



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2023年第2季 全球經濟及市場展望

除另有指明，本報告以2023年3月所能取得之訊息為分析基礎。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。

Contents

- 3 摘要 / 結論
- 5 金融市場回顧
- 7 總體經濟與市場綜覽
- 21 個別資產

摘要

歷經2022年的風風雨雨，包括各國通膨創數十年新高、股市大幅崩跌，都讓人難以遺忘。展望2023年，**我們已預告，上半年景氣仍處在築底階段，市場不容過度樂觀，矽谷銀行、瑞士信貸等事件的爆發，似乎也得到驗證，時序邁入Q2**，全球經濟與股市又將如何演變呢？

首先，從總經環境來看，隨著基期墊高，油價回落及供應鏈改善，通膨仍將逐步回落。然而，美國就業市場依舊緊俏，加上解封後的消費潮，使物價難以快速回落，預期Q2仍有升息可能，直到利率高於通膨水準，才可望結束升息循環。值得注意的是，**金融市場若持續震盪，聯準會可能提早結束升息，但也透露先前暴力升息的效應正在發酵，經濟復甦之路仍顯顛簸。**

其次，回到投資策略上，**股債仍須相互搭配，且須多元配置。**對股市而言，利率風險降溫，中國解封、加上庫存調整漸趨底部，提供股市下檔支撐，但金融事件的擾動仍不可避免，**投資人應待股市回落後再逢低布局，且聚焦在大型、龍頭的企業。**對債市而言，也許最佳的布局時點已過，但以債券的利率水平來看，**無論是長債或是短債，絕對具有一定的吸引力，但仍以高品質債券為優先考量，避開信評較差的債券。**

最後，關於匯率部分，隨著聯準會升息腳步放緩，**美元與主要貨幣的利差縮窄，後續將偏弱調整。**不過，一旦市場有擾動，資金仍可能往美元靠攏，投資人應善用股市回升之際換匯。

風險上，利差倒掛幅度擴大，銀行考量風險與收益下，持續緊縮放貸標準，而這也預告金融市場難以看到報復性行情，同時，矽谷銀行類似的金融事件，**也都可能再度出現，須隨時留意金融市場的波動。**

結論



總經

- ◆ 通膨放緩趨勢不變，但速度偏緩，聯準會升息腳步於Q2才有望停止
- ◆ 就業市場的韌性，提供經濟下檔保護，**但高利率的衝擊正在發酵**



股市

- ◆ 製造業有望漸趨底部，**提供股市拉回布局契機**
- ◆ 矽谷銀行及瑞信事件反映資金退潮壓力，股市布局仍以**多元配置為主調**

BOND

債市

- ◆ 通膨回落及景氣壓力，公債利率長線回落，**短債與長債各有優勢**
- ◆ 資金緊縮環境，對經濟構成一定壓力，**更應側重投資級債**



匯市

- ◆ 美國利差優勢不再，歐、日貿易條件也好轉，**美元後續震盪偏貶**
- ◆ 隨美元偏弱，**台幣可望擺脫去年弱勢，但仍以區間格局看待**



風險

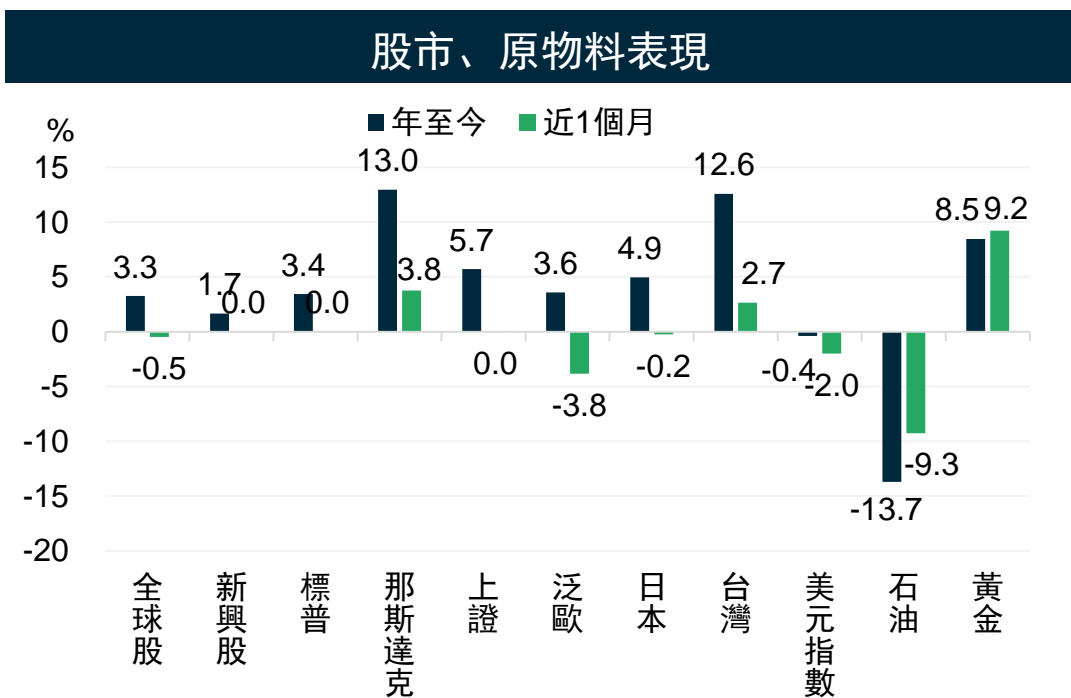
- ◆ 利差倒掛壓力，**影響銀行放貸意願，不利經濟活動回溫**
- ◆ 資金緊縮環境，對中小企業、銀行構成壓力，**留意金融突發事件。**

金融市場回顧

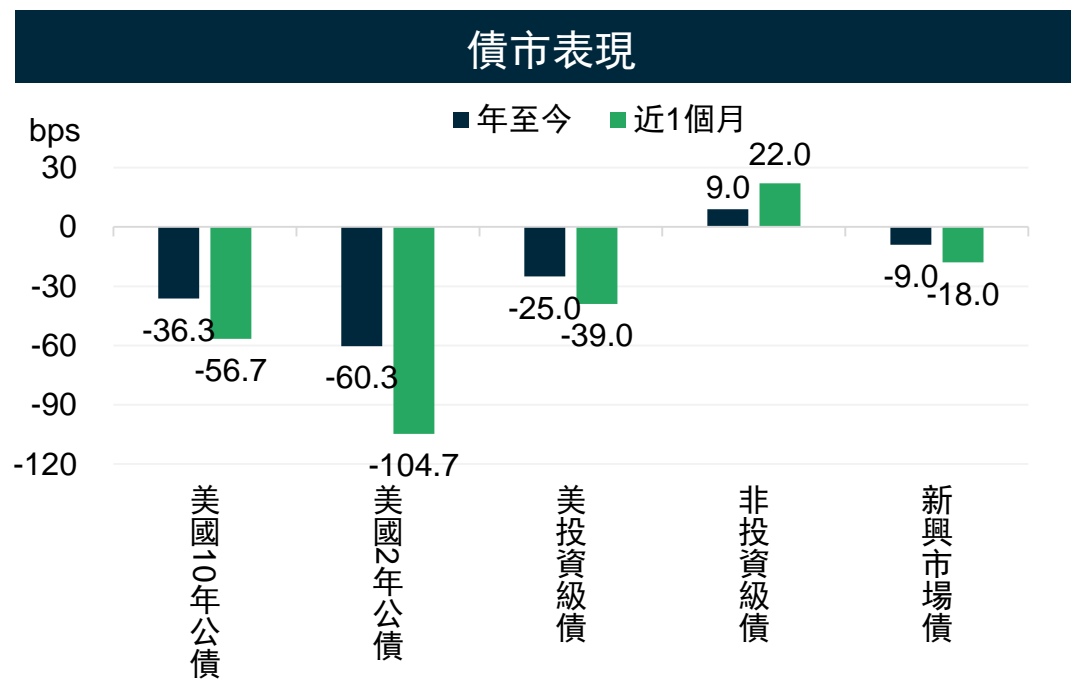
金融市場回顧

年初以來，隨通膨回落，市場臆測聯準會的升息將腳步放緩，使市場氛圍改善。不過，自2月以來，因為就業報告強勁，PCE不降反增，加上矽谷銀行倒閉及瑞士信貸事件，造成市場波動加大。所幸，美國政府及全球6大央行聯合聲明，緩解了市場的恐慌，但歐洲受到銀行股的波及，令歐股持續震盪。另一方面，科技股受到ChatGPT的火熱，表現相對強勁。

債市方面，金融突發事件已讓聯準會的升息動向有所鬆動，使美國10年期公債殖利率跌破3.4%關卡，與此同時，黃金因美元回落及避險需求，持續挑戰每盎司2000美元的關卡。



資料來源：Bloomberg, 截至2023/3/24。



資料來源：Bloomberg, 截至2023/3/24。

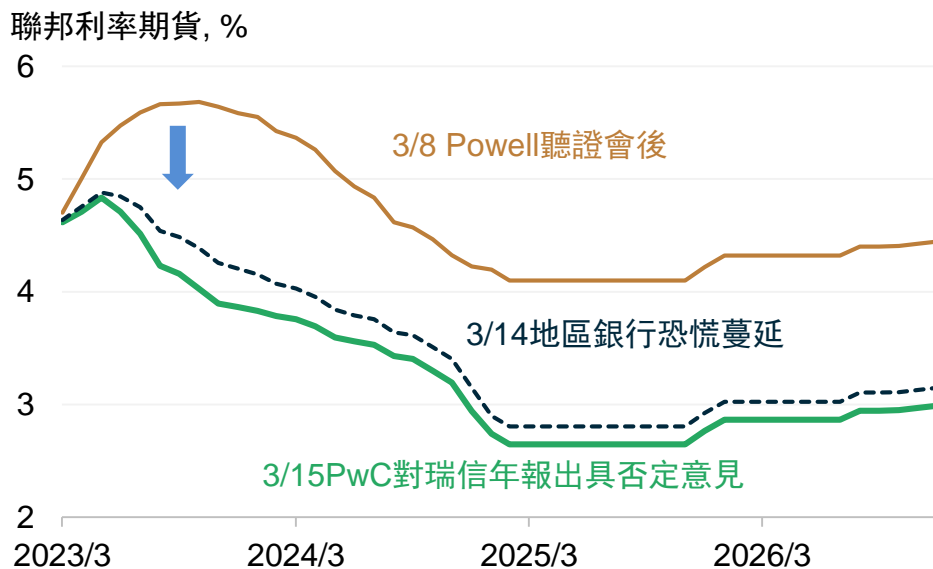
總體經濟與市場綜覽

金融突發事件與通膨升溫壓力相互拉扯, 美債殖利率來回震盪

3/9矽谷銀行股價暴跌60%, 造成恐慌性擠兌, 3/10宣布倒閉, 並衝擊其他區域銀行。緊接著, 瑞士信貸的2022年年報遭會計師出具否定意見, 股價重挫24%, 造成市場恐慌再度蔓延。受此影響, 美國10年期公債殖利率跌破3.5%, 同時, 聯準會的升息終點明顯下滑。

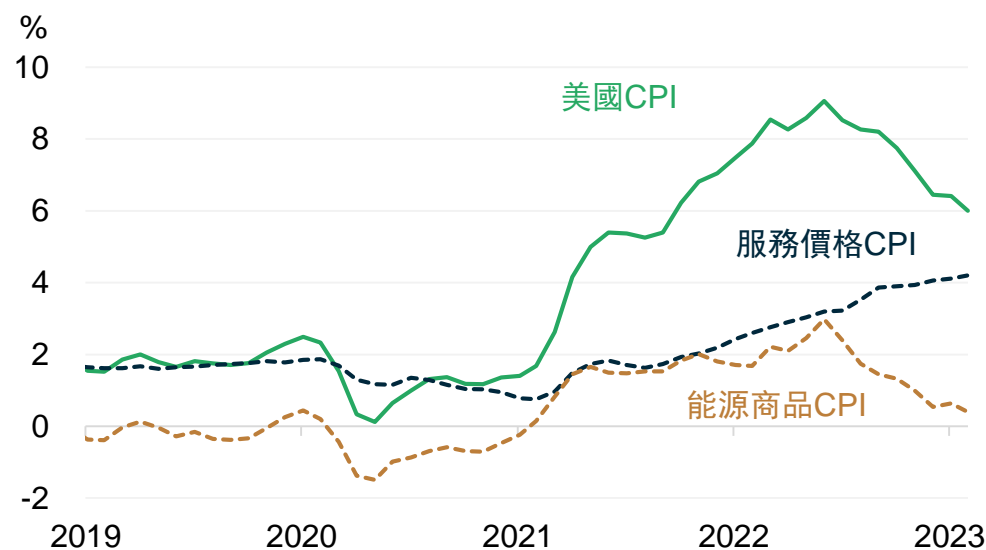
以美國目前CPI的數據來看, 商品價格CPI雖回落, 但服務類CPI卻不斷創新高, 使CPI仍保持在6%附近。此外, 1月PCE不降反升, 從5.3%上升至5.4%。因此, 顯示聯準會的升息壓力仍在。

金融事件, 讓市場快速調整聯準會政策路線預期



資料來源: Bloomberg。

服務通膨壓力依舊, 通膨水準仍偏高



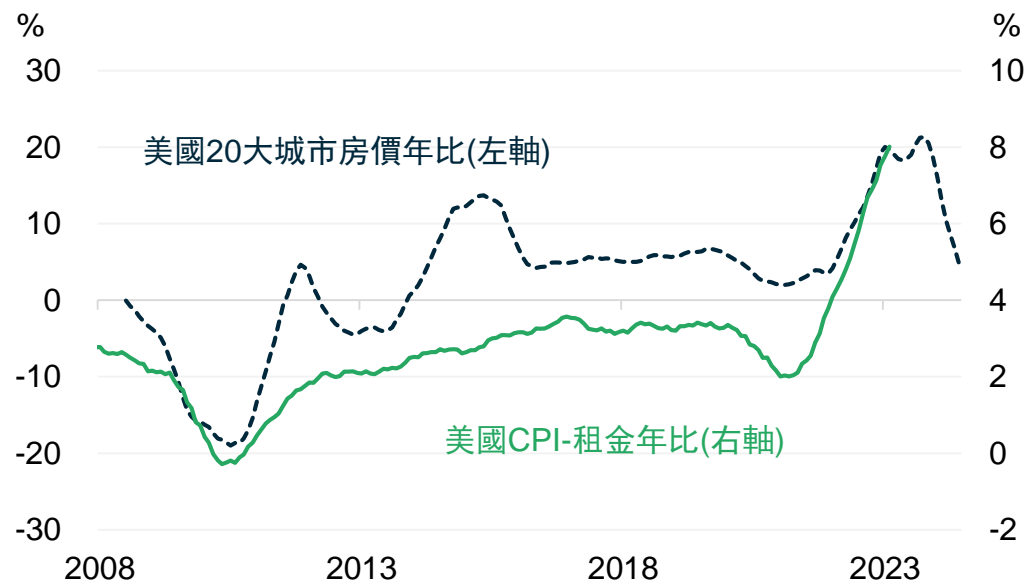
資料來源: Bloomberg。

房價、油價及薪資壓力放緩, 支持通膨降溫

就美國CPI結構來看, 占比4成的租金, 可望隨房價降溫而改善, 如Zillow租金增速已從先前的高點17%, 下降至6.9%; 而油價佔比約2成, 因基期偏高而呈現負成長。此外, 薪資增速也有所放緩, 使物價螺旋上漲的壓力逐步下降, 研判通膨仍將逐步降溫。

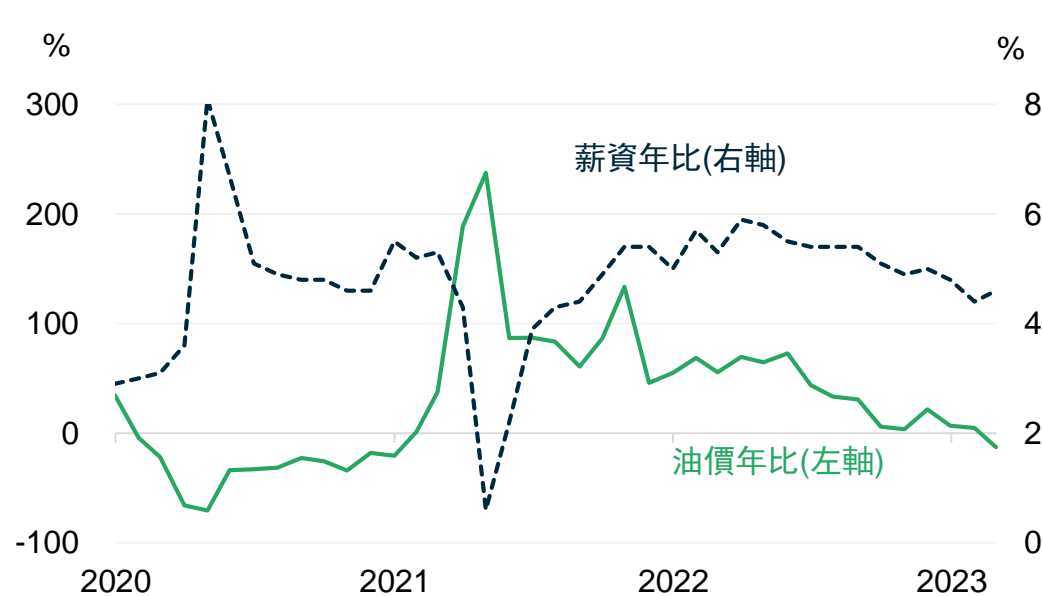
除美國之外, 歐洲也因為暖冬、俄烏衝突淡化等因素, 使天然氣、電價大幅回落, 歐洲的通膨也有提前見頂的跡象。因此, 美歐通膨下降幅度雖不如預期, 但下降趨勢不變。

房價已明顯下降, 租金有望隨後下滑



資料來源: Bloomberg。

油價、薪資均有改善跡象



資料來源: Bloomberg。

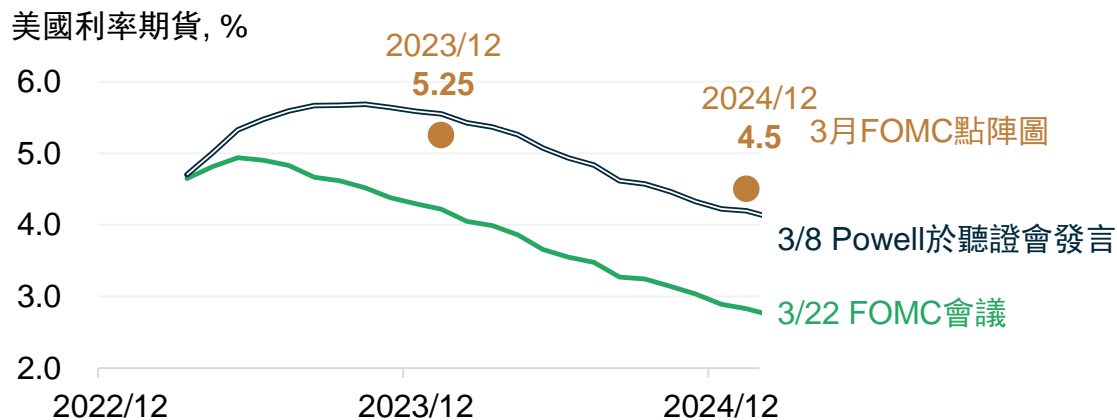
3月政策聲明中已刪除「將持續升息」的字眼, 暗示升息循環已近尾聲

Fed於3月再度升息1碼, 將利率升至5%, 維持現行縮表計畫。點陣圖顯示2023年還有1碼的升息空間, 且至2024年才有降息的空間。不過, 政策聲明中刪除「將持續升息」的字眼, 顯示Fed已經開始考慮暫停升息的可能。

自上次會議以來, 公布的經濟數據持續強勁, 加上目前通膨水準偏高, 顯示仍有升息的必要, 但考量近期事件可能造成公司或個人的信用情勢收緊, 進而產生類似升息的效果, 升息步伐已來到9局下半。

5月會議(5/4)前, 將可看到3月CPI(4/12)及PCE(4/28), 同時參酌Q1 GDP(4/27), 預期5月仍有升息1碼的機會, 但若金融情勢較目前惡化, 可能就暫停升息。

Fed政策利率展望



單位(%)		2023	2024	2025	長期
政策利率 (上限)	3月	5.25	4.50	3.25	2.50
	去年12月	5.25	4.25	3.25	2.50

資料來源: Bloomberg, Fed。

Fed經濟預估

單位(%)		2023	2024	2025	長期
實質GDP	3月	0.4	1.2	1.9	1.8
	去年12月	0.5	1.6	1.8	1.8
失業率	3月	4.5	4.6	4.6	4.0
	去年12月	4.6	4.6	4.5	4.0
PCE	3月	3.3	2.5	2.1	2.0
	去年12月	3.1	2.5	2.1	2.0

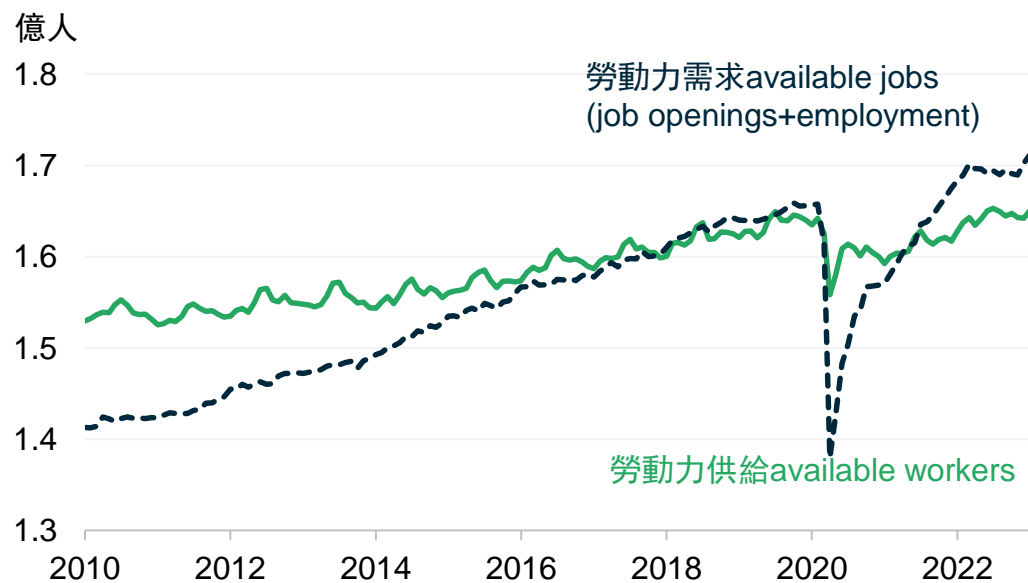
資料來源: Fed。

就業市場的韌性，是通膨升溫的隱憂，但也是短期經濟循環的支撐

美國通膨有望下降，但速度仍偏緩，除基期效果逐漸消退外，最大主因就是美國就業市場依舊緊俏，失業率甚至創下50年來新低3.4%，而這可能是後疫情時代產生的結構性改變，包括提前退休、移民減少，使得勞動力減少，另一方面，經濟逐步回溫，勞動力需求回升，使勞動供給存在一定缺口，造成失業率偏低。

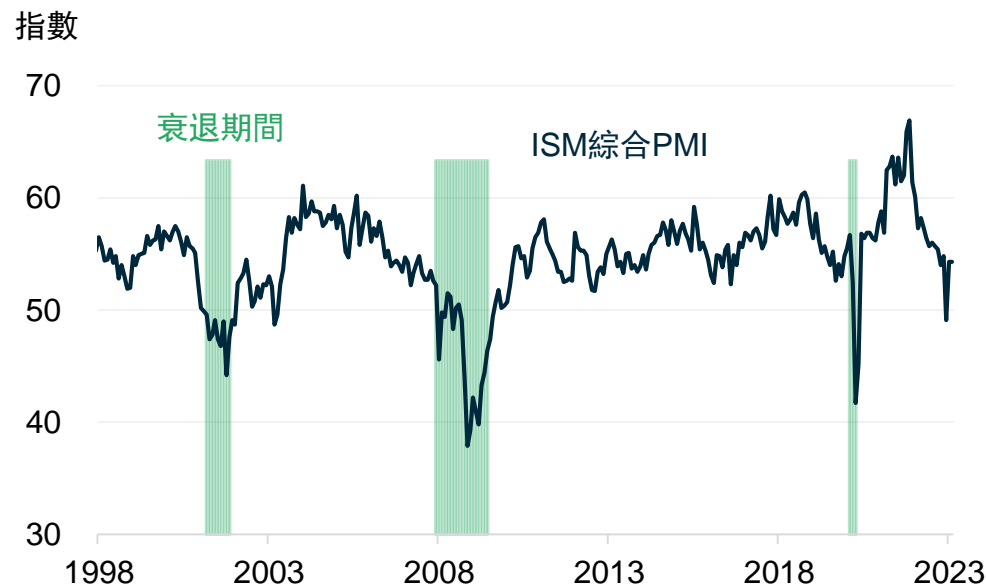
後疫情時代，加上利空鬆動，有助服務相對穩健，尤其，1-2月ISM服務業PMI維持在55附近，可望彌補製造業偏弱的壓力。整體而言，短期經濟衰退的可能性不高，不過，若高利率期間持續且更長，使經濟存有衰退的壓力。

後疫情時代，勞動缺口依舊未解



資料來源：Bloomberg。

服務業支撐，提供經濟下檔支撐



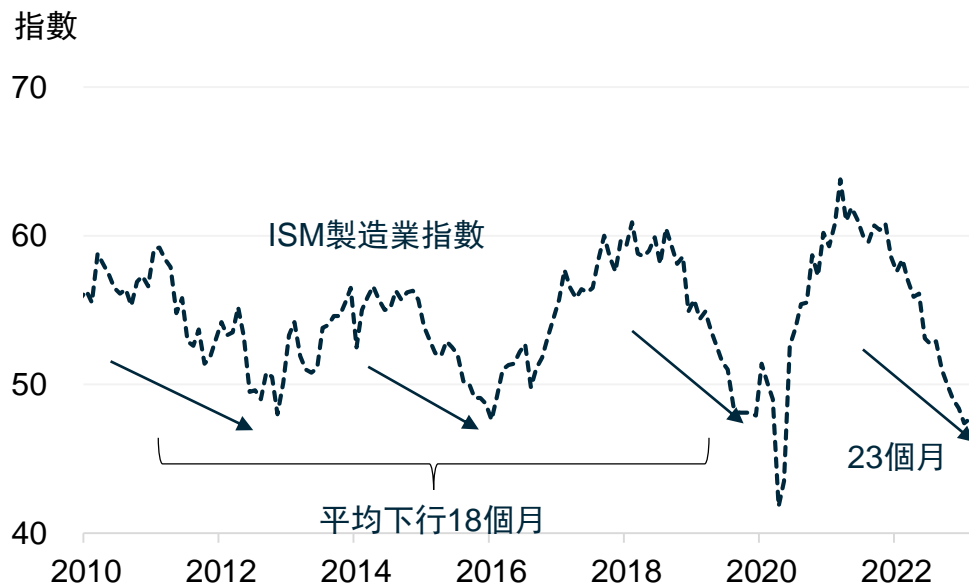
資料來源：Bloomberg。

景氣雖仍在下行階段, 但已見轉折跡象

製造業景氣雖仍處在下行階段, 不過自美國ISM高點起算, 指數已放緩23個月, 超過金融海嘯以來景氣平均下行18個月的水準, 若無其他意外, 製造業景氣有望漸趨底部。

邁入2023年之後, 中國防疫政策大轉向, 歐美通膨也見高回落, 有助景氣回穩。2月ISM庫存持續下降, 新訂單指數更是從前期42.5, 明顯回升至47, 使得新訂單/庫存比已從此波低點0.85, 回升至0.94, 再下降的空間不大, 暗示景氣也處在打底階段。

景氣下行週期, 已超過前3次平均週期



資料來源: Bloomberg。

新訂單/庫存比值回升, 暗示庫存調整狀況有所改善



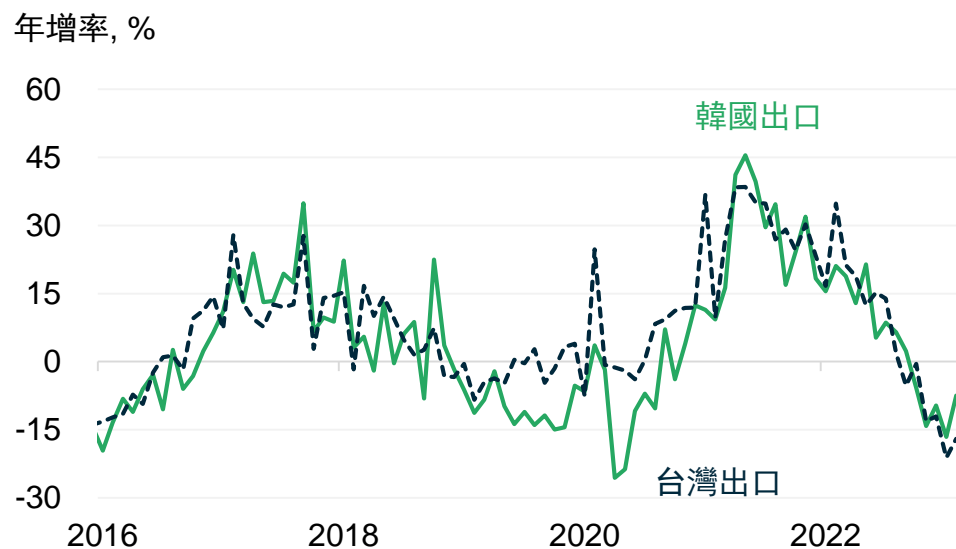
資料來源: Bloomberg。

全球貿易量有逐步回溫跡象

除製造業數據回暖，全球貿易數據也見改善跡象。以全球經濟金絲雀著稱的韓國出口，雖然連續4個月衰退，不過，2月出口年增率數據已明顯從前期的-16.6%，縮窄至-7.5%。同樣以出口為導向的台灣，2月出口年增率也從-21.2%，收斂至-17%，顯示全球貿易狀況均有改善。

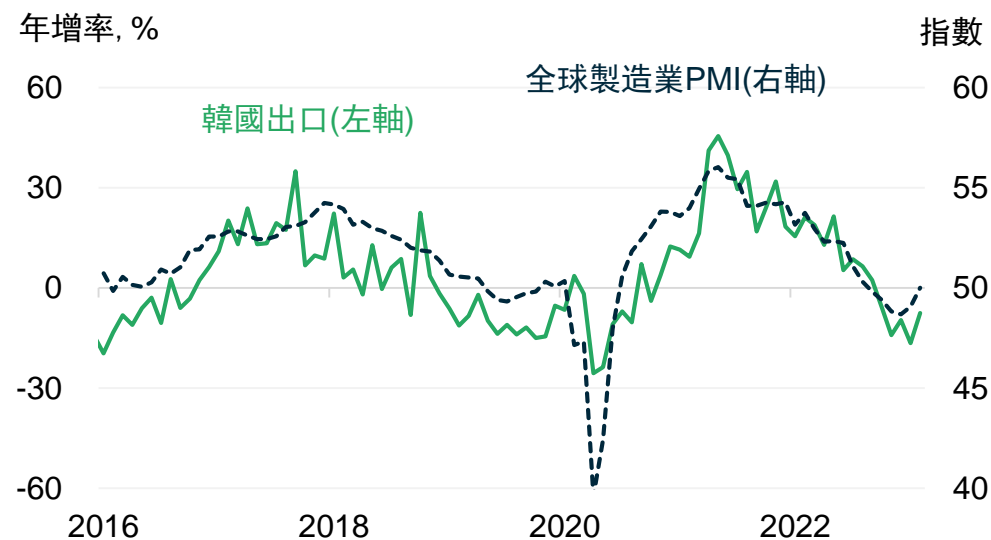
從全球景氣的角度來看，製造業PMI在歷經5個月收縮之後也重回擴張區間，若中國解封政策不變，歐洲地緣風險也逐步淡化後，預估全球景氣漸趨底部。

台、韓出口見改善，全球貿易活動回溫



資料來源：Bloomberg。

貿易活動改善，全球製造業PMI重回擴張區間



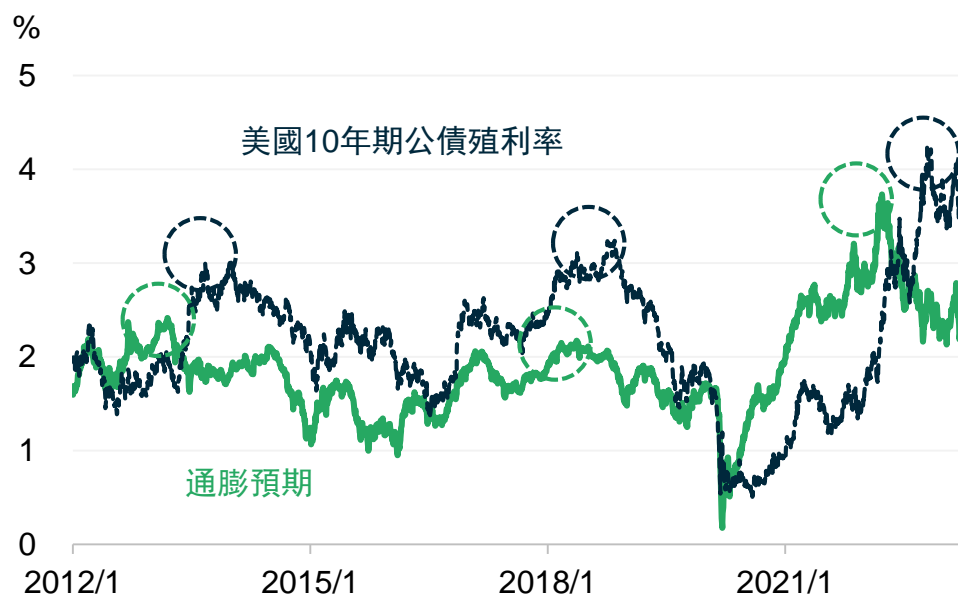
資料來源：Bloomberg。

債市: 美債殖利率的上彈, 視為逢高鎖利契機

年初, 因經濟數據優於預期及官員鷹派談話, 美國10年期公債利率一度突破4%, 但金融信用事件, 讓公債利率又快速回落。展望未來, 通膨下滑趨勢並未改變, 聯準會也釋出鴿派言論, 一旦市場又因信用事件恐慌, 資金可能再度流向公債市場, 支持美國10年期公債殖利率長線偏下。

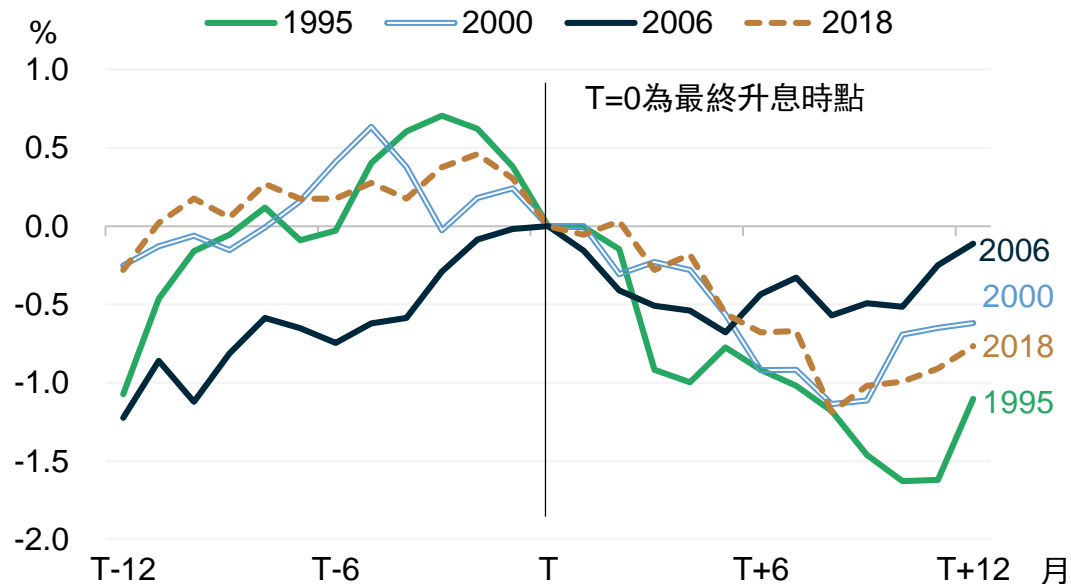
近期, 聯準會升息終點隨金融事件發展演變而上上下下, 但研判聯準會升息循環已來到末期, 從過去的經驗來看, 美國10年期公債殖利率可望在升息終點前觸頂回落。若市場恐慌情緒趨緩, 公債利率再度上彈, 可視為布局契機, 且應拉高存續期間。考量信用事件可能的外溢效果, 目前以投資等級債為主。

通膨預期持續回落, 利率上方壓力重重



資料來源: Bloomberg。

升息即將見頂, 公債利率可望觸頂回落



資料來源: Bloomberg。

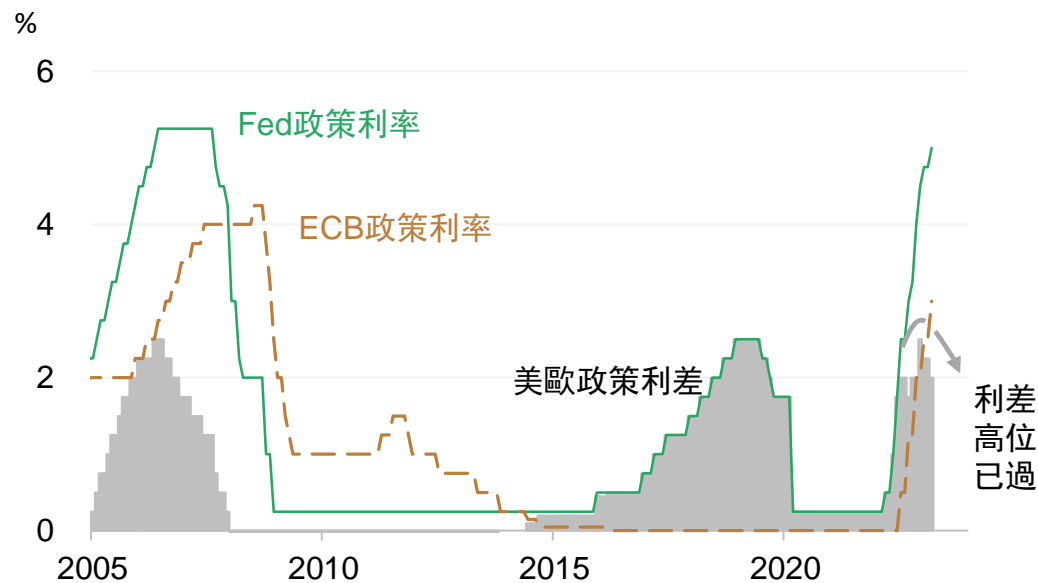
美元: 美國利率政策優勢鈍化, 歐、日貿易條件較去年改善, 美元指數震盪趨貶

貨幣政策: 美國激進升息在先, 歐洲落後跟進, 後續二者政策利差將進一步拉近, 使Fed利率政策獨走的優勢持續鈍化。此外, 新任日本央行總裁植田政策藍圖尚未清晰, 但為保債市能回復正常運作, 殖利率曲線控制YCC勢必面臨調整, 這也將使Fed的政策優勢有所削弱。

貿易條件: 去年德國、日本同樣面臨能源價漲、出口減緩, 貿易帳盈餘下降窘境, 這也使得兩國貿易條件與兩國匯價維持向下走勢。但今年隨油價回落, 此劣勢已有所轉變, 對歐元、日幣匯價亦屬有利。

美元走勢: 綜上, 去年底以來美元貶勢已有過熱狀況, 短線或見反彈, 惟美元長線走勢仍將較去年趨弱, 震盪偏貶的趨勢仍舊未變。

美、歐央行政策差距已縮窄, 利差高位已過



資料來源: Bloomberg。

歐、日兩經濟體貿易條件較去年回升, 有利匯價



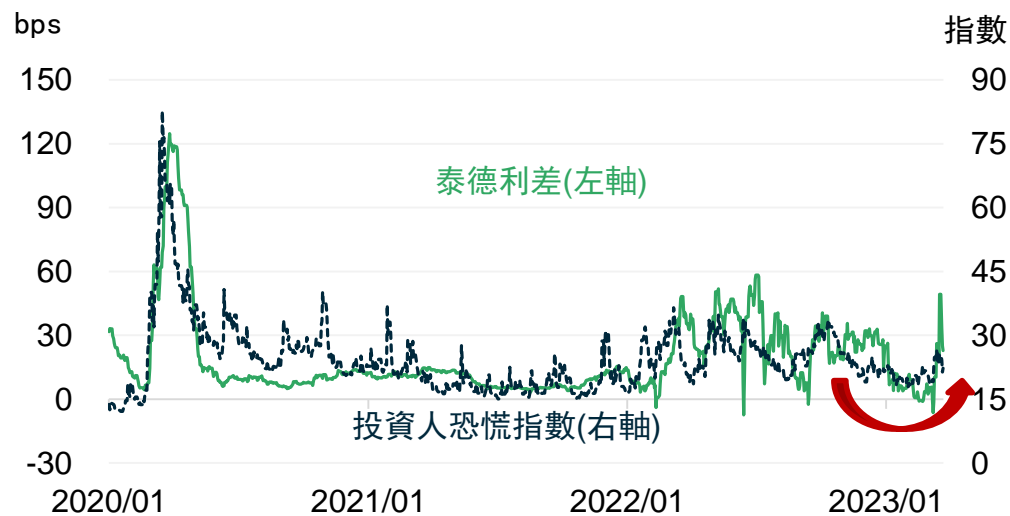
資料來源: Bloomberg。

股市(1): 資金緊俏壓力與製造業景氣築底相互拉扯, 股市維持大區間盤整格局

矽谷銀行與瑞士信貸雖為個別事件, 但亦為資金退潮所致。以聯準會的立場來看, 因為通膨壓力未除, 資金緊縮方向也沒有改變, 因此, 未來類似的金融突發事件可能再度出現, 暗示未來股市的波動仍不可避免。不過, 以目前的金融體質來看, 相較2008年已明顯改善, 加上央行面對金融事件的態度更為積極, 預期不致演變成系統性金融危機。

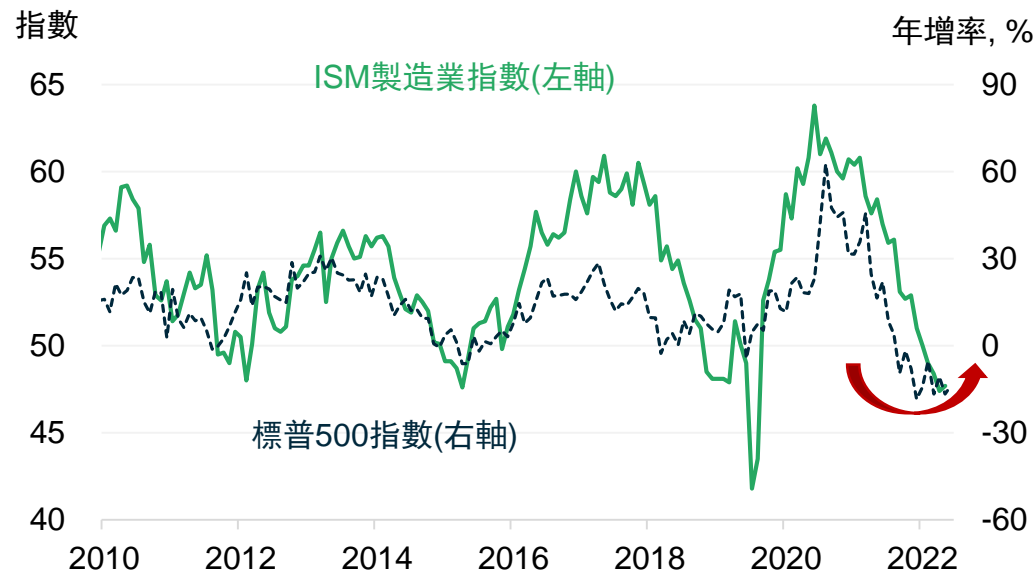
另一方面, 考量製造業循環已在築底階段, 提供股市下方支撐。因此, 整體而言, 股市將處在一個大區間的橫盤格局, 投資人應該避免追高殺低。

資金緊俏環境, 股市震盪難免



資料來源: Bloomberg。

ISM觸底回溫, 提供股市下檔支撐



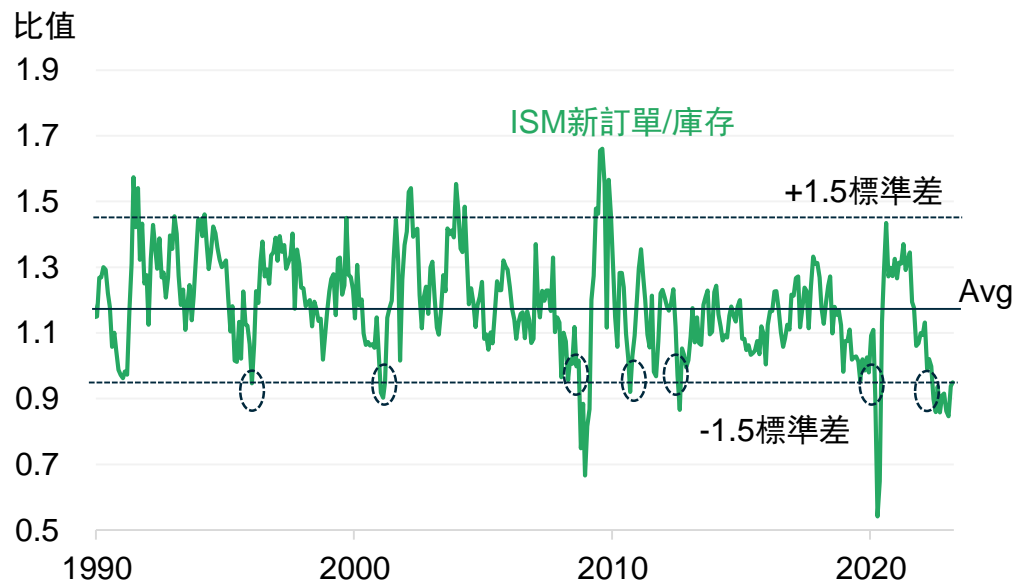
資料來源: Bloomberg。

股市(2): 隨ISM製造業指數築底, 股市後續反彈機率高

中國防疫政策轉向, 歐美利空也有所鬆動, 帶動各國製造業均有改善跡象, 尤其, 中國兩會再度表態, 將持續支持擴大內需, 有利製造業緩步升溫。甚至, 從循環時間來看, ISM製造業指數目前已下滑23個月, 超過過去3次循環的平均週期。

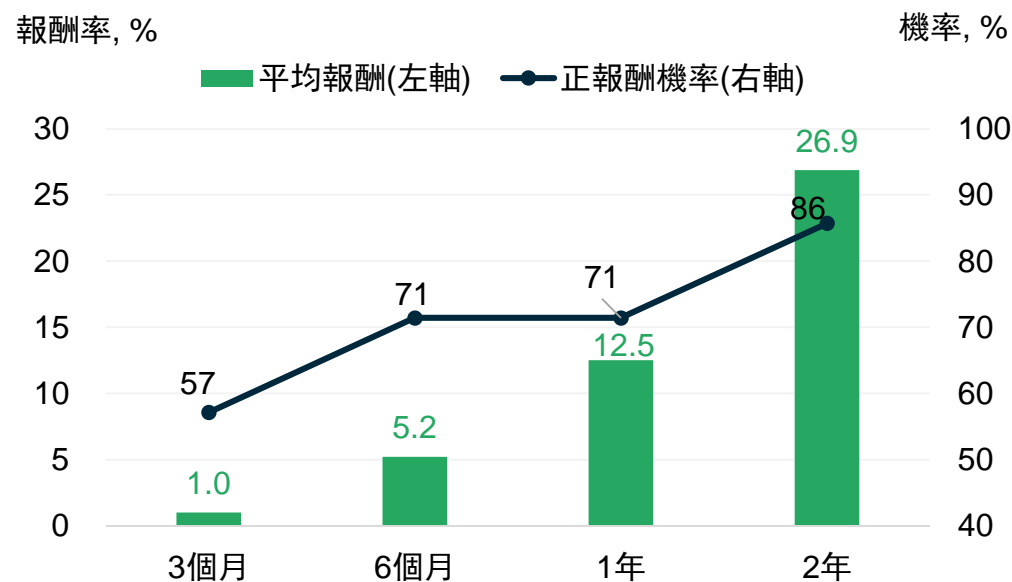
另外, 從美國ISM新訂單/庫存比來看, 目前比值已從歷史的相對低點中回升(-1.5倍標準差), 而過去的經驗也顯示, 股市在未來1年後, 投資報酬率可達雙位數, 同時, 正報酬機率也同步拉高。

新訂單/庫存比已來歷史低位附近



資料來源: Bloomberg。

新訂單/庫存打底1年後, 投報率可達雙位數



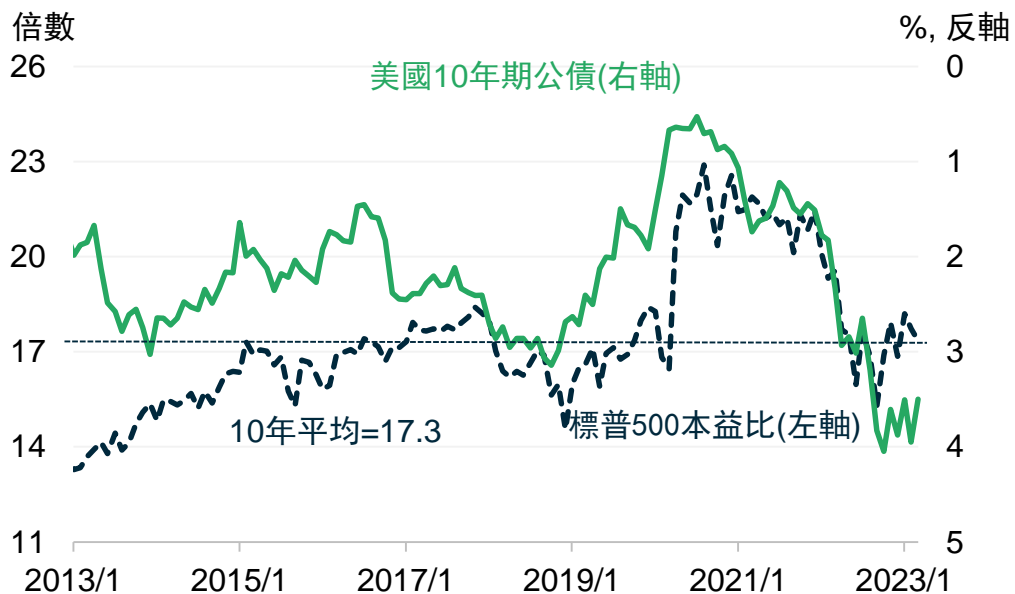
資料來源: Bloomberg。

股市(3): 美股待回落後再分批布局, 非美地區目前具評價優勢

今年以來, 股市的行情與公債利率呈反向關係, 考量美債利率長線下降的情況下, 預估股市的評價仍有上調空間。以標普500指數來看, 目前本益比落在17倍附近, 約10年均值, 雖已修正評價偏高疑慮(最高來到22), 但要說便宜, 仍言之過早, 若後續市場再度恐慌, 本益比往年年初的低點15或16倍靠攏, 反而可視為布建的契機。科技股的本益比雖高於過去平均, 但就未來成長性而言, 因AI的興起, 使其未來仍有較大的想像空間。

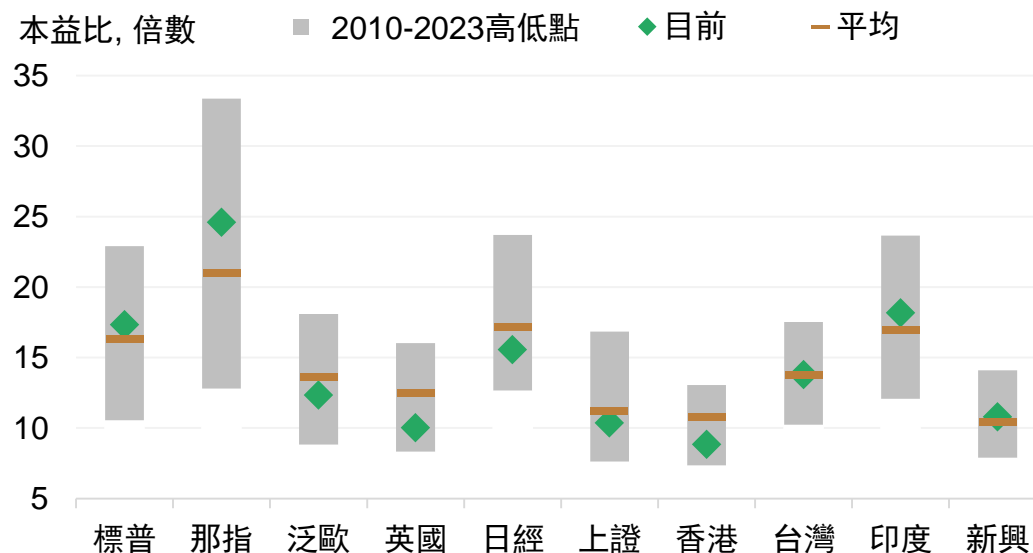
就現階段而言, 可以優先考慮非美以外的地區, 如新興市場, 目前評價僅10倍附近, 明顯低於美股。尤其, 中國的解封政策, 亦有利新興市場的表現。

利率若再度回落, 有助評價面的修復



資料來源: Bloomberg。

美股評價回歸均值, 但不算便宜, 非美地區評價較低



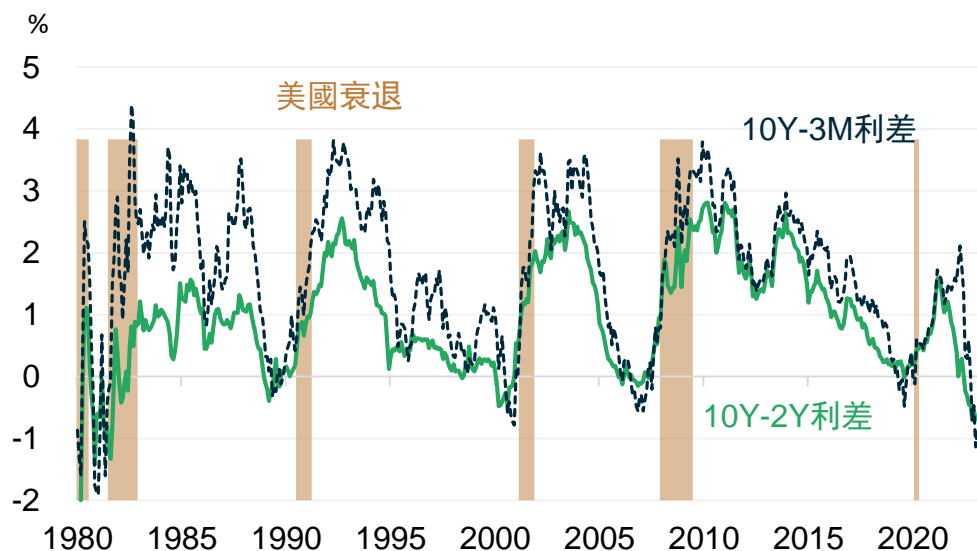
資料來源: Bloomberg。

風險(1): 利差倒掛幅度持續擴大, 銀行持續緊縮銀根

因為通膨高漲, 使得聯準會快速升息, 尤其, 短天期公債利率快速走揚, 導致利率倒掛幅度一度來到百點。近期, 因為金融市場的不確定性, 市場預期聯準會的升息步伐趨緩, 使倒掛幅度收斂至40點上下。從資金的需求面來看, 由於成本墊高, 將使資金需求下降, 不利經濟發展。從資金供給面來看, 由於長率低於短率, 銀行長期放款利率無法彌補短期的高利存款, 使銀行更加不願放款, 使放貸標準趨嚴。

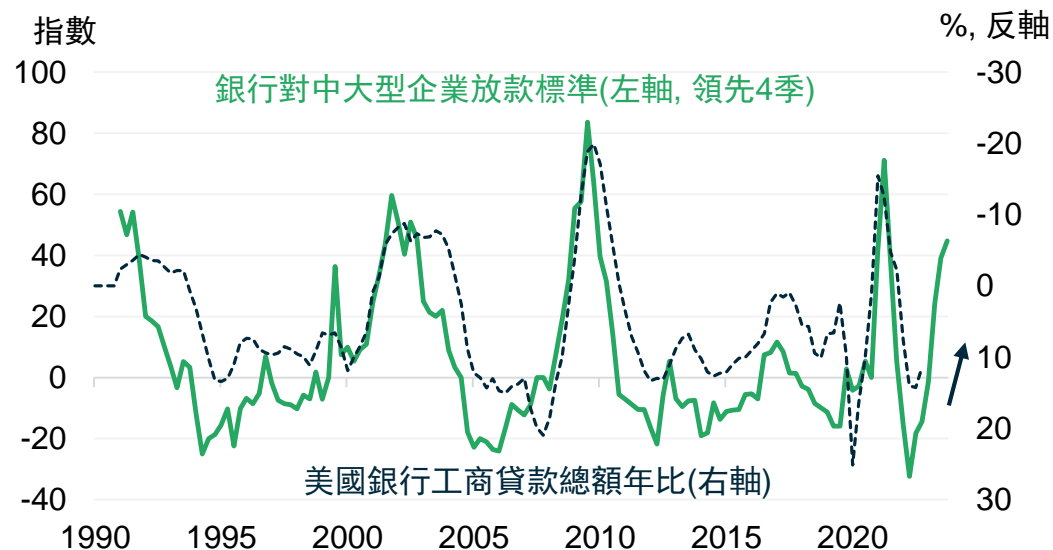
從美國銀行的放貸狀況來看, 因為銀行態度趨嚴, 整體放貸量也逐步下滑, 將不利經濟活動, 小企業可能因為籌資難度提高而面臨經營風險。

聯準會快速緊縮, 導致利差倒掛



資料來源: Bloomberg。

銀行緊縮態度, 放貸量持續在萎縮



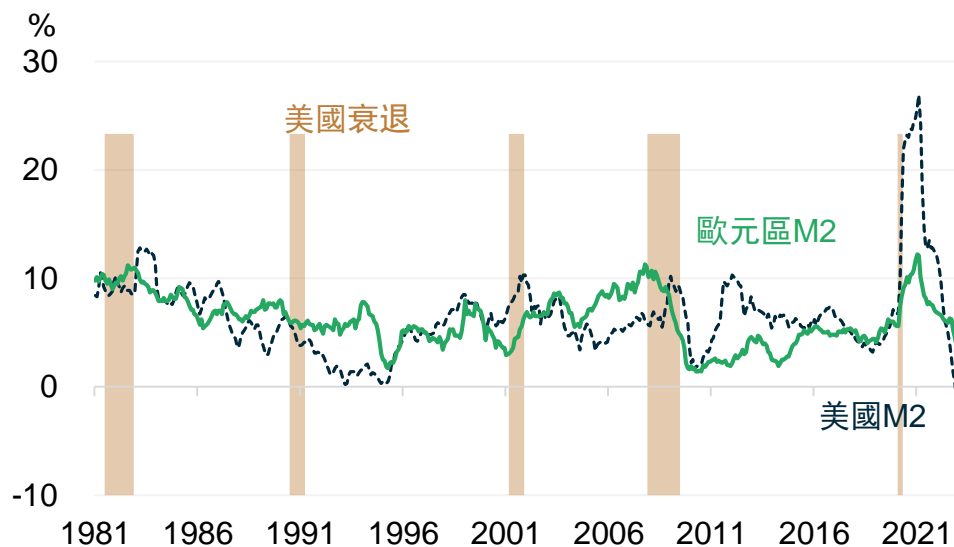
資料來源: Bloomberg。

風險(2): 資金緊縮下, 金融突發事件有增無減

由於銀行緊縮銀根, 除了不利經濟活動外, 對銀行本身的流動性也構成風險。矽谷銀行的倒閉與瑞士信貸事件, 雖為個別事件, 但也反映流動性不足的壓力。

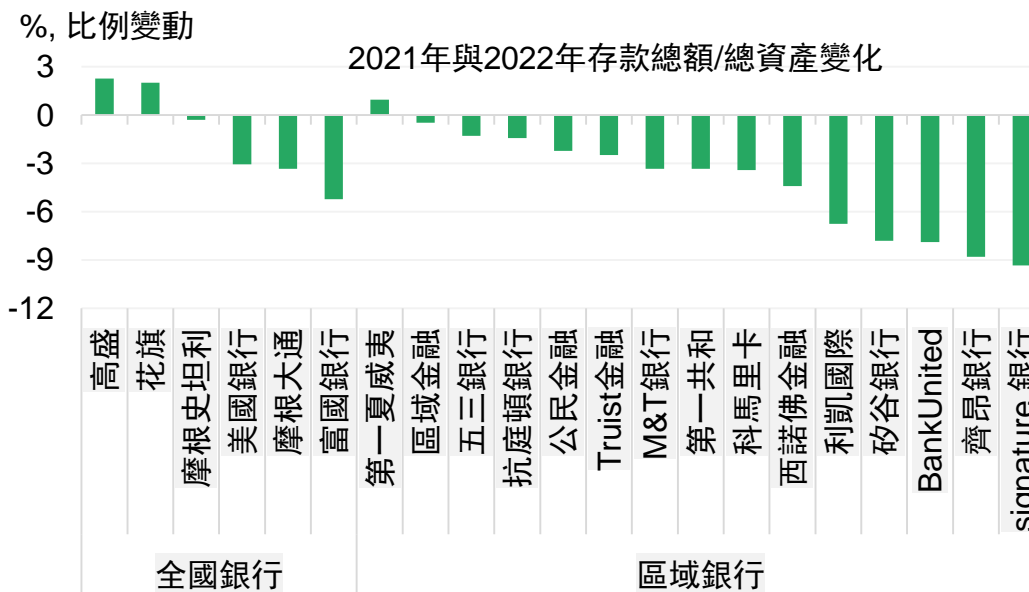
因景氣放緩環境, 中小企業現金流不穩定, 只能持續消耗現金部位, 減少銀行存款。另外, 一般民眾因為高利誘因, 資金流向固定收益產品, 降低存款意願, 進一步使中小企業銀行的存款總額/總資產比例大幅下降。若銀行又因經營不善, 未來的突發事件將有增無減。

資金緊縮環境, 貨幣供給M2明顯下降



資料來源: Bloomberg。

流動性緊縮, 小銀行面臨較大流動性壓力



資料來源: Bloomberg。

個別市場

美國 | 企業獲利隨庫存調整同步漸趨低部, 下半年有望逐步升溫

因為聯準會快速升息, 加上疫情紅利淡化, 使得過去2年的企業獲利不斷走弱, 預期上半年的企業獲利也難以樂觀。所幸, 全球製造業庫存調整有望漸趨低部, ISM新訂單/庫存也有回彈跡象, 加上中國持續穩內需, 下半年企業獲利有望重回正成長。

至於股市部分, 隨獲利回升, 加上股市通常有望提前反應, 因此, 未來股市的修正, 視為分批布局的契機。值得注意的是, 資金緊縮環境下, 股市難以重演V型反轉行情。整體而言, 製造業雖有望回溫, 但分歧狀況明顯, 目前先聚焦大型、龍頭企業, 展望較為明顯。

庫存調整近尾聲, 企業獲利將逐步升溫



資料來源: Bloomberg, Refinitive預估。

獲利回升後, 將提供股價回檔支撐



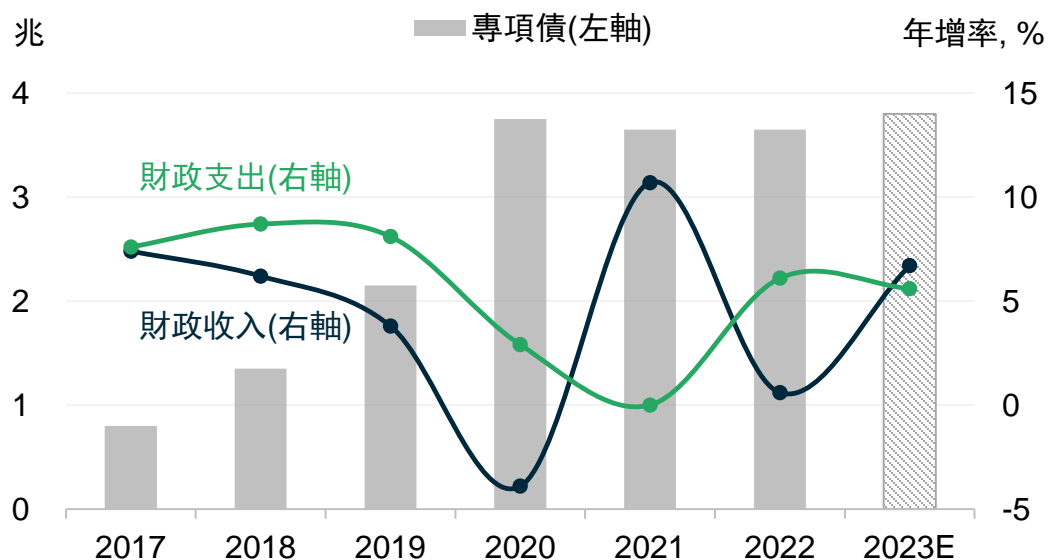
資料來源: Bloomberg。

中國 | 政策激勵有望延續, 經濟活動與企業信心持續改善

中國兩會落幕, 料政策面有望接續推行, 因1)2023年財政支出預算年增5.6%, 新增專項債進一步增加至3.8兆人民幣, 雙雙保持高強度支出; 2)國務院新總理李強在記者會上強調, 達到5%經濟成長目標不易, 需打好政策組合拳, 並再次確保民生經濟發展, 力求鞏固企業信心。

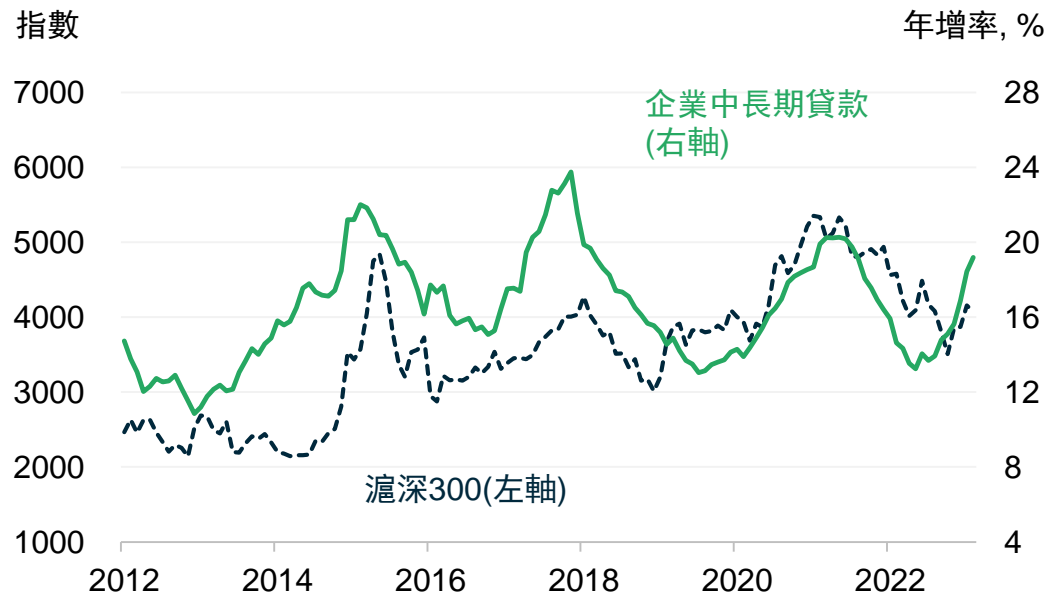
1-2月經濟數據回暖, 消費、生產、投資乃至於房地產銷售狀況顯著反彈, 解封與政策效益浮現。另一方面, 2月新增社融達到3.16兆人民幣, 較去年同期多增加1.9兆, 社融餘額增速也從9.4%上升至9.9%, 除了社融存量與信貸增速回升, 結構上來看, **企業中長期貸款保持高增長, 反映在政府基建帶動下, 企業信心回暖, 景氣復甦有望進一步延續。**

2023年財政支出與專項債增速維持高位



註: 2023年財政收支與專項債額度為年度預算目標。
資料來源: Wind, 新華社。

企業融資延續改善, 景氣修復支撐股市表現



資料來源: Bloomberg。

中國 | 美國緊縮預期添震盪, 基本面提供中長線大盤支撐

股價經歷去年11月至今年1月的上漲, 投資人情緒與股市評價已經基本獲得修復, 後續漲勢將仰賴經濟復甦表現。美國就業與通膨數據高於預期, 聯準會官員鷹聲四起, 緊縮預期再次升溫增添A股及中概股振幅。

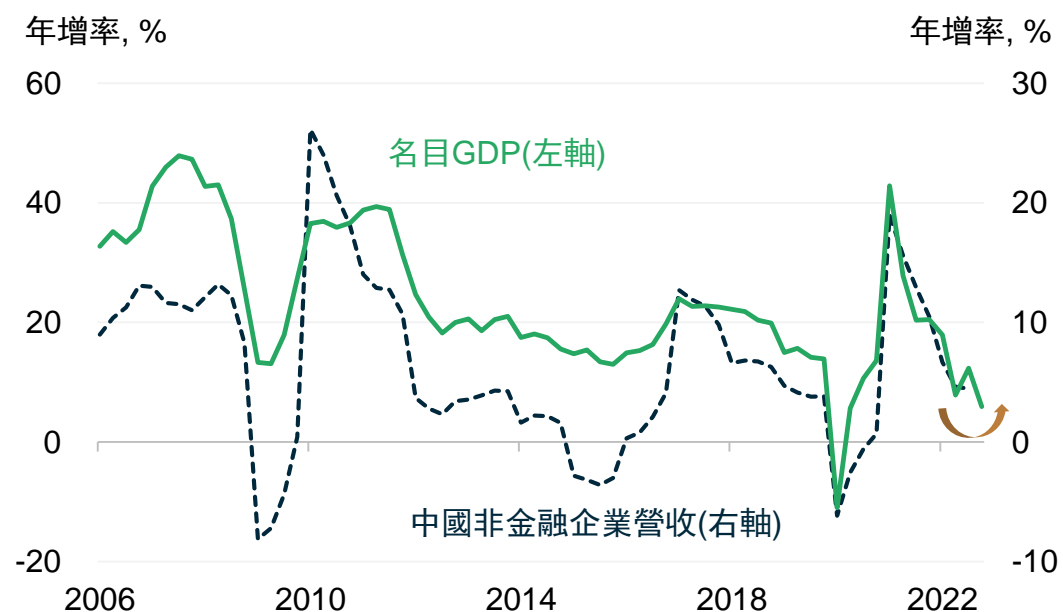
中長期來看, 經濟基本面持續修復, 除了2月PMI表現亮眼, 1-2月實體經濟數據同步轉佳, 加上社融數據優於市場預期, 企業獲利表現改善將有助市場信心。在資金面, 美元全年走勢趨貶, 中國經濟相對穩健提供人民幣升值空間, 有利市場流動性持穩。**綜合而言, 短線市場或呈現盤整格局, 但基本面仍可提供中長期上行支撐。**

聯準會緊縮預期升溫, 境內外股市短線承壓



資料來源: Bloomberg。

全年GDP回穩有助企業獲利改善



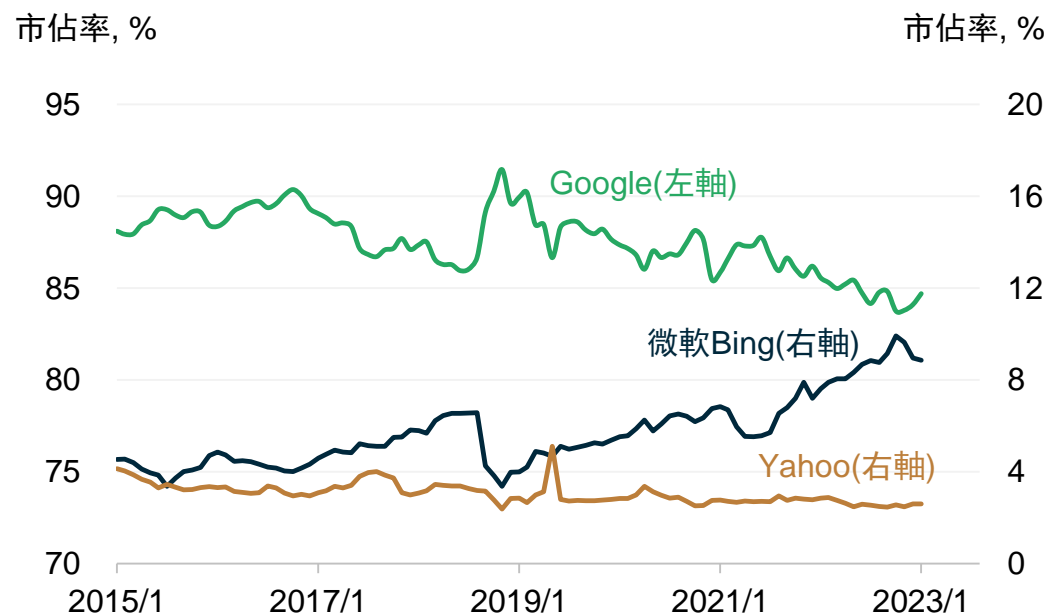
註: 非金融企業營收取自中信證券非金融指數, 該指數包含4805間中國上市企業。
資料來源: Wind。

科技 | 生成式AI爆紅，繪圖晶片和半導體廠商為實質受惠者

ChatGPT引爆生成式AI熱潮，除了ChatGPT在短短2個月內就突破1億用戶，成為史上最快，搭上ChatGPT熱潮的微軟Bing搜尋引擎也水漲船高。市調機構New Street Research估計，微軟需要超過2萬台NVidia的DGX AI系統，才能滿足所有Bing使用者的提問需求，基礎設施支出約40億美元。若以Google搜尋引擎市佔率的規模估算，則投資額將高達800億美元。

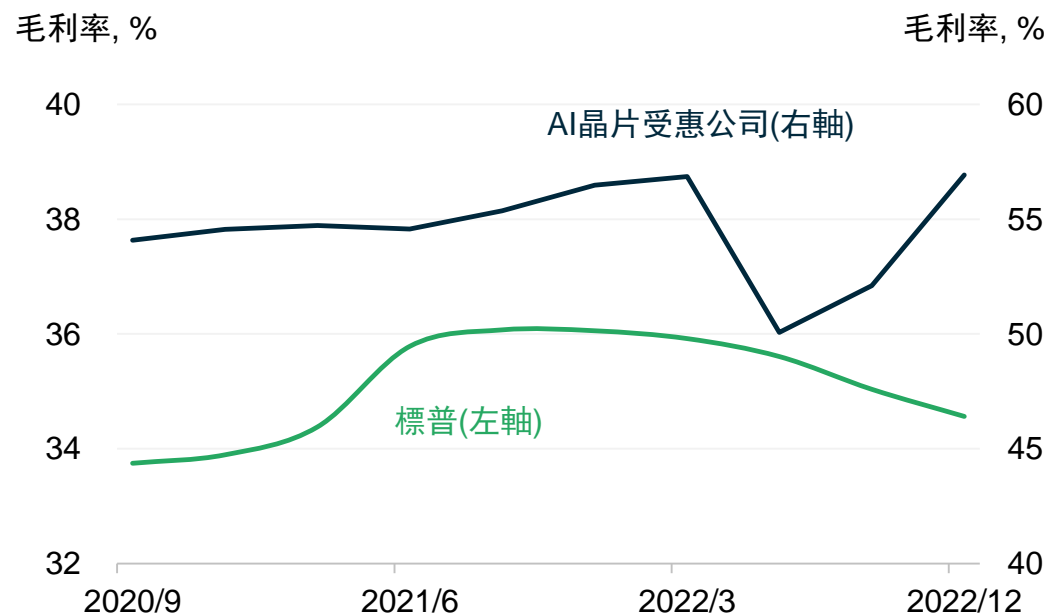
大量的用戶流量代表廣告收入及商機，而只有科技巨頭才有能力投資大規模的基礎設施，也才能在接下來的科技變革中繼續佔有優勢。除此之外，**不論AI戰場最終由誰勝出，在基礎設施的軍備競賽下，AI繪圖晶片和半導體廠商都將是實質的受惠者。**

Google搜尋引擎市佔率逐漸遭微軟蠶食



資料來源：Statista。

AI晶片需求增強，半導體廠商將明顯受惠



註：AI晶片受惠公司毛利率取NVidia、AMD、台積電三家公司平均。
資料來源：Bloomberg。

信用債 | 預期景氣難脫高利的拖累下, 信用債布局以投資級債為主

升息已近尾聲, 但在貨幣緊縮、高利率的環境, 且企業經營面臨的挑戰恐有增無減下, 信用債的布局應以獲利、金流穩健的投資級債為主:

- 1) 觀察過去Fed政策利率見頂後, 投資等級債表現往往優於非投資等級債。不妨可在升息末期, 利率逢高布局優質的公司債。
- 2) 在高利的導火線下, 引爆了矽谷銀行資產負債天期錯配的問題。不過觀察矽谷銀行倒閉引發恐慌的期間, 高評級的公司債、金融債利差也僅微幅走寬, 且整體殖利率仍隨公債利率略為往下, 表現持續穩健, 凸顯投資等級債更能抵禦景氣及恐慌的壓力。

在升息見頂後, IG債表現往往優於HY債



資料來源: Bloomberg。

即使在矽谷銀行倒閉引發恐慌期間, IG債表現仍持穩



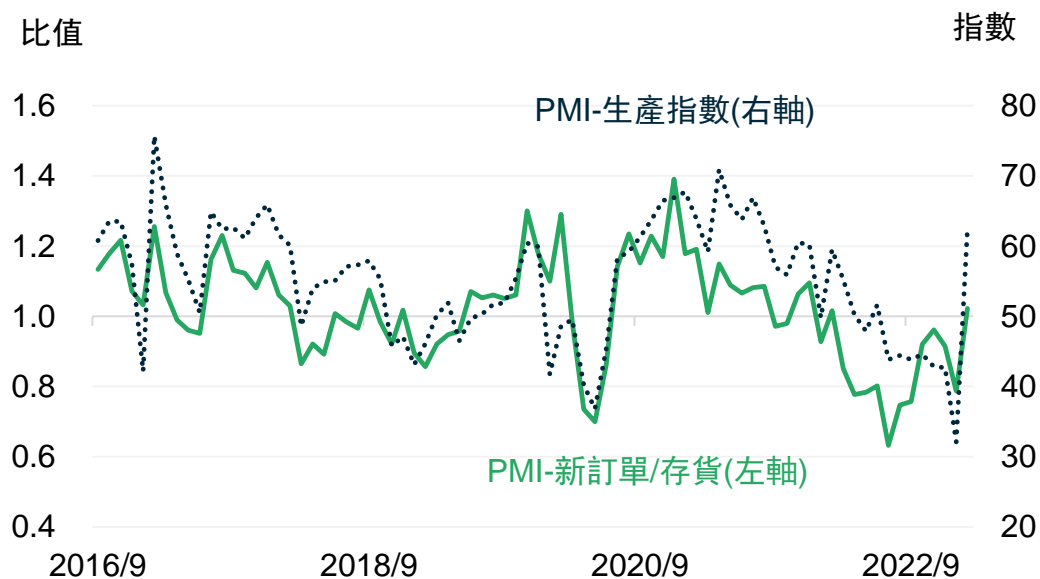
資料來源: Bloomberg。

台灣 | 廠商保守觀望的氣氛有所淡化, 上半年景氣在築底

台灣2月製造業PMI跳升11點至51.4, 連續7個月緊縮後首度回到景氣榮枯線上方, 雖然難以避免2月工作天數較長的干擾因素, 不過廠商在接單和生產方面都有所好轉, 保守觀望的氣氛有所淡化, 景氣似乎有漸趨低部跡象。

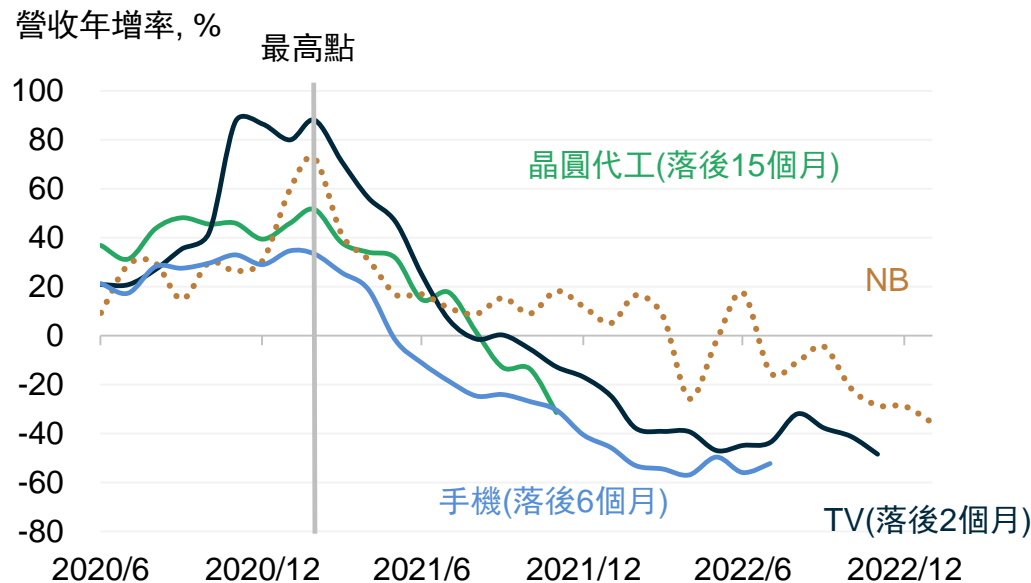
國發會公布景氣燈號呈現連3藍, 代表景氣持續低迷, 主委龔明鑫表示, 廠商去化庫存預計6月可告一段落, 景氣的低點有可能出現在5、6月。面對景氣轉折的時刻, 產業表現差異大, 例如化學暨生技醫療產業和基礎原物料產業快速轉為擴張, 而電力暨機械設備、電子暨光學產業則仍呈現緊縮。由於景氣仍未脫離谷底, **台股難出現全面大漲, 預料將呈現類股輪動的緩漲格局。**

製造業景氣漸趨底部, 新訂單/存貨比站上1



資料來源: Bloomberg。

晶圓代工Q1產能利用率仍在下探



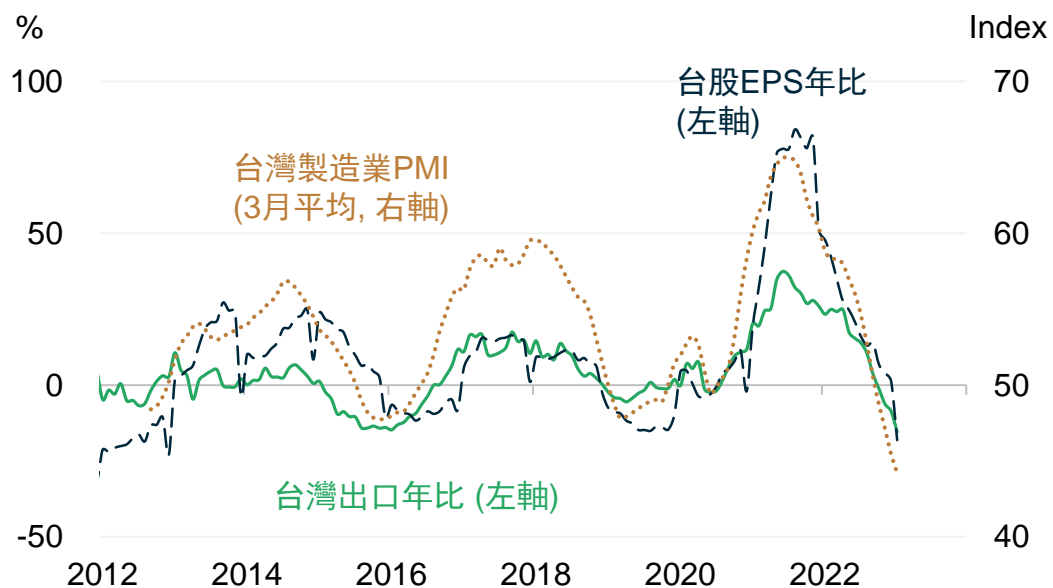
註: 晶圓代工採台積電、聯電、世界先進、力積電營收年增率平均; NB採宏碁、華碩、仁寶平均; TV採友達、群創、彩晶平均; 手機採穩懋、宏捷科、全新平均。
資料來源: Bloomberg。

台幣 | 基本面仍疲但獲外資推升, 惟留意外資動向並非單行道, 巨量買超著實有利換匯

台灣基本面：受全球製造業去庫存、消費性商品需求低迷影響，台灣出口與製造業持續不振。統計過往去庫存循環約為3-4季，現階段景氣可謂「烏雲漸散、靜待曙光」，惟台股獲利表現仍是受壓抑的階段。

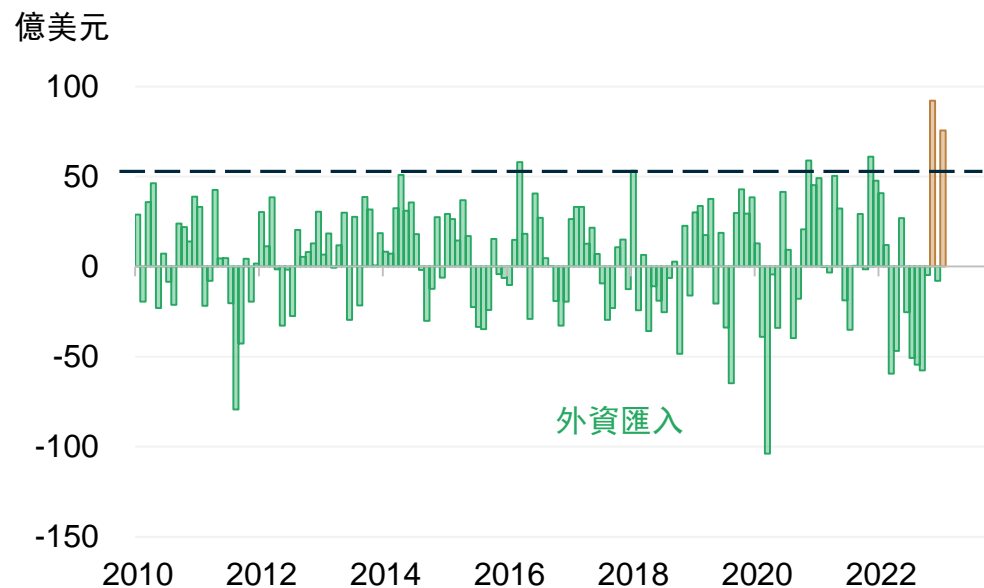
台幣匯價：美元不若去年強勢的背景下，的確有利台幣擺脫去年弱勢，但上半年電子業接單不佳狀況較難逆轉，將影響台股上半年獲利表現。而評價修復帶動台股升至年線附近，外資巨量買超的延續性恐有疑慮，因此後續震盪機會也將隨之升高，台幣匯價勢難擺脫台股震盪影響；此外，台海地緣政治風險猶存，若有換匯需求，可利用外資大幅匯入之際進行換匯。

台灣基本面仍呈頹勢，依舊不利台股獲利動能



資料來源：Bloomberg。

台幣受惠外資回補部位的巨量推升，但持續性恐有疑慮



資料來源：Bloomberg。

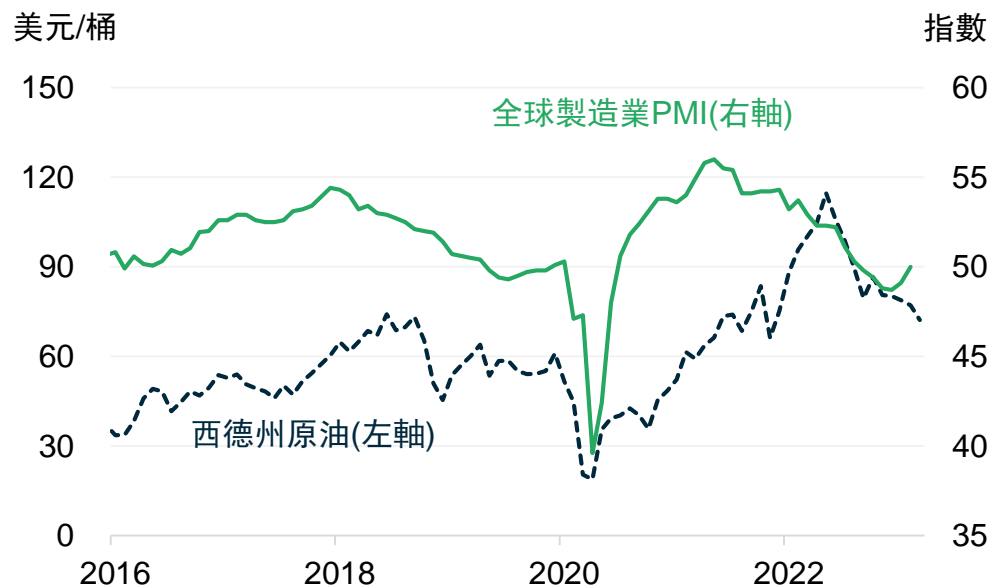
石油 | 中國解封與庫存拉高相拉鋸, 油價盤整格局看待

能源需求：俄烏衝突淡化，使油價自每桶120美元高處回落，不過，隨著中國防疫政策轉向，加上庫存調整有望近尾聲，帶動全球製造業PMI重新站上景氣榮枯線50，將有助於需求面的回升。

供給面：鑒於高油價的衝擊，美國政府不斷釋出戰備石油，甚至OPEC也小幅增產，使得原油庫存均有逐步攀升的現象，因此，油價難以再大幅飆升。

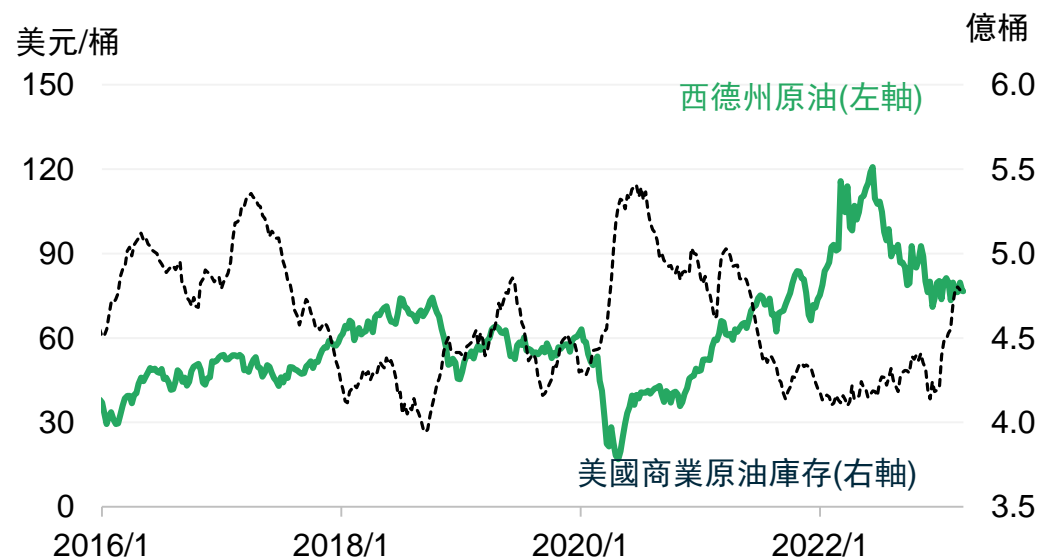
整體而言，油市供需漸趨平衡，油價將難以維持高位，研判區間震盪。

中國解封帶動PMI回升, 有助需求回升



資料來源：Bloomberg。

庫存拉高, 對油價形成上方壓力



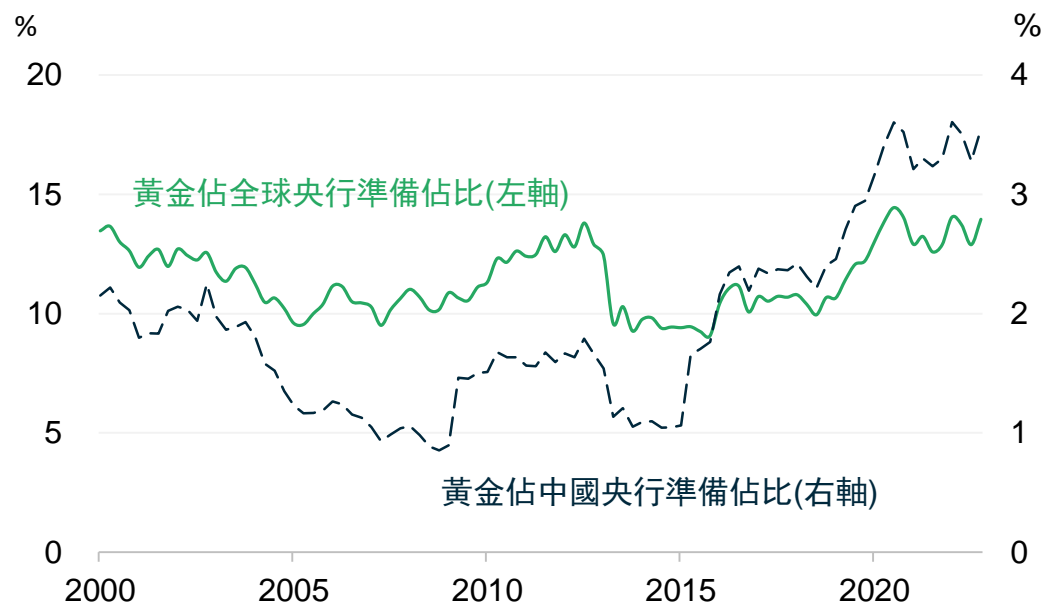
資料來源：Bloomberg。

黃金 | 全球央行提升黃金準備, 聯準會進入升息循環尾聲, 將有利金價長線表現

央行準備：近年疫情、戰爭等災禍不斷，國際政治不穩定的情況似乎見不到底線，使得黃金佔央行的準備比重維持上升態勢，也給予金價實質買盤的需求，即便Fed連連升息，金價跌幅也有所支撐。

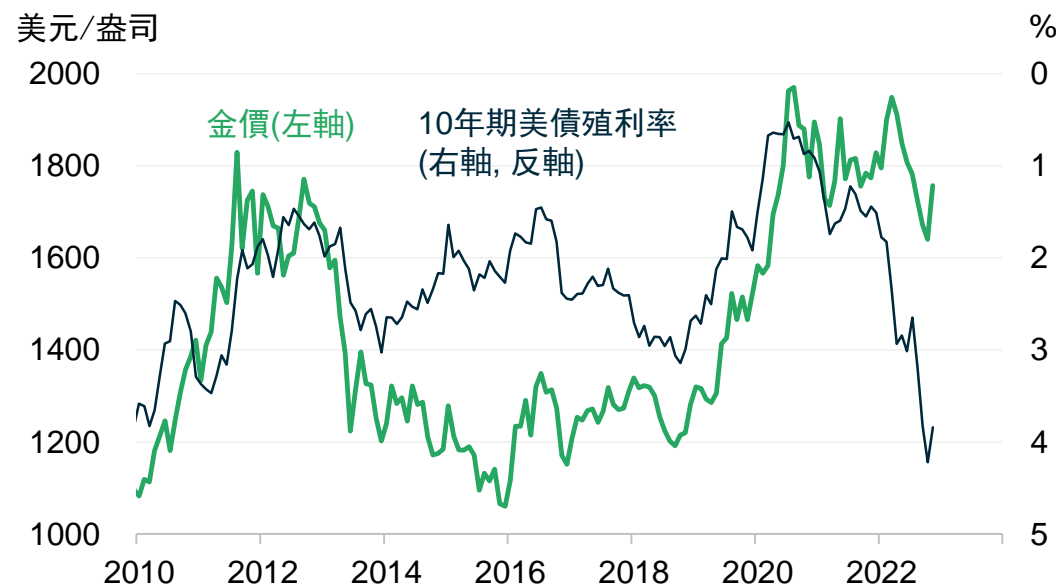
金價走勢：鑒於聯準會激進緊縮已然結束，美債殖利率與美元指數短線上雖有跌多反彈的可能，但下行趨勢應不至於逆轉。因此，就全年而言，隨聯準會進入升息循環尾聲，將有利後續金價表現。

貿易戰以來，央行的黃金準備佔比持續維持高位



資料來源：Bloomberg。

聯準會緊縮對金價的逆風逐漸降溫



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