

# 负利率对日本经济的影响

在当前环境下，进一步推行负利率会加深日本的经济衰退

## 1. 推理

负利率背景下

- 银行吸收存款能力降低，银行资金少了，那必然拉高贷款利率；
- 即便短时间挤出来一部分资金，短期内市场上的资金量增加会降低贷款利率，但是由于信息不对称性和贷款审核成本，这部分资金最终会调高其利率水平(换句话说就是逼这类资金去干银行的活儿，由于非专业性和信息非对称性，贷款利率应高于银行。这也是社会分工原理的简单推理)；
- 名义利率为负，但如果银行仍对存款实行正利率，存贷利差减少，对银行的利润目标造成巨大压力，也会迫使银行转向配置更高风险的投资品种，从而使得贷款利率上升。

贷款利率高了，企业利润表资产负债表都会变坏，从而导致经济产出下降，从个体企业推广到整体，则整体经济会下滑，从而信贷量减少且伴随资本外流。 $CPI = (\text{货币量} + \text{信贷量}) / \text{经济产出}$ 。可以看到，在负利率下，分子分母都在减少(资本外流导致日本国内货币量信贷量减少---这部分陈述有一个假设条件：日元相对于其他货币汇率保持相对稳定。这个假设是基本成立的，美国一定会干涉日元过快的贬值，否则将引发汇率大战及压缩美国的货币操作空间，所以例如前段时间美国给日本央行的警告，就使得日本央行出乎市场意料的没有进一步宽松)，这个 CPI 是升还是降其实是取决于谁下滑得更快而已。当信贷量下降及资本流出速度快于经济产出下滑速度时，则 CPI 就低，此时央行盯紧 CPI 怕通缩，则会进一步降低负利率，短期内不排除会挤出一部分资金增加分子，从而看起来 CPI 提升达到央行目的。

但是稍长点时间

- 国外的投资收益相对更高，从而资本外流加剧，日本国内信贷量减少；
- 这部分资金就会因为与无风险投资产品的收益比较来说投资效益低（社会分工原理的推理 --- 由于非专业性和信息非对称性，效益低是大概率的）（这里可以考虑用风控中的 VaR 来度量），然后信贷量必然再次下滑；

所以利率的下降只会暂时在短期内对货币信贷量有提升作用，这种挤出效应会消失且面临货币信贷量的再次下滑。

回归到 CPI 的公式中，当日本国内与国外的投资收益差越大，由负利率挤出的资金的收益与无风险投资产品的收益的投资效益差越大，分子部分变化速度将越会快于分母，降幅越会大于分母，即 CPI 会再降，从而再逼央行重复这个循环。

在当前的情形下：

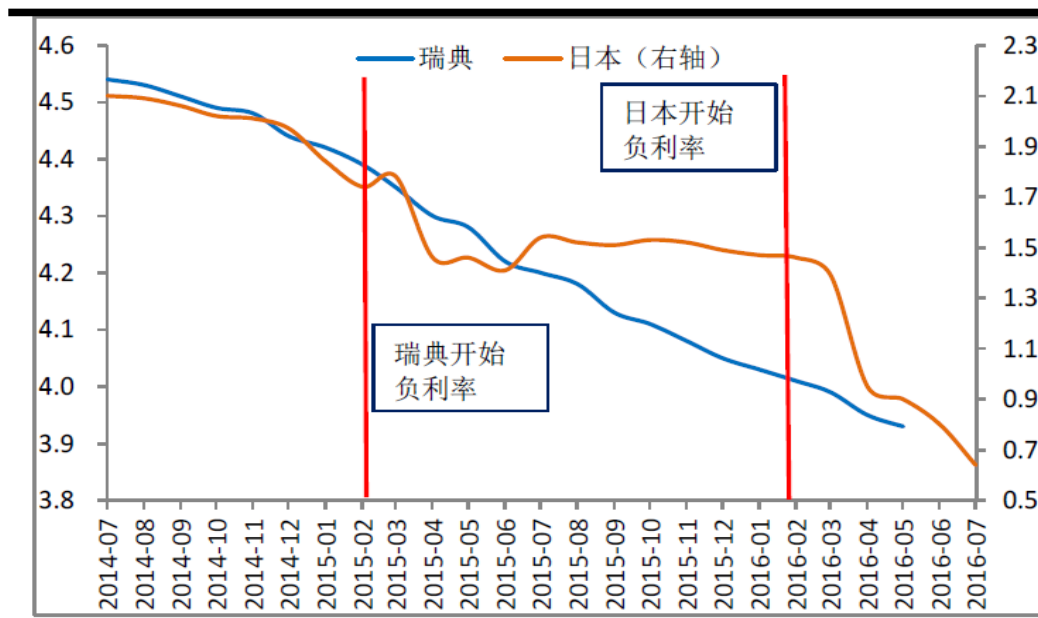
- 国外市场投资收益仍高于日本国内；
  - 负利率刚推出不久，被挤出的部分资金的管理水平相比银行低，投资效益也更低
- 所以在这个背景下负利率会进一步加深日本的经济衰退。

当然，如果以上两点因素反转，则推行负利率对日本经济的效果也会相应反转

## 2. 实证观察

- 贷款利率

图表20: 日本和瑞典的抵押贷款利率下行(%)

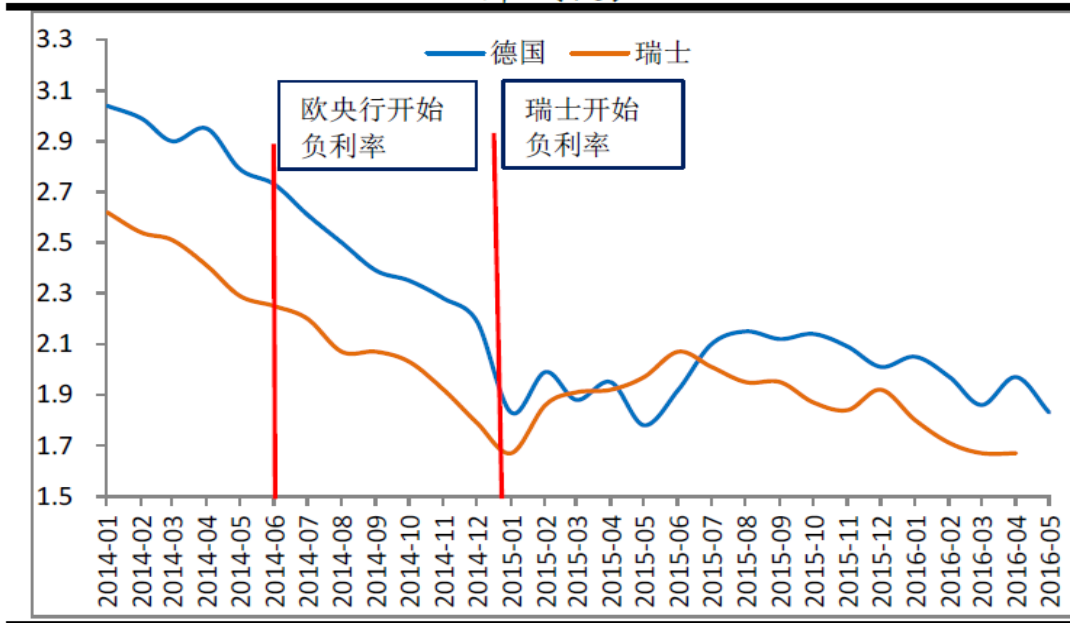


资料来源: 各国央行, CEIC, Wind, 方正证券

从目前短期来看, 贷款利率是下降.

而比日本更早实施负利率的国家的利率走势也是一定程度上预示了日本的贷款利率的未来走势

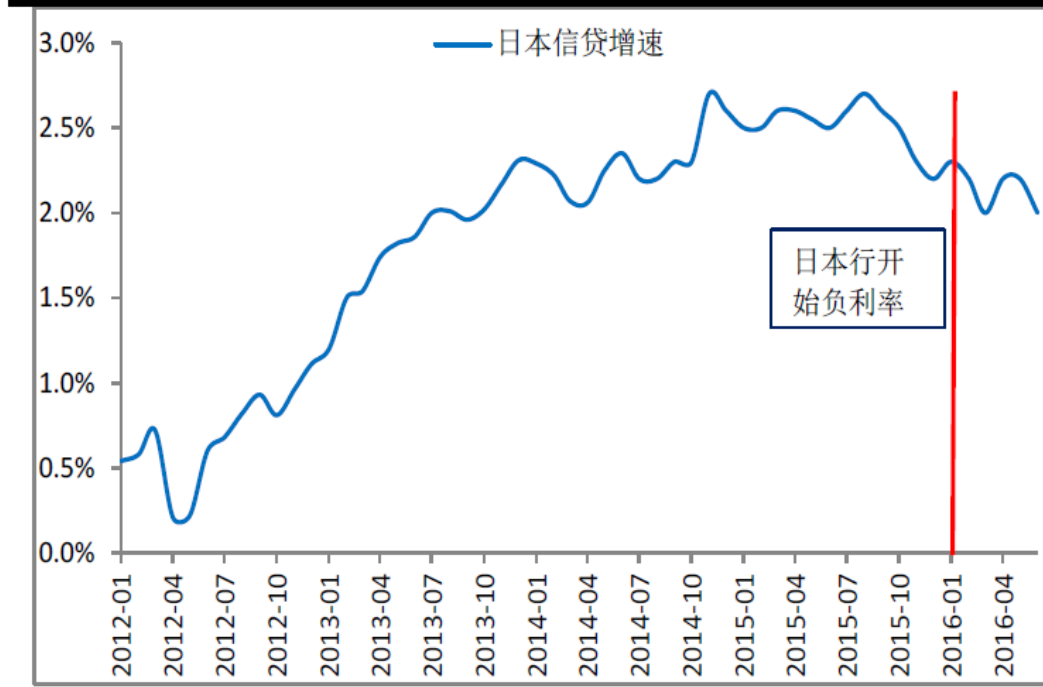
图表19: 德国和瑞士的抵押贷款利率又开始回升 (%)



资料来源: 各国央行, CEIC, Wind, 方正证券

- 信贷增速

图表24: 负利率后日本信贷增速下降



资料来源: 各国央行, CEIC, Wind, 方正证券