



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2023年Q2投後分析

商品分化有端倪 審慎檢視知進退

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。

商品分化有其因



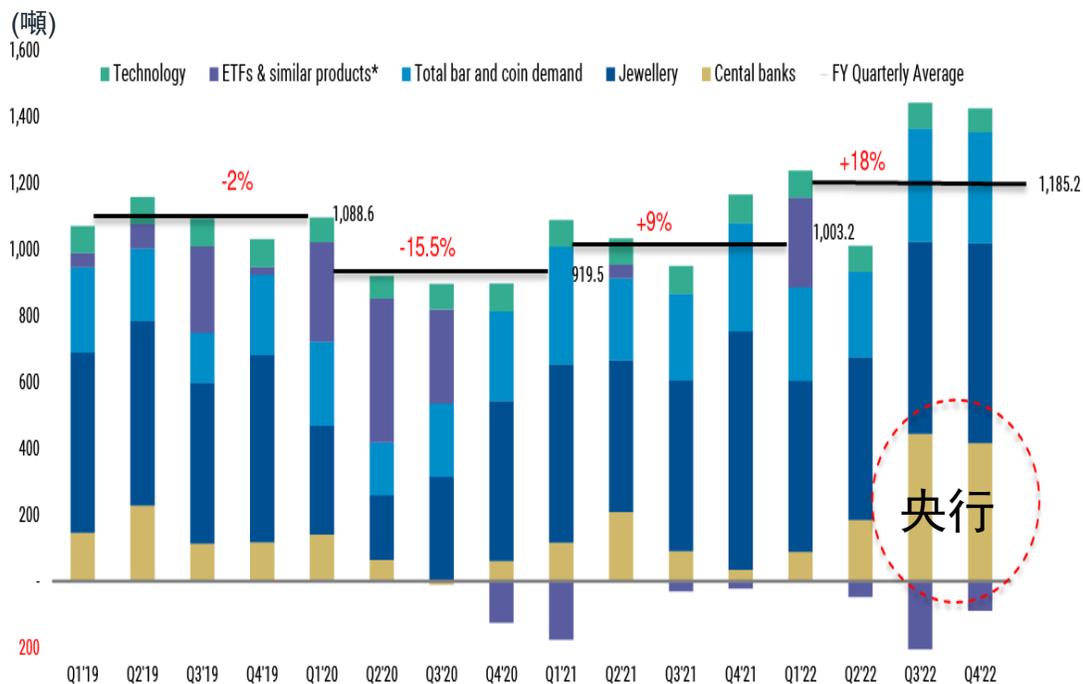
資料來源：左：高盛。中：高盛。右：Bloomberg。

央行買金推動，買氣能否持續

歷史總是曾相似：2022年俄烏戰爭和通膨影響，大砲一響黃金萬兩，曾讓金價攀升至每盎司2000關卡之上，但戰爭持續，金價卻見高回落，直到下半年各國央行增持黃金儲備消息方築底。今年來，美國銀行業倒閉引發貨幣不信任感、經濟衰退擔憂，加以舉債上限議題擾動等利空，令金價挾避險題材而走揚。但捫心自問，前述消息恰巧與經濟軟著陸邏輯矛盾，若基本面緩築底，金價恐趨震盪。

實質利率推動？：通膨飆升導致實質利率下降，黃金回報落點型態跟以往不同，也使得這兩年只要黃金上漲的時候，會出現劇烈走勢，加以市場過早地消化聯準會的轉向政策，及通膨物價逐漸和緩的背景下，更讓黃金過譽的聲浪不曾停止(包含巴菲特)。

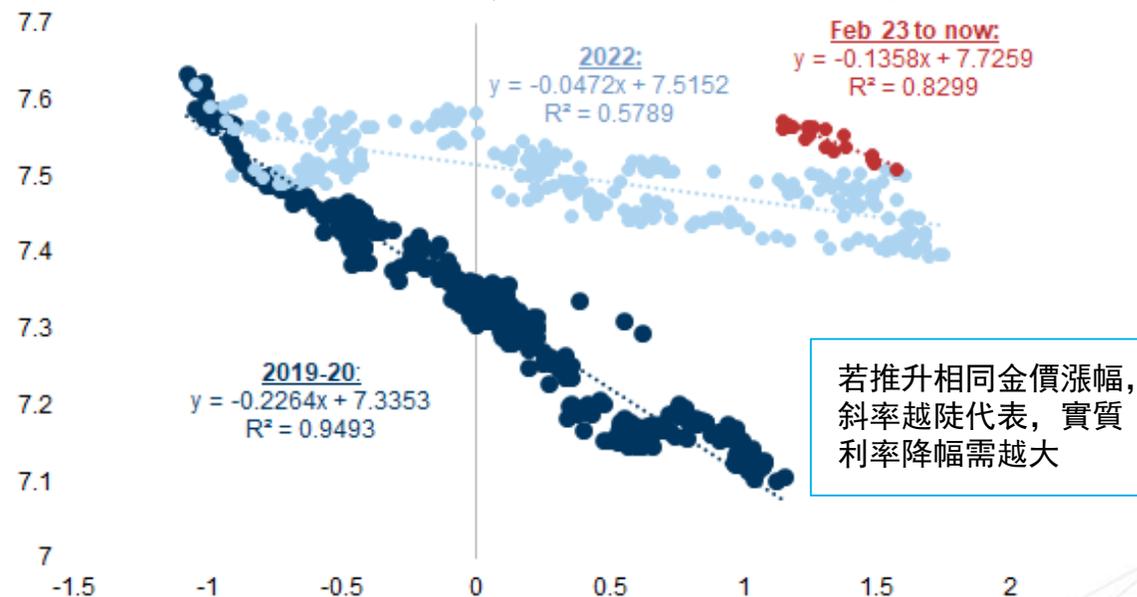
歷年黃金持有量分類



資料來源：摩根士丹利。

實質利率啟示

Y軸表實質利率變動*，X軸為黃金價格變動幅度



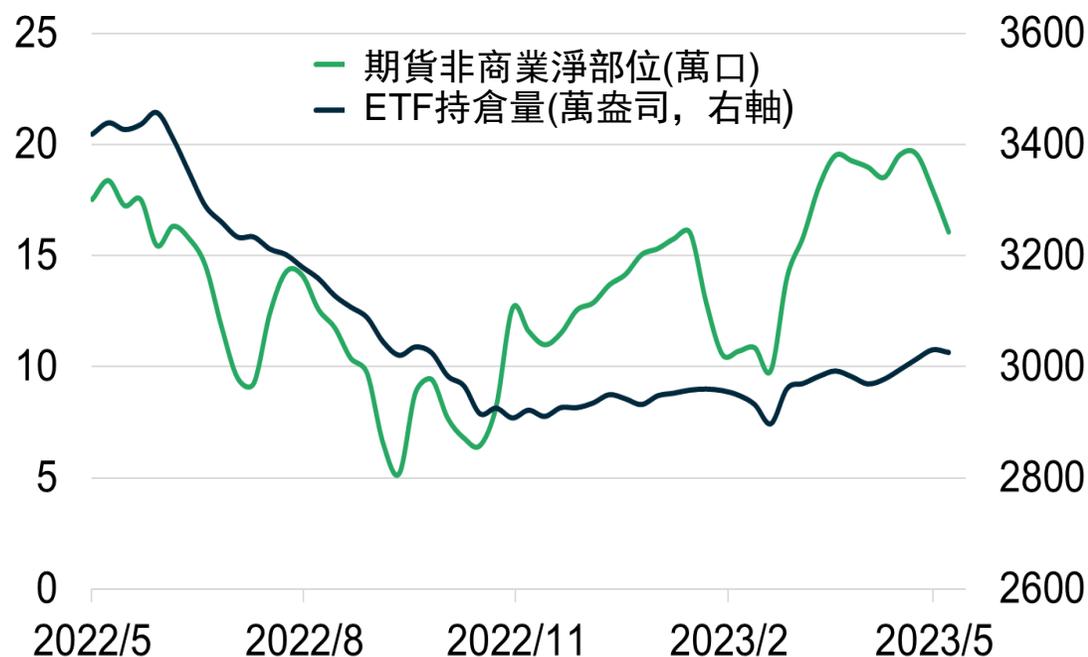
資料來源：高盛，*取log值，故無單位。

當熱潮消退時，外在因素同質性或透端倪

投機資金悄轉向：金價創高回落後，黃金期貨非商業淨部位同樣地出現驟減的頭部型態。主要是其中多頭部位減少，伴隨空頭增加。不禁讓人聯想到，買入謠言賣出事實，市場最恐慌的階段基本上已多數反映，輔以第一季印度飾金呈現年增率轉負樣態，期貨轉向與現貨緩增的綜合解讀，亦隱含漲勢或受限。

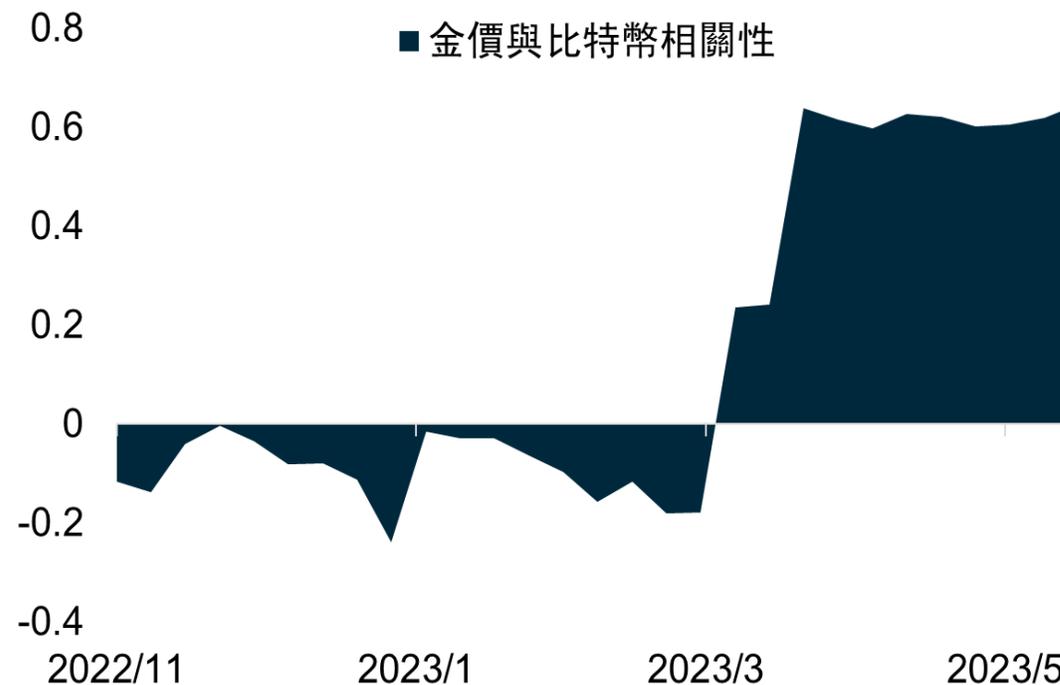
風吹草低見牛羊：兼具避險和去中心化的同質商品，虛擬貨幣中的比特幣，本波走勢“恰巧”跟黃金亦步亦趨，無獨有偶的，其價值也是衝破三萬後快速回落，預估能支撐黃金僅剩下疲弱美元指數，在美歐利差陷入膠著之際，將使金價將入區間呈震盪格局。

期現貨部位不同調



資料來源：Bloomberg。

黃金與比特幣今年亦步亦趨



資料來源：Bloomberg，週報酬計算。

原油需求何處來，服務掛帥齊增溫

需求何處來：若將時間拉回三年前第一季，並拆分製造業與服務業對於原油需求的影響，可發現不到一年，製造業在2022年幾乎全數復甦(左下圖淺藍色塊)，但隨時間流逝，服務業則是漸進式地加入需求行列。尤其今年第一季中國重啟後，更見明顯躍升。

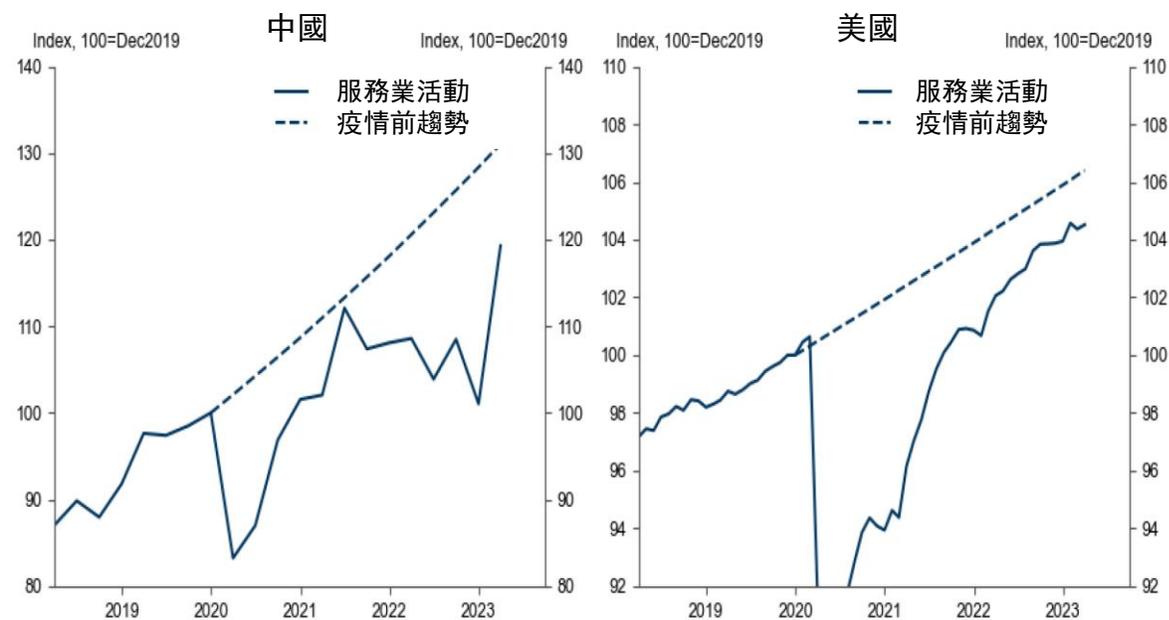
服務業空間：油價下跌有一說是反應製造業走軟經濟擔憂，但卻覺得經濟將軟著陸且股市將反彈，邏輯偏移往往造成不效率市場。不過，疲軟製造業數據不會阻止後續原油需求增長，主因服務業尚有復甦空間，中美等主要經濟體於服務業的實質消費支出，仍低於疫情前水平。此外，進入夏季，出遊意願提升、駕車距離拉長，也將使相關用油需求出現季節性增加。

服務板塊拉動原油需求



資料來源：高盛。

美、中實質消費於服務業仍有空間



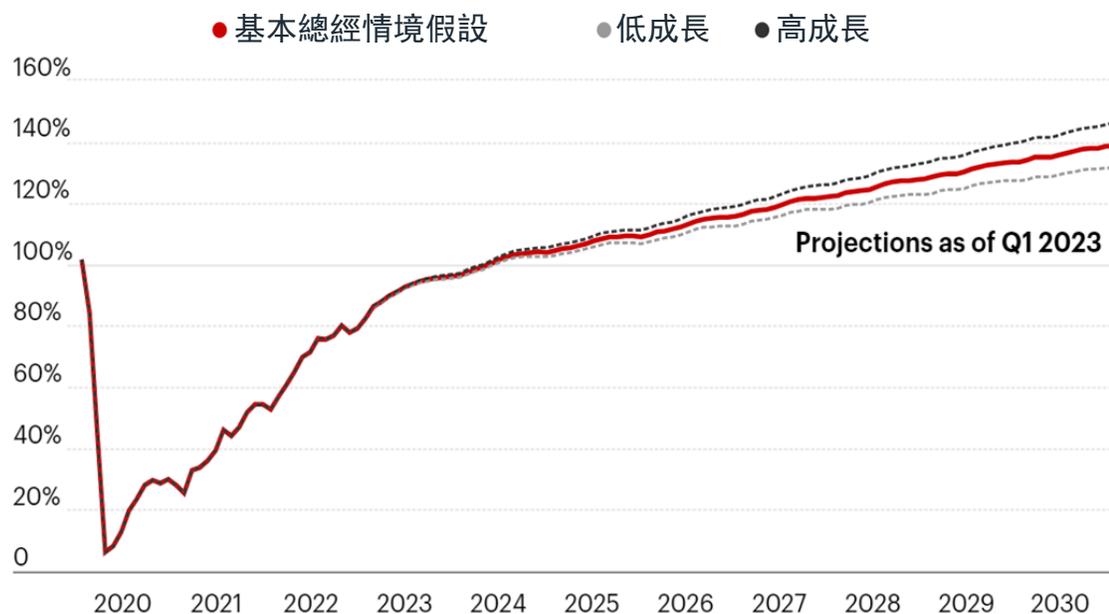
資料來源：高盛。

移動浪潮持續，需求只增不減

移動運輸：各國重開國境帶動下，今年全球航空用油需求預期回到每日720萬桶(2019年九成)。旅行需求明年則可望超過疫情前水準，亞洲長期可支配收入前景支撐，低成本航空公司也重新加速布局，北美的短途航班前景在近期的強勁復甦之後，態勢依然持續。

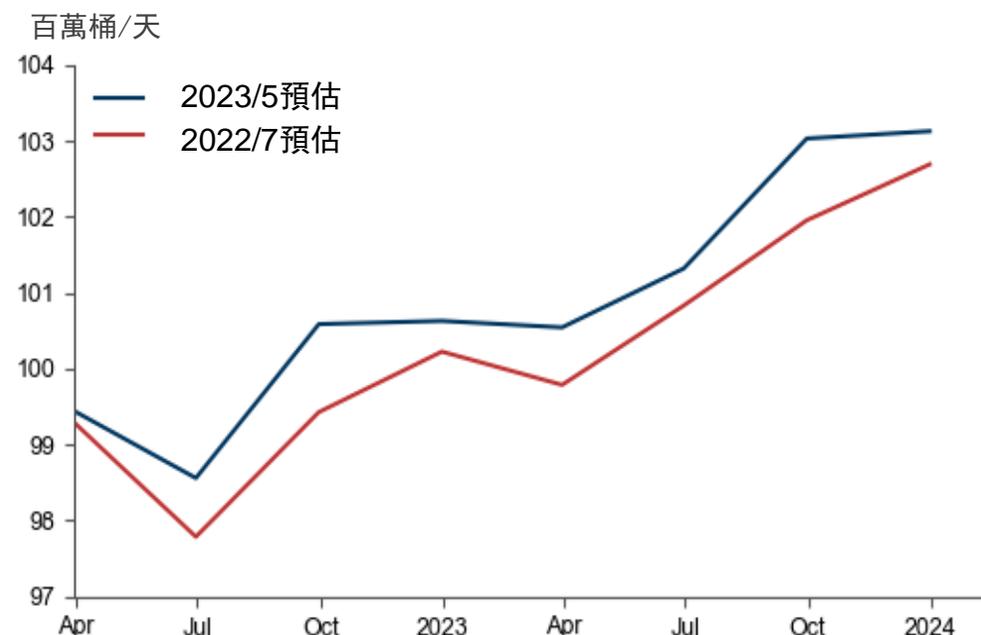
需求上調：當然，製造業走弱導致短期供給錯置，市場目前充斥悲觀氛圍，當前油價走勢與對供需的預期日益脫節，然OPEC+已先行減產且六月初於維也納將會面。預期油市下半年將面臨供給更緊俏，故國際能源總署(IEA)調高今年全球石油需求預測值、至創新高水準，預估屆時，全球每日石油需求將比供應高出近200萬桶。

航空業今年重回2019水準



資料來源：Bain&Co.。

IEA持續上調原油需求



資料來源：高盛。

市場因子或轉變

黃金



避險題材如銀行業倒閉、經濟衰退擔憂與舉債上限議題等帶動金價而起，但多為暫時性因素，且市場過早地消化聯準會的轉向政策，及通膨物價逐漸和緩的背景下，黃金過譽的聲浪再起。

※逢高減碼、分批再投入

疲弱美元指數，在美歐利差陷入膠著之際可能狀況停滯，使金價將陷入區間盤弱後方能築底。

既有部位建議全數或部分調節至具輪動風格、或另類資產風格的平衡型基金。

若客戶仍偏好黃金類股，停利後，可待黃金類股大幅回落，視風險承受度，再伺機低接，或透過定期定額布局。

能源



主要經濟體實際服務消費支出水平仍低於疫情前水準，另外夏季出遊季節將至、各國重開國境帶動下，故製造業走弱導致短期供給錯置與悲觀氛圍，預期油市下半年將面臨供給更緊俏。

※持有/加碼同概念平衡型

油價下行趨勢似乎有些止住，資金輪動配合季節性因素，能源股波段或可期待，帳上部位不用悲觀可續抱。

加速弭平虧損，建議定期定額原標的，或單筆增持資源風格的平衡型基金。

若欲分散投資分險，可搭配具另類資產風格的平衡型基金。

揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行(下稱“本公司”)提供尊貴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。

本報告所提及之基金係經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。投資人申購基金係持有基金受益憑證，而非本報告提及之投資資產或標的。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；定期(不)定額報酬率將因投資人不同時間進場，而有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證；基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率，基金淨值可能因市場因素而上下波動；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責各基金之盈虧，亦不保證最低之收益，其他未盡事宜及基金相關費用(含分銷費用)，已揭露於基金之公開說明書，投資人申購前應詳閱基金公開說明書或投資人須知(包含但不僅限於基金之ESG資訊)(可至本公司全省各分行洽詢理財專員或洽該基金公司，或至公開資訊觀測站<http://newmops.tse.com.tw>或境外基金資訊觀測站www.fundclear.com.tw中查詢)。

由於非投資等級債券基金之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故非投資等級債券型基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。非投資等級債券基金不適合無法承擔相關風險之投資人，投資人投資相關基金不宜占其投資組合過高之比重；投資新興市場可能比投資已開發國家有較大的價格波動及流動性較低的風險；其他風險可能包含必須承受較大的政治或經濟不穩定、匯率波動、不同法規結構及會計體系間的差異、因國家政策而限制機會及承受較大投資成本的風險。境外基金投資中國比重係指掛牌於大陸及香港地區中國企業之投資比重，依規定投資大陸地區證券市場之有價證券不得超過本基金淨資產價值之20%(境外基金機構依鼓勵境外基金深耕計畫向金管會申請並經認可，得放寬投資總金額上限至40%)，另投資香港地區紅籌股及H股並無限制，本基金若涉及中國，並非完全投資於大陸地區之有價證券，投資人仍須留意中國市場特定政治、經濟與市場之投資風險。