

每日投资策略

宏观/公司点评

全球市场观察

- 7 月 30 日，A/H 股延续分化，科技硬件继续去拥挤，红利与消费相对占优。沪指跌 0.6%，深成指跌 2.7%，创业板指跌 4.0%，光模块板块集中调整；恒生指数涨 0.2%，恒生科技跌 1.3%，中际旭创港股上市首日破发，AI 硬件板块承压，能源、必需性消费和电信服务收涨。南向资金净卖出 85.71 亿港元，小米、网易等获净买入，美团、华虹宏力和中芯国际遭净卖出。政治局会议强调宏观政策“发力提效”和加大逆周期调节，指向下半年更温和宽松的政策立场。离岸人民币升至 6.754 附近，创三年半新高，受政策预期和美元走弱共同支撑。
- 日韩市场涨跌互现，欧洲科技与工业股明显反弹。日经 225 涨 0.7%，电子股受到隔夜美股科技业绩提振，但日元疑似遭官方干预，单日急升近 3%；韩国 KOSPI 跌 1.2%，三星电子虽公布创纪录利润并预计存储短缺延续至 2028 年，股价仍下跌，反映杠杆去化与市场存对存储周期见顶的担忧尚未解除。欧洲 STOXX 600 涨 0.8%，施耐德电气、英飞凌和 ASML 领涨，资金重新回补盈利确定性较高的 AI 基础设施资产。
- 美股大幅反弹，受益于 AI 赢家重估与空头回补，标普 500 涨 1.7%，纳指涨 2.8%，道指涨 1.2%，费城半导体指数涨 8.2%；微软因云业务加速、资本开支低于预期且现金流指引稳健而暴涨 15.5%，显著修复市场对 AI 投资回报率的信心。等权重标普逆势下跌，资金仍集中于能够证明收入兑现和资本效率的少数科技龙头，反弹广度并不稳固。
- 美债短端回落、超长端上行，曲线进一步陡峭化。2 年期收益率跌 2.88bps 至 4.24%，10 年期跌 0.40bps 至 4.67%，30 年期升约 1bp 至 5.21%，盘中一度触及 5.24% 的十九年高位。美国二季度 GDP 年化增长 1.5%、低于预期，6 月 PCE 同比增速由 4.1% 降至 3.7%，核心 PCE 环比仅增 0.1%，推动市场削减近端加息押注；但 30 年期利率仍受通胀黏性、财政供给及市场对美联储政策可信度的担忧支撑，长端风险溢价上升。
- 大宗商品受美元走弱和供应预期驱动而分化，布伦特跌 1.9% 至 89.03 美元/桶，市场将注意力转向 OPEC+ 潜在增产，中东风险暂未转化为新的实物供应缺口；现货黄金涨 0.8% 至 4100.34 美元/盎司，白银涨 2.1% 至 58.93 美元/盎司，受美元及短端利率回落支撑。铜涨约 3.1% 至 6.47 美元/磅，天然气涨约 0.8% 至 2.74 美元/MMBtu；比特币涨 1.3% 至约 64770 美元，跟随科技股修复。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	25,859	0.20	0.89
恒生国企	8,645	0.25	-3.02
恒生科技	4,804	-1.25	-12.91
上证综指	3,805	-0.62	-4.14
深证综指	2,373	-2.46	-6.25
深圳创业板	3,245	-3.97	1.29
美国道琼斯	52,208	1.19	8.62
美国标普 500	7,438	1.66	8.65
美国纳斯达克	25,122	2.78	8.09
德国 DAX	25,612	0.60	4.58
法国 CAC	8,486	0.92	4.12
英国富时 100	10,897	-0.10	9.73
日本日经 225	61,867	0.71	22.90
澳洲 ASX 200	8,968	-0.78	2.91
台湾加权	39,933	-0.26	37.87

资料来源: 彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	56,345	1.02	15.15
恒生工商业	12,861	-0.26	-7.33
恒生地产	20,376	0.28	16.02
恒生公用事业	39,066	-0.05	2.74

资料来源: 彭博

宏观点评

■ 全球宏观 - 联储加息可能与大类资产配置启示

我们认为市场过度计价全年加息可能，美国经济下半年或温和放缓，就业市场并未过热，能源价格已阶段性见顶，核心通胀有望温和回落。泰勒法则测算显示当前政策利率仍在合理区间，有加息空间但必要性较小，年内触发联储加息/降息门槛仍较高。我们认为年内政策利率将维持不变，但联储会保持鹰派沟通推升市场利率，以实现部分加息效果。

历史经验显示鹰派维持初期，因折现率上行、金融条件收紧、风险偏好下降和增长预期提前下修等因素，股债和贵金属等资产价格普遍承压，美元和股债波动率上升，特别是对长周期&高估值的科技股、利率敏感的汽车、金融和房地产等板块和高收益债。但随着政策路径确定和盈利韧性验证，资产往往呈现“先抑后扬”走势。短期底部标志包括美元动能转弱、VIX 波动率见顶回落和黄金价格见底回升。最终趋势性底部需联储货币政策明确，若加息兑现，资产价格可能面临二次探底。我们预计二年和十年期国债年底可能分别降至 3.6% 和 4.3%。人民币年底可能升值至 6.75 左右。配置上看好中短久期投资级债，港股看好电信、金融、能源和优质科技股板块。（[链接](#)）

■ 中国政策 - 政治局会议预示温和宽松信号

昨日召开的中央政治局会议释放出 2026 年下半年政策立场将略趋宽松的信号，决策层明确承认经济面临的困难日益加剧，并在近期首次强调加强逆周期调节。财政支出步伐将加快，可能从 2026 年上半年的事实性紧缩转向下半年的扩张性立场。促消费政策仍侧重于供给侧和服务业，而对需求侧的支持仍然有限。房地产领域的支持力度预计将保持温和。科技领域依然是政策重中之重，预计决策层将继续向 AI 和先进制造业倾斜财政资源。决策层高度关注资本市场稳定，可能意味着下半年市场波动加大期间，国家队稳市场操作可能会更加积极。重提“规范平台经济”暗示 2026 年下半年可能出台更多针对性监管措施，但我们认为这并不意味着监管周期将全面重启。

市场对 AI、先进制造业、服务消费及政策支持的基础设施领域的风险偏好有望改善，但房地产和可选消费板块的表现可能继续滞后。得益于盈利回升、政策支持力度加大以及美联储流动性紧缩压力的缓解，港股在 2026 年下半年表现或将好转。展望未来，预计 GDP 增速将从 2025 年的 5.0% 放缓至 2026 年的 4.6%，其中上半年增速为 4.7%，下半年放缓至 4.6%。随着经济动能持续减弱，我们认为 2026 年第四季度可能出现小幅降息窗口。（[链接](#)）

公司点评

■ 微软 (MSFT US, 买入, 目标价: 634.2 美元) - 可量化的投资回报日益显现

微软公布 4QFY26 (年结于 6 月) 业绩: 收入同比增长 18%至 900 亿美元 (3QFY26: 同比增长 18%), 较我们的预测和 Visible Alpha (VA) 一致预期均高出 3%, 主要受三大业务板块收入均好于预期推动。营业利润同比增长 18%至 406 亿美元, 较我们的预测和一致预期均高出 4%, 主要得益于生产力和业务流程及智能云板块表现超预期。我们认为, 资本开支投资所带来的可量化回报正在云业务和自有应用中变得愈发显著, 具体体现为: 1) 4QFY26 Azure 及其他云服务收入增速加快至 43% (指引为 39-40%), 管理层预计 1QFY27 将进一步加快至 45%; 以及 2) Microsoft 365 Copilot 付费席位达到 3,000 万个, 随着产品形态改善和 AI 产品整合度提升, 季度净新增席位环比增长超过一倍。管理层维持 2026 年资本开支投资预期不变, 并预计将进一步提升 CPU 和 GPU 资源池的运营效率, 以更好地满足尚未得到满足的需求, 目前整体需求仍持续超过可用产能; 管理层同时指引 FY27 自由现金流将为正。我们将估值基准滚动至 FY27E, 并将基于 DCF 的目标价上调 3%至 634.2 美元, 对应 32 倍 FY27E 市盈率; 维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ Meta (META US, 买入, 目标价: 830.0 美元) - 持续加大 AI 投入以驱动长期增长

Meta 公布 2Q26 业绩: 总营收同比增长 28%至 608 亿美元, 基本符合 VA 一致预期; 营业利润同比下滑 8%至 188 亿美元, 若剔除 24 亿美元诉讼罚款则同比增长 4%至 212 亿美元, 基本符合一致预期的 215 亿美元。展望 3Q26E, 管理层预计总营收同比增长 19%-25%至 610 亿-640 亿美元, 亦符合一致预期 (631 亿美元)。考虑到 C 端及企业端庞大的 AI 机遇, 公司仍致力于在 FY26/27E 最大化 AI 算力储备, 这或导致短期盈利及现金流承压。尽管如此, 我们预计新的 AI 机遇 (如企业智能体、API 服务及 AI 算力租赁) 将逐步贡献额外利润, 并将 FY27-28 营业利润预测上调 0%-4%。考虑到短期盈利及现金流的不确定性, 我们将目标价下调至 830.0 美元, 基于 28 倍 FY26 PE (前值: 880.0 美元, 基于 29 倍 FY26 PE)。维持“买入”评级, 下个重点催化包括大模型的升级迭代及企业 AI 商业化提速。 ([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风险。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制的报告。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。