

中国式 QE：“债务—通缩”循环与 非常规货币政策选择

张英杰、余璐、李诗、郭静静、谭畅

2014年以来,随着中国经济步入“新常态”,宏观经济面临着投资收益趋势性下降,而生产成本又有所上升的双重挑战,致使投资需求不足,经济增速持续下滑。生产成本上升一方面来自于劳动力价格的上涨,另一方面则在于融资成本近年来维持高位,再加上此前积累的大规模债务问题,叠加PPI持续负增长,宏观经济面临着“债务—通缩”效应的威胁。在这种情况下,降低企业融资成本、防止“债务—通缩”循环出现成为经济增长需要重点解决的问题。为此自2014年以来货币政策逐步放宽,自2014年11月底以来,央行累计已经实施了5次降息^①、4次降准^②,与此同时,央行还通过公开市场操作、中期借贷便利(MLF)、常备借贷便利(SLF)以及抵押补充贷款(PSL)等工具对流动性进行调节。从这些政策的实施效果来看,短端利率有了较大幅度的回落,而中长端利率却回落乏力,企业融资成本依旧高企,PPI同比降幅也进一步扩大。在经济整体处于弱势复苏的宏观背景下,银行惜

^① 2014年11月22日、2015年3月1日、2015年5月11日、2015年6月28日及2015年8月26日分别实施降息

^② 2015年2月5日、2015年4月20日、2015年6月28日、2015年9月6日分别实施降准,除2015年6月28日为定向降准,其他三次均为普降与定向降准结合

贷情绪浓厚、实体经济有效信贷需求不足,大量流动性淤积金融体系,致使融资成本下行受阻;而为防范债务危机,大量资金用于债务的借新还旧,进一步减少了流入实体经济的资金,使得当前货币政策无法有效传导,再加上美联储即将步入加息通道、人民币贬值压力加大,可能进一步引发资本外流,造成市场对未来流动性有所担忧,降息、降准等操作的效用也在开始递减。

尽管从绝对增速来看,中国经济的指标与其他经济体相比仍处于相对较高的水平,但与以往相比的大幅下滑仍然威胁着经济的稳定。如果下滑的趋势进一步恶化甚至让中国经济陷入通缩陷阱,届时除了要將货币政策转向全面宽松,以为实体经济提供更多资金,同时也要让市场对未来流动性保持宽松预期,并进一步引导利率回落,还需要采取一定的非常规货币政策措施,通过提升资产价格的方式来降低长期无风险利率,从而带动实体经济降低成本。

需要指出的是,无论是常规货币政策还是非常规货币政策,所发挥的作用一是在于向市场提供充足的流动性,二是通过多种措施疏通金融资源流向实体经济的渠道,但这除了依赖于货币政策良好的传导机制及有效的激励措施,还需要结构性改革、财政政策支持等多方面配合,需要央行、财政部、发改委等宏观调控部门更加高效的协调和配合。本文对中国货币政策的讨论与建议也是建立在这一基础之上。

本文由以下五个部分组成:

第一部分,分析了新常态下中国经济面临的两个问题:一是企业面临劳动力成本和融资成本双高,尤其不能承受融资成本高企(伴生企业融资难问题);二是通缩压力叠加企业高杠杆,经济处于“债务—通缩”循环边缘;

第二部分,介绍了非常规货币政策实施的理论基础以及日本、美国及欧洲等主要发达国家对非常规货币政策的具体实践;

第三部分,梳理了 2014 年以来的货币政策及作用,认为货币政策需由稳健转向宽松;

第四部分,提出了对中国式 QE 的政策建议;

第五部分,探讨了中国式 QE 的潜在风险。

一、中国经济的“债务—通缩”循环风险

中国经济新常态下,劳动力成本和企业融资成本双双上涨,实体经济面临的形式愈发严峻。另一方面企业部门债务居高不下的债务水平遏制了企业的投资动力,银行惜贷导致资金难以进入实体经济,与此同时生产领域的通缩压力越来越大,中国经济面临着“债务—通缩”风险。经济结构调整过程中,用工成本的上升不可避免,因此,解决企业融资难、融资贵的问题是恢复企业活力、经济企稳的关键所在。而向实体经济注入流动性不仅是为了满足企业的融资需求,更是缓解经济跌入通缩陷阱的压力。这一部分首先分析我国企业发展现状,阐述劳动力成本上升背后的原因,并挖掘影响企业融资成本高的因素,接着说明中国经济面临怎样的“债务—通缩”循环风险,最后说明在解决当前重要问题中货币政策的重要性,为后文提出“中国式 QE”提供依据。

1.1 有效投资需求不足,制造业不景气,民营企业倒闭风险高

2015 年上半年,中国宏观经济在各类数据超预期回落中步入新常态的艰难期。在外需低迷、投资大幅度下滑的作用下,总需求收缩十分明显,经济下滑开始从过去“新常态”潜在增速回落主导的模式转化为“趋势力量”下滑与“周期性力量”回落并行的格局。政府前期刺激政策导致资本边际收益下降,工业品生产部门减速,进一步拉低基础设施投资的边际收益。只有增加有效投资,提高企业的投资效率,使得技术创新的边际收益能够缓冲资本边际收益下降,才能提升企业竞争力,恢复企业活力。

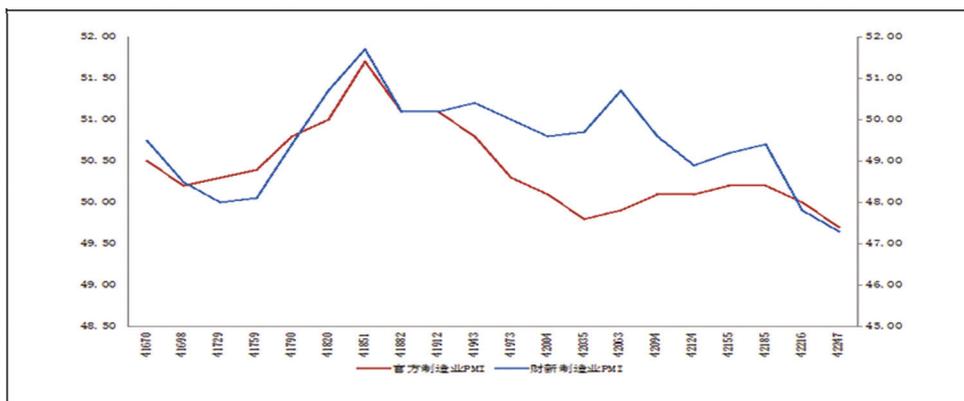


图 1 2015 年以来财新制造业 PMI、官方制造业 PMI 双双下降

资料来源:恒生聚源,中诚信国际整理

作为衡量制造业景气程度的先行指标,财新制造业 PMI8 月份终值创新低,连续 6 个月低于荣枯线 50,显示制造业持续疲软。自 2009 年 3 月以来下降幅度最大,中国制造业运行出现 6 年以来最显著放缓,表明生产需求下降。

此外,企业绩效指标持续恶化。规模以上工业企业利润明显下滑,与此同时,工业企业的亏损面在不断扩大,亏损企业的个数持续增加,且亏损总额增速更快。其中,国有企业的亏损总额变化剧烈。民营企业破产数据虽然没有官方统计,但破产事件屡屡发生。根据民营经济发达的浙江省统计数据显示^①,2014 年浙江省高级人民法院受理企业破产案件 346 件,审结 269 件,同比分别上升 145.07%和 265.79%。破产企业债务总额达到 1595 亿余元,比 2012 年的 243 亿元增长了近 6 倍。除了浙江省,全国经济发达的其他省市,民营企业倒闭的数量日渐增多,除了受到内外需不足的影响,企业融资难、融资成本高所导致的资金链断裂是引起企业破产的重要原因。

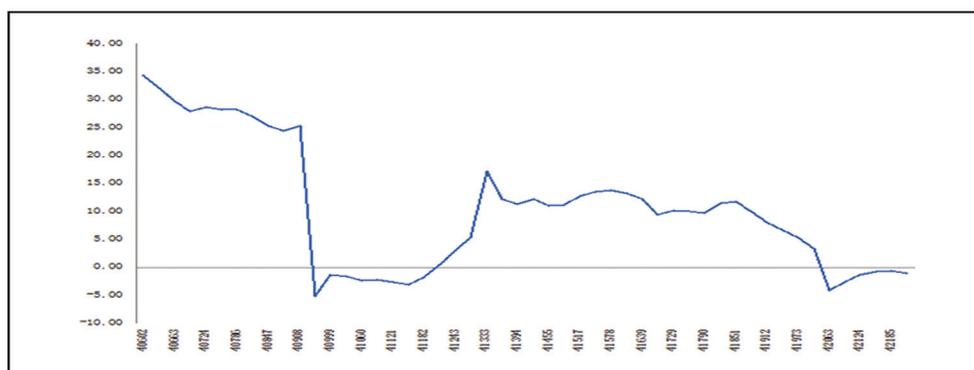


图 2 工业企业利润为负

资料来源:恒生聚源,中诚信国际整理

1.2 企业受困劳动力成本、融资成本双高难题

(1) 劳动力成本趋势性上涨

经济增长的方式由其要素禀赋结构决定,而经济增长的长期动力来源于资本积累、劳动力投入和技术进步(Lucas,1988;Romer,1990)。改革开放以来,中国利用人口红利优势,大力发展劳动密集型产业,积累了大量的物质资本。然而,近年来,随着经济社会发展与人口年龄结构变动等多种因素的影响,中国劳动力成本的

^① <http://news.hexun.com/2015-03-23/174297599.html>

优势正在减弱。

中国劳动力价格的上升基于多种原因,主要包括以下三点:一是计划生育政策的实施导致就业人口总数逐渐下降;二是随着经济总量的增长政策决定的最低工资水平逐渐提高;三是随着教育水平的提高,劳动力市场的供求不平衡日渐明显,尤其是制造业“用工荒、用工难”问题愈加突出。劳动力成本上升对经济发展来说是一把双刃剑,一方面,随着收入的增加,居民消费水平得到提高,促进经济向内需型增长转变;另一方面,劳动力成本的上升会增加企业成本负担,挤压企业的生产经营利润,抑制投资需求,使企业经营成本加大。但是,尽管劳动力成本上升增加了企业经营负担,但由于人口结构变化、居民收入增长需求等因素影响,劳动力成本上升趋势在相当一段时间内不可逆转。

(2)长端利率难降、银行惜贷加剧企业融资困境

企业融资难、融资贵是近几年困扰企业的最大难题,不仅可用于投资的长端实际利率一直没有明显下降,资金进入实体经济也面临重重阻碍。我们认为导致这些的主要原因有以下三个方面:

1)利率传导机制不健全,长端利率难以下降。2014年以来,货币市场利率已经下降,一方面宏观经济不断下滑,另一方面短端利率降至最低水平附近,而短端利率的下降无法传导到长端利率和贷款利率上,降准、降息的边际效应正在递减。这种流动性陷阱更多地表现在金融市场中,其根源在于企业赖以生存的银行融资体系,无法把金融市场的流动性向实体企业传导。

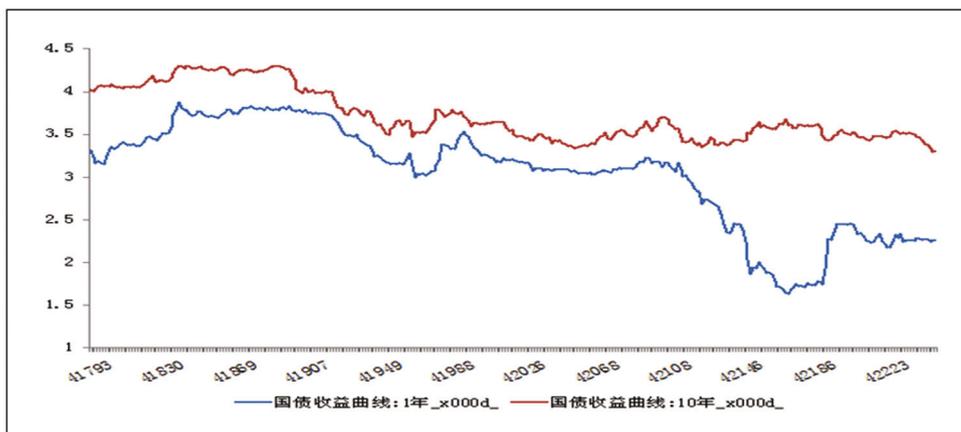


图3 1年期国债收益率明显下行,10年期国债收益率维持高位

资料来源:恒生聚源,中诚信国际整理

利率传导机制不健全主要有几个方面的原因，一是货币市场、债券市场是割裂的，缺乏协调，无法相互影响；甚至规模较大的债券市场的定价机制也不健全，各债券品种之间定价联动效应较弱，短期品种定价向长期品种定价传导性较弱，基础债券品种收益率曲线还不完善。二是证券市场和信贷市场是割裂的，银行间市场信用利差无法传导到信贷市场，央行只能通过合意贷款管理和其他非常规方式来调控。三是以银行为核心的信贷投放机制存在结构性问题。受我国经济体制和风险溢价因素影响，银行信贷投放偏重大型国有企业，中小微企业占有的信贷资源很少，导致中小微企业议价能力较低，融资成本居高不下。

2) **考虑通胀水平的实际利率高企。**实际利率是指剔除通货膨胀后投资得到的真实回报。一般来说，实际利率等于名义利率减通货膨胀率。对于欧美发达国家来说 CPI 能反映其真实通货膨胀水平，而对于现阶段的我国，PPI 更能反映生产领域企业面临的真实的通货膨胀水平。2012 年 3 月至今，PPI 持续为负，这就导致企业承受的实际利率仍然较高，如果再考虑到经营状况的持续恶化，企业经营已经十分艰难。

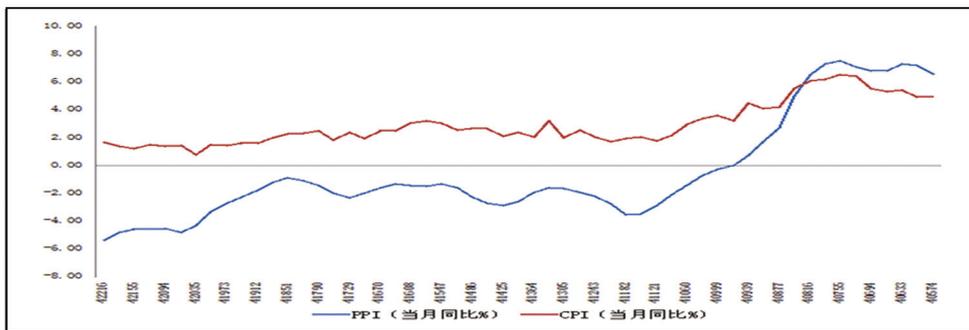


图 4 PPI 持续为负，且与 CPI 之间的差值逐渐扩大

资料来源：恒生聚源，中诚信国际整理

3) **银行惜贷加剧企业融资难。**受经济结构结构调整的影响，国内银行业对产能过剩行业的信贷更加审慎，这对国内企业的现金流产生一定影响，其中反映最为敏感的是中型企业以及小微企业，而后逐步向大型企业扩散。中国银行业的不良贷款率逐年升高，根据银监会数据，截止 2015 年 6 月末，银行业金融机构不良贷款余额为 1.8 万亿，同比增长 35.7%，比年初增加 3222 亿元，已达去年全年增量的 1.25 倍。银行业的不良贷款已经连续反弹 14 个季度，预计未来上市银行不良率仍将维持高位。一方面，由于融资平台公司未来已不能借政府名义举债，也不能借政

府名义担保融资,债务负担过重、财务状况较差的融资平台公司可能出现债务不可持续和债务违约,相关的金融机构将面临不良资产上升的压力。另一方面,虽然银监会很早就要求商业银行对房地产企业贷款实施严格的信贷政策,但是在信贷之外,银行信贷则通过各种渠道,诸如信托、理财等方式,依然将资金输送到房地产市场。此外,小微企业所特有的相对高风险特征逐渐显现,不良贷款率明显高于其他贷款的平均水平。经济增速放缓对小微企业的影响将在较长时间内持续,未来小微企业不良贷款率仍有进一步上升的可能。

在不良率大幅上升的压力下,银行风险偏好的实质性下降会影响其信贷投放。银行在给企业放贷方面,存在惜贷的问题,尤其对小微企业的信贷进一步收紧。目前,工业企业生产经营形势依然严峻,主营业务收入增速下滑,企业库存压力加大、应收账款居高不下的趋势或仍将持续,对银行的信贷投放形成制约。目前银行仍处于风险规避阶段,对高风险领域“惜贷”,仅愿意投放低风险品种,如个人按揭、小企业的贴票、大企业信贷等。

1.3 企业部门高杠杆叠加通缩问题加大宏观经济风险

(1) 企业存量债务规模过大,抑制新增投资

企业部门的债务工具较多,除了传统的银行贷款,企业还可以通过发行债券进行直接融资,除此之外,非标产品的快速发展也进一步拓宽了企业的融资渠道。企业部门债务规模及债务率远远高于其它部门。2008年企业部门的债务规模约在32.7万亿^①水平,债务率刚刚超过100%,到2014年底,企业部门的债务率已经超过170%。数据表明,企业部门债务率增长过猛,并且已经大大高于90%的警戒线。从债务结构来看,随着债券市场及非标产品的发展,企业部门债务结构发生了较大变化,银行贷款规模占比下降了24个百分点,而非标类债务及信用债规模分别上升了17和7个百分点。

^① 以存量信用债、非金融性公司及其他部门贷款以及非标债务加总得到,其中信用债包括中期票据、短期融资券、公司债、企业债、中小企业集合债、中小企业集合票据、PPN、中小企业私募债等,非金融性公司及其他部门贷款数据取自央行金融机构信贷收支平衡表

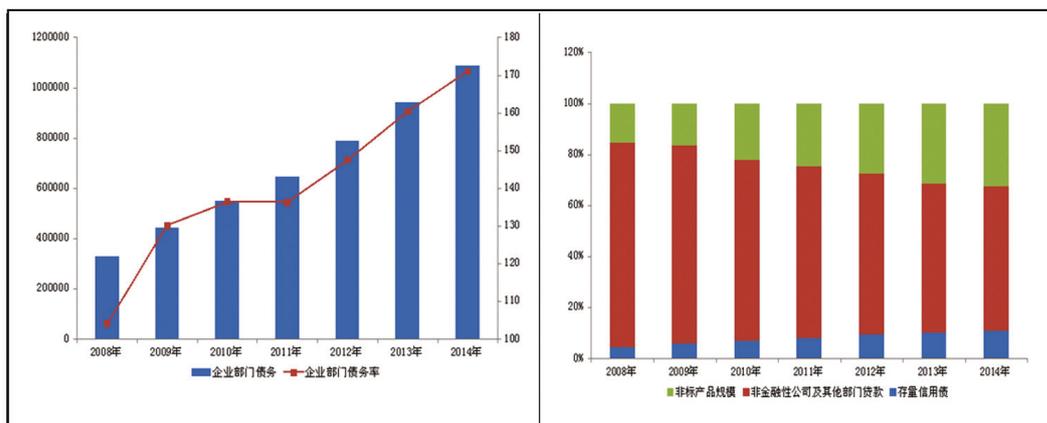


图 5 企业部门债务率远远高于居民及金融部门 图 6 贷款类债务占比最大,非标债务迅速膨胀
资料来源:中诚信国际整理

近年来随着经济增速的回落,一些企业经营形势不断恶化,债务偿还能力逐步削弱,而许多企业为了维持生存和经营,将大量资金用于借新还旧以维持债务不违约,因此用于新投资的资金相对减少。与此同时,对于新增融资,由于企业的偿债能力弱化,加上货币市场环境限制,融资成本也不断提高。企业债务负担过重不仅给企业带来巨大的财务成本,而且可能会消耗企业大量的自有资本,在这种情况下,企业即使面临良好的投资机会,也只能望而却步,影响企业的正常经营和发展。

(2) 通缩风险逐步加大,叠加债务问题凸显“债务—通缩”循环风险

当前中国的 CPI 与 PPI 变化趋势背离,其中 PPI 同比增速连续 41 个月负增长,生产制造部门长期陷入通缩。而 CPI 增速虽然为正,但 2015 年以来绝对水平一直在 2% 以下,与生产领域差距持续加大。通货紧缩在短期内对经济是个小的波动,但如果叠加企业的高债务问题,则可能陷入费雪的“债务—通缩”陷阱,出现“生产者价格(PPI)收缩—实际利率上升—负债恶化—经济进一步收缩”的恶性循环,将经济拖入萧条。

企业部门降杠杆和遏制生产领域的持续通缩都是现阶段中国经济从宏观层面需要解决的重要问题。而对于企业本身,缓解企业的融资压力又关系到企业的持续正常经营。面对这些问题,需要多个部门和环节的通力配合,而无论是降低企业融资成本、给实体经济提供充足的流动性,还是缓解通缩压力创造有利于经济复苏的温和通胀的环境,货币政策在这其中需要发挥重要的支持作用。

二、非常规货币政策实施理论基础与经验总结

从 1930 年代的大萧条到 20 世纪 90 年代日本经济危机及其后来对非常规货币政策的首次实践再到 2007—2008 年金融危机后各主要发达国家纷纷采取以零利率和量化宽松等为主要内容的非常规货币政策,国际上对非常规货币政策已经积累了较为宝贵的理论及实践经验。这一部分首先介绍常规货币政策理论,并从常规货币政策失灵出发,介绍了目前主要的非常规货币政策理论。在此基础上,我们对日本、美国和欧洲已有的非常规货币政策的具体实践进行梳理,由此给出我们所理解的非常规货币政策内涵。

2.1 非常规货币政策实施理论

(1) 主流常规货币政策理论

西方经济学经历了古典经济学、凯恩斯主义、货币主义、新古典经济学、新凯恩斯主义等多流派理论的发展,已经形成了比较完整的货币政策理论框架。在此框架下,货币当局通过一系列的货币政策工具作用于操作目标进而影响中介目标,最终实现其物价稳定、充分就业、经济增长及国际收支平衡等四大主要目标。具体来看,货币政策工具主要包括存款准备金政策、再贴现政策以及公开市场操作。货币政策的操作目标介于政策工具和中介目标之间,是货币政策工具影响中介目标的传送点,包括基础货币、存款准备金、短期利率等。货币政策的中介目标是中央银行为实现货币政策最终目标而选择作为调节对象的目标,包括货币供应量、长期利率等。货币政策的传导过程可以用图 1 表示:

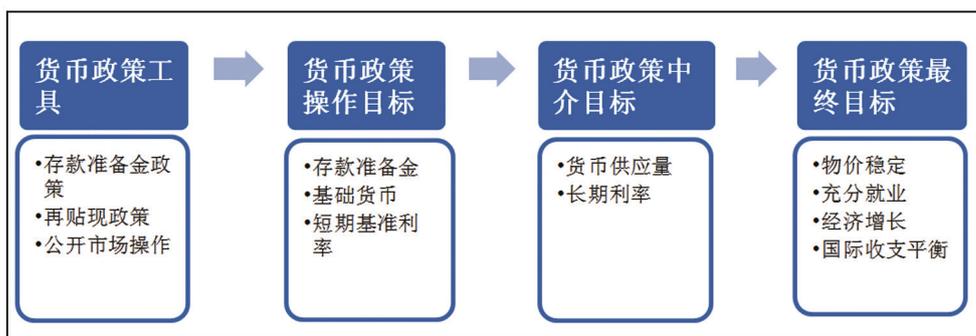


图 7 货币政策传导机制

资料来源:中诚信国际整理

在具体的实践中,美国、日本和欧洲等发达资本主义国家,主要是以凯恩斯及其后来追随者的货币需求理论及 IS—LM 模型为指导依据,关注货币政策的利率传导途径。根据凯恩斯的货币需求理论,利率由货币供给与需求决定。货币供给由货币当局决定。货币需求则由人们的流动性偏好决定。当人们对货币的流动性偏好增加,其需求量就会大于供给量,这样利率便会上升;相反的情况下利率便会下降。当满足人们流动性偏好的货币需求量等于货币当局发行的货币量时,利率就会达到均衡水平。在流动性偏好一定的情况下,货币当局可以通过控制货币供应量来调节利率进而影响投资和总需求。如此,凯恩斯通过利率把货币经济和实体经济联系起来。

希克斯和汉森在此基础上概括出的一个经济分析模式,即 IS—LM 模型。其中 IS 曲线上任意一点均表示产品市场均衡,即投资 $I=$ 储蓄 S 时收入与利率之间的关系, LM 曲线上任意一点均表示货币市场均衡,即货币需求等于货币供给时的收入与利率之间的关系。IS 与 LM 曲线的相交点即为产品市场与货币市场同时均衡时的利率与收入水平,如图 2。在这样的货币理论指导下,美、日、欧央行常规货币政策框架即通过公开市场操作调节短期政策利率目标,从而影响市场上的短期利率水平,并由短期利率水平进一步传导至长期利率,由此影响投资、消费及总需求。

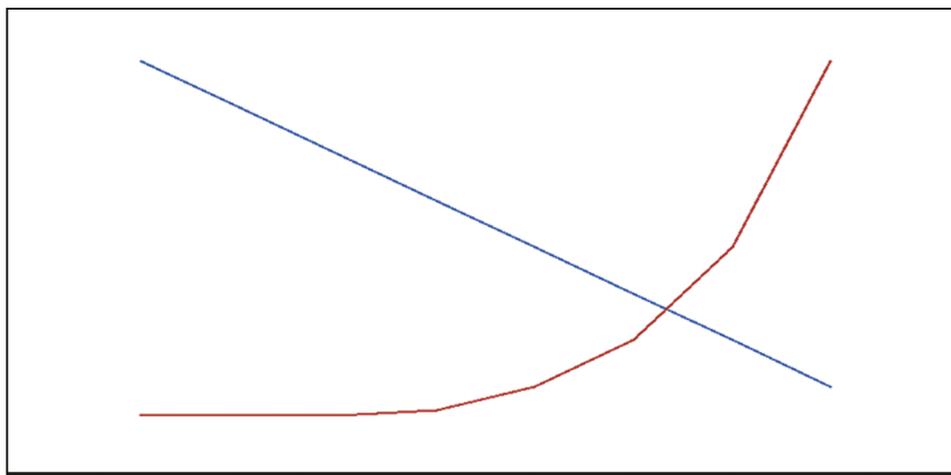


图 8 IS—LM 曲线

资料来源:中诚信国际整理

(2)非常规货币政策理论讨论

然而,当经济陷入凯恩斯提出的“流动性陷阱”或费雪的“债务—通缩效应”后,这一政策框架就会失效,前者指当利率水平下降到一定水平时,人们会有利率将会上升,证券价格将会下降的预期,使得对货币的需求变得无限大,此时无论货币当局发行多少货币,都会被人们储存起来,货币供给增加既无法增加产出,也无法改变价格。后者指“生产者价格收缩—实际利率上升—负债恶化—经济进一步收缩”这一恶性循环,若经济衰退加剧则可能引致通货膨胀预期下降乃至通货紧缩预期的产生,这将可能使得实际利率反超名义利率,甚至可能造成名义利率为零而实际利率为正的情况,从而使经济步入通货紧缩螺旋。由此引发出对非常规货币政策的讨论。

非常规货币政策的理论雏形最早起源于货币主义学派代表人佛里德曼“直升机撒钱(helicopter money)”的货币投放方式,佛里德曼(1969)指出,货币当局在零利率或极低利率下仍可以通过继续货币扩张,从而改变公众的预期,货币政策甚至可以跨越金融中介,直接向企业和消费者放贷并创造货币,从而帮助实体经济走出流动性陷阱。佛里德曼的结论是“货币很重要(money matter)”。此后,伴随着1990年代日本经济危机、长期通货紧缩以及为应对这些挑战的零利率及量化宽松货币政策,西方经济学界和央行官员对非常规货币政策进行了丰富的研究,其中最具代表性的当属克鲁格曼和伯南克。

克鲁格曼发展了凯恩斯的“流动性陷阱”假说,将广义的流动性陷阱定义为当名义利率降到零时,总需求仍持续下降,小于生产能力的状态。当利率降到一定程度时,公众仍然可能将钱存入银行,储蓄总量将超过充分就业所需的量,但是却不能通过金融机构转化为实际投资,总需求不足的原因主要在于预防性货币需求对利率弹性无限大,而不是投机性需求的利率弹性无限大。克鲁格曼把流动性陷阱的本质归结为一个信息或预期问题。把凯恩斯投机性动机角度的流动性陷阱扩展到了预防性动机。当经济陷入流动性陷阱后,产出水平和效率都会下降,经济处于停滞状态,这种情形也会影响人们的预期,人们开始担心未来的信用问题,于是减少投资和消费,最终使得经济更加恶化。由此得出结论,管理预期是使经济走出通缩陷阱的重要途径,如果公众相信未来通货膨胀将重现,实际利率也会下降,从而刺激总需求和经济增长。

伯南克对佛里德曼的货币供应量视角进行了修正、创新和完善,并系统论证了在通货紧缩的条件下、当货币政策到达零利率边界时,央行可能采取的应对策略。

伯南克认为,在短期名义利率达到零利率边界后,央行还可以采取“非传统”的政策手段继续刺激经济。伯南克提出三项主要措施:管理公众对未来利率水平的预期、改变央行资产负债表的结构以及扩大央行资产负债表的规模。具体的做法包括:央行可以通过购买或承诺购买长期国债和机构债券的方式,将市场利率控制在低位,扩大购买资产的数量和种类将货币注入经济,或通过向银行提供低息贷款、与财政部门配合等多重方式投放流动性。伯南克正式将有关央行资产负债表调控的政策称为中央银行资产负债表政策,并将扩大资产负债表规模的相关政策称为量化宽松政策(Quantitative Easing),将改变资产负债表组成的相关政策称为信贷宽松政策(Credit Easing)。这些理论最后也成为 2007~2008 年金融危机期间美联储非常规货币政策的蓝图。

除此之外,米什金也认为购买中长期国债、甚至私人金融资产,可以稳定资产价格,并且通过多种传导机制影响总需求,同时这一措施可以修复银行、企业和家庭的资产负债表,从而使金融系统恢复功能。

从上面的理论可以看出,非常规货币政策仍然是处于主流经济学构建的货币政策理论框架里,通过一系列的货币政策工具作用于操作目标、中介目标实现货币当局的最终目标。不过,在具体的政策工具及传导机制方面,非常规货币政策又与常规货币政策有着明显的区别。首先,在政策工具上,常规货币政策主要采用公开市场操作,买卖的对象为国库券或其它短期政府机构债券,而在非常规货币政策框架下,公开市场操作对象主要是中长期国债及一些非政府部门的金融资产,包括机构债券、政府担保企业债券甚至股票资产等,除此之外,再贷款、再贴现以及存款准备金政策也同时发挥作用;在货币政策的传导机制方面,常规货币政策主要是通过公开市场操作调节短期市场利率,进而传导至长端利率,由此影响实体经济。非常规货币政策下,短期市场利率已经没有调整空间,央行或是通过调整长期资产的供求关系来影响长期利率水平从而间接影响微观主体的经济行为,或是由此进一步影响存款准备金供给量和货币存量,来达到刺激经济的目的。此外,相比于常规货币政策,非常规货币政策更加强调央行引导公众预期的能力,包括克鲁格曼、伯南克及其他一系列学者的研究均指出,管理预期是使经济走出通货紧缩陷阱的重要途径。克鲁格曼认为央行需要认真地重新制造通货膨胀,伯南克则认为,央行购买金融资产的政策效力取决于其政策的可信度和引导市场预期能力,因此在他提出的三项措施中,他认为对公众预期的管理更应发挥危机期间货币政策的主导作用。

表 1

常规与非常规货币政策对比

	常规货币政策	非常规货币政策
货币政策工具	主要是公开市场买卖短期政府债券	主要为长期资产购买计划
操作目标	短期市场利率	央行经常账户余额或基础货币
中介目标	长期利率	长期利率、货币供应量
主要目标	主要是控制通胀	主要是刺激经济、走出通缩
传导渠道	利率传导、信贷途径等	资产负债表途径、低利率引导途径、绕开信贷环节途径、非货币资产途径及与财政扩张配合等多种途径等

资料来源：中诚信国际整理

2.2 主要发达国家的非常规货币政策实践

根据实施背景及时间的不同,可以将主要发达国家对非常规货币政策的实践分成两个阶段:第一阶段为日本央行 2001—2006 年为应对通缩及经济增速下滑,在将基准利率降至零附近之后,又正式推出在正常情况下不可能达到的极端宽松措施^①;第二阶段则是 2008 年以来主要发达国家央行为应对由次贷危机引发的全球金融危机而采取的一系列非常规政策措施。这些非常规货币政策具有较多共同特征:首先,这些非常规货币政策的最终目标均是为了应对经济衰退以及通货紧缩问题;其次,从政策手段来看,均包含一系列的货币政策工具创新,特别地,各央行均实施了大规模的资产购买计划,除此之外,各央行均在非常规货币政策实施过程中,明确了这些政策的截止时间或截止条件;再次,从政策的直接后果来看,各央行的资产负债表结构或规模发生了重大变化,相关资产价格也出现较大幅度的增长;最后,从政策实施效果来看,非常规货币政策确实取得一些常规货币政策所不能达到的成果:就第一阶段而言,日本央行 2006 年 3 月结束非常规货币政策后,该国 GDP 和 CPI 确实恢复了正增长。就第二阶段而言,在金融危机早期各国实施的非常规货币政策也确实维护了金融市场稳定,避免了危机的进一步蔓延。

^① 即“monetary easing as drastic as is unlikely to be taken under ordinary circumstances”,出自日本央行议息会议 2001 年 3 月 19 日公告

尽管如此,由于不同阶段各国面临的问题有所差异,加上各国国情有所差异,不同阶段以及不同国家所采取的非常规货币政策内容又略有差异。具体来看:

(1)次贷危机前日本 2001—2006 年的非常规货币政策实践

日本在这一阶段实施的非常规货币政策主要是为了应对由科技泡沫破灭以及全球经济的下滑而造成的经济严重衰退以及通货紧缩问题,非常规货币政策内容主要包括如下四个方面的内容:一是将货币政策的操作目标由隔夜利率转变为日本央行的经常账户余额(下简称“经常账户余额”);二是承诺在核心 CPI 恢复增长之前货币政策保持不变;三是扩大央行经常账户余额;四是直接购买(outright purchase)长期政府债券,同时强调购买长期政府债券并不是为了干预资产价格,而是为了提供稳定的流动性,并规定长期国债购买的上限为发行纸币的余额(the outstanding balance of banknotes issued)。^①2006 年 3 月,日本央行宣布将货币政策操作目标转回隔夜利率,标志着日本对量化宽松政策的第一次实践结束。

自 2001 年 3 月日本央行开始实施量化宽松政策至 2006 年 3 月结束该项政策,日本央行经常账户余额由最初的 4 万多亿日元增长至 30 多万亿日元,带动基础货币余额从 60 多万亿日元增长至 100 多万亿日元。与此同时,央行持有的政府有价证券也从不到 60 万亿日元的规模扩大至 100 万亿日元左右水平,3 个月期国债利率降至接近零,10 年期国债收益率也从 2001 年 2 月的 1.4%降至 2003 年的 0.5%低位。从日本央行实施量化宽松政策的最终目标来看,该项政策在一定程度上遏制了经济衰退局面,部分恢复了市场信心,并最终使得价格指数重返正增长。数据显示,日本实际 GDP 同比增速自 2002 年四季度开始由负转正,且增速不断扩大,到 2006 年一季度 GDP 同比增长达到 2.6%;CPI 同比降幅自 2002 年 2 月逐步收窄,并最终在 2006 年 5 月恢复正增长。

^① 日本央行逐步将央行经常账户余额目标由 5 万亿日元提高至 35 万亿日元,部分月份取消上限;将每月购买的政府长期债券规模由 4000 亿日元扩大至 1.2 万亿日元,同时采用回购协议方式购买商业票据,并扩大符合抵押条件的资产证券化产品,基础资产范围由租赁应收款和应收账款以及担保债券(CBO)和贷款抵押债券(CLO),扩大到包括住房抵押贷款和房地产产生的现金流;除此之外,日本央行还在此期间采取了包括放松伦巴第型放贷工具(Lombard-Type Lending Facility)条件、降低官方再贴现率(the official discount rate)至 0.1%、为政府向大和银行(Resona Bank)注资提供流动性、将回购协议下到期政府证券展期以及保持央行政策更透明等措施。

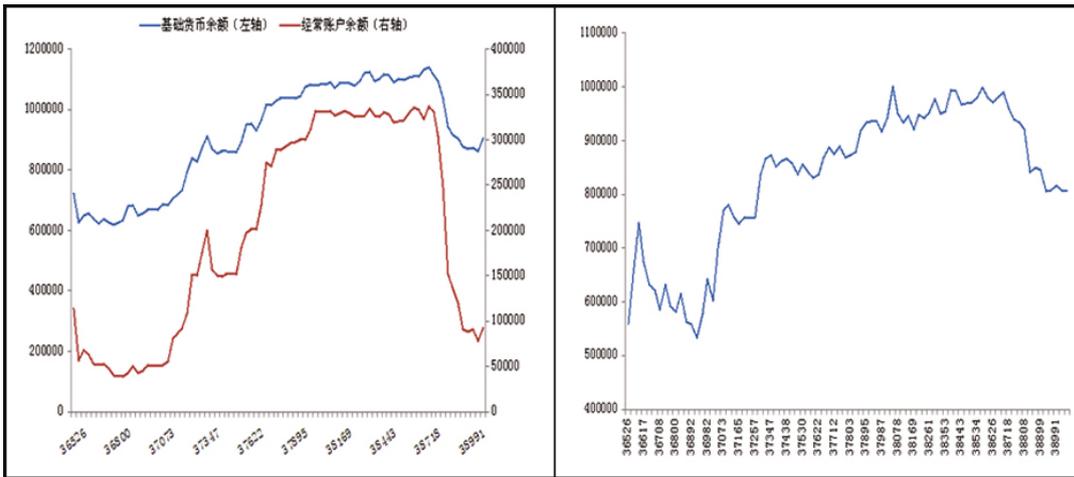


图 9 日本央行经常账户余额与基础货币 图 10 日本央行持有的政府有价证券

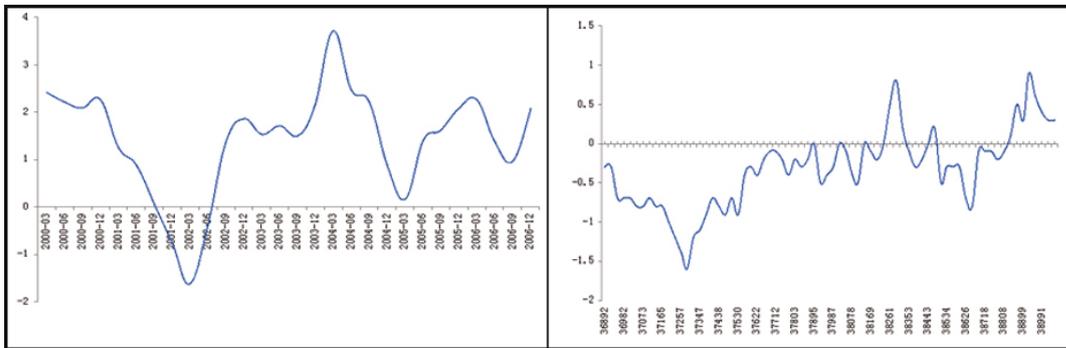


图 11 2000—2006 年日本 GDP 同比增长速度 图 12 2000—2006 年日本 CPI 同比增速

资料来源：日本央行，中经统计数据网，中诚信国际整理

(2)金融危机以来主要发达国家对非常规货币政策的实践

美联储创新短期市场流动性工具叠加三轮“QE”

金融危机期间，美联储进行了一系列货币政策工具创新，以解决短期市场流动性问题，这其中既有为银行、存款类机构及其他金融机构提供流动性的工具（以下简称金融系统流动性工具），也有直接为核心信贷市场的借款人及投资者提供流动性的工具（以下简称信贷市场流动性工具），除此之外，由于本次危机是全球性的，美联储还与欧洲、瑞士、加拿大、日本等十余个国家的央行进行了货币互换安排，在全球范围注入美元资产，避免世界金融体系发生的流动性危机。

除了在短期市场提供流动性外，美联储还推出了大规模的资产购买计划，用于支持信贷市场正常运行，降低长端利率，从而使金融市场环境更为宽松。自 2008 年 11 月底以来，美联储已经实施了三轮资产购买项目，即是市场上所熟知的 QE1、

QE2 以及 QE3^①。美联储同时表示,将在预期通货膨胀率在一到两年内不会突破 2.5%的情况下,而失业率保持在 6.5%以上时维持接近零的利率水平。在 QE1 与 QE2 以及 QE2 与 QE3 之间,美联储还进行了再投资及扭曲操作,前者是为了使所持有的债券规模保持不变,后者是为了在保持央行所持证券规模不变的情况下降低长端利率。2013 年上半年,随着美国经济和就业数据表现良好,美联储从 5 月开始多次向外界透露缩减 QE3 的可能,最终于 2014 年 1 月开始逐步缩减资产购买规模,至 2014 年 10 月第三轮资产购买计划结束。此后美联储仍维持接近零利率水平。

日本央行由宽松到全面宽松再到质化及量化宽松(QQE)

自金融危机发生后,日本货币政策经历了由宽松到全面宽松再到质化及量化宽松三个阶段的演变,货币政策操作目标则经历了从隔夜利率到基础货币的演变。日本的非常规货币政策措施更加着眼于改善实体经济融资环境,在 2008 年底就引入公司融资特殊资金供给便利(Special Funds—Supplying Operations to Facilitate Corporate Financing),2012 年 10 月底又设立新的信贷措施来向银行提供低利率长期信贷资金,这部分信贷包括两部分:增长支持信贷工具(Growth—Supporting Funding Facility)以及银行刺激信贷工具(Stimulating Bank Lending Facility)^②。除此之外,日本央行也推出了大规模资产购买项目,且购买范围更广^③,且购买额度逐步扩大。日本在实施 QQE 期间,也引入了无限期资产购买方式(open—ended asset purchasing method),与美国主要以就业市场改善为终止条件不同,日本主要以物价稳定为终止条件,到目前为止,日本 CPI 同比增速仍未达到 2%,QQE 仍在进行。

与 2001—2006 年的非常规货币政策相比,金融危机后日本货币政策更为激进。截止 2015 年 7 月底,日本央行总资产规模超过 354 万亿日元,较 2008 年底增长了近两倍。而在之前的量化宽松阶段,日本央行的总资产仅增长了约四分之一。本轮量化宽松的资产购买范围与规模也大大增加,截止 2015 年 7 月底,日本央行

^① 其中 QE1 购买的品种包括政府支持机构(GSE)直接负担的债务(以下简称“机构债”)、抵押贷款支持证券(MBS)以及美国长期国债, QE2 购买的品种为美国长期国债, QE3 购买的品种为 MBS 及美国长期国债,前两轮 QE 均设定了额度及终止时间,第三轮则为不限期购买,终止条件为就业改善。

^② 前者总额为 5.5 万亿日元,后者则不设上限。

^③ 除了长期政府债券和国库券(treasury discount bills),还包括商业票据(CP)、资产支持票据(ABCP)、公司债、交易型开放式指数基金(ETF)及不动产投资信托(J-REITs)等其他金融资产。

持有的政府有价证券达到 299 万亿日元,较 2008 年底增长了将近 4 倍,其中长期政府债券持有量为 249 万亿日元,较 2008 年底增长了 5 倍,日本央行持有的其他金融资产约 12.6 万亿日元。

欧洲央行强化信贷支持及资产购买措施

金融危机期间欧洲央行非常规货币政策一方面着眼于改善金融体系流动性问题,另一方面则在于解决欧元区主权债务问题。就政策工具而言,欧洲央行的非常规货币政策大体上可以分为以下两大类:**强化信贷支持(Enhanced Credit Support)**。通过提供信贷支持,为金融市场提供充分的流动性。具体措施包括:1)引入固定利率全额分配机制(fixed-rate tenders with full allotment,以下简称 FRFA)^①,在这一机制下,银行流动性需求决定了市场流动性供给,从而可以避免市场发生流动性危机;2)增加了 LTROs 的期限品种^②;3)扩大了合格资产抵押品范围;**资产购买措施**。根据购买资产范围的不同,又可以分为四大类:1)资产担保债券购买计划(CBPP)^③;2)证券市场计划(SMP),2010 年 5 月,欧洲央行启动了 SMP,即欧洲央行直接购买政府和私人的债券。2012 年 9 月,欧洲央行推出“直接货币交易”新国债购买计划,证券市场计划便同时终止^④;3)抵押资产支持证券购

^① 2008 年 10 月 8 日欧洲央行宣布自 2008 年 10 月 15 日起,所有的主要再融资操作(MROs)都将采用固定利率全额分配机制,10 月 15 日又进一步决定将起将这一机制引入长期再融资操作(LTROs),自引入 FRFA 机制后,欧洲央行不断退后其结束日期,最新的决定显示该机制至少将维持至 2016 年 12 月

^② 在常规货币政策框架下,LTROs 的期限为 3 月期,此后又增加了 6 月期品种、1 年期品种、3 年期品种、与养护期限(maintenance period)相同的特殊期限品种以及定向再融资操作(TLTROs)。2008 年欧洲央行进一步增加了 6 月期品种以及与养护期限(maintenance period)相同的特殊期限品种,2009 年又实施了 3 个一年期 LTROs,2011 年年底以及 2012 年一季度,又各实施了 1 个三年期 LTRO,2014 年 6 月又推出定向再融资操作(TLTROs);

^③ 前两轮 CBPP 已经结束,分别购买了 600 亿及 164.18 亿欧元,第三轮仍在进行,将至少持续至 2016 年 10 月。2009 年 5 月宣布实施第一轮 CBPP,计划于 2009 年 7 月至 2010 年 6 月底,购买 600 亿欧元的以欧元计价的资产担保债券,2011 年 10 月宣布实施第二轮 CBPP,计划于最迟于 2012 年 10 月完成总额 400 亿欧元的以欧元计价的资产担保债券,第二轮 CBPP 最终因一级市场资产担保债券发行有限以及三年期 LTROs 推出而只购买了 164.18 亿欧元,2014 年 10 月又宣布了第三轮 CBPP,与前两轮不同,此次资产担保债券的购买并没有设定具体的额度及结束期限,而将持续至少两年;

^④ 证券市场计划启动后,截至 2011 年 2 月底,欧洲央行已经从希腊、爱尔兰、葡萄牙等重债国购买了共计 740 亿欧元的政府债券。但随后欧洲央行中止了购买国债的行动,在连续 5 个月内并未继续启动证券市场计划。2011 年 8 月,面对严重的欧债危机态势,为了稳定债券市场,欧洲央行又重启证券市场计划。欧洲央行在重启计划的第一周内就购进了 220 亿欧元的国债,主要以西班牙和意大利等重债国的政府债券为主;

买计划(ABSPP)^①;4)直接货币交易(OMT),欧洲央行为继续维护金融市场的稳定,于2012年9月推出直接货币交易(OMT)。从客观上讲,OMT是一种无限冲销买债计划,即欧洲央行可以自行决定在二级市场上购买债券的起止期限,对购入债券无数量限制,但是会将购入债券全部冲销。在一定程度上,欧洲央行推出的OMT是对SMP的取代,欧洲央行以此期望通过直接介入债券市场帮助重债国在危机期间渡过难关。不过由于部分欧元区成员国的反对,该项计划至今仍未实施。

此外,与其他国家有所不同,欧洲央行并未将利率长期保持在低位,并维持相当一段时间,而是通过对欧元区通胀水平和经济状况的定期公布与解读来影响公众对于利率的预期。欧洲央行在操作实践中也印证了这一点。^②

(3)非常规货币政策实施经验总结

概括而言,各国实施的非常规货币政策内容主要包括三个方面的内容:1)政策承诺,无论是美国、日本还是欧洲,在实施非常规货币政策的时期都曾向市场承诺,或向市场表明非常规货币政策实施的具体时间段,或向市场承诺非常规货币政策结束的条件,由此充分引导公众对未来货币政策乃至经济形势、物价走势的预期;2)充足的流动性供应,这一点与常规货币政策框架下的宽松货币政策内容较为一致,但在非常规货币政策框架,除了向金融体系供应充足的流动性外,更强调对实体经济的直接资金供给,包括日本的固定利率共通担保基金供给、美国的信贷市场流动性供给工具以及欧洲的TLTROs等均具有此性质;3)大规模资产购买,特别是对长期资产或非政府部门金融资产的购买,这是非常规货币政策的核心特征,也是市场对非常规货币政策的最普遍理解,即通常所说的量化宽松(Quantitative Easing, QE)。在金融危机中,各国央行还加强了货币政策之间的协调与合作,自2008年以来美国、日本及欧洲央行之间的货币互换协议规模大幅增加。

不过由于实施阶段的不同以及各国面临的问题有所不同,各国非常规货币政策的实施重点又有所不同。日本第一阶段非常规货币政策重点在于解决通缩问题,因此着眼于扩大市场流动性,购买国债仅是实现这一目的的手段,而金融危机

^① ABSPP与CBPP3同时推出,主要是欧洲央行直接购买ABS,同CBPP3一样,该计划仍在进行。

^② 2011年4月,欧元区的通货膨胀率攀升至2.8%,超过了央行设置的2%的警戒线,并且有潜在抬高的趋势。为了应对通货膨胀,欧洲央行在保持22个月的低利率水平(1%)后,重新将基准利率上调25bp,达到1.25%;三个月后,又再一次上调25个基点。但这次加息周期犹如昙花一现,仅仅维持了不到4个月。由于欧债危机的深化以及欧元区经济的疲软,欧洲央行于2011年11月开始,又重新开启降息政策,至2014年9月10日,MRO利率降低至0.05%,而隔夜存款利率降为-0.2%。

时则日本央行重点需解决因金融危机带来的实体经济融资不畅问题,因此这一阶段日本央行购买的资产范围更为广泛,除了长期国债外,还包括多种非政府部门金融资产^①,除此之外还出台了一系列支持企业融资的政策。美国作为次贷危机的源头国,最需解决因 MBS 流动性危机引发的金融乃至经济危机,因此对 MBS 的购买力度最大,以解决房地产市场流动性,从而维护金融市场的整体稳定。欧洲央行实施非常规货币政策初期是为了应对金融危机,后来则更多是解决欧债危机问题,因此最初的非常规货币政策重在解决金融市场流动性问题,后期则更多是放在购买欧元区重债国的国债及欧元区发行的资产担保债券、ABS。

各国央行实施非常规货币政策的直接结果是基础货币及央行资产负债表的大幅扩张,另一个突出影响就是金融资产价格的上涨。就非常规货币政策实施的效果而言,由于目前只有美国完全停止了资产购买项目,但基准利率仍维持在 0 至 0.25% 的近似零利率水平,而日本和欧洲央行的 QE 仍在持续进行中,欧洲央行行长近日还暗示将可能扩大 QE 规模或延长 QE 实施期限,因此尚难以合理评价 QE 的实施效果。不过,从维护金融市场稳定,避免金融市场发生流动性危机这个角度来看,美国、日本和欧洲央行均达到了该目标。但在带动经济走出通缩及恢复增长方面,仅从数据指标来看,尽管在非常规货币政策实施过程中,各国 CPI 同比增速均出现回升,但持续时间并不长,到目前为止,美国、日本和欧洲均未达到各自的通货膨胀目标,后两者仍在继续实施 QE,以后能否达到也有待观察。从经济增长指标来看,美国经济增长已经有所恢复,而日本和欧洲经济增长仍然差强人意,欧洲主权债务危机问题仍亟待解决。

在梳理了非常规货币政策的相关理论及具体实践后,本文认为非常规货币政策的内涵包括如下几个因素:1)央行向金融体系乃至实体经济注入大量流动性,以帮助金融、经济体系重新正常运转;2)采用的政策工具主要是大规模购买中长期资产,包括政府或非政府机构金融资产;3)非常规货币政策具有一定的应急措施性质,央行需要明确退出的时间或条件,从而引导公众的合理预期。与多数研究的结论不同,本文并不认为实施非常规货币政策的必要条件是短期利率为零或接近零。常规货币政策失灵的根本原因在于利率传导渠道受阻,一个很有可能的结果是在短端利率降为零之前,货币政策的传导机制已经失效了。因此非常规货币政策实施条件更应着眼于疏通常规货币政策下受阻的政策传导渠道,也即意味着常规货

^① 商业票据(CP)、资产支持票据(ABCP)、公司债、交易型开放式指数基金(ETF)及不动产投资信托(J-REITs)等

币政策和非常规货币政策并非不能并行。

三、货币政策应由稳健转向宽松

货币政策虽然其无法中国经济面临的投资收益下降和劳动力成本上涨趋势，却可以通过调整利率水平以及经济体系的资金供应量来影响微观主体的投资决策。但这有赖于货币政策传导机制的通畅与否。在这一部分，本文通过回顾人民银行 2014 年以来采取的各项常规货币政策的实施效果，以及对中国当前的经济形势与世界其他主要经济体在推出非常规货币政策时的情况进行比较分析，讨论推出“中国式 QE”的可能性，进而对其实施方案和潜在风险提出建议和意见。

3.1 现行货币政策对经济复苏支持作用有限应转为宽松

(1) 2014 年以来货币政策梳理

2014 年以来货币政策实际由中性偏紧转为稳健，进入 2015 年央行继续实施稳健的货币政策，与积极的财政政策相配合，保持货币市场适度流动性，货币政策的的方向则主要表现为稳定总量搭配定向调节。

一方面，全面降息降准，增加货币投放，保持流动性总量合理。自从 2014 年底开始，外汇占款持续下降，为弥补因外汇流入减少和市场持汇意愿变化形成的流动性缺口，2015 年前 8 月央行共 3 次普降金融机构存款准备金率，以保持流动性整体合理充裕。同时，央行 4 次下调人民币存贷款基准利率，意图引导社会融资成本下降。^①

从公开市场操作来看，2014 年上半年，针对外汇占款增长先快后慢、春节等季节性因素对流动性的影响，央行以正回购为主、逆回购为辅，并搭配使用 SLO 操作保持流动性充足。2014 年下半年，央行逐步降低公开市场正回购操作力度和频率，通过正回购到期和 SLO 操作促进流动性和货币市场的平稳运行。2014 年全年央行累计开展正回购操作 30210 亿元，开展逆回购操作 5250 亿元，SLO 操作累计投放流动性 20210 亿元。2015 年央行则主要开展逆回购操作，前 8 个月通过逆回购操作向市场释放流动性共 18080 亿元，累计净投放 1500 亿元，通过 SLO 操作投放流动性 5200 亿元。截至 2015 年 8 月底，逆回购操作利率逐步降至 2.50%，SLO

^① 2014 年 11 月 12 日央行采取非对称方式下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，2015 年 2 月 28 日、5 月 11 日、6 月 28 日、8 月 26 日央行下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。

操作利率下调至 2.35%，与下调存贷款基准利率等其他工具相配合，共同引导货币市场利率平稳下行，降低社会融资成本。

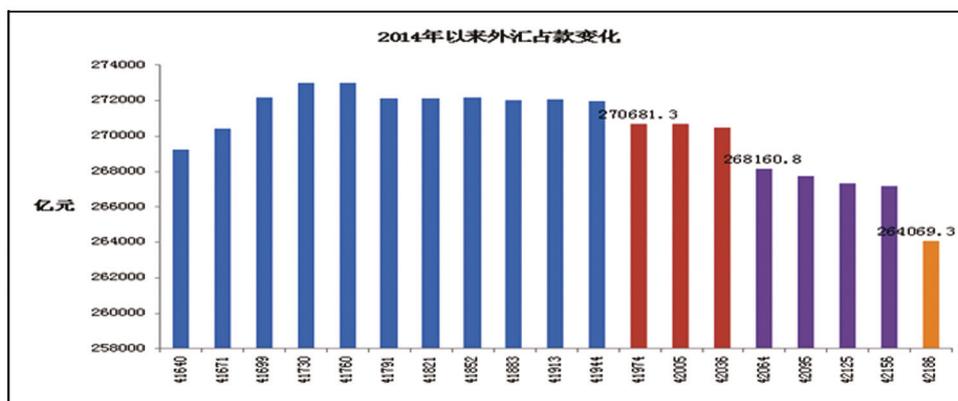


图 13 降准对冲外汇占款下降

资料来源:恒生聚源,中诚信国际整理

另一方面,定向调节力度加大,引导资金流入实体经济。为有效促进金融机构提高“三农”和小微企业贷款的比例,2014年央行2次实施定向降准。2015年初央行在出台政策支持“三农”、小微企业再贷款之后,又实施4次定向降准,进一步引导金融机构加大对小微企业、“三农”、重大水利工程建设和中西部地区的信贷支持。为加大对棚户区改造的支持力度,央行于2014年4月创设抵押补充贷款(PSL),2014年提供PSL资金3831亿元,2015年前8个月新增PSL5237亿元,PSL利率经4次下调至目前的2.85%,以引导棚改贷款利率下降,促进融资成本的降低。同时,为增加中期基础货币供给,央行于2014年9月创设3月期MLF操作,2014年累计MLF操作11400万亿元,2015年前8个月累计MLF操作20190亿元,并且央行于6月份首次开展6月期MLF操作,目前操作利率已逐步降至3.35%。除此之外,2015年央行提出在各分支机构全面推广常备借贷便利操作,意图完善央行对中小金融机构提供正常流动性的渠道,前8个月累计开展SLF操作3347亿元,目前已全部到期收回。

(2) 货币政策应转向宽松

从政策效果上看,定向调节工具确实在一定程度上优化了信贷结构,2015年上半年金融机构涉农贷款余额同比增长11.5%,占各项贷款的比重为27.7%,小微企业贷款余额同比增长14.5%,分别高于同期大型企业和中型企业贷款增速5.2

个百分点和 3.3 个百分点。尽管信贷投放对涉农和小微企业的支持作用有所增强,但总体上看常规货币政策工具并未明显促进实体经济发展,债券市场短端利率虽明显下行,但中长端利率的下降仍存在阻碍。从利率传导机制来看,由于目前我国正处在利率市场化改革的进程中,央行政策利率向市场利率的传导机制仍不健全,通过降息、降准来引导债券市场中长期利率的下行进而促进实体经济的做法见效较慢。从资金流向上看,由于银行惜贷问题比较严重,新增的货币投放仅增加了银行的超储率,最终流入实体企业的资金并不多。与此同时,公开市场操作的效果也比较有限,由于逆回购和 SLO 操作的期限均较短,其仅有助于为市场补充短期流动性,因而当前货币市场利率低位波动,短期利率也明显下行,但中长期利率仍然居高不下。

2015 年以来的一系列地方政府债务改革理论上有助于减轻企业债务负担和解决企业融资成本高的问题。今年以来财政部先后下达三批规模合计为 3.2 万亿元的地方政府债务置换额度,直接将短期高息存量债替换成长期低息的地方债。与此同时,监管层又出台定向承销发行、地方债纳入国库质押品范围等政策,通过提高需求为地方债的顺利发行保驾护航,有效减轻地方政府的债务负担。另外,对于有一定收益或可以改造成有比较稳定现金流的地方融资平台债务,政府将通过允许融资平台收费或者给予其适度的补贴,以“PPP 模式”转为企业债。一方面,地方政府债务负担减轻后,政府将有更多资金支持项目投资,有效支撑实体经济发展。另一方面,地方债违约风险的降低以及流动性的提高,可以降低投资者对其收益率的要求,有助于社会融资成本回归合理区间。然而,以上关于地方债务改革的分析仅建立在理论的基础上,目前改革尚未完成,其实质的效果仍有待观察。

从宏观经济形势来看,虽然在稳增长政策的支撑下,上半年中国经济成功守住了 7% 的 GDP 增速,但第三季度开始宏观经济下行压力持续加大。从供给端来看,8 月中国官方制造业 PMI 为 49.7%,财新制造业 PMI 为 47.3%,均处于荣枯线下方,显示出制造业增长动力仍然不足,工业增加值增速虽然自 4 月份开始逐月回升,但在 7 月份再度回落,工业经济回暖基础还不够牢固;从需求端来看,当前消费保持平稳增长,但投资增速稳中放缓,出口增速持续为负,均处于近几年较低水平。当前通缩形势依旧严峻,7 月 CPI 温和上涨仅靠猪肉价格拉动,PPI 同比下滑 5.4%,已降至 2009 年以来最低水平。由此来看,前期所实施的“稳健”的货币政策并未使宏观经济达到企稳,年内宏观经济要想出现稳健的反弹,货币政策宽松力度应进一步加大。另外,美联储加息预期导致的资本流出压力以及财政部下发的 3.2

万亿地方政府债务置换也都需要宽松货币政策的配合。因此,基于目前的情况来看,货币政的方向应该由“稳健”转向“宽松”。

3.2 “中国式 QE”存在可能

(1)美、日、欧等主要经济体选择 QE 的背景

除了要将货币政策由稳健转向全面宽松,引导公众对未来资金面持续充裕的预期外,本文认为中国也实施非常规货币政策的可能性。如同本文第一部分所述,从理论上讲,在常规货币政策失灵情况下,非常规货币政策可以通过资产负债表途径、低利率引导途径、绕开信贷环节途径、非货币资产途径及与财政扩张配合等多种途径来达到向实体经济注入流动性、刺激经济增长的目标;从实践上看无论是本世纪早期日本首次实践非常规货币政策,还是金融危机之后主要发达国家对非常规货币政策的实施,各经济体均面临着常规货币政策已使用极致而经济形势仍无明显改观的问题。日本在 2001 年推出非常规货币政策之前,国内经济增长停滞乃至出现负增长,与此同时价格指数也持续负增长,面临着严重的通货紧缩风险,尽管日本央行已经将隔夜利率降至接近零的水平,仍无法改变经济形势与价格水平持续恶化的问题,由此才将货币政策的操作目标转为央行经常账户余额,通过购买国债等手段扩大央行经常账户余额从而大幅提高货币供应量,带动经济走出通缩,恢复增长。金融危机爆发后,全球各主要经济体金融体系均受到极大破坏,信贷传导渠道严重受阻,尽管各国央行联合降息,并通过种种创新的货币政策向金融体系注入大量流动性,信贷增长仍然持续受到抑制,在这种情况下,各国纷纷推出非常规货币政策,正是意在通过直接向资本市场注入资金,降低风险溢价的同时促进投资、消费需求的回升,改变经济不景气的状况。与此同时,由于经济持续萎靡不振,物价指数也持续回落,各国实施非常规货币政策之时,国内公众普遍对经济预期悲观,各国央行实施非常规货币政策在一定程度上也是期望通过引导公众对未来经济与价格形成良好预期,从而影响微观主体的投资、消费决策,以进一步刺激经济,走出通缩。

(2)中国当前货币政策的困境及选择 QE 的可能性

反观中国,尽管当前宏观经济增速仍保持在 7% 上下,但与此前较高的增速相比,已经出现较大幅度回落。与此同时,GDP 增速的持续回落已经开始影响国内公众对未来经济的悲观预期。从价格指数来看,尽管 CPI 指数仍保持正增长,但 PPI 指数自 2012 年 3 月以来持续为负,特别是自 2014 年下半年以来 PPI 同比降幅

不断扩大,显示工业生产领域里的通货紧缩持续加深。加上企业此前积累的大规模的债务问题,宏观经济面临一定的债务—通缩风险。尽管当前国内经济形势并不如各国实施非常规货币政策时所处的经济环境严峻,但如果不采取相关措施而任由经济增长及价格指数进一步下滑,也极有可能陷入严重的衰退。在常规货币政策框架下,央行通过降准,可以提升金融机构可贷资金,从而可以使金融机构放出更多贷款,与此同时,降准增加了市场流动性,也会带动资金价格回落,进而降低实体经济的融资成本,央行降息则可以通过降低基准利率从而带动市场利率回落,由此带动投资,刺激经济增长

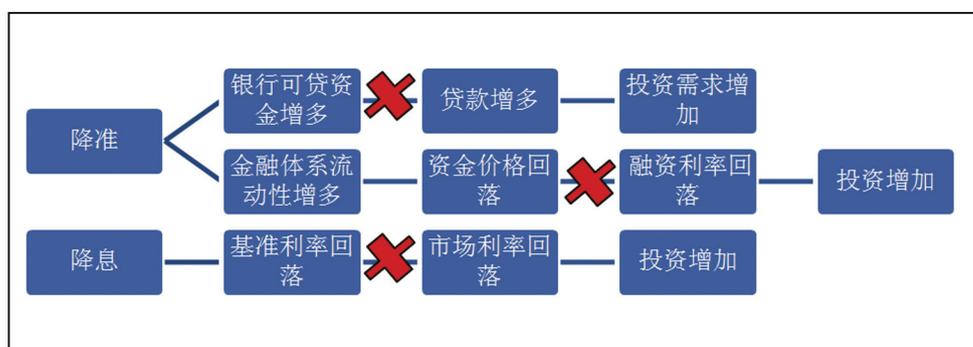


图 14 常规货币政策框架及当前受阻情况

资料来源:恒生聚源,中诚信国际整理

但在经济疲软的宏观形势下,银行惜贷情绪浓厚,降准释放出来的资金并未能真正流入到实体经济中,可贷资金增多,有效贷款却并未增加,而为防范债务危机,大量资金用于债务的借新还旧,进一步减少了流入实体经济的资金。由于大量流动性淤积在金融体系内部,资金价格显著回落,然而却难以传导至实体经济中。在这种情况下,市场整体风险偏好降低,风险溢价显著上升,即使央行一再降息,最终实体经济的融资成本却无法有效降低。特别是在 PPI 持续为负的情况下,实际成本压力可能更大。由此来看,与国外相比,当前国内也同样面临着有效需求不足和“宽货币”向“宽信用”传导机制不畅的问题,虽然国内基本利率还未降至最低点,但从目前的情况来看,已经实施的降息、降准等常规货币政策并未达到压低长端利率、促进实体经济增长的效果,并且考虑到美国、日本、欧洲准备金率和利率都接近零,仍无法明显刺激经济,这说明价格型的货币政策对经济的刺激作用仍存在着一定的局限性。因此,从目前的情况来看,中国有实施非常规货币政策的可能性。非常规货币政策可以绕开信贷渠道,通过直接购买长期债券,带动债券价格上涨,降

低长期名义利率,同时仍需要将常规货币政策由稳定转向宽松,进一步降准、降息,防止出现通缩,从而进一步带动实际利率下降,传导路径如下:

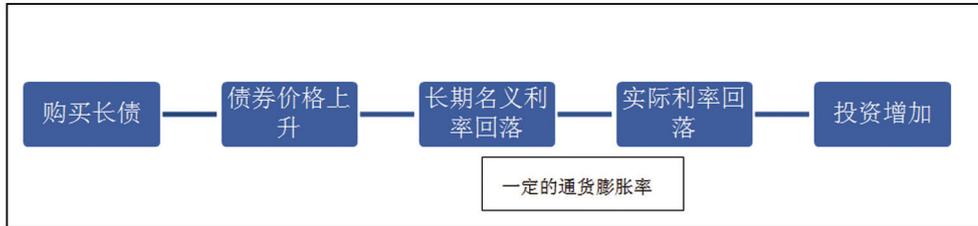


图 15 非常规货币政策传导路径

资料来源:恒生聚源,中诚信国际整理

四、对“中国式 QE”的政策建议

我们认为下一阶段,一方面央行应将货币政策取向由稳健转向宽松,重点缓解生产领域的通缩压力从而避免经济掉入“债务—通缩”陷阱;另一方面考虑采取非常规货币政策,即“中国式 QE”。“中国式 QE”的主要内容,除了正在进行的地方政府及融资平台的资产负债表修复,还应包括以下两个部分:1)制定“购债计划”,通过央行购买长期利率债带动长端名义利率下行,以配合积极的财政政策、鼓励长期投资进而带动经济增长;2)对重点领域、重点行业保持倾向性融资优惠政策,定向降准,配合经济结构调整的需要。

4.1 实施“购债计划”以降低长端利率为目标

针对从短端到长端的利率传导失效,期限利差较大,长端利率难以下行的问题,央行可制定“购债计划”,通过购买长期利率债来带动长端名义利率的下行。利率债在我国的债券市场上主要包括国债、地方政府债、央行票据和政策性银行债,其中由于央行票据的存续期均已不足 3 年,且央行并没有发行新的央行票据或债券的动力,因此可以排除在操作之外,而另外三类品种的期限结构较为丰富,存续期在 5 年以上的债券规模也可以支持此类政策的操作。如下表所示,目前债券二级市场上存续期在 5—10 年的利率债规模约为 5.7 万亿,如果仅将年内还要发行的 1.2 万亿地方政府债和几千亿专项金融债中符合存续期要求的债券纳入购买标的,不考虑新发国债和普通政策性金融债,可作为标的的债券规模也将超过 6 万

亿,同时考虑到积极财政政策对拉动投资的重要作用,可以预见未来利率债的供给仍然会保持相当水平,较大的市场深度给央行的操作提供了所需的空間。

表 2 各类长期利率债存续规模

剩余期限 (年)	国债 (亿元)	地方政府债 (亿元)	政策性银行债 (亿元)	合计 (亿元)
7—10	8040	5260	10140	23440
5—7	13291	6504	14404	34199

资料来源:恒生聚源,中诚信国际整理。

至于购债的规模,我们对美联储主要以长期国债为购买对象施行“扭曲操作(OT)”的这一阶段进行数量上的进一步分析。美联储从 2011 年 9 月至 2012 年 6 月,以及 2012 年 7 月至 2012 年 12 月,前后共 15 个月的时间里,分别购买约 4000 亿和 2670 亿美元长期国债^①。根据 SIMFA 的统计数据显示,2011 年和 2012 年存续期在 6—11 年的美国国债日均成交额分别为 1371 亿美元和 1317 亿美元^②,即月均成交额在 3 万亿美元左右,可以得知美联储月均购债规模占市场成交规模的 1.5%左右。目前中国银行间二级市场上长期利率债的月均成交额在 1.6 万亿人民币左右^③,假设中国市场需要央行进行更大规模操作来加强市场的预期,每月操作规模占市场成交额的 3%,简单测算每月需购买约 480 亿债券。

“购债计划”以长端利率下行到与短端期限利差收窄到合理区间为中介目标。目前 5—10 年期国债与 1 年期国债的期限利差超过 2012 年以来期限利差均值 50bp 以上,相同期限的国开债期限利差超过均值 40bp 左右,考虑到降低实体经济融资成本的需要,期限利差至少应该降到均值以下才算实现政策目标。同时,央行与主要金融机构之间进行债券的买卖操作将增加金融机构的准备金,假设按上述每月 480 亿的额度计算,持续进行 12 个月操作将增加 5760 亿准备金,接近于降低准备金率 0.5 个百分点释放的基础货币量。如果不针对这部分资金进行回笼操作,则在使用降低准备金率等其他货币投放工具的同时,也应将这部分操作释放的基础货币纳入考虑。

央行可以在开始实行“购债计划”的初期公布购债的总规模和各类债券的具体

① 资料来源: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/maturityextensionprogram.htm>

② 数据来源: SIMFA

③ 长期利率债月均成交量及期限利差数据均根据恒生聚源基础数据测算

额度,并按月公布实际成交的债券规模、加权平均期限和加权平均利率。由于平均到每个月操作的规模相对市场资金规模较小,预计对短端资金价格不会造成太大波动,因而该计划需要实施的时间长度具备相当的灵活性,可依据市场的反映和实体经济的反馈予以调整。我们认为采取“购债计划”的积极效果主要有以下两个点,第一是直接降低长端利率,从而降低长期融资成本;第二是增加市场对长久期风险资产的配置热情,这一方面有助于让发行利率债的财政部、地方政府、政策性银行等机构继续对基础设施建设项目进行投资或为项目提供启动资金,另一方面也给企业通进行长期融资创造机会,拓宽企业长期融资渠道,降低企业进行长期融资的负担。

4.2 保持对重点领域和行业的政策倾向

在进行“购债计划”的同时,积极的财政政策要求政府加大对重点领域和行业的投资规模,央行也应配合财政政策的主动出击,在提升市场对长期政府债券配置热情的同时,继续保持对主要服务于重点领域和行业的金融机构给予存款准备金率、再贷款和再贴现率的优惠政策。对于和改善民生相关的城市、乡村基础设施建设,棚户区改造,涉及“三农”领域的投资需求,是下一阶段支撑中国经济增速的重要组成部分。而这些领域由于投资期限长、回报率相对较低,往往很难吸引社会资本的介入。另外对于政策不确定性的担忧以及 PPP 模式本身无标准合约文本容易产生违约纠纷,也是社会资本不愿轻易进入这一领域的原因。研究显示,2014 年实际签约 PPP 项目规模占发布项目规模的比例仅在 13%左右^①,可以预见想要更多社会资本接受这一运作模式,进入基础设施建设领域投资仍然需要一定的时间。在这样的情况下,央行在相当长的时间内保持对更多服务于这些领域的金融机构给予倾向性资金、利率政策既能给项目开展和融资提供相应支持,也让社会资本对政策的稳定性和项目的可行性有更高的预期。

除了基础设施建设和“三农”贷款,促进中小企业发展作为推进中国经济转型和结构调整的重要组成部分也应享受货币政策的倾斜。在产业结构升级,经济结构“退二进三”的步调中,第三产业中大量的中小企业是吸收劳动力、提高市场创新能力、激发市场运行活力的重要部门。但是中小企业在经济下行过程中,抗风险能力较弱,因而较难从金融机构获得贷款或进行债券融资,大多只能从民间借贷获得一定额度的资金,同时需要支付较高的风险溢价。数据显示中小企业债务融资成

^① 民生证券研究院

本较大企业高出十几个百分点的情况较为普遍,过高的财务费用支出让中小企业很难持续经营。因此央行应继续保持对小微企业贷款占比达标的金融机构施行定向的降低准备金率政策,以求增加此类金融机构贷款发放能力。

4.3 非常规货币政策的实施要与常规的货币政策相配合

在利率调控方面,“购债计划”专注于解决短端利率向长端利率传导不畅通导致的长端名义利率过高问题,而短端利率的下降或者低位运行,仍然需要常规货币政策予以灵活的调整和支持。公开市场的正回购、逆回购操作,覆盖资金面短期和中期的 SLO、SLF 以及 MLF 操作仍然有操作的空间。存贷款基础利率水平也应视经济形势的变化予以适当调整,尤其在 PPI 持续收缩,通缩压力没有减轻的情况下,更应降息给企业创造生存空间。值得注意的是,在使用常规和非常规货币工具的过程中,引导市场形成一个较为稳定的预期是十分重要的。美联储和欧洲央行在经济周期底部、市场已经表现为零利率的情况下采用的“前瞻指引”正是表达了央行希望市场对低利率有一个较为稳定的预期的愿望。这要求央行在进行货币政策操作的时候,应该更清晰、明确地向市场解释操作的动机和意图,并适当回应市场的关注和疑问,从而降低市场对货币政策不确定性的担忧对政策实际效果的损耗。

五、中国式 QE 的潜在风险

由于采取过非常规货币政策的主要经济体目前为止并未完全实现经济复苏,因而对于政策潜在风险的探讨较多停留在理论层面,尚不存在权威的结论。我们认为本文所述的“中国式 QE”的潜在风险有以下四个方面:

5.1 造成资产价格泡沫而未带动实体经济复苏

观察美国和日本在采取 QE 政策的相同阶段股票市场市场的表现可以看出, 日经指数和美国三大股指在经济刺激期间整体都表现出上行的趋势^①, 实际的经济增速呈现出一定的反复和波动态势, 与股票市场的单边上行形成鲜明对比。从日、

^① 日经指数和道琼斯指数分别在 2015 年 6 月 24 日和 2015 年 5 月 19 日双双超过危机前的点位, 创出 20868.03 和 18312.39 的历史新高, 即便与 2007 年危机前的最高点位比较, 也分别上涨 14.27% 和 29.3%。

美两国的经验来看,2008年金融危机后施行QE政策的过程中,金融资产价格的飙升和实际经济增速的背离是一大特征。

对于中国市场来说,从当前的情况来看降低准备金率以及增加再贷款额度所释放的资金进入实体经济的道路并不顺畅,假设通过“购债计划”和短端流动性宽松实现了收益率曲线的平坦化,金融资产价格整体上升,但投资增速、消费增速均未能有明显改善,导致资金大量流入金融市场而不是直接进入实体经济,那么金融市场和实体经济的背离也很可能发生。2015年上半年A股市场的过山车行情一定程度上显示出基本面不断恶化的同时股票市场持续上涨引发的泡沫以及股价连续下跌造成的金融市场的动荡。虽然研究表明,在经济从萧条走向复苏的过程中,资本市场先于实体经济复苏较为常见,但实体经济复苏跟上资本市场上涨的节奏才是最终经济走出衰退的关键。因而在保持宽松的货币环境,平坦化利率曲线的同时,通过财政政策、产业政策等方面增加实体经济投资、消费的动力才能避免资本市场泡沫的产生。

5.2 货币供给过多引起持续性贬值影响国际市场对人民币信心

根据蒙代尔不可能三角形,美国、日本、欧洲等主要经济体保留了独立的货币政策和开放的资本市场,并采用浮动汇率政策。伴随着大规模的量化宽松政策,增加了各自货币的供给,在全球贸易高度融合的市场环境下,大都发生了明显的货币贬值^①。

由于人民币采取的是参考一篮子货币进行调节的有管理的浮动汇率制度,且目前中国资本项下的开放程度有限,因此在增加货币投放的情况下,被动出现大幅度持续性贬值的可能性大大降低。但是随着人民币国际化的程度越来越高,资本项下的改革继续深化,汇率的浮动范围也逐步扩大,离岸市场的人民币价格将不可避免地受到国内量化宽松政策的影响,承受贬值压力,如果届时经济基本面没有及时出现企稳的信号,国际市场对人民币的信心很可能受到影响。与美元、日元、欧元等已经具有强势地位的货币不同,人民币正处于提高在国际贸易中的地位,力争

^① 由于各个经济体推出量化宽松政策的时间和各自经济复苏的情况存在一定的交叉,因而从汇率走势上表现出阶段性的此消彼长的态势。美元指数在2009年3月到2011年6月间从112下跌至94,跌幅达16%,而后随着自身经济形势的好转和其他地区量化宽松政策的推出,美元指数止跌回升;欧元兑美元在2008年以后保持震荡,截至2014年初,出现三次持续6月—12个月的下跌,跌幅从13%到19%不等,而自2014年以后,美元快速走强,欧洲量化宽松加码,欧元跌幅更超过20%;日元兑美元在2012年2月到2014年1月之间,贬值幅度达26%。

成为新的国际储备货币的关键时期,虽然市场化定价程度提高是汇率形成机制更加完善的表现,但在美元升值的同时保持人民币不出现持续性的贬值仍然十分重要。考虑到这一影响,央行仍然需要在外汇市场上保持对人民币的操作,以避免人民币出现持续性贬值,打击国际市场对人民币的信心。

5.3 企业“去杠杆”进程出现反复

无论是常规还是非常规的货币宽松政策,对经济的支持方式主要表现为给实体经济创造更有利的债务融资机会和条件。尽管在宽松时期融资的成本往往十分低廉,但从企业的角度看,仍然表现为杠杆率的上升。如果通过量化宽松政策加快投资的增长速度,并不加剧债务问题的前提下带动经济的复苏,就要求进行投资的企业本身拥有相对健康的债务水平。但是从实际情况看来,当前中国企业的债务率偏高本身就是困扰企业和阻碍经济复苏的重大问题,而政策支持的基础设施建设等领域更是以大量高债务率企业,尤其是国有企业为代表,部分民营中小企业也存面临着较重的债务负担。根据当前国家的产业投资政策,在推高投资增速的过程中,不可避免地会继续提高这部分企业的债务水平,企业“去杠杆”进程出现反复可能无法避免。

从降低企业杠杆率的渠道考虑,除了从分母上进行债务的偿付、减记、低息置换,也可以从分母上增加企业的权益资本。考虑到经济“稳增长”时期,分子去杠杆可能面临较大的困难,可以着重从扩大分母的角度让企业走出高杠杆的压力。自1990年上海证券交易所成立以来,我国资本市场的股权融资发展实际仍处于基础设施建设阶段,无论是发行、上市、退市制度,还是二级市场的股票交易机制都有待健全,能够收益的企业数量十分有限。2015年上半年A股市场的“股灾”无疑让股票市场进一步开放的进程受阻,同时也显示出加快市场制度建设的紧迫性和必要性。但是我们也观察到:永续债、优先股、二级资本债等混合型资本工具近两年在中国资本市场上逐渐受到关注。我们认为这类工具契合企业补充资金又尽量避免增加债务负担的要求,同时企业使用混合资本工具对于企业股权分配等敏感问题的影响较小,也避免了股权融资过程中控制人转变带来的不确定性。因而在加快健全股权交易市场建设的同时,让企业充分利用混合资本工具而不是单纯利用债务工具,有助于缓解“稳增长”对“去杠杆”进程的阻碍。

5.4 货币供给量大幅扩张引发复苏初期的通货膨胀

根据货币学派的理论,通货膨胀是一种货币现象。在美国、日本和欧洲施行量

化宽松政策时,都曾将一定水平的通货膨胀率作为最终目标之一,希望通过增加货币供给量改变危机后陷入通缩的困境。而从这些经济体政策实施的效果来看,虽然有的经济体,如美国,在经济增长上已经有所改善,但通胀指标普遍尚未达到政策目标,也有相关的研究表明增加货币供应对于通缩问题的解决并没有在通胀时减少货币供应政策有效,即货币政策有效性不对称。即便如此,考虑到经济萧条时期货币流通素的下降、金融机构惜贷、企业投资意愿下降等因素,由央行增加的基础货币所派生的货币供应并没有达到理论水平,而这可能意味着在市场信心逐步恢复的过程中,央行资产负债表上高额的基础货币存量可能引起货币供应量的大幅增加,甚至引起通货膨胀。

从通胀水平的角度看,中国的情况与上述经济体有所不同。当前中国生产领域和居民消费领域物价仍然背离。自2012年二季度以来,生产者价格指数一直表现出1%到2%的跌幅,到2015年7月跌幅进一步扩大到5%以上。与此同时,消费者物价指数则基本保持2%左右的涨幅,但在2015年上半年涨幅也回落到2%以下,仍然为正。二者的背离给量化宽松政策的效果增加了不确定性。如果新增货币供给没有进入生产环节,而是直接进入金融市场推高资产价格,那么在财富效应下,CPI涨幅可能有所扩大,但PPI仍难有起色,对于工业企业来说也无法得到实际融资成本和经营收入的改善,只能让加剧资产价格的泡沫化。而即使政策有效刺激了经济的复苏,各项因素配合全球市场大宗商品价格的变化使得CPI和PPI重新恢复一致,高额的储备货币可能引发的通胀风险又可能浮上水面。我们认为,央行扩大或收缩货币供给量的行为对通胀指标的影响存在一定滞后性,且外部市场环境对于国内的通胀指标也存在一定影响,因此在施行宽松货币政策的过程中还应保持对物价指数的敏感度,明确通胀水平的政策目标,以避免物价的大幅波动。

参考文献

- [1]Bernanke. The Crisis and the Policy Response, Speechat the Stamp Lecture[J]. London School of Economic,2009(1).
- [2]European Central Bank Annual Report2008—2014
- [3]本·伯南克. 金融的本质:伯南克四讲美联储[M].中信出版社 2014
- [4]陈庆海.美联储金融危机救助研究[D].吉林大学 2012
- [5]李艳华.日本零利率及量化宽松货币政策研究[D].东北财经大学 2012
- [6]满雪茜.日本零利率政策及数量宽松货币政策研究[D].东北财经大学 2011
- [7]宋洋.欧洲央行量化宽松政策研究[J].黑龙江社会科学.2013(01)
- [8]汪源.量化宽松的货币政策研究[D].华中科技大学 2011
- [9]徐璐,王振兴,陈国权.量化宽松货币政策国家经验研究[J].理论探讨.2014(01)
- [10]徐滢.量化宽松政策的理论、实践与效应研究[D].浙江大学 2011
- [11]杨恩.量化宽松货币政策:理论基础、实践效果及经济影响[D].2012
- [12]张靖佳.中央银行资产负债表研究[D].南开大学 2013
- [13]赵继鸿.金融危机视角下的货币政策决策研究[D].湖南大学 2013

附录

附表 1 2001—2006 年量化宽松期间日本央行货币政策的主要内容

时间	主要货币政策内容
2001 年 3 月 19 日	货币政策操作目标改为央行经常账户余额；承诺核心 CPI 恢复增长前货币政策保持不变；经常账户余额目标为 5 万亿日元，以使隔夜利率降至零利率附近；每月直接购买长期政府债券 4000 亿日元
2001 年 8 月 14 日	央行经常账户余额目标值提升至 5—6 万亿日元；每月直接购买长期政府债券提升至 6000 亿日元
2001 年 9 月 18 日	央行经常账户余额目标值提升至超过 6 万亿日元；官方再贴现率降至 0.1%；自 9 月 16 日至 10 月 15 日，将伦巴第型放贷工具最长期限由 5 个工作日延长至 10 个工作日
2001 年 12 月 19 日	央行经常账户余额目标值提升至 10—15 万亿日元；每月直接购买长期政府债券提升至 8000 亿日元；更加积极地采用回购协议购买商业票据，并考虑将资产支持票据纳入合格商业票据操作对象；扩大作为抵押品的 ABS 基础资产范围；将住房抵押贷款支持证券及其他房地产相关资产证券化产品纳入抵押品范围
2002 年 2 月 28 日	取消央行经常账户余额目标值的上限；每月直接购买长期政府债券规模扩大至 1 万亿日元；放松伦巴第型放贷工具条件，从 3 月 1 日到 4 月 15 日，任意一个工作日，央行以官方贴现率向银行提供该放贷工具；考虑将对存款保险公司贷款及对地方划拨税及转让专用账户的政府贷款纳入合格抵押品范围
2002 年 10 月 30 日	央行经常账户余额目标设定为 15—20 万亿日元；每月直接购买长期政府债券规模扩大至 1.2 万亿日元；将到期商业票据展期 6 个月到 1 年

续表

时间	主要货币政策内容
2003年3月25日	伊拉克战争期间,任意工作日以官方贴现率提供伦巴第型放贷工具
2003年4月1日	央行经常账户余额目标设定为17—22万亿日元
2003年4月30日	央行经常账户余额目标值设定为22—27万亿日元;将由政府担保的对日本产业振兴合作组织提供贷款作为合格抵押品
2003年5月20日	央行经常账户余额目标值设定为27—30万亿日元;对政府注资大和银行提供流动性
2003年10月10日	央行经常账户余额目标值设定为27—30万亿日元;将回购协议下到期政府证券展期6个月到1年;加强货币政策透明度
2004年1月20日	央行经常账户余额目标值设定为30—35万亿日元
2006年3月9日	央行货币政策操作目标改为隔夜利率

资料来源:日本央行,中诚信国际整理

附表 2

金融危机期间美联储流动性工具创新

类别	政策工具	参与机构	操作内容
金融机构 流动性 工具	TAF	达到贴现窗口基本信贷要求机构	美联储事先公布拍卖总额,对手方通过拍卖机制获得资金,确定利率,期限为 28 天或 84 天,抵押品范围和贴现窗口要求相同
	PDCF	一级交易商	一级交易商根据抵押品计算可获得信贷数额,抵押品包括可用于公开市场操作的回购协议债券以及有市场价格的投资级公司债、市政债、MBS 和 ABS,利率为再贴现率,期限为隔夜
	TSLF	一级交易商	联储事先公布拍卖国债的平价,一级交易商以其债券作为抵押通过拍卖的方式融得国债,合格抵押品范围与 PDCF 相同,期限为 28 天
信贷市场 流动性 工具	AMLF	存款类金融机构和银行控股公司	对手方以再贴现率向联储融资,用于向货币市场共同基金购买资产支持商业票据,所购票据作为融资的抵押品,对银行类借款期限不超过 120 天,非银行类借款期限不超过 270 天
	CPFF	票据发行人	联储设立 SPV,SPV 通过一级交易商购买票据发行者发行的无担保或者资产支持商业票据,期限为 3 个月,利率为 3 个月 OIS 加一个固定价差
	MMIFF	货币市场投资者	由私人部门成立 5 个 SPV,以向合格货币市场投资者购买存单、银行券、商业票据等资产,资金来源可以通过美联储的 MMIFF 机制融资,也可以通过发行资产支持商业票据融资,联储融资利率为再贴现率
	TALF	美国公司和投资基金	联储成立 SPV,持有 ABS 的美国公司或者投资基金可以 ABS 为抵押,通过一级交易商向 SPV 融资,期限为三年,浮动利率为一个月 LIBOR 加 100 基点,固定利率为三年 LIBOR SWAP 加 100 基点

资料来源:美联储网站,徐滢,量化宽松政策的理论、实践与效应研究[D],浙江大学,2011,中诚信国际整理。

附表 3

美国资产购买项目一览

	时间	目的	内容
QE1	2008 年 10 月至 2010 年 3 月	支持房地产发展, 改善金融市场环境	购买机构债、MBS、长期国债 ^① , 规模分别为 1750 亿美元 ^② 、1.25 万亿美元 ^③ 及 3000 亿美元
再投资	2010 年 8 月	维持证券规模不变	将来自到期机构债及 MBS 支付的本金付款再投资于美国长期国债
QE2	2010 年 11 月至 2011 年 6 月	提振经济、避免通缩	购买 6000 亿元美国长期国债, 每月购买 750 亿美元
再投资及扭曲操作	2011 年 9 月至 2012 年年底	降低长期利率	在 2012 年 6 月底前购买 4000 亿美元 6 年至 30 年期的国债, 并卖出相同数量的 3 年及以下期限的国债, 同时将来自到期机构债及 MBS 支付的本金付款再投资于 MBS, 2012 年 6 月美联储又决定延长“扭转操作”至 2012 年年底, 规模为 2670 亿美元。
QE3	2012 年 9 月至 2014 年 10 月	改善就业市场	2012 年 9 月 13 日, 美联储宣布将每月购买 400 亿美元机构抵押贷款支持债券(MBS), 标志着 QE3 正式启动, 在当年 12 月, 美联储又宣布每月将额外采购 450 亿美国长期国债以替代扭曲操作, 从而使得每月资产采购额达到 850 亿美元

资料来源: 美联储网站, 中诚信国际整理

① 2009 年 3 月增加购买 3000 亿美元美国长期国债。

② 最初宣布购买规模为 1000 亿元, 2009 年 3 月增加至 2000 亿美元, 后因为机构债规模有限, 美联储最终购买了 1750 亿美元机构债。

③ 最初宣布的规模为 5000 亿美元, 2009 年 3 月增加至 1.25 万亿美元。

附表 4

金融危机期间日本央行货币政策的主要内容

时间	货币政策	主要内容
2008 年 10 月底至 2010 年 10 月	宽松货币政策	降低隔夜利率、官方再贴现率及常备借贷便利 (complementary lending facility) 利率, 创设了互补性存款便利 (Complementary Deposit Facility) 及固定利率共通担保基金供给 (The fixed-rate funds-supplying operation), 并逐步扩大额度, 与此同时, 还将每月购买日本政府债券的额度从 1.2 万亿日元提升至 1.4 万亿日元, 并实施了直接购买商业票据、引入公司融资特殊资金供给便利等措施以改善实体经济融资
2010 年 10 月至 2013 年 4 月	全面宽松货币政策	零利率及资产购买项目 (APP), 并承诺在判定中长期物价稳定之前一直维持此政策, APP 购买的资产除了长期政府债券和国库券, 还包括商业票据 (CP)、资产支持票据 (ABCP)、公司债、交易型开放式指数基金 (ETF) 及不动产投资信托 (J-REITs) 等其他金融资产 ^① , 设立新的信贷支持工具
2013 年 4 月至今	质化及量化宽松货币政策	1) 货币政策操作目标转变为基础货币, 最初以每年 60—70 万亿日元的速度增加基础货币, 后增至 80 万亿日元; 2) 增加日本政府债券的购买量, 每年的购买规模最终增至 80 万亿日元。购买国债的期限进一步放宽, 包括 40 年期在内的各种期限国债都在购买之列, 由此将购买的日本国债的剩余期限从原来的不到 3 年延长至 7 年左右; 3) 扩大 ETF 和 J-REIT 的购买量。最初日本央行预计两种资产的年购买量分别为 1 万亿日元和 300 亿日元, 后分别扩大 3 倍至 3 万亿日元及 900 亿日元; 4) 日本央行宣布除非实现 2% 的通胀目标, 否则将会持续进行以上政策操作。

资料来源: 日本央行, 中诚信国际整理

^① 日本央行不断扩大 APP 购买额度, 并最终在 2013 年 1 月引入无限期资产购买方式 (open-ended asset purchasing method), 称在完成当前 APP 购买额度 (截止 2013 年底累计 101 万亿元) 后, 自 2014 年 1 月每月购买 13 万亿元金融资产, 且不设定结束期限, 2013 年 4 月宣布 QQE 后, 无限期资产购买方式提前实施