



## 從“擴表”經驗看縮表影響

聯儲局官員最近的發言，顯示其有意在短期內公佈縮減資產負債表的具體計劃，有市場人士開始用 QT(quantitative tightening) 代表量化緊縮時代的來臨。QT 何時開始，仍是未知之數，但美國 QE(quantitative easing) 的量寬年代已是過去式。要預計縮表的影響，不妨參考當年“擴表”的經驗。

### QE 理論與實踐之差別

當年聯儲局推出 QE，最重要的目的是通過購買債券，推高其價格，從而壓低債息，並寄望債息下降，有助刺激企業投資與私人消費。理論上，當基準利率已經降至零時，要進一步降低市場利率，的確只能靠 QE 這種非傳統貨幣政策。惟現實的發展，與聯儲局的模型大相徑庭。

時至今日，QE 壓低債息，造成超低利率現象的觀點，相信不會遭受太多異議。但實情並非如此，而 QE 亦不是低息環境的原因。相反，在聯儲局真正進行量寬的時候，美國長期債息是不跌反升，無一例外。

首先，從 QE1 說起。QE1 從 2008 年 11 月 25 日開始，至 2010 年 3 月 31 日。在 QE1 初期，美國十年期國債孳息曾經出現急跌，但跌勢只維持了一個月，隨後反覆回升。在整個 QE1 期間內，美國十年期債息不但沒有下跌，反而整整上升了 50 個基點，與預期相反。

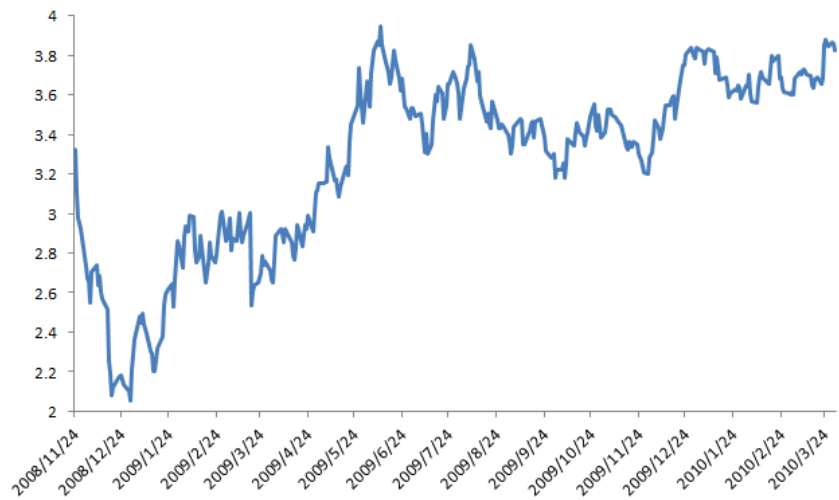
卓亮  
高級經濟研究員  
Tel: 28266193  
tristanzhuo@bochk.com



歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握

聲明：  
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

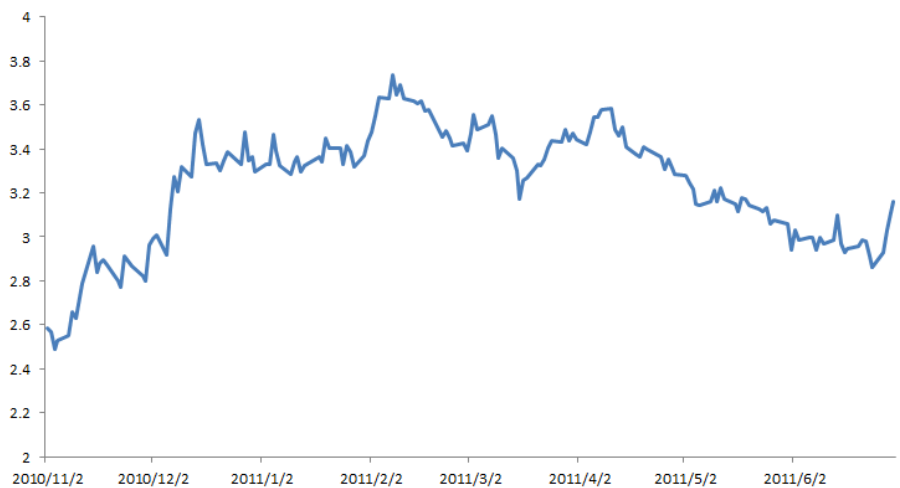
圖一 QE1 期間美國十年期國債孳息  
(% ; 以 2008 年 11 月 24 日為起點)



資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

類似的現象同樣出現在 QE2 (2010 年 11 月 3 日至 2011 年 6 月 30 日)，期內美國十年期債息上升 57 個基點，升幅較 QE1 更大。

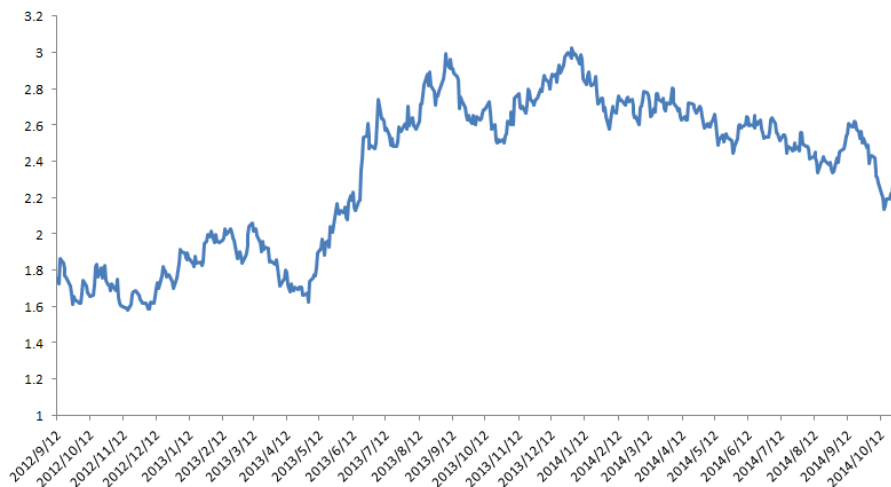
圖二 QE2 期間美國十年期國債孳息  
(% ; 以 2010 年 11 月 2 日為起點)



資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

到這裡，相信 QE3(2012 年 9 月 13 日至 2014 年 10 月 29 日)的結果已經沒有懸念，期內美國十年期國債孳息升 56 個基點。量寬最根本的目的是壓低長息，但在 QE1、2、3 期間，長息均上升半個百分點以上。金融海嘯後，美國長期利率大趨勢是向下，但跌幅事實上全部出現在 QE 期外。量寬非但未能夠令長息下跌，甚至更產生反效果。

圖三 QE3 期間美國十年期國債孳息  
(%；以 2012 年 9 月 12 日為起點)



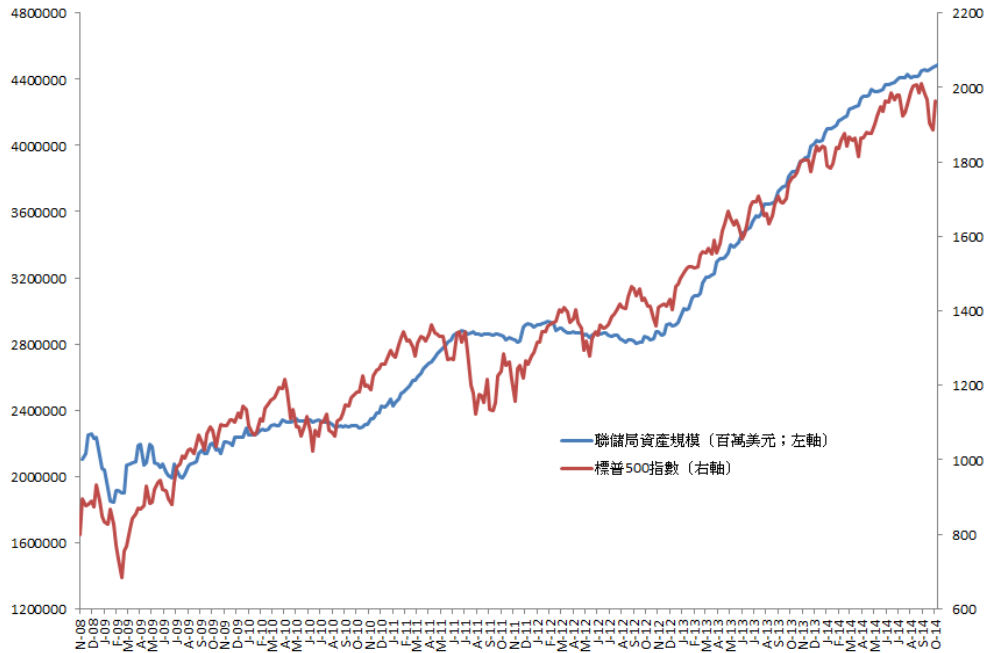
資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

### 難以滿足的 *Ceteris paribus* 假設

*Ceteris paribus* 可能是各學科中出現次數最多之一的拉丁文，意指“其他所有因素維持不變”。在經濟學，*ceteris paribus* 同樣經常出現，但往往是不可能滿足的假設。如果其他因素不變，QE 理應壓低債息。惟 QE 對債息的效果適得其反，是由於經濟、市場因素時時刻刻都在改變。

聯儲局購買資產，首先需要憑空“印錢”，單單這個步驟就已經破壞了 *ceteris paribus* 的假設。這時候，印錢不需要印鈔機，而是紐約聯儲局在電腦上輸入一個數字。印錢雖然以電子方式執行，所增加的流動性卻是真實存在。這些額外流動性(excess liquidity)積累在資產市場，刺激資產價格上揚，是可以預見的結果，惟央行無法估計遊資會青睞哪種資產類別。在美國，與 QE 正相關性最高的是股市，而非聯儲局通過買債直接干預的債市。從 QE1 開始至 QE3 結束，美股表現與聯儲局資產負債表規模亦步亦趨。量寬期間，股市特別受追捧，投資者避險情緒下降，長期國債的吸引力自然減弱，推高債息。反而在量寬暫停時，長息才出現下滑。

圖四 QE1 開始至 QE3 結束期間美股與聯儲局資產規模變化



資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

### QT 對債市衝擊有限

市場對聯儲局縮表的憂慮，主要是害怕央行收水導致債息急升。而縮表推升債息的擔心，又建立在量寬有助壓低債息，反之亦然的基础上。然而，如上所述，QE1、2、3 事實上並沒有令長息下跌。既然 QE 進行期間，債息不跌反升，那麼 QT 的負面作用也可能被誇大。相反，如果聯儲局最終有能力縮表，減低央行對債市的干預，改善市場自我調節能力，實屬好事。

## 近期報告

- |     |                            |         |       |
|-----|----------------------------|---------|-------|
| 1.  | CEPA新協議支持香港金融業發展           | 應堅      | 07.10 |
| 2.  | 粵港澳大灣區《框架協議》透露出的重要信息       | 應堅      | 07.06 |
| 3.  | 債券通上綫推動中國資本市場對外聯通          | 鄂志寰     | 07.03 |
| 4.  | 回歸 20 年香港資產管理行業的發展         | 戴道華     | 06.30 |
| 5.  | 回歸 20 週年，香港經濟實力明顯提升        | 蔡永雄     | 06.22 |
| 6.  | 回歸 20 年香港國際投資頭寸的變化         | 戴道華     | 06.22 |
| 7.  | 縮表討論難改環球寬鬆格局               | 卓亮      | 06.19 |
| 8.  | 聯儲局縮表計劃要點及影響評估             | 鄂志寰、蔡永雄 | 06.15 |
| 9.  | 近期人民幣匯率回升受基本面因素支撐          | 劉雅莹     | 06.09 |
| 10. | 《人民幣 SDR 時代與香港離岸人民幣中心》正式出版 | 應堅      | 06.06 |
| 11. | 換個角度看加息                    | 卓亮      | 05.31 |
| 12. | 為何近日 CNH 匯率及拆息雙雙反彈？        | 應堅      | 05.29 |
| 13. | 加強金融科技發展頂層規劃 推動香港成為區域樞紐    | 關振球     | 05.16 |
| 14. | 中國外貿回穩向好對人民幣匯率影響幾何？        | 柳洪      | 05.15 |
| 15. | 一季度香港經濟增長再勝預期              | 蔡永雄     | 05.12 |
| 16. | 新落成物業投資需求分析                | 蔡永雄     | 05.10 |
| 17. | 評估特朗普的稅務改革大計               | 戴道華     | 05.05 |
| 18. | 美國 6 月“九成機會”加息背後的變數        | 卓亮      | 05.04 |
| 19. | 如何看待人民幣作為全球儲備資產的地位？        | 戴道華     | 04.27 |
| 20. | 重慶自貿區——渝港合作新亮點             | 應堅      | 04.25 |