

長線資金青睞 內銀愈升愈有

投資全方位 一點靈犀

去年以來，A股內銀板塊漲勢如虹，引起外界高度關注。中國經濟正處降息周期，銀行面臨淨息差收窄的挑戰，股價表現卻異常堅挺，市場邏輯值得深究。可以預見，內銀股逐步由過去的「防禦板塊」定位，轉向為中特估概念的典範代表。

李靈修

截至今年8月中旬，滬深300銀行指數在過去一年內累計上漲33%，甚至超過納斯達克100指數的同期升幅（27%）。（見配圖）

險企積極入市加倉

本周四（9月4日）內銀板塊市值總額達11.31萬億元（人民幣，下同），一度反超電子板塊（11.14萬億元）榮登A股行業榜首。而從個股市值排名來看，目前兩市排名三甲均為銀行股，分別為工商銀行（2.65萬億元）、農業銀行（2.55萬億元）、建設銀行（2.37萬億元）。



▲A股的銀行板塊獲長線資金青睞，過去一年主動型基金對銀行配置比例由2%抬升到4%。

自2021年開始，樓市進入下行周期，決策層降息化債意圖明確，貨幣政策定調由「穩健中性」轉向「適度寬鬆」。截至今年二季度末，大型商業銀行、股份制商業銀行、民營銀行的淨息差分別錄得1.31%、1.55%、3.91%，均為近年新低水平。行業內捲程度也在加劇，甚至出現了「高息攬儲、低息房貸」淨息倒掛的個別案例。

考慮到內銀利息收入佔比通常在七成以上，在淨息差持續走低的背景下，銀行盈利整體受壓，股價卻取得不俗成績，背後原因何在？

首先，險資加倉為內銀股注入強勁動力。「中國保險行業新會計準則」於2023年初正式落地。根據新規，當保險資金買入銀行股達到一定的條件後，可以按權益法核算。譬如，部分內銀股

價不足淨資產的一半，險資加倉後即可獲得100%的賬面盈利。

堅持提高分紅比例

以中國平安集團為例，該集團從2023年開始大規模買入內銀股。截至2025年6月底，中國平安集團已先後舉牌工商銀行、郵儲銀行、招商銀行、農業銀行，其中三次舉牌招商銀行，持有後

者超過15%的股權。今年1月24日出台的《關於推動中長期資金入市工作的實施方案》則指出，力爭大型國有保險公司從2025年起，每年新增保費的30%用於投資A股。據浙商證券測算，假設國有大型保險公司保費收入保持5%增速，預計2025-2027年入市資金將累計達到2萬億元。若按內銀市值佔A股比重14.4%估算，累計將有至少2800億原增量保費資金流向內銀股。其次，內銀近年來堅持提高分紅比例，獲得長線資金的青睞，成為中特估概念股中的明星。按照標普全球的預測，2025財年，內銀上市公司的總股息預計將同比增长10.7%，達到664.1億美元。相比之下，中國10年期國債收益率為1.77%，5年期定期存利率僅有1.3%。也因此，主動型基金對於銀行的配置比例，在過去一年中由2%逐漸抬升到4%。內銀股憑藉其安全邊際高、分紅比例吸引、經營環境穩定等優勢，愈發獲得長線資金的青睞。

心水股 騰訊 (00700) 網易 (09999) 滙控 (00005)

港股區間波動 靜候美議息

頭牌手記 沈金

連跌三日失去559點的港股，昨日在恒指25000點關上作出反彈，此舉有兩大含意。一是大好友擲地有聲地昭告要守25000關。二是這三日的回調，又是「讓子彈飛」的策略，不斷為大市擠出水分，使整體市道更為壯實，昨日初段緩緩撐住，下午升勢加速。至此，淡友的回吐已「乾塘」，而沽空者面對市況如斯硬朗，何去何從，又是一場考驗。近期的市況，可用「上落震盪，竄高摸底」來形容，雖然仍跳不出25000至25900的區間，但每次起動，都扣人心弦，使得好淡都不得不出動「重武器」，以致成交額大增，經過多番博弈，看似勝負未分，但從好友的定力、毅力以及忍耐力，均技高一籌，所以較量之下，好友的勝算正在增強中。恒指昨日高開78點，好淡一度有

過埋身接觸，低位見25090，高位上到25471，高低波動381點，收市報25417點，升359點或1.43%。全日總成交2999億元，較上日減少23億元。因市情飄忽，入市資金較為審慎，是正常反應。旺點較全面，惠及科技與傳統經濟股，可謂大中小股各領風騷。二十隻成交金額最多的熱門股中，19隻升，僅一隻跌，升市三甲為三生製藥（01530）、晶泰控股（02228）和協鑫科技（03800），升幅10%至17%。下跌的是中國平安（02318），跌了0.3%。經過昨日一役，釋出了守25000關的意向，則九月股市，很可能就是由25000至26000這1000點範圍內波動。本欄早前曾作預測，就是大市上旬以整固為主，到美國九月十六及十七日議息之後，就會有個明確的方向。這不外乎兩個可能，一是向上挑

戰26000，另一是又滑落至25000水平。我認為前一個即向上挑戰高位的可能性較大。當然，是否真的如此，仍要步步為營，小心觀察和印證。

好淡爭持料趨激烈

另外，九月市到底是「先低後高」還是「先高後低」，依然爭論不休。九月已過去一周，恒指較八月底的25077點升340點，勢頭良好，不過由於九月一日收報的25617點仍是全周高位，而昨日收報的25417點較之還低200點，所以暫時的形態是「先高後低」，這有待下周表現後再作評估。現時，大市有點像霧又似花，不大清晰，投資者在保持足夠定力的同時，亦要不斷觀察分析市情的變化。迄今止，既有強大推動向好的力量，亦有不斷干擾企圖炮製滑坡的下墜力，這場硬仗九月份可能是見真章的時候。

網易加強變革 尋求新增長點

毛語倫比 毛君豪

網易（09999）今年展現強勢回歸姿態，旗下經典遊戲活力煥發，而新作也全面開花。然而，外部競爭者的強勢崛起、海外擴張策略的調整以及內部資源的整合問題，都為這家遊戲巨頭帶來挑戰。

根據網易8月14日的2025年第二季度的財務報告，公司實現了279億元（人民幣，下同）的營業收入，按年增長9.4%。其中，遊戲業務作為核心支柱，貢獻了228億元收入，按年增長13.7%，表現依然強勁。這一增長主要得益於《夢幻西遊》、《第五人格》等經典遊戲持續的生命力。運營已22年的《夢幻西遊》電腦版在8月創下了293萬人同時在線的歷史新高，運營七年的《第五人格》也在中國市場重新爆火，證明了其長青IP的巨大價值，再加上《燕雲十六聲》、《漫遊者》等新作的貢獻，8月份其《天下：萬象》等遊戲順利獲批，為後續產品線提供了保障。然而，儘管業績穩固，但總體收入略低於市場預期，反映出投資者關注網易能否維持其增長勢頭並鞏固行業第二的地位。

長久以來，中國遊戲市場被形容為「騰訊、網易與其他」。然而，近年來這一格局正悄然改寫。繼米哈遊之後，點點互動憑藉全球爆款《無盡冬日》（Whiteout Survival）異軍突起，在營收和市場聲量上對網易構成了直接挑戰。根據Sensor Tower的數據，2025年7月，點點互動在中國手遊發行商全球收入榜上已超越網易，位居第二。點點互動的成功，很大程度上歸功於其抓住了小遊戲的風口，並將傳統複雜的SLG玩法簡化，成功吸引了大量休閒玩家。相比之下，網易在小遊戲領域的布局相對缺位，這使其錯失了一個重要的增長市場。

為了尋求新的增長點，網易近年來積極佈局全球市場，尤其是在3A遊戲領域頻繁投資和收購海外工作室。然而這條路並非一帆風順。與此同時，網易內部似乎也面臨資源整合的挑戰。旗下兩款備受矚目的遊戲《燕雲十六聲》與《逆水寒》手遊就模式相似性問題引發了「抄襲」爭議，暴露了公司內部不同團隊之間可能存在技術重複開發和溝通不暢的問題。這種內部消耗不僅增加了研發成本，也可能影響公司的整體運營效率。

正處關鍵轉型期

總結而言，網易正處於一個關鍵的轉型期。面對點點互動等新興對手的強勁攻勢，以及自身海外擴張的策略調整和內部資源的整合需求，網易不能再僅僅滿足於穩坐行業第二的位置。未來，公司不僅需要鞏固經典IP優勢，更要積極地擁抱小遊戲等新興市場趨勢，還需理順內部管理機制，將資源更高效地投入到具有突破潛力的項目中，這是一次尋求再次突破的攻堅戰。股價方面，網易在新經濟股中可謂「獨當一面」，已在195港元以上維持了三個月。投資者可於200港元買入，以不跌穿180港元為前提作中長線持有。（作者為富途證券高級策略師，證監會持牌人士，並無持有上述股份）



股市波動 定力致勝

政經才情 容道

本周各地股市及各種資產價格大幅波動，這關乎全球熱錢的重新佈置和流向。首先是黃金在九月三日當天就衝上歷史新高，最高見3639.9美元，而A股則於周四全面殺跌，但在周五又來一個鯉魚翻身，全線飆漲，創業板指數大升6.55%，不少熱炒個股兩天的振幅竟超過30%，令到投資者有坐過山車之感，筆者上期叫各位做好風控是適時及有效的，若能火中取栗更可取得超預期利潤。不過，A股的炒味仍然濃，估值於此段時間仍較高，炒作的情緒佔據了主導，爆升或超跌都是常態。故此，本人的實操就偏向逢高拋售熱門題材股，並於跌市時低吸優質價值股，既可輪動換馬，亦能緊隨節奏套利和優化組合。雖然不會出現大賺，但穩贏是無問題的。至於港股，則在中西資本的夾縫

中拉扯，指數暫仍留在25000至26000點過去近一個月的區間內震盪，但實況是不少個股其實相對於一個月前已出現較大的調整，場內被暫時套牢的投資者不在少數，因此，熱熾的炒作氣氛也有適度的降低。周五的升勢主要是受惠於A股的回升及美國可能減息之風聲又再吹起的雙重利好。不過，以各類技術指標而論，港股很可能正走出小圓頂的形態，下試恒指24800支持位是大概率的事，各位戰友要知所行止也。因應國際資本流向，我最近開始增加了對外圍投資的比重。首先增持的是美股和日股，主要考慮其政府和央行都有採取催旺資本市場，擴大消費和持續進行擴張性金融措施的傾向，無論是財政和利率政策都會用上，對短期各自的股市都很有利，且各自的技術走勢都甚佳，處於向上突破的關鍵階段。希望乘風口走一轉也。（微博：有容載道）

避險資金流入 金價或升穿3600美元

金日點評 彭博

本周黃金在降息預期升溫與地緣風險推動下延續漲勢，多日連創歷史新高。美聯儲官員釋放寬鬆信號，配合就業數據降溫與通脹黏性，市場押注9月降息。俄烏戰事與中東局勢惡化進一步加強避險需求。黃金周內自3450美元一線起步，最高逼近3580美元，周五亞洲盤報3552美元，周線有望連續第二周收陽。基本方面，政策與地緣風險持續成為主導。美聯儲多名官員暗示支持九月降息。聯儲獨立性議題亦引發市場關注，庫克調查與理事提名爭議增加決策不確定性。政策層面，特朗普簽署美日協定，對日本大部分商品徵收15%關稅，並威脅擴大至其他國家，貿易摩擦再度升級。地緣方面，烏克蘭加強對俄境內打擊，歐盟與德法推動軍援；中東局勢同樣緊張，以

軍推進加沙行動，胡塞武裝與以色列對抗升溫，避險氛圍未見降溫。黃金ETF上月吸金55億美元。世界黃金協會數據顯示，8月黃金ETF吸金達55億美元，歐美買盤強勁抵銷亞洲流出，資金面顯示配置需求回升。技術面，黃金延續強勢上行。日線顯示，自突破3450美元整數關口後快速拉升至3580美元高位，均線呈多頭排列，MACD紅柱擴張，RSI升至70上方，短線顯示超買。下方支撐關注3520與3490美元，若跌破則回測3450；上方阻力在3565與3580美元，突破後有望挑戰3600整數關口。4小時圖顯示，價格維持高位通道震盪，短期回踩不改中期多頭趨勢。綜合判斷，黃金在降息預期與地緣風險共振下持續強勢，短期或維持



高位震盪整理。若美聯儲進一步釋放明確寬鬆信號或地緣局勢升級，金價仍有望突破3600美元關口；反之，若通脹數據超预期或政策不確定性緩和，金價或面臨獲利回吐。操作上建議關注3520至3580美元區間，高拋低吸為宜，突破3600美元後再跟進方向性多單。（作者為彭博環球創富學院創辦人@ppgpahk）

國際業務續擴大 留意中煙香港

經紀愛股 鄧聲興

中煙香港（06055）2025年上半年業績表現亮眼，期內收入達103.2億元，同比增長18.5%，公司權益持有人應佔利潤為7.06億元，增長9.8%，每股盈利1.02元。董事會宣派中期息每股0.19元，同比大增26.7%，展現集團對股東回報的重視。業績增長主要受益於三大核心業務板塊的強勁表現，其中煙葉類產品進口業務收入同比增長23.5%至84億元，煙葉類產品出口業務收入增長25.9%至11.6億元，捲煙出口業務收入也實現0.8%增長至5.52億元。值得注意的是，融資成本同比大幅下降

28.2%至8290萬元，反映集團資金管理效率提升。集團於2025年8月29日與緬甸甸康煙廠、柬埔寨威尼頓集團及老撾中紅塔好運煙草簽訂境外銷售框架協議，標誌著國際化戰略取得重要進展。根據協議，公司將向這些境外實體銷售煙葉、煙梗、煙末等產品，協議有效期至2027年12月31日。協議設定年度上限金額為2025年8月29日至12月31日期間5589萬元，2026年全年3.28億元，2027年全年3.80億元。定價機制將參照國際市場慣例及行業標準，並綜合考慮產品單價及預期毛利率等因素，此項合作預計將為

集團帶來可觀的額外收益。近期戰略布局再傳捷報，集團於2025年9月分別與湖北中煙及山東中煙簽署協議，獲得黃鶴樓雪茄全球市場獨家經銷權及泰山雪茄全球市場獨家代理權。此次協議將兩個品牌的獨家經銷範圍由原有的泰國、新加坡、中國香港及澳門的免稅市場，擴展至全球市場（中國內地除外），標誌著公司在中式雪茄全球市場布局方面取得實質性進展。未來集團通過持續擴大國際市場份額和豐富產品組合，目標成為全球一流煙草企業。（作者為香港股票分析師協會主席，未持有上述股份）