



鷹派減息後 After the Hawkish Cut

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2024年12月30日

01 本週焦點圖表

孳息曲線倒掛結束，政策或未夠「限制性」，後續減息幅度或縮減



02 市場回顧

- 美股從前週低迷反彈，勞動市場穩健，通脹具黏性
- 烏克蘭將不允許俄氣送向歐洲，天然氣價偏升



03 熱門議題

中國寬鬆貨幣政策及中美息差或維持，預期人民幣偏軟



04 投資焦點

通脹上升風險偏高，首要注意債券組合利率敏感度



05 理財產品 精選港、美、台股、基金/ETF

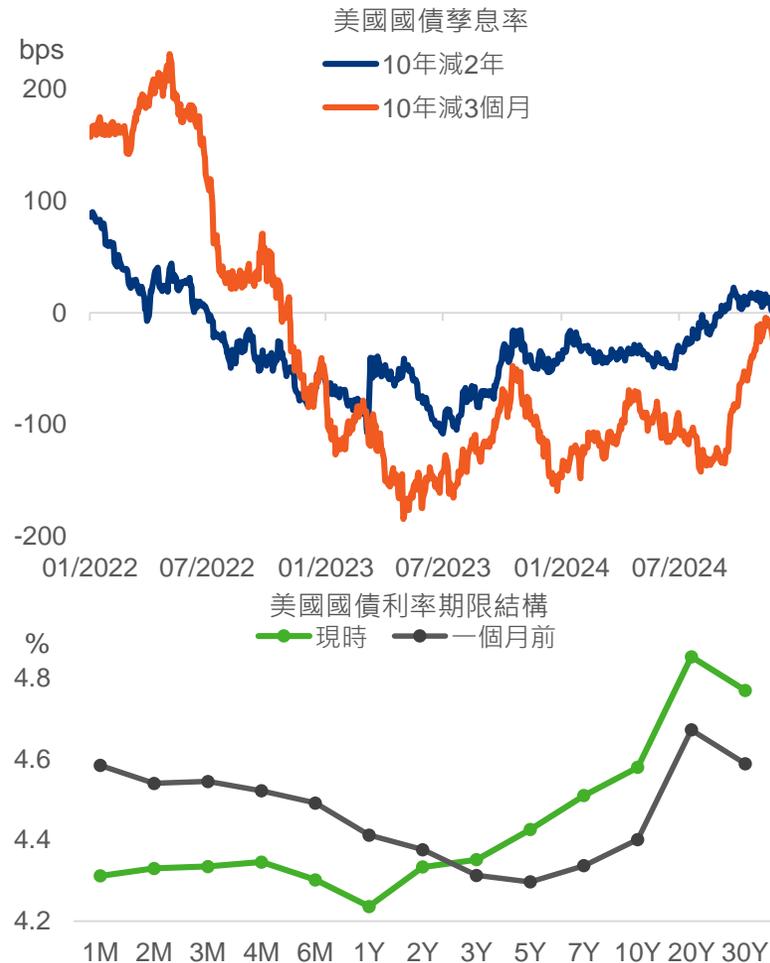
本週焦點圖表

孳息曲線倒掛結束，政策或未夠「限制」，後續減息幅度或縮減

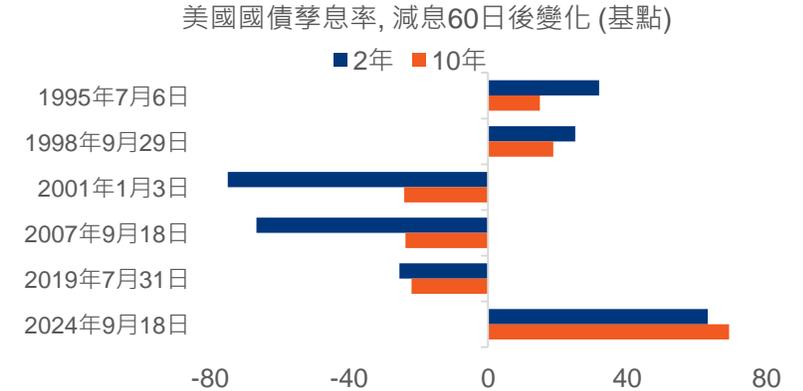
- ▶ 繼2年10年息差於9月結束倒掛之後，聯儲局於12月進一步減息後令短期利率下跌，3個月現時也低於10年期債息。倒掛結束，長短期利率皆有貢獻。短天期下跌明顯受減息影響；而長天期利率上升的主因包括經濟強於預期、通脹不下、及紅潮政策的影響。
- ▶ 現時「減息」和「經濟不錯」是理想環境，但市場往往先行，我們預期貨幣政策仍將緩步寬鬆。現時市場已反映明年繼續減息，6個月及1年債息仍處於低相對低位。
- ▶ 今年減息前後的金融環境相對穩定，情況和1995年相近，當時的減息週期由1995年7月開始至1996年2月，共減息75基點。過去數據顯示，減息更常伴隨金融環境轉差。
- ▶ 目前通脹尚未回到局方目標，再上升風險高。孳息曲線變斜，反而顯得局方政策未夠「限制性」，最直接的影響是後續減息幅度可能進一步縮減，為資產市場構成壓力。

資料來源：Bloomberg

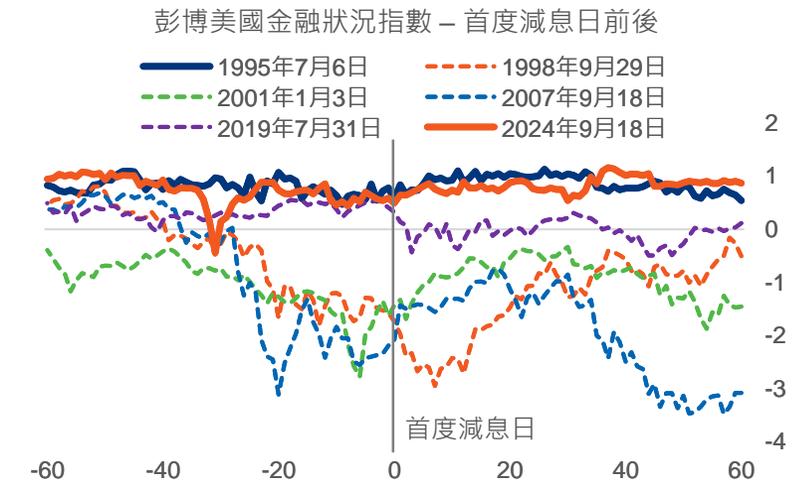
美國國債孳息曲線不再倒掛



減息後債息大幅上升，在近30年並不常見



今年減息前後金融環境穩定，情況和1995年相近



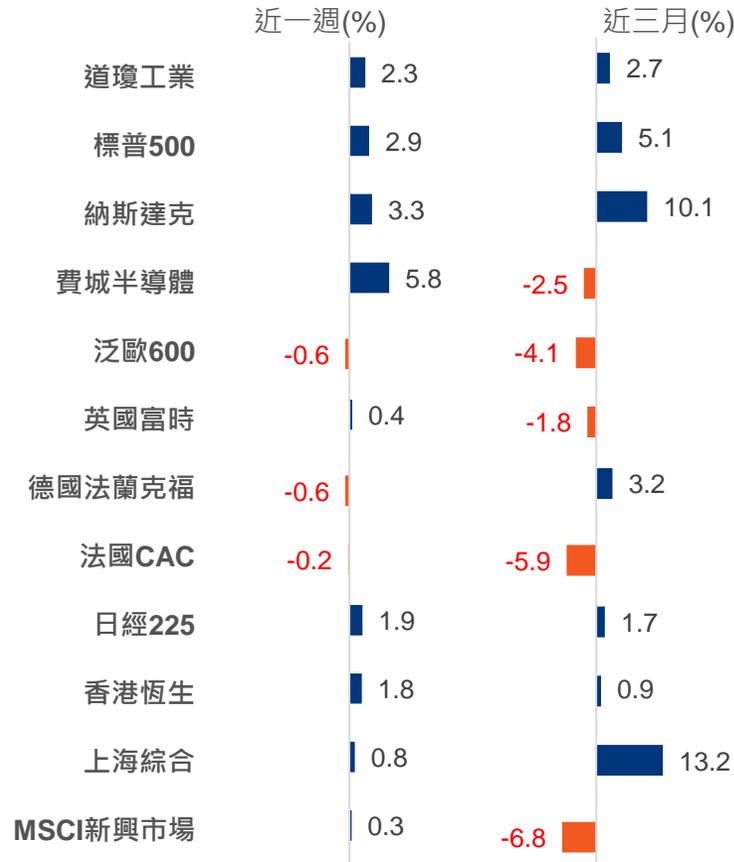
市場回顧

美股從前週低迷反彈；美國勞動市場穩健，通脹具黏性

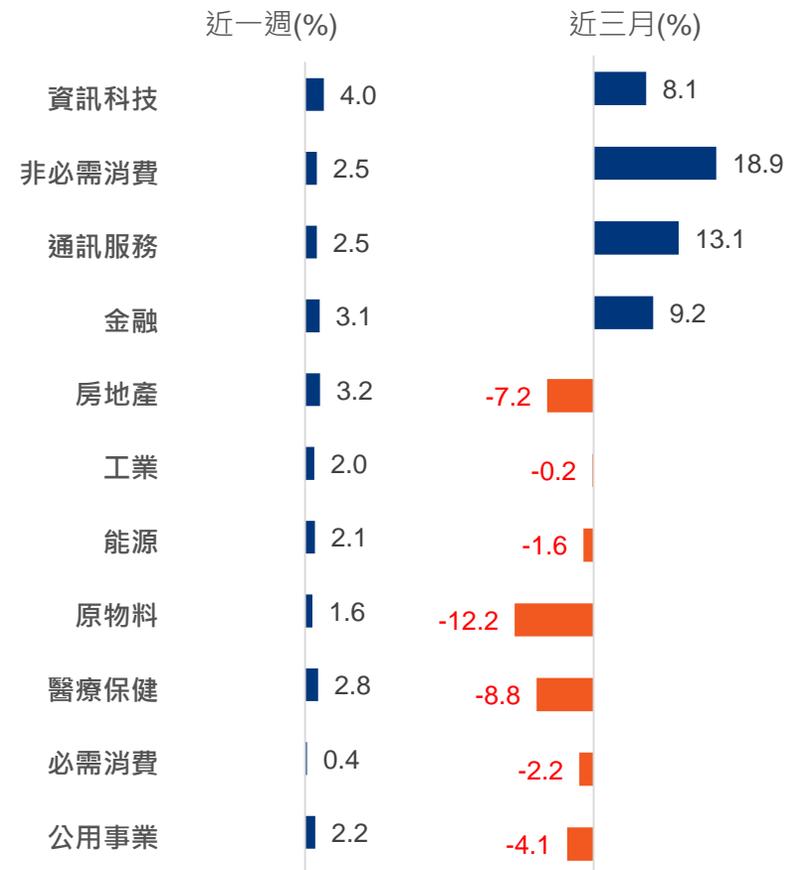
- ▶ 上週市場已大致消化最近的聯儲局鷹派減息，長年期債息升勢放緩，加上傳統上12月美股表現不錯，股市從前一週的低迷中反彈，美股三大指數皆錄得不錯的漲幅，半導體類股走強，標普500指數的11個類股都錄得升勢。蘋果(AAPL)過去一週創下歷史新高。
- ▶ 美國上週首次申請失業救濟金人數降至21.9萬人，低於預期的22.3萬人；連續申請失業救濟金人數則降至191.0萬人，低於預期的188.1萬人，勞動市場維持穩健，或令通脹更難回落。
- ▶ 中國當局同意明年發行總規模3萬億元人民幣的特別國債，當中約1.3萬億元用於支持「兩重」、「兩新」政策。「兩重」是指國家重大戰略實施和重點領域安全能力建設，「兩新」則是指大規模設備更新和消費品以舊換新等。受消息支持，A股在聖誕假期間上漲；過去一週美元升勢放緩，也有利港股錄得升勢。

資料來源：Bloomberg，2024年12月26日

各地區指數表現(%)



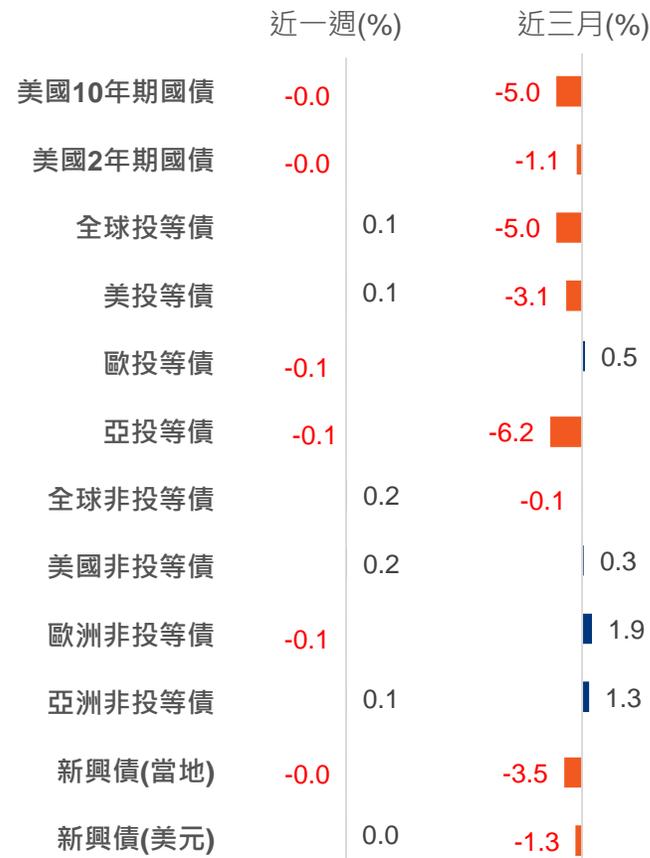
美股各產業指數表現(%)



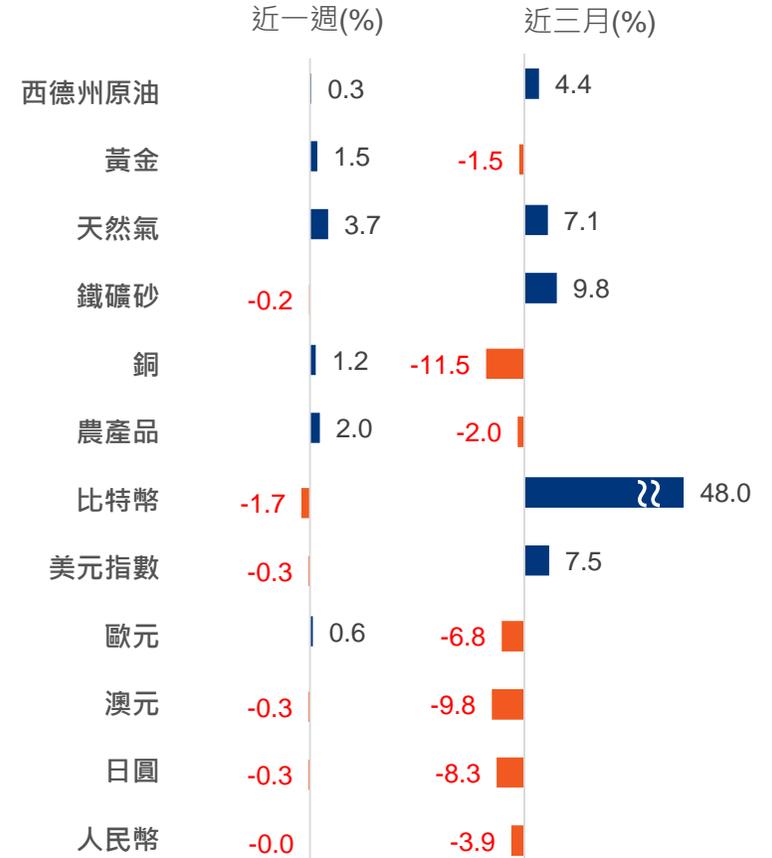
美元偏強短線不利金價；烏克蘭將不允許俄氣送向歐洲，天然氣價偏升

- ▶ 美國10年國債利率在過去一週內曾升至4.62%後回落，升勢放緩，全週計算2年及10年債息皆沒有顯著變化。現時美國的3個月以及2年期國債孳息率已脫離倒掛，不過由於未來仍有減息空間，6個月及1年期債息是整條孳息曲線中，息率較低的部份。
- ▶ 聯儲局早前表示減息幅度將放緩，利率相對於高位維持，美元對其他成熟市場貨幣息差持續，支持美元維持相對強勢。現時美匯指數仍徘徊於108以上，然而升幅已放緩，也有利金價及比特幣走勢回穩。利率偏高、美元偏強一般不利金價走勢，但地緣政治局勢緊張將支持黃金及比特幣長線需求。
- ▶ 烏克蘭表示，和俄羅斯能源巨頭Gazprom的五年過境協議在今年底到期後，將不再允許俄方通過烏克蘭管道向歐洲國家運輸天然氣，天然氣價格近期偏升，同時也為歐元區通脹增加不確定性。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)



資料來源：Bloomberg，2024年12月26日

中國寬鬆貨幣政策及中美息差或維持，人民幣偏軟

- ▶ 中國近年通脹持續疲弱，將近兩年的核心通脹按年升幅大部分時間維持1%以下，通脹陰霾到目前依然未見舒緩。市場消費及投資意欲低迷，商品零售增長維持低單位數，低消費動力也將會拖累商家減少生產及降低定價能力。
- ▶ 過去年兩年M1增速持續放緩，並已連續7個月跌入負值，但M2維持增長，反映企業及個人存款傾向定期存款，經調整M1M2剪刀差為-7.4%。內地所增加的貨幣供應量未能實際應用於消費或投資上，資金流動及活躍程度仍然不足，預期內地通脹仍然偏弱。
- ▶ 目前消費動力欠佳，個人及企業對於消費及投資保持謹慎態度，預期中國或維持寬鬆貨幣政策支持經濟。考慮到美國利率可能偏向處於高位，息差維持的情況下，人民幣走勢預期仍然偏軟。

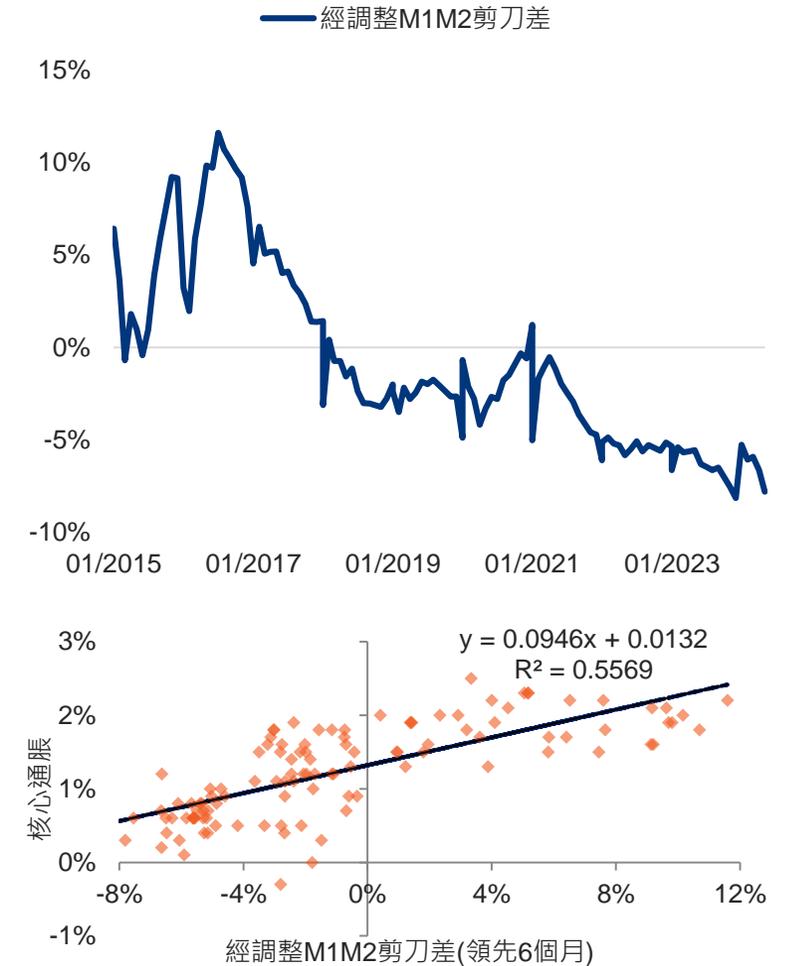
中國核心通脹近年持續疲軟



內地消費動力欠佳，態度保持謹慎



M1M2剪刀差負值反映資金流動性不足



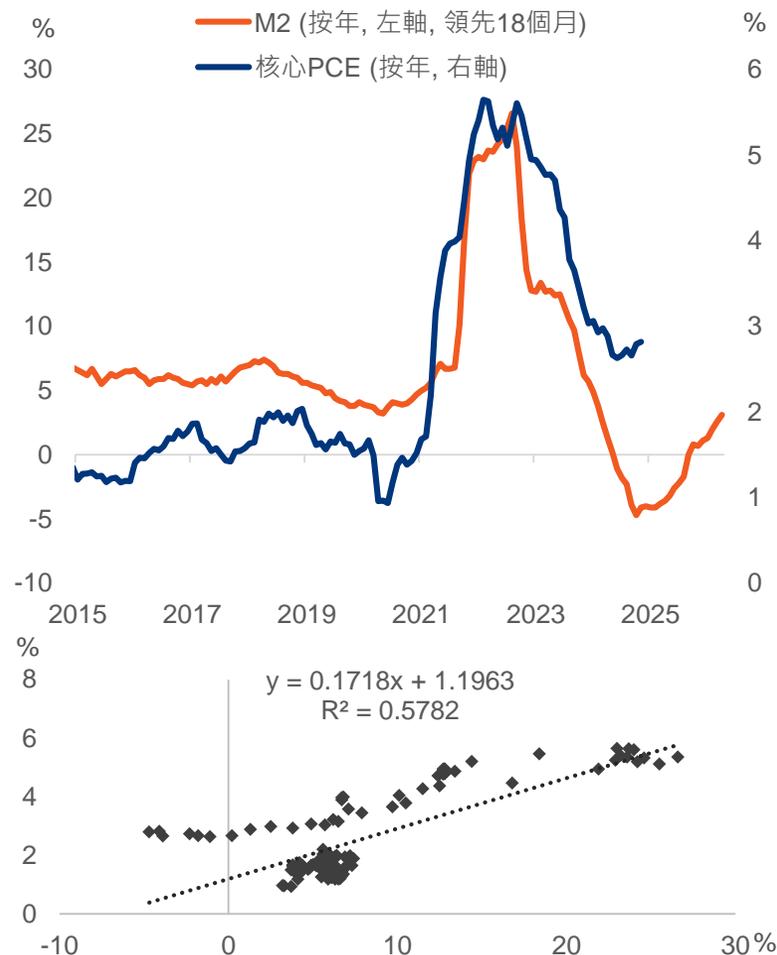
資料來源：Bloomberg

通脹上升風險偏高，減息幅度若收窄或支持美元強勢

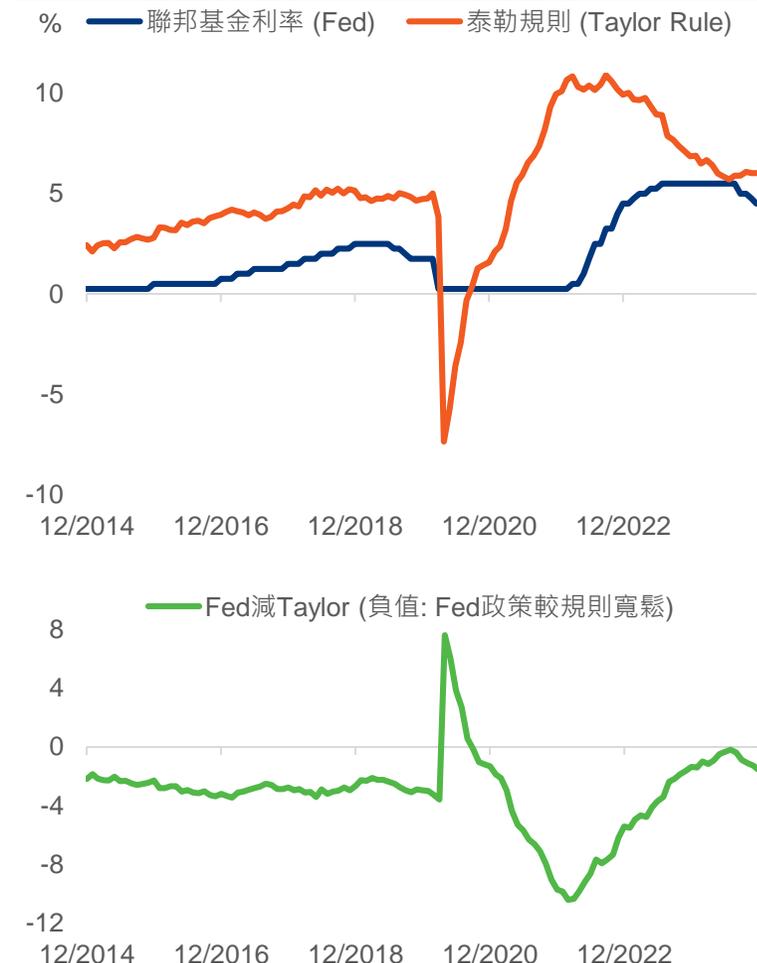
- ▶ 美國11月份整體及核心PCE通脹分別升2.4%及2.8%，增幅略低於預期，但和目標2%仍有距離。現時降通脹的進度或出現停滯，聯儲局12月上調了2025年通脹預期，我們認為貨幣政策現時或未如預期般具限制性。
- ▶ 觀察最近M2及通脹的走勢，在M2年增率達到最高點後的12至18個月後，核心PCE通脹達到峰值，其後兩者大致保持同步下跌。然而M2增長率在2023年5月(約18個月前)觸底反彈，目前年增長率為3.1%。傳統上，通脹與貨幣供應增長走勢呈正相關，M2錄得增長或未能幫助通脹持續回落。然而這仍未考慮特朗普2.0的刺激政策。
- ▶ 12月減息25基點後，聯邦基金利率和泰勒規則(Taylor Rule)的差距再度擴闊，利率限制性可能不足，彭博美國金融狀況指數顯示環境偏向寬鬆。從這角度出發，聯儲局明年減息幅度可能縮窄，短年期債息預計在相對高位維持，同時支持美元走勢。

資料來源：Bloomberg

M2增幅或未能支持通脹進一步回落



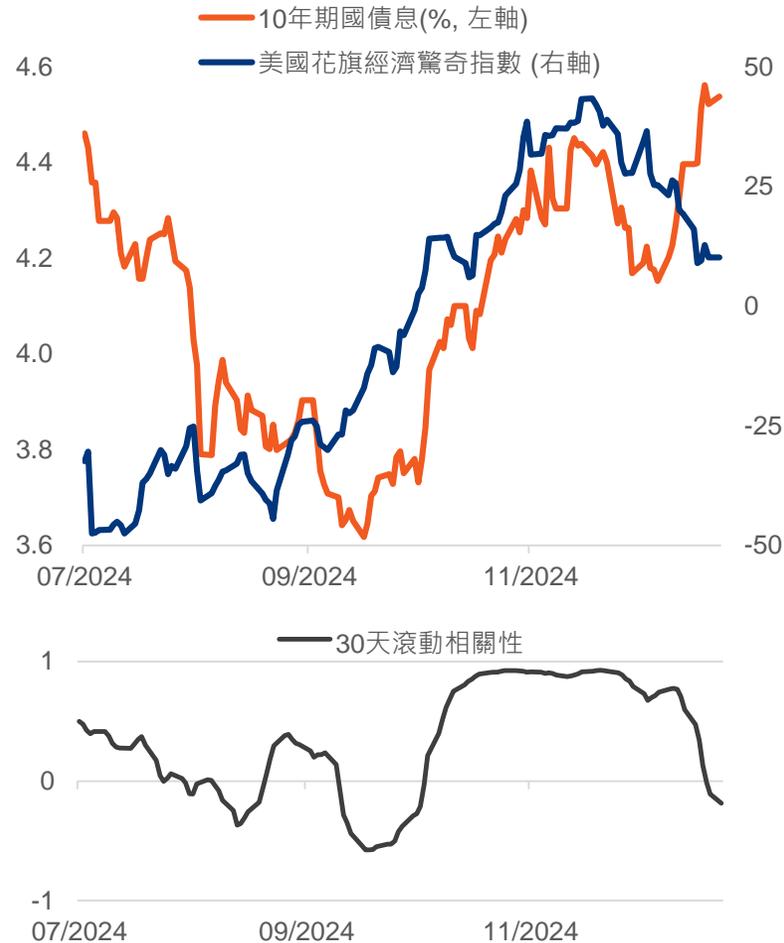
美國政策利率限制性下降



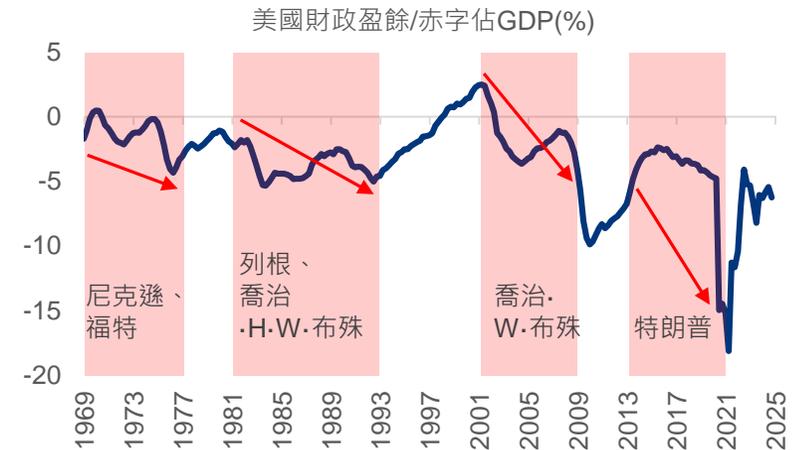
長債息率或徘徊高位，觀察後續通脹變化，首要注意債券組合利率敏感度

- ▶ 近月10年期債息受經濟預期所影響而大幅波動。現時經濟不錯，長債息或於高位徘徊，局方進一步減息或只會令孳息曲線更斜。
- ▶ 債務上限將於2025年1月1日恢復。紅色浪潮之下，債務上限的爭議或比2023年溫和，如果共和黨繼續遵循他們在過去任內增加赤字的方式，財政部可能被迫以更高收益率發債。現時美國財政部發債額並沒有較疫情時期顯著減少，「縮表」也令持有人由聯儲局轉至其他投資者，相對而言，其他投資者對債價更敏感，債息可能更為波動。
- ▶ 目前美國經濟環境不錯，加上特朗普新政可能令長債息偏向波動，增持新債時可考慮降低債券組合利率敏感度。投資評級企業或美國國債是不錯選擇，較進取的投資者可考慮信用品質中等的企業債，然而後續需留意聯儲局會否增加利率的限制性並拖累經濟，透過基金/ETF分散信貸風險也是不錯的選擇。

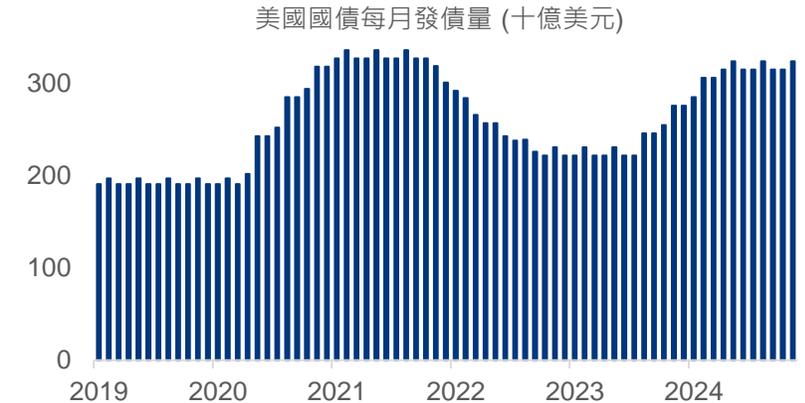
經濟強於預期推升10年期債息



共和黨傾向增加財政赤字



近年財政部發債額未有減少



資料來源：Bloomberg

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。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、國防軍工等川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"> ◆ 聯儲局如預期減息1碼，但未來減息步調可能放慢，孛息曲線倒掛結束，債市持續聚焦景氣基本面，考量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。隨利率上行風險上升，投資人需控制債券組合利率敏感度。 ◆ 長天期債券波動相對較大，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，再增加債券組合的利率敏感度。 	<p>期間：短天期債券鎖利，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，聯儲局降息幅度放緩，預期美元短線偏強，強勢美元或將延續至2025年年初。 ◆ 貿易關稅恐使非美地區經濟受挫，增加非美國家降息幅度與利差擴大，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，美元兌日圓匯率突破11月高點，升息時點牽動日圓走勢。 	<p>美元短線高檔有撐</p> <p>日圓短期偏貶、長期緩升</p>

2025年財政政策積極性料會提升

▶ 明年財政政策方式將採取五項方針及六方面工作

於本月23及24日期間，北京舉行了全國財政工作會議，會議中主要總結了2024年的財政工作及宣布2025年的財政重點任務方向。針對2025年，財政安排主要分為五項方針及六方面工作，五項方針分別為：(1)提高財政赤字率、(2)安排更大規模政府債券、(3)優化支出結構、(4)防範化解重點領域風險及(5)增加轉移支付；六方面工作分別為：(1)支援擴大國內需求、(2)支援現代化產業體系建設、(3)支援保障和改善民生、(4)支援城鄉區域融合發展、(5)支援生態文明建設、(6)支援高水準對外開放。

▶ 專項債將採取「負面清單」管理及部分地區可「自審自發」提升彈性及撥款速度

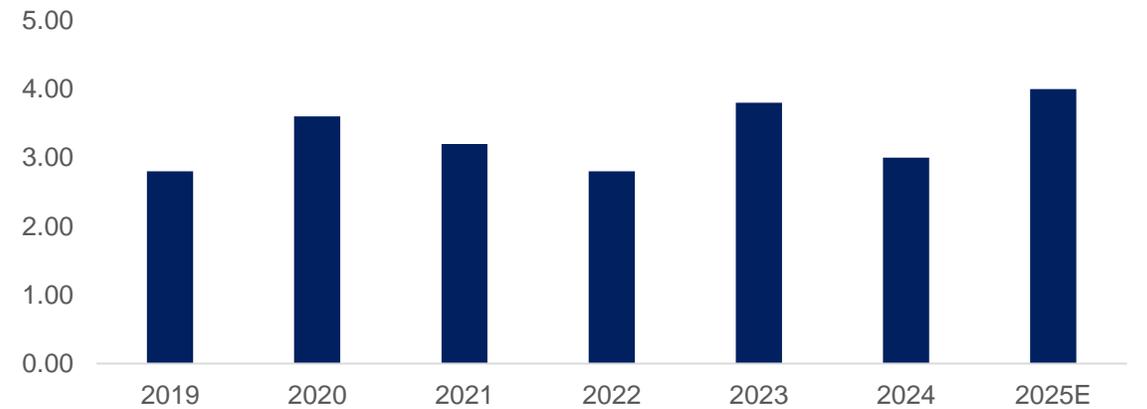
整個會議主要圍繞著於中央經濟工作會議時提出的「實施更加積極的財政政策」，將會延續推動「零基預算改革」提升財政效益，而針對增量財政政策將會供需兩側發力，加速實施進度。同時在配套上，國務院辦公室宣布了專項債管理改革，實施專案債券投向領域以「負面清單」管理，未納入「負面清單」的項目均可申請專款債券資金，對比早前的「正面清單」明確支持特定領域給予了更大的彈性，另外對於專項債審批問題，配合問責制對部分經濟大省，例如北京、上海等，推行「自審自發」機制。整體上，可以預期明年財政資金落地速度將可提速，更能在資金需求來到時盡快安排。

▶ 工業企業利潤11月單月跌7.3%

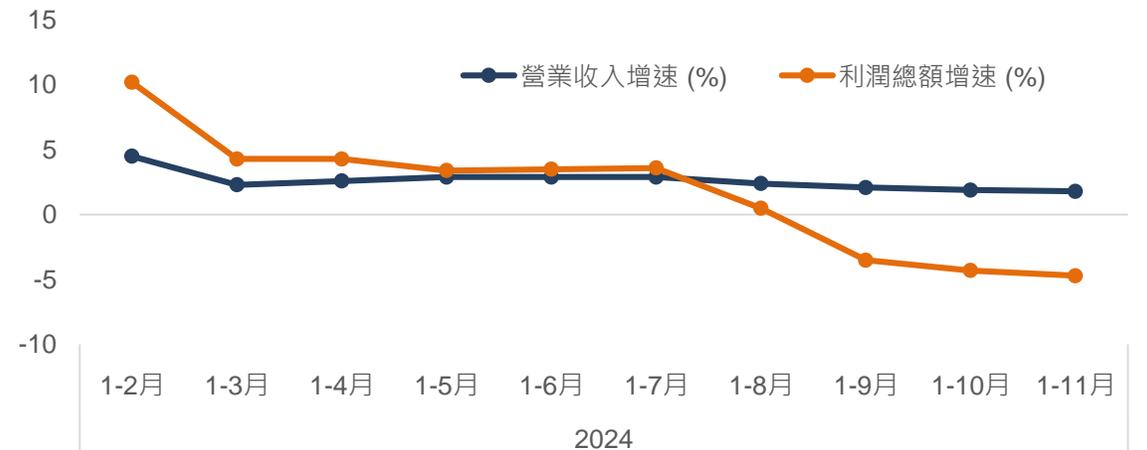
上週的經濟數據公布了工業企業利潤首十一個按年跌幅擴大至負4.7%，較前值再跌0.4個百分點，同時收入增長進一步放緩至1.8%增長，整體營業利潤率仍低於去年同期的5.82%，降至5.4%。單計十一月份，工業企業利潤按年下降7.3%，雖較前值跌幅收窄2.7個百分點，但工業企業情況仍面臨壓力。

資料來源：CEIC, 國家統計局

財政赤字率預期目標



工業企業利潤



網易(9999)

收盤價 HK \$142.4

目標價 HK \$162

公司簡介

集團主要通過提供在線遊戲服務、輔導服務、智能硬件銷售、在線音樂服務、直播服務、廣告服務、電商以及其他付費增值服務產生收入。

公司特色

■ 《Marvel Rivals》國外火熱，料貨幣化路徑可持續

網易於12月16日在海外推出的《Marvel Rivals》頗為成功，作為Marvel首款PVP遊戲，它在推出至今於Steam平台達到了48萬的峰值同時在線人數，在PVP遊戲中排名全球第四。考慮到目前版本僅有33位英雄，未來有潛力引入新角色。此外一眾角色在漫畫中有不同造型，我們可以預期持續的貨幣化路徑。網易團隊對處理網絡遊戲貨幣化有一定經驗，並且將繼續專注於內容更新和遊戲運營的優化。

■ 《燕雲十六聲》即將推出，料帶來可觀流水

《燕雲十六聲》將於12月27日正式上線，截止12月11日計，遊戲的全平台預約人數已成功突破3,500萬，數字上已接近上年的大作《逆水寒》的數字，反映遊戲被市場所期待。當時《逆水寒》的首月流水超過20億，燕雲十六聲的表現有望接近這數字，網易股價在《逆水寒》推出的首月累積升幅11.5%，優於恒指的6.1%。

■ 現時估值對比國際同業吸引

展望2025年業績，市場預期網易的在線遊戲收入在2025年將重新加速增長，帶領總收入按年上升7.7%，這除了得益於《Marvel Rivals》及《燕雲十六聲》外，暴雪的《魔獸世界》及《爐石戰紀》重回內地也會為網易帶來收入的支持，每股盈利預估增長10.1%。以2025年每股盈利計，網易現時市盈率為13.3倍，明顯低於一眾國外遊戲開發商，估值吸引。

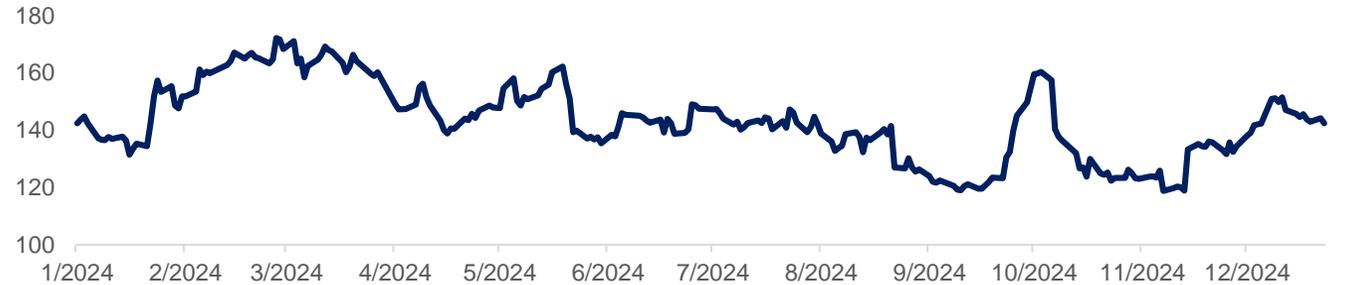
資料來源：Bloomberg

財務數據

	2021	2022	2023	2024F	2025F
淨利潤(NI) (億人民幣)	197.6	228.1	326.1	315.5	345.4
NI按年增長(%)	34.38	15.42	42.97	-3.26	9.51
EPS(人民幣)	5.86	6.92	10.03	9.74	10.72
DPS(人民幣)	1.5	1.9	3.6	2.9	4.2
P/E	24.3	20.6	14.2	14.6	13.3
股息率(%)	1.1%	1.4%	2.7%	2.2%	3.1%

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2024年12月24日	1個月	3個月	YTD	1年	3年	5年
期間報酬率(%)	8.171	9.078	3.94	7.069	-0.062	25.12

評價區間

● 5年平均位置 ◆ 目前位置



中國交通建設 (1800)

收盤價 HK \$5.57

目標價 HK \$6.28

公司簡介

集團為中國領先的交通基建企業，公司的核心業務領域 – 基建建設、基建設計和疏浚均為業內領導者。

公司特色

■ 新興業務增速亮眼

集團加快構建新興業務格局，加大新興業務市場開拓力度，積極打造中交特色新質生產力，前三季新興業務領域實現新簽約金額3,900億元，同比增長27%。集團明確新產業發展8個重點領域和25個細分賽道，包括重點發力海上風電、北斗技術應用、海上鋪纜鋪管等細分賽道。根據中共中央辦公廳、國務院辦公廳印發《關於推進新型城市基礎設施建設打造韌性城市的意見》，到2030年，新型城市基礎設施建設取得顯著成效，推動建成一批高水準韌性城市，城市安全韌性持續提升，城市運行更安全、更有序、更智慧、更高效。作為行業龍頭，中交建可受惠當局通過地方政府專項債券支持符合條件的新型城市基礎設施建設項目。

■ 海外市場為另一增長點

截至2024年6月底，集團共在139個國家和地區開展業務。2024年度美國《工程新聞紀錄(ENR)》發佈“全球最大250家國際承包商”榜單，中交集團位列第四名，連續十八年榮膺上榜中國企業第一名。中交建前三季來自於境外地區的新签合同額為2,651.62億元，同比增長24.66%，約佔集團新签合同額的21%，比2023年同期的18%佔比有所增加。

■ 現金流有望改善

第三季經營性現金淨流出28.7億，環比大幅改善。中國於11月宣佈10萬億元地方政府化債方案，在地方政府有更多資金支付未結清的賬款及啟動新項目的情況下，這對中國基建板塊將產生正面影響。

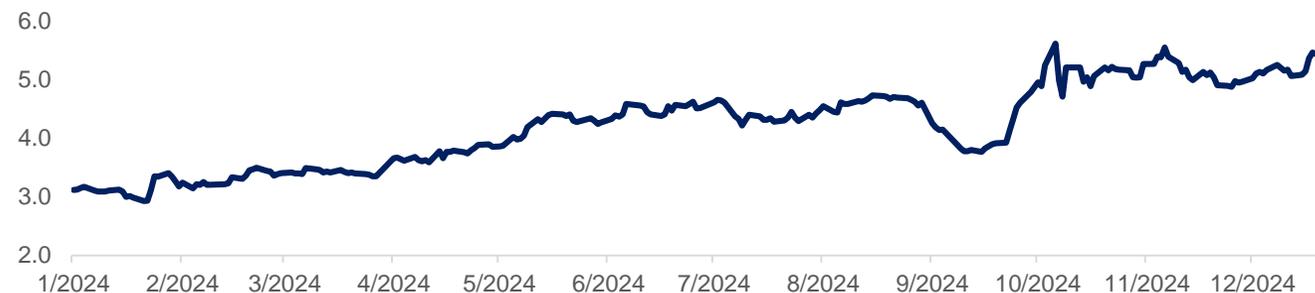
資料來源：Bloomberg

財務數據

	2021	2022	2023	2024F	2025F
淨利潤(NI) (億人民幣)	183.5	191.0	247.3	243.5	262.3
NI按年增長(%)	13.22	4.12	29.47	-1.53	7.7
EPS(人民幣)	1.04	1.09	1.45	1.5	1.6
DPS(人民幣)	0.2	0.22	0.29	0.3	0.33
P/E	5.0	4.8	3.6	3.5	3.3
股息率(%)	3.8%	4.2%	5.5%	5.7%	6.3%

資料來源：Bloomberg；2024至2025年為市場平均財務預估資料

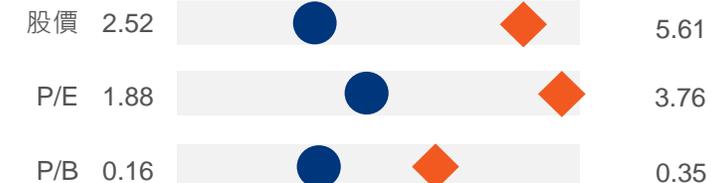
近一年價格



迄2024年12月24日	1個月	3個月	YTD	1年	3年	5年
期間報酬率(%)	14.26	34.97	76.27	81.49	60.09	23.28

評價區間

● 5年平均位置 ◆ 目前位置



台股短多或將延續，大盤價穩量縮，蓄勢挑戰前高

► 聖誕節行情台股有望延續多頭，台股仍需量能增加以確認漲勢

根據過去15年資料，台股大盤在聖誕節後10日上漲機率約八成。另一方面，大盤上週呈現價穩量縮走勢，顯示本波漲勢有望延續。就技術面觀察，上週一大盤跳空大漲594.29點，日K線拉出長紅重返各均線之上，成功化解12月20日帶量長黑K所帶來的探底壓力，終結本波短線回檔走勢，只要近日守穩短期均線，在多頭取得優勢下，短線有望挑戰前高23,387點(12月5日高點)，後市則可持續關注權值股的續漲力道。

► 權值股表態衝鋒，近期聚焦具利多題材之類股

本輪上漲由權值股表態領漲，電子權值股盤面扮演多頭指標，加上一些中小型股亦同時上演強者恆強走勢，後市可持續關注權值股的續漲力道。觀察台股盤面結構，電子個別族群以太陽能、記憶體製造、成熟製程晶圓代工、載板較有表現，以短線操作因應。關注趨勢偏多的機器人視覺、AI ASIC、光通訊。非電聚焦機器人零件齒輪、滑軌、滾珠、減速裝置等相關個股；貨櫃、航空維持高檔整理，操作上可趁盤中震盪拉回擇優進場。盤面可優先聚焦具利多題材，且股價沿著短期均線創高或是表態突破均線壓力相關強勢股。

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2023/12/26=100



指數預估市盈率走勢



富世達(6805 TT)

公司簡介

富世達股份有限公司(Fositek Corp.)設計、製造，並經銷消費性電子元件。該公司針對電腦、光學、電器、通訊設備，以及醫療設備，生產連接旋轉軸、懸臂支架，以及其它元件。

公司近況

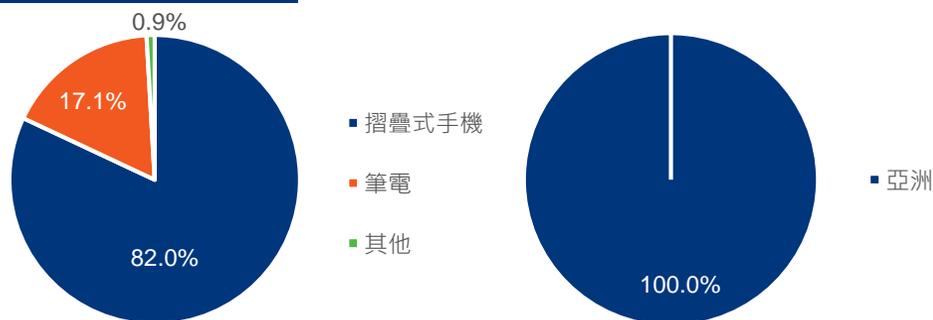
■ 上修4Q24獲利

10-11月累計營收優於預期，主因華為(中)三折機Mate XT加單、快接頭模組使伺服器營收強勁，反映手機與伺服器營收強勁。凱基投顧上修4Q24營收至29.4億元，季增48%。

■ 2025年至2026年伺服器營收成長強勁

伺服器將為2025年主要動能，包括快接頭模組與滑軌。4Q24已開始出貨GB200機櫃之快接頭模組，2025年出貨量將隨ODM量產GB200機櫃而持續攀升。此外，公司有數個AI伺服器滑軌專案驗證中，2025年將持續拓展客戶，凱基投顧預估伺服器營收比重將自2024年5%擴張至2025年19%。

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)	9.33	10.18	19.02	39.90	56.43
EPS 成長率(%)	0.5	9.1	86.7	109.8	41.4
市盈率	109.3	100.1	53.6	25.6	18.1
ROE (%)	25.3	18.0	26.6	47.0	52.7

資料來源：公司資料，凱基投顧預估

評價區間



近一年價格



迄2024年12月26日	1週	1個月	3個月	6個月	YTD	1年
期間報酬率(%)	-8.1	-5.3	0.2	1.4	110.5	111.0

華擎科技(3515 TT)

公司簡介

華擎科技主要銷售自有品牌ASRock電腦主機板、迷你電腦，總部位於台灣，在歐洲和美洲均設有分公司，經銷據點散佈全球各地。

公司近況

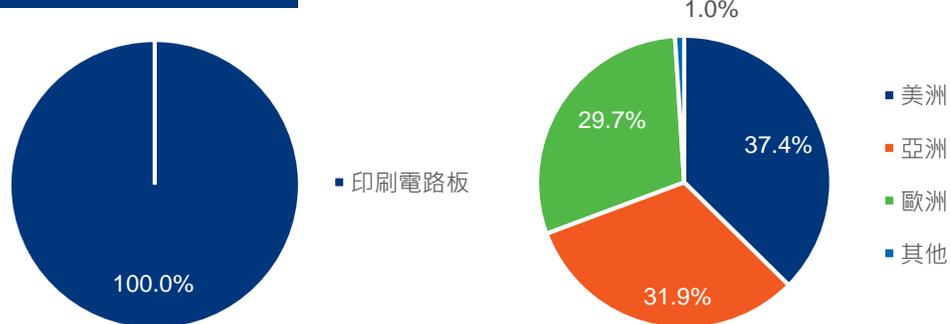
■ 上調4Q24獲利預估

10-11月營收年增62%至65.6億元，主因子公司永擎AI伺服器出貨帶動伺服器營收年增225%。此外，在Intel (美)與AMD (美)新主機板上市與顯卡需求穩健帶動下，消費性產品營收將季增。凱基投顧據此上調4Q24營收預估至965億元，季增54%。

■ 伺服器為2025年主要營收成長動能

受惠於AI伺服器出貨，2025年伺服器營收年增幅將高於其他產品線。公司已於3Q24出貨H100 AI伺服器，1Q25將出貨H200、2H25出貨B300 AI伺服器。凱基投顧預估2025年AI伺服器佔整體伺服器營收比重將超過50%。

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)	19.67	8.69	7.54	11.38	15.00
EPS 成長率(%)	74.1	-55.8	-13.2	51.0	31.7
市盈率	11.9	27.0	31.2	20.6	15.7
ROE (%)	31.4	13.0	11.3	16.9	21.9

資料來源：公司資料，凱基投顧預估

評價區間



近一年價格



迄2024年12月26日	1週	1個月	3個月	6個月	YTD	1年
期間報酬率(%)	-3.7	-3.5	13.4	3.5	-7.8	-6.0



短天期債券，可望抵禦利率波動

預期美國經濟基本因素仍然穩健，聯儲局減息步伐可能放緩，可搭配短天期國債或投資級別債以降低投資組合風險。

▶ 滙豐投資基金 - 環球短期債券

- 主要投資於平均期限為6個月至3年之間的固定收益證券，有助抵禦利率波動，並能作為防守型部署對抗市場動盪。最新存續期為2.67年。
- 分散投資於環球多個行業板塊的投資級別債券，平均信貸評級為A/A-。
- 提供每月派息，最新年化派息率為5.63%。
- 晨星5星評級基金。

▶ 滙豐投資基金 - 環球投資級證券化信用債券

- 利用非傳統固定收益達致多元化，與傳統固定收益資產的相關性較低。
- 投資範圍包括資產抵押證券(ABS)、商業按揭抵押證券(CMBS)、擔保貸款責任(CLO)和住宅按揭抵押證券(RMBS)等。相比評級相若的企業債券，證券化信貸有潛力提供更高的收益率。
- 近90%資產為浮息債券，最新存續期為2.43年。
- 採用嚴謹的投資流程，投資於當前平均信貸評級為AA級的投資級別證券，有助降低信貸風險。
- 提供每月派息，最新年化派息率為6.72%。

商品名稱	滙豐投資基金-環球短期債券		滙豐投資基金-環球投資級證券化信用債券	
特色	<ul style="list-style-type: none"> ■ 主要投資於平均期限為6個月至3年之間的固定收益證券 ■ 分散投資於環球多個行業板塊的投資級別債券，獲晨星5星評級 		<ul style="list-style-type: none"> ■ 相比評級相若的債券，本基金投資非傳統固定收益，提供更高收益率 ■ 高信用評等，投資於當前平均信貸評級為AA級的投資級別證券 	
規模	29.78億美元		28.73億美元	
3M/YTD 報酬	0.37% / 5.28%		1.18% / 6.86%	
前五大信評分布 (%)	AAA	13.38	AAA	44.78
	AA	13.69	AA	34.78
	A	28.22	A	18.24
	BBB	32.32	現金	2.20
	B	7.87		
前五大行業分布 (%)	國庫券	28.31	抵押貸款憑證	42.34
	金融企業	28.15	商業抵押證券	22.71
	非金融企業	22.55	一級住宅按揭抵押證券	11.68
	抵押	12.93	住宅按揭抵押證券租賃	9.66
	超國家/機構	7.50	非合規住宅按揭抵押證券	5.28
前五大持債 (%)	US TREASURY N/B 0.500 31/10/27	3.91	APID 2019-31A A2R 5.349 15/04/31	1.29
	DEUTSCHLAND REP 0.500 15/08/27	3.22	DBGS 2018-BIOD B 4.743 15/05/35	1.19
	DEUTSCHLAND REP 0.000 15/11/27	2.07	CAMB 2019-LIFE C 5.323 15/12/37	1.17
	US TREASURY N/B 3.375 15/09/27	1.88	HLM 15A-19 A2R 5.587 22/01/35	1.08
	SPANISH GOV'T 0.800 30/07/29	1.86	GLNB2 1X A 1.870 24/03/46	1.01

資料來源：Bloomberg，KGI整理，2024年12月25日

滙豐環球投資基金-環球短期債券

簡介

本基金旨在透過投資於預期平均存續期為6個月至3年的債券組合，從而提供長線資本增值及收益。

■ 抵禦市場波動

本基金主要投資於平均期限為6個月至3年之間的固定收益證券，存續期間短，有助抵禦利率波動，並能作為防守型部署對抗市場動盪

■ 高品質投資決策流程

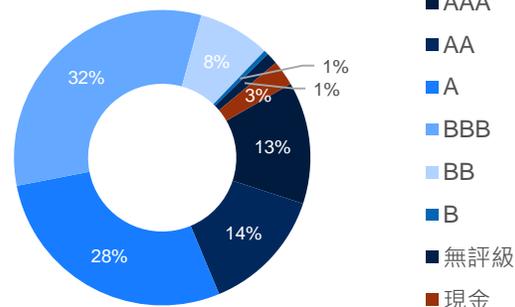
本基金多元化投資於已發展市場和新興市場的政府、政府機構及公司發行的投資級別債券，並倡導環境、社會和管治特徵，將ESG憑證的識別及分析作為投資決策過程中不可或缺的一部分，為晨星5星評級基金

■ 提供每月派息級別

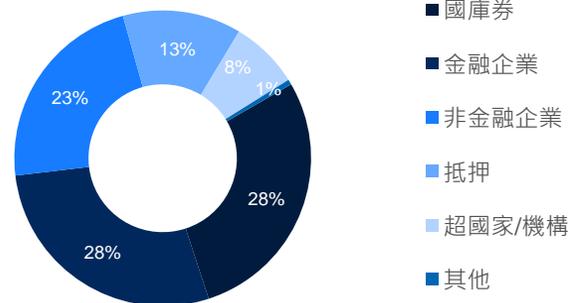
提供每月派息，最新年化派息率為5.63%

成立日	2018年12月6日	規模	29.78億美元
晨星類別	全球債券	基金分類	債券型
晨星評等	★★★★★	3年標準差(年化)	2.53%

債券信評分布



產業分布



前5大投資標的(%)

US TREASURY N/B 0.500 31/10/27	3.91
DEUTSCHLAND REP 0.500 15/08/27	3.22
DEUTSCHLAND REP 0.000 15/11/27	2.07
US TREASURY N/B 3.375 15/09/27	1.88
SPANISH GOV'T 0.800 30/07/29	1.86

近三年淨值



迄2024年12月23日	1個月	3個月	YTD	1年	2年	3年
美元累積報酬率(%)	0.39	0.37	5.28	5.62	11.95	6.01
同類型排名四分位	1	1	1	1	1	1

資料來源：滙豐投資管理基金月報、MorningStar，報酬率截至2024年12月23日，月報截至2024年11月30日；資料採用級別：美元AM2類別

滙豐投資基金—環球投資級證券化信用債券

簡介

本基金旨在透過投資於投資級別證券化信貸組合，提供長線資本增值及收益，同時倡導ESG特徵。

■ 非傳統固定收益

本基金利用非傳統固定收益達致多元化，與傳統固定收益資產的相關性較低，投資範圍包括資產抵押證券(ABS)、商業按揭抵押證券(CMBS)、擔保貸款責任(CLO)和住宅按揭抵押證券(MBS)等，相比評級相若的企業債券，證券化信貸有潛力提供更高的收益率

■ 高信用評等

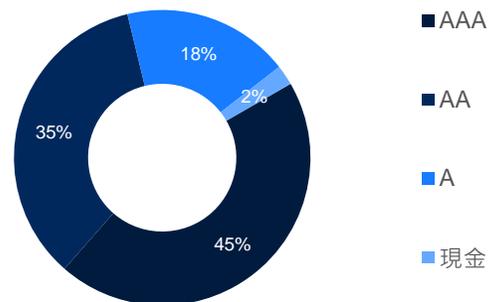
本基金近90%資產為浮息債券，存續期間短，採用嚴謹的投資流程，投資於當前平均信貸評級為AA級的投資級別證券，有助降低信貸風險

■ 每月派息機制

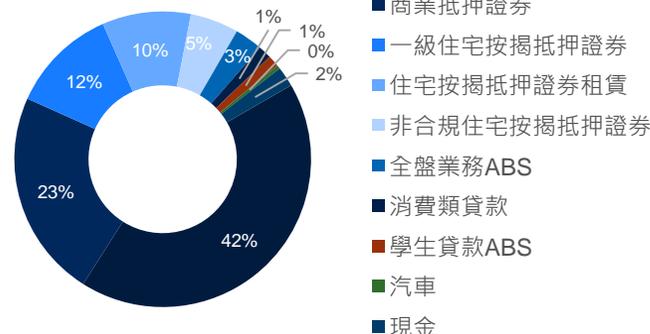
提供每月派息，最新年化派息率為6.72%

成立日	2018年5月29日	規模	28.73億美元
晨星類別	其他固定收益	基金分類	債券型
晨星評等	-	3年標準差(年化)	2.75%

債券信評分布



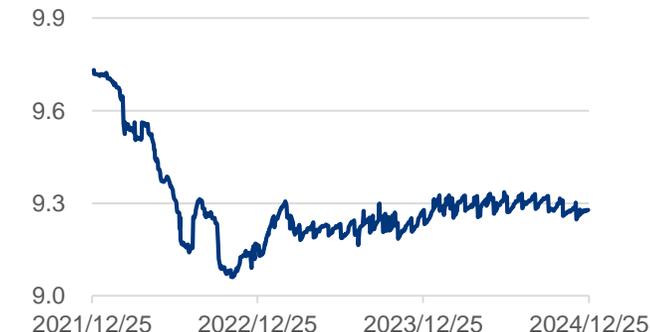
產業分布



前5大投資標的(%)

APID 2019-31A A2R 5.349 15/04/31	1.29
DBGS 2018-BIOD B 4.743 15/05/35	1.19
CAMB 2019-LIFE C 5.323 15/12/37	1.17
HLM 15A-19 A2R 5.587 22/01/35	1.08
GLNB2 1X A 1.870 24/03/46	1.01

近三年淨值



迄2024年12月23日	1個月	3個月	YTD	1年	2年	3年
美元累積報酬率(%)	0.47	1.18	6.86	7.04	14.99	11.33
同類型排名四分位	1	1	1	1	1	1

資料來源：滙豐投資管理基金月報、MorningStar，報酬率截至2024年12月23日，月報截至2024年11月30日；資料採用級別：美元AM2類別

歐洲銀行Q3業績持續穩健 可考慮配置投資評級債鎖定收益

▶ STANLN 5.005 10/15/30 (渣打集團)

- 渣打集團在2024年上半年年化有形資產回報率(ROTA)從2023年的0.4%上升至0.6%，主要是由於在高利率環境下淨利息收入上升、短期對沖的到期以及結構改善。同時，來自於財富解決方案收入和全球市場收入的非淨利息收入持續強勁增長也促進了更好的表現。穆迪預期到2026年其ROTA將達到0.7%。
- 集團資產質量持續改善：截至2024年6月30日，其不良貸款比率從2020年底的3.2%降至2.4%。集團貸款組合的結構改善包括投資級企業貸款佔比提高、對脆弱和循環行業的敞口減少。自2021年底以來集團已將中國商業房地產(CRE)組合減少約46%。
- 集團擁有強勁的資本比率。其CET1比率於2024年6月底為14.6%，同時預計比率將在中期內保持在13%-14%。
- 穆迪於今年9月將渣打集團信用展望調整為正面，穆迪認為集團持續改善的盈利能力可有助進一步提升其償付能力以及流動性。

商品名稱	STANLN 5.005 10/15/30 (渣打集團)
ISIN	XS2914003533
特色	渣打除了資產質量持續改善，同時擁有強勁的資本比率
到期日	2030年10月15日
配息(%)	變動/5.005/每半年
幣別	USD
距到期年	5.81
信評 (穆迪/惠譽/標普)	A3/A/BBB+
順位	優先無擔保
YTM/YTC (%)	5.50/5.45

資料來源：Bloomberg · KGI整理

渣打集團(STANLN 5.005 10/15/30)

簡介

渣打集團在2024年上半年年化有形資產回報率(ROTA)從2023年的0.4%上升至0.6%，主要是由於在高利率環境下淨利息收入上升、短期對沖的到期以及結構改善。同時，來自於財富解決方案收入和全球市場收入的非淨利息收入持續強勁增長也促進了更好的表現。穆迪預期到2026年其ROTA將達到0.7%。

介紹理由

- 集團資產質量持續改善：截至2024年6月30日，其不良貸款比率從2020年底的3.2%降至2.4%。集團貸款組合的結構改善包括投資級企業貸款佔比提高、對脆弱和循環行業的敞口減少。自2021年底以來集團已將中國商業房地產(CRE)組合減少約46%。
- 集團擁有強勁的資本比率。其CET1比率於2024年6月底為14.6%，同時預計比率將在中期內保持在13%-14%。穆迪於今年9月將渣打集團信用展望調整為正面，穆迪認為集團持續改善的盈利能力可有助進一步提升其償付能力以及流動性。
- 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。

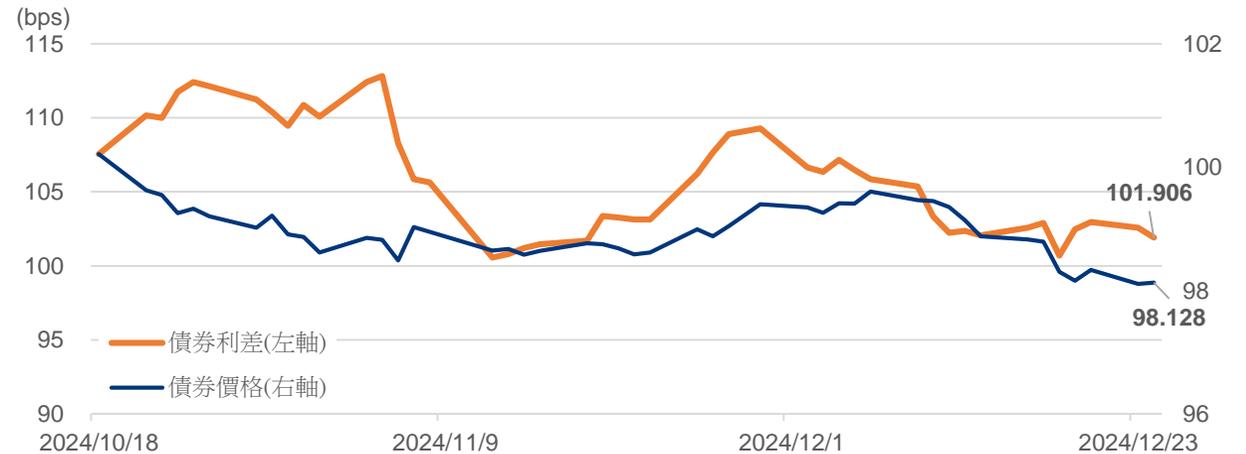
財務指標	2021	2022	2023
有形資產回報率(ROTA)	0.29	0.36	0.43
第一級普通股權益比率(CET1)	14.10	14.00	14.10
不良貸款比率(不良貸款/總貸款)	2.73	2.69	2.60

資料來源：Bloomberg，2024年12月26日，註：票息重設日期為2029年10月15日當日，並為每半年配息，適用年利率為美國5年期國債收益率，重設息率為交割日的債券收益率加1.15%

標的資訊

標的名稱	STANLN 5.005 10/15/30	ISIN	XS2914003533
到期日	2030年10月15日	距到期年	5.81
配息(%)	變動/5.005/每半年	YTM/YTC(%)	5.50/5.45
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/BBB+	債券順位	優先無擔保

價格



▶ DEC 2024

<p>23 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國12月經濟諮詢委員會消費者信心 (實際:104.7 預估:113.2 前值:112.8) • 美國11月耐久財訂單月增率初值 (實際:-1.1% 預估:-0.3% 前值:0.8%) • 美國11月新屋銷售月增率 (實際:5.9% 預估:9.7% 前值:-14.8%) 	<p>24 Tuesday</p>	<p>25 Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 日本11月工具機訂單年增率終值 (實際:3.0% 前值:3.0%) 	<p>26 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國上週首次申請失業救濟金人數 (實際:219k 預估:223k 前值:220k) 	<p>27 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 日本11月失業率 (實際:2.5% 預估:2.5% 前值:2.5%) • 日本12月東京CPI年增率 (實際:3.0% 預估:2.9% 前值:2.5%) • 日本11月零售銷售月增率 (實際:1.8% 預估:0.5% 前值:-0.2%) • 日本11月工業生產月增率 (實際:-2.3% 預估:-3.5% 前值:2.8%)
---	--------------------------	--	---	--

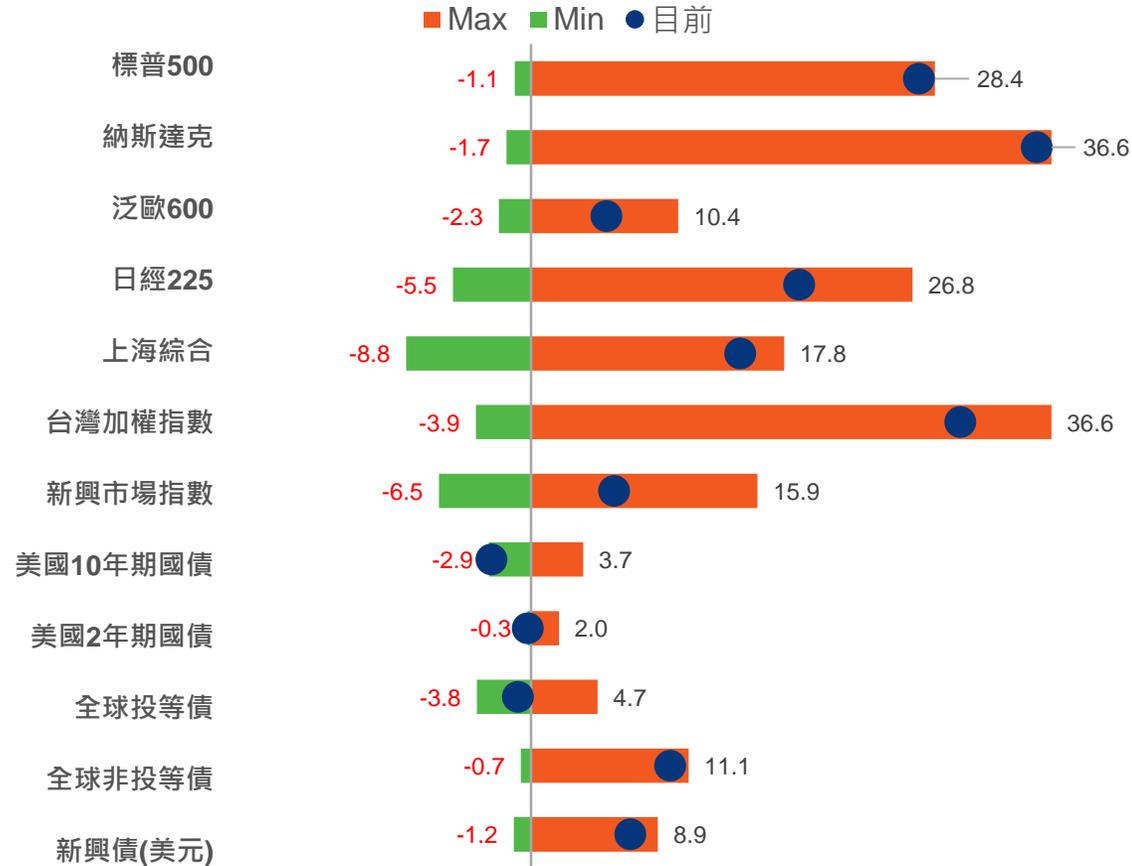
▶ JAN 2025

<p>30 Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 日本12月自分行製造業PMI終值 (前值:49.5) 	<p>31 Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 中國12月製造業PMI (預估:50.3 前值:50.3) • 中國12月非製造業PMI (預估:50.2 前值:50.0) 	<p>1 Wednesday</p>	<p>2 Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國上週首次申請失業救濟金人數 (前值:219k) • 美國12月標普全球製造業PMI終值 (預估48.3 前值:48.3) • 歐元區12月HCOB製造業PMI終值 (預估 :45.2 前值:45.2) • 中國12月財新製造業PMI (預估:51.6 前值:51.5) 	<p>3 Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國12月ISM製造業PMI (預估:48.3 前值:48.4)
--	--	---------------------------	--	---

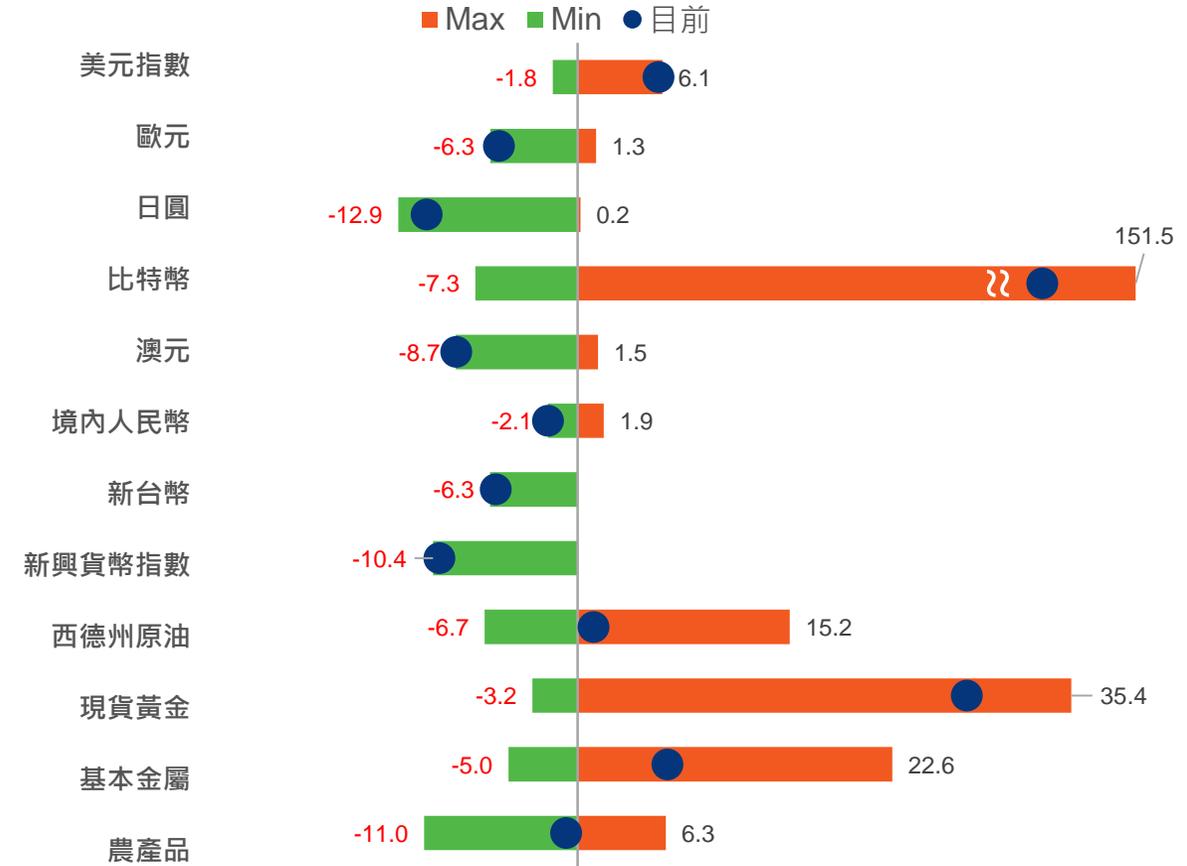
資料來源：Bloomberg

年至今主要市場/資產表現

股、債市場YTD表現(%)



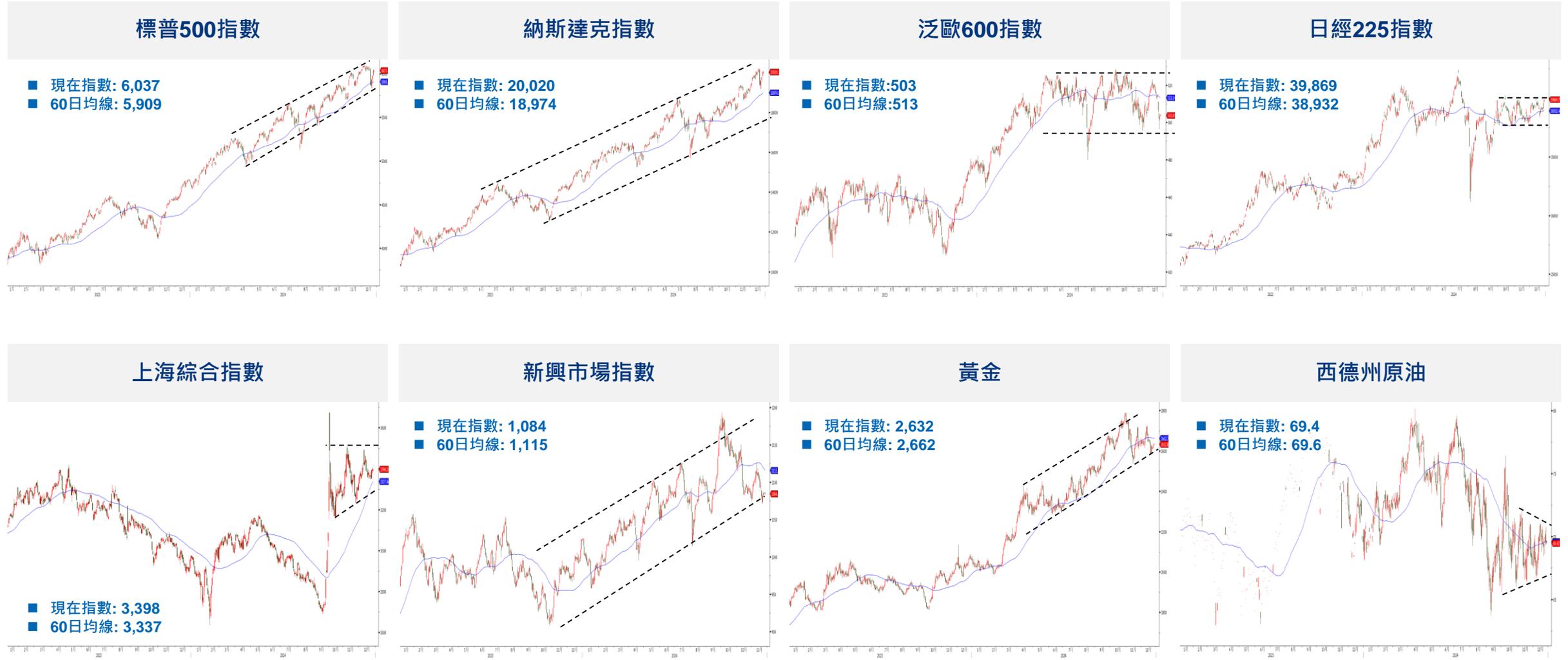
貨幣、原材料市場YTD表現(%)



資料來源：Bloomberg · 2024年12月27日

技術分析

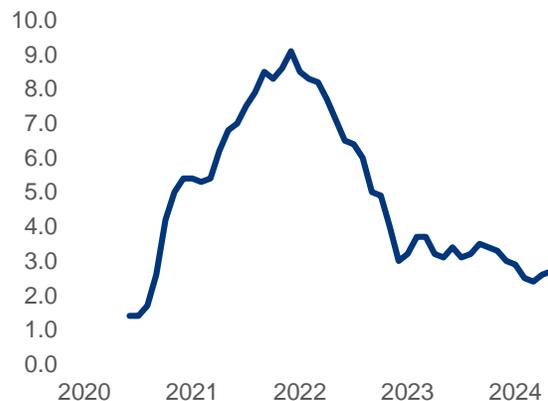
60日線



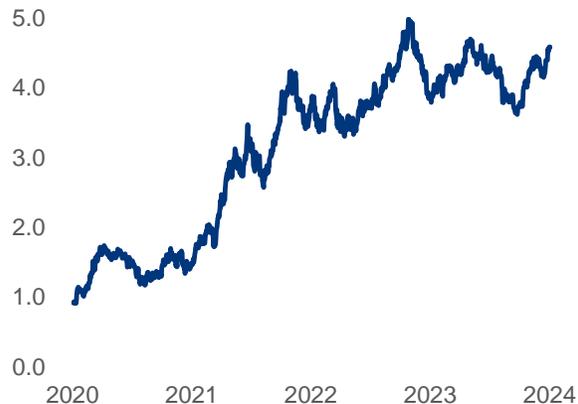
資料來源：Bloomberg · 2024年12月27日

市場觀測

美國消費物價指數年增率(%)



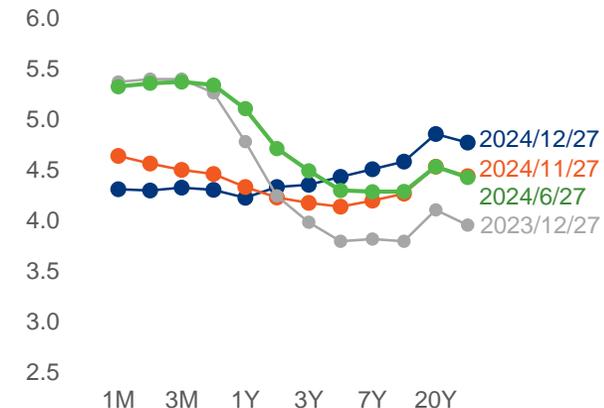
美國10年期國債孳息率(%)



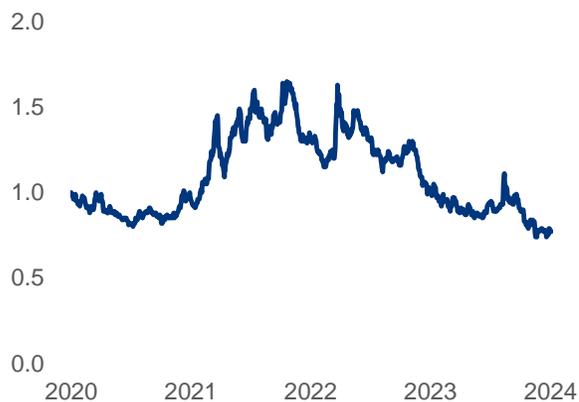
美國國債息差(bps)



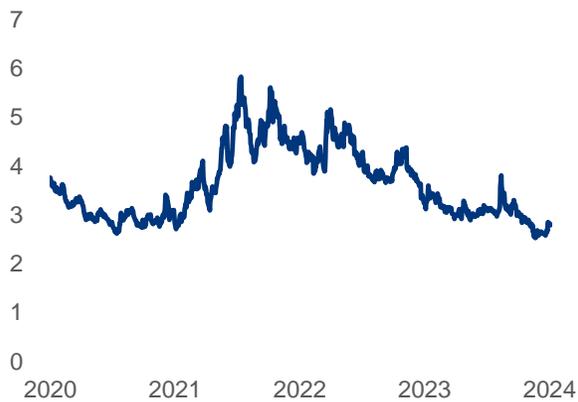
美國國債孳息率曲線(%)



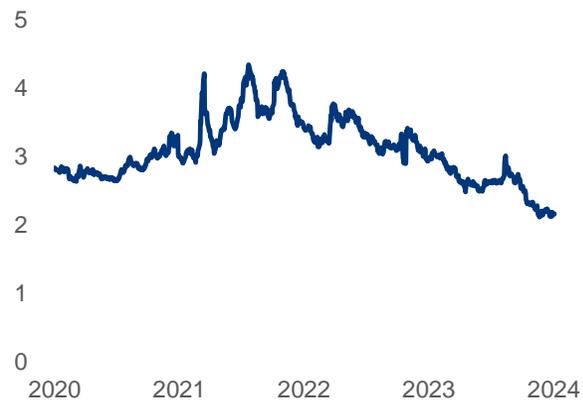
美元投資級公司債息差(%)



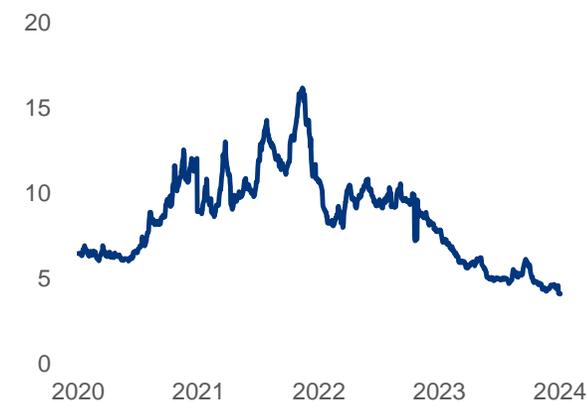
美元非投資等級債息差(%)



美元新興市場債息差(%)



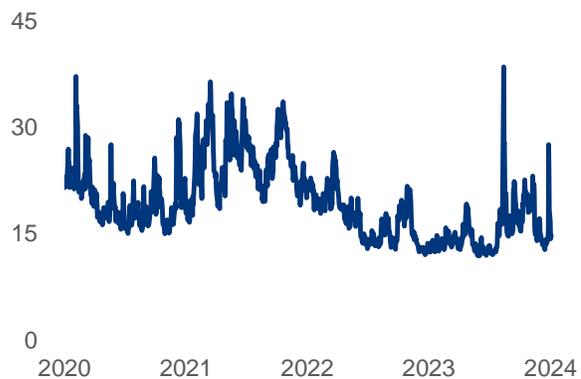
美元亞洲非投資級債息差(%)



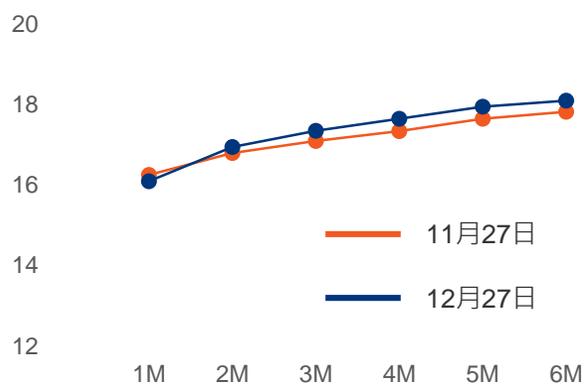
資料來源：Bloomberg · 2024年12月27日

市場觀測

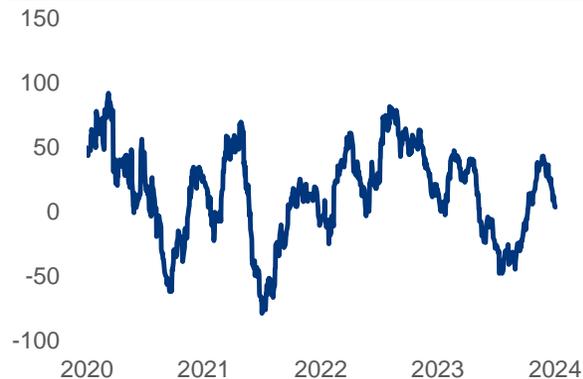
VIX指數



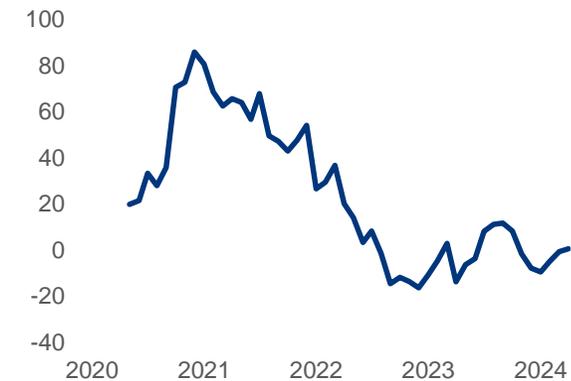
VIX期間結構



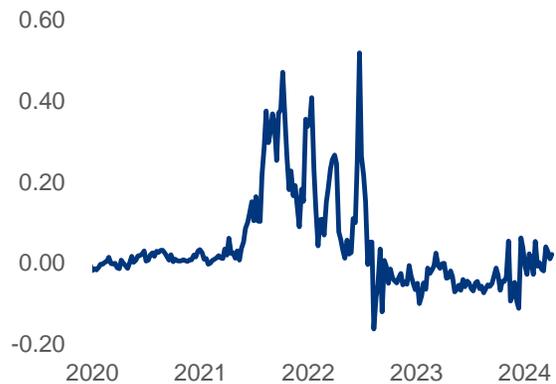
美國花旗經濟驚奇指數*



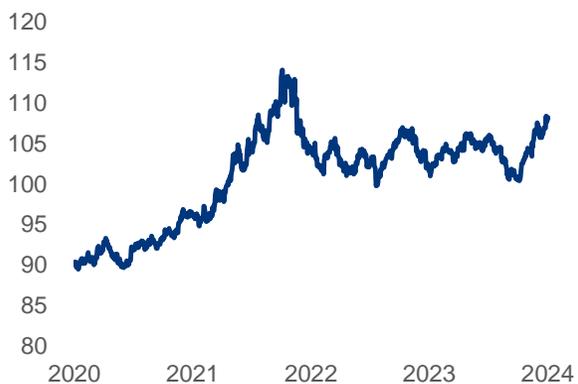
美國花旗通脹驚奇指數*



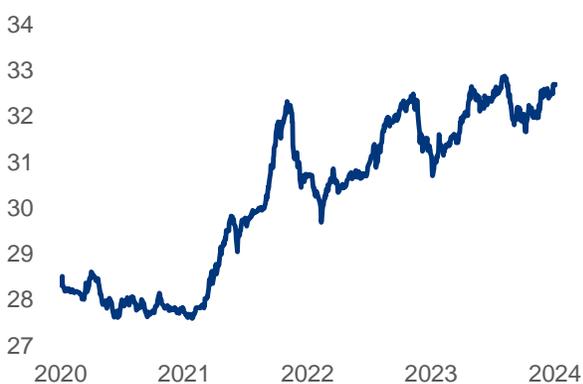
TED息差(bps)



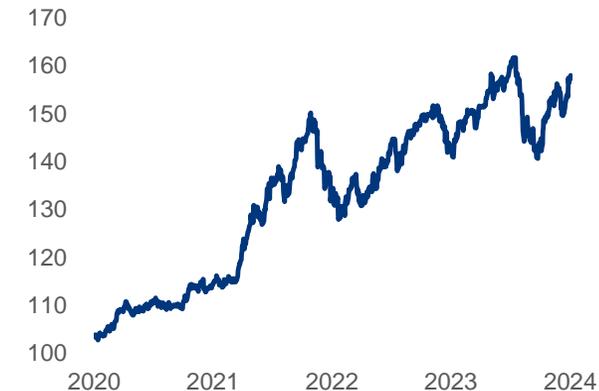
美元指數



美元兌新台幣



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg，2024年12月27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。