

從環球量化寬鬆經驗教訓分析“中國版 QE”的誤讀

中信銀行（國際）首席經濟師 卓亮

內容提要

- 中國目前貨幣政策與利率環境與 QE 面世時的狀況截然不同，並不存在實施非傳統貨幣政策的基礎。
- 環球經驗教訓顯示 QE 代價不菲，累積下來的副作用需要社會長期消化。
- 人民銀行在二級市場進行國債買賣，應被視為流動性管理方式，與非傳統貨幣政策存在性質上的區別。

近期，不少市場聲音把人民銀行關於在公開市場操作中逐步增加國債買賣一事，等同於中國版量化寬鬆(quantitative easing, QE)。然而，從中國目前貨幣政策與利率環境來看，並不存在實施非傳統貨幣政策的基礎。同時，西方主要央行的經驗教訓，也反映了長期 QE 帶來的副作用與後果。

QE 等非傳統貨幣政策的來源

日本央行是 QE 的鼻祖，但 QE 真正大行其道，要“歸功於”美聯儲在金融海嘯時任主席伯南克在美國推行大規模資產購買計劃。當時，美聯儲把作為政策利率的聯邦基金利率降至零後，觸碰零利率下限(zero lower bound)，傳統貨幣政策的寬鬆程度已經到達極限。

聯邦基金利率作為美國銀行間相互拆借的隔夜利率，是資金成本的重要指標，但對於主導企業投資、房地產交易、耐用品消費等決定的中長久期(duration)利率水平，美聯儲無法直接影響，只能依賴貨幣政策對利率曲線的間接傳導。於是，在利率此價格工具無法再下調的情況下，美聯儲直接買入不同久期的國債與按揭抵押債券(mortgage-backed securities, MBS)，試圖通過大規模購買相關資產，推升其價格，壓低其收益率(yield)，把減息的影響範圍擴散。而作為央行，美聯儲印鈔買債的措施，直接增加基礎貨幣供應，向金融市場注入巨額流動性，美其名曰“量化寬鬆”。

QE 被視為非傳統貨幣工具，是因為政策利率的調整是央行的傳統工具。有別於為了保證聯邦基金利率不顯著偏離目標區間的暫時性公開市場操作，伴隨 QE 而來的是永久性公開市場操作(permanent open market operations, POMO)，央行的資產負債表亦不斷膨脹。經過數輪 QE 後，美聯儲的資產負債表規模，從 2008 年 QE 前約 9000 億美元，增加 900%至 2022 年 4 月的接近 9 萬億美元峰值。

從 2014 年開始，非傳統貨幣政策工具不斷擴充。歐元區、日本、瑞士、瑞典、丹麥、匈牙利等地央行陸續打破零利率下限的禁忌，實施負利率政策，造成債權人向借貸一方付利息的異象。日本央行更進行最為激進的貨幣政策實驗，推出負利率、量化寬鬆、利率曲線控制(yield curve control, YCC)的組合，稱之為質化及量化寬鬆(qualitative and quantitative easing, QQE)。

目前，中國貨幣政策環境與上述非傳統實驗面世時的狀況截然不同。首先，1 年期貸款市場報價利率(LPR)目前為 3.45%，考慮到中國政策利率調整相對低的頻率與溫和的幅度，距離零利率下限有相當可觀的空間。其次，中國不存在中長久期國債收益率居高不下，需要央行買債以壓低債息的情況。相反，債市投資者對中國國債需求保持旺盛，國債收益率反覆走低。再次，除了政策利率外，中國的傳統貨幣工具還包括存款準備金。目前大型銀行存款準備金為 8.5%，金融機構平均存款準備金為 7.0%，調整空間仍然充裕。

QE 免費午餐的迷思

可見，中國的貨幣政策環境並不存在需要求助於 QE 的基礎。更為值得注意的是，QE 作為最接近免費午餐的嘗試，代價不菲。央行印鈔買債表面上直接成本為零，但最終累計下來的副作用需要社會長期消化。

事實上，不少國家的立法及決策者原本對非傳統貨幣政策抱有戒心，設下軟性限制，可惜未能嚴格執行。在美國，聯邦儲備法案(Federal Reserve Act)規定美聯儲只能在不同尋常及緊急情況下(unusual and exigent circumstances)進行資產購買，卻無阻美聯儲在金融危機結束後持續大規模買債。在英國，同樣被定義為緊急措施的 QE，從 2009 年至 2021 年一直是政策工具箱的重要組成部分。在很長一段時間，關於 QE 後果的告誡被視為杞人憂天，但逐漸一一兌現。

首先，無論對於公共財政或是民眾福祉而言，QE 絕非免費午餐。

公共財政方面，英倫銀行在 4 月 30 日公佈了關於 QE“最終賬單”的官方預測。在 2022 年年末之前，由於債息整體趨勢向下，央行買債有利可圖。惟在大幅加息及縮表的影響下，直至 2030 年代初，英倫銀行 QE 相關資產每年預計虧損 200 億英鎊。不扣除通脹，英倫銀行 QE 整個生命週期的淨虧損為 1150 億英鎊，而基於淨現值(net present value)計算的淨虧損亦有機會高達 850 億英鎊。如果利率維持在高位的時間更長，虧損將進一步擴大。根據英國政府在 2009 年提供的擔保，相關虧損由納稅人承擔。而在

大西洋彼岸的美國，美聯儲單在 2023 年一年內就錄得了 1143 億美元虧損。

對於民眾福祉，QE 的後果則莫過於通脹飆升所造成的購買力嚴重下降。央行總資產的膨脹之所以沒有即時造成廣義貨幣供應的飆升，歸因於新增的流動性主要停留在債市、股市等資產市場內循環，雖然持續刺激資產價格攀升，但沒有顯著拉升整體物價，導致包括央行決策者在內的市場參與人士對通脹風險保持不以為然的態度。然而，疫情後出現的巨額福利開支、政府的高赤字預算、新一輪 QE，疊加在一起點燃了多年基礎貨幣急增的藥引，廣義貨幣供應以史無前例的速度膨脹，以致通脹接近失控，進而迫使央行作出 180 度轉變，實施數十年罕見的大力度緊縮措施。

姍姍來遲的貨幣緊縮，面對的是覆水難收的困境。美國 2022 年扣除通脹後的實質家庭收入中位數，比 2019 年的峰值低 4.7%。在日本，央行終於等到久違的通脹升溫，結果卻是實質工資在 2024 年 2 月錄得連續 23 個月萎縮。中國作為全球貿易第一大國，同樣受到商品價格波動、供應鏈擾亂、地緣政治衝突加劇、貿易摩擦矛盾升溫的影響，甚至有過之而無不及。惟在一樣的大環境下，中國整體物價基本保持穩定，與已發展經濟體的超高通脹形成強烈對比，最核心的原因正是中國沒有實施非傳統貨幣政策。可以設想，如果中國在過去幾年需要面對肆虐多國的通脹急升所帶來的挑戰，宏觀環境將難免變得更為複雜。

其次，長期非傳統貨幣政策有損金融穩定性。

鑒於美元作為全球儲備貨幣的獨特角色，美國承受 QE 副作用的能力理應較強。惟即便如此，美國的銀行系統同樣遭受衝擊。天量流動性被釋放後，貨幣供應飆升，銀行存款急增，部分銀行繼而選擇把資金投資於包括國債在內的長久期定息證券，最終無法承受利率上升所造成的巨額證券價格浮虧而破產。同時，QE 年代造成的商業房地產投資熱潮，正遭受疫情後工作模式變化與長期高利率的雙重打擊，相關貸款的風險敞口規模頗大。美國中小型銀行陸續出現的倒閉個案，顯示系統性風險不宜忽視。

相比之下，日本的金融穩定性更是千瘡百孔。無論從廣度還是深度而言，日本央行非傳統貨幣政策實驗的激進程度均無出其右，資產購買的範圍包括國債、企業債、股市 ETF 以及房地產投資信託基金。日本央行雖然結束了負利率政策，但仍然維持部分 QE 計劃。金融市場長期被嚴重扭曲，以及利差劣勢嚴重，導致日圓大幅貶值，甚至面臨匯率崩盤的局面，以至於政府需要動用有限的外匯儲備捍衛本幣，可謂是最為深刻的前車之鑒。

“中國版 QE”是對流動性管理的誤讀

綜上所述，中國目前的利率環境與非傳統貨幣政策的前提截然不同，而且 QE 的代價不菲，“中國版 QE”與事實不符。首先，相關文章的措辭是“完善基礎貨幣投放和貨幣供應調控機制，支持在央行公開市場操作中逐步增加國債買賣”。既然是買賣，就是雙向的操作皆有可能，而不是長期的永久性單向公開市場買債（即上文提到的 POMO）。在目前中國國債需求強勁，債息低企的環境下，欠缺大規模買入國債的理據。如果單純為了穩定國債收益率，理論上反而是賣出國債更容易解釋。其次，由於美聯儲首次減息的窗口不斷推遲，中美利差對人民幣匯率造成壓力，莫須有的“中國版 QE”只會導致兩國貨幣政策分歧的負面因素深化，徒然增加宏觀環境的挑戰。

最後，根據人民銀行的闡述，在二級市場進行國債買賣，可以作為“一種流動性管理方式”。由此可見，未來貨幣政策可運用的工具儲備確實增加了，但與非傳統貨幣政策無關。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版權屬撰稿機構及/或作者
所有，不得轉載。**

**本文章發表的內容均為撰稿機構
及/或作者的意見及分析，並不代
表香港中資銀行業協會意見。**