

逢甲大學學生報告 ePaper

報告題名：

美中打噴嚏，台日韓新流鼻涕

After US and China sneeze,

Taiwan, Japan, Korea and Singapore have runny nose.

作者：黃菟淋、劉欣旻、黃家嘉、曾育廷、張芯慈、李芷瑜、林恒毅、
張哲培、謝翔宇

系級：財金三丙、航太四甲

學號：D0583435、D0583389、D0583506、D0533628、D0533526、D0533498
D0533321、D0410672、D0791830

開課老師：林昆立

課程名稱：金融市場

開課系所：財務金融學系

開課學年：107 學年度 第 1 學期

中文摘要

有鑑於全球金融市場互相牽連，其中，亞洲經濟局勢深受歐美兩大經濟體的影響，例如中美貿易戰及歐美兩洲的貨幣政策皆會有所影響。因此我們將透過此份報告研究日本、台灣、韓國及新加坡的經濟概況與經濟指標，且加以分析其股市、債市和匯市的一年走勢，同時觀察是否與全球經濟動態呈現正相關，並根據研究結果推測各國股市、債市和匯市的未來走勢，將資金有效分配於適當國家及標的市場，以達成最佳投資組合。

藉由四個國家金融市場的特性，我們分別為風險趨避者、風險中立者及風險愛好者做出投資組合的比例建議，並估算其報酬率，以利投資人了解四個國家的經濟體系，做為在未來選擇投資標的時的參考依據。



關鍵字：

中美貿易戰
市場分析
金融市場
預期報酬
經濟走勢

Abstract

As the global financial market becomes more implicated than before, the economic situations in Asia, are quite influenced by the biggest economies especially. For instance: China-US trade war and currency policies also have an influence between Asia, Europe, and US. In order to research on the economic situations and the indicators in Japan, Taiwan, Korea, as well as Singapore, analyzing the trendlines of stocks, bonds, and exchange markets for one year is the topic of this report in the main. In addition, observing the trendlines whether are positive correlation, speculating their future trendlines by the results of this report, and this are such effective approaches to have appropriate investment portfolio.

To sum up, according the peculiarities of the four countries' financial markets, we made some investment suggestions by summarizing the results for those who are risk taker, risk neutral, and risk avoider. Also, computing the ROI to conform the conclusions. This is the way that such people as have investment reference and suggestions to be conversant with the economies well in Japan, Taiwan, Korea, and Singapore.



Keyword :

China-US trade war
Economic trend
Expected return
Financial market
Market analysis

目 次

一、 日本市場分析.....	6
(一) 地理人文.....	6
(二) 經濟概況.....	6
(三) 經濟指標.....	6
(四) 日經指數 (NKI)	8
(五) 日本 10 年期公債與 2 年期公債比較.....	9
(六) 日幣兌美元匯率.....	11
二、 臺灣市場分析.....	12
(一) 地理人文.....	12
(二) 經濟概況.....	13
(三) 經濟指標.....	13
(四) 臺灣加權股價指數 (TAIEX)	15
(五) 臺灣 10 年期公債與 2 年期公債比較.....	16
(六) 臺幣兌美元匯率.....	17
三、 韓國市場分析.....	18
(一) 地理人文.....	18
(二) 經濟概況.....	18
(三) 經濟指標.....	18
(四) 韓國綜合股價指數 (KOSPI)	20
(五) 韓國 10 年期公債與 2 年期公債.....	22
(六) 韓元兌美元匯率.....	23
四、 新加坡市場分析.....	23
(一) 地理人文.....	23
(二) 經濟概況.....	24
(三) 經濟指標.....	24
(四) 新加坡海峽時報指數 (STI)	26
(五) 新加坡 10 年期公債與 2 年期公債比較.....	27
(六) 新幣兌美元匯率.....	28
五、 未來半年的預期報酬.....	29
六、 未來半年的預期風險.....	30
(一) 歐洲未來經濟走勢.....	31
(二) 美國未來經濟走勢.....	31
(三) 日本未來經濟走勢.....	32
(四) 臺灣未來經濟走勢.....	32
(五) 韓國未來經濟走勢.....	33
(六) 新加坡未來經濟走勢.....	33

七、結論.....34
參考文獻.....35



圖目錄

圖 1 2010 年到 2017 年日本消費者物價指數年增率	6
圖 2 2010 年到 2017 年日本失業率	7
圖 3 2010 年到 2017 年日本 GDP 年增率(實質).....	7
圖 4 2017 年 10 月至 2018 年 10 月日經指數走勢圖	8
圖 5 2017 年 10 月至 2018 年 10 月日本 10 年期公債與 2 年期公債比較	9
圖 6 2017 年 10 月至 2018 年 10 月日幣兌美元匯率及股價指數	11
圖 7 日本、臺灣人口成長率 (資料來源：國發會、世界銀行).....	12
圖 8 2010 年到 2017 年臺灣消費者物價指數年增率	13
圖 9 2010 年到 2017 年臺灣失業率	14
圖 10 2010 年到 2017 年臺灣 GDP 年增率(實質).....	14
圖 11 2017 年 10 月至 2018 年 10 月臺灣加權股價指數走勢圖	15
圖 12 2017 年 10 月至 2018 年 10 月臺灣 10 年期公債與 2 年期公債比較	16
圖 13 2017 年 10 月至 2018 年 10 月臺幣兌美元匯率及股價指數	17
圖 14 2010 年到 2017 年南韓消費者物價指數年增率	18
圖 15 2010 年到 2017 年南韓失業率	19
圖 16 2010 年到 2017 年南韓經濟成長率	19
圖 17 2017 年 10 月至 2018 年 10 月韓國綜合股價指數走勢圖	20
圖 18 2017 年 10 月至 2018 年 10 月美國製造業採購經理人指數(PMI).....	20
圖 19 各國企業價值倍數	21
圖 20 各國股市本益比偏離程度	21
圖 21 2017 年 10 月至 2018 年 10 月韓國 10 年期公債與 2 年期公債比較	22
圖 22 2017 年 10 月至 2018 年 10 月韓元兌美元匯率及股價指數	23
圖 23 2010 年到 2017 年新加坡消費者物價指數	24
圖 24 2010 年到 2017 年新加坡失業率	25
圖 25 2010 年到 2017 年新加坡 GDP 成長率	25
圖 26 2017 年 10 月至 2018 年 10 月新加坡海峽時報指數走勢圖	26
圖 27 2017 年 10 月至 2018 年 10 月新加坡 10 年期公債與 2 年期公債比較	27
圖 28 2017 年 10 月至 2018 年 10 月新幣兌美元匯率	28
圖 29 2017 年 8 月到 2018 年 8 月歐元區消費者物價指數變化	31
圖 30 106 年 10 月 2 日及 107 年 10 月 1 日公債殖利率曲線	33

表目錄

表 1 標準普爾債券日本、臺灣、韓國及新加坡信用評等比較表	28
表 2 風險趨避者、風險中立者及風險愛好者投資組合的比例建議	30

一、日本市場分析

(一) 地理人文

日本位於東北亞，東鄰太平洋，西接日本海，南面菲律賓海，屬於一個島嶼國家。在天然資源中，雖地下蘊含礦物種類繁多，但蘊藏量稀少且挖採不易，因此工業原料大多倚賴國外進口；而木材與漁業資源豐富，捕魚量為世界第一。

本土面積約 37 萬平方公里，人口數量約 1.26 億，人口密度約每平方公里 337 人，人口量位居世界第 10，老齡化與少子化日趨嚴重，於 2017 年老年人口已占總人口 27%。

(二) 經濟概況

日本是一個自由市場經濟體，精湛的工業技術和科研能力奠定日本的經濟基礎，而造就日本世界頂級的服務業，且其 GDP 占全國 69.3%，讓日本成為世界第三大經濟體。

(三) 經濟指標

1. 消費者物價與失業率



圖 1 2010 年到 2017 年日本消費者物價指數年增率

2010 年至 2013 年與 2016 年日本物價一度負成長，通縮情形相當顯著，而

近年物價有回穩的趨勢。



圖 2 2010 年到 2017 年日本失業率

一般而言，失業率下降日本整體經濟會上升，但實際上除了失業率，日本經濟其他方面仍是不理想，根據日本國家統計局數據顯示，處於黃金工作年齡的失業率持續攀升，且日本國內員工兼職比例增高、薪水偏低，綜合諸項原因導致失業率下降，因此僅觀察失業率無法反映真實勞動市場情況。

2. 國內生產毛額

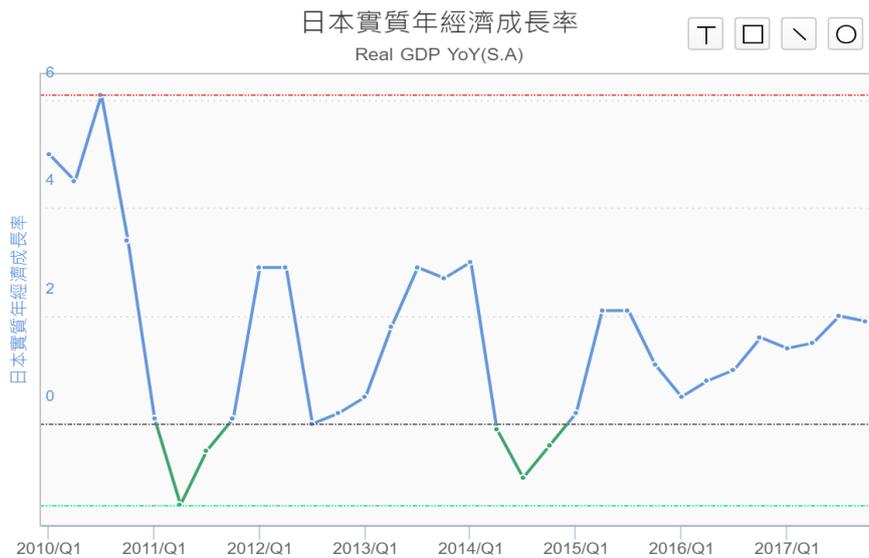


圖 3 2010 年到 2017 年日本 GDP 年增率(實質)

日本經濟成長率從 2010 年下滑至負成長，過去七年平均經濟成長率不到 2%，

近年成長率仍呈現低迷狀態。

(四) 日經指數 (NKI)



圖 4 2017 年 10 月至 2018 年 10 月日經指數走勢圖

2017 年 11 月 7 日的日經平均指數漲至 2 萬 2937.60 點，超過 1996 年 6 月創下的泡沫經濟崩潰後的歷史最高值（2 萬 2666 點），是 21 年來的新高點。此次股市達到歷史性高點的原因有三個，除了良好的企業業績外，還包括全球經濟逐漸邁向光明和貨幣寬鬆政策的因素，根據這三點，投資者對未來景氣普遍看好。

2018 年從 2 月 2 日開始股價指數狂跌，推估原因為美國按電腦演算法自動下單的程式交易觸發指令造成賣單傾巢而出，資金踩踏出場，美國道瓊工業指數暴跌，連帶造成全球股災，日經指數也一瀉千里，截至 2 月 14 日跌幅高達 2000 點。

2018 年 3 月 2 日受美國總統川普宣布啟動進口限制的影響，全球股價下跌局面重現。在亞洲股市上，由於擔憂保護主義趨勢在各國加強，鋼鐵、鋁、汽車海運股等對經濟狀況敏感的股票也遭遇拋售，使股市全面下跌，之前趨於平穩的全球股市又面臨新的風險因素，日經指數又再度降到低點。

2018 年 3 月 22 日美國總統川普簽署「中國經濟策略」備忘錄，中美貿易戰

正式開打，美國對從中國進口的商品徵收關稅以「懲罰中國偷竊美國智慧財產和商業秘密」，涉及商品總計達 600 億美元，不僅讓中美關係僵硬，對於經濟發展也是一大打擊，連帶影響全球經濟，造成日經指數在 3 月 23 日重挫，是為圖 4 日經指數走勢圖中的最低點。

2018 年 5 月 29 日繼中美貿易戰，美國再度對中國提出三點限制聲明，其中影響最深的為對中國製造 2025 有關的商品，將徵收 25% 的進口關稅，其生效期間為 7 月 6 日，兩國關係再度達到冰點，進而影響全球股市，日經指數也在 5 月 30 日達到低點。而在關稅政策正式生效前，因投資者擔心經濟局勢令交易活動受限，使 7 月 5 日銀行股和迅銷集團等權重股拖累大盤，造成日經指數再度重挫。

2018 年 9 月到 10 月日本股市再度高漲，包含原因有總統大選安倍晉三成功連任，加上日美兩國貨物貿易協定 (TAG) 談判達成協議，避免美國對日本進口汽車追加關稅，引領市場投資者信心並看好未來景氣。

(五) 日本 10 年期公債與 2 年期公債比較



圖 5 2017 年 10 月至 2018 年 10 月日本 10 年期公債與 2 年期公債比較

(橘線-10 年期公債、紅線-2 年期公債、藍線-10 年期公債與 2 年期公債利差)

「公債殖利率」是政府發行公債的利息，利率的高低會影響市場資金移動的方向，殖利率高顯示投資人沒有意願將資金投入公債市場，股市景氣較為熱絡；

殖利率低則表示投資人對未來景氣不樂觀。通常將短期公債設定為 2 年期，反應貨幣利率的變化，長期公債則為 10 年期，反應的是通貨膨脹率的變化。

長短期債券間的利差可以做為預期未來經濟的指標，利差縮小表示投資人不好看未來經濟；利差變大表示投資人看好未來經濟，而當利差出現負值，則代表可能會因景氣過熱，導致泡沫化，將出現反轉。

圖 5 中紅線為日本 2 年期公債殖利率的的走勢圖；橘線為日本 10 年期公債殖利率的走勢圖；藍線為日本 10 年期公債殖利率與 2 年期公債殖利率的利差；縱軸為殖利率；橫軸為日期。其中較為特殊的是 2 年期公債，其殖利率為負值，代表日本央行在金融市場上舉債借錢，不僅不用負擔利息，還可以向投資人收回利息。由於日本經濟復甦緩慢，負利率可以鼓勵銀行放款，一方面也是刺激消費者花錢而不是儲蓄，刺激國內支出和企業投資，同時貨幣因此進一步貶值，有助於出口並帶動經濟成長。

圖 5 中可明顯發現 2017 年 11 月 9 日的 2 年期與 10 年期公債殖利率明顯下降，且兩者殖利率利差擴大，是由於三點原因，包含良好的企業業績、全球經濟逐漸邁向光明和貨幣寬鬆政策的因素，使投資者對未來景氣普遍看好。

2018 年 9 月到 10 月隨著日經指數高漲，投資者看好未來經濟前景，使長短期公債殖利率利差升高。

(六) 日幣兌美元匯率

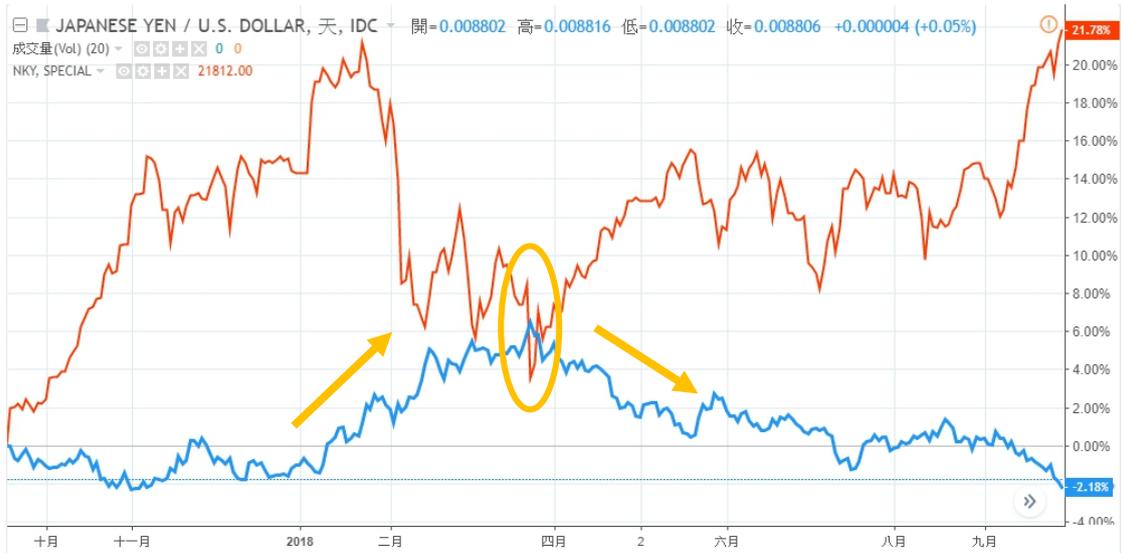


圖 6 2017 年 10 月至 2018 年 10 月日幣兌美元匯率及股價指數

(藍線-日幣兌美元匯率、紅線-股價指數)

圖 6 中藍線為日幣兌美元匯率的走勢圖；紅線為日經指數走勢圖；縱軸為日幣兌美元匯率變動的百分比；橫軸為日期。觀察圖中的線性走勢圖，可以發現匯市與股市有明顯的對稱關係，意即日本股市在高點之時，日幣兌美元匯率為低點；日本股市在低點之時，日幣兌美元匯率為高點，由此可知，投資者對於日本股市與匯市具有互補關係，以中美貿易戰為例，2018 年 3 月 22 日由於貿易戰正式開打，造成 3 月 23 日全球股市大跌，連帶造成日本股市下跌，但是日幣兌美元匯率卻呈現上升趨勢，代表日幣需求上升，因此可以推估當全球經濟動盪之時，日幣具有避險的用途。另外，由於日本幾乎不干預外匯市場，匯率完全交給外匯市場的供需關係來決定，因此為浮動匯率制度。

從 2018 年年初開始，可以發現圖中的日幣持續走強，相對來說美元持續走弱。根據美國聯準會的政策，得知去年一直在升息，而升息通常會讓美元升值，但是美元的表現卻不如預期中的強勢，推估原因為歐元走強帶動美元走弱，由於歐洲出口強勁、德國房地產日趨轉好的環境和西班牙走出債務危機，使歐洲經濟復甦有強勁的表現，讓投資人更願意將資金投入歐元，令美元走跌，反之日幣走升。而從 4 月開始，可以看出圖中日幣兌美元開始呈現下坡的趨勢，推測原因為

美國聯準會持續宣布升息的政策，令投資人更願意將資金流入美國，使美元漸漸走升，日幣貶值。

二、臺灣市場分析

(一) 地理人文

臺灣正好位於東亞島弧中心，向西不到 200 公里便能觸及歐亞大陸，南北分別是菲律賓群島和日本，往東跨越太平洋就能直達美洲，如此便捷的交通樞紐，長久以來是亞太經貿和戰略的要地。

由於臺灣地理位置的特殊性，導致有多種族群的組合在不同時代的背景而有多面向的發展，造就臺灣對多元文化的包容。國土面積僅 3 萬 6 千平方公里卻孕育著 2,300 萬人，人口密度約每平方公里 649 人。

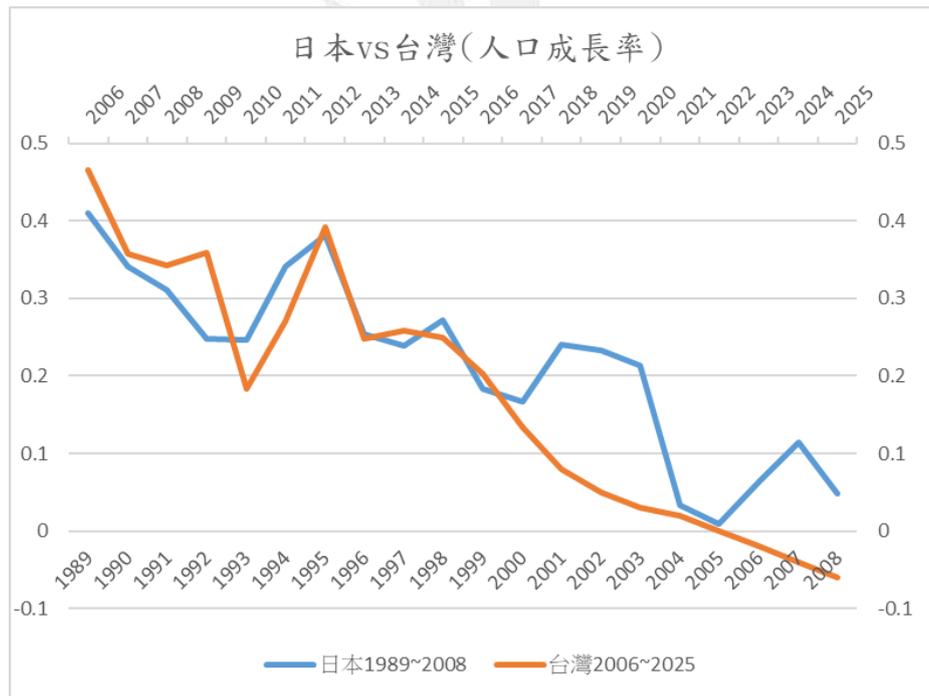


圖 7 日本、臺灣人口成長率 (資料來源：國發會、世界銀行)

於 1990 年初日本有著失落的 20 年之稱，平均經濟成長率僅僅 1%，不論是經濟、政治和文化，一直以來日本是臺灣學習的指標，從人口成長率(見圖 7)看出臺灣即將步入日本的後塵，因人口成長率與經濟成長率有著高度的相關，人

口數量一旦下降，國內房地產和基礎建設等皆會降低，預計未來的經濟將受到影響。

(二) 經濟概況

臺灣為典型的外貿國家，依主計處統計於 2017 年對外貿易總額占 GDP 的 113%，與其相關產業(製造業、零售批發、運輸倉儲)占就業人數比重近五成，因此只要當進出口產業不景氣，會直接影響一半勞工的薪水，進而降低民間消費能力，將導致經濟陷入低迷。

(三) 經濟指標

1. 消費者物價與失業率



圖 8 2010 年到 2017 年臺灣消費者物價指數年增率



圖 9 2010 年到 2017 年臺灣失業率

當前物價穩定，通膨溫和。失業率因勞動力的增減而有所起伏，近年來整體呈現平緩下降的趨勢，雖失業率降低是可喜的事，但實際上臺灣失業率降低跟勞動力成長趨緩有相當大的關係，近年來的少子化已影響到失業率，因此失業率屢創新低從此推斷未必是好事。

2. 國內生產毛額



圖 10 2010 年到 2017 年臺灣 GDP 年增率(實質)

從 2010 年臺灣經濟成長率逐年下降，2015 年下半年甚至出現負成長，2017 年以後維持在 2%至 3%之間，經濟成長率不及全球、南韓和新加坡。

出口為臺灣經濟成長主要來源，易受到中國經濟轉型的衝擊，主要出口商品「電子零組件」因中美貿易戰影響出口表現，其為造成 YoY 下降的主因之一。

再者，國內投資長期不振及勞動力成長率漸緩，中國又以新政策吸引外資，加上民間投資與政府支出受限於環評和限電危機等不確定因素，以上原因皆影響臺灣經濟成長率。

(四) 臺灣加權股價指數 (TAIEX)



圖 11 2017 年 10 月至 2018 年 10 月臺灣加權股價指數走勢圖

受美國科技股表現低迷影響，帶動臺灣電子類股走低，三大法人連 9 日賣超 823 億元，導致臺灣加權指數從 2017 年 12 月 4 日開始呈現跌幅，至 12 月 7 日下殺共約 300 點，跌破半年線。

而 2018 年 2 月 2 日至 2 月 9 日則是受到鮑威爾接替葉倫擔任聯準會主席的影響，造成投資人對未來經濟走向抱有不確定性，並預期將實施緊縮貨幣政策及公債殖利率走高，帶動股市大跌，而因「機器人交易」所造成的全球股災亦有帶來影響。

雖然因臺灣利差不大，美國升息較不易影響外資在臺股的投資，但美國聯準會的縮表行動、減稅及持續的升息，都為臺灣股市帶來極大的動盪，而臺灣的投

資人經常對單一事件過度反應，造成臺灣加權股價指數起伏不定，不適合風險趨避者投資。

雖然中美貿易戰的戰火波及全球，但由於有部分產業，像是自行車、網路通訊等業者，在臺灣及中國皆有設廠，若貿易戰的衝突擴大，可能造成投資人轉而投資臺灣市場，為臺灣帶來收益，但仍有不確定性，儘管臺灣股市沒受到貿易戰的負面影響，卻也尚未有正面的突出表現，未來走勢依然值得關注。

(五) 臺灣 10 年期公債與 2 年期公債比較



圖 12 2017 年 10 月至 2018 年 10 月臺灣 10 年期公債與 2 年期公債比較

（橘線-10 年期公債、紅線-2 年期公債、藍線-10 年期公債與 2 年期公債利差）

從圖 12 中，我們發現臺灣的 2 年期公債殖利率變動甚微，這個現象導致長短期債券間的利差與 10 年期公債殖利率走勢幾近一致，且當 10 年期公債殖利率與 2 年期公債殖利率呈反向關係，即長期殖利率下跌，短期殖利率會呈現上漲趨勢，表示投資人不看好未來股市，選擇將錢投入 10 年期公債，不願意投入市場。

臺灣的 10 年期公債殖利率呈現平穩狀態，都在 1% 左右浮動，唯在 2018 年 7 月受中美貿易戰影響而大幅下降，貿易戰戰火的延燒，讓投資人趨之若鶩地躲進債市避險，暴增的需求量拉高 10 年期公債的價格，進而讓殖利率跌至近 21 個

月新低，而投資人對於歐洲貨幣政策及選舉等因素的不看好，也造成殖利率持續走低，直至 9 月才逐漸回升。

(六) 臺幣兌美元匯率

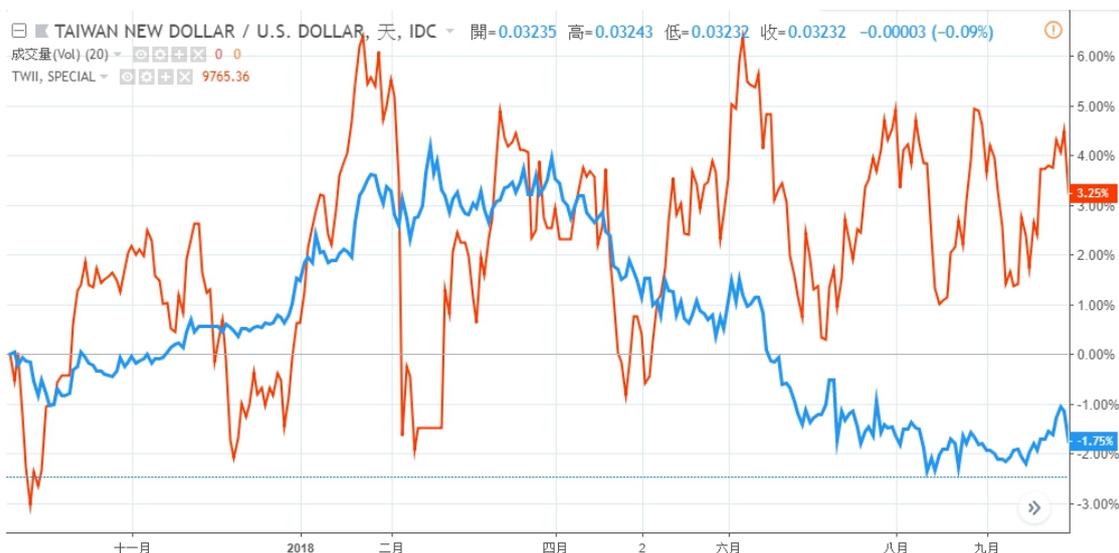


圖 13 2017 年 10 月至 2018 年 10 月臺幣兌美元匯率及股價指數

(藍線-臺幣兌美元匯率、紅線-股價指數)

臺灣採取管理浮動匯率制度，表示匯率主要受到外匯市場供需決定，唯有匯率過度變動時，才由央行進場維持匯率市場的秩序，這種操作手法能避免匯市大幅漲跌，讓市場更有效率。

透過臺幣兌美元匯率與臺灣加權指數的比較，可以發現臺灣匯市和股市變動的趨勢呈現高度相關，且匯率的變動領先於股市，這是因為臺幣升值會吸引國外投資人將資金投入臺灣市場，將增加台股資金動能，導致臺灣股市走強。

從圖 13 中可以發現，臺幣兌美元匯率自 2017 年 10 月開始節節攀升，達到近一年的高點，卻於 2018 年 4 月起出現跌幅。我們將這個走向歸因於歐洲實施寬鬆貨幣政策，此舉將推升歐洲公債殖利率，投資人相較於美元更願意投入歐元市場，才導致美國升息對美元升值的影響疲弱，甚至造成美元貶值，直至 2018 年 4 月，中美貿易戰導致歐洲經濟受挫，美元才開始跟著升息的步調走強，進而影響臺幣貶值。而農曆過年將至時的換鈔潮，也是 2018 年初臺幣升值的原因之一。

三、韓國市場分析

(一) 地理人文

韓國地勢由東北到西南漸低，超過半數為山地，而領域中，包含了 3000 多個大小島嶼，以濟州島最大。國土面積近 10 萬平方公里，人口數約 5116 萬，老齡化與少子化問題相當嚴重，為 OECD 中勞動人口減少最劇烈的國家。

(二) 經濟概況

韓國是 G20 及 OECD 的成員國之一，為世界主要經濟體，擁有完善的市場經濟制度且為已開發國家。韓國以服務業與工業為主要產業，國際貿易占 GDP 的比重極大，而進出口貿易量在全球皆是名列前茅的國家。

(三) 經濟指標

1. 消費者物價與失業率



圖 14 2010 年到 2017 年南韓消費者物價指數年增率

南韓 2012 降息刺激經濟，消費者物價指數年增率隨之下降，讓南韓不致於陷入高通貨膨脹和低經濟成長的惡劣環境，但由於國際原油價格與瓦斯費等高漲，民眾依然無法感受物價下跌的趨勢。



圖 15 2010 年到 2017 年南韓失業率

近年國內就業人口減少，主要是因為製造業景氣低迷、縮減人力，造成失業率攀升。2015 年及 2016 年失業率增高近 5%，因出口大量萎縮，影響製造業人力需求，使得以製造業為主要發展之一的韓國就業人口連年降低，特別是造船業失業人口更為嚴重。

2. 國內生產毛額



圖 16 2010 年到 2017 年南韓經濟成長率

2013 年南韓經濟成長率已開始回升，經濟開始恢復成長，由於貿易條件有所

美中打噴嚏，台日韓新流鼻涕

改善，實際貿易損失減少，製造業成長率大幅增加，建築業成長率也從負轉為正，使得 GDP 上升。

(四) 韓國綜合股價指數 (KOSPI)

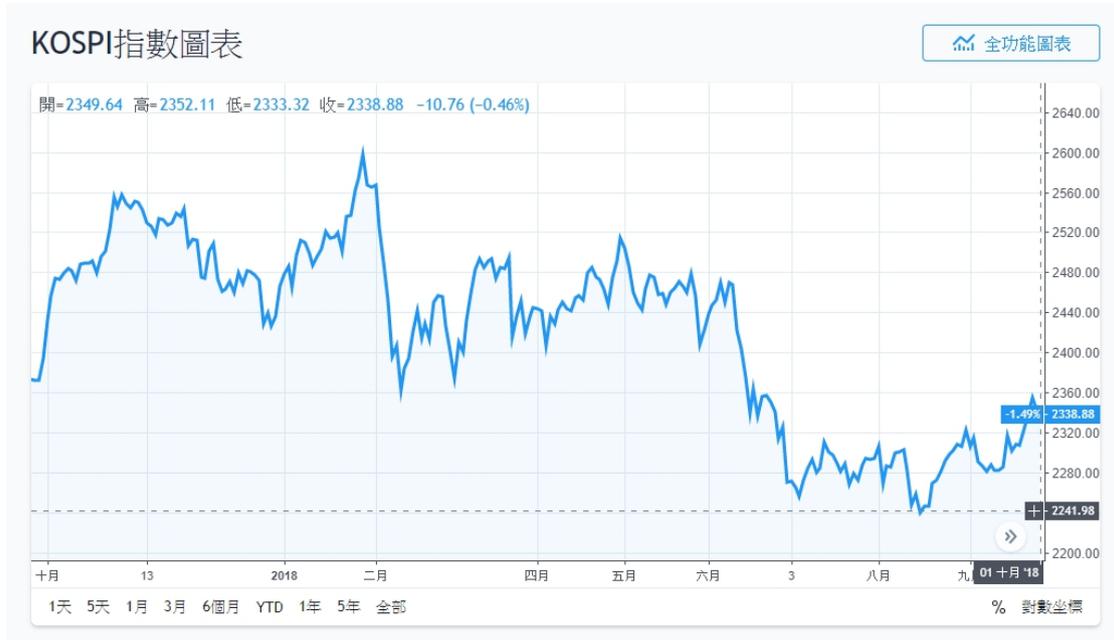


圖 17 2017 年 10 月至 2018 年 10 月韓國綜合股價指數走勢圖

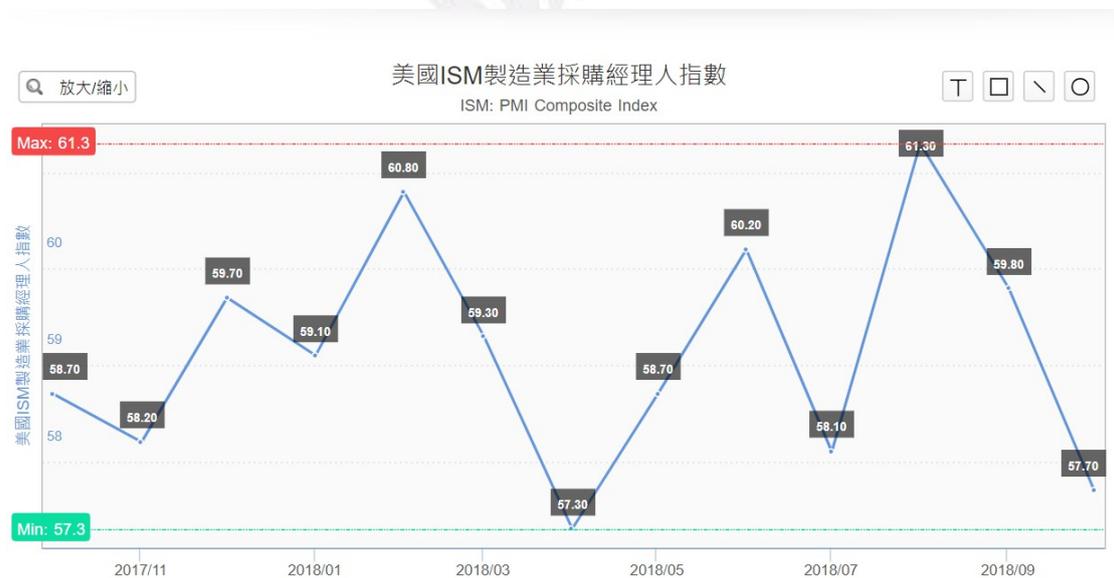


圖 18 2017 年 10 月至 2018 年 10 月美國製造業採購經理人指數(PMI)

美國製造業採購經理人指數(PMI)是衡量美國製造業的體檢表，同時也是衡量全球貿易需求的重要指標。由於韓國在記憶體、面板、汽車、電子元件等商品在全球都有不錯的市占率，其經濟好壞高度仰賴國際貿易，而韓國的貿易依存度

在 2017 年時高達 67.9%，顯示全球需求的高低將大幅影響韓國經濟及股市表現。

從圖 17 與圖 18 可以發現，韓國股市與 PMI 走勢圖呈正相關，製造業採購經理人指數升高時，韓國股市也跟著升高，反之亦同。因此，可以說美國景氣好壞與否會左右韓國股市。

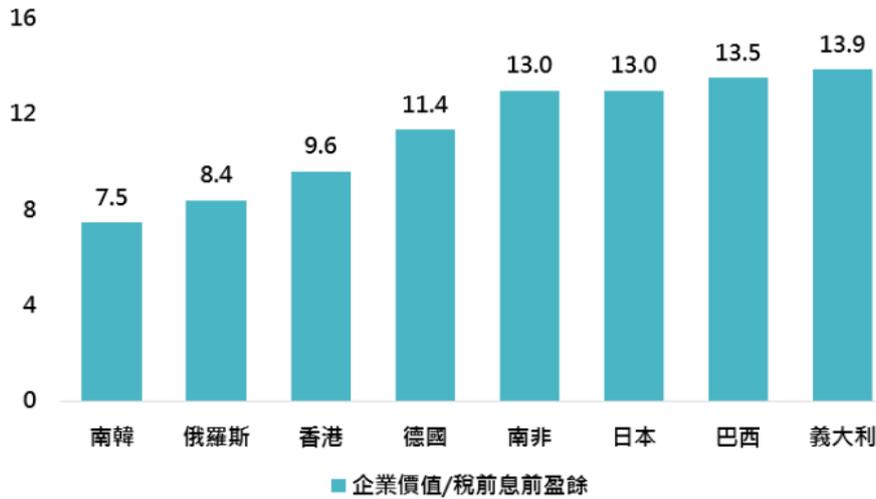


圖 19 各國企業價值倍數

EV/EBIT 被稱為企業價值倍數，可用來當成股價是否相對便宜的關鍵，若某國的此倍數與其他國家平均水準相較之下較高表示高估，較低則為低估。全球平均 EV/EBIT 約在 15.9 左右，從上圖可以看出，韓國的 EV/EBIT 在主要國家中最低，且大幅低於全球平均。

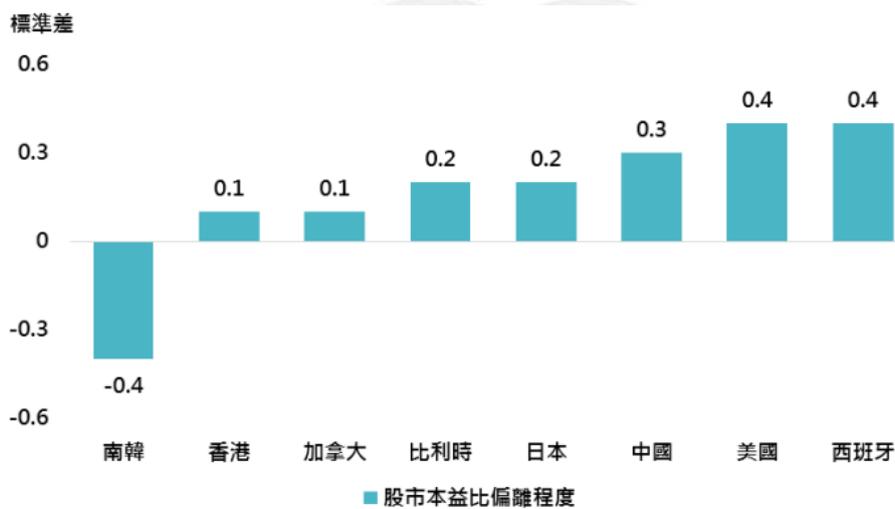


圖 20 各國股市本益比偏離程度

本益比代表投資多久期間可以回本，從上圖可以發現，韓國股市的平均本益

比，相較於過去十年來說，不升反降。

綜上所述，韓國股票便宜程度居全球之冠，對於價值型投資人來說，韓國股市是一個很好的選擇。

(五) 韓國 10 年期公債與 2 年期公債

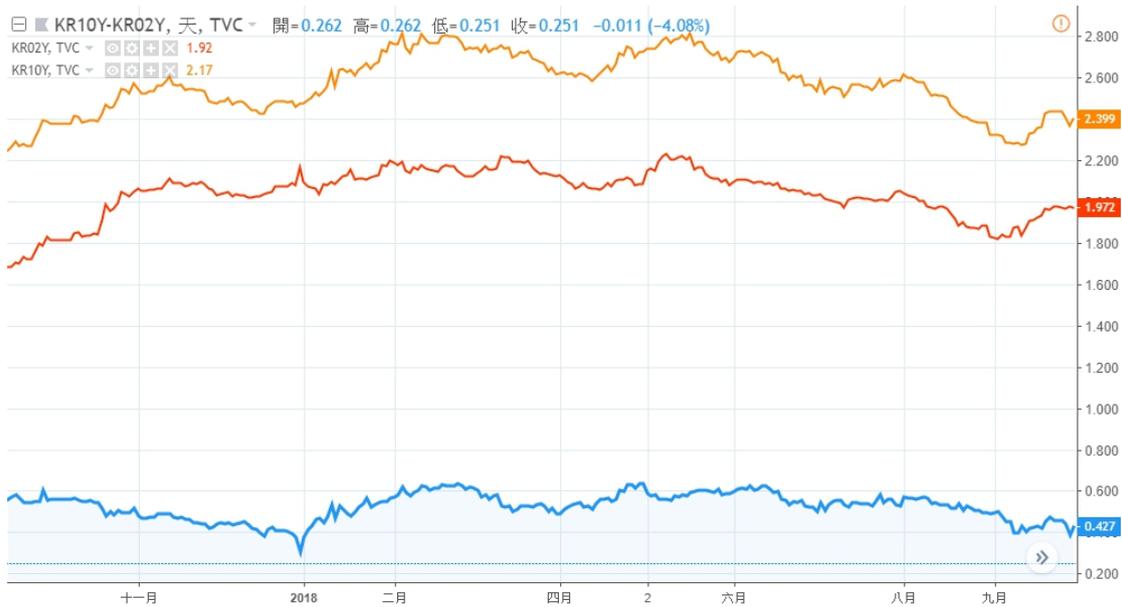


圖 21 2017 年 10 月至 2018 年 10 月韓國 10 年期公債與 2 年期公債比較

(橘線-10 年期公債、紅線-2 年期公債、藍線-10 年期公債與 2 年期公債利差)

從圖 21 能很明顯看出，自 2017 年 10 月持續至 2018 年 8 月，韓國的 10 年期與 2 年期公債殖利率皆表現平穩，因此，兩者之間利差亦無大幅變動，經濟保持穩定狀態。

然而，從 10 月初開始，10 年期公債殖利率即下跌，從原本的 2.4% 一直跌到 2.1%，推測為投資人因中美貿易戰對股市所帶來的影響有所畏懼，把資金轉而投入債券市場中，且中美貿易戰在未來仍有高度不確定性，將導致公債殖利率極度不穩定，對於未來投資於韓國債市可能較不適合。

(六) 韓元兌美元匯率



圖 22 2017 年 10 月至 2018 年 10 月韓元兌美元匯率及股價指數

（藍線-韓元兌美元匯率、紅線-股價指數）

韓國近年來採用自由浮動匯率，雖然自 2011 年至 2016 年底皆沒有升息，但 2017 年時，因出口旺盛，累積龐大的順差，進而使南韓央行開始升息，藉以刺激外資投資。

升息此舉卻影響了三星電子跟現代汽車獲利減少，在 2018 年年初時，南韓央行想要抑制韓元走升，又困於與美國政治因素的兩難，加上和北韓關係的緩解，導致投資人有堆高韓元的藉口。

由於目前全球經濟處於成長趨勢，導致韓國出口受惠，且韓國商品在全球具有高度競爭力，對於短期而言能夠進一步承受升值所帶來的影響。

從長期的角度來看，因為韓國政府無法過多干預匯率，使韓元任意升貶，加上韓國匯率與股市走勢高度相近，而可以推測韓國匯市完全沒有避險功能。

四、新加坡市場分析

(一) 地理人文

新加坡位於東南亞，在馬來半島的南方並由 60 多個島嶼所組成，面積約 720

美中打噴嚏，台日韓新流鼻涕

平方公里，其中五分之一為填海造陸的成果。1965 年獨立以來不斷的填海，填海造陸超過 140 平方公里，人口數量約 561 萬人，其中的常住人口有三分之一是外籍公民，新加坡的華人人口比例為世界第五高的國家。

(二) 經濟概況

新加坡為世界最大物流樞紐國，也是亞洲地區最大的外匯交易中心，而鑽油平臺製造及船舶修復、賭博市場、煉油及外匯交易中心分別為世界前三名。新加坡的產業十分多元，主要產業為金融業、製造業、煉油業，而化學、機械、生物醫學次之。

(三) 經濟指標

1. 消費者物價與失業率



圖 23 2010 年到 2017 年新加坡消費者物價指數



圖 24 2010 年到 2017 年新加坡失業率

至 2016 年 3 月新加坡已連續數個月物價下跌，創下歷史最長期間的紀錄，整體 CPI 下滑主要是物價下跌、政府財政措施、建屋局、重建局及公共停車場收費等因素所致。

新加坡經濟放緩，勞動市場吃緊，為了解決失業率逐年上升的情況，許多大型企業與政府合作，停止雇用外籍人士，以保障新加坡市民的工作權。

2. 國內生產毛額



圖 25 2010 年到 2017 年新加坡 GDP 成長率

2011、2012 年之際，製造業與服務業衰弱，使得以金融業、製造業、煉油業為主的新加坡，GDP 出現衰退的情形。

(四) 新加坡海峽時報指數 (STI)



圖 26 2017 年 10 月至 2018 年 10 月新加坡海峽時報指數走勢圖

美國聯準會前主席葉倫在 2018 年 2 月 1 日告別會議暗示即將升息，因為緊縮政策的預期心理，造成美國債市價格狂瀉，連帶投資人減少股票市場以彌補債市的損失，導致股票於當日大跌。由於股市崩盤，搭載複雜演算法的程式交易系統因強烈賣壓瘋狂砍單，從 2 月 5 日開始道瓊持續下跌，接連影響全球股市，進而造成新加坡海峽時報指數下跌。

2018 年 3 月 22 日中美貿易戰爆發，因關稅使中國對美國出口下降，進而產生全球生產線的衝擊，尤其合作關係密切的亞洲國家影響甚為嚴重，其中新加坡為中國主要出口產品合作夥伴，連動新加坡海峽時報指數 3 月 23 日重挫。然而 4 月 4 日中國與美國發布的互徵關稅訊息和在 9 月 11 日中國對美國決議採行的貿易報復行動，均造成投資者擔憂貿易戰升級會對亞洲經濟影響甚大，進一步也連帶了新加坡海峽時報指數的跌幅。

新加坡於 2018 年 7 月 6 日不僅受到中美貿易戰影響，同時新加坡政府為了

應付即將來臨的房地產市場過熱，於當日宣布「打房措施」，不只提高了印花稅，也降低房貸成數，導致國內房地產類股暴跌，重挫新加坡海峽時報指數。

(五) 新加坡 10 年期公債與 2 年期公債比較



圖 27 2017 年 10 月至 2018 年 10 月新加坡 10 年期公債與 2 年期公債比較

(橘線-10 年期公債、紅線-2 年期公債、藍線-10 年期公債與 2 年期公債利差)

2017 年 12 月 14 日由於美國經濟活動強勁以及通膨的預期，聯準會宣布升息 1 碼，以抑制市場經濟過熱的問題，股市下挫，同時不利債券投資，長短期公債利差因此減少；然而因新加坡股市通常與美國股市同漲同跌，債市也受其影響長短期公債利差縮小。

2018 年 4 月新加坡實施貨幣緊縮政策，導致利率上升，在公司營運資金方面，成本大幅增加，使得營業利益下降，公司股價因而受此影響，此外升息也造成投資者對要求報酬率的增加，企業價值評估降低，廣大投資人進而轉向債市投資，長短期公債利差因而減少。

儘管全球受貿易戰爆發，使出口導向型國家貨幣受損，資金轉向流入債市，新加坡即是被外界列為將會受影響的國家之一；但新加坡政府長期實施不干預手段之下，讓新加坡經濟自由發展、低失業率，從而擁有高貿易盈餘和高儲蓄率，

例如：不實施底薪限制，且對稅與法規的限制較少等各項政策。新加坡政府的政策使該國成為亞洲經濟成長動能與機會較多的國家，從表 1 得出其標準普爾債券信用評等自 2011 年起為 AAA 等級國家，是相較於亞洲其他國家為信用較良好且值得投資的地區。

表 1 標準普爾債券日本、臺灣、韓國及新加坡信用評等比較表

標準普爾債券信用評等	
日本	A+
臺灣	AA-
韓國	AA
新加坡	AAA

(六) 新幣兌美元匯率



圖 28 2017 年 10 月至 2018 年 10 月新幣兌美元匯率

（藍線-新幣兌美元匯率、紅線-股價指數）

2018 年 4 月 13 日新加坡因長期通膨問題，另外新加坡為出口占 GDP 的比重有一定程度的國家，使中美貿易戰對其有相當的影響；金管局宣布實施六年來首次的貨幣緊縮政策，造成利率的上升，國外資金的大量流入，外匯供給增加，

因此導致四月中旬匯率的下降。

2018 年 5 月川普宣布即將於新加坡與金正恩會面，隨後消息流出便造成外界對於市場不確定性；另外美國聯準會聯邦公開市場委員會召開利率會議，都將增添匯率市場更多動盪，多數亞洲幣值匯率呈現跌幅。而從美國長期趨勢來看，美國各項經濟政策與目標都已逐漸完成，經濟正溫和的同時，再度升息勢在必行，助於美元再度攀升，新加坡匯率因此為連數月暴跌。

匯率的漲跌變化主要受到外匯供需影響，若外資看好該國股市，亦即將有大量資金投資於股市中，外幣轉為該國貨幣，幣值因需求增加而升值，使得股市產生資金行情上漲，反之亦然。如圖 28 可看出新加坡匯市與股市約略呈現同向變動，例如：新加坡是中國倡導「一帶一路」後，為了鞏固金融貿易中心的地位，以及經濟方面現實利益的需求，成為最早公開支持此項政策者，使中國多家企業至新加坡投資。

五、未來半年的預期報酬

韓國股市由於企業價值倍數在全球中偏低，代表其股價相對便宜且有被低估的可能，加上韓國股市受中美貿易戰的影響較小，因此當市場波動時，股價的起伏相對其他三個國家低，且本益比低，表示買股票的回本速度快。故無論是風險趨避者與風險中立者皆適合投資韓國股市。

新加坡債市是四個國家之中唯一拿到 AAA 評等的債券，表示有良好的信用評等且違約風險低，這是由於該國的財政及政治穩定且金融業前景良好，另外其公債殖利率有穩定上升的趨勢，故風險趨避者適合投資新加坡債市，加上 10 年期公債殖利率為最高，故也適合風險愛好者。

日幣常被稱為避險貨幣，意即不易受政治、戰爭、市場波動等因素影響，從研究中可以發現，日幣具有避險之功用，當全球股市低落時，日幣升值；當全球股市高漲時，日幣貶值。除此之外，日幣流動性極佳，且日本由於長期處於低利率的水準，故取得日幣的融資成本極低，即可以透過低成本取得日幣，並拿來投

資其他國家高收益貨幣資產，可以當作套利的工具。無論是風險趨避者、中立者、愛好者皆須要透過匯市來分散風險及套利，因此選擇日本匯市。

臺灣股市易受到全球經濟影響，其中影響最深的為美國與歐洲，當其兩大經濟市場稍有起伏時，臺灣股市將受劇烈震盪，因此若投資人成功預測市場訊息時，將能透過短期投資賺取大量報酬，故風險愛好者適合投資臺灣股市。

由於市場預期聯準會將放緩升息的步調，但仍有不確定性，而我們預估投資人會趁著尚未升息時，繼續將資金流入美國，帶動投資市場熱絡，又因美國股市牽動全球股市，因此，我們認為會使韓國及臺灣股市順勢成長，並推估韓國及臺灣股市可以分別達到 19.76%及 23.49%的報酬。另外，新加坡的公債殖利率雖然也會遭受市場波動，引起些微震盪，但其政經穩定，所以長期來看仍呈現正成長的趨勢，故我們預估可以獲得 2.675%的報酬。通常投資人將日本匯市作為避險的工具，而日本匯市向來與全球股市呈現負相關，綜合我們對股市將會有高報酬的預測，推測日本匯市的報酬將為-3.79%，雖然日本匯市的報酬為負值，但投資日本匯市將有助於分散投資股市的高風險，以免同漲同跌。

根據研究分析，我們分別為風險趨避者、風險中立者及風險愛好者做投資組合的比例如下：

表 2 風險趨避者、風險中立者及風險愛好者投資組合的比例建議

風險趨避者	韓國股市 20%、新加坡債市 60%、日本匯市 20%
	$[0.2 \times 19.76\% + 0.6 \times 2.675\% + 0.2 \times (-3.79\%)] = 4.799\%$
風險中立者	韓國股市 30%、新加坡債市 40%、日本匯市 30%
	$[0.3 \times 19.76\% + 0.4 \times 2.675\% + 0.3 \times (-3.79\%)] = 5.861\%$
風險愛好者	臺灣股市 60%、新加坡債市 20%、日本匯市 20%
	$[0.6 \times 23.49\% + 0.2 \times 2.675\% + 0.2 \times (-3.79\%)] = 13.871\%$

六、未來半年的預期風險

從前面的市場分析中可以看出，多數投資市場受國際局勢的影響甚鉅，尤其深受歐洲及美國經濟政策的影響，而中國及美國兩大強國的政治關係也會為金融

市場帶來動盪，我們將透過這些經濟體的分析，來推測各國的未來走勢即應注意的風險。

(一) 歐洲未來經濟走勢

歐洲央行將通膨目標訂於略低於 2%，而由於國際原油價格上漲，從圖 29 可以發現，近幾月歐元區通膨已逐漸接近目標，歐洲經濟復甦，且歐洲大規模購債的行動即將到期，因此，歐洲央行預估將在 2018 年年底或 2019 年終止量化寬鬆貨幣政策，改而採取緊縮貨幣政策。

緊縮貨幣政策會導致異常低的公債殖利率調高，進而帶動股市景氣衰退、匯率走強，將造成資金流動性大幅降低，為市場帶來流動性風險，根據股權收購公司 Cross Border Capital 的計算，現今有 90% 的央行施行緊縮貨幣政策，此舉將使得全球的流動性從去年 20% 的成長率，大幅放緩至 2.1%。



經濟日報提供

圖 29 2017 年 8 月到 2018 年 8 月歐元區消費者物價指數變化

(二) 美國未來經濟走勢

鮑威爾最新發表的演講表示，「從歷史角度來看，利率目前依然偏低，並剛低於廣泛預測的中性水平」，這番言論讓投資人解讀為，美國聯準會可能會從原先的鷹派轉為鴿派，代表升息的步調將邁入尾聲。因美國持續的升息，股市的波動有加劇的趨勢，投資人對股市的信心趨於疲弱，而鮑威爾的言論讓投資人重拾對股市的信心，帶動道瓊工業指數大漲 618 點，臺灣加權指數也因此上揚 105 點，

美中打噴嚏，台日韓新流鼻涕

顯示聯準會的政策將大幅影響國際經濟走勢。

(三) 日本未來經濟走勢

日本近年來隨著經濟的復甦，勞動生產率的增長率是 G7 國家中（美國、英國、加拿大、德國、法國、義大利、日本）成長速度最快的，其中製造業貢獻主要的增長，加上製造業逐漸回歸日本且私人企業資本支出優於預期的情況下，GDP 增長有起色，雖然日本經濟有漸漸好轉的趨勢，但是不確定性仍多。

今年 10 月 15 日，首相安倍晉三在臨時內閣會議上表明，按計劃於 2019 年 10 月把消費稅稅率由 8% 提高至 10%，此舉除影響前往日本旅遊的遊客，更重要的是影響當地經濟，包含對中小企業及小本經營的店家，將造成很大衝擊，很可能會造成消費及投資支出的經濟景氣低迷。

中長期來看，因中美貿易戰雖然有緩和的趨勢，但仍給全球經濟帶來陰影，如果中國出口繼續放緩，有可能給亞洲新興市場國家造成負面影響，進而打擊經濟增長。再從美國經濟來看，雖然升息階段放緩但不確定性仍在，日本央行考慮等到 2019 年量化寬鬆政策才會退場。美日貨幣政策的差異及不確定性，使資金有可能繼續從日本流出。

(四) 臺灣未來經濟走勢

臺灣的貿易深受美、中兩國影響，中美貿易戰的局勢變化將大幅影響臺灣的經濟，投資人仍須多加留意貿易戰所造成的波動，而歐元區即將緊縮的貨幣政策及投資人預期美國可能較為寬鬆的政策，亦是影響台股的重要因素。臺灣期中選舉的政黨輪替，這樣的政治風險可能會改變臺灣目前的貨幣政策，為市場帶來不確定性。

從圖 30 我們發現，臺灣的殖利率曲線較去年更趨平緩，投資人向來將這個現象做為經濟即將步入衰退的警示，甚至可能產生倒掛的風險。綜合以上諸多的不確定因素，我們認為臺灣的市場並不適合風險趨避者投資。

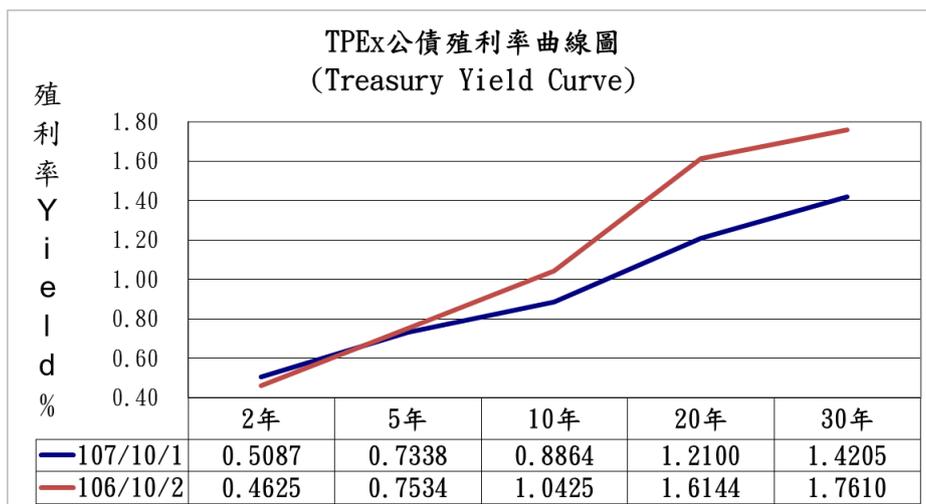


圖 30 106 年 10 月 2 日及 107 年 10 月 1 日公債殖利率曲線

(五) 韓國未來經濟走勢

根據前面對於韓國市場的分析，我們發現韓國股市跟美國經濟發展有高度相關，從美國目前的狀態來切入，美國對中國的貿易依存度較低，因此在貿易戰上較有優勢，況且，韓國出口商品本身競爭力足夠，並不須擔心貿易額下降。韓元在 6 月開始走低，與北韓關係趨近穩定，加上美國總統川普主打將工作機會拉回美國，美國從 2018 年六月開始，景氣逐漸復甦，加上韓國目前有許多股票價值被低估，很適合價值型取向投資人入場。

另外，雖然韓國可能受中美貿易戰影響較小，但畢竟是以出口為導向的國家，為了避免將來受到貿易戰威脅，南韓政府宣布對內刺激措施，計劃為小企業提供財政支持，以及減少燃油稅刺激消費，以促進經濟成長和創造就業機會。

目前區域貿易發展的大局走向持續攀升，亞太各國關係更進一步，韓國大力推進「新南方政策」，這是韓國當局目前認為可作用於突破中美貿易的影響，讓韓國經濟有突破口，開放的政策包括對越南放寬簽證措施，將金融科技產業以及汽車產業銷售路線往南推。

(六) 新加坡未來經濟走勢

美國總統川普與中國國家主席習近平在 2018 年 12 月 1 日 G20 高峰會後於

阿根廷展開眾所矚目的川習會，造成亞股激烈動盪的中美貿易戰，即是他們所要會談的重點之一。在會談前分析師們均表示如未解決貿易戰問題，全球經濟將在2019年走向下坡，全球經濟最重要的製造業、貿易、投資將受到嚴重影響，此外有在電子產品供應鏈的韓國、臺灣、新加坡也將受到波及。具上述市場分析得知，日本、韓國及新加坡頗受中美貿易戰影響，因此貿易戰的趨緩和升級對於上述國家有強烈的連帶關係。外界預期川習會後兩方領袖將達成協議，2019年1月1日之後不會加徵額外關稅，雙方會繼續進行協商，對於整個亞洲市場而言，若雙方領袖會談成功，無疑都是一件值得慶幸之事；但另有學者認為川普個性未然會達成共識，亞洲市場總體仍有不確定性。

新加坡在2018年7月新一輪的打房措施，大眾均對新加坡房地產是否能在未來貢獻於經濟持悲觀態度，但亞太區房地產市場新興趨勢報告卻顯示，2019年新加坡房地產投資前景排名第二，這表示行之有年的打房措施對於其他方面有助益，如房地產的降溫策略令新加坡住宅市場依舊富有彈性等，此外新加坡共享工作空間和其他靈活辦公空間，科技業者大量進駐，有此可知房地產方面對於新加坡經濟應有一定的幫助。

另外2019年為新加坡開埠200年，新加坡總理李顯龍表示不排除會在此年進行選舉，也會在此年進行一系列活動，預計投資市場可能將掀起一波動盪。

七、結論

以總體大環境來看，歐洲央行可能在2019年終止量化寬鬆政策，改採緊縮貨幣政策，而美國將有可能放緩升息的步調，日本則是考慮在2019年逐漸將量化寬鬆貨幣政策退場，因此可能使多餘資金流入美國，造成與美國有密切關係的亞洲股市有升溫的趨勢。

我們針對風險趨避者、風險中立者及風險愛好者提出投資建議，但因多數投資人屬於風險趨避者，因此，特別提出風險趨避者進行探討。綜合分析，雖然新加坡有持續打房政策和總理改選的風險，但其債券信用評等良好且該國政經穩定，

因此選擇新加坡債市。而韓國雖然與北韓的關係有修好的趨勢，卻仍存在不確定性，但其股價相對便宜且本益比普遍偏低，故選擇韓國股市。另外，雖然日本有消費稅率提高的可能及美日貨幣政策差異的風險，可是其貨幣流動性極佳且具有避險及套利的功用，因而選擇日本匯市。

總和上述，假如有一億元的資金，建議風險趨避者投資 6000 萬於新加坡債市、2000 萬於韓國股市和 2000 萬於日本匯市。雖然亞洲經濟相互牽動，但我們仍看好未來景氣，故推估可獲取 4.515%的報酬，也就是約 452 萬，以上即是我們認為最好的資產配置。

參考文獻

財經 M 平方。檢自 <https://www.macromicro.me/blog> (12.9,2018)。

日經中文網。檢自 <http://cn.nikkei.com/> (12.9,2018)。

REUTERS。檢自 <https://www.reuters.com/article> (12.9,2018)。

天下雜誌。檢自 <https://www.cw.com.tw/> (12.9,2018)。

鉅亨網。檢自 <https://www.cnyes.com/index.htm> (12.9,2018)。

money DJ。檢自 <http://blog.moneydj.com/news/> (12.9,2018)。

新浪財經。檢自 <https://finance.sina.com.cn/> (12.9,2018)。

信傳媒。檢自 <https://www.cmmedia.com.tw/> (12.9,2018)。

Yahoo 新聞。檢自 <https://tw.news.yahoo.com/> (12.9,2018)。

經濟日報。檢自 <https://money.udn.com/money/index> (12.9,2018)。

大紀元。檢自 <http://www.epochtimes.com/b5/ncid1184623.htm> (12.9,2018)。

自由時報。檢自 <http://ec.ltn.com.tw/> (12.9,2018)。

證券櫃檯買賣中心。

檢自 <http://www.tpex.org.tw/web/index.php?l=zh-tw> (12.9,2018)。

中時電子報。檢自 <https://www.chinatimes.com/> (12.9,2018)。

財經新報。檢自 <https://finance.technews.tw/> (12.9,2018)。

美中打噴嚏，台日韓新流鼻涕

Fidelity (富達)。檢自 <https://www.fidelity.com.tw/index.html> (12.9,2018)。

StockQ.org。檢自 <http://www.stockq.org/economy/> (12.9,2018)。

香港貿發局。檢自 <http://research.hktdc.com/tc/> (12.9,2018)。

臺灣經濟研究院。檢自 <http://www.tier.org.tw/index.aspx> (12.9,2018)。

中華民國統計資訊網。檢自 <https://www.stat.gov.tw/mp.asp?mp=4> (12.9,2018)。

Stock-ai。檢自 <https://stock-ai.com/Economic> (12.9,2018)。

國家發展委員會。檢自 <https://www.ndc.gov.tw/Default.aspx> (12.9,2018)。

維基百科。檢自

<https://zh.wikipedia.org/wiki/Wikipedia:%E9%A6%96%E9%A1%B5> (12.9,2018)。

駐韓國臺北代表部釜山辦事處。

檢自 <https://www.roc-taiwan.org/krpus/post/2015.html> (12.9,2018)。

