



從統計看香港的國際投資回報

國際貨幣基金組織（IMF）的統計顯示，截至 2016 年，全球十大債權國（即國際投資頭寸為淨資產而非淨負債）分別為日本、中國、德國、香港、瑞士、挪威、新加坡、沙特、英國和荷蘭。日本以擁有 29890 億美元的國際投資淨資產而繼續居全球最大的債權國之位（美國則以 83184 億美元淨負債居全球最大的債務國），中國和德國跟隨其後，香港就以 11807 億美元的國際投資淨資產而自 2013 年超越瑞士以後就一直居全球第四大債權人。香港是一個 730 萬人口的城市型經濟體，雖然人均 GDP 達到 43528 美元，居全球第十四位，較十大債權國當中的日本、中國、德國、沙特和英國為高，但其經濟規模僅大於新加坡，全球排第三十三位。國際投資頭寸和經濟規模一樣是存量的統計，香港這一小型經濟體能擁有如此大的國際投資頭寸，反映其經濟發展和財富累積的程度。

不僅如此，香港作為全球第四大債權人，其國際投資無論是總資產還是淨資產頭寸相當於 GDP 的比率（分別高達 GDP 的 1425% 和 368%）均高居全球之首。尤其是後者，它遠高於同為國際金融中心的新加坡和瑞士的 224% 和 131% 的比率，反映香港既是高度外向型的發達經濟體，也是亞洲區內擁有龐大跨境投資的首要的國際金融中心。

在統計上，GDP（Gross Domestic Product，本地生產總值）是指一個國家或地區境內的所有常住生產單位在一個指定的期間內未扣除固定資本消耗的生產總值。GNP（Gross National Product，本地居民生產總值）則是指一個經濟體系內的居民由從事各項經濟活動而賺取的收益，不論該等經濟活動是否在該經濟體系內進行。GNP 等同 GNI（Gross National Income，本地居民總收入）。

戴道華
高級經濟研究員
Tel: 28266187
michaeldai@bochk.com



歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握

聲明：
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

GDP 和 GNP 的關係為：

$$\text{GNP} = \text{GDP} + \text{對外要素收益流動淨值 (即本地居民從經濟領域外所賺取的要素收益 (即收益流入) - 非本地居民從經濟領域內所賺取的要素收益 ((即收益流出)))}$$

據此，居民在外賺取的投資收益大於非居民在本地賺取的投資收益，GNP 就會大於 GDP。香港擁有絕對金額全球第四大、相對金額全球第一大的對外淨資產，那麼它從海外資產上賺取的投資回報理應超過外國投資者從香港賺取的投資回報，香港的 GNP 理應大於 GDP。事實也如此，根據政府統計處的統計，自有統計的 1993 年以來，除 1996 和 1997 年以外，香港 GNP 均高於 GDP。1996 年和 1997 年屬於例外，那是亞洲金融風暴爆發並最終正面吹襲香港前夕，香港的股市和樓市均有泡沫成份，儘管絕對金額較小，但當時港元資產給予外國投資者的回報尤勝海外資產給予香港投資者的回報。

時至 2016 年，香港的 GNP 與 GDP 之比為 25751 億港元對 24910 億美元只比，GNP 較 GDP 高出 841 億港元或 3.4%。香港 GNP 對 GDP 的 103.4% 的比率在全球首十大債權國當中僅次於瑞士，顯示對外淨資產的回報不俗。然而，考慮到香港的國際投資淨資產大幅超過 GDP 本身，就暗示港元資產提供的回報可能較海外資產整體為理想。

橫向比較，2016 年日本的 GNP 對 GDP 之比 103.2%。日本的情況較為容易理解，因為日本是全球最大的債權國，日本居民擁有全球最多的對外金融淨資產（價值 29890 億美元），其來自海外的投資收益超過非居民在日本賺取的投資收益，故其 GNP 長期高於 GDP。

但美國就正好相反，它是全球最大的債務國，美國居民持有的海外資產規模要顯著小於非居民持有的美國資產（差額達 83184 億美元），惟美國居民從海外資產中賺取的收益要較非居民從美國資產賺取的收益還要多，美國 GNP 對 GDP 之比同樣超過 100.0%，報 101.1%。主要原因相信在於儘管聯儲局長期實行零利率和量化寬鬆，惟美國實質經濟增長率始終在 2.0% 左右徘徊，而作為最主要的美元資產的美國債市其收益率一直受壓。事實上美國 GNP 開始持續高於 GDP 始於 2007 年，之前其 GNP 對 GDP 之比長期是在

98.0%以下的，相信當時次按危機、雷曼破產引發金融海嘯乃至後來聯儲局的非常規貨幣政策導致了美元資產收益率的下降乃至持續偏低是重要的影響因素。這樣，雖然美國居民持有的海外資產和非居民持有的美國資產規模只比為 23.8 萬億美元對 32.2 萬億美元，但其分佈於其他發達經濟體和新興市場的海外資產的整體收益尤勝後者。

回看香港國際投資頭寸統計，香港在直接投資欄目一直以來均錄得淨負債，2016 年時淨負債為 4879 億港元，這就是說非居民在香港所作的直接投資總額要較香港居民在外地所作的直接投資為多。該結構一來顯示香港很多企業普遍在其他離岸金融中心設立公司，以轉移直接投資資金返回香港或投往其他地方；二來由於擁有簡單低稅制和高效的金融系統等，香港吸引了大量包括內地資金在內的外資前來設立直接投資企業。另一呈淨負債的欄目是包括貨幣和存款、貸款、貿易信貸和預付款等在內的其他投資，2016 年時淨負債為 6258 億港元，相信這主要與香港的國際銀行業中心地位有關。

至於證券投資則是香港國際投資呈淨資產的最主要來源，2016 年錄得高達 72314 億港元的淨資產，相當於香港整個國際投資 91550 億港元淨資產頭寸的 79%。此外，由金管局所管理的外匯儲備資產規模在 2016 年時增至 29946 億港元，佔香港國際投資淨資產頭寸的 33%，僅次於證券投資。由於香港實行港元與美元掛鈎的聯繫匯率制度，香港折合超過 3800 億美元的外匯儲備投資肯定要以美元資產為主，偏偏美國的國際投資數據顯示美元資產的回報率偏低。至於包括股票、債券、基金在內的私人領域的證券投資，美、歐、日的量化寬鬆一直影響著其債券的投資收益率，而在股票投資方面港股的回報堪與其他主要股市相比。這些可能就是香港擁有龐大海外淨資產、惟淨回報卻偏低的原因。

近期報告

1. 人民幣匯率走勢將以穩中偏強為主基調 應堅 09.13
2. 長息低企對美國貨幣政策的啟示 卓亮 09.13
3. 美國收緊貨幣政策對東盟主要債券市場的影響 黃思華 09.08
4. 承前啟後, 金磚合作邁向下一個“黃金十年” 蘇傑 09.06
5. 人行新規接連出臺 同業存單屬性進一步明確 劉雅莹 09.01
6. 新股通一為兩地資本市場聯通升級 孔玲 08.31
7. 從細節看美國貨幣政策正常化的執行 戴道華 08.31
8. 美國加息週期會否導致亞洲新興市場另一場危機? 戴道華 08.29
9. 數字貨幣融資方興未艾, 機遇與風險並存 蘇傑 08.29
10. 有效控制「一帶一路」倡議推進中的地緣政治風險 柳洪 08.24
11. 混改去產能重組並進, 內地國企改革砥礪前行 蘇傑 08.24
12. 印尼次季增長穩定 央行短期無需減息 黃思華 08.14
13. 二季度香港經濟增長再勝預期 蔡永雄 08.11
14. 加息週期下, 美國國債長息不升之謎 蔡永雄 08.11
15. 離岸市場在人民幣國際化進程中的功能定位? 戴道華 08.09
16. 美元弱勢實為調整期的延續 卓亮 08.04
17. 估值調整疊加政策驅動, 內地創板發展來日方長 蘇杰 08.03
18. 內地M2增速放緩的啟示 戴道華 07.28
19. 人工智能技術發展對經濟的影響 劉雅莹 07.25
20. 加息或適得其反 聯儲局急於縮表主因 卓亮 07.24