



## 美国退出 QE 对中国经济弊大于利 商业银行应加强流动性风险管理

——美国退出 QE 对中国经济的影响、政策走向及商业银行关注点

### 要点:

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  
杨苒 李露

执笔：李露

[lilu\\_csjr@icbc.com.cn](mailto:lilu_csjr@icbc.com.cn)

相关研究：

2013/8/30 《实体经济贷款需求上升  
货币双反弹难言宽松——2013 年8  
月国内经济、金融动态月报》

2013/8/30 《抢抓城镇化和新农村发  
展机遇 创新工商银行多元化支持路  
径——关于城镇化和新农村金融两个  
课题赴吉林分行的调研报告》

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（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，仅供我行内部参阅，未经书面许可，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。

- 全球金融危机以来，美联储采取了以 QE1、QE2 和 QE3 三轮量化宽松政策为代表的一系列超宽松货币政策来帮助美国摆脱危机困境。今年以来，美联储几次例会均显示美国将逐步退出量化宽松政策，其退出进程将是一个分阶段、分层次的中长期过程。在该过程中，全球经济金融不可避免地会陷入一个新的震荡调整期。
- 国内来看，美国退出 QE 将在跨境资本流动、人民币汇率、资金成本、大宗商品价格、宏观政策等多方面对中国经济带来复杂的影响。综合看，美国退出 QE 对我国经济的总体影响偏向负面。
- 在当前中国经济较为疲弱，且正处于结构调整关键期的背景下，预计监管层当务之急是管理好市场对美国退出 QE 的悲观预期，防止市场上各类经济主体对此做出过度反应。在此基础上，根据经济形势的变化相机抉择，灵活调整宏观政策，为经济结构转型营造稳健、良性的宏观环境。
- 在流动性总体趋紧和波动性增大的背景下，商业银行应根据经济金融形势及市场变化，合理摆布资金头寸，保持合理的流动性水平。

## 目 录

一、美国退出 QE 的概况及未来趋势.....	1
二、美国退出 QE 的概况及未来趋势.....	3
（一）跨境资金显现流出迹象.....	3
（二）人民币兑美元贬值压力增大，未来兑美元升值幅度进一步放缓.....	5
（三）资金成本面临上行压力.....	6
（四）大宗商品价格面临下行压力.....	7
三、宏观政策的下一步走势.....	9
四、商业银行的关注点.....	10

## 图表目录

图 1 金融机构外汇占款变动趋势.....	4
图 2 银行间市场主要利率走势.....	5
图 3 人民币兑美元即期汇率及 1 年期 NDF 报价走势.....	6
图 4 国债收益率走势.....	7
图 5 CRB 指数和美元指数变动趋势.....	8

表 1 金融危机以来的美联储非常规货币政策.....	2
----------------------------	---



全球金融危机以来，美联储采取了以 QE1、QE2 和 QE3 三轮量化宽松政策为代表的一系列超宽松货币政策来帮助美国摆脱危机困境。今年以来，美国经济复苏的态势逐步明朗，美联储几次例会均显示美国将逐步退出量化宽松政策。尽管在其 9 月召开的例会上对经济增长的预期有所回调，加上失业率仍然较高，通胀率维持低位，美联储决定暂不缩减购买债券规模。但未来随着美国就业形势的进一步好转，美国在今年晚些时候正式退出 QE 的可能性较大，其退出进程将是一个分阶段、分层次的中长期过程。在该过程中，全球经济金融不可避免地会陷入一个新的震荡调整期。国内来看，美国退出 QE 将在跨境资本流动、人民币汇率、资金成本、大宗商品价格、宏观政策等多方面对中国经济带来复杂的影响。本文在梳理美国退出 QE 对我国经济的直接和间接影响的基础上，对宏观政策的下一步走势进行了预判，并据此对商业银行经营提出建议。

### 一、美国退出 QE 的概况及未来趋势

全球金融危机以来，美联储采取了以 QE1、QE2 和 QE3 三轮量化宽松政策为代表的一系列超宽松货币政策（见表 1），来帮助美国摆脱金融危机的困境，推动经济逐步走向复苏。在政策的推动下，美国经济增长的质量和持续性逐步改善。进入 2013 年，美国就业市场明显好转，经济复苏的态势进一步明确。2013 年 6 月的例会召开后，美联储主席伯南克明确表示，“如果数据符合预期，将在今年晚些时候开始缩减资产购买，在明年年中结束购买”，为政策方向定下基调。尽管在美联储 9 月召开的例会上对经济增长的预期有所回调，加上失业率仍然较高，通胀率维持低位，美联储决定暂不缩减购买债券规模。但未来随着美国就业形势的进一步好转，美国在今年晚些时候正式退出 QE 的可能性仍较大。

## 美国退出 QE 对中国经济的影响、政策走向及商业银行的关注点

非常规货币政策	时间区间	主要政策内容
QE1	2009 年 1 月 -2010 年 3 月	——购买 2000 亿美元三大住房抵押贷款公司（房利美、房地美和联邦家庭贷款银行）的直接债务； ——购买 1.25 万亿美元由房利美、房地美和政府国民抵押协会担保发行的 MBS； ——购买 3000 亿美元长期国债（上述三者合计 1.75 万亿美元）
QE2	2010 年 11 月 -2011 年 6 月	以每月 750 亿美元的速度购买美国长期国债， <b>总增持量为 6000 亿美元</b>
扭转操作	2011 年 9 月 -2012 年 6 月	——延长持有债券的平均久期，买入总计 4000 亿美元的剩余期限在 6-30 年的长期国债，同时出售等额的剩余期限在 3 年以下的短期国债； ——将到期的机构债券和机构 MBS 的本金继续用于购买机构 MBS
QE3	2012 年 9 月- 现在	——以每月 400 亿美元的速度额外购买机构住房抵押贷款支持证券（agency MBS），直至就业市场出现“实质性改善”； ——维持原有扭转操作计划和再投资计划不变，在该计划 2012 年底到期后，于 2013 年 1 月开始每月购买 450 亿美元的长期国债（ <b>截至 2013 年 7 月末，总资产购买量约为 7380 亿美元</b> ）

表 1 金融危机以来的美联储非常规货币政策

我们认为<sup>1</sup>，美联储在如何退出 QE、如何从非常规货币政策过渡到常规货币政策的问题上，将遵循“动态平稳退出，被动缩小资产负债表规模，最小化对经济的负面冲击”的原则，而具体的退出时点取决于近一段时间的经济金融数据。从当前美国经济的走势来看，预计美联储最迟将在年底前宣布缩减资产购买规模，也就是正式宣布逐步退出 QE。

我们认为，退出的路径将是：第一步，逐月降低资产购买规模，到 2014 年年中逐步停止购买新资产；第二步，持有债券到期，不主动出售存量资产；第三步，最早在 2015 年上半年提高联邦基金目标利率；第四步，逐步停止到期证券本金的再投资，被动缩减美联储资产负债表；第五步，用数年时间逐步出售持有的机构证券，最终实现资产负债表的正常化。

<sup>1</sup> 详见工商银行城市金融研究所 2013 年 9 月研究报告《美联储退出量化宽松政策的路径及其影响分析》。



## 二、美国退出 QE 的概况及未来趋势

目前,美联储资产负债表已扩张至 3.5 万亿美元,从逐步减少债券购买到资产负债表停止增加并正常化,资本流向的逆转和利率的上升将是一个中长期的过程。在这个过程中,全球经济金融将不可避免陷入新的震荡调整期。国内来看,目前中国正处于经济转型期,经济增长放缓,投资拉动增长方式难以延续,人民币升值背景下出口行业形势严峻,产能过剩问题突出,房地产价格维持高位,转型过程中面临着较大的困难和挑战。在这样的背景下,美国退出 QE 会在跨境资本流动、人民币汇率、大宗商品价格、宏观政策等多方面对中国经济带来短期和长期影响。具体体现在以下几方面:

### (一) 跨境资金显现流出迹象

#### 1. 当前影响: 跨境资金流出带来流动性紧缩效应

长久以来,美元一直是全球金融市场的核心货币,过去几年美联储实行的超宽松货币政策使得这一全球流动性的核心货币逐渐成为重要的套利交易工具。投资者以极低的成本借入美元,然后投资于高利率或高收益的新兴市场国家以赚取高额回报。从最近一轮量化宽松政策推出后的情况看,2012 年 9 月 QE3 推出之后跨境资金流入国内的态势十分明显。今年 1 季度我国资本金融项目累计实现 900 亿美元顺差,为 QE2 结束以来单季最高顺差。跨境资金的流入以及由此推升的人民币升值预期直接导致外汇占款快速攀升,2012 年 9 月至 2013 年 5 月外汇占款累计新增近 1.8 万亿元,而此前 8 个月仅新增 2814 亿元。自 2013 年 5 月起,随着美国退出 QE 的预期逐渐升温,跨境资金开始显现出由新兴市场流回美国的迹象。5 月份我国新增外汇占款由上月的 2943.5 亿元大幅下降至 668.6 亿元,6 月外汇占款更是净减少了 412.0 亿元,为去年 11 月以来首次负增长,7 月较上月又下降 244.7 亿元,8 月份外汇占款较上月增加 273.2 亿元,但主要原因是当月贸易顺差出现较大幅增加,助推外汇占款增量由负转正,跨境资金流出的趋势并未改变(见图 1)。

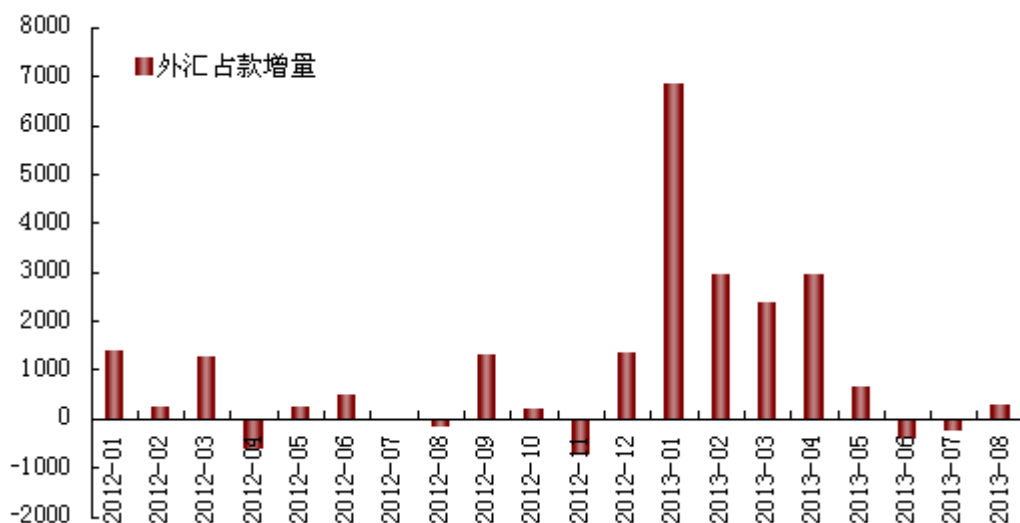


图 1 金融机构外汇占款变动趋势 (2012.1-2013.8)

资料来源：Bloomberg，CEIC，城市金融研究所宏观经济金融数据库（ICBC），除特别注明外，下同。

由于外汇占款一直是金融市场流动性的主要来源，受其净减少的影响，同时央行坚决“不放水”倒逼商业银行加强流动性管理，以及商业银行季末冲时点等因素的叠加影响下，6月起银行间市场资金面趋紧，同业拆借利率明显上扬。6月20日上海银行间同业拆借隔夜利率较前一日飙升578.4个基点至13.444%的历史最高水平。进入7月份以后，银行间市场利率明显回落，究其原因，一方面是银行资金季末“冲时点”因素消失，另一方面是商业银行向非金融部门售汇后，并没有及时向央行购汇以补充外汇头寸<sup>2</sup>，这就导致商业银行持有的人民币资产增加，银行间流动性增加，对银行间市场利率产生了下行压力。但总体来看，7月至今银行间市场利率仍总体处于历史较高水平（见图2）。

<sup>2</sup> 7月份金融机构（包括央行和商业银行）外汇占款净减少244.7亿元，而当月央行外汇占款净增加19.1亿元。

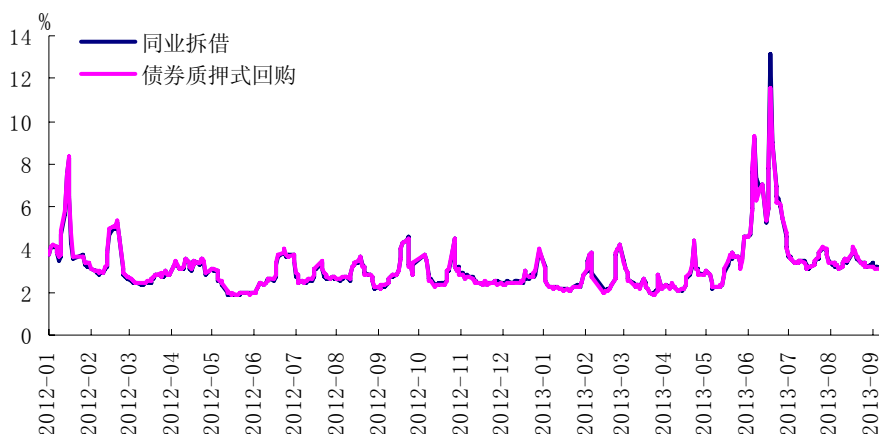


图2 银行间市场主要利率走势（2012.1-2013.9）

## 2. 未来趋势：短期内跨境资金将继续流出，中长期呈总体流入态势

随着美联储正式退出 QE，逐步缩减资产购买规模，短期内国内跨境资金流出的大趋势不会发生改变，预计至少到 2014 年初，外汇占款都将维持微增长或负增长的态势。受此影响，市场流动性将延续目前紧平衡的状态，转为大幅宽松的可能性较小。

但从中长期来看，由于我国资本账户尚未完全开放，对跨境资金的大进大出具有一定的抑制作用。同时，我国近 3.5 万亿美元的外汇储备是稳定本币汇率的重要利器，也有利于纾解跨境资金的异动。因此，对流动性的总体影响较为有限。同时，随着美国经济好转并带动全球经济复苏，中国经济结构调整带来经济增长的内生动力增强，对跨境资金仍将具有较大的吸引力。

### （二）人民币兑美元贬值压力增大，未来兑美元升值幅度进一步放缓

随着美国经济数据持续向好和美联储退出 QE 的时间表日渐明晰，近期国际外汇市场上美元热度上涨，美元走强给人民币带来了一定的贬值压力。6 月初开始，境内市场人民币兑美元的升值速度明显放缓。6、7、8 月人民币兑美元分别升值 0.03%、0.03% 和 0.11%（见图 3），其中，6 月中旬至 7 月初，以及 7 月中旬至 8 月初人民币兑美元还出现了较为明显的贬值。从 6 月初到 9 月 10 日，人民币兑美元累计升值 0.31%，升值幅度远小于今年前五个月 1.75% 的升值幅度。从人民币兑美元远期汇率来看，近期人民币兑美元的贬值预期有所强化。5 月份以来，境外人民币兑美元 1 年期 NDF（无本金交割远期外汇交易）与境内即期汇率的汇差不断扩大，5 月初至今海外 1 年期 NDF 的贴水幅度



平均达到 800 个基点以上，其中，6 月中旬至 8 月初 NDF 贴水幅度一度扩大到 1000 个基点以上，而此前半年基本在 400 个基点以下。

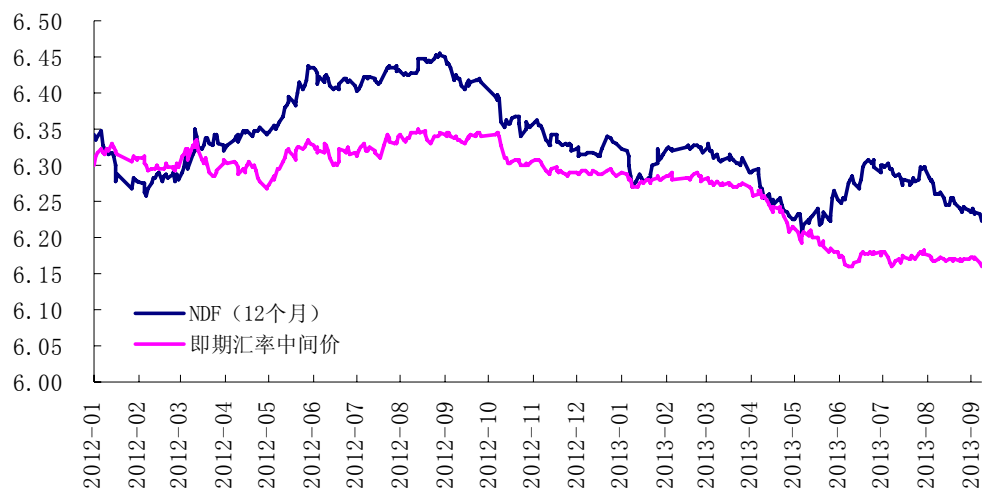


图 3 人民币兑美元即期汇率及 1 年期 NDF 报价走势(2012.1-2013.9)

美元走强使得人民币对美元还将承受一定的贬值压力，但也应看到，近几个月新兴市场经济体主要货币汇率出现较大的波动性又对人民币币值形成了一定的支撑。综合考虑以上正、反两方面因素，预计未来半年人民币兑美元的升值幅度将进一步放缓，人民币汇率的波动性将进一步增大，不排除个别时间段人民币兑美元出现阶段性贬值的情况。长期来看，人民币兑美元汇率不具备长期贬值或升值的基础，而将表现出较为明显的双向波动特征。一是因为，人口结构的渐进演变，经济结构逐步改善，以及经济增长稳健放缓等基本面因素决定了人民币已十分接近均衡汇率。二是因为，监管层对人民币汇率的人为调节因素对人民币汇率的影响越来越趋于弱化，未来人民币汇率走势将更多由市场的力量决定。

### （三）资金成本面临上行压力

10 年期美国国债利率代表着全球无风险收益率，是全球资产定价的标杆。该利率在过去若干年的超低水平，对维持相对低的资产价格和资金成本起到了重要的支撑作用。自美联储今年 6 月份例会后，美国 10 年期国债利率水平已经大幅攀升了近 100 个 BP 至目前的 2.9% 左右，且面临持续上行压力。作为全球无风险资产定价的标杆，该利率上行将抬升全球无风险收益率水平。此外，跨境资金流出引致的国内流动性收紧效应也会抬





升资金成本。6月中旬以来，国内银行间市场债券收益率持续上行。截至2013年9月10日，银行间市场10年期国债即期收益率较6月中旬上涨约60个BP至4.07%的高位（见图4）。

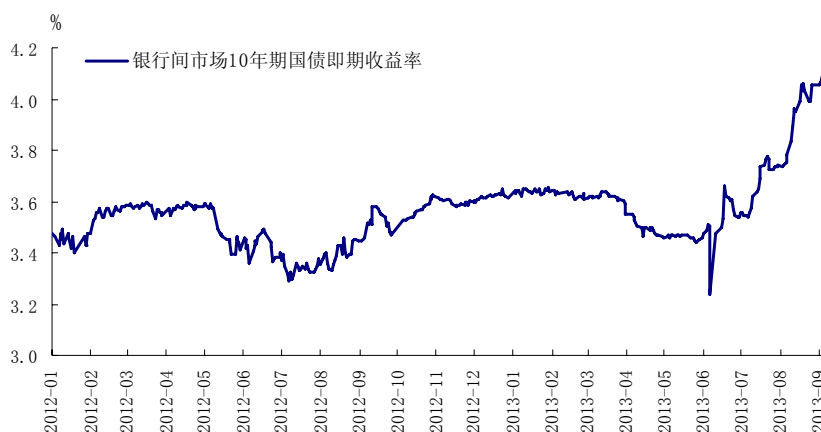


图4 国债收益率走势（2012.1-2013.9）

展望未来，全球资产定价标杆步入上升通道，市场流动性中性偏紧，经济基本面有所起色，物价水平稳中趋升，都将对债券收益率维持较高位形成支撑。但是，考虑到目前债券收益率已经处于较高的水平，继续大幅上升的空间已不大，而经济增长总体放缓也不支持债券收益率大幅度的上升，预计接下来半年债券收益率围绕当前水平小幅波动的可能性较大。

#### （四）大宗商品价格面临下行压力

从历史趋势看，美元指数与大宗商品价格具有高度的相关性，美元指数的每一次趋势性变动都伴随着CRB指数的反向变动（见图5）。从大宗商品价格的未来走势看，美国退出QE将从趋势上确立美元的强势地位，有利于抑制大宗商品价格的上涨。随着QE退出实质性举措的落地，其对国际大宗商品价格的下行压力将逐步显现：首先，黄金价格将整体承压，预计接下来几个月黄金价格将在1300-1400美元/盎司的区间内震荡下行。中长期来看，美元的趋势性走强必定打压黄金价格，同时，随着全球经济的逐步改观，投资者避险情绪缓解会降低对黄金的购买需求，黄金价格整体下行的可能性较大。其次，除美元走强的影响外，全球主要工业国家去产能化也会打压原油价格，预计短期内其价格将呈现高位震荡下行的格局。但是长期看，欧美经济的复苏势头将推动原油价

格上行，原油出口国的地缘政治风险也会对原油价格产生一定的支撑作用，其价格整体震荡上行的可能性较大。国内来看，大宗商品价格将跟随国际行情呈现上述走势。

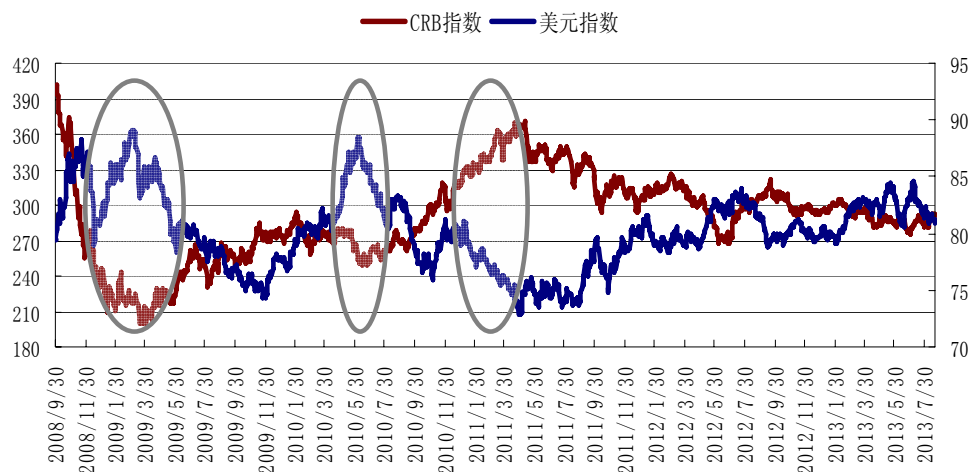


图5 CRB 指数和美元指数变动趋势（2012.1-2013.8）

综合上述几点，美国退出 QE 将会对中国经济产生多元、复杂的影响。其负面影响表现在：**首先**，跨境资金流向的逆转将导致流动性紧张，企业可用资金减少，进而从资金层面对实体经济的多个领域产生负面影响。尤其需要警惕的是，跨境资金加速撤出导致房地产、土地等资产价格向下深度调整，家庭资不抵债，政府偿债困难，商业银行资产质量恶化，酿成系统性风险，经济运行“硬着陆”的风险加大。**第二**，全球无风险利率上升，以及跨境资金流出带来的流动性紧缩效应会抬升资金成本，企业融资难度增大，生产、投资活动放缓，经济内生增长动力下降，同时也使经济转型进程受阻。正面影响表现在：**首先**，人民币对美元升值放缓有利于扩大我国出口。但也应看到，美元走强带动人民币对其他货币升值又会对整体出口形成一定的负面作用。总的来说，人民币未来走势对我国出口的改善效应比较有限。**第二**，大宗商品价格走软有利于降低进口成本，这一方面有利于改善“两头在外”的加工贸易，另一方面，也会减小输入型通胀压力。综合以上几点，我们认为，美国退出 QE 对我国经济的总体影响偏向负面。在当前中国经济较为疲弱，且正处于结构调整关键期的背景下，预计监管层当务之急是管理好市场对美国退出 QE 的悲观预期，防止市场上各类经济主体对此做出过度反应，最小化对我国经济金融的负面影响。在此基础上，根据经济形势的变化相机抉择，灵活调整宏观政策，为经济结构转型营造稳健、良性的宏观环境。



### 三、宏观政策的下一步走势

由于美国经济和美元在全球的特殊地位，美国宏观政策对全球有着明显的溢出效应，影响其他国家政策的独立性，加大政策制定的难度。对我国而言，QE退出将加剧我国货币政策的两难：不放松银根，经济下行风险增大，金融市场可能再次陷入短期流动性危局；放松银根则可能又一次错失结构调整的机遇，跨境资金也可能因中美利差的进一步收窄而加剧流出。因此，在当前我国经济结构调整进入深水区、金融机构去杠杆化的进程中，如何通过政策搭配以应对QE退出的冲击，考验着监管层的智慧。预计下一阶段宏观政策将遵循以下几个重要方面：

**首先，保持货币投放渠道通畅和稳定，减轻市场负面预期。**跨境资金流动变化直接作用于外汇占款和基础货币投放，面对跨境资金流入放缓甚至流出，预计接下来央行将通过公开市场操作、存款准备金率等工具动态调节流动性，保证货币供应渠道的通畅稳定，避免严重的流动性短缺引发市场过度的悲观预期。鉴于目前美国国债利率处于上升通道，降息将进一步收窄中美利差，加剧跨境资金流出，下一阶段动用利率调节工具的可能性较小。

**第二，抓住QE退出机遇期，推进汇率市场化改革。**QE退出使人民币升值预期阶段性纾缓，未来美元强势有助于改变人民币单边上行的状态，为进一步增强人民币汇率弹性，加快推进汇率市场化改革创造了条件。为此，预计监管层将紧抓这一契机，加快推进汇率市场化改革，淡化人民币与美元的关联度，扩大人民币汇率波动区间，完善汇率中间价形成机制，逐步建立由市场供求决定的汇率形成机制。

**第三，加强跨境资本流动监测，审慎推进人民币资本项目可兑换。**由于我国资本项下部分子项目已经实现基本可兑换，国际短期资本会通过虚假贸易等渠道跨境流动，其大进大出、快进快出会对经济金融体系产生不利影响。为此，预计监管层将进一步加强国际短期资本流动真实性的监测，完善跨境资金流动的统计分析机制，有效防范相关金融风险。同时，资本项目开放牵一发而动全身，关系经济金融体系的安全稳定，需要渐进、稳健、有序地推进。预计接下来将进一步优化资本账目各子项目的开放次序，审慎对待短期资本开放，努力实现资本流入流出的双向动态平衡。

**第四，加强国际沟通与交流，推进宏观政策协调。**一是通过双边或多边平台，加强与发达经济体的政策交流与沟通，保持彼此之间政策的协调性，从全球、双赢、负责任

的视角综合决定政策调整和审慎监管。同时，与新兴市场经济体在应对QE退出上加强立场和政策协调，提高彼此货币政策的透明度。二是利用G20、国际货币基金组织、APEC等多边平台，推进国际货币体系改革，增加发展中国家的话语权，向多元化国际货币体系迈进。三是与更多国家签订更大规模的货币互换协议，实现与主要国家货币的直接交易。四是建立健全全球范围内的金融预警系统和风险防范体系，增强各国监管机构的信息共享和执行配合。

### 四、商业银行的关注点

**——加强流动性管理，完善流动性应急机制。**在流动性总体趋紧和波动性增大的背景下，商业银行应增强对经济金融形势及市场变化的前瞻性分析，综合考虑多种因素对流动性的影响，合理摆布资金头寸，提高资产、负债期限结构的匹配度。同时，完善流动性应急机制，建立顺畅的信息沟通渠道，发现问题第一时间相互通报并及时调节资金头寸，保持合理的流动性水平。

**——关注汇率风险，加强本外币资产的合理配置。**美元走强、新兴市场经济体货币波动性加大将对商业银行本外币资产的流动性产生直接影响，增大外币头寸管理的难度。对此，商业银行应高度关注美元及其他货币汇率的变化，及时调整各项外币的资产、负债结构，实现资产的合理配置。

**——关注QE退出可能带来的资产质量劣变风险。**QE退出对国内流动性的冲击可能加大银行资产质量裂变的风险，风险的爆破点可能是政府融资平台、房地产以及小微企业贷款等潜在违约风险较大的信贷资产。为此，应处理好当前形势下房地产和平台贷款与支持地方经济增长的关系，支持小微企业发展与小微企业贷款风险防范的关系，退出产能过剩行业与帮助企业渡过难关和升级改造的关系，推动信贷存量周转和客户结构的优化。此外，进一步规范非信贷融资业务发展，加强对信托、委托贷款以及银行理财等表外融资业务的风险管理，充分发挥商业银行风险管理的比较优势。

**——加强国别风险管理。**加强对国际资本流动、新兴市场风险状况的监控，适时调整新兴市场的经营策略。持续跟踪各国国际收支、外汇储备和汇率变化，警惕QE退出可能引发的系统性风险。及时处理国别风险重大事项，适时调整国别风险评级，强化对国别风险的整体把控和管理能力。