

# 每日投资策略

## 宏观及公司点评

### 全球市场观察

- 中国股市反弹，港股可选消费、信息技术与能源领涨，材料、公用事业与电讯跑输，南下资金净卖出 26.7 亿港元，阿里巴巴、小米和中芯国际净卖出规模居前，南方恒生科技、中海油和中国人寿净买入较多。A 股煤炭、硬件设备与石油石化涨幅居前，有色金属、食品饮料与银行下跌。截至 10 月 20 日 19 时 140 家 A 股公司发布前三季度业绩预告，预喜比例 83.57%，其中半导体、人工智能、消费电子、通信等科技类公司业绩持续向好。
- 中国货币政策将延续宽松，预计 11-12 月央行可能降准 50 个基点、降息 10 个基点。近期多个中小银行宣布下调存款利率约 10 个基点，为未来两个月 LPR 可能下调创造条件。海关数据显示 9 月中国从美国进口大豆数量已降至零，中国加大对南美大豆采购，美方将稀土、芬太尼和大豆列为中美经贸磋商三大问题。
- 日债收益率上升，日经 225 指数大涨收盘创历史新高。日本自民党与维新会签署联合执政文件，高市早苗出任日本首相已成定局，市场预期新内阁可能开启新的财政刺激。日本央行在 10 月会议上可能上调经济增长预期，因关税冲击对经济负面影响有限。经济延续温和复苏可能支持再次加息。日本央行审议委员高田创称必须警惕通胀超预期风险，现在是提高政策利率的好时机。
- 澳大利亚与美国签署价值 85 亿美元关键矿物与稀土合作协议，澳大利亚拥有全球第四大稀土储量。澳大利亚承诺购买美国无人机及直升机等，预计本国养老金对美投资 2035 年达到 1.44 万亿美元，较当前水平增加 1 万亿美元。
- 美股上涨，通讯服务、材料与工业领涨，必选消费、公用事业与能源跑输。投资者对区域银行风险、联邦政府停摆和中美贸易冲突担忧下降，乐观情绪升温，恐慌指数 VIX 持续下降，担保隔夜融资利率 (SOFR) 回落显示融资压力缓和。白宫经济顾问称政府停摆问题可能在本周结束；特朗普对中美经贸谈判多次改口但最后发表期待达成公平协议并希望中国繁荣的乐观论调。苹果年内首次创历史新高，市值超越微软晋升美股第二，中美开售前 10 天 iPhone 17 销量较前代同期高 14%。美国与澳大利亚达成矿物合作协议提振美国矿物股。中概股跑赢大盘。美债收益率回落趋近半年低位，美元指数上涨，金银与比特币反弹，原油回落。

### 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	2.42	28.91
恒生国企	9,233	2.45	26.65
恒生科技	5,933	3.00	32.79
上证综指	3,864	0.63	15.28
深证综指	2,420	0.98	23.65
深圳创业板	2,993	1.98	39.78
美国道琼斯	46,707	1.12	9.78
美国标普 500	6,735	1.07	14.51
美国纳斯达克	22,991	1.37	19.06
德国 DAX	24,259	1.80	21.85
法国 CAC	8,206	0.39	11.18
英国富时 100	9,404	0.52	15.06
日本日经 225	49,186	3.37	23.29
澳洲 ASX 200	9,032	0.41	10.70
台湾加权	27,689	1.41	20.20

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	44,796	1.92	27.49
恒生工商业	14,750	2.79	31.11
恒生地产	18,368	1.80	23.17
恒生公用事业	36,838	0.62	3.29

资料来源: 彭博

## 宏观点评

### ■ 中国经济 - 短期阵痛换取长期收益

尽管去年基数较低，但中国经济第三季度仍明显放缓。零售额增速放缓至近期新低，耐用消费品面临同比基数上升和以旧换新政策效果边际递减。因地方隐性债务管控更加严格和反内卷政策落地，基础设施投资和制造业投资双双承压，固定资产投资近 5 年来首次出现负增长，前 9 个月同比下降 0.5%。房地产市场成交量和价格均进一步下滑，可能推动新一轮宽松政策出台。

反内卷政策通过抑制产出与投资可能暂时拖累经济增长，但长期有助于促进中国经济再平衡，缓解通缩压力，提升龙头企业市场集中度和盈利前景，对股市构成利好。由于反内卷政策主要涉及资本密集型行业，对就业影响可能较小。政策部门可能愿意承受短期阵痛以获得长期经济再平衡和通缩改善的收益。

经济放缓将增加未来两个月新一轮政策宽松的可能性。预计央行将在 11-12 月降准 50 个基点，下调 LPR 约 10 个基点。财政政策可能加大对家庭支持，以提振消费和住房销售。预计 2025 年第四季度 GDP 增速可能放缓至 4.6%，全年 GDP 增速为 5%。 ([链接](#))

## 公司点评

### ■ 兖煤澳大利亚 (3668 HK, 买入, 目标价: 31 港元) - 3Q25 产量受不利天气影响

兖煤澳大利亚 (兖澳) 3Q25 的权益产量/销量同比-9%/+3%。产量下降主因降雨，而销量增加得益于之前运输延误情况的改善。3Q25 平均煤炭售价同比下降 18%，与市场趋势基本一致。我们估计兖澳 3Q25 的营收约为 14.8 亿港元 (同比下降 17%，环比增长 30%)。我们将 2025/26/27 年的盈利预测分别下调 54%/49%/40%，主要是由于我们下调动力煤和冶金煤的价格假设，另一方面，由于兖澳增持 Moolarben 矿场的股权 (+3.75%)，我们将销量预测上调 2%。虽然我们认为煤炭价格低迷导致短期内缺乏催化剂，但我们仍维持“买入”评级，主要由于兖澳的资产负债表稳健且股息政策稳定 (股息为税后利润或自由现金流的 50%，以较高者为准)。在纳入了新的盈利预测以及将估值基准延展至 2026 年后，我们把基于净现值的目标价下调约 9%至 31 港元 (原为 34 港元)。 ([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。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

### 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策。

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。