

每日投资策略

宏观经济、行业及公司点评

全球市场观察

- 5月8日（上周五），A股震荡整理，上证指数基本收平，创业板指跌1.0%。国防军工、轻工制造和通信服务走强，电池产业链、半导体和算力芯片回调。港股同步走弱，恒指跌0.9%，恒生科技指数跌0.4%，科网股分化，集成电路和电力设备等领跌，短视频、软件服务和贵金属等收涨。南向资金净买入约90亿港元，主要买入中移动、中国人寿和中石油等央企国企，腾讯和小米遭抛售。人民币汇率受到强劲出口提振，离岸人民币纽约尾盘升至6.797，周内累计升值约0.5%。
- 日韩和欧洲市场分化。日经225在前一日大涨后回吐0.2%，主要受获利了结和丰田业绩指引偏弱拖累；韩国综指则逆势涨0.1%至7498点，继续创收盘新高，反映AI芯片景气仍在支撑风险偏好。欧洲方面，STOXX 600跌0.7%，金融、工业和军工领跌。高油价和中东局势反复继续压制欧洲增长预期，并强化市场对欧洲央行年内继续加息的押注。
- 美股再创新高，标普500涨0.8%，纳指涨1.7%，市场继续交易“AI盈利兑现+经济韧性”。科技股明显领跑，费城半导体指数大涨5.5%并创收盘新高，银行、消费者服务和商业服务板块下跌，半导体、汽车和计算机硬件等板块领涨。市场仍愿意忽略中东扰动，把定价重心放在AI资本开支和企业盈利上。
- 美债收益率先冲高后回落，10年期美债收益率跌3.2个基点至4.35%，2年期跌2.7个基点至3.88%。美国4月非农新增显著高于市场预期，失业率持平于4.3%，显示就业市场仍具韧性；但5月密歇根大学消费者信心指数初值降至48.2，再创纪录新低，反映高油价已明显侵蚀居民购买力。
- 大宗商品方面，布伦特涨1.2%至101.29美元/桶，霍尔木兹附近再度交火令短期供应风险难以下修；贵金属则整体走强，现货黄金涨0.6%至4715.23美元/盎司，白银涨2.4%，铜涨1.7%。比特币微涨0.3%，连续第六周上涨，盘中重新站上8万美元。

宏观点评

- 美国经济 - 就业市场延续稳健**
 美国就业市场保持企稳状态，4月新增非农就业小幅放缓但仍显著超出市场预期。批发、零售和运输仓储等行业保持强劲，但信息技术和金融业工作岗位持续下降，可能是受AI替代加速影响。薪资环比增速放缓，就业市场不再是通胀压力的来源。家庭调查数据则更加疲软，失业率上涨8bps，但仍保持在4.3%，衡量就业市场真实疲软程度的U-6失业率升至近期高位。就业市场保持稳健，但我们预计通胀可能在4-5月大幅上涨至超4%水平，联储的双重目标将侧重于通胀风险。近期票委密集鹰派发声，利率市场已完全

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上市日表现

	收市价	升跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	26,394	-0.87	2.98
恒生国企	8,889	-0.34	-0.28
恒生科技	5,103	-0.36	-7.49
上证综指	4,180	0.00	5.32
深证综指	2,876	0.12	13.62
深圳创业板	3,796	-0.96	18.51
美国道琼斯	49,609	0.02	3.22
美国标普	7,399	0.84	8.08
美国纳斯达克	26,247	1.71	12.93
德国DAX	24,339	-1.32	-0.62
法国CAC	8,113	-1.09	-0.45
英国富时	10,233	-0.43	3.04
日本日经	62,714	-0.19	24.58
澳洲ASX	8,744	-1.51	0.34
台湾加权	41,604	-0.79	43.64

资料来源: 彭博

港股分类指数上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	53,685	-1.73	9.71
恒生工商业	13,543	-0.43	-2.41
恒生地产	22,645	-0.03	28.94
恒生公用事业	40,895	-1.36	7.54

资料来源: 彭博

预计全年不降息，并计入约 18%的加息可能。我们仍认为美联储在年内有降息可能。一方面，能源价格高企将持续挤压消费者实际收入和可支配支出，可能导致下半年经济和就业市场的放缓，届时联储重心可能重新转至就业市场。另一方面，新联储主席上任后将面临更大的政治压力，同时其 AI 科技将带来通缩性效果和偏好截尾平均通胀率等观点隐含其偏宽松的政策立场。

([链接](#))

■ 中国经济 - AI 硬件热潮推动强劲出口周期

中国 4 月份出口显著反弹，主要受全球人工智能硬件热潮和绿色能源产品需求增长的推动，对主要贸易伙伴的出货量均有所改善。出口强劲增长将短期内支撑经济韧性、制造业产出和人民币汇率稳定，但增长质量日益呈现 K 型分化：受益于外部产业周期的行业维持高景气，但国内需求偏疲软。进口强劲增长更多地反映了芯片价格、能源和原材料成本的增长，而非国内消费需求的复苏。近期政策宽松力度可能有限，因外部需求依然强劲。我们将 2026 年商品出口增长预期从 4%上调至 8-9%左右，进口增长预期从 8%上调至 12-14%左右，同时预计贸易顺差将较 2025 年的高位收窄。预计美元兑人民币汇率在年中降至 6.8 附近，随后在年底小幅回落至 6.78。(链接)

行业点评

■ 半导体行业 - DeepSeek V4 定价优惠延期，显现中国大语言模型推理成本优势

DeepSeek（未上市）于 2026 年 4 月 24 日发布了 V4 模型系列，其中包括 V4-Pro（总参数量 1.6 万亿，激活参数量 490 亿）与 V4-Flash（总参数量 2840 亿，激活参数量 130 亿），两款模型均原生支持高达 100 万 token 的上下文窗口。随后于 2026 年 4 月 25 日，该公司宣布对 V4-Pro 的 API 费率实行 75%的促销降价，即每百万输入/输出 token 的价格从 1.74/3.48 美元下调至 0.44/0.87 美元。该项优惠原定于 5 月 5 日结束，现已延期至 2026 年 5 月 31 日。此外，V4-Flash 的定价明确为每百万输入/输出 token 0.14/0.28 美元。

目前，V4-Pro 的标准费率处于国内旗舰大模型定价区间的中位水平。与此同时，若按 3:1 的混合基准（即按(3x 输入 + 输出)/4 的权重）计算，中国旗舰大语言模型的 API 定价目前仅相当于海外同类旗舰模型费率的 25%至 35%。DeepSeekV4 的定价策略揭示了行业的两大结构性转变：首先，部分已上市中国 GPU/GPGPU 供应商所展现出的供应链深度适配，正在实质性地拉低推理成本基数；其次，V4 收窄的输出与输入价格比（DeepSeek 该比例为 2.0 倍，而海外头部厂商约为 4.5 倍），印证了模型端的架构压缩趋势。

深入观察国内市场，不同梯队的本土模型之间已形成 5 至 10 倍的显著价差。具体而言，同质化（Commodity-tier）旗舰模型的 3:1 混合定价区间在 0.50 至 1.30 美元，而高端梯队（Premium-tier）的定价则高达 3.0 至 5.0 美元。这一分化表明，相较于同质化的基础模型梯队，一线头部厂商（Tier-1）依然保持着强劲的定价权。在投资策略上，我们对同时具备自研模型、云端分发能力以及国产芯片敞口的中国云平台，以及深度受益于推理端本土化趋势的精选本土 GPGPU 供应商继续维持看好观点。(链接)

公司点评

■ Coinbase (COIN US, 买入, 目标价: 235.0 美元) - 1Q26 业绩: 市场持续承压, 业务经营展现韧性

Coinbase 公布 1Q26 业绩: 总营收同比下滑 31%、环比下滑 21%至 14.1 亿美元, 主要受加密市场情绪低迷影响, 收入符合彭博一致预期; 调整后 EBITDA 同比下滑 67%、环比下滑 46%至 3.03 亿美元, 低于一致预期的 4.08 亿美元。尽管市场环境承压, Coinbase 仍持续提升其加密货币交易市场份额, 衍生品、预测市场等新业务亦实现较快增长。展望 2Q26, 管理层指引: 1) 订阅及服务收入 5.65 亿-6.45 亿美元 (环比-3%至+11%), 主要受益于 USDC 市值增长, 但部分被加密资产价格回落抵消; 2) 截至 5 月 5 日 QTD 交易收入约 2.15 亿美元。此外公司 5 月宣布裁员约 14%, 以应对行业下行压力并加速 AI 转型, 管理层预计此举将在 2026 年节省约 5 亿美元相关费用。受加密市场景气度偏弱影响, 我们下调 FY26-28E 总营收预测 15%-17%, 同时将基于 SOTP 估值的目标价下调至 235.0 美元 (前值: 270.0 美元)。展望未来, 我们预计 CLARITY 法案的通过 (管理层预计将在今年夏天) 或将成为市场情绪回暖与 Coinbase 估值修复的重要催化。维持“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。

招銀國際環球市場投資評級

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	: 招銀國際環球市場并未给予投资评级

招銀國際環球市場行業投資評級

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

招銀國際環球市場有限公司

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

招銀國際環球市場有限公司(“招銀國際環球市場”)为招銀國際金融有限公司之全资附属公司(招銀國際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。招銀國際環球市場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。招銀國際環球市場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銀國際環球市場编写，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。招銀國際環球市場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，未经招銀國際環球市場书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招銀國際環球市場不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際環球市場不受美国就有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。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，都应以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。