CIO Office 投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

資本開支戰

Capex War

29 September 2025

01 本週焦點圖表

日銀將出售ETF持倉，
初期步伐需百年才清倉

02 市場回顧

Powell提及股市估值偏高，
拖累投資者情緒

03 熱門議題

英美協議加強核電等合作；
行業短線超買，長線看好

04 投資焦點

AI巨頭資本開支大，市場
期望大，亞太科技股或有
效分散

05 理財產品

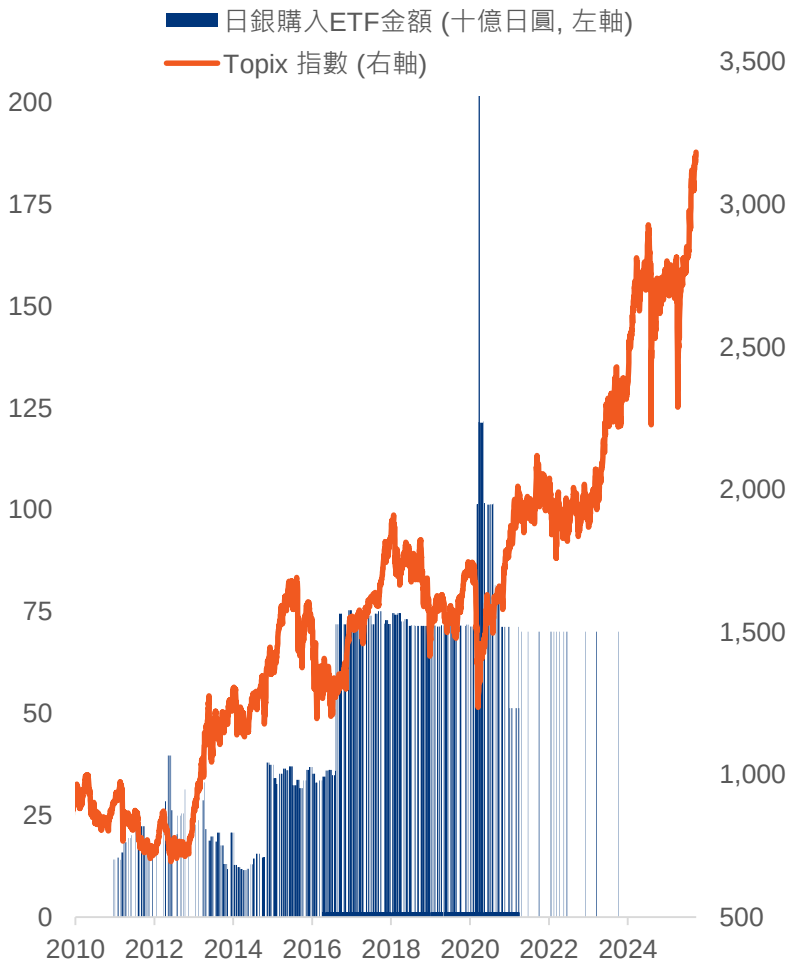
精選港股/中概股、美股、台股、基金/ETF

焦點圖表

日銀將出售ETF持倉，初期步伐需百年才清倉

- 9月19日會議後日本銀行表示將出售其以帳面值計37兆日圓的ETF持倉，預計出售金額為每年3300億日圓(帳面值)或6200億日圓(市值)。這是日銀退出超寬鬆政策的其中一步，政策顯示日銀對經濟的信心。
- ETF持倉以市值計約為84兆日圓，是TOPIX成份股市值的7%。現時計劃的步伐與今年7月已完成的股票清倉計劃相約，過去出售未有顯著拖累日股，不過ETF持倉更大，以此步伐需要110年以上才能沽清，市場憂慮日後或加快出售步伐。
- 近年日本企業改革取得進展，自2023年起回購金額顯著上升，最近回購金額已增至每年20兆日圓，預計這將抵銷出售ETF的影響。JPMorgan估計，若成份股企業以回購方式接收央行的沽盤，5年左右日本銀行的持倉可減半，然而這將抵銷回購對股價的正面支持。
- 市場預期日銀最快明年開始出售持倉，初期步伐不算進取，估計對日股影響有限。

日銀由2010起購入ETF，疫情後逐漸停止



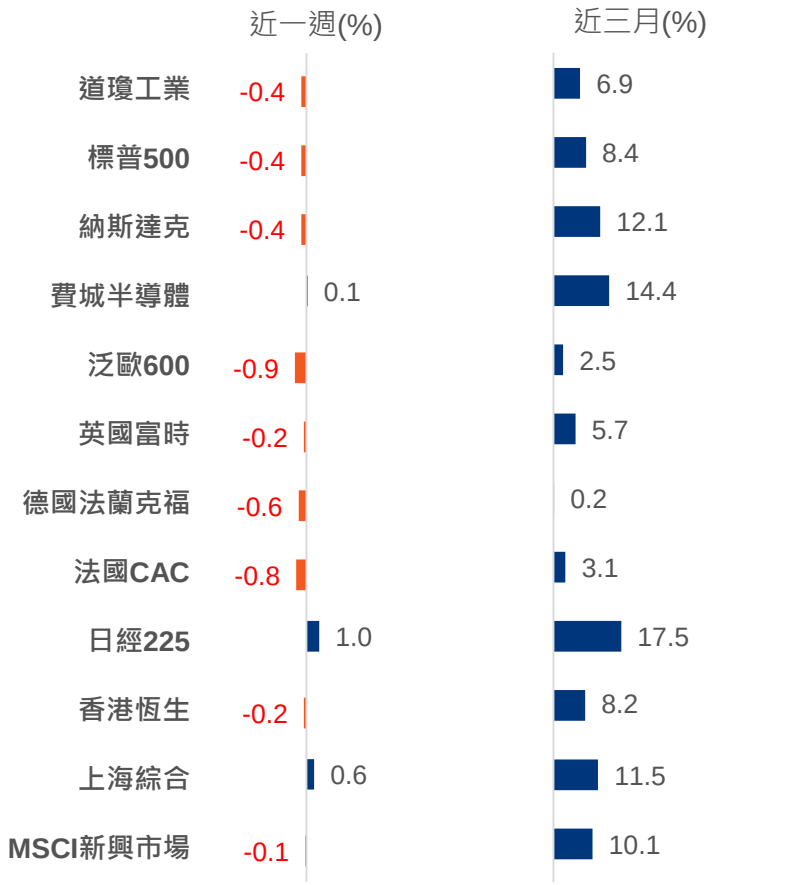
日銀持股比重越高，股價壓力越大

資料來源：Bloomberg、JPM

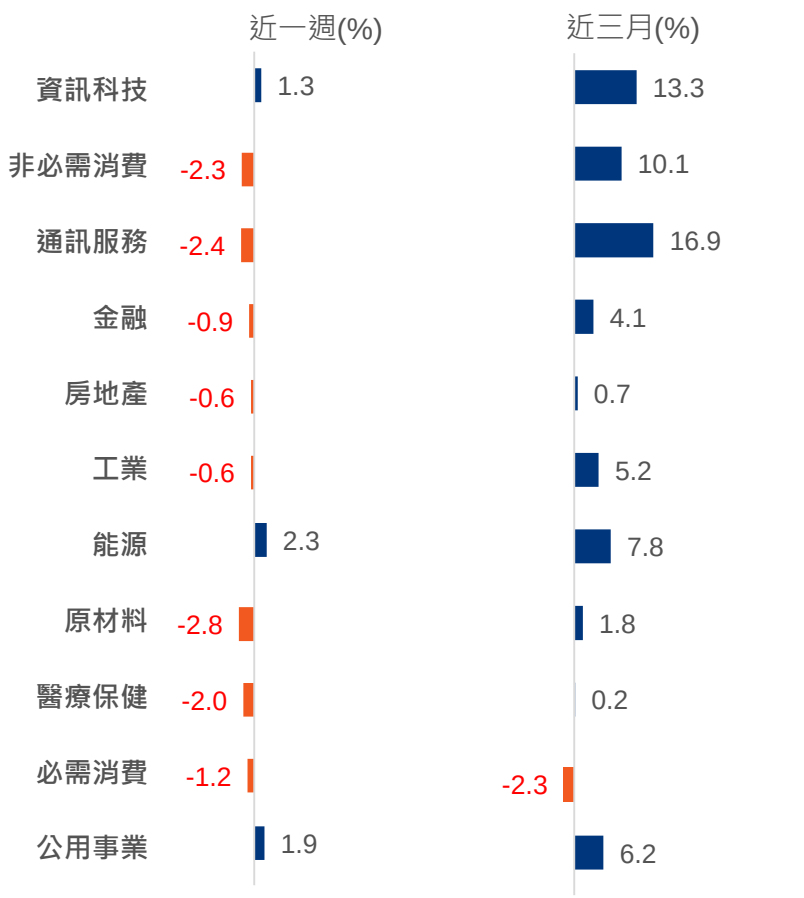
市場回顧 Powell提及股市估值偏高，拖累投資者情緒

- 聯儲局主席Powell提及股市估值偏高，拖累投資者情緒，加上美國第二季GDP年增率上修至3.8%，經濟增長動能不錯令市場的減息預期有所縮減，早前受減息預期推動的升幅出現獲利回吐，對利率敏感度更高的美國小型股回調幅度更高。
- 細看美國經濟數據，第二季GDP年增率達3.8%優於市場預期的3.3%，主因消費支出與企業投資表現優異，加上進口大幅下滑導致貿易赤字劇減，單季貢獻GDP達4.83個百分點，扭轉前季表現。不過較近期的數據則顯示美國經濟仍存隱憂，9月S&P Global製造業PMI初值自上月的53.0降至52.0，服務業PMI則由54.5降至53.9，顯示企業活動連續第二個月降溫。
- 個股方面，英偉達宣布投資英特爾5億美元，合作開發AI晶片，但美銀提醒成果需時間顯現，英特爾代工業務客戶不足問題仍未解決。

各地區指數表現(%)



美股各行業指數表現(%)

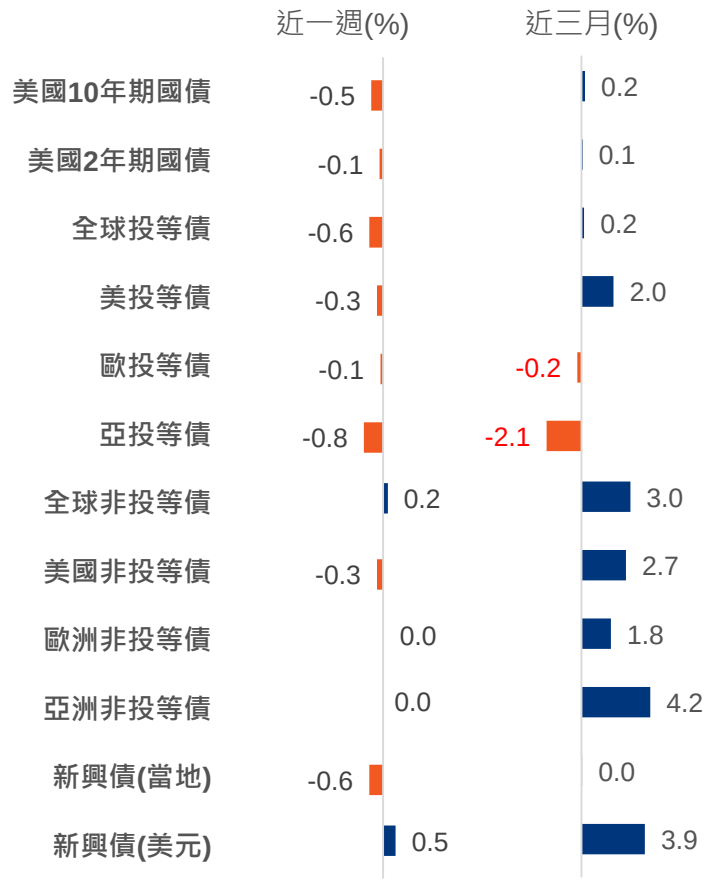


資料來源：Bloomberg，2025年9月25日

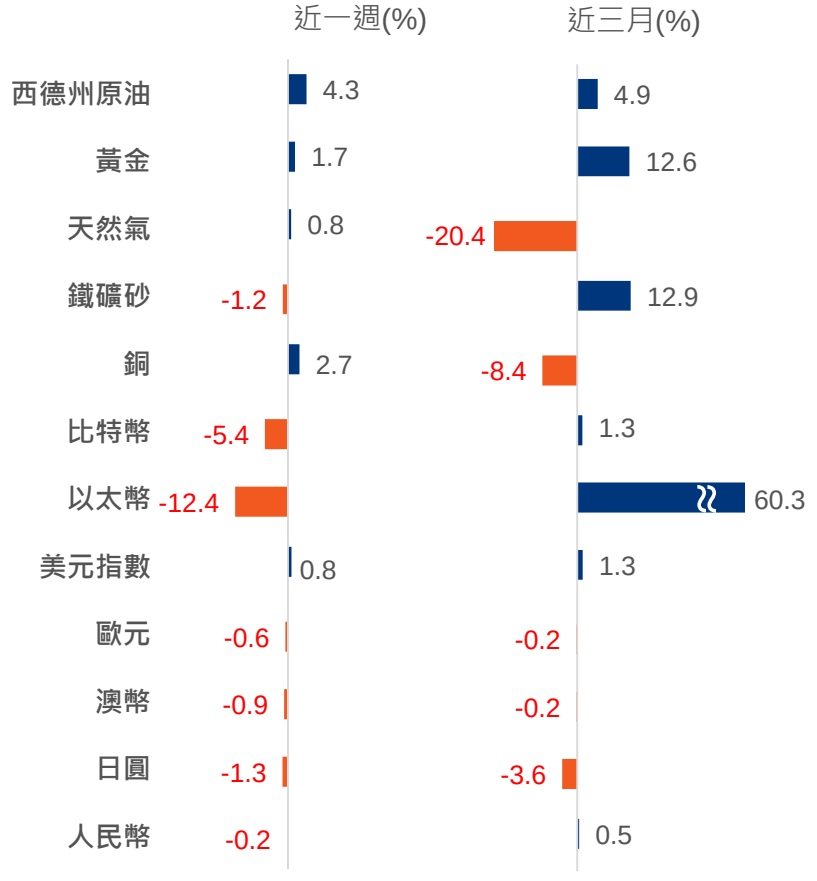
債市獲利回吐，金價高位整固

- 聯儲局官員陸續發表對政策的看法，看法存在明顯分歧：新任理事Miran認為當前政策立場過於緊縮，支持大幅減息；聖路易聯儲銀行總裁Musalem則表示政策已趨近中性水平；亞特蘭大總裁Bostic指出，通脹仍高於目標，不支持10月再減息；克里夫蘭總裁Hammack亦認為政策僅略為限制，放寬恐導致過熱。
- 整體而言如早前所指，受減息預期推動的升幅，在本週出現獲利回吐，債市普遍回落，美匯指數回升，黃金在高位整固。經濟數據不錯推動原油及銅價上升。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)



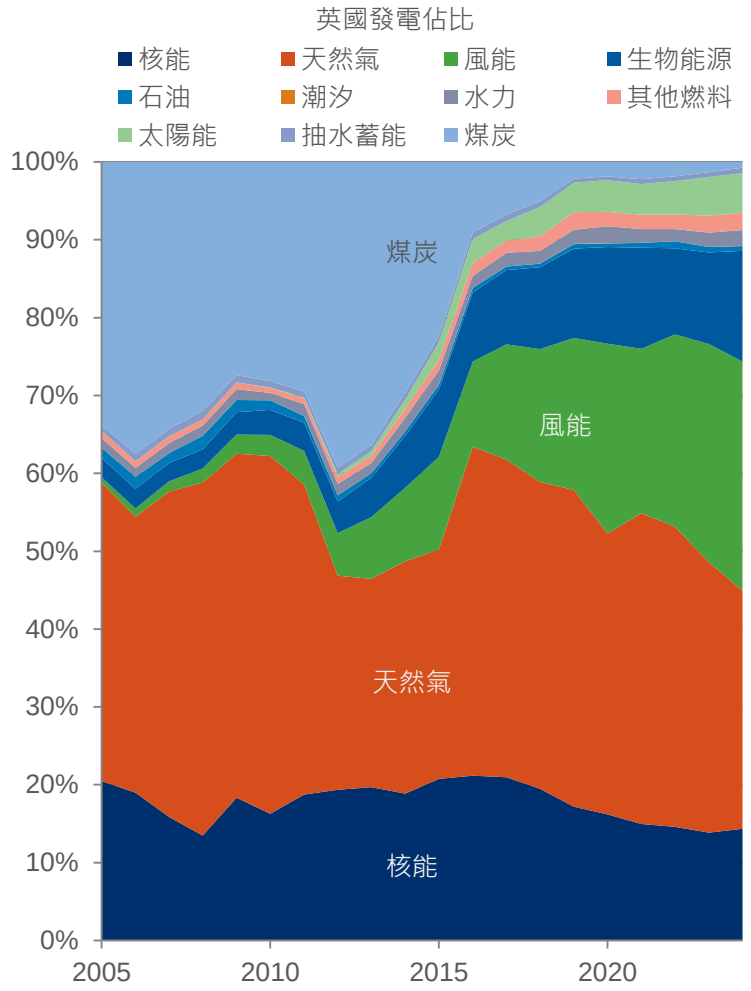
資料來源：Bloomberg，2025年9月25日

熱門議題 英美協議加強核電等合作；行業短線超買，長線看好

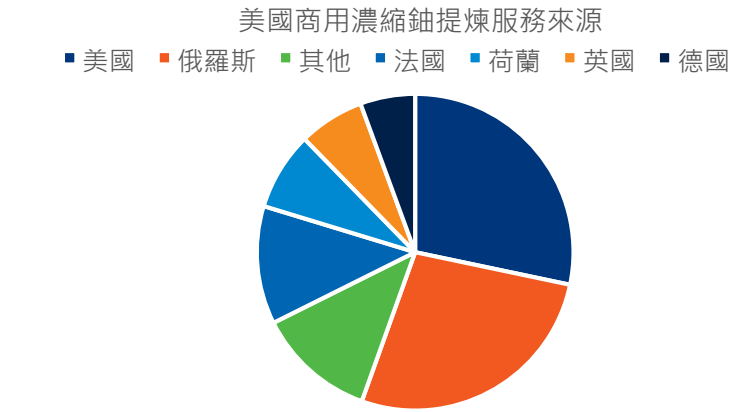
- 9月18日特朗普會晤施紀賢後在人工智能、商用核電及量子電腦合作上簽訂「科技繁榮協議」。協議中核電部份，除了合作研發及採取共同許可路徑外，英美在2028年底前擺脫俄羅斯核燃料的依賴也是重點。
- 目前俄羅斯佔美國近30%的提煉服務，俄方在全球供應更超過40%。去年5月美國實施《禁止俄羅斯鈾進口法案》，疊加目前英美協議及考慮美俄雙方的關係後，我們預期核電發展將傾向東(中/俄)西(美/英/法)分化，英美雙方將合作在西方尋找新燃料供應商，以填補供應缺口及持續上升的需求。
- 我們6月30日提到，核電上游供應鏈改革將創造投資機會，目前來看仍是長期趨勢，聯儲局重啟減息也有利融資成本。然而，考慮到近期核電及鈾相關企業之股價升幅高於大市，部份企業股價處於多年新高，估值也高，短線獲利賣出交易或浮現，短期波幅可能偏高，中長線投資者可等候更佳入場點。

資料來源：CEIC、Bloomberg

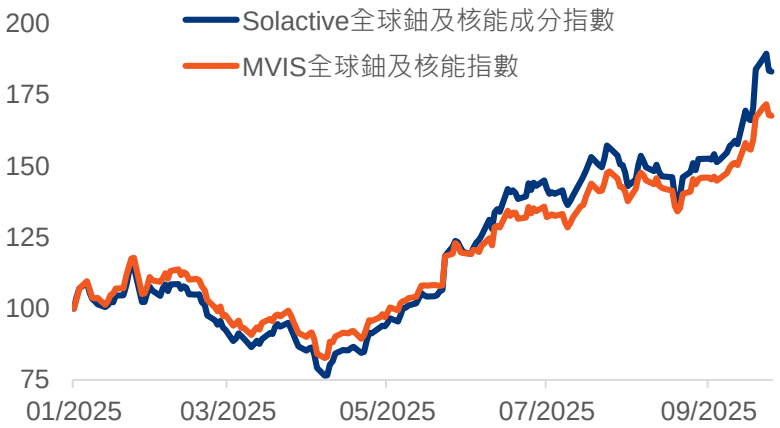
在英國，核電佔比尚有提升空間



美國目標擺脫對俄羅斯的依賴



核電及鈾相關企業升幅高於大市，現處於超買

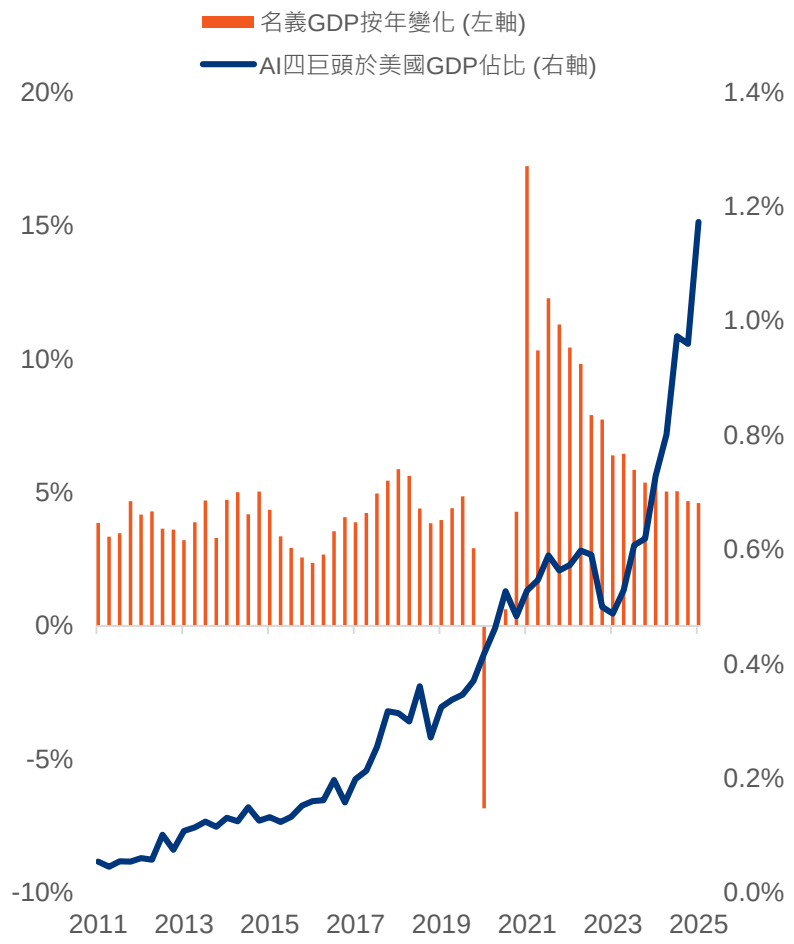


投資焦點

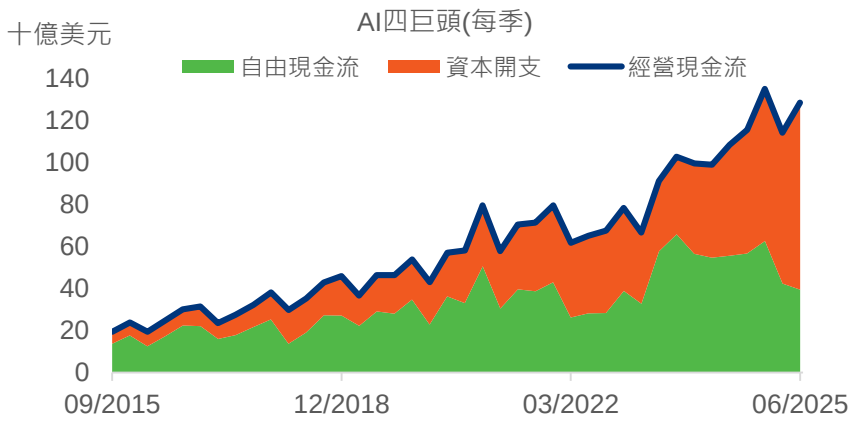
AI巨頭資本開支龐大，市場期望大

- 2022年底OpenAI向世界展示ChatGPT的成果。及後美國巨型科企相繼投放巨額於AI應用上，市場估計Meta、谷歌、亞馬遜和微軟(四巨頭)的資本開支佔整個市場的一半。四巨頭股價表現理想，資本開支高企，市場討論是否出現科網股「泡沫」。
- 去年四巨頭的資本開支高達美元2,300億，AI應用增加數據中心和能源設施的需求，同時也將刺激就業及提升生產力，對美國GDP增長正面。不過和美國的名義GDP比較，四巨頭的資本開支約為GDP的1%。
- 四巨頭的強勁盈利能力及現金流也是支持資本開支的因素之一。不過我們留意到在2023年後，資本開支急增升，現時四巨頭的自由現金流大致處於疫情前水平。估值上，四巨頭的歷史及預期市盈率也低於2000年代，科網股爆破前的科技股的50-60倍市盈率。現時四巨頭的經營模式更為成熟，這一點也是和2000年代的科企不一樣。

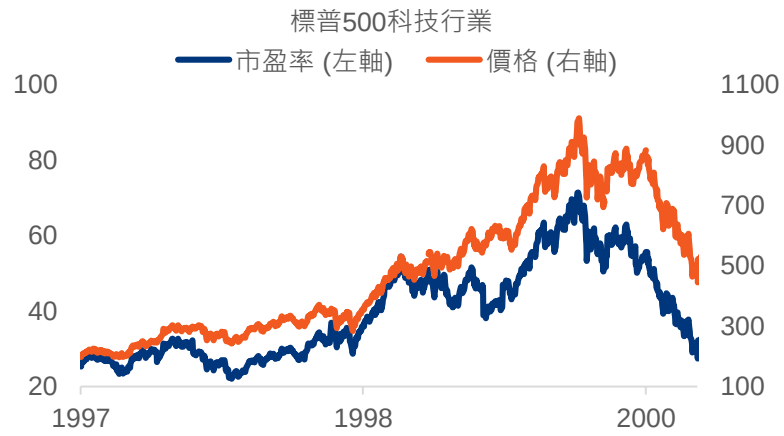
AI四巨頭之資本開支約為GDP的1%



資本開支在現金流的佔比不斷提升



四巨頭估值非科網股年代的水平



資料來源：Bloomberg

亞太區科技股或是更有效的分散AI布局

- 過去1年，四巨頭的盈利增長平均達到34%，高於納指100及標普500等權重指數，市盈率不低，但盈利增長率足以支持高估值。相反納指100及標普500等權重指數的盈利增長較低，即使估值較低，比較之下也非便宜。
- 觀察彭博對未來12個月的預估，也可得出相近的結論，在四巨頭的增長預期下，估值相對具吸引力。彭博對整體美股盈利增長並不樂觀，我們對整體美股評價維持中性。
- 美國巨企盈利能力強勁，增長潛力高，但優勢僅限少數公司，因而集中風險高，高增長預期也較難滿足，我們認為分散仍然重要。
- 亞太區科技股估值較低，同時也有地區分散的優點，隨著美國進入減息週期，我們預期美元轉弱將繼續支持資金流入非美市場；同時亞洲區的科技產業除了軟件應用層面外，也涉及原部件生產者，在整個AI產業上有較全面的佈局。

美企盈利能力強，增長潛力高，但優勢僅限少數公司

	過去12個月		未來12個月預估		
	市盈率	EPS按年增長	市盈率	EPS按年增長	PEG
谷歌	21.3	32.0	22.3	26.6	0.8
亞馬遜	36.0	47.6	24.9	33.7	0.7
Meta	28.7	40.2	21.7	46.4	0.5
微軟	38.3	17.4	25.7	18.7	1.4
納斯達克100	32.2	19.2	27.5	15.6	1.8
標普500等權重	18.6	4.4	17.2	5.7	3.0
彭博亞太區大型及中型科技股	22.0	24.2	19.6	12.7	1.5

亞太區科技股或是更有效的分散投資

資料來源：Bloomberg

市場策略思維

類別	市場看法	偏好資產
股市	◆ 聯儲局重啟減息循環，加上人工智慧及相關需求大增，AI與資金行情激勵多國股市創歷史新高，投資氛圍熱絡，然而美國勞動市場疲軟為主要經濟風險，建議股市兼顧不同產業平衡配置，並保持投資彈性以因應市場變化。現階段可增持高品質股，長線投資人續留意AI題材，科技股相對看好軟體股與資安股，可逢回分批布局。成長股，美國小型股可做為寬鬆貨幣政策下的短期交易機會。 ◆ 歐元區經濟基本面轉佳，且評價較美股低，歐股以貿易衝擊小的英股和德股較佳。石破茂請辭後，新任候選人在貨幣政策的態度上普遍較石破茂中性甚至鴿派為短期利多，長期日本薪資改善帶動經濟成長且已達成關稅協議，仍看好內需股及銀行股。	策略風格：應對潛在波動加大之高品質股，長線留意AI題材、軟體股與資安股，可逢回分批布局 區域：歐洲股票、英國股票、日本內需與銀行股
債市	◆ 美國經濟數據放緩、就業惡化、通脹偏高，聯儲局9月減息1碼，年底前仍有2碼減息空間，利率點陣圖顯示明年可能減息1碼，整體降幅少於市場預期。中短天期高評等債可逢高鎖息，投資級債以信評A級以上龍頭企業較佳，風險調整後利差較高的產業包括金融、工業、能源、公用事業及通訊等。 ◆ 美元維持弱勢格局，可增加非美貨幣債券分散風險，如歐元、新加坡幣計價的投資級債券。	期間：中短天期高評債鎖息，以金融、工業、能源、公用事業及通訊 種類：產業聚焦金融、工業、能源、公用事業和通訊
匯市	◆ 美國就業市場降溫，聯儲局9月減息循環開啟，美元指數下行，中長期維持偏弱格局。 ◆ 非美貨幣如歐元、日圓、英鎊震盪偏升。	美元偏弱整理 歐元、日圓、英鎊震盪偏升
商品	◆ 美元中長期走弱，減息使利率下滑，通脹隱憂及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

理財產品 港股/中概股

中國自動駕駛浪潮

▶ 自動駕駛元年政策與市場展望

2025年中國是自動駕駛元年，在9月中，中央政府公佈了《智能網聯汽車發展規劃》，進一步加速L3及L4級應用落地，涵蓋乘用車與公共交通。預計至2030年，中國新車中20%將實現全無人駕駛，70%配備高階ADAS。

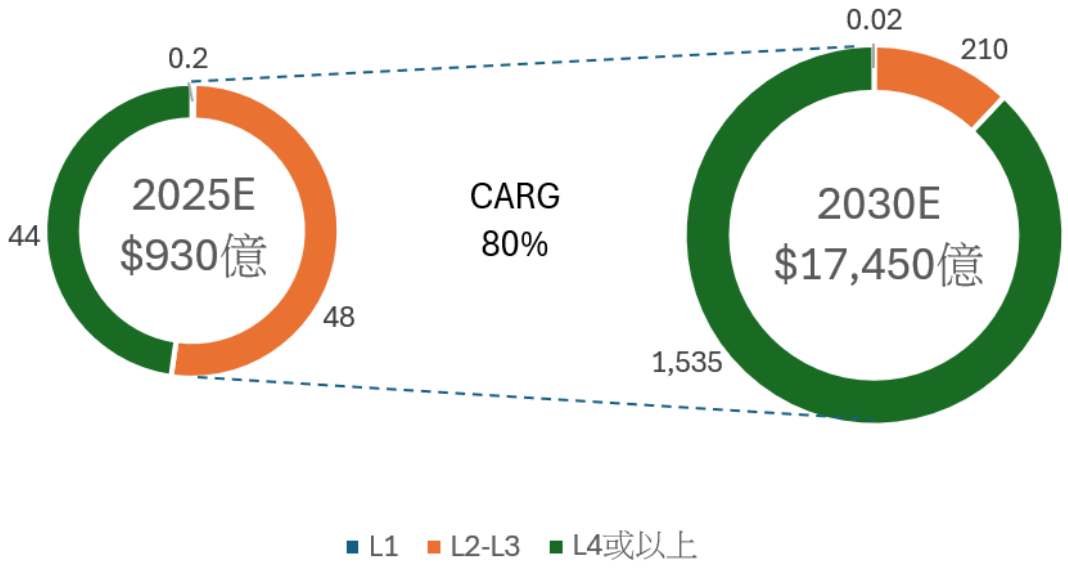
▶ 中國Robotaxi走出海外

Robotaxi作為自動駕駛商業化前沿，中國企業積極全球搶灘，透過國際平台投放自動駕駛車輛，首批部署預計於年底在亞洲及中東地區落地。 試點範圍不斷擴大，涵蓋歐洲市場的商業化服務，標誌從本土測試向國際化轉型。

▶ LiDAR主導技術與應用潛力

LiDAR作為核心感測器，中國供應鏈已主導全球市場，數字化LiDAR技術獲得多家車企定點，強化成本優勢與可靠性。 全球汽車LiDAR市場預計從2024年增長至2030年數十億美元規模，中國貢獻主要增量，得益於電動車規模經濟與技術反覆運算。 LiDAR與Robotaxi的共生進化，將推動感測器在L3及L4級應用中的滲透率提升。

全球自動駕駛市場規模 (美元)



資料來源：文遠知行招股書

禾賽(2525)

收盤價	HK $228	目標價	HK $286

公司簡介

集團主要從事開發、生產及銷售三維鐳射雷達(LiDAR)解決方案。

公司特色

■ 淘金熱中的賣鏟人 投資賽道而非選手

在當前汽車智能化轉型的激烈競賽中，與其押注單一車廠的成敗，不如投資於所有玩家都不可或缺的核心技術——鐳射雷達(LiDAR)。作為全球市場領導者，禾賽科技正扮演著這個高確定性的「賣鏟人」角色。更重要的是，市場熱炒的自動駕駛、人形機械人等前沿科技概念，都離不開LiDAR的應用，使禾賽處於未來科技浪潮的中心。

■ 政策東風已至 L3級自動駕駛解鎖龐大市場

中國近期有條件批准L3級自動駕駛，為高級輔助駕駛(ADAS)的商業化清除了障礙。作為智能駕駛的關鍵傳感器，LiDAR的市場滲透率及單車搭載量預期將高速增長，引爆行業需求。

■ 傳統車廠轉型釋放龐大需求

中國傳統車廠龍頭如長安、奇瑞及長城等正加速智慧化轉型，釋放巨大市場。此三家合計年銷量逾650萬輛，若額外20%新車轉型為智能車，便能創造近二百萬台的LiDAR需求。此龐大潛在市場，有力支撐禾賽出貨量未來六年CAGR達36%的樂觀預期。

■ 估值具吸引力 盈利高增長前景可期

公司現價相當於28倍的2027年預測市盈率，我們給予目標價286港元，對應34倍市盈率。此估值建基於公司未來五年每股盈利高達63%的複合年增長率。

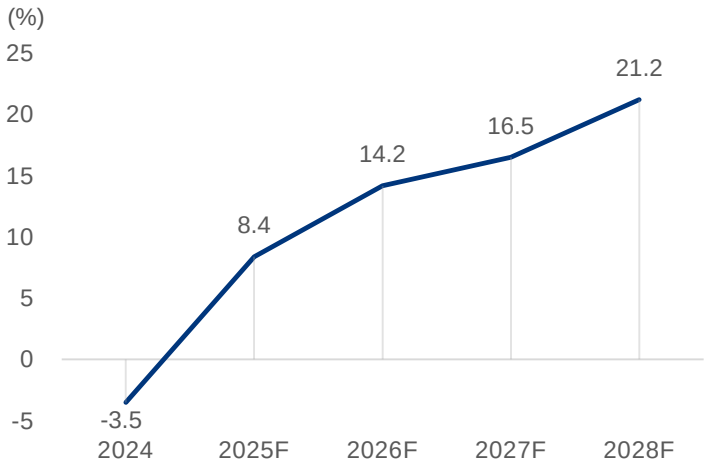
資料來源：Bloomberg、禾賽財務報告

財務數據

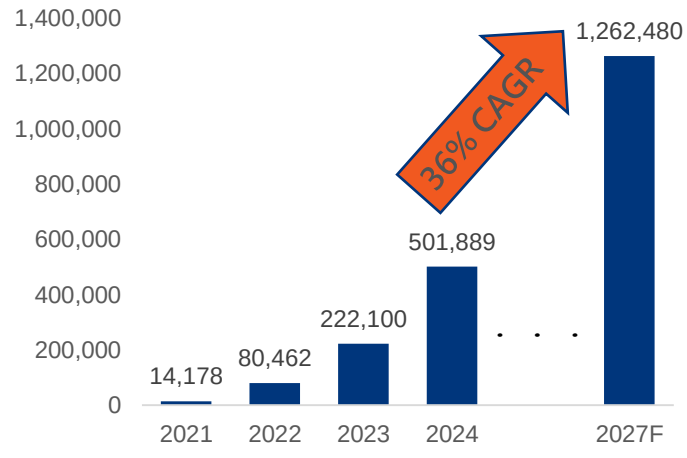
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
收入 (人民幣十億)	1.9	2.1	3.2	4.8	6.5
按年增長 (%)	N/A	10.7	56.0	47.6	35.7
每股盈利 (人民幣)	-1.93	0.1	2.2	4.9	7.6
按年增長 (%)	N/A	N/A	2,130.0	118.8	54.9
股本回報率 (%)	N/A	0.0	6.3	11.6	16.1

市盈成長率 (PEG)

EBITDA 利潤率 (%)



LiDAR年度出貨量 (台)



文遠知行(WRD)

收盤價	US $10.91	目標價	不予評價

公司簡介

WeRide, Inc.是一家控股公司，主要從事自動駕駛車輛的銷售，主要包括自動駕駛巴士、機器人計程車、自動清掃車及相關感測器套件。

公司特色

■ 技術輸出+生態合作模式營運

文遠知行已在中國、阿聯酋、東南亞及沙特等地構建Robotaxi與Robobus產品矩陣，並以「技術輸出+生態合作」模式推動L4商業化落地。與當地出租車平台採取收入分成及系統授權費模式合作，而公司則負責自動駕駛軟硬體研發、車隊運行與維修，形成完整商業生態。

■ 海外先發優勢，擁有全球最多國家自駕許可

文遠知行率先開拓L4級自動駕駛海外市場，截至2025年3月已在30城市部署商業化車隊，包括無人計程車、無人巴士及無人掃街車。車隊規模已達到1,300輛，而當中三分之一於海外部署。而文遠知行亦是全球唯一一家在7個國家取得自動駕駛營運許可的公司，反映文遠知行推動海外無人駕駛計程車的能力及野心，受市場認可。

■ 與海外平台合作，快速拓展無人計程車業務

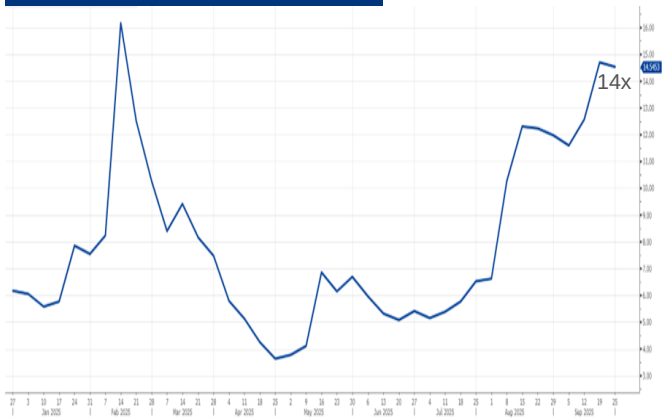
文遠知行與Uber及Grab展開戰略合作，透過Uber App和Grab平台快速部署Robotaxi服務，由平台方承擔車隊運營管理，有助縮短產品上市時程，讓WeRide專注於核心自動駕駛技術的研發。管理層預計明年將新增數千輛自動駕駛車並投入運營，隨著車隊規模擴大及硬體與服務收入持續增長，自動駕駛計程車業務將穩居公司主要收入來源。

資料來源：Bloomberg

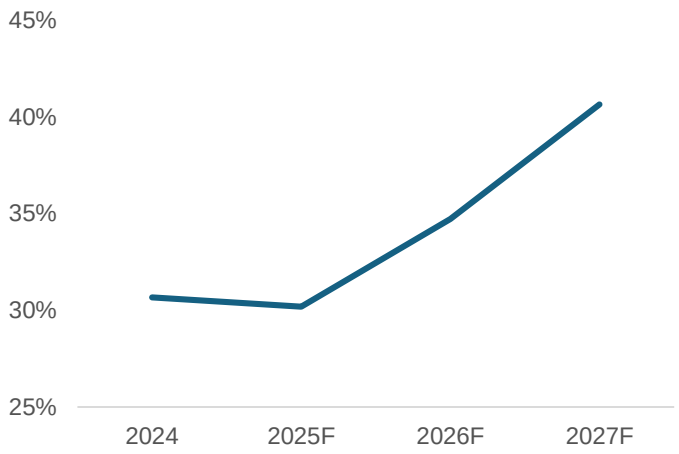
財務數據

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
收入 (人民幣 億)	4.02	3.61	6.54	15.3	41.5
按年增長 (%)	-23.8	-10.1	81.3	133.8	171.5
每股盈利(人民幣)	-2.05	-2.64	-1.39	-2.38	0.3
按年增長 (%)	-	-	-	-	-
現金及現金等價物 (人民幣 億)	16.6	42.7	22.7	21.2	10.3

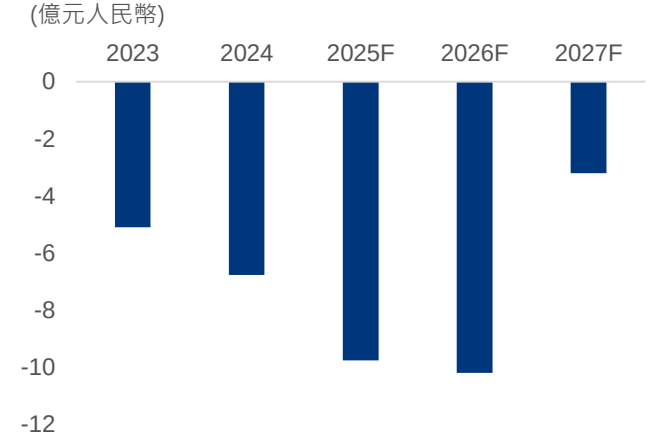
預期市銷率 (P/S)



毛利率 (%)



自由現金流



小馬智行(PONY)

收盤價	US $21.31	目標價	不予評價

公司簡介

Pony.ai, Inc.專為自動駕駛而設計。其軟件演算法和基礎設施使車輛能夠感知周圍環境，預測其他車輛的行為，並相應地進行操作。

公司特色

■ 走向輕資產模式

小馬智行與豐田中國及廣汽豐田共同設立合資公司，以推動無人駕駛計程車(RoboTaxi)商業化。長遠小馬智行將走向輕資產模式營運，主要提供技術支援及行程營運；而車廠則擁有車隊資產。在商業化上，目前小馬智行正在採用雙軌並行模式，擁有自家應用程式「PonyPilot」及接入協力廠商叫車平台，以擴大更廣闊的客戶接觸面。整體來說，小馬智行以收取乘客車費分成及自動駕駛解決方案和運營技術支援所收取的服務費為主要收入來源。

■ 首個持有中國所有一線城市的無人駕駛許可

小馬智行為中國首家取得所有一線城市無人駕駛許可的公司，目前在廣州已投入24小時全天侯營運。至於海外部署方面，正在與杜拜、韓國及盧森堡展開海外試點。目前已投入營運的無人計程車數為400輛，年底前公司會將規模擴展至1000輛 。

■ 與全國最大貨運企業推動RoboTruck商業化

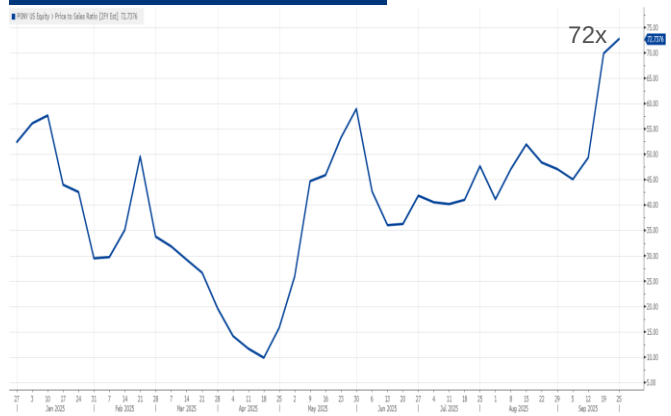
小馬智行為中國首家企業獲得跨省RoboTruck測試許可持有人。小馬智行正在與三一重工合作生產重卡並共同開發無人駕駛貨車平台。目前正在與中國最大的貨運公司中外運合作推動RoboTruck商業化，目前已經有190輛樞紐對樞紐(hub-to-hub)運輸服務。貨運自動化能透過減少勞動與燃料成本，降低約50%長途運輸總成本，有助解決司機短缺與提升物流效率。這一業務將成為小馬智行長期重要增長動力。

資料來源：Bloomberg

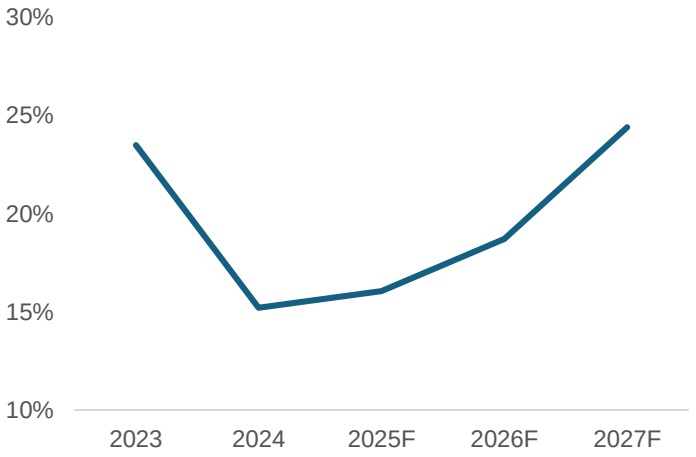
財務數據

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
收入 (美元 億)	0.71	0.75	0.82	1.05	2.01
按年增長 (%)	5.14	4.35	9.27	28.48	91.24
每股盈利 (美元)	-1.32	-1.34	-0.55	-0.53	-0.5
按年增長 (%)	-	-	-	-	-
資本支出 (美元 百萬)	-	11.4	49.8	38.2	51.6

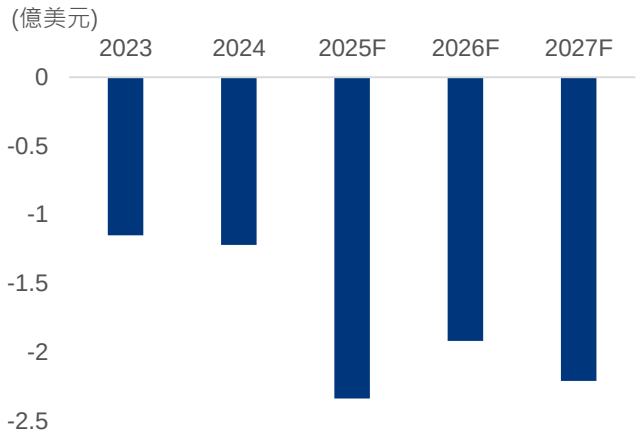
預期市銷率 (P/S)



毛利率 (%)



銷售成本開支及佔比



美股

核電成爲美國戰略發展目標之一

- 聯儲局主席鮑威爾在公開演講中表示，在上週減息后，聯儲局的政策立場仍然略有限制。 聯儲局的政策將根據未來數據、不斷變化的前景和風險平衡來確定適當的立場。 在問答環節，他警告稱，從許多指標看，目前美股的估值相當高。
- 美國8月核心PCE按月增長0.2%，符合市場預期，與前值持平；按年增長2.9%，符合市場預期，與前值持平。
- 美國經濟在2025年第二季年化成長3.8%，高於第二次預估的3.3%，並創下自2023年第三季以來的最佳表現。
- 美國8月耐用品訂單月增2.9%，達3,121億美元，扭轉7月經修正後的-2.7%，且優於市場預期的-0.3%。
- 美國8月成屋銷售較前月小幅下降0.2%，以季節性調整後年率計算為400萬戶，維持前一個月的增長趨勢，並優於市場預期的395萬戶。
- 在今年5月美國總統特朗普發布行政命令，要求到2050年將美國核電總裝機容量從目前的約100 GW提升至400 GW。這套行政命令還首次將AI數據中心列為關鍵國防設施，並指示能源部在2027年前建成並運行支援AI或其它關鍵基礎設施的先進反應堆。上週特朗普訪問英國時簽署核能合作協議，推動核電投資與小型模組化反應爐建設。受到該消息刺激，核電關鍵原料鈾價格重回上升趨勢。展望未來數年，核電發展成爲美國重點發展戰略之一，相關板塊中長期前景積極。

鈾期貨價格(美元/磅)

資料來源：Bloomberg，KGI整理

卡梅科(CCJ)

收盤價	US $85.58	目標價	US $100.0

公司簡介

卡梅科公司探索、開發、開採、精煉、轉化和製造鈾。該公司提供鈾作為核電反應堆發電的燃料。卡梅科在全球範圍內運營。

公司特色

- **鈾市場收緊，推動價格上漲**
  全球鈾需求預計到2030年將增長28%，到2040年將增長超過兩倍，這主要受到減碳目標、數據中心電力需求以及各國重新評估核能政策的推動。同時，預計在2030年之後的十年間，礦產供應將減半，突顯出即將出現的供應緊張。隨著鈾期貨價格突破每磅80美元，生產商下調產量，市場將供應不足，這將使卡梅科受益。
- **擴展至新市場**
  卡梅科通過從開採擴展到轉換和先進核技術來多元化其業務。與斯洛伐克電力公司新簽訂的2028-2036年合約確保了長期收入，同時加強了卡梅科作為中歐低碳電網供應商的角色。隨著美國和英國承諾在核能領域領導，目標是在2028年之前擺脫對俄羅斯燃料的依賴，卡梅科將從供應鏈的回流中受益。
- **政策助力和資本流入**
  美國支持的行政命令旨在將核能產能提高四倍，對鈾儲備的承諾以及支持核能的框架為鈾需求提供了基礎。同時，人工智慧驅動的能源需求正在重塑電力市場，核能成為唯一可擴展的無碳基載選擇。實體鈾基金持續吸納供應，增強了礦商的定價權，使卡梅科能夠利用不斷增長的客戶基礎上的高鈾價格需求。
- **第二季業績超預期**
  25財年第二季收入同比增長46.7%，達到8.77億美元，超出預期2.8871億美元。Non-GAAP每股盈餘為0.71美元，超出市場共識0.34美元。對於整個年度，該公司預計年鈾產量為2,240萬磅，年度JV Inkai購買配額為370萬磅，燃料服務部門的合併產品為1,300-1,400噸鈾。
- **估值共識**
  彭博12個月平均目標價為86.19美元，最高目標價為102美元，最低為62.4美元。

資料來源：Bloomberg, UxC Q2 Uranium Market Outlook, Cameco Corp.

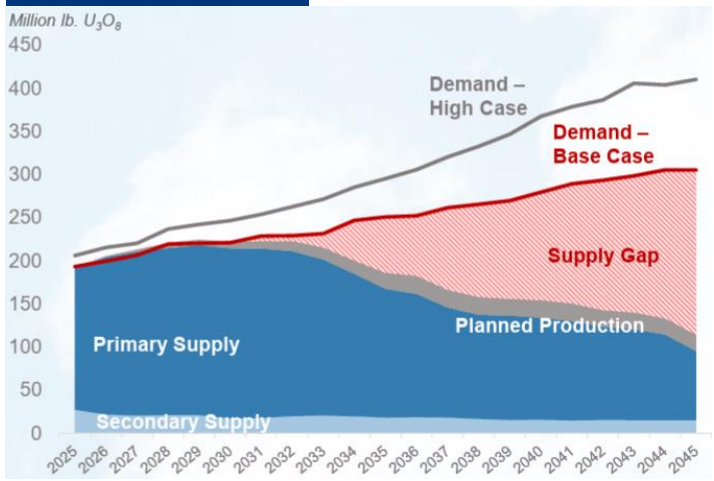
近一年股價走勢

財務數據

	2022	2023	2024	2025F	2026F
收入增長(%)	26.6	38.5	21.2	10.1	5.8
EBITDA比率(%)	10.3	20.2	24.8	54.1	59.4
EPS (加元)	0.35	0.83	0.58	1.57	2.09
淨利率(%)	7.7	14.0	8.1	20.1	26.5

資料來源：Bloomberg；2025至2026年為市場平均財務預估資料

鈾市場展望



PE和PB

Centrus Energy (LEU)

收盤價	US $305.35	目標價	US $350

公司簡介

Centrus Energy Corp 向核能產業提供核燃料和服務。該公司通過低濃縮鈾和技術解決方案兩個部門運營。低濃縮鈾部門由兩個組成部分組成：分離工作單位的銷售和鈾的銷售。技術解決方案部門為政府和私營部門客戶提供工程、設計和製造服務。該公司的大部分收入來自低濃縮鈾部門，在美國和其他國家擁有顯著的業務運營，主要從美國產生收入。

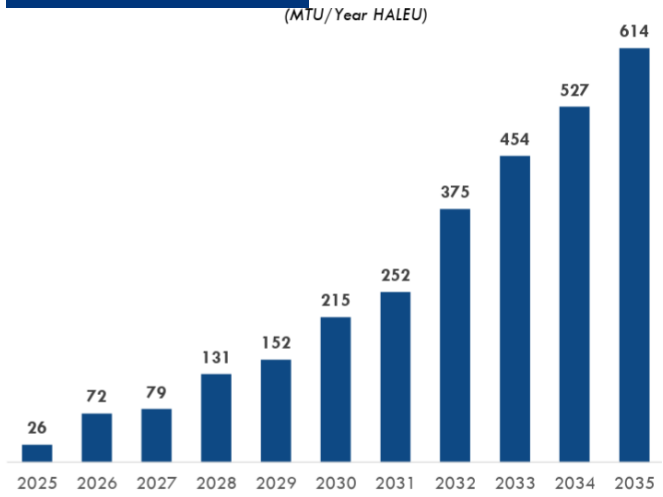
公司特色

- **合作探索潛在投資**
  Centrus Energy與韓國水力與核能公司 (KHNP)和 POSCO International 合作，探索擴展其位於俄亥俄州皮克頓的鈾濃縮設施的潛在投資。這一合作旨在加強美國與韓國的民用核能合作，同時追求低濃縮鈾(LEU)和高濃度低濃縮鈾(HALEU)的供應協議等機會。該倡議反映出對美國擁有的濃縮能力日益增長的需求，並為私人投資打開了大門，以多元化供應並增強核燃料市場的競爭。
- **在鈾生產中的競爭優勢**
  HALEU是濃縮至5-20%的U-235，被認為是下一代反應堆的重要燃料，包括小型模塊化設計，與傳統的低濃縮鈾相比，提供更高的效率和減少的廢物。Centrus具有獨特優勢，因為它是唯一獲得核能管制委員會許可生產HALEU的美國公司，使其在滿足這一新興需求方面處於領先地位，儘管面臨嚴格的許可和生產要求。
- **第二季業績同比略微下跌**
  2025財年第二季收下降18.3%至1.545億美元。淨收入輕微下降5.56%至2,890萬美元。基本每股盈餘在降至1.63美元，去年同期為1.89美元。截至2025年第二季度，該公司的總訂單積壓為36億美元，交貨截止日期延長至2040年。其中包括價值21億美元的低濃縮鈾銷售協議和9億美元的技術支持服務。
- **估值共識**
  彭博12個月平均目標價為244.62美元，最高目標價為310美元，最低為108美元。

資料來源：Bloomberg, Nuclear Energy Institute (NEI), Centrus Energy

近一年股價走勢

HALEU 預期需求

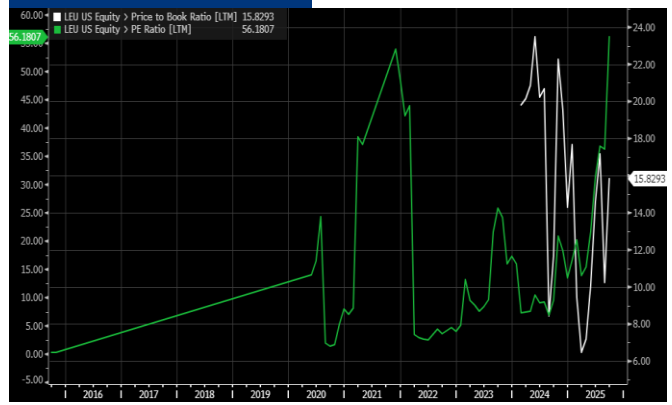


財務數據

	2022	2023	2024	2025F	2026F
收入增長(%)	-1.5	9.0	38.0	4.6	8.8
EBITDA比率(%)	24.0	19.7	13.6	20.6	18.0
EPS (美元)	3.41	5.62	4.48	4.55	3.94
淨利率(%)	17.4	27.2	16.6	18.1	14.4

資料來源：Bloomberg；2025至2026年為市場平均財務預估資料

PE和PB



台股

台股續創歷史新高後拉回，惟多方架構仍未改變

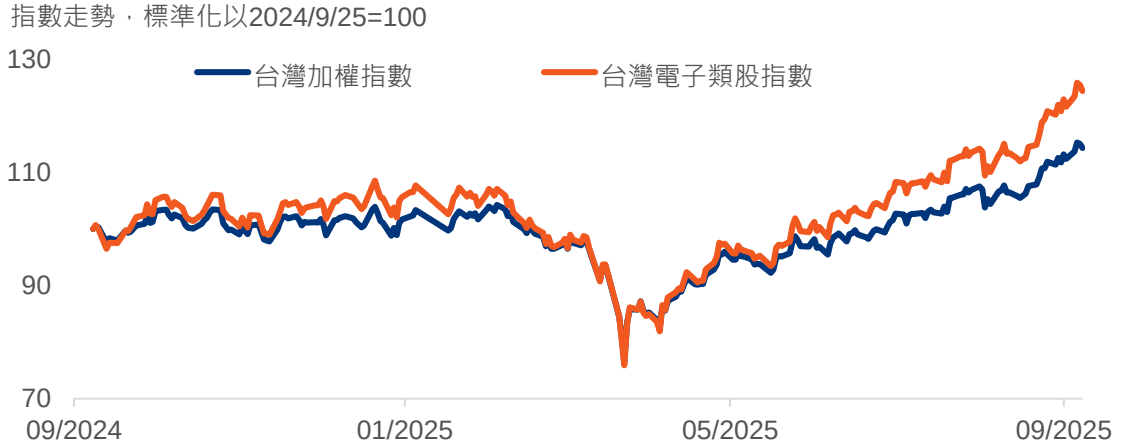
▶ 台股帶量跳空，短線恐將步入高檔震盪

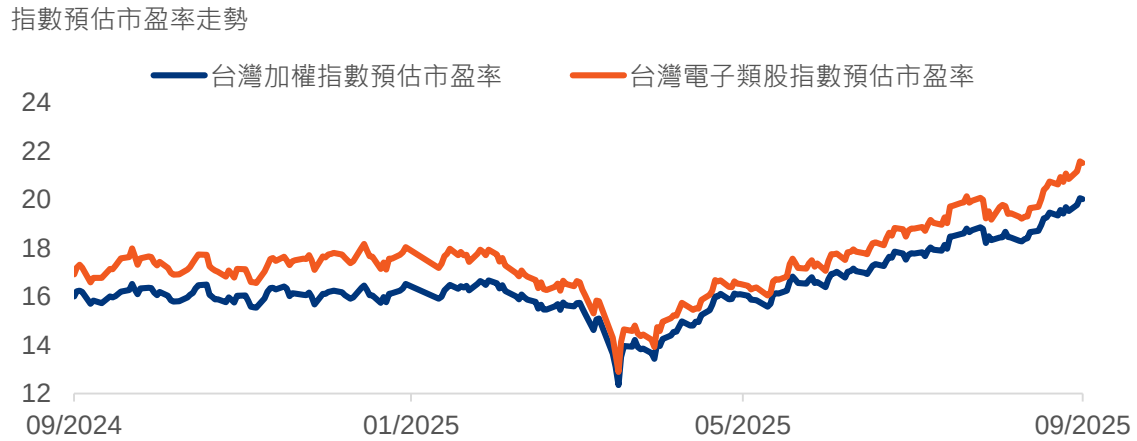
大盤持續創高後容易進入震盪格局。就技術面觀察，上週二台股價漲量增，跳空創歷史新高。然而，週四隨後開低走低，週五終場收跌，若近期量能無法回到20日均量之上，台股後續走勢將類似過去一週的高檔震盪整理格局。預料在9月11日帶量長黑棒低點25,174沒有失守前，台股多頭格局或將延續。

▶ 電子主流延續，聚焦半導體題材相關個股

觀察台股盤面結構，電子持續扮演盤面主軸，權值電子普遍維持多頭架構，個別族群聚焦半導體封測材料、記憶體相關、被動元件、光通訊、載板。金融股穩健盤堅，有助於盤勢維持多頭不變。9月18日開始的國防航太展聚焦無人載具產業。因此，非金電焦點在整理過後轉強的軍工航太，尤其無人機相關個股。近日盤面偏重個股表現，即使同族群表現差異極大，操作上可先關注利多題材發酵且股價回檔守住短期均線或經過整理表態轉強突破壓力相關個股。

台灣加權指數與台灣電子類股走勢及預估市盈率





資料來源：Bloomberg，KGI整理

東元(1504 TT)

公司簡介

東元電機股份有限公司(Teco Electric & Machinery Co., Ltd.)製造家用電器、工業馬達，以及智慧卡。該公司生產冷氣機、冰箱、洗衣機、電視、烘乾機、單相馬達、三相馬達、變流器、旋轉式壓縮機、步進馬達、齒輪馬達，以及發電機。

公司近況

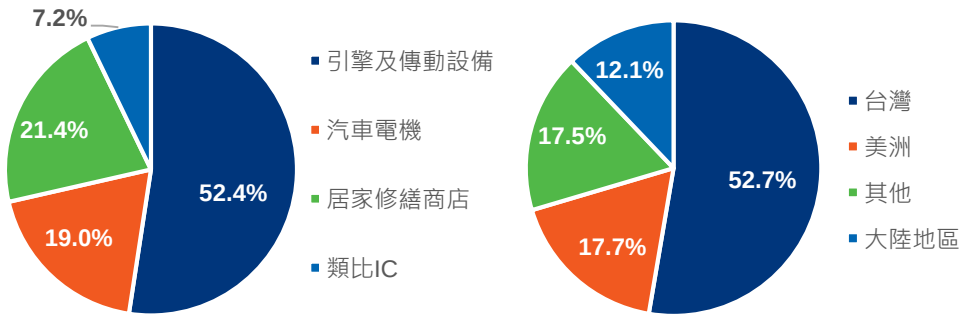
- **公司與鴻海結盟，有望跨足星際之門計畫**

  東元與鴻海合作將聚焦美國星際之門計畫，規劃2029年前資料中心建置總規模達10GW，其中5.5GW由Softbank(日)主導，而鴻海已與Softbank於Ohio成立合資公司用於生產相關設備，預期將顯著提升鴻海得標機會，並有望取得大多數訂單。

- **美國資料中心業務將於2H26逐步貢獻營收**

  Stargate未來將逐漸採用模組化資料中心，隱含未來鴻海須連帶機電設備一同出貨。而由於鴻海入股東元10%股權，凱基投顧認為高機率會將機電相關設備及工程委由東元承攬，推估該專案將於2H26陸續貢獻營收。

營收來源及區域佔比



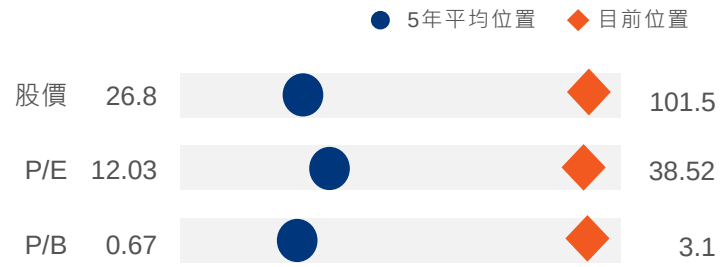
資料來源：Bloomberg

財務數據

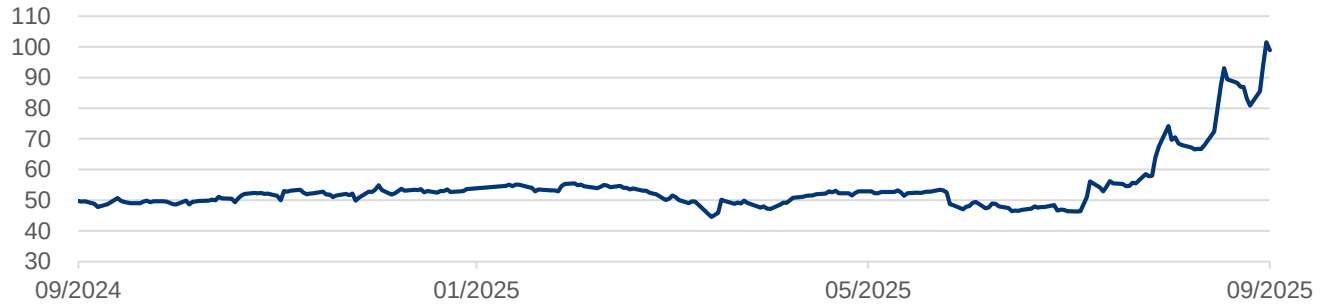
	2022	2023	2024	2025F	2026F
EPS (新台幣)	2.76	2.73	2.78	4.93	8.95
EPS 成長率(%)	68.6	-1.1	1.6	77.4	81.6
P/E	30.9	31.3	30.8	17.4	9.6
ROE (%)	7.3	7.4	7.7	14.5	23.9

資料來源：公司資料，凱基投顧預估

評價區間



近一年價格



迄2025年9月25日	1週	1個月	3個月	6個月	YTD	1年
期間報酬率(%)	19.01	33.29	105.61	95.84	89.46	98.99

聯鈞(3450 TT)

公司簡介

聯鈞光電股份有限公司主要經營電子零組件製造，零售及批發。

公司近況

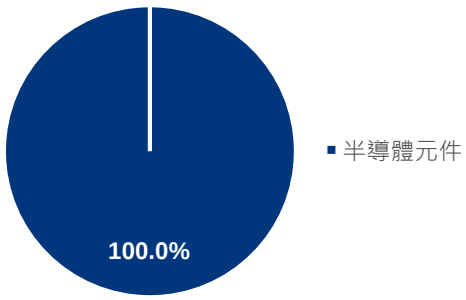
■ 3Q25-4Q25拉貨逐漸改善，COS業務持續成長

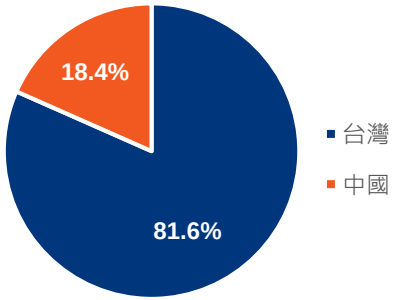
凱基投顧認為聯鈞之美系雲平台客戶將於3Q25-4Q25逐漸回復拉貨，聯鈞目前有足夠成品與在製品庫存，可因應客戶需求回升。而COS相關業務則受惠客戶對於雷射封裝相關需求持續增加，產能將於4Q25增至4Q24約3至4倍。

■ 2026年展望逐漸明朗

凱基投顧認為聯鈞COS相關業務受惠多家美系光通訊相關客戶對雷射封裝需求強勁，將於2026年進一步顯著擴張產能並驅動該業務相關營收與毛利率成長。而子公司源傑之800G光收發模組也將逐漸開始出貨並挹注營收與獲利。調整聯鈞2026年營收預估至137 億元，每股盈餘調整至11.97元。

營收來源及區域佔比





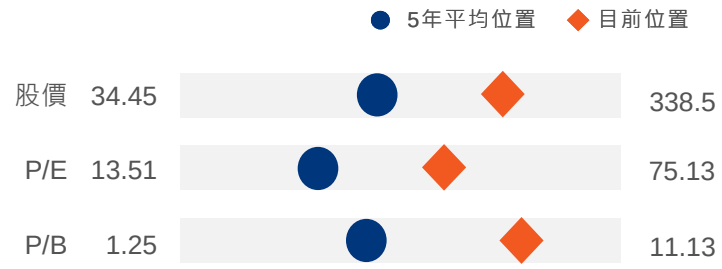
資料來源：Bloomberg

財務數據

	2022	2023	2024	2025F	2026F
EPS (新台幣)	1.32	-0.52	3.82	6.72	11.97
EPS 成長率(%)	-48.3	-139.7	0.0	75.8	78.2
P/E	27.84	N.A.	75.13	42.82	25.67
ROE (%)	4.8	2.0	13.5	21.3	34.6

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9月25日	1週	1個月	3個月	6個月	YTD	1年
期間報酬率(%)	20.80	31.88	28.17	-1.44	-4.88	44.44

基金/ETF AI巨頭資本開支龐大，估值高，尋找周邊機遇

▶ 摩根太平洋科技

- 聚焦於中國、日本、台灣、印度、韓國等亞太科技股，捕捉各地區的領先科技企業的增長潛力，適合一些尋找美國以外的科技行業的投資者。
- 採取由下而上精選亞洲領導科技品牌，為市場少數鎖定亞洲科技股的基金之一。
- 前10大持股佔整體投資組合約36%，前3大持股包括騰訊、台積電和SK海力士等龍頭企業。

商品名稱	摩根太平洋科技基金	
特色	■ 該基金聚焦於中國、日本、台灣、印度、韓國等地的亞太科技股，這些地區的科技公司在全球供應鏈中扮演關鍵角色，成長潛力高 ■ 摩根資產管理擁有全球研究團隊，能提供跨市場、跨產業的深入分析，協助基金經理人做出更精準的投資決策，提供穩健的投資策略與風控機制	
規模	6.63億美元	
3M/YTD報酬	28.33% / 37.39%	
行業分布(%)	資訊科技 通訊服務 工業 非必需消費 金融	41.9 25.7 14.8 9.8 5.7
前五大國家分布(%)	中國 日本 臺灣 印度 新加坡	33.3 25.4 12.3 7.8 6.5
前五大持股(%)	騰訊控股 台灣積體電路製造股份有限公司 SK海力士半導體公司 任天堂株式會社 冬海集團	5.8 5.5 4.9 4.1 3.9

資料來源：Bloomberg，KGI整理，2025年9月23日

摩根太平洋科技基金

簡介

本基金旨在透過一個主要(即將其總資產淨值至少70%)投資於在太平洋地區(包括日本)之科技公司(包括但不限於與科技、媒體及通訊服務有關之公司)之證券之投資組合，為投資者提供長遠資本增值。

■ 專注亞太科技市場，掌握成長動能

相異於多數科技基金偏重美國市場，該基金聚焦於中國、日本、台灣、印度、韓國等地的亞太科技股，這些地區的科技公司在全球供應鏈中扮演關鍵角色，成長潛力高

■ 資產管理品牌信任

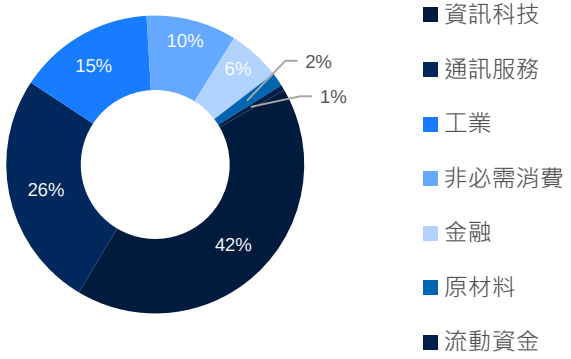
摩根資產管理擁有全球研究團隊，能提供跨市場、跨產業的深入分析，協助基金經理人做出更精準的投資決策，提供穩健的投資策略與風控機制

■ 持股分散

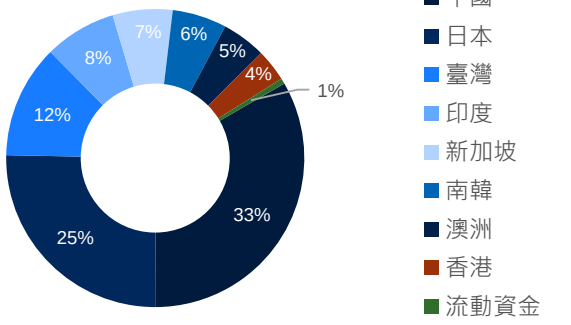
該基金投資於多個太平洋地區國家，前十大持股比重約36%，單一持股不高於10%，投資分散有助降低個別企業及區域集中的風險

成立日	1997年8月15日	**規模**	6.63億美元
晨星類別	產業股票-科技	**基金分類**	股票型
晨星評等	★★	**3年標準差(年化)**	26.26%

行業分布



國家分佈



前5大投資標的(%)

騰訊控股	5.8
台灣積體電路製造股份有限公司	5.5
SK海力士半導體公司	4.9
任天堂株式會社	4.1
冬海集團	3.9

近三年淨值

迄2025年9月23日	1個月	3個月	YTD	1年	2年	3年
美元累積報酬率(%)	11.17	28.33	37.39	43.64	66.75	77.23
同類型排名四分位	1	1	1	1	2	3

資料來源：摩根基金(亞洲)基金月報、Morningstar ，報酬率截至2025年9月23日，月報截至2025年7月31日；資料採用級別：(累計)美元類別

債券 聯儲局正式啟動減息利好債券，可考慮持續配置優質債券

► CKHH 4.25 09/26/30 (長江和記實業有限公司)(美元計價)

- 此債券由長江和記實業有限公司(1 HK)擔保，為恒生指數成份股之一。公司擁有地理位置多元化的投資組合，業務遍及多個發達司法管轄區。根據2024年上半年按業務分部的EBITDA，基礎設施佔(28%)，其次是電信(22%)、港口及相關服務(15%)和零售(14%)。公司報告上半年普通股東應佔基礎利潤為113億港元，同比增長11%。

- 公司擁有充足的現金水平以應對短期債務(現金及等價物的價值為約1,300億港元，而當前短期債務部分為約190億港元)。此外，公司實行審慎的財務控制，淨債務/EBITDA比率從2022年至2025年上半年均穩定保持在約4倍以下。

- 該債券被三大國際信貸評級機構穆迪、標準普爾和惠譽評為A2/A/A-的高評級。此外，鑑於優質亞洲區債券發行量較小，或提供較佳的技術性支持。

商品名稱	CKHH 4.25 09/26/30 (長江和記實業有限公司)(美元計價)
ISIN	USG21913AA93
特色	鑑於優質亞洲區債券發行量較小，或提供較佳的技術性支持
到期日	2030年9月26日
下一贖回日	2030年8月26日
配息(%)	固定/4.25/每半年
幣別	USD
距到期年	5.01
債券信評 (穆迪/惠譽/標普)	A2/A-/A
順位	優先無擔保
YTM/YTC (%)	4.31/4.31

資料來源：Bloomberg，KGI整理

長和(CKHH 4.25 09/26/30)

簡介

此債券由長江和記實業有限公司(1 HK)擔保，為恒生指數成份股之一。公司擁有地理位置多元化的投資組合，業務遍及多個發達司法管轄區。根據2024年上半年按業務分部的EBITDA，基礎設施佔(28%)，其次是電信(22%)、港口及相關服務(15%)和零售(14%)。

介紹理由

- 公司報告上半年普通股東應佔基礎利潤為113億港元，同比增長11%。
- 此外，公司擁有充足的現金水平以應對短期債務(現金及等價物的價值為約1,300億港元，而當前短期債務部分為約190億港元)。此外，公司實行審慎的財務控制，淨債務/EBITDA比率從2022年至2025年上半年均穩定保持在約4倍以下。
- 該債券被三大國際信貸評級機構穆迪、標準普爾和惠譽評為A2/A/A-的高評級。此外，鑑於優質亞洲區債券發行量較小，或提供較佳的技術性支持。

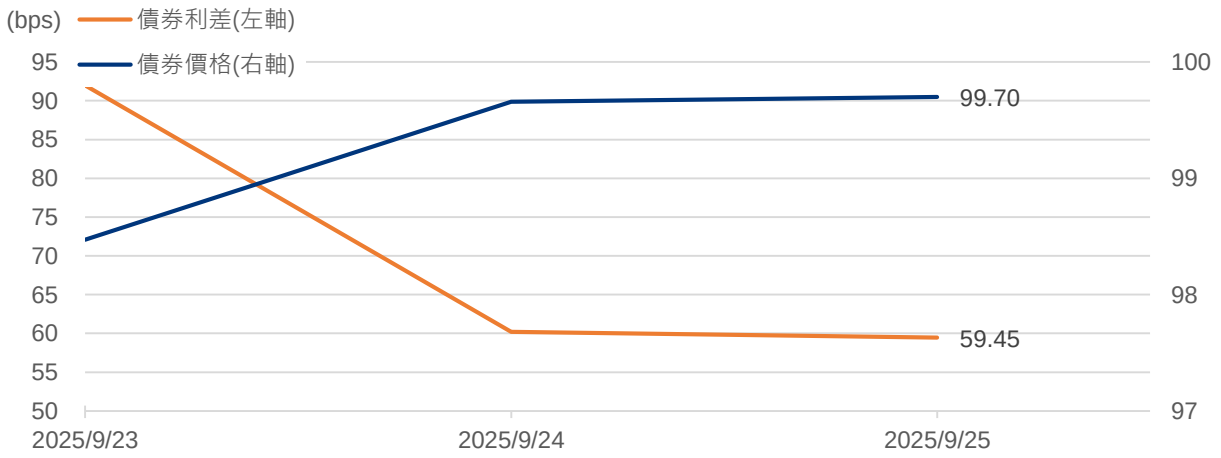
財務指標	2022	2023	2024
EBITDA獲利率(%)	20.30	24.43	23.19
自由現金流量(億美元)	41.92	38.02	43.39
淨債務/EBITDA比率	4.03	3.20	3.08

資料來源：Bloomberg，2025年9月25日

標的資訊

標的名稱	CKHH 4.25 09/26/30	ISIN	USG21913AA93
到期日	2030年9月26日	距到期年	5.01
配息(%)	固定/4.25/每半年	YTM/YTC(%)	4.31/4.31
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)	A2/A-/A	債券順位	優先無擔保

價格(新發行)



附錄 重要經濟數據 / 事件

SEP 2025

22 Monday
- 歐元區9月消費者信心指數初值 (實際:-14.9 預估:-15.0 前值:-15.5)

23 Tuesday
- 美國9月標普全球製造業PMI初值 (實際:52.0 預估:52.2 前值:53.0)
- 美國9月標普全球服務業PMI初值 (實際:53.9 預估:54.0 前值:54.5)
- 歐元區9月HCOB製造業PMI初值 (實際:49.5 預估:50.7 前值:50.7)

24 Wednesday
- 美國8月營建許可終值 (實際:1,330k 預估:1,312k 前值:1,362k)
- 日本9月標普全球製造業PMI初值 (實際:48.4 前值:49.7)
- 日本8月工具機訂單年增率終值 (實際:8.5 前值:3.6)

25 Thursday
- 美國上週首次申請失業救濟金人數 (實際:218k 預估:233k 前值:232k)
- 美國第二季GDP季增年率終值 (實際:3.8% 預估:3.3% 前值:-0.6%)
- 美國8月耐久財訂單月增率初值 (實際:2.9% 預估:-0.3% 前值:-2.7%)

26 Friday
- 美國8月PCE年增率 (預估:2.7% 前值:2.6%)
- 美國8月核心PCE年增率 (預估:2.9% 前值:2.9%)
- 美國9月密大消費者信心指數終值 (預估:55.4 前值:58.2)
- 日本9月東京CPI年增率 (實際:2.5% 預估:2.8% 前值:2.5%)

OCT 2025

29 Monday
- 歐元區9月消費者信心指數終值 (前值:-15.5)

30 Tuesday
- 美國8月JOLT職缺 (預估:7,100k 前值:7,181k)
- 美國9月經濟諮詢委員會消費者信心 (預估:95.8 前值:97.4)
- 日本8月工業生產月增率初值 (預估:-0.8% 前值:-1.2%)
- 日本8月零售銷售月增率 (預估:1.2% 前值:-1.6%)
- 中國9月製造業PMI (預估:49.6 前值:49.4)
- 中國9月服務業PMI (預估:50.2 前值:50.3)

1 Wednesday
- 美國9月ADP就業變動 (預估:50k 前值:54k)
- 美國9月標普全球製造業PMI終值 (前值:53.0)
- 美國9月ISM製造業PMI (預估:49.2 前值:48.7)
- 日本9月標普全球製造業PMI終值 (前值:49.7)
- 歐元區9月HCOB製造業PMI終值 (前值:50.7)
- 歐元區9月CPI年增率初值 (前值:2.0%)

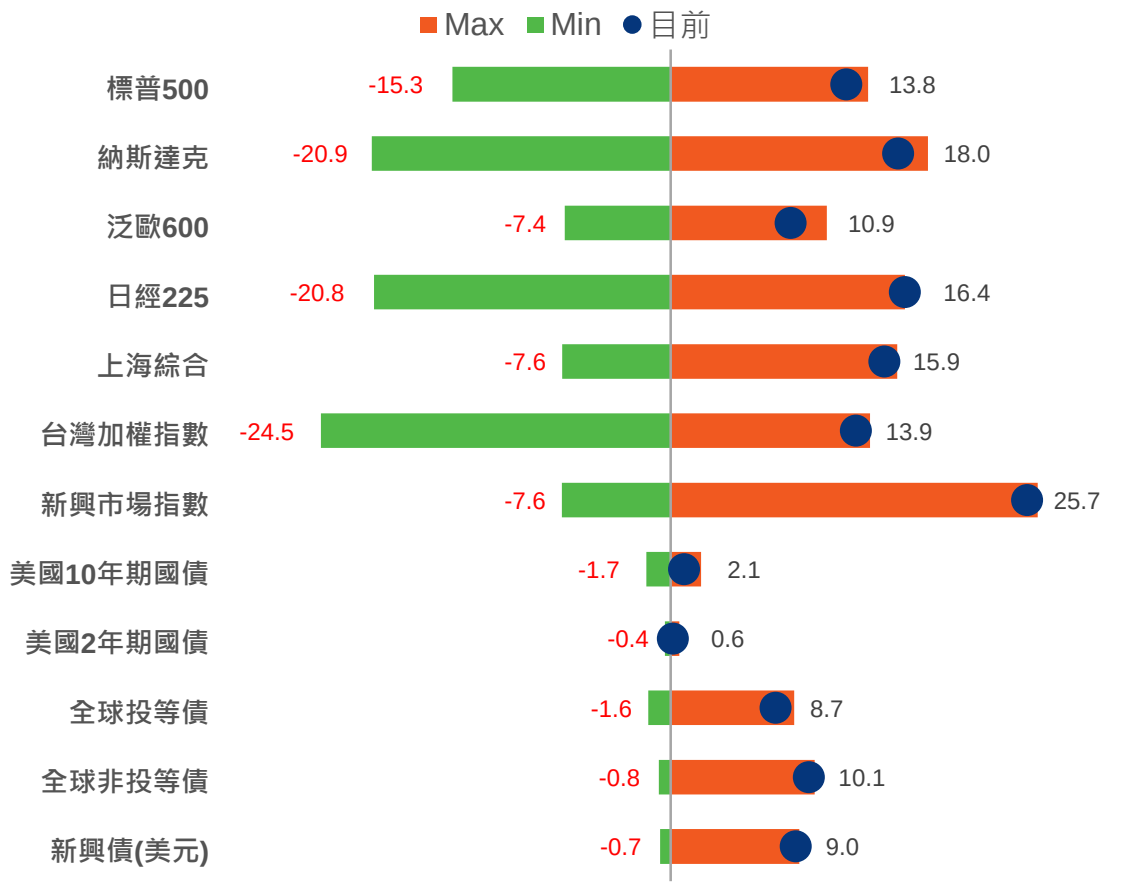
2 Thursday
- 美國上週首次申請失業救濟金人數 (前值:218k)
- 美國8月耐久財訂單月增率終值 (前值:-2.7%)
- 歐元區8月失業率 (前值:6.2%)

3 Friday
- 美國9月非農業就業人口變動 (預估:50k 前值:22k)
- 美國9月失業率 (預估:4.3% 前值:4.3%)
- 美國9月ISM服務業PMI (預估:52.0 前值:52.0)
- 日本8月失業率 (預估:2.4% 前值:2.3%)
- 日本8月求才求職比率 (預估:1.22 前值:1.22)
- 歐元區8月PPI年增率 (前值:0.2%)

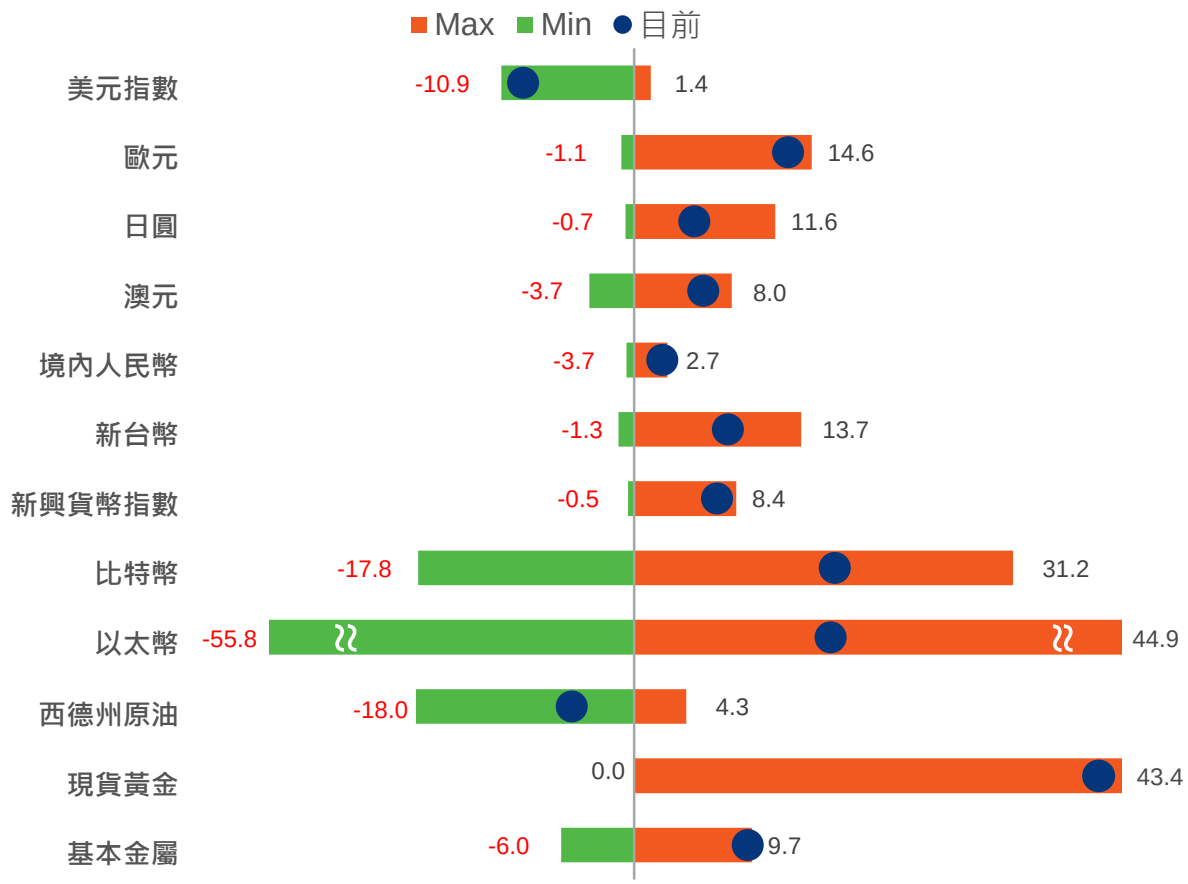
資料來源：Bloomberg

年至今主要市場/資產表現

股、債市場YTD表現(%)



貨幣、原材料市場YTD表現(%)



資料來源：Bloomberg，2025年9月26日

技術分析

60日線

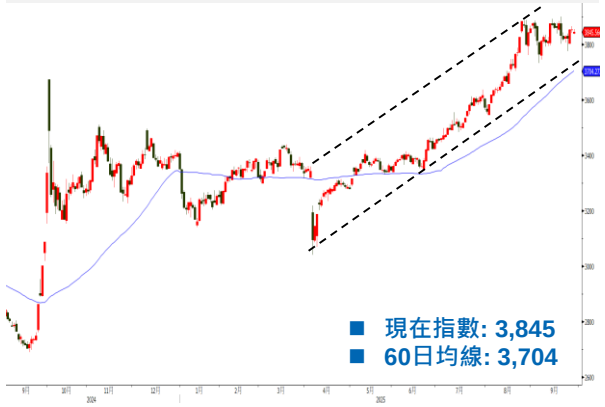
標普500指數

納斯達克指數

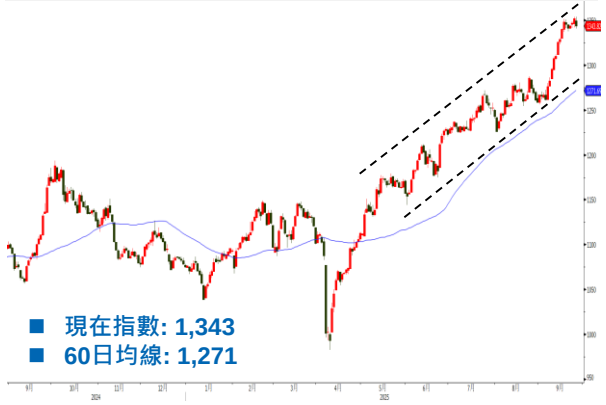
泛歐600指數

日經225指數

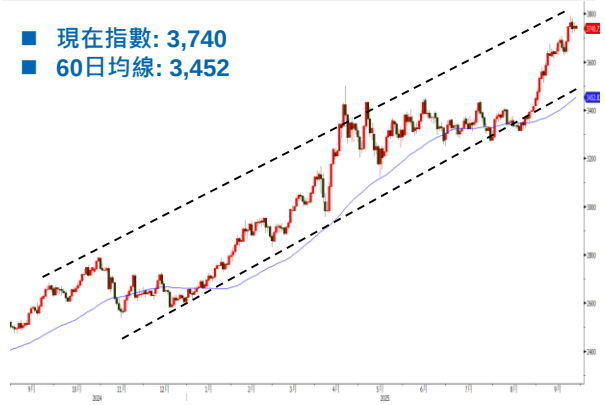
上海綜合指數



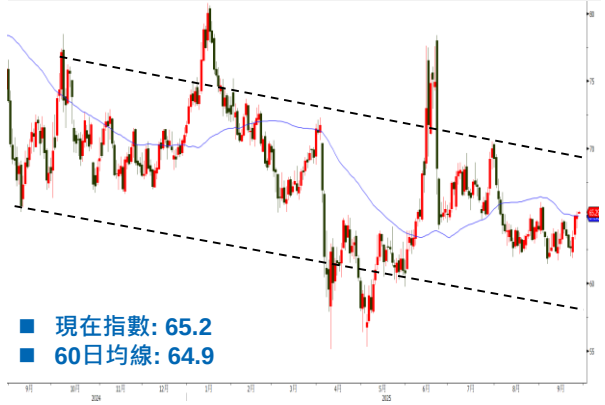
新興市場指數



黃金



西德州原油



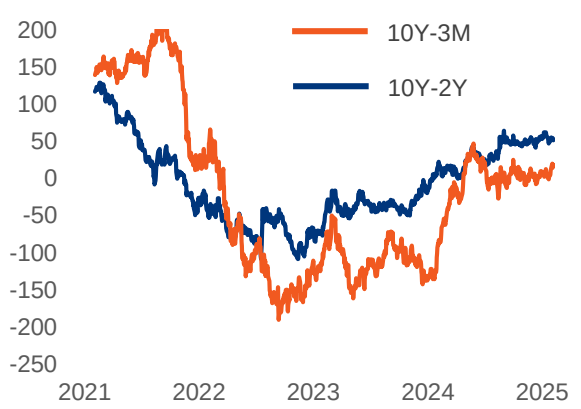
資料來源：Bloomberg，2025年9月26日

市場觀測

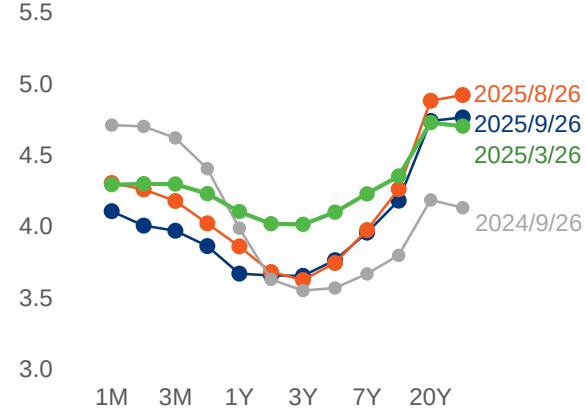
美國消費物價指數年增率(%)

美國10年期國債孳息率(%)

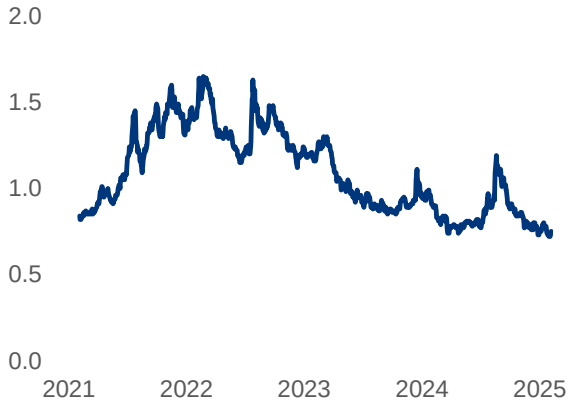
美國國債息差(bps)



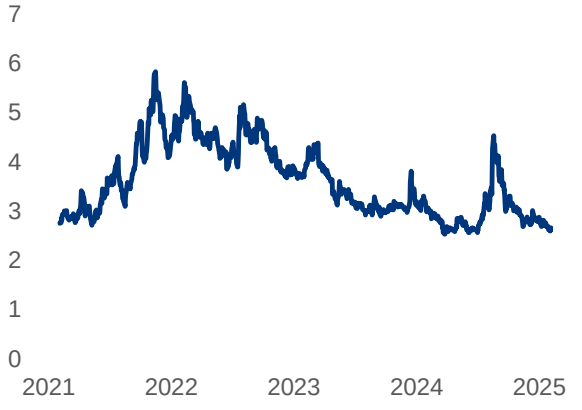
美國國債孳息率曲線(%)



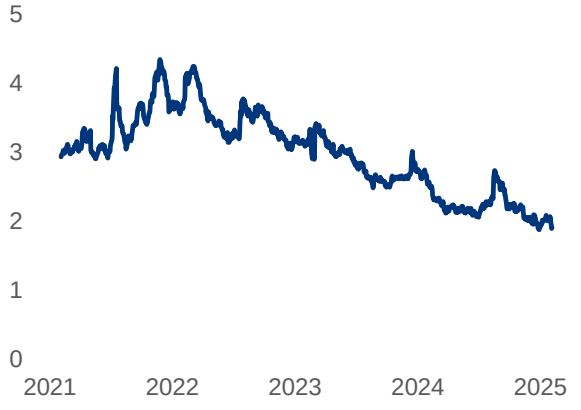
美元投資級公司債息差(%)



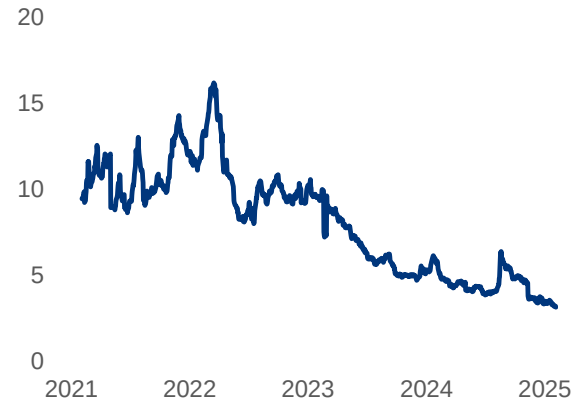
美元非投資等級債息差(%)



美元新興市場債息差(%)



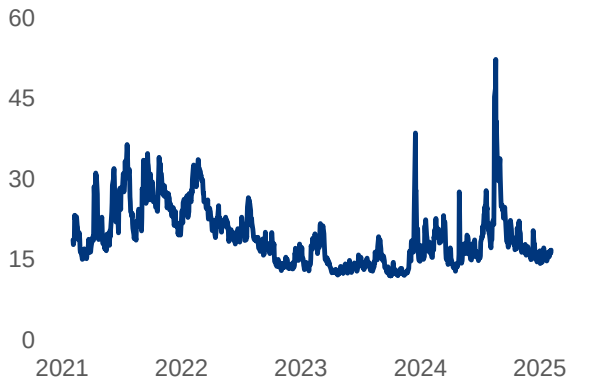
美元亞洲非投資級債息差(%)



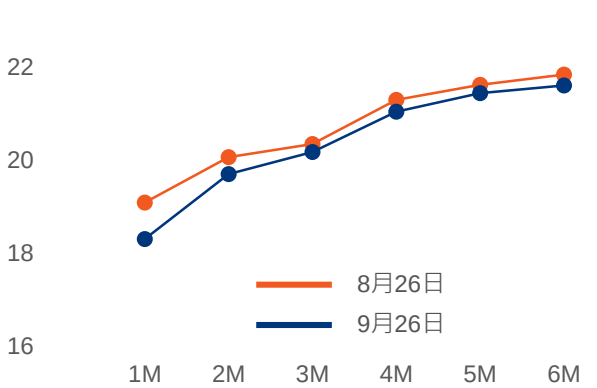
資料來源：Bloomberg，2025年9月26日

市場觀測

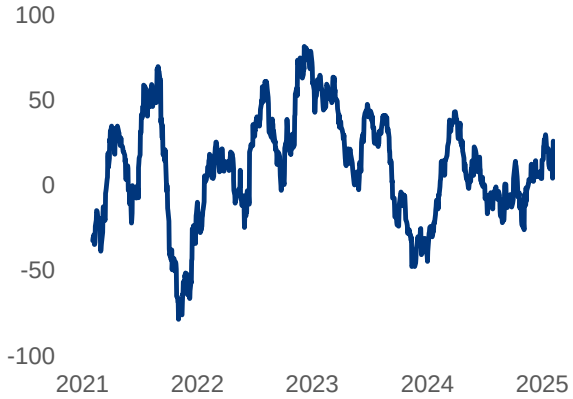
VIX指數



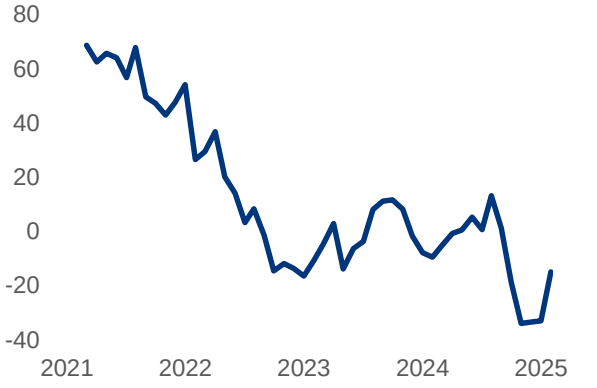
VIX期間結構



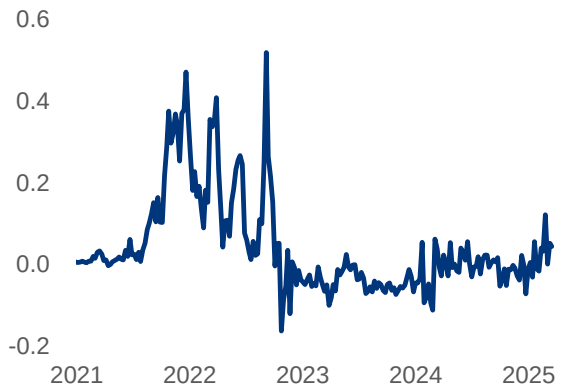
美國花旗經濟驚奇指數*



美國花旗通脹驚奇指數*

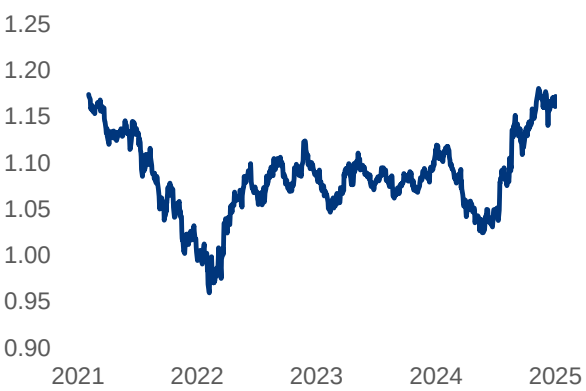


TED息差(bps)



美元指數

歐元兌美元



美元兌日圓

資料來源：Bloomberg，2025年9月26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，投資者應就該要約審慎行事。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。

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。