

六、再論負利率政策之利弊

2014年歐洲央行(ECB)將政策利率降至負值以來，瑞典、丹麥、瑞士及日本等央行¹亦陸續採行負利率政策。主要國家採負利率政策之主要目的為期望能壓低國內利率水準，以**提升通膨預期**，並藉由降低借貸成本**刺激投資消費**，提振經濟；而歐洲周邊小國則為避免資本流入致貨幣相對強勢的外溢效果而跟進。

上(2019)年12月**瑞典央行將作為政策利率之附買回利率自負0.25%調回至0%**，為前述央行中**率先改變負利率政策者**；惟另一方面，本(2020)年初，COVID-19疫情下的大封鎖(Great Lockdown)導致全球經濟大幅衰退，使主要經濟體再度降息至接近零利率底限，負利率政策選項再次浮上檯面。如Fed**前主席 Ben Bernanke**及哈佛大學教授**Kenneth Rogoff**等呼籲各國央行應考慮採行負利率政策²；近期市場參與者亦開始預期明(2021)年Fed及英格蘭央行(BoE)可能實施負利率政策。不過，本年5月13日Fed主席Jerome Powell重申，目前負利率政策不是Fed政策選項，多數央行亦仍持保留態度。

本行理監事會後記者會參考資料曾探討負利率政策相關議題³；如2016年第1季對負利率政策之成效(是否提升通膨預期及銀行授信)及衝擊(如不利銀行獲利、弱化金融仲介與貨幣政策傳遞機制以及不利金融穩定等)加以討論，2019年第4季亦探討全球負殖利率債券規模如持續續增，對經濟金融的可能影響。本文擬以最新資料再度檢視當前實施負利率政策經濟體之現況與成效，並彙整近年各界對負利率政策之看法；同時，亦就瑞典央行實施負利率政策及政策調整之經驗，以及美、英等央行對負利率政策尚持保留態度之理由等加以說明，以供外界參考。

¹ 全球實施負利率政策央行包含 ECB、BoJ、SNB、瑞典央行、丹麥央行、匈牙利央行、波士尼亞與赫塞哥維納央行等，其中匈牙利央行與波士尼亞與赫塞哥維納央行因分別實施釘住歐元匯率與實施與歐元連結之聯繫匯率制度(currency board)，故亦仿照 ECB 實施負利率政策，本文為簡化起見而予於省略。

² Rogoff 強調，深度負利率政策若要可行、有效，貨幣當局須採若干重要配套措施，以防止大量囤積現金(參見 Bernanke, Ben(2020), "The New Tools of Monetary Policy," *American Economic Association Presidential Address*, Jan. 4; Rogoff, Kenneth (2020), "The Case for Deeply Negative Interest Rates," *Project Syndicate*, May 4)。

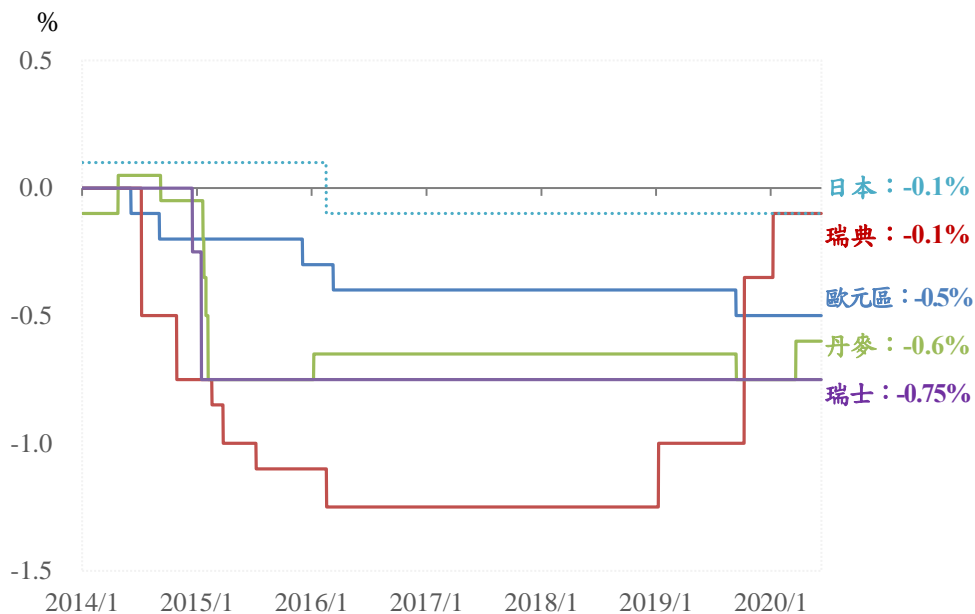
³ 參見 2016 年第 1 季央行理監事會後記者會參考資料「二、主要國家負利率政策實施現況及其影響」，及 2019 年第 4 季央行理監事會後記者會參考資料「七、全球債市出現大量負殖利率債券之原因及影響」。

(一) 負利率政策之現況

負利率政策之指標利率多係指**銀行業者存放央行資金之存款利率為負值**，意即實施負利率政策後，央行對銀行業者存放資金於該行不僅未支付利息，反而向銀行收取利息。

1. 2014 年時，由於歐元區面臨**通縮壓力**，使 ECB 將政策利率降至負值，以求提振經濟並**推升通膨預期**；**歐洲周邊小國**(瑞典、丹麥、瑞士)因受 ECB 政策外溢效果影響，為**避免資本流入致本國貨幣過度強勢**，亦被迫採行負利率政策來因應。2016 年 1 月日本央行(BoJ)則因其 QE 政策未能有效推升通膨預期，亦宣布開始採行負利率政策(圖 1)。
2. 目前實施負存款利率最低者為瑞士央行(SNB)的**-0.75%**，其次為丹麥央行**-0.6%**及 ECB 的**-0.5%**，日本及瑞典央行則為**-0.1%**。其中，ECB、SNB、丹麥央行及 BoJ 為**避免負利率政策影響銀行獲利**，實施**分層存款利率制**，即超過限額之存款餘額才適用負利率(表 1)。

圖 1 ECB、BoJ、瑞典央行、丹麥央行及瑞士央行負存款利率



資料來源：Bloomberg

表 1 主要經濟體採行單或多層制負利率政策之現況*

類型	經濟體	指標利率
單層制	瑞典 (Riksbank)	存款利率： -0.1%
雙層制	歐元區 (ECB)	限額內存款餘額適用利率： 0% 存款利率： -0.5%
	瑞士 (SNB)	限額內存款餘額適用利率： 0% 存款利率： -0.75%
	丹麥 (Nationalbanken)	限額內存款餘額適用利率： 0% 存款利率： -0.60%
三層制	日本 (BoJ)	基礎餘額： 0.1% 總體附加餘額： 0% 政策利率餘額： -0.1%

*詳細說明請詳參附表 1。

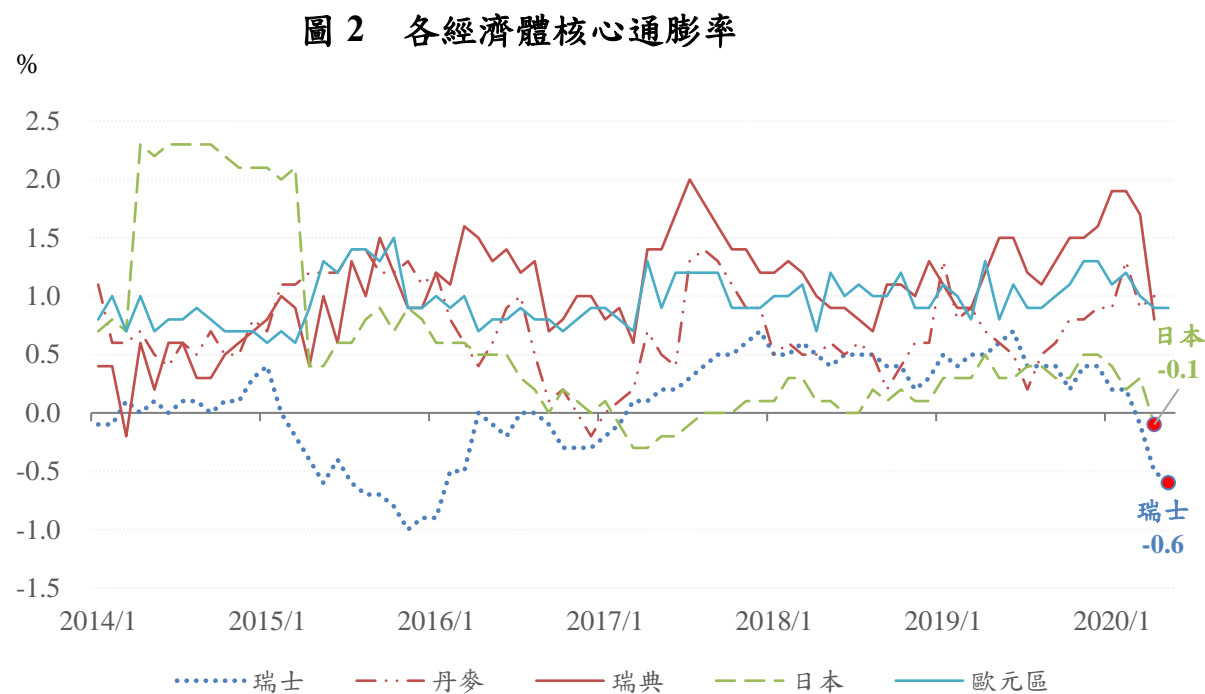
資料來源：Riksbank、ECB、SNB、Nationalbanken、BoJ

(二) 負利率政策之成效及影響

受 COVID-19 疫情影響，央行再度面臨零利率底限問題，負利率政策選項再次浮上檯面。自 2014 年之後 ECB 與 BoJ 等大型經濟體陸續採行負利率政策以來，各界對此政策之可能負面影響即開始加以討論，本節擬以最新資料及相關研究，重新檢視負利率政策之成效及影響(相關文獻請參見附錄「負利率政策之相關實證分析」)。

1. 採行負利率政策期間，核心通膨率多未能達到政策目標，就歐元區及日本而言，政策似未能提高通膨預期

(1) 2014 年以來迄今，前述採行負利率政策的經濟體之核心物價指數年增率多未能達到 2%，且本年以來，前述經濟體之核心通膨甚至呈現下滑，其中本年 5 月瑞士及日本核心通膨率分別為 -0.6% 及 -0.1% (圖 2)。

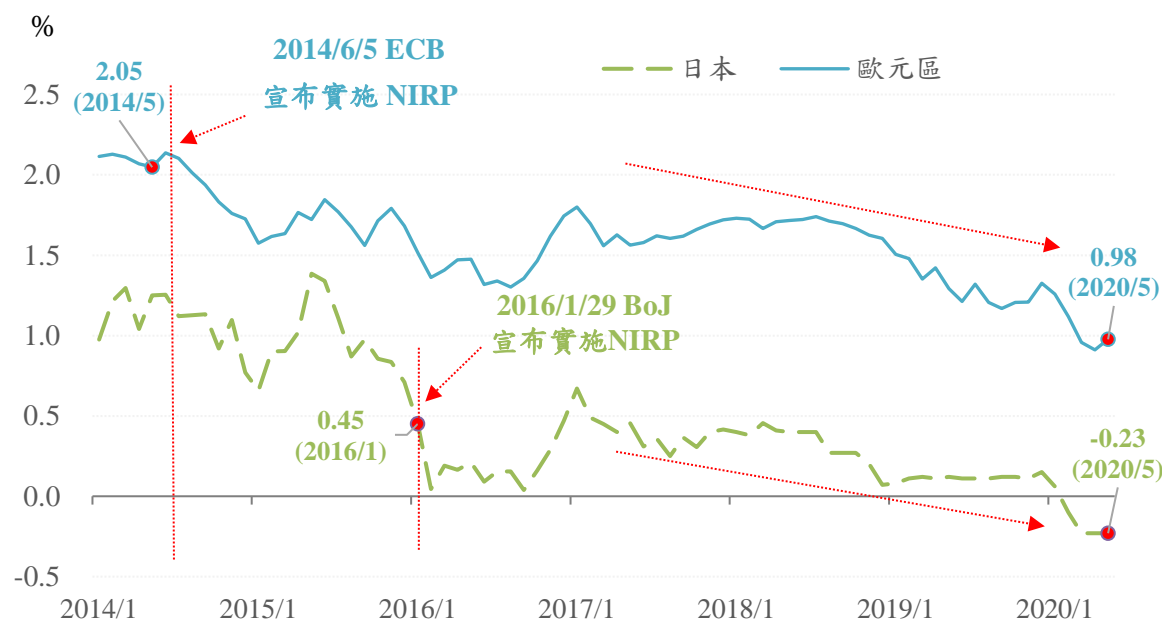


資料來源：Bloomberg

(2) 另如以 5 年後的 5 年期通膨預期作為指標，在 ECB 及 BoJ 採行負利率政策以來迄今，歐元區及日本的通膨預期仍呈現下降趨勢(詳圖 3)。

- 歐元區的前述通膨預期指標由採行負利率政策時的 2.05%，下降 107 個基點至本年 5 月底的 0.98%。
- 日本則由採行該政策時的 0.45% 下降 68 個基點至本年 5 月底的 -0.23%。如 2019 年 9 月舊金山 Fed 的研究⁴亦指出，在 BoJ 採行負利率政策後，日本之中期通膨預期反而呈現下降而非上揚。

圖 3 實施負利率政策後歐元區及日本通膨預期之走勢*



*此處係指 5 年後的 5 年期通膨預期，係由 10 年期及 5 年期通膨交換(inflation swap)所推算而得。

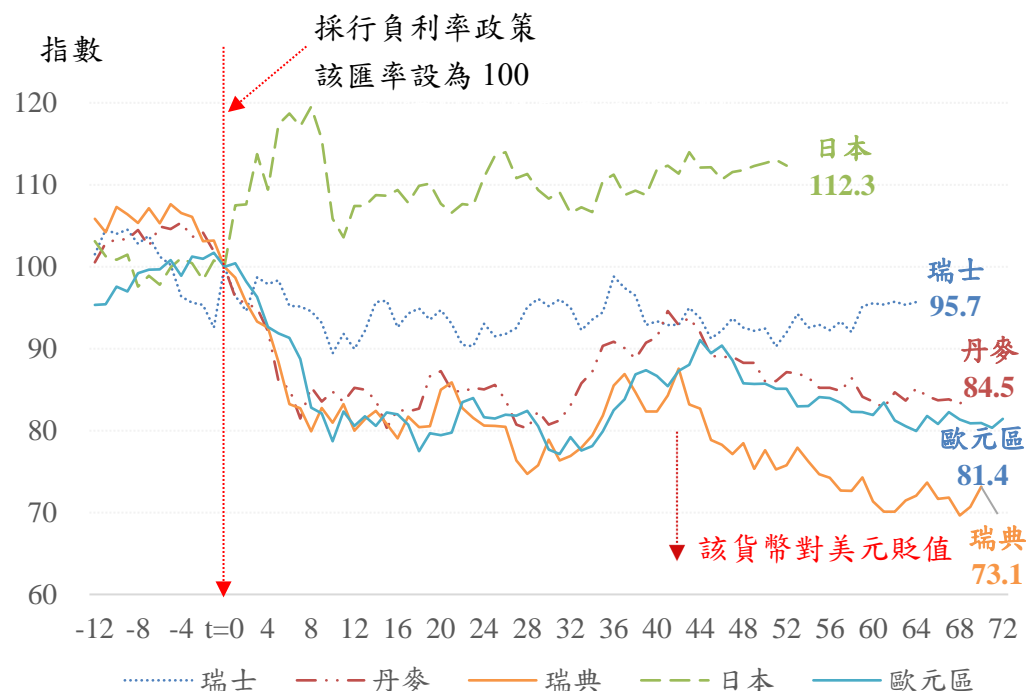
資料來源：Bloomberg

⁴ 詳見 Christensen, Jens H.E., Mark M. Spiegel (2018), “Negative Interest Rates and Inflation Expectations in Japan,” *FRBSF Economic Letter* 2019-22, Aug. 26，該文作者指出，前述現象亦可能反映當通膨預期在低水準時，採負利率政策的不確定性或市場預期日本經濟惡化，而非僅是對該行採行負利率政策的反應。

2. 自採行負利率政策以來迄今，各經濟體貨幣多呈貶值、股市上漲

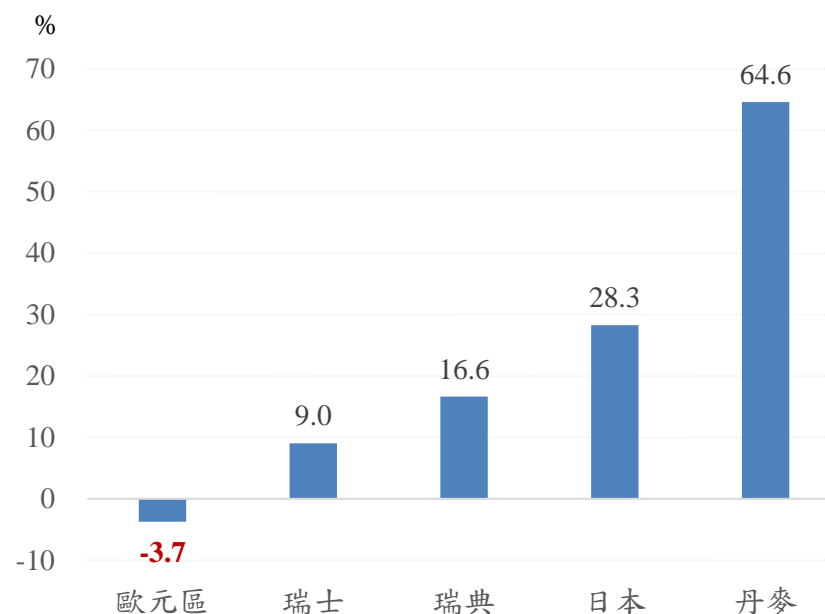
- (1) 自各經濟體採用負利率政策截至本年5月底，除日圓因具有避險貨幣之特性，對美元反呈現升值外，其餘貨幣均對美元貶值，且**瑞典克朗**、**歐元**及**丹麥克朗**對美元分別貶值**26.9%**、**18.6%**及**15.5%**，貶幅較大(圖4)。
- (2) 觀察各經濟體宣布採用負利率政策截至本年6月11日之股市表現，除歐元區外，其餘經濟體股市大多上漲，且**丹麥**、**日本**及**瑞典股市**分別上漲**64.6%**、**28.3%**及**16.6%**(圖5)。

圖4 各幣別對美元匯率走勢*
(自採行 NIRP 時設為 100)



*t=0 表示採行負存款利率之時點(此時指數設為 100)。t 為正值表示，採行 NIRP 之後第幾個月之值；t 為負值表示，採行 NIRP 之前第幾個月之值，t 單位為月。資料截至至 2020 年 5 月底；資料來源：Bloomberg

圖5 各經濟體自宣布採行負利率政策迄今之股市變動*



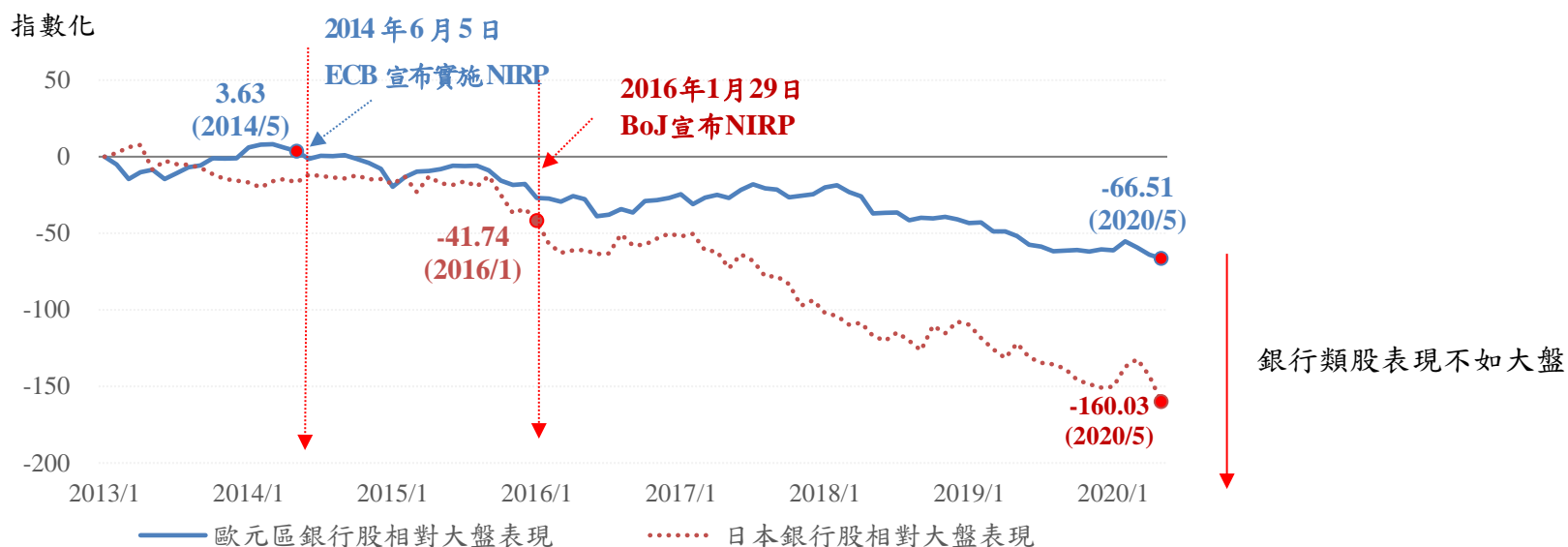
*歐元區股價指數採用 Euro Stoxx 50 指數(截至 2020 年 6 月 11 日止)。資料來源：Bloomberg

3. 侵蝕銀行業獲利，弱化銀行中介功能，不利貨幣政策的傳遞機制

在央行實施負利率後，銀行可能為避免存款流失而不敢貿然對存款戶實施負存款利率，將會增加銀行資金成本並侵蝕銀行獲利⁵，進而影響其金融中介功能⁶。如就政策傳遞機制而言，ECB 研究⁷指出，負利率的政策傳遞機制會被存款戶轉持現金及銀行獲利下降等因素干擾；ECB 如須擴大負利率政策，宜密切留意政策傳遞機制所受之干擾。

(1) 自 ECB 及 BoJ 分別採行負利率政策以來，兩者銀行股表現明顯落後大盤(圖 6)，隱含該政策不利銀行獲利及銀行自資本市場籌資。

圖 6 自實施負利率政策以來，歐元區及日本銀行類股表現明顯不如大盤



各指數均以 2013 年 1 月為基期(=100)，此處衡量銀行類股相對大盤表現係先將該銀行類股與大盤指數分別指數化後，再由銀行類股減去其對應之大盤指數。資料截止至 2020 年 5 月底。

資料來源：Bloomberg

⁵ BIS 研究指出，短期市場利率水準與歐元區銀行淨利差(NIM)呈現正相關，且一般而言，銀行淨利差與銀行新承做放款亦為正相關。ECB 長期間採負利率政策的確已侵蝕歐元區銀行淨利差。惟在短期市場利率為負值時，歐元區銀行淨利差雖縮小，但尚未明顯影響新承作放款(參見 Klein, Melanie (2020), “Implications of Negative Interest Rates for the Net Interest Margin and Lending of Euro Area Banks,” *BIS Working Papers No 848*, Mar.)。

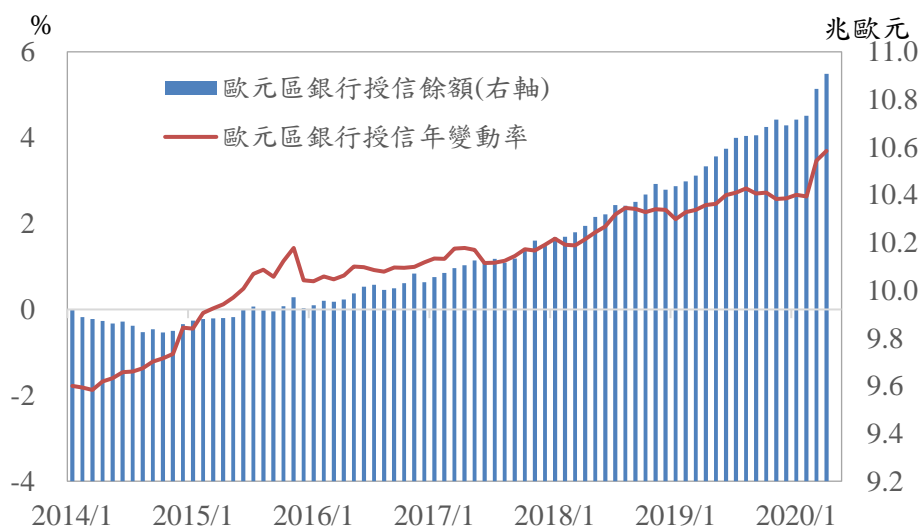
⁶ 如 CESifo 的研究顯示，1,600 家德國銀行在 ECB 實施負利率政策後，客戶存款較多銀行，淨利差下降且信用成長走緩(參見 Urbschat, Florian (2018), “The Good, the Bad, and the Ugly: Impact of Negative Interest Rates and QE on the Profitability and Risk-Taking of 1600 German Banks,” *CESifo Working Paper No. 7358*, Nov.)。

⁷ Boucinha, Miguel and Lorenzo Burlon (2020), “Negative Rates and the Transmission of Monetary Policy,” *ECB Economic Bulletin, Issue 3/2020*, May 13.

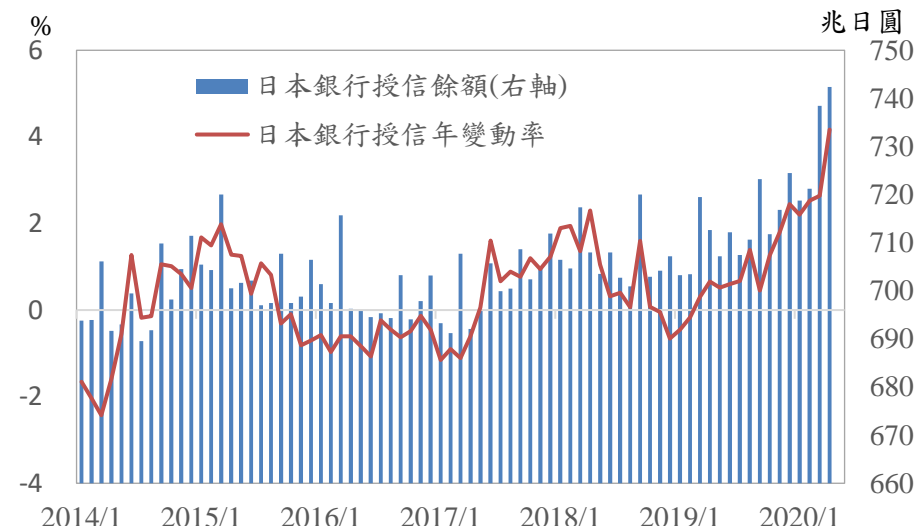
(2) 自 ECB 及 BoJ 採行負利率政策迄今，銀行部門信用擴張表現不一；歐元區信用擴張幅度雖略小於名目 GDP 成長，但速度較日本為快(日本的信用擴張大於名目 GDP 成長，但擴張速度低於歐元區)。整體而言，歐元區似較佳⁸。

- **歐元區**：ECB 的研究⁹指出，自實施負利率政策以來，歐元區銀行**放款金額增加**，且借款者**信用亦有改善**，有助於**緩和**政策對**銀行獲利的負面影響**；整體而言，此政策對支持歐元區**經濟成長**且對**物價穩定**有其貢獻。如以銀行授信資料觀察，自 ECB 採負利率政策以來至本年 4 月，歐元區**銀行授信約成長 10.5%**(年率化後約**1.73%**)，最近 3 年呈加速現象(圖 7 左)；此期間(2014 年第 2 季至 2020 年第 1 季)**名目 GDP 約成長 12.8%**。
- **日本**：自 2016 年 1 月至 2020 年 4 月止，**銀行授信約成長 5.8%**(年率化後約**1.35%**)(圖 7 右)，信用擴張速度較歐元區慢；且同期間(2016 年第 1 季至 2020 年第 1 季)日本的名目 GDP 僅約成長**2.2%**。

圖 7 歐元區及日本之銀行授信餘額*及年增率



*歐元區銀行授信係指貨幣金融機構對歐元區家計部門及非金融企業之授信總額
資料來源：ECB



*日本銀行授信係指銀行證券投資及放款金額之合計數
資料來源：BoJ

⁸ 惟二者相關數據之變化情形尚有待進一步觀察。如以 ECB 開始採行負利率政策的最初 51 個月(2014 年 6 月至 2018 年 9 月)來觀察，歐元區銀行授信僅約成長 5.1%，則略低於日本負利率政策實施後最初 51 個月(2016 年 1 月至本年 4 月)之增幅(5.8%)。

⁹ Boucinha, Miguel and Lorenzo Burlon (2020), "Negative Rates and the Transmission of Monetary Policy," ECB Economic Bulletin, Issue 3/2020, May 13.

4. 負利率政策擴大全球負殖利率債券規模，不利公債與貨幣市場運作機制，亦不利潛在產出成長及有效需求

- (1) 負殖利率債券規模自 2015 年 1 月底的 **1.9 兆美元**，大幅增加至本年 6 月 15 日的 **12.52 兆美元**(圖 8)。此將使長期投資者降低投資該類債券的意願，致債券市場流動性大幅下降；如 **日本公債次級市場交易量相對其流通在外比率**已由 2011 年第 2 季的 **7.68%**大幅降低 **5.27 個百分點**至本年 **第 1 季**的 **2.41%**。
- (2) 美國短期資金融通高度倚賴規模約 5 兆美元的貨幣市場基金，如 Fed 實施負利率，恐壓低短期公債殖利率變成負值，致基金**淨值跌破 1 元而無法保本**，恐使**貨幣市場規模及流動性緊縮**，危及短期信用市場¹⁰。
- (3) 低生產力之既存企業或因資本市場籌資成本甚低而得以繼續經營，較不利新創企業加入，**衝擊潛在產出成長率**¹¹。
- (4) 日本及歐洲部分國家長天期公債殖利率轉負後，消費並未增加，民間儲蓄率反而攀升，**未能提振有效需求成長**¹²。

圖 8 自 2015 年以來全球負殖利率債券規模明顯擴大



*此處負殖利率債券規模係採 Bloomberg Barclays Global Agg Neg Yielding Debt Market Value USD 指數

資料來源：Bloomberg

¹⁰ Misra, Priya et al.(2020), "The Great Negative Rates Debate," *TD Securities Global Rates, FX & Commodities Strategy*, May 26; Steenis, Huw Van (2020), "Three Good Reasons Not to Dabble in Negative Interest Rates," *Financial Times*, Jun. 2.

¹¹ 相關說明詳見中央銀行(2019),「七、全球債市出現大量負殖利率債券之原因及影響」,央行理監事會後記者會參考資料,12月19日。

¹² 同註 11。

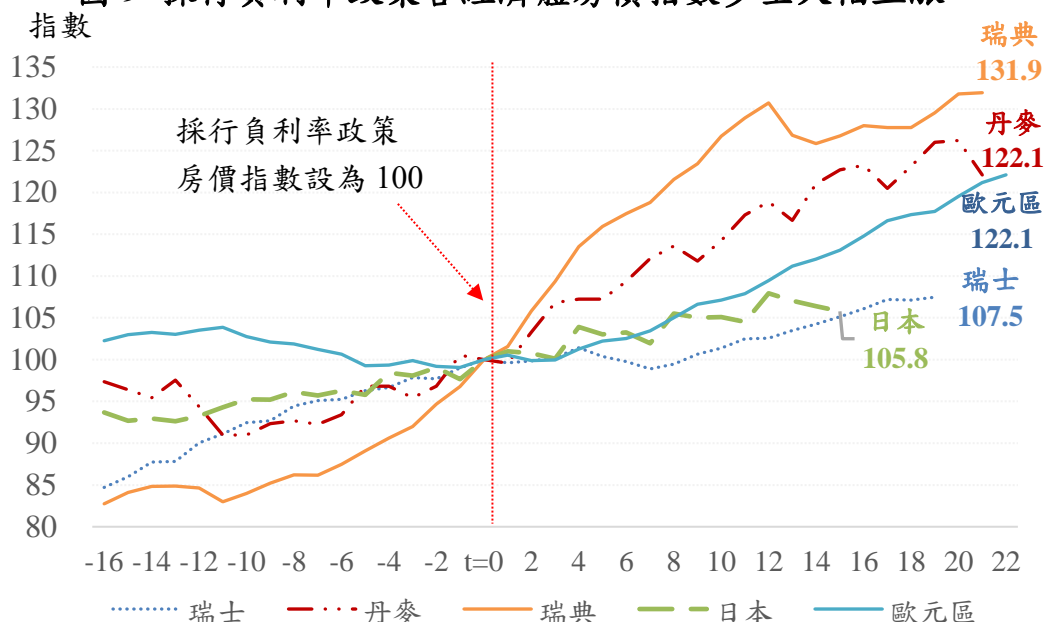
5. 負利率政策可能鼓勵銀行及投資者承擔過度風險，不利金融穩定

負利率政策或提高銀行及投資者風險胃納量，使其承擔風險以追求高收益率¹³，進而推升資產價格，不利金融穩定。

(1) 採行負利率政策經濟體之房價指數均呈現上揚，與採行負利率政策時相比，瑞典、丹麥及歐元區房價分別上漲31.9%、22.1%及22.1%，恐面臨資產價格泡沫化之風險(圖9)。

(2) 以瑞典為例，其家計部門債務相對可支配所得比由2014年第2季的170.3%，增加18.4個百分點至上年第3季的188.7%(圖10)，金融脆弱性提高¹⁴；央行最近已調整其負利率政策(詳見下節(三)瑞典負利率政策的經驗)。

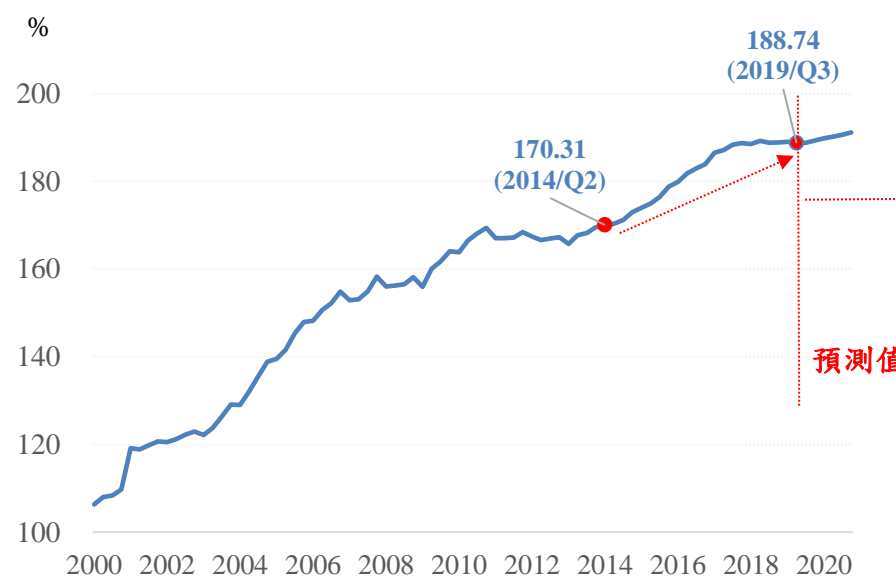
圖9 採行負利率政策各經濟體房價指數多呈大幅上漲



t=0 表示採行負存款利率之時點(此時指數設為 100)。t 為正值表示，採行 NIRP 後第幾季之值；t 為負值表示，採行負存款利率前第幾季之值，t 單位為季。

資料截止至 2019 年第 4 季。資料來源：Bloomberg、BIS

圖10 瑞典家計部門債務相對可支配所得比上揚*



註：此處係指過去 4 季家計單位債務對可支配所得比。

資料來源：Statistics Sweden、Riksbank。

¹³ Pomeroy, James et al. (2020), "Negative Impact: The Pros and Cons of Sub-Zero Policy Rates," *HSBC Global Research*, May 21.

¹⁴ 如隆德大學 Lars Jonung 教授指出，瑞典央行採行負利率政策對經濟僅有溫和的影響，惟對房價上揚及家計單位債務增加卻有顯著影響，增加金融脆弱性(參見 Andersson, Fredrik, Lars Jonung(2020), "Don't Do It Again! The Swedish Experience with Negative Central Bank Rates in 2015-2019," *The Vox*, May 8)。

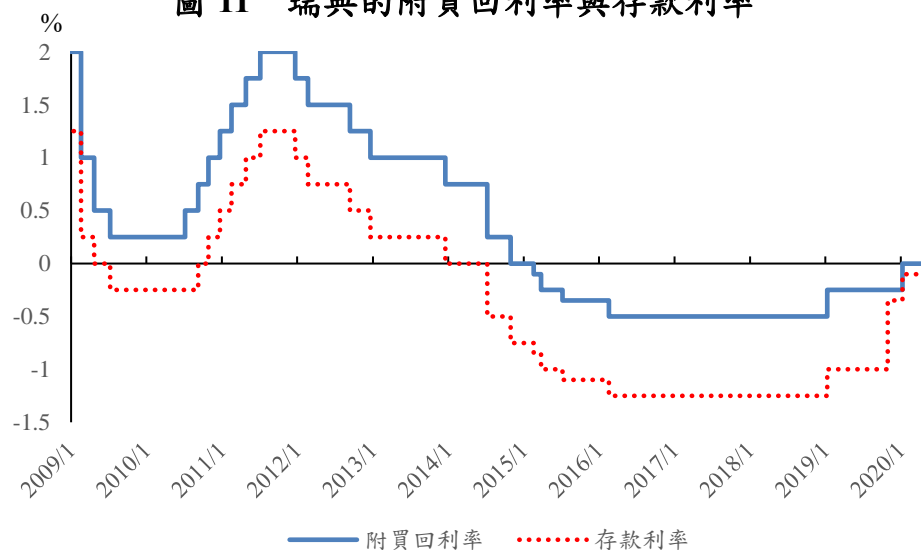
(三)瑞典央行負利率政策的經驗

1. 瑞典央行以提高利率來處理高房價而深陷通縮困境

(1) 2009年7月~2010年9月，瑞典央行為對抗全球金融危機帶來的經濟衰退問題，將存款利率調降至負值，成為全球第一家向商業銀行存款收取利率的央行。後來，瑞典經濟很快地復甦；2010年時，瑞典實質GDP已突破危機前的水準，通膨率亦超過2%的通膨目標。

(2) 2010年7月，瑞典央行為處理房價過高風險，將政策利率—附買回利率從0.25%迅速調升至1年後後的2%，存款利率則自-0.25%一路提高至1.25%(圖11)，不僅使瑞典深陷通縮壓力(圖12)，並帶來失業率居高不下的慘痛經驗¹⁵；而房價在短暫回軟後，卻又再持續走高。

圖 11 瑞典的附買回利率與存款利率



資料來源：Riksbank。

圖 12 瑞典的通膨率走勢



資料來源：Datastream。

¹⁵ 有關瑞典以升息對抗高房價的失敗經驗，詳參中央銀行(2014)，「美、日兩國央行量化寬鬆政策之內涵及其可能影響：附錄『國際間重蹈政策失誤的例子，一再上演!』」，央行理監事會後記者會參考資料，12月18日。

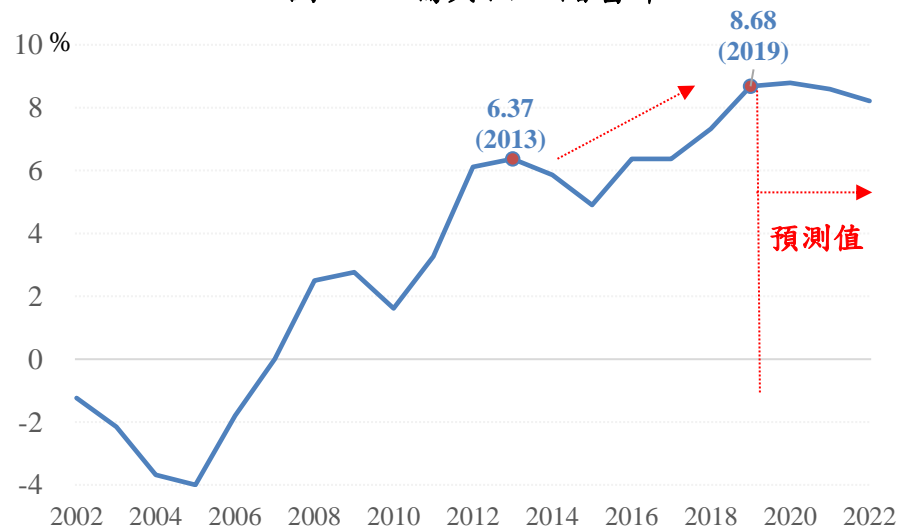
2. 為打擊通縮採負政策利率的失敗經驗

為了打擊通縮，瑞典央行自 2011 年底起轉而開始降息，並於 2015 年 2 月將政策利率由零降至-0.1%，正式啟動負政策利率。不過，政策利率一路調降至 2016 年 4 月的-0.5%後，又於上年 1 月開始逐步上調，最後於上年 12 月終結近 5 年的負利率政策實驗。論者指出，堪稱「貨幣礦坑裡的金絲雀」(canary in the monetary coal mine)之瑞典，成為近年來全球第一個結束負政策利率的國家，似印證負政策利率根本不可行。瑞典實施負利率政策的失敗經驗如下¹⁶：

(1) 負利率政策未鼓勵消費，反而促使儲蓄率大增

- 瑞典央行原先冀望透過負利率政策，減少民眾儲蓄，鼓勵消費。
- 然而，個人儲蓄率卻由 2013 年的 6.37% 上升 2.31 個百分點至上年的 8.68%(圖 13)。

圖 13 瑞典個人儲蓄率*



註：個人儲蓄率係指個人儲蓄(不含保險儲蓄)對可支配所得之比。
資料來源：Statistics Sweden、Riksbank。

¹⁶ 同註 14。

(2) 負利率政策對通膨僅有溫和影響，卻明顯提高金融脆弱性

- 儘管瑞典通膨率低於目標，惟無證據顯示低通膨(大約 1%)對經濟會造成任何損害；然而，瑞典央行因執著於 2% 的通膨率目標，而開啟了負利率實驗。
- 瑞典的通膨與歐洲景氣循環(business cycle)高度相關，歐元區經濟狀況才是瑞典國內通膨上升的較大因素，因此瑞典央行針對政策利率實施的負利率政策，對瑞典國內通膨率的影響不大；但是，**負利率造成瑞典克朗匯價大幅貶值，進一步導致瑞典國內不動產價格飆升、貧富差距擴大、家庭債務水準創下新高紀錄**¹⁷。

(3) 負利率政策可能衍生銀行反而提高放款利率的逆轉利率(reversal rate)現象

- 挪威央行研究指出¹⁸，當瑞典政策利率降至負值時，透過銀行部門來傳遞貨幣政策的傳遞機制卻受到損害，負政策利率減少銀行獲利，並對該國產出產生負面影響；
- 前述研究模擬顯示，當瑞典央行將政策利率降至**-0.50%**時，由於銀行部門獲利受到衝擊，該國銀行基於淨利差考量，致**銀行放款利率反而上升 15 個基點**¹⁹，而**產出下滑 7 個基點**。

(4) 若瑞典央行當初不採負政策利率，瑞典國內經濟可能會較平穩

- Andersson and Jonung (2020)指出²⁰，如果當初瑞典央行不採負利率政策，瑞典今日將面臨更平衡的經濟、較低的資產價格膨脹、較少的金融不平衡，可以讓下次經濟衰退來臨時，瑞典央行能有更多的反應空間。
- **在國內經濟蓬勃發展、國內通膨由外來通膨決定的環境下，負利率政策恐透過資產價格高漲，讓金融不平衡情況惡化。**

¹⁷ ECB 研究認為，儘管 NIRP 及低利率可能導致債務累積、金融資產估值被高估，或房市過熱，惟當前述現象被偵測出時，通常**可透過特定的總體審慎措施加以控制**(參見 Boucinha, Miguel and Lorenzo Burlon (2020), “Negative Rates and the Transmission of Monetary Policy,” ECB Economic Bulletin, Issue 3/2020, May 13)。

¹⁸ Eggertsson, Gauti et al.(2019), “Negative Nominal Interest Rates and the Bank Lending Channel,” *Norges Bank Working Paper, No. 4/2019*.

¹⁹ 由於政策利率降至某特定值以下，影響銀行獲利，反而造成其調高放款利率及對放款產生緊縮效果的現象被稱為「逆轉利率」。

²⁰ 同註 14。

(四)近期外界對主要央行採行負利率政策預期增加，惟 Fed、BoE 等央行多持保留態度

1. 新冠肺炎疫情重創全球經濟，市場對主要央行採行(或擴大)負利率政策預期再度升高

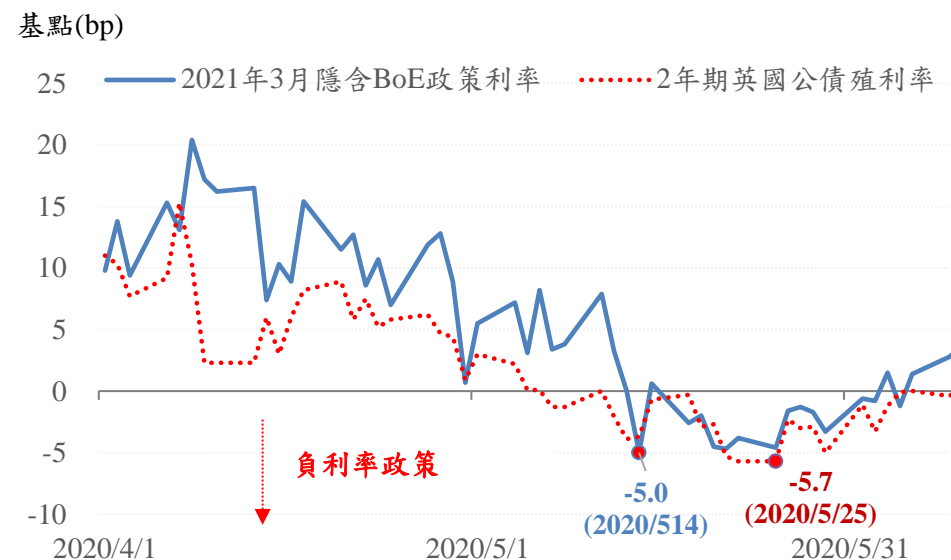
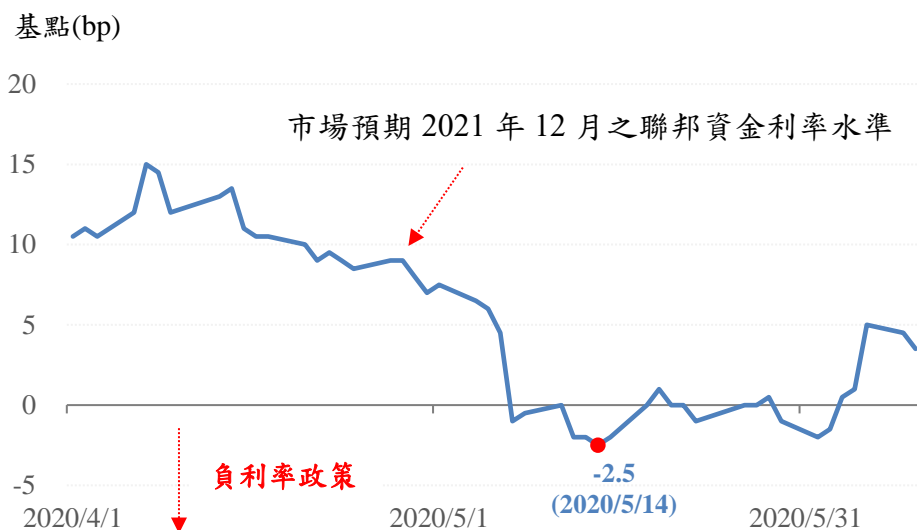
(1) 根據聯邦資金利率的期貨價格²¹反推，在本年 5 月 7 日至 6 月 2 日期間市場預期 Fed 或於明年底實施負利率政策(圖 14)。

(2) 根據隔夜指數交換(OIS)²²價格反推，本年 5 月 14 日收盤價隱含明年 3 月 BoE 政策利率將降至**負 5 個基點**；此外，

自本年 5 月初以來**2 年期英國公債殖利率已降至負值**，此亦顯示市場預期 BoE 可能採行負利率政策(圖 15)。

圖 14 市場預期 Fed 可能於 2021 年底前實施負利率政策*

圖 15 市場預期 2021 年 3 月 BoE 或採行負利率政策*



註：此處係以 2021 年 12 月 Fed 聯邦資金利率期貨價格反推。

資料來源：Bloomberg。

註：此處係以 2021 年 3 月隔夜指數交換(OIS)價格反推。

資料來源：Bloomberg。

²¹ 聯邦資金利率期貨契約係採百元報價，市場預期利率為 100 減去市場收盤價，如 2020 年 5 月 14 日之 2021 年 12 月期貨收盤價為 100.025，則市場預期該年底政策利率為-0.025% (=100-100.025)，即**負 2.5 個基點**。

²² 隔夜指數交換(Overnight Index Swap, **OIS**)係屬於利率交換(Intertest rate swap, **IRS**)之一種。在契約期間投資者可選擇定期收取固定利率，同時支付浮動利率(此處指英國的英鎊隔夜平均利率指數(Sterling Overnight Index Average, 簡稱 **SONIA** 利率)，並以固定端為市場報價利率。如以 2020 年 3 月 OIS 為負 5 個基點為例，表示投資者支付浮動利率(英國 SONIA 利率)給交易對手外，而原先應向交易對手收取固定利率，反而變成須支付對方固定利率 5 個基點。

2. Fed、BoE、挪威央行及澳洲央行皆表態暫無意實施負利率，紐西蘭央行則持相對開放態度

央行	對實施負利率的態度 ²³
Fed	<ul style="list-style-type: none"> ● Fed 主席 Jerome Powell：負利率政策會干擾金融中介過程，壓縮銀行獲利能力，降低經濟體可使用之信用額度，且現有貨幣政策工具有效，故不考慮該政策；對美國而言，負利率政策可能不是適當或有用的政策。 ● 紐約 Fed 總裁 John Williams：Fed 還有其他可激勵經濟的工具，且效果更強大有效；負利率不適合當前情勢，因此不在 Fed 的工具範圍內。 ● 聖路易斯 Fed 總裁 James Bullard：美國短期融資市場結構與日本、歐洲不同，美國或不適合實施負利率政策；此外，其他國家採行負利率成效仍不明朗。 ● 達拉斯 Fed 總裁 Robert Kaplan：負利率會影響金融中介、貨幣市場等金融體系。基於對負利率是否能發揮作用之懷疑，以及此政策可能對金融業帶來的傷害大於幫助，因此反對負利率政策。
BoE	<ul style="list-style-type: none"> ● BoE 總裁 Andrew Bailey：BoE 原則上不排除一切可能，惟目前尚未將負利率納入考量；另外，從其他實施負利率政策的央行評估結果可知，負利率的評價褒貶不一。
挪威央行	<ul style="list-style-type: none"> ● 挪威央行總裁 Øystein Olsen：無法確定負利率如何影響經濟和金融市場，因此並無採行負利率政策的打算。
澳洲央行	<ul style="list-style-type: none"> ● 澳洲央行總裁 Philip Lowe：負利率政策的成本超過效益，澳洲央行貨幣政策決策組織並未考慮在澳洲實施負利率政策。 ● 澳洲央行貨幣政策議事錄摘要(minutes)：當前政策利率已處於有效利率底限(effective lower bound)，意指即使再降低利率亦無法產生激勵效果，故不欲採行負利率政策。
紐西蘭央行	<ul style="list-style-type: none"> ● 紐西蘭央行總裁 Adrian Orr：必要時將運用額外的政策工具，包括進一步降息。負利率成為未來的一種選項，該行已與金融機構就負利率政策議題展開討論。 ● 紐西蘭央行貨幣政策聲明稿：負利率政策將成為未來選項，惟當前金融機構營運上尚未準備好，因此重申明年早期之前將維持利率水準在 0.25% 的前瞻式指引。

²³ 整理自各經濟體官方網站及相關報導。

(五) 結論

自 ECB 等央行實施負利率政策迄今，各國成效不一。ECB 認為²⁴，該行自 2014 年中實施的負利率政策，有助歐元區經濟成長及物價穩定；同時，歐元區銀行放款金額增加及借款者信用改善，亦緩和了政策對銀行獲利的負面影響。惟目前各界多認為負利率政策可能弊大於利，尤其是政策對推升通膨預期及核心通膨的效果仍屬有限，但因侵蝕銀行業獲利，弱化銀行中介功能，致信用成長放緩，影響貨幣政策的傳遞功能。此外，負利率政策亦可能不利金融穩定；如負利率政策可能鼓勵投資者及銀行為追求較高的收益而承擔過度風險，而家計部門亦可能因房價上升致債務負擔增加；另一方面，全球負殖利率之債券規模劇增亦可能導致債券市場及貨幣市場流動性大幅下降或規模大幅縮減，進而損及金融市場運作機制。

2019 年 12 月瑞典央行宣布將政策利率自 -0.25% 調回至 0% (惟銀行存放央行利率仍為 -0.1%)，該國經驗顯示，近年來的負利率政策對拉抬通膨之效果有限，但卻造成瑞典克朗大幅貶值及不動產價格飆升、貧富差距擴大、家庭債務水準亦創新高等，不利金融穩定。此外，自 COVID-19 疫情爆發後，前述 5 家已實施負利政策的央行目前尚未進一步調降利率，亦顯示負利率政策並非應付緊急情況(如疫情)的有效對策，各界多認為宜採行積極的擴張性財政政策來因應當前情勢²⁵。

因此，雖然近期市場已有 Fed 或於明年底實施負利率政策之預期，惟 Fed 主席等多位官員仍認為負利率政策並非其現階段的政策選項。本行仍將持續密切注意主要經濟體未來貨幣政策走向及各國實施負利率政策的經驗及成效，並適時對外說明。

²⁴ Boucinha, Miguel and Lorenzo Burlon (2020), “Negative Rates and the Transmission of Monetary Policy,” *ECB Economic Bulletin, Issue 3/2020*, May 13.

²⁵ 聖路易斯 Fed 的研究指出，在新冠肺炎疫情衝擊後，可考慮結合激進的財政政策(基礎建設支出等的政府支出)與貨幣政策(包含負利率政策)，以使美國經濟呈現 V 型復甦，不過，若無激進的財政激勵措施，單憑負利率等激進的貨幣政策可能無效；另 BoJ 前理事 Sayuri Shirai 亦持類似看法(參見 Wen, Yi and Brian Reinbold (2020), “How to Achieve a V-Shaped Recovery amid the COVID-19 Pandemic,” *The St. Louis Fed On the Economy blog*, May 29；Kihara, Leika, Takahiko Wada(2020), “Negative Rates Unlikely Tool for Central Banks Combating Pandemic - ex-BOJ Official,” *Reuters*, May 14)。

附表 1 主要經濟體央行實施負利率政策作法

制度	經濟體	指標利率	央行對金融機構實施負利率情形	金融機構對客戶實施負利率情形
單層制	瑞典 (Riksbank)	Deposit rate : -0.10% Repo rate: 0% (2020/1/8 由-0.25%調高至0%) Marginal lending rate: 0.20%	<ul style="list-style-type: none"> ● 2014年9月7日開始實施負存款利率，目前金融機構存放於瑞典央行之存款適用 deposit rate : -0.1%。 ● 瑞典央行另以公開市場操作 (Fine-tuning operations) 吸收銀行超額流動性，此部分適用 repo rate 0%。 	目前已有金融機構對存款戶實施負利率(主要是對大型公司) ²⁶ 。
雙層制 (允許特定金額之超額準備無須適用負利率)	歐元區 (ECB)	Deposit rate : -0.5% Main refinancing rate: 0.0% Marginal lending rate: 0.25%	<ul style="list-style-type: none"> ● 2014年6月5日宣布存款利率降至-0.1%、2014年9月、2015年12月、2016年3月及2019年9月再各降10個基點，目前水準為-0.5%。 ● 金融機構存放於ECB之存款，除法定準備金適用0%利率外，另允許法定準備金6倍的存款以0%計息(即豁免適用負利率)。 ● 超過部分才須適用 deposit rate -0.5%。 	<p>歐元區多國政府正檢視禁止對存款戶實施負利率之適法性。</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 德國財政部長 Olaf Scholz 於上年8月提出將討論禁止存款負利率在法律上是否可行；惟未獲德國監管機關支持²⁷。 2. 芬蘭監管機關亦請國會探究該作法的適法性²⁸。 3. ECB 委員 Klaas Knot 則認為無禁止負利率之必要²⁹。
	瑞士 (SNB)	Deposit rate :-0.75% (自2019年6月13日起瑞士平均隔夜(擔保)拆款利率(SARON)取代3個月Libor成為利率指標，目標區間為	<p>2014年12月18日開始實施負利率政策，SNB對金融機構存款採行負利率之豁免門檻如下(超過門檻之部分須適用 deposit rate -0.75%)：</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 2019年11月以前：以2014年10月20日至2014年11月19日提存期之法定最低準備金乘以20倍計算*。 	<p>目前已有金融機構對存款戶實施負利率。</p> <p>2019年11月1日起，UBS將對存款餘額超過200萬瑞郎(約202萬美元)的部分，以年利率-0.75%計息³⁰。</p>

²⁶ Riksbank (2016), "Perspectives on the Negative Repo Rate," *Monetary Policy Report*, Jul..

²⁷ Sims, Tom, Patricia Uhlig and Hans Seidensteucker (2019), "German Watchdog Opposes Ban on Bank Charges for Customer Deposits," *Reuters*, Sep. 5.

²⁸ Pohjanpalo, Kati (2019), "Negative Deposit Rates Trigger Legal Review in Finland," *Financial Review*, Sep. 13.

²⁹ Deutsch, Anthony (2019), "ECB's Knot: No Need for Law Banning Negative Interest Rates on Deposits," *Reuters*, Sep. 23.

³⁰ Neate, Rupert (2019), "UBS to Charge Super-rich for Cash Deposits," *The Guardian*, Aug. 6.

制度	經濟體	指標利率	央行對金融機構實施負利率情形	金融機構對客戶實施負利率情形
		(-1.25%~-0.25%)	<ul style="list-style-type: none"> ● 2019年11月以後：以提存之法定最低準備金的參考期間(reference periods，為計息為前3個月)移動平均值乘以25倍，再減去參考期間之現金部位。2020年3月19日後再改為該移動平均值乘以30倍，再減去參考期間之現金部位。 	
	丹麥 (Denmarks National Bank)	Certificates of deposit: -0.60% (2020/3/20 由-0.75%調高至-0.60%) Current-account rate : 0% Lending rate : 0.05%	<ul style="list-style-type: none"> ● <u>自2012年7月6日開始實施負利率</u> ● 丹麥央行對每家銀行之 Current-account 給予上限額度，額度內之存款適用0%利率。 ● 超過此上限額度之存款方須適用 Certificates of deposit 之-0.60%利率。 	目前已有金融機構對存款戶實施負利率。 1. 2019年12月1日起，丹麥銀行 Jyske Bank 將對存款超過75萬丹麥克朗(約11萬美元)的客戶開始實施負利率 ³¹ 。 2. 另推出負利率房貸(為全球首例) ³² 。
三層制 (允許特定金額之超額準備無須適用負利率)	日本 (BoJ)	Policy-Rate Balance : -0.1% Macro Add-on Balance : 0% Basic Balance : 0.1%	<ul style="list-style-type: none"> ● <u>2016年1月29日宣布</u>，將銀行存放於BoJ之存款利率分為三層。 ● Basic Balance(上限為各金融機構2015年1~12月間存放在BoJ帳戶存款之平均值)適用0.1%利率。 ● Macro Add-on Balance(包括存放在BoJ的法定準備金餘額、協助BoJ各項支援貸款專案資金及Basic Balance餘額之某特定比例之金額)適用0%利率。 ● 超過前兩層加總之存款適用 Policy-Rate Balance 之-0.1%利率**。 	N/A

* SNB 透過動態方式調整負利率計息門檻 (如銀行持有現金部位較2013年12月至2014年12月提存期所持有之金額為高/低，計息門檻應再扣除/加計前述現金餘額之差額)。

** 為預防金融機構藉由增加現金部位規避負利率政策，BoJ規定金融機構持有現金部位若高於計提準備參考期間水準(benchmark reserve maintenance periods)，所增加的現金部位應扣抵 Macro Add-on Balance 之餘額，若增加的現金部位大於 Macro Add-on Balance，則超過的部分再扣抵 Basic Balance。

³¹ Jacobsen, Stine (2019), "Denmark's Jyske Bank Lowers Its Negative Rates on Deposits," *Reuters*, Sep. 20.

³² Collinson, Patrick (2019), "Danish Bank Launches World's First Negative Interest Rate Mortgage?" *The Guardian*, Aug. 13.

附錄 負利率政策(NIRP)之相關實證分析

發布機構	研究對象	實證及分析結果
BIS (2020) ³³	歐元區	<ul style="list-style-type: none"> — 短期市場利率水準與歐元區銀行淨利差(NIM)呈現正相關；此外，在一般時期，銀行淨利差與銀行新承做放款亦為正相關，如銀行淨利差下降，將使其減少新放款。 — ECB 實施長期間 NIRP 確已侵蝕歐元區銀行淨利差。在一般時期，當銀行淨利差減少，將會減少零售放款；惟 NIRP 以來，歐元區銀行淨利差縮小，尚未明顯影響銀行業承作新放款。
ECB (2020) ³⁴	歐元區	<ul style="list-style-type: none"> — 整體而言，NIRP 政策對支持歐元區經濟成長且對物價穩定有貢獻。自 ECB 實施 NIRP 以來，歐元區銀行放款金額增加，且借款者信用亦改善，此緩和了該政策對銀行獲利的負面影響。 — 原則上，NIRP 透過銀行的傳遞機制可能會被潛在大規模轉移至現金及銀行獲利面臨下降壓力所干擾，目前尚未出現大量囤積現金以規避負存款利率的現象。惟倘若 ECB 進一步擴大 NIRP 政策，恐會導致潛在因素干擾貨幣傳遞機制，故需密切留意。 — 儘管 NIRP 及低利率可能導致債務累積、金融資產估值被高估，或房市過熱，惟當前述現象被偵測出時，通常可透過特定的總體審慎措施加以控制。
ECB (2019) ³⁵	歐元區	<ul style="list-style-type: none"> — 一般而言，存款較多的銀行提供民間部門大部分融通且相對穩定，因此為傳統的金融仲介角色。當 ECB 實施 NIRP 時，銀行將遲疑對存款戶實施負存款利率，此舉將使存款較多的銀行資金成本增加、承作較少的放款並使其淨值減少(與存款較少的銀行相比)。 — 自 ECB 實施 NIRP 以來，導致存款較多的歐元區銀行承擔更多風險(risk-taking)與減少放款活動；實證結果顯示，如由存款較多的銀行從事風險較高的授信，恐對金融穩定帶來風險。

³³ 同註 5。

³⁴ 同註 7。

³⁵ Heider, Florian Farzad Saidi, Glenn Schepens (2019), "Life below Zero: Bank Lending under Negative Policy Rates," *The Review of Financial Studies*, Volume 32, Issue 10, Oct.

ECB (2019) ³⁶	歐元區	<ul style="list-style-type: none"> — 實證顯示，體質健全銀行能對企業存款戶實施負存款利率，且企業存款並不會因此減少。前述實施負存款利率銀行較其他銀行提供更多融通，顯示歐元區貨幣政策傳遞機制尚未受到影響。 — 持有較多流動性資產公司，為規避負存款利率的成本，似乎會增加其有形及無形資產投資，以減少現金部位。整體而言，本文結果將挑戰一般認為「當政策利率觸及零利率底限時，傳統貨幣政策將變得較無效」的看法。
IMF (2019) ³⁷	義大利	<ul style="list-style-type: none"> — 自 2014 年中 ECB 採行負利率政策(NIRP)以來，義大利銀行透過投資組合再調整(portfolio rebalancing)管道，對企業部門增加增加信用供給。
挪威央行 (2019) ³⁸	瑞典	<ul style="list-style-type: none"> — 當瑞典政策利率降至負值時，透過銀行部門來傳遞貨幣政策的傳遞機制將受到損害，負政策利率將減少銀行獲利，並對該國產出產生負面影響。 — 一旦政策利率降為負值時，該國存款較多的銀行將減少放款(與其他存款較少銀行相比)。 — 當瑞典央行將政策利率降至-0.50%時，由於銀行部門獲利受到衝擊，該國銀行基於淨利差考量，致銀行放款利率反而上升 15 個基點，而產出下滑 7 個基點。
隆德大學 Lars Jonung 等 (2020) ³⁹	瑞典	<ul style="list-style-type: none"> — 瑞典央行採負利率對經濟僅有溫和的影響，惟對房價上漲及家計單位債務增加卻有顯著影響，增加金融脆弱性；就目前而言，實施 NIRP 帶給社會成本可能高於其帶來的好處。 — 鑑於瑞典央行將 repo rate 調升至 0%(存款利率為-0.1%)，顯示該行 NIRP 的實驗已告一段落。
布朗大學 Eggertsson 等 (2018) ⁴⁰	瑞典	<ul style="list-style-type: none"> — 當瑞典央行實施 NIRP 時，政策利率的傳遞機制將無法發揮。實證顯示，對於存款較多的的銀行而言，央行實施 NIRP 時，其政策效果傳遞至該銀行存放款利率的效果較弱，且此類銀行(存款較多銀行)的放款成長率將明顯走緩。

³⁶ Altavilla, Carlo et al. (2019), "Is There a Zero Lower Bound? The Effects of Negative Policy Rates on Banks and Firms," *ECB Working Paper Series*, Jun.

³⁷ Bottero, Margherita et al. (2019), "Negative Monetary Policy Rates and Portfolio Rebalancing: Evidence from Credit Register Data," *IMF Working Paper WP/19/44*, Feb.

³⁸ 同註 17。

³⁹ 同註 18。

⁴⁰ Eggertsson, Gauti et al. (2018), "Are Negative Nominal Interest Rates Expansionary?" *NBER Working Paper No. 24039*, Nov..

San Francisco Fed (2019) ⁴¹	日本	— 實證顯示，自日本央行採行負利率政策後， 該國中期通膨預期出現下降而非上揚 ，惟前述現象亦可能是反映市場預期日本總體經濟惡化，而非僅是對該行採行負利率政策的反應。
San Francisco Fed (2018) ⁴²	包含歐元區、日本等 27 個國家	— 整體而言， NIRP 對銀行獲利影響不大 ，因為 銀行淨利差下降大部分被非利息收入(如手續費)及其他收入(持有證券的資本利得)增加所抵銷 。 — 惟本文作者對於「當政策利率降至負值時，並不會影響貨幣傳遞機制的金融管道」的說法採行審慎態度，因為銀行 來自央行意外採行 NIRP 的證券資本利得(如債券價格) ，並無法長期用來抵銷淨利差下降的影響。
西班牙央行 (2018) ⁴³	西班牙及歐元區	— 因 ECB 實施負利率政策， 淨利息收入因而減少的銀行 ，正好是 資本較不足的銀行 ；如與較不受 NIRP 影響的銀行相比，受 NIRP 影響的銀行 將縮短新承做貸款期限並增加擔保品的要求 。
CESifo (2018) ⁴⁴	瑞士	— 在瑞士央行實施負利率政策的影響下，該國銀行藉由收取較高的費用與利息收入，成功地彌補淨利差的縮小，惟 該類銀行恐將承擔較高的信用及利率風險 。此外，投資組合再調整隱含 銀行從事更多放款 ，惟其 承擔風險降低了法定資本緩衝與流動性 ，恐對金融穩定構成隱憂。
CESifo (2018) ⁴⁵	德國	— 根據 1,600 家德國銀行實證顯示， 因 ECB 實施 NIRP ， 存款較多的銀行淨利差將下降且信用成長率將走緩 。 — 儘管目前德國銀行尚未受到負利率政策帶來的巨大成本負擔影響，惟 倘若 ECB 實施 QE 及 NIRP 時間過長 ，則 大部分銀行的獲利最終將受到侵蝕 。

⁴¹ Christensen ,Jens H.E. ,Mark M. Spiegel (2018), “Negative Interest Rates and Inflation Expectations in Japan,” *FRBSF Economic Letter 2019-22*, Aug. 26. *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2018-07*, Jun..

⁴² Lopez, Jose , Andrew Rose, Mark Spiegel. (2018), “Why Have Negative Nominal Interest Rates Had Such a Small Effect on Bank Performance? Cross Country Evidence,” *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2018-07*, Jun..

⁴³ Arce, Oscar et al. (2018), “Adapting Lending Policies When Negative Interest Rates Hit Banks’ Profits,” *Banco de España Working Papers 1832*, Dec..

⁴⁴ Basten, Christoph, Mike Mariathasan (2018), “How Banks Respond to Negative Interest Rates: Evidence from the Swiss Exemption Threshold,” *CESifo Working Paper No. 6901*, Feb..

⁴⁵ Urbschat, Florian (2018), “The Good, the Bad, and the Ugly: Impact of Negative Interest Rates and QE on the Profitability and Risk-Taking of 1600 German Bankss,” *CESifo Working Paper No. 7358*, Nov..

Goldman Sachs (2020) ⁴⁶	美國	<ul style="list-style-type: none"> — 近期 Fed 主席 Powell 透露，委員會一致對採行 NIRP 持保留態度，主要是倘若銀行無法將負利率傳遞至存款戶時，NIRP 恐干擾金融中介過程並使銀行獲利下滑，因此經濟體系的信用供給將減少。Fed 仍傾向維持運用既有政策工具，故未來幾年實施 NIRP 機率小。 — NIRP 的確造成歐元區銀行獲利減少，且倘若 Fed 實施 NIRP，美國銀行亦將面臨類似情況，惟近期學術研究指出，NIRP 對銀行的影響平均而言是中立的，且財務健全銀行有能力將 NIRP 傳遞至公司存款戶。
HSBC (2020) ⁴⁷	已實施 NIRP 地區	<ul style="list-style-type: none"> — 自 2015 年以來，已實施 NIRP 經濟體的核心通膨平均值僅 0.8%，且本年 COVID-19 疫情爆發以來，已實施負利政策央行尚未進一步調降利率。 — 瑞典央行因應該國企業要求將政策利率調回至 0%，顯示實施負利率政策的成效尚未顯現，並可能已面臨金融中介功能受損、金融機構獲利減少(淨利息收入)、家計部門及企業部門債務增加及房地產泡沫化等負面衝擊。 — 當利率降至零利率或更低時，銀行及非銀行投資者可能被鼓勵承受過度的風險，以追求較高的收益率。
PICTET Asset Management (2019) ⁴⁸	瑞士	<ul style="list-style-type: none"> — 自 2014 年 12 月 SNB 宣布實施 NIRP 以來，長時間實施該政策反而導致該國經濟成長及通膨預期受到負面影響；此外，NIRP 會推升資產估值。 — 長時間實施該政策如無法產生正面的財富效果，不利金融穩定。

⁴⁶ Hatzius, Jan et al. (2020), "US Daily: The Fed and Negative Interest Rates," *Goldman Sachs Economics Research*, May 19.

⁴⁷ 同註 13。

⁴⁸ Marika, Ermira, Nikolay Markov(2019), "The Paradox of Negative Interest Rate: The Case of Switzerland," *Pictet Management Research*, Sep..