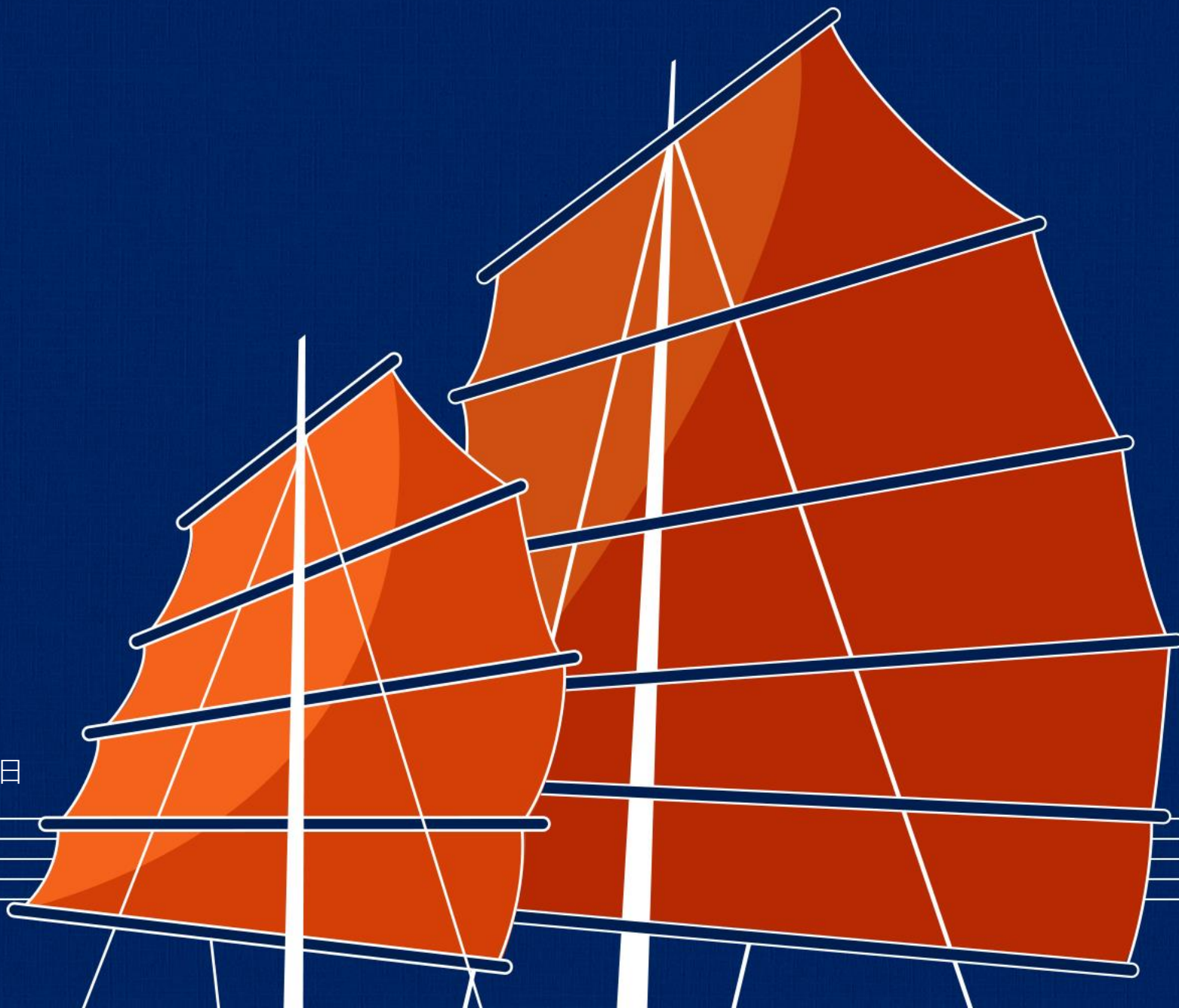




投資策略週報

Global Markets Weekly Kickstart 2024年10月7日



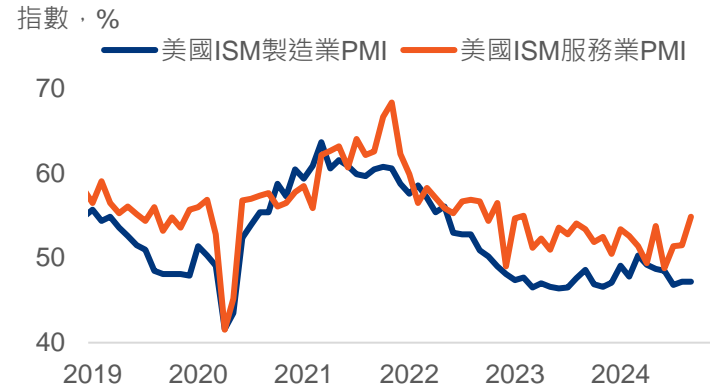
- | | | |
|----|--------|------------------------------|
| 01 | 本週焦點圖表 | ISM製造業低於榮枯線，
股債平衡降風險 |
| 02 | 市場回顧 | 數據與事件紛擾，
金融市場震盪難消 |
| 03 | 熱門議題 | 政策放水撐信心，
聚焦中國股市 |
| 04 | 投資焦點 | 美國用電續增長，
防禦首選電力債 |
| 05 | 理財產品 | 精選港、美、台股、基金/ETF、
債券、結構性產品 |

本週焦點圖表

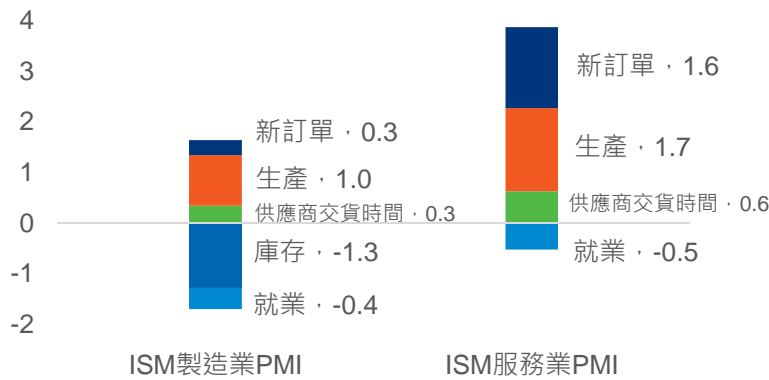
ISM製造業動能仍緩，平衡配置降風險

- ▶ 美國9月ISM製造業PMI為47.2，略低於市場預期的47.5，顯示美國整體製造業景氣仍顯疲弱，其中新訂單指數由8月的44.6回升至46.1，但新出口訂單近月表現一路滑落，僅雇用指數回升，顯示製造業需求端仍持續放緩、但放緩的程度減速；9月ISM服務業PMI公布為54.9，高於市場預期51.7，但物價上升、雇用卻下滑。綜上顯示服務業表現相對製造業仍屬溫穩，緩解經濟衰退的擔憂。
- ▶ 聯儲局減息與中國人行放水，投資人對經濟陷入衰退擔憂稍退。展望後市，有鑑於當前美國經濟放緩趨勢成形，接下來美國總統大選仍存在不確定性，金融市場波動有回升可能，預期未來盤勢呈高位震盪整理格局。檢視過往製造業PMI轉弱時期，優質債券如美國國債相對股票有較佳表現，未來除增加防禦型產業配置穩定投資組合，另可透過股債平衡布局降低風險。

9月美國製造業活動仍緩，然服務業稍有回升

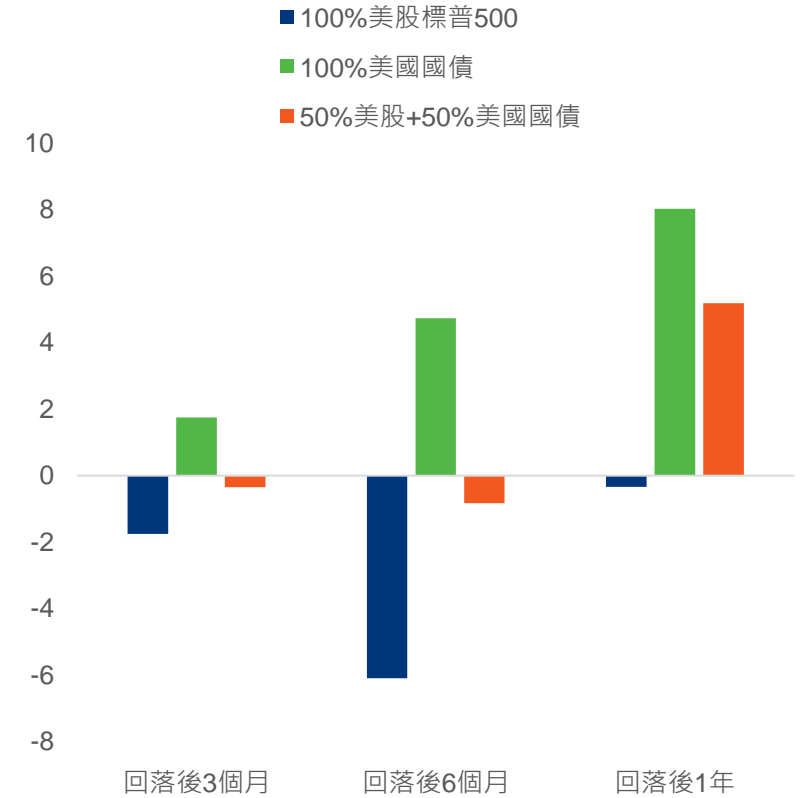


9月與前月變化與各分項貢獻度



製造業PMI下滑，透過股債平衡配置減緩修正風險

美國製造業PMI見高回落後，股債配置總報酬中位數，%



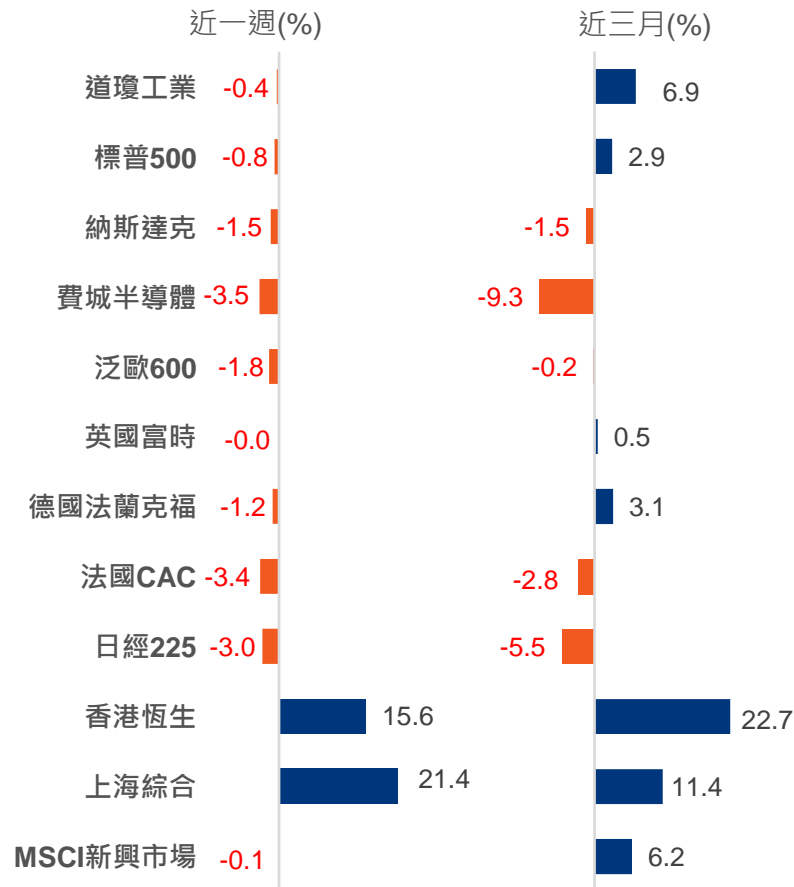
資料來源：Bloomberg，2024年10月3日，右圖統計2001/1/1至2023/12/31期間，美國ISM製造業PMI高位回落階段

市場回顧

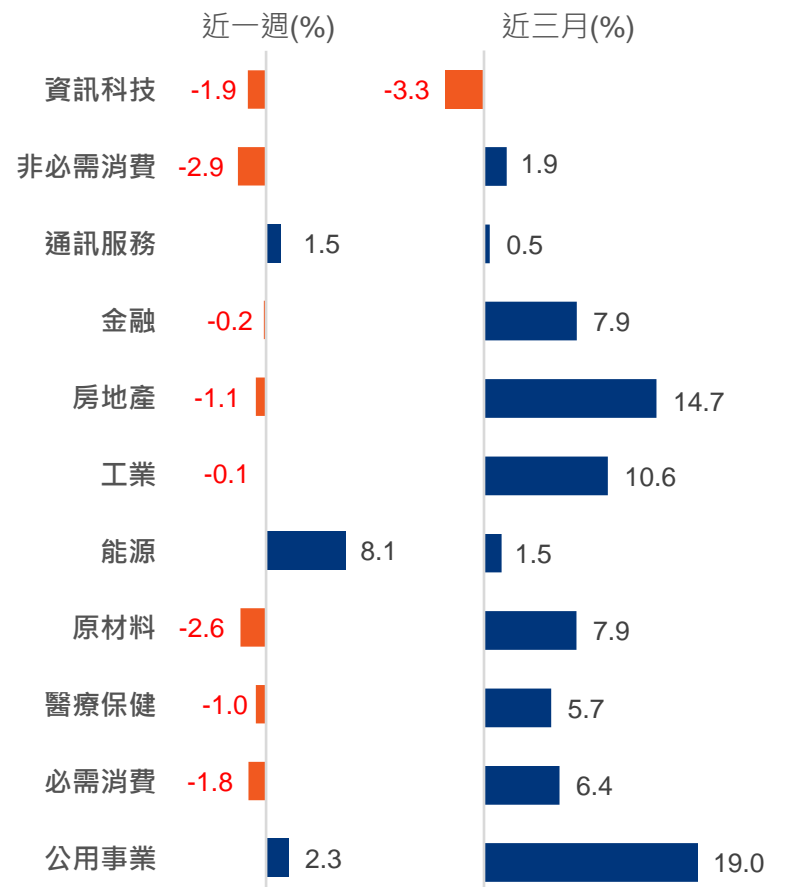
歐美製造業數據不振與中國刺激政策，股市兩樣情

- ▶ 美國公布製造業數據仍顯疲軟，服務業活動仍旺盛，但物價上升、雇用卻下滑，加劇市場對於好消息就是壞消息擔憂，美股波動再起，四大指數修正。歐洲9月製造業與服務業PMI皆較前月走低，疊加中東地緣衝突升溫，歐股普跌。中國因人行推出減息與房市寬鬆政策刺激經濟與釋放流動性，陸股與港股近週漲勢強勁。
- ▶ 伊朗針對以色列進行近200枚彈道飛彈空襲，市場預期以色列可能襲擊伊朗能源設施作為反擊，地緣衝突加劇，能源類股走揚，市場避險情緒推升防禦類股表現，如公用事業與通訊服務類股相對穩健。微軟陷入反壟斷指控，瀏覽器被控訴不公平競爭，另蘋果傳出iPhone 16新機首週銷量年減12%，疊加特斯拉第3季交車量為46.2萬輛，雖比去年同期成長6.4%但低於市場預期46.9萬輛，拖累美國科技與非必需消費類股走跌。

各地區指數表現(%)



美股各行業指數表現(%)

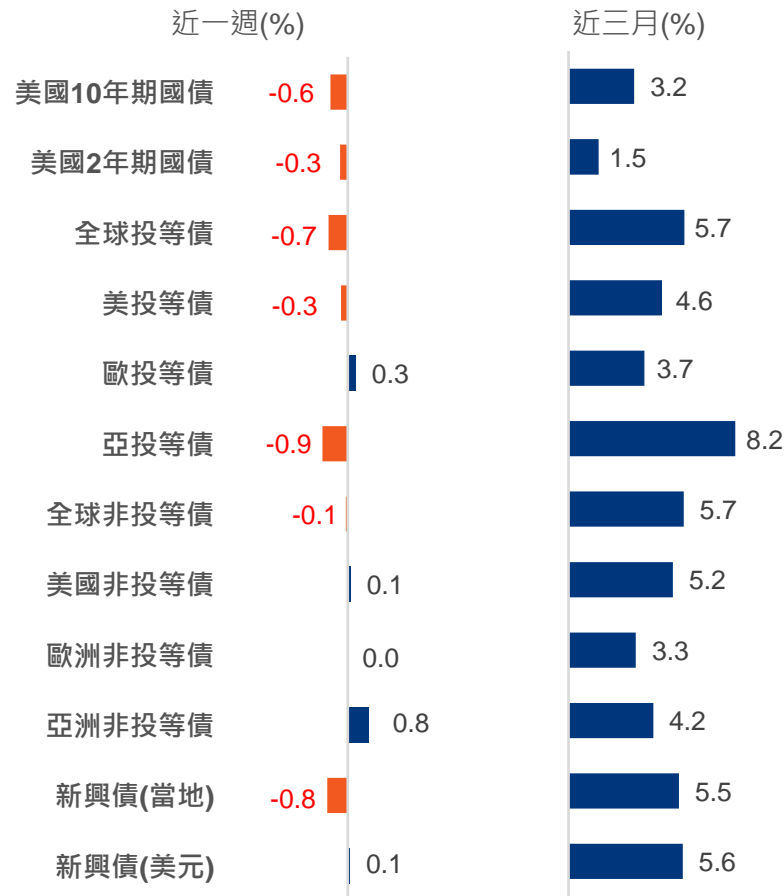


資料來源：Bloomberg，2024年10月3日

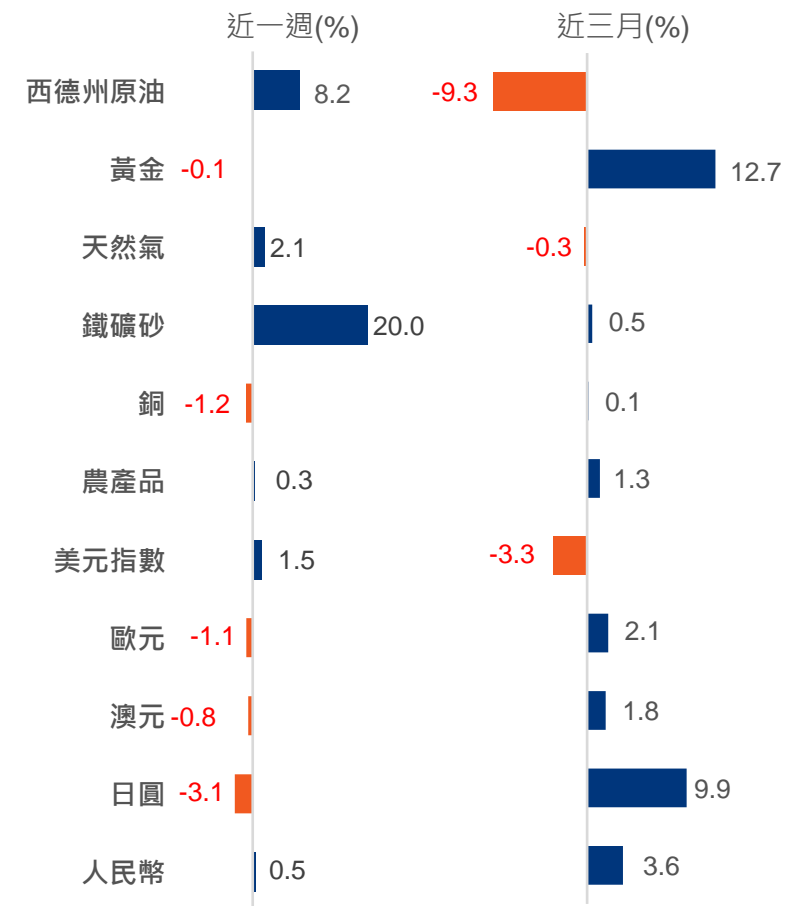
美國服務業佳，推升債券孳息率創近月高，中東地緣風險激勵油價

- ▶ 受新訂單強勁成長帶動，美國9月ISM非製造業PMI上升至54.9，優於預估值51.7，創2023年2月以來新高。儘管本週首次申請失業救濟金人數較前週增加6,000人次，仍不減市場對經濟軟著陸的期待，市場對聯儲局11月減息2碼預期降溫，預期減息1碼機率為67.5%，12月再降1碼機率為45.1%，美國10年期國債孳息率上彈至3.85%，創8月30日以來新高；2年期國債孳息率上漲至3.71%，處於9月5日來最高點，債市普遍下跌，僅亞洲非投等債漲幅較顯。
- ▶ 伊朗以飛彈空襲以色列後，中東局勢緊張讓油價大漲。美國總統拜登對記者表示，正在「討論」以色列襲擊伊朗煉油設施的可能性，位於哈爾克島的伊朗最主要原油出口港可能成為以色列國防軍的攻擊重點，西德州原油本週上漲8.2%。中國推出寬鬆貨幣政策與大力刺激房市，激勵鐵礦砂價格大漲，近週反彈幅度高達20%。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)

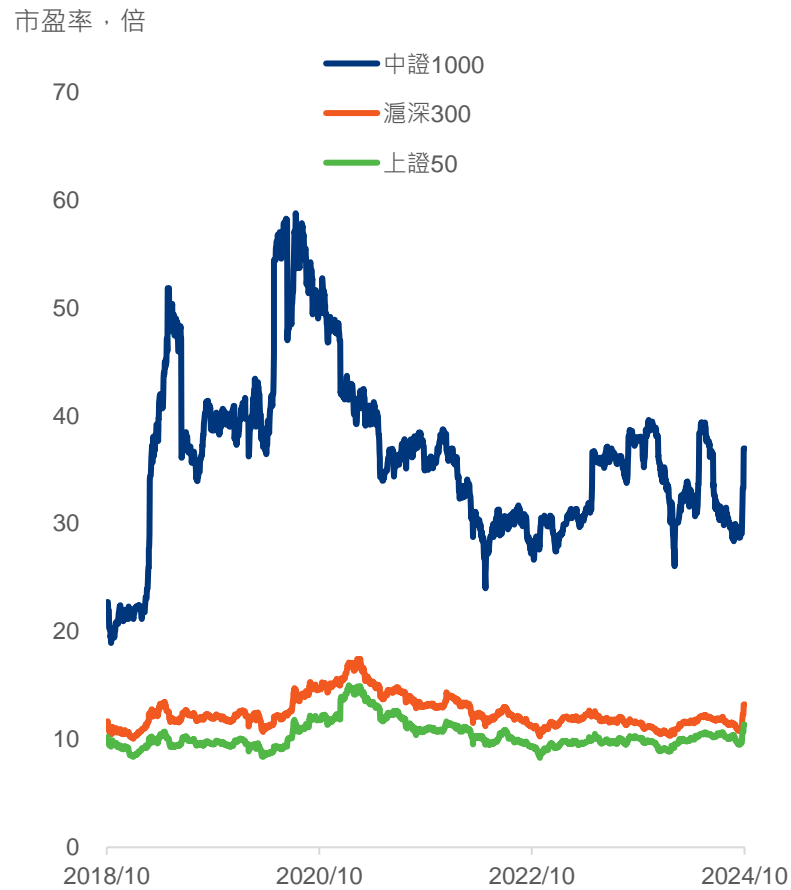


資料來源：Bloomberg，2024年10月3日

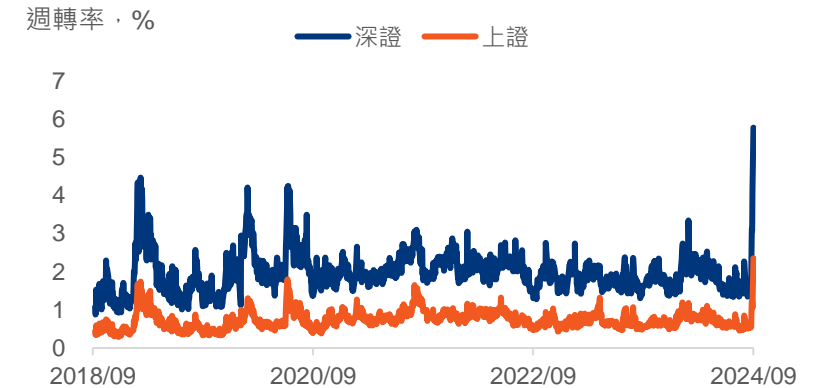
政策放水撐信心，聚焦中國股市

- ▶ 中國政府於9月24日推出多項政策利好，包含減息降準，並首創「結構性貨幣政策工具」，首期供證券、基金和保險公司互換便利規模達5,000億元人民幣，且從互換便利獲得的資金只能投資於股市，而先前A股在成交量、換手率及估值均處於歷史低點，在政策利多推出後，帶動股市大幅上漲，包含成交金額、換手率等皆創近期高點。
- ▶ 創設證券、基金及保險公司互換便利及創設回購專項再貸款為本波A股上漲最大動能。由於先前存款利率持續走低及房價下行，且股市維持低迷，流動性多卡在國債市場，透過該互換便利，符合資格之機構可透過自身擁有的債券、股票ETF、滬深300成分股作為抵押，從人行手中換入國債、央行票據等高流動性資產，並進一步抵押予商業銀行，後續將取得之流動性投入股市，進一步推升股市成長動能；惟欲介入中國股市者，應以短期戰術或衛星配置操作為宜。

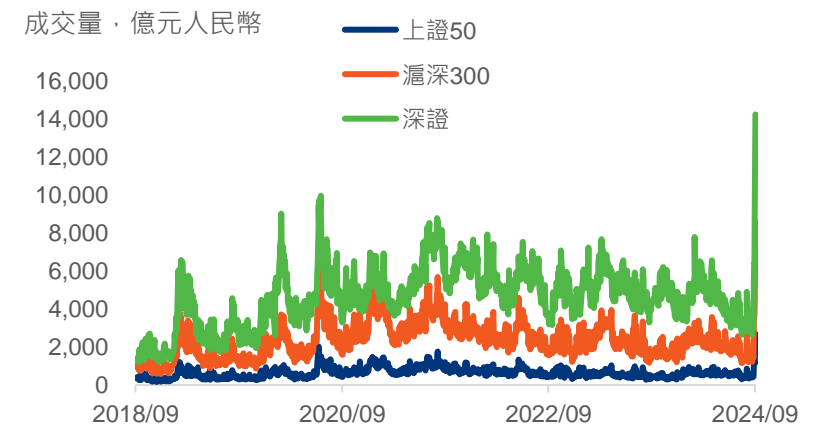
陸股市盈率處歷史低點，政策推出後出現明顯翻揚



A股週轉率大幅上升，意即股市流動性改善



政策利多刺激投資，成交金額創2018年來新高



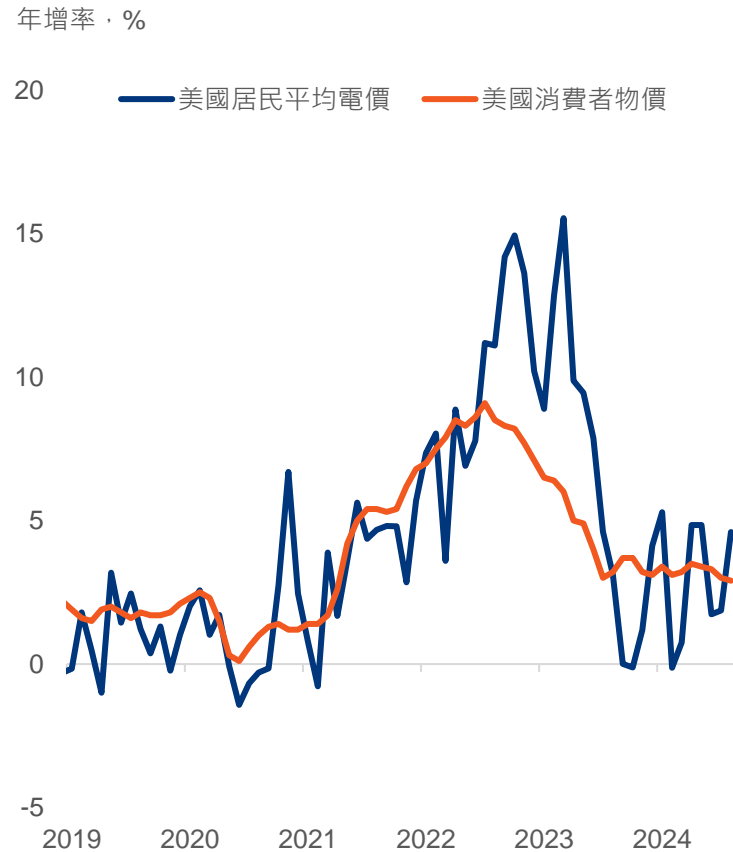
資料來源：萬得資訊 Wind · 2024年10月4日

投資焦點

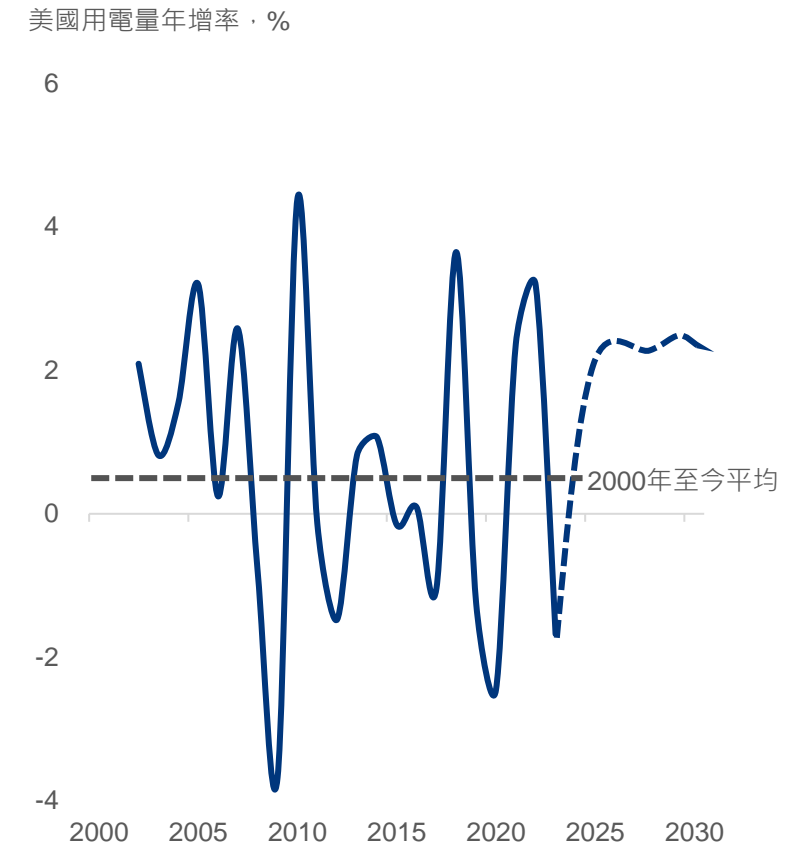
美國電價與用電量預估緩增，為公用事業主要利多

- ▶ 過去幾年美國當地電價平均年增近4%，主因包含：1)發電成本上升，自從2022年俄烏戰爭後天然氣價格暴漲，造成美國電力公司發電成本增加，2)電力運輸與配電網路等基礎設施，因汰舊換新設備所產生的資本支出，3)美國多數公用事業將通脹作為營運成本與調漲電價因素，美國電價與通脹走勢存高度相關性，亦為美國電價上漲成因，顯示公用事業具備一定程度的通脹轉嫁能力。
- ▶ AI資料中心持續建置，其中需要大量電力支持系統和設備。資料中心電力消耗主要來自系統設備、冷卻與電源調控系統，根據美國電力研究院 (Electric Power Research Institute, EPRI) 研究顯示，使用AI搜尋所消耗的電力為傳統網路搜尋的10倍，預估美國未來資料中心用電占整體用電量，將從4%倍增至9%之多，高盛證券預計2030年之前超大規模資料中心用電量成長160%，將推升美國用電量以每年2%以上的速度成長。

美國當地電價隨通脹動態調整



美國用電量主要動能來自資料中心



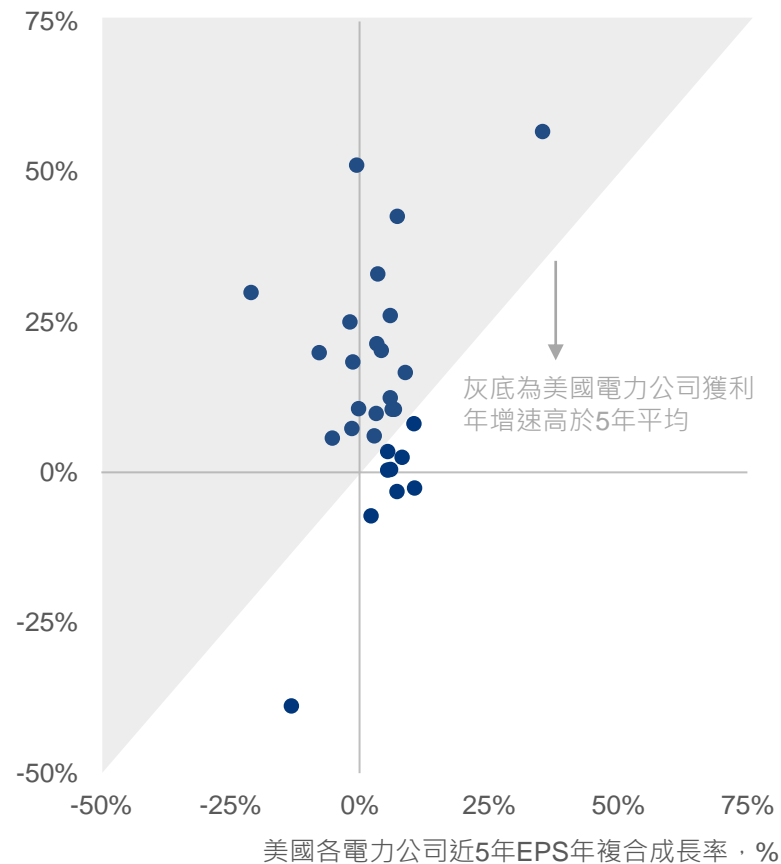
資料來源：Bloomberg，EPRI，GS，2023年後為預估值，註：超大規模資料中心(Hyperscale Data Center)為面積至少10,000平方英尺且超過5,000台伺服器的資料中心

公用事業債防禦特性，於減息時期表現佳

- ▶ 檢視美國電力公司獲利，受惠1)前述電價走升與發電需求增加，2)天然氣與煤炭等發電成本走低，3)透過AI技術增加發電與電力傳輸效率，支持多數電力公司企業獲利持續成長。此外，多數大型資料中心採用再生能源電力作為低碳排解決方案，除穩定度仍有挑戰的太陽能與風力發電外，核能發電亦成為大額穩定電力供給的關鍵。
- ▶ 聯儲局已啟動減息，檢視過往減息期間，經濟多處於下行循環，公用事業因固定需求與相對穩定增長，能抵禦經濟波動並具有逆週期的防禦特性，公用事業債券亦因平均存續期間相對較長，為受惠利率下行的主要族群。此外，根據巴黎氣候協定所制定的低碳排放目標，因應能源轉型與再生能源需求，電力公司因改善基礎設施、拓展服務、電網升級等資本支出所產生的融資需求，高昂的債務融資成本亦有望因美國減息而改善。

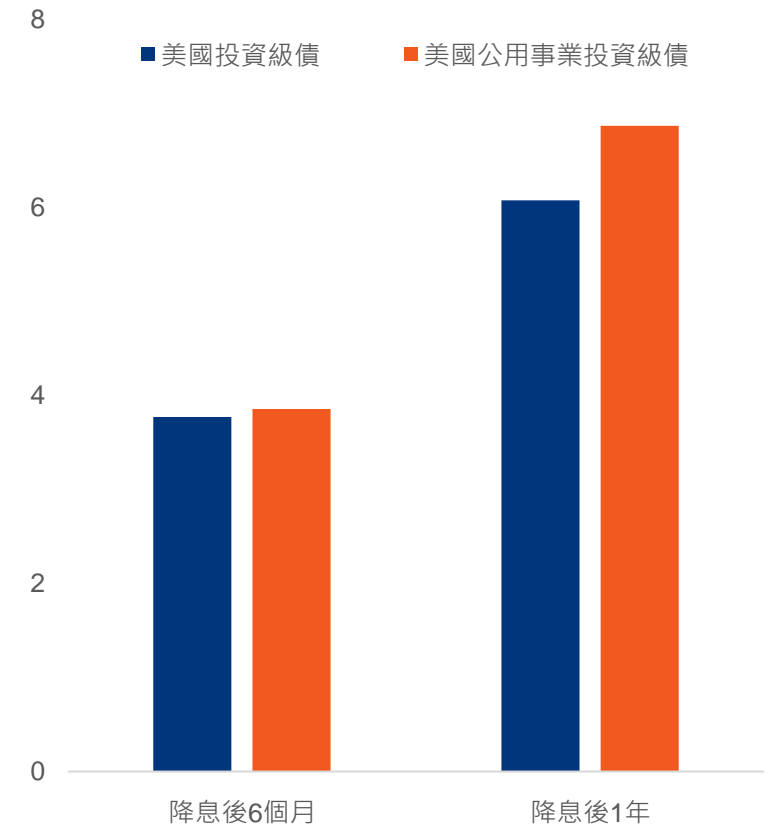
美國多數電力公司獲利年成長高於5年平均

美國各電力公司近一年EPS年成長率，%



過往美國減息時期，公用事業債券相對大盤較佳

2000年以來減息時期，債券總報酬表現，%



資料來源：Bloomberg，右圖統計2000/1/1至2023/12/31期間，美國啟動減息時期

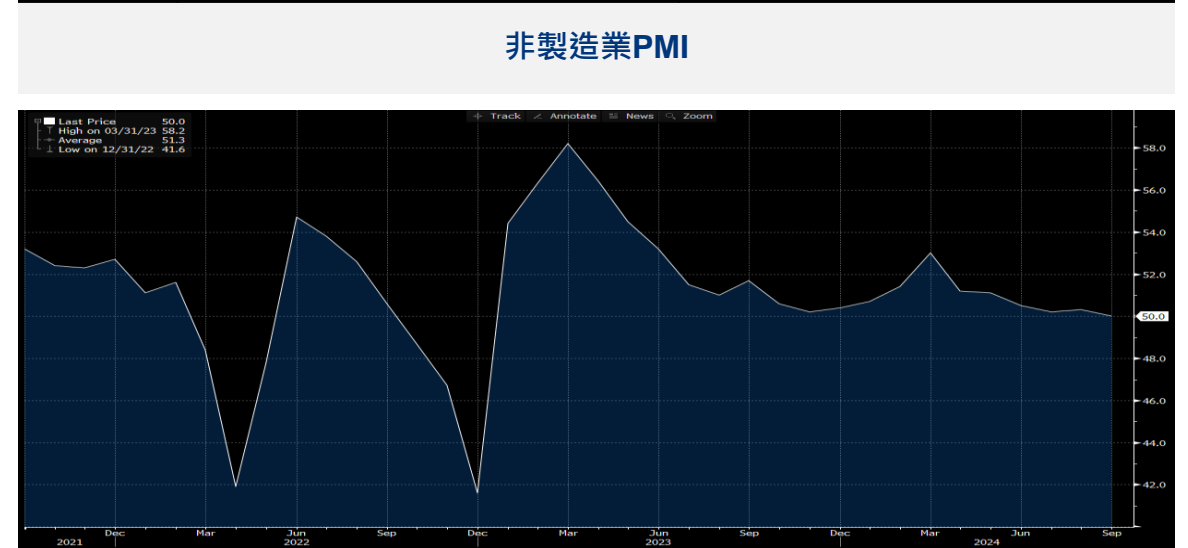
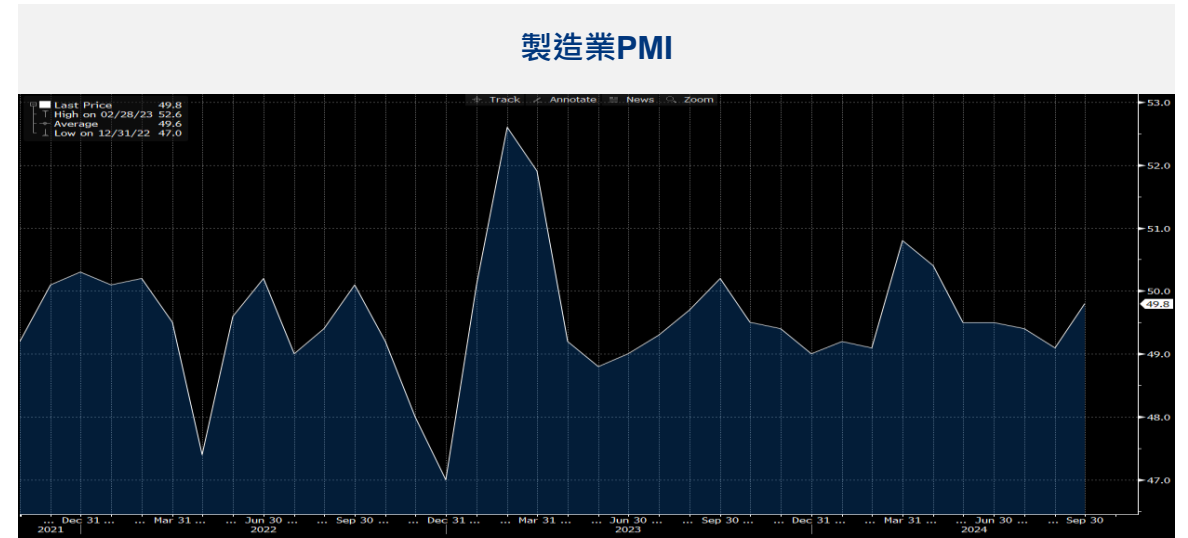
市場策略思維

類別	市場看法	偏好資產
股市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 聯儲局開啟減息週期，美國總統大選前夕，預期股市未來波動仍劇，股權投資建議先以防禦型產業為主，公用事業、醫療保健與電信類股等能降低波動。 ◆ 中長期部位著重優質龍頭股，採定期定額長期趨勢如AI、半導體、科技等題材。 	<p>策略風格：中、大型股</p> <p>區域：美國、歐洲、印度</p>
債市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 美國通脹與就業趨緩，經濟或朝軟著陸發展，預期聯儲局後續觀察數據動態調整貨幣政策，把握現階段利率仍處高位，投資債券鎖利領息。美國國債孳息率曲線從倒掛轉向正斜率，經濟下行風險猶存，若衰退風險升溫，逢孳息率反彈向上，可漸布中長天期債券，並聚焦高信評企業債，以信評AAA至BBB級投資級債券最穩健，行業類別如金融、通訊、公用事業等息差相對較豐沛。 	<p>期間：中長天期債鎖高息</p> <p>種類：國債、投資等級債</p>
匯市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 美國總統大選選情難料，聯儲局減息週期預期延續至明年，對美元形成壓抑，美國財政部增加美債發行量使負債餘額成長，美元內在價值降低，將使美元強度減弱。 ◆ 日本央行欲使貨幣正常化，日銀持續緊縮貨幣政策，但美國聯儲局開始減息寬鬆，美日2年期國債息差收窄，促使日圓偏升值方向發展。 	<p>美元強度將減弱</p> <p>日圓偏升</p>

國新辦明早舉行新聞發布會，介紹一攬子增量政策

- ▶ 內地自上週二(1日)國慶開始休市，本週二(8日)內地股市才重新啟市，恒生指數上週延續升勢，惟週內升幅較上一週顯著收窄。雖然升幅回軟，但大市成交仍然繼續衝高，週一(9月30日)更達至5,058億港元成交，再次創下歷史新高，市場情緒依然高漲。經濟數據方面，週一公布了採購經理人指數(PMI)，雖然本次數據並未能反映目前中央政策出台的利好因素，但仍然值得留意。
- ▶ 9月份製造業PMI公布值為49.8，優於預期的49.4及前值的49.1。情況優於前4個月表現，但仍處於盛衰分界線的臨界點，反映收縮幅度減少轉趨平穩，但仍需要應對挑戰。在細項數據方面，新訂單為49.9，較前值高1點；新出口訂單為47.5，較前值低1.2點。新訂單回升，同時新出口訂單回落，反映本輪內需情況優於外需。而後續料受到政策支持，內需有機會逐步回暖，為推動製造業PMI指數上升的主要動力之一。另外，在生產經營預期趨勢方面，數據反映過去一年製造業企業信心持續減弱，目前已連續兩個月錄得52，為過去一年的最低水平，主要受早前市場需求轉差所影響。
- ▶ 至於股市方面，近日成交大幅上升源於3批投資者入市，包括過去低配中港市場的外資FOMO(Fear of missing out)、內地資金及零售投資者重新關注中港股市。國務院新聞辦公室將於明天(8日)上午10時舉行新聞發布會，將介紹「系統落實一攬子增量政策」。
- ▶ 惟資金快速進入中港市場，技術指標普遍已甚為超買及指數已累積了一定升幅，投資者宜控制注碼、優先選擇基本因素較好或直接受惠內地政策的股份或利用指數ETF分散個股風險作部署。

資料來源：Bloomberg



中銀香港(2388)

收盤價 HK \$25.55

目標價 HK \$27.5

止損價 HK \$23.2

公司簡介

中銀香港是香港三家發鈔銀行之一，亦是香港唯一的人民幣業務清算行，在各主要業務市場位居前列。

公司特色

■ 上半年淨息差勝預期

2024年上半年調整後淨息差為1.61%，較2023年下半年減9個基點，但2024年第二季較上季上升1個基點，優於其他香港本地銀行同期的收縮。由於美國已開始減息，港銀亦跟隨下調港元最優惠利率，中銀香港的淨息差料於今年第四季及明年呈下行趨勢，管理層早前表示將繼續動態管理資產及負債，打算專注於改善貸款和存款組合以及延長債券投資組合的期限，以減輕未來幾季聯儲局減息的潛在壓力。目前本港一手住宅仍供過於求，樓市仍然面對壓力，相信要待息率進一步回落一段時間，才會對按揭市場有一定幫助。往後可留意在利率下行周期時，香港銀行的貸款量有否復甦。

■ 資產質素良好

截至6月30日，中銀香港的減值貸款比率為1.06%，較2023年末上升0.01個百分點，但比同業情況理想。內房貸款風險敞口為896億元，在總貸款額佔比已降至約5.3%，當中不少來自信貸狀況較好的國企客戶(佔比為82%)。目前內房去庫存壓力仍大，但是內地當局推出多項穩定樓市措施，相信有利房企銷售回穩。另一邊廂，香港房地產貸款總額2,620億元，較去年底下跌4.7%，不良率0.16%，加權平均抵押率(LTV)不高於45%，屬健康水平，資產質素仍然良好。隨着美國聯儲局開展減息周期，管理層料有助改善房地產客戶還款能力，相關不良貸款全年將保持相對平穩。

資料來源：Bloomberg

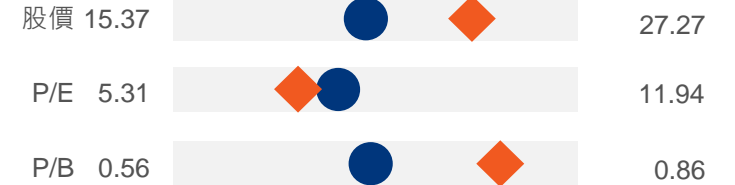
財務數據

	2021	2022	2023	2024F	2025F
收入增長(%)	-13.6	-26.7	47.3	-7.7	-1.3
EPS	2.21	2.46	3.11	3.43	3.39
EPS增長(%)	-20.1	11.4	26.1	10.3	-1.1
DPS	1.13	1.36	1.67	1.87	1.89

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



中國建築國際(3311)

收盤價 HK \$12.24

目標價 HK \$13.6

止損價 HK \$10.8

公司簡介

集團主要從事建築業務、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

■ 上半年業績穩健

集團上半年業績穩步增長，新簽合約額為1,251.30億港元(下同)，同比增長29.2%；收入為617.55億元，同比增長12.1%；經營溢利85.70億元，同比增長10.3%；股東應佔溢利上升12.7%至54.65億元。董事局宣佈派發2024年度中期股息每股33仙，派息比率約為30.4%，較去年同期提升1.8個百分點。港澳地區市場方面，集團與法國威立雅集團成立聯合體，成功中標香港新界西堆填區擴建計劃(WENTX)，項目總合約額達611億元(集團應佔合約額約428億元)，成為集團歷史上合約額最大的工程項目。而內地市場方面，MiC本年繼續在高能級經濟區域核心城市快速滲透。

■ 以收息角度來看，仍具吸引力

儘管股價上漲，中國建築國際的估值仍具吸引力，預計2025年的市淨率為0.8倍，市盈率为5.9倍，同時提供大於5%的收益率。管理層維持了全年收入和利潤雙位數成長的指引，並設定訂單目標為2,100億港元(年增長12%)。儘管上半年現金流有所下降，但這主要是由於一些香港項目初期階段對營運資金的需求增加。管理層預計全年經營現金流將保持正增長。管理層表示2024年的股息支付將“不低於30%的收益”，相比先前的“約30%”政策有所提高。以收息角度來看，仍具吸引力。

資料來源：Bloomberg

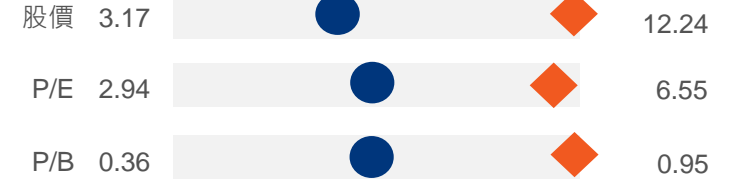
財務數據

	2021	2022	2023	2024F	2025F
收入增長(%)	23.8	31.9	11.5	13.8	12.9
EPS	1.26	1.4	1.84	2.06	2.34
EPS增長(%)	11.96	10.89	31.74	11.54	13.76
DPS	0.41	0.48	0.57	0.63	0.71

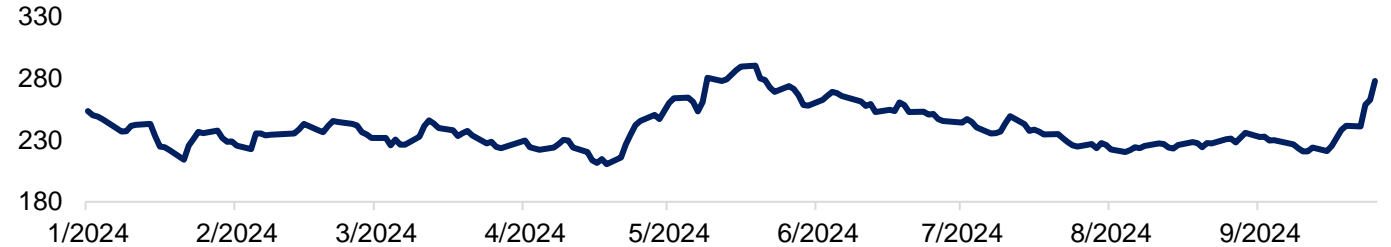
資料來源：Bloomberg；2024至2025年為市場平均財務預估資料

評價區間

● 5年平均位置 ◆ 目前位置



近一年價格



迄2024年10月3日	1個月	3個月	YTD	1年	3年	5年
期間報酬率(%)	8.13	6.14	31.72	50.19	92.80	113.59

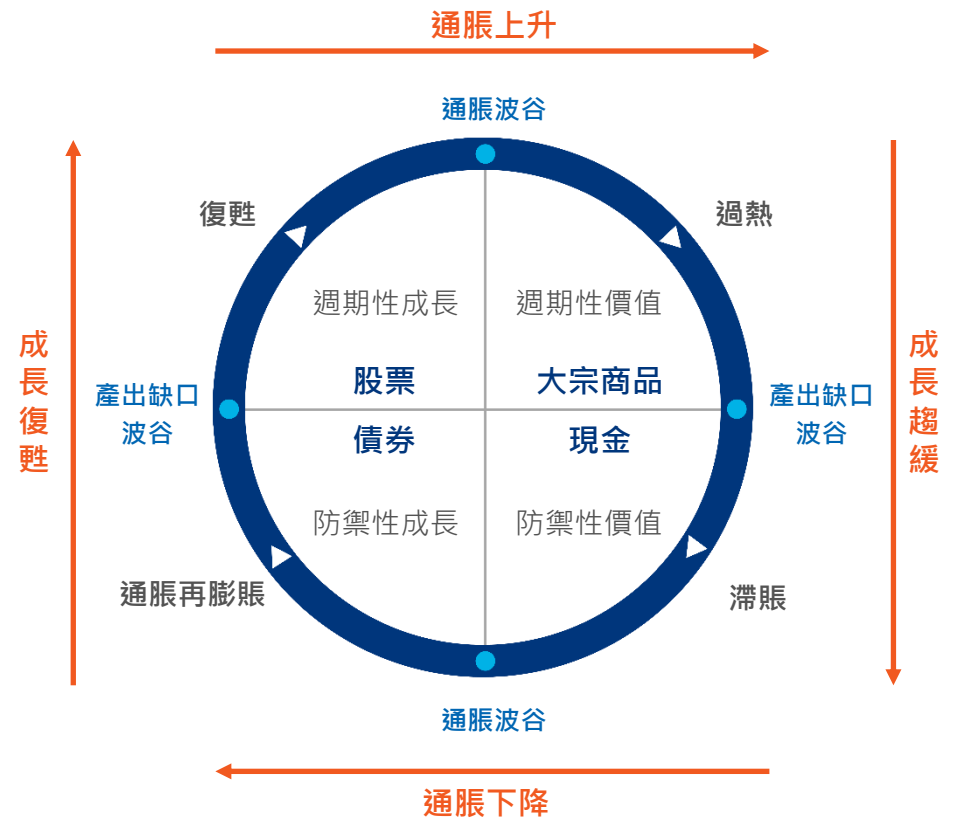
美股

美國大選在即，震蕩輪動行情

- ▶ 美國於2024年9月新增了254,000個就業崗位，遠高於向上修訂後的8月159,000個，且超出預期的140,000個，創下六個月來最強勁的就業增長。此外，7月份的非農就業數據由原先的89,000個向上修訂為144,000個，上調了55,000個；8月份的數據也由142,000個上調至159,000個，增加了17,000個。
- ▶ 美國2024年9月的失業率降至4.1%，為三個月來最低，低於前一個月的4.2%，並且出乎市場預期（市場原本預測失業率將保持不變）。失業人數減少了281,000人，降至6,834,000人；同時，就業人數增加了430,000人，達到161,864,000人。與此同時，勞動力參與率維持在62.7%不變，而就業人口比率則由60%上升至60.2%。
- ▶ ISM製造業PMI在9月為47.2，與8月持平，略低於預期的47.5。該數據持續顯示製造業處於收縮狀態，且已連續六個月萎縮。需求依然疲弱，產量下降，而投入狀況則維持寬鬆。ISM服務業採購經理人指數PMI在9月飆升至54.9，高於8月的51.5，也遠超預期的51.7。此讀數顯示自2023年2月以來服務業的最強勁增長。
- ▶ 9月美國私營企業新增了14.3萬名員工，是過去三個月以來最多的一次，高於經向上修正後的8月數據(10.3萬)，也遠超預期的12萬。經過五個月的放緩後，職位創造顯示出全面回升，製造業自4月以來首次新增就業。服務業部門增加了10.1萬個職位。
- ▶ 根據美林投資時鐘及市場走勢，資金從此前防禦價值股輪動至防禦成長和週期成長板塊。
- ▶ 建議買入週期性股票。

資料來源：Bloomberg · KGI整理

美林投資時鐘



安特吉(ETR)

收盤價 US \$133

目標價 US \$150

止損價 US \$123

公司簡介

安特吉公司是一家綜合能源公司，主要專注於電力生產和零售配電業務。該公司向阿肯色州、路易斯安那州、密西西比州和德克薩斯州的公用事業客戶提供電力。安特吉也在美國北部擁有並經營核電廠。

公司特色

■ 核電成為熱門人工智能基礎建設投資主題

近期微軟宣佈與核電廠合作，後者將為其數據中心提供核電供應。谷歌正在尋找滿足其人工智慧項目龐大能源需求的方案，並有可能採用核電。今年3月，亞馬遜決定從核電廠採購電力。隨著科技巨頭加大能源供應採購，核電成為熱門人工智慧基礎板塊。

■ 數據中心電力需求巨大

波士頓諮詢預測，數據中心的總電力需求將以每年15-20%的速度增長，到2030年將達到100至130吉瓦，相當於大約1億戶美國家庭的用電量，約佔美國總家庭數量的三分之二。

■ 核電再度復興

在聯邦政府的支持下，美國一座關閉的核電廠首次得以重新開放。美國能源部宣布提供15.2億美元貸款，協助恢復密西根州科弗鎮的一座核電廠。

■ 業務擴張

公司最近公佈了一項計劃，將在2024年至2028年期間投資約330億美元用於其電力分銷網絡。預期該資本性支出將驅動未來四年每股獲利年化成長率達6%至8%。

■ 穩定股息

24/25/26財年預期股息率為3.45%/3.61%/3.79%。

資料來源：Bloomberg

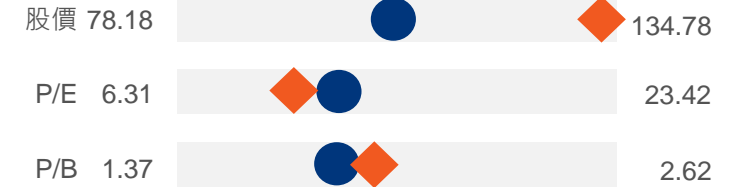
財務數據

	2021	2022	2023	2024F	2025F
收入增長(%)	16.1	17.2	-11.7	4.8	4.7
EBITDA比率	30.1	26.5	36.7	40.6	43.2
EPS	6.02	6.42	6.77	7.22	7.73
淨利率	9.5	8	19.4	12.2	12.7

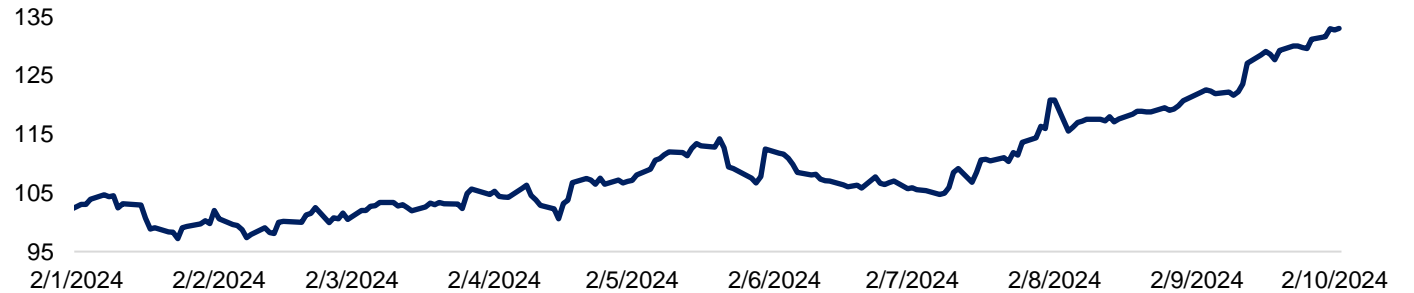
資料來源：Bloomberg；2024至2025年為市場平均財務預估資料

評價區間

● 5年平均位置 ◆ 目前位置



近一年價格



迄2024年9月26日	1個月	3個月	YTD	1年	3年	5年
期間報酬率(%)	8.5	26	31.4	46.1	14.6	6.6

卡梅科(CCJ)

收盤價 US \$49.96

目標價 US \$56.0

止損價 US \$46.0

公司簡介

卡梅科公司(CCJ US)勘探、開發、開採、精煉、轉化和製造鈾。該公司出售鈾作為核反應器發電的燃料。公司的業務遍及全球。

公司特色

■ 鈾供應受阻

莫斯科考慮限制鈾、鈦和鎳的出口。俄羅斯擁有全球約44%的鈾濃縮能力，佔全球供應量的5.5%。今年5月，美國通過了《禁止從俄羅斯進口鈾法案》。擁有核能的國家，尤其是西方國家，一直在尋求可靠的供應。俄羅斯潛在的鈾出口限制將導致供應緊張，價格將相應反彈。目前的鈾價格在10月已升至每磅82美元，是一個多月來的最高水平。

■ 核電需求將推動鈾增長

展望未來十年，市場預計將持續成長。根據世界核能協會《2023年核燃料報告》中的基準情境，2023至2030年間鈾需求將增加28%，2031至2040年間鈾需求將增加51%。核電廠延長壽命的許可及老舊反應爐繼續運作的經濟吸引力是中期鈾市場的關鍵因素。然而，根據國際能源署《2023年世界能源展望報告》，到2040年電力需求可能比2022年增長約50%，在一個重視碳排放限制的世界中，核電容量的成長空間相當可觀。

■ 目前鈾價格穩定，未來上漲空間大

目前鈾價格在每磅82美元，為一個月以來新高。在2023年年底及2024年年初時曾超過每磅105美元。美元減息週期及潛在供應缺口擴大將推動未來價格上漲。

資料來源：Bloomberg

財務數據

	2021	2022	2023	2024F	2025F
收入增長(%)	-12.4	22.0	33.5	16.0	10.4
EBITDA比率	3.7	10.3	32.1	44.7	54.5
EPS	-0.24	0.35	0.83	0.81	1.79
淨利率	-7.0	4.8	13.9	12.2	23.9

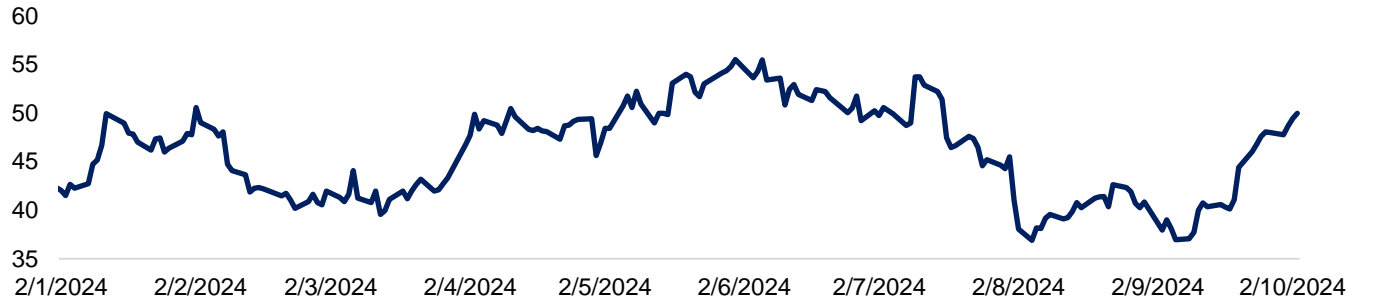
資料來源：Bloomberg；2024至2025年為市場平均財務預估資料

評價區間

● 5年平均位置 ◆ 目前位置

股價	5.5	●	◆	55.51
P/E	68.68	●	◆	177.02
P/B	0.63	●	◆	4.76

近一年價格



迄2024年9月26日	1個月	3個月	YTD	1年	3年	5年
期間報酬率(%)	28.1	-1.2	15.9	38.2	31.2	40.3

電子類股面臨整理，選股聚焦受惠中國需求帶動之股票

▶ 中國救市推升需求，原材料類股為近期焦點

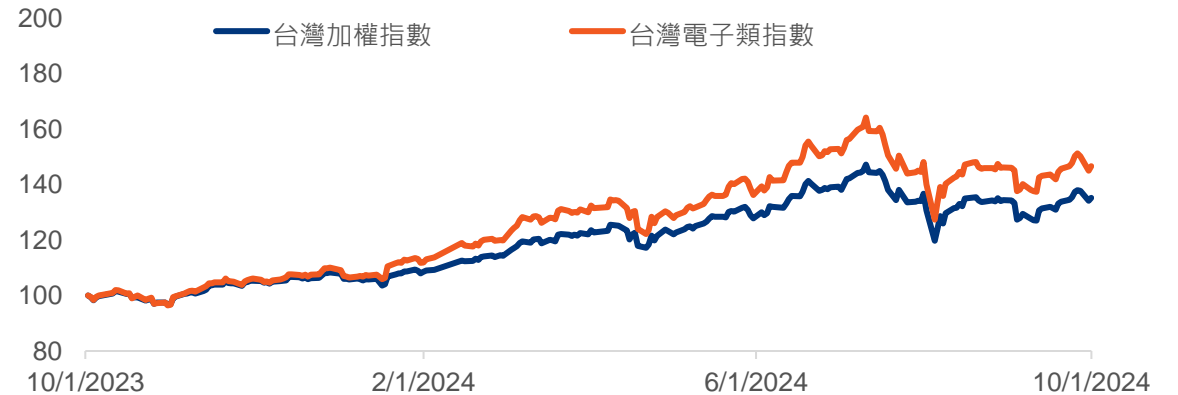
受中國官方全面救市、救經濟、促消費帶動，中國內需或將轉強，包含原材料價格有望止跌回升，水泥、塑膠、鋼鐵、玻陶、造紙、航運等傳產類股全面上漲。另經濟部今年第二次電價費率審議委員會召開，重電相關以電機機械較有表現。科技股部分，記憶體相關在美光大漲激勵下亦呈現走強。

▶ 電子類股面臨整理，短期聚焦受惠中國政策利多帶動類股

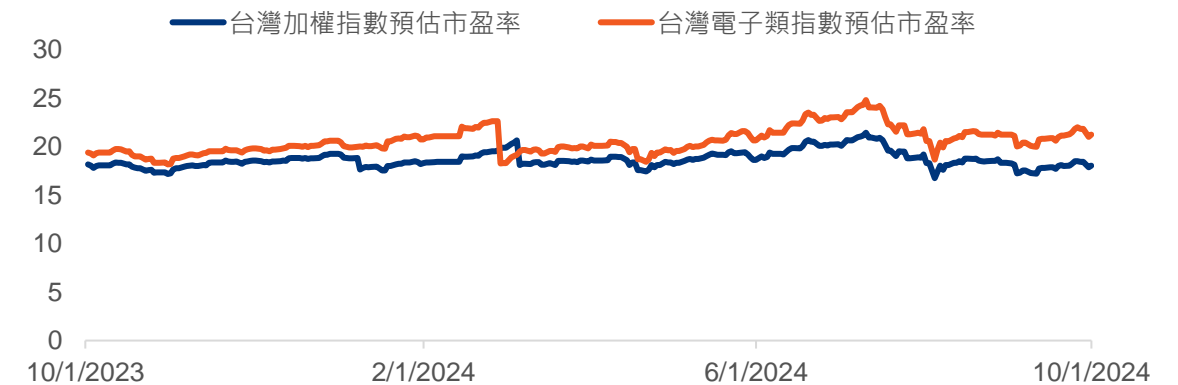
觀察本週台股盤面結構，成交量持續維持月均量水準，量能並無放大至4,000億左右水準，可能無力挑戰短壓。操作上須留意輪動節奏並汰弱擇強，選股優先關注具利多題材且技術面沿著短期均線上漲或是表態突破壓力轉強相關個股。類股部分，電子股受到包含戰爭等多重利空影響呈現重挫，恐將進入整理，故即將公佈的9月營收為近期關鍵。另中國推出政策利多救市，包含水泥、塑膠、鋼鐵、玻陶、造紙，以及中國營收佔比較高的中概內需餐飲、醫美、隱形眼鏡等類股成為短線盤面焦點。

台灣加權指數與台灣電子類指數走勢及預估市盈率

指數走勢，標準化以2023/10/01=100



指數預估市盈率走勢



世芯-KY (3661 TT)

公司簡介

世芯-KY成立於2003年，專精於提供高複雜度ASIC和SoC設計(尤其是後段設計)與生產服務解決方案。公司多年來深耕IC設計服務領域，團隊主要延攬來自於美國矽谷和日本的IC設計專家。世芯-KY總部位於台北，並於新竹設有ASIC製造中心。基於全球布局策略，公司在中國、日本和美國設有分部。

公司近況

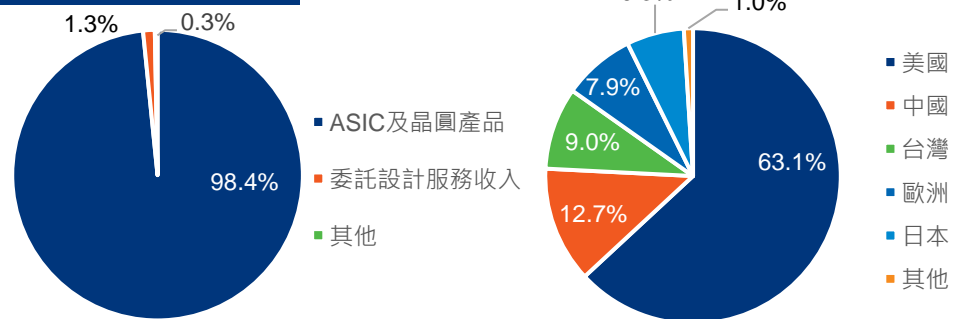
■ 晶圓代工合作夥伴CoWoS產能未見下修

美系IDM客戶之量產專案將支撐2025年營收年增，且世芯-KY已為美系IDM客戶於2025年取得約3倍CoWoS產能(全年約為25,000片)，目前該CoWoS產能未見下修，預估自此客戶量產營收將年增至6.5-7.0億美元。

■ 美系IDM量產專案是由數個終端客戶所構成，且非超大型公司或中國客戶

公司主要客戶包括Naver、Bharti Airtel、Bosch與Infosys等非中系客戶，另美系IDM客戶屢次強調該5nm AI ASIC之表現與功耗優於Nvidia之H100 AI GPU，故該5nm AI ASIC得以直接出貨至中國之可能性較低。

營收來源及區域佔比



資料來源：Bloomberg

財務數據

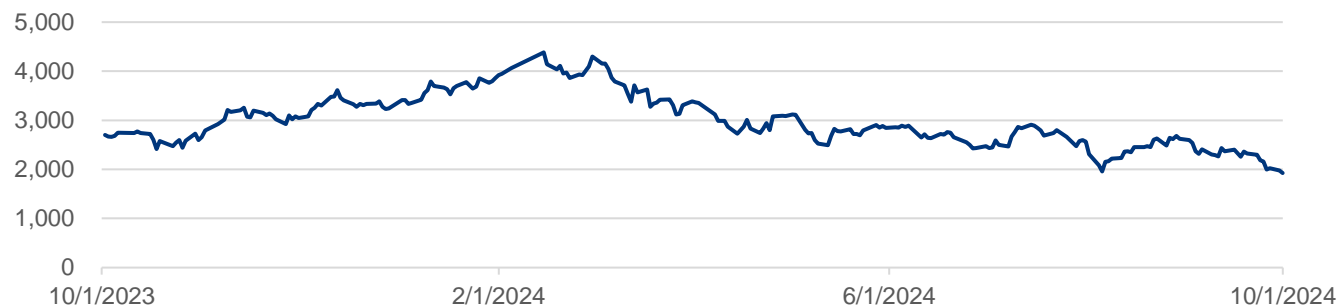
	2021	2022	2023	2024F	2025F
EPS (新台幣)	21.34	25.69	45.47	78.77	98.85
EPS 成長率(%)	56.8	20.4	77.0	73.2	25.5
市盈率	94.7	78.6	44.4	25.6	20.4
ROE (%)	20.9	15.7	21.4	23.1	20.5

資料來源：公司資料，凱基分析師預估

評價區間



近一年價格



迄2024年10月4日	1週	1個月	3個月	6個月	YTD	1年
期間報酬率(%)	-11.3	-20.0	-26.8	-43.4	-41.5	-28.8

台積電(2330 TT)

公司簡介

台積電是全球最大的專業半導體晶圓代工廠，近年來其市佔率持續增加。台積電現有六座先進十二吋晶圓廠、六座八吋廠、一座六吋廠，外加正在興建的一座十二吋廠。台積電提供以下服務：晶圓製造，晶圓探測，組裝和測試，光罩生產和設計服務。

公司近況

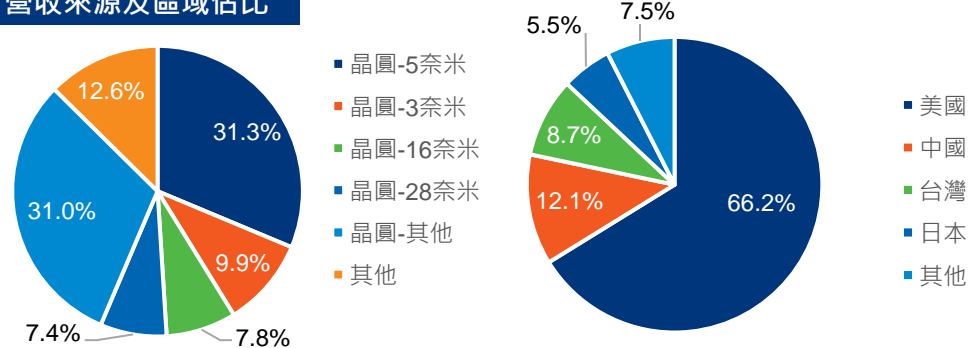
■ 3Q24業績有望優於財測，估計4Q24營收將季增8%

受惠AI需求與iPhone 16放量，預估3Q24營收有望優於財測，惟新台幣升值將抵消營收上檔。4Q24動能來自Nvidia AI晶片、iPhone 16 A18、Qualcomm與聯發科旗艦SoC與Intel Lunar Lake處理器。

■ Apple自研modem晶片或為2025年成長動能

隨1H25發表的iPhone SE4將開始採用自家modem與RF晶片，台積電有望取得5G modem (N5)與RF晶片(N6)之訂單。iPhone SE出貨量約2,000萬支，我們預估此將貢獻台積電2025年營收15-20億美元。

營收來源及區域佔比



資料來源：Bloomberg

財務數據

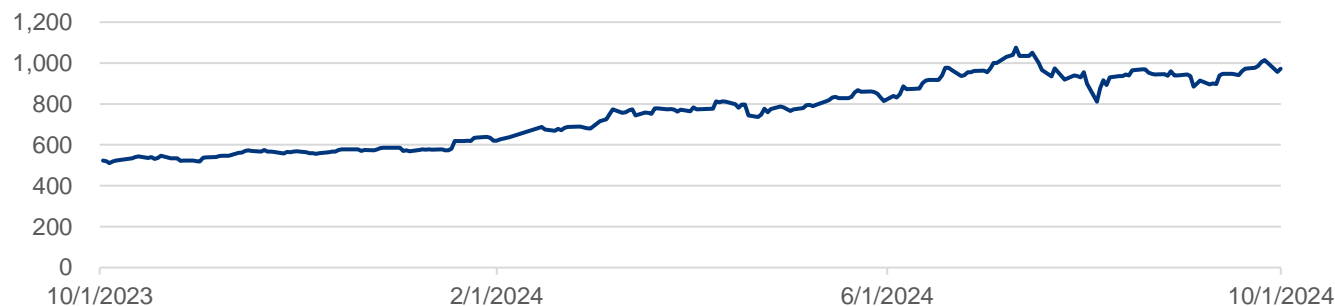
	2021	2022	2023	2024F	2025F
EPS (新台幣)	23.01	39.20	32.34	42.80	53.32
EPS 成長率(%)	15.2	70.4	-17.5	32.4	24.6
市盈率	42.3	24.8	30.1	22.7	18.2
ROE (%)	29.7	39.8	26.2	28.8	29.1

資料來源：公司資料，凱基分析師預估

評價區間



近一年價格



迄2024年10月4日	1週	1個月	3個月	6個月	YTD	1年
期間報酬率(%)	-2.7	10.0	-2.7	25.4	64.9	88.1

基金/ETF

受惠於美國用電預估續增長，可望有利公用事業相關債券

► 00782B 國泰15年期以上A等級公用事業債ETF

- 旨在追蹤彭博15年期以上公用事業美元公司債精選指數。
- 投資標的以美國國內公用事業產業為主，如瓦斯、水、電與運輸等民生必需服務，不易受景氣循環影響。
- 公用事業產業具備穩定現金流及高孳息率特性，加入資產配置能有效提升投資組合防禦力。
- 組合平均信貸評級為A+。
- 提供每季派息。

商品名稱	00782B 國泰15年期以上A等級公用事業債ETF	
特色	<ul style="list-style-type: none"> ■ 公用事業產業具備穩定現金流及高孳息率特性 ■ 標的皆為美國國內公用事業，不易受景氣循環影響 ■ 有效提升投資組合防禦力 	
規模	6.72億新臺幣	
追蹤指數	Bloomberg 15 Year Utility Select Index	
費用比率	0.61%	
3M/YTD 報酬	5.85% / 4.39%	
信評分布	AA A 現金	23.61 74.64 1.75
產業分布	公用事業 金融 現金	97.64 0.61 1.75
前五大持債 (%)	PACIFICORP NORTHERN STATES PWR-MINN MIDAMERICAN ENERGY CO DUKE ENERGY CAROLINAS COMMONWEALTH EDISON CO	1.30 1.29 1.28 1.27 1.23

資料來源：Bloomberg · KGI整理 · 2024年10月1日

國泰15年期以上A等級公用事業債ETF(00782B.TT)

簡介

該ETF追蹤「Bloomberg 15 Year Utility Select Index」，旨在追蹤指數成份股並達到和指數相對應的投資表現。

■ 政府加持更穩定

公用事業產業為政府特許經營，營運穩健，還款能力強，違約率低，同時具備穩定現金流及高孳息率特性

■ 自給自足好收益

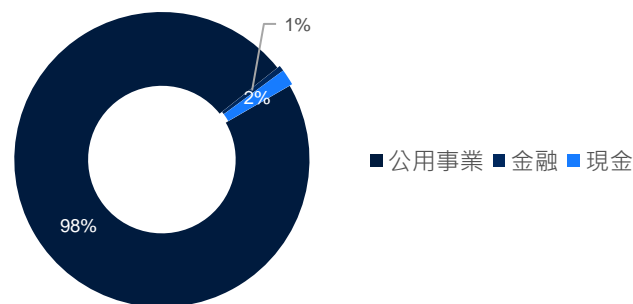
標的組成皆為美國國內公用事業產業，提供瓦斯、水、電與運輸等民生必需服務，不易受景氣循環影響

■ 防禦能力再升級

公用事業產業具備穩定現金流及高孳息率特性，加入資產配置能有效提升投資組合防禦力

成立日	2019年2月25日	規模	6.72億新臺幣
ETF類型	債券型	持債總數	189
費用比率	0.61%	年化標準差	16.63%

投資行業分布



近一年價格

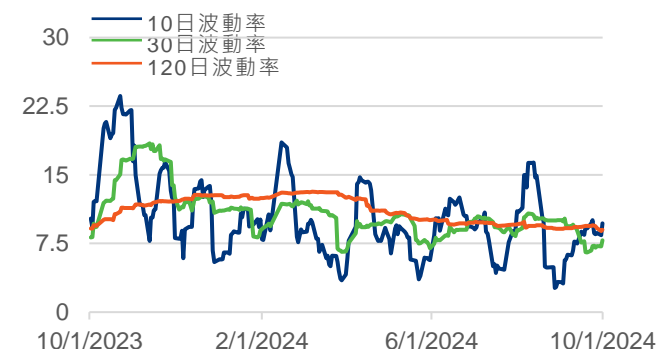


迄2024年10月1日	1個月	3個月	YTD	1年	3年	5年
期間報酬率(%)	2.48	5.85	4.39	12.35	5.37	-17.36

前5大投資標的(%)

PACIFICORP	1.30
NORTHERN STATES PWR-MINN	1.29
MIDAMERICAN ENERGY CO	1.28
DUKE ENERGY CAROLINAS	1.27
COMMONWEALTH EDISON CO	1.23

近一年波動率



資料來源：國泰投信基金月報、MorningStar、Bloomberg，報酬率截至2024年10月1日，月報截至2024年8月30日

債券

內地近日出台支持政策，力度超出市場預期，引發中國風險資產搶購熱潮

▶ **BNKEA 6.75 2034nc2029 (東亞銀行)**

- 東亞銀行在香港具有悠久的經營歷史和穩定的市場份額，該行成立於1918，截至2024年6月底按總資產計算是香港第六大銀行。
- 東亞銀行擁有強勁的資本充足率，對未來潛在的資產品質惡化提供了有效緩衝。截至2024年6月末，該行的CET1比率約為17%。
- 受惠於目前的高利率環境，東亞銀行的淨利息差從2022年的1.53%擴大至2023年的2.01%。

▶ **NANYAN 6.0 2034nc2029 (南洋商業銀行)**

- 南洋商業銀行在香港具有悠久的經營歷史和穩定的市場份額，該行成立於1949，截至2024年6月底按總資產計算是香港第七大銀行。
- 通過母公司中國信達在內地的客戶基礎，該行具備成長潛力。自成為信達的全資子公司以來，該銀行的貸款增長強於系統平均水平，特別是在中國內地的部分。
- 受惠於目前的高利率環境，南洋商業銀行的淨利息差於2023年擴大16個基點至1.60%。

▶ **FRESHK 5.875 2028 (遠東宏信)**

- 遠東宏信為中國金融租賃公司的領導公司之一。截至2024年6月底，其總資產為3,616億人民幣，排名位於中國前五名。
- 遠東宏信的收入相對比較穩定，其淨利息差在過去幾年維持在4%以上。本公司擁有多元化的租賃應收帳款，且在工業業務的多元化進一步支持了公司的綜合服務提供，並有助於增強客戶的黏性，幫助其在與同行競爭中保持具競爭力的定價。
- 遠東宏信在管理信用風險和維持良好資產品質方面具有良好的記錄。

資料來源：Bloomberg · KGI整理

商品名稱	BNKEA 6.75 06/27/34 (東亞銀行)	NANYAN 6.0 08/06/34 (南洋商業銀行)	FRESHK 5.875 03/05/28 (遠東宏信)
ISIN	XS2813323685	XS2842544491	XS2886144232
特色	總資產是香港第六大銀行	總資產是香港第七大銀行	總資產位於中國前五名
到期日	2034年6月27日	2034年8月6日	2028年3月5日
配息	變動/6.75/每半年	變動/6.0/每半年	固定/5.875/每半年
幣別	USD	USD	USD
距到期年	9.73	9.84	3.42
信評 (穆迪/惠譽/ 標普)	Baa2/-/BBB-	Baa2/-/-	-/-/BBB-
順位	次順位	次順位	優先無擔保
YTM/YTC (%)	6.17/5.90	5.77/5.54	6.21/5.85

東亞銀行(BNKEA 6.75 06/27/34)

簡介

東亞銀行在香港具有悠久的經營歷史和穩定的市場份額，該行成立於1918，截至2024年6月底按總資產計算是香港第六大銀行。該行的最大股東是日本的三井住友銀行，截至2023年底持有東亞銀行21.68%的股份。該行的貸款主要由向香港客戶(佔總貸款的47%)和中國內地(33%)的貸款組成。

介紹理由

- 東亞銀行擁有強勁的資本充足率。截至2024年6月末，該行的CET1比率約為17%。總資本比率和槓桿比率分別為22.0%和10.3%，也較2022年底的20.1%和9.8%上升。其不良貸款率目前穩定在2.61%左右。
- 過去幾年受中國房地產不良貸款影響，該行稅後利潤已承壓。但截至2023年底，東亞銀行的內地房地產風險敞口佔其總貸款和債務投資的7.7%，已從2021年9月底的16%大幅下降。我們預期未來中國房地產相關風險損失可控。
- 美聯儲減息2碼，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。

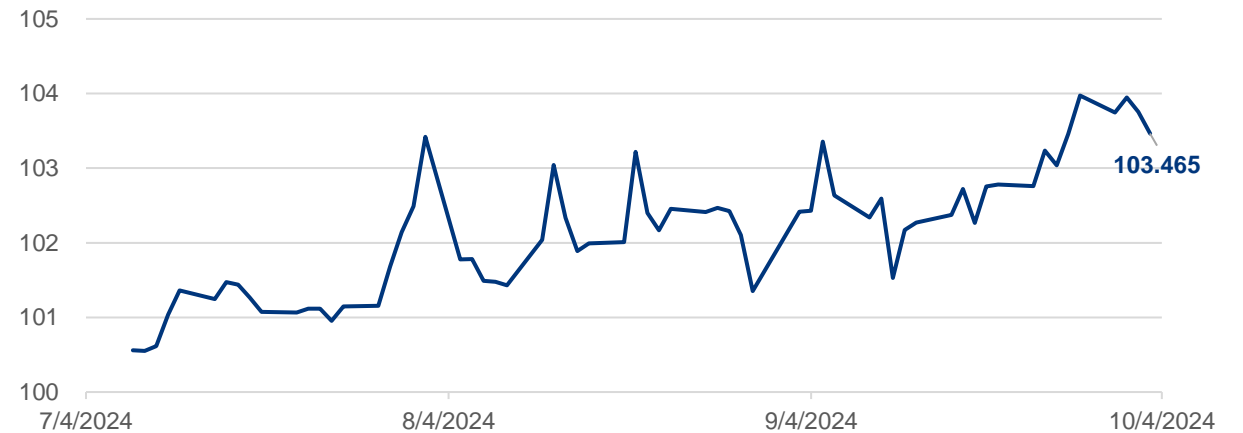
財務指標	2021	2022	2023
槓桿比率(%)	10.67	9.77	10.32
不良貸款率(不良貸款/總貸款)	1.07	2.39	2.69
CET1資本比率(%)	17.00	15.80	17.30

資料來源：Bloomberg，2024年10月4日，註：票息重設日期為2029年6月27日及隨後每一個第五周年當日，適用年利率為五年期國庫證券(Treasury Constant Maturities)重設日期前一周的收益率平均值的年利率加2.55碼。

標的資訊

標的名稱	BNKEA 6.75 06/27/34	ISIN	XS2813323685
到期日	2034年6月27日	距到期年	9.73
配息	變動/6.75/每半年	YTM/YTC(%)	6.17/5.90
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)	Baa2/-/BBB-	債券順位	次順位

發行以來價格



南洋商業銀行(NANYAN 6.0 08/06/34)

簡介

南洋商業銀行在香港具有悠久的經營歷史和穩定的市場份額，該行成立於1949，截至2024年6月底按總資產計算是香港第七大銀行。中國信達於2016年從中銀香港收購了南洋商業銀行100%的股份，目前為該行唯一股東。截至2023年底，該行的貸款主要由向香港客戶(佔總貸款的58%)及中國內地(37%)的貸款。

介紹理由

- 通過母公司中國信達在內地的客戶基礎，該行具備成長潛力。自成為信達的全資子公司以來，該銀行的貸款增長強於系統平均水平，特別是在中國內地的部分。南洋與信達集團的關係將繼續加強其財富管理、保險、現金管理和跨境人民幣產品的提供。
- 過去幾年受中國房地產不良貸款影響，該行稅後利潤已承壓。但截至2023年底，該行的不良貸款率控制在2.3%左右。我們預期未來中國房地產相關風險損失可控。
- 美聯儲減息2碼，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
槓桿比率(%)	9.70	8.81	9.61
淨息差(%)	1.33	1.44	1.6
CET1資本比率(%)	12.54	12.67	13.23

資料來源：Bloomberg，2024年10月4日，註：票息重設日期為2029年8月6日及隨後每一個第五周年當日，適用年利率為五年期限國庫證券(Treasury Constant Maturities)重設日期前一周的收益率平均值的年利率加2.10碼。

標的資訊

標的名稱	NANYAN 6.0 08/06/34	ISIN	XS2842544491
到期日	2034年8月6日	距到期年	9.84
配息	變動/6.0/每半年	YTM/YTC(%)	5.77/5.54
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)	Baa2/-/-	債券順位	次順位

發行以來價格



遠東宏信(FRESHK 5.875 03/05/28)

簡介

遠東宏信為中國金融租賃公司的領導公司之一。到 2024年6月底，其總資產為3,616億人民幣，排名位於中國前五名(包括銀行旗下的租賃公司)。其最大股東為央企中化集團，持有約21%的股份。遠東宏信相關同業中持續表現優異，獲利能力為產業第一梯隊，且具有卓越的風險管理能力以及資產負債久期匹配。

介紹理由

- 遠東宏信的收入相對比較穩定，其淨利息差在過去幾年維持在4%以上。本公司的建築設備經營租賃子公司在其領域中是一個具有競爭力的參與者，過去幾年EBITDA利潤率穩定在30%左右。
- 遠東宏信在管理信用風險和維持良好資產品質方面具有良好的紀錄。公司在疫情期間其不良貸款率也保持平穩。截至2024年6月底，其不良貸款率為1.53%，顯著低於其銀行旗下相關同業的平均水平。同時，遠東宏信的不良貸款覆蓋率充足，維持在230%左右。
- 美聯儲減息2碼，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
不良貸款率(不良資產/總貸款)	0.82	1.63	1.59
EBITDA利潤率(%)	27.55	24.95	31.37
淨息差(%)	4.06	4.67	4.58

資料來源：Bloomberg，2024年10月4日

標的資訊

標的名稱	FRESHK 5.8 03/05/28	ISIN	XS2886144232
到期日	2028年3月5日	距到期年	3.42
配息	固定/5.875/每半年	YTM/YTC(%)	6.21/5.85
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)	-/-/BBB-	債券順位	優先無擔保

發行以來價格



▶ SEP 2024

▶ OCT 2024

30 Monday

- 日本8月工業生產月增率初值
(實際:-3.3% 預估:-0.5% 前值:3.1%)
- 中國9月製造業PMI
(實際:49.8 預估:49.4 前值:49.1)
- 中國9月服務業PMI
(實際:50.0 預估:50.4 前值:50.3)
- 中國9月財新製造業PMI
(實際:49.3 預估:50.5 前值:50.4)
- 中國9月財新服務業PMI
(實際:50.3 預估:51.6 前值:51.6)

1 Tuesday

- 美國9月標普全球製造業PMI終值
(實際:47.3 預估:47.0 前值:47.0)
- 美國9月ISM製造業PMI
(實際:47.2 預估:47.5 前值:47.2)
- 日本8月失業率
(實際:2.5% 預估:2.6% 前值:2.7%)
- 日本9月自分銀行製造業PMI終值
(實際:49.7 前值:49.6)
- 歐元區9月製造業PMI指數終值
(實際:45.0 預估:44.8 前值:44.8)

2 Wednesday

- 美國9月ADP就業變動
(實際:143k 預估:125k 前值:103k)
- 歐元區8月失業率
(實際:6.4% 預估:6.4% 前值:6.4%)

3 Thursday

- 美國9月首次申請失業救濟金人數
(實際:225k 預估:221k 前值:219k)
- 美國9月標普全球服務業PMI終值
(實際:55.2 預估:55.4 前值:55.4)
- 美國9月ISM服務業PMI
(實際:54.9 預估:51.7 前值:51.5)
- 歐元區9月服務業PMI指數終值
(實際:51.4 預估:50.5 前值:50.5)

4 Friday

- 美國9月非農業就業人口變動
(預估:150k 前值:142k)
- 美國9月失業率
(預估:4.2% 前值:4.2%)
- 香港9月標普全球PMI
(實際:50.0 前值:49.4)

7 Monday

- 歐元區8月零售銷售年增率
(預估:1.0% 前值:-0.1%)
- 歐元區10月Sentix投資者信心指數
(前值:-15.4)

8 Tuesday

- 台灣9月CPI年增率
(預估:2.00% 前值:2.36%)
- 台灣9月PPI年增率
(前值:1.44%)
- 台灣9月出口年增率
(預估:5.4% 前值:16.8%)

9 Wednesday

- 日本9月工具機訂單年增率初值
(前值:-3.5%)

10 Thursday

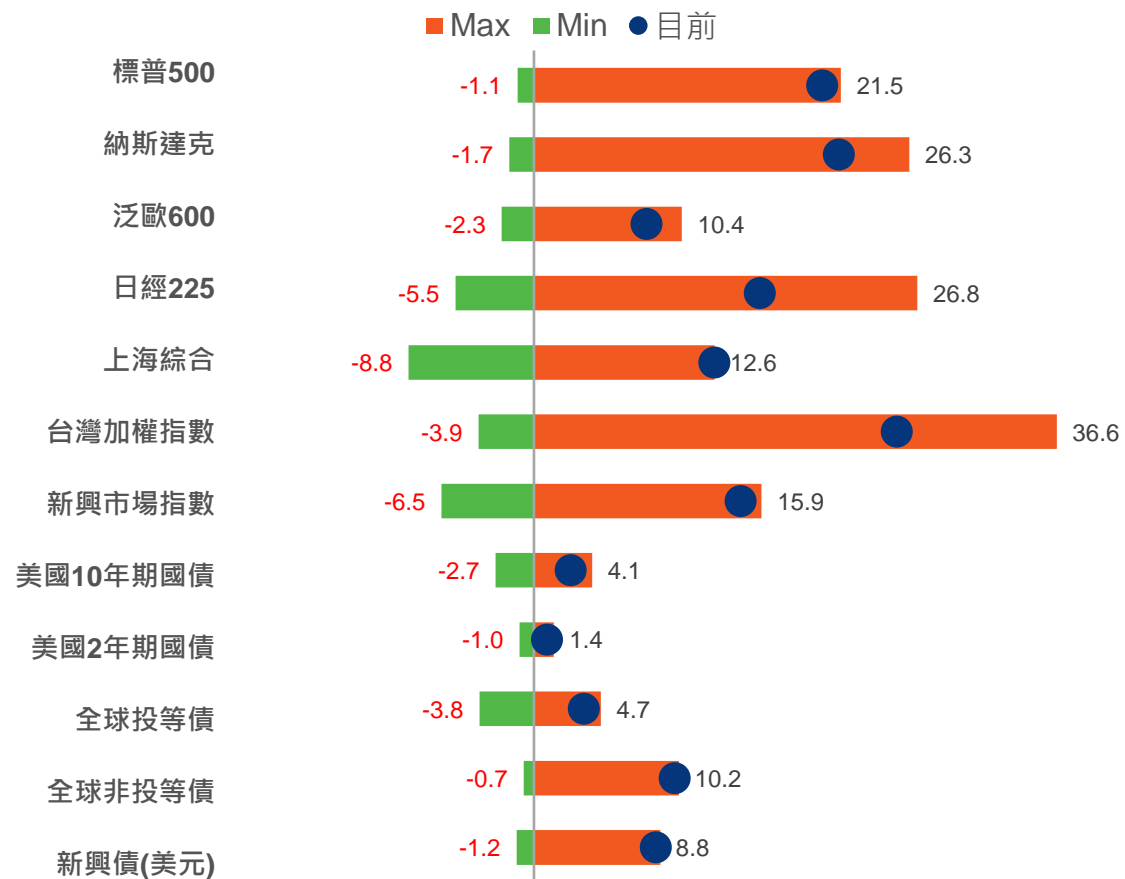
- 美國9月首次申請失業救濟金人數
(前值:225k)
- 美國9月CPI年增率
(預估:2.3% 前值:2.5%)
- 美國9月核心CPI年增率
(預估:3.2% 前值:3.2%)
- 日本9月PPI年增率
(預估:2.3% 前值:2.5%)

11 Friday

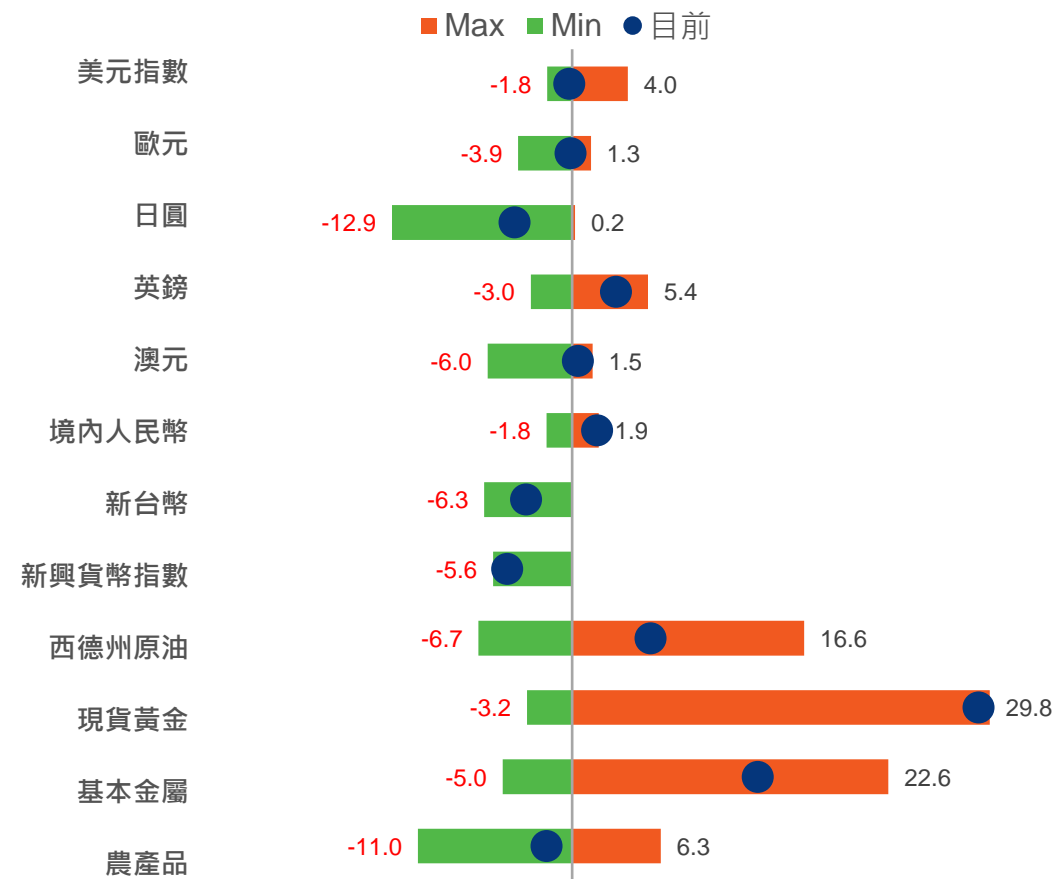
- 美國10月密大消費者信心指數初值
(預估:70.0 前值:70.1)
- 美國9月PPI年增率
(預估:1.7% 前值:1.7%)

年至今主要市場/資產表現

股、債市場YTD表現(%)



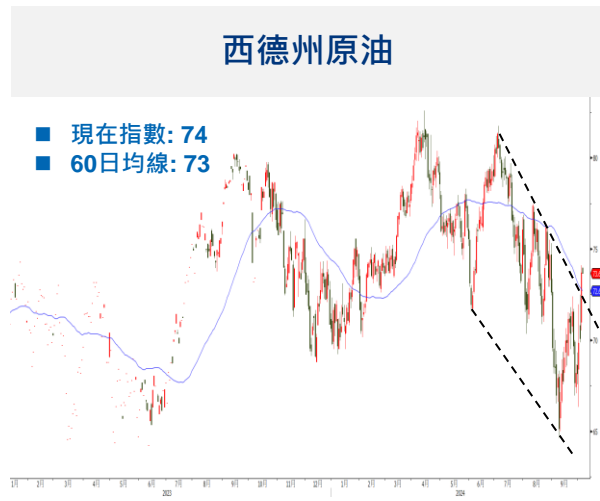
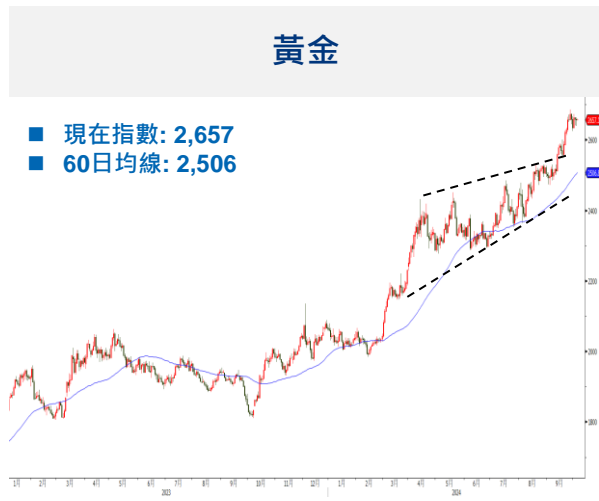
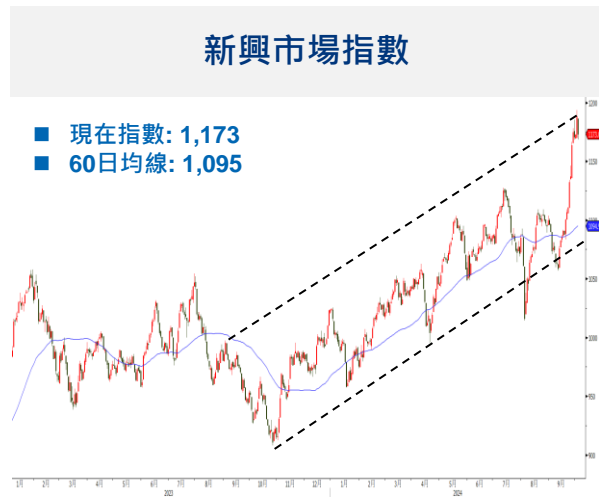
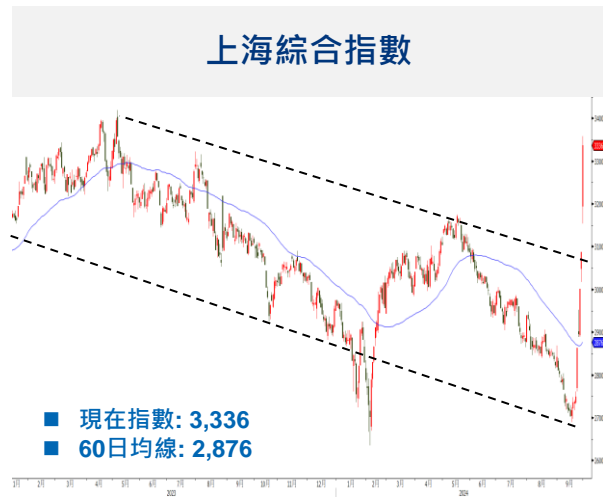
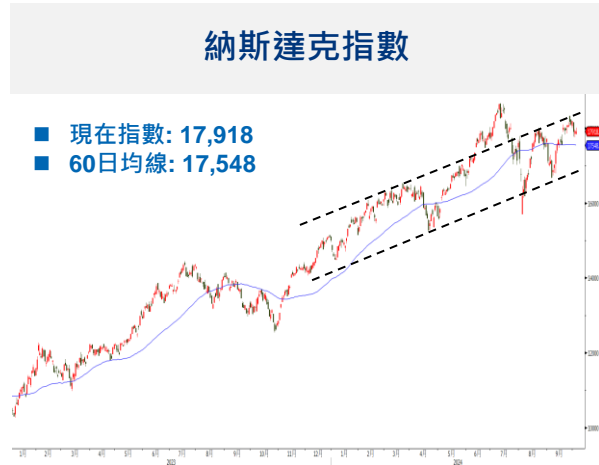
貨幣、原材料市場YTD表現(%)



資料來源：Bloomberg · 2024年10月4日

技術分析

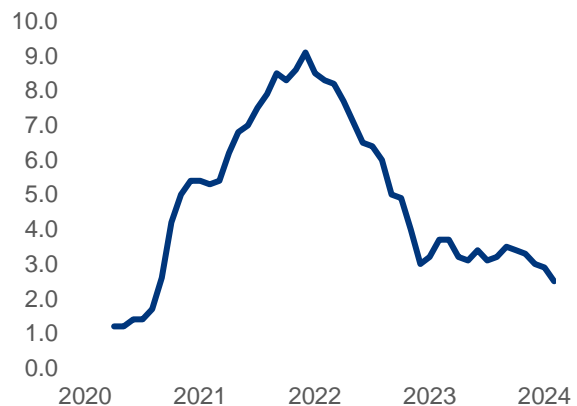
60日線



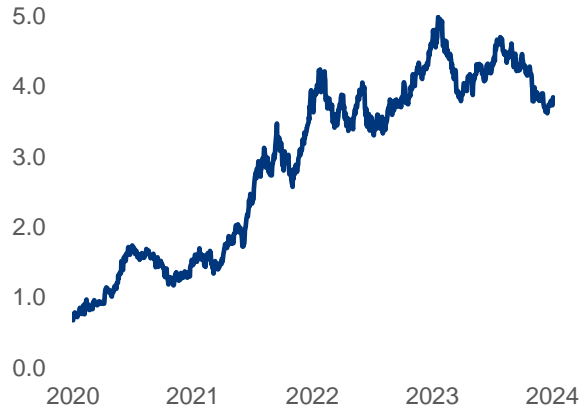
資料來源：Bloomberg · 2024年10月4日

市場觀測

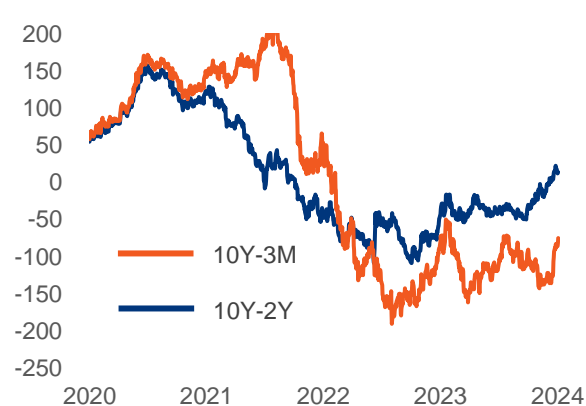
美國消費物價指數年增率(%)



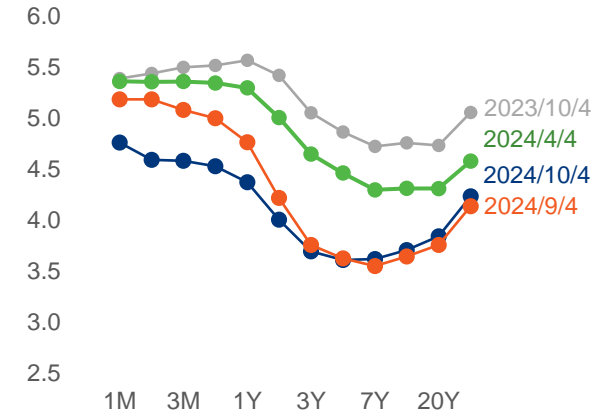
美國10年期國債孳息率(%)



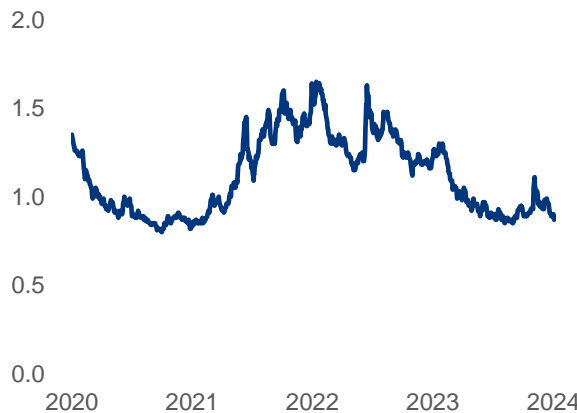
美國國債息差(bps)



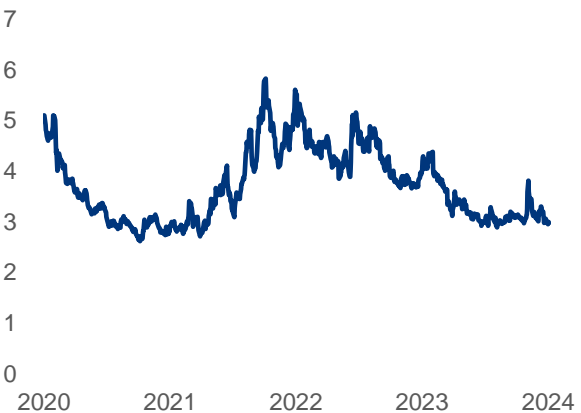
美國國債孳息率曲線(%)



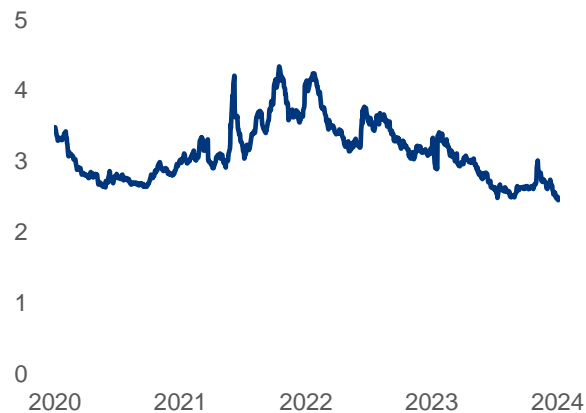
美元投資級公司債息差(%)



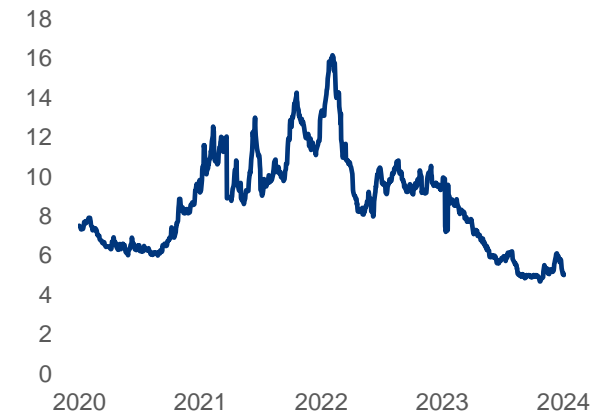
美元非投資等級債息差(%)



美元新興市場債息差(%)

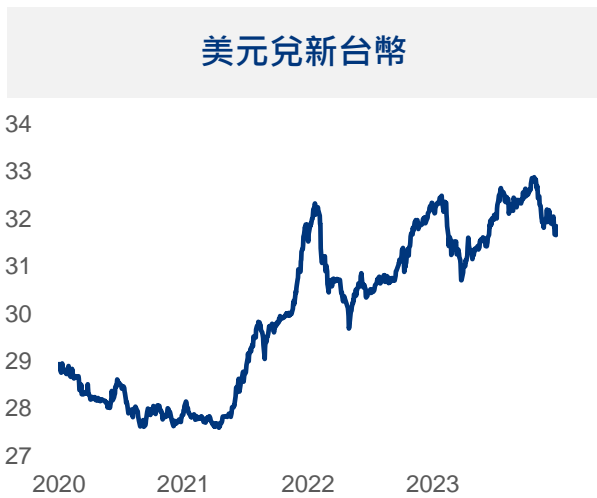
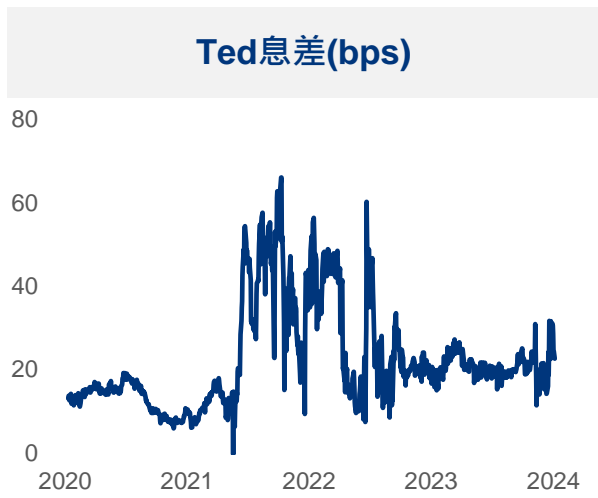
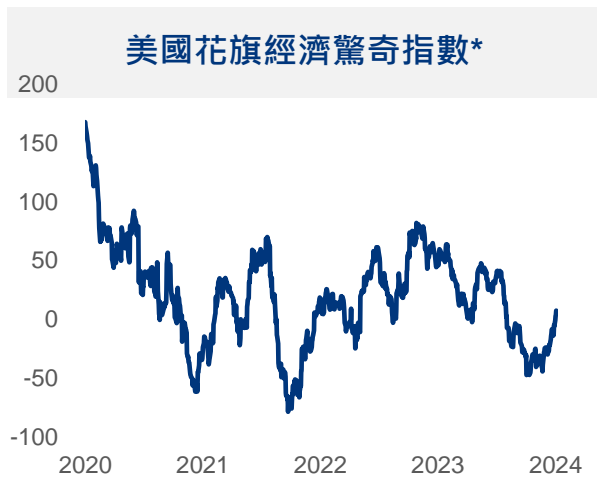
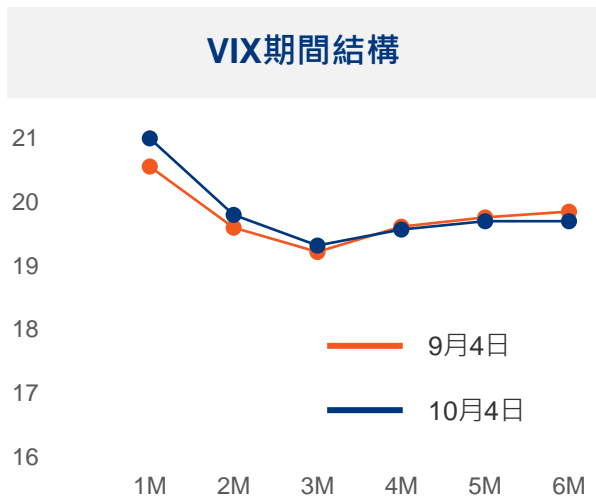
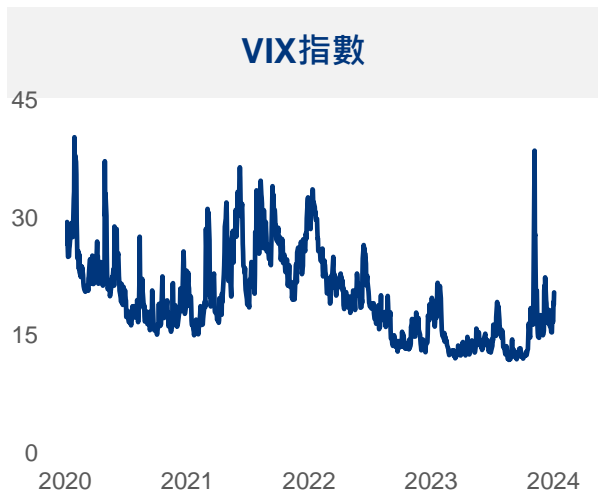


美元亞洲非投資級債息差(%)



資料來源：Bloomberg · 2024年10月4日

市場觀測



資料來源：Bloomberg，2024年10月4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

重要說明和免責聲明

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。

重要說明和免責聲明

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，投資者應就該要約審慎行事。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。

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。