



股市震盪，添金避險

Seeking the Golden Path

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2025年3月10日



01 本週焦點圖表

投資氛圍轉為Risk off，
資金趨向避險



02 市場回顧

關稅戰反覆多變與經濟
放緩，美股遭逢賣壓



03 熱門議題

特朗普正式對加、墨課
徵關稅，國際貿易衝突
再升溫



04 投資焦點

經濟衰退疑慮與避險需
求，有利金價上漲



05 理財產品 精選港、美、台股、基金/ETF

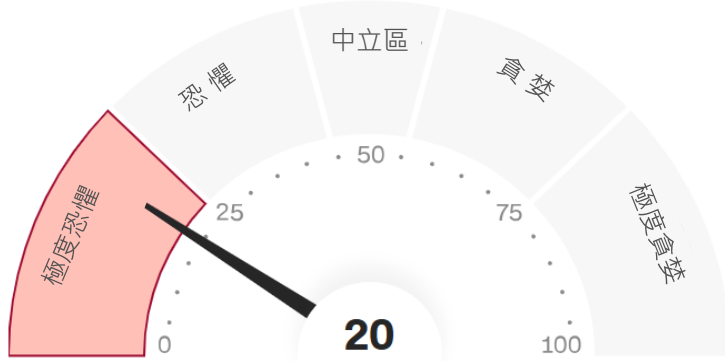
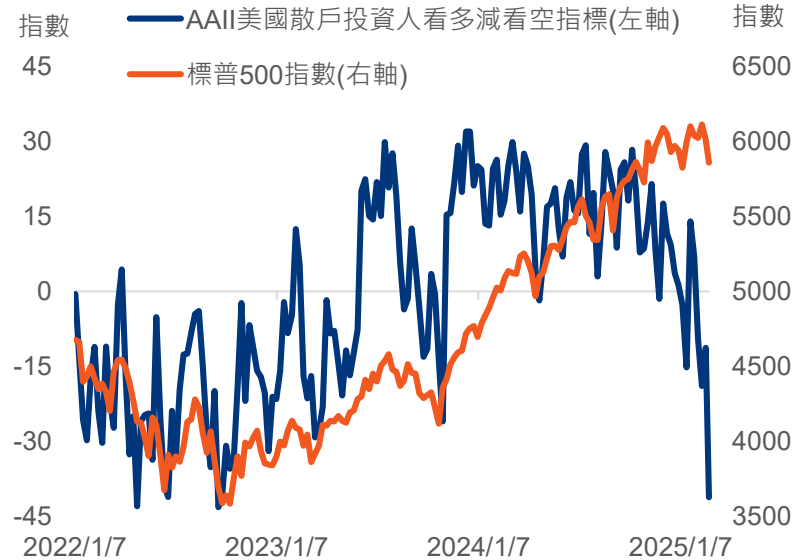
本週焦點圖表

投資氛圍轉為Risk off，資金趨向避險

- ▶ 特朗普上任後加徵關稅，增加進口成本，恐推升通脹，消費者信心下降，美國經濟陷入衰退隱憂(Trump Recession)。AAII美國散戶投資人情緒指數中，目前看空指數創2022年9月來新高，看多指數創2023年3月來新低，市場投資氛圍由Risk on(風險偏好)，轉為Risk off(風險趨避)。代表美股投資人態度的CNN恐懼貪婪指數，由之前的「中立區」降至「極度恐懼」，股市從高點回落，去年漲多、估值偏高的科技股跌幅顯重，現階段市場資金轉往防禦類股和傳統避險商品如美債、黃金暫泊。
- ▶ 亞特蘭大聯邦銀行公布的GDPNow，預估今年美國第1季實質GDP成長率為-2.8%，低於2月19日公布的2.3%。其中，個人消費支出與民間投資成長率降至0.0%、0.1%。美國10年減3個月國債孳息率再度倒掛，衰退隱憂疊加股市跌幅，使VIX恐慌指數大漲，市場對美聯儲6月至少減息一碼的機率預期提高至接近8成，短期投資操作傾向保守。

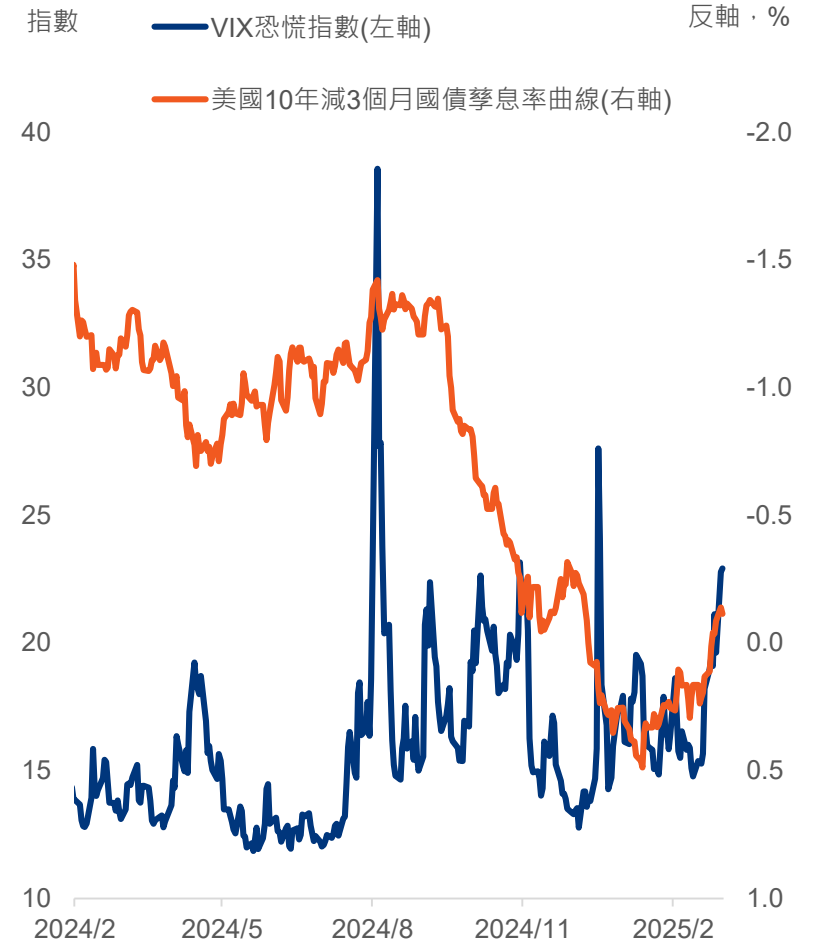
資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

AAII美國散戶投資人情緒指數與CNN恐懼貪婪指數



最後更新於 3月4日 凌晨 3:56:01 (美國東部時間)

美10年減3個月國債孳息率曲線倒掛、VIX恐慌指數升



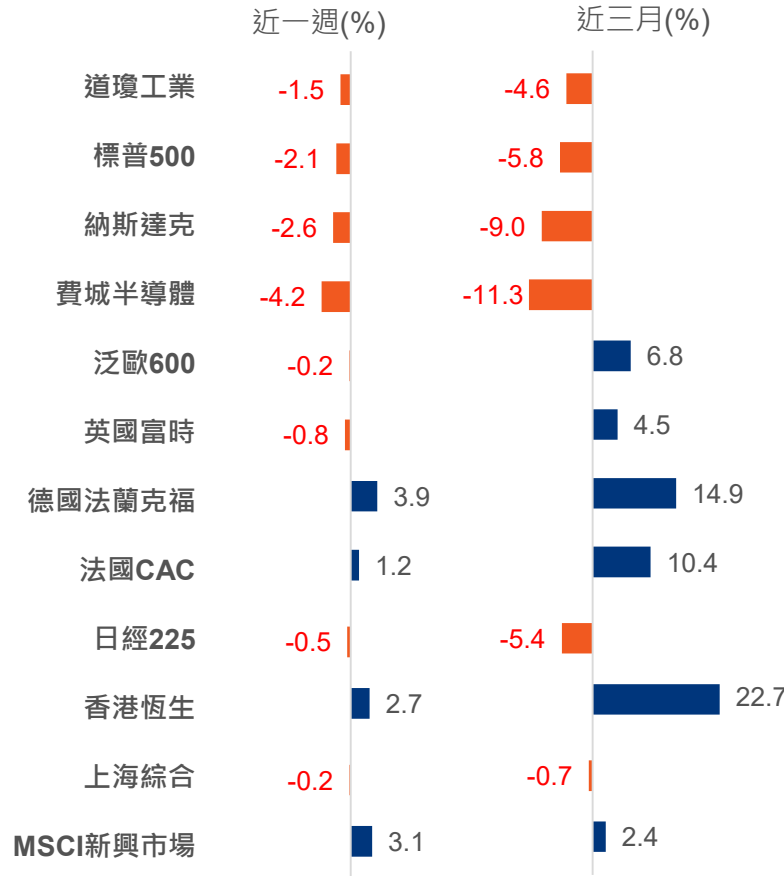
市場回顧

關稅戰反覆多變與經濟放緩，美股遭逢賣壓

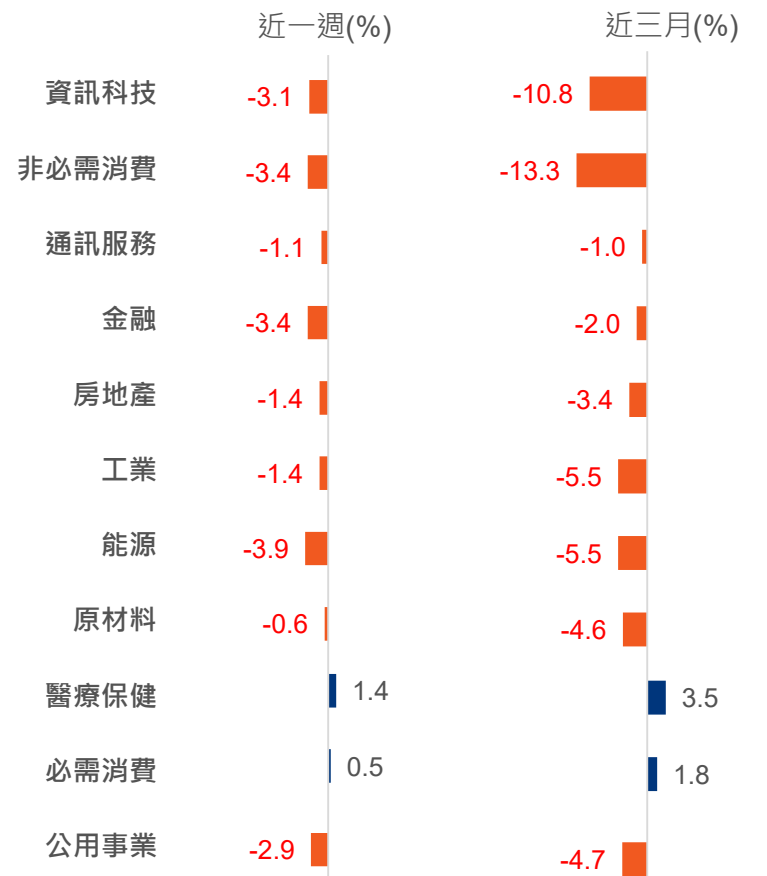
- ▶ 特朗普的貿易關稅多變，原宣布對加、墨兩國於3月4日加徵25%關稅，對等關稅將在4月2日啟動，隨後改口對進口的汽車關稅推遲一個月，3月7日最後表示美墨加協定(USMCA)涵蓋的加拿大、墨西哥商品可豁免一個月的25%關稅，關稅政策反覆多變。此外，美國2月ISM製造業PMI從前期50.9降至50.3，低於市場預估值50.7；新訂單指數從55.1下滑至48.6，創2020年4月以來單月最大降幅。所幸，2月ISM服務業PMI為53.5，較1月上升並維持擴張區間，優於市場預期的52.5。貿易關稅戰的不確定性與美國經濟放緩疑慮，使美股面臨高檔修正壓力。
- ▶ 美股本週業績好壞參半，多數零售消費企業表示，增加關稅可能導致成本上升，侵蝕獲利，包括目標百貨(Target)對本季財測保守、好市多(Costco)獲利不如預期並示警關稅風險。OPEC+增產與特朗普鼓勵頁岩油生產下，油價重挫、能源股跌幅顯重，資金往防禦股靠攏，醫療保健、必需消費相對抗跌。

資料來源：Bloomberg，2025年3月7日

各地區指數表現(%)



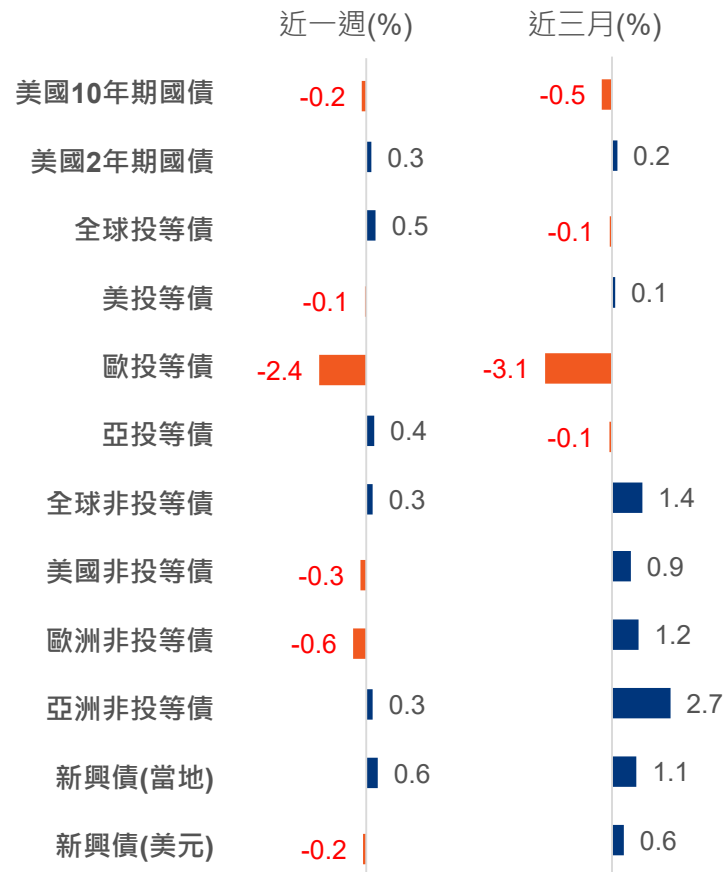
美股各產業指數表現(%)



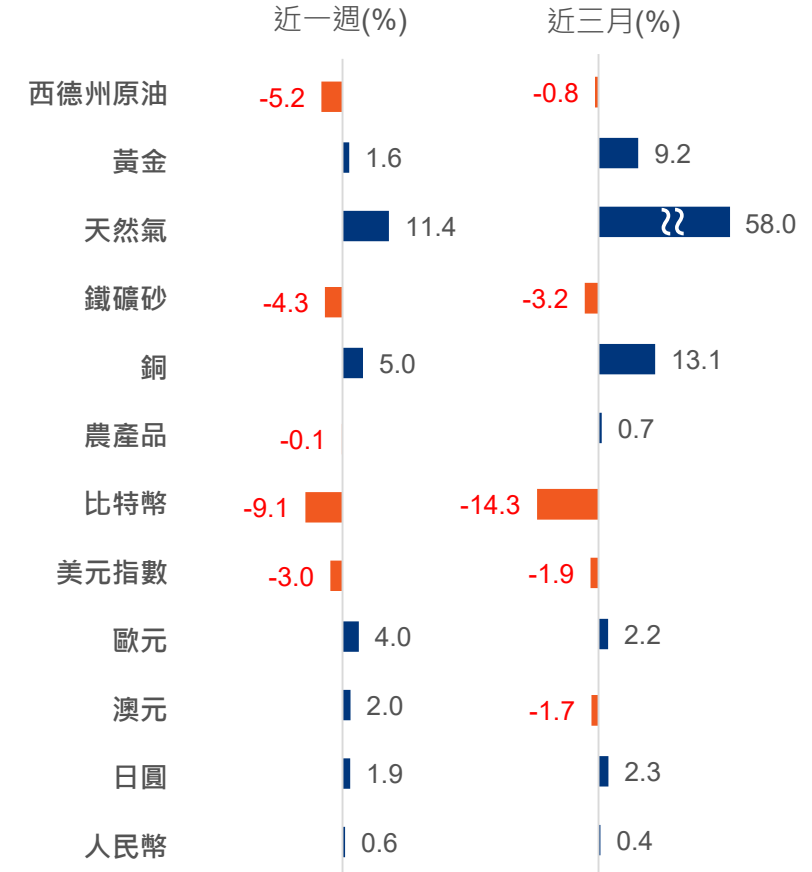
美國通脹可控，德國放寬債務限制、德債孳息率飆升，歐債下挫

- ▶ 美國1月核心PCE通脹年增率為2.6%，低於前期2.9%，創2021年以來最小增幅；核心PCE月增率為0.3%，符合市場預期，顯示通脹下降速度雖放緩，但仍可控。ADP民間就業報告顯示，2月民間非農業就業人數僅增加7.7萬人，遠低於預估值14萬人，主因美國關稅新制尚未明朗，廠商多處觀望態度，也反應在ISM指數中新訂單與就業出現降幅現象，停滯性通脹疑慮使美債盤整。
- ▶ 歐洲央行如市場預期減息1碼，主要再融資利率降至2.65%，並刪除了今年內實現通脹目標的措辭，表示通脹放緩速度不如預期，市場預估歐央4月可能暫停減息。德國政府宣布將修改現行憲法框架中國防預算舉債額度，允許國防預算高於GDP 1%的法律限制；新任總理梅爾茨強調將不惜一切代價維護歐洲和平。德國鬆綁財政規定，擴大軍費支出，使德國10年期國債孳息率飆升，近週上彈42bps，歐債下挫、歐元走強，特朗普言論也讓歐元、日圓升值，美元指數貶值。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)



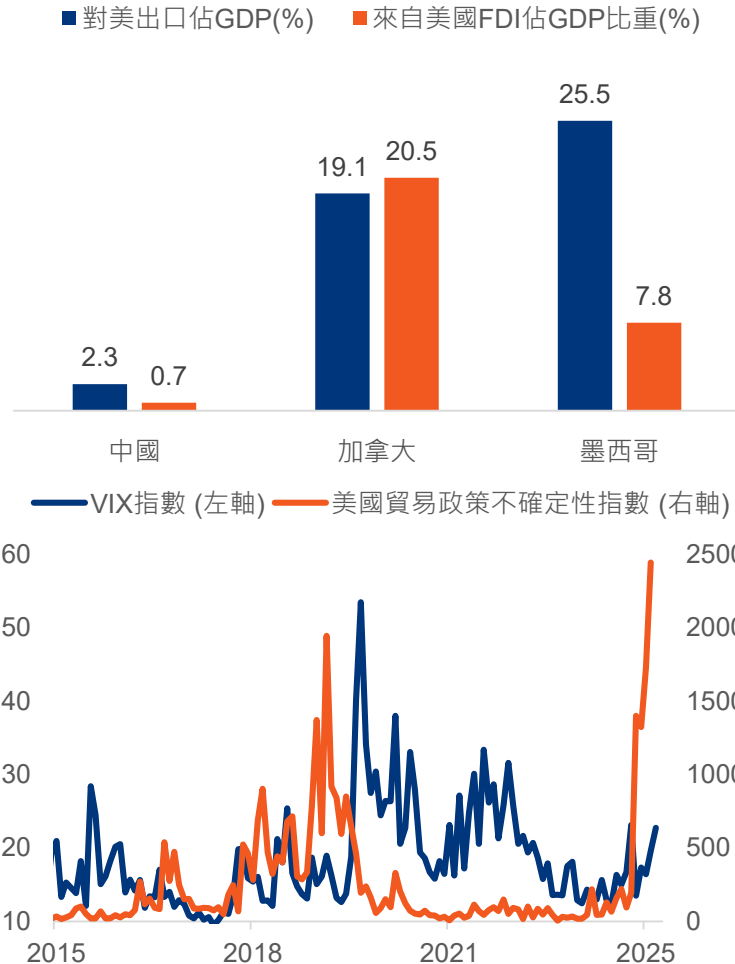
特朗普正式對加、墨課徵關稅，國際貿易衝突再升溫

▶ 全球貿易衝突再度升溫，特朗普繼2月暫緩對加、墨關稅一個月後，3月初正式宣佈對兩國開徵25%關稅，並對中國再加徵10%，主因藥物芬太尼(fentanyl)問題未獲解決。中國與加拿大隨即提出報復措施，中方表示將對美國畜牧、農產等商品課徵10-15%關稅；加拿大也宣布對價值300億加幣美國商品課關稅。由於美國為加墨兩國重要出口市場，且兩國對美境外投資依賴程度高，關稅壁壘增加不僅影響兩國貿易收入，也不利美國企業到加墨設廠，潛在影響將明顯較中國大。

▶ 本波關稅正式實施顯示特朗普關稅威脅非空穴來風，貿易不確定性增加，不僅加劇金融市場波動，也將增加跨國企業未來布局與投資的挑戰，將不利國際業務佔比較高的產業營運，包含資訊科技、原材料、通訊服務等產業；反之，公用事業、房地產、金融、醫保等產業因海外營收占比相對低，較有機會減少受國際貿易衝突影響程度。

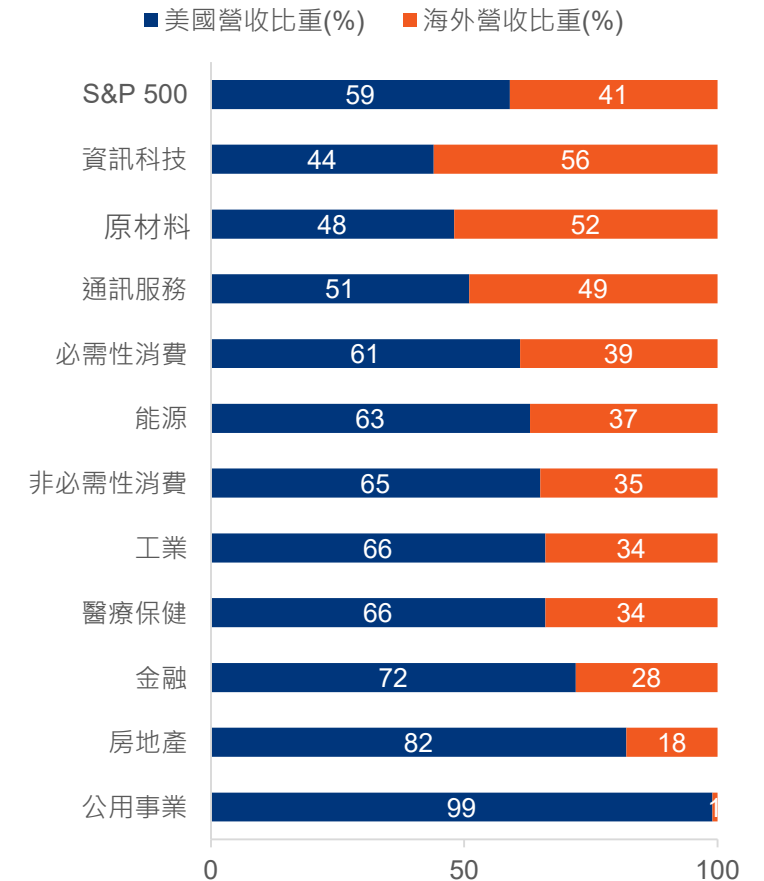
資料來源：Bloomberg、FactSet

外貿衝突對加、墨影響較大，且股市波動恐加劇



海外營收占比低的產業較有機會避開貿易相關風險

S&P 500指數、各產業美國與海外營收占比

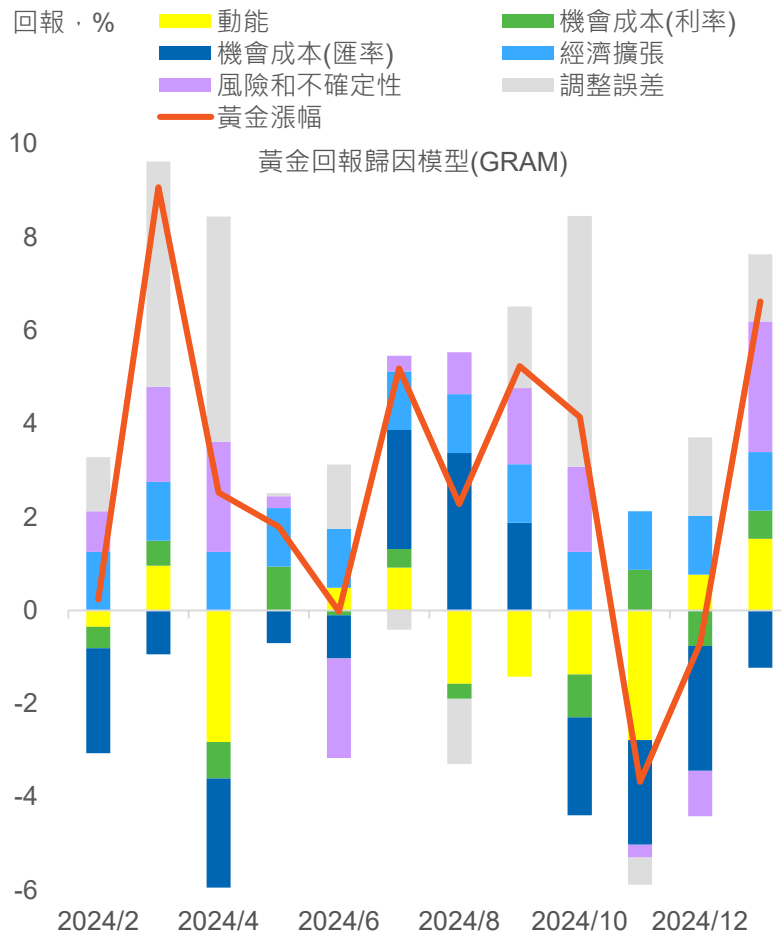


投資焦點

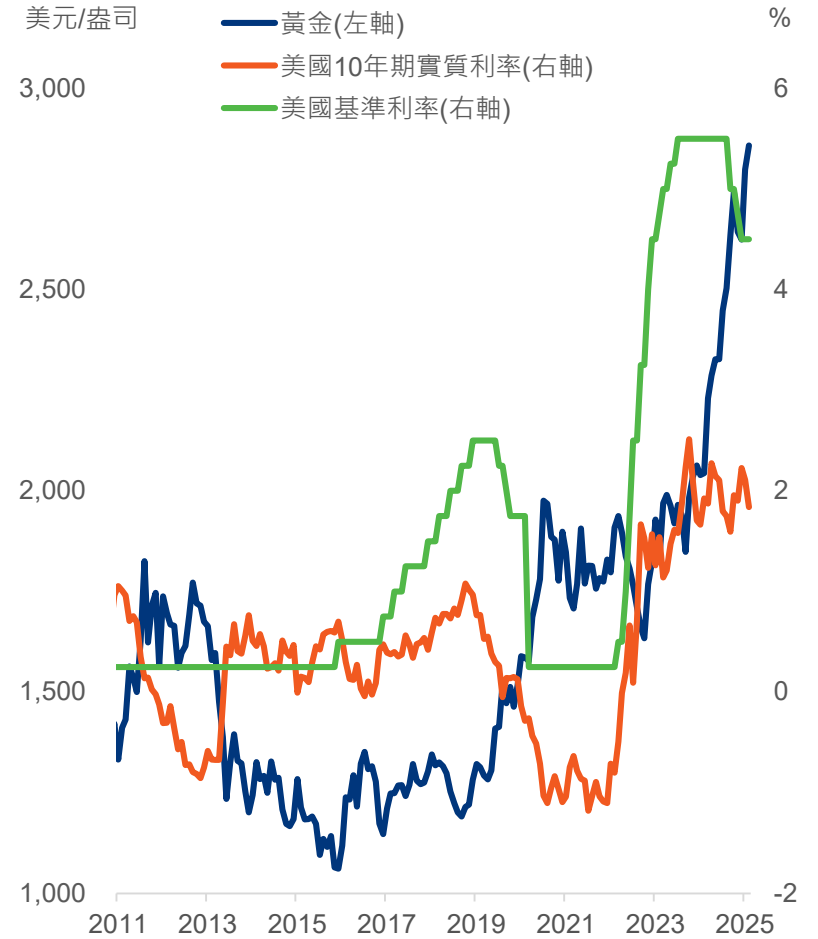
關稅擔憂、美債孳息率下滑，黃金避險需求重現

- ▶ 特朗普當選後，出現倫敦黃金大量運往美國的現象，主因市場擔憂特朗普對鋼鋁加徵關稅後，也將對黃金徵收10%關稅。倫敦現貨與紐約期貨間存在價差，加上交易商預期加徵關稅後，期貨空頭部位面臨止損，和未來美國進口黃金成本上升，交易商從紐約黃金期貨轉變自倫敦購買現貨(EFP)。另一方面，美國財政部長貝森特提出今年計畫將美國資產貨幣化，市場推測其中包含將美國政府持有的黃金部位重新訂價(mark-to-market)。以近年大幅上漲的金價重估，將使美國政府資產大幅擴大，降低財政赤字下的發債壓力。
- ▶ 黃金在2月創2,956美元歷史新高，漲幅高達12%，特朗普貿易關稅不確定性、經濟衰退、利率下滑，都是推動央行與投資人持續增持黃金的主因。黃金回報歸因模型(GRAM)顯示，幾乎所有驅動因素都為正面影響，地緣政治風險指數更是大幅上升。即使通脹預期升溫，但實質利率隨美聯儲減息而回落，預期美聯儲今年仍將減息下，黃金利多猶存。

關稅、避險和債券孳息率下滑，激勵近期金價上漲



通脹預期雖上升，但實質利率隨美聯儲政策利率下滑



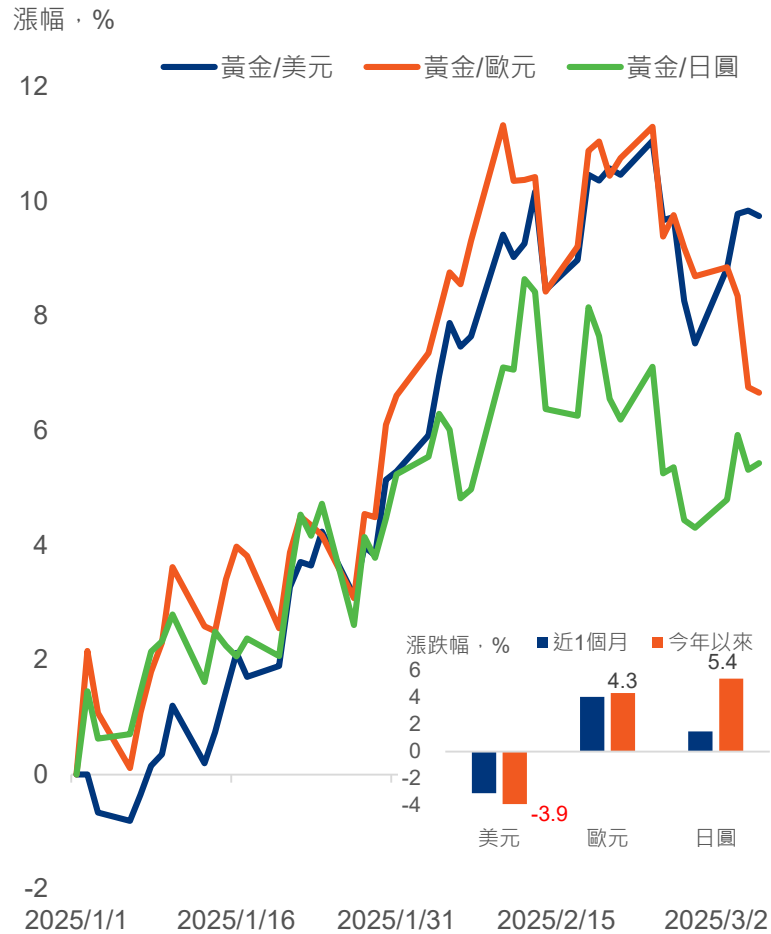
資料來源：左圖世界黃金協會，截至2025年1月31日。動能為短期投資需求漲幅、「誤差」指已經包含的因素無法解釋的黃金回報部份，統計涵蓋 2019年6月至2024年10月期間的分析。右圖Bloomberg

美元強度減弱和股市高檔震盪，預期金價續揚

- ▶ 黃金漲幅和各國匯率升貶也有關，以黃金回報歸因模型(GRAM)來看，1月份唯一主要拖累黃金上漲的原因為強勢美元，但近期歐元、日圓升值，以歐元、日圓計價的金價下跌，但美元貶值使得以美元計價的金價保持強勢。預期在特朗普主張弱美元的背景下，為黃金上漲塑造較佳環境。
- ▶ 全球貿易關係緊張，美股自高檔修正，資金回流至美債避險，美債孳息率下滑，增加黃金避險吸引力；此外，美國經濟衰退威脅、美聯儲與歐洲央行仍將減息，若市場對美國財政風險擔憂上升，將推升黃金投機性期貨部位和ETF買盤。觀察目前美國黃金期貨淨多單仍處於近5年來相對高位，為金價續強支撐。持有大量美國國債的國家，為分散美國債務可持續性的風險，多數央行持續增持黃金作為央行儲備之一，尤其新興國家中的波蘭、印度、中國、捷克等，皆為去年淨購入黃金量最大的央行。預期今年特朗普不確定性難免，投資人可增持黃金來分散資產配置。

資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

近期歐元、日圓升值，以歐日圓計價的金價下跌



黃金期貨淨多單處於近5年的相對高位，ETF續增



市場策略思維

| 類別 | 市場看法 | 偏好資產 |
|----|--|---|
| 股市 | <ul style="list-style-type: none"> ◆ 關注特朗普關稅政策後續發展，與對手國可能應變措施，美國就業、消費等經濟變化，企業業績與展望都將牽動股市，目前操作建議往防禦方向靠攏，包括必需性消費、公用事業與醫療保健等類股。金融、工業、國防軍工等特朗普政策利多題材亦佳，科技股與AI題材長多趨勢不變。 ◆ 美歐關稅制裁風險猶存，歐股急漲後追高宜慎；隨薪資成長推動消費的正向循環逐步發酵，日股偏多看待。中港科技股短期已見明顯漲幅，後續或偏震盪，中性看待。 | <p>策略風格：短期必需性消費、公用事業與醫療穩健，金融、工業、軍工題材仍存，長線AI與科技股逢回漸布</p> <p>區域：美國、日本</p> |
| 債市 | <ul style="list-style-type: none"> ◆ 美國通脹可控，就業與消費仍待觀察，留意美聯儲可能暫緩縮表與今年減息動向。建議逢美國國債孳息率上彈階段，以中短天期國債、投資級債鎖息。 ◆ 長天期國債所承擔之財政紀律、通脹不確定性等風險較高，因此長天期債券波動較大，若投資人觀察到就業數據明顯放緩，或美國經濟明顯惡化，漸增中長天期債券。 | <p>期間：中短天期債券鎖息</p> <p>種類：國債、投資級債以大型企業為首選，產業聚焦具潛在利多的金融債</p> |
| 匯市 | <ul style="list-style-type: none"> ◆ 美聯儲減息步調放緩，特朗普言論不利美元走強，美元雖高位有撐但強度減弱。 ◆ 日本經濟改善、日本銀行或加快升息節奏，加上特朗普言論助漲日圓升勢，預期短期偏強。 | <p>美元高檔有撐但強度減弱</p> <p>日圓短期偏升值</p> |
| 商品 | <ul style="list-style-type: none"> ◆ 特朗普的關稅貿易不確定性、經濟放緩與通脹隱憂、財政赤字壓力加上央行持續購金，皆為黃金上漲動能。 | <p>黃金逢回漸布、中長期偏多</p> |

政策符合預期且偏積極

▶ 兩會目標符合市場預期

中港方面，中國「兩會」已展開，李強於十四屆人大三次會議中表示2024年的經濟社會發展主要目標任務順利完成。對於2025年的經濟發展目標方面提出以下：(1)經濟增長預期目標為5%左右、(2)城鎮調查失業率5.5%左右、(3)居民消費價格漲幅2%左右及(4)赤字率將以4%安排，以上的目標符合市場預期。

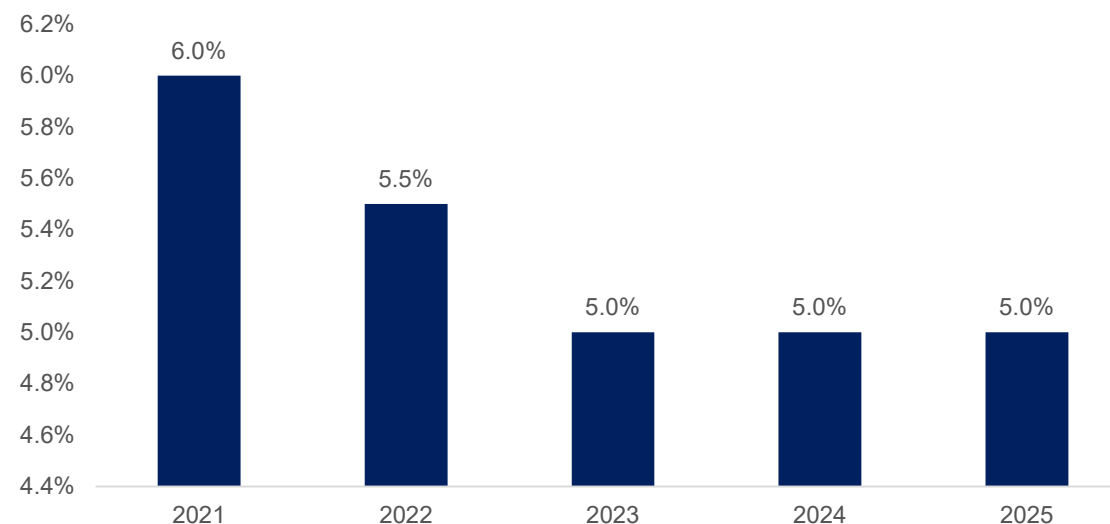
▶ 中央將促進市民消費的位置明顯有所提升

至於今年的發債安排上，今年計劃發放(1)超長期特別國債1.3萬億元，較上年增加3,000億元、(2)用於支持國有大型商業銀行補充資本的特別國債5,000億元，較市場預期的1萬億元少一半、(3)地方政府專項債券較去年增加5,000億元至4.4萬億元，用於早前所提到的投資、土地與商品房收儲及消化拖欠賬款等。而本次值得注意的是用於支持消費品以舊換新的超長期特別國債金額將會增至3,000億元，較2024的1,500億元增加一倍，亦符合市場預期，但消費品資金投放方向細節仍未有公布。今年中央將促進市民消費的位置明顯有所提升，值得市場關注。

▶ 再次提到「新質生產力」

除以上提到的經濟發展目標及發債情況之外，今年的兩會提到「新質生產力」時，提到要激發數位經濟創新活力。持續推進「人工智慧+」行動，當中所提到的大模型廣泛應用，涵蓋發展智慧網聯新能源汽車、人工智慧手機和電腦等，可見中央對於近年的人工智能發展的重要地位顯著提升，或者預示今年中港市場將會圍繞人工智能、芯片、科技等的題材發展。甚至，近期再有中國人工智能初創新力軍，發布了通用型AI代理，其效能再度引起市場關注中國AI發展潛力。在過去數年中港市場未能受惠外圍的AI浪潮，相對較低的估值引起市場追逐中國AI概念。

中國經濟增長目標



資料來源：Bloomberg

濰柴動力(2338)

收盤價 HK \$16.24

目標價 HK \$19

公司簡介

公司所屬行業為交通運輸設備製造業。集團主要經營範圍為：發動機及配套產品，汽車，汽車車橋及零部件，汽車變速器及零部件以及其他汽車零部件，農業機械及農林牧漁機械配件等。

公司特色

■ 2025年重卡將步入新的替換週期

目前，濰柴在重卡發動機國內市場佔有率達到40%，燃氣重卡發動機市場佔率達到了60%，500馬力以上燃氣牽引車市佔率達到40%，穩居行業第一。去年重卡銷量平平無奇，令濰柴動力股價亦偏弱，但今年重卡銷量將有改善，因重卡將迎來替換期。上一輪更換高峰期出現在2019-2020年，而一般而言，重卡更新週期為4至5年，據此推算，2025年將步入新的替換週期。與此同時，年初國家發展改革委、財政部發佈通知稱，將老舊營運貨車報廢更新補貼範圍擴大至國四及以下排放標準營運貨車，受益於大規模設備更新和汽車以舊換新政策的助力，以及將國四標準車型列入補貼範圍，預計2025年將有更多地區出台國四標準車輛淘汰更新政策，為重卡市場帶來置換機遇，進一步支撐新車銷量增長。

■ 可受惠LNG重卡的性價比提升

市場預測新公佈的國四換購政策可能包括LNG卡車，可鼓勵LNG卡車置換更新，而鑑於LNG重型卡車引擎市場的競爭對手較少且進入門檻較高，因此作為在LNG引擎市場有6成以上市場份額的濰柴處於有利地位。

■ 國內數據中心柴油發動機的需求正在增長

隨著內地互聯網巨頭表示會加大對人工智慧基礎設施的投資，數據中心備用電源的需求亦增加。資料中心對備用電源的要求極為嚴苛，而濰柴最近推出了全球最大功率資料中心發電動力——20M55大缸高端發電新品，這款產品無論是總功率、升功率，還是瞬態回應指標、一次性載入能力，都達到了全球領先水準。尤其是一次性載入能力可達60%以上，可實現一次載入100%不熄火，遠超行業50%標準。如今，濰柴已成為電信、移動、聯通等通信運營商和百度等互聯網資料中心的戰略合作夥伴，也在海外有一定突破。估計2025年銷量將增至1,000台，按平均售價200萬元人民幣計算，預計產生低單位數盈利增長，雖然佔比不高，但未來增長可期。

資料來源：Bloomberg

財務數據

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|-------------------|-------|--------|-------|--------|--------|
| 淨利潤(NI) (億人民幣) | 91.52 | 49.05 | 90.14 | 112.56 | 128.75 |
| NI按年增長(%) | -0.6 | -46.41 | 83.77 | 24.88 | 14.38 |
| EPS(港元) | 1.09 | 0.57 | 1.04 | 1.3 | 1.51 |
| DPS(港元) | 0.37 | 0.254 | 0.519 | 0.68 | 0.79 |
| P/E | 13.9 | 26.6 | 14.6 | 11.7 | 10.0 |
| 股息率(%) | 2.44% | 1.68% | 3.43% | 4.49% | 5.21% |

資料來源：Bloomberg；2024至2025年為市場平均財務預估資料

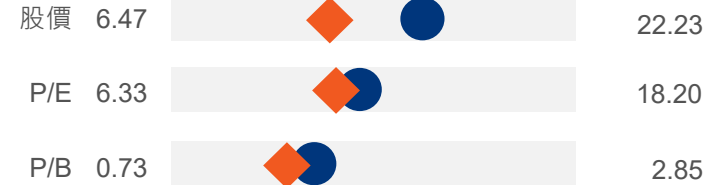
近一年價格



| 迄2025年3月6日 | 1個月 | 3個月 | YTD | 1年 | 3年 | 5年 |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 期間報酬率(%) | 25.11 | 43.71 | 36.70 | 18.47 | 58.64 | 36.39 |

評價區間

● 5年平均位置 ◆ 目前位置



泡泡瑪特(9992)

收盤價 HK \$116.2

目標價 HK \$125

公司簡介

主要於中國及若干海外國家及地區從事潮流玩具的產品設計與開發及銷售。

公司特色

■ 強大的IP運營能力

泡泡瑪特通過與旗下的藝術家及內部設計團隊合作，在潮流玩具行業維持了一批優質IP資源，Molly及The Monsters都已推出多年，但現時仍錄得高速銷量增長，在2024年上半年收入增長分別90.1%及292.2%，反映泡泡瑪特能成功打造生命力持久的IP。而新的IP如「Crybaby」則錄得超過10倍增長，反映新IP能給予泡泡瑪特新增長動力。

■ 產品組合擴大助迎合不同粉絲需要

泡泡瑪特近年不斷在產品層面推陳出新，豐富產品品類，現時MEGA及毛絨玩具都很受歡迎。於2024年上半年，MEGA及毛絨玩具分別按年升141.9%及近10倍，佔比分別由8.6%升至12.9%及1.5%升至9.8%。手辦收入則按年增30.2%，佔比由72.5%下降至58.3%。MEGA系列通常定位為高端產品，價格相對較高。玩具增值潛力之驚人，背後可歸功於泡泡瑪特的IP運營能力。泡泡瑪特的產品組合正不斷擴大，2024年6月中旬，集團亦上架了首款積木產品，而最新更推出珠寶品牌POPOP，助迎合不同粉絲需要。

■ 持續推出各爆款產品品類

近日哪吒2再創紀錄，成為首部票房破20億美元亞洲電影，並帶動泡泡瑪特的《哪吒2》系列盲盒銷情。同時，集團宣布與日本經典動漫《ONE PIECE》展開全新聯名，一共有13款角色可以收集，有望進一步支持銷量。

■ 出海成功

2024年第三季度，海外收入同比增長440%至445%。這種增長表明泡泡瑪特在海外市場的拓展取得了顯著成功。1月16日，泡泡瑪特CEO王甯出席活動時表示，預計到2025年，泡泡瑪特的海外業務有可能超過50%，超過國內業務，正處於非常快速的增長之中。

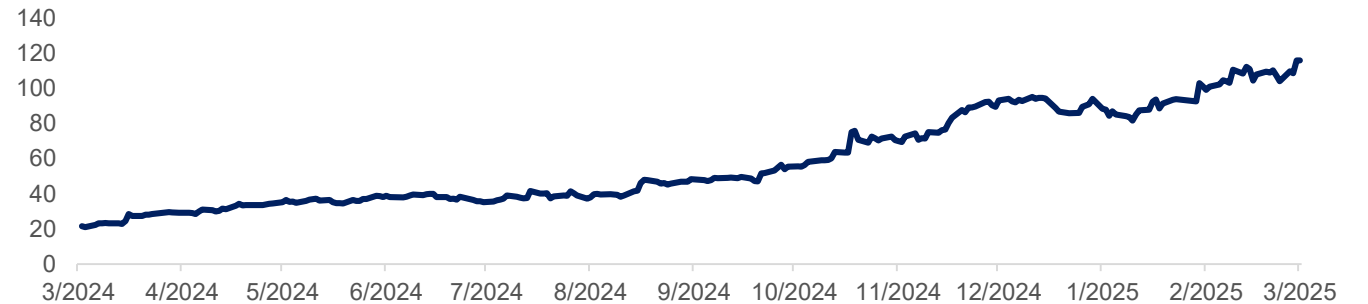
資料來源：Bloomberg

財務數據

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|---------------------|-------|--------|--------|--------|-------|
| 淨利潤(NI) (百萬元人民幣) | 854 | 476 | 1,082 | 2,672 | 3,685 |
| NI按年增長(%) | 63.2 | -44.32 | 127.55 | 146.87 | 37.92 |
| EPS(人民幣) | 0.62 | 0.35 | 0.81 | 2.07 | 2.87 |
| DPS(人民幣) | 0.15 | 0.09 | 0.09 | 0.66 | 0.94 |
| P/E | 173.6 | 307.5 | 132.9 | 52.0 | 37.5 |
| 股息率(%) | 0.14% | 0.08% | 0.08% | 0.61% | 0.87% |

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



評價區間

● 5年平均位置 ◆ 目前位置

| | | | | |
|-----|-------|---|---|---------|
| 股價 | 10.01 | ● | ◆ | 116.1 |
| P/E | 7.67 | ● | ◆ | 108.168 |
| P/B | 1.82 | ● | ◆ | 19.56 |

迄2025年3月6日

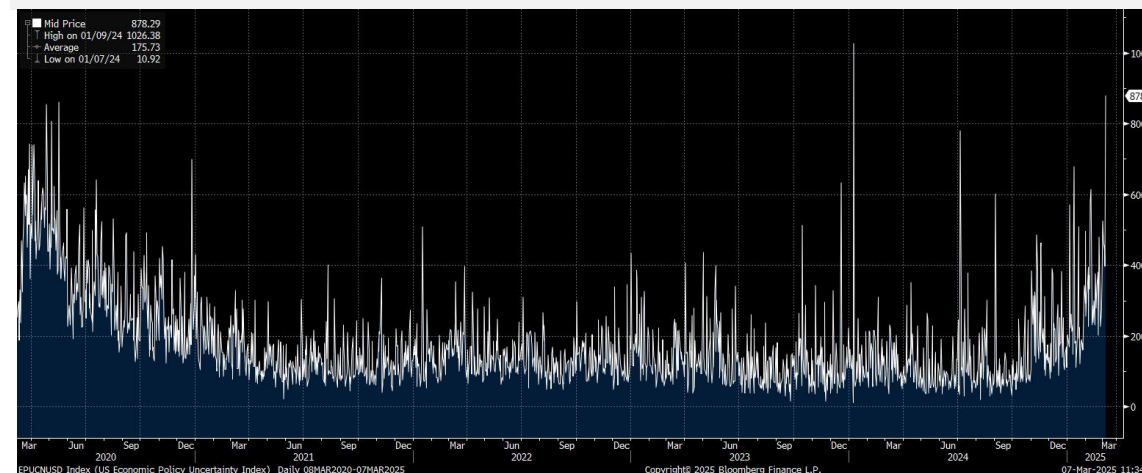
| | 1個月 | 3個月 | YTD | 1年 | 3年 | 5年 |
|----------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 期間報酬率(%) | 17.13 | 24.61 | 29.61 | 440.17 | 205.86 | 208.60 |

美股

美股增長型板塊拋壓大，防禦型板塊堅挺

- ▶ 2月美國非農就業新增15.1萬個就業機會，高於經下修後的1月的12.5萬，但低於市場預期的16萬。2月私人非農就業人員的平均時薪按月上升0.3%，與市場預期一致，並低於經下修後的1月增幅的0.4%。2月失業率為4.1%，高於市場預期4.0%和1月的4.0%
- ▶ 2月美國私營企業新增77,000名員工，為七個月以來的最小增幅，與經過上修的1月186,000人相比大幅下降，且遠低於預期的140,000人。
- ▶ 2月美國標準普爾全球製造業PMI終值上升至52.7，高於初步預測的51.6。
- ▶ 2月美國標準普爾全球服務業PMI上升至51，高於初步預測的49.7。
- ▶ 2月美國ISM製造業PMI為50.3，較1月的50.9下滑，低於預期的50.7。
- ▶ 2月美國ISM服務業PMI為53.5，較1月的52.8上漲，超出預期的52.5。
- ▶ 綜合近期美國宏觀數據，通脹依然較高，但同時勞動力市場開始降溫，消費者支出以及信心下降。特朗普的關稅政策引發全球貿易戰，同時美國就俄烏問題立場遭盟友質疑。利空因素集中發酵，市場厭惡不確定性，因此主要增長型板塊出現大幅回調，資金輪動至防禦性較強板塊。

彭博美國經濟政策不確定性指數



資料來源：Bloomberg · KGI整理

麥當勞(MCD)

收盤價 US \$321.29

目標價 US \$330

公司簡介

麥當勞為全球最大餐廳業主兼營運商，遍布119個國家和40,000多家門市。開創了特許經營模式，透過與世界各地的獨立餐廳特許經營商合作，建立了龐大的連鎖快餐網絡。

公司特色

■ 美國衰退擔憂加劇，防禦性板塊受惠

綜合近期美國宏觀數據，通脹依然較高，但同時勞動力市場開始降溫，消費者支出以及信心下降。特朗普的關稅政策引發全球貿易戰，同時美國就俄烏問題立場遭盟友質疑。利空因素集中發酵，市場厭惡不確定性，因此主要增長型板塊出現大幅回調，資金輪動至防禦性較強板塊。

■ 推出全新McValue平台

麥當勞在今年1月7日推出全新McValue平台，旨在為客戶提供實惠選擇，提高用餐價值。該平台包括5美元超值套餐、買一加一、本地餐飲優惠和應用獨家優惠等。該平台在通脹高企和消費降級環境下受到消費者青睞，並提高公司的銷售及市場份額。

■ 人工智能技術應用

麥當勞計劃在全球43,000家餐廳中導入人工智能技術，以加快服務速度並改善顧客與員工的體驗。這些升級包括智慧廚房設備、AI驅動的得來速服務，以及用於訂單準確性和預測性維護的管理工具。麥當勞正與Google Cloud合作，利用邊緣計算進行實時數據處理，目標是在2027年前將顧客數量從1.75億增加到2.5億。

■ 24財年第四季度業績

營收同比下跌0.3%至63.9億美元，遜預期9,000萬美元。Non-GAAP每股盈利為2.83美元，遜預期0.03美元。公司將其2025財年全年營運利潤率上調至45%至50%，超過2024年的46.3%。公司計劃在2025年開設超過2200間分店，增長超4%。

■ 估值共識

彭博12個月平均目標價為331.18美元，最高目標價為360美元，最低為280美元。

資料來源：Bloomberg

財務數據

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入增長(%) | -0.2 | 10.0 | 1.7 | 2.3 | 3.1 |
| EBITDA比率(%) | 42.0 | 48.6 | 48.0 | 55.2 | 57.2 |
| EPS (美元) | 10.10 | 11.94 | 11.72 | 12.32 | 13.32 |
| 淨利率(%) | 26.6 | 33.2 | 31.7 | 33.1 | 33.4 |

資料來源：Bloomberg；2025至2026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3月7日 | 1個月 | 3個月 | YTD | 1年 | 3年 | 5年 |
|------------|-----|-----|-----|-----|------|------|
| 期間報酬率(%) | 5.4 | 3.8 | 7.1 | 6.0 | 11.7 | 11.7 |

菲利普莫里斯國際公司(PM)

收盤價 US \$150.95

目標價 US \$165

公司簡介

菲利普莫里斯國際公司作為一家煙草公司運營，致力於提供無煙未來和不斷發展的長期產品組合，包括煙草和尼古丁行業以外的產品。該公司的產品組合主要包括捲煙和無煙產品，包括主要以IQOS和ZYN品牌為主的加熱不燃燒、蒸氣和口服尼古丁產品；以及消費配件，例如打火機和火柴。它還提供健康和保健產品。

公司特色

■ 美國衰退擔憂加劇，防禦性板塊受惠

綜合近期美國宏觀數據，通脹依然較高，但同時勞動力市場開始降溫，消費者支出以及信心下降。特朗普的關稅政策引發全球貿易戰，同時美國就俄烏問題立場遭盟友質疑。利空因素集中發酵，市場厭惡不確定性，因此主要增長型板塊出現大幅回調，資金輪動至防禦性較強板塊。

■ 繼續實施轉型大戰略

公司決定探索出售其美國雪茄業務，此舉與其從傳統菸草產品轉型的整體戰略相符。透過剝離該資產，公司能夠將資源重新分配至其快速成長的無煙產品組合。這一轉變不僅有助於實現長期收入增長，還能強化公司在不斷變化的尼古丁市場中的競爭地位。預計10億美元的出售收益將用於進一步推動創新與擴張，加速實現到2030年三分之二銷售額來自無煙產品的目標。

■ 24年第四季業績

營收同比增長7.3%至97.1億美元，超出預期2.7億美元。Non-GAAP每股收益為1.55美元，超出預期0.05美元。公司預計2025財年調整後年度每股收益將介於7.04美元至7.17美元之間，高於分析師預期的7.03美元。此外，公司預測2025年ZYN在美國的出貨量將增長34%至41%，而IQOS的出貨量也將增長10%至12%。

估值共識

彭博12個月平均目標價為151.06美元，最高目標價為175美元，最低為102美元。

資料來源：Bloomberg

財務數據

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F |
|-------------|------|------|------|-------|-------|
| 收入增長(%) | 1.1 | 11.0 | 7.4 | 4.9 | 8.2 |
| EBITDA比率(%) | 43.5 | 40.3 | 41.1 | 43.4 | 43.7 |
| EPS (美元) | 5.98 | 6.01 | 6.57 | 7.13 | 7.85 |
| 淨利率(%) | 28.5 | 22.2 | 18.6 | 27.5 | 28.0 |

資料來源：Bloomberg；2025至2026年為市場平均財務預估資料

近一年價格



| 迄2025年3月7日 | 1個月 | 3個月 | YTD | 1年 | 3年 | 5年 |
|------------|-----|------|------|------|------|------|
| 期間報酬率(%) | 5.7 | 17.6 | 27.6 | 68.6 | 21.5 | 18.0 |

評價區間

● 5年平均位置 ◆ 目前位置



台股收斂跌幅，短期反彈遇壓或將震盪，關注短期均線上之強勢股

台股反彈遇壓或將震盪，大盤呈區間整理格局

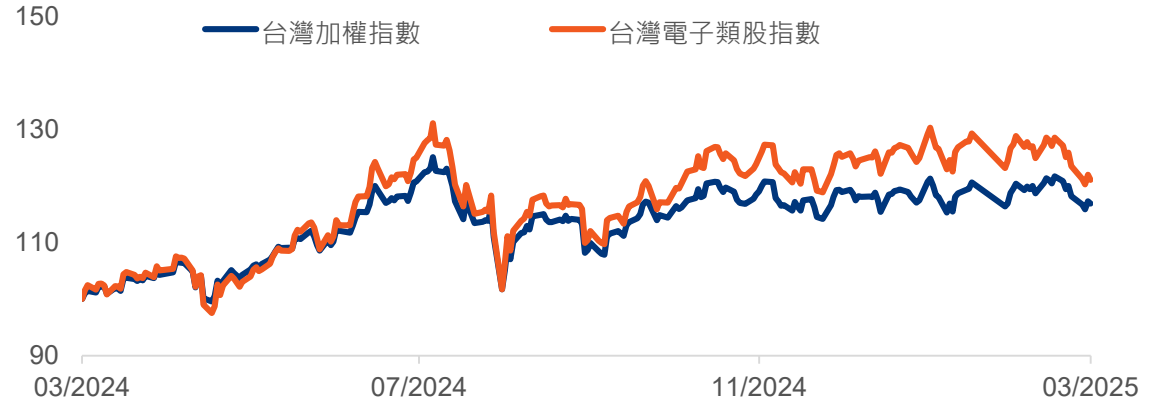
台股上週跳空開低失守半年線，週二重挫至22,359點後，盤勢逐步反彈向上收斂跌幅。就技術面觀察，接下來反彈須突破週一高點22,775點，才能使跌深反彈走勢進一步延續，否則後市仍有可能進行反覆打底，下檔仍有可能回測至週二低點22,359點甚至是年線(目前在22,172點)，短期推測台股或將震盪，操作上宜維持低買高賣策略。

特朗普關稅戰越演越烈，權值電子短壓沉重

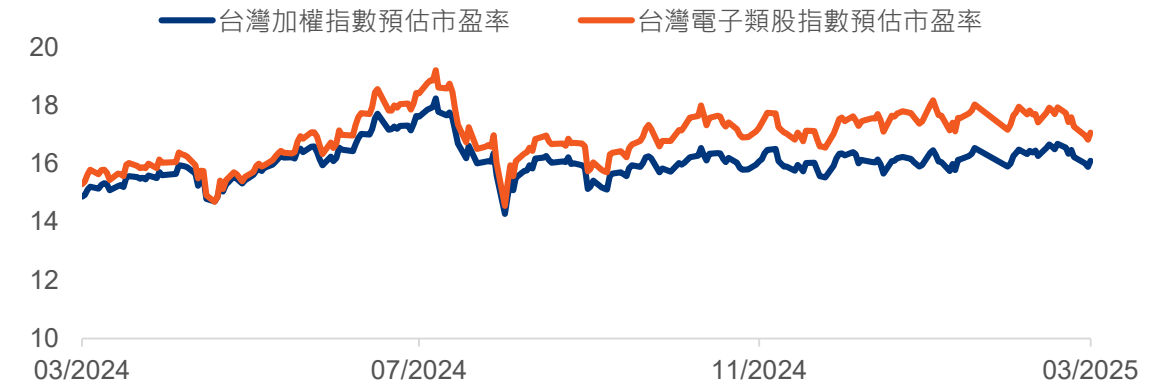
觀察台股盤面結構：多數權值電子普遍短壓沉重，電子類股能否站回半年線仍然有待觀察。電子個別族群僅能聚焦記憶體相關、機器人、網通；金融股稍稍整理，反覆震盪偏多格局不變。非金電成為盤面焦點，塑膠、鋼鐵則受到中國兩會題材激勵再轉強。在題材性部份，特朗普關稅戰越演越烈，美國在地生產概念股近日股價亦跟進表現。此外，即將進入除息旺季，高股息題材亦將是盤面焦點。由於美股近期轉弱，連動外資賣超台股，短期內權值股恐將表現相對弱勢，因此，操作上仍聚焦具利多題材以及股價表態轉強重返短期均線之中小型股。

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2024/3/6=100



指數預估市盈率走勢



奇鋁(3017 TT)

公司簡介

奇鋁科技股份有限公司主要產品為散熱片、風扇、散熱器、散熱模組、熱交換器、熱管/均熱板、水冷板、電腦/伺服器機殼、AIO一體機與伺服器系統組裝等，主要應用於通訊/網路、電力/能源、交通運輸、伺服器、個人電腦等。

公司近況

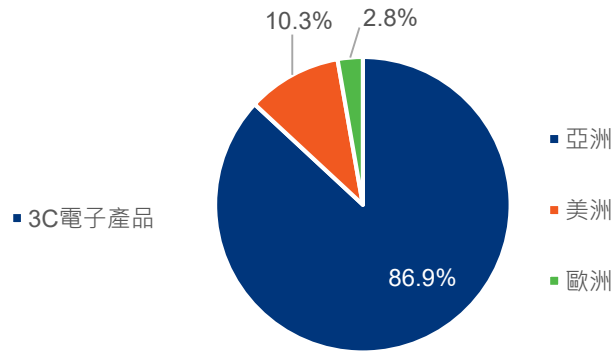
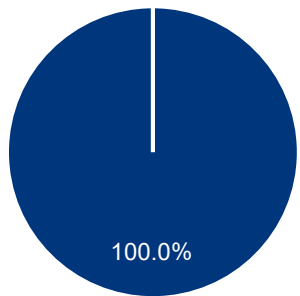
■ 1Q25營收展望優於預期，GB200出貨量提高並為液冷主導地位

受惠1Q25 GB200開始放量，公司液冷營收顯著增長，主要出貨水冷板模組、分歧管、快接頭。GB200 AI伺服器最終組裝出貨，預期2至3月營收將明顯上升並延續至2Q25，並隨液冷營收成長優化產品組合，凱基投顧上修1Q25 EPS預估至8.36元，並預期2Q25營收與毛利率成長趨勢延續。

■ GB300 AI伺服器為2H25-26動能

GB300放量有利液冷TAM增長。凱基投顧預期液冷營收比重自2024年5-10%增至2025年20%以上。公司亦受惠2H25 iPhone17超薄均溫板(VC)設計。產品組合佳將推升利潤率，因此上修2025年EPS預估至34.56元。

營收來源及區域佔比



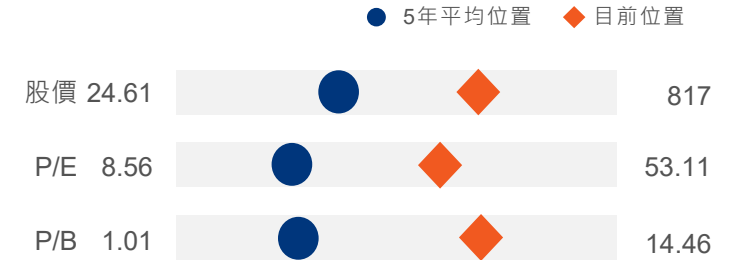
資料來源：Bloomberg

財務數據

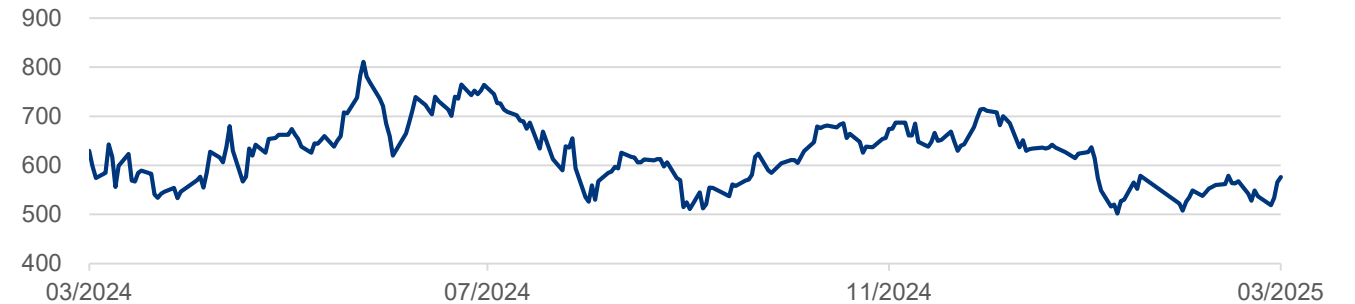
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|------------|------|-------|-------|-------|-------|
| EPS (新台幣) | 8.21 | 11.78 | 14.11 | 21.38 | 34.56 |
| EPS 成長率(%) | 5.4 | 43.5 | 19.7 | 51.6 | 61.6 |
| P/E | 65.0 | 45.3 | 37.9 | 25.0 | 15.5 |
| ROE (%) | 25.2 | 29.8 | 28.3 | 34.1 | 45.3 |

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3月6日 | 1週 | 1個月 | 3個月 | 6個月 | YTD | 1年 |
|------------|-----|-----|-------|------|------|------|
| 期間報酬率(%) | 4.9 | 7.7 | -19.0 | 12.7 | -7.5 | -8.3 |

立積(4968 TT)

公司簡介

立積電子股份有限公司為射頻(Radio Frequency, RF)IC廠商，為全球主要的WiFi射頻前端元件供應商之一。產品線為RFIC射頻前端元件與RFIC無線影音傳輸IC。

公司近況

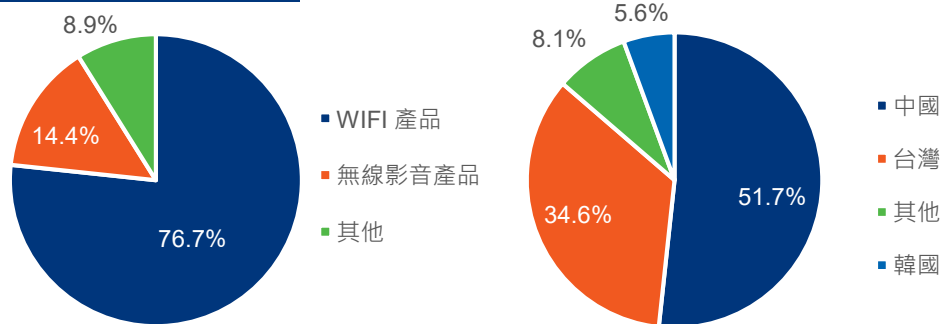
■ Wi-Fi 7需求將自2Q25轉強

管理層表示1Q25已有較多案子切入客戶設計，但實際產生營收會略有遞延，看好美系網通晶片業者對Wi-Fi 7之需求將於2Q25開始轉強，並於3Q25進一步提升。而部分電信商客戶需求則亦將於2Q25開始轉強，並預期若客戶需求穩定成長，Wi-Fi 7營收佔比在2H25單季將可達約 30%。

■ 2025年營收獲利持續成長

管理層表示目前手機相關佔營收比重約10-15%，若Wi-Fi 7在手機上採用率進一步提高則營收比重將明顯增加。而雷達感測器以及車用產品線等也將持續成長，因此凱基投顧調整2025全年營收預估為51.4億元。

營收來源及區域佔比



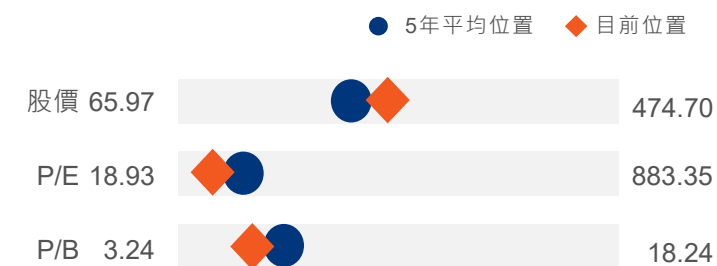
資料來源：Bloomberg

財務數據

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| EPS (新台幣) | 5.26 | 0.62 | -2.46 | 1.73 | 7.54 |
| EPS 成長率(%) | -61.9 | -88.2 | -497.1 | 0.0 | 336.5 |
| P/E | 37.8 | 3216 | N.A. | 115.3 | 26.4 |
| ROE (%) | 20.3 | 2.3 | -9.7 | 6.6 | 24.0 |

資料來源：公司資料，凱基投顧預估

評價區間



近一年價格



基金/ETF 通脹與避險需求，有利金價上漲

▶ SPDR黃金MiniShares ETF (GLDM)

- 投資黃金實體，旨在追蹤LBMA金價下午定價的表現。
- 成立時間較短，但費用率較同類型ETF低，僅0.10%。

▶ VanEck黃金礦業ETF (GDX)

- 旨在追蹤NYSE Arca Gold Miners Index的表現。
- 主要投資於全球的大型金礦公司，包括從事勘探、開採和生產的公司。
- 多元化組合，有助分散投資風險，減少單一公司或地區風險對投資組合的影響。
- 流動性高，為市場上最大的金礦業ETF之一。

| 商品名稱 | SPDR黃金MiniShares ETF (GLDM.US) | | VanEck黃金礦業ETF (GDX.US) | |
|-------------|--|-----|--|--|
| 特色 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 該ETF通常被用作對抗通脹和市場波動的避險工具 ■ 該ETF費用率為0.1%，在同類型ETF中屬於較低水平 | | <ul style="list-style-type: none"> ■ 投資於全球中、大型金礦公司，股價波動性高，適合追求高回報的投資者 ■ 該ETF是市場上最大的金礦股ETF之一，流動性高 | |
| 規模 | 111.2億美元 | | 137.9億美元 | |
| 追蹤指數 | LBMA Gold Price PM | | NYSE Arca Gold Miners Index (Total Return) | |
| 持股數 | 1 | | 62 | |
| 費用比率 | 0.1% | | 0.51% | |
| 3M/YTD 報酬 | 11.03% / 11.37% | | 14.58% / 22.97% | |
| 前五大行業分布 (%) | 實體黃金 | 100 | 採礦及其他 | 100 |
| 前五大持股 (%) | 實體黃金 | 100 | 紐蒙特公司 阿格尼科鷹礦業有限公司 惠頓貴金屬公司 巴里克黃金公司 弗蘭克-內華達公司 | 11.81 11.74 7.64 7.57 6.72 |

資料來源：Bloomberg · KGI整理 · 2025年3月5日

SPDR黃金MiniShares ETF (GLDM.US)

簡介

該ETF追蹤「LBMA Gold Price PM」，旨在追蹤實體黃金價格並達到與其相對應的投資表現。

■ 規模僅次於GLD與IAU，流動性佳

在黃金信託ETF中，GLDM資產規模排名第三大，存在相對較佳的流動性

■ 投資於實體黃金

該ETF追蹤「LBMA Gold Price PM」黃金價格，與投資金礦股ETF不同的是金礦公司除了需面臨黃金價格變動外，還需留意企業營運風險，因此，該ETF波動相對投資於金礦股ETF較為穩定，黃金信託ETF通常被用作對抗通脹和市場波動的避險工具，適合希望在經濟不確定性中保值的投資者

■ 費用率較低

該ETF費用率為0.1%，在同類型ETF中屬於較低水平，具成本效益，有助於投資者降低投資成本

| | | | |
|-------|------------|-----------|----------|
| 成立日 | 2018年6月25日 | 規模 | 111.2億美元 |
| ETF類型 | 商品型 | 持股總數 | 1 |
| 費用比率 | 0.1% | 3年標準差(年化) | 13.44% |

資料來源：Bloomberg，2025年3月5日

投資行業分布



近一年價格



迄2025年3月5日

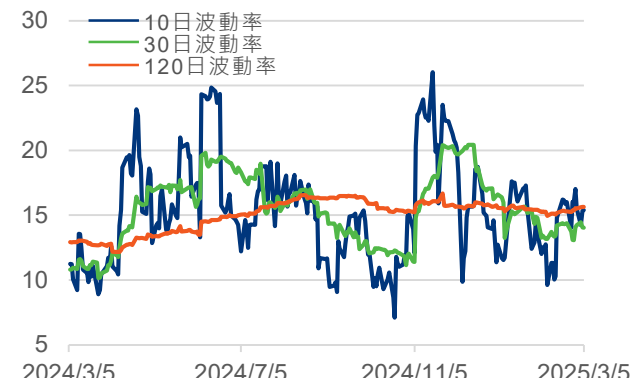
期間報酬率(%)

| 1個月 | 3個月 | YTD | 1年 | 3年 | 5年 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2.35 | 11.03 | 11.37 | 36.04 | 48.08 | 73.46 |

前5大投資標的(%)

| | |
|------|-----|
| 實體黃金 | 100 |
|------|-----|

近一年波動率



VanEck黃金礦業ETF (GDX.US)

簡介

該ETF追蹤「NYSE Arca Gold Miners Index (Total Return)」，旨在追蹤指數成份股並達到和指數相對應的投資表現。

■ 投資於全球大型金礦公司的股票

該ETF主要投資於全球中、大型金礦公司的股票，包括從事金礦的勘探、開採和生產的公司

■ 具高回報潛力

金礦公司的盈利能力取決於銷售的商品的現行市場價格，因此這些股票通常與現貨黃金價格的變動具有很強的相關性，然而，金礦公司還需考量營運成本及開採成本(營運風險)，因此有時候金礦公司股票價與金價會呈現背離狀態，該ETF具有較高的波動性，對於希望獲得更高回報的投資者具有吸引力

■ 流動性高

該ETF是市場上最大的金礦股ETF之一，流動性高

| | | | |
|-------|------------|-----------|----------|
| 成立日 | 2006年5月16日 | 規模 | 137.9億美元 |
| ETF類型 | 股票型 | 持股總數 | 62 |
| 費用比率 | 0.51% | 3年標準差(年化) | 32.59% |

資料來源：Bloomberg，2025年3月5日

投資行業分布



近一年價格



迄2025年3月5日

期間報酬率(%)

1個月

3個月

YTD

1年

3年

5年

1.39

14.58

22.97

44.68

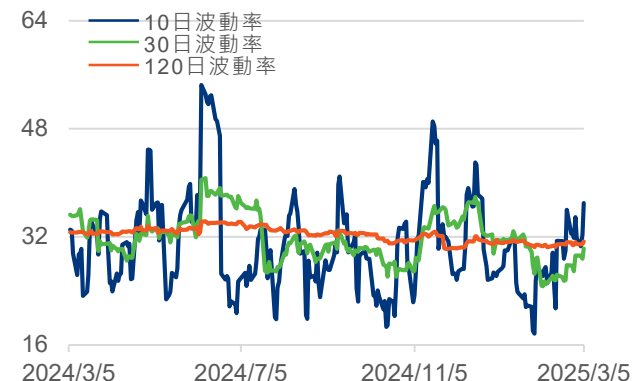
16.61

51.67

前5大投資標的(%)

| | |
|-------------|-------|
| 紐蒙特公司 | 11.81 |
| 阿格尼科鷹礦業有限公司 | 11.74 |
| 惠頓貴金屬公司 | 7.64 |
| 巴里克黃金公司 | 7.57 |
| 弗蘭克-內華達公司 | 6.72 |

近一年波動率



北美銀行業績持續亮眼，繼續看好相關銀行債券

► RY 4.65 10/18/30 (加拿大皇家銀行)

- 加拿大皇家銀行(RBC)為加拿大的頂級銀行品牌，同時在財富管理、批發銀行和資本市場領域均有深厚根基。RBC在多數消費者和企業貸款及存款產品中擁有排名第一的市場份額。
- 我們認為RBC比同行更加多元化。該銀行淨利息收入(NII)佔比48%，非利息收入(Non-NII)佔比52%，十分均衡。從業務分佈來看，44%的收入來自個人與商業銀行業務，33%來自財富管理，21%來自資本市場。
- RBC在運營方面展示出較同行更有利的表現。其核心盈利占運營收入的比率為30.6%，而同行平均為26%；而生產率比率為57%，同行平均為59%。且RBC一直保持強勁的承銷標準，其不良資產和淨核銷略低於同行平均水準。

► NACN 4.5 10/10/29 (加拿大國民銀行)

- 加拿大國民銀行(NBC)為加拿大六大銀行之一。NBC在魁北克擁有強大的區域市場地位，在零售及商業銀行領域擁有第一或第二的市場份額。
- NBC的收入來源較為多元化，非利息收入占總收入的比重歷史上維持在45%-52%，接近同行平均水平。其財富管理業務(佔收入的24%)在業務模式及產品供應上與大型銀行相似。
- 近年來，NBC採取可控策略擴展魁北克以外的業務，進一步提升業務多元化。NBC於今年2月完成對Canadian Western Bank (CWB)的收購，CWB主要服務於加拿大西部及安大略省的企業。該收購案將有助於提升NBC在魁北克以外地區的業務影響力。

資料來源：Bloomberg · KGI整理

| 商品名稱 | RY 4.65 10/18/30 (加拿大皇家銀行) | NACN 4.5 10/10/29 (加拿大國民銀行) |
|------------------|-------------------------------|--------------------------------|
| ISIN | US78017FZT38 | US63307A3B99 |
| 特色 | RBC為加拿大的頂級銀行品牌，並一直保持強勁的承銷標準 | NBC為加拿大六大銀行之一，並擁有多元化的收入來源 |
| 到期日 | 2030年10月18日 | 2029年10月10日 |
| 下一贖回日 | 2029年10月18日 | - |
| 配息(%) | 變動/4.65/每半年 | 固定/4.5/每半年 |
| 幣別 | USD | USD |
| 距到期年 | 5.62 | 4.6 |
| 信評 (穆迪/惠譽/標普) | A1/AA-/A | A2/A+/BBB+ |
| 順位 | 優先無擔保 | 優先無擔保 |
| YTM/YTC (%) | 4.89/4.88 | 4.85/- |

加拿大皇家銀行(RY 4.65 10/18/30)

簡介

加拿大皇家銀行(RBC)為加拿大的頂級銀行品牌，同時在財富管理、批發銀行和資本市場領域均有深厚根基。該銀行在所有業務中均具有規模優勢和廣泛的地理覆蓋範圍。RBC通過City National持續在美國建立其財富管理和商業銀行業務品牌。

介紹理由

- RBC比同行更加多元化。該銀行淨利息收入(NII)佔比48%，非利息收入(Non-NII)佔比52%，十分均衡。從業務分佈來看，44%的收入來自個人與商業銀行業務，33%來自財富管理，21%來自資本市場。且其接近一半的資本市場收入來自美國，另外30%來自加拿大，15%來自英國/歐洲。
- RBC在運營方面展示出較同行更有利的表現。其核心盈利占運營收入的比率為30.6%，而同行平均為26%；而生產率比率為57%，同行平均為59%。且RBC一直保持強勁的承銷標準，其不良資產(NPAs)和淨核銷(NCOs)略低於同行平均水準。RBC的資本市場業務在過去17年中從未報告過季度虧損，包括在2008年金融危機期間。
- 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。

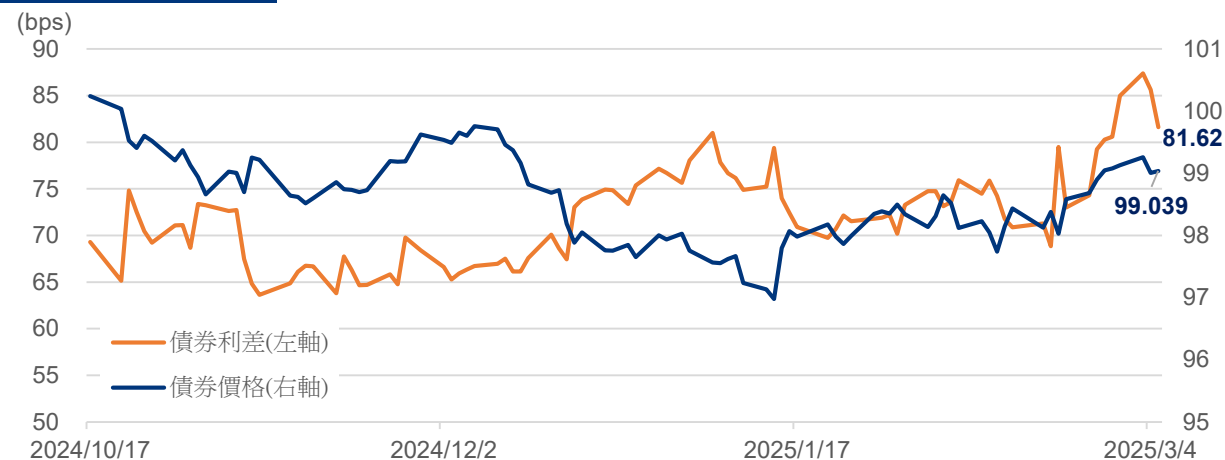
| 財務指標 | 2022 | 2023 | 2024 |
|------------------|-------|-------|-------|
| 有形資產回報率(ROTA) | 0.87 | 0.74 | 0.78 |
| 不良貸款比率 | 0.27 | 0.43 | 0.59 |
| 第一級普通股權益比率(CET1) | 12.60 | 14.50 | 13.20 |

資料來源：Bloomberg，2025年3月6日，註：票息重設日期為2029年10月18日當日，並改為每季配息，適用年利率為美國有擔保隔夜融資利率，重設息率為交割日的債券收益率加1.08%。

標的資訊

| | | | |
|--------------------|------------------|------------|--------------|
| 標的名稱 | RY 4.65 10/18/30 | ISIN | US78017FZT38 |
| 到期日 | 2030年10月18日 | 距到期年 | 5.62 |
| 配息(%) | 變動/4.65/每半年 | YTM/YTC(%) | 4.89/4.88 |
| 幣別 | USD | 最低申購金額/增額 | 2,000/1,000 |
| 債券信評 (穆迪/惠譽/標普) | A1/AA-/A | 債券順位 | 優先無擔保 |

價格



加拿大國民銀行(NACN 4.5 10/10/29)

簡介

加拿大國民銀行(NBC)為加拿大六大銀行之一。NBC在魁北克擁有強大的區域市場地位。2024財年魁北克省收入佔總收入的49%。我們認為其零售及商業銀行業務的盈利能力可預測且具防禦性，得益於魁北克在加拿大的文化及語言獨特性，使得其他來自多倫多的五大加拿大銀行難以搶占市場份額。

介紹理由

- NBC的收入來源較為多元化，非利息收入佔總收入的比重歷史上維持在45%-52%，接近同行平均水平。其財富管理業務在業務模式及產品供應上與大型銀行相似。同時，其資本市場業務高度集中於加拿大，但相其業務複雜性相對較低。其核心盈利佔收入的35%，高於同行平均的26%。生產力比率為50.3%，低於同行平均的59%，顯示其運營效率較高。
- 近年來，NBC採取可控策略擴展魁北克以外的業務，進一步提升業務多元化。NBC透過Credigy(美國專業金融公司)收購美國市場上的表現良好的資產，主要為有擔保的消費應收款。NBC亦擁有ABABank，該銀行是柬埔寨最大商業銀行，在資產、存款及貸款方面均排名第一。
- 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。

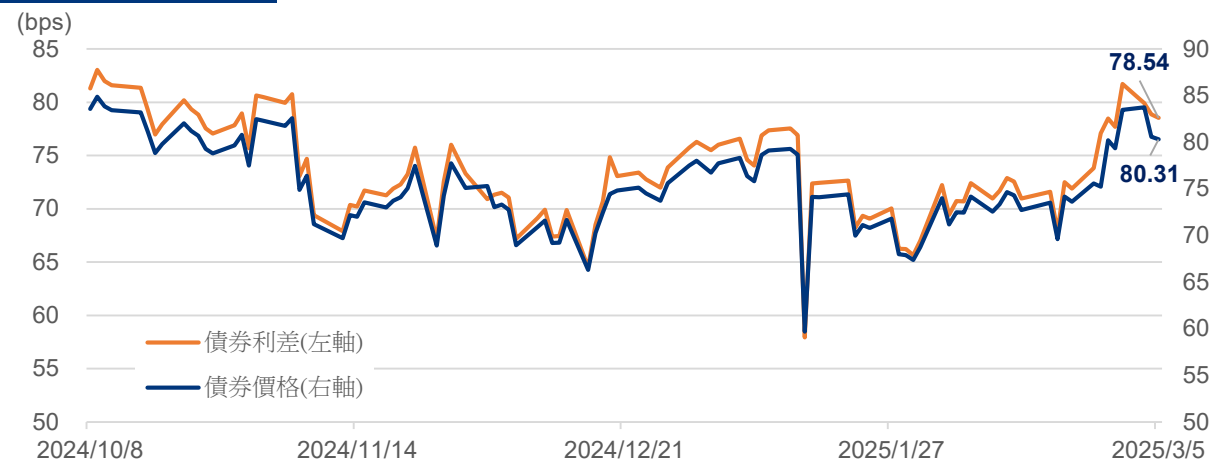
| 財務指標 | 2022 | 2023 | 2024 |
|------------------|-------|-------|-------|
| 有形資產回報率(ROTA) | 0.89 | 0.80 | 0.86 |
| 不良貸款比率 | 0.40 | 0.47 | 0.68 |
| 第一級普通股權益比率(CET1) | 12.70 | 13.50 | 13.70 |

資料來源：Bloomberg，2025年3月6日

標的資訊

| | | | |
|--------------------|-------------------|------------|---------------|
| 標的名稱 | NACN 4.5 10/10/29 | ISIN | US63307A3B99 |
| 到期日 | 2029年10月10日 | 距到期年 | 4.6 |
| 配息(%) | 固定/4.5/每半年 | YTM/YTC(%) | 4.85/- |
| 幣別 | USD | 最低申購金額/增額 | 250,000/1,000 |
| 債券信評 (穆迪/惠譽/標普) | A2/A+/BBB+ | 債券順位 | 優先無擔保 |

價格



▶ MAR 2025

3

Monday

- 美國2月ISM製造業PMI
(實際:50.3 預估:50.7 前值:50.9)
- 美國2月標普全球製造業PMI終值
(實際:51.6 預估:52.7 前值:51.2)
- 日本2月自分銀行製造業PMI終值
(實際:49.0 前值:48.9)
- 歐元區2月製造業PMI終值
(實際:47.6 預估:47.3 前值:46.6)
- 中國2月財新製造業PMI
(實際:50.8 預估:50.4 前值:50.1)

4

Tuesday

- 日本1月失業率
(實際:2.5% 預估:2.4% 前值:2.5%)
- 日本1月求才求職比
(實際:1.26 預估:1.25 前值:1.25)
- 歐元區1月失業率
(實際:6.2% 預估:6.3% 前值:6.2%)

5

Wednesday

- 美國2月ISM服務業PMI
(實際:53.5 預估:52.5 前值:52.8)
- 美國標普全球美國服務業PMI
(實際:51.0 預估:49.7 前值:52.9)
- 美國2月ADP就業變動
(實際:77k 預估:140k 前值:186k)
- 日本2月自分銀行服務業PMI終值
(實際:53.7 前值:53.1)
- 歐元區2月服務業PMI終值
(實際:50.6 預估:50.7 前值:51.3)
- 中國2月財新服務業PMI
(實際:51.4 預估:50.7 前值:51.0)

6

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(實際:221k 預估:233k 前值:242k)
- 歐元區3月ECB主要再融資利率
(實際:2.65% 預估:2.65% 前值:2.90%)
- 歐元區1月零售銷售月增率
(實際:-0.3% 預估:0.1% 前值:0.0%)

7

Friday

- 美國2月非農業就業人口變動
(預估:160k 前值:143k)
- 美國2月失業率
(預估:4.0% 前值:4.0%)
- 歐元區第4季GDP終值
(預估:0.9% 前值:0.9%)

10

Monday

- 歐元區3月Sentix投資者信心
(預估:-10.0 前值:-12.7)

11

Tuesday

- 美國1月JOLTS職缺
(前值:7,600k)
- 日本第4季GDP季增率終值
(預估:0.7% 前值:0.7%)
- 日本2月工具機訂單年增率初值
(前值:4.7%)

12

Wednesday

- 美國2月CPI年增率
(預估:2.9% 前值:3.0%)
- 美國2月核心CPI年增率
(預估:3.2% 前值:3.3%)
- 日本2月PPI年增率
(預估:4.0% 前值:4.2%)

13

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(前值:221k)
- 美國2月PPI年增率
(前值:3.5%)
- 歐元區1月工業生產年增率
(預估:-0.5% 前值:-2.0%)

14

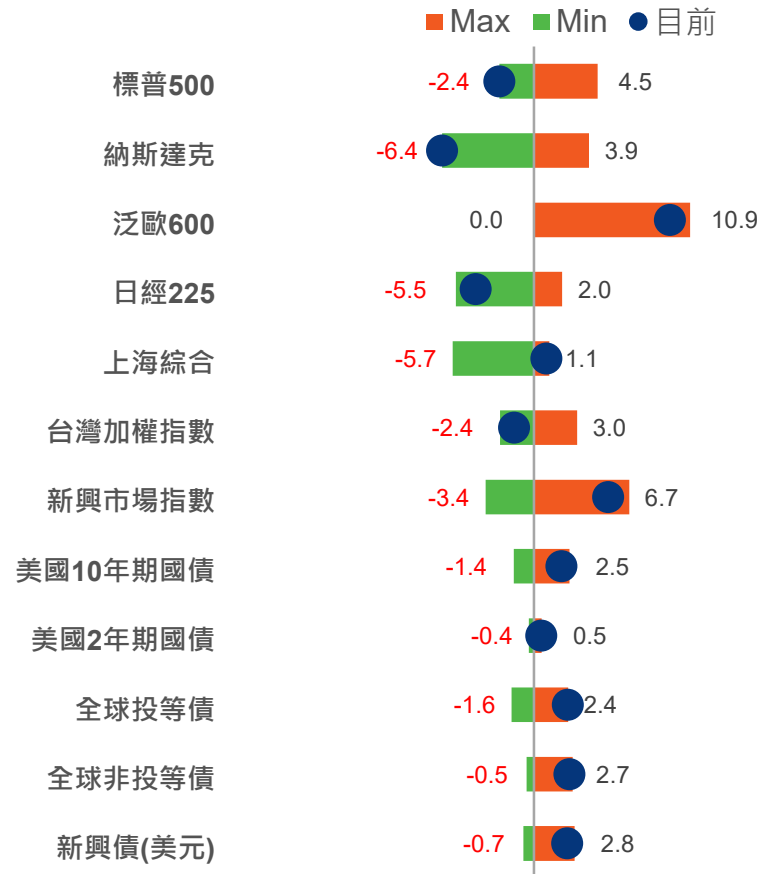
Friday

- 美國3月密大消費者信心指數初值
(預估:64.0 前值:64.7)

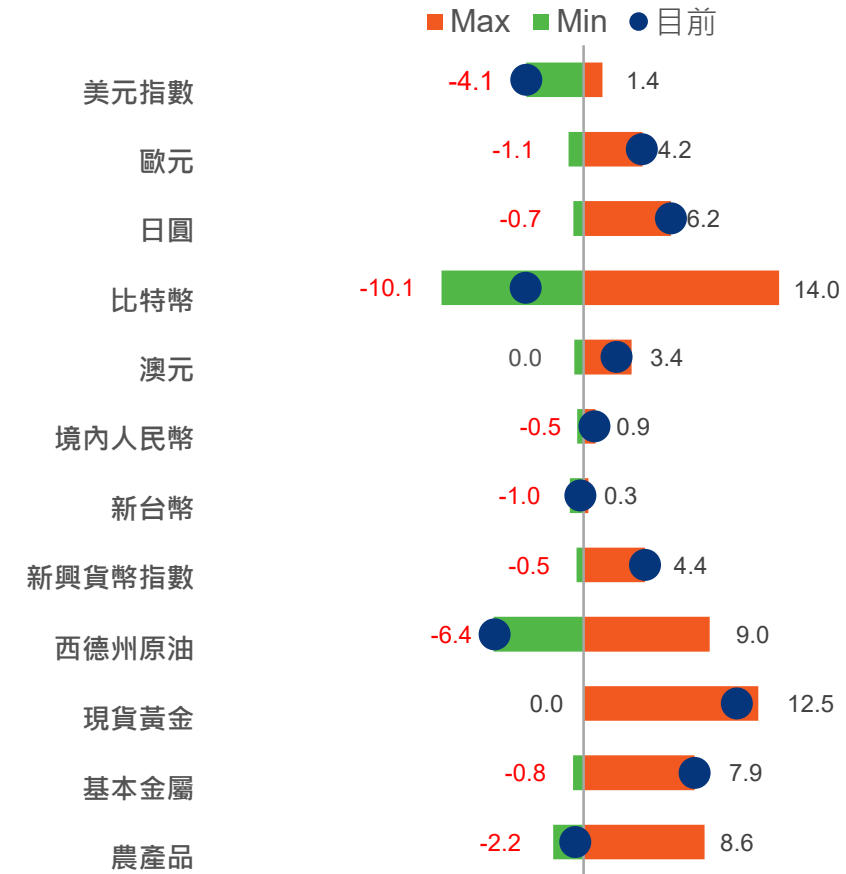
資料來源：Bloomberg

年至今主要市場/資產表現

股、債市場YTD表現(%)



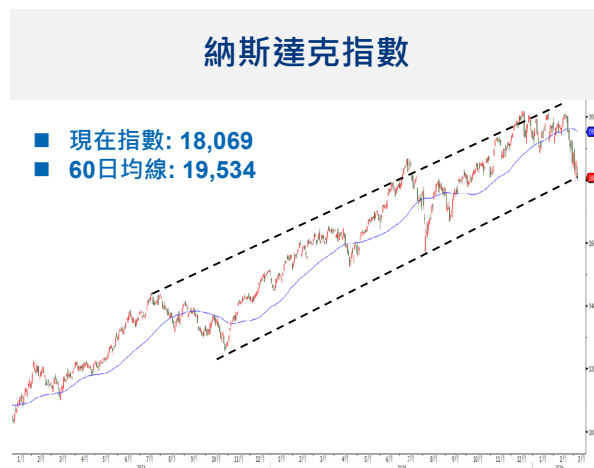
貨幣、原材料市場YTD表現(%)



資料來源：Bloomberg · 2025年3月7日

技術分析

— 60日線



資料來源：Bloomberg · 2025年3月7日

市場觀測

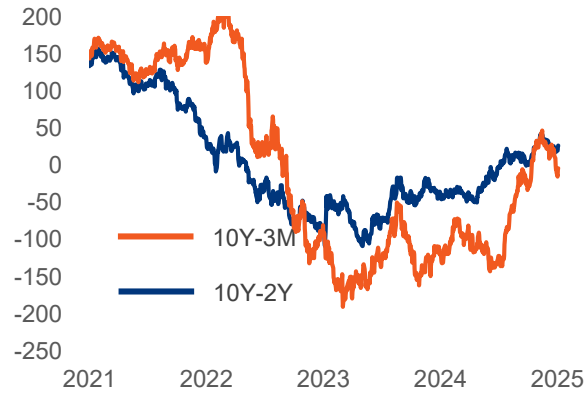
美國消費物價指數年增率(%)



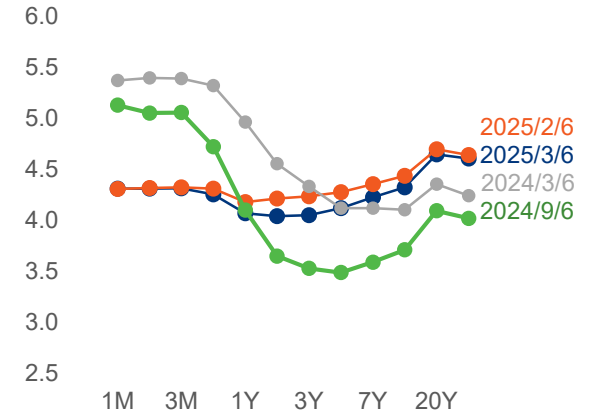
美國10年期國債孳息率(%)



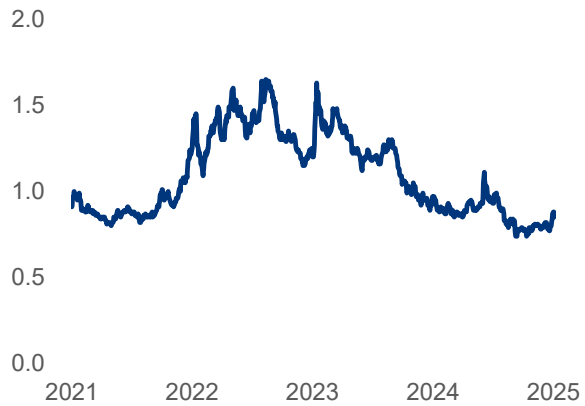
美國國債息差(bps)



美國國債孳息率曲線(%)



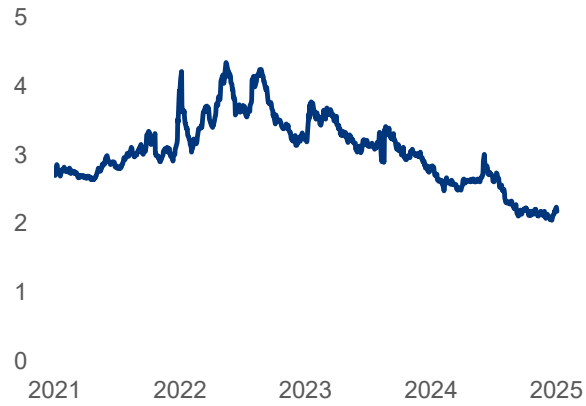
美元投資級公司債息差(%)



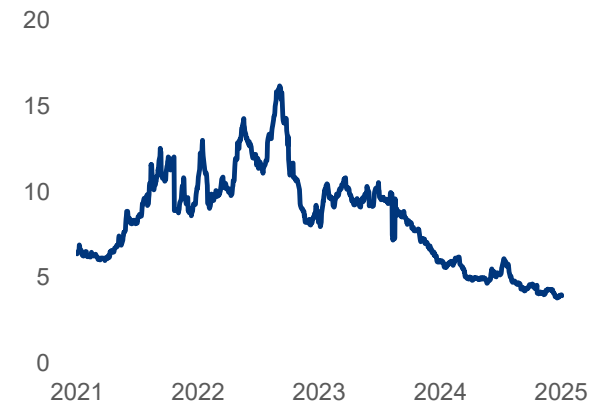
美元非投資等級債息差(%)



美元新興市場債息差(%)



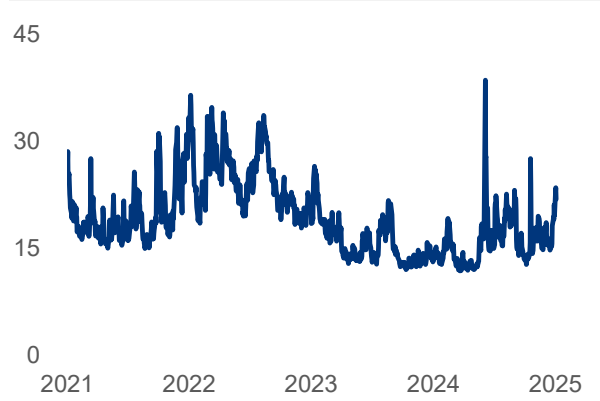
美元亞洲非投資級債息差(%)



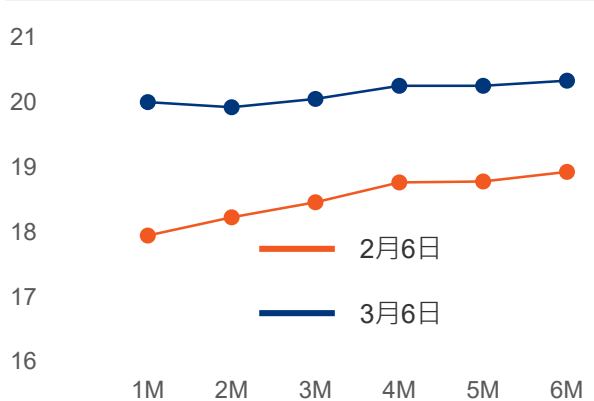
資料來源：Bloomberg · 2025年3月6日

市場觀測

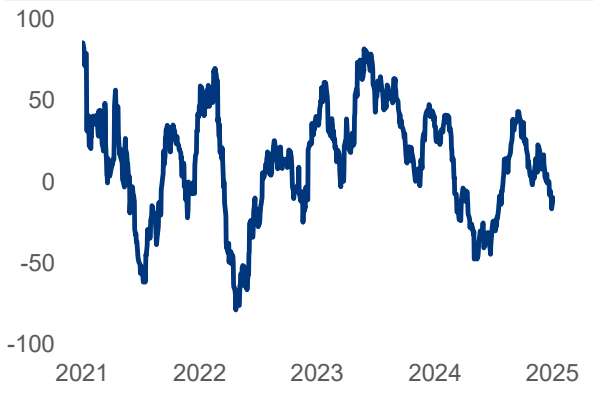
VIX指數



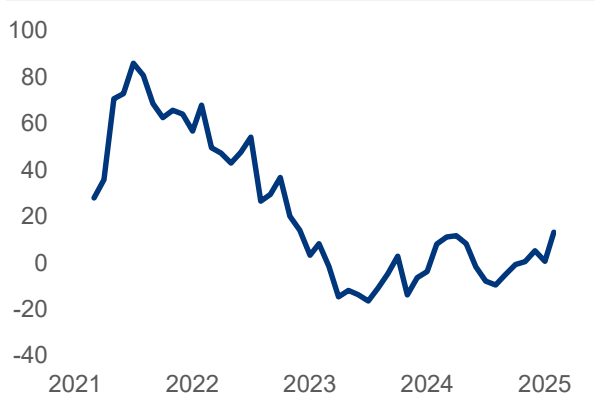
VIX期間結構



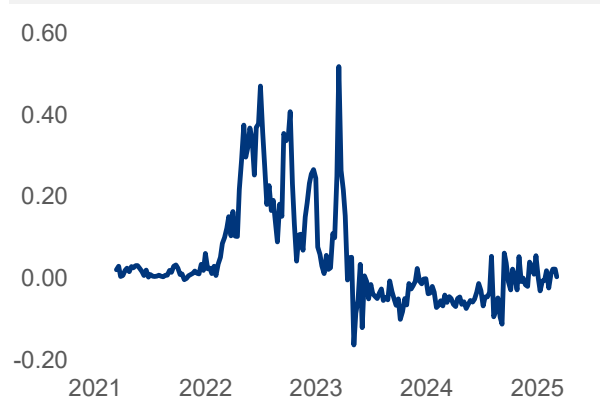
美國花旗經濟驚奇指數*



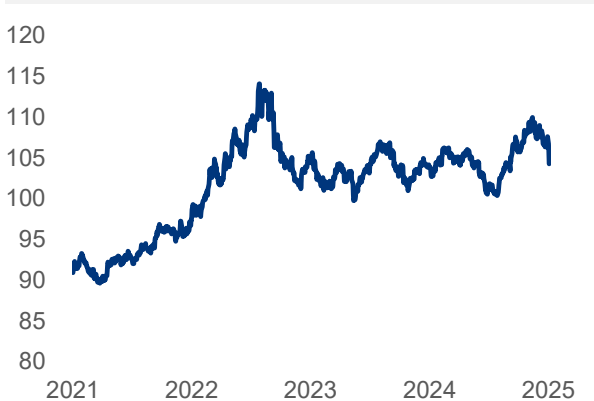
美國花旗通脹驚奇指數*



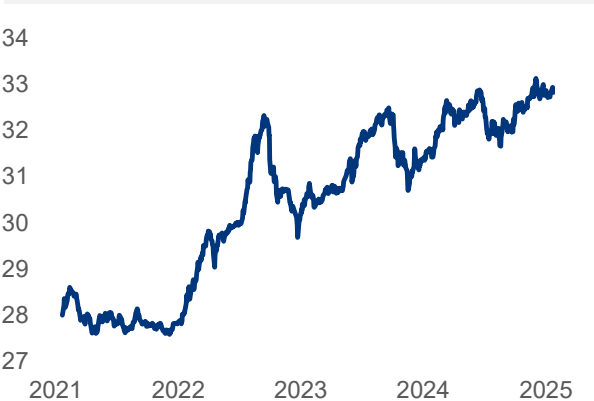
TED息差(bps)



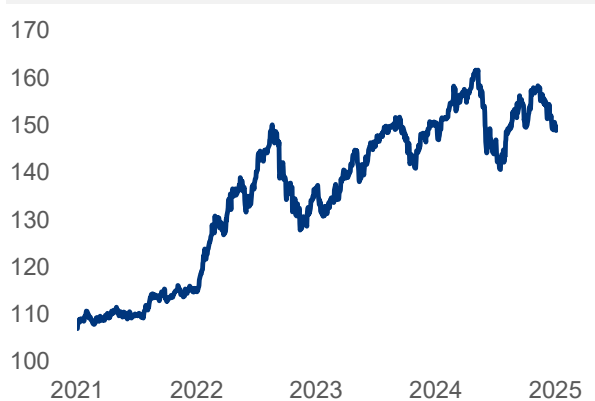
美元指數



美元兌新台幣



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg，2025年3月6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。