

每日投资策略

宏观/行业/公司点评

全球市场观察

- 7 月 16 日，A/H 市场延续分化，A 股半导体去杠杆延续，港股平台经济龙头承接流动性轮动。沪指跌 1.9%，深成指跌 2.0%，创业板指跌 3.0%，存储芯片集中调整，创新药逆势走强；恒生指数涨 1.3%，恒生科技涨 2.0%，科网股和汽车板块领涨。南向资金净买入 50.39 亿港元，智谱、网易和快手净买入居前，小米集团、美团和中石化净卖出较多。美元反弹带动美元兑离岸人民币回升至约 6.774，但汇率整体仍处近期强势区间。
- 日韩股市重挫，欧洲股市则保持韧性。日经 225 跌 2.8%，韩国 KOSPI 跌 6.4%，韩国央行加息 25bps 至 2.75%，叠加单一股票杠杆 ETF 监管收紧，加速了芯片板块的机械式去杠杆。欧洲 STOXX 600 涨 0.2%，阿斯麦反弹 3.2%，但不足以带动欧洲科技板块全面修复，市场仍偏向消费和金融等低波动资产。
- 美股受半导体抛售拖累，强劲业绩反而成为获利了结触发点。标普 500 跌 0.5%，纳指跌 1.5%，道指跌 0.2%，费城半导体指数跌 4.3%；台积电业绩及资本开支指引强劲，但 ADR 仍跌 2.3%，显示市场开始提高对盈利、现金流和资本回报率的要求，高估值硬件由“业绩验证”转入“必须持续超预期”的定价阶段，资金同步轮向银行和必需消费板块。
- 美债收益率小幅上行，2 年期升 1.89bps 至 4.15%，10 年期升 1.81bps 至 4.57%，30 年期升 1.45bps 至 5.09%。美国初请失业金人数降至 20.8 万人，6 月零售销售环比增 0.2%，剔除汽油后的消费仍具韧性，费城联储制造业指数升至 41.4，价格分项亦走高。数据削弱了经济快速降温预期，但此前 CPI 和 PPI 放缓仍限制近端加息定价。
- 布伦特跌 0.9%至 84.23 美元/桶，尽管霍尔木兹海峡航运收缩，但实物供应尚未出现明显缺口，外交降温预期限制油价上行；现货黄金跌 2.1%至 3975.93 美元/盎司，白银跌 4.0%至 55.51 美元/盎司，美元和美债收益率回升盖过地缘避险需求。比特币跌约 1.1%至 6.42 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	25,009	1.33	-2.43
恒生国企	8,318	1.63	-6.68
恒生科技	4,834	1.98	-12.36
上证综指	3,882	-1.85	-2.18
深证综指	2,569	-1.51	1.50
深圳创业板	3,692	-2.95	15.28
美国道琼斯	52,553	-0.20	9.34
美国标普 500	7,534	-0.51	10.05
美国纳斯达克	25,882	-1.47	11.36
德国 DAX	24,915	-0.34	1.74
法国 CAC	8,378	-0.05	2.80
英国富时 100	10,572	0.54	6.45
日本日经 225	66,836	-2.79	32.77
澳洲 ASX 200	8,841	0.00	1.45
台湾加权	45,625	-0.01	57.53

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	52,419	0.59	7.12
恒生工商业	12,694	1.75	-8.53
恒生地产	20,176	1.71	14.88
恒生公用事业	37,508	0.16	-1.36

资料来源: 彭博

宏观点评

■ 中国经济 - 二季度增长疲软预示政策立场将趋于宽松

2026 年二季度中国经济增长动能减弱，实际 GDP 同比增速放缓至 4.3%，创下 2022 年以来的最低水平；与此同时，随着通缩压力缓解，GDP 平减指数在连续 12 个季度为负后转正，达到 1.5%。日益明显的“K 型”增长结构不足以支撑整体经济韧性，因为出口的强劲表现和人工智能相关工业生产的增长，未能抵消消费疲软及房地产市场持续低迷带来的拖累。

我们认为，第二季度疲软的经济数据增加了 7 月中央政治局会议释放促增长信号和下半年更为宽松政策立场的可能性。不过，政策可能延续结构性支持，因为 2026 年下半年 GDP 只需平均增长 4.3% 即可达到全年增长目标 4.5% 的下限。预计决策层将继续优先支持供给侧，特别是人工智能发展和关键科技自立自强；同时，通过稳定房地产市场、加快基础设施建设进度以及采取措施增加居民收入，适度支持需求侧。

我们预计 2026 年 GDP 增速将从 2025 年的 5% 放缓至 4.6%（此前预测为 4.7%），主要受以下因素拖累：以旧换新补贴政策后的需求透支、房地产导致地方政府面临的相关财政压力，以及居民收入和就业预期持续疲软。（[链接](#)）

■ 美国经济 - 数据确认通胀见顶，货币宽松空间逐步打开

6 月美国 CPI 与 PPI 同比增速均大幅回落且低于市场预期，进一步印证了我们关于美国通胀已于 5 月阶段性见顶的判断。本次通胀下行由能源价格大幅下跌主导，同时核心通胀也呈现广泛降温：核心商品价格环比转降，前期关税的价格传导影响逐步出清；核心服务增速创 2021 年以来新低，住房项及其他核心服务通胀同步显著放缓；生产端核心 PPI 价格压力持续缓和，企业成本向终端消费的传导能力有所减弱；对应核心 PCE 通胀的关键分项也保持温和。美联储核心票委近期密集释放鹰派信号，因油价尾部风险与 AI 资本开支带来的结构性通胀压力仍存，预计市场短期将继续博弈美联储政策转向节奏。

大类资产层面，美债收益率曲线可能牛陡化，短端利率仍有下行空间，长端利率下行幅度则受高财政赤字与 AI 资本开支约束；美元指数将随美债利差收窄承压，成长股与信用资产将直接受益于利率回落，金融条件的边际宽松将为下半年风险资产营造更为友好的定价环境。

我们认为联储在年内将维持现有政策利率但保持鹰派沟通，通来引导市场利率路径和借助金融条件收紧提前实现部分加息效果。我们认为下半年美国经济将放缓，就业市场可能边际走弱，货币宽松预期有进一步定价空间。（[链接](#)）

行业点评

■ 资本品行业 - 6 月起重机出口增长强劲；高空作业平台再超预期

中国工程机械工业协会发布了 6 月的非土方机械销售数据。在强劲出口的推动下，履带起重机/汽车起重机销量同比分别增长 33%/19%。高空作业平台同比增长 38%，实现了连续三个月的同比增长。结合本月初公布的土方机械销量的强劲增长，6 月份工程机械的整体增长依然保持强劲，再次印证了我们对该行业的乐观看法，驱动力来自全球矿业资本开支的增长空间、非土方机械的上行周期，以及中国工程机械企业在新兴市场的渗透。我们维持对中联重科（1157 HK / 000157 CH）、三一重工（6031 HK / 600031 CH）、恒立液压（601100 CH）和三一国际（631 HK）的“买入”评级。同时，鉴于中国市场高空作业平台需求强于预期，我们给予“持有”评级的浙江鼎力（603338 CH）存在上行风险。（[链接](#)）

公司点评

■ 地平线机器人（9660 HK，买入，目标价：7.80 港元）- 1H26 业绩前瞻：整体进展顺利；HSD 销售将于 2H26 加速

1H26 业绩前瞻：我们预计地平线 1H26 销量同比增长 16%至 229 万套。随着产品组合优化，我们预测 1H26 产品解决方案平均售价将同比增长 24%至 488 元。假设 1H26 授权及服务收入达到 10 亿元，我们预计地平线 1H26 总收入将同比增长 44%至 22.6 亿元，毛利率将同比收窄 5 个百分点至 60.4%。我们测算可转债可能带来 63 亿元的公允价值收益。综上，我们预计地平线 1H26 净利润为 48 亿元，调整后净亏损同比收窄 2 亿元至 11 亿元。

HSD 销售将从 2H26 加速：尽管 HSD 在长安和奇瑞的渗透速度略低于我们此前预期，但我们认为比亚迪将从 2H26 起成为 HSD 的重要客户。此外，地平线的舱驾一体芯片将于三季度 SOP，将有助于扩大客户基盘并推动 HSD 销售。我们并不过分担心车企自研芯片的影响，更多论述详见我们于 7 月 9 日发布的深度报告。

估值：我们维持 2026 年收入预测 60 亿元。维持“买入”评级，目标价 7.8 港元，基于 10 倍 2027 年预期市销率。（[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、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。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属的研究报告。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。