

Essence of Negative Interest Rate

Great Change in Global Monetary Policy

负利率的本质 ——全球货币政策大变局

刘华峰  著

负利率的到来关乎世界经济运行

关乎全球资产重定价 关乎我们每一个人手中的财富

负利率究竟有着怎样的成因 负利率将如何影响我们的生活

负利率与投资品价格的波动有着怎样的关系



西南财经大学出版社

Southwestern University of Finance & Economics Press

昌
益
平

Essence of Negative Interest Rate

Great Change in Global Monetary Policy

负利率的本质 ——全球货币政策大变局

刘华峰 著

藏书



西南财经大学出版社
Southwestern University of Finance & Economics Press

中国·成都

图书在版编目(CIP)数据

负利率的本质:全球货币政策大变局/刘华峰著. —成都:西南财经大学出版社,2017.4

ISBN 978 - 7 - 5504 - 2843 - 0

I. ①负… II. ①刘… III. ①货币政策—研究—世界 IV. ①F821.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 013192 号

负利率的本质:全球货币政策大变局

Fulilü de Benzhi Quankiu Huobi Zhengce Dabianju

刘华峰 著

策划编辑:何春梅

责任编辑:何春梅

责任校对:王青清

封面设计:何东琳设计工作室

责任印制:封俊川

出版发行	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街55号)
网 址	http://www.bookej.com
电子邮件	bookej@foxmail.com
邮政编码	610074
电 话	028 - 87353785 87352368
照 排	四川胜翔数码印务设计有限公司
印 刷	四川五洲彩印有限责任公司
成品尺寸	165mm × 230mm
印 张	13
字 数	140 千字
版 次	2017 年 4 月第 1 版
印 次	2017 年 4 月第 1 次印刷
书 号	ISBN 978 - 7 - 5504 - 2843 - 0
定 价	45.00 元

1. 版权所有,翻印必究。
2. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。

负利率时代到来

这个世界对于我们每个人似乎是不公平的，因为每个人出生时，祖辈为我们留下的资源有着天壤之别，有人衔着金汤匙而生，有人却一贫如洗地来到这个世界，衣不裹体、食不饱腹。然而世界似乎又是公平的，知识技术、精神文明等那些祖辈用毕生的心血努力求索而取得的超越众人的成就，却不能遗传在后代身上，每一个人都需要从零开始去学习、去努力。人们不得不感叹物种进化的奇妙之处，或许自然界就是以此这种方式让我们去劳动、去思考，不至于让后代的四肢与大脑不断地退化与萎缩。

中国有句古话叫“富不过三代”，不是说富人的后代一定不能富，而是倘若后代坐享其成，无论祖辈留下多少财富，三代之后也所剩无几。

负利率来了，再也没有人可以梦想着躺在祖辈或自己前半生留下的积蓄上，安稳地在海边沙滩的遮阳伞下沐浴着海风，用利息来支付日常开支，负利率的汹涌而至打碎了无数人财务自由的梦想。或许你还会寄希望于负利率很快就会过去，你猜测这只是个暂时现象，就像经济周期有繁荣有萧条，你只是暂时遇到点麻烦，不久之后一切都会好起来的。但看完本书，你或许会有不同的认识。

负利率的到来关乎世界经济运行、关乎全球资产重定价、关乎我们每一个人手中的财富。负利率究竟有着怎样的成因？负利率将如何影响我们的生活？负利率与投资品价格的波动有着怎样的关系？……只有了解了负利率的本质，才能顺利应对负利率的大潮，本书提出的负利率目标制理论为您揭开负利率的神秘面纱，为您制定正确的经济政策与筹资、投资决策提供参考。

尽管在本书负利率目标制理论提出以前，负利率的出现缺乏理论支持，但还是在货币政策操作的摸索中姗姗来迟了，部分发达国家已率先进入负利率时代，部分已进入低利率或零利率运行区间。美国 2009 年以后联邦基金利率、1 年期国债利率维持在接近零的水平；日本 1995 年后 1 年期国债利率控制在 1% 以下，其大部分时间处于接近零的水平，2016 年甚至进入负利率区间；欧元区 2014 年后基准利率下降至零附近，1 年期以内公债收益率进入负利率区间；英国 2009 年后基准利率与隔夜国债回购利率控制在 0.5% 以下的水平；加拿大 2009 年后隔夜回购利率控制在 1% 以下，2016 年运行在 0.5% 左右；瑞士 2009 年后 3 个

月 LIBOR 利率下降到 1% 以下，2014 年开始进入负利率区间……

然而，在笔者提出负利率目标制理论前，并没有合理的理论能解释负利率的到来原因，负利率又是如何出现的呢？负利率或低利率的发生出现在大型经济危机之后，如日本 20 世纪 90 年代的房地产危机，美国等国 2008 年的金融危机。根据货币扩张可以刺激经济发展的传统理论，这些国家在经济危机之后实施了大规模的降息或增加货币投放的政策操作，这些操作使得利率下行。根据本书提出的“负利率目标制”理论，利率的降低会导致组成商品的资金成本降低，因而利率的降低会降低商品价格，因此，导致这些国家的通胀水平持续降低。由于这些国家将稳定物价作为重要的货币政策目标，以及根据加息抗通胀的传统理论，较低的通胀水平不再有加息的必要，且低通胀使得进一步宽松货币刺激经济的政策空间加大，因而维持了较低的利息水平。部分国家在降息过程中出现了比货币政策设定的通货膨胀目标较低的通胀水平甚至出现了通缩。根据降息会增加货币供给量、货币增加会导致价格上升的传统理论，这些国家试图通过持续的降低利率、增加货币投放来提高通胀水平，结果，持续的利率降低没有提高通胀，反而使得通胀在低位徘徊。

虽然部分国家已经进入了低利率甚至负利率，但迄今为止，依然有众多国家在摸索中前进，执行着不当的货币政策；已经进入负利率或零利率的国家，在实现负利率或零利率的过程中，也因为不当操作而造成了不必要的经济损失，对于负利率或零利率的未来依然缺乏明确的指导方向。为了让负利率目标制得到顺利实施，使更多国家的负利率实施有

据可依，笔者撰写了此书，献给全世界关心货币政策发展与经济发展的所有朋友。

由于缺乏正确的、可操作的理论指导，货币政策一直在反复试验中跌跌撞撞。何为合理的货币供给量、何为正确的货币政策目标、如何操作实现货币政策目标均没有准确的定论，人们奉行“过多的货币追逐过少的货物将导致通胀”的信条，紧紧盯着过多的货币，不曾过问过少的货物，时至今日，“加息抗通胀”“加息控资本外流”“降息宽松货币带来通胀”等众多错误的理论依然充斥着人们的大脑。

历史上最具代表性的货币政策理论及框架“货币数量论”与“通货膨胀目标制”在货币政策舞台上尽管发挥了重要作用，但其缺陷也显而易见。宏观经济政策若违背实体经济运行规律，必将对实体经济形成不当干扰，降低实体经济的运行效率。“负利率目标制”是本书提出的一种新的货币政策理论，负利率目标制基于实体经济运行规律而提出，目的是将货币政策对实体经济的干扰降到最低，使实体经济能沿着自身的轨道运行。货币作为公平合理的衡量尺度参与商品交换，而不会导致人为的资源重新配置与财富再分配。

市场经济会调整产出与就业使其达到最优，而不需要货币政策过多的干预。不当的货币政策导致货币供给不能适应货币需求，严重干扰了实体经济的正常发展。2008年的全球金融危机，不当的货币政策难辞其咎。不考虑货币政策以外的因素，负利率目标制的实施将形成最优货币供给。在最优货币供给状态下，货币不影响产品市场供求，货币的存

在仅仅作为衡量尺度，产品市场如同在不使用货币状态下一样沿着自身轨道运行，人们充分感受到货币带来的经济中交易摩擦成本降低的便利，而不会感受到货币带来的混乱。

写作本书的目的显然不在于否定前人的理论成就与货币当局的辛勤工作，创新必然存在风险，没有前人开拓性的勇于进取的拼搏就没有后人的发展进步，全球经济的发展与全人类福利的增进才是笔者最想看到的，相信也是所有货币政策研究者与执行者最想看到的。

本书不仅适用于货币经济学家、中央银行家与其他货币政策研究、制定、执行者，同样适用于企业筹资者、金融市场投资者、经济学的学者与学生、关心世界货币政策发展的所有朋友以及关注自身财富保值增值的人们。希望更多有识之士关注本书的理论观点与操作规则，共同推动世界货币政策的发展。

刘华峰

目 录

一 负利率的本质 / 001

- 蚂蚁、蜜蜂、松鼠是怎么储存食物的 / 003
- 人类是怎么保管现金的 / 005
- 负利率的内在逻辑 / 007
- 负利率目标制的定义 / 010

二 什么是合理的负利率 / 013

- 无风险储蓄的利率名义上应该是多少 / 015
- 无风险储蓄的利率实际上应该是多少 / 017
- 有风险储蓄的利率应该是多少 / 019
- 不合理的利率会有哪些影响 / 021

三 什么是合理的通货膨胀率 / 025

- 什么样的价格是合理的 / 027
- 合理的利率与合理的价格之间有着怎样的关系 / 032
- 货币政策的“物价稳定”目标有问题吗 / 036
- “货币数量论”错在哪 / 041
- “加息抗通胀”的谬误还要骗我们多久 / 053
- 国际上盛行的“通货膨胀目标制”有什么缺陷 / 061
- 货币政策能控制通货膨胀吗 / 070
- 不合理的价格会有哪些影响 / 072

四 什么是合理的货币供给量 / 075

- 需求尤其是终端需求的领先性能告诉我们什么 / 077
- 合理的货币供给量应该是多少 / 083
- 货币政策究竟应该达到什么样的目标 / 085
- 货币政策目标该如何实现 / 088
- 实现货币政策目标的货币政策工具有哪些 / 093
- 负利率目标制的完美接近者：
2008 年金融危机后美联储的零利率目标 / 095
- 货币供给是怎么影响价格的 / 099
- 货币供给是怎么影响利率的 / 101

- 不合理的货币供给将带来怎样的影响：
货币供给是如何掠夺你的财富的 / 103

五 世界各国货币政策案例及数据验证 / 109

- 美国的 QE 为什么不会导致通胀 / 111
- 俄罗斯央行为什么不能实现货币政策目标 / 119
- 同为能源出口国的加拿大，与俄罗斯有何不同 / 124
- 从英国数据看货币政策对 2008 年金融危机的影响 / 128
- 从欧盟数据看货币政策对失业率的影响 / 131
- 负利率目标制的先驱：
20 世纪房地产危机之后的日本为何走不出通缩 / 133
- 从中国数据看负利率目标制的实施时机 / 136
- 全球货币政策的“负利率目标制”观察：
为什么会出现全球性的负利率 / 145

六 对世界各国货币政策的“负利率目标制”建议 / 149

- 负利率目标制和通货膨胀目标制的区别 / 151
- 负利率目标制的实施结果 / 155
- 负利率目标制的操作建议 / 157
- 负利率目标制的数据检验 / 163

七 负利率来了，我们怎么办 / 167

- 负利率目标制对投资品价格的影响 / 169
- 负利率目标制下的贵金属投资 / 171
- 负利率目标制下的原油等其他大宗商品投资 / 177
- 负利率目标制下的股票投资 / 182
- 负利率目标制下的债券投资 / 187
- 负利率目标制下的房地产投资 / 190
- 在负利率大潮中逆流而上 / 192

一 负利率的本质

• 蚂蚁、蜜蜂、松鼠是怎么储存食物的

货物的储存并不产生于人类文明，而是物种进化过程中为了生存、繁衍而保留下来的本能，如蚂蚁、蜜蜂、松鼠……无数动物在不自觉地储存食物适应季节变化、自然灾害。

人类的储蓄行为与很多低等动物类似。父母养老、子女就学、医疗支付……人类都是在自身有劳动能力的时候供养自己及家人，必然需要为自己日渐老去逐渐失去劳动能力的时候做些准备。这种储蓄的习惯并未体现出人类有多高明，即便是上述低等动物也都在不停劳作，为自己准备更多的食物，尽管它们已经吃饱喝足。

为了储存货物要做大量的工作，就像蚂蚁、松鼠、蜜蜂等动物储存食物，需要搭建更大的巢穴或挖出更大的洞穴以保证这些食物的安全存放，有时需要把食物从遥远的地方搬回巢穴或洞穴里，并且可能还要做适当的防守，避免被侵略者盗取或毁坏。然而，食物储存久了也可能发生腐烂变质，无法再食用；有时候，一场意外的洪水或龙卷风也可能导致辛苦储存的食物毁于一旦。

人类储存货物同样是一件复杂的事。为了储存货物，我们经常需要将货物从一个地点转移到另一个地点，同时，我们需要建设储存场所、购置储存设备为货物提供适宜的储存环境。搬运、摆放、看管是常有的

事，然而尽管如此，存放的货物也难免会发生损坏、变质等情况。部分货物还会随着技术的进步而丧失稀缺性、变得技术落后甚至成为废品。总之，储存货物需要付出一定的储存成本，人类要承担储存货物的减值损失以及储备过程中的保管费用。

当然存货的保管不全是费用，也有可能产生孳息，比如树上长了果实、雌性动物繁衍了后代等，但对于全社会所有存货而言，储存孳息常常弥补不了储存费用。如未特别说明，本书所讨论的储存成本指储存费用扣除储存孳息后的净成本。不过需要注意的是，这里说的是储存，不是生产。

由于实体经济的真实变量是随时间而波动的，受实体经济环境诸多因素的影响，储存成本率同样随时间而波动。历史储存成本率的具体数值可以从实体经济中大致计算出来。不存在重大异常冲击的情况下，储存成本率的波动幅度通常不大，且储存成本率通常处于一个较低的水平。战争、自然灾害等重大异常冲击到来时，存货的毁损会大大增加，储存成本率也就会大幅上升。

● 人类是怎么保管现金的

货币产生于人类文明，因劳动分工与商品交换的需要，货币在所有文明国家中变成了普遍的商品交易媒介。由于货币的使用，对多数人而言储存意味着储存现金而非实物，但实际上，储存现金是储存现金所对应的实物，只不过这些实物不是由储存现金的人保管而已，这一点将在以后章节再讨论，本节我们仅谈现金的保管。

你需要一个安全的地方存放你的积蓄，当然你不会让辛苦劳动取得的收入付之一炬。动物们会把它们储存的食物放在自己的窝里或其他它们认为相对安全的地方，尽管有时候的确有些不安全。你也可以把现金放在你居住的风子里，但通常你不会这么做，你怕小偷光顾，怕虫子咬，怕自然腐蚀……种种焦虑会让你夜不能寐。

倘若有一家机构承诺 100% 保证现金的安全，那么这家机构必然收取一定的保管费用以支付保管所需的人工、场地、机器等成本费用，以及承担可能发生的保管损失，除此以外别无他法。如果这是一家银行或投资机构，通过投资收益或贷款利息收入来弥补保管成本，那么，这家机构不可能 100% 保证现金的返还，因为投资与贷款均存在一定的风险，无法保证不发生损失。

很多时候，储存现金并非真正地保管现金，储存的是现金持有人