



金融研究总监：詹向阳

国内宏观经济研究团队：

樊志刚 赵幼力 王小娥 朱 妮
李 露 杨 苒

执笔：赵幼力 王小娥

youli.zhao@icbc.com.cn

相关研究：

2012/9/19 《经济弱态持续 投资略有起色——2012年9月国内经济、金融动态月报》

2012/9/5 《从战略高度理解人民币国际化》

2012/8/21 《宏观经济颓势延续 物价回归“1”时代——2012年8月国内经济、金融动态月报》

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在单位的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

QE3 及全球量化宽松对中国经济影响分析

要点：

- 一场世界范围内的“量化宽松”战争正在蔓延：2012 年 9 月 6 日欧洲央行推出新的量化宽松策略 OMT（直接货币交易计划），9 月 13 日美联储宣布实施第三轮量化宽松政策（QE3），9 月 19 日日本央行宣布进一步加强量化宽松政策。
- 全球性的量化宽松政策对我国经济的影响表现在以下几方面：一是可能导致持续近一年的资本流出转为新一轮短期资本流入；二是输入性通胀压力上升，但 QE3 带给我国的通胀压力将小于前两次；三是人民币兑美元汇率可能重拾升势；四是有助于防止中国出口增速进一步大幅下滑。
- 总体来看，在当前我国经济和发达国家均处于同样的经济下行期的背景下，全球范围的量化宽松对中国经济影响利大于弊；全球范围的量化宽松政策不会导致国内货币政策收紧，但有可能降低国内货币政策放松的节奏和力度；全球范围的量化宽松政策有利于中国宏观政策在稳增长和控房价之间的平衡。

Analysis about Impact of QE3 and Global Quantitative Easing Policy on China's Economy

Executive Summary

A global war of quantitative easing policy is spreading: the European Central Bank carried out the outright monetary transaction (OMT) on September 6, the Fed declared a third round of quantitative easing policy(QE3) on September 13, and the Bank of Japan announced a further strengthening of quantitative easing policy on September 19. The global quantitative easing policy will effect China's Economy in many ways: Firstly, the yearlong capital outflow could turn to a new round of short-term capital inflow; Secondly, the imported inflation pressure would rise, but could be less than that led by the previous two rounds of quantitative easing policies; Thirdly, the RMB exchange rate may rise again; Finally, Chinese export growth rate would be prevented from a steeper decline. In a word, under the background of economic downturn in both China and developed countries, advantages of the global quantitative easing policy outweigh disadvantages for China. The policy will not trigger monetary tightening in China, but may slow down the rhythm of monetary policy relaxation, and will help China's macroeconomic policy strike a balance between steady economic growth and controlled house prices.



目 录

| | |
|--|---|
| 一、欧、美、日各国量化宽松的政策内容····· | 1 |
| 二、当前我国国内环境与前两次 QE 异同····· | 1 |
| 三、各国量化宽松政策对我国经济的影响····· | 2 |
| （一）持续近一年的资本流出可能转为新一轮短期资本流入····· | 2 |
| （二）中国经济面临的输入性通胀压力上升，但 QE3 带给我国的通胀压力将小于前两次····· | 3 |
| （三）人民币兑美元汇率可能重拾升势，且伴之以较大幅度的双向波动····· | 3 |
| （四）有助于稳定中国的外部需求，防止中国出口增速进一步大幅下滑····· | 4 |

图表目录

| | |
|-----------------------------------|---|
| 图 1 我国外汇占款当月新增额····· | 3 |
| 图 2 境内、外美元兑人民币即期汇率及 NDF 报价走势····· | 4 |
| 表 1 当前国内环境和 QE2 时期差别大····· | 2 |



2012 年 9 月 6 日欧洲央行推出新的量化宽松策略 OMT（直接货币交易计划），9 月 13 日美联储宣布实施第三轮量化宽松政策（Quantitative Easing, QE3），9 月 19 日日本央行宣布进一步加强量化宽松政策。在当前开放的货币体系下，发达国家纷纷加大实施量化宽松政策，会对中国经济带来什么样的影响呢？是本文研究的主要内容。

一、欧、美、日各国量化宽松的政策内容

OMT（直接货币交易计划）是指欧洲央行将在二级市场无限量购买成员国国债，以压低成员国融资成本；为了避免因支出的资金额较高而导致大幅度的通货膨胀，欧洲央行也将从市场上收回与其支出额等量的资金。但 OMT 的实施有一系列附加条件，其启动前提是成员国需要满足申请欧洲金融稳定基金（EFSF）及欧洲稳定机制（ESM）在一级市场购债的条件，因此只有当欧洲金融稳定基金（EFSF）被启动，欧洲央行才会购买债券。

美联储 QE3 的政策内容：一是美联储每月将购买 400 亿住房抵押贷款担保债券（MBS），直至就业出现“实质性改善”；相比前两次 QE 用来购买美国国债，本次 QE3 购买专门针对房地产的债券，旨在拉动大量与建筑业相关的低收入群体就业，政策目标更加明确；二是将超低联邦基金利率（0-0.25%）从 2014 年底延长至 2015 年中期；三是维持原有的扭转操作计划和再投资计划不变，扭转操作计划下购买的长期国债与此次 MBS 购买计划相加，美联储将在今年剩余时间以每月 850 亿美元的力度购买较长期资产。

日本央行再推的量化宽松政策内容：一是将资产购入基金规模从 70 万亿日元扩大到 80 万亿日元。新增的 10 万亿日元中，5 万亿用于购入短期国债，5 万亿用于购入长期国债。二是将完成资产购买计划目标的终止时间延长六个月，至 2013 年 12 月；三是取消在资产购买计划项目下购买日本国债利率 0.1% 的最低限，同时决定将作为基准利率的银行间无担保隔夜拆借利率继续维持在 0-0.1% 的水平。

由上可见，一场世界范围内的“量化宽松”战争正在蔓延，而且，在本次量化宽松政策中，各国的政策力度还是相当大的，欧洲央行的 OMT 和美联储的 QE3 政策均没有限制干预规模和干预时间。以 QE3 来讲，据有关机构估计，如果要把美国的失业率推低到 7%，至少要花三年的时间，如果美联储每月购买债券要投入 400 亿美元，连续三年购买债券所需的金额可能达到 1.44 万亿美元。与前两轮 QE 措施共投资 2.85 万亿美元差不多。这一方面反映了当前经济形势的严峻，另一方面也反映了政府当局刺激经济增长的决心。

二、当前我国国内环境与前两次 QE 异同

当前国内形势与前两次 QE 时期差别很大（见表 1），主要表现在以下几个方面：一是经济形势弱势明显。2012 年 8 月，工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售额、进出口

QE3 及全球量化宽松对中国经济影响分析

增速都明显低于 QE2 实施时的水平，部分指标甚至低于 QE1 实施时的水平；二是跨境资金呈现净流出态势。2012 年 8 月，我国新增外汇占款负增长 174 亿元，和前两次外汇占款大规模流入的情况不同；三是通胀压力较低。2012 年 8 月 CPI 同比增长 2%，PPI 同比负增长 3.5%，而在 QE2 实施时，CPI 为 5.1%，PPI 高达 6.1%。

表 1 当前国内环境和 QE2 时期差别大

| | QE1（2008-11-25 至2010-3-31） 2008年11月 | QE2（2010-11-3 至2011-6-30） 2010年11月 | QE3（2012-9-13 至？） 2012年8月 |
|-----------------|---|--|---------------------------------|
| 工业增加值（当月同比，%） | 5.4 | 13.3 | 8.9 |
| 固定资产投资（累计同比，%） | 26.8 | 24.9 | 20.2 |
| 出口（当月同比，%） | -2.2 | 34.9 | 2.7 |
| 进口（当月同比，%） | -18.1 | 38.3 | -2.6 |
| 社会消费品零售（当月同比，%） | 20.8 | 18.7 | 13.2 |
| CPI（当月同比，%） | 2.4 | 5.1 | 2.0 |
| PPI（当月同比，%） | 2.0 | 6.1 | -3.5 |
| 新增外汇占款（亿元） | 1,124 | 3,196 | -174 |

综上，QE1、QE2 时期，我国经济发展周期阶段与发达国家不仅不同，甚至还正相反，如 QE2 时期，美国处于下行期，需要宽松货币政策来保增长，而我国正处于上行期，通胀高位运行，需要紧缩货币政策来控通胀，美国的宽松政策势必会对我国经济带来较大的负面影响。反观当前，我国经济正处于下行期、通胀低位运行，和发达国家处于同样的发展周期阶段，这与前两次美联储出台量化宽松政策时期的形势有所不同。

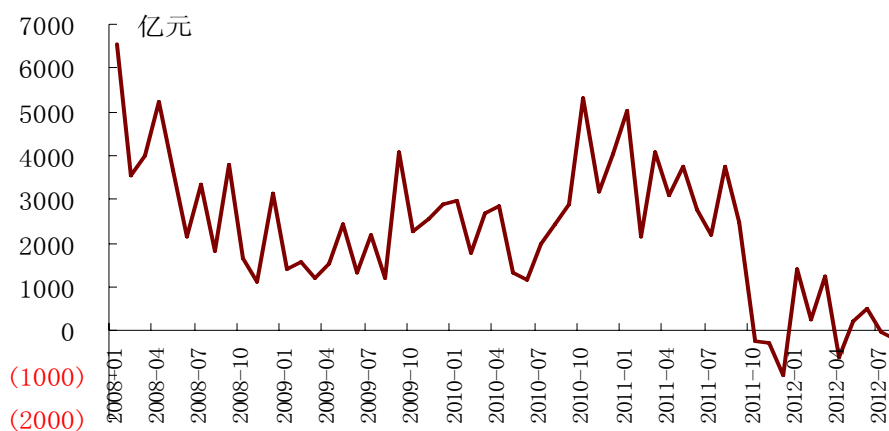
三、各国量化宽松政策对我国经济的影响

（一）持续近一年的资本流出可能转为新一轮短期资本流入

从 2011 年第 4 季度起，随着欧债危机恶化导致国际金融市场动荡，出口下滑与房地产调控造成中国经济增长前景转淡，短期资本持续大规模流出中国。这一轮短期资本流出的强度，已经超过了 2008 年第 4 季度与 2009 年第 1 季度美国次贷危机的高峰时期（见图 1）。各国量化宽松政策的实施很可能使得全球机构投资者的风险偏好将再度加强，加上 QE3 可能带来的美元贬值预期，短期国际资本很可能重新由美欧流向包括我国在内的新兴市场国家。



图 1 我国外汇占款当月新增额（2008.1-2012.8）



（二）中国经济面临的输入性通胀压力上升，但 QE3 带给我国的通胀压力将小于前两次

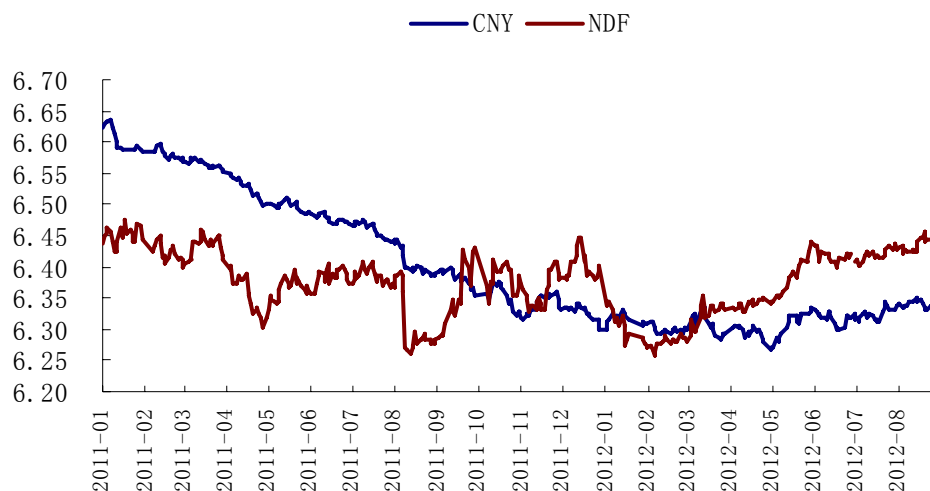
从前两轮量化宽松的实施来看，流动性的注入与美元贬值均会导致全球能源与大宗商品价格上升。在截至 2010 年 3 月、长达 16 个月的第一次 QE 中，美国商品研究局(CRB)大宗商品价格指数上涨 36%，而食品价格上涨 20%，石油价格飙升 59%；在截至 2011 年 6 月的历时 8 个月的第二次 QE 中，CRB 指数涨 10%，食品价格涨 15%，而油价又涨了 30%。而全球能源与大宗商品价格上升将会通过中国的进口价格指数与工业品出厂价格指数（PPI）最终传递至中国的消费者物价指数（CPI）。输入性通胀压力的加剧、目前国内猪肉市场供求关系的变化，以及国内货币信贷增量的反弹，预计将会导致中国 CPI 同比增速在最近几个月触底，甚至从年底开始反弹。但目前我国经济增速显著放缓，尤其是房地产投资增速大幅下降，企业处于去库存阶段，PPI 负增长。虽然 QE3 对大宗商品需求，包括投机性需求可能有刺激，但来自中国的需求和早前比要温和得多，因此我们判断 QE3 的出台对我国通胀压力的影响将显著小于前两次。

（三）人民币兑美元汇率可能重拾升势，且伴之以较大幅度的双向波动

2012 年年初至今，人民币兑美元汇率不升反降（见图 2），在岸人民币（CNY）兑美元汇率中间价 9 月 19 日收于 6.3392，较年初（6.3001）贬值 0.6%。从海外无本金交割远期外汇交易（NDF）市场看，9 月 18 日报价为 6.4195，较年初（6.383）小幅贬值 0.6%，中长期仍维持贬值预期。人民币走软的主要原因包括经常账户顺差下降与资本账户顺差转变为逆差。尽管短期内中国经常账户余额较难改善，但资本账户逆差可能重新转变为较大顺差，这意味着外汇市场上美元可能重新供过于求，从而推动人民币兑美元升值。预计人民币兑美元

汇率将呈现出小幅升值，且伴之以较大幅度的双向波动。

图 2 境内、外美元兑人民币即期汇率及 NDF 报价走势（2011.1-2012.8）



（四）有助于稳定中国的外部需求，防止中国出口增速进一步大幅下滑

QE3量化宽松政策对美国实体经济的帮助有多大，市场看法并不一致，但一般认为对短期需求起码没有负面影响。我们倾向认为在美国面临财政紧缩的压力下，量化宽松应该有助于稳定美国国内需求。欧盟OMT和日本的量化宽松政策也有助于拉动欧盟和日本的需求。从这个意义上讲，QE3 有助于防止中国出口增长进一步大幅下滑。

几点结论：

结论一：在当前我国经济和发达国家均处于同样的经济下行期背景下，全球范围的量化宽松对中国经济影响利大于弊。

结论二：全球范围的量化宽松将有利于中国宏观政策在稳增长和控房价之间的平衡，从而有利于我国当前宏观调控的有效性。因为就房地产市场而言，外部环境变化带来的流动性放松，比国内货币政策主动放松的负面影响小。

结论三：全球范围的量化宽松政策不会导致国内货币政策收紧，但有可能降低国内货币政策放松的节奏和力度。去年年底以来外汇占款规模的迅速下降，导致传统的基础货币发行渠道受到限制，央行不得不借助于下调法定存款准备金率以及启用逆回购等非传统货币工具来释放流动性。随着短期资本流动的逆转，中国外汇储备增量将由负转正，月度外汇占款规模也将重新上升，这将降低央行进一步下调法定存款准备金率的空间与频繁使用逆回购的必要性。