

中美離岸存款準備金政策比較

中銀香港經濟研究員

巴晴

根據2016年1月中國央行推出的新政，對境外相關金融機構在境內存放的人民幣存款執行正常存款準備金率。在此政策下，央行根據季度評估結果對不同銀行執行差別存款準備金率，並在每季末最後一日計算繳付準備金的金額。1960年代後期，大量歐洲美元存款回流境內，令美國監管機構擔憂美元存在境內銀行體系可能影響境內貨幣政策的獨立性。1969年美聯儲對存在境內的離岸美元徵收存款準備金。政策實施後，離岸美元在境內的存款規模逐步減少，紛紛流向離岸市場。隨後美國開始逐步降低對離岸美元的準備金要求，1973年存款準備金率下調至8%，1974年降低至4%，至1991年降為零，以增強美國銀行在歐洲貨幣市場上的國際影響力。

人民幣政策效果更明顯

對比中美政策，人民幣準備金政策在控制離岸人民幣流轉規模方面，較美元準備金制度覆蓋更全面，效果更明顯。美元準備金政策的誕生背景與

人民幣存在較大差異。當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，大規模回流又增加了境內貨幣政策複雜性，因此對美元準備金政策的效果評估，學術界及監管機構並無定論，政策效果並不清晰。

另外，歐洲美元準備金制度對受管制的美元銀行形成事實上的「準備金稅」，變相增加美國銀行的美元貸款成本；在歐洲美元市場上的境外銀行，則可以不受存款準備金制約。故而政策實施後，相當部分的離岸美元轉移至不受美國監管的其他歐洲銀行，使得美國銀行體系與離岸銀行提供的美元貸款出現了一定的利率差距，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。

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。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，將大部分離岸人民幣納入到準備金政策的調控當中，較難出現像離岸美元那樣，境內外受監管不一，利率不同的狀況。因此，離岸人民幣準備金政策可以作為調節境外市場流動性的有效工具，調節境外人民幣的資金流轉及回流規模。

離岸人民幣準備金政策推出後，3月31日央行第一次對境外人民幣存款準備金賬戶進行考核，依據境外人民幣存放在境內銀行的資金規模計算繳納準備金規模。為了保持人民幣流動性，境外銀行有一定動機暫時減少持有離岸人民幣，或在市場上盡量拆出資金，以降低未來3個月需要繳存的準備金。從市場實際反應來看，大部分市場參與者以即期短人民幣，遠期長美元的方式間接減少人民幣存款的實際持有量，進行了一定的掉期操作以減少人民幣準備金的繳納數額。離岸人民幣隔夜拆借利率（CNH HIBOR）於3月底出現輕微負值（-3.725%），但僅持續兩天後，進入4月即回復正常，負利率並未持續太久。

具體實施細節或可改進

目前，國際主要經濟體央行對存款準備金均採用了平均法進行考核，即參照一定時期內的存款日終餘額算術平均值進行計算。2015年，內地央行也參考國際慣例，對內地準備金的考核由時點法改為平均法。如果該方法也可應用於離岸人民幣，或可給予境外金融機構更多的流動性管理便利，有利於減少市場利率的波動。

四大內銀業績拆解

比富達證券（香港）市場策略研究部高級經理

何天仲

上月底工、農、中、建四大商業銀行先後公佈2015年度業績報告，報告顯示銀行業及實體經濟正面臨巨大挑戰。上年四大銀行的不良貸款快速飆升，淨息差也持續收窄，導致盈利增長基本陷入停滯。在今年經濟低迷、中央大力推動「供應側改革」及維持寬鬆貨幣政策的背景下，即使有「債轉股」等措施支持，內銀業績下滑的機會仍非常高，值得留意。

去年全年，工、農、中、建四大行淨利潤分別為2,777億元（人民幣，下同）、1,807.74億元、1,708億元及2,281.45億元，同比增長僅為0.5%、0.7%、0.74%及0.14%，均跌入「0增長」；對比上年同比增長分別為5.01%、7.90%、8.08%及6.14%，跌幅巨大。壞賬率飆升及息差收窄是盈利增長大幅降低的主因。

不良貸飆升 淨息差收窄

不良貸款方面，截至2015年底，工、農、中、建四大行的不良貸款分別為1,795億元、2,129億元、1,309億元及1,660億元，增幅分別為44.19%、70.33%、30.25%及46.66%，不良貸款率分別為1.5%、2.39%、1.43%及1.58%。

壞賬率快速上升對四大行的風險管理帶來挑戰。據統計，截至去年底，工、農、中、建的撥備覆蓋率分別為156.34%、189.43%、153.3%及150.99%，同比大降50.56%、97.1%、34.3%、71.34%。其中農行雖然撥備覆蓋率最高，但跌幅亦最大；建行則非常接近監管紅線150%的水平，風控壓力極大。

存款增長穩 貸款增速慢

上年四大行存款增長仍較為穩定，但貸款增速有所放緩。存款方面，截至2015年底，工行存款餘額為16.2萬億元，同比增長4.7%，較2014年增速回落1.7個百分點；農行存款餘額約13.5萬億元，同比增長8%，增速上升近兩個百分點；中行存款餘額11.7萬億元，同比增長7.75%，增速與前年持平；建行存款餘額13.67萬億元，同比增長5.96%，穩中有升。

貸款方面，截至2015年底，工、農、中、建貸款餘額分



農行的撥備覆蓋率在四大行中最高。 資料圖片

別為11.9萬億元、8.9萬億元、9.1萬億元和10.5萬億元，分別同比增長8.2%、10%、7.69%和10.67%，增速較前年分別下滑2.9個百分點、2個百分點、3.81個百分點和0.37個百分點。企業盈利能力下滑，四大行的放貸意願也有所降低。

淨息差方面，截至去年底，工、農、中、建四大行的淨息差分別為2.3%、2.49%、2.12%及2.46%，分別同比減少16bps、27bps、13bps及15bps。考慮到年內仍有機會減息，銀行淨息差仍有進一步下降的機會，其盈利空間將持續被壓縮。

不良貸款上升會蠶食銀行利潤，而隨著「供應側改革」的深入，產能過剩行業中有大量企業可能會退出市場，相應貸款將大概率變成壞賬，銀行利潤仍會承壓。此外，中央為減輕銀行壞賬及企業負債，提出「債轉股」方案，料可降低企業債務及銀行壞賬水平，短期對內銀行業刺激正面。惟長遠來看，銀行處置企業股權將面臨重重挑戰，流動性壓力亦會加大，其發展仍面臨考驗。

東盟經濟前景看高一線

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

經過金融海嘯後，東盟國家的經濟增長曾急速回升，但中國近年打食及出現產能過剩問題，令區內經濟增長一度顯著放緩。不過投資者對區內經濟仍然充滿信心，加上區內人口年輕，消費力較高，推動經濟增長。另一方面，由美國倡議的TPP，以及內地工資成本持續上升，令不少廠商把工序遷移至區內地區或國家，特別是越南及泰國等國家，帶動區內國家經濟持續增長。

續高經濟增長

不計入新加坡，其實東盟國家的經濟增長算是頗快的。去年最慢的經濟增長體系為泰國，僅增長2.8%，今明兩年的經濟增長料將分別達到3.1%及3.3%。當然，不得不提及近期減息行動的印尼。印尼去年經濟增長放緩至4.8%，是自2009年以來表現最差。由於預期當地今明兩年經濟增長亦不超過5.5%，再加上預期當地通脹今明兩年將會回落至5%以下。因此，印尼央行近期已進行減息行動，以刺激經濟增長。至於其他國家方面，以越南及菲律賓的經濟增長較為強勁，預料菲律賓今明兩年經濟增長分別為5.9%及5.8%，越

南今明兩年經濟增長均預料為6.5%。

物價升幅溫和

過去幾年，大宗商品價格，包括不同類型的資源及油價均出現顯著下跌，令近年環球大部分國家通脹處於不合理的偏低水平。東盟地區，國家的通脹持續偏低，有利央行維持相當寬鬆的貨幣政策，以刺激區內經濟增長。與此同時，美聯儲把今年加息的步伐減慢，今年可能只會加息兩次，令美元匯價顯著回落。美元下跌，相對利好新興市場貨幣回穩，有利區內國家吸納資金。區內股市及債市的表現亦相對回穩，有利區內經濟獲得較快增長。

受到歐美日及部分新興國家經濟疲弱所影響，東盟國家近年的出口增長持續放緩。去年除了越南外，基本上所有國家的出口增長均呈現負數，反映環球經濟持續放緩，影響東盟國家的出口表現。因此，區內國家政府已經快速把經濟增長重點，由出口轉移至消費及固定投資。當中，不少國家的固定投資，佔GDP的比率超過三成。至於消費市場方面，除了新加坡消費市場表現持續放緩外，預料其他國家的消費開支仍處於較快的增長。雖然新興市場股市近期出現反彈，但東盟地區的政府財政及企業質素，相對較其他地區為佳，有利區內經濟表現。

修改土地用途以供發展可取

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

政府透過修改土地用途以供發展之用，當中不涉及徵收私人土地業權及搬遷原來的住家及使用者，這是較快收效能夠增加可供發展熟地的途徑。下年度政府產業署將會騰出佔地總面積達60萬方呎的四幅土地作發展或其他用途。當中屯門掃管笏前寶龍軍營（部分）一幅大約46萬方呎土地，一分為二成兩幅地推出作住宅用途納入買地表中。這亦是今年度預計推出住宅地中較大型的新增供應。

美利道停車場兵家必爭

最受市場矚目的是位於中環CBD核心的美利道多層停車場，將會改劃作商業用途，亦被納入明年度的賣地計劃當中。項目佔地約3.1萬方呎，鄰近匯豐銀行總行、中銀總行，以及長江中心等著名地標建築物，料屬於兵家必爭之地。初步估計約值70億元，料將來新建築的商廈需要足夠車位以滿足原有停車場的使用者及應付新商廈的泊車需求。

另外，政府產業署轄的港島西區摩星嶺前域多利道扣押

中心（部分）及前西貢中心小學，將會分別改為非牟利專上學院及社會福利用途。

位於九龍旺角洗衣街的食品零售及水務署用地，建議由「政府、機構及社區」用途改為「商業」用途，目前正就新計劃進行諮詢。顧問提出三個方案，充分利用12倍地積比率，當中高層方案擬建350米75層高的商業大廈，附設休憩用地，並將小巴上落客位搬遷至公共運輸交匯處。該地點是九龍旺角市中心區最後一塊寶地，近九龍旺角東站及港鐵旺角站，筆者支持重建作商業用途的構思，並理應及早完成規劃，針對交通運輸以及泊車位的需要作出妥善安排，料將來推出市場時必然引起各方爭逐，為庫房帶來另一筆為數不菲的賣地收入。新建築落成後，亦將有助於紓緩旺區商業物業的租金壓力。

政府為增加可供建屋土地，透過修改一些閒置或低使用效率的「政府、機構及社區」用地的用途，當中不涉及徵收私人土地業權及遷走原來的住家及使用者，是比較快速而高效的中短期增加熟地措施，理應獲得社會各界大力支持。充分利用現有閒置或低效使用中的土地資源，亦是改善土地資源管理的重要一環。

美加息受阻 各國貨幣馬上反應

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

各國貨幣政策對大市的影響愈來愈顯著。全球經濟面臨較大下行壓力，各國紛紛放水，日本央行引入負利率一度令大家恐慌。或許這一切發生得太快，影響太大，是美聯儲也沒想到的。

自從去年底靴子落地，這條加息道路就不曾好走。年初全球市場動盪，各國競相放水，美國亦難獨善其身，多次暗示減慢加息步伐。不過隨着避險情緒回落，數據回暖，美元迎來一波升勢，直到3月會議暗示將加息兩次，而非四次，美元大幅受挫。

有意思的是，隨後美聯儲官員出面大放鷹派厥詞，短期加息的猜測又被掀起，美元一連數日走高。投資者也被各自矛盾的官員觀點繞得團團轉。在美元保持上行趨勢的同時，非美貨幣升勢斷續。

這令美聯儲主席耶倫的公開演說顯得尤為重要。其再放鴿派言論，認為應以審慎態度考慮加息，並擔憂中國經濟增長放緩和商品價格。受此影響，風險資產獲得喘息的機會，美股倒升，美元下跌。

最新的3月非農數據表現不俗，不過失業率卻由早前的4.9%回升至5%，這一點進一步確認了耶倫對加息何以如此小心。隨後本週四凌晨公佈的會議記錄，再次顯現鴿派，打消了4月加息的預期。至於6月是否加息，還等主席發話。一切不到最後一刻皆存在變數，從3月的會議記錄看，也沒有為6月加息預期加碼的內容。

美元下行壓力短期難解

美匯指數從年初至今表現疲弱，累計跌幅逾4%。非農後，美元便進入水平震盪，上方沽壓較大，受制於95水平，走勢缺乏方向。會議記錄公佈後窄幅震盪，跌勢不減，下行壓力短期難緩解。

既然美國不急于加息，由歐元到日圓，以至澳元或紐元，甚至一度遭拋售的新興市場受青睞。資金再度流入，MSCI新興市場指數3月漲13.03%，是2009年5月以來最大漲幅。

新興市場修復時間很久，擔憂經濟前景的恐慌情緒略有紓緩，其價值也的確誘人，不過這波漲勢能否持續需要打一個問號。這可能只是短期有效獲利盤在月內出現，也該適當獲利收手，不應貪圖最後一分錢。

日圓勁升年初至今漲9%

在美元受挫的同時，日圓走勢強勁，年初至今漲幅近9%，尤其是進入4月開始，強勁擋不住。雖然期間高層一度釋放放水信號，但市場覺得畢竟日圓央行在1月推出負利率政策，短期內不會有實質的干預，若如此，美元兌日圓有望跌破108水平。自從負利率推行後，日圓不跌反漲，經濟數據疲弱，其將在本月底討論放寬貨幣政策存在可能。

除此之外，人們一度擔憂的人民幣也在近期企穩，貶值預期大大減退。美聯儲放緩加息節奏緩解人民幣下行壓力。中國經濟略有企穩，更是為貨幣帶來有效支持。



耶倫早前再放鴿派言論，令風險資產獲得喘息的機會。 資料圖片

美同時加息與量寬並不違和

興證國際證券有限公司客戶投資組副總裁

陳幹球

過去大半個月，對市場影響力最大的消息為美聯儲的會後聲明及耶倫的講話，均表明美國加息步伐將會減慢。雖有另外四位美聯儲官員唱反調，認為今年應可多次加息，但這只是一種預期管理的唱雙簧行為（Lip Service）。因美國經濟是否復甦並不是關注的重點所在，而是美國的債務新需求如何影響息率走向。環球經濟總值只約70萬億美元，以每年2%增長計算，每年新增的GDP僅約1.4萬億美元；美國新債務需求為9千多億元，更要命的是中國正在減持美債而非投資美債。

短期未見通脹威脅

市場為什麼一面在推測何時加息，但同時又有經濟學者估計美國有可能推出QE4？其實加息與QE並不違和，當市場投資於美國國庫券資金不足吸收新增債務，市場息率會反映其現況（上升），與其讓市場息率倒逼加息，倒不如先行調節聯邦基金利率，希望迫使更多停泊資金購買國庫券。若這樣也沒法壓下息率，央行

便需親身上陣推出QE提供資金補充相對短缺。大眾傳媒和評級機構是不會從這個方面報道的，因為美國還是地球最強霸主，美元獨大還是實況。他們的報道只會說息率調整只是增加或減少資金流動性去對抗通脹，惟美聯儲的報告亦預期短期美國不會有通脹威脅。

他們不會告訴你美國政府財政赤字就是吸資黑洞，美預算案中軍費和國家安全的開支，再不能刺激經濟。過往當全世界的資金避難所只有美元時，這個不是問題，因只要製造危機便可，美國的軍火外銷便可創造利潤，資金亦會跑到美債。不過現時環球金融市場正在慢慢改變，有經濟學者評貨幣政策已失藥效，如日本已實行QQE，同時歐洲每月QE 800億歐羅時，貨幣流通還不見好轉，要流向美國的資金似已到盡頭。前段時間唱空中國，沽空人民幣，希望引起國內資金出逃恐慌的計劃，似以失敗告終。因從中國的企業對外併購數字和SWIFT的交易數字所顯示，資金出逃並沒達到預期效果。

港股方面，從2月中開始的反彈似受制於100天線，投資者或可考慮增加現金比重保持靈活性。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。