

每日投资策略

宏观经济及行业点评

全球市场观察

- 中国股市上涨，恒指大幅跑赢沪深300，可选消费与信息技术领涨，能源、公用事业与必选消费下跌。算力产业链爆发，阿里与腾讯大涨，中概股跑赢美股大盘，有外资机构增持中国股票。商品价格分化，国债期货上涨。
- 中国上半年GDP同比增长5.3%好于预期，关税对经济增长负面影响小于预期，3Q政策宽松可能性较小。在中美可能达成初步协定和以旧换新政策效应递减之后，4Q政策可能向经济再平衡方向演进，适度扩大财政刺激，更大力度提振消费，推进制造业去产能，保持人民币稳中偏强。
- 日本国债收益率持续上升，10年收益率趋近1.6%创2008年以来新高。市场担心执政联盟在参议院选举失利将导致更加扩张的财政政策和更高的财政赤字，日本国债市场出现抛压，可能重演英国“特拉斯时刻”。
- 特朗普称与印尼达成协议，美国对印尼征收19%关税，低于之前威胁的32%。印尼向美国开放市场，承诺购买150亿美元美国能源、45亿美元美国农产品及50架波音飞机。印尼ETF涨幅扩大。
- 美股回落，材料、医疗保健与金融领跌，信息技术、通讯服务与工业跑赢。白宫批准英伟达H20芯片对华销售，英伟达、AMD等大涨，助推以科技股为主的纳指创出新高。花旗因2Q业绩超预期，股价大涨，但富国银行因下调全年净利息收入指引，股价大跌。
- 近期国际市场风险偏好明显上升，资金正创纪录涌入美股、欧股和科技板块，现金配置降至3.9%警戒线以下，市场贪婪氛围浓厚。
- 美债收益率先跌后涨，10年国债收益率小幅收高至2月以来高点。美国6月核心CPI同比+2.9%、环比+0.2%低于预期，受关税影响较大的家具、玩具等消费品价格涨幅扩大，但二手车、机票价格下跌抵消关税影响。该数据仍不足以支持美联储7月降息，预计美联储可能9月和4Q各降息一次。
- 比特币下挫超3%，特朗普支持的加密资产监管法案未能通过众议院程序性投票，众议院领导层暂定晚时再次投票以继续推动这些法案。黄金回落，原油延续疲软。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

宏观经济

■ 中国经济 - 数据好于预期降低近期政策宽松可能

受益于抢出口、财政扩张和以旧换新政策等支撑，第二季度中国 GDP 增速依然强劲。但房地产销售、社会零售额和固定资产投资在 6 月明显放缓，预示下半年经济可能走弱。新房和二手房销售在 7 月初大幅萎缩，相比 2019 年同期的复苏率回到去年 9 月政策大幅刺激水平。由于以旧换新政策刺激效应消退和禁酒令影响，耐用消费品、烟酒和餐饮消费增速下降，社会零售额增速放缓。主要行业固定资产投资走弱，但出口和工业产出保持强劲。

2025 年下半年，中国经济可能明显放缓，主因房地产销售走弱、以旧换新政策效应减弱和前期抢出口对需求的透支。预计中国与美国达成初步贸易协议后，可能在第四季度转向经济再平衡政策，适度扩大财政扩张和提振消费政策力度，加快化解过剩产能。预计 2025 年第四季度 LPR 将进一步下调 10 个基点，存款准备金率将下调 50 个基点。 ([链接](#))

行业点评

■ 中国科技行业 - 对华恢复 H20/MI308 供应的影响解读；利好 AI 服务器/零组件供应链

英伟达声明已获美国政府保证可恢复对华销售 H20 芯片，并宣布推出完全合规的中国特供版 RTX PRO GPU。另据报道，AMD 正筹备恢复 MI308 对华出货。根据我们前期分析，英伟达上季度 55 亿美元库存减记对应 110 万颗 H20 芯片和 13.8 万台 H20 服务器，而 2024 年向中国实际交付约 100 万颗芯片/12.5 万台服务器，占当年中国 AI 服务器市场（42 万台）的 30%。据媒体报道，目前 2025 年 H20/RTX6000D 需求或达 140-160 万/100-200 万颗；新型 B30 芯片将于 2025 年三季度在中国上市，全年出货量超 100 万颗。尽管市场部分预计在英伟达 CEO 黄仁勋上周造访白宫及本周北京之行后将恢复 H20 销售，但解禁时间仍早于预期，因此我们相信短期内将提振中国服务器供应链情绪，利好 AI 服务器品牌商/ODM/组件厂商包括比亚迪电子、立讯精密、工业富联、华勤技术和联想集团。 ([链接](#))

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招銀國際環球市場投資評級

| | |
|-----|------------------------------|
| 买入 | : 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15% |
| 持有 | : 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间 |
| 卖出 | : 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10% |
| 未评级 | : 招銀國際環球市場并未给予投资评级 |

招銀國際環球市場行業投資評級

| | |
|------|--------------------------|
| 优于大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标 |
| 同步大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若 |
| 落后大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标 |

招銀國際環球市場有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招銀國際環球市場有限公司(“招銀國際環球市場”)为招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招銀國際環球市場不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招銀國際環球市場建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招銀國際環球市場编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招銀國際環球市場可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招銀國際環球市場书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招銀國際環球市場不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際環球市場不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析员不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。