

每日投资策略

宏观/行业点评

全球市场观察

- 9 月 9 日，A/H 股震荡分化。上证指数涨 0.3%，深证成指涨 0.2%，创业板跌 0.1%，煤炭、航运和光通信相对强势。港股恒指跌 0.2%，恒生科技跌 0.8%，汽车电子、核能和电力设备收涨，品牌服饰、AI 医疗和连锁餐厅等领跌。南向资金净买入 37.20 亿港元，小米和和铂医药等获增持居前，华虹宏力、建滔集团和建滔积层板遭净卖出。宏观方面，8 月 CPI 同比升至 0.8%，PPI 升至 3.8%，但涨价主要由能源、原材料和季节性食品推动，核心 CPI 仅同比上涨 1.0%，更接近输入型成本再通胀，而非内需全面修复。人民币继续偏强，美元兑离岸人民币报 6.706。
- 日韩股市分化。日经 225 跌 0.2%，日元升至 153.65 附近，日本央行加息预期和套息交易平仓继续压制出口股；韩国 KOSPI 涨 1.4%，AI 存储供应紧张继续支撑韩国科技股。欧洲 Stoxx 600 大跌 1.4%，创 7 月以来最大单日跌幅，布油破百推高通胀和 ECB 进一步加息预期。
- 美股连续第三日下跌，道指跌 0.8%，标普 500 跌 0.5%，纳指跌 0.6%，能源成为标普唯一上涨板块，费城半导体指数逆势涨 0.4%。Meta 涨 6.6%，新 AI 助手 Muse 强化市场对 AI 应用变现的预期；Alphabet 跌 2.3%，因宣布未来两年向芬兰 AI 基础设施投入超过 150 亿美元；苹果跌 0.3%，首款折叠屏 iPhone 发布未能抵消利润率担忧。能源和银行收涨，通讯服务、家庭&个人用品和消费者服务领跌。
- 美债收益率全线上行，曲线熊陡。2 年期收益率升 2.54bps 至 4.42%，10 年期升 4.84bps 至 4.84%，30 年期升 4.35bps 至 5.29%。财政部宣布将长债回购规模扩大至最高 60 亿美元，虽较此前明显扩容，但低于市场期待的 80 亿—100 亿美元，消息公布后收益率反而跳升；布油突破 100 美元亦进一步抬高通胀补偿。债市的反应表明，技术性回购只能改善流动性，难以压过能源通胀、财政赤字以及 AI 企业融资带来的资本需求。9 月加息概率约 55%，本周 PPI 和 CPI 将决定是否进一步上调。
- 布伦特原油涨 3.4% 至 101.21 美元/桶、重返 100 美元上方，美伊冲突升级及霍尔木兹运输风险继续推升风险溢价；最新航运数据估计，即使计入关闭 AIS 的“暗航”，海湾石油出口仍仅恢复至战前约三分之二。现货黄金涨 1.1% 至 4402 美元/盎司，白银涨约 2.3%；伦铜突破 14,850 美元/吨，再创历史新高。比特币小跌 0.3% 至约 7.82 万美元。

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	25,275	-0.17	-1.39
恒生国企	8,369	-0.34	-6.11
恒生科技	4,421	-0.76	-19.85
上证综指	3,952	0.28	-0.44
深证综指	2,526	-0.03	-0.19
深圳创业板	3,355	-0.14	4.74
美国道琼斯	52,381	-0.77	8.98
美国标普 500	7,636	-0.48	11.55
美国纳斯达克	26,253	-0.64	12.96
德国 DAX	25,576	-1.66	4.43
法国 CAC	8,157	-1.94	0.09
英国富时 100	10,670	-1.31	7.44
日本日经 225	65,143	-0.19	29.41
澳洲 ASX 200	8,911	-0.11	2.26
台湾加权	47,183	0.16	62.91

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	56,366	0.35	15.19
恒生工商业	12,382	-0.50	-10.78
恒生地产	19,745	-0.22	12.43
恒生公用事业	40,196	1.16	5.71

资料来源: 彭博

宏观点评

■ 中国经济 - 价格回升，需求滞后

8 月份 CPI 回升，主要受汽油和黄金首饰价格上涨推动，合计贡献了当月环比涨幅的约 60%。PPI 通胀有所加速，主要得益于能源价格重新上涨，且出现价格向中下游行业传导的初步迹象。整体来看，供给受限正在助推部分大宗商品及科技行业的定价权回升，但疲软的内需则继续拖累面向居民消费及与建筑业相关行业的价格回升。

26 年下半年政策重心将转向稳投资，8000 亿元新型政策性金融工具的落地及“六张网”投资将有望带动投资增速的见底回升，但对消费和居民收入的支持可能有限。我们预计货币政策将保持流动性充裕，但政策利率下调可能要 2026 年第四季度才会落地。展望未来，预计 CPI 和 PPI 将出现回升，其中 CPI 和 PPI 可能分别从 2025 年的 0.1% 和 -2.6% 升至 2026 年的 0.9% 和 2.5%。

([链接](#))

行业点评

■ 中国消费板块 - 双周资金流：空头轮动至加盟连锁，南下结构性加仓

截至 9 月 8 日的两周，重点港股消费股的仓位结构趋于稳定。平均未平仓沽空占自由流通股比例微升 0.1ppt 至 8.8%，仍处于近半年高位附近；随着中报季成交回归常态，空头回补天数由 8.5 天回落至 8.3 天。南下持股占自由流通股比例上升 0.8ppt 至 31.7%，为 1Q26 以来首次显著回升，尽管 8 月南向资金整体净流入约 104 亿港元，较 7 月的约 629 亿港元明显放缓。总量数据平淡之下，结构变化明显：空头在已披露业绩的新消费龙头上回补，转而在加盟制大众连锁——量贩零食龙头鸣鸣很忙及茶饮蜜雪、古茗——上重新建仓；同时内地资金加仓了同一批标的。我们认为当前变化并不代表趋势性反转，对冲基金仅调整敞口，而非撤退。

沽空端：空头轮动至加盟连锁；日内沽空集中于大盘股。未平仓沽空比例降幅最大的是泡泡玛特（-1.4ppt 至 22.3%）与老铺黄金（-1.4ppt 至 14.2%），其次为毛戈平（-0.9ppt 至 8.8%）、海底捞及锅圈（各-0.6ppt），1H26 业绩后空头选择在预期兑现时落袋。新增空头集中于加盟连锁：鸣鸣很忙（+3.0ppt 至 12.2%，出现在 1H26 超预期业绩之后，更多指向估值而非基本面做空）、蜜雪（+1.9ppt 至 13.6%）、古茗（+1.1ppt 至 18.2%），以及李宁和特步。回补天数方面：古茗因业绩后成交放量，回补天数下降 3.5 天至 16.8 天；林清轩（+3.1 天至 5.5 天）、波司登（+2.7 天至 16.1 天）和巨子生物（+1.8 天至 11.8 天）因成交回落而拉长。近两周日内沽空占成交约 20%，海底捞/周大福（均 39%）、农夫山泉（34%）、特步（33%）日内沽空最重但未平仓空头并未同步上升，系较多对冲与双向交易而非累积做空；鸣鸣很忙（9 月 8 日 42%）与华润饮料（9 月 7-8 日 40-50%）的日内跳升则提示新增压力。

南下端：增配零食量贩。23 只标的中 18 只南下持股比例上升。增幅最大为鸣鸣很忙（+5.8ppt 至 34.3%）、蜜雪（+4.4ppt 至 59.5%）、东鹏饮料（+3.0ppt 至 29.6%）、毛戈平（+1.2ppt 至 52.1%）、李宁（+1.1ppt 至 21.8%）、锅圈（+1.0ppt 至 25.9%）及 361 度（+0.9ppt 至 49.9%）。减持仅见于泡泡玛特（-1.7ppt 至 46.8%）、周大福（-0.6ppt 至 5.8%）和华润饮

料 (-0.3ppt 至 38.3%)，老铺黄金与上美股份基本持平。消费板块并未成为 8 月南向资金行业轮动主流（流入软件与 IT 硬件、流出医药及金融），但仍获得结构性加仓。值得关注的是鸣鸣很忙、蜜雪、古茗呈现"双向拥挤"，李宁亦可归入轻度双向博弈：同一区间内沽空与南下持股同步上升，意味着围绕 3Q 经营数据及门店披露的波动将被放大。

投资启示。我们将样本分为三类：1) 空头下降、南下上升（毛戈平、锅圈）：技术面改善最干净，基本面数据正向超预期最易转化为估值上修。2) 加盟连锁"多空对峙"（鸣鸣很忙、蜜雪、古茗）：双方信念同时增强，同店、新开店趋势及表现等任何偏离预期的变动都会被放大。3) 多空均降（泡泡玛特）：尽管有回补，沽空仍达 22.3%、回补需 13.3 天，且南下支撑减弱，压制因素尚未消除。板块层面，8 月消费盈利预测被大面积下修，近两周显著跑输周期股；在沽空比例接近高位、南下初现企稳迹象的组合下，若经营表现超预期，空头回补带来的上行弹性将进一步改善。近期可关注的经营层面催化剂包括：9 月中旬社零及消费扩容政策细则、中秋旺季动销、10 月运动品牌 3Q 流水（低指引下超预期门槛较低）、9-10 月茶饮及量贩零食同店、新开店及单店表现、双十一预售等；反向风险主要来自 PET 等原材料成本回升，以及餐饮、茶饮及量贩零食单店稀释等。（[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编制的报告。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。