

# 每日投资策略

## 宏观/行业点评

### 全球市场观察

- 中国股市上涨，港股原材料、综合企业与可选消费领涨，必选消费、信息科技与公用事业下跌，南向资金净买入 68.15 亿港币，腾讯、小米与快手净买入居前，阿里与美团净卖出较多。A 股传媒、综合与国防军工涨幅居前，银行、非银金融与建筑材料相对跑输。美元兑人民币小幅降至 6.975。
- 中国持续释放反内卷与减少贸易不平衡信号。国务院反垄断委员会表示外卖平台拼补贴、拼价格、控流量等问题突出，将开展调查与评估。财政部表示 4 月起取消光伏等 249 种产品增值税出口退税，明年起取消电池产品增值税出口退税。
- 新年伊始亚洲科技股表现强劲跑赢美国科技股，反映在两者较大估值差、存储芯片等上游核心零件涨价和三星、台积电等亚洲科技股盈利超预期背景下，投资者在增加亚洲科技股配置。彭博数据显示，部分投资者从估值较高的美国市场向亚洲市场轮动。目前 MSCI 亚太信息技术指数远期市盈率 16.3 倍，而纳斯达克 100 指数远期市盈率则达到 25 倍。
- 美股上涨，材料、公用事业与可选消费领涨，医疗保健、金融与地产跑输。英特尔大涨，CEO 此前与特朗普会面。美国最高法院暂未公布对特朗普关税的判决。非农就业数据强化市场对美联储 1 月保持利率不变的预期，对政策利率敏感的两年期国债收益率小幅上升。
- 白宫命令房利美和房地美购买 2000 亿美元 MBS，财政部长贝森特表示此举旨在对冲美联储每月 150 亿美元缩表计划。市场预期房贷利率可能因此下降 0.25%，但白宫的影子 QE 引发市场对白宫干预金融市场定价和削弱美联储独立性的担忧。特朗普呼吁从 2026 年 1 月 20 日起将信用卡利率上限设为 10%，为期一年，但该计划缺乏执行细节且面临法律障碍。
- 特朗普再次威胁伊朗、墨西哥、古巴和格陵兰岛，避险情绪小幅上升。美元连续上涨升至一个月高点，美元兑日元一度升破 158，日本首相计划解散议会为提前大选铺路。金价反弹重新趋近历史高位。加密货币走低。油价上涨，因特朗普威胁对伊朗采取行动。

### 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	26,232	0.32	2.35
恒生国企	9,049	0.10	1.51
恒生科技	5,687	0.15	3.10
上证综指	4,120	0.92	3.82
深证综指	2,660	1.34	5.10
深圳创业板	3,328	0.77	3.89
美国道琼斯	49,504	0.48	3.00
美国标普 500	6,966	0.65	1.76
美国纳斯达克	23,671	0.81	1.85
德国 DAX	25,262	0.53	3.15
法国 CAC	8,362	1.44	2.61
英国富时 100	10,125	0.80	1.95
日本日经 225	51,940	1.61	3.18
澳洲 ASX 200	8,718	-0.03	0.04
台湾加权	30,289	-0.24	4.58

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	50,010	0.20	2.20
恒生工商业	14,186	0.39	2.22
恒生地产	18,593	0.32	5.87
恒生公用事业	38,834	0.01	2.13

资料来源: 彭博

## 宏观经济

### ■ 中国经济 - 价格回升

12月中国通缩压力持续缓解。CPI 增速小幅升至近两年新高，主要受食品和黄金首饰价格上涨推动。随着春节假期临近，耐用消费品价格反弹，而服务价格保持平稳。PPI 跌幅显著收窄，主要受有色金属和部分原材料价格上涨推动，但下游行业价格依然疲软。

我们预计，在反内卷政策和大宗商品价格上涨的推动下，短期内中国价格水平将温和回升，这将有助于改善企业盈利能力并支撑股市表现。但此轮温和再通胀的可持续性仍存在不确定性，因为价格上涨主要集中在上游行业，而终端需求依然疲软。

我们可能需要等待更长时间看到决策者将优先项转向经济再平衡和财政支持重点从地方政府与企业转向家庭与消费者。我们预计 CPI 和 PPI 增速将从 2025 年的 0.1% 和 -2.6% 分别回升至 2026 年 0.7% 和 -0.5%。([链接](#))

### ■ 美国经济 - 就业走弱

美国 12 月新增非农就业低于预期，10 月和 11 月数据下修，显示就业市场走弱。新增就业主要集中在酒店休闲和教育医疗等服务行业，建筑和制造业就业减少。DOGE 影响告一段落，联邦政府就业首次连续回升。12 月失业率降至 4.4%，11 月失业率被下修至 4.54%，因为劳动参与率下降和劳工供应减少抵消劳工需求走弱。

市场对年内可能降息 50 个基点的预期变化不大。我们预计美联储全年仅在 6 月降息一次 25 个基点，很大程度作为新任主席上任后的政治表态。上半年美国经济可能处于金发姑娘状态，减税政策提振经济增长，油价和房租通胀回落抵消商品通胀反弹，美元流动性保持宽松状态，风险资产可能走高。下半年美国经济可能呈现滞涨趋势，经济增速放缓，而通胀止跌回升，美元流动性收紧预期升温，风险资产可能回调。([链接](#))

## 行业点评

### ■ 中国医药 - 出海仍是主旋律

MSCI 中国医疗指数 2026 年初至今累计上涨 11.8%，跑赢 MSCI 中国指数 9.1%。医药行业显著上涨，主要由于去年第四季度行业回调消化了估值，年初机构投资者的配置意愿较强。展望 2026 年，创新药出海趋势长期将延续，我们将重点关注已出海管线的临床进展与数据兑现的核心催化。

国产创新药的增长潜力有多大？我们估计，目前中国专利药的市场规模约为 3000-4000 亿人民币，占中国全部药品销售额比例约为 25-35%，其中国产创新药占比约 1/3，即 1000-1300 亿元。可见，国产创新药的规模仍然非常小。根据 IQVIA 的数据，全球药品市场当中，专利药的占比约为 66%。如果参照全球情况，假设未来中国的专利药的占比达到 66%，那么中国专利药市场规模可以达到约 7600 亿元。其中，假设国产创新药在本土的市场份额达到 1/2（考虑本土审评审批优势），那么国产创新药在本土的市场规模可以达到约 4000 亿元。然而，中国本土创新药市场的特点是：高需求（老龄化）、弱价格（医保谈判）、强竞争、品种生命周期短。根据 IQVIA 的估计，2024 年全

球药品市场规模为 1.74 万亿美元，中国药品市场规模为 1660 亿美元，占全球仅 9.5%。中国专利药的市场规模仅为全球的 5%，出海将成为国产创新药更重要的增长动力。目前除了个别龙头企业自主出海，大部分本土创新药企业只能通过 BD 授权合作实现出海。在全球约 1 万亿美元专利药品市场，假设未来 1/3 的药品研发源自中国，且中国药企可以分到约 1/3 的出海授权合作药品的利润，那么换算成收入口径，国产创新药出海市场规模将高达 1100 亿美元，接近 8000 亿人民币。然而，考虑到创新药研发周期很长，出海利润的增长将需要较长时间逐渐兑现。

关注已出海产品的推进。根据医药魔方数据库，2025 年中国创新药 BD 出海授权全年交易总金额达到 1356.55 亿美元（同比+161%），首付款 70 亿美元（同比+71%），交易总数量达到 157 笔，远超 2024 年的 519 亿美元总交易额和 94 笔交易数量。值得注意的是，2025 年 BD 交易整体首付款金额占交易总额比例为 5%，意味着较多品种在研发早期即达成 BD 合作。我们认为，随着本土创新药企业融资环境改善和经营现金流改善，BD 的紧迫性有所降低，企业或将倾向于等待品种进入更加成熟的阶段（例如完成临床 1 期或 2 期）再达成 BD 合作，以实现价值最大化。因此，2026 年，我们将更关注已出海产品的推进，例如临床试验的开展、数据的公布。

基本医疗保险支出回正。2025 年 1-11 月，基本医保累计支出增长 0.5%，恢复正常增长（vs 2024 年支出增长 5.5%）；同期，基本医保累计收入增长 2.9%，（vs 2024 年收入增长 4.2%）。2025 年，基本医保的收入和支出增速都显著放缓，导致了整体医疗需求的疲弱。尽管医保仍是国内医疗支出的最大支付方，但是自费以及商保的增速或将超过医保，成为新的增长催化剂。

行业展望：推荐买入三生制药（1530 HK）、固生堂（2273 HK）、药明合联（2268 HK）、中国生物制药（1177 HK）。（[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。