

美國匯率報告對中日台匯率可能影響及企業之因應

摘要

2017 年第一次美國外匯政策報告在 4 月 14 日(美國時間)公布，雖然沒有任何貿易夥伴構成不公平貿易競爭國，但美國仍將中國、日本、韓國、德國、我國及瑞士列入觀察名單。由於報告認為新台幣匯率被低估將近 26%，這也讓新台幣匯率短期不致大幅波動而在近期呈現走升局勢，進而影響到部分出口廠商蒙受鉅額匯兌損失。因此，本文建議：(1)企業應趁機建立匯率避險的習慣及能力，減少對央行匯率政策的依賴；(2)應朝高附加值產品發展，提升因應匯率升值能耐；(3)壽險業可擴大外幣保單等業務，避免匯損。

一、前言

美國財政部在 2017 年 4 月 14 日(美國時間)公布「美國主要貿易夥伴外匯政策報告」(Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States，以下簡稱為「外匯政策報告」)，評定本次審視期間(2016 年 1 月至 12 月)美國的貿易夥伴國之中，沒有同時構成「2015 貿易促進暨執行法」(Trade Facilitation and Trade Enforcement Act of 2015)三項認定要件，藉由匯率政策從事不公平貿易(unfair trade)競爭，但中國、日本、韓國、德國、我國及瑞士等仍有一至二項符合相關要件，故列入「觀察名單」(Monitoring List)。美國主張對名單上的國家會有 1 年觀察期，若 1 年後情況未改善，將會採取若干懲罰措施。

這是川普總統上台後首次發布報告，被點名的央行多半低調不予回應，像經濟學人雜誌就對「對美貨品貿易順差」標準頗不以為然，因為一個國家對美國貨品貿易順差不表示就是匯率操縱，只表示在某些銷往美國貨品享有比較利益，且

也可能對美國以外國家有逆差的情形，如 2016 年墨西哥對美國貨品貿易順差 630 億美元，但整體貿易則呈現逆差超過 130 億美元。

亞洲國家中與我同屬於競爭對手國的中國大陸、日本及韓國皆列入「觀察名單」，一般認為各國匯率短期內不致有太大波動，但報告中認為韓元及新台幣被低估，其中新台幣至少低估 26%，這也造成近期新台幣匯率波動較為劇烈。未來新台幣動向恐將影響到台灣經濟結構中，部分依賴匯率政策的出口產業。因此，為了協助國內產業瞭解美國外匯政策報告可能衍生的相關議題，本文整理美國匯率報告重要內容及其對中日台匯率可能影響，並對企業提出未來因應此一變化趨勢的建議。

二、 外匯政策報告重點摘要

美國財政部依據美國國會通過的「1988 年貿易暨競爭法 (Omnibus Trade and Competitiveness Act of 1988)」，每半年發布有關貿易夥伴是否操縱匯率的報告，要求「考量各國是否操控本國和美元之間的匯率，目的在避免國際收支餘額有效調整或在國際貿易取得不公平的競爭優勢」，此法規定美國必須與違反規定的國家談判。

2015 年美國國會立法要求財政部把監督貿易夥伴的標準訂得更為具體，於是通過「2015 年貿易促進暨執行法」(Trade Facilitation and Trade Enforcement Act of 2015)。該法第 701 條要求美國財政部，第一要定期提出

「外匯政策報告」；其二是提出評定貿易夥伴是否進行外匯操作之指標；第三則是與符合相關指標之匯率操縱國進行諮商；第四則對諮商後仍未採取適當外匯政策者將採取救濟措施。

於是美國財政部訂出三項標準來判定各貿易夥伴是否取得不公平的競爭優勢，對於同時符合下列指標之貿易夥伴，該部將對其進行總體經濟及匯率政策之加強分析(enhanced analysis)，並與該貿易夥伴展開諮商。相關政策並於 2016 年的報告付諸實施。該三項標準指標包括：

- 1、對美貿易(貨品)順差是否超過 200 億美元。
- 2、經常帳盈餘是否達 GDP 的 3%以上。
- 3、是否持續單向干預外匯市場，藉由買進外匯資產來使本國貨幣貶值，且淨買匯金額超過 GDP 的 2%或在 12 個月內不得連續干預(買入美元)8 個月。

除前述外，美國財政部自 2016 年起在報告中增列「觀察名單」，以作為持續評估匯率操縱的工具。依據 2017 年報告評估，2016 年度期間沒有任何貿易夥伴構成不公平貿易競爭國，但會仍符合要件標準國家包括中國、日本、韓國、德國、我國及瑞士列入「觀察名單」。其實，包括中國、南韓、日本、德國、台灣都是 3 次入列 (2016 年 4 月及 10 月、2017 年 4 月)，瑞士則為第 2 度。以下則就此次報告列舉「觀察名單」中，僅就我與中國、日本等說明摘要如下，詳表 1：

表 1 中、日、台在 2017 年美國外匯政策報告評比比較

國家	要件標準 1： 對美順差	要件標準 2： 本國經常帳順差	要件標準 3： 持續且單向干預匯市	
	過去一年對美商品貿易 順差(億美元)	過去一年經常帳占 該國 GDP 比(%)	央行淨買匯占該國 GDP 比(%)	央行過去 12 個月是否買 匯達 8 個月以上
中國	3,470	1.8	-3.9	沒有
日本	689	3.8	0.0	有沒
台灣	133	13.4	1.8	有

資料來源：Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States · April 14, 2017。

(一). 中國僅符合對美貿易順差大(要件標準 1)

美國財政部認為中國透過持續、大規模地單向抵制人民幣升值作法長達 10 年之久，加上持續執行限制進口商品和服務市場准入，以及維持外國投資者限制性投資制度等政策，導致這個時期中國貿易順差和經常帳盈餘飆升，全球貿易體系扭曲，對美國工人和公司產生重大且長期的困難。爾後在中國允許人民幣逐步升值，才得以消弭人民幣長期被高估的情形。

報告內指出中國目前與美國的貨品貿易順差非常大，且持續不斷增加，2016 年中國對美國的貨品貿易順差達 3,470 億美元，是美國主要貿易夥伴中的最大的貿易順差。因此，美國財政部希望中國能進一步開放美國商品和服務，並加快實施改革速度，讓經濟重新恢復動能，透過家庭消費增加，來減緩中美雙邊失衡。另雙邊貿易不平衡的情況也出現較大的調整，像經常帳盈餘占 GDP 比重從 2015 年的 2.8% 下降至 2016 年的 1.8%，經常帳盈餘占比的縮小，主要是服務貿易赤字增加和貨品貿易順差下降，但經常帳盈餘規模仍維持在 2,000 億美元水準。

在人民幣匯率方面，2016 年受到貿易和經常帳盈餘下降，尤其是資本流出量約 7,000 億美元，及官方阻貶而出售外幣資產 435 億美元等影響，人民幣全年貶值幅度達 6.5%。

在單向、大規模干預匯市方面，中國為力求防止人民幣加速貶值，進行外匯市場的干預。美國財政部估計，從 2015 年 8 月至 2017 年 2 月期間，中國出售約 8,000 億美元外幣資產，防止人民幣加速貶值。由於中國不公布外匯干預措施，美國財政部表示除了密切關注中國的貿易和貨幣作法，並有鑑於中國對美國貿易順差大，要中國提高匯率和儲備管理運作和目標的透明度，並信守在 G20 的承諾，不進行競爭性匯率為目標。

(二). 日本符合貿易順差大且經常帳盈餘占 GDP 超過 3%(要件標準 1 及 2)

日本受到內需市場疲軟影響，導致貿易失衡，在 2016 年日本對美國貨品貿易順差 689 億美元，也使得日本對美整體貿易順差 (貨物和服務) 由 2015 年的 550 億美元增至 2016 年的 560 億美元。另外，同時期經常帳盈餘占 GDP 比重也從 2015 年的 3.1% 擴增至 3.8%，為 2010 年以來最高的年度盈餘。這造成美國財政部憂心美日雙方貿易不平衡的問題日益嚴重。

在日圓匯率方面，2016 年 8 月中旬日圓匯率曾來到 1 美元兌 99 日圓的高點，主要係 3 月份財政年度結束後匯出境外留存收益及 6 月份英國公投後的避險資金湧入，直到 11 月美國川普總統當選後日圓才開始呈現貶值，匯率來到 1 美元換 100-105 日圓，全年升值約 6.3%。由於 2017 年 1-2 月日圓又升值 1.0%。

且依據 IMF 近期日圓最近的評估發現“與中期基本面大致一致”，幾乎沒有證據表明日圓有被高估情形。

美國財政部雖發現近 5 年來日本沒有干預外匯市場，但仍希望日本信守 G7 及 G20 的承諾，干預措施僅應用在非常特殊的情況下，並經過適當的事先協商。

(三). 台灣僅符合經常帳盈餘占 GDP 超過 3%(要件標準 2)

2016 年台灣對美國貨品貿易順差為 133 億美元，比 2015 年減少約 20 億美元，若加上服務貿易逆差 42 億美元，台灣對美國貿易順差(貨品和服務)降至 91 億美元。在經常帳盈餘方面，2016 年帳面盈餘達 710 億美元(占 GDP 13.4%)，雖低於 2015 年 754 億美元(14.3%)，若以美元計價仍居全球第 5。

在新台幣匯率方面，在 2015 年貶值 3.9%之後，2016 年新台幣兌美元升值 1.4%，2017 年 1-3 月再升值 7%，以實質有效匯率基礎計算 2016 年新台幣則升值 5%。美國財政部表示 IMF 未對新台幣價值提出評估，但依據彼得森國際經濟研究所(Peterson Institute for International Economics，PIIE)估算新台幣基本均衡匯率，目前新台幣至少低估 26%。由於台灣具有不對稱外匯干預的記錄，且不公布干預匯市情形，美國財政部估計 2016 年台灣央行平均每月淨買匯約 10 億美元，雖然第 4 季干預程度降至最低，但全年買匯約 100 億美元，占 GDP 的 1.8%，也低於 2016 年兩次「外匯政策報告」監測時間的占比(分別為 2.4%及 2.5%)及要件標準的 2%，如表 2 所示。然 2017 年 1-2 月央行買匯 29 億美元。因此，美國財政部亦敦促台灣應持續限制外匯干預政策，僅應用於無秩序市場條

件等特殊情況。

表 2 2016 至 2017 年台灣在美國外匯政策報告變化情形分析

報告公布時間 (美東時間)	要件標準 1： 對美順差	要件標準 2： 本國經常帳順差	要件標準 3： 持續且單向干預匯市	
	過去一年對美商品 貿易順差(億美元)	過去一年經常帳占 該國 GDP 比(%)	央行淨買匯占該 國 GDP 比(%)	央行過去 12 個月是 否買匯達 8 個月以上
2016 年 4 月 29 日	149	14.6	2.4	有
2016 年 10 月 14 日	136	14.8	2.5	有
2017 年 4 月 14 日	133	13.4	1.8	有

註 1：紅字表示該項指標符合「外匯操作國」的設定標準

註 2：過去 1 年在 4 月份報告係指上一年度(如 2015 年及 2016 年)；10 月份報告係為上年 7 月至當年 6 月(如 2015 年 7 月至 2016 年 6 月)

資料來源：美國財政部。

三、中日台對「外匯政策報告」看法及近期匯率變化趨勢

被列入「觀察名單」國家雖多採低調態度，但無論如何，這些國家都是為了維護本國的貨幣安定、經濟成長和貨幣政策的自主權，而採取了若干措施，至於違反美國所訂定的要件標準，則是結果的呈現而已。

以德國為例，今年 2 月初宣布 2016 年整體貿易順差 2,700 億歐元(約 3,000 億美元)，對美順差僅為 649 億美元，白宮經濟委員會主席 Navarro 就指責德國操縱匯率，導致歐元比早年的德國馬克更弱，而讓德國汽車、機器具較佳的競爭力。其實歐元是歐洲中央銀行發行，德國縱然有心也無從操控，且為因應美國次貸風波後的歐債危機，歐洲央行長期買入債券，並採取量化寬鬆及負利率(零利率)政策，其目的在協助德國以外的歐盟成員景氣的復甦，也為美國華爾街事端善後。另一方面，德國產官學界對歐洲央行採取策略也多所批評，因為低利率環

境之下，不僅對德國存款人不公平，也不利保險業的經營。

以中美貿易關係最主要還是在貨品貿易順差高達 3,470 億美元的問題，美國財政部仍持續緊盯人民幣匯率，甚至川普總統提出「誘導人民幣貶值」的批評，但殊不知引發問題者仍是美國。2008 年雷曼危機之際，美國政府不得不大量增發國債，但在全球皆看貶美元的背景下，大量購買美國國債的正是中國，不僅保有美國國債額度在 2008 年秋季超過日本，而且在中國增持美國國債，也抑制美的暴跌趨勢。但由於近期中國經濟步入新常態，2016 年人民幣下跌了接近 7%，若放任不管，人民幣勢將再度貶值，屆時中國不停拋售在雷曼危機後增持的美國國債，用手邊美元購買人民幣來支撐人民幣價值。雖然人民幣貶值會帶動出口，但中國仍拼命守住人民幣的價值，一說是為防止企業的外匯計價債務膨脹及通貨膨脹加速，再者依據日本綜合研究所研判可能是中國政府擔心人民幣貶值將導致對中國的信任崩塌。而現在中國干預匯率「並非是為了誘導人民幣貶值，而是通過賣出美元來防止人民幣暴跌」，這也造成 2016 年底中國持有美國國債額度再度被日本超過，外匯存底至 2017 年 1 月跌破 3 兆美元大關。而人民幣在 2016 年 10 月正式納入 IMF 特別提款權(SDR)的貨幣籃之後，中國官方已逐步降低對匯市干預，2016 年人民幣持續貶值主要還是中國資金不斷外流，造成匯市的供不應求，而非中國政府人為促貶所致。

在日本方面，雖然美國財政部指出近 5 年來日本未曾干預匯市，由於長期受到經濟低迷影響，比歐洲早實施貨幣寬鬆政策和零利率政策，加上 2%通膨目標，

日本央行目前不考慮改變政策組合，仍會維持日圓足夠弱勢，以確保企業獲利成長和員工加薪趨勢等目標達成。

就台灣而言，截至 2016 年底外匯存底達 435 億美元(占國內生產總值的 82 %，短期對外負債的 277%)，比 2015 年底增加 80 億美元，美國財政部認為新台幣匯率低估至少 26%。其實早在 2016 年 4 月初開始，央行擔心再度列入匯率操縱國，已經放手新台幣匯率由「市場供需」決定，不再進行尾盤調節，從表 3 資料所示，2016 年新台幣升值 3.1%，今年第 1 季再度升值 4.4%，從央行放手迄今新台幣已經升值 6.5%，升幅高於韓元、日圓、歐元及人民幣。

面對新台幣大幅升值，台積電董事長曾發表《匯率對出口商影響》一文表示，新台幣兌對美元的快速升值，對台積電帶來美元銷售轉換成新台幣營收減少及利率降低等 2 大衝擊。並以 2007 年以前台系面板廠全球市占率 45%，領先韓廠(40%)，而後隨著韓元快速貶值 15%，而新台幣相對升值 12%，致台系面板廠市占率便一路下滑，造成台韓二地面板產業市占率翻轉。

又如近期報載各工具機廠 2017 年第 1 季出貨大多採 2016 年第 4 季 31-31.5 元匯價接單，不料今年首季新台幣狂升 4.4%，許多廠商本業獲利遭匯損吃掉而呈現虧損狀態，同樣地也發生在電子資訊等出口產業。因此，儘管新台幣升值有利原物料進口，但台灣是出口導向的經濟型態，但新台幣在極短時間內的快速升值，會對台灣的出口產業，帶來營運上的重大影響。

表 3 主要國家貨幣兌美元情形分析

月平均	人民幣	日圓	新台幣	韓元
	CNY/USD	JPY/USD	NTD/USD	KRW/USD
2014 年 12 月	6.1242	119.3	31.451	1,103.6
2015 年 1 月	6.1274	118.3	31.685	1,088.5
2015 年 12 月	6.4527	121.9	33.006	1,173.2
2016 年 1 月	6.5740	118.3	33.644	1,203.8
2 月	6.5439	115.1	33.552	1,220.5
3 月	6.5071	113.1	32.855	1,182.2
4 月	6.4787	110.0	32.355	1,146.7
5 月	6.5288	109.1	32.573	1,174.6
6 月	6.5958	105.5	32.400	1,168.4
7 月	6.6789	104.0	32.124	1,141.7
8 月	6.6492	101.3	31.577	1,111.7
9 月	6.6726	101.9	31.483	1,106.8
10 月	6.7491	103.8	31.571	1,125.8
11 月	6.8336	107.6	31.758	1,159.9
12 月	6.9220	115.9	32.012	1,181.3
2017 年 1 月	6.8980	114.8	31.742	1,185.3
2 月	6.8731	113.1	30.898	1,144.9
3 月	6.8972	113.0	30.658	1,134.2
4 月	6.8915	110.0	30.390	1,135.2
2016 年(%)	(6.78)	5.20	3.10	(0.69)
2017 年 1-4 月(%)	0.44	5.39	5.34	4.06
2017 年第 1 季(%)	0.359	2.553	4.419	4.157
2016/4-2017/4(%)	(5.989)	(0.009)	6.468	1.013

註：(紅字)表示該貨幣兌美元匯率為貶值情形。

資料來源：中央銀行。

四、對台影響與建議

美國所公布的「匯率政策報告」來看，對台灣並非全然不利，像南韓、中國、日本等主要的貿易競爭對手國皆名列其中。這些國家過去所發動的匯率貶值競賽不僅對台灣出口形成重要威脅，也讓央行被迫陷入參與干預匯率。現在大家同樣

被列入「觀察名單」上，就等同於由美國出面，進行市場秩序的維護，如此一來可降低未來匯率再度競貶的可能性。只要競爭對手國不玩貶值競賽，對向來被批判干預貶值又幅度不如日韓的央行而言，應可減少許多壓力而順勢操作。

對多數以出口為主的台灣企業而言，一則以喜一則以憂，喜的是在全球市場上可以用實力做良性競爭，不需再擔心對手國企業用匯率貶值帶來不公平競爭的威脅；憂愁的是央行不再會維持「動態穩定」，不僅在面對波動日益劇烈的外匯市場，也會影響長期的投資、生產、出口等經營決策。尤其台灣以中小企業為主，至今絕多數企業尚未能有效建立完備的長期匯率避險機制，未來不僅匯率報告的影響，也可能有美國升息、地緣政治緊張、歐洲大選情勢混沌等因素進而影響匯率的劇烈波動，更突顯出台灣企業面對的匯率風險勢必加大。因此，本研究提出以下建議：

(一). 企業應趁機建立匯率避險的習慣及能力，減少對央行匯率政策的依賴

央行自 2016 年 4 月起減低對外匯市場的干預，截 2017 年 4 月底，新台幣升幅已達國際級「冠軍」。顯而亦見的未來，新台幣匯率相對於過去，波動幅度將會加劇。因此，台灣企業應趁此機會勇於鏈結國際，建立匯率避險的習慣及能力，像是原料進口應付帳款及成品出口應收帳款，採同一貨幣計價或者採取適當匯率避險措施，如利用遠期外匯、換匯交易、期貨交易或外幣帳戶等避險工具，降低匯率變動風險。甚至在買賣契約中約定匯率風險由對方負擔，或由雙方共同負擔，或再藉由分散產品出口市場及投資地區，利用貨幣組合效果降低風險等。

(二).企業應積極轉型升級，朝高附加值產品發展，提升因應升值能耐

從 2016 年至 2017 年 4 月，新台幣匯率升幅已突破 7%，這不僅是代工廠商『毛三到四』（毛利率 3%~4%）的兩倍，也表示海外投資獲利 10%，光是匯損就吃掉七成獲利。過去台灣廠商依賴匯率刺激出口，只要新台幣被低估，出口價格相對便宜就能夠維持一定的競爭力，但現在匯率波動因素加大，國內產業也必要加速升級轉型，降低生產成本，並藉由技術開發，生產高附加價值、高單價產品或加強售後服務等方式，提高企業競爭力，作為應付台幣升值的能耐。

(三).壽險業可擴大外幣保單等業務，避免匯兌損失

依金管會統計 2017 年 3 月底為壽險業匯兌損失達 5,088 億元，避險利益有 4,169 億元，再加上外匯準備金沖抵金額約 261 億元，整體壽險業首季財報匯兌損失有 658 億元。依業界的匯率避險模型推估¹，2017 年整體壽險業者的避險費用將超過 1,600 億元，比起 2016 年至少超過 1 倍以上。這也使避險費用水漲船高，增加出口商及壽險業者負擔。

壽險業者為避免匯差，除拉高宣告利率來擴大美元躉繳利變保單(外幣保單)銷售，亦增加海外投資債券。由於海外的債券收益，比起台灣至少高出 2 個百分點以上，亦可為公司省下匯率避險費用。因此，壽險業者可增加開發美元相關業務，以避免匯損。

¹ 朱漢崙(2017/5/8)，〈台幣升不停壽險避險費用上看 1,600 億元〉，工商時報。