

近年內地成為本港銀行體系資金供應者，無論對內地的銀行及非銀行機構都出現顯著的負債淨額，其中以內地銀行的存款為主。這些資金只佔本港銀行體系港元資金供應一個很小的比重，但其實際數額的變動卻往往成為本港資金供應總額變動的主要因素。

跨境負債驟增的成因有很多個，其中包括H股公司積極集資，以及內地銀行體系錄得外幣流動資金盈餘。後者部分是由於2000年內地當局修改政策，容許出口商保留較以往多的外匯收益。此外，跨境消費增加，以及境外銀行在廣東國際信托投資公司倒閉事件後對內地保持審慎的貸款政策，亦可能是其中的一些原因。

I. 引言

隨着香港不繼擴大與內地的雙邊貿易及投資聯繫，過去10年香港銀行體系對內地的負債與債權穩步上升。港元方面，本港銀行對內地錄得負債淨額，其中2000年的數額更顯著增加，到了2001年才略為放緩(表1)。外幣方面，本港銀行在2000年中開始由錄得流向內地的流出資金淨額，變為錄得來自內地的流入資金淨額。

這些新發展令人關注到上述資金來源的穩定性以及這些資金對本港銀行體系資金的重要性，其中內地所持的港元大幅波動更可能對本港貨幣與外匯市場造成衝擊。為探討這些課題，本文會研究造成對外債權及負債變動的因素，並評估其對本港貨幣及銀行體系的影響。本文結構如下：第II節簡單解釋對外債權及負債如何形成，第III節概述與內地進行對外銀行交易的最新發展，第IV節分析有關原因，第V節探討這些最新發展的影響，最後第VI節總結全文。

表1
本港銀行對內地的債權與負債

十億港元

	期末				
	1997	1998	1999	2000	10/2001
對內地的債權及負債					
港元債權	79	81	53	46	22
外幣債權	329	243	193	175	175
總債權	408	324	245	221	197
港元負債	140	148	117	182	119
外幣負債	167	143	145	211	226
總負債	306	291	262	393	345
淨債權(+)/負債(-)					
港元	-60	-67	-64	-136	-97
外幣	162	100	47	-35	-51
總計	102	34	-17	-172	-148

資料來源：金管局

II. 對外債權及負債如何形成？

銀行的對外負債指銀行對境外非居民實體所須承擔的責任，這包括境外客戶的存款、來自境外的借款，以及非居民持有由境內銀行發行的股票、證券及資本工具。對外資產指對境外實體的債權，這包括外幣紙幣、對境外實體的貸款與其他信貸、持有由境外實體發行的股票、債務證券及資本工具。

對外負債與債權源自整個經濟體系的經常帳及資本與金融帳活動。假設香港對內地的經常帳差額是順差，並且有關款項是透過銀行體系收付。在國際收支平衡帳的複式記帳原則下，經常帳會以正數來代表該項順差，金融帳則會以負數來代表本港銀行對內地實體的債權有所增加。¹ 簡單而言，若經常帳錄得順差，或內地有資金自動流入香港的非銀行實體，本港銀行體系對內地的債權便會增加。²

III. 與內地進行對外銀行交易的最新發展

2000年本港銀行對內地的負債顯著上升，與過去10年較平穩上升的趨勢形成對比（圖1及2）。³ 上述負債在2001年略為放緩。另一方面，繼亞洲金融風暴及廣東國際信托投資公司倒閉事件後，銀行普遍改持較審慎的貸款政策，導致1997年以來銀行

對內地的債權減少。⁴ 基於上述情況，2000年底淨負債（以所有貨幣計）顯著增至1,720億港元，約相當於1999年數字的10倍。在2001年首10個月內，淨負債略為回落至1,480億港元左右。

雖然2000年香港對非銀行客戶的對外負債倍增，但大部分交易均屬銀行之間的交易，而不是與內地非銀行實體的直接交易。⁵ 具體上，大部分交易（尤其港元交易）都是香港銀行與內地總行（或分行）之間的存款。這部分反映香港為內地銀行體系擔任中轉外幣流動資金的角色。

IV. 香港對內地的債權及負債變動的成因

香港與內地之間的對外交易源自多個層面，包括雙邊貿易及投資、香港居民跨境消費、內地企業進行集資，以及其他影響內地銀行外幣流動資金的因素等。以下各段將會盡量以量化方式評估這些因素帶來的影響。

雙邊貿易

香港對內地雙邊貿易一直保持順差（經調整以撇除對外加工貿易），所以香港近年應該逐漸累積對內地的淨債權（所有外幣）。⁶ 但過去幾年，儘管順差額輕微減少，但順差形勢依然維持。另一方面，淨債權在1997年開始大幅減少（圖3）。這種情

1 國際收支平衡帳的統計數字是依循複式記帳的原則。換言之，若經常帳錄得順差，則資本與金融帳便會錄得逆差。

2 若有資金從內地流入香港，本港銀行體系的資產負債表便會顯示銀行存款增加，反映有關實體持有內地流入的資金。與此同時，資產負債表上資產方的應收內地銀行結餘亦會增加。

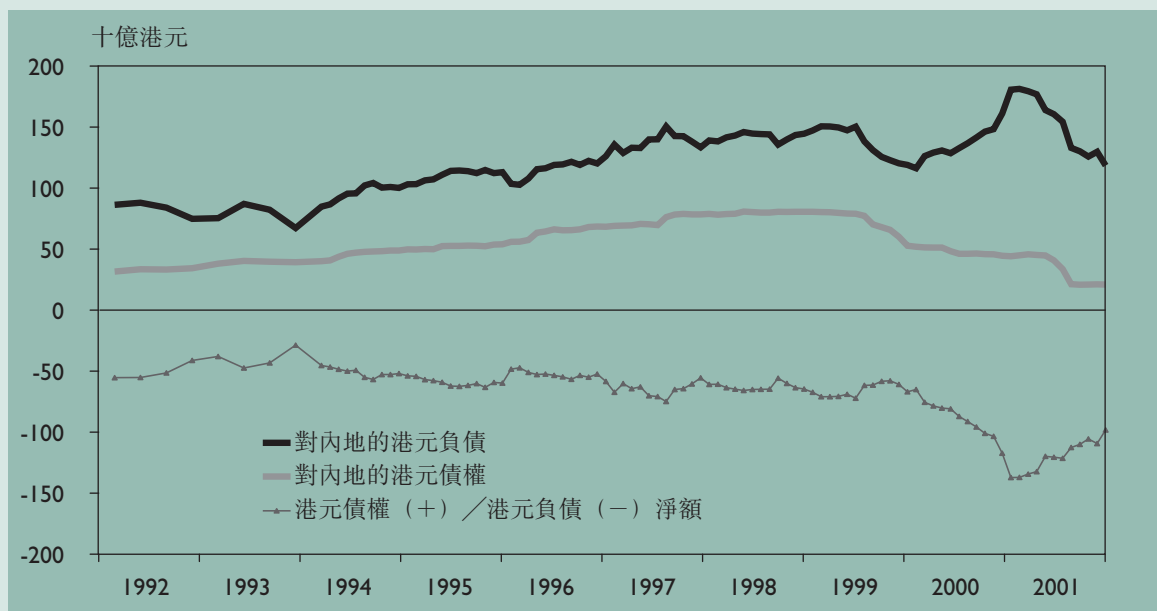
3 1990至99年期間，香港對內地的負債總額每年平均增加11%。

4 繼廣東國際信托投資公司無力償債後，中國人民銀行於1998年10月初下令關閉該公司。以往銀行對內地實體提供貸款，往往都假設國家或省政府會就國有企業的貸款提供暗示式擔保，但上述事件促使銀行重新評估有關的貸款政策。

5 銀行同業活動指銀行之間（包括銀行本身不同辦事處之間）進行的業務活動。雖然並無關於本港對內地債權及負債的明細資料，但種種資料顯示這些債權及負債大部分均為銀行同業借款及貸款。

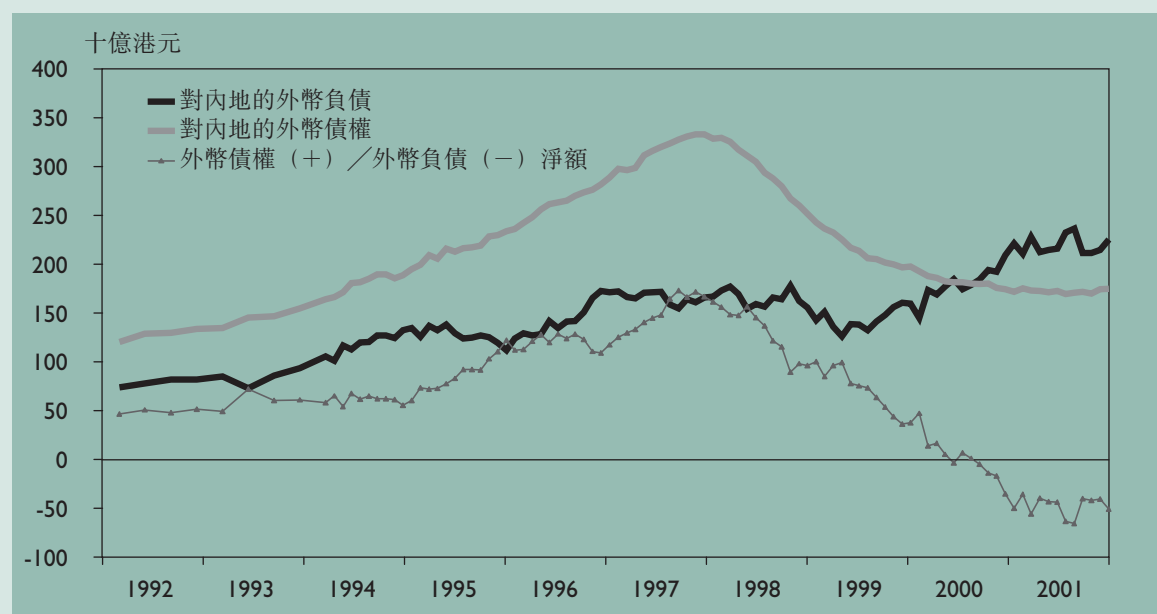
6 對外加工貿易指香港公司與內地製造商之間的一種安排，由內地製造商以分包合約形式替有關公司完成全部或部分的生產工序。原材料及半製成品一般都會輸往內地以進行上述加工程序。由於對外加工貿易只涉及支付加工費而不是整件產品或其所用材料的價值，因此出入口數字均會經過調整，以撇除對外加工貿易的因素。基於這個原因，香港與內地之間的債權及負債只反映已支付的加工費。

圖1
本港銀行對內地的港元債權及負債



資料來源：金管局

圖2
本港銀行對內地的外幣債權及負債



資料來源：金管局

況可以有兩種解釋：一是貿易順差與金融債權並無直接關係；正如本節後段指出，內地進口商用以支付貨款的具體安排可能會影響資金流向。二是近幾年投資與其他活動對跨境金融交易的影響可能較以往大。

香港居民跨境消費

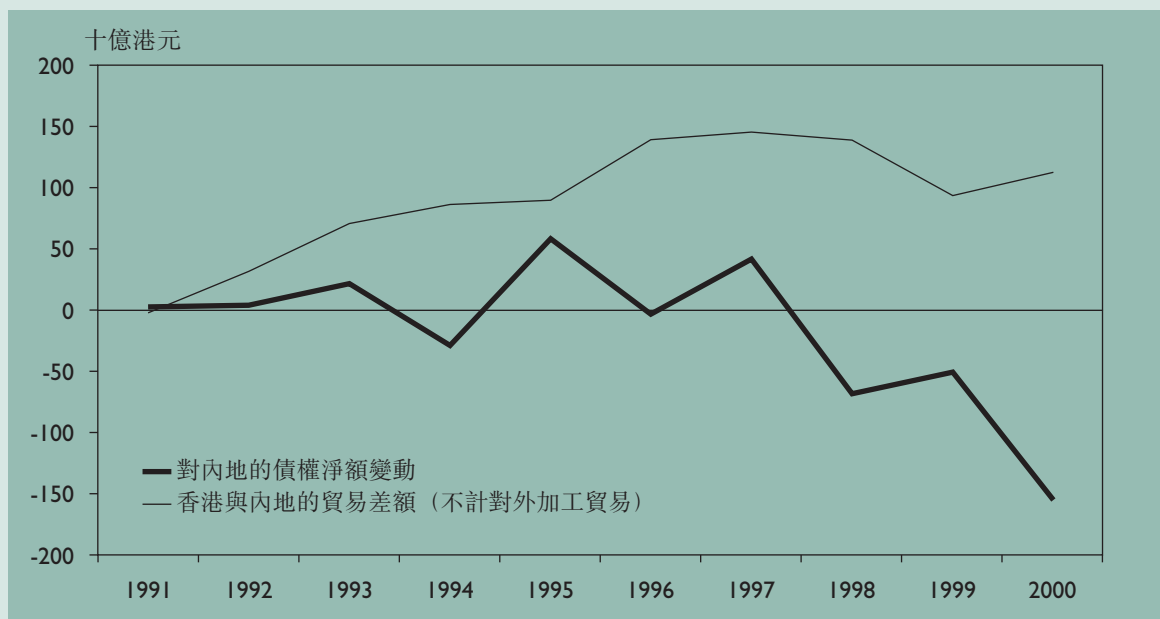
香港居民愈來愈多到內地消費，導致內地的港元收益亦見增加。由於這些港元收益最終會透過銀行體系流回香港，香港對內地的淨負債有所上升。1997年以來，香港居民每年到訪內地人次的增幅達到雙位數字（圖4），但香港居民以私人性

質到訪內地期間所花費的支出僅略為上升，由1995年240億港元上升至2000年290億港元。⁷ 由此可見，跨境消費並非對外淨負債驟增的主要原因。

外商投資及內地企業集資活動

香港對內地的負債增加，相信部分是內地企業在香港集資活動增加所致，其中以H股公司情況更為明顯。⁸ 亞洲金融危機後，到內地的外商直接投資額（包括香港在內的投資）略為減少（圖5）。然而，2000年內地企業在香港的集資活動卻明顯增加，單是H股公司已在香港股市集資520億港元，

圖3
香港對內地的雙邊貿易差額及債權淨額變動

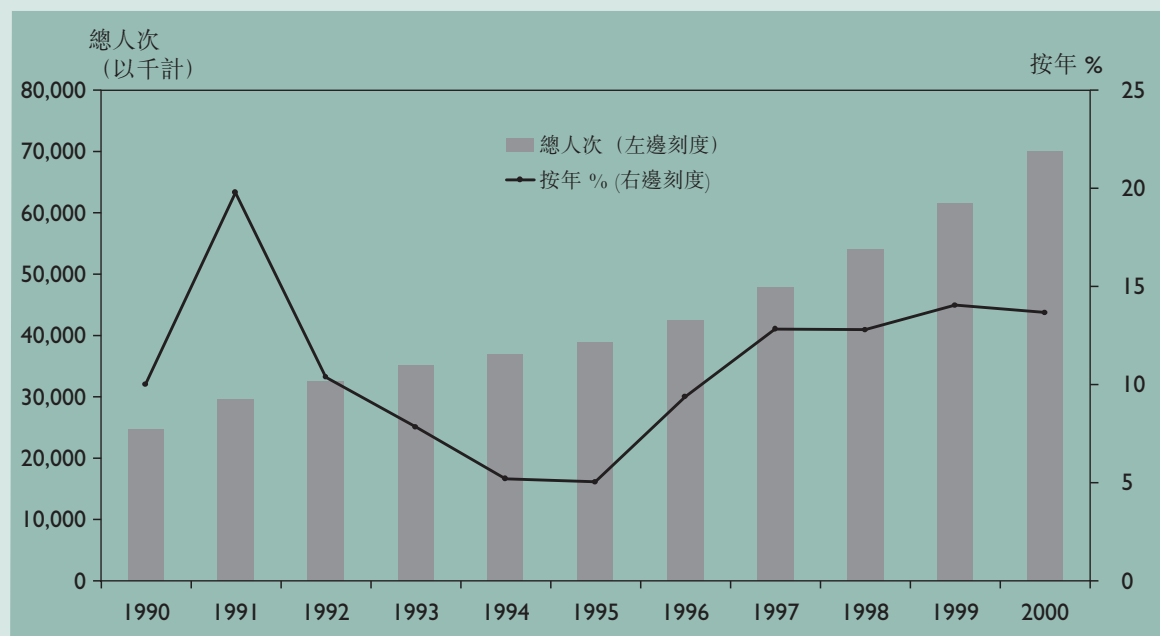


資料來源：金管局及CEIC

7 根據政府統計處數字，估計數額指香港居民就私人外遊所支付的產品及服務開支。公幹外遊的數額不包括在內。

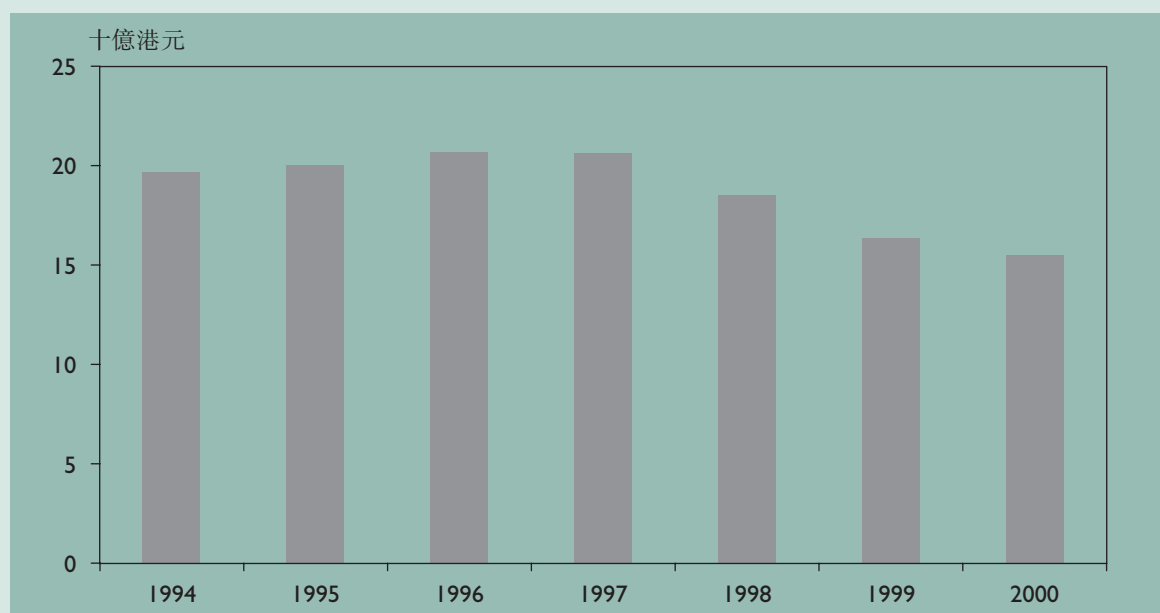
8 H股指在香港股市上市的內地國有企業。由於它們是非居民的境外公司，因此在香港銀行存入的存款均列入對外負債的範圍。

圖4
香港到內地的訪客*



* 包括來自澳門的訪客
資料來源：CEIC

圖5
香港於內地的外商直接投資



資料來源：CEIC

較1999年43億港元為多(圖6)。有跡象顯示，部分集資額會存入本港銀行體系內，導致對內地(尤其非銀行客戶)的對外負債增加。

內地銀行體系外幣流動資金出現盈餘

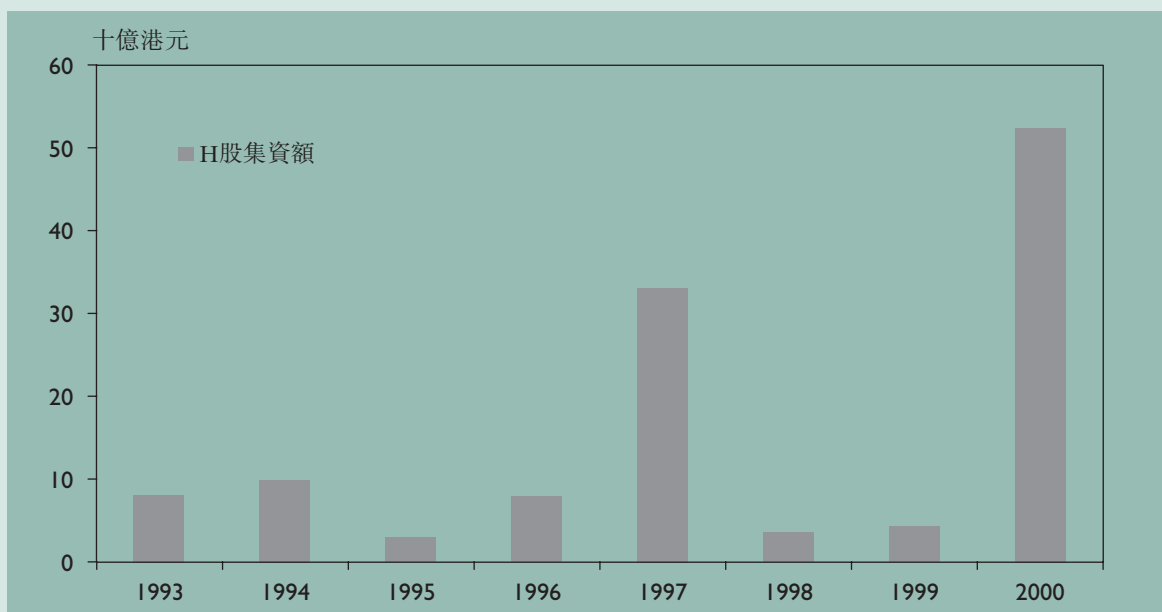
人民幣存款息率較外幣存款低，導致內地銀行體系外幣流動資金盈餘增加，可能是另一原因。由於人民幣與外幣存款息差擴大，內地銀行外幣存款迅速增加，外幣貸款需求減少。圖7顯示人民幣與外幣存款的負息差由1999年底開始擴大，2000年底3個月存款息差約250基點。在此情況下，2000年內地銀行的外幣存款額大幅上升24%，至1,280億美元(9,980億港元)，外幣貸款則下跌10%，至610億美元(4,760億港元)，結果內地銀行持有大量過剩的外幣流動資金，部分更存入香港銀行，其中包

括內地銀行在香港的分行。國際結算銀行統計資料顯示2000年底時，有份參與該行申報活動的銀行對內地的總負債大幅上升約50%，至1,020億美元，其中約有一半由香港銀行申報。⁹截至2001年6月，該等負債仍維持於1,050億美元的偏高水平。

境外銀行採取審慎的貸款政策

除了人民幣存款息率較低外，境外銀行對與中國有關公司維持審慎的貸款政策，也拖慢了香港對內地的債權的增長。粵海企業事件及廣信關閉後，香港在1998至2000年對內地的債權大幅減少，部分是銀行撇除壞帳所致。雖然亞洲金融危機漸告平息及中國即將加入世界貿易組織，但暫時仍沒有跡象顯示境外銀行對內地實體貸款顯著回升。¹⁰

圖6
H股在港集資額

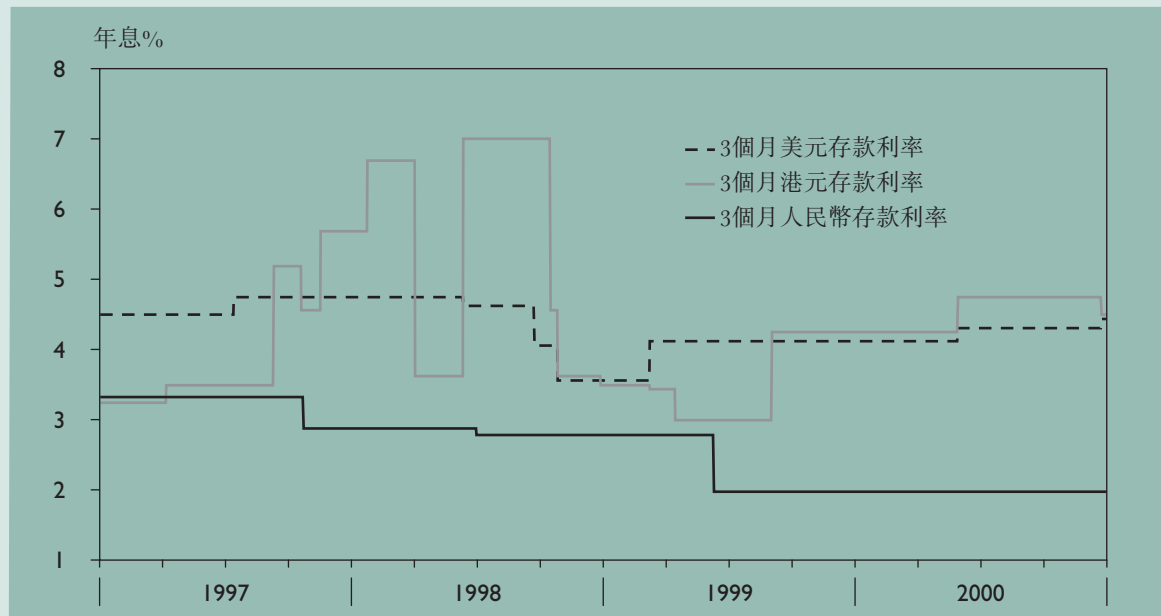


資料來源：香港交易及結算所有限公司

9 由於有關數據以參與申報機構的所在地點為準，因此數據把每個參與申報的經濟體系內所有銀行辦事處的業務都計算在內。參與國際結算銀行申報活動的銀行亦包括香港的銀行。

10 根據國際結算銀行統計資料，2000年申報銀行對內地的總債權減少12%至600億美元；截至2001年6月底，總債權進一步減少至580億美元。

圖7
內地存款利率



資料來源：中國人民銀行及CEIC

內地的外匯政策

內地的外匯政策也可能對銀行資金流向造成重大影響。例如，內地當局推行新政策，由2000年7月起，合資格出口商可保留相當於每年外貿額30%的外匯收益，較以往的15%為多，可能導致存入內地銀行的外匯收益增加。

實證分析結果

上述分析顯示香港銀行體系對內地淨負債大幅增加，很可能是經濟因素造成，而不是內地銀行資產組合突然轉向所致。為了量化這些因素的影響，我們以迴歸法分析總負債及債權（見說明A有關詳情），結果發現香港輸往內地的出口及外幣與人民幣存款息差，是決定香港銀行體系對內地負債

水平的主要因素。出口與對外負債之間存在的正面關係較難解釋。有些內地公司在香港開設銀行戶口以方便支付進口貨款，預計付清進口貨款後存款結餘便會減少。換言之，香港輸往內地實體的出口與香港銀行體系負債之間應存在負面的關係。但出口與對外負債的正面關係，可能是隨着出口增加，內地公司在香港的存款戶口存入較多資金，以配合交易的需要所致。

本港銀行對內地的債權方面，我們無法確立穩定的量化關係用以解釋其與一些可能相關的因素的關係。這可能是由於很難以統計數字來解釋廣信事件後投資者情緒突然轉變，以及內地持續出現結構性變化，如集資渠道多元化及發展本地股市等，可能影響對外幣貸款的需求。

V. 影響

跨境負債驟增，令人關注到這種資金來源的重要性，以及其可能對本港貨幣及外幣市場的影響。

雖然香港對內地的港元淨負債只佔銀行體系港元資金總額約6% (2000年底數字)，但該負債額

在2000年的增長佔港元資金總額增長的比重約60% (表2)。上述增長在某程度上反映內地實體 (銀行及非銀行) 增持港元資產，這可能是促使港元息率偏軟的部分原因。在2000年大部分時間內，12個月或較短期港元銀行同業拆息均維持低於同期美元息率。2001年銀行的港元資金總額減

說明A：

對內地債權及負債的量化分析

我們利用迴歸分析法來量化香港對內地的總負債與其可能解釋變數之間的關係。我們亦就對外債權進行同樣的分析，但並未發現後者展示某種穩定的關係，箇中原因很可能是廣東信託事件後境外銀行減少對內地的貸款，致使很難以統計數字來說明債權額突然減少的成因。總負債的評估結果如下：

香港對內地負債的實例模式

我們以誤差糾正模式 (Error-Correction Model) 來評估總負債與其決定因數的關係，該模式的優點是可捕捉長期關係與短期動態。結果顯示除了對內地負債本身的前兩季數字外，香港對內地出口及外幣與人民幣存款息差亦屬重要的解釋變數。其他解釋變數 (如香港對內地訪客人次及內地總存款) 亦包括在初步迴歸分析內，但兩者的重要性在統計上並不成立。誤差糾正模式的公式如下：

$$(1) \quad \Delta L_t = \alpha_1 + \alpha_2 \Delta L_{t-1} + \alpha_3 \Delta L_{t-2} + \beta_1 (L_{t-1} + \delta_1 X_{t-1} + \delta_2 \text{DIR}_{t-1}) + \alpha_4 \text{DMRMB}_t + v_t$$

其中：

ΔL_t = 香港對內地負債的按季百分比變動，

L_{t-1} = 前一季對內地的負債，

X_{t-1} = 前一季香港對內地的出口 (經調整以撇除出口加工貿易)，

DIR_{t-1} = 3個月倫敦銀行同業拆息與3個月人民幣存款利率的差距，

DMRMB_t = 政策變動的虛擬變數，以及

v_t = 誤差。

公式1括號內的變數是長期關係， β_1 為誤差更正係數。除息差外，所有變數均屬對數式。評估所用季度數字是1991年首季至2001年首季。出口數字經過調整，以撇除出口加工貿易，3個月倫敦銀行同業拆息是用作代表內地的外幣存款利率。ADF測試統計顯示，所有變數的一際差分是平穩的 (I(1))，解釋變數及被解釋變數存在協整關係 (co-integrated)。Chow測試統計 (結構性轉變的測試) 顯示1994年首季出現結構性轉變，這很可能反映1994年初內地實行匯率併軌及往來帳交易開始自由兌換的措施。公式以虛擬變數 (DMRMB) 來反映新政策的影響。

說明A (續)

評估結果

所有評估係數的正負均屬正確，並且大部分都是統計關係顯著的數字。

$$\Delta L_t = 1.057 + 0.138\Delta L_{t-1} + 0.319\Delta L_{t-2} - 0.611(L_{t-1} - 0.84X_{t-1} - 3.51DIR_{t-1}) + 0.127DMMRB_t + v_t$$

(1.07) (1.14) (2.53)* (-5.68)* (-6.07)* (-6.02)* (3.55)*

經調整R² = 0.48 DW = 2.04

括號內是t檢驗量，「*」表示在5%顯著水平。

評估顯示，長遠而言香港對內地的負債與香港輸往內地的出口及外幣與人民幣的存款息差均成正面關係。若其他條件維持不變，香港輸往內地出口（即內地自香港的進口）每增加1%，香港對內地的負債便會增加0.84%，反映內地部分在香港的存款是作交易用途，其中特別包括為進口付款。¹¹ 外幣與人民幣存款息差每上升1個百分點（100基點），香港對內地負債便會增加3.51%。

表2
港元資金來源

十億港元

	期末				期內變動			
	1998	1999	2000	10/2001	1998	1999	2000	10/2001 ⁴
銀行體系港元資金來源：	2149	2200	2324	2332	56	51	124	8
存款及公眾所持可轉讓存款證 ¹	1789	1847	1923	1921	35	58	76	-2
對海外銀行淨結餘 ²	45	19	63	26	25	-27	45	-38
資本、儲備及其他負債 ³	315	334	337	385	-5	19	3	48
來自內地港元資金淨額	67	64	136	97	6	-2	72	-39
佔港元資金所有來源總額(%)	3.1	2.9	5.9	4.2				

¹ 此等數字已經調整以包括在本港入帳的掉期存款，以及在海外入帳的港元及掉期存款（兩者都是資產負債表以外的項目）。

² 此等數字已經調整以撇除在海外入帳的港元存款。

³ 「資本、儲備及其他負債」的變動數字已經調整，以撇除市場莊家的外匯基金票據及債券短倉持盤的效應。

⁴ 2001年10月與2000年12月比較的變動。

資料來源：金管局

¹¹ 除了香港對內地出口外，香港自內地的進口亦被用作解釋變數，其係數雖屬於正數，但統計上並不顯著。

少，部分反映香港對內地的港元淨負債略為減少。

外幣方面，香港對內地由錄得淨債權變為淨負債，主要是對內地實體的貸款減少，以及內地銀行持有外幣流動資金盈餘。從資金來源的角度看，香港對內地的未償還外幣負債淨額只佔香港銀行體系外幣資金來源總額極小的比例。然而，近年負債增加部分抵銷了香港其他外幣資金的跌幅。

VI. 總結

2000年香港對內地的負債增加是多項經濟及結構性因素所致。內地實體持有的港元數額增加，可能是導致港元息率相應回軟的其中一個原因。在2001年，淨負債增長步伐略為減慢，原因是人民幣與外幣存款息差收窄，香港與內地雙邊貿易稍為放緩，內地企業集資活動亦告減少。然而，由於香港與內地之間經濟及金融融合續有進展，上述跨境資金流向是值得密切注視的。

— 本文由經濟研究部施燕玲提供