



中、美高企的存款準備金比較與啓示

高級經濟研究員 戴道華

人民銀行在2月4日宣佈全面和定向降準，大型銀行的法定存款準備金率降至19.5%，中小型銀行則降至17.5%。即便如此，在全球主要央行當中，人民銀行所訂定的法定存款準備金率仍然是最高的。歷史上，美國是全球最早以法律形式定商業銀行要向中央銀行納存款準備金的經濟體，美國聯儲局和人民銀行資產負債表的擴張自次按危機以來也頗為相似，迄今兩者總的存款準備金水平也相類似，但對於存款準備金作為貨幣政策工具的運用兩者就截然不同。未來中國重大的金融改革包括利率市場化和人民幣可兌換，有關改革的深入相信令存款準備金的運用也會發生變化，研究兩者存款準備金的異同會得出有用的啓示。

資產負債表和存款準備金的異同

至2014年底，人民銀行資產負債表總規模為33.8萬億元人民幣，以一美元兌6.2052元人民幣的當時匯率換算，則達到5.4萬億美元，相當於中國2014年63.6萬億元人民幣GDP的53%，是2006年底時12.9萬億元人民幣規模的2.6倍。同期，美國聯儲局資產負債表總規模為4.5萬億美元，相當於美國2014年17.4萬億美元GDP的26%，相當於其2006年底時9037億美元規模的5.0倍。作為全球最大的兩家央行，人民銀行資產負債表的絕對和相對規模較美國聯儲局的還要大，但自次按危機以來的擴張程度又以美國聯儲局為快，全球其他主要央行均難望其項背。

不過，它們達到今天規模的路徑並不相同。美國聯儲局資產負債表的擴張主要源自三輪購買資產的量化寬鬆，因此其資產負債表當中目前持有2.46萬億美元的各年期美國國債以及1.74萬億美元的AMBS，佔比達到93%。人民銀行則並沒有從市場上購買資產來進行量寬，其資產負債表的擴張主要來自不斷購入的外匯。結果，2014年底時，人民銀行資產負債表當中外匯資產為

27.1 萬億元人民幣，佔比 80%。

儘管成因不同，但全球規模最大的兩家央行的資產負債表就意味著人民銀行和美國聯儲局各自向其市場釋出了大量的基礎貨幣，因此它們對存款準備金這一工具截然不同的使用就顯得格外突出。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 19.5%，中小型銀行為 17.5%，個別銀行如中國農業發展銀行的存款準備金率則為 13.5%。美國聯儲局也實行差別存款準備金率制度，不過該制度並不針對銀行，而是針對不同存款額，零至 1450 萬美元淨交易戶口存款其準備金率為零；1450 萬美元至 1.036 億美元存款為 3%；高於 1.036 億美元存款為 10%；非個人定期存款、離岸存款其準備金率則為零。

儘管中、美法定存款準備金率水平差異巨大，但總的準備金水平卻比較接近。聯儲局的統計顯示在 2014 年底，法定存款準備金要求為 1420 億美元，但美國銀行存放於聯儲局的超額準備金就高達 2.5 萬億美元，兩者相加，美國銀行體系的準備金總額相當於其 10.4 萬億美元存款的 25%（其中法定和超額準備金之比為 1：18），相當於美國 GDP 的 20%，相當於美國聯儲局資產負債表的 59%。至於人民銀行，其法定存款準備金率高達雙位數字，但銀行存放於人行的超額準備金率就只有 2.7%，法定和超額準備金之比約為 7：1，準備金總額相當於其 106 萬億元存款的 22%，相當於中國 GDP 的 37%，相當於人民銀行資產負債表的 69%。

原因何在？

中、美銀行業所繳納的存款準備金是全球主要銀行體系當中罕見的，美國銀行業的存款準備金水平甚至超過了中國（相當於存款的 25%），不同的是中國絕大部份是法定存款準備金，美國絕大部份是超額準備金。另外，人民銀行調整法定存款準備金率也十分頻繁，自 2006 年中以來調升或降逾 40 次，而美國聯儲局期間則未有調整法定準備金率水平，但就每年微調存款準備金率所適用的存款規模。這反映存款準備金這一貨幣政策工具的重要性對中、美兩個經濟體而言完全不同，儘管兩者準備金總額出奇地接近，但法定和超額準備金的巨大差異就顯示近年來兩個央行所面對的挑戰完全不同。

如前所述，美國聯儲局資產負債表的擴張主要來自三輪購買資產的量化寬鬆，其動機主要是在官方利率降至零之後轉而實行印鈔買債的非常規貨幣政策手段以

刺激經濟。對於美國經濟而言，債券市場是最重要的資本市場，根據 IMF 的統計，美國債市規模是美國 GDP 的 2.2 倍、是美國股市總市值的 1.7 倍、是美國銀行業總資產的 2.3 倍（2013 年），銀行業反而是美國三大融資渠道當中最小的，聯儲局的零利率和量化寬鬆正好對美國債市產生了最大的刺激，從而達成了壓制長短期利率、刺激股市、刺激經濟的目標。但就美國銀行業而言，一來美國實體經濟復甦對它的依賴程度相對最低，二來它本身還要面對加強監管和去槓桿等壓力，因此，聯儲局印鈔買債所釋出的資金到了美國銀行手裏之後，多數又輾轉以超額準備金的形式存回聯儲局的戶口，因為美國實體經濟的融資需求大部份已在債市和股市得到解決，對銀行信貸的需求相對有限。另外，聯儲局自 2008 年開始實施非常規貨幣政策時，也開始向法定和超額存款準備金支付利息，目前兩者的利率均為 0.25%，是聯邦基金目標利率的上限，令美國銀行業的剩餘資金也有誘因以超額準備金的形式繼續存放於聯儲局的戶口。

人民銀行資產負債表的擴張主要來自外匯市場的調節活動。與美國銀行業坐擁巨額的超額準備金不同，中國銀行業所繳納的存款準備金絕大部份是法定準備金，反映人民銀行主要使用存款準備金來作為對外匯佔款形成的流動性的沖銷。銀行業是中國經濟最重要的融資渠道，銀行業總資產是中國 GDP 的 2.6 倍、是中國股市總市值的 6.3 倍、是中國債市的 6.1 倍（2013 年）。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%，債券和股票融資佔比雖然創下歷史新高，但就只有 17.3%。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。

在匯率有升值壓力的情況下，央行購匯之後為不影響貨幣供應，一般會採用公開市場操作予以對沖，最常規的就是正回購、出售債券以及增發央行票據吸走流動性。但在中國的市場和利率環境之下，對人民銀行而言，存款準備金的操作最具成本效應。自 2008 年底至今，人行支付給法定存款準備金的年利率為 1.62%，支付給超額準備金的利率就只有 0.72%。相比之下，在 2010 年初至 2011 年中為應對資金流入人民銀行頻密地調升存款準備金率期間，公開市場操作當中正回購利率無論是 7 天還是 28 天平均介乎 2.6%-2.7%（最新逾 4.5%），1 年期央票的參考利率平均為 2.4%（最新曾達 3.5%），顯著高於準備金利率。加上正回購和央

票一般期限較短，在資金持續流入的局面下需要不斷滾動操作，也不及存款準備金的使用便利，因此逐漸淡出。根據中央結算公司的統計，2010年底時央票餘額尚有40909億元人民幣，至2011年底就劇降至21290億元人民幣，之後3年續降至13440億、5522億和4282億元人民幣，反映了人民銀行明確的取捨。

對未來的啓示

據此，儘管成因不同，但中、美銀行體系目前均坐擁巨額的存款準備金，那麼接下來的問題是未來中國的存款準備金率會不會顯著降低至較接近美國的水平？降低的條件又是什麼？

對此，須考慮兩大影響因素，一是制度性因素，二是市場因素。對中國經濟而言，銀行信貸是其最重要的融資方式，而對美國經濟而言，債市融資的重要性則最高，那麼未來中國的債市和股市直接融資如果能夠得到長足發展，顯著縮小與銀行間接融資之間的差距，就有可能降低存款準備金使用的強度和密度。從目前狀況來看，中國銀行業總資產逾6倍於中國股市總市值和債市規模，它們之間的差距較美國債市領先於股市（1.7倍）和銀行業資產（2.3倍）的要大，要達到美國債市為主導的水平恐怕並不現實，這就暗示存款準備金這一貨幣政策工具或將在長遠的未來都對中國具有更高的重要性，而不會像美國聯儲局那樣成為備而不用工具。

然而，美國債市為主的資本市場結構在全球發達經濟體當中其實屬於少數，只有日本和曾經受到歐債危機困擾的愛爾蘭和意大利跟它相接近，對於其他發達經濟體而言，情況反而與中國較為接近，即銀行業是最重要的融資渠道，只是情況沒有那麼一面倒而已。以歐元區為例，其銀行業總資產是其GDP的2.5倍、是其股市總市值的4.3倍、是其債市的1.4倍，歐元區的股市和債市均相當發達，但歐洲央行在歐元面世的1999年所定下的最低存款準備金率只是2%，到了2012年調降至1%，並維持至今。這是一個銀行融資為主體、但存款準備金同樣似有若無的例子，其啓示就是即使是銀行業主導的經濟體，如果其資金流動不受限制、匯率自由浮動、央行貨幣政策目標單一、不需要負擔除物價穩定之外的衆多調控任務的話，存款準備金也可以是較為次要的貨幣政策工具。這樣一些制度性因素要在中國全部到位恐仍需時較長，這就決定了存款準備金對中國的重要性可能在長時期內都高於其他發達經濟體。

中國法定存款準備金率高、超額準備金率低，而美國則正好相反，除了制度性影響因素以外，還反映了中國之前長時間面對資金流入、美國實體經濟長時間信貸需求不振的市場因素。未來如果中國的資本管制能夠逐步解除，人民幣匯率和利率市場化程度增加，那麼即使資金持續流入的局面不變，匯率升值和利率下降就可以成為自動調節機制，動用存款準備金來對沖資金流入的需要便會相應降低，當然，內部資產價格和對外出口部門會受到一定程度影響。

反之，如果資金持續流出，其他條件不變，那麼目前高企的存款準備金率便需要調低以重新釋放流動性。2014 年底中國官方的外匯儲備為 3.84 萬億美元，以絕對規模而言是全球最多，但部份原因是資本管制，因為整個銀行體系的外幣存款只有 5735 億美元（兩者相加為 4.41 萬億美元或相當於中國 GDP 的 47%），外匯絕大部份由央行持有。這一比率看似遠高於全球其他主要經濟體，但如果考慮到人民幣仍非可自由兌換，也非主要的國際儲備貨幣，中國又是全球第二大商品進口國，加上中國經濟是銀行信貸為主導的體系，它可以承受資金持續外流、外匯儲備減少的程度就相對有限。尤其是後者，3.84 萬億美元官方外匯儲備雖然遠超傳統的覆蓋 3 個月進口和所有短期外債的最低安全性綫要求，但由於中國的廣義貨幣供應 M2 高達 GDP 的 193%（2014 年），覆蓋 20% 的 M2 的安全綫水平就相當於 24.6 萬億元人民幣或 3.96 萬億美元，甚至超過了目前官方外匯儲備的水平。以此更嚴格的標準來衡量，中國整個經濟體可以承受的資金外流規模並不像外匯儲備顯示的那麼龐大，相對應存款準備金率可以調降以重新釋放流動性的幅度也是有限的。

在 1999 年至 2003 年期間，中國的法定存款準備金率維持在 6% 的相對較低水平，主要與當時對抗一定程度上的通縮有關，這亦是除資金流向之外的另一主要市場影響因素。未來如果中國的低通脹不至於發展成為持續和嚴重的通縮，那麼相信中國的存款準備金率雖然有一定的下調空間，但也還是會高於其他主要經濟體。

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

一. 本地生產總值 GDP	2013	2014	2014/Q3	2014/Q4
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	20,961	21,446	5,456	5,733
升幅 (%) Change(%)	2.9	2.3	2.7	2.2
二. 對外貿易 External Trade	2013	2014	2015/1	2015/1
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
港產品出口 Domestic exports	544	553	45	45
轉口 Re-exports	35,053	36,175	3,074	3,074
總出口 Total exports	35,597	36,728	3,119	3,119
進口 Total imports	40,607	42,190	3,489	3,489
貿易差額 Trade balance	-5,010	-5,463	-371	-371
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
港產品出口 Domestic exports	-7.6	1.7	3.9	3.9
轉口 Re-exports	3.8	3.2	2.8	2.8
總出口 Total exports	3.6	3.2	2.8	2.8
進口 Imports	3.8	3.9	7.9	7.9
三. 消費物價 Consumer Price				
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	4.3	4.4	4.1	4.1
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units				
合約宗數 (宗) No. of agreements	70,503	81,489	8,130	8,130
年升幅 (%) Change(%)	-29.9	15.6	39.8	39.8
五. 勞動就業 Employment			2014/10- 2014/12	2014/11- 2015/01
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	11.84	14.95	12.2	12.1
失業率 (%) Unemployment rate(%)	3.4	3.2	3.3	3.3
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	1.5	1.5	1.6	1.6
六. 零售市場 Retail Market			2014/12	2014/1-12
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	11.0	-0.2	-3.9	-0.2
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	10.6	0.6	-1.3	0.6
七. 訪港遊客 Visitors			2015/1	2015/1
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	5,430	6,077	561	561
年升幅 (%) Change(%)	11.7	11.9	2.8	2.8
八. 金融市場 Financial Market			2014/12	2015/1
港幣匯價 (US\$100=HK\$)	775.4	775.6	775.6	775.3
H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)				
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)				
M1	9.7	13	13	18.3
M2	12.3	9.5	9.5	10.3
M3	12.4	9.6	9.6	10.4
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	10.6	9.7	9.7	10.9
港元存款 In HK\$	5.1	9.3	9.3	11.4
外幣存款 In foreign currency	16.2	10.1	10.1	10.5
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	16.0	12.7	12.7	10.0
當地放款 use in HK	13.8	12.1	12.1	9.3
海外放款 use outside HK	21.4	14.2	14.2	11.6
貿易有關放款 Trade financing	43.8	-1.4	-1.4	2.3
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	23,605	24,507