

對中國持有美國國債的解讀

2016年12月，中國官方外匯儲備再減少411億美元至30105億美元。到了今年一月份，雖然其絕對水平跌穿30000億美元的心理關口，惟其跌幅就顯著收窄至只有123億美元。不過，由於當月美元指數回調了2.7%，那麼，外匯儲備當中的非美元組合應是會帶來匯兌收益的，這就暗示其實當月人民銀行因應農曆新年居民出境旅遊消費、企業償還外債和財務結算等需要而出售外匯的規模是超過123億美元的。



人民幣觀察 >>>

中銀香港高級經濟研究員 戴道華

與此同時，美國財政部的TIC（Treasury International Capital System）統計卻顯示在官方外匯儲備減少逾400億美元的2016年12月份，中國增持了91億美元的美國國債，雖然金額不大，但卻是2016年內僅有的第三個增持的月份（另外兩個分別為二月份增持143億美元和五月份增持12億美元）。對於兩者之間的關係，一般的理解是資金外流、外匯儲備下降如果超過了相當於現金的各種短期外幣資產可提供的即時緩衝，央行便要減持甚至是中長期外幣資產以應付有關的外幣需求。然而，具體到月度統計，兩者的關係卻並非同時升降那麼完美，其中的變數之一是外界無從得知的，即央行主動的外匯儲備投資策略調整和外匯資金的運用和回收。

美國財政部的TIC統計也顯示在2016年中國增持美國國債的3個月份裏，人民銀行的統計反而是同月中國官方外匯儲備在減少；而在2015年，中國增持美國國債的六個月份裏面有五個同樣是發生在中國外匯儲備減少的月份。據此，對月度數據的背馳似乎毋須過分解讀。

另外一個值得指出的是TIC統計涵蓋官方和私人投資，例如截至2016年底，外國投資者持有的美國國債餘額為60039億美元，然而其中只有38141億美元或64%是官方（央行、政府、主權類投資者）持有，其餘為

私人投資者持有。然而具體到關於中國的統計數據，卻可以肯定絕大部分是官方投資，這是因為中國的資本帳戶尚未完全開放，私人投資者投資外國證券的規模還較小。根據國家外管局的統計，2016年第3季末中國持有的對外金融資產為64913億美元，然而其中包含外匯儲備在內的官方儲備資產就有32641億美元，直接投資加其他投資共有28823億美元，屬於私人投資性質的股票加債券投資就只有3406億美元，金融衍生工具投資則更少至43億美元，兩者加總只相當於官方儲備資產規模約一成。因此中國增持或減持美國國債，相信基本上是官方外匯儲備的調整。

TIC統計的另外一個局限是它只是部分而非全面的外國投資者持有美元資產的統計，因為其數據來自美國金融中介的申報。如果外國投資者的美元資產投資是在離岸市場進行、和／或由第三方的託管人託管，那麼是不會被統計為該國的美元資產投資的。例如TIC統計中中國持有的美元資產規模（國債、官方機構債券、企業債券、股票）加總還不到中國官方外匯儲備的一半，而一般相信美元資產的有關佔比是在六成或以上的。又如TIC統計顯示許多擁有國際金融中心的經濟體如英國、瑞士、盧森堡、愛爾蘭等，它們所投資的美元資產規模都顯著超過其外匯儲備，亦即它們只是代客投資和託管。



儘管如此，從更長的趨勢來觀察，中國持有的美國國債與外匯儲備規模趨勢性變化的關係還是較為明顯的。官方外匯儲備的紀錄高位為2014年6月的39932億美元，之後便拾級而下，2015年減少5127億美元或13%至33304億美元，2016年再降3198億美元或10%至30105億美元。與其歷史高位相比，截至2016年底的降幅共有9827億美元或25%。

與之相比，中國持有美國國債最多的月份是在2013年11月，當時餘額為13167億美元，在之後的七個月裏儘管外匯儲備持續增加至紀錄新高，惟中國持有的美國國債餘額卻遞減至12684億美元，它佔所有外國投資者持有的美國國債的比重也從23%降至21%，這顯示了主動調整、分散投資的行為。截至2016年底，中國持有10584億美元美國國債，與其持有紀錄相比減少了20%。這樣，自2016年10月份起，日本又超過中國成為美國政府的最大外國債主。

自2014年起，人民幣兌美元持續有貶值壓力，外匯儲備持續減少，中國持有的美國國債也相應減少，惟兩者並非完全同步，尤其是在2015年。2015年全年來計，官方外匯儲備在12個月裏面有10個月是下跌的，累計

跌幅達5127億美元，然而如前所述，有六個月份中國反而是增持美國國債的，全年來計其持有量反而微升18億美元，這又如何解釋呢？

在2015年直至8·11匯改前，人民幣兌美元匯率是相對較為穩定的，但匯改涉及一次性貶值後，貶值壓力陡然加大，意味着資金外流的壓力也陡然加大。在這種情況下，出售美元資產應付美元需求的主要壓力落在了非國債資產身上。TIC關於中國持有美國長期證券的統計又再細分為國債、官方機構債券、企業債券和股票，2015年全年中國持有的美國長期國債微升，但同時卻減持了133億美元的官方機構債券、40億美元的企業債券和1088億美元的股票，這是多年以來中國具規模地減持美元資產的開始，是先從風險最高的美國股票做起，最安全的美國國債保留到最後才減持。

到了2016年，中國減持的主要對象就是美國長期國債了，截至2016年11月份減持的規模為1960億美元，顯著超過同期所減持的61億美元的官方機構債券、30億美元的企業債券和291億美元的股票。究其原因，相信一是其他美元資產的餘額已顯著減少，減持的空間有限；二是特朗普勝選和聯儲局為加



▲美國財政部的TIC統計顯示，在2016年12月份，中國增持了91億美元的美國國債

◀分析相信，人行因應農曆新年居民出境旅遊消費等多方面需要而出售超過123億美元外匯

息沖排令美國國債收益率顯著上升，美國債市熊市來臨，但股市牛市亦來臨，故減持只能以美國國債為主。

展望未來，如果資金外流、外匯儲備減少的趨勢不改，儘管月度數據或會出現反覆，但中國如有需要繼續減持美元資產的話，相信主要仍會來自逾萬億美元的美國國債之中。惟兩者未必完全同步，既有外匯儲備投資策略主動和預期性調整的影響，也有經非TIC能夠覆蓋的其他渠道調整的影響，故不宜對短期數據過分解讀。

最後，值得一提的是儘管TIC統計顯示日本持有的美國國債規模反超中國，但其持有量近年其實也是有所減少的，惟其從高位的減幅相對中國為小，約1500億美元或12%。日本的外匯儲備在過去五年略有減少，但相對較為穩定，絕大部分時間處於11500億美元至12000億美元之間，日本央行在這5年時間裏也沒有直接干預過匯市，但日圓兌美元匯率期間卻因為日本央行的貨幣政策和投資者的預期等大幅波動，曾經從1美元兌76日圓的高位貶至126日圓，後曾又反彈至99日圓水平。匯率的大幅波動並沒有傳遞到外匯儲備之上，就顯示匯率是市場化的。

護膚品網店憑有機突圍

投行分析師轉戰代理 冀產品趨大眾化

都市人壓力大已是不爭的事實，帶動天然、有機的產品應運而生。眼見市面上充斥標榜天然有機的護膚品，當中不少並無詳列成分，張偉齡去年創辦網上平台Beautegrity，專門搜羅及代理天然有機護膚品。她直言，希望做到天然有機產品並非高收入人士的專享，更多的以合理價錢，讓更多人認識有機產品。

經營之道 >>>

大公報記者 李潔儀

Beautegrity創辦人兼行政總裁張偉齡，曾經任職高盛投資銀行分析師，昔日的生活是每天工作20小時，根本沒有時間思考何謂健康生活，亦一直沒辦法懷孕。「試了三年，從中醫到試管受孕，直到真的懷孕，我的生活開始改變」。

經過困難重重才有成功懷孕的一天，張偉齡決定離開節奏急促的工作環境，放棄高新厚職，全心全意照顧新生雙胞胎。不過，隨着兩個兒子出生後，張偉齡的身體亦出現變化，更患上抑鬱症，皮膚開始變差，令她甚為困擾。直至妹妹介紹天然有機護膚品，才徹底改變她的生活。「開始接觸天然有機護膚品時，發覺很多產品並沒有清楚列明成分。」張偉齡指出，在外國有不少對「有機」產品的認證機構，例如法國EcoCert，不

過很多大眾品牌的天然成分僅2%，當中更是活性成分，並不算是真正天然。

上半年料引15新品牌

為此，張偉齡決定創業打造護膚王國，希望以「gatekeeper」的角色找來真正的天然有機產品。她表示，Beautegrity由Beauty及Egrity組合而成，意譯「美麗的誠信」。她認為：「『漂亮』其實是對自己的誠信，要清楚告訴自己正在用的是什麼」。

目前，Beautegrity代理四個品牌，包括台灣Greenvines（綠藤）、以西藏番紅花為原材料的港產品牌Akar、波蘭品牌Green Pharmacy及台灣嬰兒護理品牌Mon Bonbon。張偉齡視自己為「白老鼠」，親身試用過後才會引入。她表示，將陸續引入新品牌，預期代理的品牌在今年上半年可達10至15個，當中包括來自歐洲、英國等地。

Beautegrity現時只利用網上平台、社交網站推廣產品，產品售價介乎100至600港元。張偉齡直言，畢竟香港的租金昂貴，開設實體店難免要把成本轉嫁消費者，惟創立Beautegrity的原意，正是希望不論收入高與低，亦可享用天然有機產品。張偉齡透露，計劃在今年上半年前，於商場開設「期間限定店」（Pop-up Store），雖然這種形式的限定店租約較短，但可與消費者有近距離接觸，讓更多人認識Beautegrity代理的產品。



▲Beautegrity代理的天然有機護膚品售價介乎100至600元 公司提供圖片

創業不輕言放棄

在股票世界裏，每分鐘的急促變化，令人透不過氣。在健康生活的大前提下，再多賺百萬元已沒有意思，亦阻不了張偉齡歸於平淡之心，寧願留點時間欣賞沿途風景。

「過去在投資銀行時，很在意什麼時候可以升職、年終花紅是多少，會跟別人比較，總之比完一關再比另一關，沒完沒了！」張偉齡表示，走過患有憂鬱症的一段路，好不容易恢復過來，安靜一下思考自己想要什麼，人也看化了。

張偉齡指，以往拿出卡片來時，人家總會拋出一句「是投行經理，很

厲害」，回頭看來根本沒大不了，如今甚至低聲下氣的向人家介紹公司代理的品牌。

「我看過一位年輕人的論文，說到在檯球場上，球掉了沒關係，再撿起來就可以了。」張偉齡提到，早在構思創業概念時，身邊不少朋友跟她說沒可能做到、一定會失敗等說話，但她沒有放棄這個創業的機會，相信錯了第一次，第二次不要再犯同樣錯誤，等同球掉了要想方法把它撿起來，這樣才有走下去的機會，「at least you stay in the game」（至少你留在這場遊戲裏）。



◀網上有機護膚品銷售平台Beautegrity創辦人兼行政總裁張偉齡希望，更多人認識有機產品
大公報記者李潔儀攝

物流成本高 礙電商發展

在互聯網急促發展下，網上購物頓成潮風。網上有機護膚品銷售平台Beautegrity創辦人兼行政總裁張偉齡表示，雖然本港網購市場仍有發展空間，但高昂的物流運輸成本，直接成為電商發展的「痛點」。

「雖然羊毛出於羊身上，但運費太貴，誰會買你的東西？」張偉齡指出，通過速運公司作點對點式的運作，住宅區最少收費58元，若選擇由速運公司門店運輸，運到住宅區也最少收費38元。

張偉齡提到，早於兩年前台灣最大的電子商務集團PChome推出，免本地運費，相比之下，運費成為阻礙電商發展的因素。她認為，本港的基礎建設甚為發達，交通配套齊全，物流成本不應該過於高昂。

物流成本無疑是本港電商的發展掣肘，張偉齡直言，在自身創業時亦遇到不少困難，特別是「時間管理」。

「作為CEO（行政總裁），怎樣去平衡什麼事是Urgent（緊急），什麼事是Important（重要）？」張偉齡舉例說，所謂的重要事可能會影響公司未來的發展，不會立刻要作出決定的事；緊急的事，可能是客戶馬上需要樣辦。

張偉齡直言，時間管理是她每天要面對最大的課題。「我只能用80/20法則，把80%時間放在緊急但不重要的事上！」她表示，手上同時出現十件事，由存貨管理、數碼營銷、廣告、會計、人事……她形容，已沒有多餘的腦細胞去思考其他事情。