



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



## 港股市场一周回顾

2024年6月14日

## 港股市场一周回顾

14/6/2024

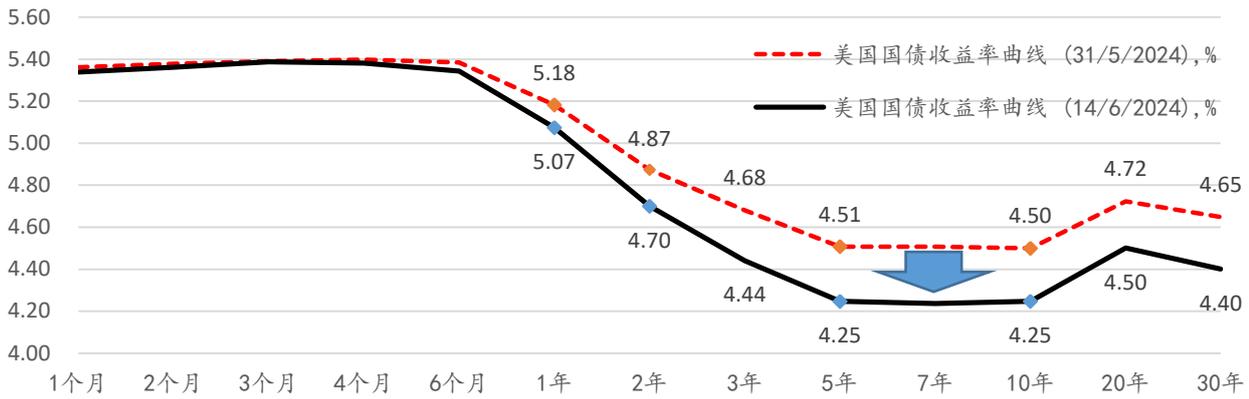
- 逆势上涨股票反映了市场下跌时投资者的偏好
- 消费者行为凸显旅游经济的重要性 在线出游平台将抓住大部分商机
- 美联储在最新的利率决策会议上修订了主要经济参数的前景
- 欧盟委员会公布将对从中国进口的纯电动汽车征收的临时反补贴税率

### 一、 逆势上涨股票反映了市场下跌时投资者的偏好

今年以来，恒生指数于1月22日触及低点14794.16，高点于5月20日触及19706.12。5月20日以来截至6月13日（约4周），恒指已下跌约8%，显示大部分成分股向下调整。但我们观察到，5月20日以来，部分权重股股价逆势上涨，这一现象反映了投资者在基准市场指数下跌时的资产配置行为。以下恒生指数成分股自5月20日以来逆势上涨：华润电力（836 HK）、中国神华能源（1088 HK）、中海油（883 HK）、比亚迪（1211 HK）、比亚迪电子（285 HK）、中国移动（941 HK）、中国联通（762 HK）、中芯国际（981 HK）和联想集团（992 HK）。能源资源股吸引了投资者，这反映投资者认为经济增长的改善将带动能源和电力需求的增长。在中国新能源汽车制造商中，投资者更倾向于选择市场领导者比亚迪。全球消费电子的预期复苏和汽车电子的持续增长是比亚迪电子业务发展的积极催化剂。中国品牌手机推出AI手机，苹果（AAPL US）也将推出AI手机，这些都是今年及未来几年消费电子加速复苏的催化剂。中国电信服务公司的高派息率仍然是吸引长期投资者的主要因素之一。

本周美联储结束了上半年最后一次FOMC会议。6月上半月的美国国债市场变化或许已提前反映了今年至少有一次的降息。正如6月11-12日FOMC会议的最新经济预测所示，美联储改变了利率前景判断。美联储预计今年下半年将降息1次25个基点，此前预计今年将降息3次。6月14日美国国债收益率曲线与5月31日时相比，收益率曲线向下移动，3-30年期国债收益率下跌20-25bp。在这种情况下，美国国债市场已经提前反映了一次降息。美国政府需要金融市场维持降息周期即将到来的预期（即政府债券价格将会上涨的预期），因为这是吸引全球投资者购买美国国债的催化剂，最终以资助美国政府支出持续增长。今年以来，美国财政部公共债务未偿余额从1月2日的33.99万亿美元增至6月12日的34.68万亿美元，增加0.69万亿美元。换句话说，这34.68万亿美元美国国债的持有者是市场预期降息或债券价格预期上涨的受益者，他们及美国政府会相对更乐意看到全球金融市场推销美国降息预期的观点。

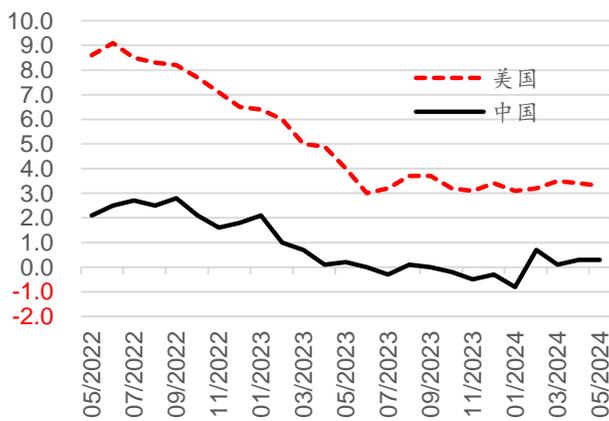
图表 1: 美国国债收益率曲线 (%)



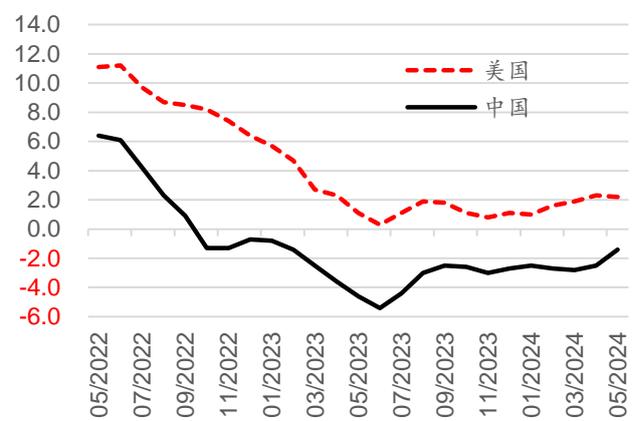
来源: 彭博、农银国际证券

本周，世界两大经济体中国和美国公布了通胀数据，包括 CPI 和 PPI。我们理解经济学家利用通胀趋势来预测货币政策前景或解释内需的强度。我们想从另一个角度来解读——国家成本竞争力。在全球商业竞争中，国家或企业要么靠成本优势竞争，要么靠产品优势竞争。从中国和美国过去 24 个月的通胀趋势来看，美国正在失去成本竞争优势，而中国正在获得成本竞争优势。在这种情况下，美国将全力保护其在产品方面的竞争优势，例如高科技领域。从中国角度来看，其正在保持成本竞争力，并提高其技术竞争优势。因此，世界上两个最大的经济体正在从不同的角度进行商业竞争。统计分析显示，中美通胀数据高度相关。中国 PPI 与美国 PPI 的 24 个月相关性为 0.89。与此同时，中国 CPI 与美国 CPI 的 24 个月相关性为 0.95。统计数据表明，两国的通胀率可能持续存在差异，从长远来看，它们的趋势相似但不一定趋同。

图表 2: CPI 同比变化%



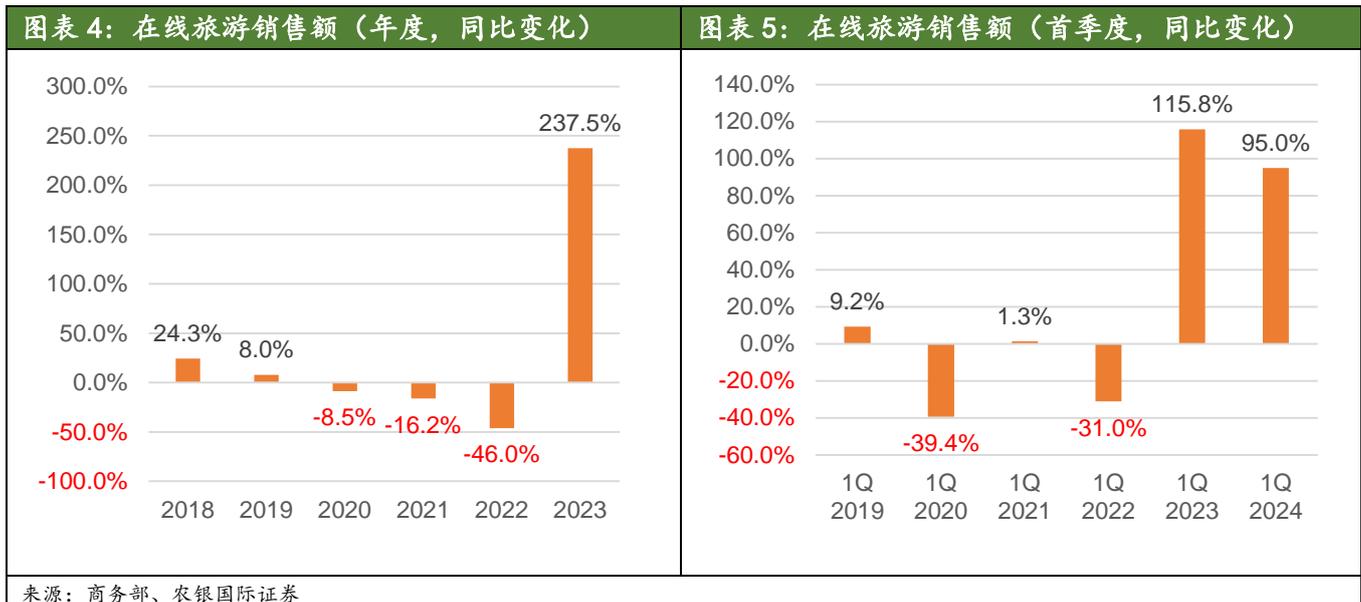
图表 3: PPI 同比变化%



来源: U.S. Dept of Labor、国家统计局、农银国际证券

## 二、 消费者行为凸显旅游经济的重要性 在线出游平台将抓住大部分商机

绿水青山就是金山银山，谁能抓住这些机会。在 2020–2022 年 COVID-19 危机期间，出行旅游被深深压抑。2023 年至今，出行旅游大幅反弹。据商务部统计，2020 年在线旅游销售额下降 8.5%，2021 年再下降 16.2%，2022 年再进一步下降 46.0%。COVID-19 危机缓解后，2023 年在线旅游销售额大幅反弹 237.5%，2024 年第一季度同比飙升 95%。我们推算 2024 年第一季度在线旅游销售额较 2019 年同期增长 78%，这增幅表明 2022 年后消费者行为发生了巨大变化，对出游消费需求大幅增长。



今年国内有七个相对较长的假期，它们是元旦、春节、清明节、劳动节、端午节、中秋节和国庆节。国家把一些节日与周末连在一起，以延长节日假期的时间。有些节日假期期间收费公路是免费的，以鼓励人们出行。

今年前六个月有 5 个较长的节假日，包括一月的元旦假期，二月的春假期，四月的清明节假期，五月的劳动节假期和六月的端午节假期。这些假期成功地带动了旅游消费。文化和旅游部（“文旅部”）在每个节假日后都会发布相应的消费统计数据。我们通过统计数据来说明旅游经济的特点。

经文旅部数据中心测算，2024 年元旦的 3 天假期，全国国内旅游出游 1.35 亿人次，同比增长 155.3%，按可比口径较 2019 年同期增长 9.4%；实现国内旅游收入 797.3 亿元，同比增长 200.7%，较 2019 年同期增长 5.6%。我们推算，人均出游消费约 590 元，同比增长约 18%，较 2019 年同期

下降约 3%。按 3 天假期算，人均每天出游消费约 197 元。

2 月中春节的 8 天假期全国国内旅游出游 4.74 亿人次，同比增长 34.3%，按可比口径较 2019 年同期增长 19.0%；国内游客出游总花费 6326.87 亿元，同比增长 47.3%，按可比口径较 2019 年同期增长 7.7%。据文旅部统计，我们推算人均出游消费约 1345 元，同比增长约 10%，较 2019 年同期下降约 9%。以 8 天假期来算，人均每天消费约 168 元。

这些出游消费数字是平均数，供读者参考。但这些每位旅客每天的平均消费可以反映他们每天消费的承受能力。假期人均旅游日均消费不足 200 元，说明大部分旅客不会进行高端消费。

文旅部数据中心测算，4 月的清明节 3 天假期全国国内旅游出游 1.19 亿人次，按可比口径较 2019 年同期增长 11.5%；国内游客出游花费 539.5 亿元，较 2019 年同期增长 12.7%。我们推算人均出游消费约 453 元，较 2019 年同期增长约 1%。以 3 天假期来算，人均每天消费约 151 元。今年清明节假期与 2023 年不同，因为去年清明节只有一天假期。文旅部去年披露，2023 年清明节假期，全国国内旅游出游 2376.64 万人次，实现国内旅游收入 65.20 亿元，人均出游消费约 274 元。

五月初的“五一”假期，全国国内旅游出游合计 2.95 亿人次，同比增长 7.6%，按可比口径较 2019 年同期增长 28.2%；国内游客出游总花费 1668.9 亿元，同比增长 12.7%，按可比口径较 2019 年同期增长 13.5%。我们推算人均出游消费约 566 元，同比增长约 5%，较 2019 年同期下降约 11%。以 5 天节假日计算，人均每天消费约 113 元。

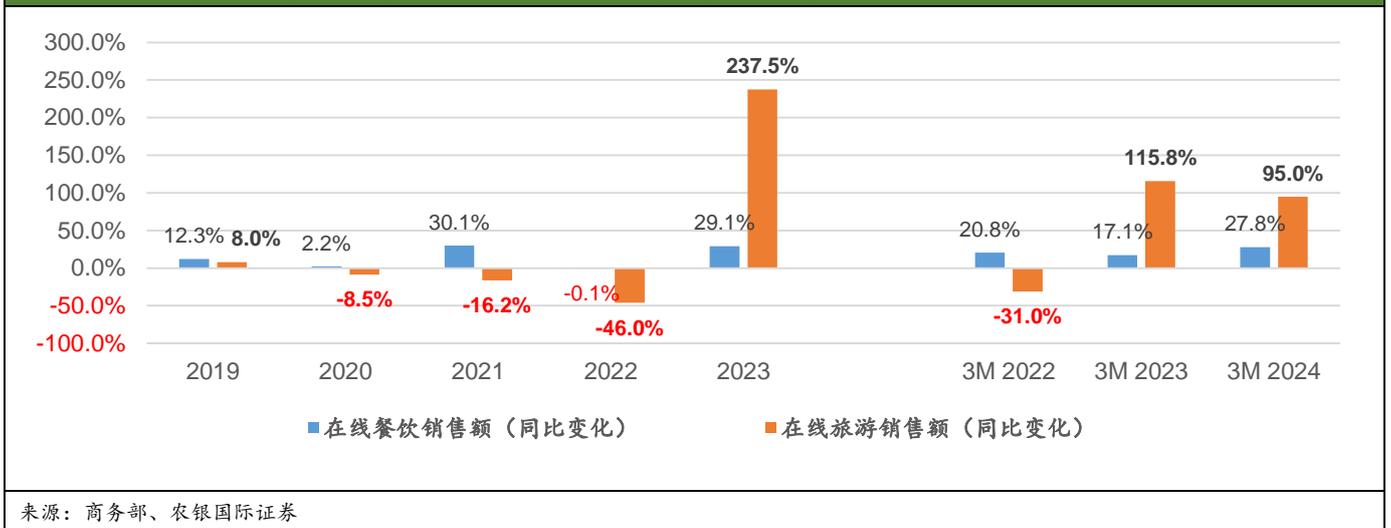
文旅部数据中心测算，六月中端午节假期，全国国内旅游出游合计 1.1 亿人次，同比增长 6.3%；国内游客出游总花费 403.5 亿元，同比增长 8.1%。人均出游消费约 367 元，同比增长约 2%。以 3 天假期来算，人均每天消费约 122 元。

这些统计数据表明了旅游经济的一些特点。一是旅游消费成为消费增长动力，据文旅部统计，上半年 5 个节假日带动出游总花费近 9700 亿元。二是大多数旅客对价格敏感，人均每天消费在 100-200 元左右，大多数旅客们寻找便宜的餐饮、住宿、交通服务，以及不需门票或低门票的景点等。第三，假期天数短，旅客需要出行前做好高效的出行计划，避免在交通上花费不必要的时间，高铁网络让跨城市出游变得高效，收费公路免费通行也降低自驾游交通成本。第四，一个能够提供上述服务的在线平台帮助解决旅客出游痛点将抓住大部分商机。

今年以来截至6月13日，在线出游平台携程（9961 HK）、美团（3690 HK）、同程（780 HK）、美国上市的途牛（TOUR US）分别上涨42%、42%、18%和55%；同期，恒生消费指数微涨0.5%。

今年下半年有7-8月两个月的学生暑假，9月中的3天中秋节假期和10月初的7天国庆假期，这些都是旅游消费旺季。去年，中秋节和国庆节假期重叠，共8天假期。今年，这两个节日分开，共10天假期。

图表 6: 在线餐饮销售额（同比变化） vs 在线旅游销售额（同比变化）



### 三、 美联储在最新的利率决策会议上修订了主要经济参数的前景

FOMC 会议（6 月 11-12 日）后，美联储如市场预期维持联邦基金利率不变，但修改了今年及未来几年主要经济参数的预测。美联储预计 2024 年下半年通胀压力下降速度慢于此前预期；2025 年失业率将小幅高于此前预期；2024-25 年联邦基金利率降幅将小于此前预期；但 GDP 增速仍符合此前预期。简单来说，美联储向金融市场传达的信息是，尽管长期处于高利率环境下，经济仍具有韧性，经济出现滞胀风险的可能性不大，但通胀压力需要较长时间才能缓解。当然，金融市场可能并不完全同意美联储的经济前景。

美联储预计今年下半年将降息 25 个基点。但利率期货市场显示，交易员预计今年下半年将有两次降息，分别是 9 月降息 25 个基点和 12 月再降息 25 个基点。在 6 月份的 FOMC 会议和此前的 FOMC 会议上，美联储重申其首要任务是遏制通胀压力而不是促进就业。假设下半年这项工作重点得以维持，通胀趋势将成为判断利率决定的主导因素。鉴于 11 月美国总统大选，总统拜登代表的民主党或更愿意看到通过降息来遏制失业率上升，以赢得更多选民的选票。

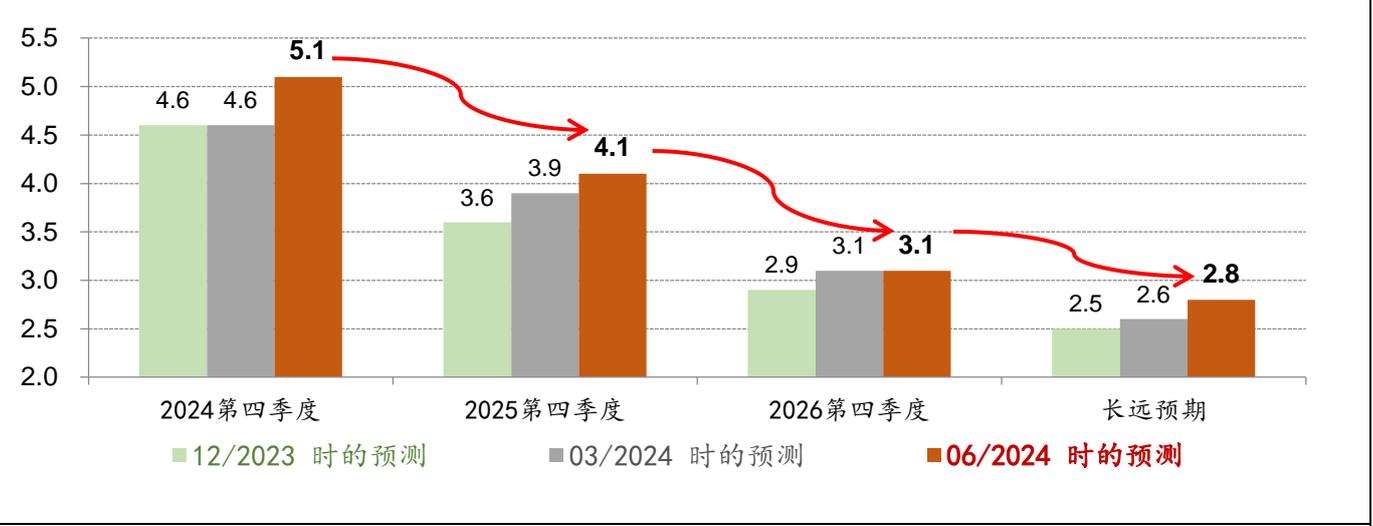
美联储目前预计今年四季度失业率将维持在 4.0%，与 5 月份失业率持平。不过，美联储预计明年第四季度失业率将升至 4.2%。在这种情况下，美联储预计 11 月总统选举前失业率不会进一步恶化。要实现这一预期，继续扩张服务业以创造新的就业机会至关重要。风险是服务业近几个月不稳定。ISM 服务业 PMI 从 3 月份的 51.4% 下降至 4 月份的 49.4%，但 5 月份反弹至 53.8%。

美联储目前预计下半年通胀压力具有韧性。或许，这就是美联储预计下半年降息一次而不是目前市场预期的两次降息的主要原因。美联储预计第四季度 PCE 同比通胀率和核心 PCE 同比通胀率将分别为 2.6% 和 2.8%，而 4 月份分别为 2.7% 和 2.8%。5 月份 PCE 通胀数据将于 6 月 28 日（美国时间）公布。趋势分析表明，PCE 服务业通胀居高不下和 PCE 能源价格通胀压力正在抵消 PCE 耐用品的通缩压力。新的通胀风险是 2 月以来 PCE 非耐用品通胀压力逐步上升。能源价格波动是能源通胀波动的原因。然而，工资上涨却导致服务业通胀压力居高不下，以及非耐用品通胀压力逐渐上升。

总体而言，美联储仍预计经济增长将放缓。或许，这就是遏制通胀压力的代价。美联储预计今年第四季度 GDP 同比增速将放缓至 2.1%，而 2024 年第一季度同比增速为 2.9%，2023 年第四季度同比增速为 3.1%。

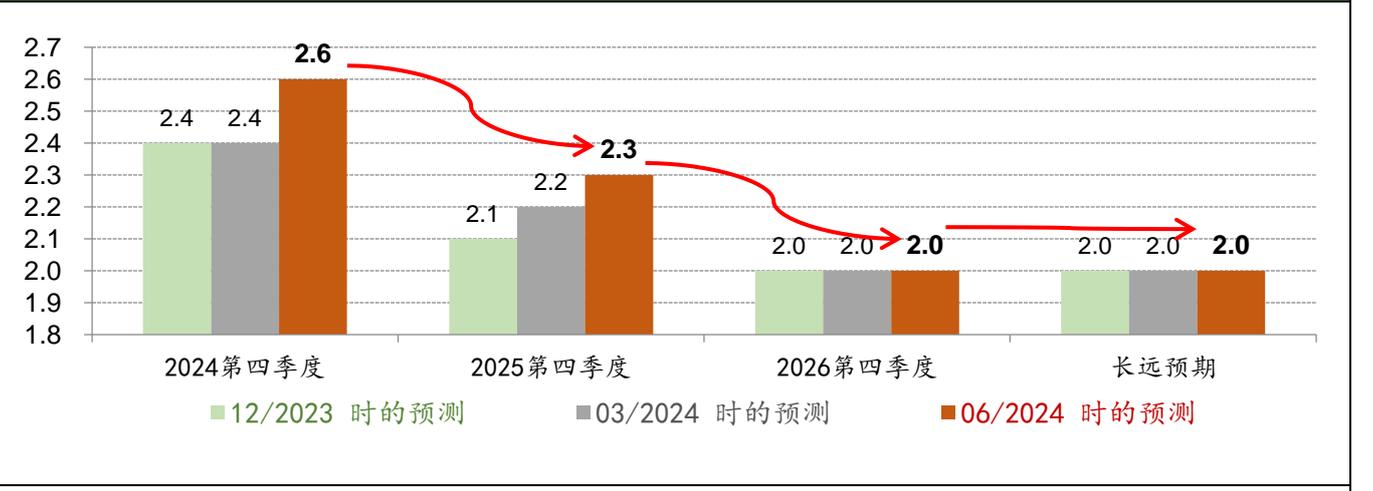
美联储今年多次降息的可能性降低，导致美元兑离岸人民币走强。5月以来，美元从5月3日兑人民币的7.1653元低位升值至6月13日（美联储FOMC会议结束后的一日）兑人民币7.2662元。今年上半年至今，美元兑离岸人民币汇率低点为1月2日兑人民币7.1102元；高点为4月16日兑人民币7.2831元。在香港货币期货市场，9月和12月期货合约价格分别为每美元兑7.2209元人民币和每美元兑7.1750元人民币。关键变量是美联储是否会在今年第四季度启动降息周期和今年下半年中国央行是否会推出新一轮降息。

图表 7：美联储预期联邦基金利率的中位数 (%)



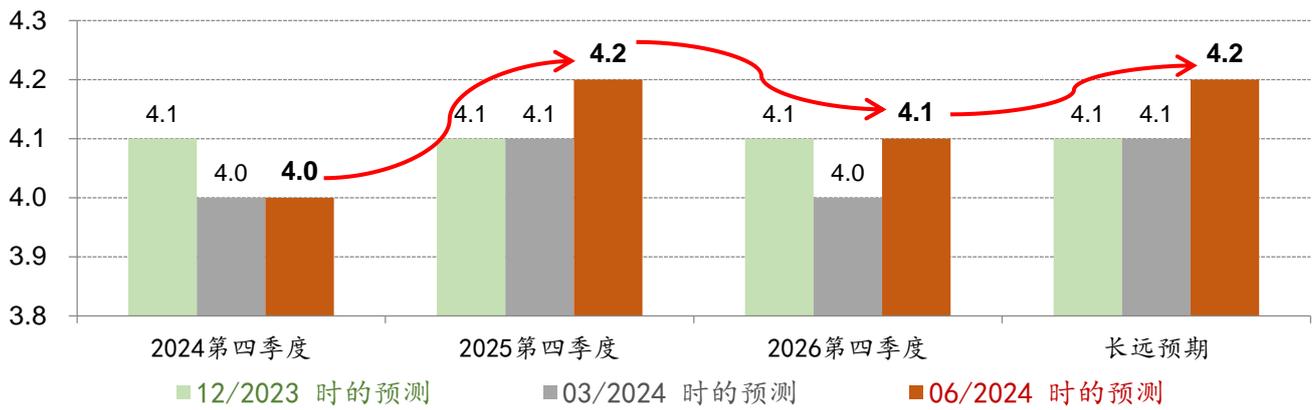
注：当前联邦基金利率 5.33%  
 来源：美联储预期、农银国际证券

图表 8：美联储预期 PCE 通胀的中位数 (%)



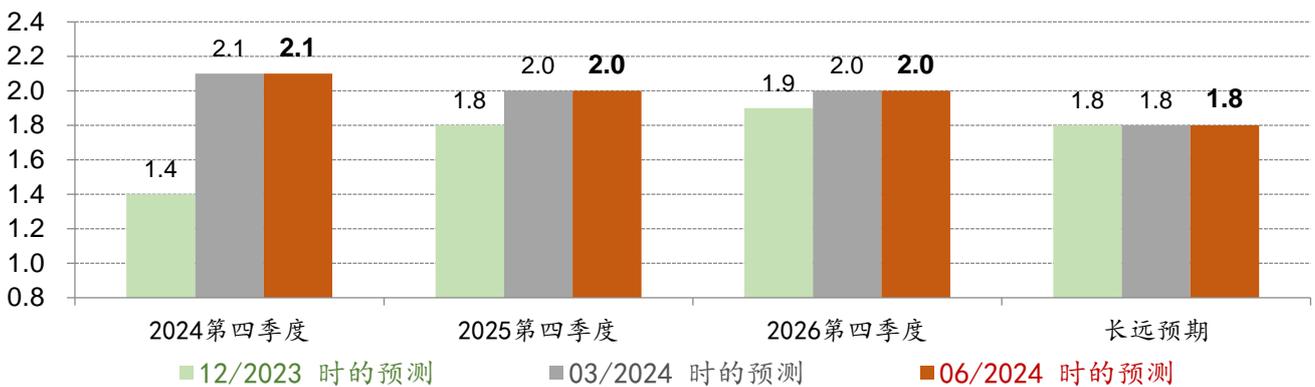
注：2024 年 4 月 PCE 通胀同比 2.7%  
 来源：美联储预期、农银国际证券

图表 9: 美联储预期 失业率的中位数 (%)



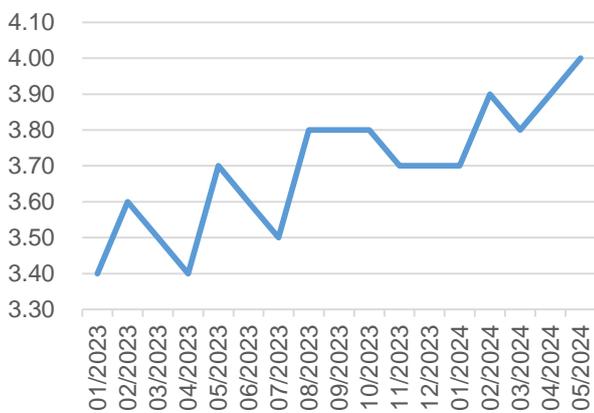
注: 2024 年 5 月失业率 4.0%  
来源: 美联储预期、农银国际证券

图表 10: 美联储预期 GDP 增长的中位数 (同比增长%)

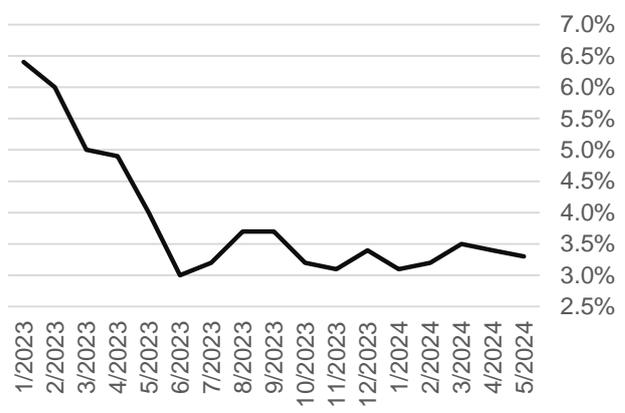


来源: 美联储预期、农银国际证券

图表 11: 美国失业率趋势波动向上 (%)



图表 12: 美国 CPI 通胀趋势波动横行 (同比变化)



来源: 彭博、农银国际证券

#### 四、 欧盟委员会公布将对从中国进口的纯电动汽车征收的临时反补贴税率

本周，欧盟委员会表示已与中国当局联系，讨论这些补贴调查结果，并探讨以符合世贸组织规定的方式解决所发现问题的可能方法。在此背景下，欧盟委员会预先公布了将对从中国进口的纯电动汽车（“BEV”）征收的临时反补贴税的水平。委员会表示如果与中国当局的讨论未能达成有效解决方案，这些临时反补贴税将从7月4日起通过担保方式征收（具体形式由各成员国海关决定）。只有在征收明确关税时才会征收这些税款。

委员会对三个抽样的中国生产商征收的个反补贴税将是：

- 比亚迪（1211 HK）：17.4%；
- 吉利（175 HK）：20%；和
- 上汽集团（600104 CH）：38.1%。

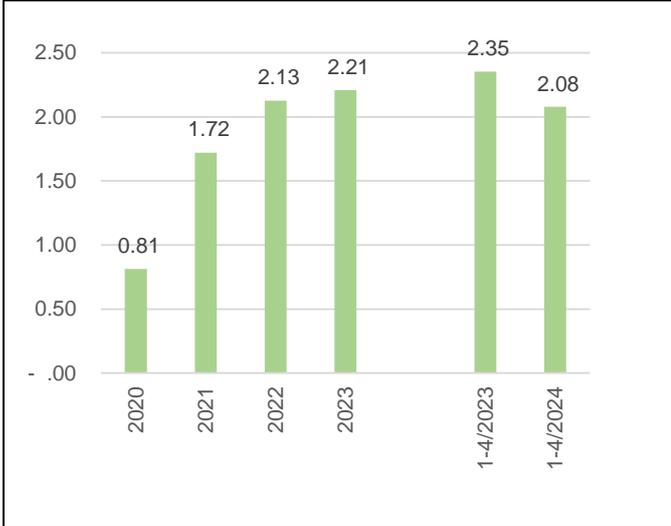
委员会表示中国其他配合调查但未接受抽样的纯电动汽车生产商，将缴纳以下加权平均关税率为21%。所有其他不配合调查的中国纯电动汽车生产商都将受到调查以下剩余关税率为38.1%。委员会表示中国产的特斯拉汽车可能会单独获得一份最终阶段计算的关税税率。

针对这些问题，以下重要数据将有助于投资者合理评估风险。

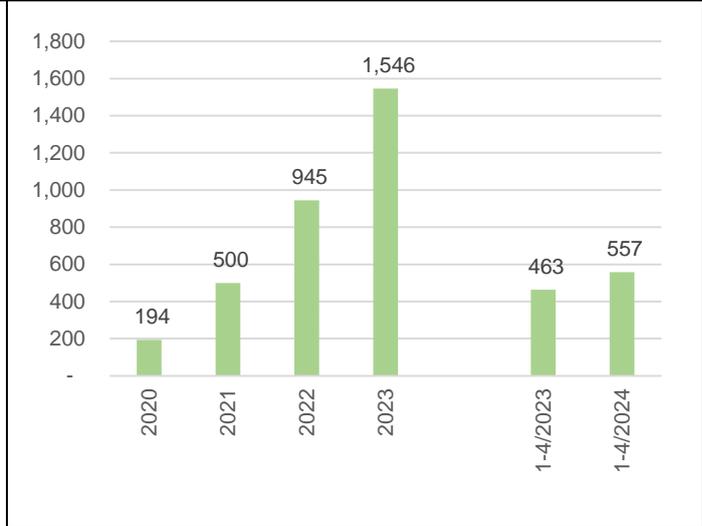
1-4月，我国纯电动乘用车出口557496辆，同比增长21.0%；出口金额115.86亿美元，同比增长6.4%；平均出口单价为20782美元/辆（或约150500元人民币/辆）。从平均出口价格来看，出口纯电动汽车大部分是小型紧凑型汽车。中大型纯电动汽车应占较小的出口份额。如果关税税率在17.4%-38.1%之间，则平均关税金额为3616美元/辆至7918美元/辆。我们的估算是基于乘用纯电动汽车的出口平均单价。关税金额是否足以对中国纯电动汽车制造商造成打击，取决于欧盟消费者的购买力，因为中国纯电动汽车的进口成本增加了约3600-8000美元/辆。

此外，该关税针对的是纯电动汽车，目前不包括来自中国的插电式混合动力汽车（PHEV）和混合动力汽车（HEV）。不排除欧盟未来扩大对PHEV和HEV进口关税征收范围的可能性。与纯电动汽车出口量相比，中国PHEV和HEV的出口量并不大，但是高增长。前4个月，我国出口乘用PHEV和HEV分别为92820辆和59719辆，分别同比增长148%和492%。其平均出口单价分别为27870美元/辆和20527美元/辆。从PHEV和HEV的平均出口单价来看，其中大部分是紧凑型新能源汽车。

图表 13: 纯电动乘用车出口平均价(万美元/辆)



图表 14: 纯电动乘用车出口量(千辆)



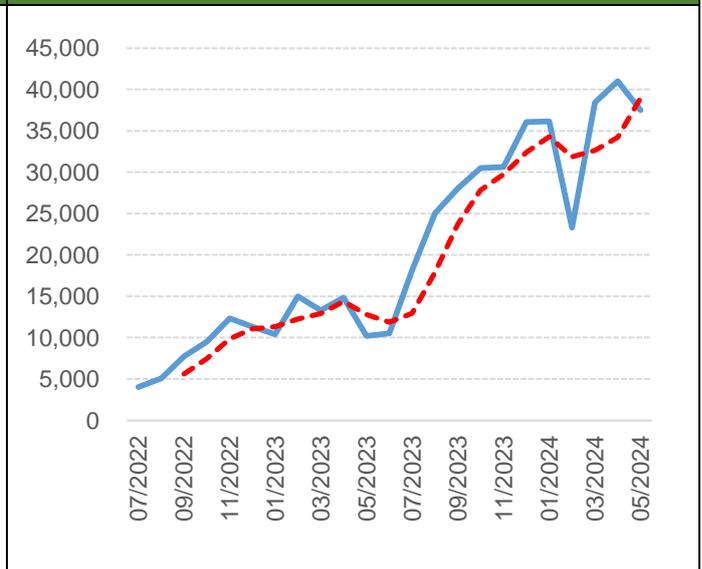
来源: 中国海关、农银国际证券

以比亚迪为例, 前5个月, 新能源汽车销量 127.1 万辆, 同比增长 27%, 其中出口 17.6 万辆, 同比增长 177%, 国内销量 109.5 万辆, 同比增长 17%。其出口量占总销量的 14%。尽管出口市场快速增长, 但国内市场仍是主要收入来源。

图表 15: 比亚迪新能源汽车国内销量



图表 16: 比亚迪新能源汽车出口销量



来源: 比亚迪、农银国际证券

红点线: 3个月平均

## 权益披露

分析员陈宋恩作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

## 权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其附属公司，曾在过去 12 个月内，与本报告提及的比亚迪有投资银行业务关系。

## 评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 $\geq$ 市场回报(约 7%)
持有	负市场回报 (约-7%) $\leq$ 股票投资回报 $<$ 市场回报(约 7%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(约-7%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2005 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2005-23 年间平均增长率为 7.4%）

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

## 免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2024 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其它形式分发

办公地址：香港中环红棉路 8 号东昌大厦 13 楼农银国际证券有限公司

电话:(852)2147 8863