

研究 信息

2015年第52期

2015.05.14

城市金融研究所所长：

周月秋

国际宏观研究团队：

樊志刚 马素红 程实 宋玮 王婕

罗宁 郭可为 吕振艳

执笔：王婕

jie.wangcsjr@icbc.com.cn

对比美欧日， 中国式宽松为何不等于 QE？

要点

- 近期市场上所呼吁的中国版量化宽松与欧美日央行的量化宽松以及我国央行所定义的量化宽松并不匹配，不应将所有非降息降准的新型政策工具都归为量化宽松政策。
- 下一阶段我国稳健的货币政策将更加注重松紧适度 and 微调预调，“降息降准”仍将是最重要的货币政策工具，同时央行将综合运用多种政策工具，在保持适度流动性的同时，把重点放在将货币政策向实体经济传导，有效降低社会融资成本。
- 为了优化流动性的投向和结构，在落实“定向降准”等传统措施同时，将符合要求的特定地方债纳入央行抵押品管理框架，或是借助 PSL 由政策性银行买入此类债券的可能性都是存在的，但这两种方式都不属于通常所言的“量化宽松”范畴。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

对比美欧日，中国式宽松为何不等于 QE?

金融危机以来，QE（Quantitative Easing）之风从美国刮到欧洲，在其缘起的日本更是风速不断加大，现在似乎又有刮到中国之势。今年以来，在经济数据不振的背景下，市场上关于“中国也需要一场 QE”的呼声日渐高亢。然而，人民银行在最新发布的《2015年第一季度货币政策报告》（以下简称“政策报告”）中，对这一呼声给出了阶段性明确答复：目前各类货币政策工具都有较大的空间，能够有效调节和供给流动性，无须以量化宽松的方式大幅扩张流动性水平。但问题是，市场所说的 QE 与人民银行所说的 QE 是同一个东西吗？为此，我们有必要再次厘清到底什么是 QE。通过对比，本文认为近期市场上所呼吁的中国版 QE 与美欧日央行的量化宽松以及我国央行所定义的量化宽松可能并不匹配。在此基础上，本文就下一阶段我国央行货币政策的重点进行了判断。

一、从美欧日央行的政策看量化宽松政策的特点

事实上，目前学术界和业界尚未对量化宽松形成统一的定义。从资产负债表的角度出发，Shiratsuka（2010）认为量化宽松政策是指央行使用资产负债表的资产方和负债方，通过一系列非常规货币政策来吸收经济所遭受的意外冲击。而 Fawley 和 Neely（2010）则认为应从政策工具的角度去定义，认为量化宽松政策是指央行通过购买资产和增加信贷等手段，以增加货币基础的一种货币政策。欧洲央行执委会委员 Bini Smaghi（2009）则认为量化宽松政策所推出一系列措施的重要目标便是缓解金融市场的紧张状况。在《中国货币政策执行报告（2009年第一季度）》中，人民银行则将量化宽松政策定义为中央银行在实行零利率或近似零利率政策后，通过购买国债等中长期债券，增加基础货币供给，向市场注入大量流动性的干预方式。

虽然没有统一的定义，但并不妨碍量化宽松政策的运用。2001年，在实际利率降至为零的背景下，日本央行首次正式推出以“量化宽松”为名的一系列



非常规货币政策，其核心特点是央行将受其监管的金融机构存放于央行的准备金数额作为货币政策目标，大量买入多类资产，包括中长期国债、国库券、银行股权、商业票据等，以增大基础货币供应量。按照伯南克（2009）¹的解释，日本央行这种“纯粹的QE”把焦点放在了商业银行准备金上，即央行资产负债表的负债端，而资产端的构成（比如贷款、证券的结构）则存在偶然性。基于这种认识，在2009年美联储推出首轮资产购买计划时，时任主席伯南克认为这并不是量化宽松，而是信贷宽松（Credit Easing），因为美联储关注的是资产负债表的资产端，即美联储通过买入特定的贷款和证券组合，借助资产组合余额效应²，达到为家庭和企业创造宽松的信贷条件的目的。在美联储总计三轮的资产购买计划（以及一轮扭转操作）中，除了第一轮出于救助目的曾直接购买三大住房抵押贷款公司的直接债务外，其购买标的集中于中长期国债和机构住房抵押贷款支持证券（agency MBS），可见美联储购买资产的直接目的是压低中长期市场利率和支持房地产市场复苏。因此，在美联储的官方文件中极少看到“量化宽松”的字眼，而基本都使用“资产购买（Asset Purchases）”或是“资产负债表工具（Balance Sheet Tools）”。

2014年1月，在存款负利率和已有资产支持证券（ABS）与担保证券（Covered Bonds）购买计划基础上，欧洲央行又推出“扩大资产购买计划”（Expanded Asset Purchase Programme），欧版QE如期而至。根据该计划，欧洲央行共计将购买1.1万亿欧元的公共及私人部门证券（主要是欧元区成员国的“投资级”主权债券、机构债券、ABS等），其目的在于使欧元区摆脱通缩风险。

综合美日欧央行的资产购买计划，可以看出市场所公认的量化宽松政策具有以下特点：首先，都是在政策利率降至零下界，传统货币政策工具失灵的情

¹ 参见伯南克的演讲 *The Crisis and the Policy Response*, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>。

² 之所以会发生资产组合余额效应，是因为投资者资产组合中的各类金融资产之间并不具有完美的替代性。例如，某些机构投资者由于面临监管约束而仅能持有规定类型的证券，而个人投资者由于高额的交易费用或信息成本而不愿持有某些证券。金融资产的非完美替代性导致某些金融资产的供给变化会使其价格和收益率随之改变。据此，美联储购买MBS的行为减少了向私人部门的按揭债券供给，由于投资者不太愿意用其他金融资产来替代MBS，故在相对旺盛的需求下，MBS的价格上升、收益率下降，这有助于缓解紧张的金融市场氛围，有利于经济活动的正常开展。

况下而采取的更为激进的替代政策。其次，都是中央银行直接出手大举购买资产，央行通过快速扩张资产负债规模为市场提供大量的流动性，并带来商业银行超额准备金的较快增长。例如，三轮资产购买之后，美联储的资产总额增长了128%，银行的超额准备金增长了205%。第三，都是以创造超级宽松的货币环境为直接目的，但侧重点可能存在差异。例如，日本央行和欧洲央行是为了避免经济陷入通缩，而美国的重点在于为私人部门创造更为有利的中长期融资环境。第四，购买的资产类别并无定式，但中长期国债都是必选项。英格兰银行总裁 King(2009)³以购买资产的不同对量化宽松政策做了进一步划分，认为“传统的”非常规政策通常是购买政府债券等高流动性资产以增加货币供给，而“非常规的”非常规政策则是通过购买特定目标资产来提升特定信贷市场的流动性。

二、对下一阶段我国货币政策的判断

回转头来看我国市场对量化宽松的看法，总结各家机构的观点，认为央行应采取的量化宽松政策主要有以下几种：一是直接购买商业银行的信贷资产，降低银行的不良贷款率和风险资产占比，以此增强银行的放贷意愿；二是注资政策性银行，曲线购买地方债，如通过 PSL 的方式向政策性银行注资，专门用以购买置换银行贷款的万亿地方债；三是拓宽 PSL 的合格抵押物范畴，例如可将特定的优质信贷资产、地方债纳入到合格抵押物中，以增加资金供给。

但这三种方式是否都适宜被划归 QE 呢？或者说，是否是人民银行眼中的 QE 呢？笔者认为不尽然。首先，结合前述欧美日量宽政策特点来看，以上三种方法中只有第一种央行购买信贷资产是央行直接出手购买资产，而另外两种央行都没有直接参与市场，更应划入“有抵押的再贷款”范畴。即使是前者，由于是购买面向特定行业的信贷资产，而非国债等政府债券，似乎也更符合“信贷宽松”的定义。其次，根据前述人民银行对“量化宽松”的界定，后两种方法可能也不属于此范畴。在人民银行的视角中，可能要同时满足央行直接购买债

³ 资料来源：King, Mervin, 2009, *Speech to the CBI Dinner, Nottingham, at the East Midlands Conference Centre, Jan. 20, 2009.*



券、向市场注入“大量”流动性的方式才属于“量化宽松”政策。而从优化流动性的投向和结构，引导金融机构优化信贷结构的角度出发，定向的再贷款再贴现政策既非央行直接购买，也非过度“放水”，那么可能也就不属于QE的范畴。因此，我们认为市场对QE的解读与人民银行并不匹配，既有交集，也存在明显差异。

有鉴于此，尽管人民银行表示“无须以量化宽松的方式大幅扩张流动性水平”，但不意味着未来在形势需要的情况下，第二和第三种政策不会成为可能的选项，理由有三：

其一，如果实体经济融资成本依然居高不下，央行仍可能灵活运用创新型货币政策工具来增强政策有效性。自去年11月以来，人民银行已经三次降息两次降准，银行间市场流动性充裕，7天同业拆借利率较去年末已下降超过300个基点（见图1），但是这种宽松并未能有效地传导至实体经济。截至3月末，非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.56%，仅较去年12月下降22个基点（见图2）。因此，人民银行在“政策报告”中指出，需“疏通货币政策向实体经济的传导渠道，解决突出问题，提高金融运行效率和服务实体经济的能力”。换言之，为了提升货币政策有效性，人民银行不一定非要等到基准利率降至临近于零，才能采取其他创新型工具来疏导政策传导渠道。

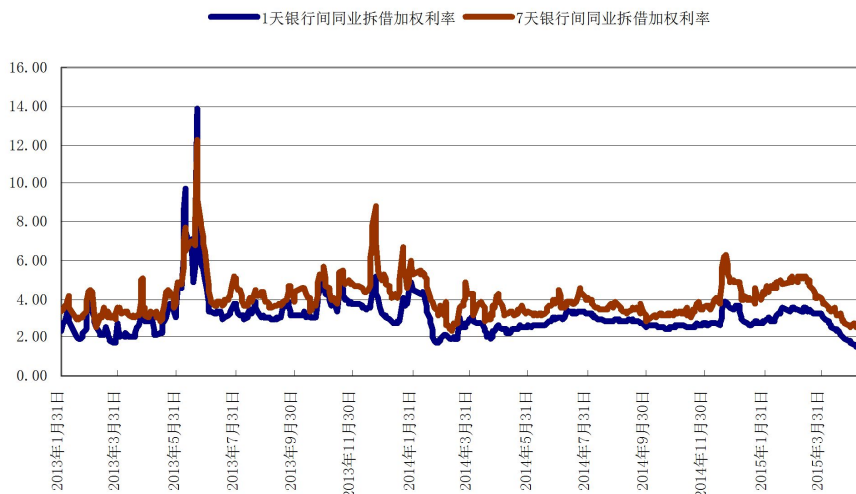


图1 银行间同业拆借加权利率

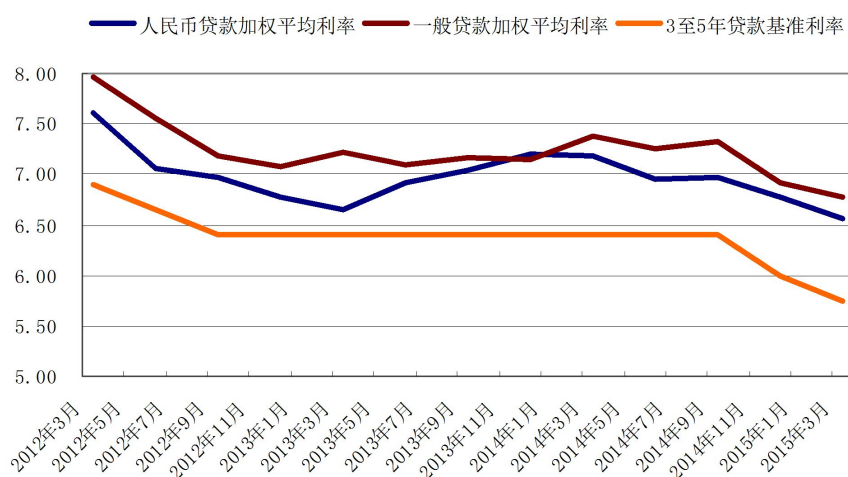


图2 贷款基准利率和贷款加权平均利率

其二，如果大量地方政府债券上市，导致市场流动性趋紧或是挤占流向实体经济的信贷资源，不排除央行会通过大幅度降准或利用PSL等政策工具进行定向的流动性调节。原定于4月23日招标发行的江苏省首批置换债券因故推迟，市场普遍认为是因其发行利率过低导致无人问津，但此后《第一财经日报》报道，江苏省财政厅某处级人士表示江苏发债暂缓是因为今年发行地方债券额度剧增，涉及到金融机构的资金面调度，需要相关部门进行协调。无论真实原因为何，都已说明今年高达1.6万亿的地方债（包括1万亿元置换债券和6000亿元地方政府新增债券）发行确实会增加市场资金的占用，如何既保证发债顺利又避免挤占信贷资金，是央行不得不考虑的问题。

其三，人民银行明确表示将“完善中央银行抵押品管理框架”，合格抵押品的范畴将扩大。“政策报告”在表示将更多的信贷资源配置到“三农”、小微企业等重点领域和薄弱环节的同时，还新增“进一步发挥开发性和政策性金融作用，支持棚改、水利、中西部铁路等重大项目建设”，这意味着涉及上述领域的地方债存在纳入抵押品范畴的可能。

综上，我们认为，下一阶段我国稳健的货币政策将更加注重松紧适度和微调预调，继续坚持“稳定总量、优化结构”八字方针。“降息降准”仍将是重



要的货币政策工具，同时央行将综合运用多种政策工具，在保持适度流动性的同时，把重点放在将货币政策向实体经济传导，有效降低社会融资成本。为了优化流动性的投向和结构，在落实“定向降准”等传统措施同时，将符合要求的特定地方债纳入央行抵押品管理框架，或是借助 PSL 由政策性银行买入此类债券的可能性都是存在的。而这几日媒体广泛报道的财政部、人民银行和银监会联合发文，规定采取定向承销的方式发行地方债，将地方债纳入抵押品框架。如果为真，则恰是选择了前一种方案。但应注意，这两种方式都不属于通常所言的“量化宽松”范畴。