大華投顧

2008/4/10
投資研究部

台幣未來升值空間可能有限

一、結論

- 台灣經濟結構無法忍受新台幣匯率大幅升值。
- 央行阻升新台幣態勢明顯。
- 市場對新台幣持續升值的預期心理已經降低。

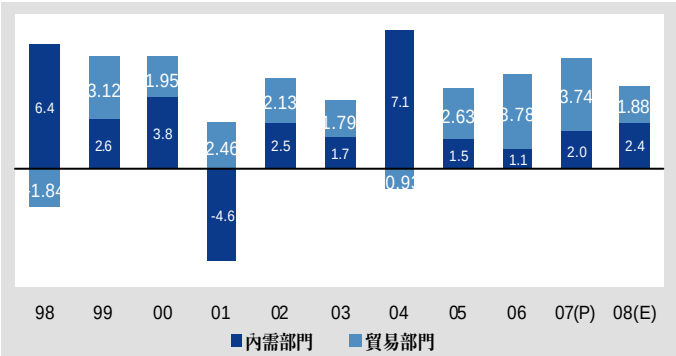
二、分析

➢ 台灣經濟成長對出口貿易依賴程度高，新台幣大幅升值影響甚鉅

我國向為出口貿易導向的經濟體，且依賴程度從未如近年來之高，因此並無法忍受新台幣再大幅度升值，否則將衝擊經濟成長。如圖一，07 年經濟成長率預估為 5.7%，出口貿易部門貢獻 3.74 個百分點，為近十年來次高。預估 08 年在全球景氣走緩下，台灣經濟成長率為 4.32%，出口貿易部門亦將貢獻 1.88 個百分點。由過去經驗來看，除了 98 年受到亞洲金融風暴以及 04 年中國宏觀調控的影響之外，出口貿易部門對我國經濟成長提供了相當穩定的貢獻度。

圖一、台灣經濟成長相當依類出口貿易

經濟成長貢獻度，%



資料來源：行政院主計處，大華投顧整理

圖二、匯率經常在景氣轉換時扮演關鍵角色

一美元兌新台幣匯率,元

資料來源：Bloomberg

進出口的變化應與全球經濟脈動有較直接的關係，同時匯率亦會受到影響，但卻可能在景氣轉換時，於下一季度扮演著關鍵的角色。如圖一、圖二，98 年亞洲金融風暴致使我國出口貿易負成長，由於新台幣匯率於下半年的走貶，以及 99 年我國快速走出金融風暴的陰霾，出口貿易貢獻經濟成長 3.12 個百分點。00 年科技泡沫化之後，雖然內需不振，但新台幣匯率的弱勢亦使出口產業維持相當的競爭力，經濟成長仍維持穩定的動能。04 年大陸宏觀調控致使我國出口再度負成長，新台幣匯率的貶值又於 05 年扮演著關鍵角色。

全球經濟影響國際貿易，且同時影響國內經濟及匯率變化。此次新台幣匯率的急升乃來自於大選過後的題材效應，08 年全球景氣趨緩日益明顯，台灣勢必無法一支獨秀，新台幣匯率當然也不可能持續獨強。

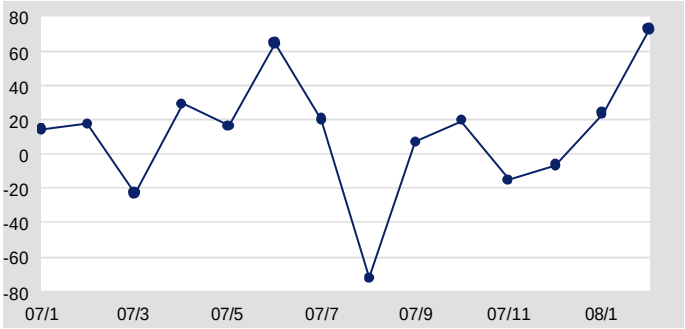
以上資料由大華投顧編輯彙整，提供本公司同仁內部研究參考。對於以上資料提及之各項業務、財務資料及公司前景說明，皆有其時效性的限制，本公司同仁於研究參考時應考慮相關風險並自行判斷。大華投顧、董事、經理人及員工，對於所提供之資料不負任何明示或暗示的保證責任，也不負任何形式的賠償責任。以上資料著作權屬大華投顧擁有，非經授權，不得抄襲、引用、或轉載。

➢ 央行阻升態度明顯

央行近期對外匯市場的警示動作，確實成功力守新台幣匯率於 30 元的心理整數關卡。如圖三，外資自今年以來匯入速度加快，致使新台幣匯率年至今升值 6.23%，居亞洲所有主要貨幣之冠，其主要原因為選後開放題材效應以及台股本益比偏低的發酵。而央行為了舒緩因食物及原物料價格上揚所帶動的通膨壓力，亦緩步放任新台幣升值，如圖四所示，新台幣升值確實使進口物價指數漲幅已較為平緩。

圖三、資金行情於年初開始發酵

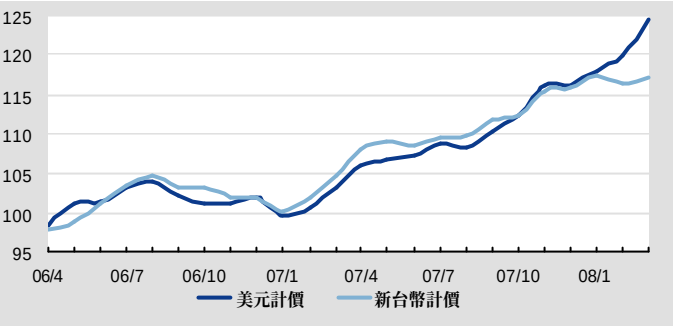
FINI 直接投資證券匯入淨額，億美元



資料來源：TEJ

圖四、新台幣升值可降低廠商進口成本

進口物價指數，點



資料來源：行政院主計處

然而在選後第一個交易日(3/24)，外匯市場交易量達 50 億美金，新台幣匯率升值 3.21 角，皆為近年來新紀錄，但至 3/25 為止，外資僅買超股市 249.07 億元，佔外資淨匯入約 20.71%。因此央行除了警告外資以外，並開始大動作干預匯市，3/27、28 兩交易日新台幣共貶值約 4 角，守在 30.4 元。因此，由央行對匯市的干預來看，新台幣匯率再大幅升值空間有限。

➢ 遠期外匯顯示市場對新台幣升值預期已降低

由遠期外匯市場來看，市場對於新台幣持續升值的預期已大幅降低。美國聯準會為了舒解信用場緊縮的問題，因而連續調降聯邦資金準備利率至 2.25%，縮短與新台幣間利差，此亦是造成此次新台幣匯率大幅升值的主因之一。然而根據利率交換理論，新台幣與美元利差間的縮短，大大地降低遠期外匯市場對未來新台幣匯率可套利空間的預期，因此我們認為新台幣匯率再升值空間可能有限。如圖五所示，新台幣兌美元的遠期外匯與即期外匯間的換匯點(遠期匯率與即期匯率之差，可代表對未來匯率變化的預期)正不斷縮小，預期新台幣匯率將進入中期的區間盤整。

圖五、換匯點的縮小，代表市場對匯率再變動的預期降低

換匯點，點

資料來源，Bloomberg

以上資料由大華投顧編輯彙整，提供本公司同仁內部研究參考。對於以上資料提及之各項業務、財務資料及公司前景說明，皆有其時效性的限制，本公司同仁於研究參考時應考慮相關風險並自行判斷。大華投顧、董事、經理人及員工，對於所提供之資料不負任何明示或暗示的保證責任，也不負任何形式的賠償責任。以上資料著作權屬大華投顧擁有，非經授權，不得抄襲、引用、或轉載。