

最近市場動向

瑞穗講演會

2019年 6月

瑞穗銀行 台北資金室

Private and confidential

MIZUHO

2019年市場動向 (1)

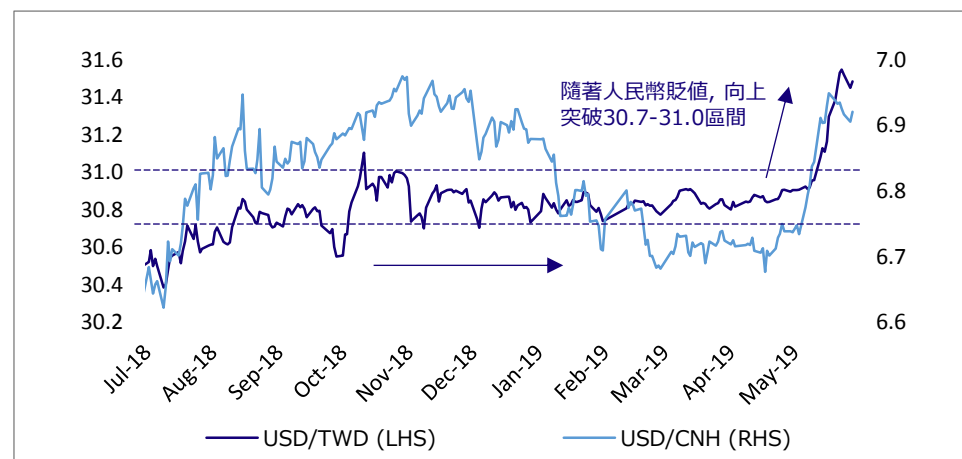
■ 外匯市場

	2018年末	2019年5月28日	2018年末比
USD/TWD	30.733	31.484	2.4% TWD貶
USD/JPY	109.57	109.37	0.2% JPY升
JPY/TWD	0.2805	0.2882	2.7% TWD貶
EUR/USD	1.1468	1.1161	2.7% EUR貶
USD/CNH	6.8700	6.9209	0.7% CNH貶
MSCI Emerging指數	1614.81	1614.47	0.1% EM貨幣貶

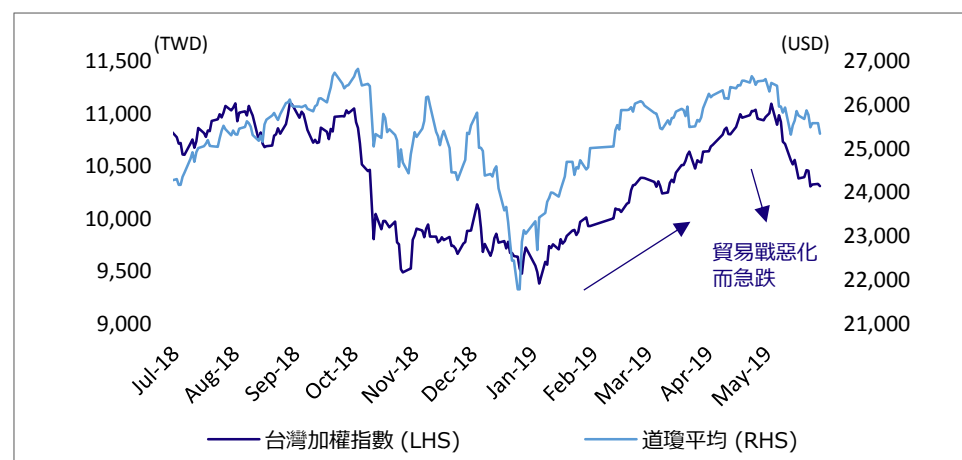
■ 股票市場

	2018年末	2019年5月28日	2018年末比
台灣加權指數	9727.41	10312.31	+6.0%
日經平均	20014.77	21260.14	+6.2%
道瓊平均	23327.46	25347.77	+8.7%
DAX	10558.96	12027.05	+13.9%
上海綜合	2493.90	2909.91	+16.7%
MSCI Emerging指數	965.78	988.16	+2.3%

USD/TWD走勢



台灣加權指數走勢



(Source) Bloomberg, Thomson Reuters

2019年市場動向 (2)

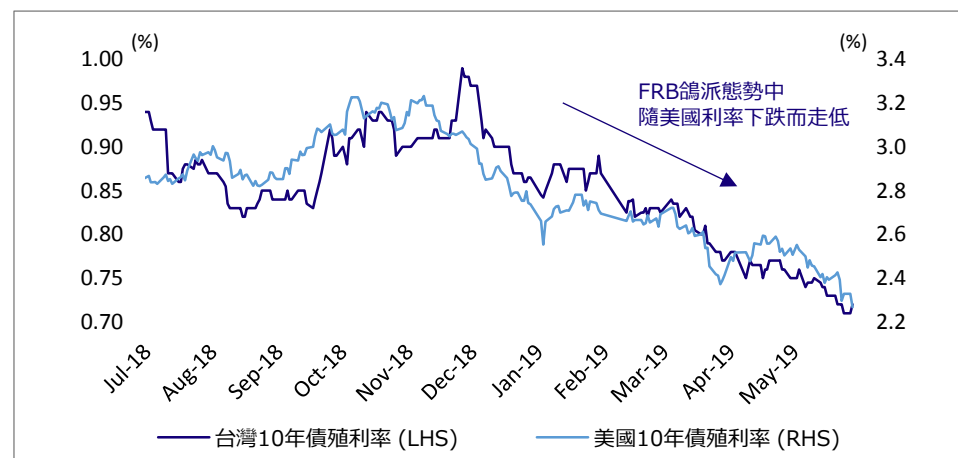
利率市場

	2018年末	2019年5月28日	2018年末比
台灣10年債殖利率	0.865%	0.720%	▲14.5bp
日本10年債殖利率	0.002%	-0.072%	▲7.4bp
美國2年債殖利率	2.498%	2.129%	▲36.9bp
美國10年債殖利率	2.691%	2.268%	▲42.3bp
德國10年債殖利率	0.246%	-0.154%	▲40.0bp
中國隔拆利率	0.600%	1.000%	+40.0bp

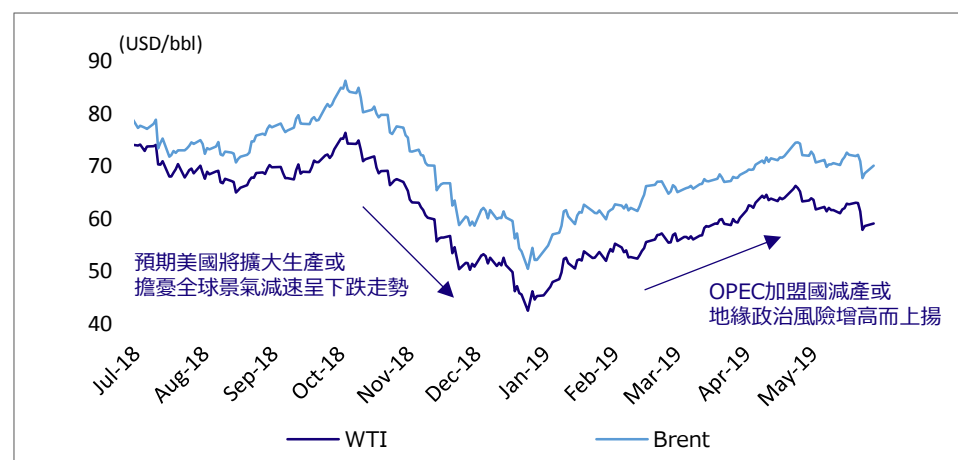
商品市場

	2018年末	2019年5月28日	2018年末比
WTI	45.41	59.14	+30.2%
Brent	53.80	70.11	+30.3%
LME銅	5965.00	5960.00	▲0.1%
LME鋁	1846.00	1807.00	▲2.1%
NY金	1278.30	1276.50	▲0.1%
CRB Index	409.17	180.26	+6.2%

台灣10年債殖利率走勢



原油價格走勢

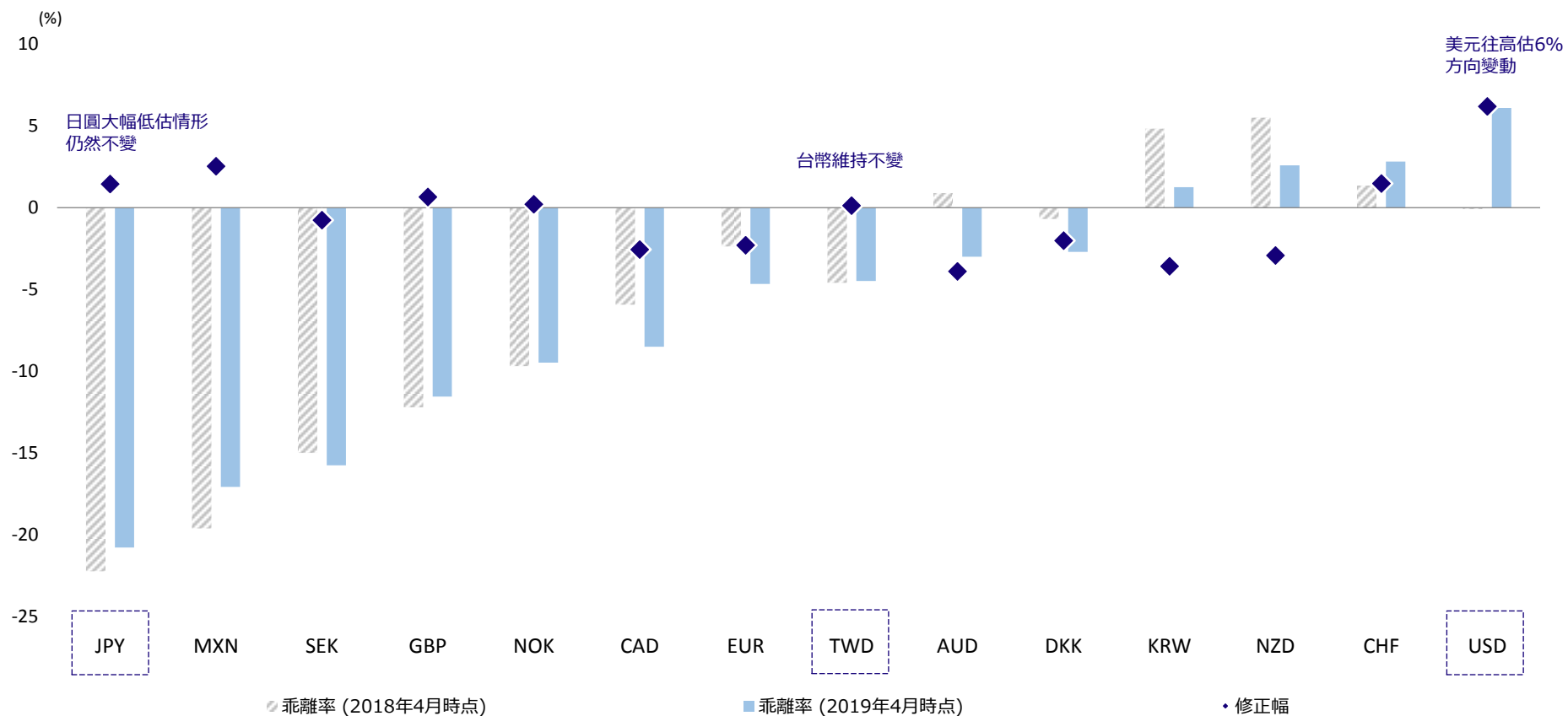


(Source) Bloomberg, Thomson Reuters

2019年市場動向 (3)

實質有效匯率之比較

- 下圖為各貨幣的實質有效匯率與長期平均(過去20年平均)的比較圖。
- 相較去年, 台幣維持不變, 美元往高估6%方向變動。而日圓儘管低估狀態小幅修正, 但大幅低估的情形仍然不變。

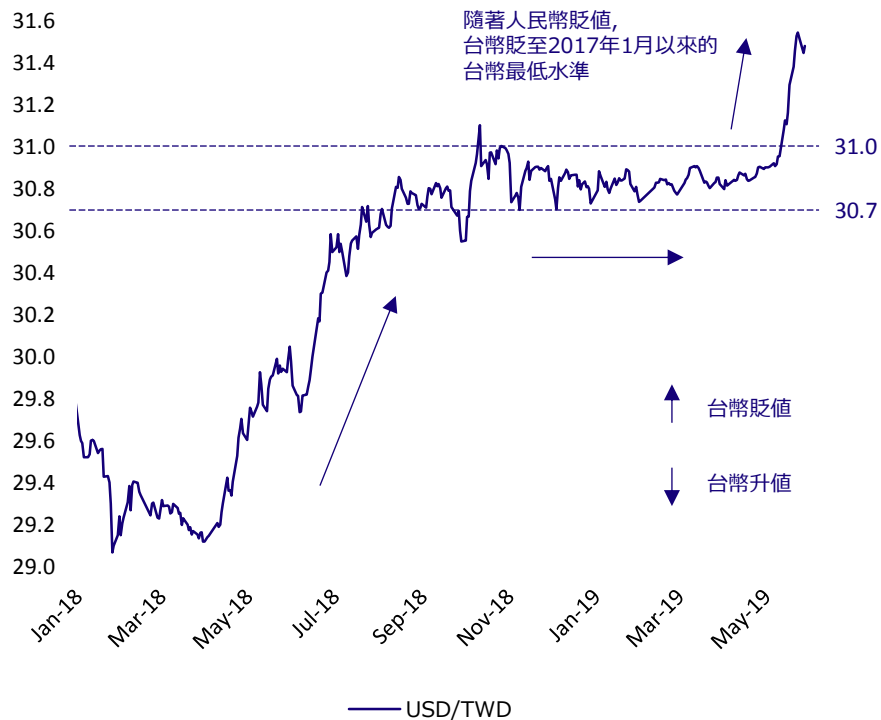


(Source) Bloomberg

台幣走勢 (1)

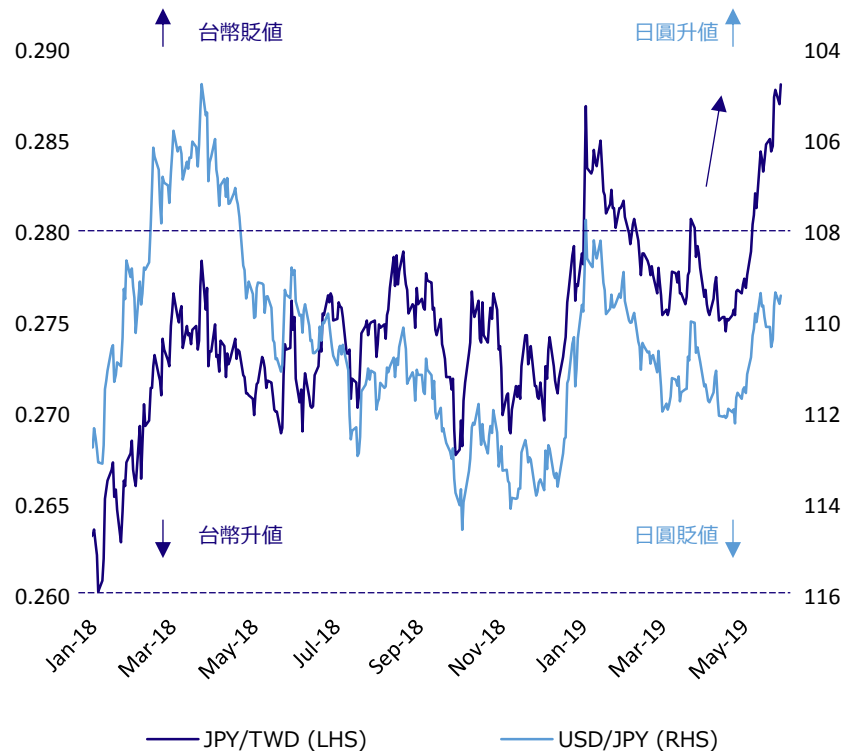
USD/TWD走勢

- 2018年, 至10月為止由於美國利率上揚美元走升, 以及人民幣在美中貿易戰愈演愈烈的背景下貶值, USD/TWD市場上台幣貶值走勢。
- 此後, 約半年期間持續於30.7-31.0窄幅區間盤整, 但今年5月當美國決定對中國產品徵收額外關稅, 隨著人民幣貶值, 台幣貶值加速, 向上突破區間。



JPY/TWD走勢

- 2017年至2018年JPY/TWD持續於0.26-0.28區間, 但由於2019年初日圓急速升值, 向上突破區間。
- 雖隨著市場穩定再度回到區間內, 但川普政權對中國加徵關稅後, 日圓再度呈升值走勢, 目前上揚至0.28以上水準。

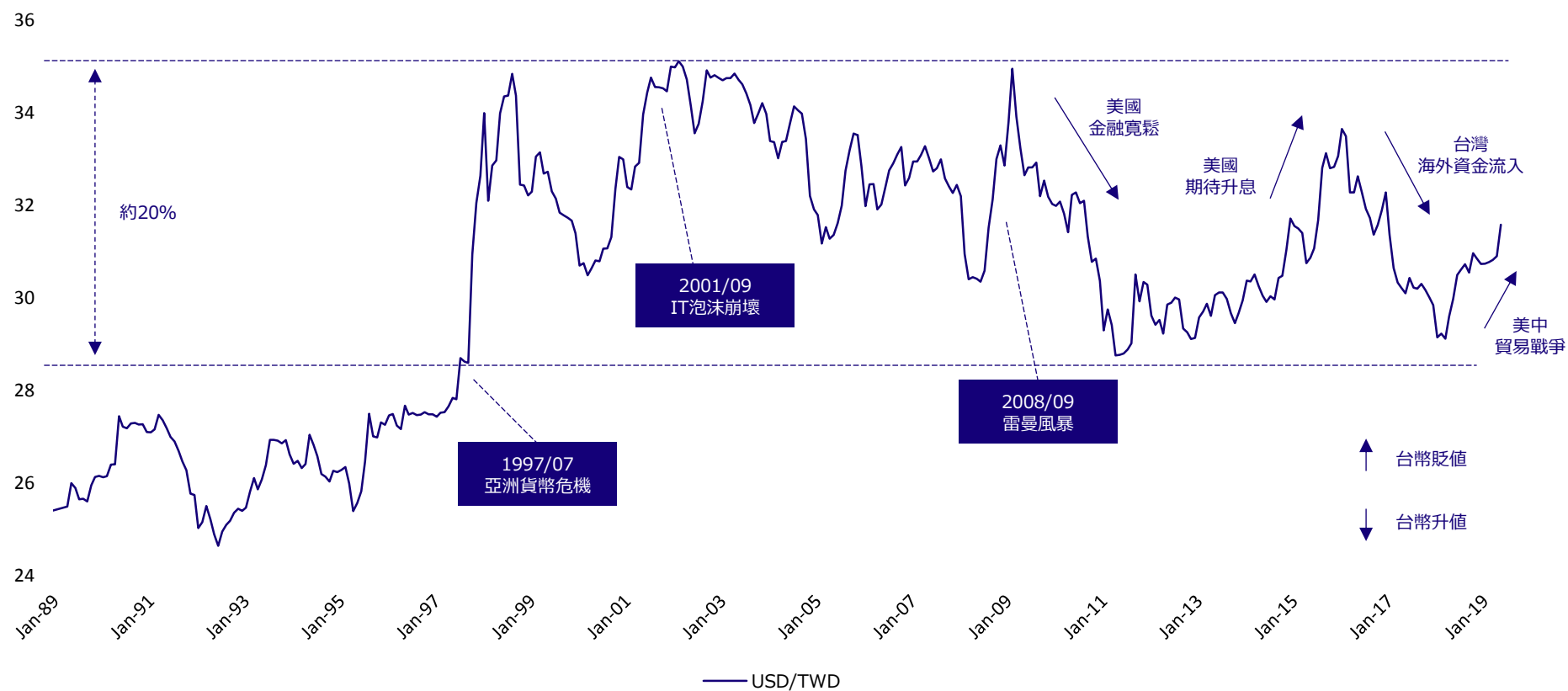


(Source) Thomson Reuters

台幣走勢 (2)

USD/TWD走勢

- 經歷由固定匯率制至管理浮動匯率制, 台幣在1989年改為浮動匯率制。
- 1997年亞洲貨幣危機後, USD/TWD於28.5-35.0波動幅度約20%, 相對於主要貨幣, 其波動範圍仍小。

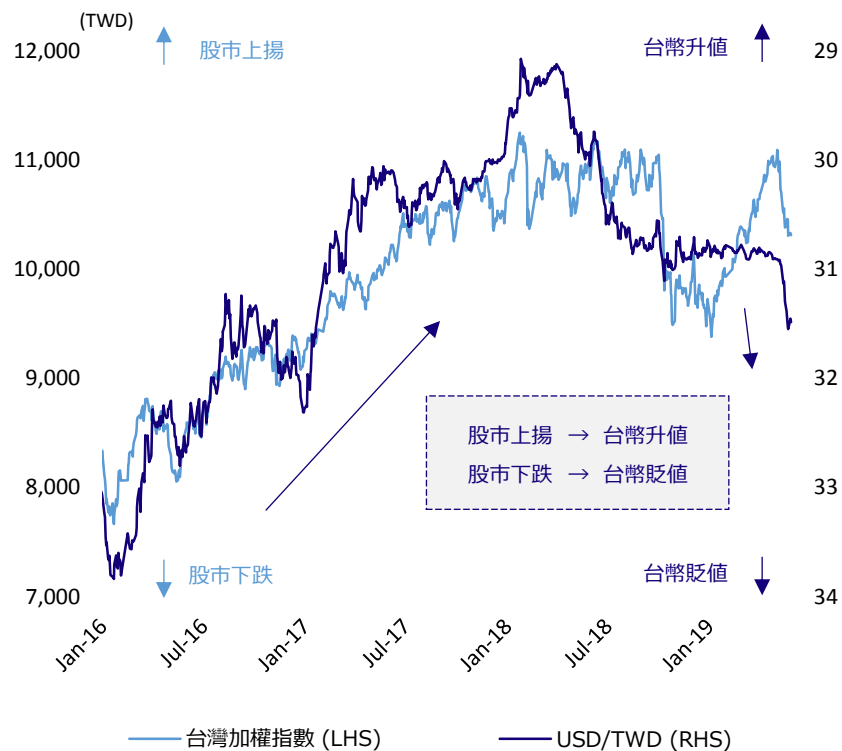


(Source) Thomson Reuters

股票市場動向

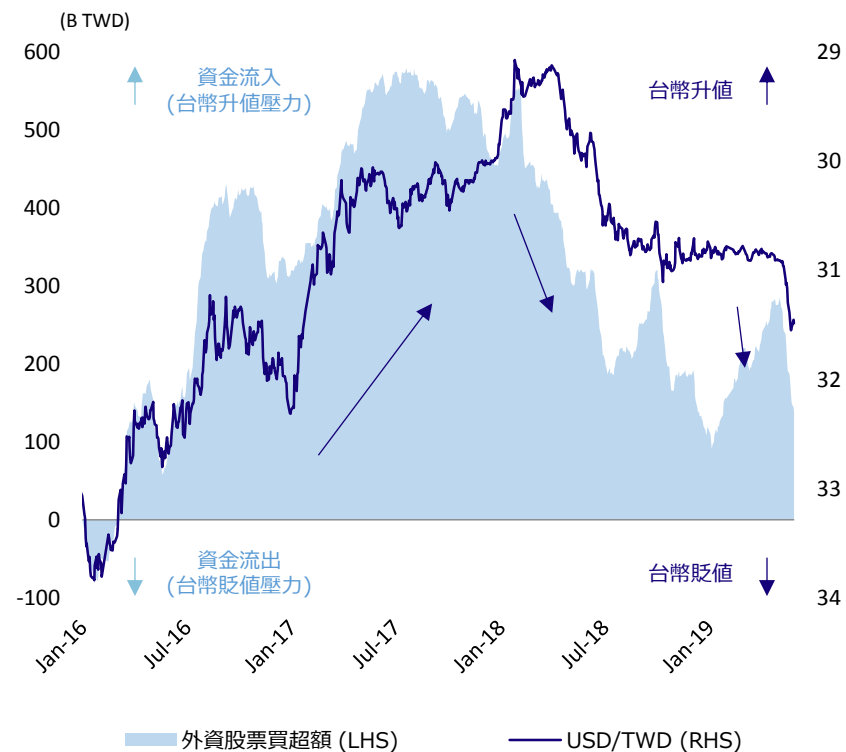
台灣加權指數走勢

- 在台灣有股市上揚台幣升值，股市下跌台幣貶值的連動傾向。
- 隨著股市上漲，外國投資者資金流入增加，購買台幣需求增加。（反之亦然，股市下跌時賣出台幣需求增加）。



海外資金動向

- 在2016年至2017年的股市上揚局面時，隨著大量外資流入，台幣持續升值。
- 另一方面，2018年外資淨流出時，台幣貶值壓力加劇。



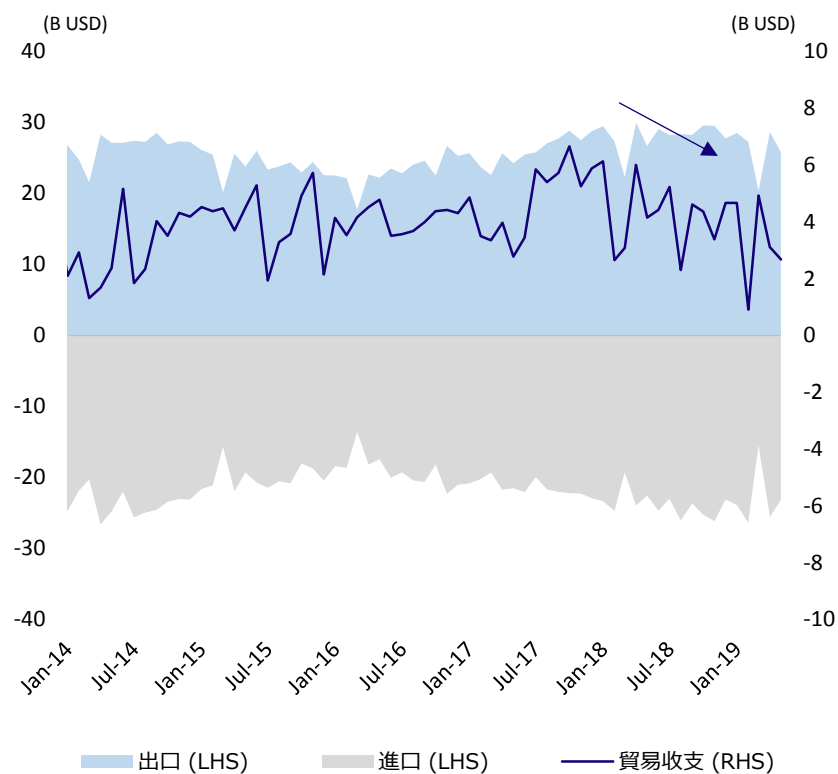
(* 外資股票買超額為2016年1月起累計)

(Source) Bloomberg, Thomson Reuters

貿易收支之變化

貿易收支變化

- 台灣出口企業佔比高，經常順差中超過90%來自貿易順差。
- 2018年，由於原油價格上揚使進口金額增加，進而造成貿易順差的減少。



出口明細

- 製品別出口明細 (2019年1-4月累計額)

	金額 (M USD)	比重	前年比
電子部品	32,436	31.7%	-6.7%
IT·通信製品	12,561	12.3%	18.2%
金屬製品	9,202	9.0%	-10.2%
機械	8,317	8.1%	-4.3%
塑膠·橡膠製品	7,472	7.3%	-8.8%
化學品	6,496	6.4%	-12.7%
礦產品	4,399	4.3%	-0.3%

- 地域別出口明細 (2019年1-4月累計額)

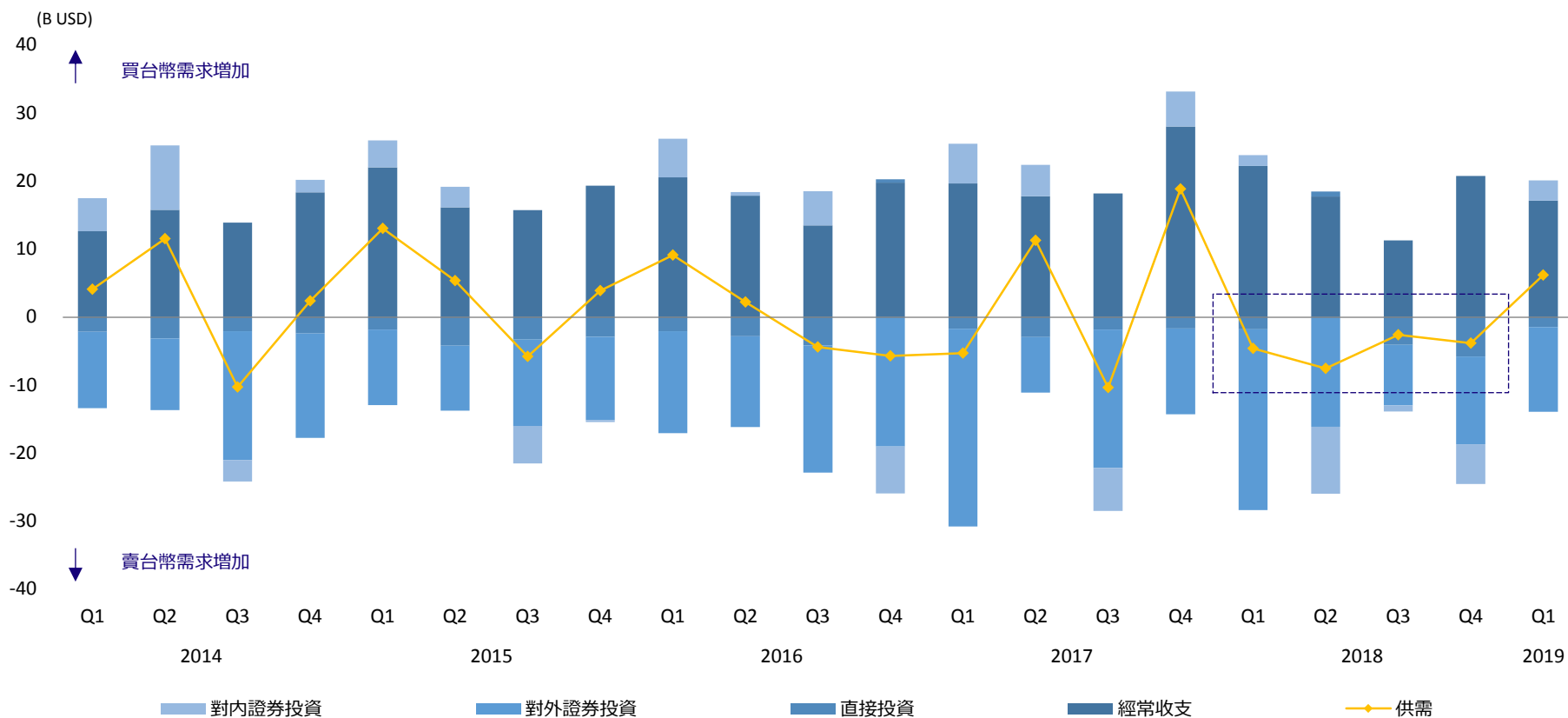
	金額 (M USD)	比重	前年比
中國·香港	39,116	38.3%	-10.6%
中國	27,170	26.6%	-10.9%
香港	11,946	11.7%	-10.0%
ASEAN	16,803	16.4%	-11.2%
美國	14,230	13.9%	19.9%
歐洲	9,939	9.7%	-2.1%
日本	7,466	7.3%	2.3%

(Source) Bloomberg, Thomson Reuters

台幣供需環境

台幣供需走勢

- 從國際收支統計數據來看台幣供需，2018年全年呈現負值（賣台幣需求）。
- 除了由於2018年上半年原油價格上漲導致進口金額增加，而使貿易順差和經常順差縮小外，對外直接投資的增加也是供需呈負數的因素。



(Source) Central Bank of the Republic of China

台灣中央銀行之動向

金融政策概要

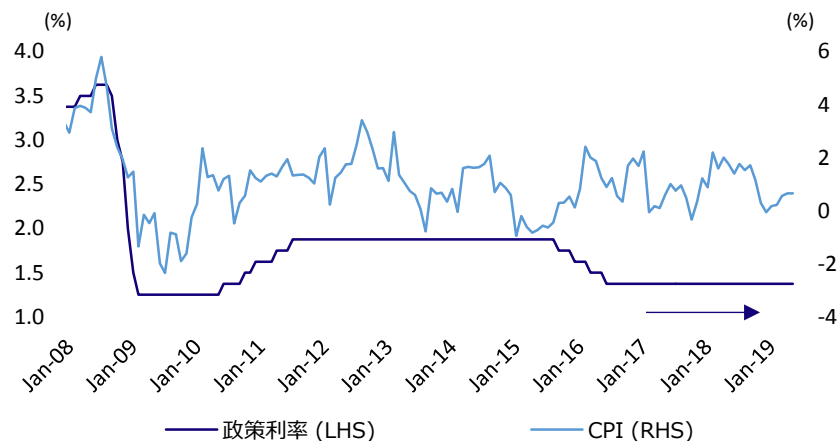
- 台灣的金融政策由台灣中央銀行主掌，其目標是：(1) 維持金融市場穩定；(2) 促進銀行交易健全運營；(3) 穩定貨幣價值。
- 與主要國家的中央銀行不同，沒有設定通膨目標。
- 政策利率為重貼現率，於各季央行理監事會議決定，該會議於2016年6月降息後，已連續11個季度維持於1.375%。
- 除調整政策利率外，亦透過公開市場操作，存款準備金率調整等進行金融調節。除此之外設定貨幣存量目標，並於年底公佈下一年度M2年增率的目標範圍。(2019年為2.5-6.5%)。
- 2018年2月，時隔20年首次更換總裁，但金融政策的運作上並無重大改變。

台灣中央銀行2019年經濟預測

	中央銀行預測	經濟學者預測 (平均值)
經濟成長率	2.13%	2.11%
(12月時點)	2.33%	2.24%
消費者物價指數	0.91%	1.05%
(12月時點)	1.05%	1.21%

政策利率走勢

- 2016年6月以來一直維持不變的政策利率，受到經濟成長和通膨預測向下修正，市場參與者對升息預測亦相當有限。



市場參與者之政策利率預測

	2019年 6月	2019年 9月	2019年 12月	2020年 3月	2020年 6月
中間值	1.38%	1.38%	1.38%	1.38%	1.38%
最高值	1.63%	1.63%	1.75%	1.75%	2.00%
最低值	1.38%	1.25%	1.13%	1.00%	1.00%

(Source) Bloomberg, Central Bank of the Republic of China, Thomson Reuters

美元走勢

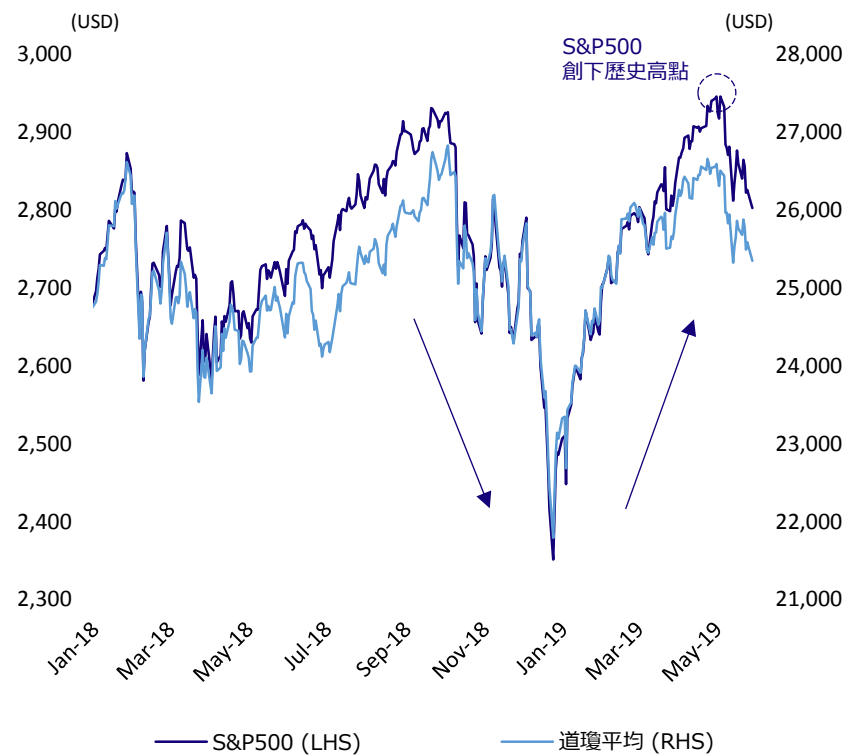
USD Index走勢

- 2018年下半年開始的半年間，美國利率持續下跌，但美元相對持堅。
- 美國經濟表現強勁，且雖然利差縮小，但美國利率依然處於高位。許多投資人選擇保有美元資產，為美元持堅的主因。



股市走勢

- FRB金融政策正常化進入尾聲令風險意願改善，進入2019年後股市持堅。
- S&P500 相隔約7個月後，再次於4月份創下歷史新高。



(Source) Thomson Reuters

FRB之金融政策 (1)

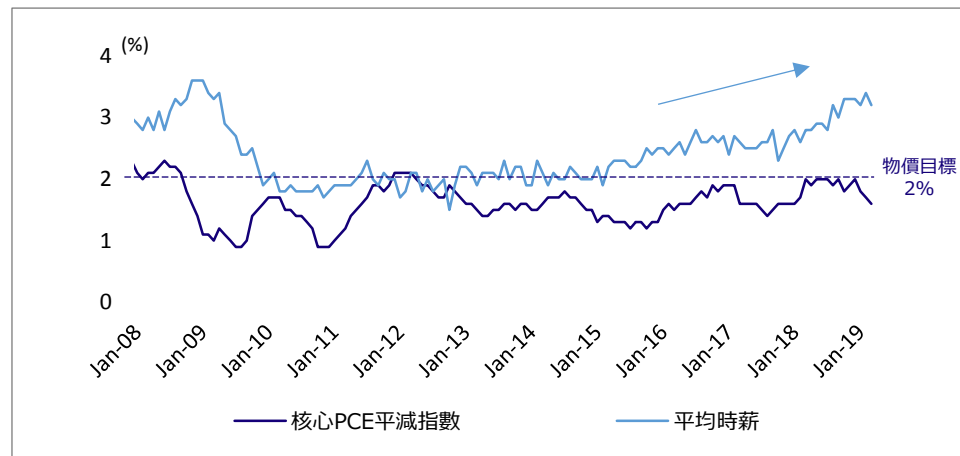
金融政策概要

- 美國金融政策由聯邦儲備理事會(FRB)主掌，主要目標有 (1) 穩定物價 (2) 就業最大化。
- 政策決定是透過一年舉行8次的聯邦公開市場委員會 (FOMC: Federal Open Market Committee) 。
- 5月份FOMC上，失業率處於50多年來的低點，經濟表現維持強勁。該次會議將景氣預期向上修正，但通膨持續低於物價目標的2%，因而通膨預期向下修正。

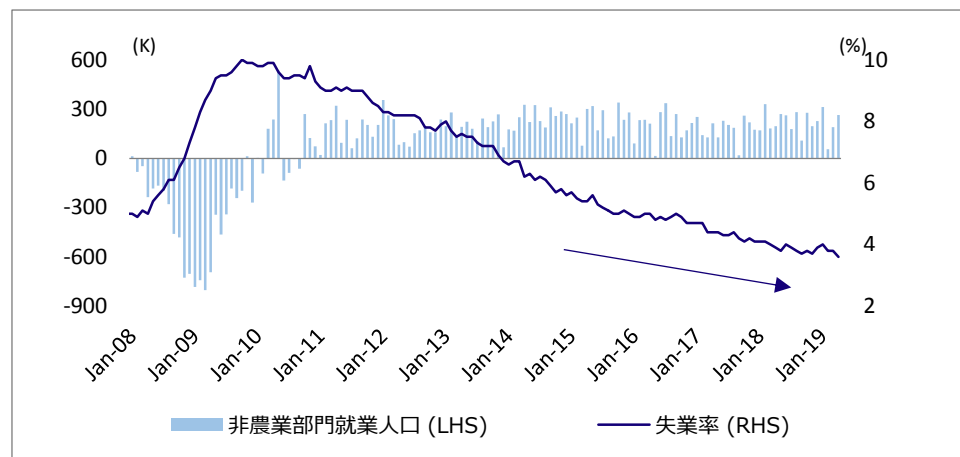
5月FOMC結果

政策利率	美國聯邦基金目標利率維持在2.25-2.50%
景氣	就業市場持續表現強勁，經濟穩定成長。(措詞自“has slowed from its solid rate” 向上修正為“rose at a solid rate”)
通貨膨脹	總體通膨率與去除食品和能源項目的核心通膨率表現疲弱，低於目標的2%。(核心通膨率自“remains near 2 percent” 向下修正為“have declined and are running below 2 percent”)

物價走勢



就業走勢



(Source) Federal Reserve Board, Thomson Reuters

FRB之金融政策 (2)

FOMC成員的政策利率預測

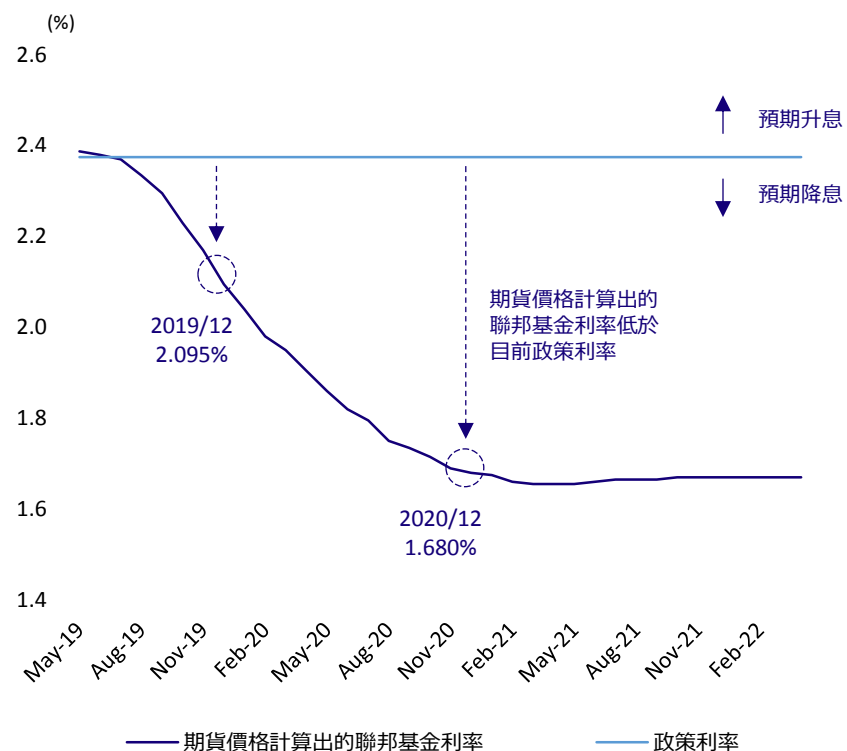
- FRB的鴿派立場鮮明，3月FOMC將2019年預期升息次數自12月的2次向下修正為0次。
- FRB主席鮑威爾表示，就業與預期通膨的變化是否大到必須改變目前的利率政策，仍需要一段時間觀察。

	2019年	2020年	2021年	Longer run (中性利率)
2017年3月	3.000%	N/A	N/A	3.000%
2017年6月	2.938%	N/A	N/A	3.000%
2017年9月	2.688%	2.875%	N/A	2.750%
2017年12月	2.688%	3.062%	N/A	2.750%
2018年3月	2.875%	3.375%	N/A	2.875%
2018年6月	3.125%	3.375%	N/A	2.875%
2018年9月	3.125%	3.375%	3.375%	3.000%
2018年12月	2.875%	3.125%	3.125%	2.750%
升息次數	2次	1次	0次	
2019年3月	2.375%	2.625%	2.625%	2.750%
升息次數	0次	1次	0次	

↓ 向下修正

聯邦基金利率期貨市場的動向

- 透過期貨價格計算出的聯邦基金利率，可用於判斷市場對於升息/降息的預期。
- 目前預期降息的市場參與者增加，透過期貨價格計算出的聯邦基金利率低於目前政策利率。

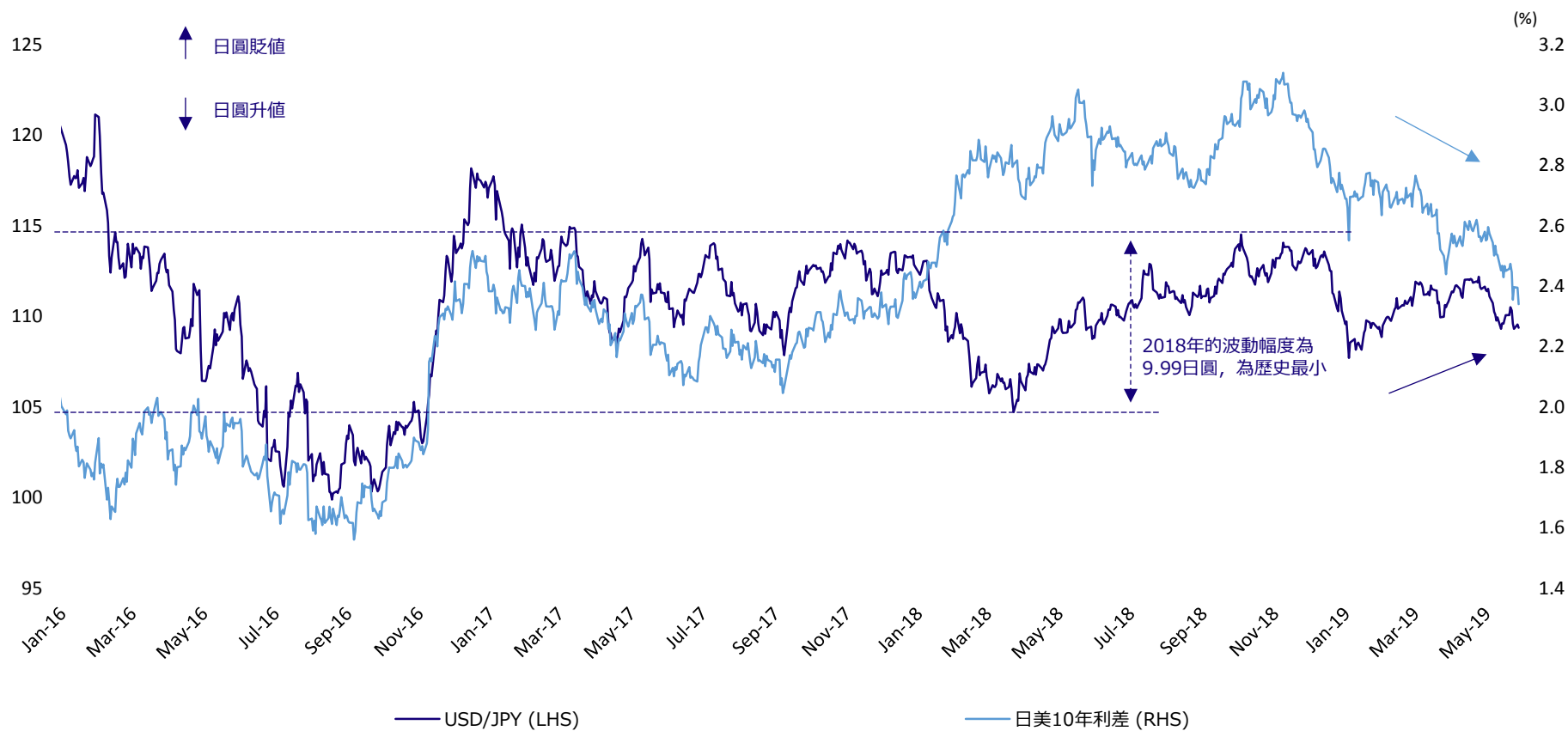


(Source) Bloomberg, Thomson Reuters

日圓走勢 (1)

USD/JPY走勢

- 2018年USD/JPY波動幅度為9.99日圓，為採用浮動匯率制度後，波動最小的一年。
- 2019年FRB轉向鴿派立場，雖然美日利差持續縮小，但USD/JPY底部有撐日圓偏弱，持續狹幅區間且較為安定的波動。

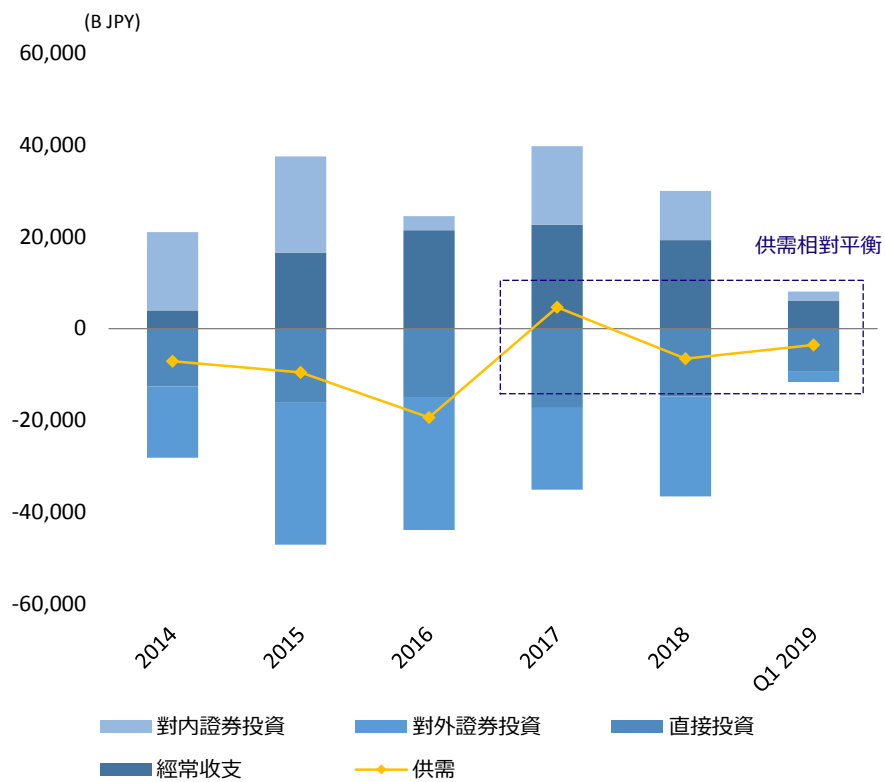


(Source) Thomson Reuters

日圓供需環境

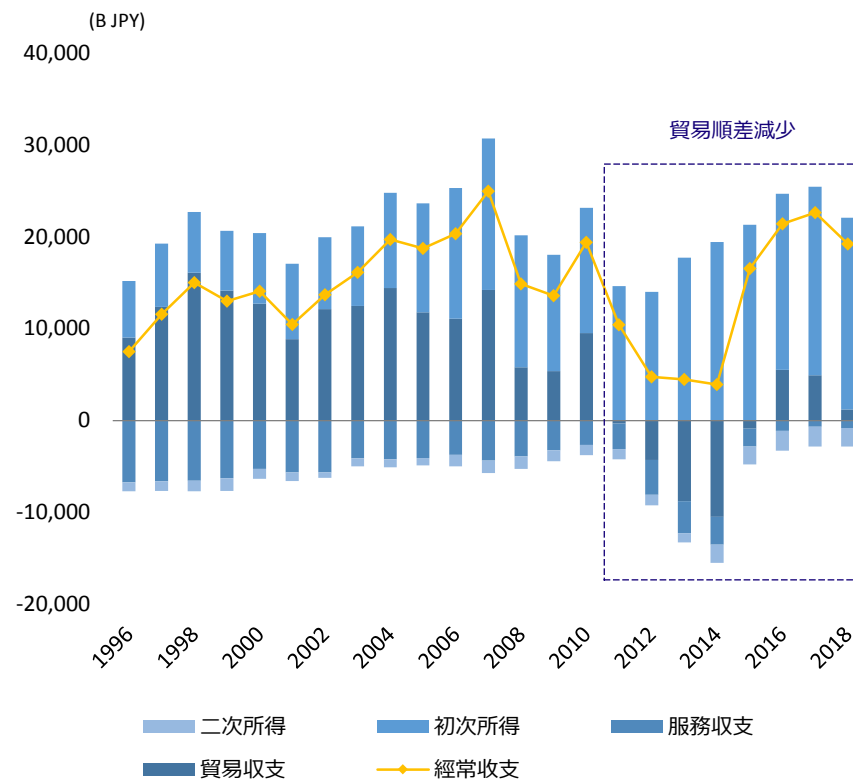
日圓供需走勢

- 2017年至今，日圓的供需相對平衡。
- 供需相對平衡，為目前USD/JPY於狹幅區間內波動的主要原因。



經常收支走勢

- 日本經常順差過去10年來無巨大變化，但其結構大幅改變。
- 貿易順差(預計買日圓)減少，但直接投資的再投資收益等第一次所得順差增加，但此增加的部份未必買日圓。



(Source) Ministry of Finance of Japan

日圓走勢 (2)

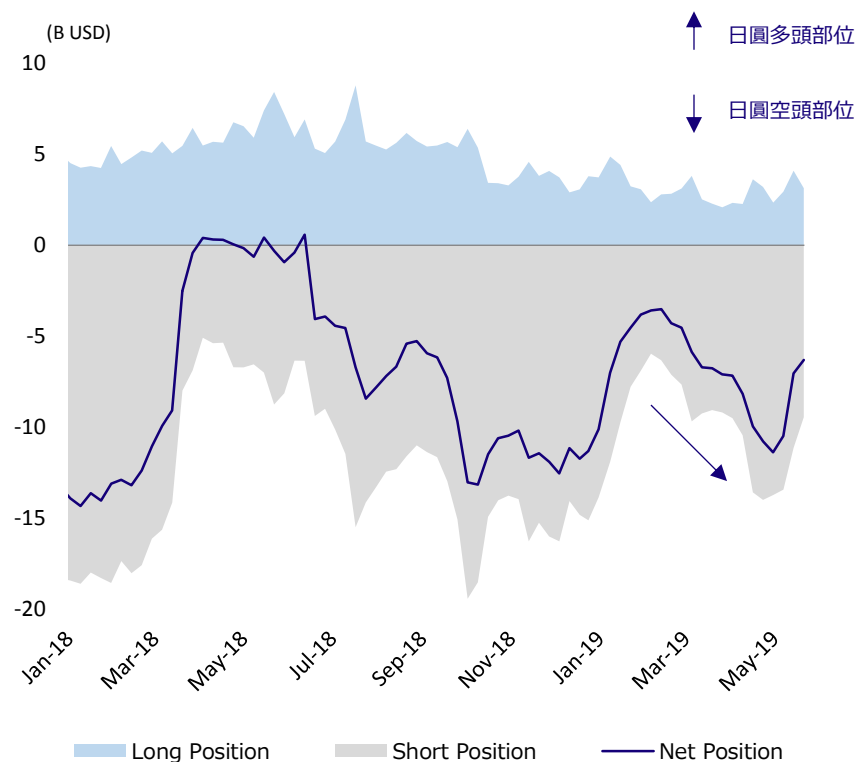
實質有效匯率走勢

- 實質有效匯率不同於兩貨幣間之匯率，為一國貨幣相對於一籃子其他貨幣之加權平均匯率。
- 被納入的所有貨幣之匯率，依其貿易額加權平均計算出實質有效匯率。
- 日圓實質有效匯率，自2017年以來，大致維持區間盤整的走勢。
- 大幅度低於長期平均(過去20年平均)，日圓持續嚴重被低估。



IMM貨幣期貨市場的非商業部門動向

- 美日利差雖然有縮小的傾向，但仍有一定程度的差距，貨幣期貨市場中非商業部門(投機者)的日圓空頭部位，至4月份有增加的情形。
- 1月份的空頭回補，帶動日圓升至104價位，日圓升值的潛在風險增加。



(Source) Bloomberg, Thomson Reuters

日圓走勢 (3)

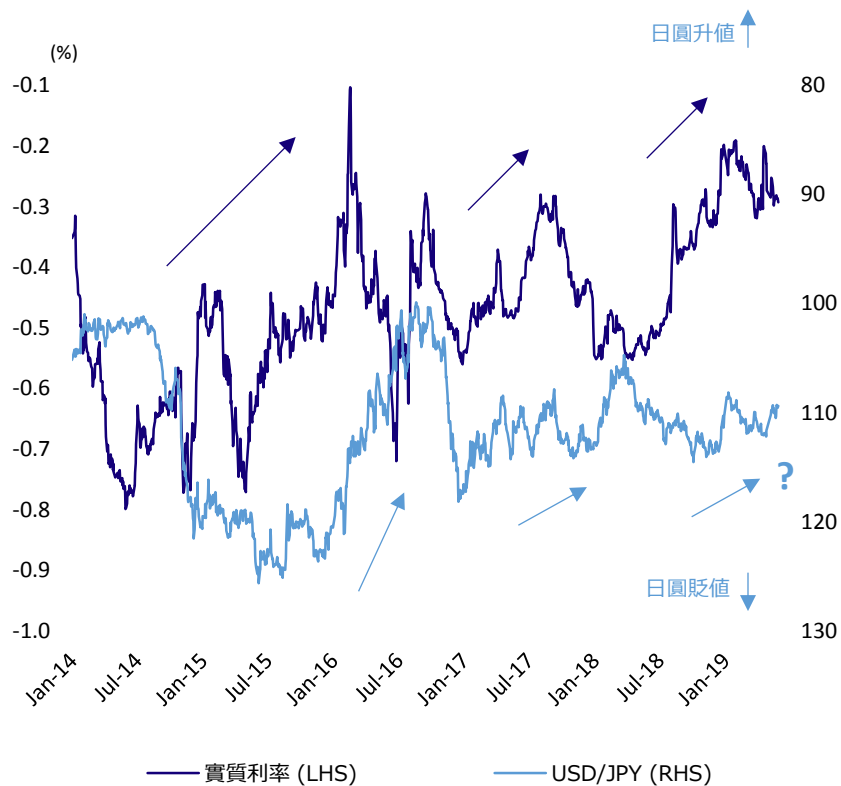
實質利率走勢 (1)

- 實質利率由名目利率與預期通膨所組成，為名目利率減預期通膨。
- 2018年下半年以後，名目利率走低，但預期通膨跌幅更大導致日圓實質利率走高。



實質利率走勢 (2)

- 過去實質利率的變動有領先於USD/JPY走勢的傾向。
- 2018年開始，實質利率上升，今後日圓走強的可能性增加。



(Source) Bloomberg, Thomson Reuters

金融政策概要

- 日本央行以「透過穩定物價促進國民經濟健全發展」的理念，實施金融政策。
- 每年召開8次金融政策決定會議，依政策委員多數表決決定政策(總裁、副總裁2名、審議委員6名)。
- 2013年1月設定通膨目標在2%，為早日達成目標，持續大規模金融寬鬆政策。
- 但是物價上漲壓力依舊疲弱，4月召開的日銀金融政策決定會議中，表示為持續實施強而有力的金融寬鬆政策，明確指示該政策營運方針(1)明確政策利率的前瞻指引(2)決定持續維持強而有力的金融緩和政策措施。

4月金融政策決定會議中明確的政策營運方針

政策利率前瞻指引明確化	從目前的「 暫時一段時間 ，維持極低的長短天期利率水準」，改為「 至少到2020年春季末前後 ，維持極低的長短天期利率」
決定持續維持強而有力的金融寬鬆政策	關於國債補充供給，調降最低借債費用，廢除個別債券拋售上限等決定。

政策委員經濟預測

- 4月公布的經濟·物價情勢展望(展望報告)，政策委員對經濟前景的預期為2019年度消費物價指數的預期維持不變，2020年度向下修正0.1%。本次新公布的2021年度亦修正為+1.6%，並未達到+2.0%的目標水準。

政策委員的經濟預測

	實質GDP	消費者物價指數 (去除生鮮食品)	去除上調消費稅·免費教育政策的影響
2018年度	+0.6~+0.6% (+0.6%)		+0.8%
(1月時點)	+0.9~+1.0% (+0.9%)		+0.8~+0.9% (+0.8%)
2019年度	+0.7~+0.9% (+0.8%)	+0.9~+1.2% (+1.1%)	+0.7~+1.0% (+0.9%)
(1月時點)	+0.7~+1.0% (+0.9%)	+1.0~+1.3% (+1.1%)	+0.8~+1.1% (+0.9%)
2020年度	+0.8~+1.1% (+0.9%)	+1.2~+1.5% (+1.4%)	+1.1~+1.4% (+1.3%)
(1月時點)	+0.7~+1.0% (+1.0%)	+1.3~+1.5% (+1.5%)	+1.2~+1.4% (+1.4%)
2021年度	+0.9~+1.2% (+1.2%)		+1.4~+1.7% (+1.6%)

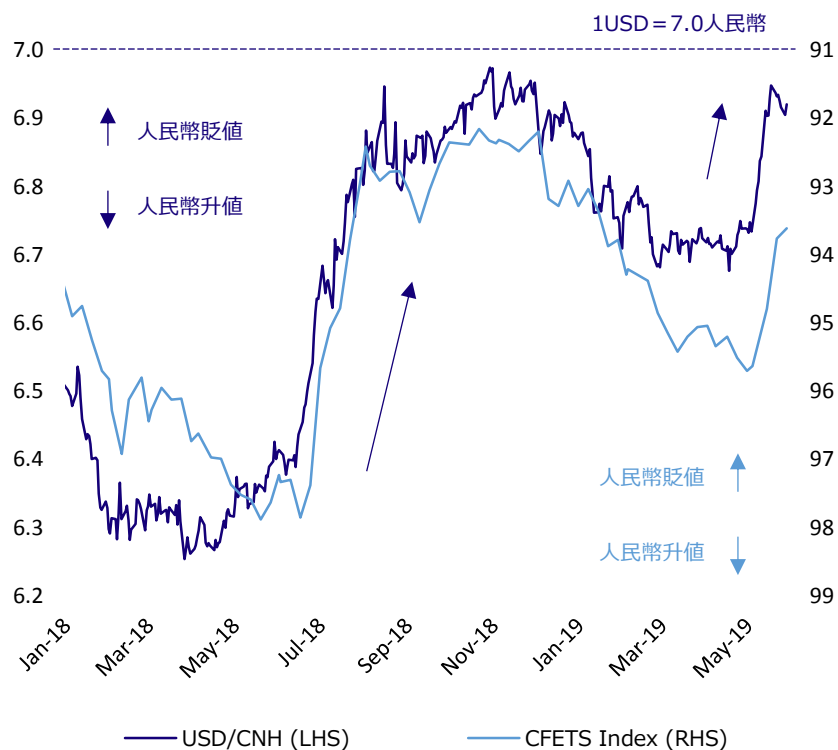
(*) 括弧內為中間值

(Source) Bank of Japan

人民幣走勢

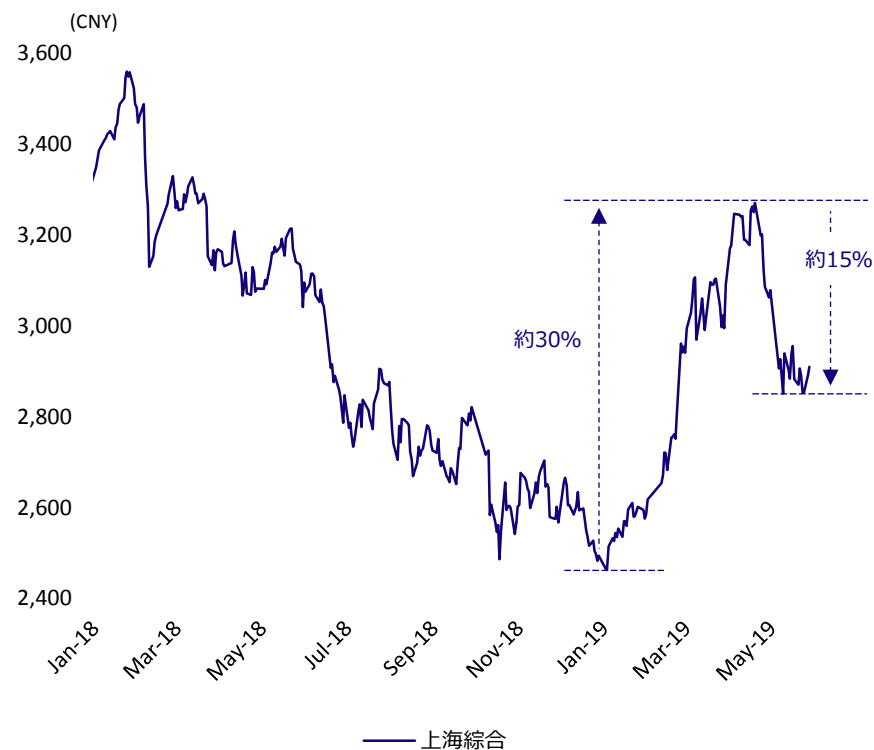
USD/CNH走勢

- 2018年, 美中貿易摩擦惡化的背景下, 人民幣貶值壓力增強, USD/CNH 接近7.0價位, 中國當局釋出措施阻貶人民幣。
- 目前, 美國啟動追加關稅, 人民幣跌勢加速, USD/CNH逐漸逼近7.0價位。



股市走勢

- 進入2019年, 上海綜合指數持續高速反彈, 但在風險意識升高, 目前反轉為下跌走勢。
- 年初開始上漲約30%, 4月下旬開始反轉下跌, 大約回吐上漲部分的一半約15%。



(Source) Thomson Reuters

美中貿易戰的時間表

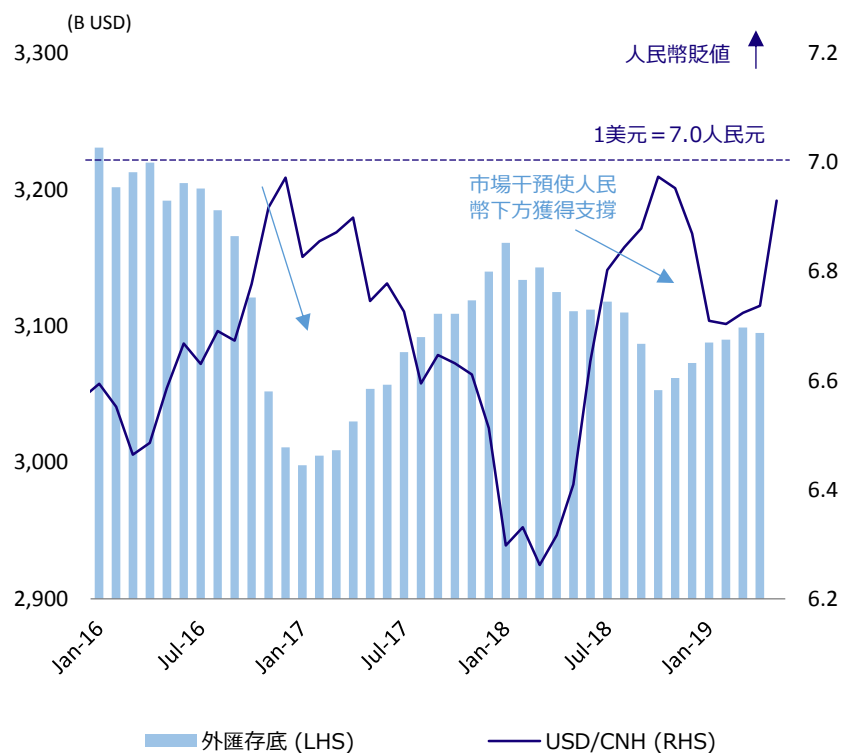
2018年	3月	<ul style="list-style-type: none"> ■ 美國對鋼鐵加增25%關稅，對鋁加增10%關稅。 	
	4月	<ul style="list-style-type: none"> ■ 中國表明對美國進口的128項商品，加徵15-25%報復性關稅。 ■ 美國發表禁止美國企業與中國中興通訊(ZTE)交易的措施 	
	7月	<ul style="list-style-type: none"> ■ 美國對中國製造的818品項商品（340億美元），加徵25%關稅。 ■ 中國對美國製造的545品項商品（340億美元），加徵25%報復性關稅 	Phase 1
	8月	<ul style="list-style-type: none"> ■ 美國對中國製造的279品項商品（160億美元），加徵25%關稅。 ■ 中國對美國製造的333品項商品（160億美元），加徵25%報復性關稅 	Phase 1
	9月	<ul style="list-style-type: none"> ■ 美國表明對中國製造的5745品項商品(2000億美元)，將關稅由10%調高為25% ■ 中國對美國製造的5207品項商品（600億美元），加徵5-10%報復性關稅 	Phase 2
		<ul style="list-style-type: none"> ■ 美國暗示將針對中國製造剩餘的2670品項商品，加徵25%關稅 	Phase 3
	11月	<ul style="list-style-type: none"> ■ 美國總統川普與中國國家主席習近平於G20會談 → 5745品項商品（2000億美元）延緩加徵關稅90天 	
2019年	1月	<ul style="list-style-type: none"> ■ 美國總統川普表示對於中國製造的5745品項商品（2000億美元）停止加徵關稅 	
	2月	<ul style="list-style-type: none"> ■ 美中幕僚級會談中，就「不利用誘導人民幣走貶達成中國商品外銷目的」的貨幣政策達成協議 	
	3月	<ul style="list-style-type: none"> ■ 針對中國製造的5745品項商品（2000億美元）延緩加徵90天。 	
	5月	<ul style="list-style-type: none"> ■ 美國對中國製造的5745品項商品(2000億美元)，將關稅由10%調高為25% ■ 中國表明對美國製造的5207品項商品（600億美元），加徵最高25%報復性關稅 	Phase 2
		<ul style="list-style-type: none"> ■ 美國表明對中國製造的3805品項商品（3000億美元），加徵25%關稅 ■ 美國發表禁止美國製品出口給中國華為技術 	Phase 3

(Source) Mizuho Bank

外匯存底之變化

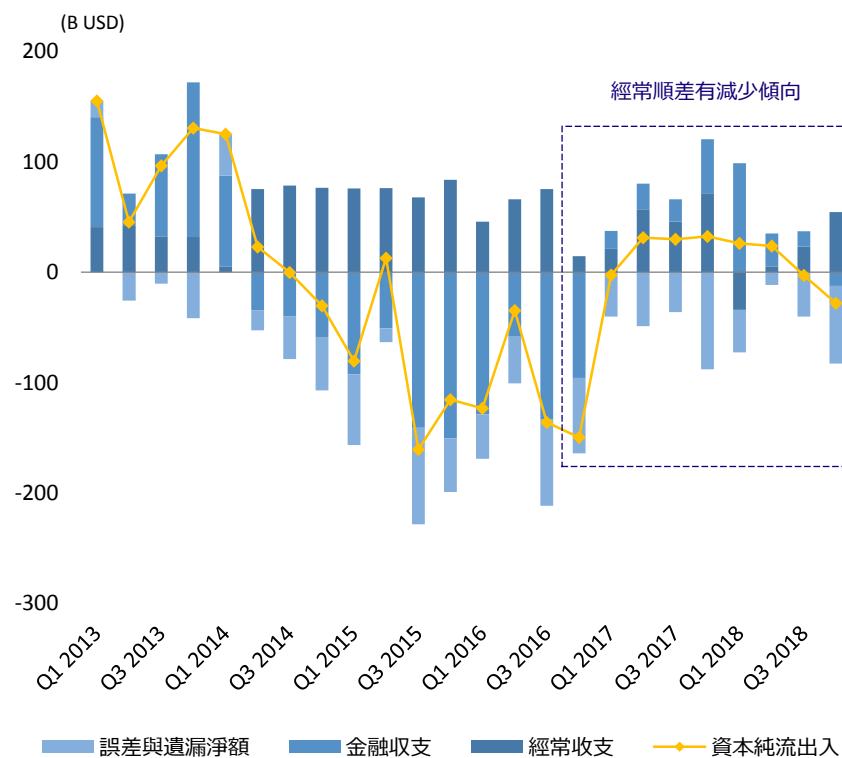
外匯存底走勢

- 人民幣持續偏弱走勢中，市場持續關注自2018年起「1美元=7.0人民幣」的攻防戰。
- 雖部分報導指出中國當局持續以「1美元=7.0人民幣」為防衛線，但相較2018年，中國經濟成長趨於鈍化，市場關注是否持續以同一水準做為人民幣貶值的上限。



資本淨流出入走勢

- 中國經常收支順差有減少傾向，IMF預期2022年將轉為逆差。
- 用於買入自國貨幣的資金有減少傾向，預期今後實施貨幣防衛戰的難度將會提高。



(Source) State Administration of Foreign Exchange, Thomson Reuters

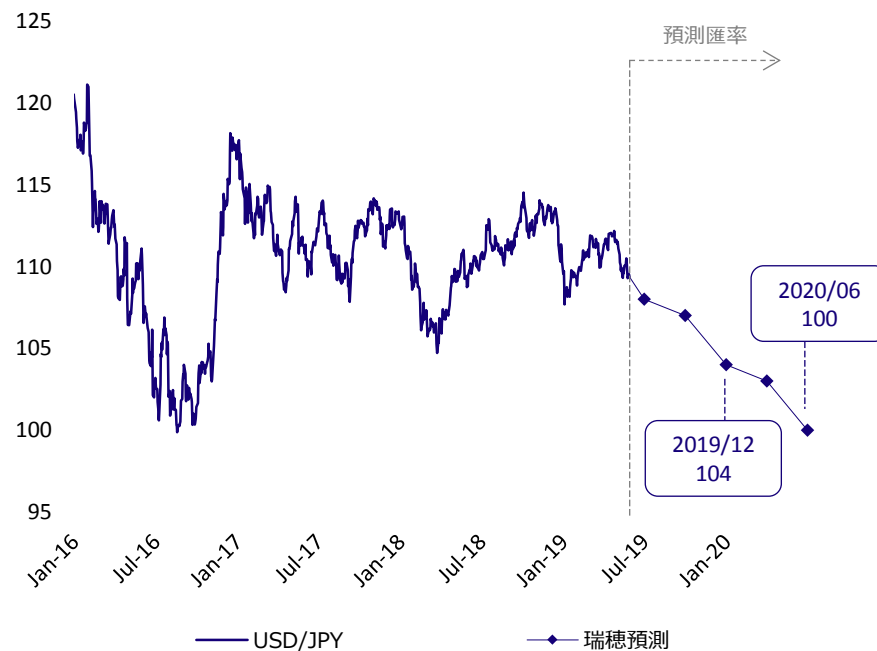
USD/TWD預測

- 美國聯準會態度明顯鴿派立場, 部分的聯準會官員開始出現可能降息的發言, 難以如同2018年美元升息的背景下推升美元。
- 美中貿易摩擦的疑慮依舊強烈存在, 但是隨著恢復平穩, 台灣出口企業龐大的台幣資金需求, 以及外資資金回流股市, 預期USD/TWD台幣升值壓力大。



USD/JPY預測

- 2019年, 儘管美日利差大幅縮小, 但強勁的美國經濟, 以及貨幣期貨市場投機性做空日圓的部位擴大下, USD/JPY底部有支撐。
- 但是, 美國物價並無強烈上漲的趨勢, 實難期待美國聯準會再度升息。
- 隨著美國金融政策正常化過程結束, 將呈現美國利率下跌及美元走弱, 預期USD/JPY將偏向日圓升值的走勢。



(Source) Thomson Reuters, Mizuho Bank

預測區間

	2019年				2020年	
	1-5月 (實績)	6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月
USD/TWD	30.635~31.660 (31.612)	30.90~31.90 (31.40)	30.90~31.90 (31.40)	30.70~31.70 (31.20)	30.50~31.50 (31.00)	30.30~31.30 (30.80)
USD/JPY	104.10~112.40 (108.81)	107~111 (108)	105~110 (107)	102~108 (104)	100~107 (103)	98~106 (100)
JPY/TWD	0.2742~0.2930 (0.2905)	0.281~0.301 (0.291)	0.283~0.303 (0.293)	0.290~0.310 (0.300)	0.291~0.311 (0.301)	0.298~0.318 (0.308)
USD/CNH	6.6702~6.9497 (6.9277)	6.70~7.00 (6.90)	6.65~6.95 (6.85)	6.60~6.90 (6.80)	6.60~6.90 (6.78)	6.55~6.85 (6.75)
CNH/JPY	15.2412~16.7920 (15.7065)	15.29~16.57 (15.65)	15.11~16.54 (15.62)	14.78~16.36 (15.29)	14.49~16.21 (15.19)	14.31~16.18 (14.81)
EUR/USD	1.1105~1.1570 (1.1148)	1.10~1.15 (1.13)	1.11~1.16 (1.14)	1.11~1.17 (1.15)	1.12~1.18 (1.16)	1.13~1.19 (1.17)
EUR/JPY	118.89~127.57 (121.30)	120~126 (122)	119~126 (122)	118~125 (120)	117~125 (119)	116~125 (117)

(*) 括弧內為季末預估匯率

(Source) Mizuho Bank

本資料僅為提供資訊而製作，非供招攬特定交易之用。本資料所根據之資訊，雖經判斷為可得信賴之資訊，惟不擔保其正確性與確實性。在此所記載之內容，可能未經通知即予變更。投資與交易相關之最後決定，惠請客戶自行判斷。本資料之著作權歸屬瑞穗銀行，不問目的為何，未經許可一律禁止引用或複製。