

SEP MARKET OUTLOOK

2026/09



月度觀點

MONTHLY MARKET UPDATE

8 月市況兌現上期「先整固」的一半:恒指全月於 25,089 至 26,188 高位橫行,收 25,567(-1.2%),既未回試 24,700 第一防守,亦未能站穩 26,000 — 「後放量」並未出現,日均成交 2,532 億港元較 7 月減 18%,為 4 月以來最淡,南向全月淨買入僅 110 億(7 月 629 億)。表面上港股跑輸美股(標普 +2.6%、納指 100 +3.8%),但兩地內涵相反:港股是低成交、高韌性的整固 — 8 月 19 日環球急跌(A 股科創板單日跌逾 7%)當日恒指逆市微升,為全球主要股指中少數上漲者;美股則是高成交、高位滯漲的派發,敘事由「AI 資本開支」切換至「長債利率 VS AI 盈利」拔河。上期核心張力(港股獨立行情 VS 美股結構性壓力)並未消解,而是在 8 月被三件事定型:NVIDIA 業績、JACKSON HOLE 沃什(WARSH)首次主題演講,以及 8 月 30 日美伊一個月來首次直接交火(美軍打擊伊朗拉拉克島火箭發射器,指其準備在霍爾木茲佈雷),8 月 31 日油價回升、美股三大指數齊跌收官。

進入 9 月,環境由「業績驅動」轉為「業績真空 + 議息»:港股中期業績季於 8 月 31 日收官,9 月無業績主線,靠季檢被動盤、內地政策節奏及 9 月 16 日 FOMC(加息機率約五成)定向;美股則在 NVIDIA 利好出盡、季節性最弱月份及四巫日(9 月 18 日)的組合下,進入催化真空期。本行將 9 月市況劃分為三個情景,並就各情景列明機率,以便日後對照檢討:

情景	內容	機率
A 先回後穩	FOMC 前後出現一次 5-8% 級別的技術性回吐,信用市場不受波及,回落至結構支持後企穩;板塊換馬延續	55%
A+ 直接再創新高	流動性厚度壓倒催化真空,NDX 帶量重越 30,762、恒指突破 8 月高位 26,188,不作回調	25%
B 深度去槓桿	FOMC 加息或美伊衝突升級推高油價、信用利差走闊,觸發系統性策略公式化減倉,調整深度逾 10%,港元流動性鏈同步受壓	20%

整體操作基調由上期「防守中帶進取」微調為「換馬,不是離場;候回踩佈局,不追高」。本期兩隻推介(石藥集團、CME GROUP)均以「佈局區設於現價之下」的方式呈現,正是此基調的落地。

若以下四項在 9 月出現三項 — NDX 帶量創新高兼廣度擴闊、AI 信用利差維持貼地、GPU 租金企穩、NVIDIA 下季應收賬款周轉天數(DSO)回落 — 本行將於 10 月號正式收起謹慎調。

月度觀點

MONTHLY MARKET UPDATE

中港市場

8月回顧 — 月初(8月3日)恒指六連升,相隔兩個月重上 26,000 收市(26,009),北水由連續七日淨賣出轉為單日淨買入 110 億;中旬回吐整固,首兩週累跌約 3%,科指跌 3.1%,恒指低見 25,089;下旬反彈,8月19日環球急跌日逆市微升,8月21日再收升 1.21% 重上 26,000、錄五連升,惟月底回吐。全月:恒指收 25,566.99(-1.2%,7月收 25,884)、科指收 4,619.87(-4.3%,7月收 4,829),跑輸恒指 3 個百分點,反映 AI 硬件擁擠倉位回吐集中於科指成分;日均成交 2,532 億港元(7月 3,072 億,-18%),8月31日成交 3,148 億為月內最高,含指數季度調倉因素。

資金 — 總量近零、結構集中。南向 8 月全月淨買入僅 110 億港元(7月:629 億),21 個交易日中 10 日淨賣出,8月19至21日三日累計淨賣出 290 億為月內最大流出,8月24日單日淨買入 120 億即時回補;總量幾近打和,惟結構清晰:騰訊(0700.HK)單週獲淨買入 77 億,中芯國際(0981.HK)8月中連續五日淨買入累計 37.5 億,阿里巴巴(9988.HK)則遭淨賣出 26 億。8月的韌性由「配置盤集中買龍頭」支撐,而非全面放量;南向淨流入由 629 億縮至 110 億而指數僅跌 1.2%,說明賣壓同樣有限 — 這一點決定 9 月個股與指數的分化將持續,亦意味 9 月若無增量資金(南向重新放量或外資回流),指數上沿 26,000 難以突破。

港元流動性鏈 — 順風,但緩衝薄。本行以四個數一條鏈監察港股流動性:

指標 (8 月)	讀數	讀法
港匯(對 7.85 弱方保證距離)	7.8402(8月28日) — 距弱方保證約 100 點子;8月14日曾弱至 7.8470,8月24日轉強至 7.8363	轉強 = 股權/避險流入壓過套息沽壓;重返 7.847 以弱即「外資回流」判斷失效
銀行體系總結餘	541.9 億港元(8月28日收市;月內僅微幅變動)	未觸兌換保證 ≠ 無壓力;結餘偏低令 HIBOR 對資金流敏感度上升
1 個月 HIBOR / 隔夜 HIBOR	2.85% / 3.25%(8月31日)	隔夜高於 1 個月,月結抽息已見雛形,為 9 月底季結之預演
1 個月 HIBOR — SOFR 息差	SOFR 3.64%(8月27日) → 息差約 -79bp(8月中約 -100bp)	息差因 HIBOR 月結抽升而收窄,屬季節性;若 HIBOR 續升令息差向零收斂,則由「套息通道收窄」變為「孖展成本上升」逆風
美匯指數 DXY	99.65(8月28日)	100 為分水嶺:企穩 100 之上,港匯轉弱、鏈條逆轉

傳導次序:港匯觸 7.85 → 金管局承接沽盤 → 結餘再抽薄 → HIBOR 抽升 → 孖展成本上升、股市流動性紅利消失。現時鏈條處於第一格的有利方向(港匯轉強、DXY 未過 100),惟總結餘僅 540 億,9月下旬季結因素或令 HIBOR 短暫上行,屬季節性而非結構性,惟在總結餘偏低背景下幅度或大於往年;若 9月16日 FOMC 實際加息,HIBOR 向 SOFR 收斂將由季節性變為結構性,為港股整體逆風。

內地流動性 — 看利率。內地政策利率(7天逆回購)維持 1.40% 歷史低位;人行 8 月經買斷式逆回購淨投放中長期流動性逾萬億(8月5日 5,000 億三個月期加量續作、8月14日 10,000 億六個月期),二季度貨政報告重申「適度寬鬆」並提出優化跨境人民幣政策體系。8月中旬 7 天期逆回購連續多日零投放並非收水,而是持續運行於政策利率下方、機構無需向央行借款所致。

月度觀點

MONTHLY MARKET UPDATE

9月展望 — 業績真空,三個定向事件

- 季檢被動盤:恒指季檢第一組指數(恒生指數、科技指數、綜合指數等)變動於9月4日收市後實施、9月7日生效;華虹宏力(1347.HK)、濰柴動力(2338.HK)染藍,成分股增至95隻。第二組(恒生生物科技指數等)9月11日收市後實施、9月14日生效。被動買盤集中於生效日前後,惟染藍消息8月21日已公佈,「消息落地」風險與被動盤利好並存。
- 內地8月數據(9月中旬):工業、零售、投資數據後有否加碼政策,是9月港股基本面唯一的增量變數。
- FOMC(9月16日):不加息 = 情景 A,港元鏈維持順風;加息 = 港元鏈受壓、情景 B 機率上調。

恒指9月參考區間 24,800–26,000 – 26,000 為區間上沿兼心理關口,突破需 FOMC 不加息或內地政策加碼配合,前高 26,188 為突破確認位; 24,800 為區間下沿,對應8月低位 25,089 之下一格,失守則重試 250 日線(約 24,000–24,500)中期末線。

「炒股不炒市」格局延續,8月主線由上旬的大模型 + PCB(MINIMAX-W、勝宏科技、建滔積層板)輪動至中下旬的半導體(中芯、華虹)及創新藥;8月28日半導體與醫藥同日回吐,顯示擁擠倉位開始分化。9月按主線排列如下,仍以成交量實質性放大作為入場確認。

一、創新藥 —— 業績已兌現,資金輪出硬件後的自然去處

板塊由「BD 授權浪潮改寫估值」進入「業績驗證」階段,分化持續:BD 兌現度高、已扭虧、已交出中期業績者領跑,估值仍高、盈利未兌現者落後。石藥集團(1093.HK)為本期港股推介(見個股推薦):上半年收入 +40.1%、股東應佔溢利 +139.2%、毛利率升至 76.2%,對外授權費收入 58.95 億(+448.5%),中期股息由 14 港仙加至 18 港仙;下次業績要到 2027 年 3 月,有效期內事件流以 NDA 審批及授權交易等正偏態消息為主。信達生物(1801.HK)基本面(輝瑞 105 億美元 BD + 首度 IFRS 扭虧)仍為板塊領跑,惟估值已達三位數市盈率,列觀察欄,重納條件為股價回落至 95–100 元或新增大額 BD;康方生物(9926.HK)、中國生物製藥(1177.HK)為次選。

二、半導體 / 國產替代 —— 業績兌現後的估值消化期

中芯國際(0981.HK)Q2 收入 30.06 億美元首破 30 億(+36.1%)、歸母淨利 4.79 億美元(+261.7%)、毛利率 25.3% 創近一年新高,Q3 毛利率指引上調至 26–28%,管理層明言年內產品價格不會下行、利用率維持 95%;下份業績 11 月,有效期內無業績風險。惟上調後 2026E 市盈率約 56 倍,大行目標價由 40 元至 135 元極端分歧,8月28日板塊回吐正是估值消化的開端 — 列觀察欄而非推介,重納條件:回踩 60–70 元獲成交承接,或 9 月南向重新連續淨買入。華虹宏力(1347.HK)雙催化(染藍 + 華力微注入獲證監會註冊),惟季度淨利僅 3,860 萬美元、盈利基數細,市盈率三位數,列板塊次選,不作推介。

月度觀點

MONTHLY MARKET UPDATE

三、大型互聯網平台 —— 南向定價的錨

騰訊(0700.HK)Q2 收入 +11%、基礎設施層大幅增加算力採購,單週獲南向淨買入 77 億,是 8 月「總量減速、結構集中」的核心承接者;阿里巴巴(9988.HK)遭淨賣出,兩者分化反映資金對「AI 資本開支壓制利潤」的容忍度下降。指數層面,此線決定恒指能否由「炒股不炒市」轉向「指數與個股共振」;9 月無業績催化,以南向流向為觀察指標。

四、季檢事件股 —— 被動盤與「消息落地」並存

濰柴動力(2338.HK)染藍 9 月 7 日生效,AIDC 數據中心備用電源業務高速增長獲大行首予買入,高息、低倍數,屬防守型事件股;惟股價已由 52 週低 13.62 元大幅上升,條件二(突破延續 VS 高位滯漲)須以圖確認。作為港股推介 PLAN B,若石藥於有效期內觸發止蝕,以此為替補候選。

美國市場

美股 8 月主線由「AI 硬件資本開支」切換為「長端利率 VS AI 盈利」拔河:30 年期美債殖利率 8 月 19 日一度衝破 5.34% 創 2007 年以來新高,財長貝森特無預警宣佈長債回購規模至少倍增(每次 20 億美元提高至至少 40 億,專挑 10 至 30 年期),當日美股止跌、金價大漲 3.8% 站上 4,499;惟干預一日即散,翌日殖利率幾乎收復跌幅、道指跌 703 點。8 月 26 日 NVIDIA 業績大幅勝預期(收入勝共識約 40 億美元、Q3 指引高於共識約 41 億)為盈利一方續命;8 月 28 日沃什(WARSH)於 JACKSON HOLE 偏鷹(「通脹仍然過高」、拒絕前瞻指引、不配合財政部壓長息),9 月加息機率由 36% 升至 50%,2 年期債息升 8 個基點至 4.31%;10 年期收 4.72 厘(全月區間 4.61-4.73 厘,未重返 8 月 21 日 4.73 高位之上),長端反應克制、未出現失控上行;美股當日反應溫和:道指 53,560(持平)、標普 7,712(-0.25%)、納指 100 29,433(-0.7%);30 年期債息微升 2 個基點至 5.21%。8 月 31 日美伊交火消息令三大指數齊跌收官:道指 53,186(-0.70%)、標普 7,686(-0.33%)、納指 100 約 29,345(-0.3%),10 年期債息升至約 4.75、2 年期 4.34%,加息預期再升。8 月全月:標普 +2.6%、道指 +1.3%(五連月升)、納指 100 +3.8%,惟標普月底收市較 8 月 13 日月內高位 7,799 低 1.4%,與 NDX 同呈「高位滯漲」。

由此本行對美股的敘事作修正:長端利率風險由「失控上行」轉為「鷹派壓制下之高位震盪」。加息機率跳上五五波而股市跌幅有限,顯示 9 月若有回吐,大概率屬情景 A「先回後穩」而非崩盤式。

納指 100 於 7 月中 30,762 見頂後進入六週派發,反彈高點漸次下移 — 8 月 13 日收 30,085、8 月 14 日 30,046 為月內收市高位,其後未能重返 30,000;NVIDIA 業績翌日(8 月 27 日)升 1.4% 至 29,642,其後兩日回落,8 月 31 日收約 29,345(全月 +3.8%),「史上最強利好而未能重返 30,000」— 派發結構確認,對應情景 A。29,900-30,000 為雙重阻力區;下方 8 月 24 日插針低位 28,876(8 月 19 日低 29,289)及 100 日線約 28,600 為結構分界 — 8 月兩次插針均於 100 日線之上獲承接,是派發區未有轉為下跌趨勢的原因;失守則以派發區高低差量度,跌幅指向 27,000 一帶(200 日線 26,883 上方)。情景 A+ 的觸發條件:帶量收復 30,000 並重越 30,762。

月度觀點

MONTHLY MARKET UPDATE

一、AI 硬件 / 記憶體 —— 利好出盡後的定價,結構問題轉入風險段

NVIDIA 業績表面亮麗(半年自由現金流 699 億美元、毛利率約 75%、以 FY27 年化盈利計市盈率約 20 倍 — 估值本身不構成泡沫論據),惟三個結構訊號值得記錄:①應收賬款周轉天數由 45 日升至 60 日,公司明言向若干投資級客戶提供 90 日至一年的延長付款期;②上半年股權投資收益 237 億美元,佔稅前利潤 17%,「投資客戶 → 客戶購貨 → 賬面升值」的循環已進入損益表;③供應承諾單季由 1,190 億跳升至 2,790 億美元,公司明言主要為記憶體 — 對記憶體廠為鎖量利好,對所有其他記憶體買家(PC、手機)為成本壓力,是記憶體板塊「漲價利好 VS 需求擠壓」分化的核心錨。連同 1,050 億美元租約信用擔保上限、360 億美元 AI 雲算力回購承諾及 5,000 億美元第三方融資平台備忘錄,產業鏈信用風險正集中於單一資產負債表 — 此為事實陳述,非看淡;本行將其列入風險段以監察指標追蹤。

板塊操作:MICRON(MU)、SK HYNIX、三星等記憶體名受惠鎖量,惟 8 月半導體錄連續三週資金淨流出(累計 63 億美元),擁擠倉位回吐未完;NVIDIA 過去四季業績勝預期後翌日均下跌,「利好不創新高」為板塊在 9 月的基準情景。

二、黃金股 —— 由「財政信譽對沖」回歸「利率敏感資產」

沃什鷹派令金價由週內高位 4,697 美元回落至 4,457(8 月 28 日,週內 -5%),黃金短線失去債務貶值敘事支撐、回歸利率敏感屬性。NEWMONT(NEM)Q2 自由現金流 22 億美元創紀錄、實現金價同比 +33% 而成本僅 +4%,基本面無瑕;惟 8 月下旬股價貼 52 週高、RSI 約 80,且現價高於分析員平均目標價,自佈局區計算風險回報比不足 1 倍,列觀察欄,重納條件:股價回踩 120 美元獲承接且金價守穩 4,400。

三、防守股 —— 承接板塊延續

必需消費(PG、KO、PEP、WMT、COST)、公用及 AI 電力(NEE、DUK、VST、CEG;設備端 GEV、VRT)邏輯不變,惟 9 月加息機率五成對高息防守股的估值構成上限,配置以「利率見頂確認後加碼」為節奏。

大宗商品

原油 - 霍爾木茲協議四日即受考驗,地緣溢價未除

8 月 26 日伊朗與阿曼就霍爾木茲海峽達成協議,布蘭特由 92 美元回落至 87.8;惟 8 月 30 日美軍打擊伊朗拉拉克島火箭發射器(指其準備在海峽佈雷),為一個月來首次直接交火,8 月 31 日布蘭特回升至 90.69 美元收官,伊朗總統仍稱尋求談判解決。

8 月區間 79.4(8 月 4 日低)至 94.4(8 月 21 日高);OPEC+ 持續增產、海上庫存積累的供應側邏輯延續,惟油價仍高於上期「供應正常化」框架的預期區間,「油價 → 通脹 → 加息機率」為 9 月 FOMC 前最直接的傳導鏈。

技術面:9 月參考區間 78-90 美元 — 78(250 日線)為關鍵支撐,對應 8 月低位 79.4;90(100 日線)為區間上限,現價正處上限測試,突破需地緣因素配合(8 月高位 94.4、7 月 23 日 100.7 為其上阻力);協議脆弱性已於 8 月 30 日兌現一次,衝突若升級至海峽實質封鎖,單日急彈逾 10% 的尾部風險仍在。油價回落對金礦成本(AISC)為正面,對能源股為負面。

月度觀點

MONTHLY MARKET UPDATE

大宗商品

黃金 - 4,400 守穩是 9 月第一關

上期「4,300-4,500 阻力區」已於 8 月中被突破(8 月 19 日 4,499,週內高 4,697),隨後沃什鷹派引發回吐至 4,457。9 月路徑由兩個事件決定:9 月 4 日非農(上月職位淨減 2.3 萬,再弱則加息機率回落、金價反彈)及 9 月 16 日 FOMC(實際加息則金價或再探 4,300 一帶)。

技術面:4,400 為短線支撐,失守看 4,300;上方 4,697 為週內高位阻力。全球央行實物增持仍為底部長期支撐;操作上「候回踩」優於「追反彈」。

債券市場

沃什 JACKSON HOLE 演講後,債市呈「短端鷹派定價、長端克制」:2 年期升至 4.31%,10 年期僅微升至 4.72 厘(8 月區間 4.61-4.73),曲線趨平 — 市場以行動確認「反通脹信譽」對長端的壓制力,30 年期 8 月 31 日收 5.24%(8 月 19 日盤中 5.34% 高位),鷹派演講後長端僅升 2 個基點,5.3% 以上短期內難以重試。惟兩點限制長端回落空間:①財政部長債回購的藥效半衰期已由「週」縮至「日」,財政赤字結構性壓力未除;②沃什明言不縱容「市場主要靠聯儲局搵下一單交易」的體制,聯儲局與財政部聯手壓長息的憧憬落空。10 年期 8 月 31 日 4.716 厘。

9 月關鍵定價事件:

- 9 月 4 日(五)美國 8 月非農: FOMC 前最大變數;再弱則加息機率縮、長端續回落。
- 9 月 10-11 日 美國 8 月 CPI(7 月 3.4%)、歐央行議息: CPI 是加息與否的判官。
- 9 月 16 日(三)FOMC + 點陣圖: 加息機率約五成的「議息」;不加息 = 長端高位震盪、成長股估值修復;加息 = 2 年期再上、港元鏈受壓。
- 9 月 17-18 日 日本央行議息: 日圓套息拆倉為「深跌跟跌」引信之一。
- 9 月 18 日(五)美股季度四巫日: FOMC 後兩日,大量期權到期、做市商 GAMMA 重置 — 9 月 16-18 日為波動高危窗。
- 9 月 30 日(三)季結: 港元 HIBOR 季結抽息 + 本期推介有效期屆滿。

存續期策略:10 年期 8 月全月未曾低於 4.6 厘,上期「有條件回落至 4.0-4.2 厘」的路徑須以 FOMC 不加息及 CPI 走低為前提,執行時點推遲至 9 月 16 日後;若 9 月不加息且 10 年期收市跌穿 4.6 厘,適度拉長存續期至 5-7 年期的窗口方告開啟。



月度觀點

MONTHLY MARKET UPDATE

市場結構風險 —— 五格記分牌 V1(首期建立,10 月號起逐月更新)

近月市場呈「高頻淺度去槓桿」形態:調整間隔由 20 個月(2024 年 8 月)縮至 3 個月(2026 年 4 月)、1 個月(7 月)、數週(8 月 19 日);單次深度遞減(NDX 由約 -25% → -9% → 日內 3-4%),修復遞快。判別其為健康減壓抑或風險累積,關鍵不在單次事件,而在事件間之遞變。本行以五格記分牌追蹤,本期為首次載入實數:

格	問題	8 月讀數	判定
① 修復質素	殺後能否重返新高、廣度是否擴闊	4 月殺後 6-7 月創新高(健康);7 月殺後 NDX 六週未返 30,762,NVIDIA 業績後亦未能重返 30,000(8 月 31 日收約 29,345),反彈高點下移	黃偏紅
② 政策劑量	同一劑藥,藥效維持多久	4 月官員口術頂數週;8 月財長親自倍增回購,48 小時失效	紅
③ 災區位置	信用市場有否中招	美國 IG 企業債 OAS 78bp(8 月 31 日),全月持平(7 月底 78bp),遠低於 3 月 16 日 93bp 高位;年內區間 71-93bp;資金市場無異動	綠
④ 彈簧重置	殺後波動賣方縮倉抑或加注返場	VIX 對 30 日已實現波幅溢價 +2.78(8 月 31 日),8 月均值 +2.5,低於 12 個月均值 +5.3 及常態區 +3 至 +5;8 月 19 日急跌後溢價數日內壓回,VIX 8 月 28 日收 14.13 為年內最低 — 賣方即殺即返場	黃偏紅
⑤ 槓桿總量	殺後系統總槓桿高於抑或低於殺前	FINRA 孖展負債 7 月 1.417 萬億美元,較 6 月歷史高位 1.502 萬億回落 5.6%(回到 5 月水平),仍按年 +39%;7 月殺後槓桿確有回落,屬減壓闊方向;8 月數據(9 月中旬公佈)決定是否再創新高	黃偏綠

綜合判定:1 綠、1 紅、3 黃(其中兩格偏紅) — 系統處於「壓縮但未臨界」。第③格(信用)未紅,本行不同意「大爆煲前夜」;第②格紅、第①④格偏紅,本行不視之為純良性減壓的原因;第⑤格(槓桿)7 月回落 5.6% 是唯一指向「真減壓」的硬數據,9 月中旬公佈的 8 月數若再創新高,則判定轉為「加注返場」。三紅即轉調。

當前低波幅結構由四層資金同向疊加所支撐 — 退休金被動配置(存量最大)、系統性波幅策略(彈性最大)、做市商日內流動性(槓桿樞紐)、散戶自主資金(情緒指標;上半年 SPX 跌市日散戶買入量為日均 3.5 倍)。前三層屬制度性行為,不隨觀點轉向,故市場對重複調整具異常修復力;風險排序上,系統性策略之公式化減倉為最快觸發項,散戶行為逆轉次之,退休供款流轉向為長期變量。惟該結構下之調整多呈日內急速形態,對長線投資者之可操作性反而提高 — 本期「候回踩佈局」建議正基於此。

月度觀點

MONTHLY MARKET UPDATE

新股市場 IPO PIPELINE(8 月快照)

在途申請(截至 8 月 31 日)

港交所在途 AI 申請 357 宗(另 10 宗已逾六個月時效),8 月新遞表或更新申請版本 45 家(7 月:46 家),遞表節奏維持每月 45 家上下的高位。按行業,在途申請以生物科技/製藥(57 宗,16%)、軟件/資訊科技(52 宗,15%)、汽車/零部件(33 宗)、半導體(33 宗)為四大板塊,合共近半;新能源/電池 24 宗、機器人/自動化 17 宗、電子元件/PCB 167 宗 — 本行重點覆蓋的四個硬科技板塊(半導體、新能源/電池、機器人、電子元件/PCB)合共 90 宗,佔在途申請 25%。

8 月遞表的結構訊號

45 家新申請人中 14 家帶 18A 章「B」標記(未盈利生物科技),連同貝達藥業、迪哲醫藥等已商業化藥企,醫藥相關佔 8 月遞表近三分之一 — 創新藥 BD 浪潮由二級市場估值重估傳導至一級市場供給,港股醫藥板塊未來 6-12 個月的新股供給壓力正在累積,此為本期推介石藥所屬板塊的中期供給面風險。硬科技方面,8 月遞表含 AI 存儲(北京星辰天合)、蜂窩通信芯片(上海移芯)、AI 智能體(珠海金智維)、電解液(新宙邦、昆侖新能源)、儲能(遠信儲能)、工業機器人(天津辰星、本末動力、拓斯達)及 AIDC 供電(伊戈爾電氣) — A 股龍頭「A+H」及 AI 基建供應鏈仍是主線。

9 月時效到期集群

55 宗申請(3 月 2 日至 4 月 2 日遞表)的六個月時效將於 9 月屆滿,須於期內更新申請或失效,涉及半導體 8 宗(含中微半導體、晶存科技、瑤芯微、中茵微電子)、生物科技 8 宗、軟件 7 宗、消費 7 宗、汽車零部件 5 宗、機器人 4 宗(含優艾智合、微億智造、極飛科技、SMARTMORE) — 9 月將是觀察硬科技申請人「續期 VS 放棄」的高密度窗口;更新聆訊後資料集者可視為上市進度加速的訊號。

本欄以單一快照為基礎,A1 時鐘數據受倖存者偏差影響(失效及已上市者不再顯示),不能可靠反映遞表速度趨勢;8 月快照已存檔(2026 年 8 月 31 日),自 10 月號起以逐月存檔作縱向比較。

8 月上市 - 2 家合共集資約 38 億港元

君正股份(3223.HK,半導體,8 月 25 日上市;全球發售 3,128.7 萬股 H 股、集資約 31.3 億港元,公開發售超額認購近 689 倍;以 100.00 港元定價,8 月 31 日收 100.90、較發行價 +0.9%)

拿森科技(2261.HK,汽車零件,8 月 7 日上市,以招股價下限 10.42 港元定價、集資淨額約 5.33 億港元;8 月 31 日收 14.40、較上市價 +38.2%)。

兩者均未破發,惟走勢分化印證「定價決定回報」:君正股份以近上限定價、689 倍超購,上市一週僅微升、換手率約 1.5%,反映大市值 A+H 半導體新股的定價已充分反映板塊估值;拿森科技以下限定價,上市後累升近四成。

個股推薦

STOCK RECOMMENDATION

港股推薦：石藥集團 (1093.HK)

非正式覆蓋報告類別 - 不含本行獨立盈利預測,基本數據以公司披露及市場共識為依據。(有效期:2026年9月1日至9月30日,或下期月度報告出版日(以較早者為準))。

推介性質:候回踩佈局 - 股價於8月下旬升穿9.00平台後,8月31日收9.24,短線偏離MA20(8.96)約3%;佈局區設於現價之下,不追高。

石藥集團為中國創新藥龍頭,增長引擎已由存量仿製及成熟品種轉向創新藥銷售與對外授權(BD)收入。本行選取石藥而非同板塊其他名字的理由:業績已刊且大幅勝預期、有效期內無業績日、事件流正偏、估值相對板塊領跑者仍具安全邊際,且與美股推介零板塊重疊。

#	條件	結論	依據
1	符合當月方向	✓	「業績兌現、換馬不離場」:半導體等擁擠倉位回吐,已交出業績的創新藥為資金再配置去處;8月28日半導體與醫藥同日回吐,惟石藥守穩9.00平台之上
2	技術形態	✓ 突破, 短線偏離 → 候回踩	8月下旬放量升穿9.00平台,所有均線向上排列(MA5 9.46 / MA10 9.29 / MA20 8.96 / MA50 8.34 / MA250 8.58);RSI中性偏高;距年內高位10.81約13%、52週高11.34約19%
3	近期業績正面	✓ 已刊	2026 H1 收入185.94億(+40.1%)、股東應佔溢利60.94億(+139.2%)、毛利率76.2%(+10.6pt);中期息18港仙(上年14港仙);大摩業績後上調未來三年盈利預測約一成。下次業績2027年3月,有效期內無業績日
4	行業相對領先	✓	創新藥龍頭;在研管線逾200項;ADC平台持續對外授權
5	成交量充足	✓	恒指成分股,南向常年活躍名
6	估值非極端 (濾網)	✓	彭博共識(BESt)2026E 市盈率14.0倍、2027E 15.3倍;相對信達生物三位數市盈率具明顯折讓。注意2027E高於2026E,即市場已預期明年盈利因授權收入基數效應回落 - 濾網通過,惟同時印證風險段第1點

投資論點

- 輪動受惠:市場由估值先行轉向盈利驗證,半導體等擁擠倉位回吐,已交出業績的創新藥係資金再配置去處;石藥兼具防守(現金流、派息)與成長(管線),劇本A及A+下均成立。
- 業績已兌現、事件流正偏:中期業績大超預期且已刊發,有效期內無業績日風險;餘下事件以NDA審批、對外授權交易等正面偏態消息為主。
- BD由一次性變商業模式:上半年對外授權費收入58.95億(+448.5%,佔總收入31.7%),反映管線變現能力;剔除授權費後成藥收入仍增長約10.8%,核心業務並非停滯。

個股推薦

STOCK RECOMMENDATION

業績摘要 (公司披露,2026 H1,人民幣)

項目	數字	同比
收入	185.94 億	+40.1%
股東應佔溢利	60.94 億	+139.2%
毛利率	76.2%	+10.6pt
成藥業務收入	160.61 億	+56.7%
其中:對外授權費	58.95 億(佔總收入 31.7%)	+448.5%
成藥收入(剔除授權費)	約 101.66 億	約 +10.8%
中期股息	每股 18.00 港仙	上年同期 14.00 港仙

技術面分析與交易水平

8 月 31 日收 9.24(年內高位 10.81、52 週高 11.34,年內低位 6.38)。均線全數向上:MA5 9.46 / MA10 9.29 / MA20 8.96 / MA50 8.34 / MA100 8.11 / MA200 8.41 / MA250 8.58;RSI 約 55-57,中性。8 月下旬突破 9.00 平台時成交明顯放大,為本輪突破的確認訊號;短線股價偏離 MA20 約 6%,直接追高的風險回報欠佳。

項目	水平	結構參考
建議佈局區	8.50-9.00	上沿 = 9.00 突破平台回踩 / MA20 8.96;下沿 = MA250 8.58 / MA200 8.41 上方一格
目標價	10.50	年內高位 10.81 之下留一格(不在舊高蟹貨區內收工);52 週高 11.34 為第二阻力,不作本月目標
止蝕	8.00	全部均線(最低 MA100 8.11)之下,整數關口;失守即結構破壞,離場

風險回報(以佈局區中位 8.75 計):上望 +1.75(+20.0%)、落防 -0.75(-8.6%),風險回報比約 2.3 倍,打和所需勝率約 30%;佈局區下沿 8.50 入場則約 4.0 倍、上沿 9.00 入場約 1.5 倍 — 佈局區內分段建倉、越低越重。止蝕以收市價為原則,重大消息裂口另計。

個股推薦

STOCK RECOMMENDATION

潛在風險提示

1. BD 收入依賴度: 剔除授權費後成藥收入增長約 10.8%, 若下半年無新增大額授權交易, 收入增速將明顯回落; 授權收款進度亦存在不確定性。
2. 政策風險: 醫保談判及集採對存量品種價格之壓力。
3. 系統性風險: 若美股出現急速去槓桿(劇本 B), 港股將跟隨調整, 防守屬性僅相對而非絕對; 若 9 月 16 日 FOMC 實際加息, 港元流動性鏈(HIBOR 向 SOFR 收斂)為港股整體逆風。
4. 分拆事項: 附屬石藥創新籌劃港股上市, 架構變動或影響市場對母公司估值之判斷。

複核觸發點(任一觸發即重檢本推介)

- 收市跌穿止蝕位 8.00
- 出現重大 BD / 監管 / 臨床數據事件(正負皆然)
- 月報宏觀劇本由 A 切換至 B(美股急殺去槓桿情景確認)
- 港元流動性鏈條轉向: 港匯重返 7.847 以弱 + 1 個月 HIBOR 快速向 SOFR 收斂



個股推薦

STOCK RECOMMENDATION

美股推薦：CME GROUP(NASDAQ: CME)

非正式覆蓋報告類別 - 不含本行獨立盈利預測,基本數據以公司披露及市場共識為依據。(有效期:2026年9月1日至9月30日,或下期月度報告出版日(以較早者為準))。

推介性質:候回踩佈局 - 股價8月31日收報285.50,已升穿200日線(274.9)及250日線(271.4),RSI逾70屬短線超買;現價不追,佈局區設於均線叢之下。

芝商所為全球最大衍生品交易所,利率期貨近乎壟斷,兼具股指、外匯、能源、農產品及金屬六大資產類別。核心邏輯:市場結構分析顯示波動賣方及各類CARRY策略持續膨脹,頻密短促的調整成為常態 - 無論方向,每一張合約均為CME貢獻費用;「人人收租,我們選收租之莊」。

六項條件檢查表(截至8月31日收市)

#	條件	結論	依據
1	符合當月方向	✓✓	「業績真空 + 活會議」:9月16日FOMC加息機率約五成,利率不確定性為CME最大產品線(利率期貨)之直接燃料 - 加息與否均推高對沖需求;同為本報告市場結構分析(ODTE佔SPX期權成交65%)之直接受益者
2	技術形態	✓突破,惟超買 → 候回踩	6月29日52週低218.31起V型收復;8月28日踩過MA200(274.9)、MA250(271.4)及7-8月反彈高位,半年阻力區轉為支持區;RSI約74;上方平台頂約305為第一阻力,52週高329.16(3月3日)
3	近期業績正面	✓已刊	Q1:日均成交3,620萬張創歷史紀錄(+22%),收入18.8億美元(+14%),調整後EPS 3.36(+20%);Q2:收入逾17億美元創同季紀錄,日均成交2,980萬張為歷來第三高季度,市場數據收入2.38億創紀錄並連續33季同比增長,未平倉合約年初至今+16%;上半年收入、經營溢利、EPS均創紀錄。下次業績10月20日(預計), 有效期內無業績日
4	行業相對領先	✓	全球最大衍生品交易所;Q2派息4.68億 + 回購6.95億美元;現金23億 / 債務34億美元
5	成交量充足	✓	市值約1,000億美元
6	估值非極端(濾網)	✓	TTM市盈率約23.6倍、前瞻約22.5倍,貼近自身歷史區間;股息率約1.9%,另有年終特別股息傳統;beta約0.27

投資論點

- 1.收租生態的莊家:ODTE佔比65%、散戶期權保費歷史峰值、槓桿ETF資產四年4.5倍 - 波動賣方生態越膨脹,交易所費用越厚,且與方向無關。
- 2.議息會議直接受益:9月FOMC為五五波之活會議,利率路徑分歧擴大,利率期貨及期權對沖需求上升;結構上與本月「先回後穩」市況相容 - 波動升則成交升。
- 3.防守型現金機器:BETA 0.27、負債極低、市場數據訂閱收入33季連增提供經常性收入基礎;派息 + 回購 + 特別股息三重回饋。

個股推薦

STOCK RECOMMENDATION

業績摘要(公司披露)

項目	2026 Q1	2026 Q2
日均成交(ADV)	3,620 萬張(歷史紀錄,+22%)	2,980 萬張(歷來第三高季度)
收入	18.8 億美元(+14%,紀錄)	逾 17 億美元(同季紀錄)
調整後 EPS	3.36 美元(+20%)	2.68 美元
市場數據收入	—	2.38 億美元(紀錄,連續 33 季同比增長)
未平倉合約	—	年初至今 +16%
股東回饋	—	股息 4.68 億 + 回購 6.95 億美元
現金 / 債務	—	23 億 / 34 億美元
下次業績	—	10 月 20 日(預計,有效期外)

技術面分析與交易水平

8 月 31 日收 285.50(-0.03%),MA5 280.8 / MA10 275.6 / MA20 270.0 / MA200 274.9 / MA250 271.4;RSI 約 73,短線超買。3 月至 6 月大區間為 220-329,現價處於區間中上段作 V 型收復,平台頂約 305 為形態完成的確認位 — 即現階段屬「均線趨勢盤」而非「突破確認盤」,故不追高、候回踩。

項目	水平	結構參考
建議佈局區	260-270	上沿 = MA20 270.0;下沿 260 = MA20 與 MA50(250)之間的中位 — 位於 271-276 均線叢(MA250-MA200)之下,即佈局區要求回踩穿越均線叢後、於 MA50 之上獲承接
目標價	305	平台頂 / 3-4 月橫行區上沿;突破 305 收市確認方屬形態完成,屆時重檢並考慮上移止蝕
止蝕	250	MA50 — 屬趨勢止蝕而非結構止蝕(結構支持遠在 218);收市跌穿 50 日線即 V 型收復失敗,離場

風險回報(以佈局區中位 265 計):上望 +40(+15.1%)、落防 -15(-5.7%),風險回報比約 2.7 倍,打和所需勝率約 27%;下沿 260 入場約 4.5 倍、上沿 270 入場約 1.75 倍。止蝕以收市價為原則。

個股推薦

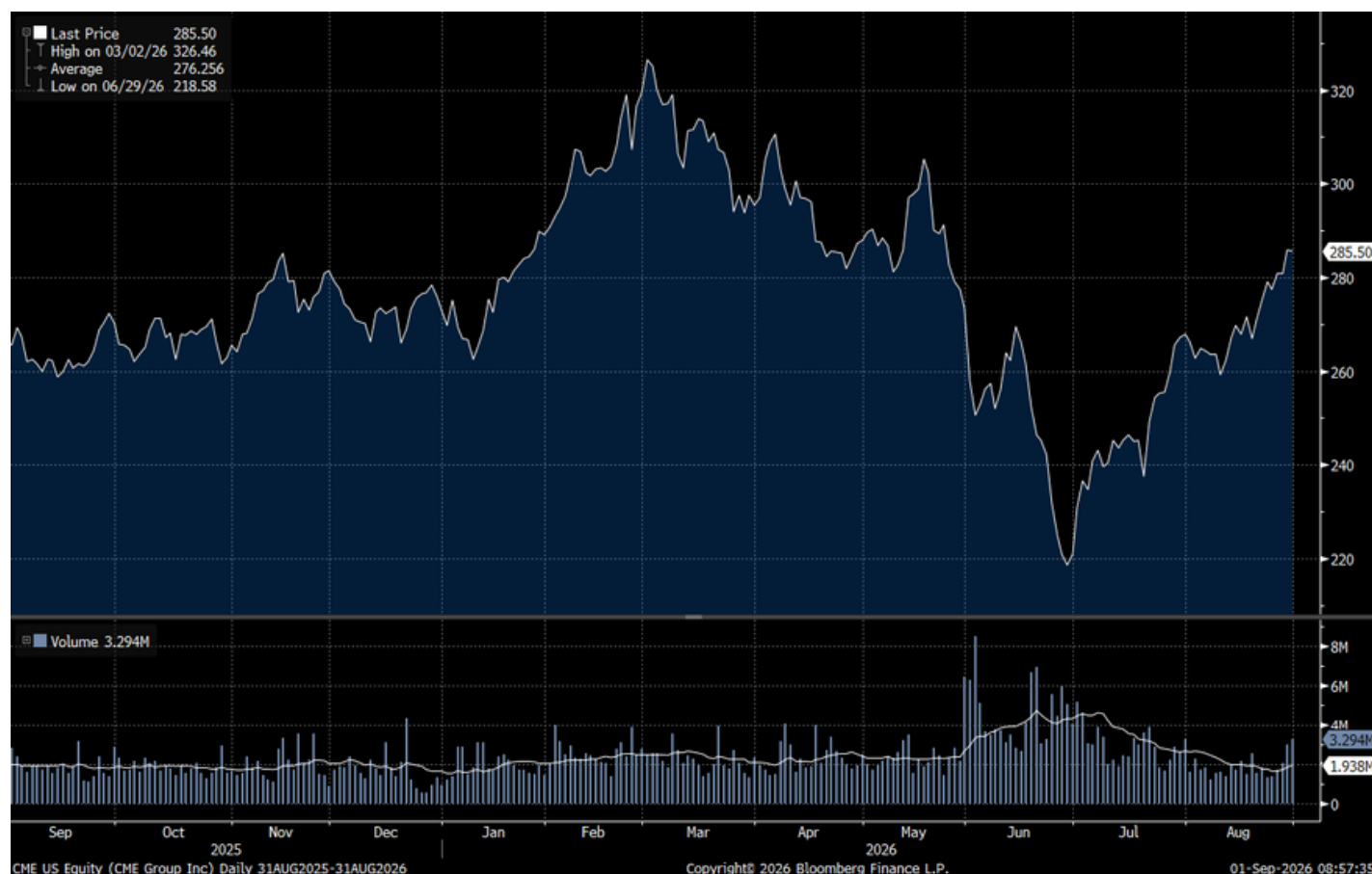
STOCK RECOMMENDATION

潛在風險提示

1. 結構性競爭: 預測市場(KALSHI)擬推掛鈎股指之永續合約、鏈上永續交易平台分流交易活動,為 3-6 月股價回撤 34% 之主因;屬長期議題,短期監管天秤傾向在位者(8 月中美方提出可能監管 HYPERLIQUID),惟任何有利挑戰者之監管裁決均為負面事件。
2. 成交量週期性: 費用收入與市場波動高度相關;Q2 ADV 已較 Q1 紀錄回落,若 FOMC 後波動率快速回落,成交將同步下降。
3. 短線超買: RSI 逾 70,若不回踩直接上行,將錯過佈局。
4. 止蝕性質: 止蝕基於 50 日線而非結構支持,趨勢一旦失效,下方結構支持(218)距離較遠。

複核觸發點(任一觸發即重檢本推介)

- 收市跌穿止蝕位 250(MA50)
- 突破 305 收市確認 → 上移止蝕、評估加碼
- 監管機構就永續合約 / 預測市場作出重大裁決
- 月報宏觀劇本切換(情景 B 確認)



個股推薦

STOCK RECOMMENDATION

觀察欄 WATCHLIST (非推介; 列明重納條件)

標的	為何不在推介位	重納條件
中芯國際(0981.HK)	業績六關全過,惟上調後 2026E PE 約 56 倍,8 月 28 日板塊回吐開始	回踩 60-70 元獲成交承接,或南向重新連續淨買入
信達生物(1801.HK)	板塊領跑,惟市盈率三位數	回落至 95-100 元,或新增大額 BD
濰柴動力(2338.HK)	染藍 9/7 生效,防守型事件股;升幅已大	石藥觸發止蝕時之港股替補;圖確認突破延續
NEWMONT(NEM)	基本面無瑕,惟貼 52 週高、現價高於共識目標、自佈局區計 R/R 不足 1 倍	股價回踩 120 美元且金價守穩 4,400
JOHNSON & JOHNSON(JNJ)	破歷史頂,無結構錨;與石藥撞板塊	10 月號若港股推介換出醫藥板塊,重新評估

9 月事件日曆

日期	事件	含義
9/4(五)	美國 8 月非農	FOMC 前最大變數
9/7(一)	美國勞動節休市;恒指季檢第一組生效(9/4 收市後實施)	被動盤
9/10-11	美國 8 月 CPI;歐央行議息	加息判官
9/14(一)	恒指季檢第二組生效(生物科技指數等;9/11 收市後實施)	板塊被動盤
9/15 前後	中國 8 月工業 / 零售 / 投資數據	港股基本面錨
9/16(三)	FOMC + 點陣圖	兩隻推介有效期正中
9/17-18	日本央行議息	日圓套息
9/18(五)	美股季度四巫日	波動高危窗
9/25(五)	中秋節;翌日假期落於 9/26(六),9 月港股無平日休市	節前成交淡
9/30(三)	季結;本期推介有效期屆滿	HIBOR 季結抽息
10/1 起	內地國慶黃金週,港股通關閉(關閉日以港交所公告為準)	南向真空

披露：分析員黃寶兒(CE:AOC980)及其關連人士沒有持有報告內所推介的證券的任何及相關權益。披露：本報告是由南華資料研究有限公司的研究部團隊成員（分析員）負責編寫及審核。分析員特此聲明，本報告中所表達的意見，準確地反映了分析員對報告內所述的公司（「該公司」）及其證券的個人意見。根據香港證監會持牌人操守準則所適用的範圍及相關定義，分析員確認本人及其有聯繫者均沒有(1)在本報告發出前30日內曾交易報告內所述的股票；(2)在本報告發出後3個營業日內交易報告內所述的股票；(3)擔任報告內該公司的高級人員；(4)持有該公司的財務權益。分析員亦聲明過往、現在或將來沒有、也不會因本報告所表達的具體建議或意見而得到或同意得到直接或間接的報酬、補償及其他利益。

南華金融控股有限公司包括其從事“金融業務”之子公司或其關聯公司(「南華金融」)沒有持有相等於或高於該公司的市場資本值的1%或該公司就新上市已發行股本的1%，“金融業務”於本報告內的定義是投資銀行、自營交易或莊家和經紀代理業務。南華金融的董事、行政人員及/或雇員並不是該公司的董事或高級人員。南華金融現在沒有亦將不會涉及該公司發行的股票及相關證券的莊家活動，亦沒有在過去12個月內，曾向該公司提供任何投資銀行服務。

重要說明：本此報告和報告中提供的資訊和意見，由南華資料研究有限公司及/或南華金融向其或其各自的客戶提供資訊而準備，並且以合理謹慎的原則編制，所用資料、資訊或資源均於出版時為真實、可靠和準確的。南華資料研究有限公司對本報告或任何其內容的準確性或完整性或其他方面，無論明示或暗示，無作出任何陳述或保證。南華資料研究有限公司及/或南華金融，及其或其各自的董事、管理人員、合夥人、代表或雇員並不承擔由於使用、出版、或分發全部或部分本報告或其任何內容，而產生的任何性質的任何直接或間接損失或損害的任何責任。本報告所載資訊和意見會有可能在沒有任何通知的情況下而變動或修改。

本報告不是、也不是為了、也不構成任何要約或要約購買或出售或以其他方式交易本報告述及的證券。本報告受版權保護及擁有其他權利。據此，未經南華資料研究有限公司明確表示同意，本報告不得用於任何其他目的，也不得出售、分發、出版、或以任何方式轉載。投資者參閱此報告時，應明白及瞭解其投資目的及相關投資風險，投資前亦應諮詢其獨立的財務顧問。

CONTACT US

聯絡我們



(852) 3196 6040



(852) 2845 5765



www.sctrade.com



info@sctrade.com



中環雲咸街60號中央廣場36樓





個人投資 · 財富管理 · 投資銀行 · 私人理財