

美量化宽松政策对保险业的影响

卫新江;窦元

美国此次量化宽松政策对保险业的影响总体是良性偏好的。量化宽松政策提高了消费者的通货膨胀预期,有望提高消费者对分红险的需求,推高了资本市场有利于提供保险资金的投资回报率,催生了人民币保单市场的繁荣。

近日,美国推出 6000 亿美元的第二次量化宽松货币政策,以促进美国经济的进一步复苏。此举一出,美元贬值、大宗商品价格上涨,各国货币尤其是亚洲新兴市场经济国家和地区的货币升值压力加大,部分国家以加息和控制资本流动应对。此次量化宽松政策对我国的经济影响如何?未来监管部门应当采取什么样的对冲政策组合来确保经济的稳定健康发展?量化宽松政策对我国保险业究竟会产生什么样的影响?

一、美国出台第二次量化宽松政策

11月4日,美国联邦公开市场委员会(FOMC)发布了最新利率政策声明,正式推出备受市场关注的新一轮量化宽松货币政策,计划将在2011年二季度前购进约6000亿美元的国债。总体而言,新二次量化宽松货币政策的规模与之前的市场预期较为一致。

(一)政策出台背景

所谓“量化宽松的货币政策”(Quantitative Easing)指的是货币政策制定者将政策关注点从控制银行系统的资金价格转向资金数量,货币政策的目標就是为了保证货币政策维持在宽松的环境下。对于这个政策而言,“量”意味着货币供应,而“宽松”则表示很多。

日本是最先采用“定量宽松”的货币政策的国家,日本央行面对经济长期萎靡不振、银行信贷急剧萎缩的状况,通过自2001年3月开始的零利率(银行间隔夜贷款利率)政策,将大量超额资金注入银行体系中,使长短期利率都处于低水平,从而鼓励借贷活动、刺激经济增长,对抗通货紧缩。

为遏制美国经济在2008年全球金融危机后的快速下滑势头,挽救广大金融机构以及提高就业水平、防止通缩,美联储在2008年11月底宣布,将购买由房地美、房利美和联邦住宅贷款银行发行的价值1000亿美元的债券及其担保的5000亿美元的资产支持证券。这是美联储在金融危机以来首次动用量化宽松货币政策,即QE1。截至今年3月第一轮量化宽松结束,美联储购买了1.25万亿美元的抵押贷款支持证券、3000亿美元的美国国债和1750亿美元的机构证券,累计1.725万亿美元左右。

虽然在美国财政部推出7000亿美元问题资产救助计划(TARP)和第一轮量化宽松货币政策(QE1)的双重刺激下,道琼斯工业指数大幅上涨,众多华尔街金融机构也从破产的边缘逐渐恢复元气,但美国的失业率没有得到根本改善,从2008年底的7.4%一路上升,在2009年第四季度达到10%以上,其后虽有所回落,但目前仍处在9.6%的高位,并因此导致美国经济面临着通缩的风险。在这样的情况下,“为了促进更加强劲的经济复苏步伐和帮助确保长期内的通胀水平符合FOMC的使命”,美联储发表声明指出决定提高其债券持有量,即出台新一轮量化宽松货币政策(QE2)。值得注意的是,与日本央行在过去的数度量化宽松政策表现出的犹豫不决、规模较小且与市场沟通不足相比,美联储二度量化宽松的规模较为可观,同时决定的做出也相对果断,这表明美联储的做法已吸取了日本在过去10年的教训。

(二)政策内容



美联储计划在 2011 年第二季度以前收购总额 6000 亿美元的较长期美国国债，也就是每个月收购大约 750 亿美元。美联储表示，“FOMC 将根据未来获得的信息对其债券收购活动的步速和资产收购计划的整体规模进行定期回顾，并将在必要时对这项计划做出调整，目的是最好地培育最大程度上的就业和物价稳定性。”这表明美联储希望通过降低长期资金的融资成本以增加企业信心，进一步促进就业市场的复苏。值得注意的是，美联储没有表明是否将扩大上述资产购买规模。同时，美联储决定维持 0-0.25% 的历史最低利率至更长时间。

(三)对美国经济影响

QE2 的推出是美联储近期做出重大决定之一，其目的是为了推动美国经济的增长、削减居高不下的失业率(10 月份失业率为 9.6%)和通货膨胀水平过低(核心物价指数为 1%)。一些学者认为，美联储再次动用“开闸放水”方式推出 QE2 刺激经济，是美国各种调控手段“失灵”情况下的无奈之举。

事实上，恢复 2008 年金融危机对美国金融体系的冲击、对金融市场信心的挫伤并非易事，美联储通过 QE2 注入流动性可能在银行体系循环，并不能流入实体经济，也可能通过美元利差交易的方式流向国际金融市场，而此举将导致全球金融市场流动性泛滥的局面。第二次量化宽松货币政策是否能够扭转美国实体经济恢复缓慢的局面还有待关注，不排除美国再次推出 QE3，美联储此举也可能是最后的机会，因为分裂的新国会和代表民意的茶党几乎不赞成实施进一步的财政刺激措施。

为评估第二次量化宽松政策对美国金融市场的影响，我们需要衡量它们自市场预期形成至今的变化。对 QE2 的预期早在 8 月 27 日美联储主席伯南克在怀俄明州杰克逊城发表的演说时就开始形成，并在 9 月 21 日美国联邦公开市场委员会(FOMC)发布 9 月利率政策声明后，以及 10 月 1 日纽约美联储总裁杜德利发表重要讲话后显著增强。QE2 出台前后，美国金融市场主要指标变化显示出 QE2 对美国长期国债收益率、股市、美元汇率、石油价格以及远期通货膨胀五方面的直接影响。

可以看出，在 11 月 3 日 FOMC 会议前后，这些指标变化非常少，反映出对于二次量化宽松政策的预期在很大程度上已经被市场所接受，尤其是长期的国债收益率，在 9 月 21 日的 FOMC 会议后就已大幅度下降。据德意志银行估算，在过去两个月中，市场对 QE2 日益增长预期使美国长期国债实际收益率下降至少约 50 个基点，股市上涨多至 10%，美元(以广义贸易加权汇率指数衡量)贬值约 5%，每桶石油价格上涨近 10 美元，并使长期通胀预期上升约 50 个基点。

二、对全球金融市场的影响

美国新一轮量化宽松货币政策必然导致美元贬值、国际大宗商品价格上涨，使热钱加速流入新兴经济体，加剧流动性过剩，助推资产泡沫，对其他经济体和世界金融体系产生不可忽视的负面效应。考虑到此次量化宽松的规模远不及先期业内人士预测的 1 万亿美元或 2 万亿美元，只有保守预计的五、六千亿美元的上限，程度比较温和，此举加剧了国际间汇率战的风险，尚不足以引发全球性的汇率战、货币战和贸易战。

首先，在美联储重启量化宽松货币政策购买国债后，美债收益率下降，美元贬值，股票、国际大宗商品等高风险资产价格上升。这正是金融危机最严重时期，美国实施第一轮量化宽松政策时所发生的情况。在 2008 年 11 月，在美联储首次推行国债购买计划的 12 个月内，高收益债券价格上涨 16.6%，美元汇率重挫 12.6%，股市上涨 29.5%，黄金价格上涨 44.5%。在本轮量化宽松货币政策出台后，黄金价格突破 1390 美元，原油价格突破 87 美元。11 月 2 日，美国 S&P500 指数上涨 0.8%，纳斯达克指数上涨 1.1%。11 月 3



日，亚洲股市相应而动，香港恒生指数领涨，大幅攀升 2%，韩国、新加坡、澳大利亚和印度也上涨 0.5% 至 1%。之后的 11 月 4 日，恒生指数再次大涨 1.6%，达到 28 个月以来最高收盘位。

其次，随着美元贬值和国际大宗商品等资产价格上涨，全球财富将产生重新分配。一是美元贬值，降低了美国出口商品的价格，促进了其出口产业，抑制了进口，从而通过贸易渠道改变全球财富。二是随着美元贬值，主要新兴市场经济国家以美元储备为主的外汇资产及美元债权将严重缩水，而美国自己的外债却会在无形中“减负”，导致全球财富重新分配。三是一些资金实力雄厚、拥有丰富国际金融市场运作经验的投资基金将抓住资产价格波动的契机，以热钱的形式加大在新兴市场的投机力度，放大资产价格波动幅度，促进新兴市场经济国家资产价格泡沫的形成，通过快进、快出赚取利润，导致全球财富重新分配。

再次，美国发行货币，通过购买债券向市场注入大量流动性，造成美元贬值，以美元标价的国际大宗商品价格将大幅上涨，从而导致各国被迫“输入”通胀，面临通胀进一步加剧的风险。

面对以上影响，针对美国第二次量化宽松货币政策，各国政府的应对举措主要包括加息和控制资本流动两类。一方面，为应对危机中货币刺激政策带来的流动性泛滥，印度、澳大利亚等各国央行已在美联储采取第二次宽松政策之前就进行了多次加息。尽管这些国家的政府也十分担忧资本流入和本币升值，但不断攀升的通胀仍是政策制定者最为担忧的问题。因此，在美联储宣布第二轮政策的当周(11 月的第一周)，印度、澳大利亚和越南央行不顾热钱流入可能进一步加速的风险，纷纷宣布加息(分别加息 25 个基点、25 个基点和 100 个基点，达到 4.75%、6.25% 和 9%)。然而，随着未来第二轮宽松政策的实施，新兴市场经济国家资本流入和货币升值压力将逐渐加大，可能会使各国短期内放缓加息步伐。另一方面，对新兴市场国家来说，宽松货币政策和本币升值已导致大量热钱涌入，各国政府普遍采取了各项措施加强对资本流动的管制，主要体现在在当前控制外资流入，在未来控制外资流出。

三、对我国经济的影响

美国此次量化宽松政策基本符合市场预期，其直接的影响是加大了人民币升值的压力，并通过推高大宗商品的价格，加大了国内的通货膨胀的压力，流动性过多有利于资本市场的走强，增加了经济发展中的不确定性，这就要求监管部门采取有效应对措施，积极化解此次及以后可能再次出现的量化宽松政策可能对我们经济造成的负面影响，保持国民经济的长期稳定健康发展。

量化宽松政策将加大“热钱”的流入，使得政府一直在汇改上坚持的缓慢升值和稳步推进人民币国际化双重目标的兼顾难度加大。今年 6 月启动汇改以来，人民币兑美元升值 2.5%，外汇储备在 9 月底猛增至 2.65 万亿美元，第三季度累计增加 1.94 千亿美元，2010 年至今，累计增加 2.49 千亿美元，相信在二次量化宽松之后，外汇储备的增速可能更为迅猛，人民币升值的压力进一步加大。

在国际大宗商品价格上涨，输入型通货膨胀压力加大的同时，源于提高工资水平和食用农产品价格上涨的成本推动型通货膨胀压力也在不断积聚。10 月份最后一周(10 月 25 日至 31 日)商务部农产品价格指数继续小幅攀升；而农业部价格指数也出现小幅上涨 0.4%，商务部八大类农产品价格全线上涨，预计 10 月份的 CPI 上升至 4%，由于翘尾因素的逐渐消弭(今年 11 月和 12 月的翘尾因素分别较前一个月减少 0.3 和 1 个百分点)，CPI 在 10 月、11 月份见顶，四季度内同比回落的可能性大。

央行行长周小川在最近举办的财新峰会上提出了“池子论”和“中医论”。他指出针对“热钱”的流入，央行将在总量上进行对冲，即如果短期投资性资金进来，央行将把这些资金放到单独的池子里而不泛滥到整个实体经济，等其撤退时再让其从池子里流出，在宏观上减少资本异常流动对经济的冲击。在人民币汇改



上要坚持“中医论”，即采用“见效慢却稳健有效”的中医疗法来推进中国的汇改，其主要特点有：渐进而不是激进；政策动态调整和试错；不单独依靠一项措施来发挥特别大的作用。

按照“池子论”和“中医论”的见解，应对通货膨胀未必就非得采用加息的办法，如果能够有效对冲流动性，数量手段可能是最佳选择，加息属于不得已的做法，如果CPI在四季度回落的话，年内加息的可能性极小；要稳步推进人民币的国际化，人民币仍会维持缓慢升值的路径。再配以积极的财政政策和内需的启动，中国经济仍然能够保持稳定的增长。

二次量化宽松政策对我国香港地区的经济造成较为明显的影响。主要体现在：导致资本大量流入并可能引发资产价格泡沫风险，最近香港的房价、股价都屡创新高。受制于香港特殊的货币局制度，美国的量化宽松可以说就是香港的量化宽松，香港监管部门只能采用宏观审慎措施为房地产市场降温，具体措施包括提高首付比例和加大开发的土地供给。二次量化宽松有利于促进香港的离岸人民币业务发展，近期香港的离岸人民币存量高速增长，这对实现把香港打造成人民币离岸业务中心和提升人民币的国际化水平很有帮助。

四、对保险业的影响

美国此次量化宽松政策对保险业的影响总体是良性偏好的。量化宽松政策提高了消费者的通货膨胀预期，有望提高消费者对分红险的需求，推高了资本市场有利于提供险资的投资回报率，催生了人民币保单市场的繁荣，具体而言：

量化宽松政策对承保业务的影响偏良性。此次量化宽松政策加大了消费者的通货膨胀预期，在资本市场、期货市场走强、赚钱效应明显的情况下，可能造成部分消费者把本应投保的资金转向股市甚至期市，影响到保险业务的稳定；但另一方面通货膨胀预期的加强，提高了消费者的理财意愿，尤其是在温和性通货膨胀的背景下，有助于分红险的销售，尤其是银保渠道分红险的销售。由于大中城市尤其是特大型城市居民对股市、期市的赚钱效应比较敏感，中小城市和农村的居民对此敏感度有限，总起来看，量化宽松政策对承保业务的影响偏良性。

量化宽松政策利好保险公司的投资业务。量化宽松政策导致流动性的增多，有利于推动股市走强，美国推出第二次量化宽松政策后，全球股市出现了明显的涨幅，国内融资融券交易迅速扩大，期货市场呈现出远强近弱的走势。近来，业内人士普遍认为，股市可能就是央行行长周小川所言的“池子”的一部分，如果未来“热钱”被政府更多地引导到资本市场，国内股市还会出现新一轮的涨势，这对提高险企的投资收益水平是十分有利的。

二次量化宽松有利于催生人民币保单市场和在港的险资投资平台公司的运作。自去年12月人民币保单在香港推出以来，截至8月15日，人民币保费收入约有20亿元，而10月底预计已经达到30亿元人民币，占到香港新增保费收入的10%。未来3至5年内，人民币保费将占到香港总保费收入的30%至50%。对已经在港设立的险资投资平台的公司则可以更好地分享香港及国际资本市场的投资机会，有利于提供保险公司的投资回报。

