

最新全球總體經濟情勢分析

20230606 中信證券第二季前瞻論壇



中國信託
CTBC

林建甫 博士

中信金控首席經濟學家

中信金融管理學院講座教授

台大經濟系名譽教授

e-mail: clinjeff@ctbcholding.com

大綱

01 立足點

02 2023年政經局勢多變

03 G3經濟、貨幣政策與市場

04 大中華經濟、貨幣政策與市場

05 前瞻與對策

1. 立足點

- 大疫不過三年
- 俄烏戰爭膠著
- 美中無解
 - 修昔底德陷阱
 - 貿易戰關稅未解
 - 科技戰卡脖子



近期中美關係和緩跡象	
項目	內容
經貿溝通	中國商務部長王文濤5月赴美, 與美國商務部長雷蒙多、貿易代表戴琪會晤, 同意保持溝通
投資禁令	美國對中國敏感行業投資禁令仍未有時間表, 正研擬更具針對性、可管理且易懂的項目
美歐夥伴	美國國務卿布林肯於美歐貿易和技術委員會後表示, 美歐都能從對中貿易及投資中獲益, 現正專注於「降風險」
G7戰略	美國總統拜登表示, 不尋求與中國衝突, G7應設立共同原則應對中國挑戰
企業動態	特斯拉執行長馬斯克、摩根大通執行長戴蒙和星巴克執行長納拉辛漢等企業高層陸續訪中, 中方外交部表示歡迎

製表: 楊靖安



林建甫專欄: 美國資本主義的治理問題比你想像的還要嚴重

《經濟論衡》 俄烏戰爭舉世獨特的教訓

林建甫 2023/04/17 11:17 點閱 2088 次

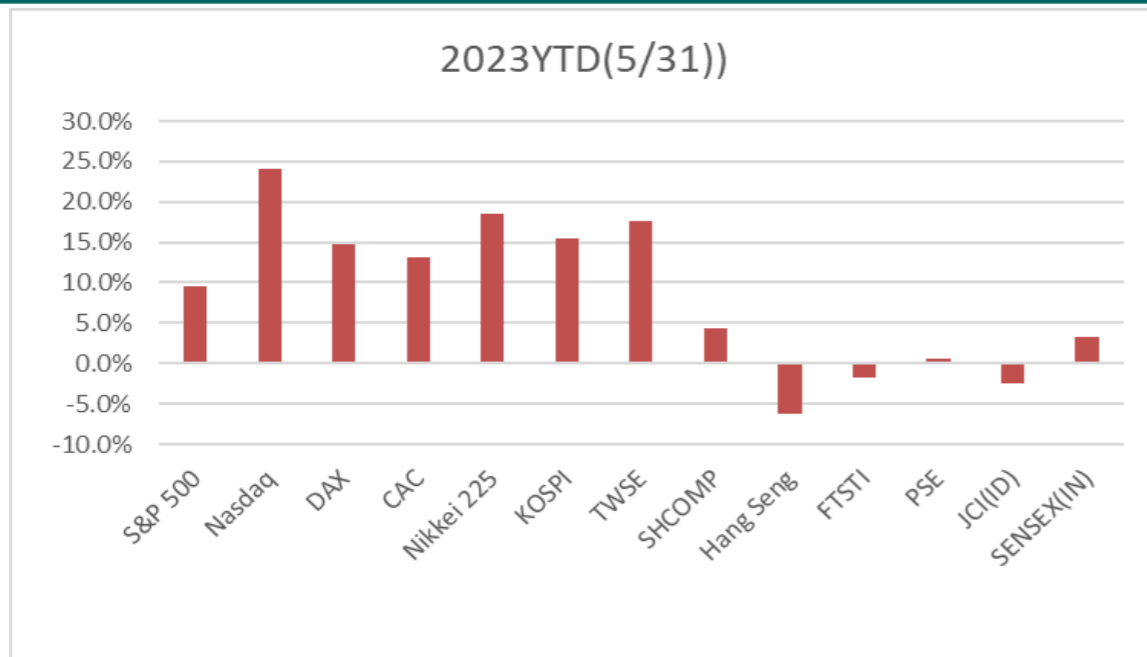
(專論) 俄烏戰爭讓和平經濟紅利消失
2023.02.02 21:21 | 記者林建甫 |

風傳媒 THE STORM MEDIA

臺灣醒報

臺灣時報 TAIWAN TIMES

2023 YTD股市



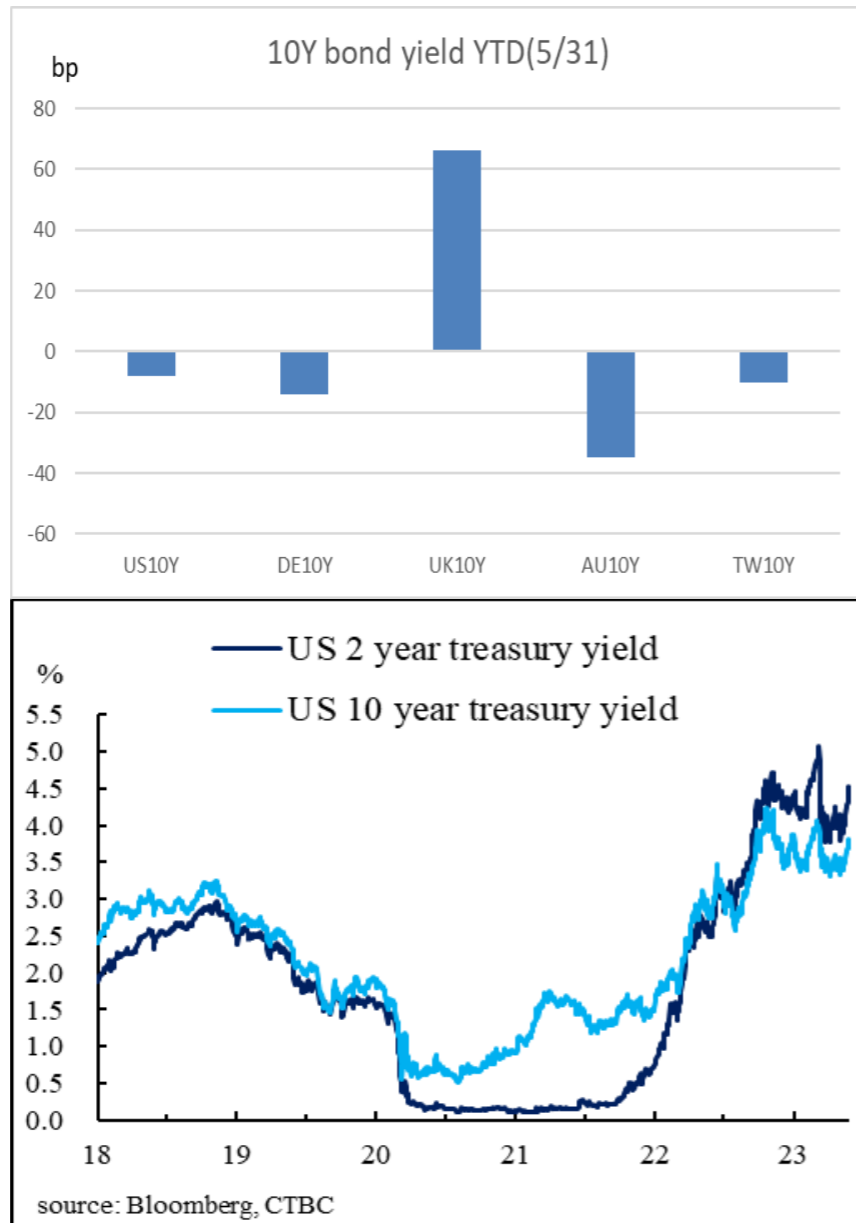
Source: Bloomberg

- 市場受對聯準會政策預期影響而劇烈變動。去年漲多的股市，今年呈現回跌。
- 去年大幅修正的科技類股，今年明顯反彈。
- 中國及香港股市表現相對弱勢。
 - 香港股市表現不如預期，主係房地產復甦力道不如預期。
 - 中國經濟復甦力道不如預期。

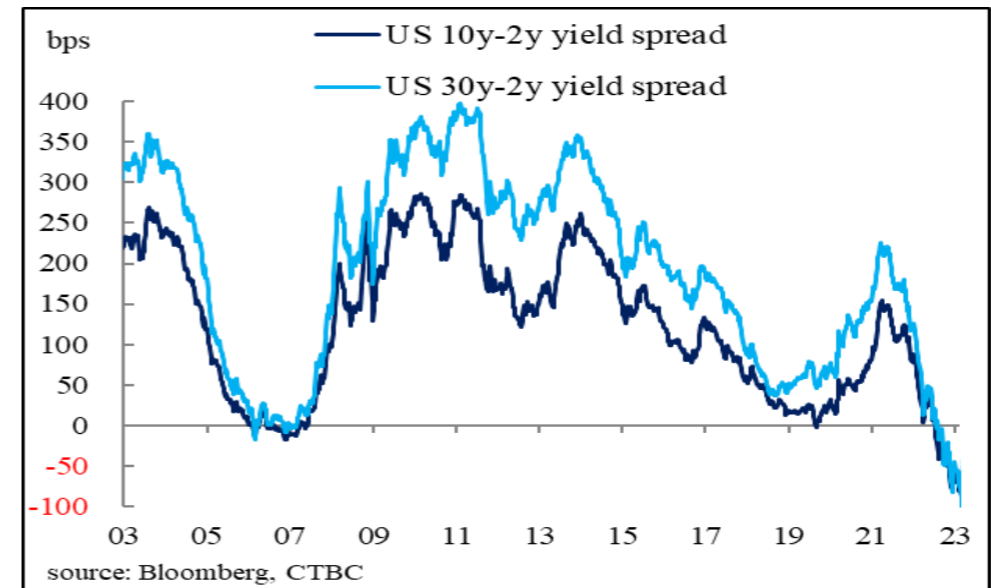
2022年全球主要股指表现：纳指跌超33%沪指跌15%，印度股指领涨。



2023 YTD債市



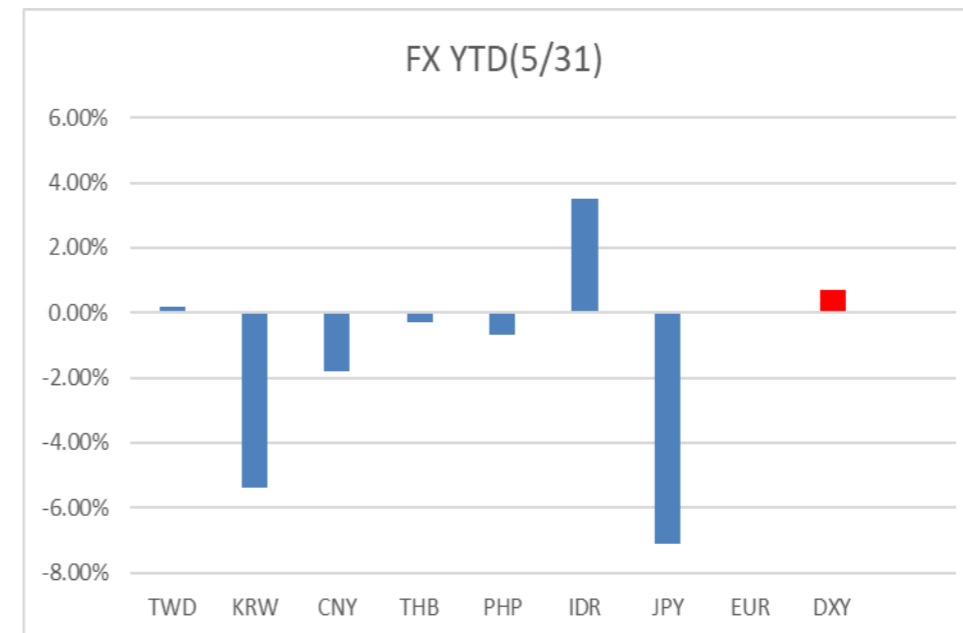
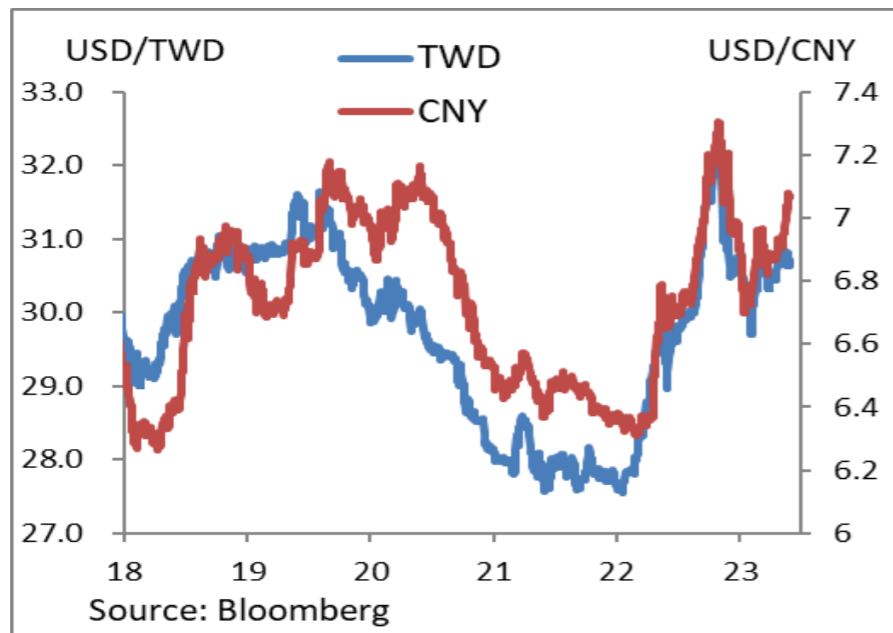
- 去年10月至今年2月初，市場預期今年聯準會下半年將降息。
- 2月初公布強勁非農就業數據，輾轉市場對聯準會的預期，更有人預期聯準會將升息至6%。
- 3月爆發SVB等美國中小銀行金融風險，市場又開始預期聯準會年底前將降息。
- 5月初以來經濟數據優於預期，配合官員談話偏鷹，又再度引起6月可能再升息1碼、年底不降息的預期。長短利差仍維持倒掛。
- 5月以來主要債市殖利率跌幅明顯縮小。
- 長短利差持續倒掛。



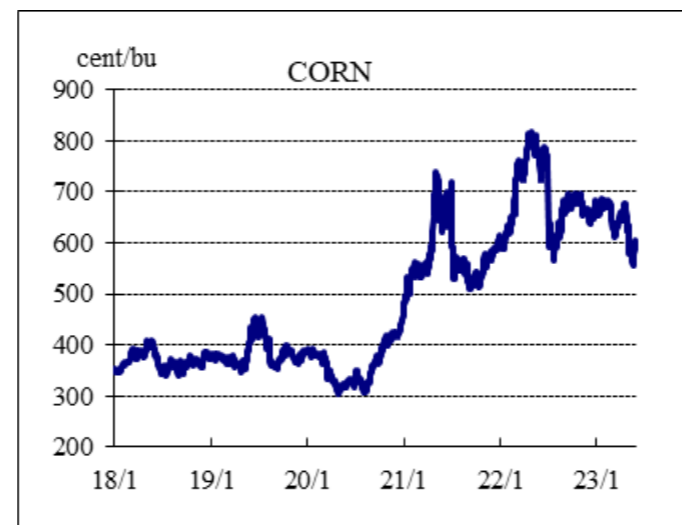
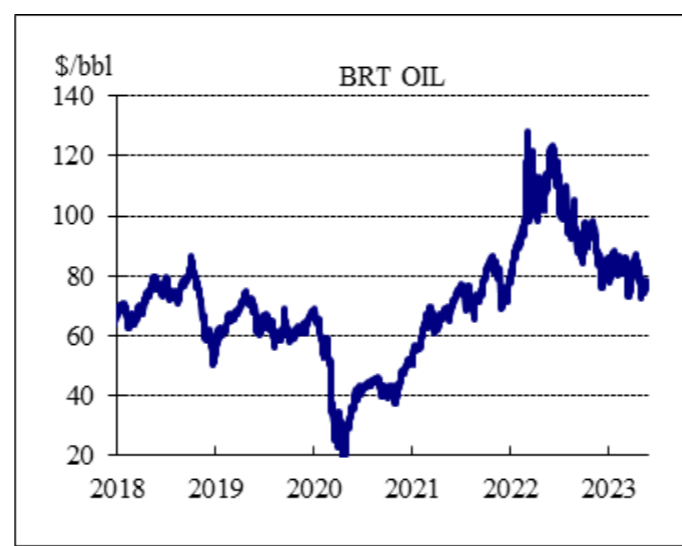
2023 YTD匯市



- 今年國際美元指數震盪，至5月底持平於去年底，主要受聯準會政策預期干擾。
- 今年亞洲新興亞洲國家匯率走勢呈現分歧，新台幣、印尼盾偏強，但日圓、韓圓、人民幣偏弱。
- 去年以來人民幣與新台幣連動性高；但近期人民幣偏弱，新台幣則維持相對強勢。



2023 YTD商品市場



- 金價今年以來上漲6.3%，主係預期聯準會升息循環即將告終，加上中國及俄羅斯等央行去美元增持黃金所致。
- 布蘭特油價今年以來上下震盪，迄5月9日下跌10.8%，因市場對景氣衰退疑慮升溫。
- 銅價今年以來震盪，目前下跌2.8%，因中國解封經濟復甦力道不如預期。
- 玉米價格今年來跌11%，反映景氣趨緩。

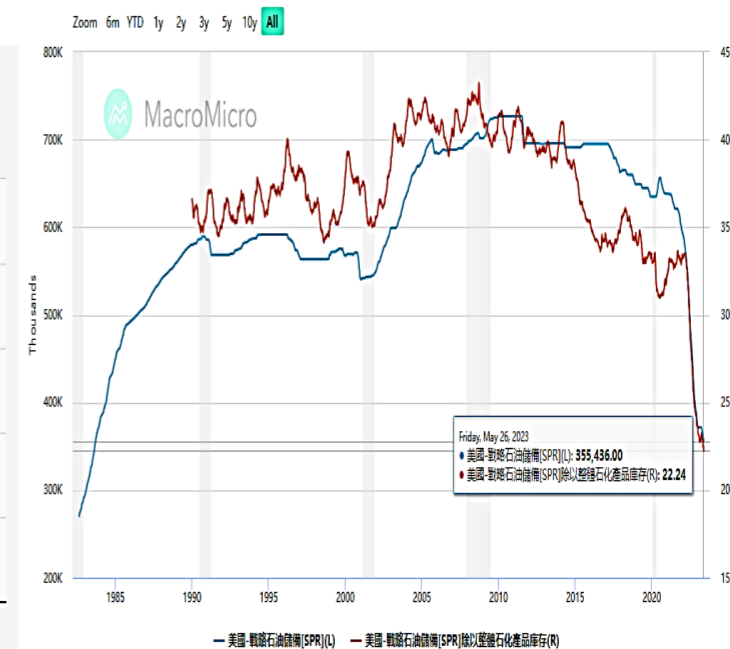
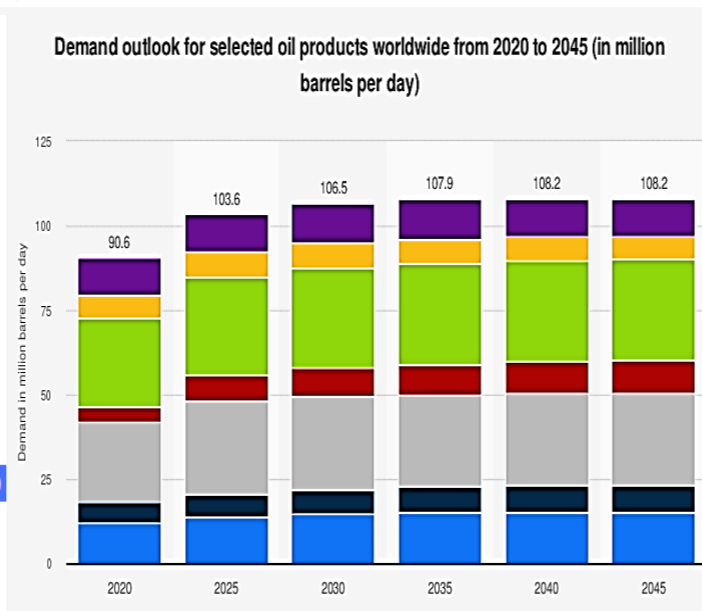
專家傳真 - 金價漲跌有據，近來又添新因

Source: Bloomberg

04:10 2023/04/27 | 工商時報 | 林建甫中信金控首席經濟學家、中信金融管理學院講座教授

油價起起「伏伏」

- 國際油市成為大國角力的競技場，大國博弈下的國際油價難料。
- 俄烏戰爭後，美國油企不斷增產，直接搶奪俄羅斯出口市場。
- 美國能源部長Jennifer Granholm國會聽證表示戰略石油儲備（SPR）重新填補的理想水平在67美元至72美元之間，或者當油價在較長時間內低於70美元時。
- 2/8 Biden 國情咨文演說，宣揚他的乾淨能源倡議，並警告氣候變遷是美國的「外部威脅」，但也說「我們仍將需要石油和天然氣一段時間」，「我們將還要再需要石油十年」。
- 4/2 OPEC+意外宣布，從5月起每日將再減產166萬桶，使該組織累計減產規模達366萬桶。沙烏地阿拉伯率先宣布每日減產100萬桶，俄羅斯也把自願減產每日50萬桶的政策，延續到今年年底。當時油價再度漲破每桶80美元。
- 但經濟衰退預期導致原油需求下滑，油價仍低迷。



主要預測機構對GDP預測(台經院整理)

	EIU 2023.05 (2023.04)		S&P Global 2023.05 (2023.04)		UN 2023.05 (2023.01)		IMF 2023.04 (2023.01)		OECD 2023.03 (2022.11)		WB 2023.01 (2022.06)	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
	Global	2.2	2.5	2.3	2.6	2.3	2.5	2.8	3.0	2.6	2.9	1.7
	2.1	2.4	2.3	2.7	1.9	2.7	2.9	3.1	2.2	2.7	3.0	3.0
USA	1.0	1.0	1.2	0.9	1.1	1.0	1.6	1.1	1.5	0.9	0.5	1.6
	1.0	1.0	1.4	1.5	0.4	1.7	1.4	1.0	0.5	1	2.4	2.0
Japan	1.1	1.2	1.0	1.2	1.2	1.0	1.3	1.0	1.4	1.1	1.0	0.7
	1.0	1.2	1.0	1.2	1.5	1.3	1.8	0.9	1.8	0.9	1.3	0.6
Euro Area	0.8	1.5	0.9	1.1	0.9	1.4	0.8	1.4	0.8	1.5	0.0	1.6
	0.7	1.5	0.8	1.1	0.1	1.6	0.7	1.6	0.5	1.4	1.9	1.9
China	6.1	4.9	5.5	5.3	5.3	4.5	5.2	4.5	5.3	4.9	4.3	5.0
	5.7	4.7	5.3	5.5	4.8	4.5	5.2	4.5	4.6	4.1	5.2	5.1
World	2.2	3.2	-	-	2.3	3.6	2.4	3.5	-	-	1.6	3.4
Trade	2.1	3.2	-	-	-0.4	2.5	2.4	3.4	2.9	3.8	4.3	3.8

Sources: 1. IMF: World Economic Outlook, April 2023(20230411).
 2. UN: World Economic Situation and Prospects as of mid-2023 (20230516)
 3. S&P Global(20230515). 4. OECD: OECD Economic Outlook, Interim Report(20230317).
 5. EIU: One-click report : World (Forecast Closing Date:20230515).
 6. WB: Global Economic Prospects January 2023.

2. 2023 年政經局勢多變



美中新冷戰越演越烈，全球碎片化發展格局已不可逆

- 貿易戰陷入僵局
- 科技戰越演越烈
- 意識形態之爭白熱化
- 貨幣金融戰煙硝味四起
- 地緣政治風險急遽升溫

未來可能趨勢研判：

- 俄烏戰爭進入斡旋階段
- 亞太政經局勢出現新變數，有利台海避免發生軍事衝突
- 供應鏈重組加快
- AI 新科技 更多更快

ChatGPT是天使 還是惡魔？

04:10 2023/02/07 | 中國時報 | 林建甫

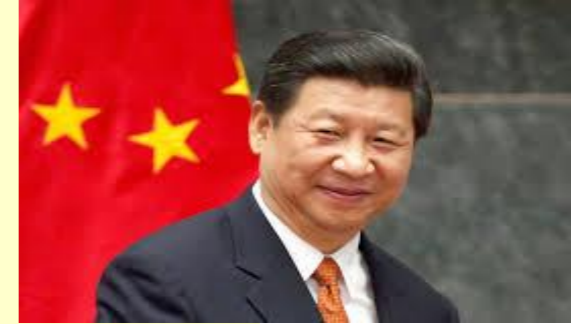
奇點將降臨 ChatGPT會搶了誰的工作？

04:10 2023/04/04 | 中國時報 | 林建甫

美中全球政經對抗

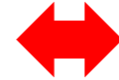


美中全方位激烈競爭
~爭取全球政經規則的制定者



馬歇爾計畫

-IMF、World Bank、印太戰略



一帶一路戰略

-金磚基金、清邁倡議、亞投行

聯合國體系、TPP



RECP、金磚國家峰會、一帶一路國家峰會、中亞峰會、海灣國家峰會

美元體系、Swift system



擴大SDR權重、人民幣國際化

AUKUS、QUAD、FVEY、IPEF、北約



RCEP、全球安全倡議、人類命運共同體、軍事同盟體系等

民主自由、資本主義、公平貿易、資訊公開



社會主義(民本)、國家資本主義、自由貿易、資訊管制

地緣政治轉變成為驅動全球供應鏈重組之關鍵

- G7廣島會議隱含美中角力，會議隱含重點：
 - 各國除敦促中國解決俄羅斯問題，也同時實行圍堵中國之行動。此並非直接與中國要脫鉤，但蠶食鯨吞降低中國在國際供應鏈與政治影響力。
 - 具體包含日本軍事力量逐步增加、美國陣線聯盟(美韓日臺)發展半導體合作以及美國限制盟國與中國之半導體合作等。
- 全球供應鏈重組加快、俄烏戰爭將落幕、各國佔隊美中兩國相抗。



Source: CTBC整理

• 驅動力量

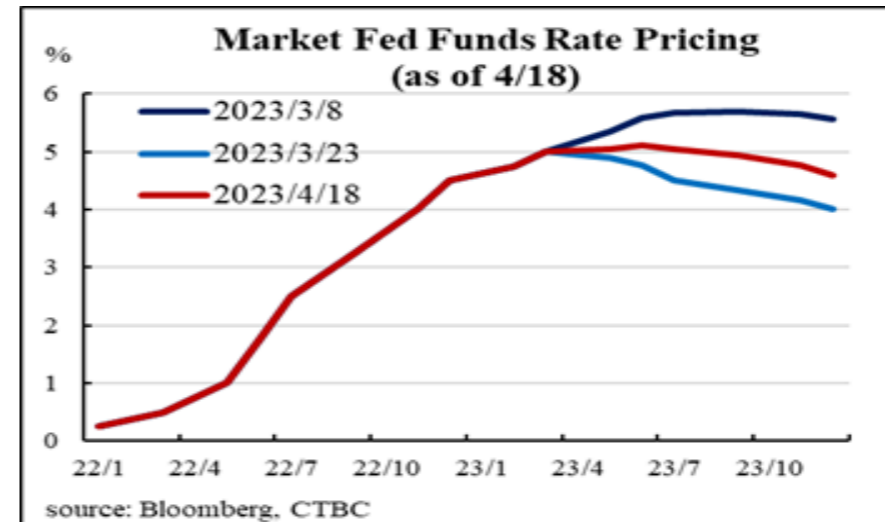
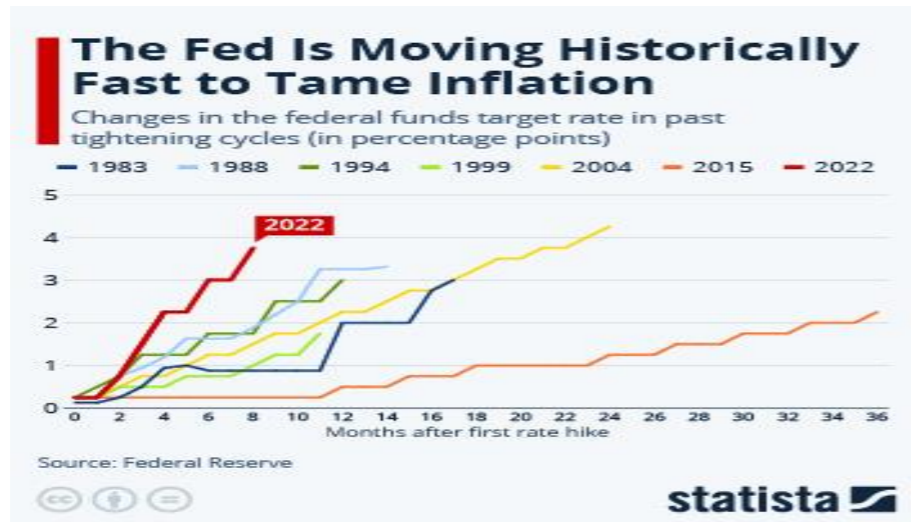
- 區域影響力及供應鏈安全
- 基於新興科技運用更普及
- 基於ESG發展

• 供應鏈的轉變

- 從及時供應、效率最佳化的考量，轉為更彈性、更分散、更安全、更精準

利率 higher for longer

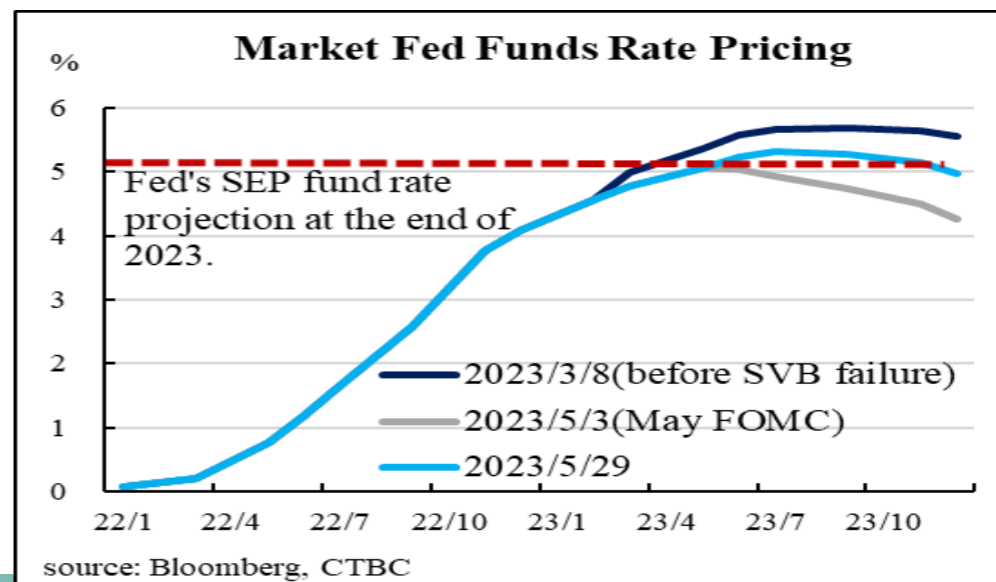
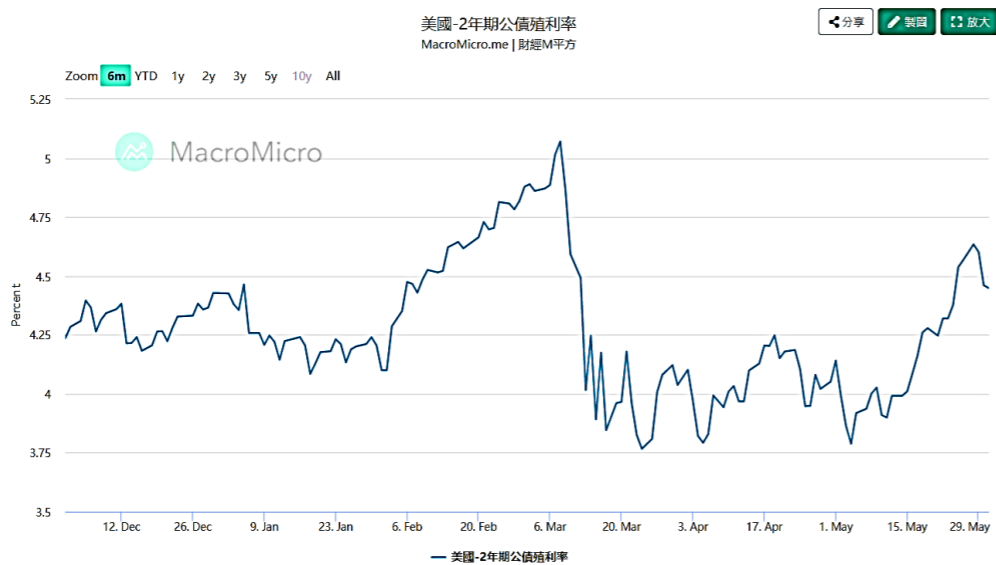
- 2022美聯準會升息17碼，2023年1, 3, 5月又各升息1碼。
- 聯準會6月是否會升降息？預測不會。
- 點陣圖預估到年底聯邦資金率維持在5.0~5.25%，這跟市場預期降息有落差。
- 經濟前景低迷，企業希望降低成本。
 - 目前聯準會官員仍認為，利率將維持高點一段時間，下半年降息的可能性很低。後續隨物價數據的公布，市場對聯準會下半年貨幣政策走向的預期，也將出現劇烈波動。
 - 金融市場預期美國聯準會下半年將降息(下右圖)。
- 當官員的政策態度與市場預期出現嚴重分歧，最終將隨著時間逼近，總有一方必須被迫修正；而修正的過程勢也必對金融市場造成劇烈波動。



林建甫專欄：想等聯準會降息再創股市榮景，還很有得等 2022-10-07

美債殖利率波動大

- 5月初美債殖利率大幅彈升的主因是市場對聯準會貨幣政策預期出現戲劇性的改變。
 - 5月初聯準會升息1碼後，市場原本高達90%的機率預期6月中召開的FOMC將暫停升息，但五月中市場對6月再升息1碼的預期大幅攀升，至5月底預期升息機率已攀高到60%。更甚的是，原本預期今年底FOMC將降息2、3碼，至5月底降息預期已消失殆盡。
 - 造成市場預期變動如此劇烈的原因：1)陸續公布的4月份經濟數據較3月好轉，使得投資人對景氣退的疑慮明顯減退；2)4月公布的CPI數據降幅沒有前幾個月大，且最新公佈的核心PCE物價年增率又出現反彈，讓市場對通膨疑慮升溫；3)官員談話有偏向鷹派的趨勢。除此之外，原本被市場視為重大變數的美國債務上限談判，陸續出現比較正面的訊息，更讓市場風險偏好情緒大幅上升。
- 特別須留意的是，5月初美債殖利率走高的背景，跟今年2月初美國公布意外強勁的非農就業數據，從而導致降息預期轉變成升息預期的場景極為雷同；當美債殖利率明顯走高，就出現如SVB等美國金融風險，又讓金融市場轉而預期聯準會將降息。

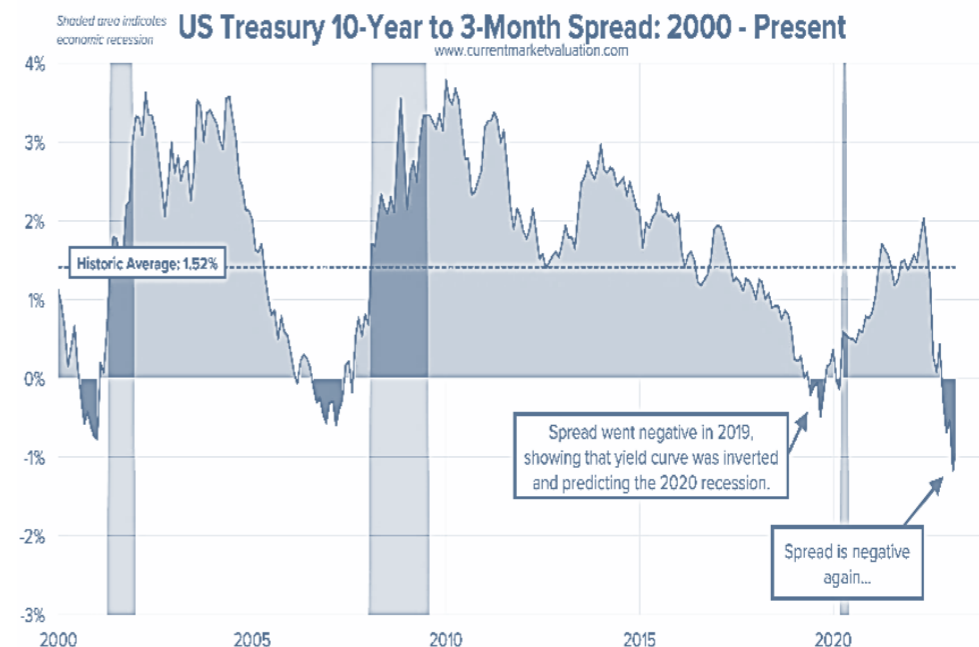


升息的問題

- 主要手段是升息，縮表只是配套政策
- 大舉升息，產生殖利率倒掛。長短利率倒掛程度為1980年代以來最嚴重。
- 加息意味著提升美元的使用成本。對比，縮表意味著收緊美元的流動性。
- 縮表可以精準控制殖利率曲線。縮表有助於防止收益率曲線倒掛或避免特別深度的倒掛。縮表直接出售資產，對殖利率曲線特定部分微調。
- 藉由過去的文獻研究，反向推估聯準會每減少1000億美元的資產，將推升10年期美債殖利率約2.3~2.7bp。若未來聯準會以每個月最高950億美元的速度縮表一年，約當縮減資產負債表1.14兆美元，理論上將推升10年期美債殖利率26~31bp。

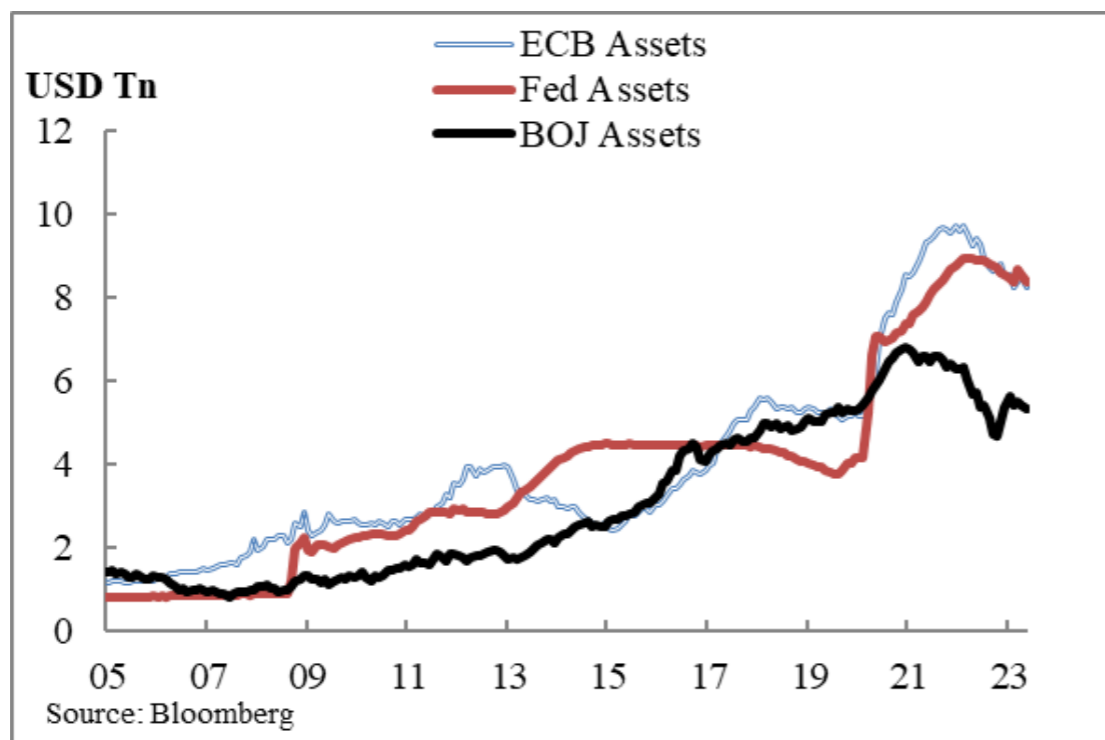
資料來源	聯準會購債壓低10年期美債殖利率的效果
FEDS Notes(2017/4)	2008年至2014年購買資產約4.5兆美元，共壓低10年期美債殖利率105bps。
前Fed主席Yellen演講(2017/1)	引述2015年Engen, Laubach, and Reifschneider等研究指出，金融海嘯後歷次資產購買共壓低10年期美債殖利率120bps。
前Fed副主席Fischer演講(2015/2)	引述2013年Li and Wei及2012年Ihrig等研究指出，金融海嘯後歷次資產購買共壓低10年期美債殖利率110bps。

專家傳真 - 再升息是笨方法 應考慮多縮表



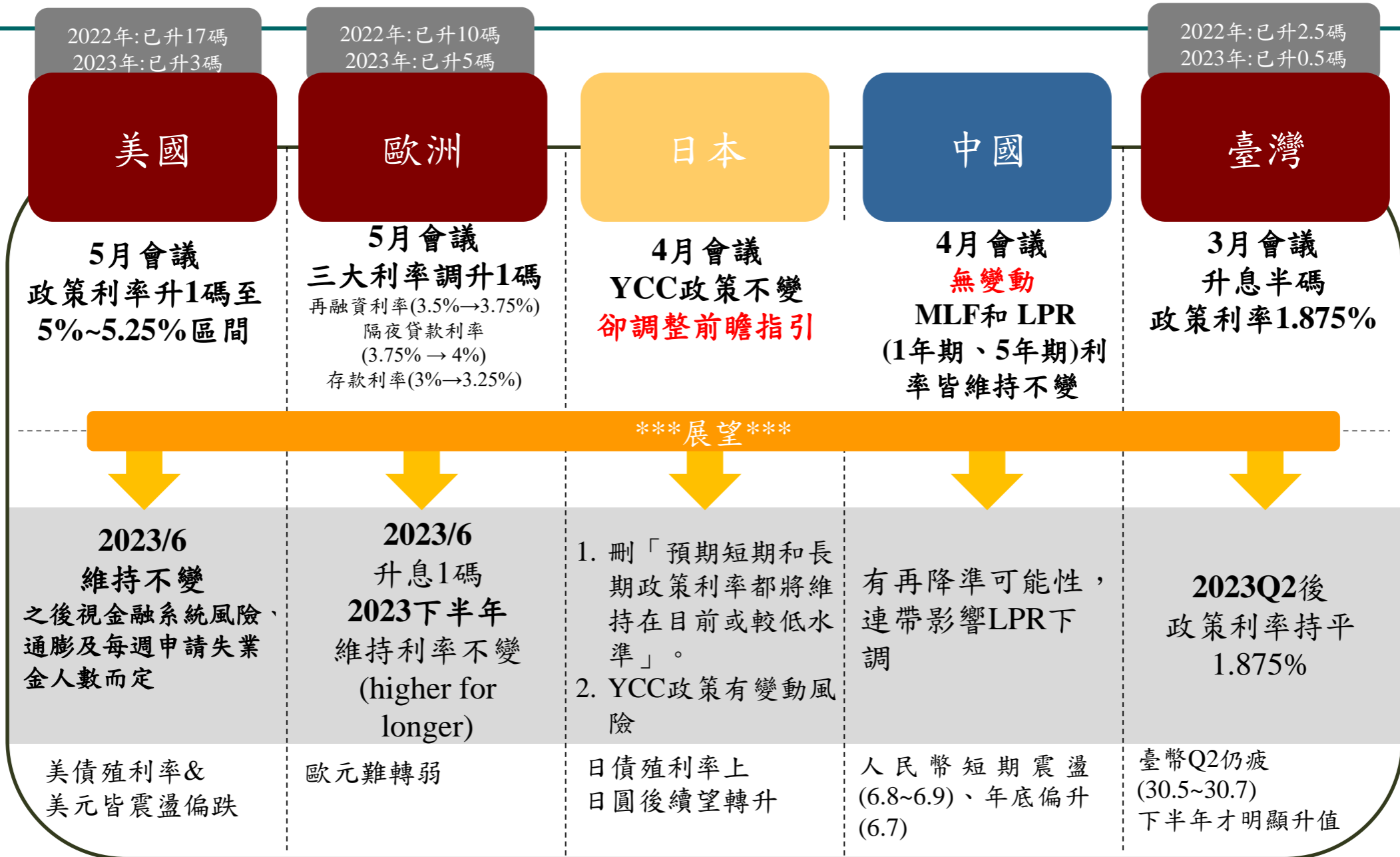
流動性充沛

- 疫情導致3大央行資產從2020年3月開始一度大增10.3兆美元；去年以來至今年2月僅縮減3兆美元。三大央行資產達22兆美元。
- 3月SVB事件又讓資產增加6000億美元。
- 4、5月陸續減持，目前三大央行資產回到22兆美元附近。



- Fed資產從2020年2月的4.15兆美元大幅膨脹至2022年4月的8.94兆美元；去年以來至今年2月降低5570億美元至8.38兆美元。3月受SVB事件影響，資產又再度擴大至8.7兆美元；5月降至39兆美元。
- ECB資產從2020年2月的5.16兆美元大幅膨脹至2022年2月的9.75兆美元，之後逐漸下滑至今年2月的8.27兆美元。3月資產又膨脹至8.4兆美元；5月為8.27兆美元。
- 日本央行資產從2020年2月的5.4兆美元，持續上升到2020年12月的6.8兆美元，之後開始逐漸縮小至2022年10月的4.68兆美元。去年10月以來至近期又增加到5.54兆美元。5月為5.3兆美元。

貨幣政策走向



3. G3經濟、貨幣政策與市場

美國主要關鍵句

- 中小銀行信貸緊縮
- 美商用不動產風險大
- 美經濟轉弱
- 美核心通膨仍將在3%以上
- 今年Fed降息機率低
- 美元震盪偏弱
- 美債殖利率難續漲

聯準會不斷升息，金融動盪難免

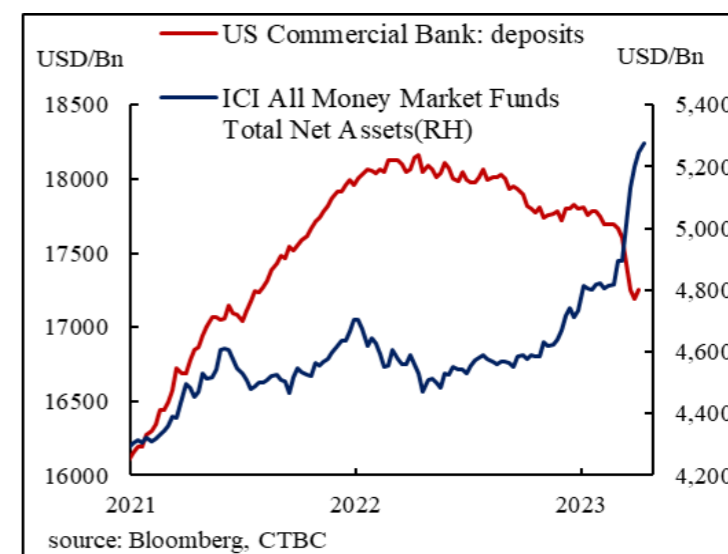
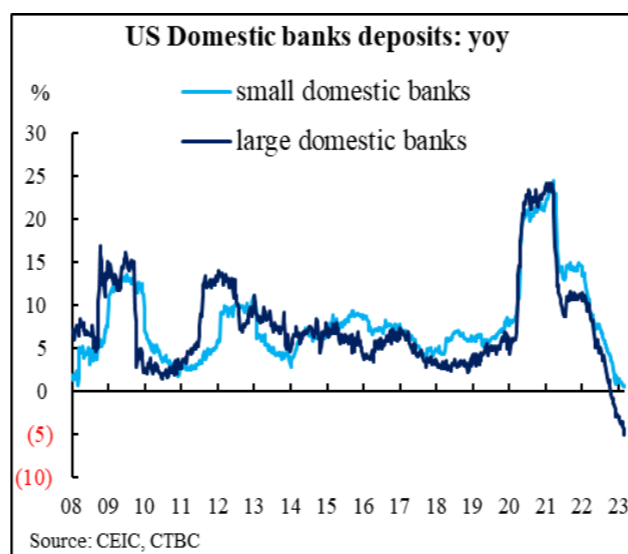
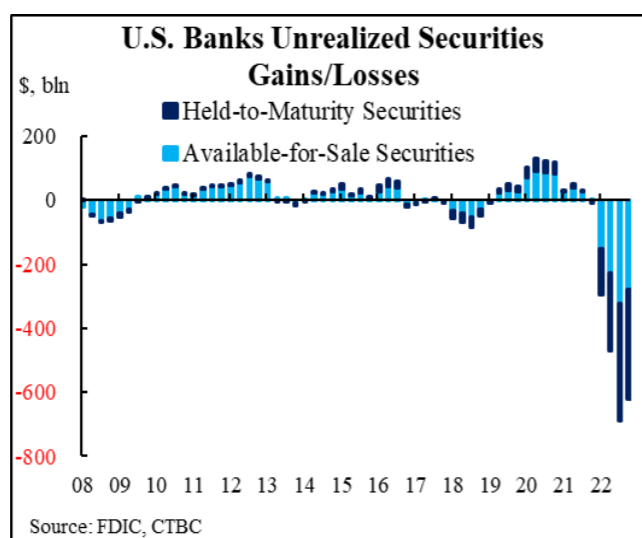
- SVB事件蔓延迅速，以不到一週的時間走向破產之路，一週內美國出現三家中小銀行倒閉，金融市場措手不及
 - SVB集團於1982年成立，並於1988年掛牌上市，為矽谷存款相對充裕的銀行之一。依據FDIC統計至2022年底，SVB為全美4746家商業銀行中，排名第16大商業銀行。
 - 同週在SVB倒閉之前，Silvergate因加密貨幣市場深陷泥淖，宣布停止營運；另一家加密貨幣友好銀行Signature，因紐約銀行監管機構避免危機擴散，關閉其營運。
 - SVB出事主因是資產負債存續期間嚴重錯置（借短支長遇到殖利率倒掛），SVB絕大多數負債都是存款且往來客戶集中新創科技業。股價崩跌亦引發投資人擔憂發生擠兌事件，導致擠兌事件成真。
 - 美國矽谷銀行在倒閉之後，3月27日終被等美國第一公民銀行（First Citizens BancShares）以165億美元收購，正式接手矽谷銀行的所有存款與貸款；
 - 第一共和銀行經歷連日股價大跌後，5月4日正式被摩根大通銀行向美國聯邦存款保險公司（FDIC）支付106億美元收購。
- **美政府解決危機**
 - 美國監管機構的聯合聲明已表示不會救助銀行本身、銀行股東和無擔保債權人，但對所有存款提供擔保、承諾存戶可以取回所有存款，而不限於FDIC能夠擔保的25萬美元。
 - 新的銀行融資計畫（BTFB），意在保護受SVB倒閉後市場不穩定因素衝擊的機構，包括向以美國國債、抵押貸款或是其他證券做為抵押品的銀行，提供最長為期一年的貸款。財政部也宣布由外匯穩定基金，撥出最高250億美元資金以支持Fed的BTFB計畫。
- UBS Group也在瑞士央行的安排下，以30億瑞士法郎的代價收購瑞士信貸。
- 小心下一個危機德意志銀行。

專家傳真 - SVB危機可控 市場動盪難免

04:10 2023/03/16 | 工商時報 | 林建甫中信金控首席經濟學家、台大經濟系名譽教授

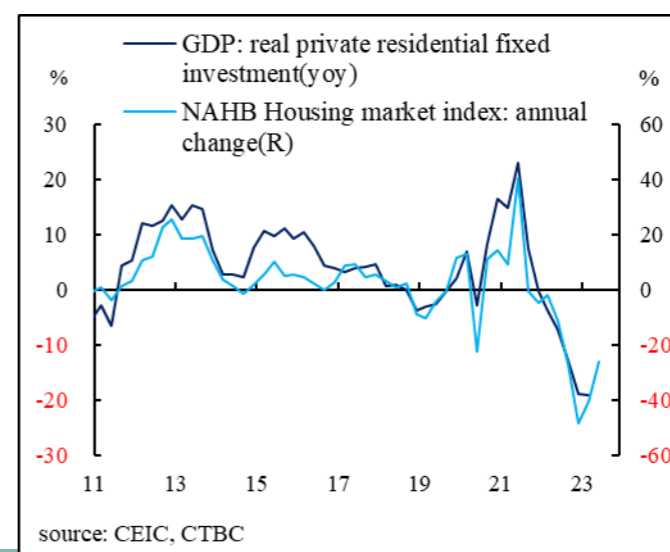
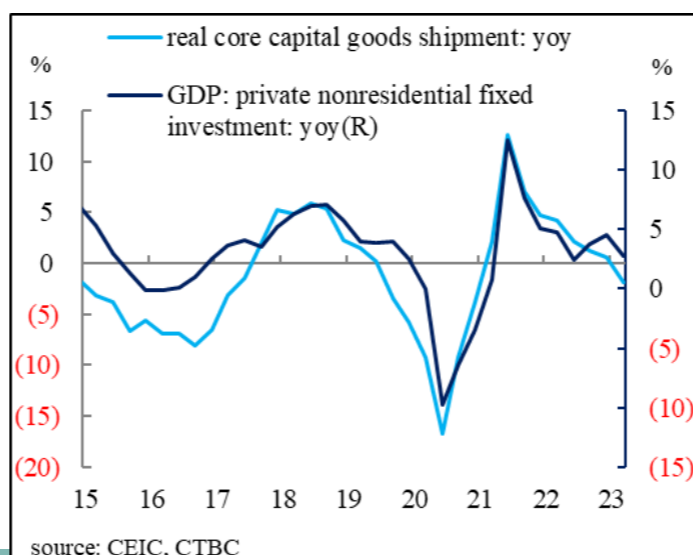
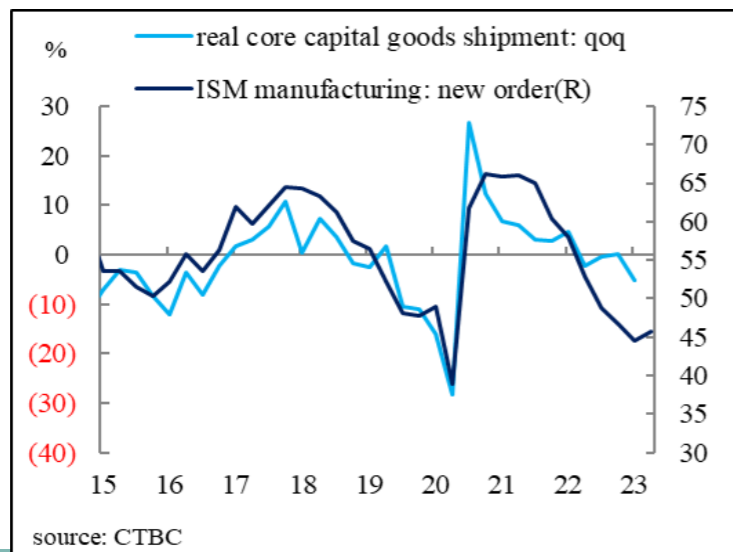
美國銀行業正面臨2008年以來最艱困的營運環境

- 資產端之證券未實現損失為2008年以來最大
- 負債端之存款持續流失
 - 債券殖利率、貨幣市場基金利率上升的速度遠快於銀行存款利率上調的速度，導致存款持續流出，程度為2008年以來最嚴重。
 - 彭博報導近期小銀行存款加速流失，存款加速轉移到大銀行，或流入公債、貨幣型基金。
- SVB風波後，銀行業放貸標準將更嚴格，尤其是小銀行，以確保流動性足夠，能夠支應存戶的提領。
- 中小型銀行在美國經濟中扮演重要角色：總資產不到2,500億美元的銀行所承做的貸款，占全美相關市場的比率分別是：工商業貸款占比大約50%，住宅房貸60%，商用不動產貸款占比更是高達80%。至於消費者貸款，則約占45%。
- 銀行信貸緊縮對經濟的影響相當於聯準會升息效果。



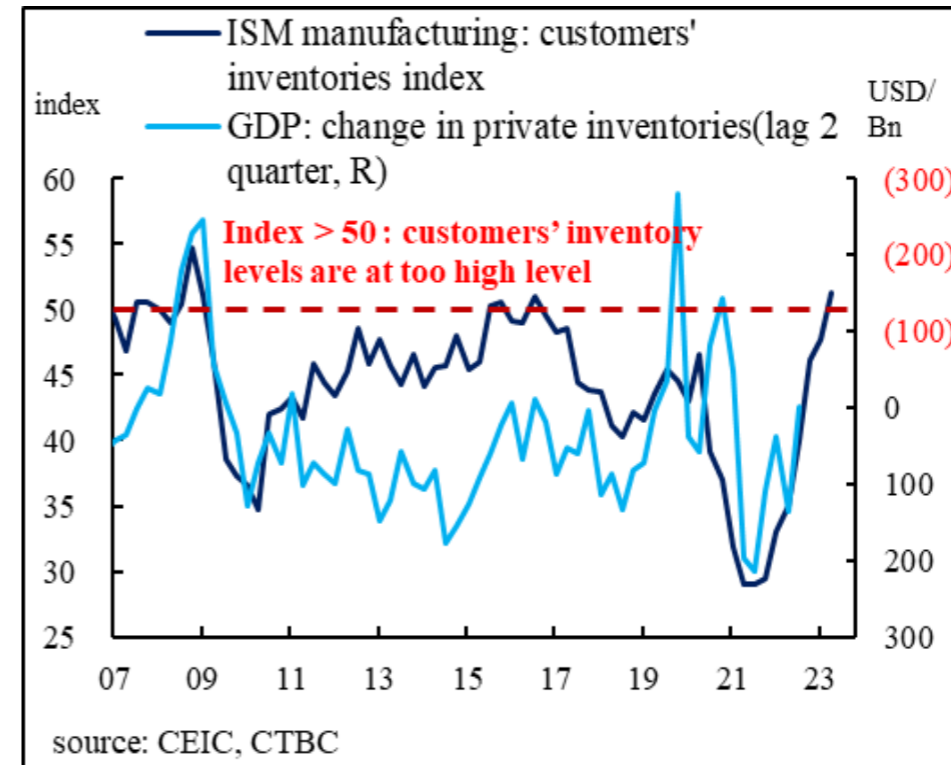
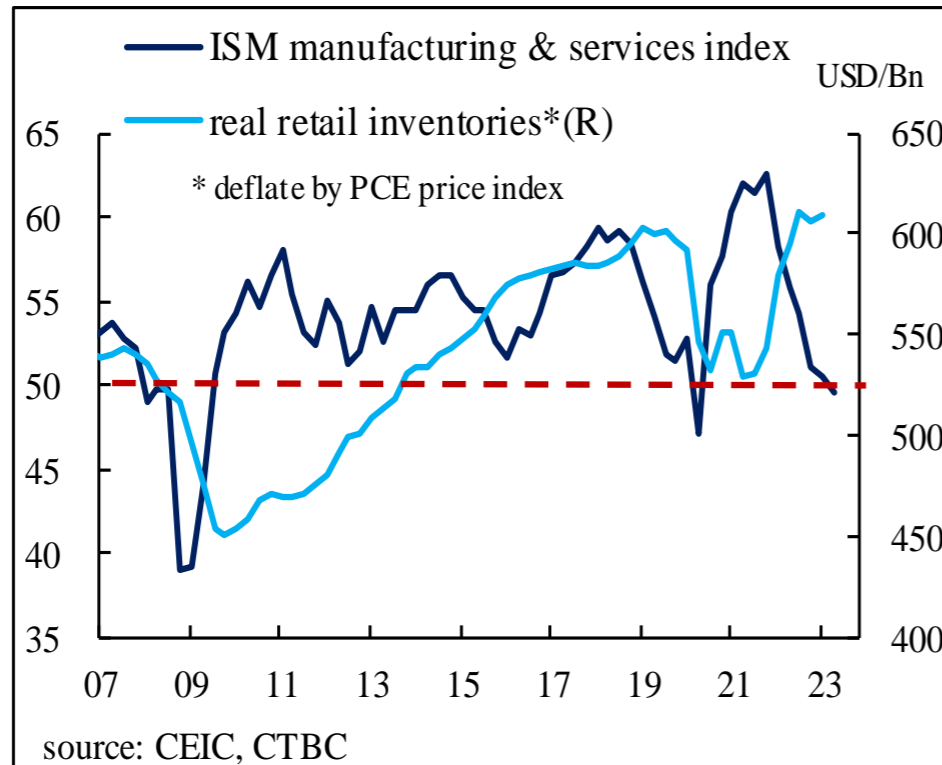
美商用不動產情勢嚴峻

- 固定投資-非住宅投資對第一季GDP的貢獻度縮小(0.5p.p. → 0.1p.p.)。
- 商用不動產情勢嚴峻(影響nonresidential: structures)，4月ISM製造業調查之新訂單指數連續8個月在50以下，意謂核心資本財出貨可能持續疲弱(影響nonresidential: equipment)，則非住宅投資年增率可能持續下滑。
- 固定投資-住宅投資對第一季GDP的負貢獻度縮小(-1.2p.p. → -0.17p.p.)。
- 美國4月住宅建築商協會(NAHB)房屋市場指數連續四個月上升，顯示建商信心不再惡化；若年內10年期美債殖利率震盪下跌，有助信心持續回升。
- 住宅建築商的信心回升，住宅投資年跌幅將縮減。但因預期今年聯準會不會降息，30年期房貸固定利率不會大幅下滑，則房市景氣亦難明顯回溫。



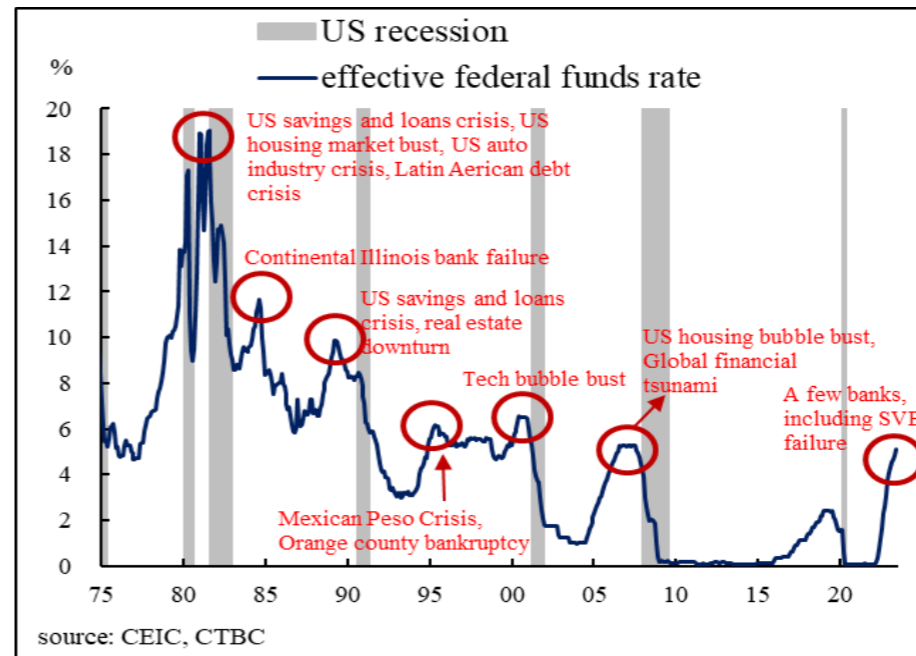
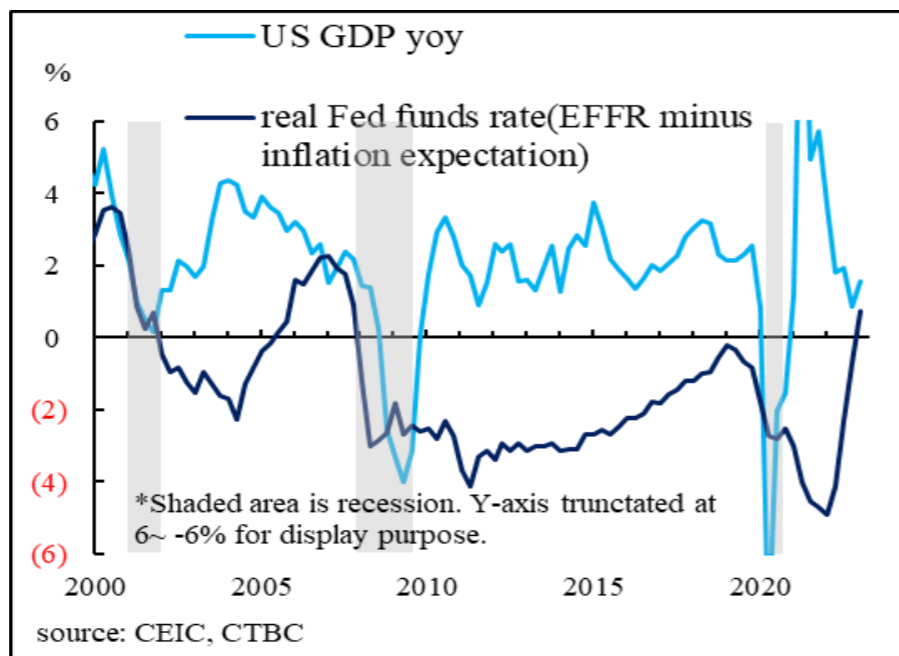
美企很可能續降存貨，對GDP成長造成負貢獻

- 企業通常根據對景氣的展望去調整存貨水位。
- ISM製造業調查之「客戶存貨指數」由3月的48.9上升至51.3；過去一旦超過50，接下來GDP之存貨變動額皆較前季下跌。



看美國經濟...是該居安思危 -- 名家觀點 林建甫 2022/08/22 經濟日報

實質政策利率轉正，又遇升息尾聲



- 以聯邦資金有效利率扣除一年期通膨預期(密西根大學消費者調查)，第一季底的實質政策利率為0.8%。
 - 聯準會主席在5月FOMC會後記者會稱實質利率約在2%，經查逐字稿，應為5%的政策利率扣除一年後的通膨預估值(聯準會SEP預估今年Q4 PCE通膨為3.3%，明年Q4為2.5%)。
- Fed升息尾聲或停止升息後，往往伴隨金融危機或經濟衰退。

聯準會主席 鮑爾談話的玄機

工商
時報

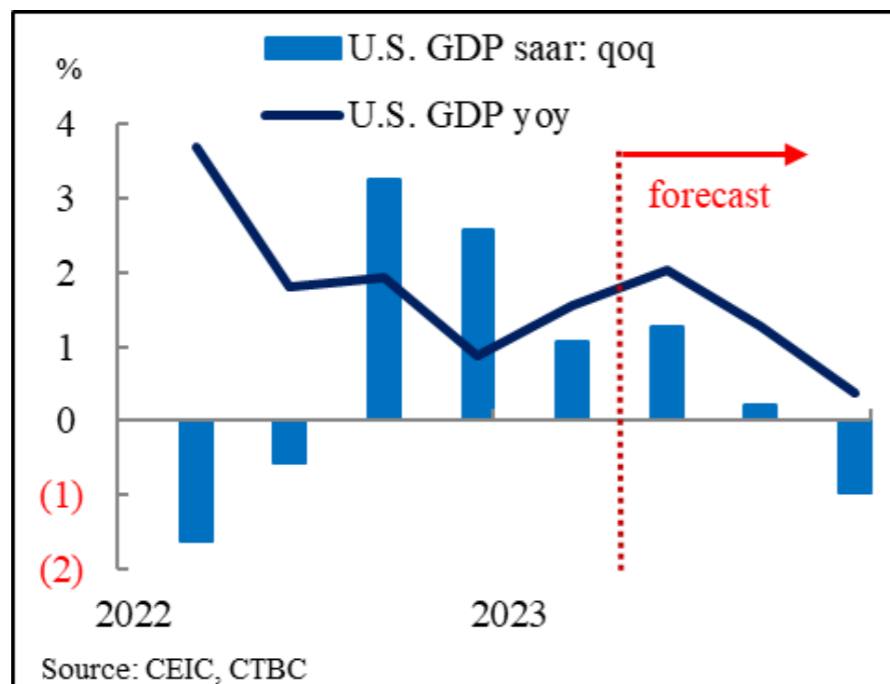
名家評論

林建甫 2023.02.09

今年美國GDP年增率或季增年率皆為前高後低

- 2023 US GDP forecast:

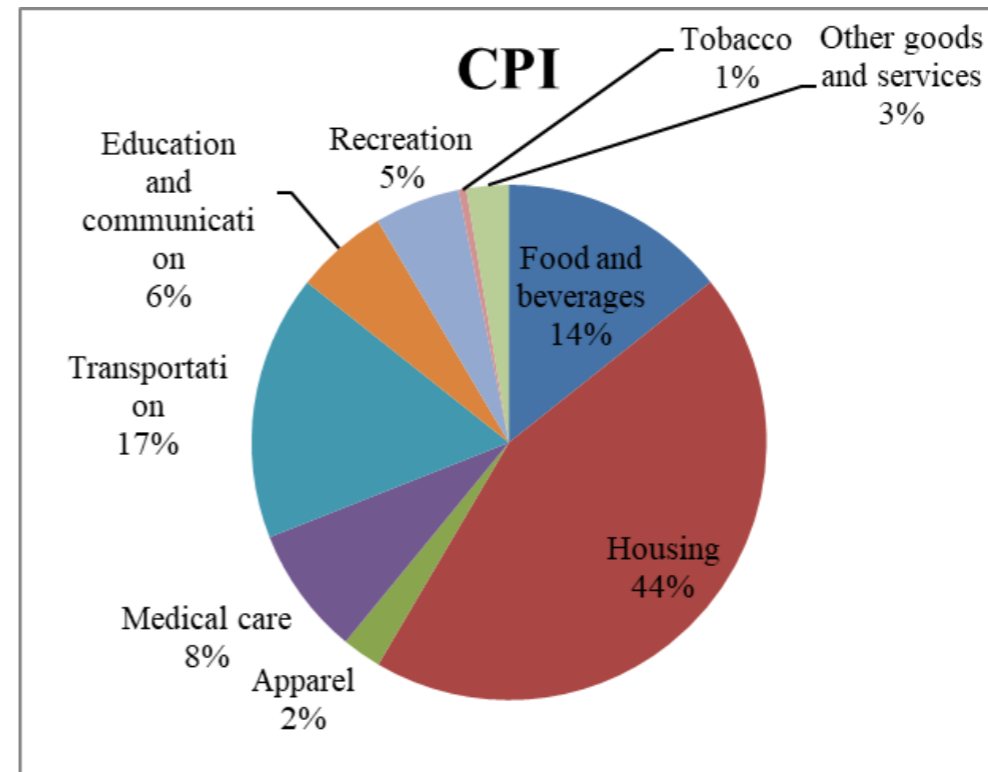
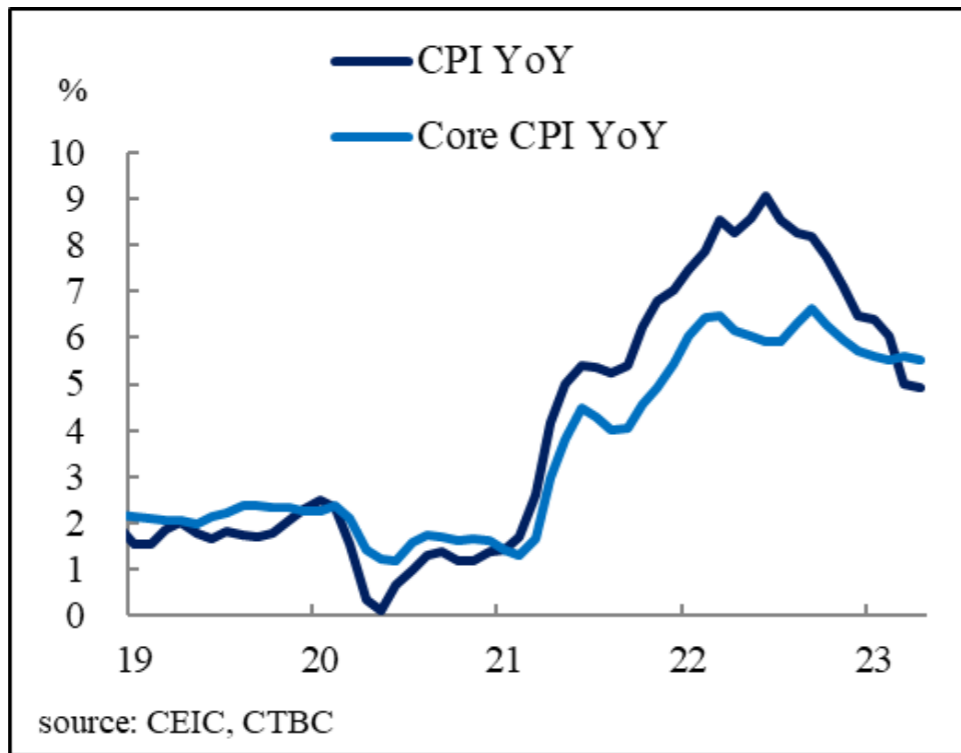
Bloomberg survey(median)	Survey date	2023	Q1 23	Q2 23(F)	Q3 23(F)	Q4 23(F)
YoY	2023/4	1.1	1.6	1.9	0.9	0.2
QoQ(saar)		-	1.1	0.2	-0.8	-0.3
CTBC			Q1 23	Q2 23(F)	Q3 23(F)	Q4 23(F)
YoY	5月月報	1.3	1.6	2.0	1.3	0.4
QoQ(saar)				1.1	1.3	0.2



- 對GDP季增年率由正轉負的時點差異，應該是基於就業市場降溫的速度。

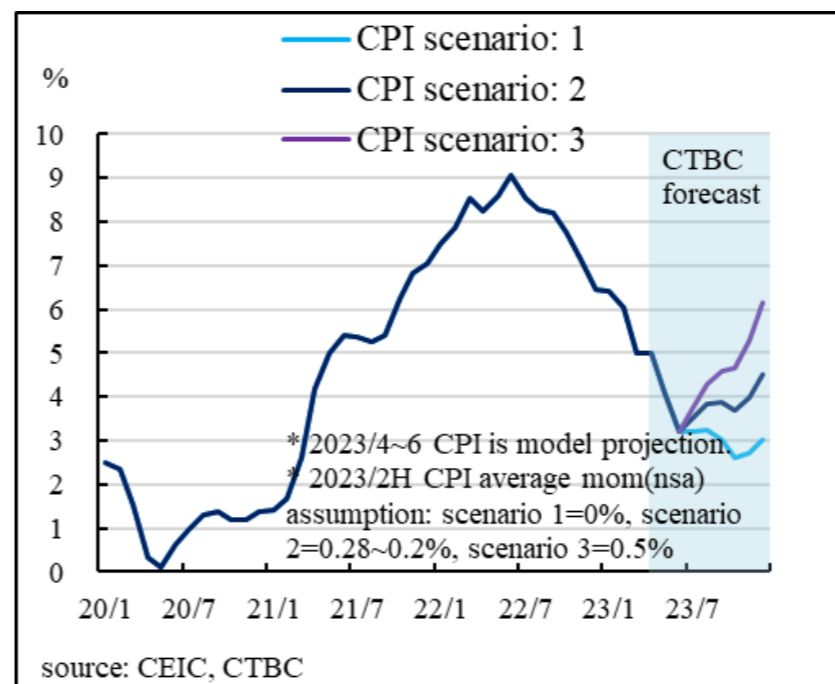
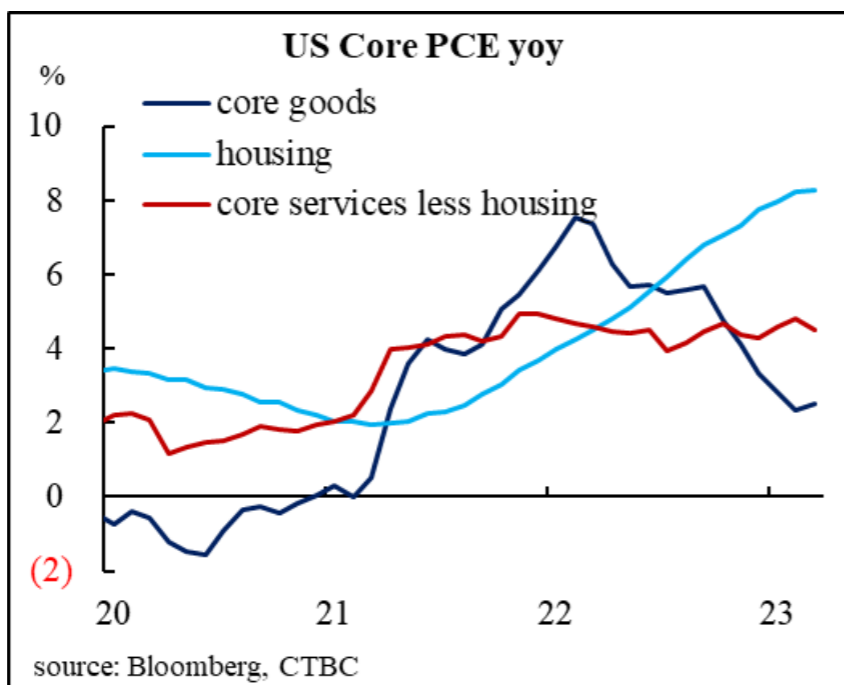
通膨回落？

- 未來全球物價上漲壓力可望減輕，主因乃基期偏高，自然容易下降。預計主要國家物價成長幅度趨緩，之後再回落。
- 聯準會主席表示聯準會的通膨目標是整體通膨，但核心通膨可以更準確地指示整體通膨走向。將核心PCE通膨分作三大部分來看：1)核心商品類；2)住房類；3)排除住房類的核心服務類，該類物價受薪資變化影響特別大。
- 占CPI或PCE物價指數權重皆最大的核心服務類，年增率幾乎沒下滑。



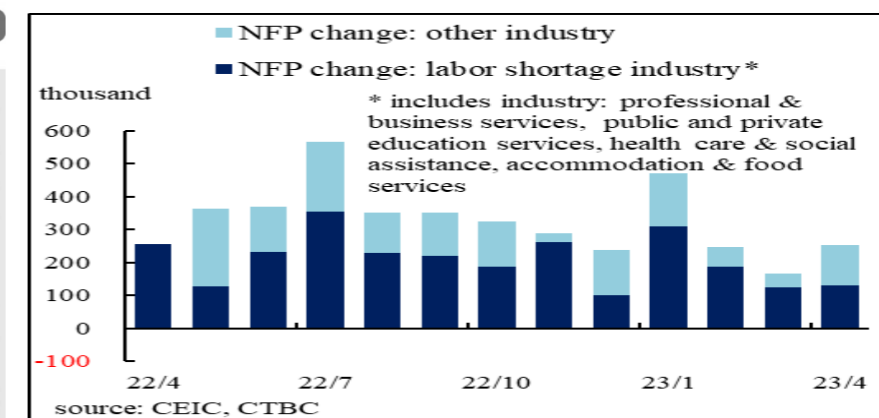
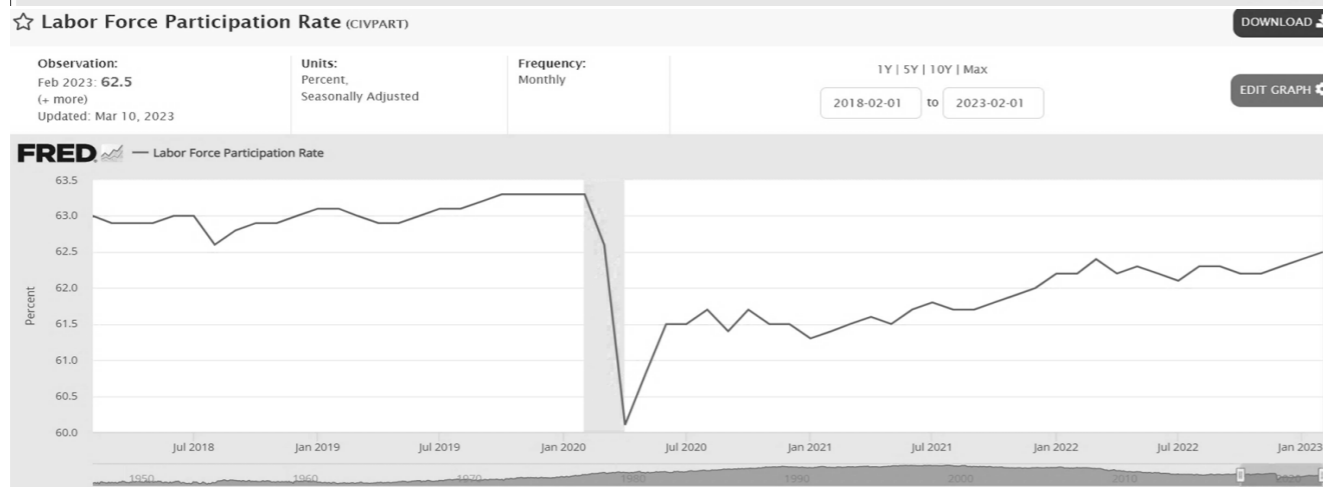
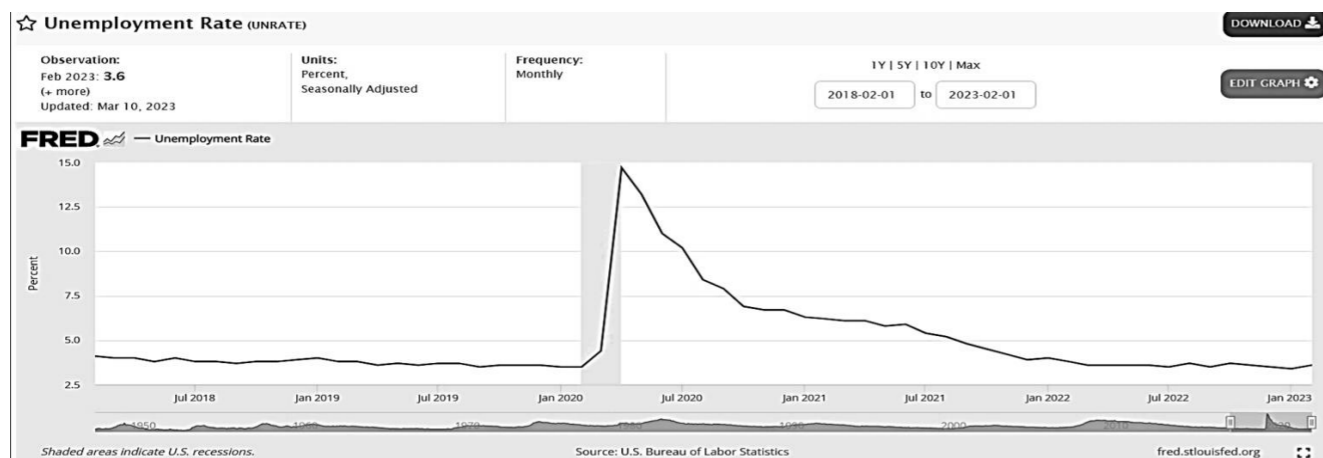
美核心通膨改善有限且預估下半年通膨平均3%以上

- 聯準會主席表示聯準會的通膨目標是整體通膨，但核心通膨可以更準確地指示整體通膨走向。
◦ 將核心PCE通膨分作三大部分來看：1)核心商品類；2)住房類；3)排除住房類的核心服務類，該類物價受薪資變化影響特別大。
- 占CPI或PCE物價指數權重皆最大的核心服務類，年增率幾乎沒下滑。
- 下半年美國物價走勢可能出現反彈
 - 受高基期因素影響，上半年CPI年增率將持續降至3~4%。
 - 美國4月CPI年增率降至4.9%，核心CPI年增率降至5.5%。
- 下半年若假設平均月增率(非季調)為0.1%，CPI年增率走勢僅在3~4%之間盤整，難以續降。若月增率高於0.1%，則CPI年增率將出現反彈。



工資上漲難解

- 失業率已回落，但勞參率迄今仍少0.8% (200萬人)
- 每名失業人員對應的職缺數未下滑至1個以下時，失業率可能不易快速上升。
- 今年以來每個月的新增非農就業人數，就業人數增加最多的行業的依序為醫療保健和社會福利業、住宿和餐飲服務業、專業和企業服務業、私部門及公部門教育服務業，這四種行業新增就業人數加總，占整體新增就業人數的66%。
- 注意何時達到衰退的惡化門檻：單月新增非農就業人數降至10萬人以下或失業率由目前的3.4%上升至4%以上。



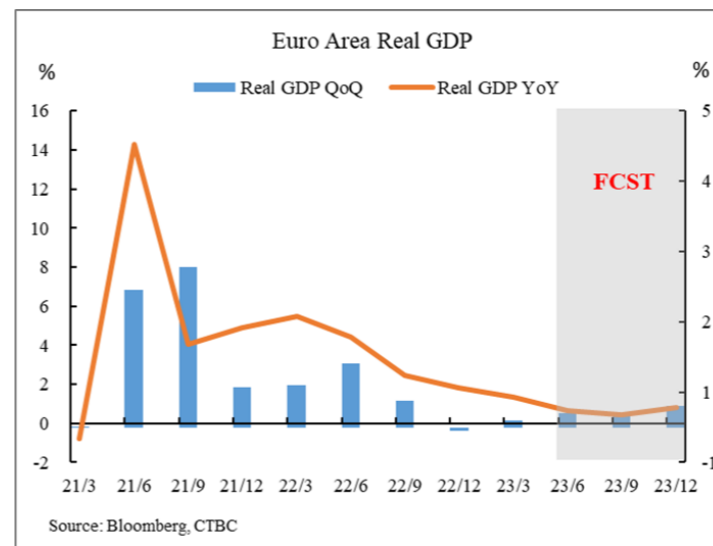
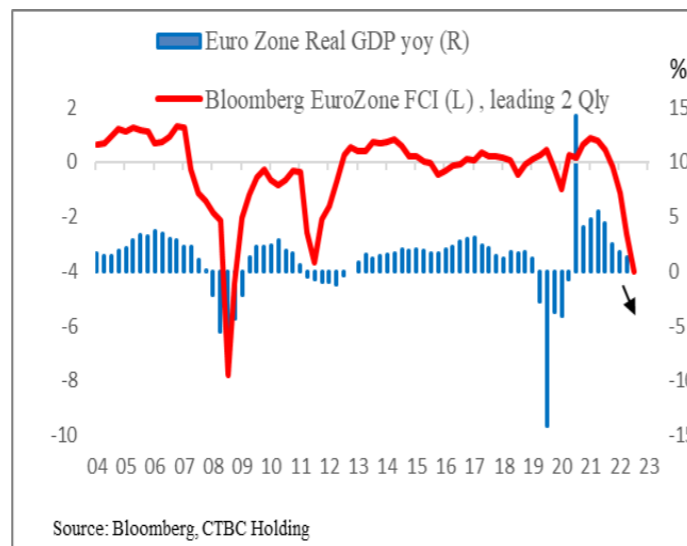
歐洲主要關鍵句



- 經濟成長較去年弱、通膨具黏性
- 信貸緊縮
- ECB縮表與升息並行
- 歐元因ECB緊縮可望轉強

歐元區今年經濟成長較去年弱

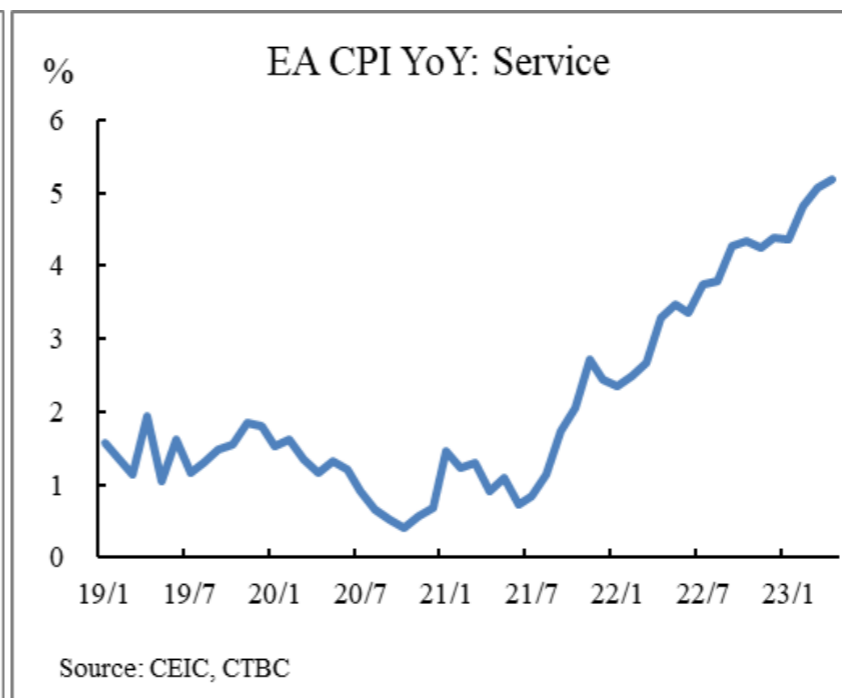
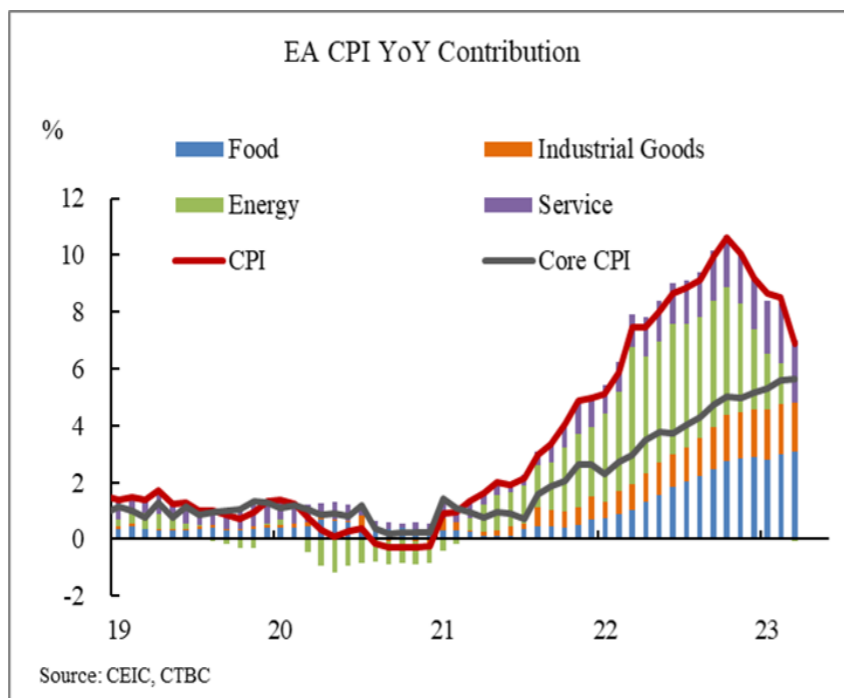
- 歐元區今年經濟偏弱因素:
 - ECB貨幣路徑仍然有升息與縮表並進可能，但Higher for Longer仍是ECB最適選項
 - 整體金融業信用緊縮的方針難扭轉，因為金融情勢偏緊且與實體經濟連結度深，因此GDP表現偏弱
- 須留意「經濟放緩→金融業者信用緊縮→金融情勢指數趨緊→經濟放緩→金融業者信用緊縮→...」的惡性循環發生。



Bloomberg survey(median)	Survey date	2023	Q1 23	Q2 23(F)	Q3 23(F)
YoY	2023/4	0.6	1.3	0.5	0.3
QoQ		-	0.1	0.1	0.2
CTBC			Q1 23	Q2 23(F)	Q3 23(F)
YoY	5 月月報	0.8	1.3	0.6	0.5
QoQ			0.1	0.2	0.2

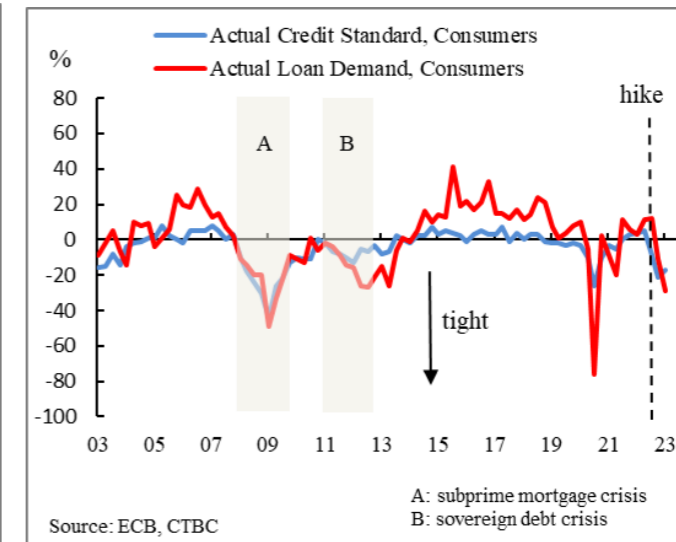
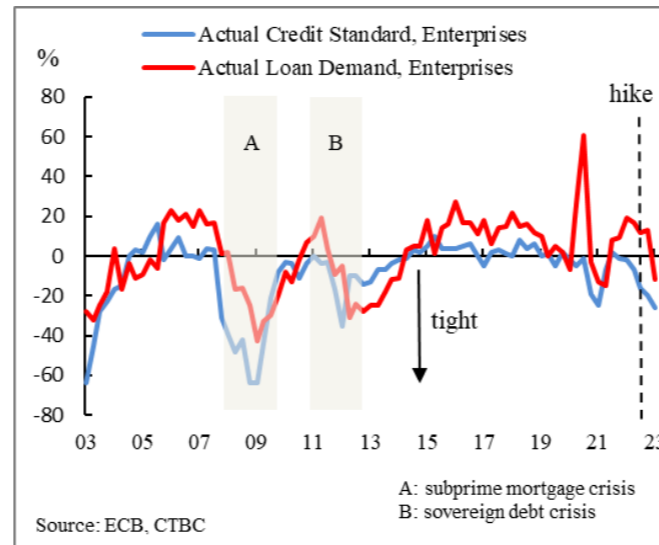
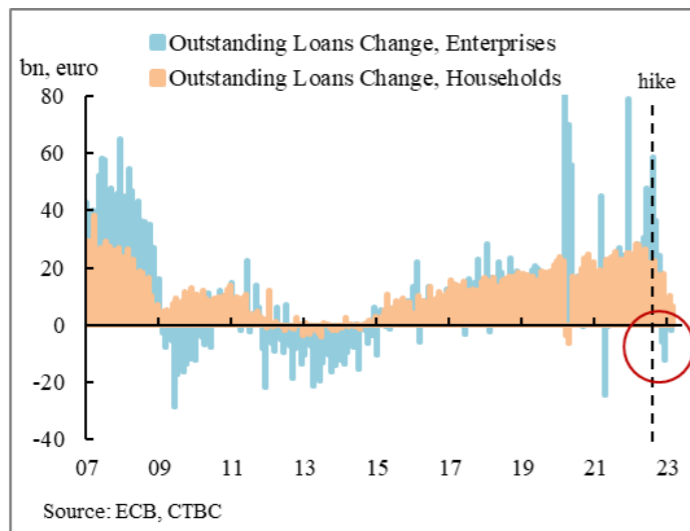
歐洲服務類通膨具黏性，通膨不易顯著下跌

- 歐洲CPI受能源價格下跌外溢效果影響，有在減低。
- 核心CPI年增率欲顯著下跌並不容易，因為服務類價格難以下降且其佔通膨權重超過40%。而服務通膨具有高度黏性(stickiness)，其原因：
 - 勞動市場職缺率與失業率分別處於長期的高、低點
 - 歐元區仍有協商提高薪資(如德國等)



貨幣政策傳遞效果是ECB觀察重點之一

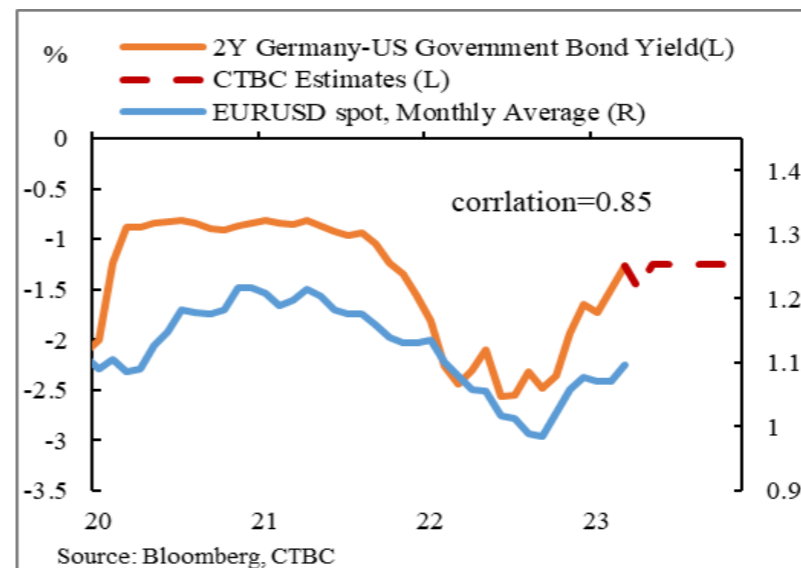
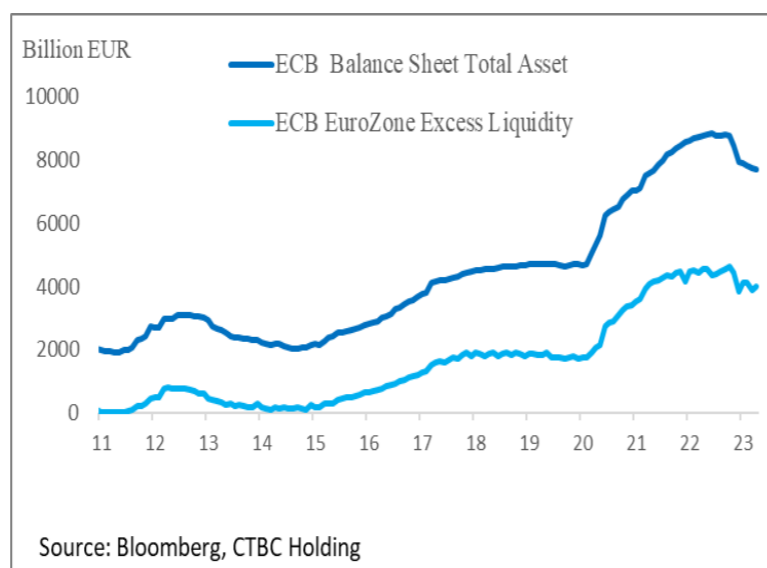
- 總裁Lagarde稱，銀行業對民間部門的放款金額及放款標準是ECB關注的重點。
- 觀察銀行體系對家戶及企業每月貸款金額的淨變動(當月新增貸款減貸款到期額)，發現自去年7月進入升息循環後，每個月的貸款額淨增幅有明顯下降，甚至截至2月，企業貸款額的淨變動連續四個月為負值。
- 在ECB執委Lane強調的銀行放款調查(Bank Lending Survey)中，不論針對企業還是消費者的放款，資料皆顯示銀行放款條件更加嚴格、貸款者的借貸意願顯著下降，資金緊縮程度已接近歐債主權債務危機的情況。



ECB後續仍將升息與縮表並進，歐元將震盪偏強

- 總裁Lagarde 5月表示，將維持限制性利率一段時間並預計加快縮表，因此**higher for longer**；6月有望升一碼且7月仍有升息可能性
- ECB在3~6月每月執行縮表150億歐元，自7月起APP計畫的投資組合恐將到期不續作
(今年下半年APP計畫中將有1480億債務到期，相當於每個月接近250億歐元到期不續做)
- PEPP計畫在2024年底前到期投資組合繼續再投資。
- 基於美德利差較上半年縮小與美歐央行升息預期強弱不同的考量，造成歐元震盪偏升

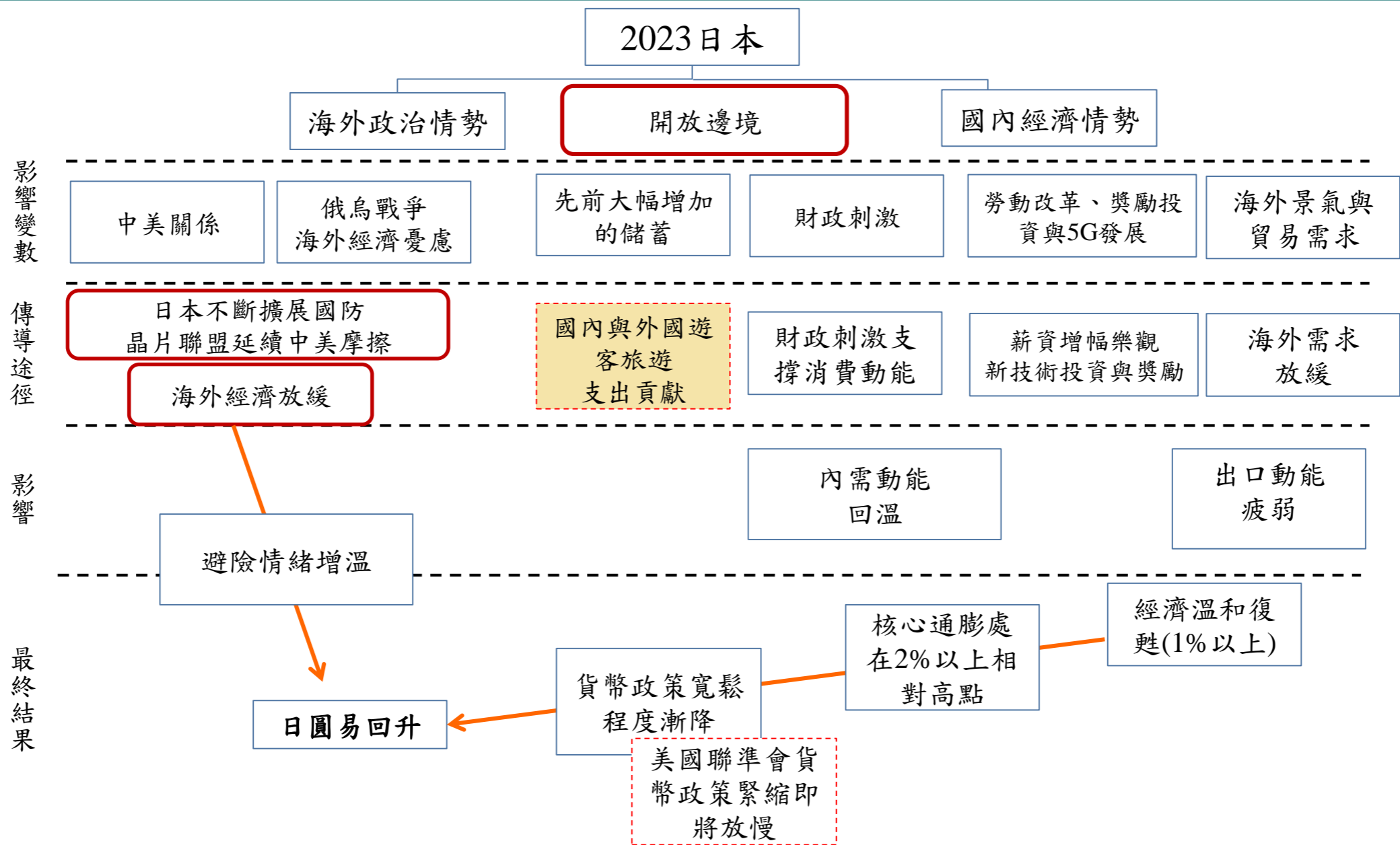
	2023Q2(f)	2023Q3(f)	2023Q4(f)	2024Q1(f)
EUR/USD	1.15	1.2	1.2	1.25



日本主要關鍵句

- 消費是維穩經濟重要動能
- 日本通膨全年平均恐2%以上
- 日銀政策充滿轉變可能
- 日圓與日債殖利率轉升風險高

2023日本經濟架構



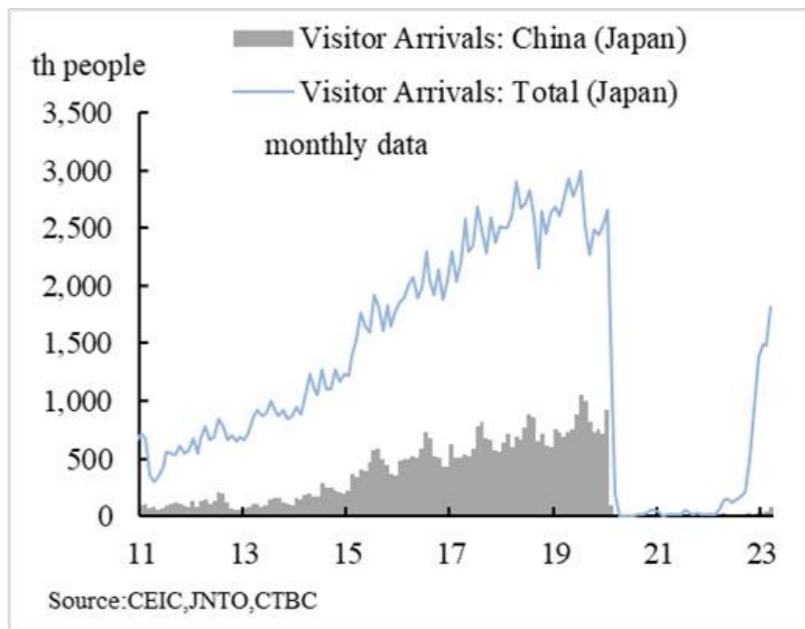
消費，成為維穩GDP的重要因素

- 日本JTB公司調查，黃金周總旅行消費額(扣除在地消費、伴手禮等)估計約8,526億日圓，高於去年5,520億日圓。(日本「黃金週」，是指4月底至5月初這段期間，由4月29日「昭和之日」、5月03日「憲法紀念日」、5月04日「綠之日」、5月05日「兒童之日」，其他日子企業常配合放假。
- 日本觀光廳以2022年日本旅客消費統計(含現地消費、伴手禮等)推算今年黃金周日本居民國內消費額望達8,000多億以上，帶動商機來到2~3兆日圓。
- 訪日外國遊客統計，2019年全年訪日旅客3188萬人次；2022全年僅回到380萬人入境、今年Q1卻已達到約480萬人；估計今年上看2000萬人次。訪日外國遊客或本國居民旅遊消費，也成為維穩GDP的重要因素。

表:日本黃金週旅遊動向調查

	2023年			2022年		
	估計	2022年比	2019年比	實際值	2021年比	2019年比
總旅行人數	2,470萬人	153.9%	99.0%	1,605萬人	-	64.4%
國內旅行	2,450萬人	153.1%	102.0%	1,600萬人	168.4%	66.6%
海外旅行	20萬人	400.0%	21.5%	5萬人	-	5.4%
國內旅行平均費用	34,800日圓	100.9%	96.9%	34,500日圓	106.8%	96.1%
海外旅行平均費用	257,000日圓	-	95.9%	-	-	-
總旅行消費額	9,040億日圓	-	81.4%	-	-	-
國內旅行	8,526億日圓	154.5%	98.9%	5,520億日圓	179.9%	64.0%
海外旅行	514億日圓	-	20.6%	-	-	-

資料來源:日經新聞、JTB調查、CTBC整理



(專論)消齡化社會帶來不同以往的商業想法

2023.05.04 21:26 | 林建甫 |

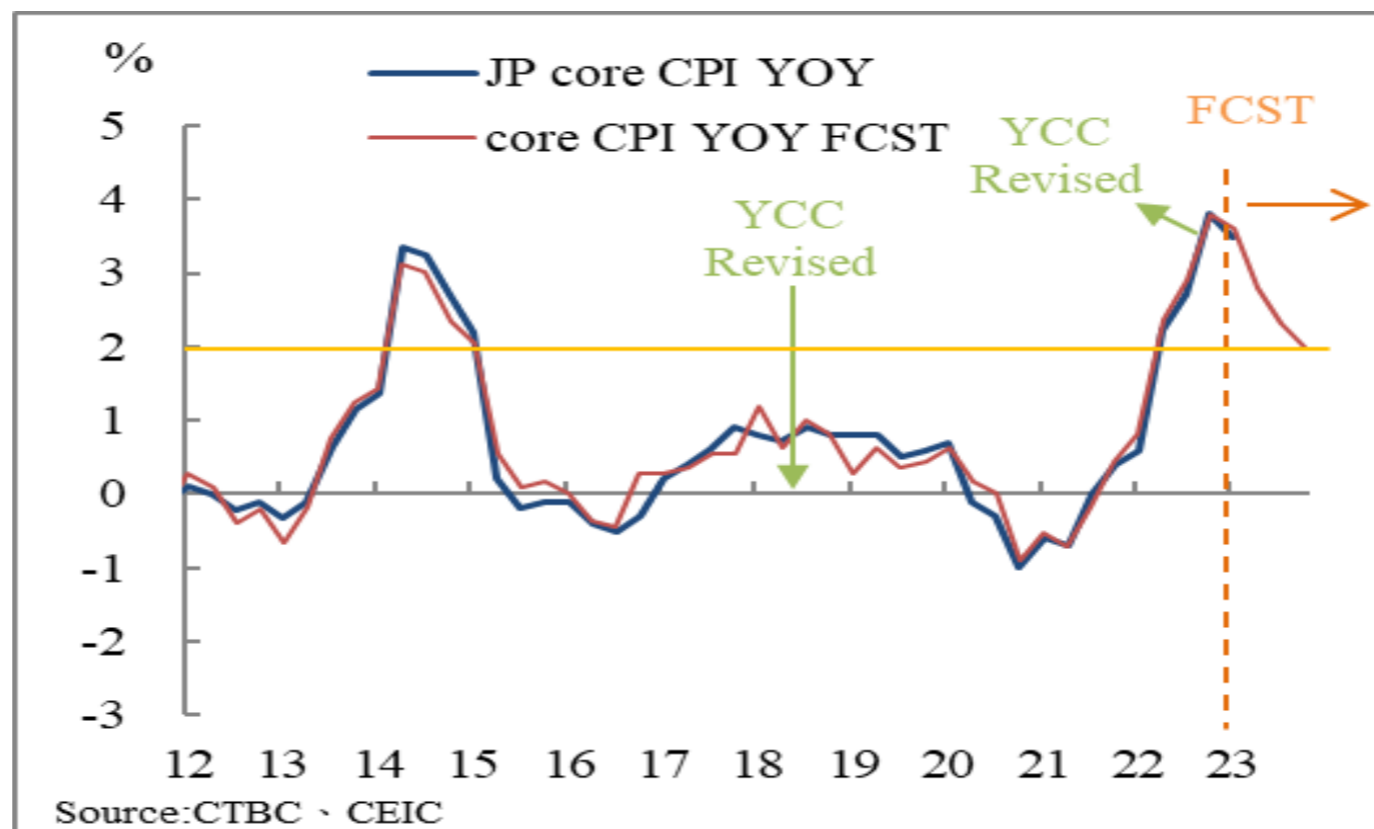


臺灣時報
TAIWAN TIMES

日本通膨降幅將較原先預期緩，全年平均恐高於2%

日本整體與核心通膨下行速度與幅度將較原先預估的慢且小

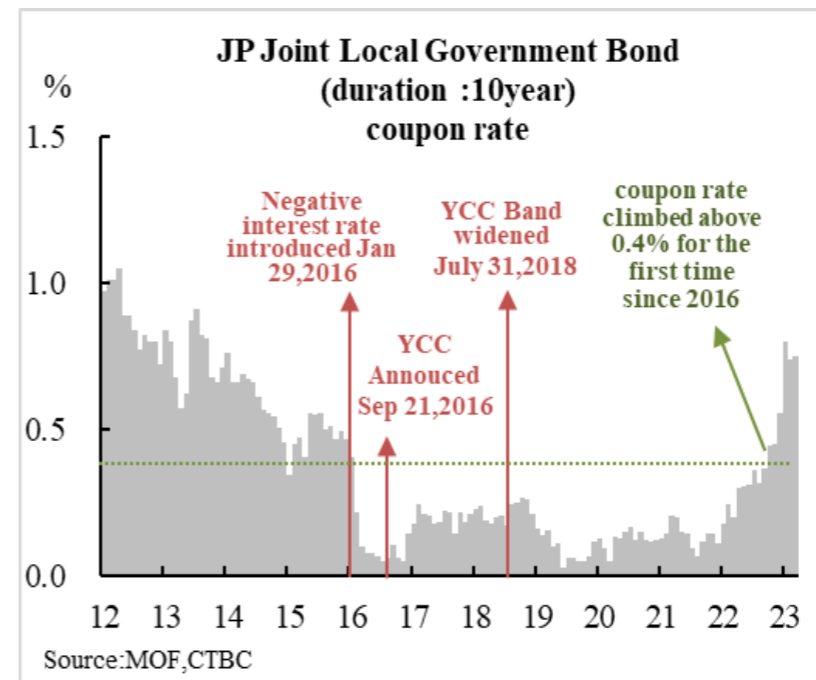
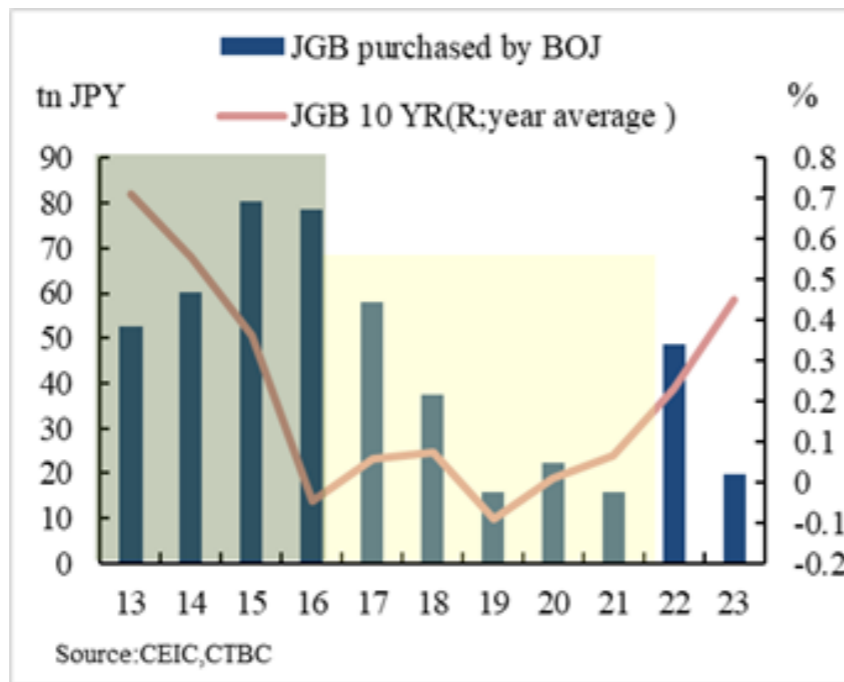
- 高基期因素，使得日本整體與核心通膨有逐季下跌趨勢
- 薪資成長與電費調漲，推升日本整體與核心通膨數值預估，全年將可達2%以上。
- 日本政府宣布批准日本七家主要電力公司從6月起提高家庭電價，漲價幅度將在14%至42%之間。（6月前電價未調整，有1%政策壓抑通膨效果；6月始電價調整後，壓抑通膨效果將剩0.5%）



注意日銀每次會議，抓住政策變動的可能性

貨幣政策:

- 2022年日銀資產負債表債券增加金額為48.6兆日圓，今年1~3月日銀資產負債表中債券增加金額升至19.8兆日圓，遠高於去年同期(3.4兆日圓)。因此對10年債殖利率的壓抑效果卻不如以往。
- 存續期間同為10年的日本聯合地方政府債券殖利率(0.75%)，超過2016年1月導入負利率前水準，因此日銀要維持當前寬鬆政策的成本漸增且效果慢慢減弱。
- IMF指出，日本通膨雖未失控，但仍較央行目標值2%要高出1倍左右，故日本目前雖不升息，但搞不好有可能就會調升利率。



中長線仍保持對日圓與日債殖利率偏升看法

- Q2日銀購債計畫相較於Q1，1年期以上債券雖調高購買上限，但同時也調低購買下限(假設日銀只想寬鬆就不需要特地調低下限)，這代表日銀在增加與縮減購債上是更有彈性，將搭配未來YCC政策變動的可能性。
- 貨幣政策已先變動前瞻指引、接下來6月YCC政策修正的可能性升溫。
 - 聯合地方政府債券殖利率表現觀察到寬鬆政策效果不如以往
 - 基本面穩且通膨仍在2%以上
- 時機點難判斷，但提醒市場對每次會議應更加謹慎，慎防會議前後短線債券殖利率與日圓因政策轉變而過度走升，佈局上中長線日圓與日債殖利率偏升格局不變。

表:日本央行Q1、Q2購債計畫比較

債券期限	購買金額區間(億日圓)		購買頻率(次數)		調整與否
	Q1	Q2	Q1	Q2	
1年以下	1500	1500	1	1	X
1~3年	4250~5750	3500~6000	4	4	O
3~5年	5000~6500	4250~7250	4	4	O
5~10年	5750~7750	4750~8750	4	4	O
10~25年	2000~4000	1000~5000	4	4	O
25年以上	1000~3000	500~3500	3	3	O

資料來源:BOJ、CTBC

4. 大中華經濟、貨幣政策與市場

中國主要關鍵句

- 復甦不均，但經濟成長全年可達5%以上
- 中國人行降準機率較降息大
- 人民幣溫和偏升

中國兩會尋求政策連續性與穩定性

- 中國兩會人事布局確立習核心地位，政治風險可控。
- 重申中國經濟發展路線將以全面深化改革開放、防止資本無序擴張、供應鏈自主投資等為主軸，經濟成長率可望持續高於全球。
- 兩會期間，新任國務院總理李強提名各部委首長人選，並經由人大會議表決通過，負責經濟、金融工作的部委首長包含人行行長易綱及財政部長劉昆皆留任。
- 顯示中國官方希望在國務院機構迎來較大幅改革背景下讓金融方面領導層平穩過渡，原班人馬的留任將保持政策面的穩定性與連續性，有望提振市場信心。



人行行長 易綱



財政部長 劉昆

中共經濟治理路線的疑慮

名家觀點 林建甫 2022/11/01


林建甫專欄：中國經濟的路徑演變，關鍵在市場機制 2022-06-07

經濟日報

風傳媒
THE STORM MEDIA

國務院機構改革

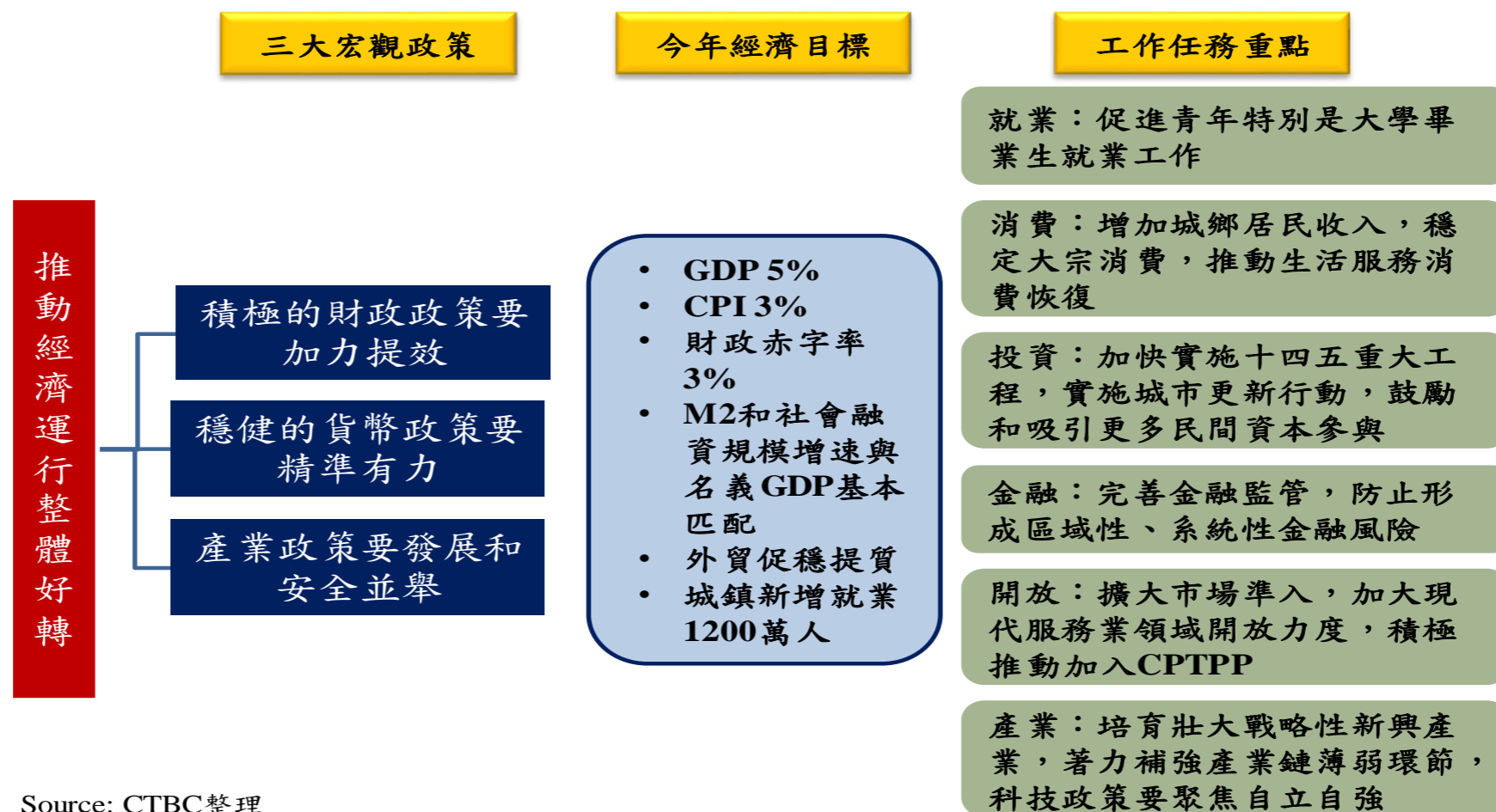
機構改革重要內容	政策意義
金融領域	集中監管降低未來金融風險
在銀保監會基礎上組建國家金融監督管理局，不再保留原有銀保監會	金融監管集中化 ，有效避免中央和地方、多個部門之間監管重疊或監管缺失問題
證監會將強化資本市場監管職責，接管原為國家發改委職責的企業債券發行審核工作	體現官方對 支持直接融資 的意圖
人行將撤銷大區分行與縣級支行，恢復設立省級分行	機構更便於管理，增強貨幣政策傳導有效性
科技及數據領域	應對美中科技戰
重組科學技術部	留存監督功能，專案評審和管理權責被劃分出去，增加效率、避免腐敗
組建中央科技委員會	加強黨中央對科技工作的集中統一領導
組建國家數據局	統籌數據資源整合共享和開發利用， 力拼科技自給自足

 金融、數據領域監管集中化，強化中央影響力，亦體現未來幾年官方最重視的領域

Source: CTBC整理

今年設定經濟成長目標由去年5.5%下調到 5%

- 兩會《政府工作報告》設定5%經濟成長目標，大略符合中國潛在經濟成長率，除顯示官方清楚目前經濟面臨的挑戰，也顯示官方注重長期高質量成長，而非像過去一味追求高經濟成長率。
- 就業方面，城鎮新增就業目標增加至1200萬人，今年大學畢業生將達到1158萬人的歷史新高，且根據國家統計局研究，中國GDP年增率每成長1個百分點，能夠帶動新增就業人口150萬至200萬人。

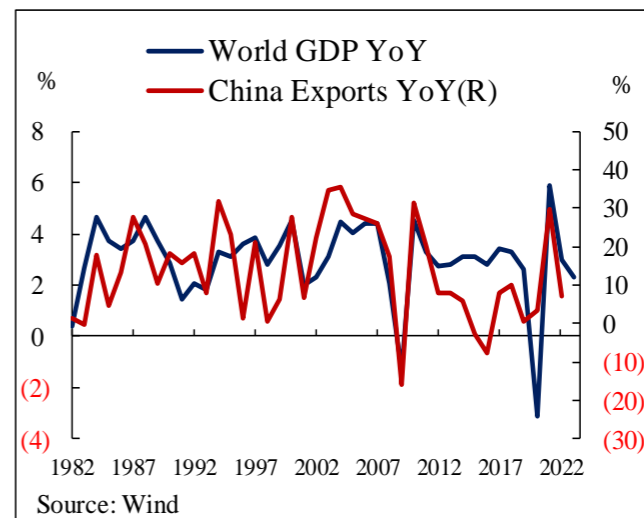
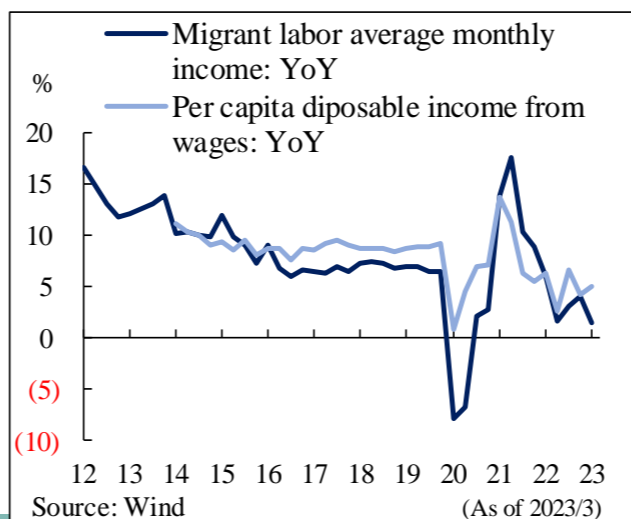
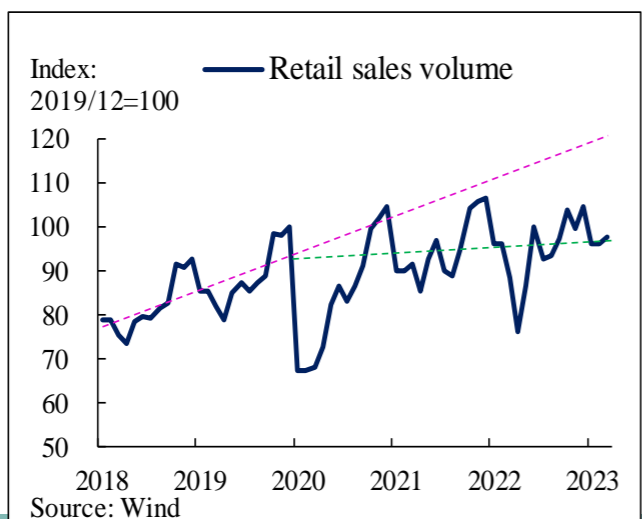


Source: CTBC整理

4月政治局會議

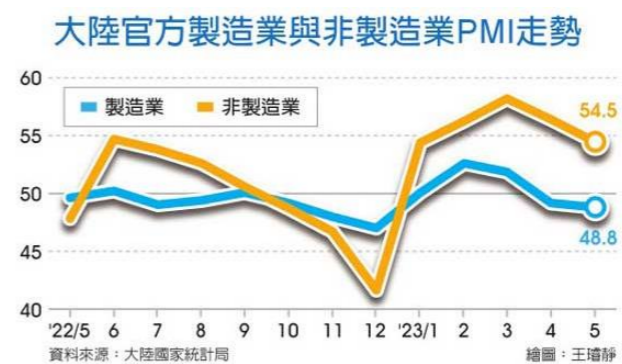
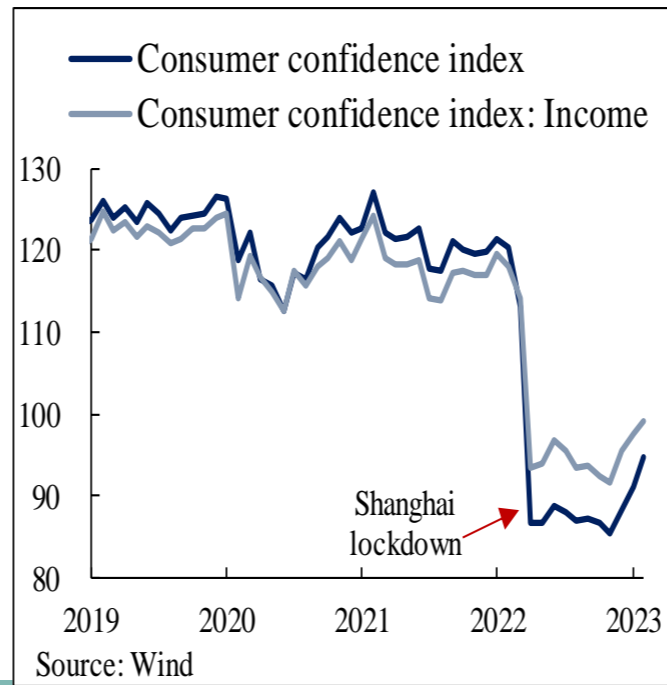
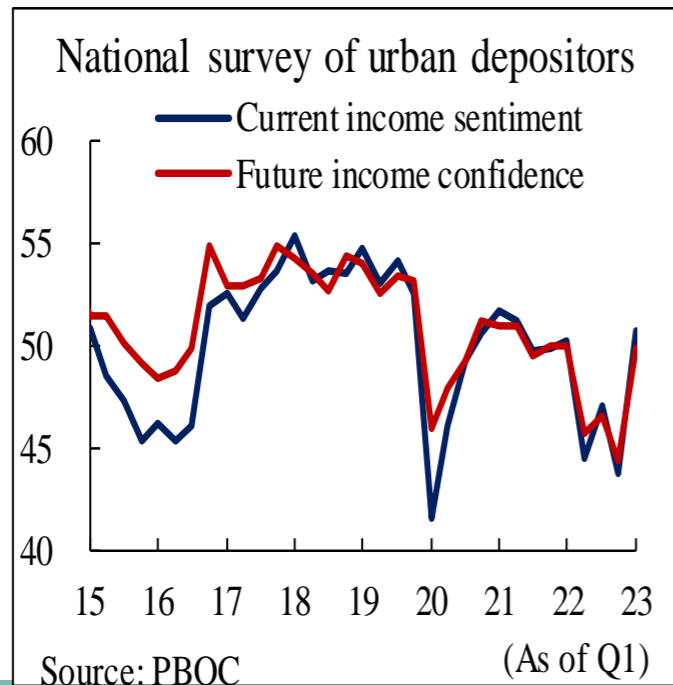
延續兩會基調，注重經濟結構性問題。會議聚焦重要領域包含：

- **擴大內需**：儘管3月零售銷售回升至10.6%，但兩年平均僅達3.6%，較疫情前平均8%仍有差距，工信部、國家發改委、商務部等各部門一再提及要穩定和提升汽車消費，預計將盡速推出相關政策文件
- **穩就業**：隨著今年大學畢業生人數創歷史新高，3月青年就業率亦飆升至近有統計以來高點，且截至今年第一季，全國居民人均可支配收入以及農民工月均收入年增率皆離疫情前水準仍有距離，就業情勢不佳將影響居民收入恢復，對消費帶來拖累，國務院辦公廳已在4/26發布穩就業措施之通知，針對青年、困難群體就業推出相應政策
- **穩外貿**：隨著全球經濟放緩，IHS預估全球GDP將由去年的3.0%下降到2.3%，受此影響大的中國今年出口形勢仍不容樂觀，因此國務院辦公廳亦於4/25發布關於穩外貿的意見



指標逐漸改善

- 人行季度問卷調查顯示對於未來就業、收入信心指數，去年12月到谷底，今年已回升。消費者信心指標去年12月跌至歷史低點，今年也已回升。
- 官方製造業PMI在去年12月跌至47.0，2月份回到52.6，但3-4月回落。製造業只有48.8。財新1日公布5月份中國製造業採購經理人指數（PMI）為50.9，較4月份回升1.4個百分點，重回50以上擴張區間。大陸統計局公布的5月製造業PMI為48.8，低於4月0.4個百分點，連續兩個月落於收縮區間。要注意，統計局調查的樣本多以大中型企業為主，財新則多是中小型企业，才會出現走勢迥異情況。
- 5月份官方非製造業 PMI 為 54.5。

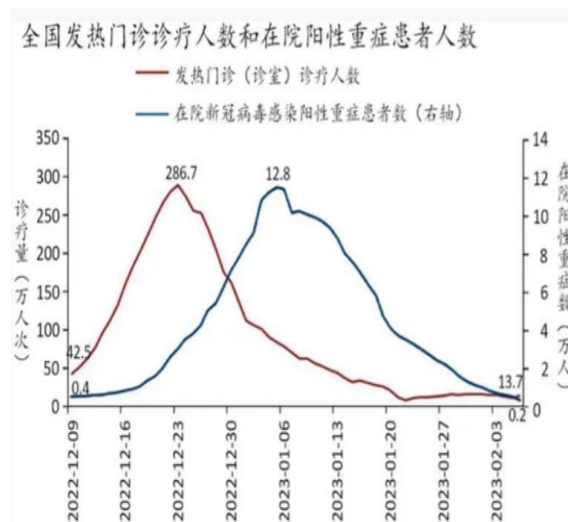


中國今年GDP成長率數字會好看

- 今年GDP數據會漂亮，因為去年基期低。
 - 2022年全年中國GDP成長率錄得3.0%，創下歷史第二低，僅略優於2020年。
 - 2022年中國GDP總量121兆元人民幣，占世界經濟比重約18%，人均GDP達到12741美元，接近高收入國家門檻。
- R&D經費投入首次突破3萬億元大關、與國內生產總值之比達到2.55%，國家全球創新指數排名提升至第11位。
- 2023年首季GDP成長4.5% 北京宣稱「經濟開局良好，國際複雜多變」



疫情曲線陡峭且短暫



Source: Bloomberg, 招商銀行研究院

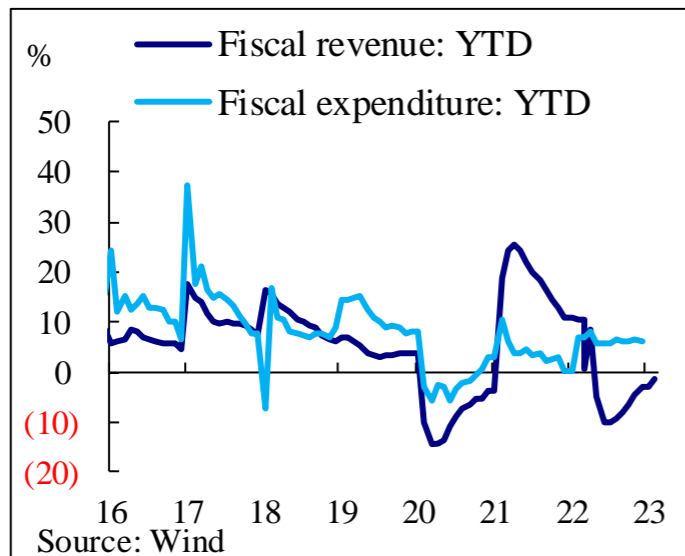
機構近期上調中國2023年GDP增長情況

機構	項目	最新預測 (%)	調整前 (%)	機構	項目	最新預測 (%)	調整前 (%)
IMF		5.2	4.4	高盛		6.0	5.5
惠譽		5.2	5.0	花旗		6.1	5.7
瑞銀		5.7	5.4	美國銀行		6.3	5.5
摩根士丹利		5.7	5.4	摩根大通		6.4	6.0
野村		5.9	5.3				

資料來源：各機構報告 製表：賴瑩綺
2023/05/03 工商時報

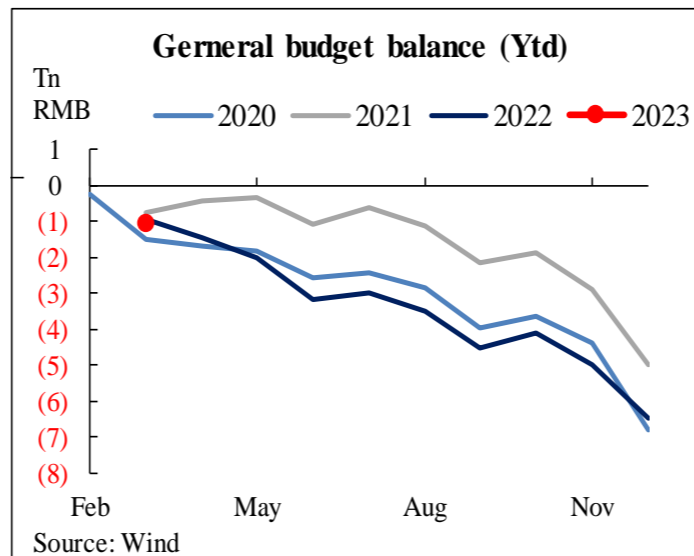
地方財政問題嚴峻

支出增加、收入減少



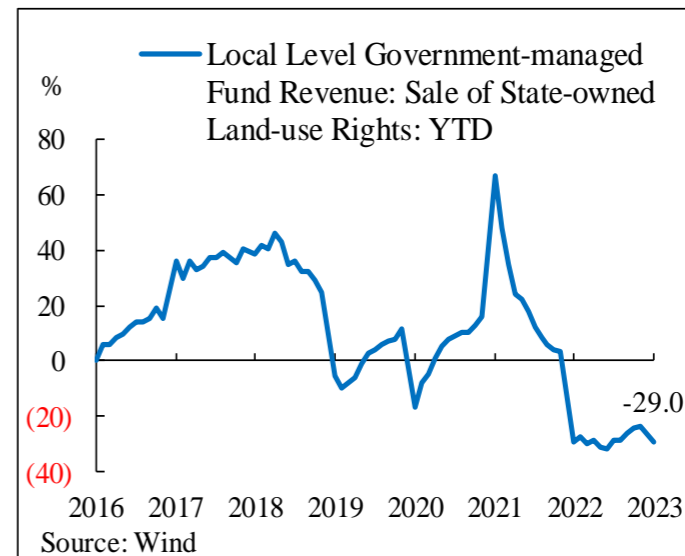
- 自2020年以來，中國全國財政支出不斷增加，幅度並超過財政收入，導致地方財政壓力不斷加大

財政赤字持續擴大



- 進而造成全國財政赤字較前兩年擴大，2022年全年中國財政收入20.4兆元人民幣，支出為26.0兆元，赤字達6.4兆元人民幣

土地收入銳減

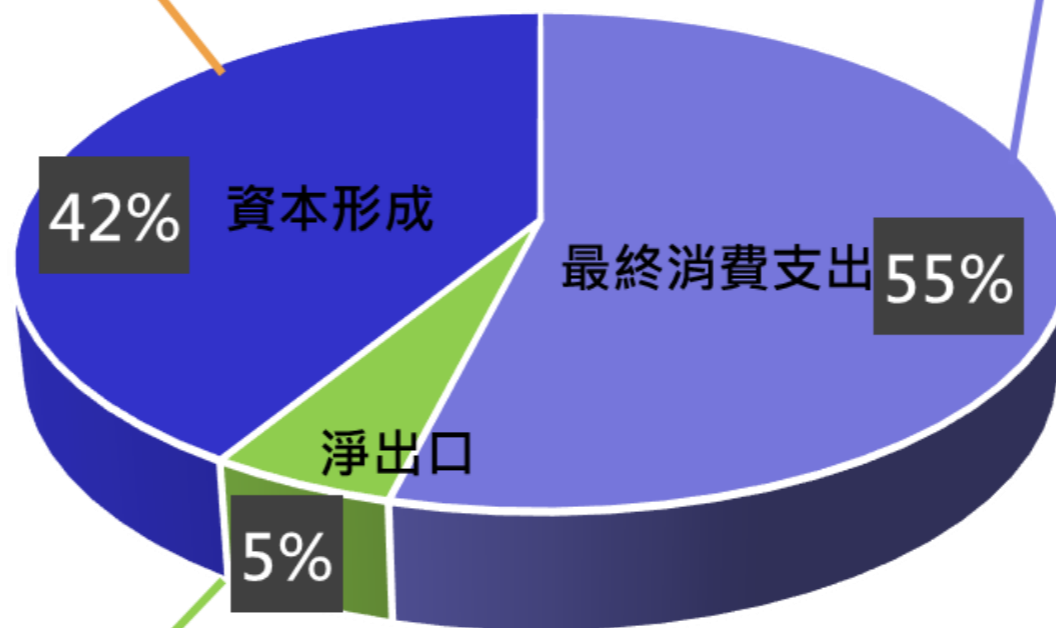


- 因房地產市場的疲弱，地方政府土地出讓金銳減，今年1~3月，全國國有土地使用權出讓收入0.87兆元，較去年同期下降29.0%

未來中國經濟挑戰：三駕馬車動能不足

- 儘管出口表現下滑，但國內需求恢復可能令**製造業投資**持穩
- 官方重心轉向提振消費，**基礎建設投資**預計較去年官方大力提振時下滑
- **房地產投資**在政策不斷支持下，對整體經濟拖累可能縮小

- 隨清零政策取消，內需狀況有望逐步回升，加上去年低基期的影響，今年消費對GDP貢獻度料上升
- 惟截至目前信心面數據表現仍差，顯示居民的觀望心態令內需能否快速恢復仍具不確定性



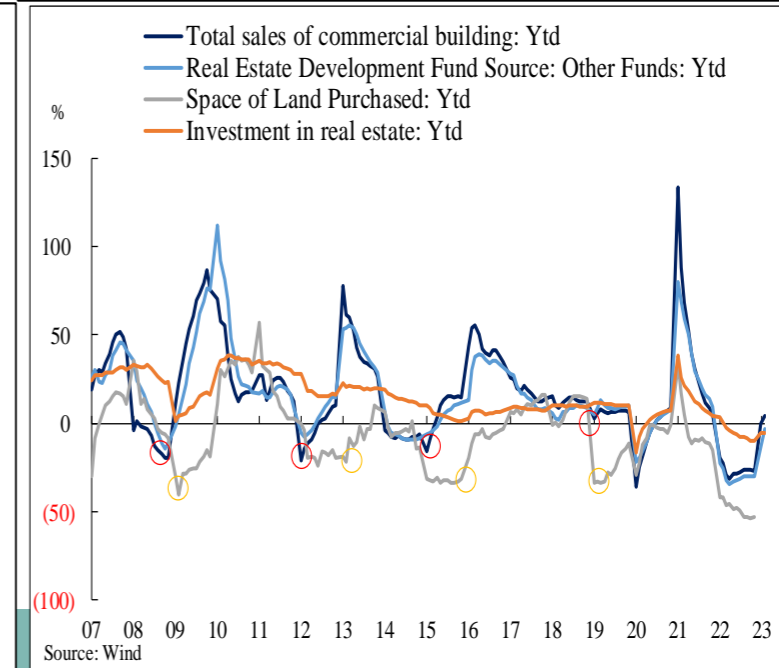
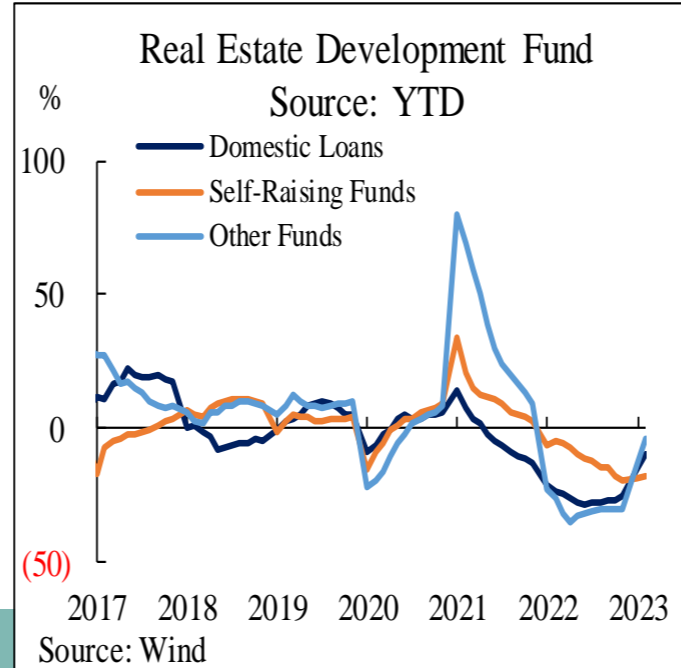
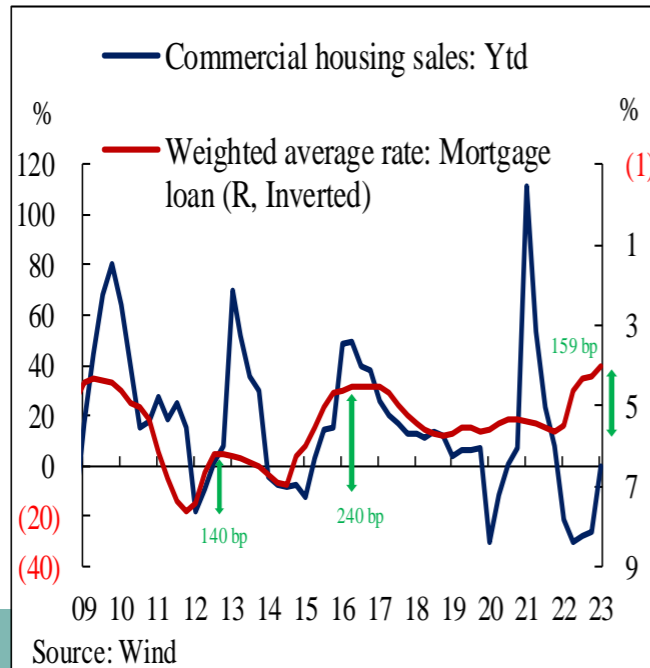
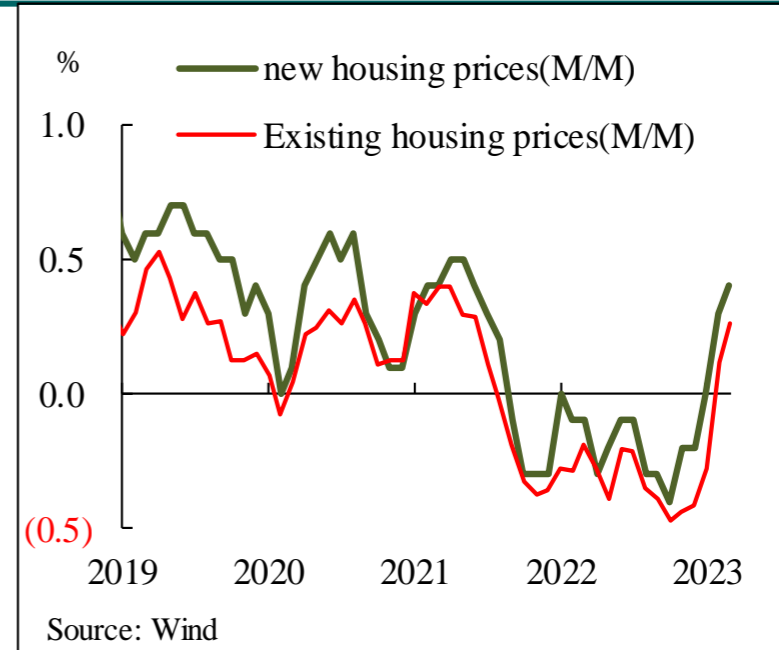
- 經濟恢復帶動進口增加
- 全球需求走弱將拖累出口表現

長假只是放煙火 提振經濟有限

04:10 2023/05/30 | 中國時報 | 林建甫

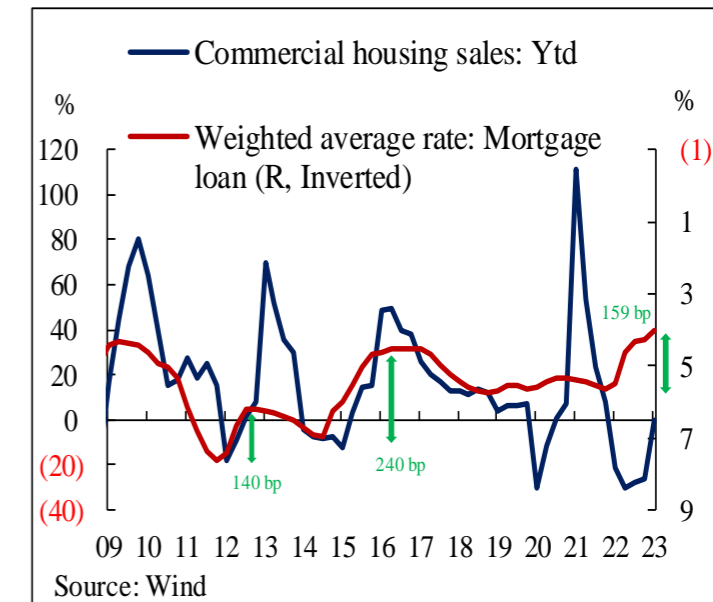
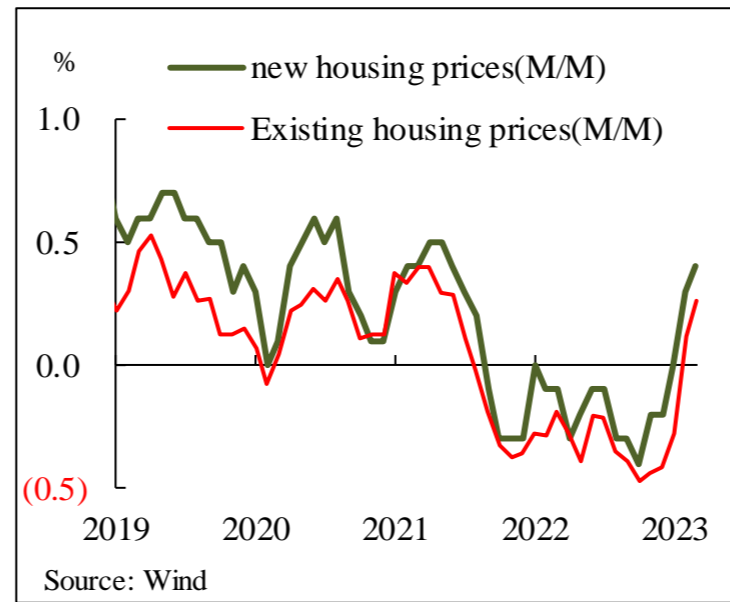
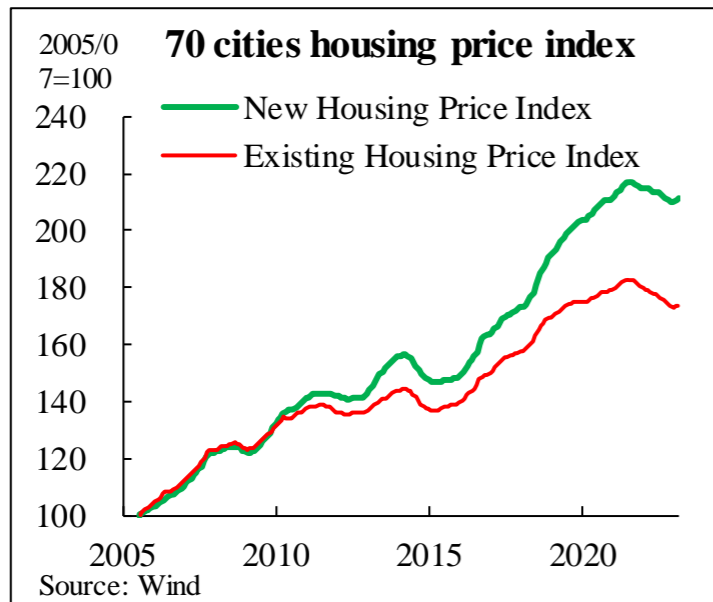
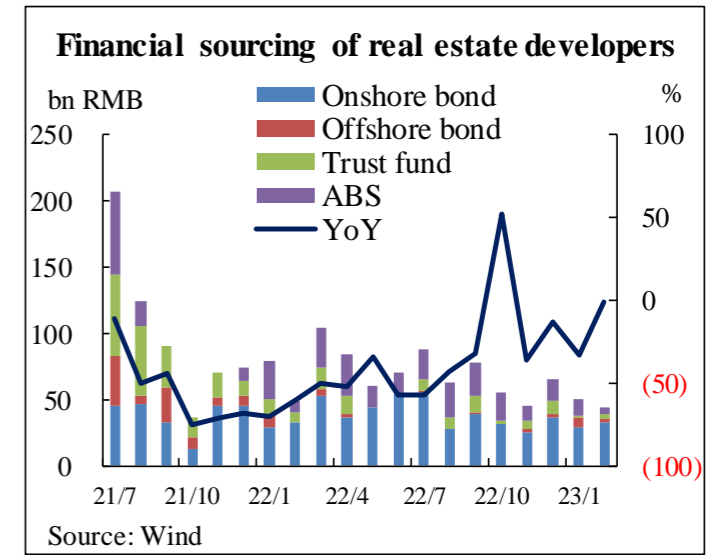
陸重金紓困 拆房地產地雷

- 截至今年3月，房地產開發商資金來源累計年增率仍較去年減少9.6%。
- 地產三箭、金融支持房地產16條、保函置換監管資金等房地產金融支援政策，內容涵蓋信貸、發債、保交樓、資金監管等政策領域，皆在托底房地產市場
- 房地產市場恢復過程大致遵循著「銷售—房企回款—購置土地—開發投資—銷售」循環
- 房市政策重點應在於保民生及剛性需求、防範債務風險
- 本輪房地產銷售呈現近似「L型反彈」而非過去幾次的「V型反彈」
- 大陸老百姓改變認知，房產不再只漲不跌。短期不再投資房產，因而儲蓄增加，長期轉而增加消費，對未來經濟發展，不是壞事。



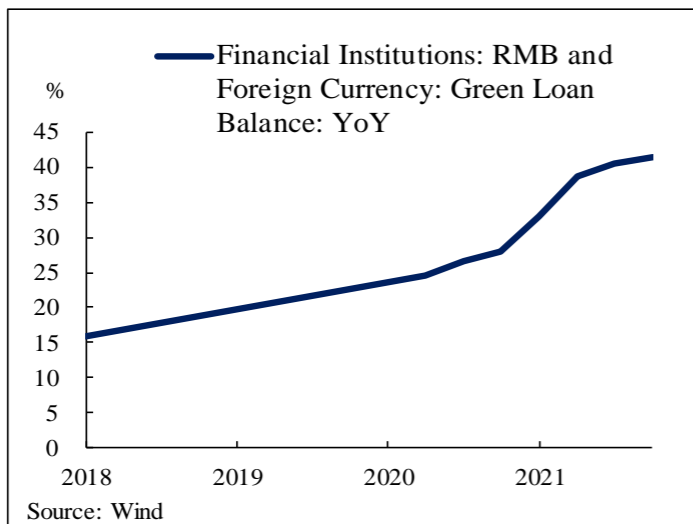
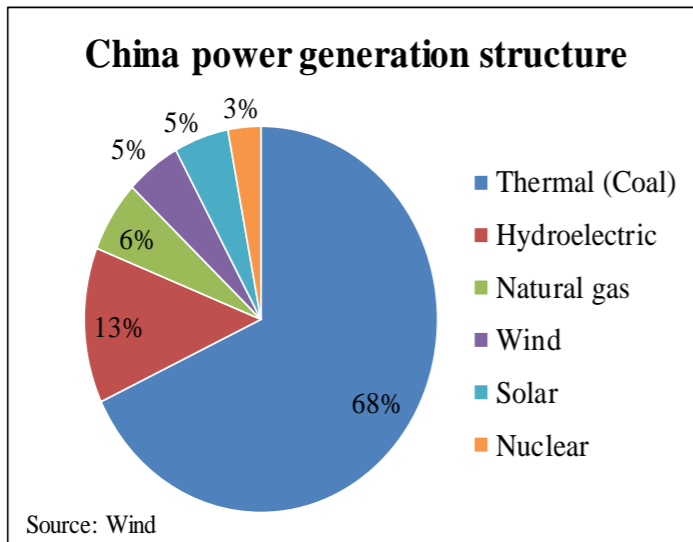
中國房價明顯回升，但難言全面反彈

- 中國前兩月房價出現明顯反彈，主因防疫政策放開提振居民信心、前期積壓的購房需求釋放、房貸利率持續下降導致銷售情況好轉等因素。
- 目前房市相關數據僅銷售及房價表現較好，但其他數據如地方政府土地出讓收入、房企融資等在1-2月表現仍疲軟。
- 房地產最壞時刻已過，「銷售—房企回款—購置土地—開發投資—銷售」進入正向循環



產業發展重點：綠色行業

- 中國氣候變遷目標：2030年前實現碳達峰、2060年前實現碳中和



- 推進綠色發展、美麗中國建設
- 2021年，中國天然氣、水、核、風、太陽能等清潔能源占比為26.4%，較2012年提高11.1%；占能源消費比重為25.5%，較2012年提高11.0%
- 2022年中國生產的電動車將佔全球電動車總銷量的40%，世界第一。
- 純電動車賽道，比亞迪僅次特斯拉（Tesla）。
- 福建寧德時代以36%全球市占率，穩居世界動力電池第一，總市值2021年6月首度突破1兆人民幣。
- 中國的高耗能、高碳排產業結構問題大，將在確保能源安全的同時，嚴格管控如鋼鐵、水泥、平板玻璃、電解鋁、煤電、石化、煤化工等項目。

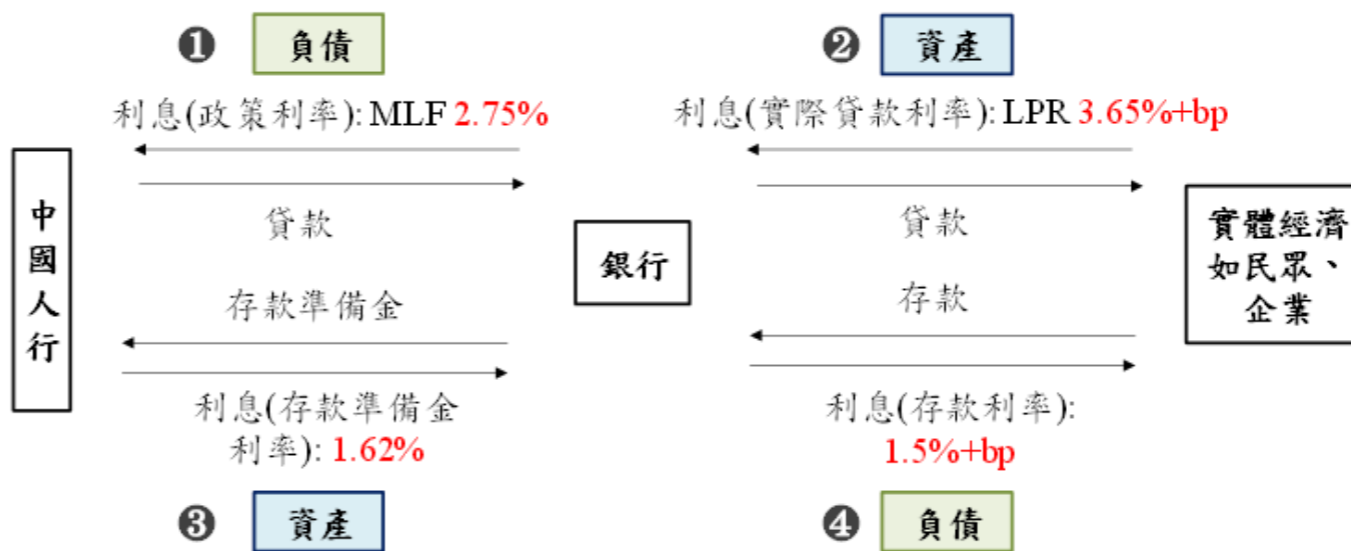
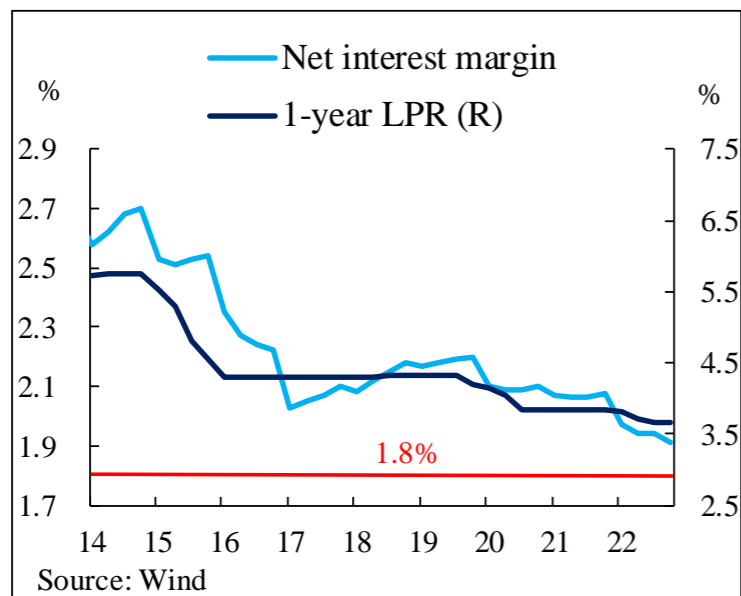
- 各方面政策支持綠色產業：

1. 金融手段：碳交易市場、綠色投融資
2. 財政手段：碳稅、補貼
3. 產業手段：環保要求、行業規劃

人行可能引導實際貸款利率下降

- 中國近期公布4月經濟數據表現不如預期，疲弱進口、信貸及通膨數據反映內需不足問題。
- 據人行貨幣政策執行想法，判斷降準機率比降息高:利率降兼顧淨利潤率穩定
 - 實施降息:降低MLF利率將令LPR同步下降，造成實際貸款利率下降，則對銀行利息收入與支出同時減少，並不能改善淨利潤率
 - 實施降準:人行常以降準置換MLF，造成降低銀行負債端成本，能夠改善銀行淨利潤率，進而有望使銀行有動力下調LPR利率
 - 調降存款利率:存款占銀行負債端成本高達8成以上，直接降低銀行負債端成本，改善銀行淨利潤率且有望使LPR下調。
- 降準與調降存款利率效果將優於降息，強調精準而非總量

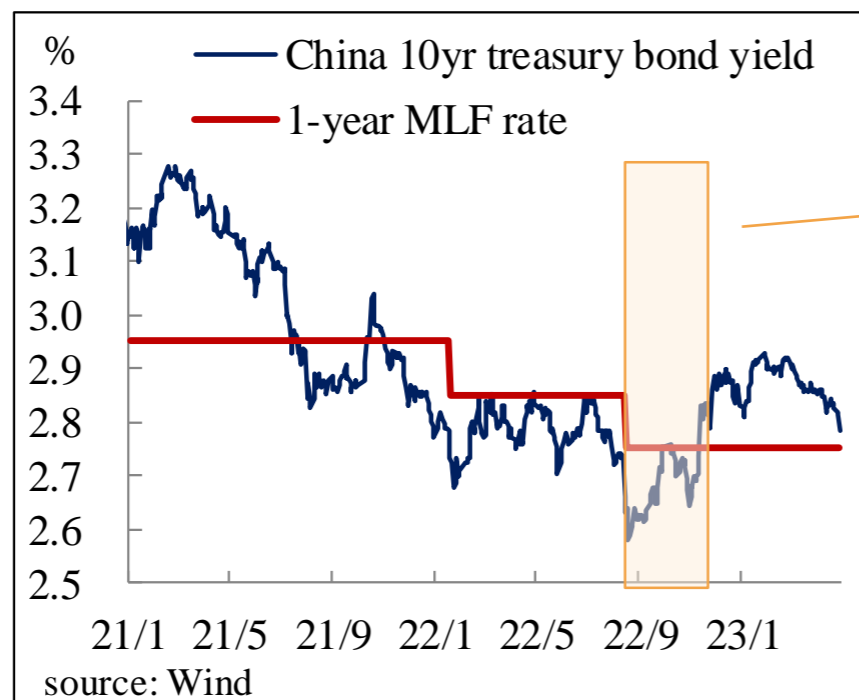
圖、中國商業銀行資產負債端架構



Source: CTBC整理

中國債券殖利率短期可能維持震盪偏跌走勢

- 因近期市場對經濟復甦存疑、資金面較寬鬆、對存款利率下調預期等因素共同作用下，推動10年期公債殖利率下行，突破2.8%價位
- 中國經濟數據持續顯示復甦不均衡情況、人行貨幣政策將維持偏鬆基調，造成降準可能。
- 殖利率短期將維持震盪偏跌走勢，但隨著經濟恢復趨勢不變，預計10年期公債殖利率下半年仍可能走升，並在政策利率(2.75%)上方波動



回顧去年9至12月殖利率走勢從2.6%低點大彈至2.9%，主因：


- 中國政府放寬防疫政策並推出經濟刺激政策(如房地產救市政策與要求增加信貸)，推升市場對經濟回升之預期
- 理財產品贖回潮的短期擾動因素亦有影響

今年人民幣仍有望溫和走升

- 人民幣走勢仍受到對國內基本面預期、美元指數走勢兩大因素主導
- 短期區間震盪:中國經濟復甦過程仍不穩固，人行預計保持寬鬆貨幣政策環境
- 中長期溫和偏升:美國通膨將下降、升息循環近尾聲，下半年美元指數預計反轉走弱，搭配中國經濟持續恢復

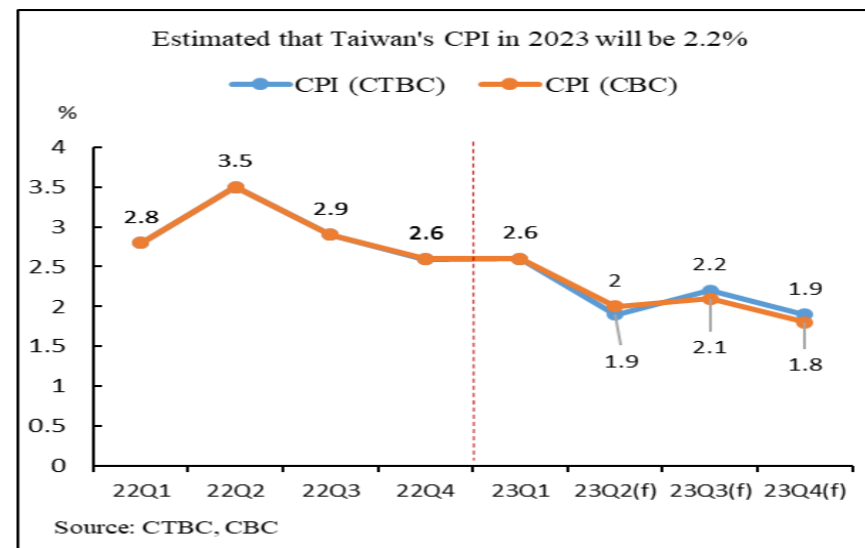
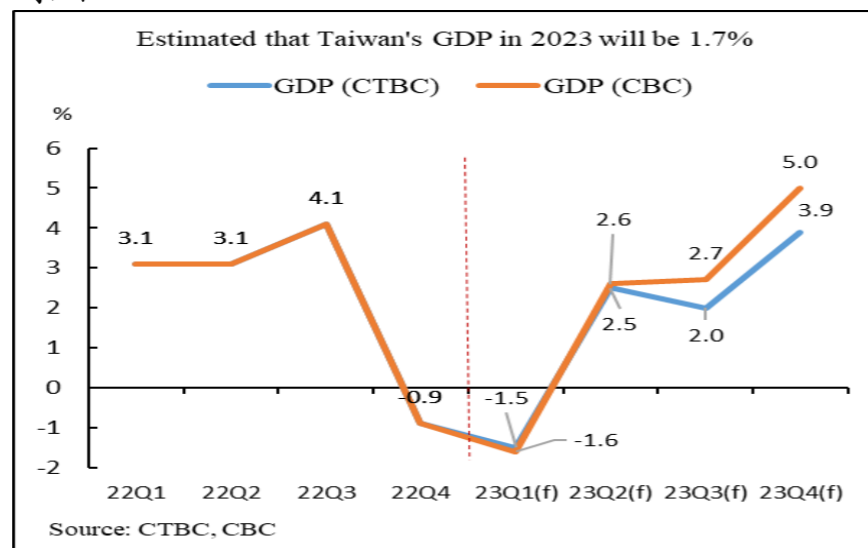


臺灣主要關鍵句

- 經濟不保二
 - 資金成本高、流動性卻充足
 - 信貸降溫
 - 央行將維持1.875%利率不變
- 

2023年艱苦的一年

- 上半年基本上外冷內溫，外銷下半年開始改善，第四季應該很明顯。
- 我們 2023年預估雖與央行3月預估數幾乎一致，惟根據最新臺灣進出口實際值、財政部對未來貿易看法、中國內需消費僅溫和復甦、美歐下半年經濟展望偏悲觀，我們的最新預估數：2023年GDP由2.2%預估下修至1.7%；CPI由2.1%上修至2.2%。
 - 景氣：前低後高，但下半年的反彈力道沒有原先想得樂觀。
 - 通膨：第二季整體第二季通膨趨勢往下應該是無庸置疑，惟核心通膨較原先預估更加有黏性。



美追趕式加息 2023經貿恐不樂觀 **工商時報** 名家評論

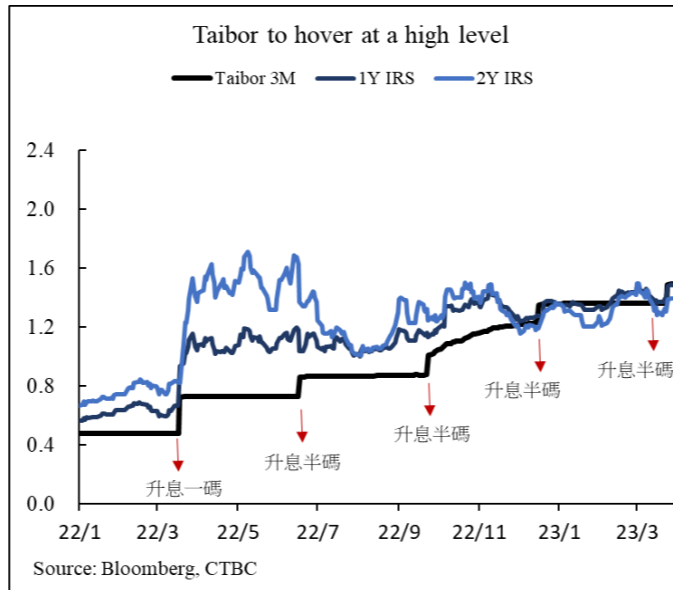
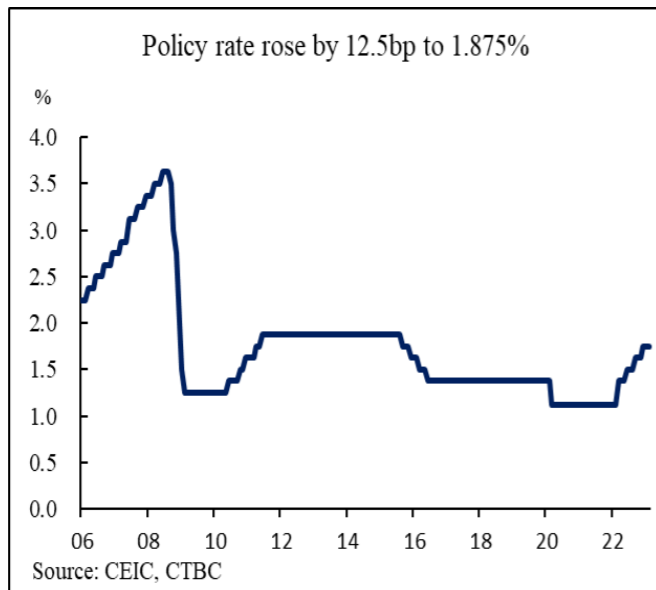
林建甫 2022.12.07

林建甫專欄：2023 景氣的推估與可能的黑天鵝 2023-02-09

風傳媒
THE STORM MEDIA

臺灣有資金成本高、流動性充足趨勢

- 臺灣央行於3月23日召開今年第1季理監事會議，宣布重貼現率調升半碼至1.875%；28天期、91天期、182天期NCD利率足額調升至1.09%、1.15%和1.27%，於3月24日生效。
- 臺灣央行總裁認為NCD利率足額調升恐令市場覺得資金稍緊，但因貨幣政策基調依舊為緊縮，因此短期內不會調降存準率。
- 我們觀察到隔夜拆款利率、30天短票利率、Taibor利率皆是穩定如階梯式等幅上升。
 - 當前金融情勢似乎有「資金成本高，流動性充足」的趨勢
 - 全體銀行放款年增率已經自去年4月的9.2%下滑至今年3月的6.6%，信貸情勢呈現溫和降溫。



高利率環境下的臺灣風險產業

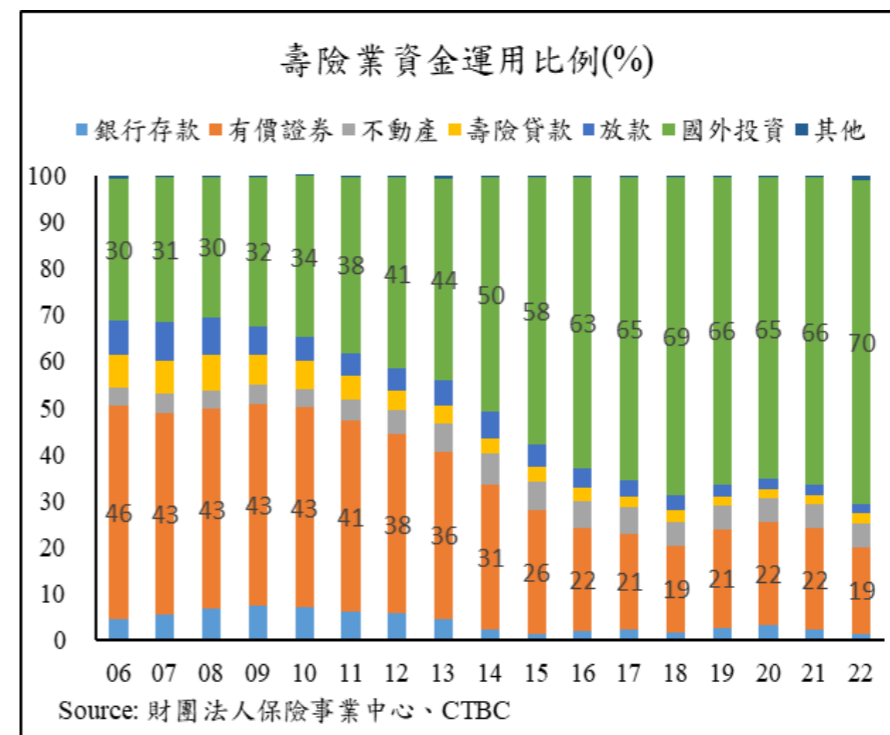
- 以2022年台股整體上市公司產業財報數據來看，**金融業、汽車業、部分傳統產業以及建材營建業**是負債比率相對較高的。(負債比率：負債總額/資產總額，用來衡量產業的利率風險)
- 臺灣壽險業面臨雙殺局面，其背景：
 - 低利率時代，儲蓄險保單大賣
 - 法規鬆綁，資產配置以國外投資為重(2022, 70%)
- 美國聯準會自2022年起大幅升息，過去低利率的背景不再
 - 資產端：債券投資端虧損及流動性壓力
 - 權益端：舊保單解約潮，新保單賣不好

➔ 對利率及匯率曝顯大

➔ 雙殺局面

Taiwan Stock Debt Ratio by Industry	
Name	Debt Ratio (%)
Financial & Insurance (34 members)	94.3%
Automobile (33 members)	80.1%
Trading & Consumers Goods (21 members)	78.3%
Electronic Products Distributi (20 members)	70.3%
Computer and Peripheral Equipm (60 members)	67.9%
Chemical Industry (29 members)	67.3%
Building Material&Construction (52 members)	66.5%
Food (21 members)	63.6%
Other Electronic Industry (40 members)	59.9%
Textile (41 members)	56.7%

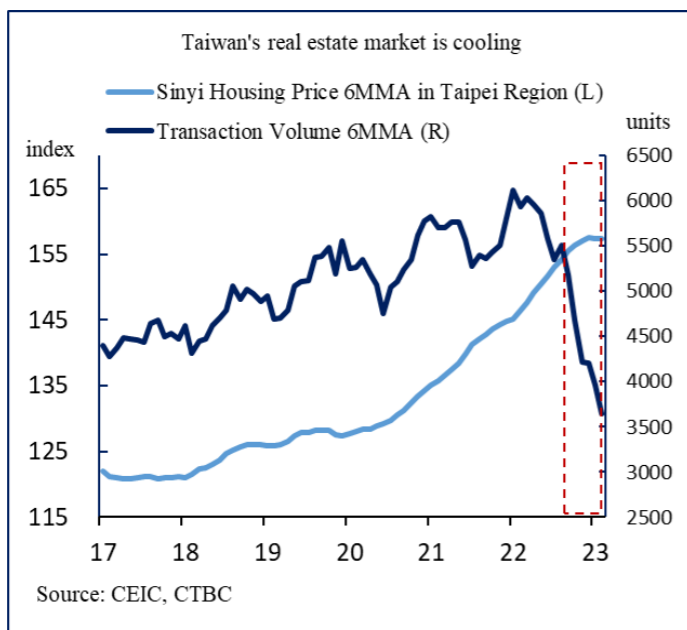
Source: Bloomberg, CTBC



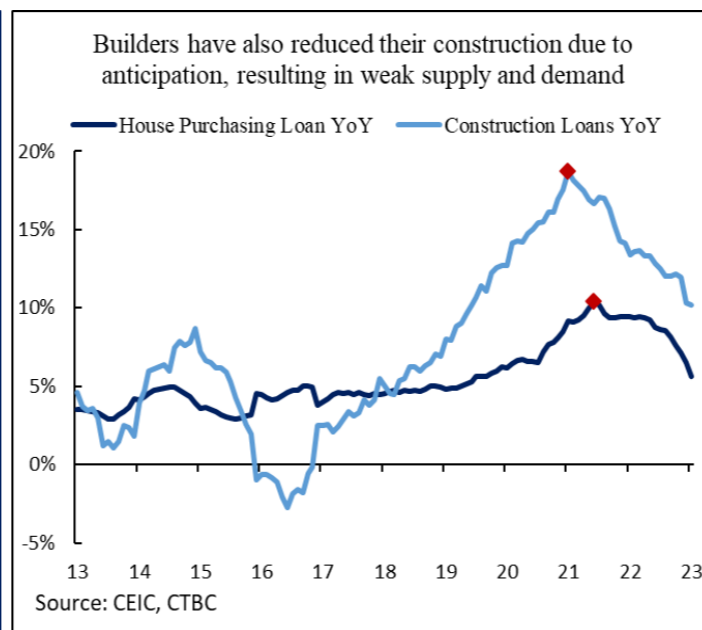
中小型建商取得資金添增難度，臺灣房價有望走跌

- 央行維持現行選擇性信用措施，係因當前臺灣房市已經有降溫現象，包括建築貸款與購置住宅貸款年增率走緩、房市成交量明顯縮減、房價部分走平部分有小跌跡象。目前大部分是價平量縮。
- 部分開發商取得資金愈來愈困難且成本增加，致購屋房貸及建築房貸年增率同步滑落，另建築許可及建築開工(12MMA)也同步降溫，甚至已經接近2009、2016年臺灣房市低迷時的水準，因此大致也可以預料到待平均地權條例上路(今年7月)後，臺灣房價有望於今年底前明顯走跌。

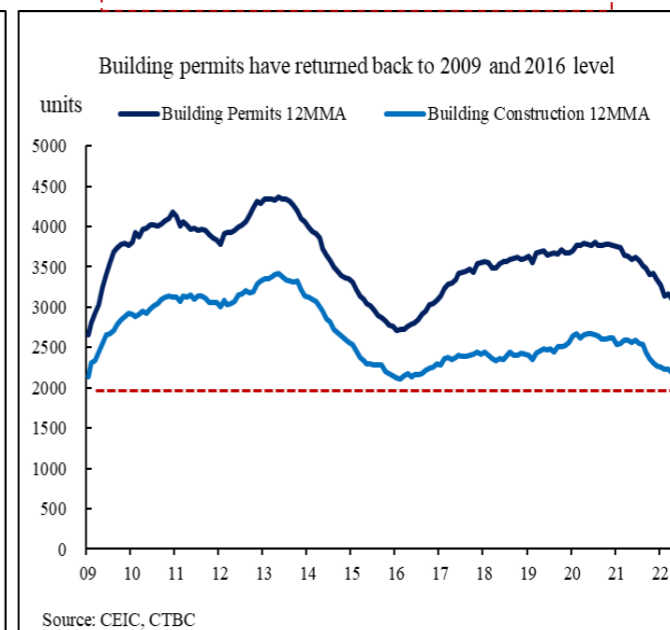
當前房價呈現價平量縮



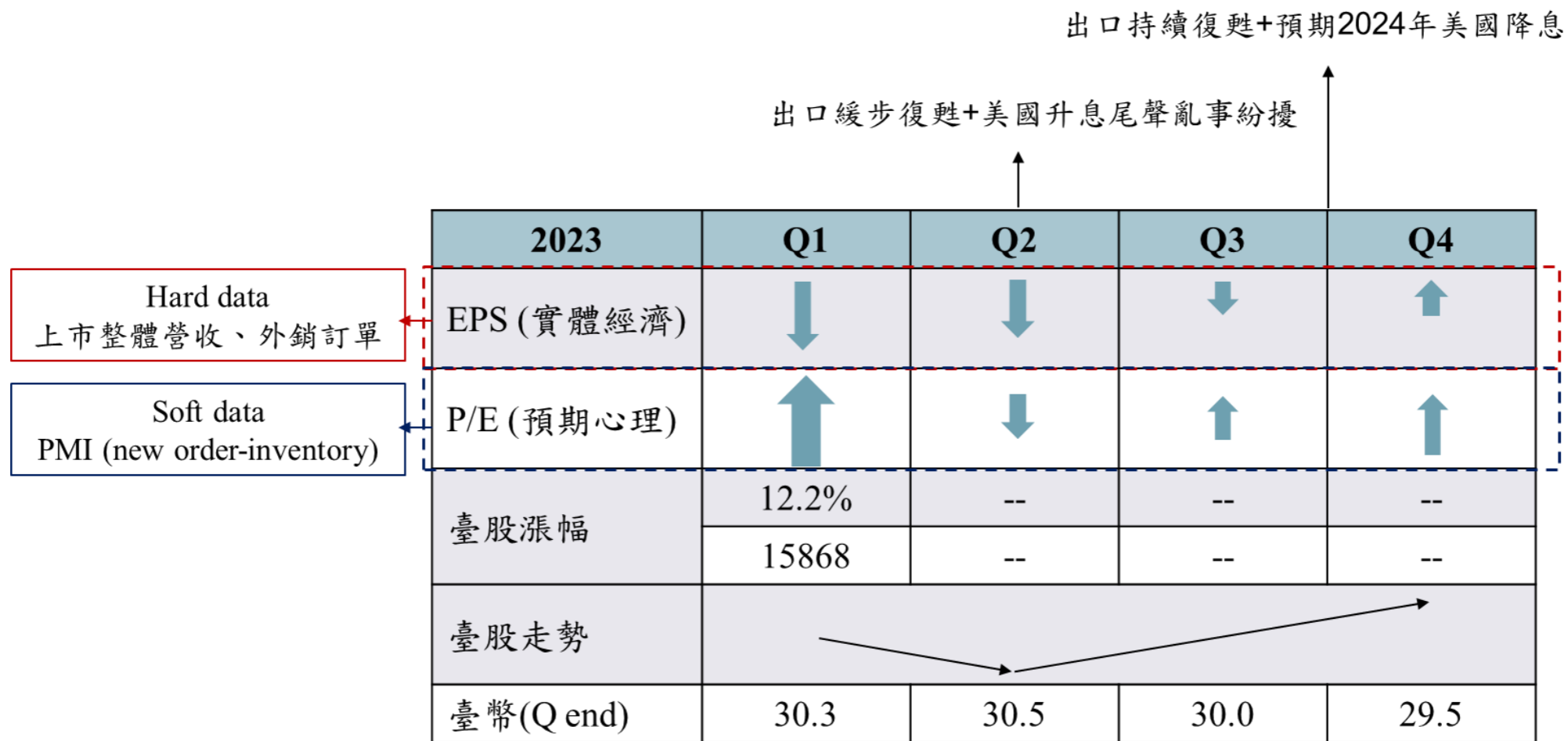
購屋房貸及建築房貸年增率同步走弱



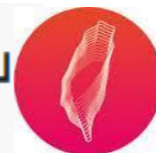
建築開工與建築許可(12MMA)
到2009、2016年的低迷水準



實體經濟緩步復甦與預期心理干擾，料Q2台股及臺幣仍疲



(專論)景氣藍燈的背後是出口衰退 更是被「去全球化」

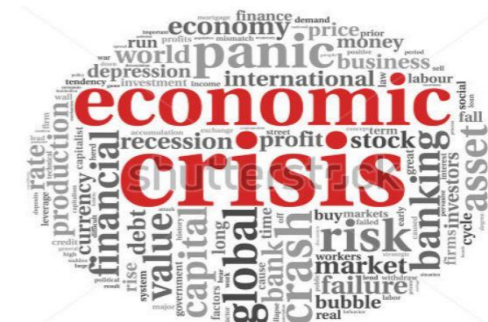
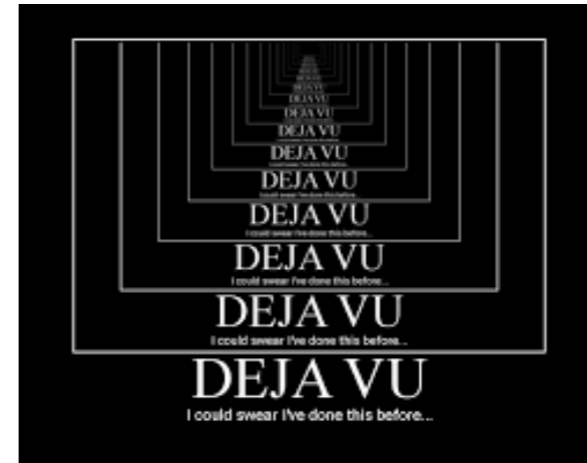


臺灣時報
TAIWAN TIMES

2023.03.30 21:29 | 林建甫 |

5. 前瞻與對策

- 危機一再重複，也有很多的相似
- 小心地緣政治
- 政治上層結構
- 經濟生產、消費與金融則是被決定才發展
- 金融不可套利，市場瞬息萬變。
- 貨幣政策，非常複雜。

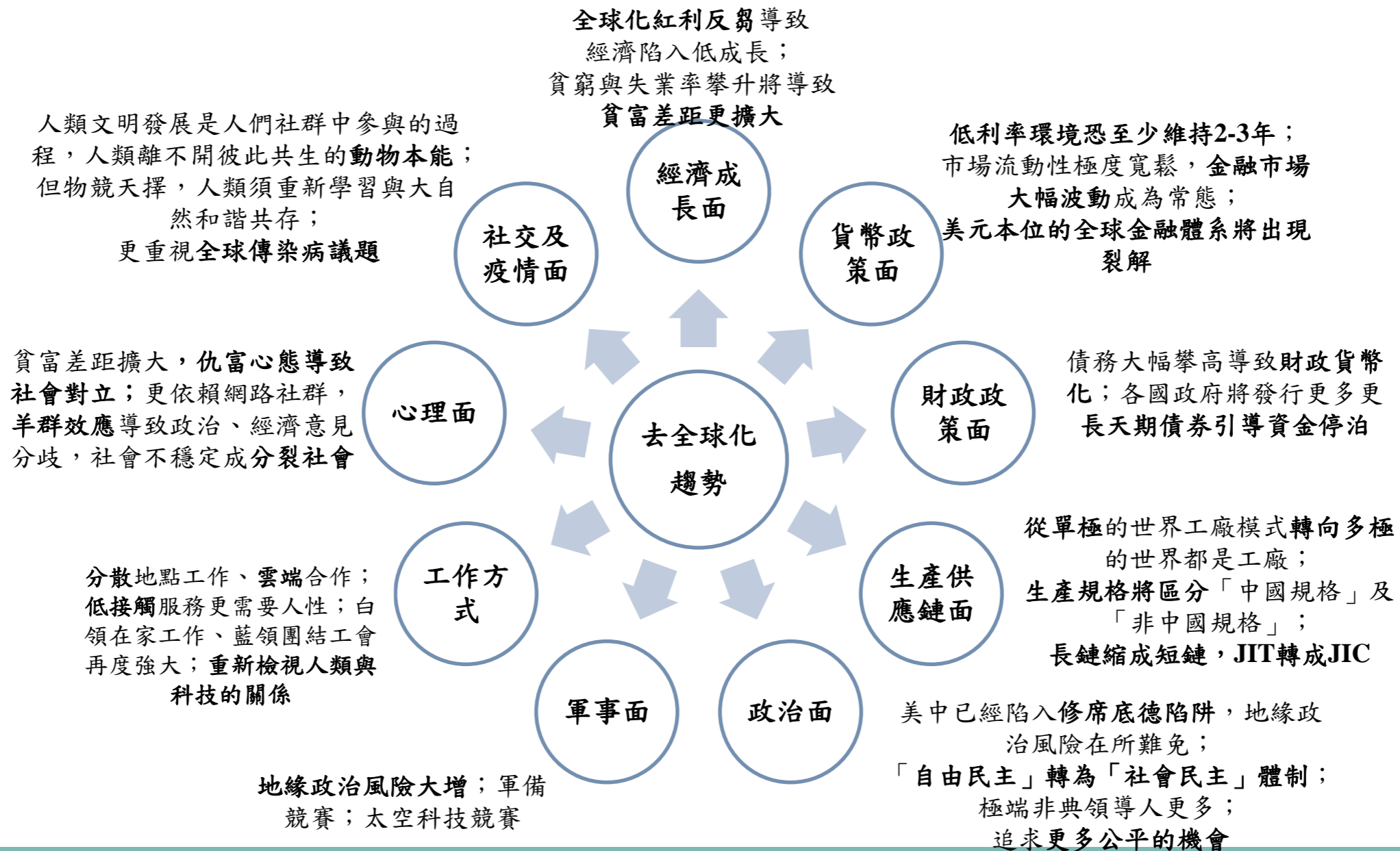


林建甫專欄：盧卡斯精彩一生的研究貢獻與趣事
 林建甫專欄：央行該採權衡或法則？--近百年貨幣政策的省思

2023-06-03
 2022-08-12



新常態以去全球化為中心



主要風險提醒

風險一



儘管多數央行陸續中止升息循環，但美國貨幣政策步入更具限制性區間，ECB政策立場仍偏鷹，BOJ更朝正常化方向，金融情況更不穩定

金融市場波動加劇
資產價格恐修正

風險二



全球景氣進一步下滑，但利率卻持續走高，須留意體質較差的新興出口國債務違約風險

新興國家金融危機
風險未緩解

風險三



中國大陸政策不可預測性仍高，疫後消費反彈目前不大，房地產景氣持續低迷，美中科技戰導致產業發展困境

中國系統性金融風
險仍未緩解

風險四



俄烏戰爭持續、美中科技戰更惡化、台海局勢持續嚴峻、去全球化及產業供應鏈重組，全球政經秩序正加速改變

地緣政治不穩定及
產業重組風險

Thank you!

免責聲明

本文件由中國信託金控（以下簡稱“本公司”）投資及交易諮詢部所編製，其中所載之資料、意見及預測乃根據本公司認為可靠之資料來源以高度誠信編製，惟本公司並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出任何明示或默示之保證，亦不會對此等內容之準確性、完整性或正確性負任何責任或義務。

本文件內容所提及之各項數據資料及所有的意見及預測皆基於本公司於特定日期所作之判斷，故有其時效性限制，若有變更，本公司將不做預告或更新。本文件內容僅供參考，並不提供做為任何投資依據。

本公司對因信賴此資料所為之行為或不行為所生之各項損失、成本、損害賠償及費用，亦不負擔任何法律責任。

本文件之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本資料全文或部分內容，不得以任何形式或方式引用、轉載、翻印或作其他任何用途。