

五、本年 Fed 緊縮貨幣政策對台灣股匯市及資本移動之影響—外資賣股匯出資金為新台幣貶值主因

美國 Fed 為**抑制高通膨**而**加速緊縮貨幣政策**，美債**殖利率大幅攀升**，致外界並常援引國際上**利差交易**(carry trade)概念，直觀上認定國際資本(外資)係**因美台利差擴大而撤出台灣**，並導致**新台幣貶值**。

惟如以國內市場實際數據觀察，**外資**匯入我國資金之運用管道主要為：投資台股、台債及為交割所需之新台幣存款帳戶；其中，**絕大多數資金以投資台股為主**，**持有台債比重甚微**，且其新台幣存款帳戶餘額相對穩定。本年以來，**美債殖利率揚升**雖**使美台利差擴大**，惟**外資並無明顯出脫台債或減持新台幣存款現象**；但因**全球股市受美債殖利率攀升及金融市場去槓桿化影響而大幅修正**，**外資**基於全球資產配置及面對基金贖回等資金需求考量，**賣超台股實現龐大獲利後並大舉匯出**，加以其在**國內匯市交易比重達 7 成**，致台北外匯市場**美元需求大於供給**，為本年**新台幣對美元匯率貶值逾 11% 之主因**。另就**國內投資固定收益證券**為主要業務之**機構投資者**(壽險業及投信 ETF)而言，其今年上半年之**淨匯出資金亦未有增加之現象**¹。

由於外界所認為**美台利差擴大為外資匯出資金之說法**，**並不符當前國內金融市場實際情形**，爰撰本文加以說明，文中並說明在當前國際金融市場動盪下，新台幣仍相對穩定。近年來，與美國 Fed 貨幣政策相關之**全球金融循環**(Global Financial Cycle)現象，已成為當前全球股、匯市大幅波動之最重要因素²。本年以來，我國**出口雖續創新高**，**廠商結售美元亦呈增加**，惟**美國大幅緊縮貨幣政策之外溢效果**，除可能不利全球主要股市評價外，同時亦影響到各國貨幣走勢及市場對**國際匯市走勢之預期**，進而影響到**新台幣匯率**。**本行**隨時密切注意國際匯市動向，**必要時進場調節**以維持國內匯市穩定。

¹ 國內壽險業本年因保費收入減少且海外投資已逼近其法定上限，其上半年淨匯出金額較上(2021)年下半年減少；而國內投信之債券 ETF 在本年第 2 季時，因其主要投資人(即壽險業者)大幅贖回，資金反轉向為淨流入。

² 有關全球金融循環之特性及傳遞管道與影響，請參考本次本行理監事會會後參考資料之四「美國貨幣寬鬆或緊縮情勢與全球金融循環之關係」。簡言之，由於美元為最主要國際準備貨幣，美國 Fed 貨幣政策鬆/緊與美元貶/升及全球金融循環擴張/緊縮明顯相關；如今年以來 Fed 為抑制高通膨加速緊縮貨幣政策，美債殖利率急遽上揚、美元大幅升值，全球金融市場出現去槓桿化(deleveraging)，金融循環轉為緊縮，各國股市等風險性資產價格出現修正，貨幣多呈貶值。

(一)近幾年台股優異表現，為外資帶來優渥報酬

1. 自 2020 年 3 月美國 Fed 大幅降息並採行量化寬鬆(QE)政策後，國際金融市場流動性大增，全球金融循環步入擴張期；加以上(2021)年美國經濟復甦、需求回升，推升美股榮景；同期間，美債殖利率處於歷史低點，有利股價享有較高本益比(圖 1)。台股亦因經濟基本面佳，隨美股大幅走揚，並創下歷史高點，最重要指標股台積電(占大盤權重 26%)，外資持股比重高達 72%，近年被視為台股代表性之科技成長股，市場亦給予較高本益比。

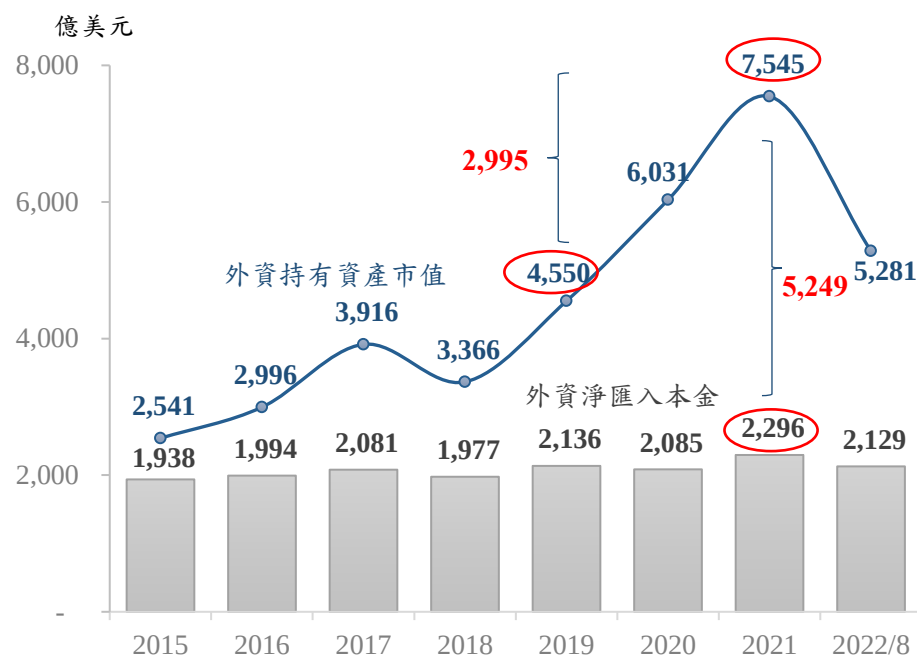
圖 1 美國公債殖利率與那斯達克指數本益比
(2019/6~2022/9/20)



*本益比為調整後本益比
資料來源：Bloomberg

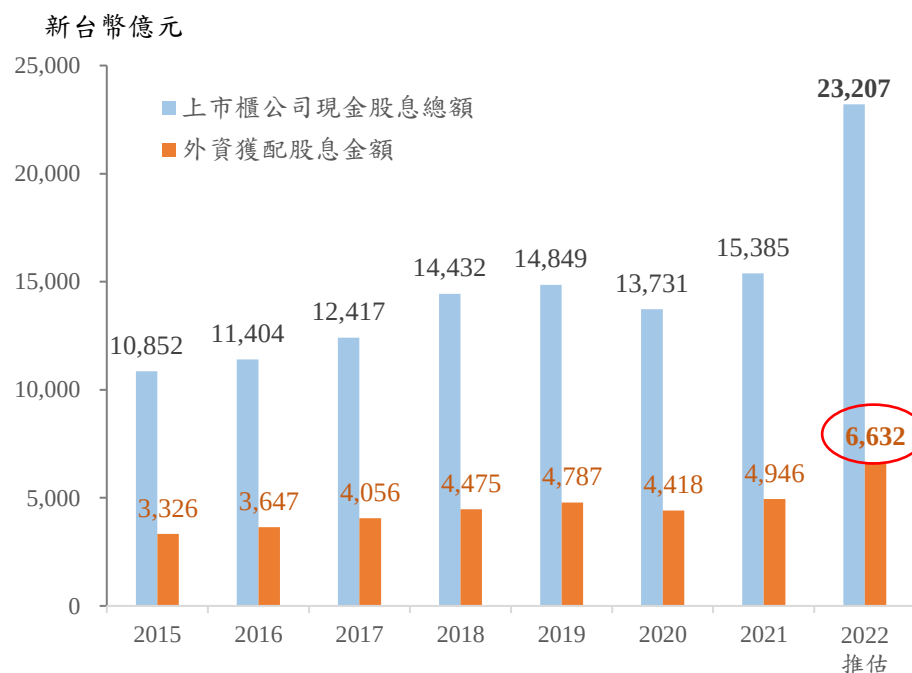
2. 台股自 2020 年 3 月 COVID-19 爆發之低點至上年底大漲 113%，為外資帶來優渥帳面利益；截至上年年底，外資投資國內資產**市值約 7,545 億美元**，扣除所匯入本金後，帳上之**獲利達 5,249(=7,545-2,296)億美元³**，其中約有**2,995(=7,545-4,550)億美元**係來自近 2 年台股上漲之增值利益(折約新台幣 9 兆元)(圖 2)。
3. 此外，因上市櫃公司上年獲利再締新猷，推估本年發放股息創新高達新台幣 2.32 兆元(約 770 億美元)，亦可為外資貢獻大量股利收入；**推估外資本年獲配股息約可達新台幣 6,632 億元(約 220 億美元)⁴**(圖 3)。

圖 2 外資持有資產市值與淨匯入本金



資料來源：金管會、證交所、本行

圖 3 上市櫃公司配息與外資獲配股息金額



資料來源：證交所、本行推估

³ 由於今年以來股市下跌，截至本年 8 月底，外資投資國內資產之帳上獲利已下降至 3,152 (=5,281-2,129) 億美元。

⁴ 外資獲配股息(稅前)不含其直接投資與海外 ADR 之配息。

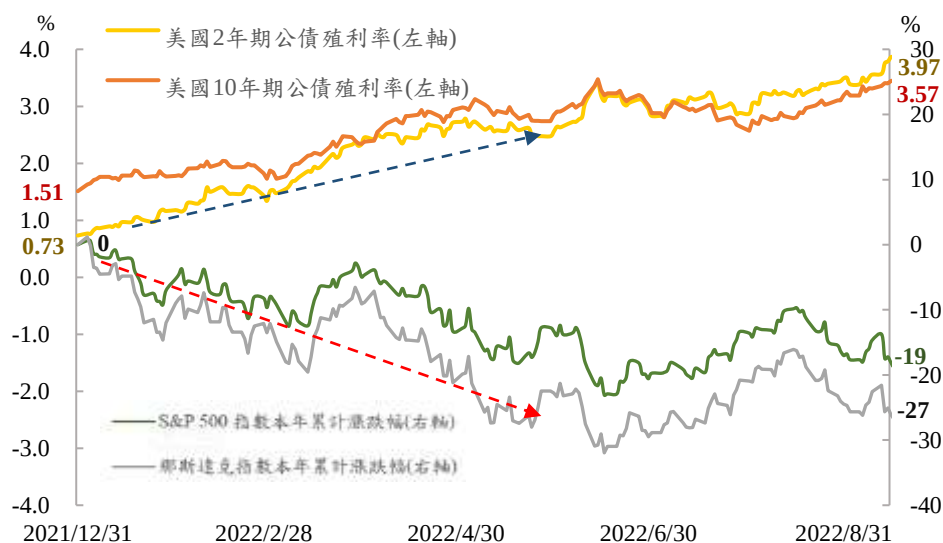
(二)美債殖利率揚升使台股隨美股震盪下跌，本年外資實現龐大帳面利益，賣超金額創歷年之最

1. 本年以來，美股受三因素影響，致**股價評價面臨修正**(表 1)，原享有高本益比之**那斯達克指數跌幅尤深**(圖 4)。

- (1)**無風險利率上揚**：美國 Fed 因國內通膨嚴峻而加速緊縮貨幣政策，致短期國庫券等無風險利率上揚，並帶動美國公債殖利率快速攀升；
- (2)**預期未來股利將下滑**：市場擔憂經濟動能趨緩而下調企業獲利展望，**預期未來股利將下滑**；
- (3)**風險溢酬上升**：股票風險溢酬反映投資人承擔不確定性所要求之額外報酬，**經濟前景之不確定性升高**，投資者持有股票時所希望獲得之**風險溢酬上升**。

(有關股債價格下挫，尤以科技成長股評價下跌較為顯著，詳見附錄說明)

圖 4 美國公債殖利率與美國主要指數漲跌幅
(2021/12/31~2022/9/20)



資料來源：Bloomberg

表 1 股價評價變動方向

$$\text{股價評價} = \frac{\text{未來每期股利}}{\text{無風險利率} + \text{股票風險溢酬}}$$

變動因素	股利折現模型 公式(DDM)	股價評價
未來每期股利 ↓	分子 ↓	↓
無風險利率 ↑	分母 ↑	↓
股票風險溢酬 ↑	分母 ↑	↓

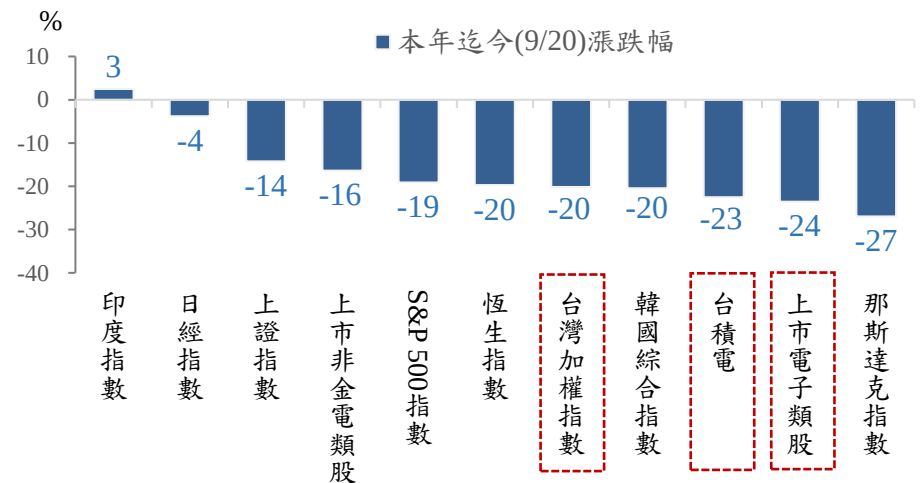
2. 台股與美股連動緊密，使台股隨美股震盪下跌：除美國**貨幣政策緊縮**所導致之**全球金融循環緊縮**外，今年2月爆發烏俄戰爭亦使**地緣政治風險上升**，均不利全球股市走勢；尤其以科技股為主之**台股**與美國**那斯達克指數連動緊密**（二者**相關係數達0.93**）（圖5），致本年以來，台股震盪走跌；至9月20日止，台灣加權指數下跌20%，電子類股指數下跌24%，而那斯達克指數則下跌27%（圖6）。
3. 外資基於**全球資產重新配置**及面臨**基金贖回**之資金需求等考量，**實現其在台股之龐大帳面利益**⁵：本年前8月已**淨賣超台股逾新台幣1兆元**，超越上年全年之4,970億元，**創下歷年之最**；尤其科技指標股台積電成為外資賣超與獲利了結首要標的⁶，跌幅略大於大盤。

圖5 台灣加權指數與美國那斯達克指數走勢圖



資料來源：Bloomberg

圖6 本年美國與亞洲主要股市漲跌幅
(與2021年12月31日相較)



註：台股非金電類股指數係指證交所之未含金融股及電子股指數。

資料來源：Bloomberg、證交所

⁵ 本年8月底外資累積淨匯入本金餘額2,129億美元，與2019年底水準(2,136億美元)大致相當，期間波動有限，顯示本年外資賣超台股以實現帳面獲利為主。

⁶ 推估外資賣超台積電金額約占外資整體賣超金額46%。

(三)外資賣超台股並匯出致台北外匯市場之美元需求大於供給，為今年新台幣貶值之最主要因素

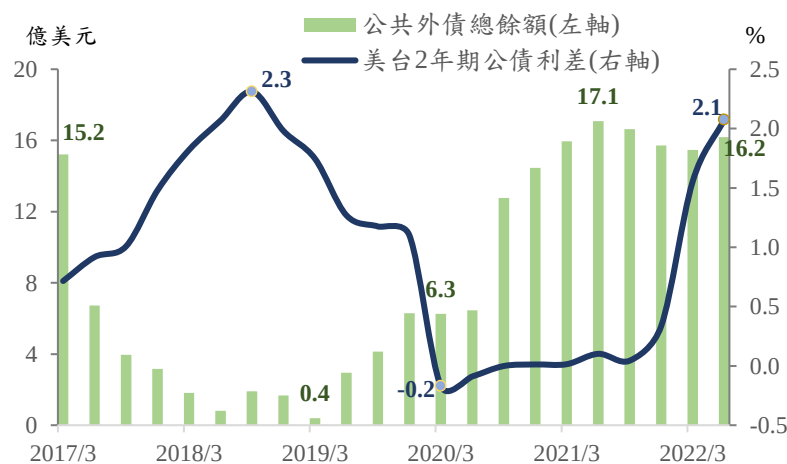
本年以來 Fed 為抑制其國內高通膨而**加速緊縮貨幣政策**，導致**全球金融緊縮**，並使風險性資產價格多呈下跌、國際美元因資金流回美國而走強。**在台外資同步於全球股市投資者，賣超台股並匯出資金，此為本年新台幣對美元匯率貶值之主因**。而**外界所認為外資係因美台利差擴大而匯出資金**，並**不符外資投資台灣資本市場之實際情形**。

1. **外資匯入資金絕大多數以投資台股為主，持有台債之比重甚微，且持有新台幣存款金額相對穩定**⁷。

(1)外資**債券投資金額甚微**，近年占比皆不到總持有資產市值 0.3%(上年底**投資政府公債餘額 15.55 億美元**)。本年美債殖利率揚升，外資仍**未大舉出脫台債**(圖 7)。

(2)外國人持有新台幣存款金額相對穩定(圖 8)，本年外資亦**未因美台利差擴大而減持新台幣存款**。

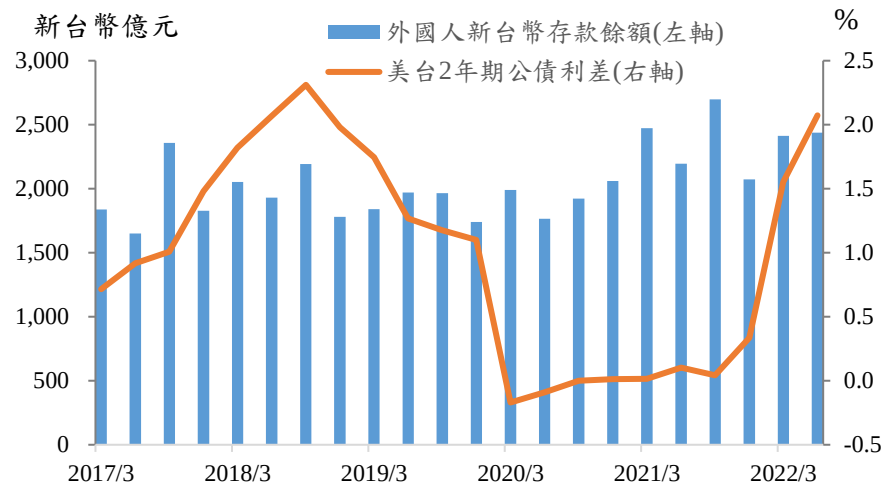
圖 7 公共外債總餘額與美台公債利差



說明：公共外債主要為外資持有。另外資投資台債以公債為主，持有之金融債等僅約新台幣 24 億元。

資料來源：本行、Bloomberg

圖 8 外國人持有新台幣存款金額



說明：外國人持有之新台幣存款包括國外非金融機構所持有之活期性及定期性存款；本項存款絕大多數為外資匯入投資台股之流動資金。

資料來源：本行、Bloomberg

⁷ 依華僑及外國人投資證券管理辦法，外資匯入投資國內證券之資金應依規定投資證券，且所開立之新台幣帳戶僅供買賣證券交割使用；如圖 8 所示，近年美台利差來回震盪，惟期間外資新台幣存款金額波動幅度相對有限。

2. 本年以來，外資大幅**賣超台股(逾新台幣 1 兆元)**並匯出，且外資在 7、8 月間所領取稅後現金**股利達新台幣 3,300 億元**，其中**多數亦匯出**，加以外資占國內銀行間外匯交易比重達 7 成，使國內外匯市場出現鉅額美元超額需求，新台幣對美元匯率因而貶值至 31.35，創近 3 年低點(圖 9)，**此為今年以來新台幣對美元貶值 11.7% 之主因**。
3. 本年我國**出口雖續創新高**，廠商結售美元亦呈增加⁸，惟來自外資大舉匯出資金的美元需求，超過廠商的美元淨供給，使台北**外匯市場**呈現美元**超額需求**⁹，在國內匯市供需有失衡之虞時，本行爰進場調節以穩定匯市。



⁸ 依本行統計資料推估，本年以來至 7 月底，個人及廠商存在國內全體銀行之外幣存款約減少 46 億美元(自上年底之 2,675 億美元降至 2,629 億美元)，反映廠商賣匯金額(匯市之美元淨供給)增加。

⁹ 本年截至 8 月底，外資賣超加計領取股息之資金匯出所產生之結匯需求，約較上年同期高出 200 億美元。

(四)壽險業本年匯出金額並未增加，顯示利差亦非其本年投資海外資產之主要考量

1. 壽險業是國人對外證券投資主要管道，而**影響壽險業國外投資因素，主要為保費收入及核定對外投資上限**。

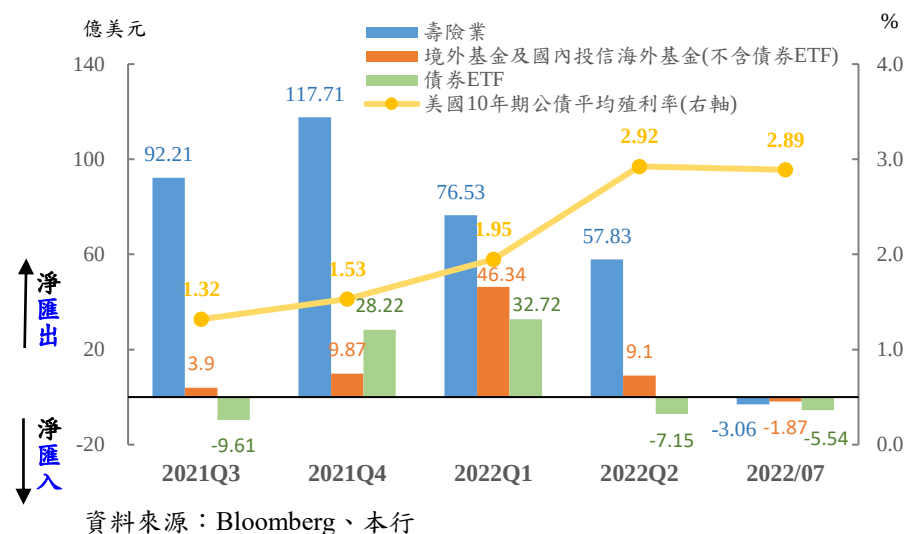
(1)近年因壽險業轉銷售保障型等利率敏感度較低之保險商品，加上疫情不利保險業務員接觸保戶，致保單銷售衰退，**保費收入連續3年呈現縮減**。本年1-7月保費收入新台幣1.42兆元，較上年同期(1.75兆元)**減少18.9%**，得以挹注壽險業之資金運用較往年為低。此外，**壽險業國外投資亦已逼近核定上限**¹⁰。

(2)如觀察國內壽險業對外投資動向，即使本年6月底美國10年期公債平均殖利率升至2.92%，已較上年底上漲逾1.39個百分點，惟其淨匯出金額反呈減少；另**國內投信之債券ETF在本年第2季亦因其主要投資人(即壽險業者)大幅贖回，資金轉為淨流入(即外匯供給者)**(圖10)，顯見**利差擴大並未使國內壽險業資金大幅外流**，壽險業對外投資仍需視其**保費收入成長**情形及**法規限制**而定。

2. 此外，有關國人投資境外基金及國內投信發行之海外基金部分，本年**上半年淨匯出金額雖較上年7-12月略增**，惟該等基金類型亦包含**股票型、多重資產型及股票ETF**等著重以**賺取資本利得**為績效目標之基金，就此類基金而言，利差亦非其主要投資考量因素。

3. 另本年7月份，前述國人對外證券投資各項主要管道(包含壽險業、投信業等)之淨匯出金額，亦未有增加匯出之情形。

圖10 壽險業及投信基金等淨匯出與美國公債殖利率

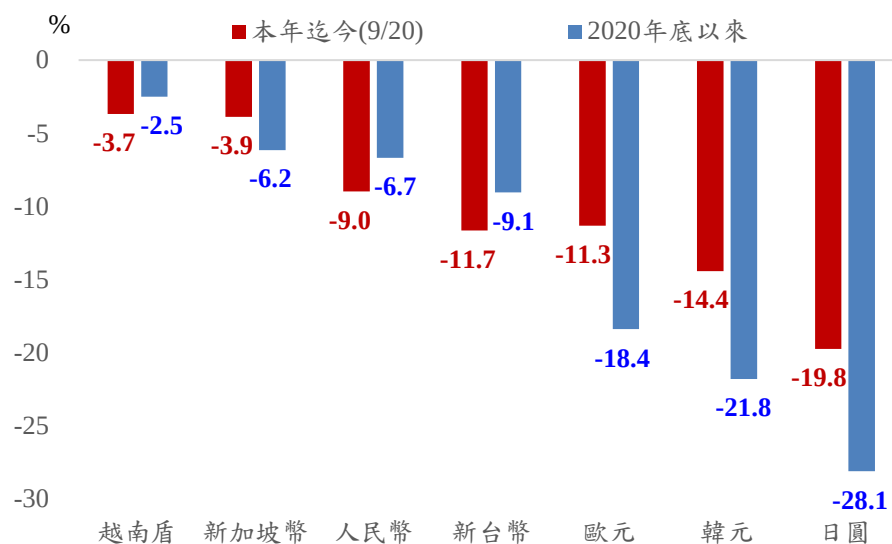


¹⁰ 依保險法規定，保險業國外投資總額最高不得超過各該保險業資金之45%，加計不計入限額之外幣傳統保單準備金及國際債券等金額後，本年7月底實際投資國外比重達69.40%，尚可投資國外金額空間不多。

(五)與其他主要貨幣相較，新台幣匯率相對穩定，本行將因應外資動向，適時進場調節

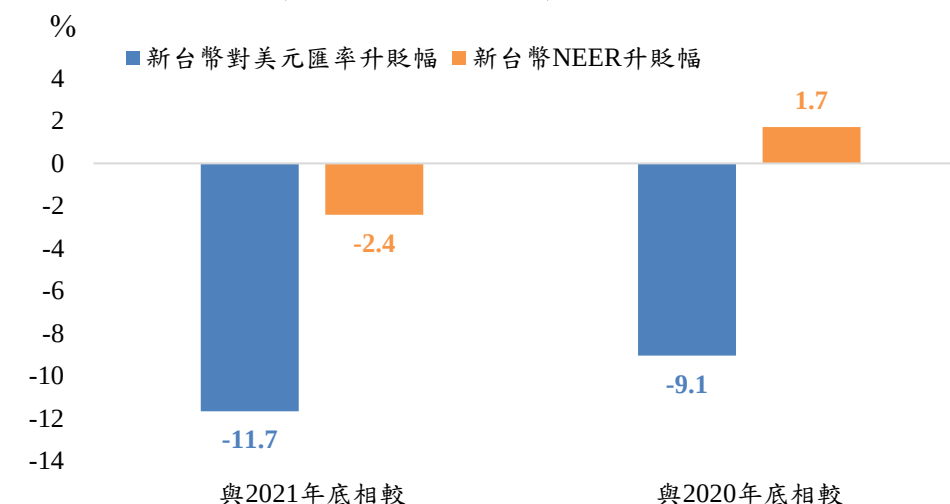
1. 本年迄今(9/20)，國際美元走強，**新台幣雖對美元貶值 11.7%**，惟貶幅小於韓元(-14.4%)及日圓(-19.8%)(圖 11)；同期間國際清算銀行(BIS)編製**新台幣對主要貿易對手一籃貨幣加權平均匯率(名目有效匯率指數，NEER)僅貶值 2.4%**(圖 12)，顯示**新台幣對美元以外之主要貿易對手貨幣之加權平均匯率升值**。
2. 上年初迄今，**新台幣對美元匯率雖貶值 9.1%**，貶幅雖略高於新加坡幣(-6.2%)與人民幣(-6.7%)，惟遠低於**歐元(-18.4%)、韓元(-21.8%)及日圓(-28.1%)**，另**新台幣對包含美元在內之主要貿易對手貨幣之加權平均匯率(NEER)仍升值 1.7%**(圖 12)。

圖 11 主要貨幣對美元匯率升貶幅



資料來源：Bloomberg

圖 12 新台幣對美元及新台幣 NEER 升貶幅



*註：NEER 採 BIS 編製之 Broad Indices NEER，按 60 國貨幣計算，係一單位一國貨幣對其他 59 個主要貿易對手一籃貨幣的匯率指數；2022/9/20 新台幣 NEER 採 BIS 最新(2022/9/13)資料暫代。

資料來源：本行及 BIS

3. **2014 年底迄今**，新台幣對美元**升值 1.2%**，同期間主要貨幣對美元則大幅貶值，使**新台幣 NEER 升幅達 17.1%**(圖 13)，**居亞幣之冠**。長期以來，**新台幣對美元匯率之波動度小於歐元、日圓、韓元及新加坡幣**等主要貨幣，顯示在本行適時進場調節下，**新台幣匯率相對穩定**(圖 14)。
4. 值此全球金融市場因美國加速緊縮貨幣政策而出現大幅波動之際，**本行密切關注國際金融情勢與外資資金流向**，**採行有彈性之匯率政策**，**適時進場調節以維持國內匯市穩定**。

圖 13 主要貨幣對美元升貶幅與 NEER 變動
(2014 年底迄今)

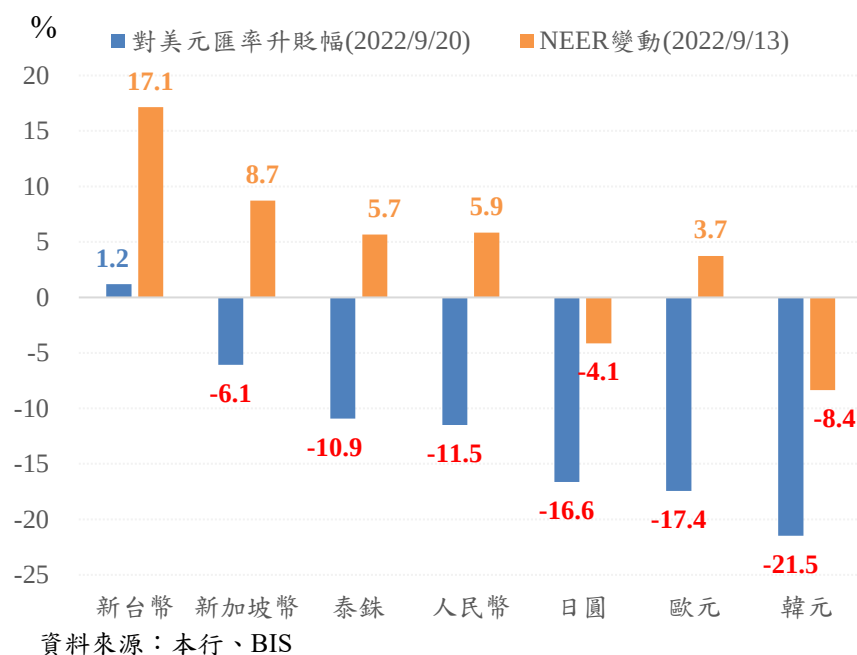
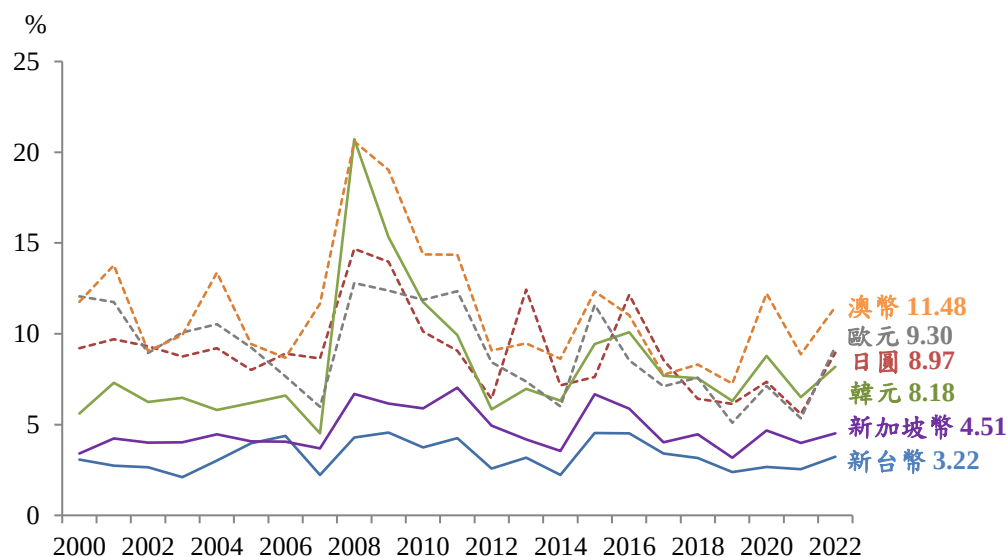


圖 14 主要貨幣對美元匯率之年平均波動度



註：1.各幣別波動幅度係根據匯率變動計算過去 20 天期之標準差(並將其年率化)。

2.2022 年平均波動度係該年 1 月 3 日至 9 月 20 日資料平均。

資料來源：本行

(六)結論

1. 本年迄今**新台幣對美元匯率貶值 11.7%**，主要反映美國加速緊縮貨幣政策，**外資賣超台股並大舉匯出資金所致**。
 - (1)美國 Fed 為**抑制高通膨加速緊縮貨幣政策**，加以地緣政治風險攀升，令**全球金融循環**自擴張轉為**緊縮**，並使全球經濟前景轉弱且不確定性升高，原享有較高本益比之那斯達克指數之股價評價面臨修正，台股與美股連動緊密(與那斯達克指數相關係數達 0.93)，**台股亦隨美股下跌**。
 - (2)自 2020 年 3 月 COVID-19 爆發至 2021 年底，台股大漲 113%，2021 年底外資持有台股市值較 2019 年底增加達 2,995 億美元(折約**新台幣 9 兆元**)，帳面利益大增，且外資本年獲配股息預估可達**新台幣 6,632 億元**(約 **220 億美元**)。外資在全球股市下跌時，同步調整**全球資產重新配置**，並為因應**基金贖回**之資金需求，實現獲利並匯出資金。
2. 由於**外資匯入資金絕大多數以投資台股為主**，**持有台債比重甚微**，且**持有新台幣存款金額相對穩定**，本年**美台利差擴大**，**外資並未大舉出脫台債**，亦未因而減持新台幣存款；另本年上半年國內**壽險業資金亦無加速匯出之現象**；因此，本年以來，**美台利差並非外資及壽險業等兩大法人機構資金進出之主要考量**。實際上，**外資所匯出鉅額資金幾乎均來自賣股所得及所獲配之股利**，加以其在國內**匯市交易比重達 7 成**，為本年以來**新台幣貶值之主因**。
3. 在外資大舉匯出資金下，本年以來國內匯市供需有失衡現象，本行已進場調節穩定匯市；惟在當前全球金融市場仍可能因美國加速緊縮貨幣政策而出現大幅波動，本行將持續密切關注國際金融情勢與外資資金流向，並採**有彈性之匯率政策**，適時調節以維持國內**匯市穩定**。

附錄 Fed 加速緊縮貨幣政策，使債券價格與股票價格同向下挫，尤以科技成長股評價下跌較顯著

一、本年 Fed 為遏制通膨而加速緊縮貨幣政策，使股債價格呈正相關性

依股利折現模型(Dividend Discount Model, DDM)之概念說明：

$$\text{債券價格} = \text{未來現金流量之淨現值合計} = \frac{\text{未來現金流量}}{\text{債券殖利率}} = \frac{\text{未來每期利息} + \text{到期本金面額}}{\text{無風險利率} + \text{債券期限溢酬}}$$

- 長天期債券殖利率 = 當期及未來各期短天期名目利率之加權平均期望值 + 債券期限溢酬
= 實質利率期望值 + 通膨預期補償 + 債券期限溢酬
(反映經濟成長預期) (反映未來通膨預期) (反映市場不確定性)
- 市場多以短天期名目利率代表無風險利率

$$\text{股票評價} = \text{未來現金流量之淨現值合計} = \frac{\text{未來現金流量}}{\text{折現率(即要求報酬率)}} = \frac{\text{未來每期股利}}{\text{無風險利率} + \text{股票風險溢酬}}$$

- 未來每期股利反映投資人對未來經濟前景及公司營收成長之預期
- 折現率為投資人之要求報酬率 = 無風險利率 + 股票風險溢酬
(反映 Fed 貨幣政策) (反映市場不確定性)

由評價理論模型可知，驅動股、債價格變動之最根本總體因子為經濟成長與通膨，而 Fed 貨幣政策會改變投資人對未來無風險利率路徑、經濟成長與通膨之預期，進而影響股債價格之相關性。

(一)經濟成長因子主導時期，股債價格呈負相關性：

2000 年以來，美國通膨率平均處於 2% 之低水準，經濟成長為主導股債價格變動之因子；例如當經濟成長時，投資人預期未來每期股利增加幅度將大於無風險利率上升幅度，資金由安全性資產轉入風險性資產，帶動股票價格上揚而公債價格下跌；反之，當經濟走向衰退時，資金則由風險性資產轉向安全性資產，致股債價格呈現負相關性(即債券殖利率與股價呈正相關，殖利率上揚時股價亦呈上漲)。

(二)通膨因子主導時期，股債價格呈正相關性：

例如 1970 年代美國通膨率平均處於約 7% 之高水準，投資人購買債券會要求較高的通膨預期補償與期限溢酬，使長天期債券殖利率上揚、債券價格下跌，而投資風險性資產會要求更高的風險溢酬，使股票價格下跌，通常導致股債價格呈現正相關性。

(三)Fed 貨幣政策使股債價格呈正相關性：

例如 2020 年 COVID-19 疫情爆發後，Fed 迅速大幅降息與實施量化寬鬆政策，金融市場流動性大增，壓低投資人對經濟成長與通膨之預期及債券期限溢酬，利率處於極低水準，致股債價格同向上漲；反之，本年初以來 Fed 啟動升息及量化緊縮政策，收回金融市場流動性，則使股債價格同向下跌，尤其本年 Fed 為遏制高通膨而加速升息與量化緊縮步調，股債價格同步向下修正幅度更為顯著。

二、近期美國公債殖利率揚升，新興科技股之股價下跌幅度大於傳統價值股¹¹

(一) 新興科技股(舉例之 B 公司)未來股利成長率較高，所以比傳統價值股(A 公司)享有更高的股權評價及本益比

1. **科技及新創企業等**(如自駕車 Tesla、元宇宙 Meta、AI 晶片 Nvidia 等)**目前商業模式尚未成熟**，現階段的鉅額研發支出(即所謂「燒錢」階段)，可為未來高獲利成長奠定基礎；投資者預期一旦其業務發展成功，未來股利收入將大幅成長，因而願意以較高價格買入股票，進而使目前股價出現較高之本益比。
2. 相對而言，**傳統價值股**(如銀行業及零售業等)之商業模式成熟，獲利與配息穩定，未來股利多不會出現高成長。承上，如將股利成長概念納入股利折現模型考量(附圖 1 之 DDM 公式中，**分母**將出現**股利成長率**，並為**減項**)，因此，**高股利成長率之公司，其股權評價及本益比較高**(分母變小，價值將變大，本益比提高)(附圖 2)。

附圖 1 考量股利成長率之股利折現模型(DDM)

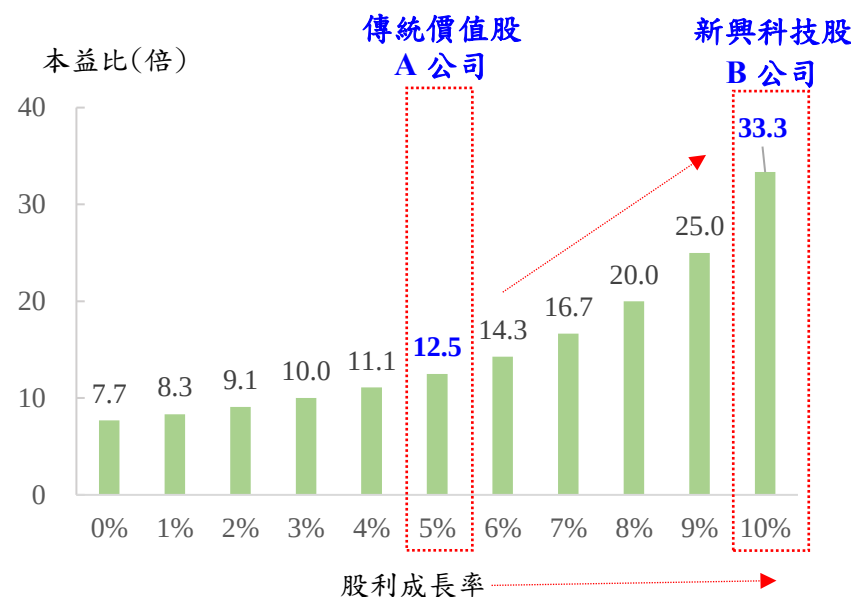
$$\text{股權評價} = \frac{\text{股利}}{\text{無風險利率} + \text{風險溢酬} - \text{股利成長率}}$$

舉例說明：

假設目前每股股利為 1 元，無風險利率為 3.0%，風險溢酬為 10%，股利成長率高低，對公司股價本益比之影響如下

股利成長率	5% (傳統價值股 A 公司)	10% (新興科技股 B 公司)
本益比(倍)	12.5 (=1/(3.0%+10%-5%))	33.3 (=1/(3.0%+10%-10%))

附圖 2 股利成長率與本益比



¹¹ BIS 研究亦指出，成長股價格對利率變動的敏感性為價值股的 1.6 倍。資料來源：BIS (2022), “Rotation from Growth to Value Stocks and Its Implications,” *Quarterly Review*, Mar.

(二) 高本益比之新興科技股(如 B 公司)，其價值來自未來股利收入，股價對利率敏感度較傳統價值股(如 A 公司)股價為高，一旦利率上升，股價下修幅度通常較大

1. 根據附圖 1 之股利折現模型(DDM)，股票價值亦會反映公司未來股利成長率，**股利成長率較高的公司**，雖有較高本益比，惟因其**現金流量分布在更長期的未來**，故其股價**對利率敏感度較高**，亦即高利率將使未來現金收入折現後的現值變小，**致當前股票之評價下修幅度較大**(附圖 3)。
2. 以下方新興**科技股** B 公司為例，在**無風險利率自 1.5%上升至 3%**時，股價將自 66.7 元降至 33.3 元，**跌幅達 50%**；而對未來股利**成長率較低**之傳統**價值股** A 公司而言，面對相同情形，股價僅**下修 19%**。

舉例說明：

假設目前每股股利為 1 元，風險溢酬為 10%，**當無風險利率由 1.5%上升至 3.0%**，對公司股價之影響如下

股利成長率 無風險利率	5% (傳統價值股 A 公司)	10% (新興科技股 B 公司)
1.5%	15.4 ($=1/(1.5\%+10\%-5\%)$)	66.7 ($=1/(1.5\%+10\%-10\%)$)
3.0%	12.5 ($=1/(3.0\%+10\%-5\%)$)	33.3 ($=1/(3.0\%+10\%-10\%)$)
股價跌幅	-19%	-50%

附圖 3 股利成長率較高之公司股價對利率敏感度較高

