

台幣匯率預測

2016年6月

瑞穗銀行

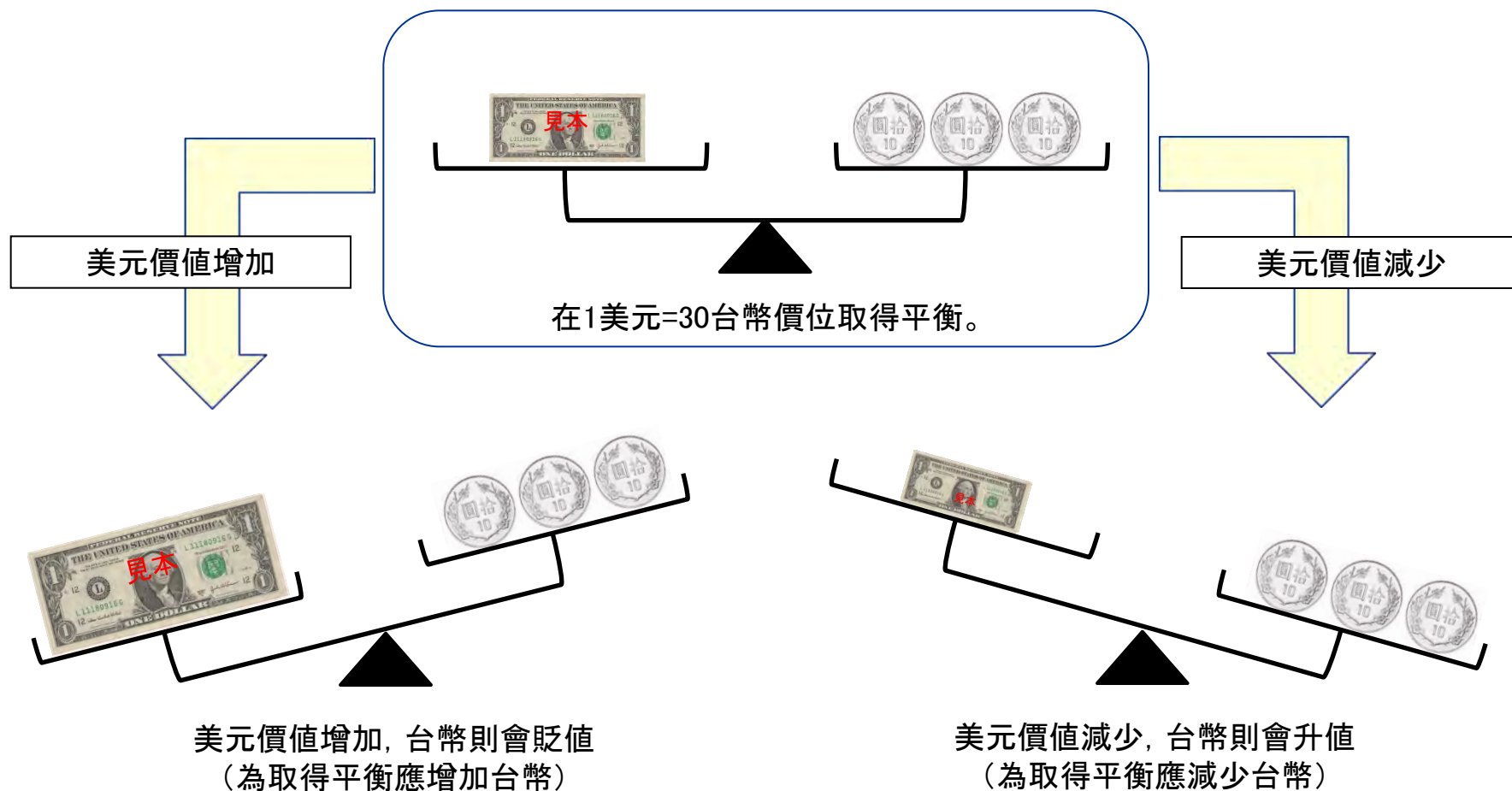
台北支店

環球市場業務部台北資金室



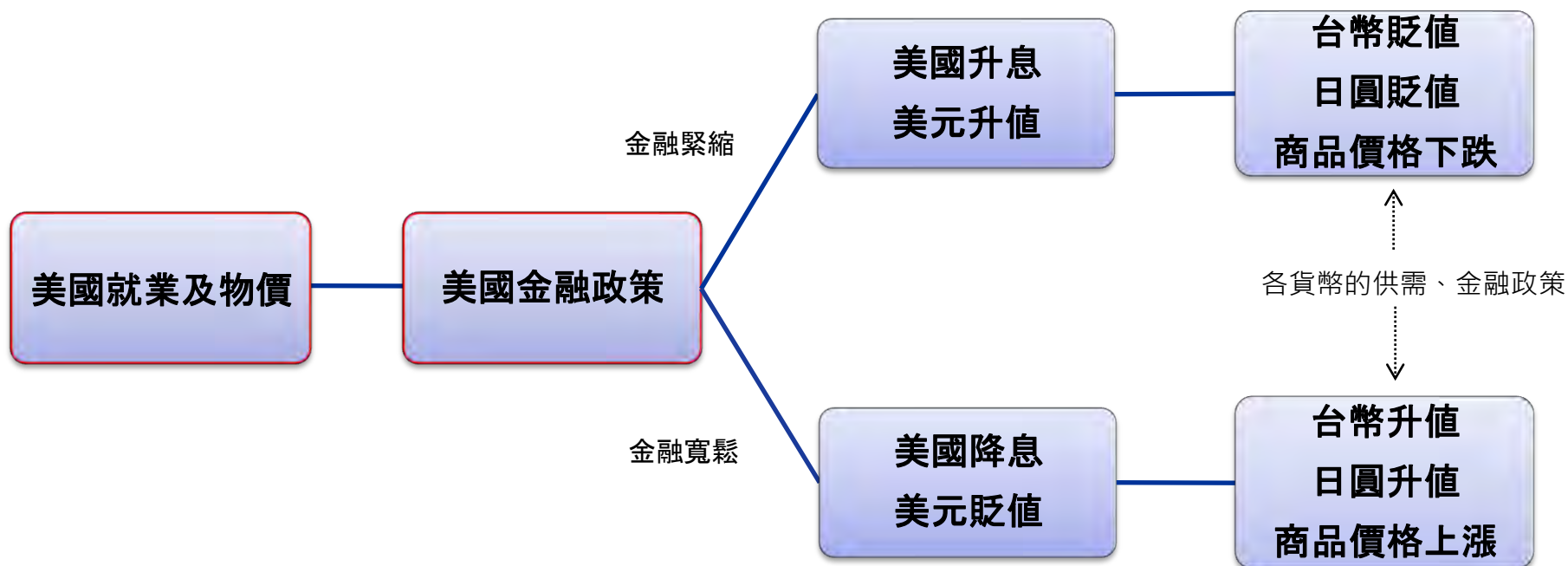
1. 一美元的價值牽動匯率變動

- 1美元=110日圓, 1美元=30台幣為一般的表示方式, 但通常將重點放在110日圓, 30台幣。
- 然而, 1美元本身的價值如有改變, 即便台幣或日圓未有任何變化, 匯率仍會變動。



2. 美元變動的原因及影響

- 年初的變動可以聯想為“因為美元貶值造成日圓升值，台幣升值”。
- 美元下跌的原因為：市場對美國將延後升息的預期升溫。
- 當然各種貨幣有其不同原因，不過觀察美元變動，可以預測大部分貨幣走勢。

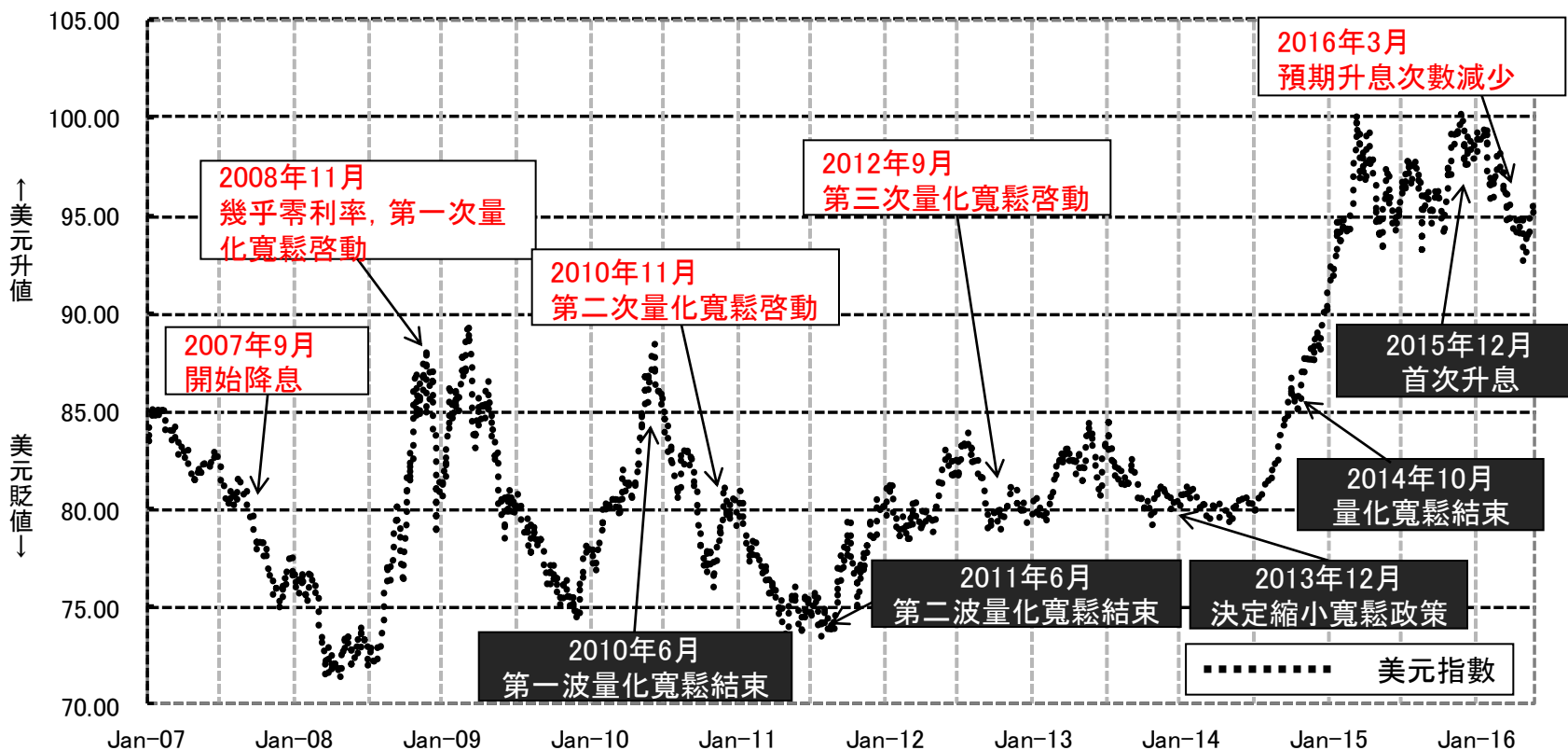


資料：瑞穗銀行台北資金室

3.美國金融政策及美元的狀況

●美國金融政策與美元※狀況如下。在特殊狀況下，如危機時的避險美元買盤等，使美元與金融政策的波動不一致，但最近市場對於今後金融政策的預期有較敏感的反應。

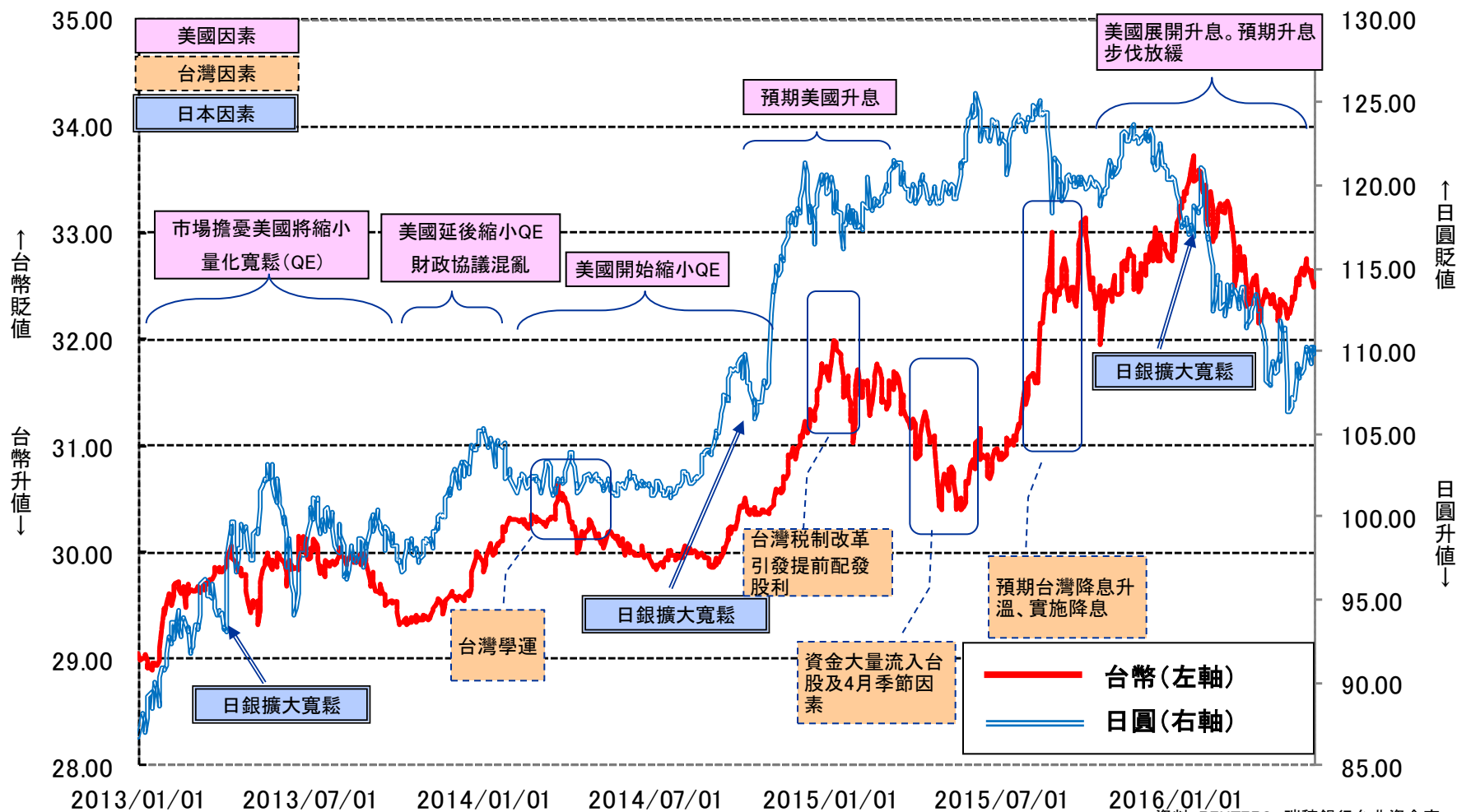
※美元指數……美元對6大主要貨幣匯率的加權平均指數。歐元所佔比重為57.6%，日圓13.5%、英鎊11.9%，其他三種貨幣為16.9%，以歐元比重最高，作為衡量美元強弱的參考指標。



資料：REUTERS, 瑞穗銀行台北資金室

4. 台幣及日圓走勢(對美元, 2013年1月~)

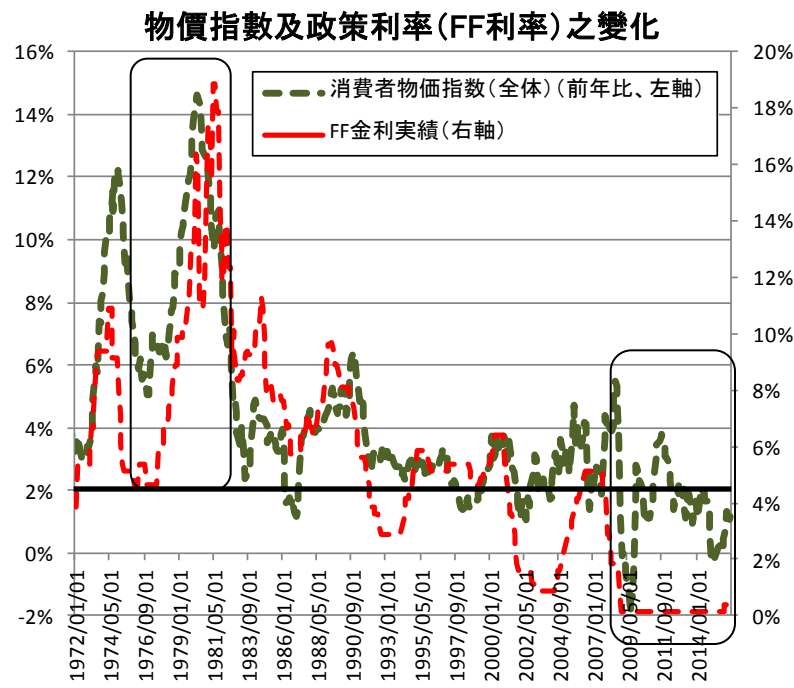
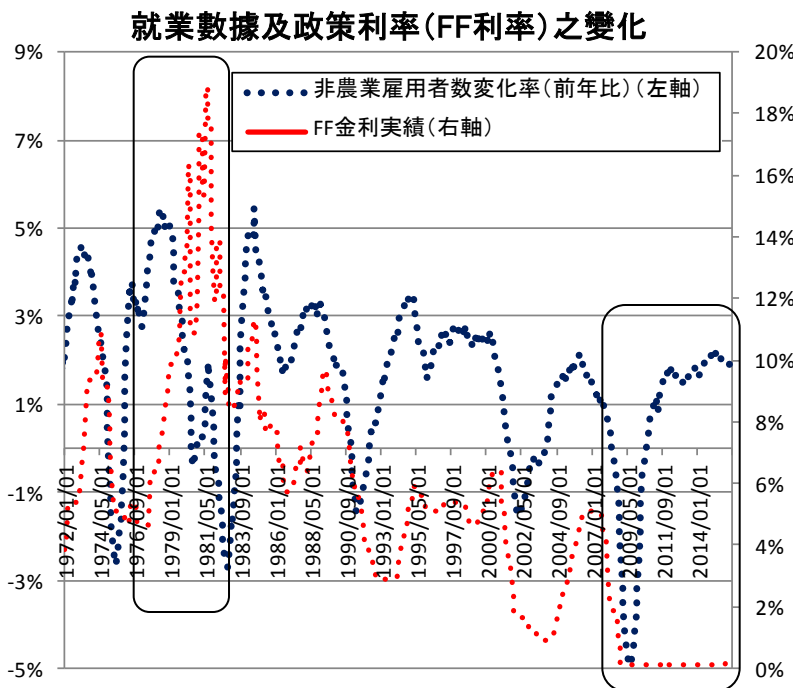
● 2016年初為止呈現日圓貶值及台幣貶值，然而美國降息步調放緩的預期升溫，因此出現日圓及台幣急速升值的情況。



資料: REUTERS, 瑞穗銀行台北資金室

5. 美元：就業及物價情況

- FRB (聯邦準備理事會) 的使命為：「就業最大化」及「穩定物價」。(以消費者物價上漲率2%為目標。)
FRB定期召開之會議稱為FOMC，以達成使命來決定適當的金融調整方案。
- 若就業增加，且擔憂物價上漲率大幅超過2%時，則可透過金融緊縮來抑制經濟過熱情形。但另一方面，就業未增加，物價也沒上漲時，則展開積極的金融寬鬆。
- 就業及政策利率、物價及政策利率之走勢如下圖所示。
- 目前，雖然就業增加，但是物價上漲遲緩，因此繼續維持低率政策。



資料：REUTERS, 瑞穗銀行台北資金室

6. 美元：美國升息預測

- 按正常狀況，物價應該上揚，但實際上卻未上漲。因此，FOMC所發表的利率預測不斷下修。
- 市場對政策利率的預測值也有下降趨勢。2015年12月時預估2016年將升息2次，但受到市場預期美元升值造成美國經濟成長遲緩的不良影響，因此，市場蔓延未來1年內升息次數只有1.5次之看法。

FOMC發表之政策利率(FF利率)預估(年底中間值)

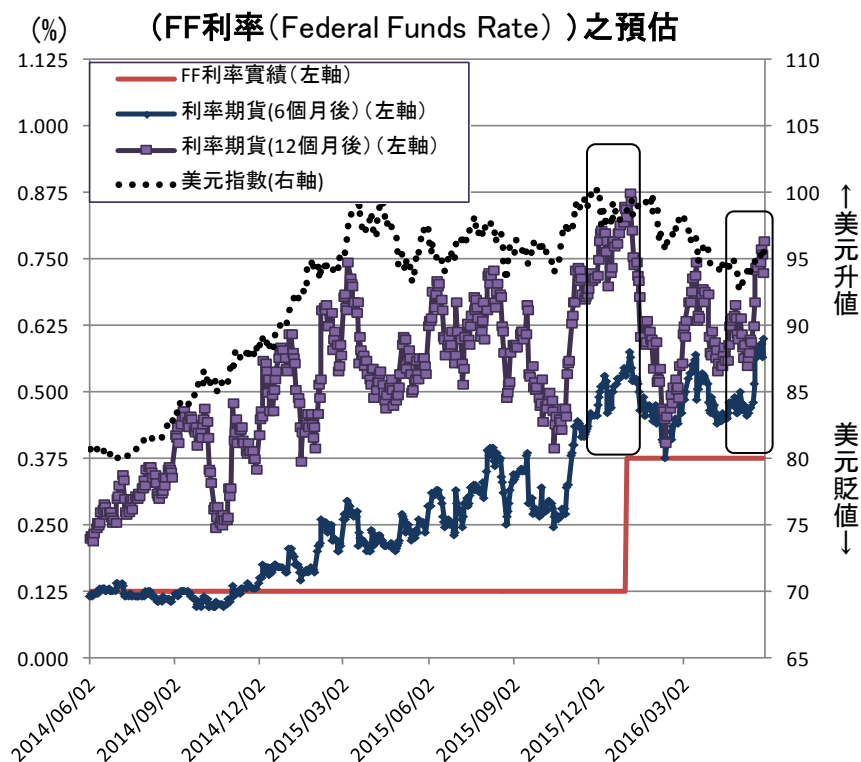
	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末
2014年6月	0.250%	1.125%	2.500%		
2014年9月		1.375%	2.875%	3.750%	
2014年12月		1.125%	2.500%	3.625%	
2015年3月		0.625%	1.875%	3.125%	
2015年6月		0.625%	1.625%	2.875%	
2015年9月		0.375%	1.375%	2.625%	
2015年12月			1.375%	2.375%	3.250%
2016年3月			0.875%	1.875%	3.000%

一年升息次數之預估 ※

	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末
2014年6月	1.0	3.5	5.5		
2014年9月		5.0	6.0	3.5	
2014年12月		4.0	5.5	4.5	
2015年3月		2.0	5.0	5.0	
2015年6月		2.0	4.0	5.0	
2015年9月		1.0	4.0	5.0	
2015年12月			4.0	4.0	3.5
2016年3月			2.0	4.0	4.5

※ 以一次升息0.25%進行預測及計算。

市場對於政策利率

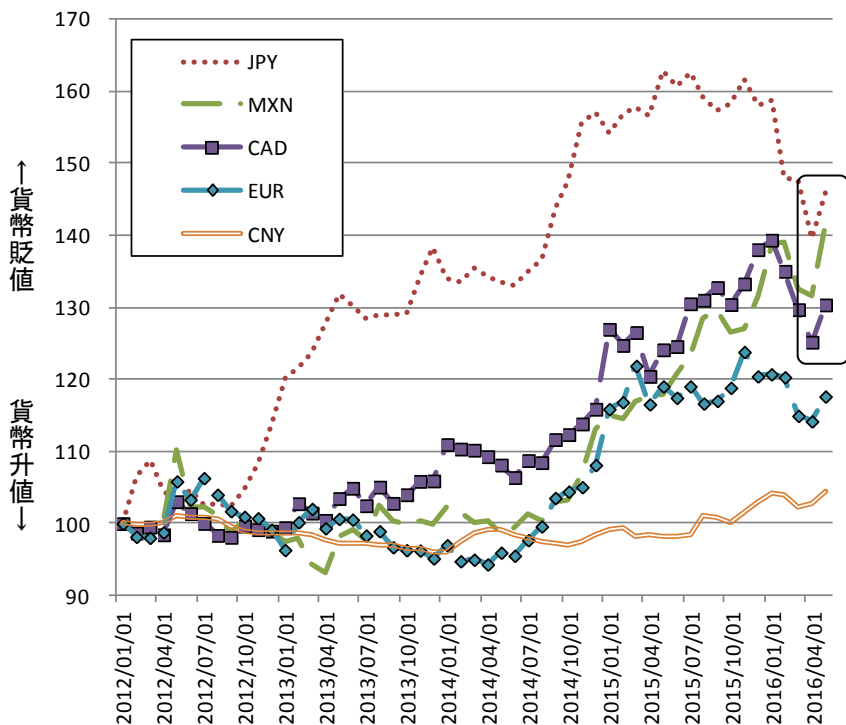


資料：FOMC發表資料，REUTERS，瑞穗銀行台北資金室

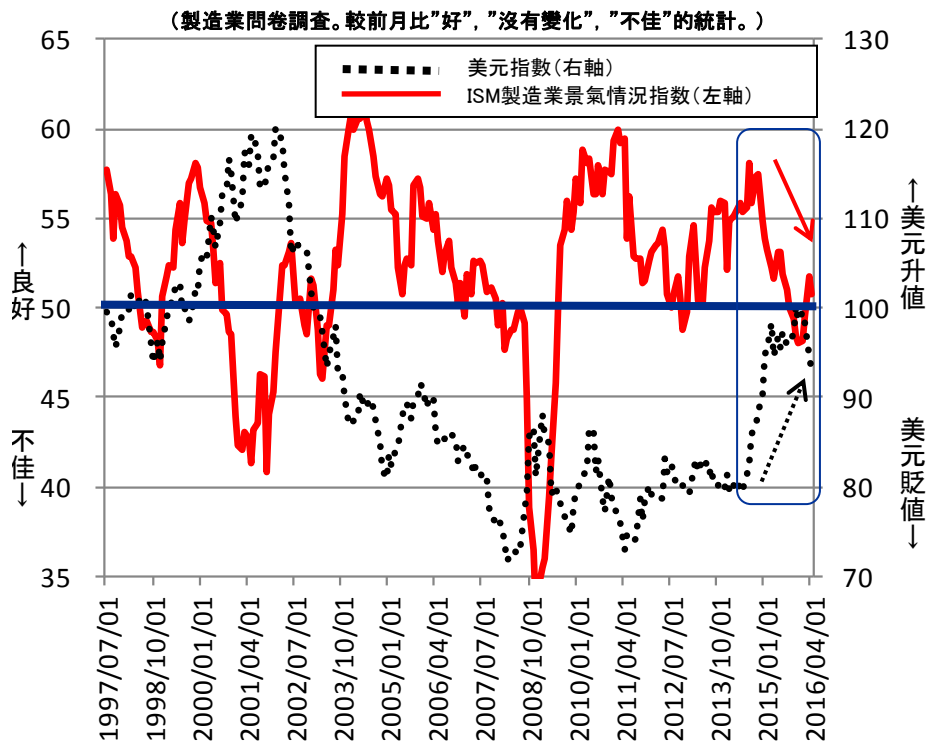
7. 美元：美元升值確實帶來不良影響

- 觀察2012年以後之匯率變化，美元對主要貿易國的墨西哥、加拿大、日本還是升值30%左右。
- 結果造成製造業景氣狀況不斷惡化。日本、中國、歐洲均經濟成長動能不足而仰賴美國。因此，市場再度浮現希望美元貶值的聲音。

2012年1月為100之美元匯率變化



ISM製造業景況指數及美元指數

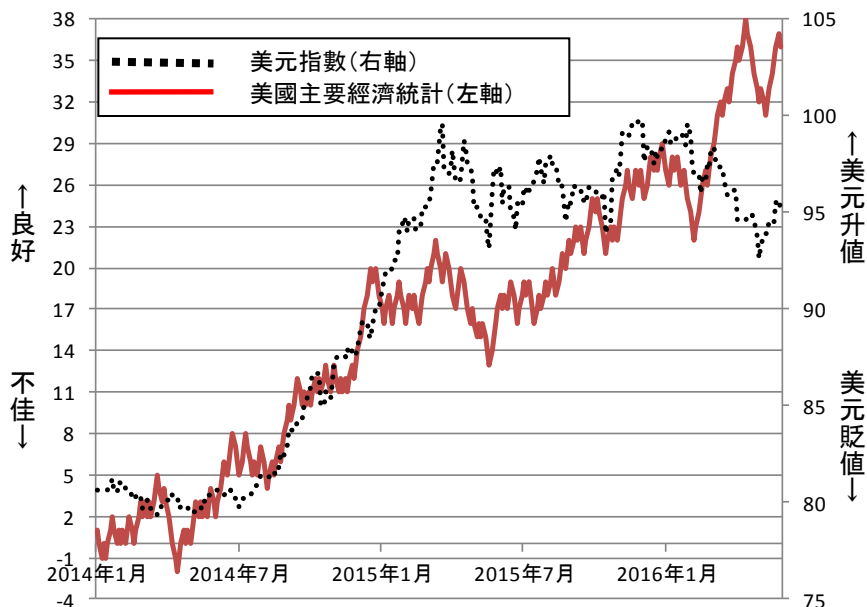


資料：REUTERS, 瑞穗銀行台北資金室

8. 美元：但是並非全盤皆惡

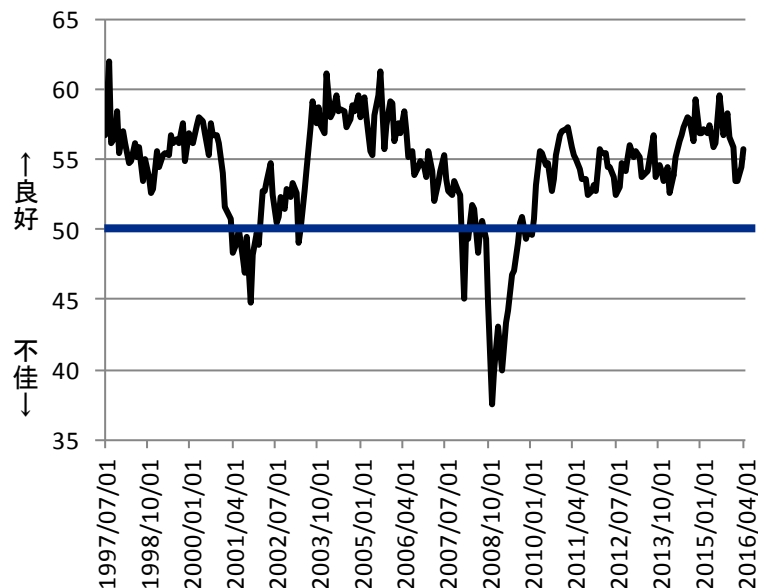
- 綜觀美國主要經濟統計資料，並非全部不好。左圖為2014年1月起累計之美國主要經濟數據※，如果高於市場預測為+1，低於則為-1。持續可見多數主要經濟數據結果優於市場預期。（※ GDP、ISM製造業/非製造業景氣指數、非農就業數據、失業率、平均時薪、零售銷售、消費者物價指數、工業生產、耐久財訂單、新屋銷售件數）
- 如右圖所示，非製造業景氣維持在50榮枯線上方。
- 因升息放緩，美元貶值持續為主要情境，不過若與預期相左，應留意美元貶值觸底後快速反彈的狀況。

美國主要統計結果及美元指數



ISM非製造業景氣指數

(非製造業問卷調查。較前月比"好", "沒有變化", "不佳"的統計。)

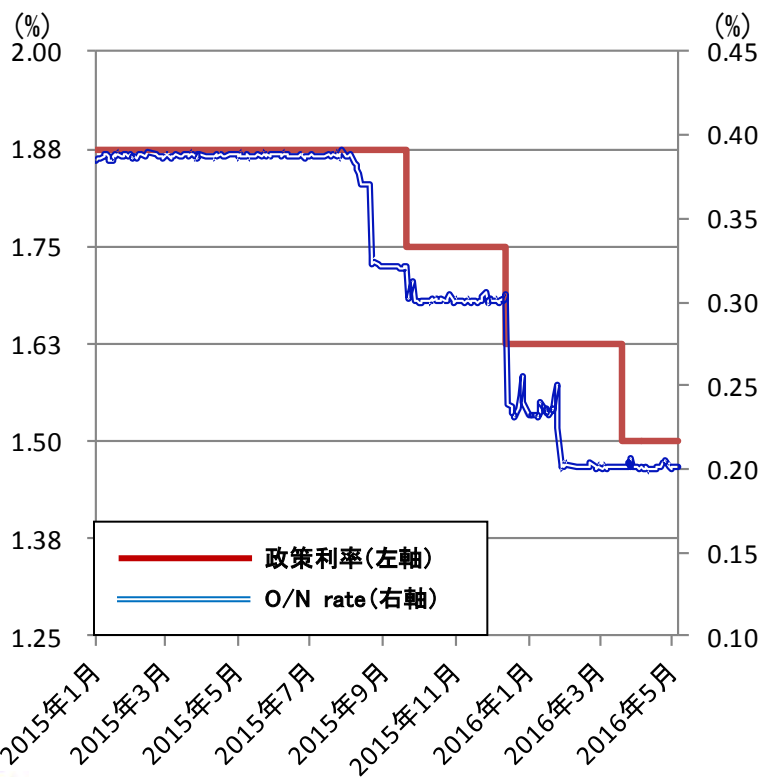


資料：REUTERS, 瑞穗銀行台北資金室

9. 台幣：台灣央行持續金融寬鬆政策

- 2015年8月11日暗示降息以後，分別於2015年9、12月、2016年3月實施了3次降息。
- 台灣的政策利率是民間銀行向央行申請票據貼現時的適用利率，有別於市場實際利率，稱為政策利率。在調降政策利率前，最明顯的徵兆是隔拆利率會先行下跌。
- 相較於其他國家，台灣實質利率較高，是央行降息理由之一。上次降息時的發表資料顯示，目前實質利率依然處於高位，未來有進一步降息的可能。

2015年8月以後之利率變化



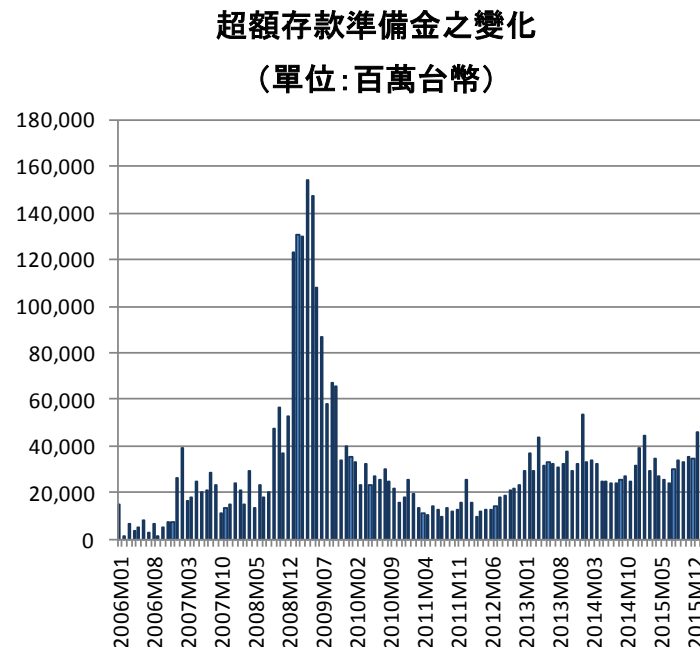
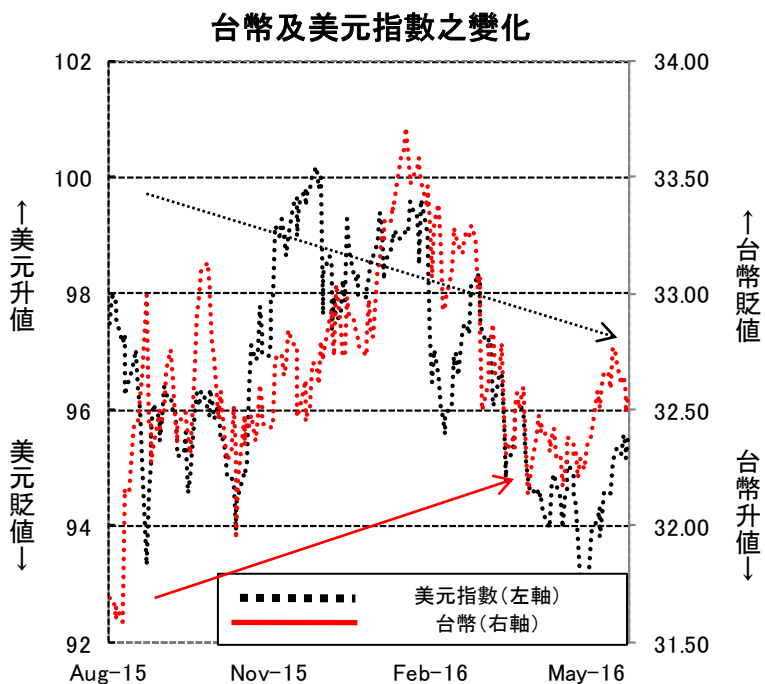
各國實質利率比較

(名目利率－物價上漲率＝實質利率) (%)

經濟體	(1)	(2)	(3)=(1)-(2)
	1年期定存利率 2016/3/24	CPI年增率 2016年預測值	實質利率
印尼	5.000	4.12	0.880
馬來西亞	3.200	2.50	0.700
美國	1.460	0.80	0.660
瑞士	0.160	-0.48	0.640
台灣	1.205	0.69	0.515
南韓	1.300	0.80	0.500
英國	0.950	0.58	0.370
泰國	1.500	1.21	0.290
日本	0.010	-0.24	0.250
新加坡	0.250	0.28	-0.030
歐元區	-0.002	0.52	-0.522
中國大陸	1.500	2.16	-0.660
菲律賓	0.500	2.62	-2.120
香港	0.050	2.73	-2.680

10.台幣：金融寬鬆迄今之成效及寬鬆空間

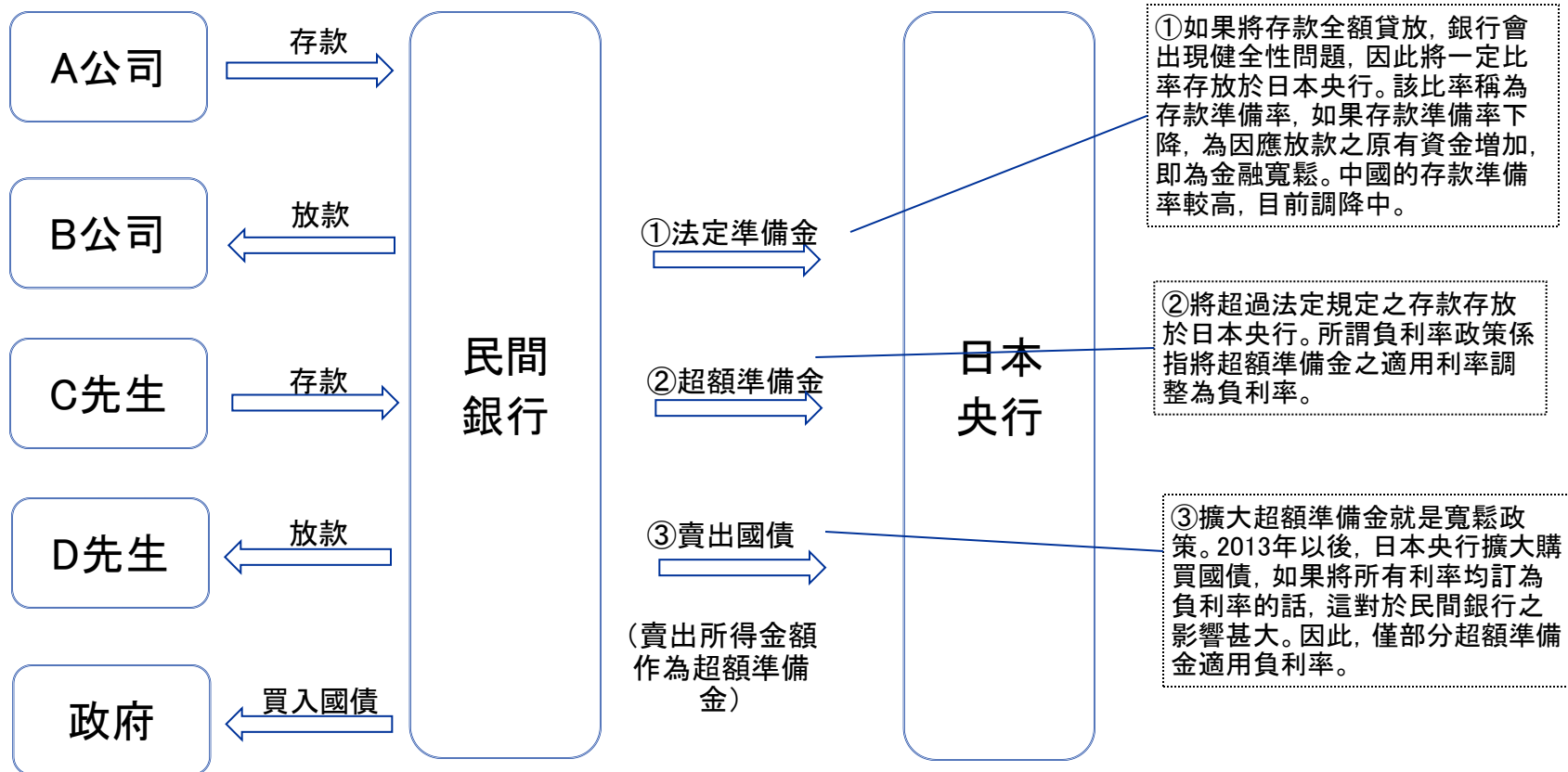
- 雖台灣利率已處於低利水準，但相較於降息前，儘管美元貶值但同時台幣也走貶，以誘導台幣貶值之觀點而言，具有一定效果。（同一時期，韓圓持平。）
- 然而，過去雷曼風暴時，政策利率降至1.25%，隔拆利率也降至0.1%，以目前水準來看，再降息的空間還有2次。
- 此外，通常的金融政策僅調整利率，然而，雷曼風暴時，台灣央行不僅降息，更透過量化寬鬆政策，累積超額準備金。雖降息力道有限，仍可採取如同日本、歐洲、美國的非傳統金融政策。（但是，台灣央行2016年3月降息時，認為不需要導入量化寬鬆及負利率。）



資料: 台灣中銀, REUTERS, 瑞穗銀行台北資金室

11. 日圓：何謂負利率

- 日本央行於2016年1月決定實施負利率。
- 實際上，何謂負利率？請參照以下圖示。對於民間銀行而言，為減少適用負利率之資金，因此誘導增加放款。如果以紅蘿蔔及棍子來比喻，目前的方式是棍子。另一方面，日本央行以負利率提供經濟成長所需資金，為下一個紅蘿蔔的手段。

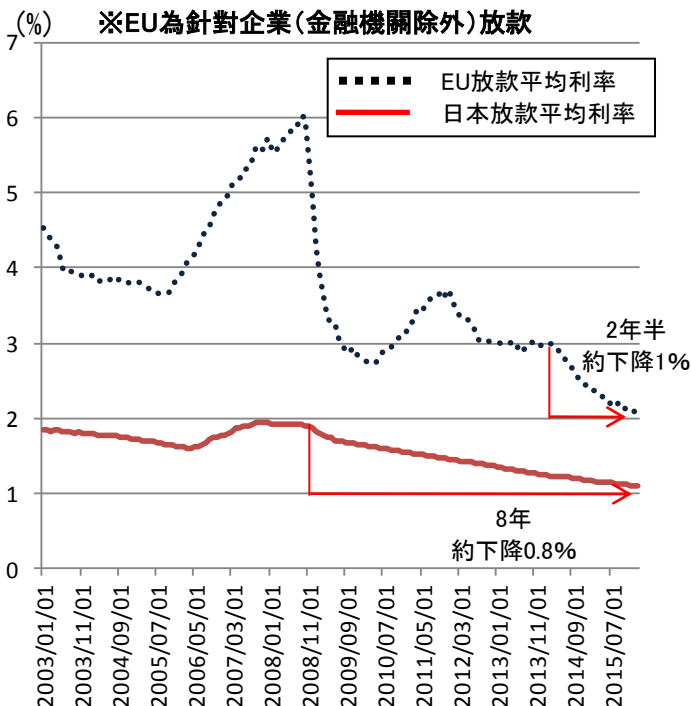


資料：瑞穗銀行台北資金室

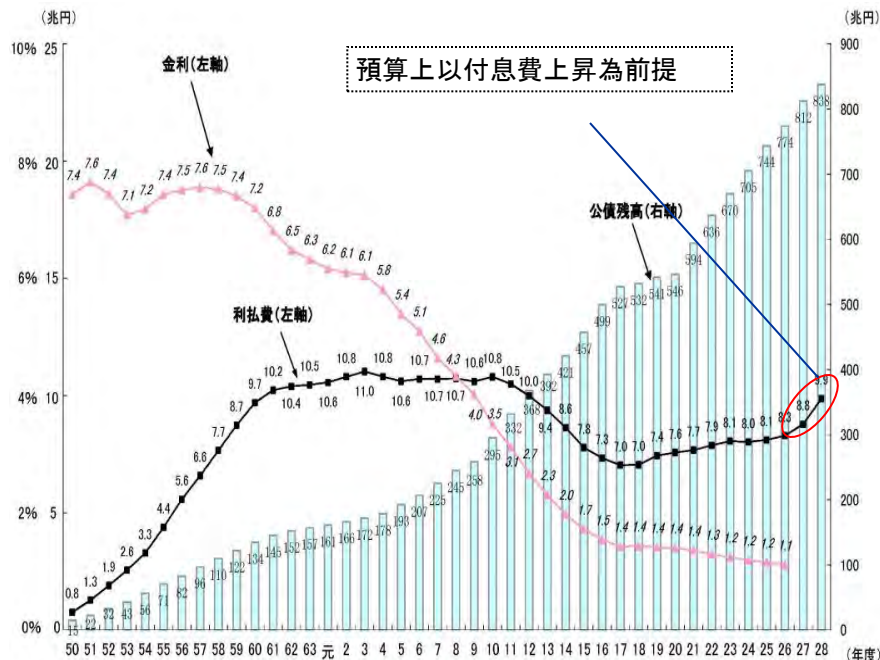
12. 日圓：金融寬鬆之成效

- 對於企業及個人而言，有著這般理論：“利率下降，投資成本降低，易於擴大投資。”由於長年持續寬鬆，日本央行之放款利率已經處於低水準，且投資機會並不多。雖說金融寬鬆之目的不是誘導日圓貶值，實際上是寄望透過日圓貶值帶動經濟成長。
- 然而，從借款方來看，降息容易看到效果。日本最大的借款方為政府。若日銀擴大寬鬆同時也配合採取壓縮付息費用等作為財源的財政政策，能達到預期效果。（往年，編列預算時，採取非常審慎之付息費預估。）

日本及歐元圈之平均放款利率變化



公債餘額及付息費之變化

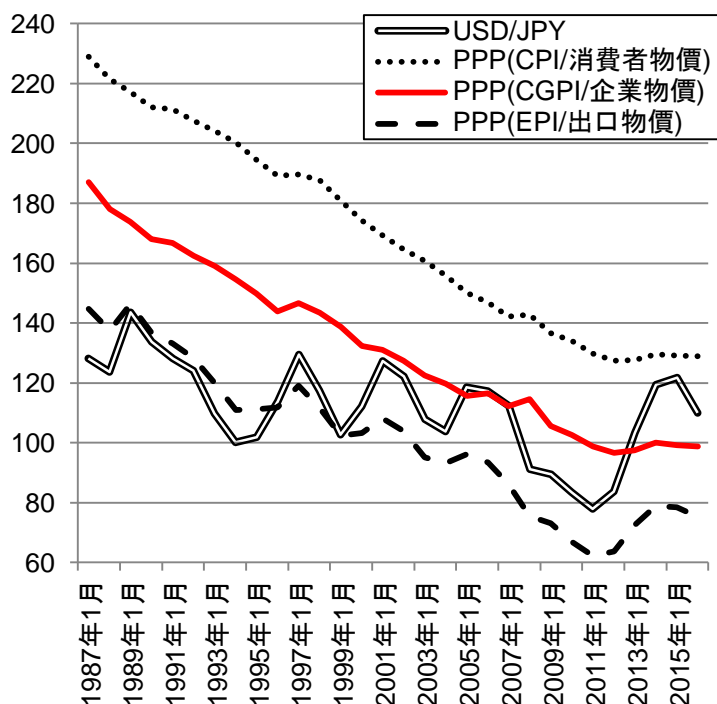


資料：日本銀行，ECB，瑞穗銀行台北資金室。

13. 日圓：匯率水準之參考值等

- 購買力平價(Purchasing Power Parity)為匯率水準的一個指標。目前處於突破理論值後，慢慢回歸的過程。
- 過去，美國升息後，日圓升值之情況較多，觀察該現象，計算平均值可以發現11個月內日圓升值15%。但是無論哪種情況，爾後日圓呈現貶值，結局會高於升息開始前水準。2015年11月底的USD/JPY為123.08左右，日圓升值15%，達到104日圓價位，可謂符合平均水準的日圓升值。

購買力平價及USDJPY之變化



美國升息及USDJPY

(①升息前月底, ②日圓升值高峰, ③日圓貶值高峰, ④①→②, ⑤②→③)

		FF利率	USDJPY
①	1972/2/29	4.00	303.40
②	1973/6/30	9.25	263.16
③	1975/12/31	5.25	305.16
④	16個月後	5.25	-13.26%
⑤	30個月後	▲ 4.00	15.96%

		FF利率	USDJPY
①	1977/7/31	4.75	266.81
②	1978/10/31	9.00	179.50
③	1980/2/29	13.50	251.65
④	15個月後	4.25	-32.72%
⑤	16個月後	4.50	40.19%

		FF利率	USDJPY
①	1980/9/30	11.00	210.85
②	1980/12/31	17.50	203.10
③	1982/10/31	8.75	277.10
④	3個月後	6.50	-3.68%
⑤	22個月後	▲ 8.75	36.44%

		FF利率	USDJPY
①	1986/11/30	5.88	161.48
②	1987/4/30	6.50	140.74
③	1990/4/30	8.25	158.85
④	5個月後	0.63	-12.84%
⑤	37個月後	1.75	12.87%

		FF利率	USDJPY
①	1994/1/31	3.00	108.55
②	1995/4/30	6.00	84.25
③	1998/7/31	5.50	144.75
④	15個月後	3.00	-22.39%
⑤	40個月後	▲ 0.50	71.81%

		FF利率	USDJPY
①	1999/5/31	4.75	121.49
②	2000/6/30	6.50	105.98
③	2002/1/31	1.75	134.56
④	13個月後	1.75	-12.77%
⑤	19個月後	▲ 4.75	26.97%

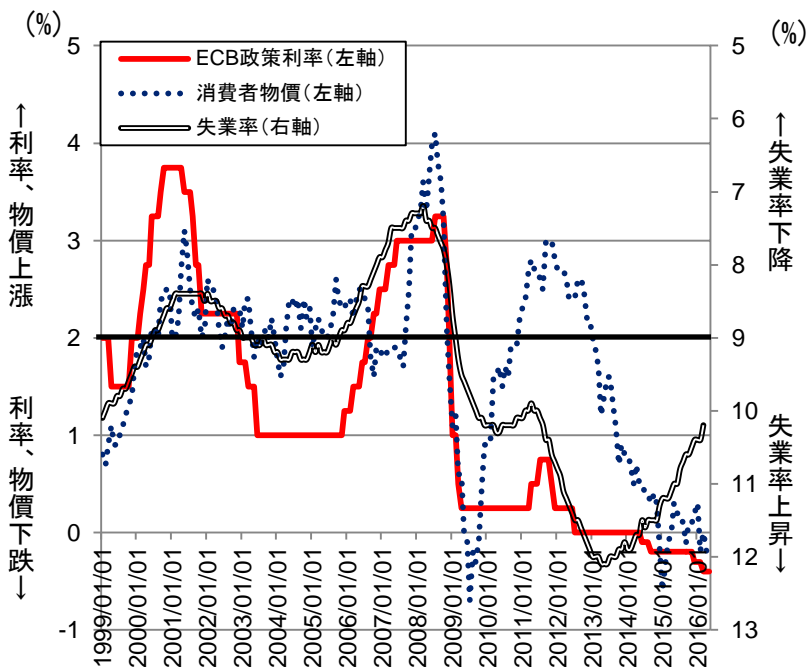
		FF利率	USDJPY
①	2004/5/31	1.00	109.48
②	2004/12/31	2.25	102.45
③	2007/6/30	5.25	123.14
④	7個月後	1.25	-6.42%
⑤	30個月後	3.00	20.20%

	平均	FF利率	USDJPY
④	11個月後	3.48	-15.22%
⑤	30個月後	▲ 0.67	32.91%

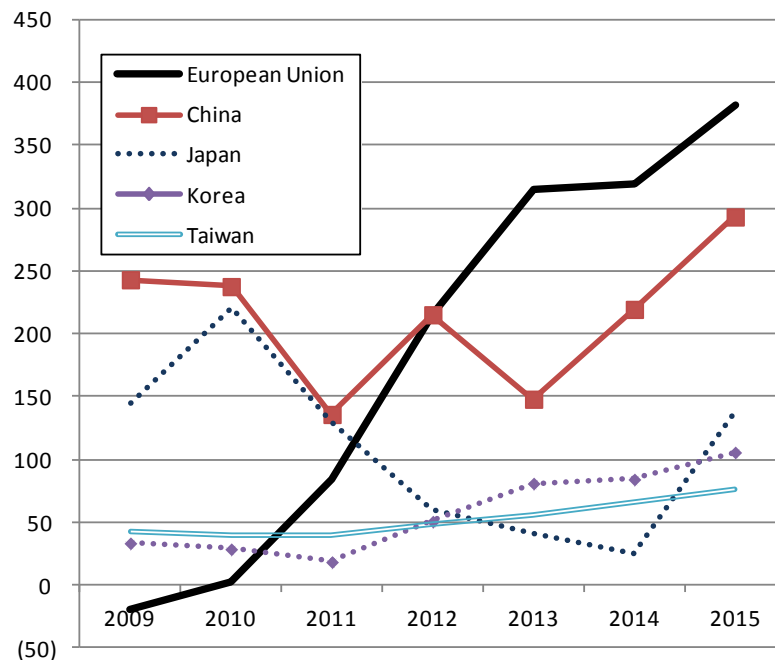
14. 歐元：寬鬆趨勢及供需因素

- 歐洲央行(ECB)之使命為「穩定物價」。具體水準而言，以消費者物價指數略低於2%為目標。為達成使命，於2014年6月導入負利率。目前物價依然疲軟，負利率擴大實施。(ECB採取所有央行準備金均適用負利率，該點與日本不同。)
- 但是，2016年3月降息時，暗示負利率不再擴大。部分成員國提出不需擴大寬鬆，料目前不會大規模擴大寬鬆。(確實失業率持續降低，具有一定效果。)
- 此外，觀察經常收支之變化，正大幅擴大中。歐元更進一步走貶，海外可能難以接受。

ECB政策利率及歐元圈失業率、消費者物價之變化



主要國家的經常收支變化(單位:百萬USD)

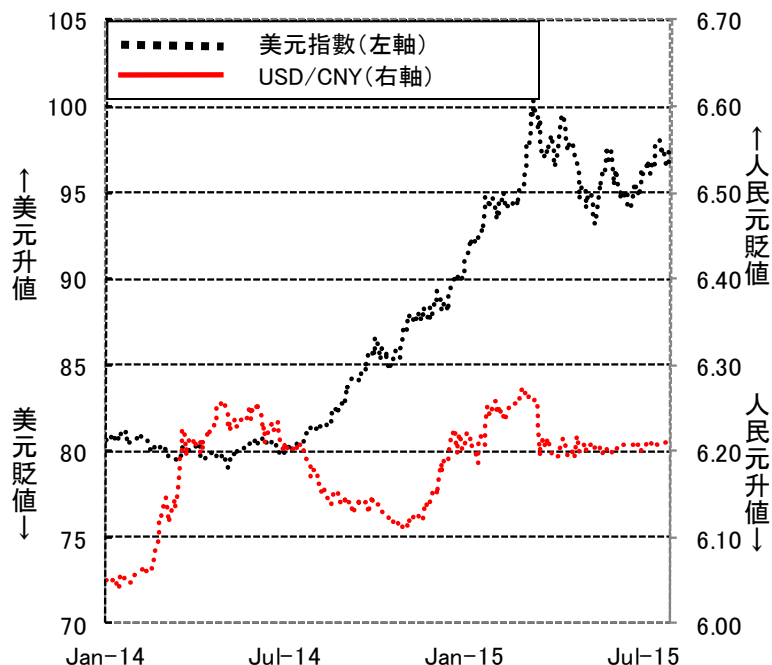


資料: REUTERS、IMF、瑞穗銀行台北資金室

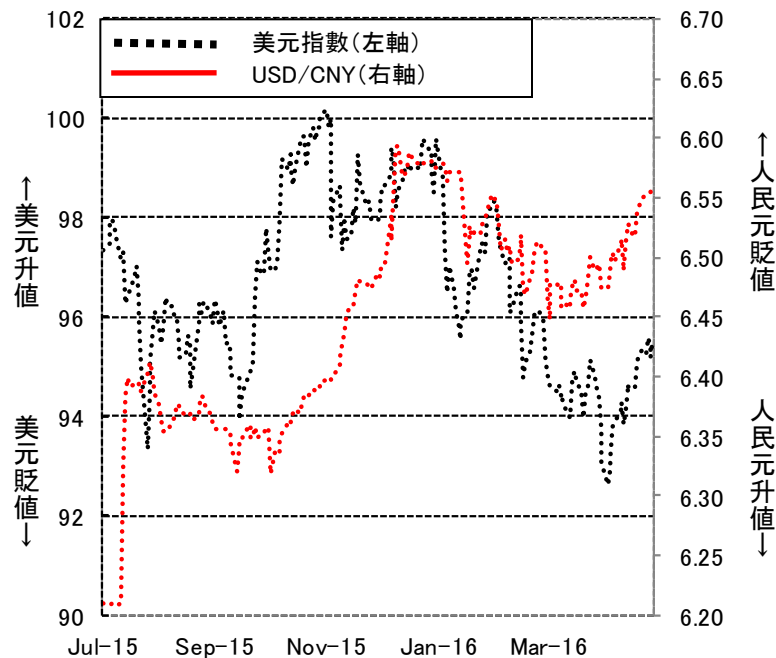
15. 人民幣：與美元連動之趨勢增強

- 2015年8月出現極端波動，當時中國人民銀行的說明是：為了讓每日定價反映市場實際情況而進行調整。確實相較以往，每天出現一定程度的波動。
- 相較美元指數，發現人民幣與美元的連動有所增強。從這一點來看，可說是固定匯率變成浮動匯率過程。
- 但是，人民幣升值將止升於一定水準，因為並非僅與美元連動。

美元指數及人民幣之變化
(2014年1月~2015年7月止)



美元指數及人民幣之變化
(2015年8月~目前)



資料：REUTERS, 瑞穗銀行台北資金室

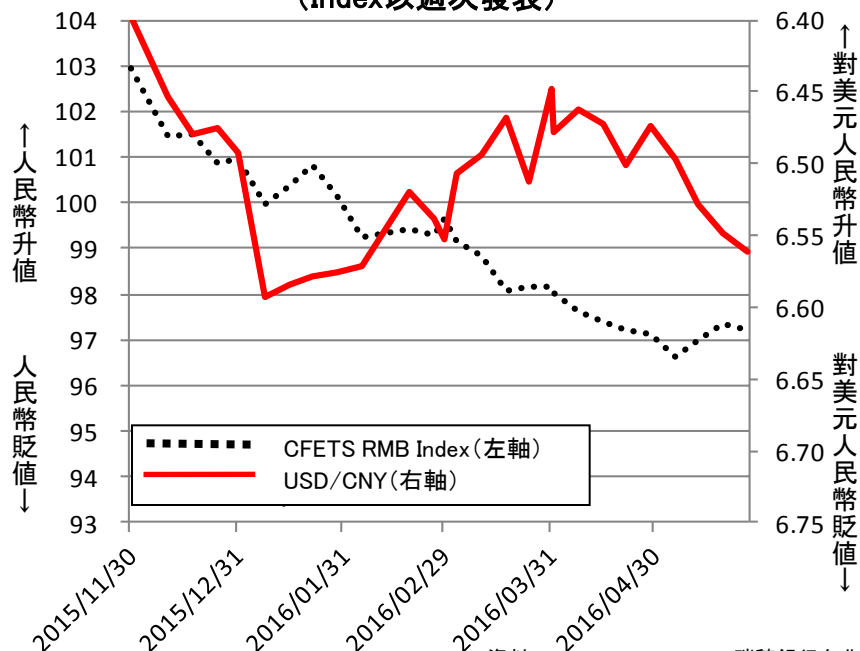
16. 人民幣：美元以外的參考

- 2015年12月中國人民銀行營運之中國外匯交易系統(CFETS)公布了CFETS RMB Index即人民幣指數。該指數除考量美元亦加入其他貨幣之指數，希望能促進人民幣強弱判斷。
- 此外，中國人民銀行決定每日定價時，也會考量CFETS RMB Index趨勢。
- 因此，儘管人民幣對美元升值，相對也可能引發人民幣貶值之可能性。(如同年初，日圓大幅升值，若人民幣小幅升值，則CFETS RMB Index下跌。)但是，也可能固定Index，實際之運作尚不透明。

CFETS RMB Index之構成貨幣及比率
2014年12月31日為100

Currency	Ratio
USD/CNY	26.40%
EUR/CNY	21.39%
JPY/CNY	14.68%
HKD/CNY	6.55%
AUD/CNY	6.27%
CNY/MYR	4.67%
CNY/RUB	4.36%
GBP/CNY	3.86%
SGD/CNY	3.82%
CNY/THB	3.33%
CAD/CNY	2.53%
CHF/CNY	1.51%
NZD/CNY	0.65%

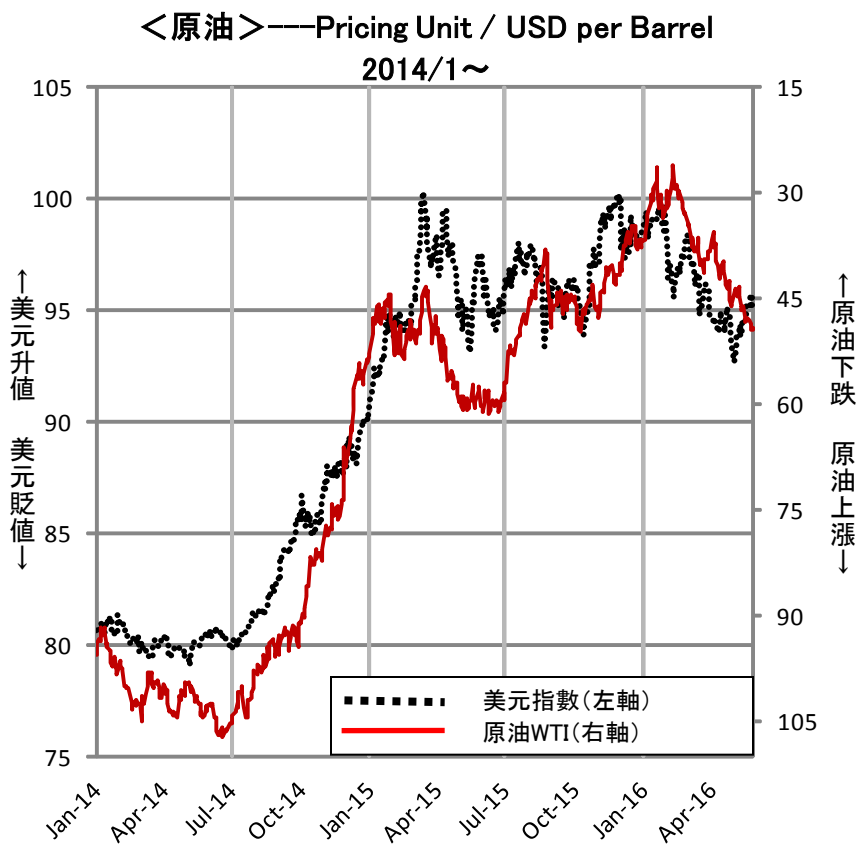
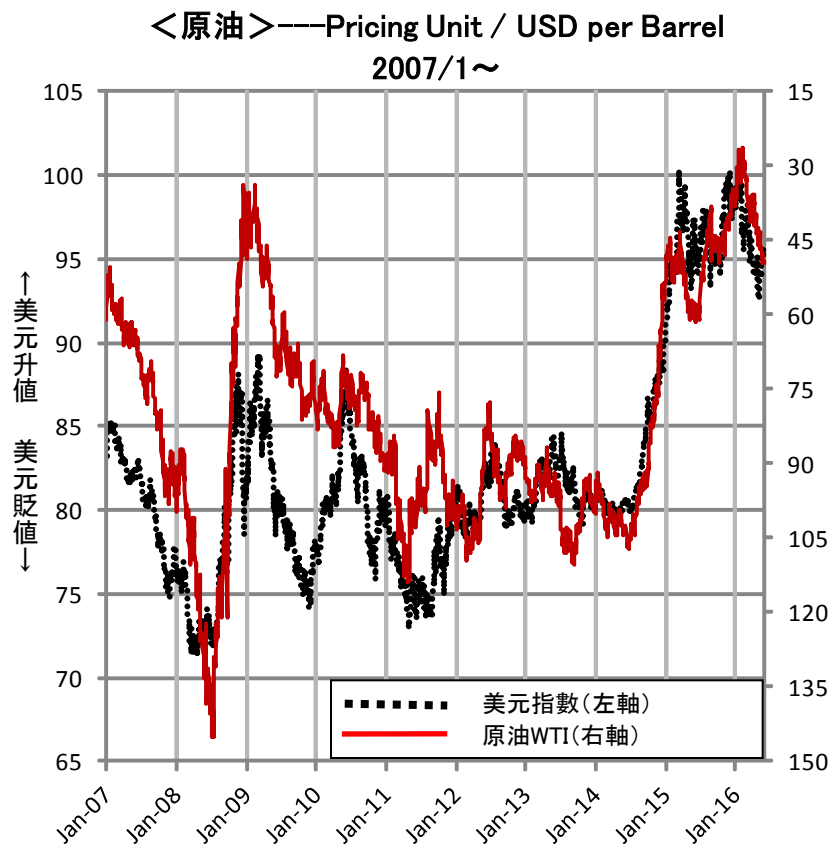
CFETS RMB Index及USD/CNY之變化
(Index以週次發表)



資料：REUTERS, CFETS, 瑞穗銀行台北資金室

17. 原油：即使沒有凍產也會出現反彈？

- 雖然期待OPEC簽署凍產協定，但是仍未達成。若無法凍產，原油價格應該下跌，但是年初原油價格觸底後出現大幅反彈。
- 反彈之原因為美元貶值。原油價格和美元之連動特別緊密，其他眾多商品也因為美元貶值，價格暫時回穩。

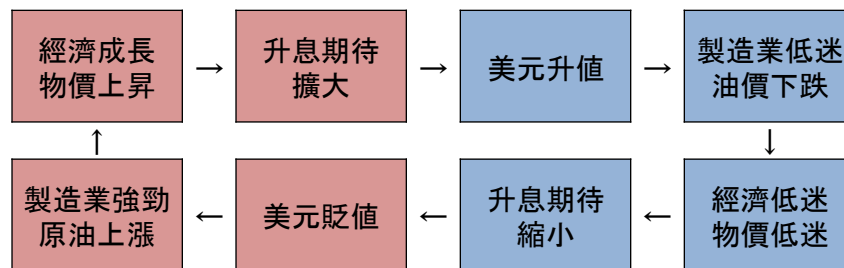


資料：REUTERS, 瑞穗銀行台北資金室

18. 今後預測

【基本情境】

- 處於美元升值造成不良影響的修正過程，因此無法邁出美國升息這一步，美元持續下跌為基本情況。只要消費者物價低迷、經濟成長無疑慮，則無須倉促升息。如果美國以外的國家不強勁，將會陷入惡性循環，利率恐將長期不變。



- 台幣雖受到美元貶值的影響，但是台灣央行採取金融寬鬆政策，將抵銷效果。預期台灣央行可能於6、9月連續降息，短期內台幣小幅貶值，爾後台幣預計升值。
- 日圓部分，預估將配合政府財政出動採取擴大寬鬆。但如同1月導入負利率時，若正值美元下挫及市場不安定時，效果薄弱的可能性高。考量英國公投(6/23)及美國升息動向，預期最快可能在7月。

【風險情境】

- 美國加速升息是風險情境。目前市場的預期，過度傾向不再升息，因此可能出現極大反應。(美元升值，台幣貶值，日圓貶值……)
- 台灣面臨兩岸關係，美國手機新商品等眾多不確定因素，有可能出現景氣愈加低迷或景氣回升之相反情形。但是，經濟好轉時，台灣央行停止降息將成為台幣升值題材，但同時美國升息之期待也可能增溫，因此無法預期台幣大幅升值。應留意唯獨台灣景氣不振引發的大幅台幣貶值。
- 從台幣季度之最高值及最低值的差來看，15年3Q超過7%，16年1Q超過5%，其變動幅度擴大，若仍抱持台幣為安定貨幣想法是危險的。

19. 各機關預估水準

●多數金融機構預估未來台幣、日圓將續貶。但是，對於USD/JPY之看法有所分歧。

USD/TWD	as of	Q2 2016	Q3 2016	Q4 2016	Q1 2017	方向
Commerzbank	5/30	33.0	33.2	33.5	33.5	↑
ANZ	5/27	33.0	33.5	34.0	34.2	↑
Credit Suisse Group	5/25	33.0	33.7	33.9	34.2	↑
Standard Chartered	5/25	33.0	33.4	33.0	32.8	↓
Barclays	5/20	33.6	34.0	35.0	35.2	↑
Citigroup	5/20	33.0	33.2	33.4	33.5	↑
Nomura Bank	5/18	33.0	33.5	33.7	33.7	↑
Wells Fargo	5/18	32.8	32.8	33.3	33.8	↑
ING financial	5/17	32.5	32.5	32.4	32.3	↓
Rabobank	5/16	32.5	33.2	33.8	34.8	↑
MUFG	5/13	32.2	32.4	32.2	32.0	↓
Westpac Banking	5/13	33.0	33.0	33.8	34.2	↑
Cinkcairz	5/10	33.5	33.5	34.5	34.5	↑
JPMorgan Chase	5/10	32.8	33.5	34.5	34.5	↑
NAB/BNZ	5/9	33.0	33.2	33.5	33.5	↑
Maybank Singapore	5/6	33.4	33.4	33.5	32.8	↓
Morgan Stanley	5/6	32.5	32.7	33.2	34.0	↑
Oversea Chinese Bank	5/5	32.0	32.1	32.6	33.1	↑
Scotia Bank	5/5	33.7	33.9	34.0	33.9	↑
ABN Amro	5/4	32.5	32.8	33.0	32.8	↑
Canadian Imperial Bank	5/2	33.0	33.3	33.5	33.0	↑

USD/JPY	as of	Q2 2016	Q3 2016	Q4 2016	Q1 2017	方向
Commerzbank	5/30	110.0	115.0	120.0	126.0	↑
ANZ	5/27	105.0	105.0	100.0	100.0	↓
Credit Suisse Group	5/25	108.0	104.0	105.0	105.0	↓
Standard Chartered	5/25	115.0	120.0	117.0	115.0	↑
Barclays	5/20	105.0	100.0	100.0	98.0	↓
Citigroup	5/20	114.0	112.0	111.0	110.0	↓
Nomura Bank	5/18	118.0	120.0	122.0	123.0	↑
Wells Fargo	5/18	109.0	109.0	111.0	112.0	↑
ING financial	5/17	108.0	95.0	100.0	105.0	↓
Rabobank	5/16	109.0	111.0	112.0	113.0	↑
MUFG	5/13	107.0	106.0	105.0	104.0	↓
Westpac Banking	5/13	110.0	112.0	115.0	117.0	↑
Cinkcairz	5/10	110.0	115.0	115.0	120.0	↑
JPMorgan Chase	5/10	109.0	106.0	103.0	102.0	↓
NAB/BNZ	5/9	109.0	110.0	111.0	111.0	↑
Maybank Singapore	5/6	110.0	114.0	116.0	120.0	↑
Morgan Stanley	5/6	103.0	100.0	98.0	102.0	↓
Oversea Chinese Bank	5/5	104.0	106.0	110.0	114.0	↑
Scotia Bank	5/5	112.0	115.0	118.0	120.0	↑
ABN Amro	5/4	105.0	110.0	110.0	110.0	↑
Canadian Imperial Bank	5/2	112.0	115.0	116.0	118.0	↑

USD/TWD	Q2 2016	Q3 2016	Q4 2016	Q1 2017
予想平均/預測平均	32.90	33.18	33.54	33.63
最高值	33.70	34.00	35.00	35.20
最低值	32.00	32.10	32.20	32.00

USD/JPY	Q2 2016	Q3 2016	Q4 2016	Q1 2017
予想平均/預測平均	109.14	109.52	110.24	111.67
最高值	118.00	120.00	122.00	126.00
最低值	103.00	95.00	98.00	98.00

JPY/TWD	Q2 2016	Q3 2016	Q4 2016	Q1 2017
予想平均/預測平均	0.3015	0.3030	0.3042	0.3012
最高值	0.3200	0.3421	0.3500	0.3592
最低值	0.2797	0.2783	0.2762	0.2659

(以上資料是將5/1以後的預測進行整理。由於預測USD/JPY的金融機構較多，USD/TWD亦選出相同的機構。)

資料: Bloomberg, 瑞穗銀行台北資金室

20. 予測區間

	2016年 7-9月期	10-12月期	2017年 1-3月期	4-6月期
USD/TWD	32.50 ~ 33.50 (33.00)	32.25 ~ 33.25 (32.75)	32.00 ~ 33.00 (32.50)	31.75 ~ 32.75 (32.25)
USD/JPY	106 ~ 114 (108)	103 ~ 111 (106)	100 ~ 108 (104)	98 ~ 106 (102)
JPY/TWD	0.285 ~ 0.316 (0.306)	0.291 ~ 0.323 (0.309)	0.296 ~ 0.330 (0.313)	0.300 ~ 0.334 (0.316)
TWD/JPY	3.164 ~ 3.508 (3.273)	3.098 ~ 3.442 (3.237)	3.030 ~ 3.375 (3.200)	2.992 ~ 3.339 (3.163)
EUR/USD	1.090 ~ 1.160 (1.140)	1.110 ~ 1.180 (1.150)	1.110 ~ 1.180 (1.160)	1.120 ~ 1.200 (1.160)
USD/CNY	6.370 ~ 6.570 (6.470)	6.330 ~ 6.530 (6.430)	6.300 ~ 6.500 (6.400)	6.270 ~ 6.470 (6.370)

※カッコ内は四半期末の水準見通し

資料:みずほ銀行台北資金室

注意事項

- ◆ 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。
- ◆ 此外，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。
- ◆ 另外，本資料之著作權歸屬MIZUHO銀行，不問目的為何，未經許可一律禁止引用或複製。