

中国经济是否可以来一次量化宽松

2023年12月15日，国家统计局公布了一批重要的经济数据，国家统计局新闻发言人刘爱华在当日举行的国新办发布会上说：“总的来看，11月份，随着各项宏观政策发力显效，国民经济持续回升向好。但也要看到，外部不稳定不确定因素依然较多，国内需求仍显不足，经济回升向好基础仍需巩固。”这段话说得非常到位，经济在持续回升向好，但国内需求仍显不足。

现在中国经济最缺乏的就是内需，扩大内需是中国经济的第一要务，问题在于怎么做？对于这个问题，众说纷纭，有的看法是中国应该实行扩张性的宏观经济政策，无需考虑通胀的威胁；有的看法是中国需要推行经济刺激政策，但要避免大水漫灌式的刺激方案；有的看法是中国应该保持定力，谨慎对待扩张性的宏观经济政策。

在这三种主张中，笔者赞同第一派的观点。更进一步说，中国应该尽快使用量化宽松（Quantitative Easing）的方法来解决经济中的诸多问题，这是目前性价比最高的办法。

量化宽松 ABC

量化宽松是近年来出现的一种非常规的货币政策工具。货币政策是一个经济体的货币当局（多数国家是央行）利用控制货币供给量，以影响其他经济活动而采取的措施。货币政策的主要手段包括：调节基准利率、调节商业银行的法定存款准备金、公开市场操作和向金融机构提供再贷款等。我们可以通过美联储在最近15年的货币政策变化来理解量化宽松的含义。

传统上，美联储是通过调整基准利率对经济进行逆周期调节的。这里插一句，美国的基准利率是联邦基金利率，它是银行间市场的隔夜拆借利率，是一种短期利率。美联储在经济过热、通胀高企的时候会提高利率，在经济衰退、出现通缩的时候则会降低利率。在2008年的金融危机发生后，美联储迅速实行了零利率政策，这压低了金融资产的短期收益率，但金融资产的长期收益率依然相对较高。由于短期利率已位于零的水平上，传统的货币政策工具已无法发挥刺激经济增长的作用，但经济活动依然低迷，通缩风险较大，因此美联储推行了一种新的货币政策工具，即量化宽松。

量化宽松的具体操作方法就是由美联储出面，直接在市场上买入国债和抵押贷款支持证券等金融资产，以此进一步压低国内的整体利率水平，从而刺激经济增长，并避免通缩的危险。换句话说，就是央行通过直接入市的方法来调节经济的运行。

从2008年金融危机开始，美联储一共实行了四轮量化宽松。根据CEIC的数据，美联储的总资产在此期间从不到1万亿美元的规模膨胀到最高时接近9万亿美元的规模。截至2023年12月6日，美联储的总资产依然高达7.7万亿美元。

从以上描述可以看出，量化宽松就是央行利用自身对货币创造权的垄断来直接创造货币并将之注入经济体中，从而达到影响经济运行的目的。

这里要特别注意，央行垄断了一个经济体的货币创造权，这是央行施行量化宽松的先决条件，也是央行担当量化宽松主角的关键原因。

救助四大行与中国式量化宽松

虽然美联储的量化宽松是目前全球知名度最高的一次，但实际上，中国对量化宽松并不陌生，过去曾经用中国式量化宽松做了很多事情，上世纪 90 年代到本世纪初对四大国有商业银行（简称四大行）的救助就是这方面的典型案例。

上世纪 90 年代，四大行出现了巨额亏损。根据中国工商银行前董事长姜建清在 2018 年的公开讲话，在 2002 年末，按照中国自己的“一逾两呆”的标准分类，四大行的不良资产总额为 1.7 万亿元，不良率为 21.4%；假如按照国际通行的五级分类标准，不良资产为 2.07 万亿元，不良率为 26.12%。

如此高的不良率意味着四大行在技术上已经破产，但四大行是国家的四大行，政府不会允许其破产。相反，为了让四大行重获新生，政府对四大行进行了一轮又一轮的注资和不良资产剥离。这些注资和不良资产剥离中所需的很多资金就来自中国人民银行的再贷款。例如根据媒体报道，在始自 1999 年的第一次四大行不良资产剥离中，四大资产管理公司共收购了 1.4 万亿元的不良资产。在第一次四大行不良资产剥离中，央行总计向四大资产管理公司发行非常规的再贷款 6041 亿元。

这些再贷款对四大行的改革非常重要，主要原因在于当时财政根本拿不出这笔钱。例如根据 CEIC 的数据，1999 年中国政府的财政收入为 5849 亿元，财政赤字为 1744 亿元。很明显，财政部当时自顾不暇，拯救四大行完全不能指望财政资源。好在当时经济出现了通缩，不用担心通胀的风险，这为非常规再贷款的使用提供了可行性。

中国无论是当时还是之后都没有将再贷款与量化宽松挂钩，但两者的内涵都是央行通过创造新的货币直接干预经济运行。从这点来说，非常规再贷款可以看作是中国式量化宽松。

量化宽松的相对优势

目前中国经济面临一系列的风险，其中最大的风险来自四个领域，分别是房地产、地方政府债务、银行和影子银行。

先来说房地产。房地产是中国最重要的行业，有的研究认为房地产及其上下游产业的产值占国内生产总值（Gross Domestic Product，简称 GDP）的比例高达 30%。目前房地产已经出现了一定的危机，而且正向全行业蔓延。在这方面我们可以清晰地看到，先是恒大爆出资不抵债的问题，后来是碧桂园和金地，现在就连万科和龙湖这样相对比较保守的开发商也受到了冲击。房地产的危机正在层层推进，政府已经采取了一些措施来稳定局面，例如将“认房又认贷”改为了“认房不认贷”等，但实践证明，这些措施可能不足以遏制局面的进一步恶化。

再来说地方政府债务。自 2008 年以来，地方政府债务的问题长期是市场关注的重点。虽然地方政府债务的准确情况一直不甚明朗，但各方有一点取得了共识，即地方政府债务的规模庞大，很多地方政府偿还债务的困难与日俱增，一旦地方政府开始大范围违约，后果将很难想象。

接着来说银行。银行的问题在于其众多客户经营情况艰难。在这种情况下，一旦出现大量的不良资产，银行的资产负债表将会受到冲击。这样一来，银行会出现惜贷、抽贷等行为，其可能将无法履行金融中介的职能，经济自然也会受到很大的负面影响。

最后来说影子银行。伴随着房地产和地方政府等领域的债务膨胀，一些无法从常规途径融资的经营主体将目光转向了影子银行。影子银行的融资门槛相对较低，但融资成本更高。现在很多企业经营困难，还不上钱，影子银行自然会受到冲击。实际上，一旦经济出现长时间的增长乏力，受影响的将是整个经济，而绝非几个领域。

中央三令五申要求要守住不发生系统性危机的底线，但以上这些领域的大面积爆雷可能会对经济产生较大的压力，政府无法袖手旁观。那么下一个问题是，未来仅靠财政政策来救助这些领域的危机是否可行？在笔者看来，财政政策肯定是有利于解决问题的，但仅靠财政政策是不够的，因此量化宽松成为一个选项。

财政政策为何无法担此重任？我们可以看一下恒大和中植的例子。根据公开资料，截至 2022 年年末，恒大的净资产为负 5991 亿元，处于资不抵债的状态。同样是根据公开资料，中植集团最近承认，其亏空至少为 2200 亿元。仅恒大和中植加起来的亏空就至少 8000 亿。根据 CEIC 的数据，2022 年中国的财政赤字为 3.37 万亿元。这意味着要救援经济，我们就必须大量增发国债，而这将引发两个问题，一是谁来买这些国债，二是大量国债增发有负面的“挤出效应”，因为国债大幅增发会导致国债收益率的上升，使企业和居民的借贷成本上扬，抑制企业投资和居民消费。即使不出现这两个问题，由于发行国债需要走一系列的复杂程序，其筹资速度不会很快。而在当前，速度也是一个重要的考虑因素。

相对来说，量化宽松比发行国债更有优势一些。首先，量化宽松可以由央行直接创造货币为政府指定的特别机构提供充足的资金去购买出险机构的股权和债权等资产；其次，只要不引发通胀，量化宽松可以迅速和无限地创造出大量的流动性，这对于解决经济中的债务危机和稳定市场信心至关重要。

实际上，在笔者看来，在为控制风险、刺激经济增长提供资金的问题上，目前财政政策只能承担小部分的作用，大部分资金的来源（比如 80% 以上）必须依赖于量化宽松政策。换句话说，量化宽松将是目前中国宏观经济政策的核心，只有发挥好这个政策，中国经济才能逢凶化吉，一路前行。

然而，有一种观点认为量化宽松会引发通胀，因此应该慎行。笔者认为现在看来未来的确有通胀上升的风险，但并不大，原因有三：第一，目前中国的物价水平处于稳中有降状态，这使得我们使用量化宽松有比较大的空间；第二，宏观经济政策本身就是逆周期的。假如未来出现通胀，及时收紧货币政策即可，毕竟货币政策的决策权在中央；第三，中国的最高决策部门一直非常重视通胀的问题，政府在反通胀方面的信誉很高。一旦出现通胀，中国的决策

部门可以快速行动，将通胀扼杀在襁褓之中。

有看法认为，救助相关主体会导致道德风险和软预算约束。这种担忧是有道理的，但这就好比动脉破裂和骨折的关系，骨折很疼很难受，但一般不会造成生命危险。反观动脉破裂，如不能及时止血，人会有生命危险。假如同时出现这两个问题，孰先孰后一目了然。

对于道德风险和软预算约束的解决之道，可以借鉴美国监管当局对硅谷银行的处理手法。它们一方面迅速接管了硅谷银行，全额保护了储户的利益，避免了风险的传播；另一方面让硅谷银行的股权和相当一部分债权归零，高管全部下课。

实际上，对出险企业不迅速做出有力的反应很可能会使经济僵尸化，这方面我们可以看看日本的教训。在 1980 年代后半期，日本出现了一场巨大的资产泡沫。泡沫在 1990 年代初期破灭，这给银行留下了巨额的不良资产。本来日本政府应该对银行进行重组、注资、清理其资产负债表，就像中国当年对四大行的救助那样，但日本政府采取了拖延和掩盖的战术，这导致这些银行的问题长期得不到解决，银行和企业僵尸化非常明显，严重阻碍了经济增长。

现在中国要做的就是让经济调整，例如让房地产出清，并用量化宽松来解决经济体中具有系统性风险的问题。要记住，央行是中国唯一具有货币创造权的机构，只要不引发通胀，那我们就应该用好央行最终贷款人的职责来为经济增长创造一个良好稳定的环境。

作者系长江商学院副院长、经济学教授