



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2022年第3季

全球經濟及市場展望

STOCK

BONDS

揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

摘要

回顧2022上半年，波動可謂是金融市場的最佳代言人，而且它收到高昂的代言費，全球股債呈現大幅修正的情況。展望下半年，如何守成，成為投資人最重要的課題！

首先，由於各國通膨居高不下，使得全球主要央行不得不把「抗通膨」成為首要任務，甚至不惜以經濟成長、失業率作為代價。因此，全球經濟成長趨緩，成為一個可以預期的發展，甚至，如果央行拿捏不好，也須隨時留意經濟是否有衰退的風險。

其次，如何平衡股債配置，是目前投資最重要的事。第一，由於景氣與資金環境，目前都比較不利風險性資產，因此要適時調降股市比重。不過，由於股票的評價已大幅修正，反彈空間浮現，且提供長線配置機會，但要保持耐心。第二，由於利率風險已逐漸趨緩，加上短期優質企業債收益率已超過3%，確實可以拉高比重，甚至，也可以逐步尋找長天期的優質公司債，作為目前抗波動的工具。

最後，匯率波動也是未來需留意的問題。由於聯準會仍有快速緊縮的壓力，使得美元仍有一段時間維持高盤格局，同時，非美貨幣後續具有貶值壓力。

風險面，俄烏衝突依舊，加上通膨尚未回到央行的舒適區，使停滯性通膨的壓力居高不下，這都將成為所有投資人心中揮之不去的陰影，波動將成為金融市場的新常態。

結論



總經

- ◆ 中國封城與烏俄衝突除了推升通膨外，也衝擊消費信心，與此同時，各國央行加速緊縮貨幣政策，進一步壓抑成長動能。不過，疫情隱憂逐步淡化，各國加速解封，提供經濟下檔支撐。



股市

- ◆ 經濟放緩與貨幣緊縮壓力，使股市仍有下行壓力，然而，股市在悲觀過後，往往伴隨跌深反彈行情。
- ◆ 為因應波動上升，提高防禦類股比重，如高股息、高毛利及營運現金流穩定的公司。

BOND

債市

- ◆ 通膨高峰遞延，且難以大幅回落，使聯準會仍有緊縮貨幣政策的壓力。反應在美10年期公債利率上，目前已大幅反應，上方空間漸縮。另一方面，利率風險雖下降，但債信風險可能隨景氣放緩而逐步上升，宜拉高投資級債比重。



匯市

- ◆ 聯準會緊縮方針提供美元下檔支撐，不過，歐央升息壓力升溫，使美元陷入高盤格局。
- ◆ Fed升息速度與全球經濟放緩壓力，為美元後續觀察指標。



風險

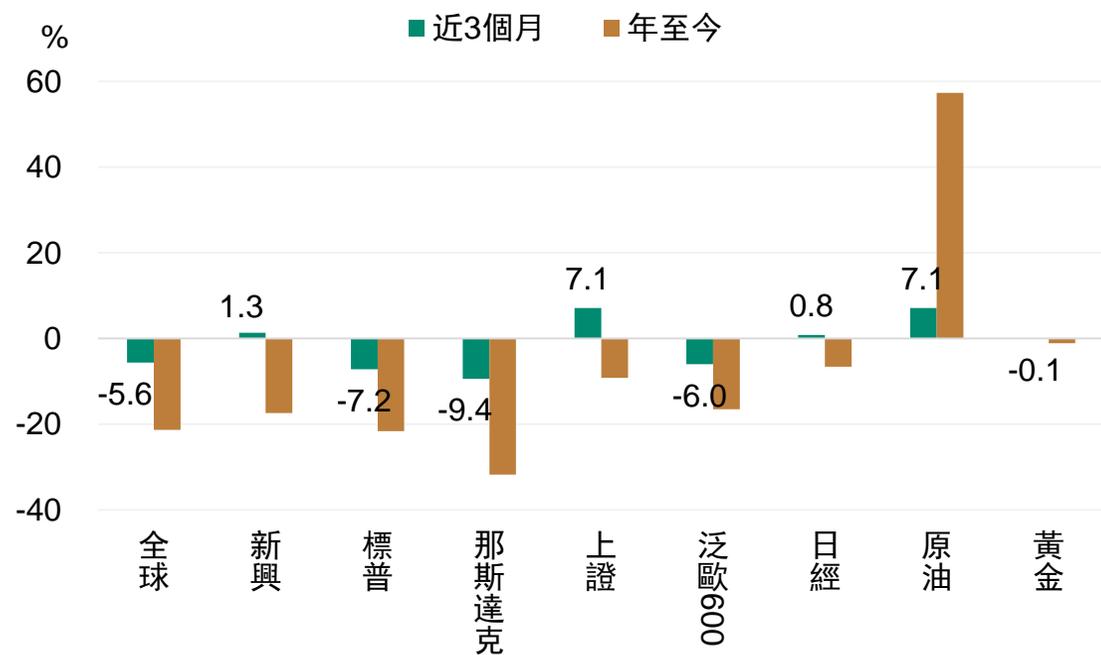
- ◆ 俄烏衝突進一步擴大。
- ◆ 經濟降溫但通膨升溫，停滯性通膨壓力增。

金融市場回顧

金融市場回顧

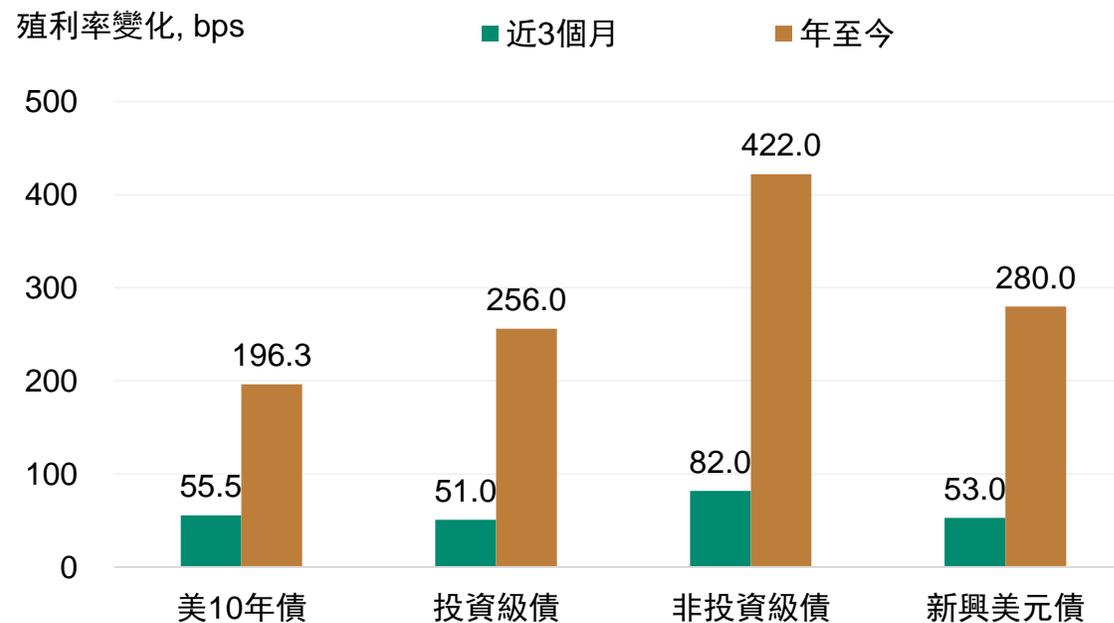
- 2022開年以來，股市的波動有增無減，標普500的跌幅超過20%，已不入熊市的門檻，科技股因利率及存貨的調整壓力，修正幅度甚至來到30%。能源價格在俄烏衝突及用油旺季推升下，今年漲幅逼近60%。
- 債市方面，通膨壓力高漲，使聯準會態度快速轉向緊縮，美國10年期公債殖利率創十年來新高3.4%。非投資等級債在利率與信用風險加壓下，上彈逾400個基點。

股市、原物料表現



資料來源：Bloomberg, 截至2022/6/20。

債市表現



資料來源：Bloomberg, 截至2022/6/20。

總體經濟與市場綜覽

油價推升通膨走高, 高峰遞延至3Q

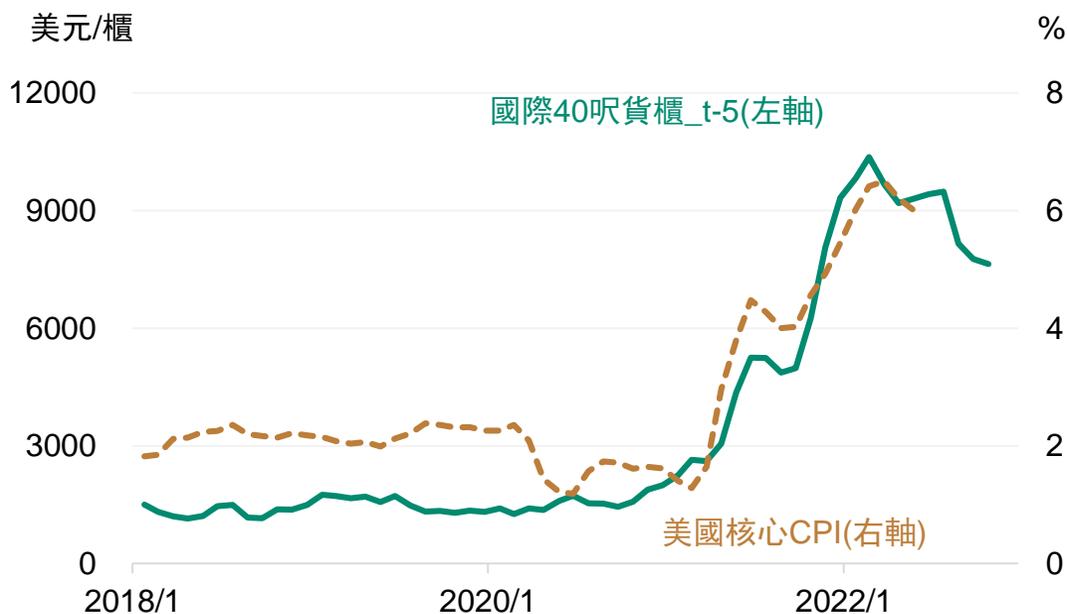
- 受國際油價居高不下影響, 使美國5月CPI年增率再創40年來新高8.6%。考量3Q仍處用油旺季, 加上歐盟陸續對俄羅斯提出能源制裁, **預期CPI的高峰遞延至3Q**。不過, 隨著基期墊高, 加上後續需求放緩, 通膨的升幅將趨緩。
- 若扣除高波動的能源與食物, 聯準會關注的核心CPI則持續改善, 主因為供應鏈的改善, 加上美國可能部份取消中國的商品關稅, 預期核心通膨仍朝改善的方向邁進, 只是步調仍偏緩。

油價推升通膨走高, 但後續升幅將趨緩



資料來源: Bloomberg。

供應鏈改善, 有助核心通膨降溫

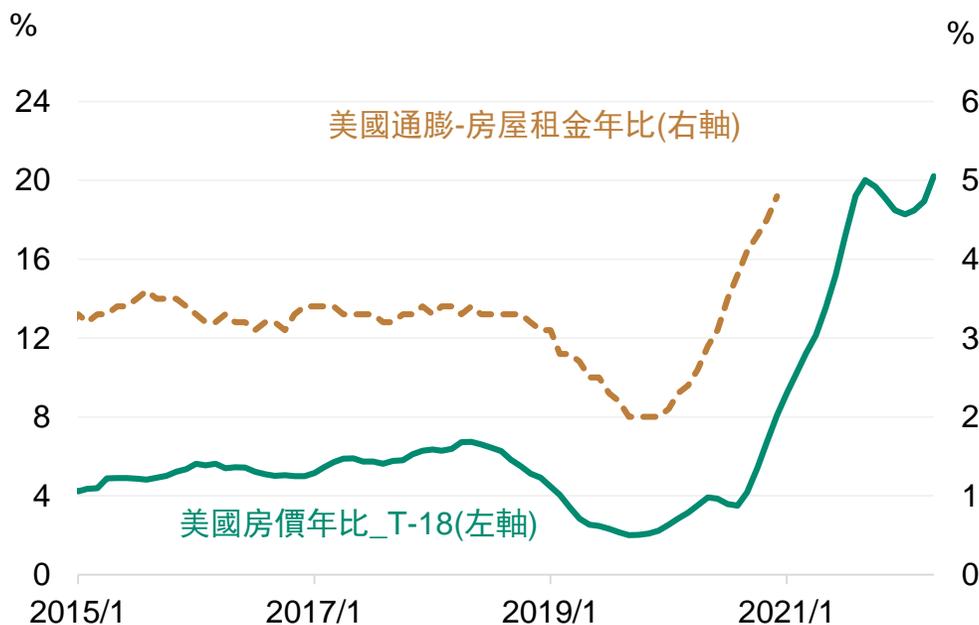


註: 貨櫃價格對通膨具有領先效果, 時間約5個月。
資料來源: Bloomberg。

「租金」與「工資」壓力, 美國通膨仍難以回到從前

- 美國房屋庫存偏低, 導致房價居高不下, 預期美國房屋租金仍有上調壓力, 尤其, 房屋租金佔美國通膨比重高達3成。因此, 即便核心通膨觸頂, 但短期仍可能維持相對高位。
- 後疫情時代下, 缺工是美國企業面臨的問題, 使得薪資成長幅度達到5%, 高於過往平均, 一旦薪資反應在服務價格上, 通膨壓力也很難明顯回落。

房價居高不下, 將導致租金仍有上調壓力



註：美國房價對租金具有領先效果, 時間約18個月。
資料來源：Bloomberg。

工資上漲壓力, 也使物價難明顯回落



資料來源：Bloomberg。

為壓抑通膨, 緊縮貨幣政策成為共識

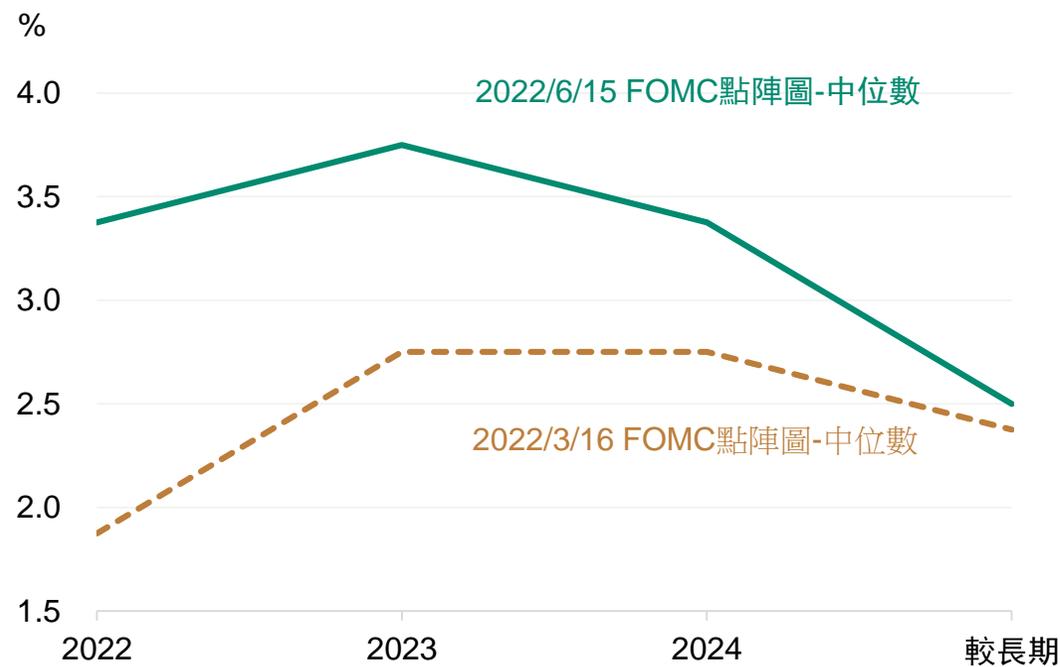
- 受美國通膨居高不下影響, 聯準會已於6/15調升3碼, 7月再升息2-3碼, 全年共有13碼的可能。展望2023年, 甚至都還有2碼的空間。最新利率點陣圖顯示, 本波利率循環高點可能上看至3.8%。
- 除美國之外, 英國已連5次升息, 歐洲央行也可能在7月、9月分別啟動升息, 使緊縮貨幣政策成為市場共識。

通膨壓力, 使本波升息節奏快於過往



資料來源: Bloomberg。

FOMC點陣圖顯示, 政策利率高峰可能落在明年

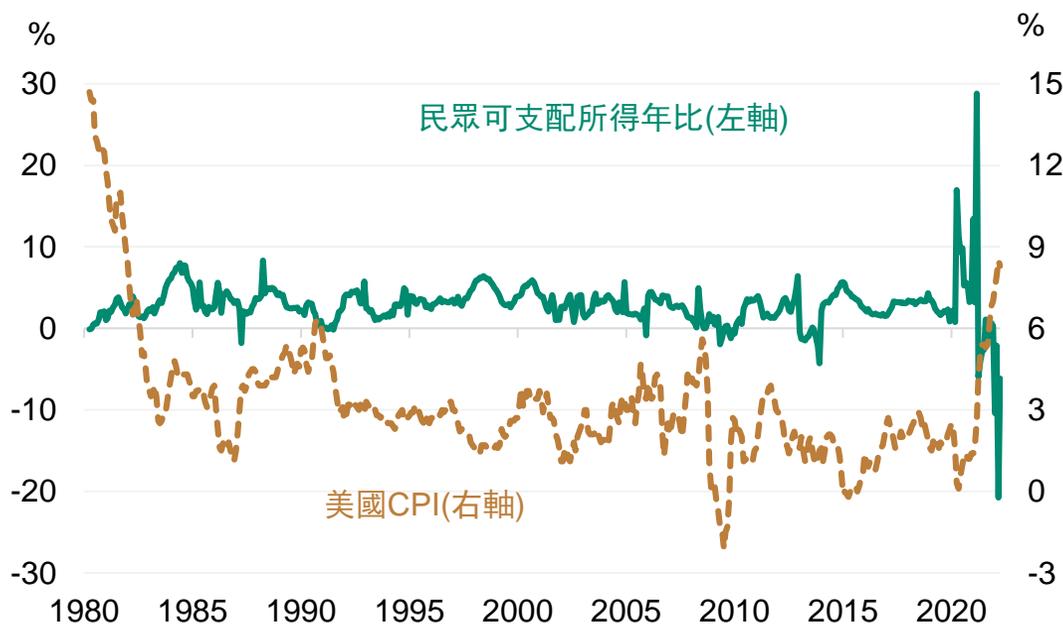


資料來源: FOMC。

通膨高漲已衝擊民眾可支配所得, 進而影響經濟動能

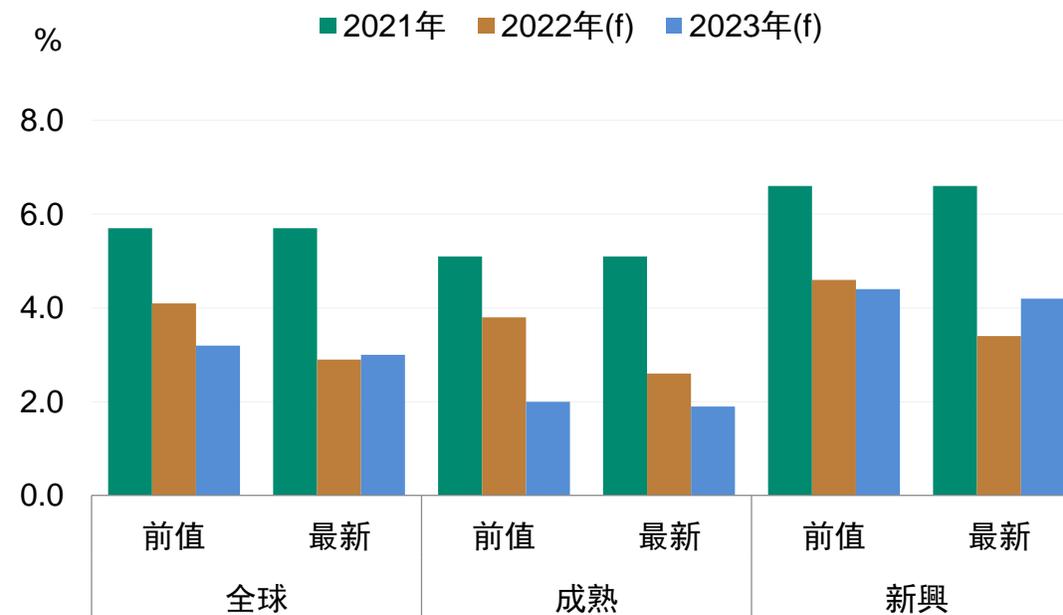
- 通膨適度的提升, 隱含消費信心也有所提升, 形成正向循環。然而, 隨著美國通膨來在40年來新高, 民眾的可支配所得已大幅下降, 成為一個不爭的事實, 也直接重擊消費信心。
- 受到通膨高漲及消費信心下滑影響, 各大機構相繼下調經濟成長預期, 以世界銀行來看, 已下修今年全球GDP成長率1.2%至2.9%, 遠低於去年的5.7%。此外, 聯準會也二度下調經濟成長預估, 今年可能僅1.7%。

通膨居高不下, 侵蝕民眾可支配所得



資料來源: Bloomberg。

經濟下修風險上升

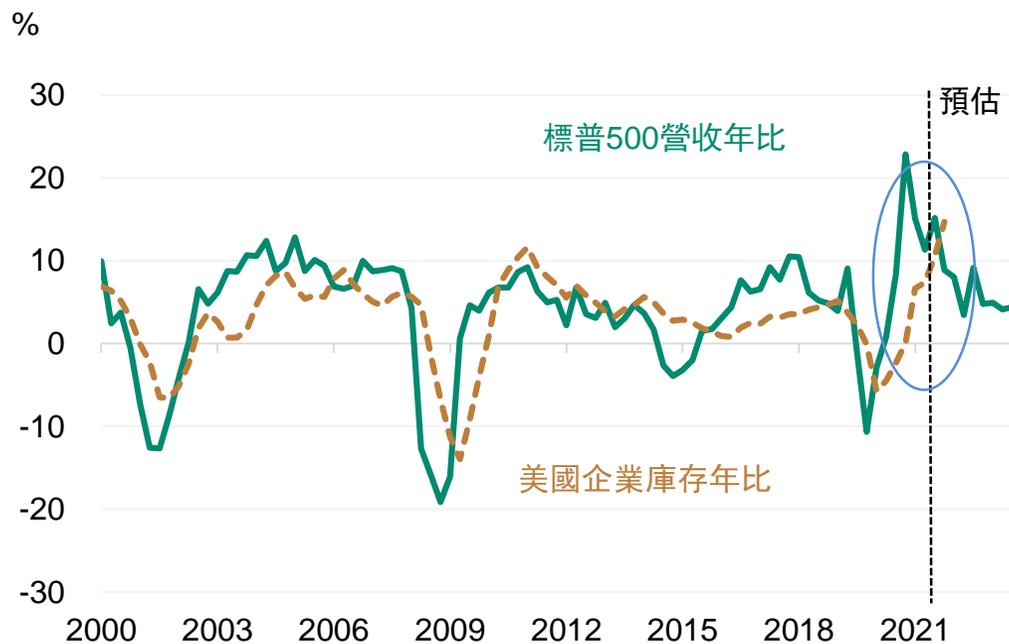


資料來源: 世界銀行。

製造業放緩之後，去庫存成為新難題

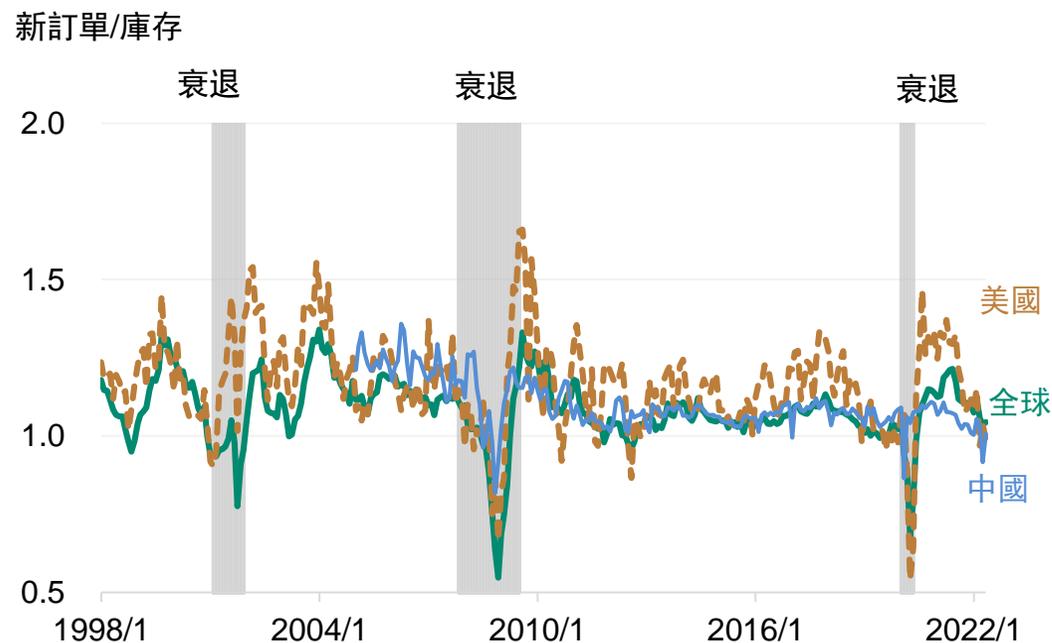
- 2020/3疫情爆發之後，雖一度造成經濟衰退，但為因應新的生活模式，也造成筆電、PC、平板的需求急升，形成數十年來罕見的電子業榮景。不過，隨著庫存急拉，加上需求也觸頂回落，去庫存將成為產業的新難題。
- 以美國製造業新訂單/庫存比來看，已從先前的高峰1.46，下降至目前的0.98，凸顯庫存壓力逐步浮現。

當企業營收下滑後，去庫存成為後續焦點



資料來源：Bloomberg, Factset預估。

全球製造業景氣逐步放緩

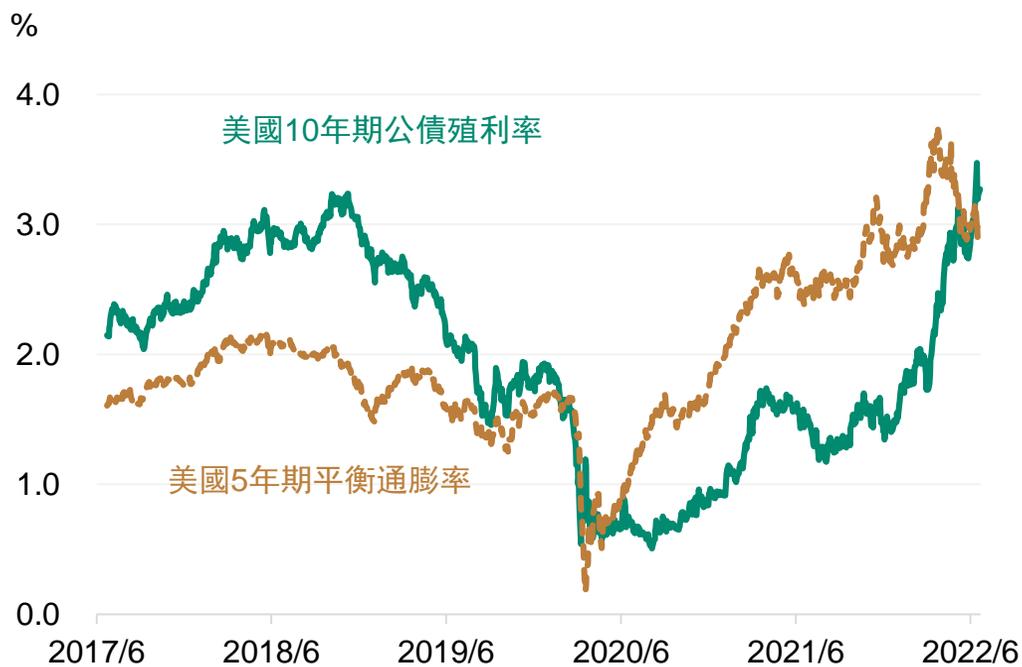


資料來源：Bloomberg。

債市(1): 美公債利率上揚空間已明顯收斂

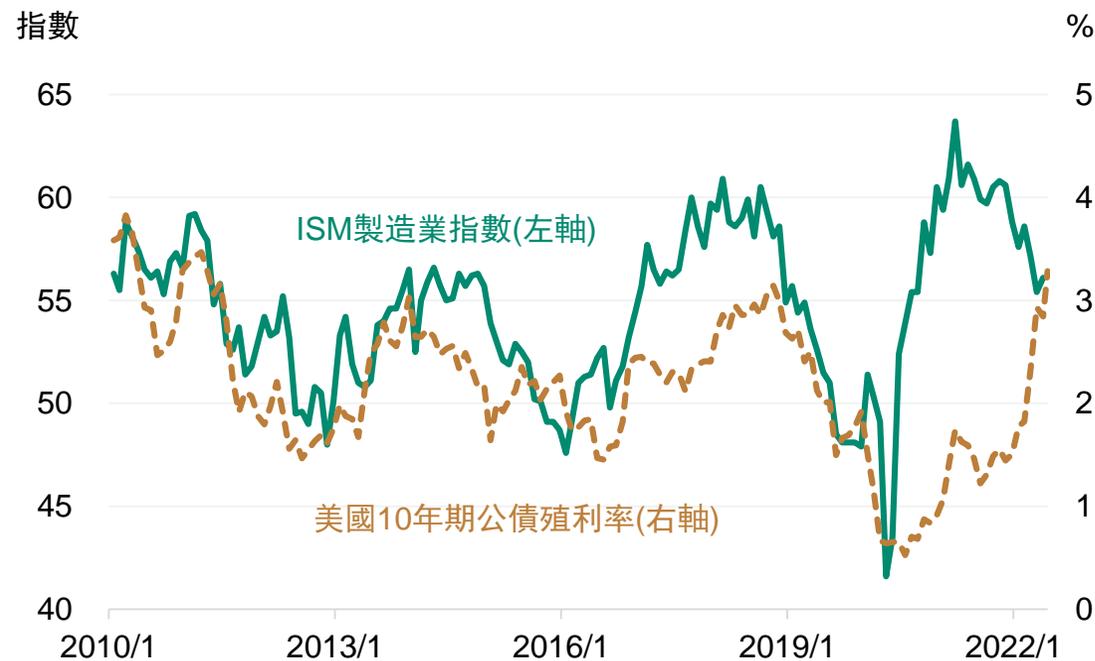
- 以美國10年期公債殖利率來看, 今年上半年快攀至3.4%, 主因為通膨預期快速拉高, 使得聯準會的態度也快速轉向。不過, 隨著核心通膨下降, 加上長天期通膨預期也有所滑落, 研判公債利率再度快速揚升的可能性已大幅降低。
- 此外, 隨全球景氣放緩壓力逐步上升, 市場波動逐步放大, 避險需求增溫下, 將逐步壓抑公債利率上彈的空間。

通膨預期降溫, 美債利率揚升空間受限



資料來源: Bloomberg。

景氣放緩, 限縮利率上揚空間



資料來源: Bloomberg。

債市(2)：景氣放緩之際，側重高評級投資級債

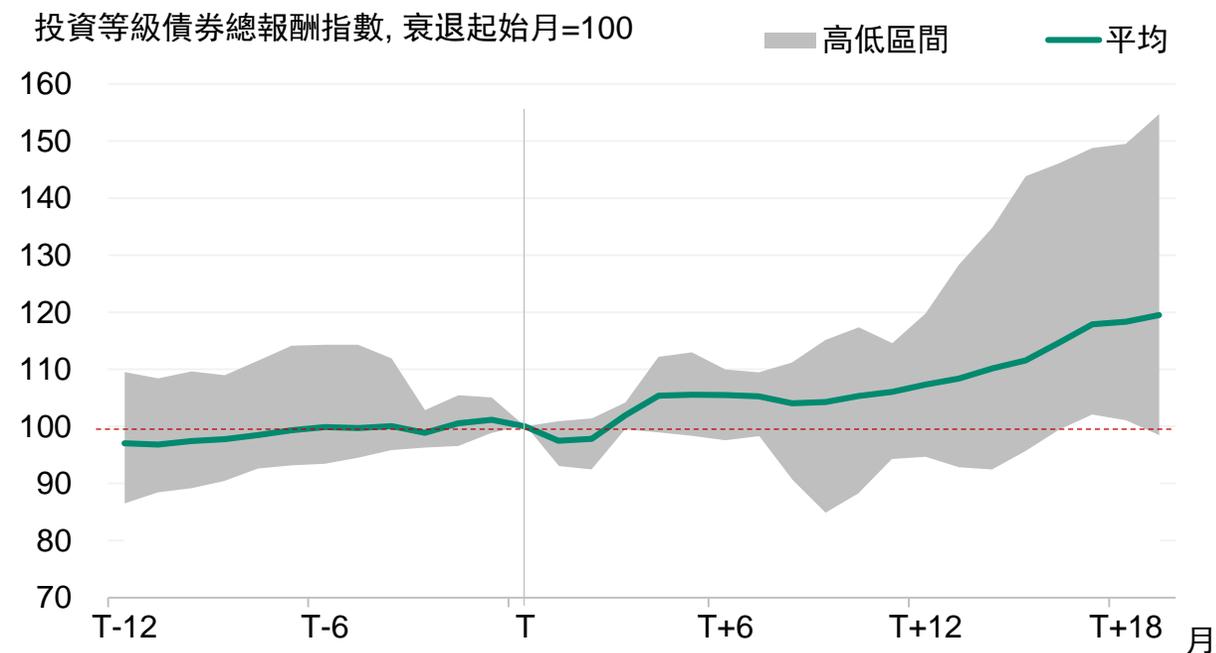
- Fed加速緊縮，令市場對於經濟疑慮升溫，且多個機率模型顯示，美國未來1-2年步入衰退的機率正在提升。
- 參考過去衰退的經驗，1)投資等級債殖利率多在衰退前見高，而非投資等級債利差對景氣敏感度高，殖利率則多有走高風險，2)統計過去6次衰退期間，債信較高的債券有助報酬持穩表現。提醒客戶隨景氣放緩，在衰退疑慮升高之際，須多留意債信配置，非投資等級債持倉高者可以適度調節部位，可緩步增持優質長債、或定期定額長天期公債ETF。

除2008年，投資等級債殖利率多在衰退前見高



資料來源：Bloomberg。

在衰退期間，投資等級債券表現平穩

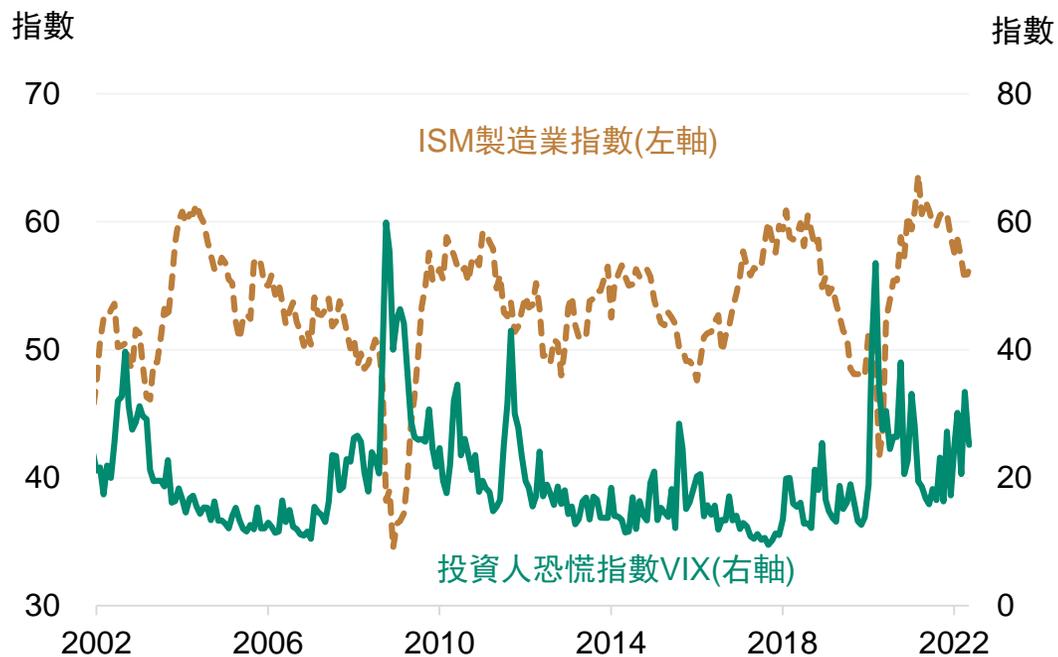


註：統計1978年以來6次的衰退經驗，投資等級債券總報酬表現，過去6次最長的衰退期間為1.5年。
資料來源：Bloomberg，國泰世華銀行投研團隊彙整。

股市(1): 景氣放緩與資金緊縮環境, 股市波動有增無減

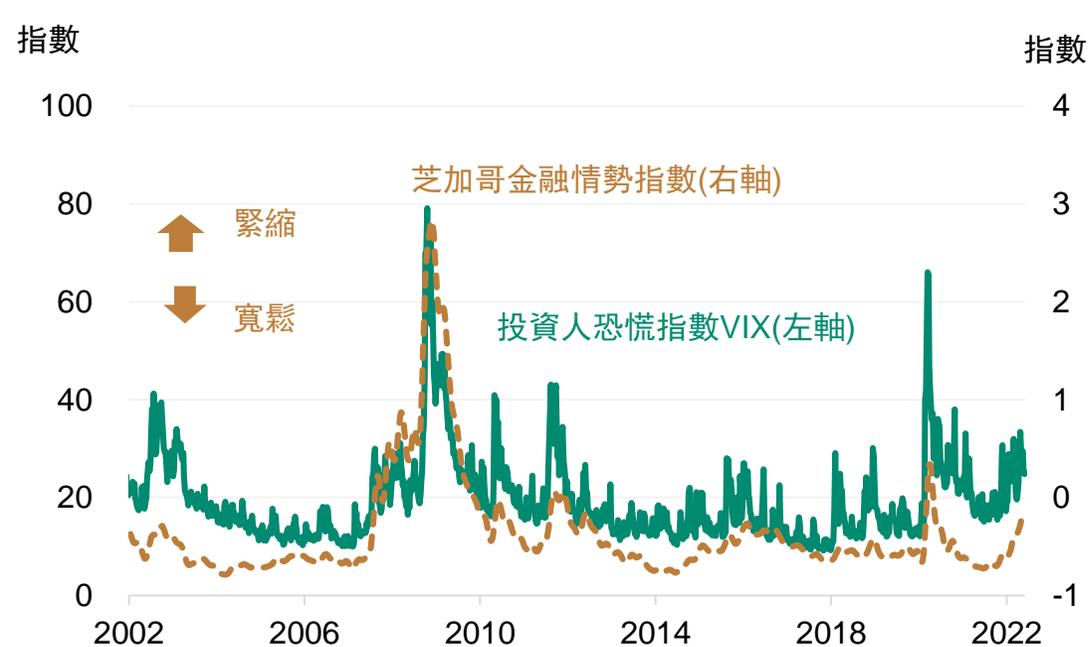
- 股票市場目前面臨兩大難題, 包括景氣放緩與各國央行的緊縮, 而直接的衝擊就是, 股市波動將有增無減。尤其, 在企業砍單壓力逐步浮現下, 如三星已停止拉貨, 使ISM製造業指數仍有進一步下滑, 同時, 通膨尚未回到合理水位下, 央行仍有緊縮的壓力。

景氣放緩之際, 股市波動提高



資料來源: Bloomberg。

資金緊縮環境, 進一步推升股市波動



註: 芝加哥金融情勢指數可用來衡量資金緊縮程度, 數值越高表示緊縮, 反之則是寬鬆。
資料來源: Bloomberg。

股市(2)：提高防禦類股, 降低投組波動

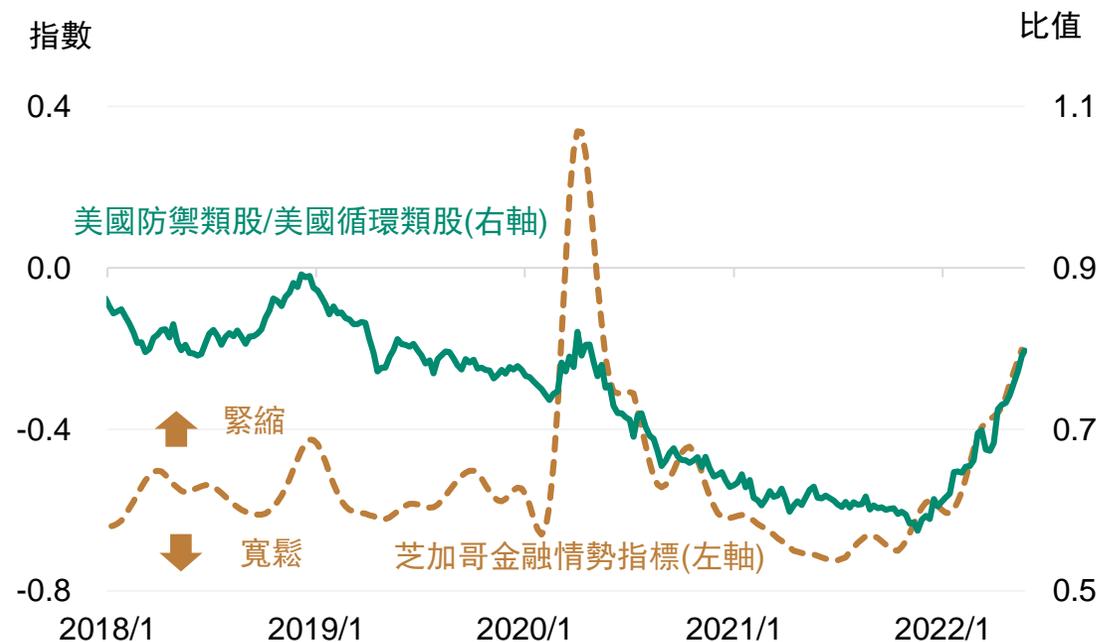
- 通膨高漲、俄烏衝突、中國封城，加上聯準會緊縮等不確定性，使金融環境趨向緊縮，同時不確定性也有放大的跡象。從過去的經驗來看，在資金緊縮環境下，高股息的股票相對具有抗震效果，而防禦性類股亦有相同效果。與此同時，投資人亦可透過定期定額方式降低整體波動。
- 值得注意的，高息股或防禦類股雖能降低市場波動，卻無法完全消除波動，依舊有虧損的壓力。

資金緊縮環境下, 高息股較具抗震



註：芝加哥金融情勢指數可用來衡量資金緊縮程度，數值越高表示緊縮，反之則是寬鬆。
資料來源：Bloomberg。

資金緊縮環境下, 防禦股較具抗震

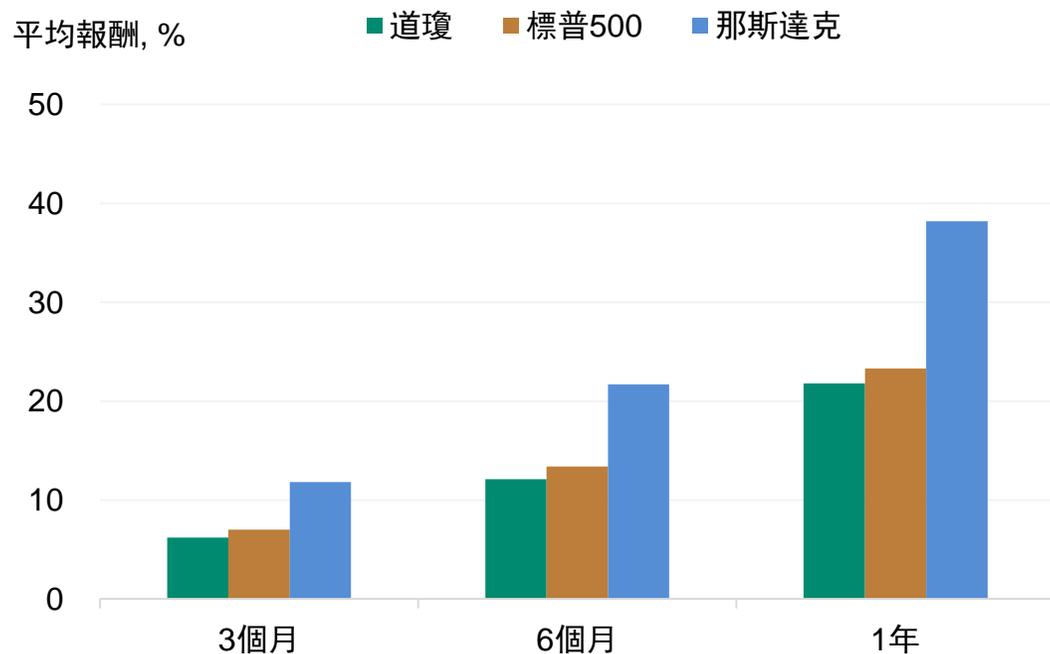


註：芝加哥金融情勢指數可用來衡量資金緊縮程度，數值越高表示緊縮，反之則是寬鬆。
資料來源：Bloomberg。

股市(3)：股市大跌之後，醞釀反彈契機

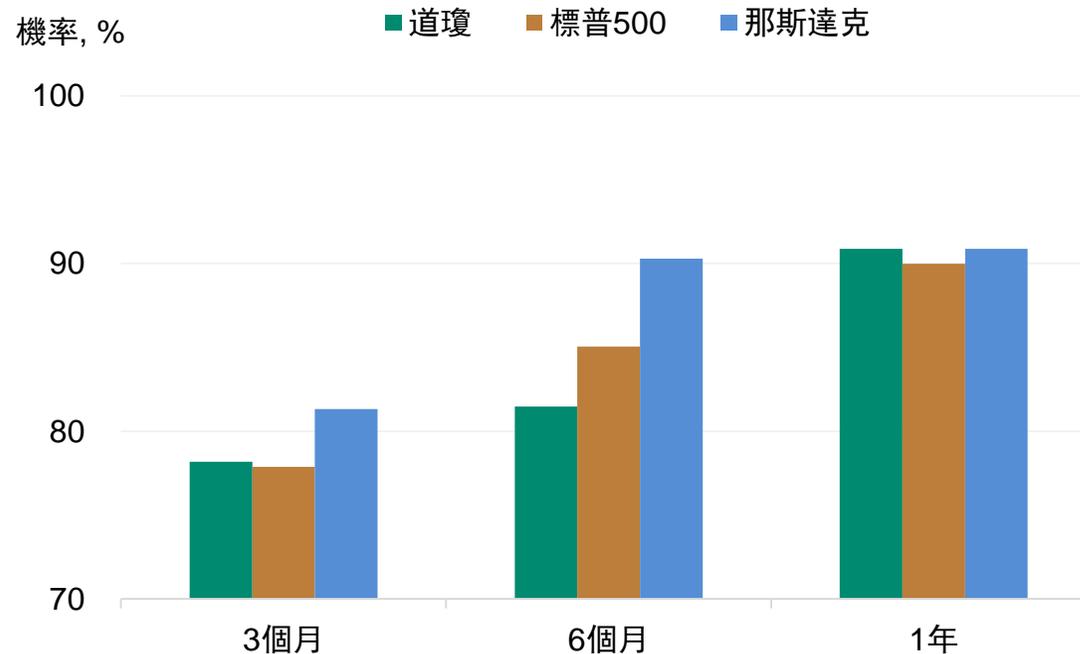
- 年初至今，受到諸多風險影響，使得市場信心極度脆弱，標普500指數跌超過20%，那達克指數甚至來到30%，使市場波動明顯上升，截至上半年，平均VIX指數達25，高於去年的平均水平19。
- 研判市場在恐慌之後，有望迎來反彈行情。統計過去，在VIX在超過30之後，若能持有半年至1年，股市有望迎來雙位數的反彈，且上漲機率高達80%。

VIX>30, 後續平均報酬



資料來源：Bloomberg。

VIX>30, 後續上漲機率

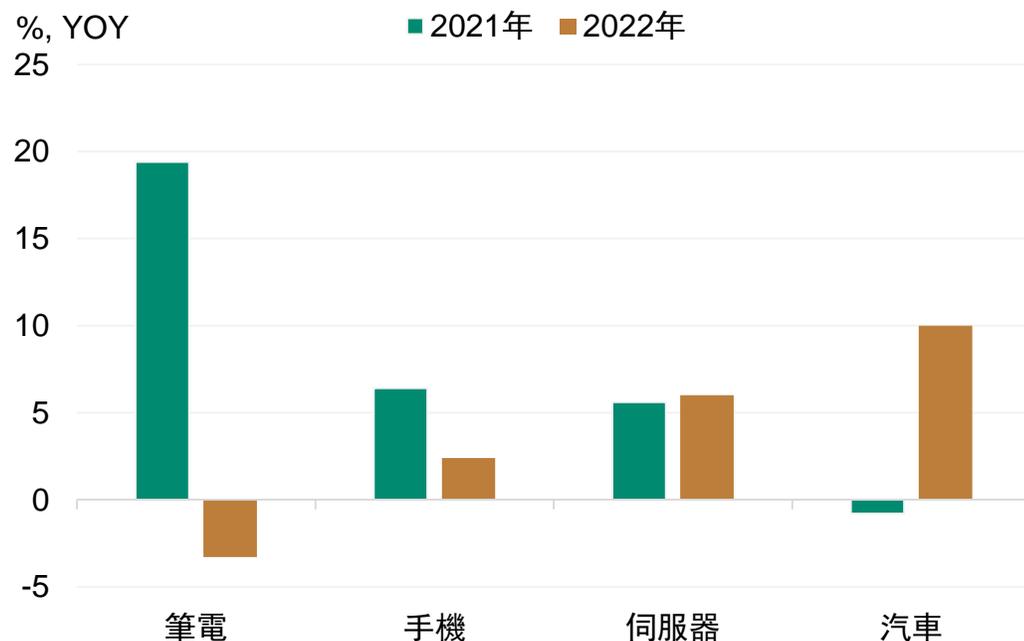


資料來源：Bloomberg。

股市(4)：循環性調整下，存在結構性成長產業

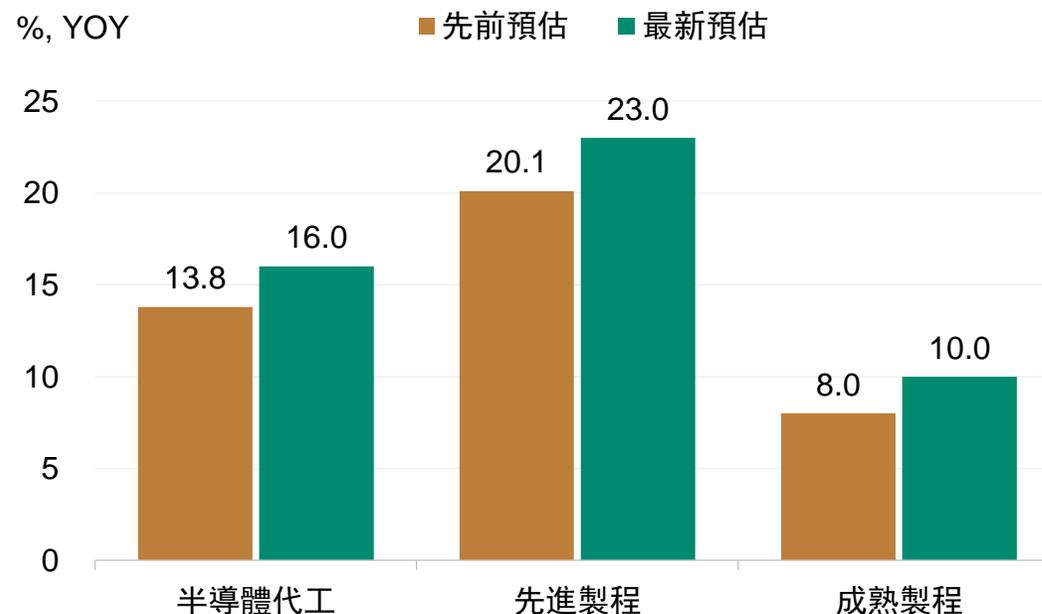
- 烏俄戰爭延燒、疫情反覆升溫、全球經濟放緩等壓力，使國際半導體協會下調全球半導體出貨量。不過隨著，台積電、聯發科、三星等公司陸續發布財報後，相繼指出消費性電子確實因為經濟成長放緩而出現下滑趨勢，但伺服器、車用電子的需求，卻依然強勁。
- 投資銀行高盛，更是上調未來5年半導體代工的複合成長率，規模從1390億美元，上升至1810億美元，複合成長率也從13%上調至16%，其中，先進製程成為最大成長動能。因此，股市在下修之餘，留意未來仍具成長的相關產業。

半導體終端需求預估



資料來源：Trendforce。

2021-2025年未來半導體代工複合成長率



資料來源：GS。

風險1：俄烏衝突進一步升溫

- 市場對俄烏衝突的反應雖有所淡化，但兩國之間的軍事衝突卻是依舊在進行，若俄羅斯再度對烏克蘭首都重起大規模軍事攻擊，恐對金融市場及經濟進一步構成壓力。
- 從彭博資料庫來看，美國未來1年來衰退的機率已逼近4成，接近2020/3衰退的機率。

烏俄衝突依舊



資料來源：Bloomberg。

美國未來1年經濟衰退機率攀升

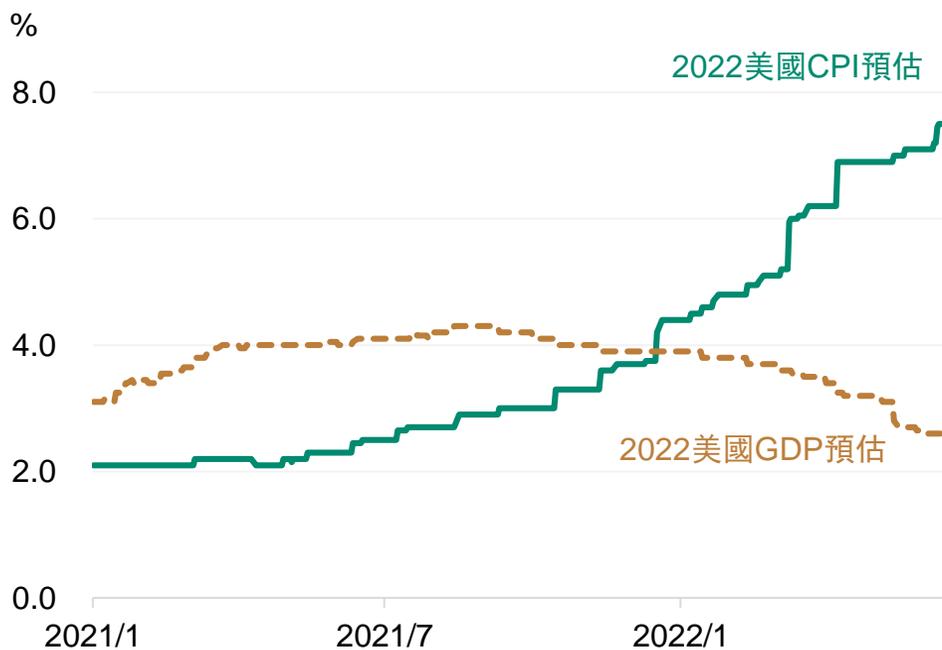


資料來源：Bloomberg。

風險2：經濟降溫但通膨升溫，停滯性通膨壓力增

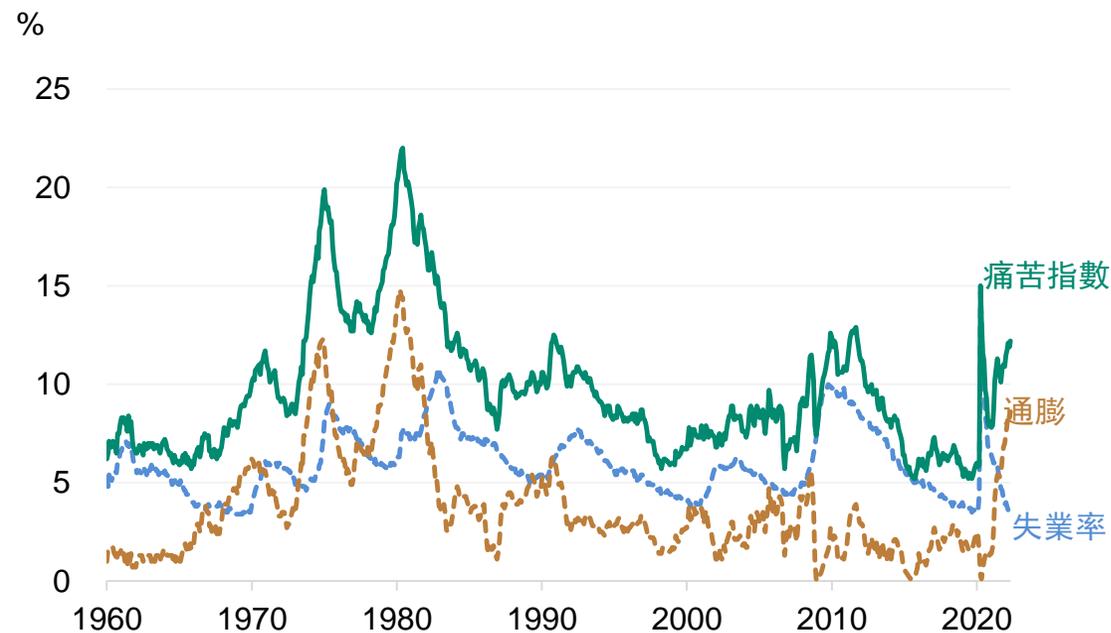
- 俄烏衝突及中國封城除了造成金融市場的擾動外，對經濟的衝擊也不小，包括經濟持續下修，同時通膨仍不斷拉高。尤其，**是否重演1970-80年代的「停滯性通膨」**成為市場最關注的議題。
- 以通膨與失業率加總的痛苦指數來看，目前確實有在上升，但回到1970年代的水平，仍有一定難度。

經濟成長持續下修，但通膨預期增溫



資料來源：Bloomberg。

通膨高漲，停滯性通膨壓力上升



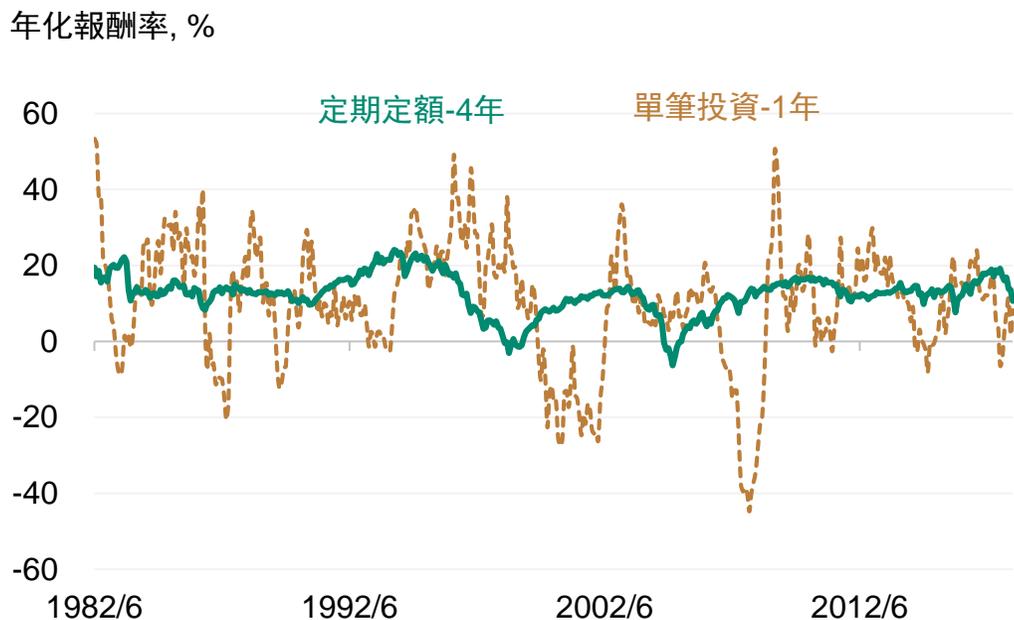
資料來源：Bloomberg。

個別資產

美股 | 股市波動大, 定期定額可望降低波動, 並帶來穩健回報

- 美股今年以來受到高通膨以及美國加速升息影響, 指數大幅修正, 然而在經濟前景不明朗下, 此時進場投資仍有相當不確定性, 不過若將時間拉長, 並採定期定額方式布局, 投資績效的穩定性將大幅改善。
- 以標普500指數為例, 自1982/6以來, 若採定期定額方式, 每月月底進場投資, 並連續投資4年(48期), 不論自什麼時間開始定期定額, 能夠取得正報酬的機率高達96.1%, 平均年化報酬率則高達13%, 相比採單筆投資並持有1年的正報酬機率79.5%、平均報酬率10.6%, 明顯勝出。

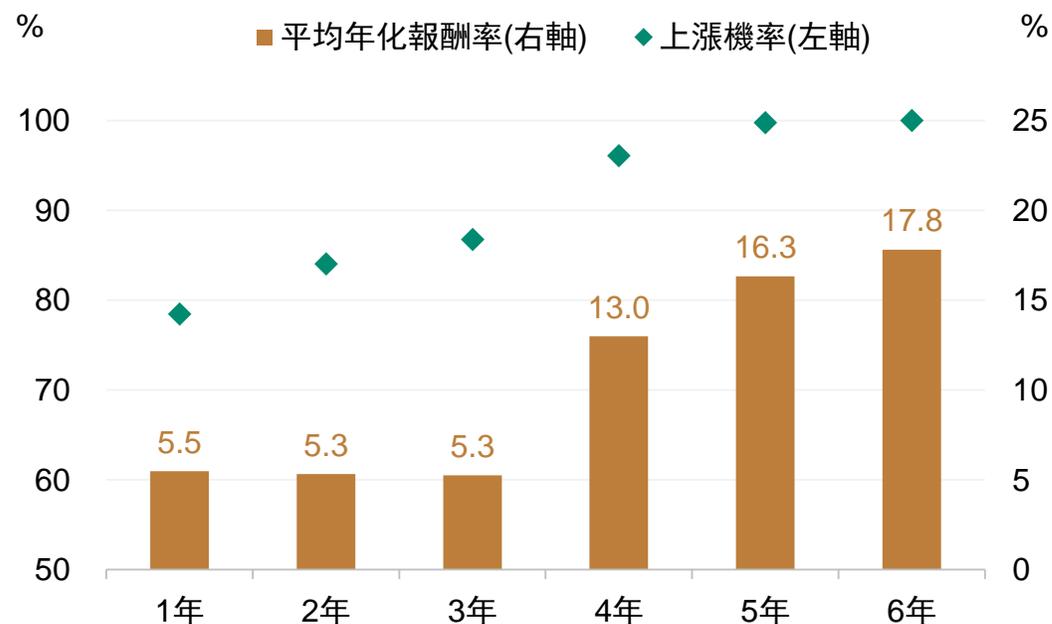
採取定期定額投資可避開股市短期波動



註: 以標普500為標的, 自1982/6起, 單筆投資假設每月月底進場投資, 並持有1年之報酬率; 定期定額則假設每月月底定額進場, 並連續投資4年之年化報酬率。

資料來源: Bloomberg。
國泰世華銀行
 Cathay United Bank

定期定額拉長至4年以上勝率逾95%



註: 以標普500為標的, 自1982/6起假設每月月底定額進場, 並連續投資1年~6年之年化報酬率。
 資料來源: Bloomberg。

美股 | 評價大回落, 長線價值浮現

- 隨聯準會緊縮貨幣政策, 也帶動股市明顯回檔修正, 與此同時, 先前股市評價過高問題也明顯改善, 根據統計, 目前標普500的前瞻本益比僅16倍, 已低於歷史平均, 使長線投資價值逐步浮現。
- 中國封城、俄烏衝突等因素, 使經濟有持續下修風險, 展望下半年, 隨疫情趨緩, 加上傳統出遊旺季, 及地緣風險可望改善, 預期經濟動能將有所改善。

美股估值已修正至歷史均值下方



資料來源: Bloomberg。

解封與出遊旺季, 提供經濟下檔支撐

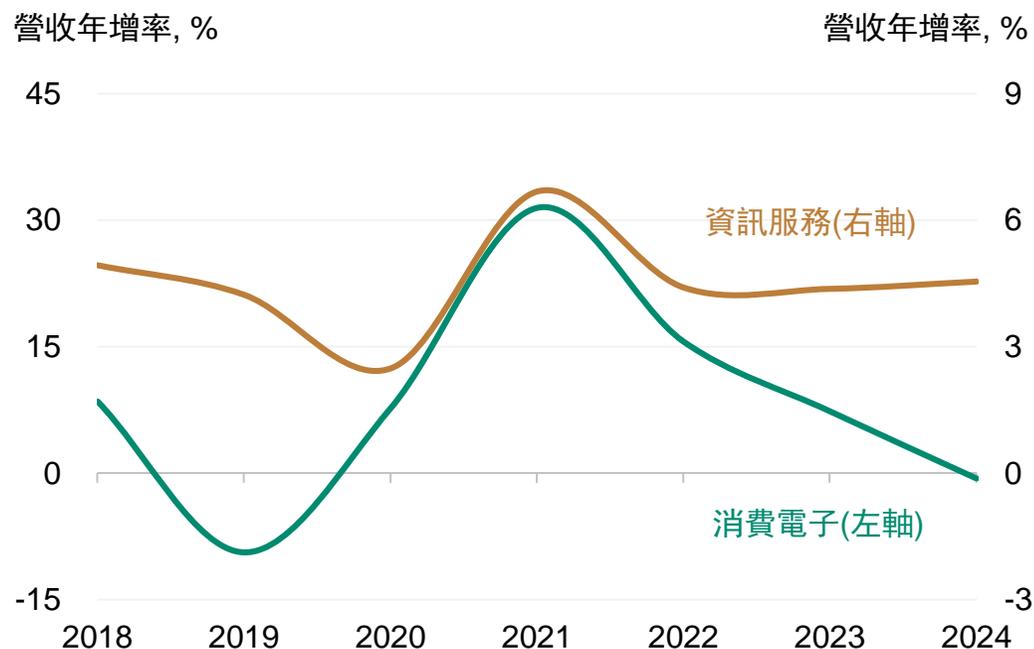


資料來源: Bloomberg。

科技 | 貨幣政策緊縮壓抑評價, 產業分化下宜聚焦大型股

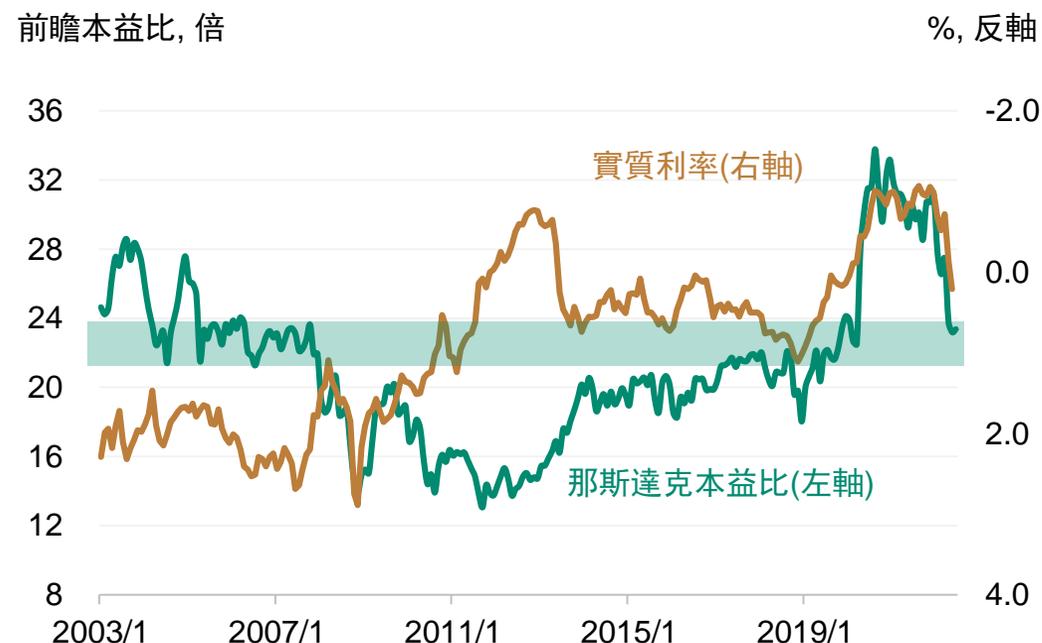
- 全球疫情解封使得數位轉型趨勢放緩, 資金對於科技股的偏好也持續下降, 過去受惠線上教學、線上會議、線上購物等電子產品及服務需求勢必面臨調整, 雖然長期趨勢並不看淡, 但在貨幣政策緊縮環境下, 科技股評價修正過後仍高於近10年高檔水準, **需留意避開獲利不佳的中小型股。**
- 半導體缺貨潮逐步緩解, 而其中產品需求強弱亦有不小差異, 例如: 筆電、電視等需求轉弱, 而高速運算晶片HPC、AI等產品仍持續成長, 同樣的, **資訊服務相關產業成長穩健, 而消費電子相關領域則大起大落, 在產業分化下, 宜聚焦獲利穩健、高毛利的大型科技股進行布局。**

消費電子波動劇烈, 來自資訊服務的需求則穩健成長



資料來源: Bloomberg。

實質利率壓抑評價, 科技股應避開獲利不佳的中小型股

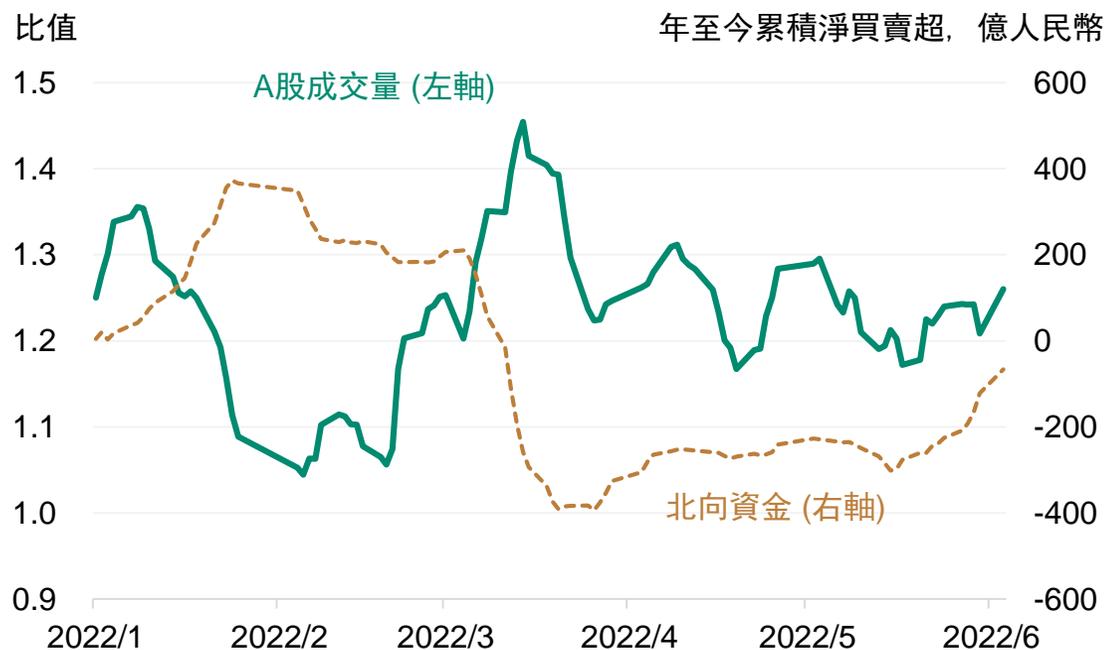


註: 實質利率採用美國10年期TIPS利率。
資料來源: Bloomberg。

中國 | 官方寬鬆力挽經濟頹勢, 20大前夕政策行情可期

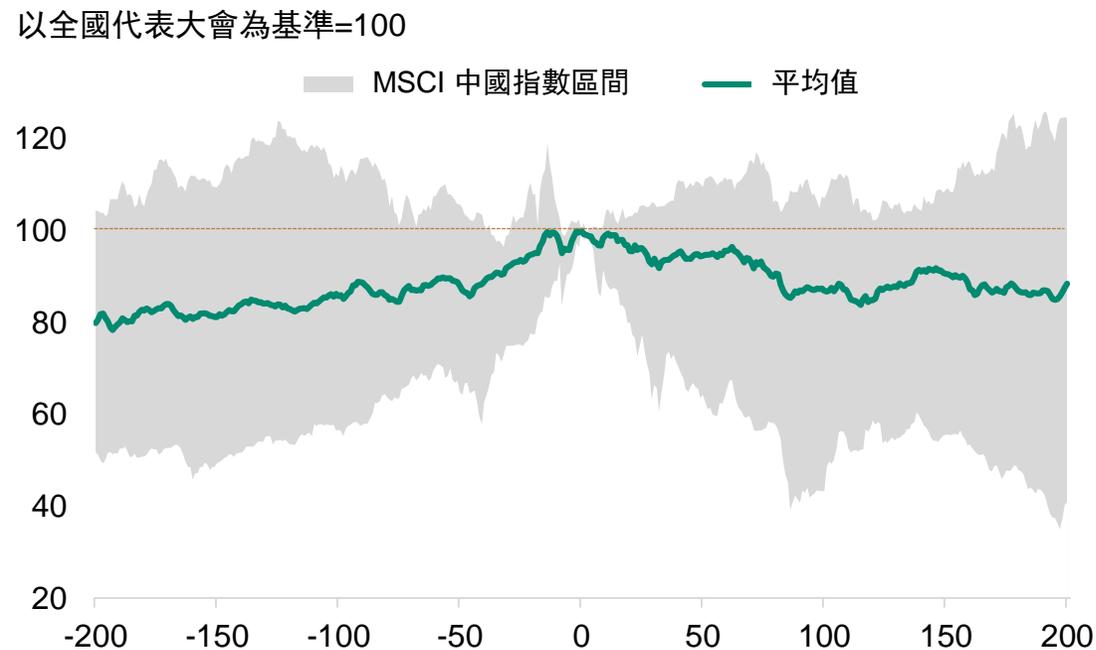
- 歷經4、5月各地封控對經濟造成的嚴峻衝擊, 北京當局為扭轉景氣頹勢, 除了加碼財政及貨幣政策之外, 寬鬆力道進一步拓展至房地產與中概股監管層面, 從購屋貸款利率全面下調、上海復工復商, 到解除滴滴禁令, 都讓市場情緒獲得明顯提振, **觀察近期成交量與北向資金變化, 市場情緒已見止穩。**
- 20屆全國代表大會將於秋季到來, 當前經濟表現滯後, 後續政策的支持力度將有增無減, 只要疫情不再引發大規模封控, **研判3Q基本面可望落底反彈, 股市也可隨之向上。** 多方政策鬆綁, 有助A股與中概股同步走揚, 惟中概股監管風險仍重, **A股仍是相對穩健選擇。**

政策鬆綁與疫情改善, A股市場情緒止穩



註: 成交量為成交金額除以流通在外市值, 再取7日移動平均。北向資金取年至今淨買賣超的7日移動平均。
資料來源: Wind。

秋季20大之前有望迎來政策行情



註: 資料區間為十五大至十九大, 共五次資料彙整。
資料來源: Bloomberg、國泰世華銀行投研團隊整理。

台灣 | 受上海防疫封控影響接單, 下半年期待蘋果新品效應

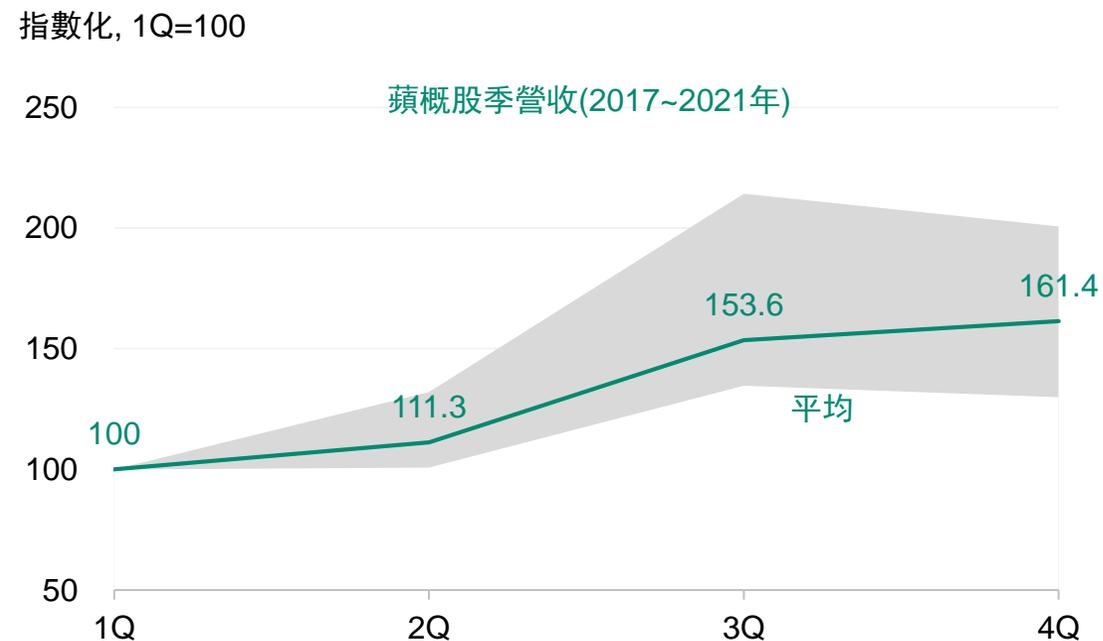
- 受俄烏戰爭及中國防疫封控影響, 台灣5月外銷訂單雖創同期新高554億, 但就增速來看則持續放緩, 不免令人擔心經濟成長是否反轉, 而台股也自年初以來一路下跌, 尤其外資大舉賣超並匯出, 台股賣壓沉重。
- 5月外資賣超減緩, 並轉而匯入27億美元, 為2月以來最高, 外資回頭、上海解封, 加上台積電調漲代工價格, 顯示晶圓代工景氣仍佳, 此外, 蘋果發表新款 MacBook, 並於7月發售, 其中的M2晶片採用台積電5奈米製程, 在新品效應及下半年推出iPhone14, 帶動零組件提前拉貨下, 台股可望展開反彈行情。

外銷接單降, 台股缺動能



資料來源: Bloomberg。

蘋概股下半年旺季效應明顯

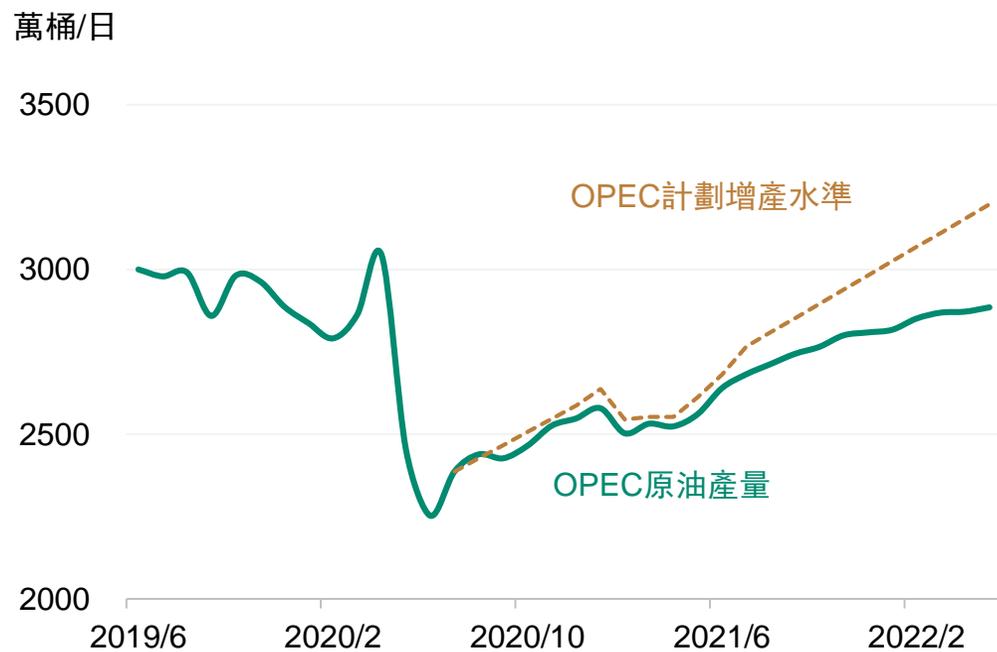


註: 選取大立光、玉晶光、欣興、台郡、穩懋、新普6檔蘋概股2017~2021年平均營收表現。
資料來源: Bloomberg。

能源 | 地緣風險與用油旺季, 油價仍將維持高盤

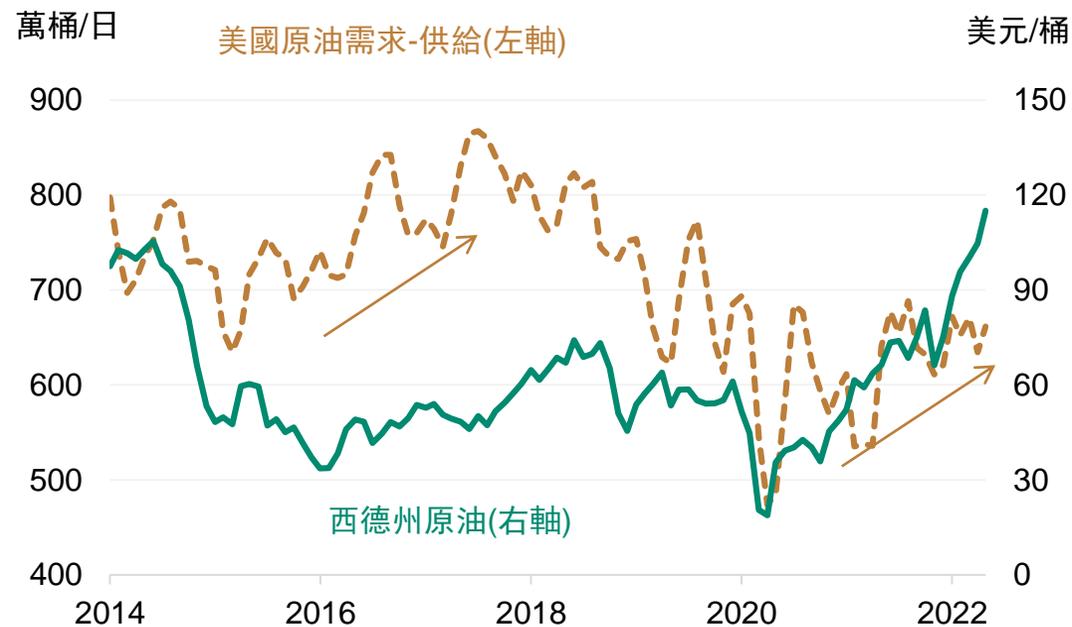
- 美國雖然祭出戰備儲油, 並協調OPEC增產, 然而OPEC實際產量距離計劃增產水準有一段差距。此外, 歐洲對俄羅斯提出新一輪能源制裁, 使得短期國能源供給仍顯不足。
- 此外, 美國疫苗快速普及, 使需求從2020/4的每日1600萬桶, 拉升到目前每日1850萬桶, 與此同時, 能源公司先前投資不足, 使得美國每日原油由產量僅從1100萬桶, 小幅拉高至1190萬桶, 預期油價在今年夏季前仍將維持高位, 但要突破前高具有難度。

OPEC生產與計畫仍有落差



資料來源: Bloomberg。

用油旺季與解封行情, 使需求高於生產



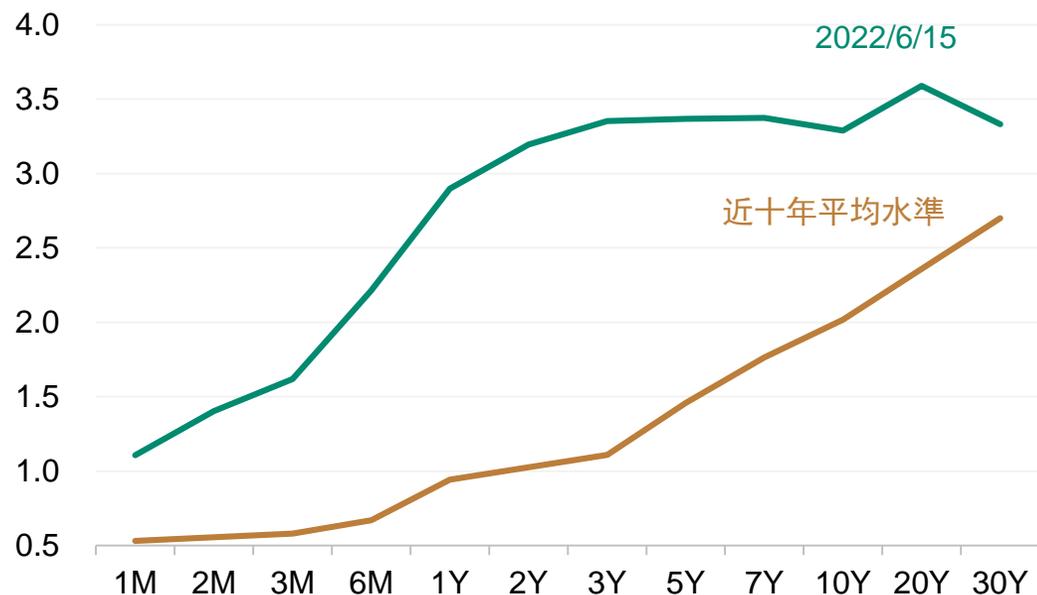
資料來源: Bloomberg。

債券 | 美債各年期殖利率多突破3%，殖利率曲線趨平下，提供多元投資機會

- 美國通膨高漲，使Fed三番兩次的加速升息步調，帶動殖利率曲線全線上移，預期通膨尚未見頂前，利率波動仍大，不過下半年隨緊縮政策發酵、經濟愈見放緩下，將使長率上方空間漸縮。另一方面，2年期以上公債利率皆突破3%關卡，遠高於各年期債券過去十年的平均水準，使債券吸引力漸增。
- 參考過去在升息期間，購入債券並持有一年的報酬表現，1)短債勝率高達9成以上，且報酬波動小；而2)隨景氣放緩，在升息終止甚至反轉時，優質長債表現則最為亮眼。因此目前在動盪環境及利率波動仍大的環境，擔心價格波動者，短債價格波動小，持有至到期鎖利的優勢越見凸顯。而下半年隨景氣放緩，有長期現金流需求者，可思考布局優質長債。

各年期殖利率多突破3%，且高於過去十年利率水準

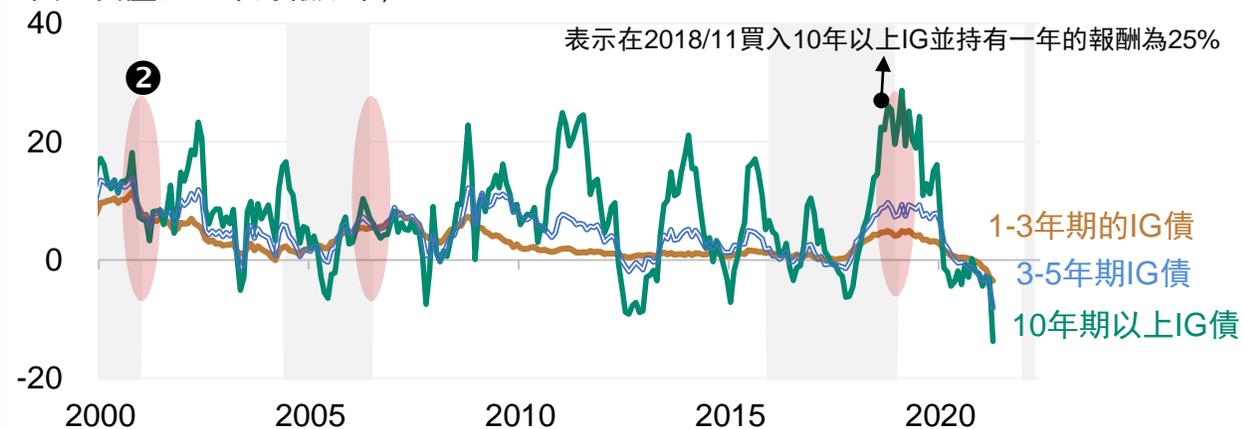
各年期債券利率，%



註：統計1990/1/1~2022/2/16週資料。
資料來源：Bloomberg。

各天期債券一年期報酬走勢

買入資產並一年的報酬率，%



統計升息期間，各天期債券的表現	1-3年IG	3-5年IG	10年以上IG
持有一年平均報酬	3.6	5.0	7.2
報酬波動度	2.8	4.1	8.4
持有一年勝率	97%	87%	79%

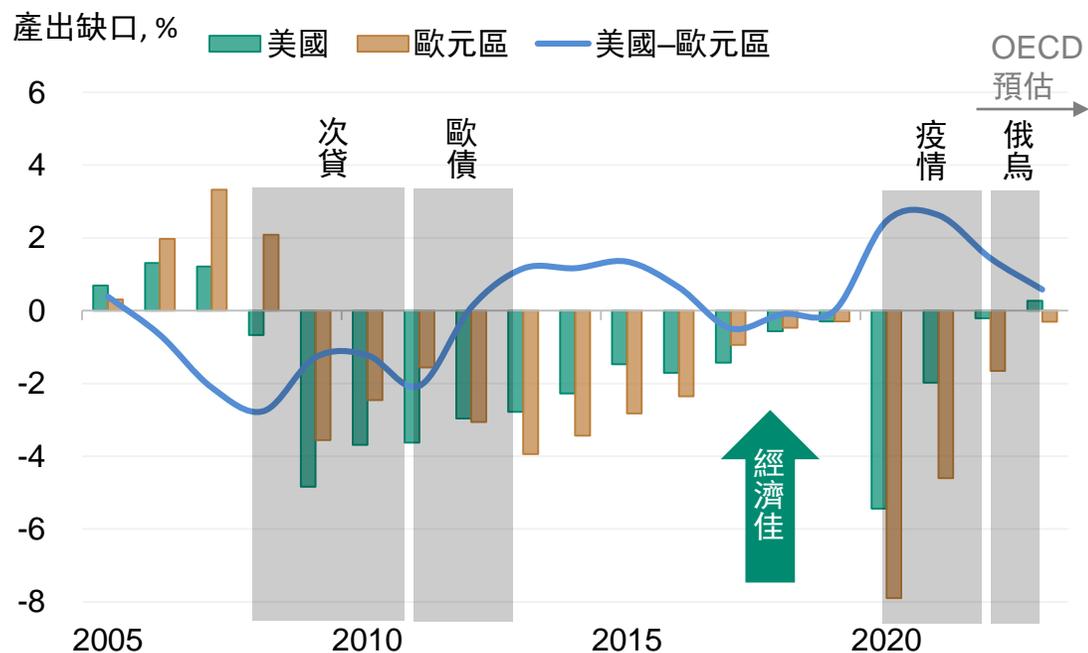
註：統計1993年以來月資料，資料截至2022/5/31。灰底處為升息期間，紅底為升息未降息初。歷史統計僅供參考，不代表未來績效。

資料來源：Bloomberg，國泰世華銀行投研團隊彙整。

美元 | 疫情以來, 歐洲經濟不如美國, 惟ECB提前緊縮的題材面下, 令3Q美元轉趨高位盤整

- 自2020年疫情以來, 美國政府與聯準會雙管齊下, 確實令美國經濟呈現強勁復甦, 歐元區經濟復甦步伐則相對落後; 此外, 今年受到俄烏戰爭影響, 更令身處地緣政治漩渦當中的歐元區首當其衝, 拖累經濟回升速度。以產出缺口為例, **疫情以來歐元區產出缺口始終低於美國產出缺口。**
- ECB囿於通膨, 被迫邁向緊縮, 其中QE提前至3Q初期結束, 政策利率則於7月升息、9月結束負利率政策。然, 區域分化問題(fragmentation)是歐元區隱憂, ECB可能被迫提出沖銷式的貨幣工具, **歐元弱勢盤整 (即美元指數高位震盪), 尚難回到上升趨勢。**

疫情、俄烏戰爭以來, 歐元區基本面並不如美國



資料來源: Bloomberg。

惟ECB提前緊縮步伐, 題材面熱度下, 令美元趨向盤整



註: *主要國家指歐元區、日本、英國、加拿大、澳洲。
資料來源: Bloomberg。

日幣、台幣 | 半導體循環趨緩，牽動台灣景氣動能下行，3Q台幣呈橫盤走勢

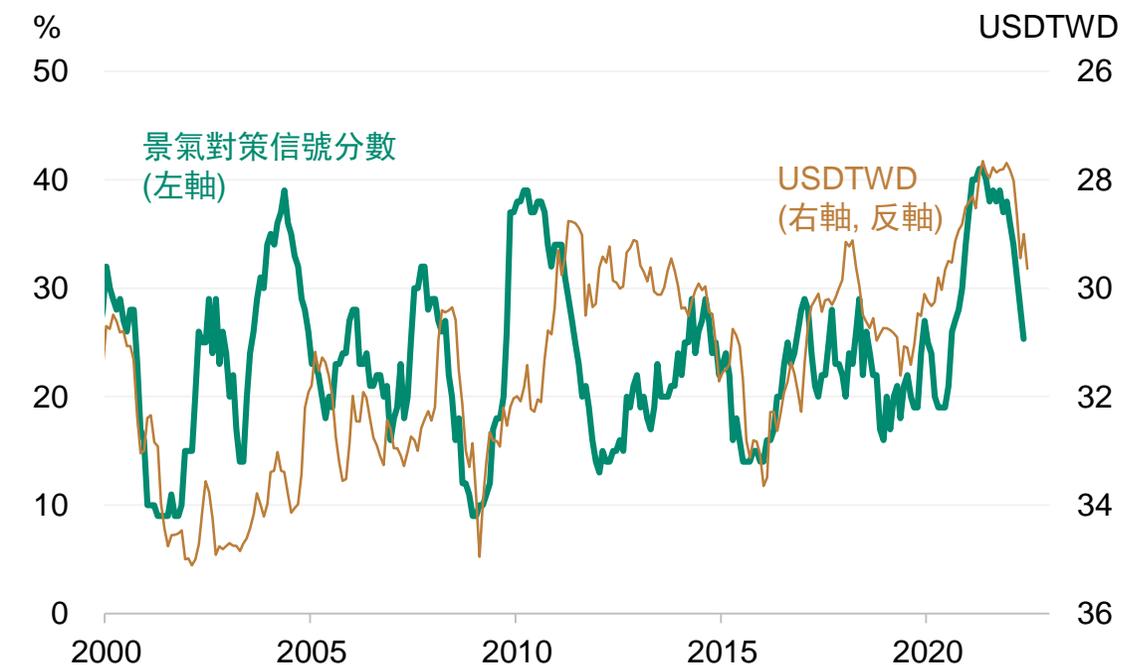
- 日本受到疫情影響，消費、旅遊不振衝擊內需，經濟更仰賴外需、出口企業的拉抬，但鑒於去年企業獲利增長已高，今年維持高位難度較大，故日本央行有重覆安倍首支箭—量化寬鬆之意圖，以拉抬出口商企業獲利增長。**美日貨幣政策差異下，將使日幣兌美元匯價延續偏弱態勢。**
- 半導體業面臨疫情紅利降溫、循環放緩、產能增加三大利空測試，令台灣股匯市格外承壓。雖然美元漲勢可能趨緩，但就半導體循環、美台利差而言，**3Q台幣應呈現弱勢橫盤走勢，尚未回到過往兩年的上漲趨勢，有買匯需求者可隨股市反彈或月底出口商賣匯之際換匯會是較好時機。**

日銀寬鬆壓抑日幣，藉以拉抬日本企業獲利增長



資料來源：Bloomberg。

台灣景氣偏向下行，令台幣3Q呈橫盤走勢



資料來源：Bloomberg。

揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行（下稱“本公司”）提供理財客戶之參考資料，並非針對特定客戶所作的投資建議，且在本報告撰寫過程中，並未考量讀者個別的財務狀況與需求，故本報告所提供的資訊無法適用於所有讀者。

本報告係根據本公司所取得的資訊加以彙集及研究分析，本公司並不保證各項資訊之完整性及正確性。本報告中所提出之意見係為本報告出版當時的意見，邇後相關資訊或意見若有變更，本公司將不會另行通知。本公司亦無義務持續更新本報告之內容或追蹤研究本報告所涵蓋之主題。本報告中提及的標的價格、價值及收益隨時可能因各種本公司無法控制之政治、經濟、市場等因素而產生變化。本報告中之各項預測，均係基於對目前所得資訊作合理假設下所完成，所以並不必然實現。本報告不得視為買賣有價證券或其他金融商品的要約或要約之引誘。

國泰金融集團（下稱“本集團”）所屬各公司可能個別基於特定目的且針對特定人士出具研究報告、提供口頭或書面的市場看法或投資建議（下稱“提供資訊”），鑑於提供資訊之單位、時間、對象及目的不同，本報告與本集團其他單位所提供資訊可能有不一致或相牴觸之情事；本集團所屬公司從事各項金融業務，包括但不限於銀行、保險、證券經紀、承銷、自有資金投資、資產管理、證券投資信託等。本集團各公司對於本報告所涵蓋之標的可能有投資或其他業務往來關係，各公司從事交易之方向亦可能與本報告不一致，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，不應以前述不一致或相牴觸為由，主張本公司或本集團其他成員有侵害讀者權益之情事。

2012年7月27日金管證投字第1010033031號函

台北市松仁路7號B1

TEL: 8722-6666