

每日投资策略

行业点评

全球市场观察

- 中国股市低开高走，港股原材料、公用事业与工业领涨，综合、可选消费与信息科技下跌。南向资金净买入 103.73 亿港元，南方恒生科技、阿里与小米净买入规模居前，华虹半导体与中芯国际净卖出较多。A 股电气设备、可选消费零售与煤炭涨幅居前，软件服务、半导体与非银金融下跌。因交易量与 IPO 大增，港交所第三季度利润增长 56%。小鹏汽车计划 2026 年与高德合作推出 Robotaxi。贵州茅台计划耗资 15-30 亿人民币回购股份，2025 年中期每股现金分红 23.957 元。
- 欧股上涨，国债收益率回升，欧元和英镑兑美元走强。欧元区 10 月综合 PMI 升至 52.5 创 29 个月新高，产出价格温和上涨，德国服务业强劲复苏，新订单和就业增长明显，但法国服务业连续 14 个月收缩，因政治不确定性拖累经济。经济好于预期和通胀保持在目标附近为欧央行政策提供灵活性。欧央行官员暗示 12 月是否降息存在不确定性。我们认为欧央行降息周期已接近结束，12 月可能保持利率不变，明年可能降息一次。
- 美股反弹，通讯服务、可选消费与材料领涨，必选消费、信息技术与地产下跌。美国服务业 PMI 和 ADP 就业数据好于预期，缓解投资者对经济急剧恶化担忧。特朗普安抚市场称已关注到政府关门对股市冲击，呼吁终结“冗长辩论”规则以尽快重启政府。最高法院质疑特朗普关税权限，Polymarket 平台上最高院支持特朗普关税的押注概率从庭审前 40% 降至不到 30%，汽车、家居零售等贸易敏感股普遍走高。投资者逢低买入支撑美股反弹，但大型科技股尾盘再次遭遇抛售，回吐日内大部分涨幅，显示市场对科技股高估值风险的担忧尚未完全消除。
- 美国 10 月 ISM 服务业 PMI 超预期反弹至 8 个月新高，价格支付指数创 3 年新高，就业指数仍在收缩但趋于稳定；10 月“小非农”ADP 新增就业 4.2 万人好于预期，就业市场连续两个月下滑后有企稳迹象。经济数据好于预期打击美债价格，美债收益率转升创 1 个月新高。美元指数高开低走，金价走高，加密货币大幅反弹。美国上周 EIA 原油库存意外大增，原油转跌创两周新低。
- 民主党在美国地方选举中取得重大胜利，拿下弗吉尼亚州长、新泽西州长和纽约市长职位。当选纽约市长的 Mamdani 作为左翼政治新秀，主张对富人加税、冻结房租、提供免费巴士和开设国有杂货店，这些政策被视为颠覆市场经济模式而引发华尔街担忧。在联邦政府停摆第六周背景下，经济压力和民生成本成为选民最关议题。选举结果提醒特朗普在明年中期选举前应将政策聚焦于改善就业、通胀与民生。美联储数据显示第三季度消费者债务拖欠率 4.5% 创 2020 年一季度以来新高，学生贷款逾期率升至 14.4% 创历史新高。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上市表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生指数	25,935	-0.07	29.29
恒生国企	9,163	-0.11	25.70
恒生科技	5,786	-0.56	29.49
上证综指	3,969	0.23	18.42
深证综指	2,498	0.45	27.61
深圳创业板	3,166	1.03	47.84
美国道琼斯	47,311	0.48	11.20
美国标普 500	6,796	0.37	15.55
美国纳斯达克	23,500	0.65	21.69
德国 DAX	24,050	0.42	20.80
法国 CAC	8,074	0.08	9.40
英国富时 100	9,777	0.64	19.63
日本日经 225	50,212	-2.50	25.86
澳洲 ASX 200	8,802	-0.13	7.88
台湾加权	27,717	-1.42	20.33

资料来源: 彭博

港股分类指数上市表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生金融	47,055	-0.12	33.92
恒生工商业	14,443	-0.05	28.38
恒生地产	18,208	-0.35	22.10
恒生公用事业	37,124	0.59	4.10

资料来源: 彭博

行业点评

■ 互联网行业 - 海外软件互联网龙头公司业绩启示：因需求强劲上调 Capex 指引，利润率影响程度分化

我们对 3Q25 美国龙头互联网公司业绩综合分析如下：1) 得益于强劲的需求及供给端受限逐步缓和，基础设施云厂商（微软智能云/谷歌云/亚马逊云）的营收同比增速环比均有上行，3Q25 合计营收同比增速上行至 25.7%（2Q25: 23.1%）。得益于需求驱动，云厂商资本开支大幅增长至 931 亿美元（+71% YoY）。2) AI 投资对利润率的影响逐步分化，云相关 Capex 投资尽管对行业利润率有所影响但好于预期，且带动利润稳步增长，云厂商云业务经营利润 3Q25 同比增长 24.1%，但对其他投资回报周期相对更长的行业而言（如广告）或需更关注投资节奏及对利润率的影响。我们目前仍不担心云厂商存在过度投资的风险，认为 2026 年美股龙头公司盈利增速有望支撑其估值，但同时提示需要更加精选个股，建议更加关注 AI 变现实质性起量、AI 相关投资能高效拉动营收和盈利增长的公司。我们推荐微软、亚马逊、谷歌，同时维持 Meta 的买入评级。（[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。