



CIO Office 投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

偏好中長債

Favor Mid -To-Long Term Bonds

5 January 2026

01

CIO Insights

2026年關注3M現象

02

本週焦點圖表

全年美國關稅升，收入增，
但超長期債息仍高企



03

市場回顧

2025年最後一週：美股表現
平淡，歐股相對靠穩



04

熱門議題

貿易戰令市場動盪，
但恐慌時期成理想買入點



05

投資焦點

減息環境下短債回報將下跌，
中長年期債作長線佈局



06

理財產品

精選港股/中概股、台股、基金/ETF

2026年關注3M現象

► 多極化加劇(Multipolarity Deepening)

儘管美中之間達成短期貿易休戰，兩邊關係仍恐如過山車般起伏，談判反覆拉鋸。在全球貿易日益碎片化的格局下，通脹料將持續高企。

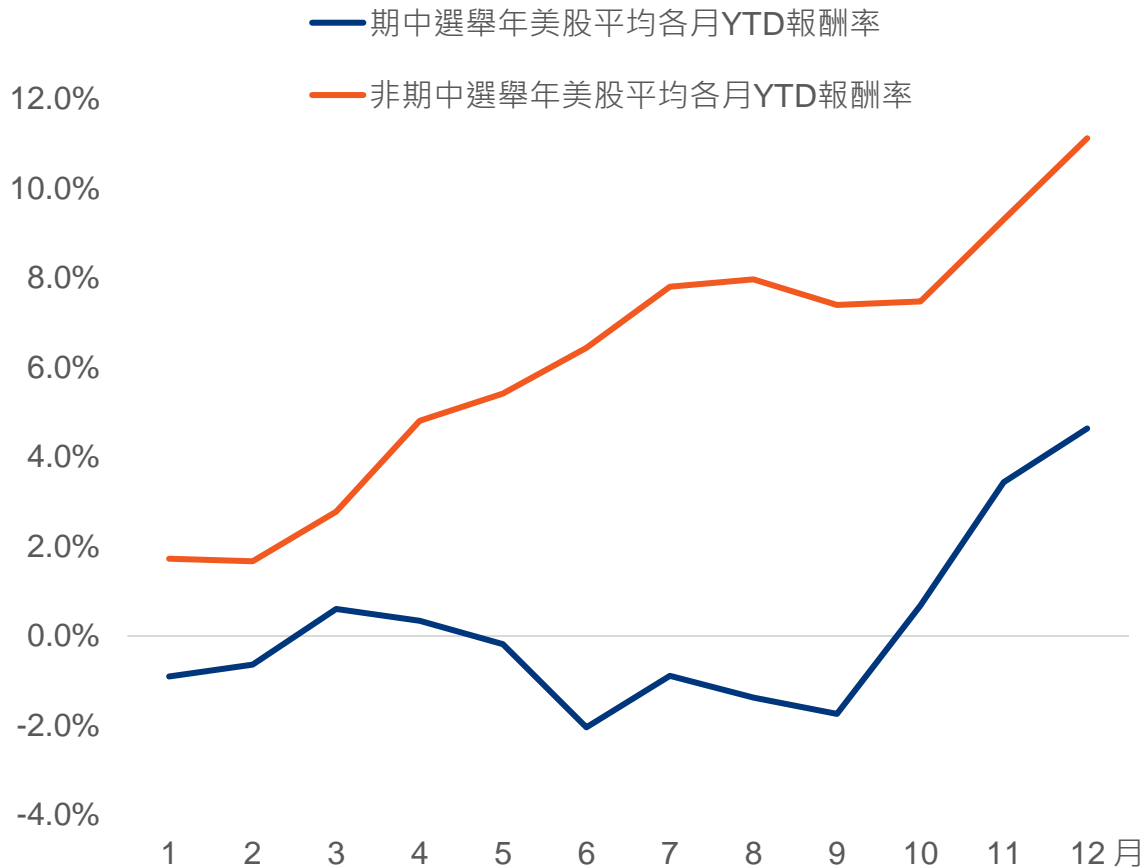
► 期中選舉影響(Midterms Impact)

隨特朗普政府的支持率正在下跌，共和黨掌控眾議院的機率恐受影響。從歷史數據觀察，期中選舉往往會伴隨相對疲弱的市場表現，主因在於執政黨通常面臨挫折。

► 干預聯儲局(Meddling in the Fed)

市場預期2026年聯儲局減息將略多於兩次(每次25個基點)。新任主席輪替意味利率政策或將更偏鴿派。然通脹走勢仍是最大變數。若較低成本的進口庫存於2026年耗盡，利率走勢恐不如預期般樂觀。

期中選舉當年美股表現震盪，但接近選舉將有反彈



焦點圖表

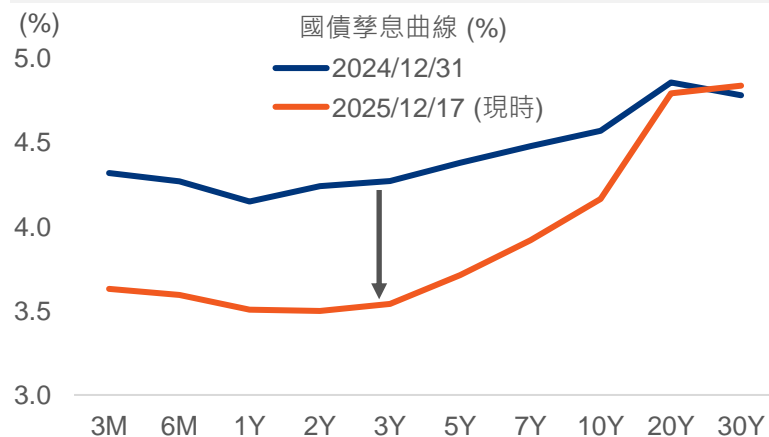
全年美國關稅升、收入增，但超長期債息仍高企

- ▶ **美國有效關稅升至17%**，年內關稅率急劇轉向，年底水平仍是1930年代以來最高，全球供應鏈因而出現變化。關稅預期拖累GDP增長0.3個百分點，但AI投資增加抵銷負面影響。關稅為美國帶來逾2,000億美元收入，佔政府總收入4%，而2024年為2%。
- ▶ **聯儲局再度減息**，全年合共減75基點，並於12月結束縮表，確保市場有足夠流動性。核心商品佔CPI不高，關稅對物價影響是一次性，局方未有因而維持鷹派。美國10年以內的債息普遍下滑，然而超長年期債息仍於高位維持，孳息曲線因而變陡。至於其他央行如歐元區、英國等都有不同幅度的減息，日本則加息脫離超寬鬆環境。
- ▶ **美國國債市場轉趨平靜** – 美國再次進入減息週期，債息下滑，今年國債整體總回報不錯。美銀美林MOVE指數反映美債期貨波動程度，類似標普500對應VIX指數，今年也逐步回落至近4年來的低位。

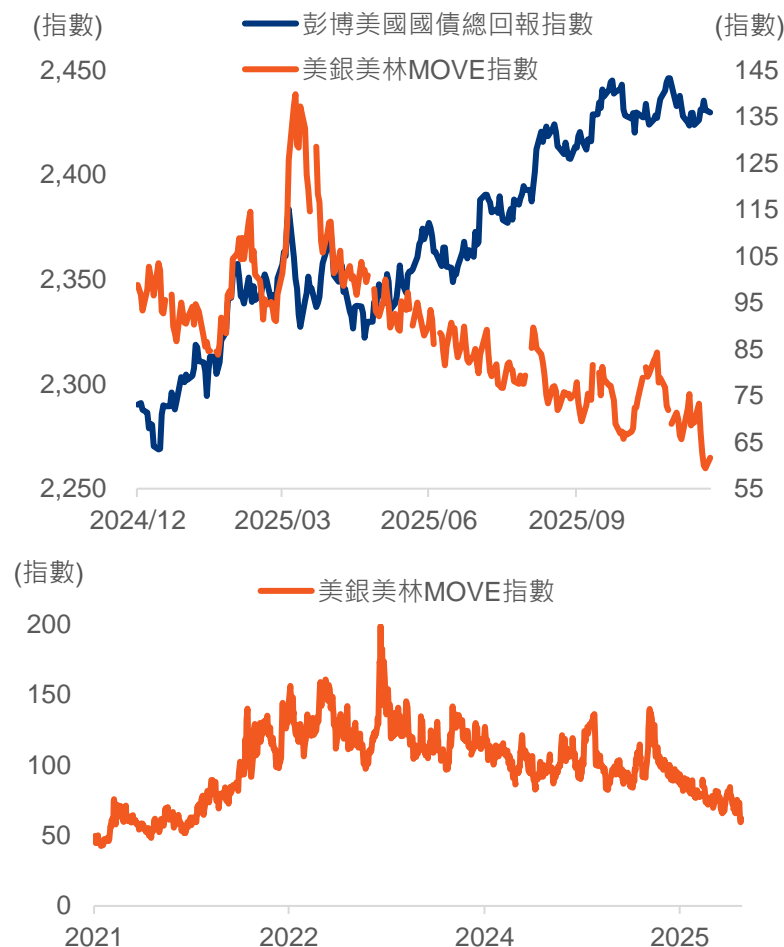
美國有效關稅升至17%，1930年代以來最高



減息後國債孳息曲線更陡斜



今年美國國債市場逐漸平靜下來



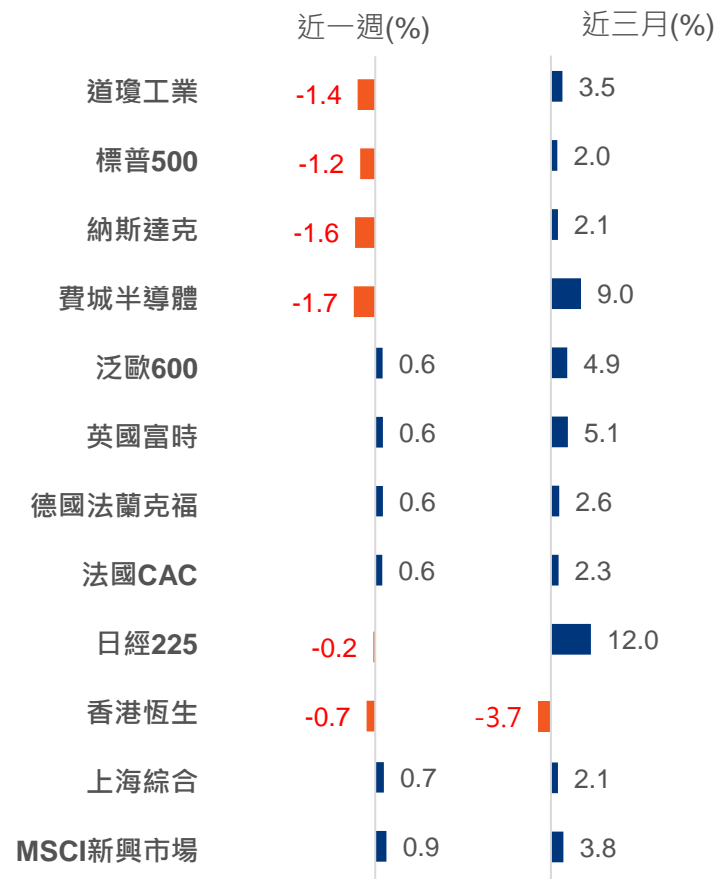
資料來源：Bloomberg，The Budget Lab，凱基證券整理

市場回顧

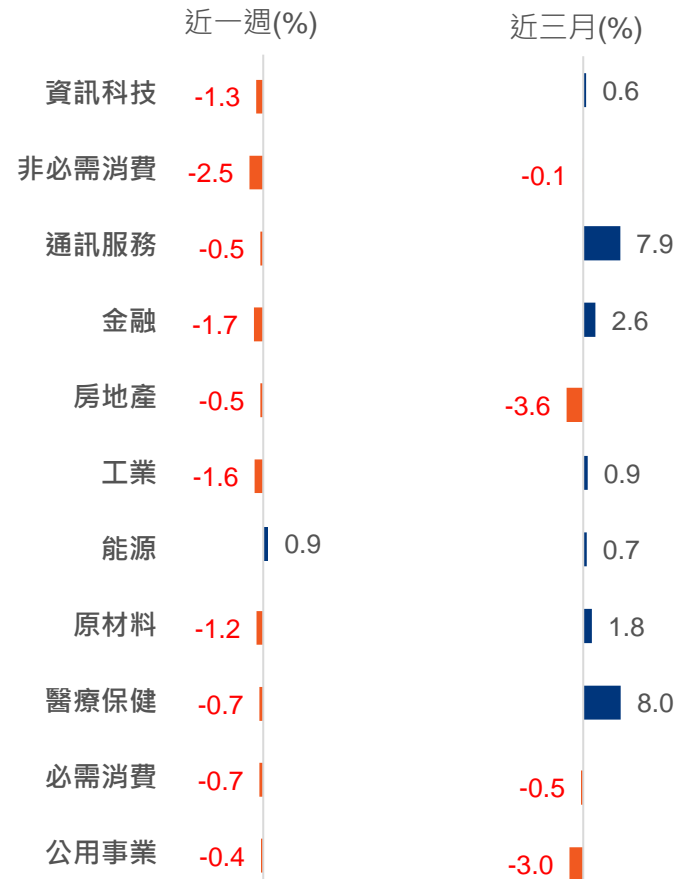
2025年最後一週：美股表現平淡，歐股相對靠穩

- ▶ 2025年最後一週，企業消息面清淡，市場缺乏新的催化因素，也因為假期縮短交易時段，降低投資者進場意願，美股3大指數延續溫和跌勢全線回落。全週計只有能源行業溫和上漲，資金也有流向傳統行業的跡象。
- ▶ 美股全年標普500指數漲16.4%，貼近歷史高點，是連續第三年錄得雙位數增長，而納指及費半指數全年分別漲20.4%及42.2%；受制於有限的科技股佔比，道指全年漲13.0%。
- ▶ 美國年終表現相對平淡，歐洲股市表現靠穩，泛歐600指數貼近歷史新高完結2025年，是2021年以來表現最佳的一年。
- ▶ 媒體報導中國科企已訂購超過200萬顆英偉達(NVDA)H200晶片，但現有庫存只有約70萬顆，英偉達因此向主要代工夥伴台積電(TSM)尋求提高產量，假期交投淡靜，英偉達全月計微跌。

各地區指數表現(%)



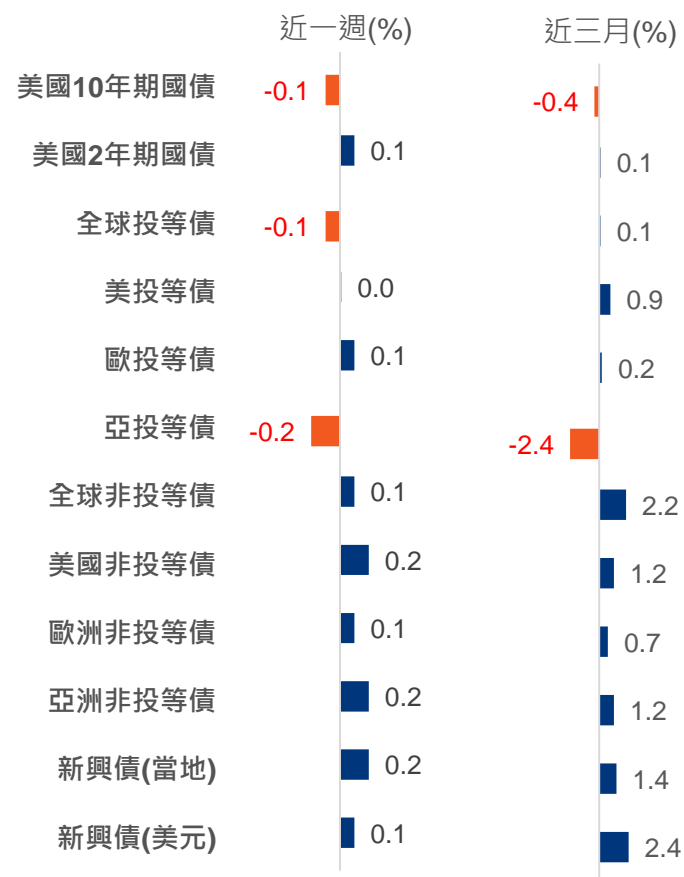
美股各行業指數表現(%)



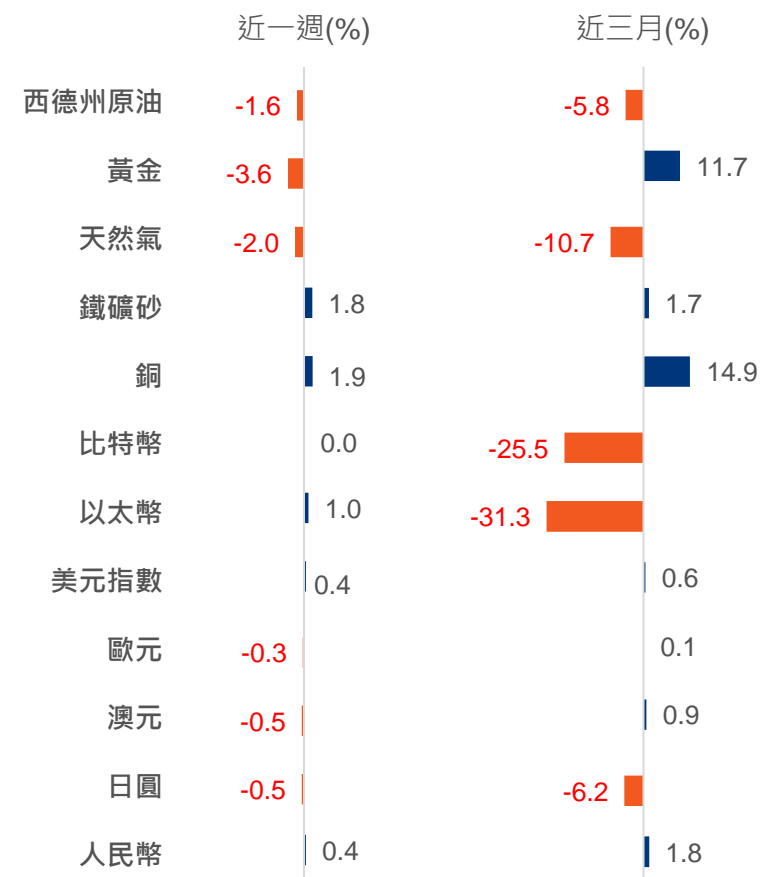
孳息曲線趨向陡峭；貴金屬價格年底極度波動

- ▶ 12月FOMC會議紀錄顯示官員對政策路徑出現明顯的分歧，未來一次會議可能按兵不動。多數官員認為，政策立場朝向中性調整，有助於避免勞動市場進一步惡化。另一方面，若在通脹仍偏高的情況下過度寬鬆，恐削弱聯儲局對2%通脹目標的政策可信度。
- ▶ 利率期貨顯示的明年降息幅度仍為1-2碼，國債孳息則漲跌互見，2年債息下跌，10年債息上升，孳息曲線趨向陡峭，債價表現分歧。聯儲局受政府壓力維持寬鬆，短年期債維持低水平；但獨立性及通脹壓力成長端利率上升及孳息曲線維持陡斜的風險。
- ▶ 貴金屬年底極度波動，黃金價格升至超過4,500美元歷史新高後回落，預計在重拾升勢前將整固，央行分散投資至黃金，以及減息仍然是主要驅動力。其他貴金屬(銀、鉑、鈀)在整個12月漲幅領先黃金，這是受供應緊張及期貨交易活動激增的推動。貴金屬價格波動，引發礦業股沽壓。

各類債券表現(%)



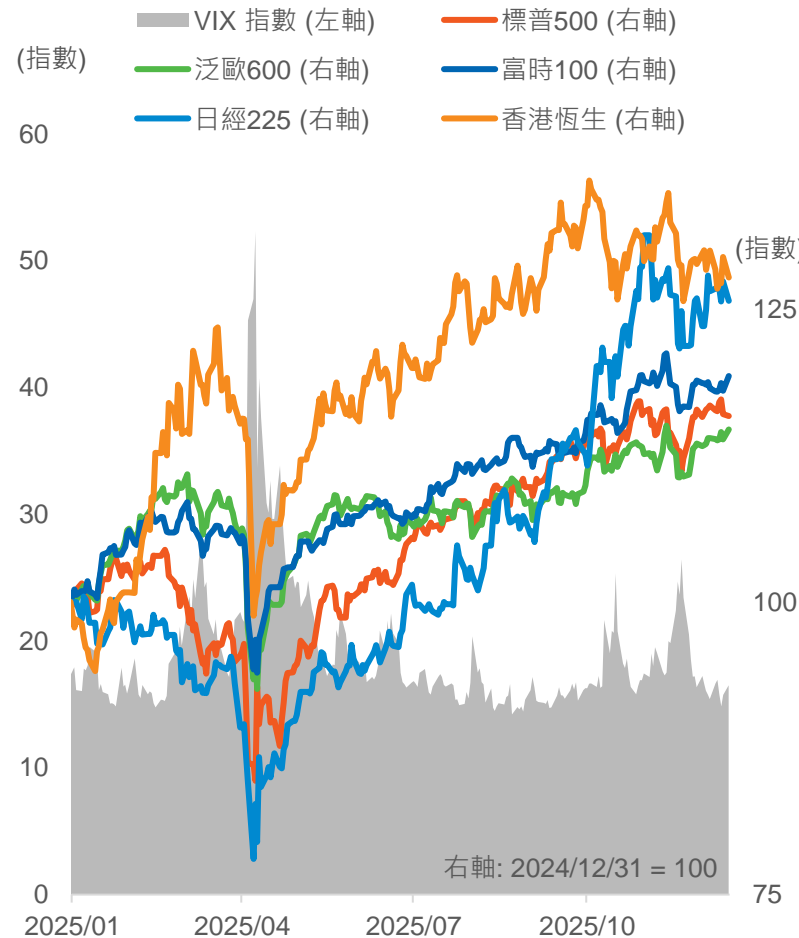
各類商品及貨幣表現(%)



貿易戰令市場動盪，但恐慌時期成理想買入點

- ▶ 雖然特朗普於解放日宣布大額關稅，貿易戰爆發，市場拋售風險資產，VIX指數升至約52。後續美國和多國達成協議，投資氣氛改善，連同美股在內，全球股市在低位回升。
- ▶ 我們在2024年12月曾提及，特朗普主要目標是為美國爭取更有利的協議，因此政策未會對整體經濟造成重大損害。參照特朗普第一任期股市表現，恐慌指數曾經短暫升至超過30，後續股市大幅反彈，投資者在VIX急升時買入大型股，比隨機買入有更好回報，今年解放日也有相同觀察。
- ▶ 2026是期中選舉年，特朗普可能因為不想傷害選情，而緩和貿易政策。然而若對等關稅被推翻，為了彌補財政收入而推出新出爐的關稅政策，不確定性再度拉高，股市波幅可能上升，然而這也可能成為不錯的買入點。
- ▶ 除了在VIX上升時買入大型股之外，在VIX貼近平均時增加組合保護，例如是買入認沽期權或長倉VIX，也是圍繞VIX指數的策略。

今年恐慌指數(VIX)飆升成買入點



第一任期時恐慌指數曾經急升



年初部份美國風險事件

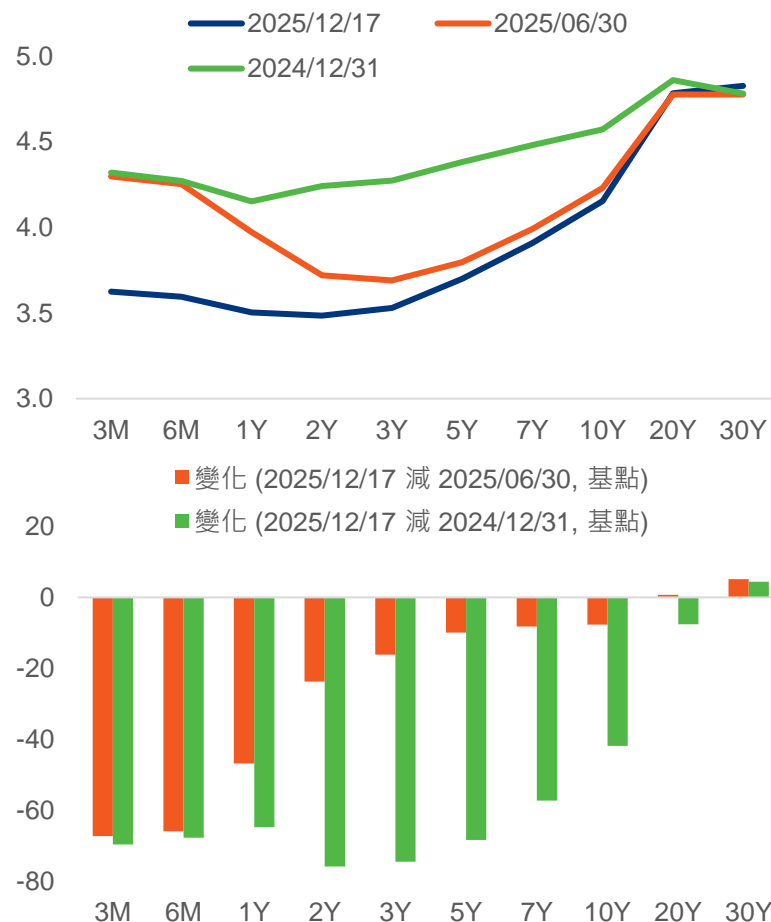
| | |
|----|------------------------|
| 一月 | 中國政府對銀出口實施許可制，貿易戰加劇 |
| | 最高法院開始對解除聯儲局理事Cook的聽證會 |
| | 聯儲局理事Miran臨時任期結束 |
| | 最高法院就關稅合法性作裁決 |
| | 特朗普選定新聯儲局主席(待定) |
| 二月 | 歐盟議會就歐美貿易協議投票 |

美國減息75基點，但超長期孳息率維持高位

- ▶ 聯儲局在下半年重啟減息，合共減75基點，年初至今各年期的美國國債表現普遍不錯。不過由於20年期以上債息未有顯著回落，30年期的債更略升，全年計算連同債息在內，超長年期債的表現未算突出，回報接近票息率，換言之是近乎沒有來自價格的回報。
- ▶ 債息分歧反映長短兩端不同催化劑：短年期利率受聯儲局政策而變化，短債息下跌延續美國處於減息週期的影響，同時也可觀察到寬鬆政策的預期，例如1-3年的債息較低。
- ▶ 年期越長，受局方政策利率的影響越細。因關稅而起的通脹預期、對政府財政紀律擔憂、貨幣政策的獨立性，加上美國經濟不錯都是長債息高位震盪的原因。整條孳息曲線轉向陡峭，長短年期債息下跌幅度不一，導致不同年期國債的債價升幅也不盡相同。
- ▶ 美國國債以外，現時投資級別(IG)企業債和國債之間的息差是非常窄，美國國債利率的變化對IG企業債價也有影響。

2025全年美國減息75基點，但超長期債息維持高位

國債孳息曲線 (%)

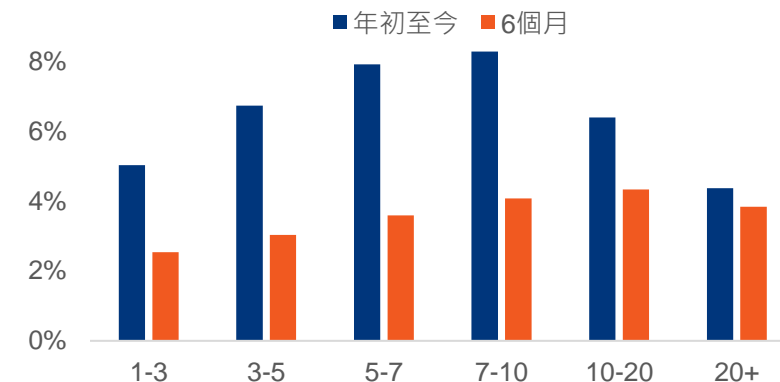


■ 變化 (2025/12/17 減 2025/06/30, 基點)

■ 變化 (2025/12/17 減 2024/12/31, 基點)

中長年期國債表現相對較佳

彭博美國國債總回報指數 (各年期)



2025年30年期國債債價略跌

美國國債, 4.50%票息, 2054/11/15到期 - 價格

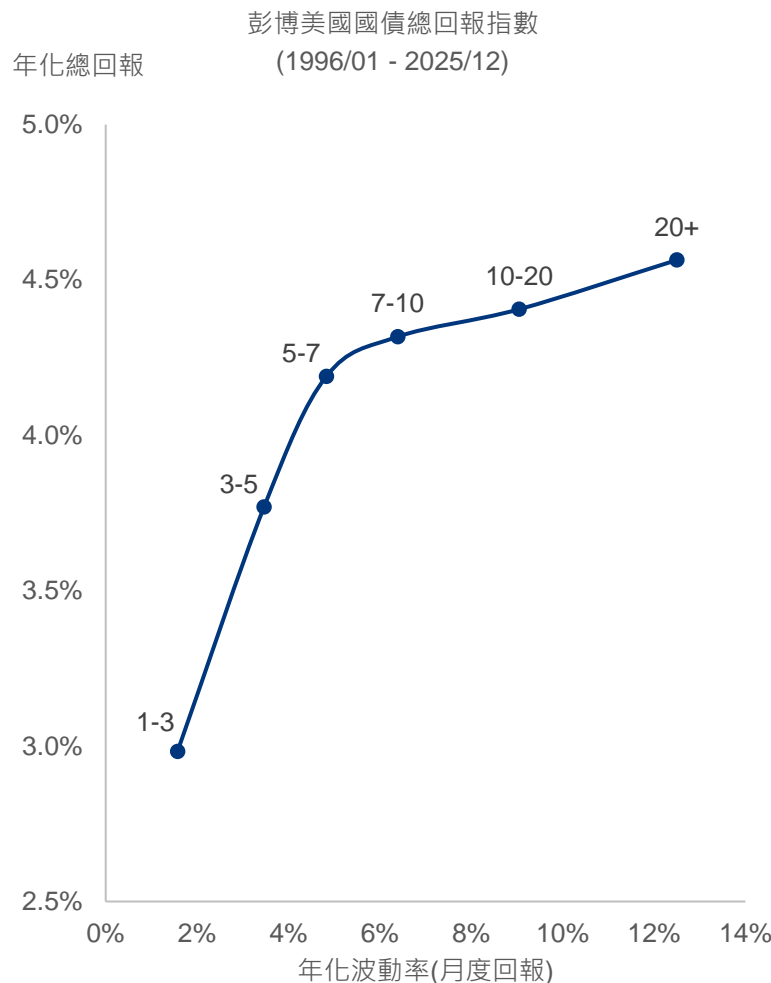


減息環境下短債回報將下跌，中長年期債作長線佈局

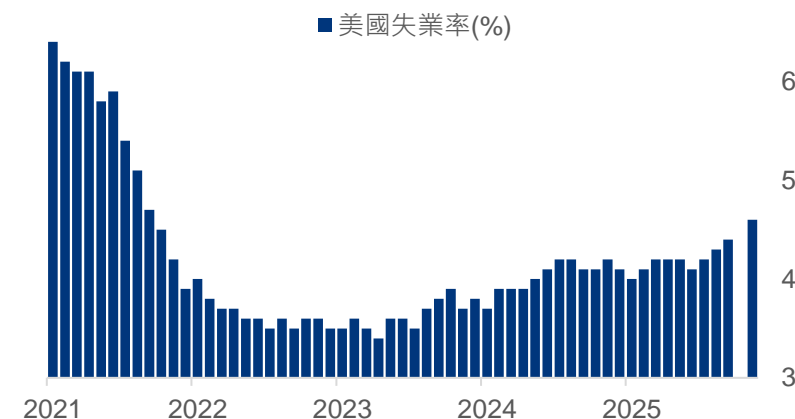
- ▶ 11月美國失業率升至4.6%，是2021年9月的高位。考慮到經濟放緩風險，凱基投顧預估聯儲局仍有減息空間，美債各年期的孳息率都有下降的可能，上半年10年期孳息率可能回落並觸底於3.7 - 3.9%。長年期國債較不受青睞的趨勢將持續，孳息曲線將維持陡斜。
- ▶ 踏入26年下半年，美國經濟或接近見底，且市場可能已反映聯儲局減息週期接近尾聲，中長端債息或觸底反彈。特朗普提名之聯儲局主席到任後，貨幣政策偏向寬鬆令短年期債維持低水平；聯儲局獨立性受挑戰，成為長端利率上升及孳息曲線維持陡斜的風險。
- ▶ 如我們早前提到，短年期債的回報及風險比例較高，是短期資金停泊以及非常保守的投資者的選擇，但減息環境下短債回報將下跌；現時孳息曲線為正斜率，可考慮略增債券組合年期至中長期，其潛在回報較佳，不少債券基金也是投資於曲線中間部份；至於20年以上則屬於「美國財政狀況及聯儲局獨立性」的交易，風險相對較高。

資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

經歷不同週期的美國國債的總回報



美國失業率升至多年高位



市場預期未來仍有將減息兩次



市場策略思維

| 類別 | 市場看法 | 偏好資產 |
|----|--|--|
| 股市 | <ul style="list-style-type: none"> ◆ 2026年投資建議可透過L (Liquidity Shift資金挪移)、E (Earnings Focused聚焦獲利)、A (Adding Credit 加碼信用)、D (Diversified Asset資產分散)四大策略做因應，預期資金將持續從有減息預期的美元，流往非美資產，股市投資則需關注獲利成長，以強化市場評價的合理性，搭配債券領息並適度配置另類資產，有助於分散投組風險、提升投資效益。 ◆ 歐股可為分散配置，國家首選有財政刺激，且經濟成長明顯改善的德國、基本面強勁且金融股佔比较高的西班牙；類股首選資產負債表改善的金融和受政策支持的軍工。日股則以內需、銀行、半導體股為主。 | <p>策略風格：在AI 題材下，核心受惠族群包括科技、半導體、公用事業、機械；非AI部分看好航太、國防、製藥等</p> <p>區域：德股、西班牙股、日本銀行股、日本半導體股</p> |
| 債市 | <ul style="list-style-type: none"> ◆ 債券因孳息率曲線陡峭化，可留意投等債、非投等債與新興債的鎖息機會，產業以風險調整後利差較高的產業包括金融、公用事業、工業等為主。 ◆ 美元長期有貶值疑慮，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。 | <p>期間：中天期國債、高信評債鎖息</p> <p>種類：高信評債鎖息，以金融、工業、公用事業較佳</p> |
| 匯市 | <ul style="list-style-type: none"> ◆ 聯儲局鷹式減息使未來減息預期遞延，但就業市場疲弱與通脹降溫，將增加美國減息幅度，加上2026年聯儲局獨立性或受挑戰，預期美元仍偏弱調整。 ◆ 日銀升息但高市政府偏好寬鬆政策，目前聯儲局鷹式減息，使短期美元有撐、日圓貶值，預期未來美元偏弱，美日利差收窄將推升日圓。歐洲央行減息循環近尾聲，德債孳息率彈升，歐元偏強表現。 | <p>美元偏貶整理</p> <p>日圓、歐元震盪偏升</p> |
| 商品 | <ul style="list-style-type: none"> ◆ 美國通脹未進一步惡化，市場預期聯儲局持續寬鬆，加上美國加強對委內瑞拉的石油封鎖，地緣政治風險升溫，激勵金價創高。科技、半導體應用對白銀需求大增，加上特朗普欲對礦產增加進口關稅，廠商提前進貨，預期白銀短期續強。 | <p>黃金中長期偏多、白銀近期續強</p> |

2025年推薦表現回顧

► 2025 年中港股回報领跑者

我們本週將繼續回顧2025年中港股/中概股的選股策略，這次則是回報表現最佳的公司，分別是騰訊音樂(1698)及富途(FUTU)，前者來自服務式消費行業的增長，而後者則受惠於中港股有估值重估(re-rating)而帶動的交投上升。

► 在線音樂行業受服務式消費驅動呈現結構性增長

中國消費模式正加速轉向「服務與精神體驗」，在線音樂作為高黏性的數字服務，展現出強大的逆週期韌性。行業領先平台在2024至2025年成功透過會員體系優化，實現了利潤率修復。展望2026年，隨著服務式消費佔比持續提升，行業前景依然樂觀；AI技術賦能與高品質音頻需求將驅動單用戶平均收入(ARPU)持續增長，使相關龍頭企業在服務業價值重估中成為主要受益者。

► 2026年資本市場或迎來高基數的挑戰

相較於內容消費，數字化證券行業具備顯著的週期性。2025年中港股市受政策與流動性驅動，投資氣氛異常旺盛，為領先平台帶來歷史性的交易峰值與資產規模激增。然而，這亦為2026年設定了極高的比較基數(High Base)，隨著市場熱度回歸理性，行業需面臨交易量回調及增長放緩的審慎考驗。

| 商品名稱 | 回報追蹤 | |
|------------|-----------|-------------|
| | 推介時間 | 推薦日起計收益 (%) |
| 騰訊音樂 – SW* | 4/22/2025 | 69.9% |
| 富途控股有限公司 | 3/31/2025 | 58.5% |
| 優必選 | 8/4/2025 | 43.0% |
| 阿里巴巴 – W | 4/14/2025 | 41.0% |
| 寧德時代* | 6/9/2025 | 40.5% |
| 禾賽 | 9/29/2025 | -21.6% |
| 零跑汽車 | 7/28/2025 | -22.5% |
| 泡泡瑪特 | 6/30/2025 | -27.2% |
| 美團 – W | 4/14/2025 | -28.0% |
| 理想汽車 – W | 7/28/2025 | -44.5% |

收益由自推介日起計至2025年12月31日或離場日計算

*為已離場標的

騰訊音樂(1698)

收盤價 HK\$68

目標價 HK\$90

公司簡介

集團主要在中國經營在線音樂娛樂平台，提供音樂流媒體、在線K歌及直播服務。

公司特色

■ 市場過份擔憂市佔率下降

近期市場出現新興平台，市場憂慮競爭激烈，擔憂被侵蝕市佔率，導致股價出現波動。然而我們認為市場反應過度，即使騰訊音樂的月活躍人數按季略有下跌，但付費訂閱用戶人數則不跌反升，反映付費用戶黏性較高，流失用戶普遍為變現潛力較低的非核心用戶。騰訊音樂維持提升SVIP會員的策略，其在第三季ARPU及付費用戶數均有提升。

■ 服務差異化維持競爭優勢

在競爭格局加劇的背景下，騰訊音樂憑藉著「線上+線下」的服務融合，在行業中突顯其競爭優勢。「線上」與頂級華語藝人及全球知名唱片公司保持長期獨家合作，而「線下」騰訊音樂積極發展粉絲經濟，包括周邊商品與舉辦演唱會，當中包括超級會員(SVIP)的優先購票權等權益，透過差異化體驗鞏固核心客群。

■ 基本面不變，估值漸趨吸引

雖然市場競爭加劇，但騰訊音樂的服務差異化仍為其保持競爭優勢，市場對於其盈利能力保持樂觀。估值回落，為投資者帶來更好的再次進場機會。目前預測市盈率已回落至18.7倍，由於騰訊音樂有穩定現金流，基於折現現金流估值模型，我們給予其目標價90港元，對應預期市盈率為24倍。

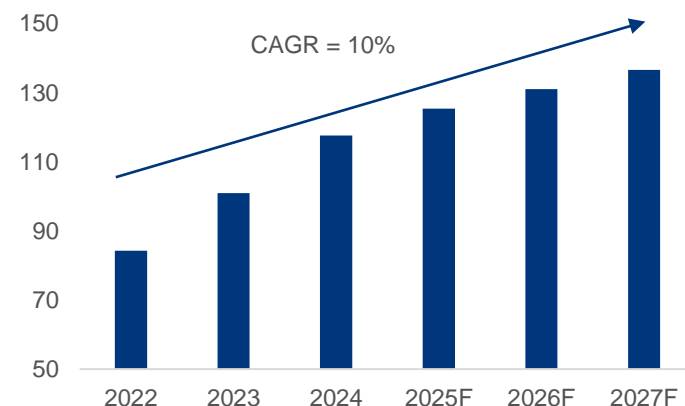
資料來源：Bloomberg

財務數據

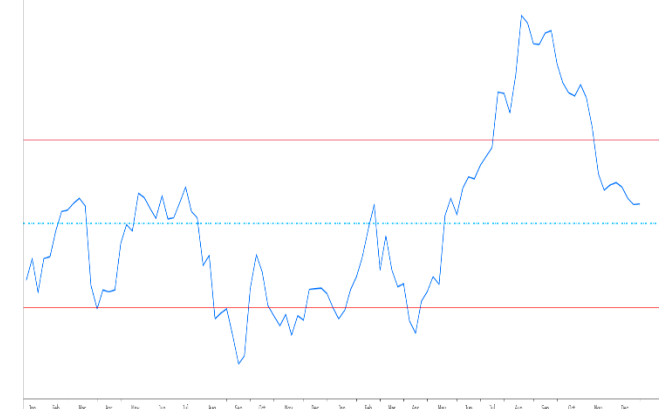
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F |
|------------|------|------|------|-------|-------|
| 收入(人民幣 十億) | 31.2 | 28.3 | 27.8 | 28.4 | 32.7 |
| 按年增長(%) | -9 | -2 | 2 | 15 | 13 |
| 每股盈利(人民幣) | 1.3 | 1.9 | 2.5 | 3.2 | 3.4 |
| 按年增長(%) | 4 | 46 | 31 | 30 | 6 |
| 股本回報率(%) | 7.5 | 9.5 | 10.7 | 14.1 | 12.5 |

音樂訂閱用戶數

(百萬人)

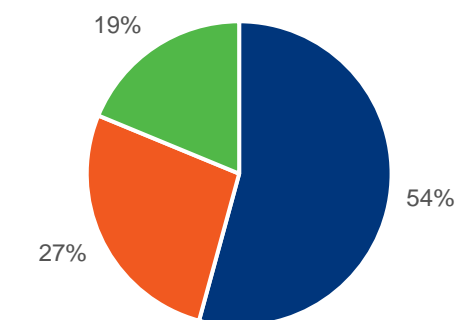


預期市盈率



收入佔比 (%)

■ 音樂-訂閱 ■ 音樂-其他 ■ 社交娛樂



富途(FUTU)

| | | | | | |
|-----|-----------|-----|---------|--|--|
| 收盤價 | us\$164.2 | 目標價 | us\$N/A | | |
|-----|-----------|-----|---------|--|--|

公司簡介

公司從事提供數碼化金融服務，提供證券經紀及財富管理產品。

公司特色

■ 股價跑出來自基本面出色表現

富途自推薦起回報達六成。2025年強勁增長受基本面驅動，預計收入與盈利將分別上升63%及90%，主因中港股市估值修復及人均AUM提升帶動淨利息收入。

■ 2026年增長挑戰與瓶頸

進入2026年，富途將面臨顯著的高基數效應，預計收入增長將放緩至中雙位數水平，且受明年預期減息50個基點影響，淨利息收入動能將有所轉弱。儘管低息環境有利於融資業務需求，但在交易量基數已高的前提下，減息帶來的邊際效益恐難以抵銷增速放緩的壓力，業務增長將進入平台期。

■ 日本市場拓展與盈利風險

海外市場方面，日本作為開發重點，其第三季客戶數雖錄得三位數增長，但獲客成本亦持續攀升。值得注意的是，日本本土網上券商的平均ROE顯著低於富途，在維持高成本投入的同時，富途能否有效驗證日本市場的長期盈利潛力，目前仍需更多時間觀察。

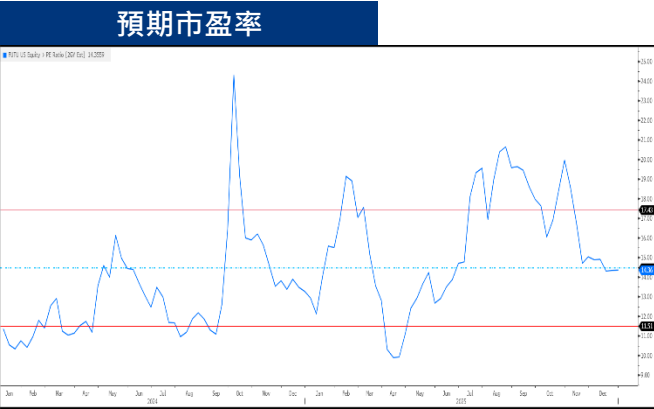
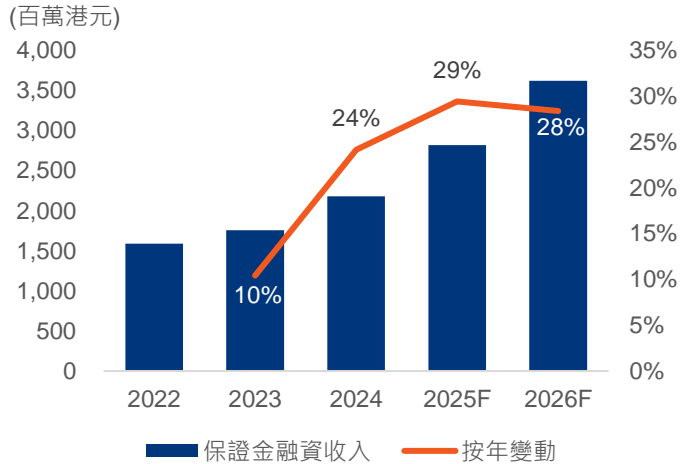
■ 投資策略與資產配置建議

綜上所述，考慮到增長預期放緩及潛在成本壓力，建議持貨者於高位獲利了結，鎖定利潤。策略上，建議將資金轉向友邦保險(1299)，以捕捉全球流動性上升及低息環境帶來的配置機遇。相比證券板塊，友邦目前具備更佳的防守性與增長平衡，詳細論點可參考2025年11月3日的個股分析報告。

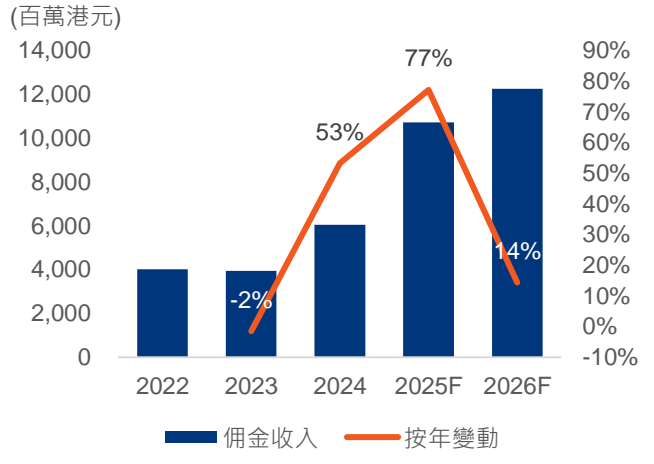
資料來源：Bloomberg

| 財務數據 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F |
|-----------|------|------|------|-------|-------|
| 收入(港元 十億) | 7.6 | 10.0 | 13.6 | 22.2 | 25.3 |
| 按年增長(%) | 7.0 | 31.4 | 35.8 | 63.3 | 14.1 |
| 每股盈利(港元) | 20.6 | 32.6 | 41.2 | 78.6 | 89.6 |
| 按年增長(%) | 9.8 | 58.8 | 26.2 | 90.7 | 14.0 |
| 股本回報率(%) | 14.0 | 18.9 | 20.7 | 31.5 | 28.0 |

保證金融資收入及年增長率



佣金收入及年增長率



2026年強勢開局，AI投資熱潮或將延續台股多頭循環

台股2026年強勢開局，指數強漲續創新高

台股2025全年漲幅分別為25.74%，為2025年表現劃下完美句點。展望後市，目前大盤沿著5日均線上漲持續創高，然週三盤中高點已突破2萬9整數關卡，根據過往經驗，大盤攻上整數關卡後，通常容易出現震盪拉回或是橫盤整理走勢，但只要大盤維持在5日均線之上，短線創高走勢仍可延續。

AI投資熱潮尚未見頂，預期台股2026年延續多頭循環

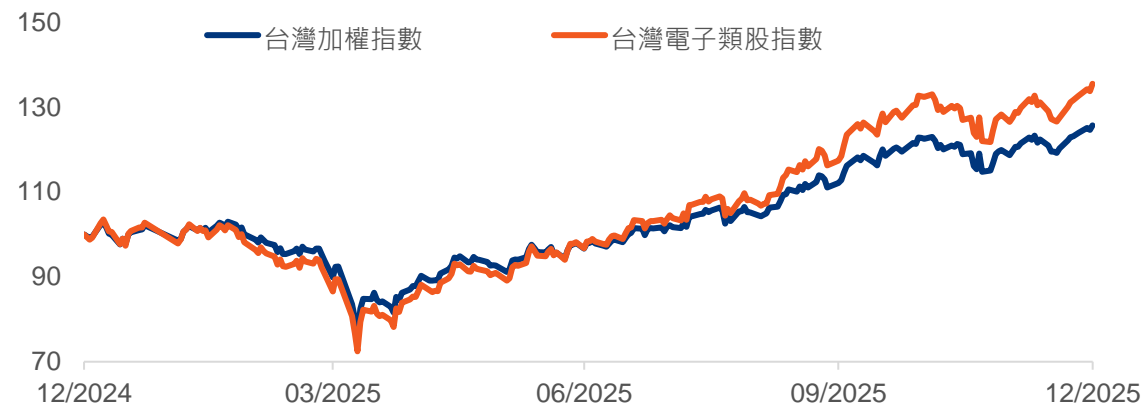
相較2000年網路泡沫期間近5年的多頭走勢，本輪AI驅動的行情迄今僅約3年，顯示漲勢仍處中段，2026年有望延續多頭格局。儘管AI投資熱潮看似迅猛，然對照過去百年重大技術革命，如鐵路、汽車、電力與資訊科技，其資本支出高峰占GDP比重可達2%至3%；而目前生成式AI相關投資占比僅0.8%，顯示成長週期仍處早期階段。

凱基投顧指出2026年投資將集中於兩大投資主軸：(1)AI供應鏈升級：晶圓代工、GPU/ASIC、高階封裝(CoWoS)、記憶體、PCB、電源等關鍵零組件受惠，反映AI運算需求持續擴張。(2)多元與防禦配置：摺疊iPhone、智慧穿戴推動消費電子創新，以及兼具剛性內需與穩定高孳息率的標的，為投資組合提供成長與收益並重的平衡策略。整體而言，2026年投資布局應兼顧高成長動能與抗波動能力，以因應市場波動。

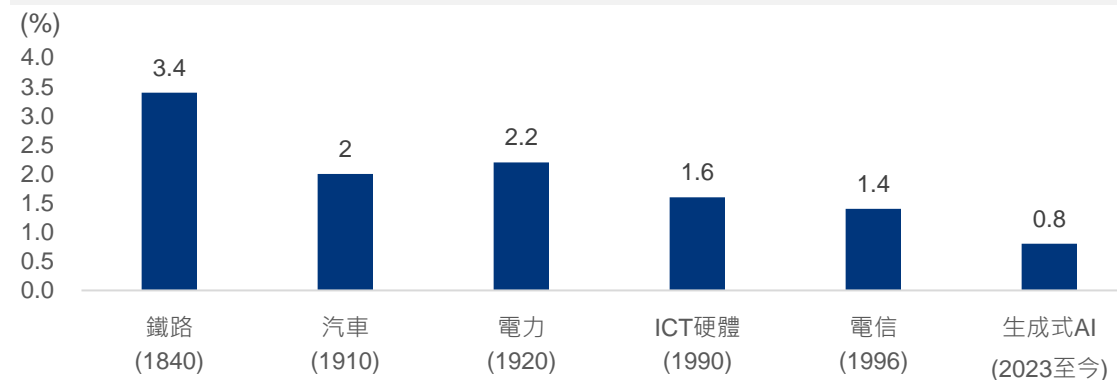
資料來源：Bloomberg · KGI整理

台灣加權指數與台灣電子類股走勢

指數走勢，標準化以2024/12/31=100



歷史上新興技術投資占當時GDP的比例



世芯-KY (3661 TT)

公司簡介

世芯-KY專精於提供高複雜度ASIC和SoC設計與生產服務解決方案。公司多年來深耕IC設計服務領域，團隊主要延攬來自於美國矽谷和日本的IC設計專家。

公司近況

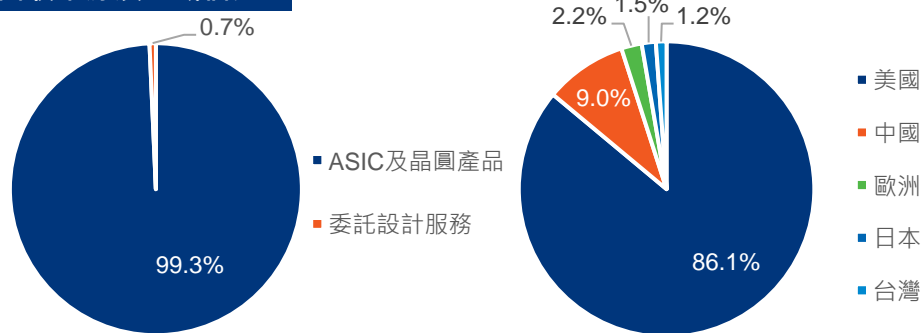
■ 美系Hyperscaler客戶專案於2026Q2量產

管理層指出美系Hyperscaler客戶3nm專案將於2026年Q2量產，雖稍晚於預期，但對全年營收貢獻影響不大。毛利率預估與7nm相當或更佳，若需求上修，公司可同步增加投片。供應鏈調查顯示，公司執行的CoWoS-R訂單約占該客戶主要代工產能30-35%，3nm專案量產營收將占2026全年約55-60%。

■ 美系Hyperscaler客戶3nm、中系車廠ADAS、加密貨幣、網通專案為成長主軸

美系Hyperscaler客戶3nm專案2026-2027年營收將達「Multi-billion」等級；中系車廠ADAS專案自2026年Q1起全年貢獻，規模約3-4億美元。另有3nm加密貨幣與網通專案加持，2nm網通專案預計2027年量產。據此，2026年營收預估年增138%至777億元，毛利率約20.6%，較2024年下降3.9個百分點。

營收來源及區域佔比



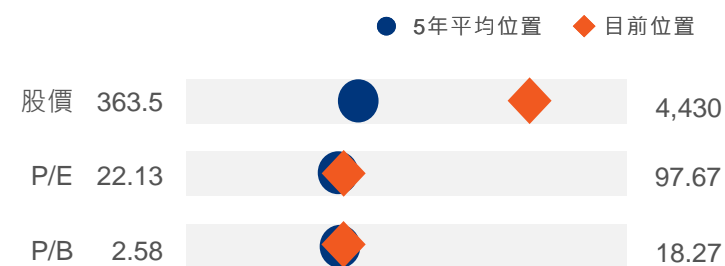
資料來源：Bloomberg

財務數據

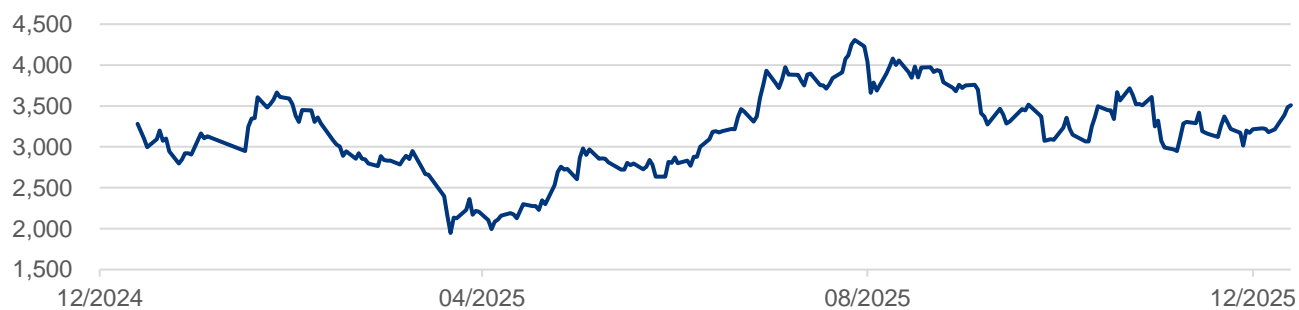
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F |
|------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| EPS (新台幣) | 25.69 | 45.47 | 81.34 | 66.40 | 134.46 |
| EPS 成長率(%) | 20.4 | 77.0 | 78.9 | -18.4 | 102.5 |
| P/E | 119.7 | 67.6 | 37.8 | 46.3 | 22.9 |
| ROE (%) | 15.7 | 21.4 | 22.4 | 14.3 | 27.3 |

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12月31日 | 1週 | 1個月 | 3個月 | 6個月 | YTD | 1年 |
|--------------|------|------|------|-------|------|------|
| 期間報酬率(%) | 9.01 | 6.20 | 1.30 | 13.41 | 7.01 | 7.01 |

旺矽(6223 TT)

公司簡介

旺矽提供探針卡、光電自動化、先進半導體測試、散熱解決方案。公司之探針卡解決方案包含懸臂式探針卡(CPC)、垂直式探針卡(VPC)及微機電式探針卡(MEMS)。

公司近況

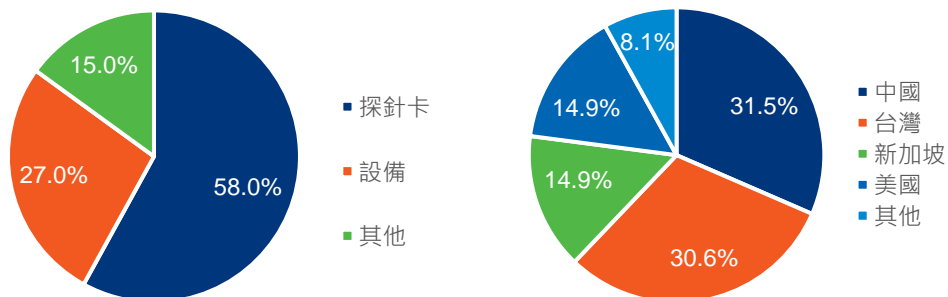
■ 預計CPO設備2H26出貨，2026年毛利率表現優化

凱基投顧預估旺矽2026年營收年增42%至185億元，受惠於美系AI ASIC獨家供應與CPO設備下半年貢獻。MEMS探針卡售價較傳統高20-25%，營收比重將由10%升至25%，推升毛利率至59%(年增3個百分點)。全年獲利預估年增86.5%至58.5億元，EPS達62.08元。

■ ASIC探針卡龍頭地位穩固，積極擴產支撐2027年動能

旺矽持續擴張ASIC探針卡產能，凱基投顧預估2026年底VPC/MEMS總產能突破月400萬針，以支撐2027成長。受惠下一代AI ASIC需求與設備出貨，2027年營收估增17.4%至217億元，獲利增23.8%至72.4億元，EPS達76.87元。

營收來源及區域佔比



資料來源：Bloomberg

財務數據

| | 2023 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS (新台幣) | 13.92 | 24.42 | 32.98 | 62.08 | 76.87 |
| EPS 成長率(%) | 8.0 | 75.4 | 35.0 | 88.3 | 23.8 |
| P/E | 137.2 | 78.2 | 57.9 | 30.8 | 24.8 |
| ROE (%) | 18.1 | 27.2 | 33.7 | 57.7 | 49.1 |

資料來源：公司資料，凱基投顧預估

評價區間



近一年價格



| 迄2025年12月31日 | 1週 | 1個月 | 3個月 | 6個月 | YTD | 1年 |
|--------------|------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 期間報酬率(%) | 0.22 | -0.88 | 31.20 | 138.10 | 142.98 | 142.98 |



在減息環境下，配備中長年期債作長線佈局

► PIMCO GIS收益基金

- 全球最大的主動管理基金之一。
- 經歷多波市場波動，亦能把握市場衝擊過後的投資機遇。
- 提供吸引的收益率，市場孳息下降仍能提供高於6%的估計到期孳息，具競爭優勢。
- 長期表現有目共睹，榮獲「理柏基金香港年獎2023」最佳環球債券美元基金十年獎。
- 屢獲殊榮的投資組合經理團隊：由集團投資總監艾達信(Dan Ivascyn)、Alfred Murata和Josh Anderson領導，平均近30年投資經驗，且研究團隊由80多名環球信貸分析師組成。
- 最新年化派息率為6.12% (Class E-美元類別)。

| 商品名稱 | PIMCO GIS收益基金 | |
|-----------|---|-------|
| 特色 | <ul style="list-style-type: none">■ 採全球多元配置，有助於分散風險並捕捉不同市場的收益機會■ 基金規模龐大，平均信貸評級為AA-，獲晨星4星評級 | |
| 規模 | 1,185億美元 | |
| 持債數 | 764 | |
| 3M/YTD 報酬 | 2.18% / 9.60% | |
| 主要資產分布(%) | 抵押債 | 50.92 |
| | 公債 | 19.46 |
| | 公司債 | 17.38 |
| | 現金及其他 | 12.24 |
| 到期日分布(%) | 1-3年 | 29.9 |
| | 3-5年 | 21.3 |
| | 5-10年 | 38.0 |
| | 10-20年以上 | 10.8 |
| 前五大持債 (%) | FNMA TBA 6.0% NOV 30YR | 11.3 |
| | FNMA TBA 6.5% NOV 30YR | 10.5 |
| | FNMA TBA 5.0% NOV 30YR | 9.3 |
| | FNMA TBA 5.5% NOV 30YR | 5.9 |
| | FNMA TBA 4.0% NOV 30YR | 3.0 |

資料來源：Bloomberg · KGI整理，2025年12月30日

PIMCO GIS收益基金

簡介

本基金主要投資於具有不同到期日的固定收益工具，在不犧牲長期資本增值的情況下，以實現賺取較高水平和持續穩定收益為目標。

■ 全球多元配置

該基金採全球多元配置，涵蓋投資級債券、非投資等級債券、新興市場債和抵押擔保證券等，策略有助於分散風險並捕捉不同市場的收益機會，提供穩定和多元化的回報來源

■ 專業管理團隊

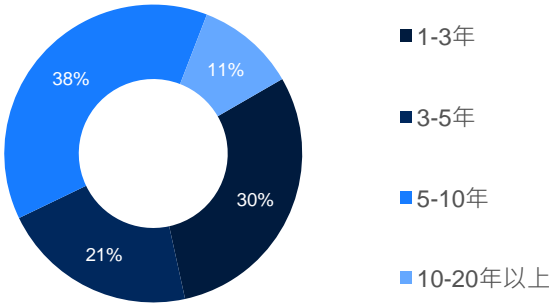
由PIMCO(全球最大債券資產管理公司之一)的專業團隊主動管理，根據市場環境靈活調整資產配置，展現相對穩健的長期表現

■ 晨星4星評級

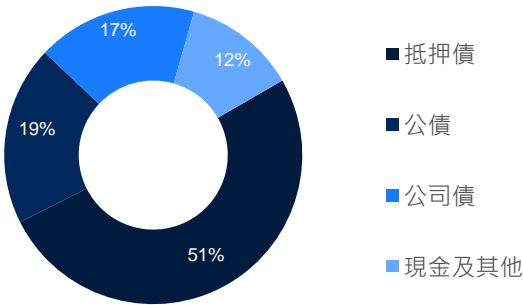
基金規模龐大，平均信貸評級為AA-，獲晨星4星評級，受到全球投資人信賴

| | | | |
|------|-------------|-----------|----------|
| 成立日 | 2012年11月30日 | 規模 | 1,185億美元 |
| 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) | 4.96% |

到期日分布



主要資產分布



前5大投資標的(%)

| | |
|------------------------|------|
| FNMA TBA 6.0% NOV 30YR | 11.3 |
| FNMA TBA 6.5% NOV 30YR | 10.5 |
| FNMA TBA 5.0% NOV 30YR | 9.3 |
| FNMA TBA 5.5% NOV 30YR | 5.9 |
| FNMA TBA 4.0% NOV 30YR | 3.0 |

近三年淨值



| 迄2025年12月29日 | 1個月 | 3個月 | YTD | 1年 | 2年 | 3年 |
|--------------|------|------|------|------|-------|-------|
| 美元累積報酬率(%) | 0.34 | 2.18 | 9.60 | 9.80 | 14.61 | 23.08 |
| 同類型排名四分位 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 |

資料來源：PIMCO資產管理基金月報、Morningstar、Bloomberg，報酬率截至2025年12月29日，月報截至2025年11月30日；資料採用級別：E類美元累積



考慮配置歐美金融 三季度表現持續理想同時收益較高

► JPM 4.81 10/22/36 (摩根大通) (美元計價)

- 以市值計算，摩根大通(JPM)為全球最大的金融機構之一；截至2024年12月31日，資產達4萬億美元，業務遍及超過60個國家。集團以其高度多樣化的全球零售以及商業銀行、資本市場以及資產管理業務組合，擁有強大的市場地位。最新的財報表現(2025Q3)持續超過市場預期；稅後淨利57億美元，較市場預期高出14%。
- 摩根大通的業績持續領先同業。JPM在過去六年每年均超過其17%的有形普通股權報酬率(ROTCE)財務目標。其業績使其位居同業之首，並突顯其業務特許經營的強大實力和多樣性，使公司能在各種宏觀經濟情境下交付領先同業的成果。
- 截至2025年3季度，摩根大通(JPM)以14.8%的普通股權一級資本比率(CET 1 Ratio)在美國全球系統重要性銀行中位居高位。憑藉其盈利能力和穩健的資產負債表，預期可以在經濟和利率週期的低迷期保持韌性。
- 標準普爾於2024年11月將母公司評級由A-上週調至A，展望穩定；並於2025年6月評級檢視中維持評級與展望不變；穆迪亦於2024年11月將展望由穩定調升至正面。

| | |
|--------------------|--|
| 商品名稱 | JPM 4.81 10/22/36 (摩根大通) (美元計價) |
| ISIN | US46647PFE16 |
| 特色 | 摩根大通業績持續領先同業，且其盈利能力和穩健的資產負債表，預期可以在經濟和利率週期的低迷期保持韌性。 |
| 到期日 | 2036年10月22日 |
| 下一贖回日 | 2035年10月22日 |
| 配息(%) | 變動/4.81/每半年 |
| 幣別 | USD |
| 距到期年 | 10.81 |
| 債券信評 (穆迪/惠譽/標普) | A1/AA-/A |
| 順位 | 優先無擔保 |
| YTM/YTC (%) | 4.76/4.74 |

資料來源：Bloomberg · KGI整理

摩根大通(JPM 4.81 10/22/36)

簡介

以市值計算，摩根大通(JPM)為全球最大的金融機構之一；截至2024年12月31日，資產達4萬億美元，業務遍及超過60個國家。集團以其高度多樣化的全球零售以及商業銀行、資本市場以及資產管理業務組合，擁有強大的市場地位。

介紹理由

- JPM的業績持續領先同業。公司在過去六年每年均超過其17%的有形普通股權報酬率(ROTCE)財務目標。其業績使其位居同業之首，並突顯其業務特許經營的強大實力和多樣性，使公司能在各種宏觀經濟情境下交付領先同業的成果。
- 截至2025年3季度，摩根大通(JPM)以14.8%的普通股權一級資本比率(CET 1 Ratio)在美國全球系統重要性銀行中位居高位。憑藉其盈利能力和穩健的資產負債表，預期可以在經濟和利率週期的低迷期保持韌性。
- 標普於2024年11月將母公司評級由A-上週調至A，展望穩定；並於2025年6月評級檢視中維持評級與展望不變；穆迪亦於2024年11月將展望由穩定調升至正面。

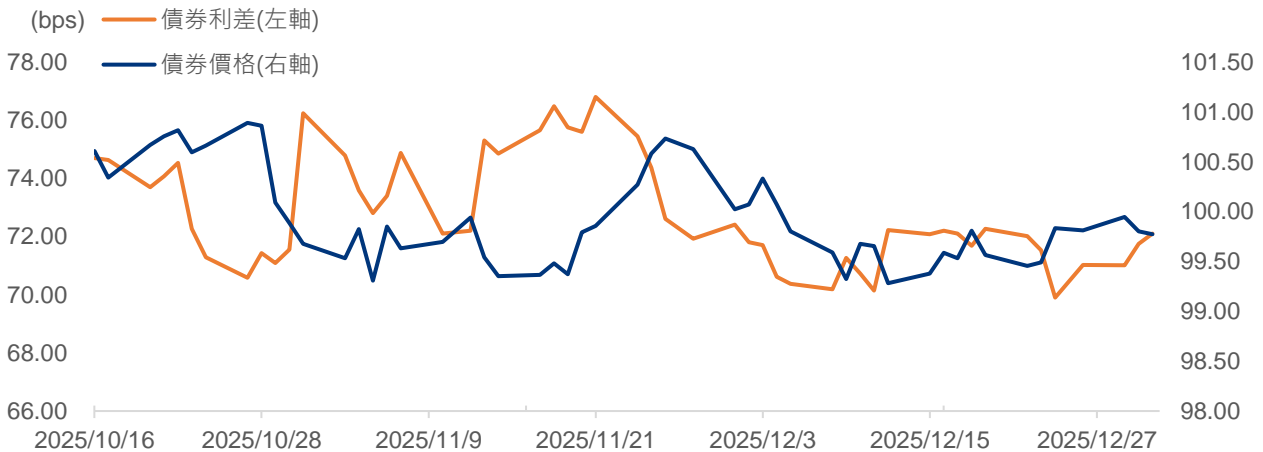
| 財務指標 | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 |
|-------------|--------|--------|--------|
| 普通股權益報酬率(%) | 18.25 | 16.88 | 17.06 |
| 不良貸款比率(%) | 0.64 | 0.70 | 0.70 |
| CET1比率(%) | 15.40 | 15.10 | 14.80 |

資料來源：Bloomberg，2025年12月31日，註：票息重設日期為2035年10月22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孳息率加1.19%

標的資訊

| | | | |
|--------------------|-------------------|------------|--------------|
| 標的名稱 | JPM 4.81 10/22/36 | ISIN | US46647PFE16 |
| 到期日 | 2036年10月22日 | 距到期年 | 10.81 |
| 配息(%) | 變動/4.81/每半年 | YTM/YTC(%) | 4.76/4.74 |
| 幣別 | USD | 最低申購金額/增額 | 2,000/1,000 |
| 債券信評 (穆迪/惠譽/標普) | A1/AA-/A | 債券順位 | 優先無擔保 |

價格



附錄

重要經濟數據 / 事件

► DEC 2025

29

Monday

30

Tuesday

31

Wednesday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(實際:199k 預估:218k 前值:215k)
- 中國12月製造業PMI
(實際:50.1 預估:49.2 前值:49.2)
- 中國12月服務業PMI
(實際:50.2 預估:49.6 前值:49.5)
- 中國12月標普全球製造業PMI
(實際:50.1 預估:49.8 前值:49.9)

1

Thursday

2

Friday

- 美國12月標普全球製造業PMI終值
(預估:51.8 前值:52.2)
- 歐元區12月製造業PMI終值
(預估:49.2 前值:49.6)

5

Monday

- 美國12月ISM製造業PMI
(預估:48.4 前值:48.2)
- 日本12月標普全球製造業PMI終值
(前值:48.7)
- 中國12月標普全球服務業PMI
(預估:52.0 前值:52.1)

6

Tuesday

- 美國12月標普全球服務業PMI終值
(預估:52.9 前值:52.9)
- 歐元區12月HCOB服務業PMI終值
(預估:52.6 前值:53.6)

7

Wednesday

- 美國12月ADP就業變動
(預估:48k 前值:-32k)
- 美國12月ISM服務業PMI
(預估:52.3 前值:52.6)
- 美國11月JOLTS職缺
(預估:7,726k 前值:7,670k)
- 美國10月耐久財訂單月增率終值
(前值:0.7%)
- 歐元區12月CPI年增率初值
(預估:2.0% 前值:2.1%)
- 台灣12月CPI年增率
(預估:1.30% 前值:1.23%)

8

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(前值:199k)
- 歐元區12月消費者信心指數終值
(前值:-14.2)
- 歐元區11月PPI年增率
(前值:-0.5%)
- 歐元區11月失業率
(預估:6.4% 前值:6.4%)

9

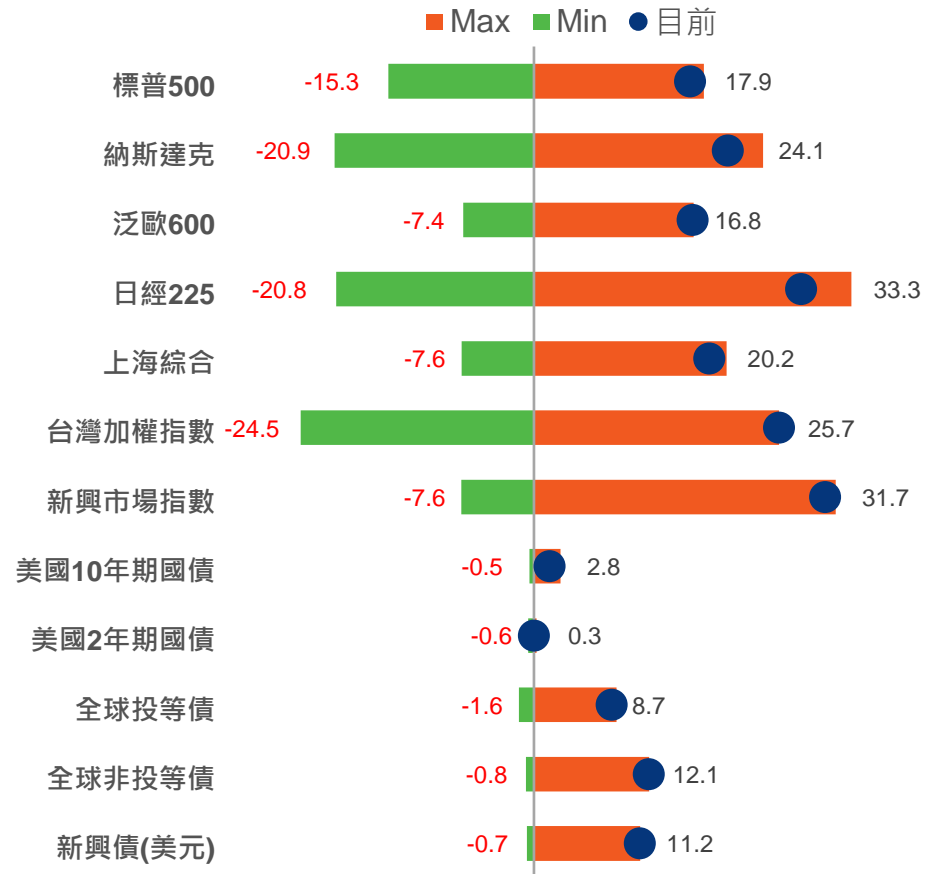
Friday

- 美國12月非農業就業人口變動
(預估:55k 前值:-105k)
- 美國12月失業率
(預估:4.5% 前值:4.6%)
- 美國10月新屋開工
(預估:1,325k 前值:1,307k)
- 美國10月營建許可初值
(預估:1,349k 前值:1,330k)
- 美國1月密大消費者信心指數初值
(預估:53.5 前值:52.9)
- 中國12月CPI年增率
(前值:0.7%)

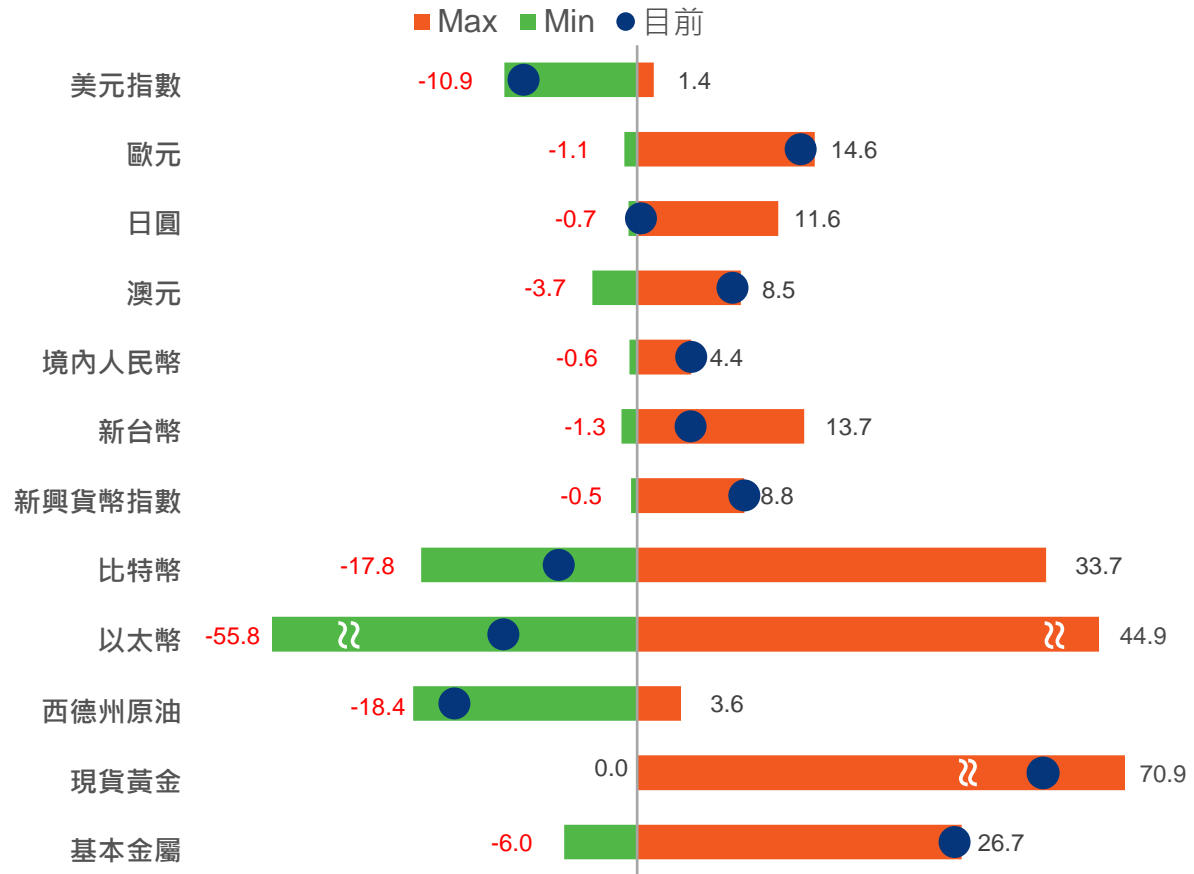
資料來源：Bloomberg

2025年主要市場/資產表現

2025年股、債市場YTD表現(%)



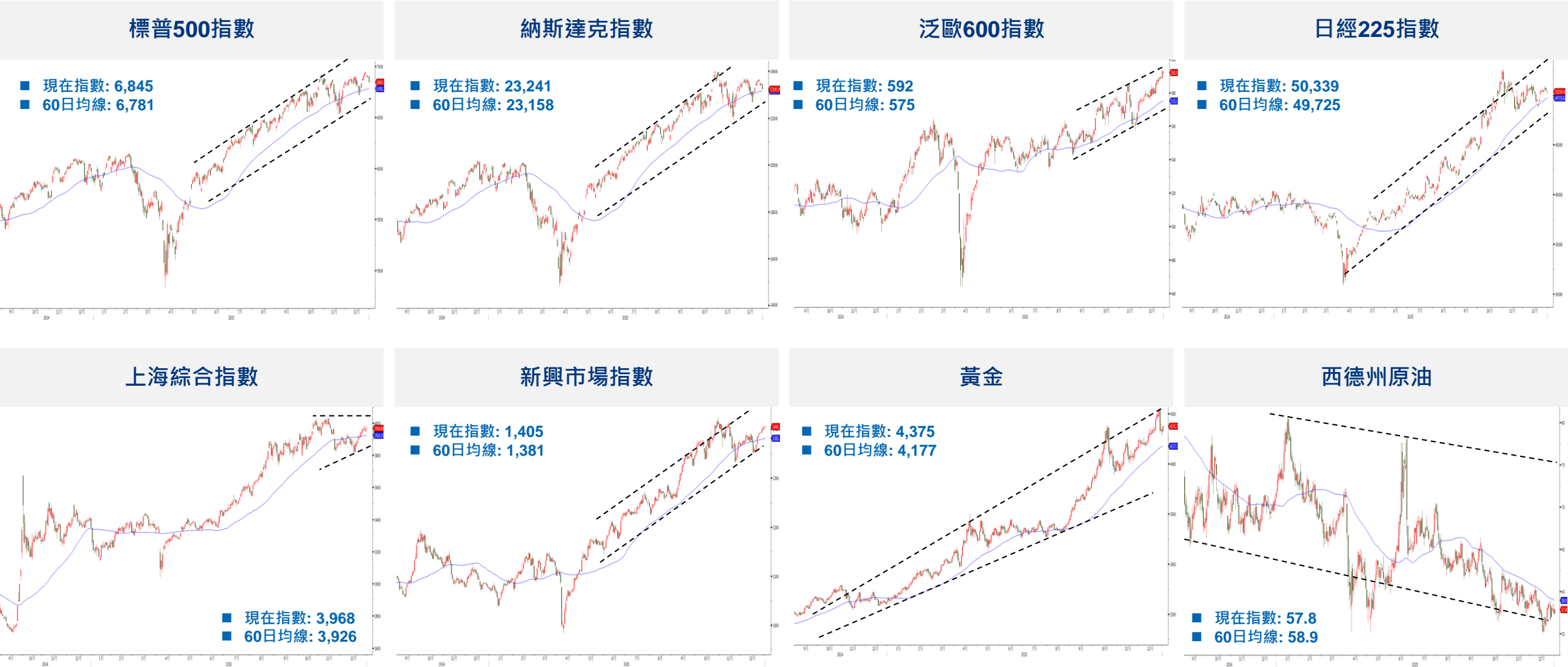
2025年貨幣、原材料市場YTD表現(%)



資料來源：Bloomberg · 2025年12月31日

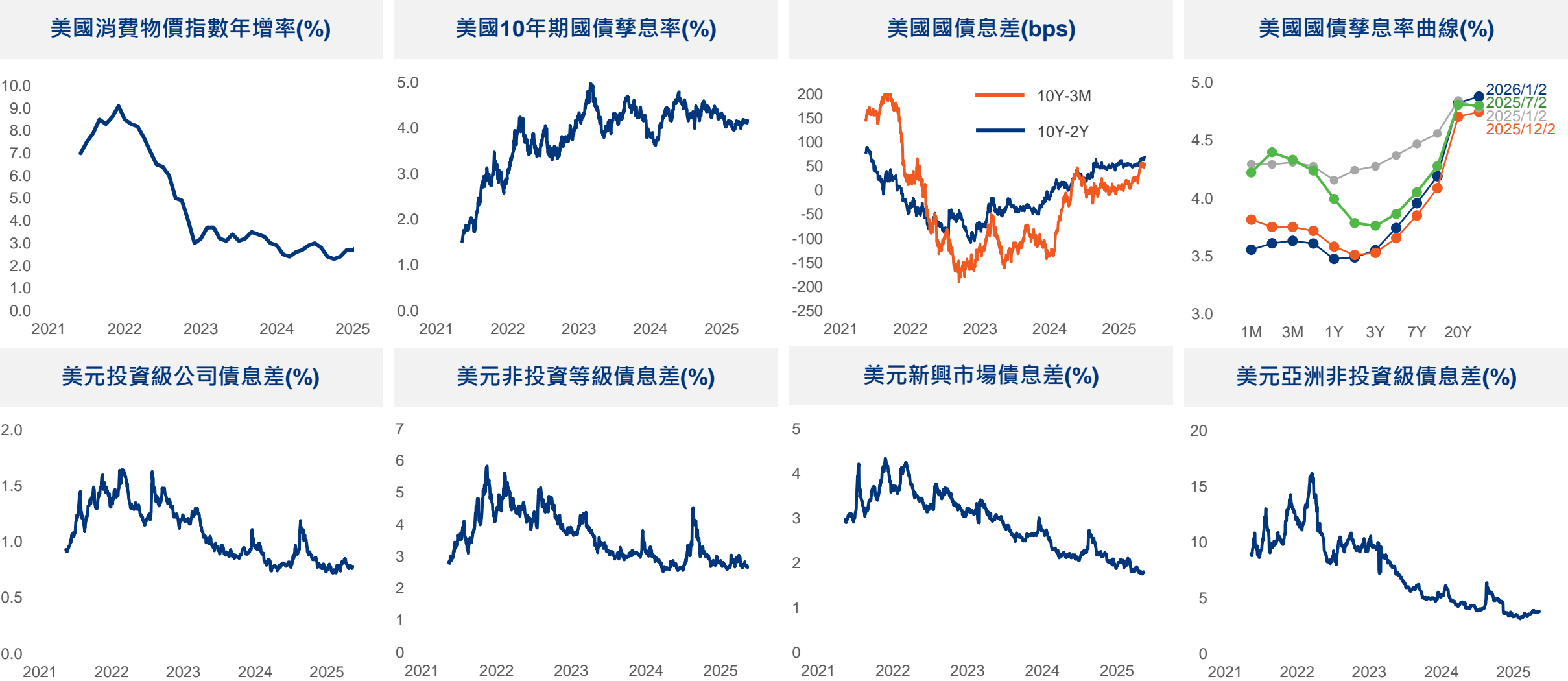
技術分析

60日線



資料來源：Bloomberg · 2026年1月2日

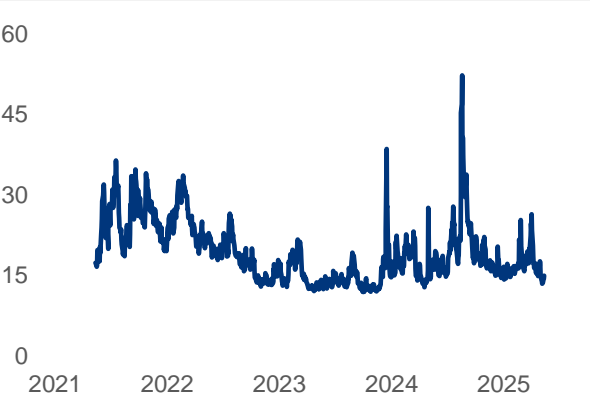
市場觀測



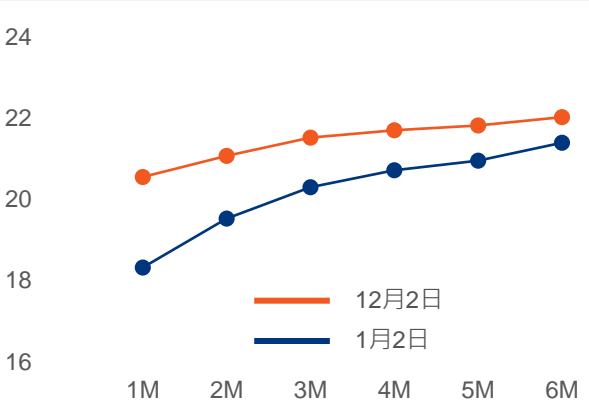
資料來源：Bloomberg · 2026年1月2日

市場觀測

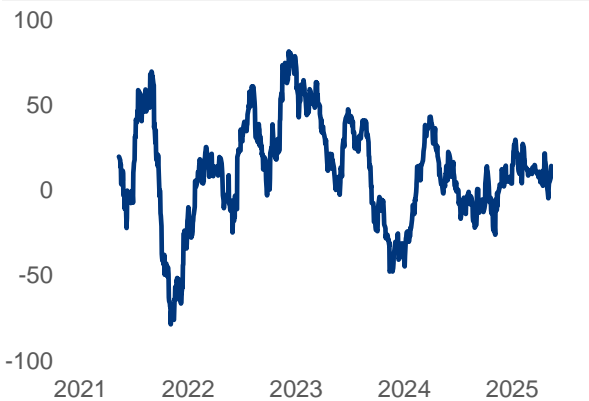
VIX指數



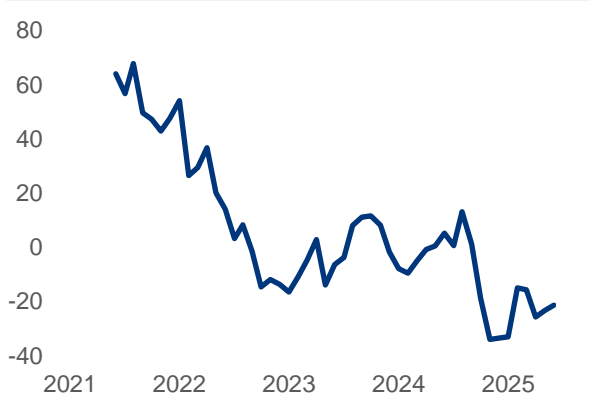
VIX期間結構



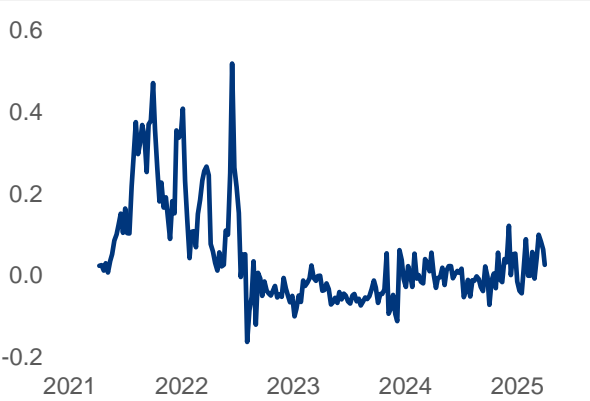
美國花旗經濟驚奇指數*



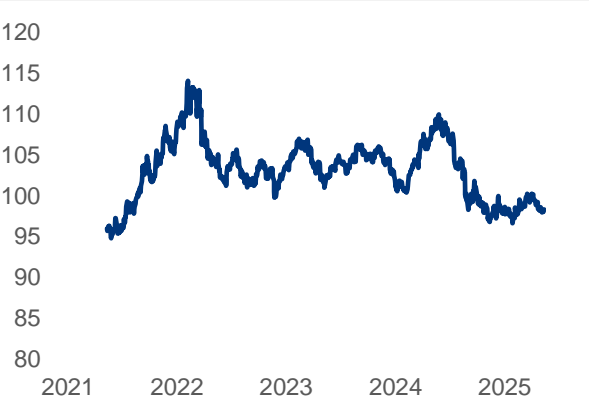
美國花旗通脹驚奇指數*



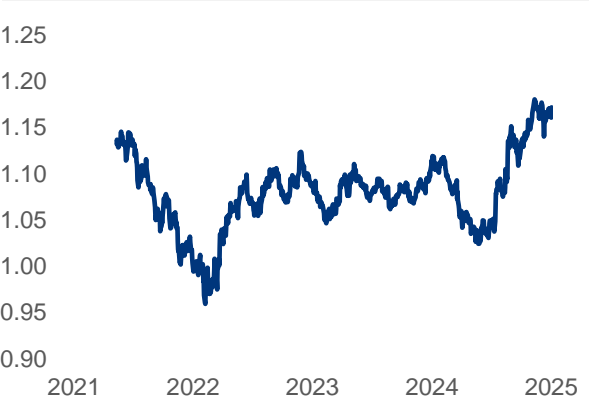
TED息差(bps)



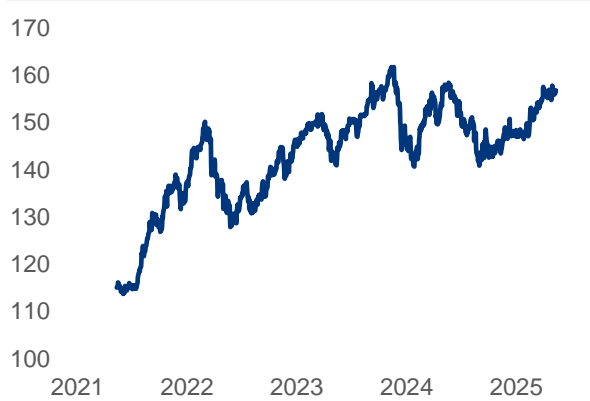
美元指數



歐元兌美元



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg，2026年1月2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。