



嚴愛群

首席經濟師

[joanneyim@hangseng.com](mailto:joanneyim@hangseng.com)

2009年4月1日

## 量化寬鬆貨幣政策 - 效果難料

- 各國央行正傾盡全力紓緩信貸市場資金緊絀的情況，力求經濟恢復增長。央行除了向銀行體系注入流動資金之外，更大舉減息，若干央行甚至將利率減至零，或貼近零的水平。部分較進取的中央銀行，包括美國聯邦儲備局、英倫銀行、日本央行，以及瑞士央行，更轉向採取量化寬鬆的貨幣政策。但究竟甚麼是量化寬鬆貨幣政策？過去曾否實行？更重要的是，此政策能否解決現時的難題？

### 甚麼是量化寬鬆貨幣政策？

- 對經濟學家而言，量化寬鬆的貨幣政策指央行著重貨幣的**數量**多於貨幣的**價格**（利率）。簡言之，央行不再以指標利率作為調控經濟的工具，而是轉向銀行體系提供更多資金，以達致一定程度的資金水平。為落實量化寬鬆的貨幣政策，央行買入各式各樣的資產，包括由政府、企業及具官方背景的機構所發行的債券，以及資產抵押證券，甚至於干預外匯市場，務使本地的貨幣供應增加。
- 但對普羅大眾而言，量化寬鬆的貨幣政策純粹是央行利用印鈔機「**印鈔**」，儘管時至今日貨幣並非一定要實際印刷發行而可利用電子的方式創造。量化寬鬆政策指央行利用新發行的貨幣購買政府及企業債券等資產。理論上，此舉會增加經濟體系的貨幣存量，促使銀行更樂意放貸，及個人更樂意消費。

### 為何市場對量化寬鬆的貨幣政策有顧慮，這又與公開市場操作有何不同？

- 金融市場對英倫銀行及聯儲局最近宣佈採用量化寬鬆的貨幣政策反應激烈。美元兌歐羅急挫 3%，而美國長期國庫債券的孳息率則大幅下降。即使香港金融管理局總裁任志剛先生亦表示過去 20 年從未目睹 10 年期國債孳息率一日內下降 50 點子的現象。
- 央行歷來都有在市場買賣政府債券，即所謂的公開市場操作，但為何市場對量化寬鬆的貨幣政策仍有所顧慮？





- 中央銀行在現今的運作制度下，會於貨幣政策會議上設定隔夜拆息的目標水平。其後央行會定期於公開市場買賣債券，為銀行同業適當提供資金，以確保隔夜拆息貼近於官方的目標水平。此等操作可透過即時買賣短期政府債券達致，並將永久改變央行資產負債表的規模。或更常見的是，央行利用回購協議（正回購以增加貨幣供應，逆回購則減少貨幣供應）進行公開市場操作，而此舉僅會暫時改變央行資產負債表的規模。
- 相反，央行只會在窮盡其他一切可用的寬鬆貨幣的手段之後，包括調低官方利率至零或近乎零，才會實行量化寬鬆的貨幣政策。下表概述公開市場操作與量化寬鬆（按買入證券形式）貨幣政策的主要差異。

表 1: 公開市場操作與量化寬鬆貨幣政策的差異

|             | 公開市場操作                | 量化寬鬆（按買入證券形式）                  |
|-------------|-----------------------|--------------------------------|
| 時機          | 定期進行                  | 央行的最終手段。當官方的目標利率降至零，或貼近零的水平時進行 |
| 方法          | 買賣短期政府債券              | 購買長期政府債券及私人證券                  |
| 目的          | 旨在迫使隔夜拆息調整至接近官方的目標水平  | 旨在調低長期利率                       |
| 對央行資產負債表的影響 | 大部分情況只會暫時影響央行資產負債表的規模 | 永久擴大央行資產負債表的規模                 |

## 過去央行曾否實行量化寬鬆的貨幣政策？

- 有，聯儲局曾於 1961 至 1965 年實行一個名為「長短期利率操作」的計劃，在購買長期國庫債券的同時，出售短期債券，務求令孳息率曲線變得較為平坦，以對抗經濟衰退及持續的貿易逆差。長期利率下降會刺激本地投資，而短期利率上升則會吸引外資投資於美國以爭取較高的回報。由於這操作涉及聯儲局購入長期國債並同時出售短期國庫債券，因此不會影響貨幣供應。
- 日本亦曾分別於上世紀 90 年代及 2001 至 2006 年間兩次採用量化寬鬆的貨幣政策。在第二次採用時，日本央行透過公開市場操作及從二手市場直接購入政府債券，以增加銀行體系的儲備水平。當時，由於官方利率已屆零，購入債券的規模以使銀行儲備達致某一水平已取代官方目標利率成為貨幣政策的調控手段。



## 這次有哪些國家實行量化寬鬆的貨幣政策？

- 近期多間央行均已轉用量化寬鬆的貨幣政策。首先是英倫銀行。英倫銀行在 3 月 5 日舉行貨幣政策會議後決定落實一個資產購買計劃，購入最多達 1,500 億英鎊的政府債券及其他證券。資金將來自央行發行的儲備貨幣（即印發鈔票）。
- 其後，瑞士央行於 3 月 12 日宣佈將會干預外匯市場，以防止瑞士法郎兌歐羅進一步升值。同日，瑞士央行隨即在市場大舉拋售瑞士法郎，以減輕通縮的風險。此舉實是量化寬鬆貨幣政策的其中一種形式。
- 之後，日本央行亦決定跟隨。日本央行的政策委員會於 3 月 18 日決定，除向銀行購買最高達 1 萬億日圓的次級債務外，還會每月購買 1.8 萬億日圓的日本公債。
- 上述央行各自採取不同形式的量化寬鬆的貨幣政策，務求減低社會整體的借貸成本，當中以聯儲局所採取的方法最為具體。聯儲局於 3 月 18 日決定將會購買最多達 3,000 億美元的長期國庫債券，以及將目前計劃購買房利美、房貸美及其他具官方背景機構的債券及按揭抵押證券的規模增加 8,500 億美元至總數 1.45 萬億美元。同時，聯儲局亦有購買其他類別的債券的措施，以降低個別行業的借貸成本。

## 為何使用量化寬鬆貨幣政策？

- 過去一年，各國央行已經大舉減息，希望紓緩信貸市場資金緊絀的情況，以及令經濟恢復增長的動力。然而，當美國、日本及英國的利率已降至零或近乎零的時候，再減息的空間已相當少。

表 2

| 各國央行利率 | 近期高位 (%) | 09年3月20日 (%) | 有否實行量化寬鬆貨幣政策? |
|--------|----------|--------------|---------------|
| 美國     | 5.25%    | 0 to 0.25%   | √             |
| 日本     | 0.50%    | 0.30%        | √             |
| 加拿大    | 4.50%    | 0.50%        |               |
| 英國     | 5.75%    | 0.50%        | √             |
| 歐羅區    | 4.25%    | 1.50%        |               |
| 新西蘭    | 8.25%    | 3.00%        |               |
| 澳洲     | 7.25%    | 3.25%        |               |

資料來源：彭博資訊、恒生銀行

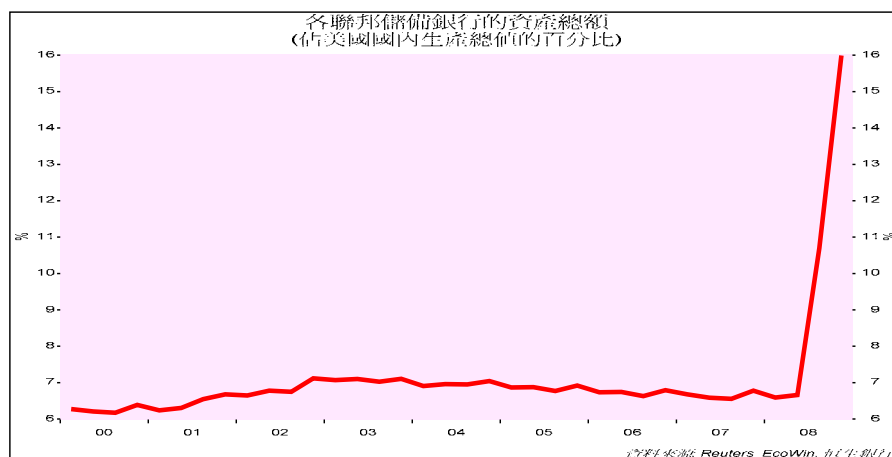


- 縱然利率處於前所未見的低水平，銀行依然不願放貸。究其因，多間銀行的資產負債表仍然受到毒資產問題的拖累。資金緊絀正加速經濟下滑，令許多先進國家的經濟步入嚴重衰退。反過來，經濟衰退又導致壞賬增加，從而加劇金融業與實體經濟之間的惡性循環。美國聯儲局主席伯南克曾指出，美國經濟復甦的大前提便是要先解決金融業的毒資產問題。

## 量化寬鬆的貨幣政策能否解決現時的危機？

- 相對於國債總額，英倫銀行及聯儲局計劃購入的長期政府債券的規模相當龐大，導致長期利率急挫。例如，英倫銀行初步購買 750 億英鎊的債券便相當於 5 年期或以上的國債總額的 20% 左右。可是，量化寬鬆的貨幣政策能否成功推動借貸活動上升及經濟增長？
- 倘若社會各方對經濟前景有懷疑，則量化寬鬆的貨幣政策將難成功。即使利率下跌，若市民仍然失業或擔心工作不穩，他們亦不會輕易舉債。另一方面，銀行亦會因憂慮壞賬增加而不會批出貸款。日本曾分別於上世紀 90 年代及 2001 至 2006 年間兩次採用量化寬鬆的貨幣政策，但成效不顯。
- 若量化寬鬆的貨幣政策成功，央行抽身而退的時機及所採用的方法亦極重要。央行必須及時減少經濟體系過剩的資金，否則貨幣供應膨脹及通脹風險的問題將隨之而來。
- 量化寬鬆貨幣政策的成效目前尚未可知，但肯定的是央行資產負債表的規模將因此擴大。資產質素亦會隨著央行購買更多非政府發行的債券而下降。就以聯儲局而言，向金融市場注資已導致其資產負債表的規模由 2008 年 9 月初的 9,000 億美元迅速擴大至 2009 年 3 月時的 2 萬億美元以上，或由相當於美國國內生產總值的 6% 上升至超過 15%。隨著聯儲局購入更多資產，市場大多預期於年底前其資產負債表的規模將擴大至 4 萬億美元，即相當於國內生產總值的 30%。

表 3





## 免責聲明

本檔由恒生銀行有限公司（「恒生」）提供，內含之資料，乃從相信屬可靠之來源搜集，而當中之意見僅供參考之用，意見內容不一定代表「恒生」之見解。撰寫本檔之分析員證明于本檔內所發表之意見，乃準確反映分析員就有關金融工具或投資項目之個人意見，而有關分析員過去、現在或未來之報酬，并無任何部份直接或間接與本文件內之特定建議或意見有關。本文件的內容並非(亦不可作為)買賣外匯、證券、金融工具或其他投資之要約或邀約。本檔的任何部份均嚴禁以任何方式再分發。

本檔所載之資料或只屬指示性，并且未經獨立核對。「恒生」對當中所載之任何資料、推測或意見，或作出任何此等推測或意見之基礎的公正性、準確性、完整性或正確性并無作任何明示或默示的擔保、申述、保證或承諾，亦不會就使用或依賴本檔所載之任何資料、推測或意見承擔責任或法律責任。投資者須對本文件所載資料及意見的相關性、準確性及充足性自行作出評估，并就此評估進行認為需要或合適的獨立調查。所有此等資料、推測及意見均可予以修改而毋須事前通知。

「恒生」及其聯繫公司可以其名義買賣，可能有包銷或有持倉于所有或任何于本檔中提及的證券或投資項目。「恒生」及其聯繫公司可能就其于本檔所提及的所有或任何證券或投資項目的交易收取經紀佣金或費用。

本檔所提及之投資項目未必適合所有投資者。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，并在有需要時諮詢獨立投資顧問。本檔并不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。

本文件並無考慮任何收件人的特定投資目標、財務狀況或特定需要。投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本檔并不擬指出本檔內提及之證券或投資項目可能涉及的所有風險。