

從日本國際收支分析日圓逐利交易

程 玉 秀

一、前 言

由於資金移動的動機很難明確與單一化，加上逐利交易（carry trade）亦尚未有公認的定義，因此，國際間對日圓逐利交易的規模眾說紛紜，日本官方亦未發布任何統計。根據日本央行的說法，許多逐利交易在店頭市場進行，而官方並未統計店頭市場的交易，而且大多數的交易均為境外交易，日本央行並不擔心日圓逐利交易會對其經濟金融造成重大的影響，惟亦承認日本央行的金融市場局(Financial Market Department)有根據不同的定義推估日圓逐利交易的規模，惟純

粹作為內部參考之用。本文嘗試從國際收支統計資料，以廣義的定義（捨低利率的資產投資高利率的資產），分析日本對外資本移動（金融帳交易）是否與日圓逐利交易有相同的變動趨勢，以及其變動對日圓匯率的影響（註 1）。

其次，由於我國近年來國內流動性高與利率低的情況與日本相似，我國對外證券投資規模亦持續擴大，因此，本文最後比較我國與日本對外證券投資的異同。

二、日圓資產報酬率低引發大量的對外證券投資淨流出

日本長期以來的低利率，尤其是 2001 年至 2006 年 7 月的零利率政策，造成日本長期的資金外流。最近 7 年（2000 至 2006 年），日本國際收支經常帳每年均呈大額順差，7 年間的順差累計達 110 兆日圓，惟同期間，除了 2003 與 2004 年因外資流入，日本央行（BOJ）在外匯市場買入外匯，其他 5 年扣除外匯資產投資所得後的外匯準備資產並未增加（亦即日本央行並未買入外匯），並且日

圓匯價亦未升值，換言之，日本的經常帳順差係由金融帳淨流出所平衡，尤其是對外證券投資每年均呈大量淨流出，在這 7 年間累計淨流出達 108.9 兆日圓，與經常帳順差相埒（如表一）。

由於日本自 2006 年起才開始公布 2005 年以來直接投資與證券投資部門別、幣別以及國家別的細項資料，以下即根據上述資料剖析 2005 年以來日本對外證券投資的動態。

表一 近七年日本國際收支概況(主要項目)

單位：億日圓

	經常帳	金融帳	對外證券投資部分			準備資產
			合計	股權證券	債權證券	
2000	128,755	-84,287	-115,103	-21,405	-76,923	-52,609
2001	106,523	-58,264	-124,031	-14,138	-111,300	-49,364
2002	141,397	-80,558	-133,307	-47,355	-92,913	-57,969
2003	157,668	82,014	-183,961	-6,866	-183,927	-215,288
2004	186,184	22,504	-200,201	-32,903	-173,990	-172,675
2005	182,591	-134,579	-235,674	-25,406	-220,246	-24,562
2006	198,488	-119,132	-96,890	-30,550	-77,255	-37,196
至2006年止 累計金額	1,101,606	-372,302	-1,089,167	-178,623	-936,554	-609,663
2007/1-2月(P)	36,119	-35,492	10,016	-3,777	12,854	-8,565
至2007/2月止 累計金額	1,137,725	-407,794	-1,079,151	-182,400	-923,700	-618,228

資料來源：日本國際收支統計月報及日本財務省網站國際收支統計

無符號在經常帳表示淨收入，在金融帳表示淨流入，在準備資產表示資產減少；

負號在經常帳表示淨支出，在金融帳表示淨流出，在準備資產表示資產增加。

三、日本的證券公司與信託投資公司是最大的對外證券投資者

就投資部門別而言，對外證券投資主要係證券公司赴海外投資債權證券及信託投資公司投資國外債權證券與股權證券（多數為投資共同基金）大幅增加，這兩個部門的證券投資淨流出每年分別為 8.9 兆日圓至 7.2 兆日圓。本（2007）年 1-2 月信託投資公司續呈淨流出 2.5 兆日圓，淨流出規模持續擴大，惟證券公司僅淨流出 0.5 兆日圓，淨流出規模已縮小。就投資工具分析，不論證券公司或信託投資公司均以投資固定收益的債權證券

最多：證券公司 86%（註 2）投資在固定收益的債權證券，僅 2% 投資在股權證券；信託投資公司則 70% 投資在固定收益的債權證券，35% 投資在股權證券（註 3）（多數為一般個人透過信託投資國外共同基金）。

銀行在 2005 年亦大幅加碼對外債權證券投資，惟 2006 年日本央行結束零利率政策開始升息，銀行對外證券投資即由 2005 年的淨流出 7.2 兆日圓轉呈淨流入 2.4 兆日圓，本（2007）年 1-2 月續呈淨流入 2.1 兆日圓，銀

行部門資金由淨流出轉呈淨流入的時點與國 合（如表二）。

際間報導的日圓逐利交易反轉的時間點相符

表二 日本對外證券投資—依投資部門及工具別區分

單位：億日圓

	合 計			股權證券			債權證券			貨幣市場工具		
	2005	2006	2007/ 1-2月(P)	2005	2006	2007/ 1-2月(P)	2005	2006	2007/ 1-2月(P)	2005	2006	2007/ 1-2月(P)
合 計	-235,674	-96,890	10,016	-25,406	-30,550	-3,777	-220,246	-77,255	12,854	9,978	10,914	940
政府部門	351	119	-43	-19	-29	-4	370	148	-39	0	0	0
銀行部門	-72,083	23,995	20,573	-1,993	-1,601	295	-75,666	22,181	19,935	5,575	3,415	343
銀行(銀行帳戶)	-74,166	10,642	21,030	-1,657	-1,713	212	-78,302	9,435	20,481	5,792	2,919	337
信託銀行(銀行帳戶)	2,083	13,353	-457	-335	112	83	2,636	12,746	-545	-217	496	6
其他部門	-163,941	-121,005	-10,513	-23,394	-28,919	-4,069	-144,950	-99,584	-7,041	4,403	7,499	597
銀行(信託帳戶)	-25,860	-7,090	4,926	165	7,899	9,439	-25,968	-14,708	-4,282	-57	-282	-231
證券公司	-86,349	-71,637	-4,912	-2,498	-939	197	-73,176	-62,979	-4,367	-10,675	-7,719	-742
人壽保險公司	-3,990	415	1,956	-1,820	-863	-49	-2,484	856	2,497	314	422	-492
非人壽保險公司	-452	4,069	773	-296	-350	44	-153	4,546	718	-3	-128	10
信託投資公司	-87,508	-88,792	-25,438	-21,348	-33,763	-14,648	-70,990	-58,820	-11,001	4,830	3,791	209
其他	40,217	42,031	12,183	2,403	-905	949	27,820	31,521	9,392	9,994	11,415	1,842

資料來源：日本財務省網站國際收支統計

無符號在金融帳表示淨流入，負號在金融帳表示淨流出。

四、投資幣別以美元、歐元為主；國別以美國最多，

開曼群島次之

就投資幣別而言，對外證券投資幣別主要以美元、歐元、日圓、英鎊與澳幣為主（如表三），比重分別為 36%、19%、15%、6%與 5%，主要原因係這些貨幣的利率較高（如圖一）。投資日圓者則為避免匯率風險，購買國外銀行發行或在免稅天堂發行的結構型日圓債、票券，其中，有些債、票券是連結日本股價指數，是一種可追逐股價變動而無匯率風險的中度風險性投資。

就投資國家別而言，最大的投資地為美國，其次為開曼群島，英國、法國與德國，比重分別為 27%、14%、12%、6%與 5%。投資在 OECD 國家的比重則高達 79%。在亞洲地區的投資於 2005 年僅占 1.3%，2006 年則劇升至 8.0%，主要投資國家亦由南韓轉為中國大陸，應與預期人民幣升值有關；對台灣的投資比重亦由 2005 年的 0.1%升至 2006 年的 1.3%（如表四）。

表三 日本對外證券投資—依幣別區分

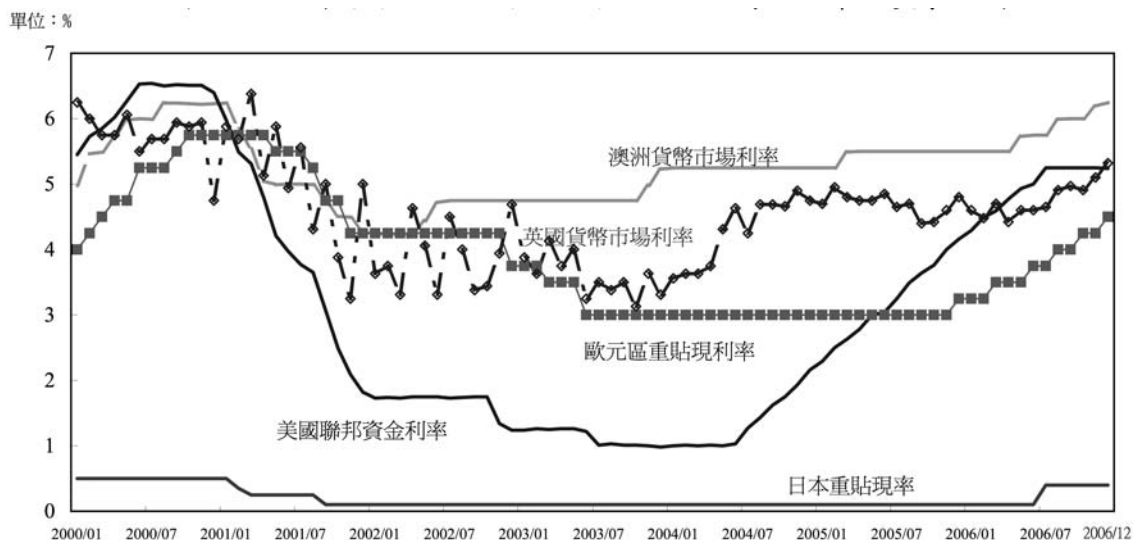
單位：億日圓

	合 計			股權證券			債權證券			貨幣市場工具		
	2005	2006	2007/ 1-2月(P)	2005	2006	2007/ 1-2月(P)	2005	2006	2007/ 1-2月(P)	2005	2006	2007/ 1-2月(P)
合計	-235,674	-96,890	10,016	-25,406	-30,550	-3,777	-220,246	-77,255	12,854	9,978	10,914	940
美元	-109,402	-29,421	22,911	-15,992	-12,745	-31	-94,663	-17,494	24,344	1,253	818	-1,402
加拿大幣	-3,939	-3,889	-291	-308	-626	-73	-3,777	-3,231	-253	145	-32	35
澳幣	-10,693	-5,668	-1,302	-1,881	-3,330	-942	-8,907	-2,549	-437	95	211	77
歐元	-41,826	-15,743	-2,132	-3,330	-3,632	-648	-38,562	-12,166	-1,916	65	55	431
英鎊	-11,087	-7,964	-1,737	723	-669	-1,660	-11,713	-7,392	-61	-97	97	-16
丹麥幣	-551	-704	-272	19	20	-77	-570	-724	-195	0	0	0
瑞典幣	-2,957	1,883	-514	163	-18	-58	-3,118	1,901	-456	-1	1	0
瑞士法郎	-420	139	332	-36	540	225	-384	-401	106	0	0	0
港元	1,841	-3,148	-472	1,812	-3,121	-488	29	-27	15	1	0	0
日圓	-29,643	-15,141	-3,749	-2,775	-2,117	1,324	-35,407	-22,782	-6,680	8,539	9,757	1,608
其他	-26,996	-17,235	-2,757	-3,801	-4,851	-1,350	-23,175	-12,390	-1,612	-20	5	206

資料來源：日本財務省網站國際收支統計

無符號在金融帳表示淨流入，負號在金融帳表示淨流出。

圖一 日本與歐、美、澳地區國家利率走勢比較



資料來源：IMF國際金融統計月報

表四 日本對外證券投資—依國家、地區別劃分

單位：億日元

地區及國家	合 計			股權證券			債權證券			貨幣市場工具		
	2005	2006	2007/ 1-2月(P)	2005	2006	2007/ 1-2月(P)	2005	2006	2007/ 1-2月(P)	2005	2006	2007/ 1-2月(P)
地區及國家	-235,674	-96,890	10,016	-25,406	-30,550	-3,777	-220,246	-77,255	12,854	9,978	10,914	940
Asia	-3,180	-7,771	-2,096	-990	-6,618	-1,483	-1,927	-885	-712	-262	-268	100
P.R.China	329	-2,277	-322	291	-2,305	-310	39	28	-13	-1	0	0
Hong Kong	990	-1,332	-425	1,545	-1,130	-367	-487	-177	-52	-68	-25	-5
Taiwan	-327	-1,224	-125	-331	-1,237	-126	4	13	1	--	0	0
R.Korea	-1,212	-640	-705	-299	-1,049	-380	-911	398	-322	-2	11	-3
Singapore	-915	-2,144	-235	-71	-1,018	-243	-653	-896	-101	-192	-230	110
North America	-74,467	-36,212	15,090	-9,997	-10,159	-731	-66,242	-27,198	17,308	1,772	1,145	-1486
U.S.A.	-69,277	-32,434	15,221	-9,593	-9,462	-608	-61,315	-24,132	17,351	1,631	1,160	-1520
Canada	-5,190	-3,773	-132	-404	-692	-123	-4,927	-3,066	-43	140	-15	34
Central, South America	-43,544	-5,865	-471	-4,684	-6,194	1,853	-42,111	-3,409	-1,100	3,251	3,738	-1224
Cayman Islands	-40,955	-4,061	499	-3,555	-4,899	2,085	-40,673	-2,949	-376	3,273	3,787	-1210
Dutch Antilles	2,604	1,089	18	121	67	19	2,482	1,026	-1	0	-4	0
British Virgin Islands	596	-211	-155	-111	-258	14	699	48	-164	8	-2	-5
Bahamas	-543	30	-126	-283	-57	-1	-260	87	-126	0	0	0
Bermuda	-3,825	-317	-145	-282	545	-189	-3,544	-861	44	0	0	0
Oceania	-7,511	-4,835	-2,433	-2,059	-3,371	-1,010	-6,325	-2,160	-1,683	874	696	260
Australia	-5,766	-3,922	-2,368	-1,903	-3,315	-960	-4,707	-1,392	-1,504	844	785	95
New Zealand	-1,740	-877	-69	-135	-32	-60	-1,635	-754	-175	30	-90	166
Western Europe	-98,470	-40,909	-2,246	-6,016	-3,092	-2,364	-96,871	-43,394	-3,174	4,417	5,576	3292
Germany	-16,472	-1,038	230	-555	-350	-162	-16,219	-1,485	333	302	798	58
U.K.	-20,273	-17,312	240	786	-683	-1,697	-23,239	-17,210	-311	2,180	581	2249
France	-16,733	-3,639	-111	-730	-1,516	174	-16,339	-2,884	-777	337	760	492
Netherlands	-5,557	-5,210	-601	227	-487	-136	-6,792	-5,324	-571	1,008	601	104
Italy	-2,446	1,247	1,338	-412	-257	-180	-2,039	1,503	1,502	5	0	16
Belgium	-2,435	-1,447	-134	-151	-272	3	-2,273	-1,165	-120	-11	-10	-18
Luxembourg	-9,103	-487	-1,675	-2,838	120	74	-6,827	-1,874	-1,854	563	1,267	105
Switzerland	-635	788	565	-66	407	204	-630	379	363	62	2	-2
Sweden	-3,399	2,257	-828	97	-31	-58	-3,139	1,932	-797	-357	356	28
Spain	-6,874	-633	-58	18	400	-80	-6,887	-1,023	12	-5	-10	10
Ireland	-3,754	-4,592	-339	-2,659	732	-370	-1,101	-5,511	26	7	186	6
Norway	-5,296	-3,540	-665	-244	-26	26	-5,274	-3,921	-862	221	406	170
E Europe, Russia, etc.	-3,259	-1,659	-462	-1,236	-450	-32	-2,022	-1,209	-429	0	0	0
Russia	-926	-972	-106	-718	-658	-42	-208	-315	-64	0	0	0
Africa	-284	-721	-109	-316	-479	-8	32	-242	-101	0	0	0
Rest of the World	409	157	0	0	0	0	409	157	0	0	0	0
Int'l Organization	-5,106	1,572	2,851	0	0	0	-5,093	1,562	2,851	-13	10	0
OECD countries	-182,900	-80,125	8,689	-19,782	-16,685	-4,566	-170,126	-70,221	11,247	7,007	6,780	2008
ASEAN	-654	-2,747	-434	116	-1,490	-340	-579	-1,014	-202	-192	-244	108
EU	-93,034	-34,475	-2,991	-6,960	-2,217	-2,668	-90,164	-36,772	-3,391	4,090	4,513	3068

資料來源：日本財務省網站國際收支統計
 無符號在金融帳表示淨流入，負號在金融帳表示淨流出。

五、銀行對外證券投資已由淨流出反轉為淨流入，

非銀行部門則續呈淨流出

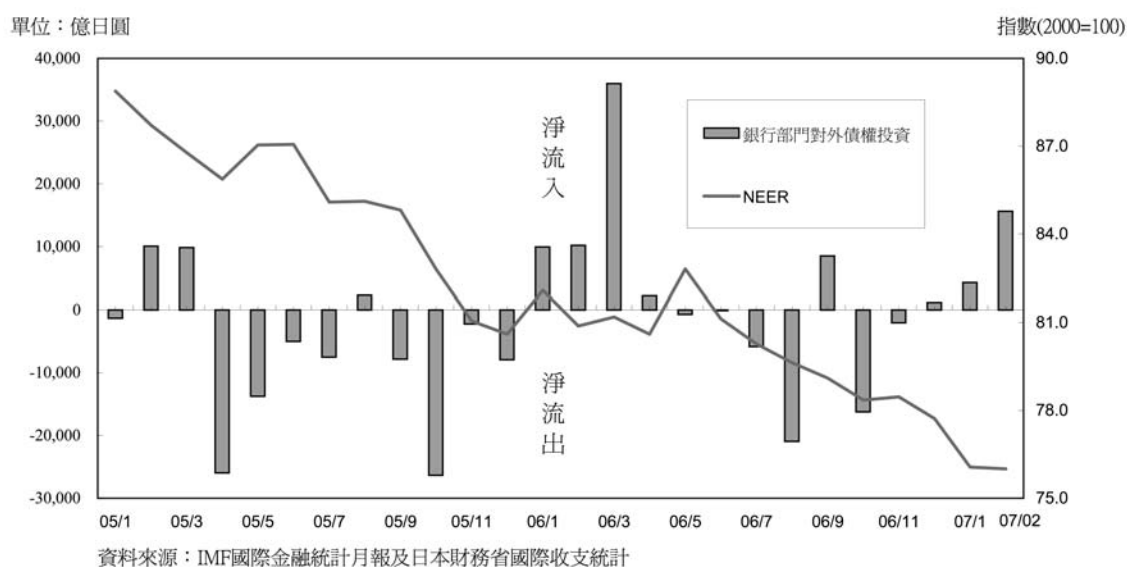
國際間報導 2006 年 5 月與本（2007）年 2 月均有大規模的日圓逐利交易平倉，因而造成國際金融市場的動盪。若觀察 2005 至 2007 年 2 月日本國際收支的月資料，2006 上半年銀行業的債權證券投資由一向呈淨流出轉呈

淨流入（註 4），與日本央行在 2006 年 3 月 9 日宣布結束定量寬鬆貨幣政策，將貨幣政策操作目標由金融體系提存央行的準備活期帳戶餘額改為無擔保隔夜拆款利率，市場即預期日本將結束零利率政策，加上外資大舉流

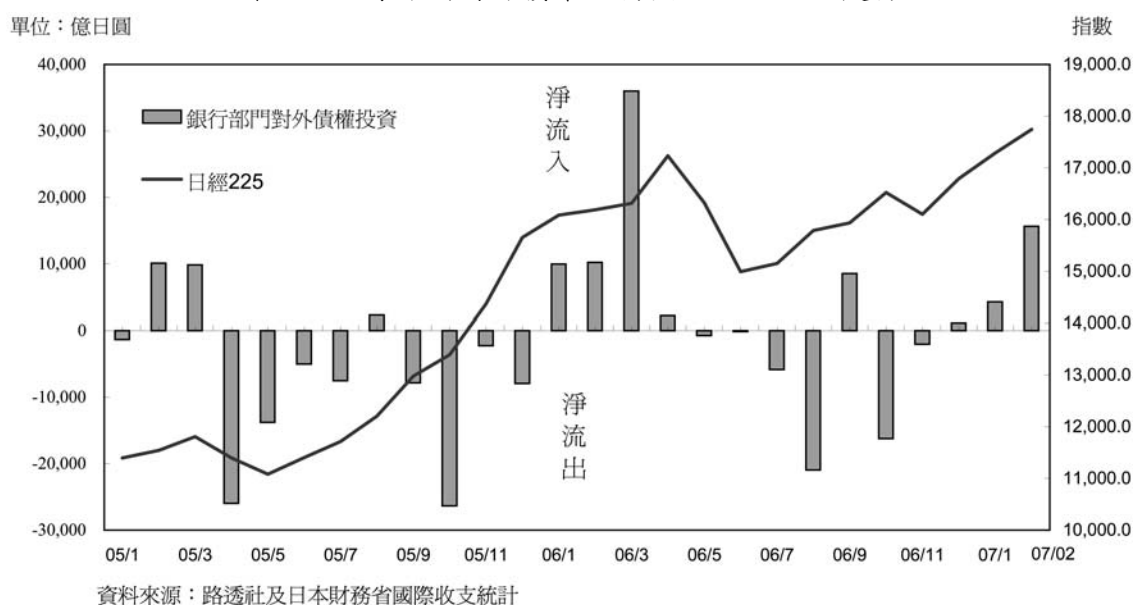
入投資日本股市，造成日股大漲與日圓匯率急劇升值，均可能造成持有日圓逐利部位者進行平倉；本年 2 月銀行的債權證券投資淨流入規模亦較前兩年大，亦符合市場報導（如圖二及三）。

非銀行民間部門對外證券投資則未見反轉，仍續呈淨流出。證券公司雖續呈淨流出，惟淨流出規模已在縮小；一般投資人透過信託投資公司投資國外共同基金的部分則續呈淨流出，且淨流出規模仍在持續擴大，

圖二 銀行部門對外債權投資與日圓 NEER 之走勢



圖三 銀行部門對外債權投資與日經 225 之走勢



以存量而言，日本的信託投資國外資產仍續創新高。此一趨勢應是日本央行認為日圓逐

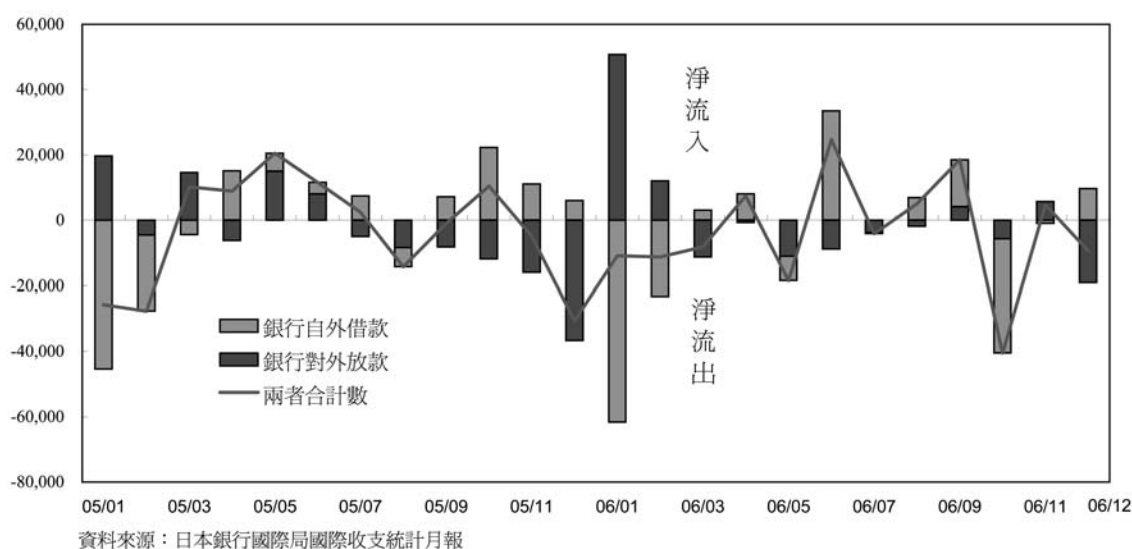
利交易的大規模反轉可能性不大，因為一般投資人仍持續投資國外。

六、日圓逐利交易的主要資金來源不是來自日本國內銀行

日本銀行業對外放款規模不大（如圖四），顯示日圓逐利交易的主要資金來源不

是來自日本國內銀行。國際間炒作日圓逐利交易者可能仍是滿手資金的投資者。

圖四 銀行對外放款與自外借款



七、日圓逐利交易平倉可能帶動日圓升值

觀察日圓的名目有效匯率指數，自 2005 年以來即一路下跌（亦即日圓貶值），惟在 2006 年 5 月曾反轉上升，今年 2 月亦止跌回穩（如圖二）；日經 225 股價指數在 2006 年

4 月下旬至 5 月初以及本年 2 月亦急劇上揚（如圖三），因此，未來若一般的投資人自國外撤回資金，勢必也會帶動日圓的升值。

八、我國對外證券投資 96% 來自非銀行民間部門； 72% 投資在股權證券

自 2003 年至 2006 年 4 年間，我國對外證券投資急劇擴大，累計淨流出 1,366 億美

元，遠超過經常帳順差（889 億美元）。我國對外證券投資淨流出規模相對於經常帳順差

之比為 1.54 更甚於日本的 0.99（如表五）。

投資部門別方面，我國銀行僅占投資的 4%，而日本銀行業相對於我國的銀行業則活躍得多，以 2005 年而言，銀行業占 31%，且流出入反轉較為頻繁。我國非銀行業對外證券投資比重為 94%，以透過銀行特定金錢信託投資國外證券最多，占 37% (504 億美元)；

壽險公司居次，占 32% (442 億美元)。

若從投資工具別分析，我國以投資股權證券最多占 72%，主要係一般投資人透過銀行特定金錢信託投資國外基金；債權證券投資占 28%，顯示我國的投資偏重於風險較高的股權證券；日本人的投資則 93% 投資於固定收益的債權證券（如表六）。

表五 近四年我國國際收支概況（主要項目）

單位：億美元

	經常帳	金融帳	對外證券投資部分			準備資產
			合計	股權證券	債權證券	
2003	292	76	-353	-211	-142	-371
2004	185	68	-225	-165	-60	-266
2005	160	17	-347	-235	-112	-201
2006	252	-230	-441	-371	-70	-61
累計金額	889	-68	-1,366	-983	-384	-898

資料來源：我國國際收支統計。

註：無符號在經常帳表示淨收入，在金融帳表示淨流入，在準備資產表示資產減少；負號在經常帳表示淨支出，在金融帳表示淨流出，在準備資產表示資產增加。

表六 我國對外證券投資—依投資者區分
(2003-2006 合計)

單位：億美元；%

	合 計		股權證券		債權證券		貨幣市場工具	
	金額	比重	金額	比重	金額	比重	金額	比重
合 計	-1,366	100	-983	72	-378	28	-5	0
銀行部門	-61	4	10		-77		6	
其他部門	-1,306	96	-993		-301		-11	
銀行特定金錢信託	-504	37	無 細 項 資 料					
國內投信基金	-73	5						
證券商	-55	4						
壽險公司	-442	32						
四大基金	-95	7						
其他	-137	10						

資料來源：1. 我國國際收支統計。

2. 外匯局「國人投資國外有價證券資金進出概況表」。

註：1. 無符號在金融帳表示淨流入，負號在金融帳表示淨流出。

2. 本表四大基金包括公務人員退休撫基金、勞工保險基金、勞工退休基金、公務人員保險處及郵政儲金(含儲匯及壽險)等經由專案匯出投資國外之金額。

3. 壽險公司及郵政儲金利用特定金錢信託對外證券金額列計在銀行特定金錢信託中，未含於壽險公司及四大基金中。

九、我國銀行業在國外的投資似有更大的發展空間

如上一段所述，我國銀行業對外投資較日本銀行業保守。比較兩國銀行業的對外與對內的外幣債權與外幣債務比重亦有相同的結論。

日本銀行業對國外的外幣債權比重約為 90%，我國則僅占 64%；在外幣債務方面，兩國銀行業收受國內的外幣存款比重均相當高，日本為 81%，我國為 74%；由於日本銀行業對國外的外幣投資相當熟絡，因此，債權債務相抵後，日本銀行業為淨外幣債權，

且是對國外為淨債權，對國內為淨債務；我國銀行業則為淨外幣債務，因為對國外的淨債權小於對國內的淨債務（如表七），亦即我國銀行業在外幣投資或國外投資可以發展的空間仍然很大。

目前銀行體系的新台幣資金相當充裕，本行不斷發行 NCD 收回新台幣資金，若銀行亦增加對國外投資，似可有助於消化多餘的資金。

表七 國內銀行外幣債權與債務

單位:億美元

年底	日本				台灣			
	2005		2006		2005		2006	
外幣債權	13,690	100.0	15,226	100.0	1,846	100.0	2,202	100.0
對國內	1,387	10.1	1,370	9.0	681	36.9	763	34.7
對國外	12,303	89.9	13,856	91.0	1,165	63.1	1,439	65.3
外幣債務	4,718	100.0	4,625	100.0	1,999	100.0	2,408	100.0
對國內	3,874	82.1	3,674	79.4	1,480	74.0	1,801	74.8
對國外	844	17.9	951	20.6	519	26.0	607	25.2
外幣淨資產	8,972	100.0	10,601	100.0	-153	100.0	-206	100.0
對國內	-2,487		-2,304		-799		-1,038	
對國外	11,459		12,905		646		832	

資料來源:我國與日本國內銀行地區性金融統計

附 註

(註 1) 本文從日本國際收支統計分析，資料範圍包括日本居民與非居民的交易，不含日本境外的交易。優點是這些資料的變動比較貼近日本的經濟金融情勢，缺點是就日圓逐利交易包括的範圍而言比較不完整。

(註 2) 投資比重均以 2005 年至 2007 年 2 月合併計算。

(註 3) 由於證券投資分為股權證券、債權證券與貨幣市場工具三類，而日本的信託投資公司貨幣市場工具投資為淨流入，致股權證券與債權證券淨流出占總淨流出投資比重合計超過 100%。

(註 4) 由於日本的會計年度在 3 月底結束，因此，每年的 2、3 月都有資金回流，2006 年 2、3 月的資金回流規模則更大，4、5、6 月則由一向呈淨流出轉呈淨流入。

(本文完稿於民國 96 年 4 月，作者現為本行經濟研究處研究員)