

對於國際收支平衡統計的傳統闡釋，主要着眼於「整體」國際收支平衡狀況。然而，這種整體狀況只能反映官方儲備資產的變動。即是說，整體盈餘或赤字未能反映自發性衝擊 (autonomous shocks) 對對外支付的影響及促使儲備資產變動的因素。為了確定這些衝擊的性質，我們要研究利率、匯率、資產價格與經濟活動等其他經濟變數 (economic variables)。

香港的儲備資產出現變動，主要是因為對流動資金的需求出現變化，或外匯基金持有的美元資產因轉撥財政儲備帳 (fiscal transfers) 等原因而有所增減。至於私人部門對港元資產的投資需求變動，則主要反映在港元及美元的息差上。

2000年第1季錄得整體國際收支赤字，主要原因是對有關現金的流動資金需求減少，而並非如一些分析所指，與港元資產的投資組合需求減少有關。儘管第2季錄得國際收支盈餘，但是從利率上升，資產價格大幅調整可見，與第1季比較，自發性流入的資金 (autonomous flows) 可能有所減弱。不過，在2000年下半年，利率降至低於美元利率的水平，這可能反映自發性資金流入增強。

I. 引言

香港自1999年起開始公布國際收支平衡統計資料¹，並由2000年6月起每季公布全面的統計資料，其中包括資本帳的細項。市場人士在闡釋這些統計數字時，傾向着重整體國際收支盈餘或赤字²。整體盈餘表示經濟實力強勁，赤字則令人關注。此外，官方儲備往往被視為被動項目，主要作用是就經常帳及金融與資本帳之間的失衡狀況而相應地作出調節。本文會檢討一些常見的觀念，指出要對國際收支平衡統計資料作更有意義的闡釋，更需要分析如利率、匯率及經濟活動等其他變數，因為這些變數反映各個國際收支平衡組成部分的自發性變動的調整。此外，我們也會研究影響外匯基金外幣資產走勢的主要因素，並分析其對國際收支平衡狀況的影響，而不會假設儲備資產僅為被動的調節項目。

本文結構如下：下一節列出國際收支平衡統計的幾個主要概念。第III節會討論闡釋有關統計資料涉及的幾個問題，說明為何事後的數字

(ex-post figures) 也許不能提供很多有關對外支付的自發性衝擊的資料。同時，官方儲備的水平本身可能是一個政策目標，迫使其他組成部分作出調整，而並不是因為經常帳與資本帳之間的失衡狀況而相應地變動。第IV節會集中在香港，研究3種外來衝擊對本港儲備資產造成的影響：(i)紙幣需求及結算餘額的變動；(ii)私人部門對港元資產的投資需求的變動；及(iii)外匯基金持有的美元資產因財政轉移等因素而出現的變動。第V節會參考2000年的國際收支平衡統計，說明如果我們不依循傳統概念，對有關的闡釋會有甚麼影響。最後一節則會作出總結。

II. 國際收支平衡統計概覽

國際收支平衡表綜合記錄一個經濟體系與世界各地的經濟往來，包括兩個主要核算帳：(i)經常帳 (記錄貨物與服務的交易、投資收益及其他要素收入，以及經常轉移)；及(ii)金融與資本帳 (記錄財務債權與負債，以及資本轉移)。下文列載一些主要概念。

1 第一套國際收支平衡統計資料是1997年的數字，於1999年公布，列載經常帳的細項、金融與資本帳的整體差額，以及儲備變動淨額。第一套載有金融與資本帳細項的國際收支平衡統計資料始自1998年度數字，季度統計資料則由1999年第1季數字開始。

2 整體國際收支平衡狀況是經常帳及資本與金融帳的非儲備部分的差額之和，再加淨誤差與遺漏，相等於儲備資產的變動。

- (i) 會計等式：國際收支平衡表是以複式記帳制編製。換言之，每項交易都是以兩個項目——「貸方」及「借方」——作記錄（即一正一負），兩者之和是零。例如，貨物出口（經常帳上的貸方）會由進口商向出口商的支付來配合，海外人士的淨債權因而增加（金融與資本帳上的借方）。因此，理論上，經常帳差額及金融與資本帳差額相加往往等於零，不過由於有誤差與遺漏存在，所以實際上兩者相加很少會等於零。
- (ii) 支付對外交易：經常帳不平衡，便需要對外融資。具體來說，如出現經常帳赤字，便要增加負債或減少債權。相反，若有經常帳盈餘，外債便會減少，或對外資產增加。金融價格（即匯率與利率）會在短期內出現調整，以確保經常帳與金融及資本帳的失衡會互相抵銷。
- (iii) 整體國際收支平衡狀況：為了賦予國際收支平衡更豐富的經濟涵義，金融與資本帳往往被分為儲備資產與非儲備部分，後者反映私人資金流量。此外，傳統的分析傾向假設儲備資產變動，是因其他國際收支平衡組成部分的失衡導致。這個概念可能是受過去的經驗影響：當時國際貨幣秩序的主要特色是各經濟體系多數奉行固定匯率制度，資金流動性低，限制了資金流動對金融資產收益的敏感度。當時的假設是，儲備資產會因應貿易狀況或私人資金流量被動地作出調整。因此，儲備資產減少會被視為對外支付狀況「惡化」，而儲備資產增加則被視為對外支付狀況有所「改善」。

III. 闡釋國際收支平衡統計涉及的問題

過去幾十年間，傳統概念的許多基礎假設均出現了變化。例如，隨着金融市場全球化，資金流

向對金融收益的敏感度已大為提高。此外，今時今日各經濟體系的匯率安排均有所不同，反映不同的調整取向，以恢復對外平衡。最後，儲備資產作用不僅限於作為其他國際收支平衡組成部分的被動平衡項目。因此，我們有需要重新研究國際收支平衡統計究竟有甚麼意義。

國際收支平衡統計記錄已發生的對外交易。因此，有關數字反映以下兩者的相互關係：(i)個別組成部分的自發性變動或外來因素引起的變動；及(ii)因應利率及匯率走勢（由其他國際收支平衡組成部分的變化引致的）而出現的變動。我們認為每個組成部分，無論是經常帳、私人資金流量或儲備變動，都包含自發性及由外來因素引發的元素，這種看法與普遍接納的觀念不同。

以經常帳為例。這個組成部分的自發性衝擊包括海外活動的變化或影響競爭力的海外價格走勢。除這些因素外，國際收支平衡的其他組成部分的變動亦會「引發」經常帳結餘出現變化。舉例來說，美國經濟表現強勁，加上「新經濟」的吸引，大量資金流入美國。結果令美元偏強，連同投資與消費均位於高水平，經常帳赤字由1992年相當於國內生產總值的³/₄%，擴闊至近期接近5%的歷史高位。赤字能否持續，主要視乎流入的資金會否扭轉流向，流出美國經濟體系。由這個例子可見，從整體國際收支平衡狀況來作分析，能更深入理解經常帳的變化。

私人資金流量的闡釋有時候亦會引起混淆，原因是許多分析員以這些數字作為反映本地資產與海外資產的基本需求的指標，並認為淨流出是表示本地資產需求疲弱。這種看法忽略了資金流量受其他經濟因素影響的程度。為說明這一點，假設本地競爭力因外來因素（例如是海外價格上升）影響而有所提高，令經常帳盈餘增加，帶動本地活動與儲蓄增長，匯率亦會上升。由於經常帳狀況改善，會出現資金外流，但這種資金外流的情況並不反映本地

資產需求減弱，相反是因為產量增加令本地儲蓄增長。

透過研究資金流量數據，以及利率、匯率及資產價格等其他經濟變數，能更有意義地確定本地資產的基本需求的自發性變動。在類似亞洲金融風暴期間出現的大量資金撤離的情況，我們會看到利率急升、匯率大幅貶值，以及資產價格急劇下挫。調整的壓力通常會影響到其他國際收支平衡的組成部分，例如是進口需求收縮，就正如大部分亞洲經濟體系在金融危機過後的情況一樣。

另一個情況是，持續的經常帳盈餘令對外資產增加。在這種情況下，我們通常都會留意到由於匯率偏強及利率偏低，會出現資金淨流出。我們不宜對這類資金流量加以負面闡釋，因為它們日後能帶來海外投資收入。以日本為例，隨着其對外金融資產由1984年相當於本地生產總值的28%，增加至1999年的62%，其對外投資收入也相應地由本地生產總值的1½%，增加至4¼%（圖1）。同期，新加坡的對外投資收入也由本地生產總值的8¾%，大幅增加至17¾%，表明對外收入對小規模開放型經濟體系的重要性。

令國際收支平衡統計的分析出現最多問題的，是儲備組成部分。將儲備視為被動項目，其作用是因應其他組成部分的失衡狀況而調節這種看法過於簡單。試想想在一個自由浮動的匯率制度下，有關當局並沒有進行任何儲備操作的活動，以影響匯率。因此，無論對本地或海外資產的需求有任何變動，或任何其他因素可能會影響國際收支平衡組成部分，根據定義，整體國際收支平衡均會是零。這些變動會完全在利率和匯率走勢中反映出來，在評估資金流動轉變方面，整體國際收支平衡數字便變得毫無意義。

在一般情況下，儲備資產的變動往往反映決策者在儲備水平、匯率與利率三者之間所作的取捨。舉例來說，多個亞洲經濟體系，尤其是韓國，把握1998年出現龐大經常帳盈餘的機會，以補充其儲備（圖2）。當然，它們可以累積更大額的儲備，令其後有更多資金流入，但換來的可能是匯率面對下調壓力，利率則面對上升壓力。另一方面，若決策者選擇不累積儲備，其後觀察到的資金流入會較低，但匯率表現會較強勁，利率則位於較低水平。即使在海外投資者對本地資產有相同基本需求的情況下，也有可能出現以上各種結果。

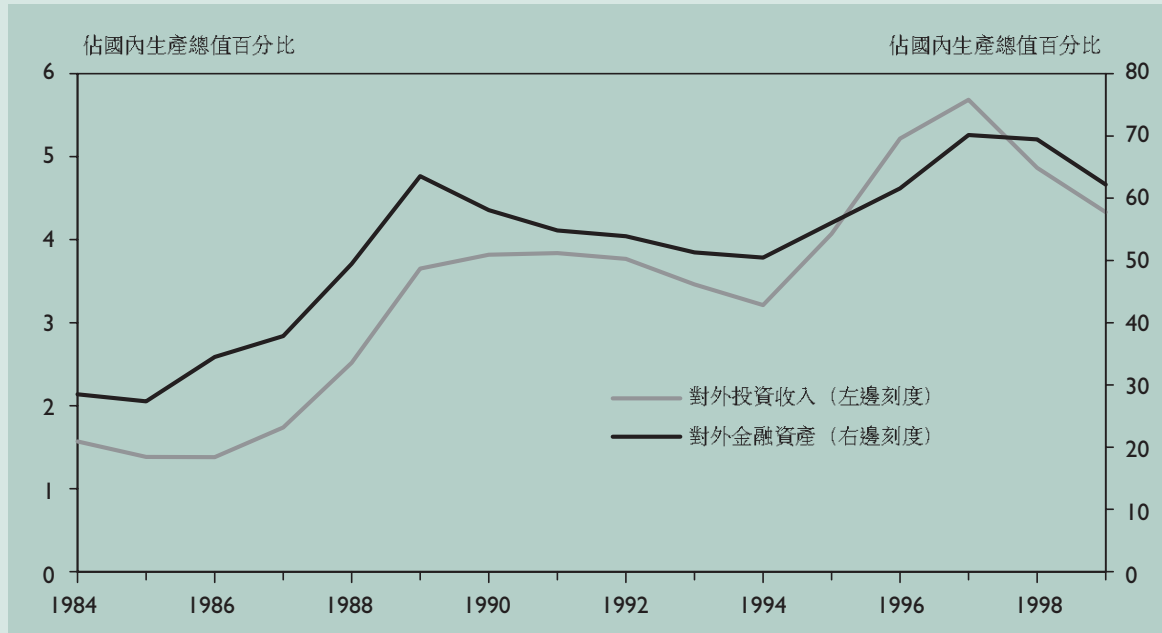
上文提到的政策取捨也決定外匯干預的模式。一個極端是貨幣發行局制度：在這個制度下，貨幣局進行的所有外匯操作的影響均沒有被抵銷（unsterilised）。對本地資產的投資需求減少會對匯率構成下調壓力，觸發干預，即時引致本地流動資金收縮，推高本地利率。在一般情況下，假設用作銀行同業結算的本地流動資金需求實際上不大受利率高低的影響，則流動資金只需出現小幅度的變化，已足以使利率作出大幅變動。在這個制度下，因應外來因素引發的資金流出（或流入）所作的調整完全透過利率進行，利率會上升（或下降）至某個水平，引發足夠的資金流量以抵銷原來的資金流動。³ 視乎調整速度，儲備資產存量應能大致保持穩定。⁴

然而，大部分中央銀行都會透過貨幣市場操作，抵銷其外匯干預對貨幣基礎的影響。它們是以「組合方法」（portfolio channel），即改變本地資產的供應以捍衛匯率，而不是運用利率。具體來說，若外來因素引發的資金流出使匯率面對貶值壓力，中央銀行可買入本地資產，沽出海外資產，從而減少本地資產的供應。相反，若外來因素引發資金流入，中央銀行可出售本地資產，從而增加本地資產的供應，以調節最初資金流入的情況，而又不會對

3 在利率高企引致對流動資金的需求減少的情況下，貨幣基礎會下降，儲備水平亦會相應下調。

4 亞洲金融風暴期間，香港的外匯儲備的確曾於1998年下跌，主要是因為沽售美元資產，以提供買入本地股票所需資金。

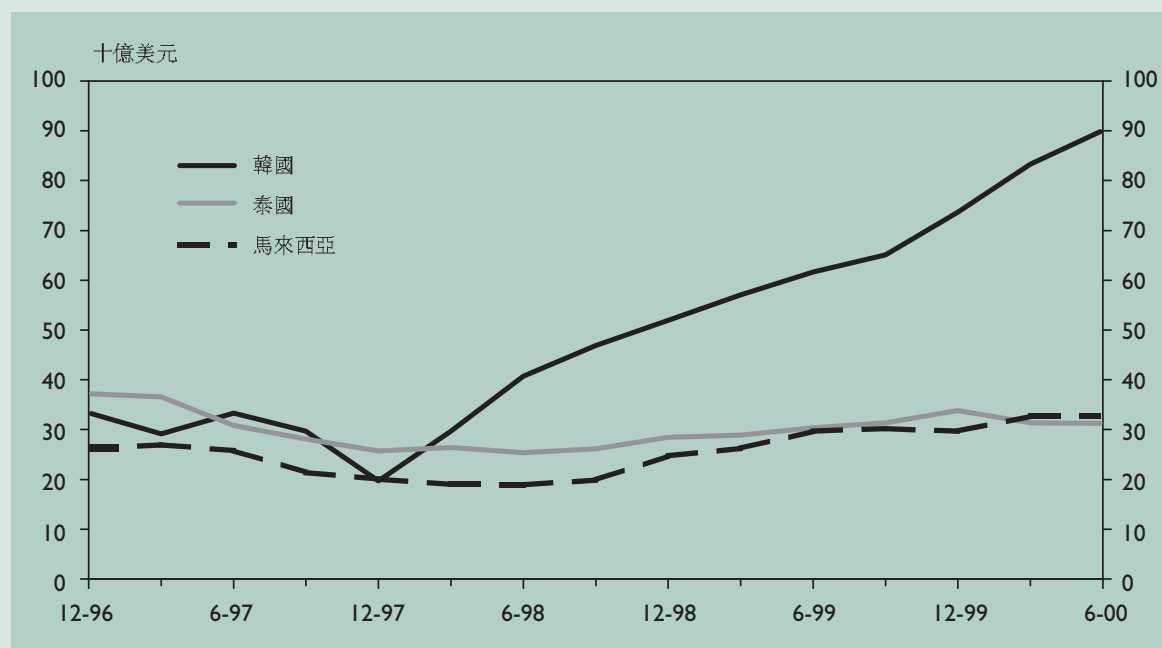
圖1
日本：對外投資收入及對外金融資產



註：對外金融資產指記錄在國際投資狀況項下的所有資產，包括直接投資、組合投資、金融衍生工具、其他投資及儲備資產。

資料來源：國際金融統計 (1999年年刊及2000年10月月刊)、國際收支統計年鑑 (1992年、1996年和1999年)，以及日本大藏省。

圖2
部分亞洲經濟體系的儲備



資料來源：國際金融統計 (2000年10月) 及CEIC資料庫。

匯率造成影響。與沒有抵銷影響的干預比較，運用這種方法，要達到捍衛匯率的目的，儲備需要有較大幅度的變動。

除外匯干預外，官方外幣借貸或償還欠款，以及財政盈餘轉為海外資產等其他因素均會引致儲備資產出現變動。後者更是影響香港儲備變動的重要因素，我們會在下一節加以討論。

IV. 影響香港儲備變動的因素

香港的儲備由外匯基金持有，並由金管局管理。儲備分為3個主要部分：

- (i) 貨幣基礎：包括負債證明書（作為發鈔的支持）與硬幣、銀行體系總結算餘額（總結餘）及外匯基金票據及債券。
- (ii) 財政儲備：庫務局在1976年開始把財政儲備轉撥至外匯基金，以換取計息債務證明書。這些儲備會於有需時付還予庫務局，以應付政府一般收入的開支。
- (iii) 累計盈餘：這是外匯基金的投資收益。

外匯基金的資產分為兩個組合來管理，即支持組合（持有支持貨幣基礎的美元資產）與投資組合（持有其餘資產）。儲備資產會因為以下其中一項因素而出現變動：⁵

- (i) 因私人部門對流動資金需求的變動而影響流通紙幣或總結餘；⁶
- (ii) 在貨幣發行局制度下，私人部門對港元的投資需求轉變，可能會令金管局在貨幣發行局制度下需要買入或沽出港元，以確保匯率穩定；及

- (iii) 因財政儲備轉撥或本地資產交易（如1998年8月收購股份的行動及其後出售有關股份的交易）引致外匯基金持有的外幣資產出現變動。

下文分析這3類外來衝擊如何影響儲備資產、金融變數及國際收支平衡數據。

(i) 流動資金需求的變化

公眾持有紙幣，主要作為交易用途。定量研究顯示，紙幣的需求與名義本地生產總值（反映交易需求）及利率（反映持有紙幣的機會成本）有密切關係。假設對紙幣的需求增加，發鈔銀行會向金管局交出美元，以換取負債證明書。在其他因素相同的情況下，儲備會增加，銀行的淨外幣資產會減少。⁷ 例如，在過渡至公元2000年期間，發行的紙幣在1999年12月增加265億港元（約34億美元）。部分由於這種情況，外匯基金的外幣資產在該月內增長42億美元。

如果紙幣需求出現波動只屬短暫情況，發鈔銀行可暫時容許其外幣資產處於較低水平。然而，若發鈔銀行要把所持的外幣資產回復至原有水平，港元的拋售壓力便會增加。1999年與2000年農曆新年前均曾經出現這種情況，當時與增發紙幣相關連的港元沽售觸發兌換保證交易，使總結餘降至低水平，短期利率隨之攀升，引發資金流入。在這種情況下，儲備會增加，但匯率會面對下調壓力，利率則有上升壓力。當然，若儲備上升是因為港元資產的投資需求增加，這些金融變數的走勢便會與預期相反。

結算餘額方面，需求增加會對利率造成上升壓力，利率高企則會令匯率上升。為了限制匯率的走勢，金管局一般會在市場買入美元，從而增加港

5 除本段所列的因素外，儲備資產可能會因為投資收入與匯價變動而有所增減。來自儲備的投資收入構成在經常帳下所報的投資收入的一部分。匯價變動對資產存量的影響並不包括在國際收支平衡統計內。

6 1998年9月，對外匯基金債券及票據的發行實施禁令。但自1999年4月開始，外匯基金債券及票據發行計劃獲准按照已發行外匯基金債券及票據支付的利息擴展。

7 雖然在聯繫匯率制度下，發鈔銀行可按7.80的固定匯率，以負債證明書換回美元，但它們一般會把負債證明書視為港元資產。

元流動資金的供應。官方儲備會增加，國際收支平衡數據中會錄得資金流入的項目。不過，與外來因素引發投資需求出現轉變的情況不同，利率高企會吸引資金流入。

舉例來說，1997及1998年亞洲金融風暴期間，銀行對流動資金的預防性需求急升。同時，它們不肯定是否能運用當時的流動資金調節機制。因此，銀行減持外幣，使港元結算餘額增加，總結餘水平一度升至420億港元的破紀錄高位。由於市場認為港元貨幣風險增加，因此對港元資產的投資需求減少，流動資金衝擊加劇港元所面對的利率壓力。(圖3)

(ii) 私人部門對港元的投資需求轉變

理論上，外來因素引致港元資產需求增加，會令匯率轉強。金管局會沽港元買美元，以抵銷這種壓力，總結餘及儲備均會上升，利率則會下跌。

相反，若投資需求減弱，匯率轉弱至兌換保證匯率的水平，便會觸發兌換保證交易，引致總結餘與儲備減少，利率隨之上升。這些反應與儲備變動的「傳統」闡釋相符。

然而，無論投資組合需求的變化有多大，儲備都只會出現比較小幅度的變動。尤其較長期的總結餘水平主要取決於銀行體系的流動資金需求。若兌換保證交易是因為組合資金外流而觸發，總結餘又收縮至低於與銀行的流動資金需求一致的水平，利率便會作出強烈的反應。⁸ 因此，因應投資組合衝擊所作的調整主要透過利率渠道進行。港元與美元息差大幅變動，由亞洲金融風暴期間(1997年第4季至1998年第3季)平均330基點的溢價(以1個月期資金計)至2000年頭10個月平均30基點的折讓，反映隨着投資氣氛轉向，投資需求也出現重大變化。⁹ 股價強勁反彈、流入本地股票市場的跨境資金增加，以及銀行存款穩定增長等情況均支持這個觀點。

圖3
總結餘與息差



* 1個月息差於1997年10月23日擴闊至39個百分點

8 利率上升應會減少對結算餘額的需求。然而，根據觀察所得，對結算餘額的需求基本上不受利率影響，除非利率是處於極低水平。

9 1個月期的利率溢價在1997年10月飆升至3,930基點。

(iii) 外匯基金持有的美元資產出現變動

金管局負責管理外匯基金，其投資決定亦會影響儲備水平。事實上，金管局並沒有經常買賣不同貨幣。不過，外匯基金持有的大部分長期資金均投資於外幣資產。對於因財政轉撥或出售股份而流入外匯基金的資金，金管局必須決定是否需要將有關資金轉為外幣，以及轉換的時間。同樣，若庫務局要自外匯基金提取存款，金管局必須決定是否需要出售外幣資產，以及出售的時間；所需資金亦可以由短期港元借款提供。在抉擇時，金管局會考慮當前市況，確保有關的貨幣調換對匯率、流動資金狀況或利率均不會構成過大的壓力。以1999年10月展開的股份出售計劃為例，部分收入用作應付政府提取財政儲備，其餘的絕大部分收入則逐步轉為外幣資產，成為官方儲備的一部分。在其他因素相同的情況下，這項安排可能會對匯率造成下調壓力，或對利率構成上升壓力。然而，金管局把這些收入轉換為外幣時，適值私人部門對港元資產的投資需求大幅增加。從負息差的情況可見，金管局所作的投資變動只是部分抵銷了私人部門對港元資產需求的增加。

V. 2000年的國際收支平衡狀況：從另一個角度再作分析

2000年首季的國際收支平衡統計顯示整體赤字達182億港元，私人資金淨流出完全抵銷了經常帳盈餘。官方儲備按相同的幅度減少。大部分報章的報導均提到，經過1999年第4季出現特別龐大的國際收支盈餘後，2000年第1季卻錄得赤字。部分分析員認為赤字可能與4月份股市調整前的資金淨流出有關。¹⁰

第2季國際收支回復盈餘254億港元。除了經常帳盈餘外，還有私人資金淨流入。市場一般認為

由國際收支赤字轉為國際收支盈餘，表示外來金融流量有所改善。第3季再錄得390億港元的整體盈餘，市場普遍認為這個情況很理想。2000年第4季的國際收支數字尚未公布，但外匯儲備的數據顯示會再度錄得整體盈餘(圖4)。

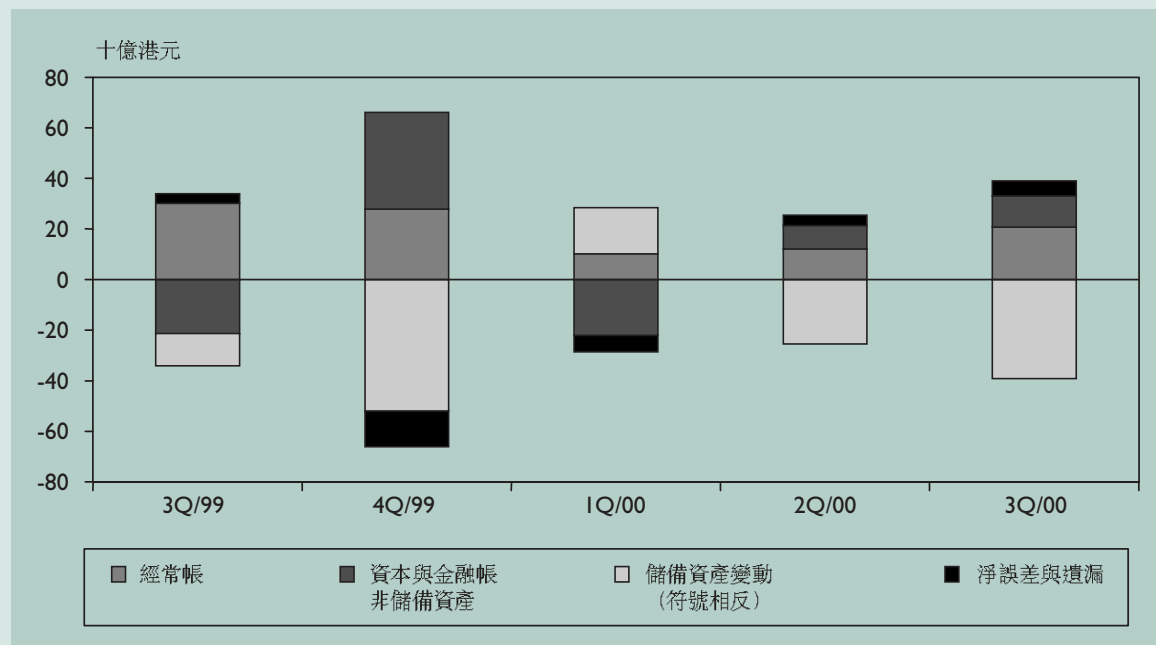
正如第II和第III節提到，整體國際收支平衡狀況只能反映官方儲備資產的變動。我們有需要研究這些變動背後的因素，以了解2000年的情況。過渡至公元2000年後，第1季的流動資金需求大幅減少。流通紙幣下跌207億港元，總結餘(貼現窗運作前)減少約70億港元。隨着銀行贖回負債證明書，以及把結算餘額兌換為美元，官方儲備有所減少。至於其他資金來源，由於稅收季節在年初，所以第1季有財政儲備淨轉移至外匯基金。外匯基金也收到來自出售股份的部分收入。外匯基金把這些收到的款項大部分用作償付港元借款，部分則作為港元存款。因此，官方外匯儲備並未因這些收入增加而受到即時影響。

在其後的季度中，流通紙幣與總結餘大致保持平穩，只是第4季由於臨近聖誕和新年，季節性需求令貨幣發行增加。第2和第3季有財政儲備淨提取，主要由外匯基金出售股份所得收入支付。第4季存入外匯基金的財政儲備則有所增加。隨着外匯基金把所收到的部分款項由港元存款轉為外幣，因此除第1季外，其餘3季的官方儲備均有增加。此外，投資收入及接近下半年時存入外匯基金的財政儲備轉為外幣資產，也令儲備數額增加。

把這些數字與金融變數的走勢合併起來看，我們可以觀察到幾點。首先，經過公元2000年的過渡期後，第1季的流動資金需求顯著下跌。銀行贖回過多的鈔票，以及把結算餘額轉換為美元，令儲備下跌及銀行體系的美元資產增加。銀行增加買入港元，以調整其組合，對利率構成下調壓力。

10 見 2000年9月30日《南華早報》有關「季度國際收支錄得赤字」(Balance of payments in quarter hits deficit)。

圖4
香港的國際收支平衡狀況



註：儲備資產的負數符號表示儲備增加。

第2，港元需求也得到相當龐大的經常帳盈餘（達本地生產總值的3½%）支持。第3，從金融變數的走勢來看，與市場關注出現自發性資金外流的情況相反，第1季可能有自發性資金流入。6個月或以下的港元利率大部分時間均低於同期美元利率。此外，恒生指數在2、3月間急升12%，上升18,302點的高位。根據我們所得的資料顯示，2月初至4月中有大量跨境資金流入香港股票市場。¹¹ 簡言之，若以儲備減少作為外來因素引致資金從香港流出的指標，則含有誤導成分。

2000年第2季經常帳盈餘進一步上升至幾乎達本地生產總值的4%，有助維持對港元的需求。然而，雖然國際收支數字顯示私人資金淨流入，但自發性流入的資金可能減弱，而且部分被外匯基金把港元轉換為美元資產抵銷。因應這些發展，本地利率在4、5月間略高於美元利率，然後在6月再度回落（圖5）。

由4月中至5月底，流入本地股票市場的跨境資金大幅減少，股價在這段期間調整了約25%。同樣，儲備變動並未能反映自發性的私人資金流向。

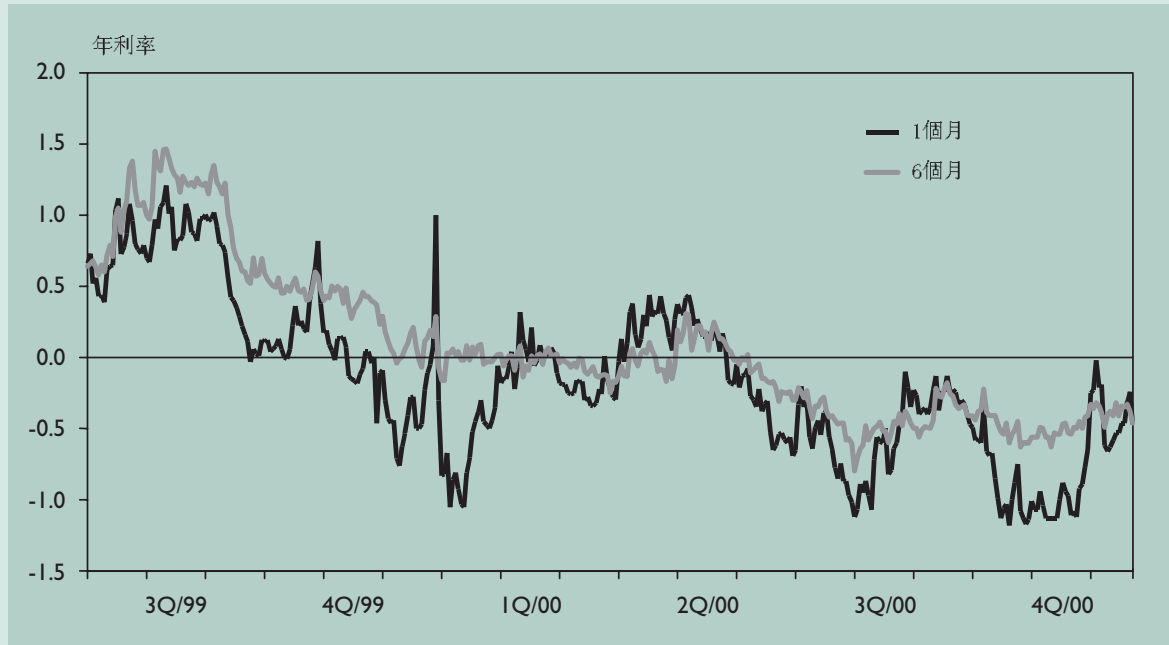
2000年下半年，港元利率下降至低於同期美元利率，反映自發性流入的資金相當強勁。部分資金可能是因為臨近9月底地鐵招股在即，被吸引流入香港。所得資料進一步顯示，流入股票市場的跨境資金在11月和12月有所增加。由於對港元資產的需求強勁，外匯基金把資產由港元轉為美元，並沒有對貨幣與外匯市場造成重大影響。

VI. 總結

本文檢討了市場普遍對闡釋國際收支平衡統計所持的看法。我們認為只是簡單地根據事後錄得的國際收支平衡統計，而推論自發性衝擊的性質，可能會產生誤導。國際收支所錄得的私人資金外

11 有關資料由State Street提供。

圖5
港元與美元的息差



流，可以與港元資產需求的自發性增加並存。相反，私人資金流入亦會與事前發生的 (ex-ante) 需求減少的情況一致。為了更有效確定這些衝擊的性質，我們必須研究促使儲備資產變動的因素，以及金融變數的走勢，例如利率、匯率及資產價格。

我們以2000年香港的具體情況來加以說明上述論點。儲備資產在第1季大幅減少，然後在第2季反彈。不過，這些儲備的變動並不代表私人部門對港元資產的需求自發性地波動，而是受其他因素影響。尤其，經過公元2000年的關鍵期間後，流動資金需求在第1季大幅下跌，令儲備減少。在其後的季度，外匯基金港元資產被轉換為美元。金融變數的走勢反映有關衝擊的基本性質，而這些性質都與常見的國際收支闡釋下所預期的相反。



— 本文由經濟研究處提供