

从环球量化宽松经验教训分析“中国版 QE”的误读

中信银行（国际）首席经济师 卓亮

内容提要

- 中国目前货币政策与利率环境与 QE 面世时的状况截然不同，并不存在实施非传统货币政策的基础。
- 环球经验教训显示 QE 代价不菲，累积下来的副作用需要社会长期消化。
- 人民银行在二级市场进行国债买卖，应被视为流动性管理方式，与非传统货币政策存在性质上的区别。

近期，不少市场声音把人民银行关于在公开市场操作中逐步增加国债买卖一事，等同于中国版量化宽松(quantitative easing, QE)。然而，从中国目前货币政策与利率环境来看，并不存在实施非传统货币政策的基础。同时，西方主要央行的经验教训，也反映了长期 QE 带来的副作用与后果。

QE 等非传统货币政策的来源

日本央行是 QE 的鼻祖，但 QE 真正大行其道，要“归功于”美联储在金融海啸时任主席伯南克在美国推行大规模资产购买计划。当时，美联储把作为政策利率的联邦基金利率降至零后，触碰零利率下限(zero lower bound)，传统货币政策的宽松程度已经到达极限。

联邦基金利率作为美国银行间相互拆借的隔夜利率，是资金成本的重要指标，但对于主导企业投资、房地产交易、耐用品消费等决定的中长久期(duration)利率水平，美联储无法直接影响，只能依赖货币政策对利率曲线的间接传导。于是，在利率此价格工具无法再下调的情况下，美联储直接买入不同久期的国债与按揭抵押债券(mortgage-backed securities, MBS)，试图通过大规模购买相关资产，推升其价格，压低其收益率(yield)，把减息的影响范围扩散。而作为央行，美联储印钞买债的措施，直接增加基础货币供应，向金融市场注入巨额流动性，美其名曰“量化宽松”。

QE 被视为非传统货币工具，是因为政策利率的调整是央行的传统工具。有别于为了保证联邦基金利率不显著偏离目标区间的暂时性公开市场操作，伴随 QE 而来的是永久性公开市场操作(permanent open market operations, POMO)，央行的资产负债表亦不断膨胀。经过数轮 QE 后，美联储的资产负债表规模，从 2008 年 QE 前约 9000 亿美元，增加 900%至 2022 年 4 月的接近 9 万亿美元峰值。

从 2014 年开始，非传统货币政策工具不断扩充。欧元区、日本、瑞士、瑞典、丹麦、匈牙利等地央行陆续打破零利率下限的禁忌，实施负利率政策，造成债权人向借贷一方付利息的异象。日本央行更进行最为激进的货币政策实验，推出负利率、量化宽松、利率曲线控制(yield curve control, YCC)的组合，称之为质化及量化宽松(qualitative and quantitative easing, QQE)。

目前，中国货币政策环境与上述非传统实验面世时的状况截然不同。首先，1 年期贷款市场报价利率(LPR)目前为 3.45%，考虑到中国政策利率调整相对低的频率与温和的幅度，距离零利率下限有相当可观的空间。其次，中国不存在中长久期国债收益率居高不下，需要央行买债以压低债息的情况。相反，债市投资者对中国国债需求保持旺盛，国债收益率反复走低。再次，除了政策利率外，中国的传统货币工具还包括存款准备金。目前大型银行存款准备金为 8.5%，金融机构平均存款准备金为 7.0%，调整空间仍然充裕。

QE 免费午餐的迷思

可见，中国的货币政策环境并不存在需要求助于 QE 的基础。更为值得注意的是，QE 作为最接近免费午餐的尝试，代价不菲。央行印钞买债表面上直接成本为零，但最终累计下来的副作用需要社会长期消化。

事实上，不少国家的立法及决策者原本对非传统货币政策抱有戒心，设下软性限制，可惜未能严格执行。在美国，联邦储备法案(Federal Reserve Act)规定美联储只能在不同寻常及紧急情况下(unusual and exigent circumstances)进行资产购买，却无阻美联储在金融危机结束后持续大规模买债。在英国，同样被定义为紧急措施的 QE，从 2009 年至 2021 年一直是政策工具箱的重要组成部分。在很长一段时间，关于 QE 后果的告诫被视为杞人忧天，但逐渐一一兑现。

首先，无论对于公共财政或是民众福祉而言，QE 绝非免费午餐。

公共财政方面，英伦银行在 4 月 30 日公布了关于 QE“最终账单”的官方预测。在 2022 年年末之前，由于债息整体趋势向下，央行买债有利可图。惟在大幅加息及缩表的影响下，直至 2030 年代初，英伦银行 QE 相关资产每年预计亏损 200 亿英镑。不扣除通胀，英伦银行 QE 整个生命周期的净亏损为 1150 亿英镑，而基于净现值(net present value)计算的净亏损亦有机会高达 850 亿英镑。如果利率维持在高位的时间更长，亏损将进一步扩大。根据英国政府在 2009 年提供的担保，相关亏损由纳税人承担。而在

大西洋彼岸的美国,美联储单在 2023 年一年内就录得了 1143 亿美元亏损。

对于民众福祉, QE 的后果则莫过于通胀飙升所造成的购买力严重下降。央行总资产的膨胀之所以没有实时造成广义货币供应的飙升, 归因于新增的流动性主要停留在债市、股市等资产市场内循环, 虽然持续刺激资产价格攀升, 但没有显著拉升整体物价, 导致包括央行决策者在内的市场参与人士对通胀风险保持不以为然的姿态。然而, 疫情后出现的巨额福利开支、政府的高赤字预算、新一轮 QE, 迭加在一起点燃了多年基础货币急增的药引, 广义货币供应以史无前例的速度膨胀, 以致通胀接近失控, 进而迫使央行作出 180 度转变, 实施数十年罕见的大力度紧缩措施。

姗姗来迟的货币紧缩, 面对的是覆水难收的困境。美国 2022 年扣除通胀后的实质家庭收入中位数, 比 2019 年的峰值低 4.7%。在日本, 央行终于等到久违的通胀升温, 结果却是实质工资在 2024 年 2 月录得连续 23 个月萎缩。中国作为全球贸易第一大国, 同样受到商品价格波动、供应链扰乱、地缘政治冲突加剧、贸易摩擦矛盾升温的影响, 甚至有过之而无不及。惟在一样的大环境下, 中国整体物价基本保持稳定, 与已发展经济体的超高通胀形成强烈对比, 最核心的原因正是中国没有实施非传统货币政策。可以设想, 如果中国在过去几年需要面对肆虐多国的通胀急升所带来的挑战, 宏观环境将难免变得更为复杂。

其次, 长期非传统货币政策有损金融稳定性。

鉴于美元作为全球储备货币的独特角色, 美国承受 QE 副作用的能力理应较强。惟即便如此, 美国的银行系统同样遭受冲击。天量流动性被释放后, 货币供应飙升, 银行存款急增, 部分银行继而选择把资金投资于包括国债在内的长久期定息证券, 最终无法承受利率上升所造成的巨额证券价格浮亏而破产。同时, QE 年代造成的商业房地产投资热潮, 正遭受疫情后工作模式变化与长期高利率的双重打击, 相关贷款的风险敞口规模颇大。美国中小型银行陆续出现的倒闭个案, 显示系统性风险不宜忽视。

相比之下, 日本的金融稳定性更是千疮百孔。无论从广度还是深度而言, 日本央行非传统货币政策实验的激进程度均无出其右, 资产购买的范围包括国债、企业债、股市 ETF 以及房地产投资信托基金。日本央行虽然结束了负利率政策, 但仍然维持部分 QE 计划。金融市场长期被严重扭曲, 以及利差劣势严重, 导致日圆大幅贬值, 甚至面临汇率崩盘的局面, 以至于政府需要动用有限的外汇储备捍卫本币, 可谓是最为深刻的前车之鉴。

“中国版 QE”是对流动性管理的误读

综上所述，中国目前的利率环境与非传统货币政策的前提截然不同，而且 QE 的代价不菲，“中国版 QE”与事实不符。首先，相关文章的措辞是“完善基础货币投放和货币供应调控机制，支持在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖”。既然是买卖，就是双向的操作皆有可能，而不是长期的永久性单向公开市场买债（即上文提到的 POMO）。在目前中国国债需求强劲，债息低企的环境下，欠缺大规模买入国债的理据。如果单纯为了稳定国债收益率，理论上反而是卖出国债更容易解释。其次，由于美联储首次减息的窗口不断推迟，中美利差对人民币汇率造成压力，莫须有的“中国版 QE”只会导致两国货币政策分歧的负面因素深化，徒然增加宏观环境的挑战。

最后，根据人民银行的阐述，在二级市场进行国债买卖，可以作为“一种流动性管理方式”。由此可见，未来货币政策可运用的工具储备确实增加了，但与非传统货币政策无关。



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

**本文章版权属撰稿机构及/或作者
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构
及/或作者的意见及分析，并不代
表香港中资银行业协会意见。**