



投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

巴菲特股東會啟示錄

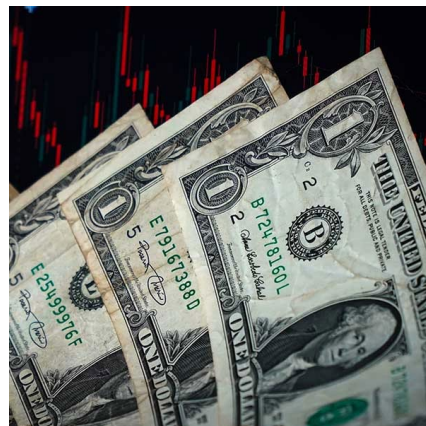
What Buffett Leaves the Market With

2025年5月12日



01 本週焦點圖表

匯率波動堪比股市，
廣場協議2.0來了？



02 市場回顧

經濟與業績優於預期，
風險性資產上漲



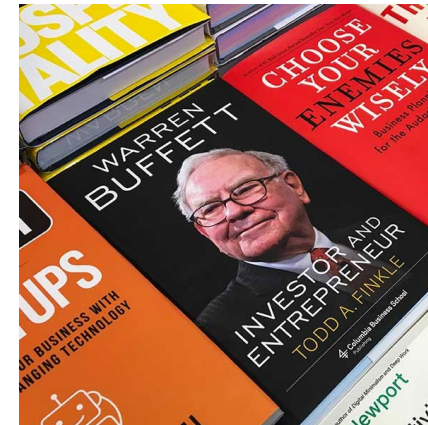
03 熱門議題

通脹壓力未解除，
美聯儲維持觀望



04 投資焦點

特朗普亂流如何投資？
著眼股神巴菲特投資概念股



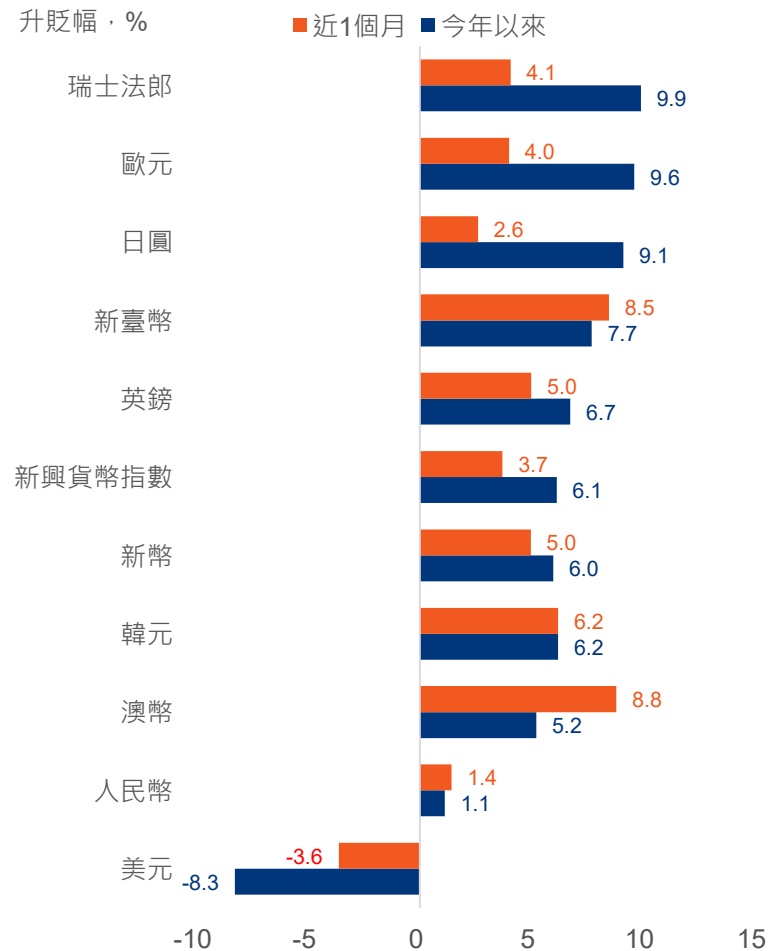
05 理財產品 精選港、美、台股、基金/ETF

本週焦點圖表

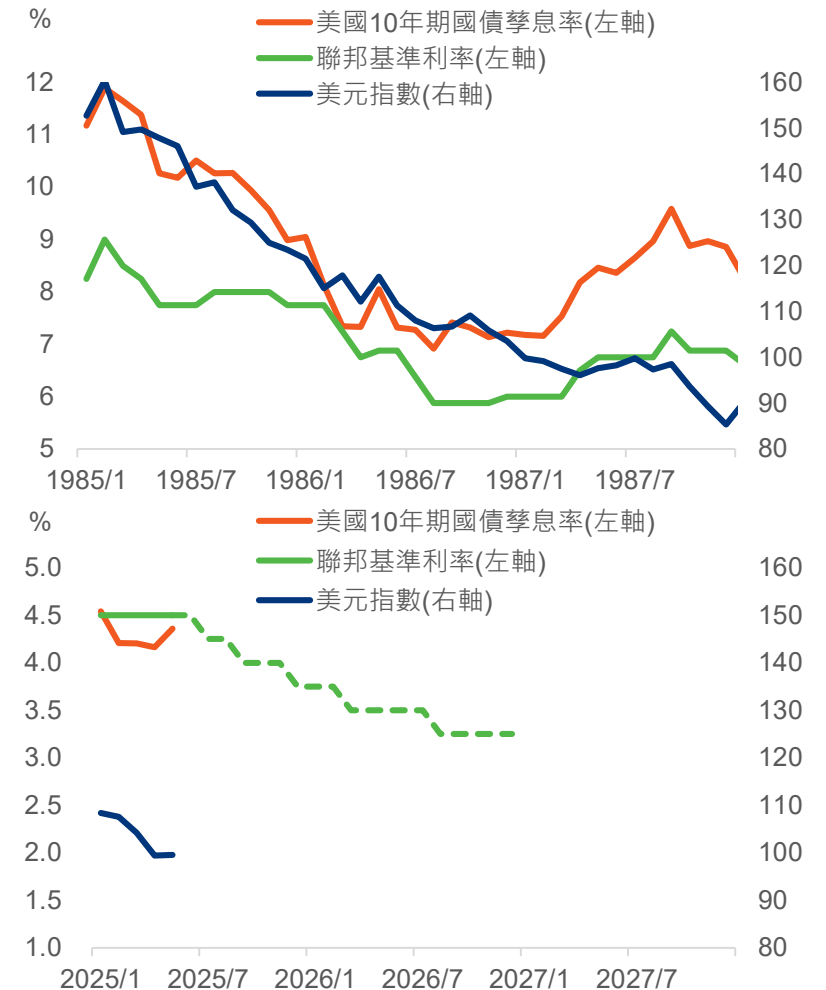
匯率波動堪比股市，廣場協議2.0來了？

- ▶ 貿易戰從4月初的關稅戰，過渡到了匯率戰。美元指數近月續貶約3%，在百元關卡附近震盪，非美貨幣聯袂齊揚，亞洲貨幣出現補漲效應，其中又以商品貨幣澳幣及新台幣最明顯，新台幣主要反應美元貶值、外資流入，更甚者是貿易談判下的預期心理，包括出口商拋匯、壽險資金避險，與投資人搶換匯等集體行動。
- ▶ 白宮經濟顧問委員會主席Stephen Miran提出的海湖莊園協議，主要訴求美國債務控制、美元貶值與製造業回美，主張以關稅作為手段，縮減美國貿易與財政赤字，方法包括提高關稅、非美匯率升值、分擔國防支出與債券替換等，和1985年的廣場協議僅用美元大幅度貶值不盡相同(1985年後3年間，美元從高點到低點貶幅約40%，美聯儲政策利率減息超過12碼)，現預期至2026年底美聯儲僅減息6碼，美元不具備大幅貶值環境背景，且中國人行減息，人民幣若貶值對亞洲貨幣走強形成壓力，料匯率大幅波動的情況暫歇。

近月匯率波動幅度劇烈，不亞於股市



海湖莊園協議 ≠ 廣場協議2.0



資料來源：Bloomberg，截至2025/5/6，凱基證券整理

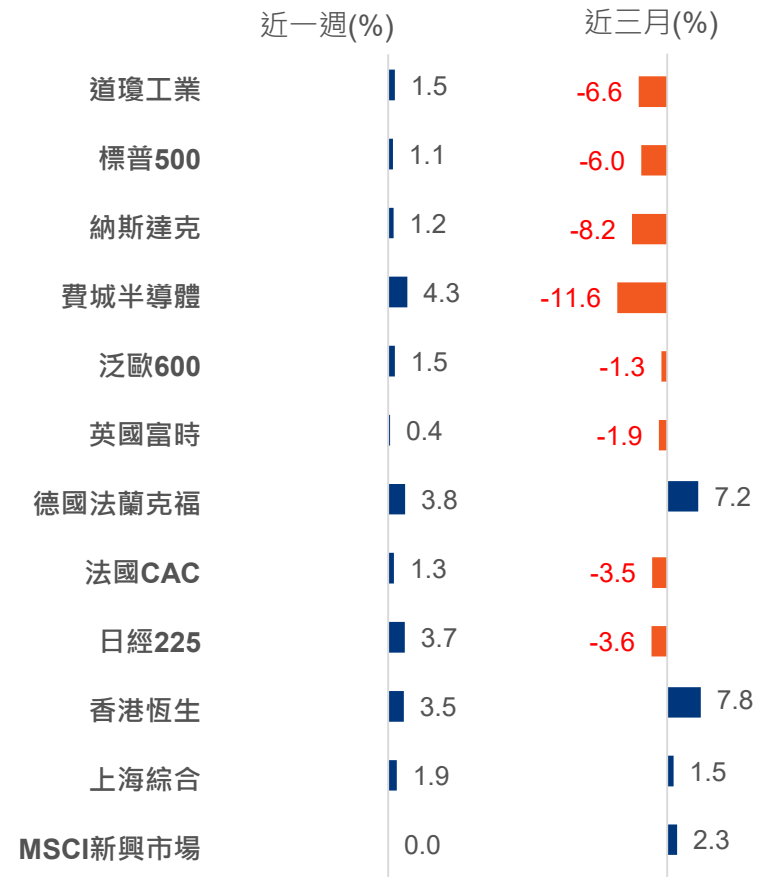
市場回顧

經濟與業績優於預期，風險性資產上漲

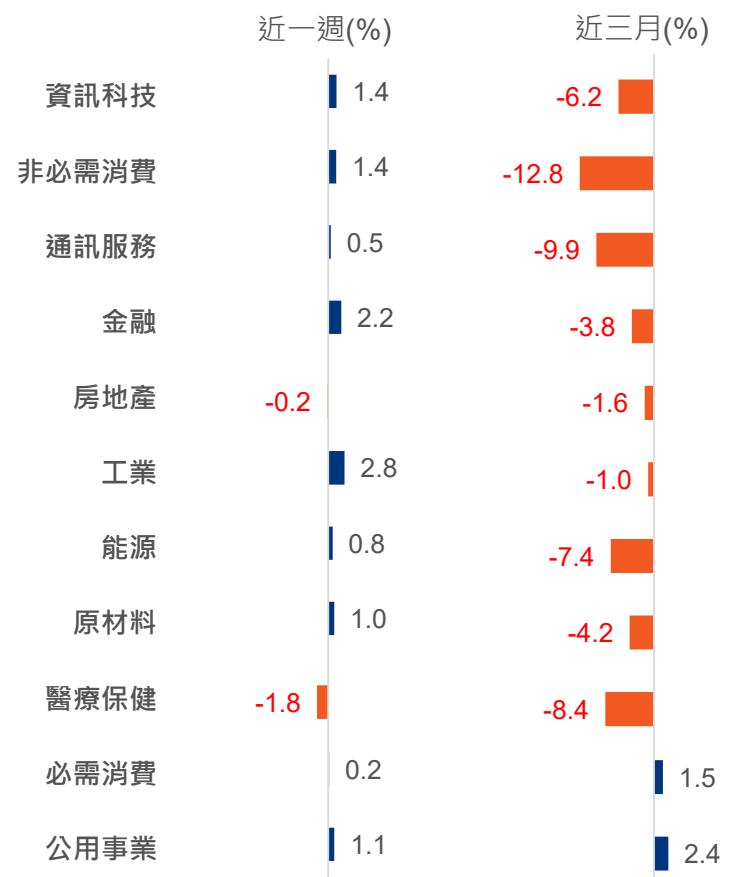
- ▶美國4月非農就業新增17.7萬人，優於預估的13.3萬人，失業率持平於4.2%，顯示勞動市場穩健，抵銷美國第一季GDP意外萎縮0.3%的擔憂，美國3月貿易赤字擴大至1,405億美元、創歷史新高，為拖累GDP主因。4月ISM非製造業PMI為51.6，較3月上升且優於預估值50.2。經濟、業績大多穩健，加上美英達成貿易協議(英國將關稅從5.1%調降至1.8%並進口更多美國商品，英出口至美商品仍需課10%關稅，美對英鋼鐵製品關稅從25%降至0%，汽車關稅從27.5%降至10%)，激勵全球股市上漲，費半與德股表現最亮眼。
- ▶美英協議豁免部分飛機零件關稅，且英國航空公司將訂購至少30架波音客機，激勵航空股跳高，工業股漲幅居冠。特朗普政府計畫取消前總統拜登時，通過的AI晶片出口三級管制規則，推升AI晶片及半導體大漲。房地產股因長率與房貸利率上彈不利房屋銷售，而換屋者面臨較過去高的房貸利率也使需求下降，第一季業績獲利衰退，相關類股下跌。

資料來源：Bloomberg，2025年5月8日

各地區指數表現(%)



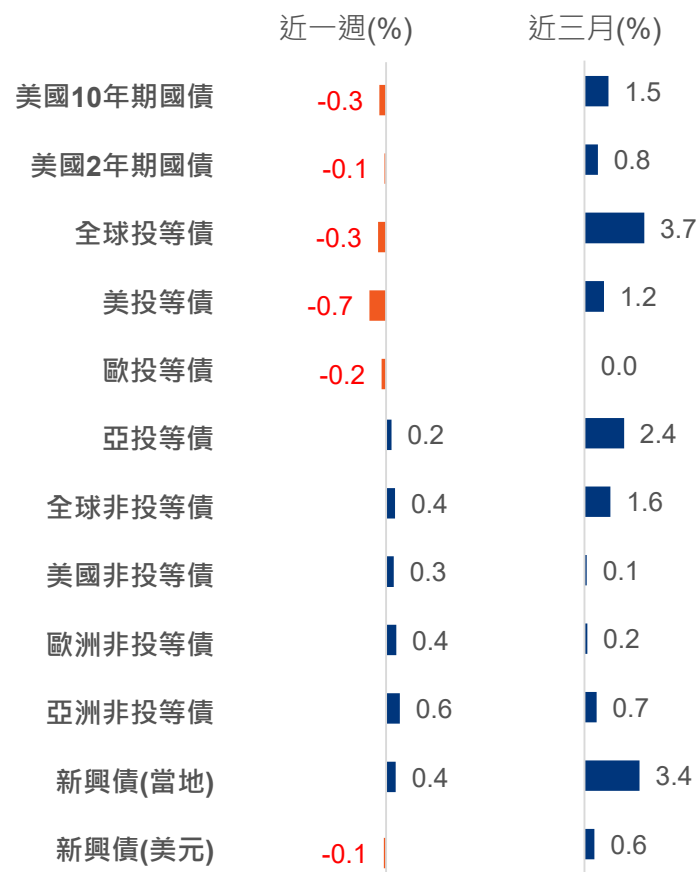
美股各行業指數表現(%)



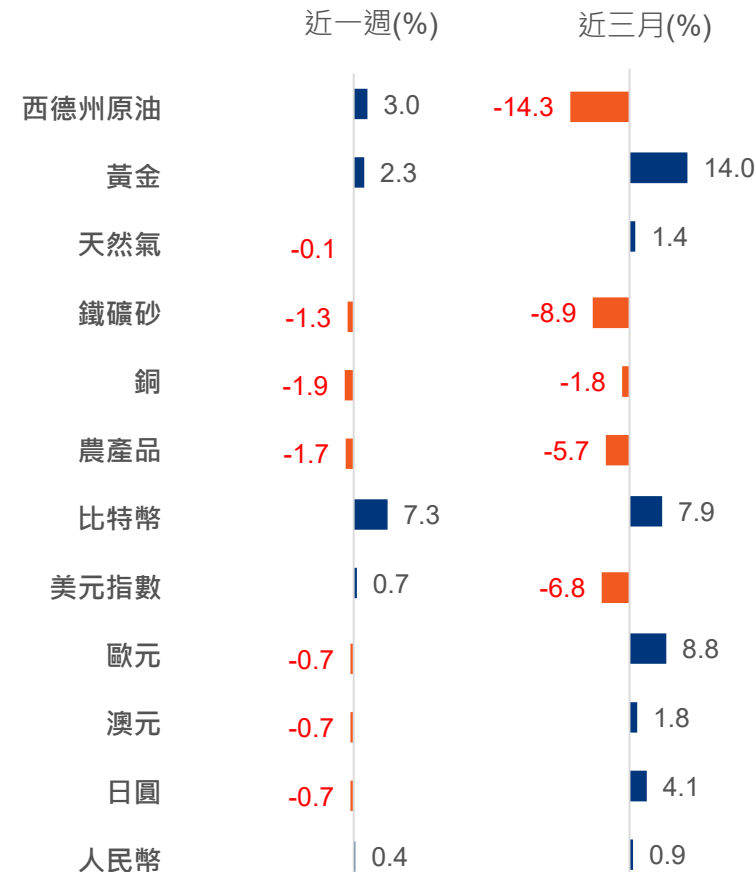
美聯儲鷹派維持利率不變，中國人行減息降準貨幣寬鬆

- ▶ 美國經濟穩健，美聯儲如市場預期維持利率不變，基準利率為4.25-4.50%。鮑威爾表示停滯性通脹風險上升，若關稅導致通脹難以朝政策目標改善，將延後減息時程，並重申美聯儲的政策獨立性。市場對美聯儲可能因關稅而採取預防性減息的希望落空，預估最快7月啟動減息，美國國債孳息率小幅上彈。
- ▶ 關稅擾動加劇中國經濟下滑風險，中國人行宣布減息降準，包含(1)調降7天期逆回購操作利率0.1%至1.4%、(2)下調結構性貨幣政策工具利率0.25%，(3)金融機構存款準備金率降0.5%、(4)調降個人住房公積金貸款率0.25%、下調房貸首付比例與保障住房再貸款、(5)設立互換便利工具，提供資產質押支持股市流動性、(6)強化金融業資本適足性並鬆綁股權投資限制。人行行長潘功勝表示將注資逾1兆人民幣流動性穩定市場，證監會亦將推動中長期資金穩定入市，亞債上漲。英格蘭銀行如市場預期減息一碼，總裁貝利表示需謹慎減息，英鎊、歐元貶值，美元漲。

各類債券表現(%)



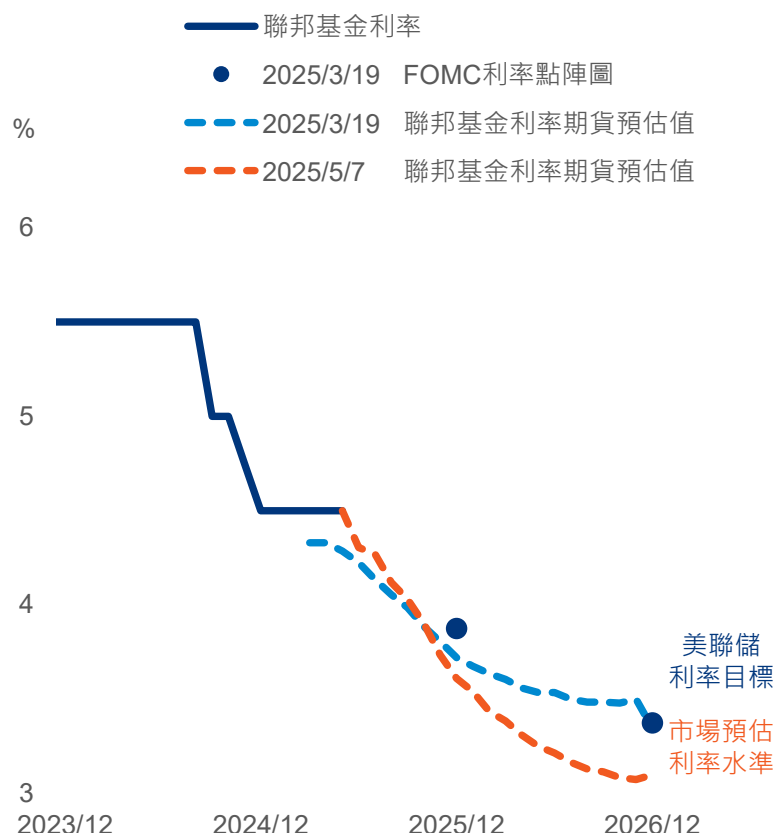
各類商品及貨幣表現(%)



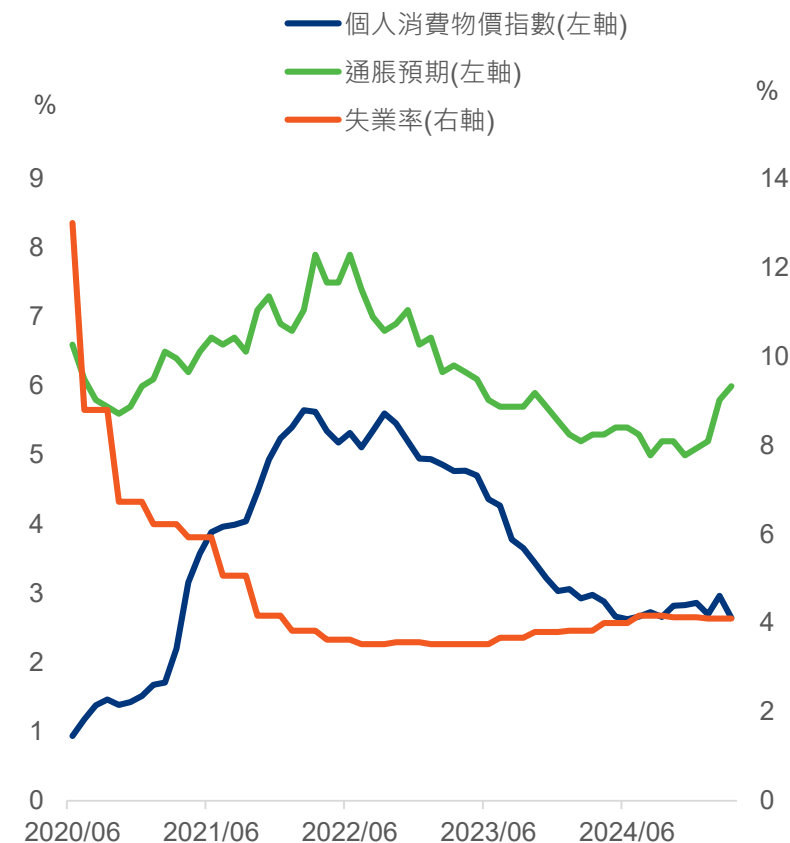
通脹壓力未解除，美聯儲維持觀望態度

- ▶ 5月7日美聯儲全數票委通過，同意維持利率在4.25至4.50%水準不變，符合市場預期。本次聲明稿重申經濟活動穩健成長，並加入近期受到淨出口波動影響等論述，強調經濟前景不確定性「進一步」增加、新增「研判失業率上升與通脹升溫風險已增加」，另刪除調整縮表規模論述，維持上次會議後的縮表步伐，顯示美聯儲目前以不變應萬變，靜觀景氣變化的態度。
- ▶ 近月個人消費支出物價指數略見改善，失業率維持低位，然通脹預期持續升高，若勞動市場數據出現明顯惡化，如裁員增加、失業率快速上升等，美聯儲將有望立即啟動減息。美聯儲主席鮑威爾強調無須急於調整貨幣政策，若未來關稅政策導致通脹難以朝政策目標改善，可能延後減息時程，等同降低美聯儲採預防性減息的可能，鮑威爾也重申美聯儲政策的獨立性。美聯儲鷹派言論使美國國債孳息率上升，和非美國家息差擴大，美元指數獲得支撐。

美國貨幣政策如市場預期保持利率不變



消費與就業數據穩定，美聯儲持續觀察關稅影響



巴菲特投資心法: 尋找被低估、基本面改善的價值股

- ▶ 巴菲特在今年波克夏·海瑟威股東會上提及，年底將交棒給接任的CEO-阿貝爾(Greg Abel)，暗指此為巴菲特最後一次參與股東會，同時對近期的美國貿易政策，公司投資方向等表達觀點。巴菲特表示「非常吸引人的機會，只會在極偶然時出現，相信未來某個時間點會有大量機會向波克夏招手，屆時將慶幸手上握有現金。」暗示目前仍在等待較佳買點，在股市中沒有看到足夠的投資機會。
- ▶ 若以巴菲特指標(美股總市值和美國GDP的比值)，來衡量股市是否過熱；目前巴菲特指標雖從歷史高點回落，但仍處於相對高估位階。觀察過去，當該指標從高點下滑時，通常價值股的表現會優於成長股，和目前金融環境相當，企業因關稅不確定使預估獲利保守下修，下修幅度更快於景氣放緩速度，因此尋找市場低估的價值股，是目前股債匯皆高度波動下，更符合巴菲特的價值投資理念。

巴菲特在今年波克夏·海瑟威股東會重點摘錄

1. 反對保護主義貿易政策

強烈反對將關稅作為貿易武器，認為這樣的錯誤可能損害美國與其他國家的關係，應進行互利的國際貿易。

2. 強調股票長期投資

表示較高現金與短期投資部位反映了投資機會稀缺，強調不會為了降低現金而投資。股市波動屬正常現象，鼓勵投資人專注長期目標而非短期波動，將長期投資日本5大商社。

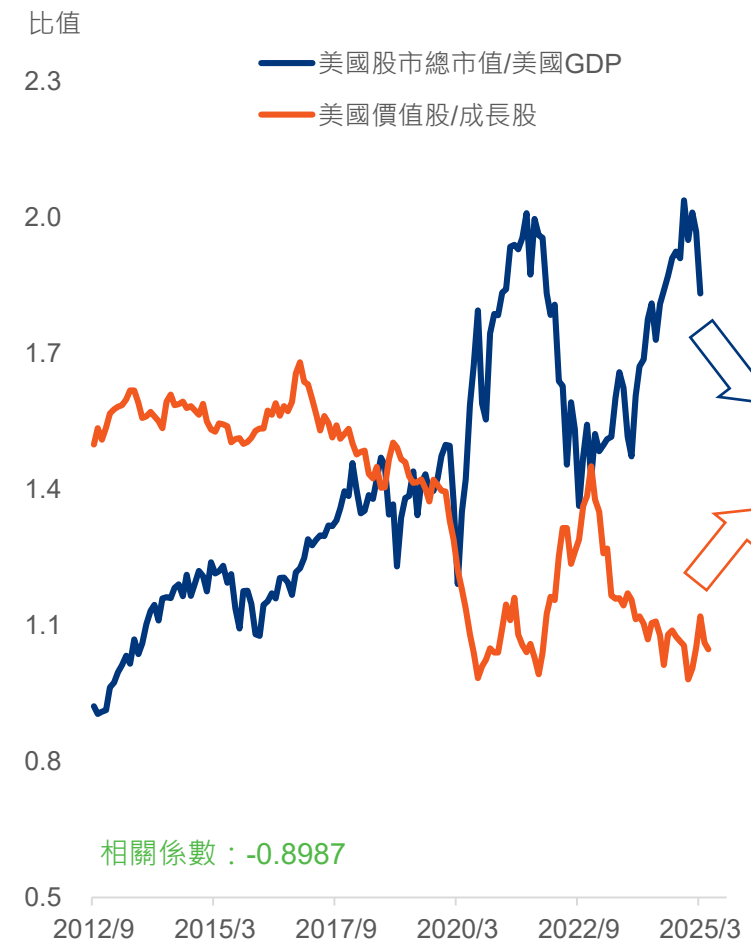
3. 擔憂美國財政赤字

對美國財政政策感到擔憂，認為長期赤字不可持續，呼籲國會採取行動控制支出及平衡預算。

4. 對外幣資產投資與避險看法

公司擁有大量外幣計價證券，借日圓投資日本並抵銷貨幣風險為首次嘗試，主因日本融資便宜且公司長期看好，非為公司一致的政策。

巴菲特指標下滑時，價值股比成長股表現更佳

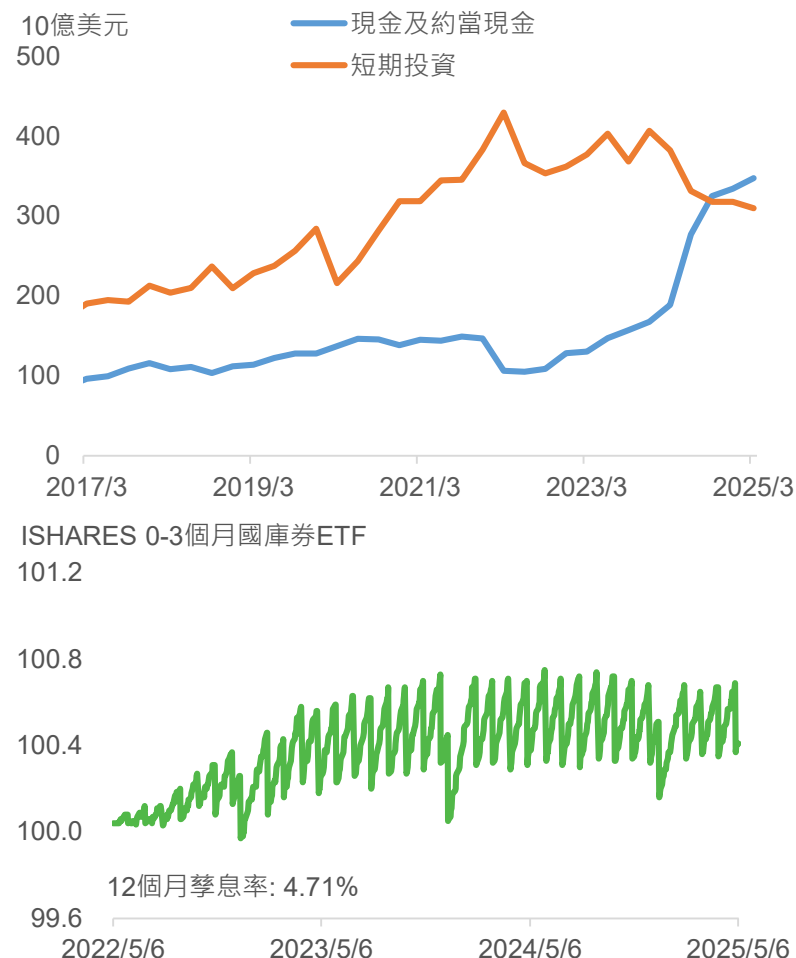


短期資金暫泊領息，強力看好日本商社中長期表現

► 波克夏近兩年持續減少短期投資部位，現金水位來到歷史高點，今年以來金融市場震盪異常，可借鏡波克夏持有現金與短期債券來保持投資彈性。若以0-3月美國國債ETF來看，因存續期間極短，不受利率波動風險，中長期淨值相對平穩，且孳息收益亦佳，已持有美元的投資人可以此作為資金暫泊領息工具，也可布局短天期投資級債進行鎖息，讓資金利用更有效率。

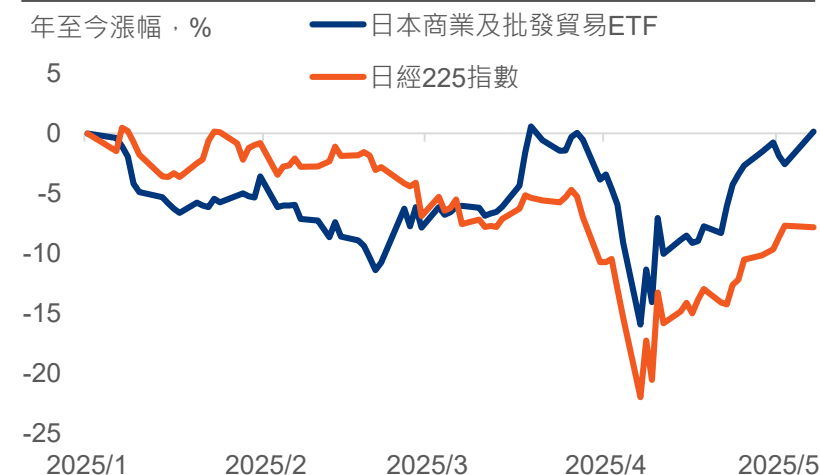
► 巴菲特長期看好日本五大商社，波克夏於去年4月及10月分別發行日圓債券，4月發行總額為2,633億日圓，10月再次發債籌資2,818億日圓，為波克夏第9度發行日債，發行額規模超越前次，為第2大規模，僅低於2019年9月的首次發行4,300億日圓；並提高對五大商社投資規模，每家皆同意放寬持股上限到10%，公司將持續增持。觀察五大商社的市盈率皆低於整體日經指數17.3倍，股東權益報酬率高於指數的9.7%，股息配發率高於日經指數的2.32%，符合其價值型投資理念。

波克夏現金水位偏高，短期國庫券領息更勝現金



波克夏·海瑟威看好日本五大商社並持續加碼

公司	市盈率(倍)	ROE(%)	市值(兆)	股息率(%)	過去4季增加部位(股)
伊藤忠商社	11.97	15.7	11.6	2.71	135,246,800
丸紅	8.89	14.2	4.47	3.72	154,472,700
三菱商事	11.5	10.3	10.9	4.05	389,043,900
三井物產	9.33	11.9	8.31	4.02	285,401,400
住友商事	7.86	12.4	4.41	3.84	112,459,500



資料來源：Bloomberg、凱基投顧、凱基證券整理

市場策略思維

類別	市場看法	偏好資產
股市	◆ 特朗普關稅進入談判期，美國景氣與企業獲利存在下修空間，保守看待美股中長期表現，惟因股市大幅修正後，評價漸趨合理，投資人可以非必需消費、工業、金融、科技等作為短期操作，中長期投資人建議以防禦類資產為主，包括必需性消費、公用事業、電信行業等，特別是美國內需型產業較安穩。 ◆ 受關稅衝擊相對小的英股，相對表現較佳，歐元區貨幣寬鬆與德國財政擴張利多，歐股中長期可採逢回分批方式，分散布局。日本經濟持續改善，銀行股及內需股可逢低承接。	策略風格：偏好大型股，短期非必需消費、工業、金融、科技等具評價面優勢，中長期投資仍以防禦股為主，如公用、電信、必需消費 區域：日本內需與銀行股、英國股票
債市	◆ 經濟衰退風險若增，長端利率有下降空間，屆時可適度加碼美國長天期國債，留意較長存續期間有較高資本利得但波動也較大，投資人應衡量自身風險承受度，中短天期債券孳息率仍具吸引力，逢美國國債孳息率上彈階段可鎖息。 ◆ 投資級債以信評A級以上龍頭企業較佳，風險調整後息差較高的產業包括金融、工業、能源、公用事業、通訊等。	期間：長天期美國國債、中短天期優質企業債鎖息 種類：投資級債以大型企業為首選，產業聚焦具金融、工業、能源、公用事業和通訊
匯市	◆ 美國特朗普政府主張美元有續回歸，非美貨幣大幅升值，匯市恐慌逐漸和緩，美聯儲鷹派立場，使美元短期於百元附近震盪；但美國政策反覆，市場對美國經濟前景、美元資產信心動搖，中長期美元指數預期偏弱。 ◆ 短期非美貨幣如歐元、日圓強升後，漲勢暫歇。	美元偏弱整理 歐元、日圓高檔震盪
商品	◆ 特朗普關稅政策反覆，增加避險情緒，經濟放緩、通脹隱憂，財政赤字壓力，加上央行與市場資金持續購金，黃金仍有上漲空間，逢回漸布。	黃金偏多

政策支持內需消費下，快遞需求維持雙位數增長

► 外圍貿易關係不穩，中國以推動內需為主

在外圍貿易關係不穩，出口需求受影響的背景下，中國今年的經濟增長目前將推動內需為十大任務之首。近期，中央亦不斷推出或加碼支持消費的政策，例如擴寬消費品以舊換新政策的適用範圍。

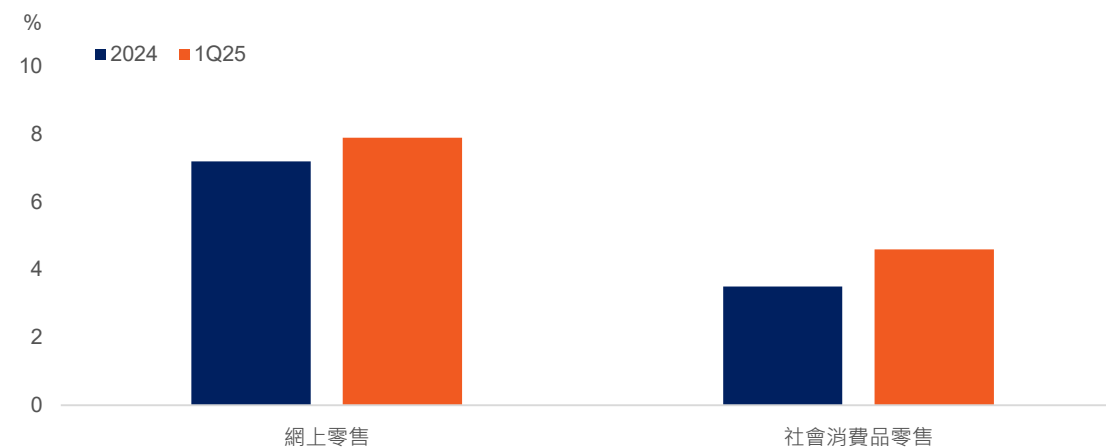
► 消費場景改變，推動快遞需求

另外，目前居民的消費習慣的模式改變均有助推動快遞需求。例如，直播電商與社交電商等新模式催生「小件化」趨勢，從而帶動「量」的需求，同時提升具備有自動化分揀技術的快遞企業的競爭優勢。目前市場預期快遞業務量今年按年有10-15%的增長，而背後受到網購需求所支持。第一季度全國網上零售額按年增長7.9%，速度也高於整體零售銷售的4.6%增長。

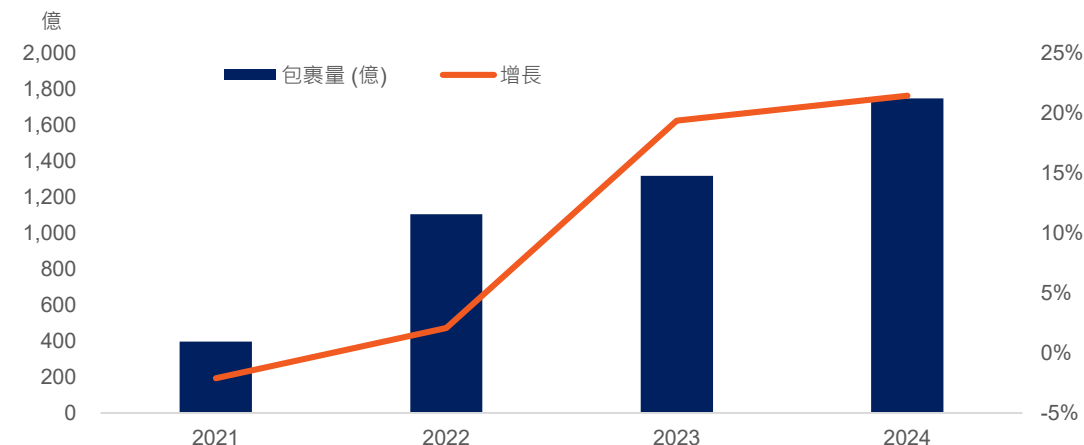
► 行業惡性競爭或將見底

於2024年，以包裹量計，達80%的市場份額集中於六大市場參與者。然而，過去中國快遞曾一度進入競價的惡性競爭中。而今年我們認為最壞情況已到，快遞均價收縮幅度有望見底。根據國家郵政局的預測今年快遞均價將收縮至2%，下降幅度較2024年時的下跌6%有所減少。

網上零售銷售增長優於整體表現



網上零售銷售增長優於整體表現



資料來源：國家統計局、國家郵政局

順豐控股(6936)

收盤價	HK \$39.5	目標價	HK \$45		
-----	-----------	-----	---------	--	--

公司簡介

集團主要在中國經營快遞、快運、冷運、同城即時配送、國際物流服務及供應鏈解決方案在內的物流生態圈。

公司特色

財務表現穩步提升

順豐作為領先的物流企業，其財務表現持續改善。我們預計未來三年，公司收入將實現10%的年均複合增長率(CAGR)，這主要得益於有效的成本控制措施，包括倉儲管理的自動化及轉運節點的優化。這些舉措有望在未來三年內持續降低成本，提升運營效率。此外，公司股本回報率(ROE)預計將穩步上升，反映其盈利能力和資本運用效率的持續改善。

關稅影響已充分消化

順豐於2021年時收購嘉里物流(636)，市場曾憂慮美國對等關稅可能拖累其國際業務。我們認為這影響未必那麼嚴重，首先，美國業務僅佔公司收入的低單位數，對整體業績影響有限。其次，股價在關稅公告後已逐步回升，顯示市場已充分消化相關潛在風險。第三，隨著間接出口活動的增加，嘉里物流在其他地區的業務有望實現更強勁的增長，這為順豐控股的國際業務拓展提供了新的增長動力。

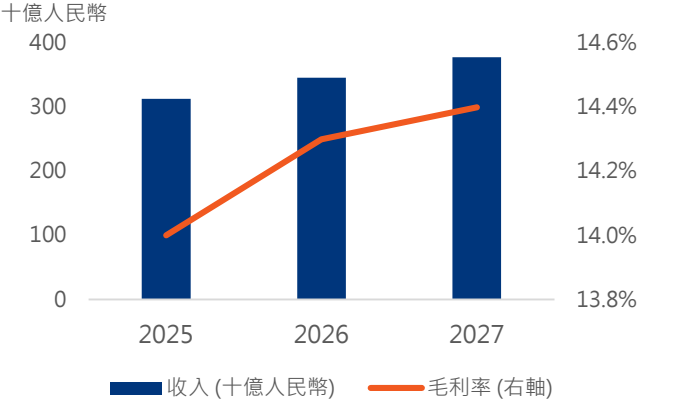
估值具吸引力

我們認為順豐的目標價定為45港元，較當前股價提供約14%的上升空間。該目標價對應7.5倍的EV/EBITDA，相等於A股順豐(002352.SZ)的平均估值。

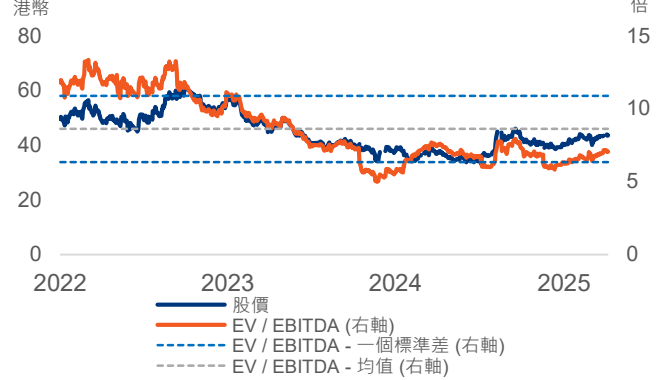
財務數據

	2022	2023	2024	2025F	2026F
收入 (人民幣 十億)	267	258	284	313	346
按年增長 (%)	29.1	-3.4	10.1	10.1	10.4
每股盈利(人民幣)	1.3	1.7	2.1	2.3	2.8
按年增長 (%)	36.6	33.9	24.1	10.9	17.5
資產回報率(%)	7.3	9.2	11.0	12.0	12.9

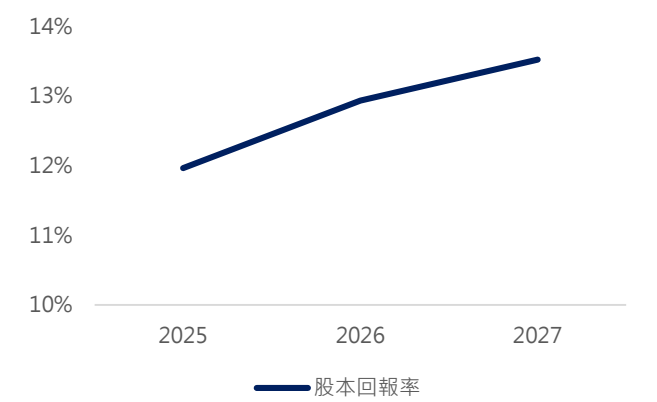
未來三年收入及毛利率



順豐A近三年EV/EBITDA及股價



未來三年股本回報率



資料來源：Bloomberg

中通快遞(2057)

收盤價	HK \$148.1	目標價	HK \$183
-----	------------	-----	----------

公司簡介

集團主要從事於在中國透過全國網絡合作夥伴模式提供快遞服務。

公司特色

■ 聚焦中國市場，公司繼續以增加市佔為目標

中國快遞市場屬於市場集中度較高的行業，首六大行業競爭者，按包裹量計已佔了整個行業的8成份額。而中通快遞佔了整體快遞市場的19.4%份額，為中國快遞行業龍頭。但中通快遞對於今年的運載量增長仍樂觀。預期今年包裹量按年增長達20-24%，高於行業增速的15%，市場佔有率或有機會上升至近21%。

■ 數據化推動降本增效，優化毛利率

近年，中通快遞持續推動科技創新，例如自動化分揀線，利用大數據監控運輸等等降低成本。於2024年單票成本較同期下降0.04分或6%，市場預期2025成本下降仍可維持對等幅度。可在潛在單票下滑背景下，為盈利能力提供支撐。中通快遞毛利率水平維持於近3成水平。

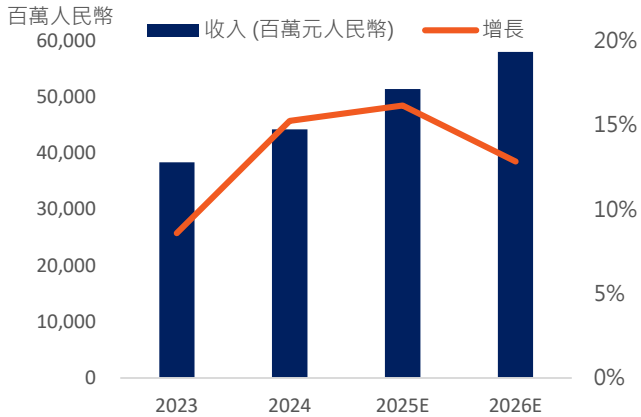
■ 估值吸引，處於低一個標準差，需求推動估值修復

目前中通快遞以約6.5倍的EV/EBITDA交易，屬於過去兩年的低一個標準差水平，估值不高。隨著今年以內需推動經濟為主，中國快遞需求支撐下，降價風險或有所減輕。而回歸均值估值，EV/EBITDA約8倍計算，對應目標價為183港元，上升空間約24%。

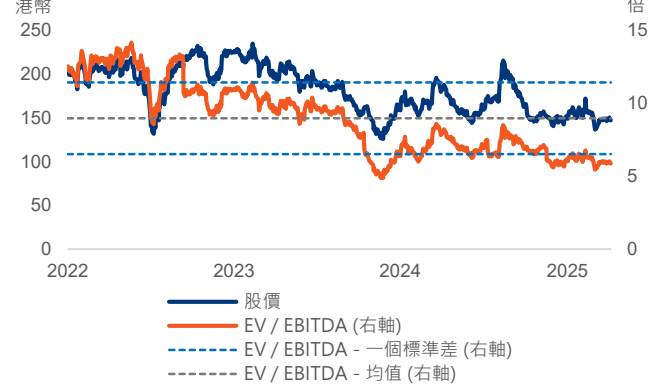
財務數據

	2022	2023	2024	2025F	2026F
收入 (人民幣 十億)	35.4	38.4	44.3	51.1	57.5
按年增長 (%)	16.3	8.6	15.3	15.3	12.5
每股盈利(人民幣)	8.5	10.9	12.2	12.6	14.3
按年增長 (%)	40.0	27.6	11.9	3.0	14.2
資產回報率(%)	13.3	15.4	14.5	15.5	15.8

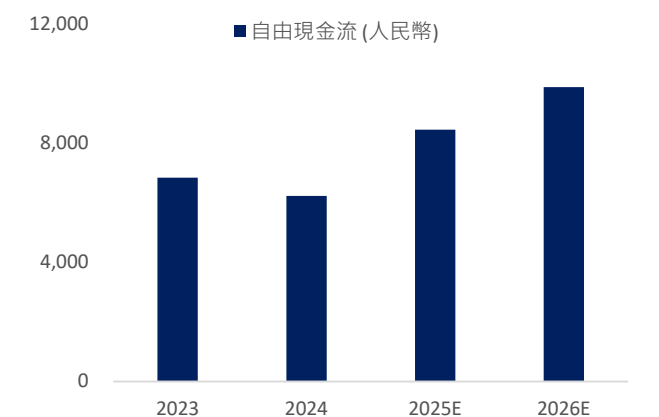
收入



近三年EV/EBITDA及股價



自由現金流



資料來源：Bloomberg

美股

價值投資是長期獲利的核心

- ▶ 5月聯邦公開市場委員會利率決策會議宣布將聯邦基金利率的目標區間維持在4.25%至4.5%不變，再度暫停減息行動，主席鮑威爾在會後記者會上重申，美聯儲不急於行動，也不認為應該先發制人地減息來應對關稅衝擊。鮑威爾在議息後記者會表示，若大規模加徵的關稅持續存在，很可能會推高通脹、拖累經濟增長並推高失業率。關稅對通脹的影響可能是暫時性，反映物價僅一次過上升，但也不排除可能帶來更持久的通脹壓力。
- ▶ 4月美國ISM服務業PMI上升至51.6，較3月的九個月低點50.8回升，也高於市場預期的50.2。
- ▶ 3月美國貿易赤字擴大至1,405億美元，創下歷史新高，高於市場預期的1,370億美元赤字。當月進口激增4.4%，達到4,190億美元的歷史高點，主因是市場預期4月將有更多關稅政策宣布，企業提前備貨。
- ▶ 由1965年到2024年，波克夏的股票回報率為5,502,284%。同期標普500指數(包括股息在內)的回報率為39,054%。巴郡在此期間的複合年收益為19.9%，標準普爾500指數為10.4%。
- ▶ 2025年巴菲特股東大會總結
 - 巴菲特將於年底辭任CEO，交棒Greg Abel，並無意出售任何股票
 - 不會所有投資圍繞AI展開
 - 支持全球貿易，反對貿易戰
 - 繼續持有巨量現金等到機會
 - 4月市場暴漲暴跌為正常波動，關鍵時刻靠理性判斷不是被情緒牽引
 - 美國赤字長期不可持續，但依然看好美國長期經濟發展
 - 即使日本加息，十年內不會賣出日本股票並且擴大投資規模

資料來源：Bloomberg · KGI整理

波克夏·哈薩威最新持股情況						
	Symbol	Holdings	Stake	Mkt. price	Value	Pct of portfolio
TOTAL					\$277,867,653,016	100.0%
Apple Inc	AAPL	300,000,000	2.0%	\$197.49	\$59,247,000,000	21.3%
American Express Co	AXP	151,610,700	21.6%	\$283.66	\$43,005,891,162	15.5%
Coca-Cola Co	KO	400,000,000	9.3%	\$71.17	\$28,468,000,000	10.2%
Bank of America Corp	BAC	680,233,587	9.0%	\$41.60	\$28,297,717,219	10.2%
Chevron Corp	CVX	118,610,534	6.8%	\$137.04	\$16,254,387,579	5.8%
Moody's Corp	MCO	24,669,778	13.7%	\$471.67	\$11,635,994,189	4.2%
Occidental Petroleum Corp	OXY	264,941,431	28.2%	\$41.44	\$10,979,172,901	4.0%
Kraft Heinz Co	KHC	325,634,818	27.5%	\$28.49	\$9,277,335,965	3.3%
Chubb Ltd	CB	27,033,784	6.7%	\$288.97	\$7,811,952,562	2.8%
Mitsubishi Corp	8058:TYO	389,043,900	9.7%	\$18.93	\$7,363,304,402	2.6%
Itochu Corporation	8001:TYO	135,246,800	8.5%	\$51.21	\$6,926,330,397	2.5%
Mitsui & Co	8031:TYO	285,401,400	9.8%	\$19.88	\$5,674,035,323	2.0%
Davita Inc	DVA	35,142,479	45.7%	\$143.63	\$5,047,514,259	1.8%
VeriSign, Inc	VRSN	13,289,880	14.2%	\$285.21	\$3,790,406,675	1.4%
Kroger Co	KR	50,000,000	7.6%	\$71.81	\$3,590,500,000	1.3%
Visa Inc	V	8,297,460	0.4%	\$351.27	\$2,914,648,774	1.0%
Marubeni Corp	8002:TYO	154,474,700	9.3%	\$18.66	\$2,882,333,247	1.0%
Sumitomo Corp	8053:TYO	112,459,500	9.3%	\$24.91	\$2,800,920,648	1.0%
BYD Co. Ltd	BYDDF	54,200,142	4.4%	\$49.90	\$2,704,587,086	1.0%
Sirius XM Holdings Inc	SIRI	119,776,692	35.4%	\$21.72	\$2,601,549,750	0.9%
Mastercard Inc	MA	3,986,648	0.4%	\$567.12	\$2,260,907,814	0.8%
Amazon.com Inc	AMZN	10,000,000	0.1%	\$192.08	\$1,920,800,000	0.7%
Aon PLC	AON	4,100,000	1.9%	\$357.11	\$1,464,151,000	0.5%
Capital One Financial Corp	COF	7,450,000	1.9%	\$189.50	\$1,411,775,000	0.5%
Domino's Pizza Inc	DPZ	2,382,000	7.0%	\$476.82	\$1,135,785,240	0.4%
T-Mobile Us Inc	TMUS	4,350,000	0.4%	\$247.49	\$1,076,581,500	0.4%
Constellation Brands Inc	STZ	5,624,324	3.2%	\$191.39	\$1,076,439,370	0.4%
Citigroup Inc	C	14,639,502	0.8%	\$71.64	\$1,048,773,923	0.4%
Ally Financial Inc	ALLY	29,000,000	9.4%	\$33.50	\$971,500,000	0.3%
Liberty Live Series C	LLYVK	10,917,661	17.1%	\$74.61	\$814,566,687	0.3%
Charter Communications Inc	CHTR	1,991,759	1.4%	\$404.41	\$805,487,257	0.3%
Liberty Formula One Series C	FWONK	6,801,360	3.1%	\$93.91	\$638,715,718	0.2%
Nu Holdings Ltd	NU	40,180,168	0.8%	\$12.80	\$514,306,150	0.2%
Louisiana-Pacific Corp	LPX	5,664,793	8.1%	\$90.36	\$511,870,695	0.2%
Liberty Live Series A	LLYVA	4,986,588	19.5%	\$73.71	\$367,561,401	0.1%
Heico Corp Class A	HEIA	1,049,687	1.3%	\$212.07	\$222,607,122	0.1%
Pool Corp	POOL	598,689	1.6%	\$301.64	\$180,588,550	0.1%
NVR Inc	NVR	11,112	0.4%	\$7,227.75	\$80,314,758	0.0%
Diageo PLC	DEO	227,750	0.0%	\$115.40	\$26,282,350	0.0%
Jefferies Financial Group Inc	JEF	433,558	0.2%	\$50.36	\$21,833,981	0.0%
Lennar Corp Class B	LEN.B	152,572	0.5%	\$104.00	\$15,867,488	0.0%
Liberty Latin America Series A	LILA	2,630,792	6.4%	\$4.67	\$12,285,799	0.0%
Atlanta Braves Holdings Inc Series C	BATRK	223,645	0.4%	\$40.51	\$9,059,859	0.0%
Liberty Latin America Series C	LILAK	1,284,020	0.8%	\$4.68	\$6,009,214	0.0%
Berkshire Market Capitalization					\$1,105,592,000,731	
Berkshire Cash as of 31 Mar 25: \$347.7 billion						

穆迪(MCO)

收盤價	us \$470.67	目標價	us \$520		
-----	-------------	-----	----------	--	--

公司簡介

穆迪公司是全球知名的信用評等與金融分析機構，主要為全球資本市場提供信用評等、市場研究、分析工具與決策支援資料等服務。穆迪投資服務公司，為一家具權威性的信用評等機構，提供針對企業、政府、結構性融資證券與商業票據等各類債務工具的信用評等服務，協助投資人評估信用風險。穆迪分析，專注於提供財務分析、風險管理解決方案及相關數據與軟體服務，支援全球金融機構、企業及監管機構做出更精準的決策。

公司特色

■ 債券發行前景強勁

根據預測，自2025年至2028年，美國及歐洲、中東與非洲地區將有超過4兆美元的債務到期。此一大規模的債務到期潮預期將推動再融資與新債發行活動，為穆迪提供穩定且可預期的業務來源，有望支撐其信用評等與金融分析業務的持續成長。

■ 推出獨立風險評估方案

MSCI與穆迪近日宣布建立戰略合作夥伴關係，攜手推出首個針對私人信貸投資的大規模獨立風險評估解決方案。該方案結合了MSCI廣泛的私人資本數據與穆迪的EDF-X信用風險模型，為企業與融資工具提供具透明度的第三方信用風險評估。隨著私人信貸市場快速擴張，此次合作旨在為投資人提供標準化工具，用於信用風險基準分析、投資決策支援及投資組合管理。

■ 業績超預期

25財年第一季營收同比成長8%至19.2億美元，超出市場預期4,000萬美元。Non-GAAP每股盈餘為3.83美元，亦高於預期的3.54美元，超出0.29美元。儘管本季表現亮眼，公司仍下調2025年全年財測，預期全年營收將實現中個位數百分比的成長，並將調整後營業利潤率預估區間下修至49%至50%。

■ 估值共識

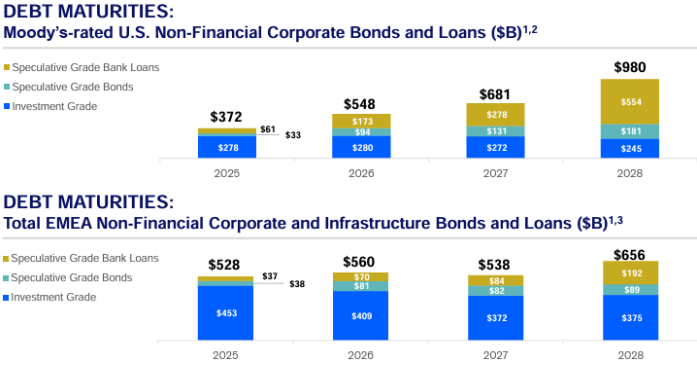
彭博12個月平均目標價為499.63美元，最高目標價為572美元，最低為420美元。

資料來源：Bloomberg

近一年股價走勢



債券和債務到期規模

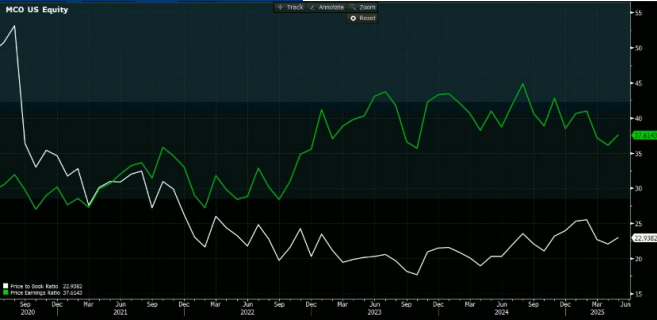


財務數據

	2022	2023	2024	2025F	2026F
收入增長(%)	-12.1	8.2	19.8	4.5	8.2
EBITDA比率(%)	44.3	45.4	52.2	49.1	50.2
EPS (美元)	7.63	9.08	12.55	13.63	15.4
淨利率(%)	25.8	28.3	32.4	32.6	33.7

資料來源：Bloomberg；2025至2026年為市場平均財務預估資料

PE和PB



安達保險(CB)

收盤價	US \$289.88	目標價	US \$305
-----	-------------	-----	----------

公司簡介

安達保險是一家總部位於瑞士蘇黎世的跨國保險公司，也是全球最大的上市財產及意外保險公司之一。公司保險產品包括財產與意外保險、再保險服務、人壽與健康保險和高淨值人士個人保險等。

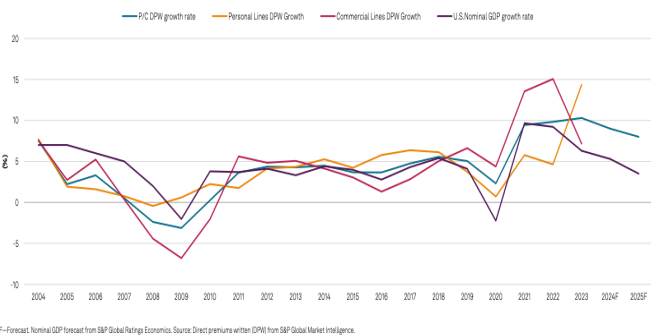
公司特色

- **預期保費上調**
由於關稅導致的原材料成本上升，加上年初至今北美地區自然災害頻發、索賠風險增加，這些因素預料將推高財產替換成本。這類通脹壓力可望支持公司在財產保險線上的保費上調，進一步推動營收成長，尤其是在有利的承保環境下更具利多。
- **亞洲市場的戰略擴張**
公司收購Liberty Mutual在泰國與越南的業務，該業務在2024財年創造了2.75億美元的保費收入，將有效強化其在亞太高成長保險市場的佈局。此項擴張有助於分散其地理營收來源，同時也讓公司更有機會掌握亞洲新興市場中產階級日益成長的保險需求。
- **業績超預期**
25財年第一季核心營運每股盈利為3.68美元，高於市場預期的3.23美元。淨保費收入同比增長3.6%至120億美元，超預期7.8億美元。年化股東權益回報率為8.2%，核心運營有形股東權益回報率為13%，核心運營股東權益回報率為8.6%。
- **估值共識**
彭博12個月平均目標價為306.91美元，最高目標價為340美元，最低為263美元。

近一年股價走勢



財產意外險市場增長



財務數據

	2022	2023	2024	2025F	2026F
收入增長(%)	10.8	14.8	10.1	6.7	6.8
Operating比率(%)	18.6	21.5	21.7	14.8	17.2
EPS (美元)	15.37	21.80	22.20	21.34	25.56
淨利率(%)	14.8	17.8	16.3	14.4	16.1

資料來源：Bloomberg；2025至2026年為市場平均財務預估資料

PE和PB



資料來源：Bloomberg

台股 大盤漲多回檔，新台幣急升走勢告一段落，聚焦AI概念股表現

► 大盤下檔多頭有撐，上檔缺口待量突破

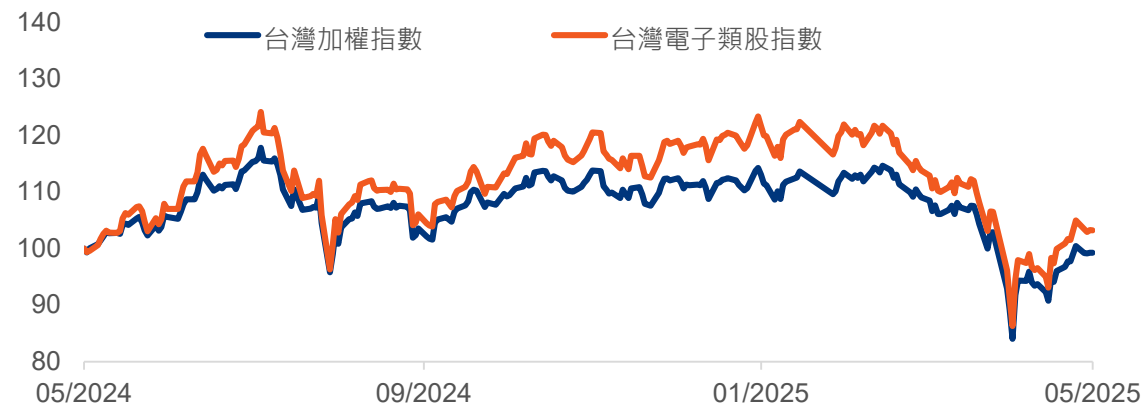
台股上週呈震盪格局，週二台股大盤開低跌破5日均線，最低一度下跌20,349點，所幸新台幣兌美元匯率由升轉貶，帶動大盤跌幅收斂，5日均線失而復得。就技術面觀察，週三台股開高後震盪拉回至平盤附近整理，惟10、20日均線都已上揚，下方支撐力道仍強，只要5月2日多方缺口低點(20,331)有守住，都還有上攻機會。

► 新台幣止升回貶，聚焦AI概念股表現

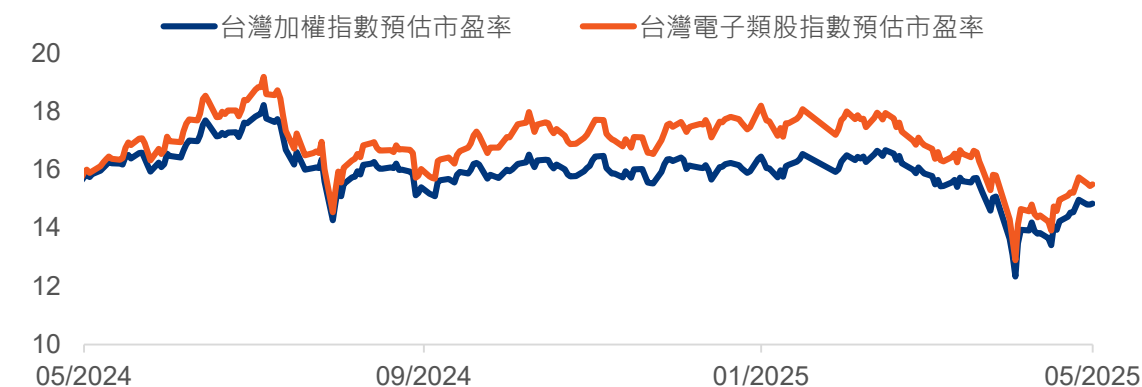
觀察上週台股盤面結構，4月營收、Q1獲利表現亮眼個股為盤面主軸。近期轉強的AI概念股整理強度和量能控制相對較佳，仍是近期台股多頭指標。強勢個別族群如安全監控、軟體資服、遊戲相關宜提防高檔震盪。新台幣上週止貶回升，新台幣升值概念航空與旅行社宜提防震盪，食品與營建資產量價控制佳，逢回可留意。新台幣急升走勢暫告一段落，將有利盤勢止穩以及個股短線價差，操作上可優先聚焦具營收或業績利多題材且股價力守短期均線呈現相對強勢個股。

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2024/5/8=100



指數預估市盈率走勢



聯茂(6213 TT)

公司簡介

聯茂電子股份有限公司主要生產及銷售多層壓合基板、銅箔基板及玻璃纖維膠片，其主要係供製造印刷電路板用。該公司產品以外銷為主。

公司近況

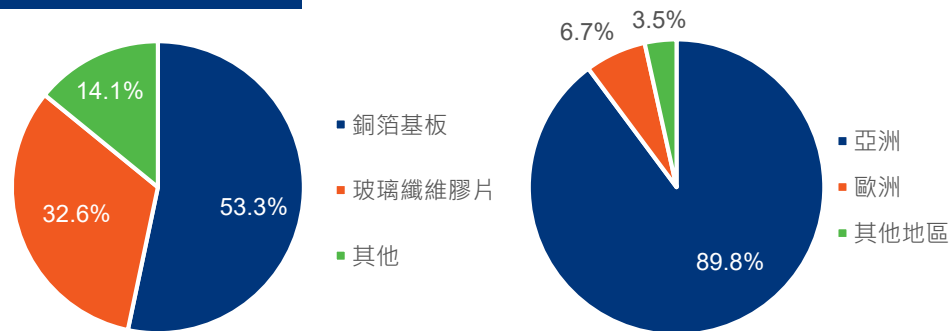
■ 1Q25獲利優於預期

在一般型伺服器、edge AI伺服器(M7)、顯卡拉貨放大下，使本季稼動率達75%，營收季減1.1%、年增23%達75.8億，優預期6%。凱基投顧推估AI伺服器、M7、M6以上三類營收佔比為10%以上、5至6%、23至24%，在組合優化下使毛利率優預期。組合中基建營收季增2%、年增31%達佔比66%，而車用營收則季減11%、年增11%達佔比18%。

■ 2Q25季看增雙位數成長，關稅未有影響

預期一般型伺服器，AI伺服器(GB200、edge AI)等將持續季增，而消費型產品因AI PC、顯卡(佔比3-4%)也可望續揚，車用則季持平看待。

營收來源及區域佔比



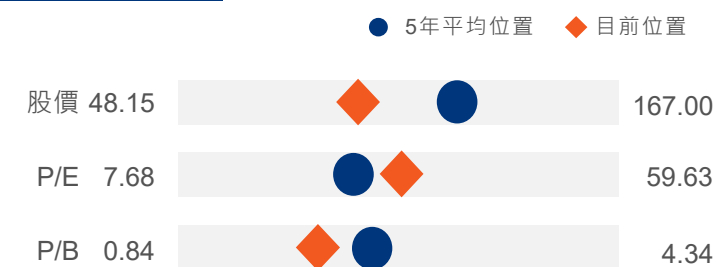
資料來源：Bloomberg

財務數據

	2022	2023	2024	2025F	2026F
EPS (新台幣)	4.94	1.86	2.26	4.60	6.02
EPS 成長率(%)	-45.1	-62.3	21.5	103.0	31.0
P/E	13.4	35.6	29.3	14.4	11.0
ROE (%)	9.0	3.4	4.1	8.0	10.0

資料來源：公司資料，凱基投顧預估

評價區間



近一年價格



迄2025年5月8日	1週	1個月	3個月	6個月	YTD	1年
期間報酬率(%)	11.60	33.08	-1.11	-7.77	-9.53	-30.87

勤誠(8210 TT)

公司簡介

勤誠興業股份有限公司(Chenbro Micom Co., Ltd.)生產電腦服務與週邊產品。該公司製造並經銷機架式邊緣計算伺服器機殼、塔式模組高速計算儲存伺服器機殼、高速儲存伺服器模組，以及機架式模組準系統伺服器。勤誠興業於全球各地銷售其產品。

公司近況

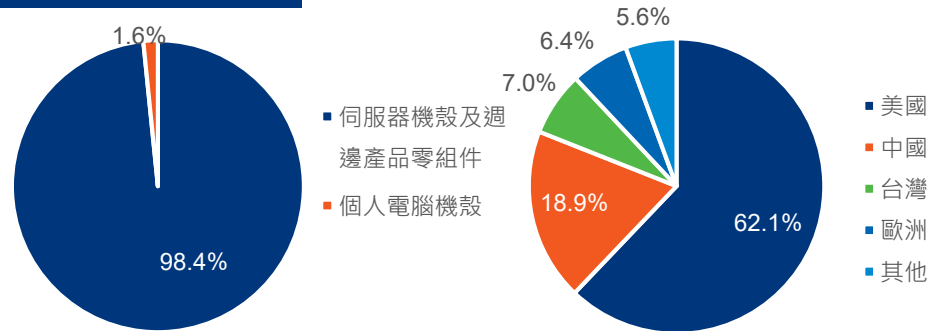
■ 2Q至3Q25營收動能將延續

2Q25 Amazon的B200 HGX AI伺服器機殼進入量產，而ASIC機殼營收亦季增。因此凱基投顧上調2Q25營收預估至季增13%。此外，2Q25底將開始出貨HGX AI伺服器至新CSP客戶，3Q25放量。受惠於機櫃與GB200機殼加單，凱基投顧預估3Q25營收與獲利將季增。

■ 機櫃業務為長期成長動能

公司自1Q25開始出貨機櫃，凱基投顧預期2Q至4Q25機櫃營收逐季成長。公司持續擴張台灣機櫃產能，2026年馬來西亞廠上線也將推升機櫃產能，預估2026年機櫃營收比重擴增至10至15%，推動長期獲利成長。

營收來源及區域佔比



資料來源：Bloomberg

財務數據

	2022	2023	2024	2025F	2026F
EPS (新台幣)	8.32	9.03	16.05	20.70	24.85
EPS 成長率(%)	48.2	8.5	77.7	29.0	20.0
P/E	31.2	28.7	16.2	12.5	10.4
ROE (%)	22.0	20.8	30.4	32.0	32.8

資料來源：公司資料，凱基投顧預估

評價區間



近一年價格





亂世投資術，著眼股神投資概念股

▶ 貝萊德美國價值型基金

- 歷史悠久，於1997年1月份成立，基金規模超過7.8億美元。
- 市場上少數集中投資於美國大型價值型股票的基金之一。
- 基金經理人以基本因素分析去選股。
- 投資分散，一般持有80-120隻股票，單一行業配備不高於投資組合的25%。

▶ 滙豐環球投資基金 - 超短期債券

- 主要投資於短期投資級別企業債券，最多20%投資於優質資產抵押證券。
- 適合不希望承受太多利率風險，但回報比貨幣市場基金更高的投資者。
- 目標有效存續期為0.5年或以下，目前為0.47年。

商品名稱	貝萊德美國價值型基金		滙豐環球投資基金-超短期債券	
特色	■ 該基金專注於價值投資策略，側重於估值偏低且具有內在投資價值的公司 ■ 投資分散，單一行業比重不超過投資組合的25%		■ 優質超短期企業債券為主，亦可將一定比重投資於其他固定收益證券 ■ 該基金目標有效存續期為0.5年或以下，目前為0.47年	
規模	7.61億萬美元		26.20億美元	
持股數	95		-	
3M/YTD 報酬	-2.03% / 2.57%		1.22% / 1.63%	
前五大信評分布 (%)	-		AAA	8.90
			AA	18.54
			A	45.04
			BBB	27.04
前五大行業分布 (%)	金融	21.24	銀行業	34.77
	醫療保健	16.77	週期性消費品	9.24
	工業	13.30	非週期性消費品	7.05
	資訊科技	10.97	科技	6.68
	基本消費品	6.38	資本貨品	5.46
前五大持股 (%)	富國銀行	3.50	UNITEDHEALTH GRP 4.855 15/07/26	1.15
	花旗集團	3.09	US TREASURY FRN 4.420 31/10/25	0.95
	嘉德諾健康集團公司	2.88	US TREASURY FRN 4.375 31/07/25	0.95
	CVS健康公司	2.83	HOME DEPOT INC 4.690 24/12/25	0.84
	SS&C科技控股公司	2.76	CHEVRON USA INC 4.718 26/02/27	0.77

資料來源：Bloomberg，KGI整理，2025年5月7日

貝萊德美國價值型基金

簡介

本基金以提高總回報為目標。基金將不少於70%的總資產投資於在美國註冊或從事大部份經濟活動的公司的股本證券。

■ 價值投資策略

該基金採價值投資策略，基金經理人側重於估值偏低且具有內在投資價值的公司，並在合適的價格水平買入優質和穩定的公司股票，適合追求長期回報表現穩定的投資人

■ 投資於各行業中的大型優值股票

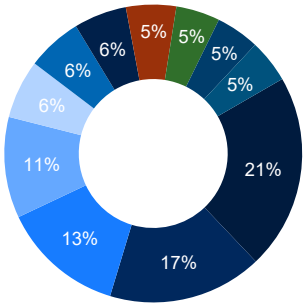
主要投資於多個行業中的大型股票，且投資組合總比重中至少65%來自MSCI ESG Research所涵蓋的證券標的，有助投資者評估其在環境、社會和管治(ESG)方面的表現

■ 投資分散

該基金的投資組合一般持有80至120檔股票，單一行業比重不超過投資組合的25%，前十大持股約佔26.24%

成立日	1997年1月8日	規模	7.61億美元
晨星類別	美國大型價值型股票	基金分類	股票型
晨星評等	★★	3年標準差(年化)	14.54%

投資行業分布



- 金融
- 醫療保健
- 工業
- 資訊科技
- 基本消費品
- 能源
- 通訊
- 其他
- 非必需消費品
- 原物料
- 公用事業

前5大投資標的(%)

富國銀行	3.50
花旗集團	3.09
嘉德諾健康集團公司	2.88
CVS健康公司	2.83
SS&C科技控股公司	2.76

近三年淨值



迄2025年5月7日	1個月	3個月	YTD	1年	2年	3年
美元累積報酬率(%)	11.20	-2.03	2.57	3.75	20.50	19.01
同類型排名四分位	1	1	1	2	3	3

資料來源：貝萊德資產管理基金月報、Morningstar，報酬率截至2025年5月7日，月報截至2025年3月31日；資料採用級別：A2美元

滙豐環球投資基金 - 超短期債券

簡介

本基金旨在透過投資於固定收益證券及貨幣市場工具組合，提供短線資本增值及收益。

■ 優質超短期企業債券為主

主要投資於短期投資級別企業債券，從而提供適度的利率和信用風險，適合不希望承受太多利率風險，但期待回報比貨幣市場基金更高的投資者

■ 投資多元化

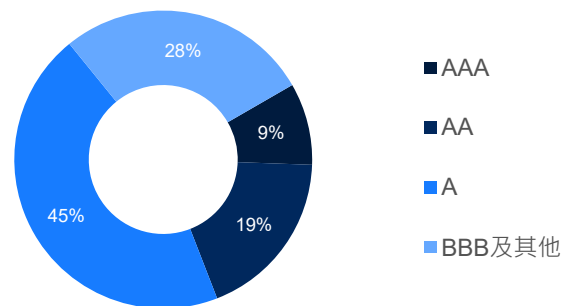
該基金主要以投資於成熟或新興市場的政府、政府相關實體、超國家實體及公司發行或擔保之固定或浮動利率收益債券及其他類似證券為主，亦可將最多10%的資產投資於到期日超過5年的債券、少於30%投資於非投資級別債券，以及不超過20%投資於資產抵押證券及按揭抵押證券

■ 存續期間短

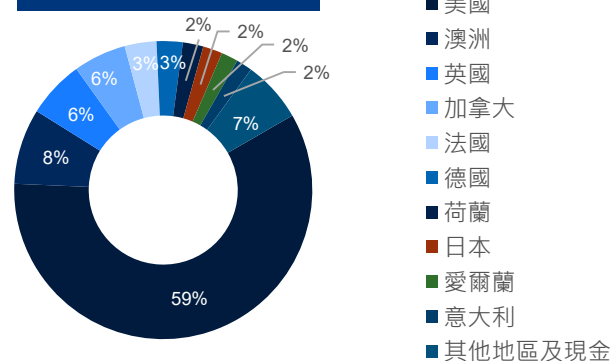
該基金目標有效存續期為0.5年或以下，目前為0.47年

成立日	2021年6月8日	規模	26.20億美元
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)	0.82%

信評分布



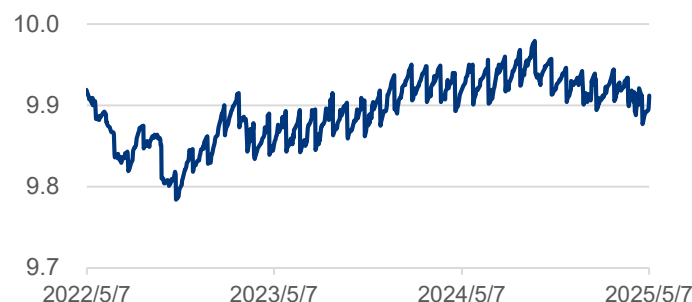
國家分佈



前5大投資標的(%)

UNITEDHEALTH GRP	4.855	15/07/26	1.15
US TREASURY FRN	4.420	31/10/25	0.95
US TREASURY FRN	4.375	31/07/25	0.95
HOME DEPOT INC	4.690	24/12/25	0.84
CHEVRON USA INC	4.718	26/02/27	0.77

近三年淨值



迄2025年5月7日	1個月	3個月	YTD	1年	2年	3年
美元累積報酬率(%)	0.47	1.22	1.63	5.35	12.23	15.84
同類型排名四分位	1	1	1	2	1	1

資料來源：滙豐資產管理基金月報、Morningstar，報酬率截至2025年5月7日，月報截至2025年3月31日；資料採用級別：PM2股美元月配息



亂世投資術，著眼股神投資概念股

► iShares 0-3月美國公債ETF (SGOV)

- 旨在追蹤ICE 0-3 Month US Treasury Securities Index (USD)的表現。
- 該指數衡量剩餘到期日小於或等於三個月的美國財政部公共債務的履行情況。
- 持倉均為美國國庫券，且存續期較短，可於波動市況下減低組合風險。
- 目前費用比率(expense ratio)為0.09%，相對較低。

► NEXT FUNDS日本商業及批發貿易類股交易所交易基金 (1629.JP)

- 旨在追蹤TOPIX-17 COMMERCIAL & WHOLESALE TRADE指數，目標追求跟指數一樣的投資成果。
- 該指數專注於東京證券交易所編製的17個行業分類中的零售與批發貿易業指數，反映日本零售、批發、電商等消費流通產業的整體表現。
- 持股集中，且專注於大型企業。

► Vanguard價值股ETF(VTV)

- 旨在追蹤CRSP美國大型價值股指數(CRSP US Large Cap Value Index)的表現，而該指數包括的成分股主要為美國具領導地位的價值型股票，而價值型股票主要是以股息、穩定性為考量目標。
- 投資分散，最大的成分股僅佔約3.8%，受單一個股的影响較低。
- 目前費用比率(expense ratio)為0.04%，相對較低。

商品名稱	iShares 0-3月美國公債ETF (SGOV.US)		NEXT FUNDS日本商業及批發貿易類股交易所交易基金 (1629.JP)		Vanguard價值股ETF (VTV.US)	
特色	■ 聚焦剩餘到期日小於或等於3個月美國國庫券 ■ 費用率為0.09%，在同類型ETF中屬較低水平		■ 聚焦零售與批發貿易業的整體表現 ■ 專注於大型企業，前十大持股佔比約83.38%		■ 專注於美國具領導地位的價值型股票 ■ 費用率為0.04%，在同類型ETF中屬較低水平	
規模	466.2億美元		97.3億日元		1,300.4億美元	
追蹤指數	ICE 0-3 Month US Treasury Securities Index (USD)		TOPIX-17 COMMERCIAL & WHOLESALE TRADE		CRSP US Large Cap Value Index	
持股數	23		131		331	
3M/YTD 報酬	1% / 1.46%		7.14% / -0.49%		-4.32% / -0.42%	
前五大信評分布 (%)	AAA	100	-	-	-	-
前五大行業分布 (%)	-	-	批發商 現金	98.40 1.60	保險 銀行業 製藥業 石油及天然氣 零售業	9.53 9.47 7.33 5.71 5.08
前五大持股 (%)	美國國庫券 0% 06/24/25	10.00	三菱商事	20.27	波克夏海瑟威公司	3.76
	美國國庫券 0% 05/13/25	9.96	伊藤忠商事	19.61	摩根大通銀行	3.17
	美國國庫券 0% 06/10/25	9.94	三井物產	16.53	埃克森美孚公司	2.39
	美國國庫券 0% 07/01/25	9.73	丸紅	8.88	聯合健康集團公司	2.23
	美國國庫券 0% 06/03/25	9.36	住友商事	8.71	寶僑公司	1.85

資料來源：Bloomberg，KGI整理，2025年5月7日

iShares 0-3月美國公債ETF (SGOV.US)

簡介

該 ETF 追蹤「ICE 0-3 Month US Treasury Securities Index (USD)」，旨在追蹤指數成份股並達到和指數相對應的投資表現。

■ 抵禦市場波動

追蹤指數衡量剩餘到期日小於或等於3個月的美國國庫券的履行情況，對利率變動的敏感度極低，波動性也非常小

■ 存續期低

該ETF有效存續期僅0.11年，有助抵禦利率波動，並能作為防守型部署對抗市場動盪，適合希望持有美國國庫券或尋求短期資金停泊於特定領域的投資人

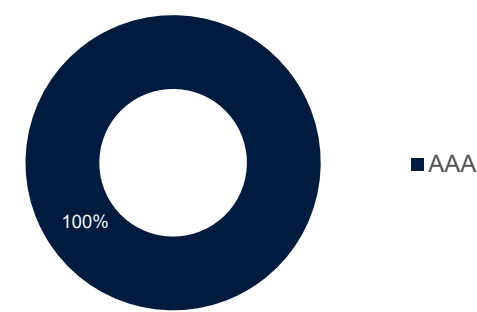
■ 費用率較低

該ETF費用率為0.09%，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

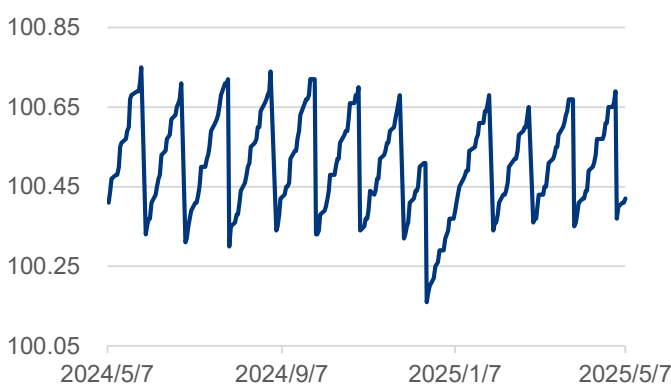
成立日	2020年5月26日	規模	466.2億美元
ETF類型	債券型	持股總數	23
費用比率	0.09%	3年標準差(年化)	0.4%

資料來源：Bloomberg，2025年5月7日

債券信評分布



近一年價格

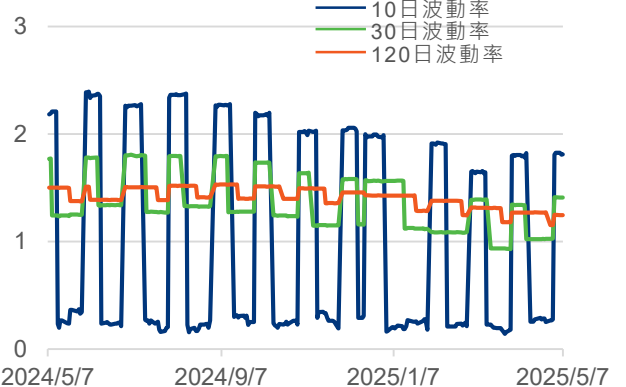


迄2025年5月7日	1個月	3個月	YTD	1年	3年	5年
期間報酬率(%)	0.33	1.00	1.46	4.83	13.97	14.16

前5大投資標的(%)

美國國庫券 0.0% 06/24/25	10.00
美國國庫券 0.0% 05/13/25	9.96
美國國庫券 0.0% 06/10/25	9.94
美國國庫券 0.0% 07/01/25	9.73
美國國庫券 0.0% 06/03/25	9.36

近一年波動率



NEXT FUNDS日本商業及批發貿易類股交易所交易基金(1629.JP)

簡介

該ETF追蹤「TOPIX-17 COMMERCIAL & WHOLESALE TRADE」，旨在追蹤指數成份股並達到和指數相對應的投資表現。

■ 聚焦零售與批發貿易業

追蹤指數專注於東京證券交易所編製的17個行業分類中的零售與批發貿易業指數，反映日本零售、批發、電商等消費流通產業的整體表現

■ 持股集中

投資組合中持有約131檔的股票，且專注於大型企業，前十大持股比重約83.38%

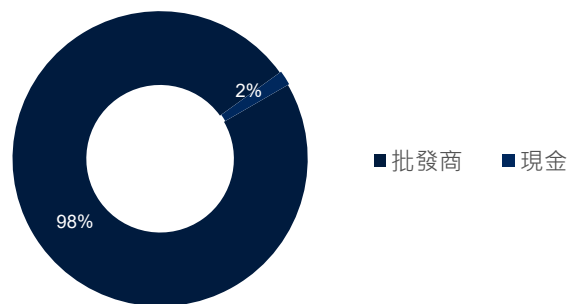
■ 日本經濟基本面改善

日本的經濟基本面正在改善，核心CPI創下20多年新高，擺脫了長期的通貨緊縮，在內需支撐下，日本經濟預計受關稅影響較小，處境相對較佳，而公司治理亦持續改善，日股現階段的估值與基本面具吸引力

成立日	2008年3月21日	規模	97.3億日元
ETF類型	股票型	持股總數	131
費用比率	0.352%	3年標準差(年化)	17.65%

資料來源：Bloomberg，2025年5月7日

投資行業分布



近一年價格



迄2025年5月7日

1個月

3個月

YTD

1年

3年

5年

期間報酬率(%)

12.22

7.14

-0.49

-8.69

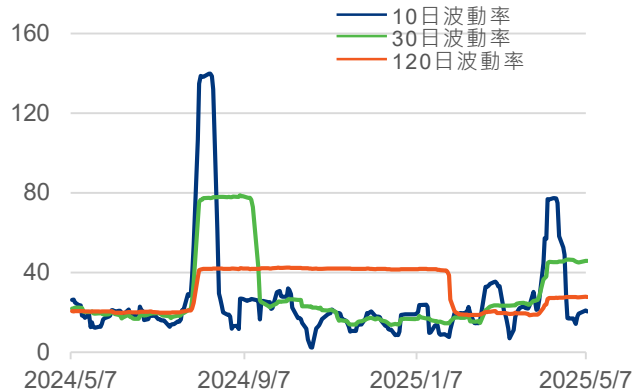
81.92

226.51

前5大投資標的(%)

三菱商事	20.27
伊藤忠商事	19.61
三井物產	16.53
丸紅	8.88
住友商事	8.71

近一年波動率



Vanguard價值股ETF (VTV.US)

簡介

該ETF追蹤「CRSP US Large Cap Value Index」，旨在追蹤指數成份股並達到和指數相對應的投資表現。

■ 價值投資導向

追蹤指數包括的成分股主要為美國具領導地位的價值型股票，而價值型股票主要是以股息、穩定性為考量目標。該ETF適合希望著眼於美國大型價值股票長期增長優勢的投資人

■ 多元化投資

該ETF持有約331檔股票，投資分散，前十大持股佔投資組合比重約21.71%，最大持股波克夏海瑟威公司佔約3.76%，受單一個股的影響較低

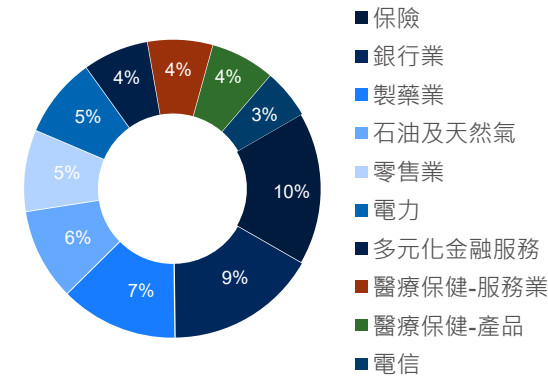
■ 費用率較低

該ETF費用率為0.04%，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	2004年1月26日	規模	1,300.4億美元
ETF類型	股票型	持股總數	331
費用比率	0.04%	3年標準差(年化)	15.66%

資料來源：Bloomberg，2025年5月7日

投資行業分布



近一年價格

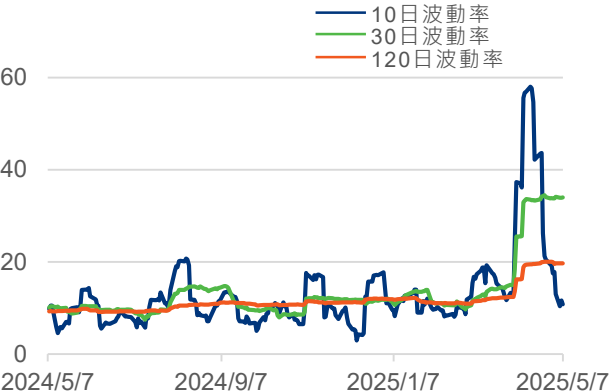


迄2025年5月7日	1個月	3個月	YTD	1年	3年	5年
期間報酬率(%)	9.07	-4.32	-0.42	7.50	26.93	94.76

前5大投資標的(%)

波克夏海瑟威公司	3.76
摩根大通銀行	3.17
埃克森美孚公司	2.39
聯合健康集團公司	2.23
寶僑公司	1.85

近一年波動率



債券

歐洲銀行財報優於預期，相關債券價格持續修復

- ▶ **HSBC 7.399 11/13/34 (匯豐控股有限公司) (美元計價)**
- ▶ **HSBC 3.911 05/13/34 (匯豐控股有限公司) (歐元計價)**
- 匯豐擁有強勁的資本充足率，在歐洲銀行界幾乎無可匹敵。截至2024年末，集團報告的CET1資本比率為14.9%，大幅高於同行13.5%的中位數。集團的資本管理方式使得子公司和子集團在資本方面自給自足。此外，滙豐銀行的盈利能力也大幅優於歐洲同業平均水平，2024年的有形股本回報率(RoTE)達14.6%。
- 匯豐擁有高比例的公司存款和充足的流動性。龐大、多元化的存款基礎支撐了匯豐相對於全球同行更強勁資金概況，截至2024年末，客戶貸款與客戶存款比率為56%，遠低於國內和全球同行的平均水平。匯豐銀行報告的流動性覆蓋率約為148%。匯豐長期政策確保運營子公司在資金來源方面自給自足，存款超過貸款。
- 集團的資產質量相對良好，其信用敞口非常多元化，包括大量的企業貸款和住宅按揭，並在地理上偏向香港和英國。且風險偏好通常低於其在每個市場的本地競爭對手。其信用表現相對良好，中國CRE敞口現已充分提供撥備，預期未來在該市場的額外信用損失費用應該較小。匯豐近幾年還陸續退出了一些表現不佳和非核心的西方市場，致力於提升其盈利能力。匯豐目標在2026年前實現15億美元的成本節約。

商品名稱	HSBC 7.399 11/13/34 (匯豐控股有限公司) (美元計價)	HSBC 3.911 05/13/34 (匯豐控股有限公司) (歐元計價)
ISIN	US404280EC98	XS3069291782
特色	匯豐擁有強勁的資本充足率，在歐洲銀行界幾乎無可匹敵，集團的資產質量相對良好，其信用敞口非常多元化。	
到期日	2034年11月13日	2034年5月13日
下一贖回日	2033年11月13日	2033年5月13日
配息(%)	變動/7.399/每半年	變動/3.911/每年
幣別	USD	EUR
距到期年	9.52	9.01
信評 (穆迪/惠譽/標普)	Baa1/A-/BBB	-/A+/A-
順位	次順位	次順位
YTM/YTC (%)	6.07/5.98	3.88/3.82

資料來源：Bloomberg，KGI整理

匯豐控股有限公司(HSBC 7.399 11/13/34)

簡介

匯豐擁有強勁的資本充足率，在歐洲銀行界幾乎無可匹敵。截至2024年末，集團報告的CET1資本比率為14.9%，大幅高於同行13.5%的中位數。集團的資本管理方式使得子公司和子集團在資本方面自給自足。此外，匯豐銀行的盈利能力也大幅優於歐洲同業平均水平，2024年的有形股本回報率(RoTE)達14.6%。

介紹理由

- 匯豐擁有高比例的公司存款和充足的流動性。龐大、多元化的存款基礎支撐了匯豐相對於全球同行更強勁資金概況，截至2024年末，客戶貸款與客戶存款比率為56%，遠低於國內和全球同行的平均水平。匯豐銀行報告的流動性覆蓋率約為148%。
- 集團的資產質量相對良好，其信用敞口非常多元化，包括大量的企業貸款和住宅按揭，並在地理上偏向香港和英國。且風險偏好通常低於其在每個市場的本地競爭對手。
- 集團信用表現相對良好，中國CRE敞口現已充分提供撥備，預期未來在該市場的額外信用損失費用應該較小。匯豐近幾年還陸續退出了一些表現不佳和非核心的西方市場，致力於提升其盈利能力。匯豐目標在2026年前實現15億美元的成本節約。

財務指標	2022	2023	2024
CET1資本比率(%)	14.20	14.80	14.90
有形股本回報率(RoTE)(%)	9.50	14.87	14.85
流動性覆蓋比率(%)	132.00	136.00	138.00

資料來源：Bloomberg，2025年5月8日，註：票息重設日期為2033年11月13日當日，並改為每季配息，適用年利率為美國SOFR擔保隔夜融資利率，重設息率為交割日的債券收益率加3.02%

標的資訊

標的名稱	HSBC 7.399 11/13/34	ISIN	US404280EC98
到期日	2034年11月13日	距到期年	9.52
配息(%)	變動/7.399/每半年	YTM/YTC(%)	6.07/5.98
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)	Baa1/A-/BBB	債券順位	次順位

價格



匯豐控股有限公司(HSBC 3.911 05/13/34)

簡介

匯豐擁有強勁的資本充足率，在歐洲銀行界幾乎無可匹敵。截至2024年末，集團報告的CET1資本比率為14.9%，大幅高於同行13.5%的中位數。集團的資本管理方式使得子公司和子集團在資本方面自給自足。此外，匯豐銀行的盈利能力也大幅優於歐洲同業平均水平，2024年的有形股本回報率(RoTE)達14.6%。

介紹理由

- 匯豐擁有高比例的公司存款和充足的流動性。龐大、多元化的存款基礎支撐了匯豐相對於全球同行更強勁資金概況，截至2024年末，客戶貸款與客戶存款比率為56%，遠低於國內和全球同行的平均水平。匯豐銀行報告的流動性覆蓋率約為148%。
- 集團的資產質量相對良好，其信用敞口非常多元化，包括大量的企業貸款和住宅按揭，並在地理上偏向香港和英國。且風險偏好通常低於其在每個市場的本地競爭對手。
- 集團信用表現相對良好，中國CRE敞口現已充分提供撥備，預期未來在該市場的額外信用損失費用應該較小。匯豐近幾年還陸續退出了一些表現不佳和非核心的西方市場，致力於提升其盈利能力。匯豐目標在2026年前實現15億美元的成本節約。

財務指標	2022	2023	2024
CET1資本比率(%)	14.20	14.80	14.90
有形股本回報率(RoTE)(%)	9.50	14.87	14.85
流動性覆蓋比率(%)	132.00	136.00	138.00

標的資訊

標的名稱	HSBC 3.911 05/13/34	ISIN	XS3069291782
到期日	2034年5月13日	距到期年	9.01
配息(%)	變動/3.911/每年	YTM/YTC(%)	3.88/3.82
幣別	EUR	最低申購金額/增額	100,000/1,000
債券信評 (穆迪/惠譽/標普)	-/A+/A-	債券順位	次順位

價格



資料來源：Bloomberg，2025年5月8日，註：票息重設日期為2033年5月13日當日，並改為每季配息，適用年利率為歐元3個月EURIBOR利率，重設息率為交割日的債券收益率加1.54%

► MAY 2025

5

Monday

- 美國4月ISM服務業PMI
(實際:51.6 預估:50.2 前值:50.8)
- 歐元區5月Sentix投資者信心指數
(實際:-8.1 預估:-11.5 前值:-19.5)

6

Tuesday

- 歐元區4月HCOB服務業PMI終值
(實際:50.1 預估:49.7 前值:51.0)
- 歐元區3月PPI年增率
(實際:1.9% 預估:2.5% 前值:3.0%)
- 中國4月財新服務業PMI
(實際:50.7 預估:51.8 前值:51.9)

7

Wednesday

- 歐元區3月零售銷售月增率
(實際:-0.1% 預估:-0.1% 前值:0.2%)
- 美國5月美聯儲利率決議
(實際:4.50% 預估:4.50% 前值:4.50%)
- 中國7天期逆回購操作利率
(實際:1.40% 前值:1.50%)
- 中國金融機構存款準備金率
(實際:9.00% 前值:9.50%)

8

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(實際:228k 預估:230k 前值:241k)
- 台灣4月出口年增率
(實際:29.9% 預估:16.0% 前值:18.6%)
- 英國5月BOE利率決議
(實際:4.25% 預估:4.25% 前值:4.50%)

9

Friday

- 中國4月出口年增率
(預估:2.0% 前值:12.4%)

12

Monday

- NRG Energy Inc(NRG)、福斯公司(FOXA)業績

13

Tuesday

- 美國4月CPI年增率
(預估:2.4% 前值:2.4%)
- 美國4月核心CPI年增率
(預估:2.8% 前值:2.8%)
- 賽門物業集團(SPG)、德維特公司(DVA)業績

14

Wednesday

- 日本4月PPI年增率
(預估:4.0% 前值:4.2%)

15

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(前值:228k)
- 美國4月零售銷售月增率
(預估:0.0% 前值:1.5%)
- 美國4月工業生產月增率
(預估:0.3% 前值:-0.3%)
- 美國4月PPI年增率
(前值:2.7%)
- 歐元區第一季GDP季增率修正值
(前值:0.2%)
- STERIS公開有限公司(STE)、思科(CSCO)、沃爾瑪公司(WMT)、迪爾(DE)業績

16

Friday

- 美國5月密大消費者信心指數初值
(預估:53.0 前值:52.2)
- 美國4月新屋開工
(預估:1,368k 前值:1,324k)
- 美國4月營建許可初值
(預估:1,450k 前值:1,467k)
- 日本3月工業生產月增率終值
(前值:2.3%)
- 日本第一季GDP季增率初值
(預估:-0.1% 前值:0.6%)
- Take-Two互動軟體公司(TTWO)、應用材料(AMAT)、科派特公司(CPRT)業績

資料來源：Bloomberg

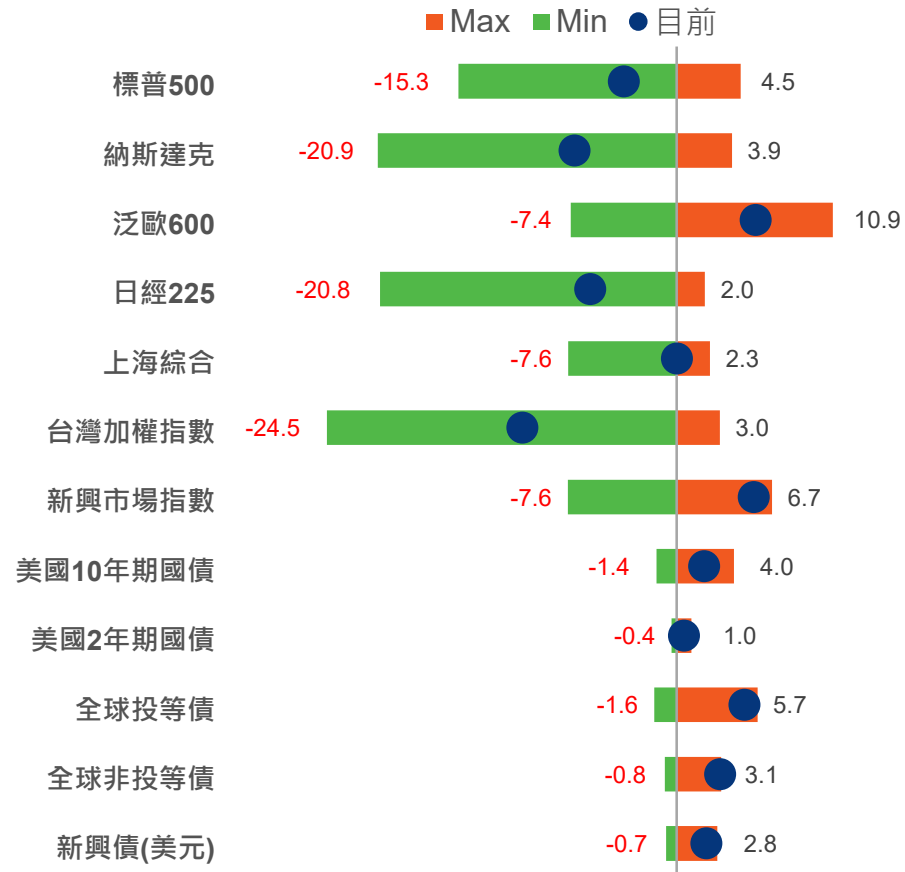
業績期重點企業公布

日期	公司名稱	營收預估 (美元)	營收公布 (美元)	EPS預估 (美元)	EPS公布 (美元)	優於市場預期 營收	EPS
2025/5/6	福泰製藥公司(VRTX)	2.86B	2.77B	4.26	4.06		
2025/5/6	帕蘭提爾科技公司(PLTR)	864.11M	884M	0.13	0.13	V	
2025/5/7	Arista網路公司(ANET)	1.97B	2.01B	0.59	0.65	V	V
2025/5/7	超微半導體公司(AMD)	7.11B	7.44B	0.95	0.96	V	V
2025/5/7	華特迪士尼公司(DIS)	23.13B	23.62B	1.21	1.45	V	V
2025/5/7	優步科技公司(UBER)	11.62B	11.53B	0.51	0.83		V
2025/5/8	康菲石油(COP)	15.77B	16.09B	1.98	2.09	V	V

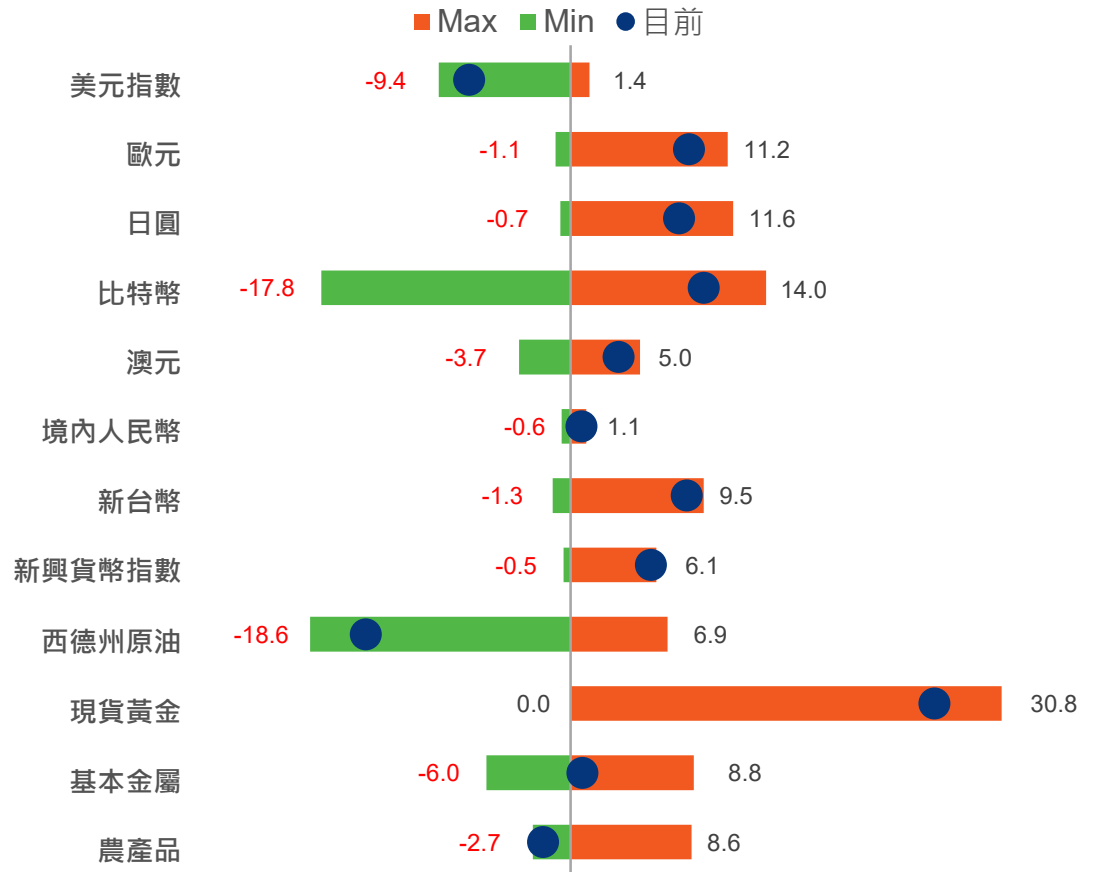
資料來源：Investing.com

年至今主要市場/資產表現

股、債市場YTD表現(%)

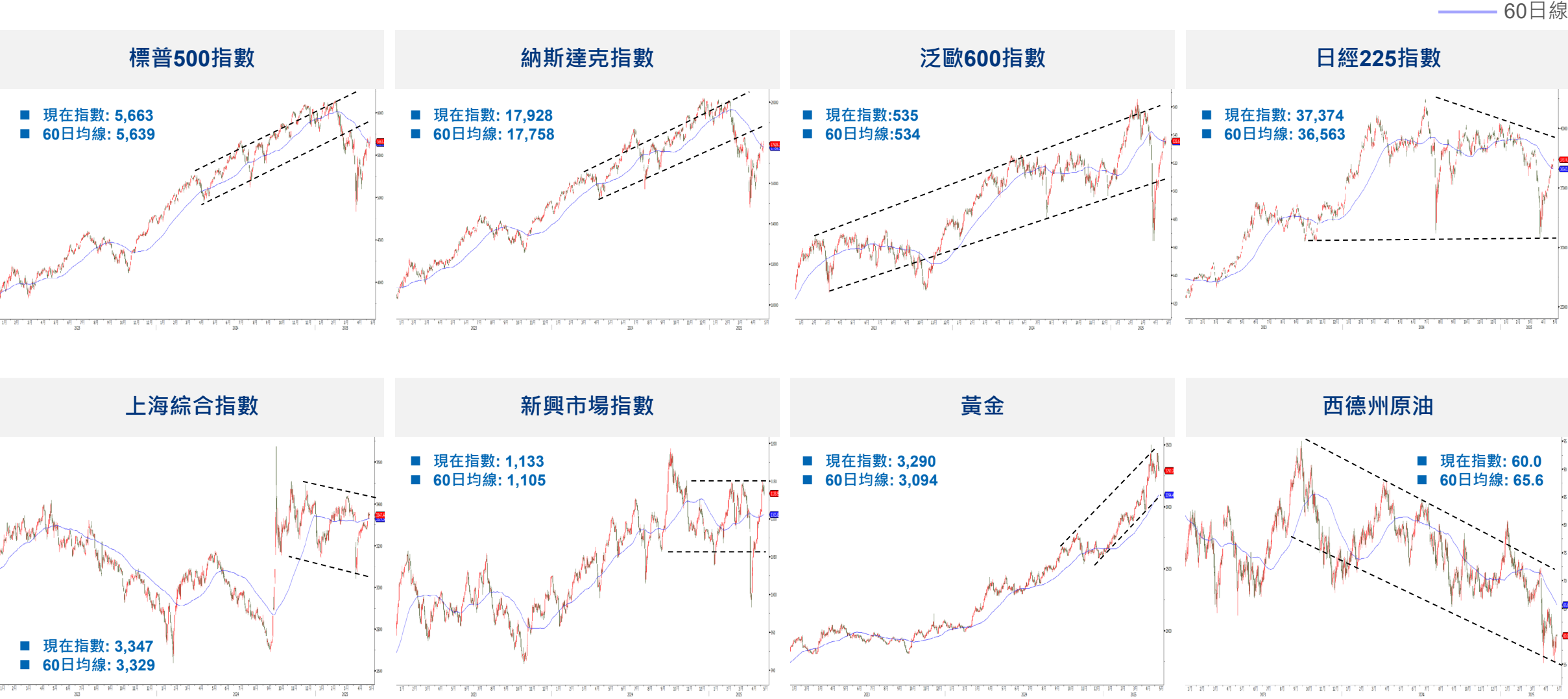


貨幣、原材料市場YTD表現(%)



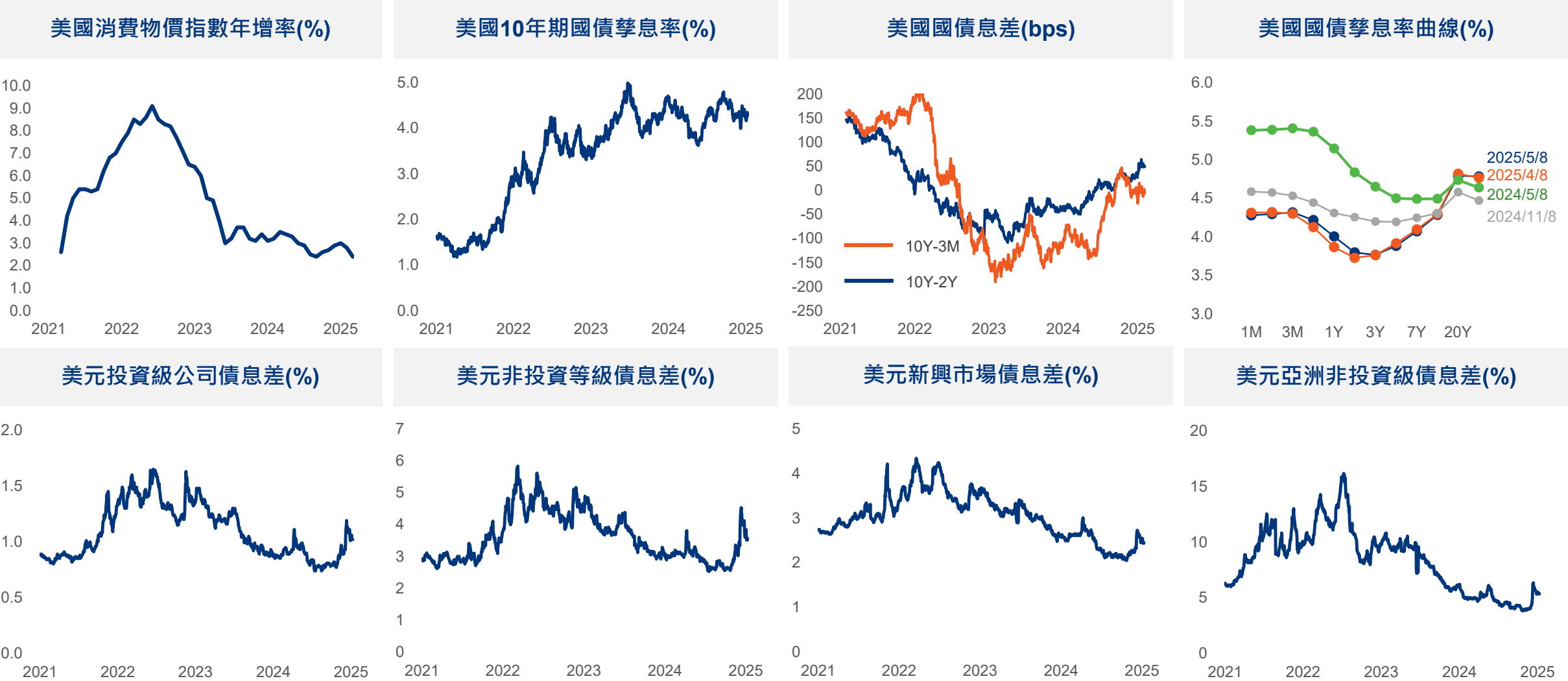
資料來源：Bloomberg · 2025年5月9日

技術分析



資料來源：Bloomberg · 2025年5月9日

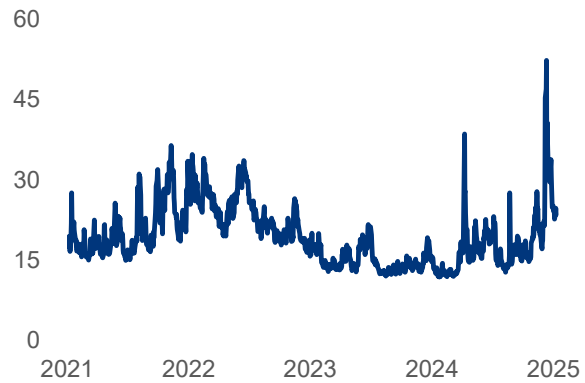
市場觀測



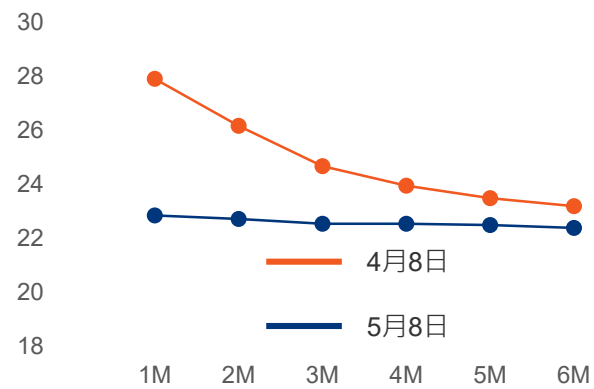
資料來源：Bloomberg · 2025年5月8日

市場觀測

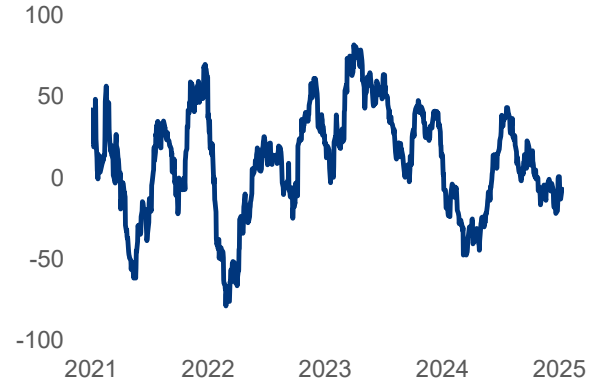
VIX指數



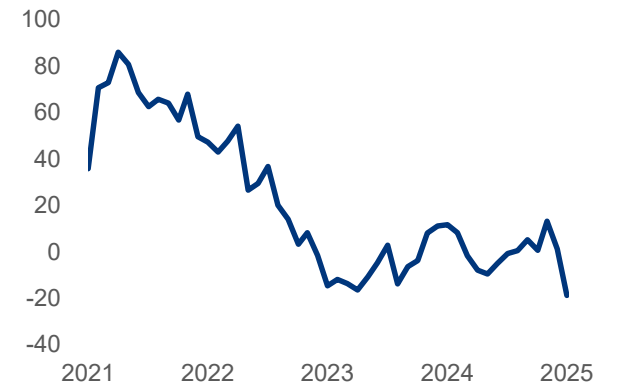
VIX期間結構



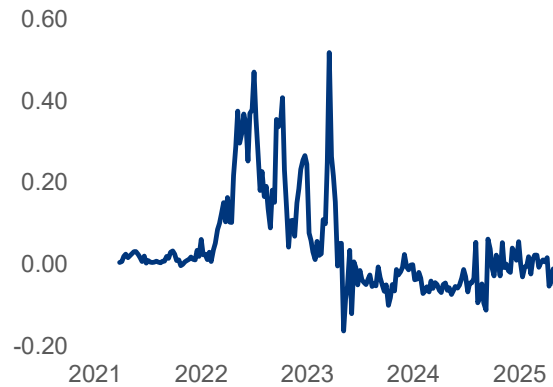
美國花旗經濟驚奇指數*



美國花旗通脹驚奇指數*



TED息差(bps)



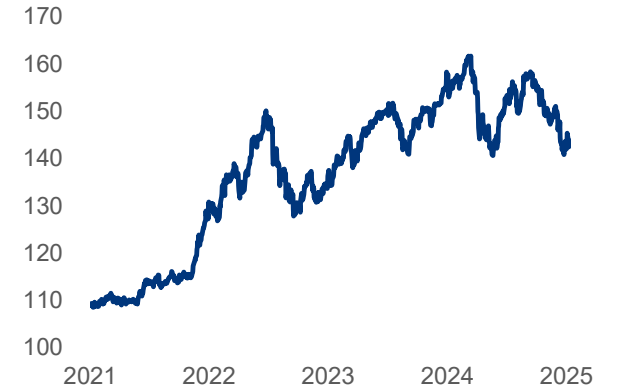
美元指數



美元兌新台幣



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg，2025年5月8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。