

外匯市場動向

2021年1月

瑞穗銀行 東亞資金部台北室

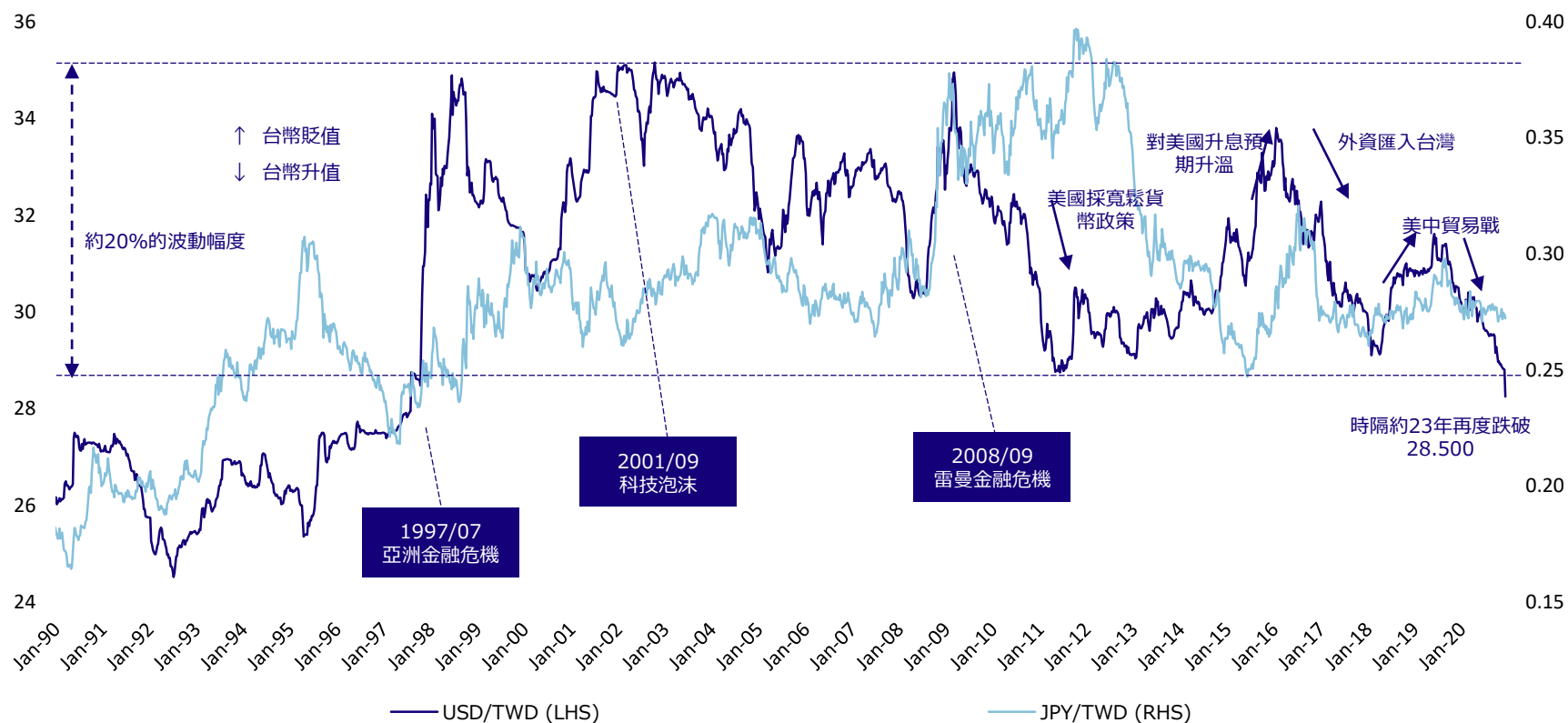
Private and confidential

MIZUHO

1. 外匯市場的動向

台幣的長期走勢

- 1989年，台灣自固定匯率制轉換成管理浮動匯率制。
- 1997年亞洲金融危機後，台幣於28.5-35.0，約20%的幅度間波動，與其他主要貨幣相比，變動幅度相對溫和。目前台幣已升破28.500關鍵整數價位，並創下23年的新高。

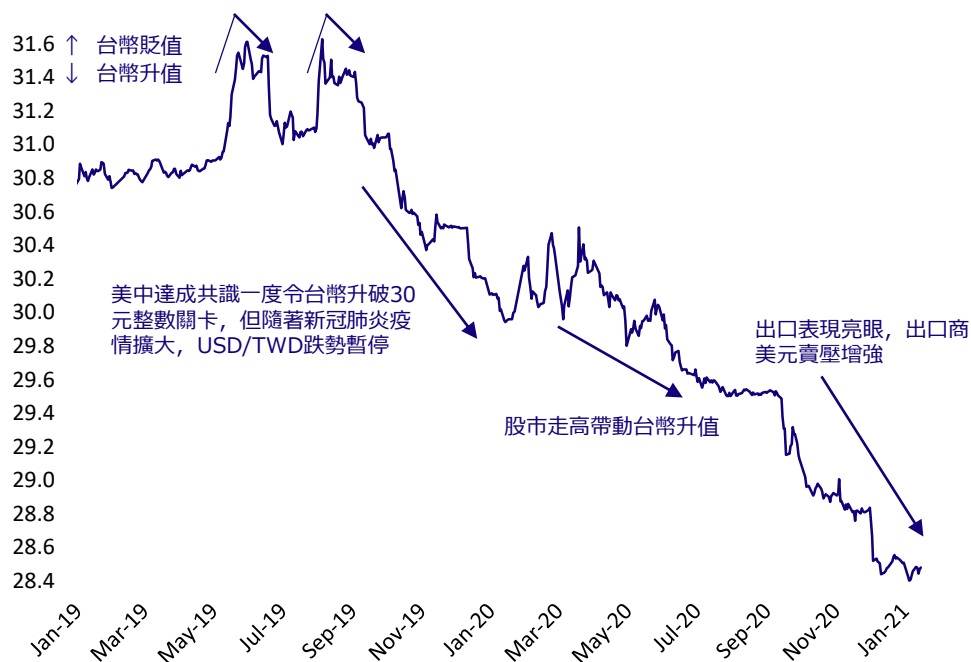


(Source) REFINITIV

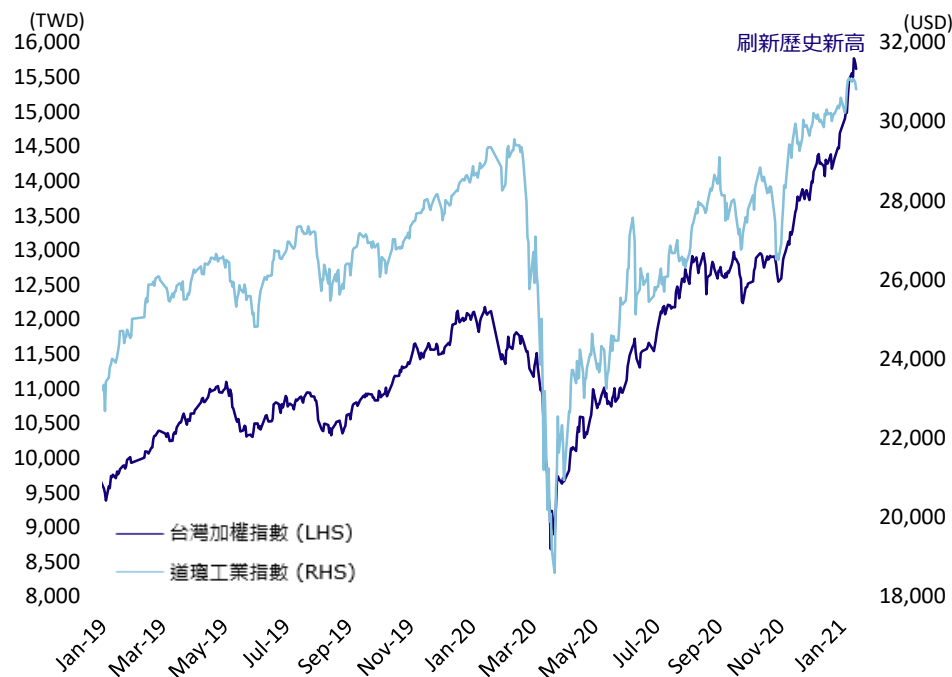
近期市場動向－台幣與台灣股票市場

- 2019年5月、8月美國總統川普宣布對中國商品加徵關稅後，市場對於美中貿易戰升級的擔憂加劇，USD/TWD隨之上揚至31.50附近價位。其後，美中達成協議令市場風險意願改善，2020年初USD/TWD回落至29元價位。然而，新冠肺炎疫情擴大令避險情緒升溫，USD/TWD再度升破30元整數關卡。股市回穩後，USD/TWD出現台幣的買盤並跌破29.50。其後，台灣出口表現亮眼，出口商的美元賣壓強勁，USD/TWD跌破28.500元整數關卡，台幣創下23年的新高。
- 美中貿易摩擦升級與美債殖利率上升將對經濟造成衝擊的擔憂令2018年台灣加權指數急跌至9000點。2019年，美國等各國央行轉換至降息循環，另外美中達成第一階段貿易協議使市場風險意願改善，台股升至1萬2千點附近的歷史新高。然而，2020年新冠肺炎疫情持續擴大，2020年3月台股一度急落至8000點。但新冠肺炎疫情對台灣的影響較他國為低且遠距辦公需求增加令科技股受到投資人青睞，以科技股為主的台灣加權指數於2020年7月份刷新約30年的新高。其後，台股走勢一度上方壓力沉重，但隨著美國總統大選落幕與新冠疫苗的研發取得進展，台股續創歷史新高。

【USD/TWD走勢】



【台灣加權指數與道瓊工業平均指數的走勢】



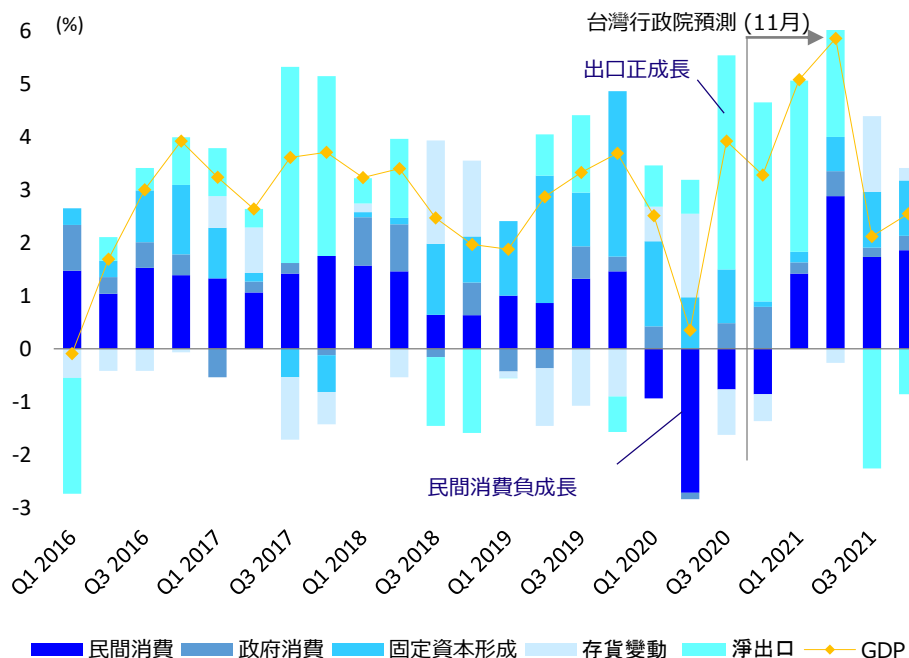
(Source) REFINITIV

2. 台灣經濟動向

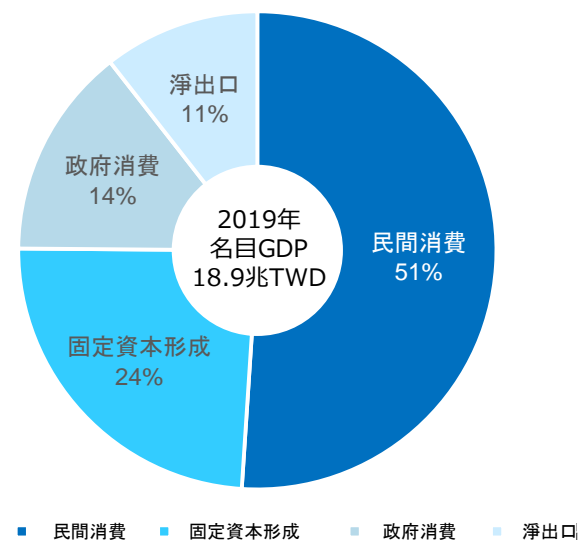
台灣經濟動向 – GDP

- 2019年Q4實質GDP成長率受到強勁的民間消費與設備投資的恢復影響，去年比創下+3.31%的紀錄。然而，2020年Q2數據表現不佳，新冠肺炎疫情使觀光客銳減，導致民間消費減少為其主因。此外，Q2實質GDP成長率初值為▲0.58%，終值已向上修正為+0.35%。Q3實質GDP成長率為+3.92%，呈現大幅改善的趨勢。民間消費為負成長，但台灣政府的振興政策已使民間消費負成長的幅度縮減，預期高科技產業強勁的出口表現與資金回流將持續為台灣經濟成長提供充足的動能。
- 關於2020年的經濟成長預測(11月時點)，台灣行政院已將之向上修正至2.54%(中央銀行預測為2.58%)。2021年台灣廠商的製造能力提升，半導體產業的先進製程開始量產，料民間消費亦將回暖，預期經濟成長年率為3.83%(中央銀行預測為3.68%)。

【GDP變動趨勢】



【2019年GDP組成】

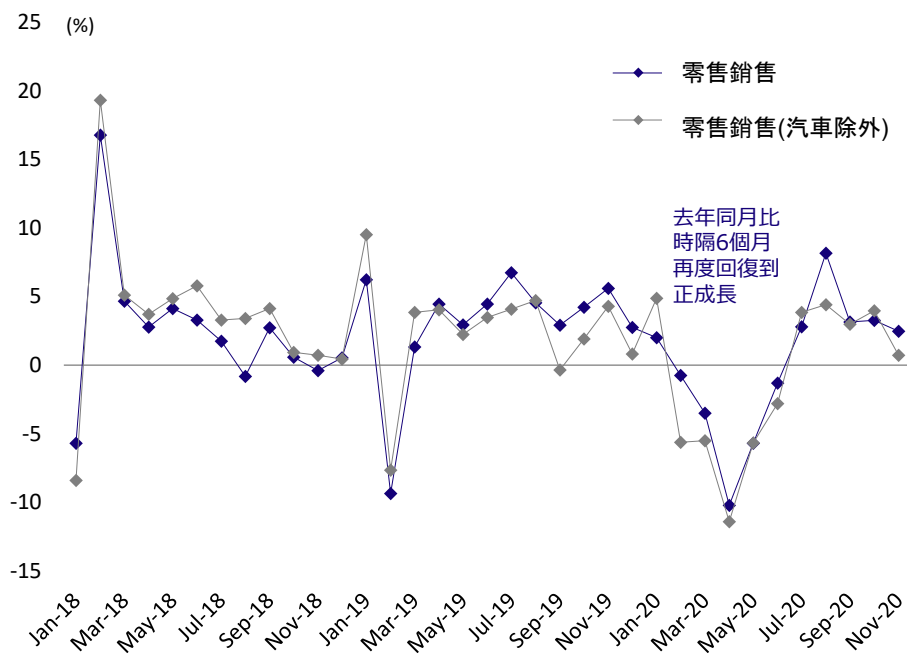


(Source) Ministry of Finance of the Republic of China, REFINITIV

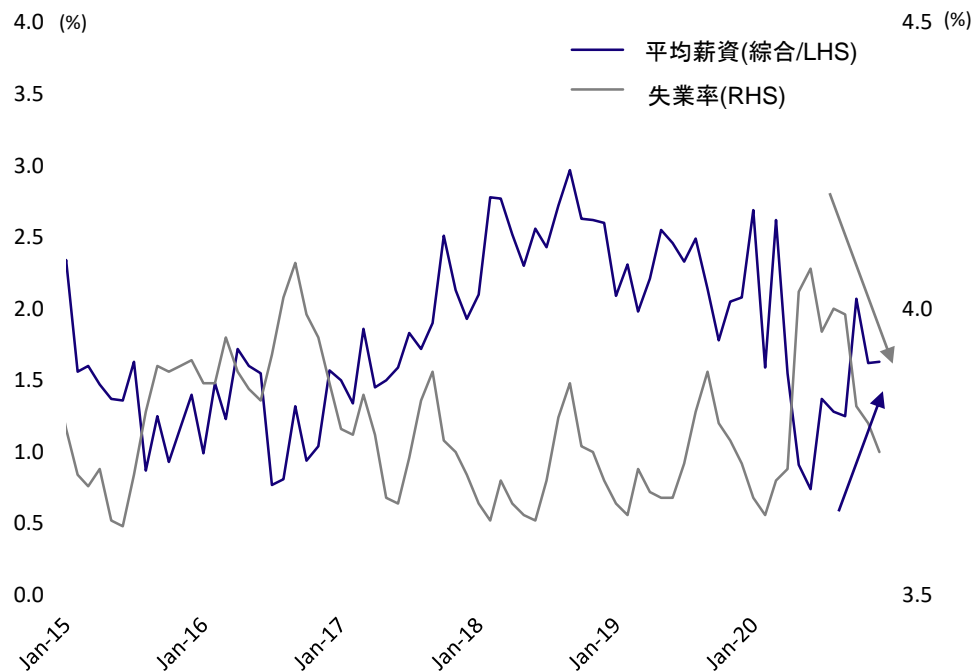
台灣的經濟動向－個人消費變化

- 民間消費佔台灣GDP成長率超過50%，對於台灣經濟的重要程度相當高。
- 受春節因素影響，2019年2月份零售銷售為負值。去除該數值後，與去年相比整體仍呈現正成長的趨勢。2020年新冠肺炎疫情爆發使觀光客大減，人流亦受到限制，百貨等零售業者的營業額受到相當大的衝擊。然而，政府推動三倍券振興經濟的效果逐漸浮現。7月份零售銷售去年同月比時隔約半年，再度轉為正成長，其後亦維持著復甦的態勢。
- 台灣失業率自2015年開始，大致持穩於3%後半，但2020年受到新冠肺炎疫情衝擊而時隔四年再度升破4.0%。2020年11月份失業率緩步下跌至3.75%，已回復到疫情前的水準。
- 在出口持續成長帶動經濟復甦的背景下，2016年下半年開始平均薪資呈現緩步上揚趨勢。2018年後平均薪資以+2.5%為中心區間波動，但2020年受到新冠肺炎疫情影響而下跌。目前2020年11月平均薪資為+1.63%，持續回升中。

【零售銷售(去年比)的變化趨勢】



【失業率與平均薪資(年率)的變化趨勢】

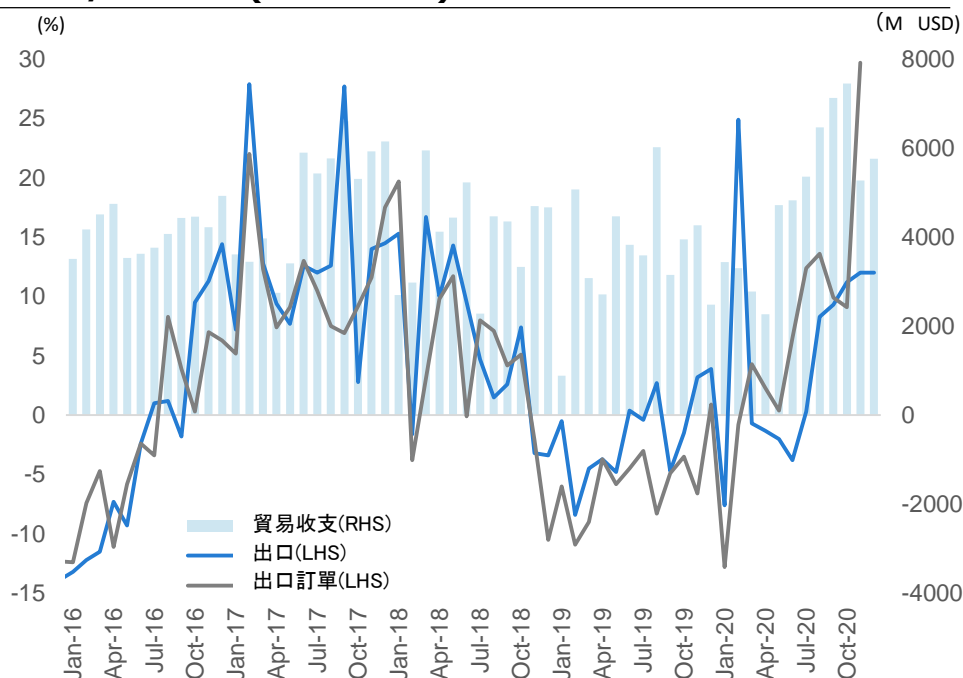


(Source) Ministry of Economic Affairs of the Republic of China, National Statistics of the Republic of China

台灣的經濟動向－貿易面

- 2018年台灣出口表現亮眼且創下歷史新高。2019年電子零件出口表現強勁，但受到美中貿易戰衝擊，整體出口去年比仍出現衰退。觀察細項後可以發現，工具機與對中國出口的增長已陷入了停滯。
- 2020年出口為3,452.8億美元，去年比為+4.9%，創下歷史新高。新冠肺炎疫情與國際原物料價格下跌等因素，使3月份後去年同月比持續呈現負成長，自7月份開始轉為正成長。新冠肺炎疫情令遠距辦公需求增加與新技術擴大應用皆為正面的題材，再加上新型智慧型手機銷售表現強勁，需求持續處於高位。觀察細項後可以發現，對美國與中國出口增長快速。
- 11月份出口訂單去年同月比為+29.7%，創下過去單月新高。受到新型智慧型手機上市的影響，ICT產品與電子零件的訂單呈現增加的趨勢。

【進口/出口訂單(去年同月比)的變化趨勢】



【出口細項】

2020年出口細項

(M USD)	出口額	(去年比)
電子零件	135,597	+20.5%
IT·通訊	49,177	+15.4%
金屬製品	25,490	▲8.4%
機械	21,903	▲6.8%
塑膠製品	21,260	▲5.8%
化學品	16,660	▲10.8%
礦產	7,348	▲47.6%
總額	345,276	+4.9%

2020年出口額(地區別)

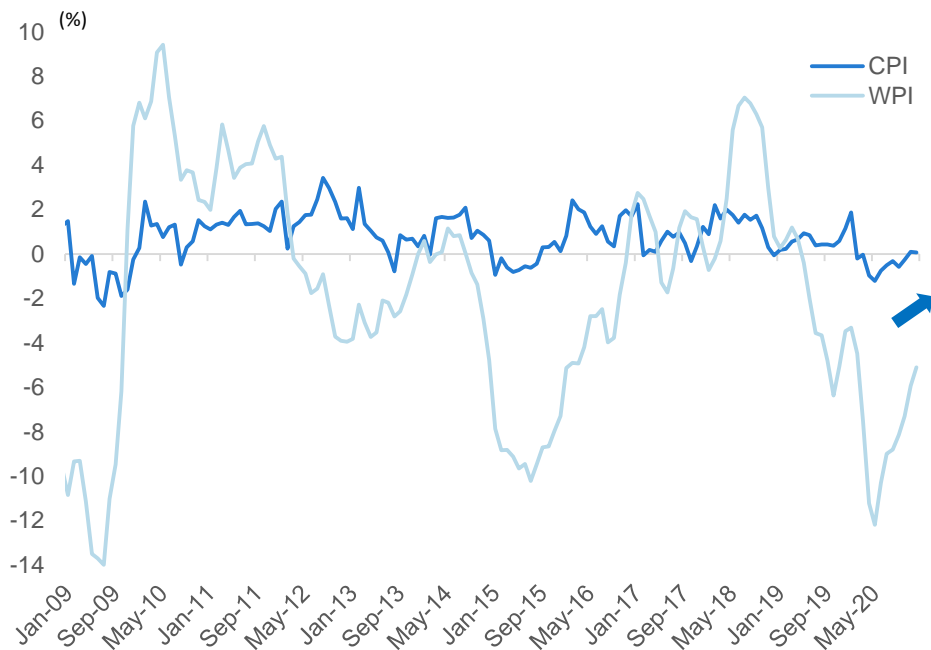
(M USD)	進口額	(去年比)
中國·香港	151,452	+14.6%
ASEAN	53,239	▲1.3%
美國	50,554	+9.3%
歐洲	28,171	▲5.4%
日本	23,402	+0.5%
合計	345,276	+4.9%

(Source) Ministry of Economic Affairs of the Republic of China, National Statistics of the Republic of China

台灣的經濟動向－物價變化

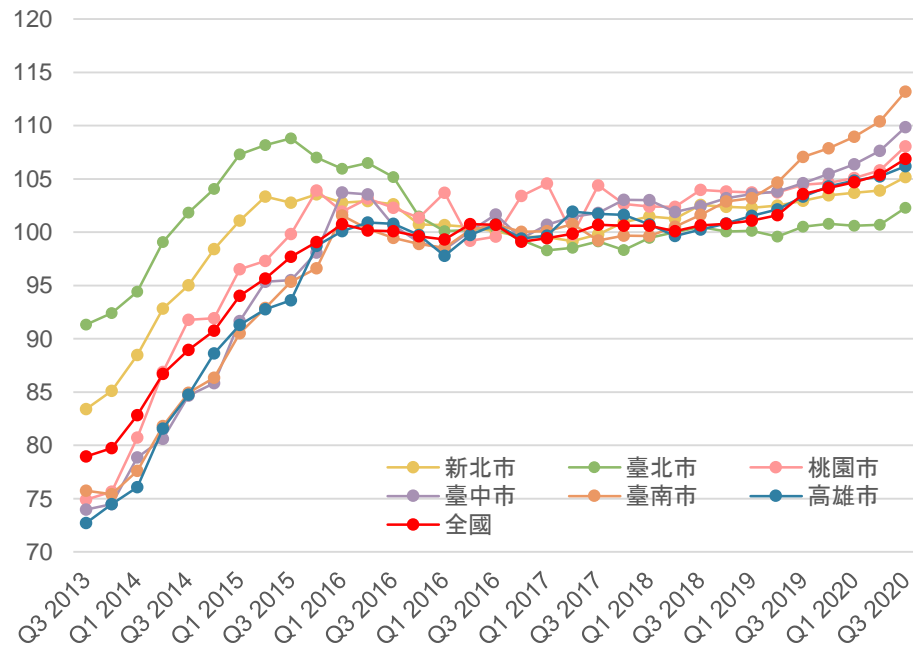
- 2019年CPI去年同月比全年於+0.5%附近區間波動。
- 2020年受到新冠肺炎疫情影響，CPI持續呈現負成長，但11月份時隔10個月再度轉為正成長。12月維持在+0.06%。金屬製品、醫療費與服裝費用為正成長的主因。此外，躉售物價指數(WPI)已連續20個月陷入負成長。
- 台北市內住宅價格上漲力道受限，但周邊城市與全國平均皆呈現上升的趨勢。此外，台灣央行(CBC)於12月時透過限制不動產融資比率來應對低利率環境下過熱的不動產市場。央行總裁楊金龍亦表示「透過利率來控制房價是大而不當的做法」，央行傾向透過不動產融資限制來抑制房價。

【物價變化趨勢】



(Source) REFINITIV

【住宅價格指數變化趨勢】



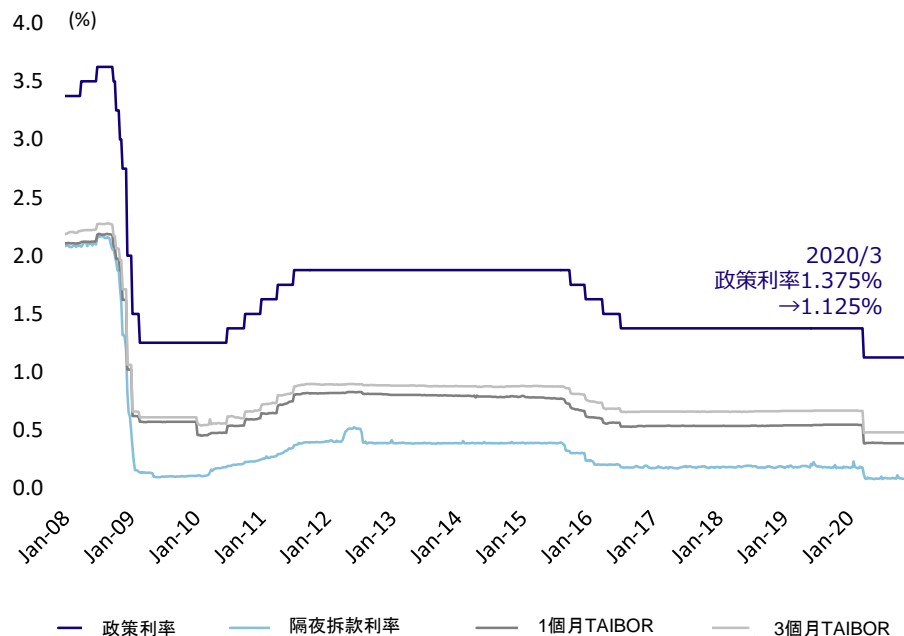
※2016年為100。以0.5年~60年的住宅為計算對象

(Source) Ministry of the Interior

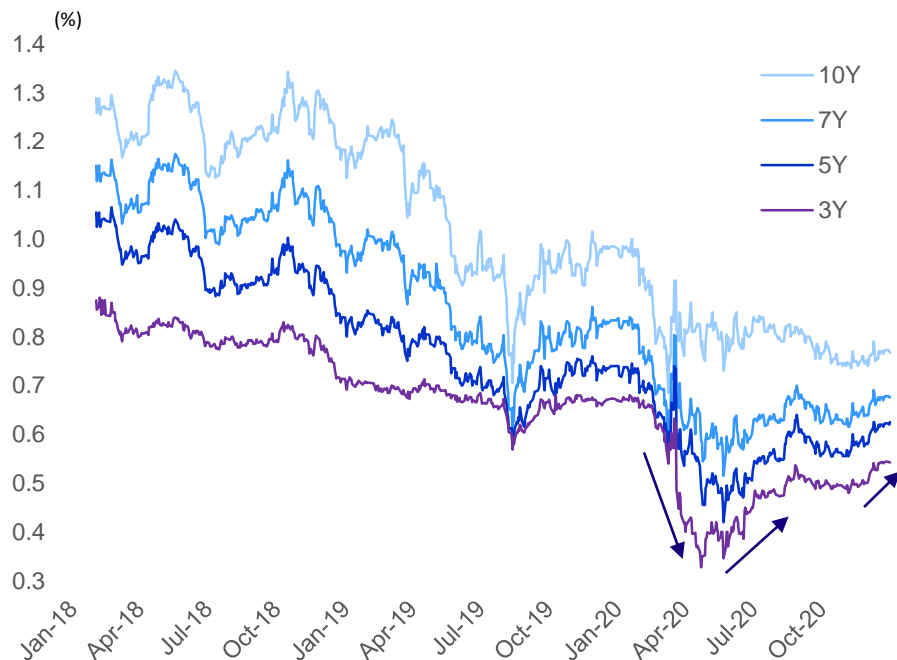
台灣的經濟動向－金融政策（2020年12月）

- 台灣央行於12月的理監事會議中考量境內及境外經濟情勢後認為，維持寬鬆的金融政策將有助於物價與金融市場的穩定，且有助於支撐經濟成長，決定維持政策利率於歷史低點的1.125%不變。
- 關於景氣預測方面，預期電子零件與資通訊產品的出口將帶動景氣回暖。此外，料半導體業界的設備投資與境外資金回台投資將持續擴大，零售業與餐飲業的業績將好轉，2020年景氣成長率已向上修正至2.58%。此外，2021年預測值亦向上修正至3.68%。
(中央銀行預測 2020年GDP1.60%→2.58% ※2019年GDP:2.71%)
- 自3月份降息以來，短中期的IRS價格急跌，6月份未進一步降息加上股市走高，IRS價格逐漸回升。股市目前仍持續創高，短中期的IRS價格亦呈現上升的趨勢。

【政策利率與短期利率走勢】



【近期IRS走勢】



(Source) REFINITIV

3. 台幣外匯市場

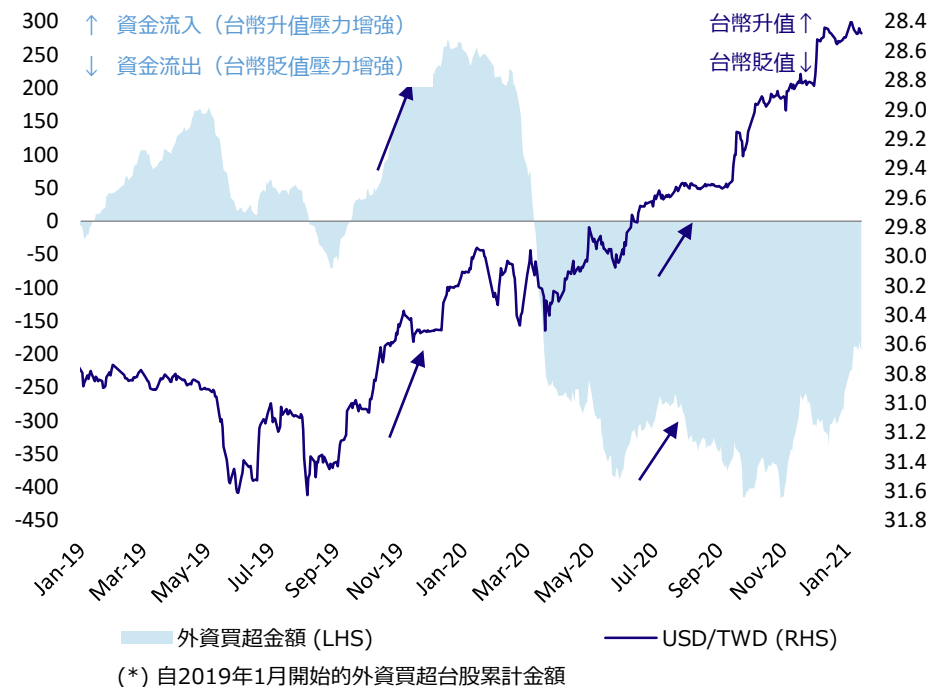
台幣市場 – 股市動向

- 台幣外匯交易必須基於實質需求，外資於台股動向受到市場注目。
- 聯準會短期內無升息的可能，再加上美中達成第一階段貿易協議令市場風險意願改善，外資持續匯入台股。2020年因新冠肺炎疫情肆虐，市場避險情緒升溫，全球股市暴跌，台股亦大幅向下修正。然而，市場期待經濟快速重啟且台灣受疫情影響較少，以及遠距辦公需求增加使科技股受到投資人青睞等正面因素，推升以科技股為主的台灣加權指數上漲並持續刷新歷史新高。
- 雖目前台股於歷史高位呈現盤整走勢，但貿易實需令USD/TWD偏向台幣升值方向。

【股市與台幣的走勢】



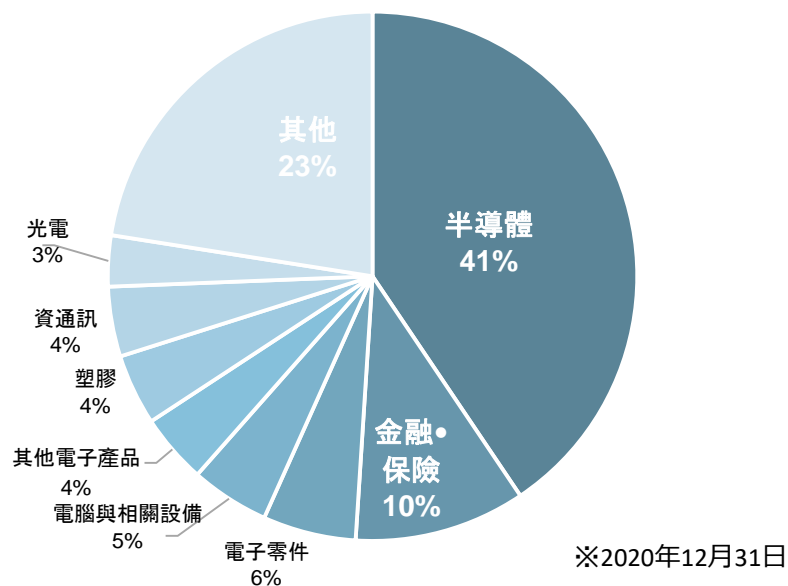
【股市與外資買超金額的變化趨勢】



關於台灣加權指數

- 觀察台灣加權指數成份股暨產業別比重可以發現，半導體相關的企業佔了約4成。其中世界最大的半導體製造商TSMC，佔台灣加權指數市值比重約3成，對於台灣加權指數的影響相當大。
- 除了半導體產業外，科技產業亦佔有相當的比例。目前，容易受到美中貿易摩擦升級與新冠肺炎疫情使遠距辦公需求增加等因素的影響。

【台灣加權指數產業別權重】



【台灣加權指數成分股暨市值比重】

公司名稱	WEIGHT(%)
台灣積體電路製造 [TSMC]	30.91
鴻海精密工業 [Hon Hai Precision Industry]	2.87
聯發科[MediaTek]	2.67
台塑石化 [Formosa Petrochemical]	2.14
中華電信 [Chunghwa Telecom]	1.90
台達電 [Delta Electronics]	1.54
台灣塑膠工業[Formosa Plastics]	1.38
聯電[United Microelectronics Corporation]	1.32
南亞塑膠工業[Nan Ya Plastics Corporation]	1.28
國泰金控 [Cathay Financial Holdings]	1.25
台灣化纖[Formosa Chemicals & Fibre Corporation]	1.12

※2020年12月31日

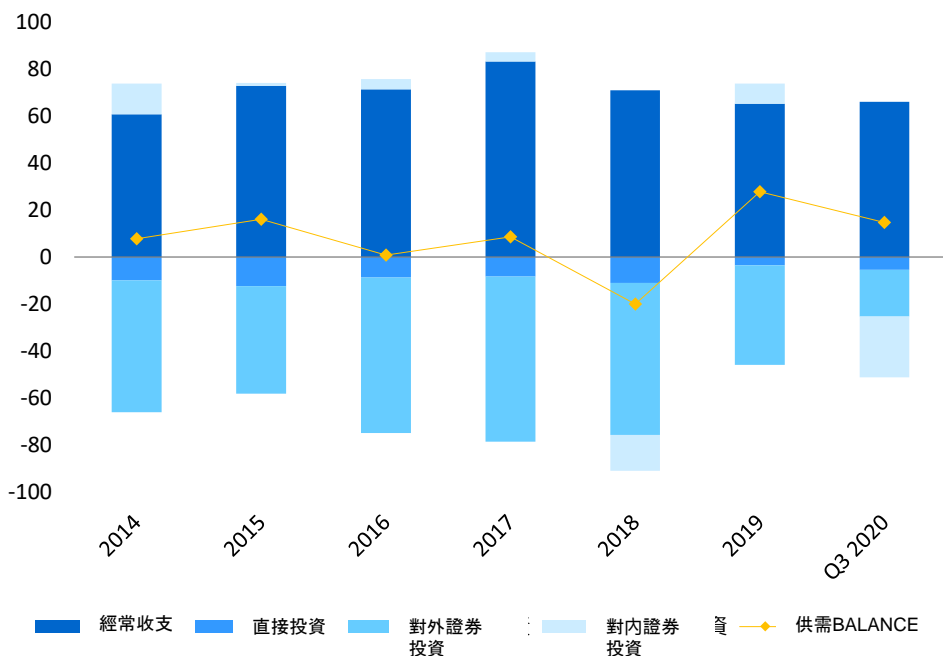
(Source)Bloomberg

MIZUHO

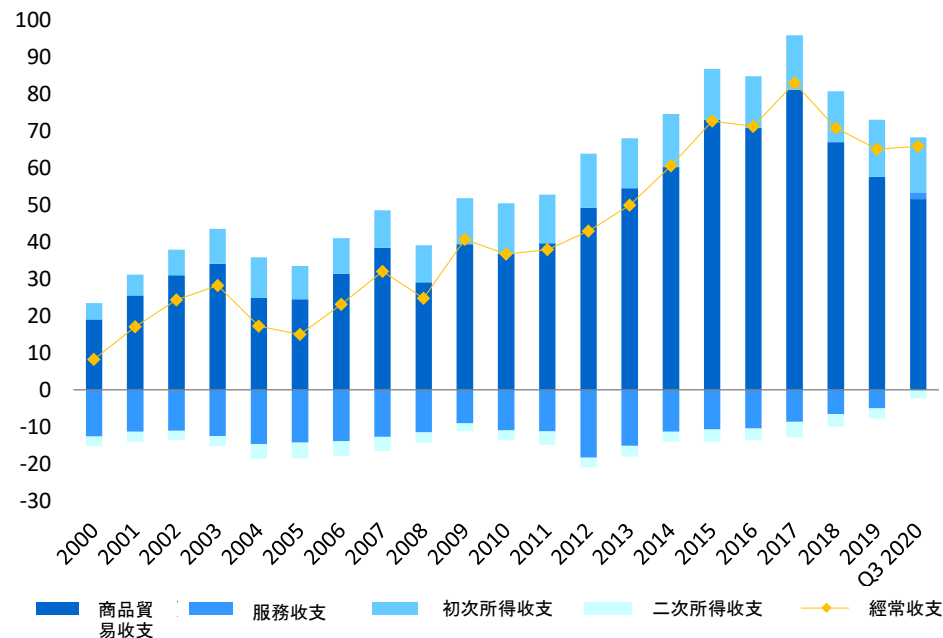
台幣市場 – 供需環境

- 由國際收支觀察台幣供需，2019年台幣供需在對外證券投資額下降的背景之下，國際收支為正(台幣需求較高)。
- 2019年台幣供需與2017年相比呈現正成長，國際收支的變化為外匯市場中支撐台幣買盤的題材之一。台灣經常帳收支中的貿易順差持續擴大，在過去20年間成長了9倍之多。
- 2020年第三季初值顯示經常帳收支為6,519億美元，強勁的出口令今年表現與去年同期相當。台幣供需方面，第一季疫情衝擊使對內證券投資減少而轉為負值(賣出台幣方向)，但隨著經常帳盈餘擴大已轉為正成長並持續增加當中。

【台幣供需變化】



【經常帳收支變化】



(Source) Central Bank of the Republic of China

台幣外匯市場 – 美國財政部 外匯報告書

■ 美國財政部於2020年12月發表外匯報告書，台灣被列入外匯操縱國的觀察名單之中。央行總裁楊金龍表示「在中美貿易摩擦升級的背景之下，台灣對美國出口增加，為本次被列入觀察名單的原因之一」。此外，台灣央行強調與美國財政部之間有著良好的關係，已向美方表達「美國的寬鬆貨幣政策，為台灣符合美方匯率操縱國條件的主因之一」。

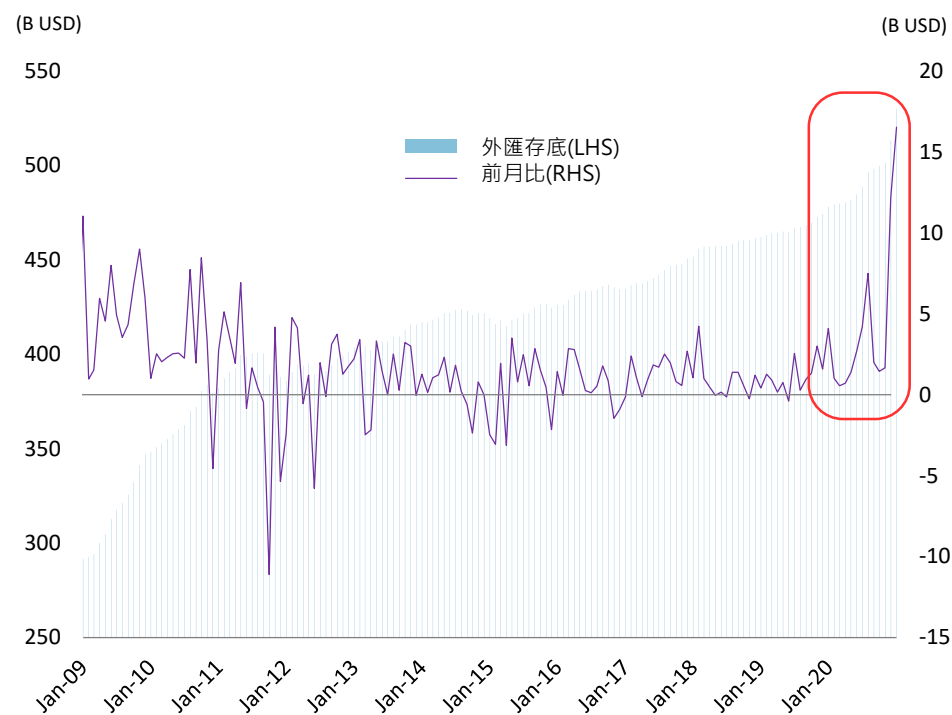
■ 12月底台灣外匯存底為5,299億美元，較前月增加165億1,100萬美元，已連續19個月刷新歷史新高。

【外匯操縱國/ 觀察名單一覽】

外匯操縱國 觀察名單	對美貿易順差 (US \$B) →20B以上	經常收支		對本國貨幣的干預
		對GDP比(%) →+2%以上	絕對金額 (US \$B)	對GDP比(%) →+2%以上
中國	310	1.1%	157	-0.1%
墨西哥	96	-0.2%	-2	0.0%
德國	62	6.8%	-253	-
越南	58	4.6%	15	5.1%
日本	57	3.1%	158	0.0%
瑞士	49	8.8%	64	14.2%
義大利	30	3.0%	55	-
馬來西亞	29	2.5%	9	1.1%
台灣	25	10.9%	68	1.7%
泰國	22	6.3%	33	1.8%
印度	22	0.4%	10	2.4%
韓國	20	3.5%	57	-0.6%
新加坡	-1	16.1%	56	21.3%

(美國財政部)※對美貿易順差、經常收支、干預金額的期間為，至2020年6月為止，過去1年間的資料(每季)。若無每季數據則使用2019年資料。

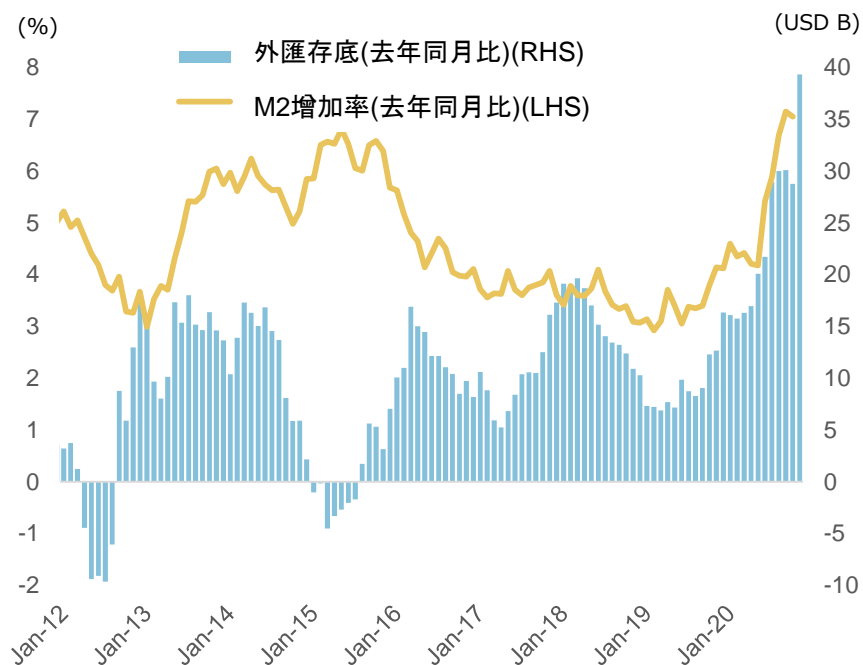
【外匯存底變化趨勢】



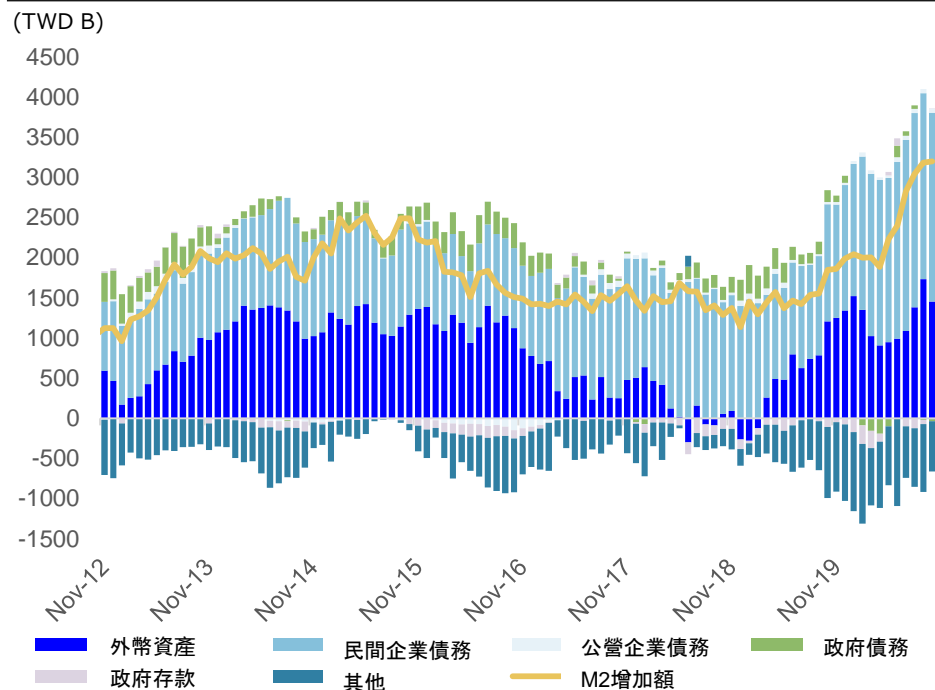
台幣市場－貨幣供給與外匯存底

- 中央銀行原本設有M2成長目標，但由於台灣屬於小型開放經濟體，受各別因素變動幅度巨大，自2020年開始不再訂定1年期的短期目標。
- 目前，可被用於判斷央行干預外匯市場程度的外匯存底與M2貨幣供給量皆增加。根據台灣央行的分析，近1年M2的增加，主要是起因於外幣資產與民間部門的增長。

【台灣M2貨幣供給量與外匯存底的變化】



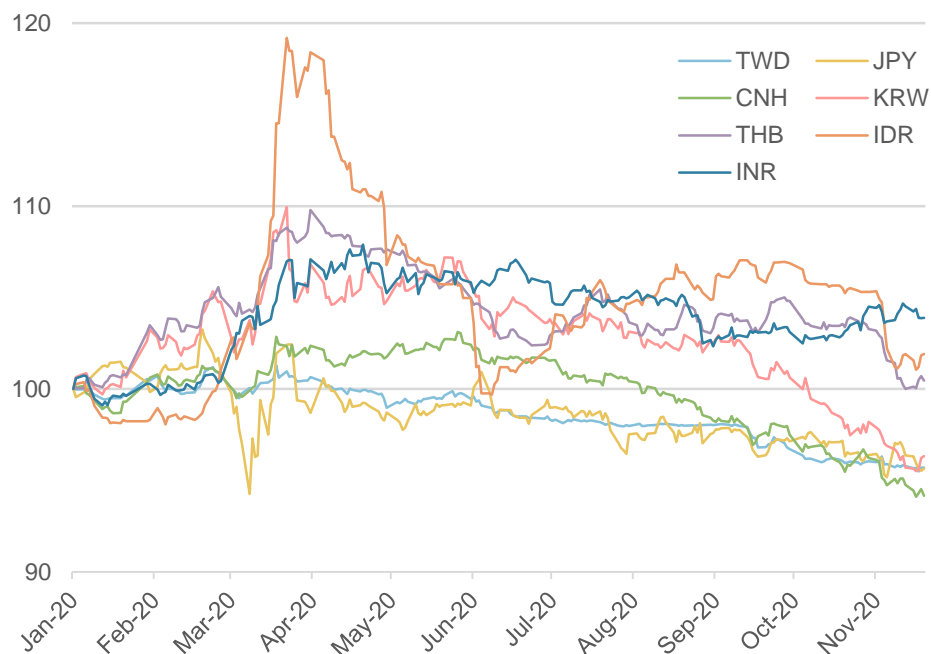
【M2貨幣供給量增加要因 (去年同月比)】



台幣外匯市場－與其他亞洲貨幣的比較

- 進入2020年後，新冠肺炎疫情的影響仍揮之不去，但台灣防疫表現亮眼，與他國相比，景氣受到的衝擊輕微許多。亞洲貨幣當中，自今年年初以來即呈現升值趨勢的貨幣亦相對有限。
- 此外，2020年下半年開始，國際美元走勢疲軟，尤其是包含台幣在內的東亞貨幣，對美元皆呈現升值的趨勢。

【亞洲貨幣對美元的名目匯率變化趨勢】



(*) 對美元的名目匯率，以2020年1月份為100的匯率變化趨勢

【東亞貨幣與美元指數的比較】

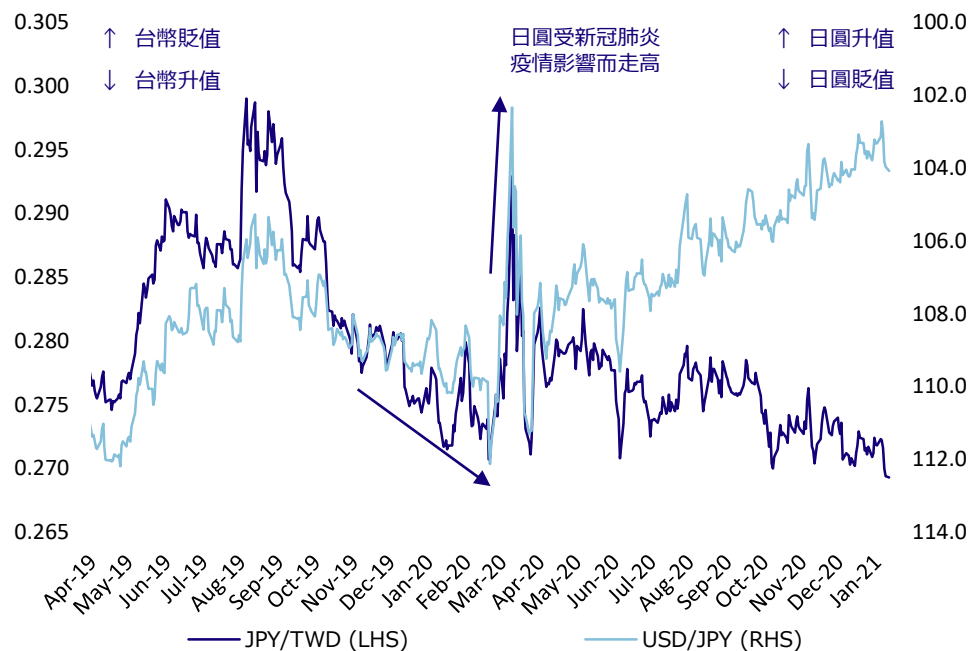


(Source) REFINITIV、Bloomberg

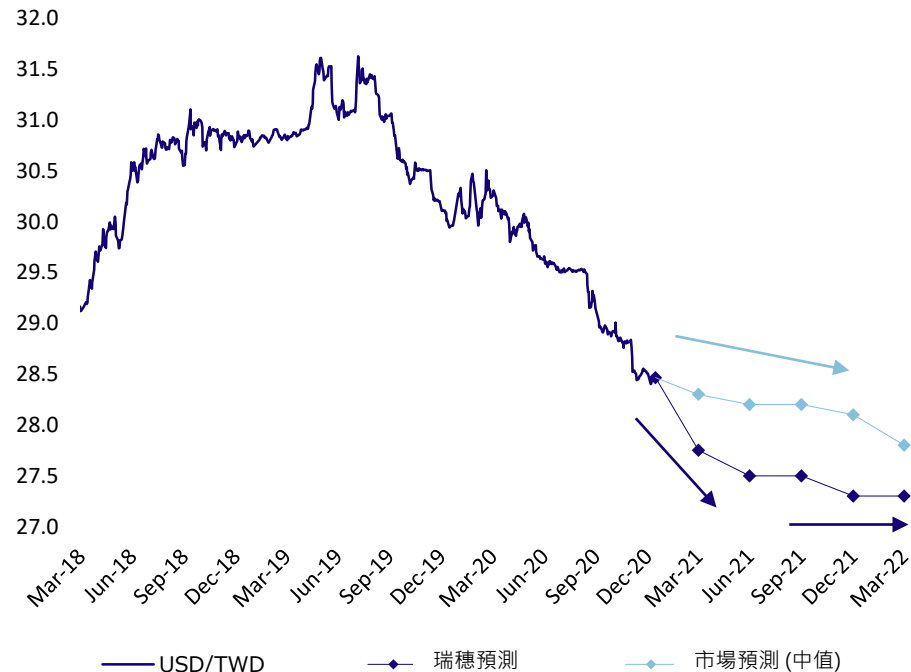
台幣市場 – 台幣走勢

- 2020年台幣市場將持續受到新冠肺炎疫情所影響，科技股佔比較大的台股受到投資人青睞，台灣加權指數不斷刷新歷史新高並吸引外資匯入為台幣創高的主因。此外，科技股業績長紅，出口額持續增加，目前的大環境下台幣易升難貶，對於台幣續升的預期不變。
- 然而，封城措施長期化可能使電子產品實需減少，對於出口有負面的影響，再加上避險情緒若再次升溫將衝擊股市表現，USD/TWD有反彈走高的風險。若疫苗開發令疫情迅速得到控制，亦可能使受惠於疫情的科技股表現受挫。
- 此外，今年美國對中國企業的制裁主要針對個別企業，有利台灣經濟表現。市場普遍認定美國總統大選由拜登勝出，預期未來美國對中政策將發生變化。然川普與拜登皆非親中派，未來美國對中政策的轉變為市場注目的焦點。

【「JPYTWD」「USDJPY」的走勢】



【USD/TWD預測】

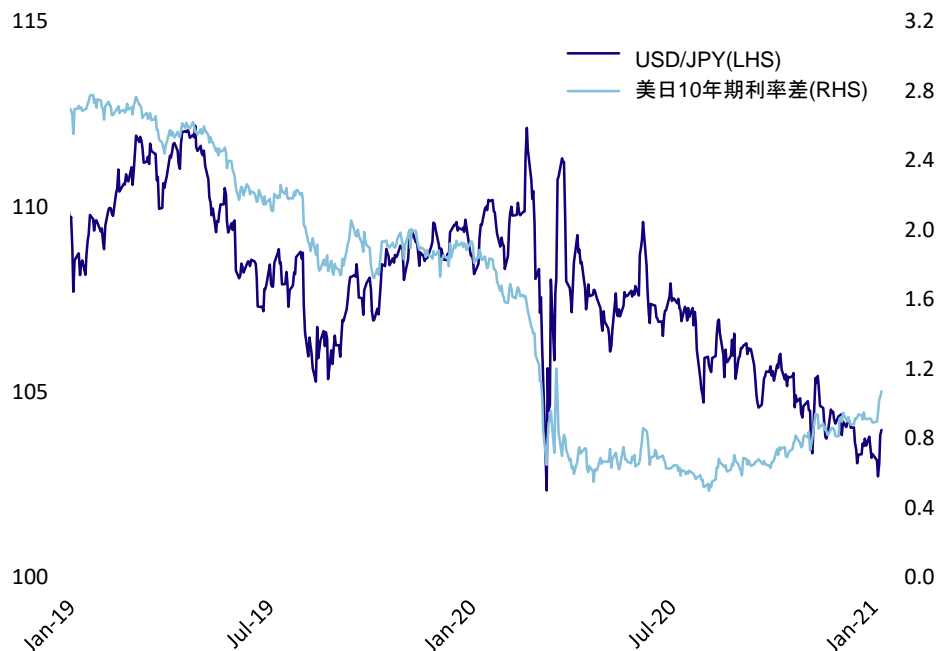


4. 日圓市場

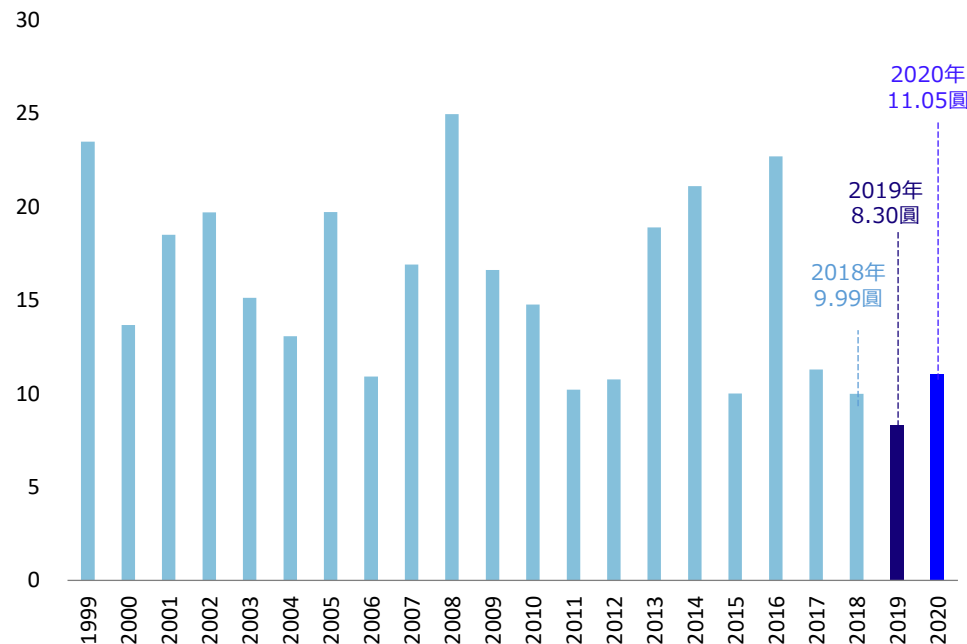
日圓市場

- 2020年觸及112價位後，對於美國降息的期待感升溫，美債殖利率大幅下跌，USD/JPY一度觸及101.18。其後，對於新冠肺炎疫情的警戒感升高，對於美元的需求強勁，各種資產皆遭到拋售，USD/JPY回升至111價位。其後，USD/JPY雖一度持穩於107價位，但隨著美元全線走軟，USD/JPY再度緩步下跌，一度觸及低點102價位。
- 2018年USD/JPY波動幅度為9.99圓，刷新日本採行浮動匯率制後最低的紀錄。2019年的波動幅度進一步縮減至8.30圓，再度刷新歷史紀錄。2020年受到新冠肺炎疫情影響，USD/JPY波動一度加劇，時隔3年再度出現10圓以上的波動幅度，但仍為廣場協議後第七小的波幅。
- 其主因有以下三點。1.全球利差消失 2.日圓供需大致均衡 3.全球投資人對於日本經濟的關注度下降

【USD/JPY與美日利差的變化趨勢】



【USD/JPY年間波動幅度】

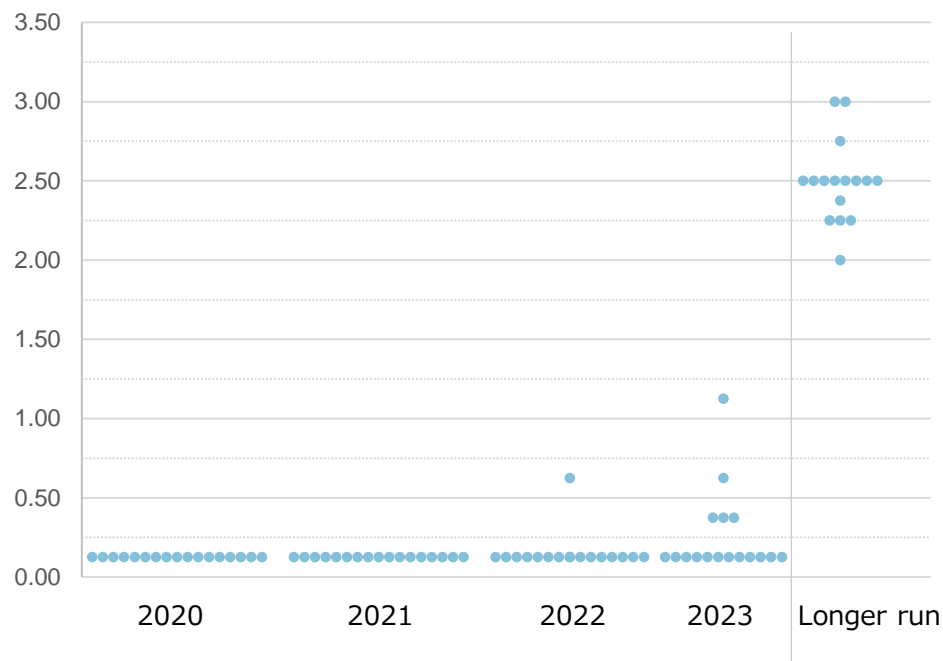


(Source) REFINITIV

日圓市場 – 美國動向(12月FOMC)

- 12月份FOMC會議決定維持政策利率於0.00 – 0.25%不變。
- 在物價與就業目標有更加顯著的改善前 (substantial further progress)，資產購買計畫將維持現有步調 (公債800億美元/月、MBS 400億美元/月)，將持續強化利率前瞻指引 (符合市場預期)
- 此外，12月份FOMC發表的利率點陣圖與經濟預測如下。
 - 利率點陣圖顯示決策者大多預期2023年以前，政策利率都將維持在0.00 – 0.25%。
 - 經濟預測方面，與9月份相比，2020年GDP成長率已向上修正。此外，聯準會亦下修失業率預測，料2023年可回復至疫情爆發前的3.5%水準。

【點陣圖(12月)】



【經濟預測(預測中值)(12月)】

	FOMC	2020	2021	2022	2023	Longer run
GDP	2020/12	↗ -2.4%	4.2%	3.2%	2.4%	1.8%
	2020/9	-3.7%	4.0%	3.0%	2.5%	1.9%
失業率	2020/12	↘ 6.7%	↘ 5.0%	↘ 4.2%	3.7%	4.1%
	2020/9	7.6%	5.5%	4.6%	4.0%	4.1%
核心 PCE	2020/12	1.4%	1.8%	1.9%	2.0%	-
	2020/9	1.5%	1.7%	1.8%	2.0%	-

【政策利率預測(預測中值)(12月)】

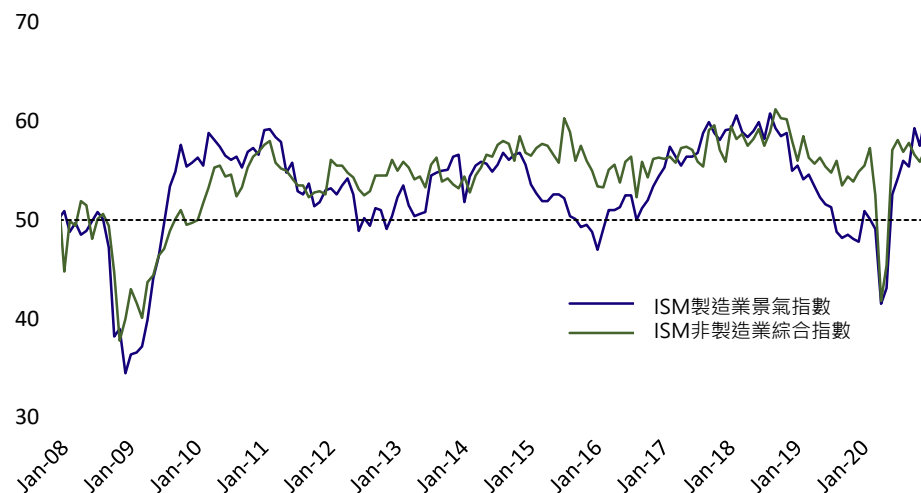
FOMC	2020	2021	2022	2023	Longer run
2020/12	0.125%	0.125%	0.125%	0.125%	2.500%
2020/9	0.125%	0.125%	0.125%	0.125%	2.500%

(Source) Board of Governors of the Federal Reserve System

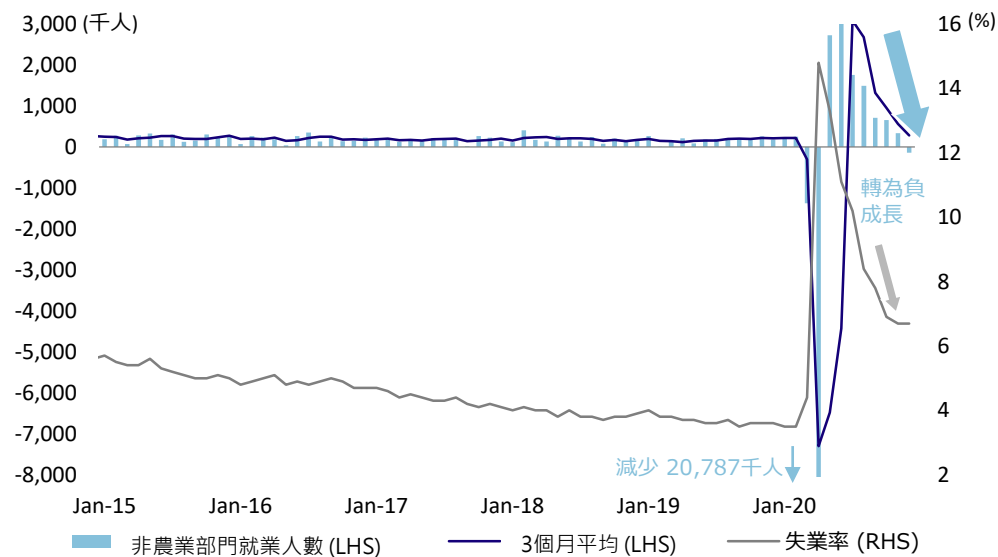
日圓市場－美國動向(景氣動向)

- 美國2020年第三季GDP成長率大幅改善至+33.1%。
- 被視為景氣領先指標的ISM製造業景氣指數自2019年下半年開始就跌破50的景氣分水嶺，2020年初雖一度回升至50上方，但受到新冠肺炎疫情影響又再度跌破50。非製造業景氣指數受到疫情衝擊亦跌破50，但6月以後，兩者皆回升至50上方，出現景氣復甦的徵兆。
- 勞動力市場方面，在新冠肺炎疫情的影響下，4月份非農業就業人數減少2,078.7萬人並創下歷史最大降幅。失業率飆升至歷史新高的14.7%。5,6月雖已大幅改善，但12月新冠肺炎疫情再度擴大，非農業部門就業人數再度轉為減少13萬人。

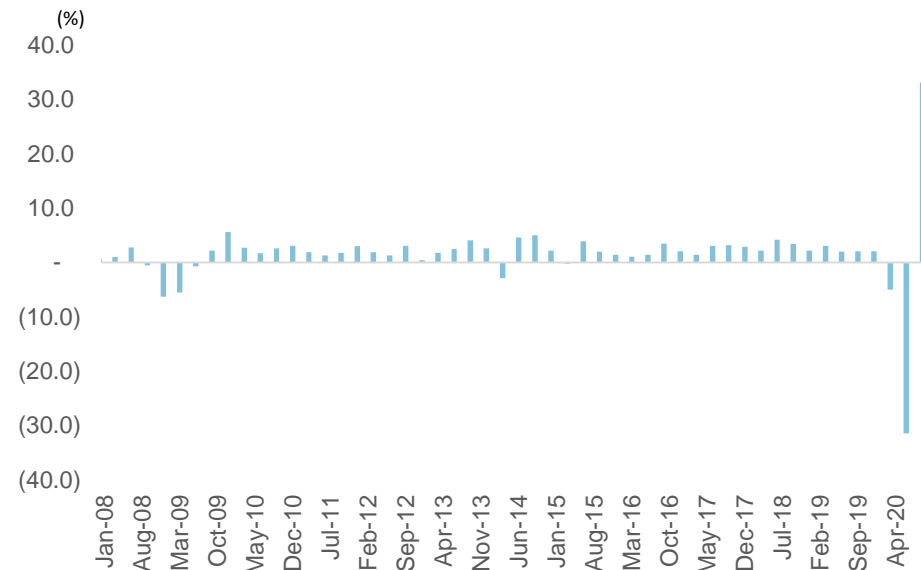
【ISM製造業·非製造業景氣指數的變化】



【勞動力市場的變化】



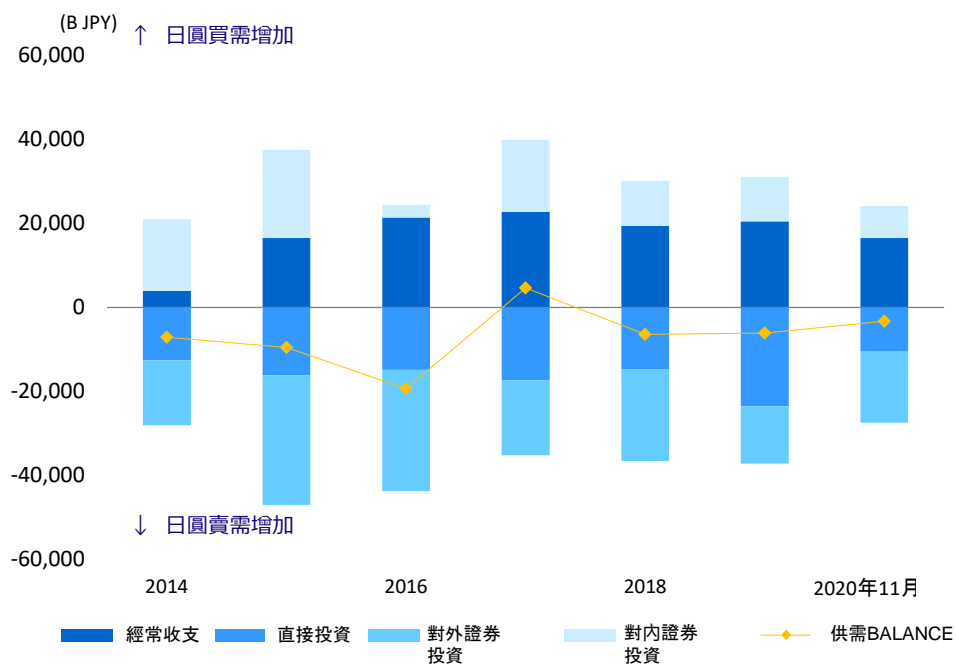
【GDP變化趨勢】



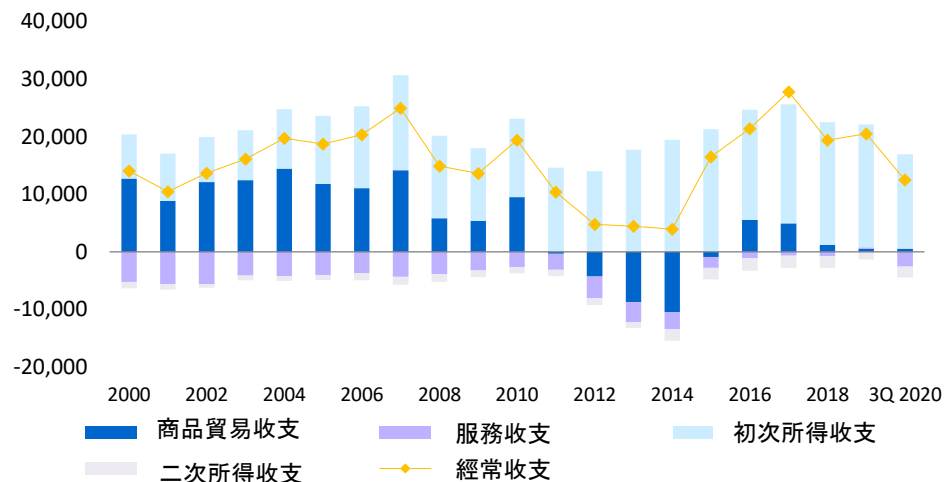
日圓市場 – 供需環境

- 2020年基礎的日圓供需環境與近兩年相比(2018,2019), 並無太大變化, 持續相對均衡的狀態。
- 經常帳盈餘主要受惠於初次所得的增加。另一方面, 對外投資中, 直接投資與證券投資的比例出現逆轉的情況, 初次所得中直接投資收益比率增加。直接投資收益, 常會用於現地再投資(無需買入日圓), 經常帳順差的結構轉變不利於日圓走勢。

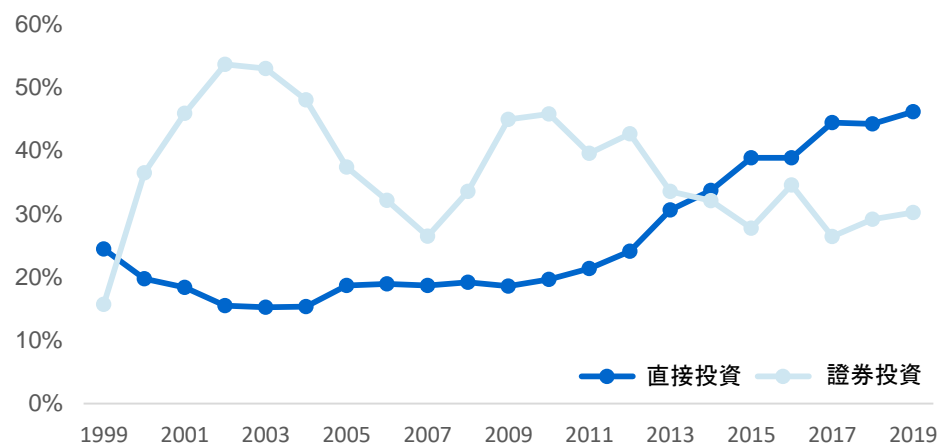
【國際收支與日圓供需概況】



【經常收支變化】



【日本對外投資中, 直接投資與證券投資的比例】

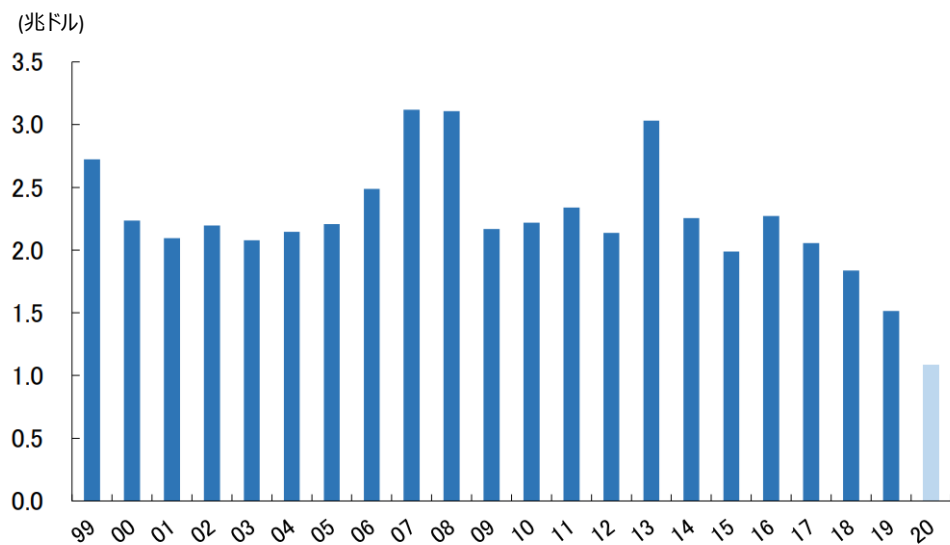


(Source) Ministry of Finance of Japan

日圓市場－成交量

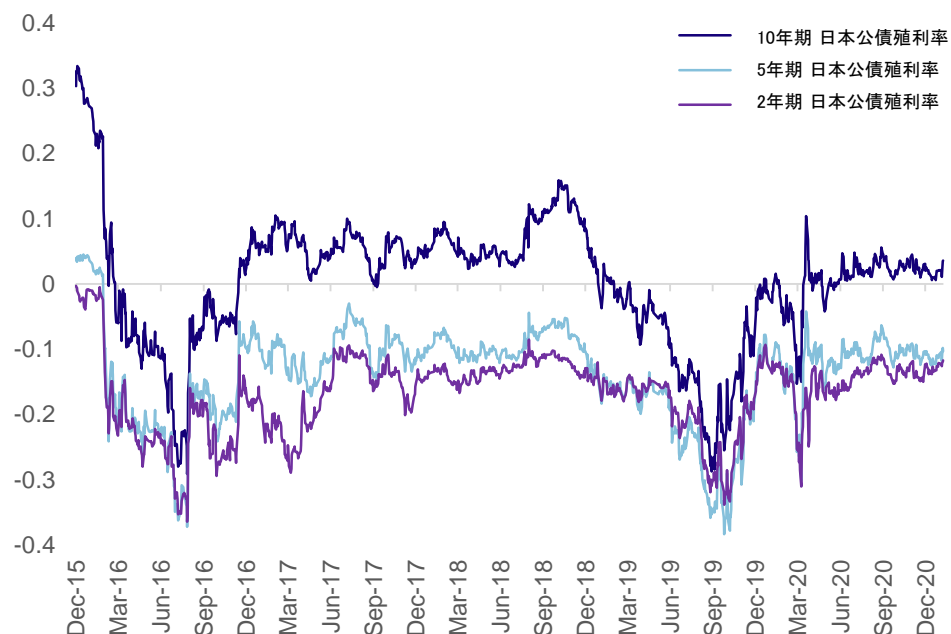
- 2019年日圓波動幅度已連續2年創下歷史新低。2019年東京外匯市場USD/JPY即期市場成交金額約為1.5兆美元，續創歷史最低紀錄。近期高點為2013年的3.0兆美元，目前成交量約為高點的一半，預期2020年將續創歷史新低。
- 雖與日圓於狹幅區間波動無直接關係，但東京外匯市場的USD/JPY成交量正在縮小當中。2007~08年日圓的利差交易再起，2013年日本推出安倍經濟學，日圓受到市場注目，交易量隨之增加。2016年9月日本央行導入殖利率曲線控制後，投資人對於日本經濟與金融情勢的關注程度下降，連續4年成交量皆呈現減少的趨勢。
- 根據國際清算銀行（BIS）3年一度的外匯調查，2004年日本於外匯市場占比8.0%且排名世界第三，2019年已降至4.5%，並被香港與新加坡超越，目前排名世界第五。

【USD/JPY即期市場成交金額（東京市場）的變化趨勢】



(Source) Bank of Japan

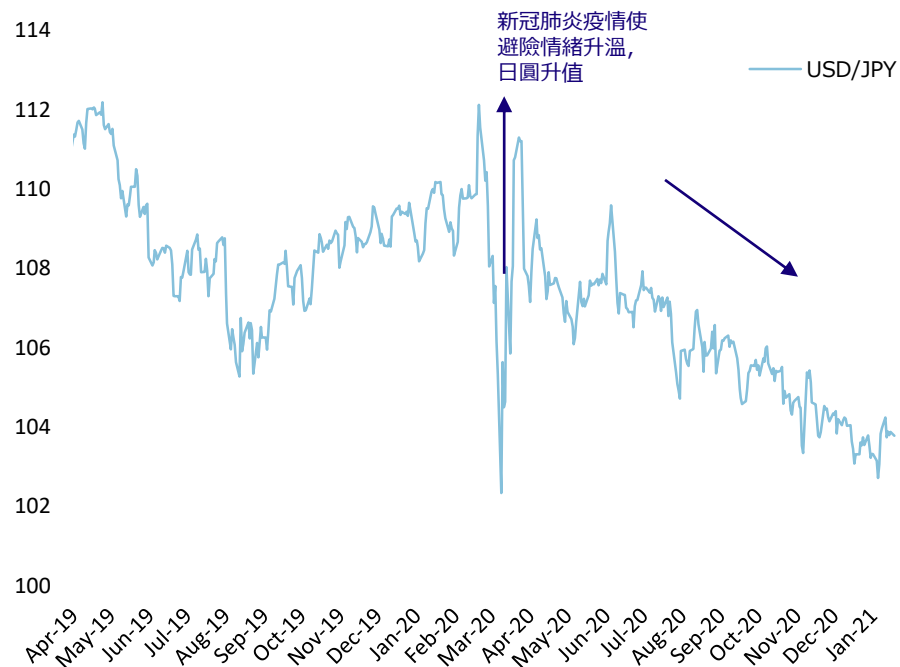
【日本公債殖利率變化趨勢】



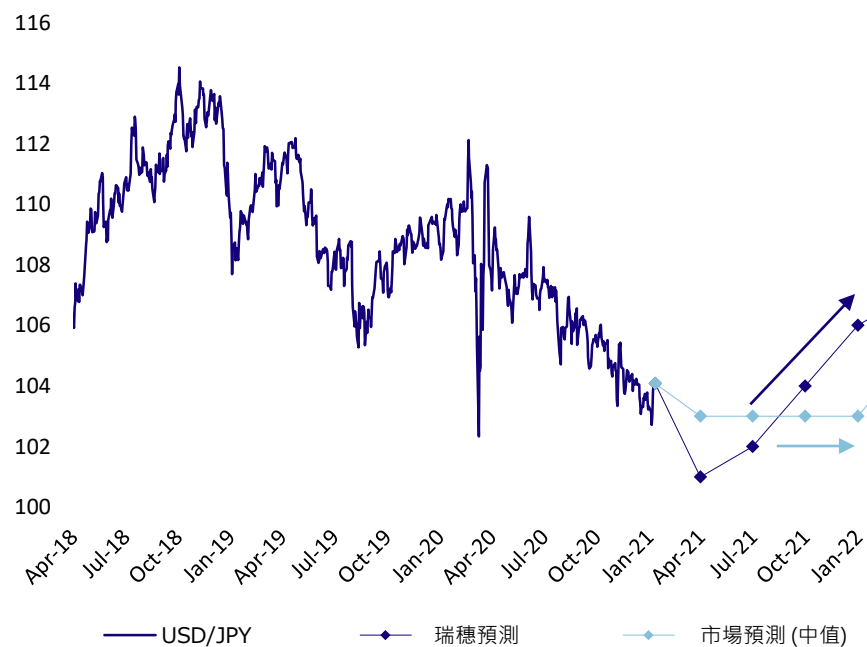
日圓市場

- 2021年1-3月為新冠肺炎疫情的高峰，疫情對於經濟造成衝擊，在美債殖利率走低的背景之下，美元持續走弱。
- 然而，2021年下半年，新冠肺炎疫苗開始接種，經濟活動正常化等正面的題材預期將增加。目前美國名目利率已回升，料美元將受到提振。美債殖利率已出現觸底的跡象，美元進入築底的階段，預期USD/JPY市場的日圓升值趨勢暫歇。

【USDJPY走勢】



【USDJPY預測】



預測區間 (12月底)

	2021年 1-3月	2021年 4-6月	2021年 7-9月	2021年 10-12月	2022年 1-3月
USD/TWD	27.50~28.00 (27.75)	27.00~28.00 (27.50)	27.00~28.00 (27.50)	26.80~27.80 (27.30)	26.80~27.80 (27.30)
USD/JPY	98~105 (101)	98~105 (102)	100~107 (104)	100~108 (106)	102~111 (107)
JPY/TWD	0.2620~0.2820 (0.2720)	0.2590~0.2790 (0.2690)	0.2540~0.2740 (0.2640)	0.2470~0.2670 (0.2570)	0.2450~0.2650 (0.2550)
USD/CNH	6.40~6.60 (6.50)	6.35~6.55 (6.45)	6.30~6.50 (6.40)	6.30~6.50 (6.40)	6.30~6.50 (6.40)
EUR/USD	1.19~1.24 (1.21)	1.17~1.22 (1.19)	1.15~1.20 (1.17)	1.13~1.18 (1.14)	1.12~1.18 (1.13)
EUR/JPY	121~130 (122)	120~129 (121)	119~129 (122)	118~128 (121)	116~126 (121)

(*) 括弧內為每季季底預測匯率

(Source) Mizuho Bank, REFINITIV

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。