

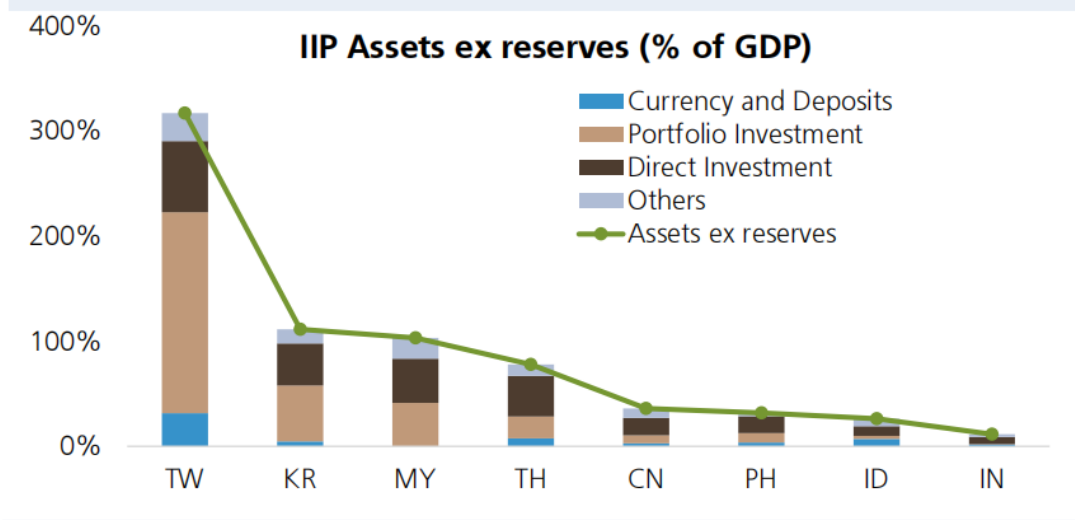
250505—假期海外宏观更新(下)—新台币是躁踏不是转势，自媒体渲染危机可信度极差；RMB 汇率&中国货币政策分母端暂无看点

五一期间，新台币对美狂暴升值10%，是过去40年里偏离15倍标准差的异常波动；这带动韩元、港币、CNH等联袂升值。前两天的舆论关注点在于这是否有海湖庄园协议因素，而今天流传的段子版本则是台湾寿险是否因持有过多美债，而遭遇巨额汇兑损失爆仓。如果你名下没有中国台湾地区资产，那么其实你并不需要关注这个问题：自媒体上谁写得邪门谁有流量，上个月这时候同一批写手还在畅想美国国债违约论；黄金立刻取代美元信用云云。



既然大部分读者没有台币相关资产，我个人建议是不要把这种15西格玛小概率事件当个趋势，目前噪声多于实质性因素，下面我们用一些事实陈列，来说明为何暂时不必过度关注新台币在自媒体口中导致的金融危机风险：

Taiwan's NIIP assets are one of the highest globally, let alone Asia

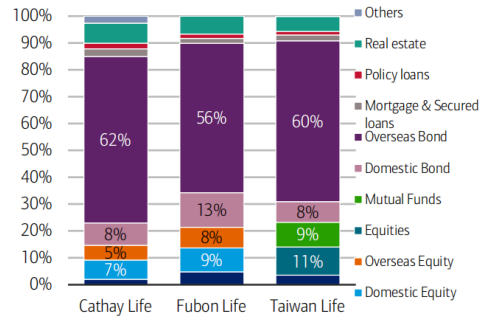


1. 新台币躁踏的直接原因可以找出很多论据，但是根本原因在于台湾投资人大量持有外币资产，且缺乏汇率对冲保护。图2数据显示中国台湾地区海外投资组合占比远高于韩国、泰国等亚洲国家，而图3数据显示国泰、富邦、台寿这一大险企均有60%左右的资产敞口是海外债券。同时，图4显示台湾险企所持海外资产的外汇对冲套保比例在近些年呈

下降趋势。因此瑞银估算，如果台湾险资将自己的外汇套保比例从当前水平提升至 2017-2021 年均值水平，这就会带来 700 亿美元的新台币买入规模，进而驱动新台币升值。

Exhibit 3: Asset breakdown of Taiwanese lifers (% of total assets, 2024)

Among the large-listed lifers, their largest asset class is overseas bonds

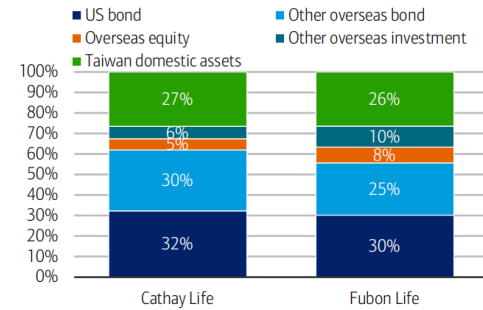


Source: Financial filings of Taiwanese life insurance companies

BofA GLOBAL RESEARCH

Exhibit 4: Breakdown of overseas/ local assets mix (2024)

For CathayLife and FubonLife, their largest overseas asset class are US IG and international IG

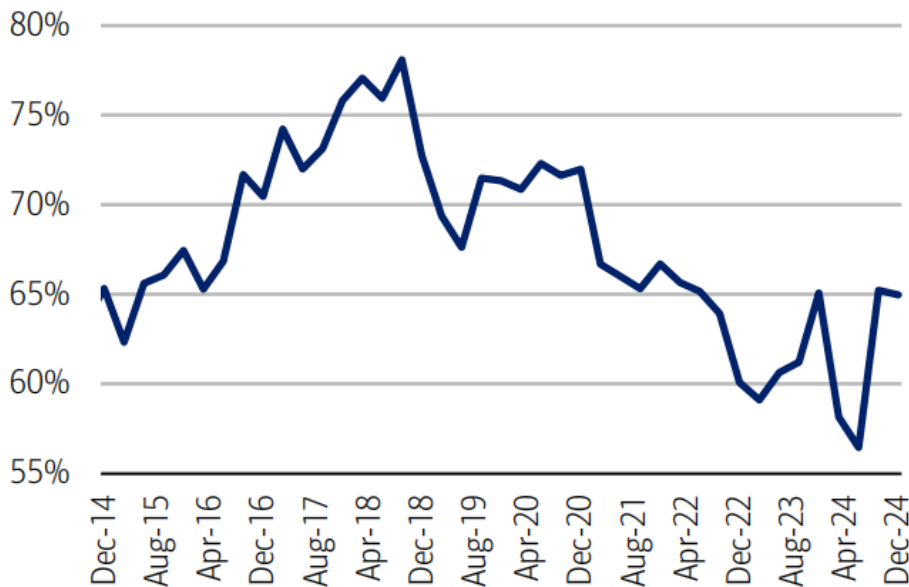


Source: Financial filings of Taiwanese life insurance companies

BofA GLOBAL RESEARCH

Exhibit 7: Estimated FX-hedge ratio (CS & NDF) of Taiwan lifers

We estimate, the lifers' FX-hedge ratio rose to 65% by 4Q24



Source: Financial filings

BofA GLOBAL RESEARCH

2. 假设上述 700 亿美元估算属实，那这可能就是近日台币大幅加速升值的原因。今天下午台北伪货币当局新闻发布会上负责人称，美国没有要求新台币升值。促请市场评论者不要在台湾货币问题上进行投机。敦促公司不要听信不真实的分析，不要有不合理的期望并出售他们的美元头寸，与此同时，指责并抨击了参与炒作的海外热钱。

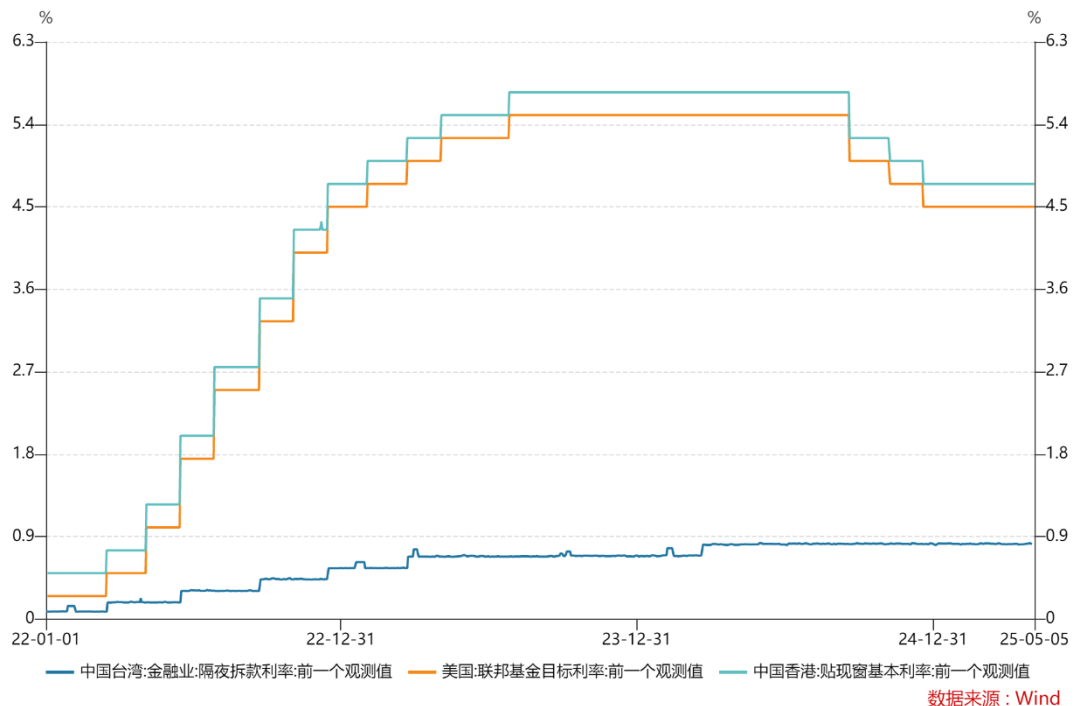
请注意外资投行的归因—台湾险资需要增加外汇对冲保护，而非需要立刻卖出美债、弥补汇兑损失，这是和去年 8 月日元极速升值带来 carry trade unwind 不同的情况。根据 BofA 统计，以中国台湾地区的国泰人寿为例，2024 年其 84% 的海外债券采用摊余成本法持有，9% 采用公允价值计入其他综合收益 (FVOCI)，6% 采用公允价值计入损益 (FVPL)。而摊余成本法根本不受市价波动影响，持有到期才兑现收益；因此需要考虑的是怎么给美债持仓

增加对冲保护，而不是割肉持仓的问题，况且我们根据图 5 的美国财政部统计的美债海外持有人结构情况来看，中国台湾地区目前持有 2940 亿美债，规模远小于中国大陆的 7843 亿和日本的 1.1 万亿。即使有抛售，市场影响也有限。

Country	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02
Japan	1125.9	1079.3	1061.5	1087.1	1101.6	1095.5	1106.0	1093.5	1091.4	1106.0	1126.1	1167.0	1147.6
China, Mainland	784.3	760.8	759.0	768.6	760.1	772.0	774.6	776.5	780.2	768.3	770.7	767.4	775.0
United Kingdom	750.3	740.2	722.7	766.8	746.4	769.2	749.1	733.4	746.5	728.6	714.6	736.4	711.5
Cayman Islands	417.8	404.5	418.9	401.4	414.0	419.9	419.4	375.5	322.2	342.7	326.0	310.8	309.9
Luxembourg	412.5	409.9	423.9	417.8	413.5	407.1	395.7	389.3	374.2	367.3	359.2	366.2	355.8
Canada	406.1	350.8	378.8	372.4	363.7	367.9	362.9	375.3	372.5	356.3	341.6	369.4	365.3
Belgium	394.7	377.7	374.6	361.3	349.6	366.6	325.0	315.9	318.0	313.0	312.4	317.1	320.0
France	354.0	335.4	332.3	332.5	330.1	328.9	312.5	291.1	305.4	283.0	276.6	271.9	271.0
Ireland	339.0	329.7	339.4	343.1	336.7	356.2	350.9	341.2	336.1	336.8	330.0	340.6	341.2
Taiwan	294.8	290.5	282.5	286.0	287.9	291.1	287.1	277.3	267.9	265.4	259.3	261.0	257.5
Switzerland	290.8	301.2	298.7	298.7	297.9	305.5	299.3	289.4	287.4	290.5	290.5	286.7	281.1
Hong Kong	273.8	256.0	255.0	265.8	261.8	243.7	243.7	238.6	226.6	224.2	226.6	208.2	216.7
Singapore	260.0	247.6	249.0	252.2	244.7	243.8	234.8	229.8	215.0	209.8	203.3	202.4	199.3
India	228.0	225.7	219.1	234.0	241.4	247.2	245.9	238.8	241.9	237.8	233.5	240.6	234.7
Brazil	207.3	199.4	201.6	229.0	228.8	234.6	233.3	229.1	227.0	223.2	223.6	227.1	225.6
Norway	161.8	173.1	157.6	162.5	167.1	173.5	166.0	160.3	157.1	146.1	142.3	151.9	141.3
Saudi Arabia	126.4	126.9	137.5	135.6	139.2	143.9	142.8	142.7	140.2	136.3	135.4	135.9	131.1
Korea, South	124.6	122.2	124.9	127.5	127.3	127.3	123.3	123.1	117.2	119.8	119.0	115.0	118.2
United Arab Emirates	119.9	92.6	77.1	73.1	68.3	71.9	79.2	68.9	70.1	70.8	69.9	70.9	68.9

3. 台湾投资者后续还会继续大量持有海外资产吗?我认为会的，即使带着汇率对冲工具也会。要回答这个问题，我们先要从源头出发，讨论为何台湾企业和金融机构持有这么多的海外资产。原因并不复杂，新台币黄昏的概率远大于任何一个主流经济体，枪炮声一响台币就归零:不拿美元，还拿着早晚要归零的台币吗?

中国台湾地区是高度出口依赖的经济体，人口只有韩国一半不到，但 24 年出口顺差比韩国多了快一倍。一个缺乏内需市场的经济体，企业与金融机构并不存在大量持有本币的必要性，台湾伪货币当局较低的政策性利率导致台美利差较大，这也是台湾险资能够经营的原则所在:负债端是低成本的台币，资产端是高收益的美元资产。台湾不可能背离美联储单独采取紧缩性货币政策，民进党任期内台积电、联电只有把先进产能搬走的诉求而没有进一步扩大岛内固定开支的诉求，这就使得台湾金融机构不太可能放弃美元资产而拥抱台币资产，这和隔壁日本的情况不一样。巴菲特低配美股加仓日本，他怎么不来投台湾?



4. 台北伪货币当局目前并未对汇率干预给出明确指示，似乎在贸易谈判期间投鼠忌器。因此虽然我们并不认为台币升值会导致险资风险，但是这对出口高度依赖的台湾电子企业确实有负面影响。以下数据我转述自台湾分析师，未经核实仅供参考：

匯允損失衝擊：若考慮新台幣升值 10% 的匯允損失，對上市公司獲利影響來看

- (1). 半導體大部分有避險，匯允損失對獲利影響在 1% 以下
- (2). 電子下游匯率變化影響程度排序為零組件 (5%) > ODM (0-3%) > 品牌
- (3). 網通業中的光通訊族群匯率衝擊大於網通族群

鴻海、廣達 24 年毛利率均在 7% 左右，華碩毛利率為 17%；短期這個幅度的匯率升值均意味著他們會被大陸企業搶單

5. 最后补充一段国内宏观。五一出行数据不错，但可惜没有交易价值；reopen 以来每个假期数据都好。但节前最后一个宏观数据是低于预期的 PMI，但我重申观点，PMI 弱并不意味着 4 月出口数据差，甚至也不能意味着 5 月数据差。假期期间钢材出口仍在加速中，目前美国经济有韧性，中国更有韧性。美联储降息可能推迟到 9 月，而中国宽货币的必要性也不强。假期之前中国长债已经提前大幅 price in 假期避险和 PMI 数据，9 号公布的 4 月出口数据如果仍同比正增长，那么并不利好中债。同时，RMB 汇率的观测意义也不显著了。A 股靠 GJD 买，港股靠南下资金买，RMB 升值贬值外资都不来；而汇率也不是目前降准降息的掣肘因素，所以如果汇率既不影响股市也不影响债市，那就完全没有关注它的意义。

日期	5月2日	4月25日	4月18日	4月11日	三周平均	周变动	环比
钢材出口	365	295	293	296	318	70	23.7%



数据来源：华泰期货研究院、SMM；单位：万吨

华泰期货研究院黑色建材研究团队

免责声明：本图片中的信息或数据由华泰期货整理分析，均源于可靠的资料。本图片不构成投资建议，投资者依据本图片所做的任何投资决策与本公司无关。华泰期货有限公司保留图片所有权利。



此外根据 24 年经验，硅谷银行、日本 cary trade 等事件发生后，YM 均高度重视非银投资机构债券投资风险问题；不排除节后 XX 时报重申这个观点，为国内分母带来亮黄灯风险。但是这类监管带来的是 MTMJ 机会，因为没有政策刺激，确实利好长债。