

每日投资策略

行业及公司点评

全球市场观察

- 中国股市涨跌互现。恒生指数小幅收跌，医疗保健、可选消费与金融领跌，原材料、综合与能源领涨，南向资金净买入港股 30.4 亿港元，快手、中兴通讯与小米集团净买入规模居前，中芯国际净卖出规模较大，显示部分资金获利了结。国债收益率回落，人民币兑美元走强。中国持续释放反内卷政策信号，发改委与市场监管总局发文治理价格无序竞争，有助于改善通缩预期和龙头企业盈利前景。商务部公告加强稀土、锂电池、超硬材料等产品与技术出口管制。
- 汇丰计划以 136 亿美元私有化恒生银行，溢价超 30%，公告后汇丰香港股价重挫逾 6%，恒生银行暴涨超 26%。汇丰近年来持续推动组织变革，将业务简化为香港业务、英国业务、企业与机构理财和国际财富管理等四大板块，香港业务被视为优先战略方向。汇丰与恒生银行在香港市场存在竞争重叠和重复投入问题，恒生银行受香港房地产贷款风险拖累上半年净利润同比下滑 30.5%，不良贷款率升至 6.69%。私有化恒生银行一方面可以消除内部冗余，整合客户网络与资源投入，提升香港市场运营效率和综合服务竞争力，另一方面可以增强恒生银行化解地产风险敞口能力，加快处理不良资产。汇丰之前曾推动恒生银行出售房地产不良债权组合，私有化后料将进一步整合信贷政策。私有化恒生银行将消除恒生银行非控股权益利润扣减（每年 10-15 亿港元），提升汇丰 EPS，但将降低汇丰 CET1 约 125 个基点，汇丰计划通过暂停未来三个季度股票回购（释放约 1.5% 资本）和内生性资本增长将 CET1 恢复至 14.0%-14.5% 的目标区间。总体来看，私有化恒生银行显示汇丰更加重视香港市场基本盘与超级联系人角色，是汇丰 All in 亚洲的关键一步。
- 高市早苗当选日本执政党党首引发日元快速贬值，可能推升日本进口价格，加剧日本通胀压力，抵消其缓解民生压力计划效果。在日元兑美元连续下跌创下 8 个月新低后，高市早苗表示“无意触发日元过度疲软”，但市场对其政策可能令日元走弱的担忧尚未完全消除。
- 欧央行纪要显示通胀前景不确定性导致 9 月会议决定不降息。欧央行官员们认为物价前景较常态更不确定，经济易受地缘政治变化与关税冲击影响，货币政策应该保持灵活性。随着通胀徘徊在 2% 目标附近和政策利率已降至 2% 处于中性利率区间，多数官员对 8 次降息之后进一步降息意愿较低，仅部分官员认为存在进一步降息可能性。我们认为欧央行降息周期已近尾声，第四季度可能降息一次，明年可能保持利率不变。
- 美股回调，材料、工业与能源领跌，必选消费、通讯服务与信息技术跑赢。联邦政府关门带来经济数据真空期，部分投资者获利了结心态升温，资金从周期性板块转向防御性板块。科技七巨头分化，Meta 和英伟达上涨，苹果下跌。微软数据中心供应紧缺问题将延续至 2026 年上半年超出此前预期，提振科技股尾盘表现。Sam Altman 透露 OpenAI 未来几个月将有更多交易以加大基础设施投入应对下一代 AI 模型催生的庞大需求，市场预计这些交易以交

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上市日表现

	收市价	升跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	26,753	-0.29	33.36
恒生国企	9,530	0.07	30.73
恒生科技	6,471	-0.66	44.83
上证综指	3,934	1.32	17.37
深证综指	2,550	1.21	30.27
深圳创业板	3,262	0.73	52.31
美国道琼斯	46,358	-0.52	8.97
美国标普 500	6,735	-0.28	14.51
美国纳斯达克	23,025	-0.08	19.23
德国 DAX	24,611	0.06	23.62
法国 CAC	8,041	-0.23	8.95
英国富时 100	9,509	-0.41	16.35
日本日经 225	48,580	1.77	21.77
澳洲 ASX 200	8,970	0.25	9.94
台湾加权	27,302	0.88	18.52

资料来源: 彭博

港股分类指数上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	44,579	-0.70	26.87
恒生工商业	15,622	-0.24	38.86
恒生地产	18,381	1.64	23.26
恒生公用事业	35,895	0.92	0.65

资料来源: 彭博

又持股模式为核心，即芯片巨头通过投资或股权承诺换取 OpenAI 订单形成 AI 闭环经济。台积电 Q3 营收同比增长 30% 超预期，显示 AI 需求强劲。

- 美债收益率基本走平，美元指数升破 99 创两个多月新高。美联储理事巴尔表示关注通胀风险，降息需更加谨慎，凸显美联储内部分歧。美元走强叠加第一阶段加沙停火协议生效降低避险情绪，黄金与比特币回落，原油下跌。美国劳工统计局准备在政府关门期间发布 9 月 CPI 数据。

行业点评

■ 中国重卡行业 - 9 月份重卡销量同比增长 82%

根据第一商用车发布的初步数据，9 月份重卡批发销量（国内 + 出口）同比增长 82% 至 10.5 万辆，为历史上 9 月份的第二高。据第一商用车数据，所有主要类型的重卡（柴油、天然气、新能源）在 9 月份均实现强劲增长。我们认为强劲增长的根本驱动力仍然是 3 月份推出的卡车更新补贴。我们相信强劲的势头有机会将全年销量推升至 110 万辆（同比增长 22%）。尽管市场可能担心在 2025 年底补贴结束后，重卡购买力会否在 2026 年初开始减弱，但我们判断鉴于大量老旧卡车可能被替换（2017 至 2021 年间的销量创历史新高），2026 年重卡需求可能仍将保持高位。

潍柴动力（2338 HK/000338 CH，买入）- 我们了解到市场对新能源重卡渗透率快速增长的担忧（根据第一商用车数据，渗透率从 2024 年 1 月的约 4% 上升至 2025 年 9 月的 >20%），可能给潍柴带来技术风险。即便如此，我们目前仍然看好潍柴，主要由于重卡行业销售强劲（包括柴油和天然气），此外，公司产品持续多元化（包括快速增长的数据中心发动机）。潍柴股价在经过早前的回调后，2026 年预测市盈率只有 8 倍，股息率超过 6%，我们认为仍然具有吸引力。

中国重汽（3808 HK，持有）- 由于重卡发动机对中国重汽盈利有较大贡献，因此公司也面临新能源切换的技术风险。尽管如此，我们的“持有”评级仍存在一些上行风险，主要由于当前所有类型的重卡销售均强劲，公司将受惠于较高的运营杠杆率。（[链接](#)）

公司点评

■ 阿里巴巴（BABA US，买入，目标价：209.40 美元）- 2QFY26 业绩预览：即时零售投资见顶，加速人工智能应用

对于 2QFY26（财年结于 3 月），我们预测阿里巴巴的收入将同比增长 2%，与彭博一致预期基本一致，其中客户管理收入（CMR）和云智能集团（CIG）收入分别增长 10% 和 30%。尽管我们计入了即时零售（QC）业务投资对调整后 EBITA 的影响（374 亿元人民币），但我们认为投资影响或将在 2QFY26 见顶，且随着即时零售有望在 2025 年 10 月底将单位经济损失减半，相关投资对盈利的影响将在 3QFY26 开始减弱。我们将基于 SOTP 的目标价微调至 209.4 美元（原为 210.3 美元），以反映盈利预测的调整。在我们看来，阿里巴巴仍然是人工智能主题下的主要受益者之一，其资本开支及加速内部和外部人工智能应用的投资都有望推动长期的收入和盈利增长。维持“买入”评级。（[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。

招银国际环球市场投资评级

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	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

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

招银国际环球市场有限公司

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

招银国际环球市场有限公司("招银国际环球市场")为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

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。招银国际环球市场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。招银国际环球市场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定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，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上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定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。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

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，未经招银国际环球市场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

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场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师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属的研究报告。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。