



## 四大央行資產負債表調整機制的比較分析

高級經濟研究員 戴道華

近月，市場焦點之一放在美國聯儲局何時加息之上。無論其選擇如何，聯儲局的貨幣政策已經處於中性，下一步如無意外將是收緊，與其他三大央行歐洲央行、日本央行和中國人民銀行繼續寬鬆形成鮮明對比。但是，美國聯儲局的選擇是先加息，至於何時和如何退出量化寬鬆則還沒有任何定論，其資產負債表伴隨它所購買的債券到期再投資仍然貼近歷史高位，而仍在進行量化寬鬆的歐、日央行的資產負債表就繼續按部就班地擴張。相反，人民銀行的資產負債表自今年年初以來錄得一定程度的收縮，橫向比較，與美、歐、日央行背道而馳。縱向比較，似乎也與人民銀行自去年以來六次減息、五次降準的寬鬆取態有所矛盾。

### 四大央行貨幣政策的背馳

如果把一個央行的貨幣政策分為常規性的利率調整和非常規性的資產負債表調整來看，四大央行目前的政策取態存在分歧。在利率方面，美、歐、日央行均處於零利率狀態，至於人民銀行其一年期基準存、貸款利率目前分別為1.50%和4.35%，自去年以來已經六次減息，未來仍有進一步削減的可能性和空間，但最終相信也不會走到像美、歐、日一樣零利率的地步。倒是美國聯儲局正在醞釀在今年年底之前加息，如果該預測成真，就是一個加息週期的開始，哪怕這一加息週期可能較以往的為短和淺。據此，在利率方面與其他三大央行背馳的是美國聯儲局。

美、歐、日央行先後在實施零利率之後，為求進一步刺激經濟，進而採用購買債券等資產的量化寬鬆政策，該政策的標誌就是央行資產負債表規模的膨脹。美國聯儲局的量化寬鬆已於去年10月份結束，但由於債券到期再投資，其資產負債表並沒有明顯下降，最新規模為44862億美元（截至今年10月7日），比今年1月中時歷史高位的45161億美元略少不到300億美元或0.7%。從其細項來看，主要是所持有的AMBS餘額有所減少，但相信是債券到期再投資過程當中的暫時性現象，而非聯儲局主動減持，因此說美國的貨幣政策雖然處於中性、但貨幣環境依然處於史上最為寬鬆仍不為過。

至於歐洲央行，其資產負債表最新的規模為26323億歐元（截至今年10月9日），雖然較其2012年中時歷史高位的31022億歐元顯著為低，但當時歐洲央行仍未實施購買債券的量化寬鬆，只是以LTRO形式向銀行體系注資，之後隨著LTRO到期還款，其資產負債表便顯著降低至2014年9月時的19882億歐元，呈

被動式的量化緊縮，由於當時歐元區經濟仍在掙扎，希臘主權債務危機再次死灰復燃，就迫使歐洲央行最終決定啟動直接購買資產的量化寬鬆，目標直指其資產負債表規模要重回高位。日本央行就更為直接，一輪接一輪的量化寬鬆令其資產負債表規模最新處於 369 萬億日圓的歷史新高。

據此，在資產負債表方面與其他三大央行背馳的是中國人民銀行。人行資產負債表自 2006 年以來也擴張了 1.7 倍至今年 2 月時的 345411 億元人民幣（換算成美元的話比美國聯儲局還要大），但之後便拾級而下，到 9 月份時縮減 19372 億元人民幣或 5.6% 至 326039 億元人民幣。這樣，一方面人民銀行在現貨幣政策週期已經減息六次、降準五次，但另一方面，其資產負債表出現一定的收縮，與其他三大央行的走勢不同，也與自身的貨幣政策取向也有所不同。

## 原因和影響不盡相同

究其原因，人民銀行資產負債表過去的擴張與美、歐、日央行不盡相同，就決定了目前的縮減和影響也與量化緊縮有所不同。與美、歐、日央行主要購買債券的量化寬鬆不同，人民銀行因為其常規性的貨幣政策手段如減息、降準等還沒有用盡，也就無需考慮購買資產等非常規性量化寬鬆手段，其資產負債表的擴張並非來自直接購買債券等資產，而是來自之前多年因應資金長期和具規模地流入而購買的外匯，最高峰時人民銀行資產負債表有 83% 的資產是外匯資產，目前即使有所下降，其佔比也仍有 79%。反之亦然，自 2 月份以來其總資產規模的下降也主要來自資金流走，其中到 9 月份外匯資產減少了 12224 億元人民幣，對其他存款性公司債權減少了 7188 億元人民幣，其他國外資產減少了 5495 億元人民幣，顯著超過期內黃金資產、對其他金融性公司債權和其他資產的增幅，結果是人民銀行的總資產減少了 5.6%。

人民銀行資產負債表中的外匯資產是指央行口徑的外匯佔款，過去多年來是基礎貨幣投放的主要形式。尤其是在資金大量流入的時期，如 2010 年底至 2011 年中，基礎貨幣的增幅曾高逾三成，為防止流動性泛濫，人民銀行遂大幅調升存款準備金率和增發央票以鎖住或回收有關高能貨幣，例如大型銀行的存款準備金率在 2011 年時曾高見 21.5%（現降至 18.0%），央票餘額在 2010 年時曾高見 4.7 萬億元人民幣（現降至零）。但今年以來外匯佔款顯著減少就導致基礎貨幣的同比增幅在第二季度降至只有 3.2%，這會影響廣義貨幣供應乃至經濟增長，於是人民銀行五次降準，另外還通過 PSL、SLO、SLF、MLF 等投放基礎貨幣。在人民銀行資產負債表上，這些創新的基礎貨幣投放反映在對其他存款性公司債權一欄，有關餘額在 2014 年曾低見 12384 億元人民幣，到了今年 2 月份，就增加至 32422 億元人民幣之多，但從 2 月份到 9 月份，隨著部份資金到期返還，其餘額也下降了 7188 億元人民幣，亦即這些創新的基礎貨幣投放本身也有所減少，更不用說全數抵消外匯佔款的減少了。

從基礎貨幣的角度而言，可以解讀為對整個貨幣環境呈負面影響的是外匯資產 / 外匯佔款的減少以及人行對銀行再貼現 / 再貸款的減少，光是這兩項從 2 月份至 9 月份合共就減少了 19412 億元人民幣。至於其他國外資產減少 5495 億元人民幣，相信就是人民銀行把銀行以外匯繳納的存款準備金主動釋放給銀行所至，其影響

應是利好的，惟其餘額最新降至 1762 億元人民幣，也造成人行資產負債表的相應縮減，此外其餘額已不多，未來已經沒有有效影響貨幣環境的能量。

## 應對方法

假設其他條件不變，未來如果資金持續流走，央行口徑的外匯佔款繼續減少，那麼人民銀行資產負債表的規模還將被動地縮減，時間長了、規模大了也會有量化緊縮的效應。作為應對，人民銀行可以在其資產負債表的資產方以不同方式增加對存款性金融機構的貸款和貼現，以增加基礎貨幣投放，部份抵消外匯資產的減少，力求資產負債表規模維持不變或減慢其縮減的速度。此外，也可以在資產方外匯資產減少的同時，調降存款準備金率，令負債方其他存款性公司存款一欄相應減少。這一欄主要指的是銀行所繳納的法定存款準備金以及超額準備金，在多次降準後於 9 月份仍有 211222 億元人民幣之多，可以運用的空間很大。這兩種措施前者能著力維持人民銀行資產負債表的規模，後者則不追求其資產負債表規模的穩定，它可以隨著央行口徑的外匯佔款減少而被動地縮減，但對整個金融體系而言，降準把之前鎖住的資金釋出，體系內的流動性還是可以得到保證，兩者可以說是殊途同歸。

人民銀行是自 2008 年起正式開始實施差別存款準備金率制度的，經過最新一次降準，目前大型銀行的法定存款準備金率為 17.5%，中小型銀行為 15.5%。銀行業是中國經濟最重要的融資渠道，2014 年規模為 16.5 萬億元人民幣的社會融資當中新增本外幣貸款和表外各種貸款和融資方式加總其佔比仍高達 79.1%。中國法定存款準備金率在 1999 年至 2003 年期間低至 6%，其後在外匯整體大量和持續流入的情況下不斷調升，以控制因購匯而釋出的大量人民幣流動性乃至貨幣供應，至 2011 年時大型銀行的法定存款準備金率一度高達 21.5%，否則的話潛在的巨大貨幣供應增長會令中國經濟迅速過熱失控。

在今年的五次降準後，大型銀行的法定存款準備金率降至 17.5%，比起 2011 年時的高位減少 4.0 個百分點。然而，存款準備金率的調降並不意味著人民銀行資產負債表中存款準備金的餘額會減少，例如在存款準備金率高達 21.5% 的 2011 年，人民銀行資產負債表中的存款準備金（其他存款性公司存款）最高為年底時的 168792 億元人民幣，到了今年 3 月份，在大型銀行的法定存款準備金率已降至 19.5% 時，存款準備金的餘額卻高至 226675 億元人民幣。這是因為一來銀行體系的存款在持續增加，同一存款準備金下準備金餘額會不斷增加，二來該數字還包括了銀行自願存入的超額準備金。從今年 2 月份到 9 月份，人民銀行兩次全面降準、一次定向降準，法定存款準備金利率削減 1.5 個百分點，理論上可以釋放近 2 萬億元人民幣，但人民銀行資產負債表中的存款準備金只減少 4530 億元人民幣，餘額仍有 211222 億元人民幣，可以運用的空間巨大。

據此，未來假設外匯佔款持續減少，如果採取降準措施作為應對，那麼人民銀行的資產負債表規模還可以一降再降，但就整個貨幣環境而言量化緊縮的影響並沒有其資產負債表收縮表面所顯示的那麼嚴重。由於這一操作空間仍大，人民銀行目前並沒有仿效美、歐、日央行直接購買資產的量化寬鬆的即時壓力。

# 主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

一. 本地生產總值 GDP	2013	2014	2015/Q1	2015/Q2
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	20,961	21,446	5,736	5,662
升幅 (%) Change(%)	2.9	2.3	2.4	2.8
二. 對外貿易 External Trade	2013	2014	2015/9	2015/1-9
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
港產品出口 Domestic exports	544	553	36	359
轉口 Re-exports	35,053	36,175	3,132	26,270
總出口 Total exports	35,597	36,728	3,167	26,629
進口 Total imports	40,607	42,190	3,531	29,949
貿易差額 Trade balance	-5,010	-5,463	-364	-3,321
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
港產品出口 Domestic exports	-7.6	1.7	-13.8	-14.9
轉口 Re-exports	3.8	3.2	-4.5	-1.3
總出口 Total exports	3.6	3.2	-4.6	-1.5
進口 Imports	3.8	3.9	-7.6	-3.0
三. 消費物價 Consumer Price				
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	4.3	4.4	2.0	3.3
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units				
合約宗數 (宗) No. of agreements	70,503	81,489	5,467	61,638
年升幅 (%) Change(%)	-29.9	15.6	-31.6	3.6
五. 勞動就業 Employment			2015/6-2015/8	2015/7-2015/9
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	11.84	14.95	13.7	13.6
失業率 (%) Unemployment rate(%)	3.4	3.2	3.3	3.3
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	1.5	1.5	1.4	1.4
六. 零售市場 Retail Market			2015/8	2015/1-8
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	11.0	-0.2	-5.4	-2.2
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	10.6	0.6	-0.2	1.5
七. 訪港遊客 Visitors			2015/8	2015/1-8
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	5,430	6,077	561	3,987
年升幅 (%) Change(%)	11.7	11.9	-6.6	-0.1
八. 金融市場 Financial Market			2015/7	2015/8
港幣匯價 (US\$100=HK\$)				
H. K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)	775.4	775.6	775.2	775.1
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)				
M1	9.7	13.0	11.2	17.6
M2	12.3	9.5	5.1	6.0
M3	12.4	9.6	5.0	5.9
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	10.6	9.7	7.0	8.2
港元存款 In HK\$	5.1	9.3	9.8	10.8
外幣存款 In foreign currency	16.2	10.1	4.3	5.7
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	16.0	12.7	6.9	6.4
當地放款 use in HK	13.8	12.1	3.2	4.0
海外放款 use outside HK	21.4	14.2	15.9	12.2
貿易有關放款 Trade financing	43.8	-1.4	-16.6	-16.9
最優惠貸款利率 (%) Best lending rate (%)	5.0000	5.0000	5.0000	5.0000
恆生指數 Hang Seng index	23,306	23,605	24,636	21,671