



中国政策利率下限约束探索

王文汇

摘要：政策利率下限约束充当中央银行政策决策的底线之一。2008年金融危机迫使全球主要央行常规降息空间迅速消失殆尽，以挑战“零利率下限约束”为特征的负利率政策应运而生，为名义利率下限约束由零向负值推移提供了现实依据。对我国而言，从原理来看，货币持有成本的客观存在性与人为可追加性为我国政策利率下限约束为负创造了可能。从估计结果来看，我国政策利率物理下限可能位于-2%~-1.5%的深度，但同时又受经济下限约束限制。从政策建议的角度看，负政策利率下限约束仅能解决央行面临常规政策空间不足时的“燃眉之急”，维护正常货币政策空间并在此基础上创新政策工具与措施、推进政策搭配与协调、优化政策制度与框架方为保持货币政策有效性的应有之义。

关键词：利率下限约束 物理下限 经济下限 测算

一、引言

2008年金融危机将“零利率下限约束”“流动性陷阱”等理论难题推向现实，使常规流动性管理工具与降息操作的不足暴露无遗。此间，以打破零利率下限约束为特征的负利率政策“横空出世”，并迅速占据丹麦、欧元区、瑞典、瑞士、挪威、匈牙利和日本等经济体货币政策工具箱的“一席之地”。负利率政策的成功运用揭示了政策利率下限为负的可能。对于我国而言，尽管人民银行始终致力于保留充裕政策空间，然而在短期之中，着力扩大内需、稳住经济社会发展底盘的战略目标对逆周期货币政策的出台速度和力度提出更高要

求；从超长期看，自然利率难见逆转的下行趋势暗含未来政策利率中枢下降、降息空间不足的隐忧。鉴于以上考虑，明确我国政策利率下限所在何处具有重要的政策参考价值。

二、负名义利率的合理性与可行性分析

某种程度上，传统货币^①囤积（Hoard）或持有（Hold）成本为零构成了“名义利率下限约束为零”观点成立的重要前提。一旦打破该前提，使货币从零收益资产变为“负收益”资产，那么，某些负利率债务工具就有可能成为比货币更优的资产选择。相应地，名义利率下限约束的理论值

王文汇，中国社会科学评价研究院。

① 此处“传统货币”是指以纸和金属等有形实物为载体的、与电子货币相对应的货币类型。有关名义利率下限约束的传统观点见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。



由此也被拓展至负区间。

（一）货币囤积的“物理成本”与名义利率的“物理下限”

与零利率下限约束主张中货币囤积成本为零的假设相悖，在现实中，当人们持有纸币、硬币等具有物理形态的通货时，特别是当涉及数额较大时，难免产生仓储、运输和保险等成本。它们共同组成货币囤积的“物理成本” (Physical Cost)，并为名义利率下限约束向零下推移创造了条件。

从模型推导的角度看，不妨假设经济社会中仅存在一种贴现发行的债务工具，其票面价值为 1 货币单位，无风险票面利率为 i_b ，约定于一期期末一次性还本付息。假设持有该债务工具的单位物理成本 γ_b 不小于零。此时可求得其真实到期收益率 i_b^* ：

$$1+\gamma_b = \frac{1+i_b}{1+i_b^*} \Rightarrow i_b^* = \frac{1+i_b}{1+\gamma_b} - 1 \quad (1)$$

假设公众持有 1 单位通货的一期“名义利率”为 i_c ，持有成本为 γ_c ，那么可以求得通货的真实“到期收益率” i_c^* ：

$$1+\gamma_c = \frac{1+i_c}{1+i_c^*} \Rightarrow i_c^* = \frac{1+i_c}{1+\gamma_c} - 1 \quad (2)$$

显然，只要 $i_b^* \geq i_c^*$ ，即 $(1+i_b) \geq (1+\gamma_b)(1+i_c)/(1+\gamma_c)$ 时，公众部门就可能出现使用通货购买债务工具的行为。在现实生活中，由于通货通常被视为不付息资产，即 $i_c=0$ ；又因通货囤积难免产生各类物理成本，即 $\gamma_c>0$ ，故而可得 $i_c^*<0$ ，这便为 $i_b^*<0$ 奠定了可行性基础。进一步地，只要 $\gamma_b<\gamma_c$ ，将债务工具的票面利率 i_b 设为负值也不无可能。

尽管如此，货币囤积的物理成本必然

存在某个上限，这就决定了债务工具的到期收益率不可能无限向零下延伸。Coecre (2016) 将由持有通货的物理成本所决定的名义利率下限称作“物理下限”。理论上，只要债务工具的到期收益率不低于该下限，市场主体就存在使用通货购买债务工具的动机。

（二）货币囤积的“人为成本”与名义利率的“经济下限”

尽管 γ_c 客观存在，但因其相对有限，故名义利率无法大幅下行。针对该问题，有学者提出利用人为手段为货币囤积追加额外成本，以进一步削弱货币对公众的吸引力。

1. “格塞尔税”策略。由阿根廷商人西尔沃·格塞尔 (Silvio Gesell) 所构想的“格塞尔税”策略的实施关键在于权力当局对基础货币进行“征税”。奥地利沃格尔市 (Worgl) 在 1932 年推行的“邮戳货币”便是将该策略以对公众所持通货进行征税的形式首度运用至实践中。然而出于降低政策实施成本的考虑，在其后的政策实践中，银行存款准备金通常被视作优于通货的“征税”对象，原因在于：银行存款准备金属于登记式金融债权 (Registered Financial Claims)，货币当局知晓作为持有人的银行机构的真实身份，并可通过银行机构在央行开立的交易户头直接收取准备金持有税；流通在银行体系之外的货币属于法定无记名债务凭证 (Fiat Bearer Bonds)，作为其持有人的社会公众身份难被确认且“缴税”意愿低下，因此可能在无形中扩大征税的



行政成本。

自 2010 年以来在世界范围内涌现的主流负利率政策形式便是央行对银行的存款准备金进行“征税”，通过将存款便利利率调为负值，为银行机构增加额外的准备金持有成本。在这种情况下，只要银行机构能从与其他债务主体所缔结的债权-债务关系中获得比持有准备金更高的真实到期收益率，那么它们就可能减少准备金持有，进而活跃市场交易。依托利率走廊制度与货币政策传导机制，负利率政策信号理论上可以实现由存款便利利率向市场利率体系的进一步传导。需要指出的是，银行机构在央行存放存款准备金的行为本身也对应一套债权-债务关系。此时，由作为债务人的央行设定的存款便利利率将受到作为债权人的银行机构的库存现金持有成本限制而难以持续下调。瑞士银行为此专门设计的动态利率分层系统则被证明能够有效克服这一限制。

2. 双重货币体系策略。源于 Eisler (1932) 的双重货币体系的构造关键在于将观念货币与现实货币严格区分开来，使前者仅履行价值尺度职能，即充当纯粹的计账单位，后者则专门履行支付、流通等职能。此时，权力当局只要定期调整二者之间的兑换比率，即可使现实货币持有成本如期变化。受该思路启发，Agarwal & Kimbal (2019) 提出一种适用于电子化时代的纸币贬值策略：假设央行意图执行 -1% 的纸币贬值率。在期初时，央行允许银行机构通过“现金窗口”按 1:1 的

比例将电子账户上的准备金存款兑换为纸币。到期末时，无论银行机构欲在其电子账户上存入还是提出 100 单位纸币，电子账户数额只会相应增加或减少 99 个货币单位。通过在纸币与电子账户中的准备金存款之间创造这样一种爬行钉住兑换比率，央行可以有计划地调节银行机构的准备金持有行为；而为挽回在与央行交易过程中产生的损失，银行机构很可能将纸币贬值“折扣”传递给储户，最终使负利率遍及整个经济社会。

从更一般的理论模型角度看，假设一国货币当局对旧货币（单位：元）的所有现实形态予以回收，使其成为一种观念货币，并仅保留其价值尺度职能；同时发行新货币（单位：新元）作为支付和流通媒介。货币当局有权设定两种货币之间的兑换比率。令 s_t 和 $f_{t,t+1}$ 分别表示 1 单位旧货币与新货币的即期兑换比率和未来一期的兑换比率。假设政府发行两类均将于 $(t+1)$ 期到期的无风险债券，其中 D 债券以旧货币单位“元”约定 t 时期的无风险到期收益率为 i_t^d ， ND 债券以新货币单位“新元”约定 t 时期的无风险到期收益率为 i_t^{nd} 。对于代表性投资者来说，假设其在 t 时期以 s_t 新元购买 D 债券，那么在到期后可连本带利获得 $f_{t,t+1}(1+i_t^d)$ 新元；假设其在 t 时期以 s_t 新元购买 ND 债券，那么在到期后可连本带利获得 $s_t(1+i_t^{nd})$ 单位新元。根据无套利定价原理，存在如下抛补利率平价条件：

$$f_{t,t+1}(1+i_t^d) = s_t(1+i_t^{nd}) \quad (3)$$



整理可得：

$$1+i_t^d = \frac{s_t}{f_{t,t+1}} (1+i_t^{nd}) \quad (4)$$

对于货币当局而言，其关注点在于由价值尺度货币所衡量的利率水平。结合(4)式看，即使以新元约定的利率 i_t^{nd} 存在零下约束，货币当局仍可通过调整即期兑换比率 s_t 与远期兑换比率 $f_{t,t+1}$ 的相对大小，使由价值尺度货币衡量的利率 i_t^d 达到负水平。需要指出的是，远期兑换比率 $f_{t,t+1}$ 的设定不能独立于即期兑换比率的未来变动路径，该路径已被证明是依赖于家庭部门关于即期兑换比率未来变动的预期。

“人为成本”设计策略为名义利率继续向零下推移奠定了理论基础，欧元区、丹麦、瑞典、瑞士、挪威、匈牙利和日本等多个经济体顺利开展的负利率政策实践则为负名义利率可行提供了现实依据。然而由于负利率存在损害银行收益、扰乱市场秩序、增加交易成本、放大金融风险等多种潜在负面影响，因此利率水平一旦低至政策成本大于政策收益时，市场主体就有可能对其失去响应甚至表现为抵抗，政策调控失效甚至表现为适得其反，继续下调政策利率便失去意义。换言之，此时利率调整面临所谓的“经济下限约束” (Economic Lower Bound)。特别是当利率过低而造成银行部门净利息收入损失时，银行部门可能出于对自身损益情况的考虑而收缩放贷，从而使得政策利率的负向调整首先在银行机构处遭遇阻滞 (Brunnermeier & Koby, 2018)。

三、对我国政策利率下限约束的估计

基于货币囤积有成本与负利率政策在多个经济体中已实现且有作用的事实，可以认为，我国名义利率下限约束同样存在小于零的可能。政策利率作为名义利率的重要组成部分、作为影响市场名义利率变动方向的源头变量，其在零下区间的可变幅度，事关极端情形下央行政策制定的充裕度与灵活度。

(一) 对我国政策利率物理下限的估计

1. 货币的存储、运输成本估计。根据前文分析可知，货币囤积的物理成本是名义利率物理下限的决定因素。在物理成本的组成要素中，货币的存储（保险）成本最为引人注目。有学者提议，由于现实中货币与贵金属的投保费用基本一致，因此可用黄金、白银和铂金等贵金属的存储（保险）成本来近似替代货币囤积的物理成本。围绕贵金属的存储成本，Kimball (2015) 认为，黄金的年持有成本约为 0.2%。Witmer & Yang (2016) 指出，黄金的存储成本大约在 0.2%~0.35% 之间，白银的存储成本约为 0.4%~0.5%。考虑到同等价值货币与贵金属的体积差异，他们最终判定货币的持有成本极有可能位于 0.25%~0.5% 的范围内。Jackson (2015) 基于黄金存储成本得出货币囤积成本介于 0.2%~1% 之间的结论。另一方面，根据 Kolcunova & Havranek (2018) 所做出的认为“全球经济体在贵金属存储成本上差异不大”的假设具备合理性的判断，因此可



表 1 全球支付交易主要币种的最大面额

美元	100	人民币	100	挪威克朗	1 000
欧元	500	加拿大元	100	瑞典克朗	1 000
英镑	50	南非兰特	200	丹麦克朗	1 000
日元	10 000	新西兰元	100	瑞士法郎	1 000
澳元	100	匈牙利福林	20 000	波兰兹罗提	500

资料来源：<http://www.rankcurrency.com/>。

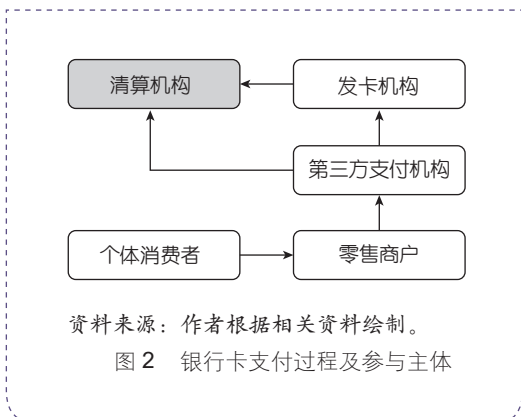
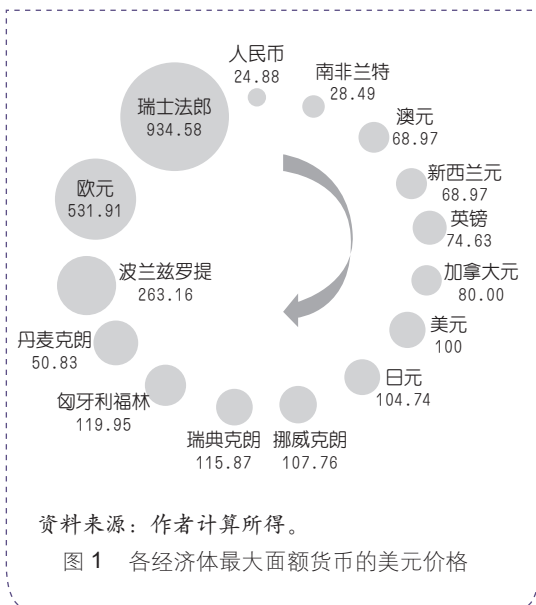
以认为，从贵金属存储成本的角度看，人民币的囤积成本同样大致位于 0.2%~1% 的宽区间内。

与采用贵金属存储成本近似替代现金持有成本的方法相比，使用法定货币实际面额对比法能够更准确地估计特定国家的货币存储及运输成本。假设各类市场主体均以各币种中最大面值的法定货币形式存储货币。若要存储同等实际价值的货币，那么在不考虑不同币种最大面额法定货币票幅尺寸差异的前提下，实际面额较大的法定货币将对应较小的存储、运输及保险费用；反之则需承担较高成本。表 1 展示了由环球银行金融电信协会于 2022 年 7 月公布的全球支付交易份额排名前 20 的部分币种的最大面额。借助由 OECD 数据库提供的 2022 年美元相对各类货币年均购买力平价的数据，可换算得到各币种最大面额货币所对应的以美元为单位的实际面额（图 1）。可以看到，在列示的 15 种全球主要支付货币中，100 元人民币纸币所

对应的实际面额最小，仅相当于 24.88 美元；1 000 瑞郎纸币的实际面额则高达 934.58 美元。因此从理论上讲，若要存储或运输相同实际面额的货币，所需要的 100 元人民币纸币数量最多；换言之，在所有列出的货币中，人民币纸币的存储或运输成本最高。如果我们接受 Jackson（2015）关于货币持有成本介于 0.2%~1% 之间的判断，那么可以认为，人民币纸币的持有成本大致可以达到该区间的上限附近，即 0.9%~1% 的位置。

2. 持有通货的便利性损失成本。当电子支付^①成为经济社会的主流支付形式时，持有大量物理形态的货币便意味着失去了使用电子支付方式的便利性。在过去十余年间，我国电子支付经历了蓬勃发展，因此有必要将不使用电子支付手段的便利性损失成本计入货币囤积成本之中。从计算方法来看，由于在使用电子支付过程中，发卡机构、清算机构等均会向用户收取相应服务费用，而用户并未因为这些服务费用而放弃电子支付方

① 根据中国支付清算协会的定义，电子支付是指客户通过网上银行、电话银行、手机银行、ATM、POS 和其他电子渠道，从结算类账户发起的账务变动类业务笔数和金额，包括网上支付、电话支付、移动支付、ATM 业务、POS 业务和其他电子支付六种业务类型。



开。图 2 刻画了在我国使用银行卡支付过程中产生服务成本的典型场景：当消费者使用借记卡或贷记卡向零售商户进行支付后，零售商户需按协定服务费率向第三方支付机构缴纳收单服务费用；随后，发卡机构从第三方支付机构处收取相应的服务费；最后，清算机构从发卡机构和第三方支付机构两处收取相应的网络服务费。从银行卡支付费用的传导链条可以看出，银行卡支付的总成本实际上在由商户向第三方支付机构缴费时便产生，随后总成本以收益的形式在三类服务机构中进行再分配。

我国第三方支付行业存在寡头垄断特征。在移动支付市场，蚂蚁集团的支付宝和腾讯公司的财付通始终占据“龙头”地位。2020 年上半年数据显示，支付宝和财付通（以微信支付为主）在第三方支付行业移动支付市场分别占有 55.51% 和 38.80% 的份额。在互联网支付市场上，支付宝、银联商务和腾讯金融三家机构在 2020 年占据超过 65.06% 的市场份额（王邦飞等，2021）。根据蚂蚁集团与腾讯官方网站发布的信息，截至 2023 年 6 月底，支付宝和微信支付向商户收取的标准费率均为 0.60%，少数特殊行业对应的费率最高为 1%。换言之，一旦强制要求惯用电子支付方式的市场主体以物理形态货币进行交易，那么他们将面临超过 0.60% 甚至高于 1% 的便利性损失成本。

式，因此不妨使用电子支付服务费用替代便利性损失成本。换言之，因持有物理形态的货币而造成的便利性损失成本至少高于电子支付的服务费用。

目前我国电子支付所采用的电子货币形式仍以借记卡与贷记卡为主，这就决定电子支付服务成本主要围绕银行卡支付而展

综合以上，将人民币存储和运输成本估算区间（0.9%~1%）与便利性损失成本估算区间（0.6%~1%）的上下限分别加总，



本文认为持有人民币的总物理成本大约位于 1.5%~2% 之间，这就意味着我国政策利率物理下限理论上可以达到 -2%~-1.5% 的水平。

（二）对我国政策利率经济下限的估计

与“物理下限”主要体现社会公众持有货币的客观成本不同，“经济下限”着重刻画市场主体对利率调控政策的主观反应，因此相较而言更难被验证和估算。尽管如此，依然可以沿用“下限”至少低于市场主体可承受的最高成本（%）的相反数的思路。现实中，由于目前尚未发现负利率政策明显损害银行盈利、导致银行收缩放贷的确切证据 (Brandao-Marques et al., 2021)，因此不妨假设，作为受负利率政策影响最深的市场主体，银行机构尚能承受当前不同深度的负利率政策所带来的实际成本，那么，政策利率的经济下限至少也应低于最深程度的负利率政策实际成本所对应的利率水平。

从政策实施深度来看，在利率走廊与利率分层系统相互配合的调控模式下，全球负利率政策实践大致可被划分为四个深

度层级。在仅有通常充当利率走廊下限的存款便利利率被设为负值的前提下，依据负的政策利率是否适用于全部超额存款准备金，负利率政策实施深度可被划分为“轻度”和“中度”两个层级 (王长元和张红玉，2019)。进一步地，当除存款便利利率之外的政策利率也进入负区间后，政策实施深度又被区分为“深度”和“全面”两个层级，其中前者表示通常作为利率走廊中枢的政策指导利率同利率走廊下限一并进入负区间，后者则意味着央行的全部政策融资利率都进入负区间。

表 2 展示了负利率政策代表性央行自政策启用之初至 2020 年末其政策深度的变化。由此可知，瑞士国家银行 (Swiss National Bank, SNB) 是唯一一家长期涉足深度负利率政策的央行。在缺乏更多有效信息的前提下，不妨假设 SNB 的负利率政策实际成本已接近银行部门的承受上限。本文使用“(适用于负利率政策的资产数 × 对应的负政策利率绝对值) / 银行部门总资产数”来衡量政策的实际成本比率，并

表 2 各央行负利率政策深度

欧洲中央银行	2014 年 6 月至 2019 年 9 月：中度负利率； 2019 年 10 月至 2020 年末：轻度负利率
瑞典国家银行	2015 年 2 月至 2019 年 12 月：深度负利率； 2020 年 1 月至 2020 年末：中度负利率
瑞士国家银行	2015 年 1 月至 2020 年末：深度负利率
挪威中央银行	2015 年 9 月至 2019 年 12 月：中度负利率； 2020 年 1 月至 2020 年末：退出负利率
匈牙利国民银行	2016 年 3 月至 2020 年末：中度负利率
丹麦国家银行	2012 年 7 月至 2020 年末：中度负利率
日本银行	2016 年 1 月至 2020 年末：轻度负利率

资料来源：作者根据公开资料整理。

据此计算得到瑞士银行部门在 2015 年 1 月至 2020 年 12 月间所承担的实际政策成本比率约为 0.025%。该结果与 Kolcunova & Havranek (2018) 使用 SNB 自实施负利率政策以来至 2016 年的数据所计算的 0.027% 结果接近, 并显著高于采用同样方法得到的丹麦、瑞典和日本等未采用深度负利率政策的经济体的结果。

对于我国而言, 使用人民银行披露的 2017—2022 年其他存款性公司总资产数的平均值计算可得, 0.025% 的政策成本比率所对应的实际成本数额约为 749.2 亿元人民币。由于超额存款准备金利率目前充当我国的利率走廊下限, 因此首先不妨假设将全部超额准备金作为负利率政策的实施对象。在这种情形下, 可以计算出 749.2 亿元人民币成本约占观测区间内其他存款性公司全部超额存款准备金^①年度平均值的 21.5%, 这意味着超额准备金利率最低可被调整至 -21.5% 的年均水平。这一结果显然大幅低于各央行所采取的负政策利率的一般水平, 本文认为其可能原因在于我国央行资产负债表结构同这些经济体存在差异。与这些经济体银行部门在央行账户中存有数量可观的隔夜存款不同, 随着我国货币政策框架不断完善, 银行部门更易获得流动性缓冲, 从而逐渐降低预防性超储需求, 最终导致央行账户中超额存款

准备金的体量较小。在政策成本事先给定的情况下, 自然会得到相对较大的成本比率。

其次, 在上述情形的基础上, 本文继续将适用于负利率政策的资产类别由全部超额准备金扩展至包含法定准备金在内的全部存款准备金。此时, 0.025% 的实际政策成本可对应 -0.35% 的平均存款准备金利率。然而, 在实际操作中, 为缓解银行承担的政策成本压力, 央行通常会专门设计利率分层系统, 使负政策利率作为一种仅适用于部分存款准备金的惩罚性利率。为与实际相贴合, 本文进一步假设央行规定适用于负政策利率的存款准备金比例为 25%。那么在给定 0.025% 的实际政策成本比率的情况下, 对应于该部分准备金的平均存款利率理论上可被降至 -1.40% 的深度。

最后, 按照 Kolcunova & Havranek (2018) 的设定, 本文假设适用于负政策利率的年均存款准备金数为我国国内生产总值的 2%~17%^②。将我国 2017—2022 年国内生产总值年平均值代入其中, 可以计算得出, 在此种情况下平均准备金存款利率将落入 -3.68%~-0.43% 的区间。因此, 结合表 3 可知, 在使用确定性政策成本计算我国的政策利率经济下限时, 所得到的结果与对适用于负利率政策的资产类别及数量的选择密切相关。

① 参考中国人民银行营业管理部课题组 (2022), 本文使用“其他存款性公司存款×超额准备金率”计算得到超额存款准备数。

② Kolcunova & Havranek (2018) 指出, 17% 是适用于负利率政策的瑞士银行机构资产数额占国内生产总值的平均值; 2% 的 GDP 占比则是能够使欧元区货币市场利率紧随负政策利率变动的有效值。



表 3 给定政策成本情况下对我国政策利率经济下限的测算结果

适用于负政策利率的项目	全部超额存款准备金	全部存款准备金	25% 的存款准备金	2%~17% 的国内生产总值
对应平均存款利率	-21.5%	-0.35%	-1.40%	-3.68%~-0.43%

四、结论与建议

2008 年金融危机爆发以来，全球部分央行所采取的负利率政策实践为名义利率下限向零下推移做出了有益探索。尽管为应对超预期的新挑战、新变化，我国央行始终致力于保持合理充裕的政策空间，然而在自然利率长期下行趋势难见逆转、实体经济短期复苏乏力、货币政策框架不作调整、货币政策工具难有创新的情况下，将政策利率降为负值仍有可能如在发达经济体中已然发生的那般，成为超长期内不得已的政策选择。

在传统观点中，零通常被作为利率下限约束，这是因为当名义利率水平低于零时，理性的货币持有者认为相比持有货币，投资债务工具无利可图，因此会选择囤积货币而非进行债务投资。此时反映债务工具到期收益率的利率也将被固定在零上位置。然而，由于此类观点必须建立在货币囤积无成本的严格假设之上，而在现实中持有货币，特别是当涉及数量巨大时，难免产生不菲的“物理成本”，这就使得货币从理想的零收益资产转变为现实的损失型资产。此时，只要债务工具投资损失率低于货币持有损失率，那么通过“两权相害取其轻”的决策，市场参与者就仍有可能做出投资债务工具的选择，名义利率也可由此突破零下限而被降为负值。此外，即使“物理成本”相对有限，人们也可通过

政策手段为货币增加额外囤积成本，以进一步充裕零下降息区间。

那么，名义利率下限究竟在何处？从货币的存储成本及因持有货币而无法使用电子支付所导致的便利性损失成本看，本文估算得到我国政策利率物理下限可能位于 -2%~-1.5% 的深度。另一方面，介于经济下限约束目前仍是一个尚未被验证的理论概念，因此本文通过假设我国银行机构至少能够承受负利率政策实施程度最深的瑞士央行所制造的实际政策成本，从而计算得到当不同类别与数量的资产被作为负利率政策的适用对象时所对应的政策利率下限估计值。

从货币政策实施的角度看，尽管政策利率下限为负的可能为负利率政策的制定与实施创造了条件，然而它并不能帮助央行彻底缓解政策空间不足的压力。特别是考虑到负政策利率的诸多潜在负面影响，以及其在全球货币政策立场分化时难被施展的特点，将政策利率降为负值显然并非解决货币政策之困的长久之计与治本之策。央行可将负利率政策作为衰退阶段刺激经济的“兜底”措施，但不宜对其产生过度依赖。在常规的政策操作区间内创新政策工具与措施、推进政策搭配与协调、优化政策制度与框架才是货币政策可持续发展力的应有之义。^[N]

学术编辑：曾一巳



参考文献

- [1] 王邦飞,郑良玉,张晓东.第三方支付体系的建设与运行[A]//杨涛,程炼,周莉萍.中国支付清算发展报告(2021).北京:社会科学文献出版社,2021:24-46.
- [2] 王长元,张红玉.中央银行实施名义负利率的逻辑、政策框架及实践[J].上海金融,2019(9):32-38.
- [3] 中国人民银行营业管理部课题组,杨伟中,马玉兰.我国存款准备金政策、央行资产负债表与流动性[J].金融会计,2022(02):38-46.
- [4] Benoit Coeure.Assessing the Implications of Negative Interest Rates[C].Speech at the Yale Financial Crisis Forum, Yale School of Management, New Haven, 28 July 2016.
- [5] Dominika Kolcunova,Tomas Havranek. Estimating the Effective Lower Bound for the Czech National Bank's Policy Rate[R].MPRA Paper,2018,No.84725.
- [6] Harriet Jackson.The International Experience with Negative Policy Rates[R].Bank of Canada Staff Discussion Paper,2015.
- [7] Irving Fisher.Appreciation and Interest [M].New York:Macmillan,1896.
- [8] John Hicks. Mr. Keynes and the Classics: A Suggested Interpretation[J].Econometrica,1937(2):147-159.
- [9] Jonathan Witmer, Jing Yang. Estimating Canada's Effective Lower Bound[R].Bank of Canada Review,2016.
- [10] Luis Brandao-Marques, Marco Casiraghi, Gaston Gelos, Gunes Kamber, Roland Meeks.Negative Interest Rates: Taking Stock of the Experience So Far[R].IMF Department Working Paper,2021,21(03).
- [11] Markus K. Brunnermeier, Yann Koby.The Reversal Interest Rate[R].NBER Working Paper,2018,No.25406.
- [12] Miles Kimball.Negative Interest Rate Policy as Conventional Monetary Policy[J].National Institute Economic Review,2015(1):R5-R14.
- [13] Paul Krugman.Thinking about the Liquidity Trap[J].Journal of the Japanese and International Economies, 2000(4):221-237.
- [14] Robert Eisler.Stable Money, the Remedy for the Economic World Crisis[M].London: The Search Publishing Co,1932.
- [15] Ruchir Agarwal,Miles Kimbal. Enabling Deep Negative Rates to Fight Recessions: A Guide[R].IMF Working Paper,2019,19(84).

Analysis of the Lower Bound of China's Policy Rate

WANG Wenhui

(Chinese Academy of Social Sciences Evaluation Studies)

Abstract The lower bound of policy rates serves as a bottom line for central banks in making policy rate decisions. For major central banks, the 2008 financial crisis resulted in a rapid reduction of the scope for lowering their policy rates. It was at that point that the negative interest rate policy (NIRP) came into being, breaking the constraint of the zero lower bound on nominal interest rates and setting the stage for below-zero rates. The cost of holding money can be artificially increased, and that enables negative policy rates. The "physical lower bound" of China's policy rates is estimated to be in the range of -2% to -1.5% , constrained by the "economic lower bound". However, the negative lower bound should only address urgent needs of central banks especially when there is inadequate conventional policy space. It is generally necessary to maintain a normal monetary policy space, with innovative policy tools and measures within the conventional policy realm.

Keywords Lower Bound of Interest Rates, Physical Lower Bound, Economic Lower Bound, Evaluation.

JEL Classification E43 E52 E58