

影響港元存款佔總存款額的比率的因素

本文由經濟研究部黎巧兒及施燕玲提供

自1997年以來港元存款佔總存款額的比率下降，並不是因為投資者對港元的信心減弱，亦不是因為預期聯繫匯率制度會出現變化。本文的分析結果顯示，港元存款佔總存款額的比率轉變，主要是與經濟的結構性及周期性發展有關。本地需求疲弱及對外貿易成為經濟增長動力的重要性提高，都是促使港元存款比率在最近幾年有所下降的原因。雖然港元存款比率目前的水平低於1997年的高位，但與其他主要國際金融中心的本地貨幣存款比率的水平相若。

I. 引言

港元存款佔總存款額的比率（以下稱為「港元存款比率」）在1990至1997年間一直穩步上升，但在亞洲金融危機後有所下降。本文探討引致港元存款比率在某段期間內有所變動的原因，並會特別研究自1997年以來有關比率下降，是否因為對港元的信心減弱。

本文的編排如下：第II節討論過去20年間港元存款比率的走勢，以及研究國際狀況，從而探討引致這些變動的原因；第III節列載有關港元存款比率與港元及美元息差的關係的實證研究結果；第IV節詳細分析決定港元存款比率的宏觀經濟因素及金融狀況方面的因素，最後第V節總結。

II. 近期發展及國際狀況的比較

過去20年，港元存款佔總存款比率的走勢可以分為3個不同階段（圖1）。在1985至1991年間，港元存款比率由61%的高位逐步下降至略為高於40%的水平，反映外幣存款（主要為非美元存款）增長強勁。這個

情況由多項因素造成。首先，日資銀行在香港擴展業務，令外幣存款增加，其中部分存款是由日資銀行的非銀行聯營公司存入。第二，有關期間內港元利率低於美元及其他外幣的存款利率，令存戶將港元存款轉為外幣存款。另外，美元——港元的掛鈎貨幣——表現疲弱，以及市場預期美元兌其他貨幣會繼續貶值，都進一步促使港元存款比率下降。

圖 1
港元存款佔總存款的比率

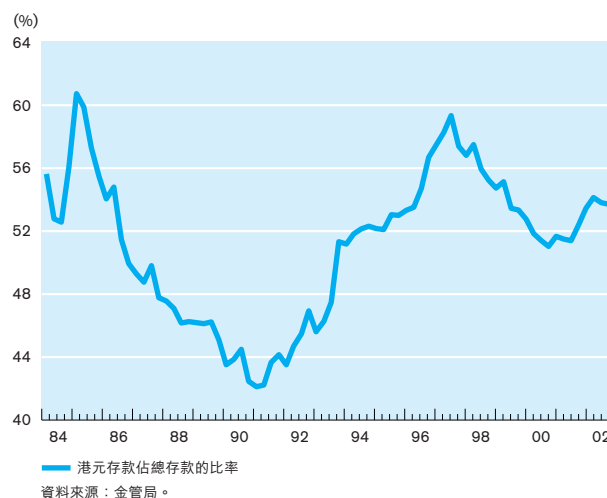
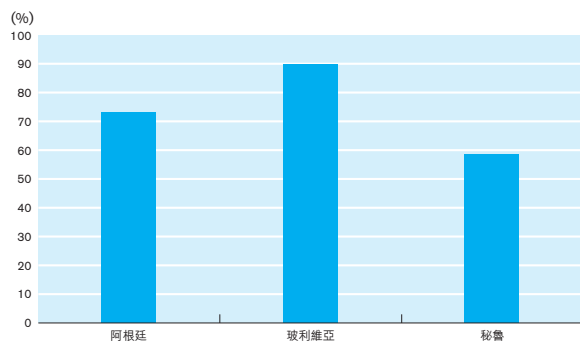


圖 2

外幣存款佔總存款的比率

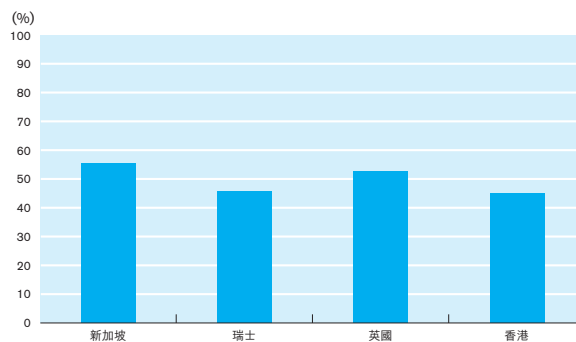
A: 拉丁美洲國家*



* 阿根廷為2001年底數字，玻利維亞為2000年底數字，秘魯為1999年底數字。

註：新加坡的外幣存款包括亞洲貨幣單位存款。

B: 金融中心*



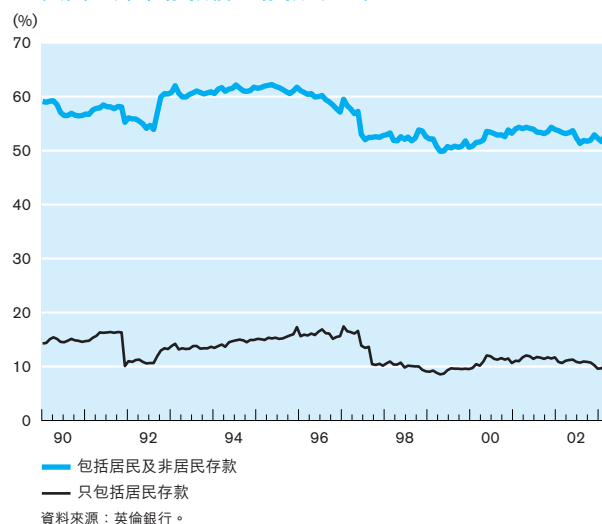
* 2002年底數字。

其後港元存款比率由1991年中42%的低位，上升至1997年第3季59%的高位。這是由於經濟蓬勃發展及資產市場暢旺，推動信貸急速擴張，令港元存款增幅超過外幣存款。不過，港元存款比率的增長趨勢在1997年亞洲金融危機爆發後突然終止，並開始下跌，至2003年3月為55%左右。這個比率自1997年起一直下跌，引發是否因為對港元的信心減弱的疑問。

國際狀況顯示，外幣(本國貨幣)存款佔總存款的比率在兩個情況下會偏高(偏低)。第一是本國貨幣美元化。這個情況在發展中國家比較常見，這些國家通常都出現惡性通脹，貨幣持續貶值，削弱對本國貨幣的信心(圖2A)。¹以阿根廷為例，在2002年初披索與美元掛鈎的制度崩潰前，外幣存款佔私營機構總存款的比例急升，由1997年中約55%，上升至2001年底超過70%的高峰。多項有關本地貨幣及外幣替代的研究均顯示，在許多新興經濟體系中，外幣餘額佔總貨幣供應餘額的比率因為預期本地貨幣貶值及與外匯風險有關等的其他因素而受到重大影

響(見Giovannini and Turtelboom (1992)及 Ize and Levy-Yeyati (1995))。

第二，有關經濟體系為主要國際金融中心，例如英國、瑞士、新加坡及香港(圖2B)。這些經濟體系的外幣存款佔總存款的比率偏高，部分是因為非居民持有數額龐大的外幣存款。以英國為例，於2003年3月底，外幣存款佔銀行體系總存款超過一半，但若扣除非居民存款，有關比例則只有10%(圖3)。雖然在香港並沒有相若的居民及非居民存款分類可以比較，但相信外幣存款中有相當大的比例是由非居民持有。

圖 3
英國：外幣存款佔總存款的比率

資料來源：英倫銀行。

¹ 在1990至1995年間，拉丁美洲國家玻利維亞、秘魯及烏拉圭的美元化比率(指外幣存款與某些廣義貨幣供應指標的比率)達到80-90%(見Ize and Yeyati (1995))。美元化在東歐地區，如波蘭及前南斯拉夫亦相當普遍。

III. 港元存款比率與港元及美元息差的關係

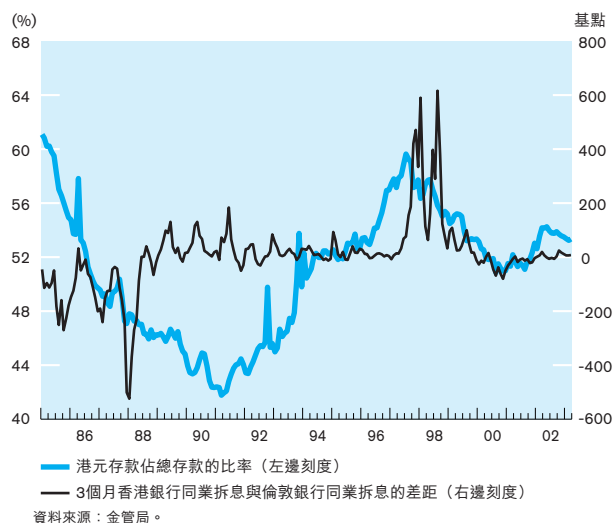
港元以貨幣發行局制度的模式與美元按固定匯率掛鈎，而港元及美元短期利率（分別以香港銀行同業拆息及倫敦銀行同業拆息來計算）的差距是評估港元面對的壓力的指標。假如港元存款比率自1997年以來一直下跌，是反映市場對貶值風險的憂慮，那麼港元存款比率便應該與香港銀行同業拆息及倫敦銀行同業拆息的差距有反向關係。然而，我們並未能從有關數據中察覺到這種長期反向關係（圖4）。

我們利用1985年1月至2003年3月的月度數據，對港元存款比率與香港銀行同業拆息及倫敦銀行同業拆息的差距的關係進行正式的統計測試，得出的結果亦顯示兩者並沒有長期穩定的相反關係。

首先，交叉相關測試(Cross Correlation Tests)顯示比率與息差之間的關係不斷轉變（表1）。在1985至2003年的整個取樣期內，兩個係數是正向相關的。不過這兩個係數在1985至1997年危機前期間及1997至1998年危機期間出現反向關係，但在危機後期間再出現高度正向關係。利用多達12個係數的領先及滯後值來編製的交叉相關圖亦得出類似的模式。

第二，Granger因果關係測試(Granger Causality)結果顯示，香港銀行同業拆息及倫敦銀行同業拆息的差

圖 4
存款比率與息差



距未能有效預測整個取樣期內及部分從屬取樣期內的港元存款比率變動情況（表2）。² 我們就相反的情況進行了類似測試，即比率是否息差改變的因素。結果亦是否定的。³

第三，如方程式(1)所示，我們以2年滾動窗(two-year rolling window)的形式，利用1985年1月至2002年12月期間的月度數據，以港元存款比率(r)本身的單一期間滯後值(one-period lag)及港元與美元息差($i-i^*$)，對港元存款比率進行迴歸分析。第1段估計期間由1985年1月至1987年12月，第2段估計期間由1986年1月至1988年12月，如此類推，並會一直重複進行這個程序，直至2000年1月至2002年12月的最後一個估計期間止。

表 1

港元存款比率及香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息差距的交叉相關測試 (Cross Correlation Tests)

取樣期		相關係數
整個取樣期	1985.1 至 2003.3	0.13
整個取樣期（不包括危機期間）	1985.1 至 1997.5 及 1999.1 至 2003.3	-0.16
危機前期間	1985.1 至 1997.5	-0.24
亞洲金融危機期間	1997.6 至 1998.12	-0.26
危機後期間	1999.1 至 2003.3	0.70

² 以變數 x 為例，若在滯後 y 值存在的情況下，滯後 x 值是造成 y 現值的原因，那麼 x 便被視作影響 (Granger-cause) y 的因素。

³ 相關測試及Granger因果關係測試亦應用於測試比率（或比率的季度變動）與息差的季度變動的關係。測試結果並未反映存在穩定的關係。

表 2
Granger 因果關係測試

假設：3 個月香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息差距並非引致港元存款比率改變的因素					
取樣期		觀察宗數	滯後值*	F- 統計量	P- 值
整個取樣期	1985.1 至 2003.3	253	6	0.6	0.76
整個取樣期 (不包括危機期間)	1985.1 至 1997.5 及 1999.1 至 2003.3	200	6	0.9	0.53
危機前期間	1985.1 至 1997.5	149	6	0.7	0.66
亞洲金融危機期間	1997.6 至 1998.12	19	6	0.1	0.98
危機後期間	1999.1 至 2003.3	51	6	1.4	0.24

* 我們用 6 個滯後值進行測試，在每項測試中，假設都沒有被拒絕。

$$(1) \quad r_t = a_0 + a_1 r_{t-1} + a_2 (i_t - i_t^*) + \varepsilon_t$$

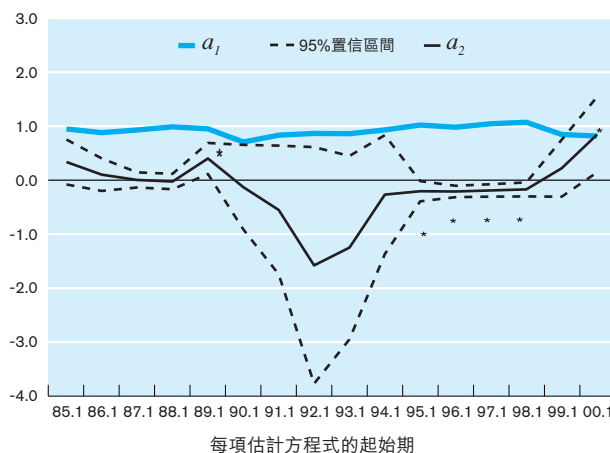
方程式估計結果列載於圖5。我們只在其中4段估計期間(1994至1998年間)察覺到港元存款及港元與美元息差之間存在顯著(及反向)關係。有關的時段顯示1997至1998年亞洲金融危機期間港元存款比率下跌，可能是因為如港元與美元息差擴闊所反映，市場認為港元貨幣風險有所增加。

整體來說，上述實證分析結果反映港元存款比率及港元與美元息差之間並不存在穩定及可以預計的關係。我們從以下原因可以了解這個結果並不令人感到驚奇。首先，息差反映風險溢價效應及對幣值變動的預期，這又反映預測匯率及資金流動性與信貸風險所存在的不明朗因素。⁴ 若港元與美元息差擴闊至超過彌補預計貶值所需的水平，則港元資產的預期回報率便會上升，需求亦會隨之增加。然而，

要將匯率預期對港元存款造成的影響與風險溢價變動對港元存款造成的影響分開相當困難。第二，存款比率受其他因素影響，而這些因素不一定與本地貨幣的壓力有關。下文逐一研究這些因素。

圖 5
滾動窗估計的係數

$$r_t = a_0 + a_1 r_{t-1} + a_2 (i_t - i_t^*) + \varepsilon_t$$



註：*顯示息差係數在5%水平屬於顯著。

⁴ 這個推論是根據未拋補利率平價 (Uncovered Interest Parity) 作出。未拋補利率平價的主要假設是資金自由流動，讓投資者可充分掌握套戥機會。未拋補利率平價列明 -

$$\frac{1 + i_t}{1 + i_t^*} = \frac{s_{t+1}^e}{s_t}$$

粗略估計如下：

$$(1) \quad i_t - i_t^* = \frac{s_{t+1}^e - s_t}{s_t} \text{ 即 } i_t - i_t^* = \Delta s_{t+1}^e$$

其中 i_t 與 i_t^* 分別為本地貨幣及外幣的利率， s_t 為每單位外幣的現行匯率，及 s_{t+1}^e 為期末時的預算匯率。

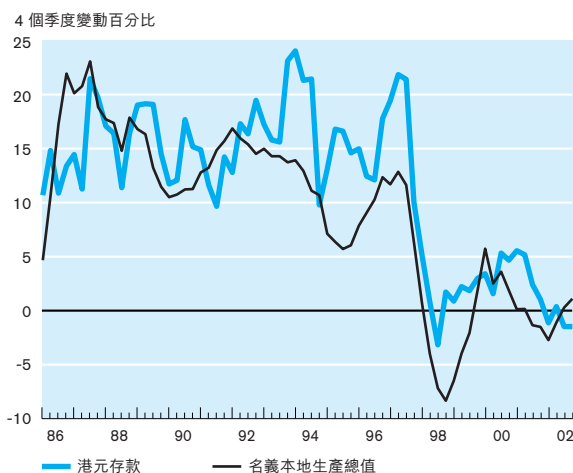
然而，面對預測貨幣走勢、信貸與流動資金風險的不明朗因素，投資者可能會要求溢價以彌補風險。於是方程式 (1) 就成為：

$$(2) \quad i_t - i_t^* = \Delta s_{t+1}^e + \text{風險溢價}$$

IV. 影響港元存款比率的因素

除了貨幣風險外，港元存款佔總存款的比率還受到多項因素影響。第一，經濟狀況的變化可能會影響對港元的需求。圖6顯示港元存款增長率緊貼名義本地生產總值增長率的走勢，同時在亞洲金融危機後，對港元存款的需求隨着經濟增長放緩而下跌。

圖 6
港元存款及名義本地生產總值的增長



資料來源：金管局及香港政府統計處。

第二，經濟增長的組成部分，特別是本地需求相對外部需求的重要性相信會影響對港元存款及外幣存款的需求。過去幾年，本地需求在帶動經濟增長方面的重要性有所下降，因此可能會減低港元作為交易媒介的需求。

第三，香港與全球各地日趨金融一體化，亦會令港元存款比率下降。這一點從居民對外幣作為國際交易媒介的需求增加，及香港非居民持有的外幣存款上升可見一斑。⁵

第四，中國內地經濟發展急速，但由於人民幣不能自由兌換及內地金融工具發展比較落後，亦可能會令流入香港的資金增加，而其中大部分可能會是外幣，反映香港是內地公司的外幣流動資金的中介渠道。最近幾年內地非銀行居民對香港銀行的淨對外債權有所增加，正好反映這個情況。⁶

為了更仔細地研究上述因素的重要性，我們設計了一個模型，把港元存款佔總存款的比率 (r) 定為香港相對其主要貿易夥伴的經濟增長 ($y-y^*$)、對貿易的倚賴程度 (td) 及反映香港作為國際金融中心的代表變數 (f) 的函數 (見下文)。該模型利用 1985 年第 1 季至 2002 年第 4 季期間的季度數據，以誤差糾正格式 (error correction form) 進行估計。所有變數都為對數。圖 7 以曲線表示港元存款比率及其主要決定因素。

$$(2) \quad r = f(y-y^*, td, f)$$

各個解釋變數的構成如下：

- $y-y^*$ 是香港的實質本地生產總值相對其主要貿易夥伴 (中國內地及美國) 的對數比率。⁷ 預計香港的經濟增長率越高，港元相對外幣的需求便會越大，因而令港元存款比率上升。
- td 是評估對貿易倚賴程度的指標，以本地需求佔香港生產的商品與服務的整體需求的比率作為代理變數。⁸ 龐大的本地市場預計會令對港元作為交易媒介的需求增加，並會促使港元存款比率上升。
- f 是反映香港作為國際金融中心的結構性變數，並以香港銀行對亞洲的對外債權總額佔向國際結算銀行申報的銀行對亞洲 (包括日本在內) 的債權總額的比率為代理變數。基於較早前提及的原因，預計這個變數與港元存款比率有反向關係。

⁵ Luca (2002) 顯示高度金融美元化是國際經濟及金融一體化過程中的自然結果。他將金融美元化界定為居民持有的外幣銀行存款及貸款在總存款及貸款中佔相當大的比例。

⁶ 見 2002 年 2 月《香港金融管理局季報》「香港銀行對內地的債權及負債」一文。

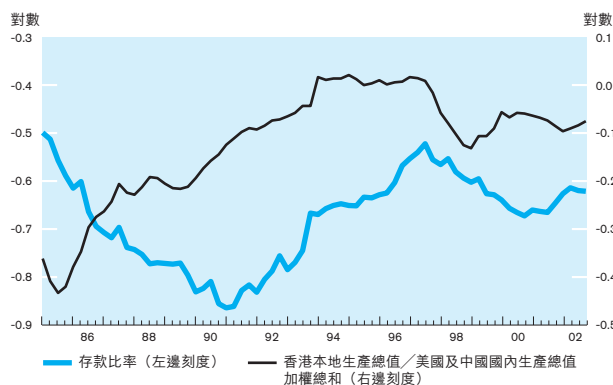
⁷ 以中國內地及美國的本地生產總值加權總和計算，有關權數為中國內地與美國分別在香港的貿易總額中所佔的比重。

⁸ 除本地需求外，整體需求還包括商品與服務出口。

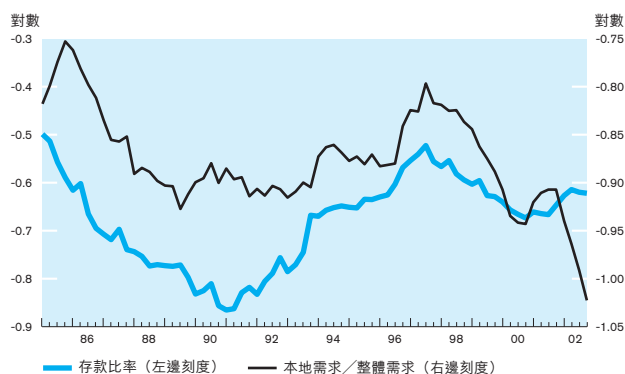
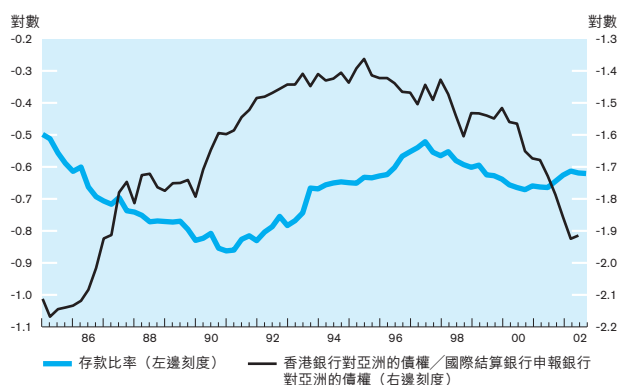
圖 7

存款比率與可能的帶動因素

A. 相對本地生產總值



B. 本地需求與整體需求比率

C. 香港銀行對亞洲的對外債權與
國際結算銀行申報銀行對亞洲的債權總額的比率

資料來源：金管局及國際結算銀行。

Johansen 的共整合結果顯示，港元存款比率與上述 3 個解釋變數有長期關係 (表 3)。經濟及結構性變數的係數都有正確的正負號，而且都屬於顯著。

表 3

港元存款比率與解釋變數的長期關係
(1985 年第 1 季至 2002 年第 4 季)

	CI 向量	t- 統計量
r	1.00	
$y-y^*$	-1.70	-5.4
td	-1.44	-4.7
f	0.36	2.4

為了研究動態關係，我們採用了由普遍至具體的方法：由最初每個變數有 4 個滯後值的方程式，然後向下測試，逐一剔除不顯著的滯後值以獲取簡約方程式。我們把恒生指數相對道瓊斯指數的季度變動——是淨資金流入的代理變數——加入方程式內 (Δs)。⁹ 最後得出以下方程式：

$$(3) \quad \Delta r_t = 0.018 + 0.054\Delta s_t - 0.109ci_{t-1}$$

(4.1) (2.1) (-5.2)

經調整 $R^2=0.31$ $DW=1.9$

括號內數值為 t-統計量

其中 ci_{t-1} = 共整合向量，及 Δ =差距算子

所有變數的正負號都與預期一樣，而且都屬於顯著。診斷測試結果顯示殘值沒有異常的情況。這些結果都表示港元存款比率是由香港與其重要貿易夥伴之間的相對增長、本地需求在整體需求中所佔比重，以及長期來說香港作為國際金融中心的重要性等因素來決定。

⁹ 即使列入短期方程式內，港元及美元息差的季度變動係數也不顯著。

V. 結論

總括而言，我們發現銀行體系港元存款佔總存款的比率的變動，不一定表示投資者對港元的信心有所變動。港元存款比率變動，主要是因為經濟的結構性及周期性發展引起，而這些發展並非與港元未來價值的預期直接相關。自亞洲金融危機後，本地需求疲弱及對外貿易表現強勁，似乎是促使港元存款比率下跌的原因。雖然港元存款比率目前的水平低於1997年的高位，但與其他主要國際金融中心的本地貨幣存款比率的水平相若。

(參考書目見英文部分第22頁。)