

從國際投資部位之變動分析金融海嘯對主要國家的影響*

程玉秀、黃慧雯**

摘 要

2008年的金融海嘯造成全球財富大幅縮水，國際金融市場劇烈波動。本文從國際投資部位表主要項目的變動，觀察受海嘯衝擊較大的國家在國際資本市場波動及資金移動下受到的影響。

2008年底全球前十大淨資產與淨負債國排名變化甚大，其中以法國、俄羅斯、英國及南韓的變動最為顯著。此外，日本與美國仍分別是全球最大的淨資產國與最大的淨負債國，且淨部位持續增加中；中國是唯一外資直接投資與證券投資持續成長的國家，其他金磚三國則均遭受外資大量自股市撤離；亞洲四小龍的金融開放比率高，受創亦深，且以南韓最為嚴重。

多數國家2008年的BOP金融帳交易仍呈現增加，但受到下半年金融海嘯衝擊，年底全球金融資產價格重挫，加上主要國家通貨匯價亦呈現劇烈波動，使得價格下跌與匯率貶值造成的價值減少大於交易量的增加，以致呈現BOP金融帳交易增加而IIP減少不一致的現象。

綜合分析各國國際投資部位的變化，本文歸納出下列結語：一、新興市場國家在開放資本交易的決策過程更需審慎；二、國際間的證券投資大幅萎縮；三、歐美大型投資銀行由高度財務操作轉向去槓桿化，引發金融商品價格進一步崩跌；四、國際投資部位依市價計算，易因市價漲跌造成巨幅變動；五、各國金融實力與影響力重新洗牌，宜持續關注後續發展。

* 本文承蒙經濟研究處嚴處長宗大及陳副處長一端悉心審閱並提出寶貴意見，特致衷心謝忱。惟本文所有論述皆屬個人觀點，與服務單位無關，若有任何疏漏或謬誤，概由作者負責。

** 程玉秀、黃慧雯分別為中央銀行經濟研究處研究員及四等專員。

壹、前言

2008年的全球性金融海嘯不僅讓多家金融機構破產，許多投資人財富亦大幅縮水，全球的損失難以估計。從各國公布的2008年底國際投資部位表（International Investment Position, IIP）^{註1}可以觀察到各國國外金融資產與負債的變化甚大，例如，法國由2007年第7大淨資產國逆轉為2008年第3大淨負債國，而同期間俄羅斯與英國由於外資大量撤離，負債金額減少，分別由第13大與第4大淨負債國變成第7大與第12大淨資產國；南韓亦因國外負債大幅減少，從第10大淨負債

國改善為第14大淨負債國（詳表1）。

本文除了從工具別與部門別分析受金融海嘯衝擊較大的國家外，並分別檢視已開發國家^{註2}、新興市場^{註3}以及小型開放經濟體^{註4}在國際資本市場及資金移動下所受的影響。除前言外，本文第二節綜合分析各項投資工具的變化，包括直接投資、證券投資、衍生性金融商品、其他投資及準備資產，並分別說明變動較大的國家及其原因；第三節討論金融海嘯對交易「量」的影響，比較國際收支（Balance of Payments, BOP）的金融帳交

表1 全球國際投資部位前十大淨資產國

單位：億美元

排名	2007年底	金額	2008年底	金額
1	日本	21,950	日本	24,850
2	中國大陸	11,619	中國大陸	15,190
3	德國	9,489	德國	9,077
4	瑞士	6,346	香港	6,194
5	香港	4,837	瑞士	6,077
6	台灣	4,790	台灣	5,767
7	法國	3,747	俄羅斯	2,541
8	挪威	2,318	挪威	2,363
9	新加坡	1,547	新加坡	1,918
10	比利時	1,407	比利時	1,538
全球國際投資部位前十大淨負債國				
排名	2007年底	金額	2008年底	金額
1	美國	24,418	美國	34,692
2	西班牙	10,805	西班牙	12,248
3	澳洲	5,928	法國	5,202
4	英國	5,857	澳洲	4,946
5	巴西	5,692	墨西哥	3,673
6	墨西哥	3,930	義大利	2,843
7	希臘	3,157	巴西	2,785
8	土耳其	3,135	希臘	2,560
9	波蘭	2,422	波蘭	2,427
10	南韓	2,295	葡萄牙	2,258

資料來源：國際金融統計資料庫（IFS）、特別資料公布標準（SDDS）及各國央行網站。

易與IIP變動數之間的關係；第四節觀察金融危機對匯「價」的衝擊，分析匯率變動對全

球主要國家^{註5}對外資產及負債的影響；最後為本文的結語。

貳、各投資項目之變動

一、直接投資

(一) 評價方式差異^{註6}對直接投資部位的影响甚大

按照國際規範，直接投資以期底市價（market value）計價為原則；若無市價，亦可採成本或帳面價值（book value）計價。目前各國計算直接投資部位的方法約可分為三種情況：

1. 分別按市價及按帳面價值計算兩種直接投資部位；
2. 按被投資之標的區分，有市價資料者採市價；無市價者採帳面價值；
3. 採推估方法，按市價或按帳面價值擇

一計算。

由於各國對直接投資的評價方式存在很大的歧異，故進行跨國比較時，必須審慎注意其採用的評價方式^{註7}。

美國、日本與法國的直接投資部位均有按市價及按帳面價值計算的兩種資料。2008年底按帳面價值計算的直接投資部位不受市價下跌影響，美國的資產與負債分別增加7.2%及8.0%；法國增加9.6%及5.7%；日本的增幅更大，分別成長25.4%及53.1%。但改採市價作為評價基礎後，美國及日本的直接投資資產與負債雙雙呈現大幅衰退26%以上，法國減幅更分別高達46.6%與36.0%（詳表2）。

表2 評價差異對直接投資的影響

單位：億美元；%

年底		2007		2008					
		市價	帳面價值	市價	帳面價值		帳面價值	增減額	年增率
					增減額	年增率			
美國	資產	52,280	34,515	30,712	-21,568	-41.3	36,988	2,473	7.2
	負債	35,933	24,501	25,569	-10,364	-28.8	26,469	1,967	8.0
日本	資產	10,661	5,426	7,554	-3,107	-29.1	6,803	1,377	25.4
	負債	2,785	1,329	2,038	-747	-26.8	2,034	705	53.1
法國	資產	24,492	12,799	13,087	-11,406	-46.6	14,033	1,235	9.6
	負債	16,165	9,417	10,341	-5,825	-36.0	9,959	541	5.7

註：底色為該國國際投資部位表直接投資所採用的評價方式。

資料來源：IFS、美國經濟分析局、日本2008年IIP年報，以及法國央行。

(二) 受全球股市下跌影響，2008年底按市價計算的直接投資普遍萎縮

直接投資包括股本投資及母子公司間的借貸投資。由於股本投資係按被直接投資企業的股價評價，受金融海嘯引發全球股價下跌影響，以市價衡量之對外直接投資與外資直接投資呈現明顯萎縮，合計2008年底全球主要國家直接投資的資產與負債分別較上

年底鉅減12,949億美元與11,721億美元，或7.9%與8.6%。其中，已開發國家因對外及外資直接投資金額龐大，資產及負債減額高達10,592億美元與7,128億美元，分別占全體減額之81.8%與60.8%，惟年增率僅分別為-7.4%與-6.8%；而新興市場國家由於規模較小，致雙向的減幅反而較嚴重，分別為-11.3%與-14.3%（詳表3）。

表3 2008年底直接投資增減額及年增率

單位：億美元；%

年底	資產				負債			
	2007	2008	增減額	年增率	2007	2008	增減額	年增率
全球主要國家	163,289	150,340	-12,949	-7.9	136,878	125,157	-11,721	-8.6
已開發國家	142,484	131,892	-10,592	-7.4	104,781	97,653	-7,128	-6.8
新興市場國家	20,805	18,447	-2,358	-11.3	32,097	27,504	-4,593	-14.3

資料來源：同表1。

說明：新興市場國家包括新興市場的「金磚四國」及新興工業化國家的「亞洲四小龍」。

1. 法國減額居全球之冠^{註8}

法國係對外直接投資大國，同時也吸收大量的外資直接投資。2008年底直接投資的資產與負債分別較上年底鉅減11,406億美元與5,825億美元，減額居全球之冠。資產負債相抵，合計直接投資淨資產減少5,581億美元，係淨資產大幅減少的最主要因素（詳圖1）。

總計2008年底法國對外資產及負債分別較上年底減少21.8%及10.8%，由於資產減額超過負債減額的兩倍，淨負債金額大幅增

加8,950億美元，由2007年第7大淨債權國的3,747億美元逆轉為2008年第3大淨債務國的5,202億美元。

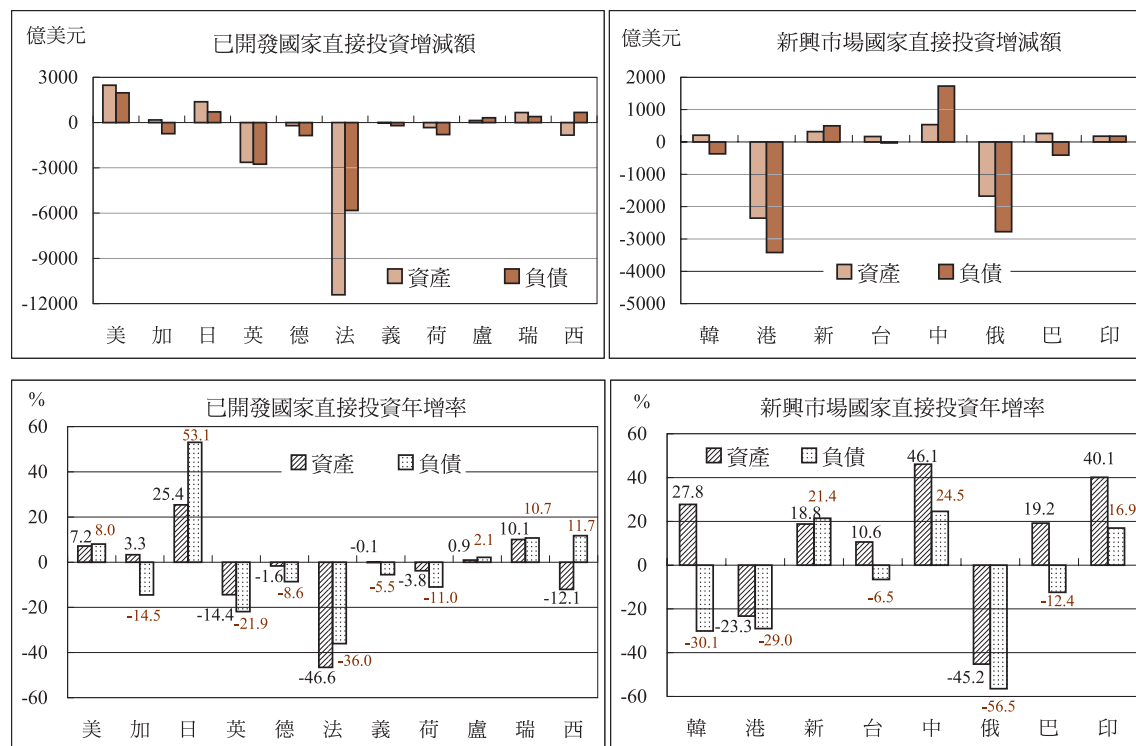
2. 美國淨負債惡化加劇，日本淨資產由增額轉為減額

美國為全球最大的淨債務國，2008年底淨負債金額達34,692億美元，續創歷史新高。但若直接投資改按市價重新計算，其國際投資部位之淨負債規模將再增加5,377億美元，使淨負債餘額高達40,069億美元。日本係全球最大淨債權國，若直接投資同樣改採

市價計算，其淨資產部位由增加2,900億美元 產國（詳表4）。

轉為減少169億美元，但仍係全球最大淨資

圖1 2008年全球主要國家直接投資之增減額及年增率



資料來源：同表1。

表4 直接投資計價基礎的差異對淨部位的影響

單位：億美元

年底	2007		2008		增減額	
	按市價	按帳面價值	按市價	按帳面價值	按市價	按帳面價值
美國_淨負債	15,066	21,400	40,069	34,692	25,003	13,292
日本_淨資產	25,866	21,950	25,698	24,850	-169	2,900
法國_*	3,747	-1,198	-5,202	-3,874	-8,950	-2,676

* 直接投資若按市價計算，法國由淨資產轉為淨負債；但若按帳面價值計算，則均為淨負債。

資料來源：同表2。

(三) 新興市場國家以俄羅斯及香港減額

最大

1. 俄羅斯

(1) 外資直接投資大幅撤離，減幅最嚴重

俄羅斯係新興市場中備受看好的明日之星，吸引全球資金進駐投資當地企業，受市值下跌影響（價格變動的減額高達3,531億美元），外資直接投資較去年底衰退2,775億美

元或56.5%，減幅最大。

(2) 因對外負債大幅減少，由淨負債國轉為淨資產國

由於外資直接投資嚴重衰退，致俄羅斯對外負債金額較去年底大幅減少4,698億美元，且負債減額遠超過資產減額，淨部位由2007年底淨負債1,271億美元，轉為淨資產2,541億美元，晉升為2008年第7大淨債權國。

2. 香港

(1) 直接投資係對外部位最主要的組成

對外直接投資占對外資產比重最大，達34%，主要係投資中國內地以及利用海外免稅天堂之紙上公司（如英屬維京群島和百慕達群島）交互投資其他地區。外資直接投資占對外負債比重更高達51%，反映香港吸引大量資金赴當地設立公司，以及匯出資金經海外免稅天堂再回流投資。

(2) 雙向的直接投資減額居新興市場國家之冠

由於香港是間接投資中國的中繼站，雙向直接投資規模為其他三小龍平均的5倍。因金融海嘯後資產價格大幅下跌，2008年底香港直接投資的資產及負債分別較去年底減少2,352億美元及3,417億美元。惟合計負債減額大於資產減額，淨資產增加至6,194億美元，超過瑞士為全球第4大淨債權國。

(四) 中國仍為外資投資的首選，雙向的直接投資持續增加

外資赴中國主要係直接投資當地企業，占其對外負債的比重超過6成。受金融海嘯影響，國際間的投資萎縮，外資對中國的直接投資雖亦明顯放緩，但仍較去年底增加1,727億美元或24.5%，仍然是吸引最多外國直接投資的新興市場國家。

二、證券投資

本次海嘯期間，證券投資減少的幅度最大且最全面，不論已開發國家或新興市場國家，均受到金融海嘯衝擊，幾乎無一倖免。證券投資按投資工具別區分為股權證券及債券，兩者的變化不同，分別說明如下。

(一) 股權證券

1. 全球股市皆墨，各國跌幅均創歷史最大

金融海嘯重創全球股市，各地股票市場市值大幅縮水。2008年底與2007年底比較，各國股價幾乎全面腰斬，其中俄羅斯受國際油價下跌和金融海嘯雙重打擊，股市跌幅超過70%，高居全球股市跌幅榜首（詳表5）。

2. 國際間的股權證券投資大幅萎縮

(1) 已開發國家雙向的股權證券投資同步下跌

受全球股市向下修正影響，不論是已開發或新興市場國家，跨國間的股權證券投資均大幅減少，加上危機發生後，各國的投資人亦有志一同均撤回國外的股權證券投資，

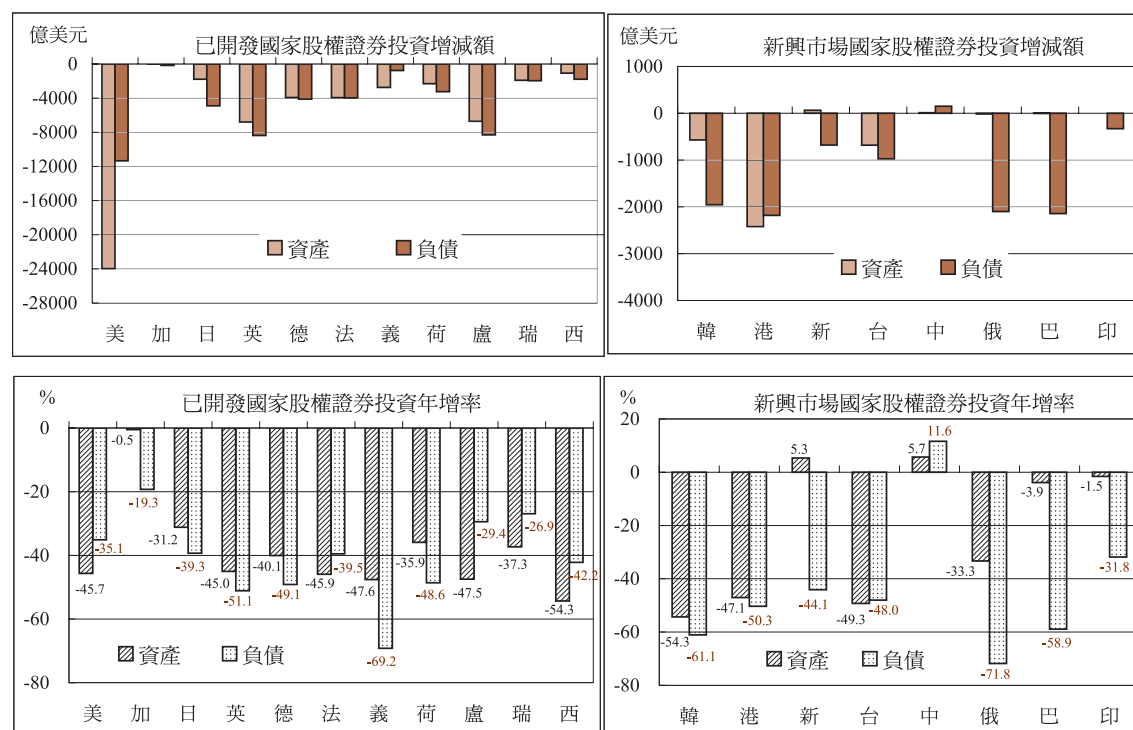
價與量呈現同步萎縮。已開發國家股權證券投資的資產平均減幅達43.4%，大於負債減幅的38.2%，主要係因新興市場的金磚四國、東歐國家、拉美國家，以及亞洲股市跌幅超過歐美等成熟市場所致（詳圖2）。

表5 2008年底全球主要國家股價指數

按股市跌幅排名	國家	2007年底	2008年底	跌幅(%)
1	俄羅斯	2,291	632	-72.4
2	中國	5,262	1,821	-65.4
3	盧森堡	2,419	981	-59.5
4	印度	20,287	9,647	-52.4
5	新加坡	3,482	1,762	-49.4
6	義大利	29,402	15,096	-48.7
7	香港	27,813	14,387	-48.3
8	美國	408	212	-48.0
9	台灣	8,506	4,591	-46.0
10	法國	5,614	3,218	-42.7

資料來源：StockQ.org全球股市指數網站。

圖2 2008年全球主要國家股權證券投資之增減額及年增率



資料來源：同表1。

(2)外資大規模撤離新興市場國家股市

新興市場國家的股權證券投資呈現資產與負債減額不對等的變化，負債減額較大，約為資產減額的2.8倍，顯示金融海嘯後，外資大量自新興市場國家股市撤離，其中香港、巴西、俄羅斯及南韓的減額最大，且減幅均超過5成。

(3)亞洲四小龍資本市場已開放，受金融危機衝擊亦較大

亞洲四小龍均屬小型開放經濟體，除了經濟成長倚賴出口外，資本市場也已幾乎完全開放。由於經濟規模（GDP）較小，金融開放比率^{註9}較高，受國際金融危機衝擊也較大，股權證券投資的資產與負債平均減幅亦分別高達41.1%與52.1%。

南韓受創最嚴重，外資股權證券投資大幅減少1,954億美元，為對外股權證券投資減額的3.4倍，致淨負債減少1,197億美元至

表6 美國國際投資部位表
(按工具別分類)

單位：億美元；%

	(1) 2007年底	(2) 2008年底	與上年底比較	
			增減額	年增率
淨資產	-21,399	-34,692	-13,293	62.1
衍生性金融資產	715	1,596	881	123.3
非衍生性金融資產	-22,114	-36,288	-14,174	64.1
資產	182,788	198,882	16,093	8.8
衍生性金融商品	25,593	66,245	40,652	158.8
非衍生性金融資產	157,195	132,636	-24,559	-15.6
直接投資	34,515	36,988	2,473	7.2
證券投資	68,351	42,443	-25,908	-37.9
債券	15,871	13,929	-1,942	-12.2
股票	52,480	28,514	-23,966	-45.7
其他投資	51,557	50,268	-1,290	-2.5
準備資產	2,772	2,937	165	6.0
負債	204,188	233,574	29,386	14.4
衍生性金融商品	24,879	64,650	39,771	159.9
非衍生性金融商品	179,309	168,924	-10,385	-5.8
外國政府持有之資產	34,040	38,714	4,674	13.7
美國國庫券	17,367	23,257	5,890	33.9
其他外人持有之資產	145,269	130,211	-15,058	-10.4
直接投資	24,501	26,468	1,967	8.0
美國國庫券	6,397	8,850	2,453	38.3
其他證券投資	61,901	47,035	-14,865	-24.0
債券	32,891	28,659	-4,232	-12.9
股票	29,010	18,376	-10,634	-36.7
其他投資	52,470	47,857	-4,613	-8.8

資料來源：美國商務部。

註：底色的股票及美國國庫券分別為減額及增額的最主要項目。

1,098億美元，由2007年第10大淨債務國，改善為2008年第14大淨債務國。惟外資大量流出，造成韓元急劇大幅的貶值，加重償還外債的負擔，2008年9月底外債創下4,261億美元，遠大於外匯存底（2,392億美元），金融危機一觸即發。2009年3月2日韓元對美元匯率貶至1,571元，較2007年底貶值41%，光是對外衍生性金融商品交易在2008年就虧損了143億美元。

新加坡整體而言災情較輕，係四小龍中唯一對外金融資產及負債均呈正成長的國家。但2008年底海峽時報指數與2007年底比較，跌幅仍高達49%，致外資股權證券投資金額減少679億美元，拖累證券投資成為所有工具別中惟一呈現負成長的項目。

台灣與香港股權證券投資的資產與負債減幅均在50%上下，亦即同時有本國資金回流和外資流出，加上匯率穩定，外債少，金融市場相對穩定。

3. 美國對外股票投資減額全球最大，係淨負債大幅增加的最主要因素

美國對外股票投資及外資投資美國股市金額龐大，遙遙領先全球其他國家。由於美國持有之國外股票價格跌幅超過外資持有之美國股票價格跌幅，致股票的資產減額為負債減額的2.3倍，相抵後股票淨資產減少13,332億美元，係淨負債金額大幅增加13,293億美元的最主要因素（詳表6）。

4. 中國雙向的股權證券投資持續增加，

傲視全球

雖然中國股市跌幅慘重，2008年底與2007年底比較，上海A股及深圳A股分別下跌65%及62%，但外資股權證券投資仍增加11.6%，顯示外資持續加碼投資中國股市。此外，對外股權證券投資亦增加5.7%，惟增額均不大。

(二) 債券

1. 美國政府增加發行債券來支撐新的債務，外資債券投資增額全球最大

由於外國政府及其他外人投資金額增加，美國國庫券及其他高等級政府債券價格在此波金融資產價格普遍下跌中反倒上揚，加上美國為振興經濟以及解決流動性危機與問題金融資產，採取了多項紓困法案，大量發行國庫券以支應龐大的公共支出，2008年底外資投資美國的國庫券即增加了8,343億美元，是美國對外負債增加的最重要原因（詳表6）。

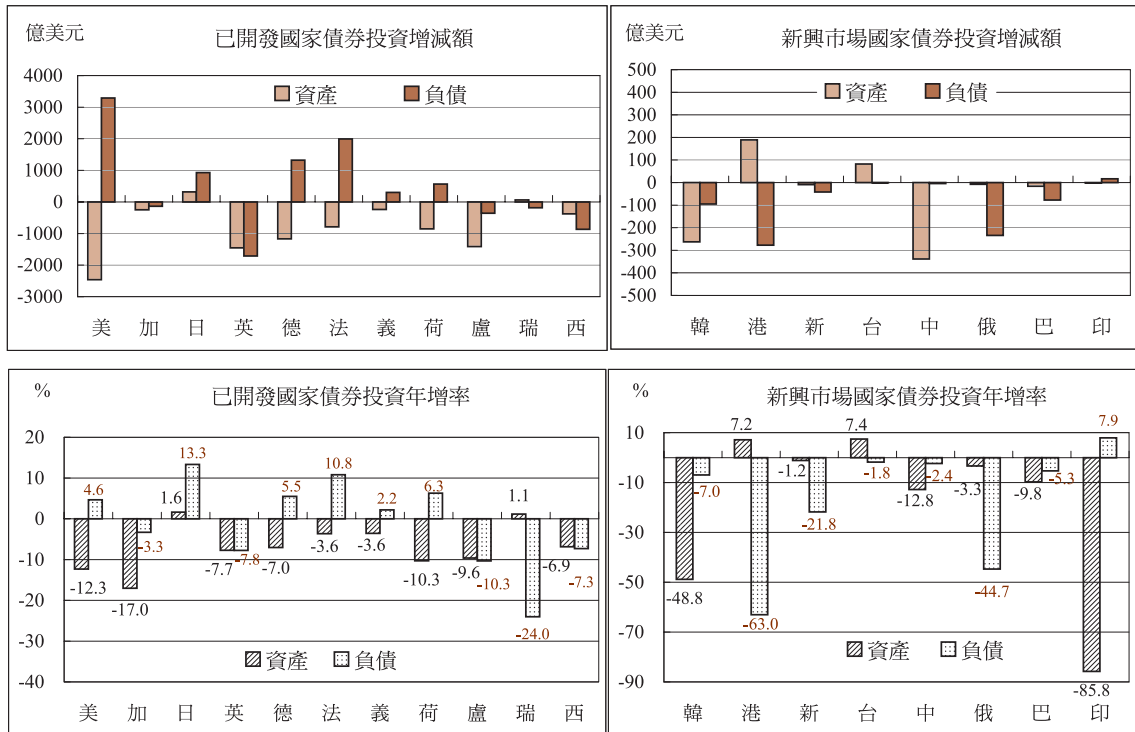
2. 債券具備安全性及流動性雙重優點，成為最佳避險工具，亦使債券價格向上攀升

金融海嘯造成全球股市崩跌，加上自2008年10月起美國及各國央行持續降息，債券因具備安全性及流動性雙重優點，成為最佳避險工具，投資人購買金額增加，主要係投資美國、法國、德國及日本的政府公債，並與股權證券投資全面性大幅萎縮相比，呈現不同的變化（詳圖3）。

此外，資金轉入債券市場，亦使得債券殖利率下降、價格上揚。觀察全球主要國家長期公債之殖利率走勢可以發現，2008年10

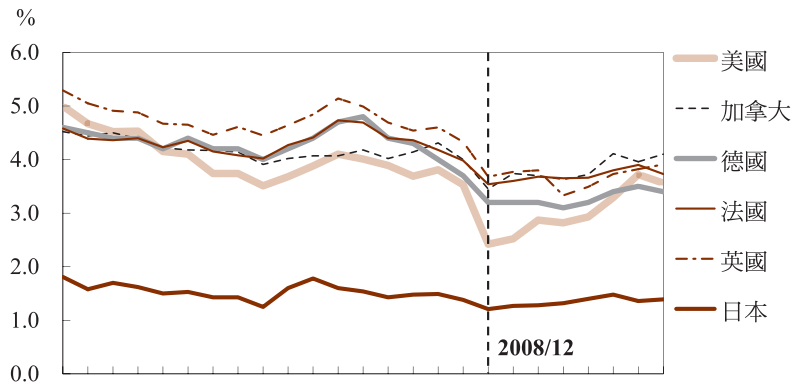
月爆發金融海嘯後，10年期公債殖利率明顯下滑，至2008年底達到最低點，之後因市況漸穩，殖利率才止跌回升（詳圖4）。

圖3 2008年全球主要國家債券投資之增減額及年增率



資料來源：同表1。

圖4 主要國家長期公債殖利率走勢圖



2007/7 2007/11 2008/3 2008/7 2008/11 2009/3 2009/7
 註：美國、加拿大、英國及日本為10年期公債；德國為9至10年期，而法國為10年以上公債。

資料來源：本處國際經濟科2009年9月份指標資料。

三、衍生性金融商品

由於各國國際投資部位中衍生性金融商品的資產及負債金額不大、所占比重較小，加上若干國家資料付闕，故無法進行國家別之比較分析，僅就部位最大且變動最劇烈的美國予以說明。

美國由於2008年第1季及第4季利率大幅下跌^{註10}，致利率交換契約衍生性金融商品的資產與負債較2007年底同步增加1.6倍，係其對外金融資產及負債大幅增加的最主要因素；惟資產與負債相抵後，淨資產增加881億美元，因此，衍生性金融商品交易對美國的國際投資部位是改善的因素（詳表6）。

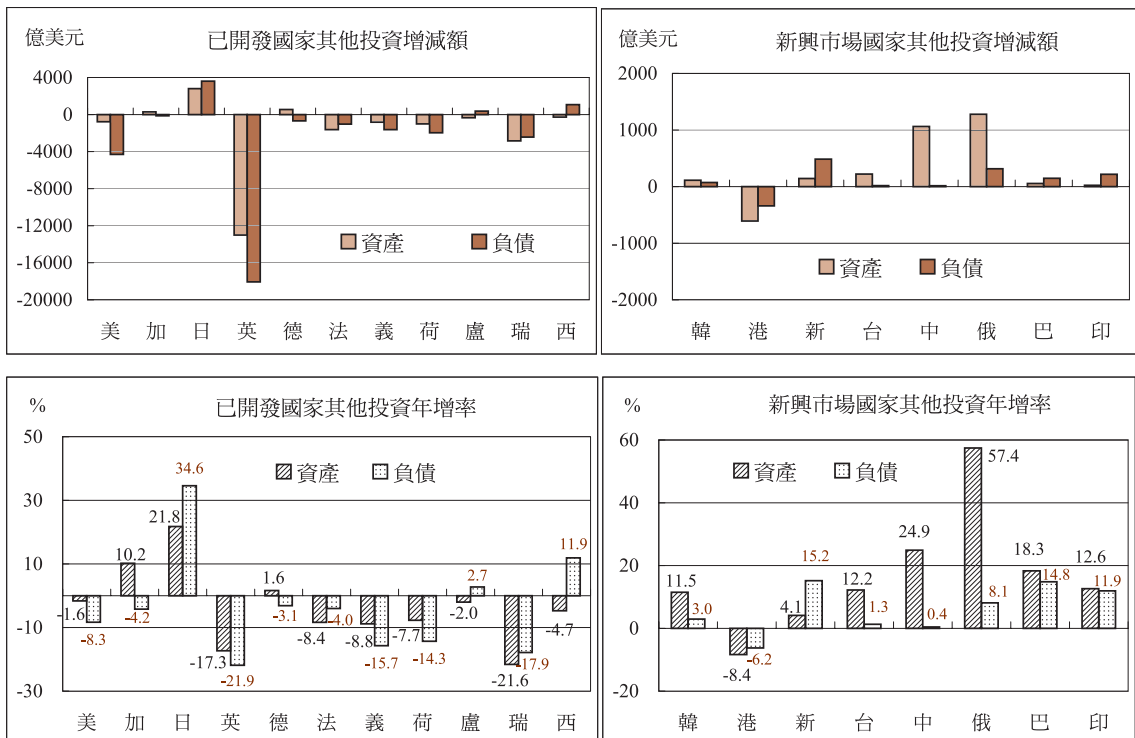
四、其他投資

其他投資係指直接投資、證券投資與衍生性金融商品以外的投資，主要包括存款、放款、貿易信用、租賃、不動產投資…等。由於投資工具種類繁多，一般均按部門別分析，且銀行的國外資金調度就反映在其他投資項下，也就是銀行是其他投資最主要的交易部門。

（一）資產泡沫破滅，全球資金緊俏，歐美國際銀行的資產及負債普遍萎縮

歐美國際金融機構在新興市場及東歐的放款資金龐大，為因應金融危機引發的國內資金需求，紛紛抽回拆借國外的資金，全

圖5 2008年全球主要國家其他投資之增減額及年增率



資料來源：同表1。

球信貸市場轉趨緊縮，加上銀行業亦收回存放國外金融機構之存款，導致歐美銀行部門的其他投資金額呈現明顯的減少。例如，瑞士銀行部門收回對國外銀行同業之放款(資產)，而國外銀行同業亦減少對瑞士銀行部門之存款(負債)，致瑞士其他投資的資產及負債分別減少21.6%及17.9%，係瑞士所有工具別中減額最大之項目（詳圖5）。

(二) 倫敦為世界金融中心，致英國雙向的其他投資減額全球最大

1. 因全球流動性吃緊，金融機構存款大幅減少

倫敦為全球的金融中心，國際性金融機構眾多，受金融海嘯影響，全球資金吃緊，各國自海外抽回資金，支援國內流動性，使存放在英國的存款大幅減少，而同時英國亦將資金自海外撤回，致其他投資的資產及負債分別較去年底大幅減少13,009億美元及

18,062億美元。外國資金的撤離也造成英鎊貶值，2008年底英鎊對美元匯率與2007年底比較大幅貶值26.3%。

2. 由於淨負債金額大幅減少，由2007年為第4大淨負債國，逆轉為2008年淨資產國

受雙向的其他投資金額嚴重萎縮，2008年底英國對外資產及負債金額分別較上年底大幅減少18.7%及23.1%，減額居全球之冠。由於負債減額遠大於資產減額，致淨負債減少7,015億美元，轉為淨資產1,355億美元，不僅脫離全球前十大淨債務國，更轉而成為第12大淨債權國。

(三) 亞洲及新興市場銀行部門增加對海外分行融通，日本雙向的其他投資同步增加且增額最大

由於國外資金緊俏、借貸成本提高，海外企業融通困難，亞洲及新興市場銀行

表7 日本其他投資的負債金額
(按部門別分類)

單位：億美元

年底	2007	2008	增減額
負債	31,603	32,360	758
其他投資	10,410	14,011	3,601
貨幣當局	0	0	0
政府	163	224	60
銀行	6,625	10,018	3,393
其他部門	3,622	3,769	147

資料來源：IFS。

部門增加對國外聯行的存、放款業務。例如，日本銀行部門透過公司內部往來帳戶（interoffice account）提供貸款及其他短期資產融通給海外分行，流出增加2,453億美元，係日本對外金融資產增加3,658億美元的最主要因素。

負債方面，日本央行（BOJ）為提供國內金融機構美元資金需求，與美國紐約聯邦儲備銀行（FRBNY）進行貨幣交換（currency swap），以日圓借入美元，取得融通國內銀行業美元操作所需之資金。紐約聯邦儲備銀行取得之日圓，則存入其在日本央行開設の日圓帳戶，使得2008年底銀行部門的其他投資負債大幅增加3,393億美元，係導致日本對外負債增加的最主要原因（詳表7）。

五、準備資產

（一）準備資產部位較大的國家多為外匯存底名列前茅的國家

準備資產係指貨幣當局所持有的國外資產，包括外匯存底、貨幣用黃金、特別提款權、在IMF的部位及其他債權。金磚四國及亞洲國家的四小龍及日本均持有大量的外匯存底，囊括了2008年全球前9大外匯存底國家；在準備資產排名上，除了美國因擁有鉅額的貨幣用黃金^{註11}而名列第5外，全球準備資產排名前10名的國家均與外匯存底前9名國家一致（詳表8及圖6）。

（二）中國因外匯存底快速累積，準備資產大幅增加

由於中國的資本交易尚未對外開放，因

表8 2008年全球前十大外匯存底與準備資產排名

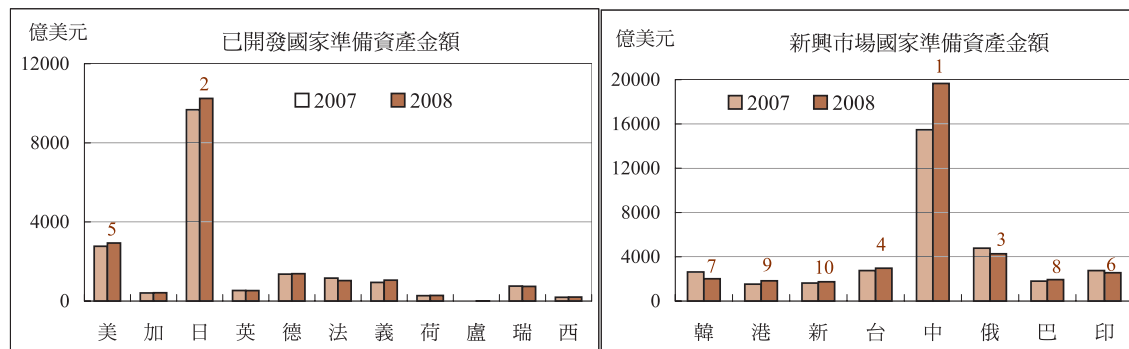
單位：億美元

排名	國家	外匯存底	排名	國家	準備資產
1	中國	19,460	1	中國	19,662
2	日本	10,037	2	日本	10,246
3	俄羅斯	4,115	3	俄羅斯	4,271
4	台灣	2,917	4	台灣	2,964
5	印度	2,466	5	美國	2,937
6	南韓	2,005	6	印度	2,559
7	巴西	1,928	7	南韓	2,012
8	香港	1,825	8	巴西	1,938
9	新加坡	1,736	9	香港	1,825
10	阿爾及利亞	1,431	10	新加坡	1,743

資料來源：IFS。

註：底色非同時為前十大外匯存底及準備資產國家。

圖6 全球主要國家準備資產金額



註：紅色數字為2008年底準備資產金額排名。

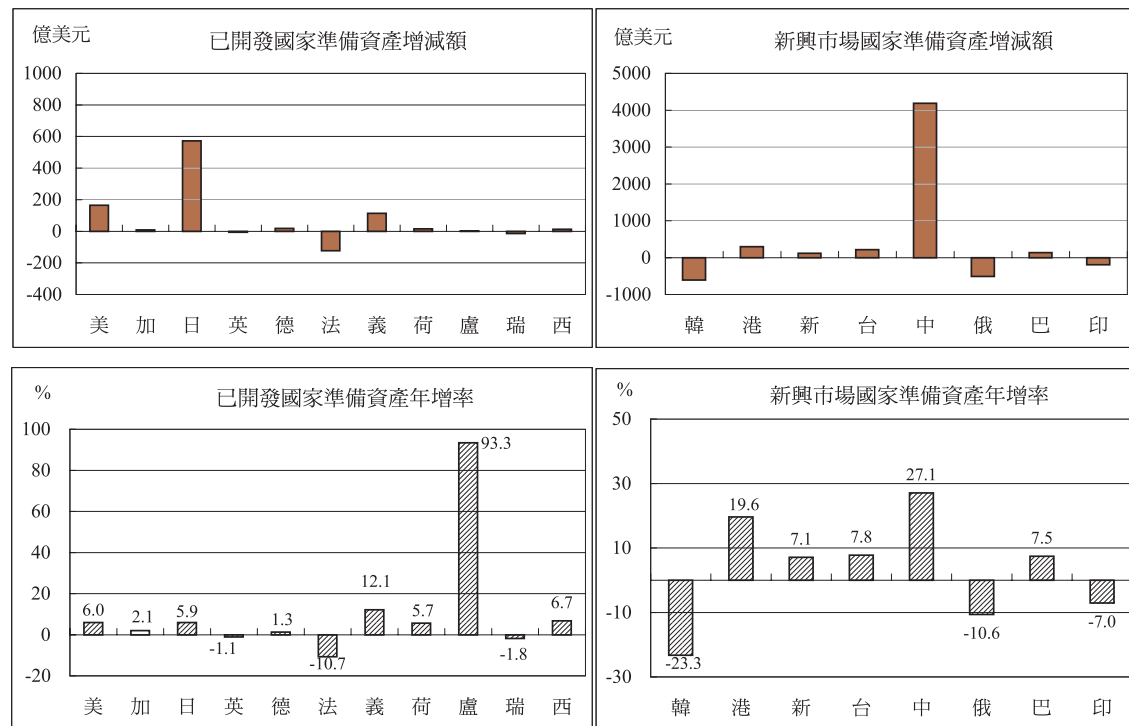
資料來源：同表1。

此，對外交易規模均不大，各項目占總資產的比重依序為準備資產占67%、其他投資18%、證券投資9%，以及直接投資6%，對外資產中準備資產所占比重最大，且99%為

外匯存底。

2008年底中國外匯存底續居全球之冠，達19,460億美元，較上年底的15,282億美元，激增4,178億美元或27.3%，致準備資產

圖7 2008年全球主要國家準備資產之增減額及年增率



資料來源：同表1。

大幅成長。資產負債相抵後淨資產餘額亦高達15,190億美元，僅次於日本為全球第2大淨債權國（詳圖7）。若不計準備資產，中國的國際投資部位將轉呈淨負債4,472億美元，惟中國對外負債中的62.5%為外資的直接投資，2008年底全球跨國直接投資成長大幅萎縮，中國卻仍然增加了24.5%，持續為開發中國家吸引外資直接投資最多的國家。

（三）南韓及俄羅斯因應外資大量流出，拋售外匯存底，致準備資產減少最多

1. 南韓

由於外資大量撤離南韓股市，股權證券投資金額減少1,954億美元。外資大量流出，國內美元需求緊俏，南韓央行為提供外幣流

動性，準備資產減少610億美元或23.3%。實際上，南韓央行還向美國聯邦準備理事會（FED）換匯借入163.5億美元，故實際上應減少更多。

南韓政府為支應國際流動性短缺，於2009年4月發行10年期與5年期國際美元債券，發行利率分別為7.26%與5.86%，較同天期美國公債利率分別高出4%與4.37%，加重政府的財政負擔。

2. 俄羅斯

金融海嘯爆發後，外資直接投資及證券投資大幅撤離，俄羅斯為支應外資的大量流出，央行拋售外匯準備，2008年底的準備資產較2007年底減少508億美元或10.6%，準備資產的減額僅次於南韓。

參、IIP變動數與BOP之比較

國際投資部位表（IIP）係對外金融資產及負債的存量統計，兩期底IIP的差額除包括國際收支（BOP）的金融帳交易（交易量的變動）外，尚包括各項資產負債的價格變動、匯率變動與其他調整（詳表9）。惟除少數國家之外，多數國家並未公布價格變動、匯率變動與其他調整。因此，價格變動分析只能藉助股市、利率及其他資產價格的表現間接分析。

一般而言，若資產價格（如股價）或匯率波動平穩時，BOP金融帳的交易增加，IIP的部位亦會增加。但受到金融海嘯衝擊，

2008年底全球金融資產價格大幅下滑，加上主要國家匯率亦呈現劇烈波動，價格變動與匯率變動調整數甚至大於交易量，致許多國家BOP的金融帳交易雖然增加，但IIP餘額卻呈現減少或增額遠低於BOP的金額。以下按主要項目分別說明：

一、直接投資與股權證券投資因價格大跌使IIP與BOP呈現相反走勢

（一）直接投資

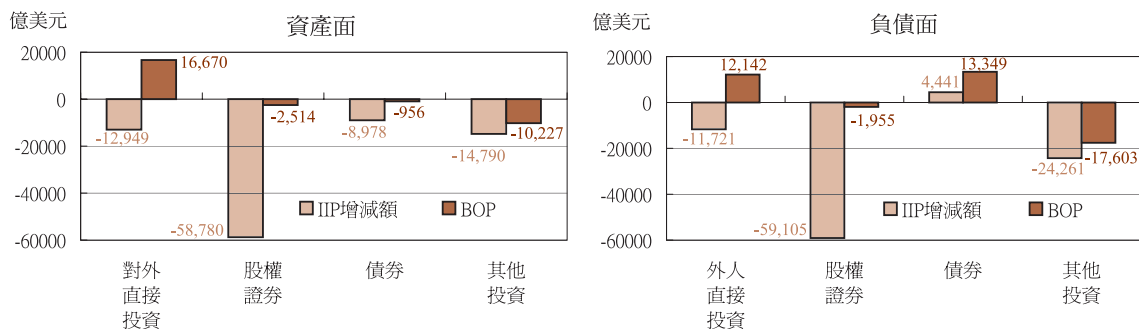
根據BOP資料，全球主要國家2008年對外及外資直接投資分別為1兆6千多億與1兆2

表9 國際投資部位表的內涵

期初部位 (1)	當期部位的變化				期末部位 (6)=(1)+(2)+(3)+(4)+(5)
	BOP金融帳交易 (2)	計價調整 (valuation adjustments)			
		價格變動 (3)	匯率變動 (4)	其他調整 (5)	
資產	資產	量的變化	價的變化		資產
直接投資	直接投資				直接投資
證券投資	證券投資				證券投資
衍生性金融商品	衍生性金融商品				衍生性金融商品
其他投資	其他投資				其他投資
準備資產	準備資產				準備資產
負債	負債				負債
直接投資	直接投資				直接投資
證券投資	證券投資				證券投資
衍生性金融商品	衍生性金融商品				衍生性金融商品
其他投資	其他投資				其他投資
淨國際投資部位					淨國際投資部位

註：其他調整包括特別提款權的分配/取消、黃金貨幣化/非貨幣化、重新分類、債務的免除或重整、徵收等。

圖8 全球主要國家IIP增減額與BOP之比較



資料來源：同表1。

千多億美元，顯示全球直接投資活動仍然活躍。惟因股價大跌，大多數國家按市價計算的IIP變動數反呈減少，資產與負債合計減少2兆4千多億美元（詳圖8）。

(二) 股權證券投資－BOP與IIP同步萎縮，惟IIP減額更大

2008年上半年全球的跨國股權證券投資仍然熱絡，下半年雖然大幅減少，惟合計全年之BOP股權證券投資僅減少4千多億美

元。不過，以市價計算之IIP股權證券投資，受2008年底全球股市慘跌，價格變動的調整數甚大，致IIP減額高達11兆7千多億美元，財富損失慘重。

二、債券與其他投資的價格變動因素小，BOP與IIP變動數的差距不大

債券投資與其他投資的價格變動因素較小，BOP與IIP多呈現同向變動，且兩者的差

額亦較小。其中，較顯著的交易有日本BOP的對外債券投資居全球之冠，主要係因日本退休基金、個人投資及國內企業透過投資信託方式持續購買國外債券及票券，以及英國

BOP雙向的其他投資減額全球最大，主要係因各國為挹注國內資金需求，相繼抽回拆借及存放國外金融機構之資金。

肆、匯率變動之影響

一、國際金融海嘯爆發以來，主要國家通貨匯率劇烈波動

(一) 英鎊、韓元及俄羅斯盧布的貶幅高達兩位數

受金融海嘯影響，全球資金移向避險性資產及黃金。英國、南韓及俄羅斯由於外資大量自國內撤離（原因請參考本文第二節之說明），致2008年底英鎊、韓元及俄羅斯盧布分別較2007年底大幅貶值26.3%、25.7%及16.4%，貶幅最大。

(二) 日圓大幅升值23.1%

歐美央行大幅降息後，日圓與美元、歐元的利差縮小，借日圓投資高收益貨幣的套利交易反向平倉，使得2008年底日圓對美元匯率較2007年底大幅升值23.1%（詳表10）。

二、匯率變動對國際投資部位資產及負債的影響不同

(一) 資產

各國的對外投資多為外幣計價，會因為外幣對美元的匯率變動導致其資產價值的增

減。例如，歐盟為日本第二大對外投資地區，所持有的歐盟資產占其對外資產比重的27%^{註12}，由於2008年底歐元對美元匯率較2007年底小幅貶值4.2%，使得其對外資產中以歐元計價的部分，折算美元後之金額減少，對日本國際投資部位產生負向的效果。

(二) 負債

各國對外金融負債絕大部分係外資對各該國的投資，故多為本國幣計價，因此本國通貨對美元的匯率變動會導致負債的增減。例如，英鎊、韓元及俄羅斯盧布的大幅貶值，使得該國的負債金額大幅減少。但若對外負債係來自外幣借款，則會因借款幣別與美元的匯率變動而對負債金額有所影響。

三、美元變動對美國國際投資部位的影響

(一) 匯率變動對資產及負債的影響恰與各國相反

美元匯率變動對美國國際投資部位的影響恰與各國相反。因美國的對外投資多為外幣資產，會因為外幣對美元的匯率波動，影

表10 美元對主要國家通貨之匯率及升貶幅度

美元對主要通貨之匯率

日期	新台幣	日圓	歐元	英鎊	韓元	星幣	澳幣	人民幣	港幣	俄羅斯盧布
	NTD/USD	JPY/USD	USD/EURO	USD/GBP	KRW/USD	SGD/USD	USD/AUD	CNY/USD	HKD/USD	RUR/USD
2008年底	32.860	90.61	1.3980	1.4628	1,259.6	1.4363	0.7075	6.8230	7.7501	29.38
2007年底	32.443	111.52	1.4588	1.9853	936.1	1.4375	0.8758	7.3041	7.8028	24.55
主要通貨對美元之升貶幅度(%)										
2008年底 與										
2007年底 比較	-1.3	23.1	-4.2	-26.3	-25.7	0.1	-19.2	7.1	0.7	-16.4

資料來源：本處國際收支統計科外匯日報資料。

表11 美國國際投資部位表

(按部位變動的來源分類)

單位：億美元

	(1) 2007年底	2008年部位變動				(2) 2008年底	
		金融帳 交易	計價調整(valuation adjustments)				合計
			價格變動	匯率變動	其他調整		
淨資產	-21,399	-5,051	-7,201	-5,830	4,789	-13,293	-34,692
資產	182,788	n.a.	-19,543	-6,811	n.a.	16,093	198,882
衍生性金融商品	25,593	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	40,652	66,245
直接投資	34,515	3,320	310	-1,108	-49	2,473	36,988
證券投資	68,351	-608	-19,948	-5,352	0	-25,908	42,443
債券	15,871	-621	-950	-371	0	-1,942	13,929
股票	52,480	13	-18,998	-4,982	0	-23,966	28,514
其他投資	51,557	-2,760	0	-373	1,843	-1,290	50,268
準備資產	2,772	48	94	23	0	165	2,937
負債	204,188	n.a.	-12,342	-980	n.a.	29,386	233,574
衍生性金融商品	24,879	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	39,771	64,650
外國政府持有之資產	34,040	4,870	-129	...	-67	4,674	38,714
美國國庫券	17,367	4,777	1,121	...	-8	5,890	23,257
其他外人持有之資產	145,269	471	-12,213	-980	-2,336	-15,058	130,211
直接投資	24,501	3,197	250	-64	-1,416	1,967	26,468
美國國庫券	6,397	1,966	543	...	-57	2,453	8,850
其他證券投資	61,901	-1,267	-13,006	-670	79	-14,865	47,035
債券	32,891	-1,838	-1,802	-670	79	-4,232	28,659
股票	29,010	571	-11,204	...	0	-10,634	18,376
其他投資	52,470	-3,426	0	-246	-941	-4,613	47,857

資料來源：美國商務部。

響折算美元後的價值變動。對外負債方面，則由於絕大部分的美國外債係以美元計價，故較不受匯價影響。

(二) 美元升值，使得美元表示的對外金融資產減少

由於2008年底大部分主要通貨皆對美元

貶值，致美國匯率變動的計價調整大幅減少5,830億美元，其中以對外股票投資的匯率調整減額最大（4,982億美元），加重對外股權證券投資資產的減額達23,966億美元（詳表11）。

伍、結語

國際投資部位是國際貨幣基金監測會員國對外支付能力與金融穩定的一項重要指標，也是國際信用評等機構、國際金融聯貸市場與國際投資人評量一國信用等級或投資決策的重要依據。本文綜合以上分析與觀察，提出下列結語，希望透過國際投資部位表傳達的資訊，讓各國政府的決策者與投資人去思考本次全球金融海嘯帶來的影響與未來的因應策略。

一、新興市場國家在開放資本交易的決策過程更需審慎

新興市場國家的對外資產與負債規模大約是已開發國家的12%。在本次全球金融海嘯中，雖然已開發國家對外資產與負債的減額遠大於新興市場國家的減額，但由於新興市場國家的資產與負債規模小，致減少的幅度反而較大。如受國際資本大舉撤離影響，新興市場國家的對外負債減少17.5%，而已開發國家僅減少4.3%，由於新興市場國家多

依賴外來投資以促進國內經濟的發展，故外資大幅撤離恐影響其國內經濟的持續發展。

在本次金融海嘯過後，全球各國的金融開放比率幾乎全數下降，且金融開放比率較高的前10國，下降的幅度較大，由於前10國多係經濟規模較小的國家，顯示小型淺碟的經濟較易受國際金融危機的衝擊，故在開放資本交易的幅度上更需審慎（詳表12）。

例如，南韓與俄羅斯由於外資大量撤出，使得國內的外匯短缺，發生流動性危機，南韓甚至需要仰賴美國提供美元支援。至於因此而破產的冰島，受傷更重。因此，開發中國家在開放資本市場的步驟上需要採取漸進式開放，審慎考量符合自身經濟金融發展階段的需求，避免資金反轉引發金融危機。

二、國際間的證券投資大幅萎縮

本次危機期間，證券投資減少的幅度最大，且不論是已開發或新興市場國家，

表12 金融開放比率

按2008年 排序	國家別	2007 (1)	2008 (2)	增減比較 (2)-(1)
1	盧森堡	181.09	137.37	-43.72
3	香港	16.64	11.13	-5.51
5	瑞士	6.76	5.28	-1.49
6	巴林	5.21	5.22	0.01
7	冰島	6.36	5.14	-1.22
8	荷蘭	5.97	4.52	-1.45
9	新加坡	4.63	4.33	-0.30
14	英國	3.68	3.00	-0.68
17	法國	3.83	2.64	-1.19
21	德國	2.45	1.99	-0.47
30	美國	1.67	1.36	-0.31
其他亞洲主要國家				
33	台灣	1.73	1.33	-0.40
40	馬來西亞	1.36	1.00	-0.36
42	日本	1.17	0.98	-0.19
60	南韓	0.77	0.55	-0.23
85	中國大陸	0.37	0.34	-0.03

註：盧森堡因係大多數海外基金的註冊國，故金融開放比率較高，並非有實際的資金移動。

跨國間的證券投資均呈現大幅萎縮，意味著在危機爆發後，各國的投資人均紛紛撤回國外的證券投資。由於新興市場及亞洲股市跌幅較深，已開發國家的對外證券投資平均減幅達24.0%，大於外資證券投資的14.0%；而新興市場國家的對外證券投資平均減幅為23.2%，遠小於其外資證券投資的44.7%。

三、歐美大型投資銀行由高度財務操作轉向去槓桿化，引發金融商品價格進一步崩跌

金融海嘯後，歐美大型投資銀行為求自

救，由原先的高槓桿財務操作轉向去槓桿化，相繼出脫海外資產，以籌措資金填補母公司的財務缺口。本次資產價格泡沫破滅，由於投資大眾開始擔憂問題金融機構的償付能力，紛紛自銀行領出存款、將保單解約，以及贖回投資海外基金，造成全球金融商品價格進一步崩跌，甚至引發流動性危機。

四、國際投資部位按市價計算，易因市價漲跌造成巨幅變動

為反映金融商品的現值，國際投資部位表採用市價作為計算基礎，而非傳統的歷

史成本法。由於使用該法在景氣好的時候，資產價格不斷膨脹，當景氣衰退時，又造成資產大幅跌價，使得統計資料亦產生劇烈波動，市價計價反倒擴大危機的嚴重性。

五、各國金融實力與影響力重新洗牌，宜持續關注後續發展

金融海嘯衝擊後，各國受傷程度輕重不等，且在大規模的振興經濟措施背後，潛藏

著是沈重的財政赤字或外債，將影響未來各國貨幣匯價之強弱。此外，日本與美國仍分別是全球最大的淨資產國與淨負債國，且淨部位仍在增加中，意謂著失衡並未改善。而中國受傷最輕，是唯一外資直接投資與證券投資持續成長的國家，經濟仍然高度成長，其國際金融實力與影響力提升，不容小覷。未來國際金融版圖是否將由歐美挪移至亞洲，值得持續關注。

附註

- (註1) 國際投資部位表係記載一國所有部門持有之國外金融資產與負債的存量統計，由於係以市價為編製基礎，故兩期底部位的差異包含量與價的變動。
- (註2) 包括G7的美國、加拿大、日本、英國、德國、法國及義大利等七大工業國，以及盧森堡、荷蘭、瑞士、西班牙4個西歐國家。
- (註3) 新興市場多為外資流入國，對外投資金額較小，其中以金磚四國最具成長動能，本文亦將中國、俄羅斯、印度及巴西納入分析。
- (註4) 小型開放經濟體係指亞洲四小龍的南韓、香港、新加坡及台灣。
- (註5) 主要國家係附註2、3、4合計的19國。
- (註6) 直接投資的評價差異較為顯著；證券投資、衍生性金融商品按市價計算；其他投資與準備資產多按帳面價值計算。
- (註7) 有關各國直接投資評價方式的差異，請參考中央銀行季刊第26卷第3期之「台灣國際投資部位表的編製與運用」一文。
- (註8) 本處係按國際貨幣基金公布之IFS資料進行比較，法國的資產及負債減額均居全球之冠；但若同以市價作為比較基礎，則美國的減額最大。
- (註9) 根據國際貨幣基金定義：金融開放比率 = $\frac{(\text{直接投資} + \text{證券投資})\text{之資產與負債}}{\text{GDP}}$
- (註10) 依圖4之美國10年期公債計算的季平均殖利率，自2007Q3起依序為4.73、4.26、3.66(2008Q1)、3.89、3.83及3.25(2008Q4)。
- (註11) 美國貨幣用黃金的金額高達2,274億美元，外匯存底僅有493億美元。
- (註12) 因日本其他投資及準備資產的國家別資料付闕，此處僅按直接投資及證券投資之合計數粗略計算國家別比重。

參考資料

中國國家外匯管理局，「2008年末中國國際投資頭寸表」，2009年5月。

香港政府統計處，「2008年香港國際投資頭寸」，2009年6月。

蔡美芬，「台灣國際投資部位表的編製與運用」，中央銀行季刊，第26卷第3期，2004年9月。

Bank of Japan, “*Japan's International Investment Position at Year-End 2008*”, August 2009.

Banque de France, “*2008 annual report*”.

Bureau of Economic Analysis, “*U.S. Net International Investment Position at Yearend 2008*”, U.S. Department of Commerce, June 2009.

International Monetary Fund, “*International Financial Statistic*”, July & September 2009.

International Monetary Fund, “*Special Data Dissemination Standard*”.

International Monetary Fund, “*The Survey of the Implementation of Methodological Standards for Direct Investment (SIMSDI)*” — France、United Kingdom、Hong Kong SAR、Russian Federation、Japan and United States, 2003.

The Bank of Korea, “*International Investment Position at the end of 2008*”, February 2009.

The Banque centrale du Luxembourg, “*International investment position of Luxembourg*”, September 2009.

The Central Bank of the Russian Federation, “*International Investment Position of Russia for 2008*”, July 2009.

The Office for National Statistics, “*Balance of payments—Summary international investment position*”, UK, September 2009.

The Swiss National Bank, “*Switzerland's international investment position*”, Monthly Statistical Bulletin, June 2009.