

为什么双降不是 QE?

交通银行首席经济学家 连平

与常规货币政策不同，量化宽松（QE）是指央行通过直接购买政府债券和银行等金融机构的有价证券，直接向市场注入流动性，以干预经济运行的非常规政策操作。美国在次贷危机后，实施了三轮共约 4 万亿美元的 QE。日本分别 2001 年、2010 年和 2013 年实施 QE，仅 2013 年安倍“三支箭”就向市场直接释放约 350 万亿日元。欧盟于 2015 年开始实施规模约 1.1 万亿欧元的资产购买计划。发达经济体相继推出 QE，大都有相似的经济背景。诸如系统性金融风险爆发，经济结构性严重失衡，劳动力市场急剧萎缩、经济增长持续低迷，通缩压力持续放大，流动性枯竭导致传统货币政策工具失灵，银行正常的信贷流程受阻等。去年底至今，中国连续多次的降准降息是否是中国版 QE，倍受社会各界关注并引起热议。

三性叠加使经济承压，连续双降为稳增长

我国连续“双降”主要是针对当前经济、物价以及市场流动性形势变化所作的货币政策选择，旨在稳增长和进一步降低企业融资成本并改善融资环境。我国三季度经济金融数据显示，当前经济下

行压力依然较大，主要表现为“周期性”、“结构性”、“外生性”三性叠加。**周期性方面**，三季度 GDP 破 7，消费价格指数与生产者价格指数持续背离，并且房地产投资仍在持续下行，基础设施投资也小幅回落，这都在很大程度上拖累了当前固定资产投资增速。此时亟需货币政策从逆周期角度实施调控以确保为增长提供一个相对宽松的货币金融环境。**结构性方面**，受 PPI 持续负增长影响，工业企业利润增速下降，企业投资意愿不强。虽然降准等数量型货币政策工具在多次使用后，对经济的边际刺激效应有所下降，但是短期内为达刺激经济企稳目标，加之降准相对于降息具备更大向下操作空间，进而通过降准全面释放流动性仍显必要。降息则可引导企业融资成本进一步下行，逐渐改善企业经营利润水平和投资意愿。**外生性方面**，压力主要来自于当前国际经济金融环境相对走弱，如出口明显减速等。这在一定程度上增加了近期我国资本流出和人民币贬值压力，同时也对我国进一步采取降息政策带来一些制约。随着美国加息局势的逐渐明朗，未来降息政策不得不兼顾两方面平衡，即降低融资成本与控制资产价格上涨的内部平衡和合理引导资本流动的内外平衡。这表明我国当前的政策调控只是适度 and 谨慎的，是以常规工具开展的审慎操作。

双降与 QE 存在本质区别

从政策特征来看，美日欧 QE 与我国双降存在显著的本质差异。QE 作为一种非常规货币调控手段，指的是央行通过公开市场直接大

规模购买政府债券，尤其是银行金融资产等；在央行资产负债表扩张的同时，导致市场货币供应量迅速增加，是非常时期的非常手段。鉴于央行具有发行货币的功能，理论上央行直接购买资产的能力为无限大，因而其宽松效应的市场威慑力很大。降准降息与 QE 本质区别在于 QE 实施会显著扩张央行资产负债表，并且政策传导路径短，迅速直接地增加市场流动性。而降准仅仅是将银行吸收存款后上缴央行的资金部分释放回银行体系，通过影响银行体系的信用创造来改变货币乘数，并最终影响全社会货币供应量的目的。降息对市场流动性影响则更加间接，对市场利率等价格指标也更多地是起到一种引导的作用，与 QE 直接购买金融资产导致市场价格快速止跌甚至上行明显不同。

QE 可以说是货币政策体系中一支“超级兴奋剂”，短时间内能为市场注入大量流动性，在扩大央行资产负债表的同时，其实增加了国家信用风险。一些经济发展不是太好的国家若贸然实施 QE 稳定经济甚至可能陷入更大困局。虽然 QE 可在危机局面使资产价格快速企稳止跌，但是将 QE 草率运用于一个仅仅处于下行压力较大的国家，则可能引发资产价格泡沫。相比之下，双降更像一副中成药，功效释放有个过程；其短期效应不及 QE 强劲，降准所释放的信贷投放能力传导至实体经济也需要一定的时间。降息对市场融资成本下行的引导作用也并非一蹴而就。通常降准降息效应完全体现需要 2-3 个季度的政策消化期。尤其是双降工具有明确的边界，不可能无限制使用，两者都降为零则调整空间消失。由此可见，双降

作为传统的货币政策工具是用作预调、微调的恰当选择，也更加符合当前我国中长期稳增长目标的需要。

美日欧 QE 实属无奈，中国常规政策工具实施空间不小

从政策工具的可选范围来看，QE 是美欧日等发达国家无奈之举，而就我国目前形势而言，常规性货币政策工具操作空间相对较大，并且可使用的工具种类也更为灵活。国外实施 QE 的背景是名义政策利率已经触及“零”下界，通过降息来促使实际利率下行并刺激经济复苏已几无可能。在这种情况下，才不得不采取直接扩张央行资产负债表的非常规办法来支持经济。而我国尚未面临“零利率”的约束，名义利率水平仍在“零”之上。尽管未来降息的空间并不大，但降息在一段时间内仍可以作为进一步宽松货币政策的备选方案。相比之下，即使经过多次降准，我国当前的金融机构存款准备金率仍处于 2007 年以来的一个相对高位水平，至少还有 2.5% 的可下调空间。因此当再次需要增大货币政策支持力度的时候，准备金工具和利率工具都仍有应对能力，并且降准措施也不直接扩大央行资产负债表，更不会产生国家信用大量兜底金融体系流动性风险等隐患。

QE 市场冲击巨大，双降契合稳中偏松格局

从政策实施规模和市场反应来看，以美国为例，2008 年—2014 年间所实施的三轮 QE，总共向市场释放了约 4 万亿美元的流动性。三轮 QE 使得美国基础货币由 2008 年 11 月（QE1 实施起点）的 1.44

万亿美元扩张至 2014 年 10 月的 4.00 万亿美元，扩大 2.78 倍。考虑货币乘数的影响，美国 M2 将增加约 7-8 万亿美元。显而易见，QE 对整个货币供给规模的影响是十分惊人的。相比之下，从去年底至今，我国共实施了五次降准和六次降息，期间基础货币余额并未发生变化，甚至今年二季度基础货币余额数据显示较去年四季度基础货币减少 5000 亿人民币。由此可见，我国实施的降准措施，很大一部分原因还是为应对外汇占款减少所产生的流动性缺口，满足经济增长对流动性的正常需要。尽管近期外汇市场预期趋于平稳，外汇占款对流动性的影响基本中性，但未来受国际经济金融震荡的输入性影响，资本流动仍具有一定的不确定性。因此，当前的双降只可谓是“中性偏松”的政策选择，并非类似 QE 的强刺激。

稳增长需防风险，传统工具更审慎

从审慎性角度来看，与 QE 直面和对抗风险不同，中国货币政策宽松并非无限度地扩张，尤其是在当前国际经济形势不稳，国内“三性”叠加的局势下，每一项货币政策推出应该是兼顾了稳增长、防风险和调结构等多项平衡的结果。从长期看，我国有降杠杆的需求。短期内为了稳增长和控风险，有必要继续适度地加杠杆或将杠杆保持在一定的水平。但鉴于我国金融总量大，杠杆率持续上升，未来风险会不断积累。2014 年末我国 M2 与 GDP 比值已达 1.93，预计五年后可能达到 2.3。从前瞻控风险出发，货币政策未来可能又会稍微收紧以控制杠杆率进一步上升。与此同时，未来货币政策或许会基

于控制资产泡沫和防通胀需求放缓进一步宽松的脚步。在流动性充裕、利率水平明显回落的情况下，北上广深和部分二线城市房价已经开始上涨。并且过去的经验告诉我们，当 M1 增速明显上升后，CPI 出现上涨是个大概率事件。为应对未来可能出现并发展的资产泡沫和消费领域的通胀，货币政策需要前瞻性地适度控制货币增速。再者，在经济增长持续下行条件下，市场容易形成货币贬值预期和资本流出压力，货币政策还有稳定资本流动和汇率水平的需求。近期外汇占款大幅负增长，外汇储备罕见地大幅减少以及人民币承受了很大的贬值压力，尤其是在美国加息预期强烈的背景下，特别需要关注和防控资本阶段性出逃和货币贬值风险。

毫无疑问，中国的双降是基于政策宏观审慎性考虑的结果，是稳健偏松调控政策的具体表现。其助力稳增长目标实现，推动市场利率下行、降低融资成本以及维持流动性充裕的作用将会逐步体现。由于今年中国经济实现 7% 左右增长目标并无太大悬念，短期内亦无“硬着陆”风险，未来货币政策宽松操作会相对审慎，更加没有“中国式 QE”的必要。