

# 亞幣升值的「罪魁禍首」??

鉅亨網 總主筆 邱志昌博士

## 壹、前言



(圖一：新台幣兌換人民幣匯價曲線圖，鉅亨網首頁)

人要成功其實也不必刻意學習他人優點；上帝造人、菩薩養人，智商本來就有差異。每個人要走的路、要受的苦多不一樣；不要跟自己過意不去。只要非常清楚知道自己缺點，而且耐心有心改過來、就絕對不會虛度今生今世。要照見自己缺點的確不易，但從多方面交叉比對就可見到。這波新台幣匯率如此強勢，背景與原因眾說紛紜；從中國地方政府對台

商大查稅，到 OECD 的 CRS 全球稅務資訊交換大盤點；還扯到美國央行 Fed 升息利空出盡等。財務金融驗證講究量化證據，沒明確數字最好別製造網路垃圾。風險高？到底有多高？股票市場是用 VAR 風險值衡量，在最不可能的水準下發生下的「最大風險值」；債券就用 Duration(存續期間)衡量；證據在哪裡？事實就在那裏！

## 貳、與亞幣升值議題相關資料與事件回顧！

本文以鉅亨網下列幾項，貨幣匯價資料與曲線圖進行交叉比對；使用圖形訴求是為抓時間點，抓時間點目的是為驗證當時事件；扭轉局勢與趨勢通常多有，影響深遠的事件 Events 陪伴共生：一、新台幣兌換人民幣匯率。二、人民幣兌換美元匯率。三、美元指數。四、泰銖與印尼盾等兌換美元匯率。五、這四種匯率指標起落循環時間點事件。六、台股與上證股價指數 K 線圖。七、2016 年人民幣兌換美元匯率大貶、中國資金大外逃事件。八、本文缺乏台灣外匯市場，每天交易買賣美元資料。



(圖二：美元指數日曲線圖，鉅亨網首頁)

在這些資料指標觀察研究後，本文發現造成近一季以來，新台幣匯率強勢主要因為：一、中國人民幣部份外逃資金、流入新台幣與眾亞洲貨幣中；不管這些資金是屬於台商企業或個人，也不管它是透過什麼管道，人民幣轉換為新台幣趨勢顯著。至於這些資金是否含大陸企業，或是由第三方免稅天堂進來，非本文研究主題。二、新台幣兌換美元匯率強勢與美元指數無關；美元指數主要對應貨幣主要是歐元。三、歐元兌換美元匯率佔美元指數權重約 56%，美元指數弱勢是因為歐洲景氣正在緩慢復甦中。歐元兌換美元匯價由貶值，轉為盤整或是升值循環；美元指數浮載浮沉非干新台幣強勢。但美元兌換新台幣與亞幣「俯首稱臣」，長期遠因還是來自於 Fed 結束 QE、美元升息循環、乃至於 Fed 縮減資產負債表計畫。四、本文之所以如此判斷原因是，比對了新台幣兌換美元匯率與泰銖、印尼盾及除人民幣外亞洲貨幣。這些東南亞貨幣在同一樣本期間中，與新台幣匯率同步咄咄逼人、步步攻堅。中美兩大經濟體目前現狀，後者貨幣政策緊縮利空出盡，前者因信貸風險拉高、資金大流動外逃。五、人民幣為何外逃？本文懷疑是起因於 2015 年 4 月前後，陸企引爆的中國 1949 年建政、及 1989 年改革開放以來，第三次也是金額最龐大的一次信貸危機？此為本文研究匯率外，不經意獲得另一個值得研究議題。如果真是這樣，則中國會藉 2017 年 5 月啟動的「一帶一路」基礎建設，穩住下滑的經濟成長率；否則如何在未來全球資金使用成本升高下，去槓桿壓力增加、硬著陸機率升高。中國智庫對此情勢演變掌握，應遠優於本文、他們是內部人。

### 參、亞幣也沒睡著？眾幣日以繼夜、披星戴月、強勢攻堅？



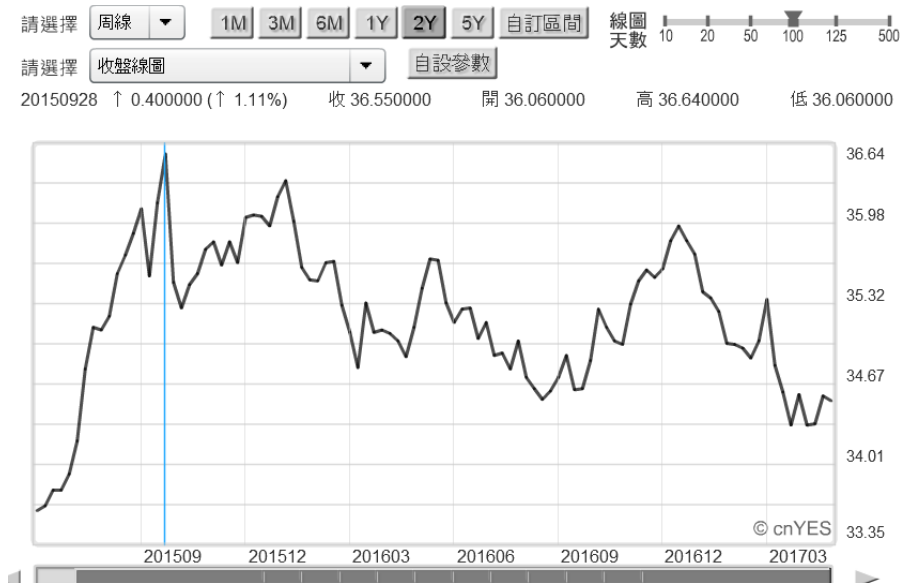
(圖三：新台幣兌換美元月匯率曲線圖，鉅亨網首頁)

亞洲貨幣匯率多像新台幣這樣強勁？在 2016 年 12 月 15 日、Fed 二次升息後，以大利空出盡姿態；披星戴月、日夜攻堅？由新台幣兌換美元月曲線圖，在 2008 年後最強勢新台幣，時間點出現在第二次美元 QE 宣告後；即 2011 年 4 月初、價位為 28.59 兌換美元。回顧當時背景，在預期最多 QE 只會做三次，最終將停止下；新台幣匯價開始回貶，最低價位為 2016 年 12 月 15 日、33.838 兌換 1 美元。但此後亞幣與台幣這次第二度回升，速度之快出乎預料；尤其是此不到半年期間，直接攻到 29.94 兌換 1 美元、過關斬將如入無人之境。



(圖四：新台幣兌換美元日曲線圖，鉅亨網首頁)

這波升值與 2011 年不同的是「速度」，多數台灣企業負責人將此歸因於 2017 年 4 月 15 日美國對貿易國匯率調查報告。但由升值型態比對，2011 年是眾亞幣群聚現象、東南亞貨幣與新台幣趨勢一致；而自 2016 年底後與這波台幣與亞幣也亦步亦趨。以台幣匯率短期趨勢，自 2016 年 12 月 32.38 兌 1 美元急升到近期、不斷試探 29.8 兌 1 美元。前半期是反映，Fed 在同年 3 月 15 日第三度升息；與美國商務部在同年 4 月 15 日，對貿易對手國匯率操縱指控；亞幣群聚走勢升值。唯本文認為，下半期間或未來若尚會持續升值原因，會落在中國金融信貸風險未除的變數中。自 Fed 將停止 QE 政策，美元指數開始起漲於 2014 年 9 月，當時指數位置為 79.775 點。美元指數起漲後，預期 Fed 由鬆轉為中性政策，觸動一波亞幣貶值；一路貶值到 2015 年 9 月中。由泰銖兌換美元匯率曲線圖見到升值趨勢，也同樣在 2016 年底後，泰銖兌換美元再次升值。



(圖五：泰銖兌換美元匯率周曲線圖，鉅亨網首頁)

#### 肆、意外發現到中國經濟股市長期可能發展、與人民幣逆向趨勢！

再由事件分析還會清楚見到，未來亞幣升值驅動力仍將存在；核心原因還是：一、美國 Fed 未來前瞻貨幣政策計畫，已非常清楚勾勒未來長期策略；這些緊縮貨幣政策預期效果，未來只有預料不到部份，就只剩每次升息幅度與縮表規模，出現不如現在的預期影響；在此之外 Fed 難以對美元再掀起強勢火花。二、中國經濟持續軟著陸，基礎建設開花效應心思，落在「一帶一路」覆蓋國家基礎建設中。在多邊全球貿易協議 WTO 式微，甚至暫時被美國拋棄後；區域貿易除既有的歐盟外，剩東南亞國協 ASEAN 最為聚焦。亞幣升值之背後，是為中國製造業外流到東南亞尋找低工資？中美兩國總體經濟大趨勢，形成這次亞幣中期、也可能演成長期升值重要原因。



(圖六：台股加權股價指數周 K 線圖，鉅亨網首頁)

若將比對範圍縮小為三種貨幣，則人民幣兌換美元貶值，的確觸動兩岸資金移動；大陸資金、或人民幣轉進新台幣。雖然亞幣全部升值，但至今以新台幣匯率最強勢。這是因為中國大陸也認定，新台幣兌美元被低估？檢視多數亞幣的長短期趨勢時會發現，近期以新台幣兌換美元升值屬強中之強；台幣成為金融界口中「地表最強勢貨幣」，主因應是來自對岸中國大陸人民幣青睞。人民幣兌換美元起貶於 2014 年 2 月，但兌換新台幣貶值趨勢則始於 2015 年 9 月。這個時間點也是台灣股市觸底時；最低加權股價指數 7,203.07 點。但此時間點卻也是上證股價指數急行軍後的最高點；台股與上證、一個到底、一個到頂、互動關係是逆向的。前言所述人民幣兌換新台幣貶值，就是自 2015 年 9 月開始；陸資是藉什麼管道轉為新台幣？再進到台灣股票市場中？而在 2015 年 6 月上證股災大跌後，它並未隨新興市場，於 2016 年 1

月觸底強勁回升；但台股指數就從 2016 年 1 月 19 日揚帆。最大可能原因是中國陷入，史上最大金融不良債權清理。



(圖七：上證股價指數周 K 線圖，鉅亨網首頁)

一、2015 年 6 月後的中國股市所隱含的經濟意義，是否就是所謂的國民所得「中等收入陷阱」；宛如日本失落 20 多年場景重現？這會是多頭最擔心害怕的噩夢，這也有待確實證據驗證；中國股市有長期處於低檔風險。但本文卻主觀認為，在這種情勢下，人民幣貨幣匯率反而有上揚可能。二、中國未來股匯市發展模式，是否與日本 1990 年的日經、1985 年的日圓步入相同模式？1990 年後日經 225 股價指數下跌後長眠一段期間，但日圓還是繼續升息不止？也就是人民幣升值之路尚未畫出據點？這多是有待確認。就金融投資的觀點，多頭倒是期盼，此時是中國最大的風險時機，有最佳的「風險溢價報酬」機遇。

## 伍、結論：亞幣升值還在「大風吹」？台幣、泰銖輪到印尼盾？



(圖八：印尼盾兌換美元匯率曲線圖，鉅亨網首頁)

概觀亞幣除泰銖外，印尼盾兌換美元匯率也在 2015 年 9 月起升值；但 2016 年底後、這一波就沒再跟進；其升值趨勢落後於新台幣及泰銖。若 Fed 政策有效，中國的確也將印尼列進一帶一路，人民幣流轉為印尼盾應是未來之必然。唯這關鍵會是中國與任何一帶一路往來，將是以何種貨幣計價去談雙方基礎建設。以歷史經驗，對東南亞國協投資最大風險有兩大項，一為政治排華、二是匯率風險；中國可運用 ASEAN 共同市場模式處理政治問題，但這些國家匯率風險卻仍然取決於美元，這還是為未來短期無可改變之事實。(提醒：本文是為財金專業研究分享，非投資建議書；不為任何引用本文為行銷或投資損益背書。)