

外匯市場動向

2019年12月

瑞穗銀行 台北資金室

MIZUHO

預測區間 —預期2020年台幣升值、日圓升值—

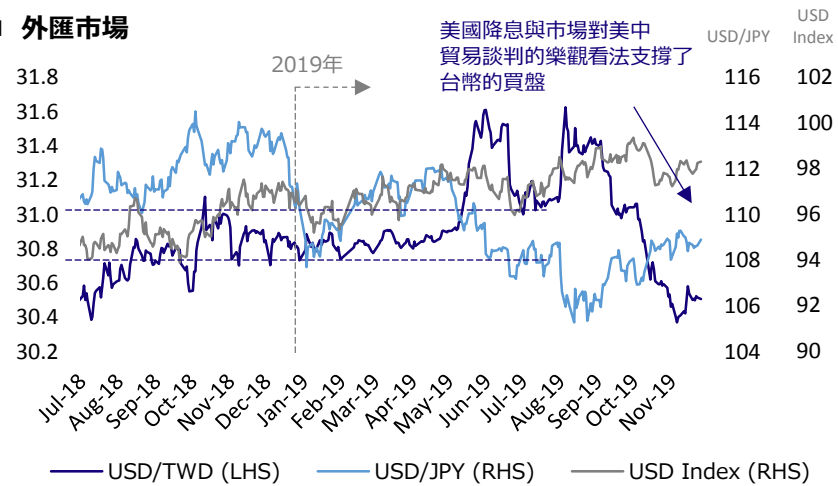
	2019年		2020年			
	1-11月 (實績)	12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月
USD/TWD	30.386~31.740 (30.513)	29.7~30.7 (30.2)	29.6~30.6 (30.1)	29.5~30.5 (30.0)	29.4~30.4 (29.9)	29.3~30.3 (29.8)
USD/JPY	104.10~112.40 (109.50)	107~111 (108)	106~111 (107)	105~111 (106)	104~110 (105)	101~108 (103)
JPY/TWD	0.2742~0.3007 (0.2787)	0.269~0.289 (0.279)	0.271~0.291 (0.281)	0.273~0.293 (0.283)	0.275~0.295 (0.285)	0.279~0.299 (0.289)

(*) 括弧內為季末預測匯率

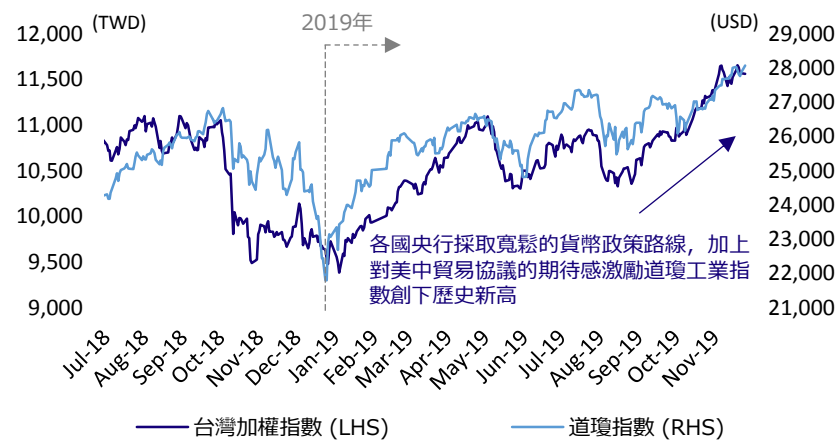
(Source) Mizuho Bank, Thomson Reuters

近期市場動向 —對美中貿易談判的期待感激勵股市上揚、台幣走高—

■ 外匯市場



■ 股票市場



■ 利率市場



■ 最近的主要事件

5月	- 美國總統川普表示將針對價值2,000億美元的中國製商品提高關稅稅率 - 美國商務部禁止美國企業出售產品給華為技術
6月	- 美中領導人會面令市場對於美中貿易協議取得進展的期待感增強 - 香港民主化示威活動升級
7月	- FOMC十年半以來首度降息並提前結束縮減資產負債表的計畫
8月	- 美國總統川普表示將對中國製商品追加關稅
9月	- 美國延後加徵對中關稅，市場避險情緒稍減 - FOMC再度降息25bps
10月	- FOMC第三度降息25bps後，暗示未來暫停降息

(Source) Mizuho Bank, Thomson Reuters

台幣預測 — 預期台幣緩步升值並於2020年中升破30 —

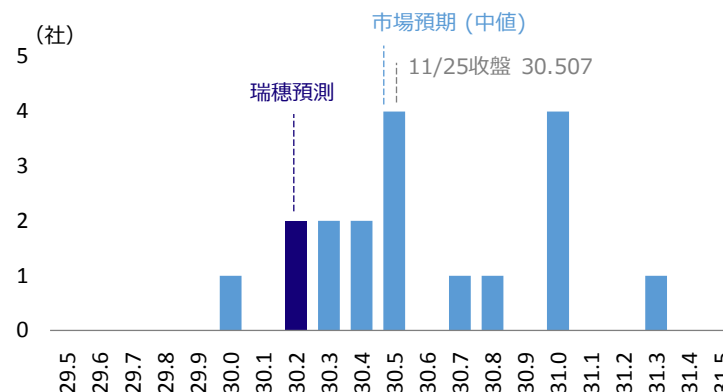
USD/TWD走勢

- 10月聯準會進行年內第三次下調聯邦基金利率目標區間後，暗示未來將暫停降息。約半數的理事會成員預期2020年將重啟升息，但隨著基本面惡化，短時間升息恐難以實現。美國利率上揚無望中，預期美元將難以升值。
- 台幣方面，雖然市場依然對於美中貿易談判是否能取得進展感到擔憂，但市場正趨於平穩，再加上台灣出口商例行性的台幣買盤與外資匯入台股可期，預期USD/TWD台幣升值壓力將增強。

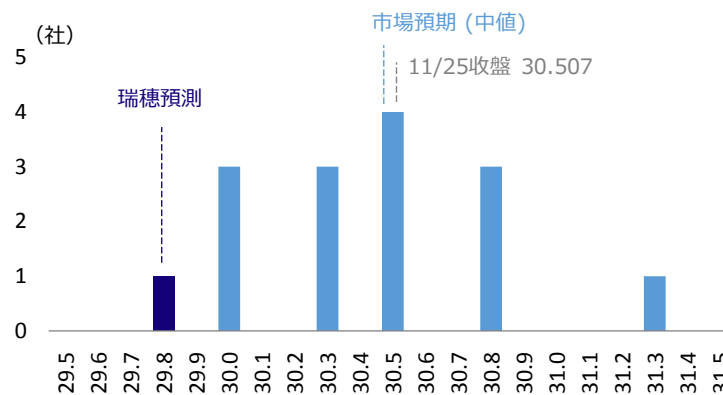


與市場預期之比較

2019年12月預測 (2019年11月25日)



2020年12月預測 (2019年11月25日)

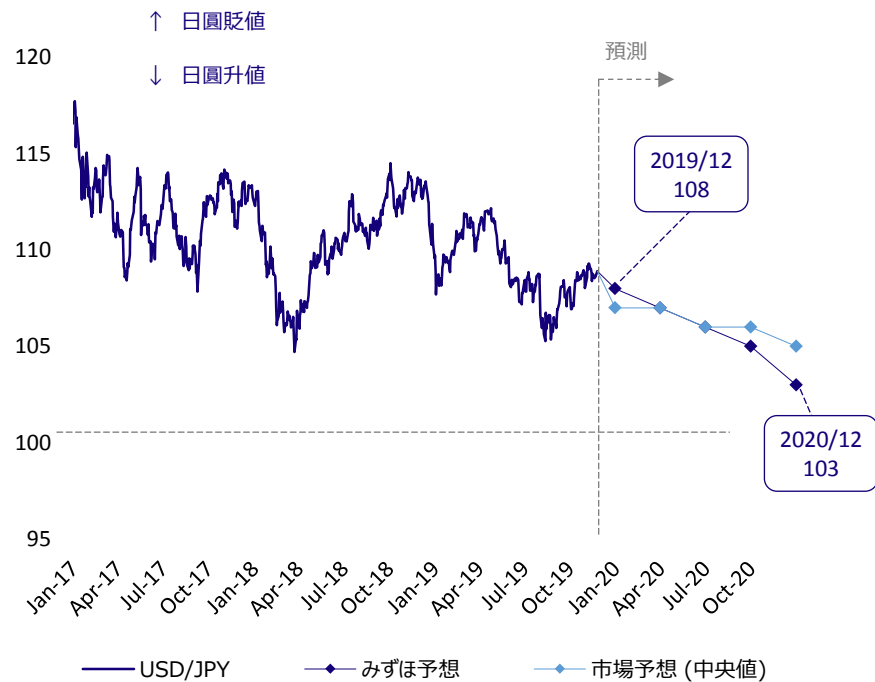


(Source) Bloomberg, Mizuho Bank, Thomson Reuters

日圓預測 –在美元走弱的背景之下，預期USD/JPY緩步下跌–

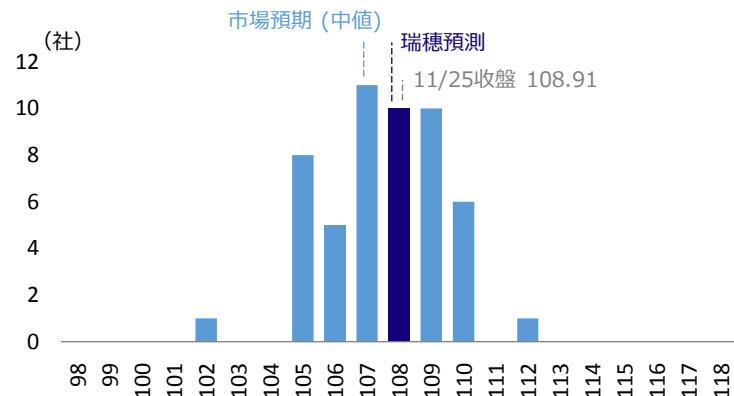
USD/JPY走勢

- 聯準會降息加上美中貿易摩擦升級令USD/JPY隨美國利率下跌而回落至104前半價位。進入10月份後，美中貿易談判達成部分共識，市場風險意願改善，USD/JPY回升至109價位。
- 2020年11月美國總統大選在即，聯準會升息門檻較高，再加上目前美國勞動市場已接近充分就業，預期未來景氣衰退機率較大，因而預測今後USD/JPY緩步下跌。

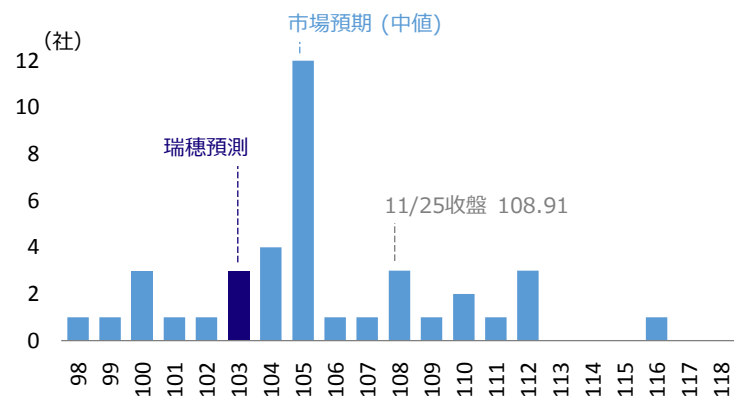


與市場預期之比較

■ 2019年12月預測 (2019年11月25日)



■ 2020年12月預測 (2019年11月25日)



(Source) Bloomberg, Mizuho Bank, Thomson Reuters

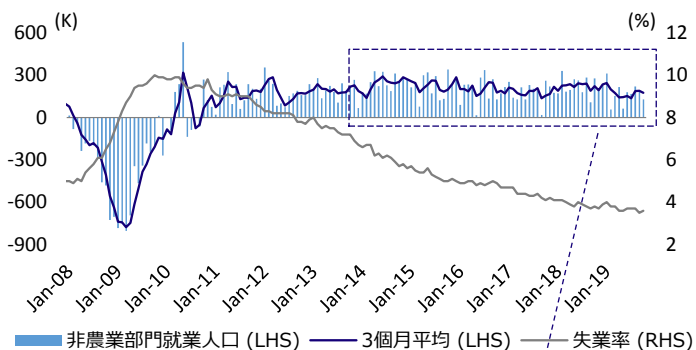
1. 美國的相關因素

美國基本面 – 景氣衰退的擔憂逐漸升高 –

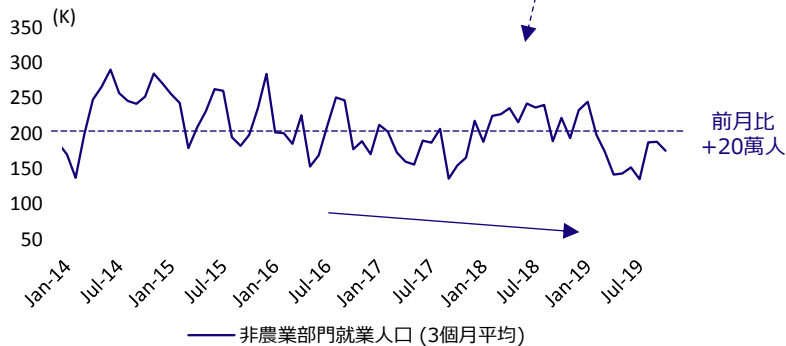
勞動市場的動向

- 失業率處於50多年來的低點，非農業部門就業人數增長趨緩。
- 勞動市場接近充分就業，就業供需出現緊迫，但薪資成長卻開始減速的現象值得關注。

非農業部門就業人數走勢 (2008年~)



非農業部門就業人數走勢 (2014年~)



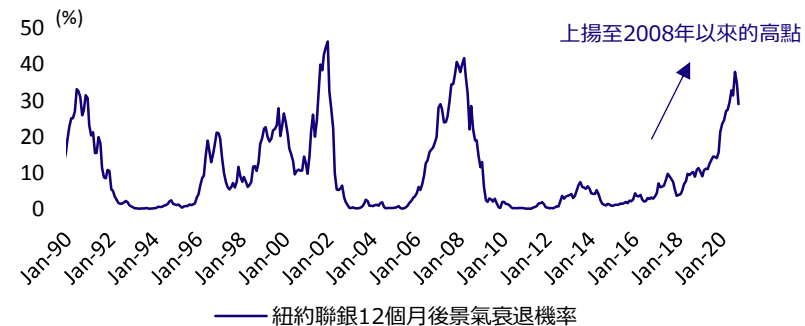
景氣波動

- 景氣先行指標的製造業PMI於8月跌破作為景氣擴張·緊縮分水嶺的50。
- 支撐著美國經濟成長的個人消費開始出現惡化的徵兆，紐約聯邦銀行所計算出的12個月後景氣衰退機率升至2008年的水準。

ISM製造業景氣指數走勢



紐約聯邦銀行12個月後景氣衰退機率走勢

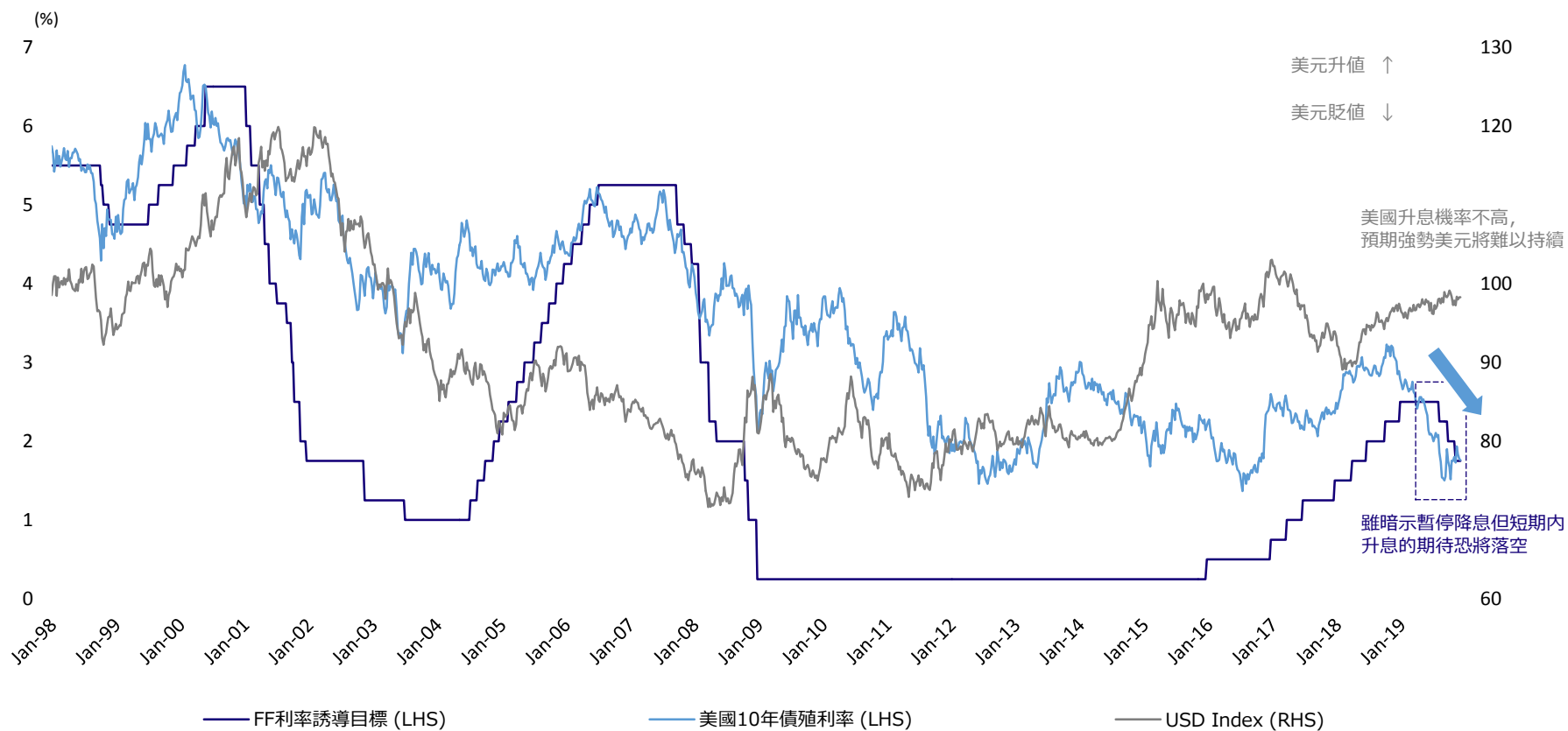


(Source) Bloomberg, Thomson Reuters

美國利率走勢 —美國升息帶動美元走高的期待恐將落空—

美國利率走勢

- 聯準會10月於年內第三度下調聯邦基金利率目標區間並暗示後續將暫停降息。聯準會主席鮑威爾於11月表示貨幣政策是適當的，暗示如果經濟前景沒有重大變化，聯準會將維持目前利率政策不變。
- 企業對景氣的看法、個人消費與勞動市場的惡化可能提高聯準會短期內升息的門檻，美國升息帶動美元走高的期待恐將落空。



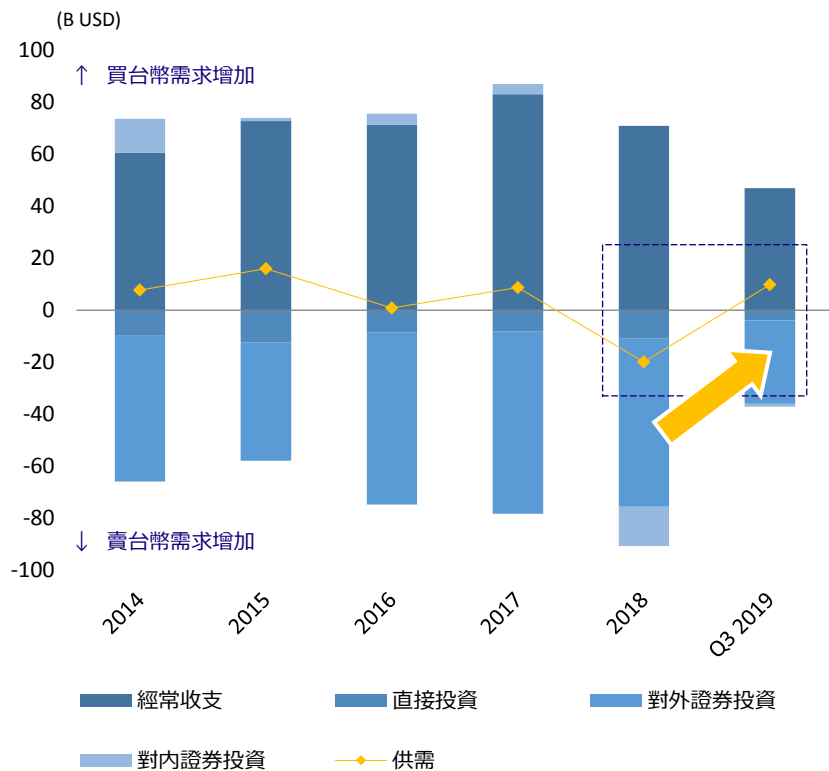
(Source) Thomson Reuters

2. 台灣的相关因素

台幣供需環境 – 台幣買盤需求增加 –

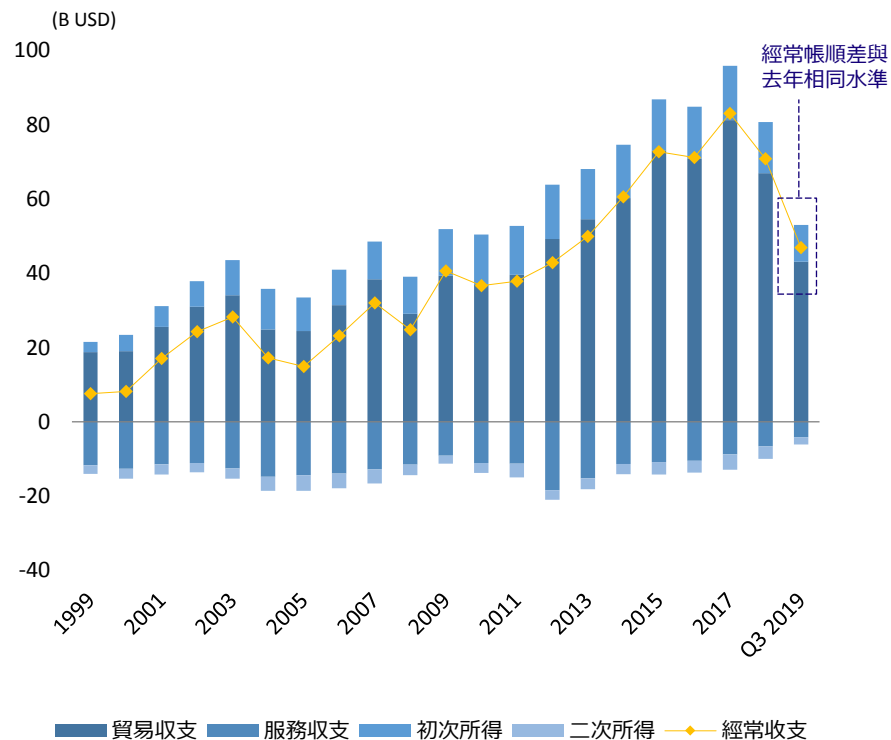
台幣供需走勢

- 國際收支中的對外證券投資減少，2019年台幣需求大於供給。
- 第3季時點的國際收支順差超過2017年水準，支撐了台幣的買盤。



經常收支走勢

- 貿易順差增長令台灣經常收支擴大為20年前的9倍以上。
- 2019年對中國出口鈍化，導致貿易順差的金額減少，但依然維持在相對高點。

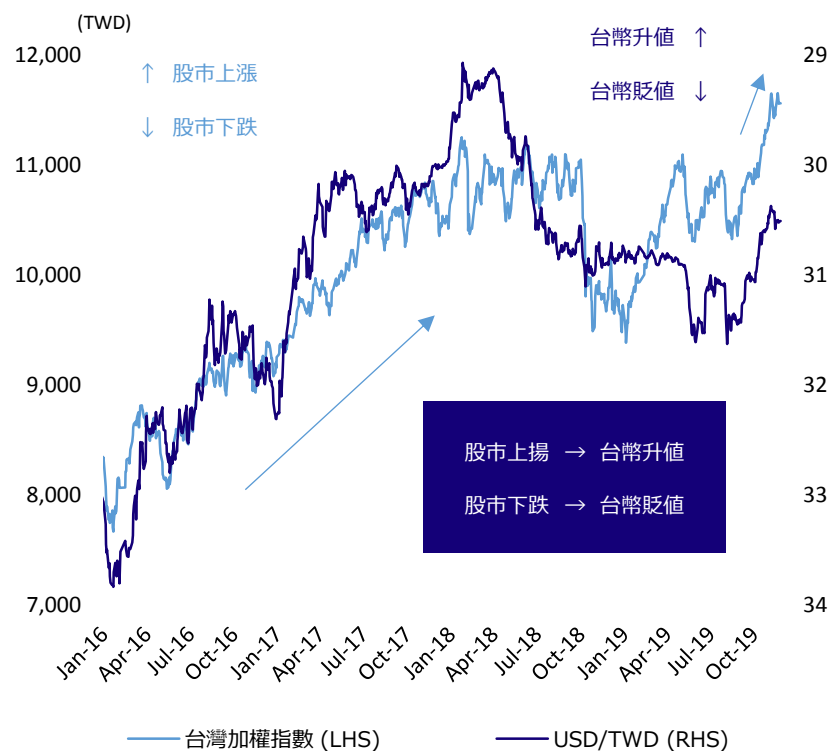


(Source) Central Bank of the Republic of China

股市動向 – 股市上揚，外資匯入支撐了台幣走勢 –

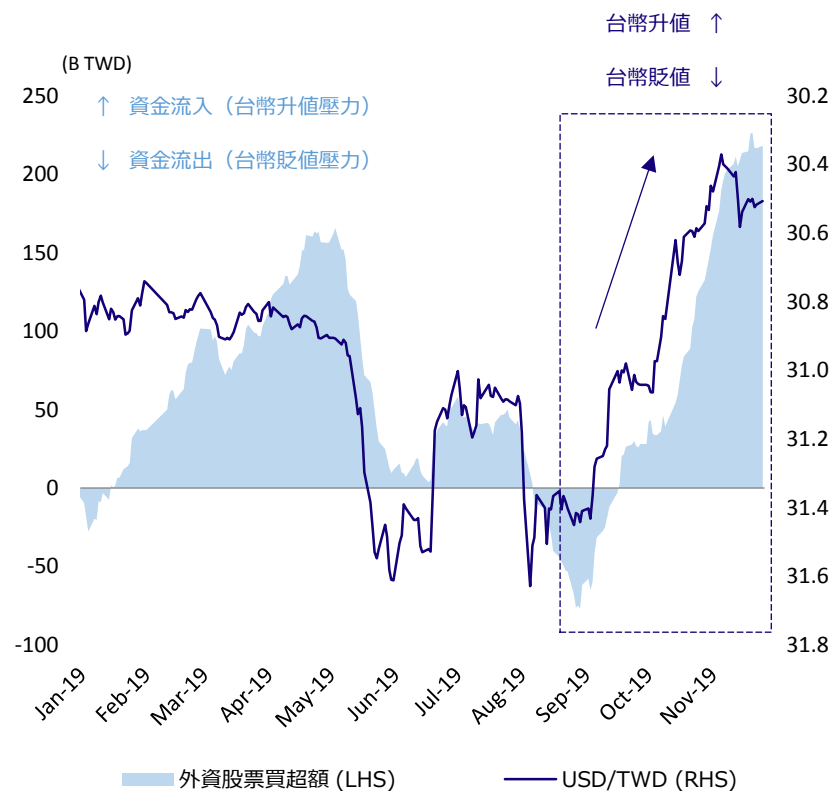
股價指數的走勢

- 在臺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，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）。



外資動向

- 聯準會降息與對美中貿易談判的樂觀看法為吸引外資加速匯入台股並帶動台幣升值的主因。



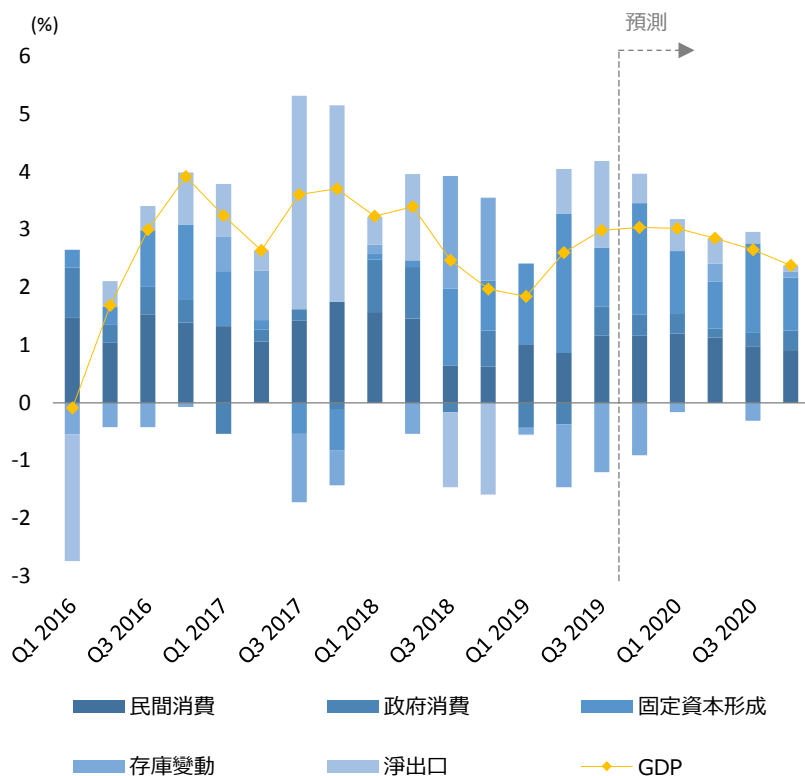
(*) 外資股票買超額為2019年1月起累計

(Source) Bloomberg, Thomson Reuters

台灣基本面 (1) — 個人消費強勁與出口回溫帶動經濟成長 —

GDP的走勢

- 強勁的個人消費與出口回溫帶動2019 Q3實質GDP成長率升至+2.99%。
- 市場對於美中貿易談判的擔憂仍揮之不去，但預期強勁的民間消費與基礎建設投資將支撐2020年的經濟成長。



進出口明細

■ 製品別出口明細 (2019年1-10月累計額)

(M USD)	出口額	(前年比)	進口額	(前年比)
電子部品	91,510	▲0.3%	49,392	+4.2%
IT·通信製品	34,593	+21.3%	14,007	+9.6%
金屬製品	23,326	▲12.6%	16,892	▲10.3%
機械	19,561	▲8.4%	26,183	+17.8%
塑膠·橡膠製品	18,884	▲11.2%	7,104	▲5.7%
化學品	15,655	▲16.3%	22,756	▲11.8%
礦產品	12,008	▲0.6%	41,036	▲10.6%
合計	271,271	▲2.4%	234,572	▲1.5%

■ 地域別出口明細 (2019年1-10月累計額)

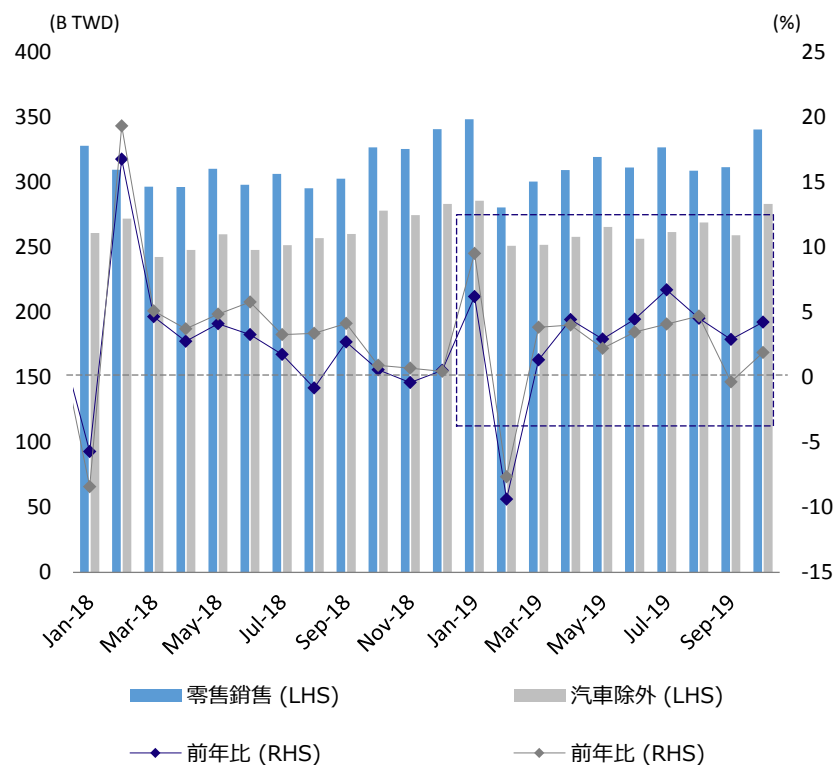
(M USD)	出口額	(前年比)	進口額	(前年比)
中國·香港	107,646	▲6.4%	48,054	+5.0%
ASEAN	45,125	▲7.2%	28,790	▲0.4%
美國	38,020	+17.7%	28,478	+4.3%
歐洲	24,834	▲5.1%	29,175	▲0.0%
日本	19,282	+1.5%	35,742	▲3.7%
合計	271,271	▲2.4%	234,572	▲1.5%

(Source) Ministry of Finance of the Republic of China, National Statistics of the Republic of China

台灣基本面 (2) — 個人消費表現穩健 —

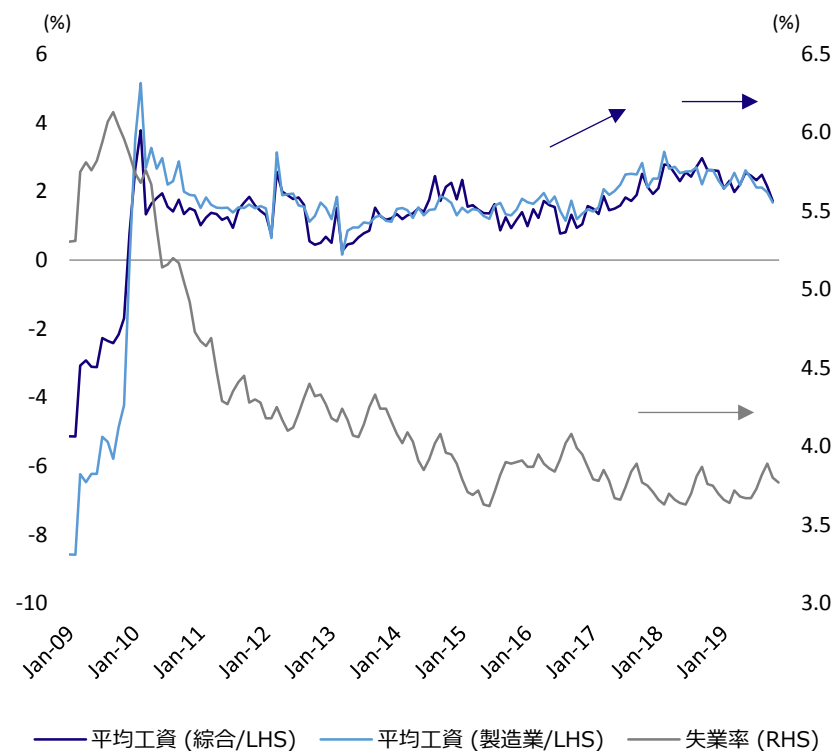
個人消費走勢

- 民間消費占台灣GDP50%以上，對於經濟成長的貢獻度相當高。
- 2019年去除受到春節影響的2月份後，與去年相比大致維持正成長，表現依舊穩健。



薪資走勢

- 台灣失業率自2015年後，安定維持在3.5%至4%的區間內。
- 自2016年下半年開始，出口增長帶動經濟復甦，平均薪資緩步上升，但2018年後，平均薪資以去年比+2%為中心呈現區間波動走勢。



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

台幣升值空間 —雖然台幣大幅走強的可能性不高但仍有一定的升值空間—

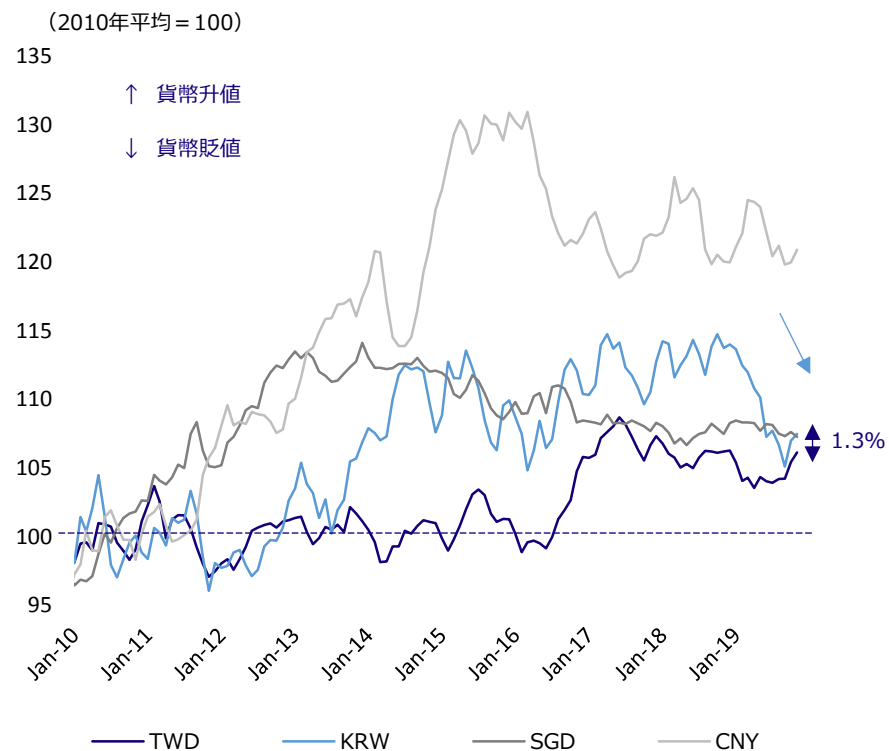
名目有效匯率走勢

- 台灣央行維持台幣匯率動態穩定，台幣名目有效匯率大致於36個月平均匯率±5%的區間內波動。
- 2017年5月的高點構成了一定的阻力，但目前台幣匯率高於36個月平均2.1%，距離區間上限仍有升值空間。



實質有效匯率的比較

- 與韓元、新加坡幣、人民幣等亞洲主要貨幣相比，台幣實質有效匯率在過去10年中皆相對穩定。
- 2010年以來，台幣實質有效匯率的上升幅度(貨幣升值程度)最小，有助於台灣出口競爭力的維持，但目前與韓元之間的差距逐漸縮小。



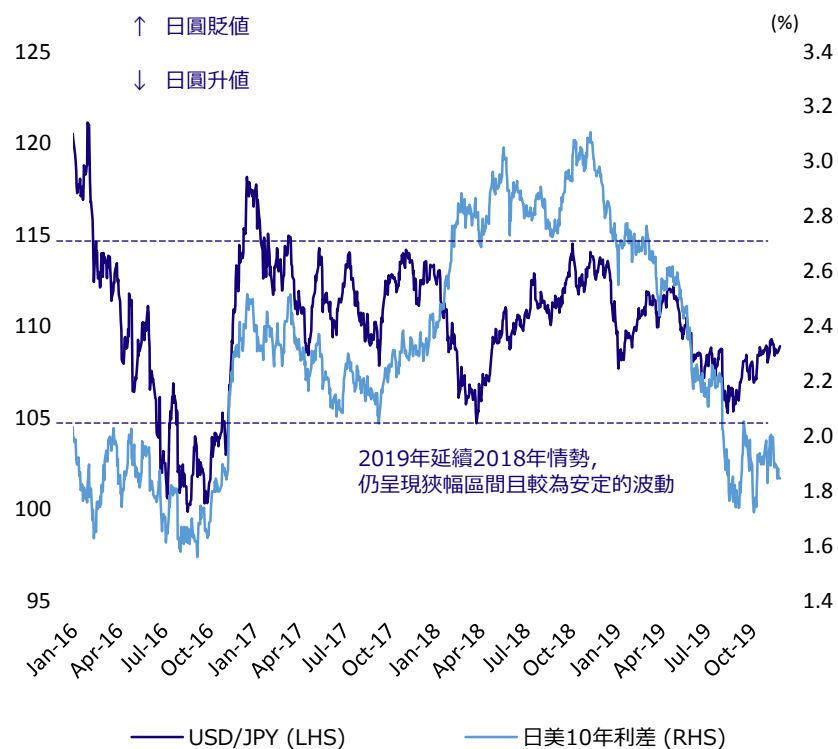
(Source) Bloomberg

3. 日本的相關因素

日圓走勢 — 持續狹幅區間且較為安定的波動 —

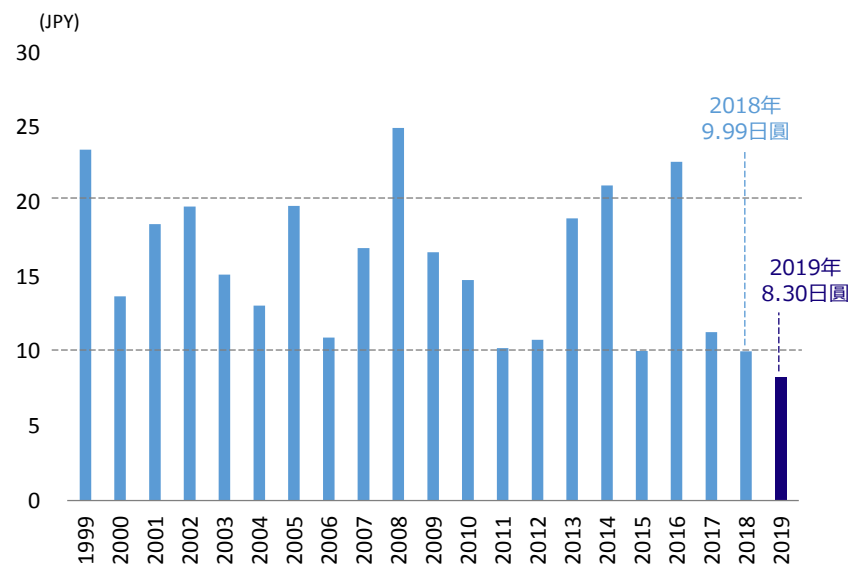
USD/JPY的走勢

- 聯準會降息與美中貿易摩擦升級，令USD/JPY於8月隨美國利率下跌而跌至104前半價位。
- 其後，美中貿易談判取得進展，USD/JPY反彈，但升幅受限高點止於109價位。



USD/JPY變動幅度

- 2018年USD/JPY的變動幅度僅9.99日圓，一度創下自實行浮動匯率制後最低的紀錄。
- 2019年的變動幅度低於2018年，僅為8.30日圓。
- 供需相對平衡的背景，USD/JPY持續較為安定的波動。



(Source) Thomson Reuters

日圓供需環境 –日圓供需相對平衡–

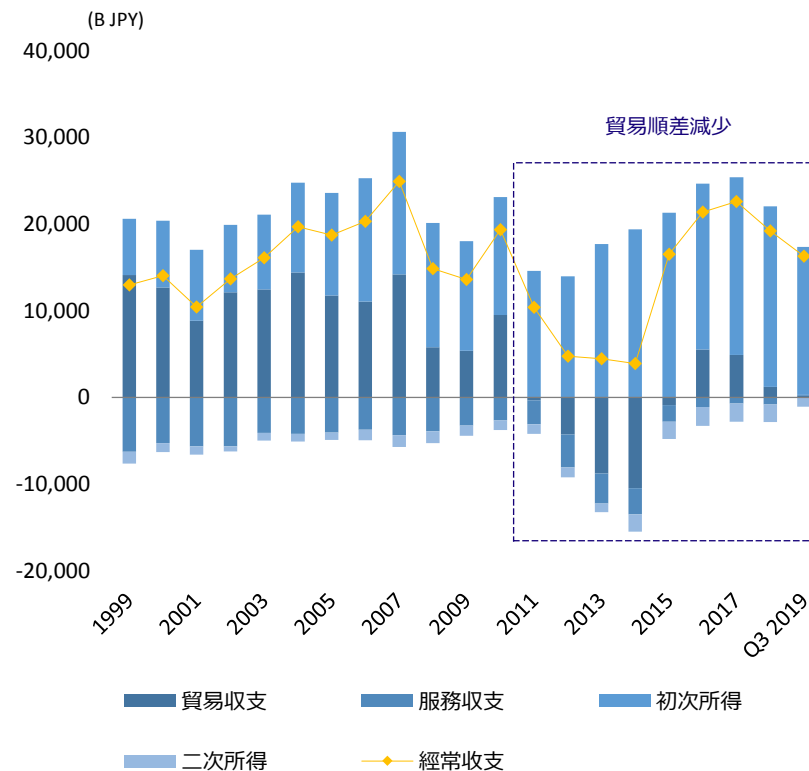
日圓供需走勢

- 2017年至今，日圓的供需狀況相對平衡。
- 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(買日圓的經常性因素)減少，但直接投資的再投資收益等第一次所得順差增加，但此增加的部分未必買日圓。



(Source) Ministry of Finance of Japan

近期金融政策會議結果

- 日本央行為了達成2013年1月設定的2%通膨目標，一直維持大規模的寬鬆貨幣政策。
- 然而，物價上升壓力依然疲弱，4月份舉行的金融政策會議對於持續強而有力的寬鬆貨幣政策指出了明確的方向（1）政策利率前瞻指引的明確化、（2）決定維持強而有力貨幣寬鬆政策的相關措施。
- 其後，10月的金融政策會議關注物價是否有喪失動能的風險，對於維持寬鬆貨幣政策的態度更加明確化。

10月金融政策會議結果

利率前瞻指引	在密切關注物價動能是否有損及日本央行達成「物價穩定目標」的期間內，將會引導長短期利率維持在目前或是更低水平。
殖利率曲線控制	<p>短期利率： 存入日本央行的存款將適用 -0.1% 的政策利率。</p> <p>長期利率： 將透過購債引導 10 年期日本債券殖利率維持在 0% 左右的水準，但隨著經濟、物價的變化將保有一定程度的彈性。</p>

政策委員經濟預測

- 10月公布的物價情勢展望(展望報告)顯示政策委員將2019年實質GDP與消費者物價指數的預測向下修正。
- 此外，該報告對於2021年消費者物價指數的預測為+1.5%，低於7月份的預測且並未達到+2.0%的目標水準。

政策委員的經濟預測（2019年10月）

	實質GDP	消費者物價指數 (去除生鮮食品)	排除提高消費稅與教育無償化的影響後
2019年度	+0.6~+0.7% (+0.6%)	+0.6~+0.8% (+0.7%)	+0.4~+0.6% (+0.5%)
(7月)	+0.6~+0.9% (+0.7%)	+0.8~+1.1% (+1.0%)	+0.6~+0.9% (+0.8%)
2020年度	+0.6~+0.9% (+0.7%)	+0.8~+1.2% (+1.1%)	+0.7~+1.1% (+1.0%)
(7月)	+0.8~+1.0% (+0.9%)	+1.1~+1.4% (+1.3%)	+1.0~+1.3% (+1.2%)
2021年度	+0.9~+1.2% (+1.0%)	+1.2~+1.7% (+1.5%)	
(7月)	+0.9~+1.2% (+1.1%)	+1.3~+1.7% (+1.6%)	

(*) 括弧內為中值

(Source) Bank of Japan

4. 風險情境

1

美中關係惡化

- 備受期待的美中貿易談判並未達成協議，貿易摩擦再度升級。
- 台幣隨股市下跌與人民幣下跌而貶值。

可能性 高

2

股市急跌

- 股市自歷史高點快速向下修正。
- 市場避險情緒升溫，外資匯出台股，台幣貶值壓力增強。

可能性 中

3

美國經濟復甦

- 近期出現衰退徵兆的美國經濟基本面持穩。
- 聯準會重啟升息的可能性上升，美元升值壓力增強。

可能性 中

4

台灣總統選舉後，台中關係惡化

- 2020年1月舉行的台灣總統選舉由目前執政黨取得勝利，中國提高對台灣施加政治壓力。
- 伴隨台中關係惡化，擔憂台灣經濟成長鈍化，台幣貶值。

可能性 低

風險情境 (1)

1. 美中關係的惡化

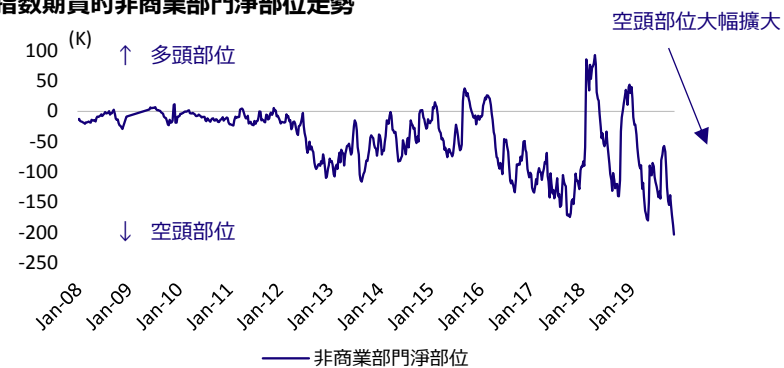
- 目前相對樂觀的美中貿易談判再度決裂，開徵一度被延期的追加關稅等，使貿易摩擦再度升級。
- 如同2018年與2019年5月、8月，預期人民幣走弱將帶動台幣迅速貶值。



2. 股價急跌

- 目前VIX恐慌指數期貨的空頭部位擴大且已超過2018年2月、10月股價暴跌時的水準。
- 伴隨著部位平倉令波動度加大，股價有隨之急跌的可能性。

VIX指數期貨的非商業部門淨部位走勢



VIX指數走勢



(Source) Bloomberg, Thomson Reuters

風險情境 (2)

3. 美國經濟復甦

- 2020年11月美國總統大選前，透過擴張性的政策支撐美國經濟，逐漸減速的美國經濟再次復甦。
- 對於聯準會重啟升息的期待升溫，美元隨美國利率上揚而走強。

美國當局對推出財政政策相關的發言



美國總統川普

- 聯準會降息，利息負擔將降低，因而能夠大幅延長借款期限。



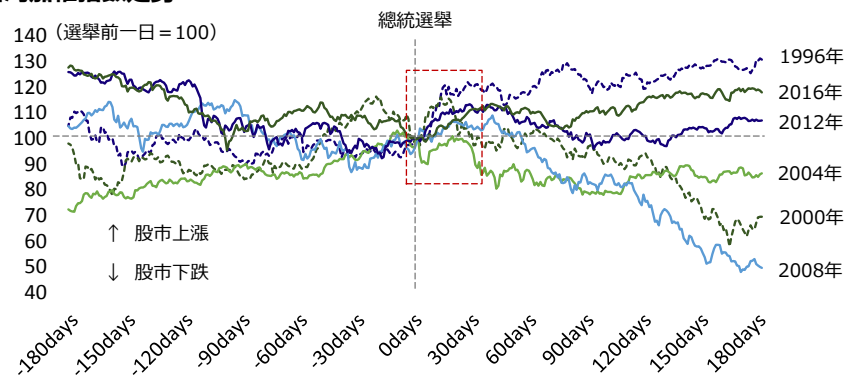
美國財長梅努欽

- 目前正認真考慮於2020年發行50年期國債，若發行成功將檢討發行100年期債券的可能性，正在尋求新的方式來為迅速增長的債務籌集資金。
- 中國與德國經濟成長的鈍化可能比預期更加長期化與深刻化，應該避免過度依賴貨幣政策，強調擴張性的財政政策對於支撐景氣的重要性。

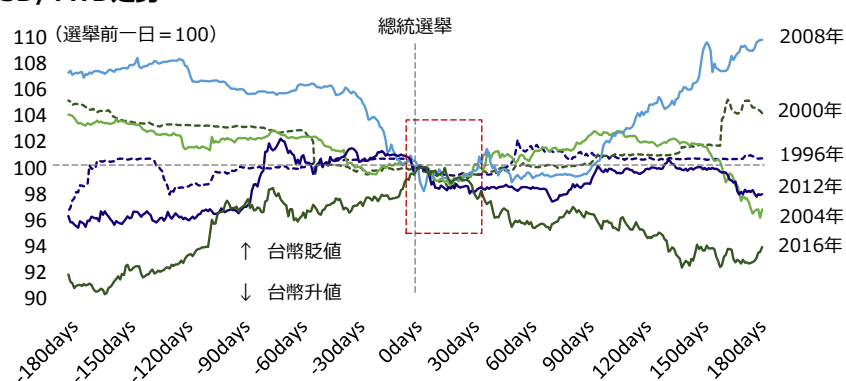
4. 台灣總統選舉後，台中關係惡化

- 雖自1996年總統直選以來，股市與台幣在投票日後皆有上漲的傾向，但中國提高對台灣施加政治壓力令台灣經濟成長鈍化，使股市與台幣走弱。

台灣加權指數走勢



USD/TWD走勢



(Source) Thomson Reuters

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。