

出國報告（出國類別：其他）

參加「Daiwa Capital Markets Conference
2024 Program」

服務機關：中央銀行

姓名職稱：藍彥奇 三等專員

派赴國家/地區：日本東京

出國期間：113年11月4日至11月9日

報告日期：114年1月6日

摘要

自 2022 年 4 月以來，受進口物價上漲、產出缺口擴大及薪資與物價同步上漲之正向循環帶動中長期通膨預期等因素影響，日本通膨穩定維持在 2% 左右之水準，在此情況下，2024 年日本央行（Bank of Japan, BoJ）啟動量化緊縮，若未來長天期日本公債殖利率持續上揚，市場普遍預期日本銀行業、日本保險業及外資將增持日本公債，因日本保險業海外投資一部分未經匯率避險，其資產配置變化對日圓匯率之影響值得關注。

除上述金融性交易外，投機性交易亦為日圓匯率變動之主因。一般而言，投機交易者多經由日圓利差交易，即借入日幣、再將資金投資於較高收益資產之交易模式影響日圓匯率，由於日圓利差交易參與者及融資方式眾多，規模不易確切估計，本文僅以日圓期貨、日圓保證金、日圓計價放款及日圓換匯交易等不同角度來估計日圓利差交易規模，其中涉及日圓換匯交易者，因其金額龐大且與日本非銀行金融中介機構匯率避險行為具一定關聯性，未來或可持續透過深入了解各類型機構投資人動向，有助於更進一步釐清全球資金移動情形，進而對金融監管及金融穩定政策制定有所助益。

最後，因日本壽險業及投信等非銀行金融中介機構海外投資規模龐大，其海外投資及匯率避險行為與日圓匯率及日圓利差交易具一定關聯性。國際貨幣基金（International Monetary Fund, IMF）認為，針對非銀行金融中介機構之脆弱性及其對全球金融穩定可能影響等議題，未來各國央行仍有必要於金融市場失序期間提供流動性，惟建立適當的監管措施仍為首要任務，各主管機關可透過縮小統計資料缺口、鼓勵非銀行金融中介機構自發性加強風險管理、制定完整且適宜之監理規範及加強監管力道等四大防護措施，以確保非銀行金融中介機構良好運作。

目錄

壹、前言	1
貳、日本通膨現況及未來展望	2
一、 因產出缺口擴大及中長期通膨預期上揚，日本通膨預計仍將穩定維持在 2% 左右之 水準	2
二、 薪資與物價同步上漲之正向循環是否得以延續及日圓匯率走勢，係日本通膨前景 之不確定因子	3
參、日本公債市場概述	4
一、 近年日本公債持有對象結構變動情形及未來展望	4
二、 日本公債投資人動向及其對日圓匯率之影響	5
肆、日圓利差交易概述	9
一、 利差交易定義	9
二、 日圓利差交易規模之衡量方式	9
三、 非銀行金融中介機構對全球金融市場之影響	13
伍、心得及建議	15
陸、參考資料	16

壹、前言

職奉派於 2024 年 11 月 4 日至 11 月 9 日參加日本大和證券(Daiwa Securities, 下稱 Daiwa) 於東京舉辦之「Daiwa Capital Markets Conference 2024 Program」, 受邀講者包含 St. Louis Fed 前總裁 James Bullard、印度央行前總裁 Raghuram Rajan、現任 BoJ 企劃局局長正木一博(Kazuhiro Masaki) 及 Daiwa 分析師等人, 主要講述美日經濟現況與展望、BoJ 貨幣政策前景、日圓匯率走勢及日本公債市場供需情形等議題, 內容深入淺出, 頗具啟發性。

本報告內容共分為三大部分。第一部分簡述目前 BoJ 對日本通膨現況及未來展望之看法; 第二部分分析 BoJ 啟動量化緊縮(Quantitative Tightening, QT) 後, 日本公債持有對象結構變動情形及其對日圓匯率之可能影響; 第三部分則以日圓期貨、日圓保證金、日圓計價放款及日圓換匯交易等不同角度來估計日圓利差交易規模, 並引用 IMF 研究, 探討近年非銀行金融中介機構開始扮演金融體系更重要角色, 故應同步加強非銀行金融中介機構監管措施等相關議題。

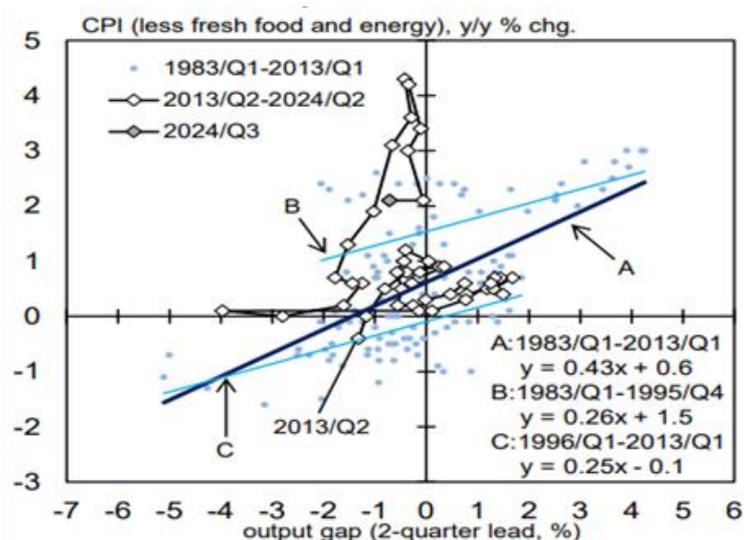
貳、日本通膨現況及未來展望

- 一、 因產出缺口擴大及中長期通膨預期上揚，日本通膨預計仍將穩定維持在 2% 左右之水準

(一) 長久以來，進口物價、產出缺口及通膨預期等因素與日本通膨走勢息息相關（圖 1）。

圖 1 日本菲利浦曲線

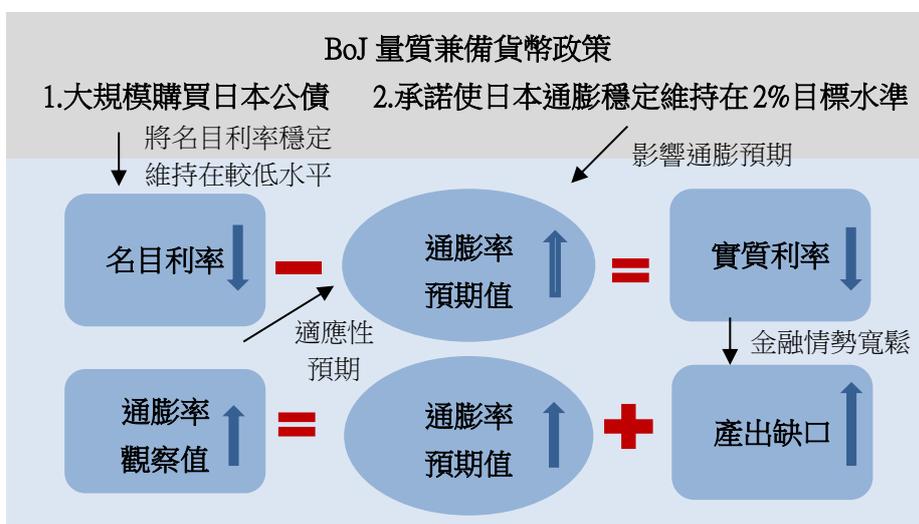
$$\text{Inflation} = \text{Inflation Expectations} + \text{Output Gap} + (\text{Supply Factors, etc.})$$



資料來源：BoJ

- (二) 2013 年 4 月，BoJ 實施量質兼備寬鬆貨幣(Quantitative and Qualitative Monetary Easing, QQE) 政策，旨在透過影響通膨預期，使日本通膨重回並穩定維持在 2% 目標水準（圖 2）。

圖 2 BoJ 量質兼備貨幣政策影響日本通膨之傳遞管道

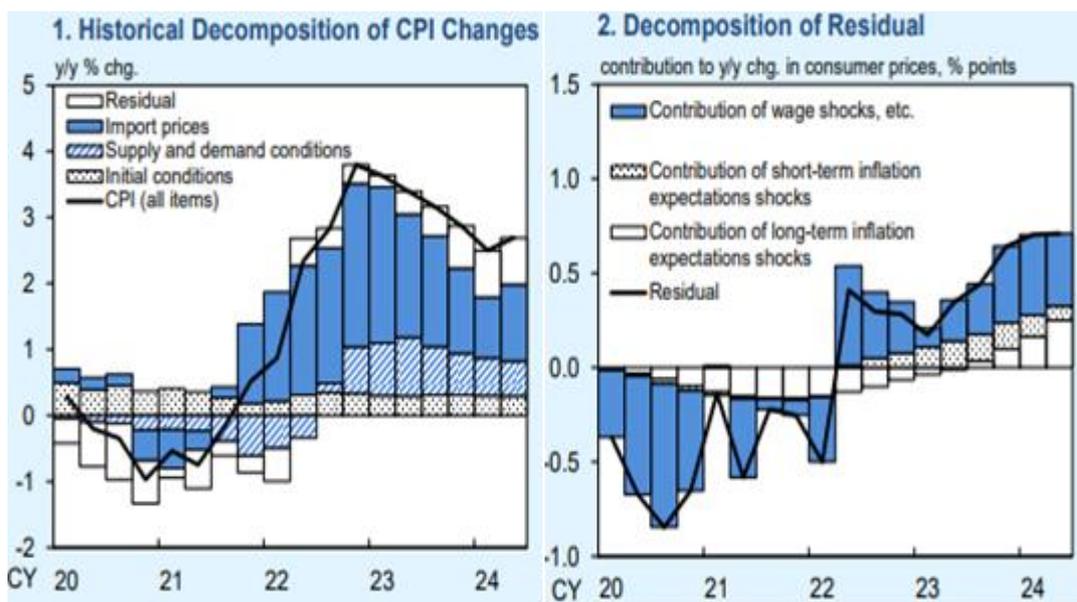


資料來源：BoJ

(三) 自 2021 年第 3 季起，因日圓貶值帶動進口物價上漲（圖 3 左藍色柱狀），日本通膨持續升溫，並於 2022 年 4 月開始超越 2% 目標水準。

(四) 2023 年以來，進口物價帶動日本通膨上揚之效果雖逐漸減退，惟產出缺口處於正值並持續擴大，且薪資與物價同步上漲之正向循環亦帶動中長期通膨預期（圖 3 左白色柱狀）¹，BoJ 預計，日本通膨於 2026 財政年度前仍可穩定維持在 2% 左右之水準。

圖 3 日本通膨變動因素拆解



資料來源：BoJ、Nakamura *et al.* (2024)

二、薪資與物價同步上漲之正向循環是否得以延續及日圓匯率走勢，係日本通膨前景之不確定因子

(一) 一旦日本勞動市場持續緊俏，名目薪資未來將持續成長，惟部分訂價能力不足之中小企業恐難以轉嫁薪資成本至銷售價格（selling price），恐使薪資與物價同步上漲之正向循環難以延續。

(二) 一旦日圓升值幅度過大，未來將使日本大型出口商獲利下降，恐降低其調漲薪資誘因，亦可能使薪資與物價同步上漲之正向循環難以延續。

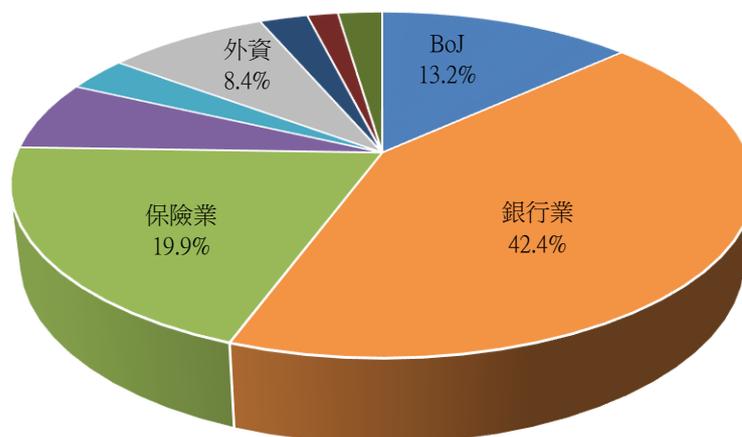
¹ Nakamura, K., S. Nakano, M. Osada, and H. Yamamoto (2024), "What Caused the Pandemic-Era Inflation?: Application of the Bernanke-Blanchard Model to Japan," *Bank of Japan Working Paper Series, No.24-E-1*.

參、日本公債市場概述

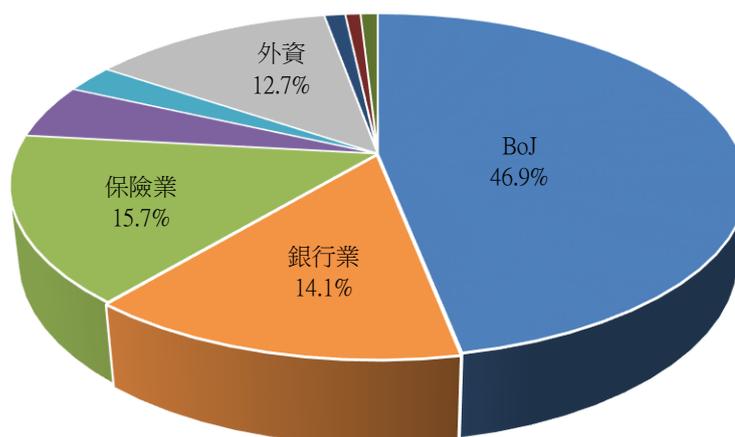
一、近年日本公債持有對象結構變動情形及未來展望

- (一) 2013 年 4 月，因 BoJ 實施量質兼備寬鬆貨幣政策，日本公債持有對象結構出現變化。其中 BoJ 持有比重由 2013 年 3 月底之 13.2% 上升至 2024 年 6 月底之 46.9%（圖 4 藍色區域），日本銀行業占比則由 2013 年 3 月底之 42.4% 下降至 2024 年 6 月底之 14.1%，為持有比重變動較大者（圖 4 橘色區域）。

圖 4 BoJ 實施 QQE 政策，使日本公債持有對象結構出現明顯變化



日本公債（含國庫券）發行總額共 969.1 兆日圓（2013/3）



日本公債（含國庫券）發行總額共 1,211.3 兆日圓（2024/6）

資料來源：日本財務省

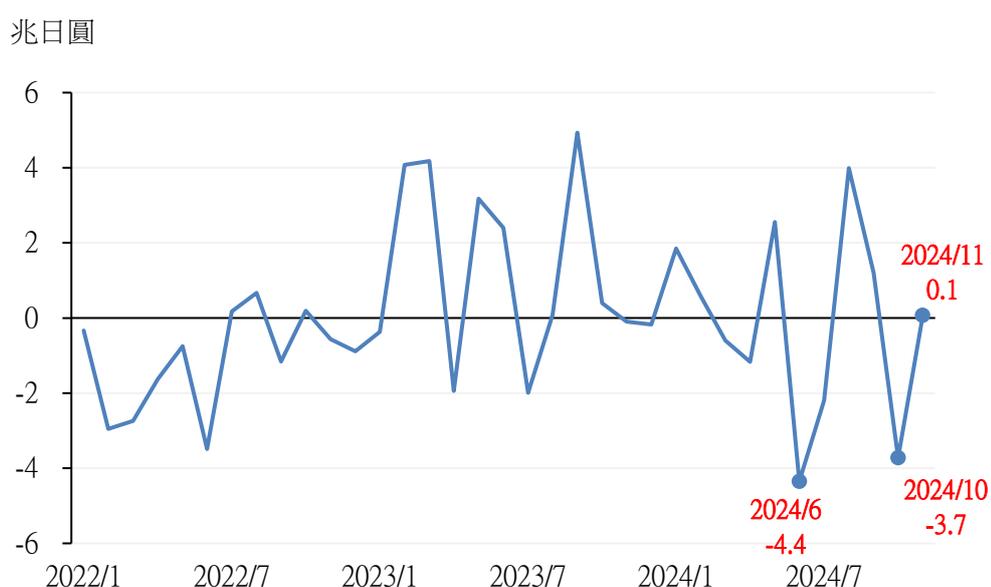
(二) 2024 年 7 月，因 BoJ 啟動量化緊縮，日本公債持有對象結構可能再度變動。Daiwa 估計，BoJ 將於目前至 2030 財政年度共減持日本公債 207 兆日圓，加上同期間日本公債發行量淨增加 139 兆日圓，民間部門共將增持日本公債 346 兆日圓，其中又以銀行業（167 兆日圓）、外資（103 兆日圓）及保險業（20 兆日圓）增持較多。

二、日本公債投資人動向及其對日圓匯率之影響

(一) 日本銀行業

1. 目前日本銀行業投資日本公債主要持有至到期，且存續期間較短，在市場普遍預期 BoJ 持續升息，且日本公債殖利率曲線轉趨陡峭之情況下，日本銀行業暫不願意過度承擔利率風險，惟一旦 10 年期日本公債殖利率大於 1.2%，日本銀行業則可能考慮增持。
2. 另一方面，日本銀行業投資國外債券存續期間較長，因多將該類型資產於會計帳歸列備供出售金融資產，一旦價格大幅下跌，銀行業可能面臨淨值下降及資本不足等風險，2024 年 6 月及 10 月，日本銀行業兩度大幅淨賣出長天期國外債券（圖 5），惟目前日本主要銀行備供出售金融資產未實現盈餘充足（下頁表 1），即使長端利率居高不下，未來仍不致大幅減持國外債券。

圖 5 日本銀行業投資長天期國外債券金額變動情形



資料來源：日本財務省

表 1 日本主要銀行備供出售金融資產未實現盈餘

2024年9月底 單位：十億日圓	股票 投資	債券投資		未實現損益 合計數
		國內債券	國外債券	
8316 SMFG	2,568.3	-135.8	-384.3	3,432.3
8306 MUFG	3,493.5	-174.0	-683.8	2,699.4
8411 Mizuho FG	2,107.9	-60.8	-508.8	1,361.1
8309 Sumitomo Mitsui Trust Group	727.0	-20.8	-7.3	675.2
8308 Rseona HD	716.1	-80.5	-19.0	617.6
5831 Shizuoka FG	433.3	-65.4	-24.4	365.1
8331 Chiba Bank	240.0	-43.3	-18.7	202.2
7167 Mebuki FG	137.7	-49.6	-4.2	86.5
7186 Concordia FG	109.9	-17.3	-1.4	79.5
8354 Fukoka FG	144.0	-147.4	-3.1	16.9

註：此處備供出售金融資產尚包含日幣計價投資信託，而日幣計價投資信託損益與日本股價變動情形較為相關。

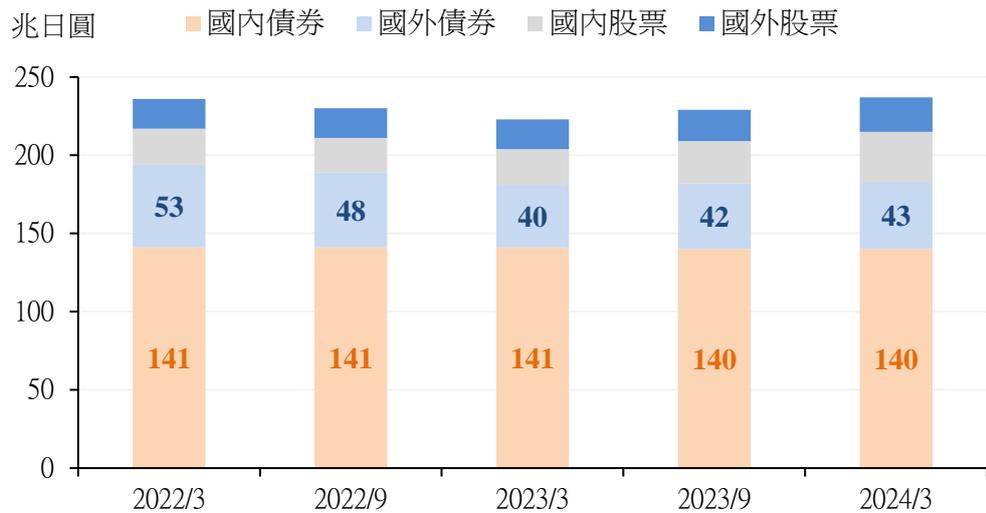
資料來源：Daiwa

3. 除外匯存款外，日本銀行業外幣資金來源主要為同業拆借、附買回協議（Repo）及換匯交易（FX Swap），故其海外投資部位變動對日圓匯率之影響較小。

(二) 日本壽險業

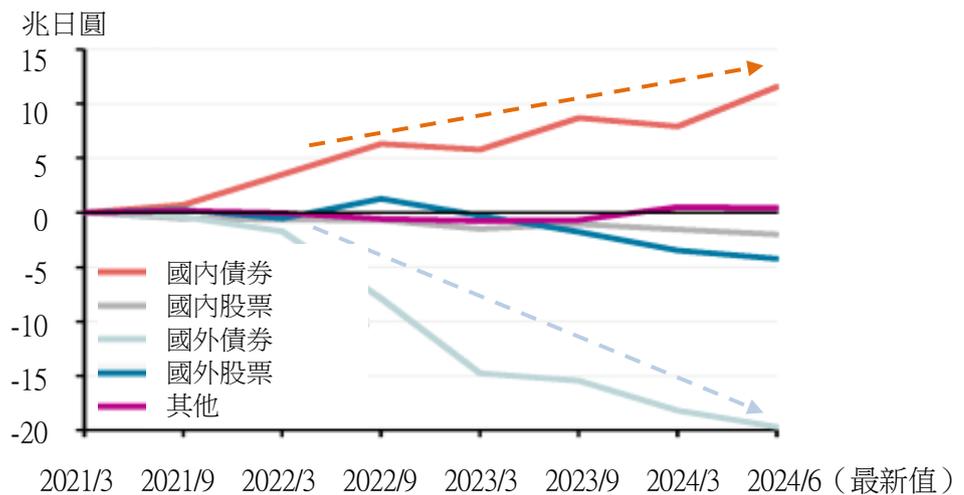
1. 為因應 2025 年 4 月起實施之保險資本標準（Insurance Capital Standard, ICS）清償能力制度，近年日本壽險業已陸續購買超長天期日本公債（下頁圖 6、7），短期內暫無大幅增持之誘因，惟一旦 30 年期日本公債殖利率大於 2.5%，日本壽險業則可能考慮增持。
2. 2022 年 3 月，因 Fed 啟動升息循環、BoJ 維持寬鬆貨幣政策，導致過去兩年美日利差持續擴大，在匯率避險成本上升的情況下，日本壽險業陸續減持經匯率避險之國外債券部位（下頁圖 6、7），惟考量到美日利差不致持續擴大，未來日本壽險業經匯率避險之國外債券部位應變動不大。
3. 另因日本壽險業未避險之海外投資部位變動可能對日圓匯率產生影響，若超長天期日本公債殖利率持續上揚或日圓大幅升值，未來日本壽險業可能減持未避險海外投資部位，使日圓匯率進一步走升。

圖 6 日本壽險業投資國內外股票及債券規模



資料來源：日本財務省

圖 7 經評價調整後，近年日本壽險業增持國內債券，並減持國外債券



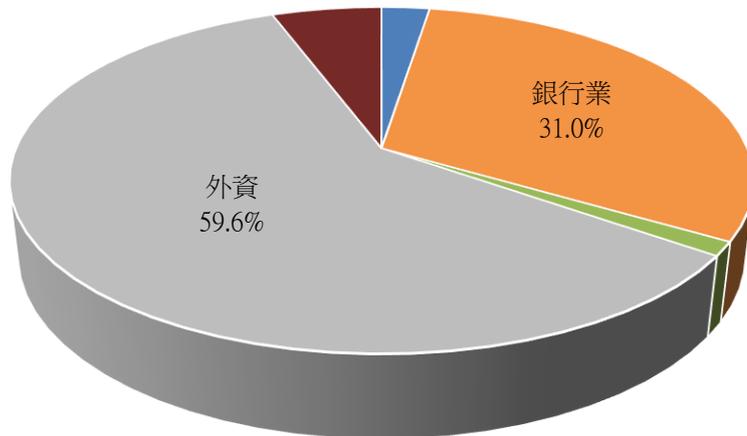
資料來源：Nomura (2024)

(三) 外資

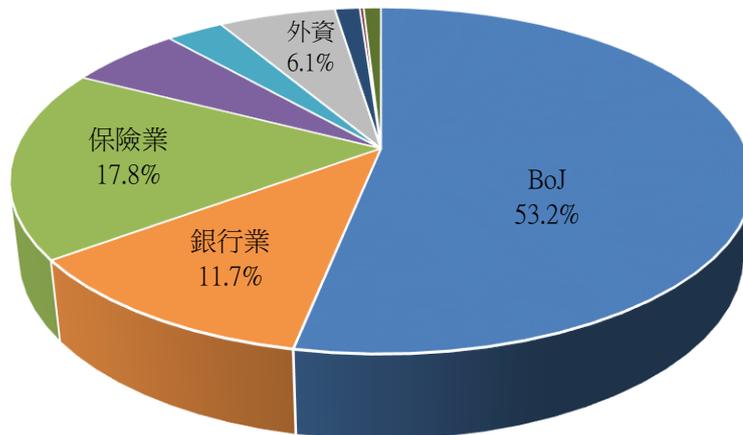
1. 目前外資持有日本國庫券比重近 6 成（下頁圖 8 上半部灰色區域），該持有結構主要反映外資透過換匯交易取得日圓後投資於日本國庫券之收益，大於以美元投資於同天期美國國庫券之收益²，使外資具備持有日本國庫券之誘因；另一方面，目前外資持有日本公債比重僅 6.1%（下頁圖 8 下半部灰色區域），惟一旦 Fed 放緩降息速度，且日本公債殖利率曲線轉趨陡峭，外資可能進一步增持較長天期日本公債。

² Ministry of Finance Japan (2024), “Debt Management Report: Demand for T-Bills by Foreign Investors,” *Debt Management Report*.

圖 8 日本公債及國庫券持有對象結構分布



日本國庫券（1 年以下）發行總額共 149.8 兆日圓



日本公債（1 年以上）發行總額共 1,061.5 兆日圓

資料來源：日本財務省

2. 因外資投資日本公債及國庫券主要透過換匯交易取得日圓資金，故其日本公債及國庫券部位變動對日圓匯率之影響較小；惟外資透過換匯交易取得日圓後，除將日圓資金停泊於日本公債及國庫券外，亦可能在即期市場出售日圓而承擔匯率風險，此為日圓利差交易其中一種可能形式，並可能影響日圓匯率³（詳 p.11~12 第(三)段之說明）。

³ Shin, Hyun Song (2024), 8 月 9 日之 twitter 發文(<https://x.com/HyunSongShin/status/1821905766439076224>)。

肆、日圓利差交易概述

一、利差交易定義

根據國際清算銀行（Bank for International Settlements, BIS）定義，利差交易泛指投資人借入低利率貨幣（例如日幣）後，再將資金投資於較高收益之資產。由於利差交易參與者及融資方式眾多，規模不易確切估計，以下謹就 BIS 列舉常見日圓利差交易規模之衡量方式說明⁴。

二、日圓利差交易規模之衡量方式

（一）以日圓期貨或外匯保證金部位多寡衡量

1. 美國芝加哥商品交易所之日圓投機性期貨淨部位

本項數據顯示，自 2021 年 3 月起，全球避險基金等投機交易者（non-commercial）持續放空日圓，至 2024 年 7 月初，該淨空頭規模達 2.3 兆日圓，接近歷史新高；惟 8 月初，投機交易者陸續平倉空頭部位，目前（截至 2024 年 12 月 20 日）已轉為淨多頭（圖 9）。

圖 9 美國芝加哥商品交易所公布之日圓投機性期貨淨部位



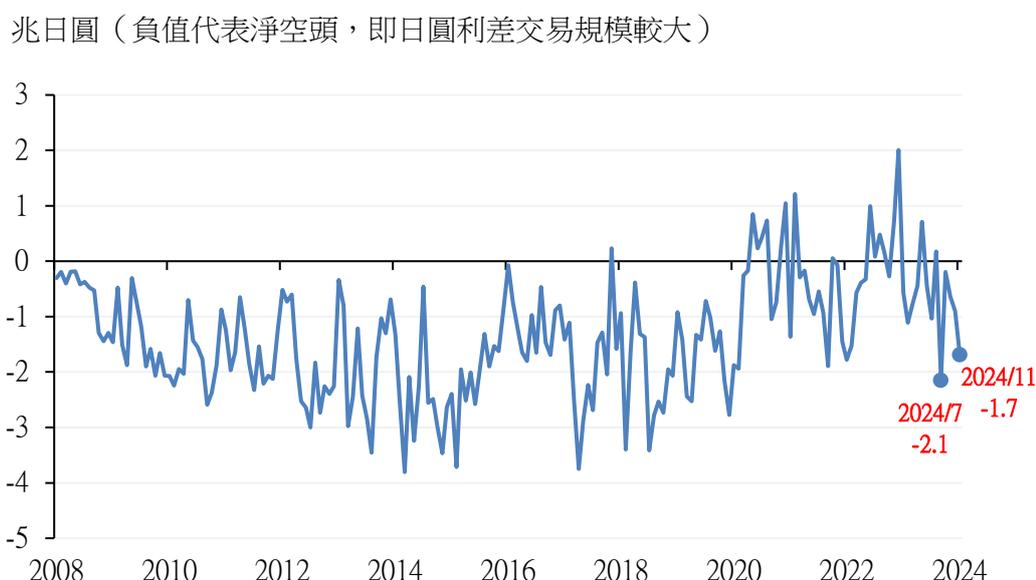
資料來源：CFTC

⁴ 中央銀行(2024),「莎姆法則(Sahm Rule)及利差交易之介紹」,9月19日央行理監事會後記者會參考資料; Aquilina, Matteo, Marco Lombardi, Andreas Schrimpf and Vladyslav Sushko (2024), “The Market Turbulence and Carry Trade Unwind of August 2024,” *BIS Bulletin*, Aug. 27; BIS (2024), “Carry off, Carry on,” *BIS Quarterly Review*, Sept. 16; Tanase, Junya and Ikue Saito (2024), “Taxonomy of Yen Carry Trades,” *J.P. Morgan research*, Sept. 13.

2. 日本 OTC 市場之日圓保證金交易淨部位

本項數據顯示，自 2021 年起，日本散戶未明顯放空日圓，該淨空頭規模於 2024 年 7 月底達 2.1 兆日圓，目前（截至 2024 年 11 月底）則僅略微減少至 1.7 兆日圓（圖 10）。

圖 10 日本 OTC 市場之日圓保證金交易淨部位



資料來源：FFAJ

(二) 以全球銀行業資產負債表表內項目餘額衡量

1. 全球銀行業對日本境外非銀行業之日圓計價放款餘額

因 BIS 國際金融統計（International Banking and Financial Statistics, IBFS）申報範圍包含全球主要銀行資產負債表表內項目，可用於觀察全球投資人透過銀行放款及發行債券等一般融資管道取得日圓資金情形，進而間接推估日圓利差交易規模。該統計顯示⁵，全球銀行業對日本境外非銀行業之日圓計價放款餘額，自 2022 年第 1 季之 26.4 兆日圓增加至 2024 年第 2 季之 41.0 兆日圓（下頁圖 11 藍線）。

2. 日本銀行業對其國外聯屬機構之日圓計價放款餘額

另上述全球銀行業對日本境外非銀行業之日圓計價放款中，部分屬於跨境交易者，多數係日本銀行業對其國外聯屬機構之日圓計價放款⁶。根據 BoJ 統計，該餘額自 2022

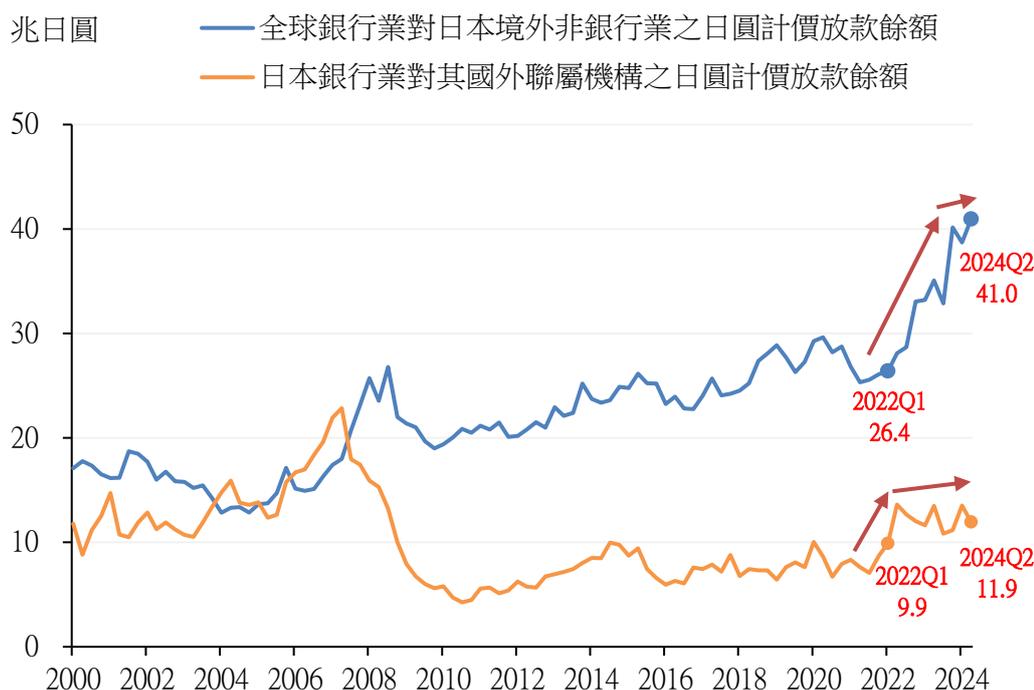
⁵ 此處採 BIS 國際金融統計所行伸的全球流動性指標（global liquidity indicators, GLIs）數據。

⁶ 例如外國銀行在日本的分行，可向日本其他銀行以同業拆借利率借入低利率日圓資金，兌換為美元貸放給總行，國外總行可能將此資金貸放給客戶，或自行投資於高利率的美元金融產品。

年第 1 季之 9.9 兆日圓增加至 2024 年第 2 季之 11.9 兆日圓（圖 11 橘線）。

3. 惟 BIS 指出，上述以全球銀行業資產負債表對應科目衡量之放款，未必皆屬於日圓利率交易範疇，而 2024 年 8 月以來，相較日圓期貨及保證金淨空頭部位明顯減少，以全球銀行業資產負債表對應科目衡量之放款規模則變動不大⁷（圖 11）。

圖 11 以全球銀行業資產負債表表內項目餘額衡量之日圓利率交易規模



資料來源：BIS、BoJ

(三) 以全球銀行業資產負債表間接推估日圓換匯交易規模

1. 全球投資人除透過一般融資管道外，亦可透過換匯交易取得日圓資金，以承作日圓利率交易，惟換匯交易屬於資產負債表表外項目，不屬於 BIS 國際金融統計申報範圍，我們一般僅能透過銀行資產負債表表內項目，間接推估以下涉及銀行端之日圓換匯交易規模：

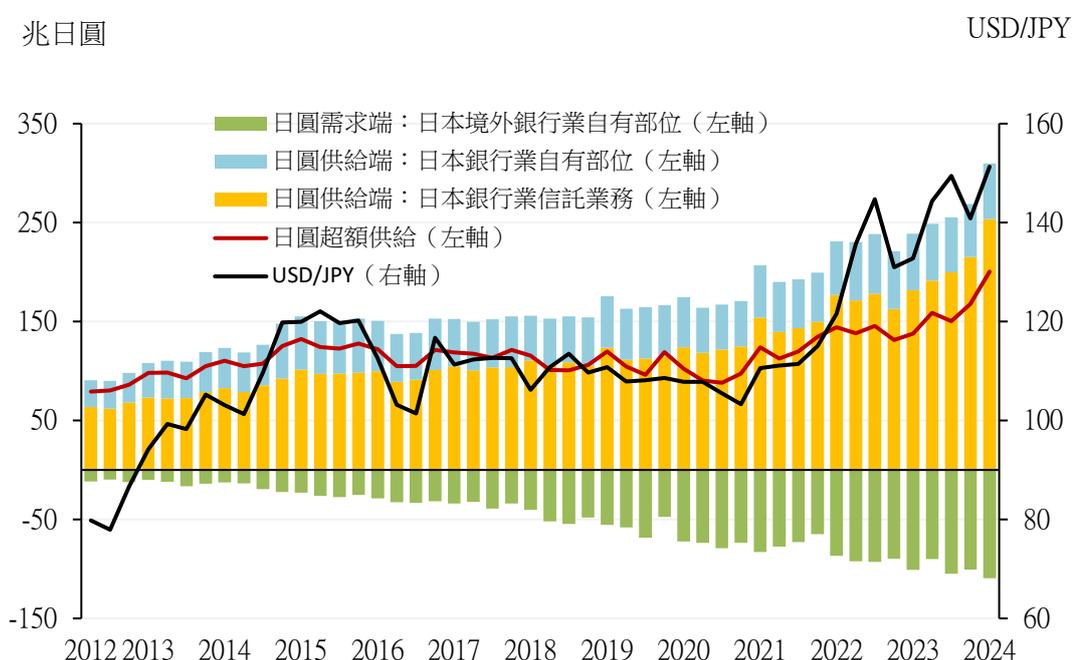
- (1) 日本銀行業海外投資（包含自有部位及信託業務⁸）透過換匯交易進行匯率避險者，2024 年第 1 季規模高達 309.7 兆日圓（下頁圖 12 藍色及橘色柱狀）。

⁷ 例如 2024 年第 3 季，日本銀行業對其聯屬機構之日圓計價放款餘額反倒增加至 12.6 兆日圓。

⁸ 銀行信託業務之資產負債雖為表外項目，惟屬於 BIS 國際金融統計申報範圍；此處假設日本銀行業信託業務海外投資避險比重約 80%。

- (2) 日本境外銀行業投資日圓計價資產，並透過換匯交易進行匯率避險者，2024 年第 1 季規模達 109.3 兆日圓（圖 12 綠色柱狀）。
- (3) 上述兩項差額所造成之日圓超額供給，將由日本境外機構投資人因投資日圓計價資產所衍生之避險需求，或投機交易者因承作日圓利差交易而吸收。BIS 認為⁹，因上述日圓超額供給規模（圖 12 紅線）與日圓匯率（圖 12 黑線）走勢相近，顯示投機交易者透過日圓換匯交易承作日圓利差交易之規模恐不容忽視。

圖 12 以全球銀行業資產負債表間接推估之日圓換匯交易規模



資料來源：BIS（2024）

2. 此外，日本壽險業海外投資及日本境外企業發行日圓公司債，亦可能透過換匯交易進行匯率避險，產生日圓超額供給，隱含更大規模之日圓利差交易；惟目前受限於 BIS 國際金融統計申報主體不包含非銀行金融業及非金融業之企業組織，尚難以有效估計其交易行為所衍生之日圓換匯交易規模，目前 BIS 僅能透過持續連結清算（Continuous Linked Settlement, CLS）機制相關統計數據，推估日本壽險業海外投資及日本境外企業發行日圓公司債所衍生之日圓換匯交易規模如下¹⁰：

⁹ BIS (2024), “Carry off, Carry on,” *BIS Quarterly Review*, Sept. 16.

¹⁰ Kloks, Peteris, Patrick McGuire, Angelo Ranaldo and Vladyslav Sushko (2023), “Bank Positions in FX Swaps: Insights from CLS,” *BIS Quarterly Review*, Sept. 18.

- (1) 日本壽險業海外投資，透過換匯交易進行匯率避險者，2022 年第 4 季規模達 31.2 兆日圓。
- (2) 日本境外企業發行日圓公司債，透過換匯交易進行匯率避險者，2022 年第 4 季規模達 12.2 兆日圓，其中屬於非銀行金融業之規模達 4.7 兆日圓。

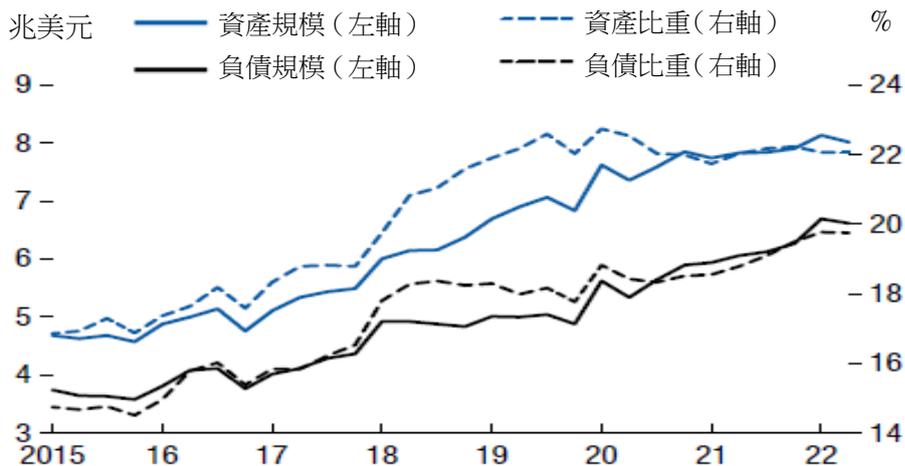
三、非銀行金融中介機構對全球金融市場之影響

(一) 近年非銀行金融中介機構開始扮演金融體系更重要角色¹¹

1. 傳統上，銀行扮演金融體系信用中介(credit intermediation)之主要角色；惟全球金融危機以來，如保險業及退休基金等非銀行金融中介機構快速成長，目前非銀行金融中介機構 (nonbank financial intermediaries, NBFIs) 占全球金融資產規模已接近 50%左右。
2. 此外，全球非銀行金融中介機構與銀行間之相互關聯性不斷增加 (圖 13)，顯示非銀行金融中介機構運作情形對全球金融穩定相當重要 (非銀行金融中介機構類型及主要風險詳見第 17、18 頁附表)。

圖 13 全球非銀行金融中介機構與銀行間之相互關聯性持續增加

全球非銀行金融中介機構之跨境資產負債中，與銀行具相互關聯性者



資料來源：Fabio *et al.* (2023)

¹¹ Cortes, Fabio, Cristina Cuervo, Torsten Ehlers, Antonio Garcia Pascual, Phakawa Jeasakul, Esti Kemp, Nila Khanolkar, Darryl King, Kleopatra Nikolaou, Thomas Piontek, Felix Suntheim, and Romain Michel Veyrune (2023), “Nonbank Financial Intermediaries: Vulnerabilities Amid Tighter Financial Conditions,” *IMF Global Financial Stability Report*, Apr.

- (二) 日本非銀行金融中介機構海外投資規模龐大，宜關注其動向對全球金融市場影響
1. 2022年9月，英國公債殖利率大幅上升，採負債導向投資(Liability-Driven Investment, LDI)避險策略之英國退休基金被迫大量出售英國公債，引發英國公債殖利率更進一步走揚、英國公債持續被拋售之惡性循環，即突顯非銀行金融中介機構之脆弱性(vulnerabilities)。
 2. 另日本壽險業及投信等非銀行金融中介機構海外投資規模龐大，其海外投資及匯率避險行為與日圓匯率及日圓利差交易具一定關聯性。IMF認為，針對非銀行金融中介機構之脆弱性及全球金融穩定等議題，未來各國央行仍有必要於金融市場失序期間提供該等機構流動性，惟建立適當的監管措施仍為首要任務，以避免道德風險問題。
- (三) IMF建議之非銀行金融中介機構監管措施
1. 縮小統計數據缺口
 - (1) 主管機關可透過具可信度(reliable)及可比較性(comparable)之統計數據來建立更完整的總體審慎分析架構，以進行更全面的金融穩定分析，故縮小非銀行金融中介機構統計資料缺口為建立金融穩定機制之首要任務。
 - (2) 近年非銀行金融中介機構相關之統計數據品質逐漸提升，惟與銀行部門相比仍有待加強，特別是有關非銀行金融中介機構財務槓桿比率、流動性風險及相互關聯性等方面之數據仍相對缺乏。
 2. 鼓勵非銀行金融中介機構自發性加強風險管理

除鼓勵非銀行金融中介機構自發性加強風險管理外，亦可要求非銀行金融中介機構適當資訊揭露，藉由金融市場之價格發現功能來加強風險管理。
 3. 制定完整且適宜之監理規範

由於各非銀行金融中介機構商業模式略有不同，主管機關應針對各機構個別制定完整且適宜之監理規範，取代一套制度全體適用(one-size-fits-all)的監理模式。
 4. 加強監管力道

跨部門及跨境合作對非銀行金融中介機構監管尤為重要，故應加強統計數據與監管資源共享，同時亦應確保跨部門及跨境資料之一致性，以達到加強監管力道之目的。

伍、心得及建議

一、隨 BoJ 貨幣政策邁向正常化，機構投資人動向及日圓利差交易對日圓匯率之影響仍值得關注

J.P. Morgan 分析師 Tanase and Saito (2024)¹²分析曾指出，金融交易及投機性交易為近年日圓匯率變動之主因。隨 BoJ 貨幣政策邁向正常化，日本公債殖利率可望持續上揚，市場普遍預期日本銀行業、日本保險業及外資將增持日本公債，因日本保險業海外投資一部分未經匯率避險，其資產配置變化對日圓匯率之影響值得關注。

在投機性交易方面，由於日圓利差交易參與者及融資方式眾多，規模不易確切估計，現階段各種日圓利差交易規模之衡量方式及其對日圓匯率影響仍有待持續關注。例如：2024 年 8 月日圓大幅升值前後，日圓期貨淨空頭規模明顯減少，而日圓保證金淨空頭規模變動不大；另歷史經驗顯示，日圓計價放款規模與日圓匯率走勢較不相關，而日圓換匯交易規模則與日圓走勢相關性較高，由於日圓計價放款與日圓換匯交易規模龐大，其實質上涉及日圓利差交易規模之多寡及其對日圓匯率之影響亦值得後續關注。

二、近年 BIS 持續加強非銀行金融中介機構統計資料完整性，惟資料蒐集成本及資料機密性仍為主要挑戰

近年 BIS 持續加強非銀行金融中介機構統計資料完整性，早於 2013 年第 4 季起，BIS 即要求地區性金融統計（Locational Banking Statistics, LBS）申報銀行將其對非銀行業之債權債務統計，進一步細分對象為非銀行之金融業、政府部門、企業組織、家戶單位及非營利組織之債權債務統計。

另一方面，近年 BIS 亦評估將非銀行金融機構及非金融機構納入全球外匯交易及衍生性金融商品交易調查統計（Triennial Central Bank Survey）申報主體，惟該行亦指出，如何在資料完整性、資料蒐集成本及資料機密性（confidentially）間取得平衡，係相關金融統計持續面臨之挑戰。

¹² Tanase, Junya and Ikue Saito (2024), “Japanese Yen: Which Flows are the Most Relevant for JPY? Current Account vs. Financial Account vs. Off-balance Flow,” *J.P. Morgan research*, Apr.

陸、參考資料

1. Aquilina, Matteo, Marco Lombardi, Andreas Schrimpf and Vladyslav Sushko (2024), “The Market Turbulence and Carry Trade Unwind of August 2024,” *BIS Bulletin*, Aug. 27.
2. BIS (2024), “Carry off, Carry on,” *BIS Quarterly Review*, Sept. 16.
3. Cortes, Fabio, Cristina Cuervo, Torsten Ehlers, Antonio Garcia Pascual, Phakawa Jeasakul, Esti Kemp, Nila Khanolkar, Darryl King, Kleopatra Nikolaou, Thomas Piontek, Felix Suntheim, and Romain Michel Veyrune (2023), “Nonbank Financial Intermediaries: Vulnerabilities Amid Tighter Financial Conditions,” *IMF Global Financial Stability Report*, Apr.
4. Goto, Yujiro, Jin Moteki, Yusuke Miyairi and Tomoki Hideshima (2024), “JPY Flow Special Report: Japanese Lifers are Looking for Opportunities to Increase JGB Purchases,” *Nomura research*, Oct. 29.
5. Kloks, Peteris, Patrick McGuire, Angelo Ranaldo and Vladyslav Sushko (2023), “Bank Positions in FX Swaps: Insights from CLS,” *BIS Quarterly Review*, Sept. 18.
6. Ministry of Finance Japan (2024), “Debt Management Report: Demand for T-Bills by Foreign Investors,” *Debt Management Report*.
7. Nakamura, K., S. Nakano, M. Osada, and H. Yamamoto (2024), “What Caused the Pandemic-Era Inflation?: Application of the Bernanke-Blanchard Model to Japan,” *Bank of Japan Working Paper Series, No.24-E-1*.
8. Tanase, Junya and Ikue Saito (2024), “Japanese Yen: Which Flows are the Most Relevant for JPY? Current Account vs. Financial Account vs. Off-balance Flow,” *J.P. Morgan research*, Apr. 12.
9. Tanase, Junya and Ikue Saito (2024), “Taxonomy of Yen Carry Trades,” *J.P. Morgan research*, Sept. 13.
10. 中央銀行(2024) , 「莎姆法則(Sahm Rule)及利差交易之介紹」, 9月19日央行理監事會後記者會參考資料。

附表 非銀行金融中介機構類型及主要風險

機構類型	全球規模	財務槓桿比率	流動性風險
投資基金 (Investment funds)	58 兆美元 (12%)	低，惟部分債券型基金因投資衍生性金融商品，財務槓桿比率為中等	中等，惟部分持有流動性較差之新興市場或高收益型資產之固定收益型基金流動性風險較高
保險公司 (Insurance companies)	40 兆美元 (9%)	低	低，惟考量保單解約之影響後，部分保險公司流動性風險為中等
退休基金 (Pension funds)	43 兆美元 (9%)	低，惟部分退休基金採確定給付制之比例較高，財務槓桿比率為中等	低，惟部分退休基金採確定給付制之比例較高或現金流為負者，流動性風險為中等
貨幣市場基金 (Money market funds)	8.5 兆美元 (2%)	N/A	低，惟主要貨幣市場基金（prime money market fund）流動性風險為中等
結構性融資 (Structured finance vehicles)	6 兆美元 (1%)	中等或高	中等
避險基金 (Hedge funds)	6 兆美元 (1%)	中等或高	中等，係因大部分避險基金已就其流動性風險加強
集中交易對手 (Central counterparties)	0.7 兆美元 (0.1%)	N/A	高，惟大部分集中交易對手機構具備嚴格之流動性風險控管機制

資料來源：Fabio *et al.* (2023)

附表 非銀行金融中介機構類型及主要風險（續）

機構類型	相互關聯性	幣別錯配比率
投資基金 (Investment funds)	高，除跨境資本移動帶來的外溢效果外，投資基金或因投資衍生性金融商品而與部分銀行產生潛在關聯性。	低，但其在外匯市場存在顯著外部性
保險公司 (Insurance companies)	中等	低，惟考量保單解約之影響後，部分保險公司幣別錯配比率為中等
退休基金 (Pension funds)	因缺乏退休基金相關統計資料，故難以評估其相互關聯性；惟部分退休基金因採確定給付制之比例較高或現金流為負者，相互關聯性較高	低
貨幣市場基金 (Money market funds)	高，貨幣市場基金為融資市場之主要參與者	N/A
結構性融資 (Structured finance vehicles)	中等，保險公司及退休基金可能為結構性融資之主要投資者	低
避險基金 (Hedge funds)	中等或高	中等
集中交易對手 (Central counterparties)	高	N/A

資料來源：Fabio *et al.* (2023)