

## 離岸美元存款準備金制度 的演變歷程、政策效果及借鑒

### 內容提要

離岸美元市場的興起進一步強化了美國銀行對離岸資金來源的依賴，也引發了監管機構關注，擔憂美元回流對本國貨幣政策獨立性產生難以預計的影響。60年代後期，美國修改 D 條例和 M 條例，對回流的離岸美元徵收存款準備金，大大緩解了離岸美元回流的規模，但同時也使受管制的本國銀行承擔了“準備金稅”，在一定程度上削弱了他們在歐洲美元市場上的競爭力。本文主要回顧了離岸美元存款準備金制度的發展歷程、政策效果以及相關經驗，認為美元準備金政策誕生時，離岸美元已形成較大幅度的離岸貨幣創造，流通量難以估計，加之離岸市場使用了合成美元存款等形式，導致美元存款準備金的政策效果並不明顯。相比之下，離岸人民幣準備金政策在控制離岸流轉規模，以及對在岸市場的影響方面可以取得更好效果。

### 一、歐洲美元市場興起為離岸美元存款準備金制度提供了必要的歷史條件

20 世紀 50 年代後期至 80 年代，諸多重大政治經濟事件成為歐洲美元市場興起的重要推手。20 世紀 50 年代末，前蘇聯獲得大量美元收入，為避免被美國政府凍結資產遂將其存入歐洲銀行，“歐洲美元”市場由此誕生。60 年代美國出現巨額國際收支逆差，持有大量美元順差的國家，直接或間接通過本國商業銀行或國際金融機構將美元收入投放到歐洲市場，為歐洲美元市場的發展提供了重要資金來源。至 70 年代中期，國際市場石油價格大幅度提高，石油輸出國組織積累大量石油美元，逐步存放於歐洲市場，歐洲美元市場迎來飛速增長時期，美國、西歐、日本等跨國公司紛紛通過歐洲美元市場，為其全球性業務擴張和大型項目投資

進行大筆信貸融資，歐洲美元市場逐步發展為交易量最大、地區跨度最廣的國際信貸市場。

與此同時，美國針對國際資本流動採取的一系列金融監管政策亦導致大量美元流入歐洲市場。美國 Q 條例對儲蓄存款和定期存款的利率設定的最高限度，20 世紀 70 年代中後期通脹加速，Q 條例利率上限遠低於自由市場利率，令國內存款機構在吸收存款時處於絕對劣勢，而西歐各國商業銀行利率自由變動，監管寬鬆，可以為離岸美元存款提供更為吸引的利率，引發了境內存款人尋求更高收益的存款搬家，大量美元資金流向歐洲貨幣市場。20 世紀 60 年代，美國開徵“利息平衡稅”（Interest Equalization Tax, IET），規定美國人購買外國證券所得的高於本國證券利息的差額，需作為稅款交給國家。隨後，1965 年和 1972 年美國政府又頒佈了“自願限制對外信用計畫”（Voluntary Foreign Credit Restraint Program, VF CR）和“外國直接投資限制計畫”（the Foreign Direct Investment Restraint Program, FDIRP），以限制美國銀行海外放貸能力。上述政策令美國私人紛紛將投資收入投放海外，以規避利息平衡稅；美國銀行也開始逐漸依靠海外分支機構進行運作，成為美元業務大規模流入歐洲的重要誘因。

在 60-70 年代近二十年時間，美國金融規管政策明顯制約了美國本土銀行吸取存款和參與國際融資能力，大量美元資本通過各種管道流出以規避管制，歐洲美元市場得以迅速發展。歐洲美元存款從 1960 年約為 20 億美元，增長至 1977 年約 2729 億美元<sup>1</sup>。同時也反過來進一步強化了美國銀行對歐洲市場資金來源的依賴，使歐洲美元存款回流成為必然，繼而引發了貨幣當局對回流美元是否對本國貨幣政策產生影響以及應對措施的討論。

## 二、離岸美元存款準備金制度的演變過程及政策效果

由於歐洲市場上的離岸金融機構不受貨幣發行國的金融監管，沒有存款準備金、存款保險等限制，且可以享受更低的稅收，因此，在境內美元的大量流失及貨幣政策持續緊縮的情況下，許多美國銀行轉而通過其在歐洲美元市場上的境外分支機構，吸收存款以彌補資金缺口，1966-1969 年間美國銀行從其境外分支機構借入的離岸美元規模迅速增長。

---

<sup>1</sup> 參見 Aliber, Robert Z. "The integration of the offshore and domestic banking system." *Journal of Monetary Economics* 6.4 (1980): 509-526.

美國監管機構對美元回流規模過大產生担忧，担心削弱國內貨幣調控能力和獨立性。為避免國內信貸對離岸市場的過分依賴，1969年美聯儲修改了D條例和M條例，對回流的離岸美元（包括海外分支機構在美國母行帳面的存款，以及外資行從境外母行獲得的歐洲美元存款）在一定基礎上徵收10%的存款準備金，1971年1月存款準備金率進一步提高到20%，以避免大量離岸美元回流對國內貨幣政策有效性造成影響。隨後，為了提高美國銀行的國際競爭力並重新贏得歐洲貨幣市場的份額，美國開始逐步降低對離岸美元貸款的準備金要求（1973年美聯儲貨幣緊縮政策有所放鬆，D條例和M條例下的存款準備金率相應下調至8%，1974年降低至4%），又對條例D和M做了進一步修訂以消除準備金要求，至1991年美國境內的離岸美元準備金比率降為零。

表：美國針對歐洲美元的主要監管措施

1933年“Q條例” (Regulation Q)	禁止對活期帳戶付息，美聯儲對定期和儲蓄帳戶設定利率上限。1957年以前為2.5%，之後逐步調整至5.5%左右。
1969年“D條例”和“M條例” (Regulation D & M)	規定美國商業銀行對國外銀行的負債以及本國對海外分行的美元貸款必須繳納存款準備金10%，美國國外分行不受此項條例的約束，促進了美國銀行海外分行的活動
1971年調整存款準備金率	從10%調整至20%
1973年下調準備金	從20%降至8%，1975年下調至4%，以提升本國銀行參與歐洲美元市場競爭力。
1982年實施《1982年存款機構法案》	詳細制定了廢除和修正Q條例的步驟
1986年“Q條例”全部廢止	逐步取消金融管制，利率市場化改革完成

總結這個過程，離岸美元存款準備金措施大大緩解了離岸美元回流的規模，基本實現了最初政策目的。1970年開始，美國銀行從海外分支機構融入的歐洲美元規模逐步下降，並在70年代末出現了美國銀行反而通過海外分支機構向外輸出美元資金的情況<sup>2</sup>。

但另一方面，存款準備金條例的實施也在較大程度上削弱了美國銀行在歐洲貨幣市場上的國際影響力。存款準備金制度帶來的直接後果是對受管制的本國銀行形成事實上的“準備金稅”，變相增加了本國銀行的美元貸款成本。以1973年8%存款準備金計算，歐洲美元市

<sup>2</sup> Leung, David WY, and John Fu. "Interactions between CNY and CNH Money and Forward Exchange Markets." (2014). HKMA Working paper, 2014

場上的境外銀行，由於不受存款準備金制約，提供的美元貸款成本較平均減少約 91Bps，具有較強的成本優勢，導致各跨國企業更傾向於通過海外市場直接融資，令美國的銀行在國際業務競爭中處於劣勢。這也是 1980 年之後美國設立國際銀行設施（IBFs）的重要原因，通過設立 IBFs 離岸帳戶，以規避對儲備金比例及 Q 條例的約束，為外國存款戶提供與歐洲美元存款相類似的優惠利息。

### 三、離岸美元存款準備金制度的有益經驗和討論

首先，對於離岸美元的監管取向，美國監管政策的重點並不在於離岸市場本身的擴張與運作，而是考慮在資本自由流動情況下，歐洲美元回流將對國內貨幣體系的影響。由於歐洲美元市場具有一定的存款創造過程，當一筆美元資金從美國轉移至歐洲美元市場，並且在歐洲美元市場上進行存、貸款流轉時，這筆存款可以派生出一系列歐洲美元，從而形成離岸市場上的信貸擴張。歐洲美元市場一般沒有法定存款準備金要求，離岸的存款創造過程難以估計，歐洲美元回流形成一定規模有可能使本國市場的宏觀調控複雜化，並造成離、在岸帳戶間因準備金率的不同形成監管套利。因此，美國貨幣當局採用了通過存款準備金間接影響歐洲美元的回流規模的政策取態，而並沒有對離岸市場的美元帳戶或美元貸款加以直接限制，避免對境內、外貨幣環境造成太大影響。

其次，美國存款準備金的政策框架將簿記在海外分行的存款也納入了存款準備金的實施範圍。將上述存款作為政策實施標的出發點在於，在歐洲美元業務的實際操作中，離岸銀行通常會在付款承諾中註明，當資本管制等原因離岸機構不能履行付款義務時，其美國總行會為其進行墊付。這說明在一定程度上，在岸帳戶為離岸美元帳戶提供了一定程度的擔保。如果從歐元美元的清算機制來看，當一家歐洲銀行支付出一筆歐洲美元給另一家銀行時，實際是把該銀行存在美國銀行裡的一筆美元存款轉給對方，因此美國境內銀行帳戶具有為歐洲美元市場提供資金收付結算的功能。這種在岸帳戶與離岸帳戶之間的清算支付關聯性，看作對簿記在海外分行的美元存款徵收存款準備金的依據。

再次，準備金政策的效果需要考慮資本管制以及各國銀行監管之間協調合作。根據利率平價理論，在跨境資本流動較為通暢的情況下，境外投資者可以通過一筆遠期操作來規避存款準備金要求。比如美聯儲對離岸美元實施存款準備金，而對離岸日元並沒有存款準備金要求，投資者可以存入一筆離岸日元存款，同時賣出日元對美元遠期，從而

形成一筆合成美元存款。所以僅對離岸美元徵收存款準備金，而其他貨幣不受存款準備金制約時，對離岸美元實施存款準備金政策可能並不能起到很好的效果，需要各國銀行體系之間更緊密的協調合作。

#### 四、與離岸 CNH 市場存款準備金政策的比較

2016 年 1 月中國央行決定對離岸金融機構在境內存放人民幣存款執行正常存款準備金率。根據政策規定，徵收存款準備金的帳戶包括（1）境外人民幣業務參加行存放境內代理行的人民幣存款；（2）港澳人民幣業務清算行[具體指中國銀行（香港）和中國銀行澳門分行]存放中國人民銀行深圳市和珠海市中心支行清算帳戶人民幣存款；（3）其他人民幣業務清算行存放境內母行清算帳戶人民幣存款。以 2015 年末在境內代理行開立全部帳戶中的人民幣存款餘額為基數，向央行繳存准，存准率各行略有不一。

對比中美政策，兩者的實施對象和思路基本一致。無論是在境內代理行、境內母行或港澳清算行的存款可看作海外機構在境內銀行的資產擺放，根據目前離岸人民幣的清算途徑，不同海外銀行之間相互劃轉人民幣，基本通過清算行，或境內代理行、清算行之間的帳戶在境內銀行體系的帳戶實現，因此在一定程度上，離岸金融機構在境內存放人民幣存款承擔了為離岸人民幣提供支付清算的功能，可納入準備金的政策管理框架。

中美政策實施的背景環境具有較大差別。美國徵收準備金時，美元境外流轉十分龐大，歐洲美元市場已具較大規模，當存款準備金政策實施以後，有相當部分的離岸美元存款轉移至不受美國監管的其他歐洲銀行，以規避準備金稅，以致於美國銀行體系提供的美元貸款與離岸銀行出現了一定的利率差距，影響了美國銀行的競爭力。而從人民幣情況來看，目前人民幣的離岸運作和境外貸款需求相對較小，境外循環模式相對簡單，大多數離岸人民幣存款存放於清算行或境內的代理行，基本上在存款準備金政策影響範圍內，不易於出現像離岸美元那樣美元流出境外後不受存款準備金控制的情況。

總體來看，人民幣存款準備金政策在控制離岸人民幣流轉規模，以及對在岸市場的影響方面，較美元準備金制度效果更好。美元準備金政策的誕生背景在於，離岸美元已形成較大幅度的離岸貨幣創造，流通量難以估計，大規模回流又增加了境內貨幣政策複雜性，加之離岸市場使用了合成美元存款等形式，美元存款準備金政策的效果並不明顯。相比之下，離岸人民幣存款派生的規模不大，大部分人民幣流

出境外後，又以存放在境內形式直接回流，整個過程中並沒有產生太多額外人民幣流動性。根據現有的清算格局，清算行或境內的代理行吸收了相當部分的離岸人民幣存款，使得準備金政策可將大部分離岸人民幣納入到調控當中，為調節境外市場的資金流轉及回流規模提供了有利工具。