

每日投资策略

宏观及行业点评

全球市场观察

- A股沪指收跌0.98%失守4100点，主要受航运、保险及石油板块回调拖累；但电网设备与军工板块逆势走强，多只自主可控标的涨停。受日韩股市拖累市场情绪，港股恒生指数跌超2%，综合企业、金融和医疗板块领跌。南向资金结束连续净流入，净卖出约5亿港元。离岸人民币兑美元汇率在调控政策后震荡企稳，收于6.86附近。
- 美股三大股指报复性反弹，纳指收涨1.5%，标普500上涨0.8%。强经济数据压过地缘阴霾，可选消费领涨。风险偏好回归，科技巨头集体修复，云服务厂商、软件公司和半导体硬件等板块显著回升。
- 宏观数据走强推动10年期美债收益率回升至4.10%附近，因强劲的经济韧性抵消了避险需求。美国2月ISM服务业PMI扩张超预期，且价格指数创近一年新低，释放了“经济加速与通胀缓和”的积极信号。
- 欧亚市场表现分化。日经225指数大跌3.6%，韩国股指跌近12%，主要因东亚对中东能源的更高依赖引发市场对能源安全的担忧。欧洲技术性反弹，STOXX 600指数上涨约1.4%。
- 大宗商品高位回落。原油价格在特朗普保障航运安全的承诺下企稳，WTI原油收于75美元附近。贵金属维持弱势整理。比特币率先反弹，涨近8%至7.3万美元附近。

宏观点评

- **中国宏观 - PMI受春节扰动有所走弱**
受春节假期影响，中国2月份制造业PMI全面走弱。产需两端均有所恶化，新订单指数和出口指数跌至新低。尽管如此，由于原材料和出厂价格保持扩张，再通胀进程延续。非制造业PMI持续收缩，因春节期间建筑工地大多停工。房地产市场和耐用品销售疲软以及制造业增速放缓，预示着2026年初经济增长将延续25年下半年以来的疲软势头。

在今日开幕的全国人大年度会议上，决策层可能会将广义财政赤字维持在GDP的8%左右，其中包括5.9万亿元的一般预算赤字(占GDP的4%)、1.3万亿元的超长期中央政府专项债(0.9%)、以及4.5万亿元地方政府专项债券(3.1%)。相较于2025年的“约5%”，我们预计2026年GDP增长目标可能下调至“4.5%-5%”的目标区间，与近期地方“两会”目标的下调趋势一致。

([链接](#))

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	25,249	-2.01	-1.49
恒生国企	8,484	-1.45	-4.82
恒生科技	4,830	-0.96	-12.45
上证综指	4,082	-0.98	2.86
深证综指	2,642	-0.53	4.38
深圳创业板	3,164	-1.41	-1.21
美国道琼斯	48,739	0.49	1.41
美国标普500	6,870	0.78	0.35
美国纳斯达克	22,807	1.29	-1.87
德国DAX	24,205	1.74	-1.16
法国CAC	8,168	0.79	0.22
英国富时100	10,568	0.80	6.41
日本日经225	54,246	-3.61	7.76
澳洲ASX 200	8,901	-1.94	2.14
台湾加权	32,829	-4.35	13.35

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	49,963	-2.88	2.10
恒生工商业	13,160	-1.46	-5.17
恒生地产	21,084	-2.34	20.05
恒生公用事业	40,748	-1.99	7.16

资料来源: 彭博

行业点评

■ 电解铝行业 - 卡塔尔减产将进一步加剧供应风险，利好铝价

事件：由 Horsk Hydro (NHY NO, 未评级) 和 Qatar Aluminum Manufacturing Company (QAMC QD, 未评级) 各持股 50% 的合资企业 Qatalum 宣布, 已于 3 月 3 日起启动电解铝的受控停产, 主要由于卡塔尔当地天然气供应受限。Qatalum 预计停产将于 3 月底完成。据该公司称, 全面重启生产可能需要 6 至 12 个月, 目前尚未确定具体的重启时间。

分析：Qatalum 的铝额定年产能为 64.8 万吨, 最大产能为 69 万吨。Qatalum 在 2025 年满负荷生产, 我们估计其产量约占全球总产量的 0.9%。Qatalum 并未提及受控停产的规模, 但我们推测其规模可能相当大。

影响：我们认为 Qatalum 的减产, 加上伊朗约 62 万吨的产能处于不确定状态 (当地目前运营风险高, 详见我们此前分析[报告](#)), 将进一步加剧 2026 年铝供应的紧张。鉴于中东地区的不确定性, 我们不排除看到该地区出现进一步减产 (中东在 2025 年约占全球铝产量的 9%)。与此同时, 我们预计印尼的产能建设进展缓慢。这些因素将为铝价带来进一步的上升空间 (我们的基本假设是铝价今年同比上涨 15%)。

投资策略：在当前市场波动的背景下, 我们认为中国电解铝生产商是抗风险以及对冲伊朗危机的良好标的。重申对中国宏桥 (1378 HK) 和创新实业 (2788 HK) 的“买入”评级。 ([链接](#))

■ 互联网/半导体行业 - 海外龙头 TMT 公司业绩启示：资本开支进一步上行，半导体表现占优趋势或延续

回顾海外龙头 TMT 公司 4Q25 业绩, 我们观察到: 1) AI 继续推动互联网公司主业加速增长, 云业务方面, 强劲的需求带动基础设施云厂商 4Q25 合计营收同比增长加速至 30.0% (3Q25: 25.7%; 4Q24: 20.7%); 广告业务方面, AI 拉动 Meta 及谷歌广告收入增长均有加速; 2) 基于强劲的外部需求及现有业务革新需求, 龙头互联网及云厂商进一步上调 FY26 资本开支预期, 进一步支撑半导体厂商业绩景气度展望上行的同时引发市场对其投入效率的增量担忧, 在行业估值普遍较高的情况下, 市场开始更加关注盈利增长确定性及 AI 投入 ROI。行业配置视角下, 我们认为半导体及产业链公司整体表现相较软件板块占优的趋势或将在短期延续。尽管软件板块的估值已经在市场对其护城河稳固性的担忧中有所回调, 估值修复或展现分化趋势, 建议关注有能力向混合收费模式转型、护城河稳固、在生成式 AI 时代有望实质性受益从而带动营收/订单增长重新加速的公司。互联网板块方面, 我们目前不担心美股头部科技公司过度投资风险, 预计 FY26 收入与盈利增速、现金流与净现金水平仍有望较好支撑估值。建议关注微软、Meta、Datadog、亚马逊、谷歌。 ([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上责任。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。