

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。

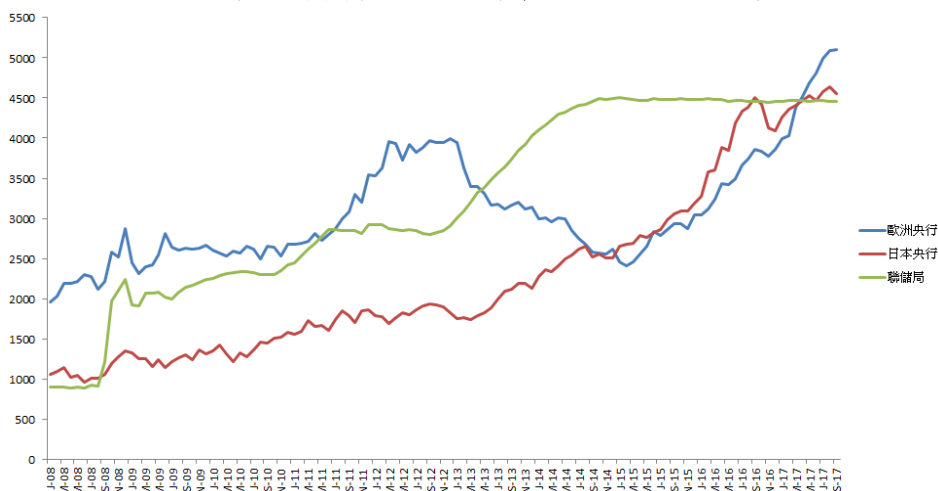
## 環球流動性收縮是一個較長的過程

目前縱觀環球主要央行，聯儲局開始縮表；加拿大央行今年已加息兩次；英倫銀行加息如箭在弦；歐洲央行很可能在短期內宣佈減少買債；甚至連日本央行資產購買步伐亦出現放緩的跡象。表面上，環球流動性仿佛勢必減少。惟真正的量化緊縮(quantitative tightening, QT)年代尚未來臨。

### 聯儲局資產規模被超越

聯儲局在 2014 年 10 月結束 QE3，過去三年，資產負債表規模基本維持穩定。在這段時間內，聯儲局所持有資產金額相繼被日本央行與歐洲央行超越。換言之，從累計總量計算，歐、日兩地央行為金融市場提供的流動性，均已經超過美國。聯儲局縮表固然重要，但另外兩大央行的規模足以減弱甚至抵消聯儲局的影響。

圖一 三大央行資產負債表規模（單位：十億美元）

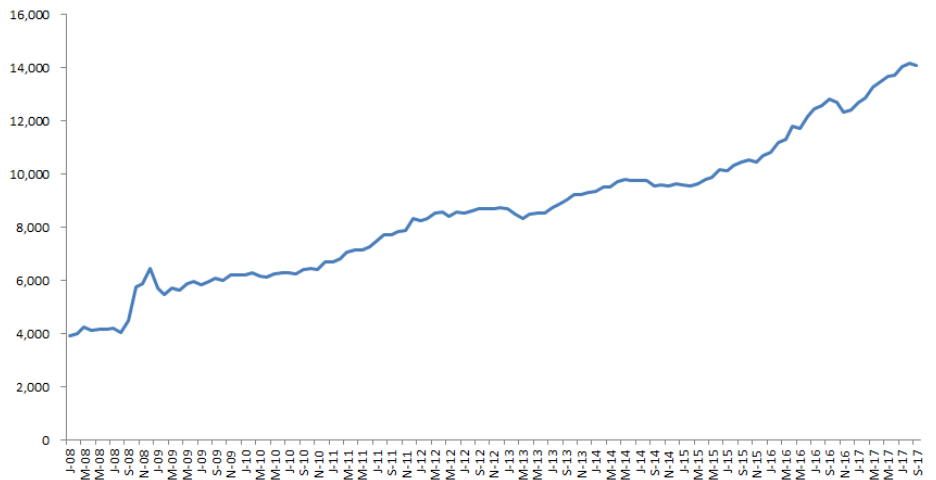


資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

### 三大央行總資產上升趨勢未變

從 2008 年至今近十年內，歐、美、日三大央行所持有資產規模由不足 4 萬億美元升至逾 14 萬億美元，升幅約 2.6 倍。雖然如圖一所示，三地央行以美元計價資產規模時有起伏，但其總和基本上呈直線上升。只要歐洲與日本央行新增資產購買規模能夠抵消聯儲局縮表金額，環球流動性就不僅不會出現收縮的情況，而且會維持升勢。

圖二 歐、美、日央行資產規模總和（單位：十億美元）



資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

### 2019 年是關鍵

由於聯儲局已經對縮表步驟作出具體指引，只要加上對歐、日央行估算，就能夠大致判斷未來幾年主要央行所提供流動性的變化。

按照聯儲局的計劃，美國縮表從今年 10 月份開始，以每月 100 億美元為起點，然後每三個月遞增 100 億美元，直至資產減少幅度達到每月 500 億美元。換言之，從今年第四季至 2018 年末的 5 個季度內，縮表步伐分別為每月 100、200、300、400、500 億美元。

同時，日本央行的買債規模亦不難預計。由於日本央行力求把日本十年期國債孳息控制在接近零的水平，每月實際量寬規模並不固定。惟日本央行對 QE 的指引是每年 80 萬億日圓，因此可以推算出每月買債的平均值。按照目前匯率計算，日本 QE 規模

大概是每月 600 億美元。也就是說，即使聯儲局能夠按部就班把縮表規模在 2018 年第四季擴大至每月 500 億美元，日本央行的新增流動性也足夠抵消聯儲局的影響。

在歐洲央行方面，縮表加息都是相當遙遠的事，最可能在短期內宣佈的是逐步減少 QE 規模。目前歐洲央行每月買債 600 億歐元，假設明年第一季開始減磅，每季度內減少月度買債 150 億歐元，明年四季歐洲央行的每月新增流動性將為 450 億、300 億、150 億歐元、及 0。歐洲央行的具體安排難以預測，但相信起碼在 2019 年前，都不會出現縮表的討論，最多是減少買債規模。須知聯儲局在停止量寬後，等了足足三年才開始縮表。

可見，主要央行在 2018 年，整體上仍然處於放水的狀態，只是新增流量有所減少。然而，從 2019 年開始，就很可能出現央行所持有資產規模保持相對穩定的新局面，這對於不斷受流動性推升的環球資產市場可能有較強烈或趨勢性的影響。

## 近期報告

- |                            |     |       |
|----------------------------|-----|-------|
| 1. 經濟差異和政治問題是歐元區穩定發展的最大挑戰  | 蔡永雄 | 10.10 |
| 2. 中國經濟增長模式的改變與去槓桿         | 戴道華 | 10.06 |
| 3. 國務院重提定向降準 貨幣政策彈性增加      | 劉雅莹 | 09.29 |
| 4. 獨角獸市場中美稱雄, 香港角色亟待彰顯     | 蘇傑  | 09.27 |
| 5. 縮表過後, 4大貨幣短線走勢分析        | 何國文 | 09.22 |
| 6. 縮表擔大旗 加息難急進             | 卓亮  | 09.21 |
| 7. 美國聯儲局縮表對港元息率和樓市的影響      | 蔡永雄 | 09.21 |
| 8. 環球去現金化經驗對香港的啟示          | 張文晶 | 09.18 |
| 9. 多重因素提升境外機構對人民幣債券熱情      | 劉雅莹 | 09.15 |
| 10. 從統計看香港的國際投資回報          | 戴道華 | 09.15 |
| 11. 人民幣匯率走勢將以穩中偏強為主基調      | 應堅  | 09.13 |
| 12. 長息低企對美國貨幣政策的啟示         | 卓亮  | 09.13 |
| 13. 美國收緊貨幣政策對東盟主要債券市場的影響   | 黃思華 | 09.08 |
| 14. 承前啟後, 金磚合作邁向下一個“黃金十年”  | 蘇傑  | 09.06 |
| 15. 人行新規接連出臺 同業存單屬性進一步明確   | 劉雅莹 | 09.01 |
| 16. 新股通一為兩地資本市場聯通升級        | 孔玲  | 08.31 |
| 17. 從細節看美國貨幣政策正常化的執行       | 戴道華 | 08.31 |
| 18. 美國加息週期會否導致亞洲新興市場另一場危機? | 戴道華 | 08.29 |
| 19. 數字貨幣融資方興未艾, 機遇與風險並存    | 蘇傑  | 08.29 |
| 20. 有效控制「一帶一路」倡議推進中的地緣政治風險 | 柳洪  | 08.24 |