

《信報》專欄〈一名經人〉

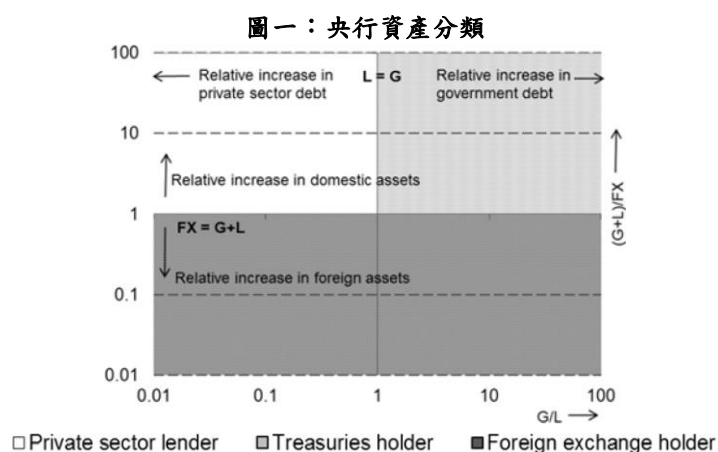
各大央行各出招 大同小異資負表

近期除聯儲局外，眾央行都在講放水。然而，成效如何有目共睹，數據反應不大，就連市場亦趨反應負面。到底眾央行近幾年來主要靠谷大資產的政策，名目林林總總，但實際上在做什麼，又有何分別呢？國際結算銀行最近有文章作了相當有系統的歸類，今文就拿其實證分類方法 (taxonomy) 及眾央行在之上的軌跡來討論一下 (見參考)。

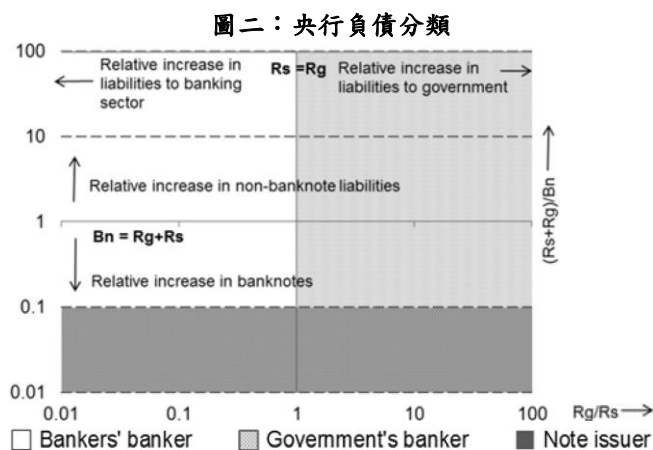
數據十分簡單，就是取眾央行向國基會匯報的資產、負債。當中，資產分為三類：一是對非居民的索賠 (claims)，多是外幣資產，以下分類中稱 FX；二是對私人索賠，包括機構與個人，以下稱 L；三是對政府的索賠，包括各級政府與公營機構，下稱 G。負債也分三類：一是最顯而易見的流通貨幣，下稱 Bn；二是欠私人的，也包括企業、個人，下稱 Rs；三是欠政府的，下稱 Rg。在此分法上，將各再分三個度向來歸類。

首先，資產中的 FX 若大於另兩類之和 L+G，央行便屬外匯持有者 (FX holder)，若反之則再分兩類：若 $FX < L+G$ 同時 $G > L$ ，央行便屬持債者 (Treasuries holder)；但若 $FX < L+G$ 而 $G < L$ ，則屬對私營的貸款者 (private sector lender)。負債方面，若 Bn 大於 $Rg+Rs$ 之十倍，則央行屬印鈔者 (note issuer)；反之則再分兩類：若 $Bn < 10(Rg+Rs)$ 而 $Rg > Rs$ ，即央行欠公多於欠私，則央行屬政府的銀行家 (government's banker)，但若 $Bn < 10(Rg+Rs)$ 而 $Rg < Rs$ ，則央行屬銀行的銀行家 (banker's banker)。上述總結如下。

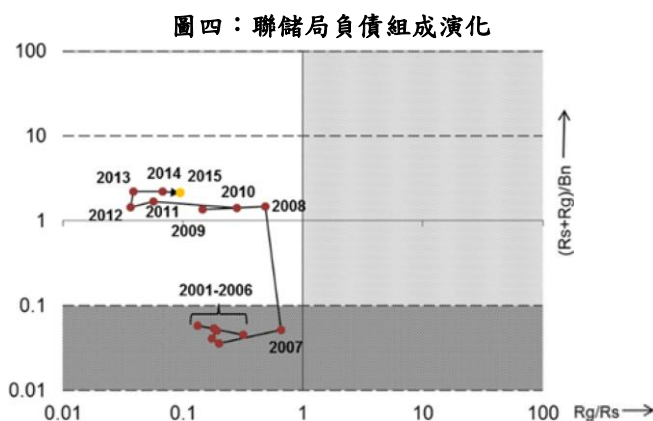
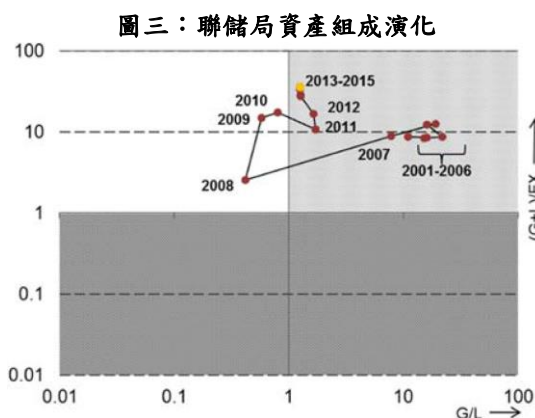
Pattipeilohy 的央行資產、負債分類					
資產 = 外儲+私債+公債；Assets = FX+L+G			負債 = 鈔幣+私貸+公貸；Liabilities = Bn+Rs+Rg		
分類	圖一	條件	分類	圖二	條件
FX holder	深	$FX > G+L$	Note issuer	深	$Bn > 10(Rg+Rs)$
Treasuries holder	淺	$FX < G+L$ & $G > L$	Government's banker	淺	$Bn < 10(Rg+Rs)$ & $Rg > Rs$
Private sector lender	白	$FX < G+L$ & $G < L$	Banker's banker	白	$Bn < 10(Rg+Rs)$ & $Rg < Rs$



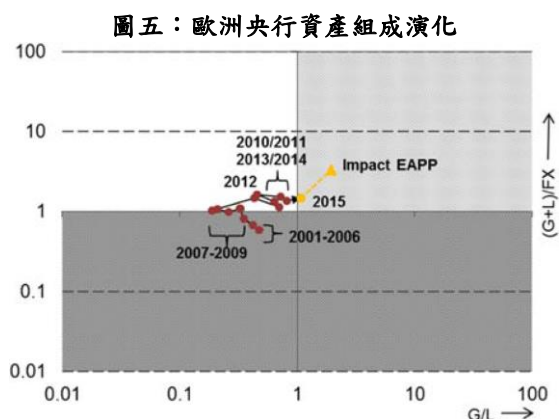
有此表列，分類很清晰了。表的左方對應【圖一】，右方對應【圖二】。兩圖當中，愈處深色區的，其資產/負債愈貨幣化；而在上半區域，淺色代表國有資產或負債多，白色則代表國有資產或負債少。有此分類後，便可畫出央行資產、負債所處的軌跡了。鑒於央行主要在海嘯後才谷大資產、負債，故數據毋須追溯至太遠，2001年可以了。



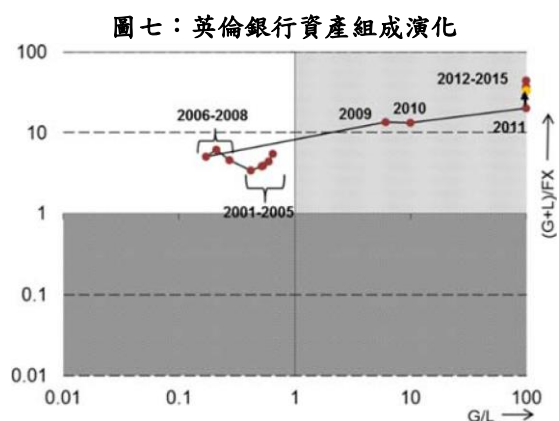
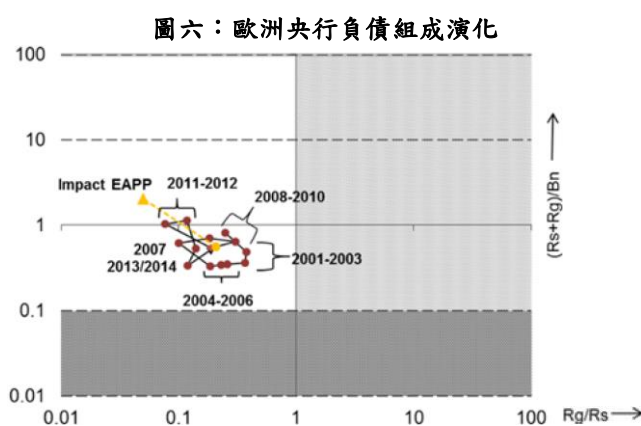
或因美元地位超然，聯儲局資產從來不會有過多外幣，故迄今軌跡未嘗墮進深色區【圖三】。海嘯前的儲局資產以國債居多，海嘯時救市大買私債，曾有三年私債較多；不過近幾年已回復海嘯前的國債居多狀態。軌跡一下子大幅左移是 QE1 成功的關鍵。



儲局負債方面，海嘯前主要扮演印鈔角色，在深色區；之後救市則轉欠私債為主，一直維持至今【圖四】。這很聰明，因欠的主要是市場而非政府，取之於民用之於民。

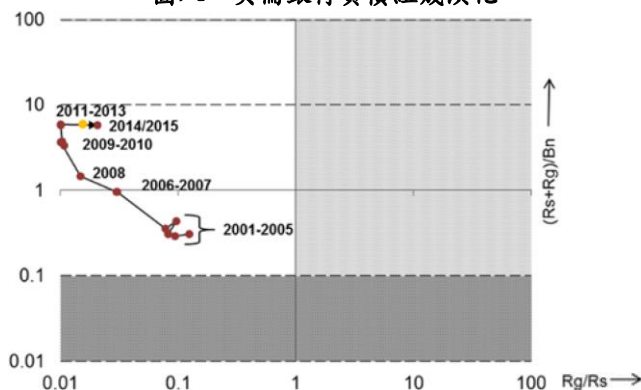


歐元區方面，歐洲央行近十五年的資產、負債變化顯然較聯儲局少【圖五、六】。或許受多方面的掣肘關係，央行一直以來的措施被視為不夠大刀闊斧，縱見歐債危機，至2012年央行的資產、負債軌跡亦無破天荒變化。德拉吉近年無疑是較前任大動作，但預計擴大資產購買計劃（EAPP）所帶來的軌跡變化亦不會偏離2011/12年的太遠。

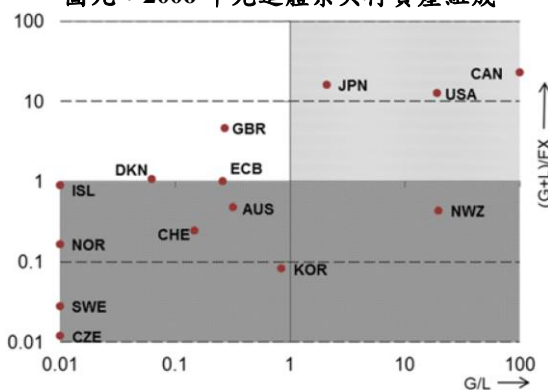


英倫銀行方面，可見海嘯後三年間央行資產由持私債急轉為持公債，軌跡大幅右移【圖七】；至於負債則以吸私存為主【圖八】。不難發現，兩個軌跡皆跟聯儲局的相似，但聯儲局資產在海嘯時大幅左移，而英倫銀行則在海嘯後才大幅右移；前者救銀行業，後者則旨在後期壓息。另在負債上，聯儲局相對傾向印鈔，而英倫銀行則傾向吸存。

圖八：英倫銀行負債組成演化

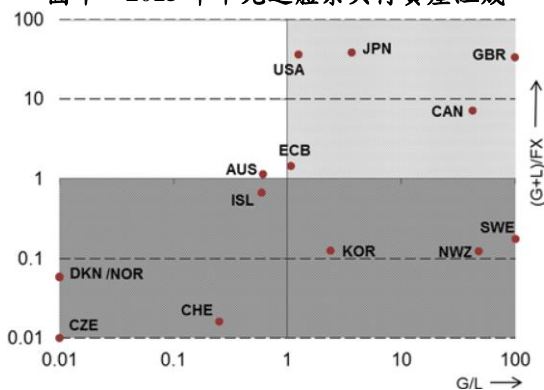


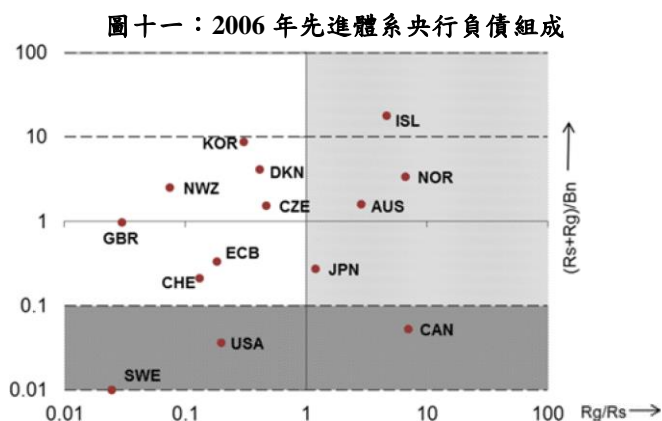
圖九：2006年先進體系央行資產組成



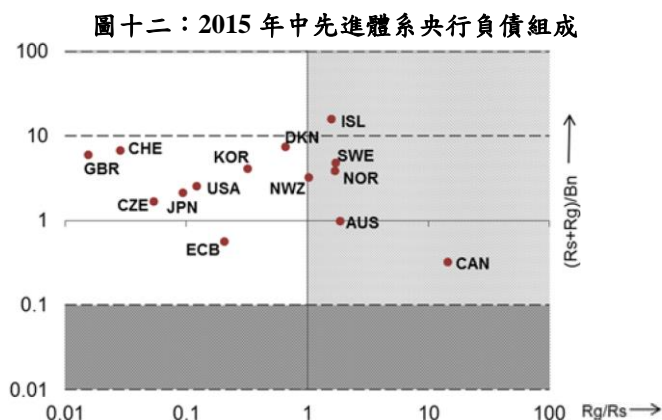
放眼至十四個先進體系央行，比較2006年海嘯前與2015年中，可見「資產定位」有邊緣化跡象：十年前分佈較處中間的，去年則偏向右或下方【圖九、十】。換言之，多數央行的資產一是趨於貨幣化（深色區），不然則持政府資產多於私營（淺色區）。

圖十：2015年中先進體系央行資產組成





在負債上，十年前有三家央行處印鈔者區域（深色區），今天都脫離了【圖十一、十二】。由此可見普遍央行皆沒以狂印銀紙來支撐擴表，反而是「以私債來抵私資」。



近年研究指出，若無口術搭夠，央行擴表本身作用不大。然而，普遍央行也不笨，無論資產、負債皆盡量避免陷入深色的貨幣區，而擴表以後亦盡量在分類軌跡上靠左，實行取之於民用之於民（即資產、負債皆以私為主，以公為副），一於江湖事江湖了。

參考：Christiaan Pattipeilohy (2016), "A comparative analysis of developments in central bank balance sheet composition," BIS Working Papers No 559, April.

羅家聰
環球金融市場部