

## 專題 2.1

### 歐元區和日本的負利率措施

在環球經濟持續緩慢增長的背景下，全球貨幣環境也變得愈來愈複雜。自二零一四年年中以來，歐洲一些中央銀行跟隨歐洲中央銀行(歐洲央行)的做法，把政策利率定於負數水平。日本銀行在二零一六年一月亦加入，宣布把政策利率降至低於零(表 1)。本專題按迄今所得的資料，概括探討這種非常規貨幣政策工具在歐元區和日本的成效，以及其可能產生的副作用。

自二零零八年環球金融危機爆發後，歐元區和日本的經濟復蘇仍然脆弱不穩，通脹持續低於其央行的目標水平。由於財政空間有限，加上擴張性財政政策面對政治阻力，提振經濟增長的重擔更多放在貨幣政策上。二零一四年年初，歐元區的政策利率已降至近乎零的水平。二零一四年六月，歐洲央行把存款機制利率降至負數；有關利率其後在二零一四年九月、二零一五年十二月和二零一六年三月被進一步下調。與此同時，歐洲央行亦推出定向長期再融資操作、擴大資產購買計劃，以及隨後的各項優化安排，以加強貨幣政策的寬鬆力度。日本方面，日本銀行在二零一三年四月實施新一輪貨幣寬鬆措施，將貨幣基礎增加一倍，以期在兩年內達到 2% 的通脹目標。日本銀行其後還再推出多項貨幣寬鬆措施，二零一六年一月的負利率就是最新的舉措。

表 1：歐日央行削減政策利率的時間

中央銀行	政策利率	宣布時間	利率水平
歐洲中央銀行	存款機制利率	二零一四年六月	-0.10%
		二零一四年九月	-0.20%
		二零一五年十二月	-0.30%
		二零一六年三月	-0.40%
丹麥中央銀行	存款證利率	二零一四年九月	-0.05%
		二零一五年一月至二月	-0.20%、-0.35%、 -0.50% 和 -0.75%
		二零一六年一月	-0.65%
瑞士中央銀行	即期存款帳戶結餘利率	二零一四年十二月	-0.25%
		二零一五年一月	-0.75%
瑞典中央銀行	回購利率	二零一五年二月	-0.10%
		二零一五年三月	-0.25%
		二零一五年七月	-0.35%
		二零一六年二月	-0.50%
日本銀行	往來帳戶結餘利率	二零一六年一月	-0.10%
匈牙利中央銀行	隔夜存款利率	二零一六年三月	-0.05%

理論上，負利率政策可透過多個途徑刺激實體經濟。首先，中央銀行把相關政策利率降至低於零後，會向持有超額儲備金的商業銀行收取而非支付費用，以鼓勵商業銀行減持閒置的現金，並轉移投放在貸款等其他資產，令信貸情況更加寬鬆。第二，當商業銀行貸款及存款利率隨政策利率下調時，借貸成本和儲蓄回報便會降低，有助刺激投資及消費需求。第三，歐元區推出定向長期再融資操作，利率可以低至現時存款機制利率的水平，為銀行提供低成本資金。

## 專題 2.1 (續)

透過資助銀行向家庭住戶及非金融機構貸款，歐洲央行鼓勵銀行向實體經濟借貸，藉以加強貨幣政策的傳導。第四，利率下調可能增加該國家貨幣的貶值壓力，有助提升出口的價格競爭力，而進口價格相應上升，亦會有助緩和通脹的下行壓力，帶動通脹重回中央銀行的目標水平。

負利率政策對實體經濟的成效究竟有多大，目前仍未有定論。負利率政策在歐元區僅實行 20 多個月，日本則在今年年初才開始推行，就政策成效下定論，為時尚早。再者，負利率與其他貨幣政策措施同時實行，要獨立區分負利率對達到中央銀行目標有何影響，並不容易。與此同時，國際宏觀經濟環境不斷變化，例如全球需求情況、油價走勢、美國利率正常化等，都可能令負利率的影響變得模糊不清。

儘管現有資料仍屬初步性質，而歐元區整體增長仍然緩慢，但自二零一四年年中以來，歐元區的經濟似乎有一些正面的發展。在負利率推出後的六個季度(即二零一四年第三季至二零一五年第四季)，經季節性調整的國內生產總值平均錄得 0.4% 的按季實質增長，升幅略高於對上四個季度(即二零一三年第三季至二零一四年第二季)的 0.2%。私人消費開支、投資開支及出口的增長稍為加快。二零一六年第一季初步數據顯示，歐元區經濟增長按季進一步實質上升 0.6%。向私營機構提供的貸款由二零一五年一月起回升，二零一六年三月的貸款額按年微升 1.0% (圖 1)。然而，消費物價通脹率受商品及能源價格續跌的影響，仍遠低於歐洲央行 2% 的目標水平。最新初步數字顯示，二零一六年四月的消費物價通脹率為 -0.2%，二零一四年六月則為 0.5%。撇除食品、煙酒及能源後，核心通脹率在二零一六年四月為 0.7%，二零一四年六月則為 0.8% (圖 2)。

圖 1：向歐元區私營機構提供的  
貸款回升

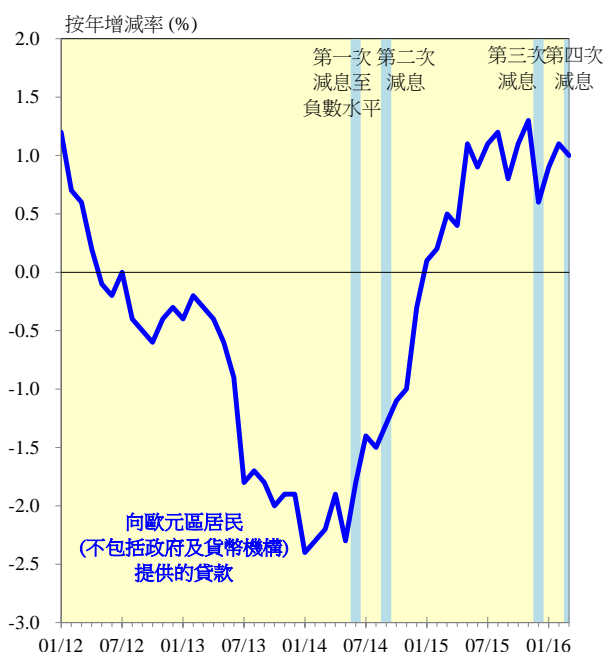
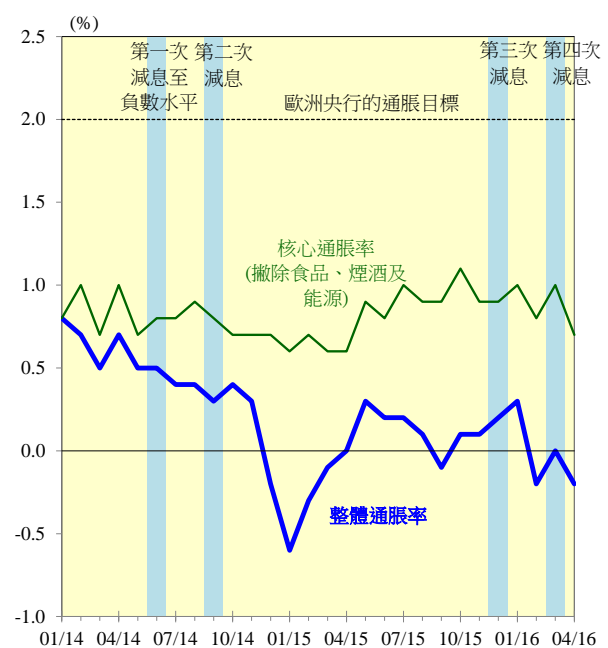


圖 2：歐元區通脹仍遠低於  
歐洲央行的目標水平



## 專題 2.1 (續)

儘管如此，負利率可能產生的副作用也引起廣泛關注。首先，銀行可能無法把負利率轉嫁存戶或增加貸款，因而令銀行的盈利縮減，資本基礎較弱的銀行會較易受到衝擊。事實上，歐洲央行近期一項有關歐元區銀行貸款的調查<sup>(1)</sup>顯示，到目前為止，負利率政策有助增加銀行的貸款量，但對銀行的利息收入及貸款利潤卻造成一些不利影響。

其次，受息差收窄所影響的銀行，倘若過於進取發放貸款以維持盈利，可能會令其承擔過高風險。同樣，負利率令批發融資的成本下降，某些銀行或會更依賴該類資金。由於批發融資較為波動，這可能會增加金融體系的風險。監管當局需要密切監測這些潛在風險。

此外，負利率政策會令債券收益因投資組合重整而下降，非銀行金融機構(例如提供退休金及人壽保險的公司)或會更難達到其投資收益的目標。另外，領取退休金人士從儲蓄所得的投資收入一旦減少，他們可能會削減消費。

除了上述的憂慮外，負利率政策也可能帶來難以預料的影響。舉例來說，二零一六年年初歐元和日圓兌美元在減息後的走勢，都與預期背道而馳。在二零一六年最近一次減息公布後一個月，歐元和日圓兌美元實際上同樣轉強，分別錄得約 4% 及 7% 的升幅。這些出乎意料的發展凸顯匯率走勢難以估計，而在愈趨複雜的環球貨幣環境下，負利率這種新政策工具的傳導機制是否奏效，也令人懷疑。

到目前為止，歐元區和日本的進口需求仍然疲弱，並未見到負利率透過貿易渠道對亞洲的貿易及香港出口產生正面影響。美國聯邦儲備局貨幣政策逐步正常化，而負利率政策則愈來愈多被採納，加深主要央行貨幣政策的分歧。在欠佳的環球經濟環境下，若投資者的風險偏好、利率預期和資金流向突然逆轉，可能會再度觸發環球金融和外匯市場的大幅波動，為全球經濟帶來不穩。

另一方面，由於先進經濟體的利率已處於歷史低位，國際貨幣基金組織在四月時重申，有必要推行更全面的策略來支持經濟增長。各國可協力推行結構性改革，以及在財政空間許可下，加強財政支援，着力提高生產力並刺激需求，以配合高度寬鬆的貨幣政策，促進經濟增長。

短期而言，複雜多變的貨幣環境所帶來的不利因素料會持續。香港經濟基調良好，加上金融體系穩健而具韌力，有能力應對金融環境突如其來的轉變，以及應付大量資金的進出。政府會保持警覺，密切留意貨幣環境形勢的變化及其對香港經濟可能帶來的影響。

---

(1) 歐洲央行在二零一六年四月公布《二零一六年第一季度歐元區銀行貸款調查》。