

第 6 章

QE 量化寬鬆 不願面對的真相



2012 年 9 月美國 FOMC 會議後，終於宣布了舉世矚目的 QE3 (Quantitative Easing)，也就是第三次量化寬鬆貨幣政策。聯邦準備理事會 FED 決議每月購買 400 億美元的不動產抵押債券 (Mortgage Backed Securities, MBS)，並維持現有扭轉操作 (Operation Twist, OT) 策略直至 2012 年底不變，合計上述兩項策略 Fed 每月將增加持有 850 億美元的長期證券，此舉將有效降低長貸利率，刺激信貸市場回溫，提供金融市場更多流動性。

此外，基於就業最大化及維持物價穩定為前提下，Fed 決議延長現有低利率政策由 2014 年底延長至 2015 年中。FED 並且暗示仍有擴大購債規模的可能，Fed 將持續觀察未來經濟及金融市場發展。倘若勞動市場未見實質改善，Fed 將持續購買抵押債 MBS，並同時購買額外的資產，及實施其他的政策工具，即未來還可能會有類似的 QE4、QE5……。



不僅是QE3 還可能是QE無限

消息宣布之後，可以說不僅符合市場期待，甚至 QE3 實施的規模與力道甚至超乎預期，當天美股同聲歡慶，道瓊工業指數上漲 206.51 點 (1.55%)，S & P 500 指數上漲 23.43 點 (1.63%)，創下 2007 年 12 月 31 日以來高點，NASDAQ 綜合指數上漲 41.51 點 (1.33%)。匯市方面，美元指數下跌至 79.26 水準，歐元兌美元則上漲至 1.2993 美元，是 5 個月以來高點，美元兌日圓也跌到 7 個月低點。而國際油價則漲至 4 個月高點，紐約原油每桶來到 98.31 美元。美國 FED 丟下一顆 QE 深水炸彈，激起全世界金融市場一陣陣浪潮。

這次 Fed 的 QE3 較特別之處在於不設期限及規模，屬 Open-ended 無限方式，而 QE3 的退場條件則與就業市場掛勾，亦即失業率需降至一定水準，Fed 才會停止買債動作。由於 Fed 芝加哥分行總裁 Evans 曾提及通膨率 3% 與失業率 7% 可視為貨幣政策改變的條件；因此，合理判斷 Fed 所提及的「就業市場大幅好轉」的條件應該是要等到失業率降至 7% 以下。而根據 Fed 提出的失業率預測顯示，要到 2014 年底失業率才會降至 6.7% 至 7.3%，意味 QE3 可能必須持續買債至 2014 年底；若是如此，則 Fed 釋出的資金量可上看 1.1 兆美元 (400 億×27.5 個月)。



QE 政策退場關鍵

FED 推出開放 QE 後，未來市場關注焦點將轉向 FED 何時會停止 QE3，筆者認為有四項關鍵：

1. 美國景氣改善力道是否能有效調降失業率：FED 這次推出 QE3 的關鍵在於失業率改善進度太緩慢，因此勞動市場能否有效改善將是貨幣政策退場的關鍵，所以，未來仍須關注初領失業金人數的趨勢及非農就業增長。
2. 2013 年美國財政懸崖的衝擊：假使美國經濟成長率能穩定維持在 FED 認可的長期平均 2.3% 至 2.5% 以上，則 FED 將會考慮停止 QE3 政策。但必須注意的是，根據美國國會預算辦公室評估，若 2013 年財政懸崖效應徹底發揮，將使美國經濟惡化，2013 年底美國失業率將攀升至 9% 以上，若此則將迫使 QE3 的期限拉長。而關於財政懸崖之影響，後文將再論述。
3. 潛在通膨預期是否上升：目前不論 ECB 或 FED 均可肆無忌憚地推出大規模量化政策，主要關鍵在於通膨因素穩定，因此未來若經濟出現復甦，加上大量的強力貨幣供給，將使通膨壓力急遽攀升，若美國核心消費者支出物價指數年增率超過 2%，則可能會結束 QE3，迫使 FED 緊縮力道加強。
4. 柏南克是否續任 FED 主席：若 2012 年美國總統大選由

共和黨獲勝，則 2014 年柏南克續任 FED 主席機會低，恐迫使 FED 政策大幅轉向。



兩度量化寬鬆政策背景與成效

至於在談論 QE3 政策的影響之前，讓我們先來回顧一下前兩次 QE 實施的背景與其成效。

2008 年 11 月 24 日美國 FED 實施 QE1，當時背景為次級房貸風暴爆發後全球開始陷入金融危機，因此，希望透過壓低長期利率以促進投資需求，即購買「二房」及相關銀行的抵押貸款資產，以挽救美國金融機構及金融體系，中長期目標則是提高就業水準及幫助經濟走出通縮陰影。聯準會總計購買 1.25 兆美元的抵押貸款證券、3,000 億美元的美國國債和 1,750 億美元的機構證券，累計規模達 1.725 兆美元左右。實施成效為力挽美國金融業免於大規模倒閉，景氣則從谷底翻升。同時，造成美元貶值，熱錢湧入新興國家與各項資產。

2010 年 11 月 3 日 FED 再度宣布 QE2，主要考量美國經濟缺乏成長動能，失業率仍高達 9.6%，物價仍然低迷，而政府又無法增加支出，所以至 2011 年第二季底前聯準會發貨幣購買財政部發行的長期債券，每個月購買金額為 750 億美元，本次量化寬鬆規模達 6,000 億美元。實施成效為避免經濟走向二次衰退，改善了失業情況並製造通膨預期。與 QE1 同樣的，使熱錢持續湧入新興國家與各項資產。

【FED三次QE比較】

政策內容	QE1	QE2	QE3
推出時間	2008/11~2010/03	2010/11~2011/06	2012/09~
購買標的	購買美國公債、二房債券及 MBS	購買美國公債	每月購買 400 億美元 MBS，並將再投資先前購買的機構債券，與 MBS 的到期本金。
目的	雷曼兄弟破產引爆金融海嘯，市場陷入恐慌，傳統貨幣工具失靈，景氣急凍。為緩和金融危機，對市場注入流動性促使銀行增加信貸活絡經濟。	對市場注入流動性促使銀行增加信貸，壓低美債殖利率，減輕企業與民衆貸款負擔，提高投資與消費意願。	由於就業市場復甦緩慢，且民間投資意願低迷，因此推出新一輪寬鬆措施，以壓低長期利率、提振信心，刺激經濟成長。
規模	1.725 兆美元	6,000 億美元	每月400億美元，未設定到期日與規模，為開放式QE。

資料來源：威式投資整理。

統計 QE1 及 QE2 執行期間，不論是國際股市或者商品原物料，雖然都因熱錢流入而推升，但是漲幅卻都呈現遞減現象，顯示僅有資金面的激勵效果，會受到景氣復甦動能不足的影響而鈍化。