



▲量化寬鬆是在美日歐常見的刺激經濟措施，該種貨幣政策又是否適用於中國目前經濟環境？

量寬鬆（QE）作為貨幣配合財政的主要措施，在美日歐存在較多實踐，中國法律也並不限制央行在二級市場交易國債。但考慮央行不搞大水漫灌的原則下，直接實施QE或面臨較多掣肘，而不少「類QE」措施也同樣可以起到貨幣支持財政的作用。不排除央行未來推出更多定向量化的支持財政資金的創新結構性工具的可能。

「中國版QE」存在實踐可能？



經濟把脈 明明

中信證券
首席經濟學家

基於《中華人民共和國人民銀行法》，央行不得於一級市場認購國債，但能在二級市場交易。歷史上中國央行購買國債次數較少，且對象主要是特別國債。儘管法律上允許央行在公開市場上購買國債，但是央行資產負債表中「對政府債權」項目很少出現變化。

中央政府料續加槓桿

展望2024年，私人部門需求不足而地方債務壓力已高，中央加槓桿勢在必行。

痛點一：需求端內生修復動能不足，私人部門主動加槓桿意願有限。疫情長尾影響下居民部門對於自身未來就業、收入的預期偏弱，進而缺乏主動加槓桿購房的意願；預期不穩環境下，去年四季度PMI（製造業採購經理指數）回歸榮枯線以下，需求端的弱修復也制約了企業生產端改善的斜率。在需求偏弱主導的經濟壓力下，傳統的貨幣政策工具效果更多類似於「推繩子」，資金從銀行間體系流向實體經濟的傳導機制受阻，進而引起資金脫實向虛和債市槓桿高企等問題。參考日本上世紀90年代資產負債表衰退階段的政策操作，私人部門需求不足的環境下，政府部門加槓桿支持經濟的必要性抬升。

痛點二：地方債務壓力高企，增量槓桿空間不足。在地方財政支持實體經濟發展的需求下，在一般債或專項債到期後，地方政府通常會選擇發行再融資券的方式來「借新還舊」。土地財政模式成效不及以往的環境下，地方政府對於債務滾動的需求也存在一定黏性，進而導致近年來地方債務餘額持續抬升。而地方債務化解仍是2024年的主要工作之一，指望地方政府進一步加槓桿支持經濟顯然並不合理。

在經濟內生修復動能不足，而地方政府加槓桿空間受限的環境下，中央政府加槓桿的必要性凸顯。截至2023年三季度，中國居民部門、非金融企業，以及政府部門槓桿率分別達到了63.8%、169%和53.8%。橫向上比較，中國居民部門槓桿率在2021年後已較為接近美國和日本等發達經濟體，而政府部門槓桿率則仍明顯低於後者。結構上看，2010年後地方政府槓桿率水平抬升並超過中央政府，而21世紀以來中央政府槓桿率水平抬升斜率非常緩和，2023年三季度錄得22.6%。支持實體經濟訴求下，2023年四季度追加了萬億國債的發行額度，中央財政擴張的重要性已得到關注，筆者預計2024年中央加槓桿的進程仍會持續。

國債發行增多除了在債券供需層面促使國債發行利率走

高，在流動性的角度上會導致商業銀行超儲向財政存款轉移，進而減少狹義流動性市場水位，推升國債在二級市場上的到期收益率。歷史上國債發行明顯抬升階段往往伴隨着利率中樞的抬升，同時也意味着中央政府面臨更高的付息壓力。雖然當下中央政府債務壓力尚不及地方政府，但考慮到附息國債期限多數較長，可以預計未來一段時間內存量國債增長仍會形成可觀的付息壓力。

從社融構成上來看，2023年三季度到四季度政府部門融資是對總量社融形成了明顯的支撐；除去企業部門預期不穩環境下對於發債的意願降低，政府債融資對私人部門融資的擠壓也不容小覷。從存量債券結構上來看，截至2023年12月末，存量利率債規模在94.65萬億元（人民幣，下同）左右，而存量信用債規模在46.44萬億元附近，相較於2023年初分別增長了11.64萬億元和1.64萬億元；在債市投資需求總量上沒有顯著變化的前提下，政府債的多發一定程度上擠佔了信用債的空間，與財政支持實體的訴求存在部分矛盾。

零利率環境難實現

綜合考慮經濟增長目標與法理可行性，是否存在中國版QE的可能？

理論上，QE是主動釋放流動性的同時緩解政府供債對利率抬升刺激的方式之一。參考美日歐歷史上的QE操作，一方面央行不限量購入國債，緩解了國債大量發行所導致的發行利率上行、擠壓信用債發行空間等問題，另一方面通過大規模購債，央行也透過財政支出的形式寬幅釋放了流動性，改善了債市資金面環境。在貨幣供給高增與零利率政策的協同發力下，即使通脹短期處於低位，但實際利率仍然會處於相對合適的水準，進而有助於融資需求的改善。總的來看，僅從傳導機制上出發，實施QE可能改善當下中國經濟修復過程中面臨的部分問題。

儘管操作仍屬法律範疇，但利率水準是否支持央行購債仍需觀察。從中國的法律依據上看，《中華人民共和國人民銀行法》明確央行不得在一級市場上認購國債，但是允許央行在二級市場上交易國債等債券類資產，而歷史上央行也確實向中國農業銀行購買過特別國債。但是從QE的定義上看，實施QE的一大前提是利率等於或接近0，而當下2.5厘的MLF（中期借貸便利）利率仍距離0有較多空間。再者，此前央行購買國債主要目的在於提供中國投資有限責任公司的資本金，與QE向實體經濟大量投

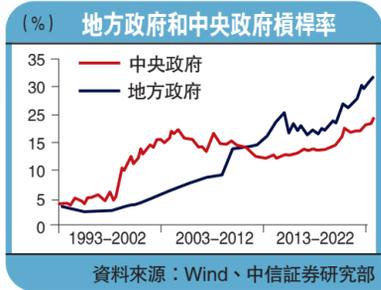
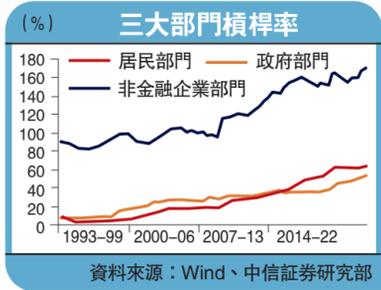
放流動性的目的之間存在較多差異，因此無需在0利率的環境下實施。由此可見，即使法律沒有明確禁止央行實施類似QE的行為，但當下利率環境未必能提供必要的支持。

「堅持不大水漫灌」原則下，QE實施或存在較多掣肘。對比中美兩國央行貨幣政策操作模式，美聯儲歷史上實施過四輪QE，且多次實行零利率與極高利率政策，操作風格總體偏激進，目標上則更多盯住本國通脹水準。與之相對，中國無論是數量端工具還是價格端工具的使用均更為穩健，1982年以來，聯邦基金目標利率在0.25厘到11.5厘之間浮動，而中國MLF利率的運行區間僅為2.5厘到3.3厘；雖然中國法定存款準備金率調降同樣會起到單次釋放大量流動性的功效，但單次下調幅度通常不超過50個基點，而2022年4月以來單次降準幅度壓縮至25個基點。

總體而言，美聯儲激進貨幣政策操作是建立在美元全球化體系之上，而中國貨幣政策操作的原則是不搞「大水漫灌」及「貨幣超發」，且更多關注資產負債表健康和通脹預期，QE操作顯然和這一原則存在衝突。

相較於央行直接購債，上繳結存利潤、SPV（應急流動性金融工具）等「類QE」措施也可能投入使用。2020年6月央行實施了兩項直達實體經濟工具，分別是普惠小微企業延期支持工具，以及普惠小微企業信用貸款支持計劃。兩者都涉及到SPV，而後者的操作是央行透過SPV購買地方法人銀行的小微企業信用貸款，與QE操作存在一定的相似之處，而這類貸款近乎「無息」，因而央行不承擔利息收益和損失；2022年3月央行宣布向財政部上交1萬億左右的結存利潤，雖然通過財政體系直接提供廣義流動性的方式類似QE，但這一操作並不涉及購買國債，且與零利率無關。總體而言，貨幣政策和財政政策的配合並非必須通過QE。

QE雖然有助於改善當下經濟痛點，但並非必需品。QE操作主要是央行在零利率環境下大量購買國債以釋放流動性，因此既能緩解國債供給壓力，避免政府融資擠壓私人融資空間，又能改善流動性環境，壓降債市利率，在一定程度上有助於改善中國經濟面臨的一些痛點。但考慮到中國央行不搞大水漫灌的操作原則，以及當下距離0仍然較遠的政策利率，中國採取QE可能還面臨較多掣肘。相較於央行直接購買國債，類似於上繳利潤、SPV等「類QE措施」也同樣可以起到貨幣支持財政的作用。



美聯儲有望次季「提前」降息

中金點睛 肖捷文 張文朗

中金公司研究員

結合最新進展，筆者認為美聯儲或希望在今年二季度降息，這比之前的預期提前一個季度。美國貨幣政策的潛在變化一定程度上反映出，美聯儲大概率為了增長而提高通脹容忍度。但要注意的是，提前降息可能會帶來經濟「不着陸」和「二次通脹」風險，加劇市場波動。

首先，提前降息的基本邏輯是通脹持續並顯著地放緩。由於10月和11月的核心PCE（個人消費支出）物價指數（季調）環比分別只有0.2%和0.1%，整體PCE指數（季調）環比均為0%，這不僅使美國通脹放緩的速度快於預期，也給提前降息提供了一個理論基礎。美聯儲理事沃勒此前說過，如果通脹回落能夠持續數個月，如3個月、4個月、5個月，美聯儲就可以降息。

根據計算，如果未來數月核心PCE環比增速能夠保持在0.1%或更低，那麼到2024年3月同比增速將降至2.2%或更低，或支持美聯儲在3月降息。如果環比增速保持在0.2%，那麼到5月同比增速或將為2.1%，屆時降息或是合適的。

然而，通脹能否快速下降還有待觀察。近期通脹放緩主要因為能源價格下跌和核心商品價格疲軟。能源價格波動大，很難判斷未來數月是否會繼續線性下跌。核心商品價格疲軟與商家在聖誕購物季到來之前打折促銷有關，但打折行為具有季節性，不一定持續。此外，美國商業庫存也已下降，未來因為去庫存而打折的壓力降低，而一些供應鏈風險仍然存在，可能給反通脹帶來挑戰。

根據相關報道，最近紅海海域的安全事件導致航運公司繞道南非或巴拿馬運河，這會顯著提高從亞洲到美國東海岸的貨運價格。而根據紐約聯儲的計算，全球供應鏈壓力指數已觸底反彈，美國進口價格指數的同比增速也處於觸底回升過程中，這些都與2019年中美貿易摩擦後供給壓力下降、進口價格同比增速向下、美聯儲降息的情況不一樣。

但正如筆者一直強調的，美聯儲大概率為了增長而提高通脹容忍度。根據美聯儲最新的SEP經濟預測表，官員們預計至2024年年末，PCE與核心PCE通脹同比增速仍有2.4%，均高於2%的通

脹目標。如果依據2020年開始實施的平均通脹目標制，那麼由於過去兩年通脹大幅上升，平均來看2024年更加不可能達到目標。也就是說，美聯儲要在通脹目標達成之前就開始降息，如此看來，這已經是在實質上提高了對通脹的容忍度。正如筆者過去兩年來一直強調，美聯儲要想避免衰退，最終可能需要接受一個更高的通脹。2024年美聯儲希望引導經濟軟著陸，不想為了降低通脹而人為製造一場衰退，這正是容忍通脹的一種表現。

警惕二次通脹風險

與此同時，大選年的政策變化可能更為複雜。回顧美國歷史，自1900年以來，只有一位總統威廉·麥金利（1900年），在其第一任期的最後兩年內發生經濟衰退時成功連任，此後4位在經濟衰退期間尋求連任的總統，包括威廉·塔夫特（1912年）、赫伯特·胡佛（1932年）、吉米·卡特（1980年）和喬治·H·W·布什（1992年），均未能成功。當前美國總統拜登的民調支持率疲軟，許多民眾對於「拜登經濟學」帶來的高物價、高利率不滿，如果再出現衰退，那麼2024年連任的概率或將大幅下降。與此同時，由於利率上升，美國政府利息支出顯著增加，財政可持續性面臨挑戰。降息有助於壓低美債利率，進而降低財政壓力，第二次世界大戰後美聯儲也曾為幫助美國政府「化債」而壓低利率。

儘管降息有諸多理由，但提前降息可能帶來經濟「不着陸」和「二次通脹」風險，加劇市場波動。自美聯儲主席鮑威爾12月意外「轉鴿」以來，美債利率大幅下降，美股大漲，金融條件顯著放鬆。這是因為市場認定美聯儲大概率會保就業、保增長、保債務，因此可以積極做多風險資產，相當於美聯儲給市場提供了一個看跌期權（Fed put）。

不過，金融條件放鬆具有反生性，它可能增加經濟擴張的持續性，帶來「不着陸」和二次通脹風險。美聯儲此前的研究也表明，加息或降息的影響並不需要等到發生的那一刻，而是在市場開始預期的時間就已經產生影響。筆者認為，如果後續美國經濟因為寬鬆預期再現韌性，美聯儲的降息決策將會更加艱難，如果最終降息的時點推遲或是降息幅度減少，那麼市場將會感到失望，資金價格波動或將加劇。



2024年樓市十大忠告(上)



樓市新態 汪敦敦

祥益地產總裁

今年是筆者連續第17年撰寫樓市忠告：

- 2023年樓價下跌並非泡沫爆破**
近10年香港房地產市場在特區政府「樓市辣招」之下，並不可能存在太多泡沫。其中當然沒有借貸泡沫。在市場情緒上，過分悲情反而令市場出現「負泡沫」。2023年樓價下跌只是一個由低通脹、高定期息口、悲情充斥格局下引發大部分購買力被凍結的特例而已。
- 資金氾濫其實更趨嚴重**
人人浸淫在悲情之中，卻忽略了另一財富實力變得空前強大，這就是現金流日益「爆棚」了。截至11月份的中國M2（流通中貨幣包括流通中的數位人民幣，加上機構的存款及證券公司客戶保證金）創新高，達291.2萬億元人民幣，亦是美國的兩倍。而香港11月份的M3（公眾持有的貨幣，加上認可機構的存款及可轉讓存款證）也破了新紀錄，逾17萬億港元。其中，定期存款逾9萬億港元，存款/GDP比例超400%，是全世界擁有最多現金佔比的城市之一。
- 息口走勢改變大局**
人們只留意供樓的按揭息率，但入

市買樓也有壓力測試及入息比率。供樓上的負擔雖然會因加息而增加，但不會有結構性改變，反而定期存款可凍結市場上絕大部分購買力。過去兩年時間裏，高存款利息配合低通脹將市場近4萬億港元資金凍結在銀行體系內，居民增加定存比例的確擁有不錯收益，但隨着有關因素的改變，空前龐大的購買力將做新的決定去改變大局。

4. 通脹回升將推動經濟
2023年初，內地及香港都面對疫情後可能出現的高通脹，甚至滯脹。結果我們不單止保持經濟增長（內地去年三季度GDP按年增長4.9%，香港是4.1%），更成功將通脹減至低水平（內地-0.5%、香港2.6%）。外界認為內地進入通縮（物價下降，經濟不活躍），筆者則不同意，因為我們仍能掌握到足夠的經濟增長。未來內地政府可以透過提升通脹、如2%左右去推動經濟。若通脹真的上升，會令定期存款吸引力大幅削減，不少購買力容易恢復回到市場去。

5. 悲情不會長期蹂躪香港
市場上的確經常會被負面情緒影響，但絕少影響長遠趨勢。雖然2023年的悲情好像摧毀了市場的一切，令人們也跌入「長遠低迷的錯覺」之中，但所謂悲情其實並沒有影響市場的結構，因此亦不應該影響市場本來的長遠發展。