

# 近期外匯市場動向

2023年1月

瑞穗銀行 東亞資金部台北室

Private and confidential

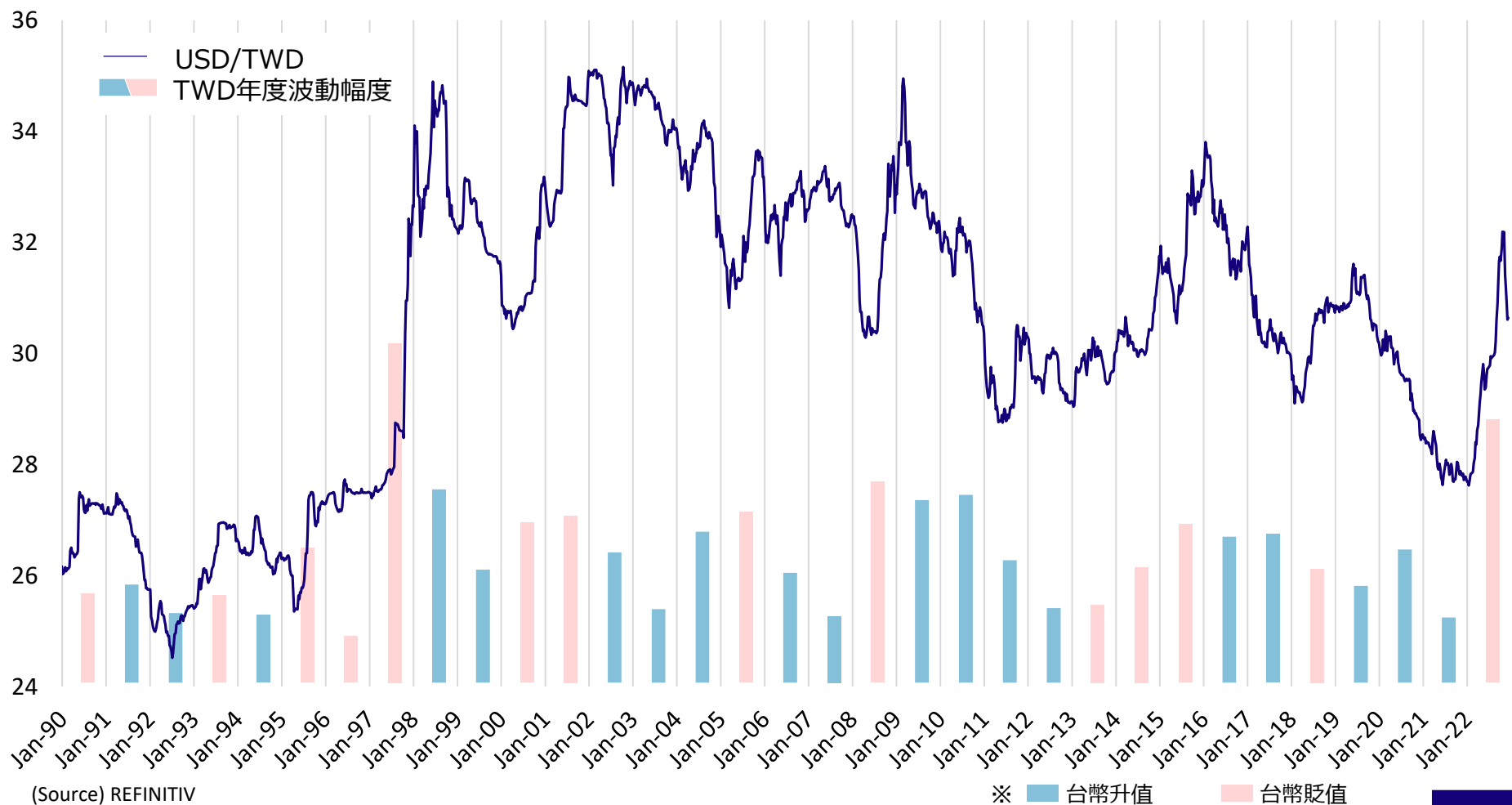
MIZUHO

# 1. 台幣匯市

# 回顧2022年的台幣匯市－1997年以來最大的波動幅度

- 2022年初台幣升至1997年以來的新高
- 另一方面，台幣匯價波動幅度達4.83，為1997年亞洲金融危機以來的最大幅度

## 【USD/TWD走勢】

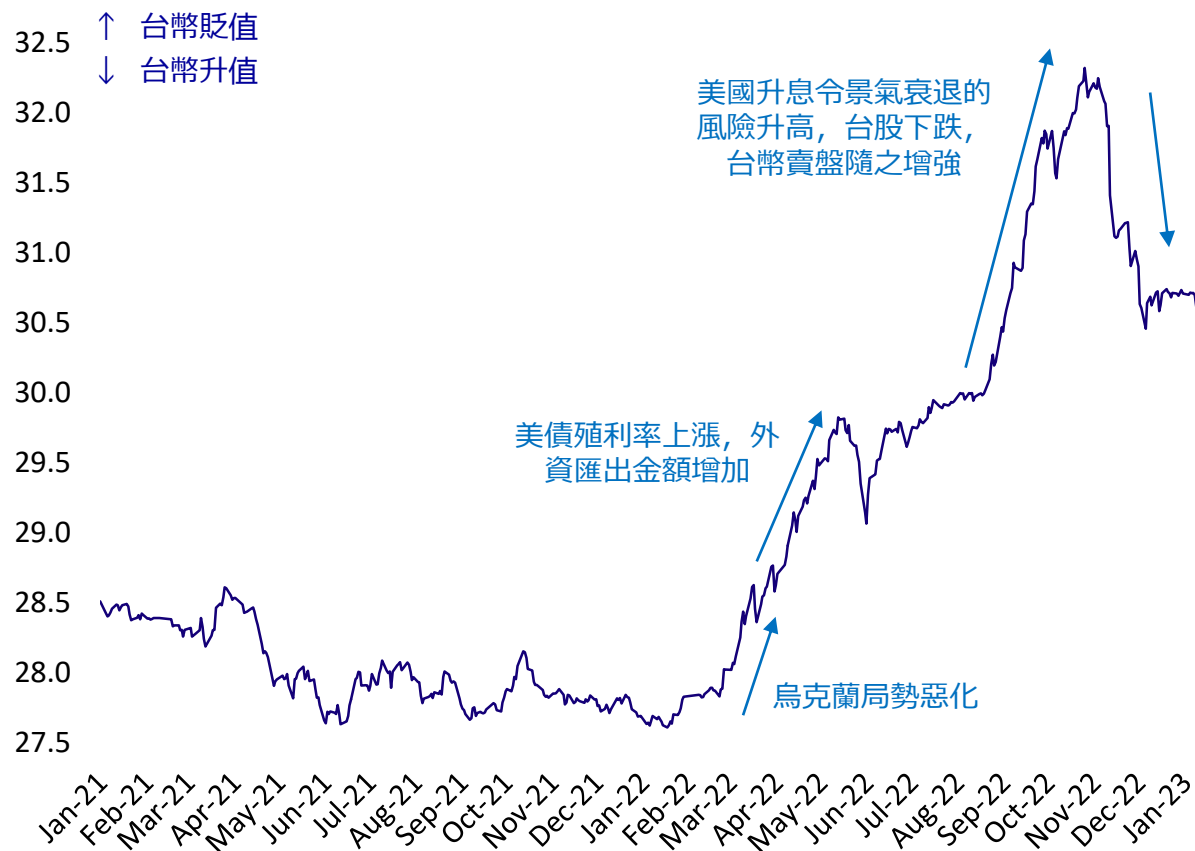


(Source) REFINITIV

# 回顧2022年的台幣匯市

- 3月開始，受到烏克蘭局勢及美國升息的影響，台幣賣盤迅速增強
- 投資人對於景氣衰退的擔憂令台股走勢疲弱，台幣大幅走貶
- 然而，美國通膨見頂，利率水準已接近終點利率的預期升溫，美元全面上漲的趨勢出現了變化

## 【USD/TWD走勢】



(Source) REFINITIV

### 2022年的重點

- 美國升息
- 景氣衰退的風險
- 地緣政治風險

# 景氣衰退的風險令台股下跌，台幣隨之走貶

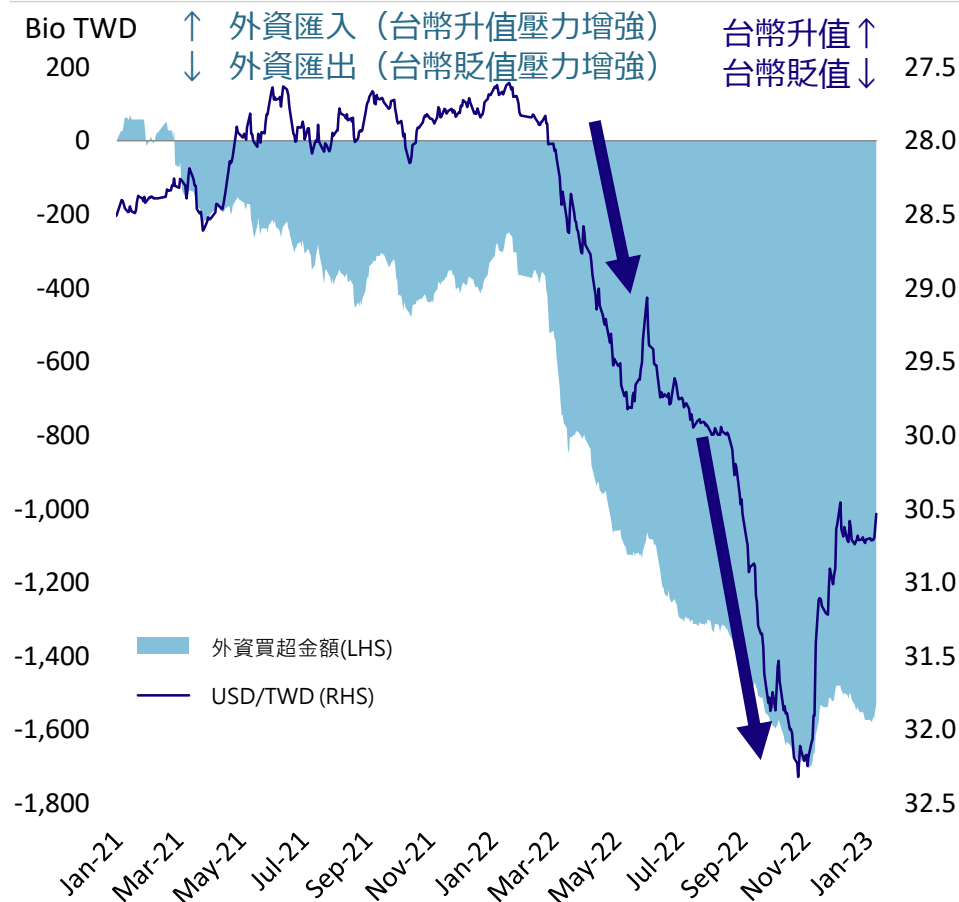
- 烏克蘭局勢令避險情緒升溫，美債殖利率上漲成為外資賣超台股的題材
- 9月開始台幣貶勢加速，出口商觀望情緒濃厚，外資動向主導市場走勢

## 【台幣與台股的走勢】



(Source) REFINITIV

## 【外資買超金額的變化趨勢】



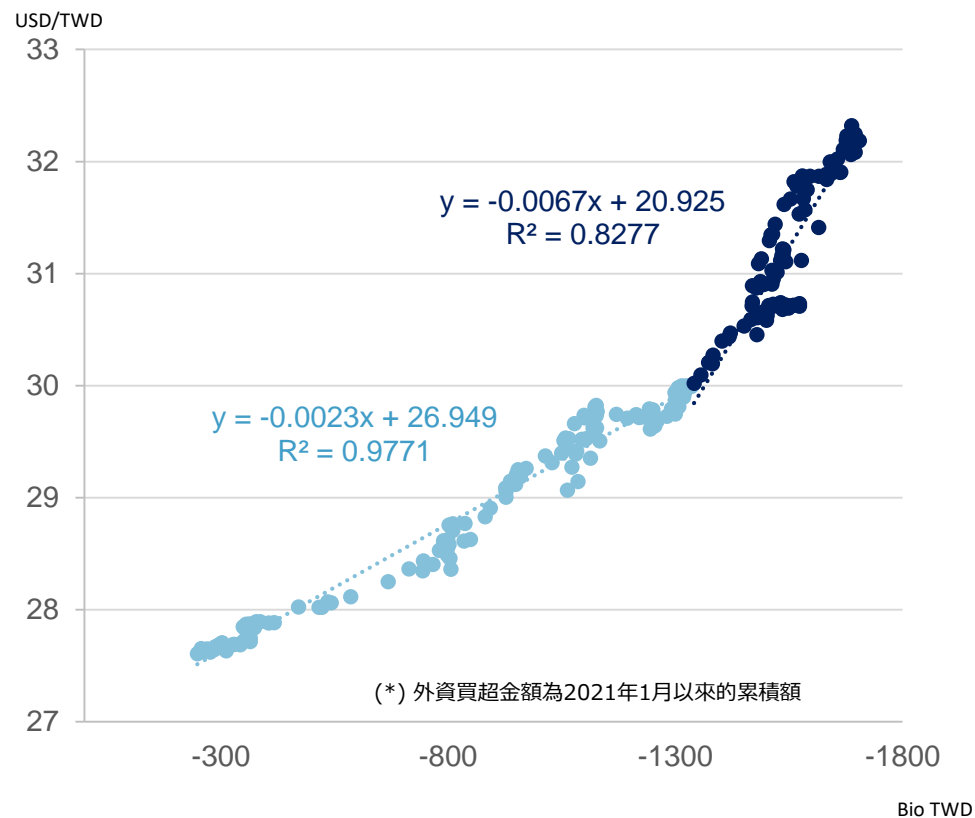
(Source) REFINITIV, Taiwan Stock Exchange

(\*) 外資買超金額為2021年1月以來的累積額

# 台幣匯價波動的主因～股市的影響大於升息～

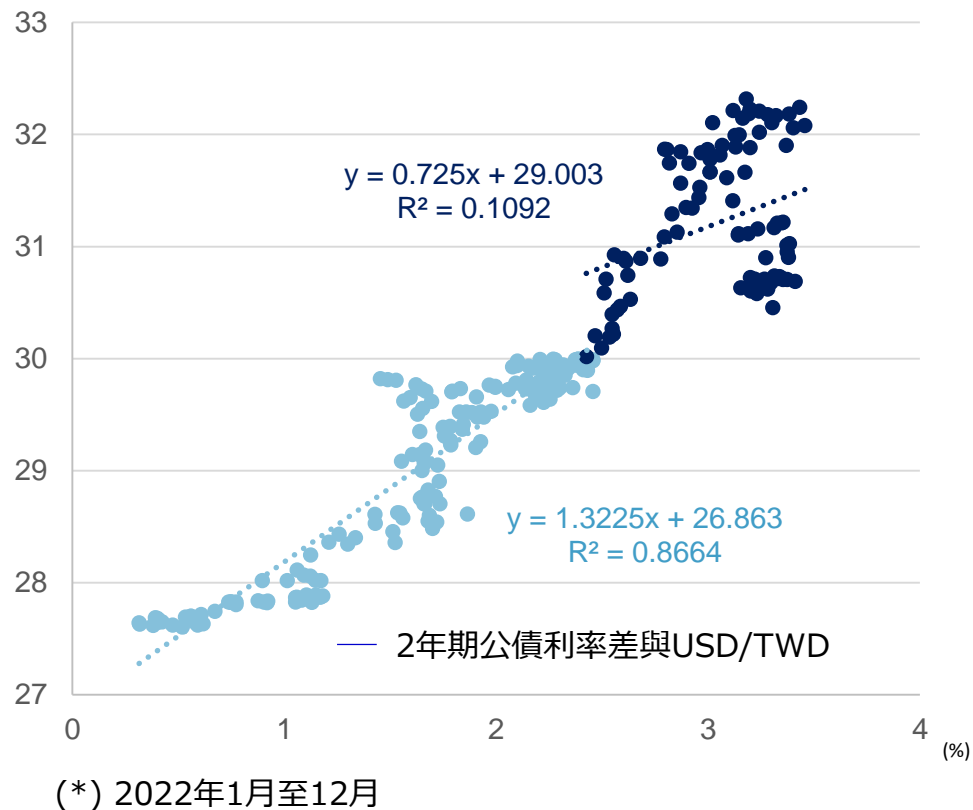
- 美債殖利率上漲，海外投資需求增加為台幣貶值的主因之一
- 台幣走勢與利率差之間存在一定的相關性，但美債殖利率上漲令市場對於景氣衰退的擔憂增強，台股遭投資人拋售，外資於台股的動向對於台幣匯價的影響更為顯著

## 【台幣與外資買超金額之間的相關性】



(Source) REFINITIV

## 【台幣與美台利差之間的相關性】

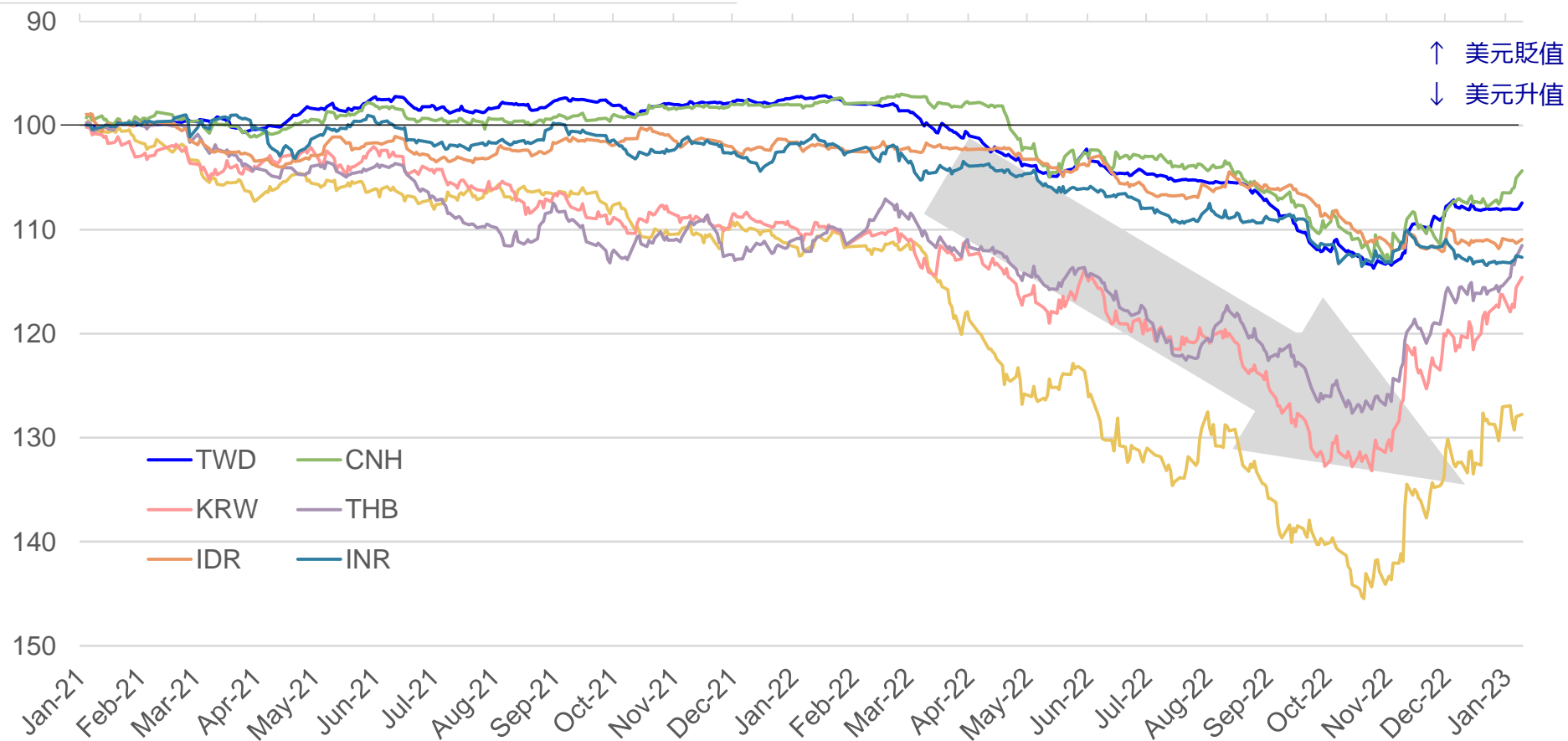


(Source) REFINITIV

# 美元全面走強～台幣以外的新興貨幣亦貶值

- 然而，並非只有台幣匯價受到影響，美國收緊貨幣政策激勵美元走強，新興市場貨幣隨之走貶
- 2022年開始台幣以外的貨幣兌美元皆呈貶值的趨勢

## 【各國貨幣的名目匯率變化趨勢】



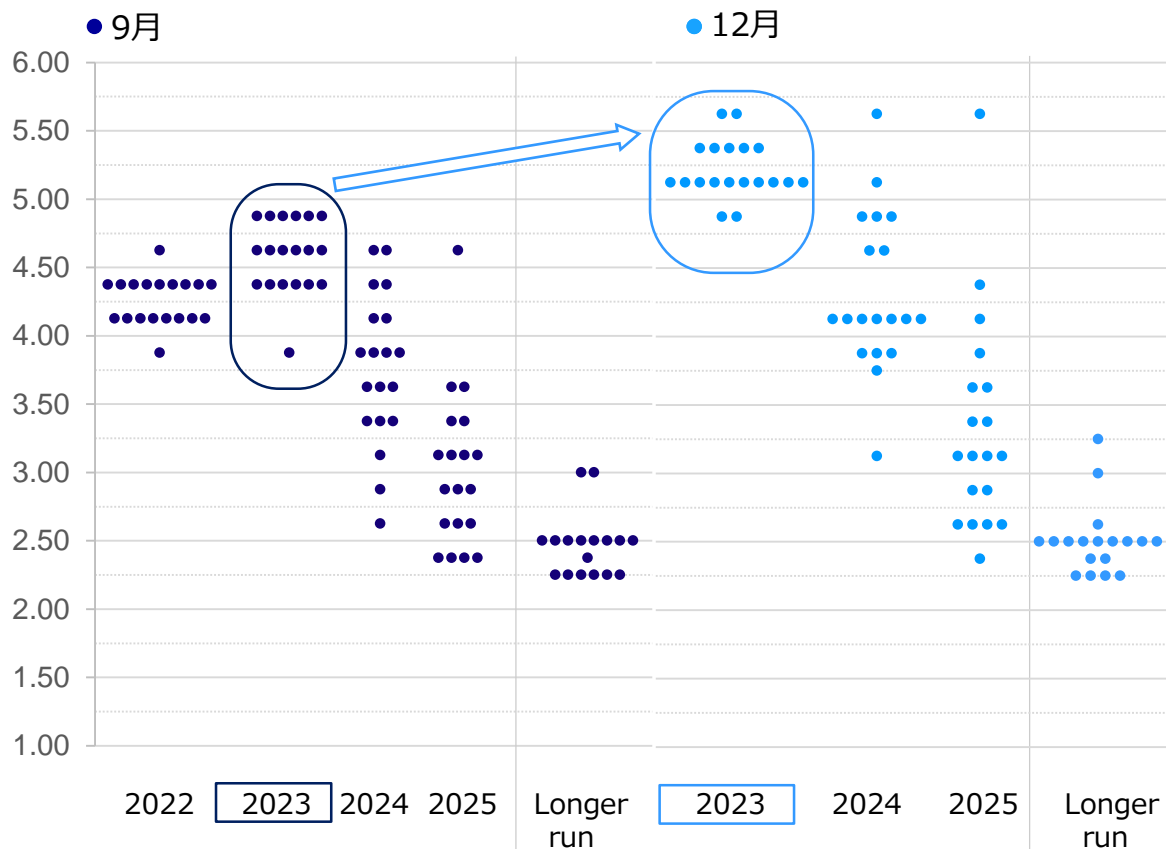
(Source) REFINITIV

(\*) 對美元的名目匯率，以2021年1月4日為100的匯率變化趨勢

# 2022年12月FOMC會議

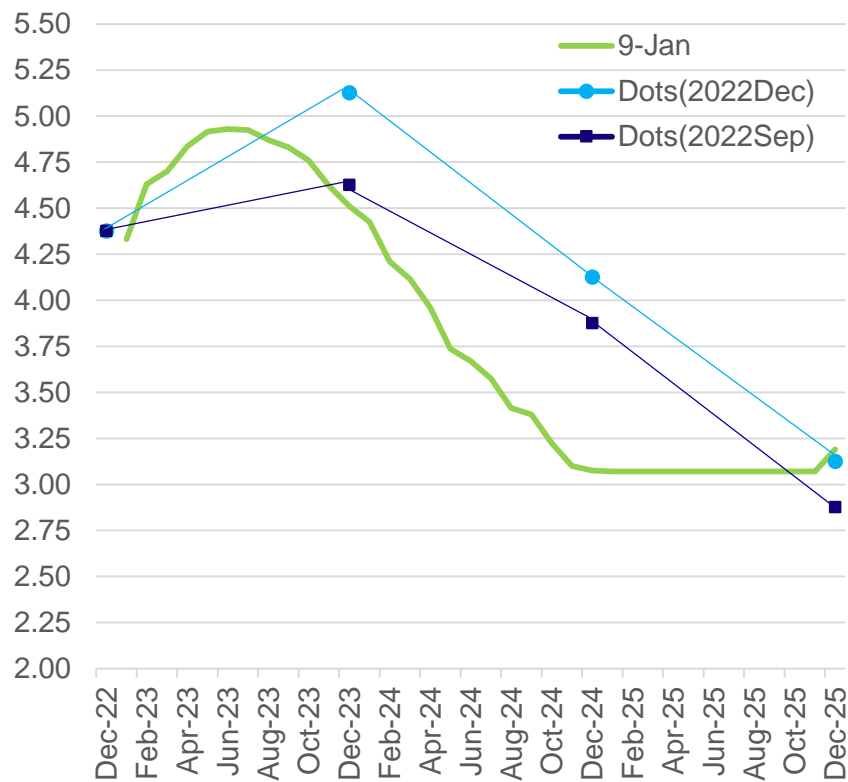
- 聯準會如市場預期升息0.5%（聯邦基金利率目標區間：4.25%~4.50%），6月以來聯準會已連續四次會議升息0.75%，12月為本次升息循環首次放慢升息步伐
- 利率點陣圖顯示官員們將2023年底的利率預測中值上修至5.125%，此結果被市場認為偏向鷹派，但2024年降息的預期並未改變

## 【利率點陣圖 (9月 vs 12月)】



(Source) Board of Governors of the Federal Reserve System  
7 | Private and confidential

## 【利率期貨市場的升息預期】



(Source) REFINITIV



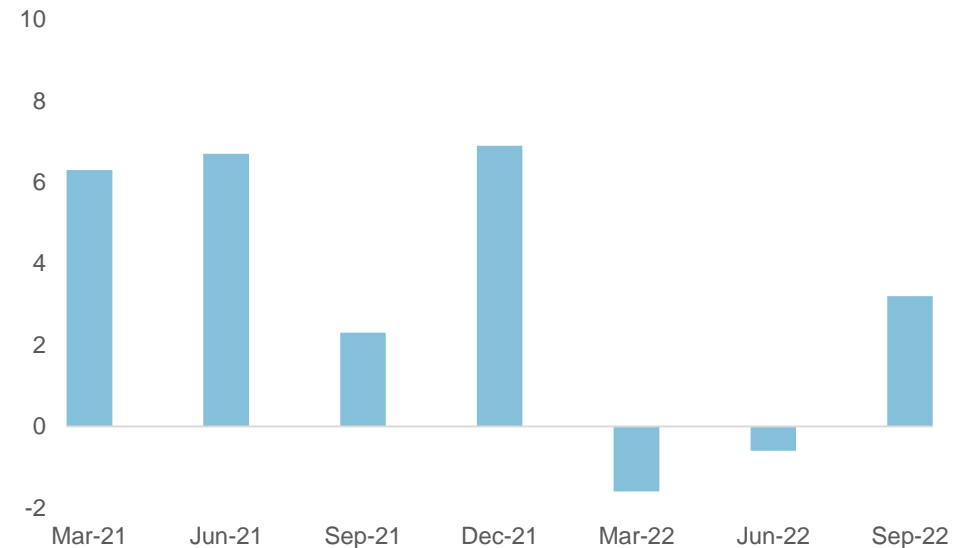
# 2022年12月FOMC會議

- 聯準會下修2023年經濟成長率預測，同時上修失業率預測
- 另一方面，聯準會預期2024年CPI將回落至2%的水準，聯準會主席鮑威爾表示並未考慮上修通膨目標，由升息轉向降息仍需一定的時間

## 【經濟預測(預測中值)】

	FOMC	2022	2023	2024	2025	Longer run
GDP	2022/12	0.5%	0.5%	1.6%	1.8%	1.8%
	2022/9	0.2%	1.2%	1.7%	1.8%	1.8%
失業率	2022/12	3.7%	4.6%	4.6%	4.5%	4.0%
	2022/9	3.8%	4.4%	4.4%	4.3%	4.0%
核心PCE	2022/12	4.8%	3.5%	2.5%	2.1%	-
	2022/9	4.5%	3.1%	2.3%	2.1%	-

## 【GDP成長率(年增率)】

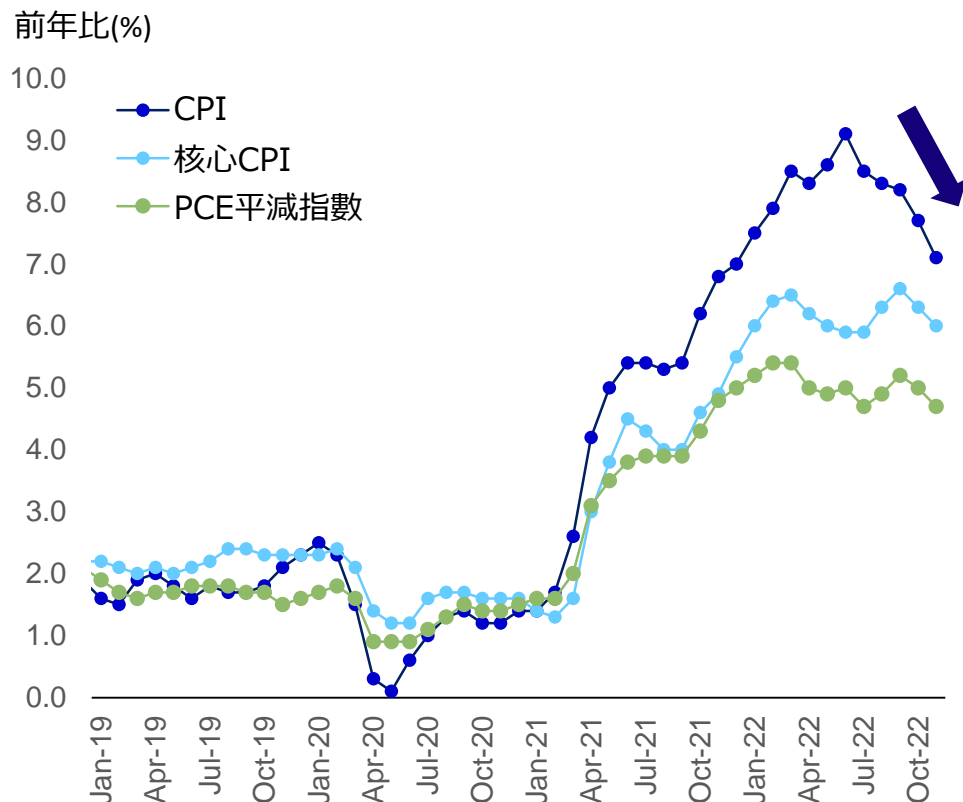


(Source) Board of Governors of the Federal Reserve System

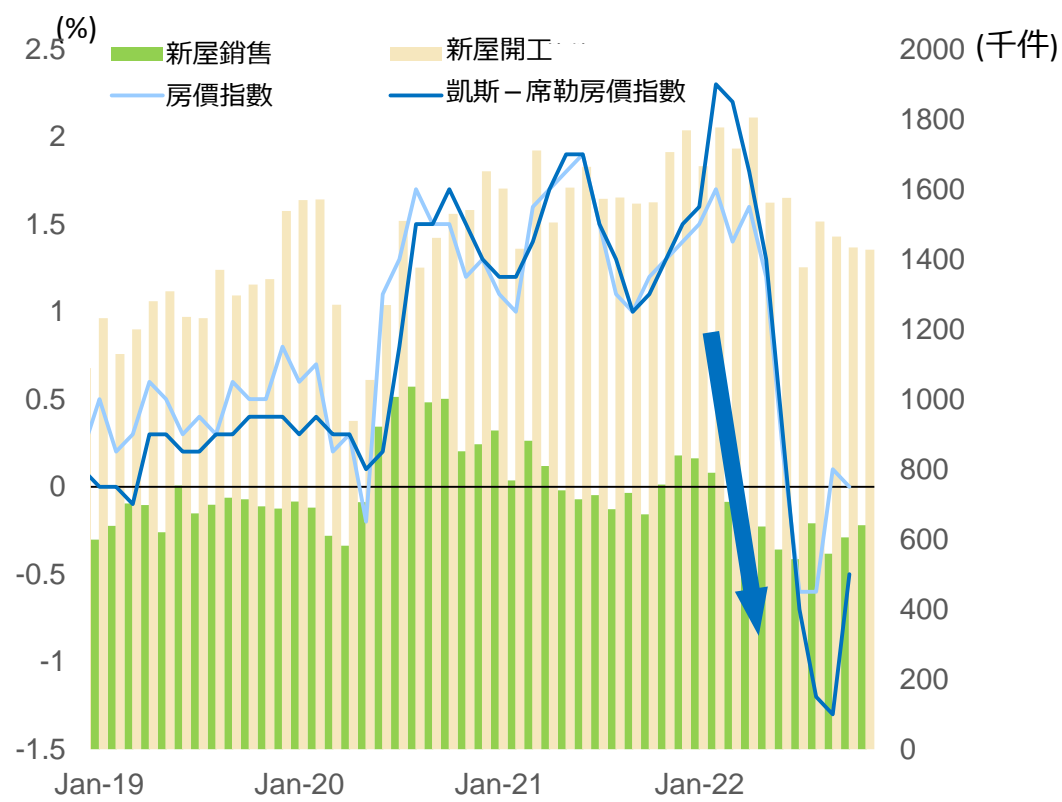
# 美國通膨出現見頂的跡象

- 通膨持續處於較高的水準，但已出現見頂的跡象
- 佔CPI達30%的自用住宅設算租金會受到房價影響。美國房貸利率上升，房價走勢疲弱

## 【物價的變化趨勢】



## 【與不動產相關的經濟數據】



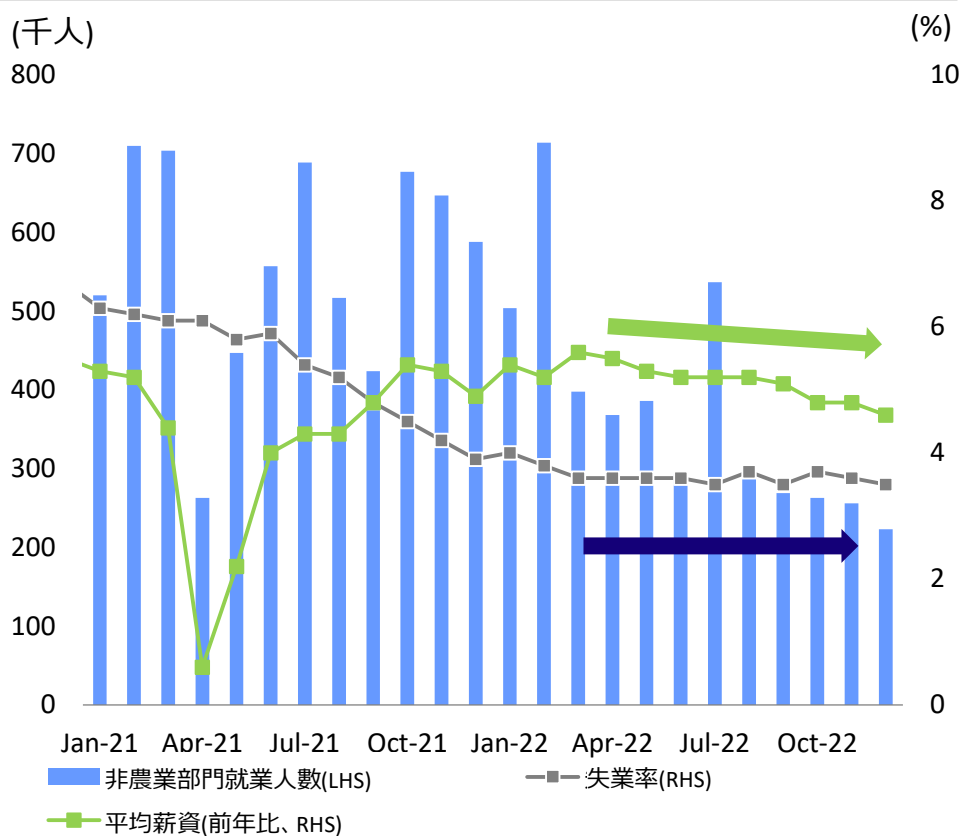
(Source) REFINITIV

(Source) REFINITIV

# CPI仍需一定的時間才能回落至目標的2%

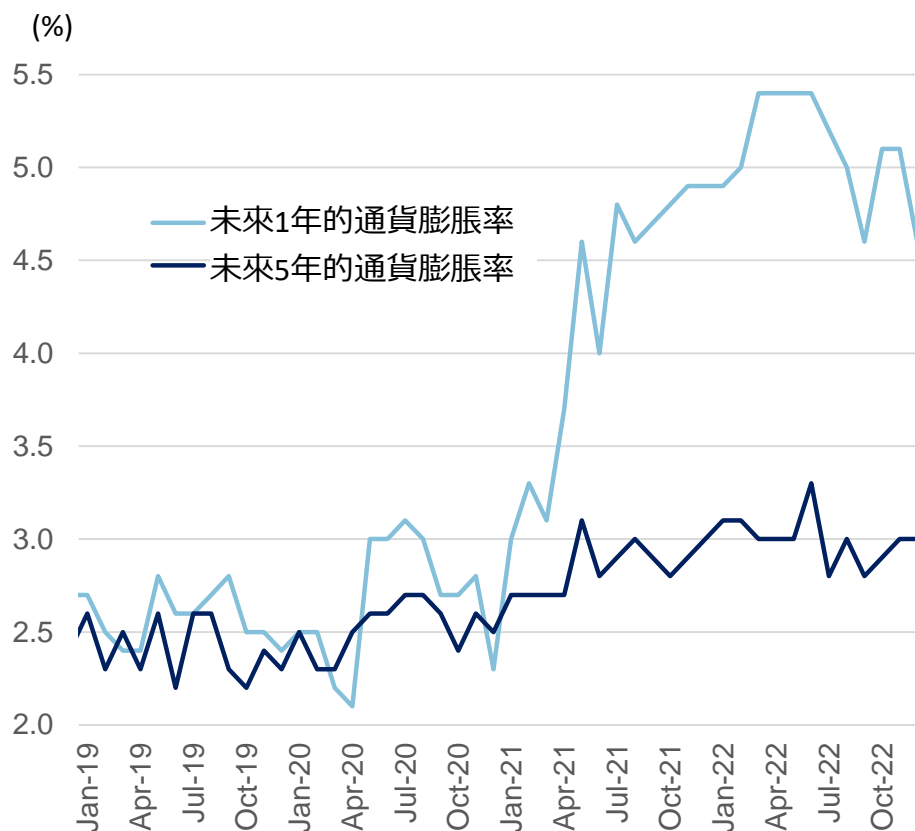
- 然而，就業市場依舊緊繃，供應鏈瓶頸緩解與原物料價格走勢放緩等因素有助於CPI回落，但距離2%的目標仍有相當大的差距
- 此外，預期通膨仍處於高點
- 另一方面，股價上漲有助於改善消費者信心，通膨恐更難以回落

## 【美國就業數據】



(Source) REFINITIV

## 【預期通膨的變化趨勢】

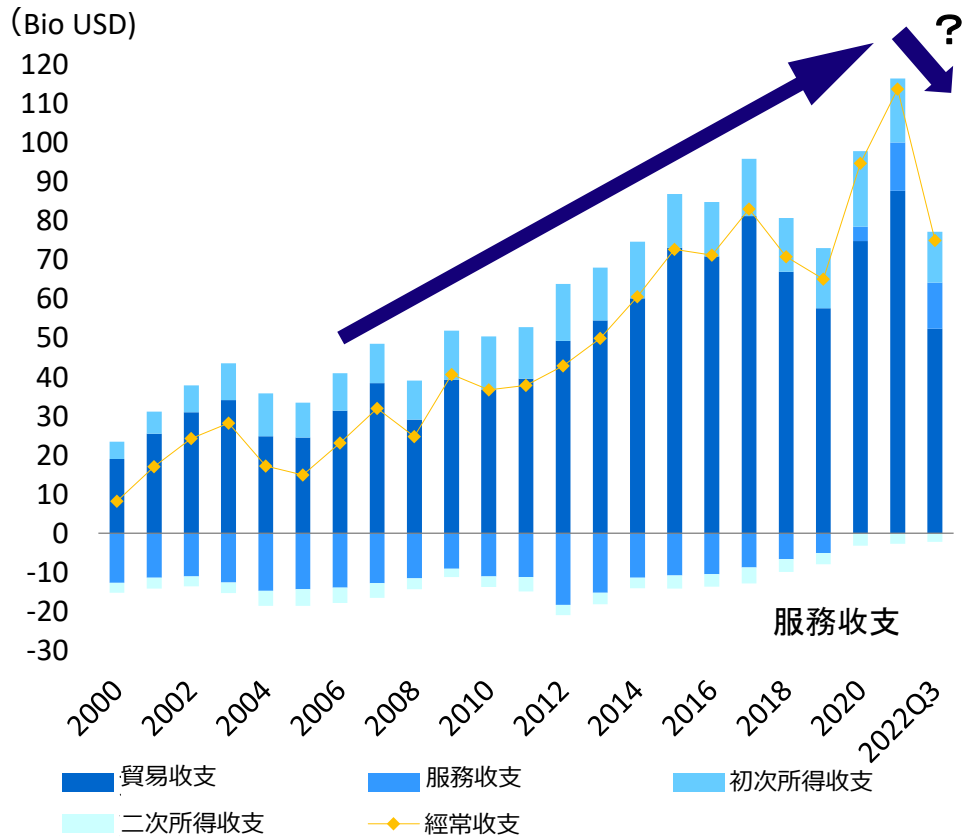


(Source) REFINITIV

# 台幣的供需環境 – 2022年台幣賣壓增強

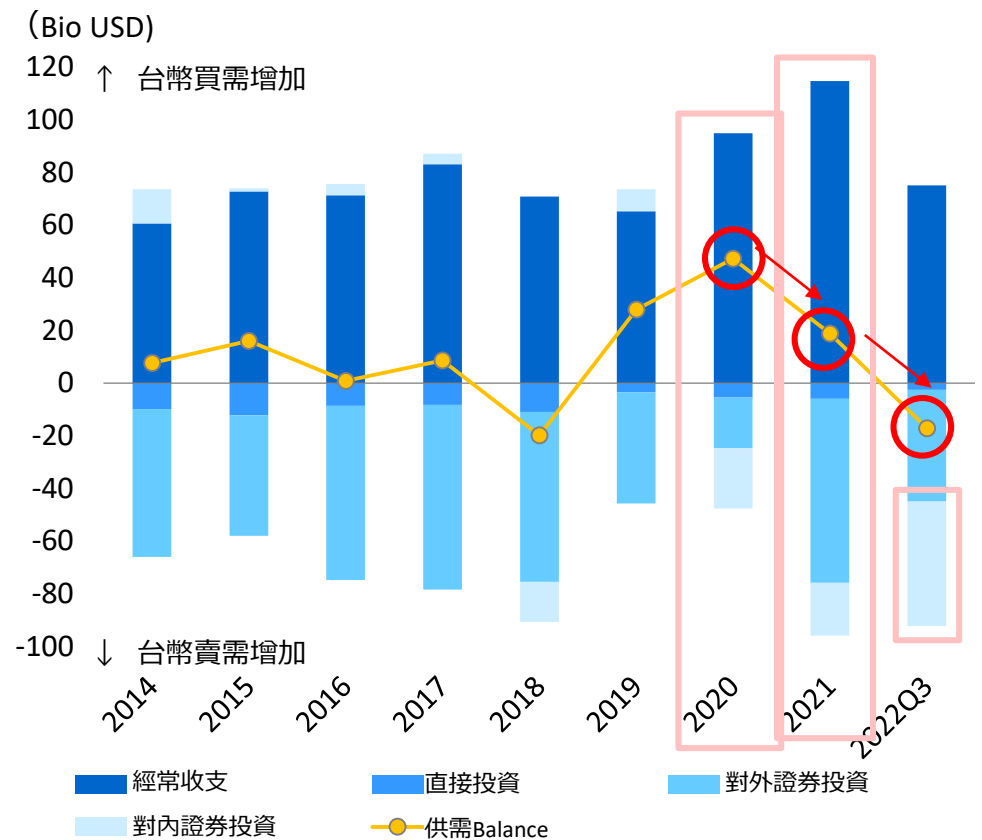
- 2021年出口表現強勁，經常帳盈餘刷新歷史紀錄。2022年上半年台灣持續錄得經常帳盈餘，但出口減少，料數據較前一年為低
- 美債殖利率上漲，對外證券投資金額擴大，對內證券投資則出現資金外流增加的現象，2022年第三季台幣的供需狀況反轉

## 【經常收支的變化趨勢】



(Source) Central Bank of the Republic of China

## 【台幣的供需】

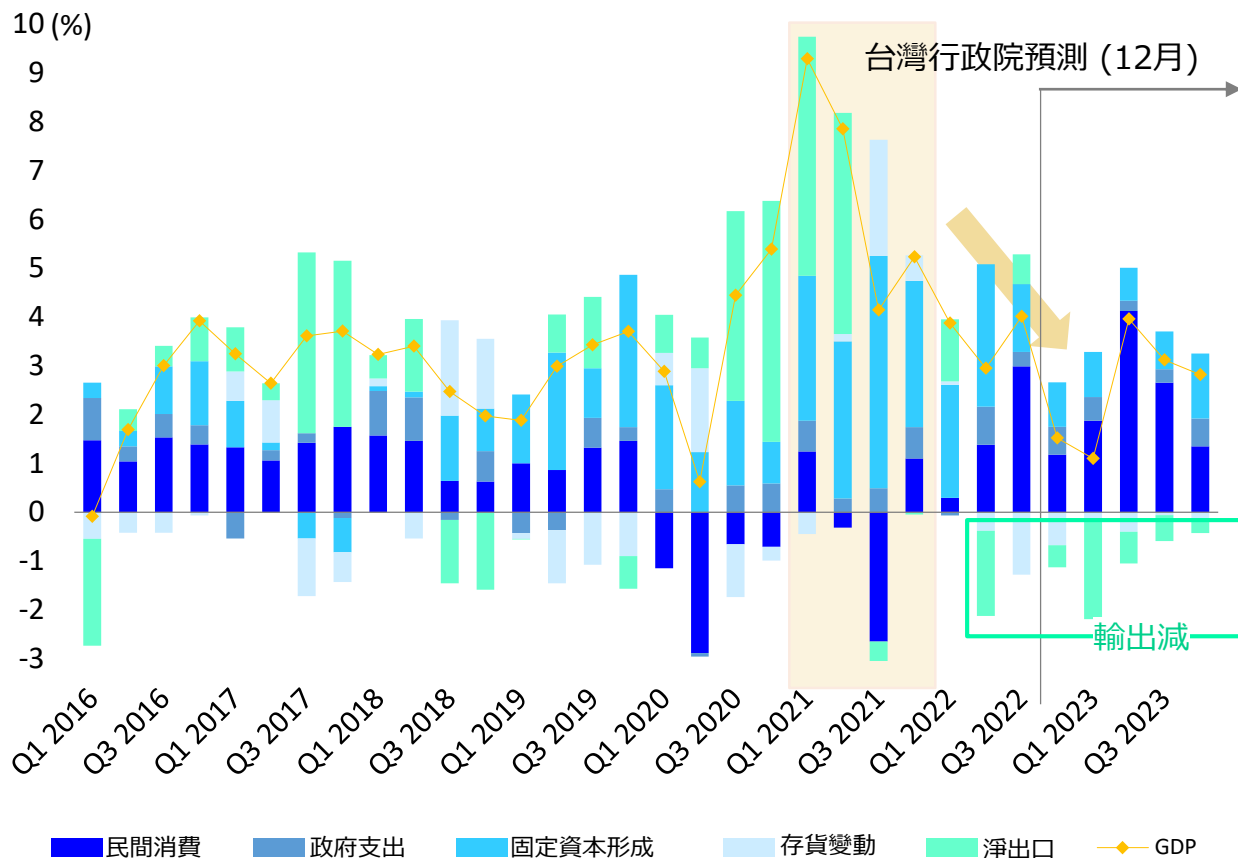


(Source) Central Bank of the Republic of China

# 出口衰退成為台灣經濟成長的阻礙

- 2022年年初台灣經濟成長率上看4%，但疫情擴大與出口減少，料全年經濟成長率將落在3%附近
- 預期2023年民間消費持堅，但全球需求減少，出口表現受挫，預期經濟成長隨之放緩

## 【GDP的變化趨勢(年增率)】



## 【各機構對於GDP成長率的預測】

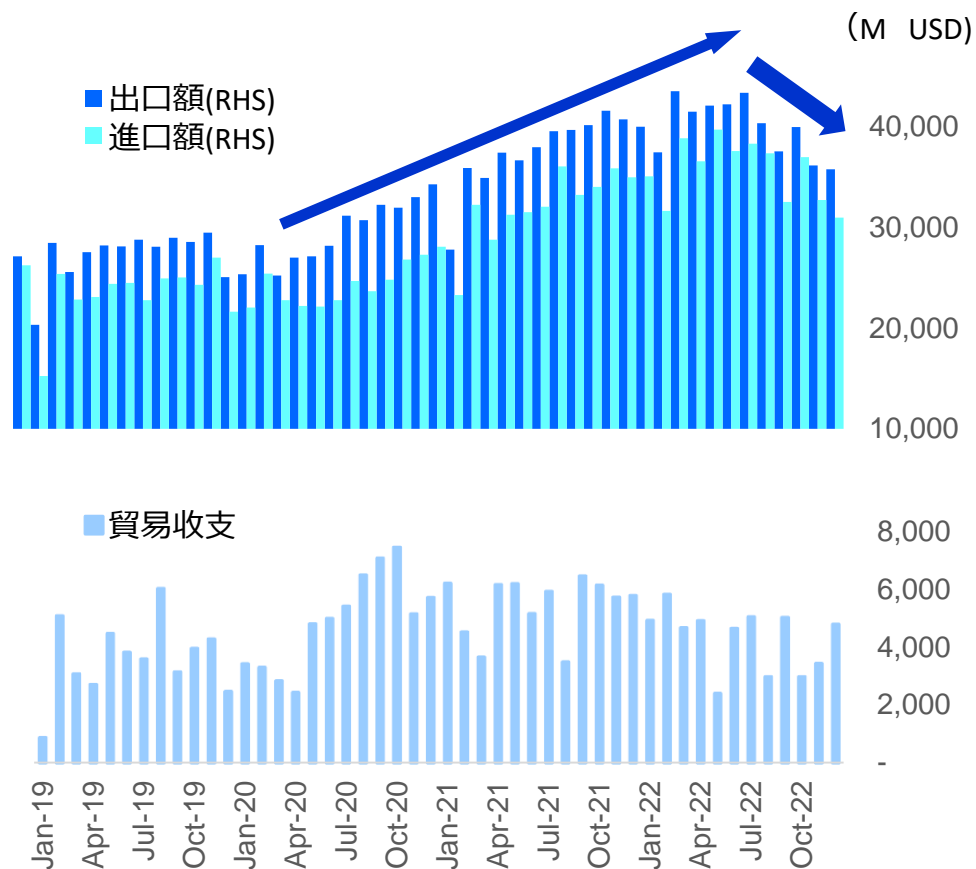
機構	2022年	2023年
行政院	3.06%	2.75%
中央銀行	2.91%	2.53%
IMF	3.31%	2.84%

(Source) Ministry of Finance of the Republic of China、CBC、REFINITIV

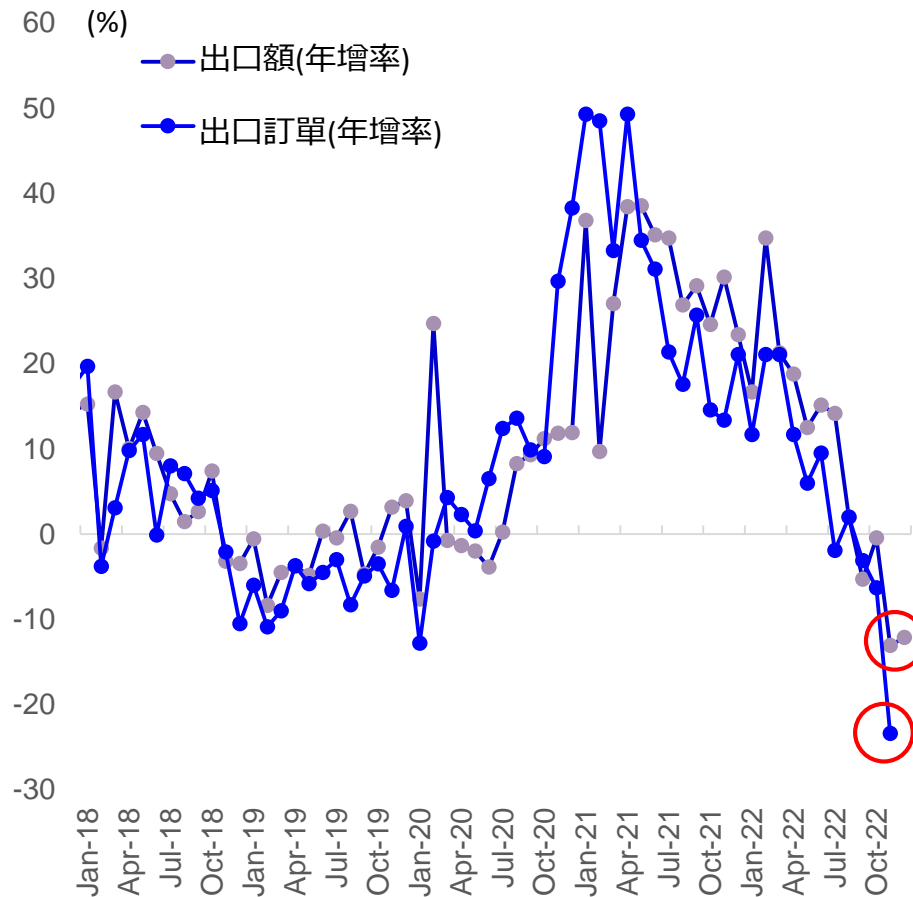
# 貿易動向－出口持續惡化①

- 出口額於2022年創下單月歷史新高，2022年下半年則出現衰退的趨勢
- 出口訂單為兩年以來首見負成長，且已連續數月為負值，其變化趨勢為往後的觀察重點

## 【進出口額的變化趨勢】



## 【出口/出口訂單(年增率)的變化趨勢】



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

# 貿易動向－景氣衰退中的中國為台灣的主要出口市場②

- 2022年出口額與2021年相比為正成長，但觀察出口細項可以發現作為台灣最大出口市場的中國為負成長
- 對中出口自2022年下半年開始年增率皆呈現衰退的狀況，目前每個地區與商品皆為負成長

## 【2022年出口細項】

(M USD)	出口額	(年增率)
電子零件	200,136	+16.4%
IT·通訊產品	64,728	+5.6%
金屬製品	36,877	+0.2%
機械	26,062	▲12.7%
塑膠製品	28,577	+2.7%
化學品	23,430	+0.1%
礦產	16,645	+14.1%
總額	479,522	+7.4%

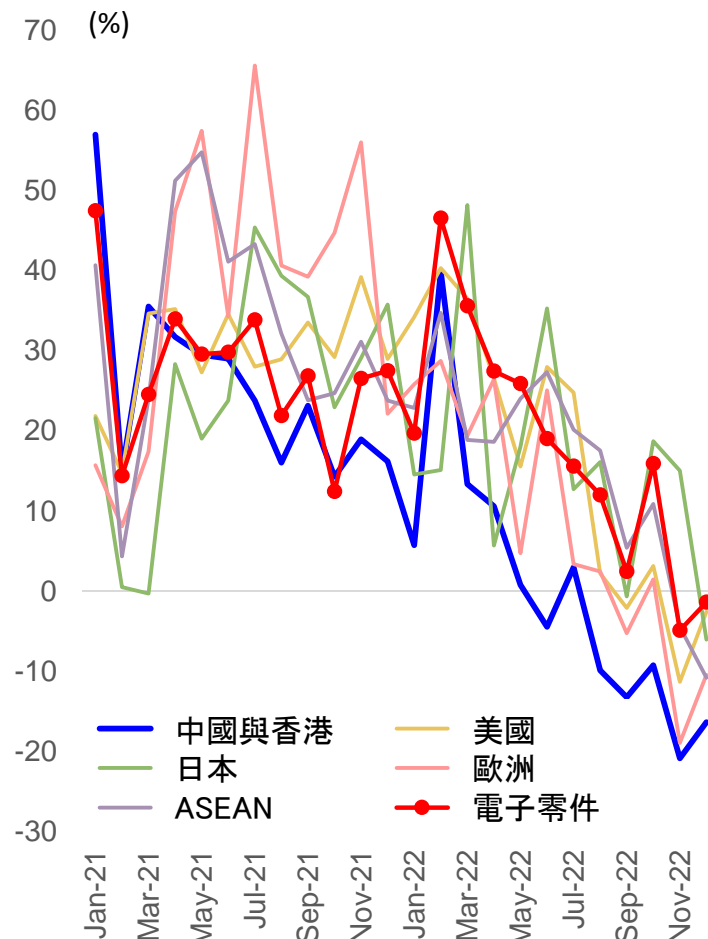
(M USD)	出口額	(年增率)
中國·香港	185,915	▲1.6%
ASEAN	80,619	+14.8%
美國	75,064	+14.3%
歐洲	41,110	+6.8%
日本	33,618	+15.1%
總額	479,522	+7.4%

## 【12月出口細項】

(M USD)	出口額	(年增率)
電子零件	16,036	▲1.4%
IT·通訊產品	5,191	▲10.7%
金屬製品	2,428	▲22.0%
機械	1,679	▲33.8%
塑膠製品	2,240	▲9.4%
化學品	1,492	▲28.4%
礦產	1,167	▲11.6%
總額	35,750	▲12.1%

(M USD)	出口額	(年增率)
中國·香港	14,280	▲16.4%
ASEAN	5,729	▲10.8%
美國	5,674	▲2.6%
歐洲	3,158	▲10.5%
日本	2,587	▲6.1%
總額	35,750	▲12.1%

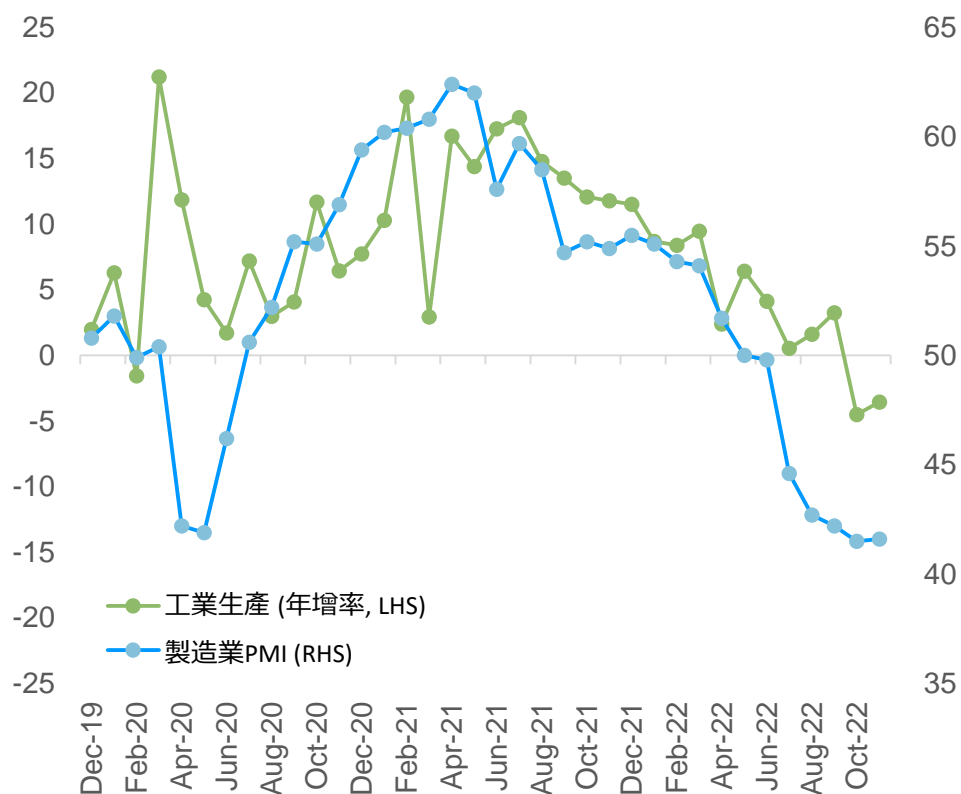
## 【出口細項年增率的變化趨勢】



# 製造業活動放緩使整體經濟展望惡化

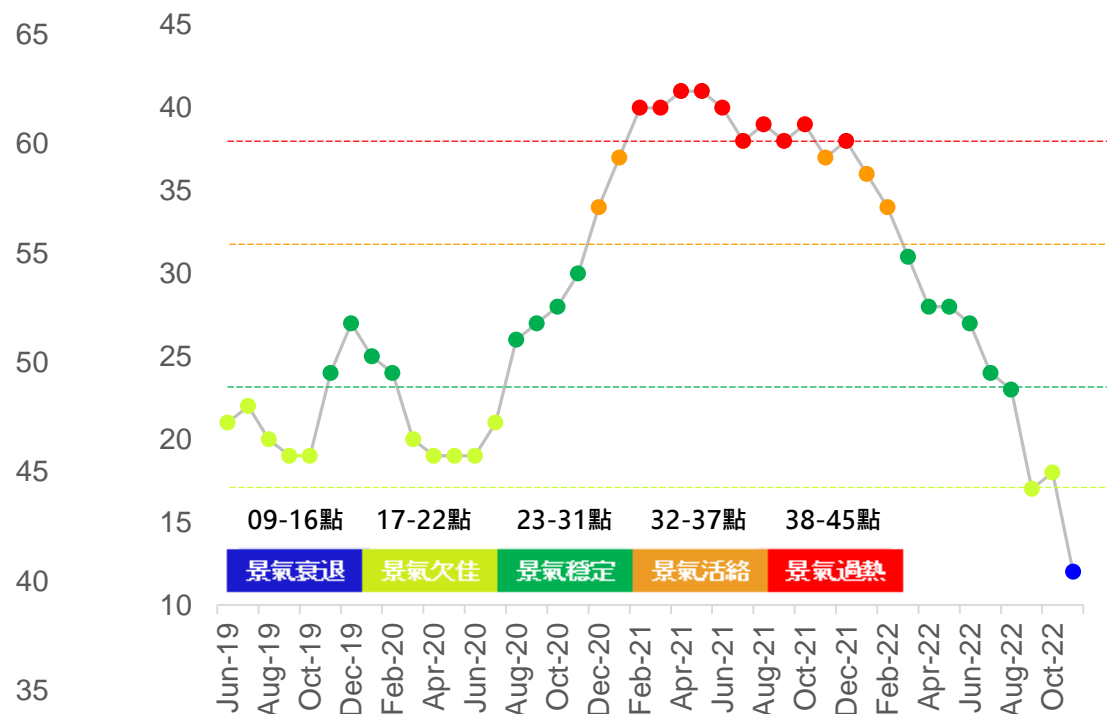
- 製造業PMI與工業生產皆跌破景氣榮枯分水嶺的50及0
- 景氣對策信號燈亦顯示台灣經濟成長已步入景氣衰退的藍燈階段

## 【製造業PMI、工業生產的變化趨勢】



(Source) EIKON

## 【景氣對策信號燈】



※綜合「貨幣總計數M1B變動率」、「股價指數」、「工業生產指數」、「非農業部門就業人數」、「海關進出口值」、「機械及電機設備進口值」、「製造業銷售量指數」、「批發、零售及餐飲業營業額」、「製造業營業氣候測驗點」等指標後可得到景氣對策信號，燈號可用於推測景氣走向

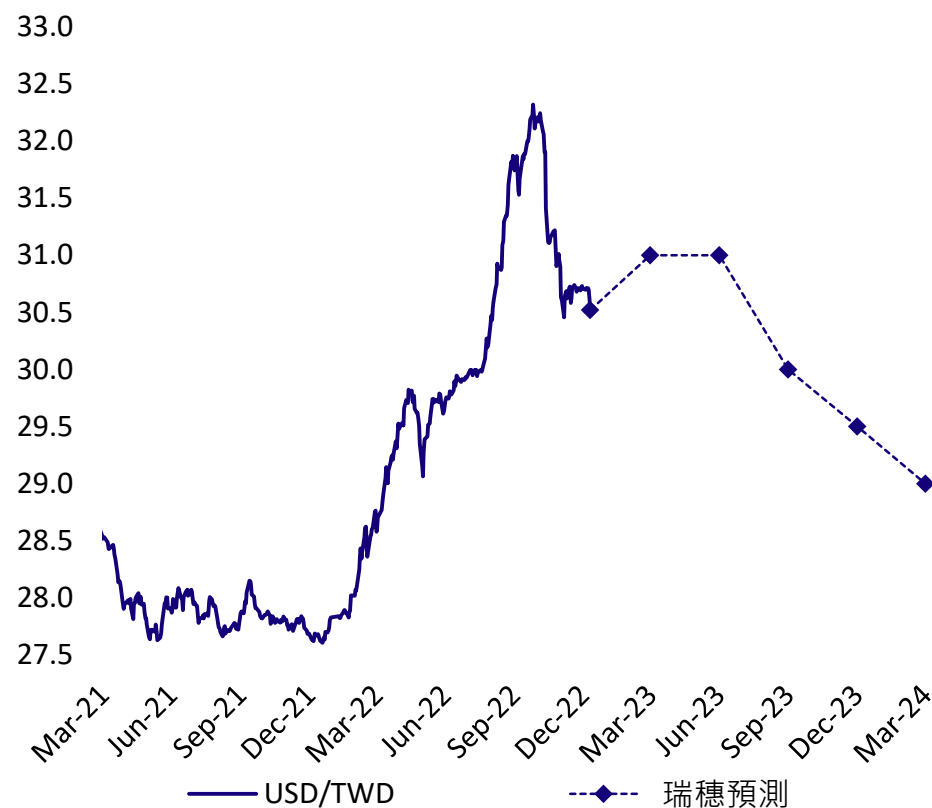
(Source) National Development Council



# 台幣匯市 – USD/TWD預測

	2023年 1-3月	2023年 4-6月	2023年 7-9月	2023年 10-12月	2024年 1-3月
USD/TWD	29.80~31.80 (31.00)	29.50~32.00 (31.00)	29.20~31.50 (30.00)	28.80~30.80 (29.50)	28.00~30.50 (29.00)

- 景氣衰退的影響開始浮現。出口減少，台幣升值壓力減弱，料USD/TWD持續底部持堅。
- 預期2023年下半年意識美國降息為市場關注的焦點，風險意願改善將激勵台股與台幣上漲。



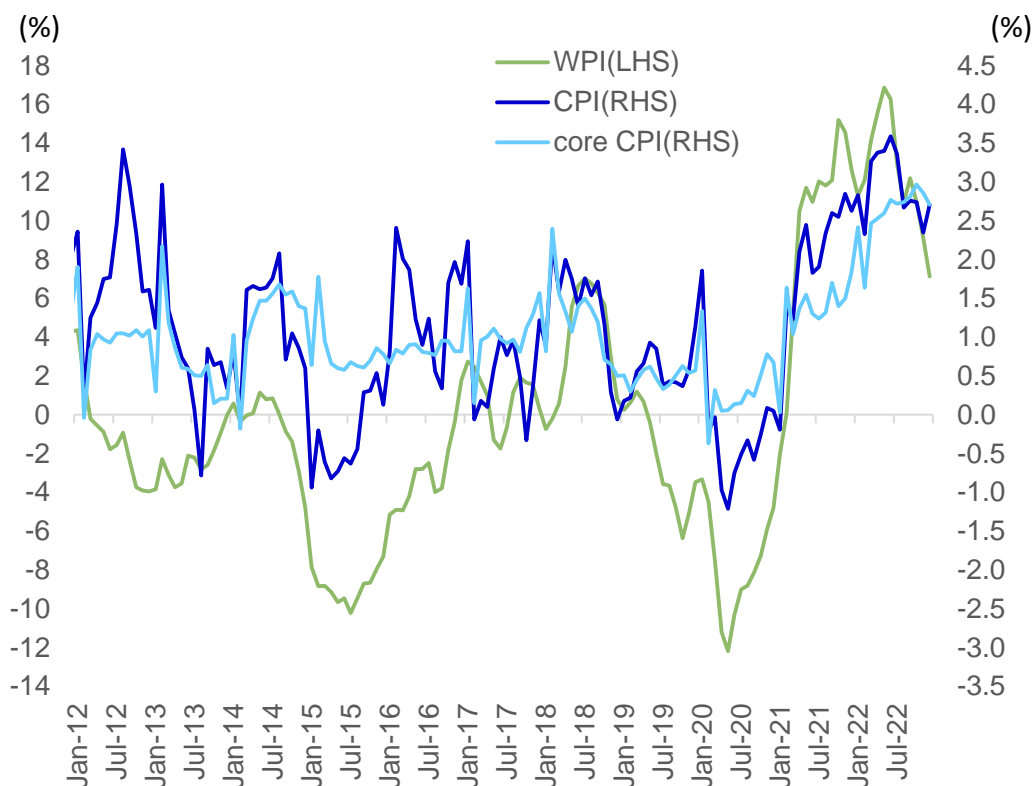
(Source) REFINITIV, Bloomberg

## 2. 台幣利率

# 與其他國家相比，物價相對穩定

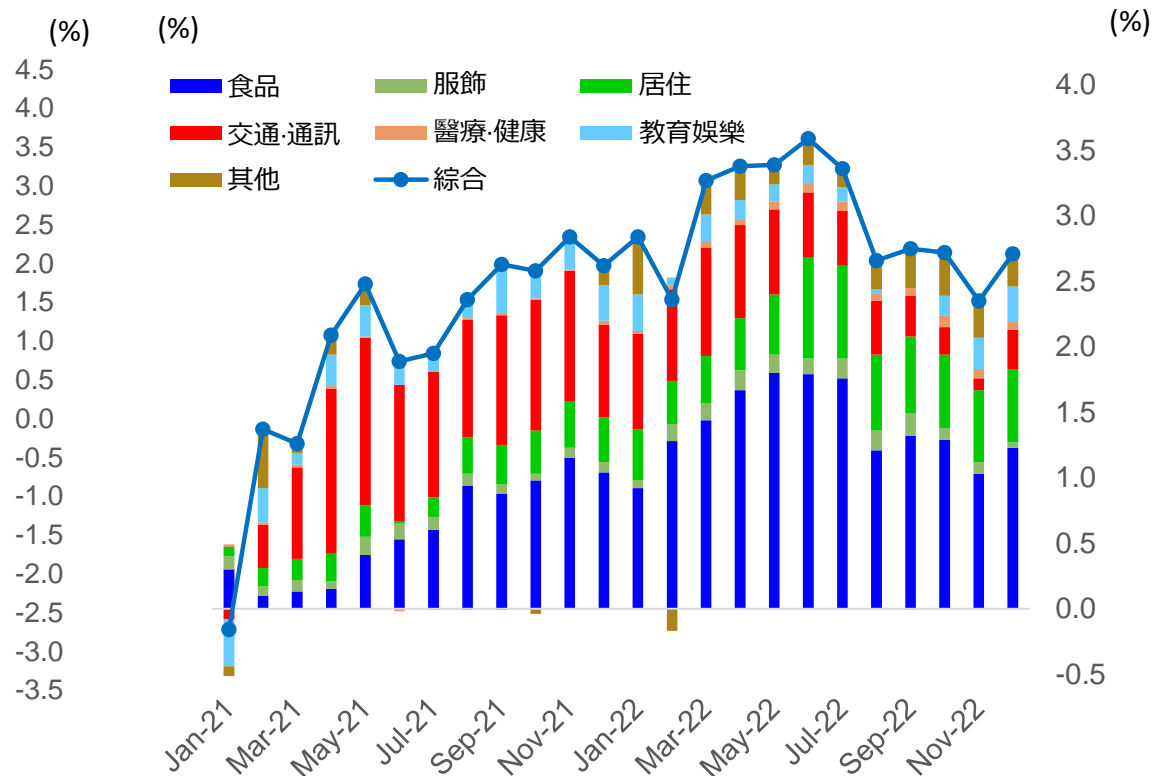
- 2022年全年CPI為2.95%。目前年增率仍在2%水準徘徊，但躉售物價指數（WPI）年增率仍處於較高的水準，應密切關注該數據的動向
- 觀察CPI細項可以發現水果·蔬菜價格已回穩，食品價格增長放緩使CPI下跌。然而，核心CPI仍持續上升，應密切關注

## 【物價的變化趨勢(年增率)】



(Source) REFINITIV

## 【物價的變化趨勢(年增率/細項)】



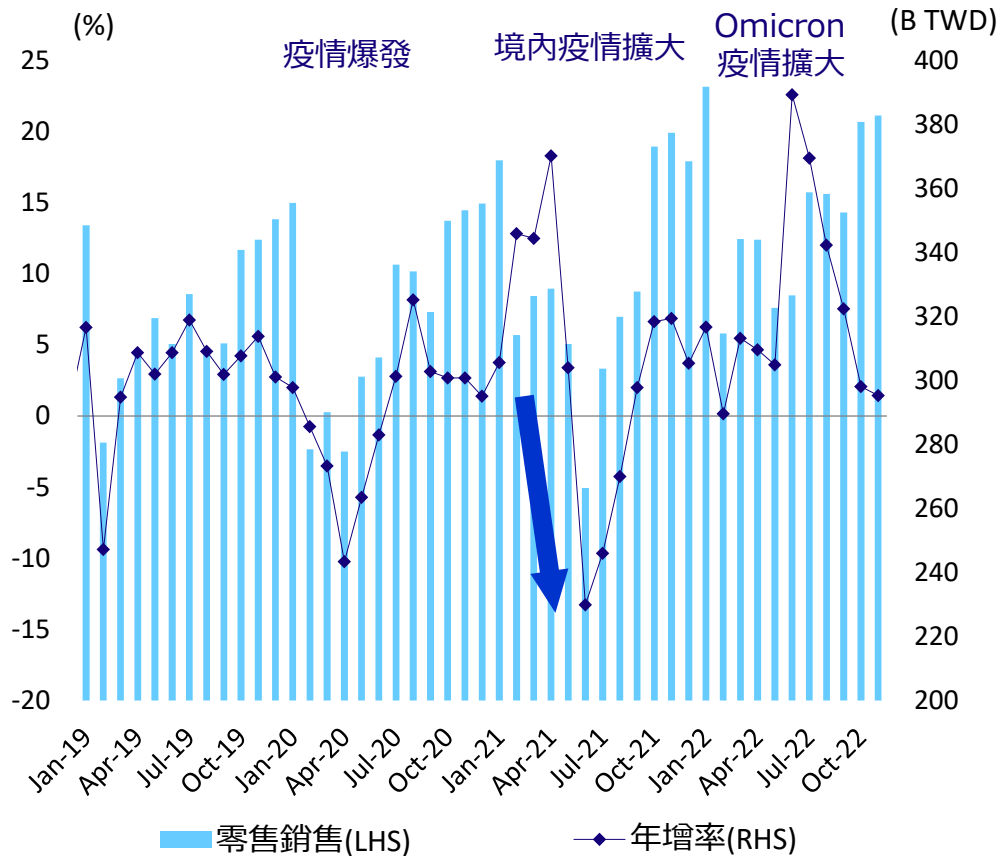
(Source) REFINITIV, Notional Statistics, R.O.C. (TAIWAN)

# 個人消費支出持堅

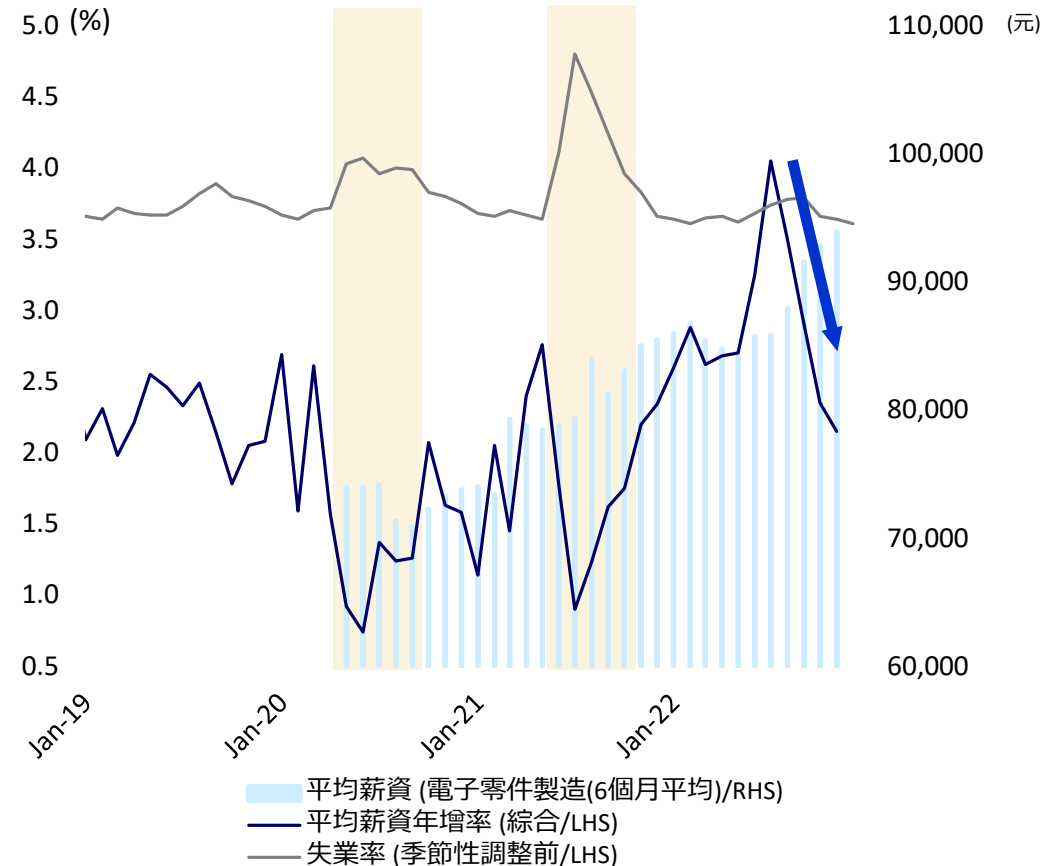
## ■ 零售銷售持堅

■ 就業市場方面，失業率持穩於3%後半。平均薪資則上升至2%水準

### 【零售銷售(年增率)的變化趨勢】



### 【失業率與平均薪資(年增率)的變化趨勢】

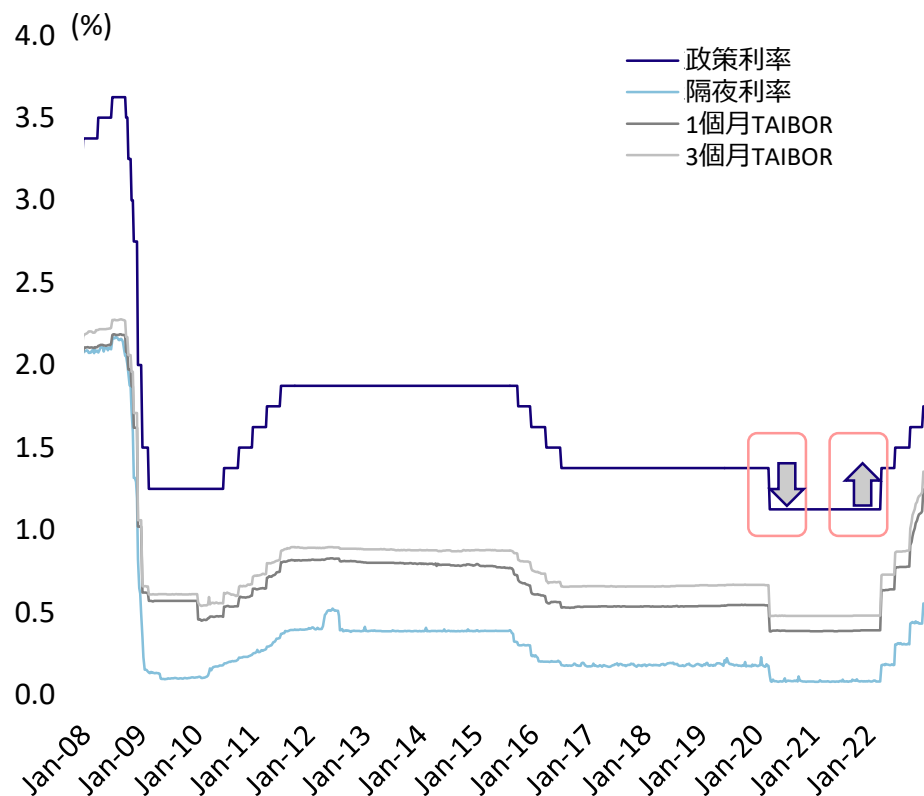


(Source) Ministry of Economic Affairs of the Republic of China, National Statistics of the Republic of China

# 金融政策 (2022年12月)

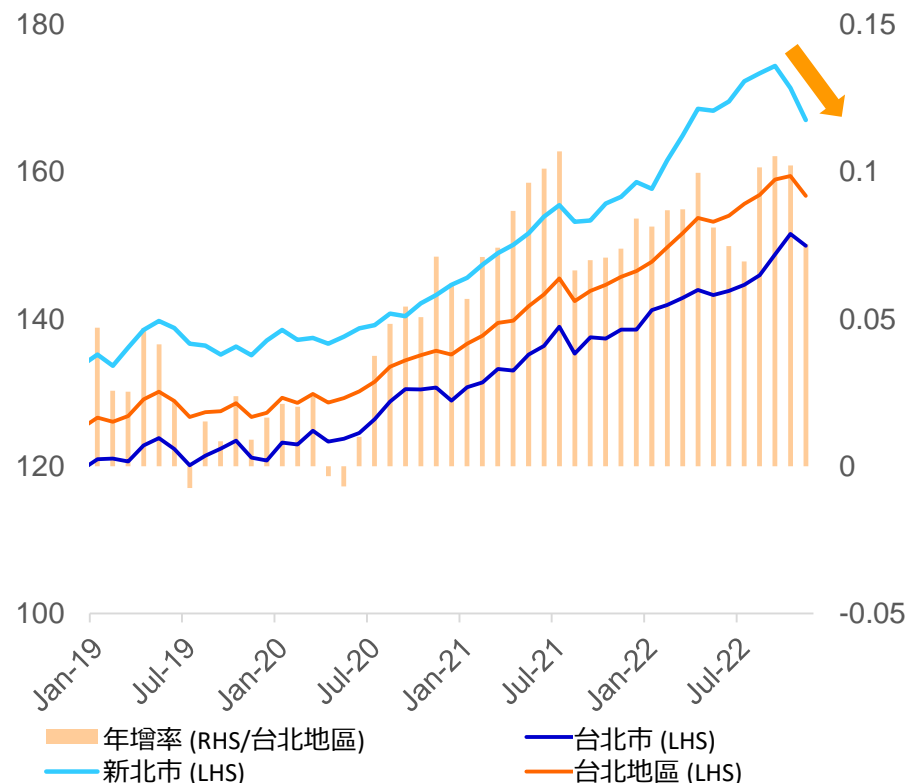
- 連續四次會議升息，台灣央行於本次會議升息0.125% (1.625%→1.75%)
- 台灣央行自6月開始連續兩次會議調高存款準備率，本次會議則是決定維持該準備率不變
- 台灣央行仍相當關注銀行不動產貸款的放款狀況，將持續觀察政策效果並進行修正與調整

## 【政策利率與短期利率的變化趨勢】



(Source) REFINITIV

## 【信義房價指數(台北、新北)的變化趨勢】



(Source) 信義房屋

# 2023年經濟成長放緩，料通膨增速下降

- 台灣央行總裁楊金龍曾於記者會中表示，未來的貨幣政策將取決於通膨數據，**CPI若回落至2%水準，可能考慮停止升息**。然而，關於台灣貨幣政策走向，仍有許多不確定性存在。
- 2023年全球經濟成長受阻，衰退風險升溫。全球景氣展望對於台灣的出口與投資造成負面的衝擊，料台灣經濟成長將隨之放緩

## 【經濟成長預測(及貢獻度)】

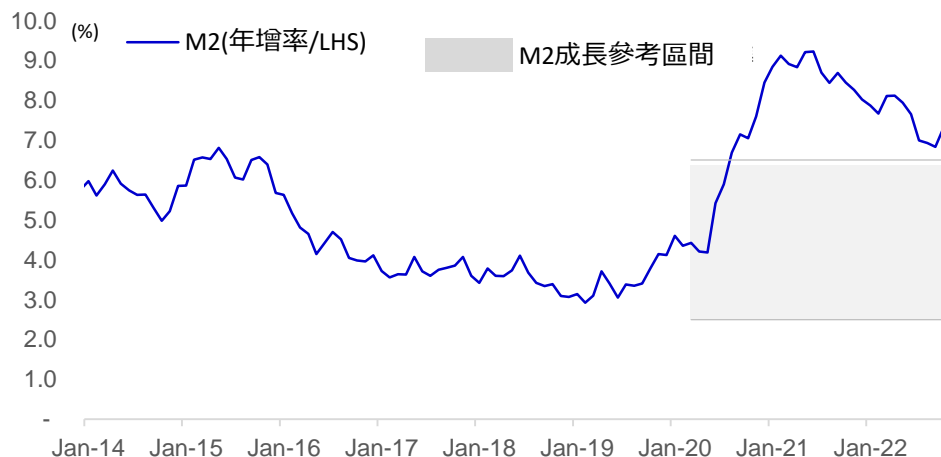
金融政策會議	2022/12	2022/9
2022年 GDP成長率	↓ 2.91%	3.51%
民間消費	1.51	1.38
固定資本形成	1.60	1.38
政府支出	0.64	0.47
存貨變動	-0.59	-0.37
淨出口	↓ -0.25	0.66
2023年 GDP成長率	↓ 2.53%	2.90%
民間消費	↑ 2.65	2.10
固定資本形成	0.56	0.70
政府支出	0.60	0.77
存貨變動	-0.21	-0.30
淨出口	↓ -1.07	-0.38

(Source) Central Bank of Republic of China

## 【通膨預測】

金融政策會議	2022/12	2022/9
2022年 CPI	2.93%	2.95%
2022年 核心CPI	2.59%	2.52%
2023年 CPI	1.88%	1.88%
2023年 核心CPI	1.87%	1.87%

## 【M2年增率的變化趨勢】

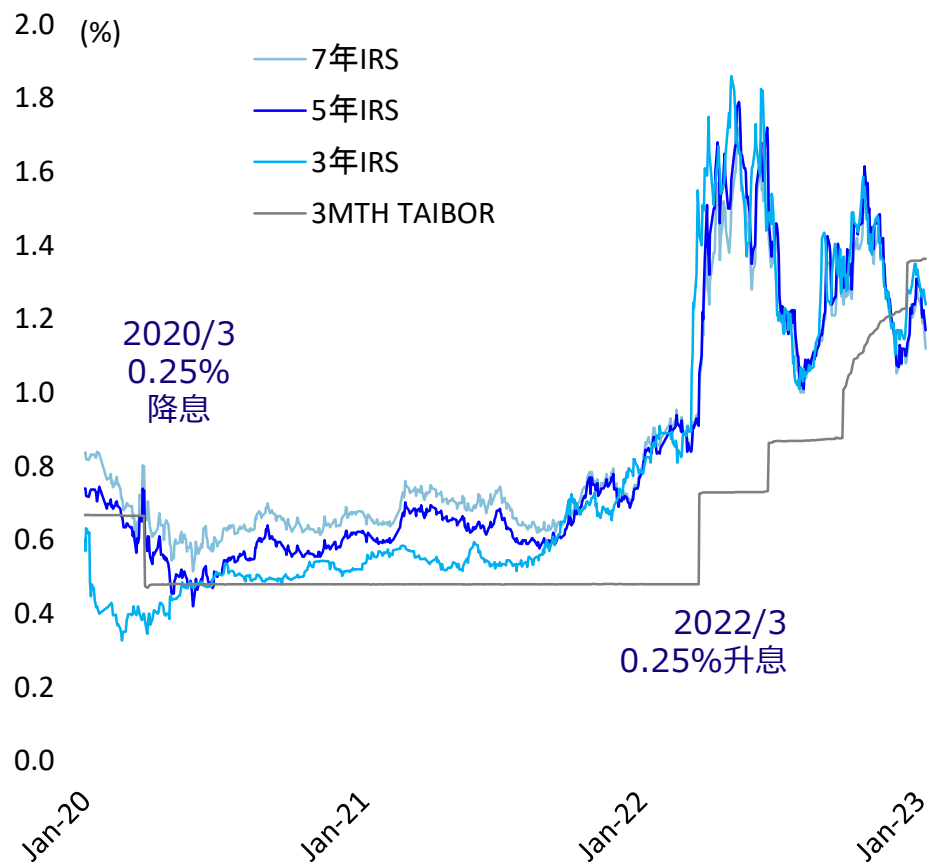


(Source) Eikon, Central Bank of Republic of China

# 長期利率動向

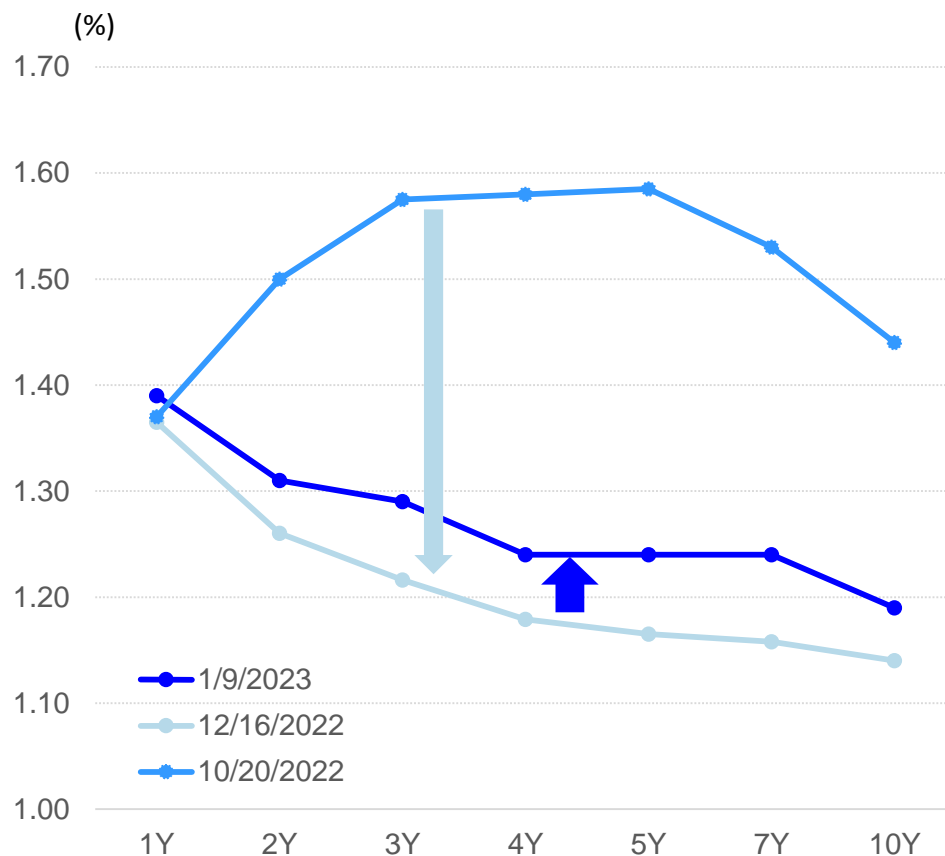
- 2022年3月進入升息循環後，市場波動幅度持續擴大，但利率水準已出現見頂的跡象，料波動幅度將隨之縮減
- 利率市場提前反應降息預期，殖利率曲線呈現負斜率

## 【近期IRS變化趨勢】



(Source) REFINITIV

## 【殖利率曲線】



(Source) REFINITIV

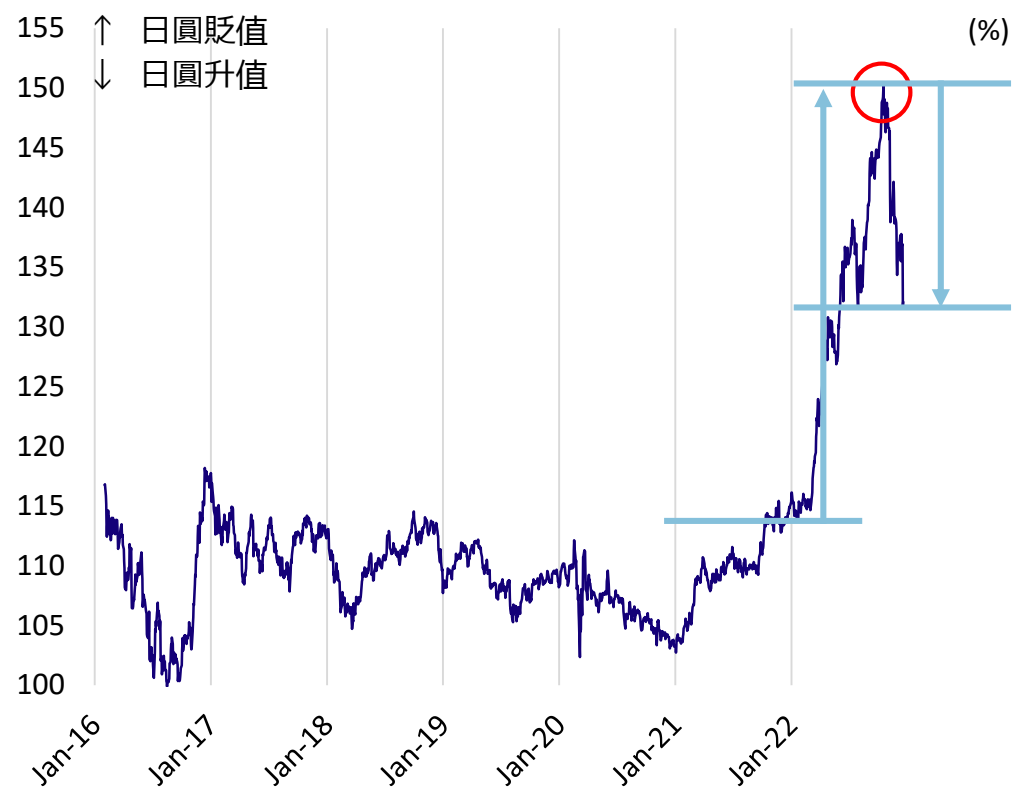
### 3. 日圓匯市



# 2022年USD/JPY走勢

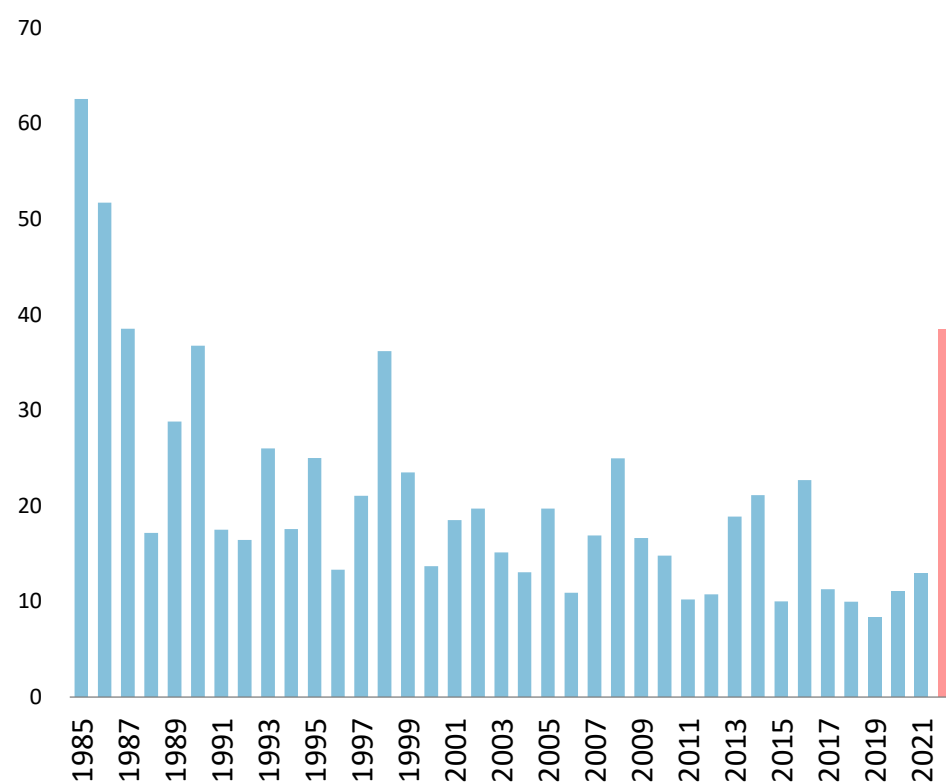
- 2022年的走勢創下1986年廣場協議以來的最大波動幅度，日圓創下史上最大貶值幅度
- 即便USD/JPY回吐今年一半的漲幅，仍位於130價位附近

## 【USD/JPY走勢】



(Source) REFINITIV

## 【USD/JPY年度波動幅度】

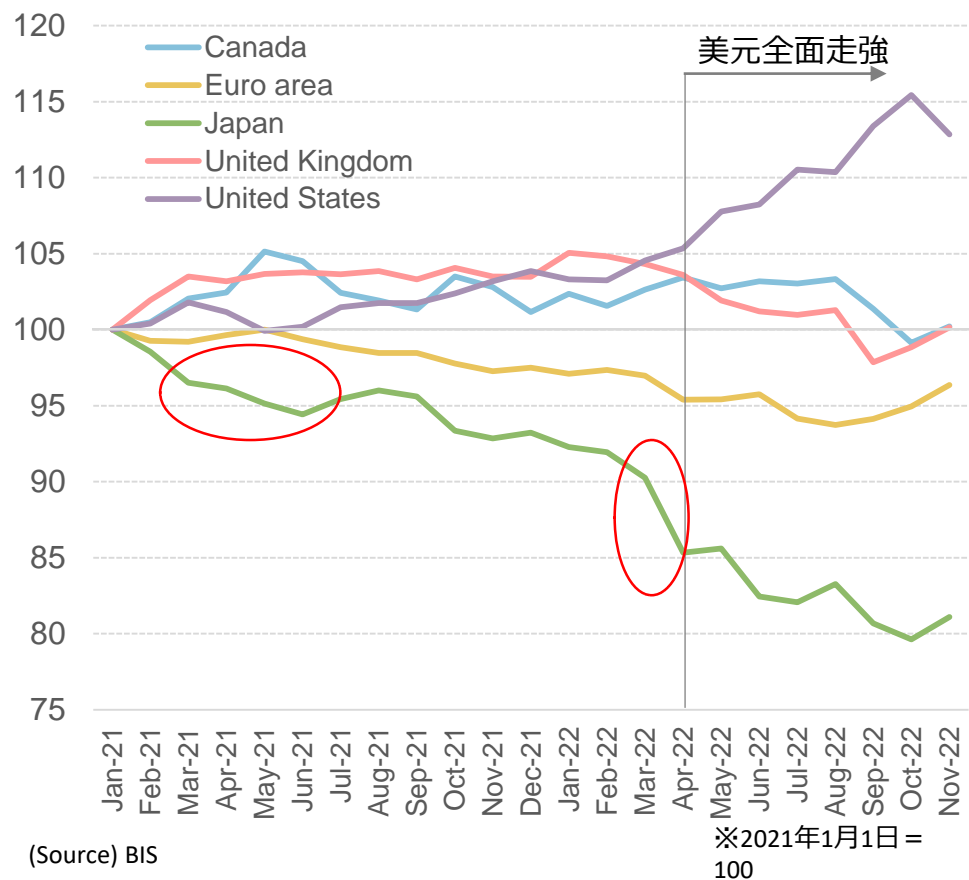


(Source) REFINITIV

# 強勢美元與弱勢日圓

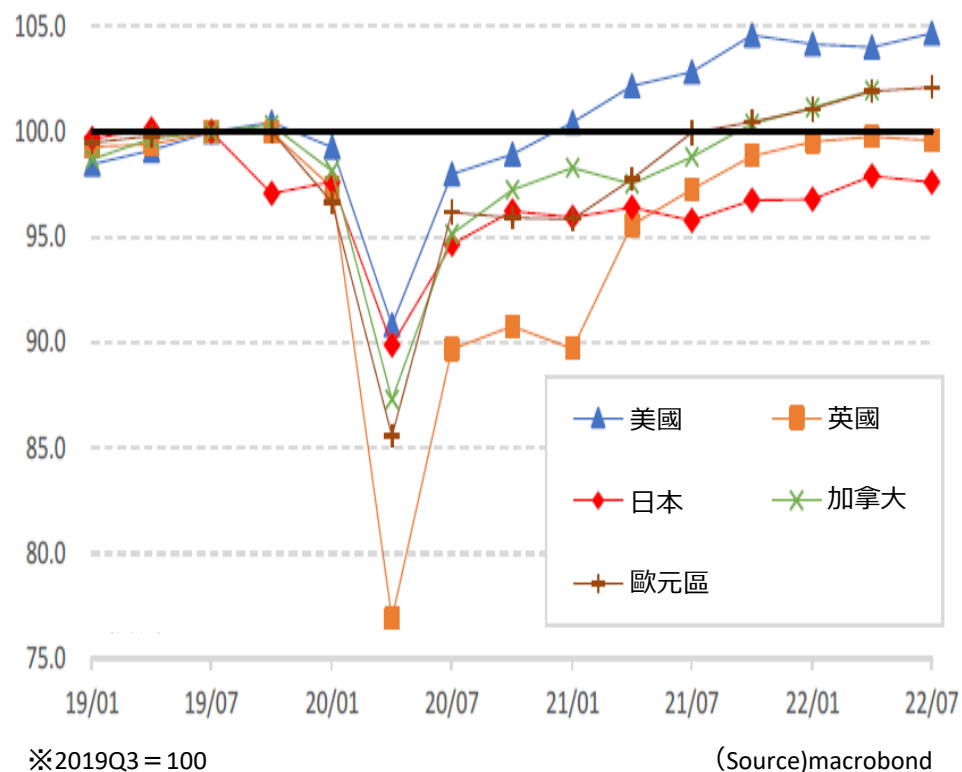
- 美元於2022年4月開始全面走強，但從2021年的春天開始日圓的貶值趨勢就已經形成
- 2022年的日圓貶值趨勢係來自於「強勢美元」與「弱勢日圓」的雙方面結果

## 【G7名目實質有效匯率】



(Source) BIS

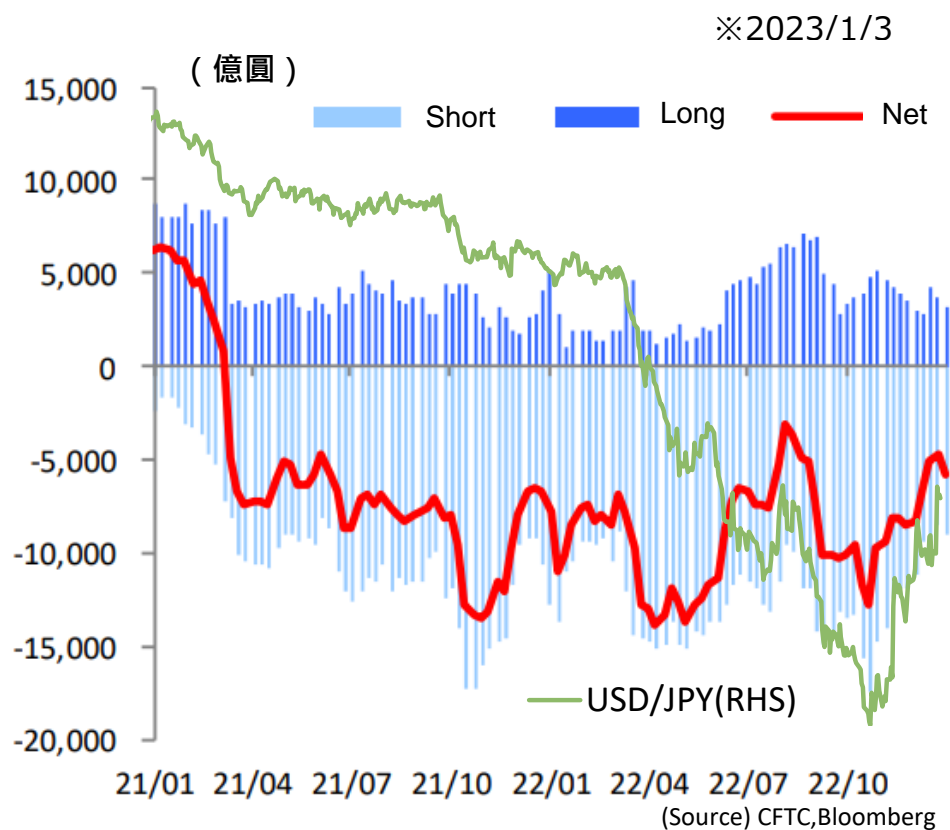
## 【主要國家的實質GDP】



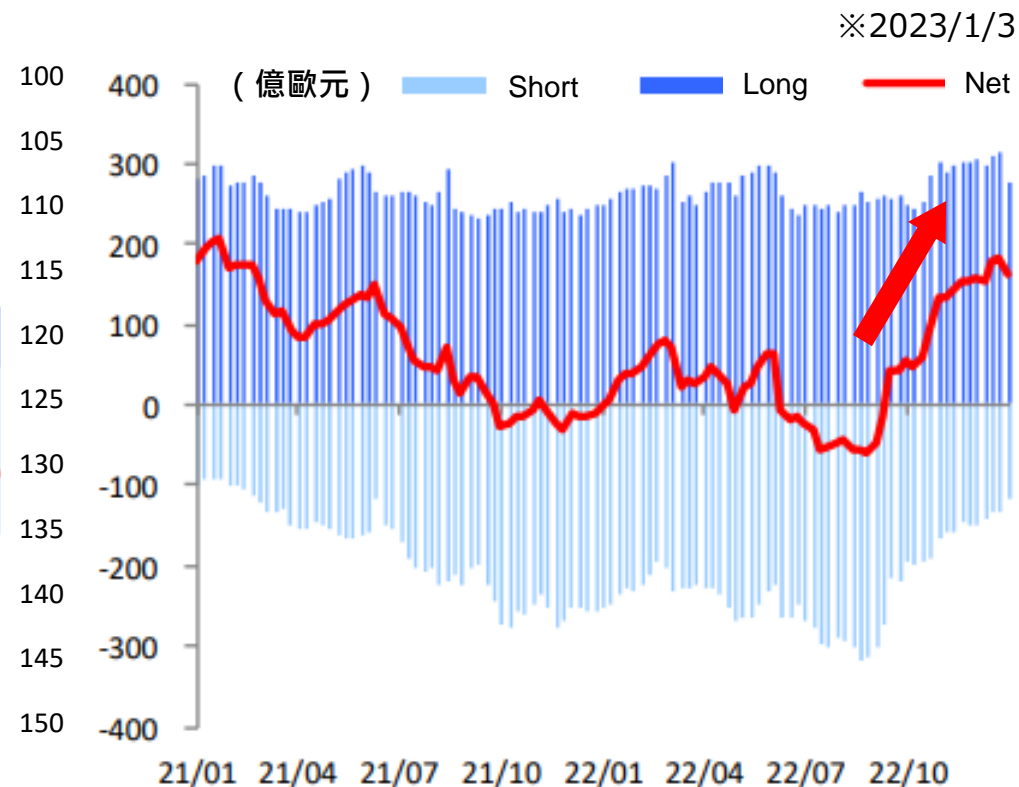
# 投機部位

- 觀察外匯期貨的投機部位可以發現，交易員大多透過買入歐元來平倉美元的多頭部位，而非日圓
- 日本央行擴大殖利率曲線控制計劃(YCC)中長期利率的波動幅度，使日圓的淨空頭部位減少，日圓升值壓力難進一步增強

## 【 IMM外匯期貨 (日圓)部位】



## 【 IMM外匯期貨(歐元)部位】



(Source) REFINITIV

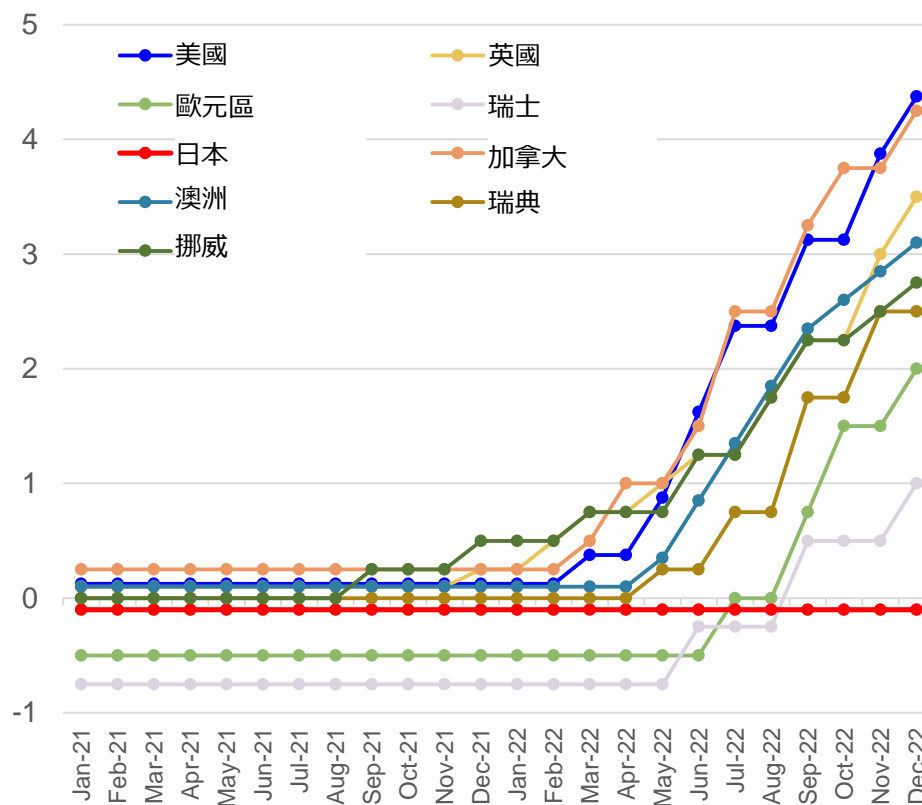
# 主要國家與日本的政策利率

- 較低的利率水準有助於利差交易。與利差交易盛行的05~07年不同的是，當年日本為貿易盈餘
- 聯準會轉向鴿派→股市上漲→波動率低→利差維持不變中，利差交易能否增加？

## 【主要國家的政策利率】

	2021年初	2022年末	差距
美國	0.25%	4.50%	+4.25%
英國	0.10%	3.50%	+3.40%
歐元區	-0.50%	2.00%	+2.50%
瑞士	-0.75%	1.00%	+1.75%
日本	-0.10%	-0.10%	0%
加拿大	0.25%	4.25%	+4.00%
澳洲	0.10%	3.10%	+3.00%
瑞典	0%	2.50%	+2.50%
挪威	0%	2.75%	+2.75%

## 【主要國家的政策利率變化趨勢】



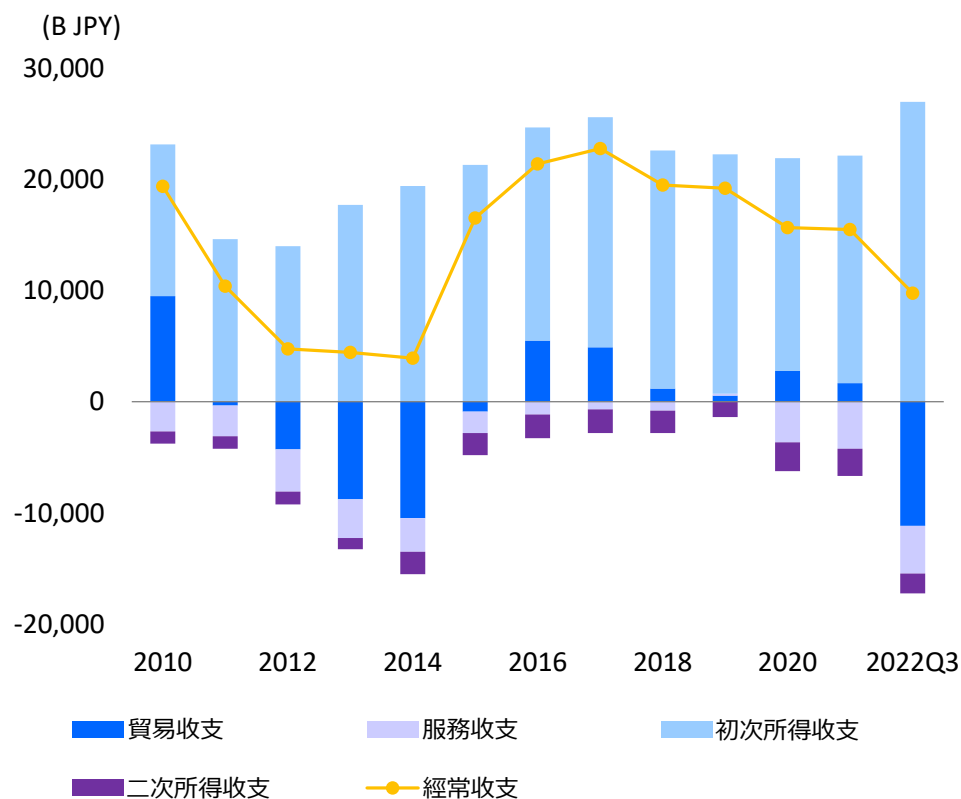
(Source) REFINITIV

(Source) REFINITIV

# 日本的國際收支

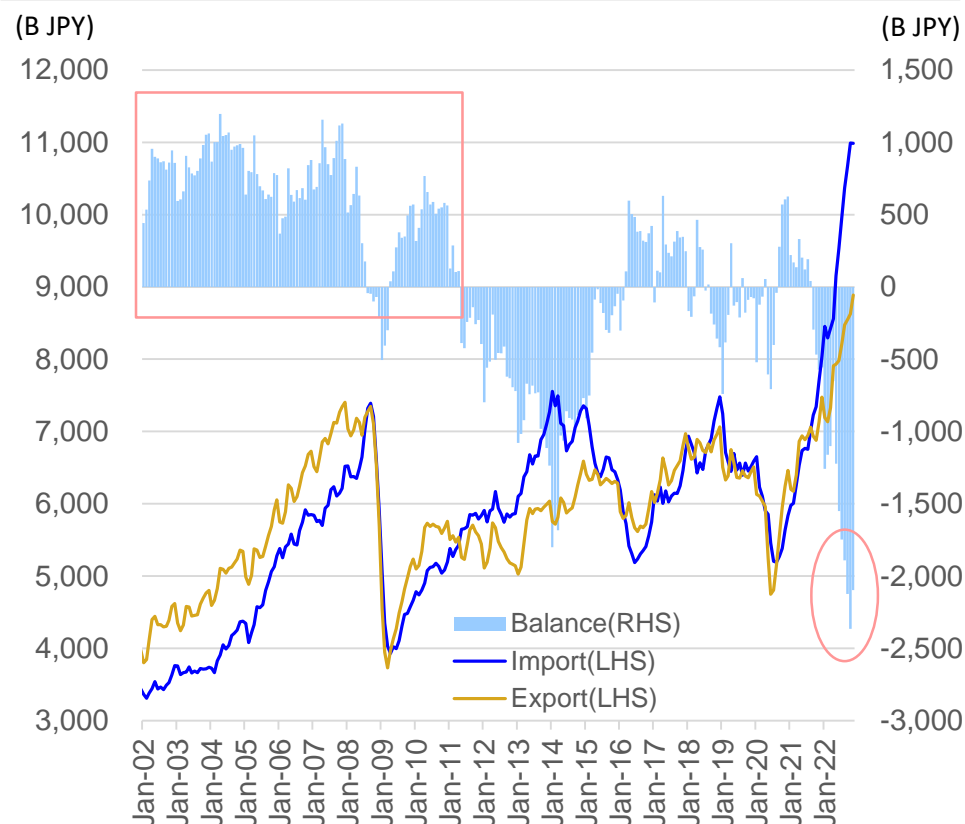
- 日本貿易收支為負，但初次所得令日本得以維持經常帳盈餘
- 貿易赤字創下歷史最大增幅，但原油價格已回落，料貿易赤字已見頂，但考慮到進出口商透過遠匯避險時，會有提前與延遲(leads & lags)的現象，2022年的赤字仍會對2023年的匯市造成影響

## 【經常收支的變化趨勢】



(Source) Ministry of Finance of Japan

## 【貿易收支的變化趨勢】



(Source) REFINITIV

※3か月平均

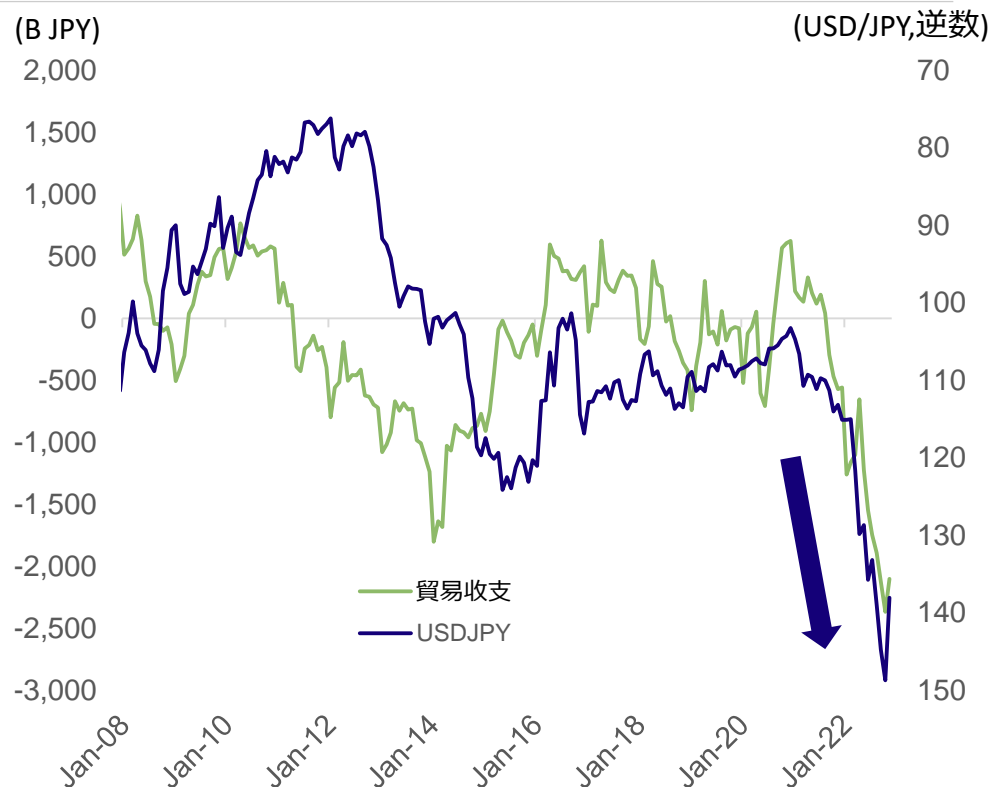
# 日圓貶值趨勢隨著升息循環一同步入尾聲？

■ 2023年Q1美國升息循環步入尾聲

■ 雖有日本央行變更貨幣政策的看法，但目前利差仍然存在，因此在2023年下半年美國降息的期待升溫時股市上揚，是否誘發利差交易？

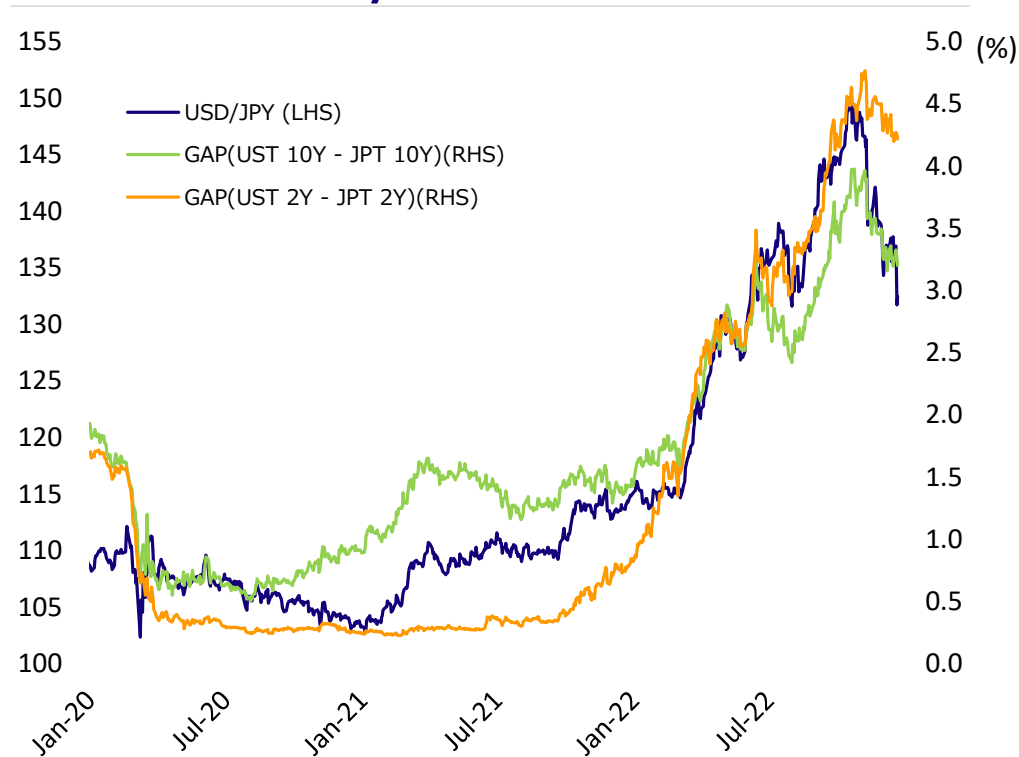
■ 另一方面，以需求面看來，將持續賣出日圓？

## 【貿易收支與USD/JPY】



(Source) REFINITIV

## 【利率差與USD/JPY】

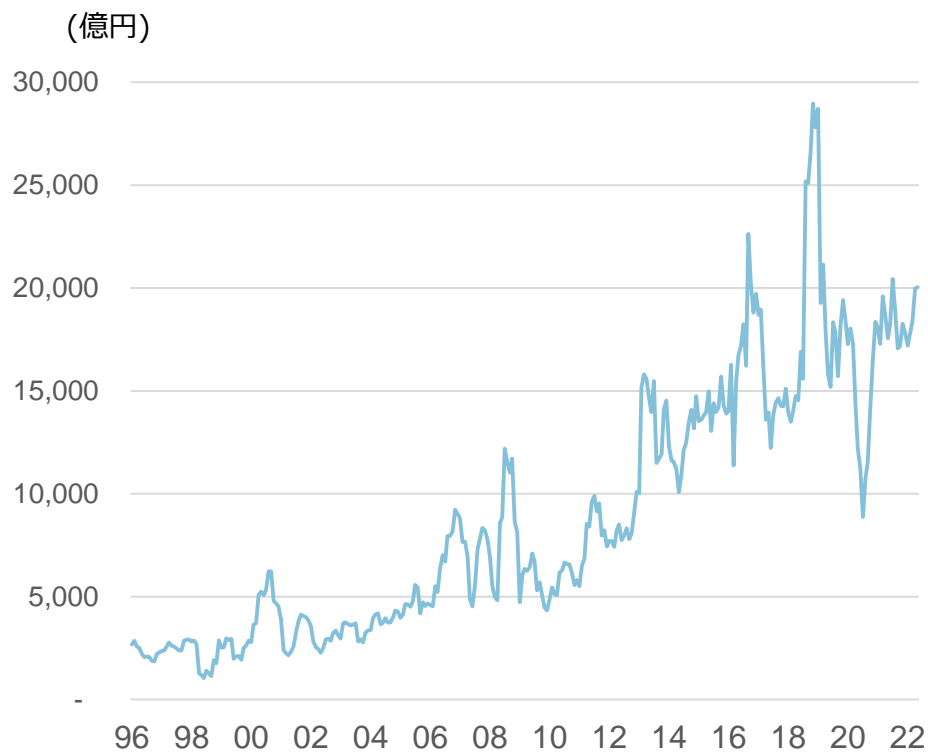


(Source) REFINITIV

# 能否善用日圓貶值的優勢？

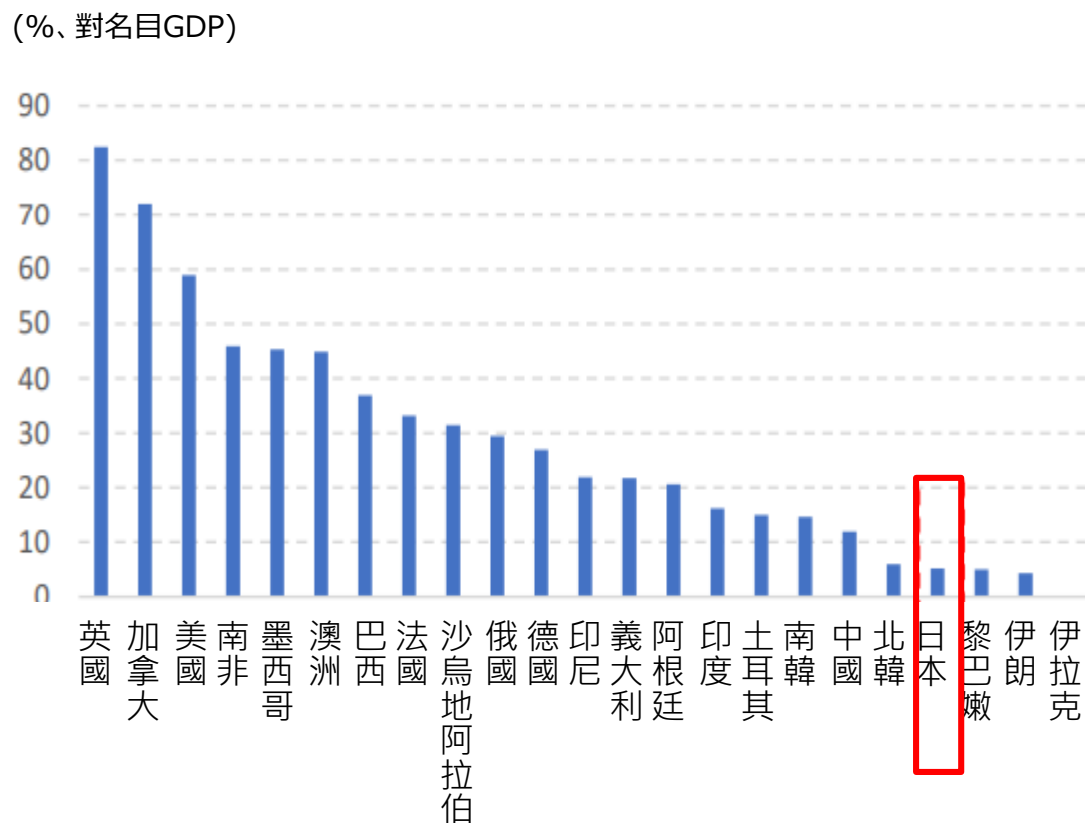
- 經濟安全保障等問題使企業回流日本的必要性增加，但除了匯率之外，人口減少、自然災害、就業市場限制等因素仍使企業回流日本的難度維持在較高的水準
- 除了赴日旅遊外，對日投資亦可善用日圓貶值的優勢，但從日本的現狀看來，來自海外的直接投資仍相對疲弱

## 【日本對外直接投資的變化趨勢】



(Source) Ministry of Finance, JAPAN

## 【主要國家對內投資 (佔GDP比例)】

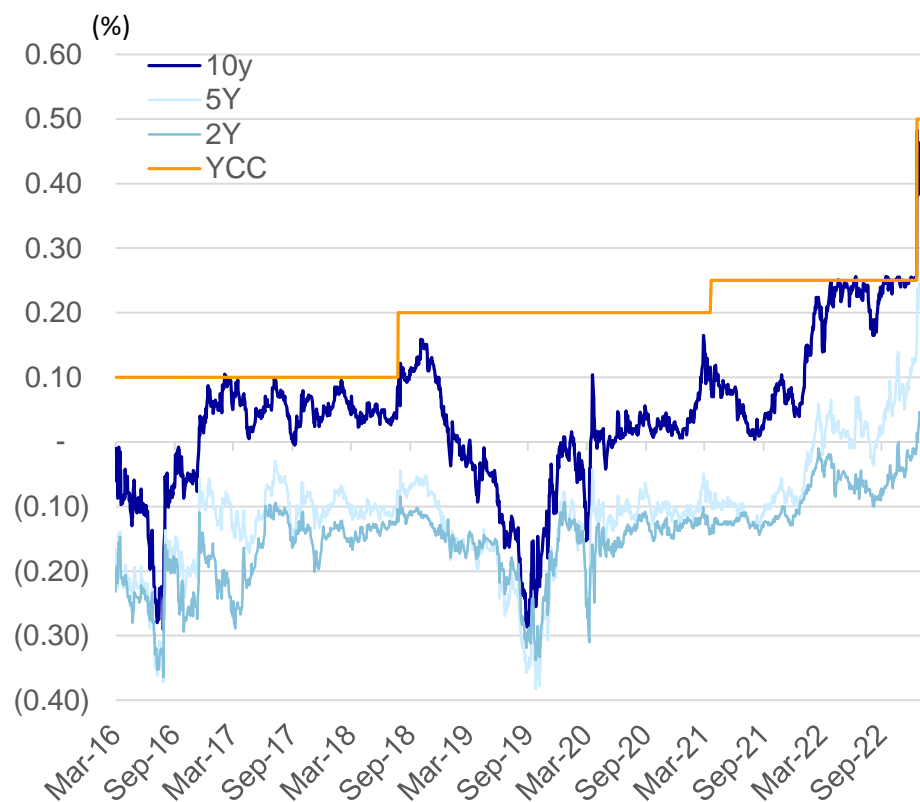


(Source) UNCTAD

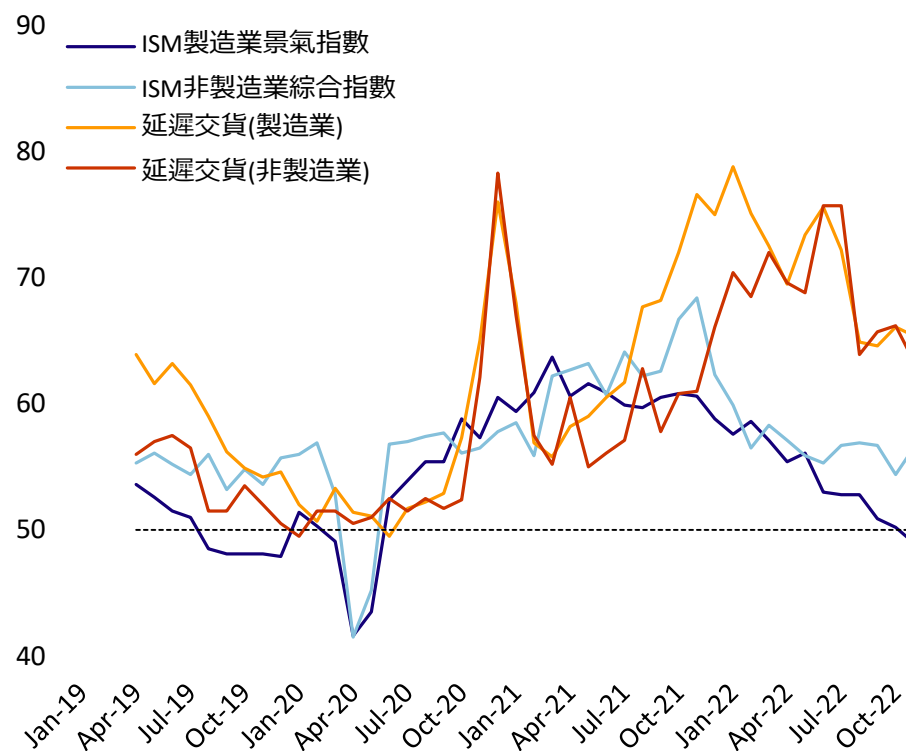
# 風險情境

- 日圓升值的風險情境：日本央行總裁黑田東彥交棒後，日本央行變更現行的寬鬆貨幣政策
- 日圓貶值的風險情境：雖然供應鏈瓶頸持續緩解，但就業市場緊繃，人力不足造成薪資水準高漲，CPI是否能迅速下降至2%目標仍有相當的不確定性

## 【日本10年期公債走勢】



## 【ISM景氣指數(延遲交貨)】

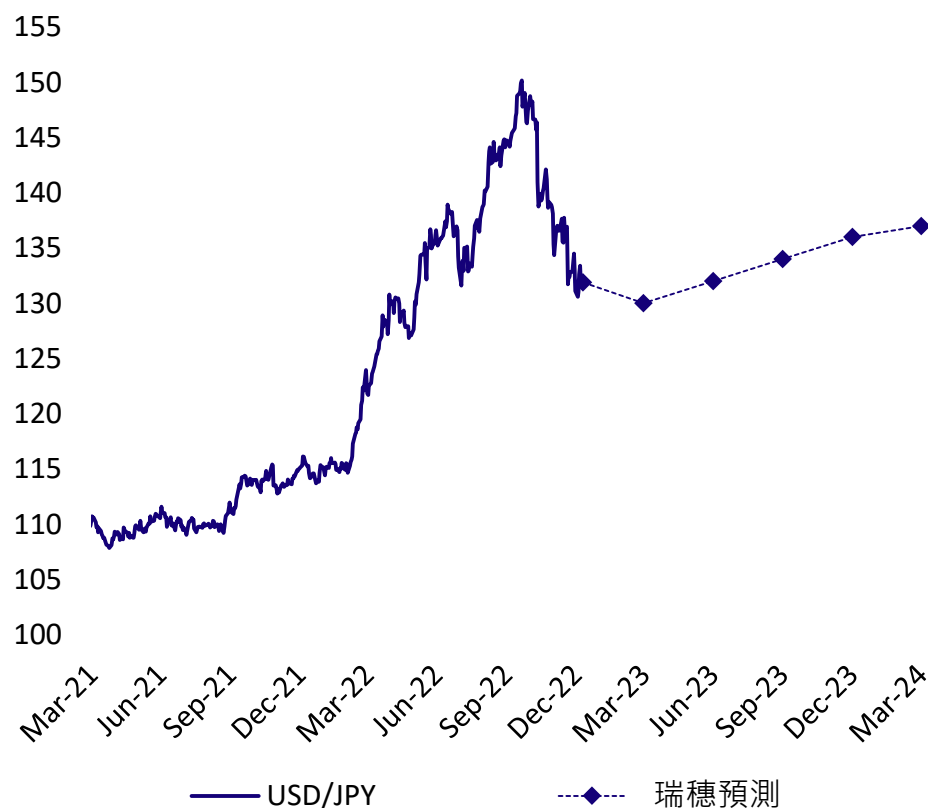




# USD/JPY市場預測

	2023年 1-3月	2023年 4-6月	2023年 7-9月	2023年 10-12月	2024年 1-3月
USD/JPY	128 ~ 136 (130)	126 ~ 136 (132)	129 ~ 137 (134)	132 ~ 140 (136)	133 ~ 141 (137)

- 預期聯準會將於2023年上半年停止進一步升息，屆時美國利率因素可能成為支撐日圓升值的題材，但美日利差狀況仍不變，利差交易使日圓較易遭到拋售。
- 日圓升值的風險情境為日本央行貨幣政策轉向。而日圓貶值的風險情境為美國CPI能否回落至目標值的2%以下。

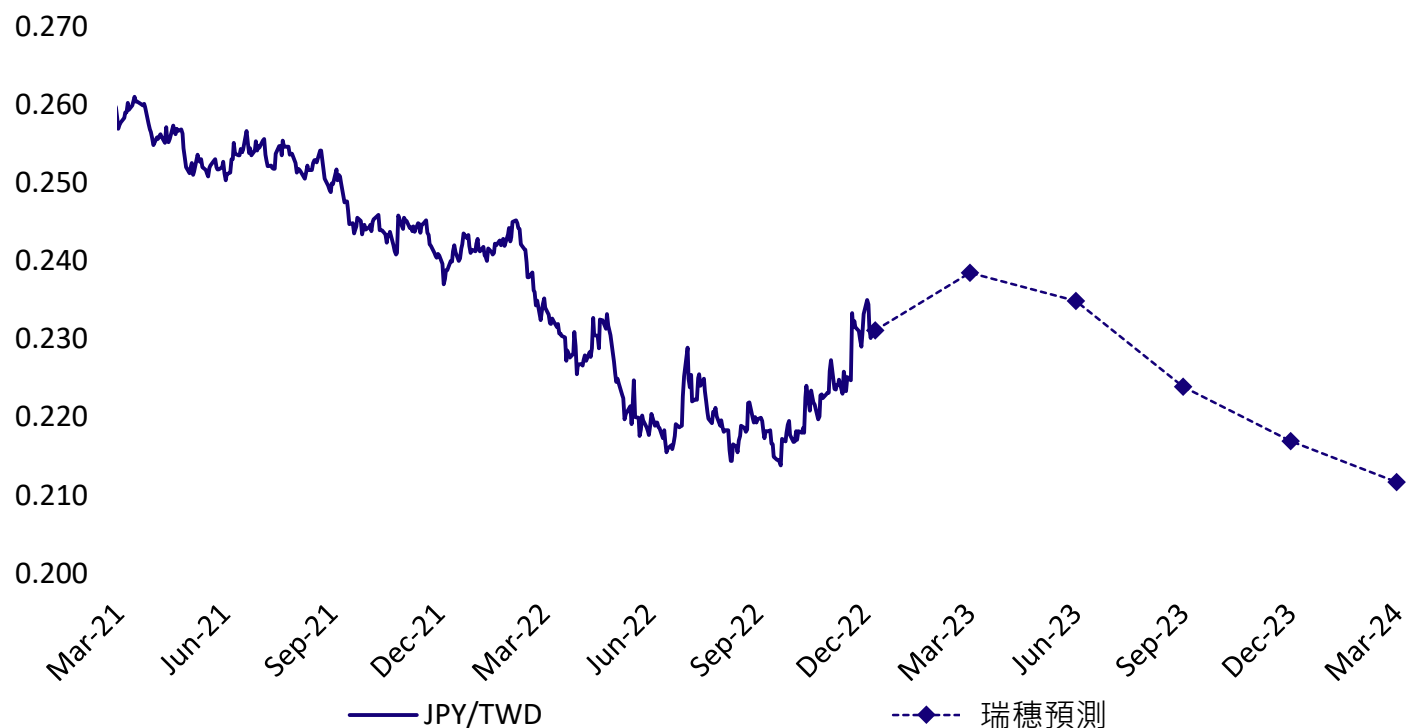


(Source) REFINITIV, Bloomberg

# JPY/TWD市場予測

	2023年 1-3月	2023年 4-6月	2023年 7-9月	2023年 10-12月	2024年 1-3月
JPY/TWD	0.220~0.245 (0.238)	0.217~0.250 (0.235)	0.215~0.240 (0.224)	0.210~0.225 (0.217)	0.200~0.225 (0.212)

## 【JPYTWD予測】



※市場予測 (Source) Bloomberg

# 感謝各位的聆聽

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。