



CIO Office 投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

壓力淬鍊，金融債閃耀

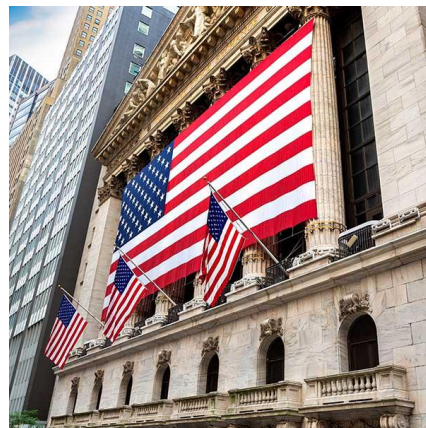
Financial Bonds Shine Under the Stress

7 July 2025



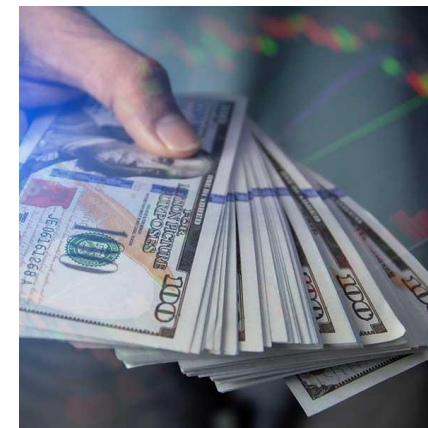
01 本週焦點圖表

減稅政策與關稅擾動，
美股震盪下向上進攻



02 市場回顧

市場波動回落，
資產表現持穩



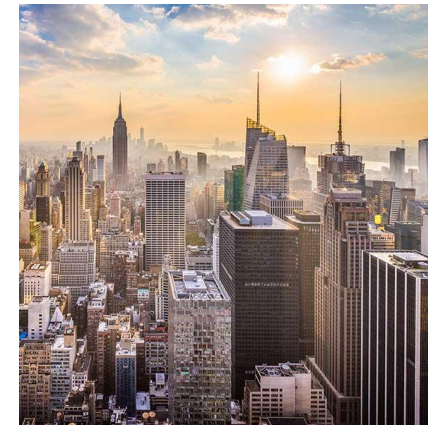
03 熱門議題

PMI與就業數據佳，明年
官員態度有望偏鴿



04 投資焦點

銀行壓力測試穩過關，
金融債如何閃耀市場



05 理財產品 精選港股/中概股、美股、台股、基金/ETF

本週焦點圖表

減稅法案過關，關稅擾動仍在，美股震盪走升

- ▶ 美國參眾兩院以些微差距通過大而美法案 (One Big Beautiful Bill Act, OBBBA)，內容包含延續先前減稅政策、緊縮社會安全支出與提高債務上限等措施，預估將在7月4日送交總統簽署實施。大而美法案順利實施，有望為美國景氣與當地企業獲利帶來一定程度支撐。
- ▶ 美國總統特朗普重申無意延長7月9日到期的對等關稅期限，並威脅終止與加拿大談判，加拿大立即宣布撤回數位服務稅(DST)法案，為重啟美加貿易談判鋪路。檢視美國4月生效的關稅政策，雖為美國帶來約230億美元關稅收入，然佔5月整體財政支出僅3%。關稅收入有所增加，仍難改善美國財政紀律問題，預期關稅議題仍對下半年景氣與企業獲利帶來下行壓力，而過往面對貿易不確定性升溫時期，美股表現呈先跌後漲，短線可布局美國防禦、品質股降風險，長線趨勢以科技股中的軟體與資安類股相對穩健。

美國大而美法案過關，延續減稅並提高債務上限

大而美法案 (OBBBA)

相關內容

延續減稅政策

延續企業與個人減稅措施，包含維持企業稅率從35%降至21%措施、個人與遺產稅永久減免、小費稅與加班稅減免，預估未來10年減稅規模達4兆美元

緊縮社會安全支出

大幅削減社會安全支出，包含刪減未來10年醫療補助規模近1兆美元；將補充營養援助計劃(SNAP)符合年齡從54歲調至64歲，預估減少支出2,300億美元

綠色能源改革

取消電動車7,500美元的消費稅減免並於9月30日提前終止，風力與太陽能稅收減免須於2027年以前完工並使用才能取得相關優惠

提高債務上限

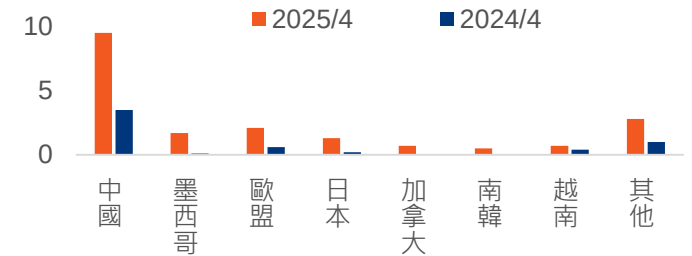
將債務上限提高幅度從先前4兆調升至5兆美元，預估至2034年含利息支出在內債務規模增加3.3兆美元，未來政府債務總規模將突破40兆美元

其他

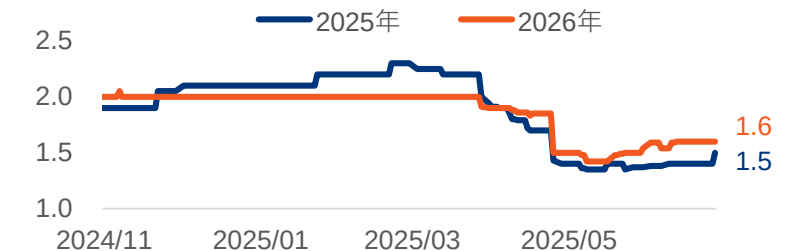
刪除報復性稅收的899條款、非美國公民的境外匯款徵收的匯款稅率從3.5%調降至1%、刪減消費者金融保護局(CFPB)經費、增加美墨邊境建設經費

美國關稅增，貿易不確定性升溫期，美股表現仍穩

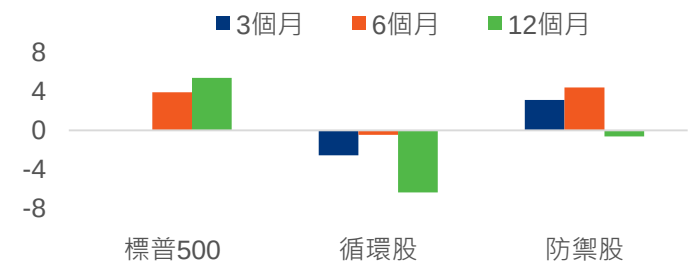
美國海關關稅，10億美元



彭博對美國GDP成長率預估，%



彭博貿易政策不確定性指數Z score大於2後，各時期類股表現，%



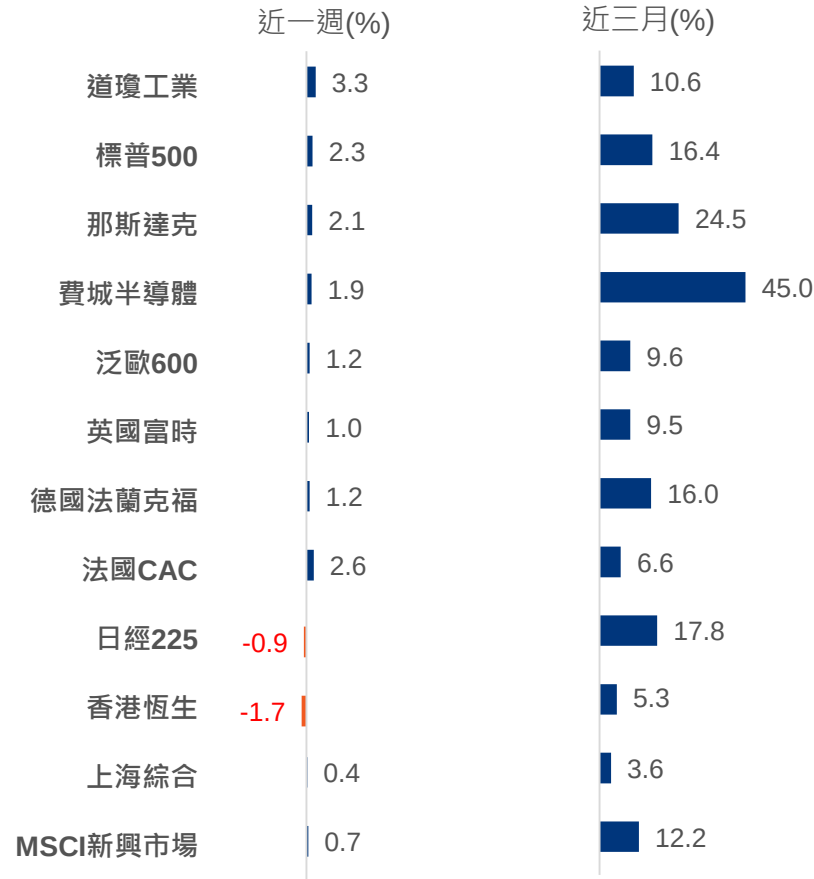
資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

市場回顧

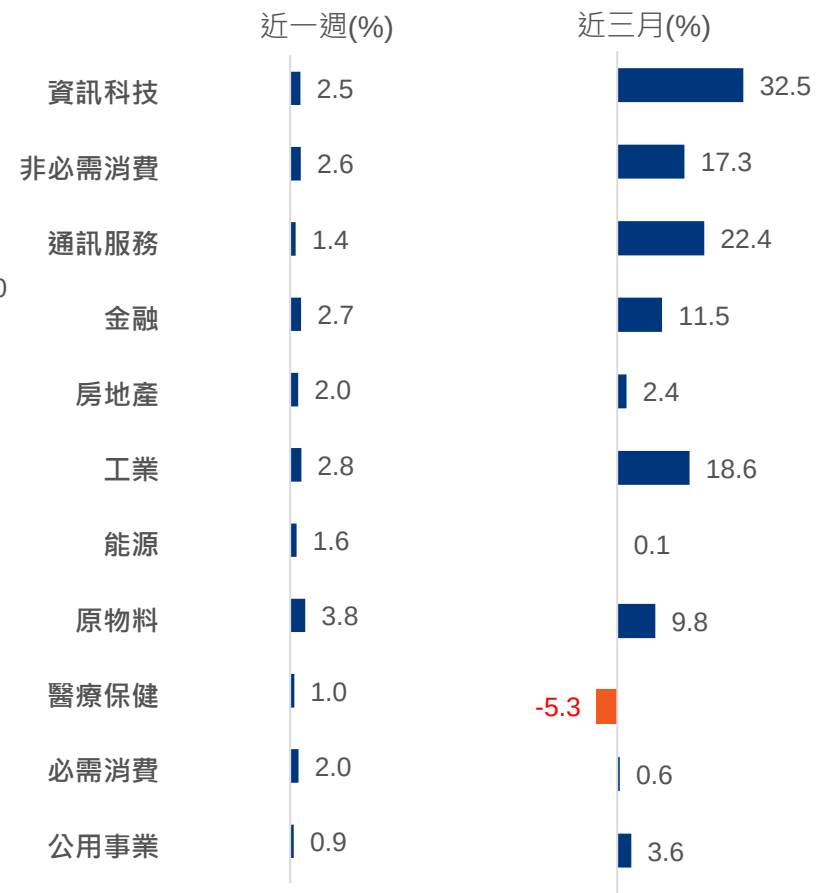
美國減稅法案過關，美股續漲，原物料、工業與金融股相對佳

- ▶ 美國大而美法案過關，疊加ISM製造業PMI優於預期與非農就業新增人數強勁，顯現美國景氣仍具韌性，提振投資人風險情緒轉佳與股市波動下滑，美國主要指數漲勢居前。歐盟官員持續與美方進行貿易談判，市場傳出歐盟願意接受10%的關稅，但爭取汽車、製藥等重點行業減免，提振歐股表現。美日貿易緊張局勢升溫，特朗普揚言可能對日本在內等多個貿易夥伴恢復甚至加徵報復性高額關稅，導致日股表現相對承壓。
- ▶ 類股部分，美國減稅法案過關及美元走弱，支持原物料、工業與金融等循環類股漲勢，另大而美法案加碼半導體設廠稅負抵免從25%升至35%，有望降低半導體製造商在美建廠成本並推動擴大投資與資本支出預期，另美國商務部解除對中國晶片設計軟體出口限制，支持半導體與科技類股漲勢。展望未來，市場將聚焦7月9日對等關稅暫緩期結束後變化，以及即將到來的企業業績期表現。

各地區指數表現(%)



美股各行業指數表現(%)

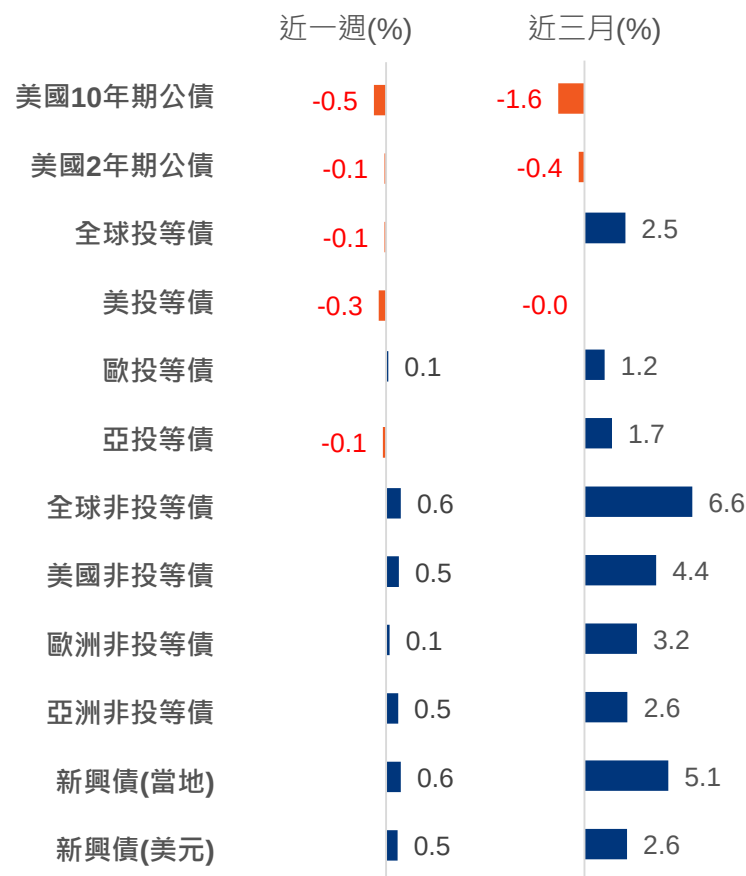


資料來源：Bloomberg，2025年7月4日

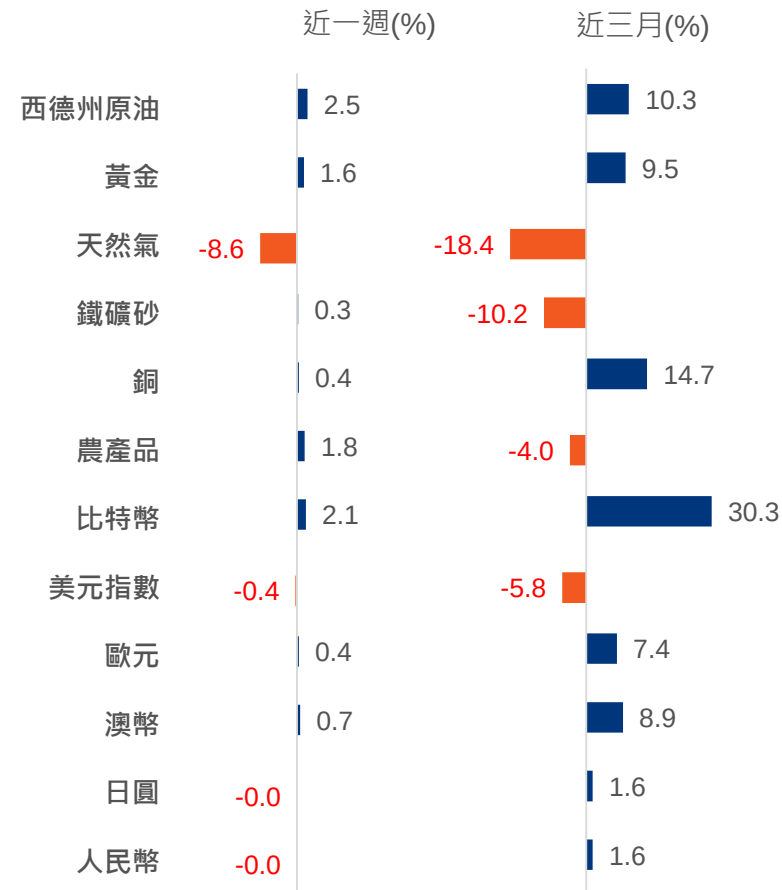
景氣數據佳致減息預期延後，長債承壓，法案過關推動金價與原物料行情

- ▶ 美聯儲主席鮑威爾於歐洲央行論壇表示，若非特朗普推動大規模關稅政策，美國今年早就減息，另美國PMI與就業數據優於預期，預估勞動市場以漸進式放緩而非斷崖式急凍，減息預期消退推升美國國債孳息率，近週存續期間較長債種表現落後，非美債券相對穩健。以各項經濟數據研判，預期美聯儲政策維持停看聽的政策腳步，除非景氣明顯趨緩，預估美聯儲減息時程延至第四季。
- ▶ 大而美法案驚險過關與美元走弱，推動金價與原物料價格走揚，另伊朗中止與聯合國核能監管機構合作，市場擔憂伊朗核武問題再添衝突，油價短線震盪上漲，然美國原油庫存意外增加影響，疊加OPEC+可能宣布再度增產，長線產能過剩議題仍存，施加油價上方壓力。歐元區6月通脹略升至2%，強化市場對歐洲央行暫緩減息預期並支撐歐元表現，後續關注美國消費者預期調查和美聯儲會議記錄。

各類債券表現(%)



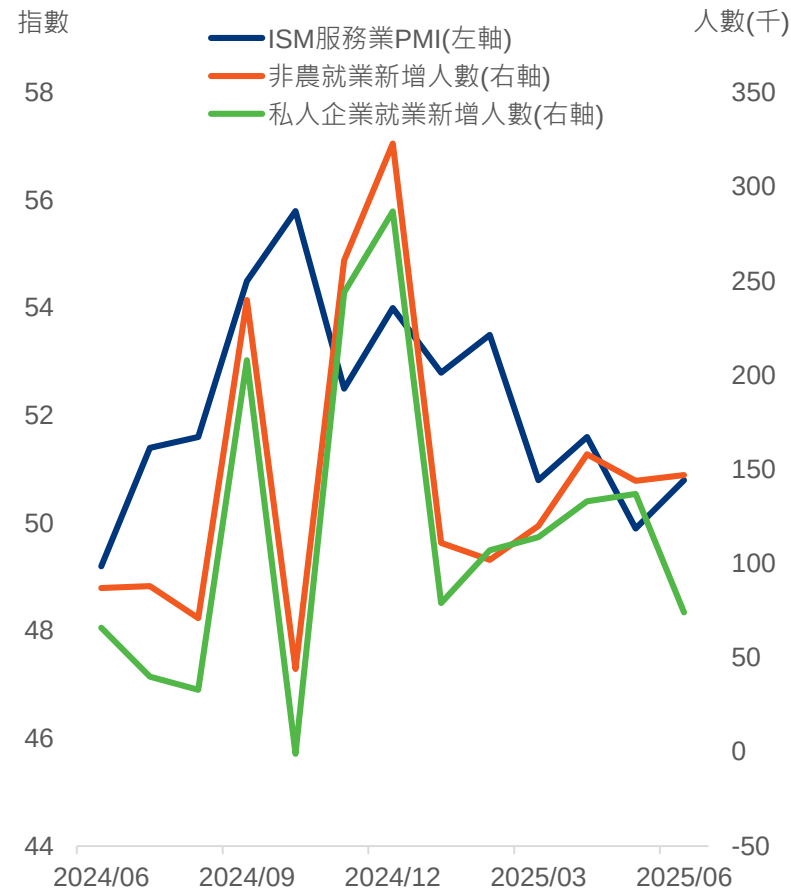
各類商品及貨幣表現(%)



PMI及失業率良好，緩減息預期延續，未來美聯儲具轉鴿派可能

- ▶ 最新公佈ISM服務業PMI為50.8，略高於市場預期及5月數據50.5，需求、產出或投入端皆回到擴張區。而6月機構調查的新增非農就業數據則大幅高於市場預期，由14.4萬人上升至14.7萬人；不過私人企業雇員數量新增就業人數僅7.4萬人，為2024年10月以來最低增幅，顯示企業雖對裁員及招募活動皆持謹慎態度。市場預估最快減息的時間仍維持在9月，樂觀情緒持續推升美股漲勢，然市場反應似乎忽略即將到期的對等關稅暫緩期，恐為未來一週市場風險再添變數，建議可趁美國大額發債，引發長債利率走升布局債券。
- ▶ 美聯儲現任主席鮑威爾與理事庫格勒的任期將於2026年屆滿，為影響市場預期及貨幣政策走向，特朗普可能透過提前宣布下任主席人選，各界持續關注人事動向。隨理事更換，新任票委可能具轉向偏鴿派的可能，明年在新任主席帶領下，有望延續寬鬆政策，2026年預計減息約2至3碼。

雖PMI及非農就業好轉，企業對裁員及招募仍謹慎



美聯儲人事動向提前受到市場關注，成員具轉鴿可能

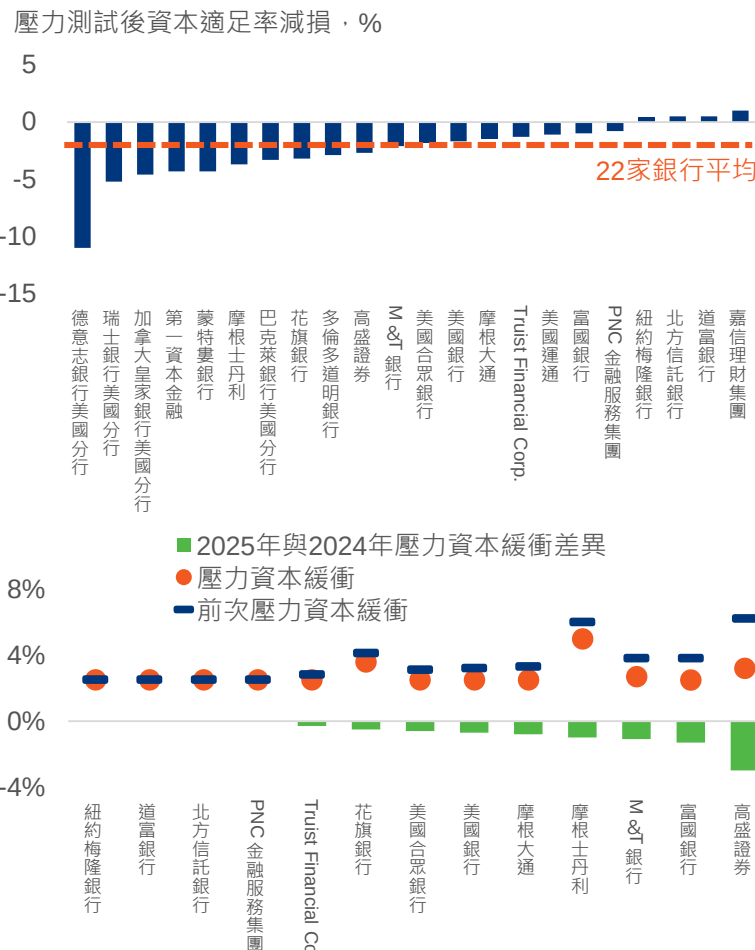
	現任理事	2025票委	2026票委
鴿派	(理事) Waller		
中性偏鴿	(副主席&理事) Jefferson (理事) Cook (主席&理事) Powell 主席任期將至 (監管副主席&理事) Barr (紐約Fed) Williams	(波士頓Fed) Collins	(費城Fed) Paulson
中性			
中性偏鷹	(理事) Kugler 理事任期將至	(芝加哥Fed) Goolsbee (堪薩斯Fed) Schmid (聖路易斯Fed) Musalem	(明尼阿波利斯Fed) Kashikari (克里夫蘭Fed) Hammack
鷹派			(達拉斯Fed) Logan

投資焦點

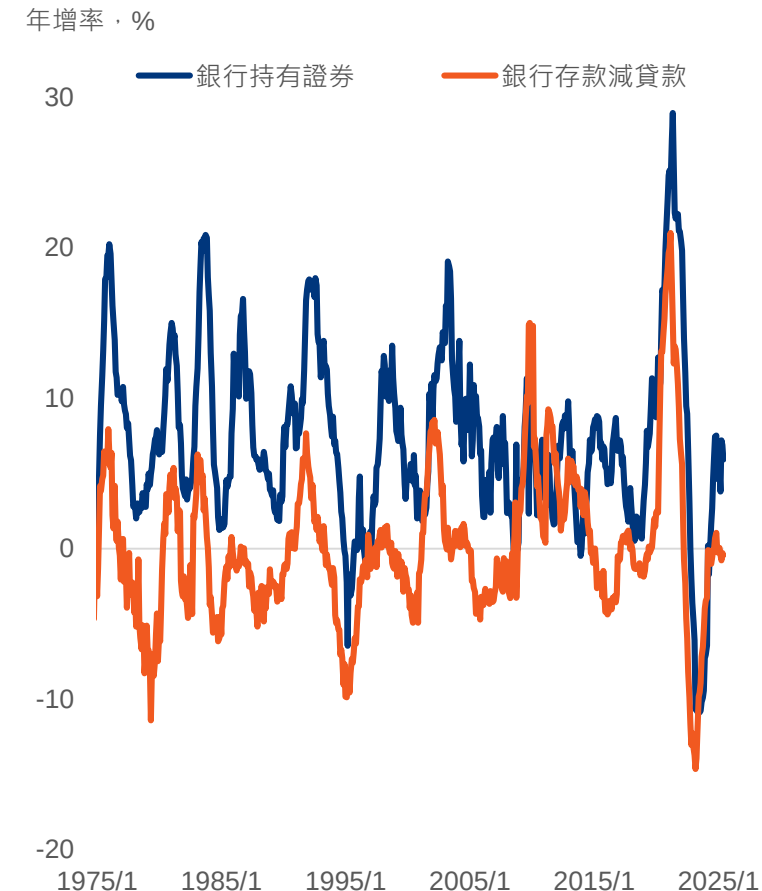
銀行壓力測試淬鍊，轉為債券下方支撐

- ▶ 美國美聯儲公布銀行壓力測試結果全數過關，美國22家銀行面對極端情境，其普通股一級資本適足率(CET1)平均仍達11.6%，遠高於4.5%的最低要求門檻，主要反映壓力測試情境不若去年嚴峻、私募股權曝險排除於全球市場衝擊情境外，因此壓力資本緩衝(SCB)以高盛證券、富國銀行與摩根士丹利較去年有較明顯降幅。預期壓力測試過關反映銀行體質仍佳，有助接下來政府鬆綁金融監管進程，並推動銀行放貸與經濟成長。
- ▶ 美聯儲公布資本要求修訂計畫，將大幅調降大型銀行的增強型補充槓桿率(eSLR)標準，目的在降低對銀行監管並支持美國國債市場的正常運作，Fed預估將降低全球系統重要性銀行(GSIBs)的一級資本(Tier 1 Capital)整體要求約1.4%等同130億美元，另降低大型銀行旗下存款機構子公司的資本要求減少27%等同2,130億美元，預期有利銀行資產負債表擴張與中短天期美國國債流動性持穩。

美國當地銀行處嚴苛壓力情境，仍抵禦衰退展現韌性



美系銀行資產負債表，有望因鬆綁監管存在擴張機會

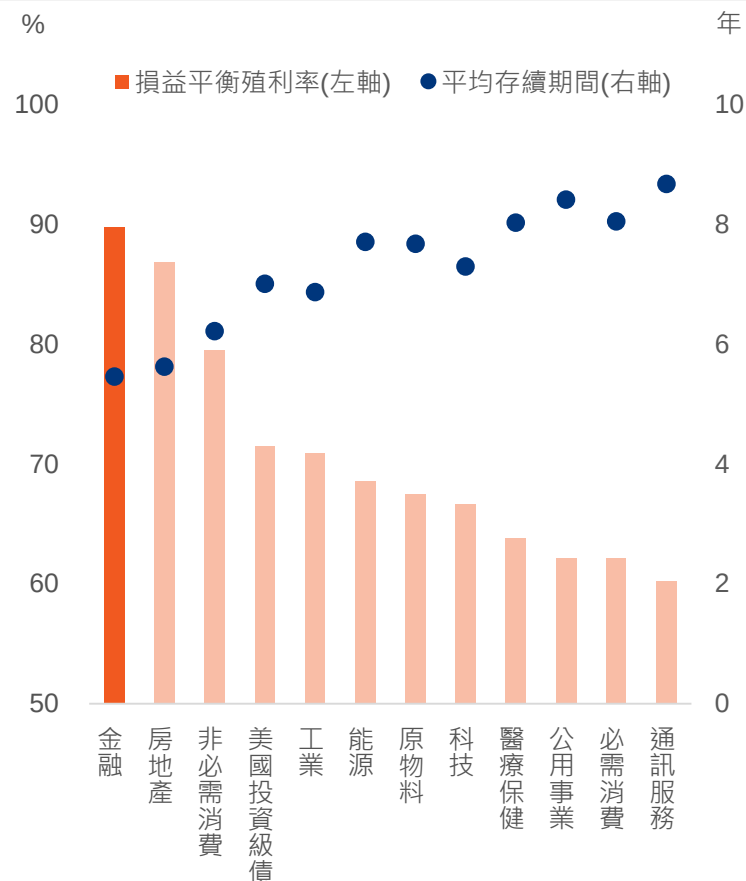


資料來源：Bloomberg、Fed、凱基證券整理，註：壓力測試極端情境指假定經濟嚴重衰退，仍達到最低資本要求的經濟環境，如實質經濟成長率從峰值至低谷下滑7.8%，辦公室空置率大幅增加，商業不動產價格降30%，房價下跌33%及美國失業率上升5.9%至10%，股票重挫50%等假設情境。壓力資本緩衝(Stress Capital Buffer, SCB)為各家銀行表現將決定要預留多少資本，應付經濟低潮時的可能損失。

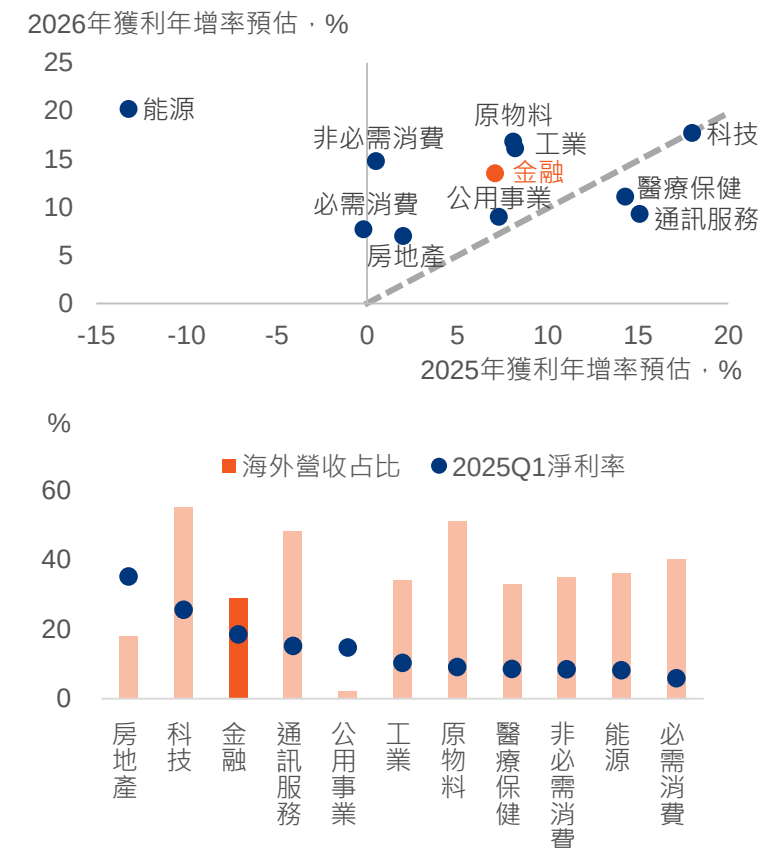
債市三煞齊來襲，金融債穩渡難關

- ▶ 美國國會順利調升債務上限，降低投資人擔憂，然沉重利率支出與大額發債供給，長端國債孳息率仍存在居高不下風險，美聯儲接下來有望重啟減息，孳息率曲線維持陡峭化，成為銀行淨利息收入的下方支撐，此外，金融債存續期間相對低於其他行業平均，其損益平衡孳息率亦相對具吸引力，金融債有望成為利率擾動下的避風港。
- ▶ 下半年美國金融業有望迎來減息、監管鬆綁與潛在企業投資與併購活動回升等機會，考量(1)銀行監管鬆綁將推動資產負債表，(2)美國大而美減稅法案過關，企業加速折舊抵稅有望帶動投資與併購活動，同時形塑銀行投資銀行業務與放貸量成長動能。今年債市投資人面對利率、信用與匯率風險齊發，在金融環境與政策支持下，FactSet預估明年美國金融業獲利仍持續成長，該行業毛利率相對優於其他行業與營收多來自於美國境內，有望減緩潛在通脹風險與匯率擾動因素。

金融債存續期間相對短，存在相對吸引力



金融業海外營收占比低，獲利相對不受匯率波動影響



資料來源：Bloomberg，FactSet，凱基證券整理，註：損益平衡率為平均孳息率除以平均存續期間，即利率上升X個基本點，債券孳息率進入損益兩平狀態

市場策略思維

類別	市場看法	偏好資產
股市	◆ 美國大而美法案過關及中東地緣擾動稍緩，有利投資氣氛，然而對等關稅期限即將到來，貿易不確定性續存，配置主軸為防禦股與品質股，保持投資彈性以因應市場快速變化；長線投資人則可留意AI題材，科技股中相對看好軟體股與資安股，可逢回分批布建。 ◆ 美英達成貿易協議，英股具備相對優勢，歐元區貨幣政策寬鬆與德國希望以財政擴張刺激經濟，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，內需股中的銀行股可逢低承接。	策略風格：以優質大型股為主，配置防禦股與品質股，中長期投資可布局AI長線題材，如軟體股、資安股 區域：歐洲股票、英國股票、日本內需與銀行股
債市	◆ 美國國會順利調升債務上限，債券市場波動稍降，美國國債孳息率下行，其中，中短天期債券孳息率仍具吸引力，可逢美國國債孳息率上彈階段鎖息。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行業包括金融、工業、能源、公用事業、通訊等。 ◆ 考量美元存在續貶可能性，非美主要國家貨幣存升值空間，可增加非美債券分散風險，如歐元、新加坡幣計價的非美投資級債，降低美元曝險。	期間：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，行業聚焦金融、工業、能源、公用事業和通訊
匯市	◆ 特朗普政府主張美元有序回歸，市場擔憂特朗普大而美減稅法案造成美國財政赤字大幅攀升，且政策反覆恐讓市場對美國經濟前景及美元資產的信心動搖，預期美元指數中長期偏弱。 ◆ 非美貨幣如歐元、日圓高檔震盪，中長線有表現機會。	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，下半年景氣存在放緩可能性、通脹隱憂、財政赤字壓力等情境，加上央行與市場資金持續購金，黃金仍有上漲空間，可逢回漸布。	黃金偏多

政策支持創新藥發展

► 政策支持創新藥納入基本醫保及商業保險創新藥藥品目錄

於7月1日，國家醫保局及國家衛生健康委聯合發布有關支持創新藥發展的措施。當中提到要將創新藥納入基本醫保及商業保險創新藥藥品目錄當中。要解決高價創新藥用藥難的問題，鼓勵商業健康保險、醫療互助等將創新藥納入保障範圍，提升患者用藥，同時提升研發企業的變現能力及積極性。

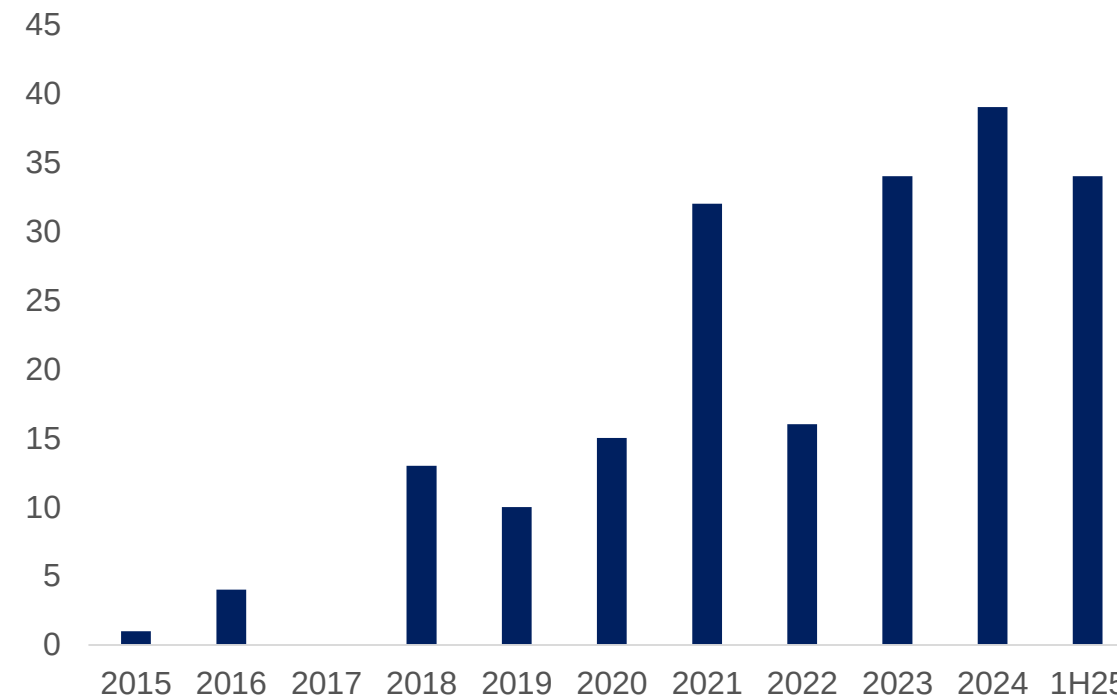
► 創新藥可加快審批程序

另外，中國在新藥上市審批方面實施多項支持措施，加快創新藥上市速度。包括優先審批和附條件批准，確保申請儘早受理；臨床試驗審評時限縮短至30個工作日。推行「提前介入、一企一策」，促進研發與審批銜接。簡化境外已上市新藥審批程序，提升效率。以上措施均有助提升創新藥行業發展。

► 上半年國研創新藥獲批商業化數量已接近去年全年數量

2025年上半年，已成功獲批的國內研發創新藥商業化數量已經達到34款，接近2024年全年39款的水平。中國創新藥加快審批不僅是監管效率的提升，更是國家創新戰略的重要組成部分，標誌著中國醫藥行業正在從跟隨者轉變為全球創新的重要參與者和引領者。

中國獲批上市創新藥數量(國內研發)



信達生物(1801)

收盤價 HK \$84.6

目標價 HK \$100

公司簡介

主要從事抗體及蛋白質醫藥產品的研發、醫藥產品的銷售及分銷，以及提供諮詢及研發服務。

公司特色

■ 政策支持助力創新藥市場擴張

《若干措施》明確納入創新藥於基本醫保及商業健康保險目錄，為公司產品銷售提供政策保障。公司現有16款獲批上市創新藥，歷史數據顯示，2017至2019年新增藥物名冊公布後，相關藥品次年收入均實現至少70%增長。此趨勢推動公司2026年收入預期由原先144億元大幅上修至240億元，顯著超出市場預期。

隨著收入快速增長及研發費用佔比因規模效應而下降，市場對信達生物的今年首次錄得盈利十分樂觀。

■ 多元化產品線與穩健財務基礎

信達生物創新藥主要覆蓋腫瘤領域(肺癌、肝癌、胃癌)，同時積極拓展全科醫藥市場，涉足體重管理(GLP-1類藥物)、自身免疫及眼科等新興領域。GLP-1藥物已申請商業化，預計下半年上市，有望成為新的增長點。公司截至2024年底持有現金75億元，充裕資金保障未來數年研發投入，支持長期創新能力。

■ 投資評價與目標價建議

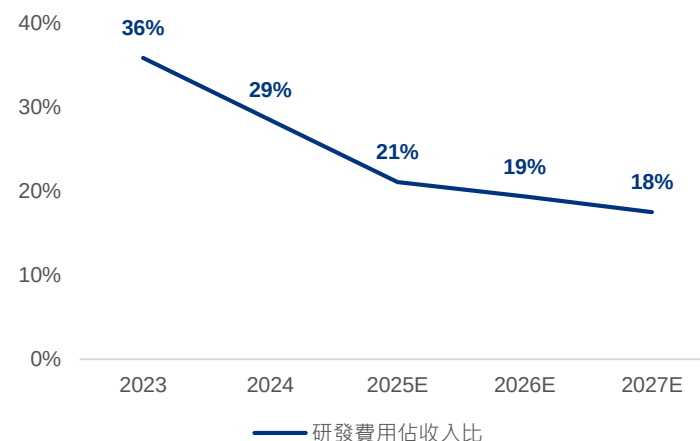
基於公司業務增長潛力及財務狀況，我們建議目標價定於100港元，對應10.4倍市銷率，反映其在創新藥市場的競爭優勢及未來盈利前景。投資者可關注政策推動與產品管線進展帶來的業績提升機會。

資料來源：Bloomberg

財務數據

	2022	2023	2024	2025F	2026F
收入(十億人民幣)	4.5	6.2	9.4	11.8	14.5
按年增長(%)	6.7	36.2	51.8	25.4	22.9
每股盈利(人民幣)	-1.46	-0.66	-0.06	0.29	0.8
按年增長(%)	-	-	-	-	172.8
資本回報率(%)	-20.7	-8.84	-0.74	3.22	8.37

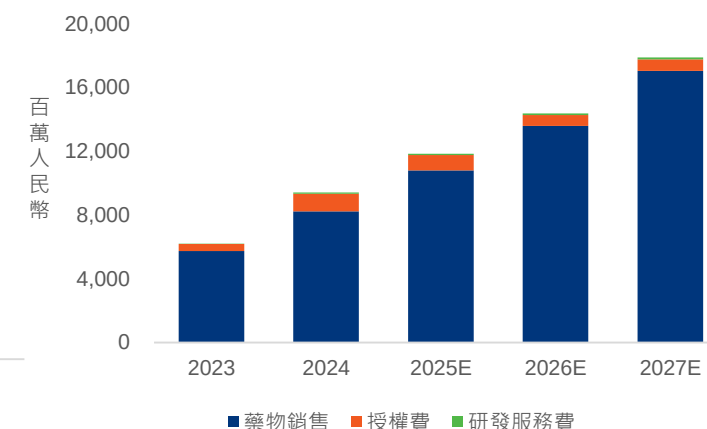
研發費用佔收入比



預期市銷率



業務分佈



恒瑞醫藥(1276)

收盤價	HK \$57	目標價	HK \$70		
-----	---------	-----	---------	--	--

公司簡介

恒瑞醫藥主要從事醫藥產品的研發、製造及銷售，目前正在積極研發創新甘藥。

公司特色

■ 創新藥為重要增長引擎

恒瑞醫藥積極推動創新藥研發發展。目前公司已上市創新藥共有23項，而後續處於臨床及後期開發階段的藥物管道有達90多個新分子實體，當中大約30項處於關鍵臨床階段的創新藥。在公司積極轉型下，於2024年創新藥收入已佔藥物銷售逾半。目前23項創新藥中，仍有8項未進入醫保藥品目錄中，進一步納入將可為恒瑞提供收入增長動力。

■ 逾百款上市藥物支撐盈利

恒瑞醫藥在轉型創新藥的同時靠著達110多款商業化藥物支撐企業盈利及提供空間進行新藥研發。截至2024年底，已有68種仿製藥及15種創新藥已被納入於醫保藥品目錄當中，為企業提供收入來源。未來三年的藥物銷售收入CAGR達16%；創新藥銷售收入增長更達到23%。

■ 強韌盈利能力及資產質素支持研發開支

於2024年恒瑞醫藥的費用化研發成本開支佔總收入的23.5%，然而公司的毛利率維持著較高水平達86%，扣除所有開支後淨利潤率仍達22%的水平。截至2025年第一季末，公司的現金水平更達240億元人民幣及並不依賴貸款營運，可提供穩健的研發資金來源。

■ 投資評價與目標價建議

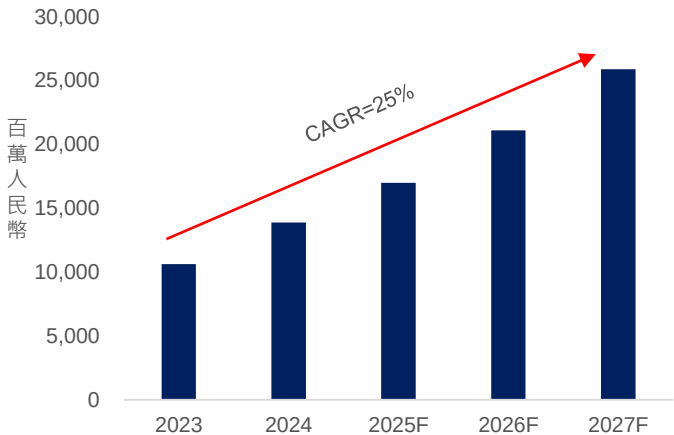
恒瑞醫藥屬龍頭企業，積極研發創新藥及受政策支持行業發展，我們給予70港元目標價，2026年預測市盈率為49倍，約高一個標準差。

資料來源：Bloomberg

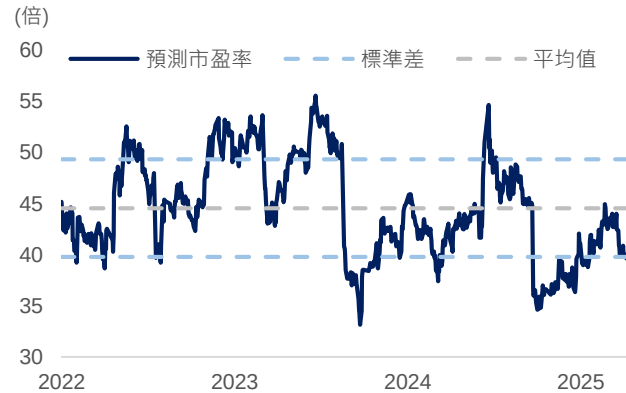
財務數據

	2022	2023	2024	2025F	2026F
收入(十億人民幣)	21.3	22.8	27.9	31.4	35.4
按年增長(%)	-17.8	7.3	22.6	12.4	12.7
每股盈利(人民幣)	0.62	0.68	1.00	1.15	1.32
按年增長(%)	-14.1	11.5	47.1	14.6	14.9
資本回報率(%)	10.7	10.9	14.7	14.6	14.9

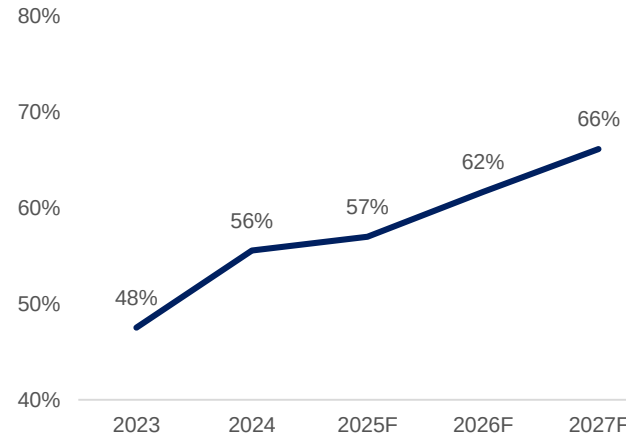
創新藥銷售



預期市盈率



創新藥收入佔比



美股

減息預期增強，債市有望回升

- ▶ 美國6月ISM製造業PMI小幅上升至49.0，較5月的48.5略為回升，亦高於市場預期的48.8。
- ▶ 美國6月ISM服務PMI上升至50.8，高於5月的49.9，也略優於市場預期的50.5。
- ▶ 美國6月ADP就業減少3.3萬人，遠遜於市場預期的新增9.8萬人，亦低於5月下修後的2.9萬人。
- ▶ 美國6月非農就業人口增加14.7萬人，高於市場預期的10.6萬人，亦高於5月上修後的14.4萬人。6月失業率微降至4.1%，較5月的4.2%略有改善，亦低於市場預期的4.3%。6月私營非農部門全體員工的平均時薪上升8美分，月增率為0.2%，達到36.30美元，增幅低於5月的0.4%，也略低於市場預期的0.3%。
- ▶ 過去兩個月的通脹及勞動力市場數據均支持美聯儲在下半年減息，當前市場預期未來6個月的減息幅度為50個基點。債市經歷5月的拋售後有所回溫。建議投資者可趁減息前吸納優質債券如金融債等，以鎖定較高收益率。

CME FEDWATCH聯邦基金利率預測

FED FUND FUTURES												
ZQN5	ZQQ5	ZQU5	ZQV5	ZQX5	ZQZ5	ZQF6	ZQG6	ZQH6	ZQJ6	ZQK6	ZQM6	ZQN6
95.6700	95.6850	95.7600	95.8600	96.0150	96.1400	96.1900	96.2850	96.3450	96.4300	96.5050	96.5825	96.6400

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
7/30/2025					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.2%	93.8%
9/17/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	63.8%	32.2%
10/29/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	43.6%	42.8%	10.8%
12/10/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	29.7%	43.1%	21.7%	3.7%
1/28/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	13.5%	35.3%	34.1%	14.1%	2.1%
3/18/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	8.0%	25.9%	34.6%	22.7%	7.3%	0.9%
4/29/2026	0.0%	0.0%	0.1%	2.8%	13.6%	28.6%	30.9%	17.9%	5.3%	0.6%
6/17/2026	0.0%	0.1%	1.5%	8.4%	21.4%	29.8%	24.2%	11.4%	2.9%	0.3%
7/29/2026	0.0%	0.5%	3.7%	12.6%	24.1%	28.0%	20.1%	8.7%	2.1%	0.2%
9/16/2026	0.2%	1.6%	6.7%	16.4%	25.4%	25.4%	16.3%	6.5%	1.4%	0.1%
10/28/2026	0.3%	2.0%	7.5%	17.2%	25.4%	24.6%	15.4%	6.0%	1.3%	0.1%
12/9/2026	0.5%	2.7%	8.6%	18.1%	25.3%	23.6%	14.4%	5.5%	1.2%	0.1%

資料來源：Bloomberg · KGI整理

摩根大通(JPM)

收盤價	US \$296	目標價	US \$310		
-----	----------	-----	----------	--	--

公司簡介

摩根大通銀行是世界上最大的金融服務公司之一。摩根大通透過四個核心部門來組織其業務：消費者和社區銀行部門、企業與投資銀行、商業銀行和資產與財富管理部門。

公司特色

美國大型銀行持續展現韌性

即便2025年壓力測試的假設較為寬鬆(反映全球經濟放緩)，美國22家主要銀行全數通過測試，包括摩根大通，顯示整體銀行業的抗壓能力依然強大。摩根大通表現突出，其第一季普通股權一級資本比率(CET1)為15.4%。流動性儲備達1.5兆美元，足以應對重大經濟衝擊。

擴大資本回饋計畫

摩根大通宣布將每股股息從1.40美元上調至1.50美元，同時授權高達500億美元的股票回購計畫，此舉是在成功通過2025年美聯儲壓力測試後做出的決策。

市場波動帶動交易業務增長

全球地緣政治風險以及美國即將於7月9日重新啟動的高額關稅，使得市場波動加劇，為摩根大通的交易業務帶來利多。2025年第一季市場部門營收達97億美元，創歷史新高，其中股票交易表現尤為強勁。預期隨著全年市場波動持續，該行將繼續受惠於交易量與資本市場需求上升，推升手續費與非利息收入，鞏固其波動環境下的領導地位。

25財年第一季業績超預期

營收年增9.7%，達460億美元，超出市場預期18.6億美元。Non-GAAP每股盈餘為4.91美元，超出預期0.27美元。預期全年淨利息收入(NII)預估為945億美元。

估值共識

彭博12個月平均目標價為273.27美元，最高目標價為330美元，最低為195美元。

資料來源：Bloomberg

近一年股價走勢



25財年指引

FIRMWIDE

- Expect FY2025 net interest income of **~\$94.5B**, market dependent
Expect FY2025 net interest income excluding Markets of **~\$90B**, market dependent
- Expect FY2025 adjusted expense of **~\$95B**, market dependent
— Adjusted expense excludes Firmwide legal expense
- Expect FY2025 Card Services NCO rate of **~3.6%**

財務數據

	2022	2024	2024	2025F	2026F
收入增長(%)	6.5	22.3	12.3	-0.3	2.4
Operating比率(%)	36.5	40.0	42.8	44.7	44.7
EPS(美元)	12.38	16.68	20.02	18.49	19.58
淨利率(%)	28.4	31.0	32.4	29.2	29.0

資料來源：Bloomberg；2025至2026年為市場平均財務預估資料

PE和PB



穆迪(MCO)

收盤價	us \$505.06	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。

■ 利率下調營造有利宏觀環境

根據CME FedWatch工具，市場目前預計美聯儲在2025年9月減息25個基點的機率達75.8%，顯示市場普遍預期貨幣政策將開始轉向寬鬆。

■ 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%。

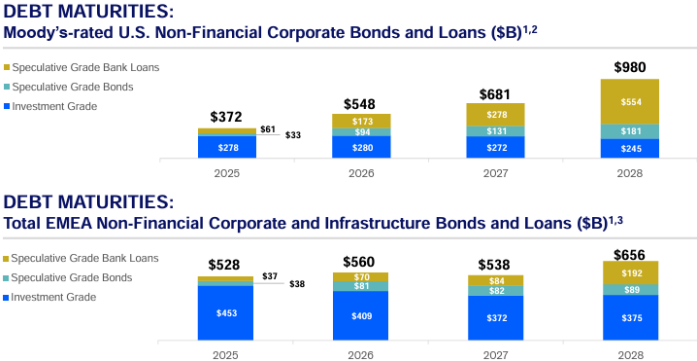
■ 估值共識

彭博12個月平均目標價為504.46美元，最高目標價為573美元，最低為445美元。

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	4.6	8.1
EBITDA比率(%)	44.3	45.4	52.2	49.1	50.3
EPS(美元)	7.63	9.08	12.55	13.63	15.42
淨利率(%)	25.8	28.3	32.4	32.6	33.8

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

台股價穩量縮，多方格局延續，權值股領軍再攻，大盤改寫波段新高

► 大盤守住缺口關鍵，量縮整理仍需提防

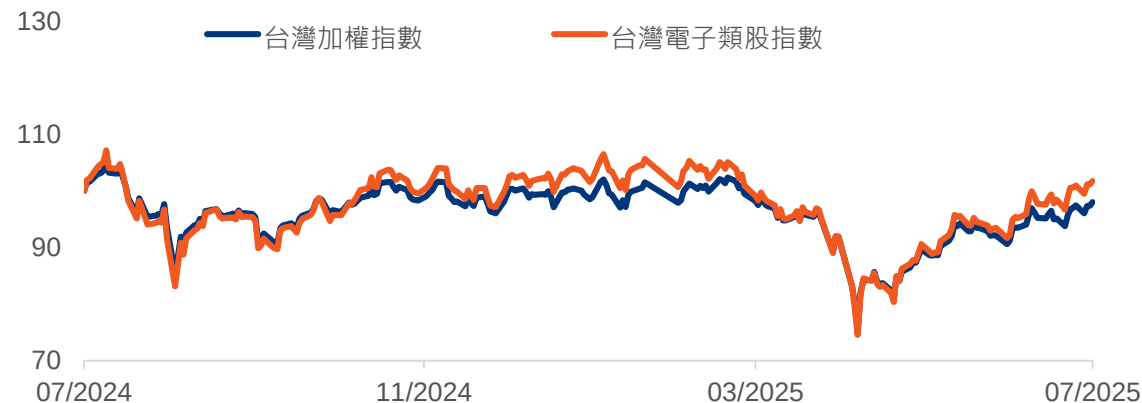
觀察上週台股盤面結構，電子股佔大盤成交比重71.58%，權值電子股漲跌互見，但普遍維持多頭架構。就技術面觀察，6月25日向上跳空缺口22,201~22,284沒有正式失守前，短中多格局或有機會延續，惟成交金額必須站上20日均量且呈現擴增趨勢，否則難有連續上漲空間。

► 電子撐盤多頭續航，留意升值概念輪動

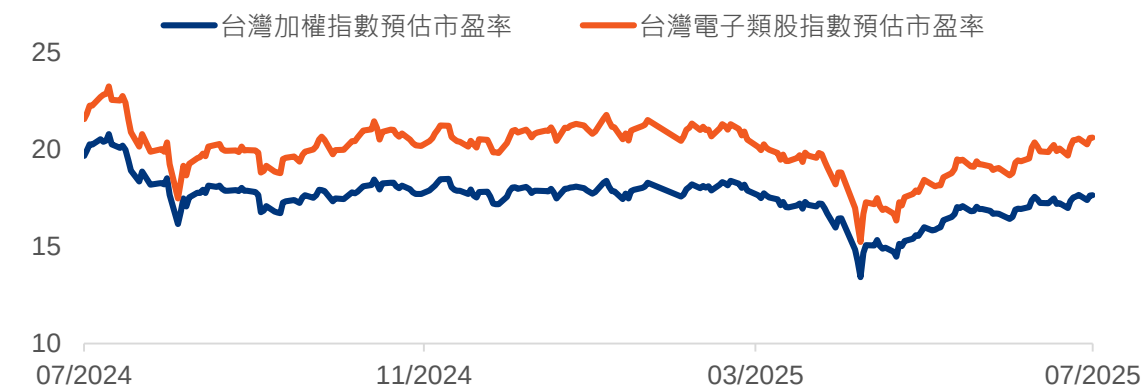
權值電子股普遍維持多頭架構，或有利於台股多頭延續。金融保險呈現量縮整理，權值股價穩量縮，保持多頭架構，仍將是未來台股上攻的多頭柴火。在非金電部份，塑膠、紡織纖維、玻璃陶瓷、其它、航運業較有表現，暫以個股表現或跌深反彈視之，漲勢延續空間不大。6月底、7月初新台幣匯率大幅震盪，惟升值趨勢仍在，具新台幣升值概念的觀光餐旅、航空、食品、資產，部份個股走勢相對強勢，操作上或可留意。

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2024/7/3=100



指數預估市盈率走勢



達發科技(6526 TT)

公司簡介

達發科技股份有限公司為無線通訊整合電路設計的科技公司，該公司生產用於藍牙、低功耗藍牙、全球導航衛星系統等各種組件，亦提供相關解決方案。

公司近況

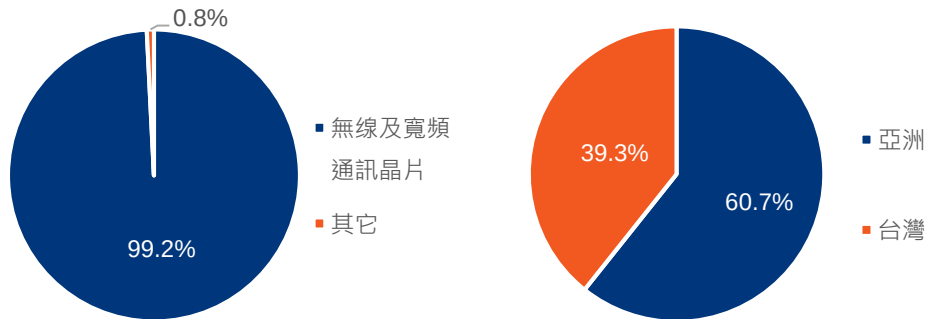
■ 維持2025全年營收年增近20%的預期

鑑於網通基礎建設與光通訊晶片需求優於預期，凱基投顧仍維持全年營收年增近20%的看法。網通基礎建設與光通訊晶片為推動全年營收成長的主要動能，且增幅較原先預估更為強勁。整體而言微幅下修2025年營收預估1.8%至226億元，年增18.2%。

■ 光通訊業務呈現強勁成長趨勢

台系與中系光收發模組客戶對400Gbps與200Gbps產品維持強勁需求，加上2H25 TIA晶片開始放量，預期光通訊業務成長動能明確，營收占比將由2024年的低個位數百分比，提升至中高個位數百分比。

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)	19.90	6.47	16.10	18.96	22.82
EPS 成長率(%)	-7.0	-67.5	148.8	17.8	20.4
P/E	26.6	81.9	32.9	27.9	23.2
ROE (%)	30.4	7.7	15.4	17.6	20.9

資料來源：公司資料，凱基投顧預估

評價區間



近一年價格



南亞科(2408 TT)

公司簡介

南亞科技股份有限公司生產及經銷半導體產品，以技術創新作為公司成長基石，長期致力動態隨機存取記憶體(DRAM)的研發、設計、製造與銷售，並開發自主技術，發展智慧財產權，培育關鍵技術研發團隊，是全球第4大的DRAM公司。

公司近況

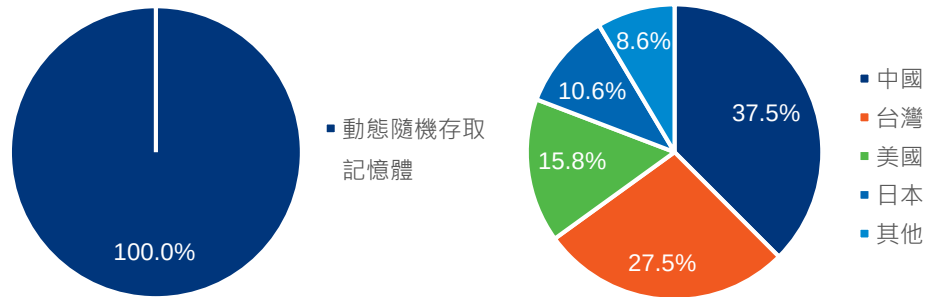
■ DDR4合約價漲勢將持續至年底

由於RTX50/60系列顯卡需求強勁，GDDR7供給吃緊，凱基投顧推斷Samsung1z製程將優先供應Nvidia GDDR7，取消或遞延DDR4 EOL計畫的可能性低。預期DDR4供給將持續短缺，DDR4 8Gb合約價可望於2Q-3Q25上漲40至50%，並於4Q25維持漲勢。

■ 3Q25稅後淨利可望轉盈

由於南亞科出貨形式以顆粒為主，ASP漲幅與DDR4顆粒合約價漲幅高度相關，且過去PC OEM主要向三大廠採購DDR4模組，未來南亞科PC OEM客戶佔比可能提高，預期南亞科營運將於3Q25由虧轉盈。

營收來源及區域佔比



資料來源：Bloomberg

財務數據

	2021	2022	2023	2024	2025F
EPS (新台幣)	7.40	4.72	-2.40	-1.64	1.51
EPS 成長率(%)	195.2	-36.2	-150.9	-31.7	0.0
P/E	7.3	11.4	N.A.	N.A.	35.6
ROE (%)	14.0	8.3	-4.3	-3.1	2.8

資料來源：公司資料，凱基投顧預估

評價區間



近一年價格



債券

銀行業表現持續理想以及債券市場波動稍降 可選擇優質金融AT1提升收益

► STAN 7.625 PREP (渣打集團有限公司) (美元計價)

- 渣打過去幾年盈利能力持續改善，RoTE從之前的個位數提升至2023年的10.1%以及2024年的11.7%，集團目標2026年達到13%。且過去一年渣打在亞洲財富管理業務上增長強勁。穆迪於2024年9月將渣打集團信用展望從「穩定」調整至「正面」。
- 集團利潤改善，主要由關鍵業務部門的經常性收入增長和集團的成本優化計劃推動，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%。
- 集團資產質量自2021年以來持續改善。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。
- 集團擁有強勁的資本比率。其CET1比率於2025年Q1為13.8%，集團預計其CET1比率將在中期內保持在13%-14%。

商品名稱	STAN 7.625 PREP (渣打集團有限公司) (美元計價)
ISIN	USG84228GP72
特色	渣打過去幾年盈利能力持續改善，且集團擁有強勁的資本比率，穆迪於2024年9月將渣打集團信用展望從「穩定」調整至「正面」。
到期日	永續
下一贖回日	2032年1月16日
配息(%)	變動/7.625/每半年
幣別	USD
距到期年	-
債券信評 (穆迪/惠譽/標普)	Ba1/BBB-/BB-
順位	次級次順位
YTM/YTC (%)	7.21/7.15

資料來源：Bloomberg，KGI整理

渣打集團有限公司(STAN 7.625 PREP)

簡介

渣打集團(Standard Chartered PLC)為一家國際銀行集團，主要在亞洲、非洲及中東經營業務，該公司提供個人、消費、企業、機構與理財各領域的產品，業務內容包含財富管理、企業與投資銀行、創投等。

介紹理由

- 渣打過去幾年盈利能力持續改善，RoTE從之前的個位數提升至2023年的10.1%以及2024年的11.7%，集團目標2026年達到13%。且過去一年渣打在亞洲財富管理業務上增長強勁。穆迪於2024年9月將渣打集團信用展望從「穩定」調整至「正面」。
- 集團利潤改善，主要由關鍵業務部門的經常性收入增長和集團的成本優化計劃推動，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%。

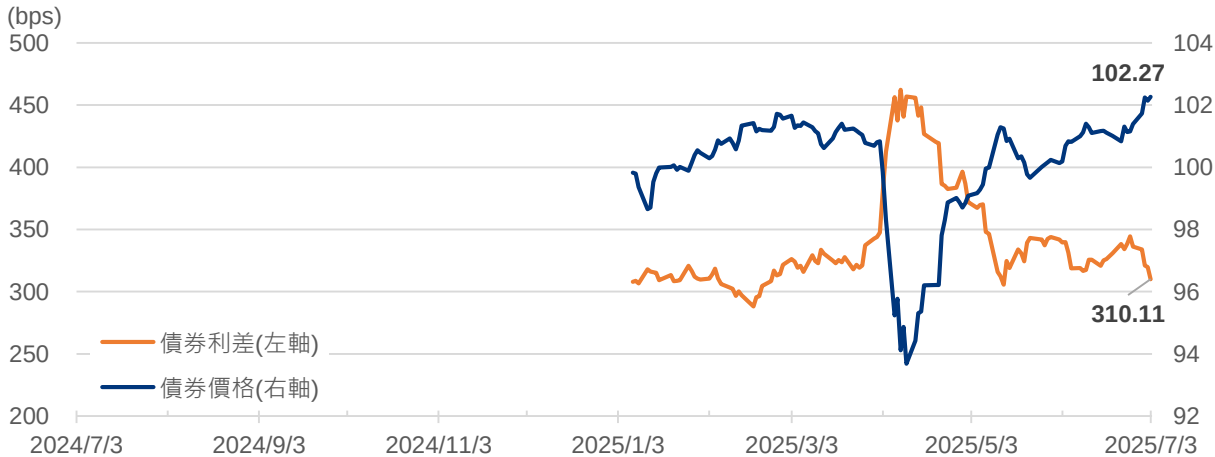
母公司財務指標	2022	2023	2024
淨利(億美元)	29.48	34.69	40.50
股東權益報酬率(ROE)(%)	5.71	6.89	8.09
資產報酬率(ROA)(%)	1.80	2.14	2.44

資料來源：Bloomberg，2025年7月7日，註：票息重設日期為2032年7月16日當日，並為每半年配息，適用年利率為美國五年期國債債券收益率，重設息率為交割日的債券收益率加3.023%

標的資訊

標的名稱	STAN 7.625 PREP	ISIN	USG84228GP72
到期日	永續	距到期年	-
配息(%)	變動/7.625/每半年	YTM/YTC(%)	7.21/7.15
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)	Ba1/BBB-/BB-	債券順位	次級次順位

價格(新發行債券)



JULY 2025

30

Monday

- 日本5月工業生產月增率初值
(實際:0.5% 預估:3.5% 前值:-1.1%)
- 中國6月製造業PMI
(實際:49.7 預估:49.6 前值:49.5)
- 中國6月服務業PMI
(實際:50.5 預估:50.3 前值:50.3)

1

Tuesday

- 美國6月標普全球製造業PMI終值
(實際:52.9 預估:52.0 前值:52.0)
- 美國6月ISM製造業PMI
(實際:49.0 預估:48.8 前值:48.5)
- 美國5月JOLTS職缺
(實際:7,769k 預估:7,300k 前值:7,395k)
- 日本6月自分銀行製造業PMI終值
(實際:50.1 前值:49.4)
- 歐元區6月CPI年增率初值
(實際:2.0% 預估:2.0% 前值:1.9%)

2

Wednesday

- 美國6月ADP就業變動
(實際:-33k 預估:98k 前值:29k)
- 歐元區5月失業率
(實際:6.3% 預估:6.2% 前值:6.2%)

3

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(實際:233k 預估:241k 前值:237k)
- 美國6月非農業就業人口變動
(實際:147k 預估:106k 前值:144k)
- 美國6月失業率
(實際:4.1% 預估:4.3% 前值:4.2%)
- 美國6月ISM服務業PMI
(實際:50.8 預估:50.5 前值:49.9)
- 美國5月耐用品訂單月增率終值
(實際:16.4% 預估:16.4% 前值:-6.6%)

4

Friday

- 歐元區5月PPI年增率
(預估:0.3% 前值:0.7%)

7

Monday

- 歐元區5月零售銷售月增率
(預估:-0.8% 前值:0.1%)

8

Tuesday

- 台灣6月核心CPI年增率
(前值:1.61%)
- 台灣6月CPI年增率
(預估:1.50% 前值:1.55%)
- 台灣6月PPI年增率
(前值:-4.30%)
- 台灣6月出口年增率
(預估:23.0% 前值:38.6%)

9

Wednesday

- 日本6月工具機訂單年增率初值
(前值:3.4%)
- 中國6月CPI年增率
(預估:0.0% 前值:-0.1%)

10

Thursday

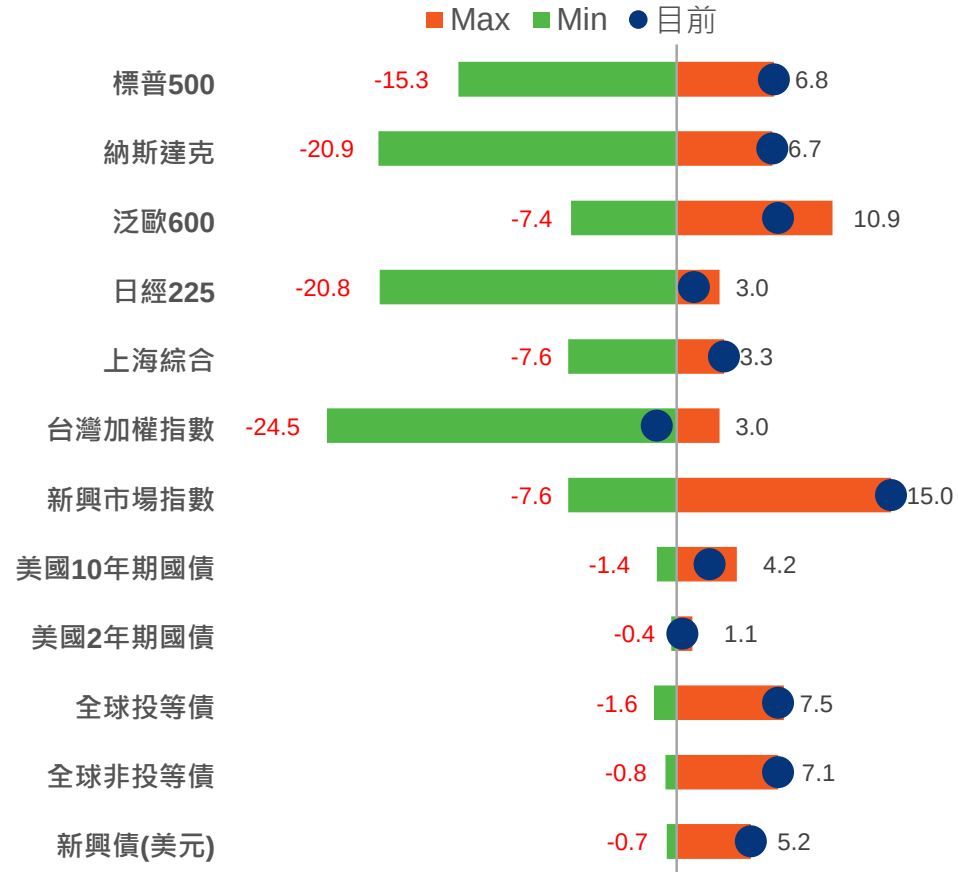
- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(前值:233k)
- 日本6月PPI年增率
(預估:2.8% 前值:3.2%)

11

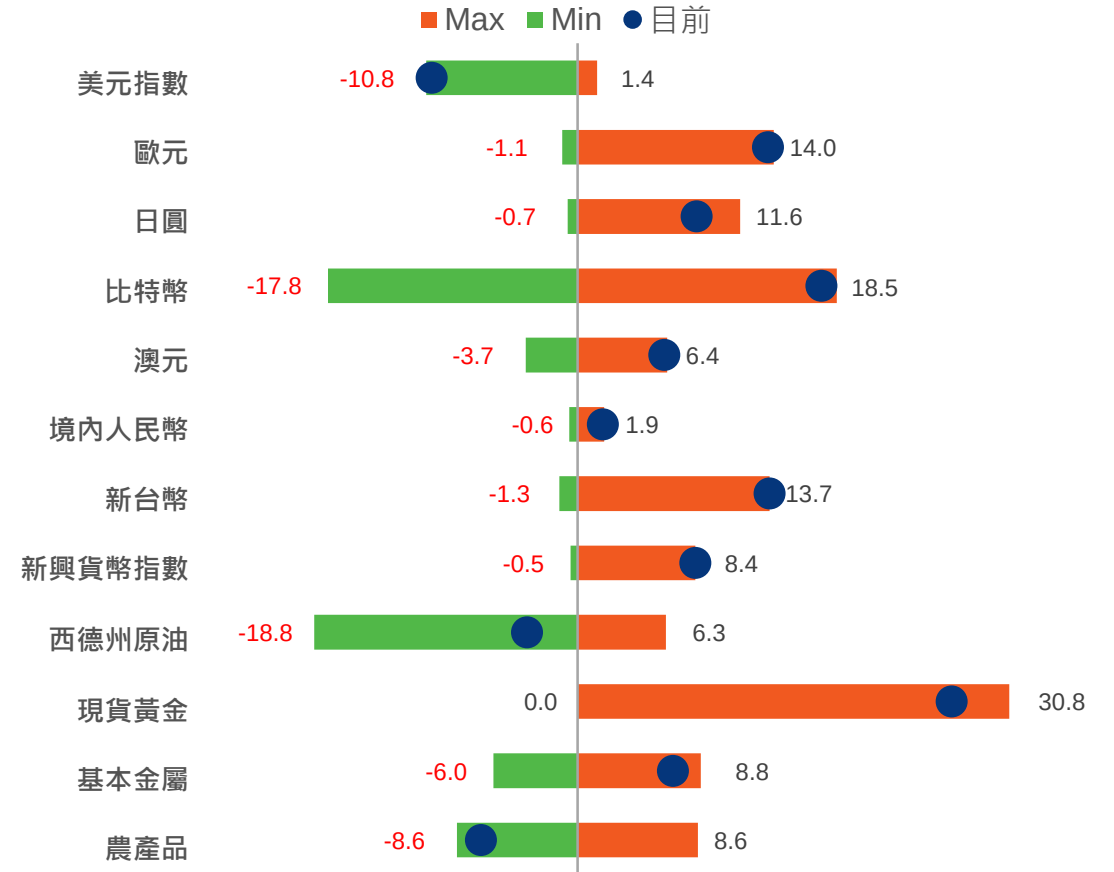
Friday

年至今主要市場/資產表現

股、債市場YTD表現(%)

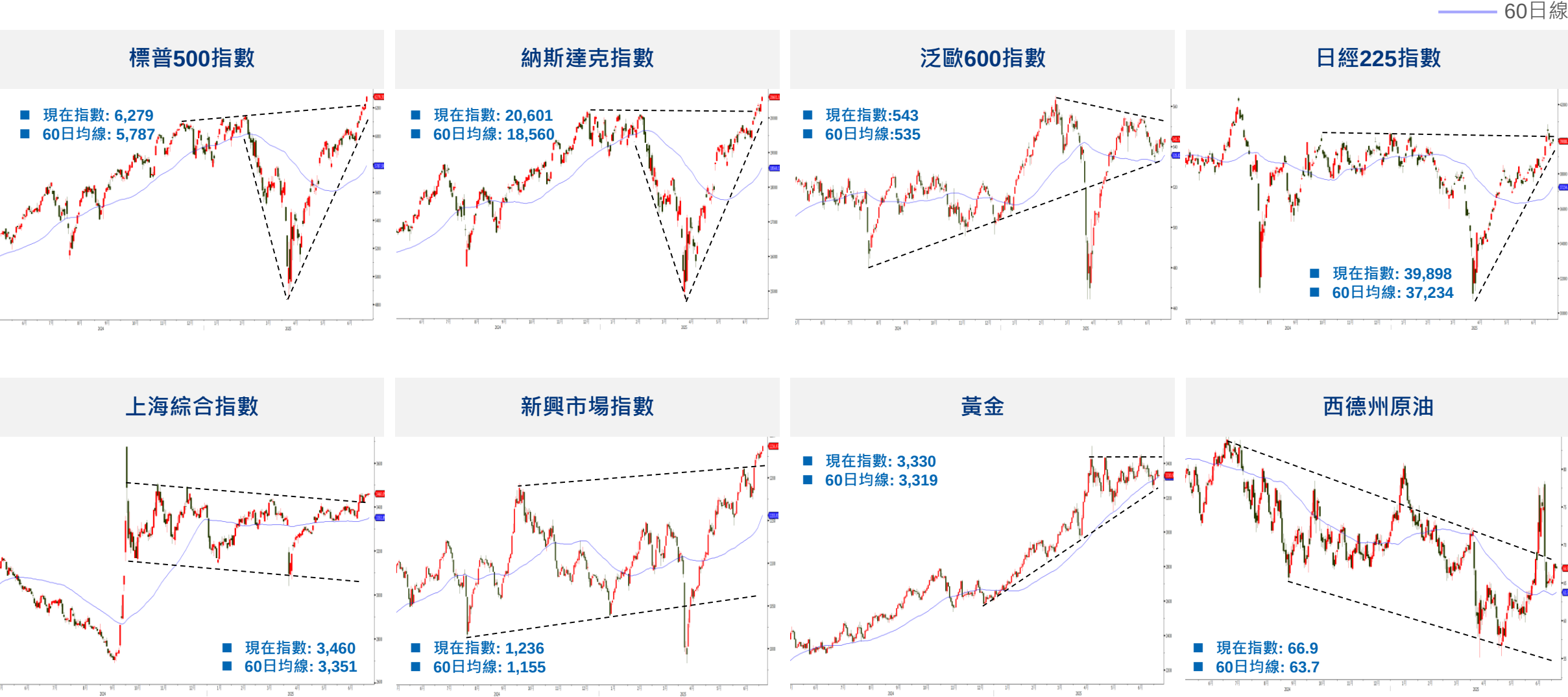


貨幣、原材料市場YTD表現(%)



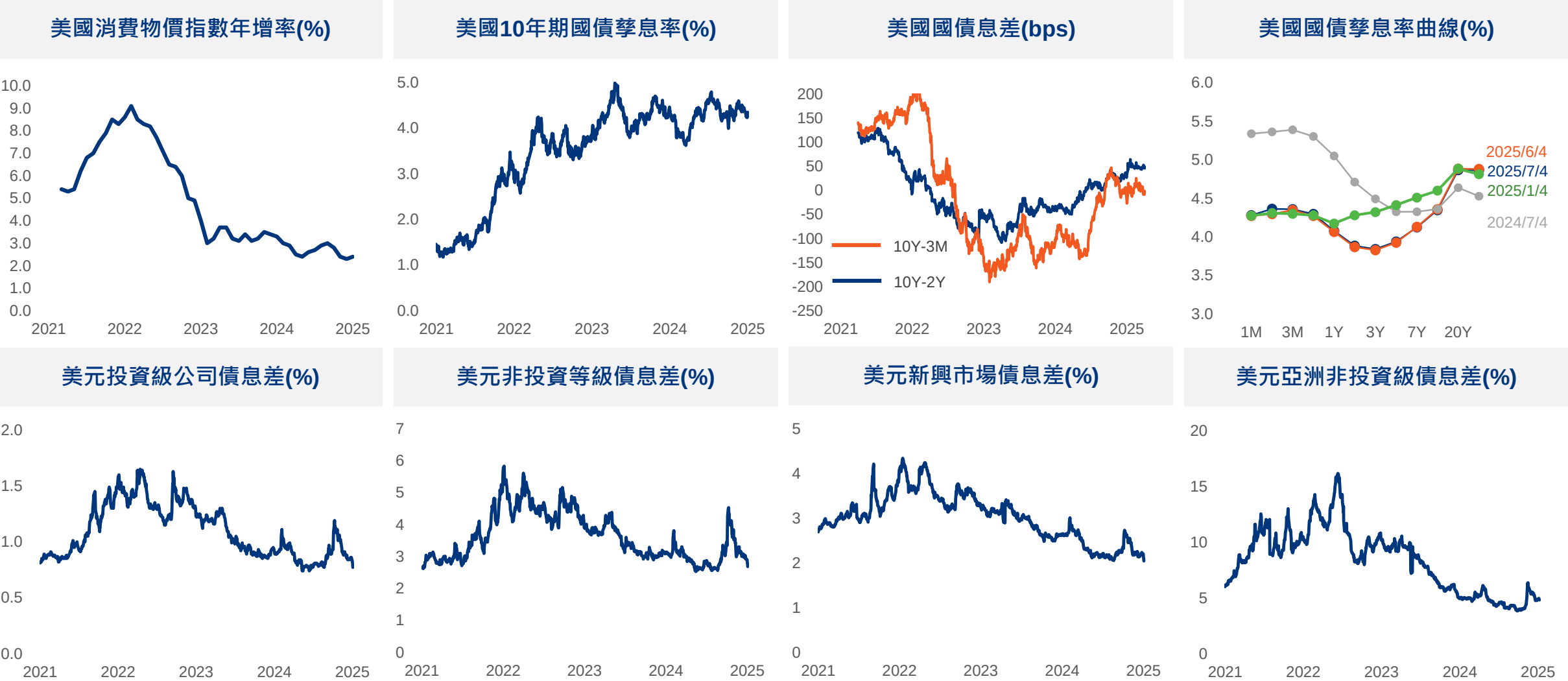
資料來源：Bloomberg · 2025年7月4日

技術分析



資料來源：Bloomberg · 2025年7月4日

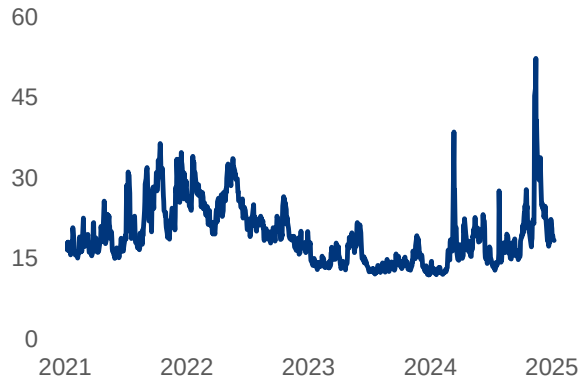
市場觀測



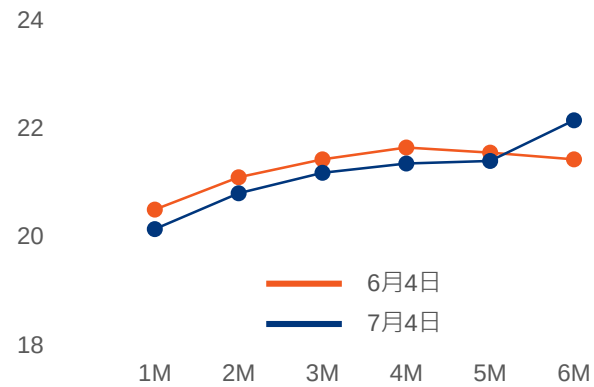
資料來源：Bloomberg · 2025年7月4日

市場觀測

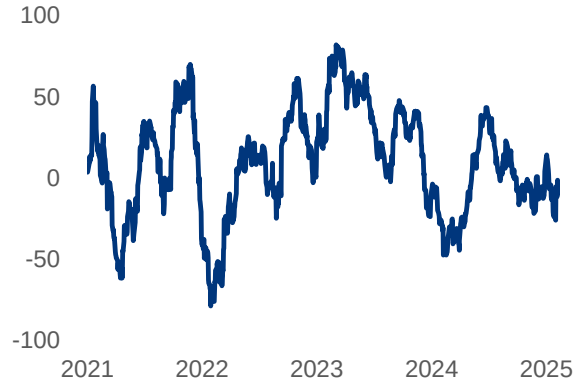
VIX指數



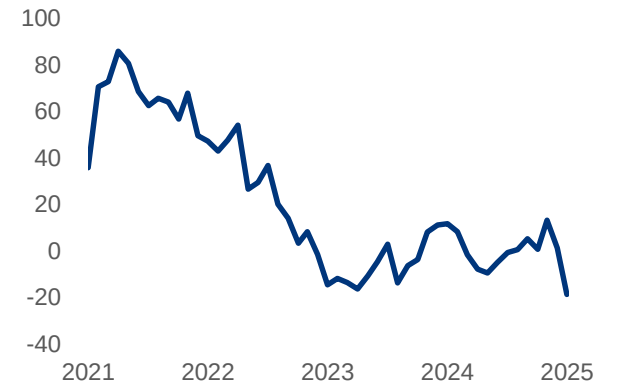
VIX期間結構



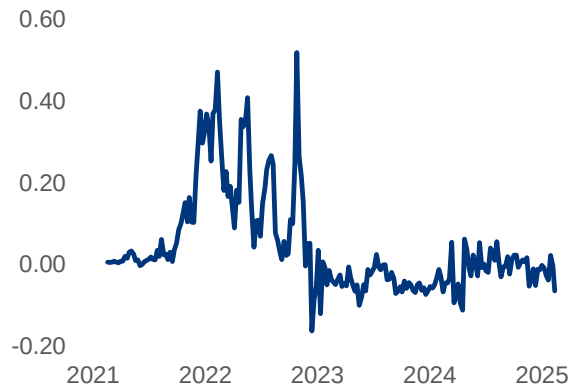
美國花旗經濟驚奇指數*



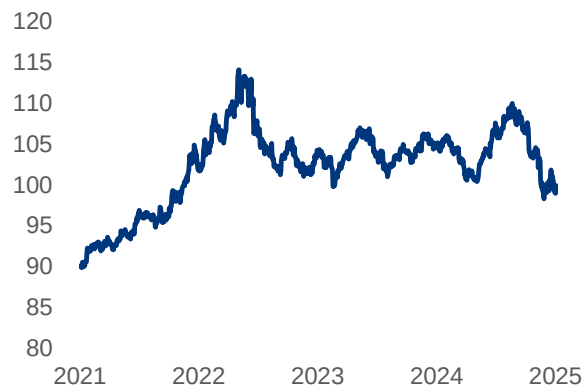
美國花旗通脹驚奇指數*



TED息差(bps)



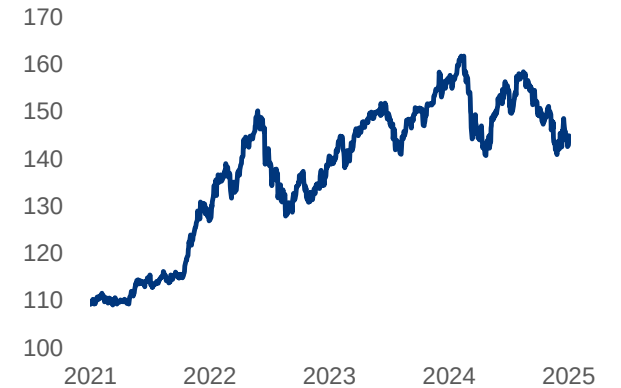
美元指數



歐元兌美元



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg，2025年7月4日；*花旗經濟/通脹驚奇指數分別衡量經濟數據/實際通脹與市場預期落差，指數向上分別代表經濟好轉/通脹向上幅度超過市場預期

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。