



政策助金融？ Policy Fuels Financials

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2025年1月6日



01 本週焦點圖表

資金無懼波動，
比特幣仍受青睞



02 市場回顧

新年假期交易清淡，
市場小幅震盪



03 熱門議題

美國製造業活動牽動美股，
若復甦將為股市下方支撐



04 投資焦點

監管放鬆與息差支撐，
有利金融股再創佳績

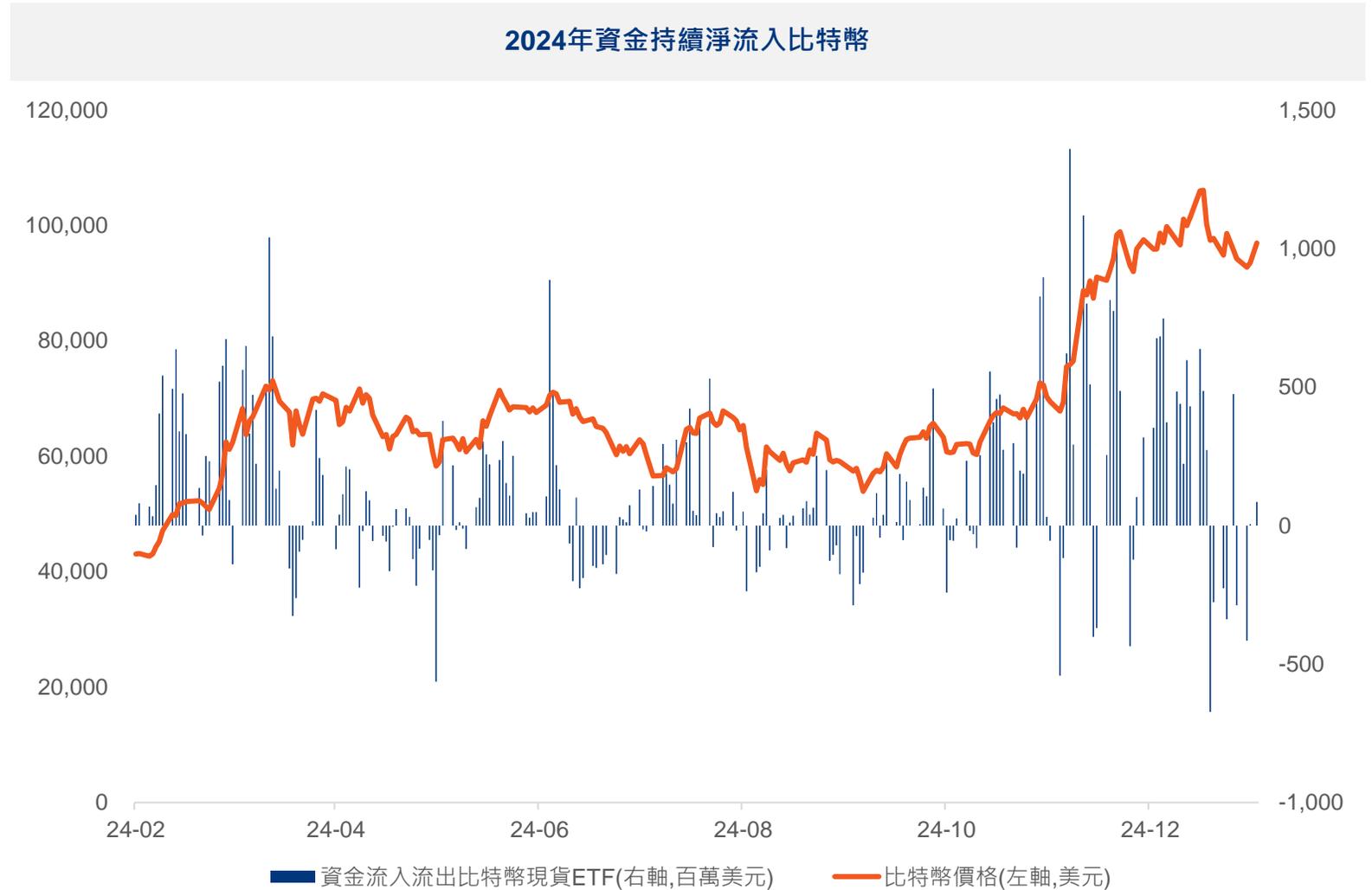


05 理財產品 精選港、美、台股、基金/ETF

本週焦點圖表

資金無懼波動，比特幣仍受青睞

- ▶ 儘管年末比特幣經歷大幅贖回後，可觀察到有資金再度進場布局比特幣，顯示投資人對比特幣仍有信心。2024年為比特幣蓬勃發展的一年，市場資金亦出現淨流入比特幣，一方面反映2024年1月10日美國證券交易委員會(SEC)正式批准首批比特幣現貨ETF，讓投資者得以合法進入比特幣市場，也為全球市場建立了規範的投資管道。加上川普表態支持比特幣，承諾將建立比特幣國家戰略儲備，同時放寬監管，大幅提振了市場信心，吸引了不少機構和個人投資者進場。
- ▶ 美國比特幣現貨ETF上市交易到目前為止還不到一年，美國比特幣ETF資產管理規模就一度超越了美國黃金ETF，顯示市場需求仍十分強勁。除了政策面的支持之外，因為比特幣擁有固定的供應量和去中心化的特性，令其具備與黃金類似的抗通膨與保值的功效，亦逐步成為投資人長期配置的選擇之一。



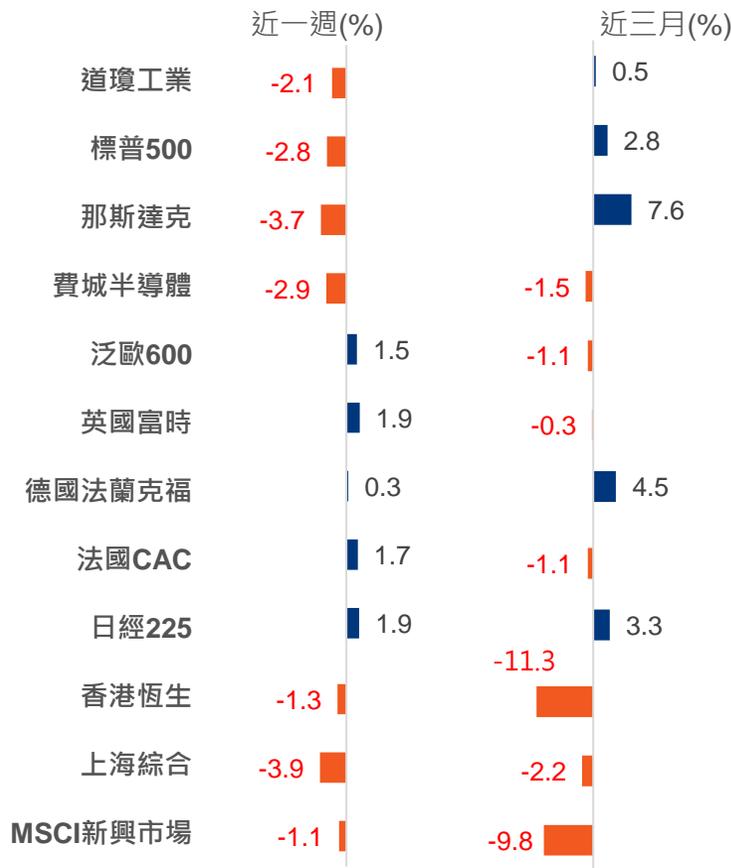
資料來源：Coinglass · 凱基證券整理 · 註：CoinGlass為一家專業的加密衍生品數據分析平台，以提供精準、實時的加密貨幣市場數據和分析服務為主要業務

市場回顧

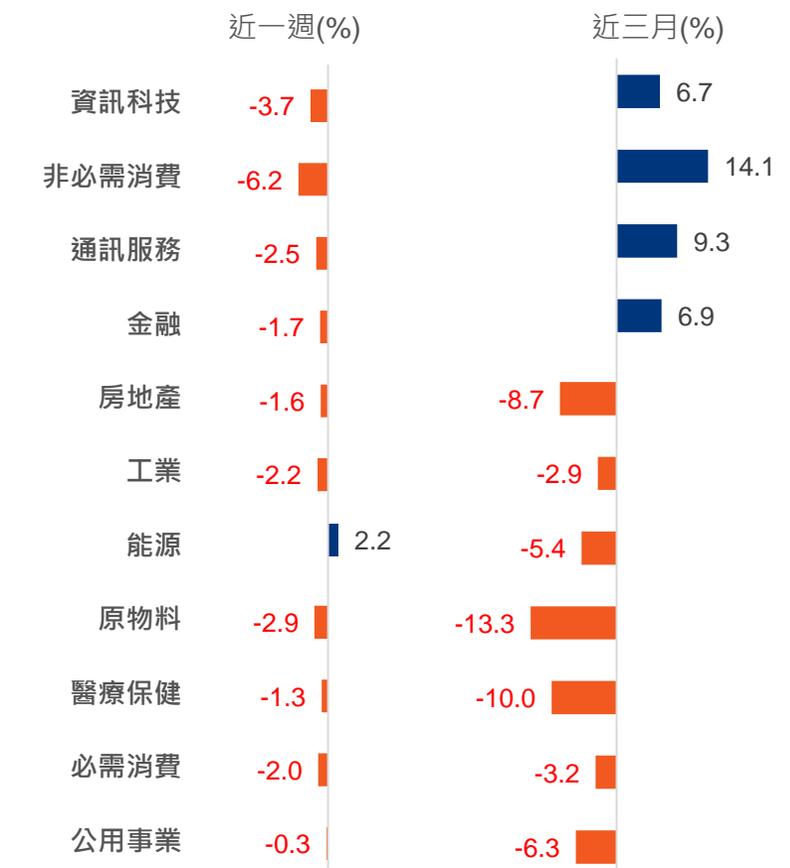
年末交易清淡，股市漲跌互見，獲利了結調整令多數產業走跌

- ▶ 新年假期來到，投資人在新年到來前保持觀望態度，並對2024年強勁的股市表現進行獲利了結調整，帶動美股四大指數普遍走低。歐股則是小幅反彈，但2024年歐股在經濟表現疲弱且政治動盪未解下，走勢仍明顯落後美股。
- ▶ 亞股方面，陸港股表現偏弱，反映中國政府雖然持續釋放出財政與貨幣政策寬鬆訊號，但實際的赤字規模數據則是一再推遲，目前最快可能需要等到兩會才會宣布，且當前經濟數據仍遠未有顯著的回升跡象，令市場資金轉趨保守態度，亦導致股市表現不佳。
- ▶ 在年底消息面清淡的背景下，產業指數多數走低，投資人對於近期表現較佳的類股獲利了結，導致科技、非必需消費、通訊服務等類股跌幅較高，能源則是受到近期油價反彈而有所支撐，其餘產業多呈現下跌走勢。

各地區指數表現(%)



美股各產業指數表現(%)

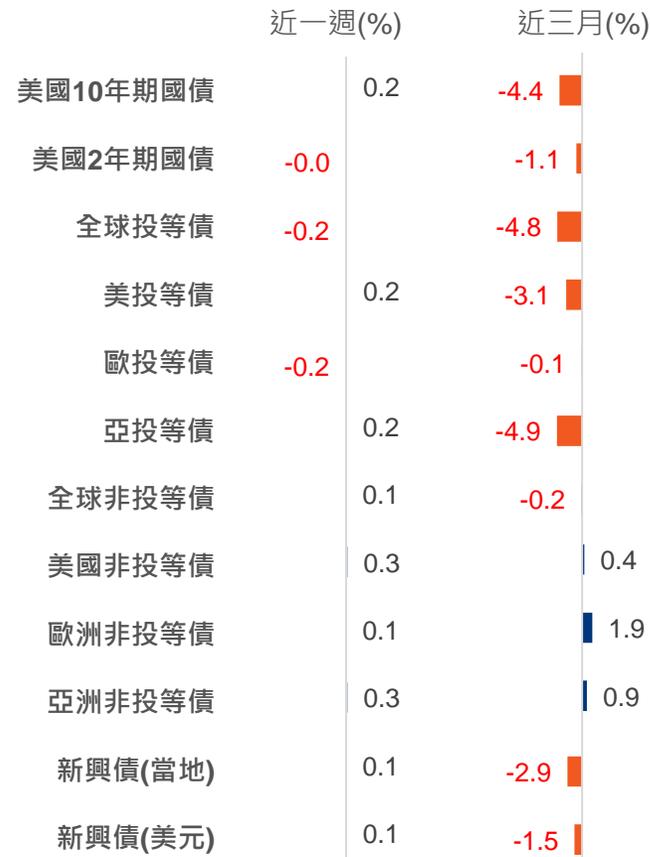


資料來源：Bloomberg · 2025年1月3日

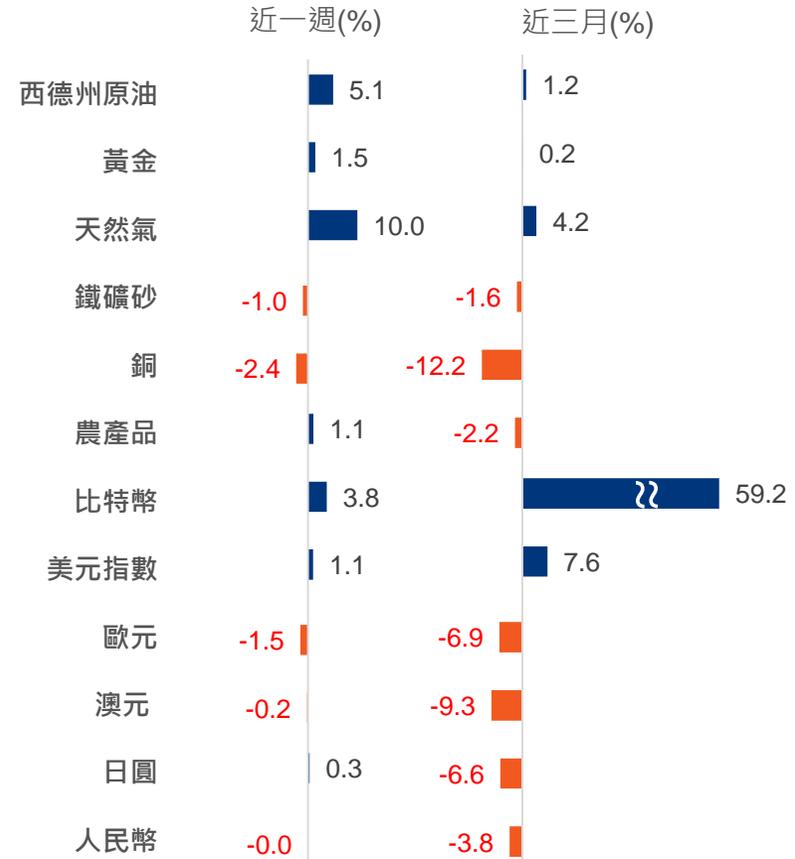
孳息率高檔盤整令債市窄幅變動；美元維持強勢，供需帶動原油、天然氣反彈

- ▶ 臨近假期，債市交投清淡，美債孳息率高檔窄幅震盪，導致債券市場幾無顯著變化。投資人持續消化美聯儲減息步伐縮減的預期，並觀望即將於1月上任的特朗普政府推出之政策對於債券利率所可能帶來的影響。
- ▶ 商品部分，油價走高，反映近期歐美氣溫持續走降可能提振需求，加上美國原油庫存數據降幅大於預期共同推動。天然氣則是持續受到俄羅斯過境烏克蘭合約到期斷供之影響支撐價格反彈。
- ▶ 美元則是受到債券孳息率維持高檔而得到支撐，歐元貶值幅度相對較大，反映德法政治紛擾持續對投資人的信心所帶來的影響。其他貨幣多以下跌為主。日圓則是受到日本銀行會議紀錄顯示部分官員對於升息的信心增強以及日銀的每月債券購買量有所減少的消息所支撐，抵禦了貶值的壓力。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)

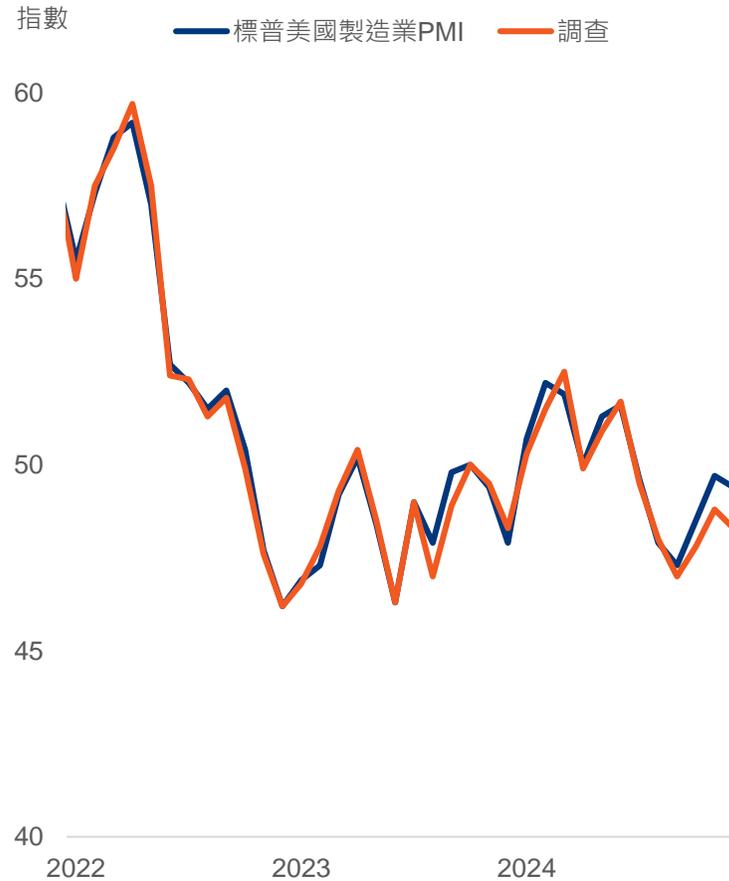


資料來源：Bloomberg，2025年1月3日

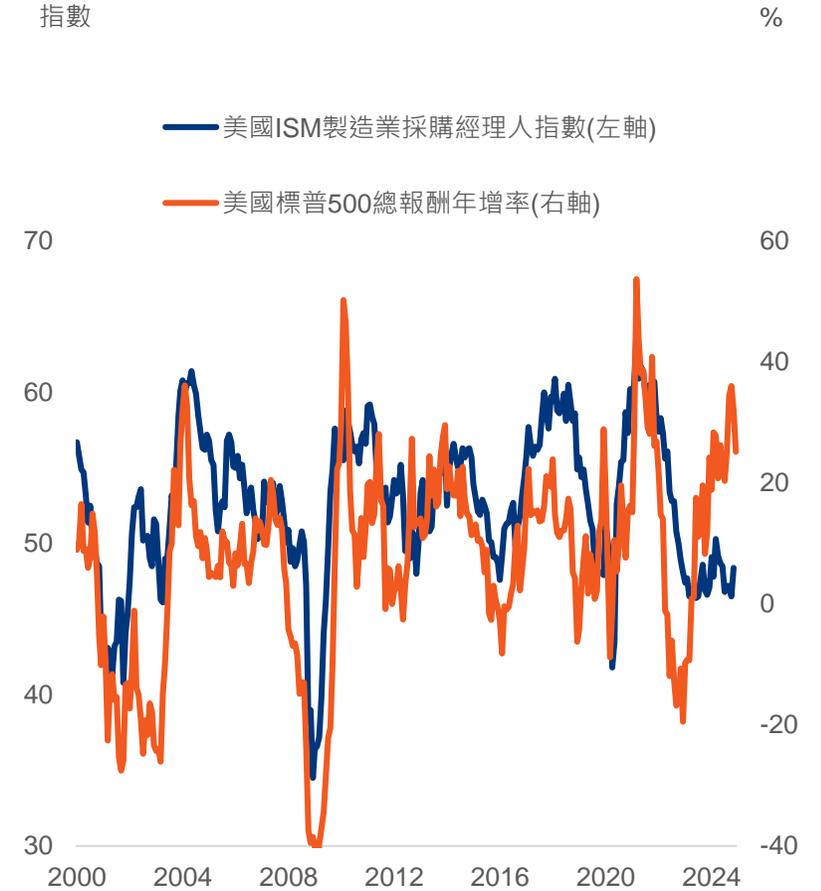
美國製造業活動仍緩，若持續復甦將推升美股上漲動能

- ▶ 標普公布美國12月製造業PMI為49.4較前月回落，其中產出與新訂單續降，顯示美國整體製造業景氣仍偏弱。後續關注美國新任總統特朗普上任後，減稅、監管鬆綁與調高關稅可能進一步推升美國在地商品需求，若在地生產與製造業加速回流，將有助美國製造業活動持續改善。
- ▶ 美國經濟數據表現仍優於預期，部分經理人預期美國景氣從軟著陸進入不著陸情境。展望後市，鑑於當前美國製造業活動緩步復甦，有助於美國企業獲利與美股表現。檢視過往製造業PMI築底回升時期，美股具有較佳表現，未來除了以具備成長動能的美國大型股為首選外，另可關注金融、工業、國防軍工等政策利多題材，後續若就業與景氣快速下行，則增加防禦型類股配置降低風險。

美國製造業PMI顯示整體製造業景氣仍偏弱



過往美國製造業活動回升，有望提振美股表現



投資焦點

金融有望受惠存放息差回升與放鬆監管等政策效應

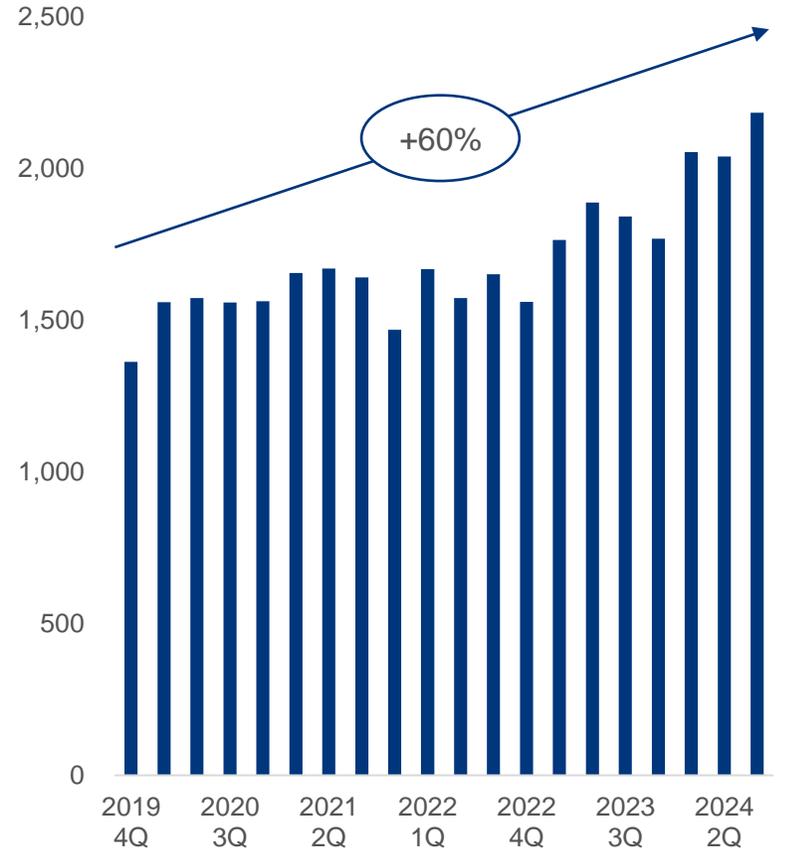
- ▶ 時序進入2025年，特朗普即將重返白宮，其減稅與擴大財政赤字的政策態度已對中長期美債孳息率產生影響，反映在國債長短利差正斜率擴大的效應對金融股影響最為顯著。觀察金融業多為借短(短債利率)放長(長債利率)，目前大約有6成的地區性和大型銀行資產端，以貸款、債券再投資的方式鎖在較高的固定利率，加上銀行貸款年增率已出現落底回溫走勢，有望對後續收益帶來挹注。
- ▶ 放鬆監管與減息環境也將使大型銀行因交易更加活絡而受惠。近期從銀行業務活動可見資金成本下降令股權與債權之交易資產均有不同程度成長，並推升整體交易資產規模，資本市場業務收入占整體銀行業務總收入亦來到40%。此外，隨著市場樂觀預期選後政策方向和經濟措施通常會更加明確，亦有助推升IPO交易量。

債券長短息差轉正及貸款回溫有利支撐金融業獲利



美國大型銀行的交易資產自2019年4Q以來成長60%

大型銀行的交易資產，10億美元

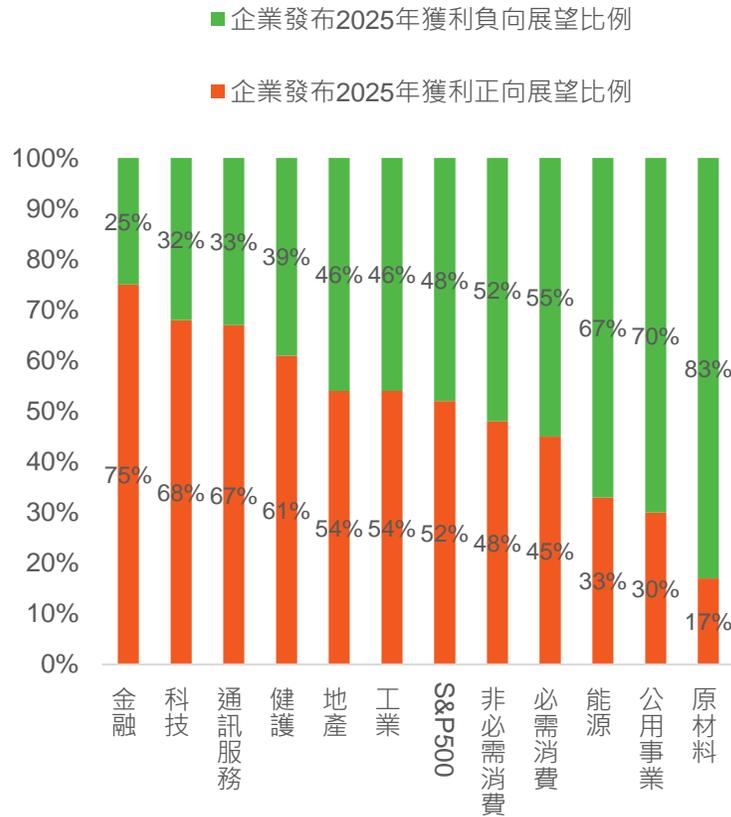


資料來源：Bloomberg、高盛、凱基證券整理

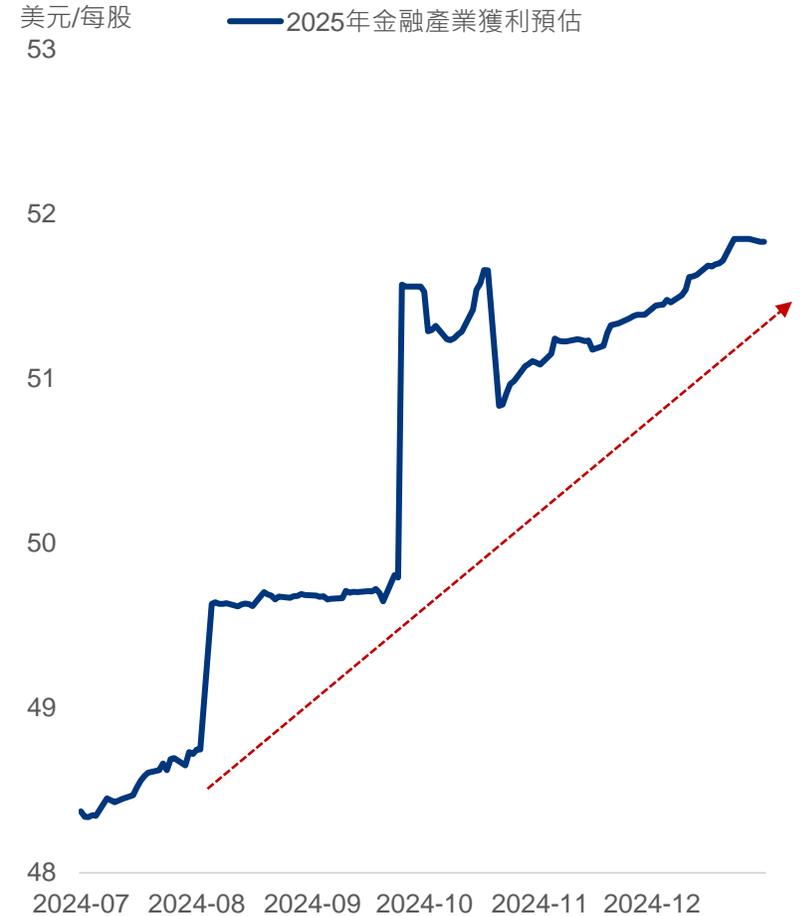
營運展望正向，獲利預估持續回升，基本面有助推動金融後續表現

- ▶ 從基本面角度觀察，企業對於2025年營運展望已陸續揭露，當前S&P500指數的11大產業中，以原材料產業最為悲觀，僅17%的公司正向看待2025年獲利。能源、公用事業正向展望比例亦僅分別為33%與30%。反觀市場關注度最高的科技產業則有68%的公司正向看待今年的獲利表現，金融業更是發布正向展望比例最高的產業，約有75%的公司正向看待2025年的獲利表現，顯示金融產業有望成為推升美股後續動能的關鍵力量。
- ▶ 隨著美國經濟穩健成長，貨幣與財政政策的步伐可望推動長短息差擴大，加上監管政策有望放鬆推動金融業更多的投資與交易收入，市場對於金融產業的獲利預估持續上修，並支撐市盈率的適度擴張。後續可觀察特朗普上台後陸續推出的政策，若比市場原先預期的更多或步伐更快，將有助推動金融股未來表現持續強勁。

2025年企業發布獲利展望以金融產業正向比重最高



市場對於2025年美國金融股獲利預估持續上修



資料來源：Factset、Bloomberg、凱基證券整理

市場策略思維

類別	市場看法	偏好資產
股市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 特朗普四大政策包括反移民、輕監管、降稅賦和高關稅等，觀察後續對經濟影響及上任後實際政策內容。預期美國經濟軟著陸為主要情境，消費表現佳，減稅有利美股企業獲利表現。預期金融、工業、國防軍工等特朗普政策利多題材續發酵。此外，AI長期展望與發展佳，科技股長多趨勢不變。 ◆ 增加關稅將使中國外需動能受到壓抑，歐洲因經濟表現疲弱，加上貿易政策不確定性、北約軍費增加，歐股中性看待；隨薪資持續成長，消費力道回籠，日股偏多看待。 	<p>策略風格：大型股，金融、工業、軍工、AI與科技股</p> <p>區域：美國、日本、印度(衛星)</p>
債市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 美聯儲未來減息步調可能放慢，債市持續聚焦景氣基本面，考量特朗普即將就職所帶來的潛在財政與貨幣政策路徑不確定性，國債利率波動可能再起，隨利率上行以短天期國債、投資級債鎖利。 ◆ 中長天期以上債券波動相對較大，投資人宜視風險承受度配置，除非景氣朝硬著陸發展，如觀察就業數據明顯放緩後，再配置中長天期債券。 	<p>期間：短天期債券鎖利，中長天期債波動相對較大，視投資人風險承受度配置</p> <p>種類：國債、投資級債以大型企業為首選，產業可聚焦具潛在利多的金融債</p>
匯市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 特朗普與共和黨全面執政，通脹預期發酵恐帶動美債利率高盤，美聯儲減息幅度放緩，預期美元短線偏強，強勢美元或將延續至2025年年初，中期反應景氣軟著陸與美聯儲持續減息，美元強度轉弱而下行。 ◆ 貿易關稅恐使非美地區經濟受挫，增加非美國家減息幅度與利差擴大，非美貨幣短期偏貶。日圓受日本銀行維持政策利率不變影響，日圓短期偏貶，1月日銀會議是否決議升息將牽動後續日圓走勢。 	<p>美元短線高檔有撐</p> <p>日圓短期偏貶、長期緩升</p>

春運推動運輸業PMI表現

▶ 12月份的官方製造業PMI低於市場預期的50.3

中國方面，12月份的官方製造業PMI指數雖然連續三個月維持擴張區間，但表現則低於市場預期的50.2，只錄得50.1，處於盛衰分界線的邊緣。在企業規模上看，中型企業表現較好升0.7個百分點至50.7，高於大型企業的50.5及小型企業的48.5。細項當中，繼續顯示新訂單指數優於新出口訂單指數，前者較前值上升0.2個百分點至51，為過去8個月的最高水平；而後者則繼續維持收縮區間錄48.3，或表示內需受到政策的提振，但外需相對受壓的情況，而此觀點與財新所反映的訊息一致。而官方出廠價格指數則進一步下跌至46.7，較前值低1個百分點。

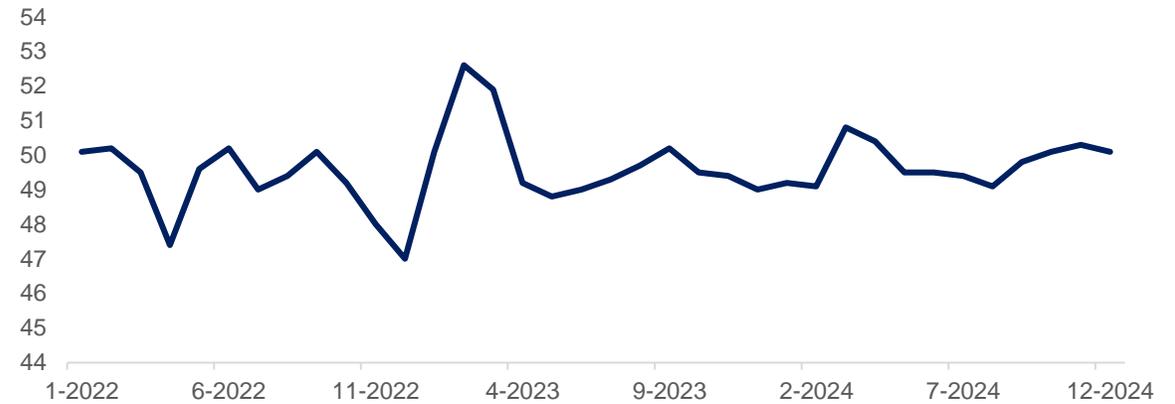
▶ 非製造業PMI有較好表現

另一方面，市場較為驚喜的非製造業PMI有較好表現，遠優於市場預期的50.2，報52.2。其中建築業商務活動指數較前值升3.5個百分點至53.2，重回擴張區間；服務業商務活動指數較前值升1.9個百分點至52。不過，投資者需要留意的是本次住宿、餐飲、居民服務等行業商務活動指數仍低於臨界點，服務業PMI指數上漲主要受運輸服務、通訊服務及金融服務等所帶動。

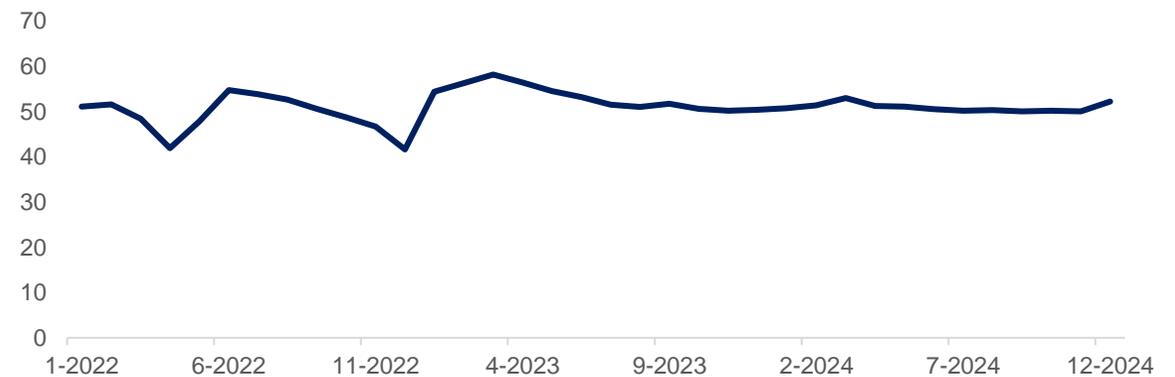
針對運輸服務，於最新的12月PMI指數中列入了55以上的高景氣區間，部分或受今年的農曆新年較去年提前，今年的春運將於1月14日開始至2月22日結束，並在去年的12月31日已開始發售車票。有關部門預期今年的全社會跨區域人員流動量和鐵路、民航客運量均有望創歷史新高。鐵路、民航客運量有望分別突破5.1億人次和9,000萬人次，分別較去年春節期間增長約5.5%及7.8%，推動了運輸業的表現。

整體來看，12月宏觀經濟預計繼續邊際回溫，經濟弱復甦態勢延續，但仍需後續物價指數回升，基本面對股市支撐才會實質性增強。另外，隨著春節臨近，資金面可能進一步趨緊，春節前央行降准概率大增。

官方製造業PMI



非製造業PMI



資料來源：國家統計局

騰訊(700)

收盤價 HK \$414.2

目標價 HK \$507

公司簡介

集團主要提供增值服務、網絡廣告服務以及金融科技及企業服務。

公司特色

■ 「送禮物」功能可帶動廣告收入提速

微信小程序最近開始灰色測試“送禮物”功能，用戶可通過類似發收“微信紅包”的形式，贈送或接收好友來自微信小程序的商品。臨近春節、情人節等節日，不排除騰訊會在節日前向所有微信用戶開放該功能。商家為可以接觸騰訊龐大的用戶群體，都會有廣告需求。騰訊首席戰略官早前曾透露，視頻號的廣告載入率不到3%。鑑於騰訊目前的廣告庫存未被完全利用，我們認為騰訊的廣告收入可在2025年再度提速。

■ 騰訊旗下大模型傳被研用於Apple Intelligence中文版

現時iPhone 16已整合OpenAI旗下ChatGPT，而內地市場蘋果現時則急於找尋合作夥伴，在百度的「文心一言」效能未如理想下，蘋果據報與騰訊和字節跳動(ByteDance)洽談。若最終落戶騰訊，代表騰訊的大型語言模型與國外知名的語言模型在應用層面未會差距太遠。

■ 防守性比同業強

經過9月底的回調，騰訊股價守在400元上方，比起其它科技股要面對的惡性競爭，騰訊的生意模式具有較高獨特性，用戶黏性亦較強。市場對於2025年中國經濟前景看法有保留，倘若宏觀經濟仍不見起色，騰訊相對其它科技股有一定防禦力，因為其遊戲業務佔收入超過三分之一，而這部份與經濟周期的關聯性較低。而倘若中國宏觀經濟能成功改善，騰訊的支付業務可從零售市場的復甦中獲益，故此騰訊算是攻守兼備。

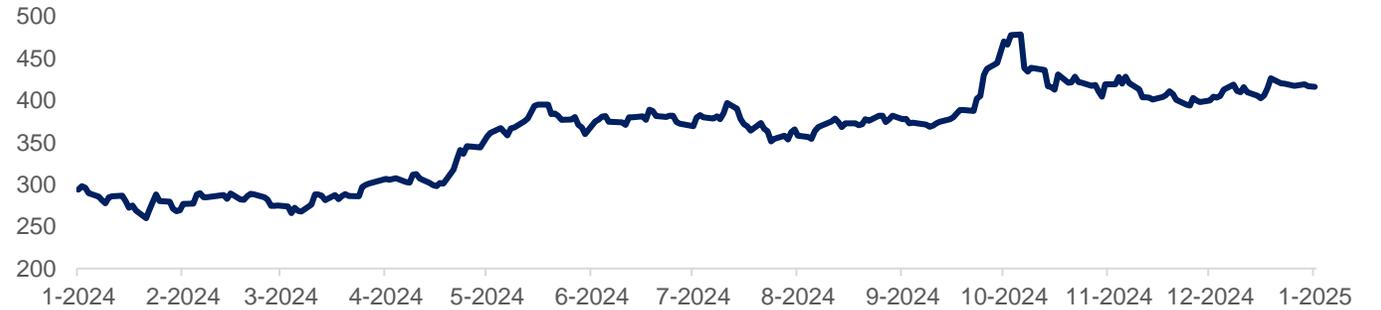
資料來源：Bloomberg

財務數據

	2021	2022	2023	2024F	2025F
淨利潤(NI) (百億人民幣)	12.3	11.5	15.7	21.9	24
NI按年增長(%)	0.85	-6.57	36.35	39.33	9.49
EPS(人民幣)	12.7	11.84	16.32	23.04	25.53
DPS(人民幣)	1.33	2.06	3.08	4.37	4.84
P/E	30.7	33.0	23.9	16.9	15.3
股息率(%)	0.34%	0.53%	0.79%	1.12%	1.24%

資料來源：Bloomberg；2024至2025年為市場平均財務預估資料

近一年價格



迄2025年1月2日	1個月	3個月	YTD	1年	3年	5年
期間報酬率(%)	4.052	-11.489	-0.24	39.585	1.489	22.708

評價區間

● 5年平均位置 ◆ 目前位置



中國建築國際(3311)

收盤價 HK \$11.86

目標價 HK \$13

公司簡介

主要從事建築業務、基建項目投資、經營收費道路、項目監理服務及外牆工程業務。

公司特色

■ 調升目標價，建議待回調收集

中國建築國際股價自我們推薦以來表現理想，並已到達我們2025市場展望時的目標價。考慮到集團可受惠香港北部都會區發展以及中國的經濟刺激方案，我們上調目標價至13元，反映6倍25年市盈率，建議待回調收集。

■ 受惠當局加力實施城中村和危舊房改造

全國住房城鄉建設工作會議明確2025年重點任務，當中指出要加力實施城中村和危舊房改造，推進貨幣化安置，在新增100萬套的基礎上繼續擴大城中村改造規模，反映當局想通過增加固投投資去托經濟。城中村改造項目的資金來源自政府專項債，而早前中央經濟工作會議提出未納入「負面清單」的項目均可申請專款債券資金，對比早前的「正面清單」明確支持特定領域給予了更大的彈性，可以預期明年財政資金落地速度將可提速，更能在資金需求來到時盡快安排。中國建築國際的MiC技術具優勢，MiC項目較傳統工期減少60%，並相比傳統建造模式，材料浪費減少25%，故此中國建築國際會有一定優勢。

■ 市值管理新規落地，投資價值凸顯

國資委要求中央企業將市值管理作為一項長期戰略管理行為。事實上，中國建築國際管理層對未來有清晰指引，包括就其2024年派息比率提升至「不少於30%」，以及2024年以後的ROE保持在15%以上。在中國化債的背景下，地方政府有更多資金支付未結清的賬款及啟動新項目。早前中國建築國際的中期業績反映集團的收款能力持續良好，自2022年起繼續維持經營性現金流淨流入。我們認為倘集團現金流持續改善，未來股份回購並非不可能，尤其是在市值管理的背景下，這對於改善集團ROE是有幫助的。

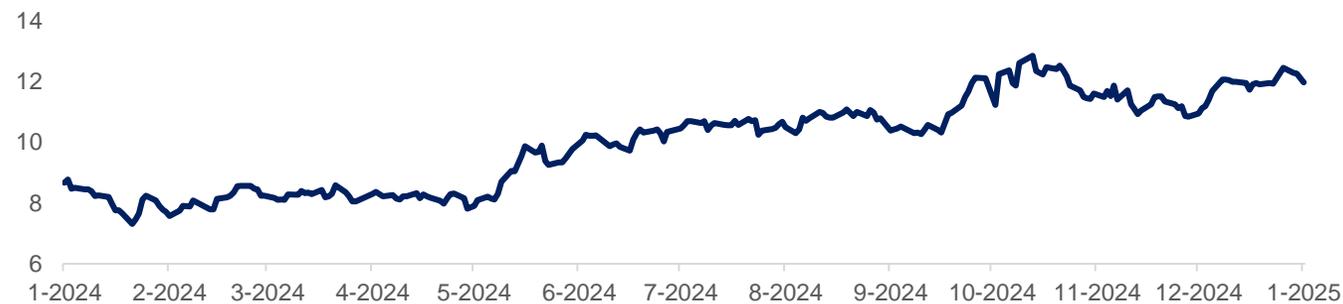
資料來源：Bloomberg

財務數據

	2021	2022	2023	2024F	2025F
淨利潤(NI) (億港元)	68	79.5	91.6	104.4	118.6
NI按年增長(%)	13	17	15.1	13.9	13.5
EPS(港元)	1.35	1.58	1.82	2.05	2.34
DPS(港元)	0.41	0.48	0.57	0.63	0.71
P/E	8.9	7.6	6.6	5.8	5.1
股息率(%)	3.43%	4.01%	4.77%	5.27%	5.94%

資料來源：Bloomberg；2024至2025年為市場平均財務預估資料

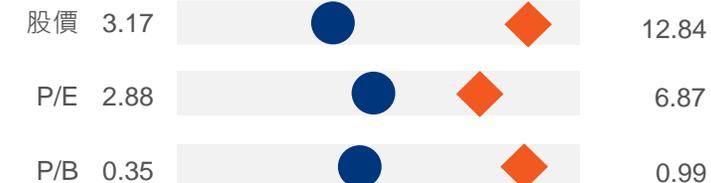
近一年價格



迄2025年1月2日	1個月	3個月	YTD	1年	3年	5年
期間報酬率(%)	9.323	4.00	-2.447	36.339	44.346	124.48

評價區間

● 5年平均位置 ◆ 目前位置



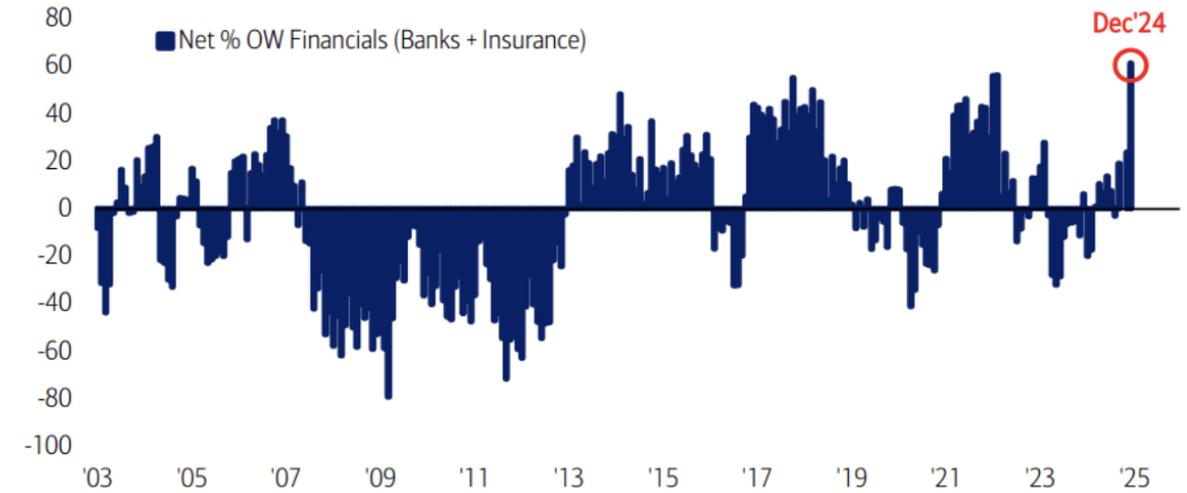
美股

上漲趨勢不變，但波動性加大

- ▶ 12月美國ISM製造業PMI從上月上升0.9點至49.3，高於市場預期的48.2。
- ▶ 12月S&P Global美國製造業PMI從前一個月的49.7下滑至49.4，高於市場預期的48.3。
- ▶ 基金押注金融行業在特朗普重新執政下將複製2017年大幅上漲行情，利好因素包括放鬆監管及降稅等。此外，銀行業在推動美聯儲修改壓力測試規則來降低準備金限制。需留意金融行業風險因素如信用卡、汽車貸款和商業地產債務違約率上升等。在銀行、保險、券商及私募基金等子版塊中，建議投資者優先考慮私募基金類個股，其風險回報比較好。
- ▶ 金融板塊是國家經濟發展的晴雨表。阿根廷米萊總統的自由主義改革初見成效，阿根廷經濟出現向好發展，相關金融類資產獲市場青睞。
- ▶ 總結2024年美股表現為高回報、高收益和低波動，這是不尋常且不可持續的。展望2025年，市場預期美國經濟有望邁向軟著陸，且人工智能和其他新興技術發展將延續經濟增長。但特朗普政策有巨大不確定性，因此波動率將顯著上升。

基金在美國金融板塊倉位在12月達到歷史新高

Net % FMS OW financials (banks + insurance)



Source: BofA Global Fund Manager Survey.

BofA GLOBAL RESEARCH

KKR & Co. Inc (KKR)

收盤價 US \$149.19

目標價 US \$168

公司簡介

KKR & Co. Inc.以投資公司營運。該公司管理私募股權、能源、基礎設施、房地產、信貸策略和對沖基金等投資。公司為全球第二大私募基金。

公司特色

■ 2025年全球并購活動動能將延續

預期聯邦基金利率將進一步下降，同時美國經濟維持溫和增長，企業再融資需求較大。此外，美股市場估值處於較高水準，有更多企業謀求上市。一級市場在連續兩年的二級市場上漲及積極看多情緒下逐步回暖，尤其是在人工智慧應用及其他新興科技發展領域。在特朗普再度主政下，全球貿易摩擦將升溫，因此更多跨國企業通過並購或資產剝離以降低地緣政治風險所帶來的潛在虧損。

■ 資產管理規模及管理費收入增長亮麗

截至24財年第三季，公司的資產管理規模同比上升26.6%至6,243.96億美元。2024年前三季集資額為1,183.08億美元，而2023年同期為380.89億美元。公司管理層透露其私募基金60%的倉位的未實現盈利回報率超過50%，總體未實現盈利同比增長40%。第三季管理費相關收入同比增長79.5%，環比增長34.5%至10億美元。

■ 估值共識

彭博12個月平均目標價為168.38美元，最高目標價為200美元，最低為130美元。

財務數據

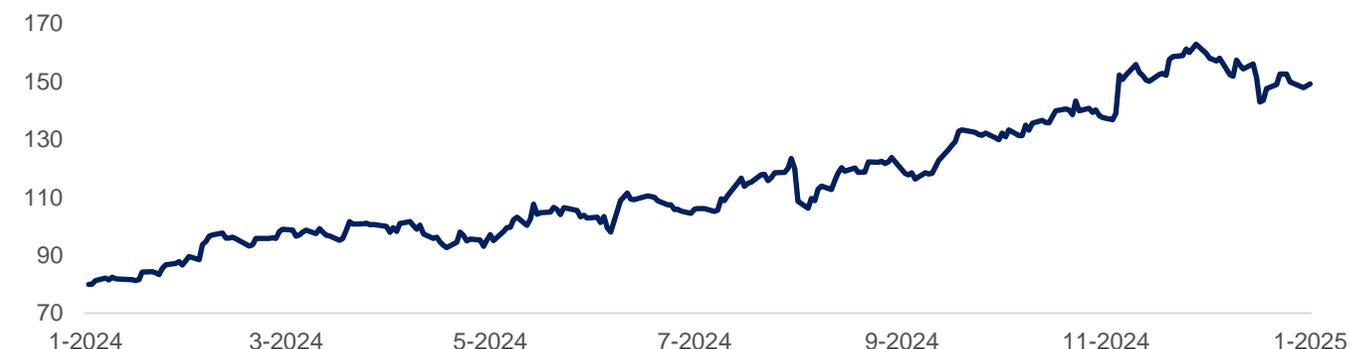
	2021	2022	2023	2024F	2025F
收入增長(%)	188.8	-77.5	232.5	-63.0	35.5
EBITDA比率(%)	56.7	9.5	44.5	60.8	52.9
EPS (美元)	7.37	-1.08	4.12	4.73	5.99
淨利率(%)	18.4	-14.3	19.8	60.9	58.0

資料來源：Bloomberg；2024至2025年為市場平均財務預估資料

評價區間



近一年價格



迄2025年1月2日	1個月	3個月	YTD	1年	3年	5年
期間報酬率(%)	-6.6	12.8	0.9	83.5	26.9	39.8

資料來源：Bloomberg

Banco Macro S.A. (BMA)

收盤價 US \$109.17

目標價 US \$125

公司簡介

Banco Macro S.A. 在阿根廷提供各種銀行產品與服務給個人和企業客戶。

公司特色

■ 阿根廷經濟出現曙光

阿根廷2024年第三季度GDP環比增長3.9%，是自2023年年底陷入衰退以來首次實現正季度增長，主要驅動因素是消費增長、資本投資反彈、農業和礦業產品出口增長，2024年11月的通脹下降至自2023年12月以來的新低。現任總統米萊的經濟休克式療法初步見效，其中包括大幅度削減政府開支及放鬆管制。

■ 2025年GDP增長預期達5%

世界銀行預測阿根廷經濟在2025年增長率為5%，而2024年則下跌3.5%。阿根廷政府在新一年經濟計劃中將實施削減90%的稅收，並將稅務自主權歸還各省。另一方面，阿根廷計劃推進貨幣競爭，允許使用不同貨幣進行交易。2025年的一大目標是取消匯率管制。

■ 在阿根廷銀行業中舉足輕重

該行是阿根廷第二大國有私人銀行，第六大銀行（按存款及借貸規模）。截至24年第三季度，該行的總資產為147.4億美元。

■ 估值共識

彭博12個月平均目標價為106.92美元，最高目標價為125美元，最低為65美元。

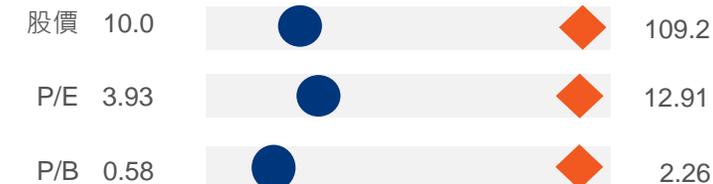
財務數據

	2021	2022	2023	2024F	2025F
收入增長(%)	81.0	308.4	82.9	-44.5	-7.4
營運比率(%)	46.7	57.0	69.5	NA	NA
EPS (ARS)	82	213	922	1024	1209
淨利率(%)	13.6	8.5	20.2	14.7	27.1

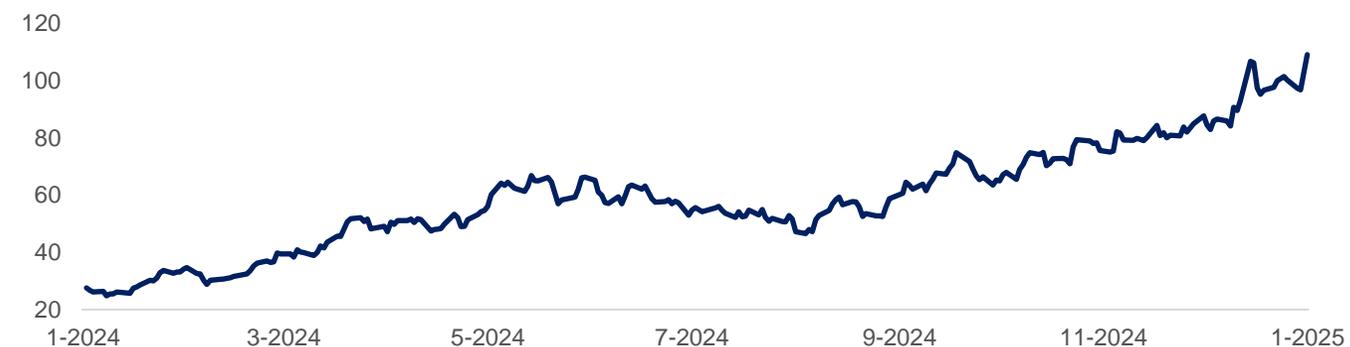
資料來源：Bloomberg；2024至2025年為市場平均財務預估資料

評價區間

● 5年平均位置 ◆ 目前位置



近一年價格



迄2025年1月2日	1個月	3個月	YTD	1年	3年	5年
期間報酬率(%)	24.5	68	12.8	336.1	109	28.7

資料來源：Bloomberg

台股價穩量縮，上攻有待擴量，中長期均線具支撐

► 2024年大盤創歷年最大漲點，台股上攻有待擴量

上週二為2024年台股最後一個交易日，2024年大盤年線大漲5,104點，漲幅達28.47%，為2010年以來漲幅最高。就技術面觀察，雖然大盤已失守短期均線與月線，並且回測至季線附近，由於下檔關鍵支撐在2024年12月23日低點22,811點，只要後市收盤不跌破22,811點，加上2025年1月上旬外資放假歸來導致成交量開始放大，大盤在短線拉回後可望再度上攻，波段上檔將有機會向2024Q4高點23,700點附近挑戰。

► 近期關注CES展主題演講，聚焦車用技術和機器人主題之類股

英偉達創辦人黃仁勳將於2025年1月7日於CES展進行主題演講，有望釋出英偉達AI最新戰略布局，預期聚焦車用技術和機器人主題，引發機器人概念股再度獲得市場資金青睞。觀察台股盤面結構，電子個別族群留意維持多方結構且整理強度仍佳的光通訊、半導體測試介面、備援電池模組(BBU)、光學、印刷電路板(PCB)；金融類股價穩量縮格局不變；非金電建材營造漲勢有待觀察，無人機、飛機零組件相關個股走勢具族群性，機器人相關零組件逢回仍可留意。在目前大盤量縮狀態下，擇股進場不宜過度追價，操作上應趁漲多回檔測試短期均線守穩後再做介入，盤面選股持續聚焦具利多題材且股價沿著短期均線創高或是表態突破前高壓力相關強勢股。

台灣加權指數與台灣電子類股走勢及預估市盈率

指數走勢，標準化以2024/1/2=100



指數預估市盈率走勢



聯鈞(3450 TT)

公司簡介

聯鈞光電股份有限公司主要提供EMS (Electronic Manufacturing Service)半導體封裝服務，產品範圍包含光電及微波等先進電子零組件，並被廣泛的應用於光資訊，光通訊，光檢知及微波通訊產業使用。

公司近況

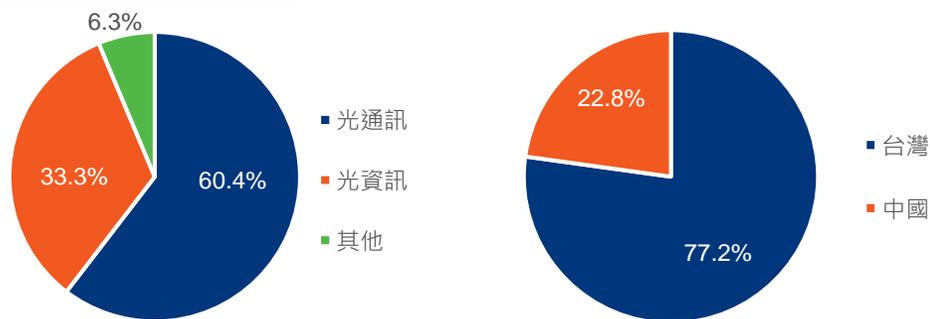
■ Active Optical Cable (AOC)產品升級加速

聯鈞持股約56%之子公司源傑3Q24營收為6.68億元，季增112%，主因AOC產品持續增量，自2Q24之單月1-2萬條提高至3Q24為2-3萬條產能，凱基投顧預期4Q24將提高至約3-4萬條產能，並維持1H25提高至每月約8萬條產能預估不變。

■ Chip On Submount (COS)業務需求大增

基於Coherent (美)與Lumentum (美)等公司皆在近期財報會議上提及Electroabsorption Modulated Laser (EML)仍持續短缺，凱基投顧認為聯鈞之COS業務將受惠於美系客戶之EML封裝需求將於2025年持續提高。

營收來源及區域佔比



資料來源：Bloomberg

財務數據

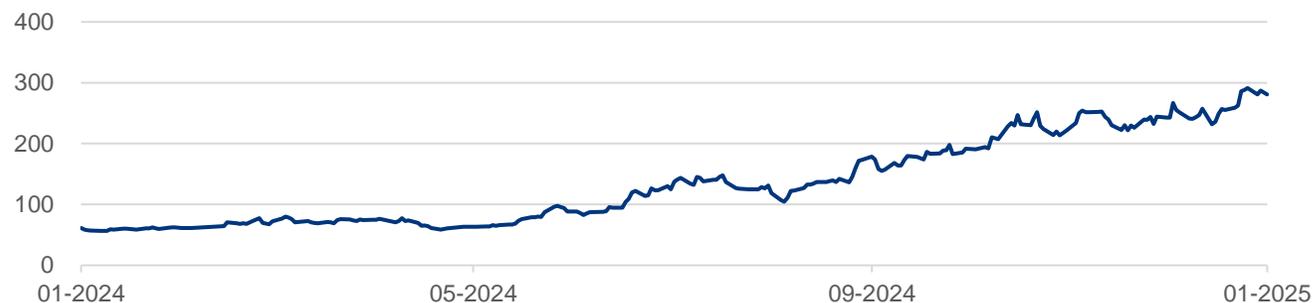
	2021	2022	2023	2024F	2025F
EPS (新台幣)	2.55	1.32	-0.52	3.66	11.01
EPS 成長率(%)	54.0	-48.3	-139.7	0.0	201.1
市盈率	114.3	221.0	N.A.	79.6	26.4
ROE (%)	9.4	4.8	-2.0	13.6	36.4

資料來源：公司資料，凱基投顧預估

評價區間



近一年價格



迄2025年1月2日	1週	1個月	3個月	6個月	YTD	1年
期間報酬率(%)	-1.7	15.9	46.7	124.8	-2.1	358.4

信邦(3023 TT)

公司簡介

信邦電子股份有限公司是提供電子零件整合設計與製造服務的領導廠商，產品應用範圍涵蓋資料擷取、電腦週邊和其他電子產品。該公司產品主要出口至亞洲國家、美洲及歐洲。

公司近況

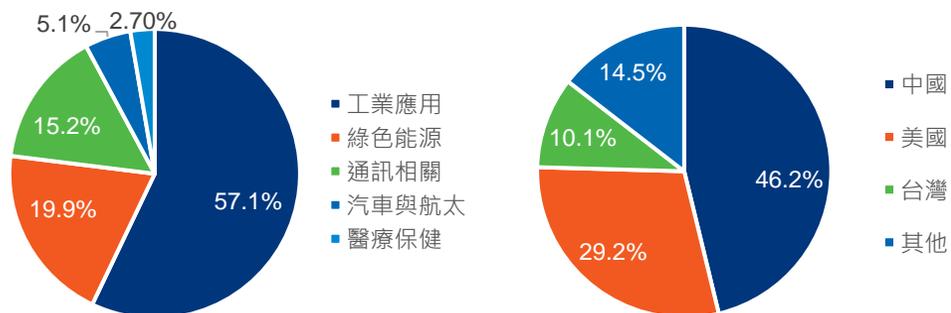
■ 持續於復甦道路上緩慢前進

信邦展望2025年營收將重回雙位數成長，其中工業、車用及醫療成長10-15%，綠能5-10%，通訊0-5%。公司亦專注於如半導體設備、人形機器人、無人商店、再生能源、電動車、ADAS、醫療等長期業務發展。

■ 半導體設備將成為2025年主要亮點

AI應用普及帶動半導體資本支出於2024至2026年進入上升周期，信邦客戶包含2家一線半導體設備廠商而明顯受惠。2024年半導體設備佔工業營收比重6%，公司預估2025至2026年該業務營收皆將年增20%以上，並規劃於苗栗銅鑼興建新廠專門服務半導體設備客戶，目標2026年投產。

營收來源及區域佔比



資料來源：Bloomberg

財務數據

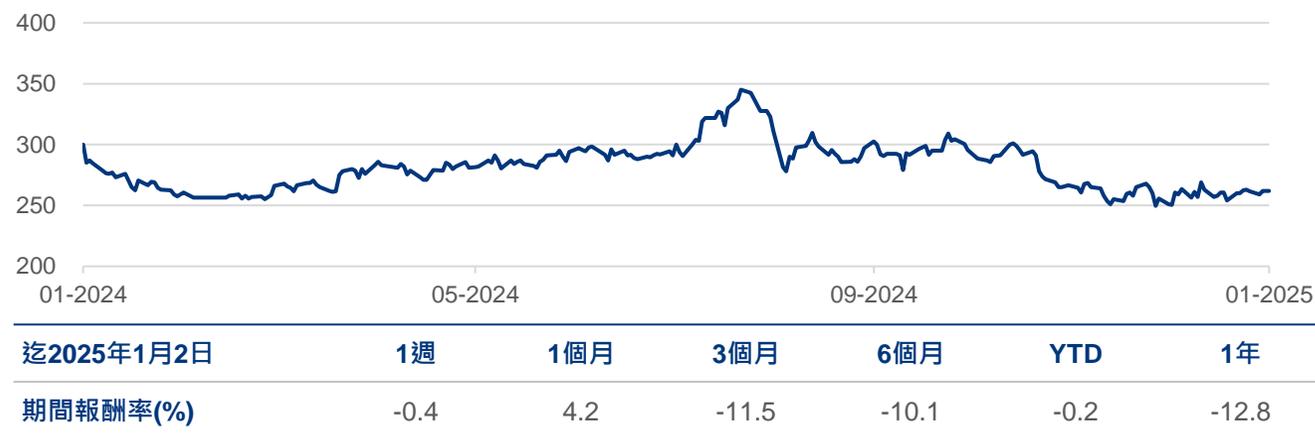
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (新台幣)	12.22	13.71	14.39	15.25	17.70
EPS 成長率(%)	22.2	12.2	4.9	6.0	16.1
市盈率	21.0	18.7	17.9	16.9	14.5
ROE (%)	25.1	24.9	23.8	23.1	24.5

資料來源：公司資料，凱基投顧預估

評價區間



近一年價格





監管放鬆與利差支撐 有望帶動金融行業

預期特朗普將放寬銀行業監管及近日美債孳息率上升，利好銀行業發展，建議可加入金融股作中長線配置。

► iShares美國金融ETF (IYF)

- 以追蹤Russell 1000 Financials 40 Act 15/22.5 Daily Capped Index的投資表現的表現為目標。
- 聚焦於美國銀行、保險和信用卡公司。
- 集中投資於大型股，前十大持股佔逾45%。

► Vanguard金融類股ETF (VFH)

- 以追蹤MSCI US Investable Market Index (IMI)/Financials 25/50 的表現為目標。該指數由金融領域內的大型、中型和小型美國公司的股票組成。
- 涉獵多個行業，包括銀行、交易和支付處理服務、資產管理和託管、保險、投資銀行及經紀商等。
- 採用市值加權策略，偏重大型股。前10大持股佔逾40%。

商品名稱	iShares美國金融ETF(IYF.US)	Vanguard金融類股ETF(VFH.US)
特色	<ul style="list-style-type: none"> ■ 該ETF主要持有美國大型金融公司股票，前十大持股約46.77% ■ 聚焦投資美國金融行業，適合希望在該行業表現中獲利的投資者 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 該ETF投資組合多元化，投資組合中包括400多檔股票 ■ 費用率為0.1%，具成本效益，有助於投資者降低投資成本
規模	35.8億美元	114.7億美元
追蹤指數	Russell 1000 Financials 40 Act 15/22.5 Daily Capped Index	MSCI US Investable Market Index (IMI)/Financials 25/50
持股數	137	414
費用比率	0.39%	0.1%
3M/YTD 報酬	6.85% / 31.29%	8.01% / 30.44%
前五大行業分布 (%)	銀行業 37.74 保險 33.48 多元化金融服務 17.58 商業服務 4.27 創業投資 4.06	銀行業 32.77 多元化金融服務 27.04 保險 24.57 商業服務 6.38 創業投資 3.04
前五大持股 (%)	波克夏海瑟威公司 12.55 摩根大通銀行 10.32 美國銀行 4.44 富國銀行 3.97 高盛集團 3.05	摩根大通銀行 8.56 波克夏海瑟威公司 7.71 萬事達卡 5.30 威士卡 4.52 美國銀行 4.00

資料來源：Bloomberg · KGI整理 · 2024年12月31日

iShares美國金融ETF(IYF.US)

簡介

該ETF追蹤「Russell 1000 Financials 40 Act 15/22.5 Daily Capped Index」，旨在追蹤指數成份股並達到和指數相對應的投資表現。

■ 投資金融行業

該ETF專注於美國金融行業的交易所股票，包括銀行、保險及信用卡公司，適合希望投資於美國金融市場，但不想直接選擇單一股票、實施戰術傾斜或進行行業輪動策略的投資人

■ 持有美國大型金融公司股票

主要持有美國大型金融公司股票，包括波克夏海瑟威公司、摩根大通銀行、美國銀行、富國銀行和高盛集團等，前十大持股約46.77%

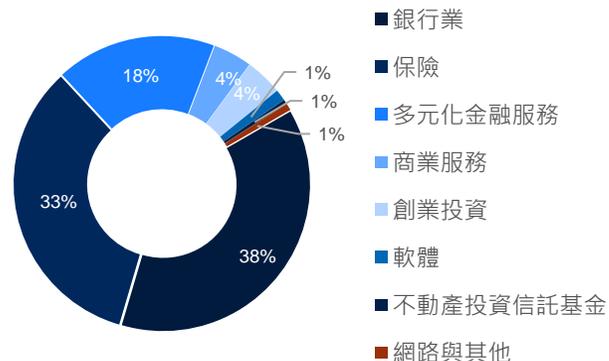
■ 有望受惠經濟政策

隨著美國前總統特朗普獲勝，經濟政策將傾向於減稅和進一步放鬆監管，金融行業有望受惠

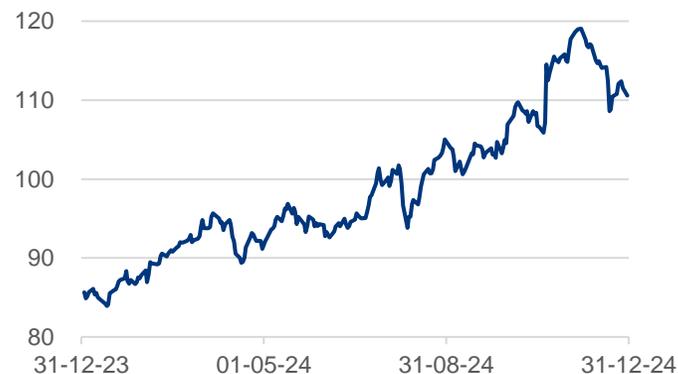
成立日	2000年5月22日	規模	35.8億美元
ETF類型	股票型	持股總數	137
費用比率	0.39%	3年標準差(年化)	20.82%

資料來源：Bloomberg · 2024年12月31日

投資行業分布



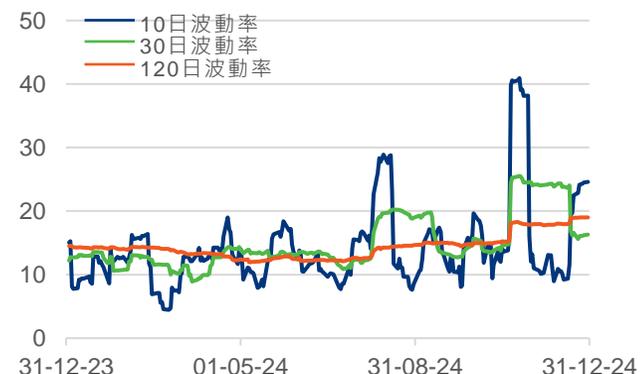
近一年價格



前5大投資標的(%)

波克夏海瑟威公司	12.55
摩根大通銀行	10.32
美國銀行	4.44
富國銀行	3.97
高盛集團	3.05

近一年波動率



迄2024年12月31日	1個月	3個月	YTD	1年	3年	5年
期間報酬率(%)	-6.75	6.85	31.29	31.29	51.43	34.28

Vanguard金融類股ETF(VFH.US)

簡介

該ETF追蹤「MSCI US Investable Market Index (IMI)/Financials 25/50」，旨在追蹤指數成份股並達到和指數相對應的投資表現。

■ 專注於美國本土市場

隨著特朗普上任後的政策利多，美國金融業同時受惠放寬監管、減稅與擴大政策支出三大利好，預估銀行盈利能力與股價皆可望提升，隨著政策利多逐漸發酵，美國金融股可望有一波好光景

■ 投資組合多元化

該ETF追蹤MSCI US Investable Market Index (IMI)/Financials 25/50，將資產分配於指數中的所有成份股，投資組合中包括400多檔股票，提供了大、中、小型股票的曝光，適合想實施戰術傾斜或執行行業輪動策略，並廣泛投資於金融行業的投資人

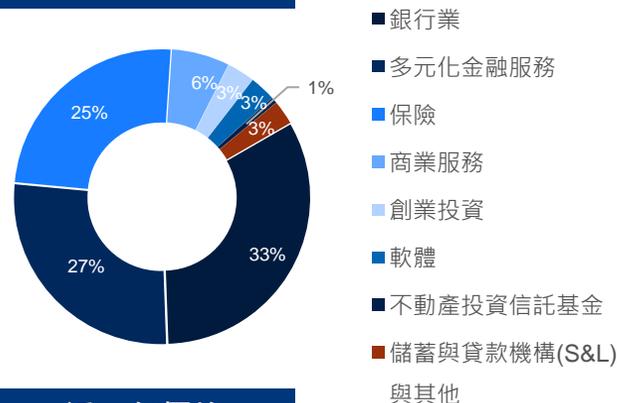
■ 費用率低

該ETF費用率為0.1%，具成本效益，有助於投資者降低投資成本

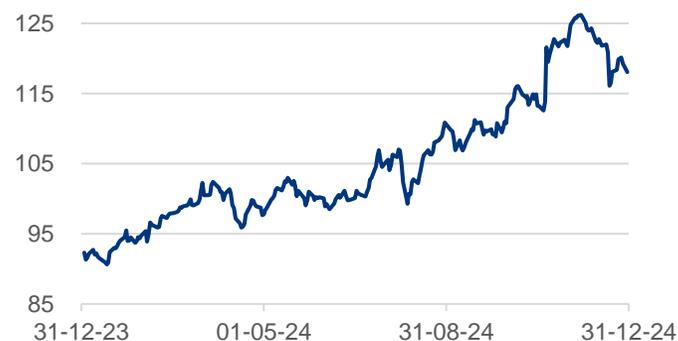
成立日	2004年1月26日	規模	114.7億美元
ETF類型	股票型	持股總數	414
費用比率	0.1%	3年標準差(年化)	21.08%

資料來源：Bloomberg，2024年12月31日

投資行業分布



近一年價格



迄2024年12月31日

期間報酬率(%)

1個月

3個月

YTD

1年

3年

5年

-5.93

8.01

30.44

30.44

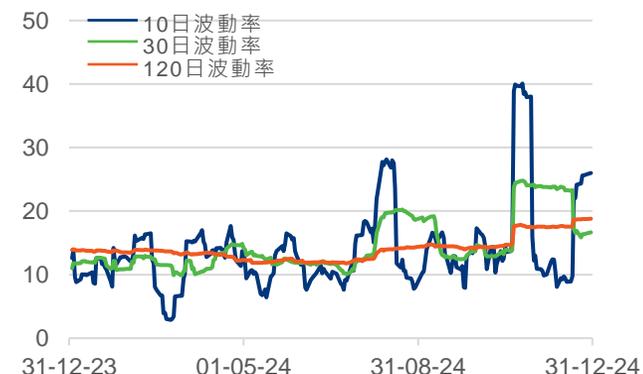
48.89

30.57

前5大投資標的(%)

摩根大通銀行	8.56
波克夏海瑟威公司	7.71
萬事達卡	5.30
威士卡	4.52
美國銀行	4.00

近一年波動率



債券

收益上行環境提供更佳債券進入點 可考慮配置優質金融債鎖定收益

► HSBC 5.286 11/19/30 (匯豐控股)

- 匯豐擁有強勁的資本充足率，截至2024年Q3，集團報告的CET1資本比率為15.2%，高於大部分歐美銀行。
- 2024年Q3業績表現優於市場預期，比如儘管一個月HIBOR在按季下跌約51bps，期內淨息差僅下跌1bp。另一方面，同時在財富管收入產品銷售增長按年上升32%至20億美元。
- 匯豐擁有高比例的公司存款和充足的流動性。龐大、多元化的存款基礎支撐了匯豐相對於全球同行更強勁資金概況，截至2024年Q3，在貸款以及存款兩者有均所增長的情況下，客戶貸款與客戶存款比率維持在59%，遠低於國內和全球同行的平均水準。
- 匯豐銀行報告的流動性覆蓋率約為148%。匯豐長期政策確保運營子公司在資金來源方面自給自足，存款超過貸款。
- 集團的資產質量相對良好，其信用敞口非常多元化，包括大量的企業貸款和住宅按揭，並在地理上偏向香港和英國。且公司風險偏好通常低於其在每個市場的本地競爭對手。除了近幾年在中國大陸的離岸商業房地產貸款上的較高風險損失外，其信用表現相對良好，中國房地產敞口現已充分提供撥備。

商品名稱	HSBC 5.286 11/19/30 (匯豐控股)
ISIN	US404280EN53
特色	匯豐除了擁有強勁的資本充足率，同時擁有高比例的公司存款和充足的流動性
到期日	2030年11月19日
配息(%)	變動/5.286/每半年
幣別	USD
距到期年	5.88
信評 (穆迪/惠譽/標普)	A3/A+/A-
順位	優先無擔保
YTM/YTC (%)	5.35/5.36

資料來源：Bloomberg · KGI整理

匯豐控股(HSBC 5.286 11/19/30)

簡介

匯豐擁有強勁的資本充足率，截至2024年Q3，集團報告的CET1資本比率為15.2%，高於大部分歐美銀行。2024年Q3業績表現優於市場預期，比如儘管一個月HIBOR在按季下跌約51bps，期內淨息差僅下跌1bp。另一方面，同時在財富管收入產品銷售增長按年上升32%至20億美元。

介紹理由

- 匯豐擁有高比例的公司存款和充足的流動性。龐大、多元化的存款基礎支撐了匯豐相對於全球同行更強勁資金概況，截至2024年Q3，在貸款以及存款兩者有均所增長的情況下，客戶貸款與客戶存款比率為維持在59%，遠低於國內和全球同行的平均水準。
- 匯豐銀行報告的流動性覆蓋率約為148%。公司風險偏好通常低於其在每個市場的本地競爭對手。除了近幾年在中國大陸的離岸商業房地產貸款上的較高風險損失外，其信用表現相對良好，中國房地產敞口現已充分提供撥備。
- 美聯儲啟動減息週期，可把握優質債券鎖息機會，檢視發行機構之信用風險偏低，隨利率回彈可增持優質債券抗波動。

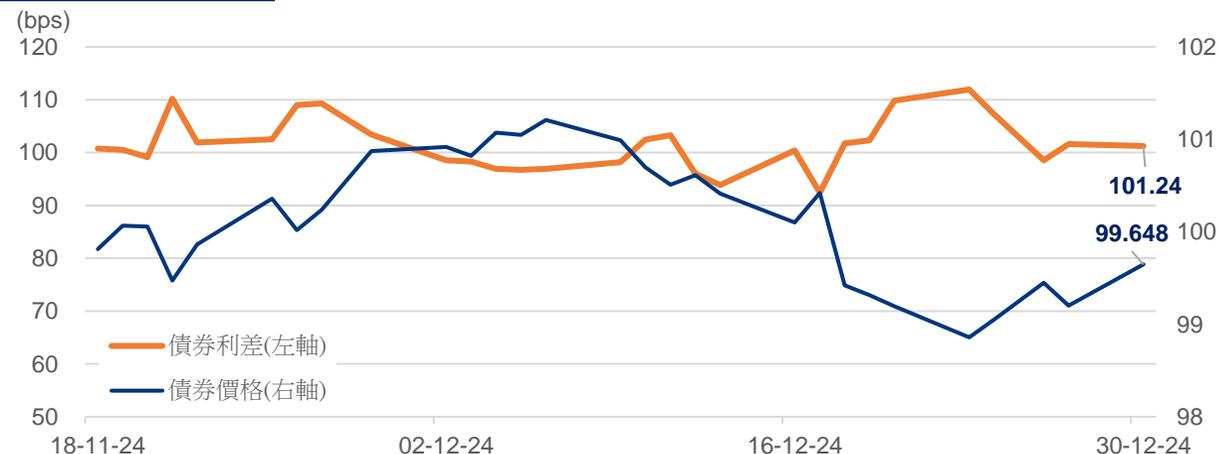
財務指標	2021	2022	2023
資產報酬率(ROA)	0.47	0.53	0.79
第一級普通股權益比率(CET1)	15.80	14.20	14.80
流動性覆蓋比率	138.40	132.00	136.00

資料來源：Bloomberg，2024年12月31日，註：票息重設日期為2029年11月19日當日，並改為每季配息，適用年利率為美國SOFR擔保隔夜融資利率，重設息率為交割日的債券收益率加1.29%

標的資訊

標的名稱	HSBC 5.286 11/19/30	ISIN	US404280EN53
到期日	2030年11月19日	距到期年	5.88
配息(%)	變動/5.286/每半年	YTM/YTC(%)	5.35/5.36
幣別	USD	最低申購金額/增額	200,000/1,000
債券信評 (穆迪/惠譽/標普)	A3/A+/A-	債券順位	優先無擔保

價格



► DEC 2024

30 Monday

- 日本12月自分行製造業PMI終值 (實際:49.6 前值:49.0)

31 Tuesday

- 中國12月製造業PMI (實際:50.1 預估:50.2 前值:50.3)
- 中國12月非製造業PMI (實際:52.2 預估:50.2 前值:50.0)

► JAN 2025

1 Wednesday

2 Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數 (實際:211k 預估:221k 前值:220k)
- 美國12月標普全球製造業PMI終值 (實際:49.4 預估:48.3 前值:49.7)
- 歐元區12月HCOB製造業PMI終值 (實際:45.1 預估:45.2 前值:45.2)
- 中國12月財新製造業PMI (實際:50.5 預估:51.7 前值:51.5)

3 Friday

- 美國12月ISM製造業PMI (預估:48.2 前值:48.4)

6 Monday

- 美國12月標普全球服務業PMI終值 (預估:58.5 前值:56.1)
- 美國11月耐久財訂單月增率終值 (預估:-0.3% 前值:-1.1%)
- 歐元區1月Sentix投資者信心 (前值:-17.5)
- 中國12月財新服務業PMI (預估:51.4 前值:51.5)

7 Tuesday

- 美國11月JOLTS職缺 (預估:7,700k 前值:7,744k)
- 美國12月ISM服務業PMI (預估:53.0 前值:52.1)
- 歐元區12月CPI月增率初值 (預估:0.3% 前值:-0.3%)
- 歐元區11月失業率 (預估:6.3% 前值:6.3%)

8 Wednesday

- 美國12月ADP就業變動 (預估:130k 前值:146k)
- 歐元區11月PPI年增率 (前值:-3.2%)
- 歐元區12月消費者信心指數終值 (前值:-14.5)

9 Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數 (前值:211k)
- 歐元區11月零售銷售月增率 (預估:0.5% 前值:-0.5%)
- 中國12月CPI年增率 (預估:0.1% 前值:0.2%)
- 中國12月PPI年增率 (預估:-2.4% 前值:-2.5%)

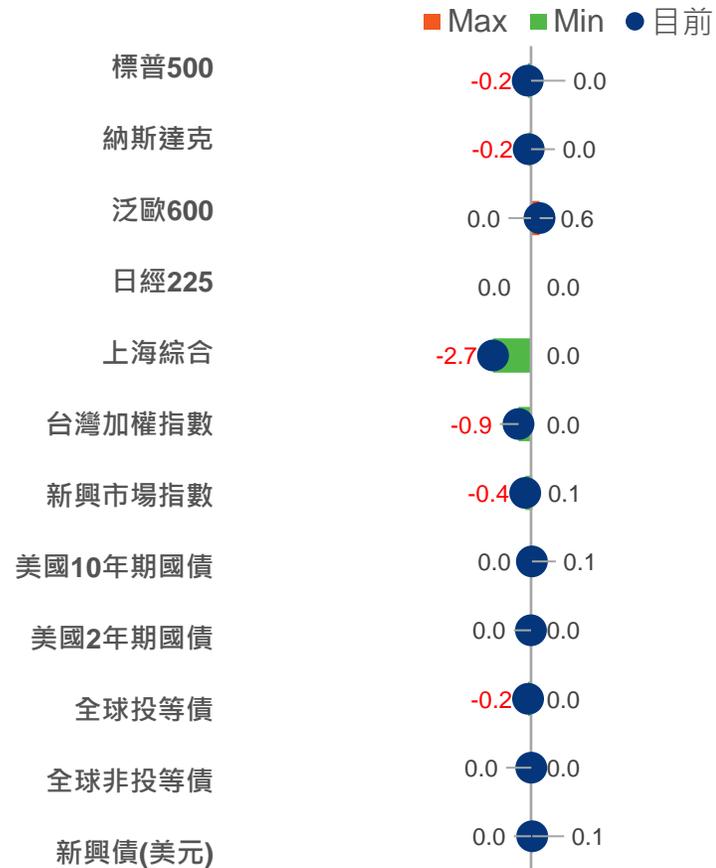
10 Friday

- 美國12月非農業就業人口變動 (預估:153k 前值:227k)
- 美國12月失業率 (預估:4.2% 前值:4.2%)
- 美國1月密大消費者信心指數初值 (前值:74.0)

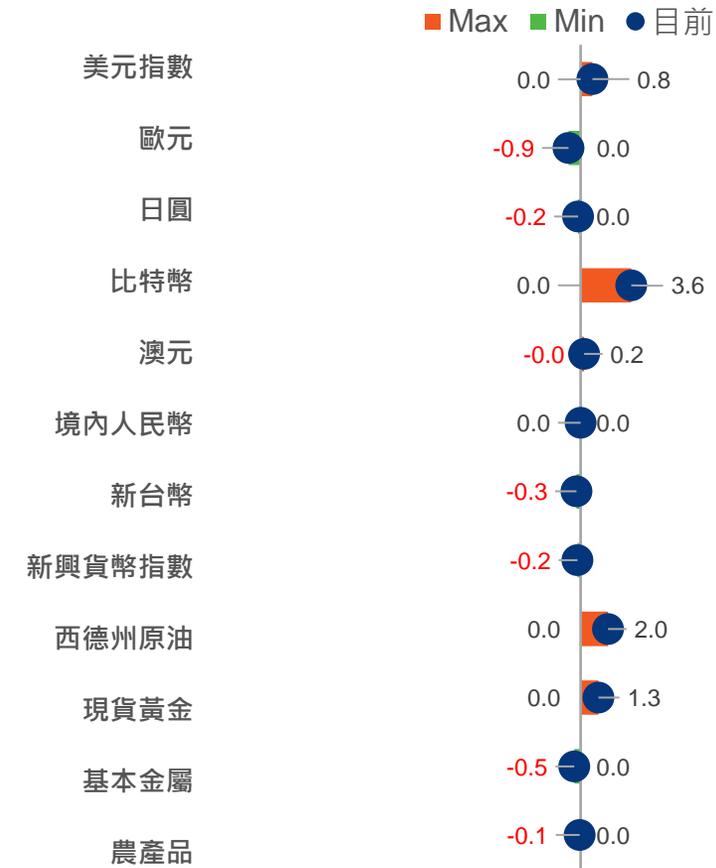
資料來源：Bloomberg

年至今主要市場/資產表現

股、債市場YTD表現(%)



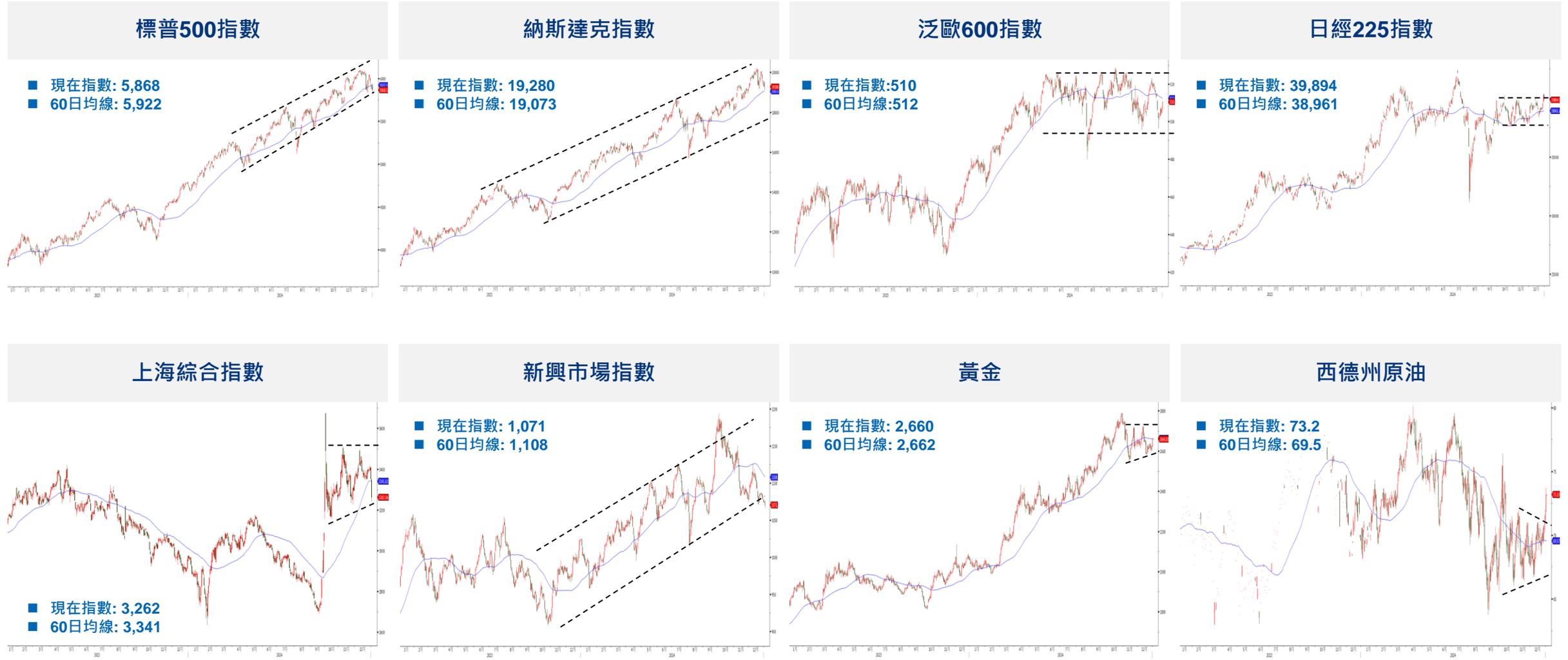
貨幣、原材料市場YTD表現(%)



資料來源：Bloomberg · 2025年1月3日

技術分析

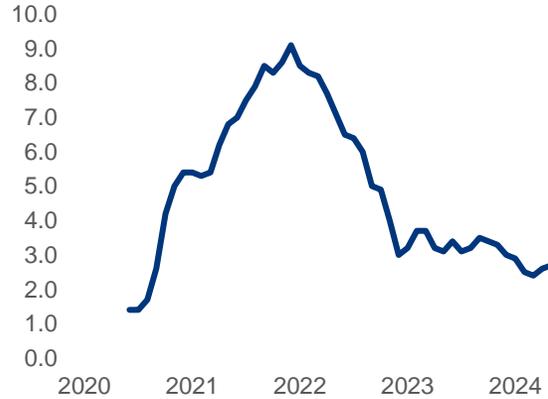
— 60日線



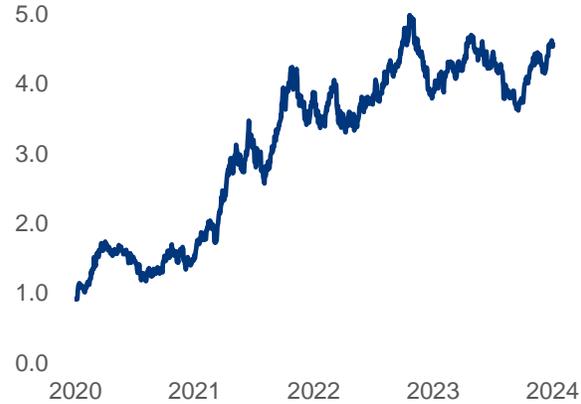
資料來源：Bloomberg · 2025年1月3日

市場觀測

美國消費物價指數年增率(%)



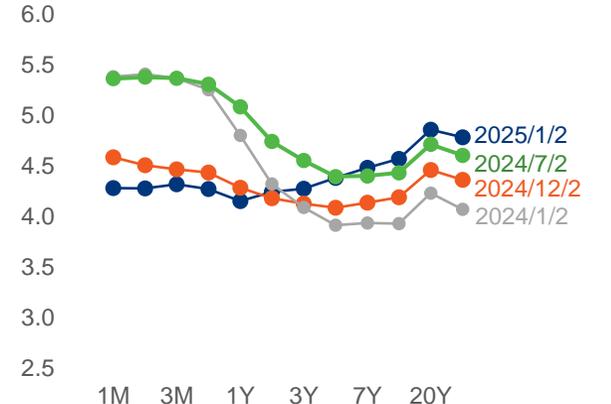
美國10年期國債孳息率(%)



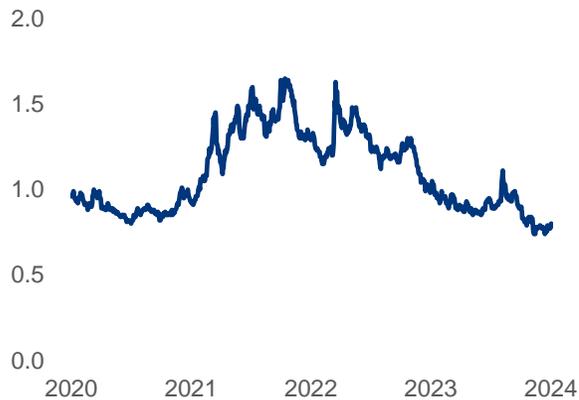
美國國債息差(bps)



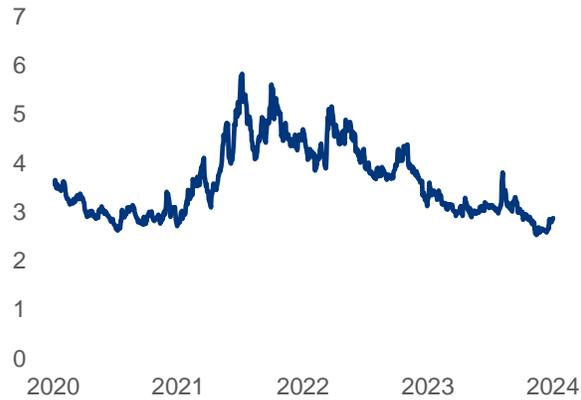
美國國債孳息率曲線(%)



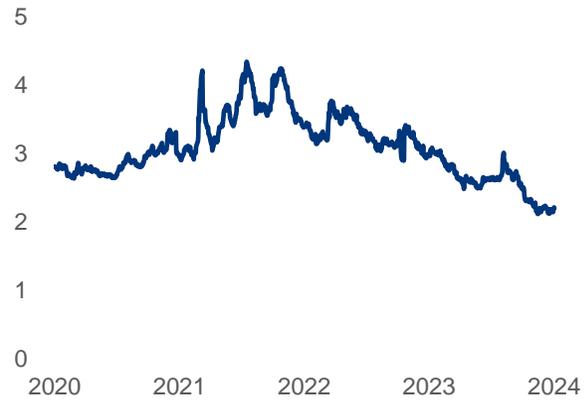
美元投資級公司債息差(%)



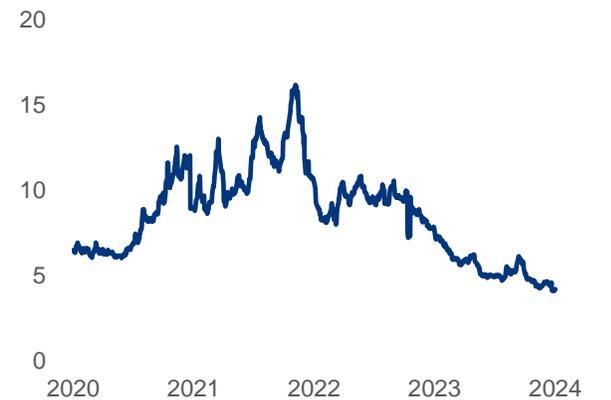
美元非投資等級債息差(%)



美元新興市場債息差(%)



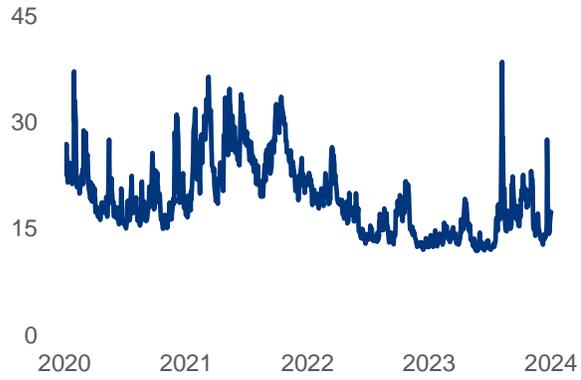
美元亞洲非投資級債息差(%)



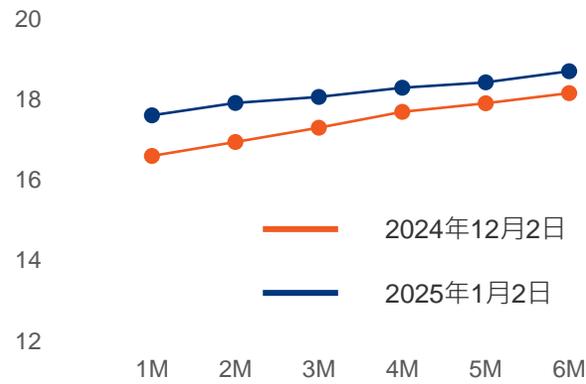
資料來源：Bloomberg · 2025年1月2日

市場觀測

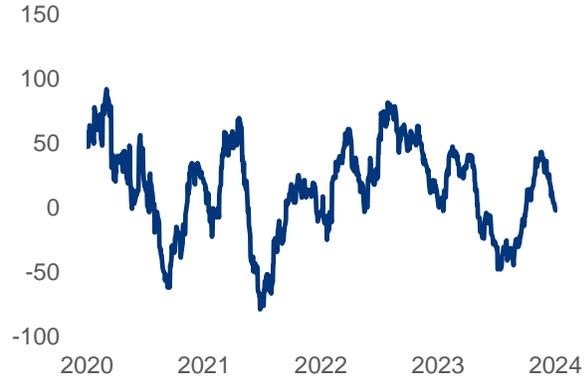
VIX指數



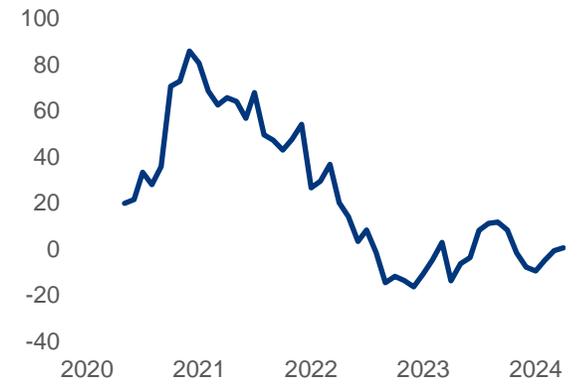
VIX期間結構



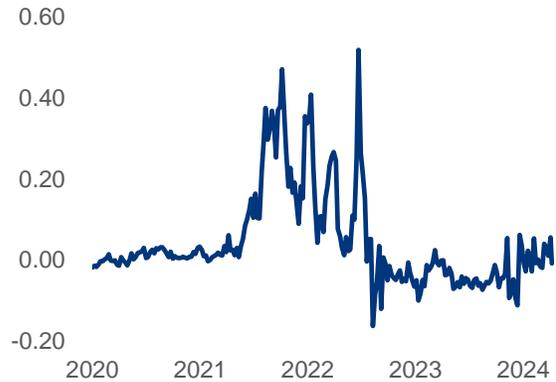
美國花旗經濟驚奇指數*



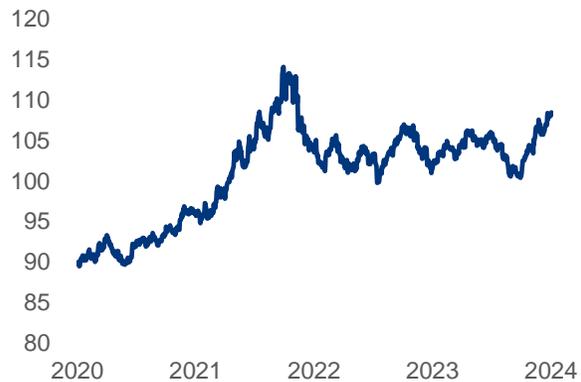
美國花旗通脹驚奇指數*



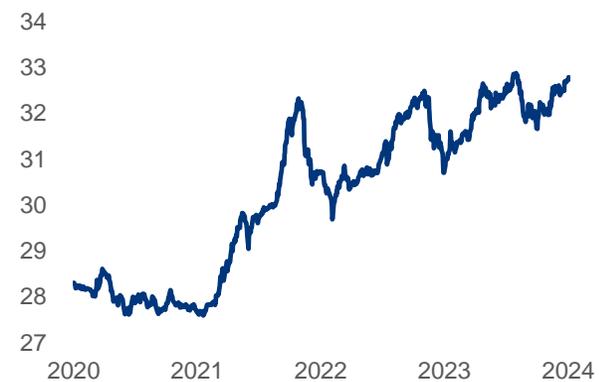
TED息差(bps)



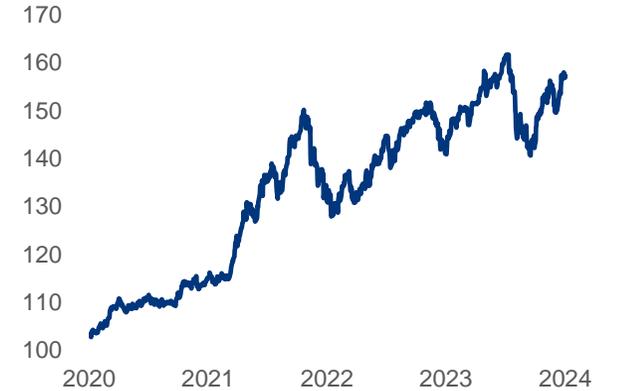
美元指數



美元兌新台幣



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg，2025年1月2日；*花旗經濟/通脹驚奇指數分別衡量經濟數據/實際通脹與市場預期落差，指數向上分別代表經濟好轉/通脹向上幅度超過市場預期

免責聲明和重要說明

本文件是由凱基證券亞洲有限公司(「凱基」)編製。上文所載資料乃保密訊息，並不擬發佈予公眾人士或提供予置身或居住於任何法律上限制凱基或其關聯成員發放此等資料之地區的人士或實體使用。本文件及其任何資料不得以任何方式轉發予他人。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券、保險或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本文件所載的資料，不得在美國、或向美國人士(即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司)或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本文件內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。在未經凱基書面同意下，並不允許擅自以任何方式轉發、複印或發佈於本文件內之全部或任何部份內容。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。所有投資涉及風險，證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。你應就上述資料內容謹慎行事，進行你自己的獨立審查，你並且應在作出任何投資決定前尋求獨立專業意見。你應該根據你自己的風險承受程度、財務狀況、投資經驗、投資目標、投資視域及投資知識去小心考慮投資是否適合你本人。凱基不對於此所提供的資料之準確性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陳述或保證。在任何情況下，任何人欲倚賴或使用於此所載的資料應就該等資料之準確性、完整性、可靠性及適用性進行獨立檢查和核實。任何模擬結果、以往及預測的業績並不必然作為未來業績的指引。於此內所提供的資料(包括任何數據)未必經過獨立核實，而該等資料不應被信賴作為投資決定。凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就該等資料的任何遺漏、錯誤、不準確、不完整或其他情況，或由於信賴該等資料而導致任何人士或實體蒙受或招致的任何損失或損害(不論任何形式的直接、間接或相應的損失或其他經濟損失)承擔任何責任。而且，凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就第三方所提供的或引用自第三方的資料內容承擔任何責任。

香港市場以外的交易風險 在其他司法管轄區的市場或交易所進行的交易可能會讓你面臨額外的風險。此類市場受到的監管，與香港提供的投資者保護相比，這些監管可能會提供不同或減弱的投資者保護。你在此類市場或交易所進行交易之前，你應該詢問及了解與你的特定交易相關的任何規則，你可能需要承擔稅務影響、貨幣風險和額外交易成本。在香港以外地方收取或持有的投資者資產，是受到有關海外司法管轄區的適用法律及規例所監管的。這些法律及規例與《證券及期貨條例》(香港法第 571 章)及依該條例訂定的規則可能有所不同。因此，此等投資者資產可能不會享有賦予在香港收取或持有的投資者資產的相同保障。只有當你完全了解相關外國市場的性質以及你面臨的風險程度時，你才應考慮在香港市場以外進行交易。你應根據你的經驗、風險狀況和其他相關情況仔細考慮此類交易是否適合你，並在有疑問時尋求獨立的專業建議。你應確保熟悉並了解海外市場交易的相關規則，包括是否有任何有關持股限制的規則以及相關的任何披露義務。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及僱員可不時就上文所涉及的任何證券擁有權益。

複雜產品 「複雜產品」是指由於結構複雜，致令其條款、特點及風險在合理情況下不大可能會被零售投資者理解的投資產品。投資者應就複雜產品審慎行事。投資者可能會損失全部投資金額或會蒙受大於投資金額的損失(如適用)。就發行人提供未經香港的證券及期貨事務監察委員會(「證監會」)審閱的要約文件或資料的複雜產品而言，投資者應該要約審慎行事。就被形容為已獲證監會認可的複雜產品而言，該認可不表示獲得官方推介，及證監會認可不等如對該產品作出推介或認許，亦不是對該產品的商業利弊或表現作出保證。如獲提供過往業績資料，往績並非預測日後業績表現的指標。一些複雜產品僅供專業投資者買賣。在作出任何投資決定前投資者應閱讀要約文件及其他相關資料，以了解有關複雜產品的主要性質、特點和風險，亦應先尋求獨立專業意見，並且應有足夠的淨資產來承擔因買賣該產品而可能招致的風險和損失。

債券不等同於定期存款，不受香港存款保障計劃保障。債券持有人會承受各種不同風險，包括但不限於：(i)信用風險：債券的利息及本金是由發行人支付。倘發行人違約，債券持有人可能無法收回利息及本金。債券持有人須承擔發行人的信用風險。信用評級機構給予的信用評級並非對發行人信用可靠程度的保證；(ii)流動性風險：一些債券的二手市場可能不活躍，到期前賣出時可能需要時間；(iii)利率風險：當利率上升時，定息債券的價格一般會下跌。你如希望在到期前將債券出售，所收取款項可能會低於閣下購買時所支付的價格。除非你完全明白並願意承擔與之相關的風險，否則不應投資於債券。

投資涉及風險，證券及基金單位價格可升可跌，過往表現不代表將來。投資者在作出任何投資決定前，應詳細閱讀有關基金之銷售文件(包括當中所載之風險因素(就投資於新興市場的基金而言，特別是有關投資於新興市場所涉及的風險因素)之全文)。基金的投資須承受正常市場波動及基金所投資之相關資產固有的其他風險。由於政治、金融、經濟、社會及/或法律條件的變動並不在基金經理的控制範圍內，儘管基金經理已作出努力，但亦不能保證一定能夠達致有關基金既定之投資目標。因此，閣下可能不能收回投資於有關基金之原有投資金額，甚至有可能損失大部分或所有最初投資。此外，有關基金之任何過往表現，不應被視為該基金的未來表現之指引。並不保證可取回本金或獲支付任何回報。某些基金只可以作為一項中長線投資。基金所作出的某特定投資有可能因市場深度或需求不足或因市場干擾而未能及時及/或以合理的價格輕易進行平倉或抵銷。基金所作出的投資可能變得欠缺流通性或流通性欠佳，尤其是在市場動盪或經濟存在不確定性的時期，因此，基金所作出的投資的流通性會影響基金滿足閣下之贖回申請的能力。基金的投資可能集中於專門行業、投資工具或特定國家等。該等基金的價值可能較為反覆波動。同樣地，投資於專門行業或特定國家的基金可能須承受有關個別行業或國家的集中風險。投資於股票的基金須承受一般股票投資之市場風險。股票的市場價格可升亦可跌。影響股票價格的因素有許多，包括但不限於本地及全球市場的投資情緒的變化、政治環境、經濟情況、商業及社會狀況以及與發行人有關的特定因素。就非主動式管理的基金(即指數基金)而言，基於基金固有的投資性質，基金經理並沒有酌情權就市場之轉變作出調整。就此，指數基金或會因在全球與其所投資之指數有關之市場板塊下跌而受到影響。指數基金須承受追蹤誤差風險，即其表現不一定準確追蹤該指數的風險。概不能保證在任何時間均可準確或完全複製所投資之指數的表現。