

外匯市場動向

2022年1月

瑞穗銀行 東亞資金部台北室

Private and confidential

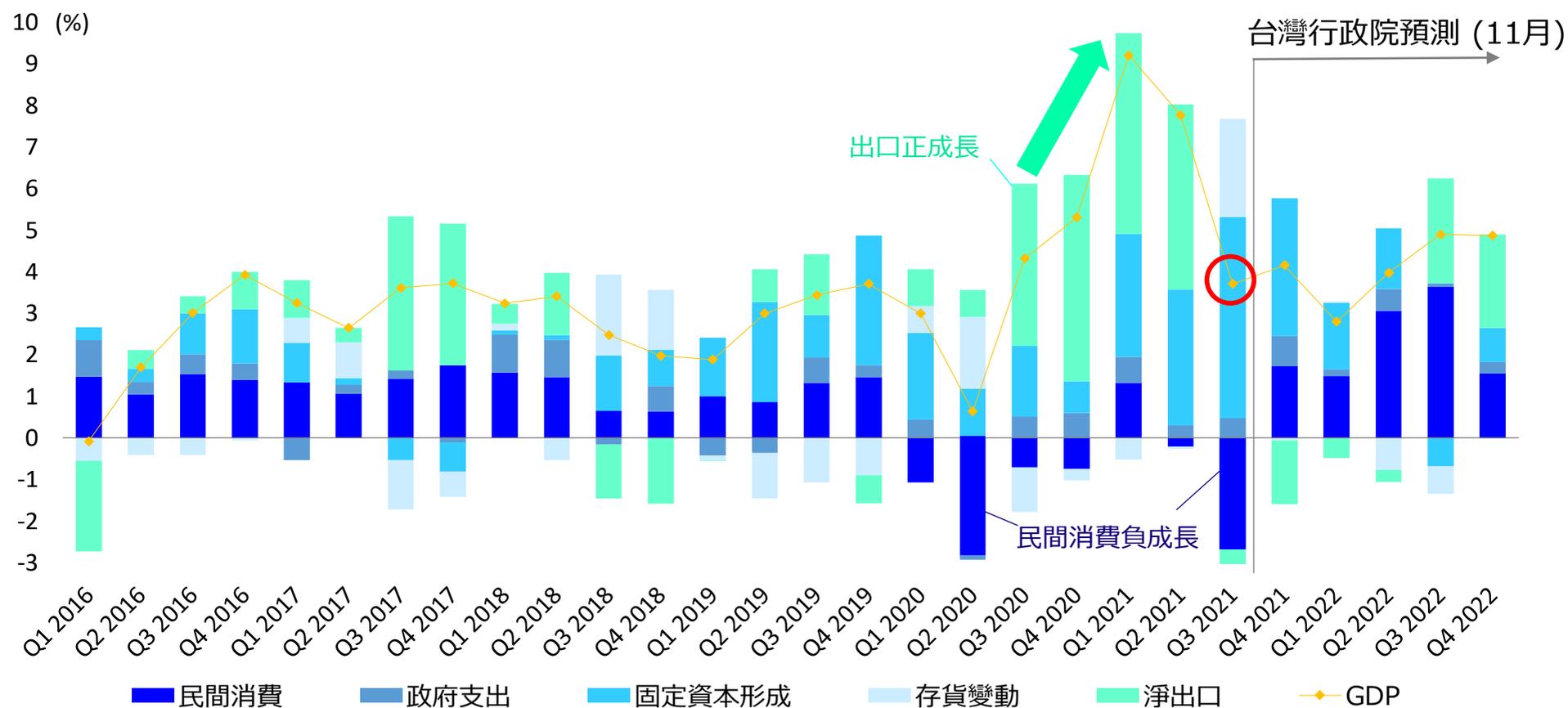
MIZUHO

1. 台灣經濟動向

台灣經濟動向 – GDP

- 2021年台灣境內疫情擴大，但出口增長與旺盛的設備投資，預估台灣經濟成長率將突破6%。
- 台灣中央銀行與行政院皆預期，2022年台灣可實現4%以上的經濟成長。

【GDP變動趨勢 (前年同期比)】

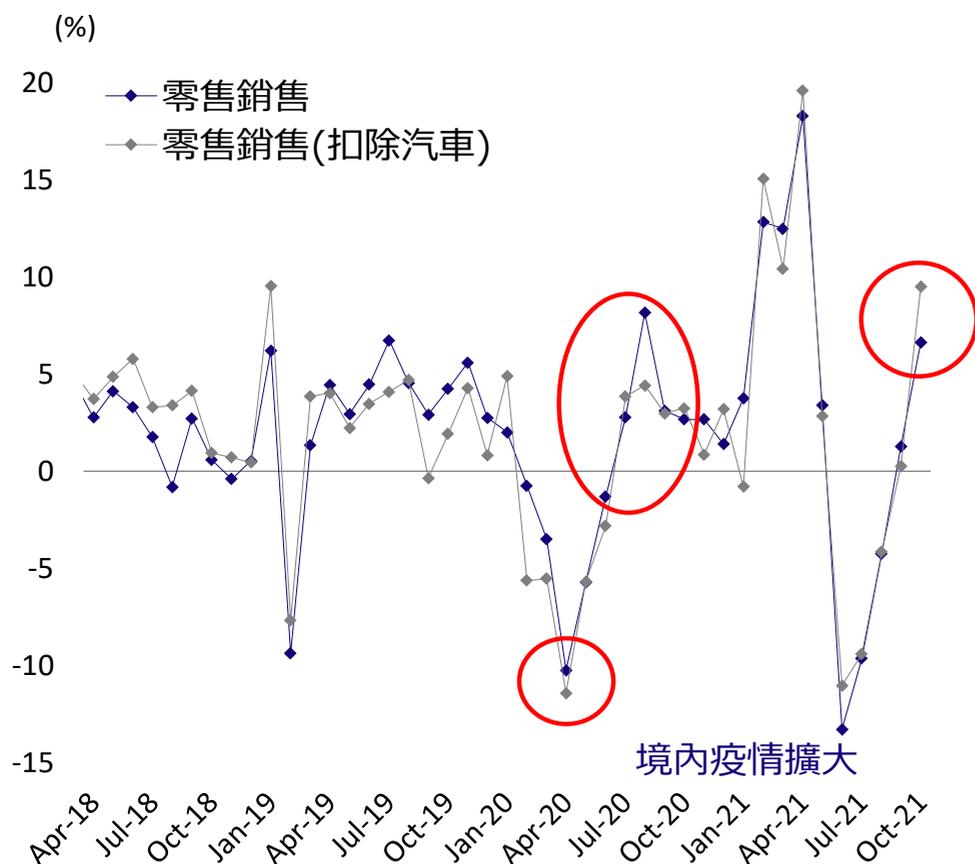


(Source) Ministry of Finance of the Republic of China

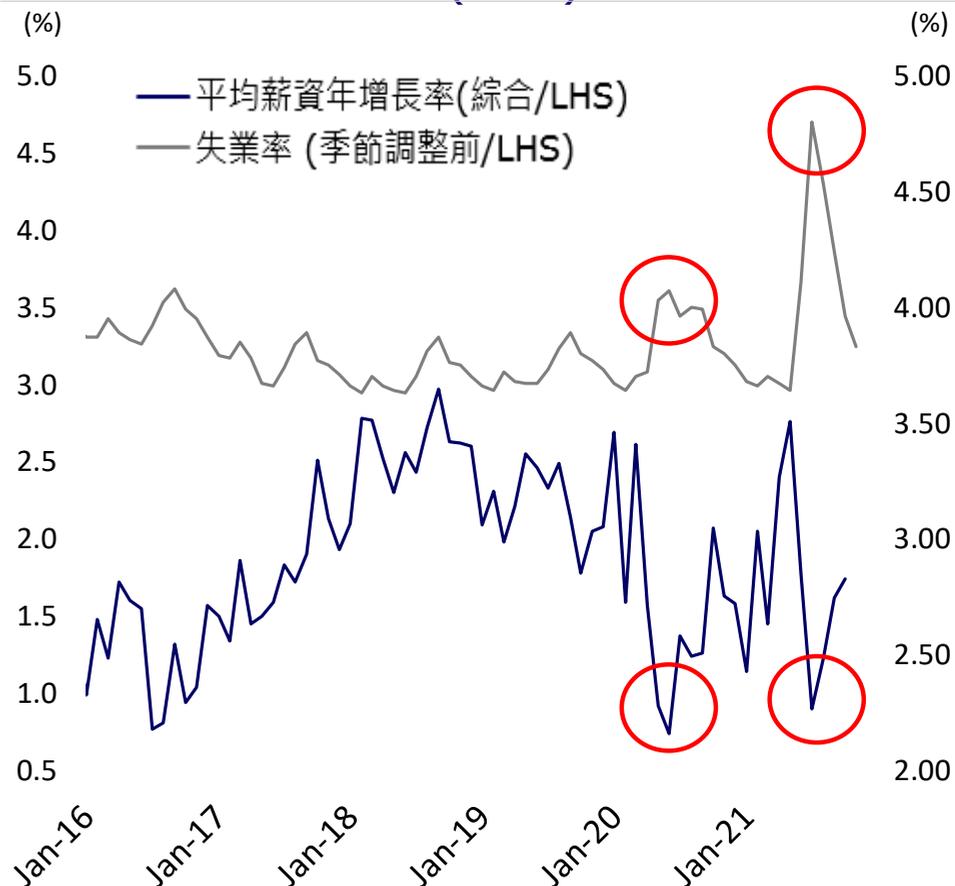
台灣的經濟動向－個人消費變化

- 2021年境內疫情爆發，但台灣成功守住疫情，再加上政府推出振興政策，個人消費出現復甦的跡象。
- 失業率雖一度接近5%，但目前已回落至3.7%的水準。

【零售銷售(前年比)的變化趨勢】



【失業率與平均薪資(年率)的變化趨勢】

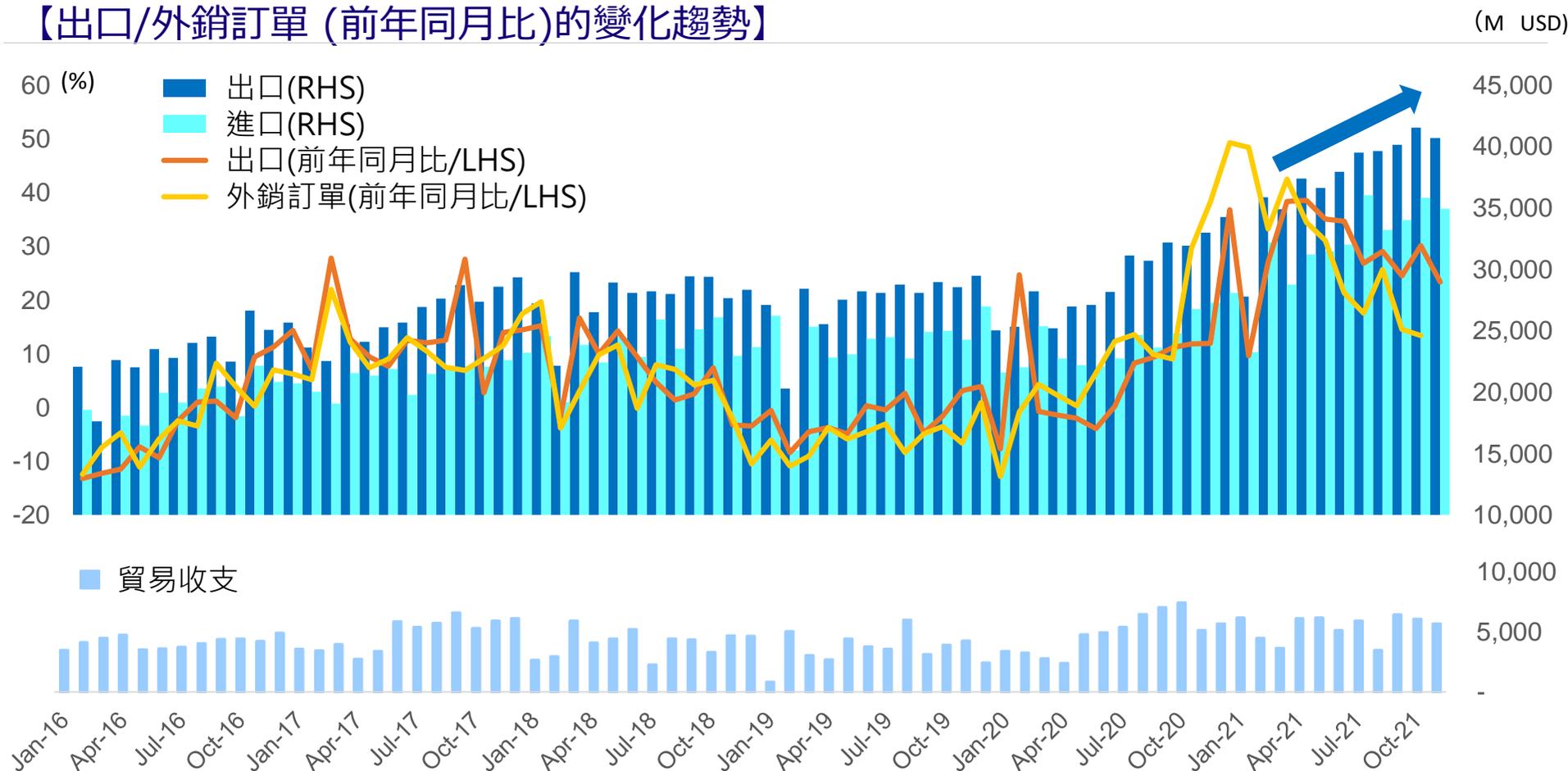


(Source) Ministry of Economic Affairs of the Republic of China, National Statistics of the Republic of China

台灣的經濟動向－貿易動向

- 2021年出口額為4,464億美元，創單月歷史新高。前年同月比為連續18個月的正成長。
- 2021年11月外銷訂單前年同月比為+13.4%。預期電子製造相關產業的出口表現仍將十分強勁。

【出口/外銷訂單 (前年同月比)的變化趨勢】

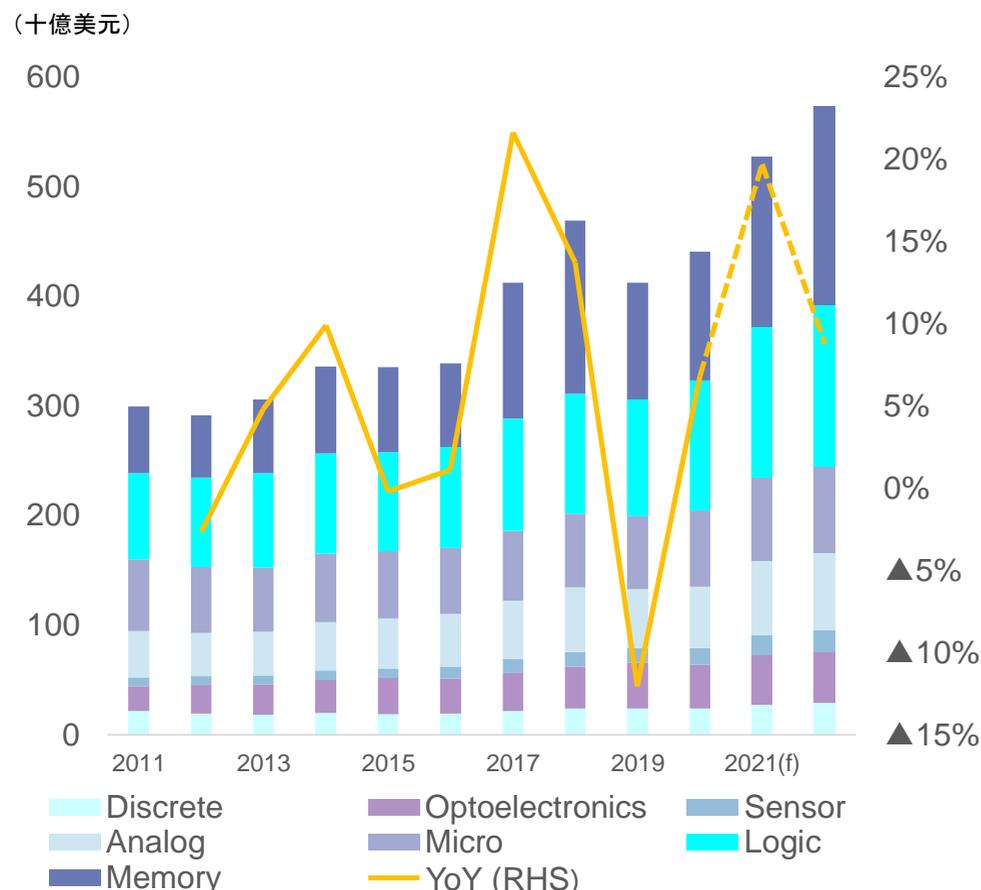


(Source) Ministry of Economic Affairs of the Republic of China, National Statistics of the Republic of China

台灣的經濟動向－半導體產業動向

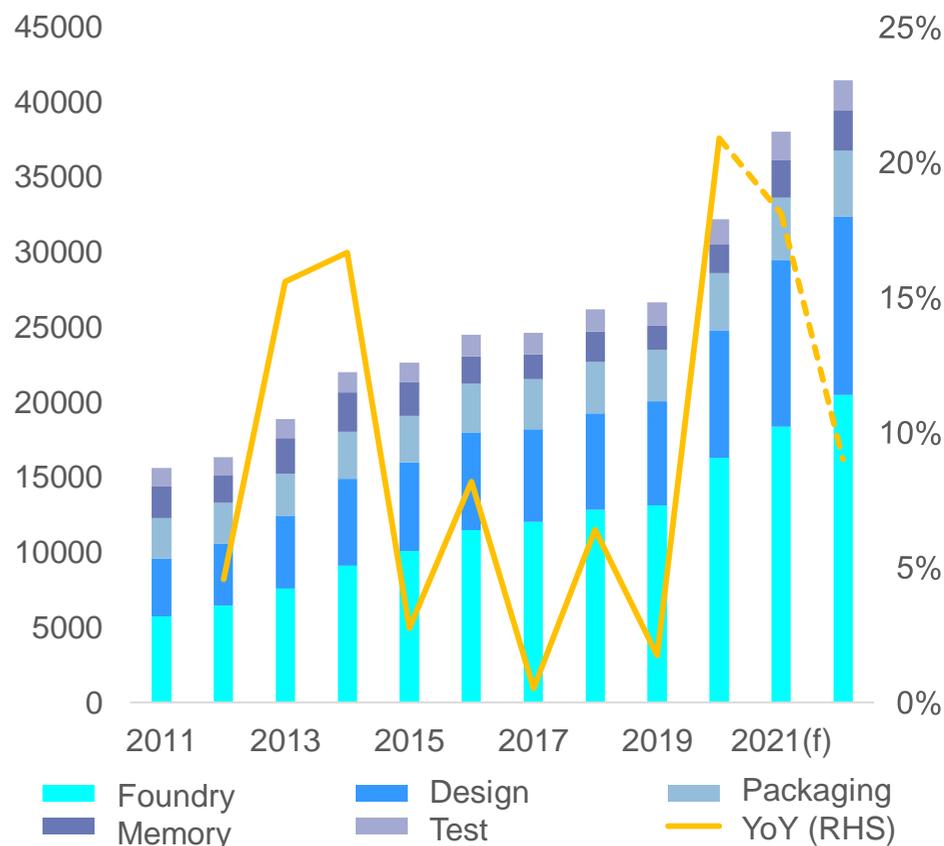
- 預期全球對於半導體的需求將持續增加。
- 料台灣半導體生產將持續增加。

【全球半導體市場銷售額的變化趨勢(產品別)】



(Source)瑞穗銀行台北分行依世界半導體市場統計 (WSTS) (2021/6/8發表) 作成

【台灣半導體生產變化趨勢】

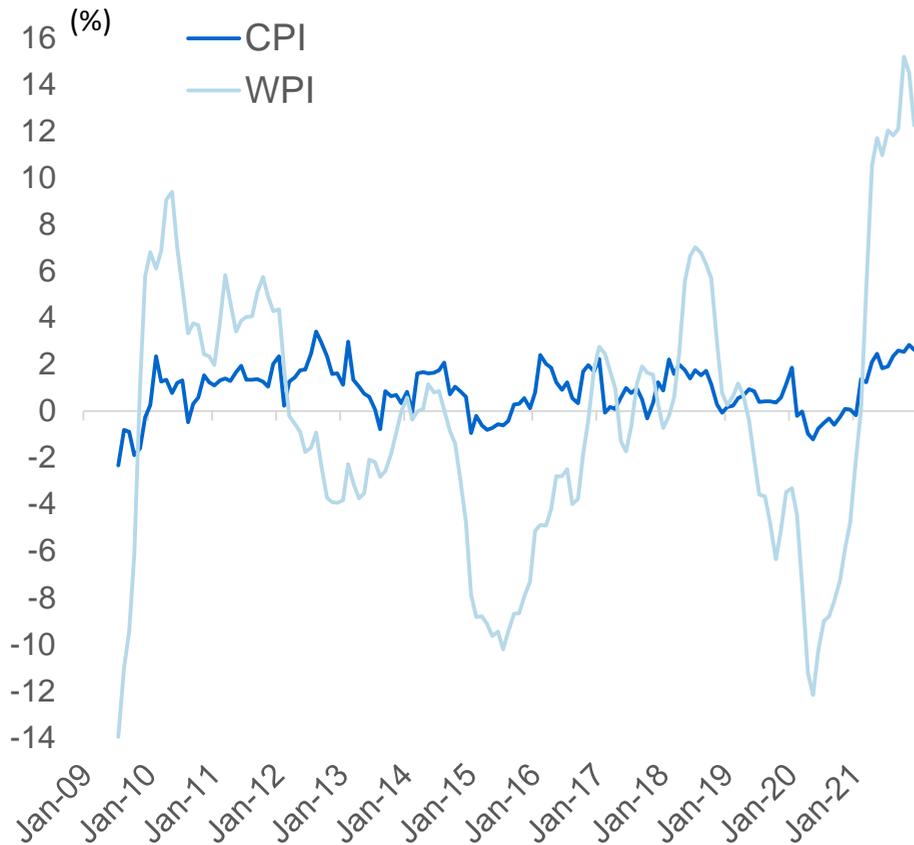


(Source)瑞穗銀行台北分行依TrendForce資料作成

台灣的經濟動向－物價變化

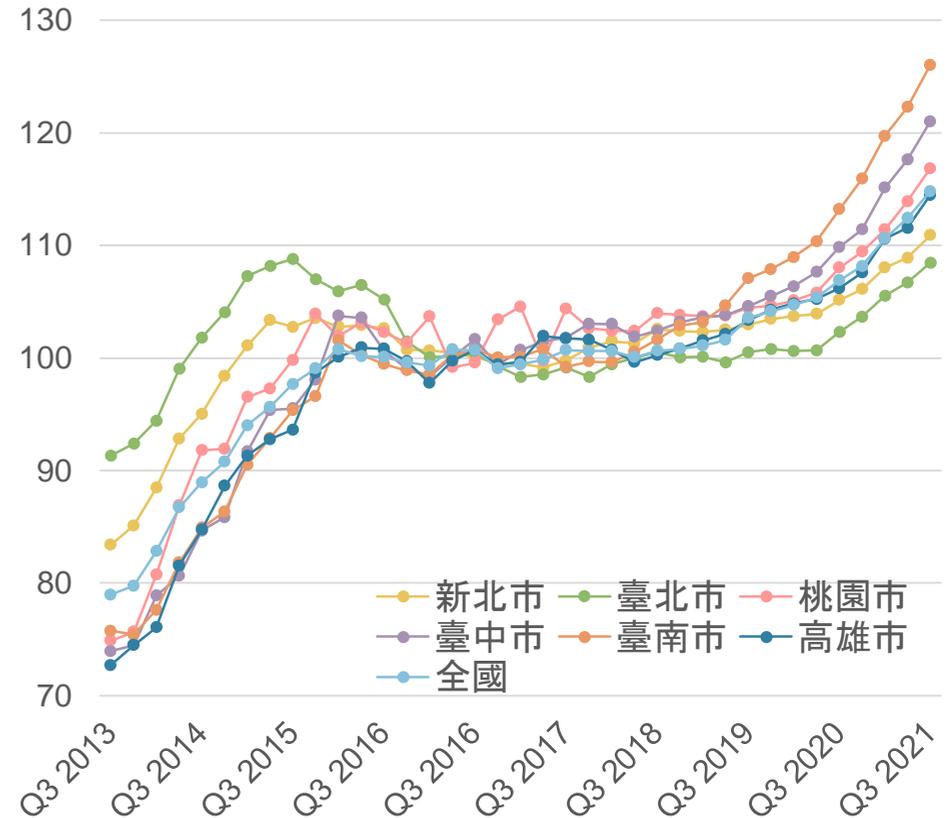
- 台灣12月份CPI為+2.62%，與全球通膨壓力升溫的趨勢相符。
- 石油製品、化學材料及其製品與基本金屬的價格上漲，令躉售物價指數(WPI)前年同月比大幅升至+10%以上。

【物價變化趨勢(前年同月比)】



(Source) REFINITIV

【住宅價格指數變化趨勢】



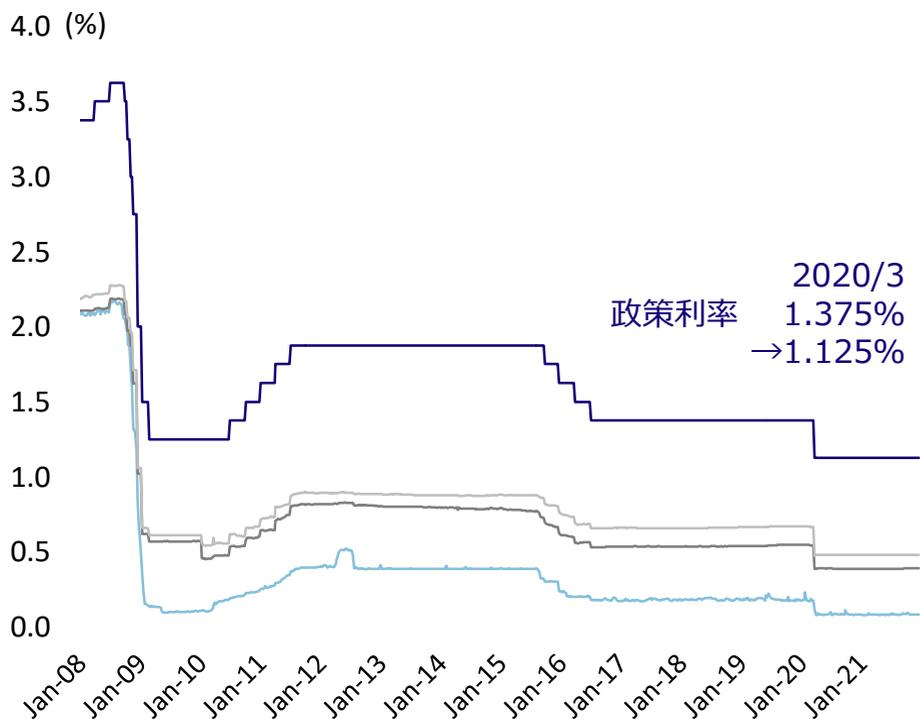
※2016年為100。以0.5年~60年的住宅為計算對象

(Source) Ministry of the Interior

台灣的經濟動向－金融政策（2021年12月）

- 2020年3月降息後，台灣中央銀行已連續7次將政策利率維持在歷史低點的1.125%。景氣預測方面，預期第四季將穩定成長，2021年GDP預測值已被上修至6.03%。
- 台灣央行總裁楊金龍表示①物價持續維持高檔、②受衝擊的產業已自疫情中復甦，並考慮其他主要國家央行的升息狀況，會適時地針對台灣是否升息進行檢討。然而，與他國不同的是，台灣通貨膨脹率受能源價格影響較大，通膨升溫亦可能為暫時性的現象。

【政策利率與短期利率走勢】



— 政策利率
 — 隔夜拆款利率
 — 1個月TAIBOR
 — 3個月TAIBOR

(Source) REFINITIV

【中央銀行的預測】

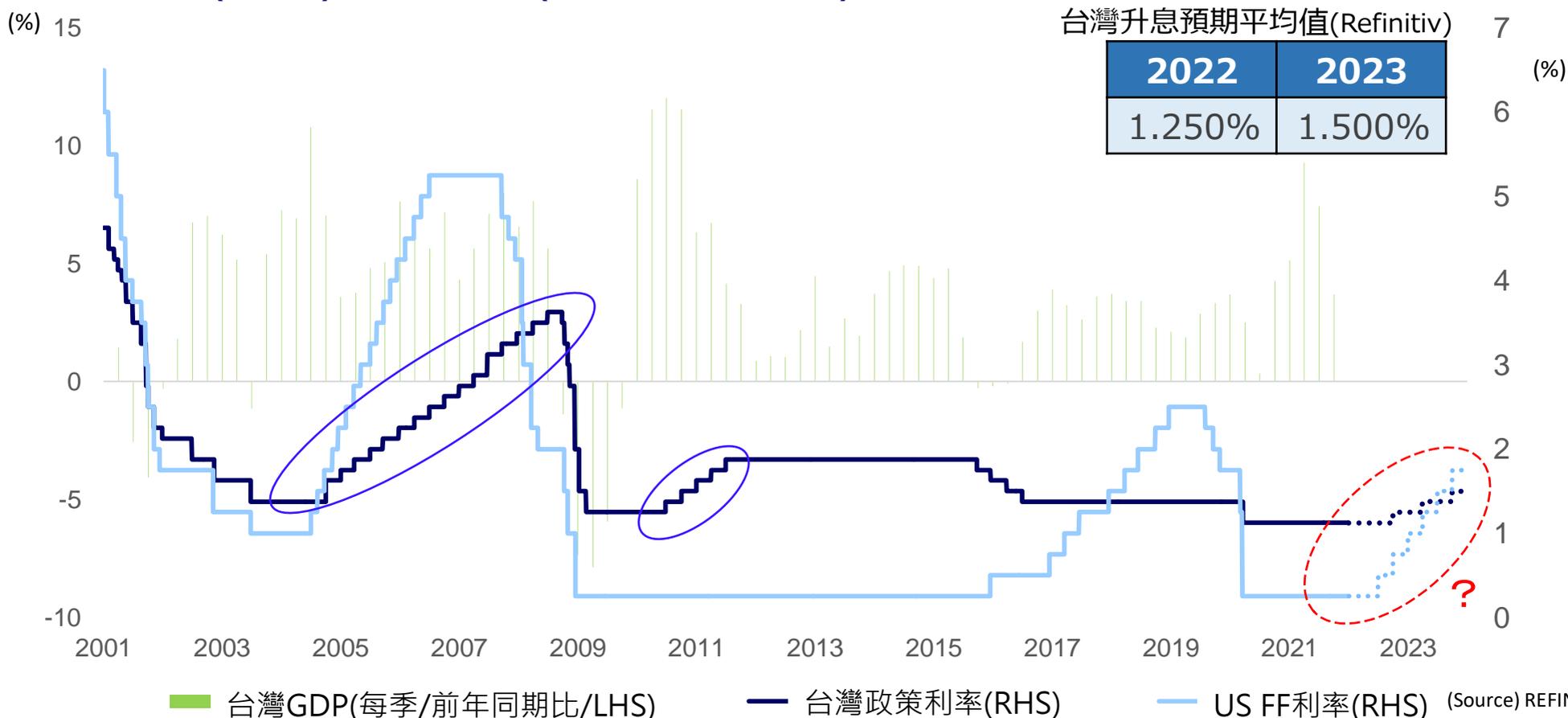
		會議	2021	2022
GDP	2021/12		6.03%	4.03%
	民間消費		0.01	↑ 2.33
	固定資本形成		↑ 3.72	0.61
	政府支出		0.44	0.49
	淨出口		↑ 1.41	↑ 0.95
	2021/9		5.75%	3.45%
CPI	2021/12		1.97%	1.59%
	2021/9		1.70%	0.92%

(Source) Central Bank of Republic of China (Taiwan)

台灣的經濟動向－金融政策回顧

- 2004年隨美國升息，但雷曼金融危機後追隨情形不再。最近一次的升息循環自2010年開始，當時美國仍維持其零利率的貨幣政策，但台灣已脫離經濟負成長的泥沼。
- 海外需求支撐台灣的出口表現，出口暢旺為當前台灣經濟成長的主要動能，如2010年先美國一步進入升息循環的機率較低。然而，追隨美國升息的可能性仍存在，未來短期利率有進一步走升的風險。

【政策利率(美/台)與台灣GDP(每季/前年同月比)的變化趨勢】



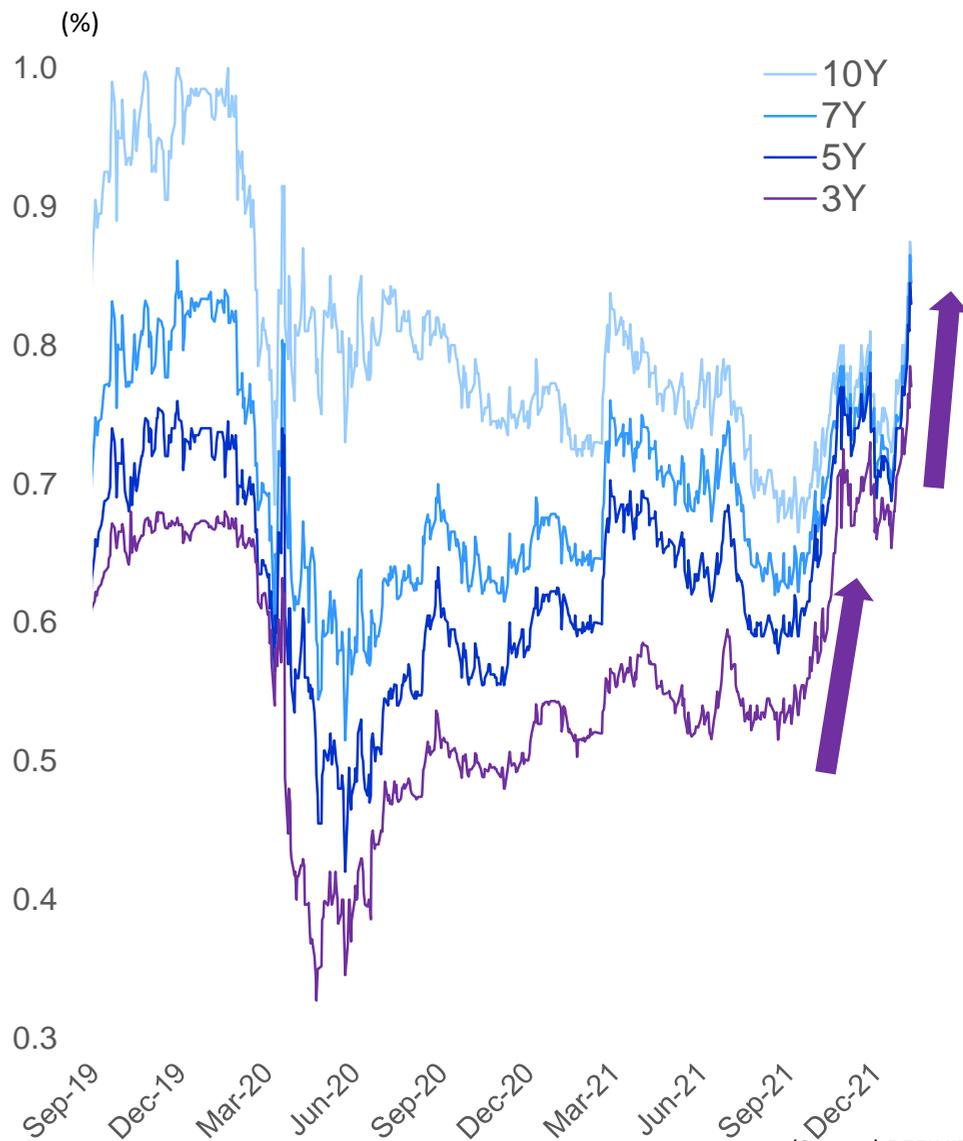
台灣經濟動向 - 長期利率趨勢

【台灣/美國10年期國債殖利率趨勢】



(Source) REFINITIV

【近期IRS趨勢】

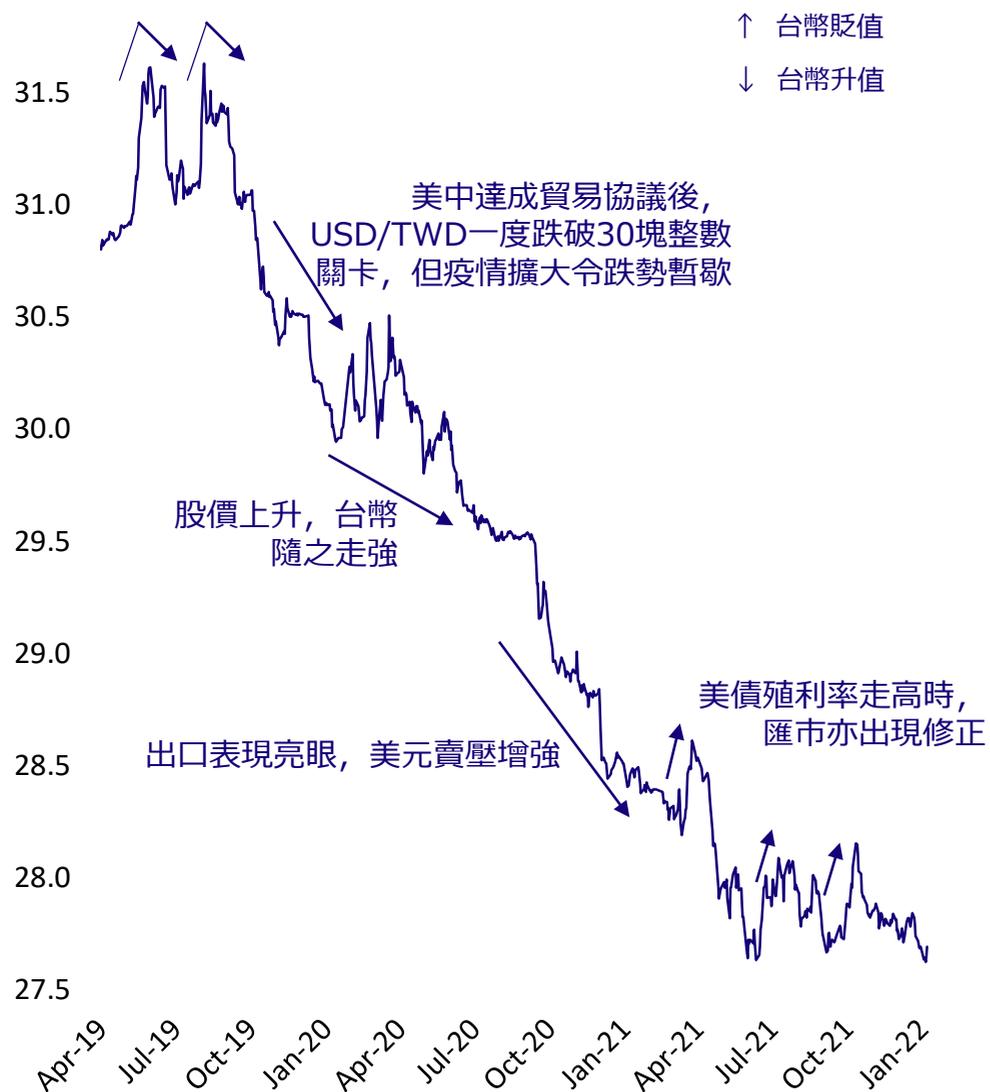


(Source) REFINITIV

2. 台幣外匯市場

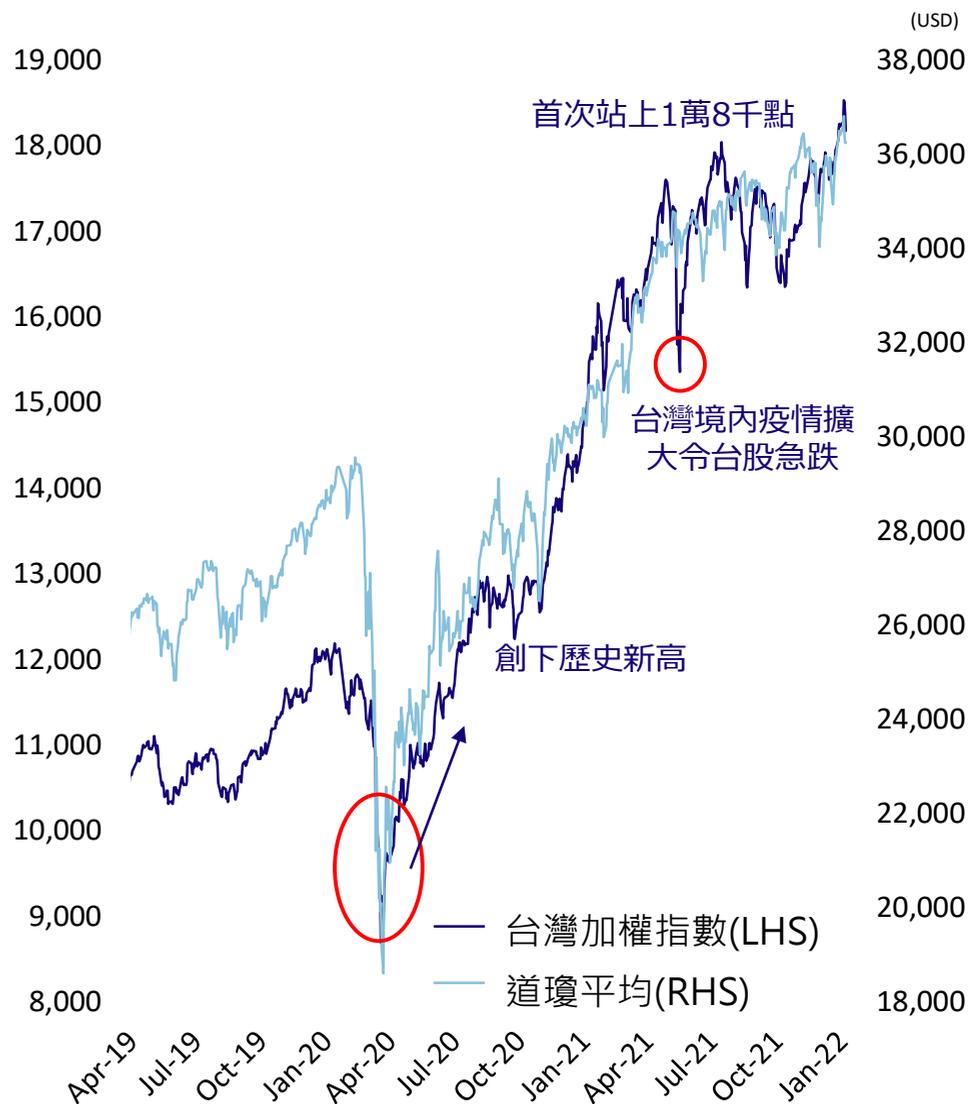
台幣外匯市場－近期走勢與台股

【USD/TWD走勢】



(Source) REFINITIV

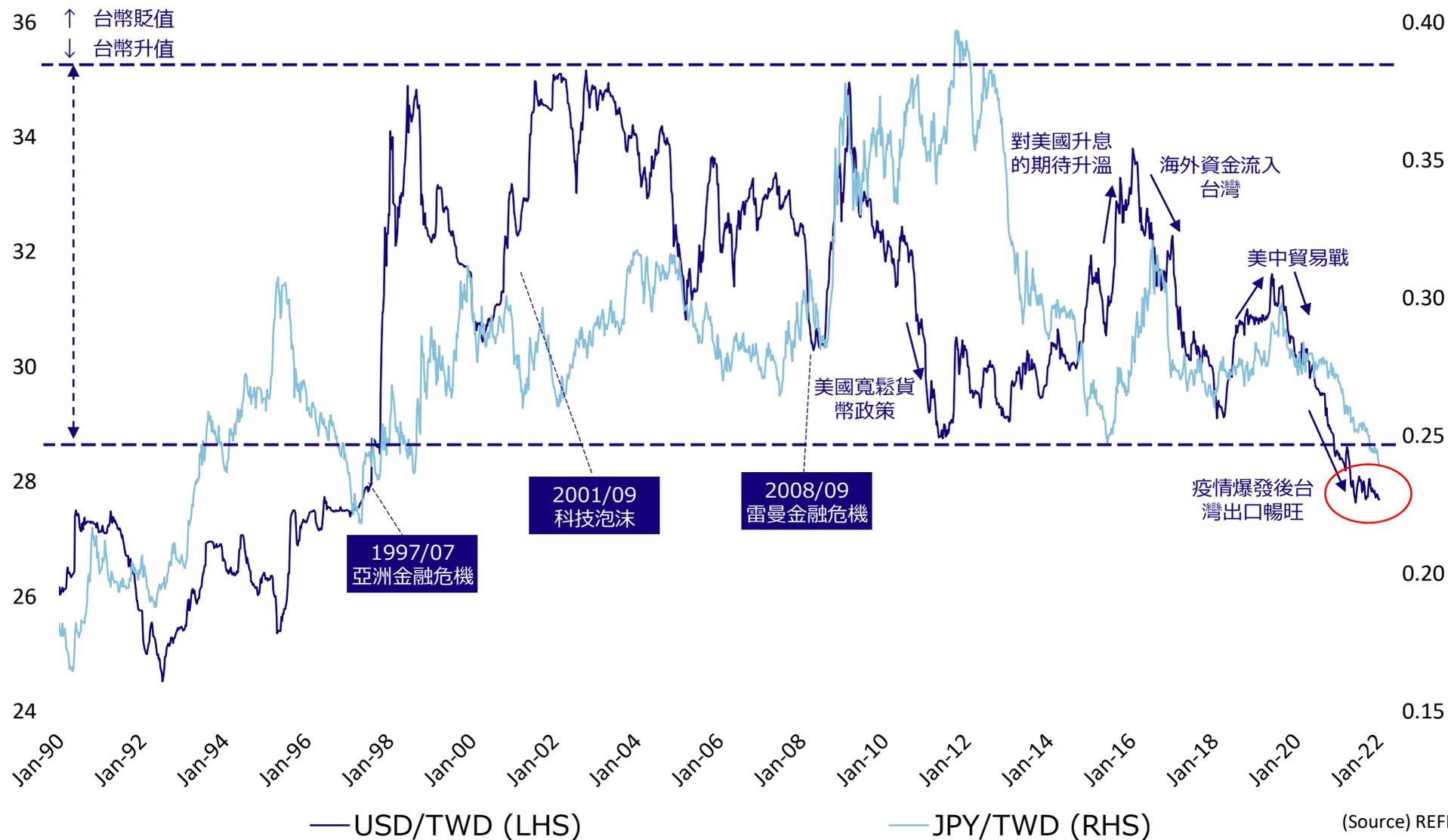
【股價走勢】



(Source) REFINITIV

台幣外匯市場－長期走勢

■ 台幣突破原有區間，升至24年高位。

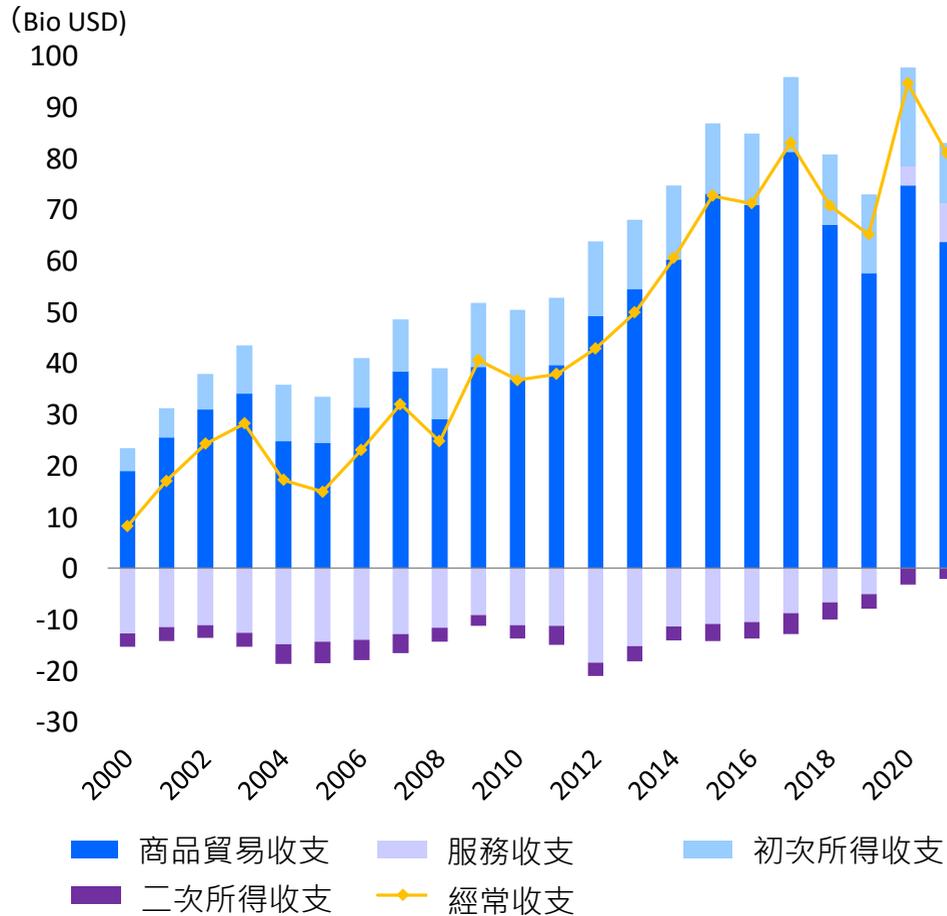


(Source) REFINITIV

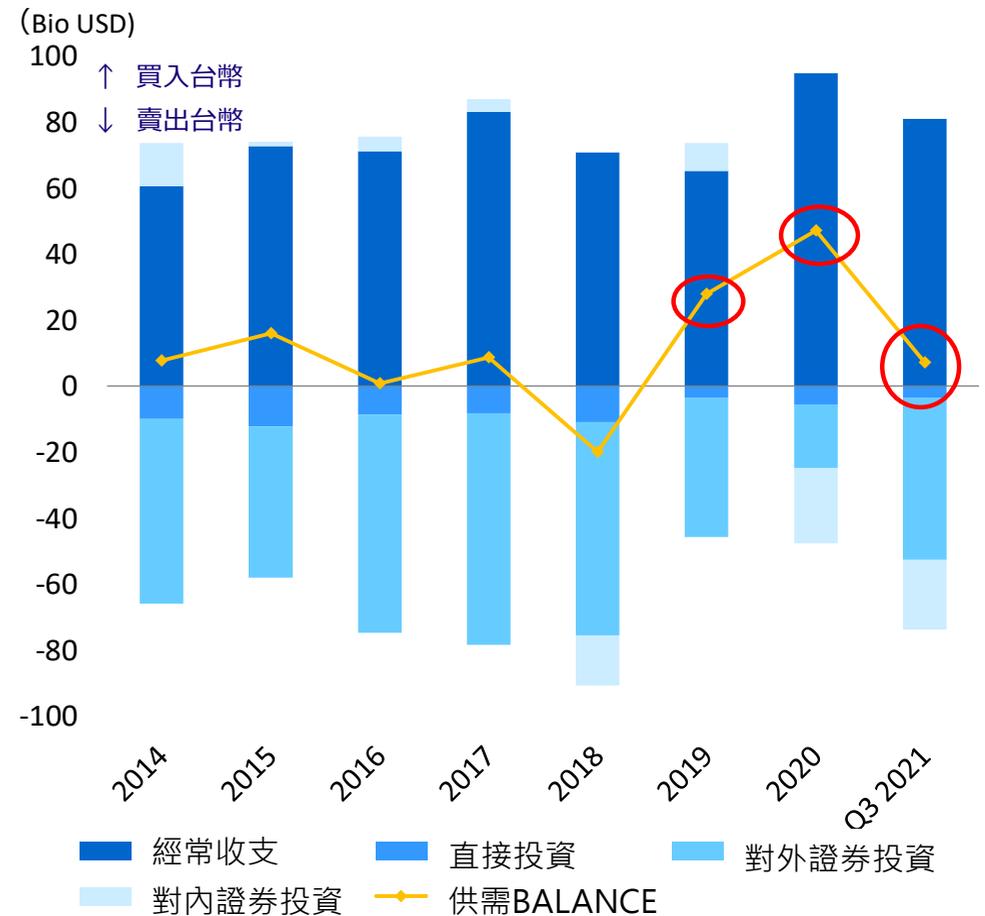
台幣外匯市場－供需環境

- 自國際收支觀察台幣供需後可以發現，2020年經常帳盈餘的增加為台幣升值的主因之一。
- 2021年第三季雖經常帳盈餘增加，但由於美國利率上升，對外證券投資增強，供需相對均衡。

【台灣經常帳收支變化趨勢】



【台幣供需變化】



台幣外匯市場 – 美國動向(12月FOMC)①

- 聯準會於12月份的FOMC會議，決定將縮減購債的金額自每月減少150億美元，倍增為300億美元。FF利率維持在 (0% – 0.25%)不變。市場預期Tapering將於2022年3月正式結束。聲明文方面，如同聯準會主席鮑威爾的國會證詞，最新的聲明文已刪除了「通膨是暫時的 (transitory)」的表述。
- 2022年利率點陣圖中值自0.25%升至0.875%，預期2022年將升息三次。

【利率點陣圖(9月vs12月)】



【政策利率預測(預測中值)(12月)】

FOMC	2021	2022	2023	2024	Longer run
2021/12	0.125%	↻ 0.875%	↻ 1.625%	↻ 2.125%	2.500%
2021/9	0.125%	↻ 0.250%	↻ 1.000%	↻ 1.750%	2.500%

(Source) Board of Governors of the Federal Reserve System

台幣外匯市場 – 美國動向(12月FOMC)②

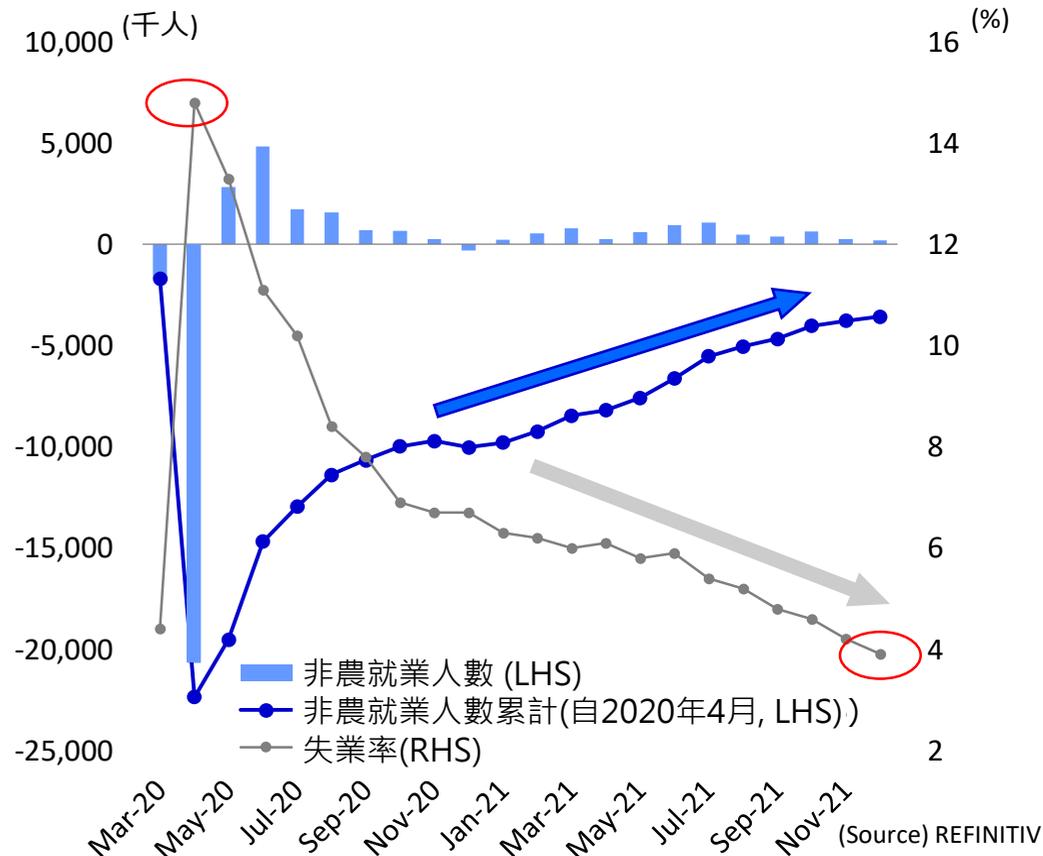
- 失業率已下修，預期2022年可達到長期失業率目標的3.5%水準。
- 勞動市場方面，新冠肺炎疫情令2020年4月非農業部門就業人口創下減少2,053.7萬人的歷史紀錄，失業率亦達到14.7%的歷史新高。其後，勞動市場持續改善，2021年12月失業率已回落至3.90%。

【經濟預測(預測中值)(12月)】

	FOMC	2021	2022	2023	Longer run
GDP	2021/12	5.5%	4.0%	2.2%	2.0%
	2021/9	5.9%	3.8%	2.5%	2.0%
失業率	2021/12	4.3%	3.5%	3.5%	3.5%
	2021/9	4.8%	3.8%	3.5%	3.5%
核心PCE	2021/12	4.4%	2.7%	2.3%	-
	2021/9	3.7%	2.3%	2.2%	-

(Source) Board of Governors of the Federal Reserve System

【非農就業人數變化趨勢】

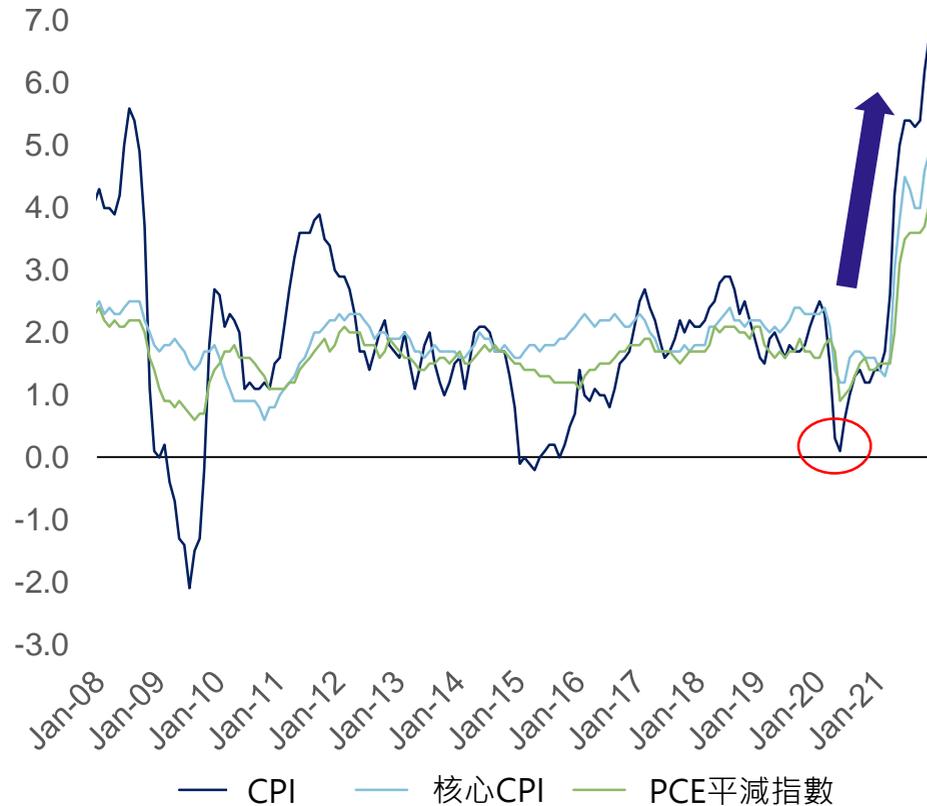


台幣外匯市場－美國動向(物價)

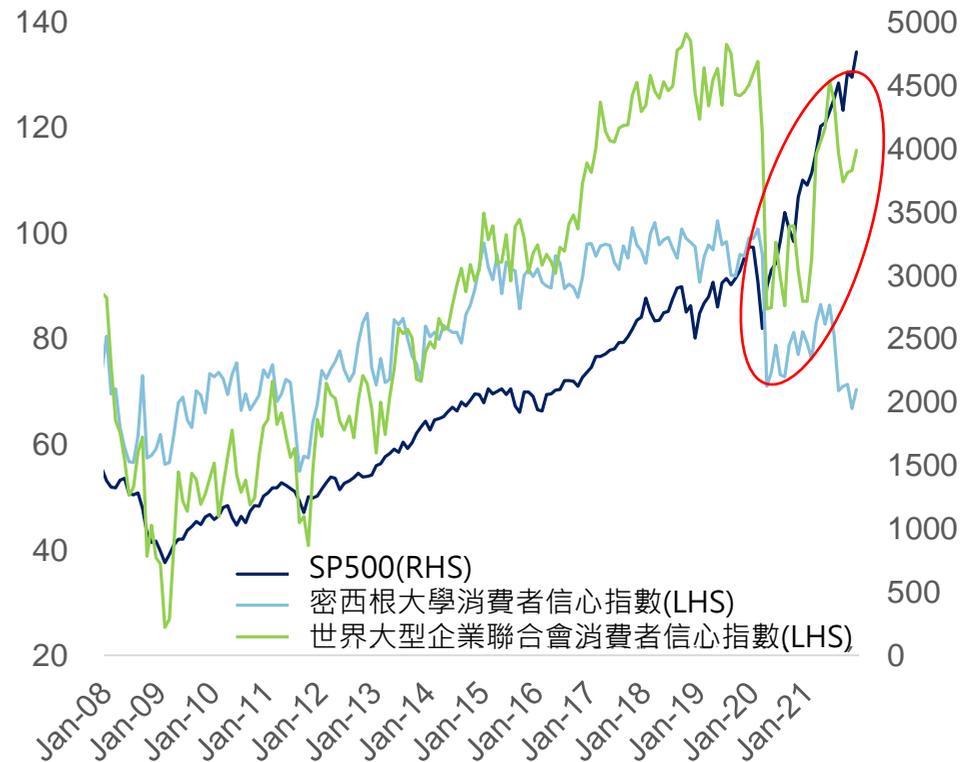
- 物價方面，新冠肺炎疫情爆發時，物價一度下跌，但目前通膨加速，CPI觸及39年的新高。
- 消費者信心一度受到疫情的打擊，但股價創高後，出現復甦的跡象。疫情再度擴大後，消費者信心再度回落。對於疫情終結與景氣復甦的期待感逐漸升溫，但通膨壓力與政府的抗通膨對策令消費者信心承壓。

【物價的變化趨勢】

前年比(%)



【美股與消費者信心】



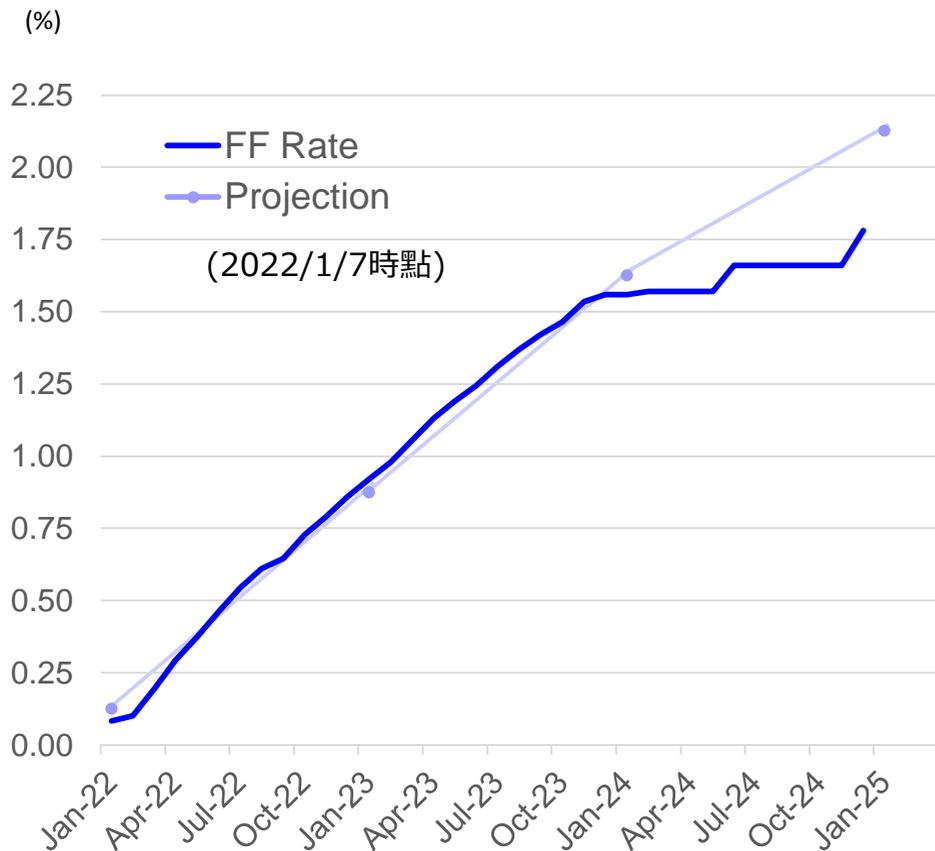
(Source) REFINITIV

MIZUHO

台幣外匯市場－美國動向(利率)

- 聯準會上回Tapering持續了10個月，該計畫結束後的1年2個月後步入升息循環→自Tapering到升息約需要2年的時間。然而，目前的金融市場似已充分反應了投資人對於2022年升息的預期。
- 過去資料顯示，危機過後的政策利率高點有逐步下降的趨勢，本次疫情過後的利率水準為市場注目的焦點。

【FF利率期貨推估的升息預期】



【FF利率與美國10年期公債殖利率走勢】

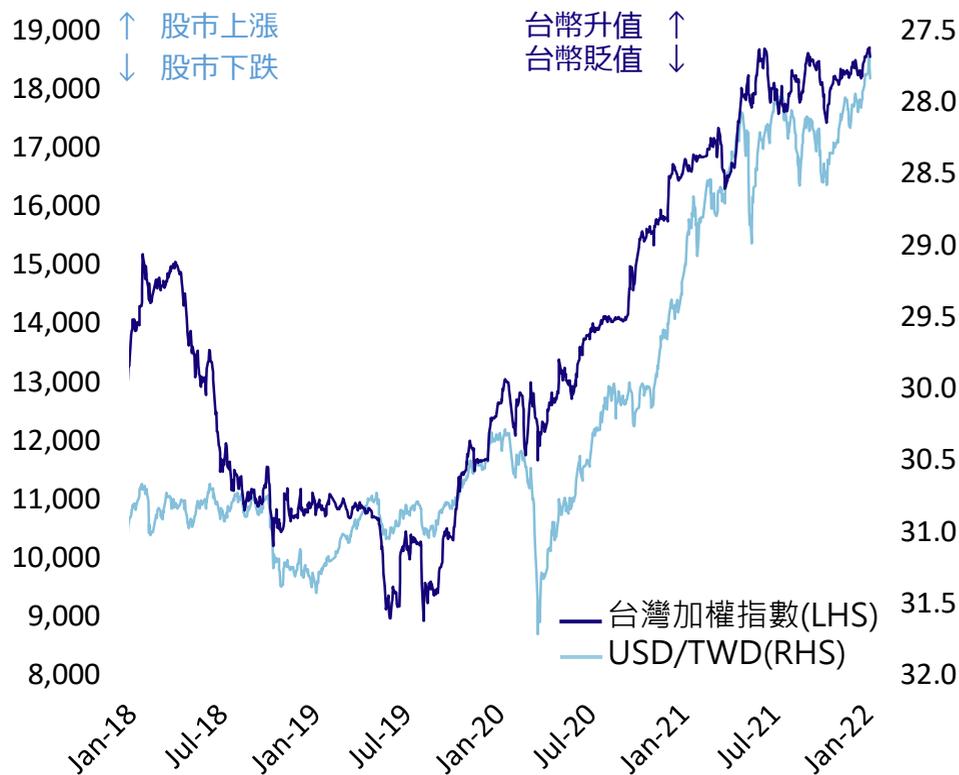


(Source) REFINITIV

台幣外匯市場－股價與利率的相關性

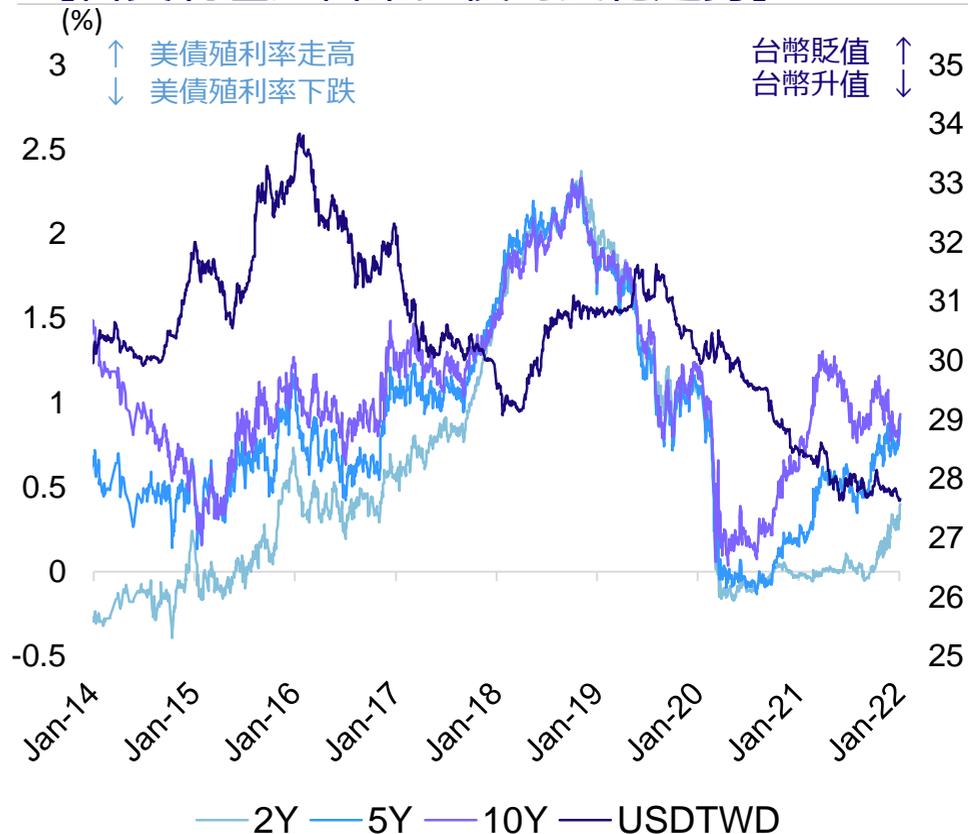
- 台幣與股市連動性高。
- 此外，單純的利率差對於台幣匯價影響程度較低。

【股價與台幣匯價的變化趨勢】



股市上漲 → 台幣升值
 股市下跌 → 台幣貶值

【台美利差與台幣匯價的變化趨勢】



(Source) Refinitiv ※由IRS價格計算之利率差

(Source) REFINITIV

台幣外匯市場－台幣匯市的預期

	2022年 1-3月	2022年 4-6月	2022年 7-9月	2022年 10-12月
USD/TWD	27.30~28.30 (27.80)	27.50~28.50 (28.00)	27.60~28.50 (28.10)	27.60~28.50 (28.10)

- 科技相關產業的業績表現持續強勁，出口增長成為支撐台幣持續升值的主要題材。
- 美國推進貨幣政策正常化的期待，激勵美債殖利率走高，隨之而來的台幣賣盤抵銷了台幣的升值壓力。預期長期美債殖利率上漲將使台幣升值幅度受限。
- 即使全球對於新冠肺炎疫情的擔憂升高，導致投資人短線的台幣賣盤增強，仍預期台幣較易偏向升值方向波動。然而，需留意的是，雖然目前成功地遏制新冠肺炎疫情，但若疫情於台灣境內擴大，導致半導體製造受到衝擊，台幣仍有貶值風險。

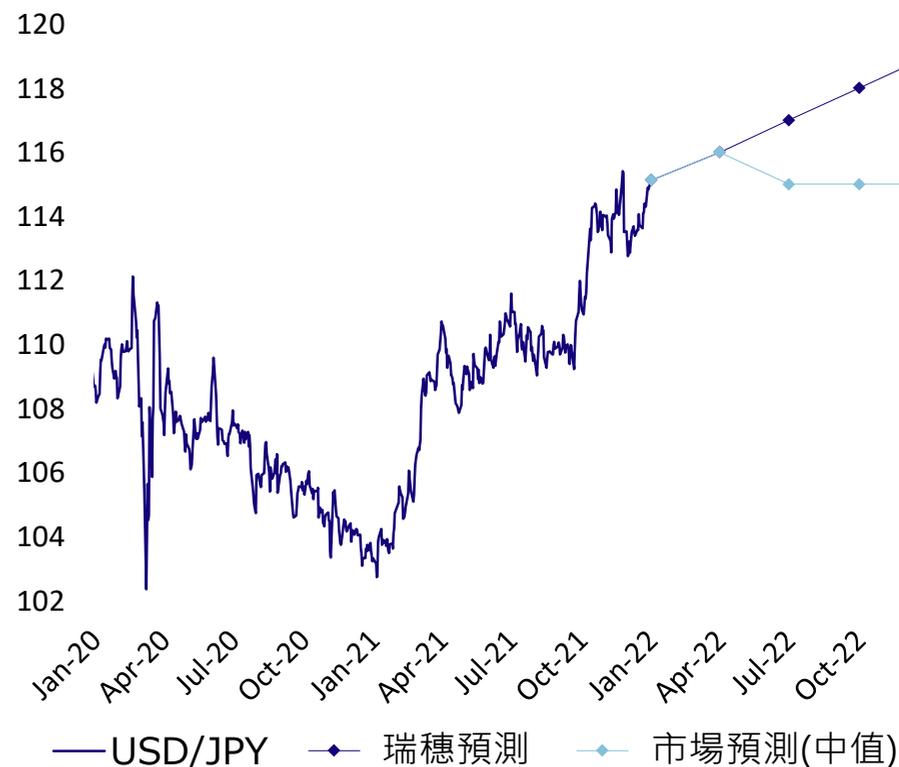


3. 日圓外匯市場

日圓外匯市場—預測

	2022年 1-3月	2022年 4-6月	2022年 7-9月	2022年 10-12月
USD/JPY	113~118 (116)	114~120 (117)	115~121 (118)	116~122 (119)

- 美國順利推進貨幣政策正常化，USD/JPY偏向日圓貶值方向波動。全球物價壓力上升，各國央行已開始討論疫情後，應如何撤回疫情期間的刺激措施，並朝向貨幣政策正常化的道路前進。然而，日本經濟成長疲弱，日本央行撤出寬鬆貨幣政策的前景黯淡，預期日圓兌其他主要貨幣仍將持續走貶。
- 此外，原物料價格飆漲，日本仰賴進口導致貿易赤字擴大，原物料價格上漲亦成為日圓貶值的主因之一。

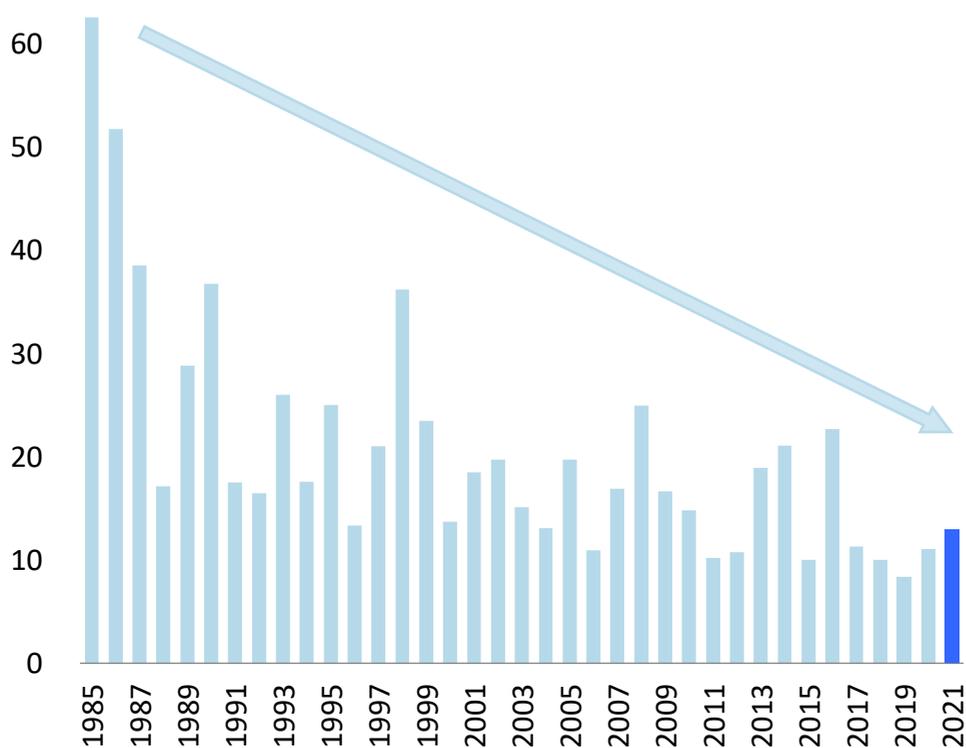


日圓外匯市場－回顧2021年

- 日圓年度波動幅度為12.93圓，為2016年以來的最大波動幅度。然而，該幅度仍為廣場協議後的37年間第9低的數字。此外，在「有利率的世界」中，波動幅度15~20日圓較為普遍。
- 2021年日圓即期市場之成交量下降，雖然波動幅度擴大，但金融市場對於日本的關注程度仍未增加。

【廣場協議後日圓波動幅度的變化趨勢】

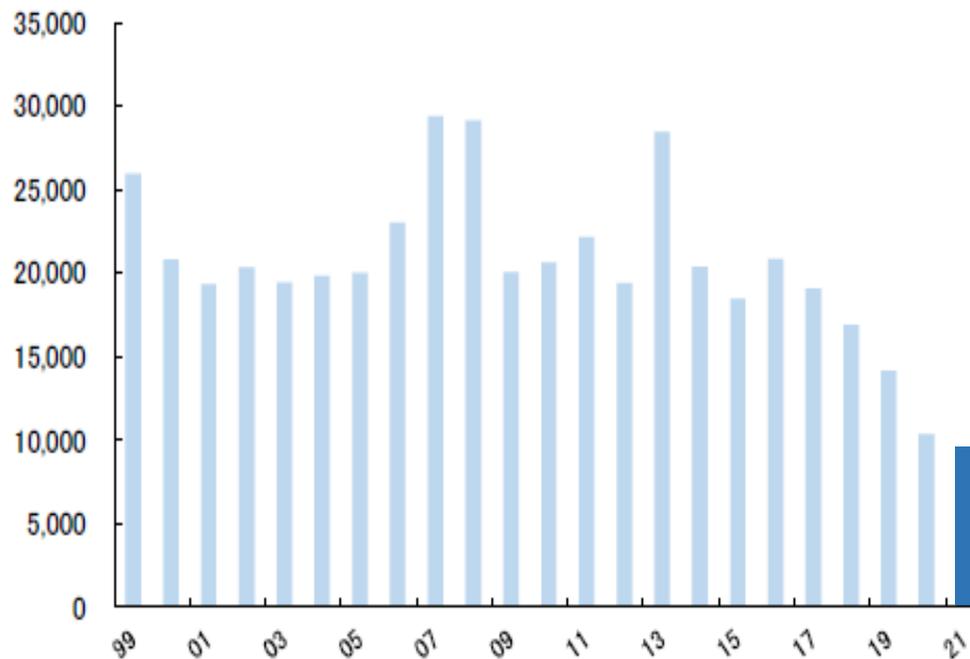
70 (日圓)



(Source) Refinitiv

【日圓即期市場之成交量 (東京市場、1-11月合計)】

(億美元)



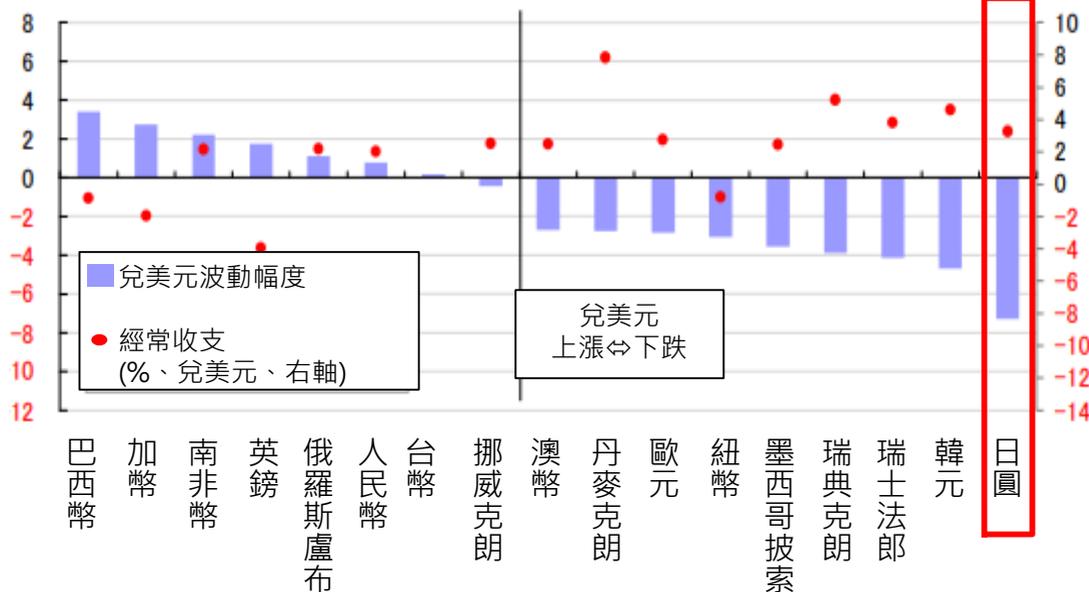
(Source) 日本央行

日圓外匯市場－回顧2021年

- 2021年日圓與其他貨幣相比明顯較為弱勢。
- 日圓升值的主因為避險情緒升溫，在疫情沒有進一步擴大的情境下，日圓易貶難升。

【主要貨幣之即期報酬率】

(兌美元、20年12月31日至21年12月24日)



(Source) Bloomberg、IMF、經常帳收支，2020年台灣為+14%以上，於本表之外
 ※兌美元、20年12月31日至21年12月18日

【G7貨幣之名目匯率變化趨勢】



(Source) Refinitiv、※2021年1月1日=100

日圓外匯市場－日本經濟成長率疲軟

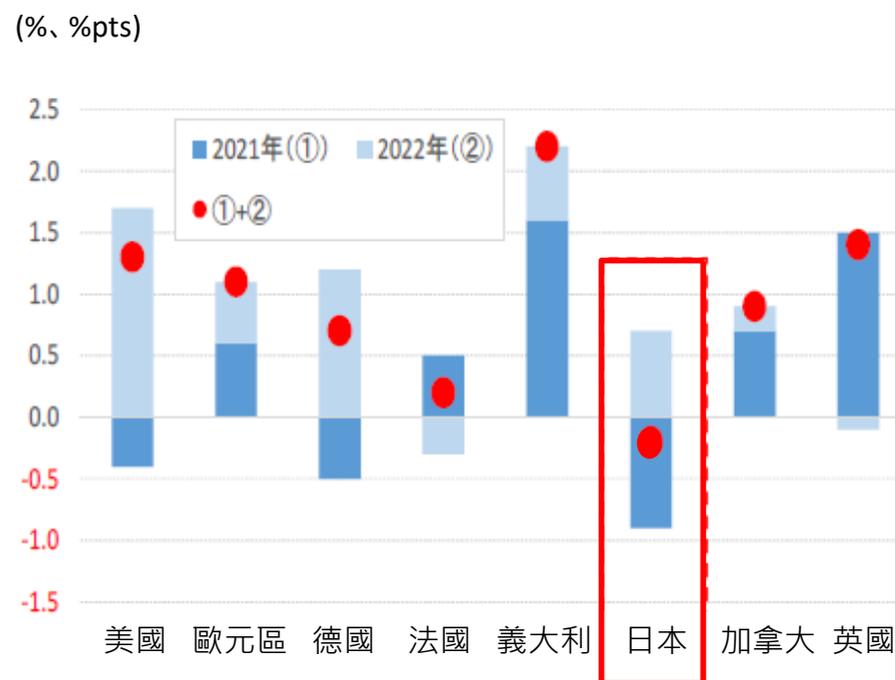
- 2021年疫苗接種率上升，對於經濟重啟的期待感升溫，歐美貨幣政策正常化的趨勢逐漸浮現。
- 日本疫苗接種率高，但緊急事態宣言令經濟成長受限。日本的確診人數與死亡人數皆維持在較低的水準，但在推進金融政策方面沒有取得明顯的進展，較高的接種率並未支撐日圓的買盤。日本並未以疫苗作為「手段」，達成推進貨幣政策正常化的「目的」，此差異成為日本與歐美國家的差距持續擴大的主因。

【G7國家之經濟成長軌跡 (前年比%)】

	2020	2021		2022		疫苗接種率※
	實績	7月	10月	7月	10月	
美國	-4.7	7.0	6.0	5.2	5.2	72.37
歐元區	-6.6	4.6	5.0	4.3	4.3	71.75
德國	-4.9	3.6	3.1	4.1	4.6	72.32
法國	-8.2	5.8	6.3	4.2	3.9	77.55
義大利	-8.9	4.9	5.8	4.2	4.2	79.13
日本	-4.8	2.8	2.4	3.0	3.2	79.43
加拿大	-5.4	6.3	5.7	4.5	4.9	82.34
英國	-9.9	7.0	6.8	4.8	5.0	71.95

(Source) MF、「World Economic Outlook」(21年10月)
 ※接種1次以上疫苗的人口比率(12月16日)

【IMF全球經濟預測之修正幅度】

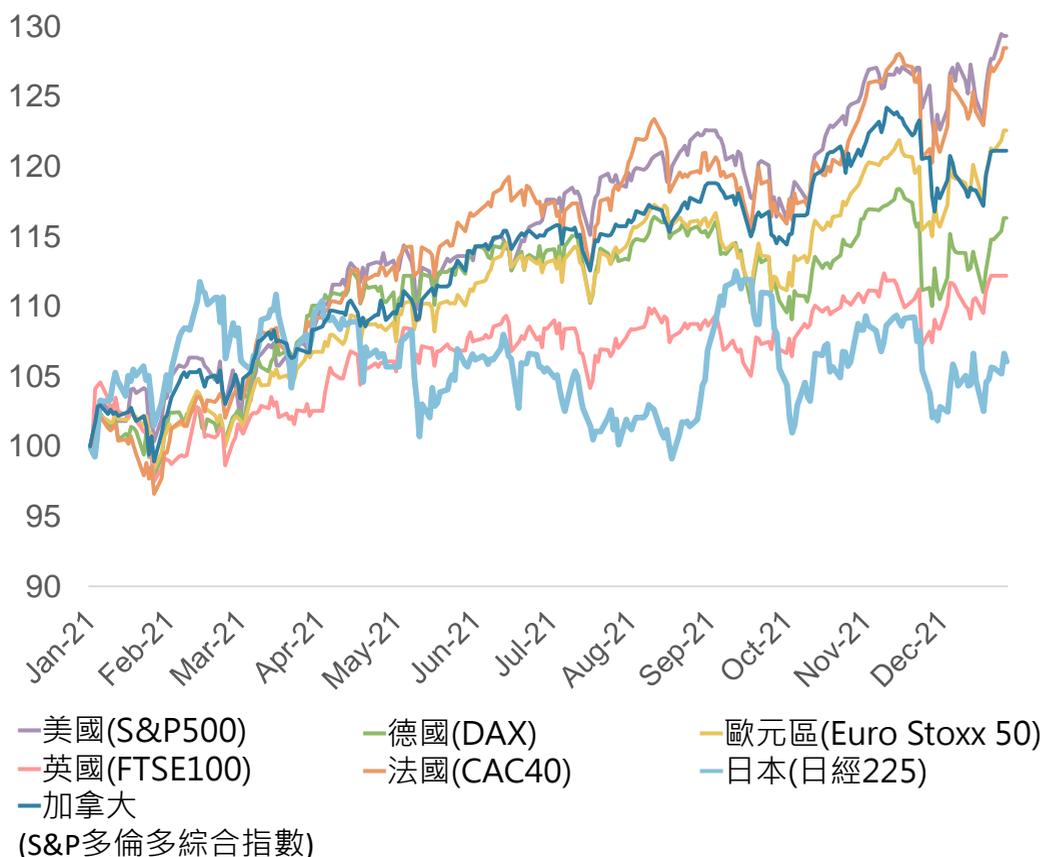


(Source) IMF
 ※2021年4月→2021年10月的修正幅度

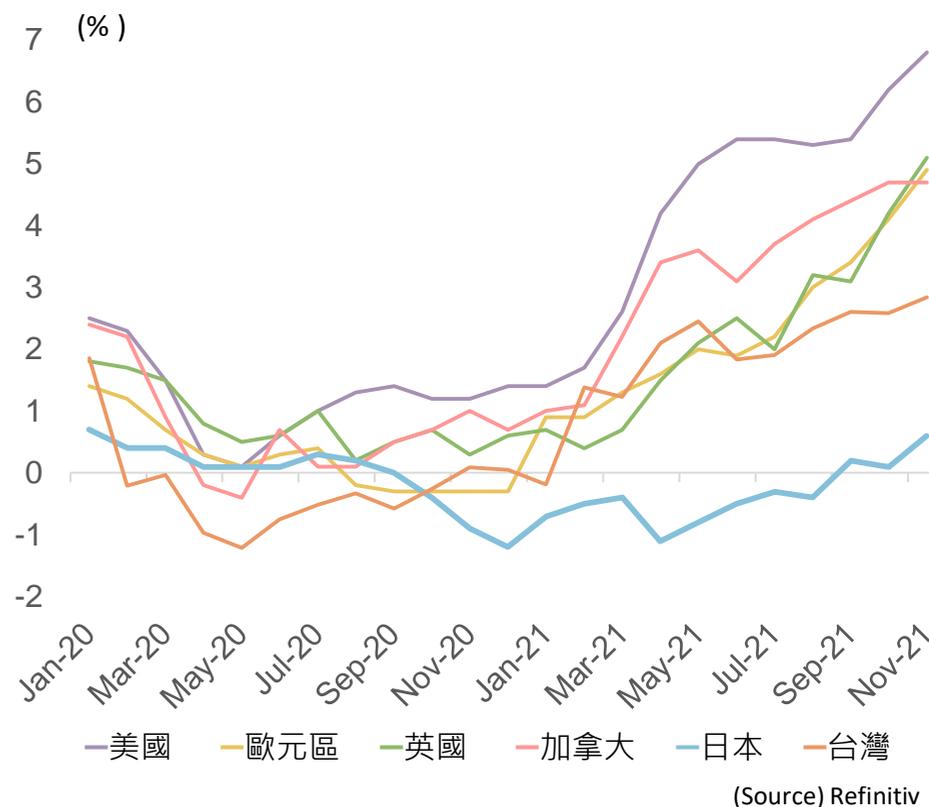
日圓外匯市場－日本難以得到金融市場的青睞

- 2021年日本股市漲幅受限，2021年4月的第3次的緊急事態宣言後，日本與歐美等國的差距有進一步擴大的趨勢。
- 與歐美國家相比之下，日本的通膨數據與經濟成長率皆較為遜色。

【主要國家的股價變化趨勢】



【主要國家的通膨變化趨勢 (前年同月比)】



日圓外匯市場－實質有效匯率下跌

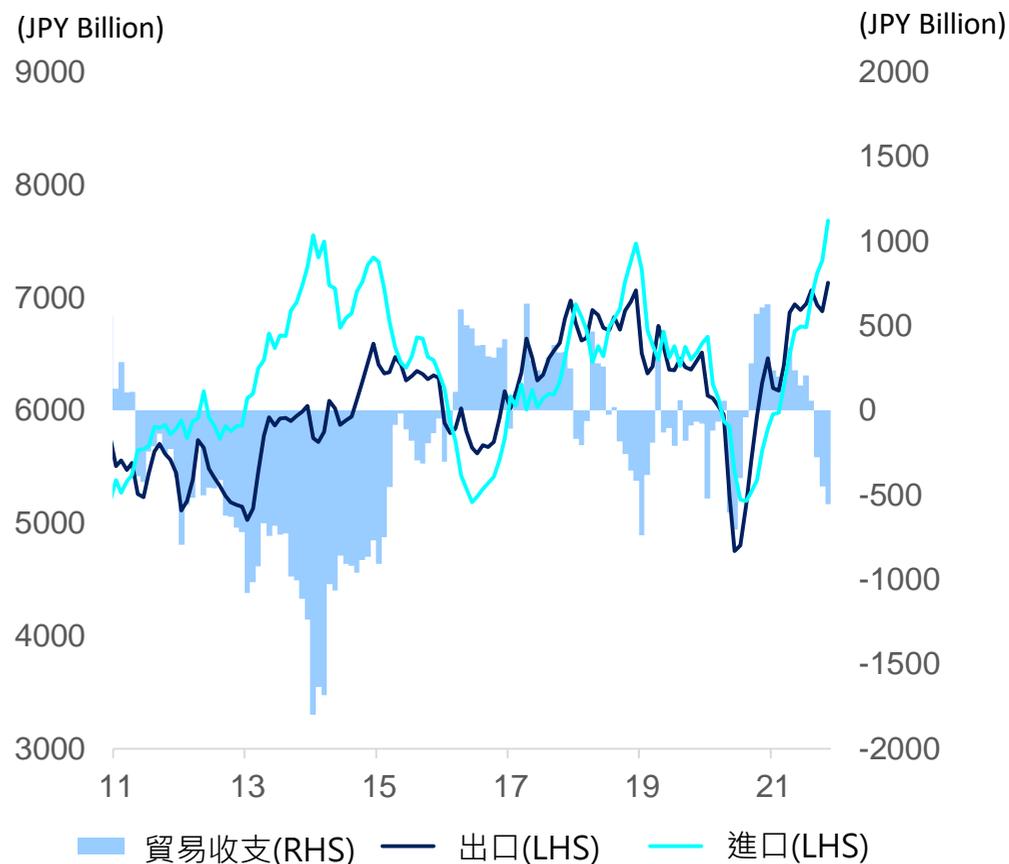
- 由於物價偏低，日圓實質有效匯率已回落至1970年代前半的水準。
- 雖有經常帳盈餘，但貿易面卻呈現赤字，缺乏「日圓買盤的來源」，因此日圓無法升值。

【日圓實質有效匯率的變化趨勢】



(Source) 日本央行

【日本進出口金額與貿易收支的變化趨勢】

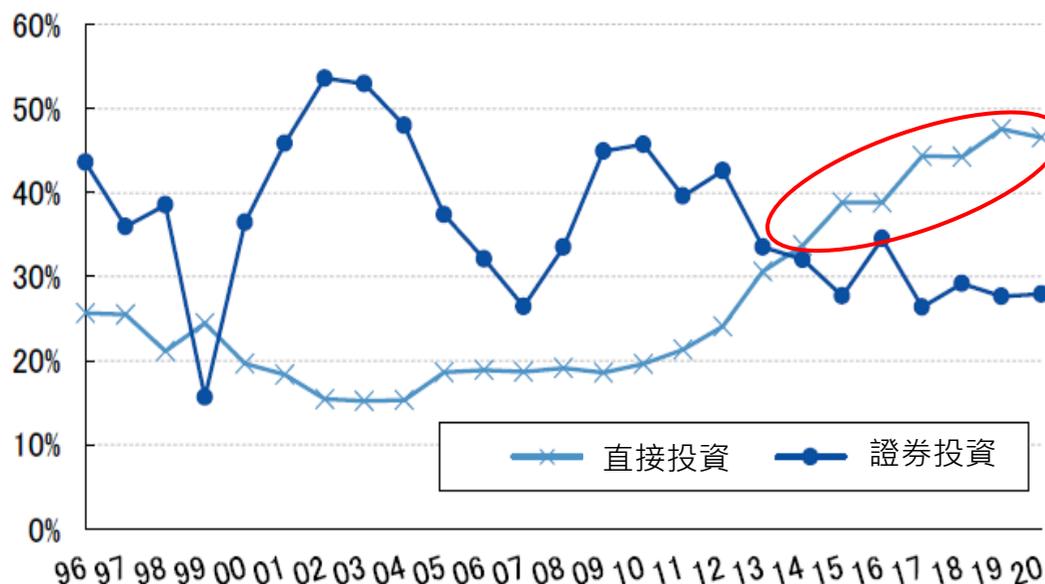


(Source) Refinitiv

日圓外匯市場－證券投資轉為直接投資

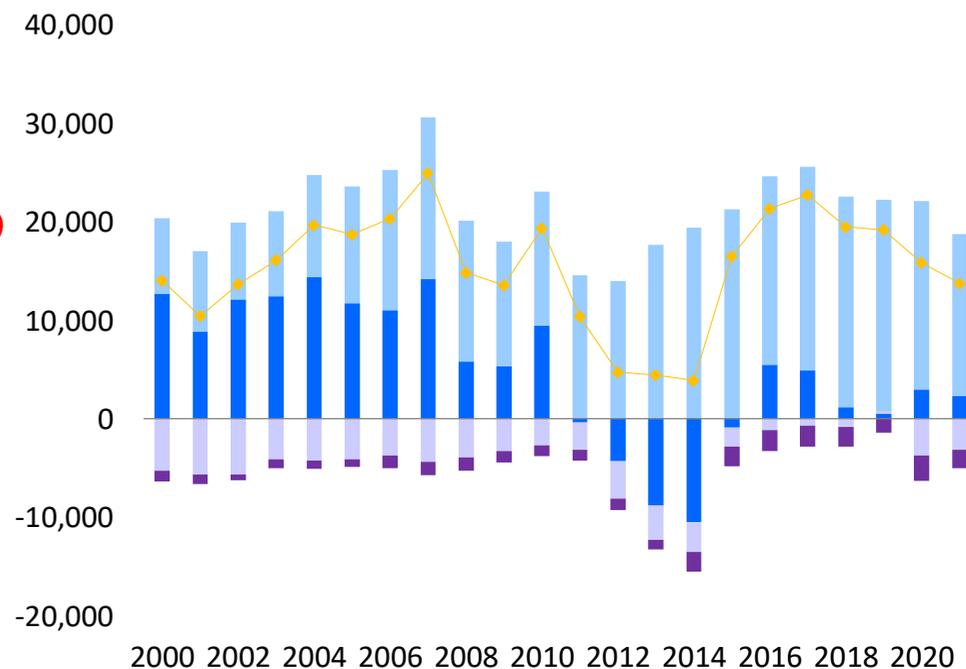
- 日本持有之海外資產中，證券投資比例下降，直接投資比例上升，「不會匯回日本的日圓賣盤」出現增加的趨勢。
- 經常帳盈餘與貿易盈餘較低，大多為第一次所得，但對於日圓買盤的影響不大。

【日本對外淨資產 直接投資與證券投資的比率】



(Source) 財務省

【經常收支的變化趨勢】



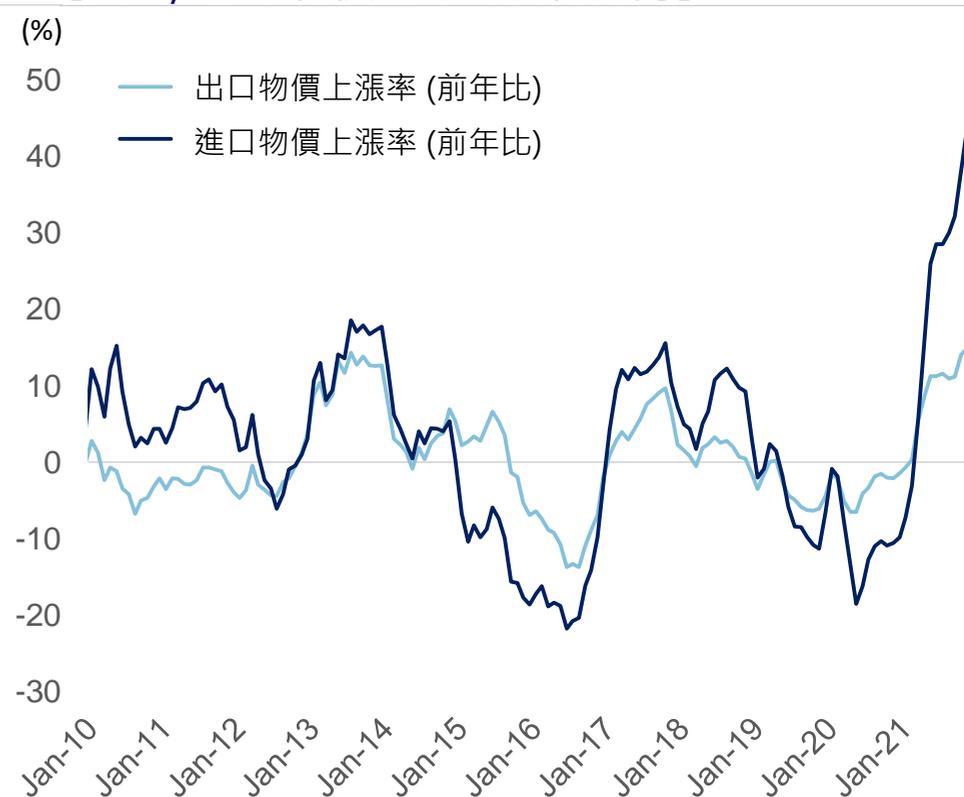
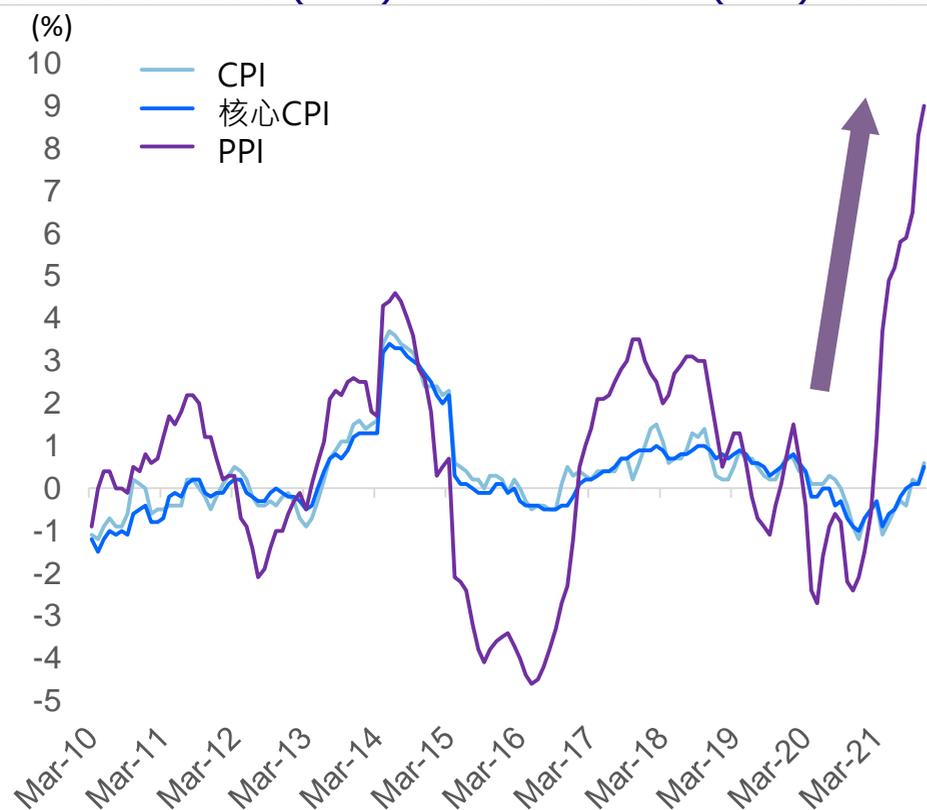
■ 貿易收支 ■ 服務收支 ■ 第一次所得
■ 第二次所得 —●— 經常收支

(Source) 財務省

日圓外匯市場 – 消費者物價低迷

- 生產者物價指數上升，但並未反應在消費者物價指數上，日本企業較難將成本壓力轉嫁給消費者。
- CPI停滯反映了內需復甦的步伐緩慢，鑒於目前日本政府將疫情對策優先於經濟正常化，預期日本企業承擔成本負擔的情況將會繼續。

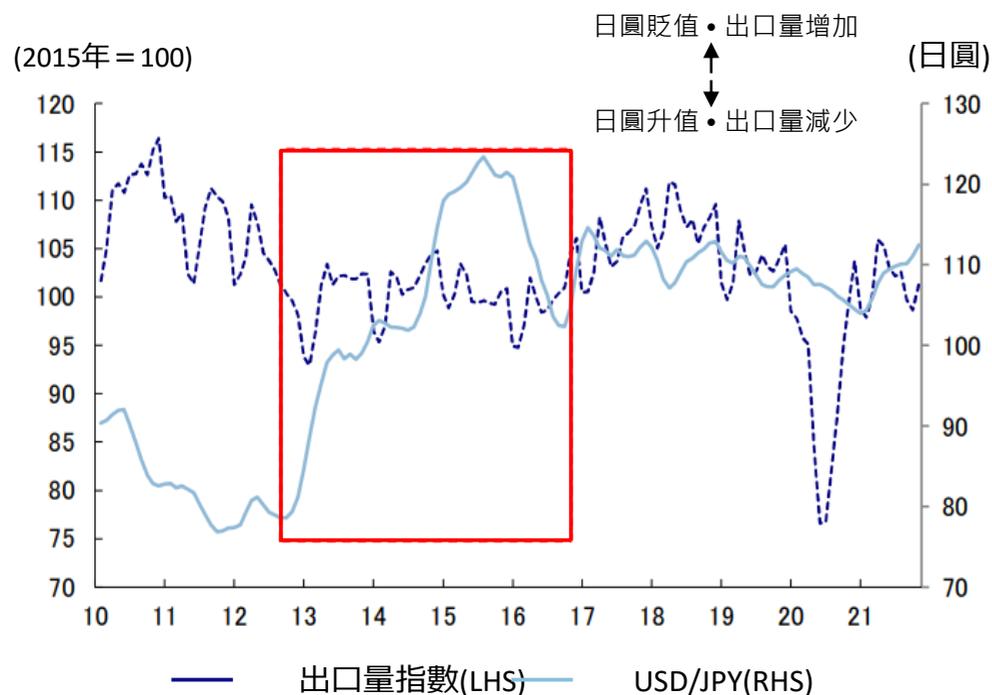
【消費者物價指數(CPI)與生產物價指數 (PPI)的變化趨勢】 【出口/進口 物價上漲的變化趨勢】



日圓外匯市場－日圓貶值但出口表現仍疲弱

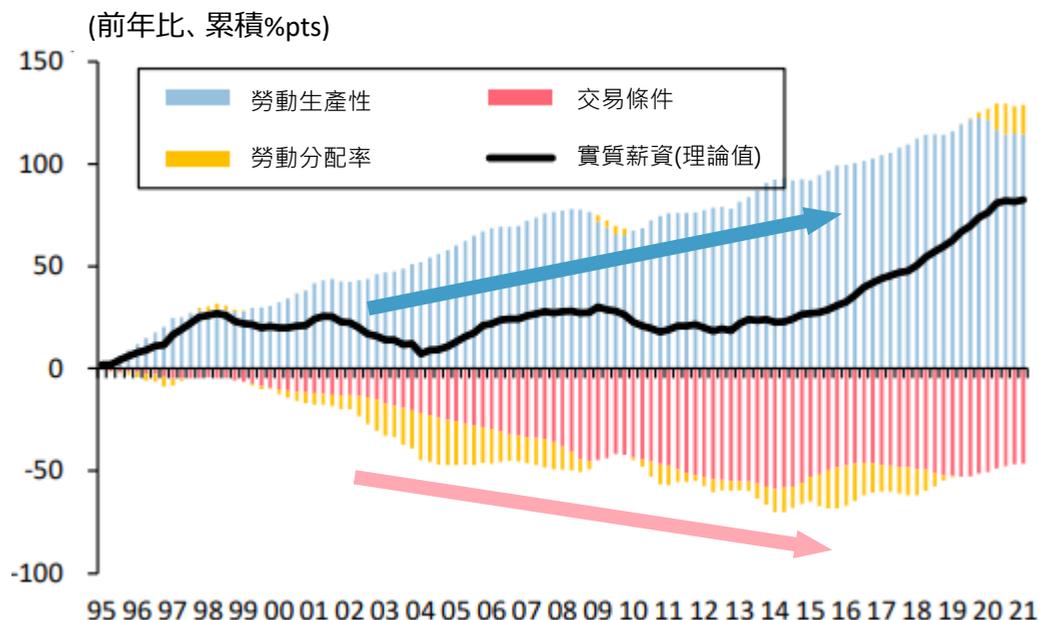
- 製造業據點大多移往海外，日圓貶值並未提振出口表現。
- 出口並未成長，但原物料卻需仰賴進口，很難積極評價日圓的貶值效益。日圓貶值導致交易條件惡化（≠交易損失擴大），在理論上會壓抑實質薪資的增長。

【USD/JPY與出口的變化趨勢 (3個月移動平均)】



(Source) INDB

【實質薪資的要因分析】



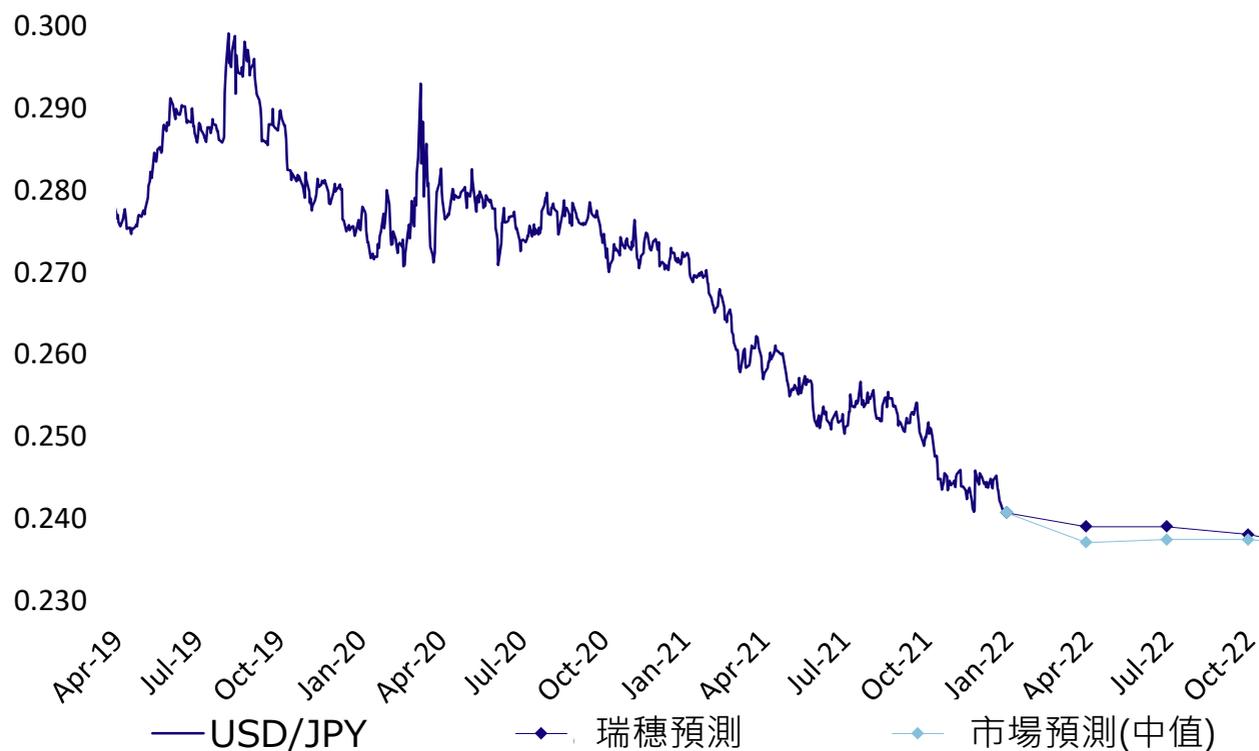
※勞動生產性：每單位勞動投入量之附加價值
勞動分配率：附加價值所獲得的勞動者報酬
交易條件：出口1單位商品所換來的進口量

(Source) 內閣府「國民經濟計算」、厚生勞動省「每月勞動統計」

日圓/台幣外匯市場—預測

	2022年 1-3月	2022年 4-6月	2022年 7-9月	2022年 10-12月
JPY/TWD	0.235~0.250 (0.239)	0.237~0.250 (0.239)	0.232~0.245 (0.238)	0.230~0.242 (0.236)

【JPYTWD的預測】



〈參考〉日圓外匯市場－風險情境

- 出現威脅更大的新冠肺炎變種病毒
- 地緣政治風險上升
- 中國大型不動產開發商倒閉導致信用風險升溫
- 聯準會的強硬鷹派政策導致美債殖利率曲線出現熊市走平的現象
- 美國經常帳赤字擴大
- 日本央行開始推動金融政策正常化

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。