

CIO Office 投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

發債潮來襲，避風港在哪

Bond Supply Shock: Where Is the Safe Haven?

14 September 2026

01 CIO Insights 日圓升值，全球資產重組

02 市場回顧

- 數據與政策預期引導股債皆墨



03 熱門議題

- 歐日央行鷹派行動，內需預期受惠



04 投資焦點

- 美財政部倍增國債回購不如預期，國債布局宜慎
- 大型企業債信強韌，首選中短天期投等債



05 策略思維

- 發債與升息預期擾動，基本面形塑股市中長期布局契機



06 理財產品 精選美股/環球股、台股、基金/ETF、債券

日圓升值，全球資產重組

► 日本轉向高利率環境有望推升日圓

隨著日本銀行推動利率政策正常化及美日利差收斂，美元兌日圓可能大幅走低，進而削弱長期藉着低成本借入日圓，購買較高收益率海外資產的吸引力。雖以直接的外匯干預或許能使日圓止貶短暫奏效，但若要日圓實現長久升值，則必須仰賴利率政策預期與資金流向的同步配合。

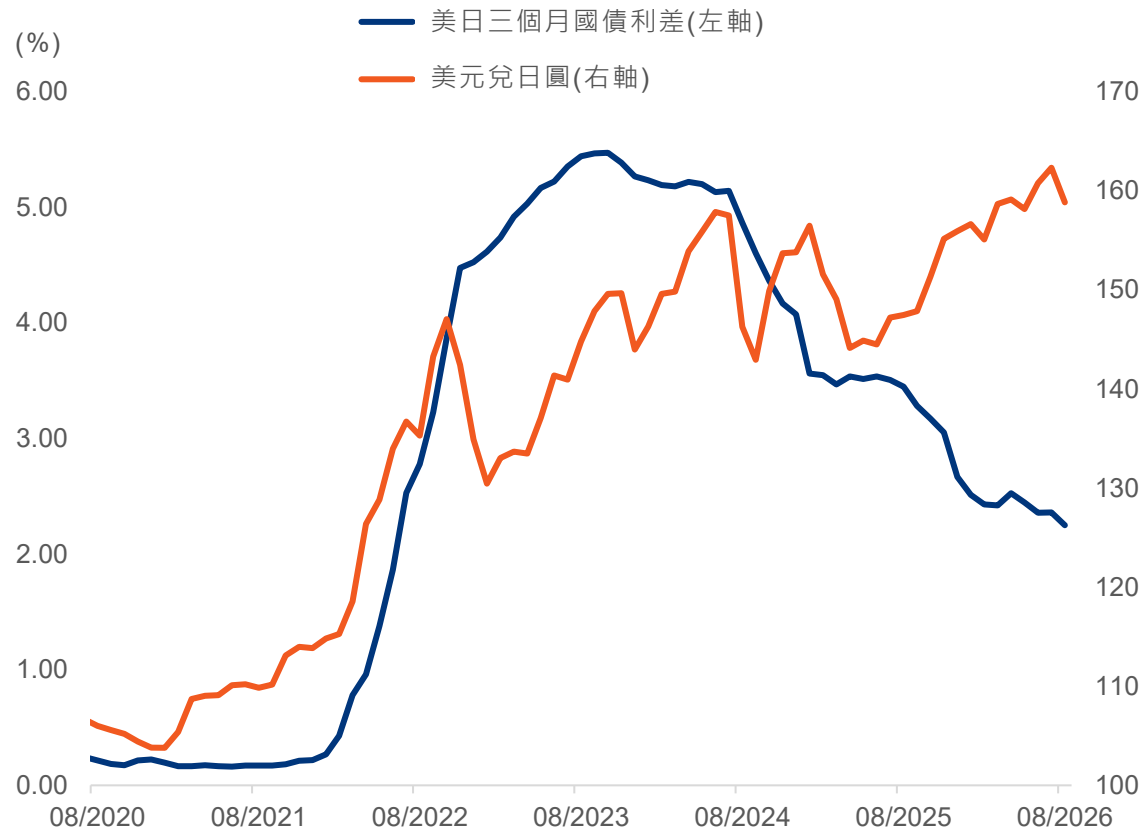
► 日圓套利交易平倉或將引發全球避險與衝擊

市場降低流動性資產的槓桿部位，令日本出口商同步面臨壓力。此外，若日本投資人對美國國債需求隨之疲軟，亦會導致國債的期限溢價與信用利差擴大。然而，近期日本拋售的美國政府債務絕大多數為短期國庫券，而非長天期債券，因此目前仍缺乏長天期債券遭到大規模拋售的具體證據。

► 經歷市場動盪後，日本股市的領漲產業將呈現輪動

強勢日圓能降低進口的燃料、食品與商品成本，從而支撐家庭購買力與國內需求。潛在的受惠產業包括銀行與特定保險公司、公用事業與城市燃氣、進口導向的零售與必需消費品，以及國內電信與服務業。反之，出口商、汽車製造商、半導體設備商、綜合商社以及入境旅遊相關企業，則可能面臨海外收益換算的匯兌損失、外國旅客消費力道減弱，以及隨著日圓融資支撐消退而引發的評價下修。

匯率避險後的美日利差已降至最低水準

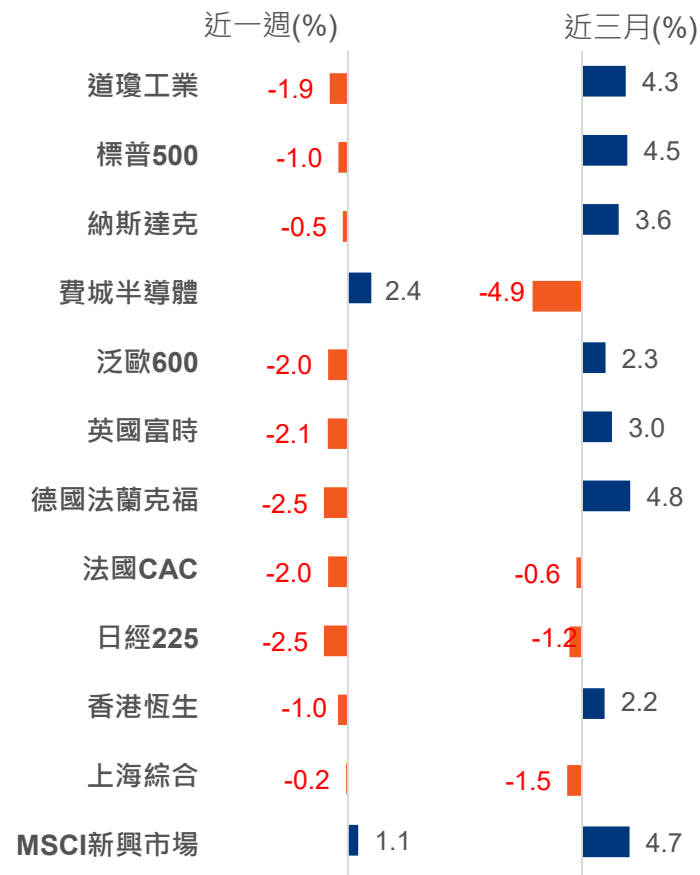


市場回顧

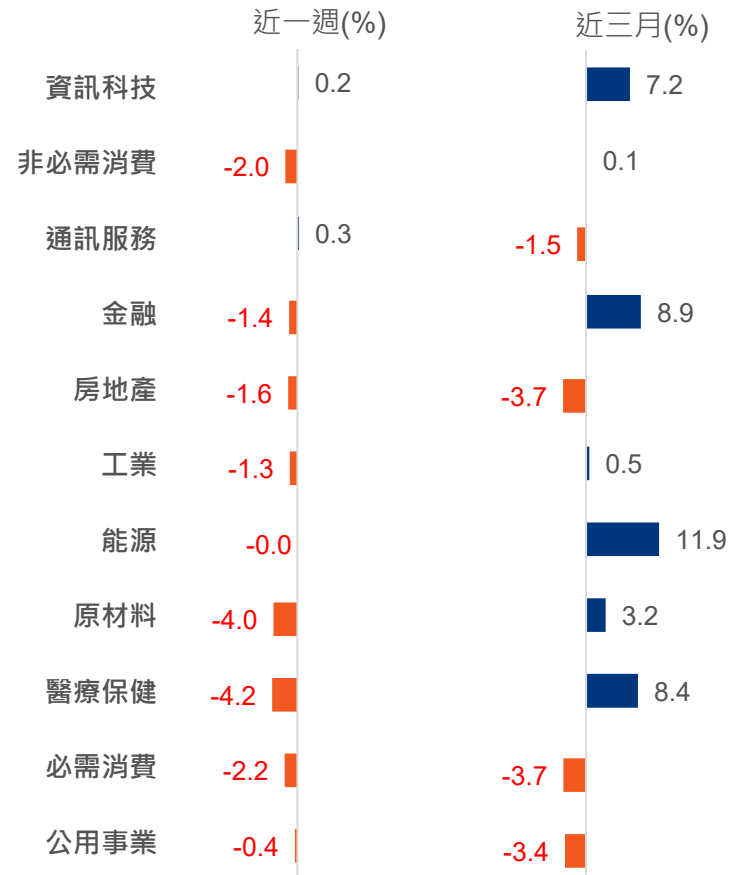
美伊衝突與升息預期，股市表現多走跌

- ▶ 中東緊張局勢持續，推升油價突破每桶100美元，疊加生產者物價年增速從前月4.8%升至5.4%，凸顯短期通脹壓力難消，市場預期聯儲局9月升息機率升至7成之上，打擊美股走弱，僅個股利多消息推動費半指數漲勢相對較佳。中東衝突持續造成市場對通脹擔憂，歐洲央行如預期升息一碼，日本銀行下週有望跟進，歐、日股亦承壓，後續關注美國消費者物價，為聯儲局貨幣政策關鍵。
- ▶ 產業方面，研調機構指出記憶體價格調漲與AI資料中心持續投資，正推動記憶體產業在半導體產業占比大幅攀升，帶動美光等記憶體大廠股價上漲；英特爾宣布CPU產品漲價10%；甲骨文財報營收與獲利優於預期，亦維持強勁展望；Meta平台新推出AI助理Muse，可為使用者寄電子郵件、網購與規畫行事曆等各種任務，科技與通訊類股漲幅居前。美伊衝突仍未難消退，再度點燃油價漲勢，能源類股表現相對抗跌。

各地區指數表現(%)



美股各產業指數表現(%)

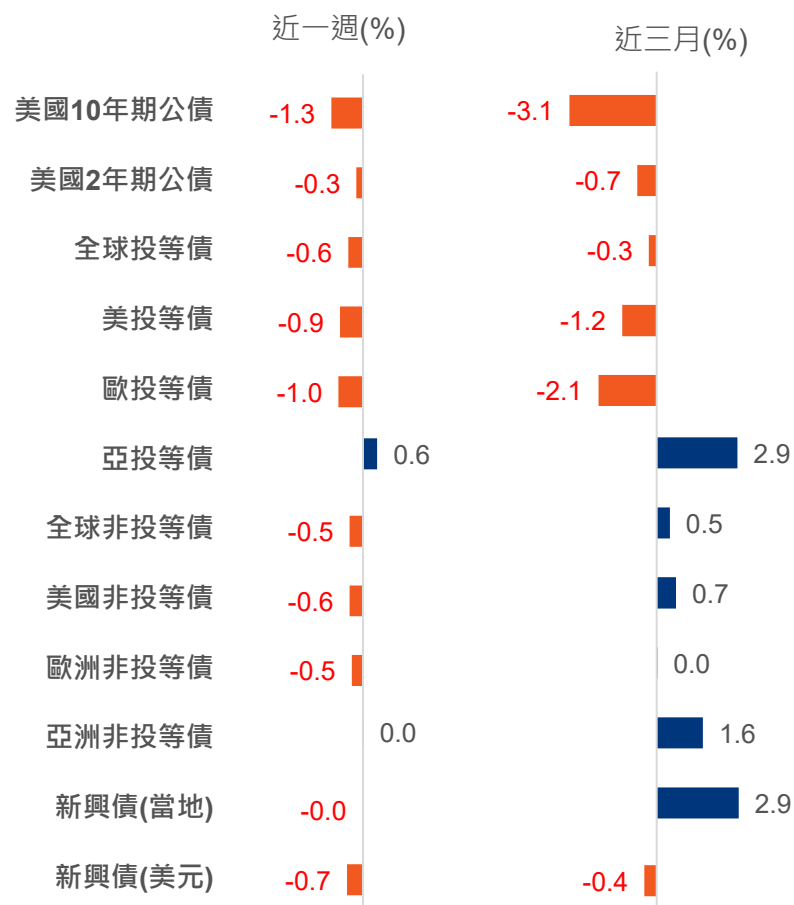


市場回顧

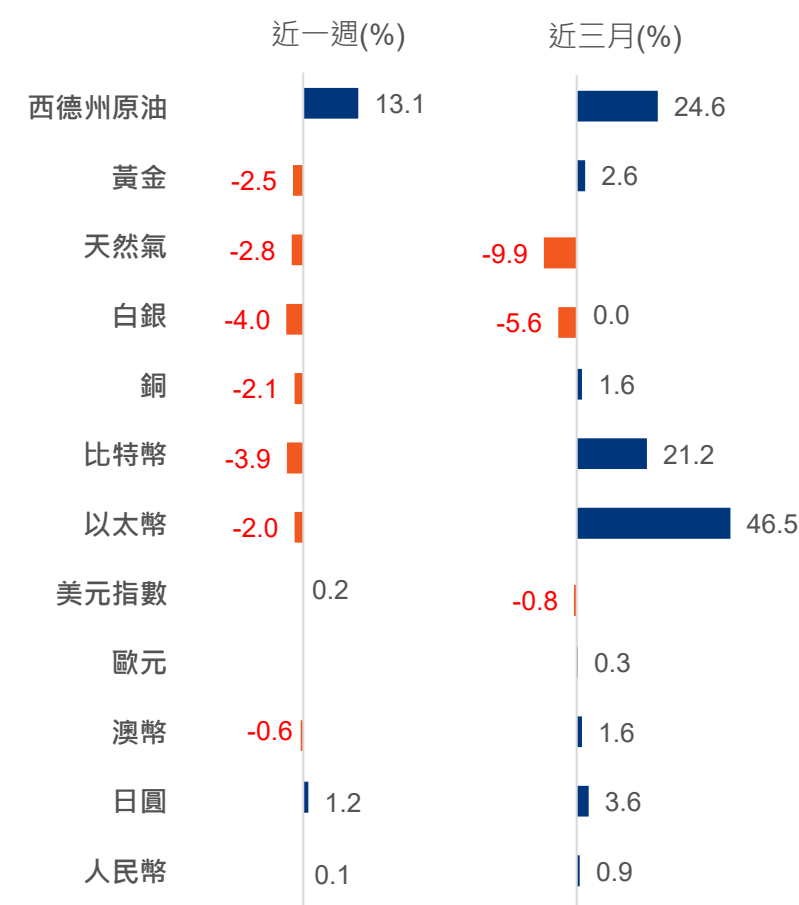
升息臆測與回購不如預期債市承壓；中東擾動持續推升油價

- ▶ 油價大漲且生產者物價高於前月，市場維持聯儲局9月升息預期，此外，美國財政部計畫加大長天期國債操作規模，然規模不如市場預期，美國國債孳息率走升且曲線平坦化，另歐、日央行升息預期推動德、日國債利率升至今年高位，資金流入具孳息吸引力與防禦性質的亞洲投等債。
- ▶ 美國報復伊朗先前試圖攻擊美國軍艦，美軍摧毀5艘伊朗油輪，葉門胡塞組織奪取葉門摩卡港口欲掌控曼德海峽，加重原油供給中斷風險，油價延續上週漲勢，儘管美國總統川普表示美伊衝突即將結束，然中東地緣擾動短期內無改善跡象，恐致油價維持高位難降。
- ▶ 中東衝突令通脹壓力增溫，推升聯儲局升息預期，美元轉強。歐洲央行如期升息一碼，歐元持平。日本銀行官員增田和幸表示應進一步升息，確保通脹不高於政策目標，美國財政部長施壓日本升息預期，日圓較主要貨幣顯強，未來留意主要央行政策動向。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)



熱門議題

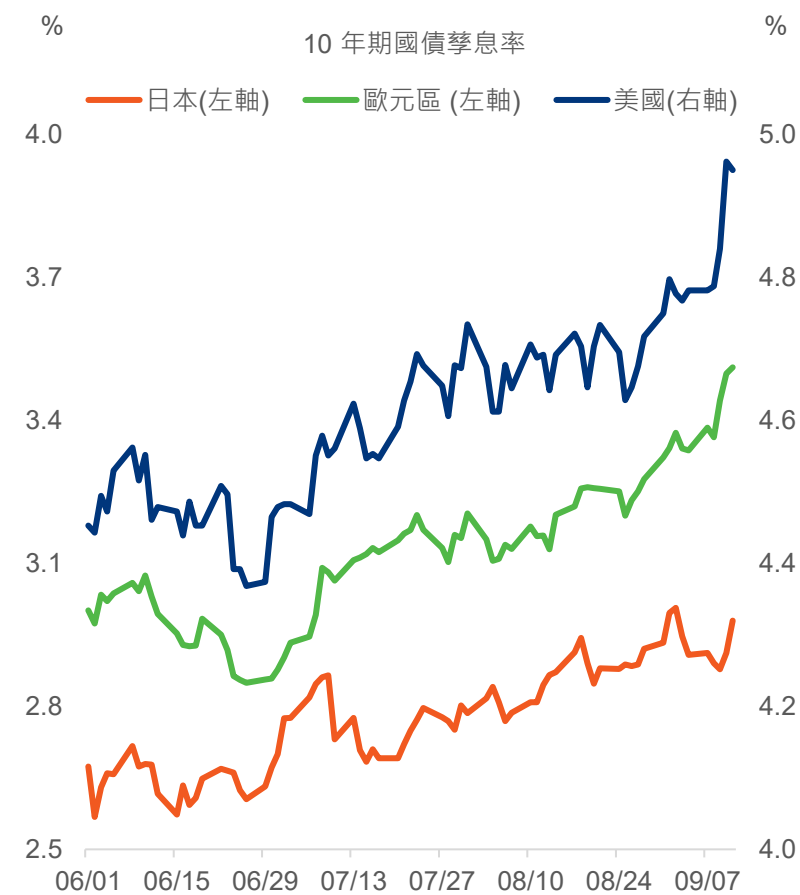
歐日央行鷹派行動，內需相關預期受惠

- ▶ ECB於9月10日把三項政策利率各上調25個基點，存款利率將於9月16日升至2.50%。央行指出中東衝突持續製造通脹壓力，同時警告增長下行風險。ECB升息後，市場已訂價明年4月升息超過75基點。
- ▶ 日銀下周9月17至18日開會，委員高田創(Hajime Takata)警告，在金融條件仍寬鬆、日圓偏弱及能源與食品成本上升下，若基礎通脹加速，央行或須較快升息；他認為現時1%的政策利率仍然偏低。不過，他亦表示通脹未有急升，故毋須一次加50個基點行動。
- ▶ 全球面對能源供給衝擊推高通脹，利率上升影響收入和需求。ECB已選擇先行抑制第二輪通脹效應，代價是融資成本及成長股折現壓力；日銀若確認升息，則進一步支持日圓、推高日本國債收益，加速日圓套利交易平倉。日圓轉強的情況下，我們預期銀行及特定保險機構、公用事業、進口主導零售 / 必需消費品、本土電信與服務業或能受惠。

市場提高多國升息預期



主要國家長天期債券孳息率上升



資料來源：Bloomberg、凱基整理

投資焦點

美財政部倍增國債回購不如預期，保守看待國債配置

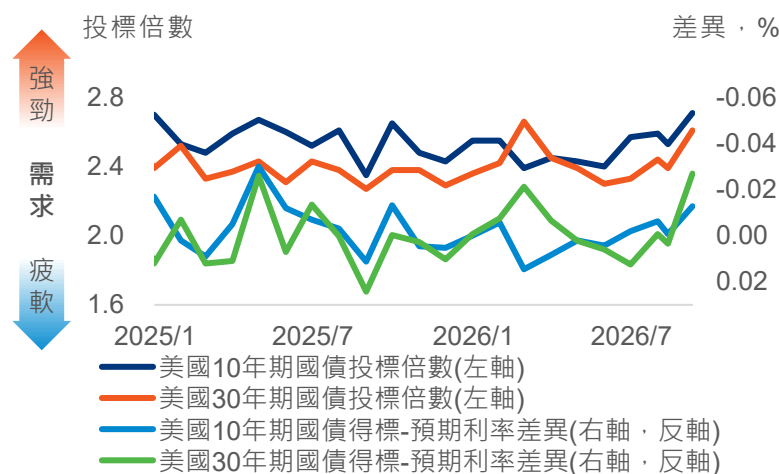
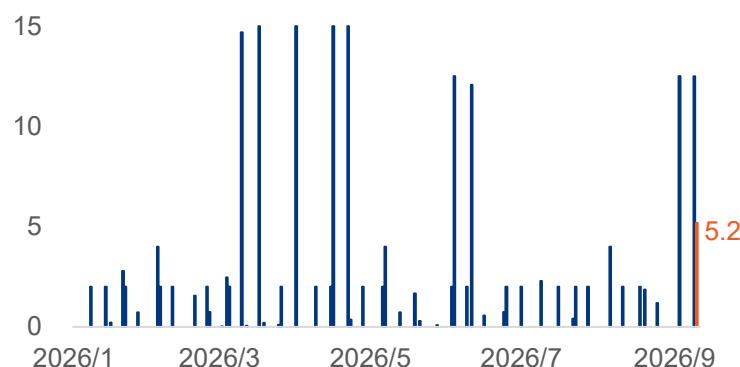
► 美國財政部9月10日執行10年期與20年期國債回購計畫，並擴大回購規模從20億增至60億美元，欲對缺乏流動性的長天期舊債進行流動性支持，減輕國債拋售潮引發期限溢價走升問題，然實際回購規模僅51.8億美元並低於預期的60億至100億美元令市場失望。財政部亦公布例行10年與30年期國債標售結果，宣布執行擴大回購操作後，從投標倍數與得標減預期利率差距來看，反映長天期國債需求不淡，然川普承諾共和黨若在期中選舉中獲勝，將向全國成年公民發錢，恐導致未來國債供給量續升，後續視美國政府能否維持財政紀律逐步恢復市場信心。

► 美國非農新增就業數明顯較前月改善，反映就業市場韌性，體現實體經濟表現優於預期，然短期通脹難回政策目標，預期聯儲局最快9月重啟升息，2年期國債利率水準已反映升息空間，考量財政問題與美國升息預期同在，投資美國國債宜慎，留意Fed官員態度與經濟預估變化。

資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

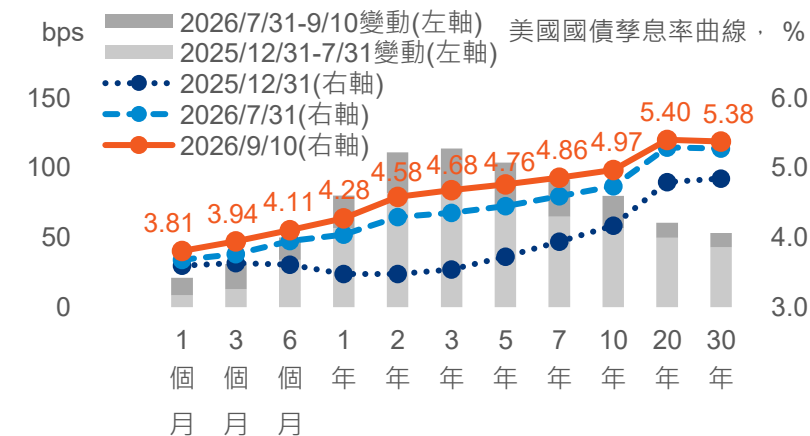
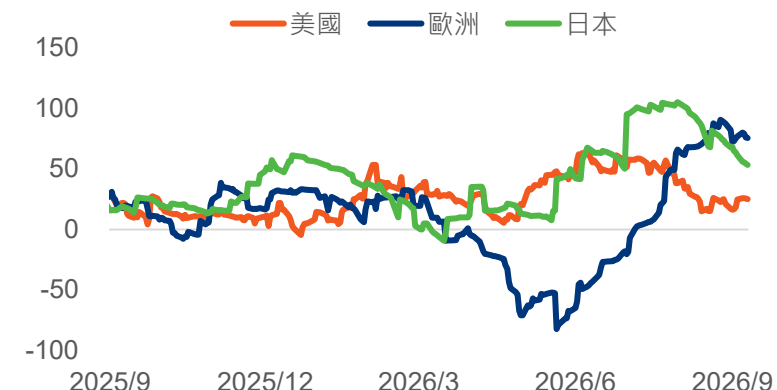
財政部倍增長期國債回購不如預期，然標售需求回溫

美國財政部國債回購操作實際規模，10億美元



美國經濟未見明顯疲態！為聯儲局埋下升息伏筆

花旗經濟驚奇指數



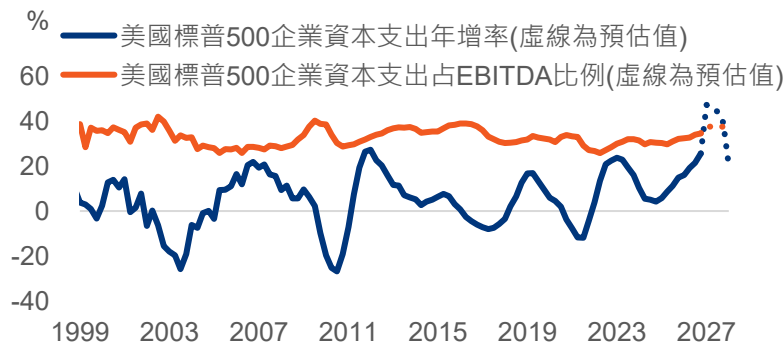
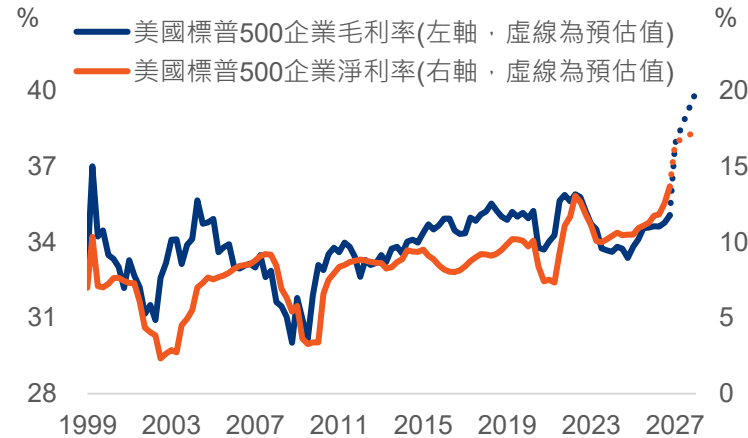
投資焦點

美國大型企業債信仍強，中短天期投資級債為首選

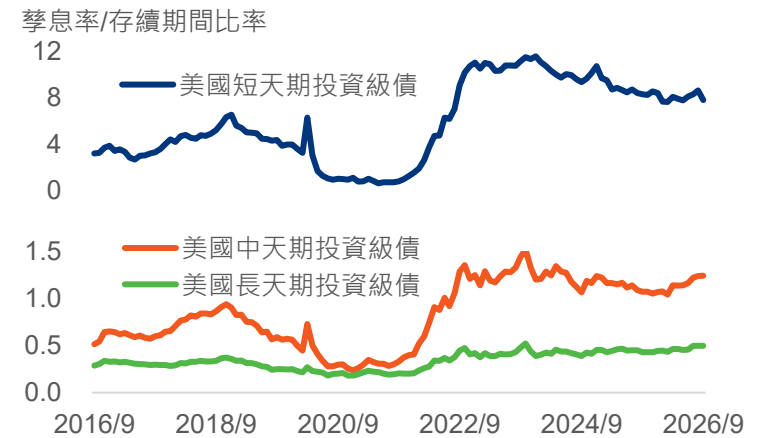
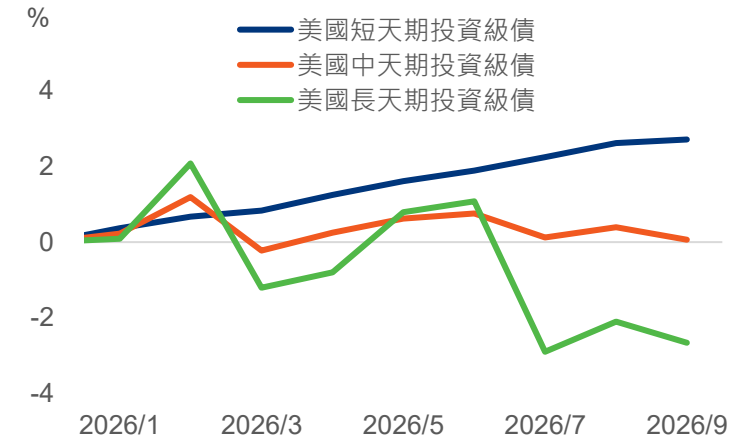
► 2026年第2季美國標普500企業財報數據顯示獲利成長明顯高於債務增速，另可發現代表獲利護城河的大型企業毛利率貼近2022年以來高位，淨利率亦創1998年以來新高，資本支出年增至25%歷史高位水準，另資本支出佔EBITDA比率升至35%，預期美國大型企業持續擴大資本支出推動獲利成長動能，同時維持獲利高於資本開支的資本效率，避免大額資本支出過度失控，造成未來債信體質與償債能力惡化。

► 從今年1月至8月美國各天期投資級債表現來看，可以發現中短天期債含息總報酬仍維持正值，主因美國政府財政問題與升息擔憂推升孳息率曲線上行。從短、中、長天期孳息率/存續期間比率來看，美國短天期債具備利率波動下最大抗震能力，而長天期承受利率上行耐受幅度相對僅50個基本點，考量利率風險可能持續至年底，債市投資人可配置中短天期債券降擾動。

美國大型企業淨利率創1998年來新高



美國中短天期投資級債年至今表現相對較穩



債務供給與升息預期擾動，基本面形塑中長期布局契機

類別	市場看法	偏好資產
股市	◆ 全球主要國家債務攀升，利率創高添股市評價修正風險，加上科技股舉債投入資本支出，未來獲利與變現能力備受關注。美伊衝突加劇不確定性，短線可透過布局醫療與公用事業等防禦股，降低市場震盪風險，科技及AI半導體等發展趨勢不變，獲利等基本面支持長線發展，採逢回分批布局，並分散國家與產業配置。 ◆ 歐、日股可作為分散配置重點，全球利率彈升有利銀行股，歐、日銀行股基本面佳，日本半導體股分批布局較穩健，歐洲國防軍工仍具投資吸引力。	策略風格：短期可增加防禦股配置，中長期看好AI題材如科技及半導體，非AI部分可關注金融、工業等產業機會 區域：日本銀行股、日本半導體股、歐洲金融、國防
債市	◆ 發債供給與聯儲局升息預期，美國國債孳息率續升，應避免超長天期債券投資，預期年底前美國10年期國債利率將於4.5%-5.0%震盪，可逢利率走升時，以中短天期債券進行鎖利領息。高信評債體質較佳，具穩定現金流與還款能力，聚焦風險調整後利差具吸引力者，包含金融、科技、通訊及公用事業等產業。 ◆ 可以非美貨幣債券如歐元或澳幣計價投資級債券，分散單一貨幣風險。	債種：中天期高信評債鎖利，產業如金融、科技、通訊及公用事業等 衛星配置：非美貨幣債券分散風險
匯市	◆ 聯儲局9月升息預期持續，美元短線高檔震盪。 ◆ 日本銀行釋出鷹派訊號，9月升息可能性升高，有利日圓止貶回升。	日圓震盪偏升
商品	◆ 中東衝突反覆，荷姆茲海峽短期恢復正常通行機率偏低，加上石油庫存探低，預期今年能源仍呈供不應求態勢，油價維持偏高水位。 ◆ 美國財務壓力與去美元化之兩個長期結構性問題依然存在，央行買盤提供黃金中長期穩定支撐。	短期黃金區間操作，中長期維持偏多看法

日本企業改革與政策正常化帶動投資機遇

- ▶ 8月美國PPI環比增長0.4%，符合市場預期，高於前值上修後的0.1%增長；按年同比增長5.4%，高於市場預期的5.3%，也高於前值上修後的4.8%增長。核心PPI環比增長0.2%，低於市場預期的0.3%，也低於前值上修後的0.3%增長；按年同比增長4.6%，符合市場預期，高於前值上修後的4.3%。
- ▶ 8月美國CPI環比增加0.4%，符合市場預期，高於前值的0.1%增長；按年同比3.4%，符合市場預期，與前值持平。核心CPI環比增長0.3%，高於市場預期的0.2%增長，也高於前值的0.2%增長；按年同比增長2.4%，符合市場預期，低於前值的2.5%增長。
- ▶ 9月美國密大消費者信心指數為47.8，低於市場預期的51.0，也低於前值的51.7。
- ▶ 日本股市的中長期吸引力來自企業治理改革與資本效率提升，上市公司持續優化資源配置，有望支持獲利品質及估值改善。日本銀行逐步推進政策正常化，則有利金融業收益提升，並帶動利率避險及交易需求；我們認為，具備穩健現金流、積極股東回報及金融服務優勢的企業值得關注，惟日圓升值對出口企業獲利的影響將加大板塊表現分化。

美日10年期國債利差走勢



東京海上控股(8766 JP)

收盤價 JP¥7,970

目標價 JP¥8,500

公司簡介

東京海上控股為日本主要保險集團，業務涵蓋產物保險、人壽保險及風險管理服務，並透過全球布局及海外特殊險業務推動成長。

公司特色

■ 保費調升支撐承保獲利

日本保險業調升保費有助抵銷理賠成本通脹，東京海上預期汽車險及旅遊險的調價效益將於第二季起更加明顯。海外市場表現分化：醫療超額損失保險仍具調價動能，北美特殊險市場則面臨價格競爭升溫。在此環境下，業務多元且承保紀律嚴謹的保險公司更具優勢。

■ 與波克夏合作，強化全球成長動能

波克夏入股約2.5%並建立策略合作關係，為東京海上提供額外再保險承保能力，以及共同參與海外併購的機會，有望支持業務擴張並降低承保獲利波動。營運方面，第一季海外淨簽單保費年增16.6%，剔除匯率影響後增長4.8%，綜合成本率維持於88.8%，展現穩健的承保獲利能力。

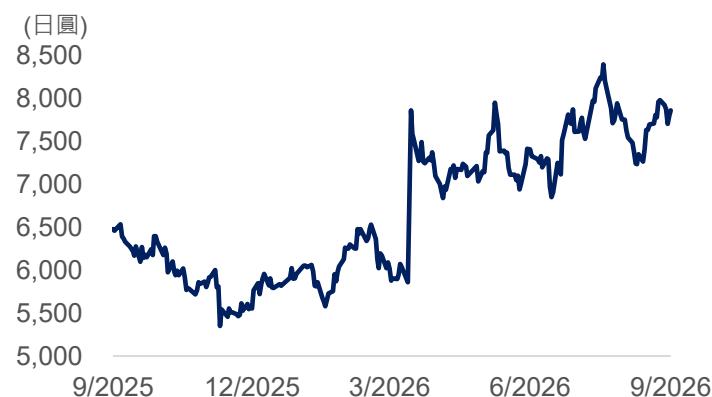
■ 全年獲利目標不變，股息持續提升

2026財年第一季(4月至6月)保險收入年增12.3%至2.05兆日圓，歸屬母公司淨利年增3.3%至2,643億日圓；調整後淨利則年減3.6%至2,614億日圓。管理層維持全年調整後淨利9,500億日圓，年增7.8%及調整後每股盈餘514日圓的指引，並預計全年每股股息由218日圓增至245日圓，在季度獲利承壓下持續提升股東回報。

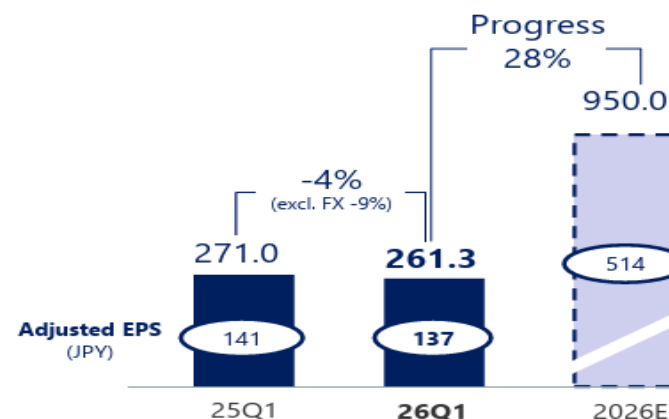
■ 估值共識

彭博12個月平均目標價為JP¥8,765，最高目標價為JP¥10,500，最低為JP¥5,842。

近一年股價走勢



調整後淨利潤(十億)



財務數據

	2024	2025	2026	2027F	2028F
收入增長(%)	14.0	0.6	5.5	15.5	4.1
營業利益率(%)	11.9	8.5	10.1	14.0	13.8
EPS(日圓)	356.07	231.69	280.20	508.79	560.63
淨利率(%)	9.8	6.2	7.0	10.5	10.9

資料來源：Bloomberg；2027至2028年為市場平均財務預估資料

PE和PB



資料來源：Bloomberg, Company

日本交易所集團(8697 JP)

收盤價 JP¥2,210.5

目標價 JP¥2,500

公司簡介

日本交易所集團旗下擁有東京證券交易所及大阪交易所，提供股票與衍生品交易、結算、上市及市場數據服務，是日本資本市場的核心基礎設施。

公司特色

政策正常化帶動交易與避險需求

日本銀行維持升息方向，預期日圓中期可獲利差收窄支撐，日本國債孳息率則仍面臨上行壓力，匯率與債市波動有望提高資產再配置及避險需求。日本交易所可透過國債期貨交易、利率交換結算及相關擔保資產收益受惠，日圓波動亦可能間接帶動日股與股指衍生品交投；惟日圓急升若壓抑股市，可能抵銷部分效益。

現貨交易大幅增長，數據與指數業務擴大收入來源。

第一季現貨市場日均成交額達12.39兆日圓，年增106.2%，帶動交易服務收入快速成長。市場數據使用增加及指數授權收入提升，推動資訊服務收入增至93.1億日圓；結算擔保資產相關收益亦增加，多項業務共同支持獲利擴張。

季度獲利強勁，上調全年展望與股息

2026財年第一季(4月至6月)營收年增50.8%至655.2億日圓，營業利益年增73.3%至437.2億日圓，歸屬母公司淨利年增73.6%至295.7億日圓。管理層將全年營收及淨利預測分別上調至2,415億及985億日圓，並將每股股息預測由61日圓提高至77日圓；後續成長仍取決於市場交投熱度能否延續。

估值共識

彭博 12 個月平均目標價為 JP¥2,504，最高目標價為 JP¥2,800，最低為 JP¥2,000。

近一年股價走勢



2026財年指引上調

	FY2026 (Forecast)		
	(Initial)	Revised on July 28	Change from Initial
Operating Revenue (JPY mil.)	205,000	241,500	+17.8%
Operating Expenses (JPY mil.)	91,000	97,500	+7.1%
Operating Income (JPY mil.)	115,000	145,500	+26.5%
Net Income (JPY mil.) (Attributable to owners of the parent company)	77,500	98,500	+27.1%
Earnings Per Share	JPY 75.85	JPY 96.40	-
Dividend Per Share	JPY 61	JPY 77	+26.2%
Dividend Payout Ratio	Approx. 80%	Approx. 80%	-

財務數據

	2024	2025	2026	2027F	2028F
收入增長(%)	14.1	6.1	22.5	23.0	0.4
EBITDA比率(%)	68.7	67.4	67.1	65.9	60.7
EPS(日圓)	59.12	60.47	77.07	97.23	94.30
淨利率(%)	40.2	38.8	40.0	40.7	39.0

資料來源：Bloomberg；2027至2028年為市場平均財務預估資料

PE和PB



資料來源：Bloomberg, Company

台股穩步向上，可留意Apple新發布產品之受惠供應鏈

► 大盤跳空創波段新高，挑戰7月高點壓力

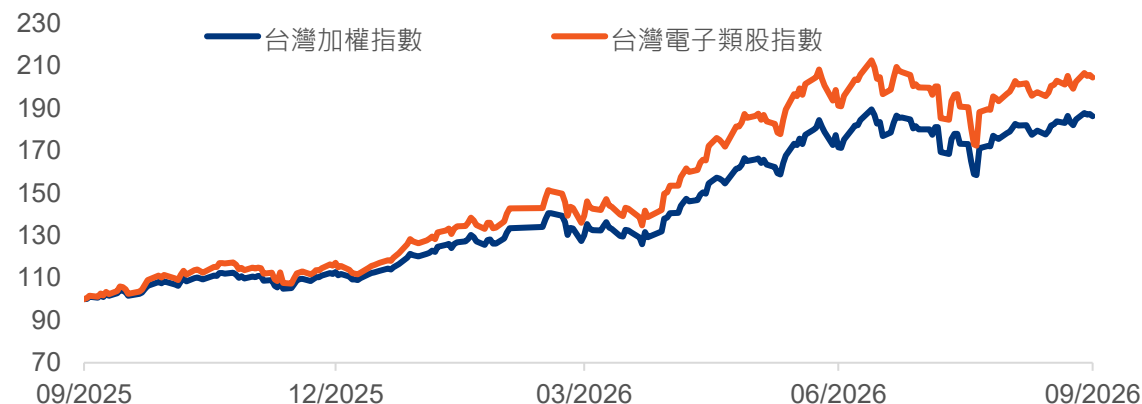
台股上週一度升穿47,000點，續創7月底反彈以來新高。目前均線維持多頭排列，只要多方缺口46,620能持續守住，指數將能沿短期均線挑戰7月6日高點47395。類股方面，電子權值股齊彈，帶動指數向上進攻。電子族群可聚焦漲價概念股如記憶體、MLCC、印刷電路板相關與矽晶圓以及近期摺疊手機發表的受惠供應鏈。

► 摺疊iPhone為Apple新品發表會亮點，可關注相關台廠供應鏈

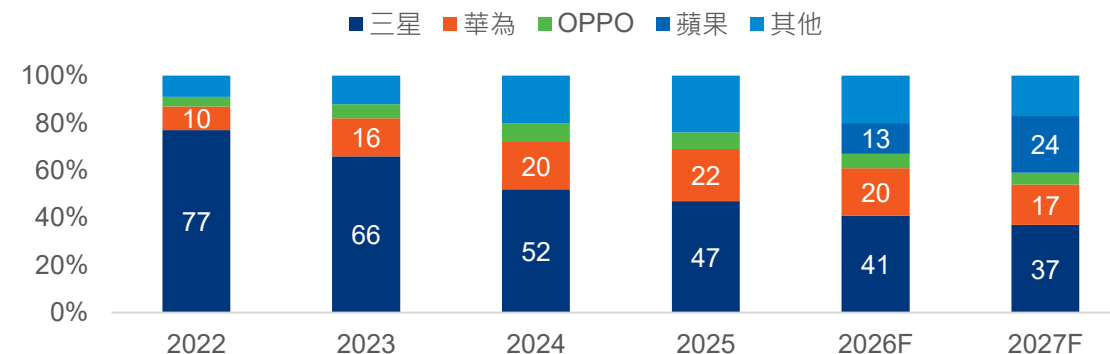
全球智慧型機需求低迷，2Q26全球智慧型手機出貨量年減8%。1H26記憶體成本飆升已占智慧型手機物料成本(BOM)的30-40%，遠高於2025年約10%，迫使品牌調漲售價，進而壓抑智慧型手機需求。其中基礎款與功能機2Q26出貨量年減逾20%，顯示低階市場遭受重擊；相較之下，高階機種則逆勢年增8%。品牌方面，因Apple產品聚焦高階市場，整體出貨量年增17%，表現優於同業。而Apple於9月發表新的折疊手機iPhone Duo，搭載台積電2奈米A20 Pro晶片，效能領先同業。凱基投顧預估2026年和2027年iPhone Duo出貨量分別達600萬支和1,400萬支，2027年市佔率可望達24%，躍升全球第二折疊手機品牌。隨著折疊iPhone銷售成長，相關台廠供應鏈將同步受惠，尤其是軸承供應商。

台灣加權指數與台灣電子類股走勢

指數走勢，標準化以2025/9/10=100



全球各品牌折疊手機出貨量佔比



新日興(3376 TT)

公司簡介

新日興自1999年起穩居全球最大的筆電樞軸製造商。公司目前在台北設有研發中心，生產基地則散落於台灣、蘇州、深圳與四川。

公司近況

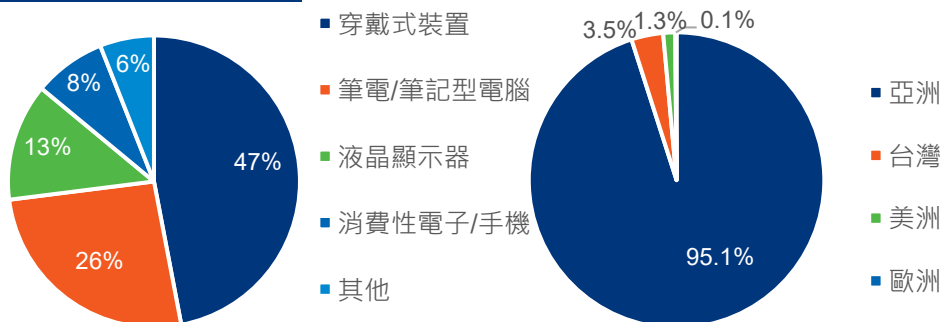
■ 折疊iPhone推升2026-2027年獲利

蘋果於3Q26推出折疊iPhone，凱基投顧預估2026-2027年折疊iPhone出貨量分別達600萬和1,300-1,500萬支，新日興為主供(訂單比重於50%)，將帶動新日興2H26整體營收較1H26提升176%，2027年營收年增49%。預估2026年折疊軸承營收比重45%、2027年58%，推升2027年EPS至13.58元，年增112%。

■ 2027年營收動能多元

在非軸承業務方面，公司已開始向自行車與工具機客戶出貨機構件產品。此外，公司亦切入manifold與通用快接頭，2H26有望小量出貨、2027年量體放大，將為營收與獲利潛在上檔。凱基投顧將評價基準納入2027年獲利，上調目標價至272元，基於20倍2027年EPS預估。維持「增加持股」評等。

營收來源及區域佔比



資料來源：Bloomberg

財務數據

	2023	2024	2025	2026F	2027F
EPS (新台幣)	4.30	7.15	1.63	6.42	13.25
EPS 成長率(%)	-50.5	66.4	-77.3	295.1	111.5
P/E	47.3	28.4	125.2	31.7	15.0
ROE (%)	5.1	8.1	1.8	7.3	15.0

資料來源：公司資料，凱基投顧預估

評價區間



近一年價格



迄2026年9月10日	1週	1個月	3個月	6個月	YTD	1年
期間報酬率(%)	-7.11	3.27	-9.41	-2.99	-5.39	-16.88

鴻海(2317 TT)

公司簡介

鴻海針對電腦、通訊及消費性電子產品提供電子製造服務。該公司從事桌上型及筆記型電腦、組裝PCB組裝、手機製造，以及其它消費電子裝置製造。

公司近況

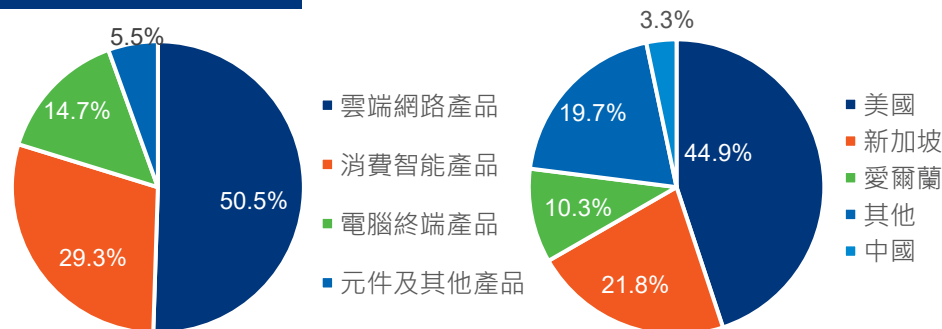
■ 3Q26與2026全年營收展望保持強勁

鴻海預估3Q26營收年增逾15%，主要受惠於AI伺服器機櫃季增30%以上，以及iPhone新機上市帶動CE業務季增5-14%。零組件營收則季持平但年增，運算產品因前期拉貨季減但仍年增。公司維持2026年營收年增15%以上，目標4Q26營收可望創全年高峰。

■ AI伺服器推升長期獲利

鴻海在AI伺服器供應鏈的垂直整合涵蓋L1零組件至L12 superpod，競爭優勢顯著。GPU機櫃由GB300升級至VR200，4Q26出貨動能更強，2027年VR機種將成主流。公司亦切入Google TPU L11機櫃組裝，推升ASIC伺服器比重持續成長。管理層設定2026年營業利益率目標3.2%以上，預估2026-2027年EPS分別達18.67與22.64元，年增38%與21%，顯示AI需求持續推動獲利成長。

營收來源及區域佔比



資料來源：Bloomberg

財務數據

	2023	2024	2025	2026F	2027F
EPS (新台幣)	10.25	11.01	13.61	18.67	22.64
EPS 成長率(%)	0.4	7.4	23.7	37.2	21.3
P/E	26.3	24.5	19.8	14.5	11.9
ROE (%)	9.7	9.7	11.1	14.2	16.1

資料來源：公司資料，凱基投顧預估

評價區間



近一年價格



迄2026年9月10日	1週	1個月	3個月	6個月	YTD	1年
期間報酬率(%)	1.41	-5.10	-4.56	19.81	8.89	19.52



日本銀行鷹派行動，內需預期受惠

▶ 瀚亞投資 – 日本動力股票基金

- 靈活調配大/中/小型配置比重，在中小型股中找尋超額成長機會，目前中小股的比重近50%。
- 約50%的持股收入來源來自本土，比例相對較高，可望受惠於日圓升值。
- 主動操作，注重公司價值，集中投資於30-50檔股票。
- 表現亮麗，短中長期表現皆優於同業平均。

商品名稱	瀚亞投資 – 日本動力股票基金	
特色	■ 聚焦找尋價格嚴重低估之優質企業 ■ 採核心「動力(Dynamic)」投資策略，集中精選30-50檔股票	
規模	5,408億日圓	
3M/YTD 報酬	3.49% / 30.02%	
前五大投資行業分布 (%)	工業	25.30
	金融	15.60
	景氣循環性消費	15.40
	資訊科技	12.70
	醫療保健	9.80
前五大持股 (%)	SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GROUP INC	4.6
	MIZUHO FINANCIAL GROUP INC	4.5
	RESONA HOLDINGS INC	4.3
	OLYMPUS CORP	4.2
	SEVEN & I HOLDINGS CO LTD	3.7

資料來源：Bloomberg

瀚亞投資－日本動力股票基金

簡介

本基金投資設立在日本或在該地區為主要活動之公司股票及股權相關證券，採彈性配置之投資方式，以達到最大長期資本增長為目標。

■ 使用獨家股票篩選方式，找尋價格嚴重低估之優質股

本基金採用價值投資策略，避免追高或盲目跟隨市場趨勢。基金研究團隊通過深入分析、具系統性地篩選產業及股票，從遭到低估的股票中尋找具有增長潛力的投資標的，靈活配置於不同規模大小的日本公司，提升超額報酬機會。

■ 動態靈活的投資策略

本基金採取核心「動力(Dynamic)」投資策略，基金不受市值或基準指標、市場主題偏好限制。投資組合集中精選30-50檔股票，以追求成長性與市場機會，避免被動跟隨市場。

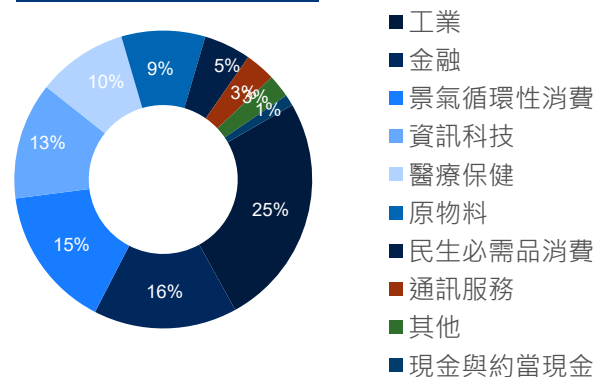
■ 內需配置可望受惠於日圓升值

本基金約有50%的持股企業之收入來源為本土市場。當日圓步入升值循環時，相較於依賴出口的日本企業，本基金的內需配置可於日圓升值的環境下受惠。

成立日	2006年7月5日	規模	5,408億日圓
晨星類別	日本大型股	基金分類	股票型
晨星評等	★★	3年標準差(年化)	15.71%

資料來源：基金月報、Morningstar，報酬率截至2026年9月8日，月報截至2026年7月31日；資料採用級別：A日圓

投資行業分布



近三年淨值



迄2026年9月8日	1個月	3個月	YTD	1年	2年	3年
美元累積報酬率(%)	-2.89	3.49	30.02	43.98	76.21	86.21
同類型排名四分位	3	2	2	1	1	1

前5大投資標的(%)

SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GROUP INC	4.6
MIZUHO FINANCIAL GROUP INC	4.5
RESONA HOLDINGS INC	4.3
OLYMPUS CORP	4.2
SEVEN & I HOLDINGS CO LTD	3.7

債券

旗艦產品驅動行業領先成長，現金流成長支撐去槓桿與評級提升展望

► LLY 4.85 05/20/36 (禮來) (美元計價)

- 禮來(Eli Lilly & Co)在全球研發、製造並行銷人用藥品。公司業務集中於胰島素、腸促胰素及其他聚焦糖尿病與代謝疾病的產品(約佔去年營收74%)，同時也聚焦腫瘤、免疫以及神經科學。其中，Zepbound(肥胖處方藥)與Mounjaro(第2型糖尿病處方藥)為公司旗艦產品，居市場領先地位。
- 禮來最新公布的2026年第二季表現顯示，營收達230億美元(年增48%)，主要受Mounjaro (99億美元，年增91%)與Zepbound (49億美元，年增46%)帶動；全年2026營收指引上調至850-870億美元。儘管潛在併購增加，其營收與現金流成長有望協助企業進一步去槓桿。旗艦產品Zepbound/Mounjaro的強勁需求，有望在未來三至五年維持產業領先成長。標普預期其總營收可能在2028年突破1,000億美元，高於2024年約450億美元及2025年約652億美元。
- 標普預期自由營運現金流(FOCF)在2026年約為170億美元，2027年近270億美元，並持續擴張至2030年；隨公司近年積極擴充產能，資本支出預計於2026年達高峰(約100至110億美元)，而後現金流成長可望逐步超越資本支出，長遠而言有助企業持續去槓桿。
- 隨著競爭對手數量增加，將對禮來的產品(特別是注射劑)施加額外定價壓力，但預期需求成長將遠超過定價下降的影響。另一方面，隨著產品成本下降，雇主選擇納保的意願將增加，較具吸引力的自費價格亦可望擴大患者使用意願，進一步帶動需求成長。
- 標準普爾(S&P)於本年四月將發行人信用評級上調至AA-(先前為A+)，並維持正面展望，反映未來兩年槓桿率可能降至1倍以下。與此同時，穆迪(Moody's)目前亦給予禮來Aa3評級，展望正面。

商品名稱	LLY 4.85 05/20/36 (禮來) (美元計價)
ISIN	US532457DR63
特色	標準普爾於本年四月將發行人信用評級從A+上調至AA-，並維持正面展望，反映未來兩年槓桿率可能降至1倍以下。與此同時，穆迪目前亦給予禮來Aa3評級，展望正面。
到期日	2036年5月20日
下一贖回日	2036年2月20日
配息(%)	固定/4.85/每半年
幣別	USD
距到期年	9.69
債券信評 (穆迪/惠譽/標普)	Aa3/-/AA-
順位	優先無擾保
YTM/YTC (%)	5.32/5.32

資料來源：Bloomberg，KGI整理

禮來(LLY 4.85 05/20/36)

簡介

禮來在全球研發、製造並行銷人用藥品。公司業務集中於胰島素、腸促胰素及其他聚焦糖尿病與代謝疾病的產品，同時也聚焦腫瘤、免疫以及神經科學。

介紹理由

- 禮來最新公布的2026年第二季表現顯示，營收達230億美元，主要受Mounjaro與Zepbound帶動；全年2026營收指引上調至850-870億美元。受惠旗艦產品的強勁需求，有望在未來三至五年維持產業領先成長。標普預期其總營收可能在2028年突破1,000億美元，高於2024年約450億美元及2025年約652億美元。
- 標普預期自由營運現金流(FOCF)在2026年約為170億美元，2027年近270億美元，並持續擴張至2030年；隨公司近年積極擴充產能，資本支出預計於2026年達高峰(約100至110億美元)，而後現金流成長可望逐步超越資本支出，長遠而言有助企業持續去槓桿。
- 標準普爾(S&P)於本年四月將發行人信用評級由A+上調至AA-，並維持正面展望，反映槓桿率未來兩年降至1倍以下的可能性增加。與此同時，穆迪(Moody's)目前亦給予禮來Aa3評級，展望正面。

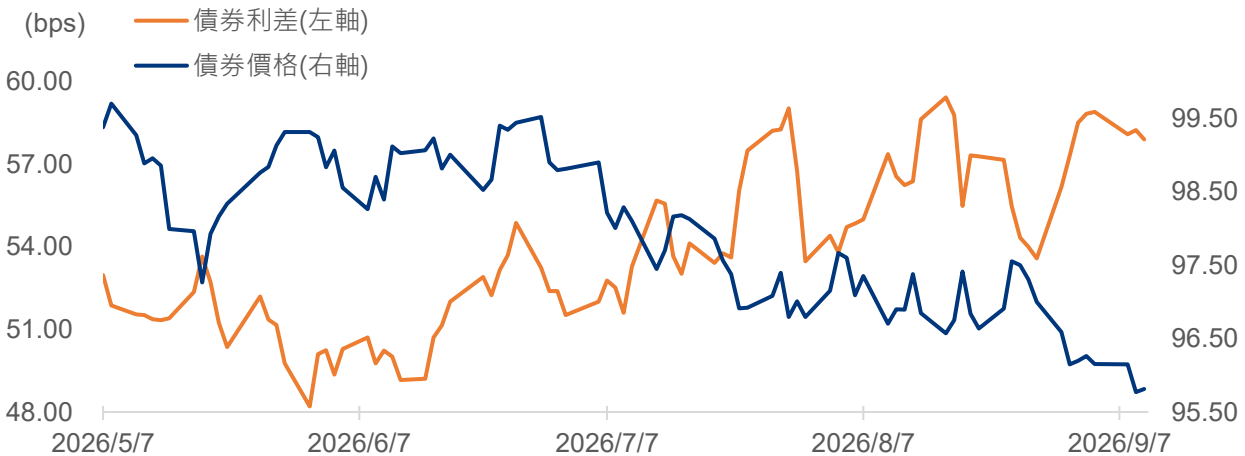
財務指標	2023	2024	2025
自由現金流量(億美元)	7.93	37.60	89.72
EBITDA獲利率(%)	23.40	32.56	43.42
利息保障倍數	16.43	18.78	31.62

資料來源：Bloomberg，2026年9月10日

標的資訊

標的名稱	LLY 4.85 05/20/36	ISIN	US532457DR63
到期日	2036年5月20日	距到期年	9.69
配息(%)	固定/4.85/每半年	YTM/YTC(%)	5.32/5.32
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)	Aa3/-/AA-	債券順位	優先無擔保

價格



► SEP 2026

7

Monday

- 歐元區第二季GDP季增率終值
(實際:0.6% 預估:0.4% 前值:0.0%)

8

Tuesday

- 日本第二季GDP季增率終值
(實際:1.4% 預估:1.8% 前值:1.9%)
- 中國8月出口年增率
(實際:25.0% 預估:25.9%
前值:23.9%)

9

Wednesday

- 日本8月工具機訂單年增率初值
(實際:64.7% 前值:50.4%)
- 中國8月CPI年增率
(實際:0.8% 預估:0.8% 前值:0.5%)
- 中國8月PPI年增率
(實際:3.8% 預估:3.6% 前值:3.5%)

10

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(實際:206k 預估:205k 前值:207k)
- 美國8月PPI年增率
(實際:5.4% 預估:5.3% 前值:4.8%)
- 歐元區9月ECB主要再融資利率
(實際:2.65% 預估:2.65%
前值:2.40%)

11

Friday

- 美國8月CPI年增率
(預估:3.4% 前值:3.4%)
- 美國8月核心CPI年增率
(預估:2.4% 前值:2.5%)
- 美國9月密大消費者信心指數初值
(預估:51.0 前值:51.7)
- 日本8月PPI年增率
(實際:7.6% 預估:7.4% 前值:7.7%)

14

Monday

- 日本7月工業生產月增率終值
(前值:1.9%)

15

Tuesday

- 中國8月零售銷售年增率
(預估:0.8% 前值:0.6%)
- 中國8月工業生產年增率
(預估:4.8% 前值:4.5%)

16

Wednesday

- 美國8月零售銷售月增率
(預期:0.9% 前值:-0.6%)
- 日本7月核心機器訂單月增率
(預估:-4.8% 前值:9.7%)

17

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(前值:206k)
- 美國9月聯儲局聯邦基金利率
(預估:3.75% 前值:3.75%)
- 歐元區8月CPI年增率終值
(前值:2.9%)
- 英國9月BoE銀行利率
(預估:3.75% 前值:3.75%)

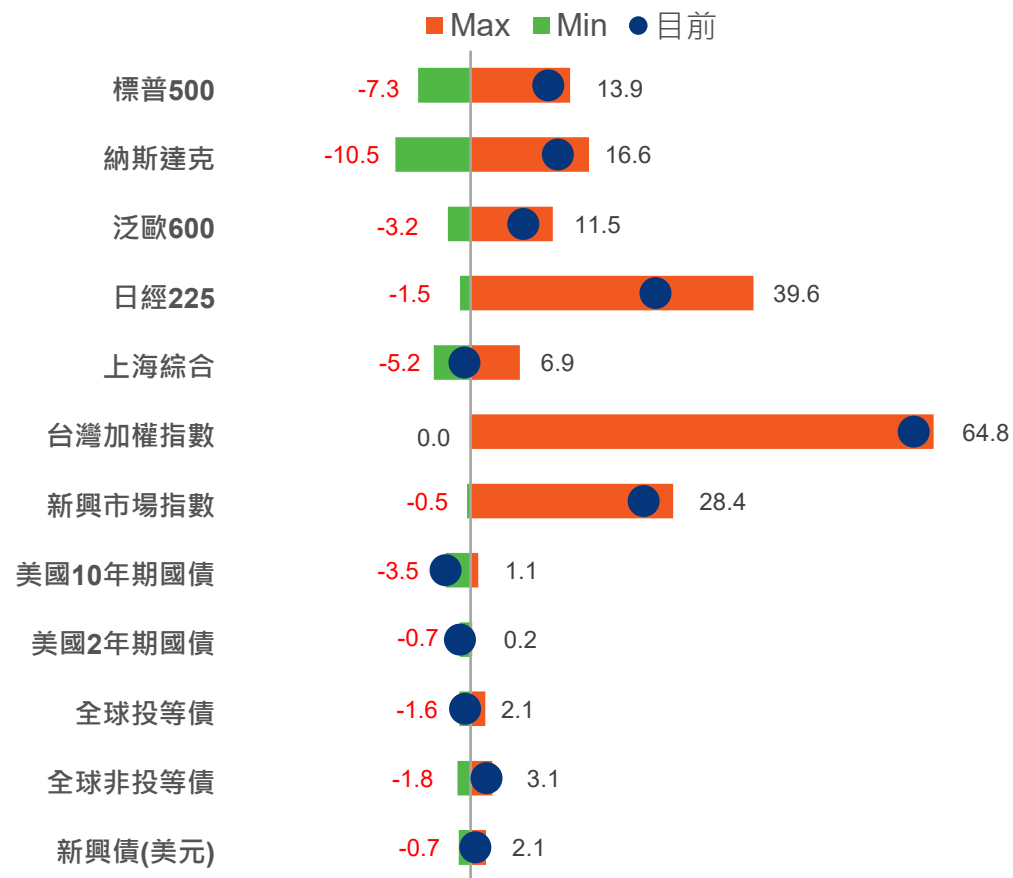
18

Friday

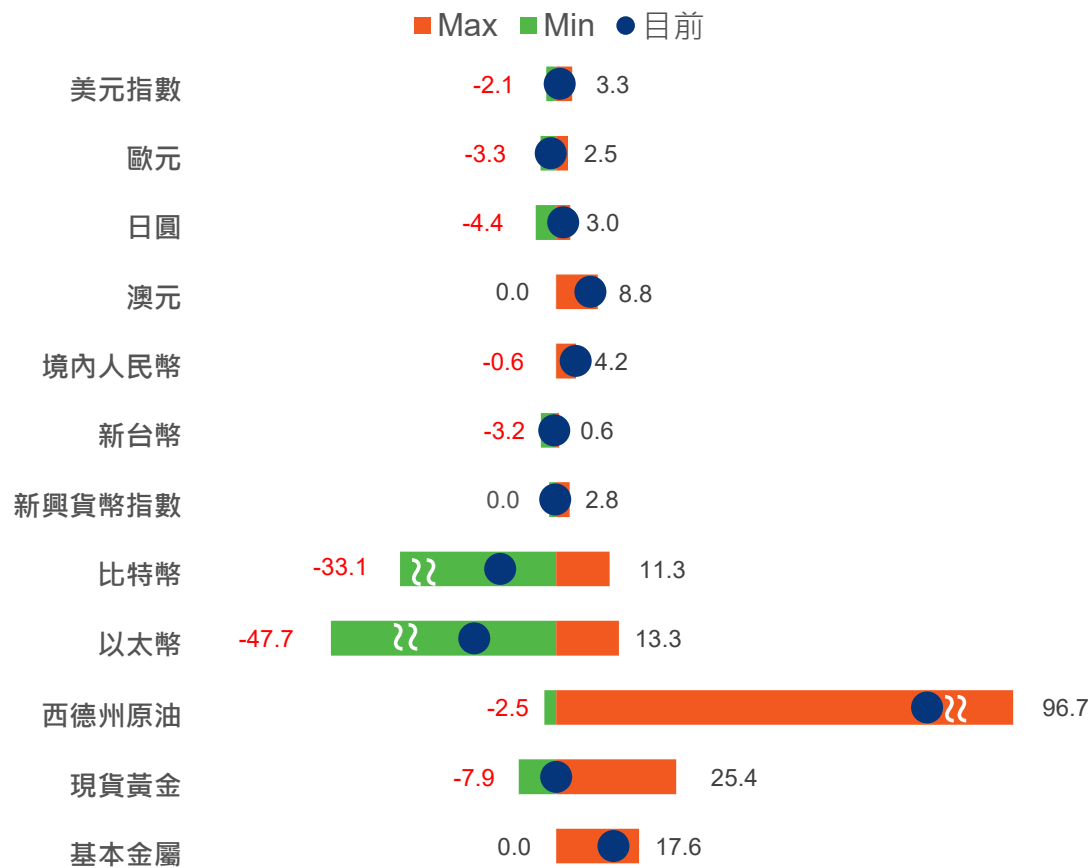
- 美國8月工業生產月增率
(預估:0.3% 前值:0.2%)
- 日本8月CPI年增率
(預估:2.0% 前值:1.9%)
- 日本9月BoJ無擔保隔夜拆款利率
(預估:1.25% 前值:1.00%)

年至今主要市場/資產表現

股、債市場YTD表現(%)



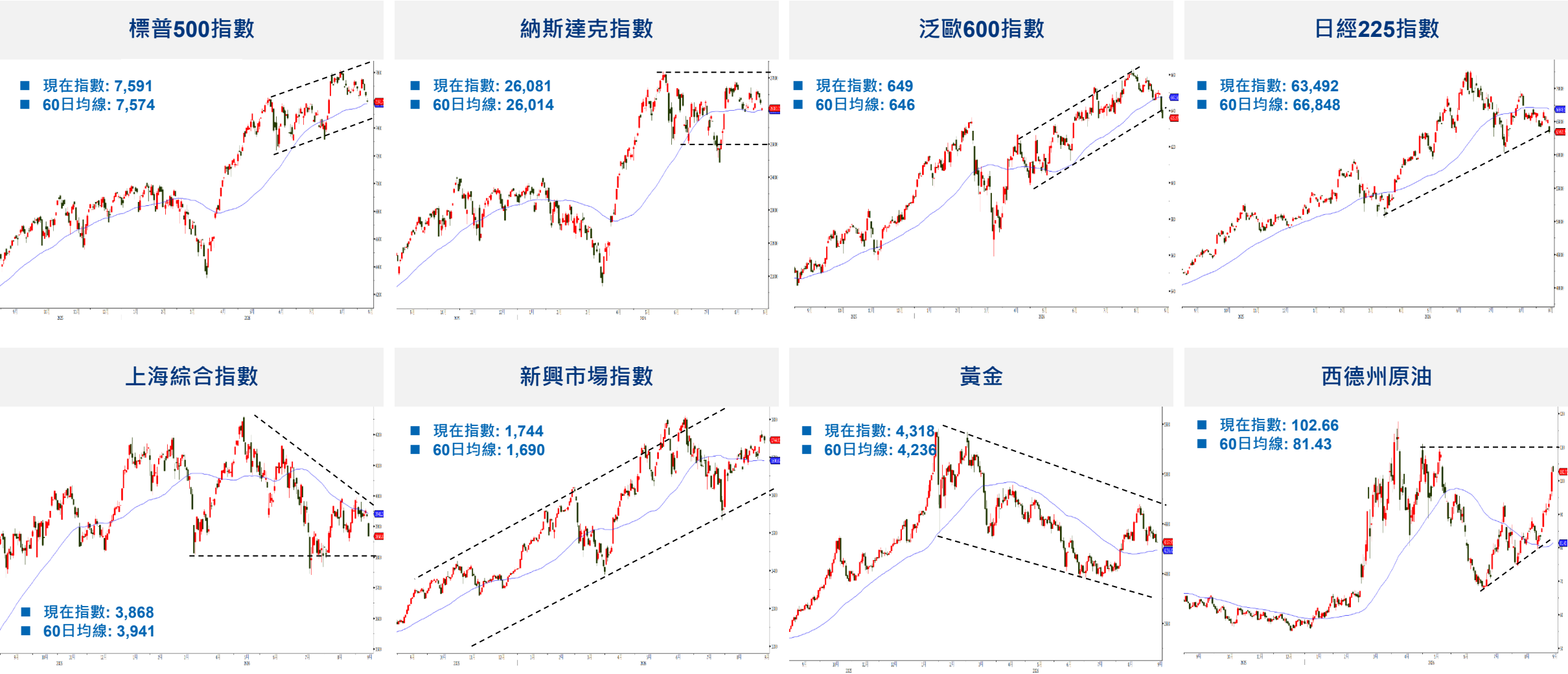
貨幣、原材料市場YTD表現(%)



資料來源：Bloomberg · 2026年9月11日

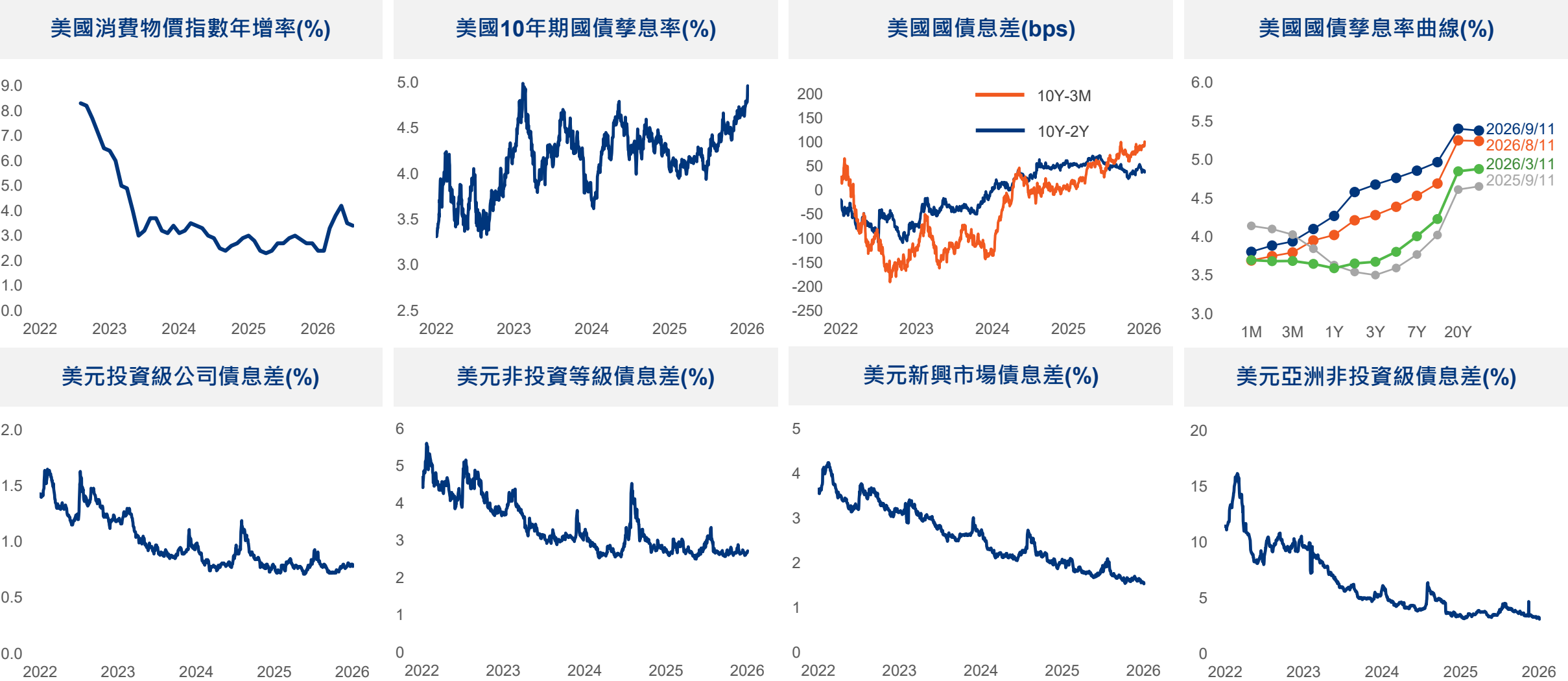
技術分析

60日線



資料來源：Bloomberg · 2026年9月11日

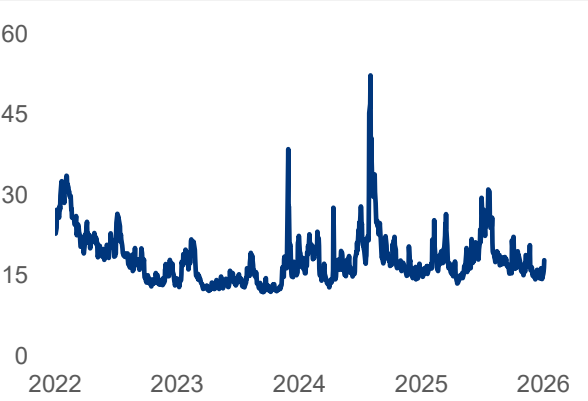
市場觀測



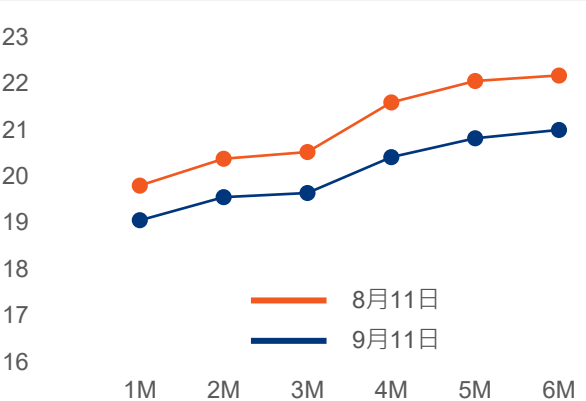
資料來源：Bloomberg · 2026年9月11日

市場觀測

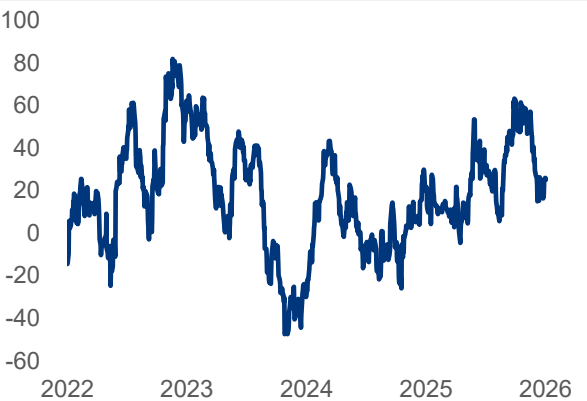
VIX指數



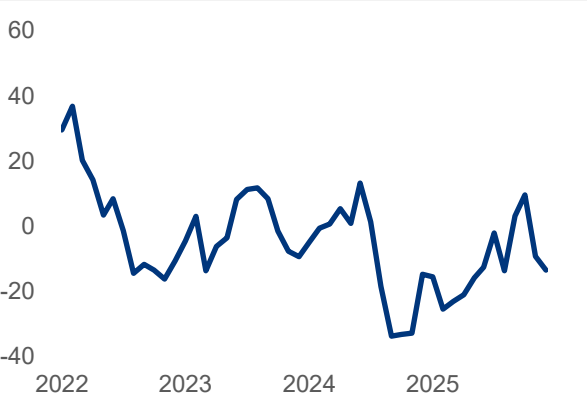
VIX期間結構



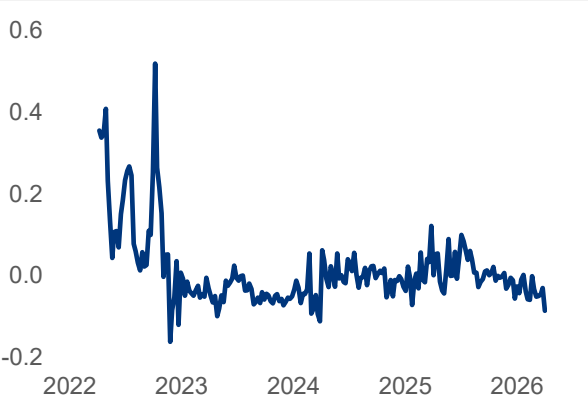
美國花旗經濟驚奇指數*



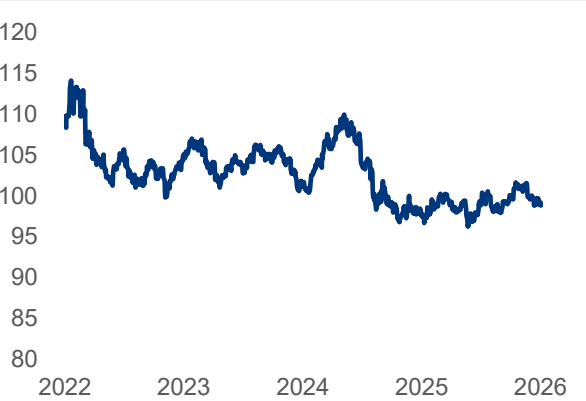
美國花旗通脹驚奇指數*



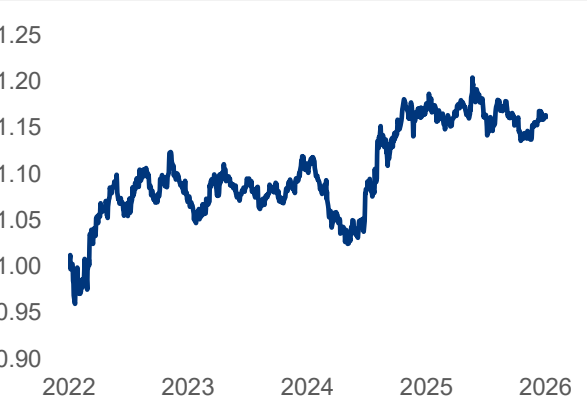
TED息差(bps)



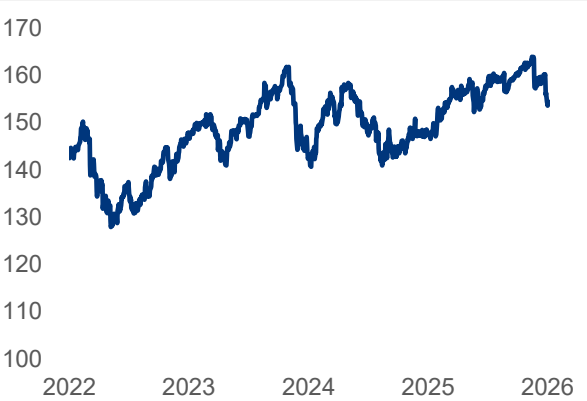
美元指數



歐元兌美元



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg，2026年9月11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

香港：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該該等資料之準確性、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之風險因素)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。

新加坡：This document is provided for general information and circulation only, and is not an offer or a solicitation to deal in any securities or to enter into any legal relations, nor an advice or a recommendation with respect to any financial products mentioned herein. It does not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any recipient hereof. You should ensure that you understand the risk(s) involved and should independently evaluate particular investments and consult an independent financial adviser before making any investment decisions. All information and opinions contained herein is based on certain assumptions, information and conditions available as at the date of this document and may be subject to change at any time without notice. 免責聲明：本文內容僅做為一般資訊散佈用途，不構成任何證券投資的要約或招攬、成立任何法律關係、也不表示針對所提到的金融商品提供建議或推介。它並沒有考慮您的特定投資目標、財務狀況及個人需求。在做出任何投資決定前，您應確保您已瞭解所涉風險，並應獨立評估及諮詢專業投資顧問。此處提供的所有資訊及意見是依據本文作成日期所獲得的特定假設、資料及條件為基礎，因此可能在未經通知的情況下隨時變更。