國泰世華銀行
Cathay United Bank

2012.7.27 金管證投字第1010033031號函
台北市松仁路七號B1 TEL：+886-2-8722-6666

國泰世華銀行
Cathay United Bank

2019 06 月號

Cathay's View 投資策略月報

Invest today, enrich tomorrow.

窺探人行“無限手套”的魔力
資金回台優惠稅率怎麼算？
液態的現金 威士忌

Contents

01 投資最前線
太陽底下無新鮮事？

02 資產配置風向球

04 焦點分析
窺探人行“無限手套”的魔力

09 財富管理
鮭魚返鄉拼經濟
資金回台優惠稅率怎麼算？

14 品味投資
液態的現金 威士忌

18 環球金融投資展望

28 重要經濟數據公佈

太陽底下無新鮮事？

夏天腳步接近，體感溫度升高愈顯難耐。鳳凰花開的畢業歌唱，總帶著不同階段的人生期許。周遭望眼所及，人間熱火仍處處。中美貿易戰重啓延燒，雙強經濟爭鬥下的夾縫台灣，選舉壓力鍋的民意噴發與不滿釋放，期待著或是只能期待，得否出現舊邦維新的正能量，無論是政治領導，還是更實際的經濟動能。

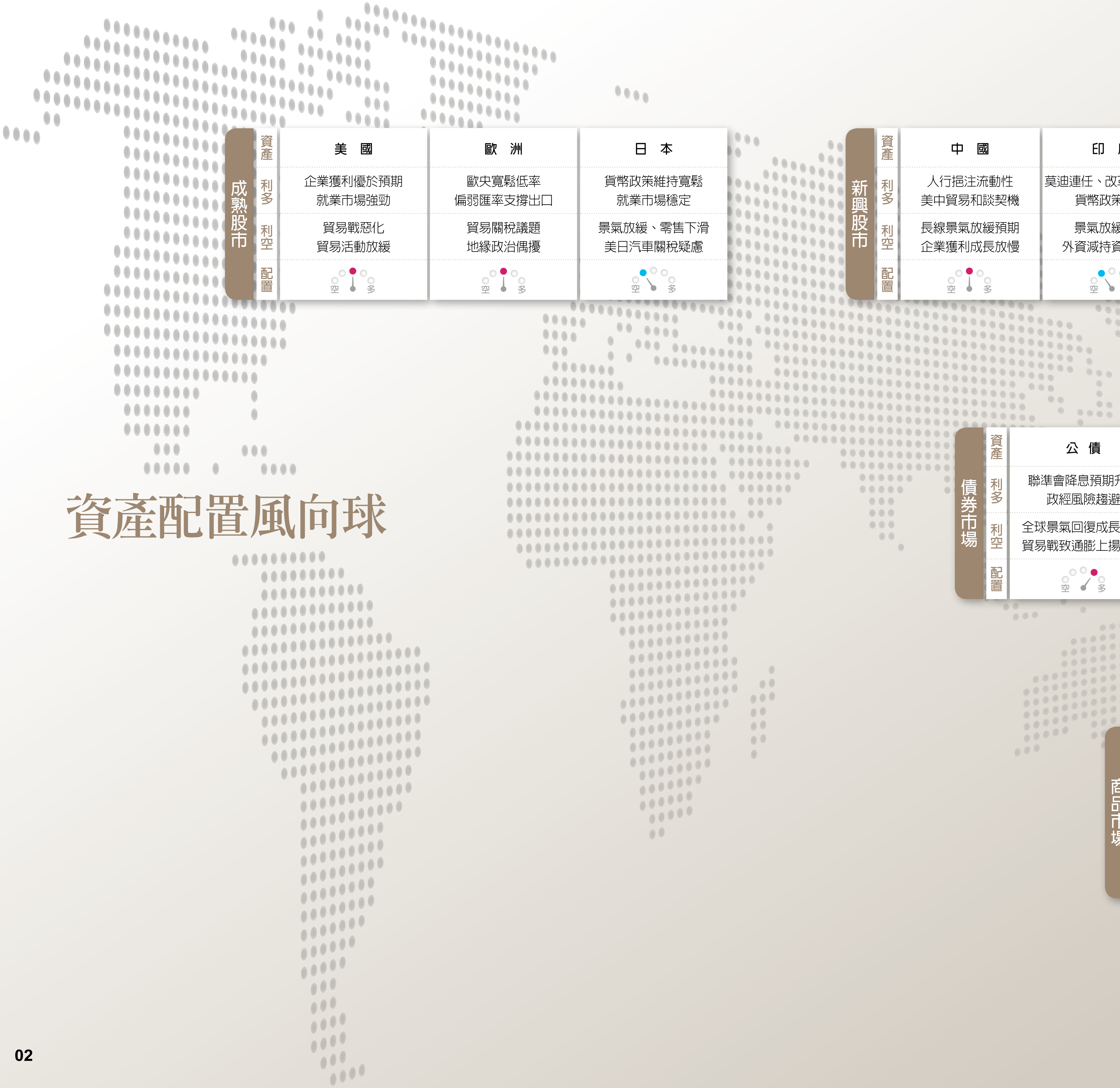
日光之下，並無新事。美國舉著貿易逆差大旗拼命揮舞，自始至終，制約著所有出口國的敏感神經。中國首當其衝，除了經濟面影響，政治穩定性須顧及，同時夾雜了民族情仇，箝制國家級企業發展壓力，亂了過去甚以自豪的追趕式經濟。中國打噴嚏，全球也遭殃，金融市場又見震盪。景氣趨緩的熊出沒警示一直都在，挑戰年初以來反彈行情的過度自滿。

推動一個時代的是個性，不是原則。貿易與戰爭交錯的日日夜夜，考驗投資人耐心，各國政府企業如何端出因應？本期《窺探人行“無限手套”的魔力》專題解析，中國面對內外加壓的世紀混沌，人民銀行祭出價量並行的貨幣政策工具，試圖護持經濟體系的槓桿運作。高大上的成長模式雖已遠，但穩定了市場流動性，也就安妥了人心。央行護世是否再顯奇蹟，龍的傳人之骨氣與節氣，自有無限上綱的道理。

投資，反射的是衆人眼中的延伸世界。複雜的政治現實，國與國間的博弈盤算，世事無常的忙動節奏，當下總令人痛苦或並快樂著。很多事件發展，即使現在看來稀奇，歷史長流中也將顯渺小。對於投資人來說，始終在現場，掌握不變的初心，才是最重要的。 C

國泰世華銀行投資研究團隊

國泰世華銀行投資研究團隊由不同財經領域專業研究員組成，以客觀專業角度提供全球金融市場分析，範圍涵蓋各主要國家總體經濟、股市、債市、匯率及商品等。



資產配置風向球

成熟股市

資產	美國	歐洲	日本
利多	企業獲利優於預期 就業市場強勁	歐央寬鬆低率 偏弱匯率支撐出口	貨幣政策維持寬鬆 就業市場穩定
利空	貿易戰惡化 貿易活動放緩	貿易關稅議題 地緣政治偶擾	景氣放緩、零售下滑 美日汽車關稅疑慮
配置	空 ○○●○○ 多	空 ○○●○○ 多	空 ○●○○○ 多

新興股市

資產	中國	印度	東協	新興歐	拉丁美洲
利多	人行挹注流動性 美中貿易和談契機	莫迪連任、改革政策延續 貨幣政策寬鬆	通膨下降，央行降息 印菲選後有利政策延續	地緣風險下降 油價穩定盤整	養老金改革與減稅法案 消費力道穩增
利空	長線景氣放緩預期 企業獲利成長放慢	景氣放緩現象 外資減持資金外流	出口下滑使經濟成長放緩 外資流出壓力	美國對俄經濟制裁 市場資金外逃	企業獲利成長力道稍減 後續景氣放緩預期
配置	空 ○○●○○ 多	空 ○●○○○ 多	空 ○●○○○ 多	空 ○○●○○ 多	空 ○○●○○ 多

債券市場

資產	公債	投資等級債	高收益債券	新興市場債
利多	聯準會降息預期升高 政經風險趨避	優質企業債信穩健 低利率環境的收益需求	違約率低於長期平均 利差仍具投資價值	政策利多推升經濟成長 貨幣政策中性寬鬆
利空	全球景氣回復成長力道 貿易戰致通膨上揚壓力	景氣趨緩BBB級降評壓力 利差大幅縮窄有限	企業資金壓力上升 與股市走勢相關性高	美元及美債強度壓力 雙赤字國家匯率風險
配置	空 ○○○●○ 多	空 ○○●○○ 多	空 ○●○○○ 多	空 ○○●○○ 多

商品市場

資產	原油	礦業	黃金
利多	OPEC力推減產協議 伊朗原油持續下滑	巴西礦場關閉供給減少 中國貨幣政策適時寬鬆	貿易戰不確定性增加 市場波動的避險需求
利空	美國頁岩油產量飆升 貿易戰衝擊實體需求	中國礦產品進口下滑 景氣漸緩商品需求走低	美元指數高盤 侷限金價漲幅
配置	空 ○○●○○ 多	空 ○●○○○ 多	空 ○○○●○ 多

註：策略配置偏好度，為個別資產未來一個月的預期表現。

窺探人行“無限手套”的魔力

今年首季，在中國景氣放緩趨勢未變下，陸股交出漂亮的成績單，上證指數漲幅達24%，
背後推手為美中貿易和談預期及人行貨幣政策稍寬鬆，提供散戶樂觀氛圍。
未來中國股市及基本面走勢，除美中貿易交手擾動，
官方的政策發展中，人行 (人民銀行) 將扮演決定性關鍵角色，
貨幣政策將如同英雄系列電影中力量無限的寶石，散發救市魔力。

1、流動性引導陸股多頭氣圍

今年來，陸股漲勢驚人，即使5月初美中貿易談判出現裂痕，上證指數仍有1成的漲幅表現，主要推力來自散戶對股市看法樂觀，採取較積極的投資策略，深滬兩市的融資餘額走揚，且兩融餘額與上證指數具高度正相關 (見圖1)。

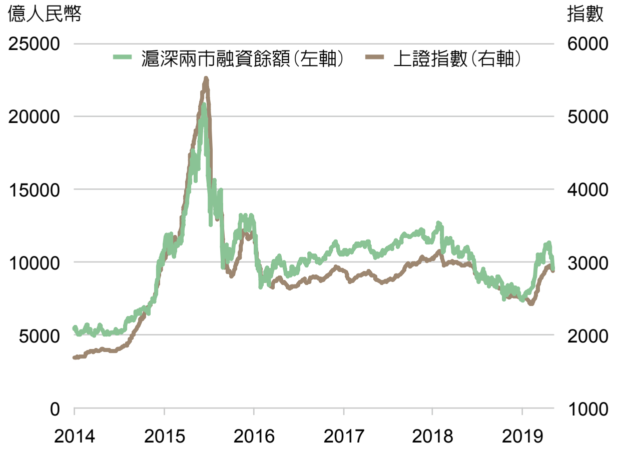
投資人背後的信心來自中國政策的利多，人行挹注流動性提供支撐 (見圖2)。貨幣政策的動向，可以銀行間7日質押貸款利率 (DR007) 作為觀察指標。貨幣政策偏緊縮時，銀行資金需求若不足，則需透過銀行間的質押貸款方式來籌資，將推升DR007走揚; 反之，央行偏寬鬆時，銀行使用銀行間的質押貸款籌資意願降低，DR007偏下移。

流動性的影響力為何如此強大，主因中國企業主要融資管道來自銀行，銀行又傾向把資金貸給違約風險低、資產規模大的企業。資產規模較小或擔保品不足的企業籌資困難，即便與非銀行借款利息高於銀行，資金需求仍高。因此，人行挹注流動性可緩減企業資金需求壓力，對中國經濟成長發展具正面效果 (見圖3)。

2、經濟放緩疑慮猶存
中國政策集中火力救市

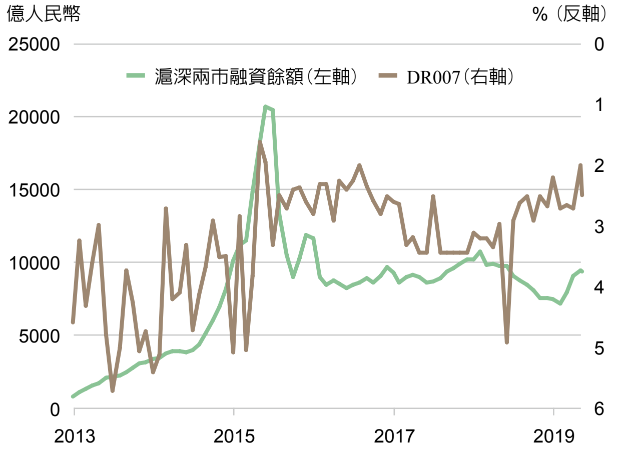
2018年年中，美中貿易戰打得如火如荼，中國內部也發生激烈的筆戰，財政派認為貨幣政策能有更多作為，但貨幣派表示委屈，遵從中央指示執行去槓桿政策，因此限制了人行政策

圖 1 ▸ 上證指數與兩融餘額走勢



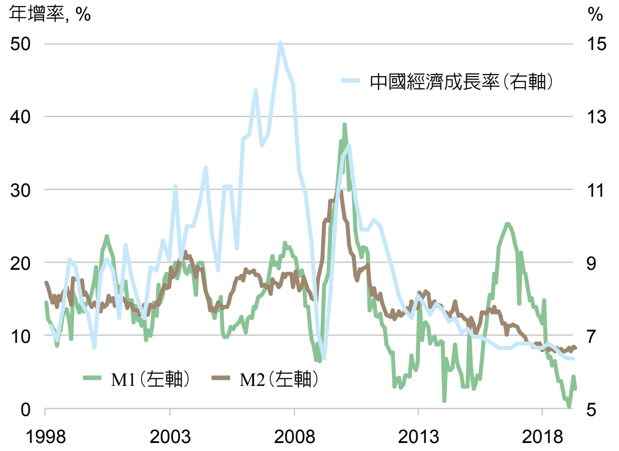
註：兩者相關係數為0.95。資料來源：Bloomberg，Wind。

圖 2 ▸ 銀行間質押貸款利率與兩融餘額走勢



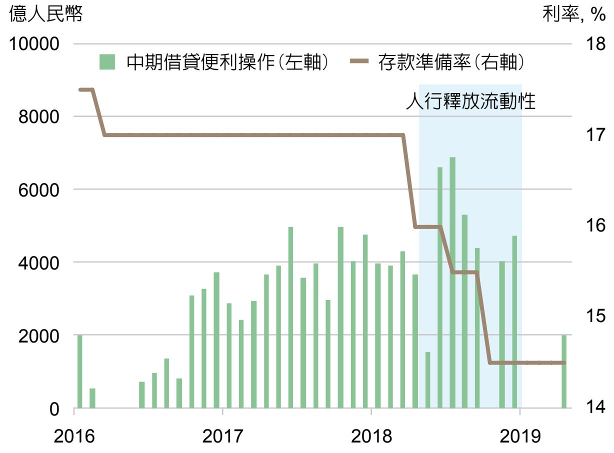
資料來源：Wind。

圖 3 ▸ 中國貨幣供給年增率與 GDP 走勢



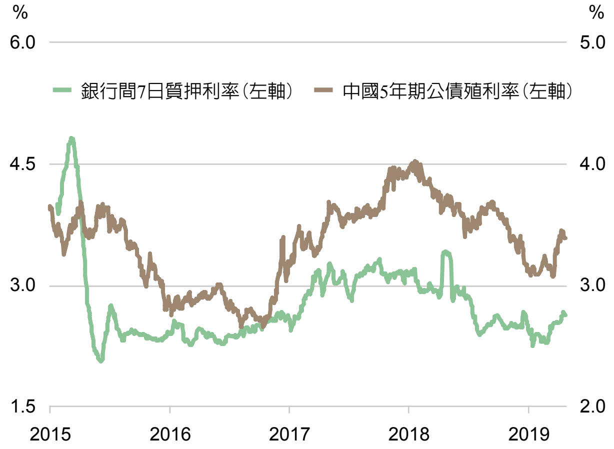
註：M1及M2為貨幣供給年增率，2008年以來M2與GDP年增率相關係數近0.7。
資料來源：Bloomberg，Wind。

圖 4 ▸ MLF 及存款準備率走勢



資料來源：Wind。

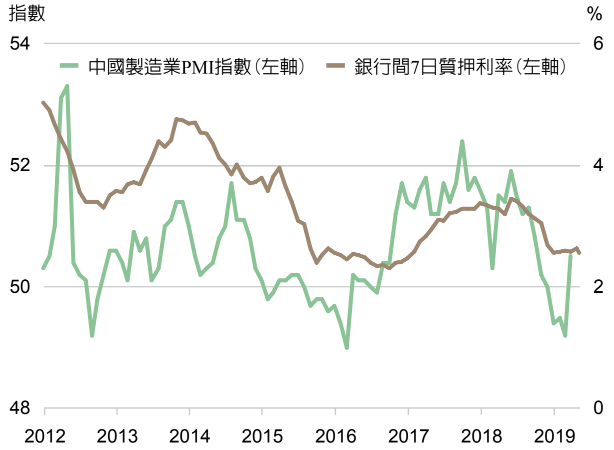
圖 5 ▸ 中國 5 年期公債殖利率及 DR007 走勢



註：中國企業債利率以5年期為大宗，多半以5年期中國公債殖利率作為基準利率。

資料來源：Bloomberg，Wind。

圖 6 ▸ 中國製造業 PMI 指數與 DR007 走勢



資料來源：Bloomberg，Wind。

的手腳。

市場分析師以“兩肋插刀”來形容中國當時的處境，一刀來自川普調高貿易關稅，一刀來自政府的去槓桿政策，引導利率走揚，增添經濟下行壓力。最後，官方政策口吻自去年下半年逐漸轉向，去槓桿政策調整為穩槓桿，人行也透過調降存款準備率及釋出中期借貸準備等工具 (見圖4)，挹注流動性，來減輕貿易戰及景氣放緩的影響。

人行的貨幣政策方向，將視狀況適度作出鬆緊調整，而非單一方向的運作。今年中國經濟數據表現稍回穩，4月底令銀行間質押利率一度回升至2.8%，今年來均值維持在2.6%左右水準 (見圖5)。

5月初，川普再度挑釁將自中國進口的商品關稅提高至25%，中國央行前所未見於5月6日早盤時間，宣佈對中小銀行定向降準。雖然官方多次表達政策不搞大水漫灌的方式，人行在母親節前夕送出大禮，穩市味道濃厚。

面對中國經濟打底階段，貿易戰惡化將加重經濟下滑疑慮，目前進入保6階段，若白宮採取全面課稅，中國經濟成長率可能將邁入5字頭。研判美中關係若持續僵化，或中國景氣下滑速度過快，人行將再伸援手，如同英雄系列電影中的無限手套，發揮貨幣工具的魔力，釋出流動性，舒緩資金需求，並引導銀行間質押利率下行 (見圖6)。

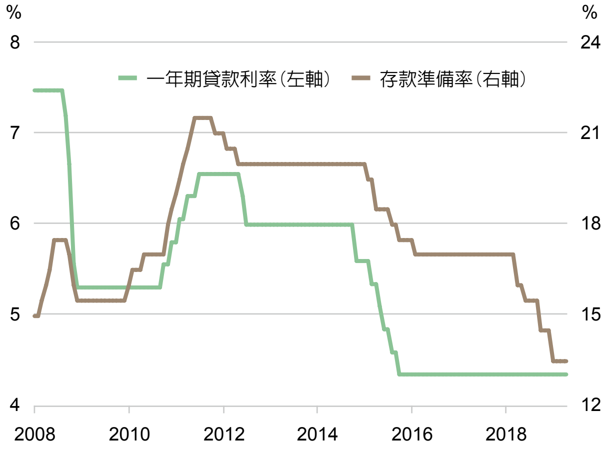
3、人行政策的六顆寶石

人行主要擁有六個政策工具，如同英雄系列電影中無限手套上的六顆寶石，包括基準利率調整、存款準備率調整、公開市場操作、常備借貸便利操作 (SLF；Standing Lending Facility)、中期借貸便利操作 (MLF；Medium-term Lending Facility) 及抵押補充貸款 (PSL；Pledged Supplementary Lending)。

六顆寶石可區分為價與量的工具 (見表1)，目前官方積極扶植新企業，希望培養下一個騰訊或阿里巴巴等企業，但新創企業面臨的主要問題在於籌不到資金，人行欲增加民營企業貸款總額，緩減小型或微型企業籌資困難的狀況，政府近年焦點放在屬量的工具上。

政策利率自2015年10月降息後，目標利率已維持多年 (見圖7)，央行透過降低存款準備率，來增加銀行可用於借貸的資金活水。另，針對存款不夠、存貸比太高與缺乏資金的銀

圖 7 ▸ 中國一年期貸款利率及存款準備率



資料來源：Bloomberg。

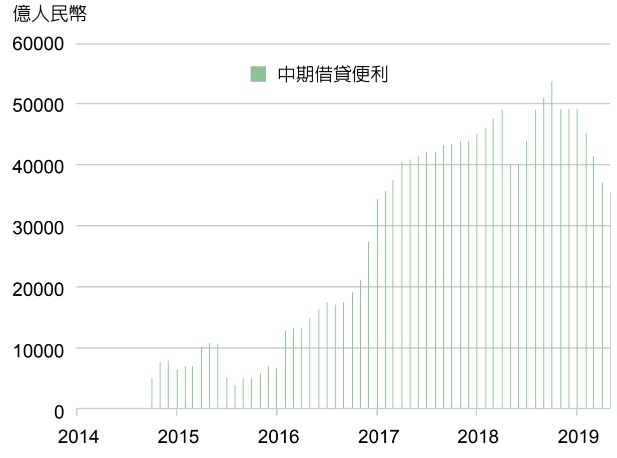
表 1 ▸ 中國一年期貸款利率及存款準備率

	操作方式	操作屬性
公開市場操作	央行透過買賣債券來釋出或收回流動性，為日常操作的工具，包括正回購 (附賣回) 與逆回購 (附買回)	屬量
基準利率	透過升降息來收縮或釋出流動性，2015 年 10 月份降息後，一年期企業貸款利率已維持多年	屬價
存款準備率	透過下調存款準備率，減少銀行存放於央行的資金，轉為銀行借貸運用的活水	屬量
中期借貸便利 (MLF)	銀行可透過抵押公債或有價證券等資產，跟央行借取資金，借貸期間為 3 個月、6 個月或 1 年期，目前總餘額約 3 兆多人民幣	屬量
常備借貸便利 (SLF)	相似於 MLF，借貸期間為隔夜、7 日或 1 個月，近年餘額多半在 1000 億人民幣以內	屬量
抵押補充貸款 (PSL)	於 2014 年設立，主要目的為支持重要政策項目，像近年的棚改政策，一開始額度為 1 兆人民幣，目前仍達 3.5 兆人民幣左右	屬量

註：定向中期借貸便利 (TMLF) 在去年底初登場，本質與MLF大同小異，主要支應大型商業銀行資金，利率僅3.15%，比一年期的MLF利率低15個基點 (1個基點為0.01%)，分別在2018年12月及2019年4月執行過兩次，目前餘額約5249億人民幣。棚改政策即拆除老舊房屋，並蓋新屋以提升人民居住品質。

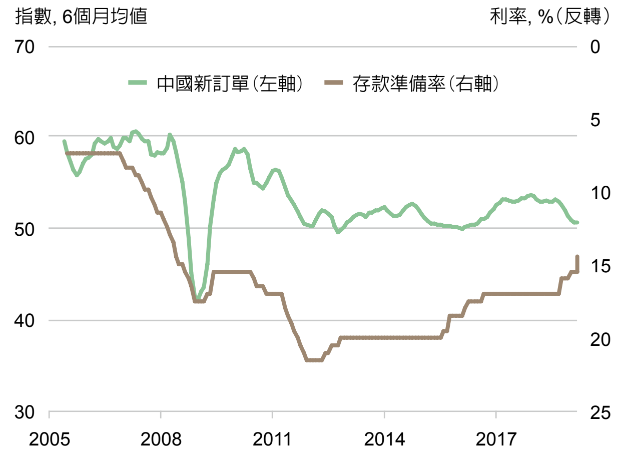
資料來源：Wind，國泰世華銀行投資研究團隊整理。

圖 8 ▸ 中期借貸便利長期走勢



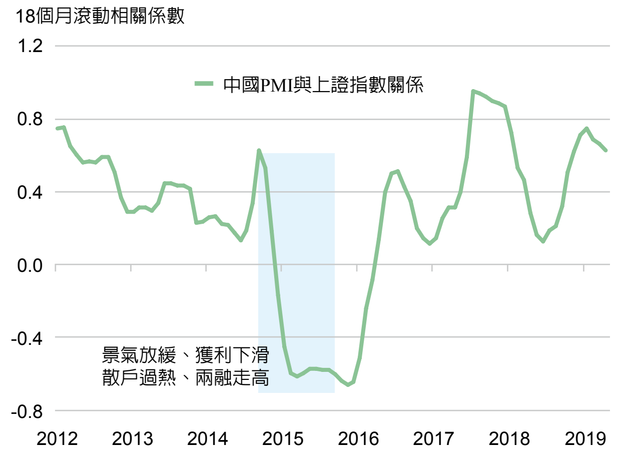
資料來源：Wind。

圖 9 ▸ 中國存款準備率及製造業 PMI 新訂單指數



註：存款準備率 (t-6)與中國新訂單兩者相關係數-0.75。
資料來源：Bloomberg。

圖 10 ▸ 中國製造業 PMI 與上證指數相關性



資料來源：Bloomberg。

行，提供足夠資金以借貸出去，銀行可透過抵押公債或有價證券等資產，來跟央行借取資金，緩解資金需求 (見圖8)。

4、經濟仍處落底階段 靜待景氣止穩訊號

針對美中貿易衝突，考量雙方持續交惡為兩敗俱傷的局面，美中股市市值將如去年交手的狀況，大幅蒸發。另，貿易關稅上調不利經濟活動，民眾支持度若因此下滑，政局穩定度易受影響，研判事件後續仍有轉圜的餘地。

人行透過降準等工具來挹注流動性，對基本面具正面效果 (見圖9)，搭配減稅等擴張性財政政策，有助經濟成長趨穩。若美中貿易能漸趨和談，隨中國經濟軟著陸，逐漸走出落底階段，未來貨幣政策力道將可望同步減少。

另，官方今年開始推動金融供給側改革。中國企業資金來源逾8成來自銀行，配合科創版政策上路，將輔導企業漸提高股市與債市融資結構，未來企業資金仰賴銀行程度可望稍減。

長線回歸基本面，景氣與股市相關性漸增，經濟回穩將帶動企業獲利，健康的陸股多頭行情將再現 (見圖10)。在中國持續改革開放下，隨MSCI將A股納入權重增加，將有被動資金活水流入，有利陸股表現。短線美中貿易戰火難熄，投資人勿躁進，靜待美中貿易和談及中國景氣止穩訊號，再以長線思維布局陸股。C

鮭魚返鄉拼經濟
資金回台優惠稅率怎麼算？

財政部已於今(108)年1月31日發布解釋令，說明「個人匯回海外資金認定原則」，
行政院亦於4月11日拍板「境外資金匯回管理運用及課稅條例」草案(以下簡稱資金匯回專法)。
兩者都被媒體稱為「資金回台辦法」，究竟有何不同？

文 / KPMG 家族稅務辦公室 陳信賢協理

隨著財政部與日本及澳洲等國家簽署租稅協定，預期目前與台灣已簽有租稅協定國家應會是財政部公布簽署CRS國家優先名單之列。使得台商海外資金匯回及認定問題亦於近一年備受關注。

個人匯回海外資金認定原則需舉證

台商海外資金回台的第一個管道，可依財政部今年1月31日公布「台財稅字第10704681060號解釋令」，以下簡稱海外資金匯回認定原則，自行辨認資金性質為不涉及課徵所得稅態樣或應課徵所得稅類型。試以A君於中國買賣不動產之資金回台為例（如下表），依《兩岸人民關係條例》第24規定，國人於大陸的所得屬於我國的來源所得，因此A君於2017年處分上海不動產所產生的利得須併入「個人綜合所得稅」。但該筆大陸來源所得於大陸繳納之稅捐，於取具相關繳納稅捐相關憑證後，得扣抵台灣所得稅。

海外所得逾百萬需申報基本稅額

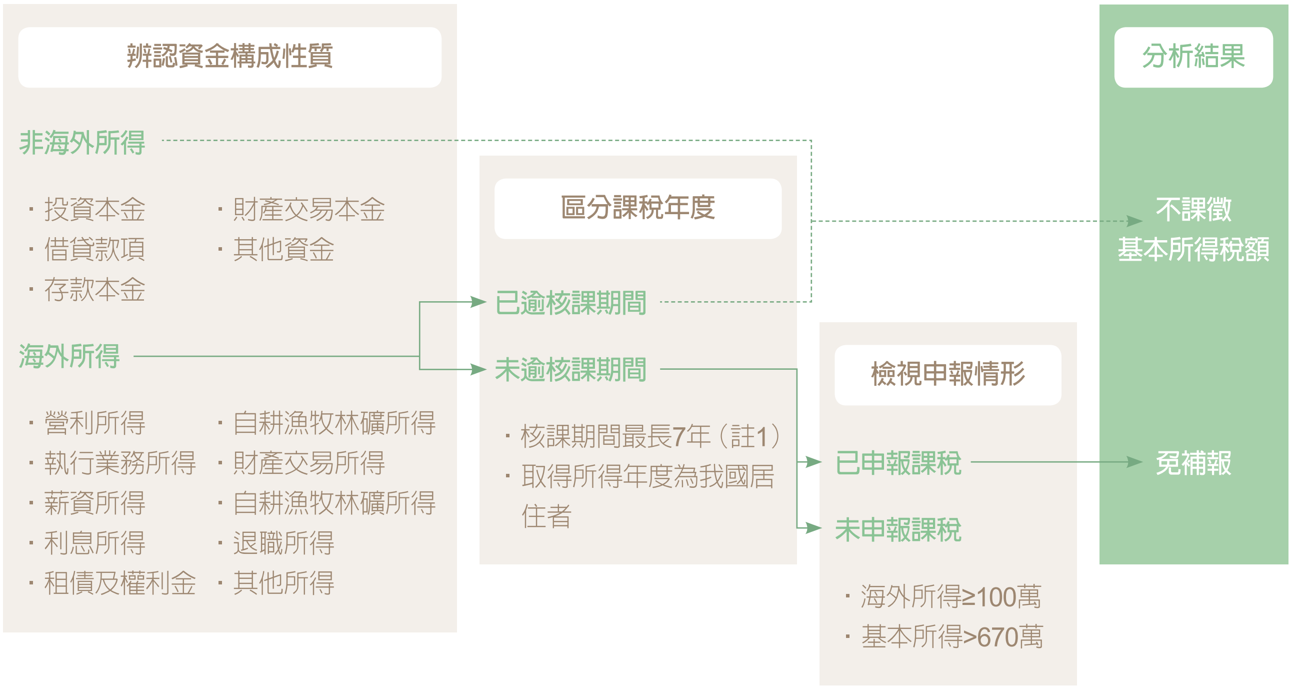
另外，A君於2017年於香港因投資債券與定存所產生的利息，依《港澳關係條例》屬海外所得。此時因海外所得已逾100 萬元，須於2018年5月間，依最低稅負規定申報「基本稅額」。此外境外投資帳戶裡，通常會涉及不同幣別的投資，如換匯有匯差，匯差的利得亦屬海外所得中的財產交易所得，也須計入海外所得中一併計算。

資金回台釋例

A 君於 2010 年至上海購置一筆不動產，購入價格約 RMB 500 萬元，於 2017 年初出售該不動產，出售價格約為 RMB 1,500 萬元；該筆資金於換匯成 USD 220 萬元後，就匯往 A 君在香港的個人理財帳戶，分別各以 1/3 比例投資美股、債券及定存。2017 年除美股虧損 USD 8 萬元以外，有債券及定存利息 USD 10.5 萬元；A 君 2018 年再虧損 USD 15 萬，只剩下約 USD 207.5 萬元。

資產狀況	2010 年	2017 年	2018 年
本金 (購入)	500 萬 RMB	–	–
大陸所得	–	1000 萬 RMB	–
海外所得	–	證券交易損失 (-8 萬 USD) 利息所得 (10.8 萬 USD)	證券交易損失 (-15 萬 USD)

「個人匯回海外資金認定原則」辦法


辨認資金構成性質
非海外所得
・投資本金
・財產交易本金
・借貸款項
・其他資金
・存款本金
海外所得
・營利所得
・自耕漁牧林礦所得
・執行業務所得
・財產交易所得
・薪資所得
・自耕漁牧林礦所得
・利息所得
・退職所得
・租債及權利金
・其他所得
區分課稅年度
已逾核課期間
未逾核課期間
・核課期間最長7年（註1）
・取得所得年度為我國居住者
檢視申報情形
已申報課稅
未申報課稅
・海外所得≥100萬
・基本所得>670萬
分析結果
不課徵
基本所得稅額
免補報

註1. 核課期間為5年或7年（稅捐稽徵法第21條）
註2.（基本所得額-670萬）X20%>一般所得額，補繳差額，國外稅額可於限額內扣抵

綜合上述說明，在2018年5月所得稅申報期間，A君必須同時針對大陸不動產利得申報「個人綜合所得稅」；針對香港利息所得，必須申報「基本稅額」，讀者切莫以為此兩筆所得皆屬海外所得。

先盤憑證，再比較兩案差異

如A君考慮將香港帳戶資金匯回台灣，其中2010年的原始投資金額為RMB 500萬元，依海外資金匯回認定原則，此部分屬投資本金，非海外所得，A君可整理當初匯出水單及資金來源等相關資料，以及當初在大陸繳納出售不動產相關稅負的相關憑證，供稽徵機關檢視證明該筆投資資金係源自投資大陸不動產利得。

另外，在香港的個人理財帳戶投資資金，因銀行多半會按時提供月結單或對帳單供帳戶持有人對帳，因此A君可提供銀行所提供的月結單作為證明文件。

如 A 君未保留當初匯出資金或大陸出售不動產等可證明資金如上述流轉軌跡的相關憑證，導致無法證明其原始投資本金，可以考慮上述依「資金匯回專法」將海外資金匯回台灣。

依目前草案，明定台商匯回資金須存入金融專

戶，不得購置不動產。第1年匯回資金，可享優惠稅率8%，第2年匯回課徵10%，海外資金匯回需先在銀行開設「信託專戶」，一開始可以先是「外幣專戶」，之後再分次轉成新台幣。且未來申請適用資金回台須先向國稅局辦理申請，由國稅局審查適用資格，通過後，再由受理銀行開戶依匯回年度扣取稅款。如未能從事金融投資或實質投資者，存於專戶之資金需於滿5年後，再分3年分別將專戶資金取回。

「資金匯回專法」免舉證但有限制

「資金匯回專法」最大好處即在不用證明匯入資金是本金或所得，但回台資金有投資項目及期間的限制；另外「海外資金匯回認定原則」僅限定個人；而「資金匯回專法」則可以個人或營利事業匯回。

台商如考慮將境外資金匯回，筆者建議可先按「海外資金匯回認定原則」盤點境外資金來源與性質，整理相關資金證明之相關憑證或文據。畢竟如能證明回台資金屬原始投資本金，無投資項目及期間限制。

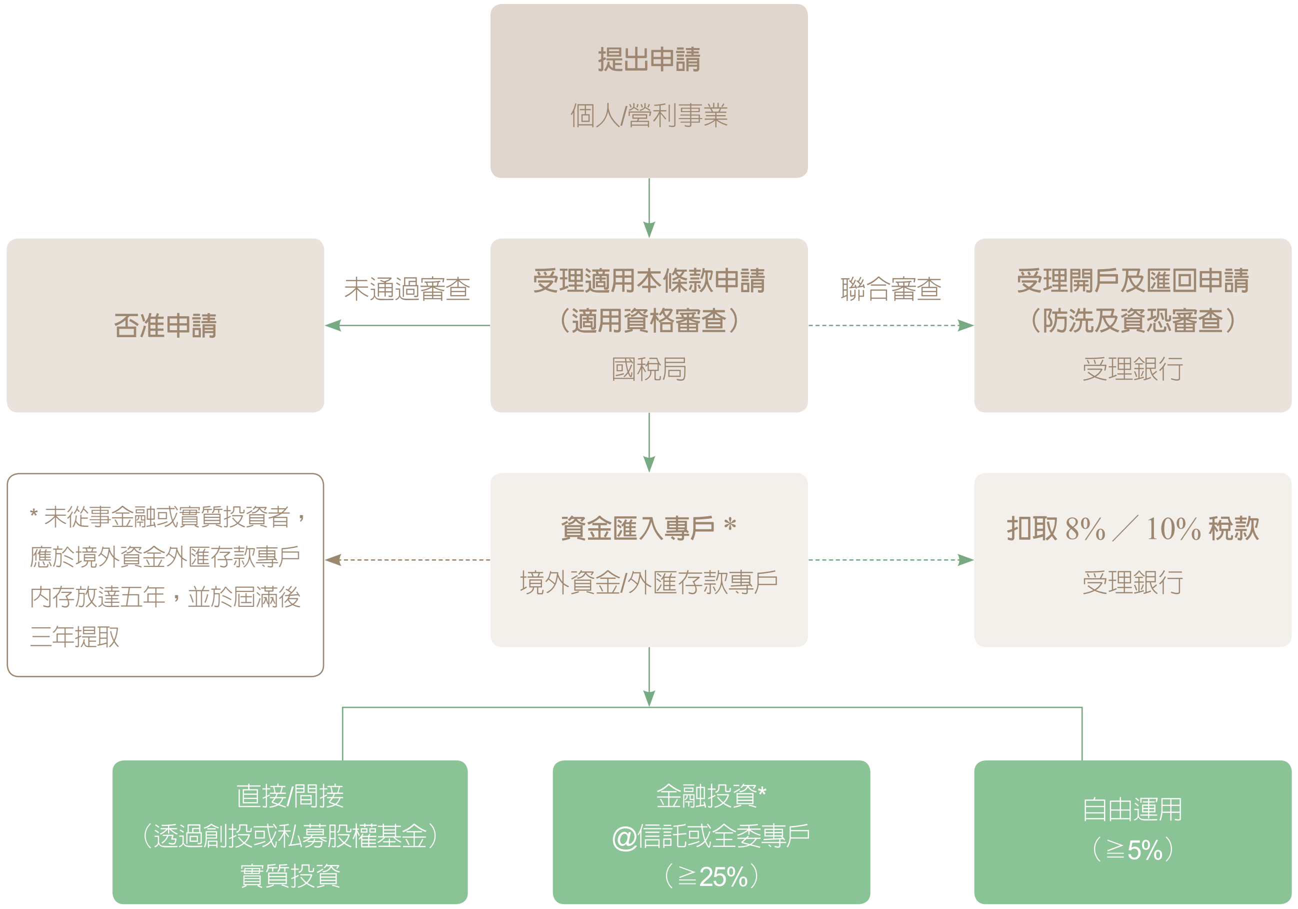
另建議可再針對過去7年核課期間各年度相關資金投資運用情形，避免低估潛在之課稅風險。如經盤點相關資金運用情形之後，確實無法找出相關資金投資匯款等憑證，再就此一部分考慮以「資金匯回專法」方式匯回台灣。

不論選擇何種方式將資金匯回台灣，必然影響到台商客戶境內外短、中、長期的資金運用與資產配置比例、管理策略及傳承安排。建議台商可趁此機會作一全盤性評估，切莫頭痛醫頭、腳痛醫腳，導致資金回台後反衍生其他問題。

「境外資金匯回管理運用及課稅條例」留意運用限制

項目	說明
對象	√ 個人
	√ 營利事業自其具控制能力或重大影響力之境外轉投資事業獲配投資收益且匯回該資金者
稅率	√ 第一年：按 8% 扣取稅款
	√ 第二年：按 10% 扣取稅款
資金運用	√ 從事直接實質投資：
	投資產業 (投資完成並取具完成證明後，得向稽徵機關申請退還 50% 稅款)
	透過國內創業投資事業或私募股權基金投資重要政策產業
限制要件	√ 應依規定管理運用達一定年限
	√ 不得移作他用或作為質借、擔保之標的或以其他方式減少其價值
	√ 違反前開規定或購置不動產者，應按 20% 稅率補繳差額稅款

「境外資金匯回管理運用及課稅條例」申請流程


提出申請
個人/營利事業
未通過審查
否准申請
受理適用本條款申請
（適用資格審查）
國稅局
聯合審查
受理開戶及匯回申請
（防洗及資恐審查）
受理銀行
* 未從事金融或實質投資者，應於境外資金外匯存款專戶內存放達五年，並於屆滿後三年提取
資金匯入專戶 *
境外資金/外匯存款專戶
扣取 8%／10% 稅款
受理銀行
直接/間接
（透過創投或私募股權基金）
實質投資
金融投資*
@信託或全委專戶
（≧25%）
自由運用
（≧5%）

資金回台辦法比一比

	海外資金匯回認定原則 (108 年 1 月 31 日發布解釋令)	境外資金匯回管理運用及課稅條例草案 (108 年 4 月 11 日政院拍板)
適用對象	個人	√ 個人 √ 營利事業
稅率	海外所得基本稅率 20%	法案實施後匯回資金 √ 第一年 8% √ 第二年 10%
課稅範圍	√ 僅所得性質之資金要課稅 √ 本金性質不課稅 (須舉證) √ 逾核課期間不課稅 (須舉證)	匯回境內之資金課徵一次性稅負
舉證責任	須舉證資金之性質	無須舉證
完稅方式	自動補報補繳	先繳稅，再退稅 (資金匯回時先納稅，待審定符合投資規定後再退稅)
匯入資金使用限制	無	綁定投資項目及 5 年期間限制

Delgado Zuleta, S.A.
TALISKER
SINGLE MALT SCOTCH WHISKY
40
1978
THE BODEGA SERIES

液態的現金 威士忌

不像紅酒的嬌貴、需要恆溫恆濕保存，能常溫保存的威士忌，
卻也因高酒精濃度令初階的品飲者為之卻步。
但你可曾發現：近年日本和蘇格蘭威士忌在國際拍場上崢嶸頭角，
高年份威士忌更屢屢創下拍賣新高，儼然成為一波新興的品味投資趨勢。

文 / Caesar Shih · 圖 / BONHAMS、Dalmore、Singleton、Talisker

2018年八月的香港邦瀚斯拍賣會上，一瓶2005年裝瓶、初版的Yamazaki 50年威士忌寫下269萬5,000港元（合約新台幣1,077萬）的數字，一舉刷新瓶裝日本威士忌的拍賣紀錄；2018年12月，一瓶由畫家Michael Dillo彩繪瓶身、全世界限量1瓶的麥卡倫1926年，則以120萬英鎊成交（約合新台幣4,800萬元），一舉寫下威士忌的拍賣最高成交紀錄。亞洲市場對威士忌的強勁需求，除了導致酒款的M型化（無年份與高年份當道），也讓高年份威士忌，逐漸在拍賣會上受到更多注目。

高年份的定義 心理的閥門

該如何定義高年份？由於威士忌在蒸餾後必須於橡木桶中「陳年」，加上每年2%的自然揮發，存放18年以上的酒款已可被定義為「高年份」。藏酒論壇編輯總監蘇重則認為：每個人對高年份的定義不同，但以感性的角度：那會是一個心理的閥門，「開之前，你會想一下，跟這個朋友的交情？今天是一個重要的時刻嗎？」

而雖然同樣是高年份，25年份的價位還在一至兩萬不等，但一旦進入30年、40年以後的高超年份威士忌，價格卻瞬間拔高；蘇重分析，原因就在於1970年代末期到1980年代，蘇格蘭蒸餾廠共歇業20多間，在供多於求的時局下，廠方仍決心繼續陳年、才有今日高年份的誕生，身價自然水漲船高。

SINGLETON
1976
SINGLETON
GLEN ORD
42

蘇格登的「窖藏系列第二章 42 年原酒」，展現出 Amontillado 西班牙雪莉桶的特色，全球限量 600 瓶。

廣義涉獵 鎖定話題

然而對初次踏入威士忌投資的玩家而言，除了要有資金、也要有策略，更需要對大眾市場感到興趣的主題多所涉獵。除了常見的年份、蒸餾廠等因素，蘇重以為，投資時更該反問自己：喜愛這個酒廠嗎？喜愛其核心酒款嗎？一來情感的連結會較為強烈，而如果投資並無足夠獲利，自己開瓶品飲、也還有很高的滿足感。「再來就是話題，身為內行的酒友，如果

能自己挑官方裝瓶廠的組合，比如我專門挑艾雷島、那麼也可以自己組成一個話題，但前提還是要自己熟悉這個產業。」

什麼是話題？對日本威士忌而言，「傳統文化」或是一門好話題，像今年五月香港邦瀚斯拍賣會曾出現過整套的「鬼魅系列」日本威士忌珍藏，其酒標則出自浮世繪名家月岡芳年的《新形三十六怪撰》浮世繪木版印刷，也為酒款賦予了更多的收藏之樂；另外三得利集團的「白州」也曾發行一款機場限定款的25年單一麥芽威士忌，預定將於2019年五月底於台北羅芙奧拍賣會上現身。由於具備已停產、機場限定、高年份三個話題，加上瓶身與木盒皆飾有日本傳統裝飾物「水引（Mizuhiki）」，以文化為引、為酒款憑添風味話題，相當值得期待。

增值與否　因素面面觀

除此之外，數量、蒸餾廠營業狀態、評分，也都是影響高年份威士忌增值的加分因素；像是年產量是否在3,000瓶以內？是否採全球限量販售？專業網站whiskyfun上的評分是否高於90？蒸餾廠或已關廠、或停廠後重新生產？都是影響保值或是增值的可能因素；以近期而言，成立於1825年，1983年關廠、但將於2021年復工的Port Ellen蒸餾廠，近期就推出全球限量1,500瓶的39年單一麥芽威士忌原酒，夾高年份、全球限量與即將重新開廠的話題，單瓶售價16萬新台幣，已在威士忌玩家中掀起熱烈討論。

39
PORT ELLEN.
50.9% vol. 700 ml
艾雷島的 Port Ellen 酒廠曾經歇業，這款 39 年的單一麥芽原酒，採用的即是關廠前的世紀之作。

雖然各自蒸餾酒廠不同，但一系列以浮世繪為主題的酒標，讓「鬼魅」系列威士忌帶來另類的收藏之樂。

常溫儲存　細節影響身價

問題來了，一旦購入高年份威士忌後，究竟該如何收納保存？其實只要紙箱封好，偶爾拿出來欣賞、溫濕度正常，並無需要特殊注意；但蘇重也提醒：最該避免的則是陽光直射，導致酒標變色、甚至脫落。畢竟外盒是否有輕微發霉、摺痕或壓痕？酒標是否破損、變色？酒封是否掉漆？稅條是否完好？酒液水位落在頸部的以上或以下？都會被完整記錄於拍賣會資料上，影響身價的微妙變化？此可謂不可不慎。

最後除了常見的大摩Dalmore、麥卡倫、日本威士忌（如輕井澤），蘇重感性建議，身為台灣的藏家總要瞭解本地市場。目前台灣唯二的噶瑪蘭與南投OMAR，前者屢屢在國際烈酒賽事上得到高評肯定，而後者則從蒸餾設備、口味設定皆為台灣獨立完成，相當值得玩家留心。而他最後也提醒：

高年份威士忌應是一項可以享受的藏品，「不喝，就是瓶子裡的液體，賣掉，就是帳戶裡的現金。」開瓶品飲、又或繼續存放？That's the question。C

大摩 Candela 50 年威士忌，今年也在香港邦瀚斯拍賣會拍出高於估價兩倍以上的 80 萬 6000 港元（折合台幣約 323 萬）。

Talisker 蒸餾廠中特殊的「U 型林恩臂」與回流管，是酒廠一大特色。

MATUSALEM
DAL 6 7 0 2
DALMORE
以巧克力、肉桂辛香與柑橘為風味 DNA 的 Dalmore 大摩，也曾在拍賣會拍出驚人天價。

大摩 Dalmore 的十二角鹿頭家徽，紀念了麥肯錫家族的一段過往歷史。

環球布局

全球主要資產漲跌幅

商品及匯率漲跌幅（%）

資產	近 1 月	今年以來
原油	-6.81	29.91
黃金	-0.25	0.05
基本金屬	-4.95	-0.14
美元	-0.21	1.69
歐元	-0.02	-2.47
日圓	1.95	0.16
英鎊	-2.04	-0.64
人民幣	-2.45	-0.35
南非幣	-0.88	-0.68
澳幣	-1.91	-1.82
台幣	-1.85	-2.96
韓元	-2.47	-6.48

主要股市漲跌幅（%）

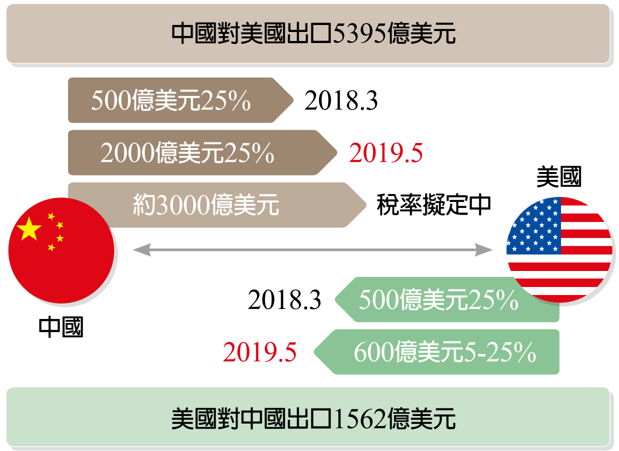
指數	近 1 月	今年以來
MSCI 世界	-3.56	11.28
美國 - 道瓊	-3.61	9.68
美國 -S&P	-3.87	12.73
道瓊歐洲	-3.66	11.57
德國	-1.98	14.32
英國	-2.03	8.17
西班牙	-3.05	7.92
日本	-4.60	6.09
中國	-6.31	15.95
巴西	-1.43	7.94
俄羅斯	3.30	20.53
印度	1.58	10.02
南韓	-6.22	0.13
台灣	-5.49	6.41
印尼	-4.72	-1.54

資料來源：Bloomberg。資料截至 2019 年 5 月 28 日。

美國 中美貿易戰火加劇，恐衝擊企業獲利

美中貿易戰加劇

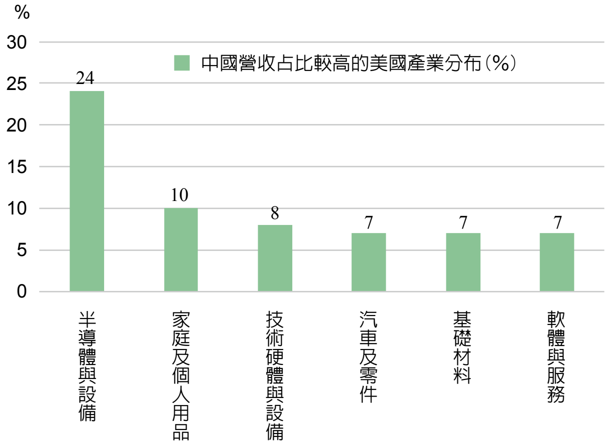
自5月10日起，美國將中國2000億美元商品關稅調高至25%，而中國也宣布，自6月起，對已課徵之美國600億美元商品關稅，從5至10%稅率，調升到5至25%。


中國對美國出口5395億美元
500億美元25%
2018.3
2000億美元25%
2019.5
約3000億美元
稅率擬定中
美國
中國
2018.3
500億美元25%
2019.5
600億美元5-25%
美國對中國出口1562億美元

資料來源：國泰世華銀行投研團隊整理

美企業財報將受衝擊

貿易衝突擴大，預期中國營收比重較高之美國產業，未來仍將受衝擊，包括半導體、汽車，若關稅無法移除，研判美企業後續可能調降財報預測。

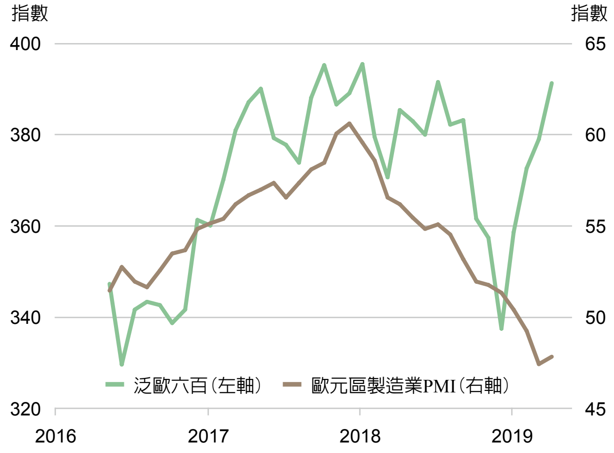


資料來源：路透社

歐股 景氣牽動獲利漸弱，指數波動壓力提升

歐元區製造業指數及歐股指數

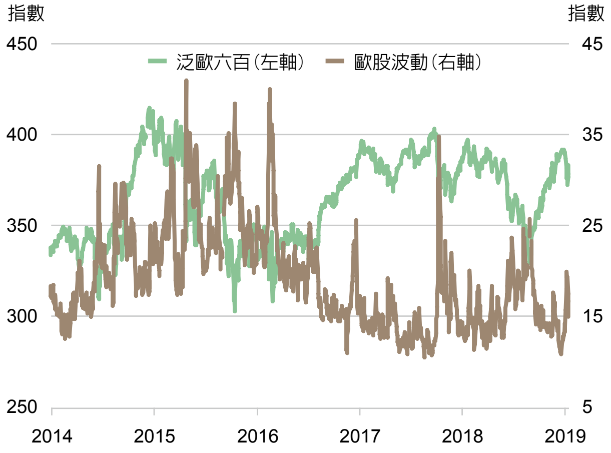
全球景氣趨勢持續放緩，近月歐洲經濟數據好壞參半，產業PMI指數維持50下方，與指數分歧加大。景氣趨緩將牽動企業獲利減弱，建議可逐步調節泛歐六百指數。



資料來源：Bloomberg

歐股指數及波動度

中美貿易和談期待及央行立場轉寬，提振今年歐股表現，走勢與基本面脫鉤。考量短線央行加大寬鬆機率有限，5月中美博弈推高貿易風險，短線波動壓力將升。

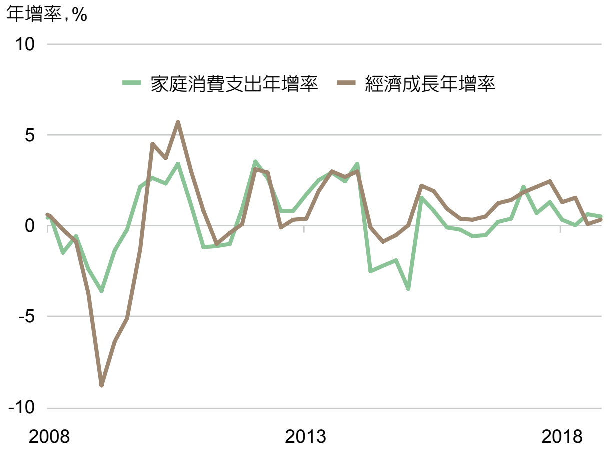


資料來源：Bloomberg

日本 零售銷售下滑，預期企業獲利轉弱

日本經濟成長率與家庭消費走勢

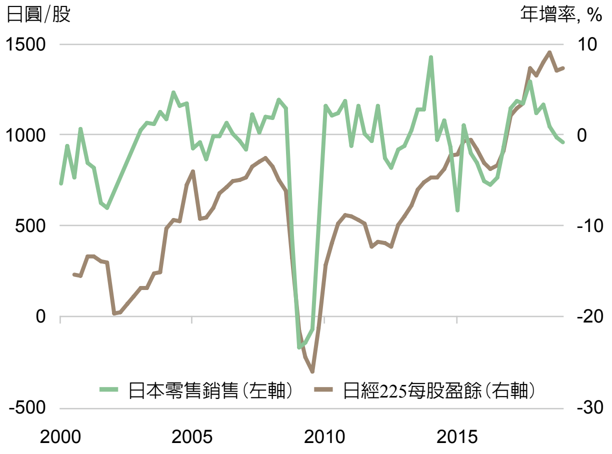
今年4月底至5月初，10天黃金假期雖有助家庭消費與旅遊支出，研判效果有限。近年消費表現偏溫和，加上消費稅調高影響，預期今年經濟成長率僅勉強保1%。



資料來源：Bloomberg

日本零售銷售及企業獲利走勢

基本面表現仍偏弱，2018年來零售銷售趨勢向下，日經225企業每股盈餘，去年第3季開始自高點下滑，加上美日關稅疑慮，將不利日股表現。



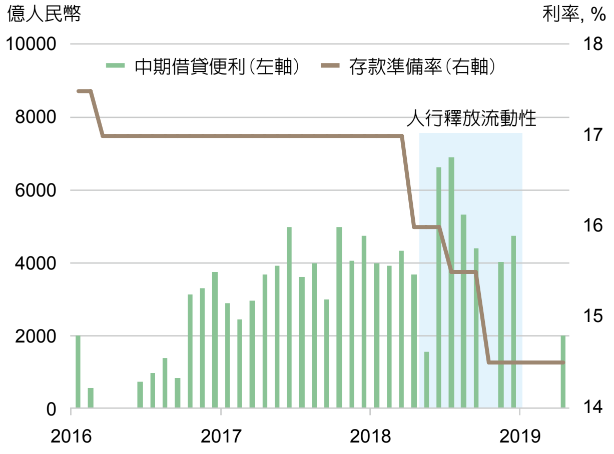
資料來源：Bloomberg

中國

人行定向降準，減緩經濟壓力

貨幣政策稍寬鬆，緩減經濟壓力

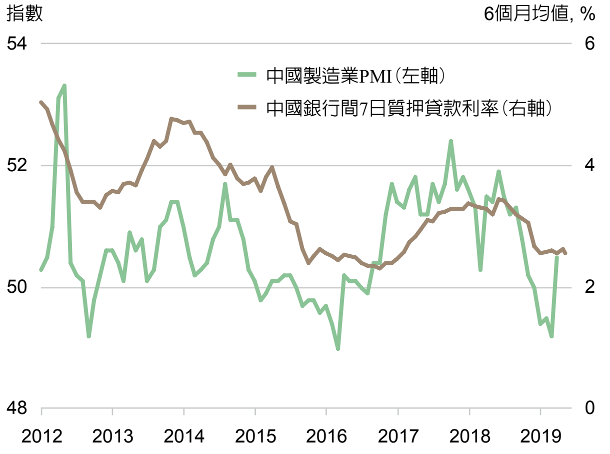
美中貿易交手引風波，人行於今年5月6日早盤時間宣布，將針定中小銀行進行定向降準，對市場注入流動性，穩市意味濃厚，同時緩減經濟下行壓力。



資料來源：Bloomberg

人行視景氣動向調整政策

人行雖表示貨幣政策不搞大水漫灌，但若景氣再度轉弱，不排除中國將加大寬鬆力度以穩定人心，去年因應美中貿易衝突，銀行間7日質押貸款利率明顯走降。



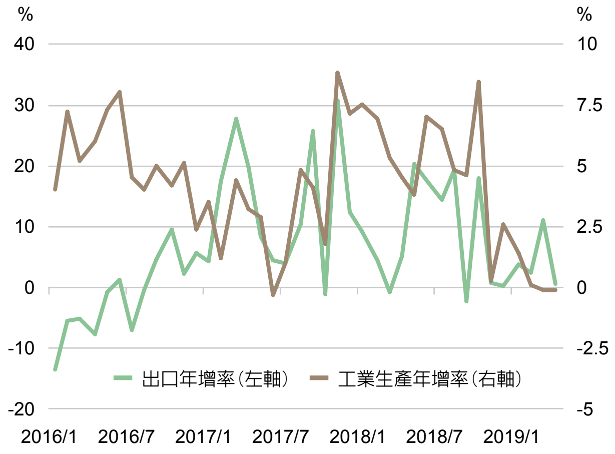
資料來源：Bloomberg

印度

選舉及降息利多已反應，逢高漸減

印度工業生產和出口偏疲弱

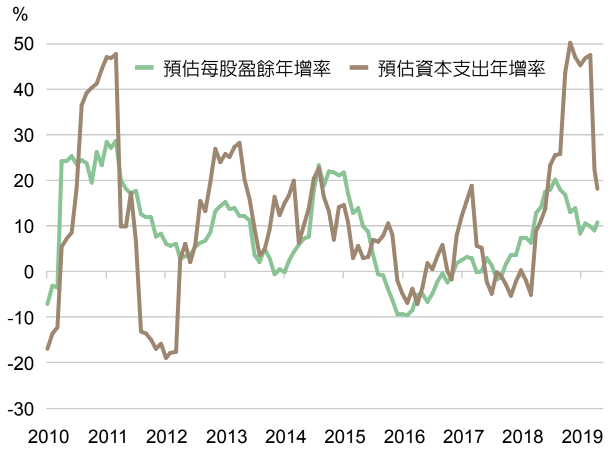
全球貿易量萎縮，使近期工業生產和出口表現疲弱，3月出口反彈主因去年基期較低所致，各項PMI呈現下滑趨勢。經濟活動外因貿易戰，內因國會大選而暫緩。



資料來源：Bloomberg

預估企業獲利和資本支出年增率偏下

企業獲利與資本支出年增率偏向下趨勢，股市反映選舉與降息利多題材後，回歸基本面檢視。因國際股市受中美貿易紛擾而震盪，預期印股短期仍有修正風險。



資料來源：Bloomberg

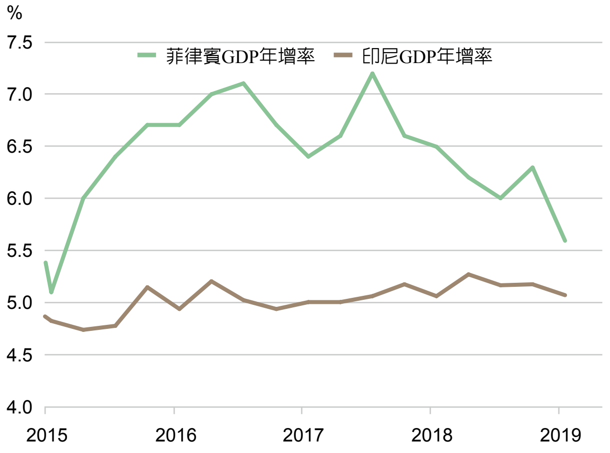
註：策略配置偏好度，為個別資產未來一個月的預期表現。

東協

經濟放緩，央行降息

菲律賓和印尼經濟成長年增率

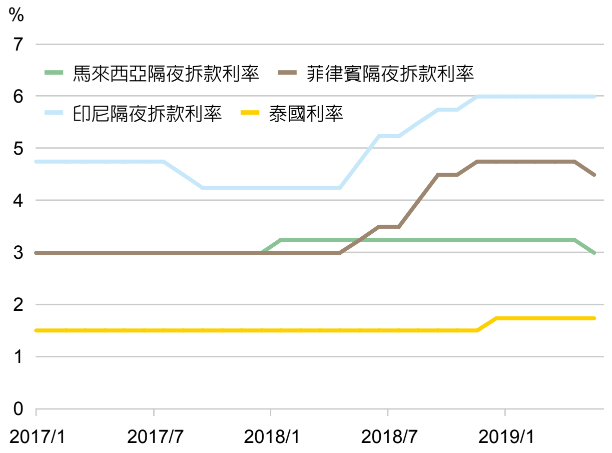
菲律賓及印尼大選後，現任總統連任使政權穩固，有利改革與基礎建設持續。Q1經濟成長下滑，因出口和國內公私部門投資受選舉而暫緩，預期選後可改善。



資料來源：IMF

菲馬央行降息，印泰利率不動

相較去年通膨上揚，今年東協國家通膨普遍下降，近期包括馬來西亞、菲律賓皆降息一碼。印尼和泰國暫維持利率不變，東協國家利率偏寬鬆，對債市有支撐。



資料來源：Bloomberg

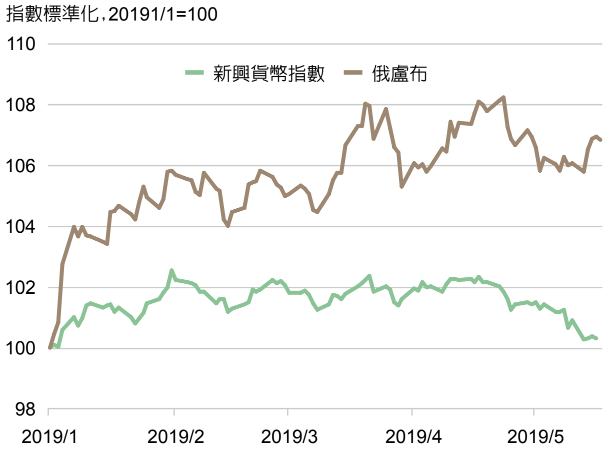
新興歐·拉丁美洲

地緣風險下降，提供股市支撐
景氣轉弱，關注減稅政策發展

俄羅斯　拉丁美洲

俄羅斯盧布今年明顯走升

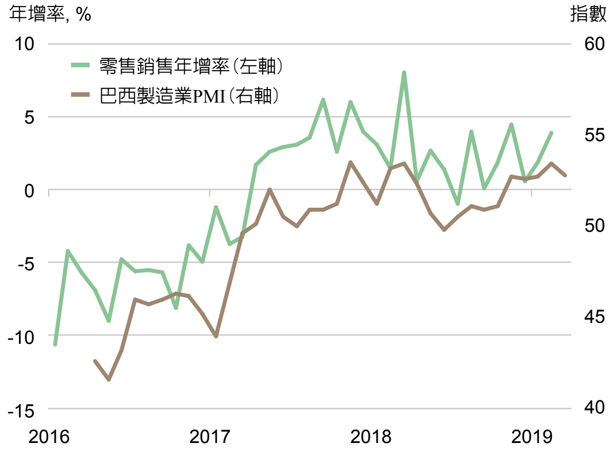
烏克蘭國會改選，由溫和派當選，主張與俄羅斯對談，有助地緣風險下降。今年以來，非美貨幣偏貶，俄羅斯盧布明顯走升，反應政治風險下降。



資料來源：Bloomberg

巴西景氣溫和偏弱，關注政策發展

巴西鋼鐵協會表示，今年首季國內商品需求成長趨緩，預估今年景氣與鋼品需求將下滑，減稅及養老金改革法案等政策若能順利通過，將有助巴西景氣回升。



資料來源：Bloomberg

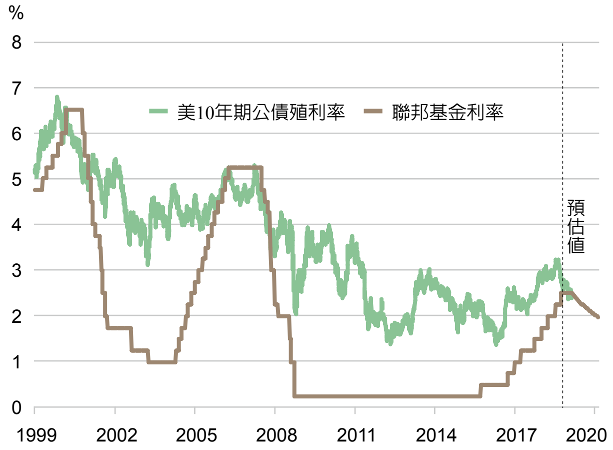
公債‧高評債

美債利率偏下趨勢，支持債券表現

空 多 公債 空 多 高評債

降息預期升高，美債利率偏下走勢

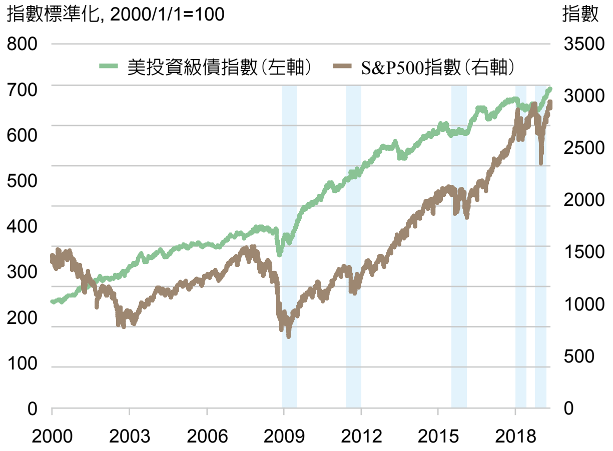
中美貿易紛爭惡化壓力，主導風險趨避Risk off。經濟溫和偏緩，利率期貨預估年底降息機率達7成。聯準會預期仍將維持中性偏鴿，整體美債利率趨勢偏下。



資料來源：Bloomberg，預估值為利率期貨隱含政策利率

股市震盪期間，高評級債相對抗跌

貿易戰風險延續，增加股市震盪及利差擴大壓力。觀察股市與信用債連動表現，投資級債券相對抗跌。景氣趨緩下企業獲利稍溫，選擇高信評債券息收為主。



資料來源：Bloomberg，兩者相關係數 0.9

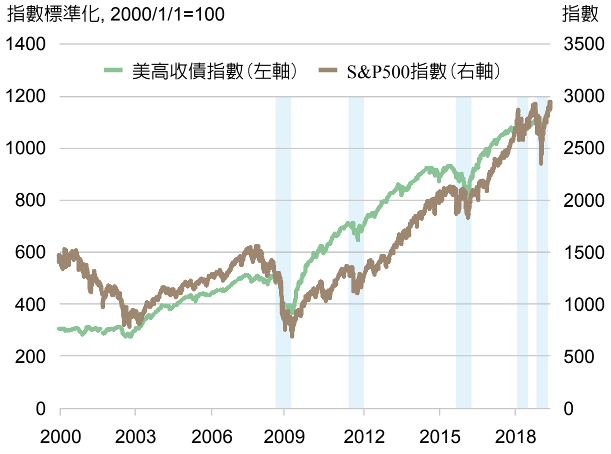
高收債‧新興債

市場波動加大，High Quality控管風險

空 多 高收債 空 多 新興債

高收債與股市走勢連動性高

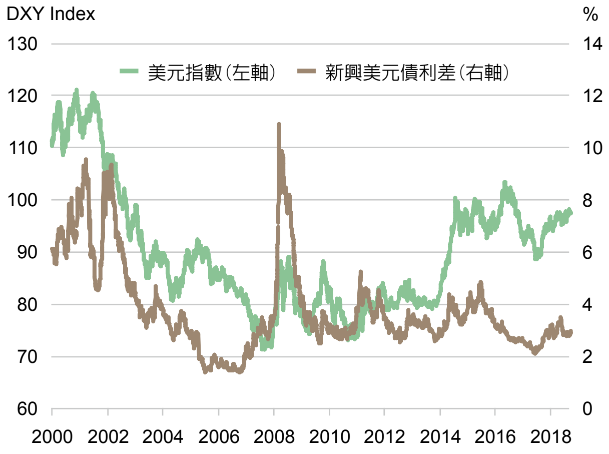
企業財報穩健，但未來展望仍保守。觀察美股與信用債走勢高度相關，預期景氣趨緩，政經風險加大，利差可能上揚趨勢，重視High Quality控管風險。



資料來源：Bloomberg，兩者相關係數0.87

美元vs.新興債利差走勢

美元高位，新興當地債顯波動。新興貨幣政策中性寬鬆，中國力求經濟維穩。新興國家雙赤字高的外債壓力，匯率風險仍存，以美元債的息收報酬為主。



資料來源：Bloomberg

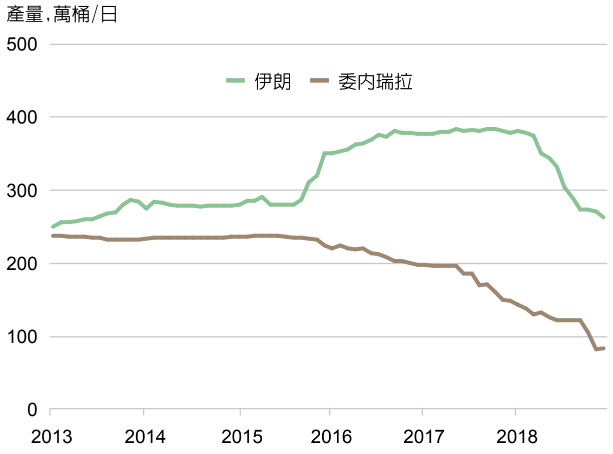
原油‧礦業

地緣風險上升，提供油價支撐
中國礦產品進口趨勢向下

空 多 原油 空 多 礦業

美國加大制裁力度，有助油價支撐

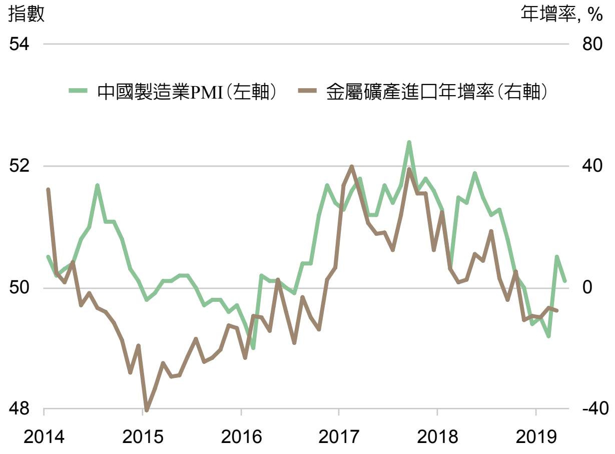
全球地緣風險加劇，包括美國加大伊朗制裁力度，取消伊朗石油進口豁免。另，委內瑞拉經濟持續萎縮，產能下滑。原油供給面下降，有助提供油價支撐。



資料來源：Bloomberg

中國經濟放緩疑慮，商品需求偏弱

去年以來，中國金屬及礦產品進口年增率趨勢向下，反應商品需求偏弱，長線不利原物料價格表現。美中貿易談判若出現正面消息，宜逢高減碼礦業股部位。



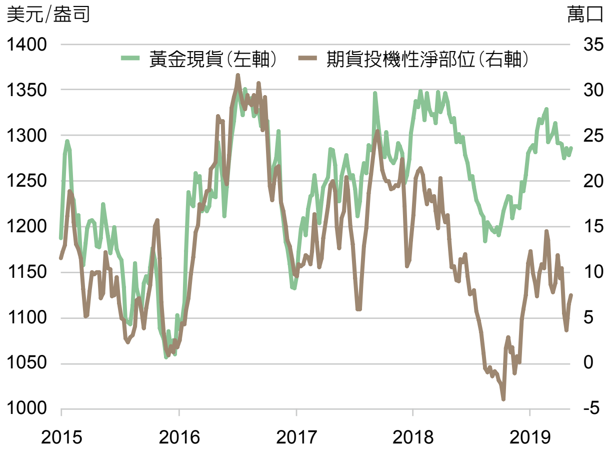
資料來源：Bloomberg

黃金

美元高盤與避險影響，使區間震盪

黃金受投機性期貨影響較過去低

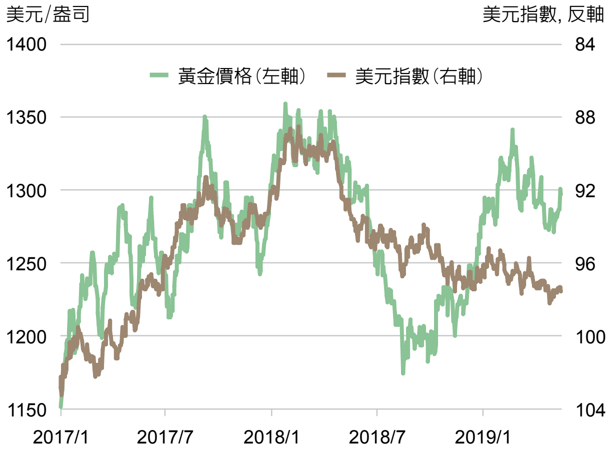
全球央行寬鬆貨幣政策，及Q1央行黃金儲備創近六年新高，提供金價底部支撐。觀察投機性期貨部位雖降，但對金價影響減弱，貨幣特性漸受重視，長期可布。



資料來源：Bloomberg

美元指數高盤侷限黃金漲幅

全球股市重挫使避險情緒升溫，但非美貨幣貶值，推升美元指數，壓抑黃金表現，美元與黃金近3年相關係數負0.6，預期金價區間震盪。



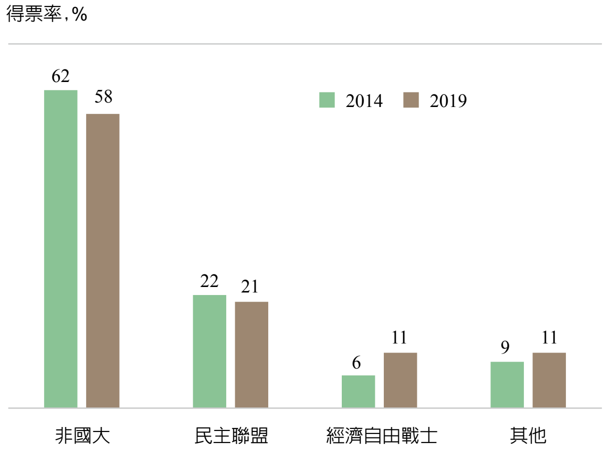
資料來源：Bloomberg

南非幣

選後政策風險恐將浮現

南非大選後國會結構

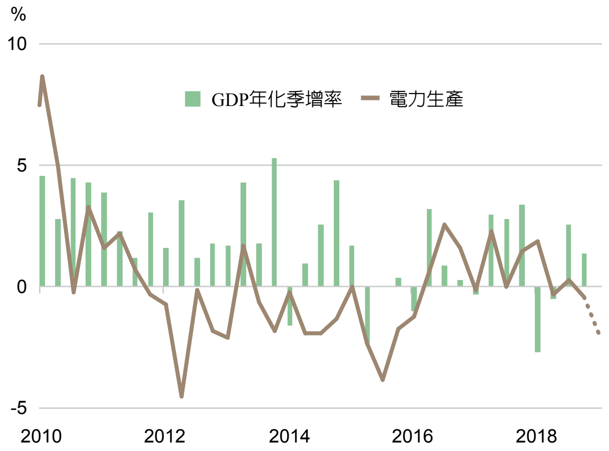
南非大選非國大黨以58%得票率勝選，執政黨維繫主政權利。然而，支持爭議性土地改革的經濟自由戰士黨支持度躍升，選後若重啓政策討論，恐添匯率風險。



資料來源：南非國家獨立選舉委員會

南非電力供給及經濟成長

電力供給不足致第一季南非進行限電，上半年景氣活動減弱，料使今年GDP成長改善乏力，景氣壓力不利主權信評，年內降評風險將壓抑匯率走勢。



註：虛線為預估值

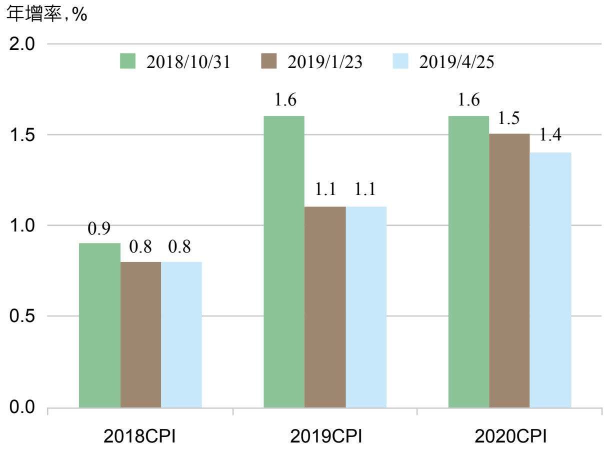
資料來源：Bloomberg

日圓

利差及避險需求推動，日圓偏強

日央持續下調通膨預期

安倍計畫10月上調消費稅，歷史經驗顯示通膨可能僅短期飆升，能否持久為未知數。另，消費稅上調，若產生抑制消費現象，將對經濟成長造成衝擊。

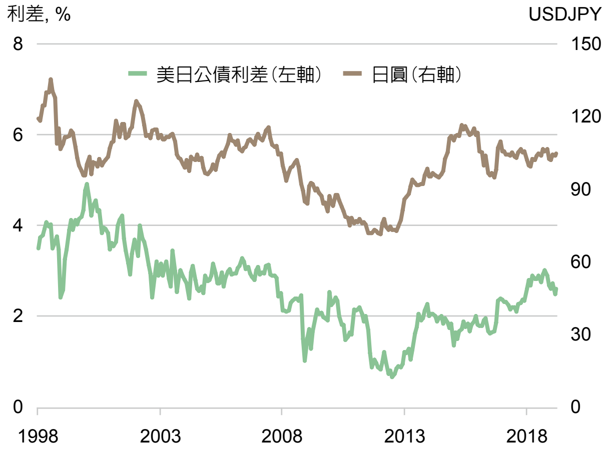


註：CPI為扣除生鮮後的核心通膨

資料來源：Bloomberg

長線美日利差偏收斂，日圓稍強看待

預期日本央行將維持既有貨幣政策，後續焦點關注聯準會動向。若美國景氣下滑速度過快，政策將偏鴿，美日利差縮窄及避險需求上升，將使日圓偏強。



資料來源：Bloomberg

本月重要經濟數據公佈時程

JUNE2019

Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday	Saturday	Sunday
					01	02
03 財新中國PMI 美國ISM製造業	04 美國工廠訂單 澳洲央行會議	05 台灣CPI 歐元區PPI 印度/印尼休市 美ADP就業變動 歐元區零售銷售	06 歐元區GDP 韓/印尼休市 ECB利率會議 印度央行會議 美國貿易收支	07 台灣休市 香港休市 中國休市 美國就業報告	08	09
10 中國進出口 日本經常帳 台灣進出口	11 美國PPI 日本工具機訂單	12 俄羅斯休市 日本機械訂單 中國PPI/日本PPI 中國CPI/美國CPI	13 歐元區工業生產	14 中國工業生產 中國零售銷售 美國工業生產 俄羅斯央行會議 密大消費者信心	15	16
17 美國NAHB指數	18 德國PPI 德國ZEW 歐元區CPI 歐元區ZEW 美國新屋開工	19 巴西央行會議 日本貿易收支	20 巴西休市 FOMC會議 美國領先指標 台灣外銷訂單 英/台/菲央行會議	21 台灣貨幣供給 美國成屋銷售 美國製造業PMI 歐元區製造業PMI	22	23
24 德國IFO 台灣工業生產	25 美國新屋銷售 美國消費信心 美國房屋指數	26 泰國央行會議 美國耐久財訂單	27 德國CPI 美國GDP 日本零售銷售	28 美國PCE 日本工業生產 美國個人收支	29	30

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。

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。