

# 每日投资策略

## 宏观展望及公司点评

### 全球市场观察

- 中国股市下挫，港股医疗保健、可选消费与金融领跌，原材料、综合与公用事业跑赢，南向资金净买入 22.79 亿港币，小米、阿里巴巴与美团净买入居前，腾讯、中芯国际与快手净卖出最多。A 股媒体娱乐、软件服务与可选消费零售跌幅最大，交通运输、石油石化与有色金属涨幅居前。人民币兑美元升至 7.06。
- 11 月 RatingDog 中国服务业 PMI 微跌至 52.1，扩张速度放缓。TikTok 计划投资 380 亿美元在巴西建设数据中心，巴西拥有丰富的可再生能源和一体化国家电网。
- 投资者关注日本长债收益率上升对全球市场的溢出效应。日元是套息交易重要融资货币，日元收益率上升可能引发套息交易逆转，从而引发全球股债波动。去年 10 月日债利率跳升曾引发纳指暴跌。
- 欧盟计划实施《工业加速法》，通过政府补贴和公共采购等激励措施，将汽车、电池等关键商品中欧洲本地化制造比例提升至最高 70%，但欧盟内部仍有分歧，部分国家担忧本地产品价格远高于从亚洲进口，可能削弱下游企业竞争力。欧央行行长预计未来几个月通胀将保持在 2% 左右，关税相关不确定性仍令通胀前景不明朗，暗示利率短期可能保持不变。
- 美股上涨，能源、金融与工业领涨，信息技术、公用事业与通讯服务跑输。坏数据成为好消息，美国 ADP 数据意外下降令投资者相信美联储 12 月降息成为定局。报道称微软因企业客户对 AI 产品接受速度不及预期而下调销售目标，股价跌近 3%，但公司否认后，股价跌幅收窄。特朗普政府考虑支持机器人行业的消息提振机器人概念股，特斯拉涨超 4%，iRobot 大涨近 74%。
- 亚马逊云服务(AWS)推出新产品模式，客户可以选择 Nvidia-AWS AI 工厂集成方案和基于自研 Trainium 芯片两种方案，通过更加灵活的部署方式和更具成本效益的专用基础设施，亚马逊开始争夺对数据主权和合规性要求严格的高价值客户。IDC 预测苹果 2025 年 iPhone 出货量将同比增长 6% 以上达到 2.474 亿部。
- 甲骨文 CDS 价格升至年化 1.28 个百分点创 2009 年 3 月以来最高，AI 巨头发债规模增加影响信用债供求关系。IBM 首席执行官对 AI 基础设施投资热潮发出警告，称以当前成本计算全球为追逐 AGI 而投入的 8 万亿美元资本支出不可能盈利。摩根士丹利计划通过“重大风险转移”(Significant Risk Transfer) 的金融工具，剥离其部分对数据中心的信贷风险敞口。
- 美债收益率下降，美元指数跌超 0.5%。美国 ADP 数据显示私营企业 11 月裁员人数创 2023 年以来新高，加剧市场对就业市场走弱和美联储很快降息的预

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	25,761	-1.28	28.42
恒生国企	9,029	-1.68	23.85
恒生科技	5,535	-1.58	23.88
上证综指	3,878	-0.51	15.70
深证综指	2,441	-0.86	24.70
深圳创业板	3,037	-1.12	41.80
美国道琼斯	47,883	0.86	12.55
美国标普 500	6,850	0.30	16.46
美国纳斯达克	23,454	0.17	21.46
德国 DAX	23,694	-0.07	19.01
法国 CAC	8,087	0.16	9.57
英国富时 100	9,692	-0.10	18.59
日本日经 225	49,865	1.14	24.99
澳洲 ASX 200	8,595	0.18	5.34
台湾加权	27,793	0.83	20.66

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	47,130	-1.54	34.13
恒生工商业	14,249	-1.16	26.66
恒生地产	18,372	-1.61	23.19
恒生公用事业	37,937	-0.22	6.38

资料来源: 彭博

期。债市机构投资者对哈塞特可能接任美联储下任主席感到担心，如果他为取悦特朗普而大幅降息，那么将加快美债收益率曲线陡峭化而引发美债价格下跌。金价上涨，加密货币反弹，铜价创历史新高，LME提货订单创2013年以来最大单日增幅。

## 宏观展望

### ■ 2026年全球经济与市场展望 - 浪涌潮退

2025年因货需求、AI热潮、央行降息与财政扩张助力全球经济抵御关税冲击。2026年美国中期选举压力、欧日振兴国防诉求和中国稳增长需求将推动上半年政策延续宽松。但由于利率接近中性水平、通胀仍高于目标、政府债务率攀升和前期政策透支需求，宏观政策的实际空间与边际效应递减；AI热潮尽管提升生产效率与股市估值，但也加剧就业走弱和经济K型分化。全球流动性宽松、美元走弱和中国反内卷共振，下半年通胀可能回升，流动性拐点预期可能引发高估值资产动荡。

美国GDP增速从2025年1.9%降至2026年1.8%。上半年GDP增速反弹，因关税冲击消退、减税刺激和货币宽松提振；下半年GDP增速放缓，因政策效应递减和通胀回升。就业市场降温，失业率温和升至4.5%，AI对初级岗位替代推升青年失业率。消费增速明显下降，K型分化加剧。AI投资强劲但增速放缓。住房市场量增价平。通胀小幅回落，年内先降后升。货币政策宽松预期先强后弱，2026年末前降息两次共50个基点，政策利率降至3.25%-3.5%。国债收益率小幅回落，收益率曲线陡峭化。美元指数先贬后升，总体回落。美股可能先涨后跌。

欧元区GDP增速从2025年1.4%降至2026年1.2%。全球贸易放缓和金融条件收紧带来负面影响，但低利率环境、稳健就业市场、健康私人部门资产负债表和扩张性财政政策将支撑经济增长。房地产市场延续复苏，国际贸易和企业投资增速放缓。通胀逐步降至2%目标。财政扩张力度加大，欧央行可能降息一次，产业政策聚焦绿色转型、数字化应用和供应链安全。货币市场利率小幅下降，国债收益率温和上升，欧元兑美元先升后贬，股市涨幅回落。

日本GDP增速从2025年1.3%降至2026年0.6%。低基数效应消退、全球贸易放缓和利率上升令经济增速下降。薪资平稳上涨，家庭消费温和增长。房地产延续上涨周期但涨幅收窄。出口价格回升提升出口增速，但出口数量增速走弱。企业投资增速下降。通胀降至2.1%，但服务通胀仍有黏性。日本央行将加息两次，年末政策利率升至1%，QT缓慢推进。财政赤字率升至3.4%，聚焦民生、科技与国防。10年国债收益率升至2%，日元兑美元先升后贬至年末152。股市涨幅收窄。

中国GDP增速从2025年5%降至2026年4.8%。年内经济增长前低后高，9.24刺激和抢出口带来高基数与需求透支，GDP增速连续2-3个季度低于5%后稳增长政策将再次发力。中国商品出口增速下降。房地产跌幅收窄，一线城市房价趋稳。家庭消费增速走平，商品消费增速下降而服务消费增速回升。因政策反内卷和从投资于物转向投资于人，制造业和基础设施业投资增速均将放缓。广义财政赤字率8.5%与2025年基本持平，财政支出更加聚焦新质生产力和社会民生。货币政策延续宽松，央行降准50基点并降息20基点，

货币利率下降，国债收益率微升，美元/人民币年末降至 7.02。股市处于牛市下半场，可能先涨后跌，A股有望跑赢港股。（[链接](#)）

## 公司点评

### ■ 巨子生物 (2367 HK, 买入, 目标价: 53.89 港元) - 短期业绩承压, 回购彰显信心

“双十一”期间，公司的销售承压，主要由于达播的销售表现不及预期。一方面是公司主动进行渠道战略调整，另一方面也体现了行业整体的竞争压力。然而，管理层在行业变化中保持战略定力，维护价盘和消费者体验，增加自播渠道占比，为长期增长奠定基础。展望 26 年，公司将继续强化自营与腰部矩阵以降低对于头部达人的依赖。我们认为，竞争加剧叠加渠道结构调整将为可复美带来短期阵痛。然而，公司更加重视维护价盘稳定以及消费者体验，从而为长期增长以及利润率的稳定打下基础。此外，可复美还将于明年推出多款重磅新品，梯队化新品策略有望降低对单一爆品的依赖，提升品牌韧性，并带动新一轮增长。为彰显长期发展信心，公司公告已获准以自有资金回购不超过 1.04 亿股，占总股本的 10%。短期内，可复美受制于流量红利消退和次抛竞争加剧，预计增速将放缓（我们预计 25E/26E 销售收入 -8%/+5%），但可丽金的稳健增长及 2026 年医美产品的商业化推进，或将对冲可复美降速风险。我们预计，公司有望依托“护肤+医美”双轮驱动，在 2027 年重回增长快车道。

维持“买入”评级，目标价 53.89 港元。鉴于可复美短期承压，我们将公司 25E/26E 的收入增速下调至-3.5%/ 13.6%。基于 DCF 模型，下调目标价至 53.89 港元，维持“买入”评级 (WACC: 10.6%，永续增长率: 3.0%)，分别对应 25x/ 21x 26E/ 27E PE。（[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之分析员，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有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所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显着区别，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，请与我们联络。

#### 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之分析员，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。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篇制的报告。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。