亞洲金融一體化

本文由外事部朱立翹、毛翼高、黃敏兒及林崇智提供

研究結果顯示，亞洲區的資本及銀行業市場一體化的程度有限。亞洲經濟體系與全球市場的關係較亞洲經濟體系相互之間的關係更為密切，這情況與歐盟15個經濟體系之間的關係相比尤其明顯。儘管數據顯示區內銀行業市場一體化的程度高於資本市場，但無論是銀行業市場或資本市場都存在區域一體化程度偏低的情況。這種情況相信是由於亞洲金融體系的多項結構性特點引致，包括資本市場尚未充分發展；稅務、會計及法律標準不一致；嚴格的資本管制，以及匯率波幅大而又沒有足夠的對沖工具。

然而，長遠來說，預期隨着區內經濟狀況改善、金融結構邁向成熟，以及地區性債券市場發展，金融一體化的發展應會深化。

概要

本研究評估亞洲區的資本市場及銀行業市場一體化的程度。資本市場方面，我們研究 (i) 亞洲區在海外證券投資總額中，投資於區內的數額所佔比重，以及 (ii) 在全球投資者持有的亞洲資產中，亞洲投資者持有的亞洲資產所佔比重。銀行業市場方面，我們研究亞洲銀行對亞洲區的對外債權所佔比重。結果顯示無論資本市場或銀行業市場，都未達到高度一體化。

在研究亞洲區海外證券投資的目的地時，我們發現亞洲投資者的大部分證券資產都是在亞洲以外地區。在2004年，亞洲投資者平均有66.3%的證券資產投放在歐美地區，投放在亞洲區的證券資產則只有5.9%。日本投資者偏好歐美資產，是亞洲金融一體化程度偏低的主要原因。不包括日本在內，亞洲投資者在亞洲區的投資比重增加至17.4%。然而，亞洲的區內相互證券投資所佔比重亦低於歐洲的區內相互投資所佔比重。

亞洲借款人亦並非主要倚賴來自亞洲投資者的資金。亞洲的大部分投資來自歐美；來自包括日本在內的亞洲區資金只佔9.9%，而來自不包括日本在內的亞洲區資金則佔17.3%。值得注意的是，在亞洲債券的投資者當中，亞洲投資者所佔的比重高達35.6%。一方面這反映亞洲投資者偏愛在歐美市場以美元發行的優質亞洲債券，但亦可能表示亞洲市場規模細小，限制了投資者的參與。

與歐洲國家相比，亞洲區內銀行相互間的債權所佔比重偏低，反映亞洲區的銀行業市場與資本市場的情況一樣，一體化程度同樣偏低。

亞洲區的金融體系的多項結構特點限制了區內金融一體化的發展。我們預期隨着區內經濟狀況改善、金融結構邁向成熟，以及地區性債券市場發展，金融一體化的發展將會進一步深化。

引言

在亞洲，區內相互之間的出口量持續增加，顯示貿易高度一體化[1]。相比之下，金融一體化的程度偏低。由於缺乏指標及有關一體化的清晰定義，金融一體化其實難以作出評估[2]。在是次研究中，我們利用兩方面的數據，來評估亞洲的資本及銀行業市場的一體化程度。第一，基金組織的統一證券投資調查（證券投資調查）所記錄亞洲投資者跨境持有的證券資產（股票及債券）的詳細資料。第二，國際結算銀行的銀行業統計資料提供有關亞洲區內銀行同業借款的資料。一般而言，區內跨境持有證券資產及跨境銀行債權的比重越高，區內金融一體化的程度就越高。

亞洲資本市場

我們從兩方面來評估亞洲資本市場一體化的程度：

(a) *亞洲區的海外投資*－8個東亞經濟體系（EA-8經濟體系[3]）在亞洲區（定義為EA-10經濟體系[4]）的跨境證券投資，並以其佔EA-8經濟體系所有海外證券投資總額的比率來表示[5]；及

(b) *在亞洲的投資*－亞洲投資者（EA-8經濟體系）在亞洲區（EA-10經濟體系）的跨境證券投資，並以其佔全球投資者在EA-10經濟體系的證券投資總額的比率來表示。

然後，我們將有關比率與歐盟的15個經濟體系（EU-15經濟體系[6]）的情況相比。這是因為歐洲的經濟結構與經濟周期較為一致，因此經濟與貨幣一體化的程度亦較高。證券投資調查對有份參與調查的經濟體系持有的證券資產提供了具有參考價值的資料。證券投資調查的數據涵蓋範圍，與一個經濟體系的國際投資狀況中證券資產的涵蓋範圍一致，兩者的概念與定義相若。（證券投資調查的詳細資料載於附件1。）

亞洲區的海外投資

圖1顯示2004年EA-8及EU-15經濟體系的跨境證券投資的地理區域分布情況。表1列載2001至2004年的數據。正如有關數字顯示，EA-8經濟體系持有的大部分證券資產位於亞洲以外地區。在2004年，它們的證券資產中平均35.8%投放在歐洲，30.5%在美國，只有5.9%投放在亞洲（不包括日本的比重為17.4%）。這反映亞洲資本市場與全球資本市場的關係較其相互之間的關係為高。相比之下，EU-15經濟體系的投資者的證券資產中，64.1%投放在歐洲，遠高於亞洲區內相互之間證券投資所佔比重。

[1] 在2004年，估計亞洲區的出口約有49.3%是在區內進行，1980年的比例則為31.9%。

[2] 從廣義角度來說，金融一體化是指一個經濟體系的金融市場與其他經濟體系的金融市場緊密融合的過程。跨市相關值可以作為區內股市一體化的指標。

[3] EA-8經濟體系指香港、日本、韓國、印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡及泰國。

[4] EA-10經濟體系指EA-8經濟體系加中國及台灣。

[5] 由於證券投資調查的限制，其中有EA-10經濟體系的證券投資數據，但只有EA-8經濟體系的海外投資數據。

[6] EU-15經濟體系為奧地利、比利時、丹麥、芬蘭、法國、德國、希臘、愛爾蘭、意大利、盧森堡、荷蘭、葡萄牙、西班牙、瑞典及英國。

圖 1

EA-8及EU-15經濟體系的跨境證券投資的地理區域分布情況（2004年）

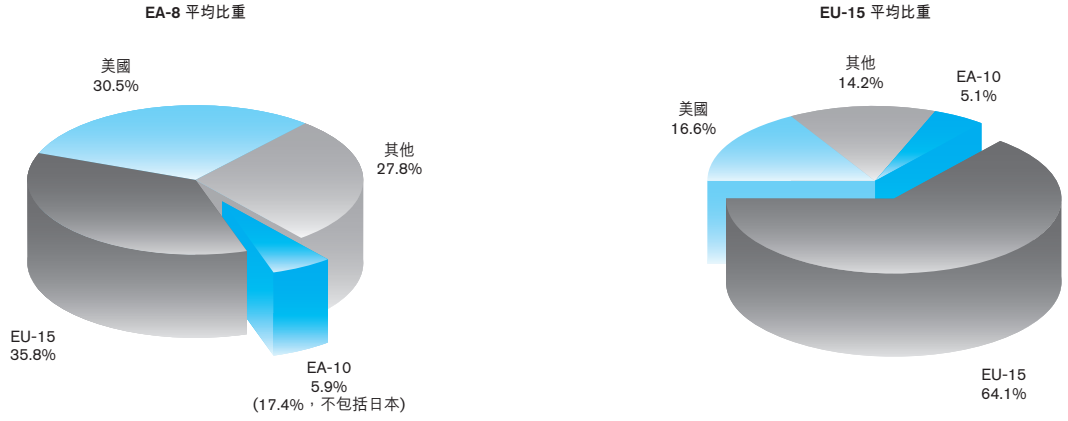


表 1

EA-8 經濟體系的跨境證券投資的地理區域分布情況

（佔總額的比重）

	EA-10				EU-15				美國			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
日本	1.7	1.4	1.3	1.4	38.6	37.9	37.3	37.5	38.0	35.8	36.0	34.6
香港	15.7	14.4	17.2	16.7	25.0	30.1	29.2	29.6	19.1	15.2	13.9	14.9
韓國	21.4	13.8	8.0	7.3	14.7	15.3	26.4	32.5	46.8	49.6	45.9	44.9
新加坡	31.0	22.9	26.1	31.2	32.0	40.2	36.6	32.5	17.1	17.4	17.6	17.6
印尼	21.3	10.6	11.2	7.2	30.0	34.2	16.0	29.4	34.7	29.9	24.9	15.1
馬來西亞	35.0	31.2	42.3	25.6	24.0	11.4	23.6	40.9	9.1	15.7	21.5	14.7
菲律賓	5.8	7.0	7.4	4.4	3.5	8.6	18.9	17.4	86.4	81.3	68.9	64.1
泰國	30.7	3.9	6.7	23.1	25.0	8.6	22.1	22.9	35.4	76.6	58.5	27.7
EA-8 平均比重	5.5	4.8	5.5	5.9	36.2	36.8	35.8	35.8	34.3	31.9	31.6	30.5
EA-8（不包括日本）	14.8	13.7	16.3	17.4	26.9	32.5	31.0	30.4	19.6	17.7	16.8	17.4
備註												
EU-15 平均比重	5.3	3.9	4.6	5.1	60.0	62.5	63.7	64.1	20.3	18.4	17.5	16.6

資料來源：基金組織

區內資本市場一體化程度較低，是由3項主要因素造成。第一，亞洲的金融體系主要由銀行主導，股票及債券市場的發展一般比較落後，以致通過資本市場集資的成本高於銀行貸款。第二，亞洲區內可供投資者選擇的優質證券資產較少。金融體系結構及法律保障有欠完善、審計及會計標準較低以及企業管治薄弱，都可能會妨礙資本市場發展。第三，投資於海外債券及股票的經紀服務主要由歐美地區的投資銀行提供。因此亞洲投資者掌握到有關先進經濟體系的金融市場的資訊比亞洲的多。在這種情況下，相比歐洲國家，亞洲經濟體系不太着重加強相互之間的金融聯繫。

以個別經濟體系而言，日本在亞洲的投資所佔比重特別低，在2001至2004年間少於2%，部分原因是日本投資者偏好國內資產。至於其他亞洲經濟體系，如香港及新加坡等先進市場都是亞洲區內的主要投資者。

於2004年，香港投資者的組合中有16.7%是亞洲資產，新加坡持有的亞洲資產所佔比重則由2002年的22.9%增加至2004年的31.2%，其持有的EU-15經濟體系的資產則相應減少。馬來西亞及泰國持有的亞洲資產佔其所有海外資產的比重亦相當高（分別為25.6%及23.1%），但有關投資的價值則較低（見附件2有關資產規模的數據[7]）。相反，印尼、韓國及菲律賓持有的亞洲金融資產所佔比重較低。

此外，印尼、韓國及馬來西亞都將其投資由亞洲轉移至歐洲。這可能是因為多個亞洲經濟體系在亞洲金融危機後都改為實行浮動匯率制度，使它們相互之間的匯率變得較為波動。加上缺乏先進的對沖工具，促使區內相互之間證券投資所佔比重下降，以及亞洲市場的金融一體化程度較低。（證據顯示歐洲金融一體化的程度在歐元面世後顯著上升[8]。）印尼方面，證券投資調查的數據顯示投資持續轉移至離岸金融中心，引致其在亞洲及美國的投資持續減少。

有關數據亦反映在2004年亞洲及歐洲投資者在美元證券資產的投資輕微下降[9]：亞洲方面由2003年的31.6%降至2004年的30.5%；歐洲則由17.5%降至16.6%。（香港則例外，持有的美元資產由2003年的13.9%增至2004年的14.9%[10]。）有關比重下跌，部分原因是投資者預期2004年美元會轉弱，因而分散投資，減持美元資產。加上實施浮動匯率制度，許多亞洲國家都可能將部分投資由美國轉移至歐洲。（儘管如此，由於亞洲區的政府需要調節兑美元的匯率以避免幣值對美元的過度波動，它們的外匯儲備仍然主要以美國國庫券及其他美元金融資產的形式持有。）

至於資產組成項目方面，圖2及3顯示2004年EA-8及EU-15經濟體系的股票及債券投資的地理區域分布情況。EA-8經濟體系的投資者於EA-10經濟體系的股票的投資比重為12.9%（不包括日本則為20.9%），高於整體平均數（詳情見附件3）。香港、馬來西亞、新加坡及泰國持有的亞洲股票所佔比重最高。按價值計，馬來西亞及泰國佔的比重則較低。

[7] 於2004年，香港投資者持有的亞洲證券資產價值668億美元，新加坡居民持有的則為562億美元。馬來西亞及泰國的資產規模則較小，分別為8.3億美元及3.79億美元。

[8] Danthine JP, F Giavazzi, and EL von-Thadden，*《歐洲貨幣聯盟後的歐洲金融市場初探》(European Financial Markets after EMU: a First Assessment)*，Centre for Economic Policy Research, 討論文件第2413號2000年。另見 Fratzscher M，*《歐洲金融市場一體化：歐洲貨幣聯盟對股票市場的影響》(Financial Market Integration in Europe: On the Effects of EMU on Stock Markets)*，歐洲中央銀行工作文件第 48號，2001年。

[9] 儘管投資比重下跌，但實際投資額卻有所增加。詳情見附件2。

[10] 香港的美元投資增加，大大抵銷了其他亞洲經濟體系的美元投資減少的影響。這是因為在計算加權平均數時，鑑於香港的投資額龐大，因此編配予香港的權數較高。不包括日本在內時，這個抵銷效應更為明顯，以致即使除香港外的所有是次研究涉及的亞洲經濟體系在美國的證券投資所佔比重減少（或沒有變動），整體在美國的證券投資所佔比重仍錄得升幅。

圖 2

EA-8及EU-15經濟體系的跨境股票投資的地理區域分布情況（2004年）

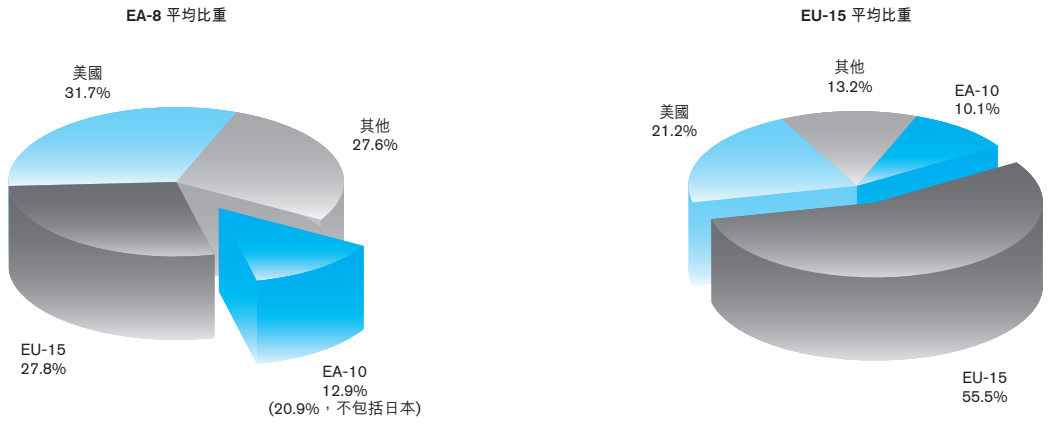
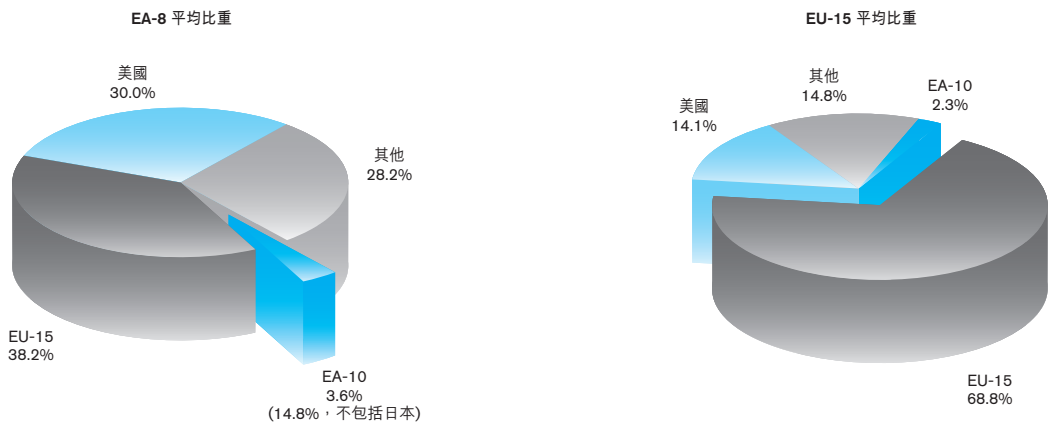


圖 3

EA-8及EU-15經濟體系的跨境債券投資的地理區域分布情況（2004年）



與股票投資相比，亞洲債務證券在EA-8經濟體系的債券組合中所佔比重較低 — 2004年的平均數為3.6% — 由日本的0.7%至新加坡的23.9%不等。比重較低可能是因為亞洲債券市場發展較為落後。與歐美的債券市場比較，亞洲債券市場規模較小，流動性亦較低。與2004年的整體證券資產持有量的模式一致，亞洲區內的股票及債券投資所佔比重亦低於歐洲方面 — 股票為55.5%，債券為68.8%。

亞洲的證券資產投資

以下分析透過研究EA-10經濟體系的證券投資來源，以評估亞洲資本市場的一體化程度。圖4顯示2004年EA-10及EU-15經濟體系的投資者持有的證券資產的地理區域分布情況。表2顯示2001至2004年間的有關數據（投資額見附件4）。於2004年，EA-10經濟體系的大部分投資都是來自歐洲（38.7%）及美國（37.4%），來自亞洲區的則較少（包括日本在內為9.9%，不包括日本則為17.3%）。這反映亞洲借款人倚賴亞洲投資者提供資金的程度偏低。相反，歐洲投資者持有的證券投資中，62.9%來自EU-15經濟體系。

圖 4

EA-10及EU-15經濟體系的投資者持有的證券投資的地理區域分布情況（2004年）

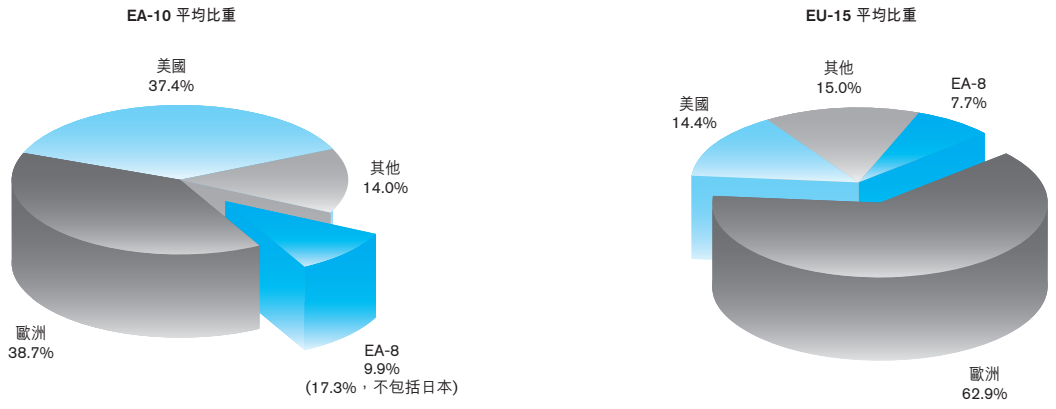


表 2

EA-10經濟體系的投資者持有的證券投資的地理區域分布情況

（佔總額的比重）

	EA-8				EU-15				美國			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
中國	57.8	49.0	45.8	52.8	22.2	22.3	24.2	24.1	14.8	21.7	25.4	19.0
日本	3.7	2.5	2.2	2.0	37.1	36.3	37.4	40.9	36.5	38.2	39.9	39.0
香港	12.0	13.3	12.9	14.8	45.6	37.1	38.0	44.6	33.1	34.1	34.5	29.8
韓國	18.5	19.6	17.3	14.7	29.7	30.8	33.9	33.8	44.9	43.8	42.7	44.6
新加坡	11.1	16.8	16.7	16.5	34.3	27.6	29.0	32.6	45.0	46.8	45.1	42.6
台灣	9.6	23.7	9.4	8.7	34.8	28.9	39.7	40.8	48.3	38.5	45.6	46.0
印尼	21.1	27.8	15.9	15.0	28.6	9.1	24.4	25.5	33.2	31.4	27.3	28.5
馬來西亞	54.5	53.6	45.8	48.0	21.7	14.8	27.5	29.6	18.9	28.0	22.6	19.4
菲律賓	32.9	30.4	20.4	19.3	19.7	16.6	40.0	39.6	31.6	40.9	30.1	33.2
泰國	39.7	36.1	30.6	27.1	32.1	32.1	35.2	40.3	22.5	25.5	27.1	27.4
EA-10 平均比重	10.2	10.5	9.9	9.9	36.0	33.5	35.7	38.7	36.7	37.9	38.5	37.4
EA-10不包括日本	14.2	17.5	16.7	17.3	34.2	28.7	33.4	35.4	36.9	37.5	36.4	35.0
備註												
EU-15 平均比重	9.3	9.0	8.0	7.7	57.1	60.2	61.4	62.9	19.1	15.6	15.4	14.4

資料來源：基金組織

圖5及6顯示2004年EA-10及EU-15經濟體系的投資者持有的股票及債券的地理區域分布情況。在日本債券投資總額中，亞洲區佔的比重偏低且有所下跌，由2001年的7.7%降至2004年的3.3%（附件5）。另一觀察結果是，2004年於EA-10經濟體系（不包括日本）發行的債券的總投資額中，35.6%的投資者來自不包括日本的亞洲區（包括日本在內則為16.8%）。在來自EA-10經濟體系（不包括日本）的債券投資中，中國、韓國、馬來西亞及泰國的債券最受歡迎。這反映亞洲投資者偏好在流動性高的歐美市場買賣以美元發行的優質亞洲債券。這亦可能由於市場規模細小，限制了投資者參與亞洲債券市場。[11]

[11] 例如，在2004年，亞洲債券市場的規模是4,331億美元，相等於股票市場的規模（為11,212億美元）的38.6%。

圖 5

EA-10及EU-15經濟體系的投資者持有的股票的地理區域分布情況（2004年）

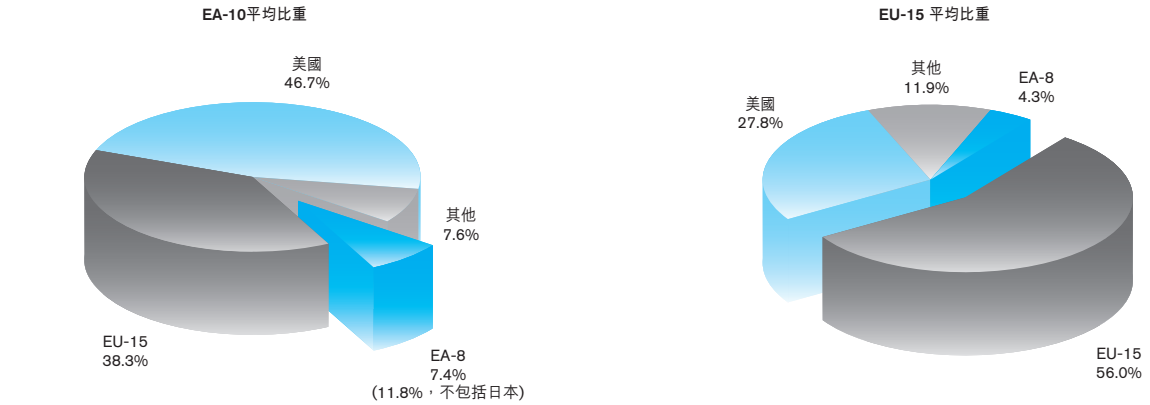
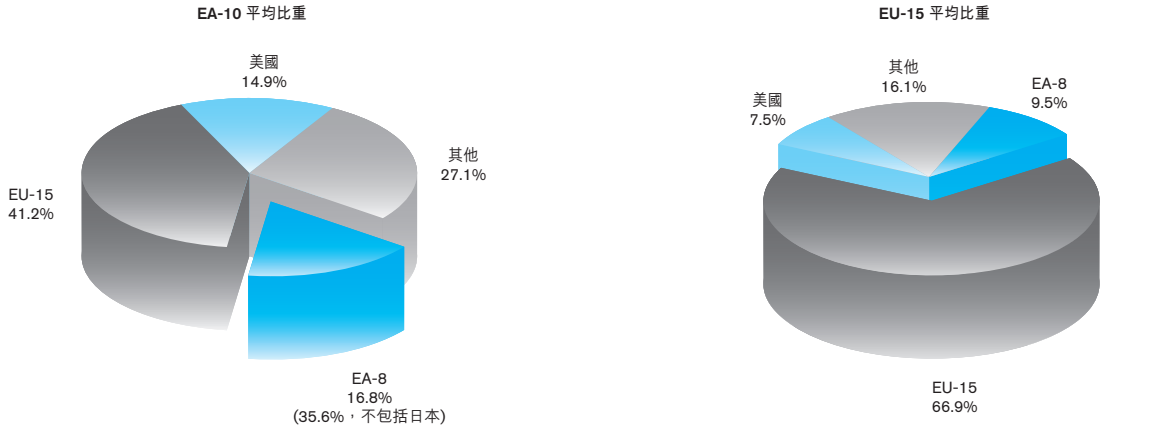


圖 6

EA-10及EU-15經濟體系的投資者持有的債券的地理區域分布情況（2004年）



還有一項觀察所得是，亞洲區的對外投資額遠多於亞洲得到來自區內的資金。於2004年，EA-10經濟體系的對外投資總額估計達到34,820億美元，其中只有約2,050億美元(5.9%)回流至亞洲[12]。由於亞洲資本市場規模細小，因此大部分亞洲儲蓄都流向其他地區。

亞洲銀行業市場

為評估亞洲銀行業市場的一體化程度，我們運用按貸款人及借款人國籍劃分的國際結算銀行申報銀行的綜合對外銀行債權[13]，來比較在亞洲銀行的對外債權中

[12] EA-10經濟體系的對外投資是以中國及台灣的外匯儲備加來自證券投資調查有關EA-8經濟體系的對外投資估計而得。EA-10經濟體系在亞洲的投資是根據猜測及計算估計而得，以 EA-8經濟體系在亞洲的投資加中國及台灣的外匯儲備中非美元及非歐洲貨幣的部分（根據基金組織編製的發展中國家的《官方外匯儲備組成貨幣》，有關部分約為6%）。

[13] 國際結算銀行的銀行業數據按地點及綜合基礎編製。然而，由於按地點編製的銀行業統計數據不會顯示銀行債權的地理區域資料，因此我們選用了綜合數據。運用按申報銀行國籍劃分的銀行業統計資料的問題，在於非亞洲銀行分行對亞洲的債權不會被視為亞洲銀行對亞洲的對外債權。然而，位於亞洲以外的亞洲銀行對亞洲的債權則會被包括在內。

對亞洲的債權的比重，以及EU-15經濟體系的銀行的對外債權中對歐洲的債權的比重[14]。然而，國際結算銀行的資料有其限制，原因是只有3個經濟體系(香港、日本及台灣)申報綜合銀行債權的數據(我們另行向韓國金融監管機構取得韓國的相關銀行業統計數據)。鑑於我們無法掌握部分重要的區內經濟體系的資料，因此就這些經濟體系的銀行互相之間持有對方的債權的情況而言，其申報的銀行債權會比實際數額為小。

圖 7 顯示2005年亞洲及歐洲的對外銀行債權的地理區域分布情況，表3則為2001年至2005年的有關數據(銀行債權涉及款額見附件6)。3個申報數據的亞洲經濟體系的銀行對區內銀行的跨境債權佔總額的比例(2005年為17.5%)低於相應EU-15經濟體系在區內銀行相互之間的債權的比例(54.4%)。此外，香港、日本及韓國銀行對區內銀行的債權，超過這些經濟體系持有的股票及債券的相應數字[15]。這表示亞洲區內銀行貸款市場的一體化程度高於資本市場[16]。以對外銀

圖 7
跨境銀行債權的地理區域分布情況（2005年）

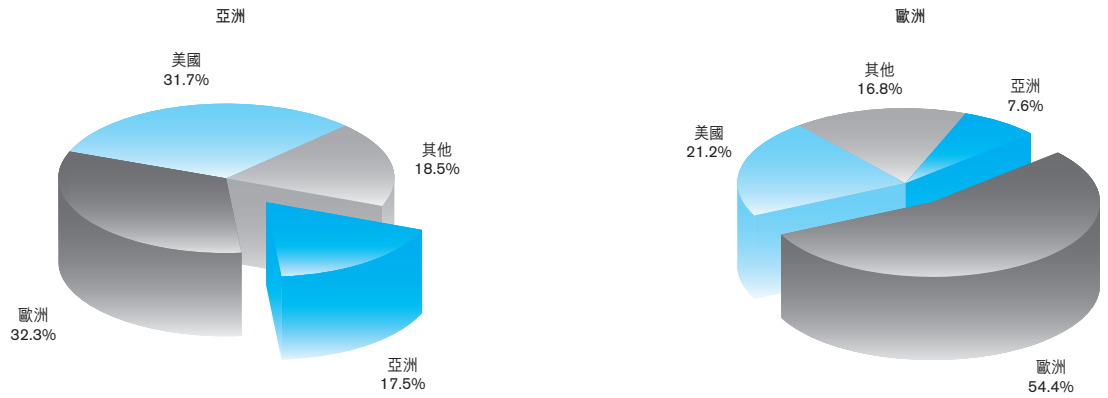


表 3
跨境銀行債權

(佔總額的比重)

	亞洲					歐洲					美國				
	2001	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**
日本	10.2	8.2	7.5	7.5	7.5	30.5	33.8	35.6	33.2	32.1	43.6	42.3	39.5	39.2	38.6
香港	51.8	49.4	47.9	49.7	47.9	31.0	33.5	34.0	33.3	34.7	7.6	8.1	9.2	8.2	9.0
韓國	—	—	35.7	35.9	—	—	—	21.2	22.0	—	—	—	21.2	22.6	—
台灣	32.7	29.9	27.5	24.7	24.9	19.2	19.5	22.9	23.7	26.3	35.4	38.1	37.1	36.4	34.5
亞洲	**21.3**	**19.1**	**18.9**	**18.9**	**17.5**	**30.2**	**32.9**	**34.0**	**32.2**	**32.3**	**34.4**	**33.6**	**31.5**	**31.2**	**31.7**
EU-15	**9.9**	**8.5**	**8.7**	**7.9**	**7.6**	**51.8**	**53.7**	**54.9**	**58.0**	**54.4**	**19.8**	**21.4**	**20.3**	**18.7**	**21.2**

資料來源：國際結算銀行及職員估計數字

[14] 日本、香港、新加坡及亞太區經濟體系被列為銀行債權的目的地。歐洲為EU-15經濟體系加安道爾、冰島、列支敦士登、挪威、瑞士及其他歐洲經濟體系。

[15] 在2004年，香港對區內銀行的債權為49.7%、日本為7.5%，韓國則為35.9%。同年，香港持有的區內股票比重為18.2%，日本為4.8%，韓國則為8.1%。香港、日本及韓國持有的區內債券比重分別為15.1%、0.7%及7.0%。

[16] 另一個比較亞洲資本市場及銀行業市場的一體化程度的方法，是分析亞洲與歐洲的銀行業市場及資本市場的一體化差距。在2004年，亞洲與EU-15 經濟體系的銀行業市場一體化差距(18.9%與58.0%)較資本市場的差距(5.9%與64.1%)小，大致上表示亞洲的銀行貸款市場的一體化程度高於資本市場。

行債權的地理區域分布情況而言，3個申報數據的亞洲經濟體系的銀行持有的債權主要位於亞洲以外（32.3%在歐洲，31.7%在美國）。與資本市場一樣，亞洲與全球銀行業市場的一體化程度高於區內銀行業市場之間的一體化程度。

在亞洲金融危機及科技泡沫爆破後，銀行的貸款意欲減退，貸款需求亦比較疲弱，對亞洲的貸款因而減少。與此同時，亞洲地區轉為錄得經常帳盈餘、企業修正過高的槓桿比率，以及股票投資流入增加，都減低了對海外銀行融資的需要。然而，近年亞洲區內銀行相互之間的對外債權略為上升，反映區內經濟體系增長強勁。預期這個趨勢會持續，尤其日本經濟復甦的根基已變得扎實。

結語

雖然區內各地的決策者普遍認為應繼續推進亞洲金融一體化，但並沒有太多數據量度目前的一體化已到了甚麼程度。然而，我們從基金組織及國際結算銀行的銀行業數據得出一些顯示區內金融一體化發展的數據。不過，亞洲經濟體系與全球市場的聯繫比相互之間的關係更為密切，尤其相比 EU-15經濟體系之間的關係。雖然銀行業及資本市場都存在這種情況，但國際結算銀行的數據顯示銀行業市場區內一體化程度高於資本市場。我們研究了這個現象的可能成因，並相信是基於亞洲金融體系的多項結構性特點引致，包括資本市場尚未充分發展；稅務、會計及法律標準不一致；嚴格的資本管制，以及匯率波幅大而又沒有足夠的對沖工具。

展望未來，我們預期隨着區內經濟狀況繼續改善，金融一體化的發展應會深化。多個亞洲經濟體系亦正放寬資本管制，此舉有助消除妨礙區內金融一體化繼續發展的障礙[17]。法律制度、審計及會計標準，以及企業管治水平得到提升，亦會刺激區內投資增長。債券市場發展落後，亦是令亞洲金融一體化程度偏低的因素。我們注意到，歐洲一體化的發展在很大程度上與明確的政府政策有關，該等政策與私營部門的發展相配合。就此而言，近年亞洲各地的政府致力發展債券市場[18]。此舉將有助促進區內債券投資及深化區內金融一體化的發展。

[17] Chelly-Steeley 研究認為取消外匯管制使歐洲的股票市場更趨緊密。見Chelly-Steeley P.L. and J.M. Steeley, 1999, "*Changes in the Co-movement of European Equity Markets*", Economic Inquiry 37 (3), 第473-488頁。

[18] 這包括東亞及太平洋地區中央銀行會議的亞洲債券基金方案（EMEAP Asian Bond Fund Initiative）、東盟+3的亞洲債券市場方案（ASEAN+3 Asian Bond Market Initiative），以及亞太經濟合作組織的證券化及信用保證市場發展方案（APEC Initiative on the Development of Securitisation and Credit Guarantee Markets）。

香港的證券投資

香港是亞洲區的主要證券投資者，2004年在區內的投資達668億美元(是2001年的324億美元的兩倍多)，其中364億美元為股票投資，304億美元為債券投資。

亞洲投資者在香港的投資亦大幅增加60.3%，由2001年的116億美元增至2004年的186億美元，反映香港作為區內金融中心的重要性不斷提升。

以國家的組成而言，中國內地是香港的證券投資的主要目的地，而日本所佔比重則有所下降。正如圖B1所示，香港在內地的證券投資額已由2001年的84億美元(佔亞洲證券投資總額的25.9%)，增加至2004年的281美元(42.1%)。有關升幅主要來自股票持有量，反映香港居民購入H股(香港居民購入本港上市境外公司發行的股票在國際收支平衡統計數據中被記錄為海外證券投資)。相反，雖然香港在日本的證券投資額由2001年的92億美元增加至2004年的100億美元，但日本證券投資在香港持有的亞洲證券投資總額中所佔的比例卻由2001年的28.6%下降至2004年的14.9%。

另一方面，亞洲投資者在香港的投資大幅上升，並以日本及新加坡為主(表B1)。於2004年，日本在香港的證券投資佔香港的證券投資總額的52.0%。日本在香港的投資由2001年的61.2億美元增加至2004年的97億美元，增幅為57.8%。有關增長主要來自股票投資，這方面的投資由48億美元增至91億美元。新加坡在香港的證券投資佔的比重則為44.8%。其於2004年的投資額為83億美元，比2001年的47億美元高75.2%。有關增幅主要來自股票投資的增長，這方面的投資由31億美元增至57億美元；債券投資亦由16億美元增至26億美元。亞洲投資者在香港的股票投資增加，可能是因為在香港上市的H股數目增加，而這些投資者又有意投資於這些股票。這反映跨境上市有助促進區內金融一體化的發展。

表 B1

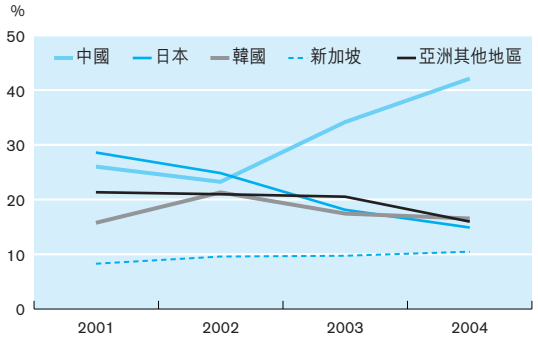
按主要亞洲投資者分析的在香港的證券投資(2004年)

來源地	佔總額的比重
日本	7.7
新加坡	6.7
韓國	0.2
其他	0.2
亞洲總額	14.8
備註：	
- EU-15	44.6
- 美國	29.8

資料來源：基金組織

圖 B1

香港在亞洲的證券投資資產



資料來源：基金組織

附件 1

基金組織的統一證券投資調查（證券投資調查）

證券投資調查收集有關跨境持有的股票及債券的總額，該等股票及債券按進行調查時的市價計值，並按發行機構的所在地劃分。證券投資調查收集於參考年度12月底的持有證券數據。有關個別經濟體系的居民持有由非居民發行的證券的數據（申報數據）及非居民持有由居民發行的衍生數據（衍生數據）的調查結果[19]都是以距陣形式按地理區域表列。按地理區域劃分的申報數據僅限於參與證券投資調查的經濟體系，按地理區域劃分的衍生數據則涵蓋由所有經濟體系發行，並被參與證券投資調查的經濟體系所持有的證券。

基金組織於1997年進行首次證券投資調查，並由2001年起每年進行一次。1997年的證券投資調查只涉及29個經濟體系，而2001年的證券投資調查涉及的範圍擴大至67個經濟體系，其中包括離岸及金融中心。這兩次調查都有申報經濟體系在223個目的地經濟體系的雙邊狀況。證券投資調查數據並不包括參與經濟體系的直接投資情況。根據相同的概念及定義，個別經濟體系的證券投資調查數據涵蓋範圍與有關經濟體系的國際投資狀況報表中所列的證券投資資產的涵蓋範圍一致。

背景

證券投資調查的目的是提升有關以股票及債券形式持有的證券投資資產的數據。調查的主要目的是：

- 收集全面的資料，其中包括發行機構所在國家的地理區域資料、用於編製或改進證券投資資本的國際投資狀況統計資料的跨境股票及債券總額的資料；及

- 交換數據。在得出證券投資調查的結果後，參與經濟體系相互之間及與沒有參與調查的經濟體系之間可交換數據。透過交換數據（須遵守保密限制），參與經濟體系應能改進有關非居民持有的證券投資負債的統計資料及相關的金融流向與投資收入數據。（有關非居民債權人的地理區域分布資料亦可得悉。）

證券投資調查是因應基金組織在1992年發表的《評估國際資本流向報告》所載建議作出。該報告提出由於金融市場開放、金融創新以及投資者行為模式轉變，跨境證券投資日趨重要。然而，鑑於國際流向日益開放，評估跨境證券投資出現困難。有關的困難從全球層面上錄得金融資產與負債不平衡，較高的流量通常被列為負債而非資產的情況可見一斑。

基金組織轄下的國際收支平衡統計數據委員會於1993年決定推廣對長期證券投資的國際統一基準調查的概念，以方便進行跨境比較、交換數據，以及鼓勵採用劃一標準及最佳慣例。透過對持有的證券進行基準調查，許多國家都能按市價對其居民持有的證券投資結餘作出合理估計，而並非只是總結國際收支平衡流量。這樣可得出更準確的估計，從而可在某程度上減低全球層面的失衡程度。編製該等數據亦可作為日後交換數據，及可能以資產代替負債數據（尤其以雙邊形式）的基礎。

[19] 證券投資調查的結果以4類表呈列：(i) 列載個別經濟體系數據的表（不包括持有作為儲備資產的證券）；(ii) 列載持有作為儲備資產的證券的數據及有關國際組織的數據的表；(iii) 以距陣形式按地理區域劃分的個別經濟體系的數據的表；及(iv) 列載證券投資調查的全球結果的表。

附件 2

EA-8經濟體系持有的證券投資的地理區域分布（按價值）

（十億美元）

	EA-10				EU-15				美國			
	2001	**2002**	**2003**	**2004**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**
日本	21.5	20.0	22.5	28.7	497.8	529.0	641.5	753.7	490.2	499.0	620.2	694.4
香港	32.4	35.2	57.6	66.8	51.5	73.5	97.8	118.7	39.3	37.0	46.7	59.6
韓國	1.7	1.6	1.4	2.1	1.2	1.8	4.6	9.2	3.8	5.7	8.0	12.7
新加坡	32.6	27.6	39.0	56.2	33.7	48.4	54.7	58.6	18.0	20.9	26.4	31.8
印尼	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.5	0.2
馬來西亞	0.8	0.8	0.8	0.8	0.5	0.3	0.4	1.3	0.2	0.3	0.4	0.5
菲律賓	0.1	0.2	0.3	0.2	0.1	0.2	0.7	1.2	1.8	2.3	2.5	2.9
泰國	0.3	0.1	0.2	0.4	0.2	0.1	0.6	0.4	0.3	1.3	1.7	0.5
EA-8	89.5	85.6	121.9	155.3	585.2	653.7	800.6	943.3	553.8	566.9	706.2	802.5
EA-8 (不包括日本)	48.0	52.7	83.6	108.0	87.4	124.7	158.5	188.6	63.6	67.9	86.0	108.2
備註：												
EU-15	316.8	272.1	440.6	608.7	3602.2	4374.8	6132.5	7709.0	1219.3	1291.7	1679.1	1991.4

附件3

EA-8經濟體系持有的股票的地理區域分布（按價值）

（十億美元）

	EA-10				EU-15				美國			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
日本	8.2	6.8	11.2	17.4	69.9	62.0	80.0	109.5	123.5	108.5	142.8	176.2
香港	12.9	13.3	28.8	36.4	28.8	28.0	39.7	56.5	11.5	5.0	8.0	12.7
韓國	0.4	0.4	0.3	0.7	0.2	0.1	1.7	4.8	0.5	0.7	1.0	2.4
新加坡	15.3	15.4	19.6	26.8	5.3	5.8	6.4	7.7	6.0	6.2	8.2	10.5
印尼	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
馬來西亞	0.7	0.6	0.7	0.7	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
菲律賓	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
泰國	0.0	0.0	0.1	0.3	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
EA-8	37.5	36.4	60.7	82.4	104.3	96.0	128.0	178.7	141.6	120.7	160.2	202.1
EA-8 (不包括日本)	25.5	25.4	42.9	55.9	34.3	34.0	48.0	69.2	18.1	12.2	17.4	25.9
備註：												
EU-15	209.5	192.8	318.8	429.4	1383.5	1291.6	1817.6	2347.7	590.4	531.7	763.1	895.8

EA-8經濟體系持有的債券的地理區域分布（按價值）

（十億美元）

	EA-10				EU-15				美國			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
日本	13.3	13.2	11.3	11.2	427.9	467.0	561.5	644.3	366.7	390.5	477.4	518.2
香港	19.4	21.9	28.8	30.4	22.7	45.5	58.2	62.2	27.8	32.0	38.7	46.9
韓國	1.3	1.2	1.1	1.3	1.0	1.6	2.8	4.4	3.3	5.0	7.0	10.3
新加坡	17.3	12.2	19.4	29.3	28.4	42.7	48.3	50.9	12.0	14.7	18.2	21.3
印尼	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.2	0.3	0.4	0.2
馬來西亞	0.1	0.1	0.1	0.1	0.5	0.2	0.4	1.3	0.1	0.0	0.3	0.4
菲律賓	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	1.8	2.2	2.4	2.8
泰國	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	0.5	0.2	0.3	1.3	1.6	0.4
EA-8	52.0	49.0	61.0	72.8	480.9	557.4	672.0	763.8	412.2	446.0	546.0	600.5
EA-8 (不包括日本)	22.5	27.2	40.4	52.1	53.1	90.4	110.5	119.5	45.5	55.5	68.6	82.3
備註：												
EU-15	107.3	87.0	114.8	178.3	2218.7	3095.0	4300.1	5361.2	628.9	760.0	916.0	1095.6

EA-8經濟體系持有的股票的地理區域分布(按於持有的股票總額所佔比重)

(佔總額%)

	EA-10				EU-15				美國			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
日本	3.6	3.2	4.1	4.8	30.8	29.4	29.2	30.0	54.3	51.5	52.0	48.3
香港	13.7	13.9	18.8	18.2	30.5	29.3	26.0	28.3	12.1	5.3	5.2	6.4
韓國	29.1	21.2	8.4	8.1	12.5	7.4	51.1	53.5	35.0	38.8	28.1	26.8
新加坡	48.7	46.5	45.5	47.0	16.8	17.4	14.8	13.4	19.3	18.8	19.0	18.4
印尼	95.2	13.2	23.9	2.3	3.8	58.7	55.1	44.4	0.0	0.0	6.1	1.7
馬來西亞	49.3	35.5	77.4	68.0	4.1	5.3	5.2	7.8	5.1	7.7	10.9	9.0
菲律賓	3.2	0.9	0.9	1.8	12.7	0.0	0.1	0.1	82.9	84.2	86.3	77.1
泰國	43.9	41.0	31.4	45.1	9.8	18.1	21.1	18.6	17.1	3.6	9.6	4.0
EA-8平均比重	10.5	10.6	12.8	12.9	29.3	28.0	26.6	27.8	39.7	35.1	33.7	31.7
EA-8 (不包括日本)	19.8	19.1	21.4	20.9	26.8	25.7	23.9	25.5	14.0	9.0	8.6	9.4
備註：												
EU-15平均比重	8.6	8.3	9.6	10.1	56.5	55.6	54.6	55.5	24.1	22.9	22.9	21.2

EA-8經濟體系持有的債券的地理區域分布（按於持有的債券總額所佔比重）

(佔總額%)

	EA-10				EU-15				美國			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
日本	1.3	1.1	0.8	0.7	40.3	39.4	38.8	39.2	34.5	33.0	33.0	31.5
香港	17.5	14.8	15.8	15.1	20.4	30.7	31.9	30.9	25.0	21.6	21.2	23.3
韓國	19.9	12.4	7.9	7.0	15.1	16.8	20.4	22.7	49.1	51.6	50.3	53.3
新加坡	23.4	14.0	18.2	23.9	38.5	48.8	45.4	41.4	16.2	16.8	17.1	17.3
印尼	19.6	10.3	11.1	9.7	30.6	31.8	15.6	28.8	35.5	32.9	25.0	15.7
馬來西亞	15.0	29.9	12.4	6.0	51.9	36.7	39.1	56.3	14.8	5.2	30.6	17.4
菲律賓	6.0	2.8	2.6	3.8	3.0	1.2	2.0	1.2	86.6	81.2	68.1	63.6
泰國	29.2	2.0	2.3	6.1	26.6	8.1	22.2	26.2	37.4	80.4	67.4	45.9
EA-8平均比重	4.3	3.4	3.5	3.6	38.2	38.8	38.1	38.2	32.6	30.9	30.9	30.0
EA-8 (不包括日本)	11.5	10.8	13.0	14.8	27.1	36.0	35.5	33.7	23.0	22.0	22.0	23.1
備註：												
EU-15平均比重	3.0	1.9	1.8	2.3	62.4	66.1	68.3	68.8	17.7	16.2	14.6	14.1

附件4

EA-10經濟體系的投資者持有的證券資產的地理區域分布(按價值)

(十億美元)

	EA-8				EU-15				美國			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
中國	11.7	11.2	24.8	35.3	4.5	5.1	13.1	16.1	3.0	5.0	13.7	12.7
日本	20.0	12.9	15.8	18.6	201.0	185.9	273.4	387.8	197.8	195.4	291.9	369.8
香港	11.6	9.2	14.1	18.6	44.1	25.8	41.5	55.8	32.0	23.7	37.7	37.4
韓國	14.2	17.7	21.6	24.3	22.8	27.9	42.4	55.8	34.5	39.6	53.4	73.6
新加坡	5.6	7.1	9.2	11.3	17.4	11.7	16.1	22.3	22.8	19.9	25.0	29.2
台灣	3.9	4.5	5.6	6.6	14.3	5.4	23.7	31.0	19.9	7.3	27.2	34.9
印尼	1.2	2.8	3.0	3.7	1.6	0.9	4.5	6.2	1.8	3.1	5.1	7.0
馬來西亞	12.3	12.2	16.1	26.5	4.9	3.4	9.7	16.3	4.3	6.4	8.0	10.7
菲律賓	4.2	3.4	3.4	3.3	2.5	1.9	6.7	6.8	4.0	4.6	5.0	5.7
泰國	4.8	4.6	8.3	7.0	3.9	4.1	9.5	10.5	2.7	3.3	7.3	7.1
EA-10	89.5	85.6	121.9	155.3	316.8	272.1	440.6	608.7	322.9	308.1	474.3	588.1
EA-10(不包括日本)	48.0	52.7	83.6	108.0	115.9	86.2	167.2	220.8	125.0	112.7	182.5	218.2
備註												
EU-15	585.2	653.7	800.6	943.6	3602.2	4374.8	6132.5	7709.0	1203.6	1136.3	1537.8	1769.1

附件 5

EA-10經濟體系的投資者持有的股票的地理區域分布(按價值)

(十億美元)

	EA-8				EU-15				美國			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
中國	7.3	7.4	19.6	28.8	3.1	4.0	11.4	12.9	2.4	3.9	13.1	11.6
日本	3.8	4.3	6.5	9.1	125.8	115.2	183.2	255.4	170.7	155.6	255.5	330.4
香港	8.1	5.9	9.5	15.1	34.4	24.0	38.6	49.2	30.2	22.0	36.2	35.4
韓國	2.7	3.3	3.9	5.9	15.4	20.8	32.6	43.8	29.5	33.3	49.1	66.6
新加坡	2.8	2.6	4.1	4.7	9.2	9.3	12.7	16.9	21.4	18.0	21.9	24.0
台灣	2.9	2.8	4.4	4.6	13.6	10.0	21.2	28.2	19.6	7.0	27.0	34.6
印尼	0.4	1.5	1.1	1.7	1.2	1.6	3.6	5.2	1.5	2.3	4.4	6.1
馬來西亞	6.4	5.3	5.2	7.2	3.2	3.9	5.9	6.9	2.6	3.0	4.1	6.5
菲律賓	0.8	0.6	0.6	0.7	0.6	0.4	0.9	1.2	1.3	1.0	1.6	2.2
泰國	2.3	2.7	5.6	4.7	3.1	3.7	8.7	9.7	1.9	2.5	6.5	6.0
EA-10	37.5	36.4	60.6	82.4	209.5	192.8	318.8	429.4	281.1	248.7	419.4	523.4
EA-10(不包括日本)	25.5	25.4	42.9	55.9	83.7	77.6	135.6	174.0	110.4	93.1	163.9	193.0
備註												
EU-15	104.3	96.0	128.0	178.7	1383.5	1291.6	1817.6	2347.7	843.4	689.2	977.0	1167.4

EA-10經濟體系的投資者持有的債券的地理區域分布(按價值)

(十億美元)

	EA-8				EU-15				美國			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
中國	4.4	3.8	5.1	6.5	1.4	1.1	0.9	3.1	0.6	1.0	0.7	1.1
日本	16.2	8.5	9.3	9.5	75.2	70.7	90.2	132.5	27.1	39.9	36.4	39.4
香港	3.5	3.3	4.4	3.5	9.7	1.8	2.9	6.7	1.9	1.7	1.5	2.0
韓國	11.4	14.4	17.7	18.4	7.4	7.1	5.0	12.0	4.9	6.3	4.3	7.0
新加坡	2.8	4.6	5.1	6.6	8.2	2.5	3.4	5.5	1.4	1.9	3.1	5.2
台灣	1.1	1.7	1.2	2.0	0.7	0.3	1.1	2.7	0.3	0.3	0.3	0.3
印尼	0.7	1.2	1.8	2.0	0.4	0.2	0.9	1.0	0.3	0.8	0.7	0.9
馬來西亞	5.9	6.8	10.9	19.3	1.7	1.2	3.8	8.5	1.7	3.3	3.9	4.2
菲律賓	3.4	2.8	2.8	2.7	1.9	1.7	5.8	5.5	2.7	3.5	3.4	3.5
泰國	2.4	1.9	2.7	2.3	0.8	0.5	0.8	0.8	0.8	0.7	0.9	1.2
EA-10	52.0	49.0	61.0	72.8	107.3	87.0	114.8	178.3	41.7	59.4	54.9	64.7
EA-10(不包括日本)	22.5	27.2	40.4	52.1	32.2	16.3	24.5	45.8	14.6	19.5	18.6	25.3
備註												
EU-15	480.9	557.4	672.0	763.8	2218.7	3095.0	4300.1	5361.2	360.2	447.1	560.7	601.7

EA-10經濟體系的投資者持有的股票的地理區域分布
(於全球投資者持有的股票總額中所佔比重)

(佔總額%)

	EA-8				EU-15				美國			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
中國	54.9	44.6	42.7	51.9	23.2	24.3	24.8	23.2	17.8	23.9	28.4	21.0
日本	1.1	1.4	1.3	1.4	37.8	37.6	36.9	39.5	51.4	50.8	51.5	51.1
香港	10.2	9.8	9.7	13.9	43.0	40.1	39.1	45.4	37.7	36.7	36.7	32.7
韓國	5.3	5.4	4.3	4.7	29.7	33.8	35.3	35.0	57.0	54.1	53.1	53.3
新加坡	7.7	8.1	9.7	9.7	25.5	29.3	30.3	34.7	59.1	56.7	52.2	49.3
台灣	7.4	13.0	7.9	6.5	34.9	46.6	38.1	40.0	50.3	32.8	48.5	48.9
印尼	11.9	20.0	8.3	9.2	32.4	20.9	27.3	28.6	42.5	30.6	33.2	33.7
馬來西亞	49.4	42.0	32.3	31.9	24.6	30.9	36.4	30.9	20.0	23.8	25.3	28.8
菲律賓	22.0	29.1	17.7	15.2	16.8	20.5	26.7	28.7	39.0	48.4	49.9	51.6
泰國	29.9	28.8	24.8	21.9	39.6	38.7	39.0	45.1	24.6	26.9	28.9	27.7
EA-10平均比重	6.5	6.9	6.8	7.4	36.1	36.4	36.0	38.3	48.4	47.0	47.4	46.7
EA-10(不包括日本)	10.3	11.4	11.0	11.8	33.7	34.8	34.8	36.7	44.5	41.8	42.0	40.7
備註												
EU-15平均比重	3.9	4.0	3.8	4.3	52.4	54.2	54.3	56.0	31.9	28.9	29.2	27.8

EA-10經濟體系的投資者持有的債券的地理區域分布
(於全球投資者持有的債券總額中所佔比重)

(佔總額%)

	EA-8				EU-15				美國			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
中國	62.6	61.0	72.1	58.0	20.1	17.4	12.1	27.6	9.0	16.1	9.4	9.6
日本	7.7	4.3	4.0	3.3	35.9	35.5	39.2	46.2	12.9	20.0	15.8	13.7
香港	20.7	41.6	43.0	22.2	58.2	23.0	28.2	42.0	11.3	21.3	14.1	12.3
韓國	45.9	50.6	63.9	47.7	29.5	25.1	18.0	31.1	19.8	22.2	15.6	18.1
新加坡	19.6	44.3	39.1	34.7	56.2	23.8	25.5	28.6	9.9	18.6	23.3	27.4
台灣	51.4	74.0	43.8	38.6	32.6	12.5	42.3	52.5	12.2	11.2	9.6	6.4
印尼	37.9	38.5	33.4	31.1	21.5	5.2	17.1	16.4	16.1	25.3	12.6	13.7
馬來西亞	61.3	57.9	57.2	59.1	17.9	10.5	20.0	26.1	17.3	28.2	20.3	12.9
菲律賓	37.0	32.3	22.0	20.7	20.8	19.7	45.3	43.2	28.8	41.2	26.5	27.0
泰國	57.6	56.8	58.7	52.4	18.1	13.5	16.5	16.9	18.5	21.6	18.7	25.9
EA-10平均比重	17.3	17.4	18.3	16.8	35.8	30.9	34.5	41.2	13.9	21.1	16.5	14.9
EA-10(不包括日本)	24.9	33.2	39.4	35.6	35.6	19.9	23.9	31.3	16.2	23.8	18.1	17.3
備註												
EU-15平均比重	13.2	11.4	10.2	9.5	60.7	63.5	65.2	66.9	9.9	9.2	8.5	7.5

附件 6

亞洲區內的跨境銀行債權

(十億美元)

	2001	2002	2003	2004	2005
日本	119.3	93.6	93.3	111.2	123.4
香港	210.0	195.0	210.0	252.1	245.5
韓國	—	—	18.1	21.1	—
台灣	22.1	20.7	22.9	23.7	30.6

資料來源：國際結算銀行、金管局估計數字

(參考資料見英文部分第24頁。)