

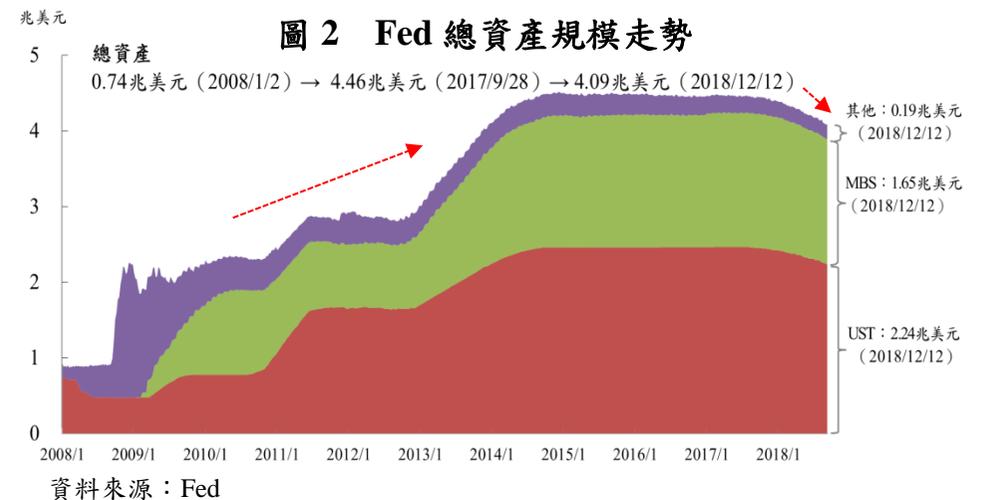
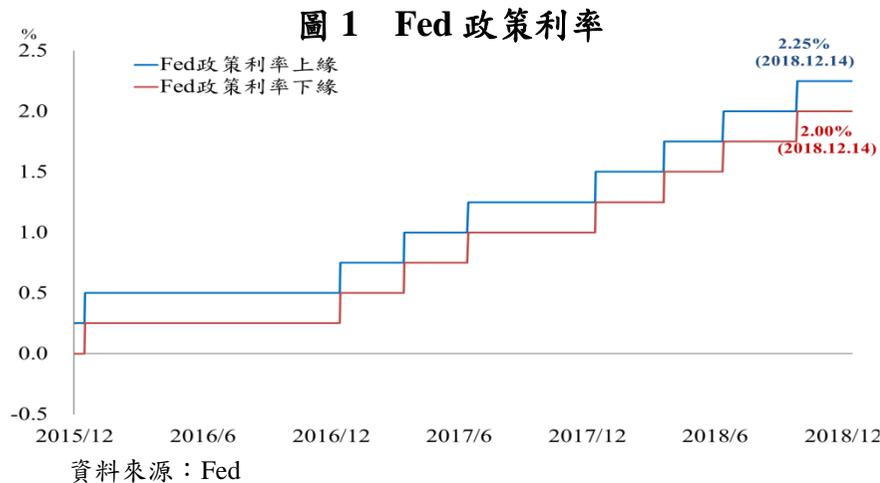
四、本年以來外資匯出及壽險業海外投資增加之原因

上(2017)年以來，Fed 啟動縮表並加快升息步調，致美元資金報酬率升高，過去因其實施 QE 而流入他國的資金明顯回流美國。本(2018)年在美國經濟強勁、台股發放高現金股利，及近期台股受到全球股市修正等因素影響下，國內外資呈現淨匯出；另因國人理財多元化及資產配置全球化之需求與壽險公司資產負債期限錯配(maturity mismatch)，致壽險資金續增海外投資。

本文從美國貨幣政策正常化之現況切入，進而分析本年我國外資匯出較多與壽險資金持續增加國外投資之原因，最後說明匯率避險成本除反映兩貨幣間資金利率差異外，市場對外匯的供需情況亦是重要因素，供各界參考。

(一)2017 年 Fed 啟動縮表且升息頻率提高，美國貨幣政策加速正常化¹

1. 隨著美國經濟復甦，且通膨逐漸回升至政策目標 2%，使 Fed 不僅於 2014 年 10 月底結束 QE，並於 2015 年 12 月啟動升息循環，迄今(2018/12/17)共升息 8 碼，政策利率目標區間由 0~0.25% 升至 2~2.25%(圖 1)。
2. 另該行於上年 10 月啟動縮表，使其資產負債表規模由高峰時約 4.46 兆美元縮減至目前(2018/12/12)約 4.09 兆美元，減少約 3,600 億美元(圖 2)。



¹ 根據 2014 年 9 月 Fed 官網指出，其貨幣政策正常化主要包含：(1)退出量化寬鬆(QE)政策(即逐步降低 Fed 持有債券部位)；(2)調高政策利率，以脫離零利率底限(Zero Lower Bound)。

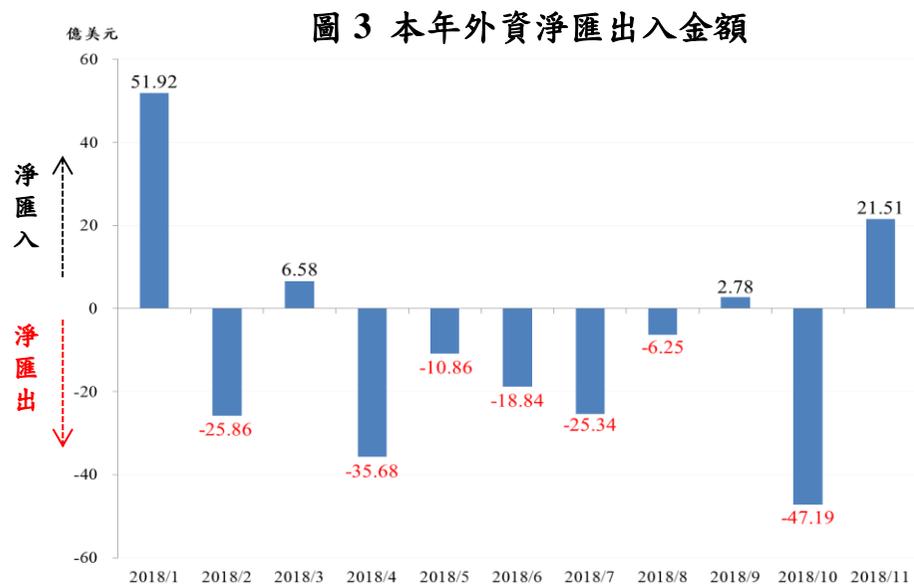
(二)本年外資匯出較多與壽險業增加國外投資之原因不盡相同

據金管會統計，台灣本年 1~10 月外資淨匯出約 108.74 億美元，其中 10 月匯出金額較多(圖 3)；就壽險業從事國外投資部分，本年 1~10 月淨增加約 1.77 兆元新台幣(圖 4)。台灣本年外資淨匯出金額較高與壽險資金續增海外投資，兩者成因並不相同。

1. 本年外資匯出較多，主要受到美國經濟相對強勁、台股發放高現金股利與近期台股受到全球股市修正等因素所影響

(1)美國經濟相對強勁且美元被視為資金安全停泊港，吸引本年追求較高報酬與避險的國際資金

- 本年美國經濟表現較其他經濟體佳，且 Fed 持續進行貨幣政策正常化，推升美國公債殖利率，美元固定收益商品之收益率隨之上揚，吸引國外投資人增持該類商品。
- 由於本年美中貿易衝突等國際政經不確定性因素較多，促使投資人轉持美元資產，尋找資金安全停泊港。



資料來源：金管會

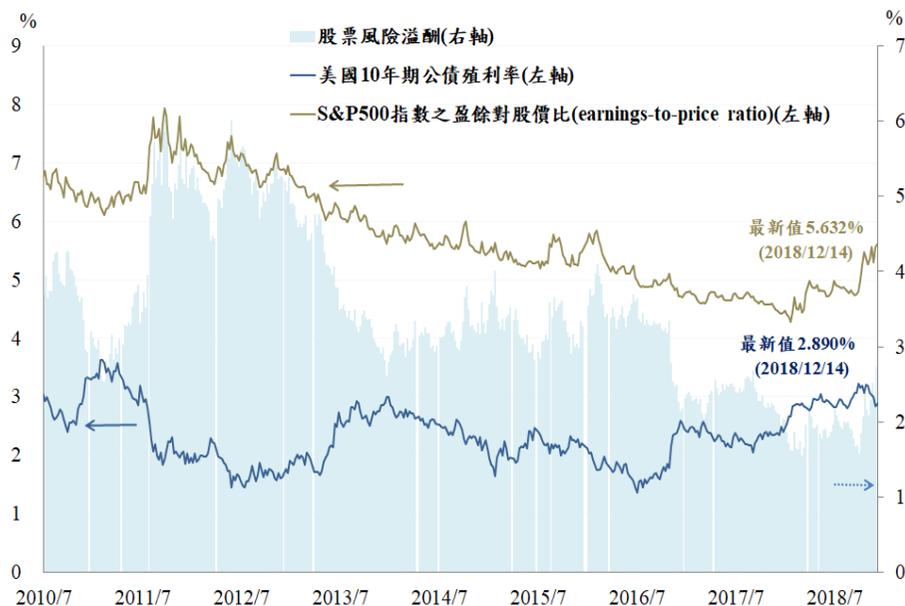


資料來源：金管會

(2) 近期美國公債殖利率上揚，致美股明顯回檔，引發全球股市修正，台股亦受波及

- 受到 Fed 持續進行貨幣政策正常化等因素影響，本年美國公債殖利率走升，造成估值偏高的美股，其**股票風險溢酬縮小**，以致美股自本年 10 月以來明顯回檔(圖 5)，引發全球股市修正，部分新興市場受到較大的衝擊。
- 全球股市下跌導致**外資賣超亞洲主要股市**，台灣面臨類似情況(圖 6)。
- 本年美國 10 年期公債殖利率曾高達 3.2% 以上，使得**台股現金殖利率與美國 10 年期公債利率差距縮小**(圖 7)，此亦降低台股對外資的吸引力。

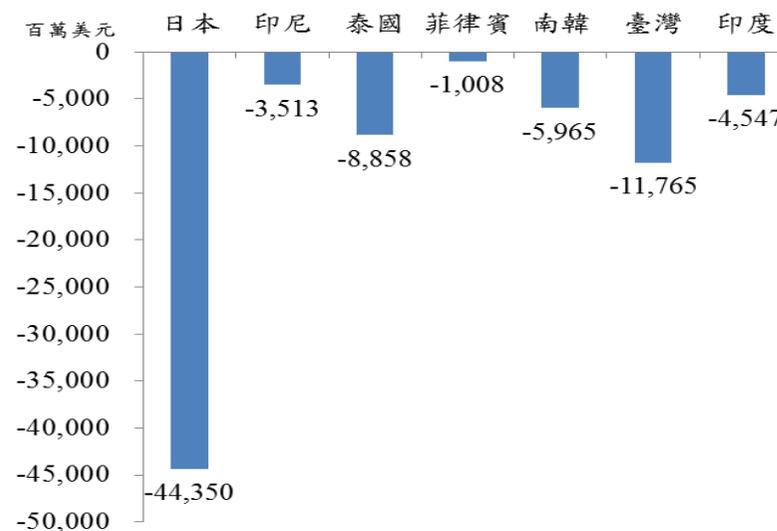
圖 5 S&P500 指數之股票風險溢酬*



*：美股自 2009 年 3 月以來累計漲幅已逾 300%，不但使盈餘對股價比(每股盈餘除以每股股價)走低，其股票風險溢酬(盈餘對股價比減去公債殖利率，不考慮資本利得)亦因該國公債殖利率走高而續跌。

資料來源：Bloomberg

圖 6 本年外資買賣超亞股*
(2018/1/1~2018/12/14)**



*：近 5 年外資分別累計淨買超台股 215.01 億美元及淨買超韓股 148.86 億美元

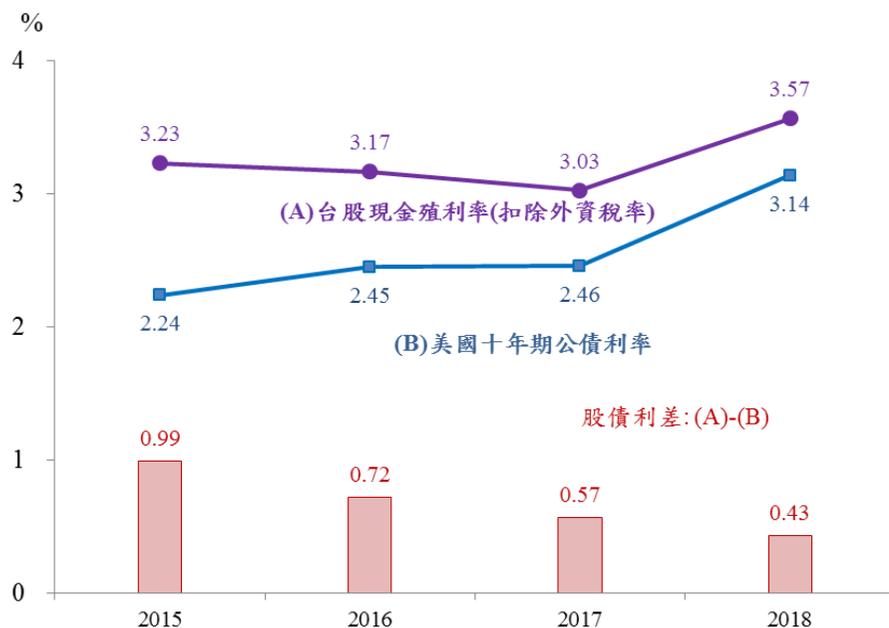
**：日本及印度資料分別統計至 2018/12/7 及 2018/12/13。

資料來源：Bloomberg

(3)台股發放高現金股利，致外資擴大匯出金額

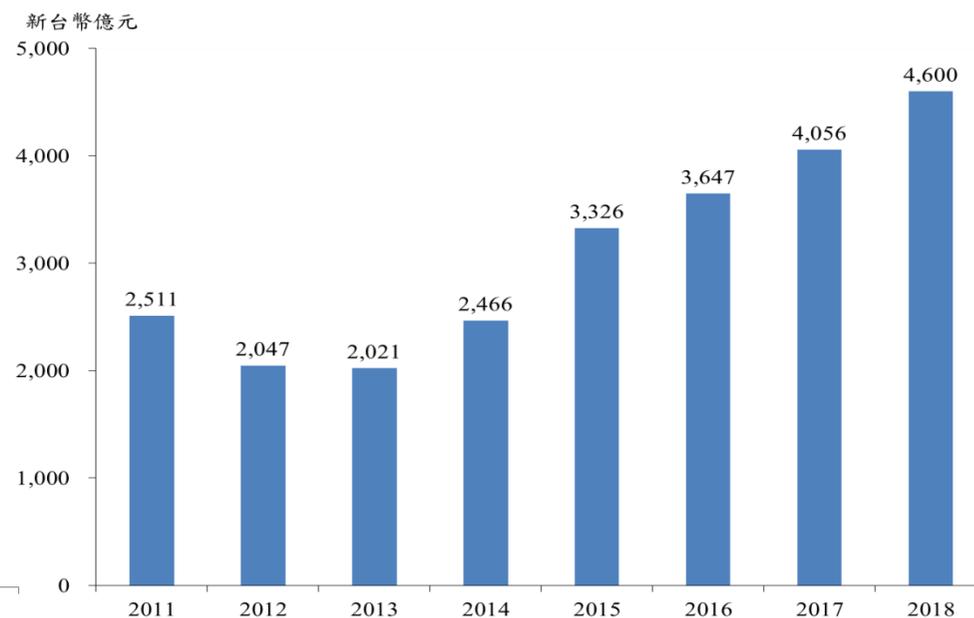
— 本年台股估計發放股利達**新台幣 1.44 兆元**，年增率約 11.8%，推估其中外資證券投資獲配現金股利約**新台幣 4,600 億元**，較上年增加，致外資在配發股利後的匯出金額亦隨之增加(圖 8)。

圖 7 台股現金殖利率與美國 10 年期公債利差*



*：台股現金股息外資稅率 2018 年之前為 20%，現在調升至 21%。
資料來源：Bloomberg 及美國財政部，年底值，2018 年為 11 月 1 日資料。

圖 8 近年外資證券投資獲配現金股利金額(稅前)*



*：上述年度係指盈餘發放年度、非財報年度。2018 年數字為估計值。
資料來源：中央銀行

2. 我國壽險資金持續增加國外投資，多反映國人理財多元化及資產配置全球化之需求與壽險公司資產負債期限錯配問題

(1) 國人理財多元化及資產配置全球化之需求

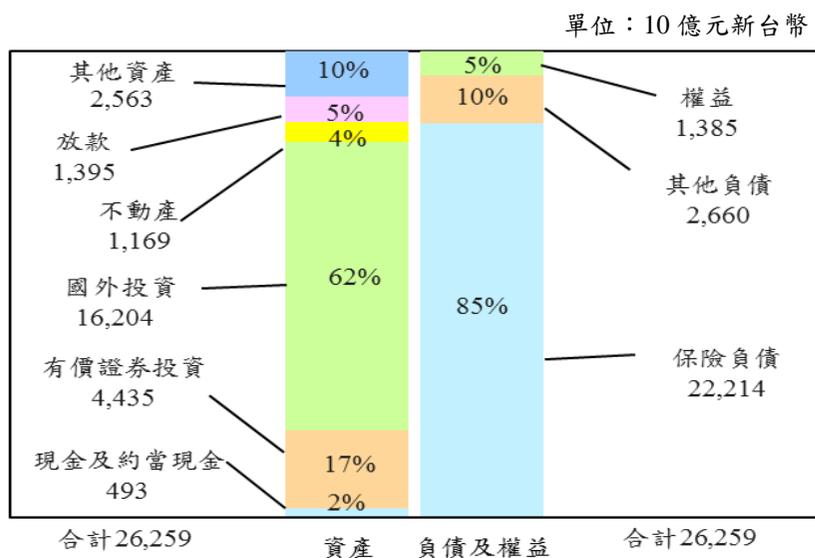
— 隨著國人財富持續增加，理財方式更加多元化，同時資產配置亦更趨全球化，如**近年國人增加購買期限較長及具節稅效果之各式保單(含外幣保單)**，以致近年壽險公司保費收入不斷增加，因而必須運用部分資金投資海外金融商品。

(2) 壽險公司資產負債期限錯配問題

— 以 2017 年為例，壽險業負債面的保險負債**平均存續期間約 20 至 25 年**，而資產面的投資**平均存續期間約 8 至 10 年**(圖 9)。

— 受上述影響，壽險業對長期投資需求大，惟國內公債發行規模小，且平均剩餘年限不及 10 年，無法因應其投資所需，**造成壽險業大幅增加國外投資**，2018 年 10 月底已達約 **16 兆元新台幣**。

圖 9 我國壽險業資產負債結構*



*：資料基準日 2017 年底。

資料來源：中央銀行

(三)匯率避險成本除反映兩貨幣間利率差異外，市場對外匯的供需情況亦是重要因素

由於本年 Fed 持續進行縮表並加快升息速度，致美元利率相對其他貨幣明顯上揚，另國際政經不確定性亦提高市場對美元需求，使其資金成本上升；前述兩者綜合效果導致主要貨幣對美元避險成本攀高。儘管本年壽險業匯率避險成本增加，惟其獲利仍優於上年。展望未來，壽險業新增保費收入與到期再投資資金，將可投入較高利率產品，有助提升壽險業投資收益率。

1. 本年美元利率上揚，致主要貨幣對美元避險成本同步走高，加以金融市場動盪，進一步推升匯率避險成本

(1)美國景氣持續復甦且接近充分就業，促使 Fed 加速推動貨幣政策正常化，帶動美國利率走升，導致新台幣匯率避險成本提高，歐元與日圓等主要貨幣亦面臨相同情形，且其避險成本甚至高於新台幣。

(2)上述避險成本攀升，亦反映本年國際政經局勢面臨高度不確定性(如美中貿易衝突、英國脫歐僵局、義大利預算問題、部分新興市場國家金融混亂等)，引發市場對美元需求增加，導致其資金成本上揚。

—以近期日圓對美元避險成本為例，美日兩國利差所反映之理論成本為 2.5%(年化)，惟日本投資人大量投資美元固定收益商品，對匯率避險需求大，致使實際成本較理論成本多 0.64 個百分點，達 3.14%(圖 10)。

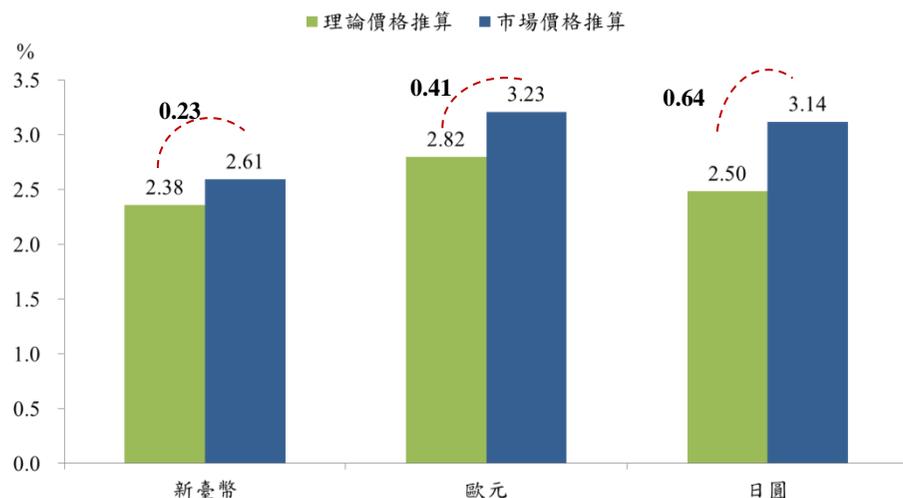
2. 壽險業為穩健經營，其海外投資通常會有一定比率進行匯率避險，惟即使本年相關避險成本增加，其獲利仍優於上年

(1)壽險業進行海外投資，為避免匯率變動造成其淨值過度波動，通常會有一定比率進行匯率避險，而隨著近年我國壽險業國外投資規模成長，且避險成本提高，整體匯率避險支出隨之增加。

(2)目前美元利率走高，隨著壽險公司新保費收入與到期再投資資金，逐步投入較高利率產品，將有助提升壽險業投資收益率。

(3)本年以來，新台幣匯率避險成本雖上揚，惟根據金管會資料顯示，在證券投資收益增加與會計原則變動下，壽險業本年前 10 月累計稅前淨利為新台幣 1,174 億元(圖 11)，仍較去年同期增加 4.7%。

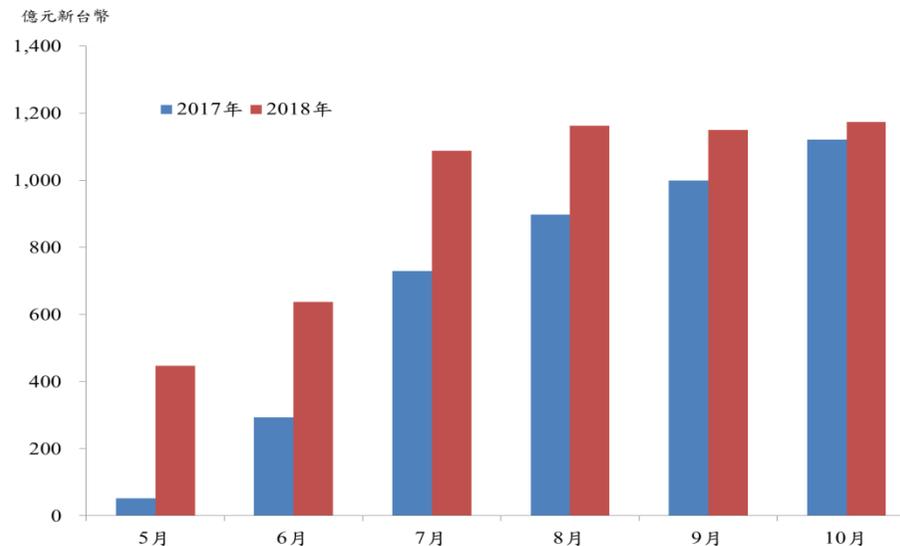
圖 10 新台幣、歐元與日圓對美元之避險成本*



*：此處避險成本係以 3 個月期換匯點計算其年化成本，理論價格僅反映兩貨幣間利差，故其與市場價格之差距可視為市場對外匯供需情形。

資料來源：Bloomberg (此係採用 2018 年 9 月 27 日之資料)

圖 11 近兩年我國壽險業累計稅前利益



資料來源：金管會

(四) 結論

部分媒體報導，本年外資明顯匯出台灣與國內壽險資金持續增加海外投資，是台美利差擴大所致，事實上，造成兩者資金移動的原因並不盡相同。本年外資匯出金額較大，主要反映美國經濟持續強勁、台股發放高額現金股利與台股受到全球股市修正等因素。另我國壽險業資金增加國外投資，則多反映我國民眾理財多元化及金融資產配置全球化之需求，與壽險業資產負債長期存在期限錯配的問題。

匯率避險成本除反映兩貨幣間利率差異因素外，市場對外匯供需消長亦是重要因素。本年美元利率上揚與美元需求增加，均導致主要貨幣對美元避險成本同步走高。影響所及，壽險業匯率避險成本提高，惟其本年獲利仍優於去年，且隨著壽險業新保費收入與到期再投資資金，將投入較高利率的金融產品，有助提升壽險業投資收益率。