，主要目的為減輕銀行業者因負利率政策而承擔的額外成本，並預留未來政策操作空間；由於負利率政策過往之歷史經驗有限，多數已實施該等政策的央行且戰且走，在執行負利率的同時，觀察其對貨幣及資本市場的影響，並藉由調整存款利率級距來控制負利率對銀行獲利之衝擊，並降低銀行或民眾將存款轉以現金持有之動機。

表 2 各國央行採單/多層制負利率工具之差異

| | | 指標利率 | 說明 |
|----|-----|--------------|--|
| 單層 | 歐元區 | 存款利率：-0.4% | 法定準備金以外的存款皆適用-0.4% |
| | 瑞典 | 存款利率：-1.25% | 所有存款皆適用-1.25% |
| | 匈牙利 | 存款利率：-0.05% | 所有存款皆適用-0.05% |
| 雙層 | 瑞士 | 活期存款利率：0% | 在央行活期存款帳戶上限額度內適用 0% |
| | | 存款利率：-0.75% | 超過額度之部分適用-0.75% |
| | 丹麥 | 活期存款利率：0% | 在央行活期存款帳戶上限額度內適用 0% |
| | | 存款利率：-0.65% | 超過額度之部分適用-0.65% |
| 三層 | 日本 | 基礎餘額：0.1% | 適用於金融機構現有往來帳戶餘額，即 2015 年 1-12 月已存在央行的超額準備將繼續享有 0.1% 利息 |
| | | 總體附加餘額：0% | 適用於銀行存入央行的法定準備金、以及銀行獲央行支持進行的貸款項目所存入的準備金 |
| | | 政策利率餘額：-0.1% | 適用於央行負利率政策實施後，因資產購買計劃而產生的新銀行準備金 |

資料來源：各國央行、中央銀行



(二) 負利率政策傳遞渠道³

1. 投資組合重組 (Portfolio Rebalancing): 批發利率 (Wholesale Interest Rate) 帶頭下降

當央行對銀行業者存放央行的存款收取利息費用，則商業銀行勢必會將原本存放於行的資金（至少一部分）轉向其他資產，如此將促使這些資產的報酬率下降，進而使投資這些資產的民間部門，再將資金轉投至更高報酬率的資產，如是的層層推進，可引導投資市場的資金進入較高風險的企業債及股市，以降低市場借貸成本，刺激企業投資及實體經濟。

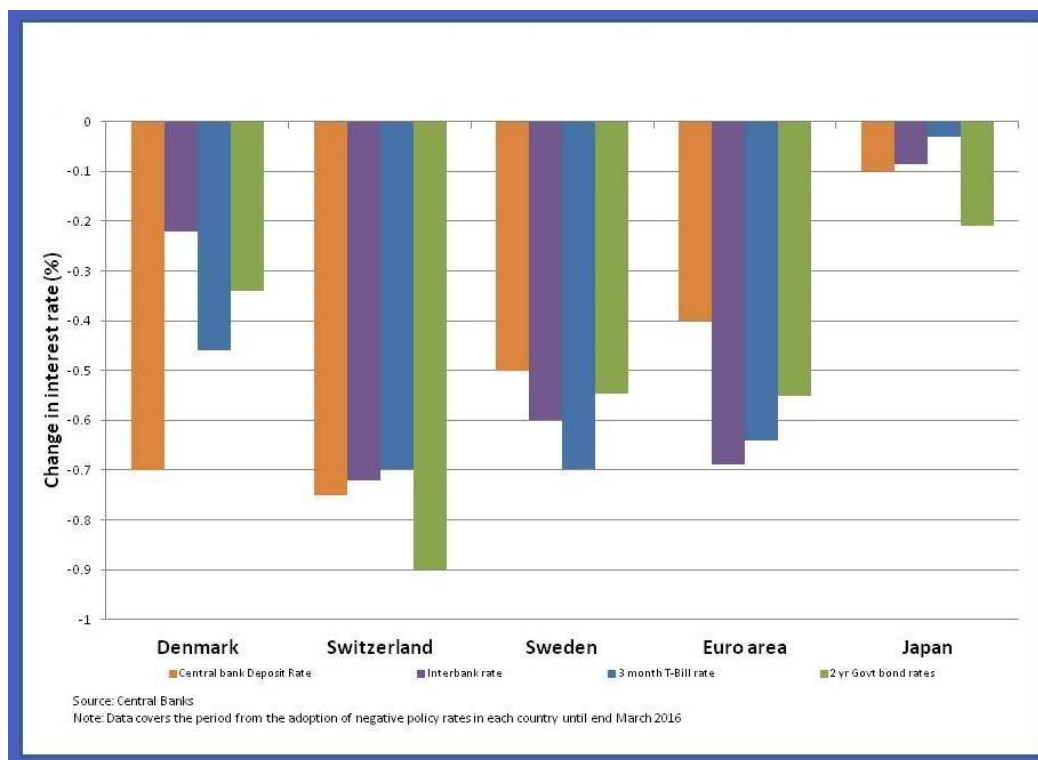
IMF 認為此傳遞渠道在各國央行的負利率政策下已發揮顯著效用，證據之一為貨幣市場⁴ 的批發利率 (Wholesale Interest Rate) 明顯與央行基準利率同步下跌 (見圖 4)；IMF 相信貨幣市場中的安全資產利率 (圖中綠棒及藍棒) 下降，能鼓勵大型投資者將投資標的，由政府債券等安全資產轉至投資股票、企業債及房地產等風險較高資產；而貨幣市場資金成本下降，同時也降低了企業的籌資成本，幫助企業以更低利息成本發行公司債及商業票據，融資更容易。

2. 銀行信貸擴張 (Bank Lending): 零售存貸 (retail interest rate) 利率下降

由於各國金融體系運作及銀行融資業務的方式各不相同，負利率政策在降低零售存貸利率的效果，則普遍不如批發利率顯著，須視該國金融機構的業務經營模式而定。舉例而言，倘該國

³ 本章節節錄自 IMF (2016)，「The Broader View : The Positive Effects of Negative Nominal Interest Rates」，2016 年 4 月 10 日

⁴ 貨幣市場為可貸資金市場的批發部門，即政府、金融機構及大型企業存貸的資金市場。



註：（黃：央行存款基準利率 紫：銀行同業拆借利率 藍：3 個月國庫券利率
綠：2 年期政府債券利率）

資料來源：IMF

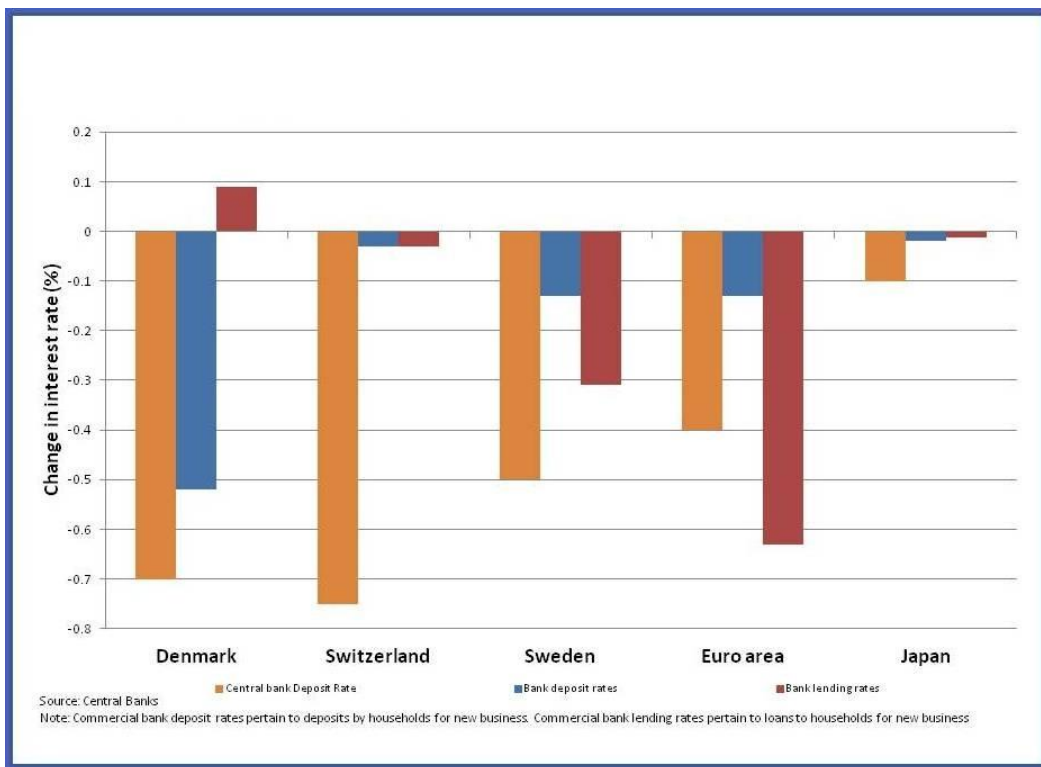
圖 4 批發利率帶頭下降

烈，則負利率政策透過「銀行信貸效果」較能壓低零售市場利率，擴大貸款利率降幅，反之亦然。例如許多銀行將貸款利率與同業拆借利率掛鉤，當同業拆借利率受負利率影響而下降後，貸款利率亦將有所反應，這也部分解釋了為什麼在一些地區，銀行貸款利率比存款利率的降幅更大。（見圖 5）

基於上述原因，實施負利率政策後，零售市場利率的變動在各國間具有很大的差異性，由圖可見，丹麥及瑞士的央行基準利率減幅相距不遠，然而，丹麥的零售存款利率減幅卻明顯大於瑞



士；再者，瑞士的零售貸款利率出現微幅下降，而丹麥的竟不降反升。然整體而言，除丹麥的貸款利率以及日本的存貸利率效果不彰⁵外，各國實施負利率政策後，存貸利率皆或多或少呈現下降趨勢，顯示各國央行實行的負利率政策確能傳導至非金融企業的存貸款利率上。



註：(黃：央行存款基準利率 藍：銀行零售存款利率 紅：銀行零售貸款利率)
資料來源：IMF

圖 5 零售存貸利率下降

⁵ 日本經濟常年處於低成長、低通膨的環境中，政策目標利率早已降無可降，商業銀行定期存款利率一直在 0.1% 附近徘徊，新增貸款利率也已降至 1% 以下；此外，由於居民存款額度較小，可以通過持有現金進行套利，故存款利率不大可能變成負數，存在所謂的「零息下限 (zero interest lower bound)」⁵。因此，在私部門存款利率下調空間幾無的情況下，央行負利率基本上只能影響商業銀行貸款利率，且幅度也小於歐洲各國。

3. 匯率管道 (Exchange Rate) : 效果較易受其他因素干擾

對於小型開放經濟體而言，負利率可抑制資金流入，並降低貨幣升值壓力，如在歐洲央行採極寬鬆貨幣政策下，放出的水流往周邊小國（瑞典、丹麥、瑞士等國），而該等國家央行亦被迫實施防禦型的負利率貨幣政策，可避免大水蔓延至國內釀成災禍。而對大國央行（如歐元區、日本）而言，則冀望透由負利率，促使資金外流，造成貨幣貶值，以達到刺激出口的效果；同時貶值亦將造成進口商品成本上升，可望進一步推高國內物價。惟匯率除受利率影響外，尚有國際收支狀況、國際避險需求、國內外通貨膨脹率差異、外匯投機炒作等因素皆會影響一國匯率，是以 IMF 認為，即使在負利率政策下，一國貨幣仍非必然貶值。

4. 小結

具體而言，央行負利率政策的傳遞渠道，主要透過「投資組合重組效果」降低批發利率，驅使資金湧入公司債及股票市場，以壓低企業融資成本，增加民間投資動能；在「銀行信貸效果」部分，負的央行基準利率是否能順利引導零售市場利率向下游走，則須視各國銀行業務經營模式而定；最後，影響匯率變動的因素複雜，負利率抑制跨境資金流入的「匯率效果」能有多大，亦待後續觀察。

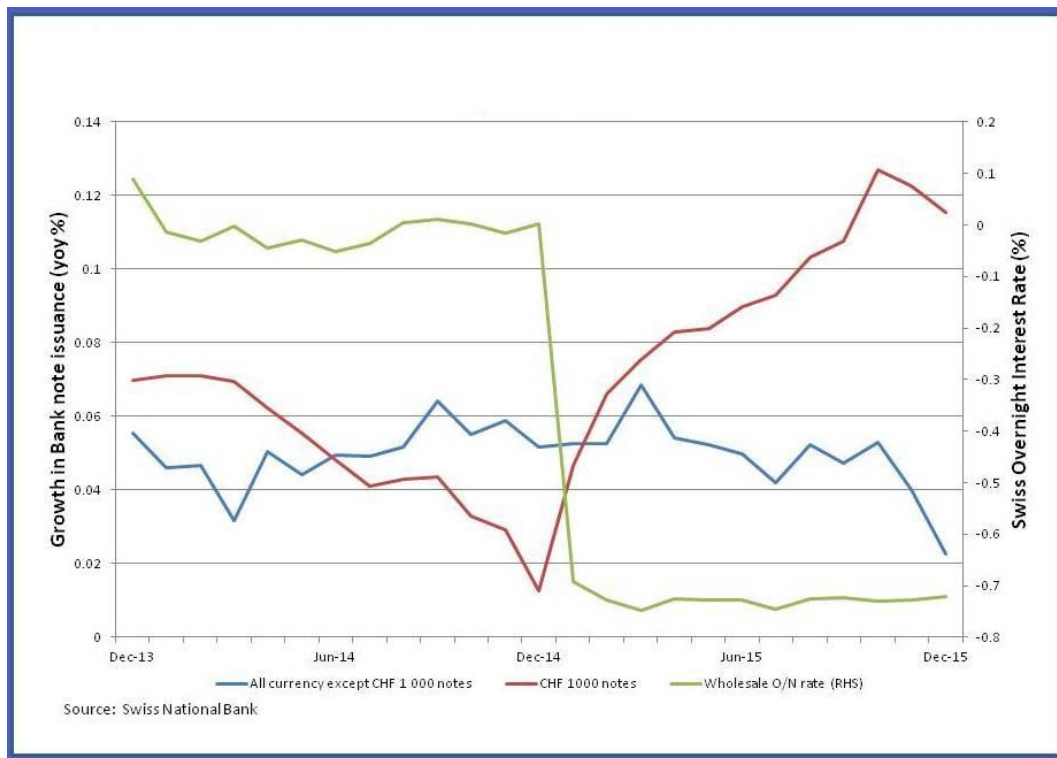
(三) 負利率的政策限制

根據 IMF 研究⁶，負利率若降至 -0.75% 以下，各國央行即可能遭遇銀行業者將存款轉以現金自行持有的問題。例如商業銀

⁶ 本節參自 IMF 報告 (2016) , 「 The Broader View : The Positive Effects of Negative Nominal Interest Rates 」, 2016 年 4 月 10 日 ; 以及 JP Morgan (2016) , 「 Negative policy rates: The bound is lower than you think 」, 2016 年 2 月 9 日



行或擴增金庫，將鈔票以大面額的方式存放自家金庫，不再將超額準備存入央行，此舉雖將增加銀行業者儲存和保險費用，惟當商業銀行判斷央行當前的負利率政策並非曇花一現，而是該國長期的貨幣政策時，擴增金庫及儲存系統，將超額準備改以現金持有，將不失為一可行做法，如目前已有證據顯示，在瑞士央行於2014年10月推出負利率政策後，該國對最大面額鈔票1000瑞郎的需求持續上升。(見圖6)



註：(藍：面額1000以外的所有貨幣 紅：面額1000瑞士法郎 綠：央行基準利率)
資料來源：IMF

圖6 瑞士貨幣成長率及央行基準利率

然而，真正的「負利率政策盡頭」各國迥異，須視各國負利率政策的執行方式以及鈔票最大面額而定，如以存款利率 -0.75% 的瑞士為例，瑞士被課以負利率之準備約占銀行總準備之 28%（見表 3），遠低於負利率為 -0.30% 的歐洲之 85%，以及負利率為 -0.35% 的瑞典之 100%，由此可知，瑞士央行因實施雙層制負利率，顯然擁有較歐洲及瑞典央行更大的政策空間；另外就鈔票面額部分，舉例而言，丹麥的鈔票最大面額較瑞士為低，則丹麥銀行業者轉以現金持有超額準備的成本將較高，即表示丹麥央行採負利率政策的空間較瑞士為大。而歐洲央行決定停印 500 歐元紙鈔，亦使銀行業要儲存大筆現金變得更為困難，有利於擴大實施負利率的政策空間。

表 3 各國被課以負利率之準備占銀行總資產之比例

Local currency billions except Japan (trillions)

| | Total reserves | Subject to negative rate | Current negative rate | Reserves subject to negative rate as % share of Banks total assets | GDP |
|-------------|----------------|--------------------------|-----------------------|--|------|
| Euro Area | 778 | 665 | -0.30 | 2.2 | 6.7 |
| Japan | 231 | 10 | -0.10 | 0.9 | 2.0 |
| Sweden | 214 | 214 | -0.35 | 2.4 | 5.2 |
| Switzerland | 408 | 113 | -0.75 | 3.5 | 17.7 |
| Denmark | 144 | 115 | -0.65 | 3.1 | 5.8 |

資料來源：JP Morgan



參、負利率的成效

當前約占全球 GDP 四分之一的國家已施行負利率貨幣政策，其中，歐元區及日本即貢獻了全球約 21% 的 GDP 產出。對於以抑制資金流入為目的之小型經濟體而言，負利率確已發揮效用，如丹麥及瑞典克朗兌美元皆呈貶值趨勢。而對於以提振經濟、對抗通縮為目的之歐洲（ECB）及日本央行（BOJ）而言，迄今效益仍不明顯。下文將針對歐、日兩國，探討自央行實施負利率政策以來，股、匯市、GDP 成長、通貨膨脹率及信貸成長的變化。

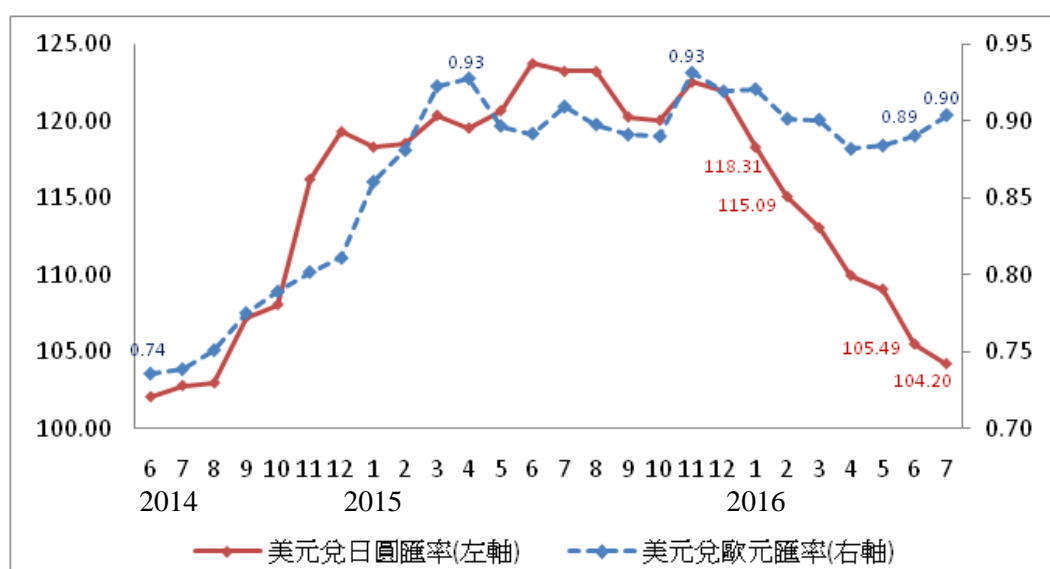
一、外匯市場：歐元走貶，日圓則反呈升值趨勢

歐洲央行於 2014 年 6 月 11 日實施負利率時，市場焦點放在美國結束量化寬鬆，聯準會（Fed）即將引導利率正常化，令美元匯率走強，歐元匯率借勢回落，至 2016 年 7 月底，歐元兌美元匯率已貶破 18%；惟日本自 2016 年 1 月底實施負利率以來，受全球經濟展望不佳、金融市場動盪，以及英國脫歐等不確定因素影響，國際避險需求湧現，熱錢紛紛流入日本，日圓兌美元匯價由 1 月 29 日的 120.63 大幅升至 7 月 29 日的 103.62，大漲逾 16%。（見圖 7）

二、股票市場：各國股市漲跌互現，成效不彰

儘管負利率政策透過「投資組合重組效果」，將寬鬆的資金引導至較高風險的資產（如股市），然歐、日基本面持續疲弱、加上中國大陸等新興經濟體需求持續放緩，投資人對未來感到悲觀，因此未能有效激勵股市。歐元區以德法為例，德國股市自 2014 年 6 月 5 日的 9,947 點，漲至 2016 年 7 月 29 日的 10,337

點，漲幅約 3.9%；法國股市在同期間則自 4,548 點小跌至 4,439 點，跌幅約 2.4%；而日本股市則自 2016 年 1 月 29 日的 17,518 點，跌至 7 月 29 日的 16,569，跌幅約 5.4%。具體而言，實施負利率政策的國家股市多呈現上下震盪、漲跌互現的局面，現階段對股市的影響不甚顯著。



資料來源：中央銀行

圖 7 美元兌日圓及歐元 (2014/6 至 2016/7)

三、GDP 成長：歐元區經濟呈微幅成長，日本仍待觀察

GDP 方面 (見表 4)，歐元區自 2014 年 6 月實施負利率及量化寬鬆政策後，GDP 季增率及年增率自 2014 年第三季以降，呈現穩定且微幅的成長，惟仍面臨海外需求不振、國際油價低迷以及地緣政治風險縈繞等不確定因素干擾；而日本則因 2016 年 1 月底方採行負利率政策，實施期間尚短、資料量不足，對促進 GDP 成長的效果如何仍待觀察。



表 4 歐元區及日本 GDP 成長率

| GDP 成長率 | | 2014 /Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | 2015 /Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | 2016 /Q1 | Q2 |
|---------|-----|----------|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 歐元區 | 季增率 | 0.2 | 0.1 | 0.3 | 0.4 | 0.6 | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 0.6 | 0.3 |
| | 年增率 | 1.1 | 0.8 | 0.8 | 1 | 1.3 | 1.6 | 1.6 | 1.7 | 1.7 | 1.6 |
| 日本 | 季增率 | 5.1 | -8.0 | -2.4 | 2.2 | 4.9 | -1.7 | 2.0 | -1.7 | 2.0 | 0.2 |
| | 年增率 | 2.7 | -0.3 | -1.5 | -1 | -1 | 0.7 | 1.8 | 0.7 | 0.2 | 0.6 |

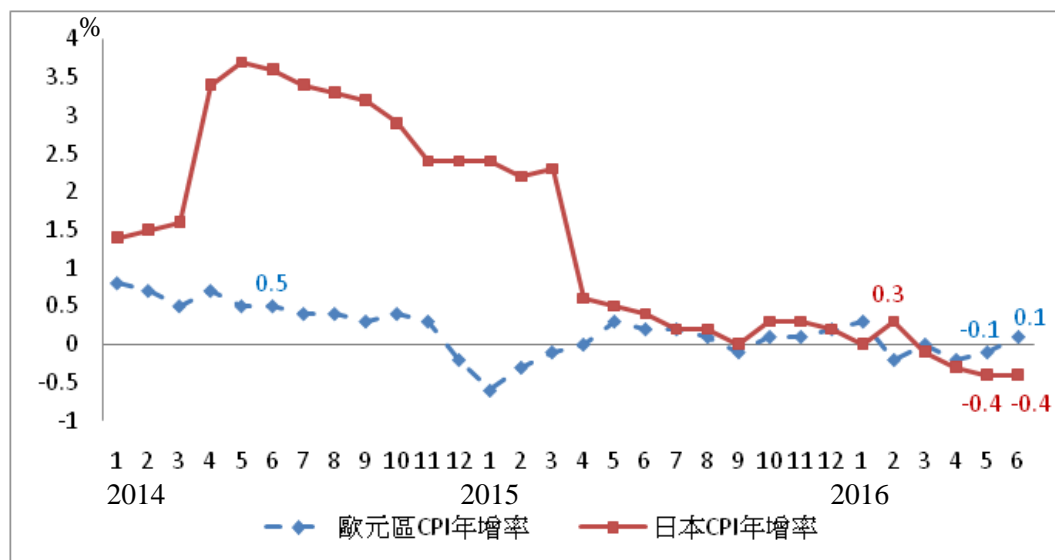
資料來源：歐洲央行、日本內閣府

四、CPI 成長：歐、日效果皆不明顯，甚至小幅下滑

消費者物價指數 (CPI) 方面，不論是歐元區自 2014 年 6 月或日本自 2016 年 1 月底實施負利率以來，CPI 年增率皆不增反減 (見圖 8)，主因國際油價低迷，加上全球景氣展望不佳、薪資水準未見成長，消費者對未來缺乏信心，緊守荷包不願增加消費。此外，近期日圓走強，進口貨品價格下跌，更進一步抑制日本 CPI 成長。

五、信貸成長：歐元區稍有起色，日本效果不彰

在本研究第貳章第二小節之「負利率政策傳遞渠道」提到，各國實施負利率以來，除丹麥及日本的信貸利率無明顯下降外，其餘各國的存貸利率或多或少皆呈現下降趨勢，顯示各國央行實行的負利率政策確能傳導至非金融企業的存貸款利率上。然而，存貸利率的下降是否能有效刺激民間部門減少儲蓄並增加投資及消費呢？以下，舉歐元區及日本為例進行探究：



資料來源：CEIC 資料庫

圖 8 歐元區及日本 CPI 年增率

(一) 歐元區

如圖 9 所示，自歐洲央行實施負利率政策以來，新增企業貸款僅有微幅增加，且隨著負利率政策的深化，企業投資並未進一步提升；而新增家庭消費貸款亦表現平平；新增家庭購房貸款的成長則獨占鰲頭，可見在負利率實施後，壓低長期房貸利率，家庭貸款購房成本大幅減少而增加貸款意願，說明歐洲央行的負利率政策對實體經濟（如消費及投資）的刺激效果小，然對於推升房市等資產價格的效果十分顯著，伴隨而來的資產泡沫化風險不容忽視。整體而言，得益於家庭房貸額增加，私部門信貸稍有起色，惟成長幅度仍遠不如居民存款⁷。

⁷ 自 2014 年初至 2016 年 1 月底，歐元區貨幣金融機構（各成員國央行和存貸款機構）對民間私部門的總信貸額從 10.65 兆歐元成長到 10.74 兆歐元，增幅不到 1%；然民間私部門總存款額卻從 10.98 兆歐元增加到 11.66 兆歐元，增幅超過 6%。

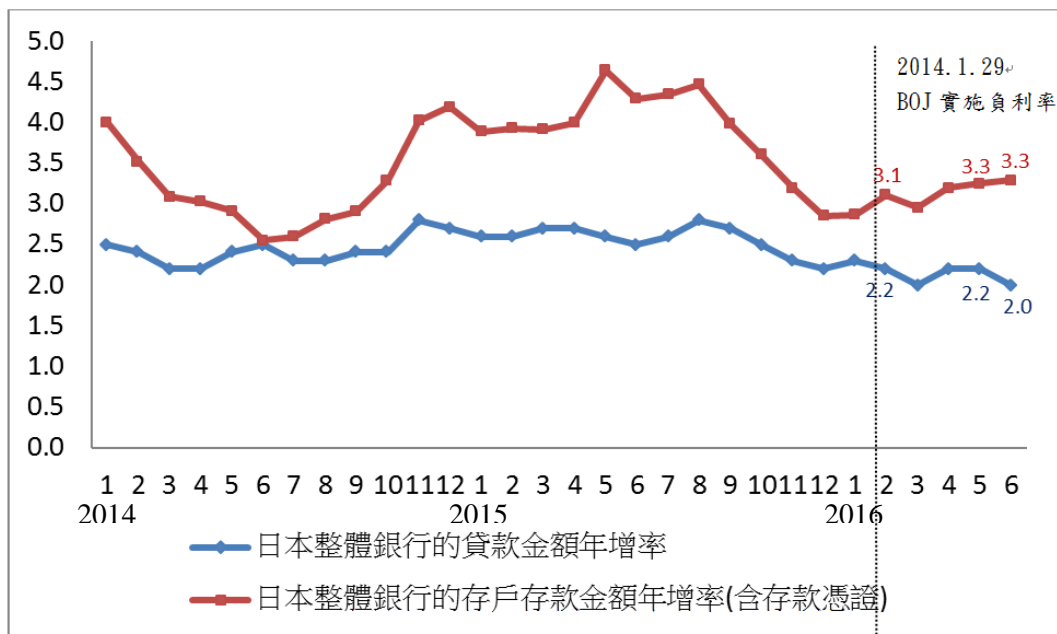


資料來源：歐洲央行

圖 9 歐元區新增貸款

(二) 日本

如圖 10 所示，自日本央行自實施負利率以來，日本整體銀行的貸款金額年增率非但未增加，甚至呈現小幅下滑趨勢；同時，存款者並未減少儲蓄，存款金額年增率反而小幅走升，銀行存款成長持續超過貸款成長，並出現擴大的趨勢。此種結果恰與日本央行的期望背道而馳，顯示負利率對促進信貸成效有限，主要係因經濟前景不明，企業多審慎等待機會而不願貿然增加投資所致；另外，利息收入的減少，加上對未來景氣的憂心，民眾消費態度亦轉趨保守，反使儲蓄增加。



資料來源：日本央行資料庫

圖 10 日本存戶存款及銀行貸款金額年增率

(三) 小結

由此可知，在存貸利率皆向下調整的情況下，歐元區及日本的信貸並未出現同等的擴張。總括而言，刺激效果不佳的根本原因有三：第一，實體經濟乏力，民眾及企業對未來景氣持悲觀看法，投資及消費轉趨保守。第二，央行大量購買國債，壓低長期債券殖利率，進而影響其他金融商品報酬率降低，私部門空有資金卻找不到適合的投資標的。第三，民眾所得（財富）效果大於替代效果。一般而言，利率降低將使人們在消費（或投資）和儲蓄的替代效果中更傾向於消費（或投資）；惟在經濟萎靡和零利率的極端情況下，人們對未來感到憂心，負利率造成利息收入減少的所得效果顯著，使人們反而縮手消費及投資而增加儲蓄。綜



上所述，在實體經濟資金需求極度疲弱的情況下，央行實行寬鬆負利率政策所放出的水不但沒能流入實體經濟，反而流回了銀行系統。

肆、負利率的利與弊

一、負利率之正面效果

(一) 批發利率下降

隨著各國央行不斷深化負利率政策，商業銀行間的同業拆借利率、國庫券利率、政府債券利率等殖利率曲線皆逐步向下移動，證明央行的負利率政策已成功地傳遞至貨幣市場。由於無風險資產的報酬率皆已處於極低的水準，甚至轉為負值⁸，投資者有更大動機將投資標的，由政府債券等安全資產轉至投資股票、企業債及房地產等風險較高資產；而貨幣市場資金成本下降，同時也降低了企業的籌資成本，有助企業以更低利息成本發行公司債及商業票據，令融資更容易。

(二) 零售存貸利率下降

由圖 5 可知，丹麥、瑞典和歐元區的存款利率與其央行存款利率正相關，均顯著下降；貸款利率亦與央行政策利率的走勢保持一致，瑞典和歐盟皆穩步下行。整體而言，除丹麥的貸款利率以及日本的存貸利率效果較差外，各國存貸利率或多或少皆出現下降趨勢，顯示各國央行實行的負利率政策確能傳導至非金融企業的存貸款利率上，或有助於刺激民間投資及消費。

⁸ 至 2016 年 2 月底，德國、瑞典及瑞士的兩年期政府公債殖利率分別為 -0.56%、-0.6% 及 -1.03%；10 年期公債殖利率亦呈下行趨勢，如瑞士 10 年期利率已為 -0.45%；而日本的政府公債和公司債利率更早已處於極低的水準，刻正緩慢下行。

(三) 貨幣貶值

如前文已提到，對於小型開放經濟體（如瑞典、丹麥、瑞士等國）而言，負利率可抑制資金流入，並降低貨幣升值壓力；對大國（如歐元區、日本）而言，則冀望藉由負利率政策促使資金外流，而達到貨幣貶值以刺激出口及國內物價走高的效果。又自各國實施負利率政策以降，除日本因 2016 年國際金融市場動盪，投資人避險情緒升溫，而日圓反向走升外，其餘各國貨幣皆呈現貶值趨勢，其中，又以歐元區、瑞典及丹麥貶值幅度較大。

(四) 負利率和量化寬鬆政策具協同效應⁹

IMF 指出¹⁰，當央行執行量化寬鬆（QE）政策，長期透過大規模資產及外匯購買，壓低債券殖利率及促使貨幣貶值的結果將愈不顯著，此時輔以負利率政策，將能進一步壓低殖利率曲線，並提升投資組合替代效應，增加貨幣政策效果；另外，在理論上，當商業銀行持有大量準備金的情況下，負利率更能引導銀行資金進入實體經濟，較量化寬鬆政策具有更大的貨幣政策效果。商業週刊¹¹舉了生動的例子，QE 與負利率最大的差別在於，QE 是央行藉購債向市場撒錢，期待游資帶動投資與成長；負利率則是讓存款如燙手山芋，存在銀行非但沒利息，反可能不斷貶值，迫使銀行、投資人將手上的儲蓄倒出，另尋投資標的。因此，若說 QE 是胡蘿蔔，負利率就是棒子，同樣要逼驢子（景氣）前進，運作起來或有相輔相成的效果。

⁹ 協同效應（英語：synergy），指「一加一大於二」的效應

¹⁰ IMF 報告（2016），「The Broader View: The Positive Effects of Negative Nominal Interest Rates」，2016 年 4 月 10 日

¹¹ 引述自商業週刊第 1475 期（2016），「失控的負利率」，2016 年 2 月 22 日，第 95 頁



二、負利率之負面衝擊

負利率的實施，將加劇金融市場波動、資產泡沫化、金融機構利潤承壓，以及市場恐慌情緒等風險；惟 IMF 認為¹²，在負利率對金融業盈利造成嚴重衝擊的問題上，銀行業者在短期或出現獲利下滑的情況，惟從宏觀且時間拉長來看，銀行業者將從負利率帶來的經濟基本面改善，以及所持有政府公債等資產價格上升中受益；加上即使銀行業者不願意也無法直接向零售存戶收取負利率，仍可藉由收取其他的「服務費用」作為補償，故 IMF 認為負利率對銀行的打擊仍屬有限。

(一) 加劇金融市場波動

各國爭相推行負利率，將加劇國際金融市場動盪，主要原因可歸納為以下三點：

1. 追逐高風險資產：在市場利率過低，甚至出現負值的情況下，投資人、銀行及保險公司為追求更高的報酬率，進而追逐較高風險之債券與股票，短線交易增加，價格波動程度擴大（見圖 11），不利金融市場安定。
2. 各國放水競賽：由於寬鬆貨幣政策的效果隨著時間拉長而逐漸弱化，使得各國央行政策力度越來越重。從匯率和國際資本流動的角度觀察，這種以鄰為壑的「放水競賽」已儼然成為囚犯困境，甚至有引發國際「貨幣戰爭」之虞，也使得市場匯率波動變得更為劇烈且難以預測。

¹² 參自 IMF 報告 (2016)，「The Broader View: The Positive Effects of Negative Nominal Interest Rates」，2016 年 4 月 10 日



註：VIX 與 MOVE 代表 S&P500 與美林公債指數之波動率
資料來源：中央銀行

圖 11 股市與債市波動度指數

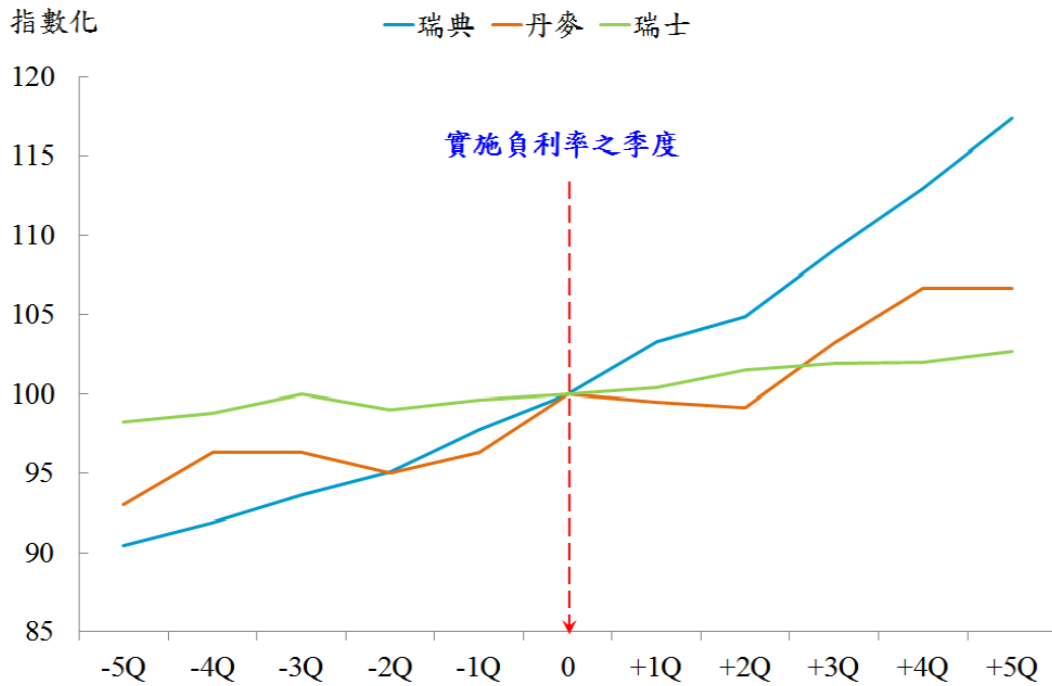
3. 負利率政策的可持續性遭到質疑：理論上，若央行想維持市場穩定，首要任務便是作出可信的承諾，有效引導市場預期。然而在長期的極寬鬆政策下，市場不禁懷疑央行的政策空間是否已然走到盡頭，如在日本，負利率甚至被看作政策工具箱告急的信號，導致金融市場紊亂，對政策的反應往往不如預期。

(二) 資產泡沫化風險

當資金過於寬鬆，甚至借錢反而有利可圖時，將間接鼓勵市場的投機行為。舉例而言，當私部門憂心未來景氣，不願將使用成本極低的資金投入具未來持續成長空間的投資計畫（如廠房設



備、人力資源等)，反而競相進入股債市及房地產炒作，當投機導向的資金力道過大，將市場行情推離基本面的同時，即象徵資產泡沫正在醞釀中，如瑞典、丹麥及瑞士在實施負利率政策後，當地房地產價格皆顯著成長，其中，又以瑞典所面臨的房價泡沫化風險最高（見圖 12）。另外，在實體經濟欠缺基本面支撐的條件下，漫天增貸伴隨而來的槓桿升高，亦將導致整個地區暴露於債務風險之中。



資料來源：中央銀行

圖 12 瑞典、丹麥及瑞士房價變動

(三) 金融機構利潤承壓

1. 銀行超額準備擴增：各國央行持續進行 QE，買進金融資產，

甚或干預匯市，釋放大量水位至可貸資金市場，惟當實體經濟欠缺基本面支撐，過於氾濫的游資只能湧入商業銀行，而銀行亦苦無宣泄的出口，導致超額準備持續擴增並回流央行（見圖13），非但對經濟無實質幫助，又使銀行盈利縮減。



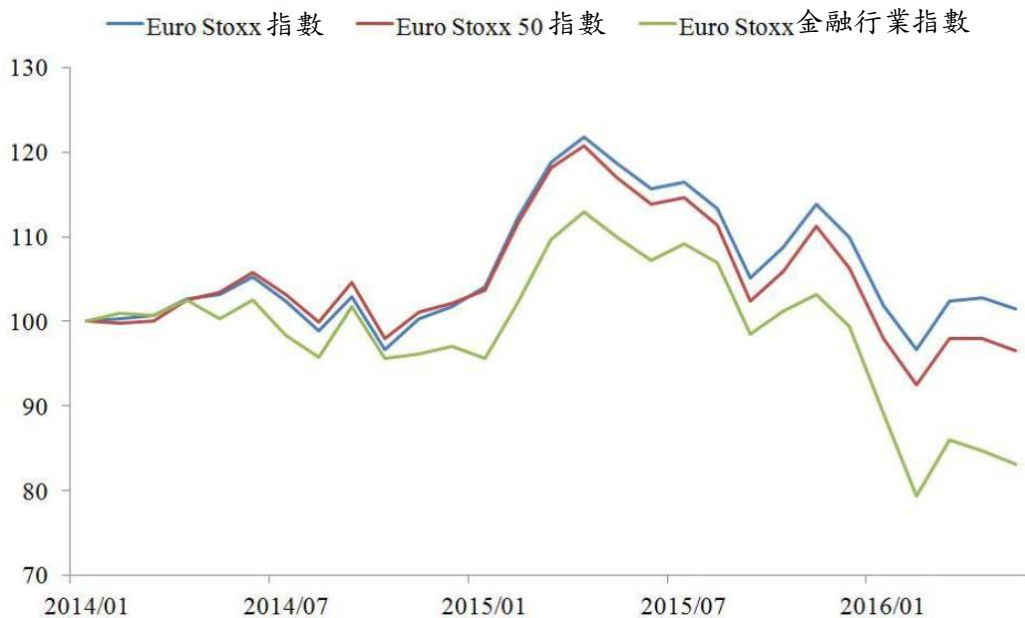
資料來源：歐洲央行

圖 13 歐元區銀行存放央行的超額準備金與隔夜存款

- 銀行存貸利差縮小：由於存款利率存在所謂「零息下限」，當存款利率為負值時，存戶可選擇提出存款以因應，故銀行業將負存款利率轉嫁至一般存戶之能力受限；再者，銀行因擔憂喪失客源，多半未讓存戶分攤負利率成本，故只能透過降低貸放利率以期消化過多的閒置資金，銀行存貸利差因而被壓縮，導致商業銀行的存貸款業務獲利能力大幅下降。同時，當銀行利潤縮水嚴重，危及銀行營運時，反而可能因加強風險控管，而減少貸放規模，與央行期望背道而馳。



3. 金融業股價大幅落後市場¹³：基於上述原因，自負利率實行以來，市場普遍預期銀行業將成為負利率政策的最大受害者，而市場預期也真實反映在股價上，讓金融業出現嚴重虧損（見圖 14）。例如歐元區 2014 年 6 月實施負利率至 2016 年初，已使義大利銀行業不良貸款餘額高達兩千億歐元；德意志銀行光是 2015 年的虧損就高達六十八億歐元，為自 2008 年以來首見的年度盈餘赤字；而其他歐元區的大型銀行股價自負利率實施至本（2016）年初，皆出現四到六成的跌幅¹⁴。



註：Euro Stoxx 指數代表在歐元區上市企業的平均股價（以 2014 年 1 月為基期）

資料來源：歐洲央行

圖 14 歐元區金融業與市場的股價指數

¹³ 本節數據來自中央銀行（2016），「3 月 24 日央行理監事會後記者會參考資料」，2016 年 3 月 24 日；以及台灣經濟研究院（2016），「台經觀點 - 日本的負利率難盡如人意」，2016 年 2 月 5 日

¹⁴ 如法蘭克福銀行光在 2015 年 7 月底至 2016 年 1 月底的半年時間內，股價即被攔腰砍半。

4. 壽險公司、退休基金等機構營運風險上升：由於此類仰賴固定收益的儲蓄型機構，為分散營運風險，必須長期且大量的持有債券，而在替代資產類別有限的情況下，債券的殖利率轉為負值將使其投資報酬率大幅下滑，甚至面臨本金被侵蝕的窘境，營運風險上升。

(四) 加深市場恐慌情緒

各國央行施行負利率政策，盼透過向銀行存放央行的超額準備收取負利率費用，敦促銀行將多餘的流動性注入市場，讓市場上取得資金容易，進而活絡消費及投資，拉抬經濟。然而，BIS¹⁵研究指出，政策利率如降至負值，且存續期間過長，將導致企業及消費者的行為出現高度不確定性；即在經濟前景不明朗的環境下，民眾將央行的負利率政策解讀為未來景氣堪憂的訊號，如此將放大恐懼的心理作用，反而使消費及投資行為更趨保守及謹慎。

簡而言之，在銀行方面，因經濟前景不確定，此時貿然增加貸放將帶來無法預知的信用風險，爰銀行或寧願選擇將資金繼續留在央行帳上，承受可估算的利息成本；在企業方面，即使貸款利率極低，惟基於經商環境前景的憂慮，亦不願擴張投資；而在消費者方面，民眾因憂心未來景氣，加上負利率造成儲蓄收益減少，消費態度反趨向保守，增加儲蓄以因應未來的不確定性¹⁶。而一旦恐慌情緒遭啟動，整個市場瀰漫在充滿焦慮的悲觀氛圍中，對未來的不安感導致民眾風險胃納全無，或將陷入經濟衰疲的惡性循環。

¹⁵ 參自 BIS 報告 (2016)，「How have central banks implemented negative policy rates?」，2016 年 3 月 6 日

¹⁶ 據 OECD 的初步調查，德國 2015 年儲蓄佔家庭可支配收入之比升至 9.7%，為 2010 年以來最高，OECD 更預計此比例在 2016 年將進一步升至 10.4%；日本央行數據亦顯示，2016 年第一季日本家庭持有的現金及存款年增 1.3%，而日本非金融類的企業持有現金和存款的規模年增率更高達 8.4%。



三、探討銀行向存戶收取「負利率」之可行性¹⁷

當銀行向存戶收取「負利率」，理論上所有存戶都可提出所有存款，轉為持有無需支付任何利率的現金；如此銀行將出現擠兌潮，恐造成銀行體系崩潰。惟到目前為止，這論述尚未得到足夠的實證。因為多數銀行怕喪失客戶，因此多自行吸收負利率成本，鮮少銀行將其轉嫁到客戶身上，向客戶收取存款利息費用。荷蘭國際集團（International Netherlands Group N.V.，ING）於2015年底，針對1.3萬名ING歐洲、美國及澳洲顧客進行一個訪問調查報告，以了解一般民眾在「低存款利率」及「負存款利率」下，其行為會如何改變，報告內容簡述如下：

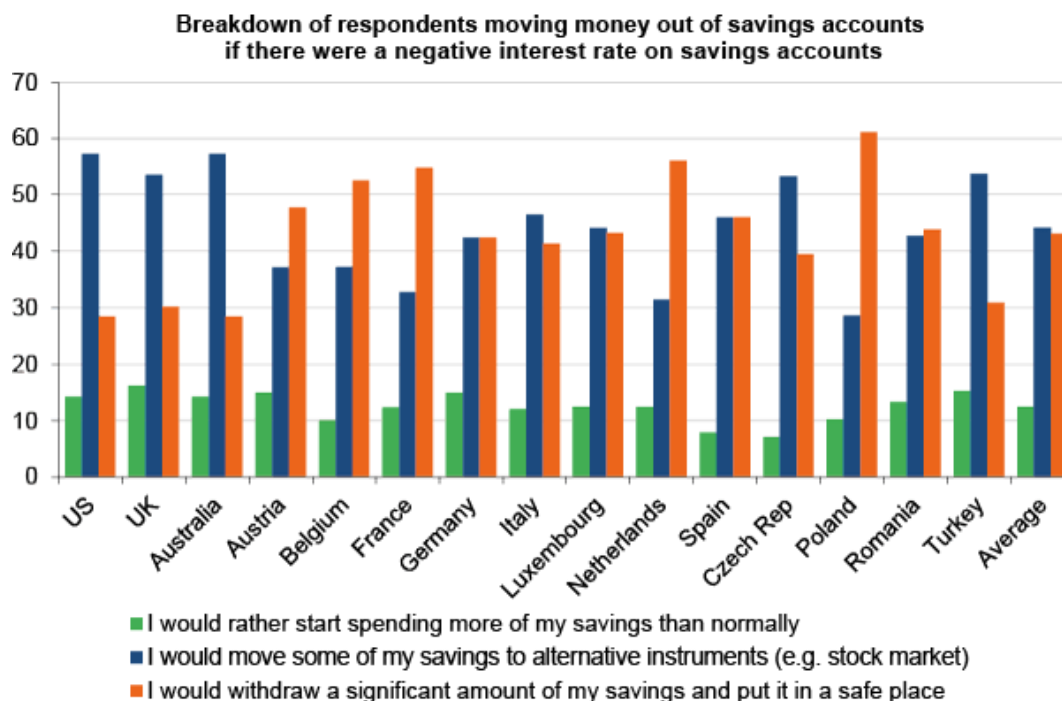
研究發現在負存款利率下，高達77%的受訪者宣稱將因此改變儲蓄行為，遠高於處於低利率環境下的31%。而這77%的人又將如何改變其儲蓄行為呢？依據ING的調查報告指出，平均有44%的人會將部分資金投入其他資產（如股債市）；43%的人會將部分資金轉為現金持有，並將之存放於安全的地方；僅有13%的人會因此而增加消費。（見圖15）

此外，由圖可知，在不同的國家地區，民眾的反應具有顯著差異性，例如美英的受訪者會將部分資金投入其他資產的比例超過五成；但在法國、比利時、波蘭及荷蘭等地的受訪者，則超過五成傾向轉持有現金，並存放於安全的地方。

依上述的調查結果顯示，若銀行對存戶採取負利率，在某種程度上或可刺激民眾投資其他資產，達到刺激投資的效果；惟對消費的提升仍屬有限，且依然有四成左右的民眾傾向將部分資金

¹⁷ 節錄自ING荷蘭國際集團（2015），「Negative interest rates to make savers hoard」，2015年12月3日

轉以現金方式持有，或將導致銀行客戶流失，對營運造成衝擊，銀行能否承受該等壓力仍待商榷。



資料來源：ING

圖 15 負存款利率如何改變民眾儲蓄行為

伍、結論與建議

儘管目前採行負利率貨幣政策之國家已約占全球 GDP 的四分之一，惟市場對該政策之成效與利弊仍多有爭議。反對者認為從數據上評斷，負利率對實體經濟的幫助不大，央行所放出的流動性不但沒能流入實體經濟，反而流回了銀行系統，徒使銀行業利潤承壓、金融市場波動加劇；然而，政策支持者則認為負利率已確實促使各國批發及存貸利率走低，進而鼓勵私部門消費與投



資，支撐了實體經濟在全球景氣展望不佳的氛圍下，尚不至於陷入衰退。

IMF 的報告¹⁸指出，負利率政策有諸多潛在負面影響，但整體而言，透過融資成本的降低，仍有積極刺激經濟的作用，故目前仍是「利大於弊」。惟 IMF 經濟學家提醒¹⁹，若歐洲央行進一步降息，將使許多銀行的股價及獲利展望籠罩陰影，影響銀行資金儲備，並執行更加嚴格的風險控管，反不利於信貸的擴張，將出現「弊大於利」的轉折點，爰建議歐央行（ECB）在未來將重點放在 QE 等資產購買計畫上。

綜言之，負利率政策可促使批發利率、零售存貸利率下降，減輕企業及消費者的融資成本；且對於小型經濟體（如我國）而言，負利率具有抑制資金流入，降低貨幣升值壓力的效果。惟負利率對於刺激經濟的效果（股市、CPI、信貸成長等）仍屬有限，且可能產生金融機構利潤承壓、金融市場動盪及加深市場恐慌情緒等負面衝擊，建議應審慎評估，不宜貿然為之。

另 BIS²⁰亦提出警告，無論是「量化寬鬆」或是「負利率」政策，皆僅能發揮在短期內活絡市場的作用，對於喚醒實體經濟動能效果則有限，故各國應避免過度依賴貨幣政策及債務推動型的經濟成長模式，而應與生產力升級、勞動力提高之財政政策²¹及結構性改革並行，從根本強化經濟體質，方為真正改善經濟成長之良策。

¹⁸ IMF (2016),「The Broader View: The Positive Effects of Negative Nominal Interest Rates」, 2016 年 4 月 10 日

¹⁹ IMF (2016),「The ECB's Negative Rate Policy Has Been Effective but Faces Limits」, 2016 年 8 月 10 日

²⁰ BIS (2015),「BIS Annual Report」, 2015 年 6 月 28 日

²¹ 中央銀行「3 月 24 日央行理監事會後記者會參考資料」引用 IMF 的研究報告指出：「財政政策在景氣衰退階段的乘數效果，高於景氣擴張階段；若貨幣政策處於零利率底限（進入流動性陷阱時），則財政乘數效果更是可觀；對小型開放經濟體而言，當處在貨幣政策幾無餘裕空間的低利率時期，財政政策的乘數效果會明顯放大，並為經濟處於正常時期的 2 倍」

參考文獻

1. 天下雜誌第 603 期 (2016),「如何遠離負利率黑洞?」, 8 月
2. 中國建設銀行 (2016),「負利率政策實證研究及啟示 (上)」, 3 月
3. 中國建設銀行 (2016),「負利率政策實證研究及啟示 (下)」, 4 月
4. 中央銀行 (2016),「3 月 24 日央行理監事會後記者會參考資料」, 3 月
5. 今周刊第 1001 期 (2016),「丹麥沉痛告白: 負利率救不了經濟」, 2 月
6. 台灣經濟研究院 (2016),「台經觀點-日本的負利率難盡如人意」, 2 月
7. 商業週刊第 1475 期 (2016),「失控的負利率」, 2 月
8. 華爾街見聞 (2016),「有關負利率政策鴉片, 你想知道的都在這裡」, 4 月
9. 紫荊雜誌第 306 期 (2016),「歐日實行負利率背景、運作及對匯率的影響」, 4 月
10. 興業研究 (2016)「負利率下的金融市場 -探尋負利率系列報告」, 7 月
11. Bloomberg (2016), “Negative Interest Rates Less Than Zero,” Jun.
12. BIS (2015), “BIS Annual Report,” Jun.
13. BIS (2016), “How have central banks implemented negative policy rates,” Mar.
14. IMF (2016), “The Broader View: The Positive Effects of Negative Nominal Interest Rates,” Apr.
15. IMF (2016), “The ECB’s Negative Rate Policy Has Been Effective but Faces Limits,” Aug.
16. International Netherlands Groups (2015), “Negative interest rates to make savers hoard,” Dec.
17. JP Morgan (2016), “Negative policy rates: The bound is lower than you think,” Feb.