

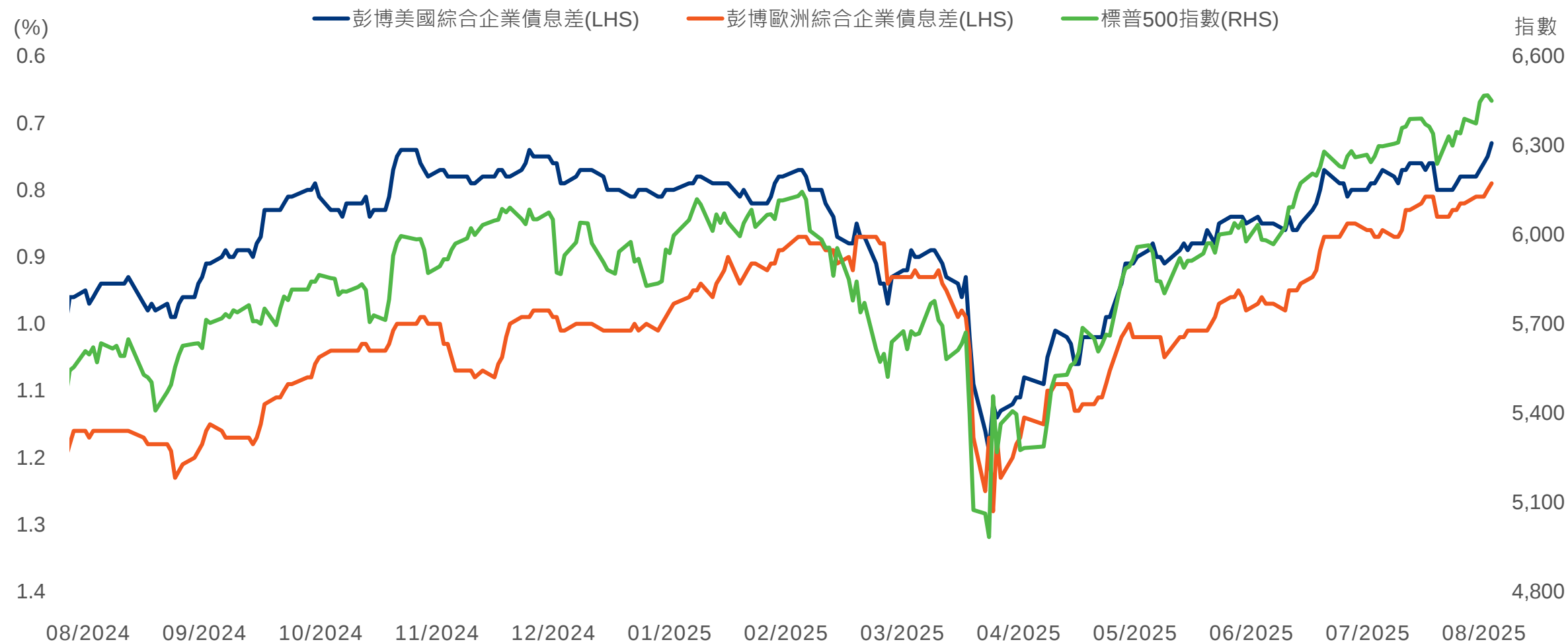
股債同酬的機會

Either One Should Not Be Right

2025年8月22日

股票與(企業)債券齊升反映風險胃納的提升

避險資產如國債債券仍落後企業債，投資者正面氣氛充斥市場



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

投資優質股票的理由

問題是股票跟優質企業債應有同樣的升幅嗎？

- ✓ 企業盈利符合甚至超乎市場預期。
- ✓ 除了最近的就業數據，美國經濟顯示很大程度的韌性。經濟底子比一般人預期為強。
- ✓ 很多國家已跟美國達成框架協議，關稅稅率有高有低，中美關稅談判也延長九十天。除了對通脹的影響外，市場對關稅其他的壞影響也已心裏有數。
- ✓ 由於就業數據較預期差，市場對聯儲局減息的期望加大。
- ✓ 各科企對AI的投資不斷加大，其業務的估值也不斷創新高，帶動投資氣氛。
- ✓ 市場對特朗普的各種「奇特」政策也開始見怪不怪，特朗普為市場帶來的「驚奇度」也沒像以前那麼高。
- ✓ 短期內，美匯指數在97- 98之間穩定下來。

各巨企業績優於市場預期

擔憂歸擔憂，經濟前景需要逐步觀察，但亮麗企業業績可以解除投資人短期憂慮

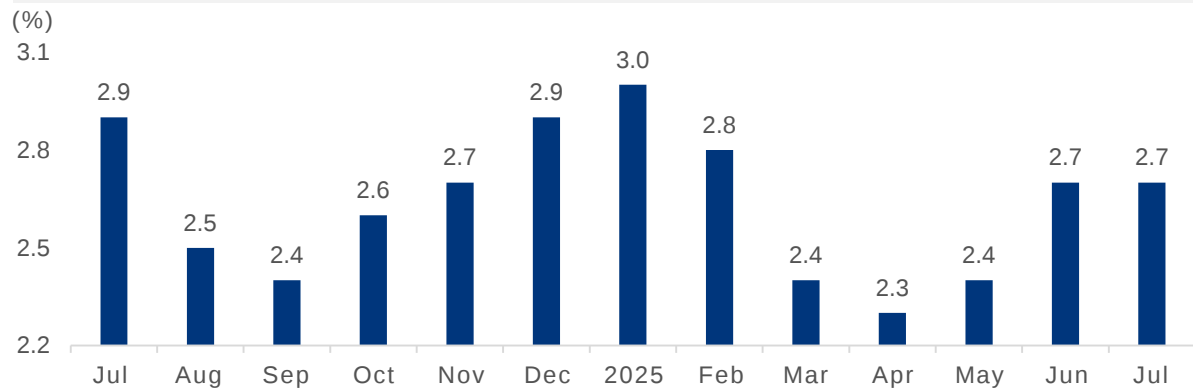
公司名稱	股票代碼	Q2 2025表現摘要	亮點/超預期原因
蘋果(Apple)	AAPL	營收\$94.04–95.36億(高於預期5–10%)、每股盈餘\$1.57–1.65	服務業務增長、產品線需求強勁
微軟(Microsoft)	MSFT	營收\$76.44億(優於預期3.5%)、每股盈餘\$3.65(優於預期8%)	雲端業務及AI驅動增長
Alphabet (Google)	GOOGL	營收\$96.43億(優於預期2.68%)、每股盈餘\$2.31(優於預期6.45%)	搜尋、YouTube及雲服務表現強勁
Meta	META	營收\$47.5億(優於預期6%)、每股盈餘\$7.14(優於預期22%)	廣告收入及AI投資帶動表現
亞馬遜(Amazon)	AMZN	營收\$167.7億(超過預期逾5億)、每股盈餘\$1.68(優於預期27%)	AWS雲端及廣告業務強勁帶動
英偉達(Nvidia)	NVDA	營收\$30.0億(優於預期1.3億)、每股盈餘\$0.68(優於預期4.6%)	AI晶片及資料中心業務爆發式增長
杜邦(DuPont)	DD	每股盈餘\$1.12(優於預期)、營收\$3.26億(高於預期)	工業及高性能材料需求提升
輝瑞(Pfizer)	PFE	營收及每股盈餘均超預期逾5%	創新藥品銷售增長
百時美施貴寶(BMY)	BMY	業績高於分析師預期、被評選為「業績爆表」	新藥收入提升、成本管控得當
DraftKings	DKNG	每股盈餘及營收均優於市場預期逾5%	線上博彩業務持續快速成長

資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

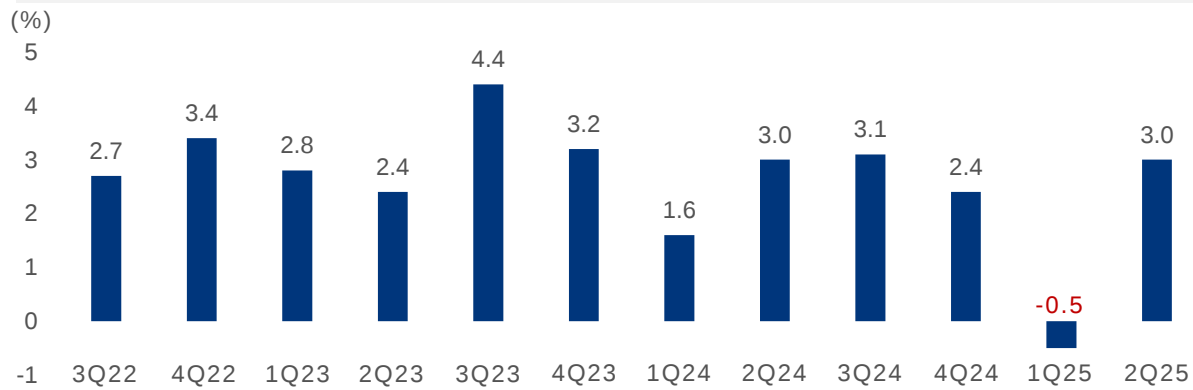
美國大部份指標仍然反映經濟的韌度

但這仍然是一個往後看的指標，指標突然轉向是最大的風險

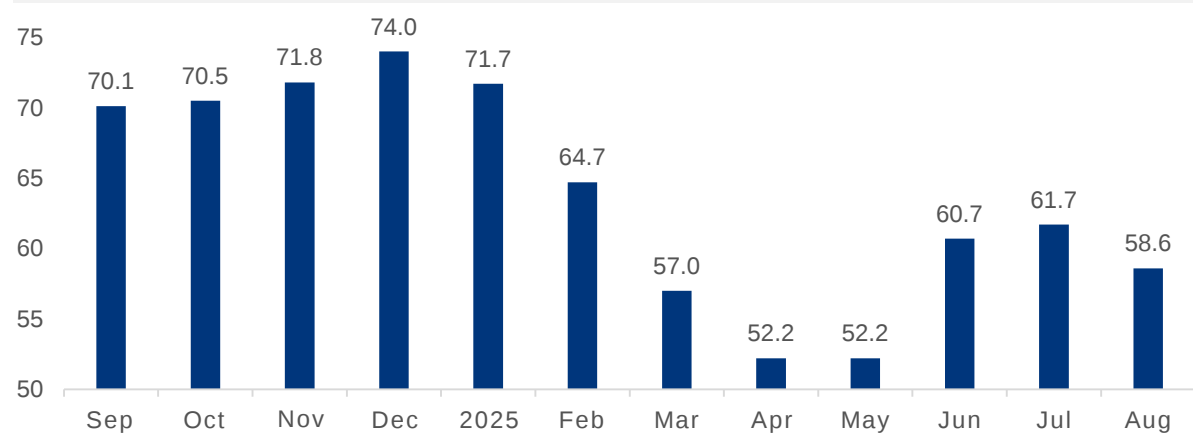
美國CPI增長



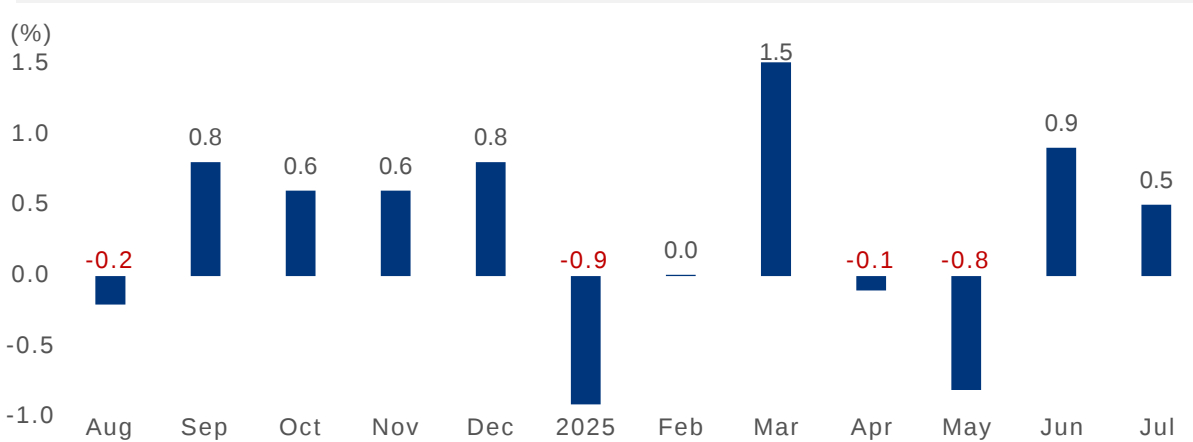
美國GDP增長



美國消費信心指數



美國零售增長

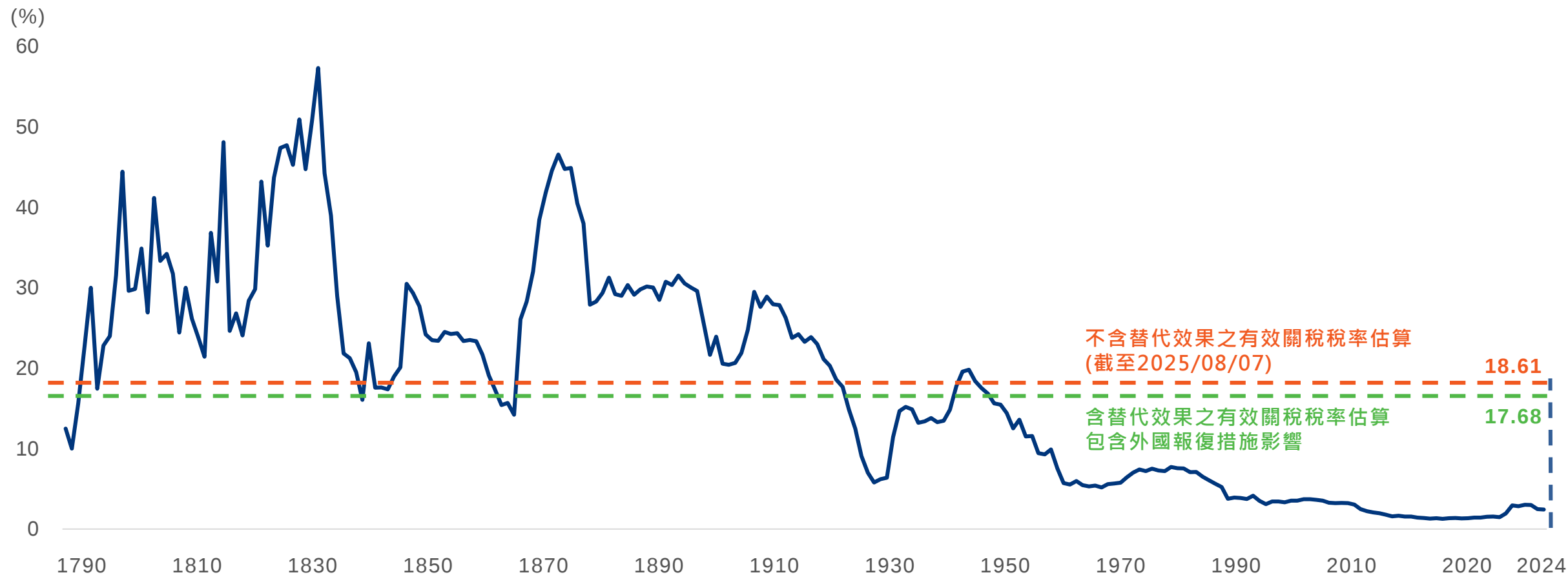


資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

關稅談判細節雖然還在進行，但市場對它的敏感度已大大降低

堅韌的經濟數據跟亮麗的企業盈利，大大減輕市場對關稅後續的影響

美國平均關稅(截至2024年)

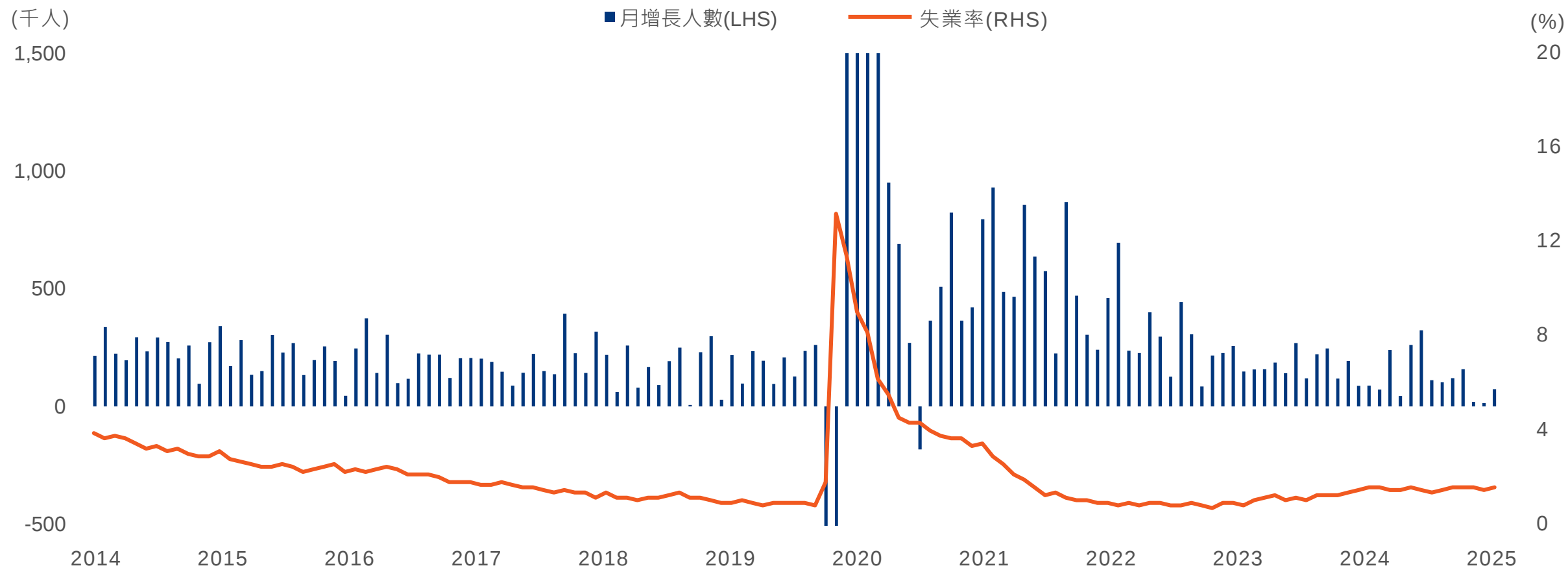


資料來源：Bloomberg、The Budget Lab at Yale、凱基證券整理

減息是雙刃刀：短期內，減息憧憬可以刺激市場投資氣氛

但減息亦有機會令市場擔心經濟放緩過快，失去增長動力，美元也會受到減息的負面影響

美國非農就業



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

各大企業也紛紛提高它們的投資額度

這為市場帶來正面的氣氛

公司	最新公布CapEx內容	規模	主要用途/驅動力
Meta	年度CapEx指引上調至\$65-\$72億	增加\$5億	持續加碼AI基建、擴展GPU算力雲端與數據中心
Alphabet	2025全年CapEx預期由\$75億再升至\$85億	大幅增長	AI雲端基建、Google Cloud新一輪拓展
Microsoft	維持高CapEx、結構偏向晶片投資	以晶片為主	加速Azure雲及AI運算能力提升
NVIDIA	宣布4年\$5,000億AI基建投資	\$5,000億	美國AI超級電腦及半導體全鏈供應內地化
Apple	宣布未來數年\$6,000億美國製造及培訓投入	\$6,000億	製造升級、供應鏈回流美國、工作培訓
Micron	\$2,000億美國高階記憶體製晶片追加投資	\$2,000億	新建晶片廠(美國愛達荷)、既有設備現代化
IBM	5年期\$1,500億美國製造及新業務擴展	\$1,500億	創新科技製造、成長型業務拓展
Equinix	全年資本開支預算\$38-\$43億	\$38-\$43億	數據中心擴建、服務升級、xScale計畫
ADQ & ECP	宣布\$250億美國數據中心及能源基建投資	\$250億	雲端設施、能源網絡擴展
Blackstone	\$250億全美數字和能源基建投資	\$250億	數字基建、能源基建項目推動

資料來源：凱基證券整理

雖美元長期也是走弱趨勢，美元指數短期內在97-98區間喘息

這也大大減除「賺股價，蝕匯率」的擔憂



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

公司債券基本上不受到公司盈利增長及經濟環境好轉的影響

公司前景與現金流改善，理論上可導致評級調升，但信貸息差的收窄已反映評級被調升的機會

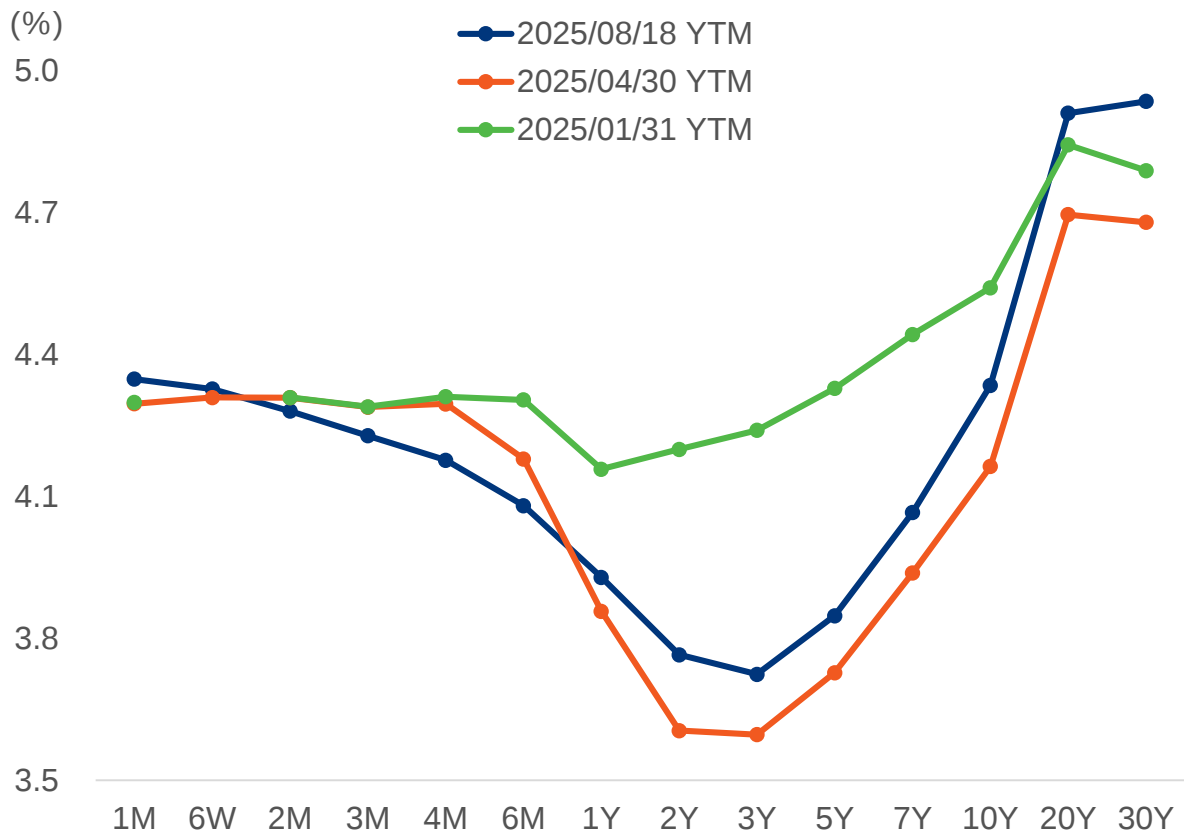
比較項目	股票(Stocks)	公司債券(Corporate Bonds)
投資性質	股東權益，代表公司所有權的一部分	債權，代表公司向投資者借貸的債務
回報來源	股價增值、股息、資本利得	定期利息支付與到期還本
增長潛力	高：股價可隨公司盈利增長、市場擴張而大幅上漲，理論上無上限	有限：回報固定於票面利率，不隨公司表現增長而增加
風險程度	較高：股價波動大，可能因公司虧損或破產而價值歸零	較低：有優先求償權，但若公司破產仍可能損失本金
收益不確定性	高：股息非保證，取決於公司盈利與政策	低：利息支付通常固定且具法律約束力
參與公司成長	直接參與：股東可從公司長期成長中獲取資本增值	無直接參與：即使公司大幅成長，債券持有者僅獲固定利息
到期日	無到期日，可長期持有	有明確到期日，到期後返還本金
優先權順序	清算時最後受償，順位最低	清算時優先於股東受償

- 公司債： 低風險。 固定回報，不隨公司表現增長而增加，有優先求償權。
- 公司股權： 高風險。 股價增值、股息。 股價可隨公司盈利增長而大幅上漲，理論上無上限。
- 公司股債回報短期相同，但風險不一樣。好像優質股權上升空間更為划算。

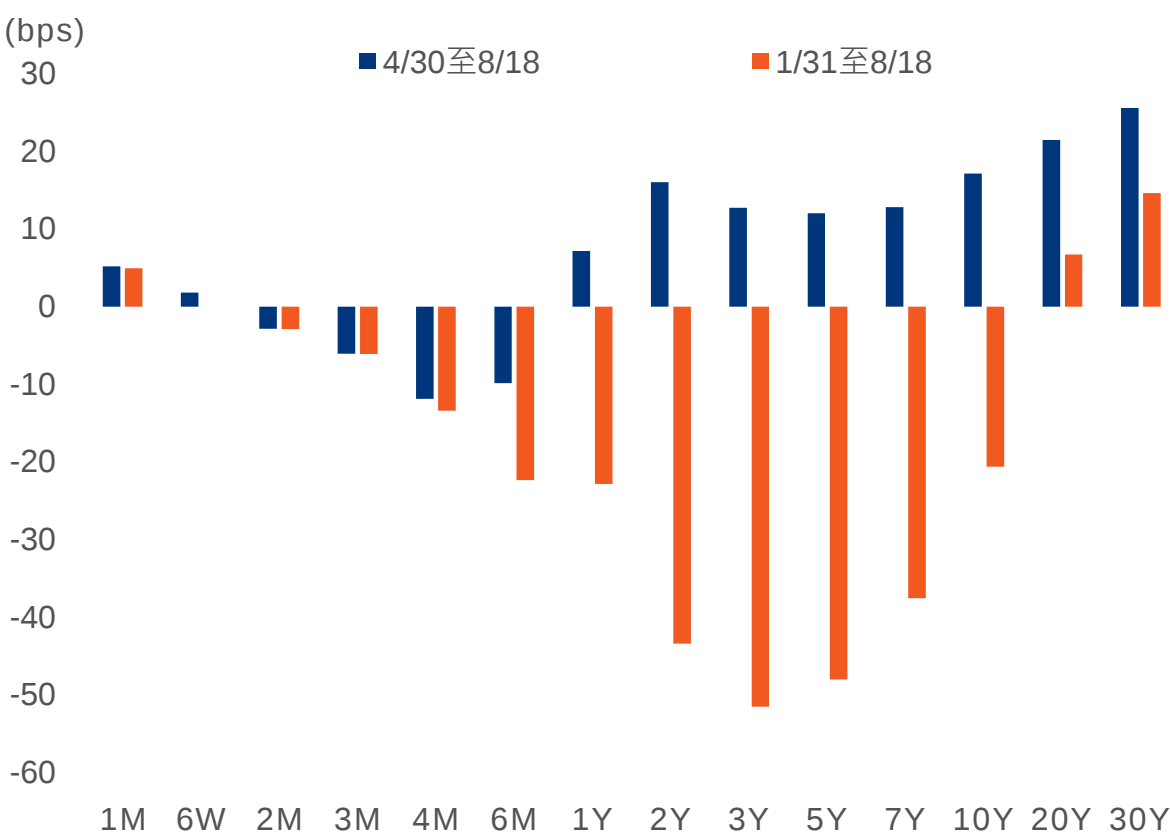
資料來源：凱基證券整理

中短天期國債看上去也比較划算

美國國債孳息率曲線



各天期國債孳息率變動



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

在這環境下，我們仍維持ACE的投資策略

但會加強比重在優質股權的選擇



Alternatives 另類資產

- 全球央行購金潮持續並推動其他貴金屬跟漲，地緣衝突難消，避險需求為金價主要支撐
- 美國通過加密貨幣法案，鞏固比特幣主流資產地位
- 透過另類資產的低相關性，分散投組風險



Credit Selection 固定收益

- 透過中短天期投資級債配置，降低利率擾動因子
- 經濟因關稅擾動面臨下行風險，考量低評級企業債信體質持續惡化，宜避開CCC級以下非投資級債



Elite Stock 優質股權

- 美股可留意高品質行業與等加權配置，另聚焦軟體與資安類股潛在投資機會，降低政經不確定性影響
- 非美市場持續聚焦歐股、英股與日本內需股

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。