

二、主要國家負利率政策實施現況及其影響

(一)實施負利率政策之意涵

負利率屬**非傳統貨幣政策工具**之一(見圖 1)，目前使用此工具之央行可分為兩類：(1)大國央行(ECB、BoJ)在**QE 成效漸減**下，轉而壓低政策利率至負值，以求**提振經濟**及**推高通膨預期**；(2)小國央行(瑞典、丹麥、瑞士)面對鄰近大國(歐元區)寬鬆貨幣政策之外溢效果，為避免**資本流入致本國匯率劇升**，被迫採行負利率政策因應。

1. 採行負利率政策工具之作用

當央行對抗景氣不佳持續調降政策利率至零之際，若同時再面臨**民眾通膨預期下滑**，此時央行為求**壓低實質利率**，以**激勵實體經濟**，將政策利率訂低於**零利率底限(zero-lower bound)**。

(1)**提振經濟並推高通膨預期**：實施負利率政策之用意在於使銀行存在央行的超額準備金，甚至是民眾存在銀行的存款，不但無法收到利息，反而必須支付保管費用，藉此**提高銀行放款**與**民間消費、投資的意願**。

(2)**抑制資本流入，減輕貨幣升值壓力**：負利率政策**壓低債券殖利率**至零以下，可**抑制國際資本流入**，引導貨幣貶值。

圖 1 先進國家央行採行傳統到非傳統貨幣政策之過程



*門檻制：視通膨或失業率是否達到設定門檻。日期制：指引未來升息可能時點。

** LSAP、QQE 與 APP 分別為 Large-Scale Asset Purchases、Quantitative and Qualitative Easing 與 Asset Purchase

2. 目前主要國家負利率政策實施情況

(1) ECB 開啟新一輪負利率政策

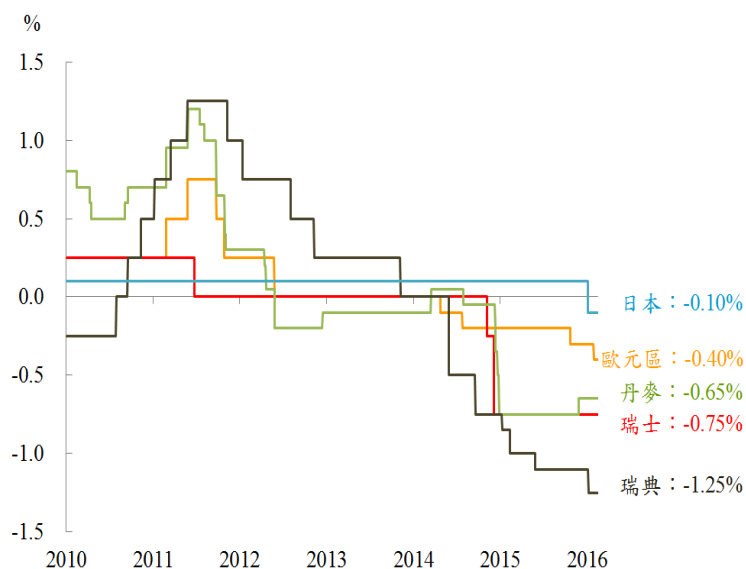
ECB 於 2014 年 6 月 5 日採行負利率政策後，瑞典、丹麥與瑞士等國承受大量資本流入，當地貨幣面臨升值壓力，故相繼推出負利率政策。本(2016)年 1 月 29 日 BoJ 亦出乎市場預期，推出負利率政策(見圖 2)。

(2) 現階段負利率政策之執行方式

一目前央行實施負利率政策多屬是對銀行業者所存放於央行資金，非但不支付利息，反而收取保管費。

一惟各國央行對前述存款如何適用負利率之規定不盡相同，視是否允許特定金額之超額準備(存款)可不適用負利率而分為單層或多層制。部分央行選擇多層制負利率機制之目的，是為減輕銀行因負利率政策而承擔額外成本，並預留未來政策操作空間(見表 1)。

圖 2 銀行業存放於央行之存款利率走勢



資料來源：Bloomberg

表 1 央行採行單/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%	法定準備金以外之存款皆適用 -0.4%
	瑞典	存款利率: -1.25%	全部存款適用 -1.25%*
雙層	瑞士	活期存款利率: 0%	設有上限，額度內適用 0%
		存款利率: -0.75%	超過額度之部份適用 -0.75%
	丹麥	活期存款利率: 0%	各銀行在央行活期存款帳戶上限額度內適用 0%
		定期存款利率: -0.65%	超過在央行活期存款帳戶上限額度之存款適用 -0.65%
三層	日本	基礎餘額: 0.1%	2015 年 1~12 月超額準備之平均餘額適用 0.1%
		總體附加餘額: 0%	此部分適用 0% 利率
		政策利率餘額: -0.1%	超過前兩層加總之存款適用 -0.1%

*瑞典央行在 2015 年 2 月 12 日將公開市場操作之政策利率(Repo rate)亦降至負值，目前該行主要係以公開市場操作吸收銀行多餘的流動性(此利率於 2016 年 2 月 11 日已降至 -0.5%)。

資料來源：各國央行及本行自行整理

(二)現階段負利率政策之成效

目前主要國家央行在實施負利率政策後，該國貨幣對美元多呈貶值，符合小國央行(瑞典、丹麥、瑞士)採行此一政策工具初衷(避免該國貨幣對歐元升值)；而大國央行(ECB、BoJ)原冀望能為實體經濟帶來正面作用，惟迄今效果尚不明顯，尤其在通膨預期及銀行授信等層面，歐元區及日本仍未能顯現受政策效果所提振。

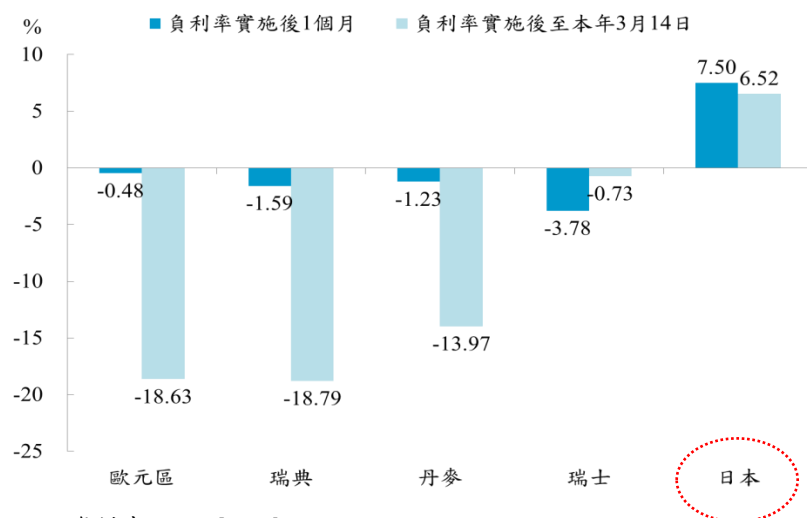
1. 匯率走勢：日圓反呈升值，其餘各國貨幣則呈現貶值

自 ECB 實施負利率政策至本年 3 月 14 日止，**歐元**對美元共**貶值 18.63%**。**日圓**對美元匯率於本年 BoJ 宣布負利率政策**當日，貶值 1.92%**，之後因國際金融市場動盪，**投資人避險情緒上升**，日圓呈**反向升值**(見圖 3)。

2. 股市變動：日股小幅下跌，其餘各國提振股市之效果亦不彰

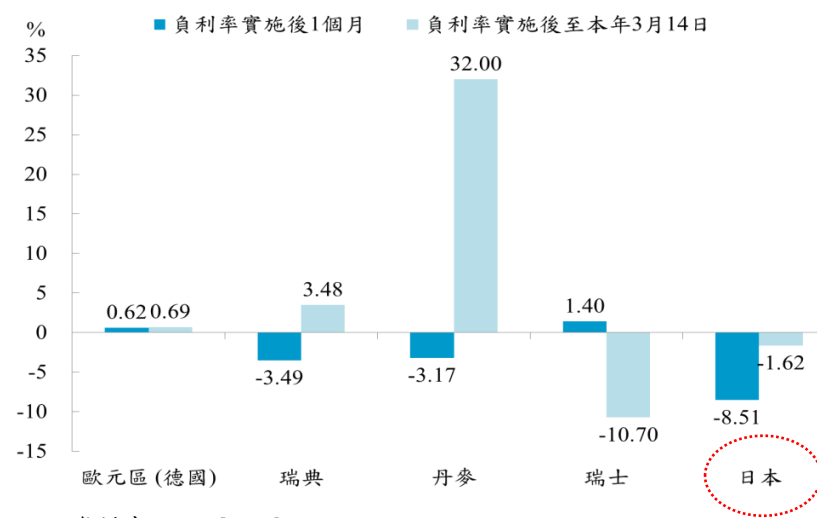
儘管寬鬆貨幣政策為風險性資產提供充沛資金，然歐、日基本面持續疲弱，且新興市場存在諸多不確定性，負利率政策似**未能有效激勵各國股市**，**僅丹麥**股市自實施負利率迄今**上漲 32%**，表現較為突出(見圖 4)。

圖 3 實施負利率政策後各國匯率之變動幅度



資料來源：Bloomberg

圖 4 實施負利率政策後各國股市之變動幅度



資料來源：Bloomberg

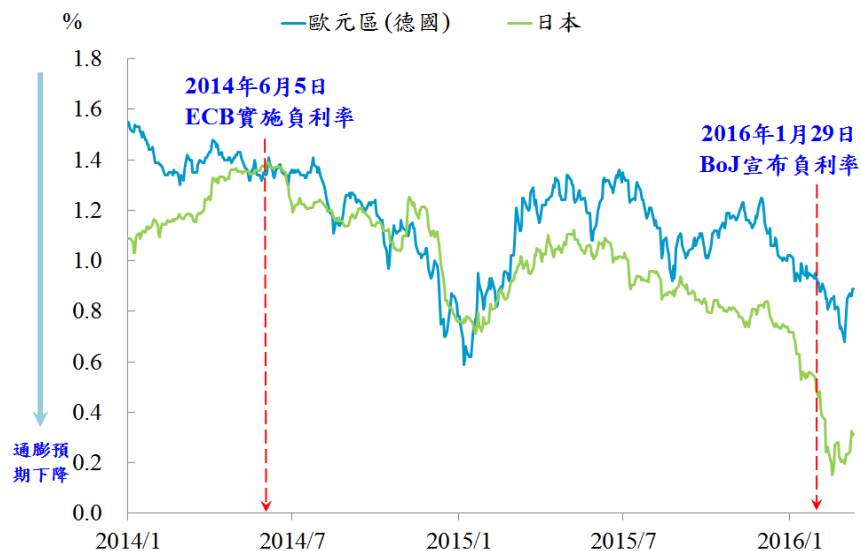
3. 通膨預期：各國多未能提振通膨預期

- (1) 2014 年 6 月 ECB 執行負利率政策後，同年下半年 ECB 仍面臨通膨預期下滑及通膨率下跌(disinflation)之問題，且**通縮壓力依然沈重**(見圖 5)。
- (2) 日本因經濟疲弱，薪資水準亦未見成長，在缺乏基本面因素支撐之下，**通膨預期依舊處於偏低水準**。

4. 銀行信貸成長：目前各國效果並不明顯

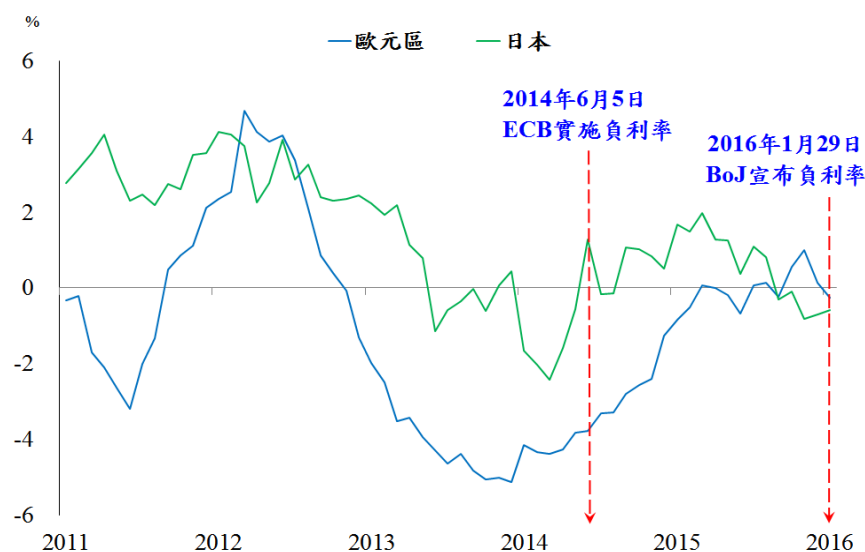
- (1) 歐元區整體銀行授信雖於 2015 年初轉為正成長，然成長速度仍偏緩慢(見圖 6)，雖銀行業對家計部門放款好轉，但對**非金融企業之授信仍未出現穩健之正成長趨勢**。
- (2) 日本銀行業者放款年增率亦維持於 2%至 3%之間，**並未出現加速好轉跡象**。

圖 5 實施負利率政策後歐、日通膨預期之變動幅度



資料來源：Bloomberg；通膨預期數值為 10 年期一般公債之名目利率減同年期抗通膨公債之實質利率(即 breakeven rate)。

圖 6 實施負利率政策後歐、日銀行授信之年增率



資料來源：Bloomberg

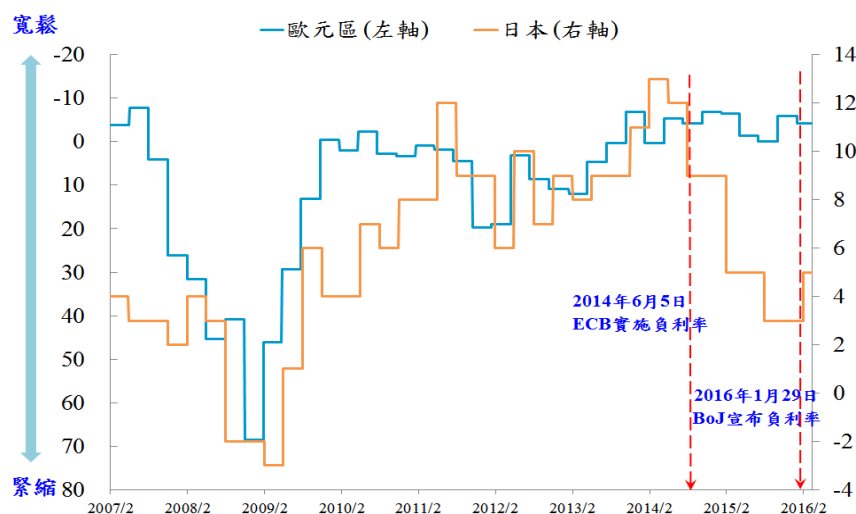
(三)負利率政策可能引發之負面衝擊

前述央行實施負利率政策後，其國內企業投資與民間消費並未顯著增加，且銀行獲利空間受壓縮，不利其金融中介功能。另欲以財富效果(wealth effect)提振經濟，除不利金融穩定外，易使各界忽略財政政策及結構性改革的重要性。負利率政策可能引發的各項負面影響，簡要說明如下列各點。

1. 負利率對促進投資成效有限，對消費者支出可能產生負面效果

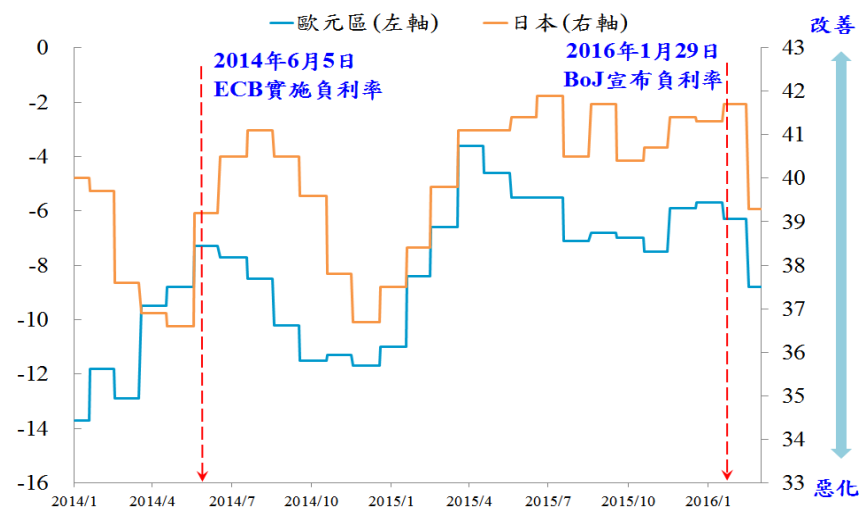
BIS 研究指出³⁸，政策利率如降至負值，並維持在負值過久，消費者及企業機構的行為將出現**高度不確定性**。歐債危機以來，**ECB 各項政策已使銀行授信標準相當寬鬆**³⁹(見圖 7)，但企業遲**未增加貸款及投資**，反映其**投資不振**主要因經濟**前景不確定**所致；此外，負利率亦可能使民眾因**儲蓄收益減少**，**消費態度反而轉趨保守**(見圖 8)。

圖 7 歐、日銀行授信標準調查



資料來源：Bloomberg

圖 8 歐、日消費者信心調查



資料來源：Bloomberg

³⁸ BIS (2016), *BIS Quarterly Review*, Mar. 6。

³⁹ 2012 年 7 月 ECB 總裁 Draghi 表明「whatever it takes」以維繫歐元，此後 ECB 亦陸續推出各項重大措施以解決歐元區金融情勢緊俏之問題。歐元區銀行業的授信標準自 2012 年以後即維持在相當寬鬆之水準，即使在 2014 年 6 月採行負利率政策以來，銀行的授信標準並未更加寬鬆。

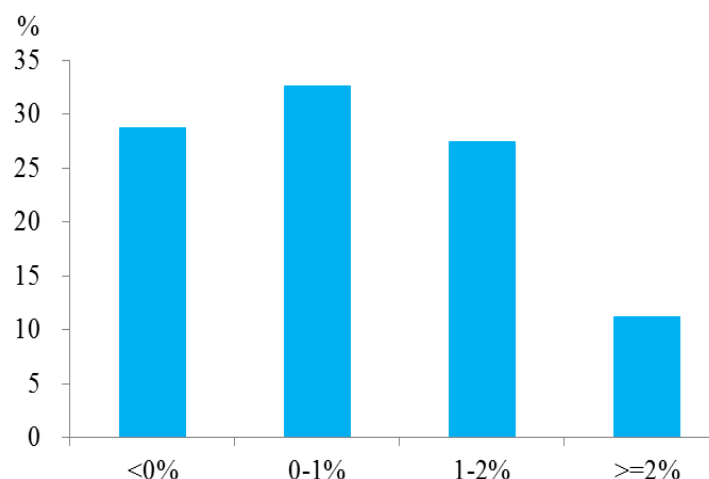
2. QE 與負利率政策使全球負殖利率債券規模劇增，公債市場流動性降低，價格大幅波動

(1)ECB 與 BoJ 接連擴大 QE 購買規模，導致公債市場供需失衡、債券交易流動性降低。

以 **BoJ** 為例，本年 2 月底其持有約 **33%** 日本公債⁴⁰，而此一部分公債甚少於市場上交易。實施負利率政策，恐使本地銀行業**為避免其超額準備被央行收取利息**，而不願出售所持有公債，致目前債市扭曲情況更為嚴重。

(2)截至本年 3 月中，彭博資訊社所編製之已開發國家公債指數，負殖利率公債規模約 **6.7 兆美元**，占總額約 **29%**(見圖 9)⁴¹，顯示較多國家出現負殖利率公債情況外，負殖利率現象也**延伸到中長年期公債**(見表 2)。

圖 9 已開發國家公債指數之債券殖利率分布



資料來源：Bloomberg

表 2 主要經濟體公債出現負殖利率之年期(指標債部份)

國家	2014/6/5	2014/9/4	2015/12/3	2016/1/29	2016/3/10
	公債年期				
日本	-	-	≤ 3 yr	≤ 8 yr	≤ 10 yr
瑞士	≤ 3 yr	≤ 3 yr	≤ 12 yr	≤ 15 yr	≤ 15 yr
挪威	-	-	-	-	< 1 yr
德國	< 1 yr	≤ 3 yr	≤ 5 yr	≤ 7 yr	≤ 7 yr
荷蘭	-	≤ 3 yr	≤ 4 yr	≤ 7 yr	≤ 7 yr
比利時	-	≤ 3 yr	≤ 4 yr	≤ 6 yr	≤ 6 yr
芬蘭	-	≤ 3 yr	≤ 4 yr	≤ 6 yr	≤ 5 yr
奧地利	-	≤ 2 yr	≤ 4 yr	≤ 6 yr	≤ 5 yr
法國	-	≤ 2 yr	≤ 4 yr	≤ 6 yr	≤ 5 yr
盧森堡	-	-	≤ 5 yr	≤ 5 yr	≤ 5 yr
斯洛伐克	-	-	≤ 3 yr	≤ 5 yr	≤ 5 yr
愛爾蘭	-	≤ 1 yr	≤ 3 yr	≤ 4 yr	≤ 4 yr
義大利	-	-	≤ 1 yr	≤ 2 yr	≤ 2 yr
馬爾他	-	-	≤ 2 yr	≤ 2 yr	≤ 2 yr
拉脫維亞	-	-	≤ 2 yr	≤ 2 yr	≤ 2 yr
斯洛維尼亞	-	-	≤ 1 yr	≤ 1 yr	≤ 2 yr
西班牙	-	-	≤ 1 yr	≤ 1 yr	≤ 1 yr
葡萄牙	-	-	< 1 yr	≤ 1 yr	< 1 yr
立陶宛	-	-	-	-	-
愛沙尼亞	-	-	-	-	-
賽普勒斯	-	-	-	-	-
希臘	-	-	-	-	-
瑞典	-	-	≤ 4 yr	≤ 5 yr	≤ 5 yr
丹麥	-	-	≤ 3 yr	≤ 5 yr	≤ 2 yr
英國	-	-	-	-	-

*≤代表含該年期以下，<則不含。

資料來源：Bloomberg

⁴⁰ 本行根據 BoJ 資料自行計算。

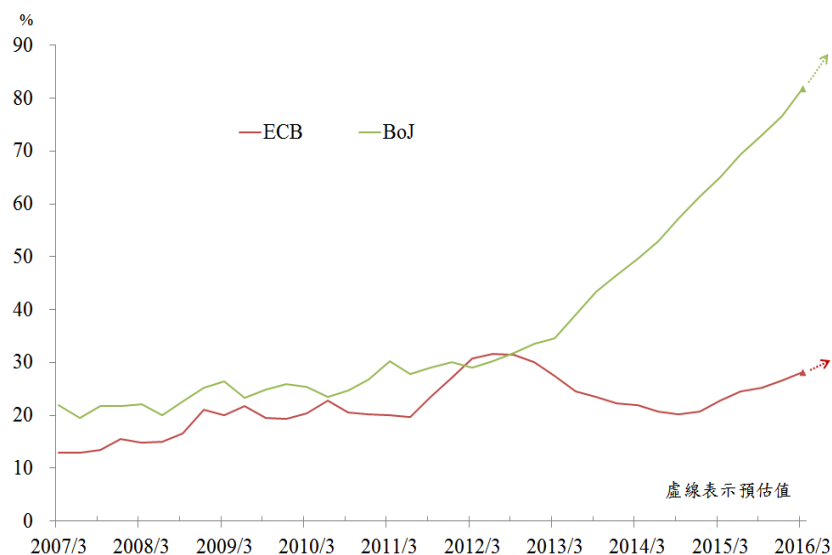
⁴¹ 本行根據 Bloomberg 資料自行計算。

3. 弱化銀行中介功能，不利金融機構健全經營

(1) 負利率政策無法解決流動性過剩問題，卻會侵蝕銀行業獲利，反削弱其金融中介功能

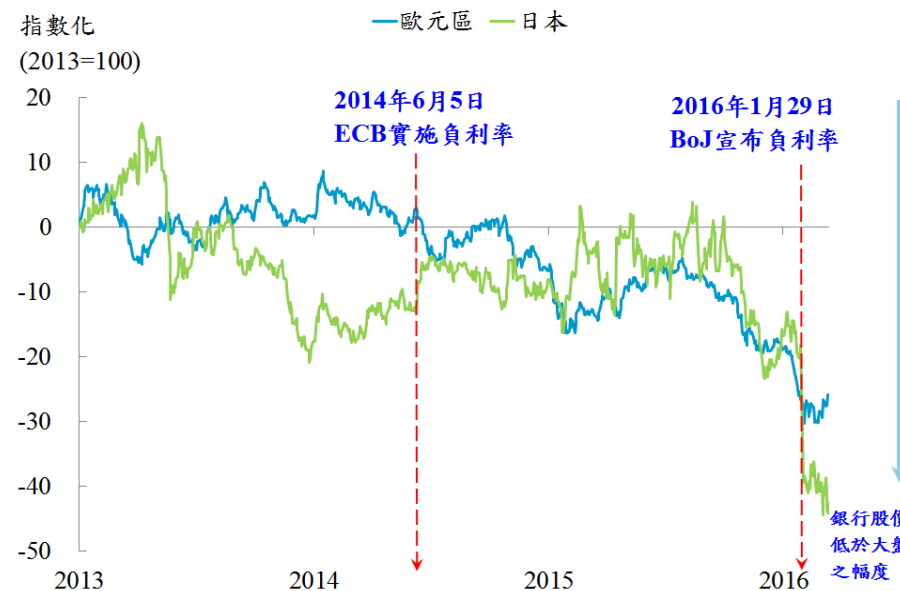
- QE 除造成央行資產負債表膨脹外(見圖 10)，所創造出之**流動性最終仍回到銀行體系**，致銀行超額準備大幅增加。
- 表面上負利率政策似可迫使銀行業新增放款，但**若企業貸款需求低**，銀行業仍會面臨放款不易之窘境，且如負利率所增成本難以轉嫁，將損及銀行獲利，不利其健全經營。
- 負利率政策實施迄今，歐、日**銀行股股價表現遠遜於大盤**(見圖 11)，**不利**銀行自**資本市場籌資**，對其**創造信用**之功能，亦會帶來**負面影響**。

圖 10 ECB 及 BoJ 資產負債表規模對 GDP 比率



資料來源：Bloomberg

圖 11 歐、日銀行股股價相對大盤變動



說明：計算方法為銀行股股價與大盤指數分別指數化後相減。
資料來源：Bloomberg

(2)仰賴固定收益之各類金融機構面臨經營環境惡化

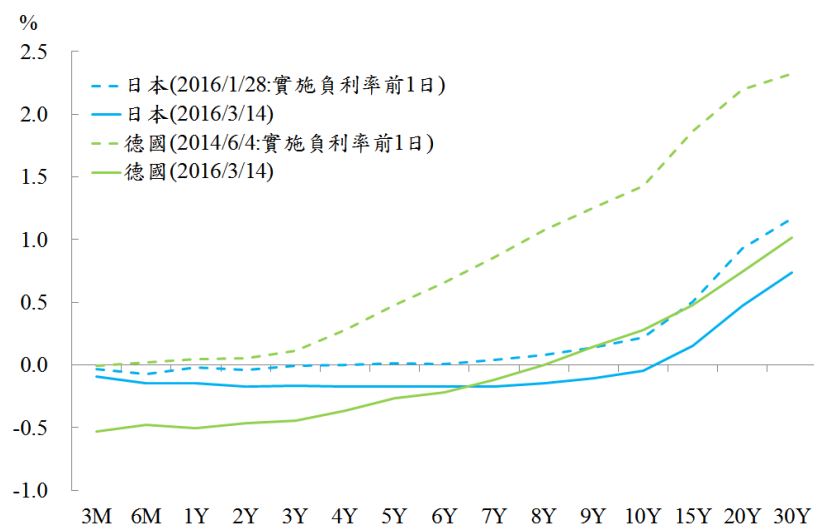
—由於長期利率水準持續遭到壓抑，殖利率曲線過度平坦(見圖 12)，除銀行外，其他金融機構營運亦受影響。

—**退休基金、壽險公司**等機構投資人因必須大量持有債券，在替代資產類別有限的情況下，仍要**持續買入負殖利率債券**，致投資收益率下滑，**營運風險提高**(見圖 13)。

—近日日本多家**貨幣儲備基金**(money reserve funds)表示**難以在負利率中創造穩定獲利**，計劃將資金歸還給投資人⁴²。

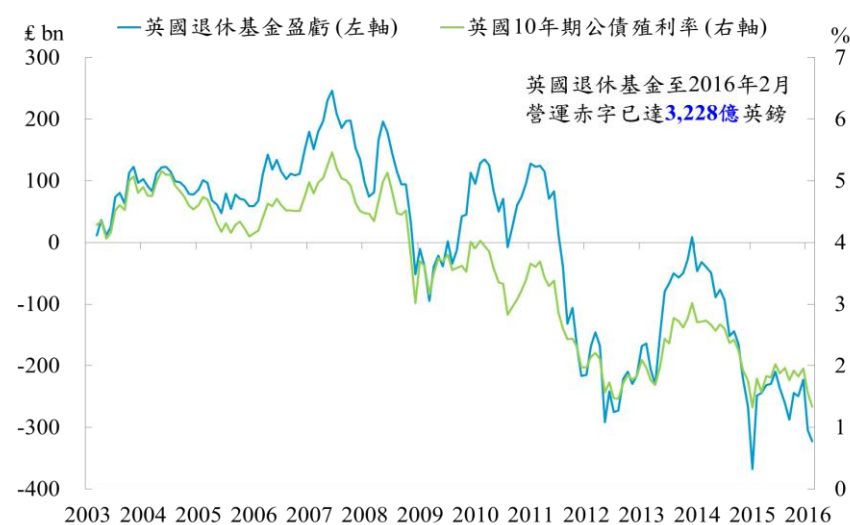
(3)由於**合理的存放款利差有利銀行營運**，為**提供金融中介**之主要誘因。近期 BoJ 負利率政策已受各方質疑；同時，ECB 亦意識到負利率政策對銀行業之可能傷害，而將**政策重點轉向直接促進銀行授信並提供補助**⁴³。另為避免貨幣儲備基金營運受衝擊，本年 3 月 15 日 **BoJ** 政策會議亦決定，**將貨幣儲備基金排除在負利率政策之外**⁴⁴。

圖 12 德日兩國公債殖利率曲線變動



資料來源：Bloomberg

圖 13 退休基金營運赤字攀升



資料來源：Bloomberg

⁴² Nikkei Asian Review (2016), "Japanese Money Market Funds to Close As Returns Prove Elusive," *Nikkei Asian Review*, Mar. 8。

⁴³ BoJ 總裁 Kuroda 除頻赴國會解釋負利率政策外，亦派官員至各銀行說明；首相安倍則宣稱其與 BoJ 實施負利率政策無關。ECB 總裁 Draghi 表示，根據歐元區現況，ECB 無必要再度降息，並提出新一輪 TLTRO 降低銀行資金成本(利率將介於 0~-0.4%)，增加銀行放款誘因。參見 Leika Kihara (2016), "Bank of Japan Scrambles to Find Positives in Negative Rates," *Reuters*, Mar. 13 與 ECB (2016), "Introductory Statement to the Press Conference (with Q&A)," Mar. 10。

⁴⁴ Bank of Japan (2016), "Statement on Monetary Policy," *Bank of Japan*, Mar. 15。

4. 以財富效果帶動有效需求，成效非但不彰，反而會危及金融穩定

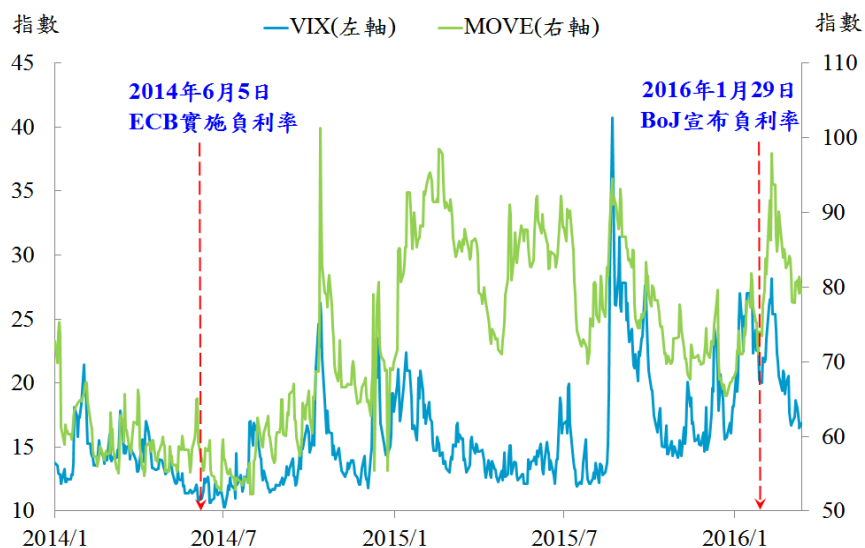
(1) 金融動盪風險提高

- 非傳統性貨幣政策(如 QE、負利率)主要透過資產價格上漲的**財富效果**傳遞，以期增加國內消費與投資；但在**有效需求不足**下，此類政策對提振實質經濟之**成效並不彰**，惟可能增加**資產價格泡沫化**及**金融動盪風險**。
- 在市場利率過低，甚至出現負值下，投資人為尋求高報酬率，進而追逐較高風險之債券與股票，使資產價格泡沫化隱憂浮現；同時，短線交易增加，**價格波動程度擴大**(見圖 14)，不利金融市場安定。

(2) 產生資產價格泡沫化風險

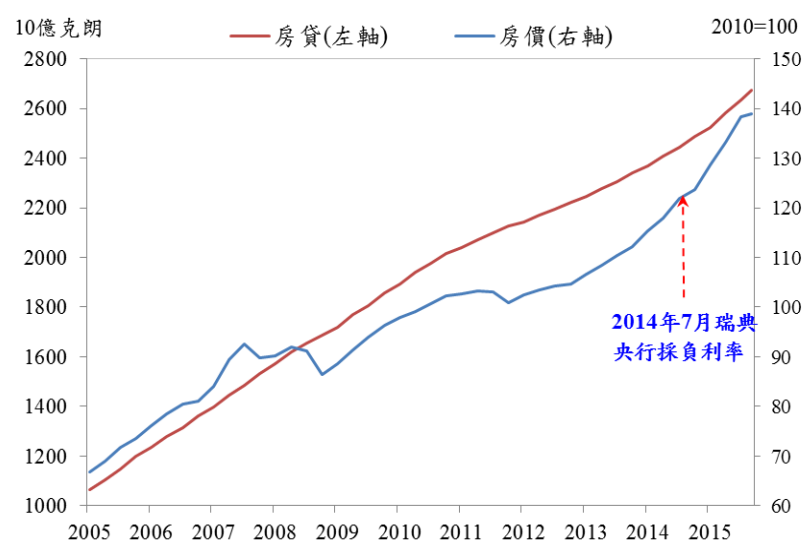
- 自 2014 年 7 月瑞典央行將存款利率降至負值以來，**瑞典房價呈加速上揚**，房貸餘額亦快速攀升(見圖 15)；**信評機構 Moody's** 近日指出，在採行負利率政策各國中，**瑞典**所面臨的**資產價格泡沫化風險最高**⁴⁵。

圖 14 股市與債市波動度指數



資料來源：Bloomberg；VIX 與 MOVE 代表 S&P500 與美林公債指數之波動率。

圖 15 瑞典房價指數與房貸餘額走勢



資料來源：Bloomberg

⁴⁵ Muehlbronner et al. (2016), "Negative Interest Rate Have Unintended Consequence, with Sweden Most at Risk of Asset Bubble," Moody's, Mar. 16。

5. 過度使用貨幣政策，以致忽略財政政策及結構性改革的重要性

(1) 貨幣政策寬鬆仍需搭配擴張性財政政策與結構性改革

2008 年金融危機以來，先進國家高度仰賴非傳統寬鬆貨幣政策。然 BIS 示警⁴⁶，各國應**避免過度依靠債務推動型之經濟增長模式**，而應致力推行生產力升級與勞動力提高之財政政策與結構性改革。

(2) 財政乘數效果在經濟疲弱及低利率時期較大

IMF 研究報告指出⁴⁷，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，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**(見表 3)。

(3) 極寬鬆貨幣政策未能解決結構性有效需求不足的問題

採行負利率政策係加重貨幣政策負擔，以今日低實質利率借入明日需求；明日需求不足時，再繼續以借隔日需求的方式來填補當日需求的不足。**此種寅吃卯糧式的貨幣政策執行模式**，**將難以持續支撐經濟成長**⁴⁸。

表3 先進經濟體公共投資每增加GDP的1%對GDP成長率的影響⁴⁹

單位：百分點

情境	使GDP成長率增加(乘數效果)	
	當年度	4年後
一般情況(樣本平均)	0.4	1.5
低成長時期	1.5	3.0

⁴⁶ BIS (2015), *BIS Annual Report*, Jun. 28。

⁴⁷ Baum, Anja, Marcos Poplawski-Ribeiro, and Anke Weber (2012), “Fiscal Multipliers and the State of the Economy,” *IMF Working Paper*, WP/12/286, Dec. 5; IMF (2012), *World Economic Outlook*, Oct.; Corsetti, Giancarlo and Gernot J. Müller (2015), “Fiscal Multipliers: Lessons from the Great Recession for Small Open Economies,” *Report to the Swedish Fiscal Policy Council*, Mar. 15。

⁴⁸ Shirakawa, Masaaki, (2015), “Debate on Deflation and the Role of Nominal Anchor,” Mar. 30。

⁴⁹ IMF 所指之先進經濟體，係包含台灣、南韓在內的 36 個國家；惟礙於資料限制，IMF 進行實證分析時僅包括 17 個 OECD 國家的資料。

6. 大國負利率政策對小國經濟產生負面外溢效果

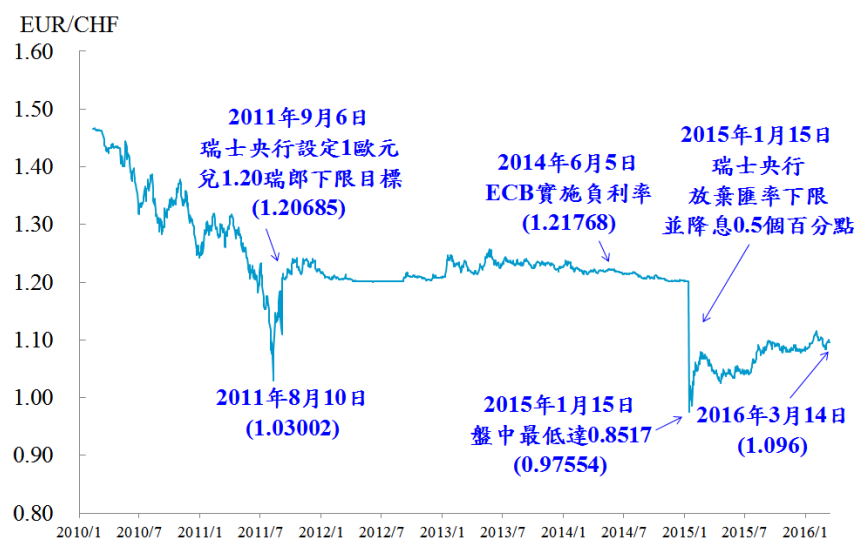
(1) 大國負利率政策使各界質疑有引發「貨幣戰爭」之虞

大國採行負利率政策明顯造成資本外移及匯率變動，此對**小型開放經濟體**負面衝擊甚大。歐債危機以來，瑞士央行為**抑制國際資本流入、避免本國貨幣過度升值**，曾**設定歐元對瑞郎匯率之下限目標**；然 ECB 持續調降政策利率至負值以下，迫使其亦得採行負利率政策作為因應(見圖 16)。

(2) 小國採行負利率政策推高房價

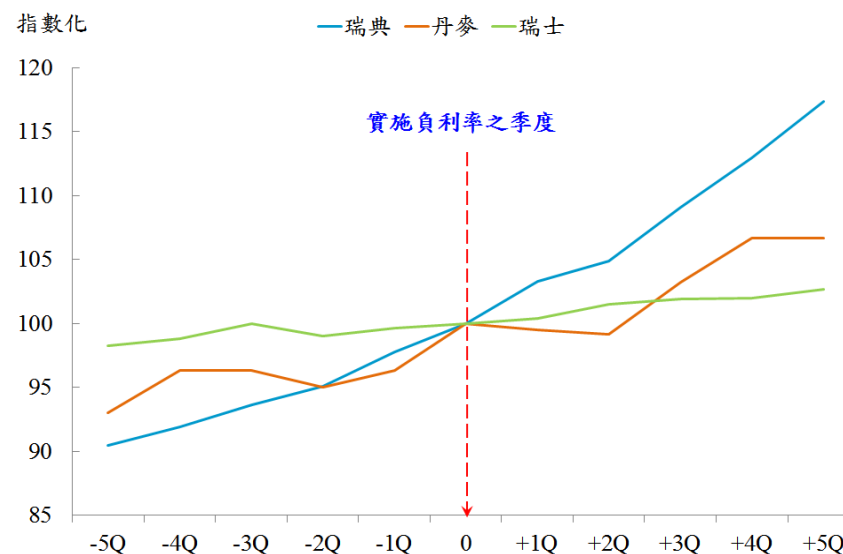
歐元區鄰近小國瑞典、丹麥及瑞士等因追隨 ECB 步伐實施負利率政策，不僅造成各國公債殖利率持續走低外，特別以瑞士負殖利率情形最為嚴重，本年 2 月 29 日該國 10 年期公債殖利率創下近期低點**-0.463%**；當地房價亦顯著上揚，其中以**瑞典房價泡沫化問題**最為嚴重(見圖 17)。

圖 16 歐元對瑞士法郎匯率



資料來源：Bloomberg

圖 17 瑞典、丹麥及瑞士房價變動



資料來源：Bloomberg

(四)結語

1. 負利率政策目的在提振經濟並推高通膨預期，以及抑制資本流入，減輕貨幣升值壓力

(1)主要國家 QE 政策之目的，在於提振消費及投資，並緩和通縮問題；惟因近年來經濟成長依舊緩慢且通膨預期低落，企業放款亦未見成長，主要國家更進一步採行**負利率政策**，以提供**額外的寬鬆貨幣環境**。而實施負利率政策亦會使國內債券殖利率下跌，甚至降為負值，此將**抑制國際資本流入**，**引導貨幣貶值**。

(2)同屬歐洲國家的瑞典、丹麥及瑞士等**小型經濟體**，為**因應** ECB 負利率政策所帶來的**外溢衝擊**，亦**採行負利率政策**來**減輕本國貨幣升值壓力**。

2. 負利率政策實施迄今，成效不彰

負利率政策對實體經濟之激勵效果受各方質疑。以**歐元區**為例，銀行授信尚未見成長，而**企業投資與民間消費在負利率政策實施後亦未顯著增加**；至於**日本**則剛採行此政策，未來能否促進銀行放款，效果**尚待觀察**。

3. 負利率政策可能帶來多項負面衝擊

(1)負利率對促進投資成效有限，對消費者支出可能產生負面效果。

(2)QE 與負利率政策使全球負殖利率債券規模劇增，公債市場流動性降低，價格大幅波動。

(3)弱化銀行中介功能，不利金融機構健全經營。

(4)以財富效果帶動有效需求，成效非但不彰，反而會危及金融穩定。

(5)過度使用貨幣政策，以致忽略財政政策及結構性改革的重要性。

(6)大國負利率政策對小國經濟產生負面外溢效果。