

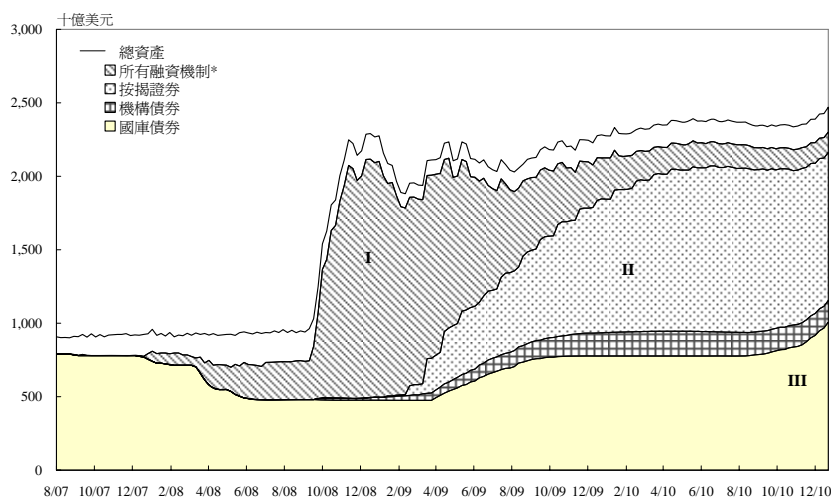
## 專題 2.1

## 聯邦儲備局推出另一輪量化寬鬆措施(QE2)

美國聯邦儲備局(聯儲局)在二零一零年十一月三日公布<sup>(1)</sup>，在二零一一年第二季季末前，以每月購入約 750 億美元的步伐，額外購入 6,000 億美元國庫長期債券。新一輪量化寬鬆措施(一般稱為 QE2)引起廣泛討論。本文旨在探討有關 QE2 的一些重要課題，以及其對香港經濟的影響。

金融危機在二零零八年後期突然升級，促使聯儲局加緊採用非常規貨幣政策。圖 1 粗略顯示聯儲局資產負債表的三個發展階段。第一階段的資產購入旨在提供融資機制，以應付在次按問題爆發及雷曼兄弟倒閉後金融機構所面對的融資及信貸緊絀問題。聯儲局的資產負債表從危機前不足 1 萬億美元，急增至二零零八年年底的 2 萬億美元。這第一輪量化寬鬆措施有助防止金融體系崩潰。由二零零九年年初起，聯儲局透過購入按揭證券調整其資產負債表，以針對出問題的證券化資產市場。二零零九年下半年及二零一零年年初，隨着市況好轉及經濟復蘇更形穩固，當局和市場上有退市策略的討論。聯儲局容許各種融資機制如期終止<sup>(2)</sup>，並在二零一零年二月勾劃了退出寬鬆政策的工具(詳情見《二零零九年經濟概況及二零一零年展望》專題 2.1)。從圖 1 可見，聯儲局資產負債表中融資機制所佔的資產自二零零九年下半年起顯著減少，但大致上被按揭證券成分的增幅所抵銷。

圖 1：全球金融危機以來聯儲局資產負債表的變化



註：(\*) 所有融資機制包括：定期拍賣機制、其他貸款、商業票據融資機制、向美國國際集團(AIG)、Maiden Lane LLC、Maiden Lane II LLC、Maiden Lane III LLC 及 TALF LLC 提供貸款的未償還本金，以及中央銀行流動資金互換協議。

(1) 美國聯邦公開市場委員會的聲明：

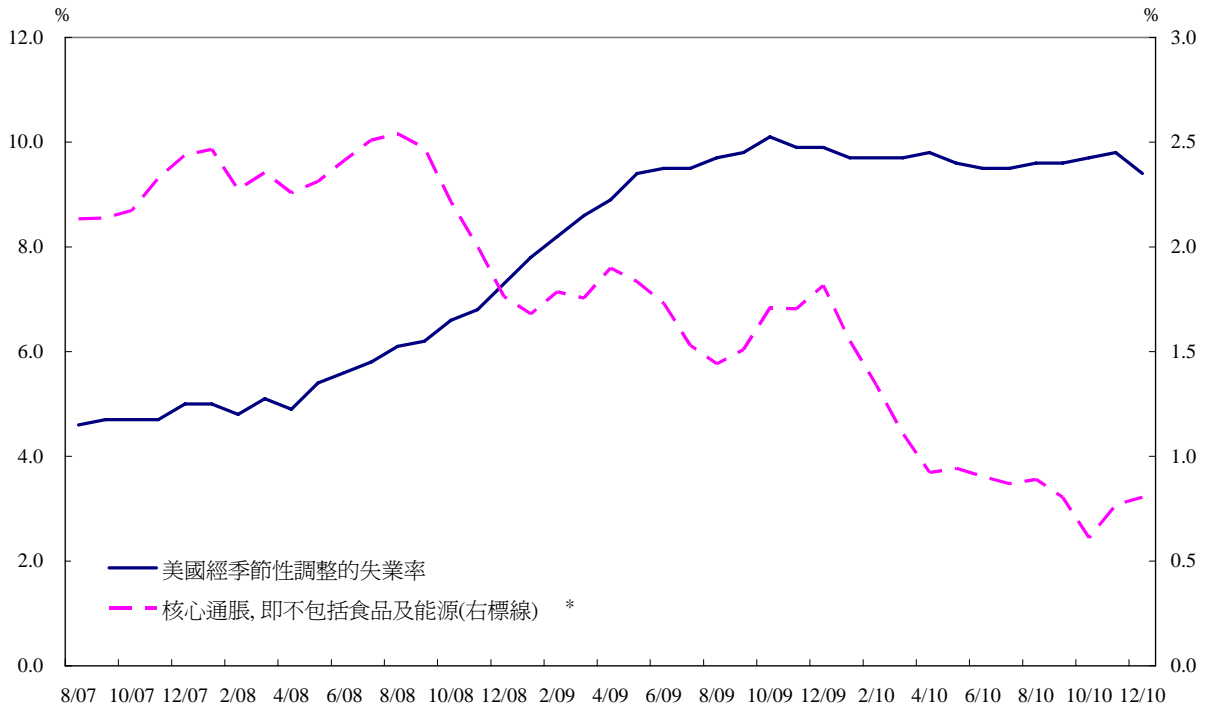
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20101103a.htm>

(2) 舉例來說，貨幣市場投資者融資機制(MMIF)已於在二零零九年十月三十日停止運作。資產抵押商業票據貨幣市場互惠金融融資機制(AMLF)、商業票據融資機制(CPFF)、一級交易商信貸機制(PDCF)及定期證券借貸機制(TSLF)已於二零一零年二月一日停止運作。定期資產抵押證券貸款機制(TALF)中以新發行的商業按揭證券(CMBS)作抵押的貸款，延長至二零一零年六月三十日才停止運作，而以符合該機制的其他證券作抵押的貸款，已於二零一零年三月三十一日停止運作。

## 專題 2.1 (續)

不過，歐洲主權債務問題在二零一零年春季加劇，加上美國經濟活動在年中左右呈放緩跡象，促使聯儲局自二零一零年八月起把到期的機構債券及按揭證券再投資於國庫長期債券，以便在無須增加其證券化證券頭寸的情況下維持聯儲局資產負債表的規模。由於失業率高企及核心通脹處於跌勢，聯儲局最終在二零一零年十一月推出 QE2 以支持經濟(圖 2)。此舉與聯儲局實現最大就業和維持穩定價格的雙重使命一致。

圖 2：美國的失業率仍然高企，通脹仍處於低水平

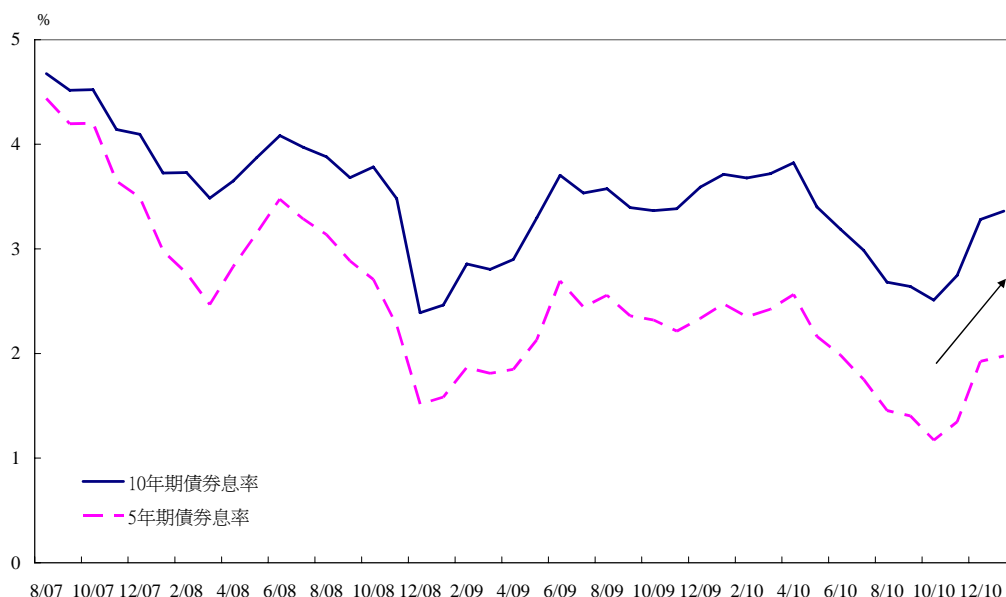


隨之而來的，是環繞 QE2 對支持實體經濟效用的辯論和討論。據聯儲局稱，除了將聯邦基金利率維持在趨近零的水平外，QE2 將透過拉低較長期利率來發揮作用<sup>(3)</sup>，藉以帶動住戶和商業開支，從而加快復蘇步伐。然而，有評論指出，在目前去槓桿化的環境下，額外的流動資金可能只會積存於銀行的超額儲備中，或導向其他海外經濟體，而非流入美國實體經濟。換句話說，QE2 未必能促使銀行批出貸款或僱主招聘員工，因而或許未能帶動經濟增長。其實，市場對 QE2 期待已久，而長期息率亦早已消化 QE2 的因素，因此，當政府正式公布推出 QE2 後，美國長期息率其實在上升(圖 3)。有評論說，利率上升反映市場日漸關注美國的公共財政，美國政府必須制訂一個更具體的計劃，在中長期削減政府債務。然而，長期息率上升亦可能顯示，QE2 正在透過提高增長和通脹預期來發揮作用。事實上，最近美國的經濟數據大致上較預期為佳。

(3) 伯南克在二零一零年十一月十九日發表的講話見以下網址：  
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20101119a.htm>.

## 專題 2.1 (續)

圖 3：美國長期息率在推行 QE2 後其實在上升



QE2 能否令美國經濟持續穩步復蘇仍是未知之數，但卻引起其他經濟體(特別是新興市場經濟體)的反響。有猜測指 QE2 的真正目的是要令美元轉弱，從而刺激美國出口，讓其他經濟體承受損害。這可能增加貨幣爭相貶值的風險，甚至引發貿易及貨幣戰爭。假若保護主義情緒升溫，匯率出現更大幅波動，勢將不利於貿易，並會對亞洲區出口造成挑戰，香港出口亦不能倖免。

聯儲局亦提及 QE2 可透過財富渠道發揮作用<sup>(4)</sup>，即 QE2 把安全資產的回報推低，令投資者增加對風險較高資產的需求。資產價格上升，原則上可為最終消費帶來正面財富效應。不過，在樓市仍然低迷的情況下，美國經濟從這個渠道受惠多大，仍未能確定，但這種論調亦同樣引起新興市場經濟體強烈批評，因為結果將造成全球銀行體系資金泛濫，增加亞洲以至世界其他經濟體的資產市場泡沫風險和通脹壓力。

總結而言，QE2 能否達至聯儲局的預定目的，仍有待觀察，但這政策已為世界其他地方，尤其是新興市場，帶來明顯的副作用。美國聯邦公開市場委員會在二零一一年一月二十六日發表的最新聲明顯示，聯儲局很可能會按計劃實行 QE2 的購買計劃。由於總統奧巴馬最近推出總值 8,580 億美元的稅務寬減及失業福利計劃，預計可為今年美國經濟提供進一步支持，加上最近美國經濟的表現較預期好，故需要再推行另一輪量化寬鬆措施(即 QE3)的機會看來正在減低。然而，全球性的貨幣寬鬆環境預期仍再持續一段時間。對香港而言，QE2 出台增加了資產市場泡沫和通脹的風險。為了防範香港出現樓市泡沫，政府在過去一年多，已連番推出措施，以確保樓市健康平穩發展。政府將繼續密切監察物業市場情況及通脹趨勢，以維持宏觀經濟穩定，並在必要時減輕通脹對較低收入家庭的影響。

(4) 伯南克在二零一一年一月七日的聲明：  
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20110107a.htm>.