

現在的工具箱，這與美聯儲將量化寬鬆視為非常規工具存在重大差異。



人民銀行相關負責人早前表示，「央行在二級市場開展國債買賣，可以作為一種流動性管理方式和貨幣政策工具儲備」。此舉再度引發市場對中國版量化寬鬆（QE）的討論。但在現代央行貨幣政策體系中，購債和量寬是兩回事，人行今次購債操作有其現實考量。

人行購債的現實考量

大學之道 薛清和 智本社社長

購債是一種常規手段，通常是指公開市場操作，如果購買的是短期國債，影響的就是短期利率。量化寬鬆是一種非常規手段，一般也是通過公開市場操作的方式來實現，購買的是中長期國債，影響的是長端利率。

應對地方化債壓力

如今，歐美日央行已經形成了一套完備清晰的現代貨幣政策體系。以美聯儲為例。按照《聯儲法案》，美聯儲的貨幣政策肩負雙重使命，即就業和通脹，同時還要兼顧金融穩定。在常規時期，美聯儲採納的還是「泰勒規則」（Taylor Rule），以利率價格為目標，以價格型工具為主，主要是通過公開市場操作的方式買賣短期國債控制短期折借利率。美聯儲是公開市場中最大的交易方，它通過買賣短期國債可以有效地控制短期利率——聯邦基金利率就是短期利率，進而影響市場利率，促進雙重使命的達成。這就是美國的利率走廊。

美聯儲把債券市場作為基礎貨幣投放的主要市場，通過買賣國債把流動性注入到債市中，或從中回收流動性。正常情況下，不直接干涉商業銀行的中長期利率、貸款供給、貸款投放和期限；不對商業銀行的儲備金做強制要求，採取自願儲備金制度，也是通過利率來調節，儘可能讓市場利率更自由、貨幣配置更加分、流動性更高。

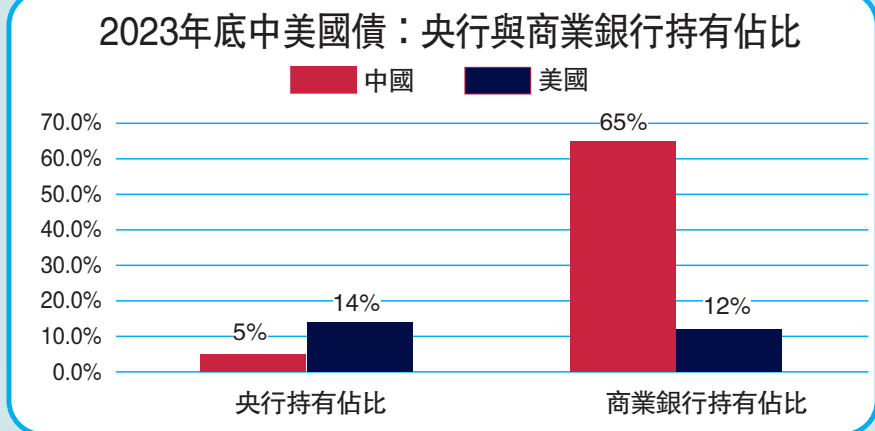
此外，巴塞爾協議III也要求商業銀行到債市上融資，避免明斯基時刻隔夜拆借市場出現流動性陷阱。

而在非常時期，美聯儲實施逆周期調節，採取極限應對措施，即量化寬鬆政策，在公開市場上大規模買入中長期國債，快速地給市場補充流動性，避免資產價格崩潰擊穿銀行資產負債表。出現結構性風險時，啟動結構性貨幣工具，以公開市場操作為主，貨幣在債市上流通進而傳導；人民銀行主要採用數量工具，投送基礎貨幣的方式以對銀行直接貸款為主，貨幣在信貸市場上流通進而傳導。

當前，中國貨幣政策調整的宏觀背景是地方化債。地方政府大規模發行特殊再融資債券用於置換債務，人行擴張特別國債和超長期國債接替地方政府投資，同時政策性銀行擴張政金債支持地方政府投資，商業銀行大規模購入國債、地方債和政金債。此外，人行為了支持化債和刺激經濟而持續降息，直接削減了商業銀行的淨息差。

最近，人行相關負責人向媒體表示，有一句話被市場忽略：「對於銀行、保險等配置型投資者，如果將大量資金鎖定在收益率過低的長久期債券資產上，若遇到負債端成本顯著上升，會面臨收不抵支的被动局面。」此話可以理解為，商業銀行無法獨自承擔政府化債風險，需要人民銀行下水購債。

化解風險只是央行購債的第一層



面。更深層次的是，我們需要從人民銀行的貨幣政策改革歷史去理解這一操作。

從80年代到2007年，甚至2015年之前，人民銀行的貨幣政策改革的方向與美聯儲是一致的。人民銀行從財政部獨立出來之後，有一批從歐美頂級經濟學院回歸的經濟學家、技術官僚推動匯率自由化、利率自由化和央行獨立性。

2008年金融危機後，人民銀行的改革遭遇了很多難題，未能形成一套清晰的現代央行政策體系。當前，人民銀行處於從貨幣數量型目標向利率價格型目標的轉型過程中。貨幣政策的目標以就業和通脹為主，但又服務於各項宏觀經濟目標。常規貨幣工具顯得過於豐富，但又沒有形成快速有效的應對方案。

具體來說，人民銀行投放貨幣的方式還是直接貸款為主，主要通過中期借貸便利工具、結構性貨幣工具向商業銀行和政策性銀行提供貸款。通過控制中長期利率來控制市場利率——貸款市場報價利率（LPR）在中期借貸便利（MLF）的基礎上加點形成。這是中國央行所謂的利率走廊。

不能等同量化寬鬆

人民銀行購債操作與美聯儲相比，至少有五點不同：

一是美聯儲採用價格工具，投送基礎貨幣的方式以公開市場操作為主，貨幣在債市上流通進而傳導；人民銀行主要採用數量工具，投送基礎貨幣的方式以對銀行直接貸款為主，貨幣在信貸市場上流通進而傳導。

二是美聯儲常規時間採納泰勒規則主要控制短期利率，對市場利率干預少；人民銀行採用黃金法則（易剛，2021）控制中長期利率，對市場利率干預強。中國隔夜拆借利率波動很大，美國很穩定；美國中長期利率波動率大，中國很穩定。

三是美聯儲將結構性貨幣工具視為非常手段，應對局部危機，規模不大；人民銀行將結構性貨幣工具作為常規手段使用，給特定領域特定對象提供廉價的定量貸款，規模越來越大，今年預計突破8萬億元人民幣。

四是美聯儲應對危機的非常規工具量化寬鬆已經很成熟，同時還有一系列結構性應對工具；人民銀行尚未啟用量化寬鬆，應對突發性風險的工具和經驗不足。

五是美聯儲的貨幣政策目標清

晰，操作透明——價格工具更重要是規範性和透明度；人民銀行的貨幣政策目標多元化、操作模糊化。

如果說美聯儲把魚苗（買入短期國債）丟到國債市場上，漁夫、魚販子、店家、家庭主婦可以公平到債市上去捕魚，那麼人民銀行就把大魚（中長期貸款）賣給幾家魚販子（銀行），魚販子將大魚過幾道水後再賣出。

2008年金融危機後，以美聯儲為代表的現代央行政策體系有一個清晰的思路：市場的歸市場，央行的歸央行。正常時期，美聯儲基於泰勒規則只控制短期利率，最大限度地讓市場利率自己去調節貨幣與風險，私人商業銀行考慮風險避免過度放貸和投資。非常時期，美聯儲極速應對、快速降息，同時作為最後貸款人直接下水採購國債，向債市直接注入流動性，避免資產價格崩潰。

人民銀行貨幣制度和政策改革行到中途中途，有時與財政政策的協同程度還不夠。譬如，城投債在內的地方債務風險屬於一種公共債務風險，如今讓半市場化、半行政化的商業銀行系統來承接債務，壓力可能傳遞到市場/儲戶。

就當前地方化債的形勢，人民銀行親自購債是必然的。人民銀行考慮採購中長期國債的主要原因，在於商業銀行系統無力承擔地方化債與中央債務擴張的壓力，提振通脹甚至不是主要目的。

購買長債充實工具箱

基於現行貨幣體系，筆者判斷，假如人民銀行直接購債會有如下四個特點：首先，直接在二級市場而非一級市場上購買，前期以商業銀行為交易對手。其次，採購的是中長期債券而非短期國債，前期以國債、特別國債、超長期國債為主，後期可能會擴展到高信用的地方專項債和一般債。再次，購買長期國債作為一種常規貨幣政策，進一步充實現有的工具箱，這與美聯儲將量化寬鬆視為非常規工具存在重大差異。最後，購買量前期不大，後面逐步放大。

如果央行按照上面的方式購債，對市場有什麼影響？短期來說利好債市，緩解政府融資壓力，推動地方政府化債，幫助中央政府擴張債務。當前銀行信貸傳導效率非常低下，人行直接購債理論上可以提高貨幣傳導效率，但如果規模不大、改善亦不會非常明顯。

中國製造業升級成投資風口

東吳宏觀 陶川 東吳證券首席宏觀分析師

中國的製造業投資在當前超預期的宏觀數據中異軍突起，其含金量和可持續性也引發市場關注。今年一季度，製造業投資不僅在增速上反超基建投資，更是貢獻了固定資產投資回升的41%。這至少說明在房地產相對較弱的階段，中國經濟有了一抹春綠。但與以往不同的是，這一次製造業投資的「捲土重來」，在結構、區域、效率上均呈現出新的特徵，也就需要新的視角和框架加以審視。

結構方面，這一次製造業投資「科技量」變得更高了、非民間投資的重要性也比先前提升了不少。區域方面，此次製造業投資「挑大樑」的任務並不是完全落在經濟大省或工業大省的肩上，更多是各省「因地制宜」齊心搞製造業。效率方面，製造業投資再啟擴張之路也並非完全「一帆風順」，還有產能利用率偏低等核心問題亟需解決。

製造業投資「風頭正勁」，這次有何不同？從2013年起，中國曾兩度按下製造業投資的「加速鍵」。第一次發生在2018年中美貿易戰期間，面對美國對華的技術封鎖，中國推行了一系列增強製造業核心競爭力的政策，促使製造業投資增速成功超越了長期「跑在前方」的基建。第二次發生在2021年全球疫情反覆時期，在全球供應鏈面對衝擊、人力成本上升等背景下，製造業的重要性再起，緩繳稅費等利好政策成功傳導至製造業投資、提振製造業投資增速上行。而這一次，在海外人工智能（AI）加速發展、主要發達經濟體加大新興產業補貼力度的背景下，促進製造業發展的重要性終於「重返舞台」。

總體來看，「新質」行業明顯跑過了「舊質」行業。根據製造業子行業的投資增速來看，此次製造業投資擴張的主要推動來自於科技含量更高的產業（如通用設備、專用設備、電子設備、醫藥、汽車等）。受益於推進製造業升級的政策利好，這些「新質」行業的投資增速明顯快於「舊質」行業，成為製造業發展的新興引擎。

民間投資欠火候，政策加持更給力。相較於由地方政府主導的基建投資，製造業投資更傾向於市場化運作，

通常以民營企業為主導，並且大部分製造業項目的融資主要來源於自籌資金。然而，2024年一季度製造業民間投資相對整體投資同比增速卻在不斷下探，製造業民營信心相對薄弱的同時，政府對製造業的支持力度變得更「給力」了一些。

從財政端來看，目前科技支出剛性不減，這與前兩輪製造業投資擴張周期中財政端科技支出增速持續上行的情形基本一致。但比起前兩輪製造業投資擴張周期，此次新增了用於城鄉融合發展和高質量發展的超長期特別國債，它也將在一定程度上輔助製造業上行。從貨幣端來看，也有加大對製造業首貸戶的支持力度、加強對傳統製造業設備更新及技術改造的中長期資金支持等政策出台。

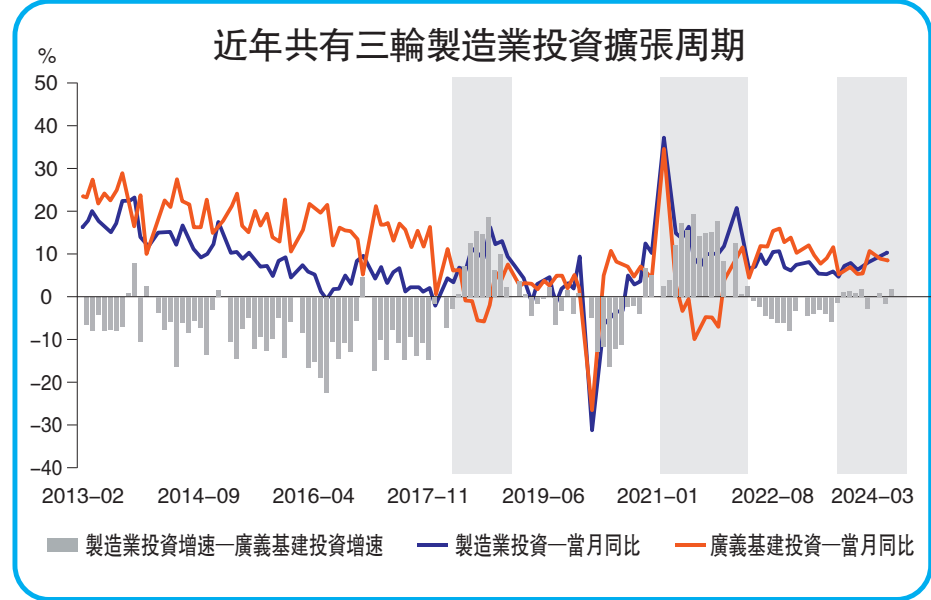
投資回報明顯好轉

除了政策端的對沖作用，製造業民營自身的復甦也「正在路上」。從2023年四季度起，工業製造業企業的利潤及淨資產收益率（ROE）都在發生明顯好轉。因此筆者認為，2024年身為製造業資金來源絕對主體的自籌資金，其流向製造業的資金規模將多於2023年。

單靠經濟或工業大省或許「勢單力薄」，各地「因地制宜」更重要。曾經「重倉」製造業的工業大省主要集中在華東與中南地區，但透過一季度各省的製造業投資增速來看，部分非工業大省的製造業表現也並不弱。比如在西南地區中，公布了一季度製造業投資增速的重慶、貴州、雲南都跑贏了全國增速。

再從國家主席習近平考察科技及製造業發展的「路線圖」來看，也逐漸從一些經濟大省及工業大省、去西部地區。4月底習近平主席到西南地區中製造業投資佔GDP比重最高的重慶，提到要「因地制宜發展新興產業，加快西部地區產業轉型升級」，這也說明了這一次製造業投資擴張周期，靠的更多是眾省「齊心協力」、而非非大省「單槍匹馬」。

當然，目前仍有產能利用率偏低需要解決。新一輪製造業投資的興起並非易事，在面對製造業產能利用率偏低、尤其是大部分科技含量較高的中下游行業產能利用率均在下滑這一問題，需要的是結構性政策措施的加快落地生效，以及在打好總量「持久戰」的同時兼顧好需求端的「東山再起」。



聯儲成員現分歧 減息時點難料

樓市智庫 陳永傑 中原地產亞太區副主席 兼住宅部總裁

美國聯儲局今年減息何時展開，以及減低多少，成員之間的爭論似乎愈演愈烈，6月減息可能性已經不大。近日國際油價蠢蠢欲動，由每桶81美元衝上86美元，美國經濟數據又轉強，令減息難度增加。美國資本市場異常反覆，減息路途不太平坦。

通脹走向成關鍵

聯儲局主席鮑威爾在丹佛商學院重申，美國經濟強勁，通脹數據高過預期，局方仍然有時間小心考慮首次減息時間。如果經濟發展總體符合預期，通脹率向2%目標回落，聯儲局基本同意在今年某個時間減息是合適的做法。若判斷近期高於預期的通脹數據是否個別情況，還為時尚早。

鮑威爾指出，每次政策會議將按當時情況作出決定，在大選年制定貨幣政策不會受到政治因素影響，這個立場對於制定正確貨幣政策至關重要。

亞特蘭大聯儲銀行行長博斯蒂克指出，聯儲局應該等到年底時才會下調指標利率。他堅持自己的觀點，即聯儲局在今年只減息一次。博斯蒂克表示，成員已經看到通脹變得更加不穩定，如果經濟發展如他所料，國內生產總值（GDP）及就業持續強勁，通脹在今年緩慢下降，年底才合適減息。

明尼阿波利斯聯儲銀行行長卡什卡利指出，儘管利率高，但經濟許多領域看起來都很穩健，質疑是否有必要降息，語畢美股暴跌。他早前曾計劃今年減息兩次，如果繼續看到通脹橫向波在動，這會讓他質疑是否需要減息。

克里夫蘭聯儲銀行行長梅斯特認為，聯儲局可能在未來數個月開始減息步伐。

聯儲局上個月將利率維持在5.25至5.5厘範圍，大多數決策成員預計今年會有三次減息，但近期愈來愈多成員轉軟。假如未來減息行動大打折扣，將會衝擊資本市場的走勢，很大可能由升勢變為大幅波動，甚至轉入跌勢。

基於相信美國經濟及通脹不會一味強勢，應會漸漸放緩，很難長期強勁，因此減息時機自會到來。